



▲隨着中國經濟基本面不斷改善，人民幣匯率也會趨向穩定。

今年以來，人民幣對美元匯率維持雙向波動態勢，引發市場高度關注。筆者認為中國經濟本身不是導致這次異動的主要因素，而是受到其他非美貨幣貶值，推動美元指數走高的影響。展望未來，美元短期強勢及中美利差難有明顯收斂，但隨着中國經濟基本面的穩步改善，人民幣匯率中長期走強的基礎也愈來愈穩固。

## 中國經濟向好 支持有人幣走強

交銀觀察 唐建偉 鄭永健 汪皓明

交通銀行金融研究中心

3月22日，在岸人民幣對美元即期匯率突破7.2關口，但CFETS人民幣有效匯率指數則上升，這意味著人民幣對非美貨幣整體走強、人民幣對美元貶值基本可以被美元指數的上漲所解釋。即美元對主要非美元貨幣升值驅動美元指數上升，進而導致人民幣對美元被動貶值，中國經濟自身並未造成人民幣劇烈波動。

首先，美國經濟和通脹更具韌性背景下美聯儲推遲降息，驅動美元對主要非美貨幣升值。美國CPI（消費物價指數）同比增速維持在3%以上，顯現出較強的通脹韌性，高頻就業數據和房屋銷售數據同樣支撐美國經濟良好表現。目前市場對美聯儲的降息預期往後推遲、次數也會減少。

其次，瑞士央行率先降息及日本央行鴿式加息政策，導致非美貨幣對美元匯率大幅貶值。由於歐元區和英國通脹下行較快，經濟增速承壓，各自央行不斷釋放鴿派信號，日本央行儘管退出負利率但聲明繼續保持寬鬆。在此背景下，主要非美貨幣對美元貶值，驅動美元指數上行。

再次，中國經濟基本面有所改善，有利於人民幣匯率穩定。開年以來，中國CPI（居民消費價格指數）回升，製造業PMI（採購經理指數）整體較為平穩，投資和消費穩步增長，1-2月製造業增加值同比增長7%，增速達2021年7月以來的高點，出口超預期改善，同比增長7.1%。有利於人民幣匯率穩定的國內基本面因素多於不利因素。

央行匯率政策依然旨在合理引導市場預期，維持匯率的基本穩定。3月份最後一周的人民幣中間價保持穩定，離岸人民幣流動性也收緊。

中國人民銀行副行長宣昌能在國新辦發布會上提到「既堅持市場在匯率形成中起決定作用，發揮好匯率對宏觀經濟、國際收支的調節功能，又

強化預期引導，防範匯率超調風險，在複雜形勢下保持了人民幣匯率的基本穩定」，表明央行匯率政策態度仍延續「市場決定+底線思維」的組合。

### 歐央行或早於美減息

基於上述分析，筆者認為人民幣匯率短期仍有波動，原因有兩點：

一是預計年內美元對非美貨幣仍將保持強勢。美聯儲和歐央行、英國央行的降息節奏出現差異，各主要非美貨幣對美元有貶值壓力。美國科技競爭力優勢明顯、美國居民與企業部門資產負債表比較健康、美國全球產業鏈重構取得初步成效等，是美國經濟及通脹保持韌性的基礎性因素，且這些因素預計將在未來一個時期有望保持，美國利率水平將在較長時間內高位運行。

近期美國通脹反彈，以及其他經濟數據的偏強使得市場再次強化了美聯儲並不急於降息的預期。而在油價保持強勢背景下，美國通脹可能依舊展示出黏性，市場對美聯儲開啟降息周期的預期或將再次有所推遲，美元也可能因此繼續維持強勢。

反觀歐洲，通脹下行趨勢明顯且經濟增長不佳，瑞士央行已經打響了降息「第一槍」，歐洲央行、英國央行也已釋放出「鴿派」信號，筆者預計英國首次降息可能會比美聯儲更早到來，且節奏很可能更快。因此，儘管美歐央行都將進入降息周期，但降息節奏上的差異將導致美歐利率差擴大，從而推高美元。

日圓緩慢加息情況下美日利差絕對值仍較大，預計年內日圓仍呈弱勢。雖然日本央行貨幣政策開啟正常化進程，但加息幅度有限，目前市場預測日本央行加息最大幅度為50個基點，且仍強調保持政策寬鬆並繼續購買國債，年內日圓仍然存在貶值壓力。從更長期看，日本經濟仍面臨人口老齡化、總體消費慾望不強等「頑疾」，未來日本央行貨幣政策正常化的路徑較為緩和漸進，日圓長期升值的基礎並不牢固。

二是預計上半年中美利差仍維持

度顯著。在1-2月份部分宏觀數據表現超預期的基礎上，中國新公布的3月份三項PMI指數的回升幅度較顯著，好於春節後的季節性波動，表明經濟回升向好，增長動能增強。前兩月出口強勁增長，3月份PMI中新出口訂單指數為51.3%，比上個月大幅上升5個百分點，為2023年3月以來的高點。出口的快速恢復或將帶動中國經常項目順差的擴大，也將對人民幣匯率形成堅實支撐。

二是在高位。美國經濟目前保持韌性，這將導致美國與包括中國在內的非美國家貨幣政策收斂的情形延後。美元與美債收益率短期內趨勢性走低的可能性亦偏低，因此短期內中美利差或將繼續在高位徘徊。

為應對內地需求不足的局面，中國貨幣政策年內降息降準都有空間，引導市場利率下行從而降低實體經濟融資成本，仍將是中國央行貨幣政策的主要方向。在美聯儲降息之前，中美利差很難有明顯收斂。

不過，從中長期來看，支撐人民幣匯率走強因素也在增多，也主要體現在兩個方面：

一是中國3月份PMI指數回升幅度顯著。在1-2月份部分宏觀數據表現超預期的基礎上，中國新公布的3月份三項PMI指數的回升幅度較顯著，好於春節後的季節性波動，表明經濟回升向好，增長動能增強。前兩月出口強勁增長，3月份PMI中新出口訂單指數為51.3%，比上個月大幅上升5個百分點，為2023年3月以來的高點。出口的快速恢復或將帶動中國經常項目順差的擴大，也將對人民幣匯率形成堅實支撐。

二是中國一季度GDP（國內生產總值）增速有超市場預期的可能。季度GDP統計以生產法為基礎，1-2月工業增加值開局增速較高，3月PMI進一步走好，預示着一季度GDP增速有超市場預期的可能。後續隨着廣義財政支出的持續發力，二季度後實際GDP還有加速上行的可能，而需求的回暖有助於價格水平的溫和回升，從而帶動名義GDP增速的回升，這將成為支撐人民幣匯率走強的重要基本面因素。

此外，我們仍需關注不確定性事件對人民幣匯率可能造成衝擊。

### 日本收水影響全球流動性

首先是2024年是全球「選舉大年」。全球將有70多個國家和地區進行選舉，覆蓋全球過半人口，其中歐洲議會、美國等重要經濟體選舉結果將會調整和重塑全球政治、經濟、外交格局，影響不容忽視。

其次是國際地緣政治形勢持續動盪，若現有衝突進一步擴大或爆發新的軍事衝突，避險情緒急劇上升將快速拉升美元並加大人民幣匯率壓力。

再次是日本央行17年來首度加息，意味着全球低利率環境的終結，全球最後一個「便宜錢」水龍頭關上，其對全球金融市場流動性的長期影響仍值得高度關注。

註：唐建偉為交行金研中心首席研究員，鄭永健、汪皓明為研究員

（本文為作者個人觀點，不代表供職單位意見）



## 沙特市場有哪些掘金機遇？



經濟把脈 梁中華

海通證券  
首席宏觀分析師

沙特是中東地區面積最大的國家，同時該國2022年名義GDP（國內生產總值）達1.1萬億美元（世界排名第17），同樣位列中東之首。不過，沙特70%的面積為半乾旱荒地或低級草場，因此，儘管其國土面積相當於中國的五分之一，總人口僅3200萬人（2022年）。

沙特在全球經濟、政治與宗教等領域均具有重要的影響力。一方面，沙特具有豐富的石油資源。該國作為世界重要石油產銷組織OPEC的原始成員國之一，其石油儲備佔全球總儲備的17.2%，全球第二；石油出口佔全球的比重為17.1%，全球第一。

另一方面，沙特具有重要的政治和宗教地位。沙特是阿拉伯國家聯盟、伊斯蘭合作組織、海外合作委員會（GCC）的重要成員國，也是G20中唯一的阿拉伯國家。同時，沙特還是伊斯蘭教的發源地和兩大聖地的所在地，每年均有數百萬穆斯林前往麥加朝覲。

沙特具典型的高度依賴石油特徵：

其一，在石油價格大幅上漲時期，沙特經濟通常具有優異的表現。例如，在1970-1980年和2003-2022年期間，沙特經濟均獲得了與油價漲幅相近的增速，尤其在1970-1980年石油危機期間，沙特名義GDP平均增速達到40%以上。而在石油價格表現平平的1980-2003年期間，沙特GDP平均增速僅為1.2%。

其次，從經濟增速的拆分來看，大部分時期石油部門也是拉動沙特經濟增長的核心引擎。例如，在2022年上半年石油價格大幅上漲期間，沙特石油部門GDP增速一度達到20%以上，對經濟增速的拉動高達9個百分點。而2023年以來則是拖累。

其三，從需求結構來看，石油出口是沙特經濟的重要貢獻。儘管近年來沙特在持續推進多元化改革，石油出口佔其總出口的比重仍在七成左右。受此影響，沙特淨出口佔GDP的比重也高達16.9%，顯著高於其他經濟體。

其四，從產業結構來看，沙特高度集中於石油相關產業。作為全球第二大產油國，沙特採礦業佔GDP比重（截至2022年）高達32.6%，遠高於其他產油國。而其製造業發展則較為薄弱，製造業佔GDP的比重僅14.4%，其中還有超過四成是石油精煉產業。

其五，從財政收入來看，石油收入也是沙特財政的主要來源。在2000-2013年期間，沙特平均86.5%的財政收入來自石油。即使在經濟多元化改革的推進下，財政收入對石油的依賴有所下降，2022年仍有67.6%的財政收入來自石油貢獻。

此外，沙特貨幣政策也與石油依賴有關。目前沙特採取的是與美元掛鉤的固定匯率制度，美元與沙特里亞爾的匯率穩定在1:3.75。這很大程度上與國際原油貿易多以美元計價有關，沙特經濟財政較為依賴原油，盯住美元的制度有助於其降低匯率風險，但也喪失了其貨幣獨立性。實際上，中東主要產油國，如阿聯酋、卡塔爾等都採取了與美元掛鉤的固定匯率制度。

### 中沙經濟高度互補

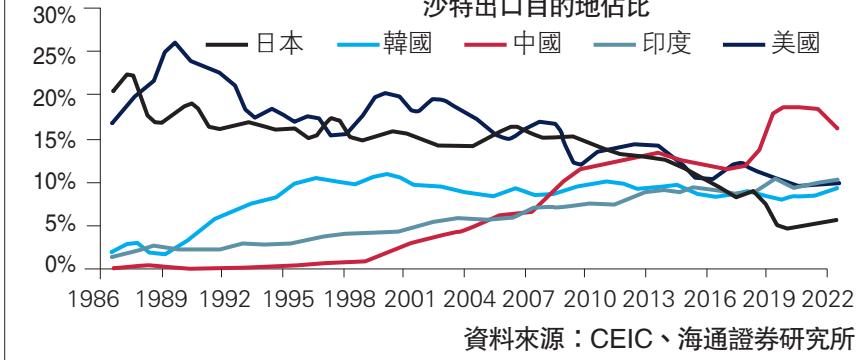
中國與沙特的經濟發展具有較高的互補性。一方面，中國作為全球最大的石油進口國，與沙特這一全球最大的石油出口國在能源上有天然的合作基礎。另一方面，中國的「一帶一路」倡議與沙特的「2030願景」規劃在戰略上也高度契合。沙特作為連接亞、非、歐的重要交通樞紐，在「一帶一路」倡議中的戰略位置不可或缺；而中國強大的製造業與基建基礎、先進的創新能力也有助於幫助沙特進行經濟多元化轉型，擺脫對能源的依賴。

貿易合作不斷加深。自2001年以來，沙特一直是中國在中東地區第一大貿易夥伴，中國也在2013年之後成為沙特最大的貿易夥伴。截至2022年，中國既是沙特最大的出口貿易國，也是沙特最大的進口貿易國。

進一步來看，中國主要從沙特進口原油類礦物燃料。截至2022年，中國從沙特進口原油佔總進口的18%，是中國最大的石油供應國。而中國主要對沙特出口機電產品。截至2022年，電機電氣、機械設備和車輛是中國出口到沙特最多的產品，佔比分別達到了13.2%、11.4%和9.5%。

未來隨着沙特經濟多元化的持續推進，中國和沙特的合作仍存在較大的拓展空間，尤其是新能源領域。一方面，沙特太陽能和風能資源豐富，有利於新能源產業的發展。沙特太陽能水平輻射量每年達到2200千瓦時/平方米，是全球接受太陽能輻射能量最多的國家。另一方面，沙特政府也在積極推動新能源產業的發展，加快能源轉型。《沙特2030年可再生能源規劃》將2030年可再生能源裝機目標提升至58.7GW。

### 中國是沙特最大的出口國(%)



資料來源：CEIC、海通證券研究所

## 樓市轉旺 今年料價量齊升



樓市強心針 廖偉強

利嘉閣地產總裁

樓市撤辣後，地產代理不但捱過了數年的寒冬，更突然走入了「黃金時代」。地產成交量以倍數計急增，而且各類型買家，包括上車客、換樓客、分支家庭、投資者、投機者等都積極入市。內地資金更魚貫進場，尤其在「小紅書」等內地社交媒體平台的推波助瀾下，更形成一股銳不可當的「南下買樓潮」。對代理而言，這種銷售速度、數量和高佣金比率都同步升溫的日子，堪稱是「百年一遇」。

### 大手客重現帶動氣氛

踏入二季度，相信市場仍將處於這種熱度之中，原因在於內地買家再次聚焦香港物業，成為市場重要客源。目前香港樓價平均已由高位回落兩成半左右，加上內地人毋須再繳巨額的辣招稅，此消彼長下，他們就覺得香港的物業非常抵買。此外，香港的物業質素、管理、保安等，更是比很多地方都優勝；同時容易租出單位，可以享受穩定的租金回報，回報率亦比內地高一至兩倍。

如此，也解釋了市場為何會有大批來自內地的「西餅客」湧現，即入市掃貨動輒就以「半打」或「一打」計算的客戶。反觀香港的投資者、收租客等，則因為在這幾年間受到經濟及樓價下跌的衝擊，購買資產的意欲大降，所以態度仍是比較保守及慢熱。

內地客掃貨，固然令新盤銷情熾熱，但由於發展商的貨尾量仍然高企，暫時來看，仍未有條件可以加價而不影響銷售速度。其實，市場確有一些發展商見市況暢旺，想略為調升價錢，但加價後項目銷售即時停滯不前；地產代理眼見如此，亦很自然會「捨難取易」，客源漸漸就流向了其他新盤。當面對銷售放慢時，這些發展商唯有再提高佣金，推動代理去幫忙促銷。

現時的發展商都在積極去庫存，避免在高息環境下，面對沉重的資金壓力，所以已沒有太多「惜售」的空間。

筆者相信，樓市的壞消息已經盡出，反而好消息會愈來愈多，例如美國預期減息，以及有更多家族辦公室和大型企業落戶香港、更多專才移入香港補充勞動力等等，都可以幫助香港更快走出經濟低谷，樓市今年內必定可以重現「價量齊升」。