

《市场快讯》

中外汇策略：渐趋疲软的人民币套期保值策略

- 由于亚洲多种货币面临诸多不利推动因素，且情况已愈演愈烈，我们于 7 月 20 日修订了对美元/亚洲货币汇率的预测。
- 中国政府最近出台的措施表明，未来货币条件会更加宽松，有可能会自此促成人民币疲软。
- 由于远期汇率尚不及即期汇率且已经分散，现在通过远期合约套期保值应对人民币进一步的疲软，似乎是较受青睐的做法。

由于亚洲多种货币面临诸多不利推动因素，且情况已愈演愈烈，因此在 2018 年 7 月 20 日的最新研究纪要中（宏观+外汇策略：未雨绸缪，应对亚洲外汇疲软加剧），我们修订了对多组美元/亚洲货币汇率的预测。推动因素包括：

1. 美国联邦储备系统根据强势增长和通货膨胀判断，信心日益增强，促进汇率正常化，进而支持美元坚挺。
2. 由于中国经济增长前景放缓，亚洲出口增长显著减缓。
3. 亚元指数（ADXY）亦受到趋于疲软的收益率差价的影响。
4. 中国人民银行（PBoC）似乎放松了贷款条件，允许人民币进一步疲软。

而且，我们担心，特朗普政府于 9 月对中国价值 2000 亿美元的商品征收关税的风险越来越大。这肯定会诱发中国采取报复性措施。由于供应链效应，中国的谨慎贸易可能会轻易扩散到其他亚洲经济体，从而打压众多亚洲经济体已经放缓的出口引擎。结合上述多项因素，我们认为，未来亚洲外汇将会疲软。

2018 年下半年，由于中美外汇交易遭到打击，人民币预计会更加不稳定。尽管人民币于 6 月下跌 3.3%，创历史最大单月跌幅，但目前仍未见稳定征兆。周三（7 月 25 日），中国人民银行将人民币兑美元参考汇率调低至 6.80 以下，这是自 2017 年 6 月以来的首次调整。即使是 CFETS RMB 指数——中国主要交易合作伙伴的贸易加权一篮子货币，也在仅仅五周内就从 98 跌至 93 以下。

在过去一周内，中国政府宣布诸多措施，以在中美贸易争端和金融系统去杠杆期间支持经济增长。措施包括放宽贷款条件（7 月 18 日，报告见此处）、对理财产品的监管立场较预期放松（7 月 20 日）、为商业出借人破格提供长期资金和财政刺激（7 月 23 日，报告见此处）。这些措施更加表明了，虽然中国人民银行尚未正式声明中国人民银行将不再采取“稳健中立”的财政政策，但是中国人民银行仍然采取了更加因地制宜的态度。总之，宽松的货币条件有可能加剧人民币疲软。因此，我们预测，美元/人民币汇率会在本年度年末升至 6.95，并于 2019 年年中升至 7.10。

尽管美元/人民币和美元/离岸人民币即期汇率增长迅速，相关远期汇率尚不及即期汇率且已经分散（见表 1），因此，现在套期保值成本具备很高的吸引力。例如，现在 12 个月美元/离岸人民币套期保值成本约为 480 pips（中档价格），是 2014 年 4 月以来最低水平，仅 2015 年 8 月中央人民币平价改革后短短一段时间达到过 3,500 pips。另外还有一点需要注意，美元/人民币单向买入或卖出交易仍低于我们的预期。

美元/人民币水平	2018 年第3 季度末	2018 年第4 季度末	2019 年第1 季度末	2019 年第2 季度末
体现在下列内容中：				
单向买入或卖出交易（截至7 月25 日）	6.80	6.82	6.84	6.85
大华银行预测	6.85	6.95	7.00	7.10

与基础即期汇率相比，期权市场活动仍受抑制。隐含波动性推动即期汇率走高，但是距离 2015 年/2016 年水平仍有差距（见表 2）。风险逆转指标正在升高，这说明人们趋于看好未来美元/人民币走强，但是与过去五年相比，仍处于较低水平（见表 3）。也就是说，根据最新 DTCC 数据（7 月 16 日开始的一周），美元/人民币期权汇率显著提升，在即期汇率刚刚超过 6.70 时，突破了 7.00。

最后，与一个月之前相比，全球经济展望尾部风险显著提高。如果中美贸易关系持续发酵，极有可能导致亚洲外汇疲软情况进一步加剧。也就是说，美元/人民币汇率可能会提前突破 7.00 大关。那时，便会打破远期和期权市场“波澜不惊”的现状。在那种情况下，投资人最好趁着现在成本尚低，增持足够数额，套期保值。

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。

公司注册编号 193500026Z