

# 外汇策略

## 重新实施人民币远期售汇准备金

2018年8月8日, 星期三

王君豪, CAIA

[Heng.KoonHow@uobgroup.com](mailto:Heng.KoonHow@uobgroup.com)

谢齐雄

[Peter.ChiaCS@uobgroup.com](mailto:Peter.ChiaCS@uobgroup.com)

郭志良

[Quek.SerLeang@uobgroup.com](mailto:Quek.SerLeang@uobgroup.com)

- 中国人民银行 (PBoC) 和国家外汇管理局 (SAFE) 重新实施人民币远期售汇准备金, 将所需比率从 0% 再次调回至 20%, 并即时生效。人民币的在岸和离岸市场价格均对此消息表现出积极的反应。自上周五下午触及 6.90 高点后, 美元兑人民币的在岸和离岸汇率在本周一早上分别回落至 6.83 和 6.84。
- 20% 准备金率的再次调回, 明确表明中国当局认为人民币近期疲软步伐过于快速, 因为美元兑人民币的隐含波动率从 6 月初的 4% 左右已经跃升至 6.50%。
- 然而, 现在推断出人民币已稳定下来或可能回弹的结论则还为时过早。影响人民币汇率的各种负面驱动因素依然存在, 并且在很多情况下影响还在加剧, 其中包括进一步预期的美联储加息、美中贸易关系恶化, 中国收益率曲线下降以及人民币贸易加权篮子的疲软等。
- 总体而言, 我们认为如果近期暂时稳定趋势结束, 人民币则将进一步走软。此外我们预测美元兑人民币的汇率将在 2018 年年底达到 6.95, 并在 2019 年中期触及 7.10。
- 就美元/人民币的离岸价格的技术层面来看, 短期上涨的风险增加, 但任何美元的疲软现在被视为是对当前情况的“修正”。紧邻支撑位 6.8160, 之后是 6.7750, 主要支撑区位于 6.7350 / 00。

## 20%准备金率（远期售汇风险准备金）再度实施

上周五晚，中国人民银行（PBoC）和国家外汇管理局（SAFE）宣布恢复外汇远期销售准备金率。自周一（8月6日）起，中国各银行和金融机构将需对客户的人民币外汇头寸征收20%准备金率。

值得注意的是，该准备金率实际上是增加人民币外汇空头头寸的外汇保证金成本，应与中国各银行必须遵守由中国人民银行颁发的资本准备金率（RRR）相互区分。为了释放流动性，中国人民银行今年已经采取各种针对性举措，三次削减资本准备金率。

中国人民银行还特别强调，20%准备金率的再度恢复并非是资本控制，中国企业仍可根据其对冲需求自由进行外汇交易。此外中国人民银行还说到，20%准备金率属于透明的宏观审慎政策工具，旨在稳定金融市场和防范金融风险。

自7月18日即期汇率价格跌至6.70水平以来，在过去两周内在岸和离岸市场的人民币疲软步伐加速，因此导致实施20%准备金率的举措。上周五美元兑人民币出现抛售，上周五中午后美元兑人民币在岸汇率回升至6.8925。同样，美元/人民币离岸汇率也飙升至日间高点6.9120。

人民币隐含波动率的上升也反映出人民币近期疲软步伐的加速。在1个月至1年范围内来看，美元兑人民币的隐含波动率从6月份的4%左右跃升至目前的6.5%以上。

表 1: 人民币近期疲软步伐加快，导致美元/人民币隐含波动率上升至 6.50%



### 2015年10月至2017年9月期间中国人民银行已实施过类似措施

2015年10月初首次推出20%准备金率。2015年8月人民币从6.20跌至6.45，跌幅约4%，自此之后则面临同样巨大的抛售压力。此前，中国人民银行试图通过调整中间价固定机制来实现人民币温和贬值，触发了人民币贬值风波。

因此，准备金率的实施几乎不会改变人民币的贬值趋势。2016年，人民币持续疲软，达到6.70，这迫使中国人民银行在2016年7月将准备金率延伸至外资银行。此后，人民币在2016年第3季度暂时趋稳，保持在6.70左右。然而，在2016年10月，人民币继续疲软，造成资本外流加剧，并引起投资者对中国硬着陆的普遍关注，原因是持续的未经证实的市场传言称人民币有大规模贬值的可能性很高。2017年初，人民币兑美元汇率随后跌至最低水平6.96。

最后，中国当局采取各种措施限制资本过度流出，这开始对稳定中国外汇储备产生积极影响。2017年出现了温和的增长复苏，人民币因此从当时中国和亚洲地区的强劲出口复苏中受益。由于投资者对美国国债收益率曲线持续保持平缓充满担忧，因此美元也持续疲软。此后人民币进一步走强，并在过渡期间收回了全部亏损。随后中国人民银行于2017年9月初宣布将准备金率从20%下调至零，实际上取消了准备金。该决定标志着美元/人民币暂时触低，约为6.45。

表 2: 2015年10月至2017年9月期间中国人民银行已实施准备金率。



## 在岸市场人民币汇率的负面驱动因素仍然存在， 且在很多情况下影响还在加剧

毋庸置疑，与 2015/16 年度相比，此次在岸市场人民币汇率的负面驱动因素迥然不同。在此之前，人民币疲软主要受到中国资本大量流出的推动，这可从该期间中国外汇储备金跌幅 1 万亿美元中可见一斑。然而，造成此次人民币疲软的主要原因是美中贸易冲突的升级导致市场对中国出口和经济的负面影响担忧加剧。

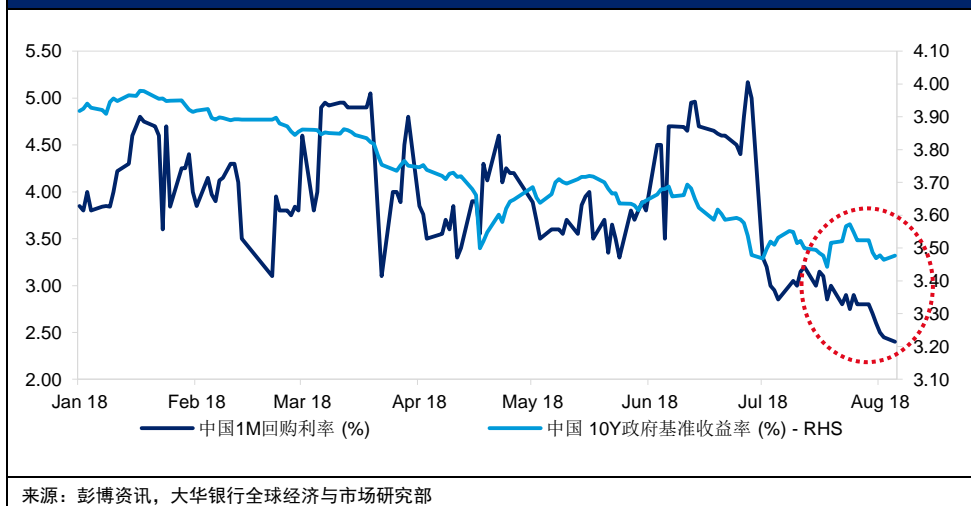
从广义上讲，人民币疲软的两套触发因素可谓天壤之别。在 2018 年 7 月 20 日，我们降低了对人民币的预测，预测 2018 年底美元兑人民币汇率将升至 6.95，到 2019 年末升至 7.10。在中期预测更新期间，我们还下调了整套亚洲货币的预期点数。在题为“[外汇策略解读：详细解读亚洲外汇疲软的支撑点](#)”的文章中，我们重点阐述了预期造成人民币进一步疲软的各种原因。

客观地说，7 月中旬造成人民币疲软的各种负面驱动因素均在加剧影响：

1. **美联储（FED）可能继续加息。**在 8 月 1 日的最新美国联邦公开市场委员会（FOMC）上，美联储继续重申其对经济前景的信心和积极态度，强调了经济的强劲增长，强劲的就业市场以及美国通胀趋势的进一步上升。此外，联邦公开市场委员会的声明未提及中美贸易关系日益恶化，而是说“前景风险大致平衡”。这增强了我们更加有信心地预测今年 9 月将实施第三次加息，并随后在今年 12 月进行第四次加息。因此，即将到来的美联储加息将对人民币造成压力。欲了解更多详情，请参阅 8 月 2 日的“[宏观+利率策略：美国联邦公开市场委员会：剖析 2018 年第四次加息](#)”。
2. **中美贸易关系进一步恶化。**撰写本文之时，还无任何迹象表明美国和中国已回到谈判桌上。相反，特朗普总统最近打算将对下一批 2,000 亿美元中国进口产品的进口关税从 10% 提高到 25%，从而导致贸易冲突升级。中国回应称不会接受“美国贸易勒索”，并在上周五宣布对美国进口的 5,200 件商品（总价值为 600 亿美元）加征 25% 的报复性进口关税。欲了解更多详情，请参阅 8 月 6 日的宏观研究：“[美国 - 中国：中国对美国更多商品实施报复性关税](#)”。在中美贸易关系恶化的情况下，上周五据未经证实的新闻报道称，中国减少了从美国的原油进口。最为重要的是，中国最新提出的 600 亿美元报复性关税包括从美国进口的液化天然气（LNG）。

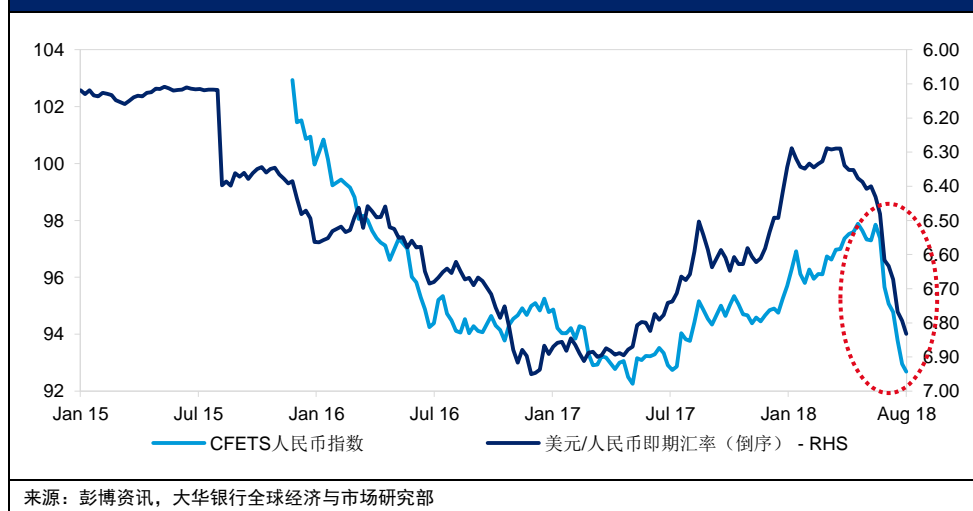
3. 中国货币市场利率和基准收益率都持续下跌。从市场角度来看，中国货币市场利率和基准收益率双双的进一步下调是造成人民币疲软的重要负面因素之一。中国的 1 月期银行间回购利率在 7 月初达到 5% 最高点，到 7 月中旬降至 3% 左右。此后，1 月期的银行间回购利率进一步下降至目前的 2.45%。就更广泛范围来看，中国国债的所有基准收益率曲线在进一步下降。特别是在后期，10 年期中国国债（CGB）基准收益率已从 1 月初的 4% 左右下降至目前的 3.45%。中国货币市场利率和基准收益率的疲软，可视为是中国人民央行为国内经济实施各种针对性流动性注入措施，以抵御不断恶化的中美贸易关系而产生的结果。此时正是美联储重申加息趋势的信心，使美联储利率和美国国债收益率保持坚挺并继续攀升之时。因此，这是影响在岸人民币汇率的重要负面因素之一。

表 3: 人民币利差持续恶化



4. 目前人民币指数疲软步伐比 2015 年和 2016 年还更加快速。这不仅是人民币兑美元的单边疲软。人民币在贸易加权基础上也同样在走弱。在 6 月中旬，广受关注的官方 CFETS 人民币指数达到 98 以下，触及最高点。此后在 7 月中旬又跌至 94，而在最新的每周更新中，该指数进一步跌破 93，达至 92.95。因此就贸易加权而言，与中国的 24 个最大贸易伙伴的货币相比，官方 CFETS 人民币指数衡量的人民币在过去两个月下降了约 5%。上周五，中国人民银行在宣布恢复 20% 准备金率之时，重申其长期关注的重点是保持人民币处于“稳定合理水平”。然而，鉴于人民币在贸易加权基础上的持续下跌，投资者对此观点普遍持不以为然的態度。实际上，过去两个月，CFETS 人民币一揽子货币指数的疲软程度比 2015 年和 2016 年还更为激烈。

表 4:人民币当前疲软步伐加速



5. 人民币在岸市场中国投资者流动的变化趋势。在今年上半年，中国投资者倾向在美元兑人民币在岸价格回升时结汇，卖出美元。这是为了利用人民币的日间疲软，并在外币汇回国内时实现更好的外汇汇率。当美元兑人民币汇率在 6 月份突破 6.50 时，6.70 水平被认为是“分界线”。之后由于 7 月中旬美元兑人民币交易突破 6.70，中国投资者流动趋势开始发生变化。现在他们似乎倾向于美元兑人民币在岸价格跌落时购汇，买入美元。这可能是导致过去两周人民币过度下跌的主要原因之一。

### 人民币在岸市场前景：当前或趋稳运行。但疲软的观点仍未改变

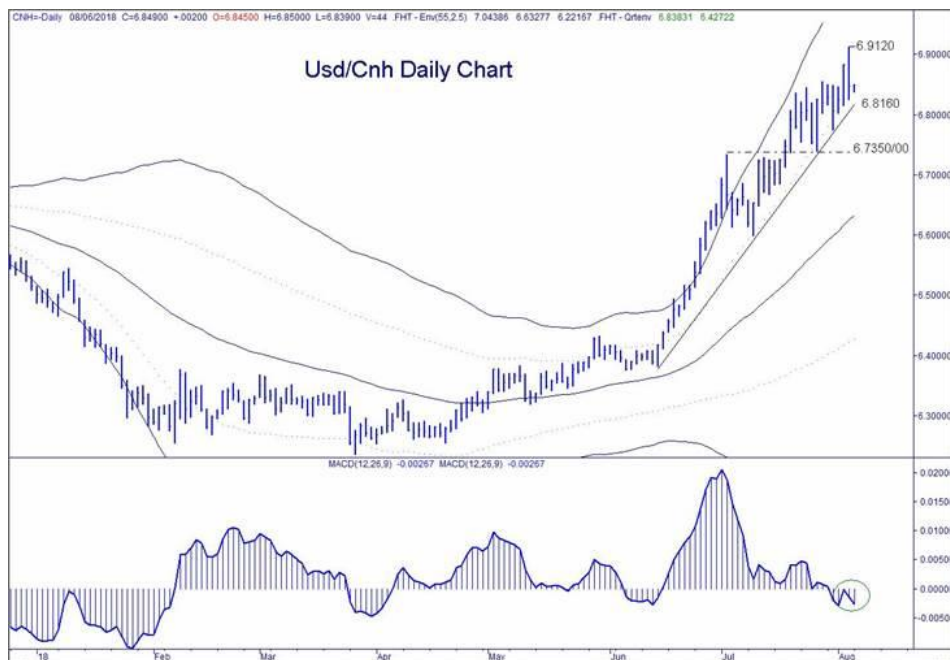
再度调回 20%准备金率后，人民币的在岸和离岸汇率均表现出积极的反应。美元兑人民币的在岸和离岸汇率已从上周五尾盘的 6.90 回落至目前的 6.83 或 6.84 水平。在今后几周内，人民币汇率可能会稳定保持在目前的 6.80 左右。从严格意义上来说，这可能达到近期的最高点。

20%的准备金率的再度恢复，可视为是中国当局发出的一个信号，即近期人民币疲软步伐过快。然而，现在断定人民币已稳定下来或可能回弹的观点可能还为时过早。如上所述，造成人民币疲软的各种负面驱动因素依然存在，并且在许多情况下还在加剧影响。

总体而言，我们对美元/人民币的趋势保持乐观的预测，预计在 2018 年年底达到 6.95，并在 2019 年中期达到 7.10。我们对 7 月 20 日发出的最新整套美元/亚洲点预测保持不变。中美贸易关系的持续恶化仍然是影响人民币在岸汇率的主要负面驱动因素之一。

毋庸置疑，我们对美元兑人民币的在岸，乃至离岸汇率的点数预测面临越来越大的二元风险。如果中美贸易关系能得以改善并达成建设性妥协，那么上周五的日间汇率水平则很可能是该周期的美元/人民币的至高点。但是，如果美国继续要对 2,000 亿美元的中国进口商品征收新一轮关税，势必引发中国实施报复性关税，为进一步避险，可能将触及 7.0 大关。

**美元/人民币：6.8430**  
短期触顶可能性加剧，但目前美元疲软仍属“纠正性”举措



上周五，美元/人民币飙升，突破 6.9000 大关（高达 6.9120），但中国人民银行（PBOC）外汇储备要求公告表明，将骤跌至 6.8260。尽管汇率在上周四和上周五创下数月以来新高，但是日平滑异同移动平均线（MACD）仍保持在负值。而且，仍然存在超买情况，这说明短期触顶风险加剧。这意味着，在数月前大幅反弹之后进行了恢复，属于“纠正性”举措，且美元疲软价格走势“不稳定”。换言之，现在熊市重要逆转尚不足以促成大幅骤跌。因此，涨势突破 6.8160 已超出支撑位，这说明上周五的 6.9120 高位只是短期触顶，已经采取了纠正性恢复举措。继 6.7350/00 的主要支撑位 6.8160 之后，低于 6.8160 的支撑位位于 6.7350/00。

来源：路透社，大华银行全球经济与市场研究部



## 免责声明

本刊仅供参考之用，任何人均不得以任何目的传播、披露、复制或依赖本刊。如与其所在国的法律法规相抵触，则任何人均不得在该国传播或使用本刊。本刊并不得被认为是与任何投资产品/证券/工具有关的购买或出售要约、建议、招揽或意见。本刊的任何内容均不构成会计、法律、监管、税务、财务或其它建议。如需了解任何投资产品/证券/工具是否符合您的投资目标、财务状况和特定需求，请咨询您自己的专业顾问。

本刊所载信息以对公开信息的某些假设和分析为基础，反映了截至出版日期时的主要情况。因此，针对（包括但不限于）各个国家、市场或公司的未来事件或表现的各项意见、预测和其它前瞻性陈述不一定能够反映实际事件或结果，也可能与实际事件或结果不同。本刊表达的观点完全是作者本人的观点，与大华银行有限公司及其子公司、关联公司、董事、高级职员和雇员（以下简称为“大华银行集团”）的实际交易仓位无关。其中的观点反映的是作者截至本刊出版日期时的判断，该等判断也可能会产生变更。

在本刊所述的证券/工具的交易中，大华银行集团可能持有头寸或其它权益，并可能会影响交易。大华银行集团发布的其它报告、刊物或文件表达的观点也可能与本刊所持的观点有所不同。尽管已经采取了各种合理的措施以确保本刊信息的准确性、完整性和客观性，但大华银行集团不对其准确性、完整性和客观性作任何明示或暗示的声明或保证。如有任何人因依赖本刊中的观点或信息而招致了任何损失或损害，大华银行集团概不承担任何责任。

本文以英文书写，中文版本仅供参考。中、英文版本若发生任何歧义，应以英文版本为准。