



歐美疫情持續之下人民幣匯率走勢分析

國際金融市場在新冠疫情蔓延下經歷了動盪的一個季度，尤其是歐美確診個案爆發式增長的 2 月底以來，主要國際貨幣及部分新興市場貨幣波動明顯加大，人民幣匯率亦一度出現較大幅度貶值。3 月 31 日離岸市場 CNH 報收 7.0917，一個季度貶值 1.91%。同期在岸市場人民幣兌美元中間價及 CNY 分別報收 7.0851 及 7.0825，跌幅為 1.56% 及 1.71%。

一、歐美疫情蔓延令全球避險情緒急升

新冠疫情是近年來全球少見的黑天鵝及灰犀牛事件，人們很難事先預料疫情如此蔓延，特別是境外在短短一個月大規模爆發以致失控，歐美主要經濟體無一倖免。疫情對全球經濟的影響亦遠遠超出預料，目前已打亂了各國正常的經濟活動，造成全球股票、外匯、債券、商品價格急劇波動，未來還將面對各項經濟指標向下調整，形成新一輪市場衝擊。

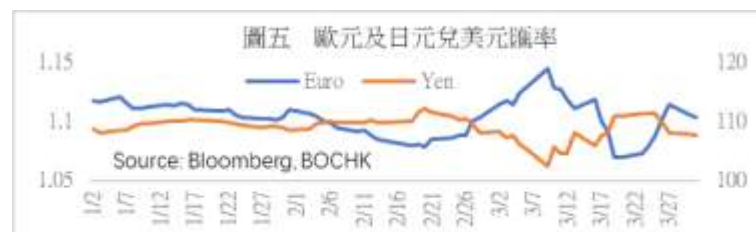
第一季度全球金融市場最大特點是各種金融資產價格波幅明顯加大。美國道瓊斯股票指數全季下跌 23%，期間最高點及最低點分別為 29551 點及 18592 點，最大調整幅度為 37%。納斯達克指數全季下跌 14%，最大波幅為 30%。原油期貨價格從每桶 60 美元下滑至 20 美元，跌幅高達三分之二。黃金價格全季反彈 3.6%，但期間卻急跌 11.9%。美國 10 年期國債孳息率從去年 12 月 31 日 1.9175% 跌至今年 3 月 31 日的 0.677% (季中最低為 0.5403%)，跌幅為 1.24 個百分點。歐洲疫情最嚴重的意大利 10 年期國債孳息率一度從 0.903% 升至 2.377%，上升了 1.474 個百分點。由此顯示，疫情中全球投資者信心大受打擊，產生強烈的避險情緒，將資金擺布到相對安全的資產上。

應堅
高級經濟研究員
Tel: 28266200
yingjian@bochk.com

聲明：
本文觀點僅代表作者個人判斷，不反映所在機構意見，不構成任何投資建議。



市場避險情緒反映在外匯市場上便是全球追逐美元，除美元之外其他貨幣普遍貶值，新興市場國家匯率更受重創。3月31日美元匯率指數報收 98.91，一個季度升幅為 2.6%，但最高為 102.82，最大升幅達 8.3%。歐元及日元全季貶值 1.6%及 1.1%，但期間曾大跌 6.6%及 8.8%。一季投資類貨幣澳元最大跌幅為 18.2%。俄羅斯盧布、巴西雷亞爾、南非兰特最大跌幅為 31.0%、27.9%及 27.3%。東南亞貨幣中，印尼盾、馬來西亞林吉特、泰銖調整幅度較大，最多時貶值 22.3%、9.6%及 8.9%。



二、市場情緒對人民幣匯率影響明顯

近年來，人民幣匯率與其他貨幣互動性增強。金融海嘯及歐債危機後，美元一枝獨大，呈現強勢，歐元、英鎊及日元處於守

勢。人民幣匯率大致跟隨歐元、英鎊及日元同向變化，與美元匯率指數則是反向相關。

人民幣匯率受到內外因素的共同影響，包括中國及歐美實體經濟表現、中國及歐美貨幣政策變化、中國對外開放及人民幣國際化政策，但也不可忽視黑天鵝及灰犀牛因素。2018年5月美國突然宣布對中國進口貨品加征關稅，CNH在兩個月內貶值8.7%。兩國政府為此展開艱苦談判。中美貿易摩擦及談判進展成為影響當時人民幣匯率走勢的關鍵因素。談判出現轉機時，CNH升至6.7水平，談判氣氛轉差時，CNH“破7”並一度跌近7.2水平。去年底雙方談判取得重大進展，並於今年1月15日正式簽署第一階段協議。中美貿易摩擦對CNH的影響減弱。

然而，只過了幾天，新的黑天鵝及灰犀牛出現。2月下旬，新冠疫情在部分省市集中爆發，內地引入前所未有的嚴厲防控及應對措施，影響人們的正常出行及生活。春節期間離岸人民幣外匯交易仍如常運行，CNH轉為弱勢，多次跌破7水平。



往年春節假期經濟活動原本就不正常，數據公布滯後，而且波動較大，市場有一定預期，人民幣匯率所受到的影響有限。今年1至2月內地主要經濟數據表現較差，亦在預期之內。中央提出，積極的財政政策要更加積極有為，穩健的貨幣政策要更加靈活適度，確保市場流動性，並引導企業貸款利率下行，投資者信心穩定下來。

但2月底後境外疫情突變，引發國際金融市場崩潰，避險情緒占了主導，最嚴重時候出現超高避險心理，連最安全的美國10年期國債及黃金一度也被拋售，投資者傾向於“現金為王”。美聯儲重新實施量化寬鬆，釋放大量非常規政策工具，並聯手各國央行互換本幣，力挽全球美元流動性。迄今，2月底以來歐美疫情惡化的影響尚未在主要經濟指標上體現出來。因此，這一輪全球金融市場波動主要受到避險情緒的影響，3月19日CNH急貶並在盤中跌至7.165亦主要受到外圍市場拖累。

三、短期內人民幣走勢要看疫情演變

當前全球金融市場變化多端，避險情緒仍然濃厚，股票及商品價格反彈乏力，美國 10 年期國債繼續受到追捧（4 月 1 日又升至 0.582%）。這種市場格局可能會持續一段時間：

一是歐美疫情仍未受到有效控制，不排除進一步惡化的可能性。到 4 月 1 日全球確診個案突破 92 萬宗，主要歐美國家占了四分之三。死亡 4.6 萬人，主要歐美國家占了八成。特朗普稱，美國最終死亡 10 萬人“已算不錯”，更有專家預言美國會有 20 萬人不治。按此推測，確診個案將達一、兩百萬人。歐洲情況也不會好到哪裡。如果真的發生，對歐美乃至全球打擊難以估算，市場情緒大幅波動在所難免；

二是疫情對全球經濟影響將超過金融海嘯，今年衰退可能性很大。經濟學家對經濟前景的預期越來越暗淡，並普遍預計疫情對第二季歐美經濟的影響會真正顯現出來。3 月 23 日摩根大通預計第二季美國 GDP 將下降 14%，摩根士丹利預計下降 30.1%，高盛預計下降 24%。摩根大通及高盛預計全球今年經濟有望下降 1% 左右。3 月 31 日高盛又進一步將第二季美國 GDP 增長率跌幅下調至 34%，失業率急升至 15%。如此幅度調整對市場信心的打擊可想而知，特別在不利數據公布時市場波動會很大；

三是個別風險指標可能會轉差，並釀成部分國家債務危機。觀察衡量主權風險及系統性風險的主要指標，目前幾個受影響較大的歐美國家政府財政仍然正常，如意大利、法國、西班牙財政赤字占 GDP 比重不到 3%，但政府債務占 GDP 的比重偏高，為 100% 至 135%。未來這些國家防疫抗疫及疏解民困的費用大增，而經濟衰退又令收入大幅減少，是否又會引起部分國家債務危機，從而引起金融市場動盪。

面對如此複雜的外圍形勢，人民幣匯率變化不確定性因素增多。短期內人民幣匯率走勢主要取決於兩方面：

1、內部因素是支撐人民幣匯率的重要支柱。境內疫情防控已取得階段性成果，只要保持高度警覺及快速反應，大規模疫情反彈的機會不大。社會生活及經濟活動恢復正常，3 月份 PMI 指數已進入擴張區間。儘管經濟增長穩固需要時間，並會受到外需減弱及供應鏈延誤等不利因素影響，但復甦基礎確立。另一方面，中國是目前仍使用常規性貨幣政策的少數國家之一，保持對歐美較大息差，而境外投資者投資人民幣資產仍繼續增加，亦有利於人

民幣匯率。

中國與歐美疫情發展存在時間差，疫情對經濟產生影響亦存在時間差。中國疫情最嚴重是 2 月份，直接影響第一季經濟。歐美疫情於 3 月集中爆發並將蔓延至 4 月，第二季經濟所受影響應會更大一些。因此，若中國經濟逐步反彈而歐美經濟仍陷於困境之中，對穩定人民幣匯率應有一定幫助。

2、外部因素是人民幣波動擴大的觸發器。短期內美元匯率指數將居高不下，對人民幣匯率構成很大的壓力，而全球避險情緒不消退，又會進一步穩固美元強勢地位。除此，疫情中各種意想不到的事件出現的機會明顯增多，例如，流動性突然抽緊，系統性風險出現，主權債務危機爆發等。一旦有個別情況發生，則有可能引起新的恐慌及羊群效應，觸發金融市場急劇調整，不排除 CNH 在短時間內脫離在岸市場。

總體上，基本面支持人民幣匯率的因素不少，但從市場面看，人民幣匯率走勢並不樂觀。我們可假設不同情景——

第一種情景：歐美疫情進入高峰並逐漸控制，全球避險情緒緩解，人民幣匯率壓力減輕，CNH 主要在 7 至 7.1 區間波動，若利好消息增多，CNH 有機會進一步反彈；

第二種情景：歐美疫情失控特別是美國疫情造成經濟嚴重衰退，或歐洲爆發債務危機，全球避險情緒進一步加劇，CNH 將承受更大壓力，仍有向下調整空間。

近期報告

1.	貨幣財政雙管齊下，應對新冠經濟衝擊	張文晶	03.30
2.	印尼和菲律賓本年第二次降息	李睿正	03.24
3.	跟隨全球央行步伐 越南本年首次降息	李睿正	03.20
4.	油價急跌將對文萊經濟產生嚴重影響	張瓊	03.18
5.	美聯儲再啟零利率與量化寬鬆	韓鑫豪	03.16
6.	泰國失業率或攀升至 3%，降息壓力進一步增大	張瓊	03.12
7.	馬來西亞央行本年第二次降息 25 基點	李睿正	03.05
8.	美聯儲緊急降息 50 基點，世界降息潮再臨	蔡永雄、韓鑫豪、張謙	03.04
9.	黃金與日圓走勢背道而馳	張文晶	03.02
10.	央行多管齊下全力支持抗擊疫情	席帥	02.28
11.	香港特區政府推出大規模逆周期紓困措施	黃思華	02.28
12.	印尼央行啟動預防性降息 下調利率 25 基點	李睿正	02.26
13.	泰國 2019 年經濟增長放緩至 2.4%	李睿正	02.19
14.	央行新政策為境外投資者進入內地衍生品市場提供便利	孔玲	02.17
15.	馬來西亞第四季經濟同比增長 3.6% 遠遜預期	李睿正	02.13
16.	泰國央行降息至歷史新低	李睿正	02.07
17.	疫情對離岸人民幣市場拆息的影響分析	梁紹仁、張華琳	02.06
18.	疫情發生後人民幣匯率走勢分析	張謙	02.05
19.	疫情發展對離岸人民幣市場的階段性影響及分析	孔玲	02.05
20.	美聯儲維持利率不變，疫情或為新風險	韓鑫豪	02.04