

2016年7月12日

經濟研究員 巴晴

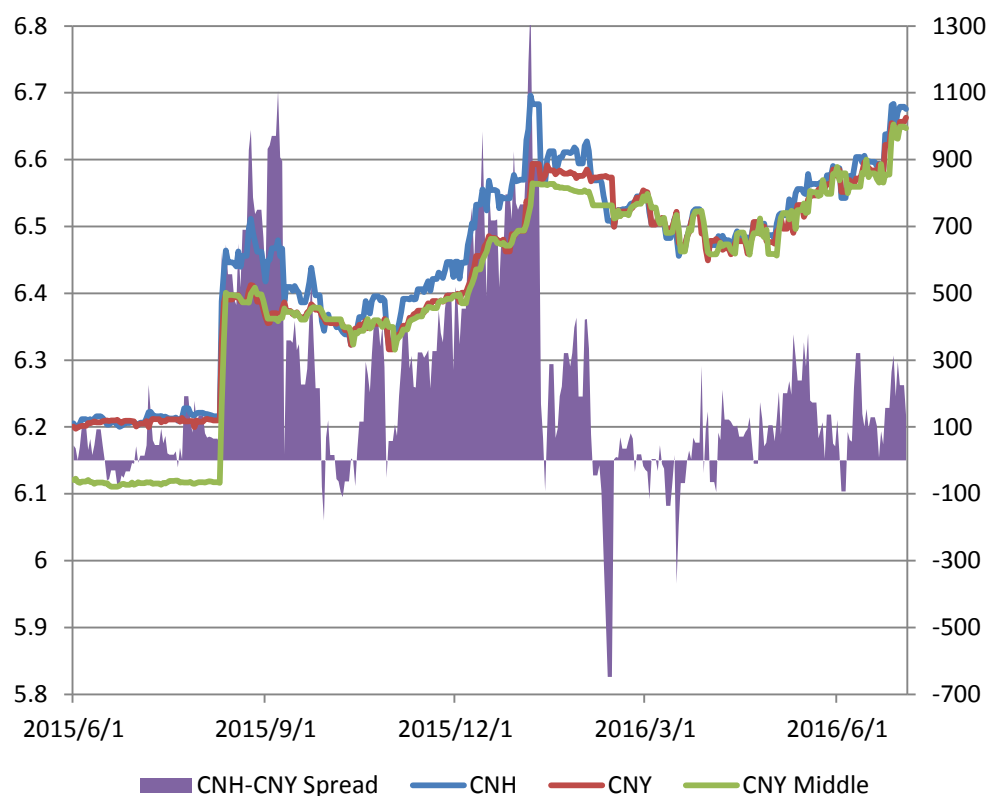
“脫歐”事件後，人民幣匯率 及境內、外人民幣匯率價差的走勢分析

內容提要

“脫歐”事件後人民幣出現一波貶值走勢，境內、境外人民幣匯率價差亦一度拉闊。近期人民幣走勢屬於新定價機制下的技術性貶值，與內地經濟基本面和資本外流等關係較小；811 匯改後，中間價和 CNY 更多反映市場供求和預期變化，有利於境內、外人民幣匯率價差收斂。“脫歐”沒有引發全球性資金流動危機，對境內、外匯率價差影響較以往危機輕微。在目前國際金融環境較為動盪時期，建議維護中間價定價機制的透明性和持續性，加強對匯率預期引導，令市場明白短期外部衝擊與長期趨勢性貶值的區別所在，從而更好地穩定 CNY 以及 CNH 的匯率預期。同時，改善離岸市場流動性，減輕避險情緒帶來的短期衝擊，有利於境內、境外人民幣匯率價差進一步收斂。

超預期的“脫歐”結果給金融市場帶來不確定性，海外避險情緒升溫，人民幣匯率承壓。23 日“脫歐”後在岸人民幣中間價連續高開，由 23 日的 6.5658 上升至 28 日的 6.6528，貶值 870 基點，隨後小幅回穩後再次升至 6.6820（7 月 7 日），累計貶值約 1.76%。在岸 CNY 及離岸 CNH 匯價同時走弱，在岸 CNY 由 23 日的 6.5734 上升至 6.6845，CNH 由 23 日的 6.5859 上升至 6.6954。另外，境內、外人民幣匯率價差曾一度拉闊，離岸 CNH 較在岸 CNY 高出 300 基點左右，隨後兩者價差逐步收窄至 100 基點左右。

圖：近期 CNH 與 CNY 走勢及價差收斂情況



一、近期人民幣走勢屬於新定價機制下的技術性貶值

去年“8.11”匯改和 CFETS 指數推出後，人民幣匯率運行機制發生改變，《一季度貨幣政策執行報告》專門對匯改後人民幣匯率定價機制進行闡述，在 2 月份之後經過 4 個多月的運作，初步形成了“收盤匯率+一籃子貨幣匯率變化”的人民幣兌美元中間價形成機制。其中，“收盤匯率”是指上日 16 時 30 分銀行間外匯市場的人民幣對美元收盤匯率，主要反映外匯市場供求狀況。“一籃子貨幣匯率變化”是指為保持人民幣對一籃子貨幣匯率基本穩定所要求的人民幣對美元雙邊匯率的調整幅度，主要是為了保持當日人民幣匯率指數與上一日人民幣匯率指數相對穩定。

在新的定價機制下，“脫歐”後美元出現大漲，人民幣自然跟隨其他貨幣較美元貶值，導致人民幣收盤價弱於中間價。這時第二天的中間價需要對美元貶值。另一方面，人民幣也要參考“籃子貨幣”，脫歐後美元走強，籃子貨幣走弱，為了對一籃子貨幣保持穩定，第二天的中間價報價也需要對美元貶值。

從市場數據來看，“脫歐”事件後中間價報價大致遵循了“收

盤匯率+一籃子貨幣匯率變化”的定價規律。“脫歐”當天（24日）隨著美元指數大升，美元對人民幣即期匯率收盤報 6.6148，在“參考收盤價”定價原則下，市場供求因素對中間價起到 370 個基點的拉升作用。同時，英鎊及歐元出現大幅回落，在“參考一籃子”貨幣定價規則下，“一籃子貨幣”因素對中間價產生了 150 個基點以上的拉升作用。第二天人民幣中間價單日貶值幅度接近 600 個基點，基本上是兩者疊加因素的綜合反映。隨後多個交易日，人民幣兌美元匯率中間價報價大致與這一機制相符，以致短期內形成一波人民幣貶值走勢。

這輪人民幣貶值與 2015 年 8 月和 2016 年 1 月的宏觀經濟背景存在很大差異。2015 年下半年，股市異常波動，出口下滑，企業處於去庫存進程，經濟下行壓力較大，因此前兩次貶值主要受經濟基本面因素影響。相比之下，由於 2016 年初以來投資觸底回升、去庫存進入尾聲，受一季度穩增長政策、信貸大規模投放等帶動，目前中國經濟金融環境開始趨穩，資本流出壓力緩解，對人民幣匯率並不構成明顯貶值壓力。目前 CNY 出現的被動貶值更大程度是短期性外部衝擊的結果，不應當誤讀成趨勢性貶值。

筆者認為，第一，“脫歐”後人民幣出現小幅貶值走勢，屬於人民幣中間價執行了“收盤匯率+一籃子貨幣匯率變化”定價規則而產生的被動貶值結果，與內地經濟基本面和資本外流等關係較小。第二，為保持新定價機制的透明度和持續性，目前暫時對人民幣造成技術性貶值壓力，但可以維護中間價定價機制的透明度和市場化，長期而言，有利於樹立市場對人民幣走勢的信心，提高市場對匯率波動的適應能力。第三，作為向浮動匯率轉變的一個過渡性安排，新人民幣匯率機制在應對美元和籃子貨幣的疊加作用等時還有可完善之處，需要與市場進一步磨合。

二、境內、外人民幣匯率價差是否會進一步拉闊？

境內、外人民幣匯率價差是市場關注的主要指標。當人民幣匯率出現波動或貶值時，離岸 CNH 往往波幅更大，造成境內、外人民幣匯率之間出現大幅價差，為離岸市場帶來不穩定因素。去年 IMF 評估人民幣作為 SDR 貨幣的報告中，亦提出在岸 CNY 與離岸 CNH 之間匯差過大，不利於境外機構進行風險對沖。

境內、外人民幣匯率價差主要受兩個方面因素影響。一是人民幣匯率預期，二是國際投資者風險偏好出現較大變化對離岸市場帶來衝

擊。在目前市場情況下，人民幣被動走弱，脫歐導致國際市場風險上升，境內、外人民幣匯率價差是否會再次拉闊，為離岸市場帶來壓力？

（一）人民幣匯率預期因素

由於在岸市場存在資本管制、交易區間等限制，在岸CNY及中間價不能完全反映市場預期以及經濟基本面信息，而離岸市場更加市場化，CNH匯率對內地經濟基本面變化更敏感，這是形成CNH與CNY之間匯差的主要原因。

比如，2015年一季度，市場對中國經濟增速放緩憂慮，人民幣出現貶值趨勢。在岸CNY受交易區間限制，基本逼近2%交易上端區間交易，沒有完全反應出市場對人民幣貶值預期，而境外CNH表現更為波動，出現更大貶值幅度，說明CNH匯率對內地經濟指標的反應更為強烈，兩地價差持續至350基點以上。

但是在去年“8.11”匯改和CFETS指數推出後，這種情況有所改變。目前人民幣中間價基本上按照“收盤匯率+一籃子貨幣匯率變化”進行定價，這使得中間價及CNY對市場預期的反應能力有了明顯提升，因此，離岸市場CNH和CNY對中國經濟信息的理解偏差在一定程度上是縮小的，人民幣匯率預期因素對境內、外匯率價差的影響有所減弱。數據顯示，今年2月份後，在新定價機制下，CNH與CNY價差已明顯收窄至100-200基點，CNH主要在貼近CNY的6.45-6.60區間內波動。

（二）國際金融市場變化因素

由於離岸市場與國際金融市場的聯繫更緊密，當全球避險情緒上升時會導致市場對美元需求上升，容易引發投資者減持人民幣資產。因此，一般在國際金融市場較動盪時期，在岸和離岸匯率通常會出現較明顯的價差。一個較為明顯的例子是，2011年秋天歐債危機深化，全球避險情緒上升，CNH較CNY出現了更大的貶值幅度，而當時人民幣匯率實際上一直處於升值區間。

“脫歐”事件後，我們看到全球主要風險指標和投資者風險態度出現了一定程度波動，但波幅明顯小於歐債危機時。其中，美國國債收益率從1.74%下降至1.44%，下降幅度小於加息影響。VIX指數一度攀升至25.76，隨後下降至14.77，回到脫歐之前水準，說明市場認為“脫歐”尚屬於局部影響，未引發全球流動性危機，對離岸市

場衝擊不大，

綜合上面兩方面因素判斷，“脫歐”事件導致境內、外匯率價差拉闊的可能性較以往要小。一方面，“811”匯改後，中間價更為市場化，CNY 和中間價反映市場預期能力提高，有利於境內、外人民幣匯率價差收斂；另一方面，“脫歐”沒有引發全球性資金流動危機，暫時對離岸市場資本流動衝擊不大。從數據上看，脫歐危機後，境內、外人民幣匯率價差出現了較以往不同的走勢，價差由 300 基點逐步收窄至 150 基點內。

三、短期展望

未來人民幣匯率及境內、外價差的走勢主要取決於幾方面因素，一是美元走強是否對人民幣匯率繼續帶來壓力，二是市場對新定價機制下人民幣匯率如何解讀，三是全球資本流動的影響。

第一，美元走強概率較低。6 月耶倫已在議息會上強調了英國脫歐風險，英國退歐帶來的基本面和金融市場動盪都將使美聯儲加息進程更為謹慎，市場預期可能美元全年加息一次甚至不加息，美元未必恒強，對人民幣匯率壓力將有所緩解。

第二，在新定價機制下，籃子貨幣走勢也會對人民幣匯率產生影響。雖然英國問題對人民幣定價來說屬於外部衝擊，但它可以通過“參考一籃子貨幣”向人民幣施加貶值壓力，使人民幣匯率出現階段性貶值假像。如果此時市場對人民幣被動貶值產生誤讀，加重貶值預期，就會對 CNY、繼而對 CNH 會產生壓力，繼而引起境內、外人民幣匯率價差拉闊。

第三，從全球流動性角度來看，脫歐可能導致金融市場出現階段性、脈衝式動盪，對資產價格和資本流動產生持續影響，需要全球主要央行聯手維穩，釋放流動性，避免對新興市場造成大幅衝擊。

在目前國際金融環境較為動盪時期，建議在維護中間價定價機制的透明性和持續性同時，同時加強對匯率預期引導，令市場明白短期外部衝擊與長期趨勢性貶值的區別所在，從而更好地穩定 CNY 以及 CNH 的匯率預期。同時改善離岸市場流動性，減輕避險情緒帶來的短期衝擊，有利於境內、外人民幣匯率價差的進一步收斂。