

**Sent:** 29, November, 2011 4:00 PM

**To:** [mdd@hkma.gov.hk](mailto:mdd@hkma.gov.hk)

**Cc:** otccconsult;

**Subject:** Re: (Vicktor Capital) 有關香港場外衍生工具市場監管制度建議的諮詢文件

致 香港金融管理局：

您好，我們是一家香港持牌的對沖基金。

針對香港金融管理局和證監會於 2011 年 10 月聯合發出的《**有關香港場外衍生工具市場監管制度建議的諮詢文件**》，我們有以下意見：

我們建議香港金融管理局可以進一步規範化離岸人民幣外匯掉期交易市場和銀行淨敞口頭寸 (Net Open Position, NOP)，以增加市場透明度，防範系統性風險問題。

參考我們於《信報》和《第一財經日報》發表的文章，銀行可以透過外匯掉期合約，以極低甚至負利率來借入人民幣。當局或許並未察覺這一點，但這可能會造成短線熱錢大量湧入內地市場的影子銀行系統。而香港金融管理局之前放寬了淨敞口頭寸 (Net Open Position, NOP)，更加方便本地銀行可用負利率借入資金。如若通過負利率資金借入的短期熱錢大量流入內地影子銀行，一旦外匯合約到期，撤出的資金有可能會造成系統風險問題。

因此，希望金管局可以對相關的交易活動引起重視，防患於未然。

特附兩篇文章以供參考：

(第一財經日報) <http://www.yicai.com/news/2011/09/1119479.html>

(信報)

[http://www.hkej.com/template/dailynews/jsp/detail.jsp?dnews\\_id=3241&cat\\_id=7&title\\_id=468463](http://www.hkej.com/template/dailynews/jsp/detail.jsp?dnews_id=3241&cat_id=7&title_id=468463)

---

**Vicktor Capital (Asia) Limited**

---

Office Address: Level 7 | Two Exchange Square | 8 Connaught Place | Central | HK

---

## 離岸人民幣拋空活動的系統風險

---刊登於 2011 年 9 月 30 日期《第一財經日報》

### 離岸人民幣的系統風險管理問題

香港要維持首席離岸人民幣中心的寶座，筆者認為其中一個定位必須為維護祖國的金融體系安全。要保持金融體系安全，就要針對一點：由於國際投資者可以很容易在離岸拋空人民幣（以交割或非交割形式），這可能會引申到一連串系統風險管理問題。

對於拋空，投資者可能立即聯想到若有一天金融大鱷大手做空人民幣，會否令其匯價崩潰，導致整個中國內地經濟及市場動盪。這一般的想法反而不是我們最担心的。我們最關注是“惡性循環”形成的可能性。“惡性循環”可導致泡沫，一旦破裂，便可能構成系統風險。以下兩個“惡性循環”可能性，希望在此做個探討：

### “升值預期／套息／升值預期”循環

### 人民幣極低隱含負利率造成套息交易／升值預期循環

由於人民幣有外匯管制，其外匯遠期合約（FX Forward）價格通常會反映市場升值（或貶值）預期。參考人民幣遠期合約現價（以可交割遠期合約為例，即 Deliverable Forward, DF），隻反映一年後會升值約 0.43%。不是 3%、4% 甚至 5% 嗎？就算是交投更活躍、歷史長得多的 NDF（海外無本金交割遠期合約，即 Non-deliverable Forward），市價亦隻反映一年升值 0.80%。在幾乎全人類都看漲人民幣的市況下，為什麼龐大的外匯遠期市場，隻反映升值那麼少？答案可能歸咎於“升值預期／套息”循環。

國際投資者想博人民幣升值，但未必能夠很方便地買入人民幣，他們就會通過遠期合約做投資。遠期合約有別於存款，沒有利息給予投資者，但同時只需少量按金（例如要投資 1,000 萬美元等值的人民幣，可能只需 100 萬美元或更少的資本）。這樣除了大大減低外匯對衝者的資金成本外，其槓杆效應亦為對沖基金及外匯投機者打開了方便之門。

外匯投機者炒升值預期，人民幣遠期合約便會炒低水。例如匯價對美元現貨（Spot）為 6.3900，升值預期 5%，遠期合約就會是低水 5%（由於按金少，美息又長期低企，我們假設按金成本為零），即 6.0705（ $6.3900 \times 95\%$ ）。關鍵是，大低水會吸引套息投機者與升值投機者“對著幹”。套息者在遠期外匯沽人民幣買美元，壓抑了低水程度。例如低水 5%，“對著幹”後，變了低水 3%。

套息者如何獲利，為什麼會對著幹？簡單說，當人民幣遠期合約（比方說人民幣對美元的遠期合約）反映升值的時候（即低水），由於美元息口很低，就多數會產生人民幣極低隱含利率（零，甚至負利率）。即是說，離岸銀行經常可以等到低水時機，在市場借入離岸人民幣，不難達到負利率——即不但不用付利息，借錢角色卻可收取利息。如果人民幣遠期合約升值預期越高（即越低水），套息者借人民幣利率越負得多，所收的利息就越大（請參考附表）。這種誘因可能已導致了現存龐大的套息行為。

銀行可通過買入離岸人民幣現貨，同時沽出人民幣遠期合約，在無匯率風險下鎖定人民幣負利率資金。這資金就可用作投資人民幣資產，例如離岸人民幣存款或點心債券。即是說，左手借入資金，不用付借錢的利息之餘，有利息可收。右手將資金放入存款又可收取利息。資金借入放出都有利息收入，這種套息活動相信已讓銀行賺了不少。

# Vicktor Capital

## 附表

遠期合約升值預期與套息者人民幣資金成本

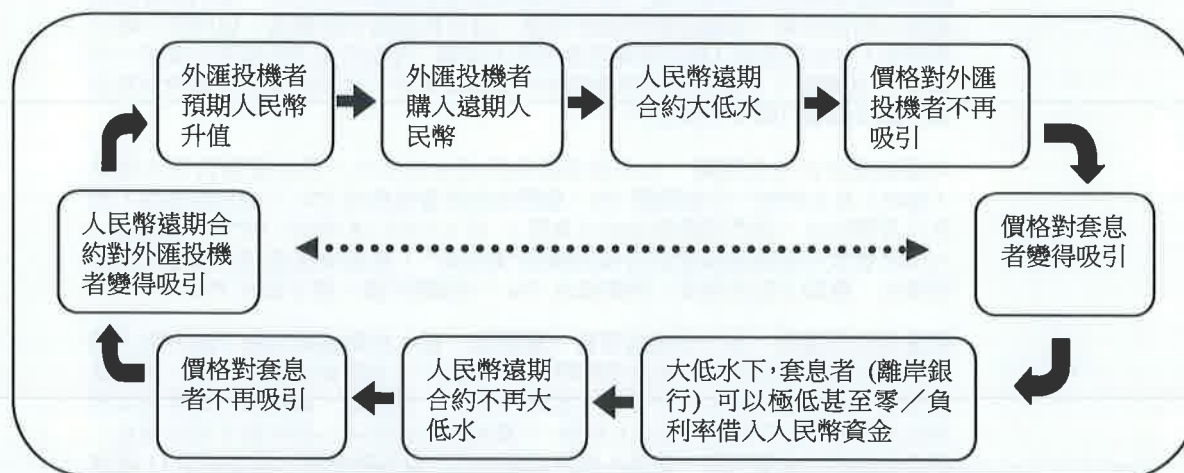
假設： 人民幣對美元現價為 6.3900  
美元一年期銀行同業拆息為 0.83%

一年升值預期	一年期對美元遠期匯率 (a)	離岸人民幣資金借入成本 *
1%	6.3261	-0.18% **
3%	6.1983	-2.19%
5%	6.0705	-4.21%
7%	5.9427	-6.23%

\* 計算公式： $(100.83 \times a - 100 \times 6.39) / 100 \times 6.39$

\*\* 負值為借入資金還有息收

我們最關注的是泡沫風險。原本沒有套息的話，人民幣遠期合約就會傾向於正確反映升值預期，譬如 3%、4%或 5%。如果投資者今天在人民幣遠期合約低水 5%買入人民幣，一年後若人民幣隻升值 4%，他們就會蝕 1%了。合理低水下，市場機制就會自然令升值投機者卻步。不過，現在有套息者介入，即在遠期合約買入美元，拋空人民幣，這拋空人民幣的力量若足以減低升值投機者的市場力量，平價遠期人民幣盤便可長買長有，成為人民幣升值投機者的樂園。他們可以不斷大額買入人民幣遠期合約，以博取人民幣升值。以現價計他們買入時隻反映升值 0.43%，而若一年後人民幣升值超過 0.43%，差額就會是他們的利潤。套息者與升值投機者各得所需，極可能形成一個錯價循環。市場長期結構性錯價 (mis-pricing)，從來都是超級泡沫的主因。

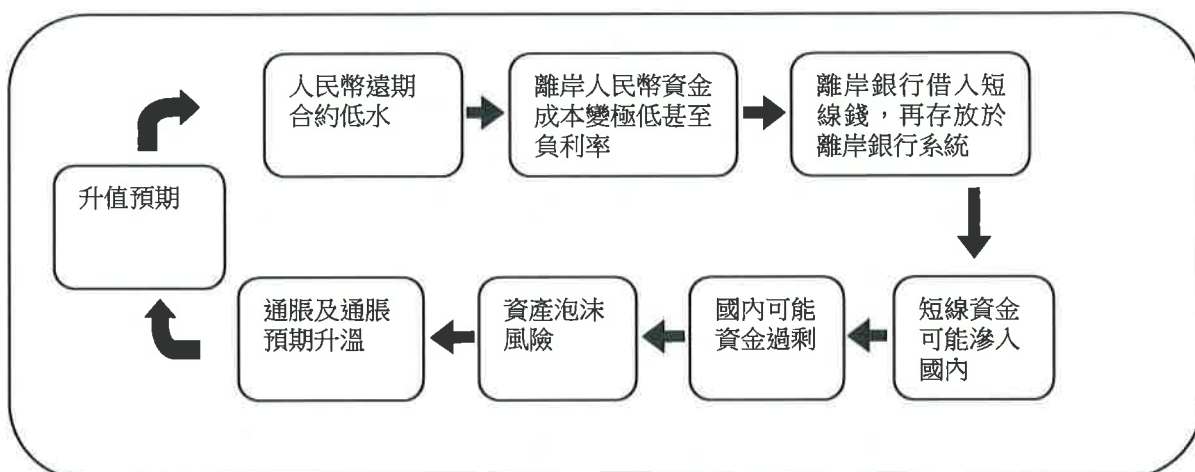


# Vicktor Capital

## “升值預期／套息／短線熱錢／資產泡沫／通脹預期／升值預期”循環

負利率借入資金易滲透入內地，可能造成資產泡沫

深入一點看“升值預期／套息”循環，就會發現其實隱含著第二個惡性循環可能性，相信有機會構成更大系統風險。剛剛提到，升值預期導致套息行為，令套息者可以借入負利率資金。但這些負利率資金去哪了？有些拿去投放在點心債券，或香港銀行體系做離岸人民幣存款，直接或間接存放到中國人民銀行的深圳分行，或被香港銀行做離岸人民幣借貸。又或者如國內大銀行於香港分行（如中國銀行、建設銀行、農行等），他們現正積極發行離岸人民幣存款證（CD）在離岸人民幣市場集資，吸入資金應該是匯入內地了。套息資金通常是 12 個月或以下到期日，可被視為短線熱錢。若短線熱錢充斥離岸市場，透過不同管道滲透入內地，令內地資金過剩，便有導致資產泡沫之風險。資產泡沫風險令通脹預期升溫，甚至是通脹升溫，結果外國投資者對人民幣升值預期亦有升溫。這似乎是一個惡性循環了。升值預期升溫，投機者就會有誘因買入人民幣遠期合約，導致遠期合約低水，產生負利率套息時機。這個惡性循環泡沫風險，可能影響實體經濟，似乎破壞可以非常嚴重。



### 情況多嚴重？

離岸人民幣拋空及套息等活動應該是沒有詳細資料公開供投資者參考，所以我們不能肯定究竟這兩個惡性循環所牽涉的資金有多少，或是否已到泡沫程度，但隨著離岸人民幣資金池不斷膨脹，所引申的風險可以相應變得越來越大。

現在離岸人民幣存款 5,000 多億，點心債券上千億，就算全部是套息活動（當然是沒可能），資金規模相對內地系統應該還是微不足道。但 NDF 在香港以外亦很活躍，規模可能亦大得多，對筆者來說是一大未知數。要留意，此等套息活動是相對容易規模化（scalable）。參看附例，一主要套息風險為甲銀行要擔心乙銀行違約。隨著離岸人民幣市場壯大，甲銀行會與愈來愈多不同銀行對盤，分散違約風險。市場愈成熟，銀行內部可能會容許交易室加碼再做大。加上國際銀行極可能愈來愈難賺錢，此等套息活動，相信會更加薄利多銷，可見將來整體牽涉資金可能變得極為龐大，潛在系統風險亦有可能隨之擴大。其實，離岸銀行現在已經相當進取，不少銀行安排十倍槓杆式服務協助投資者套息（即投資者出資 100 萬，銀行會借出 900 萬，作 1,000 萬套息活動）。加上金管局最近更改安排，接受香港銀行使用淨敞口頭寸計算人民幣外匯風險，這不是剛好大手放寬了本文附例的套息活動？

當有天人民幣升值預期不再，甚至轉向，如何衡量系統風險？如果升值預期不再，套息短線熱錢到期後（估計 6 至 12 個月後），就會永遠離開內地資金市場，不再供應流動性予內地市場。若這數額很大，就會導致內地信貸市場出現龐大資金短缺。當然中國人民銀行可以像其他外國中央銀行一樣，在同業銀行市場大舉注入資金。但大量資金注入會影響通脹預期，可能令市場對內地通脹預期升溫，亦可能對匯率帶來衝擊。

更嚴重的問題可能是，很多報道都已提及，現時內地影子銀行系統問題非常嚴重。這種影子銀行系統的資金來源可能直接或間接源自套息活動。如果套息資金突然干涸，即使中國人民銀行將資金注入同業銀行市場，只會令銀行同業資金再次充裕，但此等銀行同業資金也許不能有效地流入影子銀行系統。這會令信貸市場萎縮，資金鏈受壓，經濟因而受到衝擊。

## 系統風險管理建議

要提早防範此等泡沫，香港金管局應儘快掌握資料，以制定適當政策及做出適當的信息傳遞。例如將有關數據與中國人民銀行溝通，及在安全情況下將有關信息發佈予市場參與者，讓他們自行分析及做出相應部署。

筆者粗略地參考過香港金管局的一些文件，看到似乎金管局已要求銀行將他們全球各地分行所牽涉的人民幣遠期合約的數據都呈交予金管局。但根據筆者從不同市場參與者得知，相信金管局雖然對 DF 可能有一些掌握，但對 NDF 掌握與否卻不表樂觀。這些 NDF 雖然套息沒有 DF 那麼直接，但在倫敦、紐約或其他金融中心的成交額是可以遠遠大於 DF 的。

若贊同要注意這些系統風險，金管局及中國人民銀行可考慮逐步加強監管這類 DF 及 NDF 活動。監管不代表禁止，目的是要充分掌握及了解市場變動而做出相應對策。例如若發現此類投資金額於短時間內暴升，說不定應該要求提高市場參與者的按金，就相等於期貨交易所在市況波動時將黃金／白銀的期貨按金提高一樣，以減低系統風險。

香港金管局或內地監管部門亦可考慮逐步利用其國際談判及影響力，要求銀行將遠期合約活動全數毫不保留地向當局匯報。甚至像較早前對 CDS（信貸違約掉期）建議一樣，將所有交易於認可交易所報板登記。

要記著，整個惡性循環的關鍵是在於套息活動負利率借入資金，而這負利率借入資金的先決條件，是基於容許遠期合約拋空活動。只要當局掌握到遠期合約的數據，以及在適當時候做出市場指引（如提高按金），相信就可以有效踏出第一步去控制風險。

## 附例

套息者（離岸銀行）如何利用外匯遠期合約低水，以極低甚至負利率借入人民幣資金

例如，在外匯遠期市場，人民幣一年的升值預期為 3%

假設，即期 USD/CNH = 6.3900

(CNH 代表離岸人民幣，CNY 代表在岸人民幣)

6 個月遠期 USD/CNH = 6.3900x97% = 6.1983

12 個月 USD LIBOR = 0.83%

(i) 甲銀行可以 LIBOR 等值 (L+0%) 的利率借入資金，於是該銀行在銀行同業市場借入了一億美金，為期 12 個月，利率為 0.83% p.a.

建議監管機構及早掌握市場數據，防範泡沫的產生，降低系統風險

# Vicktor Capital

(ii) 該行之後與乙銀行做了一筆即期外匯交易，以 6.3900 的匯率賣出 1 億美金，買入 639,000,000 人民幣

(iii) 同時，其與乙銀行做了 12 個月的遠期外匯，以 6.1983 的遠期匯率在 12 個月後買入 100,830,000 美金，賣出 624,974,589 人民幣 (100.83x6.1983)。在實行上，甲銀行與乙銀行同意兩項交易為同一組合，即是即期／遠期外匯交易

(iv) 由於甲銀行賣出即期美金和買入現值等價的遠期美金，因此人民幣的外匯風險很小。主要的風險在於 12 個月美金與人民幣的利率變化 (準確來講，風險在於 12 個月美金與人民幣的利率之差的波動，而因為美金的利率風險已經與以 LIBOR 等值借入 12 個月美金的交易互相對沖，而 12 個月的人民幣利率風險又已經與即期／遠期外匯交易互相對沖)

(v) 甲銀行現擁有為期 12 個月的 639,000,000 人民幣資金。該行可將資金存入中國人民銀行以收取高達 0.72% p.a. 的利息 (但由於人行可以隨時減息，利潤是不能鎖定的)，也可以用來購買點心債券比如說 CGB (China Government Bond，離岸人民幣國債)，理想的話最好是 12 個月就到期的國債。若甲銀行樂意承擔額外信貸風險，亦可以超過 1% 的存款利率買入中國四大銀行的存款證 (CD) (比方說，農行香港分行最近發行一年期的離岸人民幣存款證，利息就超過 1.4% p.a.)

(vi) 即使這些人民幣資金不收取任何利息，12 個月後，100,830,000 美金將用來返還之前的貸款本金和利息 (0.83% p.a.)，同時，又有 14,025,411 人民幣 (即期收到的 639,000,000 人民幣減去遠期所需支付的 624,974,589 人民幣) 的淨收入 (無風險套利)

(vii) 就算零息收入，也可淨賺，這就是負利率資金的魔力了

2011 年	一年期隱含利率 (當月每天收市平均值)		一年期隱含利率為負之 天數 (佔當月天數百分比)	
	海外交收 人民幣遠期 合約 (DF)	海外無本金交割 人民幣遠期合約 (NDF)	DF	NDF
3 月	-0.93%	-1.62%	100.0%	100.0%
4 月	-1.15%	-2.08%	100.0%	100.0%
5 月	-0.97%	-1.80%	100.0%	100.0%
6 月	-0.38%	-1.05%	100.0%	100.0%
7 月	0.04%	-0.65%	28.6%	100.0%
8 月	-0.14%	-0.95%	65.2%	100.0%

聯繫方式

[kevin.fung@vicktorcapital.com](mailto:kevin.fung@vicktorcapital.com)

[frances.wu@vicktorcapital.com](mailto:frances.wu@vicktorcapital.com)

註：

(1) 文中所示價格為 2011 年 9 月 16 日的市場價格

## 免責聲明

本材料由 Vicktor Capital (Asia) Limited 提供，並無涉及任何投資者之個人投資目標、財務狀況或需求所需參考的相關基金募集檔。本檔所提供之資料屬草擬階段，並可能在日後作出更新、修改、核實及最終完善。Vicktor Capital (Asia) Limited 不會向潛在投資者提供投資意見，而本材料只供參考之用，故不應當作投資建議而予以依賴。投資者在投資前，應諮詢獨立投資意見。在任何情況下，本材料不應被用作銷售證券或提供投資意見用途。

# 人民幣離岸沽空活動的系統風險

香港要維持首席離岸人民幣中心的地位，其中一個定位必須為維護中國的金融體系安全。由於國際投資者可以很容易引到一連串系統風險管理問題。

對於拋空，投資者可能立即聯想到若有一天，金融大國大手沽空人民幣，會否令其匯價崩潰，導致整個中國大陸經濟及市場動盪。不過，這不是我們最擔心的。我們最關注是「升值預期/套息」惡性循環形成的可能性。惡性循環可導致泡沫，一旦破裂，便可構成系統風險。

國際投資者想轉人民幣升值，但未必能夠很方便地買入人民幣，他們就會透過遠期合約作投資。遠期合約有別於存款，沒有利息予投資者，但同時只須少量按金（例如要投資1000萬美元等值的人民幣，可能只須100萬美元或更少的資本）。這樣除了大大減低外匯對沖者的資金成本外，其操作亦較為對沖基金及外匯投資者打開了方便之門。

## 「升值預期/套息」循環

外匯投資者炒升值預期，人民幣遠期合約便會炒低水。例如匯豐對美元現貨為6.3300，升值預期5%，遠期合約就會是低水5%（由於按金少，美息又長期低企，我們假設按金成本為零），即是6.0135（ $6.3300 \times 96\%$ ）。關鍵是，大低水會吸引套息投資者與升值投資者「對着幹」。

套息者在遠期外匯沽入人民幣美元，壓抑了低水程度。簡單說，當人民幣遠期合約（比方說人民幣對美元的遠期合約）反跌升的時候（即低水），由於美金匯合利率（等甚至負利率），即是說出口很低，就多數會產生人民幣極低利率。市場信入離岸人民幣，不難達到負利率。即是不但不用付利息，借錢角色卻可收取利息。

如果人民幣遠期合約升值預期愈高（即愈低水），套息者借人民幣利率愈負得多，所收的利息愈為大。這種誘因可導致龐大的套息行為。

深入一點看「升值預期/套息」循環，就會發現其實隱含着第二個惡性循環可能性，相若於套息構成更大系統風險。

套息資金通常都是十二個月或以以下到期日，可被視為短線熱錢。若短線熱錢充斥離岸市場，透過不同管道滲透入國內，令國內資金過剩，便會導致資產泡沫之風險。

資產泡沫風險令通脹預期上升，甚至通脹上升，結果外國投資者對人民幣升值預期亦有上升。這似乎是一個惡性循環了。升值預期上升，投資者就會有誘因買入人民幣遠期合約，導致遠期合約低水，產生高利率套息時機。這個惡性循環泡沫風險，可能影響真實經濟，破壞可以非常嚴重。

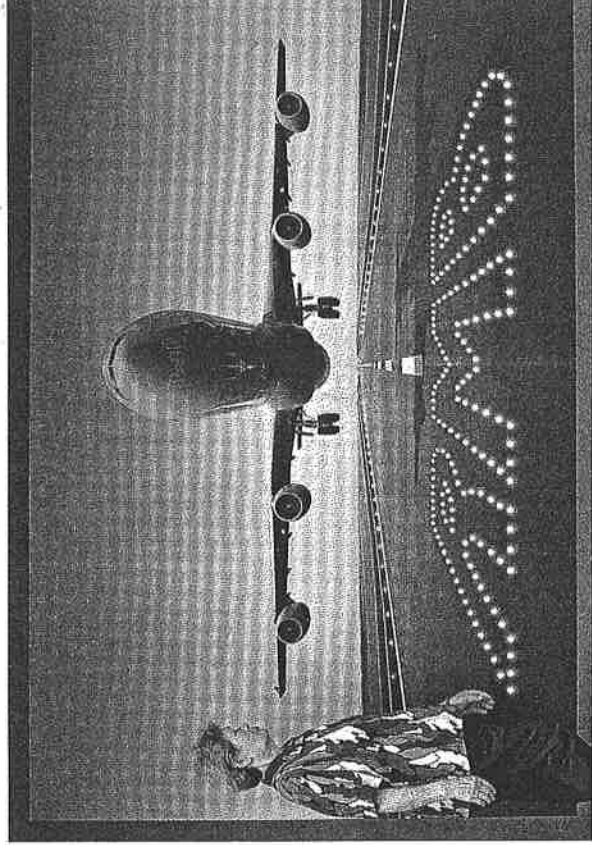
## 套息活動容易規模化

離岸人民幣沽空及套息等活動應該是沒有詳細資料公開供投資者參考，所以我們不能定其美這兩個惡性循環所牽涉的資金有多少，或是否已池不斷膨脹，但隨着離岸人民幣資金變得愈來愈大。

現在離岸人民幣存款6000億元，貼心價券1000多億，就萬全應是套息活動（當然不是沒可能），資金規模相對國內系統風險還是微不足道。但NDF在香港以外亦很活躍，規模可能亦大得太多，對筆者來說是一未知數。

此等套息活動是相對容易規模化（scalable）。隨着離岸人民幣市場壯大，銀行會與愈來愈多不同交易方對盤，分散遠期風險，市場愈加成熟。銀行內部可能會容許對交易至加碼再大做。加上國際銀行行徑可能愈來愈謹慎，此等套息活動，相信會更加蓬勃多錯，可見將來套息資金亦可能變得愈來愈龐大，潛在系統風險亦有隨之擴大。

其實，離岸銀行現在已越趨謹慎，不少銀行安排十倍槓杆式服務協助投資者套息，即投資者出資100萬



（鈔博圖片）

國際投資者想轉人民幣升值，他們一般會透過遠期合約的作投資。元，銀行會借出900萬，作1000萬元套息活動。金管局最近更改安排，接受香港銀行使用淨敞口頭寸（net open position, NOP）計算人民幣外匯風險，剛好放寬了本文所謂的套息活動。

這些NDF雖然套息沒有DF那麼直接，但在倫敦、紐約或其他金融中心的成交額是可以遠遠大於DF的。

若貴國要注意這些系統風險，金管局及中國人民銀行可考慮逐步加強監管遠期DF及NDF活動。監製儘快掌握資料，以制定適當政策及作出適當的資訊傳遞。例如將有關數據與中國人民銀行溝通，以及在安全情況下將有關訊息發布予市場參與者，讓他們自行分析及作出相應部署。

筆者粗略地參考過香港金管局的文件，看到似乎金管局已要求銀行將他們全球各分行所牽涉的人幣幣遠期合約的數據都呈交予金管局。但根據筆者從不同市場參與者得知，相信金管局雖然對DF可能有一些掌握，但對NDF掌握與否卻不致終窺。

貨按金提高一樣，以減低系統風險。香港金管局或中國人民銀行亦可考慮逐步利用其國際談判及影響力，要求銀行將遠期合約活動全數留在本地向當局匯報。甚至像較早前對CDS（credit default swap，信貸違約掉期）建議一樣，將所有交易於認可交易所報章登記。

整個惡性循環的關鍵是在於套息活動與利率資金，而連負利率條件入資金的先決條件，是建基於容許遠期合約拋空活動。只要當局掌握到遠期合約的數據，以及在適當時候作出市場指引（如提高按金），相信就可有效釐出第一步去控制風險。

