



柳洪  
高級經濟研究員  
Tel:28266209  
hliu@bochk.com



歡迎關注「中銀香港研究」公眾號，經濟金融深度分析盡在掌握

聲明：  
本文觀點僅代表作者個人判斷，不反映所在機構意見，不構成任何投資建議。

## 對近期人民幣匯率急劇升值的幾點看法

步入2019年，人民幣對一籃子貨幣保持基本穩定。中國外匯交易中心計算的2018年12月28日CFETS人民幣匯率指數為93.28，2019年1月11日CFETS人民幣匯率指數為93.35，基本沒有什麼變化。市場更為關注的是人民幣對美元雙邊匯率，近期卻走出了一波急劇拉升行情，幾乎沒有受1月4日人民銀行決定下調金融機構存款準備金率1個百分點的影响。從人民幣對美元中間價看，1月2日美元對人民幣報6.8482，1月16日報6.7615，人民幣升值867點子。其中，1月9日中間價報6.8526，1月14日保6.7560，3天升值966點子。至於CNY、CNH，今年以來升幅更大一些，均突破1000點子。1月2日CNY、CNH分別收報6.8518和6.8797；1月14日CNY一度刷新近6個月高位至6.7340元，CNH也一度漲至6.7419元；1月16日CNY、CNH多在6.76水平波動，比較而言，CNH的升幅及日間波動較CNY略大。

### 一、近期人民幣匯率急劇拉升的主要原因

一是人民銀行抑制人民幣貶值預期的政策取態。2018年12月26日召開的人民銀行貨幣政策委員會2018年第四季度例會強調，綜合運用多種貨幣政策工具，保持人民幣匯率在合理均衡水平上的基本穩定，在利率、匯率和國際收支等之間保持平衡。市場預期人民銀行將繼續加強管理匯率預期，主要是抑制人民幣貶值預期。由此對人民幣匯率產生的支撐影響，從2018年底延續到今年初。

二是1月7日至9日進行的中美貿易談判進展順利。中美貿易戰曾是2018年下半年人民幣對美元貶值的最主要影響因素。如今中美有望達成雙方互不新增關稅協議，從關稅的角度看，貿易戰將會階段性降溫。人民幣貶值的最主要因素緩解，有助於刺激外匯市場人民幣多頭的熱情。

三是美聯儲在加息問題上態度軟化。美聯儲公佈的12月會議紀要指出，低通脹意味著美聯儲能夠“對進一步收緊政策保持耐心”。於是，利率期貨市場對加息的預期出現較大變化，加息次數大幅減少，導致中美息差預期擴大。

四是美元指數近期有所調整，MSCI新興市場貨幣指數走升。美元指數於2019年1月2日收報96.78點，1月11日曾低見95.14點，1月16日企於96點左右水平，近期總體上震盪下跌。里拉、雷亞爾、蘭特、盧比、盧布等新興市場貨幣都有一定升幅。人民幣作為新興市場貨幣，隨大勢回升。

五是分析人民幣對美元雙邊匯率(CNY)日線走勢圖(見下圖)可見，近期人民幣匯率急劇拉升的情形並不特別，曾在2018年11月1日至2日和12月3日至4日出現過。2018年10月下旬人民幣“破7”的機會上升。10月26日，人民銀行副行長、國家外匯管理局局長潘功勝在國務院政策例行吹風會上回應稱，“對於那些試圖做空人民幣的勢力，幾年之前中國都與其交過手，彼此也非常熟悉，甚至可以說是記憶猶新”。11月1日至2日，人民幣急劇拉升，媒體的用語驚人相似“人民幣升值暴打空頭”。這種情形在12月3日至4日重演過，如今再次重演，中間價走勢也給予了配合支持，不排除是監管部門順勢而為的預期管理操作。



## 二、近期人民幣匯率急劇拉升不具有可持續性

過去的經驗顯示，順勢而為的預期管理操作會令空頭有所顧忌，在一個流動性有限的市場裡與最大的多頭人民銀行做對手盤

是危險的，有助於抑制貶值預期。但是，基本面因素並不支持人民幣升值。近期的主要利好支持因素，未來有機會出現反轉。展望 2019 年全年，影響人民幣匯率的主要因素可能會呈如下變化：

一是中國經濟仍處於調整期，預計今年 GDP 增長從 2018 年的約 6.6% 下滑至 6.4% 左右。中國經濟經過高速發展 40 年後，累積的問題和結構性矛盾日益嚴重。在經濟增長的“三駕馬車”中，出口受貿易戰影響，增長壓力越來越大；投資受制於民營企業的信用收縮，政府投資仍依賴“鐵公基”空間有限；市場經過多年快速擴容後，進一步增長難度上升，2018 年中國汽車新車銷量全年下降了 6%，國內手機出貨量下降了 15.6%。近日，李克強總理說，今年我國發展環境更加複雜，困難挑戰更多，經濟下行壓力加大。

二是貿易順差將進一步回落。2018 年中國貿易順差收窄 16.2% 至 3517.6 億美元，其中對美貿易順差創新高，這其中有“搶出口”的因素。近期中美談判雖進展順利，有望達成雙方互不新增關稅協議，但中美結構性矛盾決定未來解決中美貿易摩擦問題仍會有反復。中美即使能避免走向新冷戰，預計在多個層次上也會持續博弈，未來可能七分競爭、三分合作。這期間中美摩擦會向貿易以外的領域擴散，特別是西方在 5G 等高科技領域對中國企業的圍堵、遏制中國產業轉型升級的博弈將更趨激烈。中國主張以擴大進口緩解貿易不平衡，未來出口增長會弱於進口，貨物貿易順差尤其是對美貨物貿易順差將回落。

三是中美貨幣政策總體背離。為了頂住經濟下行壓力，中國將出臺更多反週期措施穩增長。為了抑制信用過快收縮，保持流動性合理充裕，貨幣政策將穩中偏松，進一步降准可期，通過中期借貸便利工具實施“定向降息”仍有機會。美聯儲局繼續推進貨幣政策正常化，今年仍可能加息 1 至 2 次。貨幣政策背離將帶來息差預期變化。

四是美元指數中歐元的權重達 57.6%，歐元受歐盟結構性問題暴露拖累走軟，將助美元高位波動，人民幣仍承受較大的被動貶值外部壓力。預計下半年美元加息週期近尾聲，加上歐盟的結構性問題有所緩解，美元指數預計會有調整，人民幣貶值壓力將有所緩解。

五是從 2018 年以來的國際收支平衡表看，“誤差與遺漏”項的逆差明顯收窄，反映中國資金外流的主要通道，企業虛假進出口、服務貿易項下境外旅行支出等，基本可控。隨著改革開放深

入推進，中國經濟高質量發展將取得新進展，金融市場納入更多國際指數，將帶來更多海外資金流入。

六是人民銀行明確表態“在必要時加強宏觀審慎管理”，並“密切關注國際形勢變化對資本流動的影響，完善對跨境資本流動的宏觀審慎政策。”預計人民銀行將繼續加強宏觀審慎管理，引導匯率市場穩定預期。

綜合看，今年人民幣對美元雙邊匯率預計主要在 6.8 至 7 之間雙向寬幅波動，持續升值和破“7”的機會應都不大。人民幣對一籃子貨幣匯率將繼續保持基本穩定。

## 近期報告

1.	歐洲央行能否如期今年夏季過後加息仍存變數	蔡永雄	01.15
2.	伊斯蘭金融科技或成東南亞國家發展重點	劉雅瑩	11.23
3.	三季度香港經濟增長放緩	蔡永雄	11.16
4.	美國中期選舉料不會對經濟政策帶來重大變化	蔡永雄	10.10
5.	美國房地產市場復甦步伐料趨放緩	蔡永雄	10.02
6.	美國加息，重回實質正利率環境	黃思華	09.27
7.	港匯急升預示港元利率上調漸近	卓亮	09.24
8.	從澳洲經驗看，美國能否長期持續擴張	蔡永雄	09.14
9.	全球經濟增長動力轉趨分歧	蔡永雄	09.04
10.	二季度香港經濟增長略遜預期	蔡永雄	08.13
11.	按揭息率調整的原因、趨勢及影響	卓亮	08.10
12.	香港首次集資活動料保持暢旺	蘇傑	08.08
13.	下半年香港商用物業展望	蔡永雄	07.31
14.	財政金融政策協同發力意味著什麼	劉雅瑩	07.26
15.	美國孳息曲線對經濟週期及利率調整的啟示	卓亮	07.26
16.	上半年內地經濟總體平穩	蔡永雄	07.16
17.	貿易戰風雲突變 中國仍有手段	卓亮	07.13
18.	貿易摩擦陰霾難消，港股後市風險仍存	蘇傑	07.11
19.	美國關稅措施對其通脹影響評估	蔡永雄	07.09
20.	中美貿易博弈相互制衡 惟短期摩擦恐升溫	卓亮	07.09