

人民币汇率 巨幅波动背后

脱钩美元, 转向“一篮子货币”

1月11日,人民币兑美元汇率中间价比上一交易日(1月8日)上调逾250点,报6.5626,至晚上7点左右,离岸和在岸人民币汇率在一度下跌后分别回升至6.6034点和6.5725点。离、在岸价差从上周最高1600点收窄至不足300点。

一场突如其来的人民币汇率暴跌,在中国央行和金融监管机构的多方干预下,终于被按下了“暂停”键。

就在此前一周内,A股市场内的四次“熔断”,加上人民币兑美元中间价连续8天下跌,令市场陷入了“股汇双杀”的恐慌之中:与此前不同的是,本轮汇率下跌是以离岸市场价格下跌所引导,央行次日“追随”下调中间价而形成的一波滚动式下跌。

直到1月8日证监会暂停熔断机制后,央行才以上调中间价并在离岸市场干预的形式,阻止了此轮汇率暴跌的势头。

这一不同于过去引导中间价“抵抗”离岸汇率下跌的调控模式,深刻地影响和改变了市场投资者的预期。就在人民币汇率中间价调升的1月8日,国际投行高盛大幅下调人民币预期,将2016年底人民币兑美元预期从6.6下调至7,同时包括中金在内的多家投行和市场研究机构亦大幅下调人民币预期汇率预期。



一周内, A股市场内的四次“熔断”,加上人民币兑美元中间价连续8天下跌,令市场陷入了“股汇双杀”的恐慌之中。人民币对美元汇率的“脱钩”,和对一篮子货币汇率的“重新对标”已经是不可避免的趋势。而在这一空前的汇率调整之中,货币当局所面临的挑战才刚刚开始。

一次“压力测试”?

未来的人民币汇率是以市场供求所决定的“自由浮动”为目标,在这一背景下,央行对汇率中间价跟随离岸市场汇率变化的调整,亦可视为扩大汇率波动区间的“压力测试”。

过去数年中,作为汇率涨幅仅次于美元的“全球第二强势货币”,人民币汇率及其所代表的中国经济体系,实质上已经成为多国货币汇率所对标的新兴市场汇率之“锚”。在这一背景下,中国巨轮汇率锚定目标的改变,对全球经济和货币体系的冲击与震荡可想而知。

对此,瑞穗证券首席经济学家沈建光认为,2015年12月初,央行表态人民币汇率要参考一篮子货币指数之举,是人民币自“8·11汇改”以来的又一重要突破,也是人民币在加入SDR货币篮子之前,增加汇率独立性的必经之路。

但从时机上而言,他认为由于人民币跟强势美元挂钩过久,在汇率高估的背景下,此时脱钩存在较大的汇率动荡风险,因此短期来看,“稳定市场对人民币汇率预期至关重要”。

而在中国社科院世经政所副主任肖立晟看来,人民币即将加入的SDR货币篮子本身就应该成为世界货币体系之锚,在这种背景下人民币汇率没有必要再盯别的锚,而应该由贸易和外汇市场的真实供需所决定。

从这个角度而言,CFETS人民币汇率指数只是央行为市场提供的一个新“参照指标”,并不意味着人民币汇率定价“锚”的转变,未来的人民币汇

率是以市场供求所决定的“自由浮动”为目标,而非盯住美元或某个货币篮子为锚。

国际货币基金组织(IMF)在人民币加入SDR货币篮子的评估报告中曾强调,与其他国际货币相比,人民币汇率波动率依然较低,同时在岸汇率和离岸汇率存在较大偏离。其原因在于强势而稳定的人民币在岸汇率长期主导人民币汇率走势,并牵制着市场交易波动率较大的离岸市场汇率。

在这一背景下,央行对汇率中间价跟随离岸市场汇率变化的调整,亦可视为缩小在岸与离岸汇率偏离,并加大在岸汇率波动区间的某种“压力测试”。

央行研究局首席经济学家马骏的解释澄清了这一疑惑,他表示目前人民币汇率形成机制将形成以稳定一篮子汇率为主要目标,同时适当限制单日人民币对美元汇率波动的调节机制。相当于以一篮子汇率为主要参考目标的浮动汇率定价。

然而在中国经济增速持续下滑,以及两次股市“熔断”所引发的不安情绪下,货币当局的“压力测试”迅速引发了全球市场的恐慌,并引来国际套利资本的觊觎。

央行通过限制人民币外流来打击

离岸市场投机卖空的压力,而离岸市场流动性的收紧,更进一步加剧了市场恐慌:2016年1月11日香港银行隔夜拆借利率狂涨939个基点,由上周五的4%飙升至13.4%,创2013年6月有记录以来最高水平。香港银行间7天拆借利率也由上周五的7.05%大幅升至11.23%。

除了短期的流动性管制外,实际上央行早已进行了更多的制度布局:自“8·11汇改”之后推出一系列结售汇管理与控制措施,令央行在人民币的跨境流动性管理上有着足够的市场博弈工具。

但在人民币汇率相对一篮子货币仍然存在高估的情况下,以流动性收缩带来的汇率反转并非长久之计,很可能通过事后大宗商品和资产价格的调整得以“曲线释放”。交银国际董事总经理兼首席策略师洪灏就指出,1997年亚洲金融危机后中国顶住汇率贬值的压力,是导致1998年中国股市跌幅超过10%的重要原因之一。

在这一背景下,人民币汇率反转后,1月11日A股沪指再度暴跌5%,市场再现“千股跌停”的现象也令一些市场研究人士担心,央行连续两日大幅拉升人民币中间价所形成的汇率反转走势,是否会更多的汇率贬值压力转移到股市等国内资本市场之中。

人民币“换锚”?

本轮人民币兑美元汇率的下跌,来自人民币汇率“换锚”背景下,对前期相对于一篮子货币汇率高估的“对标式补跌”。

在人民币汇率持续下跌的预期下,此前央行逐步放开的个人购汇等机制也在悄然收紧,密切关注外汇流向的外管局也开始加强银行外汇业务监管,并控制部分区域的结售汇总量规模。

但市场上对于人民币贬值的预期已经形成。多位广州银行业人士向记者介绍,最近一个月很多人开始有意识地通过网银、手机银行或柜台换一些美金,“最近几个月换美元的人明显增多了,基本客户来了就说我要转美元,这个东西应该是羊群效应吧。”中国银行广州五羊新城支行一位理财经理说。由于外管局规定我国个人购汇的额度是每年最多5万美金,还有很多人“偷偷把钱带到香港去换”。

央行近期公布的数据显示,2015年12月外储规模下降1079亿美元,创下史上最大降幅。而在上周末召开的外汇管理工作会议上,外管局表示,中国外汇储备较为充裕,金融体系总体稳健。

一位在国内做美国代购生意的女士近日向记者抱怨:“2015年10月咱们刚做代购的时候汇率6.35,现在6.6+,而我这里汇钱不可能每一千块汇一次,每一笔钱的延迟都会造成损失,每一天我都在损失,真的要炸了。”

针对汇率下跌所引发的猜测,央行回应是更加及时透明的汇率数据发布:在其发布的人民币汇率指数数据中,包括刚刚推出不久的三大“货币篮子”汇率指数显示,2015年人民币对一篮子货币总体保持基本稳定。

在多个人民币汇率指数中,央行在2015年12月11日开始公布的中国外汇交易中心(CFETS)人民币汇率指数,成为了令市场各方瞩目的人民币“汇率之锚”:这一包含13种境外货币的“货币篮子”,按照不同货币与人民币之间的贸易权重构成相应的汇率指数,被市场认为是人民币脱钩美元,转向“一篮子货币”的关键汇率基准。

有研究者通过统计指出,在进入2016年以来的人民币中间价下调过程中,脱离了美元之“锚”的人民币汇率中间价,实质上严格地盯在了CFETS汇率指数上;而国际财经资讯机构彭博社也通过其独立的汇率数据分析显示,人民币兑“一篮子主要贸易伙伴货币”的汇率依然维持在与2015年10月相同的水平。

招商银行高级金融分析师刘东亮认为,元旦后人民币的显著贬值,主要还是为了CFETS指数的稳定,“因节后美元显著强势,欧元等非美货币下跌,如果人民币汇率不动,则CFETS指数必然上升。”

从这个意义而言,本轮人民币兑美元汇率的下跌,并非源自货币政策当局对人民币兑美元汇率贬值的“有意纵容”,而是来自人民币汇率“换锚”背景下,对前期相对于一篮子货币汇率高估的“对标式补跌”。

未完的博弈

货币当局不仅要面对各类套利投机资本,还必须控制汇率调整节奏,以防跨市场间的“恶性共振”。

实际上,就在央行启动此轮人民币汇率“下跌式换锚”之前,人民币汇率已经面临着多方调整压力。

中国金融四十人论坛高级研究员管涛指出,早在2014年二季度,中国就开始出现资本外流,而在“8·11汇改”之后,人民币贬值预期下“藏汇于民”与大量前期借入美元套利机构偿还债务的需求叠加,造成近6000亿美元的短期资本净流出,同时非政府部门对外净负债2万多亿美元的规模,也加剧了市场对人民币贬值的担忧。

与资本流动层面的担忧相比,国内实体经济转型也存在着对人民币贬值的需求。兴业银行首席经济学家鲁政委在其研究报告中指出,人民币实际有效汇率的高估,不仅直接影响出口,而且通过国外产品替代和海外投资加速等方式,对中国国内的产品消

费和投资拉动等“三驾马车”均形成了严峻挑战,并造成经济体系内“产业空心化”和金融资本“脱实向虚”的典型症状。

从这个意义而言,人民币对美元汇率的“脱钩”,和对一篮子货币汇率的“重新对标”已经是不可避免的趋势。而在这一空前的汇率调整之中,货币当局如何引导各方预期、减低市场震荡,并在保持国内货币金融环境基本稳定的前提下,实现新的“汇率并轨”,所面临的挑战才刚刚开始。

财新智库莫尼塔董事总经理钟正生认为,未来的人民币汇率既不会“死守”某个美元汇率点位,也不会放任套利投机者利用人民币贬值预期大肆炒作,而会形成某种“且战且退”的阶梯式贬值路径。

“且战且退”的汇率贬值模式下,

货币当局不仅要面对市场预期的急剧变化,以及由此而来的各类套利投机资本;同时还必须小心观察境内外各类资本市场动态,并控制汇率调整节奏,以防形成跨市场间的“恶性共振”。

而从另一个方面来说,如果人民币汇率实现了货币当局所期待的“有序撤退”,则将在极大改善实体经济结构的同时,成为人民币国际化进程中的另一个坐标。

在清华大学中国与世界经济研究中心主任李稻葵看来,在全球新兴市场动荡的情况下,如果人民币汇率能够实现一篮子货币的稳定,“那么事实上,人民币将成为一种类似于SDR但有实体经济支撑的新型国际化货币。”而在这种情况下的人民币,将真正成为国际金融市场波动的“稳定之锚”。 (据南方周末)