



張謙  
高級經濟研究員  
Tel: 28266193  
davidqzhang@bochk.com



歡迎關注「中銀香港研究」公眾號，經濟金融深度分析盡在掌握

## 境內外人民幣匯率價差(CNH-CNY)的波動規律

本文嘗試探討在岸人民幣(CNY)和離岸人民幣(CNH)匯率的動態和價差，為投資者提供參考。

### 離岸人民幣背景

CNH 市場於 2010 年推出，便於中國大陸以外的人民幣交易。CNH 在四個方面上比 CNY 波動更大。首先，CNH 市場遠小於 CNY 市場，因此流動性相對較低。其次，CNH 交易反映了全球參與者的供求關係，而不主要是中國的參與者。第三，CNH 不限制在每日距離中間價匯率（當地時間上午 9:15 設定）2% 交易區間波動。第四，CNH 在周一凌晨 5 點到週六凌晨 5 點之間不間斷交易，而 CNY 僅在週一到週五上午 9:30 至晚上 11:30 之間進行交易。由於 CNY 僅在 2016 年 1 月之後將交易時間從下午 4:30 延長至晚上 11:30，我們將從該時間段開始分析。

### 日內動態

如前所述，CNH 的波動率較高（自 2016 年 1 月起，年化波動率為 4.6%，CNY 為 4.0%）。一個典型的例子是紐約時間 8 月 13 日上午 9:30 左右，當特朗普宣布推遲針對 2/3 的中國 3,000 億美元進口產品徵收 10% 關稅，CNH 即時升值近 1.3%，而 CNY 僅升值 0.4%。部分原因是交易時段（紐約時間上午 9:30 對應中國晚上 9:30）流動性很低。然而，當第二天早上 9:30 再次開市時，CNY 又升值了 0.3% 左右。

CNH 還充分反映了 CNY 在北美下午交易時段錯過的市場動態消息。最近的一個例子是 8 月 1 日，當時特朗普總統在紐約時間下午 1 點左右宣布對來自中國的 3,000 億美元進口產品徵收 10% 的關稅。這導致 CNH 幾乎瞬間出現 0.9% 的變動。另一方面，CNY 在 8.5 小時後才開始對消息做出反應，在中國時間上午 9:30

**聲明：**  
本文觀點僅代表作者個人判斷，不反映所在機構意見，不構成任何投資建議。

開盤時下跌 0.6%。

## CNH-CNY 自 2016 年以來的趨勢

CNH-CNY Spread	Frequency of Positive Spread	Maximum Positive Spread	Maximum Negative Spread	Average Positive Spread	Average Negative Spread	Average Spread	Maximum Days for Spread to Converge
Jan 2016 - May 2017 (Before CCF)	70%	0.1366	-0.0849	0.0145	-0.0171	0.0050	62
May 2017 - Jan 2018 (CCF Active 1)	71%	0.0322	-0.0733	0.0089	-0.0089	0.0037	52
Jan 2018 - Aug 2018 (CCF Neutral)	42%	0.0505	-0.0663	0.0133	-0.0126	-0.0018	21
Aug 2018 - Aug 2019 (CCF Active 2)	70%	0.0559	-0.0326	0.0122	-0.0059	0.0067	33
Jan 2016 - Aug 2019	66%	0.1366	-0.0849	0.0126	-0.0119	0.0041	62

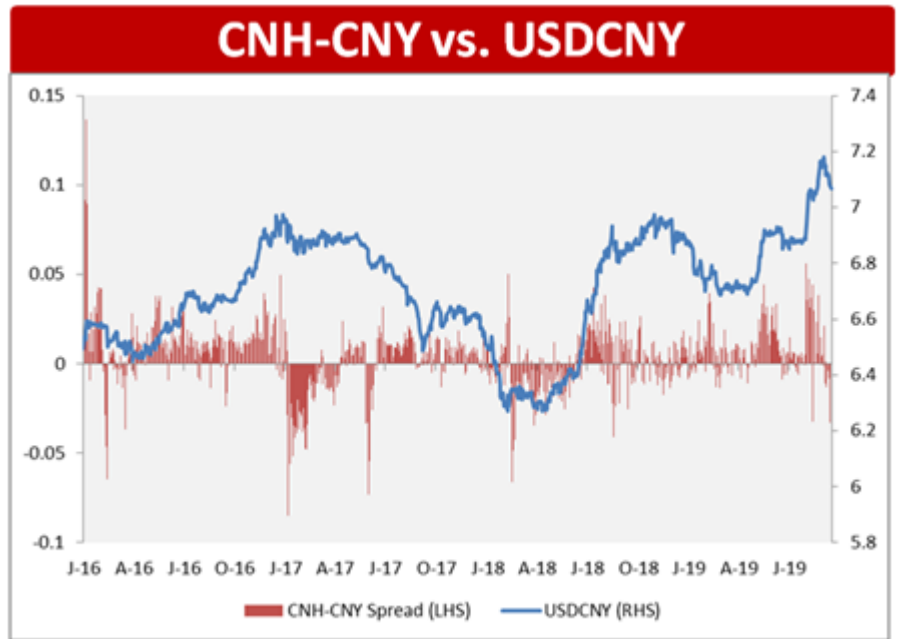
Source: Bloomberg, BOCHK Research

如上表所示，自 2016 年以來，境內外人民幣匯率價差 (CNH-CNY Spread) 可分為四個不同的時期。2016 年 1 月至 2017 年 5 月引入逆週期因子 (CCF) 之間，境內外人民幣匯率價差最高時曾擴大至 0.1366，表明離岸人民幣弱於人民幣 2.1%。而最長要花費 2 個月，偏差才能收斂到零。當逆週期因子於 2017 年 5 月至 2018 年 1 月首次實施時，CNH-CNY 的最大差價幾乎減半至 -0.0733，但這是負方向的。這與 2017 年 6 月左右的 CNH 香港銀行同業拆息 (CNH HIBOR) 大幅上升一致，使賣空 CNH 變得更加困難。

當逆週期因子在 2018 年 1 月至 2018 年 8 月期間被設定為中性時，CNH-CNY 的平均價差變得略微為負，而正價差的比例則略微下降至不到一半。這種走勢意味著離岸人民幣平均強於人民幣，符合市場認為人民幣當時處於緩慢上升的環境。

隨著中美貿易緊張局勢在 2018 年 8 月升級，逆週期因子被恢復，CNH-CNY 的平均價差再次變為正值。然而，最大正價差和最大負價差均未超過早期。將差價收斂至零的最長時間約為 1 個月，耗時是引入逆週期因子之前的一半。這種穩定性符合 CNH 香港銀行同業拆息 (CNH HIBOR) 短期曲線自從 2017 年中期之後從未達到兩位數的穩定走勢。

總體而言，自 2016 年以來，境內外人民幣匯率價差在規模和波動性方面逐漸變得更加穩定。一部分原因在於逆週期因子 (CCF) 的影響，而另一部分在於流動性更強的經常和資本賬戶限制了在岸和離岸之間的套利機會。



Source: Bloomberg, BOCHK Research

## 近期報告

1.	英國硬脫歐風險正在提升	蔡永雄	08.23
2.	步入全球低息和負息的新時代	蔡永雄	08.19
3.	阿根廷政治風險驟增，溢出效應或有限	韓鑫豪	08.14
4.	低息環境料長期維持	蔡永雄	08.02
5.	香港經濟延續輕微增長	蔡永雄	08.01
6.	美國經濟面臨下行風險	鄂志寰	06.26
7.	2019年一季度香港經濟僅錄輕微增長	蔡永雄	05.02
8.	從香港就業市場結構看輸入人才計劃前景	蔡永雄	04.16
9.	香港住宅樓市出現回穩跡象	蔡永雄	04.02
10.	美國貨幣政策正常化快將完成	蔡永雄	03.21
11.	2019年全球經濟步入金融海嘯後最低增長	蔡永雄	02.19
12.	對近期人民幣匯率急劇升值的幾點看法	柳洪	01.17
13.	歐洲央行能否如期今年夏季過後加息仍存變數	蔡永雄	01.15
14.	伊斯蘭金融科技或成東南亞國家發展重點	劉雅瑩	11.23
15.	三季度香港經濟增長放緩	蔡永雄	11.16
16.	美國中期選舉料不會對經濟政策帶來重大變化	蔡永雄	10.10
17.	美國房地產市場復甦步伐料趨放緩	蔡永雄	10.02
18.	美國加息，重回實質正利率環境	黃思華	09.27
19.	港匯急升預示港元利率上調漸近	卓亮	09.24
20.	從澳洲經驗看，美國能否長期持續擴張	蔡永雄	09.14