

國際視野 潘迪藍：人民幣近期為何轉強？

文章日期：2017年6月12日

【明報專訊】一般來說，人民幣只會在疲弱時，才會成為頭條新聞；但近期人民幣因為出人意料地轉強，而成為新聞。過去約10天，人民幣兌美元的在岸價升1.1%，離岸價升1.5%，中國人民銀行調高短期利率。

以人民幣的嚴格管理標準來說，這可算是相當大的舉措；更令人混淆的是一個隱晦聲明，說人行已經改變了設定人民幣的每日參考匯率的方式，但卻沒有明確說明如何改變。中國似乎想要發出一個有關人民幣的信號，但市場想認真解讀到這個信號，卻需要一段時間。人民銀行可能是在採取3種互不排斥的策略：

(1) 震懾投機行為。人民幣最近升值的最普遍解釋，是人行決定再次向貨幣投機者顯示只有它才有能力管控人民幣的升跌。穆迪最近宣布調低中國的主權信用評級引發人行這一舉動，令媒體出現很多有關中國財政問題的負面新聞報道。因此，中國政府試圖表明，他正在採取措施解決這個問題。在時間上，這個說法令人覺得頗有說服力，因為人民幣升值和離岸利率上升，都是緊隨穆迪在5月24日宣布調低中國的主權信用評級之後出現。

讓市場明白賭人民幣貶值是愚蠢

從某種意義來說，在這個時刻嘗試扭轉市場對人民幣貶值的揣測，卻有些奇怪，因為人民幣未有因此貶值。相比之下，人行上一次針對沽空人民幣的行為，進行類似的干預，是今年1月份人民幣下跌時。今年以來，人民幣兌美元的匯率大致上是穩定的，因為資本外流問題已經減輕，美元在一些選舉後只是短暫升值，就回復正常；但或許人行才更加容易證明人民幣是穩定，賭人民幣貶值是愚蠢行為。若按照這個理論，人行現在已經成功達到其目的，人民幣將會回復到以往的格局。

美國加息前先建防禦措施

(2) 加強防禦。人行其實並不太擔心，因為穆迪降低中國的主權評級而失去面子的問題，反而更加憂慮，因為美國利率上升帶來的壓力。市場普遍預料，美國聯儲局將會在6月中的貨幣政策會議上，再次提高短期利率。美國3月加息後，人行調高了一部分短期政策利率，令到一些分析員認為，人行在今年餘下時間將會簡單地跟隨美國加息，但我認為這個看法是錯誤的。

中國的短期利率已經上升了很多，近期加強金融監管也意味着非正式的收緊財政狀況，所以人行應該不太希望看到利率進一步上升。若果人行不打算在6月中再次加息，就必須抗衡市場認為它一定要照跟聯儲局加息的預期。所以，人行試圖預早推動市場情緒向心目中的方向發展，以及建立潛在防禦措施，應付人民幣的下行壓力。這些準備工作最終可能是沒有必要，因為美國早前公布的5月就業數據比預期差，隨着市場降低美國在下半年（例如9月）繼續加息的可能，美元迅速下挫。

強勢貨幣政策更有效阻資本外流

(3) 轉守為攻，發動新攻勢。另一個揣測是，人行不只是嘗試應付短期的市場問題，還想表明貨幣策略已出現較長期轉變。我們認為，過去約1年半，人行一直奉行根據市場情況來調整的「機會主義式」的貨幣策略。例如，當美元疲弱，人民幣兌美元的匯率就穩定，以貿易加權為基礎；當美元強勢，人民幣就會被容許略為貶值，但人行會在某些時刻干預，令到以貿易加權為基礎的人民幣匯率大致穩定。這個策略是有效的，但不可能永久，因為隨着時間推移，意味着以貿易加權為基礎的人民幣匯率將會穩定貶值。

由於貨幣不能永遠只有一個方向，這種機會主義式策略面臨的問題是：「人民幣要貶值多少才足夠？」除人行之外，沒有人知道。但自從2015年8月以來，以貿易權重計算的人民幣匯率指數（CFETS指數）已累積下跌了大約11%，現時大約是93。更平衡的貨幣策略，應該是在美元疲弱期間，容許人民幣兌美元升值，不只是保持穩定。

重要的是，與機會主義式的策略相比，強勢的貨幣策略可以更有效地阻止資本外流，以及吸引更多資本流入。目前不清楚的是，最近有關人民幣的模糊和準官方聲明是否意味這種政策已經在變化，但投資者對此有心理準備，是明智的。

GaveKal Dragonomics資深經濟師

[潘迪藍 國際視野]