

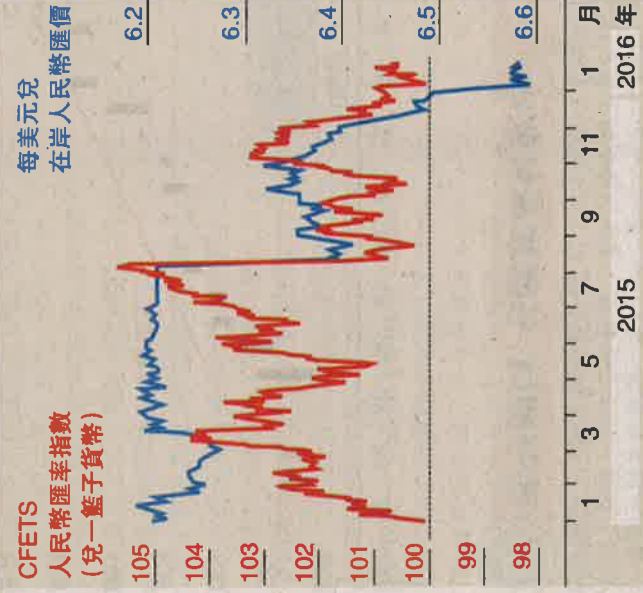
# 人民銀行是時候作出抉擇



國際視野 潘迪藍  
Gavekal Dragonomics  
資深經濟師

中國的外匯市場最近回復了一些平靜，但這可以持續多久？過去兩星期，人民幣兌美元以及官方指定的一籃子貨幣的匯率（即CFETS人民幣匯率指數）都是相對穩定。但是，有關人民幣未來走勢的疑問，並沒有因此而消失。儘管人民銀行最近曾作出大規模干預行動，很多市場參與者都認為，人民幣目前與一籃子貨幣掛鉤，只是一種臨時做法。到了某個時候，人民銀行就會放棄這種做法。

## 人幣兌一籃子貨幣維持穩定



筆者指出，無論人行選擇將人幣與一籃子貨幣掛鉤或自由浮動，均有其利弊。然而，若人行遲遲未公開承諾其政策取向，外儲將會繼續流失。（資料圖片）

人民銀行的政策得不到外間信任，是它今天面對的最大問題。若要令貨幣市場穩定，它需要就其匯率目標發表一個清晰明確和可信的聲明。若未能這樣做，那就意味着人民幣的匯率將會受到無情的市場壓力。過去6個月，人民銀行對其匯率政策作出了兩大變化。但每一次，它和市場的溝通都是拙劣的，引致市場出現巨大波動。

第一次是在去年8月，人民銀行將人民幣兌美元的匯率中間價下調2.8%，以便和現貨市場價格保持一致。這個舉動是合理的，但它引發了市場猜測，內地正開始將人民幣兌美元進行大幅貶值。為此，在去年8月至11月間，人民銀行動用了超過2000億美元，在貨幣市場進行干預，以穩定人民幣的匯率，才令市場參與者冷靜下來。

### 人行多次干預 須贏回市場信心

然而，去年12月11日，人民銀行推出了人民幣的貿易加權價值的新指標，並且表示，參考人民幣兌美元的雙邊匯率以及兌一籃子貨幣的匯率，會比較理想。之後，它減少了干預市場，容許人民幣兌美元在岸價在12月11日之後下跌了接近3%——儘管在美國公布的其他貨幣轉強時，中國外匯交易中心（CFETS）公布的「人民幣匯率指數」保持穩定。

這個大動作，又帶來了另一輪關於匯率以及人民幣是否正開始大幅貶值的猜測。於是，人民銀行又要再次干預，以穩定現貨市場。

此外，內地的外匯儲備近來急速下跌，亦令人懷疑有關政策的可持續性。有人就提出了一個看淡人民幣的理由——中國只要有5%的人口，將其人民幣兌換成5萬美元（這是每名中國人自由購買外匯的配額），人民銀行就會失去其所有儲備！

我們不認為這樣的情形有可能出現。但是，這種極

端的假設，確實令人民銀行維持其政策的可信性變得更加重要。我們同意，人民銀行必須贏回市場的信心。而且，我們還認為，這取決於它如何回應以下3個關鍵問題：

1. 為什麼人民銀行在去年8月後大幅干預市場，以保持人民幣兌美元的匯率穩定，但到了今年1月，它又放棄了這個目標？
2. 它對「人民幣匯率指數」的籃子貨幣有多認真？這已經是它在過去6個月內第二次改變匯率政策。
3. 中國的匯率政策的長期目標是什麼？是完全自由浮動，還是與一籃子貨幣掛鉤？

### 與一籃子貨幣掛鉤是否過渡策略？

過去幾星期，我們與一些政策顧問、分析師和投資者交談過。他們沒有一個能夠有很大信心的回答這些問題。雖然人民銀行看來承諾將人民幣與一籃子貨幣掛鉤，但這個承諾將會維持多久，卻很難說。

有些人認為，人民銀行對此是很認真的，它會將中國外匯交易中心（CFETS）公布的「人民幣匯率指數」維持在一個範圍內，但沒有人確實知道這個範圍有多大。亦有人認為，與一籃子貨幣掛鉤只是一個過渡性戰略，人民幣的匯率最終將會完全自由浮動。儘管這些「專家」對人民銀行的政策目標有不同的看法，但他們幾乎一致同意，人民銀行需要表明，它究竟是承諾人民幣與一籃子貨幣掛鉤，還是追求完全自由浮動的匯率。

兩個方案各有利弊。如果北京對釘住一籃子貨幣的做法是認真的，它應該表明，它的目標是將「人民幣匯率指數」維持在那個範圍之內，以及人民銀行將會運用一切方法實現這個目標。我們認為，若人民銀行向其他銀行提供「窗口指導」（指央行通過勸告和建

議，來影響商業銀行的行為，屬於溫和和非強制性的貨幣政策工具），它將可以達到這個目標。在這情形下，內地的淨資本流出將會逐漸下降。

### 漫無目的捍衛匯價 外儲白流

但若果人民銀行只是將釘住一籃子貨幣視為一個權宜之計，其最終目標是讓人民幣自由浮動，那麼它就應該朝向這個目標，而避免再作出干預。當然，這不是一個容易的選擇。這需要另外寫一篇長文來分析兩個方案的代價和好處。我們的意思是，內地政府必須決定，它想要哪一種匯率制度，然後向外界清晰地傳達其選擇。

若不明確表態，市場只會繼續對有關當局進行測試，直至它放棄現時的貨幣政策，或者它以明確的態度表明其決心（維持現時的政策）。因此，內地政府一是動用其外匯儲備去捍衛一個沒有討論餘地的目標。不然，就應該退後一步，讓人民幣自由浮動。內地政府不能夠沒有一個明確的目標，卻付出持續流失外匯儲備的代價。

### 倘領導人不明確承諾 人幣料回復動盪

我們最擔憂的是，人民銀行未必能夠解決這個政策不確定的問題。一方面，目前還不清楚，有關官員是否已對匯率政策的長期目標作出決定。即使人民銀行已經有自己的立場，那還是不足夠的。因為人民銀行並不是獨立的，它沒有自行決定國家的匯率政策的權力。若需要新的貨幣政策發表一份明確和公開的聲明，它需要先得最高領導層的批准。

但這些領導人卻可能不願意公開承諾一個具體的政策，令自己綁手綁腳；又或者，他們不明白有必要作出明確的承諾。若真的出現這種情形，那將非常不幸，人民幣市場可能會在未來幾個月內回復動盪！