

2017年11月17日
高級經濟研究員 柳洪

人民幣匯率 2017 年回顧及 2018 年展望

人民幣對美元在岸價 (CNY) 經歷 2014 年 (-2.42%)、2015 年 (-4.6%) 和 2016 年 (-6.5%) 連續三年下跌後，2017 年跌勢有所逆轉。一是 2017 年年初迄今，人民幣對美元在岸價 (CNY)、中間價和離岸價 (CNH) 分別升值約 4.5%、4.9% 和 4.8%，升幅較大。二是過去三年人民幣在年底前大跌的行情，今年重演的概率很小，理由是沒有相應的市場條件。今年人民幣對一籃子貨幣基本持平。預計 2018 年人民幣匯率波動性將增強，人民幣對美元匯率有較大機會呈雙向波動、穩中偏弱走勢；人民幣對一籃子貨幣則可望保持基本穩定。

一、2017 年人民幣匯率走勢的主要特點

今年 5 月下旬，人民銀行推出完善人民幣對美元匯率中間價定價機制改革的新舉措，即在“收盤匯率+一籃子貨幣匯率變化”的中間價機制中，加入“逆週期調節因子”，此變化成為人民幣匯率走勢的重要轉折點。以此為界，可將今年人民幣匯率走勢分為前後兩個階段。從階段、波動性顯著增強來分析，年初迄今的人民幣匯率走勢有下列特點：

一是人民幣對一籃子貨幣基本持平。2016 年 12 月 30 日，CFETS 人民幣匯率指數為 94.83 點，最新公佈的 11 月 10 日 CFETS 人民幣匯率指數為 95.05 點，今年以來小升 0.23%；參考 BIS 貨幣籃子人民幣匯率指數跌 0.3%，參考 SDR 貨幣籃子人民幣匯率指數微升 0.19%。

二是年初至 5 月下旬“新匯改”，人民幣匯率“非對稱性浮動”特點明顯。期間，人民幣對美元匯率基本穩定，大致在 6.85 至 6.95 的區間窄幅波動；人民幣對一籃子貨幣下跌，5 月 31 日 CFETS 人民幣匯率指數為 92.39 點，較年初的 94.83 點下跌約 2.6%。

三是 5 月下旬“新匯改”至今，人民幣對美元、對一籃子貨幣均呈區間內雙向波動、大體穩定走勢。從下圖可見，人民幣對美元單邊行情走



勢被打破，雙向波動態勢越來越清晰，突破區間波動的動能不足。CFETS 人民幣匯率指數：5 月 31 日、6 月 30 日、7 月 31 日、8 月 31 日、9 月 30 日、10 月 31 日分別為 92.39、93.29、92.75、94.38、94.34 和 94.90 點，反映人民幣對一籃子貨幣亦呈雙向波動走勢。

四是人民幣對美元匯率不時走出獨立行情，反映匯改推進人民幣與美元脫鉤已現成效。首先，人民幣匯率不少交易日走出與美元指數同向波動行情。其次，人民幣匯率波幅與美元指數波幅不再顯現對稱性，波幅顯著小於美元指數的波幅。譬如，今年年初至 5 月下旬，美元指數跌幅超過 5%，但人民幣對美元匯率僅升 1.5%；9 月 7 日以來，美元指數自 91.66 點一度反彈至 95.15 點，反彈幅度較大，同期人民幣雖然走弱，但跌幅較小。

二、2017 年人民幣對美元匯率升值的主要原因

從外部因素看，美元大幅走貶是今年人民幣匯率較大幅度升值的重要原因。年初迄今，美聯儲雖加息兩次並啟動縮表程序，但受“特朗普新政”由溢價轉為折讓、東北亞地緣政治、歐元反彈等因素影響，美元指數仍大跌約 8.4%，致人民幣變相升值。

但是，從年初迄今 CFETS 人民幣匯率指數小升 0.23% 看，人民幣不僅對美元升值，對一籃子貨幣亦小幅升值。再從美元指數與人民幣匯率的對應點位看，美元指數 93.8 點對應的是 7 月下旬人民幣對美元匯率處於 6.75 的水平，而當前 93.8 點對應的卻是 6.63 的水平。這些現象說明今年人民幣匯率升值的根本原因在內部因素。主要有如下五點原因：



一是中國經濟發展好於預期，經濟結構持續優化。今年前三季 GDP 同比增長 6.9%，全年可實現 6.5% 左右的預期發展目標，實際結果可能會更好。供給側結構性改革取得明顯進展，創新驅動新動能經濟加快成長，消費和服務業已成為拉動經濟增長的重要引擎。外貿出口對經濟增長的貢獻提升。境內外機構普遍看好中國經濟穩定增長，世界銀行將 2017 年中國經濟增速預期從 6.5% 上調至 6.7%。

二是今年貨幣政策雖保持穩健中性，但去杠杆、強監管推動了市場利率上升。年初央行提升了政策利率。從 4 月份開始，銀監會連續出文針對同業、理財和表外等重點領域加強監管。市場資金緊平衡，SHIBOR 利率上行。目前 10 年期國債收益率約 4%。美聯儲加息+縮表後，中美利差不僅沒有收窄反而拓闊。

三是跨境資金流動趨於平衡。人民幣國際化迎來新機遇，提升了市場信心。去年人民幣正式加入 SDR 的效應持續發酵，今年“一帶一路”國際合作高峰論壇開啟國際合作新模式，促進了人民幣的國際使用，以及 7 月 3 日債券通“北向通”正式開通，市場上人民幣資產配置的需求上升。另外，“促流入、控流出”等調控措施見效，2017 年前三季度，中國對外非金融類新增直接投資（ODI）累計 780.3 億美元，同比下降 41.9%，非理性對外投資得到進一步有效遏制；1-10 月實際使用外資（FDI）金額 6787 億元人民幣，同比增長 1.9%。市場對人民幣匯率的預期分化，外匯供求處於基本平衡狀態。2017 年 10 月，銀行結售匯順差 183 億元人民幣（等值 28 億美元）。截至

2017年10月末，外匯儲備餘額為31092億美元，比2016年末上升987億美元。其中，2至10月儲備餘額連續9個月回升。

四是5月下旬人民銀行推出“新匯改”措施後，央行對匯率的掌控力度增強，匯率與經濟基本面因素看齊的程度有所提升，市場對人民幣匯率的預期逐漸趨於穩定。

五是市場對匯率政策的解讀和操作，強化了人民幣對美元匯率的區間波動。5月下旬央行推出“新匯改”措施時，美元指數97.4點對應人民幣6.85水平。市場從匯改細則分析，猜測央行可能認為該匯價對應點位沒有反映中國經濟基本面。9月8日人民幣對美元升近6.46關口，隨後央行發佈《關於調整境外人民幣業務參加行在境內代理行存放存款準備金政策的通知》，人民幣應聲回軟。市場解讀美元指數91.66點對應人民幣6.46水平超過了底線。這就形成了一個動態區間。於是，很多企業和個人改變結售匯、套期保值策略，前兩年因貶值預期高漲而被囤積的美元逐漸被釋放出來，根據美元的波動，動態測算應對的人民幣點位，逢高結匯，逢低購匯。

三、對2018年人民幣匯率走勢的基本判斷

無本金交割遠期外匯交易(Non-deliverable Forwards)是衡量海外市場對人民幣匯率預期的指標之一，當前一年期NDF報價1美元兌6.7845元人民幣，反映市場預期2018年人民幣對美元匯率小幅貶值。基於下列因素，筆者認為，2018年人民幣對美元匯率持續升值不具備足夠的條件；同時，人民幣對美元匯率亦沒有持續、大幅貶值的基礎。預計人民幣對美元匯率呈雙向波動、穩中偏弱走勢。

(一) 人民幣對美元匯率難以延續2017年的升勢

一是美元走強將直接影響人民幣匯率區間波動中樞偏弱。美聯儲漸進加息的態勢越來越清楚：10月份失業率降至4.1%，勞工市場表現理想；最新核心CPI按月上升0.2%，為今年1月以來首見，期盼已久的通脹也有起色；金融市場過熱情況持續；存款利率過低，長達數年的實際負利率不利於社會公平。利率期貨市場數據反映，美聯儲今年12月加息將成定局。按聯儲局點陣圖，明年亦將加息3次。目前“特朗普新政”的重要內容稅改雖延期，但明年應會取得實質進展。預計受加息3次+縮表、稅改取得進展、美國利益優先推動貿易逆差收窄、英國脫歐遇阻、日本繼續維持QE等因素影響，美元明年走強將是主基調。美元走強預期將直接影響投資者的結售匯、套期保值策

略。

二是中美息差預期收窄。中國貨幣政策仍可能保持穩健中性：在去杠杆、強監管、預防“明斯基時刻”的大環境下，貨幣政策難寬；過去五年城鎮新增就業年均 1300 萬人以上，明年就業壓力仍大，穩增長保就業仍有必要，CPI 可能徘徊在 2% 左右的低位，貨幣政策亦難持續收緊。“定向降準”措施明年年初實施，市場流動性將趨緩，金融去杠杆已取得明顯成效，M2 同比增長有可能回到 10% 左右。今年以來市場利率已有一定幅度上升，從服務實體經濟的角度觀察，央行不具備跟隨美聯儲提高政策或基準利率的條件；從長期趨勢看，利率再上升的概率不是很大。相反，美聯儲從現在到 2018 年底預計會加息四次，中美息差較大概率由今年的拉闊轉向收窄。

三是深化金融改革開放，打開的門不會再關上，有可能會把門開得更大一些，有利於改善中國宏觀經濟金融環境，亦在一定程度上增加跨境資本流出的壓力。其一，十九大報告明確提出，“深化利率和匯率市場化改革”。縱觀 2005 年 7 月人民銀行啟動“匯改”以來的匯率市場化改革思路，基本方向是擴大匯率的靈活性，央行退出常態干預，讓市場在匯率形成過程中起基礎性乃至決定性的作用。結合第五次全國金融工作會議的要求，穩步實現資本項目可兌換。深化匯率市場化改革，可能會帶來要求資本管制鬆動的壓力。其二，建設自由貿易港。從上海上報的規劃看，對標香港和迪拜，自由貿易將不只是貨物的自由流動，亦將涉及資金的流動。其三，放開金融業外資持股比例，外資流入的同時亦希望流出不要受太多限制。一旦資本管制鬆動，高淨值人群將有借相關政策鬆動機會增加海外資產配置的衝動。從港股通運行情況看，截至 11 月 14 日北水南流淨流入金額達 6375 億元，這說明內地高淨值人群有強烈的海外配置資產需求。

（二）人民幣對美元亦沒有持續貶值的基礎

一是中國政治經濟局勢穩定。十九大正式明確中國邁入新時代。單就經濟而言，新舊動能轉換加快，經濟 L 型走勢將會保持較長時間，不會因個別月份數據有所回落而改變。隨著深化供給側結構性改革、創新驅動、積極建設現代化經濟體系的推進，經濟結構更加優化，不平衡不充分發展有一定程度改善，經濟發展更具韌性。預計明年基礎設施投資尤其是房地產投資有所回調，但消費需求基本穩定，社會消費品零售總額增速 10% 左右，出口增長速度有可能與世界經濟增速趨於同步，GDP 增長可保持在 6.5% 左右的合理區間。基本面因素仍將對人民幣匯率形成支撐。

二是經濟金融健康度預期提升。其一，樓市、股市、匯市回歸功能定位。特別是樓市，十九大報告進一步明確“堅持房子是用來住的、不是用來炒的定位”。其二，去杠杆、強監管已現成效。穆迪近期發佈的《中國影子銀行季度監測報告》顯示，2017年上半年廣義影子銀行活動停止增長，影子銀行占GDP的比例從2016年86.5%的高點降至2017年6月30日的82.6%。其三，人民銀行健全貨幣政策和宏觀審慎政策“雙支柱調控框架”。人民銀行在積極穩妥推動貨幣政策調控框架從數量型向價格型轉變、創新貨幣政策工具的同時，亦著力建立金融宏觀審慎框架。健全“雙支柱調控框架”，將有助於守住不發生系統性金融風險的底線。其四，國務院金融穩定發展委員會正式成立運作，將擔起維護金融穩定、推動金融發展兩大任務。“一行三會”加強監管協調，提高監管效率，統一監管標準，消除金融監管盲點，有助於解決牛欄關貓、監管套利等老大難問題。

三是人民幣國際化穩步推進，人民幣將保持在國際貨幣體系中的穩定地位。其一，人民幣的國際使用繼續保持上升勢頭。新加坡、俄羅斯等60多個國家和地區將人民幣納入外匯儲備。人民銀行已與36個國家和地區的中央銀行或貨幣當局簽署雙邊本幣互換協議，協議總規模超過3.3萬億元人民幣，極大便利了境外主體持有和使用人民幣。截至2017年6月，全球有超過1900家金融機構使用人民幣作為支付貨幣。最近“一帶一路”的人民幣使用數據顯示，人民幣正在成為埃及第二大常用貨幣。其二，境外主體配置境內人民幣資產的需求上升。根據中債登和上清所公佈的最新數據，9月份境外機構持有人民幣債券規模已達10421.52億元人民幣，創歷史新高。明年A股正式加入MSCI指數等因素，有望提升境外主體的人民幣資產配置需求。

四是人民銀行雖基本退出匯市常態干預，但對匯率預期管理的掌控力提升。其一，明年中間價“新機制”運作將更加順暢，市場亦更加適應。加入“逆週期調節因子”的中間價“新機制”，有利於引導市場在匯率形成中更多關注宏觀經濟等基本面情況，使中間價報價更加充分地反映中國經濟運行等基本面因素，更真實地體現外匯供求和一籃子貨幣匯率變化。其二，人民銀行工具箱裡有足夠的工具，還有高達約3.1萬億美元的外匯儲備備用，有能力有條件管理匯率預期。投機者看空、做空人民幣將面臨更大的操作風險，亦會更加謹慎。

綜上所述，筆者認為，“新匯改”是2017年人民幣匯率走勢的重要轉折點，全年人民幣對美元匯率逆轉過去三年的跌勢將成為現實。2018年人民幣對美元匯率既難以延續2017年的升勢，但也沒有持續、

大幅貶值的基礎。預計 2018 年人民幣匯率波動性增強，較難形成單邊行情，人民幣對美元匯率可能呈雙向波動、穩中偏弱走勢；人民幣對一籃子貨幣有望保持基本穩定。