►人民幣匯率風險減弱，有利吸引外資加速流入人民幣資產。

人民幣經過一輪急跌後，貶值壓力充分釋放，對於外資而言，來自人民幣匯率的風險有所減弱，加上近期A股開啟修復行情，內地市場對外資的吸引力增強。中長期來看，人民幣料將回歸基本面因素主導，但值得注意的是，經濟復甦的力度和節奏，以及疫情的不確定性或會成為人民幣匯率波動的博弈點。

人幣無趨勢性貶值基礎

貨幣微觀　明明
中信証券固定收益
首席研究員

2021年，中國強勁出口支持人民幣走強。人民幣與美匯指數多次出現背馳，人民銀行兩度上調外匯存款準備金率。2021年全年，在外需強勁和國內完備的產業鏈支持下，中國出口呈現高景氣狀態，尤其是8月以來出口的兩年複合增速持續保持在15%以上。經常項目保持大規模順差，使得人民幣偏強運行，全年來看，人民幣即期匯率從6.54升值至6.37兌1美元，升幅約2.6%；CFETS人民幣匯率指數從94.84升至102.47，漲幅約8%。在強勁的基本面支撐及企業延遲結匯的影響下，人民幣匯率與美匯指數走勢多次出現背離。

首季先漲後跌 偏強震盪

2022年第一季，人民幣先漲後跌，總體偏強震盪，俄烏衝突爆發下，人民幣顯示出一定的避險屬性。2022年首兩個月，人民幣呈現升值趨勢，美元兌人民幣即期匯率於2月底下行至6.31附近。自2月24日俄羅斯宣布在頓巴斯地區發起特別軍事行動以來，全球市場的恐慌情緒快速升溫，避險情緒驅動美匯指數上漲，全球股指下跌，而同期人民幣卻並未因此走弱。但在3月10日後，由於美國聯儲局加息決議的逐步臨近、國內金融市場外資流出規模上升，以及局部地區新增確診病例增加等因素影響，人民幣開始承壓。美元兌人民幣的即期匯率快速上行並觸及6.38。

進入第二季，在國內經濟基本面和美匯指數兩大主要因素的相互作用下，人民幣匯率經歷了「平穩運行—大幅貶值—企穩震盪」的過程。4月1日至4月18日，美元兌人民幣即期匯率圍繞6.365水平微幅震盪，整體保持平穩運行；4月19日至5月16日，來自國內局部地區疫情衝擊、出口增速回落、股市表現較差、美匯指數走強、中美利差倒掛等多方面的壓力集中釋放，美元兌人民幣即期匯率由6.3778大幅拉升至6.7967；5月17日至6月2日，隨着國內局部地區疫情趨緩、美匯指數衝高回落及中美貿易關係出現緩和，人民幣匯率止跌轉升，美元兌人民幣即期匯率小幅回落至6.65至6.70區間後，呈現雙向波動行情。

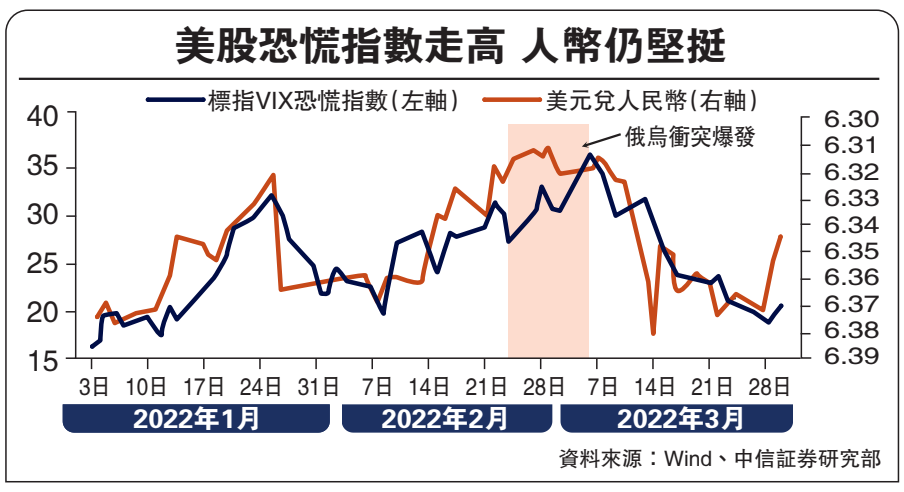
短期受制外圍 波動加劇

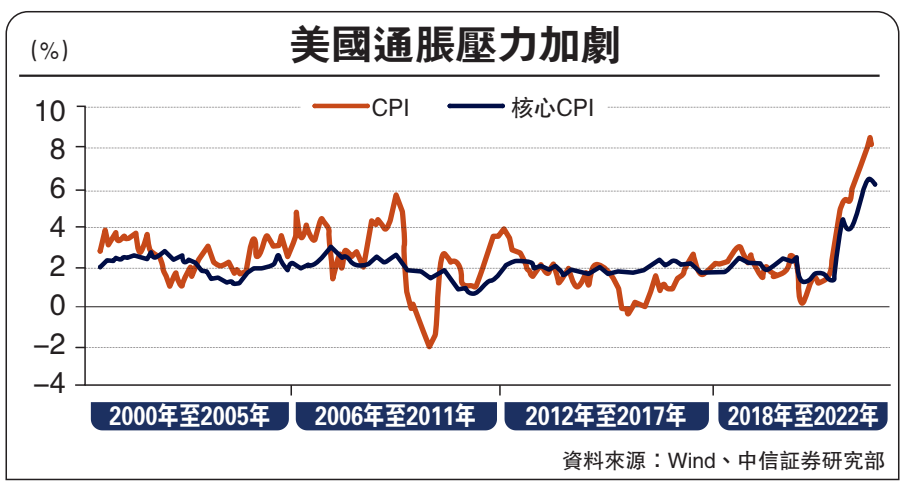
短期來看，人民幣料更多受市場因素影響，波動或有所加劇。

經過一輪急跌後，人民幣貶值壓力充分釋放，對於外資而言，來自人民幣匯率的風險有所減弱。來自金融賬戶的資金流入將在短期內為人民幣帶來需求，而人民幣的跌後反彈又或有助於提升市場風險偏好，推動外資加速流入股票市場。

進入5月，A股市場止跌並開啟了修復行情，市場情緒有所修復，配置型外資保持穩定淨流入狀態。來自市場上漲的資本利得及人民幣貶值後潛在的升值空間，均使得人民幣資產對外資的吸引力增強。股匯聯動效應下，來自金融賬戶的資金流入將在短期內為人民幣帶來需求，而人民幣的升值預期又或有助於推動外資流入股票市場。

雖然中國出口在下半年將面臨外需回落的風險，但中美貿易關係的緩和或為出口形成潛在利好，進而從經常項目對人民幣匯率形成支撐。在疫情衝擊全球供應鏈、俄烏衝突加劇大宗商品供需錯配等因素的影響下，美國面臨較大的通脹壓力。雖然美國4月CPI同比和核心CPI同比均較3月小幅回落，但跌幅不及市場預期。同時，特朗普執政時期，美國對中國出口商品施加多輪關稅，一定程度上加劇美國本土企業的關稅負擔及供應鏈難題。在多重因素的推動下，取消對中國加徵關稅成為美國政府降低該國通脹的可選項之一。





近期，美國官員頻繁釋放取消關稅信號。據新華社報道，「美國貿易代表辦公室3日宣布，4年前依據所謂『301調查』結果對中國輸美商品加徵關稅的兩項行動將分別於今年7月6日和8月23日結束。即日起，該辦公室將啟動對相關行動的法定覆審程序。」另據福布斯中國報道，美國商務部長吉娜·雷蒙多（Gina Raimondo）於周日（6月5日）表示，拜登政府正在考慮結束特朗普時代美國政府對中國商品徵收的一些關稅，以試圖控制通脹。雖然中國出口在下半年將面臨外需回落的風險，但中美貿易關係的緩和或將為出口形成潛在利好，進而從經常項目對人民幣匯率形成支撐。

來自歐洲央行和美國聯儲局的加息預期均未塵埃落定，美匯指數難言拐點，對於人民幣而言，來自美匯指數的壓力仍在。根據當前多數美國聯儲局官員表態以及芝加哥商品交易所FedWatch工具，6月和7月的兩次聯儲局議息會議各加息0.5厘的概率仍然較大。隨着議息會議臨近，市場的交易邏輯或重新聚焦到聯儲局的緊縮操作中，美匯指數自5月24日以來止跌企穩，當前仍在102左右的高位築頂。此外，市場對於歐洲央行緊縮的預期仍在逐步消化，美匯指數難言拐點，預計其對人民幣所構成的貶值壓力仍在。第四季隨着歐美兩大經濟體貨幣政策路徑日漸清晰，美匯指數給人民幣帶來的貶值壓力或有所消退。

當前，銀行代客結匯率和購匯率雙雙走高，表明人民幣雙向交易較為活躍。今年3月和4月，銀行代客結匯率分別錄得70%和74%，為2016年以來同期的較高水平；銀行代客售匯率分別為68%和72%，同樣高於近年同期數字；銀行代客結售匯保持150億美元以上的順差規模，表明企業仍然選擇「逢高結匯」。銀行代客結匯率和售匯率的超季節性走高，意味着市場參與主體能夠相對理性地根據當期人民幣匯率波動及自身實際需求進行交易，這對增強人民幣彈性，加強人民幣匯率雙向波動特徵具有重要意義。考慮到2021年以來，由於出口強勁導致的企業外匯存款規模較大，預計後續企業「逢高結匯」及購匯行為仍將有助於調節人民幣匯率，推動其呈現雙向波動趨勢。

受惠經濟復甦 中長線看好

中長期來看，人民幣料將回歸基本面因素主導。

筆者認為，國內經濟基本面仍是中長期決定人民幣匯率的關鍵因素，經濟修復的方向為人民幣提供支撐，但經濟復甦的力度和節奏，以及疫情的不確定性或會成為人民幣匯率波動的博弈點。當前，國內局部地區疫情好轉，北京、上海等地的復工復產工作正在穩步推進，此前因疫情衝擊的國內供應鏈料將在第二、三季逐步修復，出口或也將迎來持續反彈。5月中國製造業採購經理指數（PMI）錄得49.6，雖然低於50的盛衰分界線，但比4月上升2.2；非製造業商務活動指數為47.8，比3月增加5.9，兩組數據表明中國製造業和非製造業景氣水平均呈現明顯改善的趨勢。因此，隨着後續經濟的顯著復甦，對於人民幣而言，來自經濟基本面疲軟的壓力將逐步消退，其並無趨勢性貶值的基礎。但值得注意的是，經濟復甦的力度和節奏，以及疫情的不確定性或會成為人民幣匯率波動的博弈點。

2022年上半年，人民幣呈現先強後弱的狀態。具體來看：第一季，人民幣先漲後跌，總體偏強震盪，俄烏衝突爆發下人民幣顯示出一定的避險屬性；進入第二季，在國內經濟基本面和美匯指數兩大主要因素的相互作用下，人民幣匯率經歷了「平穩運行—大幅貶值—企穩震盪」的過程。

展望下半年，短期內，人民幣料將更多受市場因素影響，包括歐美加息預期均未塵埃落定使得美匯指數難言拐點、中美貿易關係的改善為出口形成潛在利好，以及市場主體「逢高結匯」與購匯行為。多重因素相互作用下，人民幣波動或有所加劇，或繼續維持寬幅震盪格局。中長期來看，人民幣料將回歸基本面因素主導。後續經濟的顯著復甦使得來自經濟基本面疲軟的壓力將逐步消退，人民幣並無趨勢性貶值的基礎。

硅基生命與數字市場

鏈能講堂　付饒
國際新經濟研究院
高級研究員

「硅基生命」這一概念於十九世紀首次被提出。1891年，德國波茨坦大學的天體物理學家朱利葉斯·席納（Julius Sheiner）在其文章中探討以硅為基礎的生命存在之可能性，他可能是提及硅基生命的第一人。這個概念亦被英國化學家詹姆斯·愛默生·雷諾茲（James Emerson Reynolds）所接受。1893年，詹姆斯在英國科學促進協會的一次演講中稱，硅化合物的熱穩定性，使得以其為基礎的生命可以在高溫下生存。

科學家對於硅基生命的探索，是從化學角度切入的。我們知道，人體主要的構成元素是碳，而硅的化學性質與碳相差甚遠，但以硅材料精雕細琢的「芯片」，卻可以為人工智能（AI）「賦予」生命。在科學家眼中的硅基生命，是以「硅芯片+AI+鋼鐵骨骼+橡膠皮膚」形式呈現出的嶄新面貌。

AI改變生活習慣

人工智能的發展，的確不負眾望，目前在語音識別、自動駕駛等領域已經切實改變了人們的生活。目前大部分的智能電視都具備語音識別功能，可以在嘈雜的環境中，識別換台、調整音量等基本操作。語音識別功能在駕駛過程中，無疑更有價值。司機在駕駛的同時，通過語音選擇導航目的地，或者進行開關空調這樣的操作。

近期有研究報告顯示，在手機網民經常使用的各類App中，即時通訊類App的使用時間最長，佔比為14.8%，其次為網絡視頻（不含短視頻）短頻及網絡音頻。

網民在手機上觀看各類視頻上花費的時間，佔了使用手機總時長的三分之一。如果我們把視頻內容等同於虛擬空間的話，人們其實已經在元宇宙中沉浸而不自知。按照統計結果來看，人們每天至少花費兩小時在元宇宙中生活。

在現實市場中，商品從生產者到消費者手上要經過數個環節，包括主幹物流、大倉儲、支線物流、小區附近等，其中任何一個環節都有可能因主觀或客觀原因出現信息不通暢的現象，最後造成庫存量和消費成本的增加。若能把傳統市場映射到數字市場，企業就可以洞察需求端，有多少用戶、有多少潛在需求都能夠被呈現。因此，當能夠匹配到每個人需求的時候，企業就能夠更有針對性、定制化、細緻度地按需生產。這樣不僅可大幅減少資源浪費，企業之間的惡意競爭也會下降。

打破信息不流暢阻礙

進一步來看，在元宇宙中，沒有物流環節，更沒有主幹物流、支線物流；沒有倉儲環節，更沒有大倉儲、小倉儲。這樣就不存在任何一個環節出現信息不暢的問題。

在從生產到消費的宏觀鏈中，物理世界需要流通環節，數字技術則把流通環節數字化，提高了效率。

通過數字技術賦能而建設出的市場體系，既可以完善市場競爭的基礎地位，又可以充分體現政府計劃的重要性，是二者的有機統一。最終，生產要素市場的總量控制受政府宏觀調控，而數字市場中的資源配置、自由競爭則由市場完成。從主體來看，每家企業獲取訂單、採購原材料、組織生產的環節都將通過市場機制來完成。相關信息能夠在數字市場中完整地呈現出來，並打破傳統市場由於封閉性導致的信息不完全現象，滿足了完全市場的基本假設，讓市場有效性大幅上升，讓資源配置接近理想狀態。

在數字市場中，政府不僅是控制要素總量的機構，也可以被看作是市場的一部分。政府一方面保障了市場的有效性，另一方面參與了市場交易的全部過程。因此，政府的計劃自然地融入了數字市場的市場機制之中，這一特點完美地結合了市場與計劃，實現了二者的統一。

在數字市場中，計劃與市場的手段完美地統一，並相互影響、相互促進、相互制約。二者不再是傳統經濟學中水火不容的對立面，而體現出計劃愈科學、市場干預就愈有效的特點。數字市場中看不見的手與看得見的手相握，成為數字經濟發展的核心力量，以及推進經濟布局優化和結構調整的抓手。

數字市場自身成為實現微觀主體有活力、市場機制有效、宏觀調控有度的一個載體。如果現實世界的市場參與者也能夠了解某一商品的總量與消費需求量，傳統市場也有可能體現出一定的計劃性。

樓市購買力將釋放

樓市新態　汪敦敬
祥益地產總裁

「龍市理論」是筆者在2017年正式提出來的，因為我認為2009年之後的市場新常態，已經不適用於過去的牛熊市理論了。市場結構由原本的泡沫經濟轉為低泡沫、多資金、供應不足、負債少，以及高財富效應的新市場結構，於是筆者發表了「龍市理論」，希望比傳統概念更清晰地描述出，以內地資金和內地市場秩序為主導的新經濟實況。而事實上，2008年之後的樓市辣招先為市場去除泡沫，然後讓聚積已久的購買力起動。

放寬按保改善換樓鏈

「龍市」的模式將過往「先泡沫、後爆破」，轉為「先鞏固、後上升」，樓價同樣在上升的趨勢中，但相對而言健康得多。

「龍市」的特徵是每個谷底的鞏固點都是一浪高於一浪，因此樓價易升難跌，這在2019年前只是一個概念，但經歷了近年的修例風波及第五波疫情後，其實已經得到充分印證。

我們看到香港股市在近兩年從高位下跌約1萬點，但樓市在「龍市」結構下仍然守穩2019年前的鞏固點，這無疑是成功保護了市民的財富。

當下市場的實際環境，雖然社會有悲情的情況，但樓市在悲情之下繼續處於穩固。當下我們見到「平行時空」的情況，例如一手樓屢破新高價，二手樓有些板塊的樓價還在上升，有些板塊樓價則下跌。上述實況是因為政府兩輪放寬按揭保險後，釋放大量二手的換樓購買力，多人換樓亦等於多人放售細單位，當換樓鏈帶來的細單位放盤量增加，比上車人數更多的時候，樓價就會出現微調。

由於新居屋的申請凍結了約25萬個購買力，其對市場影響範圍很大，因為現在政府的政策是容許每月收入6600元的家庭抽居屋，除了對真正需要者（即家庭月收入介乎2萬至4萬元）不公平，以及把成功抽居屋的機會稀釋外，亦凍結了市場大批購買力，這些購買力會在6月13日抽籤之後釋放出來。

筆者認為，屆時的市場氛圍縱使悲情未散，購買力也一定會增加，而細單位樓價微調情況會終止，甚至整固回升，這一切我們都可在未來的數據中看到真相。

▲樓市辣招為市場去除泡沫，放寬按保則釋放二手購買力。