

經濟觀察家

人民幣匯率貶值 不損國際化進程



◀ 每當人民幣匯率稍有貶值，就會有人煞有介事地出來說，貶值將會危及未來的人民幣國際化

每每人民幣匯率稍有貶值，就會有人煞有介事地出來說，貶值將會危及未來的人民幣國際化。這種觀點乍看似乎有理，因為此前人民幣國際化程度的大幅提高，的確是發生在人民幣兌美元匯率升值過程中的。但仔細分析，這種觀點卻是經不起推敲。

興業銀行首席經濟學家、華福證券首席經濟學家、興業研究副總裁 魯政委



政委世界觀

首先，從現實市場表現看，還沒有一種國際貨幣是一直升值。目前SDR（特別提款權）籃子中的四種貨幣，每一種貨幣都會出現過周期性的升值和貶值。從波動率來看，SDR籃子中的三種非美貨幣兌美元匯率的年化波動率，目前都是人民幣兌美元匯率的4至5倍。無論是周期性的升貶，還是短期的市場起落，都沒有逆轉這些貨幣的國際化水平。

海外冀多發行熊貓債

其次，從貨幣的國際化階段看，通常會經歷兩個階段：借助貿易收支的國際化；借助資本輸出的國際化。從貿易來講，「收硬付軟（即收有升值預期的貨幣，付出有貶值預期的貨幣）」是貿易商的慣常操作。在此之前的人民幣國際化，的確借助了人民幣的升值預期。但是，目前人民幣在中國貿易結算中的

佔比已達三成左右，這是當年德國馬克和日圓曾經在本國貿易結算中所達到的最高水平。這意味着，未來試圖繼續通過貿易結算來推進人民幣國際化，空間已相當有限。

由此就必須轉入第二階段，即借助資本輸出進一步推進人民幣的國際化。在資本輸出中，「軟幣」（有貶值預期的貨幣）往往更容易受到歡迎。在2008至2015年期間，由於當時人民幣在升值，美元成為了有貶值預期的「軟幣」，過一段時間之後，償還相同金額的美元就只需更少的人民幣了，由此大大節約了企業的財務成本。隨着美元升值預期越來越強烈，此前借用美元債的企業已開始償還美元，轉而借用歐元負債或者重回人民幣負債。不僅如此，海外一些主體甚至開始討論一旦人民幣有更多回調、就更多發行「熊貓債」的必要性。由此折射出人民幣的貶值固然有可能擠出一些只為短期套取人民幣升值之利的游資，但卻會從資本輸出角度，將人民幣國際化的進程引向深入。

當前人民幣國際化要更多從資本輸

出的角度進行考慮，這既與當前的「一帶一路」戰略高度契合，也與進一步提高人民幣在SDR中的地位緊密相連。

SDR權重未來逐步提高

從「一帶一路」的戰略規劃來看，主要是中國利用自己在發展中積累起來的經驗、優勢產業及資金，幫助其他發展中經濟體建立經濟起飛所必需的基礎設施。由於這些經濟體在起步階段普遍缺少資本，所以必須提供項目貸款予以支持。雖然第一階段暫時是以美元貸款開始，但一直以美元作為貸款貨幣，就會極大制約中國貸款承諾的可信性。由此，只有以人民幣進行貸款承諾，才是可信和可持續的。但如果人民幣持續升值，那無論人民幣貸款利率如何低，受援國都很難償付。持續強勢的人民幣並不利於「一帶一路」戰略的長期推進。

從人民幣在SDR中的地位來看，此次加入SDR人民幣的初始權重僅略高於10%，顯著低於市場最初預期的14%至16%，主要原因在於，SDR中貨幣的權重是其在貿易和金融中的地位得分各佔一半。人民幣的權重主要為在貿易中的地位所掙得，而在金融方面得分甚少。如果我們將下一個五年SDR重新刷新籃子各個貨幣權重時、人民幣權重的提高作為國際化得到進一步推進的表徵的話，那麼未來就應該大力擴展人民幣在金融領域的使用。

匯率市場化急需落地

具體來說，就是要擴展人民幣在債務融資中的使用，活躍人民幣在各類金融產品中的交易，提高交易量和佔比。正如前文所分析的，一味強勢的人民幣會加重債務人的負擔，因而是很難被負債主體接受的，由此也就很難擴展在債務融資中的使用。同時，一個缺乏波動、單邊升值的貨幣，也很難發展出一個活躍的現貨和衍生品交易市場，由此也沒法提高人民幣在全球金融市場中的交易量和佔比。

綜上所述，未來人民幣國際化能夠繼續向前邁進的關鍵，早已不是人民幣能夠繼續升值的問題，而是思路要改弦更張，真正落實今年《政府工作報告》所部署的「完善人民幣匯率市場化形成機制」。

貿易數據超預期 有助人民幣企穩

中銀香港經濟研究員 巴曙



市場
預測

3月份中國進出口數據超出市場預期。按人民幣計價，3月份出口同比增長18.7%，較上一月的-20.6%大幅改善；進口同比下跌1.7%，較上一月的-8%減少6.3個百分點。3月份貿易數據出現明顯改善，為內地經濟企穩釋放積極信號，短期內對人民幣匯率有一定支持作用，中長期有利外匯儲備轉為正增長。

據中國海關總署最新數據，內地一季度出口3萬億元（人民幣，下同），同比下降4.2%。其中，3月份出口出現較大增長，為1.05萬億元，折合美元1608億，同比增長18.7%，較上一月的-20.6%大幅回升。3月份出口數據明顯改善，基數效應和人民幣兌籃子貨幣貶值是主要因素。

亞洲區出口壓力大

由於去年出口以3月份為低點、今年以2月份為低點，造成今年2月份出口同比異常低迷、3月份較高正增速的情況，月度同比資料受季節基數因素擾動較大。此外，今年一季度，美元走軟帶動人民幣兌美元走強，但兌一籃子貨幣出現小幅貶值，人民幣兌籃子貨幣指數一度下降至99，有利於內地改善出口。

短期來看，發達國家外需企穩對中國出口有一定提振作用，但對比亞洲其他國家，全球需求不振對亞洲地區的出口仍帶來較大壓力。海關總署數據顯示，3月份中國對歐美地區及幾個主要出口國家的出口依然出現下降。其中，中國對歐盟、美國及東盟出口分別下降1.4%、3.4%及8.5%。

再對比韓國、印尼、新加坡、越南等其他亞洲國家，可以看出，近期以來，亞洲國家的出口情況均沒有出

現改善跡象。2月份，韓國、印尼和新加坡的出口增速分別下降8.2%、7.18%和3%，而馬來西亞及越南2、3月份出口則只是出現輕微增長，這說明受主要發達國家及地區經濟疲弱拖累，亞洲地區的出口增長仍然面臨較大壓力，中國出口數據能否持續改善需進一步觀察。

中國內需有所回穩

進口大幅增加為內地經濟企穩釋放積極信號。3月份進口8555億元人民幣，折合美元約1309億，同比減少1.7%，較2月份8%的跌幅大幅收窄。進口增加主要與3月份大宗商品價格明顯回升有關，同時也受內需階段性企穩帶動。一季度鐵礦石、原油、銅等大宗商品進口量均保持增長，分別為6.5%、13.4%、30.1%，表明內地經濟逐步改善，國內需求有所回穩。對比近期公布的PMI（製造業採購經理指數）指數，以及新出口訂單指數和進口指數，亦進一步印證在推出一系列穩增長措施後，中國經濟已出現一定回暖跡象。

貿易順差可令內地外匯儲備逐步轉為正增長。3月份貿易順差為1946億元，較上一月的2095億元有所收窄。今年前三月貿易順差為8102億元，擴大8.5%。但同期，內地外匯儲備並未出現同步增長，僅3月份首次錄得正增長102億美元。這亦表明，內地出口商獲得較大貿易盈餘後，但並未完全將美元收入轉成人民幣，導致內地外匯儲備未隨貿易改善而相應增加。

此外，出口改善及貿易順差的擴大，短期內對人民幣匯率有一定支持，再加上近期美國經濟數據表現平平，市場對美聯儲加息預期下滑，令美元走弱，短期內人民幣對美元匯率有望保持強勢。



▲3月份貿易數據出現明顯改善，為內地經濟企穩釋放積極信號，短期內對人民幣匯率有一定支持作用

人工智能無法取代經紀

利嘉閣地產總裁 廖偉強



樓市強心針

Google 旗下人工智能（AI）AlphaGo 擊敗韓國棋王李世石，各行各業都彷彿備受威脅，人工智能又會否令地產代理飯碗不保呢？現今科技發展一日千里，人工智能無疑是未來的大趨勢，我們不可能逃避時代的進步，更應當配合時代的發展。只要我們自強不息，便可面對未來的一切，畢竟人是萬物之靈。筆者相信，沒有任何東西可以取代人類的智慧，我們也絕不應妄自菲薄。

就市場而言，目前內地規模最大的地產代理是鏈家，它的發展迅速，有很多人都歸功於資訊科技。筆者認同資訊科技能助業務強大，但其實集團當中的管理系統及規模效應才是關鍵；換言之，資訊科技可以是地產代理其中一樣武器，卻不可以取代地產代理以人為本的重要角色。

地產代理實屬動之以情，說之以理的行業，人與人之間的相處，情感尤為重要。當然，房地產買賣，動輒成千上萬，不會感情用事。然而，在談判過程當中，地產代理所能產生的化學作用，人工智能絕對是鞭長莫及！

作為服務性行業，地產代理必須要让客人感受到「家的感覺」，透過代理殷切的服務和密切溝通，客人會隨之產生一種賓至如歸的感覺，相比冷冰冰的人工智能，沒有直接的溝通，更加沒有人與人之間的感情交流，實在難以取代有血有肉的地產代理從業員。

事實上，代理行經營成本龐大，不少老闆時刻都在想盡法子務求節省開支，從而降低成本。不過，地產代理畢竟是以人為本的行業，無論如何省舖省燈省電，也不可能省人。未來十年，甚或二十年，人工智能都不可能取代地產代理的角色。筆者相信，在未來的發展，人工智能會是地產代理的最佳拍檔！



▲人工智能AlphaGo擊敗韓國棋王李世石，各行各業都彷彿備受威脅



人民幣中間價今年來表現

◀ 當前人民幣國際化要更多從資本輸出的角度進行考慮