



# 市场快讯

大华银行环球经济与市场研究部

2017年09月14日 星期四

 **UOB** 大华银行

诚挚如一 

# 如何理解人民币近期强势？

- 造成人民币近期强势的因素有很多，包括美元全面走软，中国宏观经济指标好转，中国企业囤积过多美元出口收入等。各种市场指标和技术指标均表明，近期的人民币实力可能被高估了。另外，人民银行取消了外汇风险准备金率规定，意味着官方对人民币近期内进一步走强感到不适。
- 短期内，人民币已被超买。但直到美元强势果断回归，人民币才会立即再次走软，但走软步伐会相对温和。另一方面，人民币预计会保持较高的波动性。



与年初的预期相反，人民币本年度显著走强。年初，人们普遍预期人民币兑美元将在突破 7.00 大关之后进一步贬值。但事实并非如此，取而代之的是人民币升值，年初至今人民币（兑美元）已累计升值 6.7%。

结果，上周五美元兑人民币一举跌破心理水平 6.50，从 1 月初的 6.96 下跌至日中高位 6.4350。近几周来，人民币升值步伐加剧。上周人民币兑美元上涨 1.3%。这是自 2007 年 4 月以来最大单周涨幅。现货美元兑人民币目前的交易价刚好位于 6.50 以上。

## 中国央行取消对远期售汇征收20%风险准备金

人民币升值似乎终于引起了中国央行的关注。人民银行于 9 月 11 日取消对远期售汇征收 20% 风险准备金。之前，人民银行要求金融机构在开展代客远期售汇（含美元）时，需缴纳完全名义金额的 20% 作为风险准备金。

这个规定是 2 年前（即 2015 年 10 月）实施的，是人民银行旨在减缓人民币贬值步伐而出台的措施之一。欲了解更多详情，请参阅 2017 年 9 月 11 日快报“[中国：央行降低外汇风险准备金](#)”。

# 为什么人民币如此强劲？似乎有三个主要原因。

## 原因之一：美国十年期国债收益率跌至2.00%，美元全面走软

严格来说，人民币此次走强在很大程度上要归因于美元全面走软。在过去一年中，美国的通货膨胀轨迹低于预期，以及对避险资产需求的上涨，导致美国长期国债收益率上涨。因此，美国基准 10 年期国债收益率从年初的 2.6% 下降至 2.03% 的低点。这导致美国 10 年期和 2 年期国债收益率利差显著收窄，从今年初的 120 个基点下降至现在的 80 个基点。

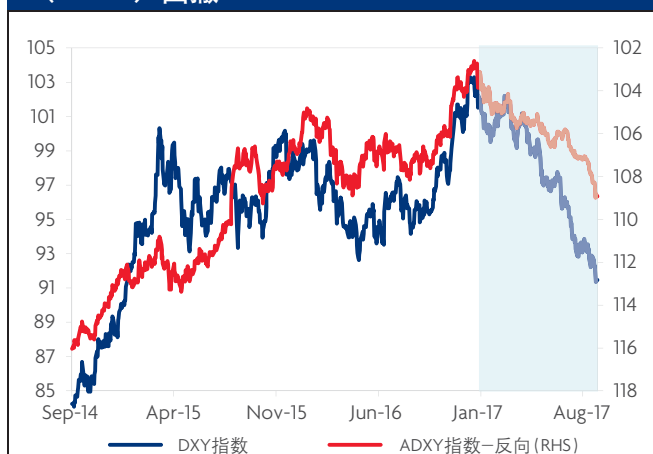
因此，美元不仅仅是兑主要发达货币下跌，而且对新兴市场货币和亚洲货币也是如此。结果，DXY（美元指数）从 103 下跌至 91，ADXY（亚洲美元指数）从 103 上涨至 109。值得注意的是，在亚洲，与泰铢和日元兑美元接近 8% 的涨幅相比，人民币年初至今上涨 6.7% 还算是“比较温和”。除了菲律宾比索，几乎所有其他亚洲货币都兑美元出现了走强。

### 今年美国10年期与2年期国债收益率曲线显著缩窄



资料来源：彭博资讯，大华银行全球经济与市场研究部

### 美元兑主要发达市场货币（DXY）以及亚洲货币（ADXY）回撤



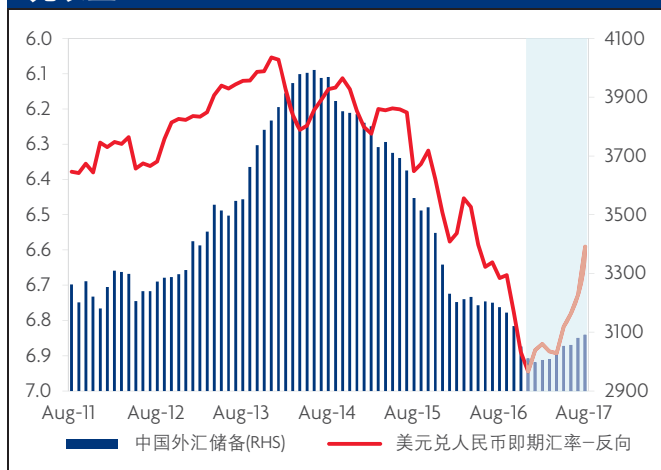
资料来源：彭博资讯，大华银行全球经济与市场研究部

## 原因之二：中国外汇流出已经停止，通货紧缩担忧情绪逐渐消退

在 2015 年底至 2016 年初人民币贬值比较集中的几个月份中，据估计，仅在 2016 年第一季度就有约 2500 亿美元的资金离开中国。此后，中国当局加强企业和个人之间的各种制衡，以终止这种单项的“非理性”资金外流。

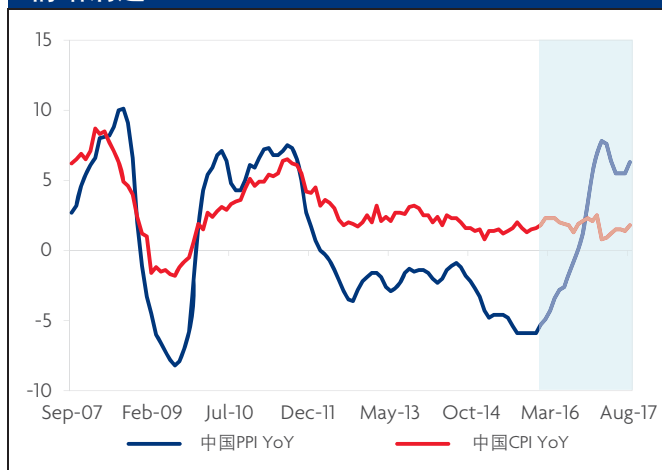
中国外汇流动的确切金额可能很难衡量。一个简单的衡量方法是中国的外汇储备金。在于 2014 年中至 2016 年底经历大约 1 万亿美元的大幅下降之后，中国的外汇储备金于 2017 年稳定下来。到目前为止，中国的外汇储备金从 2016 年 12 月份的 2.99 万亿美元适度增长到 2017 年 8 月份的 3.09 万亿美元。这外汇储备金的稳定被视为资本外流的压力有所下降的重要标志，让人民币稳定下来。

### 中国外汇储备金已经停止下滑，稳定在3万亿美元以上



资料来源：彭博资讯，大华银行全球经济与市场研究部

### 中国PPI强劲反弹回到正值区间，通货紧缩担忧情绪消退



资料来源：彭博资讯，大华银行全球经济与市场研究部

另外，从宏观经济的角度来看，现在有明显的迹象表明，供给侧改革终于初显成效。铜、铝、镍等重点工业金属价格今年均有所上涨。中国企业的工业利润似乎已经止滑企稳。最重要的是，中国的生产者价格指数（PPI）已经大幅回升。截至 2017 年 8 月，中国 PPI 已经从 2015 年 12 月的 -5.9% 低点同比回升至 6.3%。目前通货紧缩风险和“硬着陆”担忧情绪已经消退，人民币也开始稳定下来。

## 原因之三：中国企业似乎做多美元

年初，人民币进一步贬值是主流观点，许多中国企业以美元和其他货币持有大量出口收入，以此表达做空人民币的看法。因此，许多中国企业似乎对人民币的这种持久强势毫无防备，以至于在人民币升值时被迫削减了其外汇持有量。这进一步加剧了最新一轮的人民币升值。

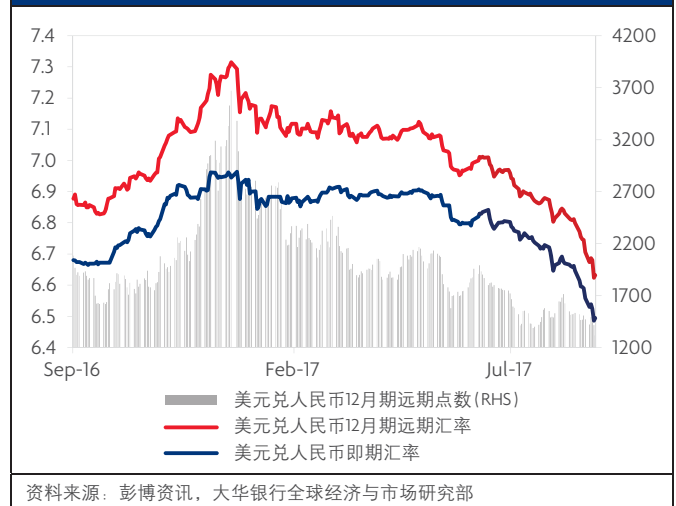
因此，中国企业结汇愿望强烈，毫无购汇（美元）需求。但很难准确量化中国企业依然持有多少过剩外汇。一些新闻报道估计，过剩外汇金额或达到 1000-3000 亿美元。鉴于美元兑人民币的日交易量约为 250 亿美元，上述过剩外汇金额显得较大。重要标志，让人民币稳定下来。

虽然很难准确衡量这个过剩外汇金额，但可以间接观察这个金额，即观察每天早上 9:15 的中间价定盘汇率与下午 4:30 的北京官方收盘价定盘汇率之间的日间差异。人们会注意到，近几周来，典型的交易格局是从上午 9:15 到下午 4:30 美元兑人民币存在明显的定向抛售，导致中间价定盘汇率与官方收盘价定盘汇率之间利差进一步扩大。

### 美元兑人民币定盘汇率与收盘价汇率之间的每日日内差距扩大



### 美元兑人民币12月期远期汇率已显著缩窄



## 美元兑人民币风险逆转汇率美元买权偏见 已经大幅下滑



资料来源：彭博资讯，大华银行全球经济与市场研究部

直到这个日内“利差”开始有意义的结束，人们可以假定过剩外汇仍然存在。因此，中国央行上述取消对远期售汇征收 20% 风险准备金的举措现在可能在很大程度上是象征性的，因为大多数中国企业的资金流动仍然是售汇（包括美元）流动。

## 美元兑人民币远期汇率和风险逆转汇率已经下降至近年来的低位

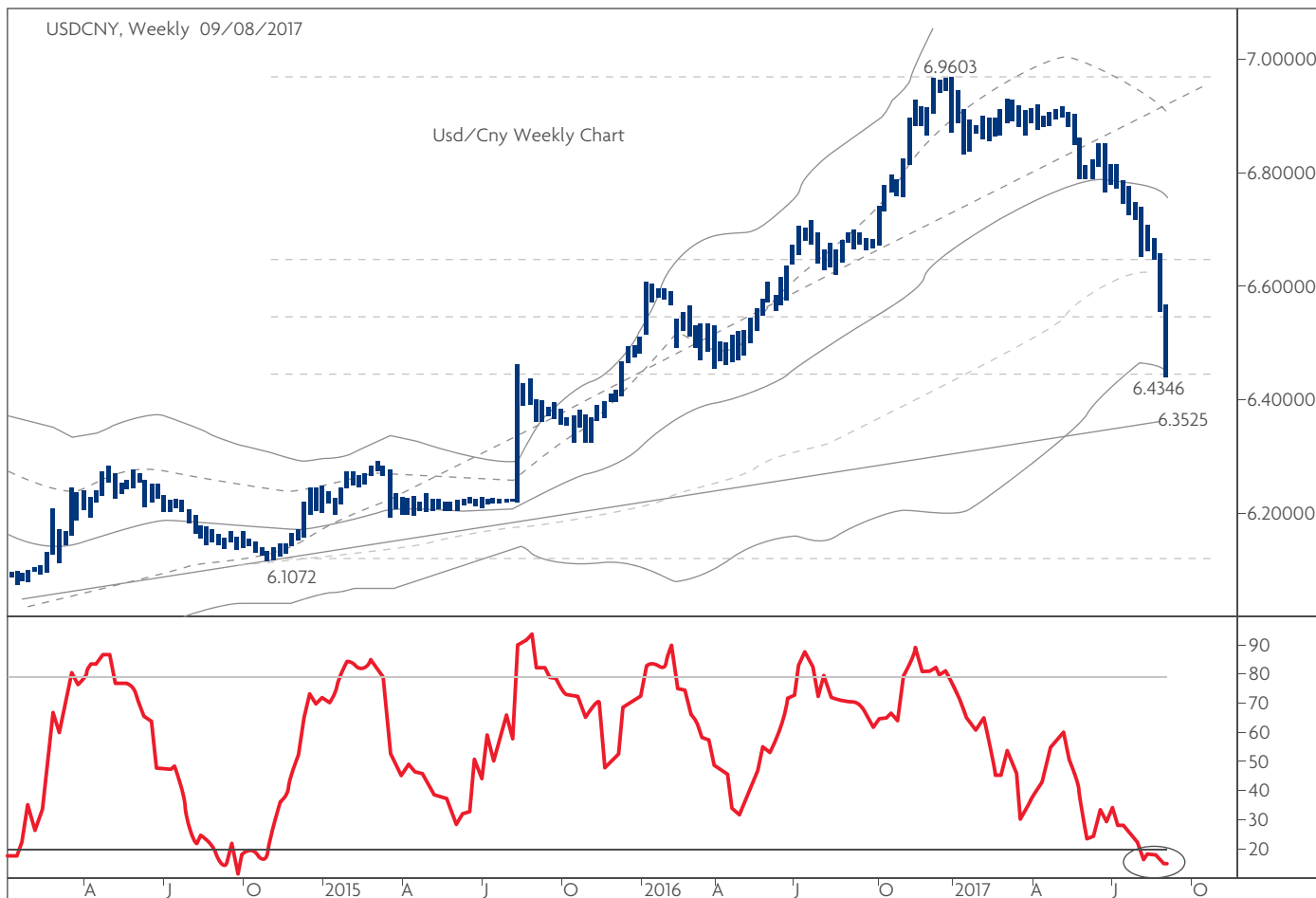
伴随着人民币年初至今的强劲走强，美元兑人民币的远期汇率大幅下滑。特别是基准 1 年期美元兑人民币远期汇率已经下降了一半以上，从年初的 +3,000 点降至现在的 +1,500 点。

与此同时，在货币期权市场，美元兑人民币风险逆转汇率美元买权偏向也大幅下滑。基准 1 年期美元兑人民币风险

逆转汇率美元买权从 1 月的 3.0% 以上下滑至目前的 1.0% 左右。值得注意的是，1 年期美元兑人民币远期汇率和 1 年期美元兑人民币风险逆转汇率已经下降至过去几年的最低水平。此前，这两个指标均趋于从目前的水平反弹。

此外，大多数亚洲货币，包括广泛的 ADXY 指数都将在第四季度进入季节性的大幅下跌。这主要是因为第四季度强劲的亚洲出口增长势头会出现季节性的缓和。事实上，中国出口强劲增长已经开始缓和。最新月度数据显示，中国的出口增长（按美元计算）已从 6 月的同比上涨 11.3% 降至 7 月的同比上涨 7.2%，8 月则继续降至同比上涨 5.5%。

## 美元兑人民币技术面更新：美元明显超卖， 急剧下跌趋势过度延续（即期汇率：6.5040）



美元兑人民币在过去几个星期一直是单向下跌，而且急剧下跌趋势过度延续。上周 6.4346 的低点触及单周汇率区间下限，该水平还接近斐波纳契回撤位（从 2014 年 10 月的 6.1072 低点回升至今年 1 月份的 6.9603 高点的 61.8% 回撤位）。在严重超卖情况下，从主要支撑位快速强劲反弹表明，美元正在寻找一个基础位。虽然不排除上涨趋势线支持位于 6.3525，但发生这种举动的可能性并不高。在上行路上，经历急剧下跌后，各阻力位相差甚远，但如果美元能接近 6.5500，则美元将接近底线。

资料来源：彭博资讯，大华银行全球经济与市场研究部

总的来说，由于上述所有因素，我们会立即看到买入美元兑在岸人民币或美元兑离岸人民币的价值。对于想投资美元的交易者而言，可以考虑 1 年期美元 / 在岸人民币约为 6.6300（即期汇率：6.50，远期汇率利差：1,300）或 1 年期美元 / 离岸人民币约为 6.6350（现货汇率：6.51，远期汇率利差：1,250）。

## 央行是否已经更改外汇政策以允许人民币升值？

今年上半年，由于中间价定盘汇率录得人民币兑美元升值，但更广泛的 CFETS 人民币指数（以中国主要贸易伙伴的 23 个货币的贸易加权篮子衡量的人民币一篮子货币指数）基本上稳定于 92 至 94 之间。这表明人民币走强主要是由于美元在走软，因为人民币在较大的货币篮子里基本上是稳定的。

### CFETS 人民币指数开始走强



资料来源：彭博资讯，大华银行全球经济与市场研究部

然而，过去一个月，由于中间价定盘汇率继续显示人民币兑美元汇率持续上涨，CFETS 人民币指数同样突破 94 至 95，这意味着人民币现在不仅兑美元进一步走强，而且兑更广泛的货币篮子亦是如此。

到目前为止，央行没有提及外汇政策广泛方向的任何变化。央行官员以前的评论继续重申现在熟悉的“维持人民币兑货币篮子汇率稳定”的官方口头禅，同时“增加人民币双向弹性”。投资者需要密切关注美元兑人民币中间价定盘汇率与更广泛的人民币 CFETS 指数之间的这种新分歧，以获得有关中国央行潜在外汇政策变更的相关信息。

## 总的来说，我们认为人民币现在处于超买状态。但近期可能会重新温和走软

整体来说，我们认为有迹象表明现在人民币处于超买状态。美元兑人民币远期汇率和美元兑人民币美元风险逆转汇率美元买权偏向现在已经下跌至多年低点。历史上，人民币和其他亚洲货币在第四季度可能会出现季节性疲软。但另一方面，中国的各项宏观调控指标均在好转，特别是外汇储备稳定和 PPI 强劲反弹，将有利于人民币升值。央行取消外汇风险准备金率规定可能会立即限制人民币的上涨空间。

### 自 2015 年 8 月以来，美元兑人民币 1 年期隐含波动率走高



资料来源：彭博资讯，大华银行全球经济与市场研究部

此外，由于美国债务上限延长 3 个月，我们重申我们的观点，即美联储很可能在即将到来的 9 月 19 日至 20 日的联邦公开市场委员会会议上宣布开始缩减资产负债表规模（“缩表”）。这一潜在发展在很大程度上被市场忽视，大多数投资者倾向于追求美元进一步走软。启动“缩表”可能会使长期美国国债收益率触底，有助于稳定美元，并间接限制人民币进一步升值。

然而，由于中国企业似乎囤积过多美元出口收入，人民币就算再次走软，也很可能会比较温和。美元兑人民币的潜在反弹可能会在短期内触顶，原因是中国企业很可能会继续抛售美元兑人民币。我们目前的美元兑人民币汇率预测是，到 2017 年第四季度为 6.82，到 2018 年第二季度为 6.88。这个预测是在 2017 年 7 月 27 日发布的，现在已经过时了。我们将于本月末更新美元兑人民币汇率预测，以及

我们定期季度预测周期（第四季度）内的整套外汇和利率预测。

长期来看，我们注意到，随着央行引导美元兑人民币走向更多的“双向弹性”，美元兑人民币的隐含波动率趋向上升，很可能会进一步上升。事实上，在 2015 年 8 月实施汇改之前的几年里，美元兑人民币的隐含波动率为 3%，目前已经上升至 5.0% 左右。由于中国央行允许人民币逐步国际化，预期波动率将保持在更高的平均水平。



## 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。