

2016年1月8日

副總經理 鄂志寰

高級經濟研究員 蔡永雄

高級經濟研究員 柳 洪

## 近期人民幣兌美元匯率貶值原因及前景

### 內容摘要

2016年伊始，人民幣匯率出現大幅度貶值。1月7日，在岸和離岸人民幣兌美元匯率分別收報6.5929及6.6823，較去年底分別貶值1.5%及1.7%，當中離岸價與在岸價差曾創下1,600點以上的新高水平。人民幣兌美元匯率持續下跌主要是與加息後美元匯率繼續走強、內地經濟放緩持續、匯改後人民幣匯率更多由市場因素決定、以及人民幣匯率形成機制轉向參考一籃子貨幣有關。預計2016年全年，人民幣兌一籃子貨幣可望保持基本穩定，但兌美元仍有一定調整壓力。

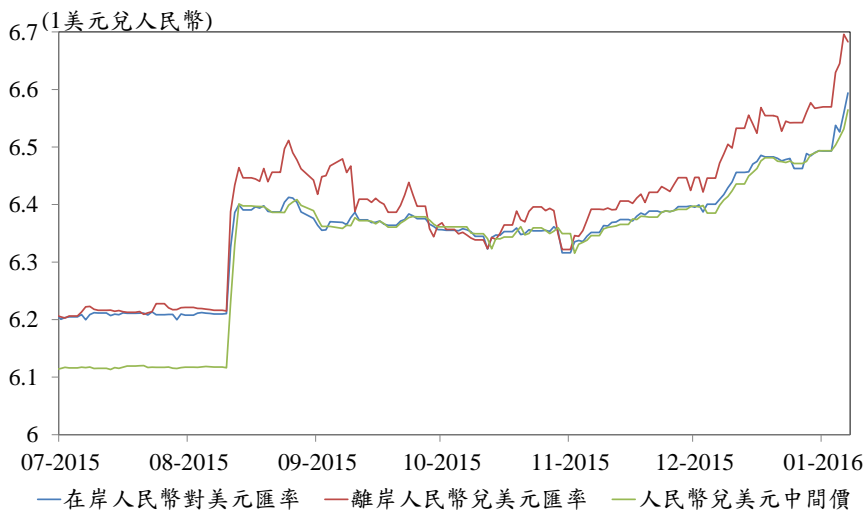
### 一、 近期人民幣匯率貶值有兩大特點

2016年伊始，人民幣兌美元匯率出現大幅度貶值。截至1月7日在岸和離岸人民幣兌美元匯率分別較去年8月11日匯改以來大幅貶值6.1%及7.5%，其匯率變化呈現以下兩大特點。

其一是從過去兩年人民幣匯率走勢看，始終面臨一定程度的貶值壓力。2014年人民幣兌美元在岸即期匯率(CNY)貶值2.4%。2015年全年再貶值4.6%，但相比彭博美元指數，這兩年美元合共升值了23.2%，故人民幣兌美元匯率的貶值幅度不算太大，並顯然是美元強勢使人民幣成為數一數二的強勢貨幣，這難免對人民幣造成一定貶值壓力。

其二是在岸和離岸人民幣匯率(CNH)價差顯著擴大。1月7日，在岸人民幣兌美元匯率收報6.5929，較去年底貶值1.5%，但離岸價的貶幅更大，報6.6823，較去年底貶值1.7%。離岸價於1月7日早上更曾一度大幅貶值至6.7618，與在岸價差高達1,600點以上，創下歷史紀錄，說明離岸市場的貶值壓力明顯大於在岸市場。

人民幣兌美元匯率在岸、離岸和中間價走勢圖



資料來源：彭博，中銀香港經濟研究

## 二、 人民幣匯率持續下跌的主要原因

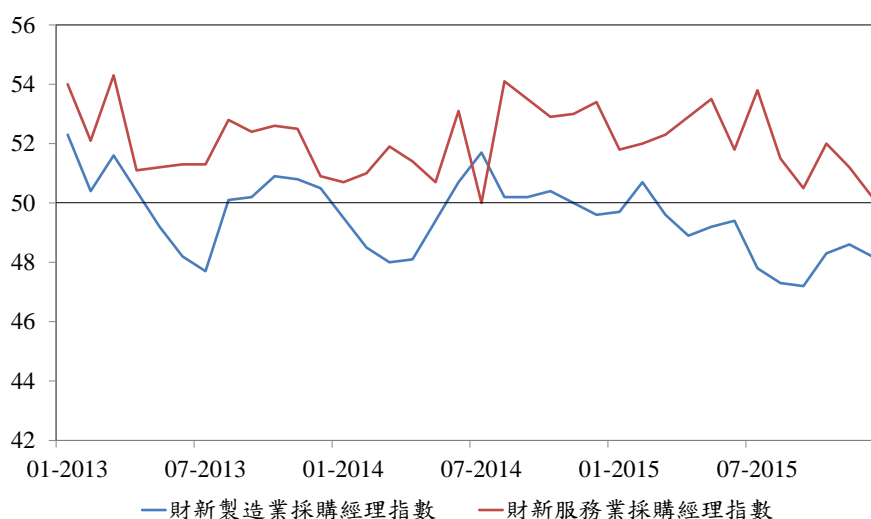
首先，加息後美元匯率繼續走強。美國聯儲局加息後，其公開市場委員會就聯邦基金利率的預測中位數為年內將加息四次，我行研究員亦認為至少加息兩次，支持美元匯率維持相對偏強。近日彭博美元指數亦曾再次逼近 100 點的水平，1 月 6 日收市價較去年 12 月上旬升值近 2%，這變相影響了人民幣兌美元匯率的表現。

美元指數相對高企 (1973年3月=100)



其次，內地經濟放緩還在持續，也在一定程度上加劇了人民幣貶值預期。去年以來，內地經濟面臨下行壓力，出口和投資表現持續疲弱，新興產業的發展不足以彌補傳統行業下行的負面影響。最近，世界銀行把內地今年的經濟增長預測由 7% 下調至 6.7%，創 1990 年以來的最低水平。

### 財新中國採購經理指數表現疲弱



資料來源：彭博，中銀香港經濟研究

同時，去年 12 月的財新製造業和服務業採購經理指數亦顯示內地經濟尚未回穩，且分別跌至 48.2 及 50.2，令市場擔心今年內地經濟或會進一步下滑。再者，內地今年五大經濟任務中的首三項是去產能、去庫存、去槓桿，有關措施從長期看將有助於內地經濟更加健康發展，但在短期內則可能對經濟表現構成制約。

第三，匯改後人民幣匯率更多由市場因素決定。去年 8 月 11 日，人民銀行實施人民幣兌美元匯率中間價報價機制改革。改革後，做市商參考上日銀行間外匯市場收盤匯率，綜合考慮外匯供求情況以及國際主要貨幣匯率變化向中國外匯交易中心提供中間價報價。在新機制下，人民幣兌美元中間價受在岸價的影響顯著增強，中間價向在岸價靠近，在岸價向市場均衡匯率靠近。匯改後的最初三天人民幣兌美元中間價急跌約 4.7%，在岸價貶值約 3%。從機制上說，人民幣匯率機制調整後，人民幣匯率決定更多地來自市場因素的影響，更大程度反映市場預期的變化。

自去年 11 月底國際貨幣基金組織宣佈人民幣加入 SDR 後，人民幣兌美元匯率更多按照市場的供求情況來訂價，在岸價於去年 11 月底由 6.40 左右跌至接近 6.60，而離岸價則由 6.42 曾跌至 6.76。因此，市場亦擔心人民幣匯率更多按市場因素來訂價時，貨幣政策制定當局對人民幣匯率波動(包括貶值)的容忍度亦會加大，進一步影響市場氣氛，並強化了貶值預期。

第四，人民幣匯率形成機制逐漸轉向參考一籃子貨幣。去年 12 月 11 日，中國外匯交易中心發佈了 CFETS 人民幣匯率指數，目的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。在首次公佈時，CFETS 人民幣匯率指數(2014 年底為 100)於 11 月底為 102.93，即人民幣兌一籃子貨幣較 2014 年底升值了 2.93%，但當時人民幣兌美元匯率則已貶值 3.1%，顯示人民幣除美元以外維持溫和升值。若以 2015 年全年計，CFETS 人民幣匯率指數升值 0.94%，顯示人民幣兌一籃子貨幣在去年 12 月單月貶值約 1.9%，而兌美元匯率亦貶值約 1.5%。另外，中國外匯交易中心參考 BIS 貨幣籃子、SDR 貨幣籃子計算出來的人民幣匯率指數在 2015 年則分別升值 1.71%及貶值 1.16%。即使目前外匯市場依然把焦點放在人民幣兌美元匯率上，但亦相信人民銀行正在推動市場參與者更多關注人民幣匯率指數，而有意淡化人民幣兌美元匯率變化的影響。

### 三、 2016 年人民幣將保持兌一籃子貨幣的基本穩定，兌美元匯率則仍有調整壓力

8.11 匯改以來，人民幣兌美元雖然明顯貶值，但是兌一籃子貨幣仍保持基本穩定。預計 2016 年全年，仍有不少支撐人民幣匯率的可利因素，如人民幣國際化和“一帶一路”戰略的實施將取得新進展，尤其是人民幣加入 SDR 貨幣籃子將於 10 月 1 日生效，人民幣正式晉升為國際儲備貨幣，中國外匯交易中心發佈官方權威 CFETS 人民幣匯率指數亦不斷擴大其影響，逐步實現人民幣與美元脫鉤，減少人民幣兌單一貨幣帶來的匯率扭曲，將有助於提升市場對人民幣仍是全球第二強勢貨幣的認知。人民幣的國際使用和需求增加，將支撐人民幣兌一籃子貨幣繼續保持穩定。

人民幣兌美元匯率的走勢則可能繼續分化。人民幣納入 SDR 貨幣籃子之後，對照其他四種可兌換貨幣，人民幣仍面臨匯率市場化改革的壓力。市場因素對人民幣匯率的形成將發揮更大作用。人民幣匯率的自身規律將得以更大程度體現。從影響匯率的主要因素看，人民幣兌美元仍有調整壓力。

首先，美聯儲加息步伐有一定可能超出市場預期。美國經濟溫和復蘇，一些經濟表現還不盡如人意。因而，市場對美聯儲今年加息的預期一般為二到三次。但是，從影響美聯儲加息步伐的兩個主要因素就業和通脹觀察：近日人力資源服務公司 ADP 公佈的就業調查報告顯示，美國 12 月私營部門就業人數大增 25.7 萬，遠高於預期值 19.8 萬，預示美國 12 月非農就業數據向好；近幾個月平均時薪增長，顯示薪金增長帶動通脹升溫的情形開始臨近。如果相關趨勢得以保持，不排除美聯儲今年加息四次的可能。從美聯儲過去的加息週期看，加息前後美元匯率往往會升值。美聯儲加息步伐如果加快，全球金融市



場的動盪亦將加劇。中東地緣局勢緊張之類的突發事件如果增多，各種避險需求都可能令美元形成強勢。另外，歐洲央行可能進一步加碼量寬，歐元後市易跌難升。歐元在 ICE 發佈的美元指數中占比達 57.6%，與美元形成蹺蹺板效應，歐元弱勢亦將助推美元走強。全球主要貨幣兌美元均面臨貶值壓力，人民幣亦無法獨善其身。

在 CFETS 人民幣匯率指數籃子的 13 只貨幣中，美元佔 26.4%，港元佔 6.55%，由於港元實行與美元掛鈎的聯繫匯率，可以被視為准美元，兩者相加，CFETS 人民幣匯率指數當中美元的權重其實可達到 33%。在人民幣兌一籃子貨幣保持穩定的前提下，美元保持強勢並企於高位，人民幣兌美元也需要貶值。

CFETS 人民幣匯率指數

幣種	權重	幣種	權重
USD/CNY	0.2640	SGD/CNY	0.0382
EUR/CNY	0.2139	CHF/CNY	0.0151
JPY/CNY	0.1468	CAD/CNY	0.0253
HKD/CNY	0.0655	CNY/MYR	0.0467
GBP/CNY	0.0386	CNY/RUB	0.0436
AUD/CNY	0.0627	CNY/THB	0.0333
NZD/CNY	0.0065		

資料來源：中國外匯交易中心

其次，今年有很大可能是內地經濟調整最困難的時期。整個世界經濟在收縮，世界貿易增長放緩，外貿對內地經濟增長的貢獻可能接近於零。產能過剩、信貸過度、通縮風險上升等難題難以化解。現在大量的人力物力在轉向服務業。比較而言，服務業沒有工業部門的勞動生產率高，從發達經濟體的經驗看，這樣的轉變會使得經濟增長減速。“供給側”改革雖然有利於提高資源配置效率，中長期可破解內地的經濟難題，但短期可能導致很多企業被並購掉，被重組掉，還有一些企業可能不得已宣佈破產，或加大今年的經濟下行壓力。房地產庫存過高，目前全國房地產開發投資增速只有 1.3%。化解房地產庫存，帶來投資和消費增長並拉動 GDP，可能需要到第四季度才能見到明顯效果。“兩孩政策”有望對經濟增長每年產生 0.2% 的拉動效果，但今年下半年才可能真正發力，對今年的經濟增長貢獻有限。而人民幣兌美元匯率的走勢，歸根究底取決於實體經濟的表現及其前景預期。

第三，中美利差將進一步收窄。內地貨幣政策在穩增長中仍將扮演重要角色。為了穩定短期利率，降低社會融資成本，央行構建利率走廊。未來降准、降息均將以穩定短期利率為前提。目前，內地一年期存貸款基準利率分別為 1.5% 和 4.35%，未來可能進一步下調。若 2016 年美聯儲加息四次，其基準利率可能接近 1.5%，不排除會高於內地基準利率，甚至形成中美利差倒掛的局面。從 2005 年人民幣匯改後中美利差和人民幣兌美元匯率走勢觀察，趨勢基本一致。如 2008-2011 年，中美 10 年期國債收益率逐漸擴大至 2% 以上，人民幣兌美元不斷升值。而 2011-2014 年中美利差保持穩定，人民幣兌美元匯率也相對穩定。自 2014 年起中美 10 年期國債利差由超過 1.5% 收

窄至 80bp 左右，人民幣貶值預期升溫。今年中美利差進一步收窄甚至倒掛，人民幣兌美元仍存貶值壓力。

第四，國際收支結構調整。2015 年 12 月末中國外匯儲備降至 3.33 萬億美元，較 11 月末的 3.44 萬億美元下降約 1,100 億美元，反映出內地國際收支格局出現中短期趨勢性的變化。內地貨物貿易順差擴大，緣於進口下滑幅度比出口更大，這種衰退式的順差狀況將難以持續。服務貿易逆差大頭來自內地公民出境旅遊，未來可能會進一步增加。企業“走出去”及增加對外投資趨勢不可逆轉。所以，從趨勢上看，國際收支可能出現經常項目順差收窄、資本金融項目逆差擴大的態勢。資金流向也反映在銀行的結售匯上，逆差格局中短期扭轉不易。

第五，內地金融市場相互作用程度上升。一是人民幣離岸匯價拖累在岸匯價。人民幣空頭在離岸市場通過拉大境內外即期、遠期匯差，壓低人民幣無本金交割遠期合約(NDF)報價等方式，增加遠期跨境套匯、離岸市場貸人民幣買美元、企業發行人民幣債還美元債等行為的誘因，強化人民幣兌美元的貶值預期，拖累 CNY 價格調整。二是內地股匯聯動更為緊密。最近幾個交易日，內地 A 股熔斷與人民幣兌美元匯率下跌密切關聯並交互作用。股市、匯市和樓市的互動加大了宏觀調控的難度。

第六，匯改向清潔浮動推進。順應全方位對外開放是金融發展的必然要求，人民幣匯率機制的改革朝自由浮動/清潔浮動匯率推進將是大方向。推進匯改增強匯率彈性，擴大人民幣兌美元的日浮動區間是必然選擇。2012 年 4 月和 2014 年 3 月人民幣兌美元的日浮動區間分別擴大至 1%和 2%，人民幣都出現階段性貶值。預計日浮動區間進一步擴大，亦將增人民幣的貶值壓力。另外，過去十年來人民幣一直存在“對內貶值、對外升值”現象，推動資本市場雙向開放，亦將促人民幣匯率反映幣值。

展望 2016 年全年，人民幣兌一籃子貨幣仍有望保持基本穩定，但兌美元則仍有貶值壓力。預計 2016 年人民幣兌美元呈先跌後回走勢。年底 CNY 可能跌至 6.80 上下；CNH 則可能跌至 6.90 上下。