

人民幣三政策 各有利弊



國際視野 潘迪藍

GaveKal Dragonomics
資深經濟師

自從8月11日和12日突然貶值3%以來，人民幣兌美元的匯率已經回復到一個非常狹窄的交易區間。

然而，這並不反映市場認為人民幣經過溫和下跌之後，其匯率已經達到適當的水平。相反，這是由於中國人民銀行大力干預，才將在岸即時匯率穩定在大約6.4元人民幣兌1美元。

在短期內，這符合中國決策者的說法，即人民幣匯率的調整已經完成。

8月25日，中國總理李克強會見哈薩克斯坦的代表團時，就重申了這一立場，聲稱當前人民幣匯率不存在持續貶值的基礎，能夠在合理均衡水平上保持基本穩定。

然而，從長遠來說，反覆地進行干預，以維持人民幣匯率的穩定性，與人民銀行在差不多4個星期前宣布的「更靈活的匯率機制」，正是自相矛盾的。

這種自相矛盾令外界對人民銀行的意圖產生了懷疑：究竟它是真的想推行一套更為靈活的匯率機制，抑或只是想將人民幣兌美元的「不成文掛鈎匯率」重新定在另一個水平？

倘繼續干預 上月行動失意義

我們認為，人民銀行現時有3種選擇：

1. 繼續干預，以維持人民幣匯率的穩定。這個策略的目的，是要減少市場預期人民幣進一步貶值，因為打賭人民幣進一步貶值的市場參與者，都會在人民銀行的優勢火力之下投降。

若這個策略成功的話，人民銀行之後就可能減少干預，容許人民幣在更大的區間內自由浮動。

但對人民銀行來說，這個策略的風險就是，它的干預無法克服市場對人民幣貶值的預期。若出現這情形，那麼人民銀行上個月的行動就會失去意義。

干預失敗 長線代價高昂

它既不能達至先進的匯率改革，亦滿足不到國際貨幣基金組織（IMF）

對人民幣納入「特別提款權」（SDR）的貨幣籃子之內的要求——容許更大的波幅。更重要的是，失敗的代價將非常高昂。

隨着內地的資本帳比以往更加開放，以及人民銀行在國內推行寬鬆政策，干預市場以維持人民幣匯率穩定的代價正變得愈來愈高。

過去幾星期，中國大陸境內即期市場的人民幣兌換美元的每日交易額，已由150億美元上升至500億美元。交易商估計，人民銀行及其代理人為了維持人民幣匯率穩定，已經花費了1000億至1500億美元的外匯儲備。

一次過大幅貶值 政治代價大

當然，內地有3.7萬億美元的外匯儲備，理論上，央行還可以繼續干預好幾年。

然而，若要以每月流失1500億美元的外匯儲備來進行持續干預，內地的決策者也會覺得不值得。

因此，央行可能會採取在短期內繼續干預（例如在習近平今個月訪問美國前後），而不作長期干預的路線。

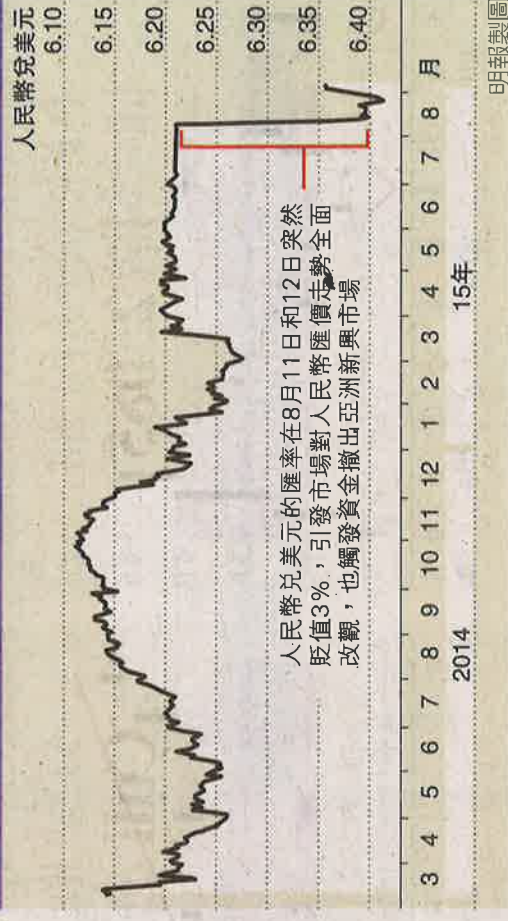
2. 停止干預，並容許人民幣作相當大的貶值。這種一次性舉動可能會削減市場對人民幣進一步貶值的預期。當貶值10%或15%之後，人民幣的買盤將會顯著增加，從而避免了內地資本外流和人民幣逐步貶值的惡性循環。

漸進式貶值 較合中央胃口

然而，這個策略所付出的代價將會非常巨大。因為中國領導人以往曾經多次強調，各國不應將貨幣競爭性貶值。若進行這樣的一次性大貶值，將會造成一場外交災難，破壞北京在貨



人民幣急跌後趨窄幅上落



幣政策方面的信譽。

而且，進行一次性的大貶值，將會令那些借入了美元而沒有對沖匯率風險的內地企業的資產負債表嚴重受損，當中包括很多國有企業。

3. 減少干預，並容許人民幣逐步貶值。若可能的話，中國的決策者都希望循序漸進。不論是利率市場化，還是資本帳戶開放，都是一步步的來。以往市場普遍認為人民幣被嚴重低估時，央行當時亦只容許人民幣逐步升值。

讓人民幣逐步貶值，可以避免對內地經濟造成重大衝擊，因此在政治上可以接受的。

但是，這亦有其風險。因為一種貨幣緩慢而長期地貶值，可能會加劇市場對它進一步貶值的預期，令資本外

流持續。這就有如人民幣緩慢升值時，持續吸引資本流入內地的相反。

以上的策略每個都有風險。現時「掛鈎和干預」的方式在一兩個月內仍然可行，但只能是權宜之計。對人民銀行來說，最佳結果是其干預能夠平息人民幣的貶值預期，人民幣的買家重新出現。然而，這看起來有些切實際。

至於另外兩個選擇，漸進式貶值的可能性會比一次性貶值大。這並不是因為它的經濟效益較好，而是因為它在政治上較容易接受，以及經驗告訴我們，內地主張循序漸進的做法。

但這樣做的風險在於，它只會加強人民幣貶值的預期。人民銀行現時真正需要的，其實是美元轉弱。但當然，這超出了其決策影響範圍。