

人民幣走勢以穩為主 過度升值損害外貿



▲分析強調，匯率市場變化有周期與策略等多重考慮，人民幣不要被動隨從，擁有自身主見和立場是關鍵，人民幣的控制力要有底線和尺度分寸



領軍智庫

年初以來，人民幣雙邊走勢較為明朗，但趨勢性前景存有不確定，且市場爭論凸顯。尤其是在美元因素變化很小的前提下，人民幣走勢如何評估，無論對當前匯率政策指引，或是人民幣市場調節，尤其是外貿企業的实际需求而言不僅十分緊迫，也相當糾結。

中國外匯投資研究院首席經濟學家 譚雅玲

首先從外貿數據的角度來看

今年外貿數據顯示的結果十分不利於經濟脫虛向實的信心穩定，其中外貿企業的心氣受挫嚴重，尤其是與去年同期數據比較之下，形勢相當嚴峻。**配圖一**顯示出的2018年2月與2019年2月出口反比落差值得思考，外貿萎縮局面十分嚴重。**配圖二**為同期人民幣走勢，由升值到貶值趨勢清晰可見，但是對實體經濟特別是外貿的影響則完全背離慣常邏輯，人民幣貶值沒有促進外貿發展，反之打壓外貿數據。

依據筆者的觀察，中美貿易爭端帶來的恐慌情緒是外貿企業放棄主業的關鍵，包括外貿環境面臨的政治因素及國際競爭加劇等因素。尤其是今年以來，中美談判釋放出來的信息複雜多變，加之國內產業結構性調整持續，這對外貿形勢的影響不言而喻。

此外，2018年一季度與2019年至今的人民幣升值態勢令到外貿企業損失加大，進而從2018年2月開始，外貿企業加緊了結訂單與業務，從而形成了外貿惡性循環的局面。

其次從外部環境的角度來看

上周美國總統特朗普連續兩天表態

抵制強勢美元，他特別強調「我們有一位美聯儲的先生非常喜歡強勢美元……我也想要強勢美元，但我想要的是對我們國家有利的強勢美元，而不是過於強勢以至於妨礙我們與其他國家進行交易的美元。」回顧美國歷屆總統都反對強勢美元政策，IMF（國際貨幣基金組織）也連續三年呼籲美元貶值，美國主導IMF是事實，IMF發聲美元高估也是順理成章的事。其背後的原因，透過美國商務部數據不難發現，儘管特朗普一直在努力削減貿易逆差，但最新指標——2018年12月美國貿易逆差激增至598億美元，超出市場預期。

去年至今，美國進行全球貿易制裁，不料結局是搬起石頭砸自己的腳。美國對此有苦難言，進而延緩與中國的貿易談判則顯示既不放棄原則，也要等待機會和條件。未來中美談判的動向值得關注，其中與美元匯率的關聯性成為重點。特朗普抵制強勢美元為美國經濟減壓的意圖是明確的，貿易逆差雖然對美國來說不是利潤損失，但畢竟結構扭曲將可能破壞政策趨勢與執行，美元難以實施貶值與整個大環境有關聯。

目前主要發達國家的態度都是抵制

本國貨幣升值，其中英鎊、歐元、澳元、加元、瑞郎等貨幣走勢十分明朗。如英國面對脫歐，2017年評估英國的最嚴重經常帳赤字導致英鎊在G10貨幣中高估程度最高，以經常帳推算，英鎊在貿易加權指數高估19%。瑞士央行行長喬丹2017年在接受瑞士金融經濟報採訪時表示，瑞郎仍然「被嚴重高估」，瑞郎兌歐元被明顯高估。發達國家貨幣實質較人民幣優質，發達國家經濟實力與中國也有差異，發達國家市場化經驗同樣高於中國，我們與之差異明顯，自己貨幣取向的學習借鑒十分必要。

最後從綜合因素方面考量

匯率問題對當今國家經濟乃至國際競爭非常重要。中國的經濟周期、結構調整、升級品質、強化技術正處於關鍵時期，匯率的穩定顯得尤為重要。綜觀2015年至今匯率的變化，中國自身主見逐漸成熟，人民幣雙邊走勢基調平穩，進而匯率水平變化順應外部主導趨勢、適應中國經濟的實際需求、加快機制方法改革以及穩定政策預期逐漸常态化。但到目前為止，中國經濟需求與匯率水平之間則缺少實際支持，造成的結果就是：金融市場投機性較強；輿論導向偏激；貨幣訴求主觀與客觀脫節，甚至背離加劇；貨幣方向與趨勢判斷呈現短期化特徵。

在近期的兩會記者會上，中國央行行長易綱的表態多次涉及中國貨幣改革進程及前景，尤其在回答中美剛剛結束的第七輪經貿磋商談判問題時，易綱表示，確實就匯率問題進行過討論，比如雙方討論的內容包括，如何尊重對方貨幣當局在決定貨幣政策的自主權；雙方都應堅持市場決定匯率制度的原則；雙方都應遵守歷次G20峰會的承諾，比如不搞競爭性貶值、不將匯率用於競爭性目的，且雙方就外匯市場需保持密切溝通；雙方都應按照國際貨幣基金組織的數據透明度標準，承諾披露數據等問題。在眾多關鍵和重要問題上，雙方已達成了共識。市場此前傳聞美國將強加中國「第二個廣場協議」，易綱的表態對此進行了強有力的回應。

回顧人民幣2016年至今走勢規律，我們不難發現，2016年人民幣雙邊走勢偏升值、2017年人民幣雙邊走勢偏貶值、2018年人民幣雙邊走勢偏升值，由此預計2019年人民幣雙邊走勢偏貶值。筆者所言的雙邊中偏向是區間走向，並非整體走勢。加之中國經濟當前形勢，經

去槓桿要有新思路

光證資管首席經濟學家 徐高



憑高望遠

2018年中國經濟運行的狀態表明，去槓桿政策的良好初衷並未實現，反而加大了經濟增長的下行壓力，惡化了經濟結構，並推升了中國的槓桿率。之所以會產生這樣事與願違的結果，主要是去槓桿政策在實施中落入了「壓分子」、「緊信用」的誤區，讓政策效果與政策目標南轅北轍。2019年是新中國的七十華誕，也是全面建成小康社會目標實現的關鍵之年。在這一年，有必要在反思去槓桿誤區的基礎上，拿出新的去槓桿思路，從而在維持經濟平穩增長的前提下讓去槓桿的目標得以更好實現。

2019年的去槓桿需要以「做大分母」和「放鬆信用」為兩個主要導向。具體來說，就是以做大債務率的分母為主，結構性抑制債務率分子的過快擴張為輔，從而來實現債務率的下降，此其一。其二是寬貨幣和寬信用政策並舉，以疏通貨幣政策傳導路徑，將金融市場的過剩流動性導入實體經濟，化解實體經濟的融資難。

譬如，在債務規模比國內生產總值（GDP）的這個債務率中，分子具有較強的剛性，若用政策來強行壓制反而會讓作為分母的GDP收縮得更明顯，推升債務率。因此，更可取的辦法是通過較為寬鬆的宏觀政策來推動經濟的平穩增長，並打消通縮的壓力。

事實上，在2016與2017兩年，中國因為經濟增長加快，債務與GDP比例的上升速度曾一路下降至停滯水平。只是在進入2018年之後，才因為過於嚴厲的去槓桿政策而重新明顯上揚。過去幾年的經驗已經從正反兩個方向表明，推動經濟增長，做大債務率分母，才是去槓桿的正途。

就資產負債率衡量的債務率而言，通過資產價格泡沫來去槓桿固

然不可取，但寄希望於資產價格下跌來去槓桿則更是不合邏輯。只要經濟能夠保持平穩增長，資產回報的預期自然會改善，從而帶動資產價格的合理上升，同樣帶來分母擴大式的去槓桿效果。

做大「分母」抑制「分子」

當然，在做大債務率分母的同時，也需要抑制分子的過快擴張。對於那些已無經營前景，完全靠債務維持的「殭屍企業」，必須要堅決收緊其融資約束，促使其出清，從而將融資轉移到更有投資前景的領域去。不過，針對債務率分子的政策應該是結構性的有保有壓，而不是像2018年那樣的全面緊縮，以免重蹈覆轍。

就貨幣政策來說，有必要實現「寬貨幣」和「寬信用」並重的格局，以疏通貨幣政策傳導路徑。只有保持融資總量的合理增長，才能在防止融資難在實體經濟中產生，並將金融市場中的低利率傳導到實體經濟中，從而降低實體經濟的利息負擔，增強其債務可持續性。此外，還有必要積極引導向民營企業的銀行信用投放，並通過金融創新來增加民營企業的融資渠道，從而給民營企業營造一個寬鬆的經營大環境。

在中國的居民、企業和政府三大部門中，政府加槓桿的能力最強，風險也最低。因此政府需要更有擔當，通過自己的加槓桿來為居民和企業的去槓桿留出空間。政府所從事的基建投資在短期內能發揮穩增長之功效，在長期還能提升中國的競爭力和居民福利。且基建投資的回報率也並非如一些人所認為的那樣不堪。因此，2019年中國有必要放鬆對地方政府的融資約束，以扭轉2018年基建投資明顯減速的不利局面，發揮基建投資經濟增長穩定器之功效。

如此多管齊下，將能夠讓去槓桿政策在2019年以更適合中國經濟事情的方式展開，既保證經濟增長的平穩大局，又更好實現去槓桿之良好初衷。

貿易戰下的「金融水災」

祥益地產總裁 汪敦敬



樓市新態

很多人問筆者在貿易戰的陰霾之下，你怎麼仍看好樓價上升？這是一個善意的質疑，在此想作一個回應。

筆者借用好友邵志堯說過的一個故事：「在一個打仗的時代裏，戰禍令貨幣發行太多，銀紙貶值。有一天，一個漢子需要往街市買食物的時候，卻因為貨幣貶值太多，他需要用一架木頭車才能運載需要的大量紙幣。當他進入一間麵包店買麵包的時候，難免要將木頭車停泊在店前，但當他買完麵包出來之後，木頭車卻已被人偷了去，但一紮紮的銀紙卻仍然放在原地。」為何賊人不偷錢而是偷木頭車？對！因當時木頭車比紙幣有價值得多。

每次打仗物價都會上漲，但為何我們會對這個基本理論如此陌生？

其實，經濟欠佳有兩種截然不同的困局。第一種困局就是各國鬥印銀紙，即是資金氾濫，可以說這是一個「金融水災」，但為何我們對水災如此陌生？因為我們都是成長在第二個困局之下，就是貨幣大國例如美國資金在香港市場突然撤離，令到股票、地產、零售、包括貿易都一下子進入困境。因為資金被抽走下，國際金融在很多時代都是被強權所壟斷甚至控制的，很多

國家都不可以隨便用量化貨幣去自救，筆者將這種情況叫做「金融旱災」，70、80、90年代我們都是不斷受旱災所蹂躪。

當海外資金炒高市場後就把錢拿走，可是不少香港人居然覺得這是自然，甚至是應分、崇拜，但現在世界變了，在2007年之後各國也能夠量化貨幣，美國的影響力出現下滑。我們面對的金融衝擊亦與以前不同，今天無論美國如何不喜歡也好，需要的國家都會隨着自己的需要去量化貨幣、減息或者「降準」，但這個轉變不少香港人是不理解的，甚至很多人都期望加息或者縮表。環球量化貨幣雖然也可能是一個亂局，但它可以說是各國在金融上擺脫美國霸權的一個途徑。為何美國縮表香港沒有倒下？因為我們在貨幣及資金上都沒有對美國有太多的依賴。

看看數據我們面對的是一個因環球量化貨幣而引起的「金融水災」。當然，任何亂局及災難對投資者來說都不是好事，但面對災難，你先要弄清楚究竟是「旱災」還是「水災」。「金融旱災」的應對是應該保留資金，所謂現金為王；「金融水災」要面對的是應該以平息增加盈利及充分現金流，更必須要以資產保有財富價值。如果用了面對旱災的方式去救水災是會損失慘重的，因為量化貨幣之下銀紙貶值率會很高，固定資產升值亦會帶來租金升值，若無固定資產則財富流失會很嚴重，希望大家用正確的方式應對大時代。

的美元貶值對經濟利益和對外競爭格外重要，美元如何應對值得關切。美國的手法老到或超乎預料，市場面臨風險值得重視。匯率市場變化有周期與策略等多重考慮，人民幣不要被動隨從，擁有自身主見和立場是關鍵，人民幣的控制力要有底線和尺度分寸。

