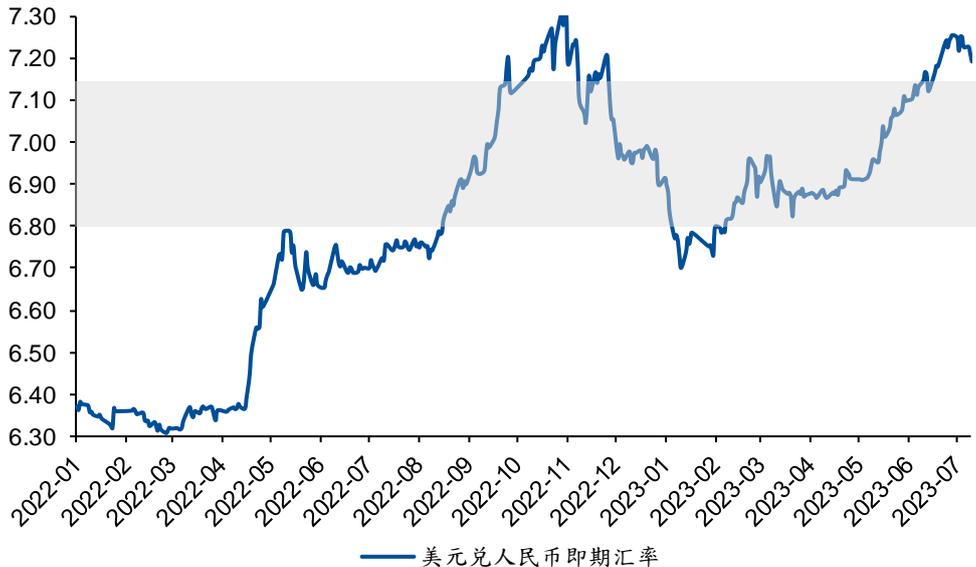




从交易员的视角如何看待人民币汇率？

美元兑人民币汇率回归 6.80-7.15 的主交易区间



数据来源：彭博，国泰君安国际

- 近期人民币汇率的走势再度牵动市场的神经，市场上关于汇率的讨论和分析也很多，笔者也不再赘述。本文希望从外汇交易员的视角来讨论人民币汇率的走势，并给出一定的市场展望。
- 外汇交易员观察市场的角度很重要，因为其扮演着最终执行者的角色，而其得到的信息不仅包括宏观经济数据和事件，也会受到各类客盘的影响，而最终其作出的决定也最终影响汇价。
- 如果站在交易员的角度去看人民币汇率，今年以来，相信最为重要的考虑因素之一就是“利差”。由于美联储不断加息，人民币与美元之间的利差从去年下半年开始转负，并不断扩大。作为外汇交易员而言，做多人民币是一个“负利差”的交易，因此这对于人民币多头而言是一个“劣势”。
- 但在 7.30 的关口，市场再度给出了方向性的选择，这意味着交易员心中仍然更加认定人民币汇率会在波动之后趋于稳定。伴随着市场预期变化，人民币汇率也大致回归至我们在去年底给定的 6.80-7.15 的主交易区间。
- 这一区间的给出，在很大程度上考量了交易的连续性、连贯性以及历史上多次关键点位争夺给市场留下的“记忆”。
- 往前看，我们认为 6.80-7.15 的主交易区间仍然有效，这也意味着人民币目前的汇率处于历史上偏弱的位置，但在未来数月内，人民币走强的概率会更大。

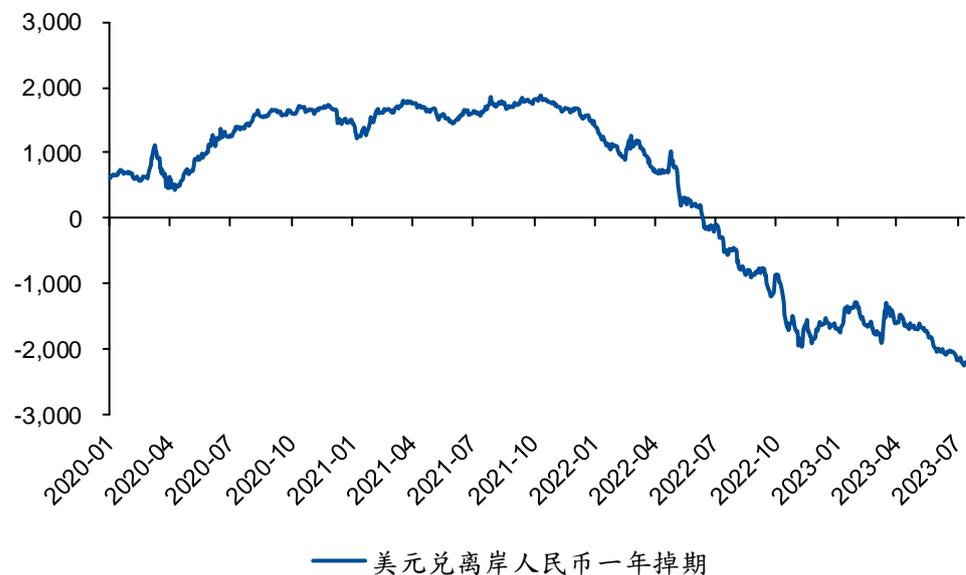
近期人民币汇率的走势再度牵动市场的神经，市场上关于汇率的讨论和分析也很多，笔者也不再赘述。本文希望从交易员的视角来讨论人民币汇率的走势，并给出一定的市场展望。

外汇交易属于宏观交易的一类，因此往往更容易受到利率、经济数据、地缘政治事件等广义的宏观事件的影响。但从另一个角度而言，外汇交易属于 OTC 市场，最终的交易都是由交易员来完成的。比如说，我们可能会通过银行进行外汇买卖，但最终的客户交易指令是由外汇交易员来完成的，我们一般在银行柜面完成的交易只是一种“形式”，外汇交易员是否真实按照客户指令来即时完成交易，存在着很多的不确定性和各种可能的“变异”——比如说推迟交易、集中交易、轧差交易甚至反向交易。

从这个角度而言，外汇交易员观察市场的角度就很重要，因为其扮演着最终执行者的角色，而其得到的信息不仅包括宏观经济数据和事件，也会受到各类客盘的影响，而最终其作出的决定也最终影响汇价。

如果站在交易员的角度去看人民币汇率，最重要的考量是什么呢？今年以来，相信最为重要的考虑因素之一就是“利差”。由于美联储不断加息，人民币与美元之间的利差从去年下半年开始转负，并不断扩大。作为外汇交易员而言，做多人民币是一个“负利差”的交易，因此这对于人民币多头而言是一个“劣势”。

图 1：做多人民币是一个“负利差”交易



数据来源：彭博，国泰君安国际

外汇掉期是衡量“利差”的最重要指标。目前而言，离岸人民币兑美元的一年掉期在-2,200 点左右，今年以来掉期点数在持续下降——这意味着做多人民币要付出越来越多的“负利差”。2,200 点对应着 365 天的交易，平均每天大约为 6 个点，年化后大约为 3%左右。换言之，外汇市场中对于一年期美元和人民币的利差定价为 3%。

从这个角度而言，尽管从宏观基本面上有各种利好中国经济的举措，但“负利差”的天然存在和扩大，对于人民币而言形成了显著的压力。当然，很多人会问，这是不是意味着人民币会一路贬值呢？

答案是否定的。在人民币兑美元汇率再度接近 7.30 的关口时，我们看到了一些“逆周期”政策的出台，其中较为关键的是境内商业银行降低美元存款利率——这意味着“负利差”在某种程度上出现了收窄。与此同时，市场也发现，人民币中间价开始出现比市场预期偏强的迹象。从这些政策而言，市场开始感受到“逆周期”调节的意图。

很多人会问，如果没有这些政策出台，难道人民币就会轻易突破 7.30 么？答案也是否定的。外汇市场有自身的惯性，也可能在短期出现快速的线性外推，但事实上一些关键点位并不容易有效地突破。举例而言，比如说上海某板块的房价长期维持在人民币 10-12 万元每平方米，尽管有些时候会有高于人民币 12 万元的成交，但这些价格的突破往往需要长期的拉锯，甚至在多次拉锯后会短期回落至比人民币 10 万元更低的位置。换句话说，市场对于一个新的价位的适应过程可能比预想的要长很多，甚至可能在某些价位形成的所谓“新常态”只是一个“假象”。从这个角度而言，年资越长的交易员，越不相信所谓的“定论”和“共识”，因为这些往往是市场在短期交易中形成的一些固化的刻板印象而已。

说到这里，相信很多人会更加疑惑，到底什么因素是外汇市场的主导因素？答案是交易员的内心。

交易员也是人，其内心也会受到情绪左右。因此，我们会看到汇价经常会出现爬升之后的崩塌，这背后有两种情绪——当汇价开始爬升时，交易员往往愿意采取“跟随”策略，而当汇价到达某一个有些“陌生”的区域后，交易员往往会产生“畏高”心理，而一旦这种情绪产生并蔓延，就会产生反向的崩塌和新的“跟随”。

这种情绪屡见不鲜，几乎每天都在发生。技术分析在一定程度上可以帮助理解这背后的情绪，技术分析中蕴含的时空概念，事实上反映出交易情绪的累积和释放在两个不同维度上的相互转换。

与此同时，交易是连续的，换言之交易员是有“记忆”的，因此情绪的变换经常看起来是“突变”的，但事实上却有着“连续性”，这跟股票市场上的“逢缺必补”有着一定的相似性——情绪的短期“跳跃”往往最终会通过另外的一种方式来实现时空上的回归——尽管看起来存在“错位”。

把这些放在人民币汇率的分析中，我们在去年底给出了一个大致的美元兑人民币交易区间——6.80-7.15。在过去的一段时间内，这个区间总体是有效的，这个区间的给出，基于以上的种种判断。

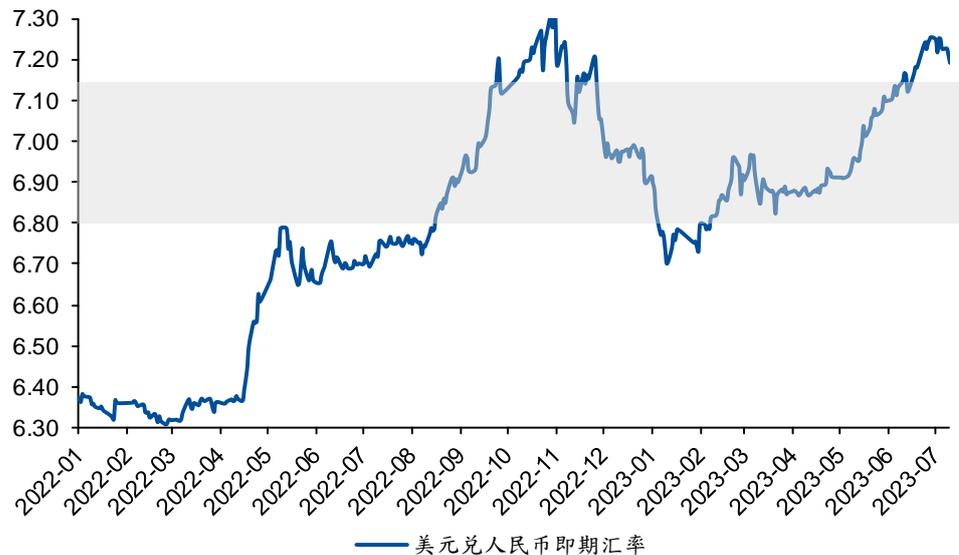
首先，“负利差”交易对于人民币是一个“劣势”，因此即使我们总体看空美元，但也不能轻易给出人民币单边走强的预测；

第二，市场是连续的，因此很难从之前的一个接近 7.30 的区间（大约在去年第四季度）迅速转向另一个陌生的区域，所以主区间不应该偏离之前的区域太远；

给出 7.15 的原因是再之前一次人民币汇率曾经在这一位置附近交易 (2019-2020 年), 因此市场再度走入这一区间不会感到太“陌生”。如果上方确定在 7.15 附近后, 那么以 7 为轴, 下方区间大约在 6.80-6.85 左右, 考虑到 6.80 曾在历史上多次被多空争夺, 因此我们认为 6.80 的位置更加关键。

第三, 考虑到之前一次接近 7.30 背后的情绪较为极致, 因此我们认为这一情绪再度出现的概率较低, 同时市场也会有自我学习的过程, 再度接近 7.30 时也不太会出现“风声鹤唳”, 因此其回归 6.80-7.15 的主区间过程不会像去年底那么剧烈。

图 2: 人民币的主交易区间仍然大致成立



数据来源: 彭博, 国泰君安国际

往前看, 我们认为 6.80-7.15 的主交易区间仍然有效, 这也意味着人民币目前的汇率处于历史上偏弱的位置, 但在未来数月内, 人民币走强的概率会更大。

基本面角度而言, 未来关注的焦点仍然是“利差”——最终而言, 外汇交易仍然是一个宏观交易, 基本面的变化仍然是所有考量的中心。从这一点而言, 主要的宏观因素仍然与此前半年类似。

确定了主要的基本面“锚指标”后, 边际变化对汇率的影响就开始显现出来。比如说美联储加息的节奏变化、中国房地产市场的成交变化以及市场对于未来中美两国各类政策的各种新的解读和反应, 这样的一些边际变化在交易员的心中形成预期的变化, 从而会推动汇价的变化。从交易员的视角而言, 边际变化更多体现为日间波动, 但心中的定价锚影响的是关键时刻的方向选择。

个股评级标准

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间: 6至18个月

评级	定义
买入	相对表现超过 15% 或公司、行业基本面展望良好
收集	相对表现 5% 至 15% 或公司、行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或公司、行业基本面展望中性
减持	相对表现-5% 至 -15% 或公司、行业基本面展望不理想
卖出	相对表现小于-15% 或公司、行业基本面展望不理想

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间: 6至18个月

评级	定义
跑赢大市	相对表现超过 5% 或行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或行业基本面展望中性
跑输大市	相对表现小于-5% 或行业基本面展望不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上。
- (4) 国泰君安或其集团公司在过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安或其集团公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 没有任何受聘于国泰君安及其集团公司的个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安及其集团公司有联系的个人为本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)对购入、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安与其集团公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

国泰君安的销售人员, 交易员和其他专业人员可能会口头或书面提供与本研究报告中的观点不一致或截然相反的观点或投资策略。国泰君安的资产管理和投资银行业务团队亦可能会做出与本报告的观点不一致或截然相反的投资决策。

本研究报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安不会对该等资料的准确性和完整性做出任何承诺。本研究报告中可能存在一些基于对未来政治和经济状况的某些主观假定和判断而做出的前瞻性估计和预测, 而政治和经济状况具有不可预测性和可变性, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资之目的和当中的风险, 如有需要, 投资者在决定投资前务必向其个人财务顾问咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对且无意向任何隶属于或位于某些司法辖区内之人士或实体发布或供其使用, 如果此等发布、公布、可用性或使用会违反该司法辖区内适用的法律或规例、或者会令国泰君安或其集团公司因而必须在此等司法辖区范围内遵守相关注册或牌照规定。

© 2023 国泰君安证券(香港)有限公司 版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtjai.com