



▲中美貿易衝突整體緩和的情況下，2020年人民幣匯率與美元指數的相關性或將回歸

2020年人幣匯率展望

在人民幣匯率「破7」擔憂蔓延四年之後，2019年8月，美元兌人民幣匯率一舉突破7水位，最高貶值到近7.2。可喜的是，此前各界一直擔心的人民幣匯率超調和失控並未出現。展望2020年，筆者認為，人民幣匯率中樞將上升到6.9附近，波動區間在6.7-7.1之間。

鍾言讜論
鍾正生

莫尼塔研究董事長
兼首席經濟學家

升值的主要支撐因素有二：一是，中美達成第一階段經貿協議。2020年是美國大選年，中美雙方都沒有進一步實質性升級衝突的意願。但第一階段協議的執行，以及後續談判的波折，可能會帶來階段性的回貶風險。二是，看弱美元指數。中美貿易衝突緩和，全球供應鏈有一定修復條件，這將削弱美國經濟「一枝獨秀」的程度。此外，中美第一階段經貿協議中的匯率條款大概率與美墨加協議中的匯率條款相似，以強調匯率定價的透明度為目的，而與「廣場協議」的框架有根本不同，但這可能會帶來人民幣匯率波動性的提升。2020年經常項目順差的延續，以及資本和金融項下持續的外資流入，將為人民幣匯率提供賴以穩定的基本條件。

一、中美貿易衝突降級

2018年以來人民幣匯率的大幅貶值，主要是跟隨中美衝突的升級而來，其與美元指數的關聯減弱。2019年8月，美方決定對3000億美元中國輸美商品加徵關稅，直接觸發了人民幣匯率「破7」。按照目前披露的中美第一階段協議內容，美方決定將3000億美元關稅限制在目前已徵的1200億美元以內，且對這部分關稅從15%減半到7.5%，同時繼續通過關稅排除程序豁免部分已加稅商品。因此，人民幣匯率逆轉2019年8月之後急貶貶值過程的可能性很大，從而在中美第一階段協議簽訂後，有很大可能性「收復失地」回到6.90一線。

2020年是美國大選年，也是中國全面建成小康社會的收官之年，在此背景下，雙方都沒有重新升級貿易衝突的意願。對中國來說，完成兩個收入翻番目標的意願已經明示在中央經濟工作會議當中。如筆者此前分析的，2020年中國經濟下行的主要拖累就在於中美貿易衝突。因此，若能爭取一個相對穩定的外部環境，對於國內政策保持「高質量增長」的定力至關重要。

對特朗普來說，經濟穩定是連任的必要條件：一方面，中美第一階段協議關於增加農產品進口的內容，有助於穩定此前受損的美國農業州選民。據CNBC報道，特朗普採取的單邊政策導致美國729個農場破產，但2019年7月，美國農民對他的支持率卻比2016年競選總統時還高出4%，達到79%，而8月下降到71%。特朗普的農業州票倉雖然堅挺，但持續的經濟損失顯然值



得關注。

另一方面，第一階段協議避免關稅進一步升級，也足以鞏固藍領工人地區的選民。《華爾街日報》曾利用Economic Innovation Group的數據，對美國中西部和東北部77個依賴製造業地區的經濟進行調查後發現，在特朗普當選後，這些地區的就業增長從2015-2016年的1%，明顯下降到2017年的0.5%（全國平均水平為1.5%）和2018年的0.6%（全國平均水平為1.3%）。但由於這些地區的人口增長停滯，就業增長放緩在較長時間裏並沒有影響到特朗普在這些地區的支持率。據華爾街日報/NBC新聞調查，2019年對特朗普工作表現滿意的比率達到49%，高於2017年的44%。但隨著通用汽車關閉美國工廠等事件冒出，這些地區選民態度也開始發生轉變，需要一定程度的降級緩和。

以目前選情來看，中美第一階段經貿協議簽署對於特朗普成功連任是比較充分的，2020年中美博弈將在這個小幅「降級」的基本盤上展開。第二階段談判啟動後，如果美國經濟能夠呈現出較高景氣度，博弈局勢可能再度拉緊，從而對人民幣匯率帶來衝擊。

但正如美國前總統克林頓所言，「這是經濟，笨蛋！」（It is the economy, stupid!）。隨着前期特朗普減稅和美聯儲降息對經濟的提振趨於衰減，今年美國經濟放緩的可能性較大，這會促使特朗普將更多的關注點放在國內。

二、美元指數轉向弱勢

在中美貿易衝突整體緩和的情況下，2020年人民幣匯率與美元指數的相關性或將回歸。筆者認為，2019年10月以來美元指數開啟的走弱過程將貫穿2020年，成為支撐人民幣升值的另一關鍵力量。

從美元指數的構成貨幣來看，2019年10月以來美元指數顯著走弱，主要在於歐元和英鎊從此前的拉動轉為明顯拖累。先看英鎊。英鎊顯著反彈，是英國脫歐風險下降的結果。2019年12月13日，約翰遜以大比例勝選，意味着英國將在1月

31日脫歐並進入過渡期。根據英格蘭銀行此前的測算，英國在與歐盟保持經濟夥伴關係的情景下，如果最終與歐洲形成密切經濟夥伴關係（Close），將使得英鎊兌美元升值到1.35；如果形成欠密切經濟夥伴關係（Less Close），對應英鎊將升值到1.31。目前英鎊已經達到1.3的水平，進一步升值拖累美元指數的空間已經很小。

再看歐元。2019年歐元連續第二年震盪下跌，主要在於中美貿易衝突損傷了全球貿易鏈，對出口依賴度較高的歐洲經濟產生嚴重衝擊。2019年10月中美局勢逐漸緩和後，全球供應鏈有一定修復條件，這帶動歐洲（尤其德國）的出口訂單開始呈現企穩跡象。歐元匯率對歐元區製造業PMI有一年左右的領先性。2018年歐元大幅走貶，理應帶來2019年歐洲經濟景氣回升，但在貿易鏈受損的情況下，2019年歐洲經濟繼續下挫。目前，歐元已經貶值到2014-2015年的歷史低位附近。隨着全球貿易鏈的邊際修復，筆者認為歐元貶值對歐洲經濟的提振作用將明顯呈現，同為出口導向的新興市場經濟也將開始具備更強動能。這將削弱美國經濟在全球「一枝獨秀」的程度，對美元指數構成下拉。

節奏上，2020年下半年「美國經濟走弱+貨幣寬鬆加碼」，美元指數走弱趨勢或將更加明顯。主要在於隨着特朗普減稅和美聯儲降息效應的衰減，美國經濟走弱壓力可能加大，而在總統大選之前，失去眾議院的特朗普幾乎不可能推動新一輪財政刺激，只能依賴於進一步放鬆貨幣。歐央行2019年9月就已採取了擴大負利率和重啟QE（量化寬鬆）兩項政策。目前，歐央行內部針對負利率的批評聲音較大，QE資產購買也已接近上限。歐央行行長拉加德2019年12月公開表示，財政政策是下一個可以使用的工具，存在財政空間的政府需要採取行動。在此情況下，2020年歐洲的宏觀政策或將向財政政策偏移。因此，除了經濟表現上的差異，歐美貨幣政策基調上的變化也可能給美元指數帶來拖累。

取消「匯率操縱國」影響幾何？

超距視野
李超

華泰證券研究所
首席宏觀分析師

美國財政部於1月13日公布半年度匯率政策報告，取消了從2019年8月開始對中國「匯率操縱國」的認定。結合2018年以來中美大國博弈對資產價格和市場預期的影響，中美博弈局勢與雙邊談判的推進順利程度影響着國際收支預期。

在貿易摩擦局勢升級時，預期對國內經濟、出口產生更大的負面衝擊，對經常帳戶影響負面；在基本面和政策不確定性加大的情況下，直接投資增量可能傾向於投向越南等其他國家；國內資本市場波動可能也將加大，金融市場投資傾向於回撤避險。反之，貿易摩擦的階段性緩和，有助於穩定國際收支平衡預期。

美國取消中國匯率操縱國標籤以及中美即將簽署第一階段貿易協議導致市場對於經濟增長預期更為樂觀，推動銅價上漲，LME銅價在消息公布後漲幅接近1.5%。筆者認為，中美博弈與談判會較大地影響經濟增長預期：

第一，此前中美加徵關稅，製造業出口形勢較為嚴峻，疊加上貿易談判不確定性的影響，製造業投資受到一定制約。在企業端承壓的背景下，居民擔憂收入增速下滑，悲觀預期抑制消費意願。而當前中美即將簽署協議降低了一定的不確定性，企業投資和居民消費的隱憂將會有所減弱。

第二，貿易摩擦緩和會提振全球總需求，總需求的回暖將對於淨出口增長形成支撐。

宣布第三輪2000億美元清單加徵10%關稅時，人民幣匯率貶值起點為6.85，宣布第四輪3000億美元清單加徵10%關稅時，人民幣貶值預期下限為7.2。目前中美均有穩增長訴求，短期內貿易摩擦趨向緩和，進一步升級概率較低。但如果在第二輪談判過程中，美國經濟表現良好態勢，摩擦緩和的趨勢有可能被打破，雙方博弈關係仍將呈現W形走勢。綜上，筆者認為在岸人民幣兌美元匯率中樞區間將保持在6.85至7.2。

貿易談判是否順利是影響人民幣匯率方向的重要原因，當摩擦緩和、談判向好時，人民幣匯率將表現為升值趨勢；若談判惡化、摩擦加劇則人民幣匯率有貶值壓力。

2019年12月中旬中美握手言和達成協議，姆努欽表示本周中美第一階段貿易協議將在華盛頓簽署協議後公布，疊加美方取消對中國「匯率操縱國」的認定，筆者認為當前中美博弈走向「停」的階段，貿易談判向好，人民幣匯率是升值方向。如未來談判出現波折、中美博弈加劇，則人民幣匯率仍有貶值壓力。

企業與個人對匯率走勢的預期及其此前積累的美元虧損頭寸是否結匯將主導匯率突破6.85的幅度。參考2017年底至2018年初匯率由6.6升至6.3的經驗，幅度較大的原因在於，人民幣升值後期受到企業結匯行為的內生性推動。2017年9月中國外匯佔款環比由負轉正，結束了自2014年6月以後30多個月的負增長，企業結匯行為擴大了匯率升值幅度，本輪匯率貶值中積累的美元頭寸遠小於2015年811匯改至2017年5月匯率貶值期間，預計人民幣匯率突破6.85後的升值幅度可能並不大。

2020年樓市十大忠告(下)

樓市新態
汪敦敬

祥益地產總裁

繼續分享筆者對今年樓市的十大忠告：

6、樓市繼續鞏固向上

雖然未來我們可能要面對裁員及結業潮，但出現的「因」並不是如過去的經濟出現了崩潰，「因」是源於暴亂。

這除了會令調整的闊度、深度及時間也遠不及傳統的經濟蕭條外，而且於平靜的時刻也蘊藏了愈來愈多的購買力，並會在亂局放緩後不久作出釋放，未來樓價仍會以龍市繼續向前，樓價在不斷交錯調整鞏固下拾級向上。

7、租金終歸止跌回升

很多人也認為租金會不斷下跌。的確，業主同樣會被社會悲情及經濟欠佳影響而願意減租，但在供應根本嚴重不足的格局下，年內住宅租金終歸也會在調整後重新向上，成為樓價最堅實的支撐。

8、置業良機切勿錯過

很多人不願面對及承認的是，在十年的環球量化貨幣下帶來了長期的「超低息年代」，若單以供樓

負擔去看，香港樓價是相當「抵供」的。所謂「樓價高令市場遺憾」其實是因為高首期，但去年10月份的「施政報告」將1000萬或以下住宅物業的按揭門檻放鬆，800萬或以下住宅物業有充足入息的人也可以借到九成按揭，這無疑是一個置業良機。但市場被悲情氣氛所抑壓，還出現了「劈價」情況，這對有足夠準備的人是一個夢寐以求的局面。

9、變中有機創業有期

危難從來同時存在了機會。樓價跌到盡，就是入市時機；舖租跌到盡，就是創業良機。這個由暴動造成的調整市，下跌時烽火燎原！回復時也可以萬馬奔騰！

10、政治凌駕一切，萬物回歸市場

政治雖可凌駕一切，可立即改變市場的表象，所以本文忠告只能假設暴亂不進一步惡化下去作參考。政治雖然能夠改變市場興旺時間表，但卻不可以脫離市場的機制和定律。不要被悲情包圍而誤以為為香港樓價將拾級而下，在香港投資房地產仍然是相當吸引的項目及工具。

在當下虛假的世界中，希望「樓市十大忠告」可給到大家對尋求真相多一點參考吧。



▲有分析認為，今年樓價會在不斷交錯調整又鞏固下拾級向上