

人民幣今年料可企穩



國際視野
Gavekal Dragonomics
資深經濟師
潘迪藍

2017年一開始，中國大陸的匯率決策者似乎顯示出堅決的態度。在今年頭三個交易日，人民幣兌美元的匯率上升了超過1%。這是由於美元對主要貨幣回軟，以及香港市場出現流動緊張，引致離岸人民幣貸款利率顯著上升，蓋過了沽空者的影響。

但是，人民幣在開年時上漲，並不意味着內地對人民幣匯率的政策改弦更張。內地以一籃子貨幣的貿易權重來管理人民幣匯率的政策在2017年不會改變。事實上，最近監管方法的微調，只是加強了人民銀行繼續執行這項政策的能力。因此，美元和人民幣的相對匯率的中期軌跡，將取決於美元的總體走勢，以及人民銀行干預外匯市場的程度。

人行信守籃子貨幣穩定政策

去年，人民銀行遵循機會主義式的貨幣策略。在去年上半年，利用美元疲弱來壓低中國外匯交易中心的人民幣貿易加權匯率指數（CFETS人民幣匯率指數），人民幣兌美元的匯率並沒有多少變化。在去年下半年，當美元轉強時，人民銀行容許人民幣兌美元的匯率下跌，但只是在CFETS人民幣匯率指數保持穩定的情況下。人民銀行不惜耗用外匯儲備，來控制人民幣兌美元的跌幅。

去年12月29日，人民銀行公布了CFETS人民幣匯率指數的計算方法的變化，將籃子內的貨幣從13種增加到24種。美元、歐元、日圓等主要貨幣的權重都有所下降，韓國則成為權重第四高的貨幣。然而，美元的實際權重只是略為減少。若將與美元掛鈎的貨幣（香港、沙特阿拉伯、阿拉伯聯合酋長國等的貨幣）計算在內，美元的實際權重只是由32.95%，稍為下降至30.56%。因此，修訂後的CFETS人民幣匯率指數兌美元的波動會略為增加，但差異卻幾乎觀察不到。若以過去兩年來說，新籃子和舊籃子計算出來的人民幣匯率指數的差別，其實只有1%。

因此，該籃子的改變，只是表明了人民銀行對其現時貨幣策略的承諾，而不是政策上有什麼變化。

上星期，這個承諾更加突顯了。當人民幣的在岸價（CNY）只是小幅走高，反映了美元轉弱時，人民幣的



為了確保人民幣在美元維持強勢的情形下仍然有足夠的彈藥實施其政策，內地的監管機構已經收緊了對企業和個人資本外流的審查。（資料圖片）

離岸價（CNH）卻因為隔夜貸款成本上升超過80%，兌美元上升超過2%，阻嚇了潛在的沽空者。類似事件在去年其實已發生了好幾次，表明當人民銀行要管理人民幣的匯率預期時，完全願意停止提供離岸人民幣的流動性。

管理匯率預期 抽緊離岸流動性

不過，直至今日為止，若說因為特朗普因素，就令美元由強勢變成弱勢，還是為時尚早。因為DXY美元匯率指數（美元相對一籃子主要貨幣的加權指數）與其14年高位的差距，仍然保持在2%之內。只要美元強勢的環境仍然存在，人民銀行又繼續以CFETS人民幣匯率指數穩定為目標，人民幣兌美元的匯率的走勢將取決於兩個因素。

第一，是美元將會從現時的水平上漲多少。第二，是當美元正在轉強時，人民銀行是否可以成功地維持人民幣相對那一籃子貨幣的穩定性。

新措施未引發恐慌購買外匯

第一個因素取決於一系列變數，包括美國的財政和貨幣政策、歐元區的貨幣政策，以及環球政治風險。但是，第二個因素卻只取決於一個變數，那就是人民銀行可以動用多少外匯儲備來干預市場。去年11月份，內地的外匯儲備仍然有3.05萬億美元，仍算是高水平。以去年全年計，內地的外匯儲備只是減少了大約3000億美元，跌幅只是2015年的一半，比很多觀察家一年前預期的要少。但即使如此，內地的外匯儲備仍在繼續下跌，而且有迹象表明，在過去幾個月，內地的淨資本外流正在加速。按照這個外流速度，內地的外匯儲備很快就會下跌至不到3萬億美元。

為了確保人民銀行在美元維持強勢的情形下仍然有

足夠的彈藥實施其政策，內地的監管機構已經收緊了對企業和個人資本外流的審查。內地政府還表示，將會更加密切地審查大宗對外併購，而個人購買外匯現在亦必須提交更多的資料。現時，中國大陸國民為了出境旅遊等個人理由，每年最多可以購買5萬美元的外匯。但新法例要求他們閱讀監管聲明，並匯報更多有關如何使用外幣的詳細信息，例如在什麼時間和地方使用那些外幣等等。

為了進行測試，我曾經使用網上銀行服務來購買美元，發覺需要多用大約2分鐘來完成額外的步驟。新的管制措施可能會阻嚇到小量購買外匯的行為，但它們不算是主要的管制。更重要的是，實現這些新的管制措施，並未有引發恐慌的購買外匯行為。

很多人仍然對內地政府控制資本外流的能力抱懷疑態度。但在現實中，資本外流的問題並不像外間描述得那麼嚴重。淨資本外流最近增加的原因，並不是因為資本流出量激增（其實資本流出量基本上已經穩定），只是因為資本流入減少而已。

逼國企換匯 淨資本外流將減

外幣流入和流出，主要是來自從事對外貿易的公司。在2011年至2014年間，內地的出口商一般將其出口收入的大約70%轉換成人民幣。但是，在2016年，內地的出口商每月只向內地銀行賣出大約相當於900億美元的外幣，大約只相當於內地每月出口貨值的一半。據媒體報道，內地政府正在迫使擁有外匯收入的公司將更多收入帶回內地，以及轉換成人民幣。根據彭博資金的報道，內地政府甚至可能要求國有企業將其外國收入的某個固定比例轉換成人民幣。若這項措施有效，內地的淨資本外流將會減少，人民銀行將會保持到足夠的彈藥，來加強實施其現時的匯率策略。