

中国离岸人民币市场 (CNH)

2014年3月4日

John W. Labuszewski

董事总经理

研究与产品开发

312-466-7469

jlab@cmegroup.com

Sandra Ro

执行总监

研究与产品开发

+44 203-379-3789

Sandra.ro@cmegroup.com

中华人民共和国（PRC）自 2008 年金融危机以来一直积极追求在岸人民币（CNY），也称人民币（RMB），的国际化。最终目标是实现货币的完全可兑换，以此来促使人民币成为国际贸易货币的选择之一。

因此，中国人民银行（PBOC）与香港金融管理局（HKMA）于 2010 年 7 月 19 日联合宣布可在香港交割人民币。这创造出了一个新的离岸人民币市场，被称为“CNH”市场。自引入以来，该市场一直快速增长，吸引了广泛的关注与大量的交投。

这一发展改变了人民币市场以及外汇市场的一般特性。应注意到芝商所目前提供基于人民币与美元的期货。¹

关于在岸人民币（CNY）

人民币，也就是“人民的货币”（指定符号为 RMB 或 ¥ 或 RM¥）是中国大陆正式的法定货币，虽然在香港并非如此。这是中国官员在提及该货币时最常使用的正式称呼。尽管并无精确的英文译文，但此名称可以用于代表“货币”或“法定货币”这样的术语。

在岸人民币的“元”（yuan）是人民币的标准单位，类似于英语中的“dollar”。这等于说“元”代表中国在岸（也就是大陆）的现货货币市场。² CNY 为人民币的 ISO 4217 代码³，被用来指称外汇交易中的在岸人民币。

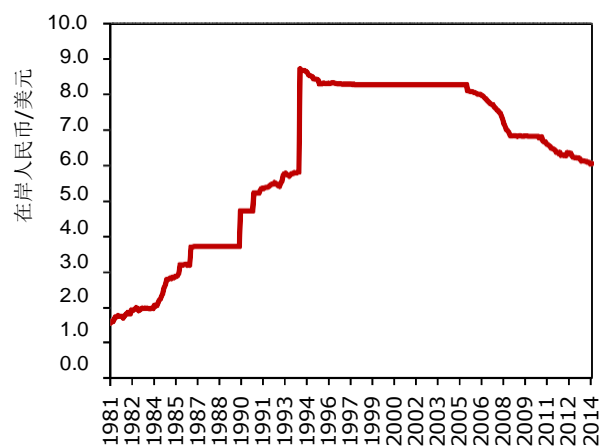
¹ 芝商所已引入了基于美元相对于离岸人民币价值的期货来应对这些发展。这些合约以离岸人民币（CNH）/美元报价，要求通过注册地为香港的金融机构交割 10 万美元与等额的离岸人民币货币对。另一个离岸人民币合约以“E-微型”格式呈现，该合约要求交割 1 万美元与等额的离岸人民币货币对。采用离岸人民币进行每日收付。若需要更多详细，请访问我们的网站：
http://www.cmegroup.com/trading/fx/emerging-market/usd-cn-h_contract_specifications.html

² “块”是人民币的俚语称呼，类似于美国的“buck”。在英国也有类似的实况，即英镑可被称为“sterling”（正式称呼）、“pound”（日常用语）及“quid”（俚语）。

在人民币 1948 年问世后的大多数早期历史中，人民币报价盯住 2.46 人民币兑 1 美元的汇率。该货币在 20 世纪 80 年代曾走强过，达到当时的高点：1.50 人民币兑 1 美元。此后，中华人民共和国从一个中央计划的经济体系逐渐经过过渡时期演变成成为市场驱动的经济体，而其货币也在 1994 年贬值至低点：8.62 人民币兑 1 美元。在 1997 年至 2005 年期间，货币依然盯住在 8.27 人民币兑 1 美元的水平。

由于人民币在低位盯住并协调工业化，国际贸易活动因而得以深化，而中华人民共和国的经常账户盈余也快速增长。这些因素对人民币施加了向上压力，参照盯住的基准也自 2005 年 7 月起加以修正，人民币立即被重估值至 8.11 人民币兑 1 美元的水平。

在岸中国人民币与美元的对比



为应对金融危机，2008 年 7 月重新引入了盯住基准。但中国人民银行于 2010 年 6 月宣布将进一步改革其汇率体制，引入更大的灵活性。自此，在岸人民币兑其它世界货币的汇率逐

³ 目前尚无正式的离岸人民币 ISO 代码，现称为“离岸人民币”并使用同样的 ISO 代码，可能会导致结算和报告时在区别在岸人民币和离岸人民币方面出现混淆。

步走强，但为了回应放缓的经济增长，最近有数次倒退。尽管如此，根据某些分析师的观点，在岸人民币的官方汇率相对于美元依然存在多达 30-40% 的低估。

在岸人民币依然受到“有管理的浮动”汇率体制的制约，后者允许货币在一个有关一揽子世界货币价值的特定范围内波动。据报道，这一揽子货币包括较大权重的美元（USD）、欧元（EUR）、日元（JPY）、韩元（KRW）以及价值占较小权重的澳大利亚元（AUD）、英镑（GBP）、加拿大元（CAD）、俄罗斯卢布（RUB），新加坡元（SGD）及泰铢（THB）。

在岸人民币相对于人民银行官方汇率允许的波动区间规定为每天 0.3%。但自 2007 年 5 月起，该区间扩大至 0.5%。而 2012 年 4 月更进一步扩展至 1.0%，该政策已经增加了交易该货币的双向兴趣。预计在 2014 年的某时，交易区间会扩大 50 至 100 个基点，达到 1.5%-2% 的水平，而有些人士推测这最早会在第 2 季度执行。这应当会进一步增进人民币的双向交易。

关于离岸人民币

之前，相对于中国经济的重要性而言，人民币未能得到充分利用的情况极为严重。中国经济近年来飞速增长，其 2013 年国内生产总值（GDP）预计为 56.9 万亿元（9.4 万亿美元），仅次于美国 2013 年 15.76 万亿美元的 GDP⁴。中华人民共和国是世界最大的出口国。但是，GDP 增长率正在放缓，2013 年的 GDP 为 7.7%，而 2014 年的目标 GDP 为 7.5%。

尽管仍然存在对 GDP 增长的担忧，但是根据环球银行金融电信协会（SWIFT）的最新报道，人民币已经取得显著的成就，成为第 7 大使用率最高的国际贸易支付货币。相比较，人民币要赶上美元和欧元的步伐尚还需一段路程。美元和欧元分别占到总交易量的

39.5% 和 33.2%，而人民币则只占了 1.39%。⁵

这是采取了一系列协调步骤来使人民币“国际化”的结果。这始于 2008 年 12 月温家宝总理有关与香港、澳门及其它亚细安国家进行人民币跨境贸易结算的公告。中国人民银行与香港金管局发布联合公告，人民币自 2010 年 7 月 19 日起在香港可交割。至此，离岸人民币市场正式启动。

任何离岸企业实体或个人投资者均允许买入、持有或卖出离岸人民币。非居住于香港的企业或个人投资者可通过在香港建立离岸人民币计价的往来账户（非居民账户）参与离岸人民币市场，这一般由具备相应香港银行业务关系的当地银行来予以提供。

除了某些例外，离岸外汇市场参与者被限制参与在岸人民币市场。合格外国机构投资者（QFII）特别被授予配额来参与特定的在岸交易与投资活动。

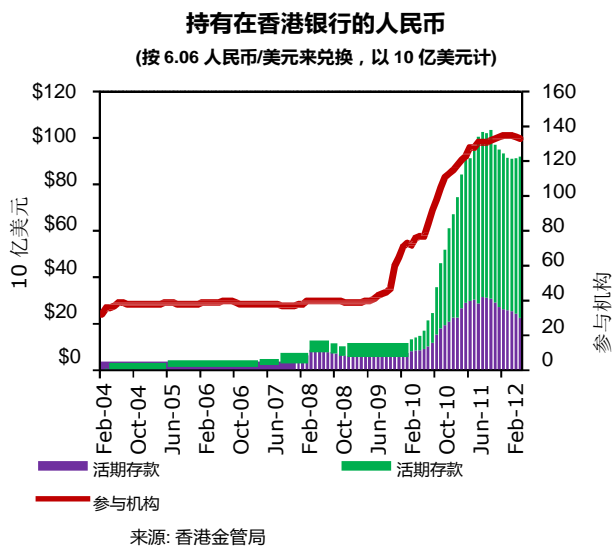
某些企业实体允许参与中国大陆的外国直接投资（FDI）。如果外汇交易所是跨境交易结算流程的一部分，则海外企业实体也被允许进行人民币交易。出于同样的原因，在岸（或中华人民共和国注册）实体一般被限制参与离岸人民币市场。

离岸人民币市场得到快速增长，截止 2013 年 12 月，已约有 146 家香港机构以定活期存款的形式持有大约 8604.72 亿离岸人民币，相当于 1418.516 亿美元。⁶ CNH 离岸人民币的即期、掉期、远期期货和期权市场的流动性已显著提升，

⁴ 中华人民共和国国家统计局：
http://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/201402/t20140224_515103.html；美国商务部经济分析局：
<http://www.bea.gov/national/index.htm#gdp>

⁵ SWIFT 人民币追踪，2014 年 2 月 27 日：
http://www.swift.com/assets/swift_com/documents/pro ducts_services/RMB_tracker_February2014_final_sdc.p df
⁶ 香港金管局（HKMA）金融数据月报（2014 年 2 月，第 234 期）：
<http://www.hkma.gov.hk/eng/market-data-and-statistics/monthly-statistical-bulletin/table.shtml>

场外交易离岸人民币的平均交易量加在一起估计在 300 亿美元左右。BIS 每三年一次的央行外汇成交额调查显示，人民币的日均交易量（ADV）为 1200 亿美元，但并没有将离岸与在岸人民币分开记录。⁷



由于离岸人民币市场仅限注册地为香港的实体或在香港持有往来账户的实体参与，香港金管局得以有效监管该市场。但香港金管局并无干预该市场的授权，因此该市场是公开的，其运作类似于香港其它可交割货币的市场。

中国人民银行及国家外汇管理局（SAFE）可对在岸人民币市场实施监管，但在香港并无直接监管权。尽管如此，这些机构可以监管在岸与离岸账户之间的人民币流动，因此依然能够影响离岸人民币的供给与流动性，以及离岸人民币与在岸人民币汇率之间的对应关系。

不同市场

尽管只有一种中国人民币，但交易在岸人民币与交易离岸人民币的环境之间有隔离，导致两个不同的市场在通用的主题

⁷ 国际结算银行每三年一次的央行调查，2013 年 4 月的外汇成交额：<https://www.bis.org/publ/rpfx13fx.pdf>

下出现两种不同变体。

因此，我们观察到在岸人民币市场及离岸人民币市场在某种程度上存在设计上的不同汇率。较大的差异会促使跨境资金流动，从而在长期确保趋同性。但在较短时期里，考虑到离岸人民币的供给比起在岸人民币的依然有限，可能会出现相对价值的脱节。

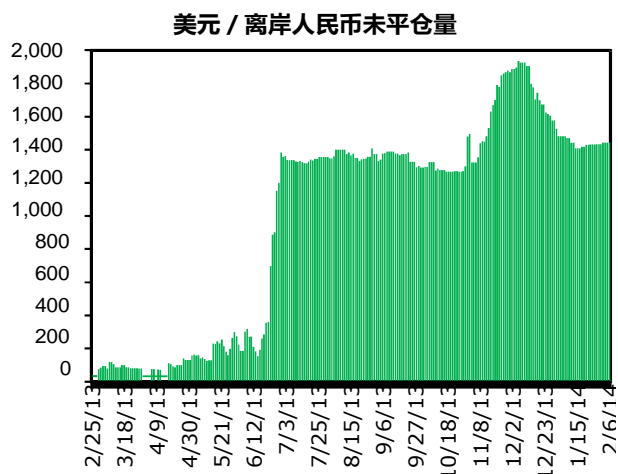
在最近的 2 月里，在岸人民币相对于美元走弱了近 1.5%，这是由于 PBOC 在岸人民币定盘利率设定得比预期要弱。一些市场参与者将此变动归咎于 PBOC 意在扩大在岸人民币交易区间的举措。无论出于何种原因，波动的剧增已导致在岸人民币 / 离岸人民币价差出现短期背离。



进一步增加复杂性的还有我们还参照了以美元结算之无本金交割远期（NDF）为形式的人民币传统离岸市场。这些 NDF 趋向与在岸人民币及离岸人民币独立进行交易。交易与套保趋势显示，在岸人民币的 NDF 作为套保或作为表示在岸人民币市场观点之方式的受欢迎程度正在下降。而与之相反，美元 / 离岸人民币远期和期货正已成为受青睐的衍生工具而获得更多流动性。

CME 美元 / 离岸人民币期货

2013 年 2 月底推出的 CME 离岸人民币期货合约属较新的合约，还在发展阶段中，可以表示区别于其它货币套保趋势的离岸人民币套保趋势。多数的未平仓量为从现在起延伸至 6 个月到 12 个月不等期限的合约。这就将离岸人民币期货区分于大多数其它外汇期货（大部分的未平仓量通常为即月）。



在各种人民币市场上观察到的定价差异反映出关乎跨境转移的相对困难。最终，一旦在岸与离岸市场之间的流动变成完全可兑换时，则市场估值差异将收敛为零。

操作与结算问题

香港的人民币结算系统受香港金管局（HKMA）的监管。该服务使用“香港即时支付结算系统”（RTGS）的基础设施，该设施协同“集中清算与结算系统”（CCASS）还用于港元（HKD）、美元和欧元的结算。“即时支付结算系统”由香港银行同业结算有限公司运营。

中国银行（BOC）香港分行是人民币结算系统的中央清算银行。希望使用该服务的香港银行需要在中国银行开立账户，并通过这些账户来结算各项支付。

该服务涵盖支票清算、汇付处理的自动系统、人民币银行卡付款及银行同业付款。银行可在外汇交易同步交收（PVP）

基础上清算其人民币头寸。它还允许基于外汇交易同步交收进行美元 / 人民币、港元 / 人民币及欧元 / 人民币交易。

若人民币与贸易流量相关，参与银行被允许按照在岸汇率从中国银行买入或卖出外币，从而实现外币与人民币的双向兑换。然后，中国银行再通过从上海的中国人民银行针对人民币买入或卖出货币，从而清算参与银行的头寸。因此，人民币得以在在岸与离岸来源之间移动。

展望未来

香港现在已成为最大的离岸人民币交易中心，全部人民币支付中约有 73% 要通过香港的设施。

香港金融机构现在提供范围广泛的人民币计价零售银行服务，包括接受存款、货币汇兑、汇付、借贷卡、信用卡、支票，人民币计价固定收益证券的认购与交易以及人民币结算。

人民币计价资本市场在香港正迅猛发展与扩张。所谓的“点心债券”交易，即香港发行的人民币计价债券交易，从 2011 年 1 月的 2 亿人民币增至 2013 年的 5000-6000 亿人民币。2011 年 4 月，长江集团旗下的汇贤产业信托作为第一家以人民币计价的首次公开募股在香港联交所上市。“点心债券”市场正在增长，但比起万亿规模的人民币在岸债券市场仍微不足道。

2011 年 6 月，已有 70 余国的 900 多家金融机构在各大金融市场上从事人民币交易。环球银行金融电信协会（SWIFT）的预测表明，人民币交易在外汇现货与衍生品业务中，将从目前 1.39% 的水平于 2020 年上升至 5%。

英国和伦敦金融城公司将自身定位为下一个重要的离岸人民币中心，政府官员与买卖双方的关键市场参与者定期会晤来讨论开发这一市场的最佳方式。

2012 年 1 月，英国财政部与香港金管局的官员联合发起了一个私营行业的论坛，旨在改善港英间的合作，从而支持离岸人民币交易的发展。

2013 年 6 月 22 日，央行行长周小川行长与前任英国央行行长金默文签订了建立为期 3 年的英镑 / 人民币货币掉期额度，其最大价值为 2000 亿人民币（330 亿美元），旨在促进英中两国间的双边贸易。

结论

当中华人民共和国在世界经济舞台上持续显示自身的地位之际，以香港为支付地点的人民币离岸交易（“CNH”市场）的快速崛起代表着人民币国际化的重大发展。鉴于中华人民

共和国现在及将来的经济重要性，这些发展值得密切关注。

随着标的现货市场不断增长，我们预计供客户管理其人民币风险的衍生套保产品会激增，特别是离岸人民币期权作为风险管理工具的流动性和受欢迎程度已经增长。尽管存在流动性失调，本地市场交易者仍可获得的离岸人民币期权流动性估计在 30 亿至 50 亿美元左右。CME 目前正在评估是否要在 2014 年推出美元 / 离岸人民币期货期权。

目前，CME 美元 / 人民币和美元 / 离岸人民币期货提供了轻而易举的方法来基于对离岸人民币未来发展的预测进行交易。若需要更多信息，请访问我们的网址：

<http://www.cmegroup.com/trading/fx/emerging-market/usd-cn.html>。

美元 / 离岸人民币 (USD / RMB) 期货

合约规模	100,000 美元
合约月份	13 个连续日历月份 (1 月、2 月、3 月、4 月、5 月、6 月、7 月、8 月、9 月、10 月、11 月、12 月) 加上 8 个 3 月份季度月份 (3 年到期范围)
最小价格波幅 (最小变动价位)	直接报价按 0.0001 离岸人民币 / 美元 = 10 元离岸人民币 (≈ 1.60 美元) / 合约。电子执行的美元 / 离岸人民币期货同种货币价差之增幅为 0.00005 元离岸人民币 / 美元 (5 元离岸人民币 / 合约)。
交易时间	CME Globex : 周日下午 5:00 – 次日下午 4:00 (中部时间)。周一 – 周五下午 5:00 – 次日下午 4:00 (美中时间)。周五除外, 在下午 4:00 收市, 并于周日下午 5:00 (美中时间) 重新开市。
最后交易日期与时间	交易终止于紧接在合约月份第 3 个周三前的第 2 个香港营业日的上午 11:00 (香港时间) (即芝加哥: 冬季期间周日晚上 9:00 (美中时间); 夏季期间周日晚上 10:00 (美中时间))
离岸人民币计价	每日收支以离岸人民币计算并存入银行
交割流程 / 交割日期	最终结算通过以下方式促成: 由空到多交割 100,000 美元; 由多到空交割同等价值的离岸人民币; 在合约月份的第 3 个周三通过 CME 批准的代理银行。CME 清算所限制离岸人民币兑美元的付款, 直至收到由多到空的付款委托为止。

E-微型美元 / 离岸人民币 (USD / RMB) 期货

合约规模	10,000 美元
合约月份	12 个连续日历月份 (1 月、2 月、3 月、4 月、5 月、6 月、7 月、8 月、9 月、10 月、11 月、12 月)
最小价格波幅 (最小变动价位)	直接报价按 0.0001 元离岸人民币 / 美元 = 1 元离岸人民币 (≈ 0.16 美元) / 合约。电子执行的美元 / 离岸人民币期货同种货币价差之增幅为 0.00005 元离岸人民币 / 美元 (0.5 元离岸人民币 / 合约)
交易时间	CME Globex : 周日下午 5:00 – 次日下午 4:00 (美中时间)。周一 – 周五下午 5:00 – 次日下午 4:00 (美中时间)。周五除外, 在下午 4:00 收市, 并于周日下午 5:00 (美中时间) 重新开市。
最后交易日期与时间	交易终止于紧接在合约月份第 3 个周三前的第 2 个香港营业日的上午 11:00 (香港时间) (即芝加哥: 冬季期间周日晚上 9:00 (美中时间); 夏季期间周日晚上 10:00 (美中时间))
离岸人民币计价	每日收支以离岸人民币计算并存入银行
交割流程 / 交割日期	最终结算通过以下方式促成: 由空到多交割 100,000 美元; 由多到空交割同等价值的离岸人民币; 在合约月份的第 3 个周三通过 CME 批准的代理银行。CME 清算所限制离岸人民币兑美元的付款, 直至收到由多到空的付款委托为止。

期货与期权交易具有亏损的风险, 因此并不适于所有投资者。期货是一种杠杆投资, 由于只需要具备某合约市值一定百分比的资金就可进行交易, 所以损失可能会超出其为某一期货头寸而存入的金额。因此, 交易者只能使用其有能力承受损失风险且不会影响其生活方式的资金来进行该等投资。由于无法保证这些资金在每笔交易中都能获利, 所以该等资金中仅有一部分可投入某笔交易。本文件中所有关于规则与规格之事宜均遵循正式的 CME 规则, 并可被其替代。所有合约规格方面的事宜均应参照当前的规则。

本手册所含信息由芝商所仅为一般用途而编制。芝商所对任何错误或遗漏概不承担任何责任。尽管芝商所已尽其最大努力来确保本手册中信息的准确性, 但仍不对任何错误或遗漏承担任何责任。除非另有说明, 所有数据均由芝商所提供。

CME Group 是芝商所公司的注册商标。地球标志、E-mini、E-micro、Globex、CME 和 Chicago Mercantile Exchange 是芝加哥商业交易所有限公司的注册商标。所有其它注册商标均为其各自所有者的产权。

© 2014 年芝商所版权所有, 保留所有权利。