

中國被列匯率操縱國 增貿談不確定性

寶鉅證券金融集團投資研究部



美國財政部將中國列為匯率操縱國，增加中美貿易談判不確定性，料將導致人民幣波幅加劇。

中美貿易戰的戰火進一步蔓延至貨幣戰層面，在美國宣佈對中國3,000億美元的進口貨品加徵10%的關稅後，人民幣近日貶值並跌穿每美元兌7元人民幣的心理關口以回應美國的新措施，這已是人民幣繼2008年後的新低位。貶值過後，美國總統特朗普表示不滿，而美國財政部則藉此將中國正式列為匯率操縱國，亦是自1994年後，首次將中國列為匯率操縱國。

三量化指標只中一個

匯率操縱國其實並未有國際通用的定義，美國將其他國家列為匯率操縱國與否是根據美國財政部在1988年發佈的《貿易和競爭力綜合法案》的規定，以及在2015年頒佈的《貿易便捷與貿易

促進法》的三個量化指標作為標準，三個量化指標為：1)對美貿易順差超過200億美元；2)擁有巨額經常賬順差，順差金額高於國民生產總值(GDP)的3%；3)持續進行單向外匯市場干預，年度內重複淨外匯購買金額超過GDP的2%，而以上三項指標中，任意一項成立將被美國列入觀察名單(包括意大利、新加坡及越南等地)，而三項均成立將會被美國定義為匯率操縱國，並認定對方藉着匯率政策從事不公平貿易競爭。

以2018年計算，中國對美國的貿易順差為4,190億美元，但經常賬盈餘只佔GDP的0.4%，淨沽出外幣金額則佔GDP的0.2%，數字顯示，中國在上述三項條件中只有一項符合，美國是次將中國列入匯率操縱國更大的原因是中國

央行有關人民幣貶值的「破七」聲明，認定中國央行有能力控制人民幣匯率走勢而將其定義。

將中國列為匯率操縱國後，下一步則是美國與中國就匯率操縱問題展開雙邊會談，或是向國際貨幣基金組織(IMF)尋求協助，為不公平的貨幣貶值作出修正以消除其優勢。倘談判未見成果，美國總統可實行各種單方面救濟措施，包括禁止海外私人投資公司批准任何位於貨幣操縱國的融資，如保險或擔保等，亦可禁止聯邦政府購入來源於貨幣操縱國的貨幣及服務。

短線加劇人幣波幅

事實上，美國已幾乎對所有中國貨加徵關稅，加上美國早於30年前已拒絕

中國獲取美國海外私人投資公司融資，其他潛在制裁的影響均屬有限，因此是次列中國為匯率操縱國的象徵意義其實遠大於其實質影響。但值得注意的是中國是次貶值已抵消了不少關稅產生的影響，未來會否令美國加快關稅加徵力度將成關鍵，同時，將中國列為匯率操縱國視作談判籌碼亦為雙方談判帶來更多不確定因素。短線而言，中美貿易的不確定性提升下將加劇人民幣的波幅，投資者宜避開一些持有外幣債務較重的板塊，如航空股或內房股等，相反，人民幣貶值將可提升產品競爭力，更為有利從事出口業務的企業或是海外業務佔比較高的股份，如出口股份或是個別工程類型的股份將更為吸引。

全球貿易格局變 各央行減息應對

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理



儘管純看經濟數據，目前沒有馬上減息的必要，但美聯儲在7月底還是宣佈減息，只是減息幅度方面，並無部分投資者預期那麼大。與此同時，更多央行加入減息隊伍，皆因對經濟增長前景，在貿易戰陰影下的擔憂，明顯在加劇。

誠然，經濟數據好壞不一。以美國為例，6月的非農、GDP、零售銷售和通脹等，都比預期強勁；不樂觀的包括製造業和房屋數據。至於最新的，例如7月ISM製造業指數下跌至51.2，不及市場預期，創近3年新低；7月就業數據表現整體符合預期，表現穩定；非農就業人數增加16.4萬人，略低於市場預期；失業率則維持在3.7%；平均時薪增長好於預期；6月工廠訂單增長0.6%，是連跌2個月後回升。

特朗普新關稅 推高減息預期

如主席鮑威爾所說，減息僅屬中期調節，不代表減息周期啟動。但就在8月1日，特朗普宣佈新關稅，投資者重新預期，美聯儲不得不加快減息，以應對經濟下行風險。尤其特朗普三番五次對美聯儲表達不滿，認為必須更大幅度且更快地降息。目前，9月份美國再減息的預期，保持在百分之百。

美匯指數並沒有太大影響，只是在8月

初因為貿易戰而有所回落，但很快在50日線找到支持，整體依舊保持在高位震盪。不過，美債加速走高，投資者對經濟前景相當不樂觀。10年期美債收益率從去年11月開始加速回落，今年8月更是擴大跌幅，8月7日晚一度低見1.5931%，創3年新低，並拉大了與3個月美債收益率的倒掛情況。

貿戰升級 對經濟帶來壓力

其他央行也不斷改變貨幣政策。新西蘭央行宣佈減息半厘，減幅超出市場預期，並表示若不採取額外刺激措施，就業及通脹可能放緩，不排除實行負利率，以刺激經濟。實際上，從現階段新西蘭經濟數據來看，並沒有太糟糕。最新的失業率意外下降至3.9%。但也有些不樂觀的數據，比如大城市的房價開始出現波動，7月消費信心指數按月轉降5.1%，是今年新低，未來預期指數降至近四年來最低。尤其是中美貿易戰升級，對於新西蘭經濟增長前景帶來壓



貿易戰持續升級，令市場對環球經濟增長前景擔憂明顯加劇。為刺激經濟，越來越多央行加入減息隊伍。

力。紐元面對較大的壓力，本來從7月中開始就加速下跌，減息決定公佈後，紐元更是擴大跌幅，一度創新低至0.6378，短線有調整，後市更有下行空間。

寬鬆環境繼續 金價受惠趨升

印度央行罕見宣佈將基準利率從5.75%下調35個基點至5.4%，力度大於預期，為2010年以來的最低水平，並對未來仍

持續保持寬鬆立場。目前經濟增速為近5年來最慢，下調經濟增長預期至6.9%。另外，還有泰國央行宣布近4年來首次降息，超出市場預期。

越來越多央行轉寬鬆，黃金升勢更為明顯，金價從6月開始便受惠減息預期，7月略做調整後，目前已經升穿1,500美元，同樣發力的還有白銀，相信仍繼續維持升勢。(筆者為證監會持牌人士，並無持有所述股份之財務權益。)

中資國際化須加強實踐法規認知

滬港融慧

張順榮、賈硯青 國際資本市場協會

近年來，境內金融市場加快了開放的步伐，中資金融機構從香港出發，進行國際佈局。在國際化發展的大趨勢下，更多的境外投資者想要了解和參與境內債券市場，而境內機構也需了解和應用國際監管法例和市場實踐做法。對此，國際資本市場協會(International Capital Market Association 或簡稱ICMA)通過香港代表處，服務亞太區會員，和境內外市場機構、監管機構等溝通和合作，促進信息交換交流。

今年，中國境內債券市場規模將近

13萬億美元，超過日本成為世界第二大債券市場，僅次於美國。繼中國國債納入彭博巴克萊全球綜合指數和多個富時國債指數之後，中國債市對全球投資者的吸引力日益增大。現在境外機構可以通過債券通、合格境外機構投資者(QFII)、人民幣合格境外機構投資者(RQFII)和銀行間債券市場直接投資(CIBM Direct)的渠道，投資中國銀行間債券市場。對於熊貓債等廣受關注的中國債市發展議題，ICMA和境內的行業協會、監管

機構等密切聯絡，把境內金融市場的信息概括形成報告，把境內外市場的情況宣傳給海外機構，促進境內外資本市場的互聯互通。

鼓勵內外市場信息流動

另一方面，金融危機之後，國際上出台了多個維護金融市場穩定發展的監管法規，例如歐盟《金融工具市場指令II》(MiFID II)、《證券金融交易條例》(SFTR)、《中央證券存管條例》(CSDR)等。開展跨境交易的市場參

與者需要了解這些國際監管法例對其交易的影響。ICMA通過報告和會議等方式，幫助會員為國際新規做好準備。同時，這些國際監管法規為境內的市場實踐和規管提供了參考和範本。ICMA持續與各大監管機構及政策制定者保持溝通，敦促地區和各國標準制定時考慮與國際現行標準相符合。

ICMA將繼續鼓勵境內外市場信息流動，介紹和分享國際公認的最佳實踐標準和國際法規，支持和促進境內市場開放，協助中資會員走向海外。



市場普遍認為貿易戰上不會有贏家。資料圖片

中美貿易戰恐蔓延貨幣市場

Eric Winograd 聯博固定收益資深經濟師

全球金融市場持續關注中美貿易戰發展，隨著戰火延燒，哪些商品與服務種類將被加徵關稅，而中美雙方又會採取何種反制措施。然而，貿易衝突也可能波及貨幣市場，值得投資者密切留意。

貨幣一直是此次貿易戰的潛在衝突點。美國政府指責中國操縱匯率，藉此維持人民幣弱勢，有利於出口。事實上，中國近來維持相對強勢的人民幣，並未刻意讓貨幣走貶，但美國顯然對於匯率變動愈來愈敏感。

因此，中國於8月5日讓人民幣兌美元跌破7元關口，無疑是中國對美國發出一記警告。倘若貨幣衝突升溫，美國政府可能打破傳統做法，出手干預美元，聯博認為此舉將衝擊金融市場與風險性資產，擴大貿易戰範圍，波及可能受到美元貶值影響的其他國家。

貨幣市場是一場零和遊戲，美元貶值，其他貨幣就會升值。全球已有許多經濟體處於

疲態，以歐洲與日本為例，貨幣走強可能導致兩國的經濟陷入衰退，政府將必須採取對策因應。儘管現在只是我們假設的情境，但相關風險值得密切關注。

不排除美國作貨幣干預

外匯市場的起伏決定了全球各國貨幣的價值，但決策當局偶爾會介入買賣本國貨幣，藉此影響貨幣價值，也就是企圖影響市場機制。過去貨幣干預是常見現象，但從1990年代中期以來，成熟國家已經很少這麼做，美國並未透過干預手段來設定美元匯率目標。

貨幣干預之所以少見，是因為效果通常不佳。貨幣市場的規模龐大，貨幣干預能否長期改變貨幣價值，尚難判斷。此外，在各國政府加強協同合作之下，各界已普遍認為外匯干預是損人利己的政策。一國變強，他國則變弱，進而可能採取報復行動。倘若一國出手干預，則所有國家都陷入僵局，同時也

會衝擊金融市場。

儘管如此，聯博不排除美國干預貨幣的可能性。美國總統顧問公開表示，干預貨幣已被納入白宮的討論事項之一。光是這點便極為不尋常，顯示美國政府對匯率變化相當敏感。

貨幣干預如何運作？美國總統能夠下令干預貨幣而不受任何監督制衡。美國財政部也能命令聯儲局動用紐約聯邦準備銀行的交易平台賣出美元。歷史經驗顯示，聯儲局曾動用同樣金額的自有資金，加入干預的行列。事實上，聯儲局可以不採取行動，但聯博預期聯儲局將會干預，以避免與財政部不同調。

倘若財政部與聯儲局確實出手干預，聯博認為雙方會可能讓過程透明公開。從學術文獻與過去干預的證據可明顯看出，政府必須釋出干預訊號，才能達到效率最大化。舉例來說，紐約聯邦準備銀行的交易平台銷售美元給主要交易商，財政部同時對外公佈干預

外匯市場。

訊號重要性不遜於行動

倘若特朗普政府確實出手干預匯率，對外必須釋出清楚明確的訊號，因為以動用到的美元金額而言，干預本身對於貶低美元難有長期效果。財政部外匯穩定基金約有950億美元，其中多數可轉換為流動性美元作為干預匯率之用。倘若聯儲局動用同等金額的資金，則代表可供賣出的美元達1,500-2,000億美元，規模看似龐大，卻遠小於外匯市場每日達幾兆美元的交易金額。

聯博認為，干預初期有機會讓美元走貶，但效果能否持續，將取決於其他政府的因應對策，以及美國政府是否願意視需要持續出手干預。一國能賣出多少本國貨幣，理論上並無限制。倘若既有準備金用盡，美國財政部可以發行更多債券以賣出更多美元。

投資者必須密切關注發展

美國干預貨幣的機率有多高實難預估。決定權掌握在美國總統特朗普手上，但觀察過去兩年的施政，他的政策好惡有時難以預測。倘若干預機率增加，聯博認為美國政府會採取先威脅後行動的做法，藉此促使其他國家採取行動，而不必實際訴諸貨幣干預。

但聯博認為，美國的意圖已日益明顯。貨幣干預目前已成為隨時可以施展的政策工具，投資者必須密切關注。倘若美國出手讓美元貶值，預計風險資產市場難有正面反應。長期而言，美元走低或許有利於美國企業出口，但短期卻可能加深全球衝突與緊張氣氛，同時削弱全球經濟力度，恐怕是弊大於利。

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。