



宏观专题

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

联系人

王洋

资格编号: S0120121110003

邮箱: wangyang5@tebon.com.cn

相关研究

《怎样看中美元差收窄下的汇率贬值压力？——大类资产比价关系研究之一》

《本轮人民币贬值的合理位置在哪里？——大类资产比价关系研究之二》

《人民币隐含波动率高企意味着什么？（上）——大类资产比价关系研究之三》

《兑现“衰退预期”需要分几步？——大类资产比价关系研究之四》

《大宗商品何时启动新一轮下跌？——大类资产比价关系研究之五》

《人民币贬值后货政宽松走向何方？——大类资产比价关系研究之六》

贬值为何没有导致 AH 股溢价回落？

——大类资产比价关系研究之七

投资要点：

- 本轮人民币汇率贬值以来，AH 股溢价继续维持在高位，此种情形下 H 股或具备“类固收”资产属性。

➢ 人民币贬值的幅度：7.20 或是“双重底线”。尽管美元兑人民币在岸和离岸汇价渐渐逼近 2019 年 9 月份的高点，但是汇率市场上正在浮现积极的信号，一方面 9 月份以来人民币显现对欧元和日元等货币的贬值迹象，或是诱发人民银行加强汇率政策调控的关键因素；另一方面，人民币汇率贬值后，买盘积极浮现，或对汇价形成支撑。目前人民币汇率在释放部分贬值后，短期或存在一定超调，但是从四季度中期来看，人民币汇率贬值压力尚未完全释放，在中间价突破 7.0 之后，2019 年 9 月份曾经尝试触摸的高点 7.20 或对汇率形成“虹吸效应”，人民币或在短暂企稳修复后再次尝试挑战 7.20 位置，并且 7.20 或形成汇率市场的“心理底线”，并依托此点位，市场或尝试测试人民银行的“心理底线”，即在内外均衡挑战下，人民银行能接受多高程度的汇率贬值压力？

➢ AH 股溢价会因何而回落：人民币贬值的幅度。9 月份以来，人民币汇率出现对欧日等关键货币“全面贬值”的迹象，如果这一迹象能够继续发酵且导致人民币贬值幅度大于美元指数升值幅度，AH 股溢价或快速回落；如果人民币汇率贬值逐渐触及货币政策的“心理底线”，人民行动用其他稳定汇率的工具抑制“全面贬值”的趋向，AH 股溢价或继续维持高位。

- 从汇率政策的使用来看，当前美元兑人民币汇率或已经符合货币政策的合意水平。从中美期限利差之差的模型测算来看，截至 9 月 26 日，美元兑人民币汇率的“公允”水平已经回落至 7.0 左右，美债收益率曲线走向“熊陡”、期限利差倒挂程度缓解是模型测算结果回落的主要原因。然而实际上，除了人民币汇率不再高估之外，人民币汇率初显全面贬值迹象，或是触发汇率政策调整的重要原因。
- 风险提示：（1）美联储和欧洲央行等主要央行加大货币政策紧缩力度，引发全球金融条件超预期紧缩；（2）市场流动性缺失，汇率贬值脱离基本面定价，贬值压力或增强外部均衡约束，牵制货币政策宽松空间；（3）中国经济“稳增长”政策效应滞后。

内容目录

1. 人民币汇率贬值后的积极信号	3
2. 人民币贬值后 AH 股溢价为何没有回落?	6
3. 风险提示:	9

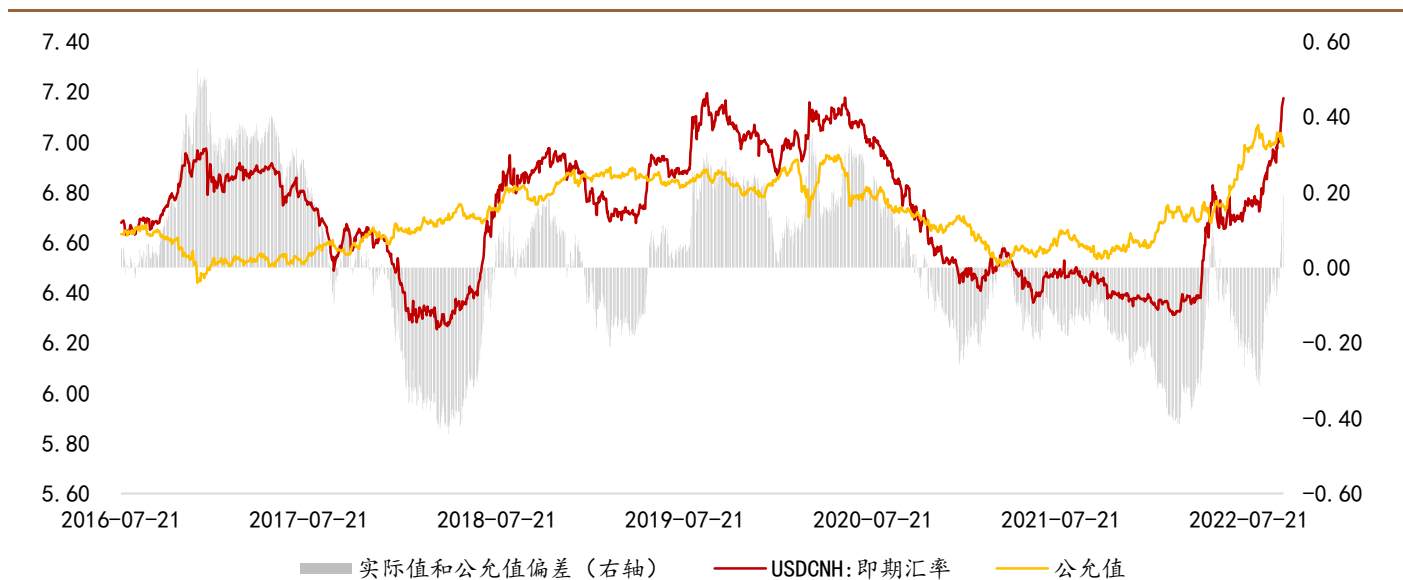
图表目录

图 1: 基于中美期限利差之差测算, 截至 9 月 27 日, 人民币汇率存在一定超调	3
图 2: 基于 Bloomberg 预测中间价和实际中间价偏差, “逆周期因子”项达到近年来最宽水平	3
图 3: 截至 8 月份, 人民币汇率贬值后, 主动结汇率回升至 71%, 主动结售汇率之间的差值扩大	4
图 4: 三季度以来金融机构外汇存款余额大幅下滑	5
图 5: 与人民币汇率保持稳定负相关关系的铜价, 在本轮贬值中保持相对强势	6
图 6: 与人民币汇率相似, 共同体总需求变化的铜金比值在本轮贬值周期中滞后于汇率	6
图 7: 人民币汇率贬值压力释放期, AH 股溢价继续维持高位	7
图 8: AH 股溢价和有效汇率指数渐渐“脱钩”	7
图 9: AH 股溢价对 10Y 中美利差收窄渐渐“脱敏”	7
图 10: 沪深 300 指数隐含 ERP 与美元兑人民币汇率同步接近 2019 年 9 月高点	7

1. 人民币汇率贬值后的积极信号

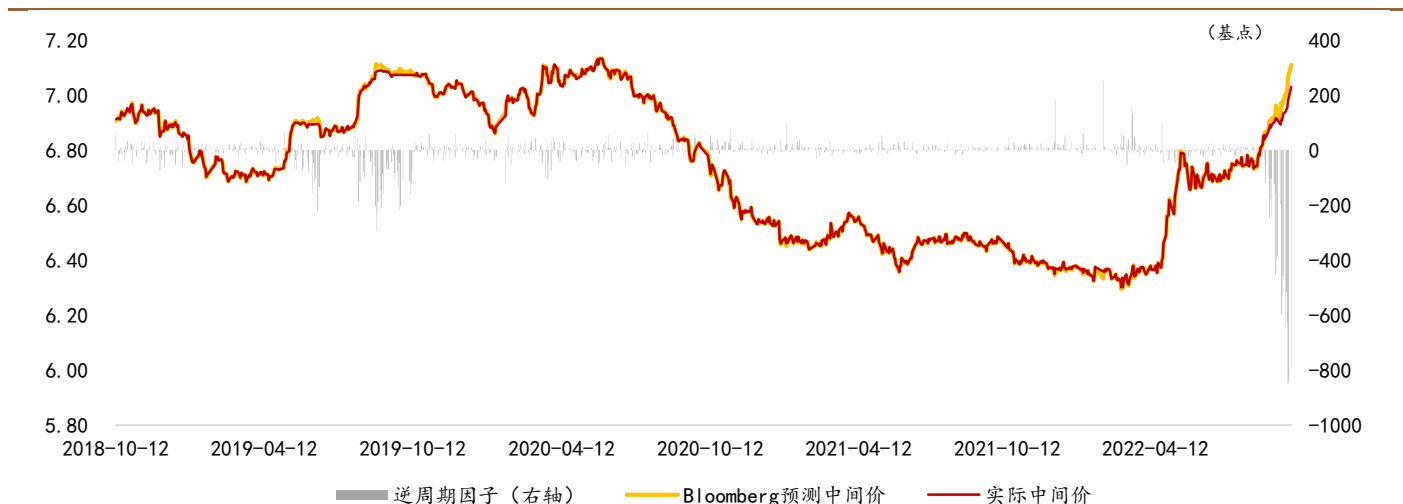
我们在 9 月初发布的研究报告《人民币贬值后货政宽松走向何方?》认为 8 月中旬以来至 9 月初, 即期汇率已经贴近合理波动区间。人民银行 9 月份动用两次汇率政策缓解人民币汇率贬值压力: 9 月 5 日宣布从 9 月 15 日起下调金融机构外汇存款准备金率 2 个百分点至 6%; 9 月 26 日宣布从 9 月 28 日起将远期售汇业务的外汇风险准备金率从 0 上调至 20%。从汇率政策的使用来看, 当前美元兑人民币汇率或已经符合货币政策的合意水平, 而从中美期限利差之差的模型测算来看, 截至 9 月 26 日, 美元兑人民币汇率的“公允”水平已经回落至 7.0 左右, 美债收益率曲线走向“熊陡”、期限利差倒挂程度缓解是模型测算结果回落的主要原因。然而实际上, 除了人民币汇率不再高估之外, 人民币汇率初显对重要货币全面贬值的迹象, 或是触发汇率政策调整的重要原因。

图 1: 基于中美期限利差之差测算, 截至 9 月 27 日, 人民币汇率存在一定超调



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 2: 基于 Bloomberg 预测中间价和实际中间价偏差, “逆周期因子”项达到近年来最宽水平

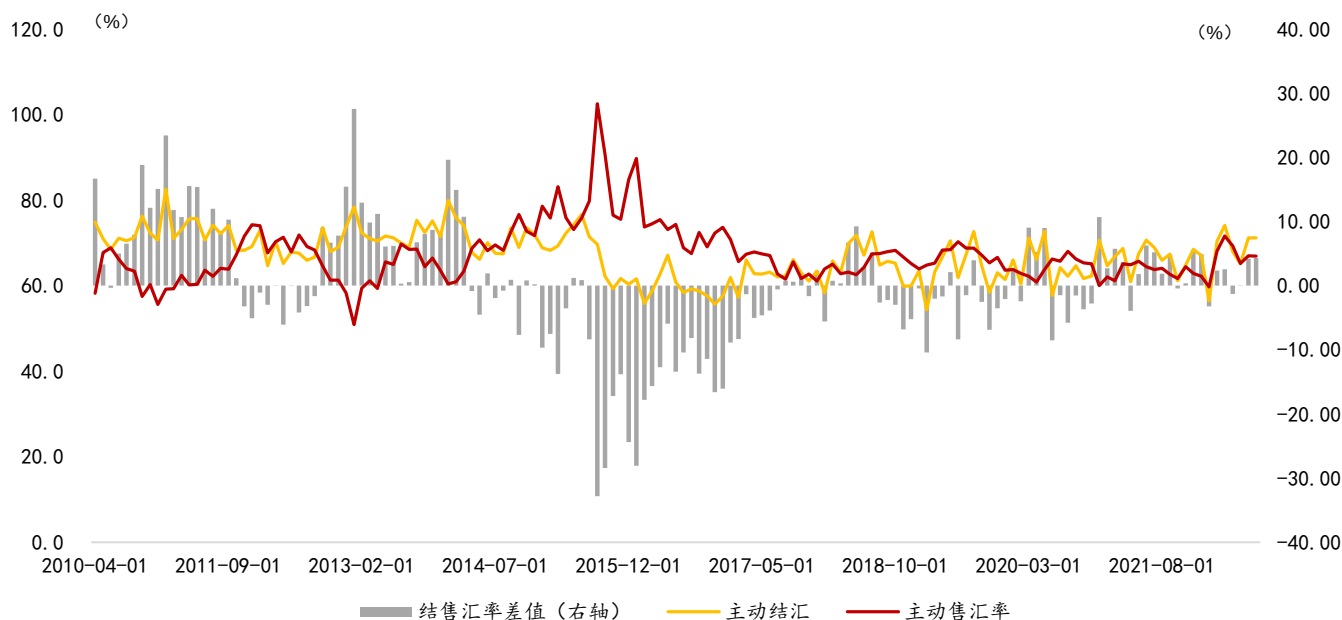


资料来源: Bloomberg, 德邦研究所

我们选取美元指数、人民币对美元、人民币对欧元、人民币对英镑和人民币对日元几种货币对即期汇率来对比。从 8 月 15 日人民银行“降息”之日起，截至 9 月 26 日，美元指数累计上涨 7.13%，人民币对美元累计贬值 5.67%，欧元对人民币贬值 0.02%，英镑对人民币贬值 6.48%，100 日元对人民币累计贬值 1.92%，从本次人民币汇率贬值起点算起，人民币仅是对美元的单边贬值，对欧元和日元等货币还是保持了稳健态势。然而单单看 9 月份的人民币汇率表现来看，人民币汇率出现对关键货币全面贬值的迹象，9 月份以来美元指数累计上涨 5.0%，人民币对美元单边汇率累计贬值 3.71%，然而欧元对人民币小幅升值 0.18%、100 日元对人民币汇率累计升值 0.08%，人民币汇率对欧系货币和日元等关键货币小幅贬值，或是 9 月份央行两次动用汇率工具的关键诱发因素¹。

实际上，除了外汇存款准备金率和远期售汇风险准备金率之外，汇率市场也开始猜测人民币汇率中间价是否重新启用了“逆周期因子”。逆周期因子从创设以来就是一个“黑箱子”，不能直接从汇率价格波动中计算，只能通过中间价定价模式来间接倒算，通过 Bloomberg 参考一篮子货币汇率变化计算而来的预测中间价和实际中间价之间的偏差来观测“逆周期因子”的变化，9 月份以来，“逆周期因子”观察值开始扩大，截止 9 月 26 日，外汇交易中心挂牌人民币汇率中间价为 7.0298，而 Bloomberg 预测中间价为 7.1091，两者之间的偏差达到 793 个基点，创下 2018 年以来的最高幅度，说明 9 月份以来，人民币中间价调贬的幅度低于一篮子货币汇率。然而还不能就此推断从 2020 年 10 月之后就淡出使用的逆周期因子被重新启用，从偏差来看，人民币汇率中间价累积了较大的贬值压力。

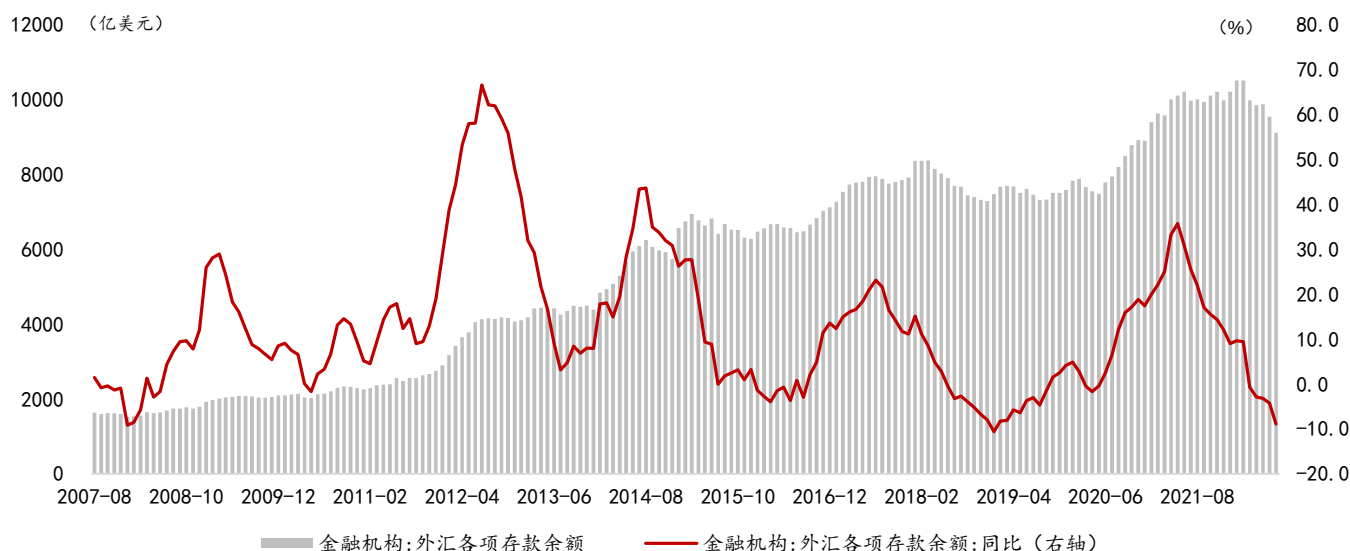
图 3：截至 8 月份，人民币汇率贬值后，主动结汇率回升至 71%，主动结售汇率之间的差值扩大



资料来源：Wind，德邦研究所

¹ 9 月 5 日在“介绍稳经济一揽子政策的接续政策措施”国务院政策例行吹风会上，人民银行官员表示：“是人民币贬值相对较小，而且在 SDR 篮子里，应该说人民币除了对美元贬值以外，对非美元货币都是升值的，而不是说对 SDR 篮子其他货币也是贬值的。这样的话，在 SDR 货币篮子里，一个基本情况是美元升值了，人民币也升值了，但美元的升值幅度比人民币的升值幅度要大一些。所以，人民币并没有出现全面的贬值。”

图 4：三季度以来金融机构外汇存款余额大幅下滑



资料来源：Wind，德邦研究所

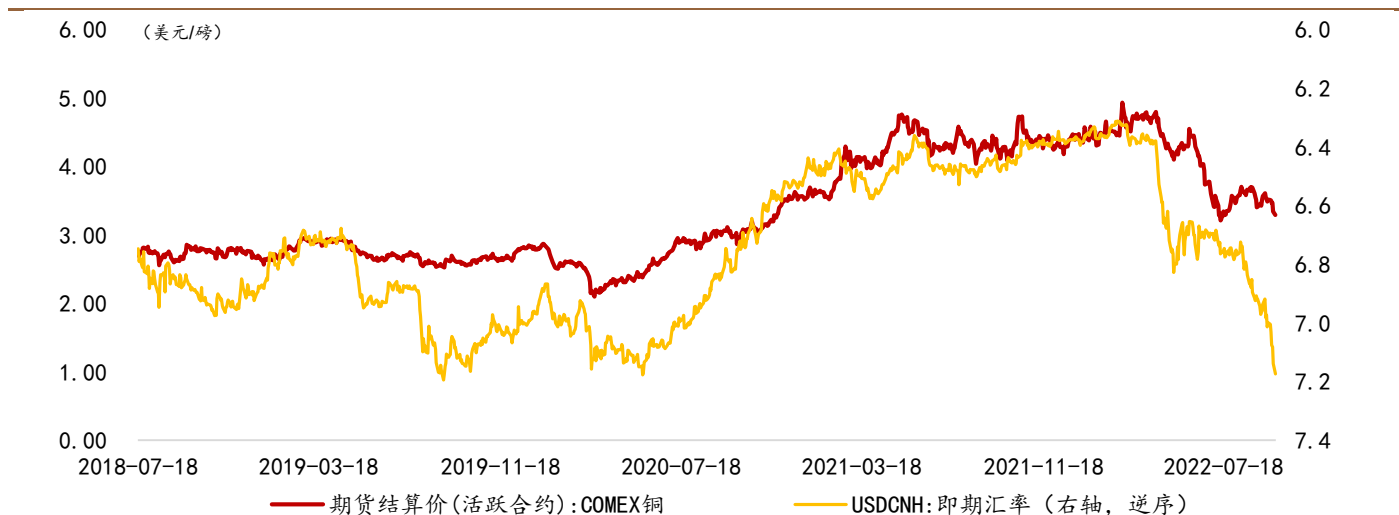
人民币买盘浮现、市场供需出现积极信号。经过二季度以来人民币汇率贬值，人民币市场供需开始改善，主动结汇率抬升、外汇存款下降，人民币托底买盘浮现。根据外管局发布的数据，以银行代客结汇和代客涉外收入之比度量的主动结汇率，当月值回升至 71.15%，而主动售汇率基本稳定在 66.85%，主动结汇率和售汇率之差扩大至 4.29 个百分点。主动结汇形成人民币买盘，三季度以来主动结汇率相对售汇率的抬升，指向市场供需出现了偏多人民币的信号。从人民银行披露的金融机构存款结构来看，截至 8 月末，金融机构外汇存款余额下降 425 亿美元至 9112 亿美元，而 7 月份当月外汇存款下滑 330 亿美元，和 4 月至 5 月人民币汇率贬值时期类似，人民币汇价的下调激活了过去 2 年累积的“美元套牢盘”，汇率贬值时期人民币买盘不断浮现。

7.20 或是“双重底线”。综合 9 月份以来的人民币汇率市场波动，尽管美元兑人民币在岸和离岸汇价渐渐逼近 2019 年 9 月份的高点，但是汇率市场上正在浮现积极的信号，一方面 9 月份以来人民币显现对欧元和日元等货币的贬值迹象，或是诱发人民银行加强汇率政策调控的关键因素；另一方面，人民币汇率贬值后，买盘积极浮现，或对汇价形成支撑。目前人民币汇率在释放部分贬值后，短期或存在一定超调，但是从四季度中期来看，人民币汇率贬值压力尚未完全释放，在中间价突破 7.0 之后，2019 年 9 月份曾经尝试触摸的高点 7.20 或对汇率形成“虹吸效应”，人民币或在短暂企稳修复后再次尝试挑战 7.20 位置，并且 7.20 或形成汇率市场的“心理底线”，并依托此点位，市场或尝试测试人民银行的“心理底线”，即在内外均衡挑战下，人民银行能接受多高程度的汇率贬值压力？

2. 人民币贬值后 AH 股溢价为何没有回落？

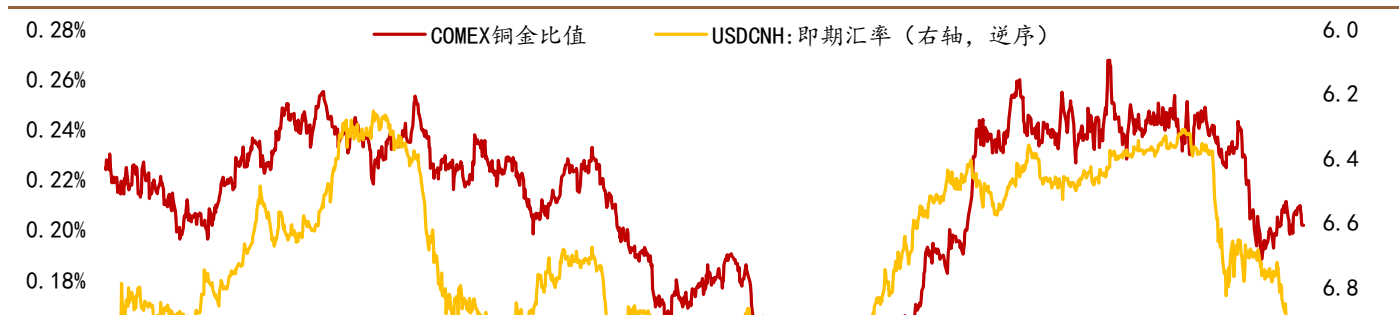
我们曾经在 4 月份发布的研究报告《本轮人民币贬值的合理位置在哪里？》提出一个隐忧：人民币汇率不仅仅是汇率的问题，从资产比价关系来看，人民币汇率贬值或指向经济总需求趋于下滑的前景。因此人民币汇率贬值，指向经济总需求或趋于回落，大宗商品承压下跌。并且在汇率贬值的影响中分析，随着横亘在 AH 股溢价之间的人民币汇率释放贬值压力，H 股或显现相对 A 股的低估值优势，AH 股溢价或跟随人民币汇率贬值而修复性回落。

图 5：与人民币汇率保持稳定负相关关系的铜价，在本轮贬值中保持相对强势



资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：与人民币汇率相似，共同体现总需求变化的铜金比值在本轮贬值周期中滞后于汇率



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_46564

