

台北外匯市場發展基金會委託計畫

2018 年人民幣匯率走勢分析

研究人員*：單家禎

日期：中華民國一〇八年十月

*為中央銀行外匯局專員。研究人員感謝任職單位長官與委託單位的指正與建議，本研究僅代表個人觀點，不代表中央銀行立場。

摘要

人民幣於 2018 年表現弱勢，美元兌離岸人民幣匯率由 2017 年底之 6.5143 上漲至 2018 年底之 6.8706，人民幣期間內跌幅達 5.19%。

若以各季度表現來看：2018 年第 1 季在美元指數走弱的大環境下，人民幣呈現升值態勢，幅度達 4.00%。但第 2 季美元在利差優勢支撐下，對主要貨幣呈現走強，且期間美國對 500 億美元的中國進口商品加徵關稅，美中貿易衝突使人民幣遭遇更大賣壓，衝擊人民幣第 2 季貶值達 5.61%。第 3 季美中貿易情勢持續惡化，美方再對 2,000 億美元中國進口商品加徵關稅，本季人民幣續貶 3.50%。在第 4 季人民幣終於止跌走穩，小幅升值 0.08%；主要因美中於 12 月 G20 會議達成共識，雙方暫緩加徵新關稅並將進行協商。

影響 2018 年人民幣走貶之主因包括：中國自身之經濟基本面疲弱，原本就對人民幣匯率走勢不利；外部又面臨美中貿易衝突，使得人民幣表現更加雪上加霜。另中方經常帳盈餘下降、美元對主要貨幣走強及美中利差收斂等因素，均使 2018 年人民幣匯率表現欲振乏力。

面對 2018 年人民幣之疲弱走勢，中國方面為避免市場信心潰堤，進而出現資本外逃，危及總體金融穩定，則是延續過往使用之信心喊話、窗口指導及強化行政措施等，來維穩人民幣匯率。人行於 2018 年 8 月宣布將外匯風險準備金率由 0% 調升至 20%，並重啟人民幣中間價定價機制之逆週期因子；此外，同年 9 月人行更首次表態將透過香港發行央行票據，以管控離岸人民幣流動性。在前述維穩措施影響下，美元兌離岸人民幣匯率年內高點止於 11 月 1 日之 6.9805，成功守住 7 的重要心理關卡。

目錄

壹、 人民幣走勢概況	1
一、 全年走勢.....	1
二、 逐季綜述.....	2
貳、 影響人民幣貶值因素研析	6
一、 中國大陸基本面疲弱	6
二、 美中貿易衝突	10
三、 中國大陸經常帳盈餘下降	14
四、 美元走強與美中利差收斂	16
參、 維穩人民幣匯率之措施	18
一、 透過信心喊話穩定市場預期	18
二、 以窗口指導強化資本管制措施	18
三、 採行政措施提高放空人民幣成本、穩定市場預期	19
肆、 參考資料.....	23

圖表目錄

圖 1：美元兌離岸人民幣 2018 年走勢	1
圖 2：CFETS 人民幣匯率指數 2018 年走勢.....	2
圖 3：中國大陸 GDP 成長持續放緩.....	6
圖 4：中國大陸負債占 GDP 比率快速上升.....	7
圖 5：中國大陸企業負債占 GDP 比率明顯偏高.....	7
圖 6：中國大陸影子銀行規模.....	9
圖 7：美國每月對中國貨物之貿易逆差.....	10
圖 8：美中貿易長期失衡.....	11
圖 9：中國大陸每季經常帳餘額.....	14
圖 10：中國大陸每年經常帳餘額.....	14
圖 11：中國大陸資本帳與金融帳餘額.....	15
圖 12：中國大陸金融帳下，直接投資(上)及證券投資(下)之金額.....	16
圖 13：美元指數(淺藍)與人民幣匯率(深藍)之走勢.....	17
圖 14：12 個月國庫券走勢~美國(黑色)、中國(橘色)；利差(綠色柱狀圖).....	17
圖 15：離岸人民幣 1 週 SWAP 所隱含利率.....	21
表 1：2018 年各季漲跌幅.....	5

壹、人民幣走勢概況

一、全年走勢

美元兌離岸人民幣匯率由 2017 年底之 6.5143 上漲至 2018 年底之 6.8706，人民幣期間內跌幅達 5.19%；年內高點出現在 11 月 1 日之 6.9805，年內低點則為 3 月 27 日之 6.2361(圖 1)。

圖 1：美元兌離岸人民幣 2018 年走勢



資料來源：Bloomberg。

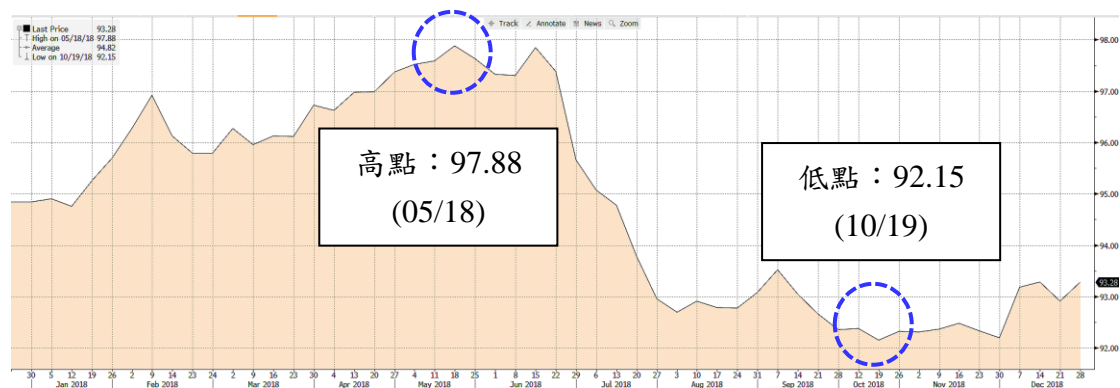
中國大陸外匯交易中心(CFETS)所編制之人民幣匯率指數¹是由美元(權重 22.40%)、歐元(權重 16.34%)、日圓(權重 11.53%)、澳幣(權重 4.40%)、港幣(權重 4.28%)、馬幣(權重 3.75%)、新加坡元(權重 3.21%)、英鎊(權重 3.16%)、泰銖(權重 2.91%)、俄羅斯盧布(權重 2.63%)及加幣(權重 2.15%)等 24 種貨幣對人民幣匯率所組成之人民幣匯率指數。

CFETS 人民幣匯率指數由 2017 年底之 94.85 下跌至 2018 年底之 93.28，期間內跌幅達 1.66%。年內高點出現在 5 月 18 日之 97.88，年內低點則為 10 月 19

¹ CFETS 人民幣匯率指數係參考 CFETS 貨幣籃子，即中國大陸外匯交易中心(China Foreign Exchange Trade System, CFETS)掛牌之各人民幣對外匯交易幣別。指數基期是 2014 年 12 月 31 日，基期指數是 100 點。

日之 92.15(圖 2)。

圖 2：CFETS 人民幣匯率指數 2018 年走勢



資料來源：Bloomberg。

二、逐季綜述

【第 1 季】~ 人民幣升值幅度為 4.00%

美元指數²於 2018 年第 1 季延續 2017 年之疲弱走勢，主要因美國政治紛擾不斷，增添政局不確定性；加上 Trump 政府貿易保護色彩濃厚，多次宣稱美元過強，故導致美元對主要貨幣走弱。

在美元指數走弱的大環境下，人民幣呈現升值態勢，美元兌人民幣匯率由 2017 年底收盤之 6.5143，下跌至 2018 年 3 月底之 6.2635，期間人民幣升值幅度達 4.00%。因人民幣匯率走強與跨境資本流動趨於穩定，人行於 2018 年 1 月引導逆週期因子退場³。

【第 2 季】~ 人民幣貶值幅度為 5.61%

² 美元指數係由美國洲際交易所(ICE)編制，根據美元對 6 個貿易對手貨幣加權計算而得，其組成權重分別為歐元(57.6%)、日圓(13.6%)、英鎊(11.9%)、加幣(9.1%)、瑞典克朗(4.2%)及瑞士法郎(3.6%)；基期為 1973 年 3 月(=100)。

³ 為因應人民幣貶值壓力，2017 年 5 月 26 日人行首次宣布在岸人民幣中間價定價機制新增逆週期因子，以緩和人民幣單邊貶值預期的羊群效應，被市場視為人行降低人民幣匯率波動之政策工具。其他關於逆週期因子說明可參閱註 29。

隨著美國 Fed 展開貨幣政策正常化腳步，採取逐步升息措施，並縮減其資產負債表規模，因而推升美債殖利率全面走高。10 年期美債殖利率一度於 2018 年 4 月至 5 月間，突破 3% 重要心理關卡。市場重新聚焦投資美元之利差優勢，促使美元指數走強，並於 2018 年第 2 季漲幅達 4.79%。

相形之下，4 月中旬後美中貿易爭端逐步升高。Trump 總統先於 6 月 15 日正式公布對 500 億美元的中國進口商品加徵 25% 關稅，而中方隨即於 6 月 16 日祭出同等規模之反制措施。隨後美方為回應中國報復其關稅政策，於 6 月 18 日表示，將對 2,000 億美元中國商品額外加徵 10% 關稅，中方也揚言將會強力反擊。

在美元對主要貨幣走強，且美中貿易摩擦加劇情況下，人民幣承受明顯貶值壓力。美元兌人民幣匯率由 2018 年 3 月底之 6.2635，上漲至 6 月底之 6.6357，期間人民幣貶值幅度高達 5.61%。

【第 3 季】~ 人民幣貶值幅度為 3.50%

隨著美國持續升息，美債殖利率上揚態勢不變，美元利差優勢持續支撐其匯率對其他主要貨幣升值。市場對長期存在經常帳逆差、財政赤字或外債偏高之新興市場貨幣格外擔憂，這段時期阿根廷披索、土耳其里拉一度遭到沉重賣壓，而於 8 月出現明顯貶勢，也對同時期人民幣走勢帶來壓力。

另外美中貿易情勢則不斷惡化，Trump 總統於 9 月 17 日宣布，自 9 月 24 日起對另外 2,000 億美元中國大陸進口商品加徵 10% 關稅，而中方也宣布以 600 億美元的美國商品加徵 10% 或 5% 關稅給予反擊；人民幣匯率面臨沉重貶值壓力。

不過自 9 月開始，新興市場貨幣逐步止穩，情勢未再惡化，而歐元等主要貨

幣也出現回升，使美元指數從 8 月中之高點開始走軟；且在中方於 8 月開始採取一系列穩定匯率措施後，人民幣在 7.0 關卡前止穩。

美元兌人民幣匯率由 2018 年 6 月底之 6.6357，上漲至 9 月底之 6.8761，期間人民幣貶值幅度仍達 3.50%。

【第 4 季】~ 人民幣升值幅度為 0.08%

由於市場預估 Fed 將持續升息，推升 10 年期美債殖利率於 10 月 6 日創下 2018 年高點之 3.26% (同時也是 2011 年 5 月以來新高)。因利率走高，股市下修壓力增加，且在義大利預算僵局及美中貿易衝突等利空消息衝擊下，致使全球股市大幅回檔。其中 S&P500 指數及 Nasdaq 指數 10 月份分別下跌 6.94% 及 9.20%，各自創下 2011 年 9 月及 2008 年 11 月以來最大單月跌幅，美元指數在避險情緒推升下，於 10 月份上揚逾 2%；同時期人民幣單月貶值幅度亦達 1.41%，並於 11 月 1 日貶至全年最低點 6.9805。

惟 Fed 政策態度開始出現變化，主席 Powell 於 11 月 28 日表示，目前政策利率僅略低於(just below)中性利率，相較先前稱政策利率離中性水準尚遠(a long way)立場顯得鴿派。12 月 19 日 Fed 雖如預期升息 1 碼，惟下修 2018、2019 兩年 GDP 成長率及通膨估測值，並將 2019 年預估升息次數由 3 次降至 2 次。市場因而預期 2019 年 Fed 將放緩升息步調，抑制美元持續上漲力道。

另外，美中貿易緊張情勢也有好轉，儘管於 12 月 1 日發生華為「孟晚舟事件」⁴，但當日 Trump 與習近平仍於 G20 會議達成初步共識，使美中雙方於 90

⁴ 加拿大警方應美國政府之司法互助要求，於溫哥華逮捕欲轉機之華為公司副董事長兼財務長孟晚舟；該事件引發涉及美、加、中三方之政治、外交與司法事件。

天內暫緩相互加徵新關稅，並就相關議題進行協商。美中貿易的正面進展，加上美元對其他主要貨幣上漲動能減緩，激勵人民幣匯率穩步走揚。

美元兌人民幣匯率由 2018 年 9 月底之 6.8761，下跌至 12 月底之 6.8706，期間人民幣升值幅度為 0.08%。

表 1：2018 年各季漲跌幅

期間漲跌幅	美元指數	CNH 匯率	CFETS 人民幣指數
第 1 季	(2.33%)	4.00%	1.98%
第 2 季	5.00%	(5.61%)	(1.11%)
第 3 季	0.70%	(3.50%)	(3.46%)
第 4 季	1.09%	0.08%	1.01%

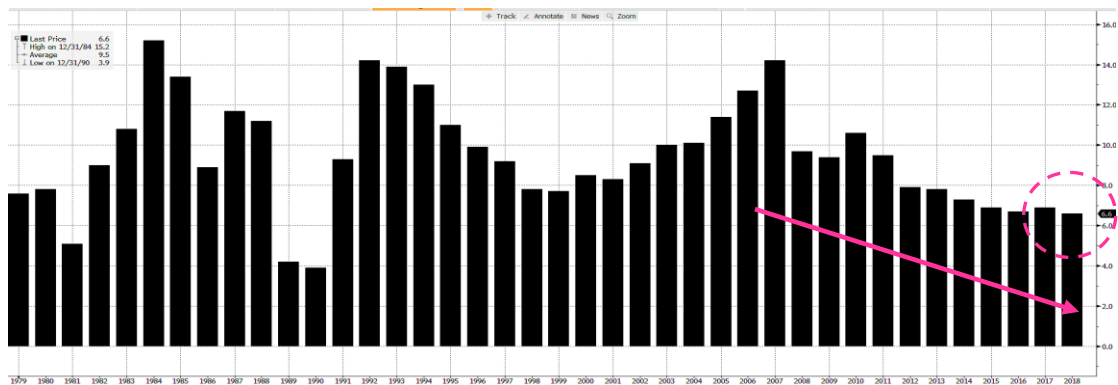
資料來源：Bloomberg。

貳、影響人民幣貶值因素研析

一、中國大陸基本面疲弱

中國大陸經濟持續面臨放緩壓力，儘管 2018 年 GDP 成長率保持於 6.6 %⁵，但已創下自 1990 年以來最低紀錄(圖 3)。改革開放⁶以來，中國大陸經濟已保持多年高速成長，伴隨而來的人工、土地成本攀升，使得中國面臨產業結構調整、往附加價值高端移動的壓力。

圖 3：中國大陸 GDP 成長持續放緩



資料來源：Bloomberg。

此外為因應 2008 年全球金融海嘯衝擊，中國大陸曾推出人民幣四萬億⁷之救市計畫，以大水漫灌方式，透過大量「鐵公基」(鐵路、公路等基礎建設)的投資，支持境內需求及經濟成長。雖然短期內達到刺激國內經濟之目的，但低效、過度的投資與資金貸放，也造成資源排擠，間接助長殭屍企業及閒置產能的存在。

⁵ 中國大陸國家統計局 2019 年 1 月 21 日公布資料顯示，中國 2018 年國內生產總值(GDP)為 90 兆 309 億元人民幣，首次突破 90 兆元人民幣。

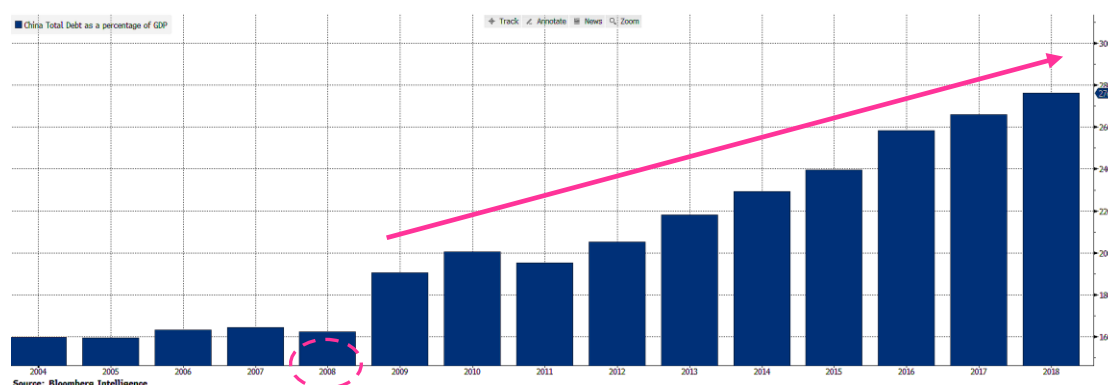
⁶ 外界一般認為，改革開放是由中國領導人鄧小平於 1978 年中共第 11 屆三中全會提出，並開始陸續採行之一連串經濟改革及措施。

⁷ 2008 年 11 月中國總理溫家寶於國務院常務會議宣布此一決策。

(一)債務隱憂

Bloomberg 資料顯示，2018 年底中國大陸債務占 GDP 比率約為 276% (圖 4)。前述比率與其他主要國家相比並不突出，BIS 公布之先進經濟體平均比率約為 280%，而新興市場經濟體平均比率則約為 190%；但中國債務比重增幅迅速，明顯快於其他國家，成為一大隱憂。

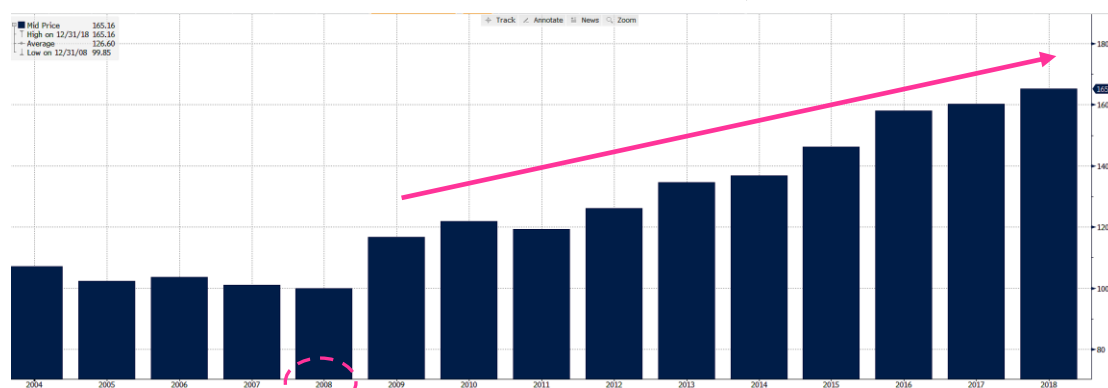
圖 4：中國大陸負債占 GDP 比率快速上升



資料來源：Bloomberg。

因中國大陸經濟成長率已出現放緩，如不能減緩債務增加速度，債務占 GDP 比率將會持續上升，如此經濟成長模式恐難以長期持續。

圖 5：中國大陸企業負債占 GDP 比率明顯偏高



資料來源：Bloomberg。

此外，中國之非金融企業債務尤令市場擔憂，其占 GDP 比率 165% 已高居主要國家首位(圖 5)，較 BIS 公布之先進經濟體平均比率約 90%、新興

市場經濟體平均比率 105%，均顯得明顯偏高。

(二) 不透明的影子銀行風險

根據 IMF 定義，所謂影子銀行(shadow banking)是指部分金融機構從事與銀行類似之業務，卻未受到與銀行相同之監督⁸。而 FSB (Financial Stability Board)則認為影子銀行是在一般銀行體系外，全部或部分之個體或行為，涉及信用中介之狀況⁹。

FSB 特別指出，影子銀行並非全然負面，因其具備多元化之信貸供給，可視為一般銀行之替代管道來幫助實體經濟。惟其未受與一般銀行相同之監管，容易形成系統風險的來源，故須予以適當監控。

關於中國影子銀行資料並不透明，故在 FSB 針對主要國家影子銀行調查之年度報告中，無法得知中國大陸之詳細狀況，因此易引起外界對中國影子銀行問題的質疑。

目前市場一般採用由中國官方公布之三項銀行表外融資數據，作為觀察中國影子銀行之替代指標。這三項融資數據分別為「委託貸款」、「信託貸款」，以及「未貼現銀行承兌匯票之新增量」，其定義如下：

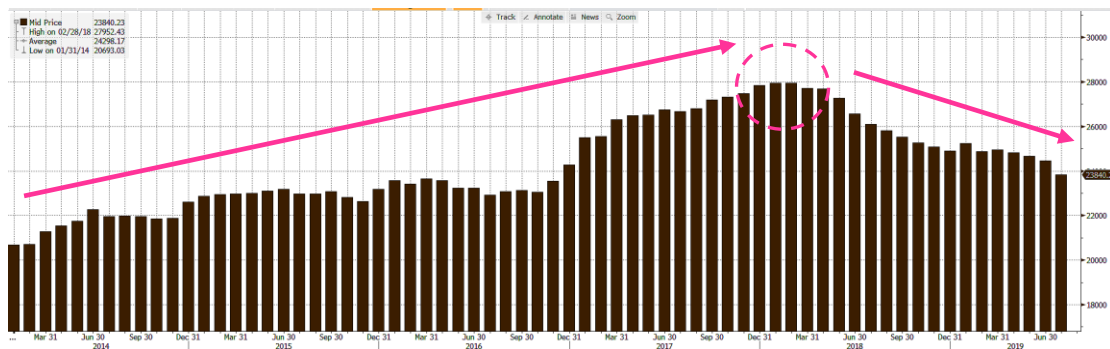
1. 委託貸款指有多餘資金之企業，委託銀行對其他企業放款。過程中銀行僅擔任中介角色，並只收取手續費。
2. 信託貸款則是指信託公司將資金貸予企業之貸放模式。

⁸ <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2013/06/basics.htm>。

⁹ <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/global-shadow-banking-monitoring-report-2016.pdf>。

3. 未貼現銀行承兌匯票是指企業已經簽發，但尚未向銀行貼現之銀行承兌匯票。由於銀行尚未真正貼現提供貸款，故屬於銀行表外項目。在匯票未貼現前，銀行僅具備有擔保之作用，其融資功能相當受限，惟仍能在短期間扮演企業間之信用轉換、融資之角色。

圖 6：中國大陸影子銀行規模



資料來源：Bloomberg。

(三)降槓桿過程會制約經濟成長動能

中國大陸官方也體認到必須嚴控債務及影子銀行過速增長的現象，以降低未來潛在之金融風險。在中共十九大會議中¹⁰，即出現「防範化解重大風險」、「深化供給側結構性改革」、「去產能、去庫存、去槓桿，優化存量資源配置」及「健全金融監管體系，守住不發生系統性金融風險的底線」等宣示。人民銀行行長周小川於十九大閉幕後發表《守住不發生系統性金融風險的底線》一文，文中亦提及「高槓桿是宏觀金融脆弱性的總根源」。

由圖 6 可以發現，中國大陸前述三項主要銀行表外融資數據，在 2017

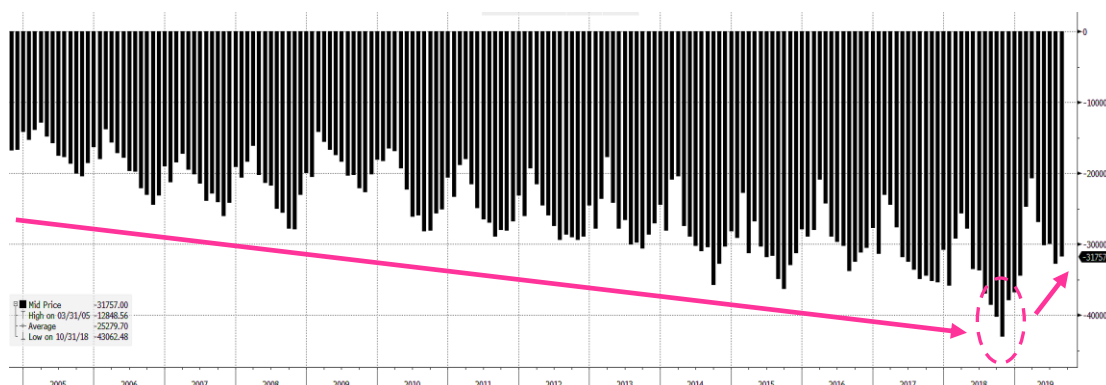
¹⁰ 2017 年 10 月 18 日至 24 日在北京召開。

年底至 2018 年初達到高峰，並在 2018 年呈現持續減少的狀況。在執行去庫存與降槓桿政策的環境下，中國大陸經濟成長動能受到一定程度之制約，2018 年 GDP 成長率雖保持於 6.6 %，但創下近 30 年最低增速，也形成拖累人民幣匯率走弱的原因之一。

二、美中貿易衝突

美中貿易關係相當密切，以 2018 年資料¹¹為例，中國大陸為美國出口的第 3 大市場，僅次於加拿大與墨西哥，且中國為美國第一大之進口來源國；而美國為中國第一大出口市場，並為第四大之進口來源國(前三大分別為韓國、日本、中華民國台灣)；且美中雙方貨物貿易總額達到近 6,600 億美元¹²。

圖 7：美國每月對中國貨物之貿易逆差



資料來源：Bloomberg / US Census Bureau；未經季節調整。

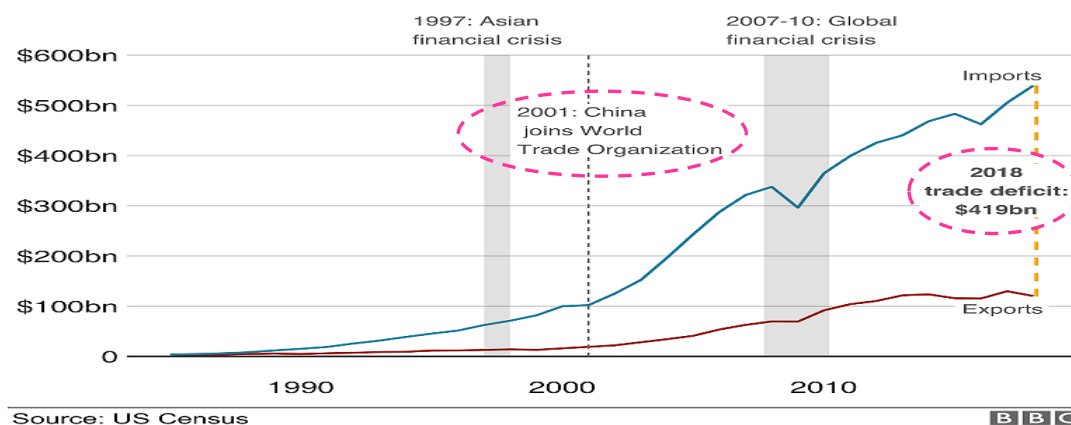
根據美國人口普查局(Census Bureau)所公布資料顯示，美中貿易逆差至 2018 年底已達 4,195 億美元(圖 7)。這樣失衡的狀況並非短期現象，在中國大陸 2001 年加入世界貿易組織(WTO)後，美中貿易逆差即持續擴大；而失衡原因主要來自

¹¹ 資料來源：中華民國對外貿易發展協會；<https://www.taitraresource.com>。

¹² 根據美國人口普查局資料，美中 2018 年貨物貿易總額為約為 6,600 億美元；而根據中國海關統計，雙邊貨物貿易總額則約 6,335 億美元。

美國對中國大陸進口需求持續增加，但美方出口至中方的數額卻未見明顯上升(圖 8)。

圖 8：美中貿易長期失衡



圖表來源：BBC。

Donald Trump 在 2015 年 6 月 16 日宣布參選美國總統之演說¹³內，提及中國大陸正在扼殺美國(*they kill us*)，並表示中方拿走了原本屬於美國人的工作(*there are no jobs, because China has our jobs*)。Trump 總統宣稱他將擊敗中國(*I beat China all the time*)，且將工作與錢從中國大陸、墨西哥、日本及其他地方帶回美國(*I'll bring back our jobs from China, from Mexico, from Japan, from so many places. I'll bring back our jobs, and I'll bring back our money*)。

2016 年 11 月 Trump 當選美國總統後，以強迫智慧財產權移轉等議題，於 2017 年 8 月對中方發起「301 調查¹⁴」。但相較於競選期間之火力全開，Trump 總統於經貿問題上對中方的針對性與力道，均未如外界預期地猛烈；且期間雙方

¹³ <https://www.washingtonpost.com/news/post-politics/wp/2015/06/16/full-text-donald-trump-announces-a-presidential-bid/>。

¹⁴ 依據美國 1974 年貿易法(Trade Act of 1974)第 301 條款所進行之調查(簡稱 301 調查及特別 301 調查)，可參閱經濟部國際貿易局相關文件。

https://www.trade.gov.tw/App_Ashx/File.ashx?FileID=8A9D3268881A8FED。

維持高層領導人互動，包括 2017 年 4 月中國國家主席習近平訪問美國，同年 11 月 Trump 總統亦應邀訪華。

在進入 2018 年後，美國開始利用關稅措施進行施壓，以尋求與貿易夥伴談判，並取得其讓步。同年 3 月 1 日美國總統 Trump 宣布關稅措施，將對進口鋼鐵及鋁材分別課徵 25% 及 10% 之關稅，引發全球貿易戰開打之疑慮，也被外界認為是美方開始將口頭威脅轉為實際行動的重要轉折。

之後一系列針對中國大陸進口商品之關稅措施，則將原本美中貿易關係外弛內張的關係，逐步演變為美中貿易戰。人民幣匯率自 2018 年 4 月起承受美中貿易糾紛的壓力後，隨著兩國經貿關係惡化，人民幣表現也欲振乏力。2018 年美中貿易戰重要事件如下：

- 2018 年 4 月 3 日，美國貿易代表署(USTR)公布對 500 億美元中國大陸進口商品之建議課稅清單，內容涵蓋航太、資訊及通訊科技、醫藥、機器人及機械產品，稅率為 25%。
中方於同年 4 月 4 日公布 500 億美元課稅清單，對美國大豆、玉米等農產品、汽車、化工品及飛機等加徵 25% 關稅。
- 2018 年 6 月 15 日，美國正式公布對 500 億美元中國大陸進口商品課稅清單，並將分 2 階段實施。其中，第一輪於 2018 年 7 月 6 日啟動，針對 340 億美元輸美商品課以 25% 關稅，範圍涵蓋工業機械、航太、汽車、電池、面板及精密儀器等。第二輪則於 2018 年 8 月 23 日啟動，針對 160 億美元輸美商品，亦課以 25% 關稅，範圍涵蓋石化材料、半導體設

備、積體電路及鐵路設備等。

同年 6 月 16 日中方正式公告，針對美國 500 億美元進口商品加徵 25% 的關稅。其中對農產品、汽車、水產品等 340 億美元商品，將自 2018 年 7 月 6 日起實施加徵關稅；對其餘 160 億美元之美國化工品、醫療設備及能源產品加徵關稅之實施時間，則另行公告。

- 2018 年 7 月 10 日，美國公布對額外 2,000 億美元中國大陸進口商品課稅 10% 關稅之建議清單，內容涵蓋化工、煤、鋼等工業品，以及家具、自行車等消費品，實施時間未定。同年 8 月 1 日，Trump 並揚言將此部分關稅上調至 25%。

同年 8 月 3 日，中方宣布，對原產於美國 600 億美元商品，加徵 25%、20%、10%、5% 不等的關稅；最終措施及生效時間將另行公告。

- 2018 年 9 月 17 日，美國正式宣布對 2,000 億美元中國進口商品課徵 10% 關稅，內容除涵蓋化工、鋼鐵製品、伺服器、印刷電路、汽車零件外，也包括輪胎、自行車、家具、木製品、手提包、寵物食品等民生用品。該措施自同年 9 月 24 日起生效，並將於 2019 年起調升稅率至 25%。

同年 9 月 18 日，中方正式宣布對原產於美國之 600 億美元商品，加徵 10% 或 5% 的關稅，並自 9 月 24 日中午 12 時 01 分起生效起實施。

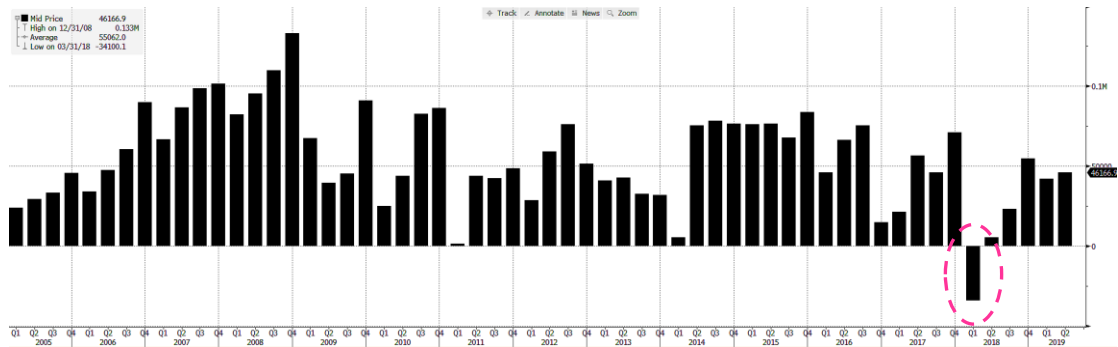
- 2018 年 12 月 1 日，美國總統 Trump 與中國國家主席習近平於阿根廷舉辦之 G20 會議期間舉行會談並達成共識，雙方宣布暫停採取新的貿易報復措施：美方延後原定於 2019 年起調升 2,000 億美元關稅至 25%，

中國承諾擴大進口美國產品。美中兩國設定 3 個月的談判期限，使 2018 年美中貿易戰暫時進入休兵狀態。

三、中國大陸經常帳盈餘下降

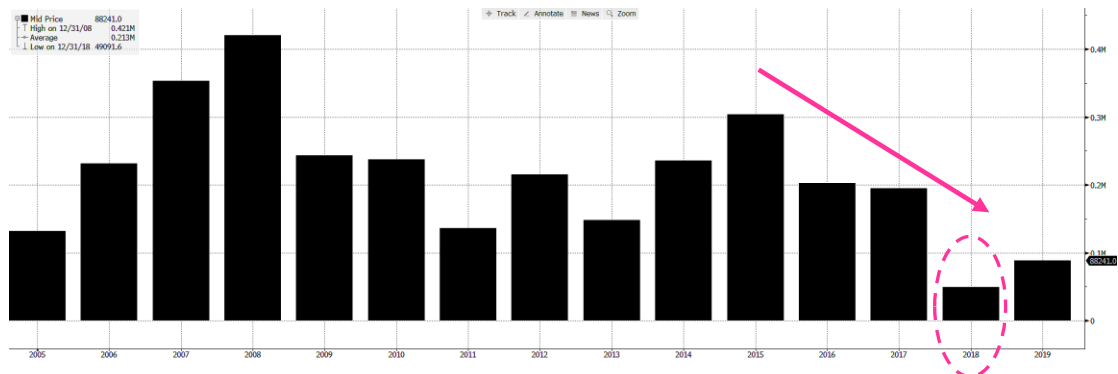
由前述分析可以得知，2018 年中國大陸面臨內部降槓桿、產業轉型的壓力，加上外部來自美中貿易戰的關稅不確定因素干擾，使身為世界工廠與出口大國的中國大陸，其常年保有經常帳順差的狀況面臨前所未有之挑戰。2018 年第 1 季中國大陸出現 10 餘年來的經常帳逆差(圖 9)，且同年順差餘額也縮減至近年低點(圖 10)。

圖 9：中國大陸每季經常帳餘額



資料來源：Bloomberg。

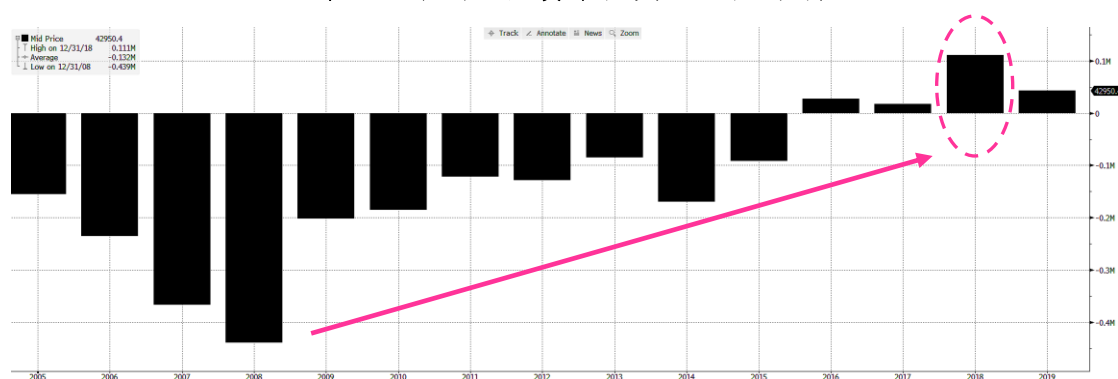
圖 10：中國大陸每年經常帳餘額



資料來源：Bloomberg。

外界普遍認為，中國大陸經濟轉型非短期可一蹴可幾；且美中貿易戰的背後反映是美中意識形態、價值觀及國家體制的巨大差異，兩者間的摩擦與衝突更可能長期化。因此中國大陸過往因經常帳鉅額順差，而面臨之人民幣升值壓力或不復存在。

圖 11：中國大陸資本帳與金融帳餘額



資料來源：Bloomberg。

另外，由圖 11 可以發現，中國大陸的資本帳與金融帳餘額於 2018 年達到 1,111 億美元的近年新高(資本流入)，相較於 2017 年的 179 億美元、2016 年的 272 億美元，以及之前年度的負值(資本流出)，可謂重要轉折。在未來經常帳盈餘數額可能明顯縮減的前提下，代表跨境資本流動的資本帳與金融帳餘額，對人民幣走勢之影響力將會提高。

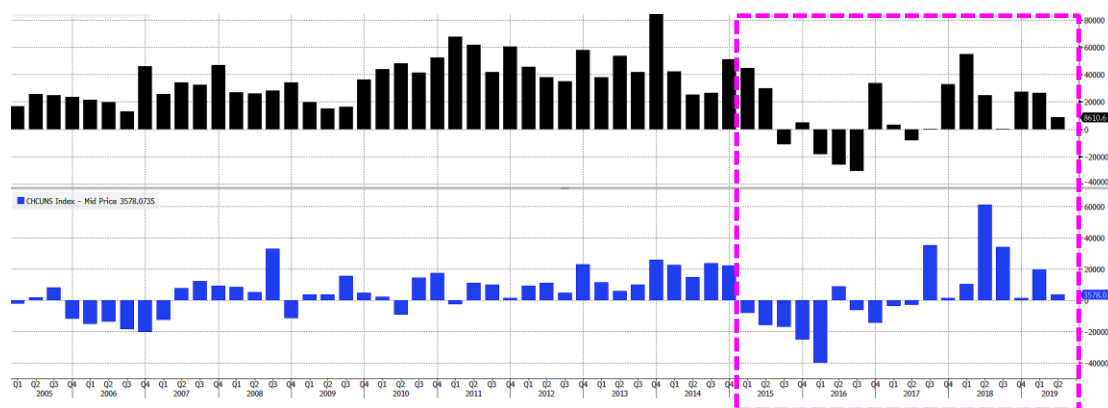
觀察中國大陸金融帳下兩個重要組成~直接投資及證券投資近年走勢變化(圖 12)，與 2015 年 8 月 11 日「811 匯改¹⁵」引發後續金融市場動盪、加速資本外移¹⁶，以及 2017 年中國加大開放資本市場¹⁷，以逐步吸引外資進入其股票、債

¹⁵ 當日中國人民銀行發布聲明，進一步完善人民幣兌美元中間價報價機制，將人民幣中間價改為參考上日銀行間外匯市場收盤匯率，以增加人民幣匯率市場化程度。人民幣中間價連續大貶 3 天，合計貶值逾 4.45%，離岸人民幣 3 天合計貶值約 3.85%。

¹⁶ 中國大陸外匯存底自 2015 年 7 月底之 3.65 兆美元，下降至 2016 年底之 3.01 兆美元。

券市場之趨勢大致相符。由於中方開放外資進入其股票、債券市場之改革持續推動中，未來此部分之數額變化幅度勢必加大，也將更加牽動人民幣匯率走勢。

圖 12：中國大陸金融帳下，直接投資(上)及證券投資(下)之金額



資料來源：Bloomberg。

四、美元走強與美中利差收斂

人民幣除了受前述因素影響而於 2018 年走弱外，美元指數於 2018 年對多數主要貨幣保持強勢，全年漲幅達 4.4%，也是導致人民幣兌美元匯率疲弱的原因。

由圖 13 可以發現，就全年角度來看，美元指數(向上表示上漲)與人民幣匯率(向上表示貶值)之間的波動趨勢，除 4 月~5 月(期間 I)及 6 月~7 月(期間 II)外，並未產生明顯偏離。

因 2018 年 3 月義大利民粹政黨於國會選舉中大勝¹⁸，引發政局不穩；同年 5 月 31 日五星運動黨及聯盟黨終於組成聯合政府，期間混亂之組閣過程為歐元帶來沉重賣壓；此外，同時期歐元區經濟數據表現不如預期，亦拖累歐元走勢。因美元指數中歐元占比最高(57.6%，註 2)，故歐元下跌會明顯推升美元指數，導致

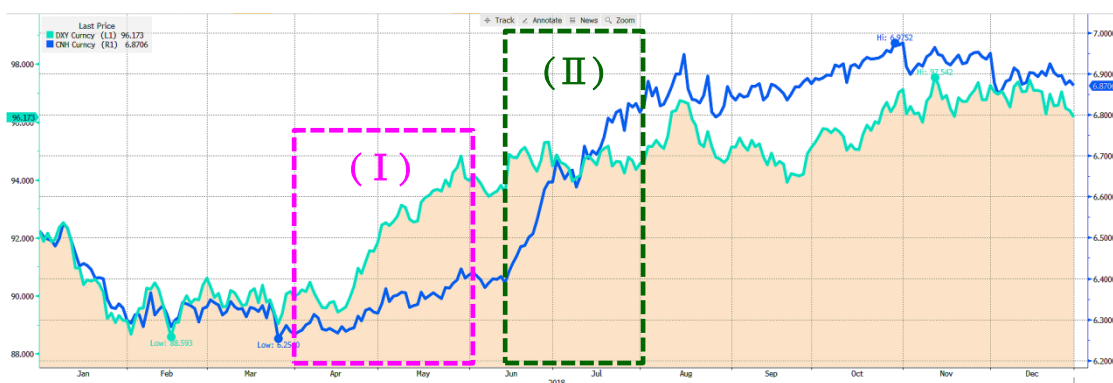
¹⁷ 2017 年 6 月 21 日 MSCI 宣布將從 2018 年 6 月開始將中國 A 股納入 MSCI 新興市場指數；2017 年 7 月 3 日中國大陸與香港在債券市場之互聯互通機制(即「債券通」)正式上路。

¹⁸ 反體制的民粹政黨「五星運動黨(Movimento Cinque Stelle)」得票率超過 32%，成為國會最大單一政黨，疑歐之極右派「聯盟黨(Lega)」得票率則約為 17%。

美元指數上漲幅度明顯高過同時期人民幣之跌幅(圖 13 之期間 I)。

至於圖 13 之期間 II，則反應人民幣在美中貿易戰發酵的情況下，人民幣因自身因素出現下跌，其幅度明顯高過同時期美元指數之漲幅。

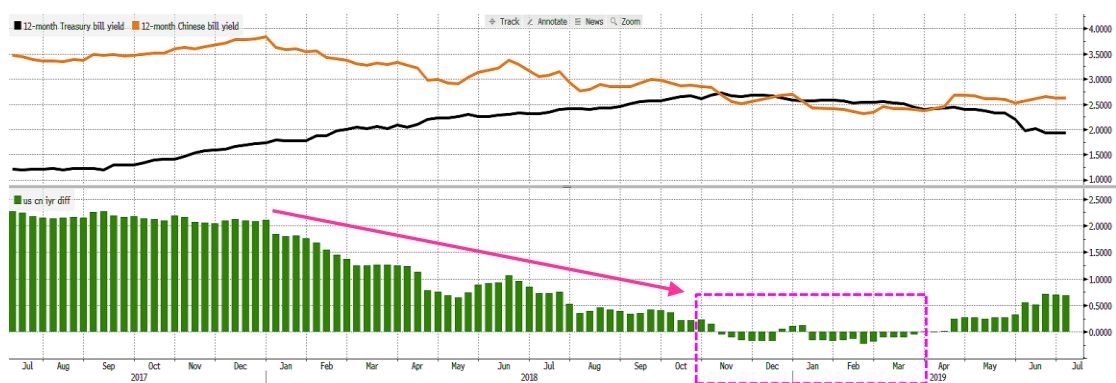
圖 13：美元指數(淺藍)與人民幣匯率(深藍)之走勢



資料來源：Bloomberg。

由於美國 Fed 逐步升息，並縮減其資產負債表，引導貨幣政策邁向正常化，致美債殖利率全面走高，利差優勢成為美元走強因素之一。由圖 14 可以得知，美中兩國利差在 2018 年逐步縮減，到年底時美國 12 個月期國庫券殖利率一度較中國同年期國庫券殖利率為高。在美中利差收斂的背景下，對外資而言，人民幣債券之吸引力也會下降，進而削弱人民幣之需求。

圖 14：12 個月國庫券走勢~美國(黑色)、中國(橘色)；利差(綠色柱狀圖)



資料來源：Bloomberg。

參、維穩人民幣匯率之措施

一、透過信心喊話穩定市場預期

2018年7月3日因離岸與在岸人民幣匯率雙雙貶破6.70重要關卡，人行行長易綱表示，因美元走強和外部不確定性等因素影響，人民幣出現一些波動，惟中國經濟基本面良好，金融風險總體可控，人行將運用已有經驗和充足的政策工具，保持人民幣匯率在合理均衡水準上的基本穩定¹⁹。經過此番信心喊話，當日午後離岸與在岸人民幣聯袂收復6.67關卡。

8月16日人行透過干預離岸人民幣流動性，推升人民幣匯率，至8月21日連續4個交易日，離岸人民幣匯率由6.9471跌至6.8285，升值1.73%，人行貨幣政策司司長李波於8月21日對外宣示，人民幣匯率是由市場供求決定，中國不會搞競爭性貶值，也不會把人民幣匯率作為工具，來應對貿易摩擦等外部擾動；他並強調中方有能力保持人民幣匯率在合理均衡水準上的基本穩定。

中國大陸總理李克強9月19日表示，單向貶值對中方弊多利少，而中國不會靠貶值刺激出口，且強調人民幣完全有能力保持在合理均衡水平上基本穩定。

二、以窗口指導強化資本管制措施

2015年811匯改後，中國大陸為因應無序資本外移，曾以窗口指導強化資本管制措施，包括：加強對人民幣境外放款、拆款限制²⁰、調降資金匯出審核門

¹⁹ 同日人行副行長潘功勝在香港出席活動時，亦表示中國基本面強勁，經濟具有韌性，外匯儲備充足，手上更有豐富的政策工具，有信心人民幣在合理區間保持穩定。

²⁰ 彭博新聞報導，2015年11月19日人行對部分境內銀行進行窗口指導，要求暫停向離岸銀行的人民幣帳戶提供跨境融資。據稱人行要求有資格的離岸人民幣清算行、參加行，暫停進行債券附買回交易。2015年12月底，人行已通知至少兩家外資銀行，要求暫停其境外人民幣業務參加行的跨境人民幣購售業務。2016年12月1日，人行進一步要求放款人在辦理人民幣境外

檻²¹、大額跨境轉帳通報要求²²、嚴審對外投資²³、加強個人結匯真實性審查²⁴等等。2018年6月後，人民幣面臨較大貶值壓力，外界認為中方沿用此類窗口指導之管制措施。

三、採行政措施提高放空人民幣成本、穩定市場預期

(一)將外匯風險準備金率由0%調升至20%

土耳其里拉於2018年8月開始波段貶勢，拖累人民幣於8月3日盤中貶破6.90關卡，人行於同日晚間宣布將金融機構遠期售匯外匯風險準備金率由0%調升至20%²⁵，並強調將根據形勢發展需要採取有效措施進行逆週期調節，以維護外匯市場平穩運行，保持人民幣匯率在合理均衡水準上的基本穩定。

由於調高外匯風險準備金至20%，將增加在岸人民幣放空成本，可減緩

放款業務前，在所在地外匯管理部門進行登記。2016年12月16日，人行據稱向部分商業銀行進行窗口指導，對於企業境外放款到期沒有回流者，應按照相關規定，對銀行和企業進行嚴肅處理，並要求馬上收回。

²¹ 彭博新聞報導，2016年11月29日，外管局對尚可流出額度5,000萬美元及以上的對外投資項目進行管控。外管局還要求銀行在辦理資本項下業務時，針對單筆等值500萬美元的購匯交易，需要事先向外管局進行大額報告。

²² 彭博新聞報導，2016年11月30日，人行收緊人民幣資金跨境業務，嚴控以離岸購匯為目的的匯出。

²³ 彭博新聞報導，2016年1月12日人行要求部分境內銀行做好資本項下人民幣淨流出管理，減少短期內人民幣跨境集中流出，以降低離岸人民幣流動性。2016年11月28日，中國國務院將就對境外投資進行階段性管理措施，投資額在100億美元及以上的對外投資項目將被禁止。

²⁴ 彭博新聞報導，2016年1月28日外管局對部分地區進行窗口指導，要求經常項目下的提前購匯，只能在實際付匯前5個工作日內辦理。2016年10月29日，禁止中國境內居民以銀聯卡於境外購買旅遊消費以外的保險項目。2016年12月18日，進一步限制中國境內居民在香港以多次刷信用卡方式購買保險產品。

²⁵ 2015年9月人行曾要求金融機構按其遠期售匯簽約額之20%提存外匯風險準備金，後於2017年9月11日將其調降為0%。

看空人民幣之力道。一般認為，儘管人民幣面臨之貶值壓力尚不及 2015 年「811 匯改」；但人行仍希望能藉由調高外匯風險準備金以引導預期，幫助穩定人民幣匯率。

(二) 透過境內外匯 SWAP 市場干預，減緩人民幣跌值預期

2018 年 8 月 7 日華爾街日報報導²⁶，人行低調通過境內的外匯 SWAP 市場，引導市場預期以減緩人民幣跌勢。相關報導稱，藉由境內外匯 SWAP 即期端換入美元(換出在岸人民幣)，且同時在遠期端換出美元(換入在岸人民幣)，人行欲壓低美元兌換在岸人民幣之換匯點至負數。此舉形同使遠期在岸人民幣匯率較即期在岸人民幣匯率為貴，有助降低人民幣貶值預期。

(三) 緊縮離岸人民幣流動性~透過境外外匯 SWAP 市場干預

市場一般認為，人行可透過中資銀行於離岸人民幣市場承作外匯 SWAP 交易，於 SWAP 即期端換出美元(換入離岸人民幣)，藉以緊縮離岸市場之人民幣資金，增加作空離岸人民幣交易成本及難度。

(四) 緊縮離岸人民幣流動性~限制上海自貿區人民幣資金流向香港

除強化註 20 提及有關限制向境外人民幣放款、拆款之窗口指導外，根據路透新聞報導²⁷，2018 年 8 月 16 日人行上海總部通知，要求上海自貿區

²⁶ China Uses Lower-Profile Swaps Market to Bolster Yuan.

<https://www.wsj.com/articles/china-uses-lower-profile-swaps-market-to-slow-yuans-slide-1533654315>。

²⁷ 中國央行限制人民幣通過自貿區 FTU 帳戶外流，收緊離岸流動性。

<https://cn.reuters.com/article/pboc-restrictions-ftu-0816-thur-idCNKBS1L1009?il=0>。

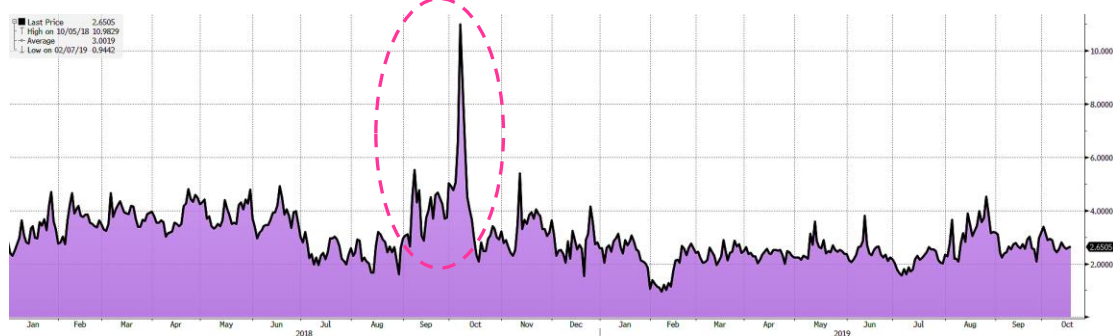
內銀行不得透過同業往來帳戶，向境外存放或拆放人民幣資金，以減少離岸人民幣之供給，增加人民幣空頭的做空成本。

(五) 緊縮離岸人民幣流動性~於香港發行央行票據

2018年9月20日人行與香港金管局簽署備忘錄²⁸，將透過在香港發行央行票據，來調節離岸人民幣流動性，以完善離岸人民幣投資工具，並保持人民幣匯率的穩定。當日離岸人民幣匯率由前日之 6.8513 升值至 6.8355，升幅 0.23%。而人行 2018 年 10 月 31 日正式宣布，將於同年 11 月 7 日首次在香港發行人民幣第一期、第二期央行票據，發行總額為 200 億元人民幣，其中三個月期和一年期各為 100 億元人民幣。

受到前述 3 個因素影響，9 月中旬至 10 月上旬 1 離岸人民幣 1 週 SWAP 所隱含利率明顯攀(圖 15)，有效增加人民幣空頭操作之成本。

圖 15：離岸人民幣 1 週 SWAP 所隱含利率



資料來源：Bloomberg。

(六) 重啟中間價定價機制之逆週期因子

人行於 2018 年 8 月 24 日宣布人民幣中間價定價機制重啟逆週期因子²⁹，

²⁸ 香港金管局在新聞稿中表示：在香港發行中國人民銀行票據旨在豐富香港高信用等級人民幣金融產品，完善香港人民幣債券殖利率曲線，支持香港離岸人民幣業務發展。

²⁹ 在岸人民幣每日開盤前中間價定價機制為：(1)前一日在岸人民幣收盤匯率 + (2)人民幣對一籃子貨幣之匯率變化 + (3)逆週期因子。其他有關說明可參閱註 3，以及人行出版之 2018 年人民

相關新聞稿表示，因受美元指數走強和貿易摩擦等因素影響，外匯市場出現順週期行為，故重啟逆週期係數，以適度對沖貶值方向的順週期情緒。受此消息激勵，當日離岸人民幣匯率由前日收盤之 6.8939，升值至 6.8057，升幅達 1.30%。

幣國際化報告。因人民幣匯率於 2017 年下半年後明顯走穩，2018 年 1 月人行將逆週期因子調整至中性。

肆、參考資料

1. Becky Liu (2018), “China – Renewed challenges,” *Standard Chartered Bank*, May 10.
2. Becky Liu (2018), “CNY – This time may be different,” *Standard Chartered Bank*, October 09.
3. Becky Liu (2018), “CNY outlook for 2019: We see appreciation,” *Standard Chartered Bank*, December 13.
4. Lu Sun (2018), “Another Leg of RMB Depreciation Is Drawing Near,” *Citi Bank*, October 17.
5. Lu Sun (2018), “How Much More Pressure on the RMB under Tariff War?” *Citi Bank*, September 20.
6. Lu Sun (2018), “Risk Rises of PBoC’s Response to a Stronger RMB.” *Citi Bank*, January 29.
7. Paul Mackel (2018), “RMB – A two-way street,” *HSBC Bank*, February 08.
8. Paul Mackel (2018), “RMB – Tolerating flexibility,” *HSBC Bank*, July 03.
9. Qu Hongbin, Julia Wang, and Ma Xiaoping (2018), “China in 2019 – Five key macro themes,” *HSBC Bank*, November 22.
10. 中國人民銀行(2018), 「2018年人民幣國際化報告」。
11. 中華民國財政部統計處(2018), 「近期美國對中國大陸貨品加徵關稅之相關影響分析」, 8月21日。

12. 北富銀金市研究中心 (2018),「中國市場分析(三):從國際收支看人民幣趨勢」,10月3日。
13. 李一民 (2018),「2018年人民幣匯率走勢回顧與展望:跨過山和大海」,中國貨幣雜誌第206期。
14. 香港交易所(2018),「將中國納入全球債券指數:現況與前景」,6月。
15. 許超 (2018),「2018年人民幣收官:全年貶值逾5%,振幅高達7000點創紀錄」,12月28日,華爾街見聞。
16. 傅蘇穎 (2018),「逆週期因子重啟,緩解人民幣貶值壓力」,8月27日,證券日報。
17. 彭博新聞。
18. 路透新聞。
19. 謝亞軒 (2018),「2018年下半年人民幣匯率究竟怎麼看?」,6月29日,微信公眾號「軒言全球宏觀」。
20. 謝亞軒 (2019),「2018人民幣匯率先強後弱,2019人民幣匯率何去何從」,2019年第1期,中國外匯。