



宏观研究报告

2022年10月27日

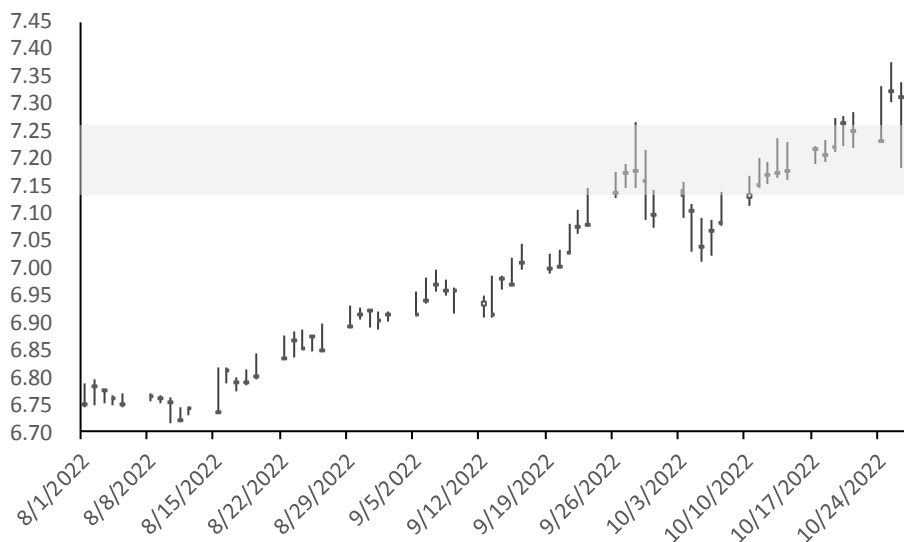
周浩

+852 2509 7582

hao.zhou@gtjas.com.hk

人民币：稳定预期之锚

离岸人民币汇率回到关键区间



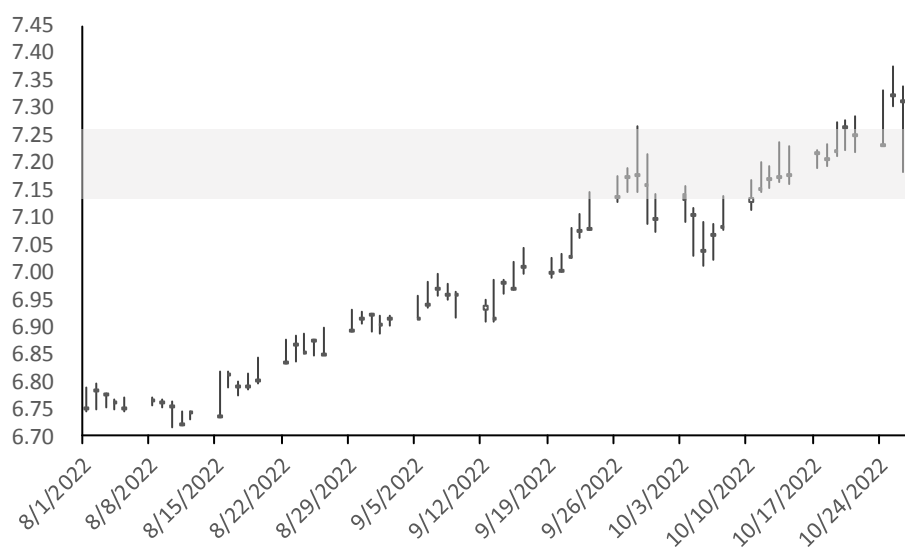
数据来源：彭博，国泰君安国际

- 离岸人民币汇率在昨日突然出现了大幅度的升值，这在很大程度上缓解了市场的悲观情绪。对于人民币汇率而言，技术上 7.23-7.25 这一位置非常关键，一旦被突破则意味着上方的贬值空间可能进一步打开。央行近期也采取了若干动作试图支撑人民币汇率，包括上调外汇准备金以及上调跨境融资宏观审慎参数，尽管此前效果并不显著，但伴随着外盘中的欧元走强，离岸人民币也一扫阴霾，并出现了快速的走强。
- 对于人民币汇率而言，其对其他人民币相关资产的影响是十分巨大的。因此保持汇率的基本稳定、防止预期失控的重要性不言而喻。从这个角度而言，避免悲观情绪过度蔓延，是金融监管中的重要考量。
- 总体而言，汇率是综合多方面因素的结果。一方面，美元指数在长时间走强后，大概率会出现一定程度的调整，这对于缓解很多其他非美货币的压力仍然十分关键。对于人民币汇率来说，其最重要的节点仍然是保持预期的稳定，从这个角度而言，某些特定的点位和区间仍然十分重要。从基本面角度来看，中国一方面保持着经常项目顺差，同时也保持着兑一篮子货币汇率的强势，同时衍生品市场体现出较为理性的预期，因此中期而言，人民币汇率仍将保持基本稳定。

离岸人民币快速升值

离岸人民币汇率在周三突然出现了大幅度的升值，这在很大程度上缓解了市场的悲观情绪。对于人民币汇率而言，技术上 7.23-7.25 这一位置非常关键，一旦被突破则意味着上方的贬值空间可能进一步打开。央行近期也采取了若干动作试图支撑人民币汇率，包括上调外汇准备金以及上调跨境融资宏观审慎参数，尽管此前效果并不显著，但伴随着外盘中的欧元走强，离岸人民币也一扫阴霾，并出现了快速的走强。

图 1: 离岸人民币快速升值



数据来源：彭博，国泰君安国际

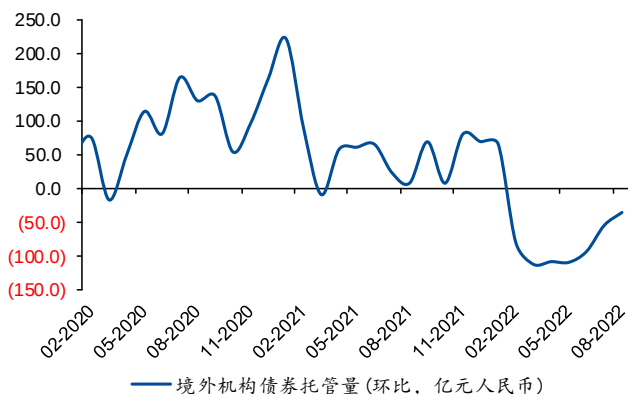
金融稳定是重中之重

对于人民币汇率而言，其对其他人民币相关资产的影响是十分巨大的。因此保持汇率的基本稳定、防止预期失控的重要性不言而喻。从这个角度而言，避免悲观情绪过度蔓延，是金融监管中的重要考量。

从一个较为宏观的角度而言，金融系统的稳定是重中之重。过去的经验表明金融市场间存在着显著的传导效应。比如今年 4 月人民币的大幅贬值也导致了境外中国国债持有量的降低（图 2），A 股及 H 股均遭受到了强烈的抛售压力。在 5 月至 7 月的时候，境外机构在岸债券的抛售压力有所缓解，和人民币的稳定保持了一致，这反映出了金融市场间存在着紧密的联系。

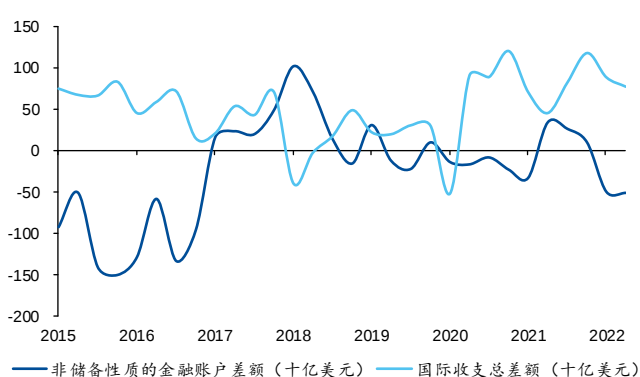
由此可见，为了确保金融系统的稳定，中国央行需要紧密关注外汇市场动态，并且会采取及时的措施以防止非必要的市场波动。我们可以预期的是，虽然短期来看人民币汇率仍然会出现一定程度的波动，但是很难出现人民币贬值失控的结果。

图 2: 外资抛售中国债券的压力有所缓解



数据来源: 万得, 国泰君安国际

图 3: 中国经常账户顺差显著



数据来源: 万得, 国泰君安国际

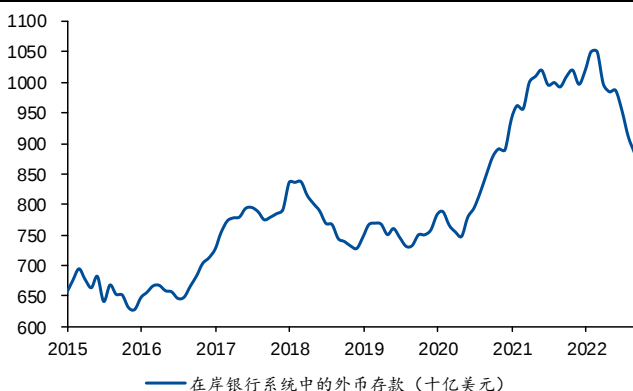
人民币汇率在中期将保持稳定

为了构建对人民币中期走势的观点，我们需要重新审视经济和市场现状。首先，目前中国经常账户顺差显著，同时也扭转了 2016 到 2020 年间经常账户余额的收窄趋势（图 3）。虽然非储备金融账户在过去两年转负，但这仍在很大程度上反映出在岸资金流入了以债券和股票为主的离岸金融市场。这也进一步表明了，中国投资者正处于迈向成熟的多元化进程中。在此过程中，成熟的投资者会使用金融衍生品来对冲外汇风险敞口，这在外汇交易者看来人民币是中性的。事实上，外汇远期市场的大规模贴水一方面反映了“人民币升值”的预期，但更表明利率平价原理正在发挥作用，也意味着衍生品市场运行平稳。换言之，鉴于外汇衍生品市场几乎没有扭曲，市场预期得到了很好的锚定。

尽管近期出口出现了一定的走软，但疫情爆发以来中国的出口一直表现尚可，出口商的美元现金积累则一直在增长，在岸外币存款也保持在高位（图 4）。截至 2022 年 9 月，中国的外币存款余额约为 8,800 亿美元，远高于 2020 年初的 7,500 亿美元。出口商出于向工人和供应商付款的需要，未来美元存款将部分转换为人民币。这种转换也将在中长期人民币汇率起到强有力的支撑作用。

从一篮子货币来看，人民币依然保持坚挺（图 5）。以中国主要国际贸易伙伴使用的一篮子货币为基础的官方人民币指数仍处于多年高位，这意味着人民币兑大量非美元货币的表现一直优于其他货币。

图 4: 在岸市场外币存款仍处在高位



数据来源: 万得, 国泰君安国际

图 5: 人民币兑一篮子货币走强



数据来源: 彭博, 国泰君安国际

保持预期稳定是关键点

总体而言，汇率是综合多方面因素的结果。一方面，美元指数在长时间走强后，大概率会出现一定程度的调整，这对于缓解很多其他非美货币的压力仍然十分关键。对于人民币汇率来说，其最重要的节点仍然是保持预期的稳定，从这个角度而言，某些特定的点位和区间仍然十分重要。从基本面角度来看，中国一方面保持着经常项目顺差，同时也保持着兑一篮子货币汇率的强势，同时衍生品市场体现出较为理性的预期，因此中期而言，人民币汇率仍将保持基本稳定。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_47958

