

# 人民幣升值單向預期急升溫 惹熱錢蜂擁而至 監管層：市場已超調 未來難持續

近期人民幣匯率節節攀升，上周人民幣兌美元更快速升破6.4關口，創下近3年新高，引得人民幣升值的單向預期急劇升溫，海外博奕人民幣的熱錢蜂擁而至。針對人民幣短期快速升值，監管部門7天內3次喊話警告市場、穩定預期。官媒周末繼續發聲做出預期管理，新華社引述原央行官員盛松成稱，當前人民幣過快升值可能已出現超調，未來不可持續；央行旗下《金融時報》也對人民幣潛在貶值因素作出警示。

●香港文匯報記者 海巖 北京報道



今年以來，美元指數先升後跌，近一個半月內下降2.2%，歐元和日圓兌美元分別升值2.3%和貶值0.4%，但人民幣升值2.9%。5月28日人民幣兌美元匯率中間價突破6.40關口，達到自2018年6月以來的最高，在岸、離岸人民幣均持續升值，人民幣匯率全面進入6.3元時代。

對於下一步人民幣匯率走向，中國人民銀行調查統計司原司長盛松成認為，當前美元指數已處於相對低位的90上下，美國經濟復甦快於歐日，美元指數再下行的可能性較小。根據市場規律，人民幣兌美元匯率也應相對平穩，但最近人民幣兌美元匯率屢創新高，表明市場存在超調現象，未來不可持續，也不符合國內外經濟金融形勢。

### 無助抵消大宗商品漲價

他指出，首先，美國經濟下半年有望出現全面反彈，美元或隨之走強，熱錢湧入勢頭或有所收斂。其次，人民幣匯率升值無法抵消大宗商品價格的上漲，不能成為工具。大宗商品價格通常全球化定價，人民幣一定幅度的升值，對大宗商品價格的影響很小。本輪大宗商品價格上漲是全球（包括我國）供需關係和市場投機行為造成的，不可能通過人民幣升值來抑制。再次，人民幣匯率超調是短期投機行為，不可持續。我國堅持對外開放，鼓勵長期資金投資，但要防止短期資金大量流入，推高人民幣匯率，削弱出口企業競爭力，擾亂我國金融市場和貨幣政策的獨立施行。

中國社會科學院金融研究所副所長、國家金融與發展實驗室副主任張明也認為，支持近期人民幣快速升值的動因可能將減弱。他分析，在美元指數方面，今年下半年美國經濟增速有望高於上半年，加之近期美國通貨膨脹率顯著抬頭，近期美聯儲部分官員已經顯著改變其之前溫和的鴿派言論，開始轉為討論量化縮減的可能性。「這意味着今年美元指數繼續回落的可能性較低，預計到四季度，隨着美國經濟季度增速達到階段性新高，美國長期利率再度上升，美元指數可能顯著反彈。」

### 資金難以持續流入推升值

同時，北上資金並不足以持續流入，推動人民幣兌美元匯率持續升值。「北上資金更像擅長短期波段操作的投資者，一旦近期A股核心資產價格上升20%-30%，北上資金可能再度由大規模流入轉為顯著拋售。」張明還認為，隨着全球疫情到達拐點，經常賬戶順差對人民幣匯率的支撐也將會減弱。

張明說，上半年，印度、巴西等新興市場大國疫情反彈，給中國出口企業帶來短暫紅利，但隨着疫苗注射加快以及疫情防控強化，新興市場國家將會加快復工復產，中國出口的不可替代性將下降，未來幾個季度出口增速將下降，貿易順差縮小，服務貿易逆差再度擴大。

從長期看，影響人民幣匯率的因素多空兼具。張明分析，向上的支撐因素在於中國內地經濟強勢復甦、美國超寬鬆貨幣政策和巨額財政赤字帶來的美元貶值壓力，但是美聯儲貨幣政策可能收緊及中美關係變化等也會對匯率走向造成擾動。

### 官媒提示四貶值壓力

中國央行主管媒體《金融時報》周末再度發聲，提示市場關注可能推動人民幣貶值的四大因素，包括：一是美聯儲退出量化寬鬆貨幣政策，聯儲或收緊貨幣政策，資金回流美國，新興市場貨幣將面臨貶值壓力；二是美國經濟強勁復甦帶動美元走強，對包括人民幣在內的新興經濟體貨幣帶來貶值壓力；以及全球疫情逐漸得到控制和供給能力恢復，形成對中國出口和人民幣匯率貶值的壓力；還有就是美國資產泡沫可能破裂，全球避險情緒升溫，推升美元指數，拉低非美貨幣。

### 專家意見



**人民幣兌美元匯率屢創新高，表明市場存在超調現象，未來看不可持續也不符合國內外經濟金融形勢。**

人行調查統計司原司長盛松成



**人民幣顯著升值，主因包括美元指數顯著回調、短期證券投資基金大量湧入、貿易順差持續處於高位等。**

中國社科院金融研究所副所長張明



**在弱美元的大背景下，央行意在推動匯率雙向波動，對於市場化因素帶來的人民幣升值可能有更高的容忍度。**

招商證券首席經濟學家謝亞軒

### 監管層7天3次喊話

5月21日

●國務院金融穩定發展委員會召開第五十一次會議，要求進一步推動利率匯率市場化改革，保持人民幣匯率在合理均衡水平上的基本穩定。

5月23日

●央行副行長劉國強就人民幣匯率問題答記者提問時指出，人民銀行完善以市場供求為基礎、參考一籃子貨幣進行調節、有管理的浮動匯率制度，這一制度在當前和未來一段時期都是適合中國的匯率制度安排。

5月27日

●全國外匯市場自律機制第七次工作會議向企業喊話：不要賭人民幣匯率升值或貶值，久賭必輸。

### 人民幣貶值四因素

- 1 美聯儲退出量化寬鬆政策，包括中國在內的新興市場貨幣將面臨明顯貶值壓力；
- 2 美國經濟強勁復甦帶動美元走強，對包括人民幣在內的新興經濟體貨幣帶來貶值壓力；
- 3 全球疫情逐漸得到控制和供給能力恢復，形成對中國出口和人民幣匯率貶值的壓力；
- 4 美國資產泡沫可能破裂，全球避險情緒升溫，資金回流美國推升美元指數，拉低非美貨幣。

資料來源：中國人民銀行旗下《金融時報》

## 美長債息回調 拖累美元急貶

### 急升主因

中國社會科學院金融研究所副所長、國家金融與發展實驗室副主任張明認為，今年二季度人民幣兌美元匯率顯著升值，主要原因包括美元指數顯著回調、短期證券投資基金大量湧入、貿易順差持續處於高位等。

據張明分析，美國長期國債利率回調，全球範圍的不確定性回落，促使美元指數回落，是近期人民幣兌美元匯率升值的最重要原因。3月31日至5月27日，美元指數由93.23下降至89.97，貶值3.5%。28日，美元指數創新年內低點89.53，人民幣匯率順勢上漲重回「6.3」。

### A股估值吸引 惹資金掃貨

與此同時，今年春節後A股市場藍籌龍頭股下跌約三分之一，A股市場核心資產的吸引力較全球其他股票市場而言顯著上升，北上資金大量流入中國A股市場。數據顯示，4月1日至5月27日，北上資金淨流入A股規模達1,037億元（人民幣，下同），超過1季度的999億元，接近去年全年累計淨流入的一半。此外，中國的貨物貿易順差持續高企，一季度順差1,171億美元、4月429億美元均高於往年均值，支撐人民幣升值。

招商證券首席經濟學家謝亞軒接受香港文匯報訪問時認為，外資加速流入國內資本市場或是推升人民幣匯率的更加重要的原因。上周，在美元指數大體震盪、回落幅度有限的情況下，人民幣顯著升值1.1%，升破6.4關口，陸股通淨流入468億元，是陸股通開通以來的最大周度流入規模。此外，市場預期可能也一定程度受到前期美元指數走強和近期「人民幣適當升值以抵禦輸入性通脹」這一提法的影響，一致預期加強，刺激了人民幣快速升值。

面對人民幣匯率快速升值，監管部門罕見頻繁喊話，向市場傳遞穩定匯價的政策預期。「央行目前不會通過匯率升值或匯率貶值去實現特定政策目標，而更願意讓匯率在當前水平上雙向波動。」張明指出，從近期中國央行、外管局官員的表態來看，中國政府認為當前人民幣匯率基本上處於均衡水平附近。

### 如升值過急 料央行會干預

張明說，「如果匯率繼續在均衡水平附近雙向波動，則央行不會干預匯率。但如果過快升值或貶值，尤其是升值或貶值持續性較強的話，不排除央行採取多種措施進行干預，包括通過外匯儲備操作來影響公開市場、對資本流動管理政策進行調整、重啟逆週期因子等。」

謝亞軒則認為，在弱美元的大背景下，央行意在推動匯率雙向波動，對於市場化因素帶來的人民幣升值可能有更高的容忍度。

針對近期市場因素推動的升值，5月27日，外匯市場自律會議強調，企業和金融機構都應積極適應匯率雙向波動的狀態；企業不要賭人民幣匯率升值或貶值，金融機構不能自行或幫助企業炒匯。

謝亞軒認為，此舉或意在避免加強市場的一致預期。事實上，央行在退出對匯率的常態式干預後，央行對於人民幣匯率的關注點並不在於關鍵點位，而是希望匯率能夠增強彈性，更大程度實現雙向波動，從而解放貨幣政策，並且在未來可能淡化對人民幣兌美元雙邊匯率的關注而更為重視邊際有效匯率。

## 專家：擔心企業荒廢主業轉攻套利

### 升值隱憂

中國人民銀行調查統計司原司長盛松成指出，人民幣快速升值，往往將減少出口企業利潤，尤其對中小企業的衝擊更大。匯率單邊快速升值還容易造成企業放逐其主營業務，轉而進行匯率套利，甚至匯率投機炒作，進而損害實體經濟。

### 出口勁 合理升值影響不大

對於此輪人民幣升值，有觀點認為目前對出口的影響或有限。私募基金星石投資研報指出，目前出口方面的主要矛

盾仍是發達經濟復甦和生產國疫情反覆之下的供需錯配，而不是價格，中國出口保持強勁的邏輯依然存在，預計人民幣的合理升值對出口影響不大。

另外，在經歷了2020年6月以來人民幣「升值-階段性貶值-再度升值」後，企業對於匯率的風險管理大幅強化。市場數據顯示，4月份遠期結匯對沖比率為10.4%，遠期購匯對沖比率為11.2%，均處於歷史較高水平，企業受匯率波動影響可能不大。

有市場外匯交易員告訴香港文匯報記者，上周出口企業結匯操作力度加大，

是因為不少出口企業主擔心人民幣匯率可能迅速上漲至6.2附近，進口企業購匯意願則大幅降低。「不少進口企業選擇了觀望，希望等到人民幣匯率漲至6.2附近時再購匯。」

### 企業不敢貿然大幅購匯

市場數據亦顯示，近期外資企業對外匯風險逆轉組合期權的需求開始增加。在監管部門持續加大穩預期力度後，不少企業預期人民幣匯率快速上漲後，很可能迎來較大幅度回調，買入外匯風險逆轉組合期權可以幫助在一定範疇內規

避人民幣匯率大幅異動風險。

招商證券首席經濟學家謝亞軒指，越來越多外資企業意識到，就中長期而言，人民幣匯率始終延續着雙向波動的態勢，在外匯操作時絕不能貿然押注匯率單邊大幅漲跌，還需防範匯率突然反轉風險。

此外，對股市而言，謝亞軒說，從歷史來看，人民幣升值期間，股票市場在多數情況下表現較好。但匯率並不是決定股市走向的唯一因素，在選擇投資標的時，仍應選擇那些具有一定壁壘、自身基本面較好的企業。