

央行主導人民幣貶值，轉向參考一籃子貨幣

——2016 年第一周人民幣走勢評論

梗概

剛結束的 2016 年第一個交易周，在岸人民幣（CNY）和離岸人民幣（CNH）兌美元分別貶值 1.56% 和 1.74%，1 月 8 日收盤分別報 6.5948 和 6.6831。人民幣貶值預期和中國匯率政策轉向帶來的不確定性迅速波及內地、香港和全球股市。那麼，人民幣究竟緣何迅速貶值？未來一年匯率走勢如何？

我們認為：

- 上周的人民幣急速貶值可能是央行主導的。央行通過連續調低人民幣兌美元中間價，引導市場貶值預期。
- 貶值動機主要在於加速人民幣與美元脫鉤。未來人民幣匯率將更多參考基於一籃子貨幣編制的指數，例如 CFETS 人民幣匯率指數。
- 我們認為 2016 年 CFETS 人民幣匯率指數將保持在 100 左右的區間內雙向浮動（指數在 2014 年 12 月 31 日讀數視為 100）。
- 由於美元將維持強勢，我們預計 2016 年人民幣兌美元仍有貶值壓力；但經上周一次性調整後，短期下行空間有限。
- 我們預測未來 3 個月人民幣兌美元將在 6.70，未來六個月將在 6.80，年末將在 6.90。

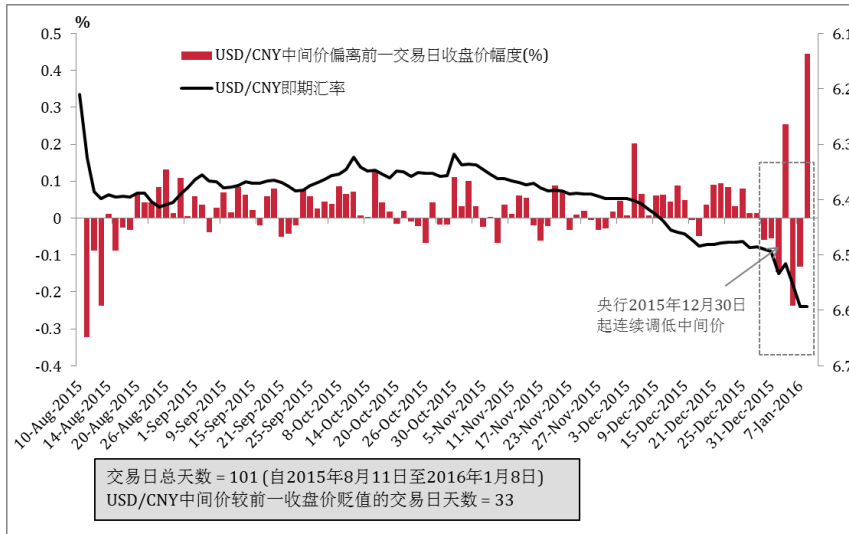
央行通過調低中間價引導本輪人民幣貶值

自 2015 年 12 月 30 日起，央行連續三個交易日調低中間價。1 月 4 日中間價比前日收盤價大幅調低 0.15%，引發 A 股市場觸發熔断。此後的 1 月 5 日中間價較前日收盤價調高 0.25%，以平復市場情緒。然而在此後的兩個交易日，中間價再度貶值，1 月 7 日 A 股市場再度觸發熔断。

中間價較前日收盤價貶值的情況並不常見，在 2015 年 8 月 11 日至 2016 年 1 月 8 日的 101 個交易日內僅發生了 33 次。而上周中間價連續幾日大幅貶值，則更為罕見。上一次中間價連續大幅貶值發生在 2015 年 8 月 11 日至 8 月 13 日，央行改革中間價形成機制，通過下調中間價引導人民幣兌美元一次性貶值。

此輪人民幣貶值與 2015 年 8 月如出一轍，我們認為央行旨在通過一次性調整，促使人民幣與美元迅速脫鉤。與美元脫鉤後，新的人民幣價值基準將參考一籃子貨幣。

丁文捷, PhD
(852) 3900 0856
dingwenjie@cmbi.com.hk

圖 1：央行可能主導了上周的人民幣迅速貶值


來源：彭博。招銀國際計算。數據截止於 2016 年 1 月 8 日收盤。

旨在維持人民幣匯率兌一籃子貨幣保持穩定

最新發佈的 CFETS 人民幣匯率指數衡量人民幣兌一籃子貨幣的價格

2015 年 12 月 11 日，中國外匯交易中心正式發佈 CFETS 人民幣匯率指數，該指數參考 13 種外匯交易幣種，權重按各國與中國的貿易活動計算。其中，美元權重為 26.4%，若考慮港幣權重在內則美元權重為 33%（由於港幣與美元掛鉤）。除人民幣外的四種 SDR 貨幣（美元、歐元、日元和英鎊）總共獲得 72.9% 的權重（將港幣計算在內）。

CFETS 人民幣匯率指數顯示 2015 年人民幣升值 0.94%

CFETS 匯率指數為周度數據，每週一公佈上周最後一個交易日的讀數，指數取 2014 年 12 月 31 日的匯率水準為 100。直至 2016 年 1 月 8 日，已公佈 7 個交易日的 CFETS 指數值。外匯交易中心同時還公佈基於 BIS 貨幣籃子和 SDR 貨幣籃子計算的人民幣匯率指數，作為 CFETS 匯率指數的補充。表 1 比較了人民幣兌美元匯率指數以及其兌一籃子貨幣的匯率指數的走勢，從中不難發現，2015 年，儘管在岸人民幣兌美元貶值 4.64%，但人民幣兌一籃子貨幣的價值仍比較穩定：CFETS 人民幣匯率指數升值 0.94%；參考 BIS 貨幣籃子和 SDR 貨幣籃子的人民幣匯率指數分別升值 1.71% 和貶值 1.16%。

圖 1: CFETS 人民幣匯率指數 2015 年小幅升值 0.94%

	僅參考美元	參考一籃子貨幣		
	人民幣兌美元匯率指數	CFETS 人民幣匯率指數	參考 BIS 籃子貨幣的人民幣匯率指數	參考 SDR 籃子貨幣的人民幣匯率指數
31/12/2014	100	100	100	100
30/11/2015	96.89	102.93	103.5	101.56
11/12/2015	95.98	101.45	102.28	99.52
18/12/2015	95.56	101.52	102.29	99.37
25/12/2015	95.64	100.87	101.61	98.93
31/12/2015	95.36	100.94	101.71	98.84
8/1/2016	93.73	99.96	100.89	97.66
2015 年變化	↓4.64%	↑0.94%	↑1.71%	↓1.16%

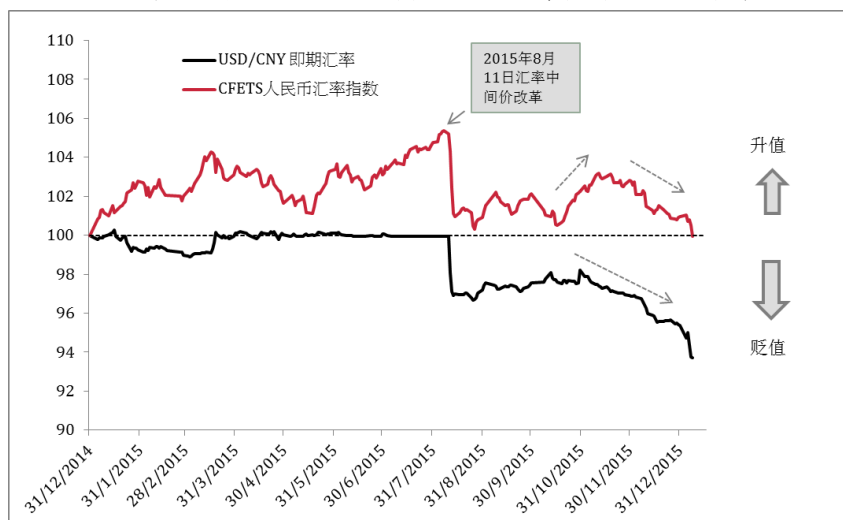
來源：中國外匯交易中心。彭博。招銀國際計算。

引導人民幣兌美元貶值，以保持 CFETS 指數穩定

為研究 CFETS 指數過去一年的走勢，我們計算出 CFETS 指數每日的讀數，如圖 2 所示。我們發現，央行近來的匯率政策和在匯市的舉措，意圖均在於維持人民幣兌一籃子貨幣，即 CFETS 匯率指數的穩定。

2015 年 1 月至 2015 年 8 月，CFETS 匯率指數升至超過 105%，隨後的“8-11”中間價改革促成人民幣兌美元急速貶值，CFETS 指數也降低至 101 附近。2015 年 10 月中旬至 11 月中旬，由於憧憬美國加息，多國貨幣兌美元貶值幅度超出人民幣兌美元的貶值幅度，CFETS 隨即上漲至 103。11 月至 12 月，央行減少匯市干預、2016 年初調低中間價，看似放任人民幣貶值，其實質可能是希望促使 CFETS 指數回到 100 左右的水準，即人民幣兌一籃子貨幣的價值保持在 2014 年末的水準。

圖 2：人民幣兌美元貶值旨在維持 CFETS 匯率指數在合理水準



來源：彭博。招銀國際計算。2014 年 12 月 31 日指數取為 100。

人民幣未來怎麼走？

我們認為，2016 年人民幣匯率政策將參考新的基準——CFETS 人民幣匯率指數，維持其在 100 左右的區間內大致穩定。由參考美元轉向參考一籃子貨幣，是中國匯率政策重大轉變之一。我們認為，中國開放資本帳戶以及保持經常帳戶的健康合理水準，都需要比較穩定的匯率作為支撐。而國內的改革和轉型，也需要一個堅實穩定的匯率環境。所以維持人民幣兌一籃子貨幣的價值穩定，將作為 2016 年匯率政策的隱含目標之一。

2016 年人民幣兌美元尚有貶值壓力，但短期內貶值空間有限。在美國經濟溫和持續復蘇、美聯儲加息的背景下，預計美元兌大多數貨幣將保持強勢，人民幣兌美元的貶值壓力仍將持續。然而，上周的人民幣急速貶值被視為一次性的調整，且 CFETS 人民幣匯率指數已跌破 100（1 月 8 日讀數為 99.96），所以我們認為人民幣短期內（尤其是在兩會召開之前）貶值的空間不大。

我們預測未來 3 個月人民幣兌美元將在 6.70，未來六個月將在 6.80，年末將在 6.90。

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融控股有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。