

2. 全球環境及展望

隨著疫苗研發取得突破，市場期望新型冠狀病毒疫情最終得以完結，全球經濟往後能夠加速增長。加上預期「更長期低息」的全球貨幣政策，投資者未有因2020年年底疫情反彈而卻步，金融市場在2021年年初升至新高。然而，金融市場的殷切期望與仍然充滿挑戰的宏觀經濟環境有所脫節，一旦經濟復甦力度未如理想，或者政策支援較預期提前撤回（例如由於通脹超出預期），有可能令資產價格出現波動。展望未來，決策當局要面對何時撤回政策支援的難題，及應對疫情遺下的諸多問題，包括債務水平高企及經濟長久創傷等。

疫情的持續不明朗因素繼續令東亞地區的經濟復甦蒙上陰影，區內發展較慢的新興市場經濟體在疫苗採購及分發方面可能面臨更大挑戰。疫苗接種計劃的進展如有阻滯，將可能逆轉當前的樂觀情緒，令資金流入及金融市場變得不穩定。

至於中國內地，隨著消費活動逐步回復正常，經濟復甦步伐在2020年下半年加快。展望未來，經濟增長前景仍充滿不確定性，很大程度上取決於疫情發展及中美緊張局勢的變化。因此，政府宣佈繼續維持支持性的政策立場，並強調控制系統性風險的重要性。

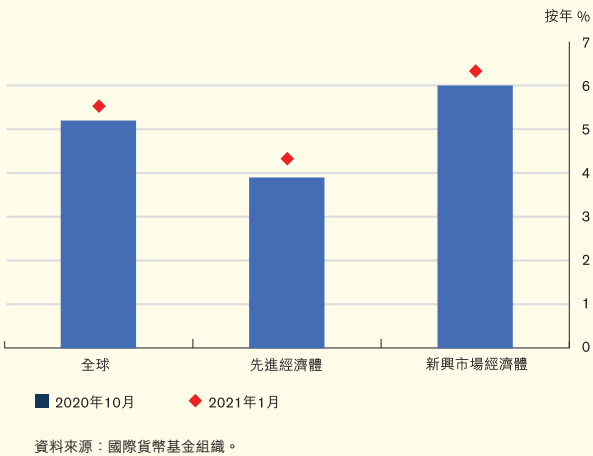
2.1 外圍環境

受惠於經濟重啟所釋放的購買力，主要經濟體在2020年第3季大多錄得較預期好的實質本地生產總值增長。不過，自第4季以來，新型冠狀病毒感染數字再度攀升，促使各地政府恢復封鎖及社交距離措施，全球增長勢頭再次減弱。在2020年年底，傳播力更強的變種病毒浮現，其後更傳播至世界各地，令情況更為嚴峻。

儘管如此，隨著疫苗研發取得突破，以及多種疫苗在2020年年底獲批使用，市場期望疫情最終得以完結，全球經濟將回歸正常並加速增長。另一個支撐全球經濟復甦的動力來自持續的政策刺激措施，包括主要央行在通脹疲弱下承諾「更長期低息」的貨幣政策³，以及主要先進經濟體的持續財政寬鬆措施，特別是美國國會在2020年12月及2021年3月通過的財政刺激方案。相應地，國際貨幣基金組織在2021年1月份將2021年全球本地生產總值增長預測上調至5.5%，較2020年10月作出的預測高出0.3個百分點（圖2.1）。

³ 值得注意的例子包括美國聯儲局在2020年8月採用平均通脹目標框架，容許通脹在一段時間內稍微高於2%；聯儲局在同年12月修訂的前瞻性指引中承諾繼續購買資產，直至就業及通脹方面取得「進一步實質性進展」；以及其他主要央行（例如英倫銀行、澳洲儲備銀行及歐洲央行）在2020年下半年擴大寬鬆計劃。

圖 2.1
國際貨幣基金組織於 2021 年 1 月及 2020 年 10 月作出的實質本地生產總值增長預測



在此背景下，市場樂觀情緒增強，通常受惠於經濟復甦的周期性行業股價上揚，帶動全球股價及估值在 2021 年年初升至新高（圖 2.2）。

圖 2.2
主要股票指數的 12 個月預估市盈率

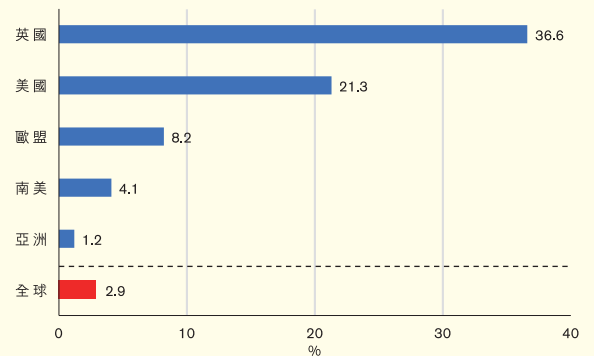


然而，金融市場表現強勁的同時，宏觀經濟形勢仍然充滿挑戰，兩者之間的脫節可能導致資產市場在面臨多重風險下出現波動。

首先，疫情受控的前景取決於疫苗能否廣泛分發，而這尚待觀察。截至 2021 年 3 月中，全球整體疫苗接種率仍然偏低（圖 2.3）。雖然有全球機制（例如 COVAX）促進疫苗更公平分配，但由於疫苗供應有限，較低收

入新興市場經濟體疫苗接種率低企的問題料會更為嚴峻。如果疫情控制未如理想，各地可能需要延續社交距離及其他限制措施，進而打擊全球復甦前景。

圖 2.3
選定經濟體已接種最少一劑疫苗的人口比例（截至 2021 年 3 月 15 日）



資料來源：Our World in Data。

其次，金融市場的反彈是建基於持續的貨幣和財政政策支援，尤其是「更長期低息」的貨幣政策。然而，支援措施存在撤回步伐快於預期的風險。例如，在供應瓶頸、強勁貨幣及流動性增長，以及積極的財政寬鬆政策的多重作用下，美國及歐洲的通脹預期已經升溫（圖 2.4）。若未來通脹較預期強勁，央行可能需要縮減貨幣寬鬆政策的規模，而超出預期的通脹數據亦可能導致金融市場更加波動。

圖 2.4
美國及歐元區 5 年 / 5 年通脹掛鈎掉期利率

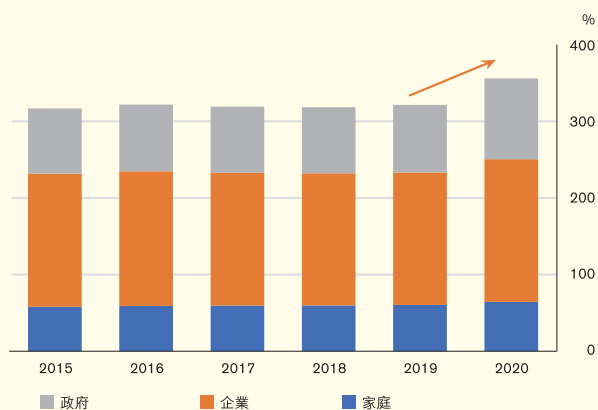


第三，未來的中美關係存在顯著的不確定性。中美「脫鈎」浪潮，特別在金融及科技領域方面，自疫情爆發以來有所加劇。而鑑於美國民主共和兩黨對中國內地態度日漸強硬，這種趨勢未必在拜登政府下會有所逆轉。中美局勢倘若意外升溫，或會於未來觸發金融市場動盪。

展望未來，決策者將需要面對是否以及何時撤回抗疫支援措施這個難題。雖然過早撤回相關措施有可能危害經濟復甦，造成「懸崖效應」，但長遠而言這些措施的代價高昂，包括帶來財政負擔，以及延誤疫後必要的資源重新分配，例如讓經營模式已不再可行的「殭屍企業」在繼續獲得政府支援下生存。

此外，決策者亦須應對疫情所遺留下來的諸多問題。其一，由於企業收入下降以及政府支出激增，全球債務水平在2020年大幅上升（圖2.5）。雖然由於全球利率現時處於極低水平，債務急升帶來的問題未必迫在眉睫，但公私營部門持續的債務積累可能會令市場對財政可持續性及金融穩定性產生憂慮。

圖 2.5
全球債務佔本地生產總值的比例

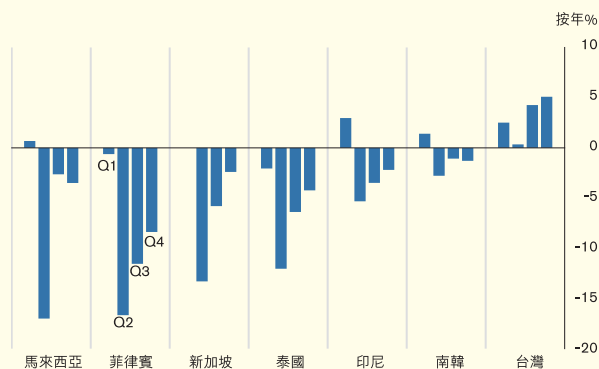


資料來源：國際金融協會。

另一個遺下的問題則涉及疫情可能造成的長期經濟損失或長久創傷。例如，不確定性高企可能令企業減少投資，而長期受失業困擾的工人可能會永久退出勞工市場，導致人力資源大量浪費。

東亞方面⁴，實質本地生產總值增長經歷2020年第2季急跌後於下半年回穩（圖2.6）。經濟復甦的動力主要來自出口回升，當中電子及技術設備的出口需求最為殷切。與此同時，最受重創的服務行業（例如需要與客人面對面接觸的旅遊及消費服務業）繼續處於困境。

圖 2.6
東亞：2020年實質本地生產總值增長

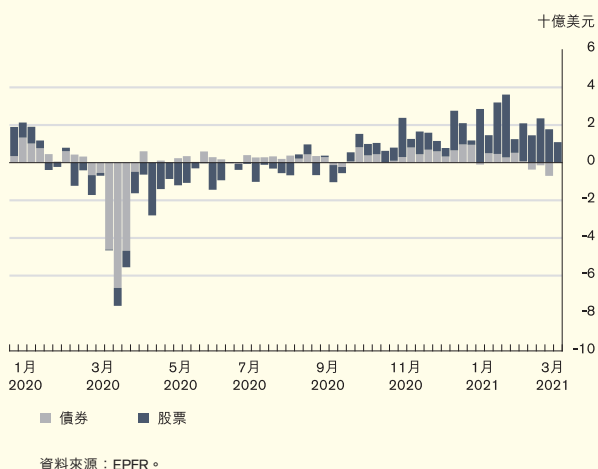


資料來源：CEIC及金管局職員計算數字。

儘管經濟復甦仍存在不明朗因素，證券投資資金已重新流入。自去年下半年起，由於市場情緒改善以及相對於先進經濟體債券更高的收益率，區內吸引更多債券資金流入（圖2.7）。隨著經濟出現復甦跡象以及疫苗生產計劃推出，股票資金於2020年最後一季亦加快流入東亞地區。區內貨幣亦因證券資金流入而相應升值，使彭博摩根大通亞元指數自去年3月的最低位反彈約10%。

⁴ 東亞地區指以下七個經濟體：印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、南韓、台灣及泰國。

圖 2.7
東亞：證券投資資金流



東亞地區繼續面對疫情的持續不明朗因素。首先，雖然疫苗的推出令區內受重創的服務行業及經濟帶來希望，但世界各地對早批疫苗的競爭使採購成本上升，而疫苗分配亦對區內的物流及公共健康能力構成挑戰。因此，區內發展較慢的經濟體可能較先進經濟體更遲實現群體免疫，而各個經濟體之間不均衡的疫苗接種可能會延長封關期限及推遲旅遊相關行業復甦。

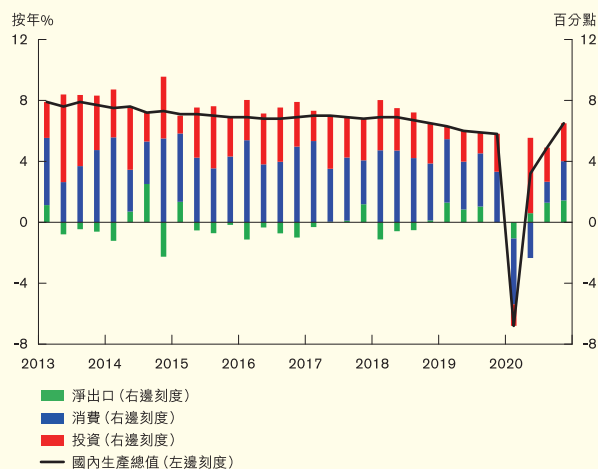
其次，由於投資者的樂觀情緒很大程度上受疫苗推出所帶動，如果疫苗接種的進展或成效遠低於預期，當前的資金流入及金融資產價格反彈可能會終結。資金流入驟減或會引發另一波市場動盪。

2.2 中國內地

實體經濟

隨著新型冠狀病毒成功受到控制以及消費逐步回升，內地經濟在2020年下半年快速復甦。同時，受惠於對疫情相關產品（例如醫療用具、高科技產品）的強勁需求，出口亦保持增長（圖 2.8）。縱觀2020年，儘管經濟在新型冠狀病毒疫情下遭遇前所未有的衝擊，內地國內生產總值仍錄得2.3%的增長。

圖 2.8
中國內地：各需求組成部份對國內生產總值增長的貢獻



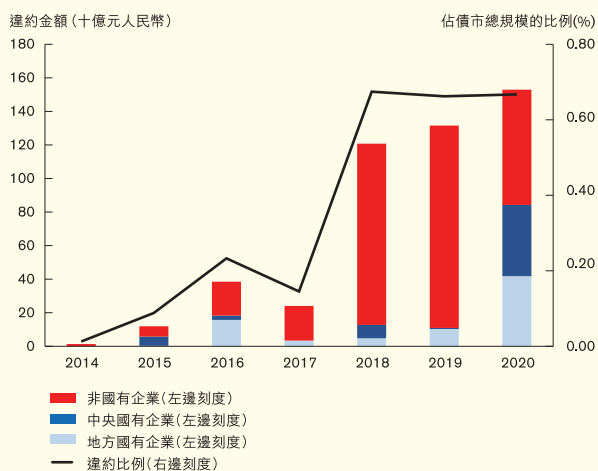
展望未來，最新的共識預測顯示內地經濟在2021年將強勁增長8.4%，其中私人消費有望成為經濟增長的主要動力。然而，經濟能否持續復甦，在一定程度上仍需取決於疫情的發展。儘管內地的工業生產活動已經正常化，但隨著北部幾個省份再次出現疫情，服務行業仍受到部分干擾。外圍環境而言，儘管出口在2020年下半年恢復增長，但由於大部分發達經濟體爆發新一輪疫情，全球需求仍存在不確定性。此外，中美緊張的局勢亦未必會在短期內緩和，但早前簽訂的《區域全面經濟夥伴關係協定》及已達成協議的《中歐全面投資協定》有助中國與其他經濟體進一步融合，或能部分抵消中美脫鉤對經濟復甦的不利影響。

考慮到經濟前景仍充滿不確定性，政府在2020年12月的中央經濟工作會議上宣佈，現有的政策立場於2021年不會發生重大變化，以支持經濟增長，並同時強調控制系統性風險的重要性，例如保持宏觀槓桿的穩定性及地方政府債務的可持續性。此外，最新的政府工作報告將2021年的增長目標設定為6%以上。長遠而言，「十四五」規劃把科技自立自強及雙循環等定為優先發展方向，以期人均國內生產總值在2035年達到中等發達國家水平。

資產及信貸市場

新型冠狀病毒爆發對發債企業還款能力的影響似乎並不大，內地債券市場整體違約率在2020年下半年仍然保持在較低水平。不過，由於國有企業債券違約大幅上升，2020年的違約債券總金額有所增加（圖2.9）。雖然國有企業違約上升主要反映中央政府打破國有企業「剛性兌付」的決心以推動更合理的市場風險定價，但部分地方政府財政空間受限亦可能是原因之一，特別是欠發達地區的地方政府。

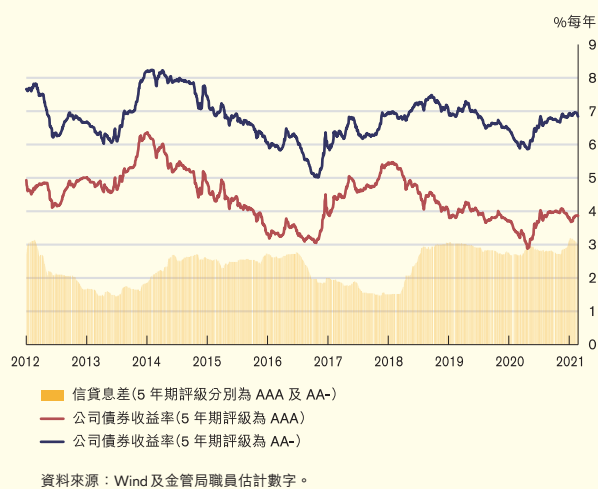
圖 2.9
中國內地：在岸債券違約規模及比例



註：同一債券多次違約僅計算一次。
資料來源：Wind及金管局職員估計數字。

2020年下半年，公司發行人的融資成本增加，特別是一些高風險的發行人。儘管經濟持續復甦以及利率逐步正常化在一定程度上導致較低評級發行人的融資成本上升，但2020年最後一季發生幾宗公司違約事件，使信貸息差隨之顯著擴大（圖2.10）。

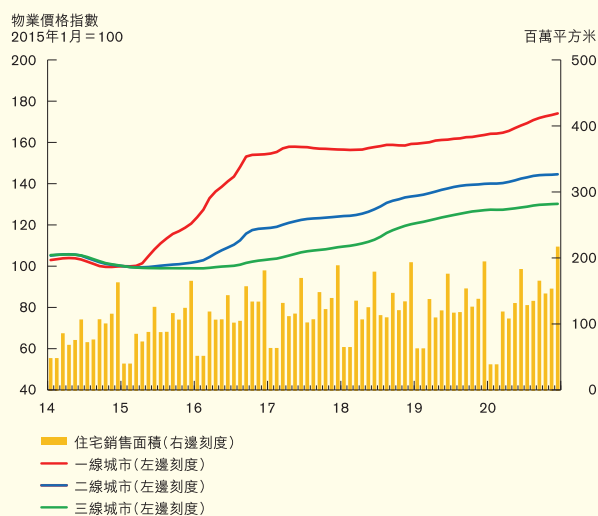
圖 2.10
中國內地：5年期公司債券收益率



資料來源：Wind及金管局職員估計數字。

房地產市場方面，內地房價在2020年下半年持續上漲，尤以一線城市為甚。相比之下，較低級別城市的房價上漲速度則要慢得多（圖2.11）。至於前幾年困擾著三線城市的住房供應過剩的問題於2020年基本上受控，部分原因是三線城市在市場情緒高漲的情況下錄得強勁的銷售。截至2020年年底，三線城市的庫存銷售比率維持在13個月左右，遠低於2015年年初31個月的最高位。

圖 2.11
中國內地：按城市等級劃分的住宅價格及銷售面積

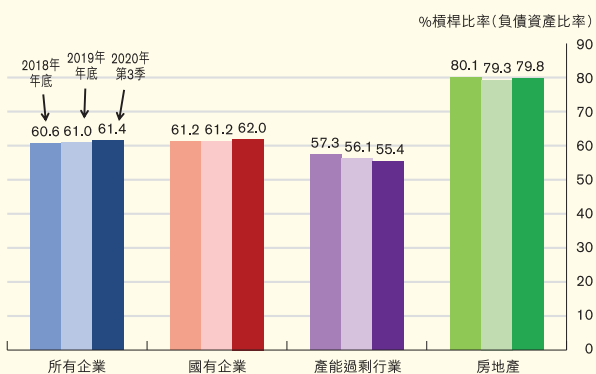


資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

為促進房地產市場穩定健康發展，當局在2020年中央經濟工作會議上重申「房住不炒」。鑑於房地產市場在金融穩定中的重要作用，政府收緊房地產開發商的借貸標準（即「三條紅線」），以降低房地產行業的槓桿率。另外，當局亦限制銀行體系對房地產開發商及購房者的風險敞口。預計高槓桿開發商的投地熱情會有所下降，並可能需要調低樓盤售價以促進銷售及改善現金流。

基於上市公司數據的分析表明，儘管房地產行業的槓桿率仍然偏高，但效率較低的借款人（例如在產能過剩行業中的公司）的槓桿率在2020年第三季進一步下降（圖2.12）。

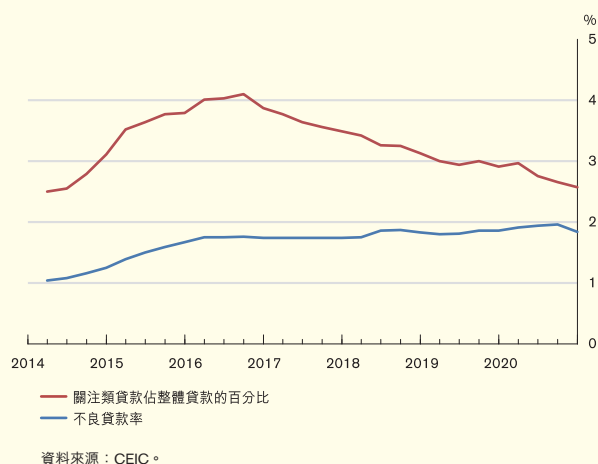
圖 2.12
中國內地：國有企業、產能過剩行業企業及房地產企業的槓桿率



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

於回顧期內，內地銀行業的整體風險仍然溫和。內地銀行採取謹慎的貸款政策，銀行體系整體不良貸款率繼續維持在2%以下。不良貸款率由2019年年底的1.86%稍微跌至2020年年底的1.84%。此外，關注類貸款佔銀行貸款總額的比重亦於同期輕微跌至2.6%（圖2.13）。

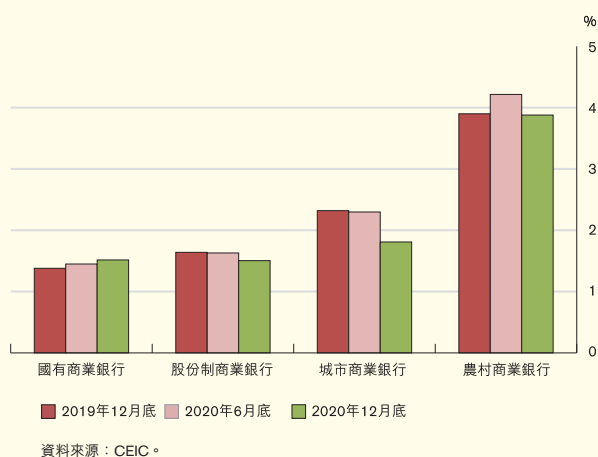
圖 2.13
中國內地：銀行的不良貸款率及關注類貸款比率



資料來源：CEIC。

不過，小型銀行面臨一定的資產質素壓力，部分原因是在嚴峻的經濟環境下，規模較小的公司借款人的還款能力下降。其中，農村商業銀行的不良貸款率於2020年維持接近4%的較高水平（圖2.14）。儘管大量的不良貸款處置⁵在一定程度上有助紓緩小型銀行所面臨的資產質素壓力，但亦令到資本充足率受壓。為補充資本，內地規模較小的銀行在2020年加速永續債及二級資本債的發行。

圖 2.14
中國內地：按銀行類別劃分的不良貸款率

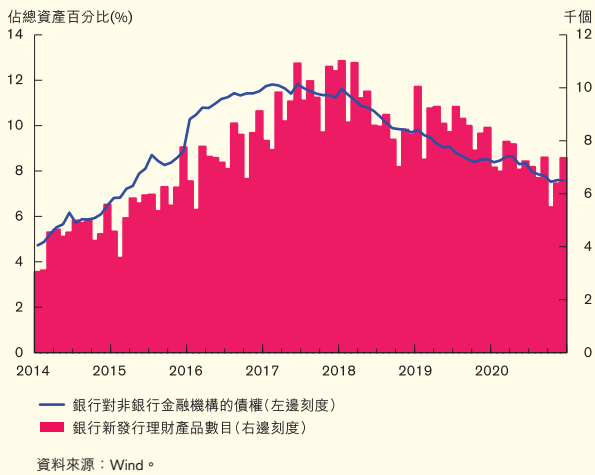


資料來源：CEIC。

⁵ 根據中國銀行保險監督管理委員會的數據，2020年前三季，內地商業銀行的不良貸款處置總額達1.7萬億元人民幣，較2019年同期增加約0.3萬億元人民幣。

於回顧期內，由於政府努力控制金融風險，非正式貸款繼續受限。銀行對非銀行金融機構的債權在銀行資產總額中的比重由前一年的8.5%進一步下跌至2020年下半年的7.6%。銀行理財產品的發行數目亦有所下降（圖2.15）。

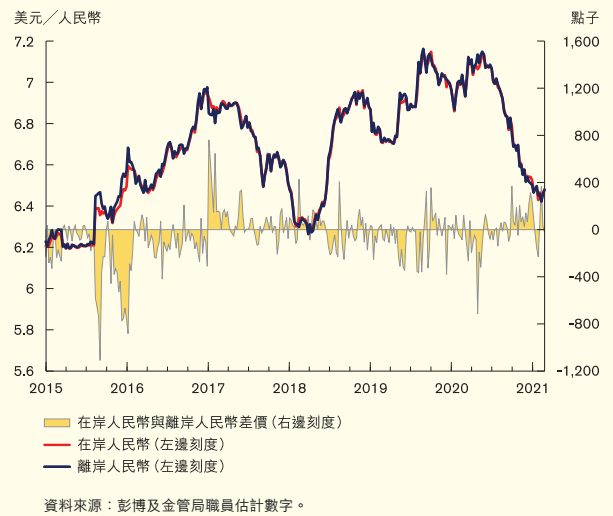
圖 2.15
中國內地：銀行對非銀行金融機構的債權佔銀行資產總額的比重及新發行理財產品數目



匯率及跨境資本流動

經過數月的貶值，在岸人民幣於 2020 年下半年反彈並走強，原因包括經濟復甦加快、美元疲軟以及中國主權債券收益率相對較高等（圖 2.16）。伴隨著人民幣於回顧期末的升值，離岸人民幣匯率亦相對在岸人民幣走強。隨著外匯市場趨於穩定，逆周期因子及外匯風險準備金率逐漸淡出。彭博提供的 2021 年第 2 季人民幣兌美元匯率的共識預測亦由 2020 年 6 月的 7.04 修訂至 2021 年 3 月 3 日的 6.45。

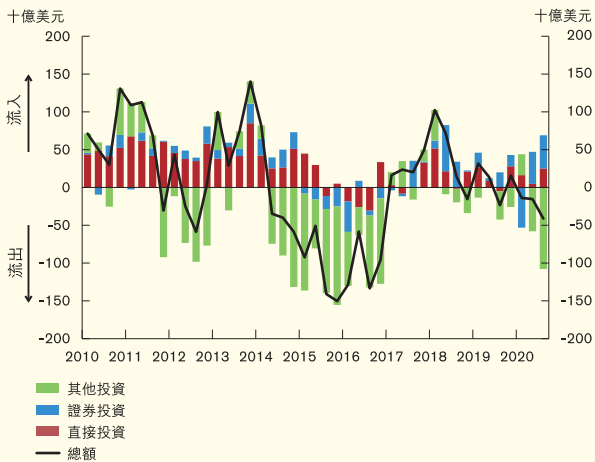
圖 2.16
中國內地：在岸及離岸人民幣兌美元匯率



人民幣匯率波動一直是政策的關注點。專題 1 研究近年來人民幣匯率波動的驅動因素，並發現與中美貿易緊張時期的情況不同，在新型冠狀病毒疫情下，國內供給及全球衝擊等基本因素而非市場情緒在推動人民幣匯率波動方面發揮了更為重要的作用（詳情請參閱專題 1）。

於回顧期內，資本外流壓力大致受控，外匯儲備基本維持在 3 萬億美元以上。最新的國際收支平衡統計數字顯示，由於居民持有的外幣及存款增加以及對非居民的貸款增加，2020 年第 3 季出現淨流出，不過直接投資及證券投資均錄得強勁淨流入，特別是隨著中國債券被納入主要債券指數（例如彭博巴克萊全球綜合指數），內地市場吸引了強勁的債券投資流入（圖 2.17）。

圖 2.17
中國內地：按資金流類型劃分的淨跨境資金流動



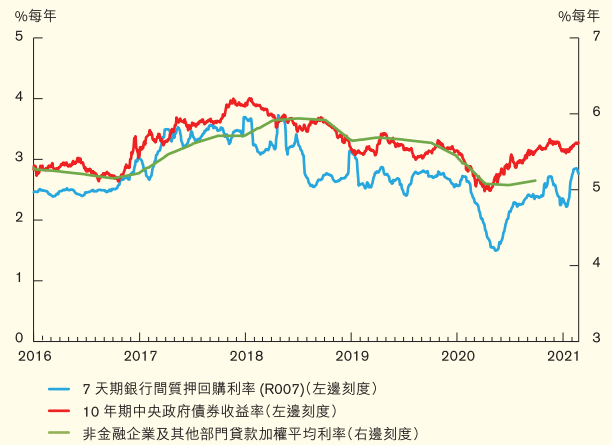
資料來源：CEIC、國家外匯管理局及金管局職員估計數字

展望未來，跨境資金流動可能持續波動。一方面，疫情發展以及中美局勢在短期內仍然存在不明朗因素，或會影響市場情緒。另一方面，持續的經濟復甦和內地金融市場的進一步開放可以繼續吸引更多外國投資。事實上，香港交易所的債券通及滬／深港通數據顯示，2020 年年底有大量的北向資金淨流入內地市場。

貨幣及財政政策

在貨幣政策方面，中國人民銀行保持審慎的政策立場，並採取具針對性的措施降低實體經濟的融資成本。因此，雖然隨著利率正常化以及銀行間回購利率上升，銀行向非金融部門提供的加權平均貸款利率於 2020 年第 3 季略有上升（圖 2.18），但面向小微企業的平均銀行貸款利率按年下降 0.82 個百分點至 2020 年的 5.88%。

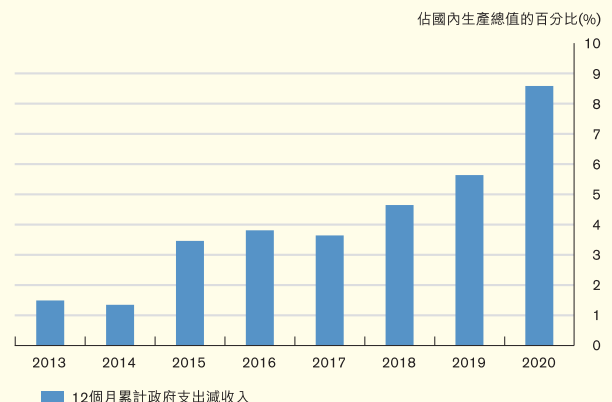
圖 2.18
中國內地：主要市場利率



資料來源：CEIC、中國人民銀行及金管局職員估計數字。

財政政策方面，政府繼續採取積極的政策立場。在受新型冠狀病毒爆發的衝擊以及政府致力減輕實體經濟稅費負擔的背景下，政府一般公共預算和政府性基金的支出與收入的 12 個月累計缺口繼 2019 年上升至佔國內生產總值的 5.6% 後，於 2020 年進一步擴闊至 8.6%（圖 2.19）。

圖 2.19
中國內地：政府支出與收入的缺口

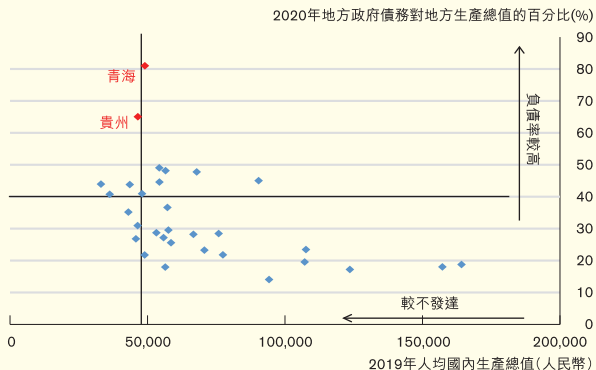


資料來源：CEIC、財政部及金管局職員估計數字。

為籌集資金滿足政府開支需要，特別是基建項目的開支，地方政府於2020年加快債券發行。其中，2020年新發行的地方政府一般債券及專項債券約為4.6萬億元人民幣，而2019年則約為3.0萬億元人民幣。在債券發行加速的情況下，地方政府債務餘額按年增長20%至2020年年底的26萬億元人民幣，而2019年的增長率為15%。

雖然地方政府債券發行規模迅速增長，地方政府債務的整體風險仍大致可控，由於地方政府債務對國內生產總值的比率仍處於較低水平（於2020年年底約為26%）。然而，個別地方政府的債務對地方生產總值的比率較高且經濟基本面較弱，加上新的房地產市場調控政策令土地銷售收入增加不確定性，或會面臨再融資壓力（圖2.20）。

圖 2.20
中國內地：按省份劃分的地方政府債務對地方生產總值的比率及人均生產總值

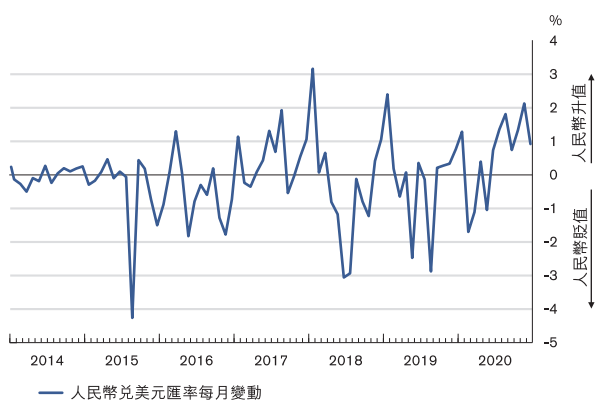


專題 1 剖析人民幣匯率波動

引言

人民幣兌美元匯率的波動自 2015 年人民幣匯率改革以來顯著增加（圖 B1.1）。人民幣匯率波動的增加引發了一定的市場憂慮，例如匯率震盪對經濟及金融穩定的潛在影響，特別是當人民幣於市場受壓時期易受負面情緒影響而貶值。本專題透過結構向量自回歸 (SVAR) 模型剖析人民幣匯市壓力，從而辨識人民幣匯率波動的原因⁶。

圖 B1.1
人民幣兌美元的匯率波動



資料來源：CEIC 及金管局職員估計數字。

方法與數據

SVAR 模型能夠把相互獨立的結構衝擊辨識出來。一個 VAR(p) 模型的結構形式可表示如下：

$$Ay_t = \beta_0 + \beta_1 y_{t-1} + \dots + \beta_p y_{t-p} + u_t,$$

其中向量 u_t 為結構衝擊。結構衝擊無法直接觀察到，但可透過一系列基於理論的識別限制而獲得。

與 Forbes 等人 (2018) 相似，我們的 SVAR 模型辨識六類衝擊：(1) 國內供給衝擊（例如生產力變化）；(2) 國內需求衝擊（例如財政刺激）；(3) 貨幣衝擊（例

如政策利率變化）；(4) 市場情緒衝擊；(5) 全球持續性衝擊（例如全球生產力衝擊）；及 (6) 全球暫時性衝擊（例如國外股市波動）。上述衝擊被研究人員普遍認為是推動匯率波動的重要因素，而且其覆蓋範圍足以用於政策分析。

SVAR 模型所用的變數於表 B1.1 列出，相關識別限制與 Forbes 等人 (2018) 大致相同，但略有調整⁷。例如，我們假設正面的市場情緒衝擊及正面的國內供給衝擊皆會導致人民幣升值⁸。

表 B1.1
變數及資料來源

變數類別	變數名稱	單位	資料來源
國內產出	中國製造業採購經理指數	按月%	國家統計局
國內價格	中國居民消費價格指數	按月%	國家統計局
利率	七天回購利率	一階差分，按月百分點	全國銀行間同業拆借中心
匯率	匯市壓力	按月%	中國外匯交易中心及金管局職員計算數字
國內出口	中國內地出口量	按年% ⁹	中國海關
國外價格	美國出口價格	按月%	美國勞工統計局

考慮到人民幣並非自由浮動以及人民幣所面對的市場壓力部分反映在內地外匯儲備變化當中，本研究專注於人民幣匯市壓力而非名義匯率。人民幣匯市壓力可表示如下：

$$EMP_t = \omega_e \Delta e_t + \omega_R \frac{\Delta R_t}{M1_t},$$

⁷ 主要分別在於，中國內地是大型經濟體，有別於 Forbes 等人 (2018) 研究的小型開放經濟體，所以我們的模型允許國內供給及需求衝擊在短期內影響國外價格。施加識別限制的算法基於 Binning (2013)。

⁸ 正面的供給衝擊被視為經濟顯著改善的標誌，因此被設定為會導致貨幣升值。至於其他四類衝擊，我們傾向於由數據決定匯率的變動方向。儘管如此，我們的事前預期是，正面的需求衝擊及貨幣緊縮會令匯率走強。

⁹ 雖然出口增長率通常使用按年形式，但我們的研究結果在使用按月形式（經季節性調整）時依然成立。

⁶ 有關匯市壓力的討論，可參閱 Patnaik 等人 (2017)、Goldberg 及 Krogstrup (2019)。匯市壓力在本項研究中的具體定義於下一部份介紹。

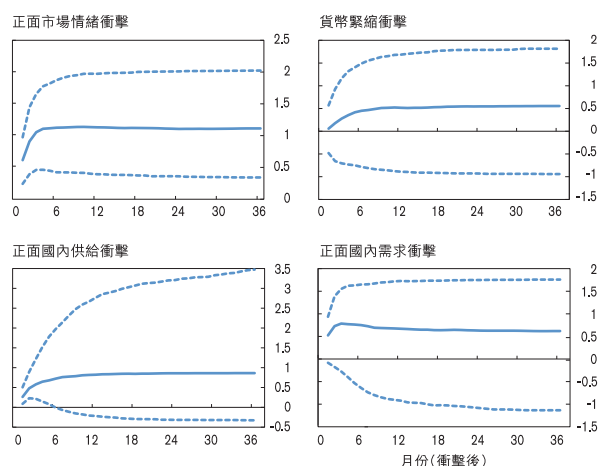
其中 Δe_t 是人民幣兌美元名義匯率的每月變動，而 $\frac{\Delta R_t}{M1_t}$ 是官方儲備的每月變動（別除外匯估值效應¹⁰）對狹義貨幣供應量的比例。匯市壓力數值增加表明人民幣的升值壓力增加。遵循文獻中的慣例，本項研究假設權重 ω_e 及 ω_R 相等，但研究結果在使用替代權重時亦成立¹¹。

實證結果及政策啟示

我們首先透過衝擊反應函數（IRF）觀察人民幣匯市壓力對結構性衝擊有何反應，以及相關反應是否符合預期。

圖表 B1.2 列出 IRF 的主要結果。其中，雖然人民幣匯市壓力對市場情緒衝擊的反應最為迅速及強勁，但影響亦很快消失（亦即累積衝擊反應趨於平穩）。匯市壓力對貨幣緊縮衝擊的反應平均為正。匯市壓力對供給衝擊的反應在短期內弱於對需求衝擊的反應，但衝擊效應的持續時間更長。全球衝擊整體而言對匯市壓力的影響有限（為簡單起見，圖表未有顯示）¹²。

圖 B1.2
人民幣匯市壓力對結構性衝擊的累積衝擊反應



註：衝擊反應的中位數以實線表示。68% 置信區間的臨界值則以虛線表示。

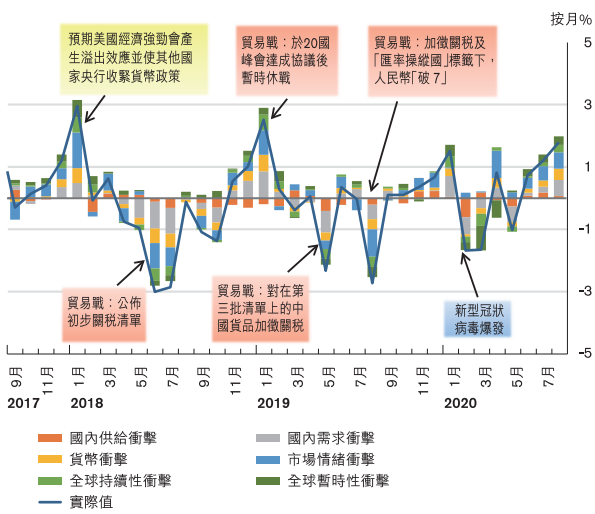
圖 B1.3 顯示人民幣匯市壓力波動的歷史分解。從圖中可見，人民幣匯市壓力的變動往往在不同時期由不同類型的衝擊主導。其中一個重要的觀察結果是，人民幣近期在新型冠狀病毒爆發期間發生的幾次貶值的主要原因有別於此前幾次的貶值時期，例如 2019 年 8 月由貿易戰引發的貶值。具體而言，在貿易戰期間，市場情緒似乎是導致人民幣貶值的主要因素，而在 2020 年上半年，負面的國內衝擊及全球衝擊似乎發揮更為重要的作用，原因可能與國內嚴格的防疫措施及其後全球疫情爆發有關。整體而言，中國內地疫情爆發後迅速控制了病毒蔓延，使得市場情緒於 2020 年全年保持良好。

¹⁰ 外匯估值效應反映外匯匯率變動導致的外匯儲備賬面價值（以美元計）變化。

¹¹ 在穩健性檢驗中，我們選擇替代權重（與 Kaminsky 及 Reinhart (1999) 類似），以便兩個組成部份在 (1) 整個樣本及 (2) 每年中的波動率相同。

¹² 對於某些衝擊反應，尤其是事前識別限制極少的衝擊，置信區間往往較闊。例如，兩項全球衝擊的置信區間最闊，很可能是因為識別限制極少所致。不過，對於情緒衝擊及供給衝擊的詮釋在 68% 的置信區間上較為穩健。

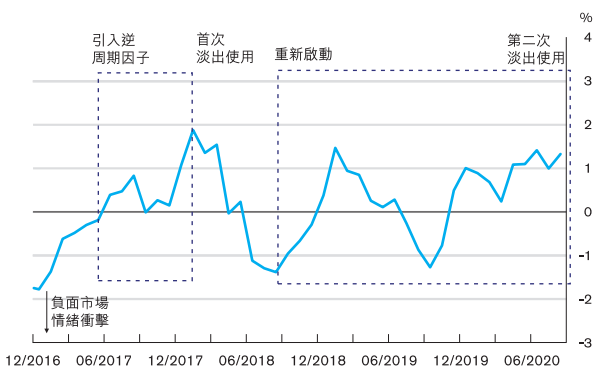
圖 B1.3
人民幣匯市壓力波動的歷史分解



註：圖中所示為六類衝擊對人民幣匯市壓力每月變動的影響。所示結果是SVAR估算所得的1000次歷史分解的平均值。

如圖 B1.4 所示，我們的分析亦表明中國人民銀行啟用人民幣中間報價機制中的逆周期因子有助穩定市場情緒。上述結論與中國人民銀行的評估一致，亦即逆周期因子可對沖市場情緒的順周期波動，緩解外匯市場的「羊群效應」，從而促進市場行為更加理性。¹³

圖 B1.4
市場情緒衝擊與中國人民銀行的逆周期因子



¹³ 請參閱 2017 年第二季度中國貨幣政策執行報告。

結語

本專題研究各類衝擊如何影響人民幣匯率市場波動。研究結果表明，負面的市場情緒衝擊在 2018 年及 2019 年貿易戰期間是導致人民幣貶值的主要因素，而負面的供給衝擊及負面的全球衝擊等基本因素是導致人民幣在新型冠狀病毒疫情期間貶值的主要因素。無論在何種情況下，過往經驗都表明逆周期因子有助對沖順周期市場情緒，從而減少對金融穩定的潛在影響。

參考文獻

Binning, Andrew. “Underidentified SVAR models: A framework for combining short and long-run restrictions with sign-restrictions.” *Working Paper 2013/14, Norges Bank* (2013).

Forbes, Kristin, Ida Hjortsoe, and Tsvetelina Nenova. “The shocks matter: improving our estimates of exchange rate pass-through.” *Journal of International Economics* 114 (2018): 255–275.

Goldberg, Linda S., and Signe Krogstrup. *International capital flow pressures*. National Bureau of Economic Research, 2018.

Kaminsky, Graciela L., and Carmen M. Reinhart. “The twin crises: the causes of banking and balance-of-payments problems.” *American Economic Review* 89.3 (1999): 473–500.

Patnaik, Ila, Joshua Felman, and Ajay Shah. “An exchange market pressure measure for cross country analysis.” *Journal of International Money and Finance* 73 (2017): 62–77.