



市场快讯

大华银行环球经济与市场研究部

2017年08月16日 星期三

 **UOB** 大华银行

誠摯如一 

外汇策略汇报：为何港元与人民币逆道而行？

- 港元银行间利率疲软，加上境内资金流动性充足，导致港元表现疲软，跌破 7.80 并触及 7.82。港元兑美元汇率最终将可能跌至弱方兑换保证 7.85 的低位。
- 但一旦充足境内资金流动性正常化，我们预测美元兑港元汇率将逐步恢复到 7.80 的中间价。在现阶段，我们认为美元兑港元固定挂钩的机制将保持不变。
- 另一方面，人民币今年的强劲表现乃归因于多重各别因素，包括境内利率不断上升、外汇储备金恢复以及美元总体疲软走势。
- 但预计中国出口与经济的强劲增长将会放缓，可能导致人民币跌回轻微疲软的状态。因此我们仍然认为美元兑人民币汇率于 2017 年第四季度恢复至 6.82，2018 年第二季度升至 6.88。

今年港元与人民币走势的差异引起国际投资者的关注。自年初起，港元对美元汇率持续下跌，从 7.76 跌至 7.82。而人民币对美元汇率则持续上升，导致美元兑人民币汇率从 6.96 跌至 6.65。为何在港元表现疲软之时，人民币却如此强劲？

港元银行间利率下行，令港元受挫

自年初以来，充足的境内资金流动性导致港元银行间利率下跌。特别是三月期港元 Hibor 利率从年初的 1.00% 左右跌至目前的 0.76%。与此同时，美元银行间利率持续走高，三月期美元 Libor 从年初的 1.00% 升至目前的 1.31%。因此，三月期美元 Libor 与三月期港元 Hibor 的收益率差从之前的持平大幅扩增至目前的 55 个基点，并导致港元对美元利率扶持下跌，使港元处于不利地位。

香港金融管理局（金管局）通过联系汇率制度对港元进行管理，目前港元与美元汇率锁定在 7.75 至 7.85 这一较窄交易区内，中间价为 7.80，汇率浮动上限和下限分别为港元强方兑换保证的 7.75 和港元弱方兑换保证的 7.85。

自2017年初以来，港元Hibor总体呈下降趋势，而美元Libor持续走高



资料来源：彭博资讯，大华银行全球经济与市场研究部

美元兑港元汇率走高，与收益率利差扩增趋势一致



资料来源：彭博资讯，大华银行全球经济与市场研究部

近年来，由于中国内地资金北水南下，大量涌入香港，美元兑港元即期汇率持续下降，港元多次达到 7.75 的强方兑换保证上限。金管局已通过增加其每日汇总余额及提高境内流动性多次成功干预，以支撑 7.75 的上限，限制港元的增长。

但自今年初以来，美元兑港元汇率持续走高，从 7.76 突破 7.80 中间价达到 7.82。而早在 2016 年 1 月份，美元兑港元汇率已从 7.76 升至 7.82。同时，人民币表现疲弱，上海与香港股市均出现大量抛售。之后当境内股市在三月份恢复稳定，美元兑港元汇率迅速跌回 7.75。

上周，金管局宣布增发400亿港元的外汇基金票据

上周三，即2017年8月9日，金管局终于针对最近一轮的港元疲软态势采取行动：宣布于8月22日至9月19日期间增发400亿港元的外汇基金票据。金管局在声明中强调，增发票据旨在“应付由于银行体系流动资金充裕，使银行对该等票据的需求增加的情况”。增发票据在某种程度上的确会稀释香港境内充足的资金流动性，且有助于控制香港银行间利率持续下跌的趋势。关于增发票据的新闻发布后，立即触发了美元兑港元汇率下跌，从7.8260跌至7.8150。美元兑港元即期汇率之后开始趋于稳定，并重回7.82的高位。

美元兑港元汇率持续走高，维持于交易区间上半部



美元兑港元短期内或会触及7.85，但长远来看，预期将稳定在7.80

只要香港境内资金流动性保持充足，且香港银行间利率持续疲软，港元便可能持续处于弱势。港元最终是否会跌至7.85的下限弱方兑换保证价，仍有待观察。

鉴于此，当地媒体披露，金管局表示：“当其（港元）兑美元汇率最终触及7.85的下限弱方兑换保证价时，将会出现资金外流，汇总余额将降低，而港元利率将升高。这是一个自然现象，亦是联系汇率制度设计的一部分，无需为此担心。”

虽未来仍有较强的波动风险，但在现阶段，我们认为美元兑港元固定挂钩的机制将保持不变。长远来看，一旦香港的充足资金流动性回缓，美元兑港元汇率将恢复至7.80的中间价。对新加坡投资者而言，在此轮港元疲软及新元强劲走势下，新元兑港元汇价已从1月份的5.35升至目前的当前的5.74。有港元需求的人士可掌握这一良机兑换港元。

本年迄今人民币对美元表现强劲的多重因素

另一方面，今年人民币兑美元走强，导致美元兑人民币汇价从 6.96 跌至上周的 6.65。这其中存在多重各别因素使得人民币走强。

首先，中国经济上半年增长强劲，导致 2017 上半年增长率升至 6.9%。这有助于消除人民币在经济增长放缓中贬值的潜在风险。

第二，由于中国当局采取了各种措施限制资金外流的措施，中国的外汇储备金在两年多的大幅下滑之后终于平稳下来，从 1 月份的低于 3 万亿美元的低点反弹至目前的 3.08 万亿美元水平。

第三，为了配合中国当局供改与去杠杆的长期目标，人民银行一直在引导在岸汇率上升。早在二月，与三月份，人民银行对常设借贷便利(SLF)和中期借贷便利(MLF)率进行了两次小幅上调。7 天期回购利率也从 2.5% 升至 3.0%。我们认为，人民银行可能在中国共产党第十九届全国代表大会在今年 10 月 /11 月闭幕后，在 2017 年底或 2018 年初调高基准贷款利率。

最后，美元在今年也遭遇了一轮大量抛售。这也导致人民币兑美元走强。

人民银行CFETS人民币指数与人民币兑美元汇率走势相比



CFETS人民币汇率指数近期涨幅如何解读？

2015 年 12 月份，人民银行推出了中国外汇交易中心 (CFETS) 人民币汇率指数，以整体了解人民币对中国主要贸易伙伴币种组成的一篮子货币的走势。CFETS 人民币汇率指数以一篮子 24 种货币衡量人民币走势。近几个月来，随着人民币兑美元走强，CFETS 人民币汇率指数保持在 92 至 93 的区间内相对稳定，这表明人民币走强是由于美元单方面疲软，而人民币对中国主要贸易伙伴的主要币种保持不变。

然而，在最新一周数据当中，CFETS 人民币汇率指数从 92.86 急速上升至 94.03。从表面而言，这意味着人民币对中国主要贸易伙伴的个别货币也开始走强，也使人们担忧人民银行对人民币汇率指引是否开始有变化。与此同时，市场人士也当心随着美国与中国艰难贸易谈判的开始，也许人民银行借此机会让人民币进一步升值。最近美国政府正在考虑调查中国对知识产权贸易政策。请参阅 Flash Note: [美国考虑根据第 301 条调查中国](#)。

我们不应过早推断上周 CFETS 人民币汇率指数为何上涨。值得注意的是，韩元在 CFETS 人民币汇率指数中占有 10.77% 的实质权重。而由于近期风险升级，上周韩元明显走弱，可能会加剧 CFETS 人民币汇率指数的上涨。我们对美元兑人民币中间价每日变化的分析也显示，虽然最近中间价出现波动，但没有明确的证据断定美元兑人民币中间价有一面倒下跌的趋势。

人民币很可能回到几个月前的轻微疲弱的状态

中国下半年的经济表现强劲。但中国 7 月份最新一轮月度贸易与各个宏观经济指标均从 6 月开始放缓，甚至低于预期。我们预测下半年中国的经济增长将进一步放缓，而这将削弱人民币近期的强势。总的来说，我们预测 2017 年第四季度美元兑人民币汇率为 6.82，而 2018 年第二季度为 6.88。美元兑人民币每日浮动区间或可能扩大，也可能给人民币带来新的不确定因素。更多详情，请参阅 2017 年 8 月 8 日“[外汇策略更新：重新关注放宽美元 / 人民币每日浮动区间](#)”。鉴于我们也认为新元接下来也可能同时走弱，新元兑人民币汇价预计在未来几个月内，将在目前 4.90 左右的水平盘整。



免责声明

本文件来源于大华银行环球经济与市场研究部。大华银行(中国)有限公司(“本行”)经授权予以发布。大华银行(中国)有限公司对本文所含信息的准确性及完整性不作任何保证也不承担任何法律责任。

本文件仅供一般参考之用,研究部和本行不对此承担任何法律责任。本文件不构成针对任何投资产品或者保险产品的要约或者要约邀请,亦不应被视为针对任何投资产品或者保险产品的推荐或建议。

本文件只是基于研究部所获得的且认为可以依赖之信息(研究部和本行并未对其进行核实)而编制的,对于本文件及其内容的完整性和正确性,研究部和本行不作任何陈述或保证。研究部和本行不能保证就任何特定目的而言,本文件内所含信息是准确的、充分的、及时的或者完整的。研究部和本行不应对本文件中所含信息或者观点可能存在的错误、瑕疵或遗漏(无论由于何种原因引起)负责,亦不对您因基于该等信息或者观点而作出的任何决定或行为负责。

本文件中所含任何观点、预测或者针对任何特定事项(包括但不限于国家、市场或者公司)未来事件或者表现的具有预测性质的言论并不具有指导性,并且可能与实际事件或者结果不符。过往业绩不代表其未来表现,不得视为对未来表现的任何承诺或者保证。

本文件所含信息并未考虑任何特定人士的具体投资目的、财务状况或者特定需求。在购买任何投资产品或者保险产品前,请向您的法律、管理、税务、商业、投资、财务及会计顾问咨询,如果您决定不征求该等顾问的意见,您应自行考虑该等投资产品或者保险产品是否适合于您。

本行及附属机构、关联公司、董事、雇员或客户在本文件所述产品或其相关产品、其它金融投资工具或衍生投资产品(“产品”)中可能享有权益,包括进行营销、交易、持有、作为造市者行事、提供金融或咨询服务,或在有关产品公开献售中担任经理或联席经理。本行及附属机构、关联公司、董事或雇员也可能与本文件所述的任何产品提供者拥有联盟或合约的关系,或提供经纪、投资理财或金融服务的其它关系。

未经本行事先书面同意,本文件及其所含任何信息不得被转发或者以其他方式向任何其他人士提供,亦不得被用于其它用途。