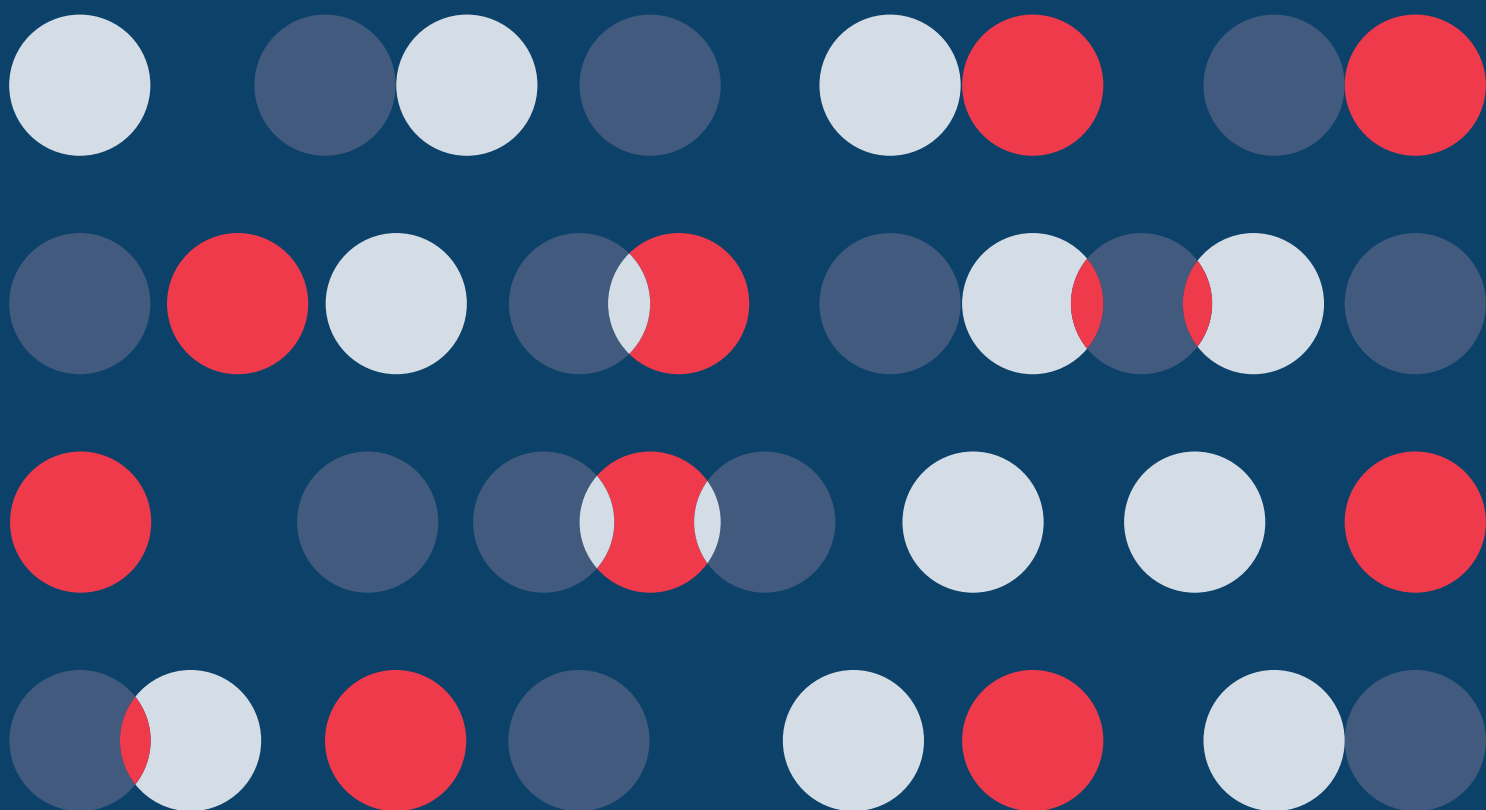


研究報告

全球貿易摩擦中的人民幣匯率波動趨勢
與人民幣匯率風險管理工具：
多貨幣對、多期限的離岸人民幣期貨



目錄

頁數

摘要	1
1. 中美貿易摩擦對新興市場匯率的影響十分顯著	2
1.1 中美貿易摩擦的進展	2
1.2 對人民幣和新興市場匯率的影響	2
2. 人民幣匯率呈現更靈活的波動趨勢	4
2.1 短期內美歐逐步收緊貨幣政策將使新興市場匯率繼續承壓，國際資本流動格局出現調整	4
2.2 內地經濟基本面趨於穩定會對人民幣匯率的中期走勢形成支持	5
2.3 人民幣匯率波幅將穩步擴大	7
3. 匯率波動加劇情況下匯率風險對沖工具的重要性 — 香港場內市場的優勢和發展	8
3.1 場內貨幣衍生產品具備高流動性和高透明度的特點	9
3.2 不同貨幣對的人民幣貨幣期貨可以配合不同地區投資者的人民幣匯率風險管理需求	10
3.3 離岸人民幣期貨產品價格收斂於境內人民幣匯率，有助於對沖人民幣風險而用於投機性做空的空間有限	10
3.4 多種期限的貨幣期貨加強對沖的效用	12
3.5 不斷提高人民幣期貨市場靈活性，滿足多樣化的風險管理需求	12
4. 鞏固香港作為離岸人民幣產品交易及風險管理中心的地位，支持人民幣國際化	12

摘要

2018年以來，美元走強和貿易摩擦不斷升溫引發部分新興市場資金外流，匯率大幅波動。雖然人民幣兌美元匯率的波動幅度相對其他新興市場較低，但亦開始了一輪階段性走貶態勢。一方面，人民幣匯率仍然受美元走強的趨勢影響，另一方面，中美貿易摩擦對人民幣匯率的影響也在不斷增加，人民幣匯率波幅進一步擴大。

短期內美元兌人民幣匯率仍然受制於中美貿易摩擦的進展以及美國加息的速度和幅度。從中期來看，內地經濟的供給側結構改革，並配合穩健的貨幣政策，使人民幣匯率的中期走勢受穩定經濟基本面的支持，因此，隨著人民幣匯率波動的靈活性不斷提高，市場需要合理看待人民幣匯率波動穩步擴大至與其他主要貨幣相若的水平。國際收支也會隨著貿易摩擦和匯率定價機制市場化而有所變化，以往的經常賬順差或會逐漸收窄，為中國貨幣政策的操作模式帶來改變並影響匯率波動態勢。

在此背景下，市場對人民幣匯率的風險管理需求將不斷增加。2018年以來，香港市場的美元兌人民幣（香港）期貨和期權的成交量上升到歷史新高。事實上，場內人民幣期貨和期權是流動性和透明度高的對沖工具，從當前的市場需求看，比場外的貨幣衍生品合約更符合部分企業對沖匯率風險的實際需要和資本效益。香港貨幣期貨市場按投資者的需要，提供多種貨幣對合約來對沖不同國家經濟對人民幣匯率的影響，也提供了多種期限和跨期合約來滿足投資者的風險管理需求。這些貨幣期貨和在岸和離岸的人民幣匯率有高度相關性，持倉限制和 hands 交易申報亦有助促成離岸人民幣期貨在可控的環境下發揮風險管理的作用，使其更適合企業作為風險管理工具，而不是短期投機活動。

香港離岸人民幣產品的機制和結算方式能有效保證離岸價格最終收斂於在岸市場，意味著離岸的人民幣產品交易可以進一步擴大境內價格的國際影響力，將定價權把握在境內。通過進一步發展和豐富人民幣計價的各類衍生品來配合實體經濟需要，充分發揮服務專業、金融基礎設施完善等制度優勢，香港可逐步擔當離岸人民幣產品交易及風險管理中心的角色，對促進人民幣下一步在更廣泛的國際範圍內使用具有重要作用。

1. 中美貿易摩擦對新興市場匯率的影響十分顯著

1.1 中美貿易摩擦的進展

2018年初以來，美國開始對全球不同進口商品開徵關稅，涵蓋範圍延伸至中國出口到美國的多種產品，特別將徵稅焦點在知識產權和高科技領域，包括航空、資訊通訊技術和機械設備等，加劇中美貿易摩擦。全球貿易摩擦進一步升級，不但對全球經濟產生實際影響，也造成國際資本加速流出新興市場經濟體，導致人民幣和新興市場匯率波動進一步擴大。

圖 1：中美貿易摩擦的進展



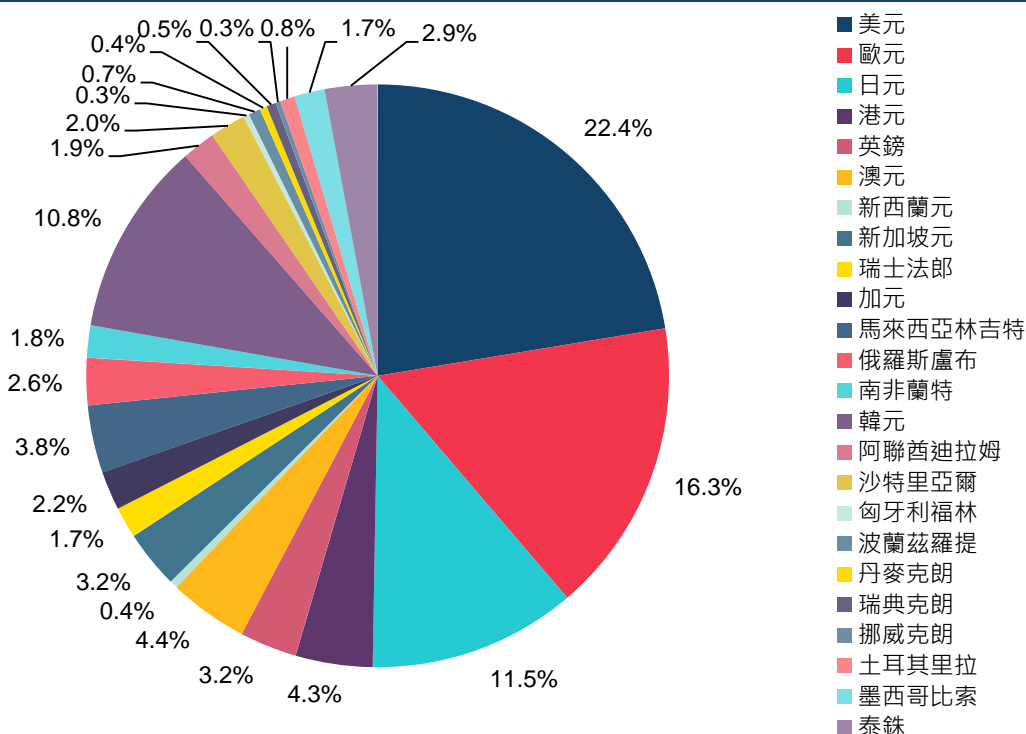
資料來源：彭博，“Timeline of the Escalating U.S.-China Trade Dispute”，2018年4月6日；China Briefing，“The US-China Trade War: a Timeline”，2018年11月21日。

1.2 對人民幣和新興市場匯率的影響

一直以來，歐、美、日等發達經濟體之間經濟週期和經濟政策分化所帶來的外溢效應，往往是包括人民幣在內的多數新興市場貨幣匯率波動的重要影響因素。2015年在人民幣中間價定價機制中引入了中國外匯交易中心(CFETS)的籃子貨幣，其中美元權重達到22.4%（見圖2）。如果加上籃子貨幣中一些程度不同地與美元掛鈎的貨幣，美元在CFETS籃子貨幣中的實際影響力可能更高。因此，美元匯率走勢始終是影響人民幣匯率波動的重要因素之一。

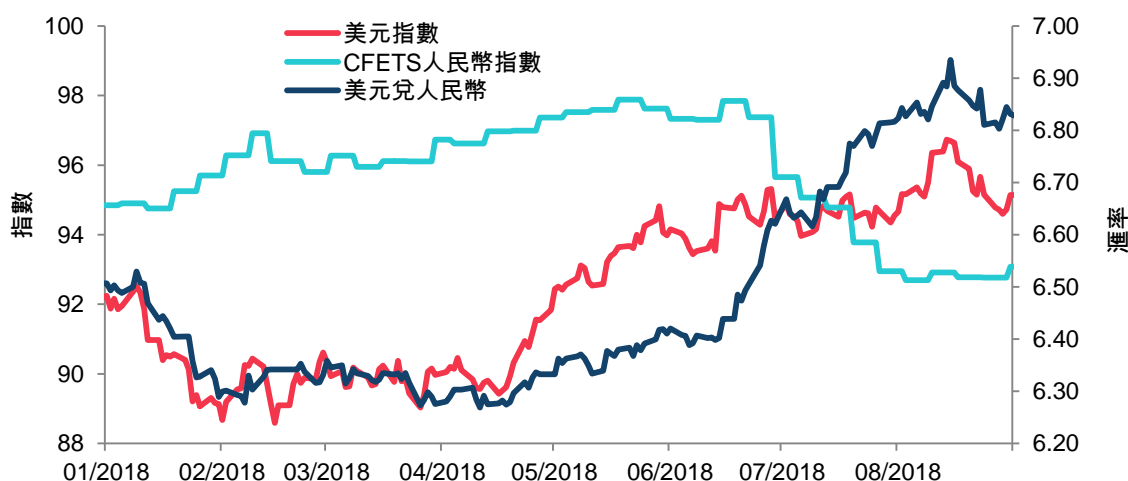
但是從2018年6月開始，人民幣匯率貶值、波動幅度加大受近月來美元強勢的影響並不明顯，市場受中美貿易摩擦走向的影響加大。總體上看，2018年初的人民幣匯率波動，基本上可以用美元匯率的波動來解釋（見圖3）。這個相關性由2018年6月中開始有所變化。在6月20日至8月3日，人民幣匯率貶值幅度達6%，人民幣籃子貨幣CFETS人民幣指數下跌5%至92點，美元指數則維持在95點左右，在這一特點階段人民幣貶值的幅度明顯大於美元指數的上升幅度。

圖 2：CFETS 貨幣籃子和權重（由 2017 年開始）



資料來源：CFETS。

圖 3：人民幣匯率、CFETS 指數和美元指數（2018 年 1 月至 8 月）

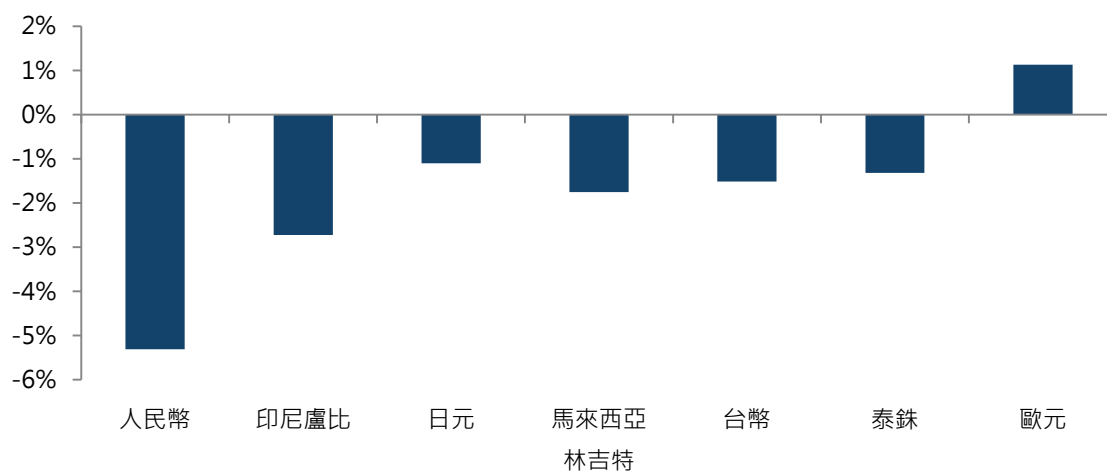


資料來源：彭博。

另一方面，中美貿易摩擦對本輪匯率貶值的影響逐步顯現。2018 年 6 月 20 日至 8 月 3 日，在中美貿易談判形勢較為嚴峻時，大多數亞洲貨幣都在跟隨人民幣匯率貶值，但是歐元卻有小幅升值（見圖 4），在一定程度上顯示出，中美貿易摩擦短期內導致全球避險情緒上升，進而導致資本流出新興市場經濟體。從全球資金流向看，根據 Emerging Portfolio Fund Research (EPFR) 資料庫，2018 年 5 月至 7 月期間流入美國和流出新興市場國家的股票基金資金淨流量分別為淨流入 268 億美元和淨流出 154 億美元，債券基金資金淨流量分別為淨流入 257 億美元和淨流出 118 億美元。部分新興市場的危機一度加劇了全球資本對新興市場整體、也包括對中國內地市場的擔憂。這些擔憂反映為新興市場匯率的貶值較多和波動情況加劇（見圖 5）。2018 年以來土耳其里拉、阿根廷比索、印度盧比、巴西雷亞爾、南非蘭特等新興市場貨幣兌美

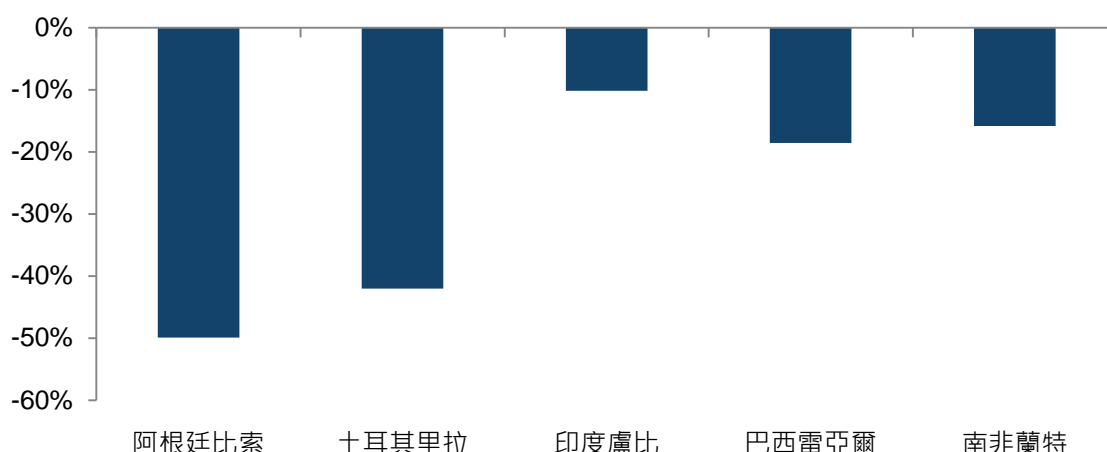
元跌幅都超過 10%。不過鑒於人民幣匯率有較為穩定的宏觀經濟基本面的支撐，人民幣的貶值程度在新興市場貨幣中相對可控，對美元貶值了不到 6%，明顯小於主要的新興市場國家。

圖 4：各國貨幣兌美元的匯率貶幅對比（2018 年 6 月 20 日至 2018 年 8 月 3 日）



資料來源：Wind。

圖 5：新興市場貨幣兌美元匯率貶幅情況（2018 年 1 月至 8 月）



資料來源：Wind。

2. 人民幣匯率呈現更靈活的波動趨勢

2.1 短期內美歐逐步收緊貨幣政策將使新興市場匯率繼續承壓，國際資本流動格局出現調整

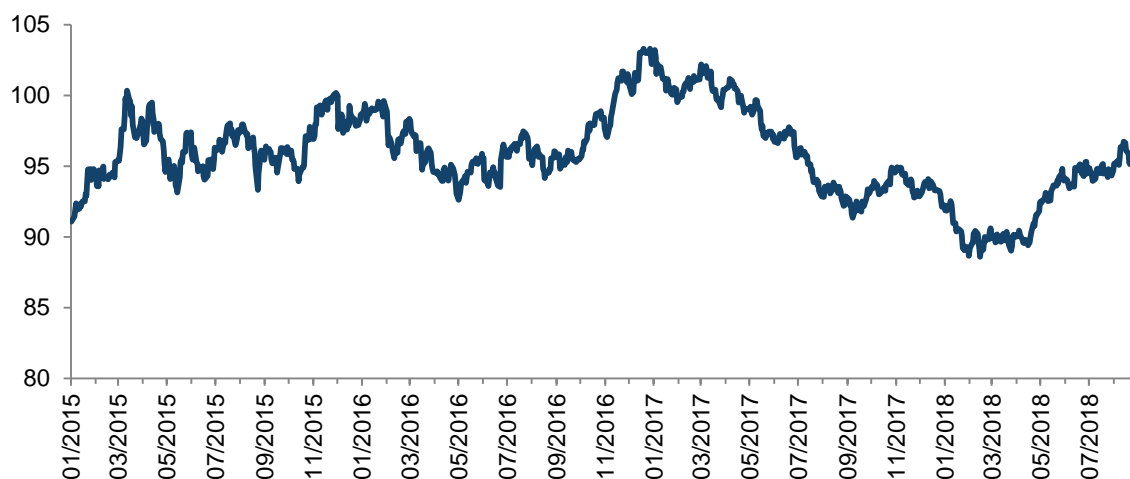
自 2015 年 12 月起，美國聯邦儲備局（美聯儲）率先啟動貨幣政策正常化進程，已先後加息七次，並有條不紊地展開縮表計畫。英國央行也於 2017 年 11 月宣布了十年來的首次加息；歐洲央行雖維持負利率政策不變，但從 2018 年初開始縮減資產購買規模。

隨著美聯儲的利率上調，美元的升值壓力有所增加（見圖 6），加劇了新興市場的美元債務償還壓力，加劇了他們宏觀經濟和金融市場的脆弱性，導致少數新興市場貨幣出現波動，國家經濟面臨債務和貨幣的雙重危機。以阿根廷為例，截至 2017 年末，阿根廷外債規模高達 2,330 億美元，約佔本地生產總值（GDP）的 40%，遠高於 20% 的國際警戒線¹。巴西也表現出貨幣貶值

¹ 〈阿根廷金融動盪對新興市場的啟示〉，2018 年 5 月 21 日，大公網。
(<http://news.takungpao.com.hk/paper/q/2018/0521/3570932.html>)

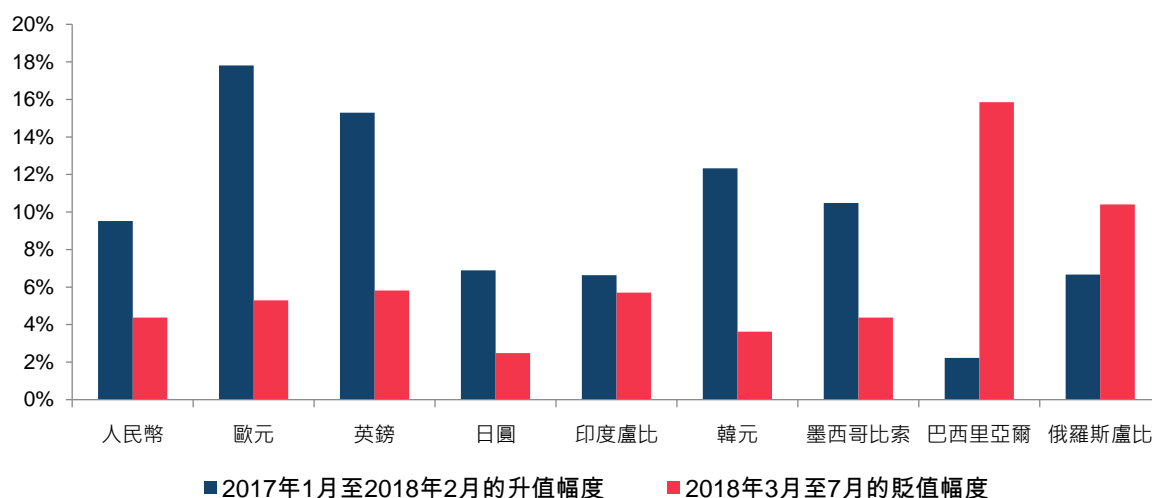
的趨勢，巴西經濟對外部融資和外國投資依賴度較高，經濟獨立性較低，經常賬戶常年赤字，更受到國際貿易形勢影響。另外印尼、印度、墨西哥等其他新興市場貨幣匯率也在 2018 年內出現了大跌行情（見圖 7）。

圖 6：美元指數走勢（2015 年 1 月至 2018 年 8 月）



資料來源：彭博。

圖 7：新興市場貨幣兌美元的匯率轉變



資料來源：Wind。

2.2 內地經濟基本面趨於穩定會對人民幣匯率的中期走勢形成支持

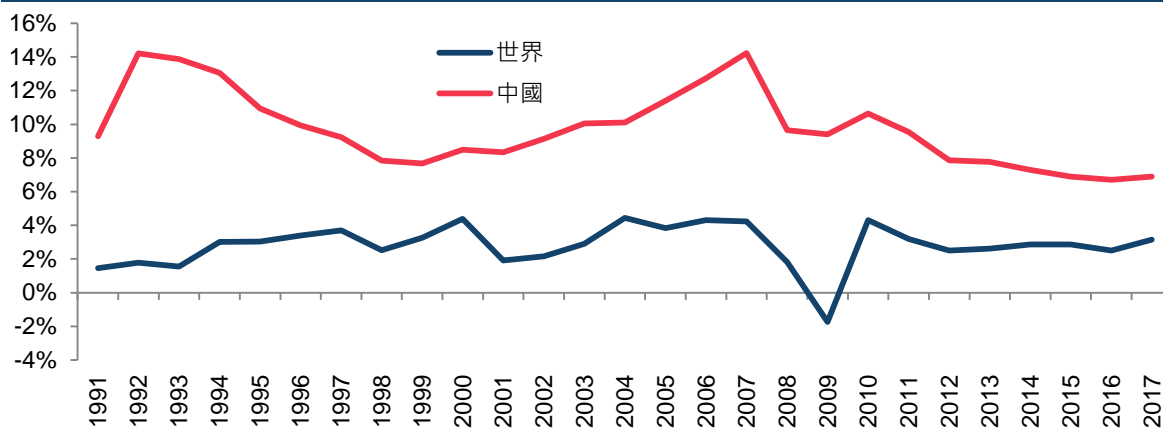
從經濟基本面看，目前中國經濟運行總體平穩（見圖 8 至 10）。近年來供給側結構性改革、簡政放權和市場機制發揮作用，中國經濟結構調整取得積極成效，增長動力加快轉換，雖然近期主要宏觀經濟指標趨弱，但總體看增長韌性依然較強，為人民幣匯率提供支撐。2018 年 6 月以來的匯率貶值，市場預期較為平穩，沒有出現此前匯率貶值階段一度出現的恐慌情緒。在此時期，境外機構一直穩定地增持人民幣國債等資產，截至 2018 年第三季度末，境外機構持有境內銀行間債券市場餘額接近 1.7 萬億元人民幣，較「債券通」開通前增長超過 100%²。「滬港通」與「深港通」的北向交易 — 「滬股通」與「深股通」的北上資金一直保持穩步上升，即使在 7 月底、8 月初的匯率連續破低階段，也一直是淨流入內地市場³。從遠期匯率觀察的情況看，一

² 資料來源：中央國債登記結算有限責任公司(中國)、上海清算所。

³ 資料來源：香港交易所。

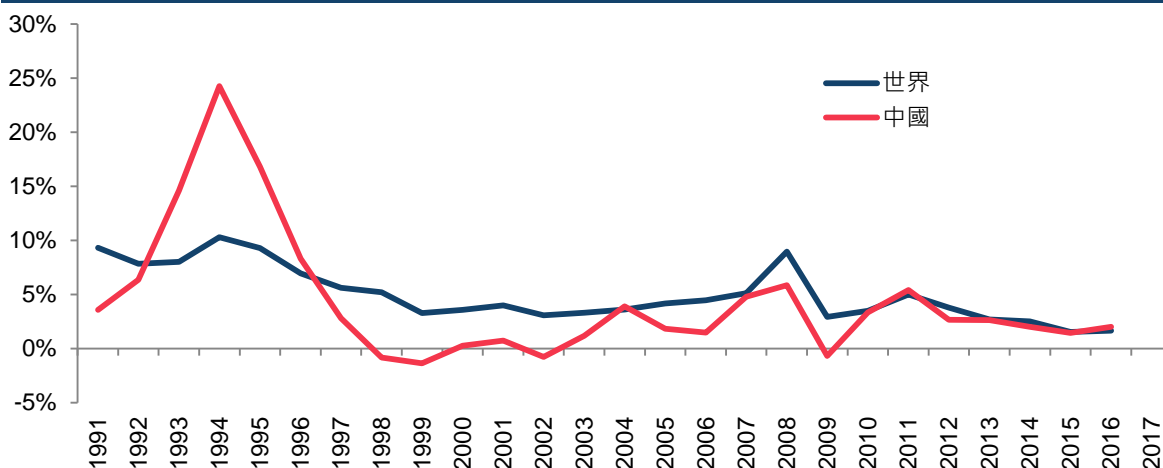
年期不交收遠期外匯合約 (NDF) 在當時的貶值預期也僅僅在 2% 以內⁴。經濟基本面並不支持人民幣匯率持續大幅貶值。

圖 8：GDP 年增長率



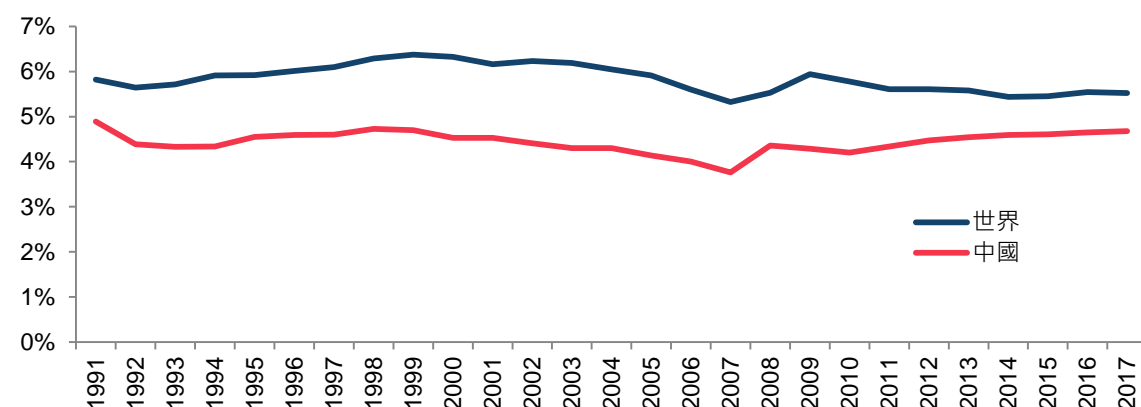
資料來源：新浪財經。

圖 9：按消費者物價指數 (CPI) 計的年度通脹率



資料來源：新浪財經。

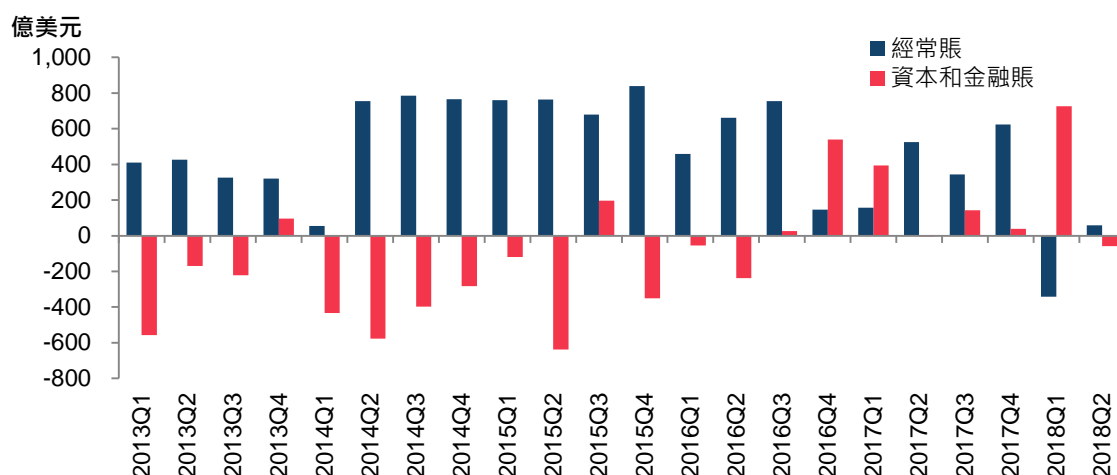
圖 10：總失業率



資料來源：新浪財經。

⁴ 資料來源：彭博。

圖 11：經常賬與資本和金融賬（2013 年第 1 季至 2018 年第 2 季）



資料來源：中國國家外匯管理局。

單就貿易摩擦而言，短期內對中國經濟增長速度的影響有限，但預計影響會逐步體現在技術進步與創新能力方面。自 2018 年 7 月 6 日起，中美雙方向彼此價值 340 億美元的商品互徵關稅。8 月 23 日，雙方對額外 160 億美元的商品互徵 25% 的關稅。9 月 18 日，美國宣布實施對中國價值 2,000 億美元的商品徵稅。以總量來說，2,500 億美元對中美經濟總量的影響仍然有限。但若貿易摩擦持續升級，多項貿易限制措施對中美雙方經濟增長的影響可能會在 2019 年開始顯現。

國際收支方面，中國的經常賬餘額 2018 年第一季度呈現逆差 341 億美元，二季度轉為順差 58 億美元，總體來看上半年經常賬仍是逆差，是中國近年來首次經常賬呈現高額逆差。此外，2018 年上半年中國對美順差規模是 1,338 億美元，較 2017 年同期增長 13.8%，表明至少在短期內，貿易摩擦對出口的負面影響還未充分顯現，提前出口等因素的影響不容低估（見圖 11）。

考慮到全球經濟增長動能減弱外需疲軟、中美貿易摩擦措施逐步落地等因素，未來中國貿易順差在短期內的概率可能會收窄。未來中國的國際收支格局可能會呈現經常賬和資本賬的波動新格局，經常賬順逆差可能交替出現。由於之前中國宏觀經濟的決策環境習慣於國際收支雙順差基礎，經常賬由正轉負，未來在一定程度上會改變中國宏觀經濟政策的決策環境。在這個過程中，穩健的經濟基本面和靈活的人民幣匯率波動機制，都有望在應對外部衝擊中發揮積極作用。

2.3 人民幣匯率波幅將穩步擴大

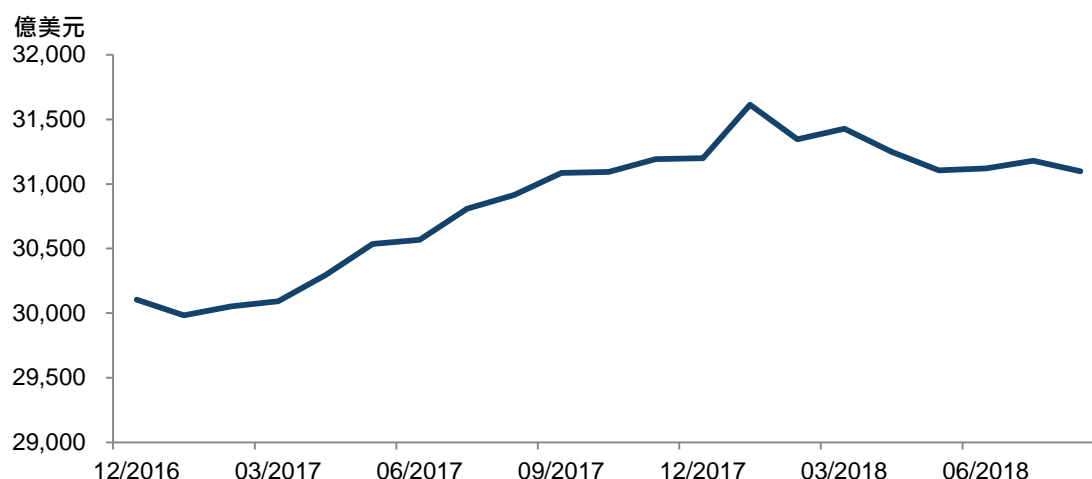
首先，中國人民銀行正在淡出市場日常干預，人民幣匯率形成機制的市場化程度不斷提高。

在這輪階段性貶值中，內地匯率決定機制根據市場情況政策在宏觀審慎框架內得以調整，包括 2018 年 8 月 6 日起把金融機構遠期售匯業務的外匯風險準備金率從 0% 調整為 20%；在 2018 年 8 月 24 日重啟在岸人民幣中間價的逆週期因數「以適度對沖貶值方向的順週期情緒」⁵。這些調整有助防範宏觀金融風險，並沒有改變人民幣匯率的形成更趨市場化的方向。

2015 至 2016 年人民幣匯率貶值時，中國人民銀行積極用外匯儲備入市干預，具體反映在外匯儲備規模和外匯佔款等的波動（見圖 12）。然而在本輪人民幣匯率波動幅度顯著加大時期，內地外匯儲備基本平穩。2018 年 8 月中國外匯儲備規模雖有所降低，但相比外匯儲備總規模降幅有限，而且主要可以用美元匯率走勢來解釋，表明人民幣匯率波動在這一階段內的波動主要由市場因素驅動。

⁵ 資料來源：〈人民幣對美元中間價報價行重啟「逆週期因子」〉，中國外匯交易中心，2018 年 8 月 24 日。

圖 12：中國外匯儲備（2016年12月至2018年8月）



資料來源：中國國家外匯管理局。

其次，更為靈活的人民幣匯率符合中國經濟的新環境，可以為貨幣政策提供更大的操作空間。

根據三元悖論，在開放經濟條件下，本國貨幣政策的獨立性、固定匯率、資本的自由進出不能同時實現，至少要放棄其中一個目標。在當前的國際環境下，內地貨幣政策操作框架也面臨著內外部政策優先次序的權衡和選擇。隨著人民幣逐步成為國際貨幣，未來需要更為關注內部經濟增長目標（或者說內部平衡目標）與外部人民幣匯率波動之間的政策優先次序的權衡，正如 20 世紀 80 年代、90 年代拉美國家和亞洲國家的貨幣當局所面臨的抉擇。作為內需市場較大的經濟體，中國的貨幣政策逐步表現出優先保證獨立決策空間的特徵，人民幣匯率波動的靈活性近年來穩步提高。

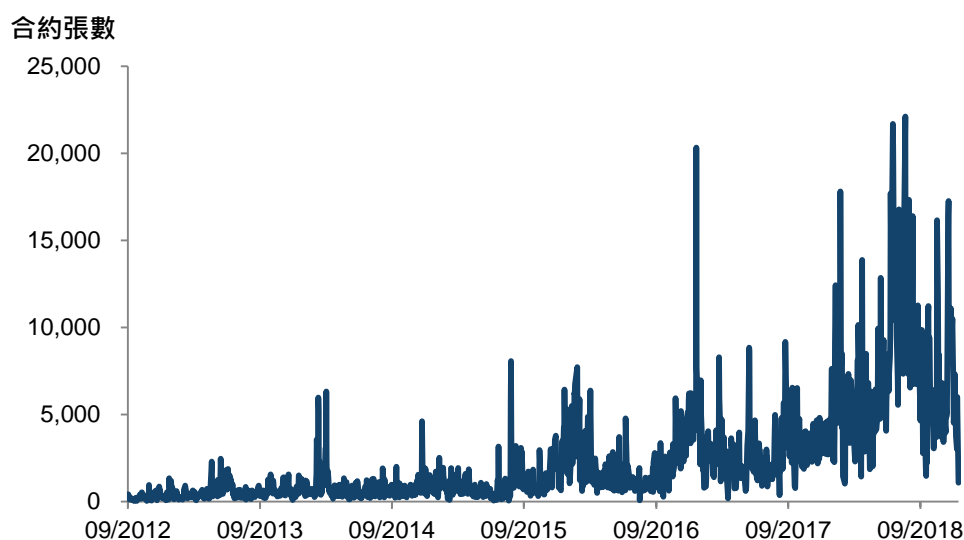
再次，人為和主動的貶值並非應對貿易爭端的良好方案，由市場需求主導決定人民幣匯率走勢更可持續也更符合人民幣匯率形成機制市場改革的方向。

從國際經驗看，一方面主動貶值往往難以控制效果：如果貶值幅度過小，難以起到效果；如果貶值幅度過大，容易導致短期的市場恐慌並可能加劇資金外流，使得匯率波動幅度更大。近年來隨著中國資本賬開放程度逐步上升，推動人民幣匯率形成機制的市場化，已有助於抵禦外部衝擊。在當前的國際貿易環境下，新興市場貨幣和人民幣對美元的匯率可在一定區間內保持靈活波動。

3. 匯率波動加劇情況下匯率風險對沖工具的重要性 — 香港場內市場的優勢和發展

隨著貿易摩擦升溫，人民幣匯率雙向波幅不斷擴大，匯率風險對沖工具對內地和國際企業變得更重要。內地企業對外投資和外資企業的人民幣投資可通過場內貨幣衍生產品進行對沖。香港交易所的人民幣（香港）相關期貨和期權的成交量分別在 2018 年 8 月創新高。其中，美元兌人民幣（香港）期貨在 2018 年的總成交量為 1,755,130 張合約（合約金額為 1,755 億美元），比 2017 年的 732,569 張合約（合約金額為 733 億美元）高出 140%（見圖 13）。美元兌人民幣（香港）期權的成交量也在 2018 年 8 月 28 日創 1,529 張合約（合約金額為 1.53 億美元）的新高。另外，其他貨幣兌人民幣的期貨（如歐元兌人民幣、澳元兌人民幣及日圓兌人民幣期貨）合約的成交量在 2018 年下半年也逐步上升，其中在 8 月份一些交易日的成交量達到記錄新高。

圖 13：美元兌人民幣（香港）期貨的成交量（2012年9月至2018年12月）



資料來源：彭博。

3.1 場內貨幣衍生產品具備高流動性和高透明度的特點

香港交易所於 2012 年 9 月推出美元兌人民幣（香港）期貨，為全球首隻人民幣可交收貨幣期貨合約，即交收時由賣方繳付合約指定的美元金額，而買方則繳付以最後結算價計算的人民幣金額。它的交易時段是由香港時間上午 8 時 30 分至下午 4 時 30 分及下午 5 時 15 分至翌日凌晨 1 時正⁶，覆蓋了亞洲以及歐美時區，能照顧內地和國際投資者對沖人民幣匯率風險的需求。

香港的人民幣期貨市場已持續增長成為高流動性市場。除了以上提到逐漸上升的成交量，其合約月份的買賣價差對比其他交易平台有優勢⁷，為市場投資者提供流動性，兼具市場深度的市場，同時可以保證金交易以達到資本效益。另外，香港的場內美元兌人民幣（香港）的衍生產品，包括期貨和期權產品，都有市場莊家計劃⁸，為投資者提供持續報價和回應報價。反觀場外交易市場(OTC 市場)的外匯合約流動性低，除非交易雙方同意，否則不能在到期前更改或取消合約。

高透明度也是場內交易的優勢。投資者可在交易前就知道場內人民幣衍生產品的最佳買入價和賣出價，也可在交易後知道每天每個合約月份的成交價、成交量和未平倉合約。相反，場外的衍生產品沒有交易前的透明度，主要以雙邊交易和報價請求（Request For Quote, RFQ）模式運作，投資者須要逐一聯絡市場參與者再協商報價。因此，場內交易投資的高透明度幫助投資者更了解市場走勢，亦可幫助更有效的價格形成及加強流動性。

交易透明度的優勢也體現在人民幣貨幣期權市場。美元兌人民幣（香港）期權的特點是以固定金額的期權金來購買保障，來應對美元兌人民幣（香港）匯率單邊波動所帶來的潛在風險。在流通量提供者計劃的支持下，人民幣貨幣期權投資者交易前便能知道大約 200 個期權系列的報價，這幫助匯集投資者的流通量，加快價格發現，減低對沖成本。

⁶ 到期合約月份在最後交易日收市時間為上午 11 時。

⁷ 詳見〈人民幣波動下，香港交易所人民幣產品成交活躍〉，香港交易所網站，2018 年 7 月 11 日。

⁸ 截至 2018 年 12 月底，美元兌人民幣(香港)期貨的市場莊家包括香港上海滙豐銀行有限公司、中國銀行（香港）有限公司、工銀國際期貨有限公司、永豐商業銀行股份有限公司、海通國際金融產品有限公司及 Virtu Financial Singapore Pte Ltd。

3.2 不同貨幣對的人民幣貨幣期貨可以配合不同地區投資者的人民幣匯率風險管理需求

目前各國經濟增長不均衡或會影響全球主要央行的貨幣政策和各國的經濟週期，間接增加人民幣匯率的波動。全球主要央行的貨幣政策各有不同⁹，美國的貨幣收緊政策要早於歐日。這種分化的貨幣政策也反映各國經濟週期亦非完全同步。因此，大宗商品的價格也會更波動，包括基本金屬、貴金屬和石油等。受主要利率和大宗商品價格的影響，人民幣兌各種主要貨幣匯率的波幅也會出現分化。

另外，人民幣貨幣的客戶群亦日趨多元化，包括各類銀行、機構投資者、自營交易公司、定息自營交易部門、資產管理公司、企業如進出口行業以及個人投資者等。在香港，為客戶做人民幣期貨交易的期貨交易商數量穩步增加到2018年12月底的134家國際、中國內地及香港背景的經紀商¹⁰。

為配合不同投資者的人民幣風險管理需要，香港場內市場提供不同人民幣貨幣對的貨幣期貨。除了本金交收的美元兌人民幣（香港）期貨，亦在2016年5月推出以下現金交收的各種人民幣貨幣期貨：

- **歐元兌人民幣（香港）期貨**：對沖歐洲的貨幣政策風險。歐元是全球第二大交易貨幣，佔2018年11月全部交易額的36.1%¹¹。歐洲和美國的貨幣政策走向各有不同。而且，歐盟是中國內地的最大貿易伙伴，同時中國內地亦是歐盟第二大的貿易伙伴¹²。
- **日圓兌人民幣（香港）期貨**：對沖日本央行政策和貴金屬價格的風險。日圓是目前（截至2018年11月¹³）亞洲最大的交易貨幣，也用作多種貴金屬基準價格的定價。日本和美國的貨幣政策走向各有不同。
- **澳元兌人民幣（香港）期貨**：對沖大宗商品市場的風險。澳洲是中國內地在大宗商品方面其中一個最大的貿易對手¹⁴，澳元的走勢跟大宗商品市場的景氣亦息息相關。
- **人民幣（香港）兌美元期貨**：跟美元兌人民幣（香港）期貨的交易互為補足。人民幣（香港）兌美元期貨的特點是以美元作為報價、交易和結算的單位。它的面額（30萬元人民幣）相對美元兌人民幣（香港）期貨（10萬美元）為少。

3.3 離岸人民幣期貨產品價格收斂於境內人民幣匯率，有助於對沖人民幣風險而用於投機性做空的空間有限

從目前的趨勢看，預期美元兌人民幣匯率的波動將逐步擴大。離岸貨幣期貨的特色和市場監管規則有助於提供一個可控的市場環境作人民幣匯率風險管理之用。

離岸人民幣期貨的結算價和人民幣即期匯率有高度相關性。美元兌人民幣（香港）期貨的即月結算價和在岸人民幣匯率的相關度，以及離岸人民幣匯率的相關系數一直在0.99以上；和在岸人民幣中間價的相關度亦隨着中間價在2015年8月以來的定價改革而逐漸提高至0.99以上（見表1）。因此，離岸人民幣期貨的結算價並沒有大幅偏離人民幣即期匯率，故未有引起不必要的人民幣匯率波動。事實上，美元兌人民幣（香港）期貨是以香港財資市場公會在最後結算

⁹ 參看國際貨幣基金(IMF)《世界經濟展望》，2018年10月。

¹⁰ 資料來源：香港交易所。

¹¹ 資料來源：SWIFT, "RMB Tracker: Monthly reporting and statistics on renminbi (RMB) progress towards becoming an international currency", 2018年12月。

¹² 詳見歐盟介紹中國內地的網頁 (<http://ec.europa.eu/trade/policy/countries-and-regions/countries/china/>)，最後更新於2018年4月16日。

¹³ 資料來源：SWIFT, "RMB Tracker: Monthly reporting and statistics on renminbi (RMB) progress towards becoming an international currency", 2018年12月。

¹⁴ 參看 Karam, P. and Muir, D. (2018) *Australia's Linkages with China: Prospects and Ramifications of China's Economic Transition*, IMF 工作報告 WP/18/119.

日大約早上 11:30 公布的美元兌人民幣（香港）定盤價作為最後結算價¹⁵。因此，投資者不太可能利用離岸人民幣期貨的最後結算價影響人民幣即期匯率。

**表 1：美元兌人民幣（香港）貨幣期貨即月結算價與不同人民幣即期匯率的相關系數
（2012年9月至2018年8月）**

期間 (月/年)	離岸人民幣	在岸人民幣	在岸人民幣 中間價
09/2012 – 07/2015	99.4%	98.3%	44.8%
08/2015 – 05/2017	99.6%	98.9%	98.6%
06/2017 – 01/2018	99.5%	99.6%	99.2%
02/2018 – 08/2018	99.7%	99.8%	99.5%
全期間 (09/2012 – 08/2018)	99.9%	99.7%	98.0%

註：根據彭博即月結算價的定義及數據計算。

離岸人民幣期貨的特色切合企業的風險管理需要，而不是匯率短期內的投機活動。除了與即期匯率的高度相關性，離岸人民幣期貨的中央清算機制和保證金制度有效減低交易對手風險。投資者在開倉時需要存放現金或非現金的抵押品來滿足基本保證金的要求，在持倉的每個交易日需要按匯率走勢滿足維持保證金的要求。相反，在場外交易的人民幣貨幣衍生產品只需要銀行批核的信用額而不需提交抵押品，也沒有中央結算。再者，場內交易的離岸人民幣期貨合約以實物交割代替以交易貨幣計的現金差額結算，增加賣空成本。

市場上若有機構想賣空人民幣，可能會傾向選擇 OTC 市場。OTC 市場交易量比場內市場大，條款較具彈性，也能隱藏交易對手的身份。在 2016 年 4 月，香港場外交易的美元兌人民幣貨幣衍生產品的每日平均名義交易金額達到 760 億美元¹⁶。相對來說，場內市場的美元兌人民幣（香港）貨幣期貨的每日平均名義交易金額在 2018 年只有大約 7.13 億美元（約 50 億元人民幣）¹⁷。就算場外的美元兌人民幣貨幣衍生產品的交易量沒有增加，美元兌人民幣（香港）貨幣期貨的名義成交額只是場外產品名義成交額的大約百分之一。

另外，香港的期貨市場有多項措施限制過度集中持倉，減少市場上不必要的波動風險。這些措施也應用在人民幣期貨，包括匯報大額未平倉合約和持倉限額：

- **大額未平倉合約的申報：**香港期貨交易所規則要求交易所參與者（不論為其本身或代表任何客戶）向香港期貨交易所申報人民幣期貨的大額未平倉合約。例如，目前¹⁸美元兌人民幣（香港）期貨任何一個合約月份的未平倉合約超過 500 張合約便須為其持倉作出申報。香港期貨交易所亦有權要求任何大額未平倉合約持有人提交額外資料，以說明其大額持倉需要。這項要求對監管機構而言，增加了市場參與者的透明度。
- **持倉限額：**實施持倉限額，為單一實益擁有人的人民幣期貨和期權持倉設定上限。例如，目前¹⁹美元兌人民幣（香港）期貨、人民幣（香港）兌美元期貨和美元兌人民幣（香港）期權合約加總的持倉限額，以所有合約月份持倉合共對沖值 8,000 張（長倉或短倉）為限，並且在任何情況下：
 - 直至到期日（包括該日）的五個香港交易日內，現月美元兌人民幣（香港）期貨及現月美元兌人民幣（香港）期權持倉對沖值不可超過 2,000 張（長倉或短倉）；及
 - 所有合約月份的人民幣（香港）兌美元期貨合約淨額之倉位不可超過 16,000 張（長倉或短倉）。

¹⁵ 這個定盤價按已指定的 8 間活躍於離岸人民幣市場的經紀商在最後結算日早上 10:45 至 11:15 的 100 萬美元以上的即期交易計算出來的成交量加權中位數。

¹⁶ 資料來源：香港金融管理局〈香港外匯及衍生工具市場〉，2016 年 12 月。

¹⁷ 資料來源：香港交易所。

¹⁸ 按 2018 年 12 月實施中的要求。

¹⁹ 按 2018 年 12 月實施中的要求。

持倉限額一概嚴格執行，違規可能構成違反相關香港期貨交易所規則及《證券及期貨(合約限量及須申報的持倉量)規則》，或可包括刑事責任。香港期貨交易所及證監會均可對任何違規行為採取行動，包括要求參與者及時和有序地減持倉位。

3.4 多種期限的貨幣期貨加強對沖的效用

較長的合約期限能加強中長期投資者的風險管理。以美元兌人民幣(香港)期貨合約月份為例，期貨合約月份的數目最初推出時只有7個(即月、下三個曆月和之後的三個季月)。香港交易所按市場需要，分別在2014年4月和2017年2月新增美元兌人民幣(香港)期貨第四和第五個季月的合約月份。由2018年6月起，香港交易所已把合約月份增加至10個(即月、下三個曆月和之後的六個季月)，使美元兌人民幣(香港)期貨的合約期可長達22個月。這些不同期限的期貨能更好地配合投資者的人民幣資金流，有助減低基差風險和展期風險。

跨期合約幫助應對貿易摩擦為人民幣匯率波動帶來的中長期和短期影響。2018年6月對美元兌人民幣(香港)期貨的優化也包括增加19個新的跨期合約至總共45個跨期合約。這些跨期合約可以是任何兩個合約月份的跨期組合，幫助投資者一方面對沖人民幣匯率的中長期走勢，另一方面能應對短期的匯率波動。

3.5 不斷提高人民幣期貨市場靈活性，滿足多樣化的風險管理需求

貿易摩擦增加超短期的風險管理需求。貿易摩擦導致了主要央行的貨幣政策和各國經濟週期的不確定性²⁰，有些在已知日期公布的市場消息(例如央行議息、經濟數據的公布、政府選舉等)在貿易摩擦升級的環境下對人民幣匯率可以造成更大的影響。但是，目前全球交易所並沒有提供這種超短期的貨幣期貨。類似的交易所產品只有美國以人民幣貨幣期貨作為標的的每週期權，包括2006年7月推出星期五到期的期權和2017年10月推出的星期三到期的期權。投資者運用這種期權對沖超短期的人民幣匯率風險難度較高。一般來說，因為期權的價格形成機制比貨幣期貨複雜，假如用期權做delta對沖²¹，delta對沖值的非線性變化會增加基差風險。另外，這些期權到期時以現金交收的人民幣兌美元期貨作為實物交收。換句話說，這種對沖不會涉及本金交收，對人民幣有實際需求的投資者要在人民幣現貨市場交易取得所需資金。因此，有些投資者會利用有比較靈活期限的場外產品做對沖。在全球推動交易所作為衍生產品的中央交易對手的前提下，香港市場應該滿足超短期至中長期投資者的風險管理需求，為這類產品提供一定流動性。

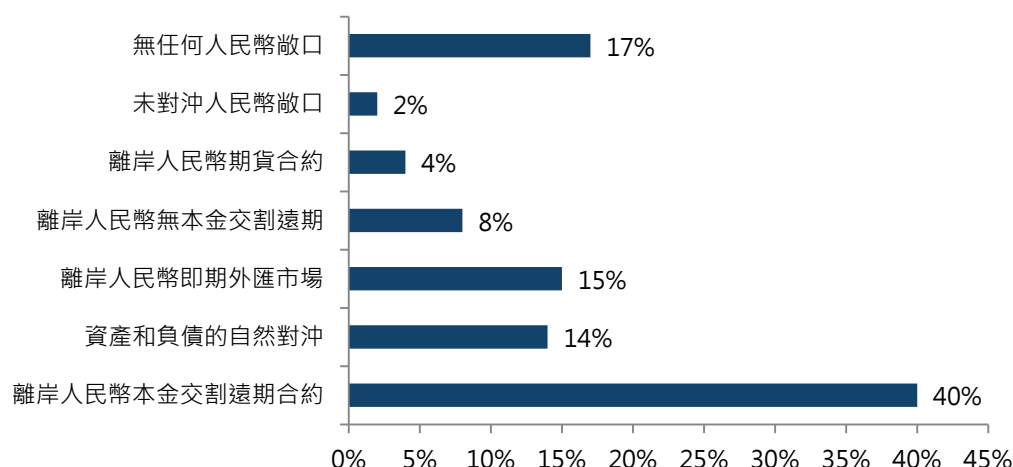
4. 鞏固香港作為離岸人民幣產品交易及風險管理中心的地位，支持人民幣國際化

在上述背景下，市場對人民幣匯率的風險管理需求將不斷增加。調研顯示，持有人民幣風險敞口的金融機構對人民幣風險管理產品有濃厚興趣。離岸人民幣本金交割遠期合約是金融機構管理人民幣風險敞口的首選方式，使用比例佔40%；除卻資產和負債的自然對沖，排名第二位的是離岸人民幣即期外匯市場，使用比例佔15%；離岸人民幣期貨合約排名第三，使用比例達4%(見圖14)。

²⁰ 參看國際貨幣基金(IMF)《世界經濟展望》，2018年10月。

²¹ Delta對沖能使投資組合的價值在短時間內不受標的價格在小範圍內波動的影響，即投資組合相對於標的市場價格的風險為中性。

圖 14：金融機構管理人民幣風險敞口最常用的方式



資料來源：亞洲銀行家與中國建設銀行《2018 人民幣國際化報告——「一帶一路」助力人民幣國際化》，2018 年。

隨著中國 A 股已被正式納入 MSCI 新興市場指數，中國債券獲納入彭博巴克萊等被全球基金廣泛追蹤的債券指數也將在 2019 年落地。越來越多追蹤這些全球指數的、包括各國央行、主權基金、國際養老基金等中長期機構投資者將根據指數變化，被動加大配置中國股、債資產，勢必引起全球近 4 萬億美元的資產管理行業的配置轉換，需要有足夠、流動性好的工具讓他們實現風險對沖。

香港作為人民幣離岸市場的體制優勢在於服務專業、金融基礎設施完善、可以為市場提供廣泛而充分的風險對沖工具。目前香港交易所開發的離岸人民幣衍生品成交活躍，為市場投資者提供良好流動性和市場深度。香港場內離岸人民幣產品的機制和結算方式也能有效保證離岸價格最終收斂於在岸市場，使得離岸的人民幣產品交易可以進一步幫助擴大境內價格的國際影響力，將定價權把握在境內。通過進一步發展和豐富各類人民幣衍生品來配合實體經濟需要，充分發揮服務專業、金融基礎設施完善等制度優勢，香港可逐步擔當離岸人民幣產品交易及風險管理中心的角色，對促進人民幣的廣泛國際使用具有重要作用。

免責聲明

本文中的意見不一定代表香港交易所的立場。本文所有資料及分析只屬資訊性質，不能倚賴。本文概不構成亦不得視為投資或專業建議。過往表現並非未來表現的指標。本文的資料已力求準確，但若因此等資料不確或遺漏引致任何損失或損害，香港交易所及其附屬公司、董事及僱員概不負責。

