



▲日圓兌美元匯率大幅升值，引發套息交易拆倉潮，美日股市隨即大幅波動。

過去一段時間，國際金融市場可謂是波濤洶湧。美股與日股大幅波動，日圓兌美元匯率大幅升值。投資者們都很焦慮，金融市場到底發生了什麼？最近的市場波動到底是一次性的，還是一種長期趨勢的開始？

## 套息交易潛藏貨幣錯配風險



醒世經研李偉

長江商學院經濟學教授、  
副院長

金融市場對市場效率的研究有兩種針鋒相對的觀點。一種是芝加哥大學的經濟學家尤金·法瑪（Eugene Fama）提出的「有效市場假說」（Efficient Market Hypothesis）。有效市場假說的完整表述比較複雜，但我們可以大體理解為：在一定的條件下，股價已經充分反映了上市公司的內在價值。另一種觀點是動物精神（Animal Spirits），指的是人的非理性抉擇，例如在股市上投資者經常會盲目樂觀或者過度的悲觀。這方面的代表性人物是耶魯大學的經濟學家羅伯特·席勒（Robert Shiller）。

現在主流的經濟學觀點認為資本市場從長遠和整體來看是遵從有效市場假說的，但在市場大幅波動的時候，動物精神卻可能成為市場的主導力量。近來市場的大幅波動與動物精神有着很大的關係，但從更底層的邏輯來看，我們也可以看到有效市場假說的影子。

在筆者看來，這次市場的大幅波動在很大程度上是利差套利（Carry Trade）導致的。利差套利指的是，投資者在利率低的地方用一種貨幣融資，然後把錢匯到利率高的地方用另外一種貨幣去投資。就近期的市場狀況而言，日本長期維持着低利率，甚至是負利率，而美國自從2022年以來，為了反通脹屢次加息，目前聯邦基金利率（Federal Funds Rate）處於5.25%至5.5%高位。

這種情況意味着投資者在日本，以今年3月份的1年期商業銀行最優貸款利息1.475%借入日圓，然後換成美元，再拿到美國去投資，在匯率不變的假設下，投資者可以輕鬆獲得大約4個百分點的收益。

自從去年7月末美聯儲加息以來，聯邦基金利率已在高位維持一年有餘。在高利率之下，美元大幅升值，日圓則大幅貶值。這意味着投資者在利差套利之外還可以套匯，從表面上來看，這是一個不錯的生意。

### 阿根廷危機是前車之鑒

利差套利的盈利模式本來就是套息套匯，其賴以生存的基礎就是息差和匯差，而利率和匯率是互相關聯的，例如低利率會助推本幣走軟，而高利率則會推動本幣升值。換句話說，日本的低利率和美國的高利率共同為息差套利和匯差套利創造了土壤。

但這種局面最近發生了轉變。從美國來說，在高利率維持許久之後，通脹已經大幅放緩，而勞動力市場逐漸冷卻。市場目前都預期美聯儲會在9月份降息，大家的分歧只是降幅到底是0.25%還是0.5%。非常不湊巧的是在這個關鍵時刻，日本央行提升了利率。

美國降息的預期和日本加息導致了兩個後果，一是美元資產和日圓資產的回報率開始收窄，利差套利的吸引力開始下降；二是美元開始走軟，而日圓則開始明顯升值，這又導致匯差套利開始出現逆風。這種宏觀形勢的突變導致之前的那種套利模式不再穩賺不虧，一些投資者開始面臨虧損的局面。

由於很多套利交易都使用了槓桿，因此當投資者開始出現虧損的時候，銀行就會要求追加更多的保證金或者更多的抵押品。到頭來，投資者陷入了一個拋售壓力越來越大的惡性循環。

可以看出這是一場完美風暴，由基本面改變開始，市場在恐慌中不斷調整。前者可以看作有效市場假說的體現，後者則可以看作動物精神的表達。宏觀經濟學和微觀經濟學在這裏找到了結合點。

從局勢來看，雖然是一場完美風暴，但從規模上說，這可能只是一場茶杯裏的風暴。但這卻帶給了我們一個啟示，就是投資時應該盡力避免貨幣錯配。

貨幣錯配的含義一般指的是在一個經濟實體的資產負債表上，資產端和負債端的計價貨幣有顯著差異。在發展中國家裏，由於企業或個人負債端的外幣經常是美元，因此我們有時候也把這種貨幣錯配稱為債務美元化。從經營的角度來說，利差套利的投資者實際上賺的就是貨幣錯配的錢。這種錢不是不能賺，但其中蘊含的風險之大，可能是很多投資者都不可想像的。

不只是一般的投資者，一些國家也會時不時地面臨債務美元化的危險。我們可以看到2001年的阿根廷金融危機。為了遏制本國通脹，阿根廷將比索與美元直接掛鉤，該國很快就控制住了通脹，固定匯率制度實現了最初的目的。但由於隨後阿根廷的企業和個人大量借入美元。由此，阿根廷出現了嚴重的債務美元化。

後面的故事大家就不陌生了。阿根廷出現了經濟困難，決策層無可奈何，只能不斷地推遲危機爆發的時間，固定匯率制度所面臨的壓力也日益增長。最終在2002年初，阿根廷不得不宣布廢除固定匯率制度，讓比索大幅貶值。由於之前很多個人和企業的資產負債表上都存在債務美元化的問題，因此無數個人和企業瞬間變成資產負債表上的「負翁」，貨幣危機轉變為全面的金融和經濟危機。

與債務美元化的方向相反，上文提及的利差套利的貨幣錯配方向是資產美元化，負債日圓化。但無論是哪種情況，貨幣錯配都意味着極大的風險。無非是一個怕本幣貶值，一個怕本幣升值。等這種貨幣錯配達到一定規模後，微觀上的風險就會擴散至整

個經濟體。

### 「渡邊太太」理財風險極高

渡邊太太（Mrs Watanabe）是一個財經俚語，指的是將借貸成本低的日圓兌換成外幣後投資於海外高收益資產，以此作為理財持家手段的炒匯散戶。此名詞起源於英國的《經濟學人》雜誌，由於渡邊是一個常見的日本姓氏，而有一部分炒匯散戶為日本的家庭主婦，於是《經濟學人》便以渡邊太太來稱呼這些個人投資者。

對此筆者要說，散戶千萬不要去涉足這樣的交易。這種交易表面上看來會給你帶來不錯的收益，但你冒的險與這些收益是完全不成比例的。國際外匯市場受到多因素影響，匯率變化非常快且不易琢磨，這不是普通投資者可以駕馭的。為了幾個百分點的收益去承擔那麼大的風險，到頭來不少人會虧大錢。這又是何苦呢？

此外，投資海外的金融產品意味着更大的信息不對稱，這對控制投資風險是極為不利的。每個人的錢都不是大風吹來的，要把自己的雞蛋裝進一些牢固的籃子裏面，然後看好才對。

這方面我們可以看看投資界大師巴菲特是如何操作的。目前巴菲特投資了日本的五大商社，但與渡邊太太不同，巴菲特是借日圓投資日本股票。據巴菲特自己說，他借日圓的成本大概是0.5%，但投資五大商社的長期回報預期值大概在14%。巴菲特沒有借日圓去投資美國國債，放棄了利差套利的機會，但他也規避了貨幣錯配的風險。

最後，筆者想從監管當局的角度談談如何控制利差套利的風險。在利差套利交易中，一個最重要的前提條件就是匯率保持穩定，或者匯率朝着有利於套利的一方變動。假如匯率向不利於己方的方向變動，那麼套利者的麻煩就來了。

發展中國家的債務美元化害怕的是本幣貶值，渡邊太太們害怕的則是本幣（日圓）升值。監管當局從規避系統性風險和保護消費者（理財人）利益的角度來看問題，就需要合理的遏制此類現象，最好的辦法就是讓大家摸不清匯率的變化，而要實現這一點，實行浮動匯率，也即讓市場決定匯率定價，就是最佳選擇。這說起來好像有點悖論，但金融市場上的不確定性還是很有必要存在的。

實際上，假如日圓和美元的匯率不是市場化的，而且某種固定匯率，那麼現在利差套利的規模可能會大得多。屆時要是市場爆發危機，那麼其危害也會大得多，甚至會是系統性的。浮動匯率會讓一些人的利益受損，但這卻能起到敲響警鐘的效應，阻止了更多人投入這種冒險之中。這就好比你是想讓火燙傷一個指頭，還是想付出生命的代價？聰明如你，肯定會做出正確的選擇。

## 內房交投結構走向成熟



天風視野 宋雪濤

天風證券首席宏觀分析師

房地產市場進入存量時代後，標誌是成交以二手房為主，新房佔比低，主要提供改善和更新的用途。基於這一判斷，中國內地的二手房成交佔比可能還有15至20個百分點左右的提升空間。

成熟房地產市場的二手房成交佔比一般在七、八成以上。數據顯示，2023年，英國、法國、美國的二手房成交佔比高達94.9%、91.4%、86.0%，愛爾蘭、葡萄牙、奧地利的二手房成交佔比為81.5%、78.7%、83.5%，中國香港、日本的二手房成交佔比偏低但也有75.0%、63.8%。

而2021年10月，中國9個樣本城市的二手房成交佔比僅為22.9%，與成熟房地產市場相差甚遠。2021年四季度以來，二手房成交佔比快速提升，至2024年7月已經升到了56%，不到三年時間，從低點上升了33個百分點。根據2023年1至11月數據，全國二手房成交佔比低於9個樣本城市約6個百分點，所以目前全國二手房成交佔比應該接近50%，距離成熟的房地產市場還有明顯差距。

從國際經驗來看，決定二手房成交佔比的最重要因素是住房使用壽命。據我們測算，83%的二手房成交佔比變化都可以被住房平均使用壽命來解釋。住房使用壽命越長，二手房成交佔比也就越高。比如，英國的住房平均使用壽命能夠達到132年，其二手房的成交佔比最高（90%）；日本的住房平均使用壽命只有25年，其二手房的成交佔比最低（62%）。

中國的住房平均使用壽命約為30年（根據原住建部副部長仇保興在第六屆國際綠色建築與建築節能大會上的講話），高於日本的25年，低於中國香港的50年。因此房地產市場進入成熟期後，二手房的成交佔比理論上也應該高於日本（62%），低於中國香港（73%）。

所以，理論上中國二手房成交佔比還有15至20個百分點的可提升空間。分城市看，今年5至7月，北京、深圳、蘇州的二手房成交佔比為64%、62%、62%，可能先於其他城市進入房地產市場的成熟階段。（註：上海二手房成交佔比為57.4%）

2024年上半年，新建住宅銷售面

積同比下降21.9%，預計全年新建住宅銷售面積為7.7億平方米左右，相當於2021年的一半。當二手房的成交佔比逐漸平穩之後，新房銷售的持續下滑可能也將隨之結束。

### 改善型購房需求旺盛

如果將二手房與新房的成交加總，房地產總成交面積下滑的斜率實際上從2023年開始已經放緩，跌幅遠小於新房面積。2021至2023年，住宅總成交面積分別為19.3、15.9、14.9億平方米，2022年相比2021年大幅回落18%，但2023年相比2022年則僅回落了5.7%。

假設2024年下半年二手房成交佔比為49.7%（與7月持平），7.7億平方米的新建住宅銷售面積對應了14.6億平方米的房地產總成交面積，較2023年僅下滑2.2%。

未來新房主要提供改善性需求和更新需求。根據我們測算，未來改善性需求在新增住房需求中的佔比還將繼續走高，到2030年約佔新增住房需求的40%，較2022年提升約7個百分點。

但存量的剛需二手房無法充分滿足居民對於「住得好」的訴求，因此改善性住房仍然供不應求，有能力向市場提供高品質住房的房企，仍將在未來的房地產行業中佔據一席之地。

房地產進入存量時代以後，對於二手房的維護和更新的需求也將變多，近期部分地區已經將「住房和城鄉建設局」改名為「住房和城市更新局」，或許是為了更好適應房地產存量時代而提前做的管理方面的準備。

隨着存量住房的房齡增長，未來更新需求將重新回升。根據筆者此前在研報中的測算，更新需求見底回升的拐點將在2031至2035年間出現。



▲房地產進入存量時代以後，對於二手房的維護和更新的需求也將變多。



## 港物業租賃市場延續暢旺



主樓布陣 布少明

美聯物業住宅部行政總裁

樓市正處於租務旺季，成交相當暢旺，加上近期一手樓市缺乏焦點，因此租務及租金走勢更備受市場關注。適逢筆者召開記者會公布有關租務最新內容，故信手拈來於本欄分享一下。

自從5月開始，筆者已多次提及，留意到愈來愈多內地生、外來高才、專才及其受養人持續湧港，衍生出不少租賃需求，在此不贅。筆者今次選擇較受人關注的角度，再去細看租務市場前景。

首先，疫情爆發之後，香港一度經歷「移民潮」，但從2021年起，人口已經觸底。根據2023年底人口數據，不僅較移民離港高峰期回升約10萬人至750.3萬人，創有紀錄以來新高，而且僅與2019年錄得的752.1萬人的高位，相差不足2萬人。估計隨着各地人才湧港步伐進一步加快，勢刺激本港租賃需求。

根據英國內政部資料，2023年全年BNO申請數目僅約3.76萬宗，較2022年大幅減少約34%。與移民高峰期的2021年錄得約9.64萬宗相比，更是大減逾六成。不得不提的是，近期筆者

與前線同事討論所得，近月已陸續有部分移居英國人士決定回流，似乎漸成香港租賃市場需求「生力軍」。根據美聯物業分行數據顯示，由本行今年上半年促成的租務交投中，不少均屬移民回流的租樓及買樓個案。

若以比例而言，當中租賃交投所佔比例近七成，至於買賣僅佔約三成，反映大部分回流客均採取「先租後買」策略，先觀望樓市走勢再決定入市時機。

### 住宅空置率續下行

此外，根據美聯物業研究中心綜合差估署資料，空置率近年持續維持穩定及偏低水平。由2019年至2023年期間，徘徊於3.7%至4.4%；踏入2024年，更是回落至4.1%。反映住屋需求延續有增無減，有助支持租金向上。

綜合以上因素，除了各方人才及其受養人等持續湧港刺激租務市場外，移民潮逐漸褪色、由各地回流的人口漸漸增加，配合空置率低企，三大「新引擎」均同時有助推高租務需求。

只要9月份美國聯儲局落實減息，相信有助刺激整體樓市。「租轉買」個案及觀望中的購買力肯定有所增加，有助樓市爆發新購買力，令樓市「買賣」及「租賃」市場「雙頭車馬」雙雙向好，帶動樓市重拾升軌。