

对 中 国 经 济 和 金 融 的 反 应 和 影 响

RMB Derivatives

人民币 衍生产品

— 第四版 —

(第三册)

张光平◎著

(荣获“货币三极”大奖的书籍分别为《嚣张的特权：美元的兴衰和货币的未来》、《欧元的故事：一个新全球货币的激荡岁月》、《人民币产品创新》，作者分别为巴里·埃森格林、戴维·马什、张光平。)

 中国金融出版社

人民币衍生产品

(第四版)

第三册

张光平 著



中国金融出版社

目 录

第一册

第一篇 经济、金融和金融衍生产品

第 1 章	经济、传统金融与金融衍生产品	3
第 2 章	国际金融危机和金融创新	25
第 3 章	国际化趋势下人民币产品创新和风险管理的迫切性	47

第二篇 中国经济和金融市场

第 4 章	中国经济	65
第 5 章	中国的银行体系	133
第 6 章	中国资本市场	189
第 7 章	中国外汇市场	240
第 8 章	中国的国际投资头寸及其国际比较	270

第三篇 国际外汇、债券和其他衍生产品市场

第 9 章	外汇市场、债券和股票市场	293
第 10 章	远期和掉期	311
第 11 章	无本金交割远期和掉期	329
第 12 章	金融期货	351
第 13 章	期权	400
第 14 章	场外柜台交易期权	453

第二册

第四篇 亚洲金融危机前后的金融衍生产品和跨境资金流动

第 15 章	亚洲金融危机	489
--------	--------------	-----

第 16 章	亚洲金融危机中的外汇远期	505
第 17 章	亚洲金融危机期间的外汇无本金交割远期	512
第 18 章	外汇掉期	520
第 19 章	期权、结构性票据和其他产品	525
第 20 章	中国香港应对亚洲金融危机过程中金融产品发挥的作用	532

第五篇 国内人民币衍生产品

第 21 章	商品期货	551
第 22 章	可转换债券和其他有嵌入式期权的债券	568
第 23 章	人民币外汇远期结售汇和远期交易	587
第 24 章	影响人民币远期和即期汇率的因素	614
第 25 章	债券远期	688
第 26 章	认股权证	697
第 27 章	人民币外汇掉期和货币掉期	717
第 28 章	人民币利率互换	734
第 29 章	人民币远期利率协议	755
第 30 章	黄金期货和期权市场	761
第 31 章	股票指数期货	783
第 32 章	信用风险缓释工具	848
第 33 章	人民币外汇期权	861
第 34 章	国债期货/利率期货	879
第 35 章	股指期货	910
第 36 章	国内理财市场介绍和简析	956
第五篇	总结	993

第三册

第六篇 境外人民币产品

第 37 章	境外人民币远期	1000
第 38 章	影响人民币无本金交割远期市场的因素	1040
第 39 章	境外人民币远期的应用	1159
第 40 章	境外人民币外汇期货	1181
第 41 章	境外人民币外汇掉期和货币掉期	1206
第 42 章	境外人民币外汇期权	1220
第 43 章	境外人民币利率互换	1275

第 44 章	人民币结构性票据	1282
第 45 章	人民币结构性存款	1294
第 46 章	H 股指数期货	1305
第 47 章	H 股指数期权和 H 股股票期权	1318
第 48 章	人民币升贬值预期的量度及其对人民币资产价格的影响	1339
第六篇	总结	1347

第七篇 境内外产品市场的关系及未来的发展

第 49 章	韩元远期与韩元无本金交割远期的关系	1353
第 50 章	境内人民币远期和境外人民币远期之间的关系	1369
第 51 章	国际货币基金组织对跨境资金流动的监控要求	1395
第 52 章	人民币升贬值压力与我国外汇储备变化的关系	1405
第 53 章	虚假贸易等导致“热钱”流入和流出动的规模估算	1437
第 54 章	人民币升值对国内金融和经济的影响	1478

第四册

第八篇 人民币国际化趋势下产品创新和未来发展

第 55 章	国际贸易和结算及人民币跨境贸易结算的相关进展	1495
第 56 章	国际外汇储备资产构成和人民币国际储备的进展	1536
第 57 章	货币在外汇市场活跃度简介和货币国际化程度量度的探讨	1576
第 58 章	日元国际化的经验和教训	1614
第 59 章	货币国际化的利弊简析	1642
第 60 章	境外人民币中心的现状和发展	1665
第 61 章	离岸人民币市场	1702
第 62 章	亚投行、金砖银行和“一带一路”战略与人民币国际化的 相互推动关系	1733
第 63 章	人民币国际化的现状及风险防范	1773
第 64 章	人民币国际化趋势下的人民币产品创新和市场发展	1854
后记		1890
相关重要网址		1897
参考文献		1902

第六篇 境外人民币产品

上篇我们着重介绍并简单分析了国内各类场内外人民币衍生产品及其应用，本篇我们着重介绍和分析境外各类人民币产品。由于历史原因，除国内各类人民币产品外，境外人民币产品实际上已经成为各类人民币衍生产品的重要组成部分，而且大多人民币衍生产品不仅境外比国内推出得要早，而且境外市场比国内市场更为活跃，对国内产品的推出和国内市场的发展都发挥了重要的推动作用。笔者2004年在境外出版 Chinese Yuan Derivative Products（《人民币衍生产品》）一书时，国内除商品期货和人民币结售汇业务外，第五篇中的其他十多种人民币产品皆未推出，当时境外人民币无本金交割远期、无本金交割掉期、无本金交割期权、人民币结构性存款、人民币结构性票据、H股指数期货等产品已经存在，而且有些已经有了多年的成交历史。因此，研究境外离岸市场上的各类人民币产品及其市场和今后其他产品的推出情况，对于国内人民币产品的推出和市场发展很有必要。可以预见，今后很多人民币产品还会先在以中国香港为主的离岸市场推出，然后国内才会逐步推出并活跃起来。从第三篇到第五篇我们可以看出，虽然国内人民币产品种类到目前仍不齐全，特别是期权类产品才刚刚迈出了第一步，但是今后几年，国内人民币产品会逐渐丰富而且活跃起来。学习和借鉴离岸市场上的人民币产品及市场经验对国内人民币市场的发展必不可少。

当前主要人民币产品实际上既有境内市场，同时也有境外市场，两个市场相互影响，有些领域已经出现了两地跨市套利的交易，而且跨市套利交易达到了一定的规模。比如境内外出现最早的人民币产品——人民币远期结售汇和境外人民币无本金交割远期两个市场多年来相互影响，后者对国内市场多年来产生显著的带动作用，特别是随着人民币国际化的进一步展开，境外人民币市场发展迅速，跨境套利活动从境内外人民币即期交易逐渐蔓延至跨境人民币远期套利和人民币期权套利；又如两地股票指数期货虽然推出时间相差六年多，但是国内A股指数期货推出后交易量很快活跃起来，两地跨市场套利交易也已经开始，而且今后一定会更加活跃。因此，研究中国香港离岸市场上的各类人民币产品对国内市场的发展和风险防范非常重要。我们在第七篇会专门探讨境内

外人民币远期市场之间的相互影响，从而对两地市场的联动有深入的了解和把握。

境外人民币远期和期权市场反映出来的境外人民币升值或贬值预期的变化是我们判断跨境资金流入或者撤离国内最主要的市场依据。我们在本篇介绍以中国香港为主的境外人民币产品后，在第七篇我们会专门介绍和分析跨境资金近年来如何流入和撤离我国，从而对我国经济和金融体系产生重要的影响。由于从2002年到2007年境外人民币升值预期持续增强，境外资金也随之持续流入我国，导致国内双顺差的持续增长，进而导致外汇储备的持续增长，投资冲动的持续增强，导致经济增长不断升温，这些因素促使人民币升值预期进一步上升，形成一个“过山车”式的高速循环。2008年金融危机爆发使得之前近6年时间内人民币的升值预期重回贬值预期，资金从流入再次转向撤离国内；在国内一系列有效应对金融危机政策的大环境下，2009年3月下旬美联储量化宽松的 implementation，使得人民币重新回到了升值预期的轨道，跨境资金重新流入国内。然而随着美联储退出量化宽松政策，包括人民币在内的绝大多数货币皆兑美元出现了不同程度的贬值，从2014年下半年开始人民币兑美元贬值预期再次出现，而且在2015年12月中旬到2016年2月上旬的两个月内一年期人民币远期对美元贬值幅度甚至高达接近6%的高位，离金融危机期间人民币兑美元贬值预期最高峰超过6%的水平不远（2008年12月上旬）。人民币告别单边走势进入双向区间波动格局后，境外人民币和境内人民币汇率上的基差更是直接体现了境外市场对人民币的升贬值预期，升贬值预期跟随国内外宏观经济数据的变动而波动，不再呈现出单边波动和稳定持续的特点。所以，境外人民币衍生产品为我们提供的人民币升值、贬值信息对我国判断和理解2002年下半年以来国内经济和金融市场走势提供了其他任何市场难以提供的有用信息，为我国理解国内经济如何受国际因素的影响提供了重要工具。

以中国香港为主的境外人民币市场是我国推动人民币国际化的重要渠道和场所。2010年7—8月，由于清算协议的修订及离岸人民币回流机制的构建，香港人民币离岸业务快速发展，包括清算行在内的香港同业开始为人民币报价。离岸人民币产品创新十分迅速，包括掉期、远期、期权、交叉货币掉期等产品全面开放。以远期交易为例，离岸人民币远期交易无须有真实的贸易背景，不受外汇局监管，可随时平盘。在人民币国际化的大趋势下，香港人民币离岸市场的作用会越来越重要。所以，系统研究和跟踪香港人民币市场的各类人民币产品对我们把握人民币国际化的进程，对国内人民币产品的推进和发展均必不可少。

早期的境外人民币市场主要以人民币无本金交割产品为主，但是，随着境外人民币可接受度的提高和境外人民币中心业务的活跃，近年来境外人民币市

场很多领域可交割产品的流动性已经显著超过了相应的无本金交割市场的流动性，境外人民币可交割产品已经逐渐成为境外人民币市场的主流。这是一个巨大的变化。鉴于此，本篇大部分章节除之前介绍人民币无本金交割产品外，加入了相应的可交割产品及市场流动性的研究，这样不仅内容更为全面，而且对整个境外人民币市场有更好的代表性。

另外，由于英国政府对人民币国际化的努力支持和相应政策落实，近年来伦敦人民币业务快速增长，在境内人民币市场交易的份额可能已经超过了香港特区，成为境外人民币市场另外一个重要组成部分。这是需要我们特别关注的境外人民币市场的新现象。但是，两个其他数据渠道表明，伦敦金融城 2012 年到 2014 年公布的境外人民币市场成交数据应该有严重的问题，对我们理解近年来境外人民币市场的发展和人民币国际化的总体进程很可能有很大的误导作用，我们在本篇和第八篇相关章节会详细讨论相关问题。

最后，境外人民币市场之所以重要的重中之重是其定价功能。境内外人民币外汇远期、外汇掉期和外汇期权等产品的定价权在很大程度上仍由境外决定，对国内市场仍然产生重要的影响力。尽管国内人民币市场近年来有了可喜的发展，但是很多市场的流动性仍然与境外人民币市场有着相当的距离，国内产品定价仍然不得不依赖境外市场。因此，不对境外人民币市场有深入系统的研究，我们将难以把握国内市场发展变化的趋势，更难把握境内外人民币市场发展的总趋势。所以，本篇的内容应该是全书的重中之重。

第 37 章 境外人民币远期

按照是否可以交割，境外人民币远期合约可以分为不可交割或者无本金交割远期（Non-deliverable Forward, NDF）和可交割远期（Deliverable Forward, DF）两种类型。前者的典型代表为人民币无本金交割远期（CNY-NDF），其结算汇率以国家外汇管理局公布的官方汇率为准。后者的典型代表为离岸人民币可交割远期（CNH-DF），其结算汇率以到期日离岸人民币的即期汇率为准。中国香港和新加坡是亚洲最主要的人民币无本金交割远期交易市场，同时也是境外最主要的人民币可交割远期的市场。银行是人民币无本金交割远期交易的中介机构，供求双方基于对汇率看法的不同，签订非交割远期交易合约，合约到期时只需将约定汇率与定盘汇率差额进行交割清算，一般以美元作为结算货币，无须对本金，即受限制的人民币进行交割。离岸人民币可交割远期则是以离岸人民币为标的的可交割远期合约。

早在 1995 年，人民币无本金交割远期市场就已经在中国香港和新加坡初步形成。2002 年 9 月到 2008 年 3 月，人民币面临很大的升值压力，吸引了全球很多投资者和投机者的关注，投机需求带动了人民币交易额的稳步上升，使得这一市场日渐活跃。从 2002 年第四季度开始，它已经吸引了世界范围内广泛的注意。对于大多数国际参与者来说，人民币无本金交割远期是其最熟悉的人民币离岸衍生产品。另外，从 2010 年年中开始，中国人民银行试图放款货币管制，以扩大中外企业和个人在中国以外地区结算人民币贸易交易。中国人民银行还增强与香港金融管理局（HKMA）的紧密合作，将其作为离岸人民币（CNH）交易的优先地区。离岸人民币市场的形成为离岸人民币远期外汇市场交易产品的发展打下了重要基础，2010 年 7 月，离岸人民币可交割远期合约在香港出现，这标志着香港离岸人民币远期外汇市场也步入到新的发展阶段。本章的目的是研究境外人民币远期市场的各个主要方面。

37.1 人民币无本金交割远期的简要历史

在 1997 年夏天亚洲金融危机爆发的两年前，人民币无本金交割远期市场就已经在中国香港和新加坡形成。促使该市场产生的主要原因，是中国吸引外国直接投资不断增加（1995 年和 1996 年，外国直接投资分别达到了 1328 亿美元和 1745 亿美元），一些大型跨国公司对它们在中国的投资有了保值的需求。同

时,随着墨西哥危机爆发,出于对人民币贬值的忧虑,也有一些机构希望从人民币的贬值中获利,人民币无本金交割远期市场在中国香港和新加坡的国际性大银行中随之逐渐发展起来,因为流入中国的资本越来越多,这些客户进行汇率风险管理变得越来越有必要。

在人民币无本金交割远期市场形成初期,发展较为缓慢,交易也不活跃。当时,为完成一笔交易,要花几个小时甚至几天的时间。人民币无本金交割远期合约不仅市场流动性差,而且期限最长仅为 6 个月,后来才出现 12 个月的合约。目前,人民币无本金交割远期合约到期时间最长为 3 年,但是 1 年期限及以下的合约比较活跃。

在亚洲金融危机发生期间以及危机过后的一段时间内,人民币面临着巨大的贬值压力,这是因为在该地区除了人民币和港元以外,其他所有货币都贬值了。此时,人民币无本金交割远期交易金额稳步上升。2002 年以后,在东南亚金融危机逐渐消退、中国贸易顺差和宏观经济持续增长等因素的影响下,人民币无本金交割远期市场对人民币的预期从贬值转向升值,交易也逐渐活跃起来。在 2008—2009 年的高峰时期,每日成交量高达 100 亿美元左右。

一国货币无本金交割远期的出现,表明该国汇率政策需要向自由化调整,因此无本金交割远期的出现经常被看作是对外汇当局汇率政策的批评。它本身是受市场力量驱动而诞生的,即市场认为汇率应当处于什么样的水平。也正是由于这个原因,大多数机构不愿意向公众披露它们这方面的业务信息,因为大多数国家的中央银行不能容忍例如无本金交割远期这样的离岸衍生产品的存在。

人民币无本金交割远期市场形成后发生了急剧的变化。如前所述,在亚洲金融危机中人民币受到从无本金交割远期市场传来的贬值压力。在后面的章节中,我们将讨论近几年无本金交割远期市场所表现出来的人民币升值压力。

37.2 人民币无本金交割远期合约

我们在第 10 章介绍了无本金交割远期总协议的条款,这些主要条款规定了一份无本金交割远期合约所必须包含的主要项目。本节,我们集中讨论与人民币无本金交割远期合约相关的几个特殊问题。本节所用的合约版本是新加坡外汇交易委员会(SFEMC)、新兴市场交易者协会(EMTA)和外汇交易委员会(FEC)2004 年 12 月 1 日正式开始生效的最新版本。

37.2.1 合约主要条款

(1) 标的货币和结算货币

标的货币为人民币,结算货币为美元。

（2）结算汇率

结算汇率是1美元兑换的人民币数额，是国家外汇管理局（SAEC）在计算日下午5时左右公布的官方汇率。结算汇率会在路透终端页面 CNY SAEC（CNY01）显示。

（3）未计划的公假日

到估值日之前两个工作日的上午9点钟之时，根据公开信息还不知道某日不是工作日的日期称作未计划的公假日。

（4）估值日期

估值时间为合约到期的前一个工作日。如果遇到未计划的公假日，那么估值日为随后的第一个工作日。

（5）交割日期

如果估值日按照随后的工作日调整了，那么交割日应该是估值日之后最早日，任何情况下都不能超过估值日之后的两个工作日。

（6）由于未计划的公假日发生的估值日推迟期

如果估值日按照随后的第一个工作日调整了，而且估值在计划（即合约）估值日之后14个连续日（包括14日）之内没有发生的那段时间称作估值推迟期。估值推迟期之后的第一个工作日应该是估值日。

（7）最大推迟日数

由于价格渠道发生意外、未计划的公假日等导致交割推迟的最长时间是14个自然日。

（8）判断决定估值日所依赖工作日的相关城市

中国北京。

（9）判断决定交割日所需工作日的相关城市

美国纽约。

（10）其他条款

除如上我们介绍的条款外，新加坡外汇交易委员会（SFEMC）、新兴市场交易者协会（EMTA）和外汇交易委员会（FEC）2004年12月1日正式开始生效的最新美元/人民币无本金交割远期合约还涉及很多其他意外内容，如价格渠道发生意外的定义及其因之引起的估值推迟和相应的处理办法等。这些条款过于细腻，我们这里不再细述。

37.2.2 合约期限

目前在银行间交易的人民币无本金交割远期合约，有1周、2周、3周、1个月、2个月、3个月、4个月、5个月、6个月、9个月、1年、2年、3年、4年、5年等期限类型，但2周、3周、4个月、5个月、2年、3年、4年和5年

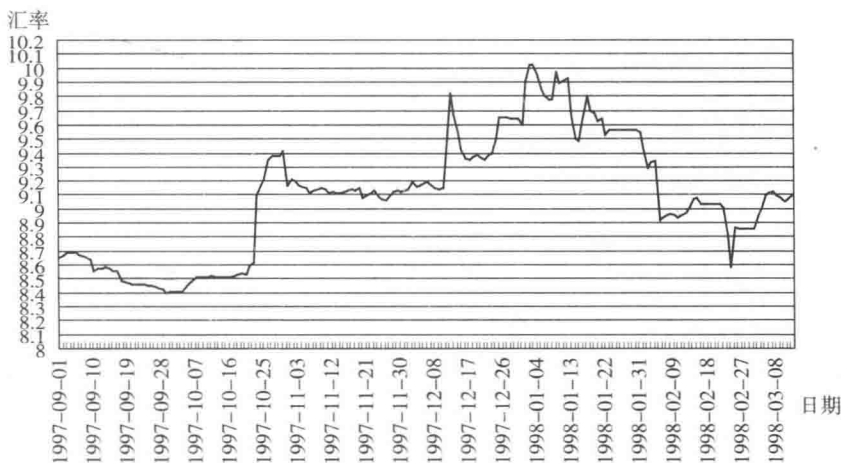
期限合约的流动性很差,往往连价格信息都没有;而 1 周、1 个月、2 个月、3 个月、6 个月和 1 年期限合约的流动性比较好,9 个月合约的流动性介于两者之间。我们在后面章节分析这些合约之间的套利交易时,会专门介绍这些合约的买卖价差,并集中分析 3 个月、6 个月和 1 年期限合约之间的套利交易。

37.3 人民币无本金交割远期汇率揭示人民币兑美元贬、升值压力的变迁

在过去几年,很少有哪种货币像人民币这样经历了如此急剧的贬值和升值压力的重复变换。和其他亚洲货币一样,在亚洲金融危机前后人民币也承受着巨大的贬值压力,但从 2002 年第四季度底开始到 2008 年 9 月,人民币一直面临着巨大的升值压力;由于金融危机的爆发,2008 年 9 月下旬到 2009 年 3 月下旬的半年时间内,人民币兑美元出现了贬值压力;2009 年 3 月下旬到 2013 年年底,人民币重新回到了升值的预期中;2014 年人民币进入双向波动态势后,整体上人民币兑美元经常出现贬值压力。本节我们主要通过境外人民币无本金交割远期市场人民币兑美元远期汇率的变化了解人民币升、贬值压力的变化。

37.3.1 东亚金融危机期间大幅度贬值

我们在第 15 章介绍东亚金融危机期间,东亚国家和地区的货币除港元和人民币外皆受到不同程度的贬值。虽然人民币顶住了贬值的压力,兑美元没有贬值,但是东亚金融危机期间人民币受到了巨大的贬值压力。图 37-1 给出了



数据来源: Zhang (2004)。

图 37-1 亚洲金融危机期间境外一年期人民币无本金交割远期汇率

1997 年 9 月初到 1998 年 3 月上旬境外一年期人民币无本金交割远期汇率。

图 37-1 显示, 1997 年 7 月初东亚金融危机爆发到 1997 年 10 月上旬, 境外人民币虽然有贬值压力, 但是贬值压力还不算很大, 因为当时境外一年期人民币无本金交割远期汇率仅在 8.5 上下, 离当时美元兑人民币的官方汇率 8.2765 不算很远; 但是从 1997 年 10 月下旬到 12 月上旬, 随着东亚金融危机导致中国香港股市大幅度下降, 人民币的贬值压力显著增加, 当时境外一年期人民币无本金交割远期汇率达到了 9.1 上下, 相对于当时美元兑人民币的官方汇率 8.2765 相当于贬值 9% 以上; 到了 1998 年 1 月上旬, 当韩国向国际货币基金组织申请救助而未获得批准之前, 韩元兑美元贬值显著, 人民币的贬值压力也随之进一步显著增加 (请参见第 15 章), 当时境外一年期人民币无本金交割远期汇率最高超过了 10, 相对于当时美元兑人民币的官方汇率 8.2765 相当于贬值 17% 以上。随着韩国形势的缓解, 人民币的贬值压力有所减缓。虽然东南亚金融危机已经过去 18 年了, 然而图 37-1 给出的东亚金融危机后半年多的时间内人民币兑美元贬值的显著变化对我们理解和分析 2014 年以来人民币贬值的变化有很好的参考意义。

37.3.2 从贬值到徘徊

图 37-1 显示随着亚洲金融危机走出低谷, 人民币贬值压力有所减缓。图 37-2 给出了 1998 年 12 月 11 日到 2015 年 6 月 30 日 1 年期境外人民币无本金交割远期汇率。图 37-2 显示 1998 年年底, 由于亚洲金融危机余波未尽, 1 年期人民币无本金交割汇率仍然超过 9, 贬值压力仍然显著; 但是从 1999 年下半年到 2000 年随着亚洲金融危机余波的明显减缓, 人民币贬值压力持续显著减缓。2000 年年初到 2001 年 4 月上旬, 离岸市场 1 年期人民币无本金交割远期的日隐



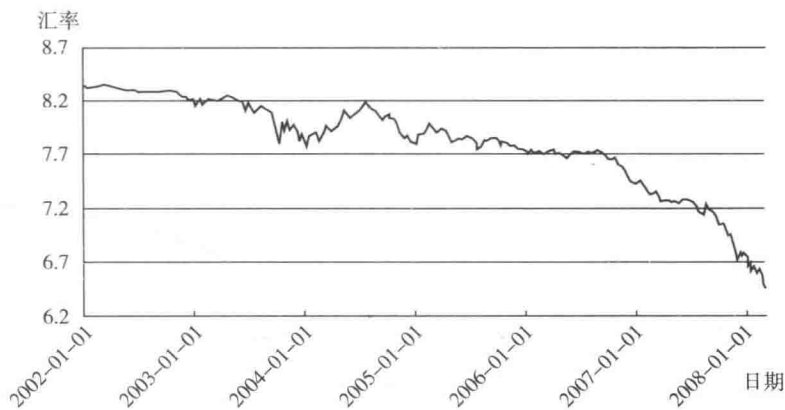
资料来源: 彭博数据终端。

图 37-2 一年期人民币兑美元无本金交割远期汇率

含汇率在 8.500 上下波动；2001 年 4 月上旬到 2001 年 11 月中旬，日隐含汇率从 8.500 以上水平持续下降到 8.300 之下；从 2001 年 11 月中旬到 2002 年 10 月下旬的近一年里，日隐含汇率在 8.300 上下波动，而人民币即期汇率为 8.2765，这表明人民币当时既少有贬值压力也少有明显的升值压力。但从 2002 年 10 月开始，情况开始发生显著的变化，我们下文专门详细介绍。

37.3.3 人民币升值压力首次出现并持续上升

为了对近年人民币无本金交割远期汇率有更准确的了解，我们绘出了 1 年期人民币无本金交割远期汇率从 2002 年 1 月到 2008 年 3 月之间的日走势图，如图 37-3 所示。图 37-3 清楚地显示，2002 年夏天一直在 8.2765 左右浮动的人民币无本金交割远期汇率从 2002 年 11 月开始发生重大的变化，1 年期人民币无本金交割远期汇率持续低于当时美元兑人民币的官方汇率 8.2765，这显示人民币升值压力的抬头；2003 年 9 月下旬和 10 月上旬 1 年期人民币无本金交割远期汇率达到接近 7.8 的最低位（相对于 8.2786 相当于升值 6.1%），随后一段时间人民币升值压力有所缓解，但之后又分别在 2004 年 2 月中旬、2004 年 12 月下旬、2005 年 4 月底到 5 月下旬几次达到或者接近 7.8 的水平，表明 2005 年 7 月汇改前人民币升值压力显著。



资料来源：彭博数据终端。

图 37-3 1 年期人民币兑美元无本金交割远期汇率

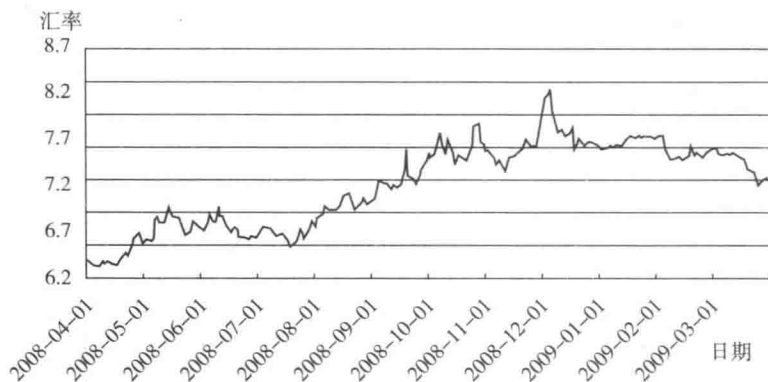
37.3.4 完善人民币汇率形成机制的推出和人民币升值压力的部分释放

图 37-3 显示，2007 年 7 月 21 日完善人民币汇率形成机制推出之后的两年时间内，人民币升值压力部分释放，因为 1 年期人民币汇率有所回升，表明完

善人民币汇率形成机制的推出对缓解当时境外人民币升值压力具有意义。然而这种缓解的效果没有延续很长的时间,人民币升值压力从2007年10月到2008年3月重新连创新高。截至2008年3月13日,在人民币兑美元两年多累计升值16.62%的基础上,1年期人民币兑美元汇率达到了6.2765的历史最低点,隐含当时市场呼吁1年期人民币兑美元进一步升值13.05%。

37.3.5 人民币升值压力的持续下降和金融危机期间长达半年的贬值压力

从2008年3月中旬人民币兑美元升值达到历史最高峰后,人民币兑美元的升值预期持续减缓,到了2008年9月金融危机的爆发,人民币重新回到了贬值的预期。图37-4给出了2008年4月到2009年3月1年期人民币无本金交割远期汇率。



资料来源: 彭博数据终端。

图 37-4 1 年期人民币无本金交割远期汇率

图37-4显示,2008年4月1日到2008年9月16日,1年期人民币无本金交割远期汇率从6.3085持续上升到了6.8165,表明人民币在2008年4月之后的5个半月内升值预期持续下降。2008年9月16日,美国雷曼公司宣布破产,标志着全球性的金融危机的爆发,之后亚洲的第一个工作日1年期人民币无本金交割远期汇率进一步上升到6.847,高于当日美元兑人民币即期汇率6.829,表明人民币重新回到了贬值的状态。从2008年9月17日到2008年12月4日,1年期人民币无本金交割远期汇率持续上升到了7.38,相对于当日美元兑人民币即期汇率为6.8502,显示一年期人民币兑美元贬值7.18%,代表人民币贬值压力的顶峰。

金融危机导致人民币兑美元的贬值压力从2008年9月中旬开始持续到了2009年3月下旬。2009年3月18日,美联储宣布计划到2009年年底的9个多

内月购买价值高达 1.25 万亿美元的美国国债和其他类型的债券（即现在我们称作的第一次量化宽松政策）。第一次量化宽松政策宣布不久，人民币重新回到了升值的态势。美国第一次量化宽松政策的宣布是触发点，2008 年第四季度到 2009 年国家应对金融危机的诸多政策及时到位，我国经济当时出现的好转迹象是当时人民币重新回到升值预期的经济基础。

37.3.6 人民币兑美元升值压力的重现

从 2009 年 3 月下旬人民币兑美元重新回到了升值状态后，人民币重新保持了持续的升值预期。图 37-5 给出了 2009 年 4 月到 2014 年 2 月 1 年期人民币无本金交割远期汇率。图 37-5 显示 2009 年 4 月下旬到 2014 年 2 月，1 年期人民币无本金交割远期汇率呈现出持续下降的趋势，这表明人民币升值压力的重现。2014 年 1 月 20 日，人民币无本金交割远期汇率达到了 2005 年后的最低点 6.0967。



资料来源：彭博数据终端。

图 37-5 一年期人民币兑美元无本金交割远期汇率

37.3.7 人民币兑美元贬值预期再现

2014 年 2 月之后，随着美国推出量化宽松政策的实施，美元对全球几乎所有货币升值，人民币兑美元新的一波贬值开始。中国人民银行主动调高人民币中间价，引导人民币出现了一轮贬值趋势，人民币自 2005 年保持的单边升值走势发生了迅速逆转，昭示人民币进入双向波动的区间走势，升值压力得到释放，贬值预期则开始加强。图 37-6 显示，1 年期人民币无本金交割远期汇率从 6.0967 低点开始一路上扬，在 2014 年大部分时间都保持在 6.20 到 6.25 区间运行态势；2014 年 11 月后，在中国人民银行降息和俄罗斯卢布危机的双重刺激

下,人民币贬值预期飙升,1年期人民币无本金交割远期汇率一度在2015年3月4日达到6.4195的高点。此后,随着人民币中间价的稳定,以及李克强总理在访欧期间发布的“不希望看到人民币贬值”的评论,人民币贬值预期迅速消退,截至2015年6月30日,人民币无本金交割远期汇率回到了6.2436的水平。



资料来源:彭博数据终端。

图 37-6 人民币兑美元一年期无本金交割远期汇率

37.3.8 本节小结

境外人民币升值、贬值预期是其他境内外任何市场难以提供的重要市场信息,对我们判断和把握跨境资金流动等情况来说不可或缺。本节我们详细地介绍了由境外人民币无本金交割远期汇率显示的人民币兑美元贬值、升值压力变迁更替。从图 37-2 到图 37-6 给出的 1998 年到 2015 年人民币兑美元从贬值到升值,再从升值到贬值几个循环的主要时段的变化情况,我们不易直观地看出十多年来境外人民币兑美元从贬值到升值,再从升值到贬值的整个循环的总体情况。图 37-7 给出了 2001 年 1 月初到 2015 年 4 月 11 日境外一年期人民币兑美元远期汇率。

从 1997 年亚洲金融危机到 2002 年第四季度人民币经受了大幅度的贬值压力(1998 年 1 月一年期贬值预期超过 17%,达到历史最高峰)到 2002 年 11 月开始首次出现持续的升值预期;从 2002 年 11 月到 2008 年 3 月人民币升值压力持续上升(2008 年 3 月 13 日升值预期超过 13%,达到历史最高点);从 2008 年 3 月到 2008 年 9 月中旬金融危机爆发前,人民币升值压力持续减缓;金融危机爆发导致人民币重新回到了贬值预期,2008 年 12 月 4 日一年期人民币对美元贬值预期达到了危机后的最高峰 7.18%;2009 年 3 月下旬美国第一次量化宽松政策和