

人民幣漲勢如虹 資本管制籲放寬



▲在人民幣企穩向好的背景下，重啓人民幣國際化也面臨良好時機



建言獻策

當前人民幣走勢升值，一方面與美元拐點出現後美元持續走弱的大背景有關，另一方面也與基本面因素，如中國經濟整體向好，去槓桿背景下貨幣政策中性偏緊，以及推動供給側改革的預期相關。

瑞穗證券亞洲公司首席經濟學家 沈建光

1月15日，人民幣兌美元在岸、離岸雙雙升破6.42，創2015年12月以來的新高。一周前，中國央行暗示取消人民幣中間價定價中逆周期因子，可以理解為匯率警報解除，央行對人民幣穩定信心的增強，未來考慮走勢更多讓市場決定匯率與重啓人民幣國際化的標誌。然而，即便去除逆周期因子之後，人民幣仍漲勢如虹，超出不少投資者的預期，更是與2017年年初，逆周期因子推出時，人民幣面臨的大幅貶值的背景大相逕庭。

美元已是強弩之末

實際上，早在2017年逆周期因子推出時，筆者就曾撰文指，加入逆周期因子其實並無實質意義，只是為當時央行採取穩定匯率措施，扭轉貶值預期提供一個支持理由。畢竟中國匯率改革一直強調的都是有管理的浮動政策，即在正常市場環境下，增加匯率彈性與浮動是匯率改革的主要方向，而在金融風險加大的特殊區間，央行也從未承諾放棄採取行動，以維持匯率在其認為的合理區間。

當然，去年5月底央行採取逆周期因子後，人民幣連續四個月升值，但在筆者看來，其主要與同期美元貶值的大背景相關，並非央行逆周期因子起到決定性作用。正如筆者此前提到的，美聯儲

加息未必導致美元升值，歷史經驗表明加息後美元貶值是大概率事件。與此同時，美國的政治不確定性，歐洲經濟的積極表現等，也使得歐元相對於美元反彈，成為2017年的強勢貨幣。

展望今年，筆者依然認為，美元將整體保持弱勢。2018開年，美元繼續走弱，美元指數已經跌至近90，甚至在美國稅改通過與美聯儲加息的雙重提振下，美元仍然延續低迷走勢，恰恰驗證了筆者關於美元已是強弩之末的觀點。考慮到特朗普稅改的中期隱憂，歐洲經濟的強勢復甦，當前歐洲政治風險的降低，以及英國軟脫歐的概率增加，筆者預計，2018年美元仍將保持弱勢，相反，預計歐元會延續2017年的強勁走勢，年內歐元兌美元有望升值至1.3。

收緊貨幣抑制泡沫

從中國來看，基本面的改善為近期人民幣升值提供支撐。一方面，2017年中國經濟止跌回升，表現超出預期。新經濟欣欣向榮，中國「新四大發明」領先全球，近年來中國出口在全球市場中的份額不降反升。而正如筆者近日在華盛頓演講時提到的，2018年中國零售業銷售額有望取代美國已成為全球第一大零售市場，是中國崛起、經濟影響力舉足輕重的又一例證。

另一方面，中國正在加大去槓桿的力度，貨幣政策保持中性偏緊。與全球央行貨幣政策轉向相對應，當前中國央行也在採取偏緊的貨幣政策，如2017年12月美聯儲加息25個基點之後，中國央行則上調了逆回購和MLF（中期借貸便利）操作利率5個基點，根據便顯示了外部環境變化對中國貨幣政策的影響。與此同時，融360數據顯示，2017年房貸利率上行，首套房貸款平均利率由年初的4.46%上漲至年末的5.38%，接近基準利率上浮10%的水平。在筆者看來，這亦是出於防範金融風險，抑制資產泡沫的考慮。

此外，在人民幣企穩向好的背景下，重啓人民幣國際化也面臨良好時機。回顧去年上半年，央行果斷的採取穩匯率策略，而非當時頗有市場的一次性貶值建議，頂住保匯率還是保儲備的非議。如今來看，隔離了風險，換來了金融穩定，是正確的選擇，成效也十分顯著。這一判斷，從逆周期因子取消之後，人民幣匯率仍然漲勢如虹，便可得知。

然而，一些臨時採取的非常規措施，終歸是短期內權衡之下，無奈的選擇，難免打擊投資者對於中國金融市場化改革與國際化的信心。如今情況轉好背景下，有必要做出改變。

可以看到，中國官方已經傳達出這樣的信號，包括中國官方已多次表示「打開的窗戶不會關上」，並在去年匯率壓力減輕時放鬆了外匯風險準備金和境外機構離岸人民幣(CNH)存款準備金要求，承諾進一步開放中國金融業，推動債券通、取消逆周期因子以及討論修訂外匯管理條例等，意味資本項目開放在受阻後重啓征程。

總之，在筆者看來，此時考慮適度放寬去年穩匯率採取的過嚴資本管制，有助於促進資金雙向流動，增加人民幣在合理範圍內的雙向波幅，以緩解匯率單邊升值與貶值產生的資金單向大規模流進流出風險，恰逢其時。而基於當前中國以及外圍環境的最新變化，筆者預計，今年人民幣雙向波幅仍是主基調，預計年底人民幣兌美元中值預期在6.4左右，對美元小幅升值，但對歐元貶值，對一攬子匯率保持穩定。

人幣國際化 換錨走向建錨

工銀國際首席經濟學家、董事總經理 程實



實話世經

「審度時宜，慮定而動，天下無不可為之事。」2017年12月美聯儲加息至今，在岸人民幣兌美元匯率累積升值逾1400個基點。當前的匯率點位已反彈至2016年5月水準，完全消除了2016年下半年貶值心魔造成的衝擊影響。這一強勢表現，不僅表明人民幣匯率經受住了美聯儲貨幣政策正常化的嚴峻考驗，也標誌着「811匯改」兩年多後，人民幣的「錨貨幣」已經從美元平穩切換為一籃子貨幣。

展望2018年，立足於匯率的長期穩定，人民幣國際化有望從「換錨」階段走向「建錨」階段，通過構建石油人民幣體系等戰略舉措，進一步向國際貨幣體系的「錨貨幣」演化。

在當今國際社會，對於相對信用始終處在動態變化中的主權貨幣，其信用的奠定往往先借助黃金、美元等其他「錨貨幣」。例如，最具代表性的莫過於布雷頓森林體系的雙層錨定結構，寫就了美元主導全球的序章。與之對應，一國主權貨幣的國際化則意味着建立自身「錨」。當自身經濟實力和貨幣認可度尚不足以「建錨」時，可以通過漸進的方式，先完成「脫錨」並切換到「過渡錨」，最終待經濟和貨幣影響力進一步上升後，逐步建立自身錨。

從歷史上看，充當過主導貨幣的英鎊和美元至少在自身成為「錨」之前都曾借力於黃金。當前，在各國貨幣與事實上的「金本位」脫鉤逾四十年之際，人民幣國際化通過黃金來獲得先期信用缺乏可行性，而要想部分替代既有國際貨幣（美元）則又需要先擺脫影子貨幣的身份，即「脫錨」尋求新坐標。所以，「換錨」參考一籃子貨幣成為一個不可或缺的中間過渡環節。

積極參與石油結算計價

從「換錨」走向「建錨」是人民幣國際化的未來之勢。回顧「811匯改」以來的一系列改革，由過去被動釘住美元帶來的貶值壓力得到了釋放，當前人民幣有效匯率校準在了相對均衡的位置。不管是從日間調節還是隔夜釘住的角度，現行匯率形成機制已更多偏向一籃子貨幣，表明人民幣開始與美元脫鈎，以一籃子貨幣構建了「過渡錨」。

但值得注意的是，參考一籃子貨幣也只是完成了「脫錨」後第一步，人民幣國際化的未來趨勢還需建立更多基於國內基本面、兼顧全球責任的自身錨。因此，切勿由於過分顧慮網路外部性而忽略自身貨幣勢能上升的事實，逐步過渡到以中國經濟的基本面為錨。展望2018年，在匯率保持長期穩定的基礎上，人民幣國際化需要把握重要的窗口機遇期，在原有「錨貨幣」因為信用機制和經濟前景遭遇挑戰的情況下，積極回應全球尋找計價和儲備替代貨幣的現實需求，避免出現人民幣結算與計價、儲備相背離的跛足局面。

石油人民幣是從「換錨」轉向「建錨」的解題之鑰。當前，多元化漲潮、全球復甦「換擋提速」、石油價格的相對低位形成合力，為人民幣參與未來全球石油結算和計價提供了重要的歷史契機。石油人民幣體系的起點是利用進口管道推動人民幣的流出，通過多雙邊貿易，尤其是中國進口帶動人民幣走出國門，參與全球石油結算和計價。回流機制建設着力於解決海外居民和企業持有人民幣之後如何使用的問題，貿易與金融回流是否暢通影響石油人民幣體系的可持續性。

放眼全球，沙特、俄羅斯、伊拉克三國位列全球原油出口國前三甲，中國對其進口量也超過總進口的1/3，是石油人民幣流出最理想的破局對象。俄羅斯、伊朗、沙特三國對華均有逆差（或略有順差），且其外匯儲備遠高於其他石油出口國，貿易與金融都可以成為石油人民幣回流的主要途徑。

綜合來看，以沙特和俄羅斯兩國為支點，石油人民幣體系將產生溢出效應，帶動更多海外企業在出口中收取人民幣，並逐步提高跨境持有和儲備人民幣的意願。基於此，人民幣國際化有望借力於由點及面的大宗商品結算、計價實現跨越式發展，推進由「換錨」向「建錨」的轉變，使人民幣向國際「錨貨幣」進一步演化。



◀俄羅斯是中國主要石油進口國之一，是石油人民幣體系最理想破局對象，圖為俄羅斯石油公司

金融市場改朝換代

祥益地產總裁 汪敦敬



樓市新態

筆者多年來的「樓市的十大忠告」都會強調「勿低估中國實力，勿迷信美國神話」，今年更加用「美國大勢已去！小心泡沫爆破！」人類改朝換代本是平常事，我們就處身在這種時代中，現今改朝換代，槍炮已經不是主要部分，未來國際領導地位的改朝換代正是一場沒有硝煙的貨幣戰爭。

改朝換代有幾個階段，首先是原霸主出現墜落。近年美國領導國際金融的確令人失望，分水嶺是在2009年的金融海嘯，當美國以量化貨幣去解決金融問題，的而且確是令到其他與美元掛鈎的國家不安的，剛好中國經濟在這個時期興盛，人民幣正是沒有直接和美國掛鈎，獨立性加上經濟增長大步穩定向前，成為受各國歡迎的兌換對象，美元需求實實在減少。

2009年的貨幣大局，實際是由過去數十年的「寡頭量化」進入到「多頭量化」，遇上了中國「一帶一路」倡議，有足夠大的工程，可以讓各國量化貨幣是得到一個健康的發展。

在大局下，美元進入下跌軌道，只是因為各國多邊量化，在2014

年美國宣布停止QE之後，其他國家卻繼續，所以引致表面看美元曾經有段時間回復強勢，其實只是「被升值」而已。

在2017年9月至12月美債曾經出現暴跌，過去曾被譽為零風險的美債日益不穩，很多國家及財團在這幾年都是用「買短賣長」的策略去淡出美元。跟着出現是金價的上升，很多人都忽略了1972年之後美元為何當道，一定程度金價是被控制到長期的低位有關，令美元成為了當時相對有效的避險工具。

到了今年，我們看到美國債息出現不平衡的情況，各國及機構賣了債之後很多都投入股市，令股市再創新高，但入市是緩兵之計，因為高泡沫的美國股市始終會有爆破的一日。

改朝換代的過程中，很多人都是不了解中國經濟，所以作出負面的評價。如中國的債市對比GDP較美國還高，但看回數據，中國的家庭債是很少（GDP佔比46.8%），政府債亦很少（對比GDP比例是45.7%），遠低於美國（美國的家庭債對比GDP是78.2%，政府債對比GDP是98%）。

人民幣受追捧後難免流量大、量化量高，美國驟衰退過程中難免有資金過剩的情況。只是太少人懂得擔心資金在末末還會過多，令市場反應迥異，用舊模式去思考很容易做錯投資決定。