

►市場對中央穩定經濟、金融市場的信心增強，風險資產表現積極，人民幣再度走強。



今年7月底美元走弱疊加日圓套息交易逆轉，啟動了人民幣本輪升勢。隨後美國聯儲局大幅降息，中央三部委（人民銀行、國家金融監管總局、中國證監會）聯合發布多項金融措施支持經濟發展，是項金融政策「組合拳」支持經濟高質量發展，輪番助推了升值行情。人民幣及相關資產投資情緒的回暖，是內外部有利因素持續互相「催化」的結果。

匯率回復彈性 增幣策空間

持之以恆 易 恒

華泰證券首席宏觀經濟學家

7月31日，日本央行超预期加息，疊加美國增長預期走弱導致美日利差急速收窄，推動日圓「跳升」一度近10%，引發部分套息交易逆轉。除日圓外，在中美利差走擴的背景下，人民幣套息交易量也在2022年美國加息後出現了明顯的上升。

美聯儲「誠意降息」提升新興市場流動性，再度縮減了中美短端息差。筆者認為，在基準情形下，美聯儲今年可能再降息50至75點子。7月至今，中美1年期國債利差已經縮減一個百分點左右。隨着市場計入美聯儲連續降息的預期，由利差形成的中國外匯流出壓力持續縮減。

9月24日（本周二），國務院新聞辦新聞發布會上「介紹金融支持經濟高質量發展有關情況」，人民銀行行長潘功勝罕見「預告」此後還可能有降準及支持資本市場相關政策，政策立場鮮明。降準降息等總量貨幣政策之外，針對性政策還包括：降低存量房貸利率、統一房貸最低首付比例、首次創設兩項支持資本市場的結構性貨幣政策工具，並增加人行在保障性住房再貸款的出資比例至100%等。政策發布後，市場對中央穩定經濟、金融市場的信心增強，風險資產表現積極，人民幣再度走強。

美國方面，在總統選舉第二輪電視辯論後，民主黨候選人哈里斯的支持率邊際上升，有助穩定預期、尤其是降低與加徵關稅相關的不確定性。如果哈里斯當選美國下一屆總統，美國經貿和外交相關政策的延續性有望明顯增強，同時大幅加徵關稅對人民幣匯率的潛在壓力也將下降。

回頭看，本輪升值壓力已經醞釀了一段時間，從壓力積累的時間和幅度看，在美元不大幅升值的前提下，本輪人民幣升值不一定很快終結。雖然美聯儲降息確定性較高，但對人民幣資產回報的進一步提升，可能需要穩增長政策的持續發力，尤其在財政政策領域。

財策擴張值得期待

8月底，新加坡和香港交易所人民幣期貨的未平倉頭寸合計約230億美元（約合1640億元人民幣），而中國出口商結匯比例大幅下降，可以理解為更大數額的「類套息交易」。筆者測算，2022年以來，隨着美聯儲快速加息，中美短端利差走闊，國內出口商的結匯意願持續回落。基於2001—2021年的平均結匯比例來估算，2022年以來國內出口商可能有5700多億美元（約合4萬億元人民幣）的出口收入未結匯；即使用2018年7月後較低的平均結匯比例測算（52.2%），2022年來未結匯的海外收入也可能達到1000多億美元（約合7600億元人民幣）。

短期人民幣匯率是否還能升值，主要取決於後續中國穩增長政策力度和美國宏觀走勢。同時，日圓等其他貨幣的走勢也會起到邊際推動作用。

在金融政策組合拳推出後，如果穩增長政策持續有效發力、尤其是財

政及清理地產相關風險相關政策，則人民幣升值可能仍有後勁。本輪穩增長政策中，財政政策不應也不會缺席。受財政收入下行拖累，今年1月到8月財政支出增長落後於預算超過10個百分點，「中央+地方」財政支出不升反降（-2.8%），對總需求形成拖累。從以往經驗判斷，當實際支出和預算支出「剪刀差」過大，9月至10月間中央財政往往可能增加赤字，或者增發國債。

此外，地產周期企穩對穩周期、穩資產價格、穩預期也有至關重要的作用。目前在地產需求端有進一步的放鬆政策，同時在地產收儲，以及邊際緩解開發商償債壓力上的政策力度也有所上升。但處理問題房企風險、穩定地產相關債務質量的預期，可能是穩定地產周期中不可或缺的一環。

降息後美國增長走勢及美聯儲進一步寬鬆的節奏，對美元和人民幣匯率走勢至關重要。簡言之，如果美國經濟不衰退，則美聯儲降息後，美元可能走出先抑後揚的走勢。短期內美聯儲大概率會連續降息，而降息初期美國金融條件指數（NFICl）未必會明顯寬鬆，美國經濟可能還會面臨減速的壓力，美匯指數或將有所承壓。

筆者認為，美聯儲有足夠的寬鬆空間和意願，而美國財政政策或將在大選塵埃落定後進入寬鬆通道，再加上私有部門的槓桿率和金融市場的估值水平尚屬合理，基準情形下預計美國經濟有望避免衰退。隨着美聯儲降息最終帶動金融條件寬鬆，美國經濟或將企穩回升，支持美元再度走強。歷史上看，在美聯儲預防式降息的情形下，美匯指數先抑後揚的可能性較大。

日圓升值後，日本能否保持再通脹的勢頭，日圓能否進一步在波動中升值，對提振人民幣匯率也有邊際的推動作用。雖然日圓升值可能削弱輸入性通脹壓力，但筆者預計日本的內生通脹有望持續。6月至7月日本名義工資增速均值為7.1%，大幅超過1月至5月的3.8%，有望支撐商品和服務通脹。考慮當前日本政策利率仍顯著低於名義中性利率，日央行仍有加息的空間。中長期看，美日貨幣政策「剪刀差」或進一步收窄，從而推動日圓升值。由於日圓佔CFETS人民幣匯率指數籃子的11%、亞洲貨幣合計佔35%，日圓升值可能為人民幣帶來升值預期的「溢出效應」。

推升港股盈利預期

技術層面，人民幣匯率恢復彈性有助於打開貨幣政策空間。隨着美聯儲連續降息，中美短端利差有望進一

步收窄，或將明顯緩解人民幣匯率面臨的由利差形成的外匯流出壓力。同時，近期人民幣走強也有望帶動出口商加速結匯，因此跨境資本流動有望更為均衡，有助於打開國內貨幣政策空間。

拉長時間來看，人民幣匯率彈性上升，也給中國應對潛在貿易政策相關的不確定性帶來了更多的靈活性。如果貿易保護主義再度升級，尤其是在美國對中國加徵更高關稅的情況下，可能會給人民幣匯率帶來較大的不確定性。但人民幣匯率彈性上升，將有助於發揮匯率作為國際收支自動穩定器的作用，部分對沖關稅帶來的衝擊。

從市場角度看，人民幣匯率走強在反映對中國經濟增長預期上調的同時，還有助於帶動香港金融條件寬鬆、繼續推動香港資產價格回升，進一步提高港股的相對吸引力。一方面，內地增長預期上調，將推升港股的盈利預期。另一方面，對中國香港這個小型開放經濟體而言，港幣名義有效匯率、尤其是兌人民幣匯率貶值，將起到金融條件寬鬆的作用，有助於港股的估值擴張。

中長期看，人民幣真實匯率已經進行了較為充分的調整、人民幣名義匯率競爭力極強，將提供一定的基本面支持。隨着美聯儲在2022年3月開始加息，2022年4月以來人民幣真實有效匯率已累計下降14.2%，降幅超過1990年來所有其他的回調周期，其中名義有效匯率回調5.4%，而國內低通脹則進一步帶動真實有效匯率調整。

另一方面，近年來中國製造業的成本和效率優勢加速提升，如2020年以來中國以美元計的工業生產者出廠價格指數（PPI）的累計漲幅比歐美低30至40個百分點，以美元計的出口價格指數的累計漲幅亦低約30個百分點。因此，中國出口佔全球的比例持續上升，貿易順差佔國內生產總值（GDP）的比例亦維持高位，而中國貿易順差在2023年達到8221億美元的基礎上，2024年前八個月再度同比增長11.2%，達到全球貿易順差總額的27%，均顯示人民幣名義匯率競爭力上升。

不過，人民幣真實匯率升值還需要增長預期和投資回報預期上升作為支撐。經濟市場化改革及財稅體制改革能否給中國經濟帶來新的增長點和效率提升，可能才是決定人民幣匯率走勢的根本因素。如果改革能夠提高經濟運行效率，持續性提升全要素生產率，則將為人民幣真實匯率提供中長期支撐。

互聯互通促兩地市場協同發展

市場觀察 何耀波 張秉賢

常說「大灣區9+2」城市間不斷加深各層面的互聯互通，大家對於「互聯互通」這個詞語的認識，可追溯至2014年及2016年滬深港通的先後開通。可以說，大灣區互聯互通始於金融。

作為中國開放程度最高、經濟活力最強的區域之一，粵港澳大灣區的發展承載着新時代推動形成全面開放新格局的戰略。只要未來進一步加大區域金融融合力度，構建一體化金融體系和基礎設施，讓資源配置更為優化，效率更加提升，各地優勢互補，將能進一步增強大灣區內金融服務實體經濟的能力。

完善灣區經濟生態圈構建

滬深港通作為內地投資者直接投資香港市場、國際投資者投資內地A股市場的主要管道，多年來一直發展平穩，且成交越來越有活力。除了滬深港通，《粵港澳大灣區發展規劃綱要》發布五年以來，包含ETF通、互換通、跨境理財通、債券通、基金互認等一系列互聯互通計劃，進一步加強了內地和香港資本市場的融合。其中，ETF通能夠讓投資者輕鬆地進行多元化跨境資產配置，跨境理財通則讓粵港澳三地的個人投資產品得以豐富，個人投資便利化和跨境人民幣資金雙向流動得以加強。上述資金循環渠道，對於促進人民幣境外投放與回流的平衡具有積極意義。

今年二季度以來，內地與香港資本市場互聯互通機制持續優化。中國證監會在4月公布資本市場對港合作五項措施，包括放寬滬深港通下股票ETF合資格產品範圍、將REITs（不動產投資信託基金）納入滬深港通、支持人民幣股票交易櫃台納入港股通、優化基金互認安排，以及支持內地行業龍頭企業赴港上市。在優化措施公布之後，南向ETF通便再次迎來擴容，全部產品數量增加至241隻，其中，港股通合資格ETF有16隻，滬深股通有225隻。

此外，上交所、深交所和港交所於今年4月亦分別對滬深港通交易信息披露機制進行調整，以保證市場整體信息披露的一致性；5月份，中國人民銀行、香港證監會、香港金融管理局宣布一籃子新舉措，進一步優化互換通機制安排，包括豐富產品類型，推出與國際主流交易品種接軌的利率互換合約，滿足境內外投資者多樣化風險管理需求；國家外匯管理局也啟動新一輪合格境內機構投資者（QDII）額度的發放，滿足境內市場配置境外資產或對外投資的合

理需求。內地與香港基金互認安排亦有望獲得有關當局進一步優化。

一系列的優化措施，促進了兩地資本市場進一步協同發展，完善大灣區經濟生態圈的構建。以港資金融機構進入內地首選地之一的前海為例，深圳市前海管理局早前便引述人民銀行深圳市分行統計研究處指，「金融支持前海30條」自去年2月落地至今，前海三家港資合格境外有限合夥人（QFLP）機構開展試點額度合計已達9億美元；優化升級跨境理財通試點後，目前深圳共有6.2萬名個人投資者參與，跨境收付金額合計370億元，佔大灣區的比重分別達47.4%和44.2%。

切實防範跨境風險

香港作為全球最大的人民幣離岸中心，且擁有與國際接軌的金融基建，能高效支持人民幣跨境支付和結算，在人民幣國際化進程中，發揮不可替代的關鍵作用。通過向大灣區居民開放更多兩地的投資產品，進一步放寬區內試點，擴大人民幣跨境使用與融資，將持續推進人民幣國際化進程，從而深化內地資本市場改革，鞏固香港的國際金融中心地位。

未來要持續促進大灣區金融互通發展，關鍵是將《粵港澳大灣區發展規劃綱要》、《關於金融支持粵港澳大灣區建設的意見》等主要政策中提出的發展藍圖，落實到金融基礎設施、金融機構、金融市場，以及金融產品等實際操作的層面。其中，跨境基金結算和支付便利必然是整個經濟活動的重要一環。現時人民銀行推出了數字人民幣，香港推進數字港元，接下來大灣區應進一步探索數字人民幣使用場景，完善配套法律制度和監管機制，推動區內跨境貿易和投融資便利。

在國家提倡發展新質生產力之下，金融創新和高新科技成果應用相結合，加強創新金融服務水平，正正是大灣區經濟生態圈所需關注的領域。

故此，跨境理財相關的信息安全、稅收等制度建設也應持續完善，促進粵港澳三地之間在金融監管、支付、清算、託管、法律與會計中介服務等諸多環節的互聯互通，提升灣區內的跨境專業服務水平；並加強粵港澳金融監管合作，以建立和完善金融風險預警、防範和化解體系，切實防範跨境金融的風險，以逐步實現大灣區的資金自由、合規流通。

（備註：何耀波為安永稅務及諮詢有限公司金融服務香港稅務主管合夥人、張秉賢為安永會計師事務所金融服務華南區主管合夥人）

減息超預期 港樓市將重拾升軌

樓市智庫 陳永傑

中原地產亞太區副主席 兼住宅部總裁

美國聯儲局「超预期」減息0.5厘，本港多間銀行亦意外跟隨減息，減幅達0.25厘，全港供樓人士即時受惠。減息周期提早來臨，無疑對經濟和樓市打下強心針，相信樓市最壞的情況已過去，短期內交投量將會增加，樓價有機會慢慢止跌回升。

隨着通脹受控，美國上周宣布大手減息0.5厘，為2020年疫情以來首次減息，聯邦基金利率目標區間降到4.75至5厘。聯儲官員又預期，今年內會再減息0.5厘，明年減息1厘。美國減息0.5厘後，本港多間主要銀行也宣布減息0.25厘，滙豐、中銀香港和恒生，最優惠利率（P）降至5.625厘。

由於美國在過去兩年多的加息周期內，前後加息11次累計達5.25厘，本港



銀行亦沒有加足，只加5次共0.875厘。市場原本預期，本港銀行不會立即跟隨美國減息，最快明年初才有機會跟減，現時卻一減便是0.25厘、遠超预期。全港供樓人士受惠，無疑對樓市打下「強心針」，市場再露曙光。

隨着銀行減P，意味新造按揭及供樓人士的實際供樓利息，即由4.125厘降至3.875厘。以樓價500萬元單位為例，向銀行借七成按揭，攤長30年還款，減息前月供1.6963萬元，減息後每月可節省504元。

新盤仍會平價求量

今次減息對樓市的刺激性，相信不會出現像今年2月本港全面撤辣後，新盤市場一個月逾4000宗成交的「爆炸式」購買力，樓市將先量後價，短期內交投量慢慢回升，樓價止跌回穩後，年底有機會重拾升軌。

受到減息刺激，近日市場氣氛明顯好轉，各區地產經紀忙於帶客睇樓，聽聞亦開始有個別心雄業主封盤反價。但由於目前發展商手上的新盤庫存相當多，不少發售中的新盤尚有一半以上單位未賣，這些貨尾需要較長時間消化，即使減息，仍未有條件加價，會繼續採取門平銷售策略，取態仍是寧願套現，求量多於求價。

如跑馬地一個新盤在減息後搶先即日開價，以呎價僅15888元起作招徠。減息後最少8個全新盤部署開價，涉及逾2700伙，當中不乏鐵路上蓋大型項目，減息後新盤戰一觸即發。

◀跑馬地新盤ONE JARDINE'S LOOKOUT搶開於減息後開價，並以呎價低見15888元作招徠。