

2019年底至2020年底，人民幣兌美元匯率中間價由6.9762上升至6.5249，升值了6.5%。同期內，人民幣兌CFETS籃子匯率指數由91.39上升至94.84，升值了3.8%。尤其值得注意的，是2020年5月底至12月底，人民幣兌美元匯率升值了8.5%，如此之快的升值幅度是歷史上較為罕見的。在2021年1月5日，人民幣兌美元匯率中間價突破了6.5，進入了6.4的區間。目前已經有觀點認為，人民幣兌美元匯率有望在2021年升破6。

# 人幣匯率今年難破六



▲2021年人民幣兌美元匯率破6的概率很小，有可能圍繞6.2至6.6的區間上下波動，雖然是小概率事件，但貨幣當局對此應該有所心理準備。

世經明察  
張明

中國社科院  
金融研究所副所長

要對2021年人民幣兌美元匯率走勢做預測，首先需要理解，2020年人民幣兌美元匯率顯著升值的原因是什麼？

開放，以及資產價格表現更加強勁，也是人民幣兌美元匯率顯著升值的原因。

2020年人民幣兌美元匯率顯著升值的原因之四，是出口表現與經常賬戶順差規模雙雙超出市場預期。按照美元計算的中國出口額同比增速由2020年1至2月的-17.2%飆升至2020年11月的21.1%。關於出口增速飆升的原因，一是全球疫情肆虐使得中國醫療設備行業與遠程辦公行業的出口達到歷史性峰值；二是受疫情衝擊錯位影響，從2020年二季度起，中國企業在全球產業鏈上的重要地位短期內不降反升；三是從2020年下半年起，全球需求有所反彈。貨物貿易順差的上升，加上疫情衝擊導致的服務貿易逆差的下降，使得中國經常賬戶順差在2020年二季度與第三季度分別達到1102與922億美元，創下次次貨危機爆發以來的新高。

## 中美利差有望收縮

2021年人民幣兌美元匯率將會破6嗎？這要看，在2020年推動人民幣兌美元的主要因素，在2021年是會持續發揮作用呢，還是會衰減甚至反轉。

從美匯指數來看，美匯指數可能已經由牛轉熊，並步入了下行的長周期，但2021年美匯指數表現未必會太弱。畢竟，美匯指數衡量的是美國與其他主要發達經濟體之間的貨幣相對強弱程度。一方面，即使在疫情衝擊下，美國經濟增速也並不弱於其他主要發達經濟體。另一方面，考慮到近期美國民主黨獲得了參議院多數席位，那麼在2021年，預計拜登政府將會採取更加強力的疫情防控措施、更大規模的財政刺激政策與相對更加審慎的貨幣政策，這意味着2021年美國經濟表現可能繼續強於歐元區、英國、日本等其他主要發達經濟體。

筆者認為，2021年美匯指數的波動區間可能在84-92左右，中樞水平在88上下。美匯指數跌破80的概率很低。

到2020年三季度，中美GDP季度同比增速之差已經由二季度的12.2%收縮至7.5%，預計未來中美增長差將會相繼收縮。近期，中

國10年期國債收益率有所回落，而美國10年期國債收益率在2021年1月6日重返1%以上，中美10年期國債收益率之差已經由250個基點回落至210個基點左右。在2021年，筆者認為，中國10年期國債收益率將大致穩定在3.0%至3.5%附近，而中國經濟反彈與通脹率上行將會使得美國10年期國債收益率上升至1.5%以上。這意味着，在未來一段時期內，中美利差將會繼續溫和收縮。

從資產價格相對表現來看，2021年筆者更看好中國股市。這是因為，2020年下半年美國股市顯著反彈，均再創出歷史新高。從估值來看，目前美國股市估值處於歷史極高水平。因此，它會對各種負面衝擊非常敏感，尤其是貨幣政策邊際調整。而拜登上台以及民主黨控制兩院，蘊含的貨幣政策調整概率要高於共和黨控制參議院。但問題在於，從歷史經驗來看，如果美國股市大幅下跌，那麼美國非但不會面臨資本大量外流，可能還會面臨資本大舉流入以及美匯指數反彈。而一旦全球金融市場動盪加劇，中國資本市場面臨的「北上資金」也大概率會加快撤出，而非大量湧入。

從出口表現來看，儘管全球需求可能繼續復甦，但隨着疫情的穩定、特別是疫苗的大規模推廣，中國在醫療設備與遠程辦公設備方面的出口增速可能會回落。其他新興市場的復工復產也將降低中國企業在全球產業鏈上的短期不可替代性。此外，在經過一段時滯之後，人民幣有效匯率的較快升值也會對出口增速造成負面影響。筆者認為，2021年中國出口增速將會好於2020年上半年，但大概率會弱於2020年下半年。

綜上所述，筆者認為，2021年人民幣兌美元匯率破6的概率很小，更有可能圍繞6.2至6.6的區間上下波動，中樞水平在6.4左右。最後值得一提的是，考慮到6.1是1994年人民幣匯改以來至今這二十六年間人民幣兌美元匯率最高點，一旦人民幣兌美元匯率在特定情形下突破6.1，那麼再突破6.0也就並非難事了。雖然這是小概率事件，但貨幣當局對此應該有所心理準備。

## 美匯指數顯著下行

2020年人民幣兌美元匯率顯著升值的原因之一，是美匯指數顯著下行。2019年底至2020年底，美匯指數由96.73下降至89.61，下跌了7.4%。同期內，美元兌歐元、日圓與英鎊分別貶值了8.9%、5.0%與3.0%。2020年5月底至12月底，美匯指數貶值了9.0%。不難看出，2020年人民幣兌美元匯率升值幅度，仍低於美匯指數貶值幅度以及歐元兌美元匯率升值幅度。換言之，2020年與其說人民幣很強勁，不如說美元自身很疲弱。

2020年人民幣兌美元匯率顯著升值的原因之二，是由於疫情衝擊的時點差異、反控疫情的力度差異等因素，導致中美經濟增長差在2020年二季度顯著拉大，進而導致中美利差顯著拉大。2020年一季度至三季度，中國季度GDP同比增速分別為-6.8%、3.2%與4.9%，美國季度GDP同比增速分別為0.6%、-9.0%與-2.6%。中美季度GDP同比增速之差由2020年一季度的-7.4%顯著反彈至2020年二季度的12.2%。增長差的差異自然會加劇利差。中美10年期國債收益率之差由2020年年初的130個基點左右迅速擴大至2020年年中的250個基點左右，此後持續維持在230至250個基點上下。如此之闊的利差自然會吸引大量短期資本流入中國套利，尤其是無風險的政府債券市場。2020年流入中國主權債市場的外國資金超過了1萬億元人民幣。

2020年人民幣兌美元匯率顯著升值的原因之三，是近年來中國政府顯著加快了內地金融市場的開放力度。2019年下半年，中國政府取消了QFII（合格境外機構投資者）與RQFII（人民幣合格境外機構投資者）的投資額度限制。近年來，中國股指與債券指數被相繼納入全球最重要的股票與債券指數。在2020年上半年疫情衝擊導致全球金融市場大幅震盪期間，中國股票市場與債券市場均表現得相對穩定。在一定程度上，全球金融市場震盪期間，中國金融市場表現出難得的「避風港」特徵。尤其是在債券市場上，在全球債券市場的負利率格局由於疫情衝擊而進一步加深後，中國債券市場的正收益率吸引力凸顯。換言之，金融市場的加快



# 「拜登交易」買什麼？

遠見卓識

王涵  
興業證券  
首席經濟學家

2021年1月6日，美國參議院最後兩個席位被民主黨獲得。民主黨與共和黨在參議院席位形成了50：50的局面，副總統

（Kamala Harris，民主黨）將在投票平局時擁有投票權，民主黨相當於實際控制美國參議院，至此民主黨橫掃白宮與參眾兩院，實現「藍色橫掃」（Blue Sweep）。民主黨橫掃對拜登本身總統權利範圍內的政策影響不大，主要利好需要通過國會立法的政策。其中拜登最新提出的向每個美國人派發2000美元刺激支票，以及其政策優先項：基建計劃與增稅計劃均需要通過國會立法，Blue Sweep大大降低上述政策的通過難度。

由於政策在國會推進難度下降，短期看「拜登交易」（Biden Trade）將成為市場主線。在新一輪刺激等寬鬆政策的推動下，經濟復甦節奏可能加快，同時通脹預期或將進一步抬升，金融市場將在多條線索的共同作用下演進。

## 美股：板塊或有所分化

「藍色橫掃」加持下的拜登，其政策對美股有利有弊。有利之處在於，拜登進一步疫後財政刺激有望通過，同時如果基建刺激推進難度下降，這將對美國經濟形成更強勁的支撐，推升風險偏好。不利之處在於，如果拜登加稅計劃成功通過（企業所得稅率從21%調升至28%），將對企業利潤造成較大的直接衝擊。同時，如果科技反壟斷政策的推進超預期，將對美國科技龍頭帶來潛在風險。

當前來看，市場主要在反映短期的「利大於弊」。從市場的實際表現來看，2021年開年至參議院佐治亞州選舉之前，美股市場的調整可能部分在反映加稅的擔憂；而參議院選舉靴子落地之後，美股市場1月6日以來的表現實際上主要反映拜登政策的樂觀預期。換言之，當前的「拜登交易」主要在沿着財政刺激和復甦的邏輯繼續演繹。

## 新興市場股市：受益於風險偏好抬升

風險偏好的進一步抬升將對股市形成支撐。對於全球資金而言，新興市場風險是相對較高的。從這個角度而言，當全球風險偏好回暖的時候，對新興市場的外部環境往往較為有利的。

如前所述，美國二輪財政刺激落地，疊加新一輪疫後刺激加碼的預期上升，美國的消費需求預期將進一步強復甦。而當前來看，在美國疫情仍然反覆、疫苗沒有大範圍推廣、供給復甦相對偏慢的背景下，短期內中國出口及產業鏈仍將受益於全球供需缺口的存在。這也將對中國權益資產（尤其是出口相關板塊）形成支撐。

## 商品、美債：商品受益、美債承壓

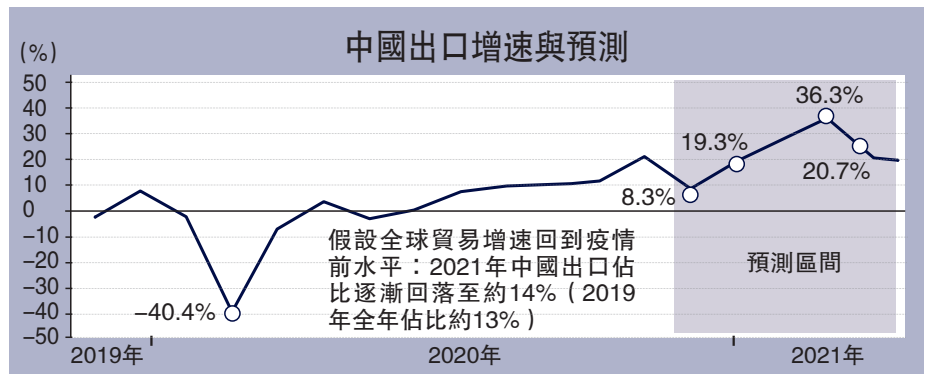
如前所述，「藍色橫掃」抬升拜登大規模財政刺激推出及貿易赤字的進一步擴大的可能性。一方面，財政刺激強化經濟復甦的預期；另一方面，向消費傾向低的低收入群體直接發放刺激支票，其對價格抬升的作用實際上是要大於2009年的刺激，疊加近期沙特減產抬升油價，通脹預期實際上快速上升。近期，商品價格的上漲以及美債收益率的上行，已經在反映這一點。短期來看，靴子落地之後，通脹預期的抬升可能將繼續支撐大宗商品，美債或將繼續承壓。

## 美元：可能在平台期波動

對於美元而言，一方面，風險偏好抬升、大規模財政刺激推出及貿易赤字的進一步擴大的可能性，實際上對美元是向下的壓力；另一面，疫後財政刺激逐步落地、對美國消費的支撐逐步顯現，美國經濟復甦強於非美經濟體之後，預期會對美元形成進一步支撐。回顧歷史上美國經濟的強復甦期，美匯指數實際上也是漲跌不一的。短期來看，近期新增刺激落地及風險偏好回升可能是影響美元的主線；稍往後的時間點經濟數據逐步出爐之後，美元可能會開始體現經濟復甦的影響，因此整體來看，美元可能呈現平台期波動。



▲短期內中國出口及產業鏈仍將受益於全球供需缺口的存在



# 今年新盤銷量料升兩成

主樓布陣

布少明  
美聯物業住宅部  
行政總裁

本港第四波疫情雖未明顯受控，惟隨着疫苗面世，加上全球低息環境持續，市場剛性需求強勁。甫踏入2021年，配合早前一手市場短暫的銷售「空窗期」，二手交投迎來「開門紅」。綜合美聯分行資料，若統計去年12月28日至今年1月3日的一周，全港35個大型屋苑共錄93宗成交，較前一周按周續升近18%，連升兩周，迫近百宗水平。

趁疫情稍有改善，新盤市場亦漸漸撥雲見日重新啟動，相信新一輪的新盤大戰將慢慢開展。事實上，發展商正積極加快新盤部署，我們從預售樓花的數字可一窺端倪。根據美聯物業房地產數據及研究中心綜合地政總署資料顯示，去年12月累積待批樓花單位錄1.1446萬伙，穩企逾萬伙水平，相信此批待批單位於本年有不少會陸續獲批，若連同目前獲批但未售項的逾4300個單位合計，即合共約1.58萬個單位可望應市。

至於新申請預售樓花方面，雖然去年12月僅一個住宅項目新申請預售樓花，但以2020年全年累計，新申請預售樓花單位共逾1.8萬伙，較2019年1.036萬伙大升逾74%，相信發展商繼續積極為旗下項目新申請預售樓花下，將持續為新盤市場帶來適時供應。個人估計，隨着疫苗面世，經濟有望逐漸復甦，相信今年新盤銷售量將升至1.8萬伙水平，按年升約24%。

## 超級豪宅看高一線

筆者認為未來有兩個樓市板塊特別值得注意，其中一是超級豪宅市場。最近山頂文輝道豪宅地王上月以破頂價批出，明顯靈活超豪宅市道，近期亦有豪宅新盤趁勢出擊。以港島區資料作例子，去年疫情反覆，但港島區（包括愉景灣）逾5000萬元二手住宅仍然連續第三年錄得近200宗的高位，反映在「北水」減少「南調」下，單靠本地買家購買力的「內循環」足以力撐市場。

另一值得留意的樓市板塊，是受惠「新按保」措施，購買力仍有待釋放的1000萬元或以下物業。今年此板塊相信依然受市場熱捧，主要原因是受「新按保」支持，首期相對較細，且物業易出租，自住投資皆宜，是買家首選。