

進入第三季，人民幣一改之前的走勢，加快升值。進入10月升勢不改，日前人民幣匯價被「入富」，市場憧憬有約1,500億美元資金會進入中國市場，人民幣兌美元昨日漲1,000點子；事實上，10月份以來，人民幣匯價已升約1.5%。經濟學家表示，人民幣匯率與外資流入兩者互為因果，中國經濟穩定向好吸引外資流入，短期匯率或會再升。但從經濟復甦角度而言，官方並不希望人民幣持續快速升值。

■記者 章蘿蘭 上海報道



連平 記者章蘿蘭攝

植信投資首席經濟學家兼研究院院長、中國首席經濟學家論壇理事長連平接受香港文匯報專訪時表示，在當前全球面臨高度不確定性，且流動性寬鬆的大環境下，中國國債「入富」，使得中國國債這種相對高收益、低風險的金融工具，被國際投資者關注，同時也表明全球投資者對中國債券市場的交易機制、監管制度、匯兌政策等市場基礎設施進步，有較高認可。中國國債加入主流指數的最直接影響，無疑將令更多海外機構投資者配置中國債券。

據連平觀察，近期國際資金通過QFII、滬深港通等渠道持有中國股票而流入境內的情況較為明顯。央行數據顯示，今年前7個月，境外機構和個人持有的人民幣金融資產合計數，從6.36萬億元（人民幣，下同）增長到7.74萬億元，淨增1.38萬億元，7月單月更猛增5,600億元，說明疫情後外資對中國經濟看好的預期正在升溫，「外資的持續流入，對人民幣升值顯然會形成一股推力。」連平說，外幣追逐人民幣，會改變外匯市場上人民幣與外幣的供求關係，人民幣也會相應隨之升值。

不過他也指出，從最近一兩年人民幣走勢來看，雖有跡象表明外資流入推動人民幣升值，但並不顯著。特別是2019年下半年至今今年5月前，外資在不斷流入，但期內人民幣兌美元匯率卻仍處在貶值壓力下，最低曾見約7.13；5月下旬人民幣才開始升值，直至10月9日單日升值1,000多個基點，至約6.69。

人幣大漲與美元跌幅相匹配

「本輪人民幣升值雖然有國內經濟疫情後快速恢復、貿易順差和外資流入的支撐作用，不過美元貶值仍是重要因素。」連平解釋，5月至10月初，美元指數走勢近6%，人民幣匯率升值近6%，從數值上看兩者匹配。

另外，數據顯示，美元指數5月中旬開始走弱，9月底時相比一季末下降了5.56%，降幅最多曾達到6.86%；同期歐元兌美元相較於一季末升值6.77%，最高達8.16%；英鎊升值4.61%，最高達7.76%；澳元升值17.04%，最高達20.17%。相比之下，9月末人民幣兌美元僅升3.88%，最高4.6%。經濟

恢復情況明顯不如中國的歐洲、英國、加拿大、澳大利亞和新西蘭，其貨幣兌美元在9月末前的升幅卻大大超過人民幣。照此來看，「十一」後人民幣單日升1,000多個基點，更像是一次「補漲」。

貿易順差外資流入主導後市

「近期人民幣快速升值，有外資放大流入的原因。」連平指，現階段主導人民幣匯率的因素，可能正在由美元指數，切換至貿易順差和外資流入。他預計，後兩者或也是未來一段時期主導人民幣匯率的因素，而美元指數走弱，對人民幣匯率的影響可能越來越小，「歐洲經濟因疫情復發再度陷入困境、美國大選集中釋放信息等，均會對美元指數起到一定支撐，令美元指數走勢趨弱或有所放緩；而10月初人民幣匯率大漲後，其升幅已基本與美元指數跌幅相匹配，均達到約6%，使得『補漲』動力減弱。」

尚升值過快 憂擾動金融市場

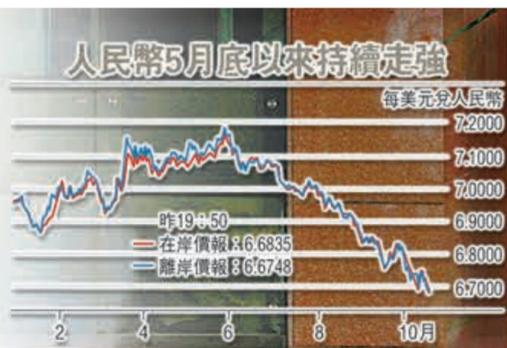
「人民幣匯率與外資流入兩者互為因果，相互影響，人民幣升值會進一步強化升值預期，外資流入意願更強；外資持續流入會成為人民幣升值推手。但若人民幣快速升值吸引熱錢大幅湧入，可能擾動國內金融市場，短期內或導致市場偏熱，推升資產價格虛高。」儘管在一定程度上，這種影響可以被貨幣政策針對性地調節抵消，但這又會反過來影響到中國貨幣政策的獨立性，使得貨幣政策在應對國內經濟問題時效率大打折扣。

內地新舉措可平衡外匯供求

另一方面，外資大量湧入可能令當局被動增加貨幣投放，對國內物價上漲也會構成壓力，「中國未必希望看到人民幣持續快速升值，本月10日內地將遠期售匯風險準備金率從20%調整至0，可以看作是抑制外匯市場供求不平衡的舉措之一。」連平認為。

疫情受控 經濟向好 國債加入主流指數更吸引

外資流入 添動力 人幣仍看漲



國家外匯管理局

近幾月人民幣快速升值的主要原因

- 中國經濟向好
- 貿易順差擴大
- 美元走弱
- 中外利差吸引外資流入

全球主要債券指數供應機構 納入中國債券

2020年9月

富時羅素宣布，從2021年10月起將中國債券納入富時世界國債指數（WGBI）。完全納入後，料有1,500億美元的指數追蹤資金流入中國債券市場

2019年9月

摩根大通宣布，從2020年2月28日起，將9隻中國國債納入摩根大通全球新興市場多元化政府債券指數（GBI-EM），料完全納入GBI-EM可帶來200億美元資金流入

2019年1月

彭博宣布，從2019年4月起人民幣計價的中國國債和政策性銀行債券被納入彭博巴克萊全球綜合指數（BBGA），並將將在20個月內分步完成；料完全納入可帶來逾1,000億美元資金流入

整理：記者 章蘿蘭



石建勳 (受訪者供圖)

中美貿易摩擦風波不斷，一度亦令人幣匯率承壓，不過目前對匯市影響力已經弱化。同濟大學經濟與管理學院教授、同濟大學財經研究所所長石建勳在接受香港文匯報訪問時分析，就本輪人民幣升值而言，更主要的原因在於美元弱勢的溢出效應，以及中國經濟基本面穩中向好，中美貿易摩擦幾乎不構成今年以來影響人民幣匯率的主要因素，原因主要在於中國維持了國際收支的平衡。

出口強勁支撐人幣匯價

「從人民幣匯率變化趨勢可以看到，去年下半年在貿易摩擦影響下，人民幣匯率不斷走低，但在第一階段協議簽署後，利空基本出盡，人民幣匯率隨即有所反彈；此後人民幣匯率的階段性承壓，主要是由於疫情爆發帶來的不確定性，當疫情穩定後便不斷走高。」石建勳指，今年8月，中國出口額同比增長11.6%，當月實現貿易順差4,165.9億元人民幣，對美國的出口額在各種懲罰性關稅和政治高壓下仍增長20%，較7月提高7.5個百分點，升至年內最高，「出口強勁為人民幣匯率提供了支撐，在這個意義上，中美貿易摩擦對人民幣匯率已無過多影響。」

內地經濟向好 吸引外資流入

論及外資動向，石建勳認為，理論上，國際資本對人民幣資產的增持與人民幣匯率的波動不存在必然的因果關係，從現象上看，兩者同時發生很大可能在於動因趨同。他提醒，此番外資增持A股的步伐，與人民幣匯率的波動軌跡相關性不大，發生的時間也不完全一致，「外資對A股的增持從今年4月就逐漸開始，但人民幣匯率反彈的時間點是6月，所以更可能是外部原因的變化、和中國經濟自身發展的前景，令市場形成樂觀情緒，導致外資流入和人民幣匯率走高。」

「從短期看，人民幣升值過快，確實有可能造成對金融市場的衝擊，出口企業將會面臨較大的匯率風險，對投機為目的頻繁流動的熱錢，有必要保持嚴密關注，」不過，在他看來，近期流入的境外資金主要是中長期資金，體現在外國來華直接投資、及以配置中長期人民幣資產為目的的債券投資，內地股市和債市的外資總體規模相對仍處於低位，中長期外資流入所導致的市場波動整體風險可控。

長期匯率走勢將穩中有升

「無論是特朗普或者是拜登當選下一屆美國總統，美國仍需要面對控制疫情和經濟復甦的壓力。」石建勳預測，在此後很長一段時間內美元都將保持相對弱勢，長期看人民幣匯率將穩中有升，央行也擁有足夠的工具儲備，令人民幣匯率在合理均衡水平上保持基本穩定。

他續言，當前人民幣支付貨幣、投融资貨幣功能不斷增強，儲備貨幣功能逐漸顯現，計價貨幣功能將進一步實現突破，人民幣跨境業務增長迅速，國際化穩步推進，都將為海外投資者配置人民幣資產，提供極大便利，隨着人民幣國際化程度提升，人民幣匯率也將會逐漸實現市場化調控。

分析：中美貿易摩擦未影響匯率

專家：熱錢對匯市影響力不會「出格」



丁劍平 (受訪者供圖)

「近幾個月來人民幣快速升值當然與外資流入相關，畢竟資本套利是永恒的主題，當前人民幣利率比美元、日元、歐元等特別提款權（SDR）中其他貨幣高，加上中國新冠疫情得到控制，短期國際旅遊自然更傾向進入中國，進而推升人民幣匯率。」人民幣匯率專家、上海財經大學上海國際金融研究中心研究院副院長丁劍平教授亦對香港文匯報表示。

總額受限「管道式開放」

不過，丁劍平認為，至少目前而言，無論股市還是債市外資流入規模都不大，故對匯市影響亦有限。在中國上述領域對外資均是總額受限的「管道式開放」，由於市場對外資流入的最大規模已有預期，境外熱錢對匯市的影響力不會「出格」。

通常人民幣匯率高低與外資行為有較為明顯的

同步性，但9月互聯互通北向資金反而大幅流出300億元（人民幣，下同）。在丁劍平看來，「短期外資快速進出，性質等同於熱錢，這些資金未必著眼於在中國中長期投資，套利一把落袋為安，隨即轉身離去亦大有可能。從環球資產配置角度而言，國際熱錢除了考慮到人民幣匯率、中國股市、債市的表現，同樣會密切留意美國股市等是否還有賺錢機會，平衡兩者之收益率。」

匯率浮動區間可再擴大

隨着中國資本項目開放步伐提速，外界普遍預計，未來幾年內地將迎來更大規模的外資流入寬鬆機會。至於人民幣是否會因此而持續升值，丁劍平指，決定人民幣匯率的因素諸多，外資流入只是其中之一，且在不同階段起到關鍵作用的決定性因素有所不同，從而引發人民幣匯率各種各樣的變動趨勢。他建議，人民幣匯率浮動區間可以再擴大一些，若能更大幅度雙向波動，以套利為主要目的國際熱錢，就不

得不將人民幣匯率波動風險更多納入考量。

今年以來，中國正在加快構建以國內大循環為主體、國內國際雙循環相互促進的新發展格局。對此，丁劍平認為，由於經濟發展長期慣性仍需假以時日，「雙循環」暫時對匯市影響不大。短期看決定人民幣匯率的最大變數仍在於美元走勢、美國大選及美國貨幣政策，及之後中國央行是否會跟進美國的貨幣政策，而中美貿易摩擦對匯市的影響也已經減弱。

美元走弱 人幣料續升值

他預計，美國大選前後美元指數波動性增加，但人民幣震盪範圍料在中國可以承受區間內，今年末前在岸、離岸人民幣的差價應該不會擴大，但因美元指數仍處下跌通道，人民幣升值趨勢仍在，考慮到央行日前將遠期售匯風險準備金率降至0，向市場明確釋放了不希望人民幣過快升值的政策信號，若人民幣快速升值勢頭不減，其餘行政措施或將繼續跟進。

國際需求越來越大

「人民幣國際化與人民幣匯率兩者之間相互作用，隨着人民幣越來越得到全球經濟主體的認可，即人民幣國際化程度提升，對於人民幣的需求會越來越大，人民幣匯率市場化程度就會越來越高，人民幣就容易在合理均衡水平上保持基本穩定；而穩定的人民幣匯率，又有助於推動人民幣國際化的進程。」

金融擴開放 人幣國際化提速

「十一」長假後的首个交易日，A股飆升，人民幣匯率也出現「補漲」行情，單日拉升1,000多個基點，這種股匯「雙升」局面會否延續？對此，連平表示，隨着中國經濟增長重回趨勢性運行軌道；金融開放擴大，外資流入加速；外資順差持續較大，這些因素對中國股市和人民幣匯率，都將有很大支撐動能，所以長期來看，「雙升」趨勢很有可能出現。

短期料續小幅升值

然而就短期而言，他相信，中國經濟向好等基本因素在前期運行中已有所消化，美國大選確定之

前恐難有重大利好，近期A股可能震盪為主；此外，遠期售匯業務外匯風險準備金率的調整，料將對外匯市場供求關係產生重要影響，令投資者預期發生一定程度變化。綜合上述因素，他判斷，近期人民幣匯率可能在雙向波動中繼續小幅升值。

近年來，人民幣國際化進展穩健，連平認為，當前人民幣國際化或已進入了難得的戰略機遇期。國際貨幣基金組織（IMF）今年二季度的數據顯示，人民幣在全球外匯儲備份額已提升至2.02%，為歷史最高。伴隨富時羅素將中國國債納入WGBI指數，料進一步提振各主要經濟體外匯儲備配置人民幣資產、特別是中國國債的意