

年初以來，雖有內部降息繼續、外部聯儲收緊，但不改人民幣匯率強勢。2022年初以來，雖然內有貨幣政策寬鬆舉措進一步落地，MLF（中期借貸便利）、LPR（貸款基礎利率）、SLF（常備借貸便利）先後下調；外有美聯儲收緊預期持續演繹，10年期美債衝高，加息預期不斷發酵。但人民幣匯率依舊保持強勢，2022年初以來走高約40個基點左右，升破6.34區間，達到2018年6月以來最高水平。

人民幣強勢 外資流入



▲分析認為，今年初以來人民幣進一步升值，有春節前季節性因素驅動的貿易順差、結匯以及匯率預期改善的影響，但隨着春節來臨，匯率強勢或已進入尾部階段。
中新社

遠見卓識



王涵
興業證券
首席經濟學家

近期人民幣匯率為何保持強勢？「出口韌性+資金流入」的邏輯在持續演繹。筆者曾指出，2021年下半年

以來，人民幣匯率升值的大環境是中國出口韌性保持強勁，貿易順差不斷走闊，國際資金也在持續流入中國，驅動國際收支改善，供求因素是支撐人民幣匯率升值的主要因素。從近期情況看，2021年12月，貿易順差達到944.63億美元的歷史性規模，滙深股通下資金淨買入成交量也創歷史新高達到889.92億元（人民幣，下同）。

除了維持強勢的國際收支，近期季節性因素也是影響人民幣匯率走強的關鍵因素。主要包括以下幾個方面：1、貿易差額有季節性，從2018年以來的情況看，年底月份往往是一年中貿易順差的高值區間。2021年12月，貿易順差在出口韌性較好疊加季節性因素影響下更是達到歷史高點。2、結匯匯有季節性，臨近春節一般企業需要在節前支付職工的工資、獎金，所以結匯的意願也比較強。2021年12月，銀行代客結匯達到2725億美元，差額達到516.65億美元，達到年內最高水平。

調節機制逐漸完善

美元因素對人民幣匯率變動的影響變化不大。從人民幣匯率中間價變化分項貢獻來看，2022年1月以來，供求因素對人民幣匯率貢獻升值力量的幅度有所擴大，而自2021年12月以來，隨着美元指數有所下行，美元因素對人民幣匯率貢獻貶值力量的幅度有所減少，2022年1月相較2021年12月變化不大，反映近期匯率強勢主要貢獻力量仍是供求因素，也是季節性影響的交叉印證。

從匯率預期層面看，2021年12月以來，1年期NDF（無本金交割遠期）隱含的匯率貶值預期較2021年11月平均水平收窄0.4%左右，1年期外匯掉期買入報價也出現下行，反映交易層面匯率預期出現好轉。與2021年的情景類似，春節之前的兩個月左右，1年期NDF隱含的匯率貶值預期、1年期外匯掉期買入報價均有所下行，這也說明當前匯率預期的改善，可能是季節性影響下的預期反映，從2021年的經驗看，持續性可能不強。

如果匯率升值持續演繹會不會有調節舉措？交易層面看，年初以來匯率升值趨勢持續，當前升破6.4、接近6.3，是2018年6月以來最低點，6.3也是2015年「811匯改」後人民幣匯率讀數的較低區間。從政策調節層面看，人民幣匯率市場化也不意味着匯率脫離，筆者曾分析，匯率持續或者快速升值，可能會給市場主體帶來繼續升值的預期，容易形成並強化一致預期，從而帶來匯率超調風險。一方面，匯率形成機制中有「保持人



幣匯率在合理均衡水平上基本穩定」的原則，另外一方面，近年來央行在退出常態化干預、增強匯率彈性之際，關注重點在匯率預期穩定。

回顧歷史，2021年春節前匯率面臨升值壓力，宏觀審慎工具出臺進行調節。2021年歲末年初，人民幣匯率也是在持續升值背景下，下探到6.5區間，彼時人民幣匯率也是面臨貿易順差大、結匯上升、滙港通下資金流入擴大形勢下的升值壓力，2021年1月人行兩度使用宏觀審慎工具，調節跨境資金流動。

2015年「811匯改」以來，匯率調節工具箱有以下四點變化：1、隨着匯率形成機制市場化改革，價格機制靈活，貨幣政策獨立性提升。2、退出常態化外匯干預；同時隨着在岸市場不斷完善，離岸工具對調節匯率的影響逐漸弱化，使用頻率也逐漸降低。3、隨着市場化匯率形成機制不斷強化，在價格機制靈活的基礎上，政策關注維持人民幣匯率預期穩定，預期管理相關的溝通與引導變得頻繁。4、隨着跨境資金流動宏觀審慎管理框架和體系不斷完善，宏觀審慎類工具逐漸豐富，使用頻率也提高。

整體來看，近年來人民幣匯率市場化調節機制逐漸完善，多元化匯率調節工具箱已經成形。後續如果匯率升值壓力持續演繹，會加大政策調節的可能性，宏觀審慎、預期管理是近年來常用的手段/工具。

匯率升值進入尾聲

2022年，全球尤其是新興經濟體或持續恢復，新興與發達經濟體復甦分化或有所緩解，中國出口或逐漸向前期平台回歸，貿易順差對匯率的支撐或面臨弱化；美聯儲貨幣政策的大方向是收緊，後續美聯儲加息預期或會持續演繹，中美利差會繼續面臨壓縮壓力，資本流入對匯率的支撐面臨弱化。如果國際收支形勢重回疫情前格局，從2015年「811匯改」後的情況看，人民幣匯率或會回歸「出口+美元」決定軌道，可能會面臨貶值壓力。

近期影響匯率進一步升值的季節性因素後續也會退潮。無論是從出口結匯層面看，還是從交易層面體現出的匯率預期來看，年初以來人民幣匯率進一步升值有季節性因素影響，後續這種季節性因素會面臨退潮，如2018-2020年2、3月期間，銀行代客結匯規模、匯率貶值預期均較季節性影響明顯的歲末年初時期有所逆轉。

匯率強勢可能已經進入尾部階

段，後續即使有貶值壓力也不會形成衝擊。當前，貿易順差、資本流入驅動的國際收支改善可能已經進入頂部區間；2022年初以來人民幣匯率進一步升值有春節前季節性因素驅動的貿易順差、結匯以及匯率預期改善的影響，但隨着春節來臨，匯率強勢可能也已經進入尾部階段。

後續「出口回歸+聯儲收緊」大方向，決定人民幣匯率會向貶值壓力方向演變，但考慮到以下因素：1、出口韌性的退潮或是一個漸進過程。2、近期中美經濟基本預期層面也有改善信號傳出（2022年1月世界銀行最新預測數據對2022年美國經濟增長速度下調的幅度要大於中國、歐洲），或意味着即使美聯儲2022年處於收緊環境，美元可能也不會特別強勢。整體來看，2022年人民幣匯率往貶值壓力方向演變的過程，或是一個漸進過程，不會演繹成為貶值衝擊。

國際資金看好中國

近期美聯儲轉向背景下A股下跌、人民幣匯率升值，體現「大國模式」特徵。2021年12月以來，在國內經濟面臨下行壓力、外部美聯儲退出寬鬆不斷演繹發酵背景下，中國股市走低，但人民幣匯率走強，國際資金保持穩健流入中國的趨勢。近期中國股市與匯率的關係，已經不同於新興小型經濟體在內外環境變化影響下，往往會同步發生資本外流、匯率貶值、金融市場下跌的「小國模式」情形，人民幣匯率與中國股市走出獨立行情背後，顯示中國資產表現已非新興小型經濟體的「小國模式」，體現出「大國模式」特徵。

匯率走強、資金流入，或反映國際資金仍然看好中國市場。2021年12月以來，在貨幣政策寬鬆舉措接連不斷落地、流動性環境改善背景下，中國股市出現下行。但從資本流動層面看，尚未觀察到因美聯儲加息預期演繹、中美利差收窄而帶來的資本外流壓力，匯率持續保持強勢。匯率是資本流動在貨幣對價層面的反映，近期人民幣匯率升值背後，全球資金在美聯儲轉向不斷演繹背景下，不改持續穩健流入中國趨勢，反映隨着中國經濟體量和質量都在提升，已經成為在全球舉足輕重的大型經濟體，不僅一些國際指數已經將中國納入，中國市場也正在逐漸受到國際資本的青睞，外資中長期配置中國市場的需求會持續保持。從這個角度來看，2022年即使匯率面臨貶值壓力，發生大規模資本外流的壓力可能也不大。

香港恐面臨高通脹考驗

逸葉知秋



韓逸秋
宏觀資本首席執行官

在美國CPI（消費者物價指數）高達7%之際，拜登周一的記者會上洩露了自己的真實想法，「更多的通脹是偉大的資產……」時值市場擔憂聯儲局連續加息和縮表控制通脹，作為全球最大債務人無意說出這句話，恐將影響深遠。

香港作為國際都會，過去一年CPI仍在2%附近徘徊，遠低於經合組織國家平均5.6%的水平。一部分是因為疫情封鎖導致消費無力和市道慘淡，一部分是源於內地較低CPI的傳導。但疫情導致的空運收緊會將不斷推升本港新鮮食材、藥品和電子產品價格，而本月市面上的公共事業、服務業和零售加價潮恐怕也只是個開始。過去短短三個月，有心人會發現麥當勞27元的香雞腿套餐已變成41元，12元的麥炸雞已經變成18元，加幅高達50%。而這只是眾多零售和服務加價的冰山一角。

如果Omicron這波疫情迅速過去，兩地通關最終落實，那麼外需恢復之下零售市道將回歸常態。至於內地的低通脹，從歷史來看只能部分影響香港CPI，大多數時候香港CPI是介於中美CPI的中間區域，而內地今年刺激經濟政策也必會部分外溢到香港的資本和消費市場，香港CPI一季或超3%。

即便排除惡性通脹場景，「地緣政治衝擊+拜登政府對通脹的經濟態度+兩地通關+新冠大流行告一段落」等因素疊加，很可能為香港帶來一段高通脹年月，這會讓很多習慣了通縮環境的社會基層難以承受。事實上，過去一年，基層市民生活因為燃氣水電和食物的大幅漲價而日趨艱難。即使考慮到公屋政策讓通脹數據失真，未來兩三年仍有機會看到香港CPI達到5%以上水平。

關於推動通脹的原因眾說紛紛，白宮一口咬定是供應鏈，歐洲認為是能源危機，至於一路寬鬆的聯儲局則很無辜地把「暫時性通脹」字眼去掉了，這標誌着通脹長期化已成事實。而不斷美化通脹之名，甚至稱其為偉大的資產，掩蓋了很多深層次問題，比如市場普遍忽視了勞動力供應的長期不足。

世衛組織（WHO）預計新冠長期的病患高達10%至20%，同時又預計絕大多數人都會感染新冠。這就意味

着，新冠對於全球勞動力的長期影響已經無法忽略。新冠病毒高風險首當其衝的就是在體力勞動崗位前線的人口，再加上頂級醫學刊物論文已證實30%至87%的新冠患者會有輕重不一的後遺症（腦霧、易疲倦、認知障礙、運動能力下降），這使得本已中老年的全球藍領勞動力供應大幅萎縮。而新冠造成的人口萎縮和新世代不願從事藍領工作的傾向，將加劇加深這個趨勢。

發展中國家普遍受制於人口萎縮、疫情和嚴格防疫政策而不能有效產出，而發達國家「食者眾而生者寡」，藍領工資勢必大幅上漲，這就會開啟工資通脹循環，一旦遇到天災人禍戰亂甚至會更加惡化。

如今發達國家面對兩大悖論，一是拜登政府大基建和環保減碳並舉，一是聯儲局揚言連續加息和作勢縮表。基建的鋼鐵水泥和自動化機械都需大量耗能，與環保減碳更是南轅北轍。大基建與環保減碳的共同之處是需要大量花錢，這就決定了美國要繼續大規模舉債推動經濟，這讓聯儲局陷入了保持信用作通脹鬥士，還是捍衛美元美債信用的兩難。

所謂一年加息四次甚至五次的說法，很可能在玩降低市場預期，美聯儲實際加息進程也許緩慢猶豫，因為大幅加息和縮表很容易會戳破美國債務泡沫屬於政治自殺。美國盈透證券創始人近期就一針見血指出，美聯儲大幅提高利率幾乎不可能，天量債務的舉債償債成本將壓垮美元。

拜登鮑威爾連任隱含的政治意義在於，「維持不好你自己弄出的局面就準備背鍋」，而讓美元美債走上恆大式的「高息+大舉債務擴張」路線顯然不是可行選項。因此與其相信聯儲局會連續大手筆加息與縮表，還不如評估一下美元貶值前景，美債技術性違約或重組的可能性。

在聯繫匯率制度下，美元大幅貶值必造成本港通脹失控，這是香港管治者需要做出應對預案的大概率事件。但與發達市場對通脹掛鈎債券（TIPs）的需求火爆迥異，香港市場的態度極度冷淡，不知是通縮太久市場堅信香港可以免疫於全球通脹，還是流動性緊張導致市場不問價拋售。在資本市場風雨飄搖之時，iBond顯然比利息幾乎為零的本地銀行存款回報好、風險小，對機構而言是不錯的現金管理和套利品種。



▲香港過去一年CPI在2%附近徘徊，遠低於經合組織國家平均5.6%的水平。
中新社

納米樓是樓市扭曲下的產物

樓市強心針



廖偉強
利嘉閣地產總裁

香港住宅長期供不應求，導致過去多年來樓價不斷上升，市民的負擔能力遠遠追不上樓價升幅，就算等待編配公屋的市民，都需要輪候超過五至十年，因此市場便衍生了很多劏房。住屋乃人的基本需要，故在迫不得已之下，都要找尋一些自己資金能力範圍可以應付的單位，亦因此形成香港劏房林立的情況。

至於一些收入比基層為高，但又說不上是富裕中產的市民，可能未有條件入住公屋，若有能力的當然會買樓，餘下的唯有選擇租住房屋。發展商有見及此，便將貨就價去滿足這個階層的置業需求，於是興建納米單位便如雨後春筍。

納米樓是樓市扭曲下的產物，常被詬病為不健康的住屋環境，於是特首宣

布於新一季政府賣地計劃中，首次引入規定最低面積的措施，據此將會把屯門一幅住宅用地興建面積不可少於280平方呎的單位，有關計劃只限政府推出的土地，私人重建的單位則不受限制。

正所謂沒有需求便沒有供應，幾年前納米樓運而生的時候，很多人並不看好，認為只是短暫的需求，不足以形成市場，但實際情況卻不然。納米樓其實有很多支持者，每次有新供應均被迅速消化，比大單位更易售出，可見樓價的確難以負擔，想擁有獨立私人空間的只能從納米樓入手。納米樓價格大多在800萬元以下，首置身份入市只需一成的首期，確實較易上車，形成納米樓有市場的價值。

筆者認為，政府在未有足夠的土地及單位供應、加上樓價持續高企下，想市民享受更大的居住空間是不切實際的，換來的面積也是要用家自付。只有土地供應充足，樓價返回更多人可負擔的水平，發展商自然會增加單位面積，那時市民才能真正受惠。