

從滬深股通資金流向看，進入3月份以來跨境資金流入節奏放緩，為人民幣匯率提供的支撐作用下降。



當人民幣匯率「三鞭各鞭」時，究竟是即期匯率引導中間價上移、還是中間價牽引即期匯率收斂？3月底至4月初是觀測貨幣政策取向的重要時間窗口期，核心變量即是美元兌人民幣匯率中間價。

人民幣匯率以中間價為錨

經濟哲思 蘆哲 方正證券首席經濟學家

匯率目前的貶值壓力來自內部和外部兩個方面的因素：

從內部因素看，內外貨幣政策存在「周期差」，相比美聯儲，人民銀行有更強的「降息」訴求，2月份以來中債收益率快速下行，中美利差重新擴張至180個基點以上，中美之間貨幣政策周期錯位的情形還在延續。

從外部因素看，近期日本央行「鴿派加息」和瑞士央行「降息」，重新排序全球各國的「降息」訴求，歐洲央行可能比美聯儲更早降息，成為推升美元指數升破104的關鍵驅動力。

跨境資金流向產生擾動

2月份以來，人民幣匯率進入低波動率的穩態，整個中間價在7.1006至7.1082之間的範圍內窄幅波動，在岸即期匯率在7.1793至7.1986的範圍內波動，即便2月中旬美元指數也一度漲破104，也沒有驅動在岸匯價破位。但為何105點位的美元指數沒有做到的事情，104的美元指數卻做到了？答案或是：2月份和3月份跨境資金流向不同。

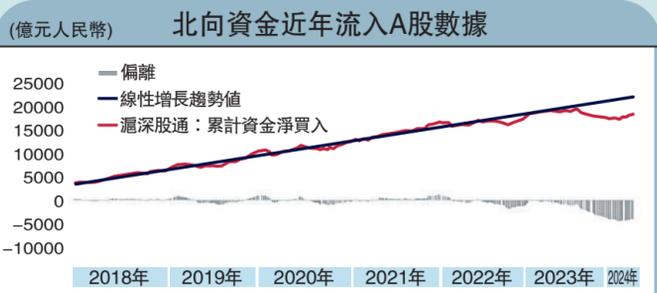
2月份貨幣政策處於相對比較舒適的狀態，一個重要原因是外資正在增持人民幣金融資產，我們從滬深股通淨買入量來看，2月單月滬深股通淨流入超600億元（人民幣，下同），1月份可是淨流出145億元，3月份以來至3月22日，滬深股通資金累計流入166億元。而在「超級金融周」期間，滬深股通資金累計淨流出77.8億元。

2月份北向資金補償性淨買入人民幣資產給匯率比較強的支撐，離岸市場甚至比在岸市場強勢，在岸匯價年初至2月末累計貶值1.42%，可離岸匯價累計貶值僅有1.15%。

從滬深股通資金流向看，進入3月份以來跨境資金流入節奏放緩，疊加美元指數重新升破104，以及匯率「維穩期」結束後即期匯率有釋放貶值壓力的衝動，即期匯率也突破2月份以來的狹窄區間。

分析匯率是一項複雜工作，而分析人民幣還需要考慮跨境資金流動的制度設計，在「人民幣匯率和跨境資金誰引導誰」的問題上，筆者認為人民幣匯率波動是跨境資金流動的結果，有資金交易才有價格，資金流入對應升值、資金流出必然對應貶值。

當貨幣政策在2月份進入「穩匯率」時期，結果就是匯率市場「低波動、低成交」。從人民幣匯率波動率來看，無論是人民幣匯率即期波動率，還是USDCNY期權隱含波動率，在「維穩期」均下降至歷史低位，與「固定匯率制」幾無差別；從成交量來看，整個2月份銀行間市場美元兌人民幣詢價日均成交量僅有270億美元，進入3月份日均成交量開始抬升至310億美元左右，穩定匯率並非沒有代價，其中一項成本即是市場損失了匯兌業務量。



資料來源：Wind、方正證券研究所

3月22日人民幣即期匯率貶值壓力的釋放，本質上是回歸應有的波動彈性。「低波動率+低成交量」並非一個大國經濟貨幣應有的狀態，當階段性穩定匯率的時期結束，外匯市場應回歸本來的樣貌。最先恢復常態的是銀行間市場詢價成交量，也只有當市場流動性恢復正常之後，價格才會有充分的反應。3月22日當天人民幣即期匯率波動率也開始出現抬升，期權隱含波動率觸底反彈。

此時從期權角度來看，由於過去一個多月的時間裏，期權市場一直處於低波動率的狀態，人民幣匯率上或累積了較厚的做空波動率的頭寸，而波動率又遵循「聚類效應」，因此波動率的抬升或引發頭寸策略的「反噬」，人民幣匯率適合介入做多波動率的買入跨式期權組合。

3月底至4月初中間價如何變化是觀測貨幣政策導向的核心變量。我們一再強調中間價，是因為中間價是在岸即期匯率波動的「錨」，其每天早上公布的價格即是當天在岸匯價的「開盤價」，在3月22日在岸即期匯率和中間價偏差達到1.80%，快要觸及2.0%的跌停板的市場狀態下，壓力交給了中間價。接下來，如果中間價繼續保持在7.10左右波動，或表明3月22日的貶值究竟是一次性的、短暫的「波動彈性修復」。如果中間價持續抬升，從7.10的中樞進階至7.15，或說明這是一波持續性、主動性的匯率貶值壓力釋放。

降息降準操作仍有空間

人民幣匯率貶值壓力下，未來貨幣政策的兩種演化路徑：從把握利率和匯率內外均衡關係上看，貨幣政策的寬鬆方向受到匯率的外部約束增強，繼續調降短端利率的空間受到「穩匯率」的限制，但是從推動綜合融資成本穩中有降的政策訴求來看，繼續壓降貸款利率是貨幣政策的導向：

1) 階段性釋放貶值、為及時「降息」和「降準」等總量寬鬆預做鋪排。人民幣匯率中間價是貨幣政策穩定匯率的風向標，基於在岸即期匯率是中間價±2.0%的定價機制，如果中間價順勢趨勢性上調，那麼即期匯率的貶值壓力將被主動引導釋放，同時意味着貨幣政策的重心轉移回國內的利率政策。在「把握好利率、匯率內外均衡」的指引下，通過中間價調整釋放人民幣匯率貶值壓力，可以為國內「降息」爭取利率空間。

2) 繼續「穩匯率」、推遲「降息」和「降準」操作。美元指數近期升破104，如果進入二季度外匯市場交易「歐洲央行先於美聯儲降息」，

那麼美元指數或繼續向105至107區間進發。與2月份相比，誘發人民幣匯率劇烈波動的外部不確定性開始增強，貨幣政策也不再處於維穩匯率的相對舒適時期。出於宏觀審慎考慮，恢復了波動彈性的即期匯率市場相當於為國內資產價格波動提供了一道「緩衝墊」，如果等待主要經濟體貨幣政策「降息」路徑明朗化之後，人民幣匯率波動風險漸漸消散，也同樣能為利率政策贏得操作空間。

在以上兩種政策路徑的選擇上，從貨幣政策取向看，當前還繼續處於「穩匯率」的階段，如上文所言，核心變量是中間價，只有持續調整中間價，才能充分釋放即期匯率的波動空間，僅僅當天的即期匯率波動不意味着降息可能性提高，3月底至4月第一周，中間價如何應對至關重要。

為了「穩匯率」而抬高資金流量、收緊流動性的前提是貨幣政策「需要」穩匯率，可如果匯率貶值壓力的釋放是政策主動引導，那麼「穩匯率」與資金面之間的關係就會變得模糊。在人民幣匯率的「4個池子」中，在岸人民幣和離岸美元是池水最深、價格最難把控的池子，可在岸美元和離岸人民幣則是兩個水淺、流動性差的池子，即便央行需要穩定匯率，也應在「在岸美元池子」和「離岸人民幣池子」入手調控。銀行間市場作為「在岸人民幣」的資金池，用以穩定匯率屬於捨本逐末。

二季度資金供需有值得擔憂的風險。2024年3月份的資金供需局面和2023年5月很類似，央行在對內和對外均採取了同樣的組合搭配：引導匯率貶值和逆回購操作恢復30億規模。但是從資金面本身的波動來看，兩次資金供需均是向低波動收斂的。

從現在推測二季度的情形，筆者認為政府債券融資的節奏和貨幣政策如何配合是決定資金利率水平最核心的因素。在我們的預設路徑下，如果貨幣政策還是在意人民幣匯率水平，那麼即便為了對沖政府債券融資的影響，大概率與2月份類似，以「降準」釋放流動性為主，「降息」等價格型操作還是需要等待外圍風險減弱，資金面或許就是「供給充裕但有點小貴」的情況；如果二季度央行和2023年5月至6月操作一樣，在主動引導釋放匯率貶值壓力之後，利率政策轉為以我為主「降息」，那麼「降息」後資金利率迎來中樞系統性下沉，但是資金供需或繼續與3月份類似。

以政府債券融資為主的財政取向、以中間價為核心變量的貨幣取向，現在還缺乏足夠明確的導向信號。

美降息周期中的債市投資機會

灣區問道 王龍 大灣區金融家協會主席

部分市場投資者認為10年期美債反彈到4.3%附近，會出現交易機會。目前來看，美國的服務通脹還是比較頑固的，2月份核心通脹超預期對整體市場利率形成衝擊，短期利率受到通脹影響沖高，但如果預期今年美國降息三次的話，年底長端利率可能回到4%左右。

結合筆者對過去五十年間，美國10次降息周期的統計，美債利率回落后，美元債投資價值確定性較高。以美國投資級債券指數、新興市場投資級債券指數和中資美元債投資級指數為例，在開始降息的年份裏分別錄得10.6%、13.0%和8.5%的平均回報率。尤其當前美元債的收益率水平處於金融危機以來的高位區間（90%以上分位）。

整體來看，經歷過去兩年的利率熊市周期，2024年開始是全球美元債介入的好時機。筆者預計，今年美債利率波動中樞區間應該在3.8%至4.5%，10年期美國國債波動區間在4.0%至4.3%。

從配置角度上看，儘管目前亞太投資級和美國投資級利差都已經處於歷史低位水平，但整體絕對收益率水平偏高，每個區域也有一些可挖掘的投資板塊機會：

日本方面，近期美元債表現也較好，新發債券都在被投資人搶購。由於日本境內長期的低融資成本環境，公司美元債發行量較少。存量美元債中，金融債和高收益債相對活躍，也受到國際投資人的追捧。日本人壽保險公司或銀行的次級債具有相對投資價值。

韓國方面，投資級債券較受國際投資者的歡迎，雖然當前利差已經收斂較多，但由於亞洲客戶在降息前的配置需求，加上韓國發行人大多為高等級信用主體，今年1月以來大量新債供應仍能得到較好的消化。

澳洲方面，由於澳洲監管機構採取較巴塞爾更加保守的規則，因此導致澳洲銀行的資本充足率按國際準則計算下較其他地區更高。目前澳洲新西蘭高等級銀行債利差已經較窄，Tier2債券（二級資本債）利差也已經進一步縮窄。在澳洲及歐洲板塊中挖掘相對收益不錯的金融債，包括資本和流動性等各項指標健康的T2（二級資本債）和AT1（額外一級資本債券）債券。在市場波動期間，Yankee financials（揚基債券）通常是首先被拋售的，尤其是AT1債券。在宏觀數據發布後市場情緒較弱

時，投資人可以選擇性地進行配置。

美國方面，近期商業銀行風險引起普遍關注，美國監管機構定期對銀行做壓力測試，很可能進一步對類似NYCB（紐約社區銀行）的「重點銀行」施壓，包括增加準備金或限制股息派發等，但筆者認為風險較大的仍在小銀行，目前來看發生系統性風險的概率較小，若美國大型銀行受市場情緒影響而有估值調整，將存在交易和配置機會。

中資美元債配置需求仍強勁

中資美元債方面，當前中資投資級債券指數利差處於過去五年最低水平，也接近歷史記錄以來最低水平，估值偏貴。年初至今利差進一步收窄了24基點，但由於美債利率高企，總體收益率仍處於歷史高位，當前中資投資級債券指數收益率5.65%，收益率水平仍較去年底提升了24基點；疊加境內「資產荒」，中資美元債配置需求仍然強勁。同時因美元融資成本較高、發行收縮，供需不平衡進一步對中資投資級美元債形成支撐，預計利差將保持在較低水平。總體而言，中資美元債作為與歐美市場關聯度較小的資產，可以起到分散組合風險的作用。考慮到中美宏觀運行錯位和境內資產荒的情況，中資美元債仍然具有吸引力。

地產美元債方面，過去幾年行業受到衝擊較大，整體環境仍處於緩慢恢復階段，存量美元債依舊以民營地產企業為主，市場觀望情緒強烈，收益率持續居高不下。地產行業的配置核心邏輯還是在於行業需求是否真正回暖，目前行業利好政策雖然接連放出，但行業流動性風險並未真正出清。

城投債方面，主體信用風險得到緩解而在境外發行利率仍較高，是有性價比的一塊資產。一攬子化債政策及再融資債券的出台，主要還是針對債務高企地區出臺定向支持政策，城投債務風險得到了較大緩解，短期債價壓力有所緩解，短期安全性抬升。另一方面，境內呈現回籠資產荒的情況，境內投資人轉向境外城投美元債尋求更高的收益。城投美元債在市場認可度、流動性等層面都與境內有差異，存在境內外利差。在扣除匯兌成本後，境外城投債仍有一定投資價值，但也要把控制住信用風險和久期風險。

其他投資機會還包括高評級主體的次級債。通過在債券結構上下沉，可獲得結構性溢價，例如央企永續債及銀行AT1，能夠在控制信用風險的同時提高收益率。

交易成本大減 豪客重臨樓市

樓市強心針 廖偉強 利嘉閣地產總裁

撤辣後至今一個月，樓市成交量急升，尤其是一手市場更為明顯，箇中原因除了買家對樓市的信心驟增之外，入市成本大減亦是十分重要因素。尤其是對於非永久性居民買家，他們以前要交的辣稅，最高時達樓價的三成，現在不只減半，而是大幅降至與一般本地買家水平。對他們來說，來港購買物業的成本，好像突然有了非常大的折扣。

上述非永久性居民買家，十分願意投資香港樓市，之前一直在等入市成本降低。當毋須再繳付巨額的辣稅後，新盤市場就湧現大批所謂的「西餅客」，即一次過大手購入不同類別樓盤的買家。內地社交媒體「小紅書」亦推波助瀾，大量來港置業的資訊，介紹香港撤辣後樓市的熾熱程度，以及撤辣後港樓的入手攻略等等，吸引大批內地居民的眼球，來港購買物業的興趣亦增加了不少。

撤辣後大交出現強勁的反彈，為地產代理的大時代，市場上幾乎任何類別的買家，都有興趣在短期內入市。首先，有剛性需求的用家，眼見目前樓價已經回調了大約兩成半，加上銀行放寬按揭的成數，亦同步減免了壓力測試，在樓市一片熱鬧的氣氛下，自然願意加快步伐。至於炒家或投資者，也因為撤辣後信心增加、成本下降，開始躍躍起來。只要實力夠雄厚，手上持有資金，他們就會趁樓市剛剛轉熱來下注；有的打算賺快錢，有的則打算買物業收租賺取回報。

亦增加了不少。

過去幾年，地產代理經營都是艱辛又具挑戰性，僧多粥少的局面日益惡化，站不穩就很快被淘汰。到今天，市場上突然多了大批買家、機會處處，甚至只有資金而沒有具體計劃的人，也可以搖身一變成為潛在買家。捱了幾年寒冬的代理們，相信要好好把握機會。畢竟，在這風起雲湧的大時代中，市況往往會隨着政府的政策、息口走勢和經濟步伐等隨時變化，代理需要有了「好天新理落雨柴」的心態。



本港樓市撤辣後交出強勁反彈，為地產代理的大時代。