中國銀行(香港)有限公司

發展規劃部　經濟研究處研究報告

2016 年 8 月 29 日

發展規劃部總經理 張朝陽
高級經濟研究員 應　堅

離岸人民幣匯率形成機制的新變化

內容提要

人民幣匯率體系具有鮮明特點，表現為離岸及在岸市場同時并存 CNH、CNY 及中間價等三個不同匯率。有人擔憂，離岸市場越做越大，人民幣匯率定價權會不會旁落？我們分析認為，這種情況缺乏事實根據。離岸市場依賴于在岸市場，并不存在獨立的匯率形成機制。CNH 一定程度上接受中間價引導，并圍繞中間價波動。過去幾年，經常項下 CNH 與 CNY 存在套戥機制，令兩者趨于一致。隨著資本項目開放，CNH 與 CNY 之間仍會有套戥，點差將會不斷收窄。更重要的是，無論在岸市場還是離岸市場，經濟基本面是決定人民幣匯率走勢的根本因素。

自香港離岸人民幣市場於 2010 年下半年形成，離岸及在岸市場 CNH、CNY 及中間價並存，三種人民幣匯率的關係一直就是市場感興趣的話題。儘管內地不斷完善中間價形成機制，令 CNY 進一步市場化，但 CNH 是在完全市場化條件下形成的。“811”匯改後 CNH 波動明顯大於 CNY，有人認為，CNH 急劇波動增加了 CNY 的不確定性。隨著跨境人民幣流動規模迅速擴大，未來兩個市場互動性必會進一步增強，CNH 和 CNY 究竟如何相互影響，值得關注。倘若 CNH 左右 CNY 變化方向，內地宏觀調控將會受到牽制，這不是人民幣國際化希望得到的結果。究竟有多大機會出現這種結果，本文擬做進一步探討。

一、經常項下 CNH 的形成

離岸市場是否有獨立的匯率形成機制？CNH 真的脫離在岸市場約束而特立獨行了嗎？無論理論還是實踐，這可能只是一種錯覺。

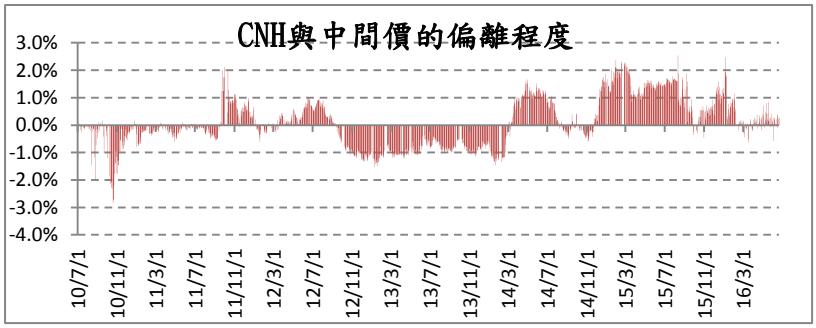
從概念上講，匯率是指兩國（地區）之間貨幣單位購買力的比價，比較的是本幣所在國與其他貨幣的主權國的總體物價水平。離岸市場上，本幣是當地

貨幣而非是離岸貨幣，是否有離岸貨幣與其他貨幣單位購買力的比較，一直存在爭議。比如，離岸美元及日元主要在倫敦交易，但美元及日元匯率是在其本土市場形成的，並不存在離岸美元及日元匯率。同樣，香港與其他國家和地區單位購買力的比較，也只可能產生港元對其他貨幣匯率。對匯率有重要影響的進出口和資本流動也主要是發生在貨幣主權國與其他國家之間，而不是發生在離岸市場上。

不過，對于開放度不高的國家，由於資本項目管制因素，本外幣資金跨境流出受到限制，當本幣國際化后，人為地割裂開兩個外匯市場，從而形成兩個不同的匯率。人民幣國際化啟動后，人民幣大量流到境外，形成了規模越來越大的離岸人民幣市場，外匯交易量甚至超過了境內市場。從香港發端的 CNH 不受境內匯率形成機制的約束，由離岸市場的交易行為形成的，故 CNH 與 CNY 確實存在一定差異。但是，這種差異本質上來自于資本項目開放度不足，離岸市場本身並不存在形成一個人民幣匯率的基礎。

實踐上，CNH 的變化是有規律可循的。觀察下圖（“CNH 與中間價的偏離程度”），2010 年 8 月至今，CNH 大致上圍繞著中間價上下波動，波動區間與人行對 CNY 規定的波動區間大致吻合，有時可能輕微超出，但很快便會被拉回正常水平。期間，人行曾兩次調整波動區間，分別是 2012 年 4 月從 0.5%擴大至 1%，及 2014 年 3 月從 1%擴大至 2%。神奇的是，CNH 的波動區間亦出現相同的變化，分別擴大至 1%及 2%。由此可見，儘管兩個市場之間因資本項目管制而有一道隔離墻，但在岸匯率形成机制決定著離岸匯率，離岸匯率也没有脫離在岸匯率自由浮動。

附圖 1



（資料來源：中銀香港研究、Reuters）

歷史上，CNH 只有兩次因特殊原因短暫偏離中間價，一次是 2010 年 10 月香港各家銀行爭相持有人民幣頭寸，將 CNH 與中間價點差推高至 1800 點（最多時偏離 2.8%），另一次是 2011 年 9 月因新興市場貨幣危機觸發全球避險情緒，CNH 與中間價點差被拉開至 1300 點（偏離 2.1%）。兩次短暫偏離都發生于離岸人民幣市場形成的早期，當時市場運行并不成熟。

“811”匯改后 CNH 表現則可進一步證實以上推斷。儘管市場持續出現強勁的單邊拋售，但絕大部分時間 CNH 并未偏離 2%波動區間，只有去年 8 月 11 日及今年 1 月 6 日兩天的收盤價偏離 2%以上，分別是 2.54%（點差為 1580 點）及 2.47%（點差為 1613 點）。進一步觀察日間變化，CNH 與中間價偏離最大時分別是去年 8 月 11 和 12 日的 2.8%及 4.2%，以及今年 1 月 6 至 7 日 2.8%至 3.1%。今年 2 月以后，中間價與 CNH、CNY 基本上實現了并軌，2 月中旬至 7 月 CNH 與中間價的點差為 150 點（平均偏離 0.2%），比去年年初至“811”的 948 點（平均偏離 1.5%）、“811”至今年 2 月中旬的 512 點（平均偏離 0.8%）小得多。CNH 與 CNY 的點差則更小。此外，“811”前基本上是 CNH 單邊強于或弱于中間價，而“811”后分佈兩邊的機會更多。

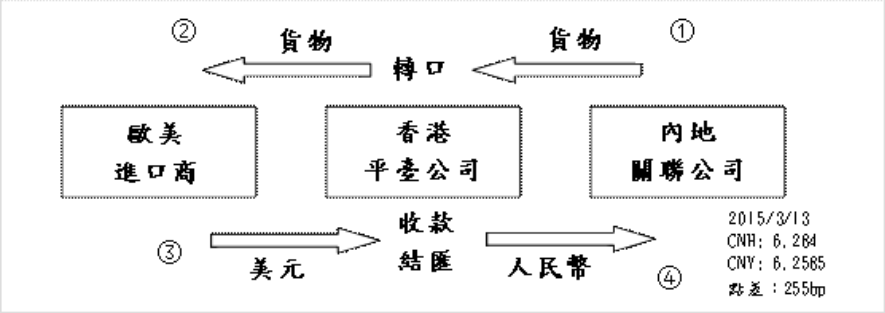
為什麼“自由浮動的”CNH 會“自覺地”服從于中間價的引導？

有必要考察離岸人民幣市場的結構。無庸置疑，內地推動人民幣跨境使用是從經常項目開始的。離岸人民幣市場的主要參與者是從事跨境貿易的商家，主要資金來源是境內匯出的貿易匯款，主要需求是引入人民幣結算后的貿易支付，與境內結售匯市場的結構類似。從某種意義上講，離岸人民幣市場是境內外匯市場的延伸，其中，香港人民幣清算行及境內人民幣代理行是兩個市場的橋樑。不僅如此，兩個市場的參與者也是類似的，部分甚至是同一批參與者，如境內企業在香港設立平臺公司，從事轉口貿易，或香港企業在內地投資設廠保留了香港的貿易公司，故兩地參與者對人民幣預期是一樣的，操作手法也是類似的。

從跨境人民幣實際支付數據看，2014 年以前經常項目結算量與人民幣實際支付基本匹配，當年分別是 6.53 萬億元及 6.55 萬億元，多年來跨境貿易結算是跨境支付的主體，資本項目還沒有發揮作用。所以，分析早期離岸人民幣匯率的形成，可集中于經常項目因素。

經常項下，離岸匯率之所以圍繞中間價波動，主要是由於跨境貿易套戥機制作用。當 CNH 與 CNY 出現偏差時，通過境內外貿易商選擇性結算方式，將 CNH 與 CNY 拉近。在人民幣升值期間，CNH 往往比 CNY 升值更快，香港貿易商向內地轉口時，更願意採用人民幣結算，收到人民幣貿易匯款可在香港兌換更多的美元，支付從歐美進口的貨款；而當人民幣轉弱時，CNH 又相對於 CNY 更弱，香港貿易商向歐美轉口收取美元貨款，在香港兌換更多人民幣，再與內地之間安排人民幣貿易結算，支付從內地進口的貨款。這樣的操作客觀上在兩個市場之間形成套戥，逐步拉近了 CNH 與 CNY 的差距。

附圖 2：人民幣貶值期間跨境套戥示意圖



（資料來源：中銀香港研究、Bloomberg）

此外，清算行及代理行模式下的平盤安排，也有助於推動 CNH 與 CNY 趨同發展。例如，人民幣匯率由強轉弱，前敘採取人民幣結算的香港貿易商收到人民幣貿易匯款時，可通過參加行向清算行或代理行要求以境內 CNY 平盤，避免匯兌損失。清算行及代理行基于真實貿易背景（要求參加行履行 KYC，即按人行要求對貿易單據進行審查），可為參加行的兌換頭寸提供跨境平盤，即直接在境內以 CNY 兌換外幣。由於這種特殊安排，當 CNH 與 CNY 出現偏差時，會引起相反的人民幣流動，將兩地價格拉近。

二、資本項下 CNH 的形成

儘管目前 CNH 形成主要是由經常項目因素決定，但有必要進一步考察資本項目因素的影響。離岸人民幣市場迅速成長，資本項目正在成為人民幣跨境流動的新動力，包括跨境投資人民幣結算、跨境人民幣資金池業務、滬港通及深港通、銀行內部及同業之間人民幣資金跨境調撥及借貸等，資金規模越來越大。2015 年，跨境人民幣實際支付总額为 12.1 萬億元，其中，經常項目結算量为 7.2 萬億元，資本項目结算量迅速增至 4.9 万元，占全部实际支付的四成。另一方面，離岸人民幣市場參與者也在發生變化，除貿易商之外，各種投資及投機力量也逐漸加入進來，各種資本項目需求不斷增加，令 CNH 形成更加複雜。可以觀察到，“811”后離岸人民幣市場發生了很大的變化，匯率形成出現了與經常項下不同的新特徵。

首先要說明，資本項目因素對離岸匯率影響取決于資本項目開放程度。在資本項目完全開放的情況下，跨境資金流動沒有障礙，離岸匯率一旦與在岸匯率有所偏差，本外幣反向流動會迅速燙平價差，所以，主要國際貨幣，包括美元、歐元、英鎊、日元等，不會出現兩個匯率。另一個極端情況是，資本項目完全不開放，資本項下跨境流動對離岸匯率的影響很小甚至不發揮作用。我們要考察的是兩種極端情況的中間地帶，即資本項目一定程度開放下的套戥機制。

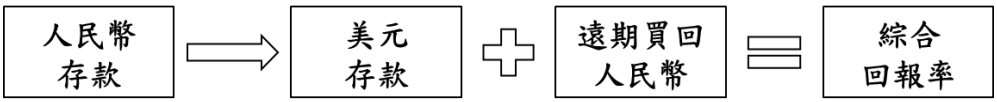
此外，我們假設跨境業務主體，包括企業、個人及金融機構，在滿足真實

業務需求的條件下（如跨境投資、資產配置及流動性管理）獲準跨境調撥資金。事實也是如此，“811”后合理的跨境人民幣資金流動并未停止。截止今年 6 月底，跨境人民幣資金池淨流出 700 多億元，對外直接投資人民幣結算量（RODI）增長速度超過外商直接投資（RFDI），而“滬港通”南下資金也超過北上資金，最多時接近 1000 億元。在這種情況下，套戥機制也會發揮作用。

關鍵因素是離岸人民幣市場的互換業務（SWAP）已成熟起來，有助于推動 CNH 向 CNY 靠攏。早在 2013 年，BIS 調查顯示，離岸市場人民幣互換交易占全部外匯交易的三分之一，近幾年互換交易進一步增加，成為境外銀行獲取人民幣資金的重要來源及主要流動性工具。

在人民幣升值期間，CNH 比 CNY 更強，而離岸人民幣利率水平又高于境內市場，境外銀行向客戶推出互換存款，利用資金市場比存款市場更敏感、SWAP 收益率變化較快的特點，將人民幣存款轉為美元存款，并在遠期市場買回人民幣鎖定風險，令客戶獲得高于同期人民幣存款利率的綜合回報率，吸引人民幣資金從境內流向離岸市場，增加人民幣資金供應量。另一方面，客戶負債結構也會及時作出調整，轉以弱貨幣籌集資金，如申請美元貸款或發行美元債券，從而減少了人民幣資金的需求量。CNH 向 CNY 回落，從而令離岸人民幣供求恢復平衡；相反，在人民幣貶值期間，CNH 比 CNY 更弱，離岸利率水平相對較低，互換存款方案反向操作，將美元轉為人民幣，并在遠期市場賣出人民幣，提供高于同期美元存款利率的綜合回報率；人民幣回流存款利率更高的境內市場，美元則從境內流向離岸市場。而企業負債則轉為弱貨幣人民幣貸款或債券，將 CNH 推向 CNY。

附圖 3：人民幣互換存款示意圖



（通過互換獲得的綜合回報率，有可能高于直接將人民幣存入銀行獲得的存款利息）

對於“811”后離岸市場匯率及利率背向而馳的情況，“811”后離岸市場出現大規模拋售，令 CNH 呈現單邊貶值趨勢，而另一方面，離岸拆息一度飆升，創下隔夜拆息定盤價達到 66 厘超高水平。需要指出的“811”后離岸市場變化也不是典型的市場運行情況，而是很大程度上被國際投機力量操控的因素，或者說，是一個扭曲的市場。炒家大量拆入人民幣，在即期市場拋售，并在遠期市場買回，持續扯高利率水平。內地又採取“控流出”措施，增加了炒家做空人民幣的成本，令其即遠期套利無利可圖，成功地逐出了操控市場的投機力量。我們看到，隨著離岸人民幣市場恢復正常秩序，近期離岸拆息已大幅回落，短期拆息低于在岸市場，與目前匯率走勢基本匹配。

當然，以上有關資本項下 CNH 的形成機制僅僅是作為一種推論，在去年資本項目跨境流動迅速擴大的背景下，套戥機制尚未得到檢驗便受到“811”後市場大幅波動的幹擾。下一步，資本項目開放步伐還會加快，包括個人資本項目開放措施也會陸續推出，周小川亦強調：“等市場逐漸回到相對穩定狀態，人民幣國際化還會繼續前進。”兩地市場是否形成新的套戥機制，有待作出進一步的觀察。

三、經濟基本面決定人民幣匯率走勢

2005 年匯改後，內地實行以市場供求為基礎、參考一籃子貨幣進行調節、有管理的浮動匯率制度。在岸匯率形成機制的基礎是外匯市場供求關係，實際資金流進流出及市場主要參與者的結售匯都會直接引起供求變化，令人民幣升值或貶值。令資金流動發生方向性變化的更深層次原因是經濟基本面，如宏觀經濟表現及由此而引發的貨幣政策調整，與此對應的外部因素包括主要歐美經濟體的經濟及貨幣政策。此外，由於結售匯從強制轉為自願，市場參與者依據基本面對匯率走勢的判斷及預期越來越重要。這些變化首先反映在中間價，對市場行為產生引導性。

受各種因素干擾，市場參與者的誤判及不理性預期不時發生，而金融市場“黑天鵝”事件亦直接觸發匯率急變。“811”後內地加強了預期管理，強調中國經濟基本面並未發生實質性改變，人民幣並不存在長期貶值基礎。今年 2 月周小川清晰地表述，和匯率最相關的經濟基本面首先是經常項目平衡，而當前中國國際收支狀況良好，跨境資本流動也處於正常區間。中國政府向國際社會作出承諾，有能力保持人民幣對一籃子貨幣基本穩定。一系列舉措有助於改變不理性的市場預期。

離岸市場上，決定 CNH 變化的同樣是經濟基本面。除了兩個市場的大部份參與者類似令市場判斷及預期相同外，中間價不斷完善，尤其是“811”匯改后，市場化程度提高。事實上，中間價報價行報價時亦會考慮到境內收盤后全球市場人民幣供求關係的最新變化，即歐美時段 CNH 表現。中間價彈性進一步上升，對離岸市場引導性增強，離岸市場根據最新的報價相機而動，交易時則密切關注主要經濟指標及貨幣政策信號。

不同的是，由於參與者更加複雜，離岸市場對個別數據及事件更加敏感，短期波動要大于在岸市場。“811”前后國際投機力量介入離岸人民幣市場又是一個新特徵，儘管所占比重不大，但操縱市場力量強大，加劇了市場波動。從全球範圍看，對抗國際投機力量，惟有貨幣當局出面，爭取盡快恢復市場秩序，而歐美國家及部份新興市場國家直接干預時透明度很高，給予市場明確指示及導向，其經驗值得參考及借鑒。