

人民幣兌美元年底或破6.8

匯率「雙貶」加速 短期維穩有壓力



人民幣匯率中間價改革一年整，雖然中間價透明度和匯率市場化水平大幅提升，但人民幣兌美元匯率及一籃子匯率卻陷入雙重加速貶值的循環。一年來人民幣兌美元匯率貶值近9%，衡量人民幣兌一籃子匯率走勢的CFETS人民幣匯率指數貶值約5%。經濟學家普遍預計，短期官方有望維穩人民幣匯率，但第四季度人民幣匯率面臨更大貶值壓力，到年底人民幣兌美元或貶破6.8關口。

■香港文匯報記者 海巖 北京報道

2015年下半年起，受中國經濟下行壓力增大、資本外流及貶值預期強化等因素影響，人民幣出現了較大幅度的貶值。「811」匯改順應了貶值趨勢，但也增強了貶值預期，加之美聯儲加息預期、股市動盪、投機套利及資本外流等與貶值預期相互加強，人民幣貶值壓力持續加大。

2016年7月以來，英國「脫歐」、土耳其政變等黑天鵝事件頻現，國際金融市場動盪加劇，人民幣貶值壓力再度加大，無論是人民幣兌美元、日圓匯率，還是人民幣CFETS指數與人民幣BIS指數，其貶值速度均顯著超過上半年。其間人民幣兌美元匯率中間價逼近6.7，即期匯率則一度突破6.7關口。

目前人民幣兌美元匯率中間價在6.66左右高位震盪，較「811」匯改前貶值近9%。與此同時，人民幣兌一籃子貨幣匯率也出現了較大幅度的貶值。衡量人民幣兌一籃子匯率走勢的CFETS人民幣匯率指數，由年初的100左右降至目前的95附近，貶值約5%。在一籃子貨幣中，人民幣匯率漲跌互現，對歐元匯率貶值超過10%，對日圓貶值超過30%，對英鎊升值約8%。

數據顯示，實行新的中間價定價機制後，人民幣對美元雙邊匯率與籃子貨幣交織並加速雙邊貶值，人民幣對美元逐步貶值，對其他貨幣貶值幅度更大。

「各國政策分化 人幣承壓」

對於人民幣匯率下一步走勢，多數經濟學家預計人民幣對美元匯率及籃子貨幣仍弱勢貶值。中信證券研究部固定收益首席分析師明明向本報指出，6月及7月美國非農數據已暗示出美聯儲年內加息腳步或將加快，同時澳洲和英國央行均已率先打開寬鬆窗口，海外各國貨幣政策的分化或將在未來使人民幣匯率進一步承壓。下半年人民幣有望順勢釋放貶值壓力，同時在促進出口意圖下維持弱勢貨幣道路。短期看，受9月G20峰會以及10月人民幣加入SDR籃子的影響，人民幣在此期間將有望維持穩定。

中國社會科學院世界經濟與政治研究所國際投資室主任張明則預計，下半年人民幣兌美元匯率可能進入6.8至7.0的區間，甚至有機會突破7。同時，人民幣貨幣籃子指數亦保持相對弱勢。這種相對弱勢是市場化機制深化的體現，同時亦是緩解人民幣軟盯住美元負面衝擊的方式。

「貶值走勢料持續 毋須過慮」

莫尼塔宏觀研究主管鍾正生強調，雖然人民幣貶值走勢料持續，但毋須過度擔憂。一方面，從美國經濟自身及英鎊後續下跌空間不大等因素看，美元指數上升的動力有限。另一方面，中國央行也有足夠的意願和能力維穩人民幣匯率。

鍾正生指出，9月初的杭州G20峰會，10月的人民幣正式加入SDR籃子，11月的美國總統大選，央行希望在此政經事件迭出之際，重演去年「811」和今年1月初人民幣匯率「急貶」的一幕。

此外，離岸人民幣市場流動性抽緊，「托賓稅」的研究制定等，都意味着央行有足夠能力管理人民幣貶值預期。央行亦可以通過外匯掉期等操作，在不過度消耗外儲的情況下入場干預。



■從中國外貿出口的競爭力來看，人民幣在中長期仍然有升值空間。 資料圖片

中間價透明度高 央行撤常規干預

「811」匯改三部曲

1

2015年8月11日，央行宣佈調整人民幣對美元匯率中間價報價機制，做市商參考上日銀行間外匯市場收盤匯率，向中國外匯交易中心提供中間價報價。

2

2015年12月，中國外匯交易中心發佈「CFETS人民幣匯率指數」，人民幣匯率形成機制開始轉向參考一籃子貨幣、保持一籃子匯率基本穩定。

3

2016年春節後，人民幣對美元匯率中間價形成「收盤匯率+一籃子貨幣匯率變化」的形成機制。

■記者海巖 整理

人民幣中間價改革至今，央行中間價的透明度明顯提高，已不再是一個捉摸不透的黑匣子。尤其是今年3月後，央行越來越嚴格地遵守「收盤價+籃子貨幣」規則，並逐步退出常規干預，只有當發生突發的匯率波動，央行才會通過干預收盤價來熨平匯率波動。目前中間價定價機制大大提高了人民幣匯率的市場化水平，但作為人民幣邁向自由浮動之前的一個過渡安排，亦面臨加劇匯率波動、助長投機等不足。

目前，中國外匯交易中心在每日開盤前根據14

家人民幣外匯做市銀行的報價，去掉其中最高和最低報價，將其餘報價平均後得到官方中間價。

「做市銀行報價趨同」

「目前央行中間價已高度透明」，人民幣中間價報價商之一中國建設銀行總行金融市場部研究員韓會師在詳解中間價定價機制時稱，做市銀行遵循相同的定價機制，由「參考一籃子貨幣」、「參考收盤價」和「劇烈波動過濾機制」三部分構成，並須向央行報備定價模型細節，包括「過濾機制」的觸

發條件和過濾原則。據其了解，做市銀行報價是趨同的。

「過於透明反增投機」

中國社會科學院世界經濟與政治研究所國際金融研究室副主任肖立晟通過數據測算發現，4月以來，央行越來越嚴格遵守「收盤價+籃子貨幣」規則，並且央行的報價機制有意識地熨平了匯率波動。例如，5月3日，歐元大漲和5月9日英鎊大跌，皆沒有對中間價造成較大影響。

肖立晟認為，央行逐步退出常規性干預，從3月至今，央行很少對外匯市場進行直接干預。在當前的中間價規則下，干預目的是穩定突發的匯率波動，干預方式側重於對收盤價的調整。

市場人士指出，新的中間價定價機制最大好處就是讓市場有規可循，緩解市場對人民幣單次貶值的擔憂。不過中間價機制的缺陷也越來越明顯，令人民幣困在緩步貶值的陷阱中。

肖立晟認為，目前中間價定價機制令人民幣對美元和籃子貨幣循環貶值，並因過於透明和死板增加投機風險。目前離岸市場已出現做空人民幣對一籃子貨幣匯率的衍生品。

韓會師則指出，作為人民幣邁向自由浮動之前的一個過渡安排，目前中間價定價機制令境內外市場共振，可能加劇人民幣匯率波動，並讓機構有機會投機干預匯率穩定。

學者：中長期仍有升值動力

大行對人民幣匯率預測

鑑於資本流出壓力持續、美元可能進一步升值，未來人民幣貶值壓力可能加劇，預計決策層不會允許人民幣兌美元貶至超過6.8，以避免引發主要貿易夥伴的責難。

瑞銀

花旗銀行

只要美元不走強，人民幣就不會太過貶值，今年底人民幣兌美元或見6.75水平。

英國「脫歐」衝擊、日本寬鬆導致美元被動升值的影響接近尾聲，預計美元後續升值空間有限，人民幣匯率壓力下降；未來一個月人民幣匯率核心波動區間為6.6至6.7，接近軟着陸。

國泰君安

維持年底人民幣中間價在6.8左右的判斷，預計四季度才是人民幣匯率和外儲壓力最大的時點。

申萬宏源

■記者海巖 整理

人幣貶值 有人歡喜有人愁



過去一年人民幣兌美元貶值9%，兌歐元貶值超過10%，兌日圓貶值幅度更達到三成，令以航空業為代表的行業企業財務成本和匯兌損失陡增，但也讓一些行業企業「躺着賺錢」。

對於海外業務佔比較大的企業，人民幣貶值會產生匯兌收益；但進口原材料比例較高的企業，進口產生的應付票據或者應付賬款，則會產生匯兌損失。

此外，當人民幣整體貶值時，外債多的企業亦面臨債務成本增加。目前航空、航運、通訊營運、煤炭、建築和房地產的外債佔比較高。

受益上市公司較多

招商證券研究發現，2015年人民幣貶值了6.1%，所有A股上市公司匯兌損失合計405億元人民幣，佔2015年淨利潤的1.17%。多數上市公司受人民幣直接影響不大，八成上市公司匯兌損失介乎於正負1,000萬元人民幣之間。匯兌損失（收益）超過1,000萬元的上市公司中，受益為321家，損失為252家，受益家數相對較多。

一些海外業務佔比高的公司「躺着賺錢」。央企上市公司中材國際主業為對外工程承包，去年淨利潤6.64億元人民幣，同比增長347.82%，其中匯兌收益1.66億元。

擁有美元淨資產超過40億的中國中鐵，受益於美元升值，去年以匯兌收益17.46億元排名A股上市公司之首。

■記者 海巖



■2015年人民幣貶值了6.1%，所有A股上市公司匯兌損失合計405億元人民幣。 資料圖片

經濟學家普遍認為，從中長期來看，中國貿易份額和順差持續上升，人民幣匯率還是有升值動力。同時，身為IMF的第三大股東和新的SDR貨幣發行國，中國也不會放任人民幣貶值。

從中國外貿出口的競爭力來看，人民幣在中長期仍然有升值空間。中國外貿出口份額持續上升，2015年底達到13%，超過日本和德國市場份額之和。在上世紀70年代至90年代，日本和德國出口市場份額不斷上升時，日圓和德

國馬克一直在持續升值。中國現在佔據全球最大市場份額，沒有理由通過貶值進一步搶佔其他新興市場國家份額。

另一方面，中國出口正在向高附加值轉型。來料加工、進料加工等低級貿易，逐漸從中國轉移至其他新興市場國家。在2010年，中國出口貿易中一般貿易的比重首次超過了加工貿易，企業出口創匯能力上升，境內美元供給增加。

「入SDR有必要維穩匯率」

中金公司首席經濟學家梁紅則指出，經濟基本面不支持人民幣大幅貶值，中國加入SDR是支持人民幣穩定升值的中期因素。身為IMF的第三大股東和新的SDR貨幣發行國，中國有必要保持匯率政策的穩定、透明以增強政策可信度。再者，這亦符合中國自身利益。匯率不穩是政策不確定性的重要來源，不利於國內投資和消費，或將中國帶入「不確定性陷阱」。

梁紅認為，短期看，為確保SDR籃子平穩過渡，中國至少在10月前不會改變匯率政策。G20會議也強調匯率過度波動會影響經濟和金融穩定，並承諾避免競爭性貶值。身為今年輪值主席國，中國不會率先放手人民幣貶值。