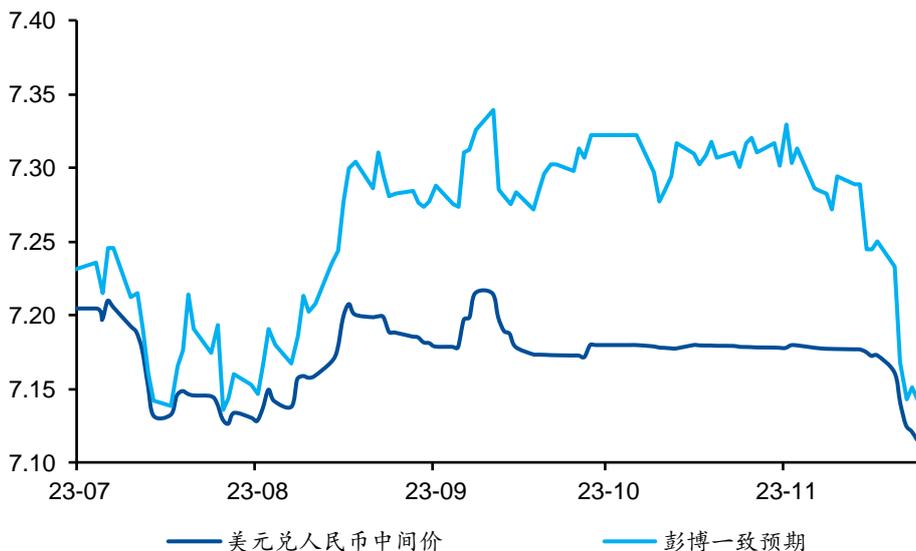




## 如何理解人民币中间价？

人民币中间价 8 月以来一直强于市场预期



数据来源: Bloomberg, 国泰君安国际

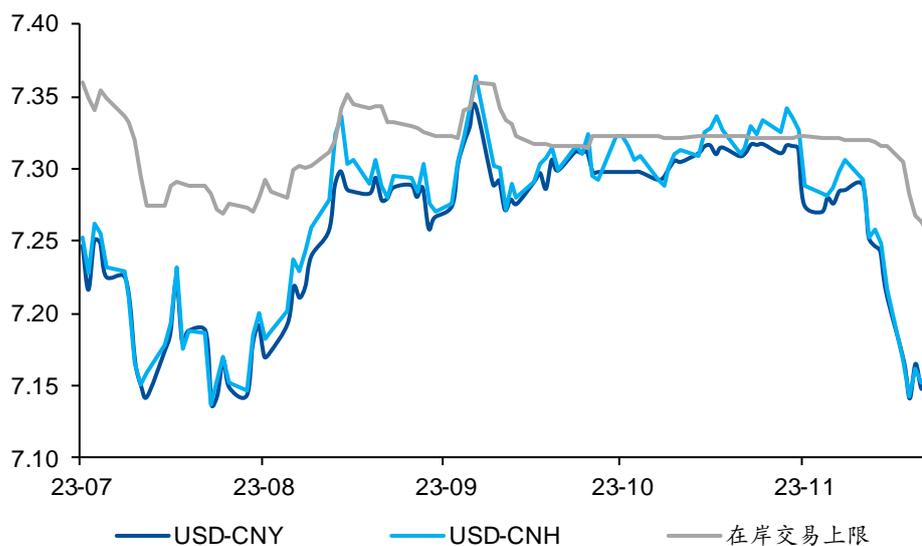
- 离岸人民币的走势在过去一周先扬后抑。我们本以为在 7.17 位置出现一定的争夺。但事实上，离岸人民币在 7.17 一线几乎也没有遇到太多的抵抗，但却在 7.12 的重要技术关口出现阻力，并在周五收盘在 7.15 附近。
- 7.15-7.17 的区间虽然很狭窄，却是我们之前提到的两个重要的点位。7.17 是此前中间价连续定价的位置，7.15 则是今年以来重要的交易关口，在某种程度上可以被认为是人民币汇率的“牛熊线”。从过去一周的市场反应来看，市场在这些关键点位出现争夺，也印证这些位置的重要性。
- 市场眼下需要解释的是这样两个问题，首先，人民币中间价是否会持续走强？从某种意义上，这也取决于即期汇率的走势。事实上，中间价的“指导”意义，往往在市场预期较为单边时，才显得更为重要。眼下，市场似乎更像在一个十字路口徘徊——从股指的表现来看，这种犹豫似乎更加明显。毋庸讳言，中间价不会让市场得出更加清晰的答案。
- 另一个问题是未来人民币汇率会如何演绎。在一段时期的“神仙打架”后，我们倾向于市场力量会逐步重回主导。尽管市场预期显得挣扎，但在人民币汇率 200 日均线附近的选择，表明外汇交易员并没有放弃思考。
- 中间价的重要性，在被市场长期忽视后，才会显得更加关键。而当聚光灯亮起时，我们看到的，可能是自己。

离岸人民币的走势在过去一周先扬后抑。我们本以为在 7.17 位置出现一定的争夺。但事实上，离岸人民币在 7.17 一线几乎也没有遇到太多的抵抗，但却在 7.12 的重要技术关口出现阻力，并在周五收盘在 7.15 附近。

做空美元仍然是外汇市场的共识。值得一提的是，日元在周四下午也开始了突然的上扬，这也表明大家在寻找相对可靠或者说阻力较小的交易标的。从某个角度而言，做空美元成为市场的主流交易，这从欧元的强势可见一斑——即使欧元区的经济数据表现一般，欧元仍然具备击穿 1.10 的动力。

如果抛开美元这个外部因素，人民币汇率本身在过去几天的走势，事实上会影响到市场在未来一段时间的布局。我们还是从 7.17 说起，为什么我们一直强调 7.17 这个位置？首先，美元兑人民币的中间价在过去 2 个多月中一直保持在这一位置，从美元兑人民币 +/-2% 的区间来看，在岸人民币兑美元的弱侧交易极值在 7.31 附近，亦或可以视为人民币汇率的“底线”。这一“底线”事实上对于离岸人民币也形成了一定的“指导”，虽然离岸人民币没有官方的交易区间，但在岸价格在很大程度上会阻止其出现过度的单边走势。

图 1: 人民币中间价成为了“稳定器”



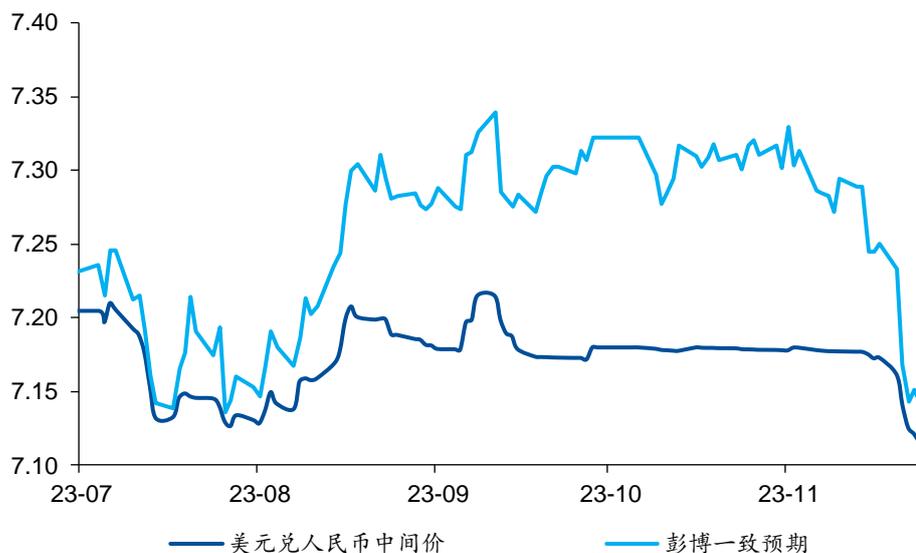
数据来源: Bloomberg, 国泰君安国际

从这个角度而言，当人民币汇率回到 7.17 一线后，中间价完成了一个阶段性的任务。而未来中间价如何制定并影响市场，则成为了下一个市场关注的焦点。在过去的几天中，人民币中间价的总体态势仍然比市场预期更强，在连续定价在 7.12 附近后，周五美元兑人民币的中间价进一步走弱到 7.1151。从离岸人民币即期汇率的波动来看，市场在周一至周三对于中间价走强有明显反应，周四晨间也有跟随的迹象，但周五就开始再度偏离中间价，并在晚间再度回到 7.15 一线交投。

7.15-7.17 的区间虽然很狭窄，却是我们之前提到的两个重要的点位。7.17 是此前中间价连续定价的位置，7.15 则是今年以来重要的交易关口，在某种程度上可以被认为是人民币汇率的“牛熊线”。从过去一周的市场

反应来看，市场在这些关键点位出现争夺，也印证这些位置的重要性。

图 2: 人民币中间价8月以来一直强于市场预期

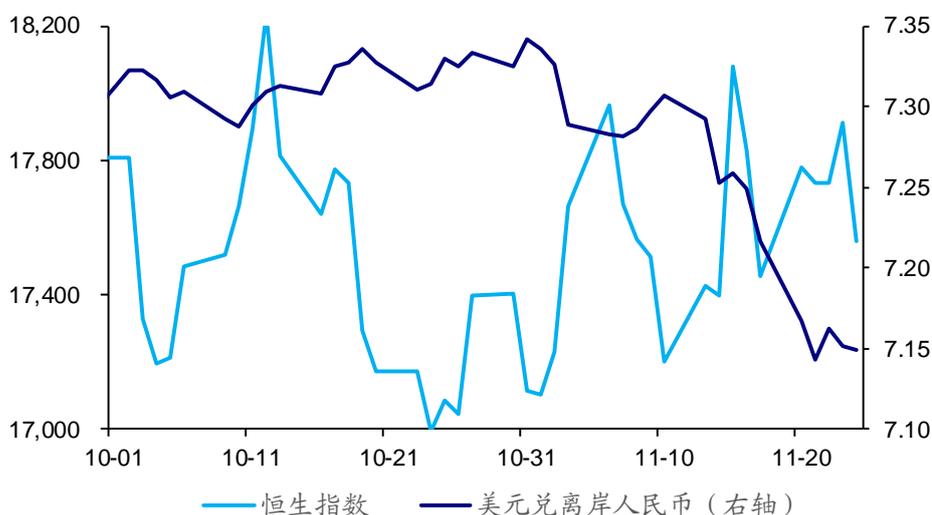


数据来源: Bloomberg, 国泰君安国际

市场眼下需要解释的是这样两个问题，首先，人民币中间价是否会持续走强？从某种意义上，这也取决于即期汇率的走势。事实上，中间价的“指导”意义，往往在市场预期较为单边时，才显得更为重要。眼下，市场似乎更像在一个十字路口徘徊——从股票市场的表现来看，这种犹豫似乎更加明显。毋庸置疑，中间价不会让市场得出更加清晰的答案。

另一个问题是未来人民币汇率会如何演绎。在一段时期的“神仙打架”后，我们倾向于市场力量会逐步重回主导。尽管市场预期显得挣扎，但在人民币汇率 200 日均线附近的选择，表明交易员并没有放弃思考。眼下，交易员会将更多的关注目光放在政策和数据端，尤其考虑到年底本身是较为关键的政策窗口期。如果来年的数据“给力”，市场的积极反馈也会水到渠成。

图 3: 股票市场比汇率显得“纠结”



数据来源: Bloomberg, 国泰君安国际

### 个股评级标准

参考基准:香港恒生指数

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

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) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属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) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司在过去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) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属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国际控股有限公司及/或其附属公司的个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安国际控股有限公司及/或其附属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.gtja.com.hk