

2018 險象環生 2019 壓力未減

業界對人民幣「守7」觀點



中國社科院學部委員李揚：

在目前宏觀經濟困難較多的形勢下，穩定匯率及其預期比進一步推進匯率改革更為重要。



中國人民銀行調查統計司原司長盛松成：

在貶值預期尚可控制的時期，以較低的成本穩定匯率，可有效減少恐慌情緒、增強公眾信心，避免出現外匯儲備不保、匯率失守的雙輸局面。



美林美銀：

人民幣匯率破7，將損害商業信心及市場氣氛，並可能導致資本外流。因此中國央行將守7，且人行管理外匯穩定的能力比2015年已大大提升。

業界對人民幣「破7」觀點

中國社科院學部委員余永定：

央行自2017年以來基本停止了對外部市場的常化干預，政策非常正確；如果央行在貿易摩擦的條件下繼續執行，人民幣就過渡到自由浮動了，在潤物細無聲的過程中中國就完成了匯率體制改革。



中國社科院世界經濟與政治研究所研究員張明：

基本面存持續貶值壓力，貿易摩擦進一步惡化，人民幣兌美元在短期內破7，然後在7上下較長時間雙向波動。



瑞銀亞洲經濟研究主管、首席中國經濟學家汪濤：

隨着貶值壓力加劇，央行會適當允許人民幣貶值以釋放部分壓力，但會努力保持相對平穩。2019年底人民幣匯率貶值幅度可能達7.5左右，若中美貿易戰緩和，可能會維持在7左右。



2018年人民幣匯價重走了2015年「8·11」匯改以來的整個歷程：年初迅速升值到2015年8·11匯改時的高點，下半年卻急轉直下，兌美元數月內貶值近10%，距「7算」關口一步之遙；歲尾隨着中美貿易談判回暖，跌勢稍緩和。人民銀行三年內兩度被迫「守7」，但此次是有備而來，令做空者不敢妄動。有學者預料，2019年人民幣貶值壓力有增無減，「守7」之戰或白熱化。



數字看經濟之 人民幣匯率

香港文匯報記者 海巖

年初人民幣兌美元匯率從6.50左右較快升值，3月底中間價一度升破6.30。隨着中美貿易戰升級及中國經濟增速放緩，4月中下旬起開始回調，6月底跌去前期全部升幅。7月初，央行等官員先後喊話安撫市場情緒，但人民幣繼續走低，7月底跌破6.80，8月初再破6.90，市場上再現「要不要守7」、「保匯率還是保儲備」的激辯。隨後央行採取恢復對遠期售匯徵收20%的外匯風險準備、重啟逆周期因子等方式調控匯率，但人民幣跌勢未止，一度破6.97，12月隨着中美重啟貿易談判才有所回升。

7算被視為政策底線

1美元兌7元人民幣是一個心理關口，標誌着人民幣跌至10年來最軟水平。「8·11」匯改以來人民幣兌美元兩度逼近7元關口，每到這時，貨幣當局便喊話維穩或進場干預，令其成為市場猜測的政策底線。建設銀行信託投資研究主管韓會師向香港文匯報指出，此次央行應對人民幣貶值，從8月突然調高銀行遠期售匯業務外匯準備金與引入逆周期因子，到10月底央行高層喊話威懾空頭，再到11月初發行離岸央票回籠離岸市場人民幣流動性，處處搶佔先機，令空頭無功而返。目前市場人民幣有貶值壓力但無預期，境外NDF市場顯示未來一年人民幣貶值幅度不到2%。

市場對「守7」意見分歧

然而明年人民幣破7壓力或更大。中國社科院學部委員李揚、對外經貿大學副校長丁志傑、財政部財政科學研究所原所長賈康等專家回應記者

「要不要守7」的疑問均表態「有必要」，以免引發市場恐慌和貨幣危機。「如果跌『7』，可能打擊投資者信心，造成新一輪資本市場動盪；加上中美貿易博奕處於非常敏感的階段，人民幣若顯著貶值就可能被美方用來指責中國政府操縱人民幣匯率，或激發新一輪貿易衝突。」中國社科院世界經濟與政治研究所研究員張明指出，央行有動機維持人民幣匯率穩定，但同時也要付出貨幣政策獨立性降低、不利經濟企穩等代價，央行在「守7」上面臨兩難選擇。

貿戰發展 左右走勢

張明認為，目前多種因素使人民幣面臨持續貶值壓力，明年中美貿易戰演變將左右人民幣走向。「如果進一步加劇，人民幣可能破7，然後在7上下較長時間雙向波動，等市場主體對「破7」較適應後再開始新的漸進式貶值。」韓會師則認為，美元兌人民幣無論是6.99還是7.01本來都不重要，但因輿論過度炒作，市場就會把擊穿這個點位理解為新一波大幅度、長周期的人民幣貶值行情正式開啟，使得監管當局有必要對「破7」後的負面影響未雨綢繆。「『7』並非是個不可觸碰的紅線，可怕的是投資者心裡沒底。」韓會師說，現在市場已經很難根據「參考一籃子貨幣」定價機制對人民幣走勢進行合理預期。「如果市場調控能將CFETS指數穩定在某一區間範圍，投資者就可根據國際市場美元的波動合理判斷人民幣的波幅上下限，這樣即使由於美元短期內飆升導致人民幣跌穿7.0、甚至7.1，也很難誘發市場恐慌。」

戰繼續打

2018年人民幣兌美元走勢



今年企業恐慌購匯情況不再

做好對沖 時隔兩年，人民幣兌美元再度遊走在破7邊緣。這一次，內地企業和個人對人民幣的未來走勢都多了幾分淡定。

中國金融四十人論壇高級研究員管濤：此次人民幣貶值過程中沒有出現恐慌性購匯和資本流出，有條件的企業基本都提前做了匯率風險對沖操作，個人購匯需求亦有所下降。



今年前11個月人民幣兌美元貶值超過6%，匯率波動幅度更達到創紀錄的11%以上，使得出口企業匯兌、套保的成本和財務費用明顯增加。出口商往往通過遠期結匯鎖定未來外匯收入的匯率波動風險，但如果人民幣貶值超過遠期結匯協議匯率，也會損失潛在的匯兌收益。一家大型出口企業財務公司負責人告訴香

港文匯報，公司匯率套保操作近年已常態化，今年匯率波動劇烈，提高了套保比例，結果導致財務費用明顯上升。「年初人民幣猛漲，下半年又大跌，收到貨款時已跌破了遠期結匯協議匯率，不但沒賺到美元升值的收益，還要支付套保成本。」該負責人還說，因為應收賬款賬期的原因，不一定能在合適的時機進行套保，反而虧了本。

從行業看，人民幣貶值有利於家電、電子、交通運輸等海外營收佔比較高行業利潤增長，但研究報告顯示利潤增長不明顯。航空運輸業等外債較多的行業更會造成匯兌損失、提升航空公司成本，前三季度，內地上市航空企業利潤大幅下降。

在個人方面，人民幣貶值引發的購匯恐慌也沒有重現。計劃12月去澳洲遊玩的呂女士

告訴記者，她近兩年都會用盡每年5萬美元購匯額度，今年在年初就已換匯，價格比現在划算很多。

在管濤看來，今年人民幣無論升還是貶，市場都沒有出現恐慌性的拋售或囤積外匯。一方面，有避險意識和避險條件的企業基本都做了匯率風險對沖操作，再加上近兩年加強外債管理和資本流出的管理，企業外債負擔大幅下降，令企業對於匯率貶值造成的債負負擔增加的擔憂降低。與2015年「8·11」匯改前相比，目前民間部門對外淨負債下降了9,000多億元至1.47萬億美元。

負債增 購匯需求降

管濤還指出，因為有了2016年底恐慌性購匯、2017年人民幣匯率止跌反彈的教訓，這次面對人民幣再度考驗是否破7這一關口，市場和個人都持觀望態度。

另外，近年家庭負債率上升，內地股市低迷，互聯網金融平台頻頻暴雷問題導致個人財產受損，致個人購匯的有效需求下降。



重建投資者信心才是根本

記者手記 2016年人民幣兌美元匯率創紀錄的貶值了6.8%，還造就了「人無貶基」這個帶有嘲諷意味的網絡熱詞。當年央行不斷喊話「人民幣沒有持續貶值基礎」，卻止不住人民幣貶值的腳步，最終以減少1萬億美元外匯儲備的代價，才守住人民幣不「破7」。

今年央行有備而戰

相比2016年的沽空潮，今年人民幣走勢更是險象環生：中國經濟下行壓力加大、中美貿易摩擦升級、中美息差大幅收窄，都使得人民幣下跌壓力更大，也加劇了對沖基金沽空的熱情。但今年央行顯得有備而來，市場評價也頗為正面。2016年央行被動迎戰力保人民幣不破7，今次則先發制人引入逆周期因子，彌補人民幣匯率定價

機制的漏洞；然後調高遠期售匯業務外匯準備金，大幅壓縮遠期外匯市場沽空盤；在逼近7元關口的最危急時刻，則通過高層威懾、抽走離岸市場人民幣流動性、釋放人民幣外匯期貨上市信號等一套組合拳，再度令對沖基金借跨境匯差套利交易壓低人民幣匯率的算盤落空；最終隨着中美貿易談判回暖，人民幣連續大幅回升，令空頭暫時撤退。

明年任務更艱巨

明年人民幣守7的任務可能更艱巨，國內外宏觀經濟和國際收支形勢都難支持人民幣升值。重建國內外投資者對於人民幣中長期穩定的信心才是根本，否則市場很可能一次次陷入對具體點位的豪賭之中，監管當局也難免一次次陷入被動應對。

記者 海巖

明年貶值壓力有增無減

經濟向下 展望2019年，專家表示，基本方面人民幣兌美元匯率將繼續承受貶值壓力。

美股高企反利好美元

中國社科院世界經濟與政治研究所研究員張明分析指，至少在未來半年內，美國經濟仍將維持較為強勁的增長，而中國經濟仍面臨下行壓力，「我們預計可能下行至6.3%左右」。美聯儲在2018年12月與2019年上半年仍有可能加息3次左右，而中國央行仍有可能進一步降準，這意味着，貨幣市場與債券市場上的中美利差將繼續縮小，甚至由正

轉負。「明年美元可能因避險屬性而進一步保持強勢。」張明分析，目前美國股市處於危險的高估值之上，從歷史經驗來看，在美國股市劇烈動盪之時，作為避險資產的美元表現並不弱。當然，美股何時顯著下調，依然存在不確定性。

外貿面臨24年首次逆差

另外，當前全球地緣政治衝突仍有進一步加劇的趨勢，從歷史經驗來看，地緣政治衝突加劇通常可能使得作為最重要避險貨幣的美元匯率走強。

在瑞銀亞洲經濟研究主管、首席中國經濟學家汪濤看來，中美貿易戰會給2019年人民幣帶來更大貶值壓力。「受貿易戰影響，明年年度經常賬戶順差可能將消失，甚至出現24年來首次逆差，境內外利差收窄，以及貿易戰相關不確定性，可能導致資本外流規模增加。」

中國為對沖貿易戰影響而出台的寬鬆政策力度越強，經常賬戶逆差規模可能會更大，外部平衡惡化的速度也會越快。」張明也認為，儘管貿易摩擦將會導致兩敗俱傷的格局，但從短期看，貿易摩擦對順差國的不利衝擊可能會高於對逆差國。