

中国宏观简评

近期人民币的“抛压”来自何方？

再谈如何看待人民币贬值有所加速的现象

虽然央行行长易纲7月3日发表讲话稳定人民币汇率预期后，离岸人民币汇率暂稳，近几日CNH兑美元汇率再现加速贬值态势，并带动美元兑其他国家货币走强，尤其是发展中国家货币。继我们6月28日对人民币加速贬值的简评后¹，在此我们更新人民币近期再次走弱可能的原因，及潜在的演变。

如我们之前简评所述，近期中美利差收窄、短期贸易战的（心理）影响及海外上市中资企业7-8月集中分红的需求6月中来对人民币汇率带来一定压力²。除此之外，我们再次补充另外两点可能影响人民币短期供需的因素：

▶ 6月底来，中国公司海外发债有关规定收紧，而适逢这个月开始迎来海外债到期高峰。另外，上一轮人民币升值到6.7附近时中国公司海外发债明显加速，近期人民币快速贬值也可能触发一些“对冲”需求（即减持人民币减小外汇风险敞口）。如图表1所示，从2015年9月（汇率压力较大时）发改委鼓励企业境外发行外币债，并把1年以下海外债改为登记制，到2018年5月开始收紧海外发债规则。进而，2018年6月28日，发改委发布“706”号文，全面收紧地产开发商与城投公司海外发债；同日，媒体报道发改委收紧企业发行364天美元债的相关规定³，我们观察到6月28日以后企业海外债券发行明显放缓。与此同时，2018年7月开始迎来海外公司债集中到期。从操作层面看，一方面外币债融资放缓，而另一方面偿还压力上升，都驱使这些海外发债的公司还（买回）美元，同时减持人民币。另一方面，如图表2所示，上一轮中资企业海外发债在人民币升值到6.70附近的时候开始明显加速。本轮人民币快速跌穿6.70后，也可能逐步触发一些“对冲”需求，以减小实际意义上“卖空美元、做多人民币”的风险敞口。

▶ 境内股市走势较为疲弱也可能触发海外资金流出内地及香港中资股市场——近期股市与汇市的“联动”效应非常明显（图表7）⁴。截止2018年3月，外资持有股票市值是1.2万亿元，相比2017年初的0.7万亿净增了0.5万亿元。截止2018年6月底，按资金口径计算，北向净流入5077亿元。在市场疲弱的环境下，我们已经观察到海外资金对中资市场的风险偏好在减弱——香港已现净流出，而沪深港通北向资金的流入在近期也明显放缓。这些因素都在边际上减少了人民币的需求（图表3）。

分析员

易恒

SAC 执证编号: S0080515050001
SFC CE Ref: AMH263
eva.yi@cicc.com.cn

分析员

梁红

SAC 执证编号: S0080513050005
SFC CE Ref: AJD293
hong.liang@cicc.com.cn

近期研究报告

- 宏观经济 | 央行进一步明确资管新规执行事项，增强新规可操作性 (2018.07.20)
- 宏观经济 | 2季度内需增长走弱 (2018.07.16)
- 宏观经济 | 经济活动增速有所回落，金融条件维持偏紧态势 (2018.07.16)
- 宏观经济 | 为什么政策制定者应当关注资本市场的价格信号？ (2018.07.15)
- 宏观经济 | 财政支出力度加大，增值税减税效果显现 (2018.07.13)

¹ 具体有关这些人民币“抛压”的分析，请参见我们2018年6月28日发布的中国宏观简评《如何看待近期人民币贬值有所加速的现象？》。

² 请参见我们2018年6月28日发布的中国宏观简评《如何看待近期人民币贬值有所加速的现象？》。

³ 由于发改委2015年9月14日规定，企业在发行364天或更短的海外债券时无需事先向发改委备案。

⁴ 请参见我们2018年7月15日发布的中国宏观简评《为什么政策制定者应该关注资本市场的价格信号？》。

海外企业债相关政策的“反复”、以及对对中国相关资产风险偏好的减弱都给人民币带来边际的卖出压力。但据我们观察，迄今为止人民币走弱可能非货币当局有意为之，目前并未出现大幅度资本外流的现象，而人民币卖盘中狭义的纯“投机”头寸也并不高——这三点有别于2015年8-11“汇改”及之后的人民币走势。首先，我们维持之前的观点，即鉴于目前人民币中间价的定价并未系统性偏离“预期值”，人民币近期走弱应该并非央行有意引导。另外，值得注意的是，人民币中间价定价公式“顺周期”性的确较强——即前一天收盘价对第二天的中间价定价影响较大。另外，虽然6月以来在岸人民币的交易量有所走高，我们目前并未监测到大规模外汇流出——如央行6月发布的资产负债表显示，外汇占款反而小幅上升（图表4）。再者，有意思的是，与2015-16几次大幅资本流出“月份”的出现的表征不同，本次人民币走弱过程中人民币的远期汇率并未计入更大幅的贬值，显示本次人民币“卖盘”中投机的成分可能并不高（图表5）。这一现象也启发我们在本文中“寻找”人民币的真实卖出压力来自何方。

虽然目前人民币走弱的预期及其带来的资本外流压力可能不及2015-16年，但我们需要重申，在目前的宏观环境下，任由人民币贬值预期进一步发酵是“得不偿失”的。目前看来，各项去杠杆政策叠加已经导致金融条件较快收紧，增长、通胀及企业现金流面临一定的压力。在货币条件亟需由“快速紧缩”调整到“中性化”的背景下，保持外汇占款的稳定至关重要。不同于其他的经济体，由于中国有管理的汇率机制及资本管制的政策，在对人民币汇率预期较弱的情况下，汇率贬值可能会引发资本外流。而如今的宏观背景下，资本外流带来的基础货币紧缩无疑会加大政策调整的复杂性和难度，其中包括对国内利率和准备金的调整潜在的掣肘。当然，即使如此，国内经济政策的调整仍然应该主要以内需为导向。

我们认为，人民币大幅贬值的可能性较低，主要是基于我们认为美元继续上行空间有限的预测⁵。短期内，央行可以通过与市场的沟通、调节中间价等方式稳定汇率预期；而中长期看，只有稳经济、稳预期，才能有效稳住人民币汇率。决定人民币汇率和资本流动最根本的因素还是对中国投资回报率的预期（图表6）。同时，我们看到，近期人民币汇率与国内资本市场的联动也较为明显（图表7）。在当前时点下，稳定投资者对中国增长、企业盈利及资产质量的预期才是中长期稳定人民币汇率预期最有效的政策。所以，更快、更有力、更协调的政策调整有利于稳定汇率预期——操作层面，货币政策中性化、财政发力、及监管取向更务实缺一不可。周五晚发布的资管新规指导意见是金融监管向更“务实”、“可操作”的方向调整的积极信号⁶。

图表 1: 2015 年来中资企业海外发债的相关规则的变化

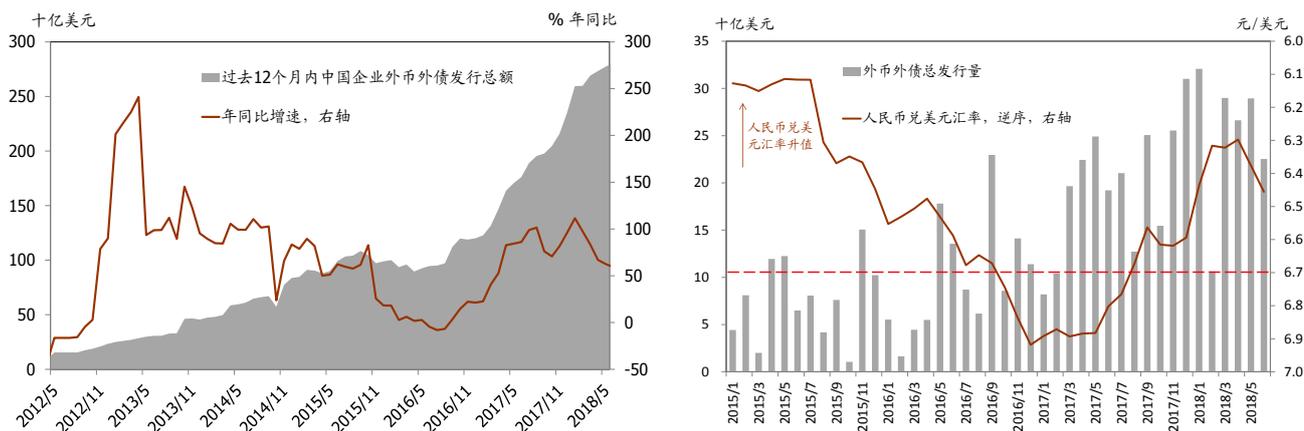
时间点	主要事件/文件	文件/事件摘要	资料来源
2015年9月14日	《关于推进企业发行外债备案登记制管理改革的通知》(简称“2044号文”)	1.将企业发行中长期外债(一年以上)由事先向国家发改委申请额度审批改为事先向国家发改委备案登记 2.鼓励资信状况好、偿债能力强的企业发行外债，募集资金根据实际需要自主在境内外使用，优先用于支持“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带与国际产能和装备制造合作等重大工程建设和重点领域投资。	http://www.ndrc.gov.cn/fzgggz/wzly/zcfg/201509/t20150915_751029.html
2018年5月11日	《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》(简称“706号文”)	1.强调拟举借中长期外债企业要充分论证发行外债的必要性、可行性、经济性和财务可持续性，同时依托自身资信状况制定外债本息偿付计划，落实偿债保障措施。 2.严禁企业以各种名义要求或接受地方政府及其所属部门为其市场化融资行为提供担保或承担偿债责任。	http://www.mof.gov.cn/mofhome/yusuan/zhuantilanmu/dfzgj/zcfg/201805/t20180517_2899774.html
2018年6月28日	国家发展改革委有关负责人就“706号文”答记者问	1.境外发债主体结构有待进一步优化，比如地方城投公司评级整体较低，房地产企业境外发债规模增长较快等。 2.引导规范房地产企业境外发债资金投向，房地产企业境外发债主要用于偿还到期债务，限制房地产企业外债资金投入境内外房地产项目、补充运营资金等。	http://www.ndrc.gov.cn/gzdt/201806/t20180627_890457.html
2018/6/28-29		据媒体报道，发改委收紧企业发行364天美元债的相关规定；次日发改委表示并未考虑禁止企业发行364天期美元债。	https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-06-28/china-takes-new-steps-to-curb-builders-access-to-foreign-debt http://www.ndrc.gov.cn/gzdt/201806/t20180629_891170.html

资料来源: 发改委, 财政部, 中金公司研究部

⁵ 请参见我们2018年6月3日发布的海外宏观专题报告《美国经济与美元是否会(继续)“一枝独秀”?》。

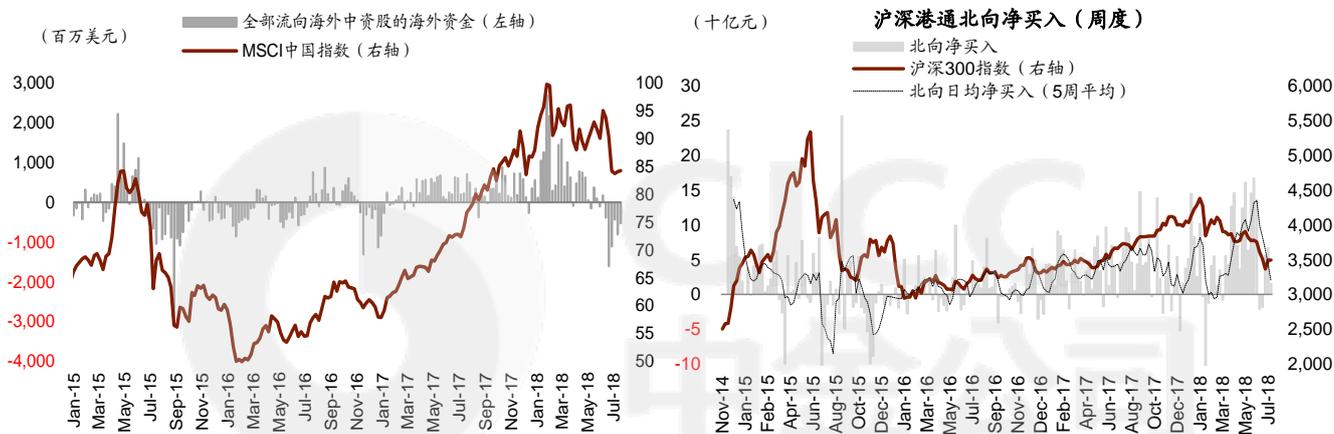
⁶ 请参见我们2018年7月20日发布的中国宏观简评《央行进一步明确资管新规执行事项、增强新规可操作性》。

图表 2: 2016 年来中资企业海外发债明显加速, 而上一轮人民币升值至 6.70 后海外债发行加速



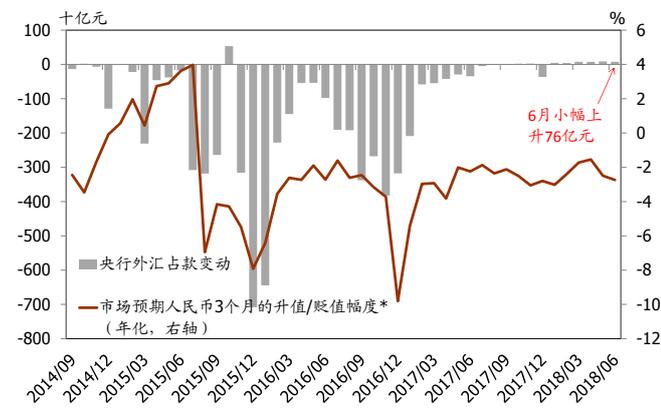
资料来源: CEIC, 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 3: 海外资金对中资资产的风险偏好近期有所下降, 也加剧了短期人民币的抛压



资料来源: CEIC, 彭博资讯, 中金公司研究部

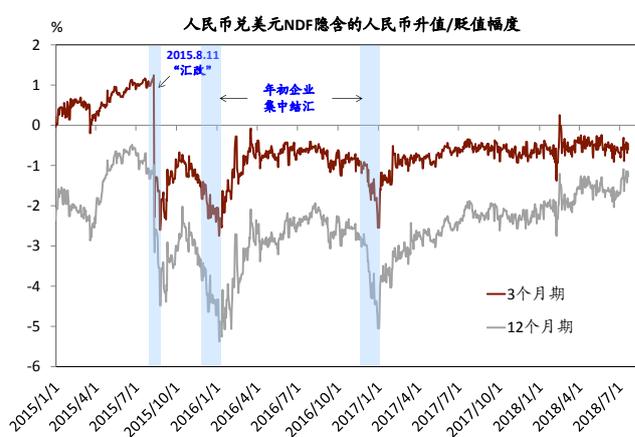
图表 4: 与 2015-16 不同, 本次贬值迄今未引发大规模资本外流



* 3个月人民币兑美元NDF隐含了市场预期的人民币未来3个月的贬值幅度

资料来源: CEIC, 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 5: 与 2015-16 年人民币贬值期间不同的另一个现象是, 远期并未计入更多贬值



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

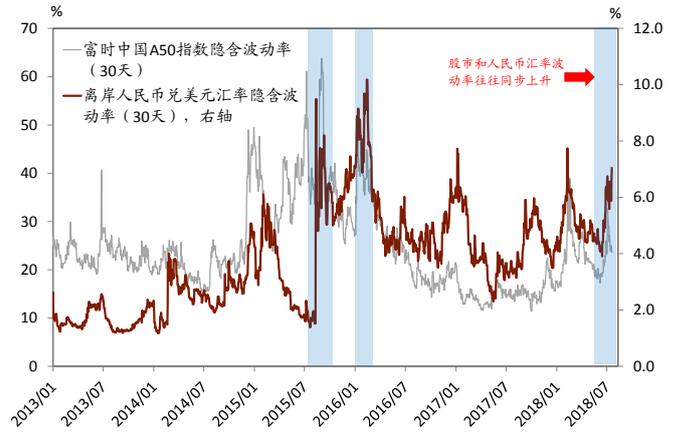
图表6: 人民币汇率最根本的决定因素仍是预期收入增长



* 12个月人民币兑美元NDF隐含了市场预期人民币年度贬值幅度

资料来源: CEIC, 彭博资讯, 中金公司研究部

图表7: 近期股指与人民币汇率的联动明显加强



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部



CICC
中金公司

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908

编辑：樊荣

北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海黄浦区湖滨路证券营业部

上海市黄浦区湖滨路168号
企业天地商业中心3号楼18楼02-07室
邮编: 200021
电话: (86-21) 56386-1195、6386-1196
传真: (86-21) 6386-1180

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心B座13层1311单元
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海浦东新区世纪大道证券营业部

上海市浦东新区世纪大道8号
上海国金中心办公楼二期46层4609-14室
邮编: 200120
电话: (86-21) 2057-9499
传真: (86-21) 2057-9488

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

西安雁塔证券营业部

西安市雁塔区二环南路西段64号
凯德广场西塔21层02/03号
邮编: 710065
电话: (+86-29) 8648 6888
传真: (+86-29) 8648 6868



CICC
中金公司