

9月份，受縮減債務預期和美債上限臨近的影響，國際市場上美元兌主要貨幣匯率震盪走高。到月底，洲際交易所（ICE）美元指數收在94.27，創下過去一年來的新高。全月，美元指數累計上漲1.7%。同期，人民幣兌美元匯率中間價下跌0.3%，為連續第二個月中間價環比下跌。這主要反映了中間價報價機制中隱含的「美元強、人民幣弱」，然而從兌一籃子貨幣的角度來看，人民幣總體匯率穩中有升。

# 經濟實力支持 人民幣穩中有升



▲儘管近期美元指數強勢反彈，人民幣兌美元匯率回調壓力加大，但對外經濟部門強勁仍從基本面支持了人民幣對外幣值的強勢。

集思廣益



管濤

中銀證券  
全球首席經濟學家

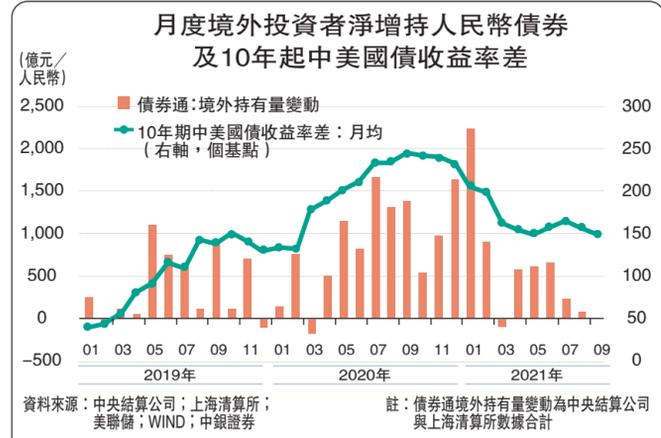
跨境證券投資項下資金流入勢頭減緩，也成為人民幣的利空。8月份，債券通項下，境外投資者淨增持境內人民幣債券84億元，較上月淨增持額下降64.1%，為連續第二個月環比減少，較去年6月至今年6月均淨增持額更是減少91.7%。這部分反映了境內外利差收窄，人民幣資產吸引力邊際減弱的影響。9月份，10年期中美國債收益率差平均為149個基點，較上月回落了5.0%，較去年12月份回落了35.4%，預計境外增持人民幣債券勢頭有可能進一步放緩。此外，雖然9月份陸股通項下累計淨買入額環比增長13.4%，但港股通項下由前兩個月連續累計淨賣出轉為淨買入155億元；二者軋差，股票通項下累計淨跨境資金淨流入150億元，環比下降65.3%。

然而，9月份人民幣匯率實際走得並不弱。月末，美元指數在年內新高附近，人民幣匯率中間價卻收在6.4854，較3月底前低仍上漲1.3%；收盤價收在6.4626，較4月初前低仍上漲1.7%。全月，雖然人民幣匯率中間價環比微跌，但境內銀行間市場下午四點半收盤價（下同）卻環比微漲0.03%。當月，人民幣匯率中間價均值为6.4599，環比上漲0.3%，終結了之前的兩連跌；收盤價均值为6.4566，環比上漲0.3%，終結了之前的三連跌。

## CFETS首三季累漲5.1%

月末，中國外匯交易中心口徑（CFETS）的人民幣匯率指數收在99.64，為2016年3月初以來新高。全月，CFETS人民幣匯率指數累計上漲1.0%，為年內漲幅第三高。這主要是因為，儘管人民幣兌美元匯率有所下跌，但在銀行間外匯市場（即中國外匯交易中心系統）交易的24種貨幣中，人民幣兌其中19種貨幣都有不同程度的升值，如兌歐元、日圓、英鎊、澳元、韓國和泰銖分別上漲1.4%、1.5%、2.2%、1.3%、1.4%和4.2%，這六種貨幣權重合計50.1%；兌美元、港元、迪拉姆和沙特里亞爾各微跌0.3%，兌俄羅斯盧布跌幅也只有1.0%，這五種貨幣權重合計30.6%。今年，人民幣不失為世界強勢貨幣。前三季度，美元指數累計升值4.8%，人民幣兌美元匯率中間價上漲0.6%，CFETS人民幣匯率指數累計上漲5.1%。

8月份，人民幣兌美元時點匯率和月均匯率雙雙走弱，伴隨着境內外匯小幅供不應求。但進入9月份，境內外匯形勢可能又出現了反轉。9月份，收盤價相對當日中間價



資料來源：中央結算公司；上海清算所；美聯儲；WIND；中銀證券  
註：債券通境外持有量變動為中央結算公司與上海清算所數據合計

偏強的交易日佔比為65.0%，較上月佔比提高了15個百分點。當月，中間價累計下跌175個基點，其中收盤價相對當日中間價偏強累計貢獻了233個基點，較上月增加了173個基點，對中間價走勢趨弱為負貢獻。

全月，境內銀行間市場即期詢價日均外匯成交量364億美元，環比上升7.4%，終止了之前的三連跌。其中，9月16至29日日均外匯成交量434億美元，接近去年12月份日均成交439億美元的峰值。這有可能意味着當月境內外匯供求缺口擴大。考慮到同期人民幣匯率明弱實強，大概率應該是境內外匯重新供大於求。

## 長遠擺脫與美匯的線性關係

人們對此或許會感到困惑。為什麼美元指數上漲，人民幣匯率盤跌，境內外匯供大於求的缺口反而擴大呢？這或者可以從以下幾方面來解釋。

首先，雖然9月底美元指數創了一年來的新高，但全月美元指數均值为92.98，較上月微漲0.2%；中位數為92.79，較上月微跌0.1%。由此可見，迄今美元指數的強勢並不明顯，不足以讓市場一致看空人民幣。實際上，9月份，1年期無本金交割遠期（NDF）隱含人民幣匯率貶值預期的交易日佔比為63.6%（上月佔比為100%），為今年6月份以來最低；月均貶值預期為0.1%，環比回落0.2個百分點，也為今年6月份以來最低。這顯示美元走強背景下，人民幣匯率升貶預期交替出現且預期基本穩定。從離岸人民幣匯率（CNH）相對於在岸人民幣匯率（CNY）的偏離看，CNH圍繞CNY上下波動，月均偏離僅為-2個基點，較上月回落了10個基點，表明CNY的市場公信力進一步提高。

其次，由於境內美元流動性較人民幣更為充裕，9月份境內各主要期限人民幣美元遠期/掉期報價點子較上月均有所走闊。如1周、1個月和3個月期限的遠掉期點子均環比分別擴大47.4%、30.1%和10.6%，6個月、9個月和1年期期限的掉期點子均環比分別擴大了8.0%、8.2%和

7.8%。根據利率平價理論，高息貨幣的遠期匯率趨於貶值。鑒於人民幣利率高於美元利率，遠掉期點子擴大，意味着未來相應期限的人民幣相對美元匯率貼水（即人民幣貶值）的幅度擴大，這增強了遠期結匯尤其是短期遠期淨結匯和外匯期權德爾塔淨結匯敞口減少，導致銀行在即期市場提前淨買入外匯152億美元，抵銷了銀行即期結匯順差136億美元，銀行即遠期（含期權）結匯總體為逆差16億美元。9月份，則不排除銀行重新在即期市場提前淨賣出外匯，進一步擴大銀行結匯順差。

再次，當前基礎國際收支順差依然較多，境內市場外匯賣超壓力進一步積累。前8個月，「國際貨物和服务差額+非金融類外商直接投資額-非金融類對外直接投資額」合計為3190億美元，較上年同期增長38.7%，較2019年同期增長1.08倍。同期，金融機構境內外匯存款增加663億美元，同比增長1.71倍，其中非金融企業外匯存款增加593億美元，同比增長64.0%。去年下半年，人民幣匯率震盪升值，境內出口企業為避免兌現升值造成的匯兌損失，結匯一延再延，結果到年底集中結匯，導致去年12月份銀行即遠期（含期權）結匯順差高達984億美元，環比增加3.93倍，順差額創下2015年「8·11」匯改以來新高。當月，非金融企業外匯存款減少107億美元，終結了之前的六連增。今年，不排除境內企業即便看多美元、看空人民幣，現在除增加用自有外匯對外支付，還試圖通過分批結匯，以減輕年底集中結匯的壓力。

綜上，儘管近期美元指數強勢反彈，人民幣兌美元匯率回調壓力加大，但對外經濟部門強勁仍從基本面支持了人民幣對外幣值的強勢。9月份，境內外匯供求的缺口或重新擴大，這與人民幣兌美元匯率走弱相悖，但有助於分散集中結匯的壓力，減輕外匯供求失衡、匯率大起大落的年關效應。從更長遠看，人民幣匯率擺脫與美元指數正相關或負相關的簡單線性關係，也是人民幣匯率形成更加市場化的必由之路。

# 兩黨在華府債務上限的博弈

鍾言謹識



鍾正生

華盛頓當地時間2021年10月7日，美國共和黨與民主黨就政府債務問題暫時達成一致，參議院投票通過了將短期債務上限延長至12月3日，並允許債務限額增加4800億美元，以維持政府正常運轉，避免債務違約。該提案隨後將在眾議院進行投票，並在總統簽字後生效。

兩黨在債務上限問題上的「中場休息」也使市場投資者鬆了一口氣，風險偏好隨之回升。10月7日當日，道指、標普、納指分別上漲0.98%、0.83%、1.05%，十年期美債收益率上漲近5BP（基點）。

一、美國政府債務上限的「前世」。美國政府債務上限是指在法律允許的情況下美國政府所能借入的最大金額。債務上限始於1917年，最初的目的其實在於定期檢視政府開支狀況，並在一定範圍內提高政府發債的靈活性。當政府債務觸及上限後，一旦財政部資金耗盡，美國政府將無法繼續履行支付義務，國債也將違約。近年來，債務上限問題已經發展成為共和黨與民主黨之間政治博弈的工具。這次也未能例外，伴隨着限期的逼近，兩黨之間的明爭暗鬥也逐漸白熱化。

二、民主黨的「新武器」——預算和解程式。「預算和解程式」（Budget Reconciliation）是使得法案更容易在參議院通過的一種加速立法程式。與一般法案不同，一項「和解法案」只需要簡單多數原則即可在參議院獲得通過。目前民主黨掌管參眾兩院，能夠以簡單多數原則通過「預算和解程式」來最終上調債務上限，但也需承擔相應後果。

三、本次債務上限問題中的兩黨博弈。根據美國兩黨政策中心（BPC）之前的預測，若債務上限問題得不到解決，美國財政部最早將於10月19日耗盡現金，屆時美國國債將出現違約。9月下旬起兩黨就債務上限問題又開始了新一輪的博弈。目前兩黨僅是對12月3日前的債務問題達成了一致，以避免在此之前政府債務違約。

四、美國政府的債務上限問題與拜登基建計劃早已捆綁在一起，成為兩黨

談判與博弈的「籌碼」。目前，拜登的基建計劃被拆分為兩部分：

（1）未來五年內新增5500億美元投資的《兩黨基建法案》（bipartisan infrastructure bill）。主要包含交通、能源等傳統基建專案，該法案獲得了共和黨以及民主黨內溫和派的支持，並於10月1日在參議院投票通過，接下來還需「闖關」眾議院並由總統簽字才能最終生效。該法案可以認為是拜登最初基建計劃中符合民主黨內及兩黨共識的部分，法案落地更加符合共和黨及民主黨溫和派的利益，民主黨可能用此法案的通過換取黨內意見的統一。

（2）未來十年內總支出高達3.5萬億美元的「基建計劃」。涵蓋醫療、教育、住房、環保等多個方面，但目前尚未形成正式法案並提交兩會。該法案可以認為是拜登政府執政理念的主要體現，但受到了共和黨的強烈反對，民主黨內部對此亦有分歧，待民主黨內部達成一致後將通過「預算和解程式」實現。需要注意的是，該法案對應「預算和解程式」的「支出」方面，而提高債務上限對應的是「債務限額」方面，因此二者並不衝突。

可以說，兩個法案早已與債務上限問題緊密相連：一方面，大規模的支出計劃必然需要通過政府舉債來支撐。儘管拜登一再重申其基建計劃與債務上限「毫無關聯」，但共和黨人並不買賬；另一方面，由於提高債務上限與3.5萬億美元的基建計劃都是共和黨反對的對象，若民主黨想要在某一領域尋求與共和黨達成一致，則必然要在另一領域做出妥協。

五、債務上限問題將走向何方？民主黨實際上有能力獨自解決債務問題，同時也需承擔相應的後果，共和黨也希望看到情況如此發展。我們認為，年內較大概率是兩黨無法達成共識，民主黨使用「預算和解程式」在12月3日前獨自解決債務上限問題。

六、美國政府債務問題，兩黨均難辭其咎。從本質上來講，政府債台高築都是由於長期的財政收支失衡、經濟增長放緩引起的，現在也是一樣，並非民主黨或共和黨單獨的責任。2020年特朗普和2021年拜登政府的財政「撒錢」，對此均有「貢獻」。總之，就美國「債台高築」而言，任何一黨都脫不了關係。



# 豪宅起動 領頭羊帶動樓市

樓語縱橫



楊永輝

七月份樓價指數破頂，八月雖稍有回落，但仍然處於高位。值得注意的是，面積1076平方呎或以上的單位樓價，按月升近1.2%，升幅帶領大市。

豪宅最近屢見成交，上月半山波老道豪宅21 BORRETT ROAD更一連錄得6宗大額成交，而且每個單位的成交價都「億億聲」，最高成交價超越1.85億元，絕對是豪宅市場的一個新紀錄，亦是屋苑自開售以來，單月售出最多單位的月份。

在上月中，何文田St. George's Mansions亦售出一個4房雙套單位，連車位，成1.17億元成交。

筆者入行26年，大部分時間都是在豪宅市場打滾，深明一個道理，豪宅成交雖然不多，但是往往會有着牽頭或領導的作用，其成交多寡，反映後市走勢。因為豪宅市場的買家，多是對市場資訊及走向較敏感的人士，有別於剛需主導的買家，會看準時機才入市。豪宅市場大旺，意味不少投資者對香港房地

產市場有信心。當然，亦有部分原因是7、8月股票市場波動，比起購買股票，投資者更傾向買磚頭，以作更穩健的投資。

當然股市、樓市永遠是相互影響，近月股市顯著受壓，不少準買家都傾向先觀望，而大手豪宅投資者相信亦會持同樣心態，預料9月以及10月交投將會淡靜。外界一直翹首以盼的樓市今年內再創高位，未必會出現，預料9月份豪宅成交將錄跌幅，二手交投萎縮。基於豪宅成交是投資者對大市信心指標此一論點，市場上出現不確定因素時，信心自然會現動搖。然而，筆者相信，香港享有低息環境等多個利好條件，消息影響只屬一時，並不會對樓價造成重大影響及挫折，第四季樓市將繼續平穩發展。

展望未來，不少豪宅業主以及買家，都是內地投資者或者由內地來港發展的商人。隨着本港已超過一個多月零本地確診，政府開始有序地研究健康碼，計劃通關。一旦通關，相信更多的內地富商將會把資金投放到香港房地產市場，首先受惠的必為豪宅市場，因此豪宅市場在年底有望帶起後市，成為後市穩中向上的動力。

▲上月半山波老道豪宅21 BORRETT ROAD更一連錄得六宗大額成交，每單成交價都「億億聲」。