

每月焦點

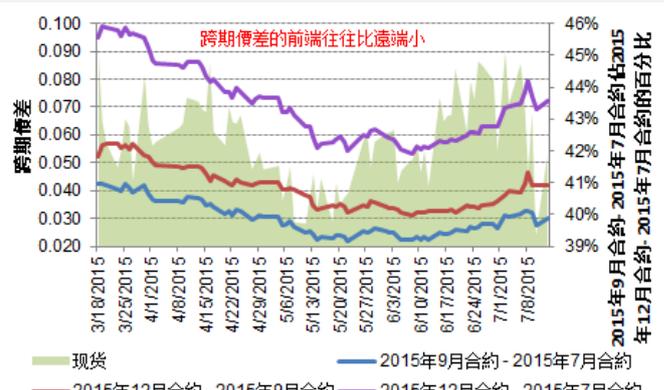
- 成交量在7月8日創下年初至今最高的3,169張合約（名義價值3億美元），同時收市後期貨交易時段的成交量達到752張合約的歷史新高（名義價值7,500萬美元）。
- 未平倉合約在7月底大幅反彈至10,924張合約（名義價值11億美元），較上個月末增長44%。
- 不管美元兌人民幣（香港）市場的走勢如何，投資者均可利用香港交易所的美元兌人民幣（香港）期貨掌握交易機會。
- 即使今年人民幣無法進入SDR籃子貨幣，也不會影響人民幣國際化的進程。

貨幣期貨跨期價差取決於近期和遠期期貨合約之間的價值變動。在美元兌人民幣（香港）的交易缺乏明確方向時，投資者若想從跨期價差擴大/縮小產生的價格差異中圖利，大可利用香港交易所的美元兌人民幣（香港）期貨捕捉交易機會，不管美元兌人民幣（香港）市場走勢如何。

香港交易所的美元兌人民幣（香港）期貨有8個合約月份，包括現貨月、下三個曆月和之後的四個季月。香港交易所還提供10個跨期組合。投資者可以美元兌人民幣（香港）期貨不同期限的長短倉組合為基礎，進行特定跨期交易。個別合約如屬跨期的一部分，其保證金可以下調。一組跨期交易（一份長倉合約，一份短倉合約）所需的最低保證金為人民幣7,070元，比每份美元兌人民幣（香港）期貨合約的全額保證金人民幣11,780元少40%，這是因為跨期風險僅限於不同到期月份合約之間的價差變動，而價差波動一般低於實際合約。

自中國股票市場大幅拋售引發近期人民幣貶值風險增加，跨期曲線已變得扁平。扁平的跨期曲線顯示美元兌人民幣（香港）的遠期匯率正下降至接近當前的美元兌人民幣（香港）現貨匯率水平。跨期曲線的結構性變動主要來自曲線遠端部分的變動。細看美元兌人民幣（香港）期貨跨期與價格、引伸波幅和短期利率等其他因素的歷史關係，我們發現一些有趣的模式如下。

首先，每當美元兌人民幣（香港）窄幅上落，美元兌人民幣（香港）期貨跨期即傾向擴大。離岸人民幣兌美元貶值勢頭持續至2014



年1月，之後離岸人民幣貶值路徑逆轉，進入6.15到6.25的交易區間窄幅波動的階段。同一期間，美元兌人民幣（香港）期貨合約的跨期價差（下三個月-現貨月）從之前較低的範圍（0.01至0.04）升至現時較高的範圍（0.04至0.07）。

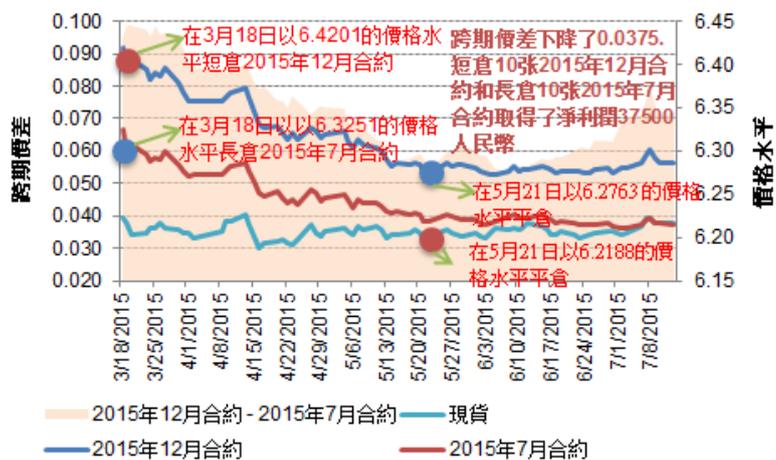
其次，每當場外美元兌人民幣（香港）期權衍生的引伸波幅走高時，美元兌人民幣（香港）期貨跨期價差傾向擴大。2014年1月以來，一個月引伸波幅已由2%持續增至5%，其間美元兌人民幣（香港）期貨的跨期價差一直緊貼引伸波幅的走勢。

第三，每當短期利率（香港銀行同業人民幣拆息）上升時，美元兌人民幣（香港）期貨跨期價差傾向擴大。未來價格通常由金錢的時間值和市場流動性決定。時間愈長及利率愈高，未來價格就會愈高。典型的跨期交易涉及遠期期貨合約的長倉和近期期貨合約的短倉；隨著利率上升，遠期期貨合約價格的升幅傾向大於近期期貨合約價格的升幅，因而產生較高的跨期價差。

最後，假設期限相近，美元兌人民幣（香港）期貨跨期的前端往往比遠端小。如圖所示，在3月18日至7月8日這段期間，2015年12月合約-2015年9月合約的跨期總是比2015年9月合約-2015年7月合約的為高。對於較長的2015年12月合約-2015年7月合約的跨期（由較短的2015年12月合約-2015年9月合約的跨期和2015年9月合約-2015年7月合約的跨期組成），前端跨期（2015年9月合約-2015年7月合約）大部分時間只佔2015年12月合約-2015年7月合約跨期的40%左右。

過去，下兩季合約與現貨月合約之間的平均跨期價差為0.06左右。3月18日，此跨期價差擴大至0.095。在大幅偏離歷史平均價差水平的情況下，投資者若想利用價差可能即將回復平均值的變動產生的套利機會，可以訂立相應的跨期交易。現根據歷史數據模擬短期跨期交易如下：3月18日，先以6.4201沽出10張2015年12月合約及以6.3251購入10張2015年7月合約啟動交易。7月7日，再以6.2763買入10張2015年12月合約及以6.2188賣出10張2015年7月合約結束交易。在這段時間，該對合同的跨期價差已下降0.0375，模擬的10張合約跨期交易的淨利潤為人民幣37,500元。10張合約跨期價差的最低保證金支出為人民幣70,700元，交易期間（約110天）即使現貨價格沒有明確走勢，只一直在6.19至6.22的交易區間窄幅波動，模擬交易仍有53%回報率。

總之，在窄幅波動和波動性增加的市場環境中，跨期交易可為想從價格差異中套利的投資者提供具成本效益和走向中性的交易選擇。不管美元兌人民幣（香港）市場的走勢如何，投資者均可利用香港交易所的美元兌人民幣（香港）期貨掌握交易機會。



專家之言

原文由上海浦東發展銀行金融市場部彭松先生和劉維泉先生以中文撰寫

人民幣國際化與SDR

資本項目可兌換及匯率市場化改革無疑是當今中國金融改革的核心內容之一，其內涵是完善以市場供求為基礎的有管理的浮動匯率制度，推進外匯管理體制改革，擴大人民幣跨境使用，逐步實現人民幣資本項目可兌換。這一重要政策目標不僅影響近期人民幣窄幅波動的走勢，而且深刻影響著人民幣國際化的進程。

根據央行高層的表態，接下來推動資本項目可兌換的重點將是開放個人投資者跨境投資、引入深港通、取消多數外匯管理事前審批要求，以及更大程度開放境外投資者進入國內資本市場等，例如允許非居民在國內發行除衍生品之外的金融產品；在管理制度方面，通過在外匯管理領域建立事後監管和宏觀審慎管理制度，在資本市場減少准入的政策障礙並提供必要的基礎設施，通過這些措施建立和完善風險防控體系，從而推動人民幣的國際使用。在這一過程中，加入SDR也被市場解讀為人民幣國際化的重要進展。

從加入SDR所需滿足的兩個基本條件來看，人民幣在過去五年中的平均貨物和服务出口額已經位居世界前列，在可自由使用方面也取得積極進展，人民幣在全球廣泛使用和交易提升明顯，債券市場發展也相當迅速。首先，資本項目開放並非遙不可及。按照央行口徑，在IMF所分類的40項資本賬戶交易中，人民幣在35個項目中實現了

可兌換，同時諸如QFII、RQFII和人民幣境外清算行、參加行進入銀行間市場開展回購交易等在內的資金跨境流通渠道也已具備，但也應該認識到，諸如此類的資本賬戶開放實質上仍然限額管制，而對未來央行所推進的資本項目開放，用央行行長周小川在IMF年會中的表述也是“有管理的可自由兌換”，其內涵就是在宏觀審慎的框架下，通過限額或者事前批准的方式限制跨境資本流動，以維護國內的匯率穩定和金融安全。

其次，人民幣的使用量一直在迅速增長，截至2015年5月份，人民幣在全球支付貨幣中所占份額排在第五位，儘管它在外匯市場中的交易量占比仍然較低（如圖2，3所示），根據BIS兩年公佈一次的數據顯示，2013年人民幣在全球外匯交易市場中所占份額只有2.2%，但相比較2010年已經有了大幅度的提升。

此外，在岸和離岸人民幣債券市場的發展都很迅速，主要問題是相比美國、歐洲和日本等發達經濟體而言規模仍然較小，並且由於主要持有者是商業銀行，其資產配置為主的持債也導致債券市場流動性較差；而對於儲備資產通常由流動性強、容易變現的外匯資產構成，如政府債券。另一個問題是大部分人民幣計價債券都在國內銀行間市場發行和交易，而只有少數央行可以進入中國的銀行間市場，因此，債券市場的深度與流動性也成為一個制約因素。實際上，從國外投資者持有人民幣債券占比來看，截至2014年末，外國投資者在中國國債和金融債市場中的占比僅為2.7%，相比之下，美國國債市場中外國投資者的占比超過30%，日本國債市場中外國投資者占比為8%，甚至與新興經濟體相比，馬來西亞和印尼分別為29%和33%，也有較大的差距。

當然，即使今年人民幣無法進入SDR籃子貨幣，也不會影響人民幣國際化的進

圖1：中國資本項目可兌換沿革

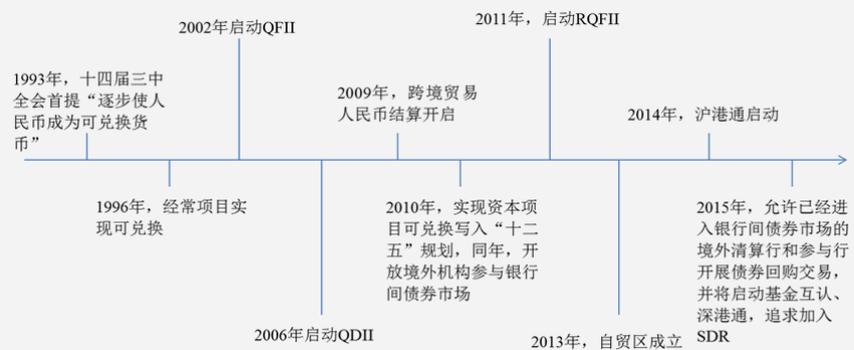


圖2：全球主要支付貨幣份額

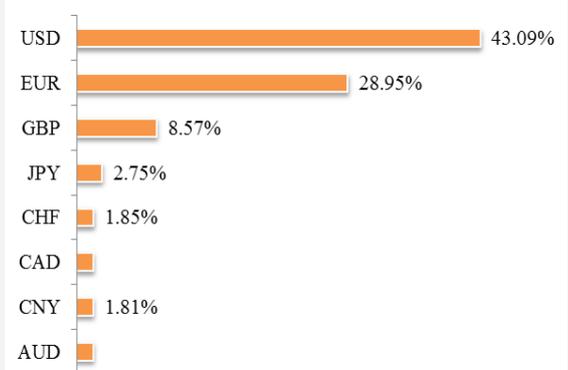
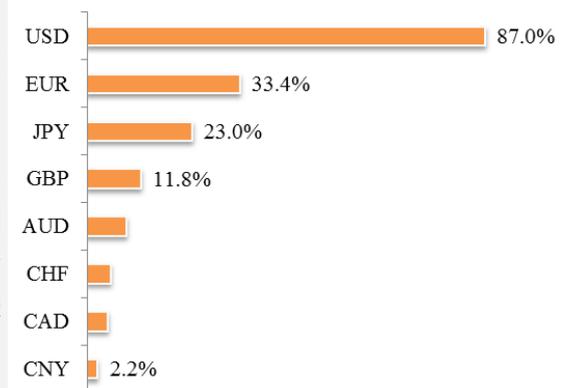


圖3：2013年主要貨幣在全球場外外匯交易中份額



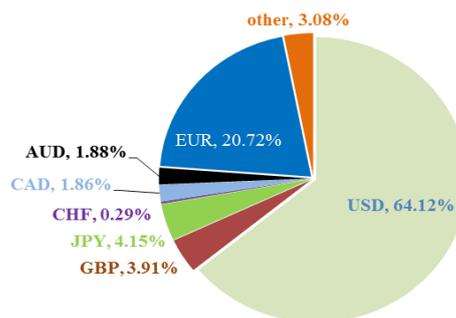
程。實際上，目前SDR的籃子貨幣中美元、歐元、英鎊和日元所占比重分別為41.9%、37.4%、11.3%和9.4%，然而，在國際外匯儲備中美元所占的份額達到64.12%，而英鎊和日元僅占3.91%和4.15%，而澳元（AUD）、加元（CAD）和瑞士法郎（CHF）儘管不是SDR貨幣，但在國際外匯儲備中仍然佔有一定的份額。當然，人民幣若能納入SDR貨幣籃子，作為人民幣國際化的一個里程碑，對提升人民幣的國際形象和接收程度毫無疑問會有積極作用，一方面，加入SDR表明其在國際金融體系中的重要性獲得認可，將成為人民幣國際化的一個里程碑；另一方面，更深層次的意義在於，決策層推動人民幣納入SDR，加快利率市場化和資本賬戶開放，或將加速推進國內金融市場的改革，從而提高資本配置效率。

最後，近期A股市場的激烈波動表明，國內資本市場的基礎設施和制度仍然有許多需要完善之處，資本項目可兌換以及人民幣匯率市場化推進步伐，應該以國內經濟發展需要和實際承受能力為前提，繼續提高出口商品的國際競爭力和在國際市場中的話語權、提升本國金融實體的國際化服務能力，提升金融市場的深度和厚度，使之成為境內、外投資者便利、安全的投資交易場所。隨著資本項目開放以及國內金融市場改革深化的推進，相信未來人民幣匯率的彈性會顯著增強，在國際外匯市場中投資交易的份額也會繼續提升，人民幣的國際化之路也會走得更为穩健。

圖4：國內債券市場存量情況



圖5：截至2015年一季度末儲備貨幣占比

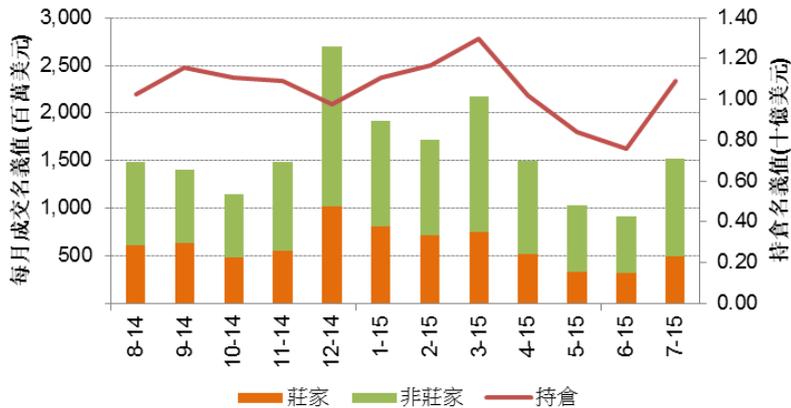


劉維泉先生，擁有數量經濟學博士學位，目前擔任上海浦東發展銀行外匯期權交易員，主要從事匯率期權交易以及相關結構性產品的開發設計。

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）期貨市場統計

美元兌人民幣(香港)期貨成交量與持倉



- 2015年7月的成交合約金額為1.52億美元，平均每日成交名義值為6,900萬美元。
- 非莊家交易佔67%，相比6月份的65%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（香港）期貨價格及平均買賣差價

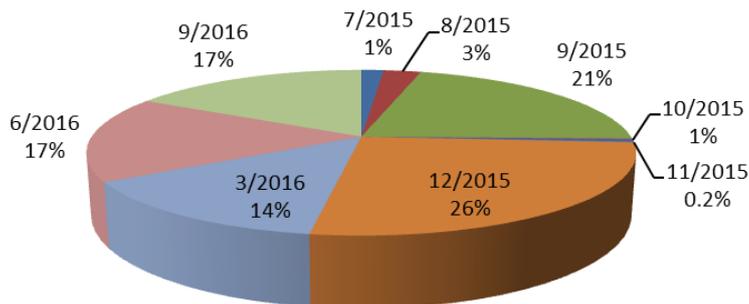
合約月份	7月31日收市價	平均買賣差價*
2015-07	-	0.0017
2015-08	6.2298	0.0022
2015-09	6.2431	0.0016
2015-10	6.2609	0.0028
2015-11	6.2751	0.0025
2015-12	6.2899	0.0018
2016-03	6.3353	0.0019
2016-06	6.3828	0.0021
2016-09	6.4323	0.0022

*相關月份每日上午9時30分至下午4時的平均買賣差價

- 於日間交易時段，2015年9月份合約的平均買賣差價為0.0016。

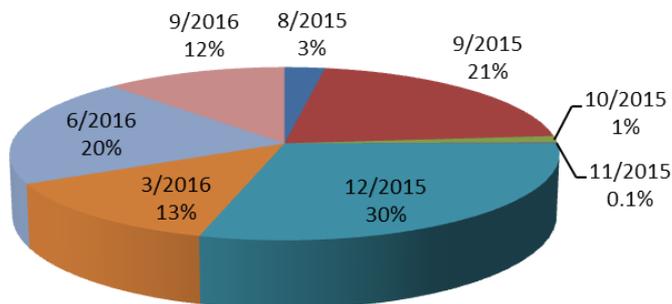
香港交易所的美元兌人民幣（香港）期貨市場統計

合約月份之成交量分布（7/2015）



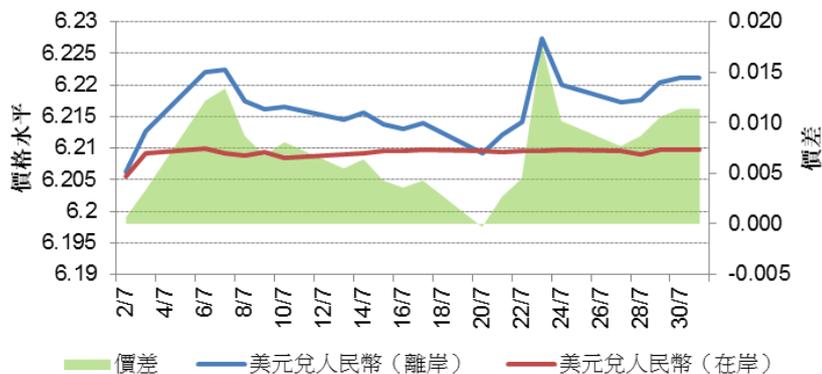
- 成交張數最多為2015年12月合約，及其他季度月份。

合約月份之持倉量分布（31/7/2015）



- 2015年9月、2015年12月及2016年6月的未平倉合約佔7月底未平倉合約總數的71%。

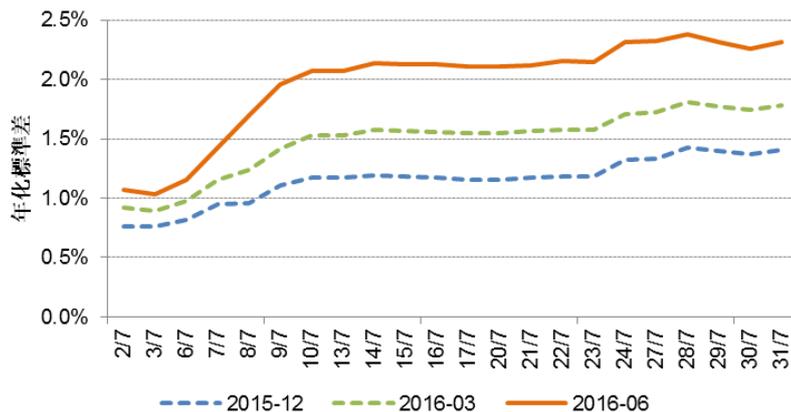
美元兌人民幣（離岸）和美元兌人民幣（在岸） 現匯價格走勢*



- 離岸和在岸人民幣兌美元的價差拉闊至7月底約0.007。離岸人民幣兌美元造價低於在岸人民幣。

*彭博收市價

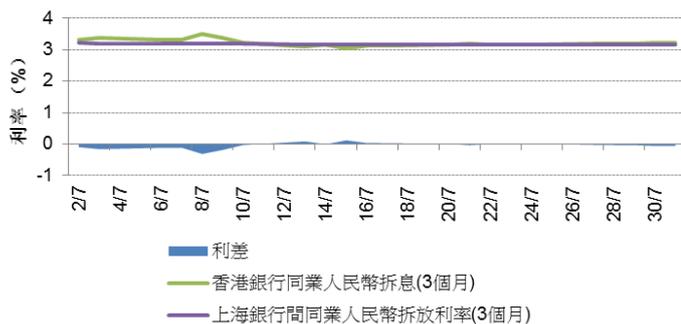
美元兌人民幣(香港)期貨歷史波幅（20日滾動）



- 於2015年7月，美元兌人民幣(香港)期貨的波幅為0.7%至2.4%。
- 遠月與即月合約的波幅差於7月底擴闊。

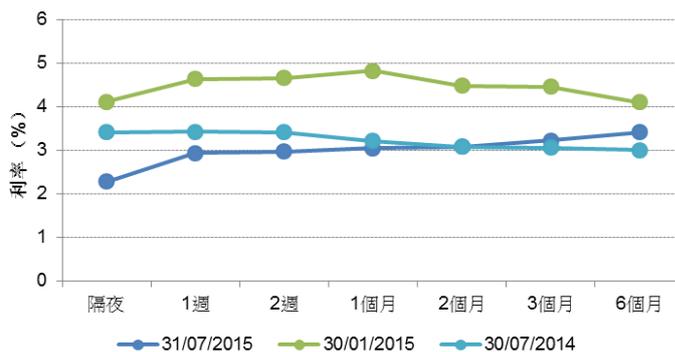
人民幣固定收益與短期利率—市場回顧

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



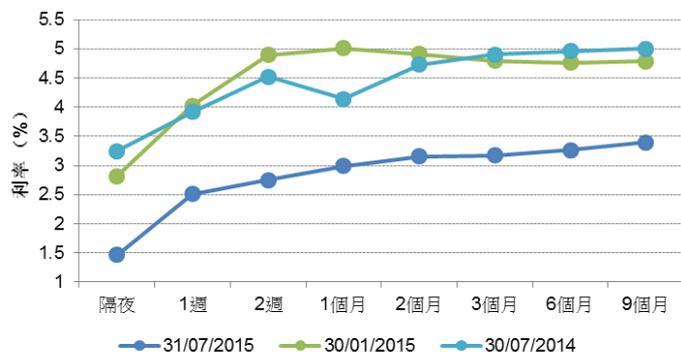
在岸利率（上海銀行間同業人民幣拆放利率）與離岸利率（香港銀行同業人民幣拆息）相若，但兩者的差距於7月份收窄。

香港銀行同業人民幣拆息收益率曲線



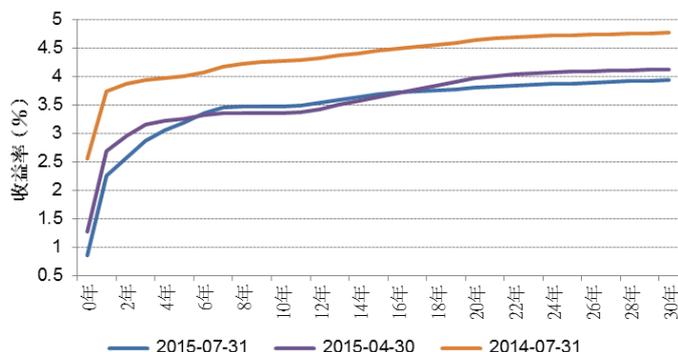
2015年7月的香港銀行同業人民幣拆息收益率曲線短期為平穩，長期保持相對穩定，與2014年7月相約。

上海銀行間同業人民幣拆放利率收益率曲線



於2015年7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又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。