

## 人民幣匯率指數和兌美元匯率的互動

高級經濟研究員 戴道華

2015年12月11日，中國外匯交易中心發佈了CFETS人民幣匯率指數，其主要考慮之一是推動市場觀察人民幣匯率的視角從單一人民幣兌美元匯率轉變為參考一籃子貨幣，當時的背景是外匯市場對人民幣從之前數年兌美元的單邊升值預期逆轉為單邊貶值。

### 走勢現分歧

CFETS人民幣匯率指數貨幣籃子包括的是在中國外匯交易中心掛牌的直接與人民幣進行交易的13隻外幣。一般而言，匯率指數貨幣籃子中的貨幣越多，匯率指數的波幅就會越平緩，單一匯率的波幅往往大於一籃子貨幣。人民幣匯率指數不僅波幅相對較小，連方向也可以和人民幣兌美元匯率不同。

然而，外匯市場仍然聚焦於人民幣兌美元匯率之上，一來因為人民幣匯率指數當中給予美元的權重是該指數升還是跌的關鍵，而該權重的分配並無公認的標準，每個匯率指數（如BIS和SDR）給予美元的權重都可以不一樣；二來從人民幣外匯交易的幣種來看，無論是在岸市場還是離岸市場，逾九成為兌美元交易；三來CFETS人民幣匯率指數並非可交易。據此，就匯率穩定而言，穩定人民幣兌美元匯率的重要性不亞於CFETS匯率指數本身。



Sources : Bloomberg, BOCHK Research

從2015年11月30日有統計至今（至2016年4月1日），出現了一個現象，那就是CFETS人民幣匯率指數持續走低，由升轉跌；人民幣兌美元匯率期間整體小幅貶值，惟其走勢先跌後升，收復了大部份失地；市場情緒也隨之而穩定下來，顯示合理與否，市場仍以人民幣兌美元匯率為關注焦點之一。

CFETS人民幣匯率指數每週公布一次，其統計起點為2015年11月30日，當日也是該指數有統計以來的最高點，報102.93，顯示人民幣兌一籃子貨幣升值2.93%。之後該指數便拾級而下，儘管期間個別時間略有反彈，但幅度較小，之後恢復下跌。至2016年4月1日，指數報98.01，顯示人民幣兌一籃子貨幣轉為貶值1.99%。如果從去年11月30日的高位算起，高低之間的跌幅有4.92%，以兌一籃子貨幣而言，變化幅度不算小，就算以人民幣兌美元雙邊匯率而言，這也是不小的幅度，因為從8/11匯改算起至今年1月7日的收市低位，CNY一度累積貶值6.1%，這樣的貶幅已令當時的市場充斥著不安情緒。

至於左右市場情緒的人民幣兌美元匯率卻峰迴路轉，先是從去年11月底到今年1月7日承接之前的弱勢再貶值約3.0%，後在積極的穩定措施之下見底回升，至4月1日反彈了2.2%，把自2015年11月30日以來的累計貶幅收窄至1.3%。如果與2015年年底水平相比，人民幣兌美元匯率還錄得小幅升值，打破了之前持續了約半年時間的單邊貶值預期。在2月底，人民銀行全面降準，之後人民幣兌美元匯率不僅沒有重新貶值，反而繼續走強，就顯示匯率穩定已經取得成效。另外，去年底、今年初有不少關於對沖基金看淡並做空人民幣的報道，到了3月份，隨著人民幣兌美元匯率的轉強，有關報道已轉為做空人民幣如何損手而回。

## 指數與兌美元匯率的互動

目前，CFETS人民幣匯率指數貨幣籃子包括13隻外幣，其權重採用考慮轉口貿易因素的貿易加權法計算而得。由於中國是貿易大國，其貿易夥伴遠不止這13個經濟體，而且隨著中國外匯交易市場的發展和人民幣作為國際儲備貨幣地位的深化，可與人民幣進行直接交易的幣種會不斷增加。屆時，人民幣匯率指數貨幣籃子可以包含更多的貨幣。不過，由於目前的13隻外幣已包括全球最主要的儲備貨幣如美元、歐元、日圓、英鎊、瑞郎、加元、澳元等，加上相當於準美元的港元，其佔比加總超過八成，因此再加入新的小幣種相信對匯率指數走勢的影響應該不大。

全球編制和發布本幣匯率指數的貨幣當局如美國聯儲局、歐洲央行、英倫銀行等的透明度極高，貨幣籃子構成、權重等均公諸於世，但它們沒有或沒有明確的匯率政策，不以本幣的匯率水平或匯率指數為目標，其匯率自由浮動，匯率指數僅具參考作用。BIS和SDR匯率指數亦然。CFETS人民幣匯率指數的透明度也同樣地高，其編制的初衷是讓市場焦點不再簡

單聚焦於人民幣兌美元匯率之上，那麼其實際應用程度就應該顯著高於其他匯率指數，而非僅供參考。

人民幣的匯率形成機制既非盯住美元，也非自由浮動，而是有管理的浮動匯率，在CFETS匯率指數推出後要加大參考該指數的力度，保持其基本穩定。這樣的參考機制在具體操作上會涉及引導市場測算保持一籃子匯率穩定所要求的人民幣兌美元匯率水平，要求做市商在提供中間價報價時考慮穩定籃子（不僅僅是CFETS指數，還包括BIS和SDR指數）的需要，和央行在進行匯率調節時維護籃子穩定的策略。實施這種形成機制的結果，應是人民幣對一籃子貨幣的匯率穩定性增加、兌美元的雙向波動加大。

接下來的問題便是從2015年11月底到今年4月初，CFETS人民幣匯率指數累計從高位回落了4.9%，從升值變為貶值（期間人民幣兌美元匯率整體溫和貶值，但幅度在收窄），這又算不算是人民幣對一籃子貨幣維持穩定。

CFETS人民幣匯率指數幣種構成及其變化		
CFETS指數幣種	比重	人民幣雙邊匯率變化 (11/30/2015 - 4/1/2016)
USD/CNY	26.4%	-1.3%
EUR/CNY	21.4%	-9.2%
JPY/CNY	14.7%	-11.7%
HKD/CNY	6.6%	-1.3%
GBP/CNY	3.9%	4.3%
AUD/CNY	6.3%	-7.6%
NZD/CNY	0.7%	-6.2%
SGD/CNY	3.8%	-5.8%
CHF/CNY	1.5%	-8.8%
CAD/CNY	2.5%	-4.0%
CNY/MYR	4.7%	-11.0%
CNY/RUB	4.4%	0.3%
CNY/THB	3.3%	-3.5%

Sources : Bloomberg, BOCHK Research

從各具體貨幣而言，在這一段時間裏，人民幣雙邊匯率錄得升值的只有兌兩隻貨幣，分別為英鎊和盧布，兌其他11隻貨幣皆錄得貶值。不過，貶值幅度小於指數本身的4.9%的計有美元、港元、加元和泰銖，6隻貨幣加起來的權重有47.1%，接近一半，顯示期間人民幣兌貨幣籃子大多數貨幣錄得貶值，但兌貨幣籃子近半權重的貨幣其實是跑贏整個指數的，那麼CFETS指數本身的貶值源自人民幣兌貨幣籃子另外一半權重的貨幣貶幅更大之上。歸根結底，這部份與期間美元見頂回落、強勢減弱帶來的被動貶值有關。在這4個月期間，美元指數反覆回落，從略高於100的水平降至94.6，降幅超過5個百分點，兌歐元、日圓、瑞郎均錄得顯著貶值，人民幣兌美元只溫和貶值1.3%，這一市場最關注的雙邊匯率可說是處於相對穩定的區間。

回到 CFETS 匯率指數本身，根據人民銀行的解畫，匯率穩定並非指該指數只能在圍繞 100 點的水平上下窄幅波動，而是指做市商在中間價報價時，要在前一天 CNY 收市價的基礎上，直接加上保持人民幣兌一籃子貨幣匯率 24 小時穩定所要求的人民幣兌美元雙邊匯率幅度調整來報價，而且做市商要參考的除了 CFETS 指數以外，還有 BIS 和 SDR 匯率指數。在實際操作當中，自 1 月 7 日人民幣兌美元匯率見底以後，美元兌其他貨幣（美元指數）如果升值，要保持人民幣兌一籃子貨幣匯率相對穩定，人民幣兌美元匯率中間價就要在前一天收市價的基礎上貶值；反之，如果美元貶值，中間價就要升值。

這樣，人民幣兌美元中間價即使在市場當時仍有單邊貶值的預期下避免了跟隨前一天收市價不斷下調、反過來增強了單邊貶值預期的被動局面，人民幣匯率無論是兌美元還是一籃子貨幣逐漸回復穩定。另外，這一機制的重點是中間價報價要以一籃子匯率穩定為基礎，而並非一籃子匯率本身只能窄幅波動，因為如果 CFETS 本身只能窄幅波動的話，就意味著人民幣匯率要盯住或半盯住一籃子貨幣，那麼央行就可能要不時干預人民幣兌美元匯率來達到該目的，而這一做法與有違增加人民幣匯率形成機制市場化程度的初衷。

## 可預測性減 市場化增

在這樣的機制之下，CFETS 匯率指數本身只需維持短期的穩定，累計可升可貶的幅度可以較為顯著；而人民幣兌美元匯率則同時取決於美元本身的走勢和維持 CFETS 指數短期穩定的需要，累計可升可貶的幅度也可以較為顯著。這樣一來，對於 CFETS 指數和人民幣兌美元匯率未來走勢的預測便增加了不確定性，以往單邊升值或貶值的預期要形成的難度增加，雖然各方都要適應這一發展，但這恰恰是人民幣匯率形成機制市場化程度增加的結果。

從匯市實際運作觀察所得，迄今市場對 CFETS 匯率指數變化的敏感度要比人民幣兌美元匯率為低，例如 CFETS 指數從去年 11 月底下挫了 4.9%，但期間人民幣兌美元匯率只有溫和的 1.3% 的貶值幅度，市場便沒有過度的反應；而從 8/11 匯改至今年 1 月 7 日，CNY 一度貶值達到 6.1%，市場就十分不安。這部份與市場參與者對人民幣匯率以往形成的習慣、對其波動的預期和準備皆不足有關。

根據 Bloomberg 對一隻貨幣歷史波幅的簡單計算（量度該貨幣在過去一段時間從其均值偏差的程度），人民幣兌美元匯率從過去 10 天到過去 1 年，其波幅都顯著小於其他主要貨幣如歐元、日圓、英鎊、瑞郎、加元、澳元等兌美元匯率的波幅，量度的時間越長，波幅的差別越大，其他主要貨幣的波幅可以數倍於人民幣，這便容易形成單邊預期，結果是去年人民幣兌美元累計貶值 5、6 個百分點，市場便似承受不了。對此，市場參與者需要盡快作出調整，以適應人民幣匯率雙向波動以及波幅增加的未來發展形態。