



HKE_x
香港交易所

人民幣定息及貨幣產品市場

每月專訊

第8期

2015年8月

每月焦點

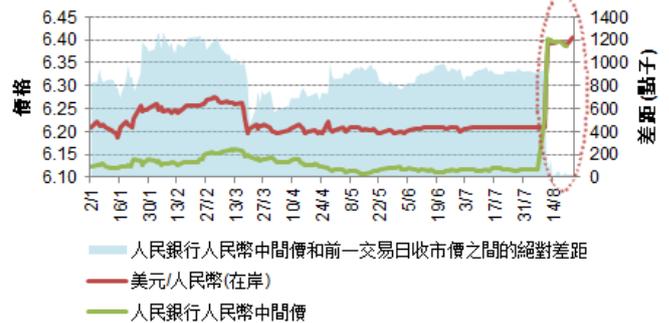
- 8月11日，中國人民銀行推出了全新的美元兌人民幣匯率每日固定匯率機制，造成在岸人民幣基準匯率貶值了1.9%。
- 這可能會啟動比較靈活的、以市場為導向的人民幣「新常態」。
- 香港交易所的美元兌人民幣（香港）期貨合約在過去波動期間，提供最佳流動性，于貶值憂慮和非預期性政策調整時作風險管理
 - 2015年8月創下歷史最高的42,412張合約單月成交量（名義價值為42億美元）
 - 2015年8月12日創下歷史最高的8,061張合約單日成交量（名義價值為8億美元）及2015年8月24日創下歷史最高的1,080張合約單日收市後交易時段成交量（名義價值為1億美元）
- 未平倉合約在7月底大幅上升至13,620張合約（名義價值13億美元），較上個月末增長25%。
- 需求仍保持在離岸人民幣固定收益類產品，包括存款，儘管投資者可能會要求更高回報率。
- 隨著中國國內金融和資本市場進一步開放，預計將有更多的債務違約會發生。
- 投資者可以利用香港交易所的美元兌離岸人民幣期貨合約，無論是作為一個經濟高效的風險管理工具，以對沖人民幣價格風險，亦或把握短期的交易機會。

美元兌人民幣1月初以來一直於6.18至6.28之間窄幅徘徊。8月11日上午9時15分，中國人民銀行允許人民幣兌美元貶值近2%至三年前低位，令貨幣市場一下子產生震盪。

中國人民銀行最新的每日中間價報價框架以前一交易日的收盤價、供求因素和其他貨幣的波幅為根據，較過往市場化。8月12日，人民幣中間價與前一交易日收盤價的差距由900點子左右大幅下降至27點子。

中國人民銀行允許人民幣貶值後，人民幣在離岸市場已貶值超過6%，香港交易所美元兌離岸人民幣期貨成交合約於

人民銀行人民幣中間價和前一交易日收市價之間的絕對差距大幅下降

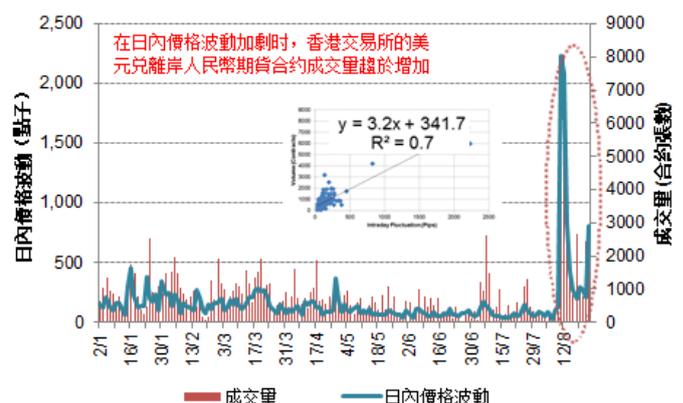


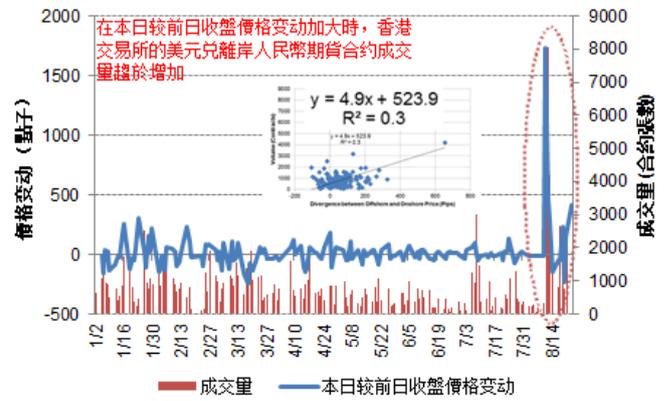
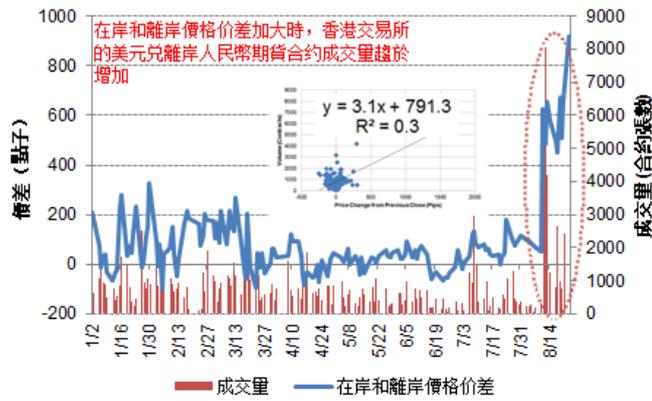
8月11日達到年初以來最高位5,816張（名義價值為5.8億美元）後，再於8月12日創下8,061張（名義價值為8.1億美元）的歷史新高。其後，香港交易所美元兌離岸人民幣期貨市場繼續提供最佳流動性和充足的市場深度。

香港交易所的美元兌離岸人民幣期貨交易量一直受多項驅動因素影響，當中包括場外美元/離岸人民幣期權的引申波幅、日內價格波幅、在岸和離岸人民幣價差，以及與對上一日收盤價比較的價格變動。

首先，場外美元/離岸人民幣期權的一個月引申波幅自今年年初已呈下降趨勢，從6.1%降至1.5%。然而，應對8月11日中國人民銀行的行動，其已從1.5%大幅反彈至超過5%。由於引申波幅反映市場對未來潛在價格變動的預期，香港交易所美元兌離岸人民幣期貨交易量與引申波幅之間的正向相關關係證明投資者傾向於使用該合約來對沖未來中長期的人民幣價格風險。

其次，中國人民銀行8月11日的行動後，美元兌離岸人民幣日內價格波動的平均水平，已從250點子上升到超過600點子。香港交易所的美元兌離岸人民幣期貨交易量與日內價格波動之間的正向相關關係顯示，投資者可利用該合約來把握超短期的交易機會。





第三，在岸和離岸人民幣價格之間的價差已從不到200點子顯著擴大至超過500點子，為投資者利用在岸和離岸價差提供了套利機會。香港交易所的美元兌離岸人民幣期貨交易量與在岸和離岸人民幣價差之間的正向相關關係表明，投資者可利用該合約在不同市場捕捉人民幣價差的套利機會。

最後，中國人民銀行允許人民幣貶值後，美元兌離岸人民幣價格較上一收盤價的變動近期已變得越來越波動。香港交易所的美元兌離岸人民幣期貨交易量與比較上一收盤價的價格變動兩者之間的正向相關性顯示，投資者可利用該合約管理人民幣市場風險，又或藉此捕捉每日的交易機會。

綜上所述，投資者可根據交易偏好和投資目標利用香港交易所美元兌離岸人民幣期貨合約作為具成本效益的風險管理工具對沖人民幣價格風險，或捕捉短期交易機會，又或從跨境市場的價格差異中套利。

本月市場焦點

本文由法國興業銀行亞洲（日本除外）利率策略主管張淑嫻以英文撰寫，以下為中文譯本

匯率對人民幣利率的影響

人民幣利率從7月初開始小幅上升，並在人民幣報價機制變動後繼續維持溫和上升趨勢。在岸人民幣流動性收緊可能源於外匯干預和資金流出。由於人民幣報價機制主要由市場因素決定，外匯干預因此成為引導人民幣市場的主要工具。由於流動性將受影響，近期人民幣利率會出現較大波動。人民幣流動性受影響的程度及方向將取決於多變的人民幣市場投資氣氛及中國人民銀行（人行）如何使人民幣波動變得平穩。

人民幣在一次性貶值後雖然回穩，但由於新興市場貨幣轉弱、市場憂慮中國經濟放緩及過去一年中國出現資本外流等等，市場傾向認為人民幣會進一步貶值。因此，未來的外匯市場干預很可能是進一步收緊在岸人民幣流動性。儘管如此，人行有各種工具（公開市場操作和存款準備金率）可抵銷外匯方面（預期）減少的流動性，實際上亦已使用部分工具注入流動性。鑑於整體政策方向是支援經濟，我們相信人行希望將7天回購基準和近期匯率的最高水平限定於**2.5%**。人行需要加強公開市場操作，並可能需要進一步下調存款準備金率，我們預期今年年底存款準備金率會再下調**50**點子。公開市場操作注資一般只提供短期資金，削減存款準備金率的影響要長遠許多。

人民幣利率傾向上行，亦可能源於匯率市場波動性較高，投資者要求人民幣定息產品給予較高回報率。雖然市場對潛在外資流入的樂觀程度減弱，但對在岸人民幣利率，這不是重要因素，因外資參與在岸債券市場的程度較低。流動性和貨幣政策立場才是關鍵原因。

在新的人民幣報價機制下，離岸人民幣一直較在岸人民幣波動。外匯市場對即期相對直接遠期價格的不同看法，帶動人民幣(香港)交叉貨幣掉期價格。人民幣報價機制變動當日，即期至直接遠期人民幣價格均反映市場看淡人民幣，人民幣(香港)交叉貨幣掉期紛紛繳清結算。翌日，人民幣(香港)交叉貨幣掉期大跌，因大部分看淡因素已在即期反映。其後，即期價格穩定，投資者再次透過直接遠期價格表達對市場的看法，人民幣交叉貨幣掉期亦微升。

現階段暫難確定投資者在各外匯市場的定位。然而除短期波動外，我們仍然認為，近期在岸回購市場對外放寬，加上跨境人民幣流動不斷增加，應使在岸及離岸人民幣利率更持續趨同。但我們也知道，人民幣(香港)交叉貨幣掉期與人民幣利率掉期之間的差價，不像比較兩個蘋果一般對等。在理想情況下，我們應比較離岸與在岸的利率掉期利率和銀行同業拆息。

離岸人民幣銀行同業拆息飆升，符合離岸人民幣交叉貨幣掉期最初的反應。然而，離岸人民幣銀行同業拆息回落幅度不大，沒有跟隨離岸人民幣交叉貨幣掉期下跌，後者主要受外匯驅動，不反映成本和收益。這正正說明此兩種離岸人民幣利率的性質有別。另一方面，任何人民幣存款利率的升幅均可能緩慢。首先，看淡人民幣的勢頭未必強大至足以令存戶提清其人民幣定期存款（佔香港人民幣存款超過**80%**）。其次，在岸人民幣市場至今仍不是完全開放。離岸人民幣固定收益類產品（包括存款）仍然是市場需求所在，儘管投資者可能要求更高回報率。



張淑嫻女士有**15**年投資和經濟研究以及區內投資銀行諮詢服務的經驗，加入法國興業銀行前為東方匯理銀行亞洲利率策略部主管，再之前曾任職渣打銀行、奔亞證券（亞洲）有限公司和香港特區政府。張女士在亞洲貨幣固定收益期刊**2012**、**2013**和**2014**的年度調查中被選為最佳利率研究分析師第一名，並在金融亞洲固定收益研究期刊**2012**和**2013**的年度調查中被選為最佳本地貨幣分析師第一名。

免責聲明：本文內容僅供參考，不能取代諮詢專業顧問意見。

專家之言

原文由中國誠信（亞太）信用評級有限公司董事總經理李永權先生以英文撰寫，以下為中文譯本

中國國內債券市場兩個常問問題

近期中國股市暴跌及人民幣貶值均沒有減少國際投資者對在岸債市的興趣。對於中國央行今年7月宣布解除對外國中央銀行、多邊組織、主權財富基金在銀行間市場買賣債券的限制，國際投資者感到鼓舞。銀行間市場約佔國內債務發行總額的95%，較上海及深圳證券交易所的市場還要大。

中國國內債券市場過去十年增長迅速。債券發行人多數為中國國有企業、銀行和公司、外資公司的一些子公司和個別多邊組織。

國際投資者兩個常問問題是：(i)中國國內債務的信用評級何以偏高？(ii)債務違約相比貸款違約何以這樣少？

有關第一個問題，中國是新興經濟體，有特定的方法開發債務市場。因此，一般認為有必要制定一套國內標準的信用評級，不然根據有三百年歷史的國際信用評級機構定下的國際標準，大部分國內債務均會被評定為「垃圾」級別。中國保險監督管理委員會制定的投資指引及規則，要求保險公司投資的債務必須符合AA的最低信貸評級，並且是由一個或以上國內認可的信用評級機構評分。因此，可成功發債的機構都有AA或以上評級。2012年起，中國三大信用評級機構中國誠信、鵬遠和大公先後在香港設立持牌機構（大公在意大利也有持牌機構），旨在擴展業務到國際市場。除了要與三個主要國際信用評級機構競爭客戶外，中國信用評級機構的挑戰還在於如何向本土客戶解釋，為何他們的國際評級遠低於其在國內習慣取得的評級。實際上，國內外評級差距亦見於其他新興經濟體的發行人，不限於中國。至今為止，市場一直難以找到一條通用的準則，可對照同一中國發行人國內外評級之異同。

至於第二個問題，中國債券市場直到2014年3月方首次錄得一宗公共債務違約個案－「超日太陽能」未能按時支付利息。雖然「超日太陽能」之前已有顯著數量的貸款違約，但公共債務違約的數量表面上很少。現實是，「超日太陽能」之前所有潛在公共債務違約均全部被政府直接或間接承擔下來。政府為何出手挽救那些違約的債務？主要論點有三：公共債務違約直接或間接影響投資大眾；保障投資者的條例尚待完善；以及大多數債務均由國有企業及銀行發行。隨著中國國內金融和資本市場進一步開放，預計更多債務違約將會發生。



李永權先生是現任中國誠信（亞太）信用評級有限公司董事總經理、財經專欄作家、香港特區政府中央政策組特邀顧問、亞太結構金融公會董事

他出任現職之前，是香港按揭有限公司（一家由財政司司長擔任主席，香港外匯基金出資成立的半官方機構）高級副總裁、一家著名國際銀行的執行董事兼環球資本市場總監、香港證券交易所債券上市改革工作小組成員、香港貿易發展局金融顧問委員會委員、香港金融服務及庫務部組成之債券改革工作小組成員。

免責聲明：本文內容僅供參考，不能取代諮詢專業顧問意見。

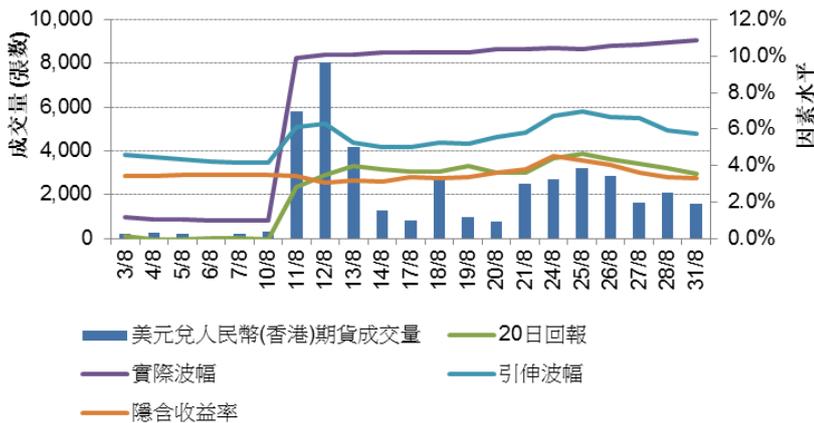
香港交易所的美元兌人民幣（香港）期貨市場

美元兌人民幣(香港)期貨成交量與持倉



- 2015年8月的成交合約金額為42億美元，平均每日成交名義值為2億美元。
- 非莊家交易佔79%，相比7月份的67%稍為上升。

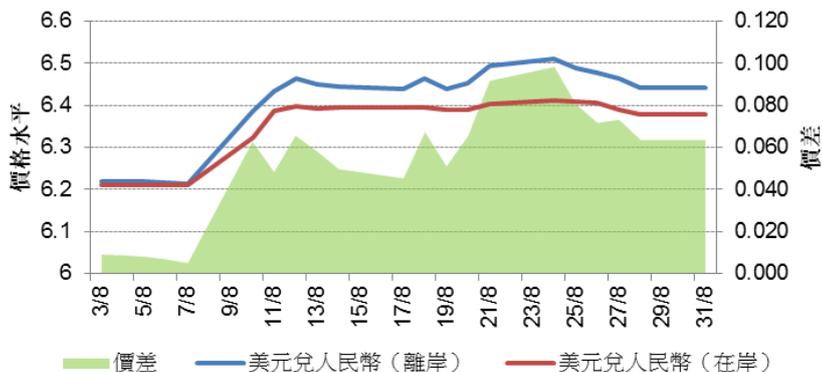
推動美元兌人民幣(香港)期貨成交量之主要因素



推動離岸人民幣期貨成交量的主要因素包括：

- 離岸人民幣兌美元累計回報
- 實際波幅 (20日)
- 引伸波幅 (彭博美元兌人民幣(離岸)1年平價期權引伸波幅)
- 12個月離岸人民幣遠期隱含收益率

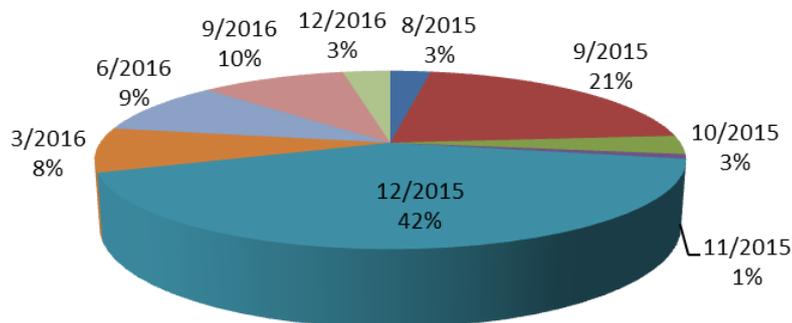
美元兌人民幣（離岸）和美元兌人民幣（在岸） 現匯價格走勢*



- 離岸和在岸人民幣兌美元的價差拉闊至8月底約200點。離岸人民幣兌美元造價低於在岸人民幣。

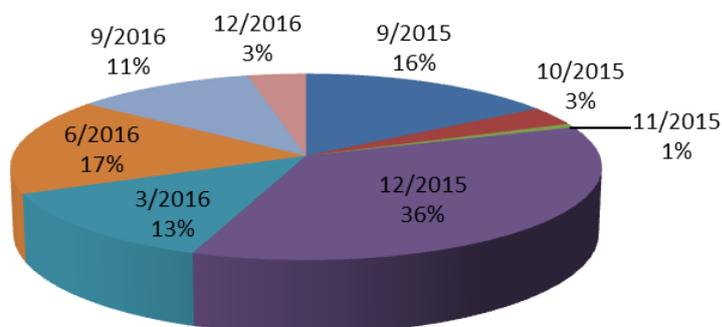
香港交易所的美元兌人民幣（香港）期貨市場統計

合約月份之成交量分布（8/2015）



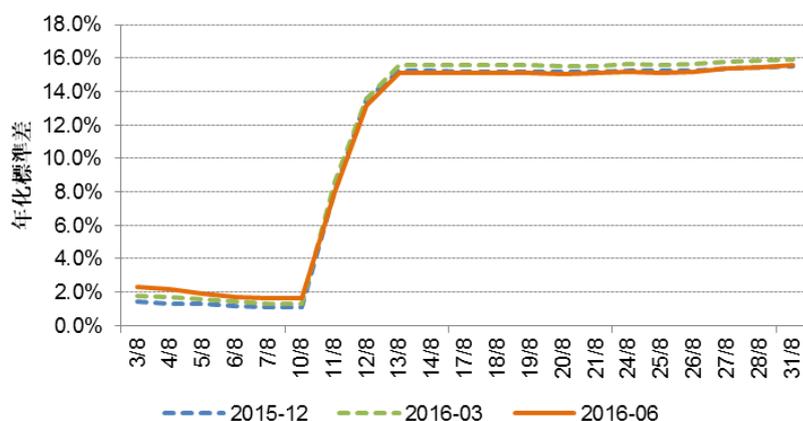
- 成交張數最多為2015年12月合約，及其他季度月份。

合約月份之持倉量分布（31/8/2015）



- 2015年9月、2015年12月及2016年6月的未平倉合約佔8月底未平倉合約總數的69%。

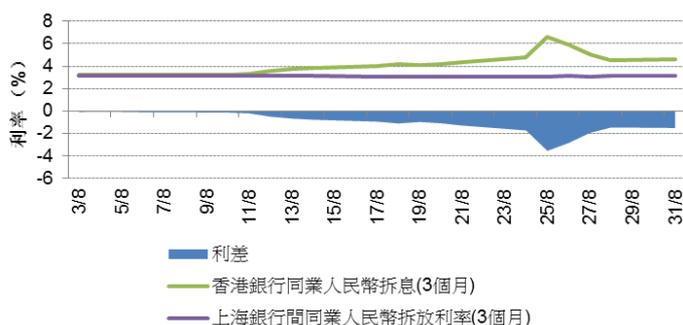
美元兌人民幣(香港)期貨歷史波幅（20日滾動）



- 於2015年8月，美元兌人民幣(香港)期貨的波幅為2%至16%。
- 遠月與即月合約的波幅差於8月底相若。

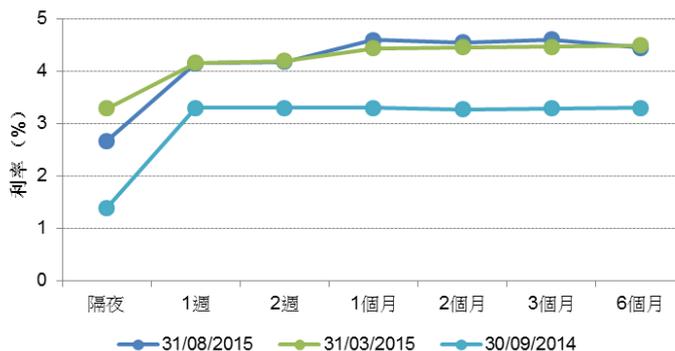
人民幣固定收益與短期利率—市場回顧

上海銀行間同業人民幣拆放利率與
香港銀行同業人民幣拆息



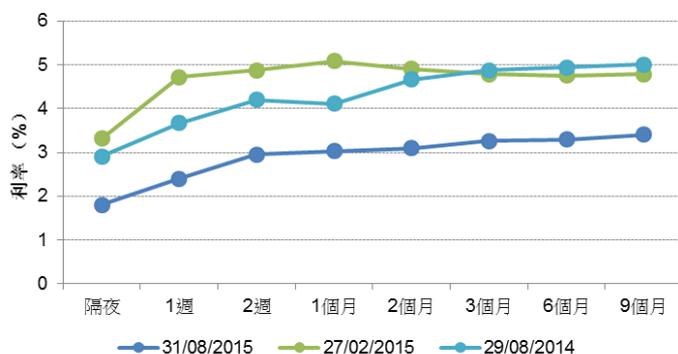
在岸利率（上海銀行間同業人民幣拆放利率）與離岸利率（香港銀行同業人民幣拆息）走勢不同，但兩者的差距於8月份擴闊。

香港銀行同業人民幣拆息收益率曲線



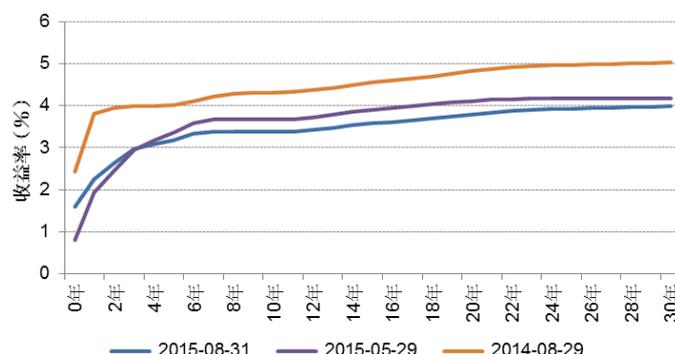
2015年8月的香港銀行同業人民幣拆息收益率曲線短期變陡，長期保持相對穩定，與2014年9月相約。

上海銀行間同業人民幣拆放利率收益率曲線



於2015年8月，上海銀行間同業人民幣拆放利率的收益率曲線短期變陡，長期逐步向上。

財政部國債收益率曲線



財政部國債收益率曲線逐漸向上移動。期內，曲線的短端較長端垂降更多。

關於美元兌人民幣（香港）期貨資料，請瀏覽以下網址：

http://www.hkex.com.hk/rmbcurrencyfutures_c

如有任何查詢，可通過以下方式聯絡我們：

地址：香港中環港景街1號

國際金融中心一期 10 樓

電郵：FICD@hkex.com.hk

免責聲明

此刊物包含的所有信息僅供參考。雖然香港交易所竭力確保所提供資料準確、可靠和完整，但香港交易所及其任何聯屬公司對相關資料的準確性、完整性、可靠性及適用性概不作任何明示或暗示的保證和陳述，也不對此負責或承擔任何法律責任。對於任何因資訊不準確或遺漏或因根據或依賴資訊所作的決定、行動或不採取行動所引致的損失或損害，香港交易所概不負責。

有關資訊並不構成也不擬構成投資意見或建議作出任何投資決定。任何人士有意使用此等資訊或其中任何部分應尋求獨立專業意見。未經香港交易所事先書面許可，嚴禁以任何形式或方法修改資訊的全部或部分。

期貨涉及高風險，買賣期貨所招致的損失有可能超過開倉時繳付的按金，令閣下或須在短時間內繳付額外按金。若未能繳付，閣下的持倉或須平倉，任何虧損概要自行承擔。因此，閣下務須清楚明白買賣期貨的風險，並衡量是否適合自己。閣下進行交易前，宜根據本身財務狀況及投資目標，向經紀或財務顧問查詢是否適合買賣期貨合約。