

## 人民幣專題

本文將會就人民幣貶值狀況、原因及成因、影響以及對中港股市於短期及中期的影響作解讀及分析，並在最後為大家整理出分別受惠於人民幣升值及貶值的行業作參考。



### (一) 人民幣貶值幅度

從人民幣兌美元匯率與美元指數的比值來看，歷史上基本維持在6.7至7.3的區間內震盪，當前這一比值為6.3%，顯著低於區間下沿。第二，從相較於一籃子貨幣的人民幣匯率指數來看，當前仍維持在100以上，大幅高於疫情前的91.4，也高於今年5月底的低點。第三，從人民幣兌美元匯率的貶值幅度來看仍然少於美元指數的升值幅度，亦少於泰銖、歐元、韓元、日元的貶值幅度。

### (二) 人民幣匯率貶值原因

#### (I) 外圍

美聯儲主席鮑威爾在傑克遜霍爾全球央行年會上表示將會「堅持加息，直至大功告成為止」，鷹派立場繼續超市場預期，加息預期持續未止，不同年期的美債收益率不斷向上。美元指數觸及110，創近20年來新高。

另一方面，歐洲遭遇極端乾旱、高溫天氣，地緣政治衝突導致天然氣、電力等能源緊張，經濟衰退風險快速上升。



## (II) 中國

疫情反彈及房地產風險加大，中國經濟下行壓力仍然未見轉折點。

### (1) 疫情

7月以來中國多個地方疫情再現反彈，疊加天氣的反覆和極端的高溫乾旱天氣影響農業生產和露天施工等工作及行業，更突顯電力供需缺口，部分地區被迫拉閘限電，影響經濟正常運作。

### (2) 房地產

→ 7月初出現「斷供風波」，房地產相關數據如銷售及投資等未見轉勢。

## (III) 貨幣政策

中美貨幣政策分化，今年美國經濟的主要矛盾為控通脹，反之中國為穩增長。操作上，美聯儲快速加息縮表，而中國人民銀行則降准降息。其中，8月15日下調1年期MLF利率10基點。中美10年期國債利差從年初的113基點快速降至9月1日的65基點，中美利差倒掛，境外機構持續減持國內債券。

兩國之間的利差 (Interest Rate Spread) 持續收窄引發資本流出。

## (三) 人民幣貶值的影響

### 外圍負面及風險應對

#### 1) 資本外流加劇，衝擊國內資產價格

→ 由於美元指數快速走強人民幣匯率貶值，現時人民幣仍是強勢貨幣，仍然未形成強烈的貶值情況

#### 2) 匯率貶值導致原材料進口成本上升，加劇輸入性通脹壓力，或會擠壓下遊行業的利潤

→ 中國糧食、能源等對外依存度低於歐洲，而且中國政府一向強調「保供穩價」。另一方面，全球衰退風險上升導致大宗商品價格最近出現回落一定程度上削弱了中國輸入性通脹壓力



#### 3) 加大公司及企業償還外債(本金及利息)的壓力，影響行業例如鋼鐵、航運空、地產等美元高負債行業的風險

→ 中國外債規模不大，外匯儲備仍然屬於較充足的狀況。指定高風險行業如房地產等亦正在受國家政策的幫助

#### 4) 對國內貨幣政策產生約束，限制穩增長政策空間

→ 宏觀政策「以國家為主」，國內經濟陸續恢復的情況下將會有助人民幣匯率走勢重新走強

整體風險仍可控。

### 好處

全球經濟衰退風險上升，市場擔心國家出口增速回落，匯率貶值有助增強中國出口產品的競爭力，對於電子、家電、紡織服裝等出口收入佔比較高的行業，匯率貶值有助改善企業經營效益。

## (四) 人民幣匯率去向推測

未來人民幣匯率走勢主要取決於：

美元指數的強弱、國內經濟恢復進程、維護匯率穩定的政策。

近期，地緣風波及極端天氣先後出現，能源供需矛盾推動天然氣等能源價格快速上漲，歐洲天然氣及電價等屢創新高。相較能源對外依賴度較高的歐元區能源體系更較脆弱，美國能源體系相較獨立。

能源供給受限亦並非短期問題，價格上漲可能成為常態。能源價差較大的環境下，中國出口競爭優勢或得以繼續維持，貿易順差對人民幣匯率上仍然有支撐。能源問題加劇通脹風險，並打擊著企業生產意慾、成本上升下侵蝕其利潤；居民端而言，通脹衝擊居民消費。總結而言，美聯儲堅持加息直至目標完成，美國及其他新興國家基本面分化，短期美元階段性強勢或難改變，對人民幣匯率的壓制未可避免。

## (五) 人民幣匯率走勢對股市 (A股、港股) 的影響 (短期及中期)

歷史：過往歷次人民幣升值週期，A股均明顯受帶動上漲，而在人民幣貶值週期內，則往往伴隨著下跌走勢，但這並不意味著匯率決定股市，二者的走向更多由宏觀基本面共同驅動。

事實上，決定人民幣匯率的要素：流動性層面的內外利差、貿易層面的結售匯順差、經濟數據（和預期）的相對強弱成為了影響股市市場走勢的重要因素。

### (i) 風險偏好上升

國內經濟向好時期，通常導致貨幣政策收緊、內外利差擴大、人民幣升值，進而也對應著市場情緒樂觀。

### (ii) 市場信心下降

經濟基本面回落則往往伴隨流動性寬鬆、內外利差縮小、人民幣貶值。

在這背後，宏觀基本面依然是決定性因素——人民幣快速貶值期間，通常伴隨著國內經濟走弱、宏觀預期轉弱，對應到A股，則是市場情緒回落、風險偏好下滑。

事實上，自2021年以來，中國金融機構外匯存款餘額已經高於外匯貸款餘額，中國企業資金短期換匯償債的壓力有限；另一方面，2月以來，股市及債市投機型外資已大幅流出，綜合以上因素，短期人民幣貶值對市場的衝擊可能有限。

**關注行業：** 匯率波動可以通過匯兌損益以及經營性活動，影響上市公司業績

**受益人民幣升值的行業：** 航空、造紙、房地產

**受益人民幣貶值的行業：** 家電、紡織服裝、黃金、石油石化、有色金屬