



▲隨着中國經濟轉好，美國加徵關稅所造成的影響將有限，所以人民幣匯率近日不跌反漲。

經濟觀察家

自正式入主白宮以來，美國總統特朗普針對中國的關稅措施或威脅令人應接不暇。

但迄今為止，面對關稅風暴的衝擊，人民幣匯率（指人民幣對美元雙邊匯率）不跌反漲，展現出了極強的韌性。

關稅風暴下 人民幣顯韌性

集思廣益 管濤

截至3月7日，特朗普重返白宮七周時間，就已累計對自中國進口商品加徵了20%的關稅。儘管特朗普尚未完全兌現其對中國加稅60%或以上的承諾，但關稅措施或威脅烈度已超過特朗普1.0時期。

貿易戰激烈度恐超預期

彼得森國際經濟研究所（PIIE）研究指出，2018年中美貿易摩擦發生之後，美國對中國進口關稅由2.7%升至19.3%。但這是經歷了特朗普1.0和拜登政府兩個時期達到的。而特朗普2.0在不到兩月時間加稅20%，將美國自中國進口商品的平均關稅率翻了一番。同時，這次關稅措施還將中國香港地區納入了徵稅範圍。

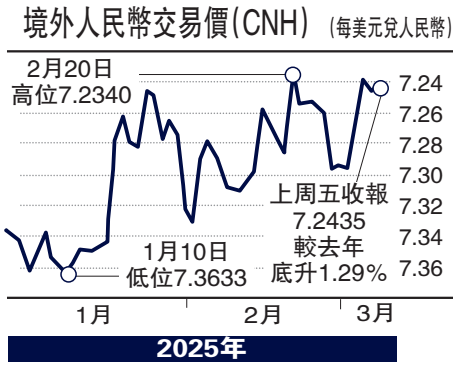
值得注意的是，今次加稅對中國打壓遏制的意圖更加明顯。美方高層或暗示或明示，通過關稅措施脅迫其他國家聯合抵制中國進口商品，並正在研究取消中國最惠國待遇。

中美經貿摩擦的領域遠不止於此。2月21日，特朗普簽署《美國優先投資政策》備忘錄，計劃進一步收緊中美雙向投資。2月25日有報道稱，美方正在制定更嚴格的芯片限制措施，並向日本、荷蘭等盟友施壓，要求加強對中國芯片行業的限制。3月4日，有媒體援引其審查過的一份行政命令摘要草案稱，美國政府正計劃採取18項行動，包括對進入美國港口的中國製造的船舶和起重機徵收關稅及其他費用，以及設立造船事務辦公室等。3月6日有爆料稱，美國計劃對所有與中國有關聯的船舶收取美國港口停靠費，並施壓盟友採取類似措施，否則將面臨報復。

中國政府對此見微知著、未雨綢繆。去年7月底召開的中央政治局會議，將外部環境變化帶來的不利影響增多列為經濟運行面臨的諸多困難和挑戰之首。同年底中央經濟工作會議再次強調，外部環境變化帶來的不利影響加深，並將防範化解外部衝擊納入今年經濟工作的總體要求。

日前發布的全國兩會政府工作報告進一步指出：「世界百年變局加速演進，外部環境更趨複雜嚴峻，可能對我國貿易、科技等領域造成更大衝擊。世界經濟增長動能不足，單邊主義、保護主義加劇，多邊貿易體制受阻，關稅壁壘增多，衝擊全球產業鏈供應鏈穩定，對國際經濟循環造成阻礙。」

2018年是中美經貿摩擦全面升級



的初始之年。全年境內中間價及境內外交易價較年內高點最多下跌約10%。在特朗普2.0關稅摩擦來得更快更猛的情況下，境內外人民幣匯率交易價圍繞7.30比1上下波動，總體表現好於2018年。到今年3月7日，境內中間價和即期匯率（指境內銀行間市場下午四點半交易價）分別為7.1705和7.2382，較去年底分別上漲0.25%和0.84%，尤其是更能反映市場預期和供求狀況的境外人民幣交易價（CNH）收在7.2435，較去年底上漲1.29%，較年內前低（1月10日）7.3635反彈了1.66%。

筆者早在去年11月份發表的《特朗普回歸對人民幣走勢的影響和應對》中分析指出，不同於特朗普1.0時期中美經濟脫鉤屬於黑天鵝事件，現在外匯市場對於中美經貿關係進一步變差已有預期，特朗普關稅衝突對人民幣的影響將會減弱。

事實上，人民幣匯率在去年三季度反彈升至7.0附近後，自10月初起迅速回撤。同年底，中間價跌至7.20附近，境內外交易價先後跌破7.30附近。到今年1月10日，境內中間價和即期匯率，以及CNH均創下本輪回調的新低，較去年三季度的高點最多分別下跌2.67%、4.32%和5.30%，這已部分反映了特朗普關稅威脅的影響。今年2月份以來，特朗普2.0關稅措施落地，正是利空兌現的過程。其間，人民幣交易價雙向波動，發揮了吸收外部衝擊的「減震器」作用，促進了市場壓力釋放、匯率預期收斂。

中國經濟持續向好

筆者還分析過人民幣可能升值的四種情形，其中後兩種情形分別是中國經濟持續回升向好、特朗普交易回調導致美元走弱。現實中，這兩種情形均正初現端倪。

一方面，今年中國春節文旅消費市場空前火爆，疊加《哪吒2》、DeepSeek和杭州科創「六小龍」等現象級事件，進一步增強了市場對中國經濟復甦和科技創新前景的信心，同時也提振了境內外投資者對中國資產的興趣。2月初至3月7日，內地萬得全A指數上漲4.7%，香港恒生指數上漲19.8%。

市場普遍憧憬，為防範化解外部衝擊，中國政府將鞏固和深化去年底政策轉向的成果，實施更加積極有為的宏觀政策，全方位擴大國內需求特別是消費需求，以科技創新引領新質生產力發展，以及擴大高水平開放穩外貿外資等方面出台一系列扎實有力的措施。這也給人民幣匯率保持基本穩定提供了支撐。

今次兩會政府工作報告披露，赤字率安排為4%左右，較上年提高1個百分點，為史上最高；新增政府債務總規模11.86萬億元（人民幣，下同），較上年增加2.9萬億元，廣義赤字率預計為8.4%，較上年增加1.7個百分點，超過去年外需對實際經濟增長1.5個百分點的拉動作用。

報告還提出，要充實完善政策工具箱，根據形勢變化動態調整政策，提高宏觀調控的前瞻性、針對性、有效性；出台實施政策要能早則早、寧早勿晚，與各種不確定性搶時間，看準了就一次性給足，提高政策實效。

另一方面，特朗普重返白宮後，幾乎天天都有新政策、新消息，這既讓金融市場普遍產生了審美疲勞，也進一步增加了美國經濟和美聯儲貨幣政策的變數。2月28日，亞特蘭大聯儲GDPNow模型更新數據顯示，美國今年一季度經濟將萎縮1.5%，3月4日又進一步下調至萎縮2.8%，而此前還是預測增長2.3%。市場愈來愈擔心，與各種不確定性搶時間，看準了就一次性給足，提高政策實效。

1月中旬以來，特朗普交易回撤，美債收益率和美元指數衝高回落。自2月後，隨着美國經濟衰退擔憂重燃，二者加速回落。到3月7日，10年期美債收益率收在4.32%，較1月底回落26個基點，較1月13日的年內前高回落了47個基點，且自2月26日起，與3個月期美債收益率持續倒掛，特朗普衰退預期開啟；衰退讓位於通脹擔憂，美聯儲降息預期加劇，美元指數跌至103.89，較1月底下跌4.26%。

隨着特朗普衰退預期逐漸升溫，「美國例外論」或被打破。在此背景下，美國高科技股票也出現回調。到3月7日，納斯達克綜合指數較1月底下跌7.3%，抹去了去年11月5日特朗普勝選以來的所有漲幅。中國資產重估概念應運而生。中國企業和個人或是時候重新審視買美元或者囤美元、做外匯存款或外幣理財的勝率了。

此外，新年伊始，人民銀行就匯率維穩頻頻發聲，多次強調堅決對市場順周期行為進行糾偏，堅決對擾亂市場秩序行為進行處置，堅決防範匯率超調風險。同時，通過上調跨境融資宏觀審慎調節參數、增發離岸銀行票據等措施釋放匯率維穩信號，這也為保持人民幣匯率基本穩定提供了有力支持。

在關鍵時點上，中間價釋放了重要的政策信號。如美東時間2月1日美國宣布對中國加徵第一輪10%關稅，正值中國內地春節假期閉市。但北京時間2月5日關稅正式生效時，中間價較前一個交易日升值3個基點，當日境內即期匯率收在7.30以內。再如美東時間2月27日美國宣布對中國再加徵10%關稅，北京時間2月28日中間價較前一交易日升值2個基點，即期匯率又收在7.30以內。

與今年以來美元指數4%以上的跌幅相比，同期人民幣對美元匯率的漲幅確實不夠顯著。但鑒於去年人民幣匯率跌幅遠小於同期美元指數7%的漲幅，拉長時間看，人民幣總體並不弱。到今年3月7日，萬得人民幣匯率預估指數較2023年底累計上漲1.47%。

（作者為中銀證券全球首席經濟學家）

外貿「搶出口」還有多少空間？



國金視野 宋雪濤

今年1至2月美元計價的中國出口同比增2.3%，低於去年四季度9.9%的增速水平。然而，出口增速的下行主要受到臨時性因素影響，比如今年1至2月工作日比去年少兩個工作日；今年春節靠前，部分出口前置至去年12月；去年1至2月出口基數較高等。而市場更加關心的問題是，貿易戰帶來的「搶出口」行情結束了嗎？如果尚未結束，那麼「搶出口」還有多少空間？

從1至2月出口分國別的情況看，中國對俄羅斯、韓國、非洲出口同比分別下滑10.9%、2.6%、0.2%，但是對美出口和轉口貿易的表現並不弱。一方面，1至2月中國對美出口增速雖然回落至2.3%，但是1月美國自中國進口增速上行至16.3%，增速差的背後可能是轉口貿易再度開始活躍。另一方面，1至2月對中國香港和越南的出口增速為14.4%、7.7%，這還是在去年的高基數下實現的，而這兩者也是傳統貿易轉口地。

截至目前，中國依然處於「搶出口」的窗口期。當臨時因素消退後，預計後續出口同比增速可能有所反彈。

回顧2018至2019年的貿易摩擦，中國「搶出口」的開始時間取決於確定的貿易摩擦事件（如特朗普上任、關稅調查開始等），「搶出口」的力度和時長則取決於美國企業補庫存的空間。

如2017年美國正處於主動補庫存階段，當年8月美國啟動對中國的「301調查」，企業開始提前囤貨，美國自中國的進口增速維持高位。又如2018年貿易戰發酵，美國居民消費意願走弱，當年6月企業進入被動補庫存階段，且持續時長將近一年（大幅高於3.8個月的平均水平）。其間美國進口增速尚能維持韌性，中國對美出口雖然開始走弱，但轉口貿易又開始走強，2018年中國出口增速也達到了9.9%。2019年2月之後，中國出口才開始明顯走弱，「搶出口」的透支效應出現，此時美國的被動補庫存也進入了尾聲。

在上一輪貿易摩擦時期，「被動補庫存」的主要是美國製造商和批發商，補庫時間較長的主要是機械設備、金屬礦產、汽車及零件等耐用品，持續約10個月，這可能與以上行業受關稅影響較大有關。非耐用品的被動補庫時

長相對較短，除了服裝及服裝面料以外，藥品、農產品等行業並未表現出明顯的被動補庫。

最近密歇根大學消費者信心指數快速從24年12月的74下滑至2025年2月的64.7，美國企業的「被動補庫存」可能已經開始。

2018年的「被動補庫存」之所以持續近一年，有三個原因：一是此前庫存水平較低，企業囤貨意願高；二是加關稅的時間跨度較長，從2018年4月公布第一批加徵名單到2019年9月第三批3000億元商品落地，跨度一年半的時間；三是加徵關稅範圍從500億元依次擴大到3000億元，讓企業有充足的準備完成補庫。

補庫存或持續六個月

而本輪「搶出口」開始時的庫存絕對水平相對較高，批發商、製造商庫存銷比分別處於81%、69%的歷史分位數，均高於2017年時50%左右的歷史分位數。此外，本輪貿易摩擦起步就針對全部商品，從2月1日宣布「2月4日加徵10%關稅」到3月3日宣布「3月4日再加徵10%關稅」，其間僅相隔一個月時間，壓縮了企業持續補庫的窗口期。

綜合以上原因，本輪「搶出口」的跨度和高度，可能低於2018至2019年。參考3.8個月的歷史平均水平和上一輪貿易摩擦11個月的歷史最高水平，預計這一次「被動補庫存」持續期在6個月左右。

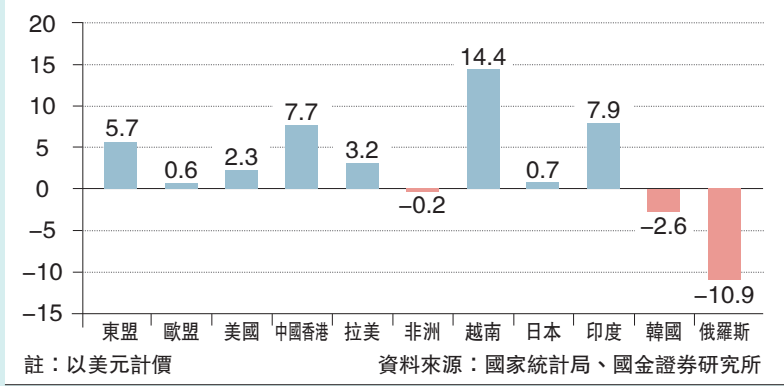
由此推斷，今年一季度到二季度，出口增速依然有望維持韌性，如果關稅再加碼或美國經濟超预期走弱，則會影響後續出口節奏。

考慮到本輪對全部商品普徵關稅，補庫力度主要取決於各行業庫存周期的所處位置。其中，補庫空間較大的是電氣和電子產品、電腦及電腦外圍設備和軟件、五金水暖及加熱設備、服裝及服裝面料等，相關行業的銷售增速維持高位，但行業庫存銷比相對較低或連續下行，因此還有較大的補庫空間。

比如2024年末，美國電氣和電子產品的銷售同比增速達到了28%，行業庫存銷比下滑至0.95，處於2000年以來的最低歷史分位數水平，對應中國電氣設備和電子產品的出口增速還有望保持韌性。

（作者為國金證券首席經濟學家）

(%) 首兩月中國內地對主要國家和地區出口同比增速



租金升樓價跌料難持續



樓語縱橫 楊永健

過去幾年，香港樓市出現了一種不常見的現象——住宅租金持續上升，樓價顯著回落。回顧近年差餉物業估價署的私人住宅樓價及租金走勢，整體樓價已經自2022年開始連續三年下跌，但過去兩年間整體租金卻連續上升，即使去年初樓市全面撤辣後，成交顯著增加，樓價稍稍反彈，力度亦沒法維持超過首季，住宅樓價無力回升，悲觀的情緒又再瀰漫市場。

相信大家亦明白，租金上升而樓價回落，整體回報增加，自然會吸引投資者開始將資金轉為買樓收租，理應對樓價有一定的支持作用，但在過去幾年間的高息環境下，即使買樓收租的回報有所增加，吸引力亦不及過去幾年銀行定期存款息率吸引。事實上，去年底美國展開減息周期，息口稍稍回落已吸引部分資金轉投樓市；由於收租客回升，樓價一度出現回升，租金亦輕微回落。

但整體而言，去年樓市仍然是樓價跌租金升。以私人住宅樓價指數計算，去年整體樓價指數回落7.2%，而期間租金指數卻持續錄得升幅，全年升3.3%。其中，面積430平方呎以下的A類細單位，最新回報率已低於前年底的3.2%，顯著回升至最新3.6%。

筆者一再強調樓價跌租金升，應該只是短暫的現象。不過，最新

1月份的數據顯示，樓市再度出現租金升、樓價跌的現象。1月樓價回落0.45%，而最新租金再升0.42%，租金連升兩個月，並重上近4個月高位。目前租金亦處於高位徘徊，而樓價亦出現見底回升的跡象，相信今年未必會再出現樓價跌租金升的現象。

樓價呈現見底回升跡象

大家亦開始留意到，因應樓價跌租金升，近期市場上已陸續出現供平過租的現象，特別在細價樓市場更加明顯。在最新財政預算案中，將400萬元以下的細價樓印花稅調低至100元，為細價樓市場助燃，相信未來細價樓成交仍會持續急增，加上美國降息周期尚未完結，市場預期美國最快於下半年重啟減息周期。息口再度回落之下，買樓收租亦會變得吸引，供平過租亦會更加明顯，樓價跌租金升，是買家趁低吸納的好時機。

（作者為世紀21 Q動力總經理）



▲近年本港樓市一直出現樓價跌租金升的情況。