

經濟觀察家

五大變局端倪初現 ——2017年國際金融市場前瞻(下)



▲分析認為，美元匯率上升往往會強化其國際儲備貨幣地位，是次美元走強亦不例外，從而為人民幣國際化進程帶來新的挑戰

2017年新年伊始，國際金融市場格局之變端倪初現：美國加快回歸貨幣政策正常化步伐，歐洲和日本中央銀行仍面臨程度不等的經濟增長困局，貨幣政策仍將保持寬鬆取態，衝擊三大經濟體貨幣政策平衡，拉大利率差異，推動國際資本重新布局。

中銀香港首席經濟學家 鄂志寰



袁球視野

在外匯市場，美元匯率處於上升周期，但其上升路徑不會是一路高歌猛進，而有較大可能因應全球經濟、金融格局之變而頻現顛簸，曲折前行。新年以來的幾個交易日，硬脫歐疑慮再次衝擊英鎊走低，以澳元為代表的商品貨幣有所回升，離岸人民幣匯率絕地反擊。顯然，波瀾壯闊的2017年序幕正徐徐拉開，國際金融市場運行將呈現五大變局。

（編者註：前兩種變局已在本文表述，以下為後三種變局）

三、利率與匯率交叉變局：美元匯率將與加息預期交互推動、相互制約

美元匯率走勢與美國加息周期高度相關，二者將繼續表現出相互作用，交互推動亦相互制約的演變路徑。2014年下半年起，隨着美聯儲加息預期的不斷醞釀，美元匯率最後確認進入20世紀70年代「尼克森衝擊」以來的第三輪上升期。貿易加權指數從75點起步，在一年左右的時間內即已上升至93點左右，回到了浮動匯率初期的水平。如果與2008至2014年的小幅波動期一併考慮，可以發現，本輪美元強勢的起點從長周期看可能始於2011年年中，該時點恰好是美元實行浮動匯率以來的最低點。

「特朗普效應」下的樂觀預期推動強勢美元，但其可持續性尚待觀察。2016年11月初美國大選塵埃落定後，全球金融市場避險情緒一度高漲，美匯指數曾跌穿92點的水平。隨後，市場情緒迅速反轉，對特朗普新政的樂觀預期持續高漲，導致通脹預期回升，並推動10年期國債收益率快速上行，吸引國際資本回流，美元兌日圓匯率一舉突破113關口，歐元兌美元創出2015年初以來的新高。

此輪美元指數回升已經超過20%，其對美國經濟競爭力的影響正在逐漸顯現，可能在一定程度上影響到特朗普吸引製造業回流的努力。同時，新政府降稅及擴大基建開支等政策將導致財政赤字攀升，最終制約美元走強的空間。

四、新興市場變局：美元匯率與利

率雙強引發新興市場分化

美元的匯率和利率兩大因素始終是影響新興市場貨幣匯率實際水平的重要變量。1981至1985年的美元升值導致拉美債務危機爆發，使之進入失落的二十年；而1995年下半年到2001年的美元上升，則伴隨着東南亞金融動盪引發的亞洲金融危機，促使一度高歌猛進的亞洲新興經濟體進入漫長的調整期。

近期美元升值又一次引起了新興市場貨幣的大幅度波動，其中，馬來西亞、土耳其、韓國等貨幣出現程度不等的貶值。這些新興市場國家似乎在以匯率調整來主動釋放美元走強帶來的壓力。但這個釋放過程是否平穩可控？會不會導致大規模金融危機的爆發？目前尚看不到明顯的跡象，需要進一步觀察美元匯率上升的速度、其在新興市場引發資本外流的程度，以及新興市場本身內外經濟平衡的動態調整情況。

美元升值引發新興市場劇烈波動再次暴露了現行國際金融體系過度依賴美元單一國際儲備貨幣的先天缺陷，表明國際貨幣體系的改革仍在路上。

五、人民幣匯率變局：走向雙向預期、雙向波動的新時代

美元走強加大人民幣匯率調整壓力。以2005年匯改為初始點測算，人民幣實際有效匯率上升了45%；美元、歐元、日圓、英鎊等貨幣的實際有效匯率累計變化分別為+2.2%、-11.4%、-18.6%、-25.8%。儘管近三年人民幣兌美元名義匯率貶值13%，但與其實際有效匯率表現仍大體相當。

2014至2015年兩年間，彭博美元指數累計升值23.2%，同期人民幣兌美元在岸即期匯率（CNY）累計貶值接近7%。顯然，與美元指數的升幅相比，人民幣兌美元匯率的貶值幅度相對有限，形成了人民幣跟隨美元升值，事實上保持了全球第二強勢貨幣地位的局面，這也是「811匯改」之後人民幣兌美元名義匯率持續面臨貶值壓力的來源之一。

2017年，人民幣在合理均衡水平上保持基本穩定的支持因素亦有增加。

其一，中國經濟基本面穩定。2016年前三季度中國經濟增長6.7%，第四季度也將在6.7%左右，經濟L形運行進一

步確定，預計2017年繼續運行在6.5%至7%的合理區間內，仍將顯著高於美國的經濟增速。在推進供給側結構性改革，以及抑制資產泡沫等政策的指引下，經濟健康度將有一定改善。

其二，中國貨幣政策將保持穩健，基調中性偏緊。預計貨幣市場利率穩中偏強，對匯率具有支持，人民幣資產仍有一定吸引力。

其三，人民幣加入SDR後國際地位顯著提升，將推動人民幣的國際使用及資產配置，支持匯率維持在合理水平。

其四，在美元走強加大全球潛在風險的環境下，保持人民幣匯率的基本穩定具有一定的系統重要性。央行可以運用各種政策工具及超過三萬億美元的外匯儲備，為人民幣匯率基本穩定提供強有力的支持。

從匯率政策協調上看，特朗普在競選期間不時把中國匯率問題作為攻擊對象，並聲稱將把中國列為匯率操縱國。考慮中美兩國匯率博弈歷史，在美元貶值期，美國政府出於阻礙人民幣共用美元貶值紅利的考慮通常會不斷施壓人民幣升值；而在美元升值期，其對人民幣匯率的關注程度明顯降低，選擇性無視人民幣盯住美元走勢。2014年以來，美國進入加息周期後，其對人民幣匯率波動方向和幅度的關注有所弱化。但奧巴馬政府以各種理由對多項中國出口徵收懲罰性關稅，中美貿易糾紛實際上從未間斷。

美元匯率上升往往會強化其國際儲備貨幣地位，本次美元走強亦不例外，從而為人民幣國際化進程帶來新的挑戰。人民幣國際化始終是中國金融政策制定者的重要目標之一，近期的貶值已經開始影響到人民幣在國際支付貨幣中的份額和排名，離岸市場的人民幣業務活動亦受到抑壓，同時各種形式的資本外流成為人民幣國際化的干擾因素，並可能持續影響人民幣匯率預期，對人民幣國際化形成不同程度的挑戰。

2016年，人民幣為連續第三年單邊貶值，在岸CNY貶6.6%，離岸CNH貶5.7%。2017年，預計人民幣對一籃子貨幣保持基本穩定，人民幣對美元匯率將走向雙向預期、雙向波動的新時代。

歐洲經濟下行壓力猶存

海通證券首席經濟學家 姜超



超限觀點

近期反而接連傳出好消息，通脹、PMI均上行。那麼歐洲經濟到底怎麼樣呢？

需求端：整體在復甦，各國差異大。2016年歐盟經濟從2%以上的增速降至1.9%，不過總體來說，面對英國脫歐、債務危機、銀行業危機等諸多問題的衝擊，歐洲經濟表現出了一定韌性。但各國增長情況並不相同，德國要明顯好於其他。從結構上看，消費在好轉，但資本形成總額同比增速在2016年三季度降至2.2%，固定資產投資增速的下滑是主要原因。

生產端：工業仍待復甦，地產依然疲弱。製造業生產同比增速在2016年三季度降至1%，主因大宗商品低迷；房地產市場復甦緩慢導致建築業仍顯弱勢。在工業和地產維持弱勢的背景，服務業保持了相對高的增速，成為生產端的有力支撐。例如信息與通信行業增加值在2016年三季度同比增長4.2%，專業技術服務增長3.2%，批零、交通、住宿、餐飲增長2.6%，文化娛樂2.5%，均高於1.8%的總增加增速。

油價同比反彈，通脹短升長降。2016年下半年歐洲通脹顯著反彈，但主要僅體現在電力燃料和交通運輸，油價驅動顯著。2016年1月份原油價格一度暴跌到每桶30美元附近，當前OPEC減產又驅使油價升至每桶54美元，油價同比增速飆升短期對通脹確

實會起到推升作用。但我們認為，油價帶來的通脹風險相對有限，根據測算，如果油價在2017年維持在每桶55美元，歐元區的調和CPI最高也僅為1.6%，而且在下半年隨着油價影響減弱，總體通脹可能會大幅回落。

歐盟分裂風險加劇

不確定性增加，分裂風險上升。英國脫歐只是歐盟的問題之一，歐盟內部的矛盾依然存在。一方面，使用統一貨幣的歐元區內部經濟發展差異越來越大，貨幣政策卻要統一行動，無疑帶來矛盾重重；另一方面，2017年荷蘭（3月）、法國（4月）、德國（9月）等國即將進行的大選，疑歐派可能掌握主動權，也加劇了政治不確定和分裂的風險。

財政有心無力，寬鬆仍將持續。由於貨幣政策不獨立，面對經濟問題各國只能訴諸財政政策進行調節，但問題在於最需要政策刺激的成員國大多財政負擔已經很重。赤字率方面，2015年希臘高達7.5%、西班牙5.1%，葡萄牙4.4%、法國3.5%，而政府債務率上，希臘177%、意大利132%，葡萄牙、西班牙也均在100%以上，均突破了歐盟財政赤字率不超過3%、政府債務率不超過60%的警戒水平，未來財政刺激的空間將會受到歐盟框架帶來的限制。

儘管部分歐盟國家經濟有所好轉，通脹也在回升，但從全局來看，歐洲經濟依然疲弱，且2017年歐盟將面臨更多政治不確定性，英國脫歐談判也將正式開啓，經濟下行壓力依然較大。即使是通脹的回升很大程度上也是來自於能源類價格，未來油價影響將先升後降，所以歐元區寬鬆的貨幣政策仍將維持。

歐元區調和CPI同比及預測（%）



資料來源：Wind，海通證券研究所

資金入樓市 新盤最受惠

利嘉閣地產總裁 廖偉強



樓市強心針

樓價越高，越多人抱怨買不起樓，上不到車！有能力入市的家，千方百計都要入市，務求有一樓在手，便無後顧之憂。香港是彈丸之地，地少人多，住屋需求更是世界之冠，惟本地房屋供應嚴重不足，除了私人市場有大量需求外，公營房屋亦極為短缺，否則，社會不會有這麼多怨氣。

公營房屋的問題及所引發的民間怨氣，留待政府去解決及消弭。既為地產代理行業中人，筆者今次只集中討論私人物業市場的需求。

政府在去年11月初加辣，令首當其衝的投資者全面退卻，話雖如此，投資者的資金仍需尋找出路，那麼他們會作何種投資呢？

答案顯而易見，中國人傳統思想喜愛買磚頭保值，手上額外的資金最

終還是會流入樓市，但當然會因應政策有所側重。

資金流入樓市的最大得益者是發展商，因為發展商的一手新盤可以在印花稅及回贈方面作補貼，令投資者不用額外付出更高的成本，況且新盤通常都是一或兩年後才收樓，有足夠時間可以安排更好的資金調動，投資者自然會從新盤入手。

工商舖免於辣招

其次是工商舖市場，去年11月份的加辣，暫時並未觸及工商舖類別的物業，因此筆者相信很多資金會流入工商市場，但由於這類物業比較專業，買家在相關的投資知識要比較豐富，才能輕鬆駕馭。

最後是大型單位，如果買家已經手持單位，再買入單位便需要付出更大的代價，所以為了不必要的付出，他們會選擇「一換一」的策略，換更大的單位，享受更理想的家居，同時增加自己擁有的總呔數。



▲因為發展商的一手新盤可以在印花稅及回贈方面作補貼，成為吸引資金流入的最大誘因