



◀中國經濟增長將明顯回升，國際收支仍將保持順差，人民幣跨境結算持續推進，都對人民幣匯率產生支撐作用。

5月以來，海外避險情緒推升美匯指數反彈，在中國經濟修復較弱、居民購匯需求集中釋放的背景下，人民幣匯率出現貶值壓力。此外，美國銀行業風險蔓延，也導致了市場風險偏好大幅收緊。人幣匯率會產生持續性的貶值嗎？年內後續走勢如何？

人幣全年預期穩中有升

評經議濟 連平 常冉

植信投資研究院

在美國聯儲局貨幣緊縮放緩的背景下，當前美匯指數走勢的交易邏輯由「加息進程放緩」逐漸轉為「貨幣政策轉向」。根據5月已公布的聯儲議息會議紀錄，美國短期內不會輕易選擇減息，故美匯指數並未因加息進程接近尾聲而繼續下行，反而出現階段性震盪。根據植信投資研究院構建的「開放型泰勒——基本面」人民幣匯率模型顯示，人民幣匯率升貶值與美匯指數走勢呈顯著負相關，自2015年「811匯改」以來，美匯指數與美元兌人民幣匯率的相關性系數約為0.51，美匯指數走勢對人民幣匯率波動的影響明顯。

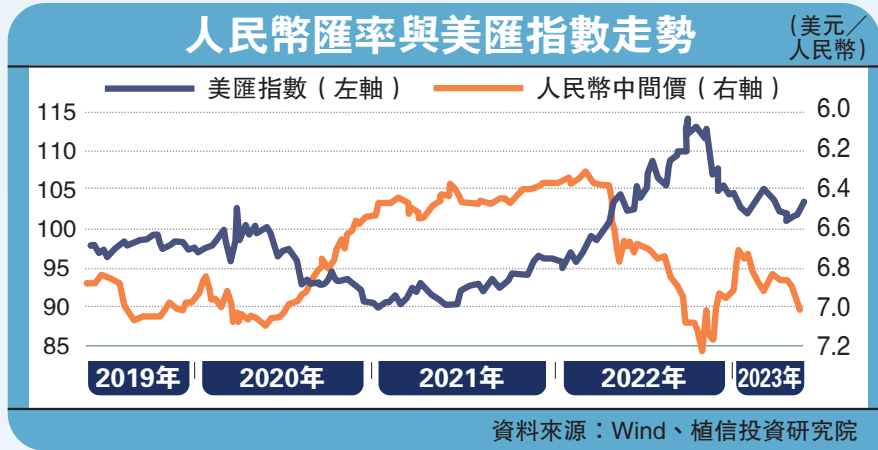
今年以來，市場主體的購匯意願顯著上升，結匯和購匯的需求分化拉大。付匯購匯率與收匯結匯率之差由去年12月的4.4%，擴張至今年3月的11.7%。今年1月至4月，付匯購匯率分別錄得59%、59.5%、59.4%、63.2%，遠高於去年月均54%的水平，尤其4月的購匯率63.2%為2021年以來最高。在疫情管控放開情況下，用於商務、旅行、留學的購匯需求大幅提升，與此相一致的體現是服務貿易逆差規模的擴張。第一季度，服務貿易收支逆差為470億美元，為2020年以來最大季度逆差規模，3月逆差錄得174億美元，創下近三年的新高。在服務貿易為主導的購匯需求推動之下，居民企業對外匯需求的增長更快，相對而言人民幣需求偏弱。

去年12月以來，人民幣匯率升值的動力，主要來自於疫情管控限制取消後對中國經濟增長的樂觀預期，但4月份經濟數據表現普遍弱於市場預期，製造業採購經理人指數（PMI）報49.2回落至收縮區間，居民消費價格指數（CPI）按年僅增長0.1%超預期放緩，均顯示內需動能不足。工業、投資、消費等經濟數據也低於市場預期，呈現出消費需求不振和工業需求不足的境況。中國經濟強勢復甦的預判尚未得到經濟金融數據的進一步驗證，從而導致人民幣匯率的基本面支撐力不足。

美匯走強只屬短暫

展望下一階段，隨著美聯儲緊縮政策的退出、美國經濟下行壓力的增大，美匯指數的上行動能有限。第二季度後中國經濟增長將明顯回升，國際收支仍將保持順差，人民幣跨境結算持續推進，都將會對人民幣匯率產生支撐作用，貨幣當局適時引入匯率管理工具將有助於維持人民幣匯率的基本穩定。展望全年，人民幣匯率穩中有升，中間價預計在6.6至7.2的區間內雙向波動。

美國債務上限危機引發的避險情緒，對美匯指數的支撐是短暫的。歷史經驗顯示，債務上限一般在最後一個月對市場的影響最為顯著，表現為10年期美債收益率飆升，美匯指數走強，主因是債務上限僵局打壓市場風險偏好。但避險情緒的影響效果偏短



期，當債務上限危機解除之後，市場的風險偏好會逐步修復，美元走勢和美債價格往往會出現反轉。

美聯儲加息周期已近尾聲。近日美聯儲主席鮑威爾表示「銀行業壓力可能意味着毋須繼續加息至此前預期高位來抑制通脹」，似乎暗示美聯儲緊縮性貨幣政策可能開始轉向。但歐央行距離暫停加息仍有距離，歐元區通脹壓力的緩解遠慢於美國，歐央行行長拉加德在5月的利率決議會議中強調「歐洲央行不會暫停加息」。歐元在美匯指數中的佔比權重約57%為最高，歐元與美元走勢呈現一定程度的負相關性，因而「歐強美弱」的貨幣政策分化將會為美匯指數帶來下行壓力。

國際收支順差仍對人民幣匯率有一定支撐。雖然1至4月的購匯需求走高，但國際收支仍然順差。4月，即遠期結售匯差額是237.4億美元，為近一年的最高值，其中經常賬戶順差168億美元，規模高於去年月均105億美元的水平，直接投資和證券投資的逆差為65億美元，規模較為有限。雖然中美利差倒掛擴張至100個基點左右，4月外資機構減持人民幣債券417億元，但因為北向資金保持為淨流入狀態，證券投資項整體的資本流出壓力尚在可控範圍內，這表明人民幣資產在海外經濟下行的大環境下仍有一定的吸引力。國際收支順差表明當前市場外匯供大於求，人民幣匯率仍具備基本穩定的條件。

中國經濟穩健 增人幣吸引力

高通脹造成的美元幣值削弱，將在美聯儲加息結束後顯現，相對走強的購買力將支撐人民幣匯率。按照相對購買力平價理論，2021至2022年美國通脹高企削弱了美元的購買力和內在價值，而中國通脹水平則相對溫和，人民幣應該對美元有相應幅度的升值。但在美聯儲強力緊縮的背景下，上述影響幣值的重要因素被淡化。當前，美國核心通脹為5.5%，而中國核心通脹則保持在0.7%左右。當美聯儲緊縮性貨幣政策基本結束後，人民幣兌美元相對較高的內在價值就會體現出來，有助於人民幣兌美元走強。

人民幣國際化將增加國際市場人民幣需求。4月，人民幣在中國跨境收支中所佔的份額為48%，創下歷史最高，同期美元所佔份額降至47%。在美國財政懸崖、經濟下行、政策不確定的影響下，世界部分地區開啟「去美元化」步伐，在一定程度上也為人民幣國際化打開空間。3月，中國進出口銀行與沙特國家銀行首次人

民幣貸款合作落地；巴西已與中國達成協議，不再使用美元作為交易中間貨幣，改以本幣進行貿易結算。下一步，憑藉經濟基本面良好、國家信用堅實、幣值穩定及外匯儲備充足等優勢，人民幣國際化進程將加速發展。

面對匯率的短期波動，中國貨幣當局及時進行了預期管理。中國外匯和資本流動審慎管理機制日漸成熟，外匯管理工具的適時引入將利於壓降單邊的升貶值預期。在調節人民幣過度升貶值的問題上，貨幣當局具備較充裕的管理工具，包括但不限於：啟動匯率中間價逆周期因子、調整金融機構外匯存款準備金率、調整外匯風險準備金率、發行離岸央票、調節企業跨境融資宏觀審慎調節參數等。

企業做好對沖 應對雙向波動

面對當前人民幣匯率雙向波動的態勢，市場主體及投資者應從理念認知、專業知識、工具儲備等方面，積極採取措施應對匯率波動風險。

一是牢固樹立匯率風險中性的理念。匯率的短期波動難以預測，應避免人民幣匯率非升即貶的單邊思維，堅持以「保值」而非「增值」為核心的匯率風險管理原則。對於涉及外幣業務的企業而言，應把匯率波動納入日常的財務決策中，盡可能降低匯率波動對企業產生的負面衝擊。

二是有效運用匯率風險管理工具。目前，中國外匯市場已形成涵蓋遠期、外匯掉期、貨幣掉期和期權的衍生品產品體系。2022年企業利用遠期和期權等外匯衍生品的套保比率為24%，相較2021年提高了2.4個百分點；與發達經濟體70%至80%的比例相比仍然很低，中國企業的匯率風險工具運用仍有較大的提升空間。企業應通過金融機構的幫助，在掌握各類衍生工具特徵的基礎上，根據風險識別能力和金融機構的風險管理水平，選擇合適的衍生品工具。

三是及時了解外匯風險政策動向。市場主體應及時關注人民銀行和外匯管理局等部門的相關政策規定，了解並掌握外匯市場相關業務辦理便利化服務的範圍和規則，充分利用外匯業務便利化的政策支持，以達到規避匯率風險、降低交易成本的目的。

四是積極擴大人民幣跨境結算業務範圍。對於具有涉外業務的企業而言，應拓展跨境金融服務平台應用場景，推進人民幣跨境結算的業務範圍，將跨境人民幣結算優勢及政策傳遞至外商，提升與外商談判時推廣人民幣結算的主動性。

（連平為植信投資首席經濟學家兼研究院院長、常冉為高級研究員）

完善金融監管 促進高質量發展



市場前沿 陳凱

安永中國主席

中國新一輪金融監管機構改革邁出重要的一步，國家金融監督管理總局於5月18日正式掛牌。此舉凸顯國家銳意加強金融風險防控，推動金融業高質量發展的決心。

中國金融市場龐大，且發展軌跡具有獨特性。今次建構金融監管新格局，既有實際監管風險防控需要，亦能夠為發展迅猛的金融科技鋪平道路，推動經濟高質量發展。

以綜合資產計，中國的銀行體系規模屬全球最大；中國的債券市場亦僅次於美國，為全球次席。中國金融市場更具備多樣的地域覆蓋度：大部分國家只有單一的金融中心，如日本的東京、英國的倫敦等；中國則擁有多個金融中心且各自扮演重要角色，北京是國有銀行及主要金融企業的總部所在地、上海是內地的股票交易中心並擁有主要銀行和金融企業的大型分支機構、深圳吸引了國內外的初創金融及投資落戶、香港是連通內地和全球的國際金融中心。

今次改革標誌着金融監管體系形成一行（人民銀行）、一局（金管總局）和一會（中證監）的新格局。新成立的金管總局直接隸屬於國務院，統一負責除證券業外的金融業監管。此輪改革在銀保監會基礎上組建，並同時承接人行對金融控股公司等金融集團的日常監管職責、有關金融消費者保護職責，以及中證監的投資者保護職責。

通過構建「一行一局一會」的金融監管格局，把所有的金融行為，以至未來新出現的金融機構和金融業務都納入監管，形成全覆蓋、全流程、全行為的金融監管體系。

此舉對積極開闢創新金融服務和相關科技的金融機構和投資者來說，絕對是利好政策。以往無從歸類監管的創新金融服務項目，今後可通過集中的金融監管新格局，確保合規工作妥善完成、風險防控達標、新業務新產品順利上市，對金融機構、投資者、消費者和整體金融市場都是多贏的方案。

根據改革方案，人行有關金融消費者保護職責，以及中證監的投資者保護職責劃入金管總局，由其統籌負責金融消費者權益保護，這將有助於強化行為監管的統一標準並提高監管效率，也將大大減少因不同標準而產生的合規成本

和風險。隨著網絡經濟和數碼技術的應用，市場對消費者保障工作的要求更高。加強金融消費者權益保護，增加金融消費者對金融產品和服務的信心，提高服務使用量，增加零售金融交投，從而助力經濟內循環，更有助支持金融市場高水平開放，讓金融業在服務經濟和社會發展中發揮更大作用。

此外，今次改革將推動金融監管部門形成更高效的監管協同效應，一方面妥善填補金融混業經營與分業監管之間的監管空白，另一方面統籌各監管部門職能，更高效地處理機構監管、行為監管、功能監管、穿透式監管、持續監管，更有效地防範化解重大金融風險，也更好地保護消費者權益。

方案的設計，既體現了中國特色，又吸取了國際監管改革實踐經驗。當前，國內外經濟金融環境發生深刻的變化，中國發展進入戰略機遇和風險挑戰並存時期。為了應對新時期新形勢，中國一直在推動法律法規體系的不斷完善，現代化監管體制的確立和營商環境的改善。

外資金融機構可以此為契機，根據自身的優勢和戰略布局，重新部署和梳理在華業務，規劃在華法人資格、地域戰略、牌照規劃、經營模式等。對於已獲得多項金融業務牌照的外資機構，可重新檢視並完善自身的風險管理機制，並形成相應的風險預案和應對機制。同時，進一步加強金融消費者保護，強化銷售適當性管理。

提升市場效率與穩定性

香港作為連接內地與世界的橋樑，依託其優質的銀行服務和成熟的資本市場，一直是內地企業首選的境外籌融資平台。另一方面，外資、港資金融機構也不斷增配人手和資源，以香港作為支點，大力擴展內地相關業務。未來香港將繼續發揮國際金融中心的優勢，繼續在粵港澳大灣區建設中發揮核心作用，促進資本高效流動，並服務於實體經濟。與此同時，香港監管機構也需與內地金管總局進一步銜接、交流與合作，提升風險防範水平，推動內地和香港金融市場進一步融合。

隨着中國持續對外開放金融服務市場，新的監管格局對外商投資釋放積極信號，反映中國政府防控金融風險的長期決心和意志，優化跨部門合作和統籌的能力，有助金融穩定和有利投資環境，長遠能提升中國金融市場的效率和穩定性。



◀國家金融監督管理總局於5月18日正式掛牌，統一負責除證券業外的金融業監管。

住宅物業投資 首選鐵路上蓋



樓市智庫 陳永傑

中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁

近年不少港人在內地、國外買樓作投資，但到底哪些地點物業最為合適呢？相信會令不少人感到頭痛。筆者看法是，經過美國本輪重手加息，展現強勢而能夠保值的多是大型城市的住宅物業，而幹線鐵路樞紐上蓋樓盤應是最保本增值。

交通便利 樓價具抗跌力

樓市與股市一樣，都是全球投資市場的重要領域，總避不過價格升升跌跌的定律，投資者應該物色升值力佳及抗跌力強的對象作投資，以免艱難累積得來的財富迅速蒸發。能夠放在抗跌力強的投資標的，是上佳之選，有助投資者收復失地以至反攻賺取盈利。

選擇在大城市作投資是必然，最好是在幹線鐵路樞紐上蓋，藉着交通方便的優勢，不僅出入便捷，抗跌及升值能力勝過幹線鐵路以外的樓盤，是上佳值得投資的對象。

幹線鐵路樞紐上蓋樓盤處於交通要

衝，單以鐵路都能夠連接各區，投資價值高人一等。現在一些發展商在開發樓盤之時，考慮得更深入，會顧及教育甚至有國際學校，更會有醫院，甚至有度假區和優質物業管理等等，屋苑配套日臻完善。

在幹線鐵路樞紐上蓋樓盤居住，除了平日外出方便之外，出差時也不必一定搭飛機，可以多一個選擇乘搭高鐵等交通工具，舒適程度及景觀也不比飛機遜色。

許多人喜歡在香港購買物業，其一是因是信任香港的銷售法規比較完善，無甚爛尾樓盤也是主因。在香港以外地方買樓，各大城市幹線鐵路樞紐上蓋物業勝算比較高之外，還要注意發展商，如果財政實力健全就更加可信，再有具信譽地產代理協助，就更安心。

分析發展商實力，要看過往表現，多留意發展商的公司財務報表、新聞及訊息，資訊雖然艱澀難明，買家也不能偷懶，投資成敗得失自己都有責任。假如發展商是一家實力雄厚、作風穩健、負債低、歷史悠久又務實，所推出的本港、內地以至外地的樓盤，可信程度亦比較高，樓盤爛尾風險自然低，再由實力地產代理推銷，更相得益彰。