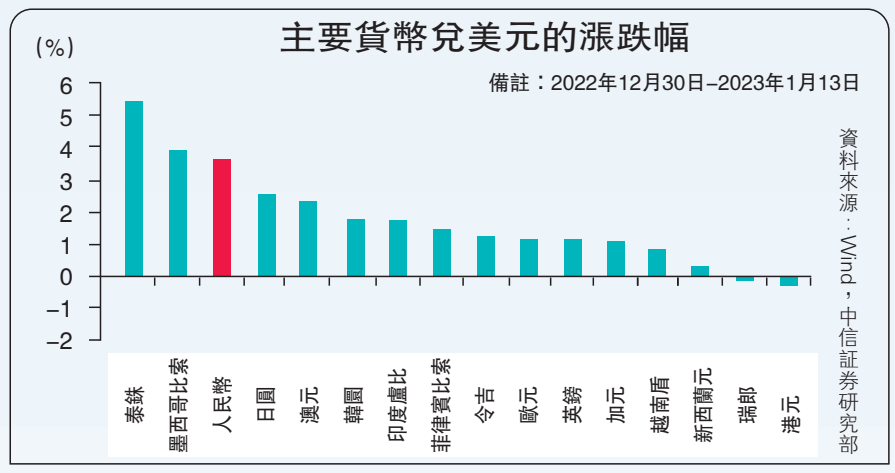
▲人民幣表現預計在上半年相對偏強，下半年則以雙向波動為主。

2023年開年以來，伴隨着美元指數和美債利率的下行、中國經濟活動的恢復、經濟基本面修復預期的改善和市場情緒的提振，以及春節前結匯需求的接種釋放，人民幣在主要非美貨幣中的表現亮眼。展望2023年全年，外部壓力趨緩疊加內部因素改善，人民幣匯率有望步入升值通道，但經常賬戶的收窄或限制人民幣的升值空間。節奏上，預計上半年人民幣表現相對偏強，下半年則以雙向波動為主。

人幣上半年步入升值通道

微觀經濟 明明
中信証券固定收益
首席研究員



美國12月通脹繼續下行，市場對於美聯儲加息步伐進一步放緩的預期驅動美元指數走跌。根據美國勞工部公布數據，12月美國通脹數據延續下行趨勢，其中能源項與核心商品項環比負增長強勢推動「季調消費者物價指數（CPI）環比」轉負，這是該指標自2020年6月以來首次出現環比負增長。由於通脹下行趨勢逐步明顯，通脹對於美聯儲加息的壓力在減弱，市場對於美聯儲加息步伐進一步放緩的預期驅動了美元指數在美國通脹數據公布後走跌，讀數向下突破103點位。

美加息壓力減弱 美匯走低

從美元指數的權重貨幣視角來看，歐美貨幣政策邊際分化、日本央行意外擴大目標收益率波動區間等因素同樣助推了美元指數的下行。歐元區方面，12月歐元區調和CPI當月同比錄得9.2%，較11月讀數有所下降；但同期核心CPI錄得5.2%，較11月讀數繼續走高，顯示出歐元區仍存在一定的通脹壓力。根據歐央行2022年12月15日發布的貨幣政策決議和聲明（Combines monetary policy decisions and statement）的表述，工資增長對於通脹的支撐或將持續。在此背景下，歐美貨幣政策呈現邊際分化，歐央行的表態仍然偏鷹，而市場已經在交易美聯儲加息放緩的預期，這對美元指數形成利空。日本方面，日本央行在2022年12月的貨幣政策會議中將10年期日本國債的目標收益率波動區間意外擴大至正負0.5%，這一超預期操作使得市場開始押注日本央行貨幣政策轉向，日圓應聲上漲。

非美貨幣普漲，人民幣2023年表現亮眼。隨着美元指數的持續回落，非美貨幣呈現出普漲的局面。若從2022年9月27日美元指數觸及本輪加息以來最高值的時點開始計算，截至2023年1月13日，美元指數跌幅已達10.5%，而日圓、英鎊等前期深跌的貨幣修復幅度較大；若計算今年以來主要貨幣兌美元的漲幅，截至2023年1月13日，人民幣兌美元上漲達3.6%，漲幅位居前列。

經濟復常 支持人幣走高

多數城市新冠感染人數達峰後，經濟活動開始恢復，疊加地產等領域的政策出台，帶動經濟基本面修復預期改善。從地鐵客運量、擁堵延時指數等高頻數據來看，全國多數城市的經濟活動隨着感染人數的達峰而逐步修復。一線城市中，北京開啟修復的進度相對較早，上海、廣州、深圳三個城市的地鐵客運量、擁堵延時指數也在12月中下旬陸續迎來拐點。二線城市中，以2021年GDP（生產總值）總量排名前五的城市為例，包括重慶、成都、杭州、武漢、南京，其地鐵客運量和擁堵延時指數的趨勢變化也顯示出當前各城市經濟活動有所復甦。此外，包括央行和銀保監會引發的《關於建立新發放首套住房個人住房貸款利率政策動態調整長效機制的通知》、央行和銀保監會聯合召開主要銀行信貸工作會議，並表示「開展『資產激活』『負債接續』『權益補充』『預期提升』四項行動」等地產政策的出台，改善了市場對於國內經濟基本面修復的預期。綜上來看，**經濟活動的修復和經濟預期的改善對近期人民幣的強勢提供支撐**。

A股市場外資持續淨流入和中美利差逐步收斂，表明人民幣面臨的資本外流壓力在近期或有所趨緩，同時市場風險情緒得到提振。隨着經濟預期的改善，疊加A股市場在估值等方面的性價比凸顯，北向資金在2023年開年便持續淨買入。具體來看，2023年以來，除1月3日北向資金淨賣出6.5億元外，後續的8個交易日內(截至1月13日)，北向資金均呈現淨買入狀態，合計淨買入規模高達646.6億元，這規模已超過2022年全年北向資金淨買入規模(900.2億元)的70%。較大規模的流入對市場情緒的提振作用明顯，萬得全A指數和人民幣雙雙走漲。此外，隨着中國10年期國債收益率的上行以及美國10年期國債的下行，中美利差已收斂至−60bps（基點）附近，倒掛現象有所緩和，對於債市的外資流出壓力或能起到緩解作用。

春節臨近 結匯需求增

春節將至，結匯需求的季節性高增對人民幣形成支撐。2022年8月中旬至11月初期間，人民幣經歷了一輪快速的走貶，美元兌人民幣即期匯率從6.73左右的水平持續走高，並一度突破7.3。在此階段，銀行代客結售匯規模持續走低，10月和11月連續錄得逆差，同時結匯率也一路向下，表明客盤持匯觀望情緒濃厚，這也導致了高額貿易順差對於人民幣的支撐作用並不明顯。**隨着春節的臨近，結匯需求將迎來季節性的高增，需求的集中釋放也對開年以來人民幣的強勢形成一定的支撐**。

2022年前三季度的國際收支顯示，外商投資信心受挫、證券賬戶外資流出壓力加劇，對同期人民幣匯率造成較大衝擊。根據國家外匯管理局披露的國際收支平衡表，2022年前三季度，在「出口維持一定韌性+進口持續疲弱」導致的高額貨物順差，以及旅行／留學等跨境活動修復緩慢導致的服務逆差低位運行的影響下，經常賬戶順差逐季走高。但同期人民幣卻仍然出現了兩輪快速走貶，經常賬戶對於人民幣的支撐作用不明顯，反倒是非儲備性質金融賬戶中的外資流出壓力主導了人民幣的弱勢。

具體來看，一是直接投資賬戶順差大幅收窄，三季度單季轉為逆差，主要是FDI流入規模的減少，表明疫情擾動對於外商投資信心的衝擊；二是證券賬戶出現較為集中的外資流出壓力，尤其是受制於中美利差深度倒掛的債券市場。

外部壓力趨緩疊加內部因素改善，人民幣匯率有望步入升值通道，但經常賬戶的收窄或限制人民幣的升值空間。節奏上，預計上半年人民幣表現相對偏強，下半年則以雙向波動為主。展望2023年，隨着美聯儲逐步放緩加息步伐，美元指數和美債收益率的趨勢性下行，意味着人民幣面臨的外部壓力將逐步緩和，其主導因素或回歸內部。經濟預期的改善或提振外商投資信心，FDI（外國直接投資）或逐步重回淨流入狀態。同時，預期的改善也會對風險情緒起到積極作用，A股市場有望繼續吸引外資流入、中美利差趨勢性的收斂使得債券市場的外資流出壓力趨緩。

整體來看，儘管經常賬戶的順差或限制人民幣的升值空間，但當下人民幣對於外貿的反應較為鈍化。若後續經濟基本面平穩修復，疊加美元和美債利率走弱，情緒和預期的改善有望帶動非儲備性質金融賬戶的修復，人民幣有望在上半年偏強運行。下半年，隨着上述利多逐步消化，經常賬戶順差收窄的拖累或有所顯現，人民幣或重回震盪態勢。對於股市而言，預計股匯聯動或將繼續演繹。2017年以來，人民幣匯率與A股之間的聯動性有所增強，而當下人民幣的升值行情以及升值預期有望進一步提升人民幣資產的配置價值，吸引外資繼續流入配置。

逆全球化底層邏輯是什麼?

琦觀視點 董琦
國泰君安證券研究所
宏觀首席分析師

從資源國、生產國、消費國視角，梳理了逆全球化的底層邏輯。分工帶動效率提升，進而貧富差距分化加大，使得資源國存量博弈，生產國產業競賽特徵加劇，帶動逆全球化大潮。2023年，大國博弈烈度可能仍會激化，關注國內產業升級加速（半導體、醫療設備、新材料），以及國際合作以應對出口制裁和資源短缺風險（新老能源、新基建）的投資機會。

（1）如何極簡地理解全球化的分工體系？全球按照各國的稟賦優勢分為三大陣營：資源國、生產國、消費國。其中：資源國具備礦產優勢，因此提供生產原料獲得資金進行再開發（如：俄羅斯、中東）；生產國具備要素優勢（勞動力、土地、技術等），因此購買資源提供產成品，進行擴大再生產（如：日本、中國）；消費國具備大量的市場，同時能夠提供制度和新技術，主導世界經濟這輛火車不斷向前（如：美國、南歐）。全球化的分工雖然促進社會效率的提升，但是也加劇了全球的貧富分化，在這個過程中，局部的逆全球化動機暗流湧動。

例如：資源國為了提升資源品的定價能力往往引發資源戰爭；以美國為主的消費國為了維持自身大國地位往往對生產國實施貿易制裁。

（2）資源國的困境——存量博弈、苦海浮沉。資源品的價格由於與美元直接掛鈎，因此其漲跌取決於聯儲加息節奏，此外，資源品價格存在明顯的資本開支大周期，21世紀初的十年是資源品盛世，而隨後的產能過剩導致其進入十年寒冬。

無論是美聯儲主導的加息短周期，還是大宗商品本身的資本開支大周期，都對應着商品價格的起起落落，因此經濟增長極其依賴商品價格的資源國可謂是在苦海中浮沉。

除此以外，由於資源品自身並非是用之不竭的，所以各國正在加速發展新能源和高附加值的新經濟，盡可能降低對於資源品的依賴，因此資源國還面臨着存量博弈下的市場萎縮，全球化給資源國帶來了紅利，如今也將其陷入困境。

（3）生產國束縛——大國博弈、產業競賽。從上個世紀60年代開始，日本和德國最先受益全球化浪潮，其中日本對美國的貿易順差從1960年的0附近飆升至1986年的50億美元。

美國對日德貿易赤字的不斷加劇也給自己敲響了警鐘，一方面過於依賴他國廉價工業品的輸入會加劇本國產業空心化。另一方面，日德在全球化的進程中實現了綜合國力的大幅提升，對美國第一大國的地位造成威脅，因此，美國對日德的制裁不斷加碼，從最開始的部分行業限制（鋼鐵戰、彩電戰、半導體戰），到1985年《廣場協議》的全面打壓（匯率戰），充分體現了生產國和美國之間天然矛盾——「需要你強，但不希望你太強。」大國博弈和產業競賽是生產國突圍過程中的主旋律。

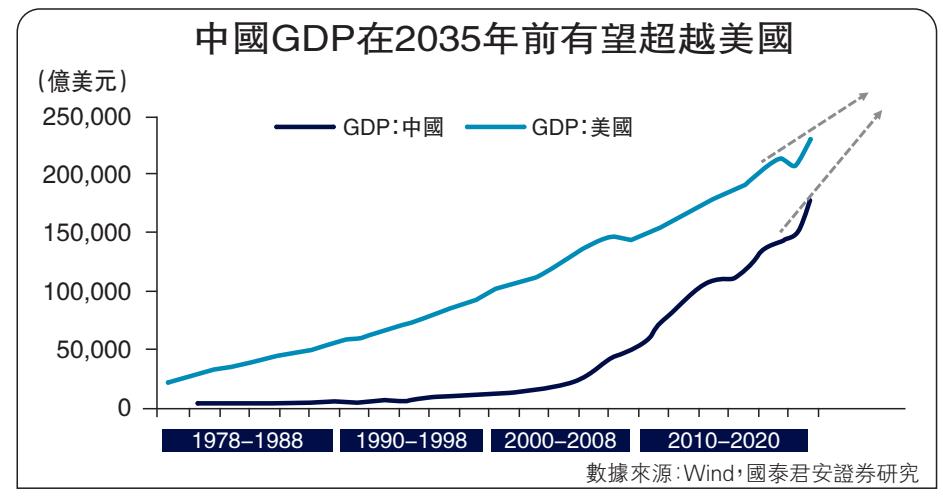
（4）為什麼資源短缺階段容易發生戰爭？回溯過去40年，往往在資源短缺的階段容易發生戰爭，從上世紀的兩伊戰爭、海灣戰爭（第三次石油危機），到本世紀的阿富汗戰爭、俄烏局勢。過去學者們習慣於將戰爭歸結為宗教、地緣等因素，但實際上我們應該看到其背後更本質的原因是資源緊缺。

其一，對於資源國，資源緊缺階段供給主導商品定價，此時戰爭導致的供應鏈的擾動將進一步推升資源品價格；其二，對於消費國，資源緊缺階段全球長期滯脹風險加劇，此時，往往需要一場深度衰退來走出滯脹，因此其他國家之間的局部摩擦成為消費國逃離滯脹的利益訴求。從這個維度來看，俄烏局勢的持續時間將超出市場預期。

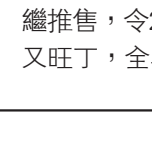
（5）當前中國國內生產總值（GDP）已經達到美國的77%，未來如果能夠維持在4%至5%的年均增速，那麼GDP規模超越美國將發生在2035年之前。也就意味着，在接下來的10年時間內，大國博弈將進入白熱化階段；疊加當前資源短缺的形勢，未來全球維度逆全球化的大趨勢很難扭轉。

基於現正處在新一輪逆全球化進程加速期。2023年大國博弈的烈度可能還會面臨上升，疊加當前資源短缺的形勢，全球維度逆全球化的大趨勢很難扭轉。在此背景下，關注國內產業升級，尤其是存在短板的高端製造領域（半導體、醫療設備、新材料）。

同時，捕捉國內加大對外開放，在國際合作中應對出口制裁和資源短缺風險的投資機會（新老能源、新基建）。



新盤扭轉悶局 豪宅打響頭炮



樓語縱橫 楊永健
世紀21・Q動力總經理

無可否認，去年整體新盤銷售大幅回落，按一手住宅銷售資訊網的成交紀錄冊，去年全年僅售出約9270伙新盤單位，較2021年的17000多伙大幅回落四成半以上，整體新盤銷售總額的跌幅就更加驚人，全年新盤銷售總額只有約950億元，較2021年的2253億元大幅回落五成八。換言之，對於不少發展商而言，去年的整體售樓收益將減少一半以上。

總結去年新盤市場，全年約27個全新盤開售，涉及單位約12030伙，較2021年的約40個新盤顯著減少，推盤量急速回落，發展商的「吸金能力」就自然大減。

此外，去年新盤市場，熱賣的新盤幾乎全部都是位處新界區上車盤，發展商總體售樓收益也自然減少。

最令人感到「意外」的是，竟然去年全年是港島區「零推盤」，絕對是史無前例，相對於2021年因黃竹坑站上蓋項目的1期、2期，分別有晉環及揚海相繼推售，令2021年的港島新盤市場旺財又旺丁，全年共有10個新盤推出發售，總體售出逾1800伙新盤單位。至於去年的港島區新盤銷售就少得驚人，零推盤的情況下，最終全年只售約300伙港島新盤貨尾，按年大跌八成半左右。

不過，踏入2023年，港島新盤已率先打破悶局，由龍光集團（03380）與合景泰富（01813）合作發展的鴨脷洲重量級豪宅新盤凱玥，日前突擊公布首張銷售安排後，成功錄得首宗成交，成為踏入2023年首個推售的新盤項目，物業第3座9樓A室，實用面積3316方呎，連同1個車位，按成交紀錄冊顯示，以1.6億元沽出，以此計算，實用呎價約4.95萬元，創區內新盤歷史性呎價新高。

事實上，港島新盤除凱玥外，今年尚有多個新項目部署推售，包括由建灝集團發展位處於赤柱黃麻角道的ONE STANLEY，物業提供80伙洋房及分層豪宅單位，項目早前已展開軟銷，相信短期內落實登場。而港鐵黃竹坑站上蓋項目自1期、2期開賣後，今年將會有3期及4A期部署推售，總體而言，相信今年港島區的新盤市場又會回歸熱鬧。

不過，由於港島區一手供應向來少，發展商求價不求量，亦會靜待內地、香港全面通關後才善價而沽。相信整體而言可能只會旺價而不旺市。