

美元弱帶動升值 在岸價曾破6.2 匯改後新高 走資變回流 人民幣勢強

開年以來人民幣兌美元展開凌厲升勢，1月份人民幣升值3.5%，在岸人民幣一度升破6.2關口，創2015年8月11日匯改以來新高，同期人民幣匯率CFETS指數亦累升0.9%創下逾兩年半新高。分析指，美元弱勢是這一輪人民幣升值的主因，外資流入進一步助推了升值；若人民幣持續走強，人行可能採取抑制升值的措施。同時，現在也是深化人民幣匯率形成機制改革、推進人民幣國際化的改革窗口期。

■香港文匯報記者 海巖 北京報道

年初至今美元指數下跌3.5%，非美元貨幣被動升值，同期發達國家貨幣如英鎊、歐元、日圓的漲幅都強於人民幣，雷亞爾、林吉特等新興市場貨幣亦表現不俗，人民幣3.5%的漲幅算是中等水平。

招商證券首席宏觀經濟學家謝亞軒向香港文匯報指出，近期人民幣迅猛升值，美元的弱勢是主因。他測算，由美元指數下跌導致籃子貨幣中非美元貨幣升值、進而帶動人民幣升值，貢獻了1.7個百分點的升值幅度；同期人民幣名義有效匯率升值0.98個基點。

外匯市場供大於求

外匯市場供求也推升了人民幣。一方面，1月內地的貿易商往來會大量結匯，來支付工資和貨款等，外匯供應充足。另一方面，今年首月外資通過滬深股通流入超過300億元（人民幣，下同），比2017年月均120億元的規模大幅增加，外資購買金融資產所帶來資本流入也助推了升值。

對於今年人民幣匯率走勢，謝亞軒認為，從供求看，外匯需求比較平穩，外債償還高峰已經結束，非理性的資本外流漏洞亦基本堵上，企業、個人資本配置方面的需求對外匯流出的影響趨於平穩；從供給看，外匯供應有增量，一方面每年貿易順差穩定在1,500億美元，外資配置人民幣資產的需求增加，證券市場資本流入持續加快，去年境外增加證券項下資本流入1,350億美元，今年將繼續增加。因此今年外匯市場總體會供大於求，支持人民幣偏強走勢。

成交量縮至100億美元

但從外部因素看，美元弱勢，但仍有可能出現反彈而非繼續下跌，市場低估了美國基建、稅改等政策對於美國經濟短期的積極影響，年內美元指數可能在87至97之間波動，這使得未來籃子貨幣走勢難以判定。

謝亞軒還認為，從人行將逆周期因子調成中性看出，人行不希望人民幣升值過快。近期人民幣匯率雖然升值幅度大，但成交量顯著縮小，從過去250億美元減少至100億美元，有價無市，或許意味着人民幣匯率超調，未來或結合美元指數反彈有所貶值。綜合看，預計今年人民幣兌美元匯率將雙向波動而非單向升值。

內地貿易順差續增

中國社科院世經政所研究員張斌分析，今年人民幣將再次面臨升值考驗。中國經濟景氣高點已過，而外部經濟正處於景氣高點，這意味着內地貿易的順差會增加。內地流動性緊張局面會激勵企業從海外借錢，放緩在海外購買資產。這些變化反映在外匯市場供求上，會支持人民幣升值；如果美元持續走弱，按照籃子規則，人民幣也會兌美元升值。如果這兩個力量疊加在一起時間長了，外匯市場供求局面壓力放大，貨幣當局將再次面臨調整匯率形成機制的壓力。

財新智庫莫尼塔研究董事長兼首席經濟學家鍾正生預計，今年美元震盪偏弱格局不變，就意味着人民幣匯率震盪偏強。2018年人民幣匯率仍會是有管理的浮動，不會大幅偏離人行的合意區間，可能的波動區間為6.4至6.7。同時，在人民幣匯率穩中有升的「時間窗口」，逐漸增加人民幣匯率雙向波動的彈性，培養市場對人民幣匯率雙向波動的承受和應對能力，應是一個良好的契機。



專家解讀



招商證券首席宏觀經濟學家
謝亞軒

從人行將逆周期因子調成中性看出，人行不希望人民幣升值過快。

如2018年美元指數顯著升值或顯著貶值，人行都可能繼續調整中間價定價機制，重啟逆周期因子。



中國社科院世界經濟與政治研究所
國際經濟室主任張明

圖：香港文匯報
北京傳真

外資重燃投資興趣 國際化提速

今年1月在人民幣快速升值的同時，人民幣國際化進程亦於沉寂數年後出現復甦。多個歐元區國家央行透露已配置人民幣外儲資產或配置計劃、意向，人民幣國際化漸顯新的動能；高息點心債時隔一年多在港首發，香港人民幣存款也觸及逾一年高點，顯示離岸人民幣市場逐漸恢復活力。

離岸市場恢復活力

印度基礎設施公司IL&FS在1月完成了三年期9億元人民幣債券（約1.4億美元）的發行，定價為8%的收益率，認購金額達到了逾20億元（人民幣，下同），凸顯需求強勁。這一年多以來首筆高收益離岸人民幣債券。此外，香港的人民幣存款觸及逾一年高點，去年11月達到5,592億元，創2016年11月以來最高。而香港金管局的數據顯示，人民幣跨境貿易結算量觸及17個月高位。

另外，伴隨美元疲軟，德、法、西、比等歐元區國家央行均跟進歐央行的配置動作，宣佈配置一部分人民幣儲備資產，這是人民幣在2016年10月被納入SDR籃子之後，人民幣國際化展現的新動能。

中國社科院世經政所國際經濟室主任張明認為，導致2017年中後期人民幣國際化進程由停滯轉為回暖的主要原因有三：首先，人民幣兌美元匯率由跌轉升，外國投資者持有

人民幣資產的意願重新增強；其次，人行在資本流動管理方面採取了遏制流出與鼓勵流入的措施；第三，從2016年年底開始，一行三會開始啟動金融去槓桿、防風險的強化監管進程，導致內地貨幣市場與債券市場收益率顯著上升。內地境內外債券息差重新拉大，吸引境外投資者大量購入內地利率債。2017年第3季度，受到人民幣兌美元重新升值、債券市場利差拉大的綜合影響，外國投資者對內地債券的淨購入達到481億美元的歷史性峰值。

張明指出，人民幣貶值預期的逆轉與中外利差的重新擴大將會再度提高外國投資者持有人民幣計價資產的興趣，而內地債券市場的開放為外國投資者大規模投資人民幣計價資產提供新渠道，兩者的結合導致了人民幣國際化進程的回暖。



升值過快 恐惹人行出手

人民幣匯價已突破「811」匯改以來高點，未來若美元指數繼續下跌，人行會否容忍人民幣兌美元繼續升值？中國社科院世界經濟與政治研究所國際經濟室主任張明指出，過強的人民幣既可能影響出口增長，也可能帶來新的流動性過剩與資產價格泡沫。如果人民幣兌美元匯率升至6.2至6.3附近，人行可能採取措施來抑制人民幣兌美元匯率的繼續上升。

慎防中美貿易戰升級

張明認為，人民幣過快升值有悖於防風險這一經濟目標的實現，同時市場也可能低估了2018年中國經濟增速下滑的可能性，特朗普政府發動的雙邊貿易衝突也可能在春節前後升級。在上述背景下，當人民幣兌美元匯率進一步上升至6.2至6.3附近，人行就可能採取一些舉措來抑制人民幣升值。

人行可能有四個措施：一是可能採取持續調低每日人民幣兌美元匯率中間價的方

式來引導市場預期，逆周期調節因子發揮雙向的作用，而非僅僅用於抑制人民幣兌美元匯率的過快貶值；二是在離岸市場上通過多種方式來抑制離岸市場人民幣的過快升值；第三，可能會盡快改變資本流動方面抑制流出、鼓勵流入的非對稱性格局；第四，短期內在收緊貨幣政策方面將會格外審慎。在本幣匯率強勁升值的背景下，人行提高存貸款基準利率的概率無疑會顯著下降。

開放QDII擴資本流出

招商證券首席宏觀經濟學家謝亞軒也認為，沒有一個大國是希望匯率持續走強的，當前人民幣已經走出「811」匯改的衝擊期，因此過去的臨時性措施將逐步放開，比如QDII有進一步放開的可能性，以擴大資本流出。

張明還認為，如果2018年美元指數顯著升值或顯著貶值，人行都可能繼續調整中間價定價機制，重啟逆周期因子。而2018



年美元指數出現較大幅度波動的可能性是存在的。為了擺脫人民幣兌美元匯率中間價定價機制反覆調整的尷尬，人行應該充分利用當前人民幣貶值預期比較平穩的時間窗口，增加收盤價（市場供求）對人民幣匯率中間價定價因素的佔比，而適當下調籃子因素的佔比，收盤價（75%）+籃子匯率（25%）的定價機制可能是更為理想的選擇。提高收盤價佔比、降低籃子匯率佔比，既符合人民幣匯率市場化改革的長期方向，也有利於在短期內維持人民幣兌美元匯率的基本穩定。

造紙航空內房內銀受惠

專家分析，人民幣升值有利於國際資本流入，利好A股、造紙、航空、房地產、銀行等行業將受益。

華泰證券首席宏觀分析師李超指出，當前人民幣匯率依然處在升值通道之中，中美國債利差也處在歷史區間的上限，資金回流境內在這兩年有望成為長期趨勢。資金回流境內，內地實體經濟韌性較強，疊加全球經濟弱復甦，A股看好的邏輯較為清晰。美元貶值利好銅、石油等用美元標價的大宗商品，在全球經濟弱復甦以及通脹交易的預期下，看好這類商品走勢。

另外，美元走貶利好境內主體海外發行美元債主體，主要是房地產企業和地方融資平台企業，美元融資企業利息支出負擔得到緩解，境外融資成本降低。目前境內房地產企業境外發行美元債融資餘額為180億美元，境內融資平台境外美元債券融資餘額80億美元。

中金公司報告稱，A股全部非金融公司

2017上半年出口收入佔比8%，人民幣每升值一個百分點，靜態地看對非金融全體淨利潤的影響不足0.1%，若考慮外幣負債影響，2017上半年美元借款存量約為海外收入的60%，綜合效果甚有可能是正面的。

出口商利潤率料承壓

在貨物貿易層面，航空、鋼鐵和造紙等廠商因海外原材料佔比較高、成本以美元計價而收入以人民幣計價而有望受益。另一方面，由於對美國市場的依賴度較高，電子、紡織、傢具、汽車、機械、玩具及鞋類等行業出口商的利潤率可能承壓。

在服務貿易層面，香港和澳門的旅遊收入對人民幣升值可能最為敏感，而日本和美國的旅遊業也在一定程度上受益。從財務損益的角度看，美元債務佔比較高的公司有望在升值中受益。另外，人民幣升值利好國際化步伐，具備跨境能力金融機構有望受益。