

# 人民幣首月升幅勁 匯率波幅或擴大



▲伴隨中國國際收支持續基本平衡，國家對於人民幣匯率的判斷已經明確為「在合理均衡水準保持穩定」

## 熱評 金融

今年以來，人民幣兌美元的匯價連續突破6.5、6.4和6.3的整數關口，僅一月份人民幣兌美元實際升幅就高達2.5%，不僅是歷年一月份的最大升幅，也是2005年匯改以來，最大的單月升幅。僅就這一個數據而言，直覺上對於人民幣匯率而言，2018年是意外年的概率不小。

經濟學者 張 濤

之所以武斷意外，主要基於兩點：首先，從宏觀基本面的變化來看，人民幣兌美元匯價存在着一個經驗規律，即每當中美經濟增速差距擴大時，人民幣均是升值的，反之人民幣就是貶值的，其中之後2016年是例外，但這個例外從「主動貶值一刺激出口一經濟築底」的宏觀邏輯上能夠得到解釋，所以當外貿恢復到本應有的水準時，對於匯率的臨時性干預就逐漸弱化了，並且在2017年，還對前期的扭曲進行了適當的矯正。但2018年中美經濟增速差距的擴大程度，是否可以解釋近期人民幣的強勢呢？

從目前對中美經濟增速的預期而言，是不能的解釋。

其次，自2016年12月中旬以來（特朗普於2016年11月9日勝選第45任美國總統），美元指數就從103開始持續回落，最低降至88附近，但是同期人民幣也並未因此同步升值，由此從「人民幣與美元關係的緊密程度」的角度，並不能完全解釋近期人民幣匯率的強勢。

正是基於上述兩點分析，對於2018年人民幣匯率走勢的判斷，最為關鍵的就必須做一個判斷，即一月份行情在全年中的位置和比重的判斷，還有「意外」之處究竟會出現在哪？

「意外」之處大概率是雙向波動幅度的超預期

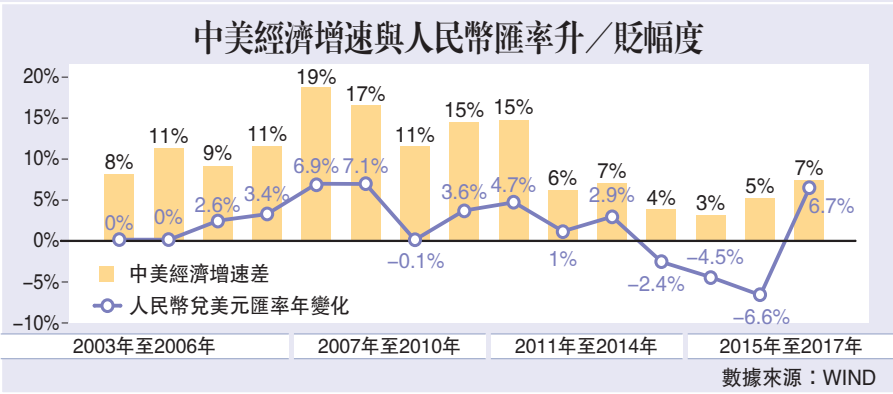
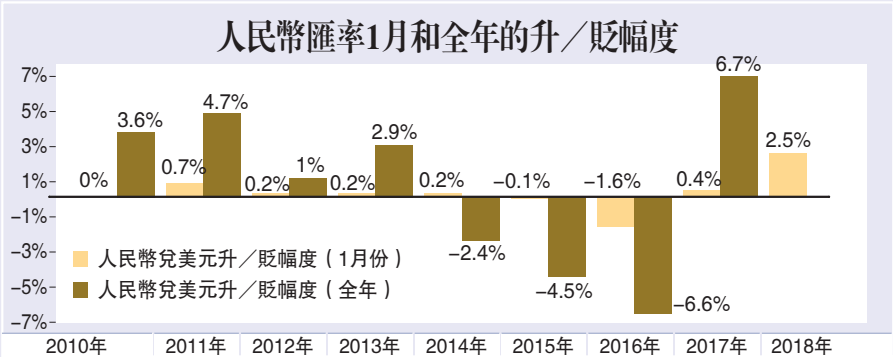
伴隨中國國際收支持續基本平衡，貨幣當局對於人民幣匯率的判斷已經明確為「在合理均衡水準保持穩定」，由此自2013年以來，人民幣匯率自然也由單邊行情轉為雙向波動，尤其是在「811匯改」之後，波動幅度逐漸擴大。

經過近四年的磨合期，市場已逐漸能夠從人民幣的雙向波動視角去理解和預判匯率走勢，所以在「811」匯改剛啓動時，市場所表現出來的那種恐慌式的「預期發散行情」，之後就再未重現；與此同時，雙向波動相交單邊行情，對於貨幣當局而言，其匯率政策執行時的交易成本大幅降低。

由此，對於今年年初行情，筆者更願意從波動幅度擴大的角度去理解，而不是人民幣單邊行情的重新確立。判斷依據，依然是從基本面出發，只不過視角更加寬泛一些。

美國失衡主導下全球互補平衡格局的確立

衆所周知，二戰之後，除了與蘇聯爭霸之外，美國還主導了「馬歇爾計劃」的歐洲戰後復興和「道奇計劃」的日本戰後重建，同期美國經濟逐漸確立了消費主導的經濟結構，經濟全球化也在這樣背景下逐漸成氣候，即圍繞着美國消費需求，資源在全球範圍內優化配置



，能夠搭上全球化的紅利的其他國家則獲得提升自身的經濟實力機會，例如日本、四小龍、韓國、中國等經濟體均享受了這樣的紅利。

伴隨美國消費需求持續提升，其儲蓄率在上世紀70年代初達到24%的峰值後，就開始緩慢回落，對於美國而言，就自然出現了兩個問題：

- 一是滿足其消費需求的產能供給從哪裏找？
- 二是滿足其投資需求的資金去哪裏找？

即美國自身的供給能力和不斷膨脹的消費需求之間的缺口、自身資金和投資需求缺口如何平衡的問題。

美國自身失衡的缺口，為一些發展訴求較高的經濟體提供了擴張產能的機會，但前提這些國家首先是高儲蓄國家，才能有條件去通過外貿出口去填補美國消費需求，出口賺取的外匯除了滿足自身需求外（進口），還會回流到美國填補美國投資資金缺口。

## 日本的經驗規律

至今這種美國失衡主導下全球互補平衡格局依然有效，作為美國的對手方，最為成功的無疑就是「日本奇跡」和「中國製造」，所以作為先行者，日本的經驗對於我們有重要的參考借鑒。

對於日本而言，有一個重要的時間拐點——1995–1996年前後，即「廣場協議」11年後，1995年日本儲蓄率 and 投資率的差距降至0.4%，1996年日本的經常帳差額佔GDP的比重降至1.4%的低

。換而言之，日本經濟已經沒有能力填補美國消費了。

日圓兌美元的匯率則是自1995年之後，由單邊升值趨勢轉為在【80，145】之間雙向寬幅波動。

但由於日本已完成工業化，加之人口老齡化，雖然之後進入了漫長的失落期，其投資率始終低於儲蓄率，且其經常帳始終保持順差狀態。

## 日本經驗的中國複製

中國的重要時間拐點則是2013年前後，即2005匯改後的第九個年頭，儲蓄率 and 投資率的差距降至1.5%，經常帳差額/GDP比重也降至1.5%的低位。2013年後，儲蓄率 and 投資率均處於下降趨勢，雖與日本不同，中國的工業化尚未完成，但在本次反危機經濟刺激計劃下，中國的基礎設施投資在短期內已躍居世界前列（甚至是首位），政策層面宣布進入「新時期」，適齡勞動力人口則是在2012年進入負增長趨勢。

如果日本經驗有效的話，那麼兩個經驗數據可能有參考意義：

首先，拐點期的匯價，可能就是之後十餘年間其匯率的上沿，自1995年至本次危機前，日圓匯率的上沿和下沿分別為83和144，均值為115。其次，日本的經常帳的順差局面始終得以維持。

就人民幣而言，2013年至今，人民幣匯率最高曾升值至6.05，最低曾貶值至6.9，均值為6.4，由此2018年人民幣可能會有波幅擴大的「意外」，但這種意外應該還是在6.05和6.9的上下沿範圍內。

## 中美可能爆發局部貿易戰

瑞銀財富管理亞太區投資總監及首席中國經濟學家 胡一帆



### 非凡觀點

近期事態發展令中美爆發貿易戰的擔憂升溫。多個關鍵截止日期臨近，包括是否對中國鋼鐵與鋁業實施貿易制裁。今年可能爆發局部貿易戰，但我們認為最終雙方還是會回到談判桌，找出更加可行的雙贏方案。

### 貿易緊張關係加劇

今年1月22日，美國批准對進口太陽能電池板和洗衣機徵收高額關稅，此前美國在2017年11月份拒絕承認中國的「市場經濟」地位。這給去年兩國領導人互訪後有所改善的雙邊關係蒙上一層陰影。

首次「習特會」於2017年4月在佛羅里達的海湖莊園（Mar-a-Lago）舉行，為中美貿易關係揭開了新篇章，並達成百日計劃等令人鼓舞的「早期成果」。

特朗普也於11月對中國進行首次國事訪問，兩國企業代表簽署多項貿易協議，總額創紀錄新高。中國還進一步降低了外資進入境內金融市場的壁壘，以減少貿易失衡並加強雙邊投資。

不過，今年對中美爆發貿易戰的擔憂不斷升溫。一些關鍵的截止日期即將到來，包括針對中國鋼鐵

與鋁產品採取貿易行動，以及就中國知識產權的問題展開調查。而且，隨着美國中期選舉臨近，特朗普政府面臨的政治壓力增加，很可能會通過打擊中國貿易來兌現其競選承諾，尤其是在雙邊貿易失衡加劇的背景下——去年美國對華貿易逆差佔逆差總額的將近50%。

### 在WTO發揮更大領導作用

近期美國決定對部分進口產品徵收高額關稅，而截至到目前中國的反應尚屬克制。但是如果美國進一步採取更激烈的措施，中國在某些領域採取報復行動的概率將上升，兩國開打局部貿易戰的可能性也將隨之升高。

中國在二月四日宣布，已開始對進口自美國的高粱和大豆展開反傾銷和反補貼調查。

總之，我們預期未來幾年中美關係不會一帆風順，起伏跌宕在所難免，尤其是在美國現政府立場強硬、美國商界對中國並無多少好感的情況下。雙方若爆發局部貿易戰，將傷及中國出口。然而兩國利益早已盤根錯節，兩國元首也在不斷互動溝通。

因此，我們認為最終雙方還是會回到談判桌，找出更可行的雙贏方案。與此同時，中國可能繼續致力於在世界貿易組織（WTO）中發揮更大的領導作用，簽署更多區域性特惠貿易協定，以緩衝美國方面施加的壓力。

## 銀行積極開拓村屋按揭業務

經絡按揭轉介首席副總裁 劉圓圓



### 樓按圓素

新年伊始，恭祝各位身體健康，五福臨門，萬事如意！

隨着近年樓價持續高企，去年不少物業的升幅更超過一成，令部分市民無法以按揭保險計劃承造高成數按揭，市場上的購買力漸漸流向一些入場門檻相對較低的物業種類，村屋便是其中一種較熱門的選擇。

村屋受歡迎的原因衆多，除了樓價相對便宜之外，標準面積700呎的單層村屋，實用率高達九成，加上舒適寧靜的居住環境，不需繳付管理費及可飼養狗隻等，都是很多私樓無可比擬的。因此近日有報道指出，去年村屋的成交宗數及樓價均有上升的趨勢，分別升逾兩成及四成，可見村屋成為近期置業的新趨勢。

以往村屋承造按揭並不容易，除了由於文件較為繁瑣複雜，批核時間較長及審慎外，按揭成數、年期及息率亦會較一般私樓為差。但隨着在銀行樓按揭競爭激烈及市場需求殷切的情況下，大部分銀行都對村屋按揭保持更開放積極的態度。然而，很多人仍不清楚村屋的按揭

標準，現在為大家解答數個最多人查詢的問題：

一、村屋最高可借出幾成？按揭保險計劃包括在內嗎？

樓價低於600萬元的標準村屋，同樣可以申請按揭保險計劃，最高可承造八成按揭，貸款年期最長可達30年。

不過，某些因素有可能影響按揭成數及年期，甚至批核結果，包括樓齡、人齡、交通配套、僱建等，而大多數銀行都需要實地考察以評定估值及批核結果。

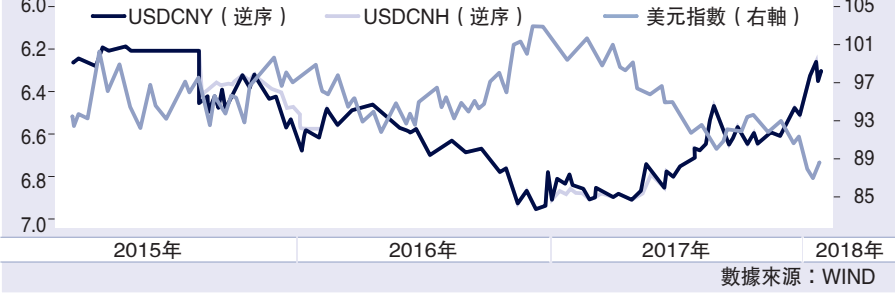
二、村屋按息會否比一般私樓為高？

現時大部分銀行批出村屋按揭時的按息已與私樓大同小異，例如村屋亦可承造市面上的定息按揭計劃：首年1.68厘，其後H+1.28%，上限P-3.1%；或折息按揭計劃：全期H+1.28%，上限P-3.1%。只要村屋質素良好，基本上村屋按揭可與私樓看齊。

三、購買村屋需注意事項？

由於村屋成交量始終較少，加上質素較為參差，銀行在欠缺參考指標的情況下估價較為嚴謹，買家需小心注意估價不足的問題。另外亦要留意有否僱建、霸佔官地、花園天台入契等問題，如購買村屋樓花更要小心清楚業權、是否已批出滿意紙等，否則銀行有可能拒批按揭。

### 人民幣兌美元的在岸、離岸匯價與美元指數走勢



### 日本投資率和儲蓄率變化情況

