

# 經濟專題

財資處



梁祥煊

高級經濟師

[billleung@hangseng.com](mailto:billleung@hangseng.com)

嚴愛群

首席經濟師

[joanneym@hangseng.com](mailto:joanneym@hangseng.com)

2009年12月15日

## 人民幣料會恢復有限度升值

- 繼內地政府於 2005 年 7 月放棄沿用十多年的固定匯率，將人民幣與美元脫鈎並改為與一籃子貨幣掛鈎後，三年間，人民幣升值約 20%，其後自 2008 年 7 月起，美元兌人民幣匯率基本上維持不變。
- 人民幣與美元重新掛鈎，反映內地政府嘗試於金融危機引發的全球經濟衰退中維持內地出口的競爭力。
- 儘管美國及歐盟要求人民幣升值的壓力日增，但內地一次性大幅調整人民幣匯價的機會甚微。然而，隨著全球經濟逐漸復甦，加上內地出口前景改善，內地政府或會於來年容許人民幣再度開始兌美元升值，但升值步伐料會緩慢而溫和。我們預計 2010 年底美元兌人民幣匯價將會由目前的 6.83 升至約 6.65，升幅約為 3%。

貨幣市場近月憧憬人民幣兌美元升值。一年及兩年遠期無本金交割美元兌人民幣匯率於 11 月 13 日跌至 15 個月新低，分別為 6.5865 及 6.2500，意味市場預期人民幣將於一年內升值約 3% 及於兩年內升值約 8% (表 1)。對人民幣升值的預期反映美國及歐盟要求人民幣升值的壓力日增，以及對美元長遠看跌。

繼內地政府於 2005 年 7 月放棄沿用十多年的固定匯率，將人民幣與美元脫鈎並改為與一籃子貨幣掛鈎後，三年間，人民幣升值約 20%，其後自 2008 年 7 月起，內地政府將美元兌人民幣匯率維持於約 6.83 (表 2)。鑑於 2009 年 3 月至 11 月間，美元兌一籃子主要貨幣下跌約 16%，故人民幣與美元重新掛鈎表示人民幣亦隨美元於同期貶值。人民幣貶值導致中國內地一些主要貿易夥伴漸感不滿。



恒生銀行

滙豐集團成員

# 經濟專題

財資處



表 1: 即期、1 年及 2 年遠期無本金交割美元兌人民幣匯價

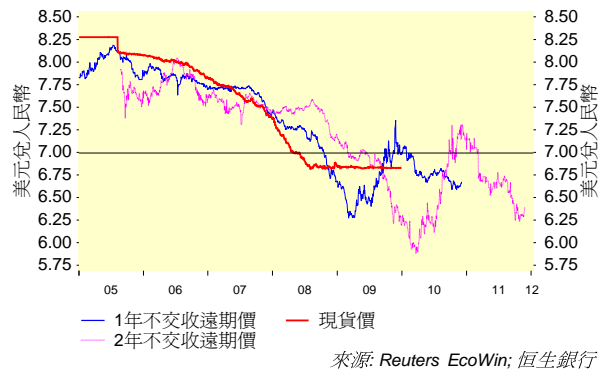
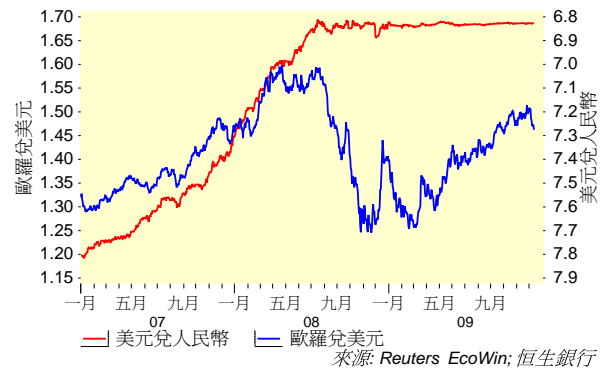
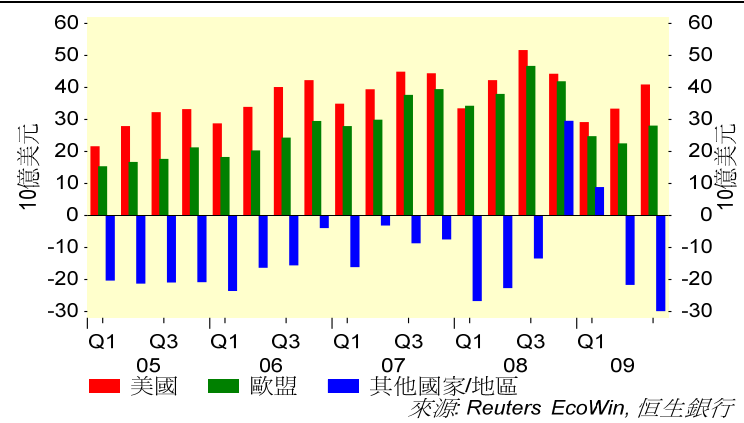


表 2: 即期美元兌人民幣及歐羅兌美元匯價



美國及歐盟是中國內地的兩大出口市場。美國及歐盟一直相信人民幣匯價偏低，是中國對他們的貿易順差持續增加的原因。內地對歐盟的貿易順差自 2008 年第三季的 465 億美元高位持續下跌至今年第二季的 224 億美元後，已於第三季回升至 279 億美元（表 3）。內地對美國的貿易順差更早於今年第二季已開始回升，繼而於第三季進一步增加至 407 億美元。

表 3: 中國內地與主要貿易夥伴的貿易結餘



一些先進工業國家相信內地為維持出口競爭力而蓄意阻止人民幣升值。加上其他新興工業國家的貨幣兌美元自今年 3 月以來顯著升值(表 4)，益發令這些國家對中國內地不滿。例如，印尼盾兌美元自今年 3 月以來升值約 30%，巴西雷亞爾同期則升值約 40%。



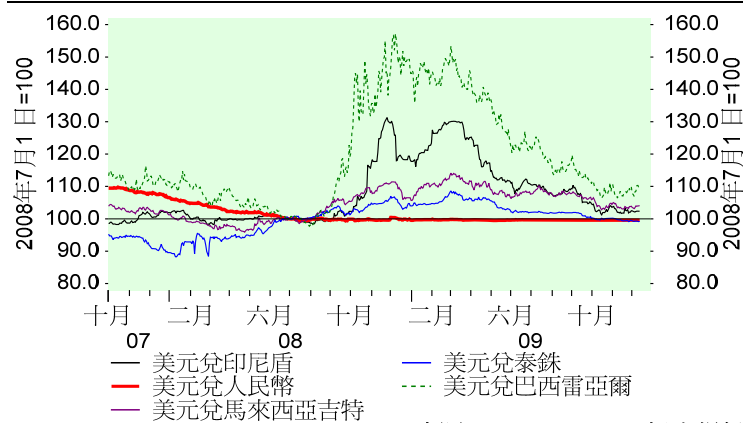
恒生銀行

# 經濟專題

財資處



表 4: 美元兌主要新興市場貨幣



來源: Reuters EcoWin, 恒生銀行

美國及歐盟亦認為全球失衡是目前經濟衰退的主要原因之一。兩國相信人民幣匯價偏低將會進一步擴闊內地貿易順差、阻延經濟恢復平衡及全球經濟復甦。

例如，美國財政部於今年 10 月向美國國會提交的半年度外匯政策報告中指出，中國內地未有操控貨幣，但認為人民幣匯價偏低，而人民幣匯率缺乏彈性以及內地儲備激增的問題必需解決，以確保全球經濟更趨穩健平衡，符合 20 國集團訂定的框架。歐洲央行及歐元區國家的財政部長最近亦多番對人民幣匯價發表類似意見。

為促使人民幣升值，美國及歐盟近月提升對內地出口施加的限制(表 5)。美國總統奧巴馬於 2009 年 9 月對中國出口輪胎徵收緊急關稅正是其中例子。儘管有關貨品僅佔內地總出口不足 1%，但事件始終仍是不利的徵兆。

表 5：近期對若干中國內地出口的限制

日期	對中國內地出口的限制性措施
2009 年 9 月 10 日	美國對中國內地的油管實施 10.9-30.6%的初步對抗性關稅
11 日	美國對中國內地的輪胎實施 35%的保護性關稅
24 日	歐盟對中國內地的無縫鋼管實施 39.2%的反傾銷稅，為期 5 年
10 月 6 日	歐盟對中國內地的無縫鋼管實施 17.7%至 39.2%的反傾銷稅
7 日	美國對中國內地的無縫鋼管出口展開反傾銷及反補助調查
11 月 2 日	美國對中國內地的鋼製絲網托盤實施 2%至 438%的初步對抗性關稅
4 日	美國對中國內地的油管實施 36.55%至 99.14%的初步反傾銷關稅

資料來源：報章及恒生銀行



恒生銀行

滙豐集團成員



## 人民幣升值理據不足

然而，美國及歐盟要求人民幣升值的理據並不充分。

首先，內地的經常帳盈餘佔國內生產總值已經由 2007 年 11% 的高峰大幅下跌至 2009 年上半年的不足 7%。中國內地的經常帳盈餘近期再次擴大，某程度反映了中國進口價格跌幅大於出口，而非出口貨值回升。2009 年首 10 個月，進口價格下跌 16.8%，主要反映全球市場原油價格大跌，而出口價格則僅下跌 8.7%。倘若進口價格與出口價格的跌幅相同，內地今年首 10 個月的貿易順差將會減少 37%。

此外，人民幣升值是否有助減少美國及歐盟的整體貿易逆差，亦不容易確定。首要問題是，美國及歐盟的經常帳赤字是否屬結構性及可否透過匯率調整解決。即使人民幣匯價上調，美國及歐盟的消費者可能只會以其他新興國家的進口貨品代替內地較昂貴的進口貨品。

年內，其他新興市場貨幣兌美元大幅升值，惟人民幣兌美元匯價卻基本維持不變，這的確是事實，但卻非事實的全部。回顧 2008 年可以看到，在整個金融危機的黑暗時期，內地一直維持人民幣匯價穩定，而其他貨幣的匯價卻大跌。事實上，自 2008 年初以來，人民幣兌大部份其他貨幣均有升值，只兌日圓下跌。

可以這樣說，在全球金融危機最壞的時刻，內地維持人民幣兌美元基本穩定，可能有助減低當時外匯市場的波動。

## 人民幣料會逐漸升值而非一次性調整

許多西方國家要求一次性調高人民幣匯價。然而，要釐定人民幣匯價是否偏低已不容易，遑論其偏低的幅度。就有關課題所作的研究眾多，惟所得出的結果不一甚或自相矛盾<sup>1</sup>。此外，內地政府亦有其他憂慮，例如調整幅度過少恐會引致市場憧憬進一步的調整，造成更多投機性資金流入；調整幅度過大則可能觸發大量內地出口商結業的危機。因此，內地政府短期內料不會順應要求將人民幣匯價作任何一次性的調升。

儘管內地政府傾向維持人民幣匯率穩定，但倘全球經濟逐漸復甦及內地出口前景改善，人民幣兌美元是有鬆動的餘地，及有溫和升值的空間的。倘美元進一步貶值，以至令內地通脹壓力增加，則人民幣升值的理據會更強。然而，人民幣升值的步伐料會緩慢，幅度亦有限。我們預計來年人民幣兌美元將會再度開始升值，由目前約 6.83 的水平續漸升至 2010 年底約 6.65，升幅約為 3%。

<sup>1</sup>例如，Cline 及 Williamson 在 2009 年發表的一份報告中，發現人民幣兌美元偏低約 40%，但 Bineau 近期發表的報告則表示不同的研究對人民幣匯價的測定相差很大，從偏低至偏高均有，視乎所選擇用的「實際均衡匯率模型」、實證研究方法、可變因素等而定。請參閱「2009 Estimates of fundamental equilibrium exchange rate」，William R. Cline & John Williamson, Peterson Institute of International Economics, 2009 年 6 月，及「Renminbi's misalignment: a meta-analysis」，Yannick Bineau, University of Lille, 法國，2009 年 11 月。





## 免責聲明

本檔由恒生銀行有限公司（「恒生」）提供，內含之資料，乃從相信屬可靠之來源搜集，而當中之意見僅供參考之用，意見內容不一定代表「恒生」之見解。撰寫本檔之分析員證明於本檔內所發表之意見，乃準確反映分析員就有關金融工具或投資項目之個人意見，而有關分析員過去、現在或未來之報酬，並無任何部份直接或間接與本文件內之特定建議或意見有關。本文件的內容並非(亦不可作為)買賣外匯、證券、金融工具或其他投資之要約或邀約。本檔的任何部份均嚴禁以任何方式再分發。

本檔所載之資料或只屬指示性，並且未經獨立核對。「恒生」對當中所載之任何資料、推測或意見，或作出任何此等推測或意見之基礎的公正性、準確性、完整性或正確性並無作任何明示或默示的擔保、申述、保證或承諾，亦不會就使用或依賴本檔所載之任何資料、推測或意見承擔責任或法律責任。投資者須對本文件所載資料及意見的相關性、準確性及充足性自行作出評估，並就此評估進行認為需要或合適的獨立調查。所有此等資料、推測及意見均可予以修改而毋須事前通知。

「恒生」及其聯繫公司可以其名義買賣，可能有包銷或有持倉於所有或任何於本檔中提及的證券或投資項目。「恒生」及其聯繫公司可能就其於本檔所提及的所有或任何證券或投資項目的交易收取經紀佣金或費用。

本檔所提及之投資項目未必適合所有投資者。投資者必須根據其各自的投資目的、財務狀況及獨特需要作出投資決定，並在有需要時諮詢獨立投資顧問。本檔並不擬提供專業意見，因此不應賴以作為此方面之用途。

本文件並無考慮任何收件人的特定投資目標、財務狀況或特定需要。投資涉及風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。本檔並不擬指出本檔內提及之證券或投資項目可能涉及的所有風險。

