

# 儲局不加息 或怕人幣貶值

國際視野 潘迪藍  
GaveKal Dragonomics  
資深經濟師

當美國聯儲局的官員早前相繼表態，支持最快在本月加息後，聯儲局主席耶倫卻在3月30日凌晨釋放出鴿派信號，力壓該局官員近期的鷹派言論，表示中國經濟放緩及油價下挫所引致的環球經濟及金融不確定，令美國經濟面臨風險，認為聯儲局應採取更緩慢的加息路徑，暗示4月加息的機會不大。

耶倫的講話證實了，環球經濟前景的變數，是聯儲局從外間預期的加息步伐「退牌」的背後原因。可是，美元正在轉弱，美股又正在反彈，究竟發生了什麼事，令到耶倫改變主意？

雖然耶倫日前主要談及環球經濟增長前景為疲弱，但這並不是一個完全令人信服的解釋。金融市場今年初的動盪，才是罪魁禍首，尤其是人民幣面對的貶值壓力。耶倫目前確實有提及中國大陸經濟增長放緩。但是，對於聯儲局來說，中國經濟增長放緩早已不是什麼新聞。早在3月較早時，耶倫已曾經表示，中國的經濟增長並未出現很大的驚喜。很難令人相信，之後那兩個星期的經濟新聞真的令耶倫加深了憂慮的話，那可能是樓市的最新數據超出預期般好。

## 投資者恐慌 中美皆有責

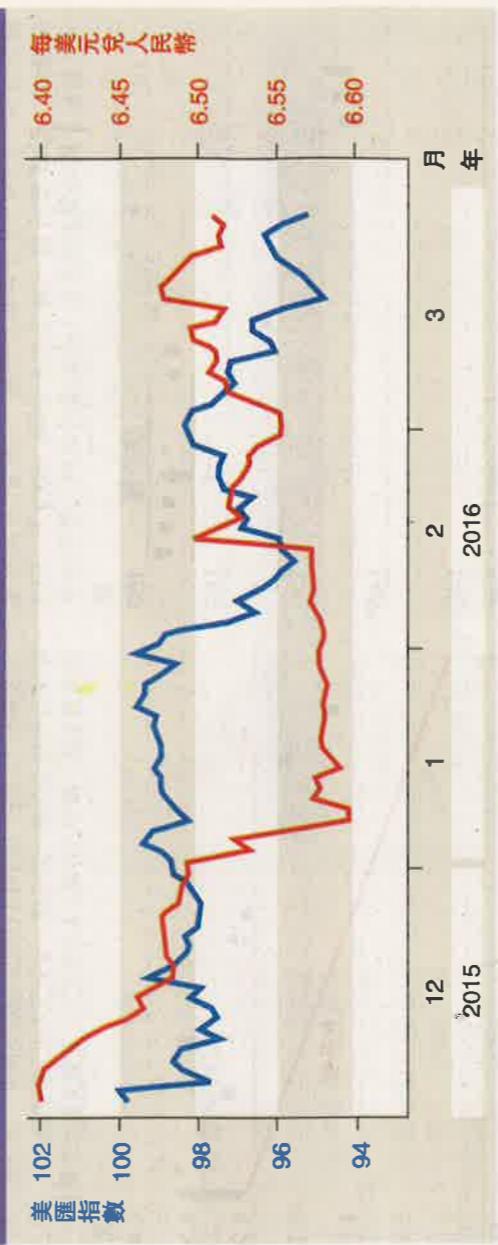
事實上，在今年頭兩個月繚繞着金融市場的新聞，是人民幣兌美元可能會顯著下跌。因爲大多數投資者都認爲，這樣的匯率調整，對於金融市場和環球經濟增長，都是巨大的負面衝擊。

中國的人民銀行顯然要對觸發市場恐慌負上一定責任，因爲人民銀行在1月初的舉動表明，它已不再那麼致力於維持人民幣兌美元的匯率基本穩定——這個承諾，曾經令人民幣跟隨美元，在2014年顯著上升。但是，美國聯儲局無疑亦負有一定的責任。因爲去年12月，該局曾經預言，聯邦基金利率將會在今年上升100個點子，超過絕大多數市場參與者的預期。聯儲局當時的鴻派言論製造了美元將會進一步轉強的預期，令人民幣面對更大的貶值壓力——若美元進一步上升，那麼人民銀行就必須讓人民幣兌美元貶值，以維持它承諾的人民幣兌13種貨幣組成的「貿易加權貨幣籃子」保持穩定。這種令人預期美元將會更強的言論，顯然是錯誤的，但當時卻公開宣布了。因此，今年初市場對人民幣的潛在貶值風險的恐慌情緒，可以說有部分是因爲聯儲局過度收緊貨幣政策。值得注意的是，雖然人民幣近期面對的貶值壓力已經明顯減小，但這並不是因爲中國的貨幣政策的透明度顯著提高。



對聯儲局而言，中國經濟增長放緩早已不是什麼新聞，主席耶倫（圖）早在3月已表示人民幣的掛鈎政策與鷹派路線的聯儲局並不一致。然而，有市場信號顯示人民幣無法相容，並明白到中國取消貨幣政策並非好主意，所以在加息立場上才不再那麼強硬。（資料圖片）

美元轉弱 減人民幣貶值壓力



事實上，仍然沒有人知道，人民銀行對人民幣每日進行管理的目標究竟是什麼；又或者，在重要關頭，它如何實現其雙重目標——一方面，人民幣要兌13種貨幣組成的「貿易加權貨幣籃子」保持穩定；但另一方面，人民幣兌美元又不會貶值。市場對人民幣貶值的恐慌情緒減弱，只是因爲它不再那麼憂慮聯儲局今年會加息多次，將美元推高。只要美元的匯率是在交易區間之內，又或者稍爲轉弱，那麼中國要實現人民幣兌「貿易加權貨幣籃子」以及兌美元都保持穩定，就比較容易，其貨幣目標的矛盾就沒有那麼迫切需要解決。

## 互相協調一致 穩定市場

簡而言之，今年初的事件的其中一種說法是，金融市場認定了，人民幣的掛鈎政策，與鷹派路線的聯儲局（指其加息立場），將會無法相容。聯儲局看得出這些市場信號，明白到若迫使中國取消其貨幣掛鈎政策，並不是個好主意，所以在加息立場上，才不再那麼強硬。美國政府顯然不希望看到中國放棄人民幣匯率的掛鈎政策。今年2月底，美國財長傑克盧（Jacob Lew）到中國上海市參加20國集團（G20）峰

會時，就曾經敦促中國官員，不要讓人民幣貶值。（耶倫當時也在中國，但沒有公開發表評論。）

其結果是，中國和美國的金融市場都穩定下來。只要美元的匯率是在交易區間之內，或者稍爲轉弱，中國就有較大的能力維持其貨幣掛鈎政策，而不會因爲資本外流而令人民幣大幅貶值。另一方面，金融市場亦可以放下心頭大石，美國不會因爲過度加息，而提早陷入經濟衰退。

這一切都表明，聯儲局和市場現在預期的那種溫和加息步伐，是能夠與「像樣」的環球經濟增長和金融市場穩定的唯一策略。若聯儲局在加息立場上過於強硬，那麼國際間就會開始反饋一些負面信號，令它不要那麼強硬。之所以會出現這些反饋，是因爲市場人士認爲，若中國被迫將人民幣貶值，將是一件非常負面的事情。這種想法有可能是不合理的，或者最終可能會有變，但以目前來看，美國的決策者短期內不會冒險去進行測試。事實上，聯儲局現在更加關注這些國際間的反饋，是其作出貨幣政策決定上的一个重要演變。