

外汇策略

人民币近期强势能持续吗？

2018 年 04 月 04 日，星期三

王君豪, CAIA

Heng.KoonHow@uobgroup.com

谢齐雄

Peter.ChiaCS@uobgroup.com

- 上周，两大重要发展推动人民币进一步走强，导致美元兑人民币跌破关键水平 6.30。第一是中国国债将被纳入全球综合债券指数。第二是在上海推出了以人民币计价的原油期货。
- 两大发展是在人民币国际化和提升人民币长期吸引力方面的重要步骤。值得注意的是，在过去几个月的强劲反弹之后，人民币显著走强。
- 总体而言，我们认为人民币和亚太区货币进一步走强的空间有限，并且美联储将继续收紧货币政策有助于美元兑亚洲货币在下半年趋于稳定。我们维持 2018 年第四季度美元兑人民币为 6.45 的预测。

2015 年 8 月份的人民币汇率中间价调整触发人民币的贬值趋势。至 2017 年 1 月为止，在此期间，人民币兑美元下跌约 12%，从约 6.20 降至 6.96。此后，从 2017 年 1 月起，由于中国当局封闭了未经批准的资金外流渠道，人民币开始进入走强阶段，短短 15 个月便几乎完全弥补了之前的损失，达到了当前约 6.27 的水平。较为广泛的美元熊市背景也为人民币强势提供了助力。

人民币对美元季度变化计算显示，人民币走强的季度幅度继续增加，至 2018 年第一季度高达 3.6%。特别是在 2018 年 3 月的最后几个交易日，人民币进一步走强，推动美元兑人民币即期汇率跌破 6.30 的心理水平。

3 月 26 日有两条关键发展也有助于人民币。严格说来，这两项发展都已筹备数年之久，但确实确实预示着人民币向着国际化和全球需求的增长目标又迈出了坚实一步。

人民币对美元的季度增长



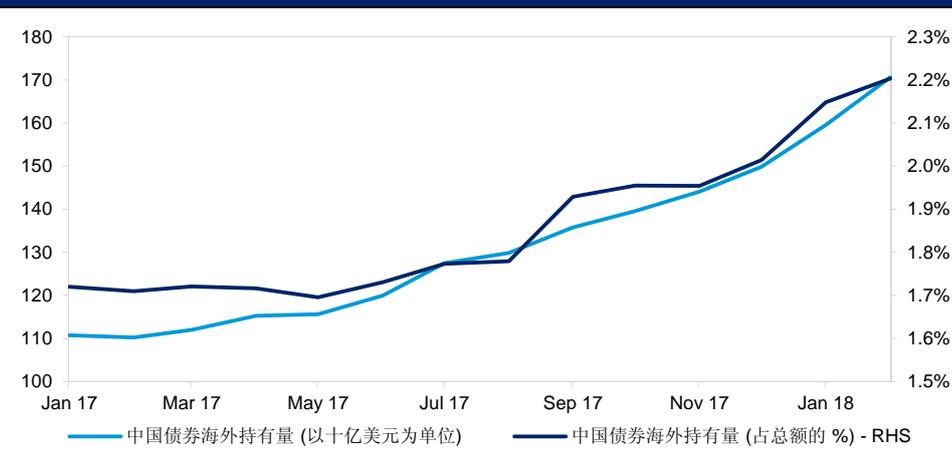
中国国债纳入全球综合债券指数

首先彭博终于宣布要将中国国债纳入全球债券综合指数。从 2019 年 4 月开始，在为期 20 个月期间逐步增加，初始比重为 5%，以后每次递增 5%。在最终完全纳入全球总指数时，中国国债将占指数的 5.49%。全球总指数是全球固定收益投资的终极基准，各个固定收益基金和 ETF 投资均与全球总指数分配投资一致。

目前，中国债券的外资持有水平仍非常有限，外国投资者对中国债券市场的参与尚处于初级阶段。中国当局近期，致力于通过“债券通”举措，开放中国债券市场。据估计，外国投资者持有的中国债券额占总发行额的 2%。因此，中国国债纳入全球综合债券指数之举，可能会促使未来 3 年间外国投资者的中国国债需求从 1000 亿美元增至 3000 亿美元。

事实上，Chinabond 收集的数据显示，在过去的一年间，外国投资者的中国债券持有量上涨了 50%，从 2017 年 2 月的约 1100 亿美元增至 2018 年 2 月的 1700 亿美元。这意味着，部分外国投资者实际上已经在预期的中国国债正式纳入全球总指数之前，就增持了中国债券。

海外投资者去年增持中国国债仓位



来源：彭博资讯，大华银行全球经济与市场研究部

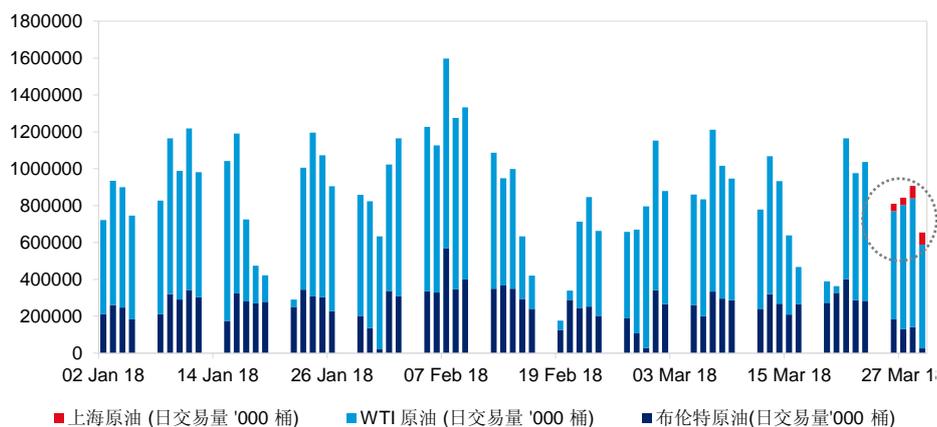
人民币计价原油期货在上海上市

3月26日，在筹备数年之后，以人民币计价的原油期货终于在上海期货交易所（ShFE）的附属机构——上海国际能源交易所（INE）上市。为了进一步鼓励全球投资者购买新的原油期货，中国当局免征外国中间商未来三年原油期货交易佣金应纳所得税。此外，可采用其它主要币种作为原油期货保证金抵押。

鉴于中国是世界上最大的能源进口国之一，看好人民币的全球投资者对人民币计价原油期货寄予厚望，他们认为其终将挑战美元的主导地位。新的人民币计价原油期货合同的首周交易量的日均成交量约为2500万桶。这是个强势的开端，但与西德克萨斯原油与布伦特原油其期货交易量相比，仍然较低。此外，全球投资者需要时间熟悉各不相同、各具特点的合同参数。例如，上海原油硫含量较高，与布伦特和WTI相比，每日交易时间亦不相同，与布伦特和WTI等的5月/6月近月合同相比，上海原油近月合同设于9月，有些差异。

此外，人民币计价原油期货的问市虽是人民币国际化的重要步骤，但需要实施另一项同等重要的步骤，就是以人民币付款的中国原油进口。到目前为止，几乎所有中国的原油进口仍以美元标价。如果可以用人民币计价并交易更多的进口商品，便能够大大增加全球的人民币需求。

上海原油期货交易存在增长空间

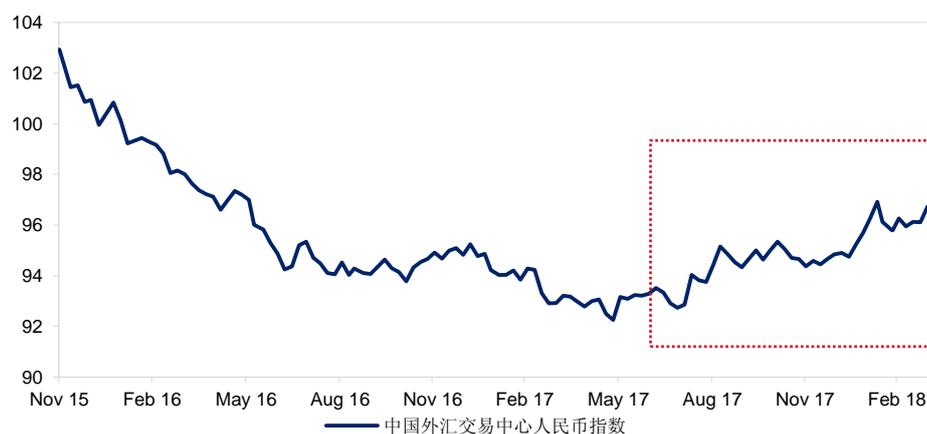


来源：彭博资讯，大华银行全球经济与市场研究部

在贸易紧张局势不断加剧之际，人民币已显著回弹

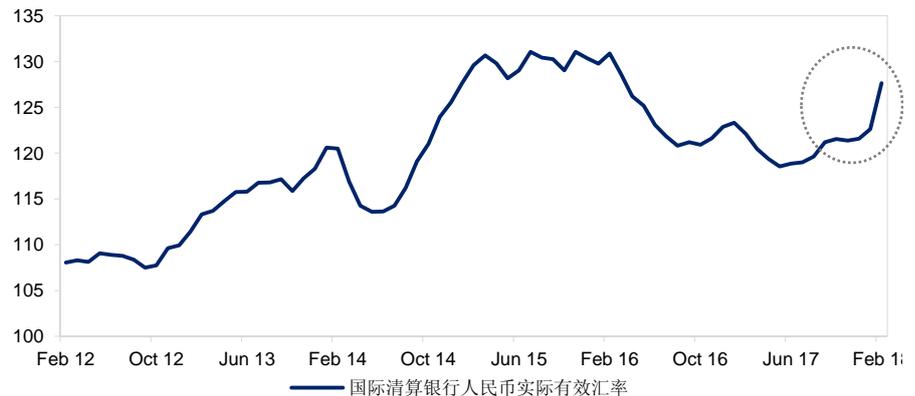
然而，值得注意的是，在过去数月间，人民币不仅对美元升值，而且按照贸易加权汇率衡量，亦已升值。从 2017 年年中低至 92.50 开始，人民央行的中国外汇交易中心人民币一篮子指数已上涨至目前的 96.73。此外，国际清算银行人民币实际有效汇率的重新反弹也体现出了人民币已贸易加权汇率衡量开始升值。

中国外汇交易中心的人民币一篮子指数已收复了 2015 年年底跌幅至今的一半



来源：彭博资讯，大华银行全球经济与市场研究部

国际清算银行人民币实际有效汇率亦反弹接近 2015 年高点



来源：彭博资讯，大华银行全球经济与市场研究部

在中美贸易关系日益紧张之际，按照贸易加权汇率衡量的人民币价值回弹。据未经证实的报道，中国政府可能已允许人民币在最近数月以较快速度升值，以“缓冲”加剧的贸易紧张局势，并防范美国财政部接下来可能将中国列为汇率操纵国。美国财政部将发布半年度外汇报告（可能于四月中旬），鉴于中国对美国贸易顺差很高，美国财政部已提出部分此类事宜，但尚未正式将中国列为汇率操纵国。

虽然局势紧张，我们认为中美的贸易纠纷不会恶化至无法控制的僵局。更多详情，请参阅Macro Note：2018年3月23日“[美国：特朗普对中国加征关税](#)”。

维持对2018年第四季度美元兑人民币为6.45的预测

因此，我们仍认为，过去 15 个月期间，人民币与亚太区货币可能已增长过高，美联储继续加息将有助于美元在下半年趋于稳定。总体而言，我们维持对 2018 年第二季度美元兑人民币为 6.35、2018 年第三季度为 6.40 和 2018 年第四季度为 6.45 的预测。这与我们对今年下半年美联储再次加息两次的观点是一致的。

诚挚如一



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，包括进行行销、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。