



►分析指出，短期來看，美國的通脹率仍將處於高位，這將倒逼美聯儲繼續實施加息縮表。

美聯儲主席鮑威爾在Jackson Hole會議上的強硬表態，導致美元指數攀升至109的二十年新高。無論歐元兌美元匯率，還是日圓兌美元匯率均跌至二十年來的新低，尤其是歐元兌美元匯率跌破1比1平價，引發市場高度關注。最近人民幣兌美元匯率再度快速貶值至6.9附近，市場開始熱議年內人民幣兌美元匯率是否會破7元關。

# 人幣倘破七算 無需驚慌

世經明察 張明

中國社會科學院  
金融研究所副所長

2021年底至2022年9月2日，人民幣兌美元匯率中間價從6.3757貶至6.8917，總體貶值了8.1%。事實上，2022年初至今，人民幣兌美元匯率走勢呈現出「盤整—急貶—盤整—急貶」的特徵。年內人民幣兌美元匯率發生兩次急貶：第一次急貶是4月20日至5月13日，人民幣兌美元匯率中間價貶值了6.1%；第二次急貶是8月15日至9月2日，人民幣兌美元匯率中間價貶值了2.2%。

筆者認為，2022年人民幣兌美元貶值的最重要原因是中美長期利差的迅速拉大。當前，美國經濟增速非常強勁（顯著高於潛在增速），而中國經濟增速較為疲弱（顯著低於潛在增速）。在此背景下，美聯儲實施了加速從緊的貨幣政策，例如從縮減量寬規模到連續加息再到加快縮表；而中國人民銀行實施了較為寬鬆的貨幣政策，例如今年以來的降準與多次降息。兩國貨幣政策的差異造成了兩國長期利率的反向變動，也即美國10年期國債收益率顯著上升，而中國10年期國債收益率顯著下降。在今年4月份，中美長期利差開始倒掛。到目前為止，美國10年期國債收益率要比中國10年期國債收益率高40至50個基點。中美利差倒掛並不斷擴大，這會引發跨境資本從中國到美國的流動，從而壓低人民幣兌美元匯率。

## 人行政策工具多樣 彈藥充足

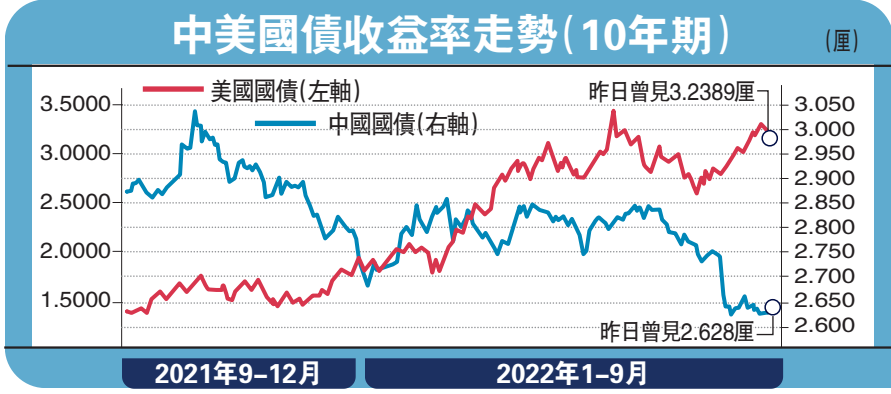
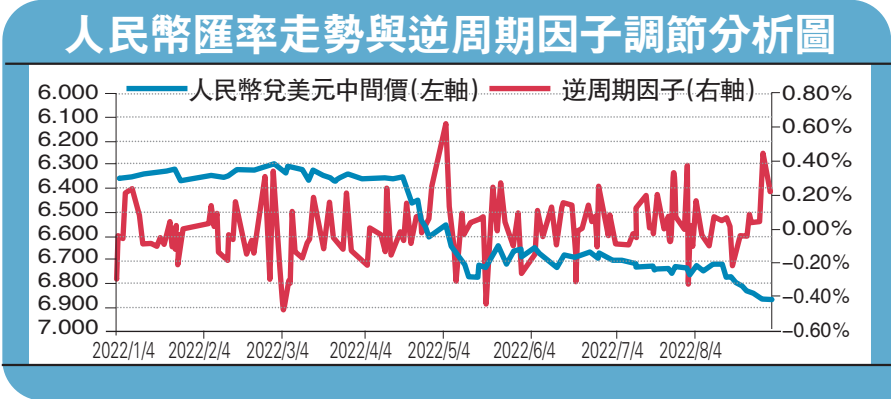
從短期來看，美國的通脹率仍將處於高位，這將倒逼美聯儲繼續實施加息縮表，中國疲軟的經濟增速仍然需要財政貨幣政策進一步發力，人行存在繼續降息的可能性，這意味着人民幣兌美元匯率短期內仍將面臨較大貶值壓力。在2022年5月，人民幣兌美元匯率跌破7元關的概率較大。

7元關雖然是重要的整數關口，但對境內外投資者而言，重要性並沒有想像中那麼強。一方面，在2015年811匯改之後，人民幣曾經數次跌破7元關，並沒有引發人民幣兌美元匯率的大幅貶值。

另一方面，目前人行防範本幣匯率大幅貶值的工具箱依然工具多樣、彈藥充足，例如外匯存款準備金、遠期售匯準備金、外匯層面的宏觀審慎管理、資本流動管理、逆周期因子等。

在2017年，人行首創了逆周期因子這一新的政策工具。在外匯市場存在較大貶值壓力時，逆周期因子是人行對沖市場情緒順周期波動（也即所謂非理性羊群效應）的重要工具。筆者最新的測算表明，在2022年人民幣匯率兩次急貶期間，人行事實上已經啟用逆周期因子。

根據中國人行在貨幣政策執行報告中關於逆周期因子計算的表述：「在計算逆周期因子時，可先從上一



日收盤價較中間價的波幅中剔除籃子貨幣變動的影響，由此得到主要反映市場供求的匯率變化，再通過逆周期系數調整得到逆周期因子。」基於這一表述，筆者採用間接法，按「當日中間價=上一日收盤價+一籃子貨幣匯率變化÷逆周期因子」公式，先根據2022年新版CFETS人民幣匯率指數貨幣籃子權重，計算一籃子貨幣匯率變化，再根據當日中間價和上一日收盤價倒算出逆周期因子。

如配圖所示，在今年人民幣兌美元匯率兩次急貶期間，人行有選擇地在重要時間節點上啟用了逆周期因子，但持續時間非常短暫。在人民幣匯率第一次急貶期間，今年5月5日和6日，人行採用逆周期因子調升人民幣兌美元匯率中間價的幅度分別為0.64%和0.39%。這一時期啟用逆周期因子的背景為，美東時間2022年5月4日，美聯儲宣布加息50個基點，這是自2000年以來單次最大規模的加息。2022年5月5日，美國10年期國債收益率上漲至3.05%的高點，中美利差倒掛至22個基點，人民幣匯率面臨較大貶值壓力。

在人民幣匯率第二次急貶期間，2022年8月30日、9月1日和2日，人行採用逆周期因子調升人民幣兌美元匯率中間價的幅度分別為0.46%、0.29%和0.22%。這一時期啟用逆周期因子的背景為，上月26日，在Jackson Hole召開的央行行長會議上，鮑威爾的鷹派表態意味着美聯儲仍將繼續實施激進的加息縮表政策。此言一出，美國10年期國債收益率再度走高，在本月1日，美國10年期國債收益率攀升至3.26%的高點，中美利差倒掛至65個基點，人民幣匯率貶值壓力加大。

## 匯率明年有望反彈

值得一提的是，筆者的計算表明，今年3、5、6、7月，在美聯儲宣布加息之後的1至3天內，人民幣兌美元匯率中間價都有超預期的變動，這意味着人行可以有意採用逆周期因子

來對沖美聯儲加息對本幣匯率的負面衝擊。

如美東時間2022年3月16日，美聯儲宣布加息25個基點，3月17日，中國人行採用逆周期因子調升人民幣兌美元匯率中間價的幅度為0.20%。又如，美東時間2022年7月27日，美聯儲宣布加息75個基點，7月28日，中國人行採用逆周期因子調升人民幣兌美元匯率中間價的幅度為0.33%。

筆者此前的研究發現，中國人行採用逆周期因子多是以「調升」為主，即讓人民幣兌美元匯率中間價升值。同時，中國人行使用逆周期因子的時間往往會早於官方公布的時間。

綜上所述，今年人行似乎已經開始有選擇、有節制地啟用逆周期因子來維持人民幣兌美元匯率的基本穩定。迄今為止，與歐元、日圓、英鎊等貨幣相比，人民幣兌美元匯率依然維持了大致穩定。這意味着，一方面，人民幣兌美元匯率的基本面並沒有顯著惡化，另一方面，逆周期因子的調節發揮了一定的效果。

不過，正如筆者此前的研究所指出的，逆周期因子的調節雖然能夠穩定人民幣兌美元匯率的短期波動，但也會增加人民幣兌美元匯率形成機制的不確定性，甚至在一定程度上影響外匯遠期市場的發展。因此，筆者並不建議人行主要通過逆周期因子來穩定匯率。一旦短期內人民幣兌美元匯率面臨持續較快貶值壓力，人行一方面應該容忍人民幣兌美元匯率的適度貶值、增強人民幣匯率形成機制彈性，另一方面應該綜合運用外匯宏觀審慎管理工具、資本流動管理、前瞻性預期引導等手段來維持本幣匯率穩定。

簡言之，即使短期內人民幣兌美元匯率跌破7元關，有關各方也沒有必要擔心人民幣兌美元匯率將會大幅貶值。2022年剩餘時間內，人民幣兌美元匯率可能在6.7–7.2區間內波動。如果2023年中國經濟增速顯著反彈，而美國經濟增速步入衰退，那麼人民幣兌美元匯率有望顯著反彈。

# 東盟成中國出口新增長極

政經透視 鍾正生

平安證券  
首席經濟學家

8月份中國出口增速明顯回落，是內外兩方面因素共同作用的結果。內因方面，8月以來內地疫情多點散發，天津、廣東、山東、江蘇等沿海省份均有零星疫情出現，四川等地的高溫、限電則使得部分出口產業鏈供應受阻。外因方面，來自歐美發達地區的外需回落也不可忽視。與中國出口結構相近的韓國，出口增速也明顯回落。8月份韓國出口增速僅有6.6%，為2021年以來的次低值。

從產品結構和國別來看，8月中國出口主要呈現出以下特點：

分產品來看，機電產品對中國出口的拉動大幅回落，勞動密集型產品對中國出口的拉動也有所下滑。8月機電產品對中國出口的拉動降至2.5個百分點，較上月回落5.0個百分點。機電產品中，汽車出口持續高增，8月汽車相關產品出口呈現「量價齊升」態勢，汽車（包括底盤）出口金額同比增長65.2%，出口數量同比增長47.4%。手機出口增速反彈，8月中國手機出口金額同比增長21.5%，但出口數量有所下滑。

受到美國房地產市場降溫的影響，8月中國家電、音視頻設備及其零件等地產後周期產品出口金額明顯下滑，自動數據處理設備及其零部件出口同比亦下滑近7%。勞動密集型產品對中國出口的拉動由7月的3.1%降至0.7%，其中服裝及衣着附件、玩具、塑料製品等產品出口增速大幅回落至10%以下，而傢具相關產品同樣受到海外地產周期回落的影響，8月中國傢具出口金額同比下降12.7%。其他產品方面，農產品、成品油、肥料等出口均保持較高增速。

## 歐美需求回落 拉動趨弱

分國別和地區來看，主要國家和地區對中國出口的拉動均回落，尤其是美國對中國出口的拉動轉負。8月東盟對中國出口的拉動為3.4%，雖較上月有所回落，但整體仍保持較高水平。今年以來，東盟國家經濟復甦較為穩定，菲律賓、泰國、越南、印尼等國製造業PMI（採購經理人指數）均保持在50榮枯線以上，進口需求也穩步回升。而RCEP（區域全面合作經濟夥伴）落地後，中國與東盟的經貿往來明顯加強，

8月中國對東盟出口總額與美國、歐盟相近，東盟已成為中國出口新的「增長極」。

歐盟對中國出口的拉動，較7月回落1.9個百分點至1.7%。在高溫天氣及地緣政治因素的影響下，8月歐洲地區能源危機愈演愈烈，經濟前景持續惡化，8月歐元區製造業PMI進一步降至49.6，已步入萎縮區間，令其進口需求回落。

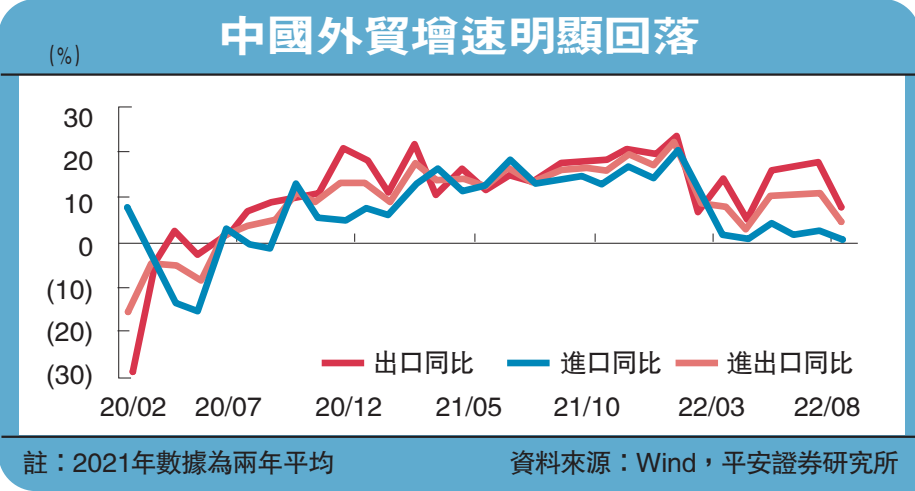
美國對中國出口的拉動近兩年來首次轉負，較7月下滑2.6個百分點至-0.7%。結合中國的產品出口情況看，筆者認為美國對中國出口拉動減弱，主要是由於其房地產市場降溫導致地產後周期產品需求下滑所致，隨着美聯儲加息進程的不斷推進，美國房屋銷量及開工均已出現明顯回落。此外，目前美國庫存總額明顯高於疫情前水平，而GDP分項中私人庫存已連續兩個季度環比回落，或表明其補庫存高峰已過，這亦導致其對中國出口的拉動趨弱。

8月國際大宗商品價格整體震盪走弱，鐵礦石、原油等商品對中國進口的拉動下降，疊加疫情的反覆導致內需偏弱，中國進口增速再度回落。從主要進口產品來看：

對進口同比拖累最大的產品包括鐵礦砂及其精礦、集成電路、自動數據處理設備及其零部件、液晶顯示板、初級形狀的塑料等。其中，鐵礦砂及其精礦進口金額同比的回落主要受價格因素的拖累，實際進口數量同比反而有所增長，8月中國鐵礦石到港量從7月的7820萬噸小幅提高至7945萬噸。液晶顯示面板、集成電路等消費電子相關產品持續對中國進口形成拖累，反映出疫情反覆之下，下游消費需求仍然疲弱。

對進口同比拉動最大的產品包括：原油（8月拉動2.8個百分點，較7月有所減弱）、天然氣、煤及褐煤、汽車和汽車底盤、醫藥材及藥品等。8月以來國際原油價格震盪下行，價格因素對原油進口的支撐有所減弱。此外，疫情也使得出行需求降低，8月原油實際進口數量同比下滑9.4%。但因海外天然氣價格大漲，在實際進口數量同比下滑的情況下，天然氣對中國進口的拉動反而有所增強。

總的來看，8月份中國內外需均開始走弱，且後續仍然面臨較高不確定性。在歐美發達經濟體進口需求大概率回落的背景下，對外繼續開拓東盟市場、對內保障產業鏈供應鏈穩定性，均有助於延長中國出口韌性。



# 聯儲放鷹 樓股短期震盪

樓市智庫 陳永傑

中原地產亞太區副主席  
兼住宅部總裁

聯儲局主席鮑威爾在Jackson Hole全球央行年會上表示，聯儲局為抑制通脹，可能需要一段時間將聯邦基金利率維持在高位，其間美國家庭及企業將感受到一些痛苦。筆者認為，大幅加息不單影響美國經濟，世界各地民眾亦會受到打擊，樓市股市亦面對壓力。

鮑威爾指出，聯儲局目前首要任務是將通脹降至2%的設定目標。他承認降低通脹會導致經濟增長放緩，勞動力市場亦可能出現疲態，為家庭及企業帶來一些痛苦。早前聯儲局官員預測，聯邦基金利率直至2023年底將處於略低於4%水平，隨着新經濟數據即將到來，9月份貨幣政策例會上成員更新該預測。鮑威爾認為，在下次貨幣政策例會上，再次大幅上調聯邦基金利率目標範圍是合適的。

鮑威爾放「鷹」，並暗示利率在未來一段時間保持高位，9月份可能加息0.75厘，打破市場對聯儲局放緩加息的預期，並導致同日美股急挫，三大指數跌逾3%至4%，道瓊斯指數急挫逾

1000點。

多位聯儲局成員早前亦有發言，費城聯儲銀行行長哈克表示，他希望將利率提升至3.4厘以上，並維持一段時間。他需要看到更多通脹數據，才再決定於9月份會議上，是連續加息0.75厘三次抑或放慢加幅至0.5厘。即使加0.5厘，他覺得加幅仍算較大。

亞特蘭大聯儲銀行行長博斯蒂克指出，關於聯儲局會在短期內改變政策方向及很快降低利率的預期是錯誤的。由於貨幣政策不確定性可能對經濟產生負面影響，迅速減息甚至可能會對降低通脹的努力，產生反作用。他指出，強勁經濟數據可能使到聯儲局再次加息0.75厘。

聖路易斯聯儲銀行行長布拉德認為，聯儲局有必要繼續加息應對高通脹，今年底目標利率，應該介乎3.75厘至4厘。他個人傾向預防性加息，即事前加息而非事後補救式加息，使到通脹出現回落趨勢。現時聯邦基金利率站在2.33厘，不足以應對高通脹。

鮑威爾及各成員言論，顯示9月份加息0.75厘機會甚高，對全球股市樓市等投資市場帶來短線震盪。但樓市是長線投資，加息減息必經之路，財政實力足夠仍然值得投資樓市。