

# 金融市场热点追踪

第七期 2018年4月19日

## 港币汇率的尾部风险

香港于 1983 年引入了与美元挂钩的联系汇率制度。该制度规定汇丰银行、渣打银行和中银香港这三家发钞银行每发行 7.8 港元，必须以 1 美元作为储备。而自 2005 年开始，香港金管局决定当 USDHKD 汇率水平触及 7.75 时，买入美元抛出港币，以维持该下限（港币的强方）；当触及 7.85 时，则抛出美元买进港币，以维持该上限（港币的弱方）。

自与美元挂钩的联系汇率制度建立以来，港币的弱方 7.85 仅有两次被触及到，一次是联系汇率制度伊始的 1984 年；另一次就是 34 年之后的今天。

### 影响因素

美联储于 2016 年底将联邦基金目标利率区间由 0.25%-0.50% 提升到 0.50%-0.75%。伴随着美联储资产负债表规模的收缩及美国经济持续复苏，市场开始预期美联储将开启连续加息的步伐。美元兑港币汇率开始上行。

虽然 2017 年美国通货膨胀数据一直疲软，但就业市场逐步收紧仍然支撑了美联储进入连续加息的节奏。2017 年美联储共加息 3 次。

而随着 2018 年美国薪资增长和通货膨胀的回升，市场预计美联储进一步加息的步伐将会持续。另一方面，特朗普政府的减税政策导致美国国债发行量在 2018 年大幅增加，也令美国债券收益率面临持续上行的压力。这些令在岸及离岸的美元利率环境加速上涨。美元利率持续上涨带来的是离岸美元流动性逐渐收紧，而离岸美元流动性的收紧又进一步加剧了离岸美元利率的上涨。

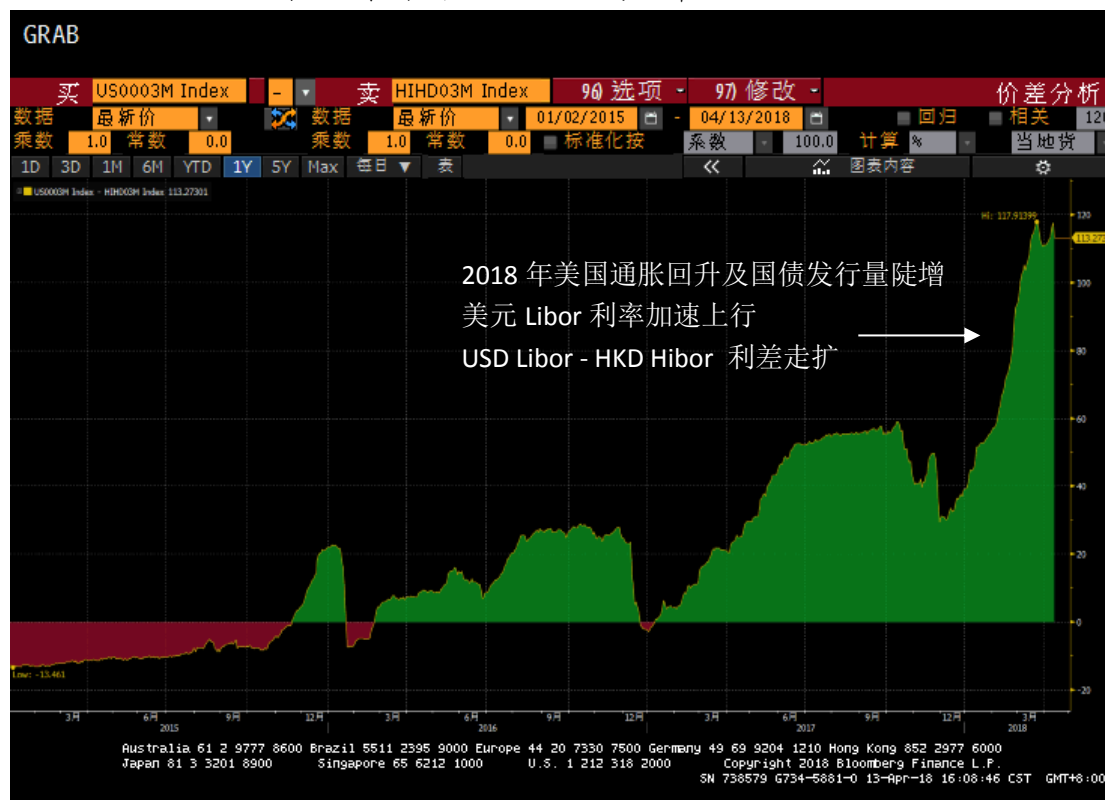
图 1 3 个月期美元 Libor 利率



(数据来源: bloomberg)

为了维持联系汇率制度，香港金管局跟随美联储动作而调高港币利率。但由于美元利率于 2018 年加速上涨，令美元与港币之间的利差持续走扩，进而令借入港币→抛出港币→购买美元→赚取美元资产收益的套利交易盛行。增加了 USDHKD 上行的压力。

图 2 3 个月期美元 Libor 与港币 Hibor 利差



(数据来源: bloomberg)

## 主要工具

为了维系联系汇率制度，香港金管局最常用的工具包括利率和外汇储备。

**利率：**香港金管局可以通过提高港币的利率来缩窄与离岸美元利率的差距，进而提高港币的吸引力。但利率上升带来的是对香港股市及房价的压力。若引发香港股市及房价的深度下跌，则有可能导致资金撤出香港，进而加剧港币的抛售。这或许从一个侧面解释了为什么港币利率没有完全跟随美元利率的上涨速度。

**外汇储备：**香港金管局可以通过向银行抛出美元储备并购买港币的方式来维持 7.85 的港币弱方。根据香港金管局的数据，目前其外汇储备规模约为 4350 亿美元。从能力上，很难质疑香港金管局捍卫 7.85 的实力。但从意愿上，也许是另一番图景：支撑港币带来是从香港银行体系内回收港币流动性，而港币流动性的减少会推高港币的利率，仍然会对香港的股市及房价产生压力。这或许也从一个侧面解释了在 USDHKD 持续走高的过程中以及触及 7.85 时，香港金管局为什么没有以激进的力度进行干预。

**模糊的意愿：**香港金管局对维持 7.85 港币弱方的态度似乎并不是十分激进。

3 月 22 日金管局总裁陈德霖表示：美国利率上升后，港币可能触及 7.85 的弱方。届时将会抛出美元买进港币。

4月12日，当港币的成交水平达到7.85时，香港金管局发言人却表示，即使港币触及7.85水平，只要仍然有银行愿意以7.85的价格交易，银行同业市场仍然可继续以此价格互相买卖港币。表明香港金管局并不急于干预港币汇率。

随后香港金管局又连续在市场上购入港币，并表示已做好准备应对资本外流。

## 后续

美国的核心通货膨胀已经回升到了2.1%的水平，这意味着美国加息的步伐还会持续。而美国国债的发行还在继续，也将进一步对美元利率起到支撑的作用。可以说，美元的利率环境在短期内或许很难缓和。这将对港币汇率形成持续的压力。汇率的压力或许将迫使香港金管局进行干预，而干预会令香港银行间市场流动性收紧，进而打压香港股市和楼市。银行间流动性及香港股市的压力又反过来制约香港金管局对汇率的干预。因此，香港股市或许并不如当前表现的这般平静。而香港金管局可能会在汇率、银行间流动性和股市之间进行权衡。

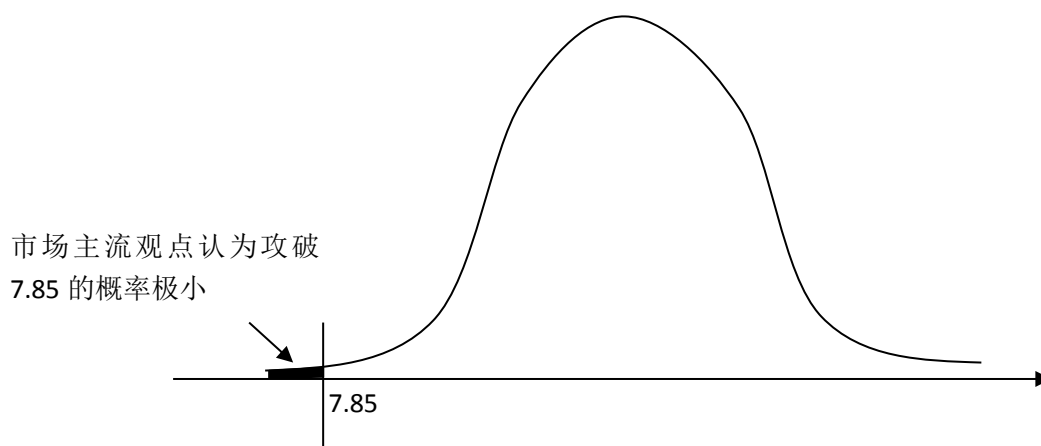
## 尾部风险——小概率事件及后果

若金管局迫于香港银行间流动性或香港股市的压力而对于7.85的水平做出让步，那么可能会引发港币在短期内的大幅贬值。虽然出现的概率极小，但是绝对算做一个尾部风险。

发生之前，对尾部风险的看法往往是基于过往有限经验的认知。即，分析逻辑和结论均局限于过往的经验以及基于这些经验的有限的理性分析。这种认知的局限性产生过度自信并低估尾部事件的发生概率。而一旦尾部事件发生，过度自信将会因准备不足而带来惨重的损失。

比如，2015年1月瑞士央行宣布不再购入欧元以支持EURCHF 1.2的汇价，导致EURCHF瞬时跳水3400Pips。2015年8月11日，USDCNY中间价被大幅上调，导致USDCNY跳空900Pips高开，当天最高上涨1700Pips。2016年英国退出欧盟，导致GBPUSD近3000Pips的跌幅。

图3 港币的尾部风险示意图

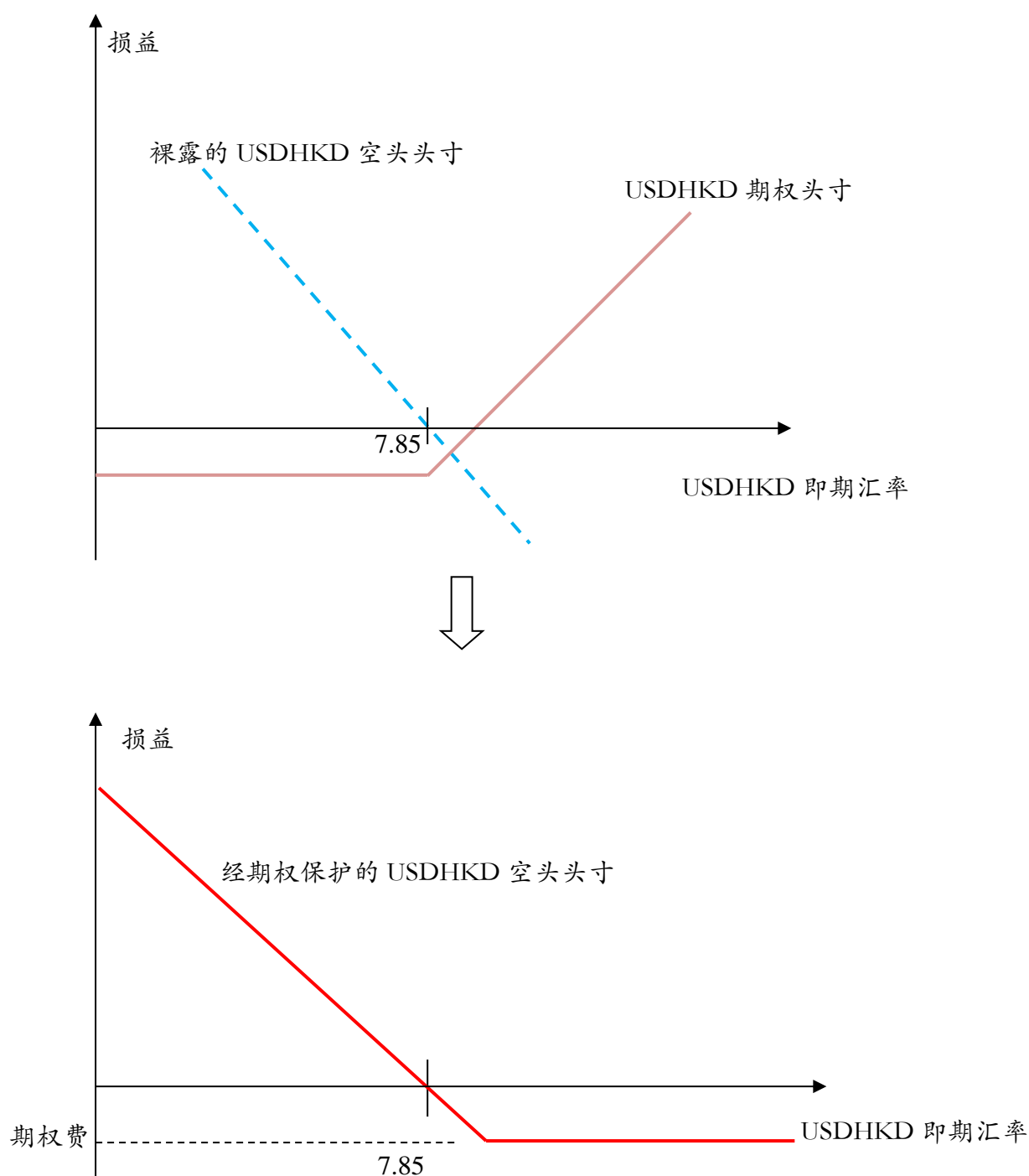


## 应对尾部风险——期权

虽然当前看来 7.85 港币弱方被攻破的概率极小,但一旦发生则会带来巨大的损失。因此或许有必要防范这个尾部风险。

对于持有 USDHKD 空头的企业,如:未来需要将港币兑换成其他货币的进出口企业,USDHKD call option 或许是一种不错的风险规避方式。

图 4 利用期权保护 USDHKD 空投头寸示意图



## 免责声明

本报告中所提供的信息均根据国际和行业通行准则，以合法渠道获得。

报告所述信息仅供参考，相关信息及观点并不构成任何要约或投资建议，不能作为任何投资研究决策的依据，报告阅读者不应自认该信息是准确和完整的而无加判断地予以依赖，一切商业决策均应由报告阅读者综合各方信息后自行做出。对于本报告所提供的信息导致的任何直接或间接的后果，我司不承担任何责任；

本报告中所提供的信息均反映本报告初次公开发表时的判断，我司有权随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。

报告中的任何表述，均应从严格经济学意义上理解，并不含有任何道德、政治偏见或其他偏见，报告阅读者也不应该从这些角度加以解读。我司对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。

本报告版权仅为我司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发表。如引用、刊发，需注明出处为南洋商业银行（中国）有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

我司对于本免责声明条款具有修改和最终解释权。