



經濟觀察家



鍾言讜論

財新智庫莫尼塔研究董事長兼首席經濟學家 鍾正生

2019年8月5日早間，人民幣離岸和在岸匯率雙雙「破7」。本次「破7」不代表中國央行放棄維穩匯率，相反，近期將是匯率維穩的關鍵時期。央行有能力和條件讓人民幣匯率在「7」上下磨一段時間，藉以穩定預期。



►未來一段時間，人民幣匯率預期在7附近波動，不會持續大幅偏離7以上

# 人幣有序破七算當局非放任貶值

## 貿談生變成為主因

北京時間8月2日凌晨，特朗普推特威脅稱，將於9月1日起對中國剩餘3000億美元輸美商品徵收10%關稅。這導致人民幣貶值預期驟然反彈，人民幣對美元匯率快速貶值，8月5日人民幣匯率「破7」是對8月2日走勢的延續。央行並未大力維穩「守7」，而是讓人幣順勢貶值。這或許出於兩個考慮：

首先，中美貿易談判進展不佳，博弈局勢較為激烈。據彭博報道，中國政府已要求國有企業暫停從美國進口農產品，中國也在向美國施壓。應該說，人民幣匯率貶值除了有助於改善中國貿易條件外，還會影響到與中國貿易聯繫較為緊密的歐洲等國貨幣，從而帶動歐元等美匯指數成分貨幣疲軟，進而進一步鞏固「強美元」。這是翹首期待「弱美元」的特朗普總統所不願看到的。

其次，央行傾向於釋放人民幣匯率的彈性。一方面，這出於應對出口下行壓力。2012年和2015年兩次中國出口大幅下行的階段，都看到了人民幣匯改的推進，表明出口減速是倒逼人民幣匯率增強彈性的因素之一。2012年，中國出口增速從20%下挫至8%，當年4月12日央行將人民幣匯率的浮動區間從0.5%擴展到1%；2015年，中國出口增速從6%下挫至-3%，當年8月11日的匯改引入了人民幣中間價的市場定價。另一方面，在降息與匯率貶值的權衡中，央行選擇通過外部因素糾偏。這是因為，降息面臨國內房地產市場等的掣肘，且當前疏通貨幣政策傳導才是企業「降成本」的關鍵；降息同樣可能加重匯率貶值壓力，那還不如直接選擇賦予匯率更多彈性。

市場和政府對「破7」一直以來的忌憚在於，擔心突破關鍵點位後，會造成人民幣貶值預期洶湧而來，從而導致匯率超調。因此，筆者認為本次「破7」不代表央行放棄維穩匯率，而相反，近期將是匯率維穩的關鍵時期。

「破7」是央行順勢貶值的結果，而並非主動引導貶值。從這兩個交易日的中間價設定來看：8月2日人民幣中間價設定確有激進的一面，筆者倒算的逆周期因子發揮了助推人民幣貶值的作用；但8月5日人民幣中間價的大幅貶值，主要是對周五市場供求因素（體現貶值預期）的體現，逆周期因子甚至還有小幅平抑貶值的效果。這應該說明，央行引導貶值的意圖並不明顯。

從人民幣對一籃子貨幣匯率的走向來看：今年7月下旬以來，美匯指數先後因美國經濟相對強勢、歐央行寬鬆預期升溫、美聯儲「鷹派降息」而走強。而8月2日之前，人民幣對美元匯率繼續窄幅波動，導致人民幣對一籃子貨幣匯率明顯升值，這當然不利於中國外貿條件。8月5日人民幣中間價大幅調貶後，CFETS人民幣指數回落至6月以來的震盪區間之內，而並未造成對一籃子貨幣的大幅貶值（也即是說其他貨幣對美元貶值幅度也比較大）。因此，中國不打「匯率戰」，但可以對美元相機貶值，尤其是在美元強勢之時。

## 美元上升空間有限

央行有能力和條件讓人民幣匯率在「7」上下磨一段時間，以穩定預期。

首先，央行的能力在於，過去一段時間跨境資本流動形勢較為平穩，離岸做空力量已大為削弱，逆周期因子也豐富了央行的工具箱。以銀行代客結售匯順差和銀行代客對外收付款順差的比較來看，2016年下半年以來，二者回歸到基本相當、並在零附近的狀態，反映跨境資本流動以實需為主、並較為均衡。離岸人民幣存款從2015年8月11日匯改後快速下降，到2017年3月達到低點，此後儘管有所恢復，但截至2019年4月仍然只有6.12萬億元（人民幣，下同），遠不及此前接近10萬億元的高點。2018年10月，外管局局長潘功勝曾在新聞發布會上說，「對於那些試圖做空人民幣的勢力，幾年之前我們都交過手

，彼此也非常熟悉，我想我們應該都記憶猶新」，個中意味不言而喻。2017年以來，央行推出「逆周期因子」、去年開始在離岸市場發行央票，均大大豐富和鞏固了央行維穩匯率的工具箱。

其次，央行的有利條件在於，美匯指數波動加大且進一步上行動能有限。2018年8月以來，美匯指數整體呈現寬幅震盪的局面。之所以反覆震盪，主要在於市場對美國經濟的看法和美國相對其他經濟體的表現之間，出現了明顯的分歧，而美國總統也對美匯指數持有較強傾向，希望引導美元走弱。從美債收益率倒掛就可以集中反映出，市場對美國經濟能否在稅改效果減弱、中美貿易衝突拖累漸起的情況下避免衰退，仍報懷疑態度。但同時，歐洲經濟盡顯疲態、英國脫歐也施加了拖累，美國經濟數據相對而言，又仍算得上「一枝獨秀」。因此，在各方力量的反覆拉扯下，美匯指數呈現出較大波動，本次人民幣匯率破「7」也受到近期美元「意外」躍升的助推。

2019年以來，花旗美國經濟意外指數進入顯著為負的階段，而歐洲經濟意外指數一度呈現邊際修復，經濟因素對美匯指數的支撐作用趨弱。隨著中美貿易衝突的延續，其對美國經濟的拖累將進一步加深，推動美匯指數走強的因素正在變弱。美元大幅波動並難以趨勢上行的好處在於，有助於人民幣匯率在「7」附近有上有下，從而強化市場對「7」這個點位的適應力，使人民幣匯率在外貿形勢的高度不確定性中，釋放出更大的彈性。

簡言之，人民幣「破7」是匯率市場化進程中的可喜一步，對於釋放人民幣匯率彈性以應對經濟下行壓力，對於中美貿易談判的短期博弈，對於鞏固市場對人民幣波動的適應力都大有裨益。央行也有足夠的工具和條件避免匯率超調、避免大規模的資本外流。筆者認為，未來一段時間，人民幣匯率將在7附近波動，不會持續大幅偏離7以上。

## 穩預期 防走資

中山證券首席經濟學家 李湛

洞若觀火

8月5日上午開盤伊始，離岸和在岸人民幣兌美元匯率先後跌破7的關口，這是2015年「8·11匯改」以來首次跌破7的心理點位，引發各界高度關注。筆者對此點評如下：

第一，官方選擇將人民幣兌美元匯率貶破7以緩解美國加稅的影響，意味着中美貿易談判未來可能出現階段性的波折。對於人民幣兌美元匯率突然跳貶破7，央行官方在答記者問時回應稱，「受單邊主義和貿易保護主義措施及對中國加徵關稅預期等影響」。8月2日，特朗普在推特上發文稱將對剩餘3000億美元中國輸美商品加徵10%的關稅。當天收市後，中國官方回應稱，「如果美方加徵關稅措施付諸實施，中方將不得不採取必要的反制措施，堅決捍衛國家核心利益和人民根本利益，一切後果全部由美方承擔」。

從近日雙方的表現來看，彼此都沒有讓步跡象。從8月5日開盤，在岸人民幣兌美元中間價調貶229個基點，報6.9225後，官方沒有選擇像往常一樣將人民幣匯率限制在7以下，明顯可以看出這種變動意在緩解美方的加稅影響。後續需要關注美方的反應，以及未來雙方相互見招拆招過程中的博弈走向。

第二，前期各界對於匯率是否破7已經進行了充分討論，因而，此次匯率走向部分已經被市場提前所預期。長期以來，官方就曾就人民幣匯率如果破7的話應該採取怎樣的措施進行過充分的討論。

前期很多人認為7作為重要的心理窗口，是有保持的必要的：如果破7的話，後續維持人民幣匯率穩定的代價將會更大。但是在今年5月，美方宣布對中國2000億美元商品加徵關稅稅率提升至25%後，就有部分央行官員和業內專家表態稱，人民幣匯率破7也不是不可以，7只是一個普通點位，重要的是保證外匯儲備的穩定性。

從周一人民幣匯率破7結果看，這其實也在預期之中。

第三，部分國際投資者出於對中美貿易談判前景的擔憂出現一定程度

的資本外流不可避免，對資本市場而言，前期外資買入較多的權重股可能面臨一定的回調風險。人民幣匯率貶值本身就說明外資流出大於外資流入，部分國際投資者出於對中美貿易談判前景的擔憂選擇結匯離場不可避免，剩餘投資者如果沒有出現恐慌情緒的話，這種影響應該是可控的。但對於資本市場而言，前期北上資金買入較多的權重股，在外資流出較多的情況下，可能面臨回調風險。

## 超調貶值概率極低

第四，短期內需要穩定投資者的情緒和信心，避免資本市場出現大幅度波動引發系統性風險，目前來看，官方的應對非常及時。一直以來，人民幣兌美元匯率為7都是一個重要的心理點位，如果人民幣兌美元匯率破7的話，人民幣匯率後續可能會一路貶值，這可能會加劇投資者擔心人民幣匯率貶值導致持有資產貶值而選擇結匯離場的行為，並形成惡性循環。短期內，政府工作的重心應該在於穩定投資者的情緒和信心，避免資本市場出現大幅度波動引發的恐慌情緒導致的系統性風險。

目前來看，官方的應對非常及時：股指並未出現大幅度波動，截至2019年8月5日上午收盤，滬綜指下跌0.81%，較早盤開盤15分鐘內就跌破1%有小幅反彈；央行在上午也表態稱「人民幣匯率完全能夠在合理均衡水平上保持穩定」。

最後，對於中國自身而言，短期內匯率出現恐慌性超調貶值的風險相對有限；中長期來看，對內進行實質性的結構性改革，對外繼續擴大開放，是中國應對大國博弈的佔優策略。

央行表態中也明確提到，「改革開放是中國的基本國策」，「『破7』後這一政策取向不會變」，企業「要專注於實體業務，不要將精力過多用在判斷或投機匯率趨勢上」。

因而，在短期內，人民幣匯率出現恐慌性超調貶值的風險可能相對有限。

從大國長期博弈的角度看，筆者認為，當前已經出臺且陸續落地的相關政策措施可能仍然不夠，未來對內的實質性改革和對外開放市場的相關措施需要加快推進。

## 低息與通脹支撐樓市

Q房網香港董事總經理 陳坤興



樓語縱橫

近日社會氣氛緊張，料只是短暫波動，情況若持續升溫，樓市多少或會出現調整，但幸好低息加上近月通脹升溫，成為了樓市基本屏障。

美國減息已成定局，減息0.25厘亦是市場預期之內，亦代表着自2015年12月開始的美國加息周期已告終結。剛過去的加息周期前後共維持約三年多，接下來大家的焦點自然在於今次美國減息周期又會維持多久，最終美國會否重返十年前的「零息歲月」。不過無論如何，相信香港低息環境仍會維持一段時間。

相信大家亦會記得，在過去的量化寬鬆的政策下，美國曾經經驗過一段長時間的零息歲月，根據美國聯邦儲備局公開市場委員會（FOMC）的議會議議紀錄，美國上一次的減息周期共維持一年多，由2007年的9月至2008年的12月，其間減息幅度更高達5厘，於2008年底至2015年底，美國聯儲局的目標利率更一直維持於0至0.25厘之間，共維持長達七年的「零息歲月」。

美國會否重返「零息歲月」仍屬未知之數，但在環球減息潮下，多國

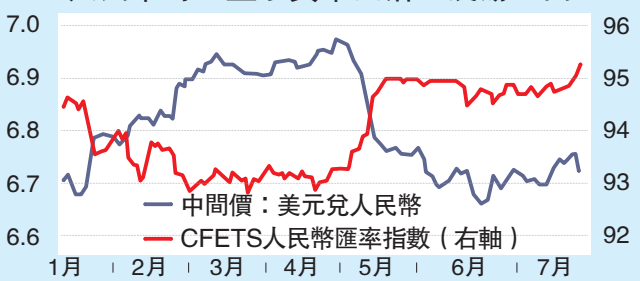
央行均採取較寬鬆的利率政策，繼澳洲、韓國等亞太區國家相繼減息後，相信稍後歐洲央行更有機會將利率減至負利率水平，連帶內地亦有機會加入減息行列以保經濟，相信在全球低息環境下，本地低息日子還會維持一段長時間。

## 下半年回調幅度有限

再者，今次本地低息環境亦遇上通脹升溫的日子。按政府統計處上星期公布最新6月份的消費物業指數上升3.3%，較5月份的相應升幅（2.8%）為高，亦創自2016年8月以來近三年新高。即使剔除所有政府一次性紓困措施的影響，6月份基本通脹率亦達至3.2%，較5月份為高。

按經濟學理論中的實質利率（名義利率減通脹率）計算，當低息遇上通脹升溫，實質利率自然會維持負數。換言之，目前本港負利率的情況將會維持一段長時間，而負利率的出現，資金需尋出路，因而會刺激市民增加投資，資金流入股市、樓市，令資產進一步升值。過去市場負利率樓市亦往往處於上升軌，當然因應今年上半年樓市已上升10%，加上社會上街頭抗爭持續，樓價難免會出現調整，下半年樓市或回調5%至8%，但整體回調幅度有限。

人民幣對一籃子貨幣回落至震盪區間



2012和2015年出口大幅減速時都推進了匯改(%)

