



中國經濟的下行壓力及對應的寬鬆政策，與美國經濟的高通脹復甦及對應的緊縮政策，在當下形成了一種競爭關係。

北京時間4月11日上午，美國10年期國債收益率上行5.5個基點至2.76%，中國10年期國債收益率則為2.75%，中美10年期國債利差自2010年6月11日以來首次出現倒掛。市場擔心，中美利差倒掛引發資本外流，進而觸發市場風險。

中美息差倒掛無礙人行放水

大學之道 清和 智本社社長

自2021年開始，美國通脹率持續走高，今年2月創下了1982年以來最高水平。通脹高企導致美國國債的實際利率為負數，而且負值持續擴大。這也導致市場出售美國國債，尤其是短期國債；美債收益率持續走高，而且短期國債收益率走勢強於長期。實際上，中美3年期國債收益率在3月25日就已經出現倒掛，中美2年期國債收益率在4月1日出現倒掛。

也是從2021年開始，中國的PPI（工業生產者出廠價格指數）和CPI（居民消費價格指數）存在巨大的剪刀差。由於價格傳導機制不順暢，雖然PPI高企但CPI持續低迷。根據國家統計局11日發布的數據，3月全國PPI同比上漲8.3%，環比升1.1%；CPI同比上漲1.5%，升幅較上月擴大0.6個百分點，時隔三個月後重回「1時代」。從CPI的角度來看，中國的通脹率偏低，國債實際利率還處於正值，國債收益率比較穩定。

鑒於通脹率持續飆升，美聯儲從2021年11月開始快速縮減購債，今年3月加息25個基點，並計劃在5月開始縮表。但受俄烏戰爭的影響，全球油價大幅度上漲，進而帶動食品價格上漲，美聯儲3月加息動作未能降低通脹預期，相反增加了國債市場流動性縮緊的預期。由於美聯儲是長期國債的最大買方，縮表計劃意味着減持國債。通脹預期和國債流動性下降預期共同推高了美債收益率，這也導致美國10年期國債收益率近期持續走高，並與中國10年期國債收益率倒掛。

但中國的經濟基本面與美國不同，中國通脹率持續低迷，今年宏觀經濟的主要目標是穩增長、穩預期和穩就業，中國央行採取的是持續寬鬆的貨幣政策。2021年12月至今，中國央行一次全面降準和兩次降息，維持流動性充裕。流動性充裕可以壓低利率水平，國債收益率也相對穩定。

外貿支撐人幣強勢

中美利差倒掛的直接原因是兩國通脹水平的差異，以及貨幣政策的背離。筆者預計，美國通脹率還將維持較高水平，美聯儲也將加大緊縮力度，推動基準利率持續上升；而中國經濟下行壓力大，中國央行降準降息的可能性較大，中國國債利率還有下降空間。在未來一段時間，美國國債收益率還將高於中國國債收益率。就短期來說，中美利差倒掛對資

本市場的影響很小，不會導致人民幣貶值，進而引發資本的大規模外流。近些年，資本市場對中美利差倒掛這個指標不敏感。在2019年之前，中美利差的變動與人民幣對美元匯率的波動呈正相關，但近些年相關性較弱。中美利差倒掛發生後，在岸、離岸人民幣對美元波動幅度較小。截至4月12日0時，在岸人民幣對美元報6.3795，年內漲幅為0.05%；離岸人民幣對美元報6.3841，年內跌幅為0.31%。

這說明什麼問題？首先，美國10年期國債是全球金融資產的定價之錨，中國的國債收益率對人民幣的價格、資本市場的信心影響較小，其價格信號存在「失真」的可能性。其次，中國資本是不完全開放市場，資本的進出和匯率的波動更受宏觀基本面的影響，主要看國際收支的經常項目和資本項目兩個指標。2021年，中國出口規模大幅度增加，經常項目順差達到3173億美元，僅次於2007年（3532億美元）和2008年（4206億美元），促使外匯儲備資產增加1467億美元。大規模的貿易順差，意味着國際市場大舉買入人民幣及其定價的商品，進而推動人民幣匯率走強。

不過，今年我們需要關注兩個變化：一是出口增速快速下滑。2021年四季度，伴隨着海外一些國家製造業復甦，中國出口增速在高位持續下降。今年1月出口增速還在24.1%，但2月下降到6.2%。中國央行的調研數據顯示，一季度企業「出口訂單指數」為40.9%，環比下降7.8個點。出口訂單的下降在未來將體現在出口貿易額上。國務院副總理胡春華本月在外貿形勢座談會上強調，今年外貿所處的外部環境更趨嚴峻複雜，發展面臨諸多風險挑戰，實現穩外貿目標需要付出更大努力。

銀行經常項目賬戶結匯是外貿出口波動的重要觀測指標，該指標與出口增速比較匹配。國家外匯管理局數據顯示，按美元計值，2021年1月，銀行累計結匯1995億美元，結售匯順差408億美元；2021年2月，銀行結匯下降至1690億美元，結售匯順差下降280億美元。

出口訂單下降、出口增速下降、製造業PMI（採購經理人指數）低於臨界點和銀行結匯規模有所下降，這不僅會降低經常項目順差，還可能削減直接投資，擴大資本項目逆差。這將促使人民幣對美元匯率下降。

二是短期資本淨流出增加。短期資本主要是證券投資，是資本項目逆差的主要創造者。2021年短期資本逆差達到3766億美元，較上年增加573

億美元。今年一季度受中概股退市風波、全國疫情散點多發的影響，中國資本市場低迷，短期資本淨流出持續增加。Wind數據顯示，3月，港股通北向通淨流出資金450.83億元（人民幣，下同），其中有三天的當日淨流出超過100億元。

聯儲緊縮遭遇掣肘

再看美國經濟的宏觀基本面。美國已經度過了新冠疫情大流行的高峯期，解除了大量的管控政策，經濟正在快速恢復，製造業復甦強勁，就業指數良好。美國3月整體就業人數增加43.1萬人。失業率下降0.2個百分點至3.6%，基本恢復到疫情大流行前的水平（3.5%）。美國3月MARKIT綜合採購經理人指數終值為57.7%，處於擴張狀態；中國3月份PMI為49.5，降至臨界點以下。

不過，美國經濟的首要挑戰是持續的高通脹。美國勞工部數據顯示，2月份CPI增長率達到7.9%，為1982年1月以來的最高水平。美聯儲近期貨幣政策的主要目標也是抗擊通脹。從近期公布的3月議息會議的會議紀要來看，美聯儲大概率在5月的FOMC會議決定加息50個基點；同時開啟縮表計劃，單月規模上限為950億美元，其中，美國國債約為600億美元。

美聯儲加息的直接結果是美元指數走強。3月份美元指數上漲1.7%至98.3。與此相對應的日圓下跌5.5%，英鎊下跌2.1%，歐元下跌1.4%；新興國家的貨幣對美元的整體跌幅較大。當然，俄烏戰爭可能推動了美元指數走強。

因此，中國經濟的下行壓力及對應的寬鬆政策，與美國經濟的高通脹復甦及對應的緊縮政策，在當下形成了一種競爭關係。兩國的宏觀環境、貨幣政策都在角逐國際資本和商品市場。如果美聯儲持續緊縮，美元指數上揚，而中國央行維持寬鬆政策，那麼人民幣對美元貶值的壓力將會增加，資本外流的規模將增加。

但另外一個風險指標對美聯儲的抗通脹政策構成掣肘。當地時間4月5日，2/10年期關鍵美債收益率曲線出現了自2019年8月以來的首次倒掛，其餘曲線（3/10、5/10、5/30、20/30）也隨步伐全部倒掛。根據歷史經驗，2/10年期關鍵美債收益率曲線倒掛是一個經濟衰退信號，通常衰退發生在倒掛出現後的六至十八個月內，這很可能會影響美聯儲的加息和縮表進程。

此外，俄烏衝突及歐美國家對俄羅斯的制裁，也為美國乃至全球經濟帶來不確定性。華爾街一些投行認為，能源價格走強，對美元構成威脅，將削弱美聯儲加息的效果。如果美聯儲措施失當可能釀成滯脹後果，即高通脹和金融崩潰同時發生。

目前的美聯儲一方面希望通過加息和縮表來降低通脹率，另一方面不希望緊縮政策觸發金融市場風險，進而中斷經濟復甦的勢頭。所以，接下來關鍵看美聯儲的緊縮政策能夠走多遠，這將影響着全球金融市場的走勢，以及中國的資本進出和人民幣對美元的匯率水平。

今年外貿存三大變量

深度濤解 宋雪濤 天風證券 首席宏觀分析師

過去兩年，出口對國內的經濟復甦和金融穩定做出了重要貢獻。2021年，貨物及服務淨出口對GDP增長的直接拉動達到1.69%，是2007年以來的第一高、1998年以來的第二高；出口景氣度較高的製造業，資本開支增長也整體處於較高水平，對經濟形成間接拉動；國際收支經常賬戶下的貨物及服務項目順差達到4628億美元，連續第二年創歷史新高，且較2020年大幅增長了29%。

進入疫情的第三年，出口對國內經濟和政策的潛在影響力進一步上升。大環境的相對變化是多維度的，海外疫情形勢改善，主要國家和地區的新增確診人數持續回落，國內動態清零的防疫政策面臨更大挑戰；主要經濟體經濟恢復至高位、失業率下降至低位，國內經濟發展面臨「三重壓力」；海外經濟復甦疊加通脹高企，主要央行進入加息周期，國內為應對疫情和經濟壓力存在貨幣寬鬆訴求。

考慮到內外形勢的相對變化，出口對今年的國內宏觀和市場至少存在兩條重要的影響路徑：

第一條路徑，出口增速—經濟就業—房地產政策—市場預期—股市風格、債市曲線。目前國內經濟穩增長可依賴的抓手比較有限，消費前景基本仰仗於疫情走勢和防疫手段，基建空間大致被財政預算和六保支出鎖定，製造業享受的政策支持力度已經相當大，而且本質上需要順應經濟周期和產業周期。「三重壓力」疊加下，如果出口也開始走弱，房地產臨時充當增長穩定器的急迫性會進一步上升，屆時可能觸發更大幅度的政策調整。房地產政策加碼將提升全產業鏈的景氣度預期和信用擴張預期，對價值股和長端利率形成反饋。

第二條路徑，經常賬戶差額—匯率貶值壓力—貨幣政策獨立性—外資流向和債券市場空間。地緣政治衝突顯着推升了歐美國家的通脹壓力，聯邦基金期貨顯示美聯儲5月加息50個基點的概率已經接近90%，今年餘下時間將累計加息220個基點。照這個進度，聯邦基金利率將在12月達到2.55%，對國內的7天逆回購利率當前為2.1%。

當然，中美利差收窄既不一定導致匯率貶值，也不能預示貶值幅度，但可以明確的是：1）潛在的貶值壓力會隨利差收窄甚至倒掛而逐漸加大；2）出

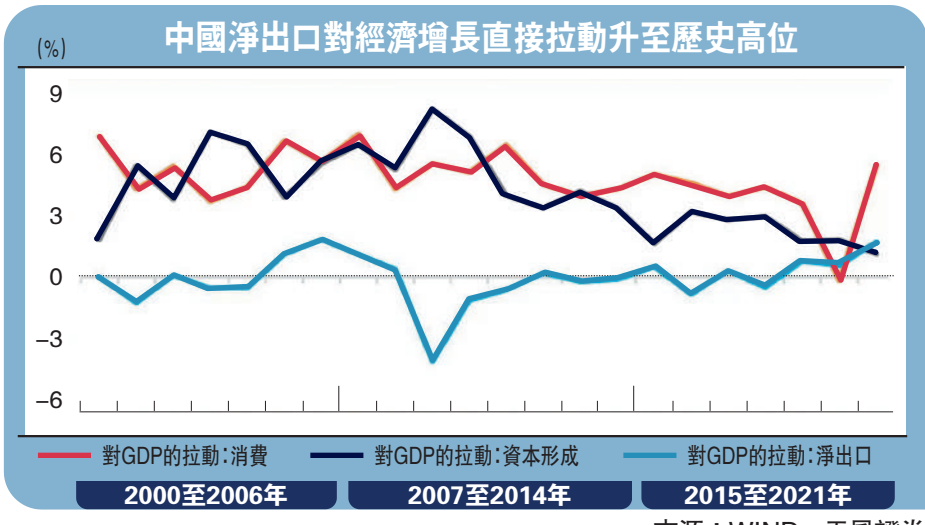
口高景氣帶來的高額順差對穩定匯率有重要意義。如果出口走弱，高額順差的持續性將被削弱，人民幣匯率一旦出現貶值勢頭，將直接掣肘貨幣政策獨立性、影響外資流向，對股票和債券產生重要影響。

過去兩年的出口高景氣主要得益於外需旺盛和份額提升。進入2022年，外需和份額仍然是影響國內出口景氣度的關鍵變量，動態清零策略造成的供應鏈停擺成為了出口份額下滑的潛在風險，而地緣政治衝突帶來的西方能源衝擊則為國內出口份額提升帶來了新的潛在契機。今年出口主要受三個變量影響：

外需方面，貨幣財政雙擊下的美國經濟面臨硬着陆風險。歷史上看，美國經濟在貨幣收縮時期實現軟着陆多有賴於財政寬鬆或者大規模的產業周期紅利，當前大規模產業紅利顯然是不具備的，中期選舉臨近之際財政擴張政策也難以得到共和黨的支持。在此背景下，政策退潮和歷史性的高通脹已經顯著削弱了居民可支配收入和消費信心，如果美聯儲貨幣政策繼續以抑制通脹為核心目標，預計美國經濟的下行壓力將逐漸顯露，市場對於這一前景的預期已經反映在近期持續收窄的美債期限利差。

份額方面，國內疫情防控的比較優勢面臨階段性逆風。過去兩年國內出口份額有三輪明顯的提升過程，分別對應了2020年二季度美國疫情、2020年四季度歐洲疫情、2021年三季度東南亞疫情，本質是國內防疫和供應鏈的比較優勢漸次提升。今年1月開始，海外疫情陸續出現積極變化，目前歐美亞三大洲單日新增人數持續回落，照此趨勢海外國家尤其是對國內出口形成競爭的新興市場供應鏈將逐漸修復。相比之下，高傳染性的奧密克戎令國內的動態清零策略面臨更高的經濟成本，供應鏈風險上升、比較優勢弱化，出口份額面臨下滑風險。

潛在契機來自國際原油體系分裂後國內商品的成本優勢。俄羅斯是世界第二大原油出口國，如果西方國家的制裁持續加深、歐盟加速推動能源去俄羅斯化，世界原油體系可能會對裂成兩個系統。對於非俄油體系，考慮到2021年俄羅斯向歐盟提供了45%的進口天然氣、27%的進口原油和46%的進口煤炭，能源去俄羅斯化必然造成一段時期內能源價格中樞的顯著抬升。對於相對中立且價格敏感的亞洲買家，廉價俄油具備相當的吸引力，高能耗行業和高油氣消耗行業的成本優勢可能帶來出口的比較優勢。



樓市購買力蓄勢待發

樓市新態 汪敦敏 祥益地產總裁

地產代理是市場證人，我們的責任是忠實報告市場最新狀況。筆者認為樓市現在正出現新的常態。

眼前住宅市場的而且確出現「小陽春」狀態、成交大增，但其實只是積聚購買力的釋放。現在的樓市可以用千帆並舉形容，千帆並舉即是百花齊放，不同板塊都正在起動。我們看到近期的成交，同一日內，一個地區可以有租賃、車位、村屋買賣、居屋、私樓及特色單位成交，銀碼400萬、500萬、600萬、700萬、800萬及去到1200萬都有，各板塊互相關映。這本是樓市的正常表現，但在2012年政府推出辣招之後，副作用是中斷了換樓鏈，想換樓的人士借錢難，要付更多的首期去換樓。

2019年10月的新按揭安排令換樓鏈回復了一半，樓市立刻有良性回應，細單位的二手放盤量多了。今年2月，政府再度放寬按揭，算是回復了另外一半的換樓鏈。

因此，積聚的購買力在未來幾個月會持續釋放，換樓的購買力陸續回歸，兩者將形成強大的市場動力。樓市從2012年推出辣招到現在，已十年過去，購買力積聚了十年，單以規模去看已經是一個龐大的數字，而有關的成交增加很多都是用家的換樓，樓換樓亦會製造更多上車細單位的放盤量。

在樓市回復正常交投情形之下，我們要及早、進一步支持政府增加土地供應，不應直接追求樓價的高低，而應該着眼於置業機會是否可以使大多數市民受惠，必須給予勤奮節儉的人一定的置業機會。



▲本港樓市購買力在未來幾個月持續釋放。

