

宏观深度报告

四问人民币升值

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号

S1060520090001

ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张璐

投资咨询资格编号

S1060522100001

ZHANGLU150@pingan.com.cn



平安观点：

■ 2024年9月19日美联储开启降息以来，人民币汇率从7.1时段步入7.0时段。随着升值幅度加大，围绕人民币汇率走向的观点分歧有所增加。本文从市场热议的四个问题着眼，谈如何正确看待人民币汇率的波动。

- 一、人民币还有多大升值空间？** 本轮人民币升值是美元走弱下的必然，且相对于美元走弱的幅度、相对于其它新兴市场货币升值的幅度来说，当前的人民币汇率不算太强。2023年以来，人民币在与美元总体相关的情况下，总体偏弱运行，主要体现了中国经济复苏的强度与持续性不及预期，以及国际经贸紧张局势升温。从与美元的总体相关性来看，当前人民币汇率还有较可观的升值空间，若中国经济增长前景明显向好、国际经贸冲突缓和，在美元当前水平下，可以期待人民币升至6.8-6.9附近；但若这两项压制仍在，则当前人民币汇率所处位置与美元之间的关系是大体均衡的。
- 二、美联储降息的影响会有多大？** 去年四季度以来，美元指数主要围绕美联储降息预期展开波动。目前，市场预期要明显领先于美联储票委的判断，美元指数应该说已计入了较为充分的降息预期。从历史上降息前后美元指数的表现来看，当前美元指数的下跌幅度已接近于2001年、1998年衰退式降息时的跌幅，与本轮降息前市场预期波动较大有关。但目前美国经济并未出现确凿的衰退信号，因此美元指数的下跌可能有些“过度”。每次美联储开启降息周期，都会使资金流入新兴市场。然而，7月以来美元走弱过程中，中国的股债资金净流入规模都较有限，而其它新兴市场资金净流入规模明显扩大。倘若未来中国资本市场对资金的吸引力明显增强，也会成为人民币升值的助推器。
- 三、如何看待所谓“囤汇盘”？** 本轮“囤汇盘”从2022年10月开始逐步积累，到今年4-7月形成了一个小高潮。我们通过收结汇率和付汇购汇率观察这一趋势，得出三个推论：首先，近年来处于一个“藏汇于民”的进程中，企业留存外汇的主要考量可能是便利支付、出海投资等实需因素，而非全然投机因素。其次，付汇购汇率与人民币汇率走向的相关性更好，人民币汇率强弱更多影响的是，企业对外支付时使用自身积累的外汇、还是从银行购汇的决策。再次，囤汇决策主要与对人民币汇率走向的预期有关，其变化往往明显滞后于人民币汇率的变化。本轮“囤汇盘”实际上是在人民币中间价与市场价分离期间，市场形成了“应贬而暂未贬”的预期而形成的。本次人民币转升后，囤汇盘迅速调整。8月付汇购汇率从7月的69.7%下降到59.6%，收结汇率从53.7%上升到55.4%，这与此前囤汇行为的长时间持续有关，无疑对人民币升值起到了一定助推作用。

后续这种调整是否会更进一步，一方面取决于市场对本轮人民币升值是否具有持续性的看法。我们用囤汇意愿指标对 2022 年 10 月-2024 年 7 月的人民币汇率进行加权平均，可得出本轮囤汇盘的平均成本约在 7.1661，用同样方式对中美 1 年期国债利差进行加权平均，可得出持有美元的平均收益率约为 3.15%。那么，当人民币下破 6.95 时，囤汇盘会面临整体亏损，如果市场预期人民币汇率将运行在 7 以内，则可能出现囤汇意愿瓦解和恐慌性结汇，引致人民币汇率急升和一定程度的超调。但如果反之，市场对人民币汇率的看法仍在 7 以上，由于当前中美利差出现罕见倒挂，囤汇盘的安全垫比 2008 年以来任何时期都要厚，那么本轮囤汇盘调整可能已经比较充分了。另一方面，也取决于市场持有外汇的实际需要。2022 年以来，中国企业出海势头迅猛，共建“一带一路”内含对外投资需要，相应的劳动力出海也会带来服务贸易项下的外汇需求。近年来收汇结汇率的中枢下移，有这部分实需增加的影响，人民币汇率变化只会影响其兑换节奏，而不会改变趋势。

- **人民币汇率的核心矛盾在哪？** 人民币汇率的基本面在于跨境资本流动。当前中国跨境资本流入的最强支撑在于货物贸易顺差创新高，主要拖累是直接投资项目由顺差格局转为逆差格局。**首先**，中国出口受到全球电子产业链复苏的带动，在国内低物价的加持下仍然存在韧性，其不确定性主要在于外围经贸冲突。**其次**，今年以来外商直接投资下滑与企业出海热潮叠加，导致换汇需求进一步增强，成为人民币汇率最大的压制力量。**最后**，证券投资项下的资本流入有赖于稳增长政策继续加量发力。经过 7 月底以来的人民币升值，外资经由外汇掉期操作投资中债（特别是同业存单）的吸引力已明显弱化。但外资流入中国的意愿可能随着对中国经济稳增长更有信心而自发增强。9 月 24 日央行宣布双降（降准 50bp、降息 20bp）、降低存量房贷利率、创设稳股市货币政策工具等措施，人民币汇率的反应是进一步升值近 300 点，再次表明人民币汇率的根本定价逻辑是对中国经济的信心。
- **风险提示：**中美经贸战升级，中国稳增长政策落地效果不及预期，美联储暂缓降息，全球经济出现重大危机等。

正文目录

问题一：人民币还有多大升值空间？	5
问题二：美联储降息的影响会有多大？	7
问题三：如何看待所谓“围汇盘”？	10
问题四：人民币汇率的核心矛盾在哪？	12
风险提示	16

图表目录

图表 1	人民币汇率“两价合一”后同步升值	5
图表 2	本轮人民币升值是美元走弱下的必然	5
图表 3	本轮人民币升值的幅度相对其它货币不算大	5
图表 4	人民币汇率与美元总体相关，在此基础上呈现出强弱变化	6
图表 5	以 2018 年初为基期，当前美元兑人民币的累计升值幅度略小于美元指数，也即人民币略强	7
图表 6	围绕美联储降息的预期主导美元指数	7
图表 7	2024 年 9 月美联储点阵图	8
图表 8	历次美联储降息前后的美元指数走势	8
图表 9	日元由弱转强，对美元指数的拖累不容小觑	9
图表 10	2018 年以来中国债市和股市吸引大量外资流入	9
图表 11	7、8 月份美元走弱，资金流入了其它新兴市场	9
图表 12	剔除远期履约的收汇结汇率与付汇购汇率	10
图表 13	以购汇率减结汇率衡量的“囤汇意愿”与人民币汇率滞后相关	11
图表 14	本轮“囤汇盘”有中美利差倒挂超过 3% 的安全垫	11
图表 15	近年来共建“一带一路”引领企业对外投资加快	12
图表 16	伴随出海也会产生服务项下的额外购汇需求	12
图表 17	8 月货物贸易顺差创新高	12
图表 18	直接投资转为逆差是目前资本外流的主要压力源	12
图表 19	今年中国出口回升的最大拉动力来自机电产品	13
图表 20	人民币实际有效汇率偏低，出口价格支撑较足	14
图表 21	对今年中国出口拉动最强的主要商品	14
图表 22	FDI 与 ODI 裂口显著	14
图表 23	规上外资和私营工业企业 ROE 均处于历史低位	14
图表 24	2023 年底以来外资持有中国债券与股票资产背离	15
图表 25	外资配置同业存单支撑证券投资项目顺差	15
图表 26	经外汇掉期操作的同业存单投资收益率已明显走低	15

2024年9月19日美联储开启降息后，人民币汇率从7.1时段步入7.0时段。9月24日中国金融领域系列稳增长政策出台，人民币汇率进一步走升甚至破“7”。随着人民币升值幅度的加大，围绕人民币汇率走向的观点分歧有所增加。本文从市场热议的四个问题着眼，谈如何正确看待人民币汇率的波动。

图表1 人民币汇率“两价合一”后同步升值



资料来源: Wind, 平安证券研究所

问题一：人民币还有多大升值空间？

答：相比美元跌幅，本轮人民币升值幅度不算大，其中可能隐含了对中国经济基本面和外围环境紧张的预期。

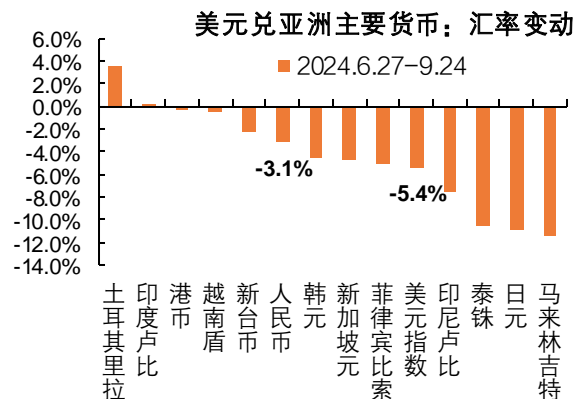
本轮人民币汇率从7月25日开启升值，由7.28一路升值到9月24日的7.04，两个月时间升值幅度达到3.3%。但其中最主要的原因在于美元走弱，本轮美元指数下跌比人民币升值要早大约一个月，从6月27日的106下跌到9月24日的100.4，不到三个月内跌幅达到5.4%。人民币走势滞后于美元，反映了此前较浓的人民币贬值预期；7月底人民币最终开启升值，受到同期日元急升的催化。无论中间经历了怎样的节奏，从根本上说本轮人民币升值是美元走弱下的必然，且相对于美元走弱的幅度、相对于其它新兴市场货币升值幅度来说，当前的人民币汇率不算太强。

图表2 本轮人民币升值是美元走弱下的必然



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 本轮人民币升值的幅度相对其它货币不算大

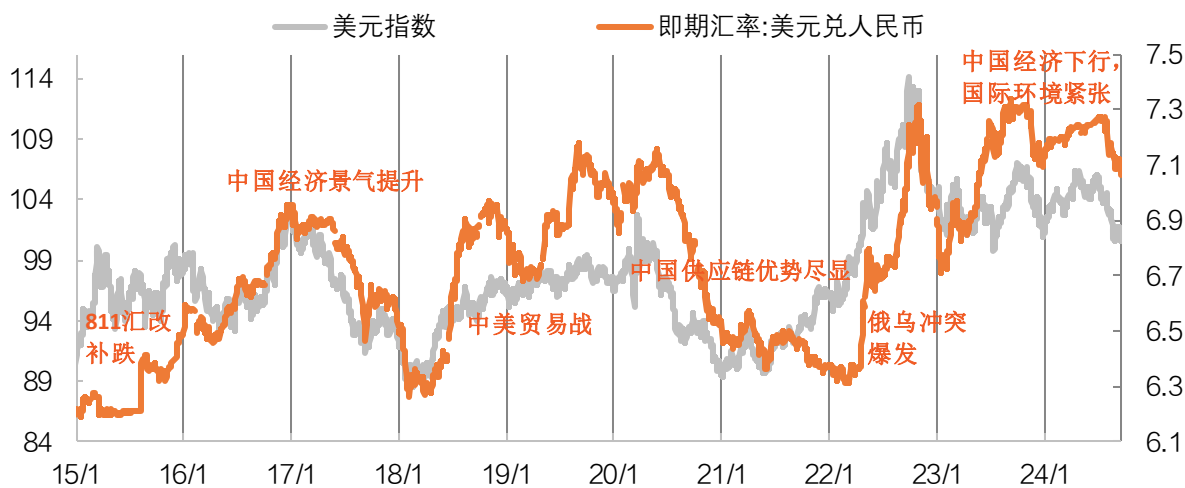


资料来源: wind, 平安证券研究所

2015年“811”汇改以来，人民币汇率与美元指数建立了总体相关性。在二者总体同向变动的基础上，才基于中国经济基本面的变化，呈现出人民币的偏强或偏弱。2015年8月到2016年初的核心逻辑是，汇改后人民币补跌、寻找新的合理中枢。2016-2017年，中国经济在“三去一降一补”和全球经济复苏中重新焕发活力，由此（在7以内）结束了人民币汇率寻底的过程，并随着美元走弱而大幅升值。直到2018年美国发起贸易战，对中美脱钩的担忧促使人民币汇率大幅贬值并最终“破7”。

2020-2021年全球疫情使得中国供应链优势逐步凸显，人民币走出一轮波澜壮阔的升值，尤其在2021年末、2022年初出现了美元走强而人民币继续升值的“高光时刻”。当时市场上洋溢着对人民币国际化的乐观预期，人民币“破6”的声音也涌现出来。情绪反转始于2022年4月，俄乌冲突爆发，人民币补跌并跟随美元飙升而创下了7.35的峰值。2023年以来，人民币在与美元总体相关的情况下，总体偏弱运行，主要体现了防疫放开之后中国经济复苏的强度与持续性不及预期，以及伴随对中国“产能过剩”的无端指摘，国际经贸紧张局势升温。

图表4 人民币汇率与美元总体相关，在此基础上呈现出强弱变化



资料来源: Wind, 平安证券研究所, 左轴为美元指数, 右轴为即期汇率

从与美元的总体相关性来看，当前人民币汇率还有较可观的升值空间。如果中国经济增长前景明显向好、国际经贸冲突缓和，在美元当前水平下，可以期待人民币升至6.8-6.9附近；但如果这两项压制仍在，则当前人民币汇率所处位置与美元之间的关系是大体均衡的（2018年初以来美元指数和美元兑人民币汇率的累计变动幅度截至目前已大体相当，人民币略强一些）；如果未来国际经贸冲突加剧，则人民币还有相对走弱的空间。

图表5 以 2018 年初为基数，当前美元兑人民币的累计升值幅度略小于美元指数，也即人民币略强



资料来源: Wind, 平安证券研究所

问题二、美联储降息的影响会有多大？

答：当前美元指数对美联储降息计入已较充分，需要警惕中国不一定是本轮美元资金流出的主要目的地。

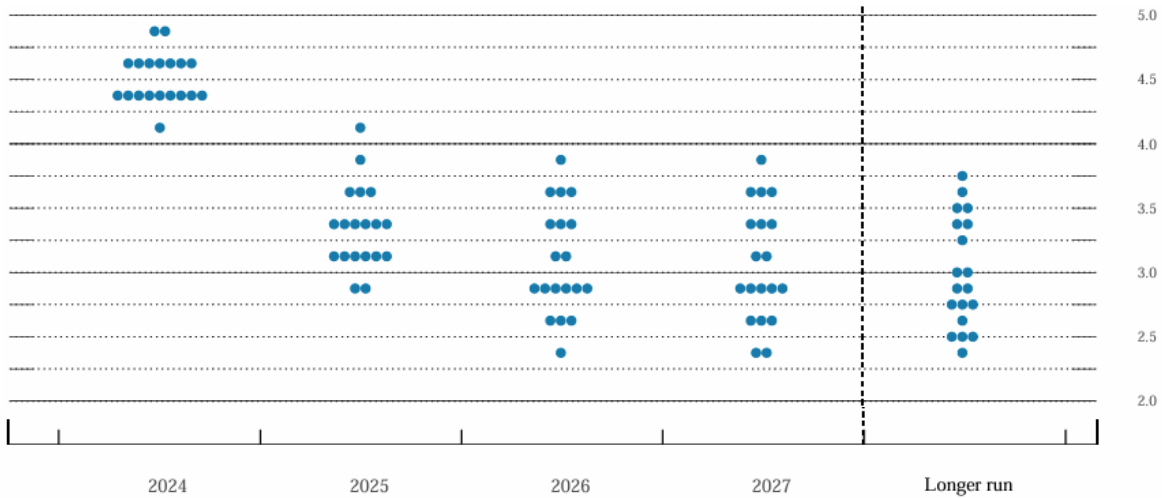
2023 年四季度以来，美元指数主要围绕美联储降息预期展开波动。按照 FedWatch Tool 给出的联邦基金期货反映的降息概率，美元指数与市场降息次数的预期高度相关。本轮美元指数大幅走弱，主要是伴随美国就业数据走弱、通胀数据下行，使得美联储降息预期大幅上修。目前，市场预期 2024 年全年降息约 125bp，也即年内最后两次会议将还有一次 50bp 和一次 25bp 降息；对 2025 年上半年降息的预期约为 100bp，也即每次会议降息 25bp。相比于 2024 年 9 月美联储点阵图显示的情况，市场预期要明显领先于美联储票委的判断。其中，9 位票委认为年内再降息 50bp 即可，只有一位票委与市场一致，认为应再降 75bp；对于 2025 年，5 位票委认为全年再降息 100bp、5 位认为 125bp、2 位认为 150bp，也不及市场预期的上半年即降 100bp。因此，当前美元指数应该说已计入了较为充分的美联储降息预期。

图表6 围绕美联储降息的预期主导美元指数



资料来源: CME FedWatch Tool, 平安证券研究所

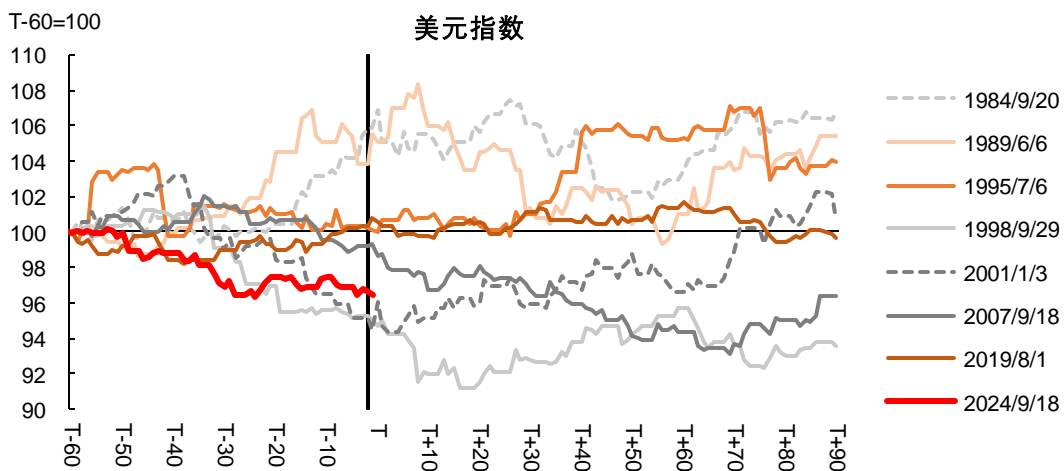
图表7 2024年9月美联储点阵图



资料来源: Fed, 平安证券研究所

从历史上降息前后美元指数的表现来看，当前美元指数下跌幅度已接近于 2001 年、1998 年衰退式降息时的跌幅。但目前美国经济并未出现确凿的衰退信号，因此美元指数的下跌可能有些“过度”。9 月议息会议后，鲍威尔试图将本次大幅降息定义为一次“校准”，同时不断强调就业市场绝对水平仍然强劲。在 1989 年、1995 年、2019 年美联储“预防式降息”的情形下，美元指数在降息后都呈上涨。本次降息前美元大幅下跌，与市场预期的较大波动有关。今年 5 月底时，市场还预期全年只有 1 次 25bp 的降息，造成强美元维持时间过长。而当前领先于美联储的市场降息预期亦有被校准的可能。

图表8 历次美联储降息前后的美元指数走势

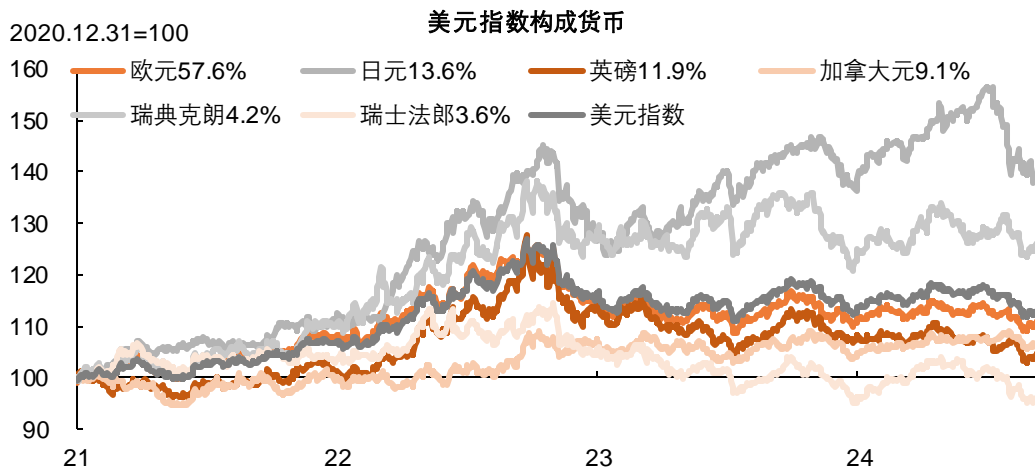


资料来源: Wind, 平安证券研究所

除了降息预期的影响外，近期美元指数下跌也受到强势日元的推波助澜。在美元指数六个构成货币中，欧元权重接近 60%，美元指数与美元兑欧元汇率高度一致。但从 2023 年以来，美元指数的波动中枢显著高于美元兑欧元的波动中枢，最大影响

因素是大大为疲软的日元。因此，今年7月日元强势回升，对于美元指数也产生了不容忽视的拖累。9月20日，日本央行决定按兵不动，但植田和男表示，尽管已经进行了两次加息，但日本利率可能仍低于中性利率。未来日元货币政策正常化的大方向不变，日元可能进一步走强的前景，或将压制美元指数。

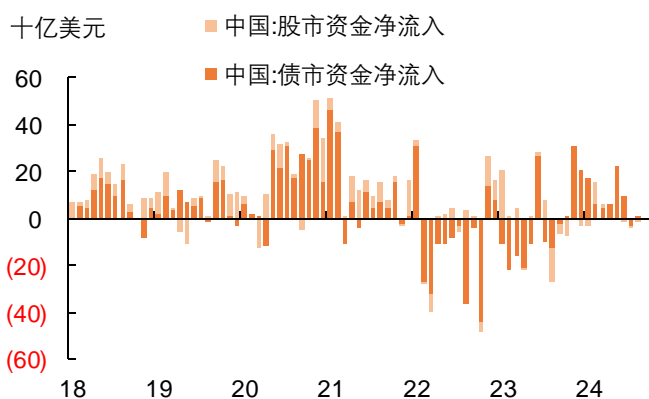
图表9 日元由弱转强，对美元指数的拖累不容小觑



资料来源: Wind, 平安证券研究所

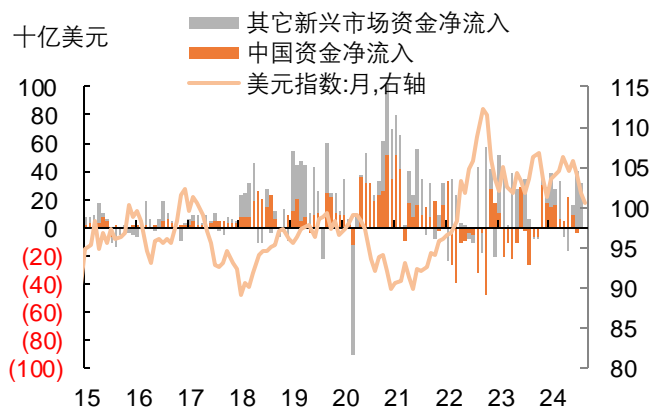
每次美联储开启降息周期，都会使得资金流入新兴市场，利好新兴市场资产表现。中国作为新兴市场最重要目的地，在2018年资本市场扩大开放后更加受益。海外资金涌入债券市场和股票市场，亦成为人民币汇率的支撑力量。然而，7月以来美元指数走弱过程中，中国的股债资金净流入规模都较有限，而其它新兴市场资金净流入规模呈明显扩大。与此间A股市场的下跌和人民币掉期点的收窄（导致外资配置中债放缓）有关。倘若未来中国资本市场对资金的吸引力明显增强，在美联储降息的背景下，外资再配置甚至增配中国资产，也会成为人民币升值的助推器。

图表10 2018年以来中国债市和股市吸引大量外资流入



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表11 7、8月份美元走弱，资金流入了其它新兴市场



资料来源: wind, 平安证券研究所

问题三：如何看待所谓“囤汇盘”？

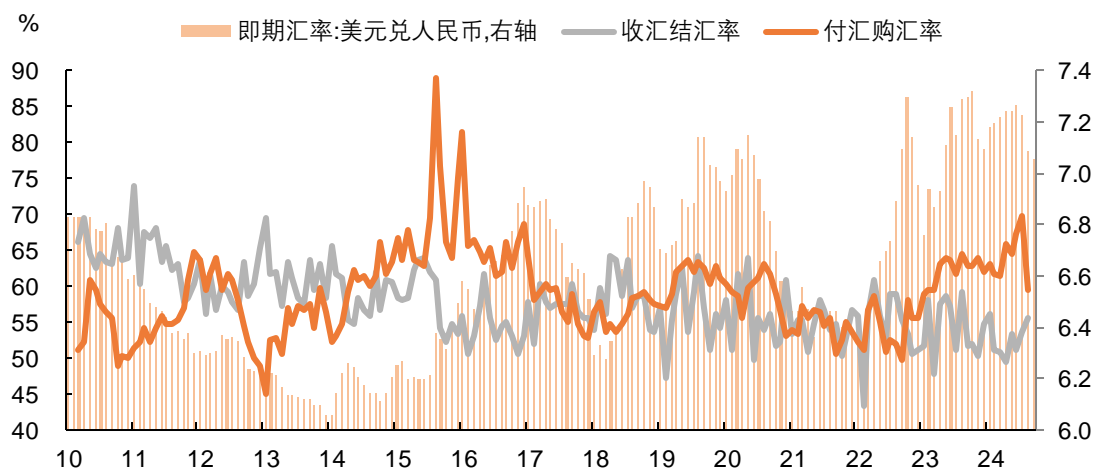
答：囤汇盘结汇是本轮人民币升值的催化因素，但其更多是人民币汇率波动的结果而非原因。

本轮国内“囤汇盘”是从 2022 年 10 月开始逐步积累的，到今年 4-7 月可以说形成了一个小高潮。我们通过剔除远期履约的收汇结汇率和付汇购汇率观察这一趋势，从中可以得出三个推论：

首先，近年来处于一个“藏汇于民”的进程中。不同于付汇购汇率的波动呈现出更明显的方向性，收汇结汇率的波动度较高，且近年来波动中枢趋于下移，对人民币汇率走向的反应相对较小。这意味着，外贸出口企业赚取外汇后倾向于以一个更大比例将其留存下来，尤其是 2020-2021 年人民币大幅升值期间，收汇结汇率并未因人民币升值而升高，说明企业留存外汇的主要考量可能是便利支付、出海投资等实需因素，而非全然投机因素。

其次，付汇购汇率与人民币汇率走向的相关性更好。人民币汇率强弱更多影响的是，企业对外支付时使用自身积累的外汇，还是从银行购汇的决策。当预期人民币贬值时，企业倾向于多从银行购汇，从而积累更多外汇。2022 年 4 月人民币开始转为贬值，直到当年 9 月实际上购汇反应并不大，但 2022 年 10 月人民币进一步贬值突破 7.1 时，引爆了购汇、囤汇的意愿。

图表12 剔除远期履约的收汇结汇率与付汇购汇率



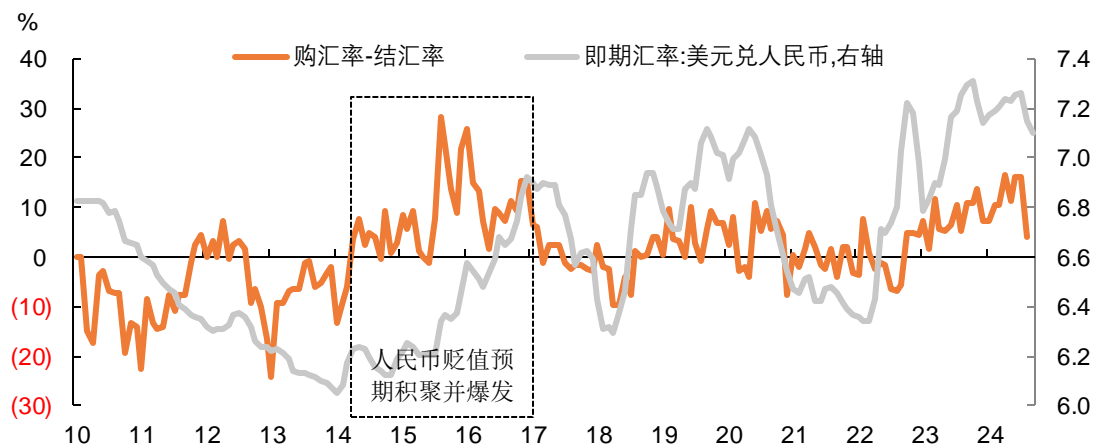
资料来源: Wind, 平安证券研究所

注：结（购）汇率=（银行代客结（售）汇-远期结（售）汇履约）/银行代客外币涉外收（付）款*100；远期结（售）汇履约=上期银行代客远期结（售）汇累计未到期额+本期银行代客远期结（售）汇签约-本期银行代客远期结（售）汇累计未到期额

再次，囤汇决策主要与对人民币汇率走向的“预期”有关。我们用购汇率减结汇率，可以更综合地展现囤汇意愿。从这一指标与人民币汇率的关系来看，囤汇意愿的变化往往明显滞后于人民币汇率的变化。除了上述 2022 年人民币由升转贬的例子外，再比如，2020 年人民币从 6 月开始趋势升值，但囤汇意愿到 11 月才大幅走低，对应人民币汇率下破 6.7，此时大约比之前高点 7.1 下跌了 6.5%。回到本轮“囤汇盘”，囤汇意愿不断走高实际上是在人民币中间价与市场价分离期间，由于政策层对人民币汇率的调控，导致市场形成了“应贬而暂未贬”的预期，从而推迟结汇、抓紧购汇。此前 2014-16 年囤汇意愿的走高，也是在 2015 年“811”汇改前后，市场贬值预期非常浓烈时发生的。

本次人民币转升后，囤汇盘的调整是迅速的。8 月付汇购汇率就从 7 月的 69.7% 下降到 59.6%，收汇结汇率从 53.7% 上升到 55.4%，二者差值从 7 月的 16 个百分点下降到 4.1 个百分点。这与此前囤汇行为的长时间持续有关。企业对外汇的需求由强转弱，无疑对人民币升值起到了一定助推作用。

图表13 以购汇率减结汇率衡量的“囤汇意愿”与人民币汇率滞后相关



资料来源: Wind, 平安证券研究所

后续这种调整是否会更进一步？一方面取决于市场对本轮人民币升值是否具有持续性的看法。我们用囤汇意愿指标对 2022 年 10 月-2024 年 7 月的人民币汇率进行加权平均，可得出本轮囤汇盘的平均成本约在 7.1661。用同样方式对中美 1 年期国债利差进行加权平均，可得出持有美元的平均收益率约为 3.15%。那么，当人民币下破 6.95 时，囤汇盘会面临整体亏损，此时若市场预期人民币汇率能够稳定运行在 7 以内，则可能出现囤汇意愿瓦解和恐慌性结汇，引致人民币汇率急升和一定程度的超调。但如果反之，由于当前中美利差出现罕见倒挂，囤汇盘的安全垫比 2008 年以来任何时期都要厚，倘若市场对人民币汇率的看法仍在 7 以上，那么本轮囤汇盘调整可能已经比较充分。

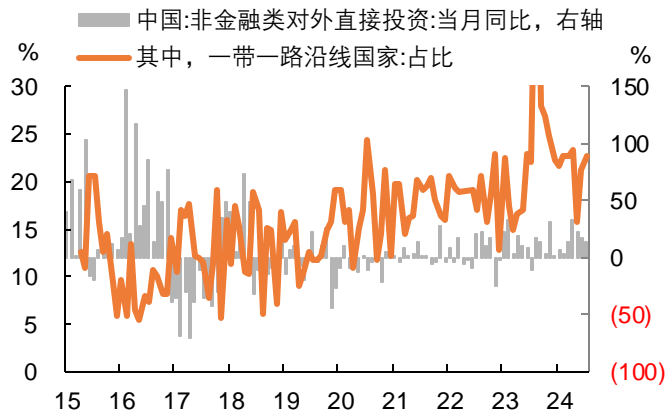
图表14 本轮“囤汇盘”有中美利差倒挂超过 3%的安全垫



资料来源: Wind, 平安证券研究所

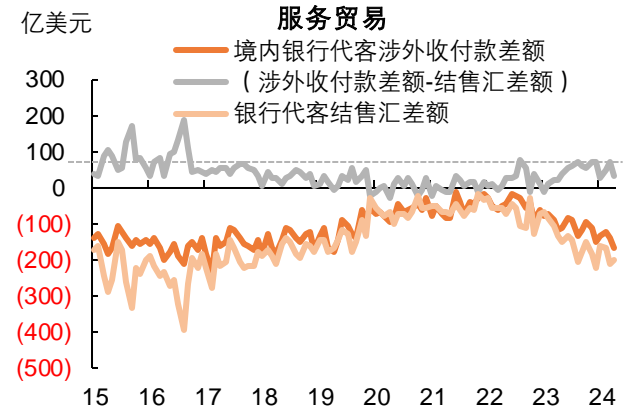
另一方面，也取决于市场持有外汇的实际需要。2022 年以来，中国企业出海势头迅猛，共建“一带一路”内含对外投资需要，相应的劳动力出海也会带来服务贸易项下的外汇需求。近年来收汇结汇率的中枢下移，有这部分刚需增加的影响，人民币汇率变化只会影响其兑换节奏，而不会改变趋势。

图表15 近年来共建“一带一路”引领企业对外投资加快



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表16 伴随出海也会产生服务项下的额外购汇需求



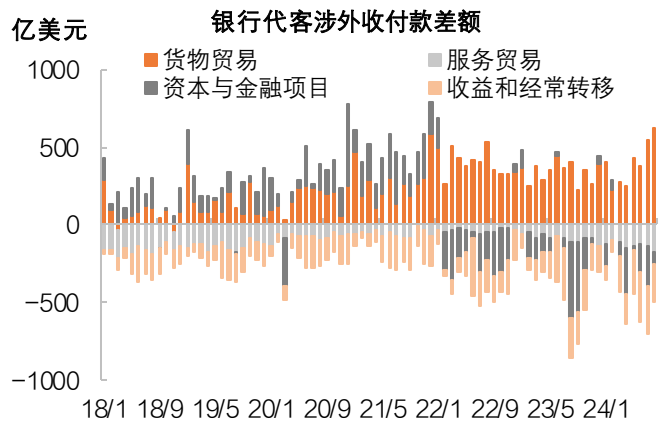
资料来源: wind, 平安证券研究所

问题四：人民币汇率的核心矛盾在哪？

答：强劲出口能否持续，中国经济行稳致远的根基能否夯实。

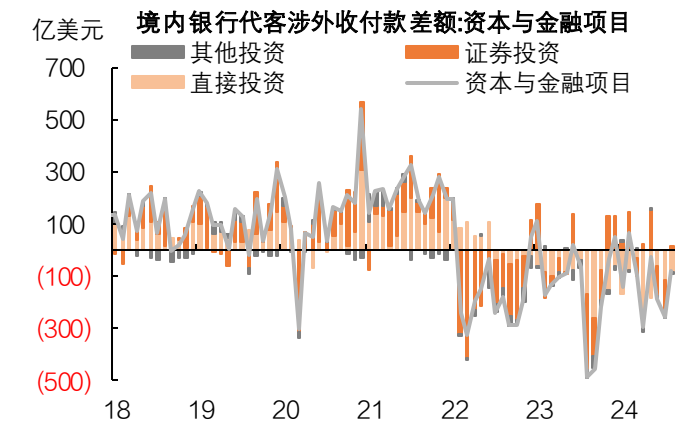
人民币汇率的基本面在于跨境资本流动。排除囤汇意愿的干扰，我们直接观察银行代客涉外收付款差额的分项情况。当前中国跨境资本流入的最强支撑在于货物贸易顺差创新高，主要拖累在于 2022 年以来资本与金融项目从顺差格局转为逆差格局。而在资本与金融项目中，主要拖累是直接投资项目由顺差格局转为逆差格局。其中，2022 年美联储加息、中美利差急剧转为倒挂过程中，证券投资项目出现大额逆差，成为这一年资本外流的主要压力来源；2022 年下半年开始，直接投资项目开始持续逆差，成为截至目前资本流出更主要的压力来源。

图表17 8月货物贸易顺差创新高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表18 直接投资转为逆差是目前资本外流的主要压力源

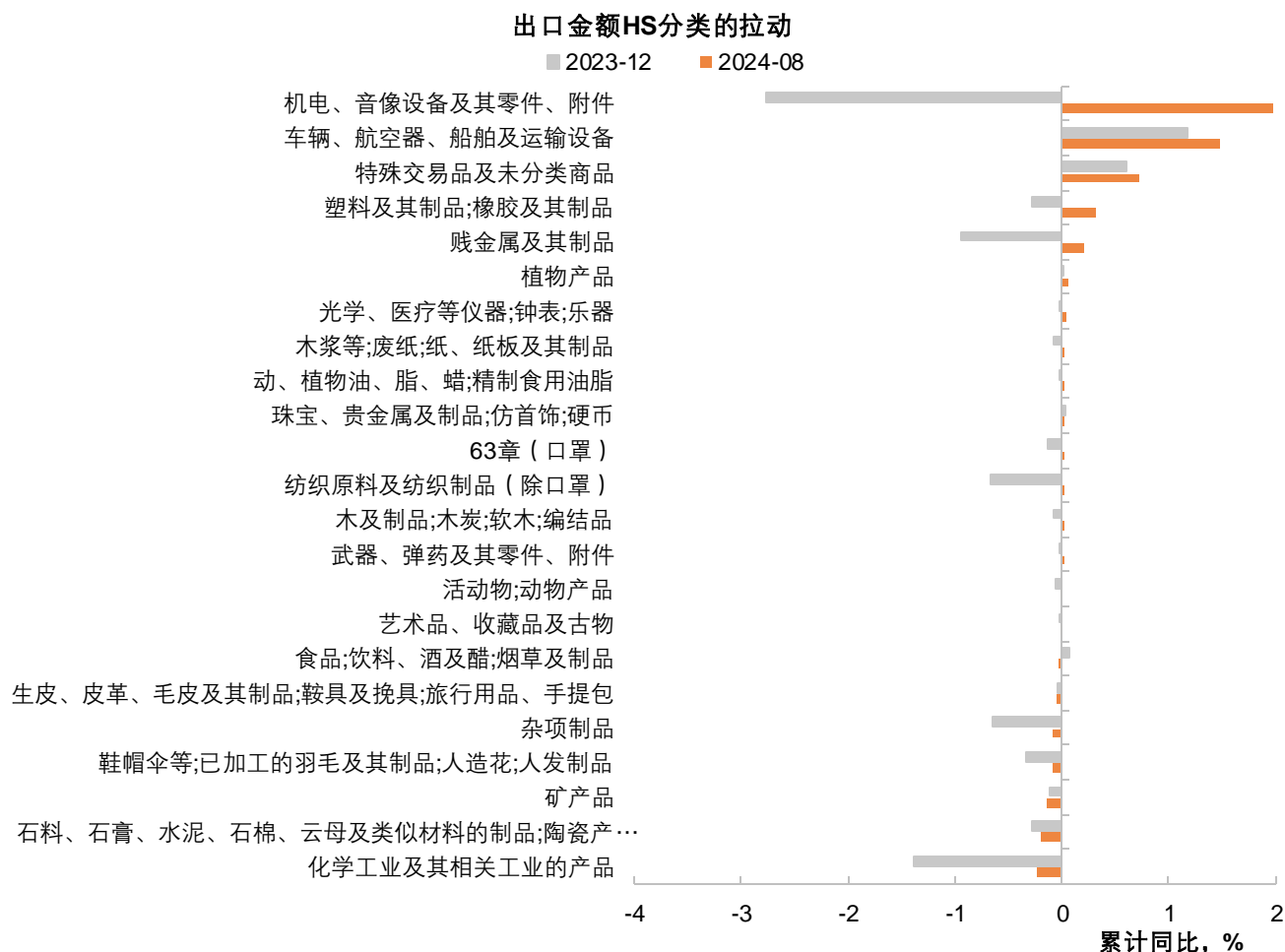


资料来源: wind, 平安证券研究所

首先，中国出口受到全球电子产业链复苏的带动，在国内低物价的加持下仍然存在韧性，其不确定性主要在于外围经贸冲突。进入三季度以来，美国制造业景气度出现回落，欧洲制造业持续不振，拖累全球制造业 PMI 回落，市场对外需放缓的担忧增强，但中国出口一直保持中高增速，展现出较强韧性。从 HS2 位码分类来看，今年以来中国出口增长拉动集中在机电、音响设备类产品从大幅拖累转为大幅拉动，此外贱金属制品在价格优势支持下出口拉动由负转正，也产生了重要贡献。

在机电产品中，又可观察到增长反转主要集中在集成电路和自动数据处理设备两类产品。可见，中国出口景气明显受益于AI带动下全球电子行业的复苏，因而与欧美制造业景气度之间的关联并不那么紧密。

图表19 今年中国出口回升的最大拉动力来自机电产品

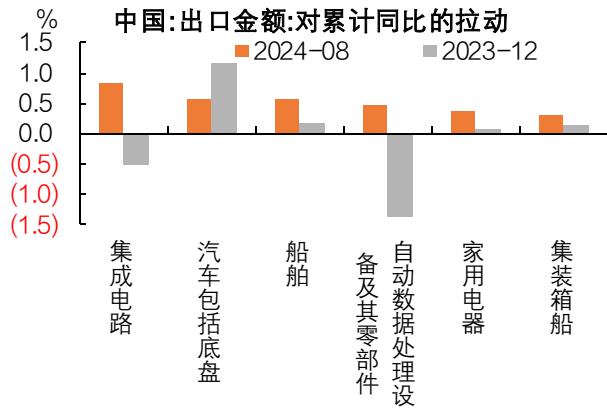


资料来源: Wind, 平安证券研究所

人民币汇率升值会否影响出口表现，也是个市场担忧的问题，不少观点认为政策层可能不会容许人民币大幅升值。我们认为政策层对人民币升值的认可区间可能没那么窄。2023年以来，随着中国物价水平走低，人民币实际有效汇率出现了持续、显著低于名义有效汇率的罕见状态，出口所谓“以价换量”还引发了欧美国家对中国“产能过剩”的无端指摘。国内低物价给人民币汇率升值提供了缓冲，使得中国出口的价格优势不易因人民币升值而消减。反而人民币汇率的“稳中有进”会有助于促进形成较为有利的正向循环，加快全球资产再配置中国的力度和步伐。

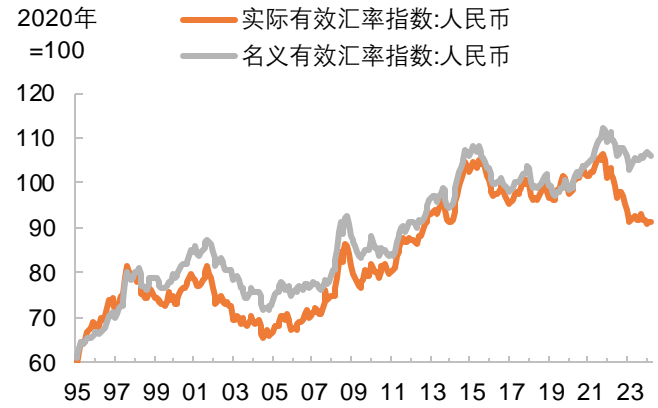
中国出口面临的最大威胁在于外围经贸政策的收紧。一是欧洲市场，中美经贸战以来，中国高技术制成品和汽车出口在很大程度上转向依赖欧洲市场，但近来欧盟对中国光伏产品的反补贴调查、对中国新能源汽车加征关税等，为中国出口前景蒙上阴影。二是美国可能的制裁升级，包括收紧对华关税的原产地规则，打击“绕道”出口；对以芯片为代表的高技术产品严格进口限制，从而加大中国在高技术领域以时间换空间的难度，影响高技术产品的出口增长。

图表20 对今年中国出口拉动最强的主要商品



资料来源: Wind, 平安证券研究所

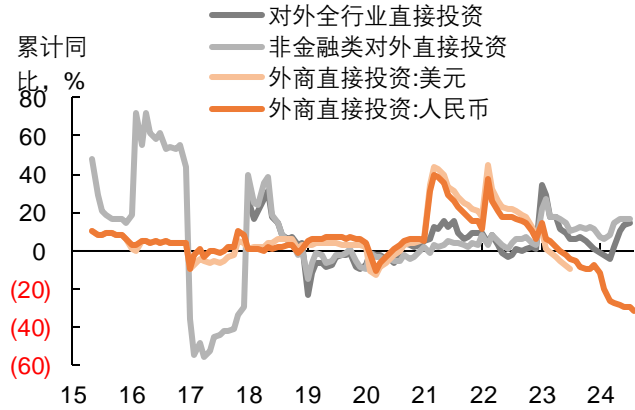
图表21 人民币实际有效汇率偏低, 出口价格支撑较足



资料来源: Wind, 平安证券研究所

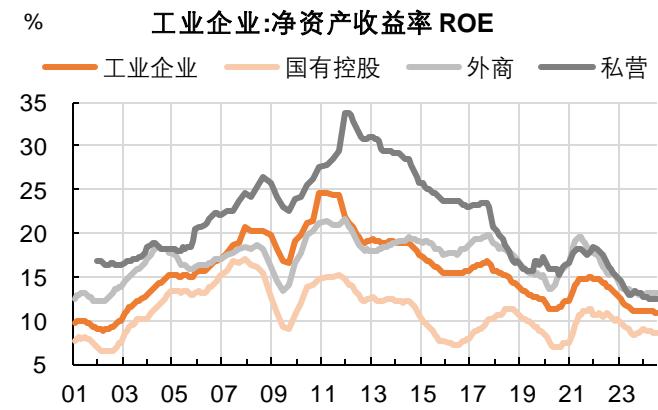
其次, 今年以来外商直接投资下滑与企业出海热潮叠加, 导致换汇需求进一步增强, 成为人民币汇率最大的压制力量。一方面, 今年 1-8 月中国实际使用外商直接投资累计同比下跌 31.5% (以人民币计价)。外商直接投资除了看重中国庞大市场外, 也是为了利用中国劳动力成本较低的优势, 因此, 外企有着更高的出口导向性。截至今年 7 月, 外资企业在中国工业企业营业收入中占不到 20%, 而外资企业在中国出口金额中的占比为 27.5%。中美经贸关系收紧后, 势必影响外资看重中国劳动力成本优势的程 度。另一方面, 中国企业面对国内投资回报率下降, 纷纷出海寻求更大商机, 这一趋势或将在中长期内持续下去。但如果中国经济势能增强, 国内投资回报率下行趋势扭转, 则有望减轻直接投资项下的资本流出压力。

图表22 FDI 与 ODI 裂口显著



资料来源: Wind, 平安证券研究所

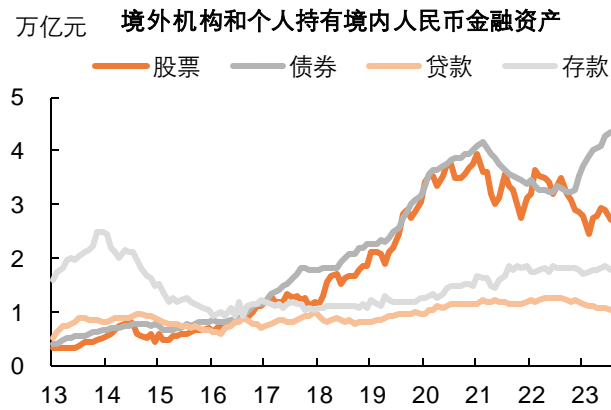
图表23 规上外资和私营工业企业 ROE 均处于历史低位



资料来源: wind, 平安证券研究所

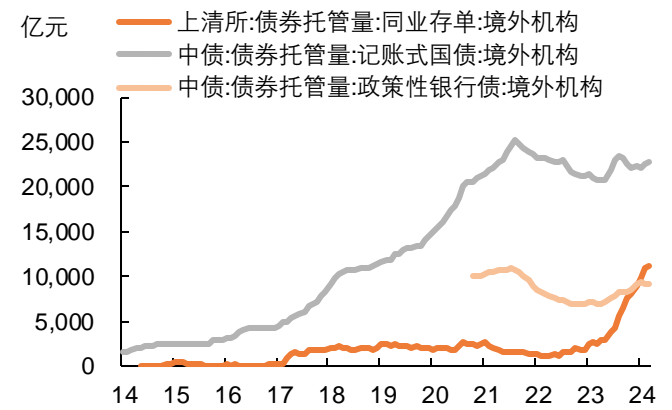
最后, 证券投资项下的资本流入有赖于稳增长政策发力。虽然中美利差至今仍深度倒挂, 但借由国有大行通过外汇掉期向市场融出美元, 使得远期人民币汇率相比现价升值, 外资仍有动力通过外汇掉期操作流入中国债市。2023 年 10 月以来截至今年 6 月, 境外机构和个人持有中国债券的规模持续攀升, 并创下历史新高, 与同期境外持有中国股票的规模趋于下降形成明显背离。外资配置中国债券集中于同业存单, 因其期限较短, 且比短期国债收益率更高。

图表24 2023年底以来外资持有中国债券与股票资产背离



资料来源: Wind, 平安证券研究所

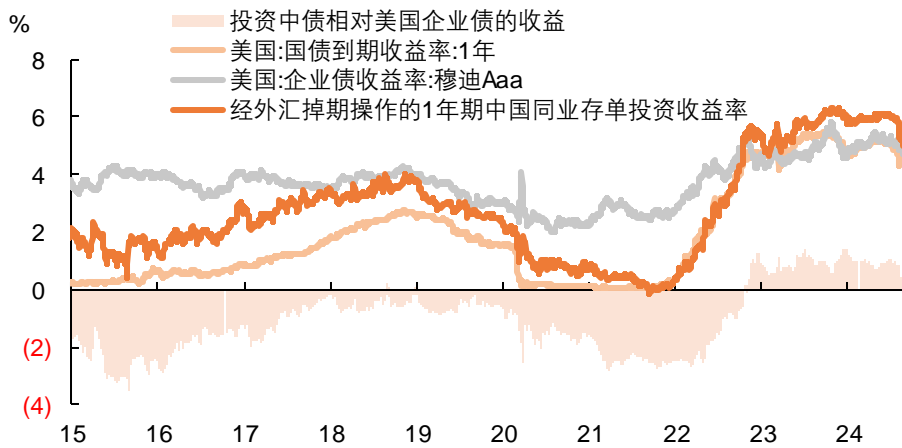
图表25 外资配置同业存单支撑证券投资项目顺差



资料来源: wind, 平安证券研究所

外资通过外汇掉期操作，除了取得中国债券收益率外，还将获得人民币远期升值的收益，收益率即外汇掉期点/即期汇率，只要美元兑人民币的外汇掉期点为负就存在正收益。我们计算外资通过外汇掉期操作投资 1 年期中国同业存单 (AAA) 的收益率，并与 1 年期美国国债收益率和 AAA 级企业债收益率进行对比，可见，伴随 2022 年美联储加息，投资中债的收益率也随之走高（得益于人民币掉期点的扩大），到 2022 年底，这一收益不仅高于美国国债收益率，还罕见地超过了美国企业债收益率。这是政策层面通过外汇掉期投放美元流动性、从而缓释人民币贬值压力的一种体现。但经过 7 月底以来的人民币急速升值，政策面调控的必要性减弱，外资投资中债的吸引力已明显弱化，这从 8 月外资持有中国同业存单规模增幅放缓中亦可看出。

图表26 经外汇掉期操作的同业存单投资收益率已明显走低



资料来源: Wind, 平安证券研究所

尽管通过外汇掉期吸引外资流入的动能减弱，但外资流入中国的意愿可能随着对中国经济稳增长更有信心而自发增强。9 月 24 日央行宣布双降（降准 50bp、降息 20bp）、降低存量房贷利率、创设稳股市货币政策工具等措施，人民币汇率的反应是进一步升值近 300 点，而并未理会中美利差收窄压力。这再次表明，人民币汇率的根本定价逻辑是对中国经济的信心，尤其在美联储降息周期下，无论是直接投资还是证券投资项目，资金都可能随着市场对中国经济信心增强而涌入，铸就强韧的人民币汇率。

风险提示

1. 中美经贸战升级，美国对从中国进口产品加征更高关税，对从中国进口商品启动更严格的原产地规则，对中国进口高技术、尤其“卡脖子”产品展开更大范围封锁，相应引发中国反制，造成中美经贸脱钩，中国出口走弱、外资撤出，人民币汇率贬值。
2. 中国稳增长政策落地效果不及预期，经济下行压力延续，国内投资回报率走低，使得资金外流压力增大，人民币汇率贬值。
3. 美联储大幅降息后，美国通胀回落明显放缓，美联储暂停降息，市场对降息路径的预期大幅下修，造成美元走强，人民币汇率贬值压力重来。
4. 全球经济出现重大危机，资金回流美元资产，造成美元急剧升值，人民币汇率随之贬值。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼
丽泽平安金融中心 B 座 25 层