

# 人民幣已經來到十字路口

時富金融策略師  
黎智凱

自去年12月份以來，人民幣面臨不斷升高的貶值壓力，上週三中國人民銀行（人行）一度逆市上調中間價至6.1282，每日收盤價比中間價貶值額直逼2%的上限，而最具指導意義的無本金融交割週期更見4%的貼水。上調匯率無果而終，此後中間價連續幾日走軟，市場擔憂人民幣將會持續兌美元貶值。

人民幣雖然參考一籃子貨幣進行匯率調節，實際依然是盯住美元的。在全球央行或降息，或出台QE時，市場預期美元在年中加息，在外匯市場一枝獨秀，對其他主要貨幣大幅升值。人民幣緊掛美元，自然跟着升值不少。市場認為美國快將進入加息周期，而中國卻正相反，去年人行已經開始降息，並利用SLO、MLF等工具注入流動性以避免經濟硬著陸。息差收窄，人民幣貶值在所難免。

## 貿然貶值或加速資本外逃

除美國外，大部分經濟體都出現了經濟增速放緩和通脹不理想值的問題，其結果是各國接連打響向匯率及利率著手。加拿大、丹麥、印度減息，新加坡下調匯率區間斜率，以刺激出口。中國經濟增速放緩，外貿數據不盡如意，人行面臨著讓人民幣貶值以提振出口的誘惑。然而若貿然讓人民幣貶值，必會加劇因經濟下行早已發生的資本外逃，並收緊國內的流動性。

環球同業銀行金融電訊協會（SWIFT）已經將人民幣列為全球第五大結算貨幣，人民幣國際化進程加快。「一帶一路」政策大力推行基礎設施主導的對外投資，中國資本輸出



■上週三人行一度逆市上調人民幣中間價至6.1282，每日收盤價比中間價貶值額直逼2%的上限。資料圖片

將會加劇，亦將催化人民幣國際化。一方面，自由進出的資本要求匯率的靈活性；另一方面，為了爭取人民幣國際化的地位乃至實現與美元作為全球結算貨幣目標，匯率穩定性不可或缺。

## 浮動區間擴大是趨勢所向

人民幣已經來到了匯率的十字路口，中國央行必須試着平衡一系列相互矛盾的宏觀目標。人民幣國際化與資本開放進程相輔相成，根據國際金融學中的三元悖論，自由的資本流動、固定匯率與獨立的貨幣政策不可能同時存在，中國必然不會放棄獨立的貨幣政策，如果北京真心實意推動資本開放，人民幣浮動區間擴大是趨勢所向，自由浮動的匯率亦可部分緩衝外部衝擊。在資本開放進程無後路可退的唯一選擇就是容許人民幣匯率進一步浮動。中國央行在資本開放進程中一直小心翼翼、步步為營，生怕看到資本外逃，但為推動人民幣國際化和開放資本，這是無可避免的陣痛。

# 內外多變 人行出招費思量

太平金控·太平証券(香港) 研究部主管

陳羨明

歐元區的經濟問題是其制度和政治的綜合體現，短期內難以扭轉，因此歐元區的量化寬鬆的效果受此影響，歐元的貶值是長期的問題；2014年四季度到2015年初全球大宗商品的表現，令全球面臨的是持續的通縮壓力。因此，全球低利率時代的時間可能比預想中更長，儘管美聯儲加息時點的選擇仍存不確定性，但美元顯著升值和歐元顯著貶值。

中國內地經濟弱開局。前天發佈的1月中採PMI指數為49.8，比上月下降0.3個百分點，低於市場預期，為2012年10月以來首次低於50。從12個分項指數來看，同上月相比，除積壓訂單指數、產成品庫存指數、供應商配時間指數略有上升外，其餘各分項指數均有所下降。其中，進口指數、購進價格指數、經營活動預期指數降幅較為明顯，超過1個百分點；其餘指數降幅均在1個百分點之內。

## 關注熱錢流入資本市場

中採PMI資料反映製造業經濟景氣在1月進一步走低。1月的PMI回落會受到一定春節因素的擾動影響，但更多資料表明，經濟將面臨「雙低」開局，經濟增速還在繼續回落，而通脹也可能繼續回落。在上述的國內外宏觀經濟背景下，中國的貨幣政策的選擇空間應是很大的，可是，目前貨幣政策卻處於兩難的境況。去年11月21日人行減息後，大量資金流入股市等資本市場，而實體經濟融資成本依然高企，無法有

效達到政策效果。因此人行對全面寬鬆較為謹慎，繼續採用短期貨幣政策工具投放流動性。

近期，人行通過短期工具來維持資金市場的平穩。1月21日，為繼續發揮中期借貸便利的結構性引導功能，強化正向激勵作用，同時也為了應對春節前流動性的季節性波動，以及人民幣貶值壓力引致的資本流出。人行續做到期的2,695億元（人民幣，下同）中期借貸便利（MLF），並新增500億元，期限3個月，利率3.5厘，較同期的銀行間貨幣市場利率低0.5厘。

同時，人行重啟了暫停一年的逆回購，7天逆回購500億元，中標利率3.85厘。此前，人行已連續15次暫停公開市場操作。加上500億元國庫現金定存招標，上月底實現資金淨投放1,000億元。此外，人行進行600億元逆回購操作，其中7天期及28天期各300億元，而28天期操作是近兩年來首次推出。

## 貨幣工具操作更頻繁

結合總理李克強和人行行長周小川在達沃斯論壇上的表態，我們認為，2015年人行仍傾向於繼續以定向調控搭配新型貨幣工具組合來維持短期資金市場的平穩。SLO（短期流動性調節工具）、SLF（常設借貸便利）、MLF，甚至更長期限的LLF（長期借貸便利）等操作將會更加頻繁地使用。

當然，這些新型貨幣政策工具和存款準備金率之間並不是取代和被取代的關係，人行是否降準，將視資本市場的影響而定。

# 美元獨強 損美出口及企業盈利

AMTD 尚乘資產管理有限公司主席

曾慶璦

歐洲經過去年對抗通脹不果後，今年終於推出量寬政策(QE)，未來計劃每月購入600億歐元國債和機構債，消息振奮歐洲股市，STOXX歐洲600指數升至7年高，年初至今已錄得逾7%升幅，德國DAX指數亦再創歷史新高。歐債方面，多國10年期政府債券息率包括德國、法國、西班牙及意大利等，均創歷來新低，整個歐元區的股債頓時變得歌舞昇平。然而，歐元區經濟仍然一片混亂，希臘左翼聯盟大選勝出，更令歐債危機的憂慮再次升溫。QE能否帶領歐洲走出困局依然成謎，但現今全球經濟環環相扣，歐洲QE對環球經濟能造成一定的影響。

歐洲實施買債計畫，意味着債券價格因需求帶動而上升，繼而拖低債券息率，歐多國債券息率除即反映QE效應，10年期國債債券息率已下跌至1厘以下，例如德國的現時只有0.35厘。然而，美國債券息率同時亦受累歐洲QE，下跌至現時只有1.7厘左右，為20個月新低。

## 美國國債需求有增無減

傳統上，美國國債債券息率可作為美加息預期的指標，例如在2013年5月，美聯儲開始暗示將會結束QE3，令美國10年期債券息率由低位1.62%攀升至2013年末的3%。可是隨着多國實施大規模QE，如歐洲及日本，令美國債券息率變得相

對吸引，加上美元持續轉強，令美國國債的需求有增無減，更令許多經濟學家大跌眼鏡。因此，雖然美國經濟走強及加息的預期升溫，債券息率仍然受壓，不能再反映美國的經濟情況。

此外，歐洲即將大印銀紙，資金棄歐元投美元，進一步推升美元匯率，對美國出口及通脹構成不利影響。去年12月，美國耐用用品訂單按月下跌幅3.4%，已是連續4個月走跌，除反映全球經濟增長放緩外，美元轉強亦是原因之一。而多間巨企如微軟及P&G等，受累於美元強勢業績出現倒退，預料未來歐洲QE帶來的資金將持續流入美元，美元升勢維持或會加大對美國出口及企業盈利的損害，為經濟帶來隱憂。

另外，油價下跌令石油輸入通脹放緩，美國亦不例外，現時通脹已下降至0.8%，但美元繼續走強令進口物價相應下降，無助於美國通脹達至2%的官方目標，因此為美國加息的步伐添加了不確定性。

## 人幣大幅貶值機會料不大

中國方面，強美元加重了人民幣走貶壓力，波動性亦增加，但進一步實現人民幣雙向波動的新常態。人民幣走貶能維持中國出口的競爭力，但同時加劇資本外流，或令近期放緩的中國經濟雪上加霜，且人民幣的穩定將有利於人民幣國際化，因此中央不會令人民幣大幅貶值，但往後中央在控制人民幣匯率方面將更考功夫。

## 銀行體系上月流出90億歐元

目前希臘銀行對ELA的需求逐漸顯現，ECB已經初步同意希臘央行提供這類支援。左翼激進聯盟黨(Syriza)贏得1月25日大選，意味希臘存款外流加劇：光是1月，整個希臘銀行體系已流出90億歐元，相當於5%的GDP。

如果流出的速度繼續加快，ECB就有麻煩了。短期來看，除了讓希臘銀行建立起ELA計劃之外，ECB別無他法。在10月的壓力測試中，其銀行監管機關發現，希臘四家大型銀行都有充足的資本。如果切斷對他們的流動性，勢必引起希臘民眾普遍不滿，目前希臘有70%民眾希望留在歐元區，資本控制將使得情況生變。

不過德國民眾的觀感也一樣重要。希臘動用ELA計劃越接近2012年1,200億歐元的水平，萬一希臘退出歐元區，歐元區支付體系潛在的損失也就越大。這樣的損失可利用資金控制的方式加以控制，而塞浦路斯對此方式的容忍程度還算不錯。不過塞浦路斯可以承受的情況，在希臘可能會對穩定造成更大的破壞。

# 多國打貨幣戰 美國未必不加息

永豐金融集團研究部主管  
涂國彬

百家觀點

經過一輪大大小小的事件，2015年的第一個月終於完結，如果要下個暫時的結論，應知道這是央行的一月。畢竟，由踏入2015年一刻開始，全球避險情緒未停過升溫，箇中理由，不問而知，肯定是大家都憧憬1月的歐洲中央銀行量寬規模。

這個規模，說起來，真的很大嗎？也未必，起碼未必足夠推起通脹預期，帶動歐洲經濟走出目前的惡性循環。但說不大嗎？起碼足以令瑞士央行怕得要死，三下五落二，立即取消了早前定下的瑞士法郎兌歐元的匯率上限。也就是說，明知歐洲量寬規模很大，歐元貶值壓力非輕，變相是瑞士法郎升值壓力很大，如此說來，與其勉強要去頂，也就是拋售瑞士法郎，買入其他貨幣和資產，例如黃金等，倒不如乾脆取消它，來得痛快。

## 多項數據已接近聯儲局目標

說起來，也不單是歐洲的事，連美國聯儲局的議息聲明，作為全球焦點，也有相當比重要提一提歐洲的外圍情況，這一點對於美國當局來說，算是相當罕有。畢竟美國最注重本土的事，本身失業率已連番改善，職位增長不俗，目前尚餘通脹一項，而這一點或多或少給近來大跌的油價扭曲了真相，若不計此，則通脹已開始在中長期的展望中，符合或接近聯儲局的目標。如此一來，沒有拖延而不加息的重大理由。

當然，短期而言，局方的理據上，有觸及外國經濟的情況，而這一點的確令人聯想到，萬一真的有更多變化，可能美國不得不小心理對之。是的，美國有此擔心，也不純然是歐洲央行的量寬，也包括近來各地央行的舉動，減息有之，連番減息亦有，說起來，不就是大眾愛說的貨幣戰嗎？

從美國的角度，它搞貨幣政策是有它一手的，遠的不說，就是過去幾年，跟其他歐日經濟體相比，高下立見。表面上好像很容易下的一道藥方，別人就是沒法下得而對症下藥，沒法藥到病除，但美國可以，是金融海嘯後，真正用此道良方，而有可以快速復甦的經濟體系，不得不佩服。

## 短期變化或不影響加息步伐

無論如何，近日大家一面倒又擔心不加息，相信是想得太多，只因短期的變化，而去論證中長期展望，是不合理的。以聯儲局的作風，可以在議息聲明中談談外圍，已算是很破格了，尤其真正重要的是，外圍縱有不濟，也不足以惹來大幅度的系統性風險，有別於金融海嘯後的日子。故此，投資者要有心理準備，可能去最後，仍是依然故我的，加息照做如儀，只是時間未必是我們當日所想而已。



■美國失業率已連番改善，職位增長不俗，目前尚餘通脹一項，便符合或接近聯儲局的目標。如此一來，美聯儲局便沒有拖延而不加息的重大理由。資料圖片

# 美國溫和增長未見突破

中銀香港經濟研究員

卓亮

美國第四季GDP以環比年率計算上升2.6%，從第三季的5%增速大幅回落2.4個百分點。GDP報告中有以下三點值得注意。

第一，亮麗增長言過其實。美國經濟在去年第二、三兩季錄得逾10年最快的六個月增速，表面上鋒芒畢露。惟短期內的強勁增長很大程度上得益於首季出現的萎縮，難以持續，第四季增速與第三季相比急跌近半。總結全年表現，整體經濟活動上升2.4%，只算平穩。近期不少機構預計美國2015年經濟增長能夠超過3%，未免有過於樂觀之嫌。事實上，美國GDP年度增幅已經連續九年未能突破3%，而金融海嘯後增長最快的一年也只有2.5%。

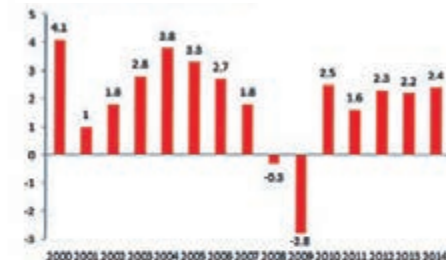
## 醫療開支估算飄忽不定

第二，醫療開支持續巨幅波動。2014年第一季及第三季，統計當局對醫療開支的估算飄忽不定，以致GDP終值與初值差異甚大，亦是造成這兩個季度出現顯著萎縮與強勁增長的主因。這個情況在去年第四季可能再度出現。按環比年率計算，第四季個人消費為GDP增長貢獻2.87個百分點，高於2.6%的整體增速。換言之，除個人消費外的各個分項總和拖慢了經濟增長。消費增長較快當然不是壞事，更在一年惟其中醫療開支一個單項就已經對整體經濟增長貢獻0.51個百分點，接近GDP增幅的兩成。在全球最大經濟體中，高達約五分之一的季度增長來自服務業其中一個領域，情況極不尋常。相信奧巴馬醫改實施初期對統計及消費所造成的影響，短期內仍將繼續是數據波動的主因。

## 債市對美經濟前景不樂觀

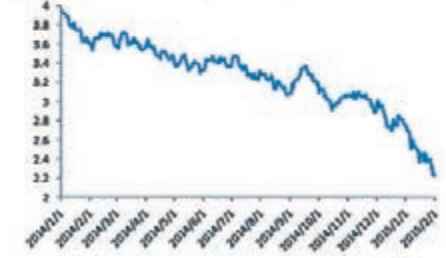
題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。

## 美國經濟增長未見突破(單位：%)



資料來源：美國商務部經濟分析局、中銀香港經濟研究

## 三十年期國債息率屢創歷史新低(單位：%)



資料來源：彭博社、中銀香港經濟研究

第三，2014年年底庫存急增對2015年表現而言並非好消息。第四季庫存急升1,131億美元，為本世紀至今共60個季度以來的第二高水平。庫存變化往往非常波動，未來回調壓力甚大。本世紀最大的一次庫存升幅出現在2010年底三季，隨後四個季度增長大幅放緩，更在一年後跌至負數，為金融海嘯後唯一一次。庫存對GDP的影響不容忽視，庫存當期急升後連續四個季度表現低迷，以致2011年美國GDP增長只有1.6%，是本輪復甦中最弱的一年。以史為鑒，2014年末季庫存錄得驚人增長，投資者應對此存有戒心。美國30年國債息率上周五單日跌逾9個基點至2.22%的歷史新低，亦反映債市對美國經濟前景並不樂觀。

# 希臘存款外流讓ECB左右為難

路透熱點透視專欄作家

George Hay and Neil Unmack

熱點透視

歐洲央行(ECB)管理委員會的25名委員現在肯定有種惡夢重現的感覺。

2012年，他們同意讓塞浦路斯面臨倒閉的銀行，從塞國央行所謂的緊急流動性援助(ELA)中，建立起相當於逾塞國過半國內生產總值(GDP)的儲備。塞浦路斯雖然得以將紓困推後，但所費不貲。到2013年終究躲不掉的救援與紓困發生時，代價更是慘痛。類似的劇情可能很難避免在希臘重演。

面對存款外流超過現金儲備之困的歐洲銀行，有兩種方法可以維持運作。擁有為數可觀的高品質抵押擔保品的銀行，可以將擔保押在ECB以換取現金。持有低品質抵押資產的銀行，可以用這些資產從該國央行換取ELA，相關的信用風險由這些央行承擔。塞浦路斯還提出第三種極端的解決方案—限制客戶從銀行帳戶提款，並將存款移至國外的資本控制計劃。