

香港人民币外汇衍生品市场现状与展望*

雷 曜¹, 陈一稀²

(1. 中国人民银行, 北京 100033; 2. 中国人民银行杭州中心支行, 浙江 杭州 310001)

摘 要: 香港三类人民币外汇衍生品交易分别使用两种不同结算汇率、两种不同交割方式, 目标客户及交易功能不同, 市场主体对冲汇率风险的功能主要由场外工具承担。可交割本金远期市场和无本金交割远期市场主要参与者均为银行, 前者有实需的参与主体更多; 常态化交易下两个市场走势较为一致, 对即期汇率影响不大。外部冲击下, 无本金交割远期市场使用远期人民币的波动较大, 即期汇率中离岸人民币波动更大, 可能带动人民币同向变化。期货交易的主要参与者是非银行机构, 以交易需求为主, 风险对冲和套利需求为辅。香港人民币衍生品市场发展主要源自人民币国际化进程中我国对香港离岸市场建设的大力支持。未来香港市场活跃度将继续受人民币国际化、人民币汇率波幅和预期的影响。建议扩大香港离岸人民币资金池并提升流动性管理能力, 促进可交割产品更贴近服务实需; 不断丰富优质人民币资产, 满足人民币外汇衍生品交易对抵押物的需求; 不断丰富市场主体, 引导其使用好人民币无本金交割远期市场和期货市场等投机性较强的市场; 不断丰富配套产品, 加强对新产品和新政策的解读。

关键词: 人民币国际化; 汇率风险; 衍生品市场; 外汇市场

中图分类号: F832.6

文献标识码: A 文章编号: 1007-9041-2021(01)-0003-07

一、香港三类人民币外汇衍生品市场发展格局

经过 20 多年的发展, 香港人民币外汇衍生品三类市场并存。其中, 可交割本金远期(以下简称 DF)市场于 2010 年建立, 目前交投活跃、发展稳定, 市场的需求最大。人民币无本金交割远期(以下简称 NDF)市场于 1996 年自发产生, 2015 年后市场关注度大幅下降。此外, 香港交易所自 2012 年 9 月推出美元兑人民币(香港)期货合约交易。

(一) 有实需主体更多利用 DF 市场管理汇率风险

一是 NDF 市场的主要参与者是金融机构。据香港金管局(2018)调查, 整个 NDF 市场未完结交易名义总额 48% 的交易对手为银行, 22% 为非银行类金融机构(包括投资银行、资

收稿日期: 2020-11-20

作者简介: 雷 曜, 男, 博士, 供职于中国人民银行金融研究所;

陈一稀, 男, 博士, 供职于中国人民银行杭州中心支行。

* 本文为中证研究院委托课题《金融市场开放背景下我国外汇期货市场发展问题研究》的阶段性成果。本文仅代表作者个人观点, 不代表作者所在单位意见。

产管理公司、对冲基金及保险公司)，23%为中央对手方，且非银行机构占比呈上升趋势（见图1）。香港NDF交易的近五成集中于前五大机构。

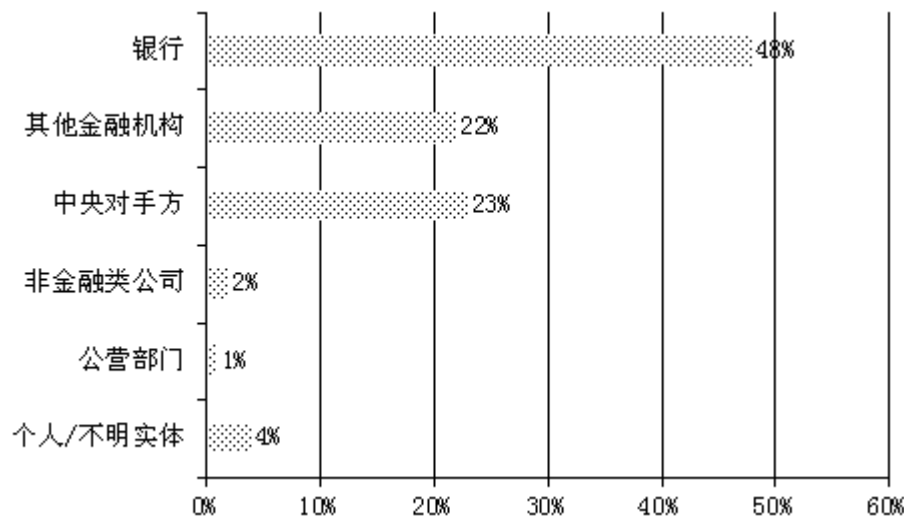
表1 香港三类人民币外汇衍生品市场日均成交情况

单位：亿美元

衍生品市场	产品	2019日均成交金额
DF市场	USD/CNH远期	90
NDF市场	USD/CNY远期	52
期货市场	USD/CNH期货	6

数据来源：香港金管局、香港交易所^①。

注：平均每日成交额已减去本地交易商之间的交易，以去除重复申报。



资料来源：引自《利用交易资料储存库数据了解外汇衍生工具：不交收远期市场》。

图1 NDF未完结交易按交易对手所属行业分类

二是DF市场中有实需的主体相比NDF市场更多。DF市场的参与者包括金融机构、贸易商、对冲基金、香港居民等。在DF市场中，大部分贸易商或居民根据实际需要向银行进行远期兑换，身兼中介职能的银行进入DF市场进行平盘。目前离岸人民币DF市场主要参与者及有实需主体的体量远大于NDF或期货市场。

三是人民币外汇期货交易的主要参与者由银行向非银行机构转变。根据香港交易所(2020)披露的数据，目前香港人民币外汇期货的客户群包括银行、机构投资者、企业及散户。其中银行的交易金额占比从2012年9月的80%，逐步降至2012年末的62%和2019年的16%。按用途分，纯交易、风险对冲和套利分别占59%、23%和18%；按机构和个人投资者分，分别占78.2%和17.8%；按外地和本地投资者分，分别占56.8%和39.1%。

（二）三类市场的产品设计有明显区别

一是使用两种结算汇率和交割方式。NDF以在岸人民币（以下简称CNY）汇率结算，且

^① NDF和期货市场日均成交金额根据香港金管局和香港交易所2019年11月数据计算，DF市场数据源于香港金管局2016和2019年4月公布的调查数据。

采用“无本金”形式,合约到期只需计算合约与当日中间价之间的差额,用美元进行净额结算。DF和期货交易均以离岸人民币(以下简称CNH)定盘价结算,需要进行人民币实物交割。

表2 香港三类人民币外汇衍生品市场结算和交割的比较

衍生品市场	产品	结算汇率	交割方式
NDF市场	USD/CNY远期	CNY	用美元等进行净额结算
DF市场	USD/CNH远期	CNH	买方以人民币实物交割
场内期货市场	USD/CNH期货	CNH	买方以人民币实物交割

资料来源:作者根据相关资料整理。

二是期货在成本和效率上的优势较好满足对冲基金等投资机构的需求。根据北京金融衍生品研究院(2020)的数据,10万美元外汇期货交易佣金约15~20元人民币,而通过银行进行的外汇交易成本约是中间价的千分之一。此外,场内市场的期货产品具有充沛的流动性和较高的交易效率,便于机构投资者测试或执行交易策略。

三是期货交易对授信和抵押品的要求低,灵活性较高。企业参与场外衍生品交易一般需与银行商议信贷额度、抵押品安排等。特别是中小企业由于缺乏银行授信,可能遇到授信额度紧张等情况,开展相关交易存在一定困难。期货产品以保证金为基础,并接受现金或其他认可的抵押品。根据北京金融衍生品研究院的研究,期货保证金比例大多不超过2%,且报价透明,交易所作为中央结算对手方安全性较高。当然,期货在金额、期限等方面的灵活性也存在不足,大型企业更青睐场外市场的个性化交易。

表3 三类市场人民币外汇衍生产品的比较汇总

市场	交易成本	授信和抵押品安排	流动性和交易效率	报价透明度
NDF市场	一般	银行授信和/或抵押品	一般	较低
DF市场	一般	银行授信和/或抵押品	一般	一般
场内期货市场	较低	保证金为基础,现金、其他可抵押品	较高	较高

资料来源:作者根据相关资料整理。

(三) 特定条件下市场与产品结构对人民币汇率形成机制存在不同影响

常态交易下,DF和NDF市场形成的远期汇率走势较为一致,对即期汇率影响不大。DF和NDF市场远期价格均体现了境外参与者对人民币走势的预期,一般情况下预期较为稳定,即期汇率主要受现货市场供求影响。对于有人民币刚需的企业,净额结算工具和实物交割工具都是可供选择的产品,使DF和NDF远期价格波动趋同。具体来看,NDF作为净额结算工具倾向于支持不可自由兑换货币。若可自由兑换货币头寸不足,或者投资者仅是为了对冲风险,也可采用DF市场工具。实物交割工具除了风险对冲功能以外,优势在于使需要使用人民币的企业在对冲风险之后无须在现货市场兑换货币,便利程度有所提升。此外,跨市场套利者的存在,也促使CNH与CNY即期汇率波动趋于一致。

外部冲击经由NDF交易放大,可能造成远期CNY价格大幅波动,进而影响即期汇率走势。这是因为NDF市场的投机性较强,而香港人民币资金池相对较小且不完全受管制,外部冲击

下市场主体的预期和当下交易行为容易受到影响。在即期人民币汇率走势上体现为 CNH 价格波动明显大于 CNY，并可能带动 CNY 的同向变化（黄贝贝，2018）。香港离岸人民币的供给相对有限，每日清算的人民币金额（超过一万亿）远大于离岸人民币资金池规模（2019 年末为 6580 亿元）。如若短期流动性不足，不仅会导致在岸、离岸货币价值的脱离，甚至可能影响履约交割，扰乱有人民币实需企业的经营。

二、人民币国际化对香港人民币衍生品市场的促进

近年来，香港人民币衍生品市场发展稳定，一方面得益于人民币的国际化进程，境外投资者逐渐接受人民币资产，使得境外人民币持有量增加，促进了衍生品市场的需求；另一方面主要源自人民币国际化中我国对香港离岸市场建设的大力支持。2019 年末香港的离岸人民币资产总额远高于其他地区（Mei 和 French，2020）。

表 4 2019 年末主要离岸市场人民币资产情况

单位：亿元

项目	香港地区	台湾地区	新加坡	英国
人民币存款余额	6322	2610	1180	550
人民币贷款余额	1576	158	未公布	539
人民币债券余额	3185	533	190	376
人民币资产总额	11083	3301	1370	1465

资料来源：香港金管局、台湾 OTC 柜台市场、新加坡金管局、《London RMB Business Quarterly》、Wind 数据库。

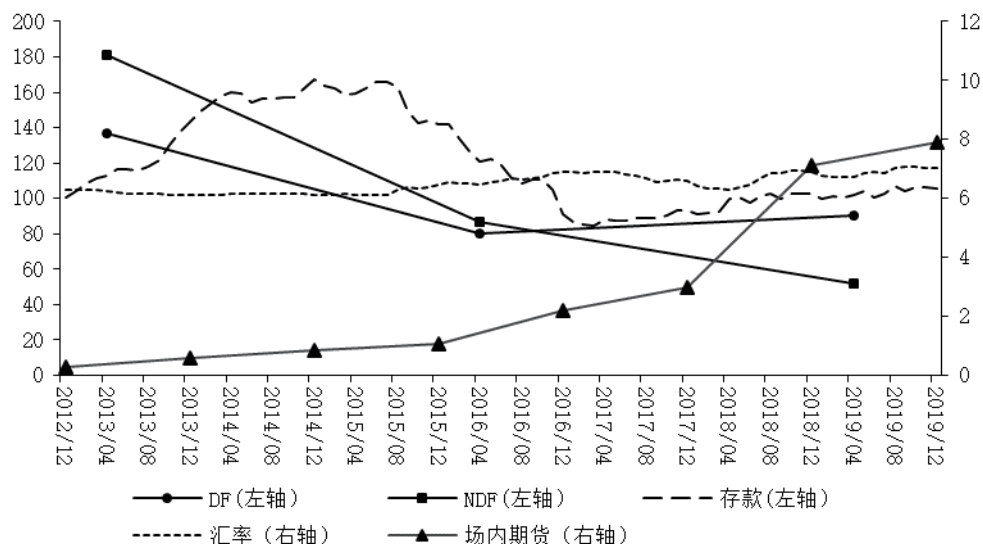
注：债券数据包含点心债、国债和央票。

（一）政策推动场外市场的投机性需求转向套保需求

一是汇率市场化改革降低了场外市场的投机性需求，提升了可交割产品的套保需求。2015 年之前人民币存在较强单边升值预期，香港离岸人民币市场的投机性需求较高。根据国际清算银行三年一次的调查数据，2013 年 4 月香港美元兑人民币的 NDF 和 DF 日成交金额分别达 181 亿和 173 亿美元。随着人民币汇率市场化改革的推进，市场的预期越来越能在实际汇率中体现，场外衍生品的投机性需求也快速下降。2016 年 4 月香港 NDF 和 DF 的日成交金额分别为 87 亿和 80 亿美元，只有 2013 年同期的一半。2015 年 8 月人民币汇率形成机制改革以后，人民币汇率双向浮动区间增大，市场对离岸可交割人民币衍生品的套保需求逐步增加。从 2016 年到 2019 年，香港美元兑人民币的可交割本金远期日均成交金额增长了 12.5%，期货交易则增长了近三倍。

二是沪、深港通和债券通产品为人民币衍生品交易提供了基础产品。2014 年 11 月沪港通启动，2016 年 12 月、2017 年 7 月深港通和债券通先后开通，全球投资者可在中国境外市场买卖的人民币证券数目增加（香港交易所，2018）。根据港交所的统计，2019 年末境外投资者经北向通持有内地股票 1.43 万亿元人民币，全年债券通交易量达 2.6 万亿元人民币。沪、深港通及债券通提升了人民币的证券交易量，使境外投资者更好地了解人民币市场和人民币资产价值，激发了对冲人民币汇率风险的丰富需求，提升了人民币衍生品的成交量。

三是香港人民币流动性管理工具的丰富促进了衍生品市场发展。过去香港人民币存款规模大，但流动性管理主要依靠准备金调节。近年来香港人民币存款规模逐步回落，央票、国债等政策工具产品开始丰富。2009年起财政部连续11年在香港发行人民币国债，2018年起中国人民银行在香港发行央行票据，不仅丰富了香港金融市场的人民币资产，也为外汇衍生品交易提供了优质的抵押物。



资料来源：根据相关资料整理绘制。

注：NDF市场、DF市场和场内期货日均成交额单位为亿美元，香港人民币存款单位为千亿人民币。

图2 香港人民币存款、美元兑人民币汇率及三个市场日均成交额

（二）离岸人民币基础设施和制度建设推动市场发展完善

一是CNH定盘价的推出为DF市场发展奠定了基础。DF产品在推出初期参考在岸人民币中间价结算，因不是市场实际成交形成的价格，套期保值效率受到影响，与NDF相比也不具优势。2011年6月27日，香港推出CNH定盘价作为基准汇率，克服了之前DF产品的缺陷。随后，人民币外汇期货推出时同样采用了CNH定价，也取得了成功。

二是人民币支付系统和做市商制度为市场发展提供保障。在支付结算方面，香港建成了强大的人民币“实时支付结算系统”（RTGS），推动了香港人民币离岸衍生品中心的形成（陈小辛，2017）。目前RTGS系统平均每日处理交易额已超一万亿元人民币。又如香港交易所为人民币外汇衍生品设计的做市商制度，在发挥做市商功效与减少现有交易结算机制修改之间做了很好的平衡，在市场发展初期有效支持了产品的流动性。

三是对NDF监管的加强保护了市场参与者。2015年7月开始，香港金管局要求经纪商每月报送无本金交割外汇远期合约的交易数据。自2016年9月起，美国等主要国家和地区在各自司法管辖区内也加强了对NDF市场的监管^②，使得NDF衍生工具持仓成本上升。再加上受

^②主要监管政策是如果交易对手采用非中央结算的衍生工具，需要互相提供抵押品，以降低双边交易对手风险。

到另两个可交割本金市场的影响，NDF 美元兑人民币无本金远期日均成交金额^③ 2016—2019 年下降了 40.2%。虽然 NDF 市场的成交金额有所下降，但是透明度也有所提升，更有利于市场的参与者。

（三）香港市场的活跃有利于内地人民币衍生品市场发展

发展更加活跃的离岸市场，能够促进我国金融体系深化，提升效率，有效隔离风险。目前，境外金融企业、央行类机构、银行间债券市场境外投资者经过批准可以在中国外汇交易中心开展人民币外汇衍生品交易，这其中很大部分参与者同时也是香港市场的重要参与方。跨市场机构投资者的存在，在促进香港市场发展的同时也推高了内地和香港整体的交易水平。

三、香港人民币外汇衍生品市场发展的展望与建议

总的来说，香港人民币外汇衍生品市场活跃度将继续受人民币国际化进程、人民币汇率的波幅和预期影响。人民币国际化将使更多境外主体使用人民币支付结算、投融资、交易计价，派生更多的套保需求。从香港金管局和香港交易所统计数据看，NDF 交易量与人民币升值预期正相关，期货交易量与汇率波幅正相关，未平仓合约数也随人民币汇率走势同步浮动。建议政策上可继续在以下几个方面加以完善：

一是扩大香港离岸人民币资金池并提升流动性管理能力，促进可交割产品更贴近服务实务。可交割人民币产品到期需要交割实物，对市场深度足够的人民币流动性支持提供了一定的要求。可在连续清算系统和多级账户体系建立覆盖香港等离岸人民币市场的金融基础设施建设等方面统筹推进，在香港人民币流动性供应效率、操作时间把控、回购产品建设等方面提高其管理能力，适度促进在岸与离岸人民币市场之间的有序流动。

二是不断丰富优质人民币资产，满足人民币外汇衍生品交易对抵押物的需求。当前市场上的国债和央票存量尚未完全满足需求，建议进一步丰富该类产品，提升产品存量和抵押品管理效率。

三是不断丰富市场主体，引导其利用好 NDF 和期货市场等投机性较强的市场。NDF 和期货市场虽然投机性较强，但也有其自身的优势，如离岸和在岸人民币间的差价只能通过 NDF 市场进行对冲，一些投资者提前、主动防范汇率风险也常采用无本金方式。未来应进一步丰富市场主体，引导其根据自身实际需求的特征进入相应的市场。市场中主体的多元化将有助于活跃交易、分散预期、提高定价效率，也有助于促进市场创新。

四是不断丰富配套产品，加强对新产品和新政策的解读。目前境外投资者对于人民币资产的持有比例依旧与人民币资产高收益、风险可控的优势不相匹配，未达到理想程度，一定程度上影响了外汇衍生品市场发展。原因在于，一方面，配套产品的不足，如北向参与债券通方面，虽然有人民币外汇衍生品对冲汇率风险，但缺乏有效的对冲利率风险的工具，影响市场的做大；另一方面，境外参与者对新产品和新政策的了解不够清晰，为了避免政策风险多数选择观望，需要监管机构采取更有效的措施，帮助参与者更好地理解政策，参与到离岸

^③根据国际清算银行三年一次的调查数据。

人民币市场中。

参考文献

- [1] Mei J, French G. London RMB Business Quarterly (Issue 6) [R].2020.
- [2] 北京金融衍生品研究院.“人民币外汇期货:现有汇率风险管理工具的必要补充”[EB/OL]. 2020.
<https://mp.weixin.qq.com>.
- [3] 陈小辛. 香港国际金融中心地位演变与路径选择[D]. 吉林大学,2017.
- [4] 黄贝贝. 境内与香港人民币即远期市场间信息溢出效应研究[D]. 首都经济贸易大学,2018.
- [5] 香港交易所. 离岸人民币产品及风险管理——互联互通下孕育的香港生态系统[R]. 2018. <https://www.hkex.com.hk>.
- [6] 香港交易所. 衍生产品市场交易研究调查[R]. 2020. <https://www.hkex.com.hk>.
- [7] 香港金管局. 利用交易资料储存库数据了解外汇衍生工具: 不交收远期市场[R].2018.<https://www.hkma.gov.hk>.

(编辑:李锋森)

《南方金融》版权声明

为适应我国信息化建设需要,扩大本刊及作者知识信息交流渠道,本刊同意被《中国学术期刊网络出版总库》及中国知网(CNKI)系列数据库、万方数据数字化期刊群、重庆维普《中文科技期刊数据库》等相关数据库和媒体收录,并许可其以数字化方式复制、汇编、发行、信息网络传播本刊全文。本刊及相关电子出版物的文章作者著作权使用费与本刊稿酬一次性给付(本刊不收取任何版面费)。如作者不同意文章被收录,请在来稿时向本刊声明,本刊将作适当处理。

作者向本刊投稿,应保证所投稿件为原创,未侵犯他人著作权或其他权利,所引用的图表等受著作权保护的材料均已获得权利人许可;保证所投稿件的整体或主要部分未被其他期刊采用,并且从未正式出版;保证所投稿件一经本刊刊发,其版权将不再转让或许可给第三方使用。作者向本刊投稿的行为,即视为同意本刊编辑部上述声明。

《南方金融》编辑部

2021年1月