



▲外管局在發布一季度外匯收支數據時表示，外資配置人民幣債券增多，4月1日至18日淨買入達332億美元。

經濟觀察家

4月份人民幣匯率呈現「中間價引導貶值、即期匯率升值」的組合。從一季度以來，人民幣匯率保持在7.30以內波動。牽引人民幣匯率主要有兩條線索：「搶出口」推升結匯規模，以及外資增配人民幣債券。

外資避險 增配人民幣債券

經濟哲思
蘆哲

在全球關稅風雲突變之前，「搶出口」效應繼續推高商品貿易結匯規模。根據國家外匯管理局數據顯示，一季度貨物貿易順差達到562億美元，3月份單月結匯254.6億美元，抵銷了服務貿易科目下的流出。

結合涉外收付款和結售匯兩項數據來看，在貨物貿易賬戶下，2025年一季度商品貿易累計涉外收入0.88萬億美元，涉外支出0.68萬億美元；在收支結構中，一季度累計結匯量達到0.39萬億美元，累計購匯規模為0.34萬億美元，主動售匯率下滑至49.35%。從單月度數據看，2025年3月商品出口企業結匯255億美元，推動經常項目差額和外匯收支差額單月分別錄得順差94.20億美元和0.96億美元。

由於4月份關稅政策持續擾動，人民幣匯率一度出現「跳貶」，但經過2022年至2024年的匯率波動，貨物貿易承受外部衝擊的韌性在提升。據外管局介紹，2025年一季度貨物貿易項下人民幣跨境收支占比、企業外匯套期保值比率較上年均有所提升。

儘管2025年一季度非金融企業結匯規模繼續擴張，跨境資金流動保持基本均衡，但是也應看到出口企業「待結匯盤」和私人部門外匯存款規模繼續擴張，表明私人部門對「關稅風險」仍有隱憂，傾向於增持外匯資產：

1）從「待結匯盤」規模來看，根據我們的測算，截至2025年3月末，2022年以來三年時間累積的「待結匯」資金體量大約為3362億美元，3月份單月規模達到227億美元，超過2024年12月單月增量，成為2022年以來最大規模的增長。

2）從外匯存款規模來看，截至2025年3月末，外匯存款餘額達到9598億美元，增速繼續上升至15.3%，已是2022年以來首次連續兩個月以兩位數的增速擴張。

跨境資金轉為流入

企業和居民「囤匯」儘管表明市場仍預期人民幣會貶值，但實際上也會在人民幣「充分」貶值時成為抄底人民幣、穩定外匯市場供需的力量。在2025年已知的關稅政策風險尚未完全落地的情形下，待結匯盤規模或延續擴張，形成「搶出口推升結匯量+貶值擔憂推升待結匯盤」的資金組合，如果外部環境向着持續利多非美貨幣的圖景演化，美元指數確保持續



處於「弱美元」狀態，待結匯資金或逐步釋放。

2025年以來，證券投資科目正在成為穩定人民幣匯率市場的增量。外管局在發布2月份外匯收支數據時表示，「國內經濟回升向好和科技發展提振市場信心，2月外資淨增持境內債券和股票合計達127億美元」。今年2月份，DeepSeek的橫空出世，顯著改變了資金對A股科技行業發展預期，科技股迎來價值重估，並擴展至重新審視人民幣資產價值，人民幣資產預期回報率提高，**跨境資金從2024年12月至2025年1月中旬的淨流出，轉為2月份以來的淨流入，成為一季度人民幣匯率走強的重要線索。**

外管局在發布一季度外匯收支數據時表示，「外資配置人民幣債券增多。2至3月外資淨增持境內債券269億美元，同比增長84%，4月1日至18日淨買入332億美元，保持較高規模」。在外資增配中債的推動下，一季度證券投資累計順差42.73億美元，3月份單月順差達到17.93億美元。

但與此前外資增配人民幣債券的邏輯不同，今年以來的操作或是出於「避險」的考慮。4月份以來，美元兌人民幣掉期點與利率平價、在岸掉期和離岸掉期之間基本保持平衡，顯示在該月上旬購匯需求「一次性」釋放之後，外匯市場供需關係基本平衡，並未出現一致性貶值預期，外匯管理部門也沒有持續通過掉期操作「借入美元」來穩定市場，導致經過匯率對沖後的中債收益率與美債利率的利差沒有擴張。

雖然經過匯率對沖後，中債收益率相比美債顯示更高的買入價值，但是大幅低於2023年至2024年的水平，「買入中債+掉期鎖匯」的無風險套利機制可能並不是一季度以來外資持續增配中債的主要原因。4月份由於關稅政策不確定性升溫，對美元資產從去年四季度的「關稅溢價」交易突變為「關稅折價」交易，並頻繁引發美元資產的「股債匯三殺」，資金回補更穩定、確定性更高的「避險資產」，人民幣債券或重現2020年新冠疫情全球肆虐時期的「避風港」作用，避險或是4月份以來外資加大人民幣債券買入的主要原因。

從外匯收支角度來看，美元兌人民幣匯率波動是美元和人民幣相對供需的結果，市場往往沿襲2017年至2019年的經驗，將加徵關稅的幅度與人民幣匯率貶值的幅度畫等號，或從貨物貿易順差受關稅影響的規模倒推

人民幣匯率承壓的水平，但是相比2017年至2019年，2022年以來人民幣匯率市場的機構行為已經發生了較大變化，企業「囤匯」、央行／外資銀行在掉期市場的操作，2022年以來持續構成匯率波動的資金主線。

根據2025年一季度外匯收支，涉外收支從1月下旬轉為順差，一季度涉外收付款錄得順差517億美元，而銀行代客結售匯逆差連續兩個月穩定在458億美元。從國際收支角度看，一季度美元指數下跌和「搶出口」一度推動結匯需求釋放，但是企業和居民繼續呈現「囤匯需求較高、購匯傾向回落」的特徵，「囤匯盤」仍是今年人民幣匯率波動的資金主線。從貿易政策風險向人民幣匯率的傳導機制來看，**2025年4月份以來，外匯收支呈現「基本盤」穩固和「投機盤」迎來跨境資金回補的利多，將美元兌人民幣匯率穩定在7.30左右的水平。**

不過，關稅政策風險並未解除，4月份以來美元指數和人民幣匯率一度呈現「雙弱」局面，而美元指數走弱已偏離傳統的利差邏輯。從歐元兌美元匯率來看，4月份以來2年期美債與德債的收益率之差擴張至2.0個百分點，而歐元匯率則大幅走高，背離了可自由兌換貨幣的利率平價條件，顯示4月份以來美元指數下跌並非出自基本面主導，而是資金主動「去美元化」引致的拋壓。警惕美元指數和利差邏輯的重新修復風險，當利差重新主導匯率波動，美元指數或開啟反彈，屆時包括人民幣匯率在內的非美貨幣或承受貶值壓力。

降準降息窗口臨近

全球關稅政策陰雲四起，市場共識是「穩增長」訴求前置，作為靈活性較高的貨幣政策，中國「降準降息」的窗口期或將來臨。**我們認為貨幣政策「降準降息」的「機」或正隨基本面而打開操作窗口，然而「機」的實際選擇或還應取決於經濟數據、市場預期和外部衝擊的綜合研判。**

主動引導貶值或是「降息」的必要非充分條件。4月中央政治局會議再提「適時降準降息」，時機的選擇或需要跟蹤實際經濟數據的表現，當海外關稅政策風暴明顯引致經濟增速下滑時，「穩增長、穩預期、穩信心」要求「降息」時，人民幣匯率波動中樞或適度上移，為「適度寬鬆」騰挪外部條件，但是從中間價主動引導貶值並不能推導出貨幣政策必然選擇「降息」，人民幣主動釋放匯率貶值壓力、以有彈性的匯率政策搭配利率政策，有利於國內貨幣政策更加「及時」落地「適度寬鬆」，人民幣匯率波動不會掣肘「降準降息」的兌現。

但是美元指數進口的風險並未解除，如果美元指數進口的利差修復的邏輯，「弱美元」存在重新轉化為「強美元」的風險，非美貨幣匯率再度承受系統性貶值，穩定人民幣匯率的壓力或邊際回升。

（作者為東吳證券首席經濟學家）

特朗普難逆轉美清潔能源發展



美國總統特朗普再度入主白宮，隨即重啟其「能源優先」議程，試圖全面扭轉前任政府推動的氣候政策方向。從暫停海上風電審批，到凍結聯邦氣候撥款、動議廢除《通脹削減法案》(IRA)，特朗普政府意在復興傳統能源，削弱對清潔能源的扶持。然而，事與願違，美國的清潔能源經濟不僅未被打亂，反而在多元力量支撐下持續發展。

這場看似「氣候政策回潮」的風波背後，實則暴露出美國政治體系內部的結構性矛盾：聯邦與地方的分權格局、市場與政策的張力、政黨內部在能源議題上的意見分歧。在這一背景下，清潔能源的經濟屬性愈發凸顯，其發展已不再依賴單一政黨的推動，也不再容易被短期政治風向所左右。

推煤復辟難掩現實窘境

特朗普上任初期便簽署行政命令，宣布國家能源進入「緊急狀態」，着手推動已關閉的燃煤電廠復工，延長核電站運營年限，並放寬對石油天然氣的開發限制。這一系列政策措施表面上旨在「確保能源安全」，實質則延續其「化石能源優先」的一貫主張。

但市場並不買賬。美國煤炭行業早已陷入長期衰退，煤電成本高、污染重，加之運輸與勞動力短缺，重啟關閉電廠所需投資巨大，缺乏吸引力。清潔能源如太陽能與風電，其發電成本近年來持續下降，早已具備價格優勢。2024年，美國新增電力裝機容量中，有高達84%來自太陽能與儲能項目，2025年這一比例預計將進一步上升至90%以上。

在用電需求快速增長的當下，尤其面對AI數據中心、電動車充電網絡擴張等新型用能場景，清潔能源因部署迅速、運行經濟，成為最具現實可行性的選擇。特朗普雖試圖重振煤炭，卻難以改變這一技術與經濟「雙重驅動」的趨勢。

共和黨內出現「保綠派」

值得關注的是，儘管特朗普揚言「廢除IRA」，共和黨內部卻並非鐵板一塊。隨著清潔能源投資大規模流入保守派地區，不少共和黨議員已轉變立場。據研究機構Atlas Public Policy統計，IRA帶來的超過3100億美元投資中，約80%落地於共和黨控制選區，涵蓋電池工廠、光伏組件製造和風電項目。

面對選區實際利益，多名共和黨議員聯名上書國會領導層，要求保留關鍵的清潔能源稅收抵免。他們雖避免提及「氣候變化」等敏感表述，但在信中強調：若一刀切取消政策，恐引發電價上升、項目流產、就業流失，甚至削弱美國製造業回流動能。

這顯示出，美國政治對清潔能源的態度正在經歷「去意識形態化」轉

型。在部分保守派議員看來，清潔能源不僅是環保議題，更是產業、稅收與選民切身利益的問題。

地方政府與企業積極接棒

在聯邦層面政策逆風之際，美國地方政府展現出更強的主動性。例如馬薩諸塞州議會正加速推動地方版能源法案，涵蓋電動車基礎設施、建築節能標準與能源補貼機制，力圖通過州內立法維持清潔能源發展節奏。

同時，大型科技企業與資本市場依然堅定站在綠色一邊。亞馬遜、谷歌、微軟等公司持續簽訂長期清潔電力採購協議，用以滿足其數據中心和「零碳承諾」需求。金融機構如黑石集團、Brookfield資管等巨頭，則繼續向綠色能源基礎設施加大投入，顯現市場長期看好清潔能源發展前景。

據業內人士估算，即便特朗普執意回撤政策，市場因素亦足以支撐清潔能源行業的基本穩定。尤其在電力成本控制成為企業運營重要考量之時，投資人更願意押注具有可預期收益和政策共識的綠色項目。

國際層面「缺席不等於無效」

特朗普政府大幅削減對外氣候援助，並試圖抽身國際協定，使美國在全球氣候治理中「失聲」，但國際社會並未將美國排除於外。COP30主辦方、巴西政府明確表示，儘管聯邦政府可能缺席談判，美國的企業、州政府與科研機構仍具關鍵作用。正如巴西外交官科雷亞所言：「我們不會忽視美國。美國的技術創新能力，對氣候解決方案仍有重要價值。」

此番表態傳遞出全球對「多層次氣候行動」的認可——即國家行動雖重要，但非唯一；在一個聯邦制國家中，地方與企業同樣具備決定性影響力。

趨勢比政治周期更有力量

不可否認，特朗普政府的「政策急煞車」為美國清潔能源發展帶來不確定性，部分企業延緩了投資計劃，一些原定項目停滯。但更不容忽視的是，清潔能源已成為各國新一輪產業政策核心、全球經濟競爭的新賽道。

在中美科技競爭、歐洲綠色轉型加速背景下，若美國放棄現有清潔能源優勢，將面臨技術空窗與產業外遷風險。這不僅關乎環境議題，更涉及經濟主導權與地緣戰略部署。清潔能源早已不只是環保主義者的理想，而是工業現代化、能源安全與國際合作的關鍵支柱。特朗普政府或可製造短期擾動，但難以逆轉產業發展的深層邏輯。政令可以變，市場趨勢卻不以個人意志為轉移。

在能源轉型這場全球競賽中，美國已經出發，即便有人試圖踩下煞車，列車也不會輕易停下。

（作者為清華大學氣候變化與可持續發展研究院、全球氣候治理研究主任）
（www.iff.org.cn）

供平過租 新盤低開受追捧



樓市智庫 陳永傑

樓市兩極化，過去四年樓價跌近三成，同期租金卻在外來人才、學生搶租盤下猛升逾三成，造就租金回報逆市升至3.5厘，創13年新高。「供平過租」重臨，投資者可買樓收租，租樓人士亦考慮轉租為買。

自去年9月美國展開減息周期，本港至今已減息3次，合共0.65厘，同時在租金與樓價走勢背馳下，租金回報率屢創新高。今年2月，中原城市租金指數CRI回報率升至3.5厘，為2011年8月錄得3.52厘以來新高，更與H按(HIBOR)息率3.5厘看齊，扭轉過去兩年多以來按揭利率一直高於回報率的不利樓市局面，影響投資者入市意欲，拖累樓價表現。

自2008年爆發金融海嘯後，受惠美國量寬政策，本港曾長期處於「供平過租」。回顧過去16年（2009年1月至今），除了2022年5月至2025年1月，以及2020年4月曾出現「供貴過租」外，其餘超過八成時間都是「供平過租」，造就了香港樓市的上升周期，這段時間買樓的大部分市民，供樓是供得開心。

長線投資者爭相入場

踏入減息周期後價跌租升，「供平過租」現象將變得越來越普遍，尤其儲夠首期的上車客，在租金上升壓力下或考慮轉租為買。近年特區政府全力搶人才，大批人才及學生來港，帶動住屋需求，增強投資者入市意欲，肯平賣的

新盤更見搶購。

新鴻基地產發展的西沙SIERRA SEA開價吸引，發展商為吸引收租客進駐，更提供為長線投資者度身定做的付款計劃，提供多項現金回贈及貸款優惠。項目鄰近中大，入伙後不愁大學生租客，購入作「學生公寓」，回報率料「坐四望五」，更勝銀行定期存款。發展商早前公布認購人士佔四成為大手客，相信當中不乏長線投資者。項目首輪收票量多達3.5萬張，成為歷來新界票王。

租金回報率是用來衡量房地產投資收益的重要指標，回報率越高，代表每月賺回來的租金，足夠付利息有餘。中原地產統計的143個成分屋苑之中，多達74個屋苑出現「供平過租」，而回報率高於4厘的屋苑更多達25個，較去年同期10個增加1.5倍；回報率低於3厘的屋苑則減少近六成至21個。

（作者為中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁）



▲投資者入市意欲增，肯平賣的新盤更見搶購潮。