

2016年8月11日

高級經濟研究員 柳洪

8.11 匯改周年回顧與前瞻： 提高人民幣匯率靈活性意味什麼？

去年8月11日，人民銀行推出人民幣市場化改革重大舉措，完善人民幣兌美元匯率中間價報價機制。該舉措既提升了中間價的市場化程度，又回應並滿足了IMF對人民幣納入SDR貨幣籃子的重要關切，促進了人民幣去年11月底順利加入SDR貨幣籃子，正式進入國際儲備貨幣的行列，權重為10.92%，在五種貨幣中排名第三，僅次於美元和歐元。8.11匯改之後，人民銀行持續推進人民幣匯率市場化形成機制改革，去年12月份公佈了人民幣匯率指數，今年初初步形成了“收盤匯率+一籃子貨幣匯率變化”的中間價報價機制。在雙錨機制下，人民幣匯率的靈活性、規則性、透明度和市場化水平顯著提高。近期人民銀行強調，將進一步提高匯率的靈活性。提高匯率的靈活性將意味著什麼？

一、人民幣兌美元中間價匯率彈性增強

2005年7月人民銀行啟動人民幣匯率形成機制改革至2014年年初，人民幣兌美元匯率穩步升值。綜觀過去數十年，人民幣相比其他國家貨幣，匯率總體非常穩定，波動性幾乎是全球最小的。這種現象也給國內國際市場造成人民幣就應該特別穩定的不切實際的預期。

8.11匯改之後，人民幣的市場化程度顯著提升，波動性逐步擴大。今年上半年，人民幣對美元匯率中間價最高為6.4565元，最低為6.6528元；雙向波動的特點更為明顯，120個交易日中59個交易日升值、61個交易日貶值，其中，最大單日升值幅度為0.57%（365點），最大單日貶值幅度為0.90%（599點）。

根據人民銀行提供的數據，今年3月初至6月末，人民幣兌美元匯率中間價年化波動率為4.28%，CFETS人民幣匯率指數年化波動率亦有2.31%。人民幣兌美元匯率的波動率超過人民幣對一籃子貨幣匯率指數的波動率，體現了在“收盤匯率+一籃子貨幣匯率變化”的人民幣兌美元匯率中間價形成機制下，人民幣兌美元匯率更加靈活，彈性顯著增強。市場對人民幣擴大波動性，反應越來越平靜，說明市場也逐步適應了人民幣擴

大波動性。

二、人民幣兌美元匯率將更多地順應市場趨勢波動

8.11 匯改提升了人民幣兌美元中間價的市場化程度，讓人民幣匯率更廣泛的反映市場的供求關係。人民幣匯率市場化程度提升的過程，其實亦是人民幣匯率糾偏、逐步反映市場價格的過程。原因是人民銀行 2005 年 7 月啟動匯改以來，人民幣兌美元匯率至 2014 年年初，升值近 40%；即使至 2016 年 6 月末，人民幣對美元匯率累計亦升值 24.81%，存在一定程度的超升、高估。

一年來市場趨勢不斷變化。去年 12 月美聯儲啟動了金融海嘯以來的首次加息，正式步入加息週期，美元走強。但是，之後加息預期不斷變化，美聯儲以各種理由延後第二次加息，導致今年美元表現為強-弱-強 V 型反轉。6 月 24 日，英國“脫歐”黑天鵝飛出，經濟全球化趨勢面臨考驗，英鎊、歐元承壓，以及更多資金避險流入美元資產，助推美元升值。另外，年初以來市場對中國內地經濟的看法也有波動，看空做空人民幣的力量時強時弱。

順應市場趨勢，人民幣兌美元匯率今年年初至今，亦經歷了四個階段，實現了不對稱性的有序貶值：1 月初急跌，1 月中至 4 月底企穩反彈，4 月底至 7 月 18 日貶值 3.6%，7 月 19 日至今反彈約 1%。以 YTD 計，目前人民幣兌美元在岸價（CNY）貶值約 2.4%。

三、循序漸進開放資本賬戶仍將對人民幣匯率產生持續影響

8.11 匯改之後，監管層確實加強了套利監管。譬如：外管局重申 56 號文，加強了銀行對個人分拆購匯的管理，督促銀行重點關注人民幣 NRA 賬戶（人民幣非居民賬戶，又稱境外機構境內賬戶）購匯操作；對銀聯卡境外取現設限；加強遠期售匯宏觀審慎管理，對開展代客遠期售匯業務的金融機構收取外匯風險準備金，包括進入銀行間外匯市場的境外金融機構，在境外與其客戶開展遠期賣匯業務產生的頭寸在銀行間外匯市場平盤後，按月對其上一月平盤額交納外匯風險準備金，準備金率為 20%，準備金利率為零。加強監管目的是為了堵塞套利漏洞，擠壓套利空間，使匯改舉措能在良好的市場環境下運行，並不是放慢或者收緊資本賬開放步伐。

去年以來，資本賬戶的開放仍在有序推進。譬如：人行允許境外央行類機構直接進入中國銀行間外匯市場，開展即期、遠期、掉期和期權等外匯交易。市場更為關注的是，2016 年 2 月 24 日，人行發佈 2016 第 3 號公告，對境外機構投資者投資境內銀行間債券市場，放開境外機構投資者主體種類限制，取消額度限制，簡化管理流程等等。人行推出這些措施，不排除有滿足人民幣加入 SDR 籃子後全球增持人民幣資產的需求，

以及可起到平抑資金外流支撐人民幣匯率作用等考慮，但更主要的意圖是，向市場表明人民幣匯率的波動不會明顯影響匯率改革及資本賬戶開放的步伐。

四、目前人民幣貶值預期有所減弱 市場信心開始恢復

8.11 匯改後，市場對人民幣的信心有些波動，人民幣貶值預期揮之不去。一年來人民幣兌美元經歷 3 浪下跌，人民幣兌一籃子貨幣下跌超過 8%。鑒於人民幣匯率已順應市場趨勢做了有序貶值，初步形成的“收盤匯價+一籃子貨幣匯率變化”的中間價新機制，可產生兩面作用：一方面增強了中間價的透明度和可預測性，可增添市場對新機制的信心，承受更大幅度的匯率波動；另一方面亦有利於分化市場預期，減緩單向貶值預期。於是，市場信心開始恢復。

近期人民幣兌美元匯率趨穩，即期市場人民幣貶值壓力有所緩和，在岸價（CNY）和離岸價（CNH）主要在 6.63 與 6.68 之間波動，在岸價與離岸匯率價差收窄。遠期市場貶值壓力並不強烈，人民幣兌美元無本金交割遠期（NDF）6 個月遠期報價 6.7275。

人民幣兌一籃子貨幣三大指數：CFETS 人民幣匯率指數、參考 BIS 貨幣籃子和 SDR 貨幣籃子的人民幣匯率指數，8 月 5 日分別為 94.72、95.37 和 95.72。三大人民幣匯率指數雖然自 6 月底以來有升有跌，但在英國“脫歐”導致國際匯市劇烈波動的背景下，人民幣匯率總體上對一籃子貨幣匯率保持了基本穩定，市場預期也較為平穩。

五、探尋均衡匯率水平仍在路上 年底 CNY 可能企穩 6.7 水平

在美聯儲緩慢加息週期的背景下，探尋人民幣對美元以及對一籃子貨幣匯率的合理均衡水平有難度。為防止出現超調，加劇資金外流等風險，加強預期管理很有必要。從下列幾個因素探尋人民幣對美元及對一籃子貨幣匯率的合理均衡水平，預測年底 CNY 可能企穩 6.7 水平。

從政策面觀察。內地貨幣政策將保持穩健，在抑制資產泡沫和著力供給側結構性改革的前提下，貨幣政策基調將重回中性，儘管 CPI 和 PPI 數據為降准降息提供了一定空間，但短期降准降息的幾率仍進一步下降。人民幣與主要貨幣的利差仍然較大。香港市場目前仍有 13 間銀行提供 3 厘的人民幣存款年息。較大利差將對人民幣匯率形成支撐。

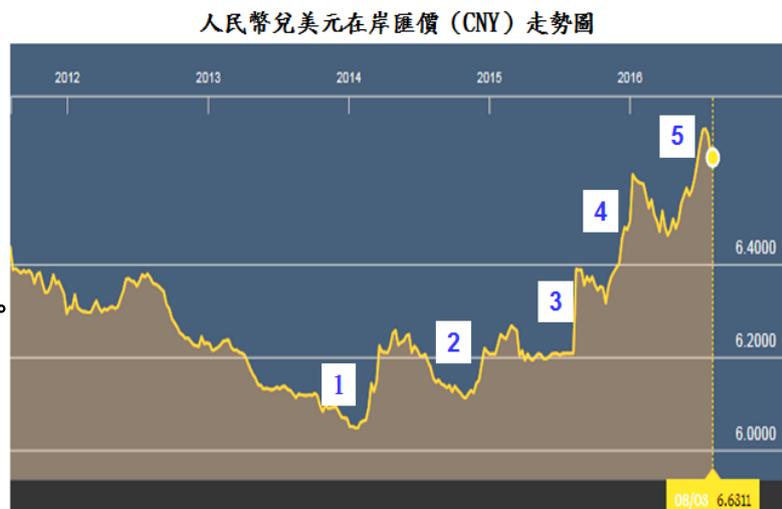
未來一段時間，預計人民銀行或強化預期管理，加大維穩人民幣匯率的力度。原因是二十國集團（G20）峰會 9 月初在杭州舉行，10 月 1 日起人民幣加入 SDR 貨幣籃子正式生效，完成邁向國際儲備貨幣的跨越，基本穩定的人民幣匯率及較小的離岸在岸匯率價差，可營造良好的市場氛圍。

從基本面觀察。今年上半年，中國內地經常賬戶順差達 987 億美元。展望下半年，出口雖面臨壓力，但經常賬戶仍將保持較大順差。內地經濟上半年增長 6.7%，符合預期。消費支出對經濟增長的貢獻達 73.4%，顯示經濟結構進一步優化，將支持內地經濟今年運行在 6.5%到 7%的合理區間，亦將支持內地經濟較長時間保持 L 形增長。最近，IMF 將中國內地經濟增長預測調升至 6.6%，進一步說明中國內地經濟是世界經濟的“穩定錨”。未來中美經濟週期背離不會持續太長時間。

從壓力面觀察。近兩年人民幣貶值的壓力主要來自美元走強。預計今年 11 月之前美元可能步入調整期，不弱亦難強。原因是美聯儲年內可能難以加息，下半年美國經濟難有較大增幅，全球金融市場在美國總統大選塵埃落定之前可能會相對平靜，新黑天鵝飛出的幾率較低，資金避險的需求降低。亞元指數（不包含日元的亞洲主要貨幣）近期徘徊在 107 點上下，其走勢顯示亞洲主要貨幣趨穩，對人民幣亦將產生趨穩的聯動影響和預期。

內地資本外流的誘因減少。近幾個月外匯儲備有升有跌小幅波動，銀行結售匯逆差收窄，反映跨境資本流動趨穩。預期人民幣加入 SDR 將提高人民幣資產的配置需求，原因是目前境外機構增持人民幣資產已逐漸升溫，債券受捧，今年上半年增 1234 億元，6 月份境外機構持人債的餘額 6635 億元，比 5 月份增 401 億元。

從技術面分析。2014 年年初以來，人民幣兌美元匯率經歷了五浪下跌。7 月 18 日以來，人民幣兌美元已經持續



資料來源：彭博

反彈、企穩。從過去五浪的技術分析，反彈一般會持續 3 到 4 個月，幅度 1.5%左右。推測反彈可能持續到 11 月份。如果屆時外圍風險因素增加，人民幣貶值壓力加大，順應市場趨勢適度、有序貶值，幅度超過 1.5%的機會不大。由此判斷，年底 CNY 可能企穩 6.7 水平。

六、未來人民幣匯改將穩步推進 人民幣地位將進一步提升

人民銀行在匯改後不斷摸索經驗，與市場的溝通日見順暢，今後推進人民幣匯改，預計應該會穩步推進，儘量減少對金融市場造成震盪並產生溢出效應的可能性。

一是提高匯率的靈活性，加大市場決定匯率的力度。增強人民幣匯率雙向浮動彈性，除了順應市場趨勢有序升貶外，亦需要進一步加大中間價的波動性。在擴大人民幣匯率波動性的同時，亦需要逐步引導市場適應人民幣進一步擴大波動性。

二是進一步加大參考一籃子貨幣的力度，即保持一籃子匯率的基本穩定。完善人民幣對一籃子貨幣的參考機制，將涉及一系列安排，包括引導市場測算保持一籃子匯率穩定所要求的匯率水平；要求做市商在提供中間價報價時考慮穩定籃子的需要；以及央行在進行匯率調節時維護對籃子穩定的策略等。

三是擴大市場雙向開放，有序推進人民幣資本項目的可兌換。在美聯儲加息週期的背景下，探尋人民幣對美元及一籃子貨幣的合理均衡匯率水平，努力實現匯率“在合理均衡水平上的基本穩定”，在此基礎上逐步實現資本項目的可兌換。

隨著人民幣匯改穩步推進，人民幣匯率的靈活性不斷提高，人民幣匯率的市場化及其國際化進程前景看好。但是，人民幣匯率的市場化及其國際化進程前景，歸根結蒂要回歸經濟基本面。而供給側結構性改革是否成功，事關中國內地經濟的基本面能否長期健康發展。近期市場上有些經濟師對中國內地供給側結構性改革表示擔憂，進而擔心人民幣長遠或會成為下一個日圓。

筆者認為，中國內地供給側結構性改革任重道遠，人民幣不會成為下一個日圓。相反，英國脫歐凸顯歐元作為超主權貨幣的脆弱性，歐元的國際地位（6月份歐元在國際外匯儲備中佔比降至19.9%）和全球的支付使用佔比（6月跌至29.4%）可能會有所調整，客觀上有利於提升人民幣在國際貨幣體系中的作用。人民幣完成了從結算貨幣、投融資貨幣到國際儲備貨幣，從周邊性貨幣、區域性貨幣到全球性貨幣的歷史性跨越之後，展望前景，不排除有晉升為全球第二大儲備貨幣的可能。