



美元走勢及其對人民幣國際化的影響探討

中銀香港高級經濟研究員 柳洪

近期人民幣兌美元匯率持續走弱。國際貨幣基金組織（IMF）總裁拉加德11月13日發表聲明，IMF內部評估認為，人民幣符合SDR籃子的出口標準和“可自由使用”貨幣的要求，建議將人民幣納入SDR貨幣籃子。該重大利好因素亦未能扭轉人民幣兌美元匯率的弱勢。從市場角度看，近期人民幣兌美元走弱主因是美元走強，美元走強又緣於市場對美聯儲12月加息及歐元走弱的預期。展望後市，美元有較高機會溫和走強，人民幣匯率仍有調整壓力，人民幣國際化亦將面臨新挑戰。

一、美聯儲12月加息應無懸念

今年美國經濟溫和復蘇的態勢進一步穩定，全年GDP增長有望達到2.5%，高於2014年2.4%的GDP增長率，亦高於危機後復蘇以來2.28%的增長均值。2014年10月30日，美聯儲宣佈停止債務購買計劃，結束第三輪QE，開始收緊貨幣政策，但聯邦基金利率仍維持在0%至0.25%之間的低水平。為防止實施近7年的近零利率導致過度投機扭曲金融市場，並推升金融風險，啟動利率正常化程序已不宜再拖。從下列理據判斷，美聯儲12月加息已無懸念。

一是勞工市場的整體表現是美聯儲決定加息的兩個指標之一。近日美國公佈的10月非農新增職位達27.1萬個，遠勝預期的18.5萬個。失業率降至5%，創7年半新低，屬全民就業水平，勞動參與率介於62%至63%之間。該等數據反映美國就業狀況實質向好。

二是通脹率是美聯儲決定加息的另一個重要指標。美國10月消費物價指數和核心通脹率按年分別為0.2%和1.9%。核心通脹率雖仍低於聯儲局

2%的目標，但從趨勢上判斷，通脹率會回升。在美國CPI的構成中，居住類佔比約42%，現房價及租金仍處於上升通道。更為重要的是，10月份平均時薪按月升0.4%，按年增長2.5%，顯示薪金增長帶動通脹升溫的情形開始臨近。

三是美聯儲需啟動加息進程，維護市場公信力。美聯儲今年一直強調年內將會加息，8至9月份達到高峰，導致環球金融市場劇烈震盪。鑒於外圍的環境不太悲觀，美國經濟復蘇的關鍵動力是本國消費，因此，美聯儲有必要在年內最後一次公開市場委員會(FOMC)上兌現承諾。

四是美聯儲公開市場委員會的委員多數主張加息。公開市場委員會目前有17名委員參加政策討論，其中12名有投票權。綜觀近期各委員透露的政策取態，像副主席費希爾、紐約聯邦儲備銀行總裁杜德利等均傾向較早和較為緩慢地加息，支持加息的委員已佔多數。

五是市場預期美聯儲12月加息的比率已攀升至7成。目前利率期貨預示12月份美聯儲加息機會達72%。部分投資者開始調整資產配置，資金流向已出現變化，如對沖基金增持美債淡倉等，大戶的美元好倉規模、外匯波動率及美債波動率等數據亦反映了這一變化。美聯儲加息的後顧之憂將減少。

二、美聯儲啟動加息程序及歐元走弱均將助推美元走強

從利率與匯率的關係看，美聯儲12月加息將推升美元匯率。1990年以來的美國聯邦基金利率與美元指數走勢，印證了這種關聯性。1990年以來，美國大致經歷了三輪加息週期：一是1994年2月至1995年，聯邦基金利率從3%調升至6%。二是1999年至2000年，聯邦基金利率從4.75%調升至6.5%。三是2004年6月至2006年6月，聯邦基金利率從1%推高至5.25%。每輪加息週期前後都伴隨著美元指數的走高，顯示美聯儲加息產生了推升美元的效果。美聯儲本輪加息，相對於過去實施了近7年的近零利率，趨勢上都會推動美元持續走強。近期美元指數顯著上升，一定程度上是市場對美聯儲12月加息預期的提前反應。

從歐元與美元的關係看，兩種貨幣具有蹺蹺板效應，明顯反映在美元指數上。目前市場上有兩種美元指數：一種是美聯儲創立的廣義貿易加權美元

指數，反映的是美元兌 26 種貨幣，即包含發達國家和發展中國家貨幣的廣義匯率加權指數。另一種是狹義美元指數，反映的是美元兌六種主要發達國家貨幣的匯率加權指數，每個交易日即時發佈，因高頻特性，主要用於外匯交易，市場的參考性更強，影響力也更大。該六種貨幣的權重分別為：歐元（EUR）0.576、日圓（JPY）0.136、英鎊（GBP）0.119、加元（CAD）0.091、瑞典克朗（SEK）0.042、瑞士法郎（CHF）0.036。歐元的權重佔比達 57.6%，因而，歐元走弱亦會推升美元走強。

目前判斷，歐元走弱趨勢已經形成。一是巴黎恐怖襲擊事件對歐元的負面影響已經產生，只是影響程度大小尚待進一步評估。二是歐元區的經濟疲弱，今年第三季 GDP 增長 0.3%，弱於第二季度的 0.4%。恐怖襲擊事件對旅遊業將產生較大影響。深層觀察，未來歐元區各國不排除加強邊控，人員的自由流動或受制約，進而可能影響到經濟。加上早前大眾汽車醜聞影響其銷量。預計歐元區第四季度 GDP 增長要遜於第三季度。三是本月初歐洲央行行長德拉吉已暗示，在 12 月 3 日的下一次會議上可能進一步放鬆貨幣供應。展望後市，歐元弱勢難改，美元仍將保持強勢。

三、本輪美元走強的幅度和時長將受美聯儲加息的節奏約束

觀察美元走勢，相比美聯儲加息的時機，美聯儲加息的步伐更值得關注。美聯儲公開市場委員會委員對加息預期的“點陣圖”顯示，聯邦基金利率將由現在的 0% 至 0.25%，升至 2016 年底的 1.375%，以及 2017 年底的 2.625%，意味著每季度加息約 0.25%。該加息節奏較美聯儲以往加息週期的節奏要慢，也確實反映了多數委員較為緩慢加息的取態。

但是，從下列理據判斷，美聯儲實際加息的節奏，不僅有可能比預期更緩慢，而且空間有限。

一是從加息的節奏看，12 月美聯儲邁出利率正常化第一步後，將需要一段時間觀察各經濟環節對加息的反應，故第二次加息可能會延至 2016 年 3 月。此後美國將進入總統大選倒數階段，美儲局為了保持中立，可能會等到 2016 年 11 月美總統大選結束，於 12 月公開市場委員會召開議息會議時，才會實施第三次加息。

二是從美國政府債務負擔看，11月初提升舉債上限法案經總統奧巴馬簽署生效，意味著截至2017財年美國政府債務上限將達到18.9萬億美元。美聯儲加息亦將增加政府債務債息支出負擔。幅度過大不利於美國政府控制債務規模及其“去槓桿”，亦將增加未來債務違約的風險。

三是從強美元對美國經濟的影響來看，美元過強又將反過來制約其經濟增長。經評估，美國經濟的趨勢增長率約為2%，難以承受超過1%的聯邦基金利率。從經濟週期看，美國經濟本輪復蘇已歷時77個月，按照十年左右的中週期理論，美國經濟可能離衰退期不遠。如果美元過強，亦可能加速衰退期提前到來。

預計2017年聯邦基金利率達到1%之後，再加息的機會不高，不排除2018年美聯儲有減息刺激經濟增長的可能。由此判斷，美元後市有較大機會溫和走強，週期可能是2到3年。

四、美元走強將對中短期人民幣國際化提出新挑戰

人民幣國際化是大勢所趨，中國政府和人民銀行已為人民幣國際化營造了很好的氛圍。目前人民幣加入SDR貨幣籃子確已進入倒計時。人民幣一旦加入SDR貨幣籃子，將會為人民幣國際化注入新動能，不僅會引發IMF的188個成員在外匯儲備裡自動持有人民幣，提振人民幣及人民幣資產的需求，而且有助於推動人民幣邁向重要國際儲備貨幣行列。不過，人民幣加入SDR貨幣籃子對人民幣國際化的利好影響，主要在中長期。值得注意的是，美元走強對人民幣國際化的影響則主要表現在中短期。

美元走強將通過四個途徑對人民幣國際化形成新挑戰：其一，通過人民幣兌美元貶值的壓力和預期上升，在市場上將人民幣營造成弱勢貨幣。其二，通過資金流向，未來兩年美元資產的收益率將上升，資金將向美元資產流動。其三，通過大宗商品，大宗商品價格有一定調整壓力，推出以人民幣計價的大宗商品期貨產品難度將加大。其四，通過增加新興市場和發展中國家，尤其是“一帶一路”上資源出口國的金融風險，影響“一帶一路”戰略的順利實施。

市場最為關注，同時尤其值得重視的是人民幣兌美元貶值的壓力和預期

上升。原因有三：一是 2005 年至今，匯改已十年，但人民幣軟釘住美元的狀況並沒有根本性改變。美聯儲加息帶來的資金流向改變及美元走強，將削弱人民幣的備兌支付手段，在市場上亦將形成人民幣兌美元的貶值壓力和預期。

二是美國實施強美元的主要目的之一是推動美國再工業化。相對而言，中國資金外流以及不動產價格高企，都將不利於資金流入中國的實體經濟，也將不利於中國製造 2025 計劃的順利實施。而匯率走勢歸根結蒂體現經濟的表現及其前景預期。因而，中國實體經濟中短期面臨的困難，亦將強化人民幣兌美元中短期的貶值預期。

三是中國政府未來要在穩定股市、樓市和匯市之中做到完美，難度系數很高。在強美元背景下，從理論上推測，中國的經濟金融戰略選擇需要在資產價格下降與人民幣貶值之中兩選一。那麼，在維護金融穩定的前提下，讓人民幣兌美元在雙向波動中有管理的審慎貶值，可能成為選項。

人民幣兌美元貶值的壓力和預期上升，產生了如下市場認識偏差：人民幣本是世界僅次於美元的第二強勢貨幣，最近國際清算銀行（BIS）公佈的 10 月份人民幣實際有效匯率為 129.13 點，顯示 2014 年 1 月（為 121.2 點）以來人民幣實際上升值了 6.5%，2005 年 7 月匯改以來人民幣實際升值了近 60%。目前僅僅因人民幣兌美元有貶值壓力和預期，在市場上就被視為弱勢貨幣。

由此也導致相當一部分貿易商、投資者使用和持有人民幣的意願下降，對人民幣國際化提出新挑戰。近期離岸人民幣中心頻現人民幣拆倉潮，人民幣資金池規模顯著萎縮。截至 2015 年 9 月末，香港人民幣存款環比下降 8.5%，至 8953.65 億元，台灣人民幣存款規模環比減少 2.26%，至 3223.29 億元。香港金管局預計，10 月份香港人民幣存款環比將繼續下滑。人民幣在國際支付中的佔比從 8 月份的 2.79%，下跌至 9 月份的 2.45%，低於同期日圓 2.88% 的佔比；國際支付貨幣地位也從第四位下滑至第五位。最近有機構調查顯示，未來 1 年減少使用人民幣的受訪企業，按季增加 2 個百分點至 9%，59% 企業無意在未來一年使用人民幣產品，按季升 11 個百分點。因此，中短期需要關注美元走強對人民幣國際化帶來的影響。

主要經濟指標 (Key Economic Indicators)

一. 本地生產總值 GDP	2013	2014	2015/Q2	2015/Q3
總量 (億元) GDP(\$100 Million)	20,961	21,446	5,332	5,717
升幅 (%) Change(%)	2.9	2.3	2.8	2.3
二. 對外貿易 External Trade	2013	2014	2015/9	2015/1-9
外貿總值 (億元) Total trade(\$100 Million)				
港產品出口 Domestic exports	544	553	36	359
轉口 Re-exports	35,053	36,175	3,132	26,270
總出口 Total exports	35,597	36,728	3,167	26,629
進口 Total imports	40,607	42,190	3,531	29,949
貿易差額 Trade balance	-5,010	-5,463	-364	-3,321
年增長率 (%) YOY Growth(%)				
港產品出口 Domestic exports	-7.6	1.7	-13.8	-14.9
轉口 Re-exports	3.8	3.2	-4.5	-1.3
總出口 Total exports	3.6	3.2	-4.6	-1.5
進口 Imports	3.8	3.9	-7.6	-3.0
三. 消費物價 Consumer Price			2015/10	2015/1-2015/10
綜合消費物價升幅 (%) Change in Composite CPI(%)	4.3	4.4	2.4	3.2
四. 樓宇買賣 Sale & Purchase of Building Units				
合約宗數 (宗) No. of agreements	70,503	81,489	4,491	66,129
年升幅 (%) Change(%)	-29.9	15.6	-43.6	-2.0
五. 勞動就業 Employment			2015/7-2015/9	2015/8-2015/10
失業人數 (萬人) Unemployed(ten thousands)	11.84	14.95	13.6	13.2
失業率 (%) Unemployment rate(%)	3.4	3.2	3.3	3.3
就業不足率 (%) Underemployment rate(%)	1.5	1.5	1.4	1.4
六. 零售市場 Retail Market			2015/9	2015/1-9
零售額升幅 (%) Change in value of total sales(%)	11.0	-0.2	-6.4	-2.7
零售量升幅 (%) Change in volume of total sales(%)	10.6	0.6	-3.1	1.0
七. 訪港遊客 Visitors			2015/9	2015/1-9
總人數 (萬人次) arrivals (ten thousands)	5,430	6,077	456	4,442
年升幅 (%) Change(%)	11.7	11.9	-4.0	-0.5
八. 金融市場 Financial Market			2015/8	2015/9
港幣匯價 (US\$100=HK\$)				
H. K. Dollar Exchange Rate (US\$100 = HK\$)	775.4	775.6	775.1	775
貨幣供應量升幅 (%) change in Money Supply(%)				
M1	9.7	13.0	17.6	20.3
M2	12.3	9.5	6.0	4.9
M3	12.4	9.6	5.9	4.9
存款升幅 (%) Change in deposits(%)				
總存款 Total deposits	10.6	9.7	8.2	7.5
港元存款 In HK\$	5.1	9.3	10.8	10.8
外幣存款 In foreign currency	16.2	10.1	5.7	4.3
放款升幅 (%) in loans & advances(%)				
總放款 Total loans & advances	16.0	12.7	6.4	4.9
當地放款 use in HK	13.8	12.1	4.0	2.6
海外放款 use outside HK	21.4	14.2	12.2	10.4
貿易有關放款 Trade financing	43.8	-1.4	-16.9	-20.7
最優惠貸款利率 (%) Best lending rate (%)	5.0000	5.0000	5.0000	5.0000
恆生指數 Hang Seng index	23,306	23,605	21,671	20,846