



圖／東方 IC
上海陸家嘴金融貿易區

近期人民幣匯率發展趨勢與風險管理

◆文／李沃牆

淡江大學財金系教授
兼兩岸金融研究中心副主任

近一年來，人民幣匯率波動受貿易戰影響加劇。特別是在7月31日受美聯準會(Fed)降息一碼及川普宣布自9月1日起將針對中國進口的3,000億產品課徵10%關稅後，全球股匯震盪。接著，8月5日受貿易戰及香港反送中「三罷」影響，人民幣對美元中間價調降229點至6.9225元；中間價甫一公佈，離岸人民幣應聲跌破7元關卡，來到7.0221元，創金融海嘯以來新低。總計8月份人民幣中間價下挫2.88%，離岸價貶3.34%；在岸貶幅更達3.63%，創25年以來最大單月跌幅。

另國際清算銀行(BIS)最新公布的8月人民幣實際有效匯率指數降1.18%至119.76，創25個月新低。路透報導，BIS公布的數據還顯示，8月人民幣名義有效匯率指數降1.59%至114.32，創5年新低。人民幣雖貶值，但環球同業銀行金融電訊協會(SWIFT)的報告指出，8月人民幣國際支付排名回升1名，重回第5大最活躍貨幣。

9月1日起，美中雙方再度實施新一輪關稅，人民幣也持續走貶；9月3日，人民幣在岸及離岸價再度逼近7.2兌1美元大關，分別



刷新 11 年半及 9 年以來新低。然勢隨時轉，中國大陸政府於 9 月 6 日宣布，陸方代表將於 10 月初前往美國華府，舉行第 13 輪美中經貿高級別談判，力爭取得實質進展後，市場轉趨樂觀，股匯反彈，人民幣一路走強至 9 月 16 日的 7.0673；然 9 月 18 日，Fed 再次宣布降息一碼 (25%)，因 Fed 對利率前景看法不如預期溫和，反而帶動美元走強，導致人民幣又貶破 7.1 關卡；9 月底，隨美

中貿易談判利多消息逐步淡化，以及購匯需求持續湧現影響，人民幣漲勢停滯，匯率維持在 7.12 至 7.15 間整理。10 月中，美中第 13 輪高級貿易談判達成階段性協議後，人民幣隨即升值，10 月 14 日來到 7.0676 高點。那麼，未來人民幣走勢會如何？有何影響？台商又該如何避險，做好風險管理？

影響人民幣匯率的重大因素

以今日之勢，筆者認為未來左右人民幣的重要因素包括，貿易戰後續談判結果、Fed 再度降息與否、中國大陸經濟成長表現，茲分析如後。

一、美中貿易戰可說是歹戲拖棚，一波

未平，一波又起。8 月 1 日，川普推文表示，由於中國大陸達成貿易協定的腳步太慢，將從 9 月 1 日起對額外 3,000 億美元中國大陸進口商品加徵 10% 關稅；此波關稅將影響包括 iPhone 在內的平板、手機、玩具等消費性產品，對美國消費者影響極大。8 月 23 日，中國大陸宣布將針對原產於美國的 5,078 個稅目，約 750 億美元的商品，加徵 5% 至 10% 不等的關稅，並分別在 9 月 1 日及 12 月 15 日開始實施。貿易戰再度升溫，導致金融市場股匯震盪，人民幣更是貶破 7 元關卡。9 月 6 日，中國大陸宣布，陸方代表將於 10 月初前往美國華府，舉行第 13 輪「中」美經貿高級別談判，力爭取得實質進展。結果，美中第 13 輪高級貿易談判達成階段性協議，並可能於 11 月在智利舉行的亞太經濟合作會議 (APEC) 之「川習會」簽訂協議。陸方也表示願意在美中簽署局部貿易協議後，1 年內購買 200 億美元美國農產品。雖貿易戰看似有緩和跡象，但白宮首席經濟顧問庫德洛 (Larry Kudlow) 表示，美「中」貿易戰堪比當年美蘇冷戰，雙方衝突可能需要數年才能解決。

另一方面，中國大陸想以拖待變，若美國民主黨贏得 2020 總統大選，則未來談判空間大。然而，川普為總統大選連任，不得不提高關稅施壓，未來更可能將 10% 的關稅全面提高至 25%；據此判斷，貿易戰要達完全協議仍充滿變數。然而，貿易戰對美中及全球貿易、經濟成長衝擊已愈趨顯著。

二、美國聯準會 (Fed) 繼 7 月底降息一碼後，再度於 9 月 18 日宣布次降息一碼，聯邦資金利率的目標區間來到 1.75% 至 2%。一般認為，這 2 次舉措應為「預防性降息」措施，未來是否會進入「降息循環」，目前尚難斷定。Fed 貨幣政策舉措一向是全球各國央行觀察的指標，揆諸 Fed 自 2015 年來共 9 次升息，即意謂美國經濟成長強勁、勞動市場就業狀況良好，失業率屢創新低，及通膨率接近 2% 目標區。今年，美國第 2 季經濟成長率達 2.1%，儘管較第 1 季放緩，但仍然優於市場預期。彭博經濟學家原先預估，美國第 3 季經濟成長為

2.1%、第4季為2.2%，但川普若全面對中國大陸提高關稅，大陸也採取反擊措施，預估第3、4季的GDP成長率將分別降到1.8%及1.7%，導致明年經濟衰退機率升高。

至於就業水準，美7月失業率為3.7%，勞動市場依舊熱絡，但8月新增非農就業數據縮水至13萬。7月份整體消費者物價指數(CPI)受到能源等產品成本上漲而大幅上漲，年增1.8%，但仍未達2%目標水準。持平而論，Fed連2度降息，為10年來首見；究其因，係因應美國貿易政策以及全球經濟放緩所導致的風險。雖然川普對此次降息幅度仍大表不滿，但誠如Fed主席鮑爾(Jerome Powell)所言，「未來世事難料」，故會議聲明並未暗示11月將再降息，但將視經濟數據決定。綜合而言，美國經濟表現仍算強勁，但未來可能持續放緩，降息機率仍高。降息若導致美元貶值，甚至逆向升值，將會牽動人民幣匯率波動。

三、大陸經濟成長在第1季創下6.4%新低後，第2季受到貿易戰效應衝擊浮現，製造業投資及進出口成長均不理想，GDP成長率為6.2%。10月18日，中國大陸國家統計局公布第3季國內生產毛額(GDP)年成長率為6%，較第2季下降0.2%，創下1992年以來最低紀錄。今年前3季度因面臨國內外諸多風險挑戰，GDP成長率分別為6.4%、6.2%及6%；而累計前3季度GDP總值為69兆7,798億人民幣，年增率6.2%。

國際貨幣基金(IMF)於10月15日發布最新展望報告也調降大陸經濟成長率至6.1%；而瑞銀的報告也指出，因美中貿易摩擦進一步升級，再次下調大陸經濟預測，預估2019年中國大陸增速

▶ 近一年來，人民幣匯率受美中貿易戰影響波動加劇。

將保持在6%；而2020年將放緩至5.5%，屆時，人民幣走貶機率將大幅升高。

2019年7月30日習近平親自主持的中共中央政治局會議，定調下半年經濟工作重點將全面做好「六穩」工作，亦即「穩就業、穩金融、穩外貿、穩外資、穩投資、穩預期」。更強調圍繞在「鞏固、增強、提升、暢通」，深化供給側結構性改革。這些舉措更意謂，中國大陸經濟成長「維穩」的壓力漸增。然而，隨著出口下跌、貿易順差惡化，人民幣的貶值壓力將隨之擴大。所以，中國大陸國務院為穩定消費預期、提振消費信心，於8月27日提出「國務院辦公廳關於加快發展流通促進商業消費的意見」20條，其中包括釋放汽車消費潛力、加大對新消費領域金融支援力度等項。除此，人行亦於9月6日宣布，將自9月16日起降準2碼，支持實體經濟發展、降低社會實質融資成本，促進加大對小微、民營企業的支持力度；本次降準估計約釋放人民幣9,000億元。降準本質上是一種寬鬆的貨幣政策，雖然貨幣寬鬆不等於匯率必然下跌，降準並不意味著人民幣必然貶值；但卻無形中擴大人民幣貶值壓力。

人民幣貶值影響不容小覷

人民幣自人行於2009年啟動人民幣國際化後就備受全球矚目；特別是在美中貿易戰後，人民幣更是動見觀瞻，其影響不言可喻；茲舉



圖／東方IC

舉舉大者分述如下。

一、眾所周知，貨幣升貶是雙面刃，倘人民幣貶過多，負面衝擊也會接踵而至。例如，大陸民眾及企業為保護自己的財富不受人民幣進一步貶值影響，將會拋售人民幣，買入其他外幣資產，並設法將資金移出中國大陸，造成外匯大幅流失，最終傷害經濟穩定。但人行所公布的7月外匯存底為31,037億美元，較年初上升310億美元、8月微增至31,072億美元、9月則微幅減少至3,092.4兆美元，雖低於估值，但目前尚未有明顯的外匯流失。

二、亞洲國家與大陸貿易依存度與日俱增，貨幣關聯性愈來愈高；一旦人民幣持續走貶，引發貨幣競貶的機率自然升高。標準普爾全球評級和國際外匯商提出「FIX」匯市恐慌指標，即以人民幣兌美元走勢作為金融市場重點觀察指標。

三、人民幣升貶亦影響台灣民眾存人民幣意願及相關人民幣資產的價值波動。根據統計，截至2018年底，台灣人民幣資產已來到4,354億元人民幣。但人民幣一貶，國人人民幣資產瞬間蒸發超過200億元人民幣。此外，台灣人民幣存款，在2015年7月最高來到3,382億元；但今年9月人民幣存款已縮水至2,649.52億元，人民幣貶值實難辭其咎。

台商如何進行人民幣風險管理

由本文論述可知，人民幣匯率波動的風險與日俱增；但匯率預測誠屬不易，如前央行總裁彭淮南曾說：「預測匯率就像丟骰子，不是贏就是輸。」對出口導向的台商而言，尤其是電子業，在台接單大都以美元為主，但接單後在大陸生產、當地擴產與發放股利都以人民幣為主，此時便面臨美元及人民幣匯率波動的風險。

如去年有一段時間，人民幣走大波段升值行情，和碩、英業達等代工大廠就蒙受匯損。反之，對進口導向、搶攻中國大陸內需市場的台商而言，人民幣貶值將使進口成本提高，資產縮水，此外也會降低中國大陸人民的購買力，不利內需市場的發展。舉例而言，中國大陸是台灣工具機的最大出口市場，近幾年由台灣輸往中國大陸的年平均出口值超過10億美元；

占所有出口國的比重高達3成；因而，工具機廠商對人民幣曝險尤為嚴重。換言之，若人民幣重貶，則要承受人民幣兌回台幣的匯兌損失。有鑑於此，進出口商如何善用美元及人民幣遠期外匯、外匯選擇權等衍生性商品或換匯交易（SWAP），靈活操作避險，允有必要。底下的幾種避險策略藉供台商參考。

- （一）自然避險：出口商出口產品（以美元或人民幣），同時也進口大約同金額的材料（以美元或人民幣計價），可以零成本的規避匯率波動的風險。舉例而言，某一家筆電廠出口至歐美，也同時自歐美進口原料，只要力求進出口貨款幣別一致，自然可規避大部分風險。
- （二）企業亦可活用銀行「已出口融資」避險，即向銀行借外匯（如美元或人民幣），再以優惠的匯率賣出美元或人民幣，收到客戶貨款後償還美元，鎖定匯兌風險。
- （三）無本金交割之美元對人民幣遠期外匯（NDF）：台商因避險需要，可向銀行預售美元兌人民幣之NDF規避人民幣升值風險；若擔心人民幣貶值，則可預購美元兌人民幣之NDF。
- （四）美元兌人民幣期貨：倘台商預期人民幣貶值，即看升美元，可買進美元兌人民幣匯率期貨；反之，若預期人民幣升值，看貶美元，則可賣出美元兌人民幣匯率期貨。
- （五）換匯交易（SWAP）：交易雙方約定以人民幣交換一定數量的美元，並以約定價格在約定日期內，利用人民幣反向交換同樣數量的美元。舉例而言，若美元對人民幣匯率為1:6.7，台商有6,700萬的人民幣，美商有100萬的美金；而台商在未來1年內需要100萬美金付貨款，1年後可收回貨款，剛好美商未來1年內需要6,700萬人民幣付貨款，1年後可收回貨款；則兩人可訂換匯交易合約，1年後換回。在買賣雙方無外匯匯率變動的風險下，藉由不同幣別資金之交換使用，應可避掉彼此的匯率交易風險。🌊