



▲人民幣在年初至今維持升勢，累積升幅約有4.3%。資料圖片

經濟觀察家

人民銀行日前罕見發布專題文章，討論人民幣匯率政策，直面回應近期國際社會對人民幣低估及中國出口競爭優勢質疑。人行為何發文？歐洲對於人民幣匯率爭議升溫，中歐經貿磋商是直接背景。

人民幣料維持有序緩升格局



經濟把脈
周君芝

10月8日，人行發布《關於人民幣匯率的政策立場》系統闡述政策立場。此次發文時點值得關注，背後是近期歐洲對人民幣匯率的關注明顯升溫。

一是歐洲對人民幣低估的指責逐漸強化。6月以來，歐洲央行行長拉加德公開援引國際貨幣基金組織（IMF）估算，認為人民幣實際匯率低估約16%；7月德國總理默茨進一步提出人民幣被低估25%至30%，主張與中國開展匯率政策對話。IMF於7月30日發布的《2026年外部部門報告》進一步估計，人民幣實際有效匯率低估約21.3%。歐美對人民幣低估的討論，正在與中國貿易順差擴大、歐洲製造業競爭力承壓等問題相互聯繫。

二是中歐經貿磋商構成直接催化。10月8日至9日，中歐舉行貿易投資磋商機制第二次例會，重點討論貿易投資平衡、市場准入等問題。人行在會議期間專題發文，具有較強的針對性：一方面明確中國不通過競爭性貶值獲取出口優勢，另一方面反對將全球貿易失衡簡單歸因於人民幣匯率，為後續經貿磋商明確政策邊界。

三是人行希望回應匯率低估的估值依據。最新IMF報告中，經常賬戶模型隱含的人民幣低估幅度達到21.3%，但實際匯率指數模型和水平模型分別得出高估0.5%和低估2.7%的結論。不同方法之間的差異表明，匯率均衡水平並無統一估算標準，實際有效匯率的估值缺口也不等於人民幣兌美元需要升值相同幅度。

貿易談判牽動匯率議題

因此，我們認為此次發文主要是一種對外政策溝通，不代表人民幣即期匯率政策發生調整。歷史上，人行曾多次在貿易摩擦升級時針對人民幣匯率發表專門聲明，其中2019年8月最具可比性。

2019年8月中美貿易摩擦升級，人民幣匯率爭議隨之升溫，人行連續發聲回應。8月1日，美國宣布擬對約3000億美元中國商品加徵10%關稅，人民幣貶值壓力迅速上升。8月5日，在岸、離岸人民幣兌美元匯率雙雙突破7元關口，人行當天上午就匯率問題專門答記者問，強調人民幣匯率主要由市場供求決定，並再次表態，明確不搞競爭性貶值、不將匯率作為應對貿易爭端的工具。

美國財政部於當地時間8月5日正式將中國列為「匯率操縱國」，人行隨即於北京時間8月6日發布正式聲明，反對美方認定，重申人民幣匯率政策立場。8月8日，人民幣兌美元中間價亦突破7元關口。此後貿易摩擦繼續反覆，8月23日中美相繼宣布提高關稅，9月1日新一輪關稅正式實施。



隨着中美貿易談判取得進展，匯率爭議逐漸緩和。10月10日至11日，雙方就第一階段經貿協議達成原則性安排；12月13日，雙方宣布就協議文本達成一致。2020年1月13日，美國財政部正式撤銷中國「匯率操縱國」認定；1月15日，中美簽署第一階段經貿協議，將匯率政策及透明度等內容納入協議框架。

整體來看，2019年人民幣匯率爭議經歷了「貿易摩擦升級—人民幣破七—人行連續表態—美國匯率操縱指控—雙邊經貿談判—爭議緩和」的完整過程。當時人行主要應對人民幣貶值及外部匯率指控，而今年10月人行發文則更側重回應歐美要求人民幣升值的訴求。兩次事件均體現匯率問題與貿易談判的緊密聯繫，但並不意味着人行匯率政策發生根本轉向。

市場定方向 政策管節奏

人行匯率政策核心是管理波動節奏，不會出現一次性大幅升值。人行此次明確表示，不預設匯率目標水平，不干預匯率長期趨勢，2017年後已退出常態化外匯干預，同時重點防範匯率短期大幅波動對金融穩定的衝擊。我們認為，當前人民幣匯率政策的核心仍是「市場決定方向，政策管理節奏」，短期內匯率制度和政策框架不會出現根本改變，也不會因為歐美施壓而接受一次性大幅升值。

首先，匯率市場化仍是政策的基本方向，外部壓力難以直接決定人民幣匯率水平。人行堅持有管理的浮動匯率制度，允許人民幣根據市場供求雙向波動。歐美對人民幣升值的訴求可能強化政策溝通，但不會根本改變中國匯率政策的自主性。10月中歐經貿磋商公布的聯合聲明也未提出人民幣升值承諾。

其次，貿易順差並不必然推動人民幣持續單邊升值。隨着金融賬戶逐步開放，以及居民、企業海外資產配置需求增加，貿易順差形成的外匯供給可以通過對外投資等渠道流出。因此，人民幣長期走勢仍取決於美元周期、國內經濟基本面及跨境資本流動的共同作用。

最後，人行更加重視匯率波動的節奏，而非設定長期運行方向。當前政策允許人民幣順應市場力量有序升值，但也會防範單邊預期強化引發的

匯率超調。因此，「有管理的升值節奏」更適合描述當前人民幣匯率的運行特徵，而非人行設定了明確的升值目標。未來判斷政策邊際變化，仍需重點觀察中間價相對市場預期的偏離及宏觀審慎工具調整。

年內漲幅預計達4%至6%

年內人民幣仍有望延續溫和升值趨勢，預計年末美元兌人民幣匯率運行在6.6至6.7附近。核心邏輯在於，貿易順差和潛在結匯需求為人民幣提供升值支撐，但人行對匯率波動節奏的管理，也意味着人民幣難以出現短期快速、單邊升值。

一方面，人民幣升值具有一定的基本面支撐。中國出口競爭力持續改善，貿易順差維持較高水平，疊加此前企業積累的外匯收入，潛在結匯需求仍有釋放空間。與此同時，人民幣有序升值也有助於緩和外部貿易摩擦壓力，政策層面對市場驅動的溫和升值預計保持較高容忍度。

另一方面，匯率過快升值同樣不符合政策目標。儘管中國出口產業鏈持續向高附加值轉型，但部分製造業仍依賴價格競爭，人民幣短期快速升值可能壓縮出口企業利潤。此外，單邊升值預期容易推動企業集中結匯和跨境資金流入，形成升值預期與資金流動的正反饋，放大匯率波動。因此，政策更可能容忍漸進式升值，而非放任匯率短期大幅波動。

歷史經驗表明，人民幣升值通常具有階段性特徵，但並不存在固定的年度升值上限。2017年、2020年人民幣兌美元分別升值約6.7%、6.5%，2021年升值約2.6%，2025年升值約4.2%。結合今年以來的匯率表現及當前政策環境，我們傾向於將2026年全年升值4%至6%作為基準情景。

綜合來看，預計年內人民幣仍將以溫和升值為主。以2025年末在岸即期匯率約6.99測算，若2026年全年人民幣累計升值4%至6%，對應美元兌人民幣年末約6.6至6.7。美元周期和跨境資本流動仍將影響短期匯率表現，但在貿易順差支撐與政策節奏管理的共同作用下，人民幣有望維持漸進升值格局。

（作者為中信建投證券首席宏觀分析師）

中歐談判達共識 穩定經貿預期



宏觀經濟
陶 川

中歐貿易投資磋商機制第二次例會落地，雙方達成16項成果。本輪談判並非全面和解，而是將雙邊經貿關係向「更穩、更可預期」再校準，核心可歸納為三條主線：

一是汽車貿易從單邊對抗轉向規則化管控。雙方以符合世界貿易組織（WTO）規則的方式就混動汽車貿易達成諒解，避免爭端直接升級為加稅衝突；電動汽車反補貼案繼續推進價格承諾和覆審程序。

二是關鍵原材料與出口管制形成雙向便利。中方願通過「綠色通道」為稀土及永磁體對歐出口審批提供便利，歐方也為兩用物項對華重點許可個案提供便利，有助於降低供應鏈中斷風險。

三是磋商機制化，為後續分歧管控建立穩定通道。雙方約定2027年1月舉行部長級視頻會議、3月召開第三次例會，經貿摩擦從臨時應對轉向制度化溝通。

從中歐就混動汽車貿易達成諒解來看，本質是將貿易摩擦從「單邊關稅工具」轉向「規則化數量管理」，中方以增速上限換取爭端不升級，短期衝突風險降溫，但中期出口彈性與本地化壓力同步抬升。宏觀視角下這一安排有三重含義：

從純出口轉向在地生產

首先，約束的是增量斜率，不是存量。以「政策不變情景」預測量為基準，限制未來4年累計出口量。中國現有對歐出口規模不受直接影響，但對歐混動出口的高增速（2026年上半年同比增長165.9%）將被顯著壓低。

其次，產品結構對沖空間收窄。混動此前是中國車企規避純電關稅的核心增量抓手，佔自華乘用車進口比重已升至41.6%。納入約束後，依靠車型切換緩解關稅衝擊的路徑被封堵，出口驅動型擴張模式面臨重構。

再次，全球化邏輯從「賣車到歐洲」轉向「在歐洲造車」。歐洲本地化產能建設周期（18至24個月）短於約

束窗口（4年），意味着過渡期內車企仍須在「減量」與「降價份額」之間取捨，產業鏈盈利預期面臨下修壓力。

從降稅、准入和出口管制安排看，延續了中方「向上平衡」的思路，也回應了歐方擴大出口、穩定供貨的訴求，具體體現為兩點：一方面，以擴大進口回應貿易失衡。擬議降稅涉及歐盟每年近40億歐元的對華出口商品，歐方預計減輕關稅負擔至少2.25億歐元；准入磋商則着眼於減少監管障礙，有望通過降低交易成本擴大中國自歐進口。

另一方面，以許可互換提高供應穩定性。歐盟金屬永磁體域外進口額近九成來自中國，中方加快相關出口審批，有望緩解歐洲汽車、電機等行業的供貨壓力；歐方便利兩用物項對華重點許可個案，以回應中方對高技術產品出口限制的關切。

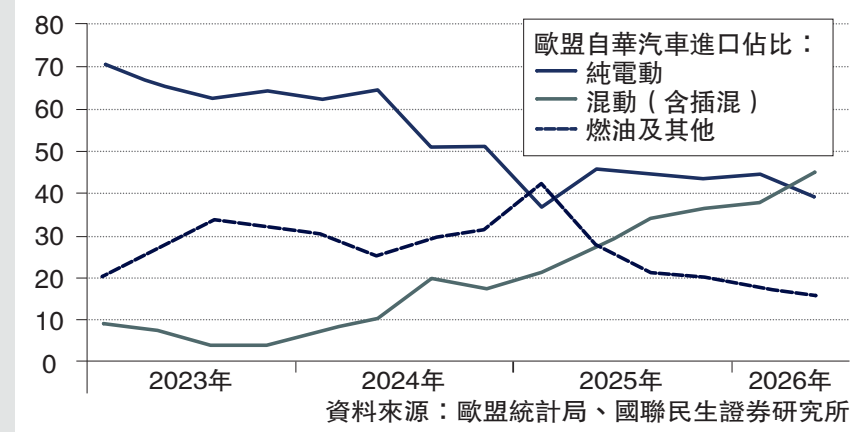
從後續走向看，本輪成果緩解了近期加碼壓力，但歐洲保留本土產能、就業和技術的訴求並未改變。對中國企業而言，突發政策風險有所緩和，出口增長與海外投資回報仍面臨約束，後續需關注三個方面：

首先，行業妥協與產業防禦仍將並行。歐盟《工業加速器法案》仍在審議中，擬通過採購、公共支持和投資條件，將更多生產、就業和技術留在歐洲。混動車諒解可緩解迫切爭議，但歐洲市場准入與本地投入逐步綁定的政策方向仍將延續。

其次，歐洲業務增長未必同步改善資本回報。歐盟佔中國鋰電池、光伏出口額的比重分別為38.1%、31.3%，是重要外需來源。中國企業通過歐洲生產爭取訂單，需承擔新增投資、當地配套和投產爬坡成本，回報兌現可能滯後於業務擴張。

再次，政治認可與實際執行決定緩和的持續性。10月15至16日歐洲理事會，重點看領導人是否認可本輪成果、繼續推動更強貿易工具；2027年1月和3月的磋商，則需檢驗混動車安排、降稅與許可便利的落實進度。（作者為國聯民生證券首席經濟學家）

歐盟自華乘用車進口加快向混動車轉移



土地供應穩定 樓市信心回升



樓市新態
馬泰陽

發展局最新公布本財年第三季賣地計劃。連同首兩季合計，首三季可興建單位達1.568萬伙，已超額完成全年1.26萬伙目標約24%。市場推算，在私人發展及重建項目帶動下，全年總供應有機會挑戰2萬伙，創9年高位。

部分市場人士或憂慮供應過量，惟客觀數據顯示，2萬伙的規模僅與去年一手成交量相若；加上今年成交持續強勁，反映市場具備充沛吸納能力。土地供應超標但不是隱憂，反而彰顯特區政府前瞻性的土地政策視野。從土地規劃到樓花落成往往需時數載，短期內不會對私宅市場構成衝擊。

財政預算案預測未來5年年均私宅落成量約1.7萬伙，創預算案公布以來新低，顯示私宅落成高峰期已然過去，一手市場庫存亦顯著收窄。截至二季度末，未來3至4年一手潛在供應降至9.6萬伙，自2022年第三季後首度跌穿10萬伙大關；現樓貨尾更由高峰期的2.8萬伙急降逾三成，至1.9萬伙。

在「庫存減、需求增」的健康格局下，發展商投地信心全面回升。早前何文田佛光街地皮以逾43億元批出，每呎地價破2萬元，大幅超越市場估值上限；紅磡及東涌等地皮亦屢以超預期價格成交。發展商積極搶地，既為庫房注入活水，亦為整體市場注入強心針。

土地市場的盛況直接投射至一手

新盤表現。10月上半月一手交投迅速突破640宗，隨着多個焦點項目進一步「百花齊放」，戰線更蔓延至各區。多個矚目紅盤接連開售，部分更獲逾百倍超額認購，預期銷情理想，全月一手成交料突破2000宗大關。

新盤熱賣 租務看俏

新盤交投爆發，背後有強勁實體租務市場支撐。受惠於引進人才及非本地生源源不絕落戶本港，美聯「租金走勢圖」顯示，今年首9個月租金累升約5.4%。期內傳統十大屋苑租金水平全線造好，其中康怡花園及海怡半島更錄得雙位數升幅。

值得注意的是，差估署A類細單位租金回報率亦升至3.5%，高於平均經絡按揭息率3.12厘，令「細單位租務收益利差」擴闊至約0.38厘，近一年高位。部分屋苑如臻匯、薈朗及新葵興花園，租金回報率更高達4.7%至4.8%。

當前「供平過租」效益顯著，驅使不少具實力租客轉租為買，同時吸引長線資金入市收租。再加上近日房委會「居屋2025」推出近7000伙優質單位，進一步打穩「換樓鏈」梯級，私樓與資助房屋相輔相成。

在賣地庫存遞減、新盤熱賣與租務回報高企等多重利好匯聚下，第四季本港樓市已具備邁向穩健升軌的實質動力。

（作者為美聯集團行政總裁暨美聯物業執行董事）