



疫情發生後人民幣匯率走勢分析

自第一階段貿易協定簽訂，離岸人民幣匯率在 1 月 20 日達到 6.85 水平後，離岸人民幣下跌 2.2%，1 月 30 日時略高於 7.0 水平。同一天，世界衛生組織宣佈把源自中國湖北省的新型冠狀病毒列為國際公共衛生緊急事件，但不建議各國限制對中國的旅行和貿易。在岸人民幣雖然自 1 月 23 日至 2 月 2 日因春節假期沒有交易，但隨著中國人民銀行 2 月 3 日開盤後約 15 分鐘宣佈將 7 天公開市場逆回購利率下調了 10 個基點，也突破了 7.0 水平。人民幣中間價定在 6.9249，是 2019 年以來第四大單日跌幅。然而，離岸拋售壓力有限，因為 2 月 3 日收盤時 CNH 和 CNY 均徘徊於 7.02 附近。雖然情況會在未來數周以至數天維持波動，我們試圖分析新型冠狀病毒爆發會對人民幣帶來多大和多長遠的影響。

在岸人民幣和上證綜合指數因農曆新年而停牌的同時，全球風險資產自 1 月 20 日以來大多出現下跌態勢。人民幣和中國股指期貨對新確診病例的數量表現出高度敏感性。1 月 28 日的新增確診人數下降，令兩個指數短暫上升，但僅一天後確診人數又再度增加。人民幣與股票的高度關聯性有助我們參考 2003 年非典型肺炎（SARS）對金融市場的影響。

張謙
高級經濟研究員
Tel: 28266193
davidqzhang@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

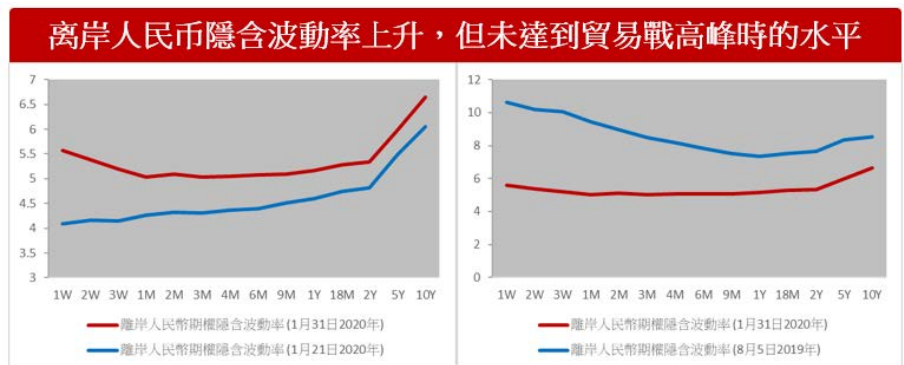


Source: Bloomberg, BOCHK Research

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。

在香港的 SARS 高峰期期間（2 月 19 日至 4 月 25 日 2003 年），人民幣匯率與美元掛鈎，但恒生指數下跌了約 11%。由於 SARS 初期缺乏呈報機制，上證綜合指數受到較短時間的影響。2003 年 4 月 19 日，溫家寶總理發出公開警告，要求各地及時公開呈報所有案例，上證綜合指數在 10 天內下跌約 9%，其後危機和股市改善而回穩。鑒於當前的新型冠狀病毒危機也在中國內地（1 月 20 日-31 日之間 A50 股指期貨下跌 12%）和香港（恒生指數同期下降了 9%）觸發了類似的震盪，則人民幣此輪的 2.2% 跌幅可能已經反應了市場預期新型冠狀病毒對匯率的影響，如果其影響與 SARS 相似的話。

然而，現在判斷新型冠狀病毒對經濟的影響是否與 SARS 相似還言之尚早。考慮到中國經濟目前的消費佔比（2019 年第四季度占比約 58%）高於 2003 年，加上新型冠狀病毒在旅遊高峰期爆發，傳染性也比 SARS 更強，此次影響可能會比上次更高。另一方面，網上購物的普及或能減低對經濟的影響。此外，目前延長的春節假期可能會以取消往後假期的形式補償，以滿足中國的增長目標。從離岸人民幣期權隱含波動率的期限結構所見，尤其在接下來的一個月，市場參與者因新型冠狀病毒爆發對人民幣懷有的不確定增加，但對目前人民幣的波動性則沒有如 2019 年 8 月初中美貿易戰高峰期時般擔心。



除經濟減速外，貨幣政策寬鬆程度也會影響人民幣的貶值幅度。鑒於疫情對長期增長的有限度影響，通過減稅和補貼等有目標的財政政策可能是更好的解決方案。然而，今年貨幣政策的調節力度可能超出預期，原因有三。第一，地方政府已經大量分配完畢今年的債券發行額度，減少了財政政策的空間。第二，新型冠狀病毒抑制需求大於供應，導致通貨膨脹減緩，情況就像 2003 年一樣，這為貨幣寬鬆留下了更大的空間。第三，由於銀行盈利能力取

決於存款準備金率(RRR)和貸款市場報價利率(LPR)之間的利差，今年年初下調 RRR 為之後下調 LPR 留下了更多空間。正如中國人民銀行貨幣政策委員會委員馬駿在接受官方採訪中所提到的，MLF 和 LPR 都可能在本月晚些時候下調，以跟隨 2 月 3 日 7 天逆回購利率的下調。

展望未來，由於新型冠狀病毒可能在患者體內沒有病徵情況下潛伏 2 周，病毒在全球傳播的程度可能在 2 月 5 日武漢被隔離 2 周之後更加明朗。武漢是一個教育、交通和製造業中心，在實施旅行限制之前，有多達 500 萬人在春節期間離開這座城市。目前，全球約 40% 的確診病例發生在湖北省以外。這一關鍵指標在未來幾天內會否下降，將有助預測這場疫情何時結束。

如下表所示，我們將 2020 年底美元兌人民幣匯率預測值從 6.8 上調至 6.9。由於中國股指期貨和美元兌人民幣匯率在過去的 3-4 個交易日內保持穩定，儘管新確認病例持續上升，而且 1 月 20 日以後的股市跌幅與非典期間類似，因此我們的新冠狀病毒對人民幣影響的基準預測反映了自 1 月 20 日以後的 2.2% 的跌幅。主要是由於我們對美元看跌，我們對 2020 年人民幣兌美元的基準和最佳情景預測分別下調了 2%。由於美聯儲降息幅度超過預期導致美元走軟的影響可能會超過新冠狀病毒的發展影響中美貿易協定的執行而導致關稅再度上調的影響，因此最壞情景預測的調整幅度略低（1.8%）。

2020 人民幣展望	USDCNY 基於新冠狀病毒的影響	概率	2020 年底 USDCNY	新冠狀病毒的影響
看跌	7.20	0.20	7.07	<ul style="list-style-type: none"> • 新病毒病例在 6 月達到高峰 • 中國第一季度和第二季度 GDP 均大幅下降 • 美元下跌超過預期，因美聯儲為應對新冠狀病毒對全球增長和通脹的影響而削減 50 個基點或更多 • 由於中國在 2020 年無法購買 800 億美元的商品，美國提高了對中國的關稅，但鑒於特朗普為了美國大選對經濟增長的依賴，以及美國大選結果背後的不確定性，這在 2020 年似乎不太可能
基準值	7.00	0.50	6.86	<ul style="list-style-type: none"> • 新病毒病例在 4 月達到高峰 • 與非典期間類似的經濟影響（第一季度同比 GDP 下降 2 個百分點）
看漲	6.90	0.30	6.76	<ul style="list-style-type: none"> • 新病毒病例在 2 月達到高峰 • 顯著的貨幣寬鬆和財政擴張導致第一季度國內生產總值小幅下降，第二季度由於需求被抑制而強勁反彈
2020 年底 USDCNY 預測			6.9	

近期報告

1.	疫情發展對離岸人民幣市場的階段性影響及分析	孔玲	02.05
2.	美聯儲維持利率不變, 疫情或為新風險	韓鑫豪	02.04
3.	警惕全球債務高企的“灰犀牛”	張文晶	02.03
4.	穆迪下調香港信貸評級分析	蔡永雄	01.21
5.	澳門擬建人幣計價證券交易所的機遇與挑戰	蘇傑	12.17
6.	中美貿易暫時休戰	蔡永雄	12.16
7.	英國大選保守黨大勝 “脫歐” 僵局有解	柳洪	12.13
8.	美聯儲維持利率不變, 點陣圖預期持續到2020	韓鑫豪	12.13
9.	香港經濟步入技術性衰退	張文晶	10.31
10.	聯儲局完成年內第3次降息	黃思華	10.31
11.	中美貿易再次休戰	蔡永雄	10.15
12.	美聯儲如期降息, 但會議指引偏鷹	韓鑫豪	09.19
13.	境內外人民幣匯率價差(CNH-CNY)的波動規律	張謙	09.18
14.	英國硬脫歐風險正在提升	蔡永雄	08.23
15.	步入全球低息和負息的新時代	蔡永雄	08.19
16.	阿根廷政治風險驟增, 溢出效應或有限	韓鑫豪	08.14
17.	低息環境料長期維持	蔡永雄	08.02
18.	香港經濟延續輕微增長	蔡永雄	08.01
19.	美國經濟面臨下行風險	鄂志寰	06.26
20.	2019年一季度香港經濟僅錄輕微增長	蔡永雄	05.02