

人民幣匯率之“有心栽花”與“無心插柳”

九月份乃是一個有趣的月份。“8.11”匯改過去兩周年，人民幣兌美元的匯率走出一條超乎預期的曲綫。去年底人們對人民幣貶值的一致預期，似乎還很鮮活。不過，一切都不同了。

去年12月27日，美元指數處在103高位。那正是人民幣貶值預期最甚囂塵上的時刻，我發表研究報告《美元指數短期內面臨回調壓力》，提出美元兌人民幣匯率快速上行的趨勢將很快得到緩解甚至出現反轉。我當時的觀點是，在中國經濟逐漸走穩這一給定的前提下，美元指數的強弱在很大程度上決定人民幣匯率的升跌方向；而為美元指數提供上升動力的“特朗普新政”具有諸多難以自洽的內在矛盾，市場很可能低估了特朗普上臺後美國經濟的不確定性。因而，“特朗普上漲”(Trump rally)可能過早透支了美元的上升動力，短期面臨逆轉。回過頭來看，可謂不幸言中。

當前，美元指數已回落到特朗普上臺之前水平，調整幅度比我去年底的估計還要來得大。在今天這個位置上，我們不禁要問：美元指數會向何處去？人民幣是否已經走出貶值預期，再次進入升值周期？

特朗普之“有心栽花花不開”

特朗普第一項失敗的新政就是醫保法案。其實，廢除奧巴馬醫保談何容易！醫保議題幾乎就是美國民主政治的毒藥，誰惹上誰倒黜。八年前，奧巴馬為兌現其競選承諾，大力推銷其覆蓋全民的醫保法案，也是爭議不斷。民主黨依靠當時國會參眾兩院的多數席位優勢，強行投票通過了奧巴馬醫保(Obamacare)法案。為此，奧巴馬也付出了沉重的代價，一是兩黨之爭白熱化，各走極端，茶黨運動(Tea Party)興起，為後來特朗普另類右派執政提供了理論依據和民意基礎；二是奧巴馬支持率大跌，民主黨在中期選舉中大敗，失去國會參眾兩院的多數席位，淪為國會少數黨。廢除奧巴馬醫保的呼聲八年來從未中斷，特別是在共和黨陣營。特朗普一向吹噓自己是“交易大師”，但上臺九個月却未能讓共和黨掌控的參眾兩院正式通過其醫保法案。在共和黨建制派中，對特朗普也頗有微詞。

去年底我曾說過，美國特朗普的財政政策與美聯儲的貨幣政策相矛盾。特朗普的減稅、財政刺激和基建開支計劃，與美聯儲加息縮表壓制通脹的政策意圖正好背道而馳。今年美國經濟表現穩定，第一季度增速為1.4%，第二季度加快為3%。失業率4.3%，就業增長好於預期，但是工資增長乏力，消費物價指數在低位徘徊，離2%的目標值尚有一段距離。現任美聯儲主席耶倫任期明年二月屆滿，副主席費希爾在任期結束前四個月以個人理由辭職，市場懷疑另有隱情。耶倫連任無望，主張加息的鷹派式微，特朗普大幅改組美聯儲的可能性加大。這意味著特朗普希望低利率環境配合其減稅和基建開支計劃以及放鬆金融監管的做法，面臨來源於美聯儲的阻力將會明顯減少。金融市場對美聯儲下次加息的預期不斷推後，美聯儲的年底加息的概率小於一半。

2014年中至2016年底的美元強勢，一方面是由于美聯儲開始收緊貨幣政策，另一方面是由于歐洲、日本主要央行推出負利率、QE等大規模寬鬆政策。這種貨幣政策分化乃基於美國、歐洲和日本的經濟復蘇的步調不一。今年以來歐洲經濟強勁回升，二季度增長2.3%，好於預期；而日本二季度增長2.5%，已是連續6個季度持續擴張。在發達經濟體同步增長的背景下，美國與歐洲、日本等經濟體的貨幣政策分化趨於收斂。相對而言，美國的增長弱於預期，歐洲日本增長好於預期；今年以來，德國十年國債收益率上行，而美國十年國債收益率下行。從利差的角度可以部分解釋為何歐元升值而美元下跌。

丁安華，首席經濟學家

電話：(852) 3761 8901

郵件：dinganhua@cmbi.com.hk

圖 1：美元指數走勢



資料來源：彭博，招銀國際

*虛線代表美聯儲自 2015 年底以來的四次加息

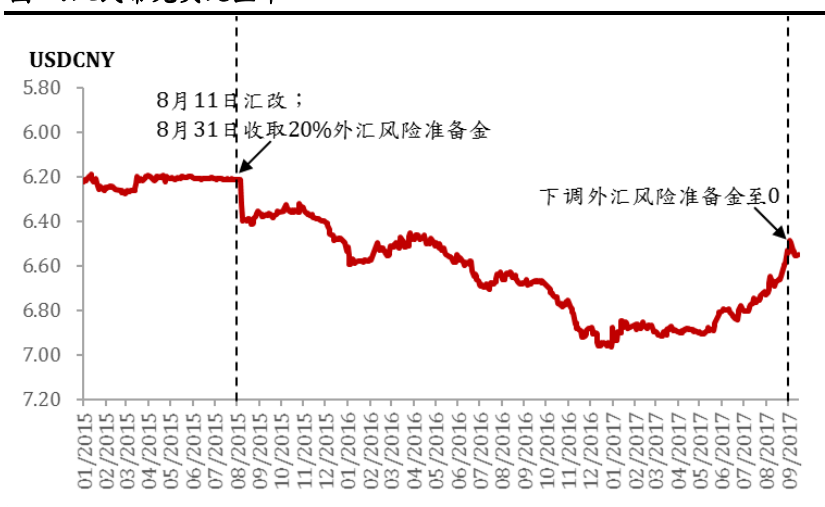
人民幣之“無心插柳柳成蔭”

今年以來，人民幣兌美元之所以逐漸走強，其根本原因在於美元指數持續走弱。雖然中國的外匯管理當局採取了很多措施控制資本外流，包括加入逆周期因子、加強民營企業對外投資的審批等等，但是真正逆轉人民幣繼續貶值的力量還是美元指數的下行，特別是近來朝鮮核試驗帶來的避險情緒，以及加拿大突然加息和英國央行收緊貨幣政策的言論，使得美元指數雪上加霜不斷走低。對人民幣匯率而言，可謂“無心插柳柳成蔭”！

八月以來人民幣漲幅超過 2%，在一美元兌人民幣 6.50 元的位置大幅波動，有的交易日單日上下 200-300 基點，外匯市場存量結匯盤出現踩踏現象。不過，目前人民幣走勢與周邊經濟體國際資本流動持續惡化的趨勢相背離，值得關注。以香港為例，美聯儲幾次加息香港都沒有跟隨致使港美利差擴大，資金外流港幣匯率進入弱方區域。亞洲其它新興經濟體的國際資金流動今年仍然是呈流出方向。

九月份，人民幣匯率的快速升值，6.50 附近外匯主管部門開始感到不安。畢竟，匯率升值對出口會產生一定的負面影響，在結匯盤湧現的情況下，主管部門迅速調整了外匯風險準備金政策，釋放維穩信號。匯率升值的影響可分為兩部分：一是兌換損益，誤判人民幣走勢已經使得部分企業損失巨大；二是改變進出口的相對價格，不利於出口。人民幣升值，短期內會同時產生不利於產品出口和有利於中間品進口的雙重影響。

圖 2: 人民幣兌美元匯率



資料來源：彭博，招銀國際

美元已經超賣，積蓄了一定的反彈動力

美元指數在目前的位置上已經超賣，市場已經基本消化地緣政治和歐元區、日本、加拿大、英國等經濟體貨幣政策收緊的預期，美元指數積蓄了一定的反彈動力。

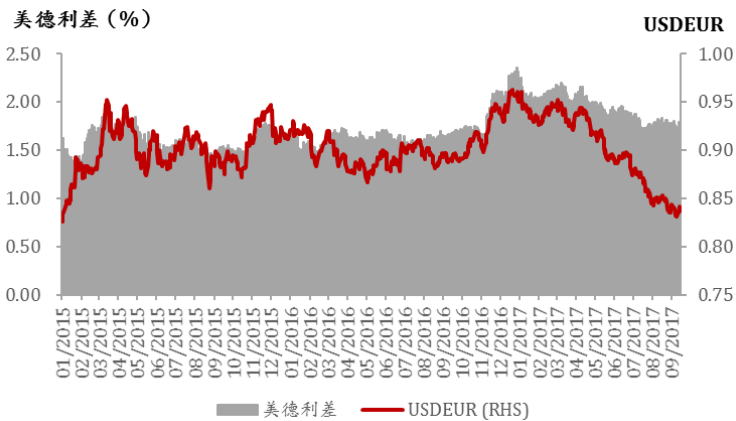
從美國來看，雖然特朗普的醫保法案受挫使得其政治團隊分裂，但其經濟政策團隊基本穩定。白宮首席經濟顧問科恩（Gary Cohn）與特朗普具有相似的商業背景和共同語言，市場對科恩主持推動的稅收改革寄予厚望。就共和黨而言，要在明年中期選舉中保持國會席位的優勢，就亟需展現黨內團結，修補醫保改革造成的裂痕。特朗普的稅改方案面臨的政治爭議較少，畢竟誰都喜歡減稅。這是特朗普競選時對選民的承諾，可能會逆轉執政團隊低落的士氣，增強對美國政局和經濟增長的信心。這將有利于美元指數的企穩反彈。

對於歐元來說，九月底的德國大選是風險點之一。自法國大選之後，歐洲政治危機塵埃落定，歐元區分裂的風險基本不在市場的考慮範圍之內。從民調看，德國現任總理默克爾所在的執政聯盟的優勢明顯，歐元漲勢放緩但德國大選結果出乎意料的可能不大。不過，目前默克爾所在執政黨的民調支持率却在下降，對於德國民眾來說，這是一場在“審美疲勞”的舊班子和危險的民粹主義之間的抉擇。如果默克爾無法獲得簡單多數，那麼“懸浮議會”的問題同樣可能會發生在德國；如果默克爾的連任出現意外，那麼歐元陷入調整的概率將很大。

英國的情況是就業增長不錯，但工資增幅疲軟。5-7 月份失業率跌至 4.3%，但基本工資增幅卻維持在 2.1%，弱於預期。英國八月 CPI 為 2.9%，導致英國央行態度發生變化，鷹派觀點浮現。工資增幅低於通脹增幅，工資收入不漲而通脹上行，這對於英國消費者來說是一個負面消息。因為他們的實際收入降低了。長期看，工資收入增幅和通脹水平的分化不可持續。面對當前的複雜局勢，英格蘭央行很難單憑單月的通脹數據而做出收緊貨幣政策的判斷，後續經濟的走向、脫歐談判的進程以及通脹的形勢變化都將影響到英國央行的政策。因此我認為英鎊的上攻動力有限。

在上述背景下，我認為美元指數下行的勢頭將會明顯放緩。如果特朗普稅改進展順利，美元指數將迎來反彈行情。

圖 3:今年以來美德利差收窄,歐元升美元降



資料來源：彭博，招銀國際

*美德利差指美德10年期國債收益率之差。

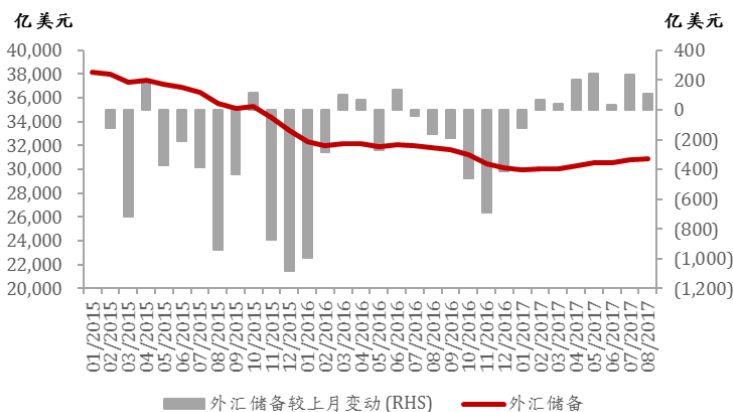
人民幣匯率：樂見市場成為決定匯率的力量

人民幣兌美元在9月初突破6.50之後，出現明顯回調。特別在外匯風險準備金政策調整之後，人民幣穩定在6.50-6.55之間。在當前水平，結匯和購匯需求都在猶豫，顯示境內外匯市場供求總體均衡，短期內影響人民幣走向的主要因素仍將是美元指數的變化方向。同樣，短期內美元的反彈仍顯力量不足，雖然歐元近期漲幅有所放緩，但英鎊、加元和澳元等貨幣表現強勢。在美元總體偏弱勢的格局下，人民幣尚不具備大幅向上調整的基礎。

不過，我們可以從關鍵變化中觀察人民幣未來走向。一個重要變化是政策調整，突破6.50之後央行的態度有了微妙的改變，表現在取消外匯風險準備金之上；二是這兩個月的人民幣快速上升，基本上可以排除央行干預的可能性，也就是說推動人民幣匯率變動的原因只有一個，那就是市場力量。央行並不刻意追求讓人民幣匯率保持在某個價位，希望匯率價格發現由市場來完成。從7-9月外匯儲備小幅變動的情況推測，央行至少階段性退出了市場干預，人民幣匯率在短期實現了“清潔浮動”。這當然是可貴的變化。

我認為，人民幣匯率不存在持續的升值壓力，年內將會圍繞6.50-6.60窄幅範圍內雙向波動為主。

圖 4:中國外匯儲備及變動



資料來源：彭博，招銀國際

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀證券")為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令("金融服務令")第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則15a-6定義的"主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。