

# 人民幣在岸和離岸匯率之關係探秘



## 人民幣觀察

中銀香港發展規劃部海外業務拓展主管 葉允平

最近兩個交易日，即期人民幣離岸價格(CNH)和在岸價格(CNY)顯著收窄。但是，8月份人民幣中間價形成機制調整和人民幣顯著貶值之後，CNH和CNY明顯拉開，盤中差價一度超過2000點。進入九月份，仍不時出現超過1000點的情況，引起了市場人士的關注。筆者擬就此探討個中原委。

### CNH市場形成的背景

2009年7月人民銀行公布跨境人民幣貿易結算試點辦法後，香港人民幣參加行可為客戶辦理人民幣跨境貿易結算，並可為人民幣跨境貨物貿易產生的頭寸，到香港的人民幣清算行即中銀香港以在岸匯率進行平盤。當時監管上對人民幣參加行的要求是跨境貿易項下的頭寸基本上須每日經人民幣清算行平盤，參加行日終幾乎沒有人幣的頭寸，參加行之間也基本上不存在人民幣買賣交易。

2010年7月，有關的監管規定修改後，人民幣參加行可保留因跨境人民幣結算產生的人民幣頭寸(當時稱「策略盤」)。參加行可以用策略盤和客戶或同業進行人民幣的買賣，且不需提供貿易單據。其後這些策略盤交易逐漸在香港形成了人民幣離岸外匯交易市場(CNH市場)及人民幣離岸匯率(即CNH匯率)。

CNH市場的價格變化不受人行的中間價和每日浮動的上下限所限制，但和CNY市場有着明顯的互動。以下我們回顧一下兩者價差的變化。

### 離岸在岸匯率變化情況和差價變動原因

如圖中所示，大部分時間離岸和在岸匯差較小(200點以下)，但也曾出現大幅偏離的時期：第一次出現在2010年10月。當時CNH市場剛剛開始形成。香港各銀行在人民幣頭寸基本為零的情況下，都加緊於離岸市場上買入人民幣。然而當時香港人民幣市場存款僅約2000億元，這些買盤很快導致人民幣在離岸市場更貴，價差一度高達1775點子。第二次出現在2011年9月底到10月初。當時歐債危機導致國際資本紛紛購買美元資產來避險，使美元對包括人民幣在內的許多



人幣兌美元近年走勢 來源: Bloomberg BOCHK.

新興市場貨幣明顯升值。相比在岸市場，人民幣在離岸市場上貶值幅度更大，盤中差價最高超過1600點子。第三次即目前我們所在的時期。由於許多新興市場貨幣貶值、人民幣中間匯率形成機制調整，以及市場對中國經濟增速放緩的憂慮等因素，人民幣在CNH市場短期內有較大的沽壓。市場對美元將進入加息週期的預期也使美元走勢堅挺。在岸和離岸匯差數度超過1000點(人民幣在CNH市場貶值幅度更大)。

在岸和離岸匯率互動呈兩個明顯的特點：一是CNH基本上還是主要受CNY影響，且大部分時間CNH和CNY的差價不大；二是當有較大的金融風險衝擊，或者市場供求關係出現劇烈變化時，CNH可能會大幅偏離CNY，且波幅更大。具體而言，當市場出現較強的人民幣貶值預期時，人民幣在CNH市場的貶值幅度往往比CNY更大；相反，市場上有較強的人民幣升值預期時，人民幣在CNH市場升值的幅度也往往

比CNY大。是什麼原因導致以上情況呢？從根本上說，人民幣在資本項下沒有完全開放，在岸和離岸市場是有一定程度分割的兩個市場，因此兩個市場上的供求平衡會不一致。這是根本的原因。具體來看，還有以下幾個主要的因素：首先，市場規模不同。目前中國內地市場人民幣總存款約為130萬億，而離岸市場估計只有2萬多億。在岸市場容量大、流動性高，當然經受衝擊、保持穩定的能力也就更強。其次，交易主體不同。在岸市場上很多企業有以實需為基礎的結匯需求，而離岸市場上則有更多的國際性對沖基金等大型金融機構。這些機構的不少交易都和實體經濟沒有直接關係，其目的主要是通過短期的交易來獲取利潤，其買賣的基礎很大程度是對人民幣走勢的預期。當市場情況變化，他們可能迅速調整倉位，對CNH價格的影響就更加立

竿見影。第三，交易機制不同。離岸市場較少管制，市場對人民幣升值或貶值的預期很快反映到離岸匯價上來。在香港和倫敦，資金流入流出容易，投資者「避險」買入美元、或撤走資金等原因都可能使離岸價格波動更大。

### 未來在岸和離岸匯率變化將何去何從

筆者判斷，在岸和離岸匯率，隨着市場將有關的負面消息消化而逐步收窄是趨勢。但除非兩地市場實現高度互通，且人民幣資金進出中國內地基本沒有管制，否則，在岸和離岸市場上市場規模的不同、交易主體的不同，和交易機制的不同等因素，估計在未來一段時間內人民幣在岸和離岸市場延續這樣的規律：即「平時在岸離岸匯價差別不大，但金融市場動盪時期可能短暫大幅偏離」。

隨着中國資本帳戶開放程度的擴大、在岸市場和離岸市場加強互通，兩地間的匯率差從長遠來看應該會逐步縮小。具體而言，以下幾項措施，估計有助於加速這個過程：

一是通過設立機制或者逐步開放有關的限制，在可控的範圍內，逐步、有序地加強在岸和離岸市場的互通。實際上，人行最近出臺了一系列政策，包括放開境外央行和主權基金等大型金融機構投資中國內地銀行間債券市場的額度限制；允許境外人民幣清算行和參加行、境外央行、國際金融組織、主權基金等機構參與境內銀行間債券市場的回購交易；允許境內人民幣代理行、境外人民幣清算行以及境外人民幣參加行為貨物貿易、服務貿易和直接投資項下的跨境人民幣結算需求辦理人民幣即期、遠期和掉期購售業務等。這些政策，長遠來看對加強兩地互動、縮小匯率差有積極作用。

二是進一步培育離岸人民幣市場，增強其流動性和承受金融衝擊的能力。監管機構已經採取了不少培育市場的措施，例如香港金管局去年底開始為參加行提供人民幣日間回購服務，為市場注入了新的流動性支持。但由於發展時間仍較短，目前離岸人民幣資金池估計只有約2萬多億人民幣，其中約1.1萬億在香港，且最近增長總體放緩。今年以來離岸人民幣同業拆借價格曾大幅抽高，反映了離岸人民幣資金池仍然缺乏足夠的深度。另一方面，離岸人民幣兌換(包括即期、遠期和掉期Swap)則增長較快，日均交易量則較兩年前已經翻了幾番。

三是進一步加強對市場的信息引導，幫助境內外市場對人民幣匯率走勢形成較合理的預期。外匯市場受全球各種因素影響，即使在市場機制比較完善、經濟發展比較穩定的國家，要維持其貨幣匯率穩定也非易事，對像中國這樣的發展中國家來說則更加困難。儘管如此，監管機構仍可通過加強對市場的引導，增強政策透明度，來幫助市場人士形成更加合理的預期，降低離岸和在岸價格出現大幅偏離的可能性。



沈金

# 確信中國能搞好經濟

上周股市三跌二升，恒指收報二一五〇四，較前周升六六四點，結束了過去連跌七周的劣績，而恒指二〇五〇〇是否這次連續下挫的底，亦需要日後加以驗證。我頭牌所持的觀點是：此為擬似底部。距現價有一〇〇〇點的屏障，希望日後的整固能堅守這一關。以前我講過，越接近二〇〇〇〇關就越是離底不遠，這個論斷估計基本符合事實。

有人擔心，由於中國經濟的問題出現走資潮，會禍及香港，對此我認爲應以平常心看待。香港是一個外向

型和沒有資金管制的城市，資金隨時可以自由進出，不必審批，爲此，有什麼風吹草動，自然會有資金流走；又若有什麼可供投資(或投機)之處，也肯定會有資金調來。

鑒於美國九月有可能加息(雖然機會率已大大下降)，資金回調美國是很自然的反應。所以，對於資金進出，我認爲應以平常心看待，不必太認真，因爲進進出出，日日是如是，月月如此，何緊張之有？

對於中國領導人承諾有信心搞好經濟，貨幣與股市

保持穩定，我們對此應予肯定，因爲中國領導人說法是算數的，一言九鼎，絕不會信口雌黃，所以信心問題，縱然非一朝一日可以提振，但太悲觀的估計，不應出現，希望在明天，這是一個確切和可以通行的做法。

我頭牌已開始在二一〇〇〇關之下買了第一批貨。九月、十月都有股息可收，目前的策略是先作中線投資，收完股息再說。以現時銀行利率的低微，股息一般在三至四厘左右，個別的甚至有四、五厘，應該有不弱的

實力雄厚 信譽超卓 天順證券投資有限公司 SKYWAY SECURITIES INVESTMENT LIMITED 香港銅鑼灣希慎道33號利園33樓3302室 電話：(852)2907 2300 傳真：(852)2907 2309 電郵：info@sws.hk http://www.sws.hk 上海辦事處 電話：(021)6120 9408

## 百富前景佳新高在望

百富環球(00327)於2010年12月上市，掛牌價每股2.88元，但由於市場對其缺乏認識，上市初期股價一直無表現，更曾於2012年中低見約1元水平。不過，在公司管理團隊努力推廣下，再配合市場對支付行業的認識及相關概念的冒起，百富股價起飛，今年五月高見14.18元，不足三年大漲逾13倍。

百富有好的產品及管理層，自上市以來，業績年年上升。集團是一家電子支付(EFT-POS)終端機解決方案供應商，不少主要客戶是大機構，產品銷往海外80多個國家及地區。

於2010年，集團營業額為7.23億元，純利為1.45億元；之後每年均有增長，至2014年，營業額及純利分別達到23.7億元及3.92億元，即較2010年分別升了2.3倍及1.4倍。今年保持增長，上半年營業額升10.1%至11.08億元，純利增56%至3.09億元。

不過，央行於7月31日發布《非銀行支付機構網絡支付業務管理辦法》徵求意見稿後，在港上市支付板塊企業當日股價普遍受挫，百富當日跌幅達8.2%，

之後跟隨大市持續下跌。其實，該意見稿針對的是互聯網支付，包括支付寶、財付通、拉卡拉等企業主營的互聯網支付業務，而不是百富下游客戶的主營業務——銀行卡收單，對百富影響有限。

百富下跌，提供了難得的買入機會，因爲集團前景理想。金融電子化步伐加速爲內地EFT-POS需求增長核心動力，截至去年底，內地每100家商戶EFT-POS裝機量僅爲33台，相對成熟國家如美國及韓國的90至100台仍存在明顯差距。

而全球各種電子支付方式正取代傳統的現金支付方式，如丹麥政府於5月宣布即將成爲全球第一個不用現金的國家，法國政府亦於最近宣布計劃全面推動NFC支付(使用行動裝置進行付款的服務)發展。EFT-POS及移動支付，於未來有很大的發展空間。

不少證券商看好百富，當中安信國際表示，未來集團於全球電子支付產業鏈的縱深布局加強，將進一步提升公司的行業地位；以全球行業2016年平均動態市盈率25倍計算，給予公司「買入」評級及目標價18.33元。

## 大家樂無懼本港零售冷風

英皇證券研究部分析員 林茂森

若投資者信奉價值投資法，反而不妨在大跌市中分段收集潛力股份，筆者就看好本港零售業低潮下本港餐飲老大大家樂(00341)能逆市跑上。翻查年報，大家樂2014/15財年租金支出按年增長11.8%至約8.2億元；佔集團收入11.2%，按年升0.4個百分點。大家樂每年都有三分之一舖位需續租，假設集團今年收入及純利維持去年增長，但租金增長只得去年三分之一，租金佔收入比例可減回0.4個百分點至10.8%。對淨利潤率也能提升約0.9個百分點。所以，筆者偏向相信未來本港租金回落將是集團大肆擴張的一個機會。

大家樂截至今年三月底，於本港合共經營156間大家樂快餐分店；35間一粥麵分店；其他品牌還包括意粉屋、Spaghetti 360°、米線陣、上海燒烤，及Oliver's Super Sandwiches。於內地經營100家大家樂。集團香港業務收入佔持續發展業務約83.3%，按年增長1.4個百分點；餘下則爲中國業務收入。

至於內地入口豬肉價格雖然持續向上，但由於人民幣貶值，此消彼長下採購成本反而有穩定，僅得一項約1500萬元退休金福利負債，未來加息即使出現對集團相對影響有限。建議投資者現價可吸，中線目標29元，止蝕價24元。

大家樂無懼本港零售冷風

若投資者信奉價值投資法，反而不妨在大跌市中分段收集潛力股份，筆者就看好本港零售業低潮下本港餐飲老大大家樂(00341)能逆市跑上。翻查年報，大家樂2014/15財年租金支出按年增長11.8%至約8.2億元；佔集團收入11.2%，按年升0.4個百分點。大家樂每年都有三分之一舖位需續租，假設集團今年收入及純利維持去年增長，但租金增長只得去年三分之一，租金佔收入比例可減回0.4個百分點至10.8%。對淨利潤率也能提升約0.9個百分點。所以，筆者偏向相信未來本港租金回落將是集團大肆擴張的一個機會。

大家樂無懼本港零售冷風

## 新意網股息年年上升

對於中國經濟前景，不同分析機構看法迥異，花旗集團首席經濟學家Willem Buiter屬於淡友陣營，德銀則持較樂觀看法，相信下半年會見到起色。國務院總理李克強上周末大派定心丸，申明內地經濟不會硬着陸，當局會有很多措施以防止經濟下滑。另邊廂，中金發表研究報告，讓人更加相信內地當局實在有能力去撐起經濟。

中金估計，內地今年財政刺激規模在今後三年可能達到1.2萬至1.5萬億元人民幣，這批款項主要針對發改委已經批覆但資本金不足的项目，用作補充項目資金。事實上，內地爲要獲批的基建項目能夠開工，早前下調部分基礎設施投資項目的資本金比例要求。對此，中金估計，加權平均回報2.3%，即在過去六年上漲4.7倍，相對其他中小盤股，股價漲幅並不算吸引。若果計及每年派發的股息，過去六年回報便有六倍。

筆者近期正跟蹤一隻「悶股」，新意網(08008)。新意網每年盈利增幅輕微，股息年年輕微上升，股價亦年年漲升。2009年6月時，當時股價約0.4元，至上周五收報2.3元，即在過去六年上漲4.7倍，相對其他中小盤股，股價漲幅並不算吸引。若果計及每年派發的股息，過去六年回報便有六倍。

據新意網最新公佈業績，撇除投資物業公平值變動，去年度基礎溢利4.95億元，增長6.9%，每股基礎溢利12.25仙，末期息同樣爲12.25仙，即股息率達5.3厘。筆者認爲，新意網具備收息作用、資產增值作用、抗風險作用，在目前風高浪急的形勢下，甚具投資價值。倘若股價能夠調整至2元邊緣，大家可考慮長線吸納價值，作爲另類定期存款。

筆者近期正跟蹤一隻「悶股」，新意網(08008)。新意網每年盈利增幅輕微，股息年年輕微上升，股價亦年年漲升。2009年6月時，當時股價約0.4元，至上周五收報2.3元，即在過去六年上漲4.7倍，相對其他中小盤股，股價漲幅並不算吸引。若果計及每年派發的股息，過去六年回報便有六倍。

據新意網最新公佈業績，撇除投資物業公平值變動，去年度基礎溢利4.95億元，增長6.9%，每股基礎溢利12.25仙，末期息同樣爲12.25仙，即股息率達5.3厘。筆者認爲，新意網具備收息作用、資產增值作用、抗風險作用，在目前風高浪急的形勢下，甚具投資價值。倘若股價能夠調整至2元邊緣，大家可考慮長線吸納價值，作爲另類定期存款。