

►上月底以來，人民幣匯率交易價大幅反拉，並於8月5日創下這輪反彈的高點。



以史為鑒，若美國經濟果真陷入衰退，將導致美聯儲大幅降息、美元趨勢性走弱，或成為2022年以來人民幣調整的拐點；若美國經濟不衰退，則匯價將打破前期單邊走勢，醞釀新一輪的雙向波動。

人民幣匯率調整進入尾聲

集思廣益 管濤
中銀證券
全球首席經濟學家

7月25日以來，境內外人民幣匯率交易價大幅反拉，並於8月5日創下這輪反彈的高點，這波行情的走向引發了市場熱議。

美國降息多次推遲

經歷2020、2021年「兩連漲」後，人民幣匯率自2022年起步入調整，中美經濟周期和貨幣政策分化是其主要背景。2021年以來，美國就業過熱、通脹高企，實際經濟增速高於潛在增速，是正產出缺口；中國就業不足、物價偏低，實際經濟增速低於潛在增速，是負產出缺口。受此影響，中美貨幣政策背道而馳，美聯儲激進緊縮抗通脹，人民銀行則繼續降準降息穩增長，中美利率逐漸倒掛且負利差不斷走闊，驅動人民幣匯率走弱。

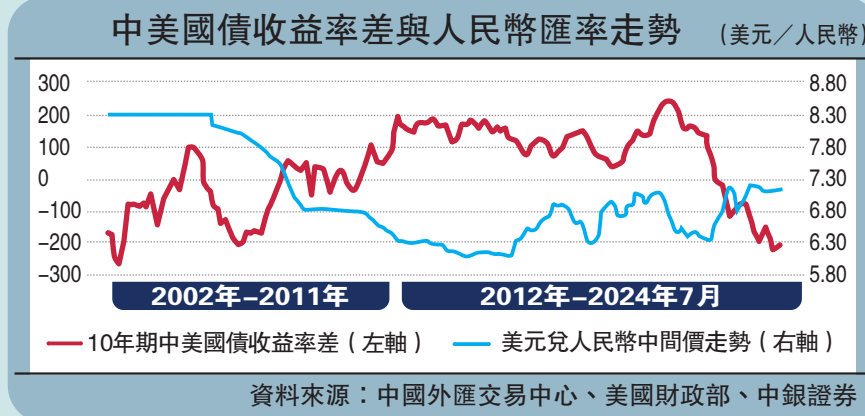
與其說中美利率倒掛是人民幣下跌的原因，還不如說二者是一個硬幣的兩面，都是中美經濟周期和貨幣政策分化的反映。其實在2007年之前，中美國債收益率經常性倒掛，但「7·21匯改」後人民幣依然走出了一波強勢行情。因為2005至2007年間，中國實際GDP年均增長12.8%，遠高於美國的2.8%。經濟強則貨幣強，負利差無礙人民幣單邊升值。這一直持續到2008年9月底全球金融海嘯爆發，中國強調信心比黃金更重要，主動收窄匯率波幅，直至2010年6月19日重啟匯改，增加匯率彈性。

去年底，筆者曾預計今年人民幣匯率在中國經濟持續回升向好的大背景下，對着美國經濟「軟着陸」、「硬着陸」和「不着陸」將會有雙向波動的中性、趨勢反彈的樂觀、繼續承壓的悲觀等三種情形。

去年底今年初，市場共識是今年美國經濟「軟着陸」，美聯儲大幅降息，美元走弱。但實際情況是，今年上半年美國經濟運行狀況有所反覆。一季度，通脹超預期反彈，就業市場持續偏熱，市場預期美國經濟「不着陸」概率上升，首次降息時間不斷延後，甚至有人預期零降息或再加息，同期美元走勢偏強。二季度，通脹如期回落，就業市場逐漸降溫，降息預期重新回潮。但是，特朗普在美國大選期間強勢回歸，於6月底催生了一波「特朗普交易」，讓美元再度走強。

今年上半年，人民幣匯率實際運行在中性與悲觀情形之間，但美聯儲超預期緊縮和美元走勢偏強，掩蓋了中國經濟開局良好、基本面回暖對人民幣匯率的支撐作用，令上半年人民幣總體承壓。

當然，中國並非特例。由於美聯儲首次降息一再延後，大部分非美貨幣普遍承壓。就連過去兩年走得非常穩健的拉美貨幣——墨西哥比索、巴西雷亞爾都沒繃住，上半年分別對美元下跌7.5%和12.7%，其中二季度單季分別下跌9.3%和9.8%。至於亞洲貨幣，最慘的當數日圓，自2021年起對美元年度「三連跌」。即便3月



份日本央行退出負利率時代，甚至4、5月份消耗巨資干預（合計9.8萬億日圓，約620億美元）後，也沒有阻止日圓匯率於6月底跌破160，並不斷刷新近40年新低，上半年累計下跌12.3%。

聯儲降息預期升溫

進入7月份以來，人民幣延續弱勢盤整。雖然累計跌幅不深，但7月24日境內即期匯率仍跌至年內新低7.2760。沒想到的是，7月25日起，突然否極泰來，境內外人民幣匯率持續大幅拉升，均升回7.10時代。8月5日，境內人民幣匯率交易價（CNY）最高升至7.1120，境外人民幣匯率交易價（CNH）最高升至7.0836。

本輪人民幣匯率大幅反彈的原因主要有四個方面：

一是美聯儲降息預期升溫和美元指數走弱，大大緩解了非美貨幣壓力。進入7月份以來，市場逐漸由「特朗普交易」切換到「衰退交易」，特別是8月2日發布的美國失業率數據意外飆升，觸及「薩姆法則」的衰退門檻，美元加速下挫。到8月5日，洲際交易所美元指數（DXY）較6月26日的前高累計下跌3.1%至102.73。

二是日圓利差交易反向平倉，日圓強勢拉升帶動了亞洲貨幣整體人氣回升。在美元回調加速、美股震盪加劇的背景下，日本政府再度入市干預日圓貶值（5.53萬億日圓，約合368億美元），加上7月31日日本央行意外加息15個基點至0.25%，推動了日圓利差交易反向平倉，帶動日圓大幅反彈。7月上旬，日圓匯率還在迭創38年來的新低，到8月5日升至144.18（最高升至141.69），較7月10日的低點161.68大幅反彈12.1%（最多反彈了14.3%）。

三是政策給力和改革發力，提振國內市場信心。近期中國政策不斷加碼穩增長，7月19日國務院常務會議決定統籌安排約3000億元（人民幣，下同）超長期特別國債支持大規模設備更新和消費品以舊換新，7月19日和25日人民銀行更是「三連發」出手降息。加之二十屆三中全會對進一步全面深化改革、推進中國式現代化做出了一系列重大部署，一些改革措施也將相繼落地實施，這改善了市場對中國經濟復甦前景的預期。

四是前期做空人民幣交易較為擁擠，反彈一觸即發。2023年7月至2024年6月，境內銀行即遠期（含期權）結售匯持續逆差，這主要與市場結匯意願減弱、購匯動機增強有關。同期，銀行代客收匯結匯率平均為52.5%，代客付匯購匯率平均為

63.4%，較2023年上半年均值分別回落2.6和上升2.0個百分點。最近市場情緒突然逆轉，觸發了人民幣利差交易的反向平倉。離岸市場做空人民幣交易更為擁擠，再次引領了這輪反彈行情。到8月9日，CNH較年內低點最多反彈3.2%，高出CNY最大升幅2.3%近1個百分點。

地緣風險不容忽視

當前人民幣匯率正運行在從前述悲觀情形向樂觀情形切換的過程中，但這種切換能否順利完成，還要看內外部環境的演進。

一方面，在「固本培元」的應對思路下，當前國內經濟以調養生息為主，堅持穩中求進的總基調，故對短期內政策刺激和經濟反彈不宜期待過高。但根據國際貨幣基金組織（IMF）公布的報告，預計今年中國GDP平減指數同比有望由上年下跌0.6%轉為增長0.1%，2025年進一步增長1.8%，2026至2029年各增長2.0%，顯示中國名義經濟增速將重新超過實際經濟增速，總供求失衡狀況趨於好轉，經濟增長質量改善，這將有助於夯實人民幣匯率穩定的經濟基礎。

另一方面，海外特別是美國經濟、美聯儲貨幣政策和美元匯率走勢也存在多種可能性。若「薩姆法則」再次顯威，美國經濟「硬着陸」，美聯儲勢必大幅降息，美元有可能趨勢性走弱，這將意味着人民幣的拐點來臨；若薩姆法則失靈，美國經濟「軟着陸」，則美聯儲只會預防式降息，美元依然可能略偏強勢，這次反彈將是人民幣重歸雙向波動；若美國經濟「不着陸」，美聯儲預防式降息後或暫停行動，美元再度走強，則人民幣還有可能面臨壓力。8月6日以來境內外人幣交易價衝高回落，就與美國最新經濟數據緩解了市場衰退預期有關。

此外，下半年還不能忽視地緣政治因素的影響。美國大選正如火如荼。當前兩位總統候選人無論誰當選，都將繼續針對中國但有可能採取不同的策略，這將對未來中美關係走勢產生重大影響，進而影響中國跨境資本流動和人民幣匯率。剔除此因素影響，若下半年美聯儲降息，意味着中美經濟周期和貨幣政策分化總體趨於收斂，有助於緩解人民幣匯率下跌壓力。

近期的國際金融市場動盪表明，本輪緊縮周期的尾部風險還在進一步演進。萬事皆有可能，人民幣匯率的反向震盪也再次提示了單邊押注的風險。國內企業當立足主業，強化風險中性意識，控制好貨幣錯配和匯率敞口風險。

金融「防空轉」信貸「擠水分」

金融熱話 楊欣

紅塔證券宏觀研究員

7月份，中國社融存量同比增速為8.2%，較上月提高0.1個百分點。其中，社融增量為7708億元（人民幣，下同），政府債券和企業債券構成了主要支撐，但信貸融資的需求仍然低迷。具體來看，數據有以下五個特點：

其一，社融口徑下信貸出現了負增長，上一次出現負增長是在2005年7月。融資需求低迷的原因包括：

1）企業和居民部門的新增融資需求偏弱，而且還忙於償還貸款。企業部門短期貸款減少5500億元，同比多減1715億元；中長期貸款新增1300億元，同比少增1412億元。7月的PMI（製造業採購經理指數）數據也顯示企業經營活動的熱度下滑，未來投資意願下降。從高頻指標來看，螺紋鋼、熱軋卷板的產量和表觀消費類也有所下滑。企業面對內需疲軟和出口風險，減少生產，這進一步對融資需求形成拖累。

居民部門方面，短期貸款減少2156億元，同比多減821億元；中長期貸款僅增加100億元。短期貸款方面，消費者信心持續低迷，耐用品消費數據疲軟。例如，7月份汽車銷量同比下降5.2%，降幅較上月擴大2.5個百分點。中長期貸款主要是房貸。儘管存量房貸利率已經下調，但新舊利率倒掛現象普遍，提前償還貸款的動機較強。同時，7月房地產市場繼續保持低位運行。排名前100房企實現銷售操盘金額2790.7億元，環比降低36.4%，同比降低19.7%。

2）金融機構加大了存量資金的盤活力度。去年以來，人民銀行多次提出盤活存量資金，在調降存款利息等舉措推動下，部分企業將存量資金騰挪出來用於擴大投資、增加研發投入等。同時，金融增加值考核方式變化及資金「防空轉」要求下，銀行虛增貸款的行為受到嚴查，金融數據進一步去偽存真。

其次，票據衡量現象突出。7月份，票據融資成為信貸的主要支撐，新增額達到5586億元，同比增加了1989億元。

一來，當銀行資金充裕而信貸投放不足時，為達到考核目標，銀行往往在二級市場上增配票據，以此來沖抵信貸規模。這一行為也就推動票據轉貼現利率持續下行。

二來，當前票據直貼利率也偏低，由於信貸項目儲備不足，對於一些有資

金需求的企業，銀行傾向於將未貼現票據轉化為代表銀行信用的表內票據融資。7月份未貼現承兌匯票新增規模為-1075億元，表外票據轉至表內是導致這一現象的主要因素。

其三，政府債券的供給是社會融資規模增長的主要支撐。7月份，政府債券融資新增6911億元，同比多增2802億元。具體來看，國債的發行量較去年同期有所增長，而償還量則有所減少，導致淨融資額同比顯著增加至3499億元。地方債淨融資1911億元，相較去年同期的2235億元小幅下降。

更多穩增長政策陸續來

其四，利率的下行趨勢提振了企業的發債意願。企業債券融資在7月份新增了2028億元，同比增加了738億元。特別是產業債市場，7月份的發行額達到了1萬億元，淨融資額也達到了2633億元，顯示出企業利用當前較低利率環境積極融資的態勢。

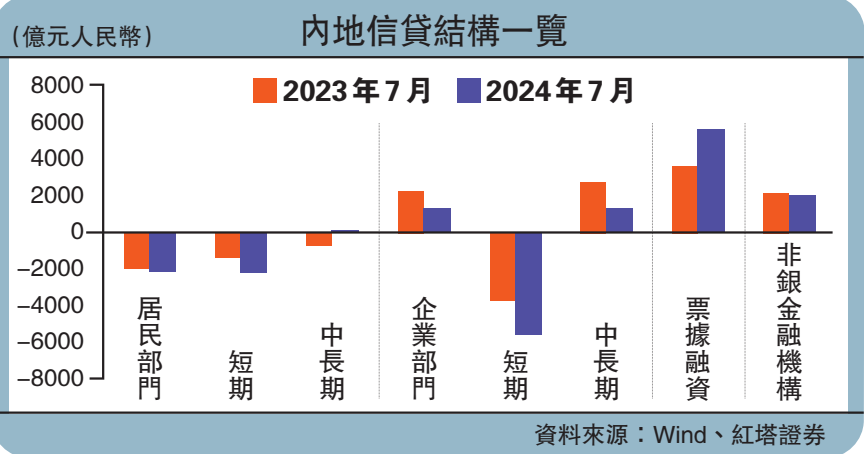
但與此同時，城投債和相關非標準化融資產品的發行審批依然面臨較大難度。據萬得數據顯示，7月份城投債的淨融資額為116億元。

其五，M1（狹義貨幣供應）增速下降，M2（廣義貨幣供應）增速提升。M1增速為-6.6%，較上月下降1.6個百分點，這一變化與企業部門融資偏弱、投資擴產意願有待提振、居民部門消費意願低迷等因素有關，總體上反映出資金活化效果不強。

M2增速為6.3%，較上月提高0.1個百分點，這與居民部門存款去化速度放緩、非銀行業金融機構存款增加、財政支出加快轉移至企業等因素有關。7月份，居民和非銀金融機構的存款同比分別增加4793億元和3370億元，財政存款同比減少2625億元。

最後進行一下總結。在票據利率快速下行的背景下，市場對於信貸數據偏弱已有預期。但在社會融資規模口徑下，人民幣貸款出現負增長，信貸規模主要依靠票據融資來支撐，這反映出實體經濟融資需求的不足。不過，政府債券和企業債券顯示出持續的增長勢頭，對社融增長形成了有力支撐。

展望未來，7月底的中央政治局會議和人行二季度貨幣政策執行報告均提到加強逆周期調節，預示着未來可能會有更多穩定經濟增長的政策出台並生效。股市方面，繼續以結構性機會為主。債市方面，儘管當前的基本環境仍然有利，但市場參與者需要警惕貨幣當局對中長期債券利率的態度和操作可能引發的債市調整風險。



港樓市有望走出低谷期

樓市強心針 廖偉強
利嘉閣地產總裁

筆者最近就本港的樓市蕭條期，整理了過去半個世紀的資料，並做了些研究。從中發現了一個巧合的地方，就是每次香港經濟遭遇重大危機，樓市亦會被拖累而出現長時間的淡市。這個蕭條期在大部分情況下維持6年左右。例如在1980至1986年期間，中英兩國就香港問題談判，地產市道大跌，這段淡市期整整維持了約6年。至於在1997年亞洲金融風暴後，到2003年沙士，本港經濟和樓市亦深陷谷底，樓價重挫約七成，這段「樓市黑暗期」剛好也歷時6年。

歷來下行周期均為6年

到了今次的蕭條期，計及由2018年的中美貿易戰開始，之後接連出現修例風暴、新冠疫情，以及美聯儲連環加息等事件，經濟和樓市都遭遇強震，至今樓價的調整仍然未完成，但也剛好已經有6年。過了這6年的下滑

期，樓市會不會否極泰來，實在值得期待。

誠然，香港經濟仍受着很多負面因素困擾，港人消費力不斷轉移在內地，零售及餐飲業面對巨大的挑戰。此外，港人的負面情緒擴散，並且在網上放大及互相感染。其實，筆者並不反對港人到內地消費，這個趨勢已形成。北上消費幫助港人用較少的成本去紓緩生活壓力，這也絕對是好事。不過，要激活香港經濟，總不能只靠外力，港人也應該同舟共濟，多一些留港消費，多給本地商家機會，香港經濟就可以逐步好起來。

正如樓市也一樣，只要市場的信心穩下來就有希望。畢竟，本港房地產長遠來看仍有很大的需求。政府統計處的文件預計，香港人口將由2019年的751萬，增加至2046年的819萬，合共估計增加68萬人，即是每年平均增加2.51萬人。這些新增人口對居住絕對有剛性的需求，但目前香港的每年供應量並不能夠滿足這個增長速度，樓價和租金未來必定有上升空間。筆者相信這個「六六無窮」的定律，樓市經過了6年的困境，必定可以見到晴天。