

外汇专题

2023年09月08日

研究员：沈忱

期货从业证号：

F3053225

投资咨询资格编号：

Z0015885

✉：shenchen\_qh@chinastock.com.cn

## 底线思维下的人民币汇率走势

### ——写在离岸人民币汇率跌近前期低点之时

#### 正文：

近期，尽管央行刚刚下降了外汇存款准备金，但是，人民币兑美元走势依旧难以摆脱下跌走势，9月8日，离岸价最低跌到了7.3621元，和去年低点7.3745元仅仅一步之遥。

是什么原因导致人民币汇率下跌？是美元指数上升吗？笔者对美元指数上升对人民币兑美元汇率的影响观点是一致的，即美元指数对人民币兑美元汇率的影响是间接的，是通过中间价实现的，而且，由于人民币在作为一种不完全可兑换货币，人民币实际上是和美元保持相对固定关系参与国际浮动的，美元指数上涨，即美元兑非美元货币上涨，其实就是人民币兑主要非美元货币的上涨。下图揭示了9月以来因为美元指数上涨，导致，欧元、英镑兑人民币汇率的下跌。

图 1: 美元指数, 欧元和英镑兑人民币走势比较



数据来源: Wind、银河期货

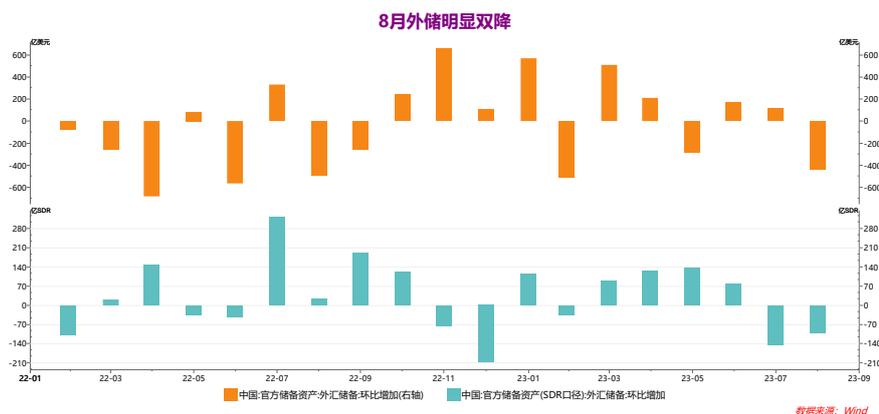
同时, 笔者一直认为不要轻易看空美元。看空美元的观点显然至少忽视了两个基本变化, 一是乌克兰战争, 二是以人工智能等为代表的新技术革命在美国方兴未艾。

如果我们把汇率的下跌归咎于美元指数等外因是违背唯物论的, 唯物论告诉我们, 内因是主要因素, 外因是通过内因起作用的。

内因就是近期公布的宏观数据依旧差强人意。

昨天公布的国际储备数据显示, 以美元和 SDR 计值的国际储备资产均出现了明显的下跌。下跌的原因当然有美元指数和美债等境外资产收益率上升的原因, 但更重要的是陆港通净买入资金大量流出、贸易顺差明显缩小等交易性原因。

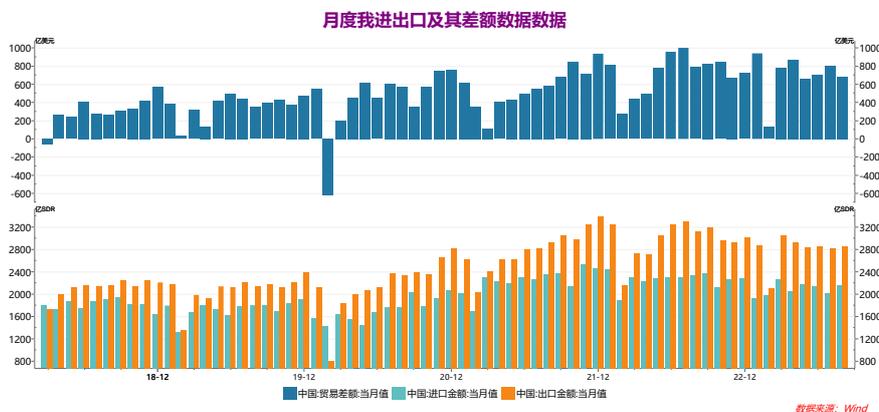
图 2: 8 月外储明显双降



数据来源: Wind、银河期货

昨天公布的外贸数据也是乏善可陈, 尽管有所谓同比下跌收窄之说, 但是当看到去年 8 月, 无论是贸易差额还是出口额均是明显低于当年 7 月, 是个低基数的数据。8 月贸易顺差 683 亿美元, 但环比下降 15.18%, 同比下降 13.09%。

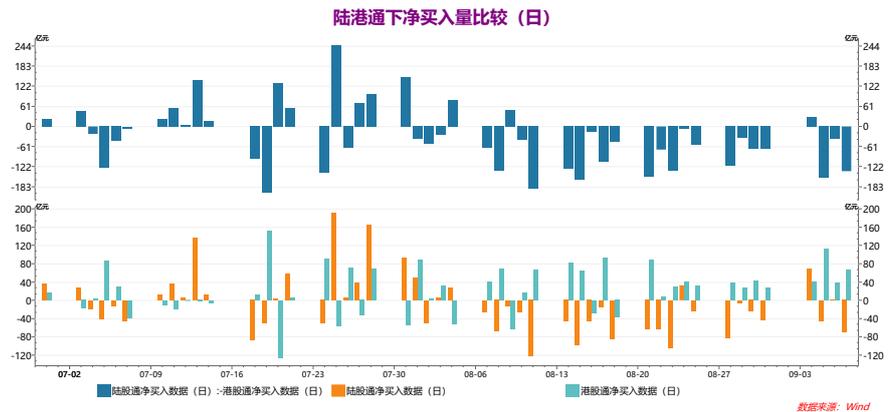
图 3: 月度我进出口及其差额数据数据



数据来源: Wind、银河期货

尽管有关方面对资本市场近期采取了种种积极政策, 但近日, 多数交易日陆港通下资金依旧表现未净流出, 昨天, 北上资金净买入量依旧达到-70.72 亿元, 相反, 南下资金净买入量达到 65.25 亿元, 导致陆港通下资金净卖出 135.97 亿元。

图 4: 陆港通下净买入量比较 (日)

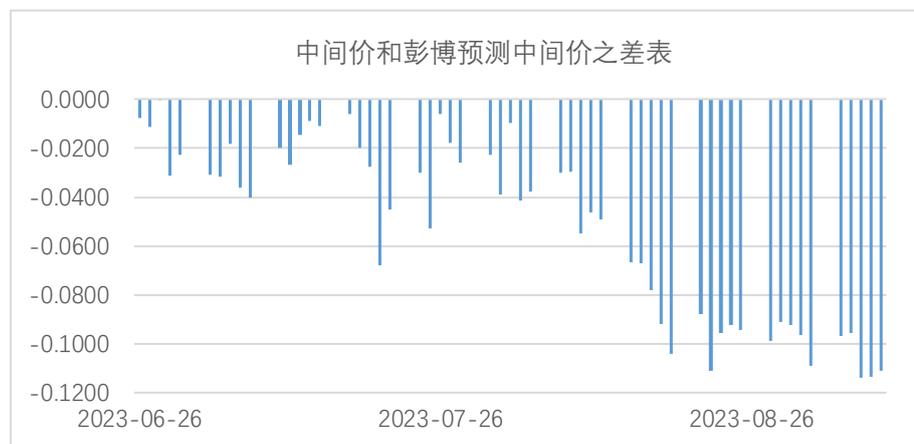


数据来源: Wind、银河期货

央行针对汇率的政策依旧是综合施策，以我为主。

一是继续启用逆周期因子，改变中间价既定制定规则，但从最近几次效果看，边际效果递减。尽管，近期力度加大。

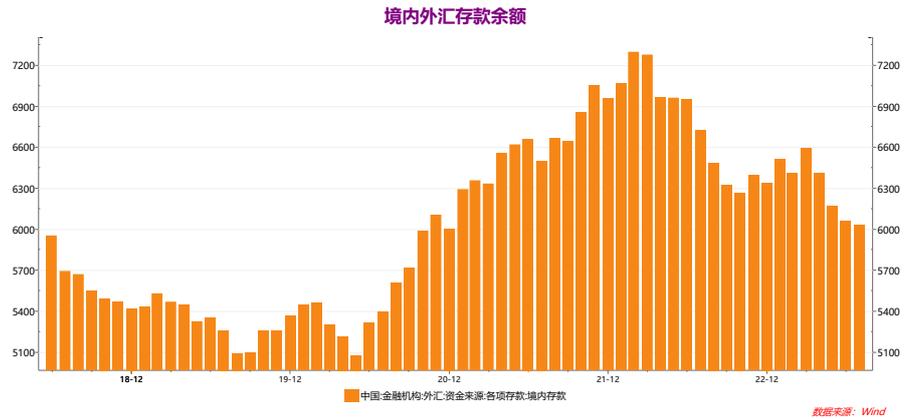
图 5: 央行持续启用逆周期因子



数据来源: 彭博、银河期货

二是上周下调了外汇存款准备金，但正如笔者在《评央行下调外汇存款准备金 2 个百分点》一文分析的那样，一方面外汇存款余额出现了明显的下降。

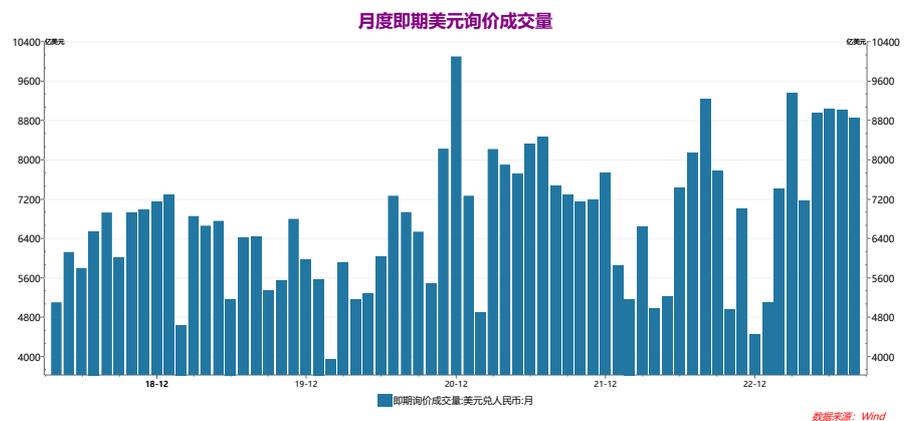
图 6：境内外汇存款余额



数据来源：Wind、银河期货

另一方面是降准释放的流动性和在岸市场每天的即期询价成交量相比，杯水车薪。目前，在岸市场的每天美元即期询价成交量就达到 300-400 亿元，月度达到 9000 亿元。

图 7：月度即期美元询价成交量



数据来源：Wind、银河期货

三是收缩离岸人民币流动性。导致近期各期的离岸人民币 HIBOR 出现狂飙。

图 8: HIBOR (CNH) 和 SHIBOR 比较



数据来源: Wind、银河期货

目前看，央行的以前实施的间接调控手段以及空间相对有限。即央行上周降低外汇存款准备金后，实际上，在 2023 年，其通过调整金融机构和企业跨境融资审慎系数、启用逆周期因子、调整外汇存款准备金等，将间接调控手段用到了一个新的高度。

但是，央行还可以通过直接干预甚至行政干预外汇市场，因此，在这个意义上央行的工具箱确实不缺乏调控工具。问题是央行在以我为主，兼顾内外的政策指引下，是不是会持续干预。理论上只有国内经济稳定，摆脱恢复性经济增长的曲折性和波段性才能实现汇率的稳定。

高层早就指出，面对风高浪急的国内外形势，要有底线思维和极限思维，面对汇率波动的外汇风险，更要相应央行号召，做到汇率风险中性。特别是潜在的购汇企业要进行锁汇操作，实现汇率风险中性，降低进口或支付外债本息成本等。

## 作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

## 联系方式

### 银河期货有限公司 金融衍生品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 楼

网址：[www.yhqh.com.cn](http://www.yhqh.com.cn)

电话：400-886-7799

