

研究报告

2016 年第 112 期

2016.11.15

执笔：刘新

liuxin@icbc.com.cn

人民币贬值动因探析

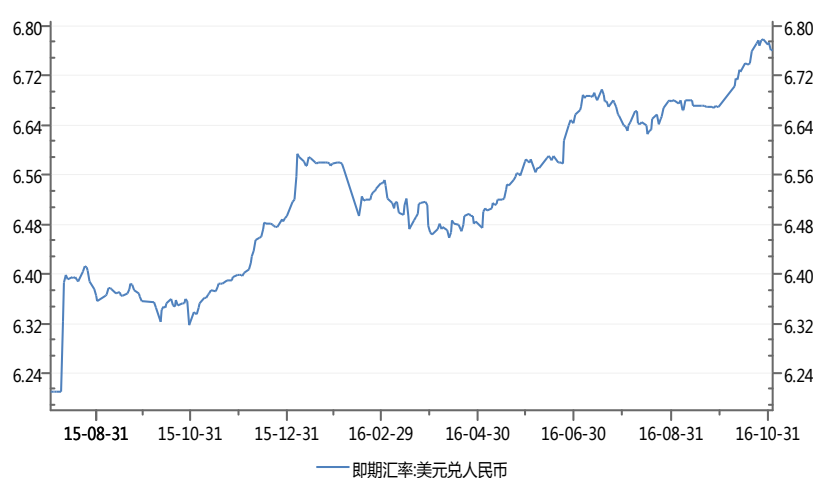
--基于人民币兑美元汇率形成机制的视角

要点

- 自“8.11”人民币汇率形成机制改革以来，人民币汇率走势始终牵动着国内外金融市场的神经。“8.11”汇改实际上改变了市场对于央行管理人民币汇率方式与风格的预期，影响了汇率预期和资本流动。
- 一种货币或升值或贬值，都是相对于另一种货币的“数字表现”。为了解析这一“数字表现”背后的逻辑，我们首先需要了解这个“数字”是如何计算得来的，进而逐层分解，探寻背后的驱动因素。因此，笔者将从人民币兑美元中间价形成的机制入手，从外汇市场供求关系和一篮子货币汇率变化两个角度，探析人民币贬值背后的驱动因素。
- 当前形势下人民币贬值弊大于利，应通过稳定人民币汇率预期、加强跨境资本流动监管等手段来保持人民币汇率的基本稳定。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

当前距离 2015 年 8 月 11 日的人民币汇改已经有一年多的时间，这一年多以来，人民币贬值成为甚嚣尘上的热点话题，不时成为各大媒体的头条新闻。应该说，“8.11”汇改改变了市场对于央行管理人民币汇率方式与风格的预期，影响了汇率预期和资本流动。尽管“8.11”汇改已经过去一年多，目前市场上依然存在显著的人民币贬值预期，尤其是今年“十一”过后，人民币兑美元呈现快速贬值态势，USD/CNY 相继失守 6.7 和 6.75 等关口。那么，人民币贬值背后的原因是什么样的？有哪些因素在影响人民币兑美元的汇率走势呢？



数据来源: Wind资讯

图1 “8.11”汇改以来人民币汇率变化情况

数据来源: Wind 资讯 城市金融研究所整理

汇率是两种货币之间的兑换比率，一种货币无论是升值还是贬值，都是相对于另一种货币的数字表现。为了解析这一“数字表现”背后的逻辑，我们需要首先了解这个“数字”是如何计算得来的，进而逐层分解，探寻背后的驱动因素。因此，笔者将从人民币兑美元中间价形成的机制入手，探析人民币贬值背后的驱动因素。本文的结构安排如下：第一部分介绍人民币兑美元汇率的形成机制（即人民币兑美元中间价的定价方法），这是近一年多来人民币持续贬值的政策背景；第二部分从外汇市场供求角度出发，分析收盘价的主要影响因素；第三部分从货币篮子汇率变化的角度切入，分析影响货币篮子汇率变化的主要



因素；第四部分将对上述两大动因的作用机制进行小结，并提出相关政策建议。

一、人民币汇率形成机制的变化

“8.11”汇改之前，每日人民币兑美元汇率的中间价（开盘价）在很大程度上由央行干预制定，这使得上一日收盘价（反映外汇市场供求状况）对当日人民币兑美元汇率中间价的形成影响较弱。当市场存在人民币升值压力时，央行倾向于通过低开中间价的方式来抑制人民币对美元过快升值；而当市场存在人民币贬值压力时，央行则倾向于通过高开中间价的方式来抑制人民币对美元过快贬值。

2015年8月11日，央行公布对中间价报价机制的改革，要求做市商在每日银行间外汇市场开盘前，参考上日银行间外汇市场收盘汇率，综合考虑外汇供求情况以及国际主要货币汇率变化向中国外汇交易中心提供中间价报价。实际上，“8.11”汇改是央行放弃了对每日人民币兑美元汇率中间价的干预，让每日中间价更大程度上参考前一日的收盘价。这一市场化的改革叠加当时的**贬值预期**^①，使得人民币汇率犹如一匹脱了缰的野马，连续两个工作日触及浮动区间下限^②。

2015年8月13日央行开始入市干预，动用大量外汇储备维持汇率稳定。2015年12月11日，中国外汇交易中心发布人民币汇率指数（CFETS指数），强调要加大参考一篮子货币的力度，以更好地保持人民币对一篮子货币汇率基本稳定。基于这一原则，央行在《2016年第一季度货币政策执行报告》中正式公布了“**收盘汇率+一篮子货币汇率变化**”为基础的人民币汇率形成机制。

“收盘汇率+一篮子货币汇率变化”是指做市商在进行人民币兑美元汇率中间价报价时，需要考虑“收盘汇率”和“一篮子货币汇率变化”两个组成部分。其中，“收盘汇率”是指上日银行间外汇市场的人民币对美元收盘汇率，主要

^① 贬值预期主要源自当时复杂的国内外形势：第一，境内部分企业外债较高，美元平仓需求引发境内 CNY 汇率贬值；第二，离岸市场出现的投机行为，导致境外 CNH 汇率贬值速度较 CNY 更快；第三，美元处于强势周期，国际投机者看空人民币氛围浓厚；第四，在人民币国际化背景下，资本管制能力较弱，短期资本外流加速；第五，刚刚经历股灾冲击，境外市场开始怀疑中国政府稳定金融市场的能力。

^② 日浮动区间限定在正负 2%。

反映外汇市场供求情况；“一篮子货币汇率变化”是指为保持人民币对一篮子货币汇率基本稳定所要求的人民币对美元双边汇率的调整幅度，主要是为了保持当日人民币汇率指数与上一日人民币汇率指数相对稳定。做市商在报价时既会考虑 CFETS 货币篮子，也会参考 BIS 和 SDR 货币篮子，以剔除篮子货币汇率变化中的噪音，在国际市场波动加大时，有一定的过滤器作用。

由此可见，人民币兑美元汇率中间价的变动由两个动因驱动：一个动因是前一日人民币兑美元汇率的收盘价（以下称“动因一”），另一个动因是为了维持人民币兑篮子货币汇率稳定而需要的人民币兑美元汇率的变化（以下称“动因二”），下文将分别从这两个动因出发，探析人民币贬值背后的驱动因素。

二、动因一的驱动因素探析

动因一主要反映外汇市场供求状况的变化。从美元供给角度看，美联储于 2014 年 10 月宣布结束资产购买计划，同时明确下一步政策重点将转向加息。这意味着为期六年的量化宽松政策结束，美元进入加息通道，更多的美元资金将回流美国，美元供给减少。从美元需求角度看，国内机构和个人持有美元可以分为交易动机、投资动机和投机动机三个动机，这三个动机在近一年多的时间里都呈现出愈发强烈的态势，国内对美元需求上升。

从交易动机角度看，可以分为个人购汇和企业购汇两类，其中个人购汇主要用于贸易项下的海外旅行和其他服务，企业购汇主要用于贸易项下的货款及劳务支出和资本项下的投资项目。如图 2 所示，2014 年以来，银行结售汇经历了由顺差到逆差的格局逆转，这是人民币持续贬值的直接原因之一

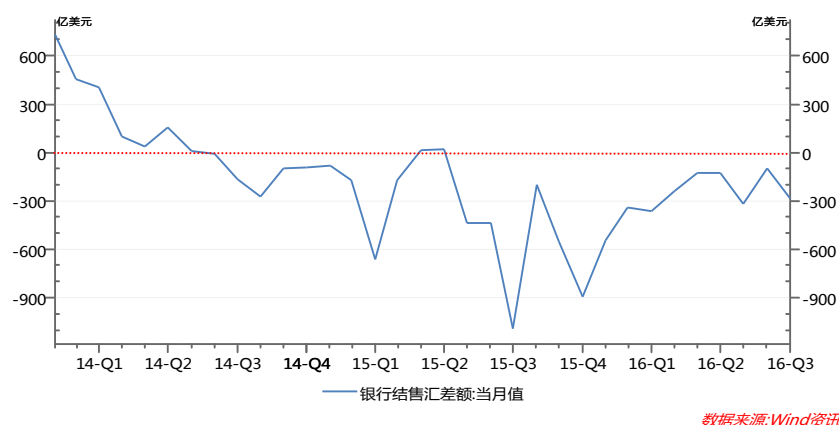


图 2 2014-2016 银行结售汇差额变化情况

数据来源: Wind 资讯 城市金融研究所整理

据外汇管理局数据, 来自企业的购汇压力总体已成下降趋势, 主要原因有: 一是因迅速暴露的汇率风险而导致的境内企业大规模偿还外币负债已过高潮期, 对购汇市场的压力已有所降低; 二是在结售汇实需原则约束下, 企业如果没有真实的贸易背景, 很难通过其他途径购汇; 三是为维持企业的正常运营, 企业必须将多数外汇收入结汇以换取人民币资金。

针对个人购汇, 我国并无专项指标对个人购汇进行跟踪。由于国际收支平衡表“服务”项下的“旅行”主要受个人支出变化的影响, 且绝大多数海外旅行支出涉及购汇环节, 因此“旅行”项目借方发生额的变化, 可以近似反映境内个人购汇市场的变化。如图 3 所示, 在 2014 年之前, 旅行支出年度增速基本维持在 30% 以下; 2014 年旅行支出反常飙升, 由 2013 年的 1286 亿美元猛增至 2347 亿美元, 增速达 82.5%; 在 2014 年高基数的基础上, 2015 年旅行支出仍增长 24.5%, 达 2922 亿美元; 2016 年上半年旅行支出合计 1605 亿美元, 同比增长 18.9%。

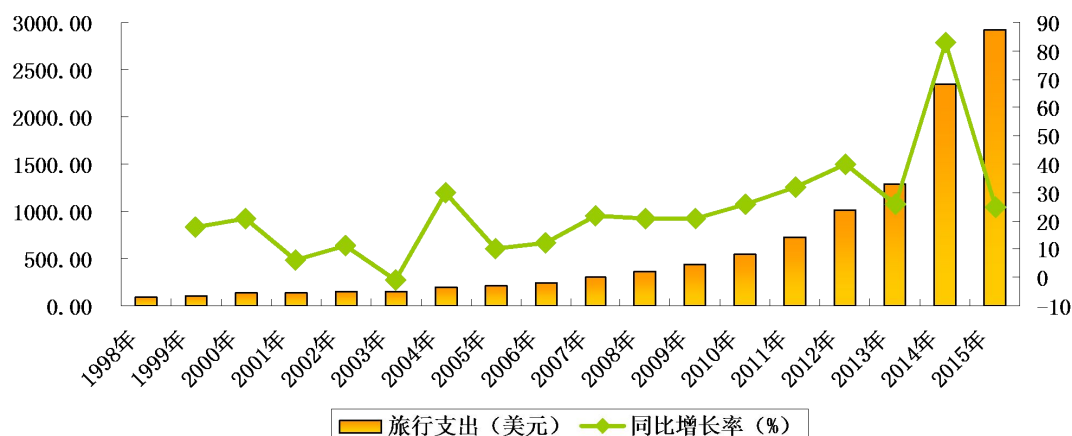


图3 2000-2015 国际收支平衡表旅行支出变化情况

数据来源：Wind 资讯 城市金融研究所整理

虽然旅行支出增速呈下滑态势，但旅行支出的绝对规模已经相当庞大：2014年至2016年二季度，两年半的支出总额比1998至2013年的支出总和还高12.5%。同时，2015年以来，我国对居民境外信用卡消费、取现等可能绕过个人购汇额度管理的手段加强了监管，可能是2015年以来旅行支出增速下滑的原因之一。

从**投资动机**角度看，随着中国国民人均收入的增加，中产阶级在发展壮大，其不断提高的资产配置需求与当前国内的“资产荒”现象形成鲜明对比，尤其是在“**经济低迷+楼市政策紧缩+人民币贬值压力**”的综合背景下，部分居民通过海外置业、购买保险等手段，配置海外资产，分散投资风险。据香港保监处最新统计数据显示，上半年内地居民赴港购买保险的新造保单保费额为301亿港元，同比增加116%，占上半年个人业务的总新造保单的36.9%，而2015年底，这一比例还仅为24%。从**企业投资**角度看，受国内劳动力成本上升、产能过剩、企业自身实力上升等因素影响，部分企业将视角转向海外。据商务部数据，2016年1月至9月，中国对外非金融类直接投资额约为1342.2亿美元，同比增长53.7%，已超过了去年全年的对外投资规模；截至2016年9月底，中国累计对外非金融类直接投资9972.6亿美元。商务部预计，2016年全年中国对外直接投资很可能超过1700亿美元。

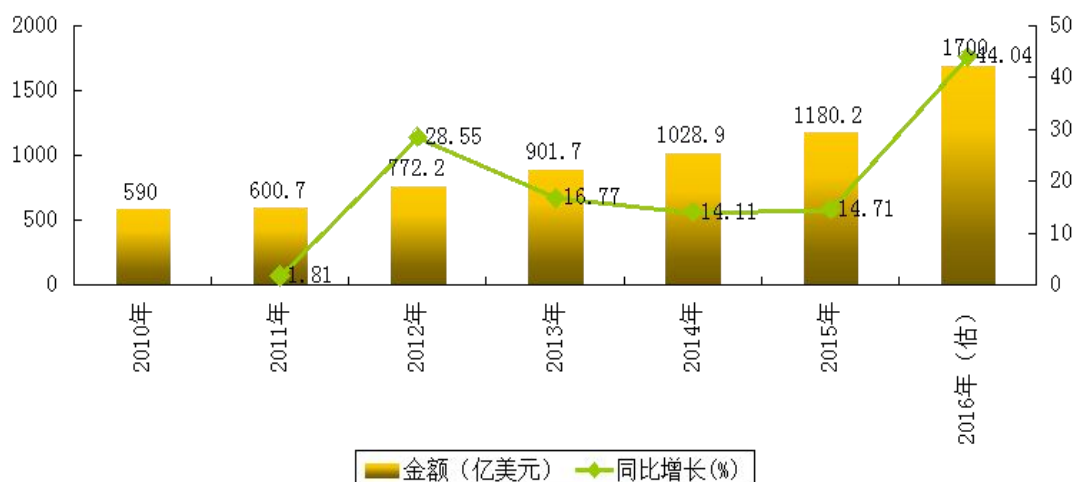


图 4 2010-2016 对外非金融类直接投资变化情况

数据来源：商务部 城市金融研究所整理

从投机动机角度看，部分居民既没有海外消费需求，也缺乏配置海外资产的途径，但在人民币贬值预期下仍会购汇以期赚取美元升值收益。另外，部分机构利用在岸市场和离岸市场的价差进行套利：在人民币出现贬值预期后，香港离岸市场人民币价格开始低于内地在岸人民币价格，为了获得这一价差，部分投机者用美元在价格相对较低的香港离岸市场买入人民币，然后将人民币汇往内地，在价格相对较高的内地市场卖出人民币，套利交易进一步加剧了美元外流。

三、动因二的驱动因素分析

为了更清楚的说明动因二（一篮子货币汇率变化）在中间价形成机制中的作用，本文首先给出人民币篮子汇率的定义如下：

$$\text{人民币篮子汇率} = \text{CNYUSD} \times \text{美元权重} + \text{CNYEUR} \times \text{欧元权重} + \text{CNYJPY} \times \text{日元权重}^{\text{①}} + \dots$$

虽然诸如 CFETS 人民币汇率指数等篮子货币指数在编制时采用几何加权平

^① 此处定义只列举了美元、欧元和日元这三种货币，因为这三种货币在篮子中的权重居于前三位，对人民币篮子汇率变化的影响最为显著。以 CFETS 为例，美元占 26.4%，欧元占 21.39%，日元占 14.68%，三者合计占比达 62.47%。

均方法，但与本文所采用的算术平均方法在本质上并无不同，本文采用算术平均方法主要是为了更清晰地展示篮子汇率内部的影响关系。进一步地，我们可以将上述人民币篮子汇率转化为：

$$\text{人民币篮子汇率} = \text{CNYUSD} \times (\text{美元权重} + \text{USDEUR} \times \text{欧元权重} + \text{USDJPY} \times \text{日元权重} + \dots)$$

由这一公式可见，如果要求等式左边的人民币篮子汇率基本稳定，则当美元对欧元和日元升值时（USDEUR 和 USDJPY 上升），要求等式右边的 CNYUSD 下降，即“一篮子货币汇率变化”（动因二）表现为贬值。

鉴于美元指数^①中欧元和日元占据了较大权重，根据上述分析，动因二主要取决于美元指数的变化。如图 5 所示，自 2016 年二季度以来，动因二和美元指数变化具有明显的负相关关系：美元指数走强，动因二倾向于贬值；美元指数走弱，动因二倾向于升值。

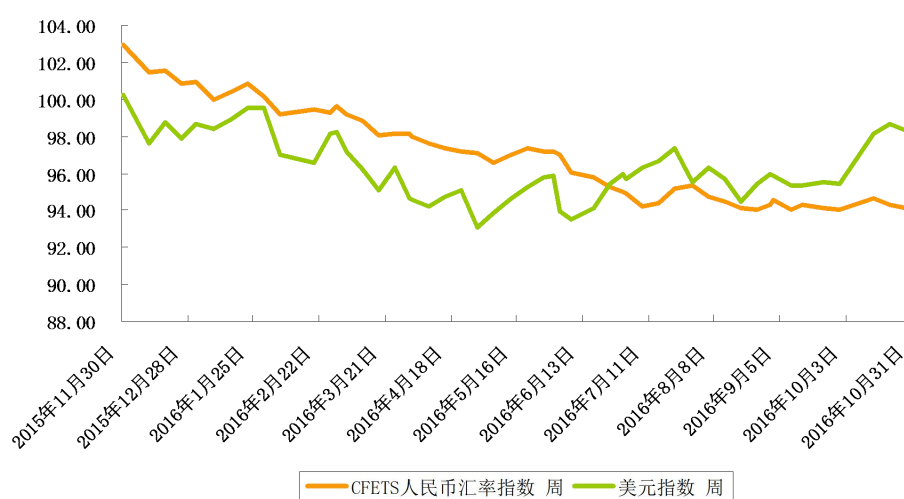


图 5 人民币指数与美元指数对比变化情况

数据来源：Wind 资讯 城市金融研究所整理

回顾近一年多来美元指数的走势，不难发现有两个重要因素对美元走势起到关键作用：一是美元加息预期持续发酵，二是英国脱欧导致非美货币贬值。

首先，美元加息概率增加。近期公布的多项经济数据均显示，美国经济正

^①美元指数是综合反映美元在国际外汇市场的汇率情况的指标，用来衡量美元对一篮子货币的汇率变化程度，货币篮子中的主要货币占比如下：欧元占 57.6%，日元占 13.6%，二者合计 71.2%。



稳步增长，通胀上行使得加息概率进一步增加，美联储官员开始释放更多年内加息的信号，市场对美联储 12 月加息的预期大幅升温。尽管加息周期和美元指数周期并不同步，但加息周期对美元指数的走势会有重要的影响。美元指数通常会在加息前开始上涨，并在首次加息后（预期兑现）出现小幅回落，但美元指数上升的趋势一般会伴随整个加息周期，并在加息周期结束后达到高点。

其次，英国脱欧及欧债危机拖累欧元走弱。美元指数除了受美元加息预期影响外，英国脱欧导致的非美主要货币贬值也会使得美元指数走强。如图 6 所示，一方面市场对英国“硬脱欧”的担忧加剧使得英镑遭受重挫，另一方面欧盟前景的不明朗，叠加欧元区宽松的货币政策及欧债危机影响，使得欧元走弱。

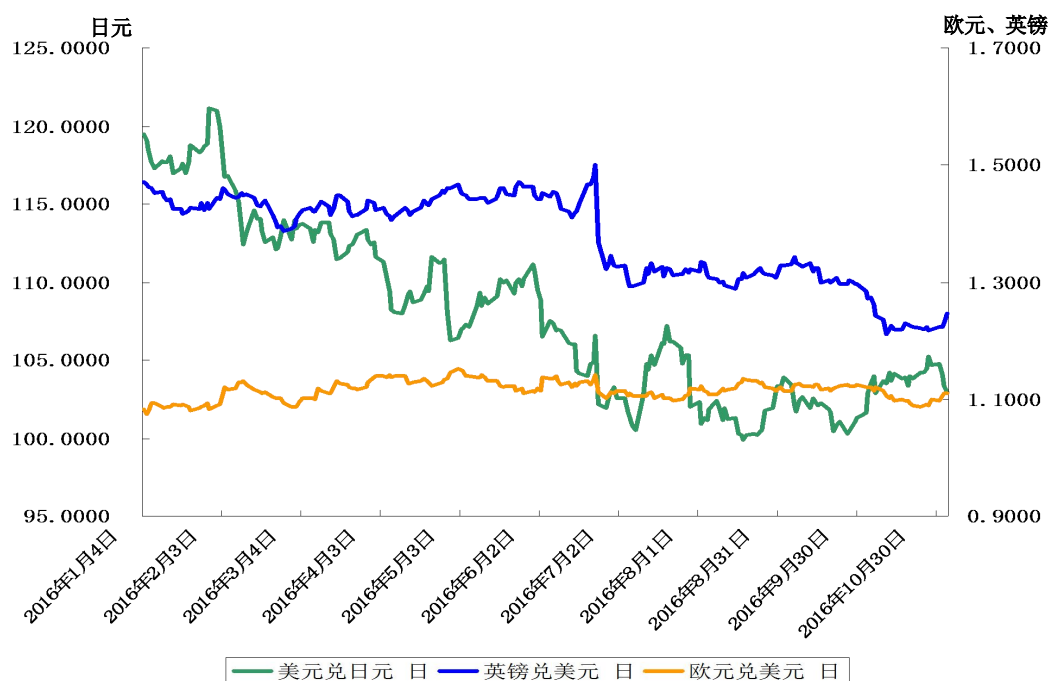


图 6 美元兑主要货币汇率变化情况

数据来源：Wind 资讯 城市金融研究所整理

美联储加息预期和英国脱欧带来的避险情绪共同推动美元指数升至 8 个月来新高，10 月当月美元指数升幅达 3.12%。在“收盘价+一篮子货币汇率变化”的人民币兑美元汇率中间价形成机制下，为保持人民币对一篮子货币汇率基本稳定，人民币对美元双边汇率相应有所贬值。

四、两大动因作用机制小结及相关政策建议

综合以上分析，我们可以得到驱动人民币汇率变化的动因图。如图 7 所示，近一年多人民币兑美元持续贬值是多种因素共同作用的结果，其中收盘汇率变化反映外汇市场供求状况，而一篮子货币变化主要反映美元加息预期和英国脱欧等外部因素的冲击。

需要指出的是，两大动因的各个驱动因素并不是相互独立的，而是相互影响、相互作用的。比如个人和企业购汇的增加会直接减少我国的外汇储备，外汇储备的减少容易强化人民币的贬值预期，使得个人投机行为和机构套利行为增加，进一步消耗我国的外汇储备，进而带来真正的人民币贬值压力，形成贬值预期的自我实现。

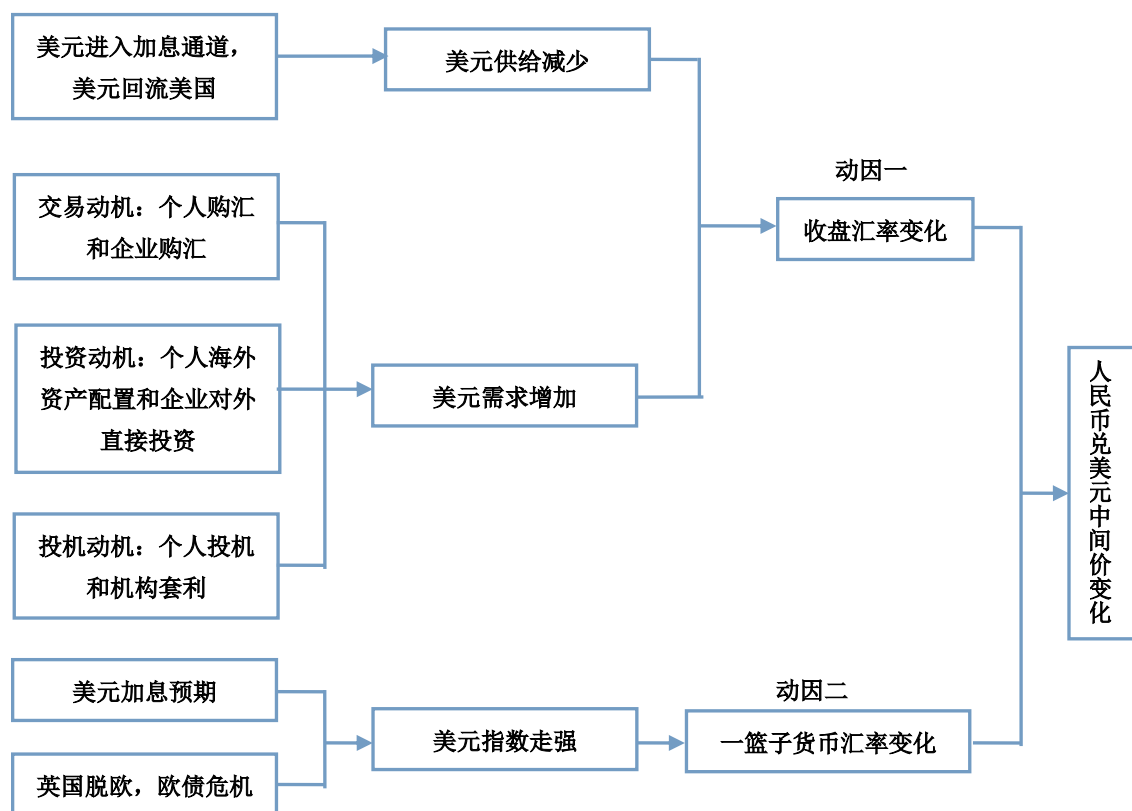


图 7 人民币兑美元中间价变化的驱动因素

数据来源：城市金融研究所整理



笔者认为，当前形势下应保持人民币汇率稳定，人民币贬值弊大于利。第一，人民币贬值对出口的提振作用有限。在全球经济增长放缓的情况下，外需不振是制约全球贸易增长的主要因素，WTO 预计 2016 年全球贸易量将增长 3.9%，仍将低于过去 20 年 5% 的平均水平。而且随着我国出口结构向高端产业、高附加值产品升级，出口对汇率变动的弹性减小，小幅度的贬值难以起到改善外需、提振出口的作用。第二，人民币贬值可能引发全球货币竞争性贬值和贸易保护主义升温。出口不振是全球各国面临的共同困境，作为全球贸易大国，人民币大幅贬值将引发相关国家采取汇率贬值或贸易保护措施，无疑将令国际贸易雪上加霜。第三，人民币贬值预期的持续将加剧投资和投机行为，加速资本外流。如图 8 所示，近两年中国外汇储备规模持续下降，2016 年上半年外储降幅逐渐缩窄，但三季度降幅又有所扩大，9 月末外汇储备降至 31663.82 亿美元，创下 2011 年 12 月以来外储余额最低水平，显示资本外流形势的严峻性。第四，人民币贬值将不利于人民币国际化进程。1998 年东南亚金融危机后，我国政府承诺人民币不贬值树立了负责任的大国形象，在很大程度上确立了人民币在亚洲的区域货币地位。而 2008 年国际金融危机后，人民币国际化水平的迅速提升在一定程度上也得益于人民币汇率的稳定。如果人民币形成贬值趋势，无疑将降低国际社会对人民币的需求，不利于人民币国际化的进程。

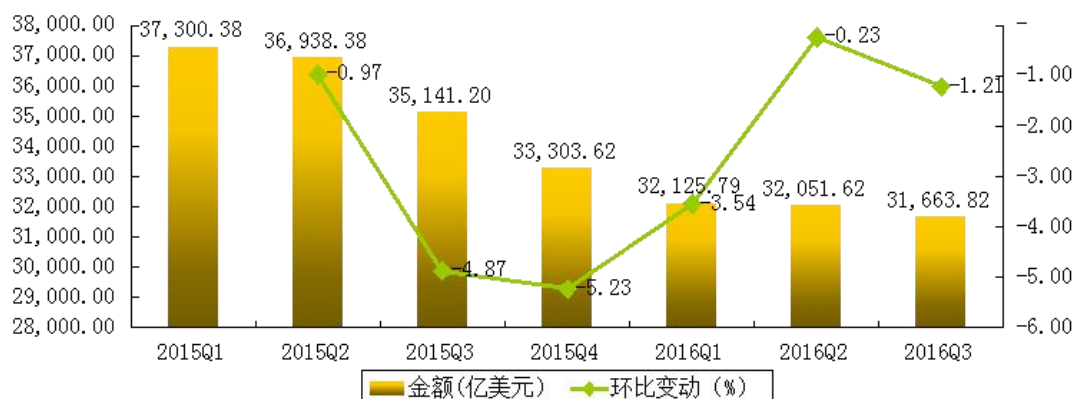


图 8 2015-2016 年外汇储备变动情况

数据来源：外汇管理局 城市金融研究所整理

为了保持人民币汇率稳定，**首先需要稳定人民币汇率预期。**要扭转人民币汇率下跌的局面，关键是要打破人民币对美元汇率持续贬值的预期。央行可以通过各种公开媒介向外界传递维持汇率稳定的信号。由于美元指数走强，其他货币对美元贬值较多，不宜过多强调注重参考一篮子货币，这样相当于暗示人民币兑美元仍将贬值。同时以市场化手段干预离岸市场汇率，使在岸和离岸价差保持在合理水平，抑制投机和跨境套利。**其次，要加强对跨境资本流动的监管。**根据蒙代尔不可能三角理论，保持汇率稳定、货币政策独立性和资本项目开放不可兼得，当前形势下我国应更侧重于保持汇率稳定和货币政策独立性，对资本项目的开放应采取审慎原则，通过加强对跨境资本流动的监管，防止投机资本对我国的冲击。