

每月焦点

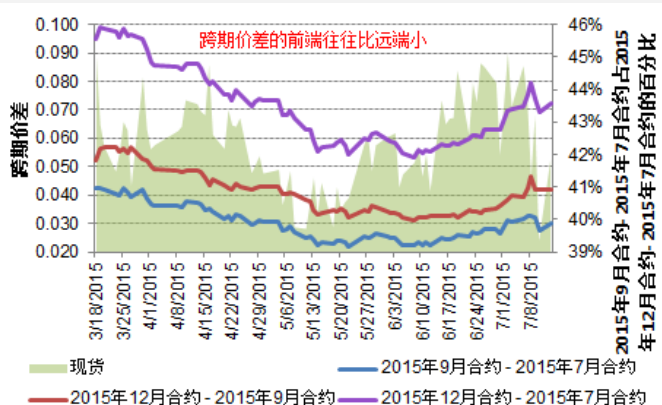
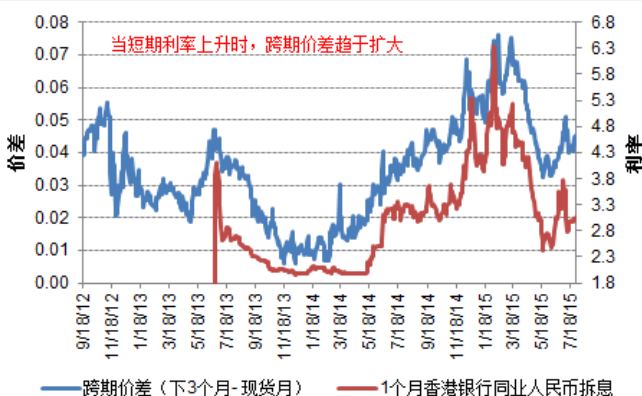
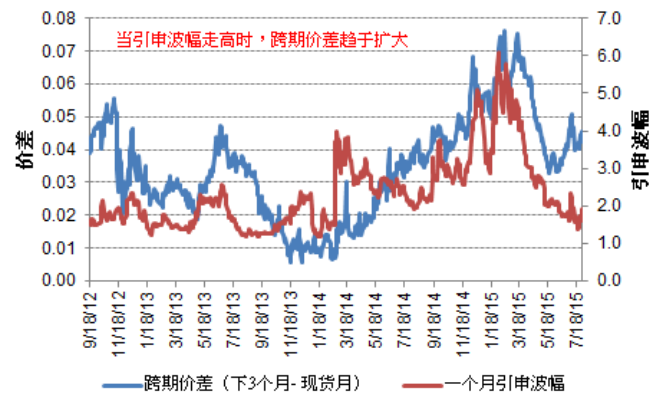
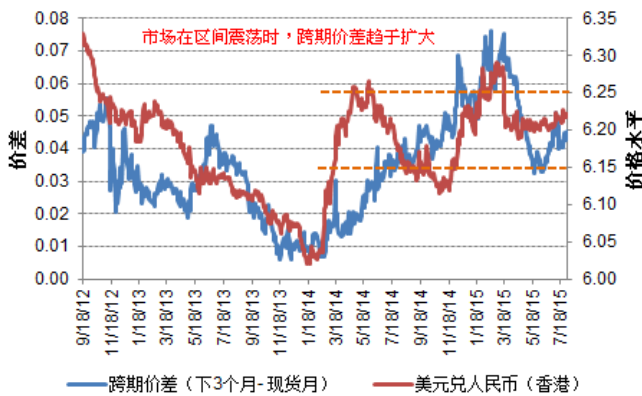
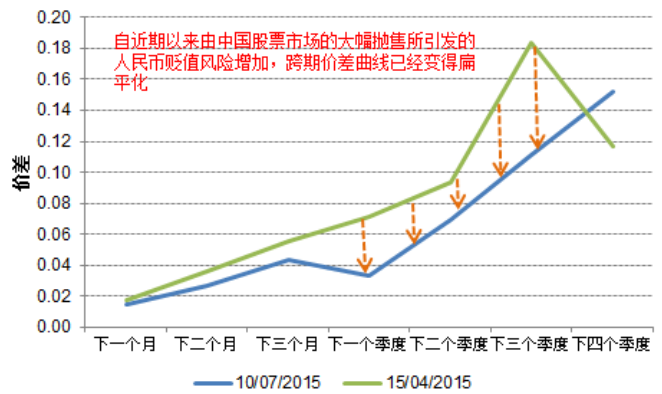
- 成交量在7月8日创下年初至今最高的3,169张合约（名义价值3亿美元），同时收市后期货交易时段的成交量达到752张合约的历史新高（名义价值7,500万美元）。
- 未平仓合约在7月底大幅反弹至10,924张合约（名义价值11亿美元），较上个月末增长44%。
- 不管美元兑人民币（香港）市场的走势如何，投资者均可利用香港交易所的美元兑人民币（香港）期货掌握交易机会。
- 即使今年人民币无法进入SDR篮子货币，也不会影响人民币国际化的进程。

货币期货跨期价差取决于近期和远期期货合约之间的价值变动。在美元兑人民币（香港）的交易缺乏明确方向时，投资者若想从跨期价差扩大/缩小产生的价格差异中图利，大可利用香港交易所的美元兑人民币（香港）期货捕捉交易机会，不管美元兑人民币（香港）市场走势如何。

香港交易所的美元兑人民币（香港）期货有8个合约月份，包括现货月、下三个历月和之后的四个季月。香港交易所还提供10个跨期组合。投资者可以美元兑人民币（香港）期货不同期限的长短仓组合为基础，进行特定跨期交易。个别合约如属跨期的一部分，其保证金可以下调。一组跨期交易（一份长仓合约，一份短仓合约）所需的最低保证金为人民币7,070元，比每份美元兑人民币（香港）期货合约的全额保证金人民币11,780元少40%，这是因为跨期风险仅限于不同到期月份合约之间的价差变动，而价差波动一般低于实际合约。

自中国股票市场大幅抛售引发近期人民币贬值风险增加，跨期曲线已变得扁平。扁平的跨期曲线显示美元兑人民币（香港）的远期汇率正下降至接近当前的美元兑人民币（香港）现货汇率水平。跨期曲线的结构性变动主要来自曲线远端部分的变动。细看美元兑人民币（香港）期货跨期与价格、引申波幅和短期利率等其他因素的历史关系，我们发现一些有趣的模式如下。

首先，每当美元兑人民币（香港）窄幅上落，美元兑人民币（香港）期货跨期即倾向扩大。离岸人民币兑美元贬值势头持续至2014



年1月，之后离岸人民币贬值路径逆转，进入6.15到6.25的交易区间窄幅波动的阶段。同一期间，美元兑人民币（香港）期货合约的跨期价差（下三个月-现货）从之前较低的范围（0.01至0.04）升至现时较高的范围（0.04至0.07）。

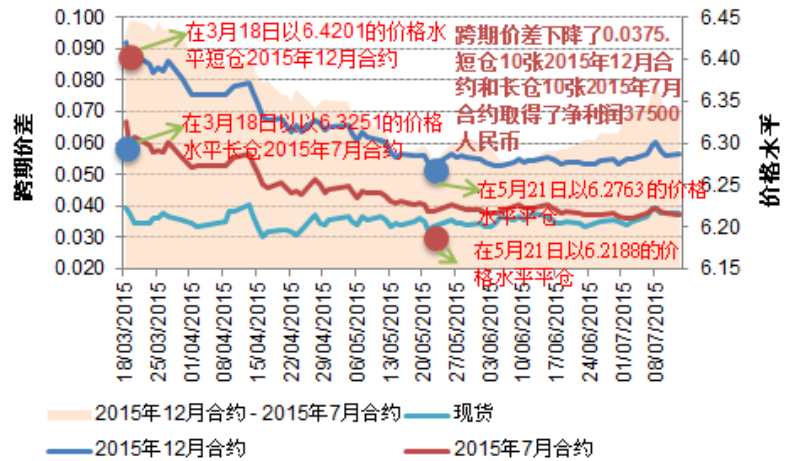
其次，每当场外美元兑人民币（香港）期权衍生的引申波幅走高时，美元兑人民币（香港）期货跨期价差倾向扩大。2014年1月以来，一个月引申波幅已由2%持续增至5%，其间美元兑人民币（香港）期货的跨期价差一直紧贴引申波幅的走势。

第三，每当短期利率（香港银行同业人民币拆息）上升时，美元兑人民币（香港）期货跨期价差倾向扩大。未来价格通常由金钱的时间值和市场流动性决定。时间愈长及利率愈高，未来价格就会愈高。典型的跨期交易涉及远期期货合约的长仓和近期期货合约的短仓；随着利率上升，远期期货合约价格的升幅倾向大于近期期货合约价格的升幅，因而产生较高的跨期价差。

最后，假设期限相近，美元兑人民币（香港）期货跨期的前端往往比远端小。如图所示，在3月18日至7月8日这段期间，2015年12月合约-2015年9月合约的跨期总是比2015年9月合约-2015年7月合约的为高。对于较长的2015年12月合约-2015年7月合约的跨期（由较短的2015年12月合约-2015年9月合约的跨期和2015年9月合约-2015年7月合约的跨期组成），前端跨期（2015年9月合约-2015年7月合约）大部分时间只占2015年12月合约-2015年7月合约跨期的40%左右。

过去，下两季合约与现货月合约之间的平均跨期价差为0.06左右。3月18日，此跨期价差扩大至0.095。在大幅偏离历史平均价差水平的情况下，投资者若想利用价差可能即将回复平均值的变动产生的套利机会，可以订立相应的跨期交易。现根据历史数据模拟短期跨期交易如下：3月18日，先以6.4201沽出10张2015年12月合约及以6.3251购入10张2015年7月合约启动交易。7月7日，再以6.2763买入10张2015年12月合约及以6.2188卖出10张2015年7月合约结束交易。在这段时间，该对合同的跨期价差已下降0.0375，模拟的10张合约跨期交易的净利润为人民币37,500元。10张合约跨期价差的最低保证金支出为人民币70,700元，交易期间（约110天）即使现货价格没有明确走势，只一直在6.19至6.22的交易区间窄幅波动，模拟交易仍有53%回报率。

总之，在窄幅波动和波动性增加的市场环境中，跨期交易可为想从价格差异中套利的投资者提供具成本效益和走向中性的交易选择。不管美元兑人民币（香港）市场的走势如何，投资者均可利用香港交易所的美元兑人民币（香港）期货掌握交易机会。



专家之言

原文由上海浦东发展银行金融市场部彭松先生和刘维泉先生以中文撰写

人民币国际化与SDR

资本项目可兑换及汇率市场化改革无疑是当今中国金融改革的核心内容之一，其内涵是完善以市场供求为基础的有管理的浮动汇率制度，推进外汇管理体制的改革，扩大人民币跨境使用，逐步实现人民币资本项目可兑换。这一重要政策目标不仅影响近期人民币窄幅波动的走势，而且深刻影响着人民币国际化的进程。

根据央行高层的表态，接下来推动资本项目可兑换的重点将是开放个人投资者跨境投资、引入深港通、取消多数外汇管理事前审批要求，以及更大程度开放境外投资者进入国内资本市场等，例如允许非居民在国内发行除衍生品之外的金融产品；在管理制度方面，通过在外汇管理领域建立事后监管和宏观审慎管理制度，在资本市场减少准入的政策障碍并提供必要的基础设施，通过这些措施建立和完善风险防控体系，从而推动人民币的国际使用。在这一过程中，加入SDR也被市场解读为人民币国际化的重要进展。

从加入SDR所需满足的两个基本条件来看，人民币在过去五年中的平均货物和服务出口额已经位居世界前列，在可自由使用方面也取得积极进展，人民币在全球广泛使用和交易提升明显，债券市场发展也相当迅速。首先，资本项目开放并非遥不可及。按照央行口径，在IMF所分类的40项资本账户交易中，人民币在35个项目中实现了

可兑换，同时诸如QFII、RQFII和人民币境外清算行、参加行进入银行间市场开展回购交易等在内的资金跨境流通渠道也已具备，但也应该认识到，诸如此类的资本账户开放实质上仍然限额管制，而对未来央行所推进的资本项目开放，用央行行长周小川在IMF年会中的表述也是“有管理的可自由兑换”，其内涵就是在宏观审慎的框架下，通过限额或者事前批准的方式限制跨境资本流动，以维护国内的汇率稳定和金融安全。

其次，人民币的使用量一直在迅速增长，截至2015年5月份，人民币在全球支付货币中所占份额排在第五位，尽管它在外汇市场中的交易量占比仍然较低（如图2，3所示），根据BIS两年公布一次的数据显示，2013年人民币在全球外汇交易市场中所占份额只有2.2%，但相比较2010年已经有了大幅度的提升。

此外，在岸和离岸人民币债券市场的发展都很迅速，主要问题是相比美国、欧洲和日本等发达经济体而言规模仍然较小，并且由于主要持有者是商业银行，其资产配置为主的持债也导致债券市场流动性较差；而对于储备资产通常由流动性强、容易变现的外汇资产构成，如政府债券。另一个问题是大部分人民币计价债券都在国内银行间市场发行和交易，而只有少数央行可以进入中国的银行间市场，因此，债券市场的深度与流动性也成为制约因素。实际上，从国外投资者持有人民币债券占比来看，截至2014年末，外国投资者在中国国债和金融债市场中的占比仅为2.7%，相比之下，美国国债市场中外国投资者的占比超过30%，日本国债市场中外国投资者占比为8%，甚至与新兴经济体相比，马来西亚和印尼分别为29%和33%，也有较大的差距。

当然，即使今年人民币无法进入SDR篮子货币，也不会影响人民币国际化的进程。实际上，目前SDR的篮子货币中美元、欧元、英镑和日元所占比重分别为41.9%、37.4%、11.3%和9.4%，然而，在国际外汇储备中美元所占的份额达

图1：中国资本项目可兑换沿革

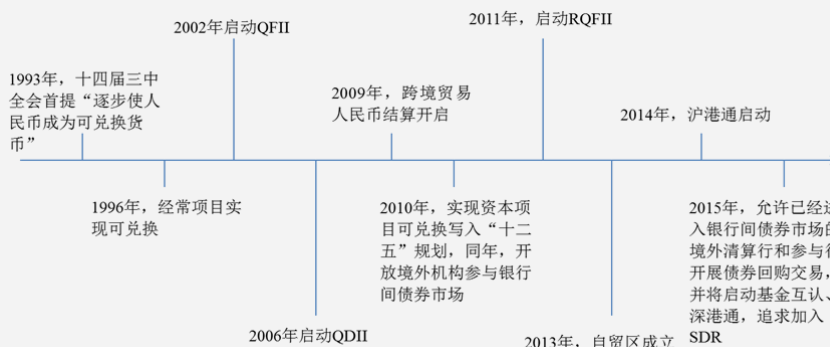


图2：全球主要支付货币份额

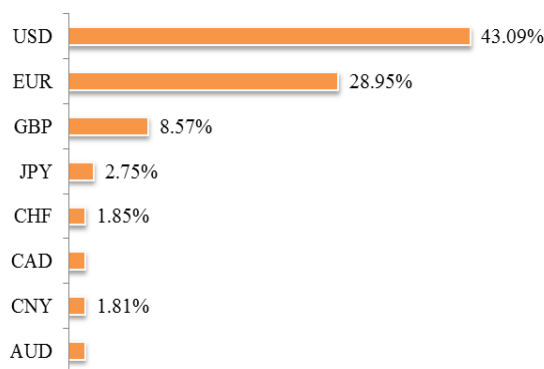
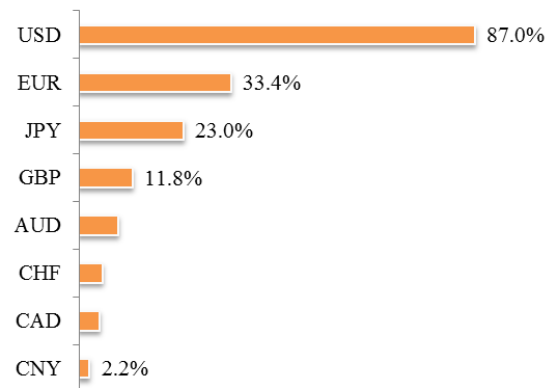


图3：2013年主要货币在全球场外外汇交易中份额



到64.12%，而英镑和日元仅占3.91%和4.15%，而澳元（AUD）、加元（CAD）和瑞士法郎（CHF）尽管不是SDR货币，但在国际外汇储备中仍然占有一定的份额。当然，人民币若能纳入SDR货币篮子，作为人民币国际化的一个里程碑，对提升人民币的国际形象和接收程度毫无疑问会有积极作用，一方面，加入SDR表明其在国际金融体系中的重要性获得认可，将成为人民币国际化的一个里程碑；另一方面，更深层次的意义在于，决策层推动人民币纳入SDR，加快利率市场化和资本账户开放，或将加速推进国内金融市场的改革，从而提高资本配置效率。

最后，近期A股市场的激烈波动表明，国内资本市场的基础设施和制度仍然有许多需要完善之处，资本项目可兑换以及人民币汇率市场化推进步伐，应该以国内经济发展需要和实际承受能力为前提，继续提高出口商品的国际竞争力和在国际市场中的话语权、提升本国金融实体的国际化服务能力，提升金融市场的深度和厚度，使之成为境内、外投资者便利、安全的投资交易场所。随着资本项目开放以及国内金融市场改革深化的推进，相信未来人民币汇率的弹性会显著增强，在国际外汇市场中投资交易的份额也会继续提升，人民币的国际化之路也会走得更为稳健。

图4：国内债券市场存量情况

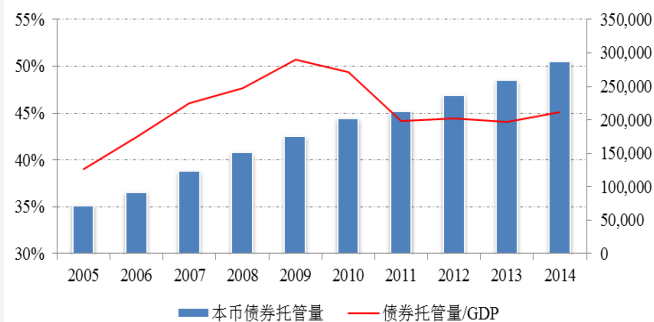
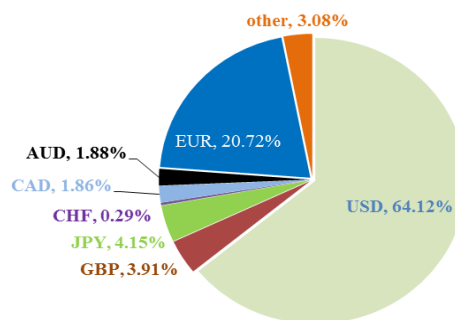


图5：截至2015年一季度末储备货币占比

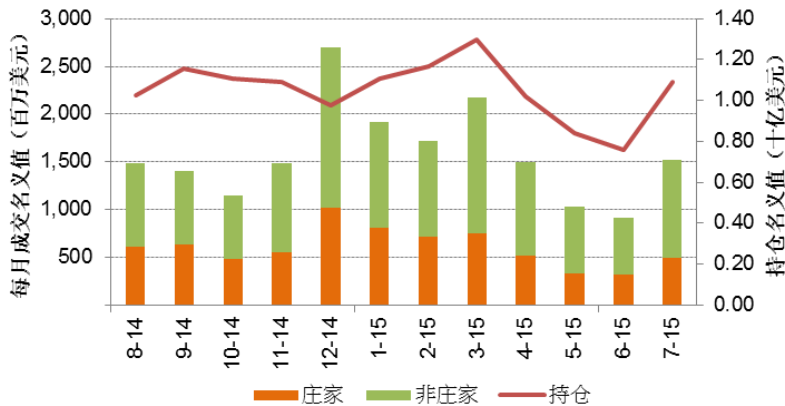


刘维泉先生，拥有数量经济学博士学位，目前担任上海浦东发展银行外汇期权交易员，主要从事汇率期权交易以及相关结构性产品的开发设计。

免责声明： 本文内容仅供参考，不能取代咨询专业顾问意见。

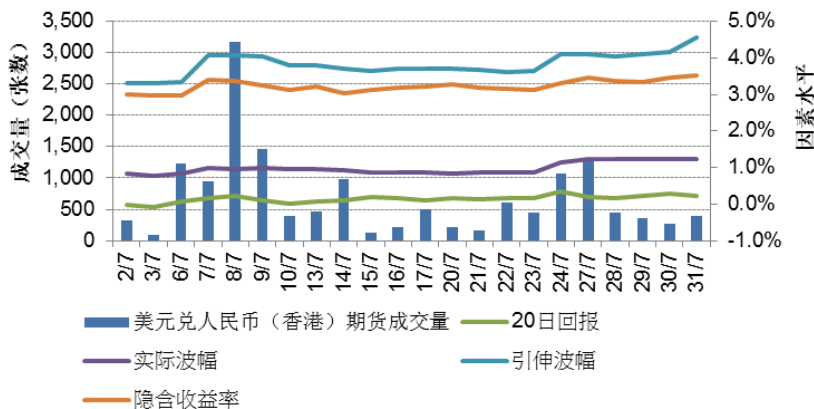
香港交易所的美元兑人民币（香港）期货市场统计

美元兑人民币（香港）期货成交量与持仓



- 2015年7月的成交合约金额为1.52亿美元，平均每日成交名义值为6,900万美元。
- 非庄家交易占67%，相比6月份的65%稍为上升。

推动美元兑人民币（香港）期货成交量之主要因素



推动离岸人民币期货成交量的主要因素包括：

- 离岸人民币兑美元累计回报
- 实际波幅（20日）
- 引伸波幅（彭博美元兑人民币（离岸）1年平价期权引伸波幅）
- 12个月离岸人民币远期隐含收益率

美元兑人民币（香港）期货价格及平均买卖差价

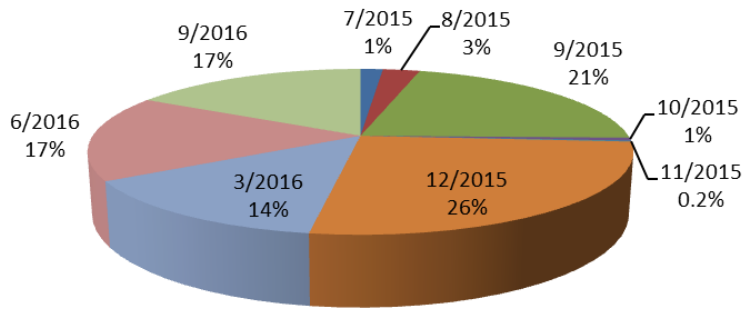
合约月份	7月31日收市价	平均买卖差价*
2015-07	-	0.0017
2015-08	6.2298	0.0022
2015-09	6.2431	0.0016
2015-10	6.2609	0.0028
2015-11	6.2751	0.0025
2015-12	6.2899	0.0018
2016-03	6.3353	0.0019
2016-06	6.3828	0.0021
2016-09	6.4323	0.0022

*相关月份每日上午9时30分至下午4时的平均买卖差价

- 于日间交易时段，2015年9月份合约的平均买卖差价为 0.0016。

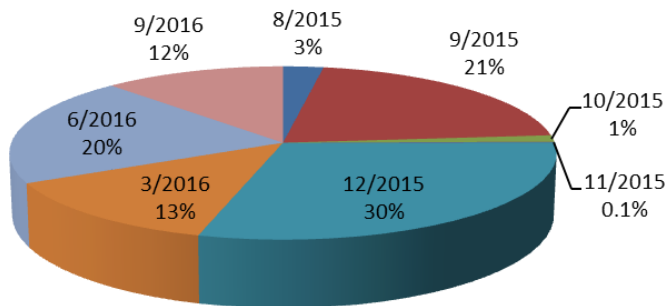
香港交易所的美元兑人民币（香港）期货市场统计

合约月份之成交量分布（7/2015）



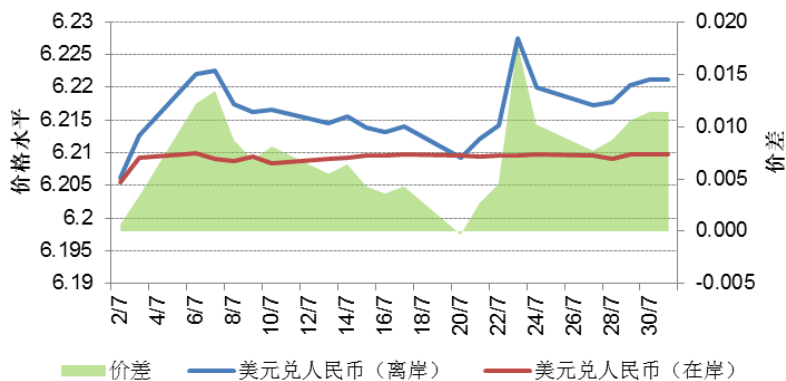
- 成交张数最多为2015年12月合约，及其他季度月份。

合约月份之持仓量分布（31/7/2015）



- 2015年9月、2015年12月及2016年6月的未平仓合约占7月底未平仓合约总数的71%。

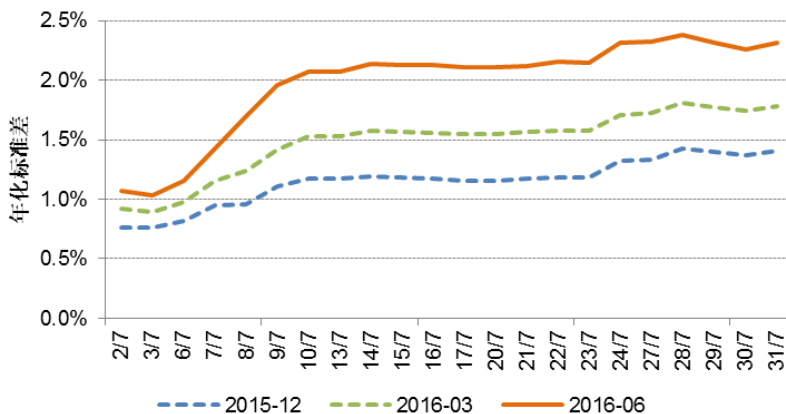
美元兑人民币（离岸）和美元兑人民币（在岸） 现汇价格走势*



- 离岸和在岸人民币兑美元的价差拉阔至7月底约0.007。离岸人民币兑美元造价低于在岸人民币。

*彭博收市價

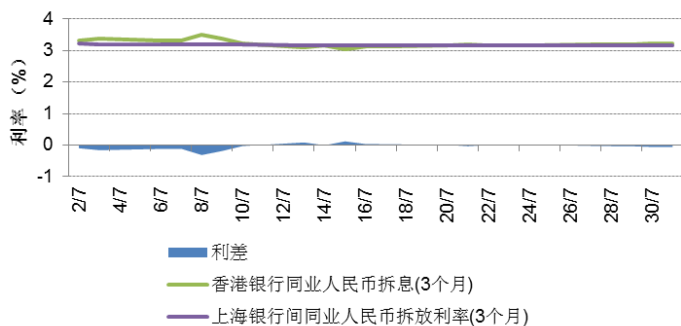
美元兑人民币（香港）期货历史波幅（20日滚动）



- 于2015年7月，美元兑人民币（香港）期货的波幅为0.7%至2.4%。
- 远月与即月合约的波幅差于7月底扩阔。

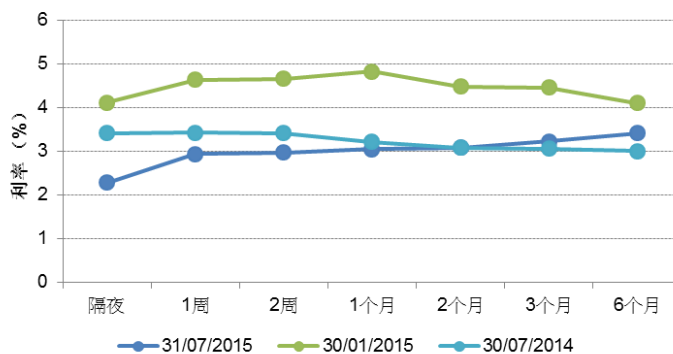
人民币固定收益与短期利率—市场回顾

上海银行间同业人民币拆放利率与
香港银行同业人民币拆息



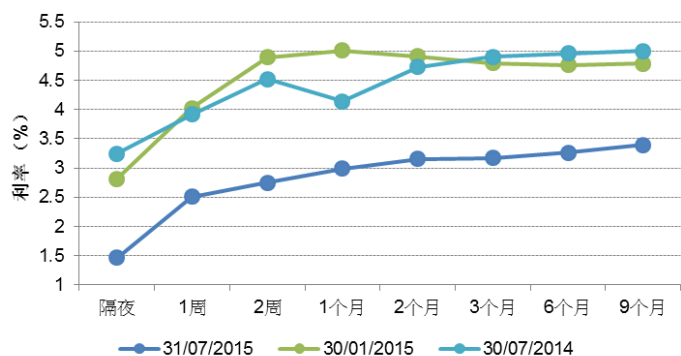
在岸利率（上海银行间同业人民币拆放利率）与离岸利率（香港银行同业人民币拆息）相若，但两者的差距于7月份收窄。

香港银行同业人民币拆息收益率曲线



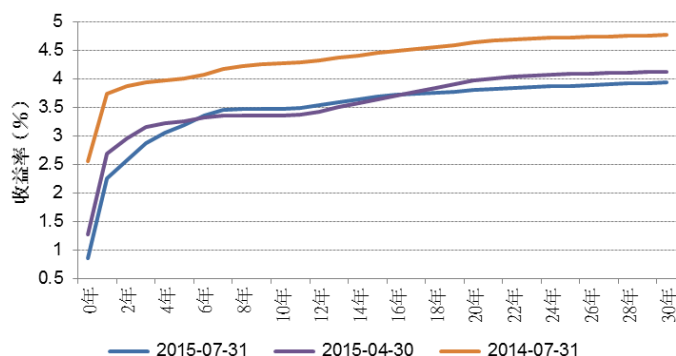
2015年7月的香港银行同业人民币拆息收益率曲线短期为平稳，长期保持相对稳定，与2014年7月相约。

上海银行间同业人民币拆放利率收益率曲线



于2015年7月，上海银行间同业人民币拆放利率的收益率曲线短期变陡，长期逐步向上。

财政部国债收益率曲线



财政部国债收益率曲线逐渐向上移动。期内，曲线的短端较长端垂降更多。

关于美元兑人民币（香港）期货资料，请浏览以下网址：

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

如有任何查询，可通过以下方式联络我们：

地址：香港中环港景街1号

国际金融中心一期 10 楼

电邮：FICD@hkex.com.hk



免责声明

此刊物包含的所有信息仅供参考。虽然香港交易所竭力确保所提供资料准确、可靠和完整，但香港交易所及其任何附属公司对相关资料的准确性、完整性、可靠性及适用性概不作任何明示或暗示的保证和陈述，也不对此负责或承担任何法律责任。对于任何因资讯不准确或遗漏又或因根据或依赖资讯所作的决定、行动或不采取行动所引致的损失或损害，香港交易所概不负责。

有关资讯并不构成也不拟构成投资建议或作出任何投资决定。任何人士有意使用此等资讯或其中任何部分应寻求独立专业意见。未经香港交易所事先书面许可，严禁以任何形式或方法修改资讯的全部或部分。

期货涉及高风险，买卖期货所招致的损失有可能超过开仓时缴付的按金，令阁下或须在短时间内缴付额外按金。若未能缴付，阁下的持仓或须平仓，任何亏损概要自行承担。因此，阁下务须清楚明白买卖期货的风险，并衡量是否适合自己。阁下进行交易前，宜根据本身财务状况及投资目标，向经纪或财务顾问查询是否适合买卖期货合约。