



▲明年中國經濟向好，A股牛市將持續，出口保持韌性，至於美國經濟繼續承壓，美聯儲減息之下，人民幣兌美元仍有升值動能。

## 經濟觀察家

2025年人民幣兌美元匯率顯著走強，尤其是11月下旬以來呈加速升值態勢。12月25日，人民幣離岸價兌美元盤中升破7.0，在岸價距離「破7」也僅一步之遙。人民幣兌美元匯率升值，主要受四股力量驅動。

# 人民幣升值的四股動力



宏觀漫談  
羅志恒

首先是美匯指數走弱，人民幣

兌美元匯率被動走強。匯率是兩種貨幣之間的比價，美元自身貶值，人民幣兌美元自然升值。2025年上半年，市場對美國經濟走弱、美聯儲減息的預期升溫，同時特朗普對外加徵關稅、對內減稅的政策，進一步加劇市場對美國經濟前景及美國財政和債務可持續性的擔憂，「去美元化」成為流行敘事，美匯指數由年初的110點左右下滑至年中的約96點。2025年下半年，隨著美國關稅戰緩和、美國經濟仍具韌性、市場對美聯儲大幅減息的預期得到修正，美匯指數趨於穩定，在96至100點的區間震盪。11月21日以來，美匯指數回落至97點左右，帶動人民幣兌美元加速升值。

## A股走強 人民幣資產吸引力升

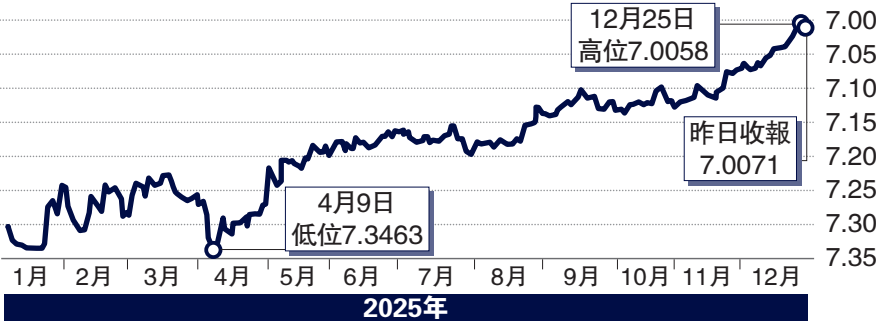
二是中國股市走強，人民幣資產吸引力上升。前幾年受房地產市場和股市持續低迷影響，人民幣兌美元持續承壓。但2024年9月26日政治局會議以來，A股走出一輪科技突破和產業驅動、制度改革、資金流入和風險偏好提升共同推動下形成的「科技重估牛」。上證指數全年走勢與美股不相上下，創業板指更在第三季度加速上漲，漲幅遠超納斯達克指數。外資機構對於中國資產的「ABC敘事」（除了中國以外都能買）變為「AI BABA China」（人工智能、阿里巴巴、中國）。

三是年底出口企業結匯需求上升，同時人民幣匯率升值進一步推高結匯意願，企業結匯與匯率升值相互促進。出口高增並不必然帶來人民幣匯率升值，還要看出口企業的結匯意願。若人民幣貶值預期較強，企業選擇持有美元，而非結匯換成人民幣，則即使出口創匯大幅增長，對人民幣匯率的支撐作用也有限。隨著人民幣兌美元持續升值，企業為避免匯兌損失，加快結匯，進一步推升匯率，匯率升值又再度強化企業的結匯意願，形成正向循環。12月人民幣兌美元加速升值，或許受到企業年底結匯和升值驅動結匯的影響。

四是中國人民銀行為保持人民幣兌一籃子貨幣匯率穩定，引導人民幣兌美元合理有序升值。特朗普對華大幅加徵關稅，在導致美匯指數下降的同時，也對人民幣帶來了較大貶值壓力。人民銀行使用逆周期因子，對人民幣匯率中間價進行調節，引導市場匯率向偏強側運行。2025年1至4月，人民幣貶值壓力較大，逆周期因子加強，體現為人民幣兌美元即期匯率與中間價的大幅偏離，人民幣兌美元保持相對穩定。隨着中國對美堅決反制、中國出口保持強勁韌性、中國股市走強，人民幣貶值壓力減輕，逆周期因子調節力度減弱。但為保持人民幣兌一籃子貨幣匯率穩定，人民銀行仍引導人民幣匯率適度升值，人民幣兌美元在市場和政策共同作用下持續走強，由4月9日的7.35持續升至破7。12月8日以來，人民幣兌美元即期匯率持續強於中間價，反映人民銀行

## 在岸人民幣直逼7算大關

(美元／人民幣)



在防範人民幣匯率過快升值。

人民幣升值有利有弊：一方面，進口商品和原材料的人民幣成本下降，利好居民消費和企業進口；另一方面，出口商品的外幣價格上升，削弱其價格競爭力，並導致企業結匯收入縮水，擠壓出口企業的利潤空間。

然而，在分析其不利影響時，要注意區分人民幣匯率升值與人民幣兌美元升值之間的異同。

從擠壓出口企業結匯收入和利潤空間來看，二者大體一致。美元是主要的國際貿易支付結算貨幣，儘管人民幣國際化持續推進、國際貨幣體系「去美元化」進程加速，但大部分出口訂單仍以美元計價和支付，人民幣兌美元匯率，將導致出口企業面臨匯兌損失。

從削弱出口商品的價格競爭力來看，二者存在顯著區別。首先，對於美國進口商和美國居民而言，人民幣升值，確實導致中國商品的進口價格上升。然而，在對美出口市場上，中國商品的主要競爭對手，並非美國商品，而是其他經濟體的出口商品。中國出口商品的價格競爭力，不僅要看人民幣兌美元匯率，也要看其他貨幣兌美元匯率。如果其他貨幣兌美元的升值幅度比人民幣更大，則中國出口商品的價格競爭力不降反升。其次，美國不是中國唯一的出口市場，非美市場對中國出口的重要性日益上升。如果其他貨幣兌美元的升值幅度比人民幣更大，即人民幣兌其他貨幣貶值，將有利於中國出口商品進一步開拓海外市場。

## 實際有效匯率反映真正競爭力

因此，在分析人民幣匯率對中國出口的影響時，更應關注人民幣兌一籃子貨幣匯率，而非僅盯住人民幣兌美元雙邊匯率。更進一步，在關注人民幣兌一籃子貨幣匯率時，不僅要看名義有效匯率，更要看實際有效匯率。名義有效匯率是一國貨幣與其他主要貿易夥伴貨幣雙邊名義匯率的加權平均數。實際有效匯率是在名義有效匯率的基礎上，剔除本國與貿易夥伴之間相對物價水平（或通脹率）差異後的匯率。實際有效匯率=名義有效匯率×（本國價格指數／外國價格指數）。

實際有效匯率代表了一國商品在國際市場上的真實價格競爭力。假設人民幣兌一籃子貨幣匯率保持不變，即名義有效匯率不變，但中國物價持續低迷，海外通脹高企，那麼，貨幣角度來看，人民幣實際有效匯率下降；商品角度來看，中國出口商品在海外市場上更顯物美價廉，價格競爭力更強。

2024至2025年，人民幣名義有效匯率指數高於疫情前水平，但由於國內物價持續低迷、海外通脹高企，人民幣實際有效匯率顯著低於疫情前水平。因此近兩年中國出口保持較高增速，除了中國出口相關產業本身強大的國際競爭力以外，人民幣實際有效匯率較低也是重要助力。

雖然隨着中國物價溫和回升、海外通脹回落、人民幣名義有效匯率升值，人民幣實際有效匯率將逐步上升，但在未來一段時間內仍處於相對低位，使得中國出口商品在價格方面仍具優勢。

## 保持適度升值 防範超調風險

預計2026年人民幣兌美元仍將保持較強勢頭，6.8或是下一個關鍵點位。一是市場角度來看，2026年美國經濟承壓、美聯儲降息，美匯指數或繼續走弱；中國經濟在宏觀政策加碼發力下回升向好，A股牛市仍將持續，出口保持較強韌性，人民幣兌美元仍有升值動能。

二是政策角度來看，當前人民幣匯率仍低於合理均衡水平，人民幣適度升值是合適的，但要防範匯率超調風險。根據購買力平價理論，一國國內物價較低，其貨幣匯率應趨於升值，即貨幣對內升值，對外也應升值。近兩年國內物價持續低迷、海外通脹高企，人民幣兌美元在7.0至7.4的區間震盪，CFETS人民幣匯率指數的中樞甚至下移，人民幣匯率存在補漲動能。此外，人民幣適度升值，有助於促進國際收支平衡，減少與其他經濟體的貿易摩擦；也有助於增強人民幣的對外購買力，改善居民福利，降低企業進口成本。當然，要防範人民幣匯率單邊過快升值，避免對企業經營和金融市場造成衝擊。

人民幣兌美元匯率也可能面臨一定的回調風險：其一，若美國經濟保持韌性，加徵關稅引發美國二次通脹風險，美聯儲或延遲減息，使得美匯指數保持在較高水平。其二，若歐洲、日本經濟疲軟，歐元、日圓匯率貶值，將導致美匯指數被動上升，人民幣兌美元被動貶值。其三，若地緣政治危機加劇，全球金融市場動盪，美元的避險價值將凸顯，推動美匯指數回升。其四，外部環境更趨複雜嚴峻，若美國及其盟友進一步對華加徵關稅或設置貿易壁壘，可能對中國出口和經濟造成不利影響。

對於出口企業而言，不應單邊押注人民幣匯率走勢，而是專注主業，通過外匯套期保值，或通過人民幣計價結算，來規避外匯風險。

（作者為粵開證券首席經濟學家、研究院院長）

## 內需「冷暖不均」 政策有待加力



建言獻策  
沈建光

進入第四季度，中國社會消費品零售

總額進一步回落。筆者分析了近期消費數據的新特徵，並結合中央經濟工作會議部署提出了一些短期政策建議，以期更好推動消費回暖、緩解結構分化。

第四季度以來，由於去年同期基數較高以及政策效果減弱，商品零售額當月按年增速連續6個月走弱，11月降至1%，創2023年8月以來最低增速。

以舊換新相關商品零售明顯放緩。限額以上單位商品零售中，11月家用電器和音像器材、汽車類零售按年增速分別下降19.4%和8.3%。作為最早納入以舊換新補貼範圍的兩大品類，家電、汽車消費的透支效應顯現。房地產相關的傢具（-3.8%）、建築及裝潢材料（-17%）類零售增速也顯著回落。

非以舊換新品類表現較為穩健。據估算，10至11月，剔除以舊換新相關品類和受價格波動影響較大的金銀珠寶、石油及製品類後，其他品類零售增速均值保持在5%以上。究其原因，除了必選消費（食品、飲料、藥品等）相對穩健外，部分可選消費也有亮點。10至11月，化妝品、服裝鞋帽類零售增速均值分別升至7.9%、4.9%，超過去年全年水平，或與當下悅己消費趨勢升溫有關。

中央經濟工作會議要求「優化兩新政策實施」，結合上述數據，如果能對參與補貼的品類範圍進行適當調整，從耐用用品拓展至更多產品，有助於緩解透支效應、持續發揮政策效用。因此，筆者建議，優化消費補貼的產品覆蓋範圍，可以考慮納入圖書類、健康類、母嬰類等溢出效應較強的品類，支撐商品消費平穩增長。此外，還可以考慮提高育兒補貼規模，比如從每孩每年3600元（人民幣，下同）增加至10000元，直接帶動育兒相關的消費支出。

## 服務消費有提升空間

另外，與商品零售持續放緩的趨勢不同，第四季度服務零售額增速穩中有升。1至11月，服務零售額長累計按年錄得5.4%，而且連續三個月回升，明顯高於同期商品零售的4.1%。服務零售額增速快於商品零售額，意味着服務消費在全部消費中的比重提升。

據國家統計局介紹，隨着文化體育等消費新場景新供給加快培育，冰雪運動等體育活動普及發展，促進了相關服務零售較快增長。1至11月，文體休閒服務類零售額延續兩位數增長。同時，生活服務消費數字化應用場景不斷拓展，信息服務消費持續快速增長，通訊信息服務類零售額增速也逾10%。

目前中國消費的短板和潛力都在服務消費。中國商品消費佔GDP比重

接近美國，但服務消費佔GDP比重比美國低了近30個百分點。相比商品消費，服務消費具備就業拉動強、透支效應小、消費頻次高等優勢。中央經濟工作會議明確提出「釋放服務消費潛力」，明年促消費增量政策將更加關注服務消費。

筆者認為，釋放服務消費潛力，除了採取擴大優質供給、強化公共服務等中長期舉措外，還可借鑒疫情期間各地發放消費券的經驗，並考慮不同地區服務消費資源的差異性，通過「中央財政統籌+地方配套實施」的方式，統籌發放服務消費券，如針對文旅、家政、培訓等領域，更好激發服務消費活力。

另一方面，今年3至6月，城鎮零售按年增速連續4個月高於鄉村零售，這在歷史上較為少見，一個重要原因是以舊換新政策對城鎮零售增長的拉動更為顯著。7月以來，隨着政策效果減弱，城鎮零售增速重新回落至鄉村零售之下。11月，城鎮零售增速降至1%，而鄉村零售增速維持在2.8%。

此次中央經濟工作會議在工作思路上要求「必須做到既『放得活』又『管得好』」，在擴大內需部分強調「清理消費領域不合理限制措施」，這對於穩定城鎮消費至關重要。在此背景下，筆者建議，加快清理消費領域不合理限制措施，系統性破除制約消費潛力釋放的堵點卡點，推動消費環境優化、消費信心好轉。

例如積極發展遊艇經濟，鼓勵遊艇消費。通常在一國人均收入超過1萬美元時，遊艇產業進入快速發展期。當前中國人均收入已達1.34萬美元，具備良好的港口基礎和造船業優勢。發展遊艇經濟有助於推動服務消費轉型升級、帶動船舶製造業全面發展、促進製造業服務業融合、豐富就業生態，以及提升地方經濟吸引力的多重效應。

再如，減少汽車改裝限制，支持個性化消費。中國汽車改裝市場規模不斷擴大，有機構預測到突破2500億元，年複合增長率達到15.8%。

綜上所述，近期中國消費增速持續回落，同時呈現出一些新特徵，包括商品消費走弱但品類分化、服務消費韌性較強、城鎮消費明顯放緩等。結合中央經濟工作會議部署，筆者認為，在優化供給、改善民生、推動改革等立足長遠的政策基礎上，短期可以考慮出台更多促消費舉措，以應對消費下行壓力，例如擴大消費補貼的品類覆蓋範圍，從耐用用品拓展至更多品類；提高育兒補貼規模，帶動相關消費支出；通過「中央財政統籌+地方配套實施」的方式，統籌發放服務消費券；清理一些限制性措施，鼓勵遊艇、汽車改裝等新型消費。

（作者為京東科技集團首席經濟學家）

## 換樓需求湧現 看好中高價物業



主樓布陣  
布少明

適逢聖誕假期及新一年將至，發展商

紛紛加快推盤步伐，爭奪年尾「尾期」商機。本月新盤百花齊放，貨尾銷售告捷提速。12月截至23日，一手交投錄逾1100宗，連續11個月企穩逾千宗水平，令本年迄今新盤交投突破2萬宗，創出自2013年一手住宅物業銷售條例實施以來紀錄新高。

## 樓價回升 短炒獲利增

今年樓股市場雙雙向好，不少投資者或置業人士想必已提前收穫今年的「聖誕禮物」，尤其短線投資者更錄得不俗回報。據美聯物業研究中心綜合土地註冊處資料顯示，今年首11個月持貨1年或以下的短線轉售個案錄得622宗，比去年同期228宗大升近1.73倍，比起2023年同期84宗更大升6.4倍。

獲利比率方面，隨着樓價觸底回升，短線轉售的賬面獲利比率更出現逆

轉的情況，今年首11個月，短線轉售高達68.8%賬面獲利，比起去年同期約45.2%增加約23.6個百分點，若與2023年同期不足一成半相比，更大增約54.5個百分點，短線轉售已擺脫早前「蝕多過賺」的局面，逆轉為今年「賺多過蝕」的可喜格局。

不得不提的是，今年樓市反彈的重要動力之一，正是內地買家強勁的購買力，佔香港樓市比重日增，並成為支撐樓市的主要力量。據美聯物業研究中心綜合土地註冊處資料，按已知買家姓名分析，今年首11個月內地買家（以買家姓名的英文拼音鑒別）在香港一二手住宅市場的註冊量共錄12392宗，已超越去年全年12190宗，預計全年內地買家註冊量最終有攀升至13500宗。

金額方面，今年首11個月內地買家豪擲逾1226億元入市，預期全年累計總金額有望高達1350億元，屆時宗數與金額有望齊創有紀錄以來新高。

根據媒體統計，港股向上觸發財富效應，疊加減息周期帶動，刺激大碼豪宅交投。今年截至12月23日，億元「大刀」暫錄97宗，涉及金額逾220億元。若以半年計，下半年截至12月23日，逾億元一手成交錄67宗，涉及金額159.6億元，較上半年30宗及約60.9億元，分別急升逾1.2倍及1.6倍。

個人估計，隨着樓市陸續湧現換樓需求，2026年換樓勢頭進一步啟動，中高價物業將成為市場亮點，成交量料將追落後；至於超豪宅，預計在內地資金及內地買家加快入市支持下，同樣看高一線，並有望跑贏大市。

（作者為美聯物業高級董事）



▲本年新盤交投突破2萬宗，創出一手住宅物業銷售條例實施以來新高。