



經貿時事短評

2016年第二十三期(總第201期)

- 內外因素促人民幣繼續走貶
- 內地收緊資本管制防走資
- TPP觸礁或為RCEP助推
- 美零售好轉電商功不可沒

1. 內外因素促人民幣繼續走貶

國慶節之後，人民幣兌美元加速貶值，在岸價和離岸價急挫，直到調整至 6.9 左右才暫見喘定。

短評

今年至今，人民幣兌美元貶值超過 6%；貶值速度在 10 月以來有所加快，連續跌破 6.8 和 6.9 兩個重要關口，失守 6.83 這個廣為市場人士關注的「2008 年金融海嘯價」。從外圍因素看，近月聯儲官員多次釋放鷹派言論，引導市場對 12 月加息的預期顯著上升；加上特朗普在美國總統大選中爆冷勝出，其競選綱領中的財政刺激方案亦被視作推動美國經濟復甦和通脹升溫的利好因素，促使市場重新定價(Price in)聯儲調整加息步伐所產生的影響。在此期間，美元指數從 95 左右竄升至 102；亞洲新興市場國家的貨幣則掀起一輪貶值潮，人民幣亦不能倖免，對美元匯率曾連續十二個交易日出現下調。此輪人民幣貶值與美元匯率的快速上漲密切相關，基本上亦是遵循內地市場化的定價機制，將重點放在保持對一籃子貨幣匯率而非美匯的相對穩定。從另一個角度看，人行似乎亦有意藉此機會提前釋放人民幣的貶值壓力；背後的一個考量或是為特朗普入主白宮採取預防性貶值，以便在將來若被指控為「匯率操縱國」時可有較大的政策迴旋空間。亦有分析指，人民幣貶值導致內地外匯佔款下降，可減少基礎貨幣的自動投放量，客觀上有助營造中性偏緊的貨幣環境。隨著內地近期宏觀經濟政策重心轉向去杠杆、防風險，內地此番容許人民幣匯率作出較大幅度的順勢調整，再配合央行在公開市場開展「鎖短放長」操作，透過回收短期流動性和抬升市場資金成本，在一定程度上可更有效地控制企業槓桿規模的增長。總得來看，人民幣貶值壓力相信在未來一段時間仍然存在；貶值預期何時才能得以扭轉，還將取決於未來結構性改革的進展以及經濟基本因素的走勢。

2. 內地收緊資本管制防走資

人民銀行的數據顯示，截止至 2016 年 11 月 30 日，中國外匯儲備餘額降至 30,516 億美元。

短評

去年 8 月內地匯改「新政」實施以來，人民幣貶值壓力揮之不去；隨著聯儲加息升溫和美元指數階段性走強，人民幣貶值預期在部分時間段更與內地經濟基本面的走勢相背離，演變成資本流出加劇和貶值預期升級的「滾雪球式」惡性循環。期間人民銀行主要透過向外匯市場「拋美元、買人幣」來調節外匯供需，力求引導人民幣漸進及有序地貶值，紓緩資本外流的壓力。但整體而言，央行的干預顯得成效不彰且成本不菲；截止今年 11 月底，外匯儲備餘額從最高峰「縮水」大約 9,400 億美元，目前已跌至逼近 3 萬億美元的「心理關口」；11 月份下跌 691 億美元，已是連續五個月下降，更創下今年來的最大單月降幅。雖然有研究指，近年內地資本外流的「增量」主要來自對匯率敏感度較高的非居民投資者和非居民企業；但如果人民幣貶值預期持續，難免會刺激更多內地居民和內地企業加入「班資」出境的行列，屆時「走資」風險將顯著加大。正如蒙代爾「三元悖論(Impossible trinity)」所指出，一個國家不可能同時達到貨幣政策獨立性、資本自由流動與固定匯率這三個政策目標，只能從三者中取其二。人民銀行首選的自然是貨幣政策獨立性，並在逐步放寬資本管制與匯率市場化的中長期目標下，尋求兩者間短期內的「動態平衡」。隨著人民幣貶值壓力上升，近期央行

的政策「天秤」難免要有所傾斜，適度地收緊資本管制措施，包括限制內地居民赴港刷銀聯卡購買投資型保險產品、收緊對內企海外投資的額度管控及加強真實合規審查等；惟上述措施能否有效發揮減輕人民幣沽壓及遏制資本外流的作用，還有待進一步觀察。

3. TPP 觸礁或為 RCEP 助推

特朗普在網上公開演講中重申，將在就任美國總統的第一天「通知退出 TPP 的意向」。

短評

作為亞太區主要的兩個多邊經貿協議，TPP 和 RCEP 素有「瑜亮之爭」。TPP (泛太平洋戰略經濟夥伴關係協定)由美國、日本等 12 個 APEC 國家於 2015 年底達成基本協議，具有跨洲域、全覆蓋、高標準的特點；不但謀求徹底取消各國的關稅，而且談判議題還涉及人員與資金流動自由化、知識產權保護、開放服務業、国企改革、環保以及國家採購等方面的內容。由美國主導的 TPP 提倡高質素、強約束的制度性合作，其目的除了提升亞太區經濟合作水平和自由化之外，亦刻意將中國排除在外，背後隱藏了美國遏制中國、「重返亞洲」的政治考量。至於 RCEP (區域全面經濟夥伴關係協定)則是由中國和東盟牽頭，涵蓋了包括印度在內的 16 個亞洲國家。RCEP 更偏向於東亞方式的合作，即自願、靈活、開放和淺制度化的功能性合作；參加的門檻遠比 TPP 為低。特朗普在競選總統時以鼓吹「反全球化」、「本土主義」為賣點，更揚言要重新審視「北美自由貿易協定」和退出世界貿易組織；惟大多數的分析認為這類競選口號往往「雷聲大，雨點小」。雖然如此，鑒於 NAFTA 和 WTO 是實施已久的國際協議，要「付之一炬」須付出極大的經濟代價；反而 TPP 其實並未落地，美國如若真的退出，其「破壞性」影響主要仍只限於政治層面，亦相對較有可能被特朗普借來「過橋」，為其選舉承諾「找數」。一旦 TPP 施行觸礁，加上特朗普時代或會觸發發達國家的貿易保護主義抬頭，屆時反而會「倒逼」亞太各國加快亞洲經貿一體化的進程，部分 TPP 的締約國亦可能重新「歸隊」，把目光投向 RCEP；原本進展緩慢的 RCEP 有可能因此而轉入「快車道」。

4. 美零售好轉電商功不可沒

全美零售協會 (National Retail Federation) 數據顯示，感恩節、「黑色星期五」及此後兩天週末的顧客流量從去年 1.358 億人次增長至今年的 1.54 億人次，總體銷售量上升至 445 億美元。

短評

美國商家一貫對感恩節寄以厚望，會在翌日推出較大折扣吸引客戶搶購「心頭好」；商家在這一天往往可扭虧為盈，記賬由赤字改為黑字，故此日俗稱為「黑色星期五」。近年減價促銷活動的時段更進一步拉長，橫跨感恩節到「黑五」之後的週末。2016 年感恩節旺季不負眾望，期間四日的銷售額較上年攀升近 9.5%；比起過去兩年的 20.3% 和 11.1% 跌幅，更是一洗頹氣。「黑五」前後的零售表現可說是美國經濟走勢的一個風向標；美國經濟持續復甦，第三季的 GDP 增長率從第二季的 1.4% 加快至 3.2%，消費支出按季增長 4.3%，為 2014 年末以來新高。在宏觀經濟轉好的背景下，感恩節交出亮麗的成績乃預料中事。網購的表現更是引人注目；研究機構 Adobe 的數據顯示，線上銷售額創下 33.4 億美元的歷史新高，按年增長近 22%，高於去年的 14.2%。值得注意的是，美國越來越多的傳統實體店商家正改變銷售策略，爭相拓展線上業務，把電子商貿的「餅」越做越大；並透過 O2O 的融合，加快店舖向「全渠道銷售」轉型。例如，塔吉特等美國大型零售商紛紛表示會將在線銷售作為公司業務發展的重點；百思買首席執行官早前亦指，該公司今年第三季在線銷售額按年增長 24%，已成為增長最快的渠道。拓展網上虛擬商店的商家，往往將線上店作為貨物宣傳的主要渠道來吸納顧客；而線下店則成為「體驗店」及「提貨店」，客戶可獲得良好購物體驗，亦可即時提貨，省卻物流時間。看來，這種線上線下、虛實融合的「全渠道銷售」模式，將有望成為美國零售業的主流。

以上資料由香港中華廠商聯合會秘書處編寫，內容僅供內部參考；如有任何查詢，請聯絡政策研究部。

電話：2542 8611；傳真：3421 1092；電郵：research@cma.org.hk