



▲隨着國際多邊原油貿易中越來越多的國家選擇使用人民幣結算，人民幣的需求和使用規模將大幅增加

疫情下的人幣國際化(上)

2020年，新冠疫情突如其來並急速演變，推動全球經濟金融發展進入後疫情時代，其重要特徵是：主要經濟體持續面臨經濟下行壓力，經濟增長無法擺脫宏觀政策依賴，低增長長期持續；全球產業鏈加速重組，國際貿易和投資在受到疫情和防疫措施雙重衝擊的同時，亦面臨貿易保護主義的挑戰，短期無法回到疫情前的正常狀態。以上變化意味着中國經濟運行的外部環境日趨嚴峻，如何在錯綜複雜的國際大變局中開拓人民幣國際化新局，並為中國經濟對外循環提供更多動能，需要我們認真分析，尋找新的重點方向。



寰球視野
鄂志寰
博士

中銀香港首席經濟學家

一、穩步擴大人民幣國際使用範疇，拓展中國經濟對外循環的空間

綜觀國際貨幣發展史，貨幣是一國經濟對外及對內循環相互交織的關鍵環節。一方面，貨幣通過利率決定及調整機制，有效配置資本，為實體經濟內部循環提供資金支援。另一方面，貨幣通過匯率的動態調整，在一定程度上過濾外部衝擊，為內部經濟循環提供相對穩定的運行環境，並通過商品和資本管道連接對內循環和對外循環。此外，如果該貨幣能夠在國際市場承擔一定的角色，其國際貨幣的定位和屬性有助於拓展該國對外循環的輻射空間。

人民幣國際化最初發軔於國際金融危機環境下中國參與國際循環的重大實踐探索。2008年，美國次貸危機引發全球金融危機，國際金融市場出現了不同程度的美元荒，單極國際貨幣體系制度性缺陷引起了廣泛關注，迫切需要找到新的公共產品和解決方案。

一些國家嘗試性地提出使用人民幣作為國際貨幣補充的設想，開啟了政策驅動與市場率引人民幣走向國際舞台的漫長征程。經過十餘年的發展，人民幣加入了IMF（國際貨幣基金組織）的SDR（特別提款權）貨幣籃子，為國際儲備資產提供來自新興市場的多樣性選擇和新的公共產品，初步奠定了在全球貨幣體系中的地位，但人民幣的國際化程度仍然滯後於中國經濟及貿易投資所決定的水準，具有巨大的

提升空間。

疫情衝擊導致全球貿易保護主義再度發酵，引發新一輪科技戰、金融戰，客觀上不利於人民幣國際化的推進。但面對後疫情時代全球金融市場的劇烈調整，更加需要人民幣提升國際使用範疇，以應對可能到來的金融博弈和圍堵。

二、完善人民幣的國際貨幣屬性，提升中國金融資產的國際認受度

2016年人民幣列入SDR籃子組成貨幣後，境外央行持有人民幣外匯儲備的意願逐漸增強，繼早期香港、新加坡、俄羅斯等地區和國家率先配置人民幣儲備資產後，歐洲央行、德國央行、法國央行等陸續透露其外匯儲備在向人民幣等為數有限的國際貨幣多元化。目前，全球有超過60家中央銀行和貨幣管理當局把人民幣納入外匯儲備，推動了人民幣國際儲備貨幣地位的提升。2017年3月，IMF發布了官方外匯儲備貨幣構成（COFER）報告，首次單獨列出人民幣外匯儲備的持有情況。截至當年三季度，人民幣外匯儲備規模為1079.4億美元，佔整體已分配外匯儲備的1.12%。

IMF在7月2日發布的最新資料顯示，截至2020年第一季度，各經濟體央行所持有的外匯儲備中，人民幣資產為2214.8億美元，佔全球官方外匯儲備資產的2.02%，佔比高於2019年第四季的1.96%，創下IMF自2016年10月報告人民幣儲備資產以來的新高點。人民幣在全球央行外匯儲備資產中的佔比提升，反映境外投資者對持有人民幣資產的興趣持續增加，亦意味着中國金融資產的國際認受度有所提升。

提升人民幣國際貨幣屬性是人民幣國際化長遠發展的重要內涵。近年來，中國抓住時機提出擴大人民幣在石油定價及交易中的使用，

提升其對大宗商品交易定價的影響力，以「石油人民幣」將能源等相關產業和金融行業有機融合，應對國際大宗商品市場價格大幅度波動的挑戰，提高自然資源的可獲得性和安全性。2018年3月，上海國際能源交易中心（INE）正式掛牌交易原油期貨，以人民幣計價，實行淨價交易、保稅交割。上海原油期貨交易量佔全球原油交易量躋身世界前三，僅次於美國紐約WTI和Brent原油期貨。隨着國際多邊原油貿易中越來越多的國家選擇使用人民幣結算，人民幣的需求和使用規模將大幅增加，同時將推動央行間貨幣互換使用量的提升，促進人民幣在海外政府間和民間機構多層次的使用。

三、逐步打造人民幣避險貨幣新功能，為國際儲備資產提供更多選擇

近年來，人民幣匯率彈性逐漸加大，人民幣對一籃子貨幣保持基本穩定，人民幣對美元匯率則出現雙向預期、雙向波動的新特徵，外匯市場逐漸擺脫人民幣匯率保「7」或破「7」的心理障礙，人民幣匯率決定的市場化程度進一步提升，全球市場對於人民幣資產的信心隨之不斷改善。

2020年上半年，受到新冠肺炎及中美貿易戰進程影響，人民幣匯率繼續呈現雙向波動的基本形態。年初，中美達成第一階段貿易協定，市場對兩國展開第二階段談判抱有樂觀預期，對人民幣匯率產生了一定的支持，離岸人民幣匯率曾經升至6.9水準。此後，新冠肺炎疫情開始衝擊全球。3月份，疫情持續導致金融市場震盪，國際市場避險情緒升溫帶動美元需求，美元指數在3月中抽升到近年高位103水準，對人民幣匯率持續構成壓力，CNH在3月份之後維持穩中偏軟。進入二季度，中美兩國摩擦博弈升級，人民幣匯率一度走弱，並在低位整固回升。截至6月30日，人民幣兌美元匯率中間價報7.0795，較年初貶值1.7%；離岸市場人民幣兌美元收報7.0686，較年初貶值1.5%；在岸市場人民幣兌美元匯率收報7.0655，較年初貶值1.5%。

總體而言，在全球金融市場下行階段，人民幣匯率較其他貨幣表現更為穩健，在短暫下跌後往往出現明顯反彈，表明人民幣在保持匯率彈性的同時，其匯率波動具有一定的韌性。因此，在後疫情時代，應逐步建立人民幣匯率的避險功能，為人民幣的國際使用提供更有力的支援。

貨幣政策逐步回歸常態



實話世經
程實

工銀國際首席經濟學家、
董事總經理

「誰無暴風驟雨時，守得雲開見月明」。二季度中國經濟增速為3.2%，顯著超出市場預期，伴隨經濟基本面的修復，貨幣政策也將逐步回歸常態。回顧上半年，1至4月，為了對沖疫情影響，貨幣政策的邊際力度一度超預期，構成了疫情時代的政策「力度走廊」上限。5月至今，為了抑制套利空轉，貨幣政策的邊際力度顯著減弱，構成了政策「力度走廊」的下限。

筆者認為，把握中國貨幣政策的未來走向，不宜糾結於局部動態，應首先理清政策環境的「三重變局」。當前，疫情引致的內外落差、階段修復與重心轉移，革新了貨幣政策的環境與角色，構建起未來政策力度的波動走廊。由此，中國貨幣政策已進入「持久戰」的相持階段，總體方向不會動搖，邊際力度將沿波動走廊因時調整。下半年，貨幣政策保持靈活適度，降準、降息工具料將從三季度開始以小幅、多頻次的方式逐步落地。

首先，全球疫情長期延續，內外落差長期存在。從外部來看，5月下旬至今，全球疫情再度加速發酵，全球經濟料將長期陷於深度衰退。從內部來看，中國經濟的修復領先全球，內外增速差料將擴大，國內循環將是未來支撐中國經濟的核心。因此，在一季度貨幣政策充分發力之後，二季度政策節奏放緩，有助於實現兩大目標：一是避免在政策效果邊際遞減的階段重複發力，以防對內造成政策「後遺症」；對外形成過度的「搭便車」效應；二是預留充足的政策空間，以應對全球經濟衰退對中國經濟的長期拖累。

其次，內部修復進入新階段，貨幣政策承擔新角色。1至4月中國貨幣政策的行動全面有力，一度超出市場預期。自5月初復工基本完成後，經濟修復進入第二階段，總需求不足成為主要矛盾，由此積極財政成為政策主力軍，貨幣政策退為輔助，與前者靈活匹配。這一「新角色」決定了未來貨幣政策的「力度走廊」。從上限來看，未來貨幣政策的邊際力度料不會超過「貨幣先行」時期，尤其是短端流動性的供給較難超過4月水平。從下限來看，未來貨幣政策既需要為基建投資提供信貸支持，也需要為國債發行創造利率環境，因此類似於5至6月的邊際收緊難以長期持續。

美債仍有機會負利率



樓市智庫
陳永傑

中原亞太區副主席兼住宅部總裁

美國聯邦儲備局主席鮑威爾曾經指出，負利率不適合美國。但新冠肺炎對美國經濟衝擊嚴重，近期疫情更出現明顯反彈，經濟前景難測，加上美國總統特朗普亦希望實施，負利率的推行並非不可能。英國亦準備迎接負利率的挑戰，提高了美國實行的機會。

美國約翰霍普金斯大學數據顯示，7月上旬美國感染新冠肺炎人數突破310萬，超過13萬人死亡。美國現正面對疫症與經濟進退維谷的困難。聯儲局使出無限量寬鬆已導致美元疲弱的問題，即是說美元貶值正在加快，但仍未能扭轉經濟頹勢。美國實施負利率這一「絕招」的壓力正在加大。

鮑威爾不想負利率由自己任內施行，但美國經濟持續不振，為求連任的特朗普將會向他施壓行到這一步棋。聯儲局最近表示，美國經

濟前景仍高度不確定，並強調經濟全面復甦取決於疫情是否受控。目前貨幣政策立場仍適當，重申將致力動用所有工具支持美國經濟。美國聖路易聯邦儲備銀行總裁布拉德指出，疫情引發的大量破產潮，可能導致金融危機。

再次，疫情衝擊重心轉移，危機治理模式轉變。就全球而言，隨着疫情時代的長期延續，疫情衝擊正由周期性壓力深化為結構性問題；經濟政策能否直達實體經濟與基層民生，將長遠地決定經濟能否走出本次危機。但就中國自身而言，由於剛兌尚未完全打破、金融市場結構不盡合理，出現了實體企業進行金融套利的弊端。因此，在下半年「直達性」政策大規模發力之前，5至6月較快抬升短端利率，聚力擊破套利行為，是「風險應對要走在市場曲線前面」的必然選擇。當政策對套利行為形成可信的威脅之後，短端利率料將回歸於較低水平，波動亦將趨於平緩，以降低銀行資產負債管理難度，避免「寬信用」出現政策堵點。

下半年或降息降準

基於上述三重變局，無論是國常會推出的「1.5萬億讓利」，還是易綱行長在「陸家嘴論壇」上強調的「提前考慮政策工具的適時退出」，實際上都指向了相同的政策邏輯：面對疫情，中國貨幣政策正在打一場着眼長遠的「持久戰」，並且目前已經進入戰略相持階段。筆者認為，下半年中國貨幣政策將逐步回歸正常化：從規模來看，政策力度將在上述「力度走廊」的中部適時調整，年內貨幣政策最鬆、最緊的時期均已過去；從期限來看，短端的超額流動性投放將漸次退出，但是長端的「寬信用」將保持較高速度；從工具來看，結構性、精準化的直達性工具將發揮更重要的作用，總量性工具的規模將更趨適度。

值得注意的是，隨着貨幣政策回歸常態，傳統政策工具的適度行動依然必要，其力度和節奏將受到兩大因素影響。從內部因素來看，「1.5萬億讓利」中由利率下行貢獻的部分大概為9300億元人民幣。由此進一步拆解計算可知，若要實現這一目標，下半年預計需要1年期LPR（基礎借貸利率）下降至少15點子。由於在疫情壓力下，LPR市場化加點的擠壓空間不足，所以MLF（中期借貸便利）利率的下降幅度預計與LPR大致相等。同時，考慮到金融體系資產負債管理壓力，這一規模的LPR降息需要約1至2次全面或定向降準加以匹配。從外部因素來看，下半年全球經濟仍將面臨公共衛生風險、地緣政治風險、金融市場風險的相互激化，存在巨大不確定性。

由此，國內的降準、降息工具需要平衡政策時滯和空間儲備，預計將在三季度開始以小幅、多頻次的方式逐步落地。

債務重壓無法迴避

特朗普表示對鮑威爾的工作表現，愈來愈滿意。但他也曾批評鮑威爾，無將貸款利率降至負水平，會否在總統大選臨近，他又向鮑威爾施壓呢？美國無限量寬，經已造成美國總債務爆升。美國最近減至接近零息，但仍要支付利息，如果能夠做到負利率，美債有機會不必付息，或許對美國更有利，減少利息支出。

最近英國英倫銀行行長貝利警告當地銀行業，要做好準備迎接負利率的挑戰。貝利表示英倫銀行正主動評估包括負利率在內的一系列政策可行性。美國受到新冠肺炎疫情困擾，在困境中用負利率作為突圍招數，並非不可能。基於聯繫匯率，香港超低息按揭將會延續。

各國貨幣在全球外匯儲備中佔比（今年一季度）

