



▲如果疫苗、藥物逐步投入使用，海內外之間的疫情控制差距逐漸縮小，人民幣匯率也會逐漸回落

人幣匯率升值背後原因

6月份以來，人民幣大幅升值，當前已經達到了去年貿易關係複雜之前的水準。人民幣升值背後的原因是什麼？會一直維持強勢嗎？筆者認為國內外疫情的錯位是核心因素，如果未來海內外疫情控制差距逐漸收小，這種短期的優勢或許逐漸減弱，匯率也難以維持強勢，會趨於貶值。



春實秋華
梁中華

中泰證券宏觀首席分析師

從6月份以來，人民幣兌美元大幅升值，當前已經升值到了6.7以內，達到了去年3月份的水準。如果從年初開始算的話，人民幣已經升值4%。而且不僅僅是對美元，人民幣兌一攬子貨幣也是升值的，年初以來CFETS人民幣匯率指數已經提高了3.1%。

從幣種來看，人民幣對其他新興貨幣升值幅度更大，例如對俄羅斯盧布升值31%，對墨西哥比索升值16%，對泰銖升值8%，對印度盧比升值7%；對發達貨幣升值幅度要相對小一些，例如對歐元相對貶值了0.8%，對日圓升值0.3%，但是對美元、加元、英鎊的升值幅度都在4%以上。

主因在於防疫成效

中國疫情防控相對較好，是今年以來人民幣匯率大幅走強的重要因素。中國新冠疫情爆發於1月份，但在2月中旬以後每日新增確診人數就開始大幅下降。在疫情得到較好控制的情況下，中國在全球率先開啟了經濟上的復產復工。

海外疫情大規模爆發開始於3月份，但並沒有得到根本性的遏制，每日新增確診人數不斷攀升，當前已經達到了每天40萬以上。疫情遲遲沒有控制住，也影響海外經濟上的復產復工。

尤其是最近幾個月，海外主要經濟體均出現了疫情的二次爆發。例如，美國是主要經濟體中最早二次爆發的，從6月中旬開始，每天新增新冠病例數由降轉升。而且二次爆發比一次爆發更兇猛，最高時每天新增病例將近8萬宗，是一次爆發時高點的兩倍還多。雖然美國疫情在8月份有所改善，但9月以來再度抬升。

7月下旬以來，歐洲主要經濟體的疫情也開始二次爆發。比如最嚴重的是法國和西班牙，每日新增確診人數也遠遠高於一次爆發時的水準。9月以來，英國每日確診也直線飆升，當前維持在1.5萬以上。

從今年以來經濟上的表現來看，中國受疫情衝擊最大的時候是一季度，當時GDP增速在主要經濟體中最低。而開啟復產復工後，中國經濟恢復非常快，成為了二季度唯一一個GDP實現正增長的主要經濟體。從三季度以來疫情防控情況和經濟高頻指標來看，中國三季度GDP同比增速或許仍是主要經濟體中領先的。

外貿上的表現也是類似的。疫情不僅僅影響需求，其實對供給端



影響也很大，所以在海外疫情遲遲未能控制住、全球貿易總量大幅萎縮的情況下，中國出口還能保持較高的增長。這主要得益於海外供應鏈受到疫情影響，短期內難以恢復，中國在美國、歐洲等進口中的佔比大幅上升。另外，統計73個經濟體的出口情況，發現中國在其中的出口份額從二季度開始大幅上升，最高達到18%以上的歷史最高點。

匯率本來衡量的就是經濟之間的相對表現，因為疫情錯位，中國經濟、貿易的表現都好於其他經濟體，為今年以來的人幣匯率升值提供了重要的基本面支撐。

海外疫情出現反覆

往前看，影響匯率走勢的主要因素仍然是疫情。如果疫苗、藥物逐步投入使用，海內外之間的疫情控制差距逐漸縮小，人民幣匯率也會逐漸轉向貶值趨勢。

例如根據測算，由於疫情錯位、海外供應鏈未恢復，使得中國出口的「供給」優勢或在30%以上。因為貿易格局是根據長期比較優勢、進行全球產業分工的結果，短期內很難發生突變，所以各國貿易佔比一般是比較穩定的。這也是為什麼主要經濟體出口增速的走勢高度相關，我們用歷史數據，拿美國、日本、韓國的出口增速模擬中國的出口增速，相關度在80%以上。

可以假設一種情形，如果中國的疫情防控情況和海外一樣，沒有供應端的優勢，那麼出口應該也像其他主要經濟體一樣，跌幅在20%以上。而現實來看，中國的出口還能接近10%的正增長，這30%的優勢很大程度上是由中國供應鏈比其他經濟體恢復得快帶來的。

而如果未來海外疫情控制住，由供應端帶來的短期出口優勢會逐漸減弱，儘管海外需求會逐漸恢復，但中國出口增速反而會逐漸趨於下降。根據WTO最新預計，今年全球貨物貿易總量將萎縮9.2%，我們不妨相對樂觀假設：如果海外疫情控制住以後，明年全球貿易需求先恢復到疫情前的正常水準，中國的貿易份額也回到相對正常的水準。

即使按照這種樂觀估計的話，中國明年出口增速再提升的空間也相對有限。預計明年2月份由於低基數衝頂後，會出現明顯的回落，

明年下半年中國出口增速不排除出現明顯負增長的可能。所以明年的出口改善可能更多是結構性的，今年相對高增的領域明年可能會走弱，今年相對較弱的領域明年可能有改善，但總量上的改善幅度不會很大。

當然，這一切假設的前提是海外疫情逐漸得到控制，如果依然是當前這種情況延續的話，中國出口仍然會有明顯的增長。

對應到經濟其他領域也有些類似，中國經濟率先後復產復工，遠遠好於其他經濟體。但後續經濟恢復的速度也逐漸放緩，再加上政策上有所收緊，中國經濟可能會出現先上後下的局面。而如果海外疫情控制住後，經濟會逐漸恢復，海內外經濟狀況的差距會趨於縮小。相對基本面的變化是影響匯率走勢的關鍵，人民幣匯率也會逐漸趨於貶值。

資本仍然持續流出

儘管今年匯率有明顯升值，但中國國際收支的改善並不是很明顯，仍然處於淨流出的狀態。

從國際收支的主要專案來看，今年受益於出口高增長，中國貨物貿易帶來資金淨流入量達到1844億美元，比去年同期還有增加，尤其是二季度達到了歷史最高值。

服務貿易雖然一直處於逆差狀態，但今年由於疫情影響，運輸、旅遊相關的逆差明顯收窄，今年上半年中國服務貿易逆差，比去年同期減少527億美元。所以無論是貨物貿易順差的擴大，還是服務逆差的收窄，都是有利於國際資金淨流入中國的。

但是，今年以來中國外匯儲備雖然有所增加，但和經常賬戶的順差體量相比，並不是特別明顯。如果我們用儲備資產淨變化減去經常賬戶淨流入，來測算資本淨流入中國的情況的話，我們發現，今年仍然處於淨流出的狀態。這個趨勢其實從2014年就已經開始，2017年以後隨著中國經濟恢復有所改善，但當前仍是延續之前的流出趨勢。

經濟的向好、匯率的升值，並沒有帶來資本的大量淨流入，這背後或許更多是有長期的考慮，也決定了人民幣匯率或許難以一直維持當前的強勢狀態。

對經濟風險保持警惕



世經明察
張明

中國社科院世經政所
國際投資室主任

今年一、二季度，中國GDP季度同比增速分別為-6.8%與3.2%。目前市場普遍預測，2020年全年中國GDP增速有望達到2%至3%，更為樂觀的觀點認為可以達到3%以上。筆者則認為，今年全年中國GDP增速如果能夠達到2.5%已屬不易。我們對潛在風險應保持警惕。

首先看通貨膨脹指標。一方面，中國CPI同比增速已經由1月的5.4%下降至9月的1.7%，下降了3.7個百分點；剔除食品與能源價格的核心CPI同比增速，則由1月的1.5%下降至7月至9月的0.5%，是自2010年3月以來的十年內最低點。另一方面，中國PPI同比增速在2019年7月至2020年9月的15個月中，有14個月呈負增長（除2020年1月外）。CPI與PPI同比增速雙雙下行，說明當前中國經濟依然面臨總需求不足的問題，即當前經濟增速依然顯著低於潛在增速。

其次看消費、投資與淨出口三駕馬車的增長動力分布。一季度，最終消費、資本形成總額以及貨物與服務淨出口對GDP增長，分別拉動了-4.4、-1.5與-1.0個百分點；二季度上述指標分別為-2.3、5.0與0.5個百分點。不難看出，導致GDP增速在今年二季度顯著反彈的主要因素，首先是投資，其次是淨出口，而消費復甦則相對乏力。

消費方面，受疫情影響，中國社會消費品零售總額同比增速在今年前7個月均呈現負增長，直到8月才由負轉正，但僅為0.5%。從前8個月的數據來看，今年全年消費很難有亮麗表現。2019年最終消費支出佔GDP的比重已經超過55%，因此一旦消費增長不盡如人意，要保證經濟增長維持在特定水準上，就需要投資與淨出口的更大支持。

投資方面，截至8月，中國固定資產投資累計同比增速仍未轉負為正，僅為-0.3%。在三大投資中，房地產、基建、製造業投資累計同比增速分別為3.0%、-0.3%與-8.1%；房地產投資相對亮眼，而製造業投資表現則不盡如人意。但自8月以來，隨着內地一些城市

房價有所反彈，針對房地產行業的調控似乎出現新一輪收緊。這意味着未來一段時間房地產投資增速可能會受到負面衝擊，難以繼續強勁復甦。

此外，考慮到目前國內外需求依然總體疲弱，在最終需求沒有顯著改善之前，製造業企業更多會充分利用現有產能，而不會顯著擴大投資規模。這意味着未來一段時間內，製造業投資增速或依然疲弱。因此，如果固定資產投資增速要繼續快速回升，就需要基建投資進一步發力。而基建投資能否持續發力，則取決於地方政府財政狀況以及市場融資的鬆緊程度。

本季出口或現回落

出口方面，自二季度以來，中國出口增速顯著反彈，導致貿易順差迅速擴大。出口同比增速由1月至2月的-17.2%，反彈至9月的9.9%，貨物貿易順差則由一季度的131億美元，飆升至二季度的1547億美元，三季度進一步上升至1583億美元。因此在第二、三季度，淨出口對GDP增長的貢獻將顯著為正。但需要注意的是，隨着全球其他國家逐漸從疫情中恢復，中國在全球產業鏈上不可替代的地位將有所削弱，並可能導致出口同比增速與貿易順差在今年四季度有所下降。換言之，淨出口對GDP增長的貢獻在四季度可能出現高位回落。

最後看財政赤字。截至8月，中國公共財政收入與稅收收入累計同比增速分別為-7.5%與-7.6%，在今年內要轉負為正還存在相當大的難度。考慮到疫情爆發後政府財政支出顯著增加，今年最終的財政赤字佔GDP之比，可能顯著超過此前預期。換言之，政府可能需要加大發債規模來融通支出。但十年期國債收益率已經由4月初的2.5%以下，上升至9月底的3.15%左右，使得中央與地方政府的發債成本相應上升。這無疑會降低各級政府發債的積極性與資金的可得性，進而會對未來一段時期的政府支出與基礎設施投資產生一定的負面影響。

綜合考慮上述三重因素，以及錯綜複雜的國際環境，筆者認為，對中國經濟潛在風險，應保持警惕。宏觀政策應充分考慮當前環境的複雜性，仍應保持寬鬆勢頭，以協助經濟增速恢復至潛在水準，不應過分收緊而使經濟復甦受到抑制。

新按揭一周年回顧(上)



樓按明鑒
曹德明

經絡按揭轉介首席副總裁

特首於去年10月16日發表的施政報告中，宣布為首次置業人士放寬按揭保險計劃的樓價上限，現樓可承造最高九成按揭貸款由樓價上限400萬元增至800萬元；承造最高八成按揭貸款由樓價上限600萬元增至1000萬元。有關措施由推出迄今已近一周年，當中成效究竟如何？筆者將以住宅註冊量以及按揭數據逐一分析。

貸款宗數金額均創新高

根據美聯物業房地產數據及研究中心綜合土地註冊處資料顯示，今年首九個月的二手住宅註冊量錄得共3.4591萬宗，較去年同期上升約8.1%，再以各類金額的二手註冊量細分比較，不同價格的註冊宗數均按年下跌，反觀逾600萬元至1000萬元類別的二手註冊，錄得共1.4399萬宗，急升約47.7%。

根據香港按揭證券有限公司的數據顯示，今年首九個月的新取用貸款宗數及金額分別錄得1.3761萬宗及722.35億元，較去年同期分別急升116.4%以及187.7%；平均

每宗貸款金額亦一直攀升，9月份平均金額更達到548萬元，創該行有紀錄以來的新高。

如以金管局的新取用按揭貸款個案比較，涉及按揭保險計劃的新取用貸款個案佔比亦一直節節上升。從貸款宗數來看，今年8月份新取用按揭保險計劃貸款宗數佔整體新取用按揭貸款宗數30.5%，相比去年10月份的佔比8.5%，急升22%，7月份的佔比更達到31.4%，創該行有紀錄以來的新高；從貸款金額來看，今年8月份新取用按揭保險計劃貸款金額佔整體新取用按揭貸款金額達到35%，相比去年10月份的佔比8.4%，急升26.6%，7月份的佔比更達到36.6%，創下有紀錄以來的新高。

另一方面，根據經絡按揭轉介研究部內部資料顯示，客戶選用六成以上按揭佔整體比例亦自去年10月後大幅上升，今年9月份六成以上按揭選用比例為34%，屬本行有紀錄以來的偏高水平，5月份更曾達到41%的新高。而在9月份選用高成數按揭的批出個案當中，54%的客戶購買600萬元以上至1000萬元的住宅單位，以上種種數據反映出大部分客戶受惠於新按揭計劃。

下一集筆者將會探討進一步放寬樓按的可行性。