

# 套息交易平仓推动人民币大涨

## 对商品影响几何

研究院 FICC 组

研究员

蔡劭立

☎ 0755-23887993

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号: F3056198

投资咨询号: Z0015616

高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289 号

### 策略摘要

人民币的大幅升值主要归因于利差变化、经济预期差以及套利交易平仓的综合作用，人民币贬值趋势基本告一段落，未来转升仍需要等待美元兑人民币中间价和即期价差的完成修复信号，又或美联储降息靴子落地。

### 核心观点

#### ■ 人民币大涨

7月25日，人民币对美元汇率直线拉升，在一天之内人民币兑美元汇率大涨超600点。

#### ■ 从模型出发

7月25日，人民币对美元汇率直线拉升，在一天之内人民币兑美元汇率大涨超600点。从我们的基本面框架来看，主要是来自国内经济预期改善以及美元走弱对人民币起的支撑作用，并且更多为息差套利交易（carry trade）平仓带来的短期脉冲影响。

趋势来看，一、是国内和美联储均处于降息或者即将开启降息周期，在美联储降息靴子真正落地前仍难有来自利差的显著驱动；二、来自逆周期因子的拖累，前期贬值阶段，逆周期因子充当人民币贬值的缓冲垫，而在企稳转升阶段则会逐步释放此前的压力，该因素在前期5月6日，5月31日人民币短暂走升后均有所体现。

#### ■ 对商品而言

直接价格来看，美元兑人民币汇率与沪金价格之间存在显著的正向关联，美元兑人民币汇率与包括PVC、螺纹钢、热卷、线材、聚丙烯、玻璃、菜油、棉纱、豆一以及焦炭在内的多种大宗商品之间展现出较强的反向相关性；

从进出口影响来看，通过分析美元兑人民币汇率与商品进出口数量当月值之间的联动关系，对进口商品而言，大豆、铁矿砂及其精矿、原油等关键资源类商品与人民币汇率呈现出反向变动关系——人民币升值有利于进口量的增加，但具体目前国内市场情绪仍偏平淡，对采购意愿的提振仍需更为明朗的升值趋势支撑。出口方面，美元兑人民币汇率的变动对太阳能电池、乘用车等出口产品的影响表现为正向关联，即人民币汇率升值可能减缓其出口增速。

## 目录

策略摘要.....	1
核心观点.....	1
人民币大幅走升的背后.....	3
经济预期差.....	3
利差.....	4
日元升值.....	5
对人民币的影响.....	6
贸易.....	7
人民币汇率与商品价格.....	7

## 图表

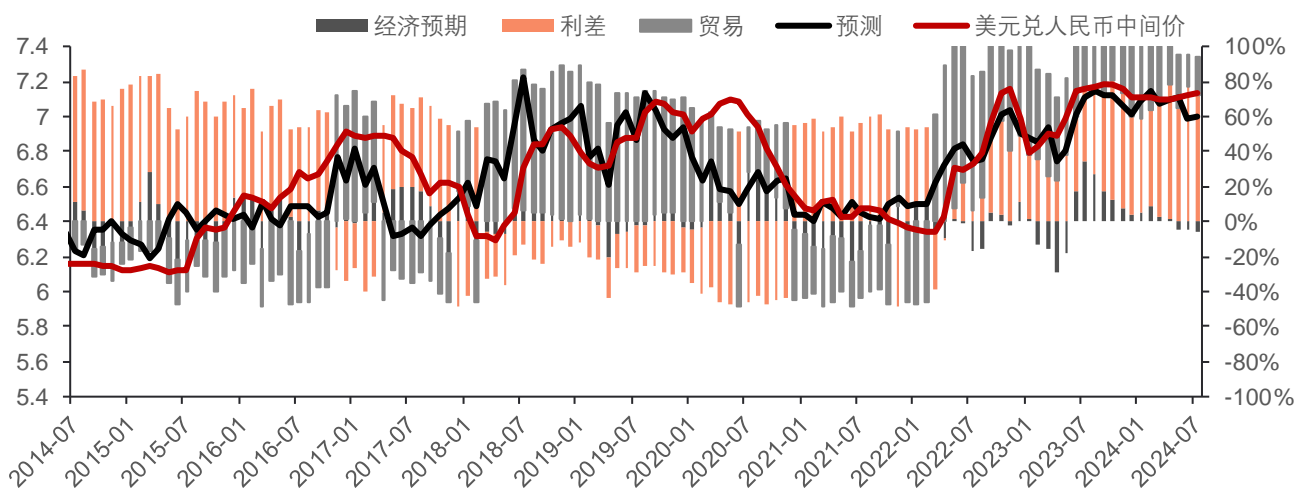
图 1: 人民币汇率三因素模型   单位: 无.....	3
图 2: 美国经济热力图   单位: 无.....	4
图 3: 美国 6 月非农就业新增情况   单位: 千人.....	4
图 4: 美国居民超额储蓄率   单位: 十亿美元.....	4
图 5: 三中全会公报重要词频统计   单位: 次.....	5
图 6: 三中全会《决定》重要词频统计   单位: 次.....	5
图 7: 日元兑美元总持仓   单位: 张.....	6
图 8: 非商业持仓   单位: 张.....	6
图 9: 逆周期因子   单位: 无.....	6
图 10: 中日美国债收益率   单位: %.....	6
图 11: 6 月出口商品数量累计同比   单位: %.....	7
图 12: 美元兑人民币汇率与商品的相关性   单位: 无.....	8
图 13: 美元兑人民币汇率与国内进口商品数量的相关性   单位: 无.....	9
图 14: 美元兑人民币汇率与国内出口商品数量的相关性   单位: 无.....	9

## 人民币大幅走升的背后

7月25日，人民币对美元汇率直线拉升，在一天之内人民币兑美元汇率大涨超600点。从我们的基本面框架来看，主要是来自国内经济预期改善以及美元走弱对人民币起的支撑作用，并且更多为息差套利交易（carry trade）平仓带来的短期脉冲影响。

趋势来看，一、是国内和美联储均处于降息或者即将开启降息周期，在美联储降息靴子真正落地前仍难有来自利差的显著驱动；二、来自逆周期因子的拖累，前期贬值阶段，逆周期因子充当人民币贬值的缓冲垫，而在企稳转升阶段则会逐步释放此前的压力，该因素在前期5月6日，5月31日人民币短暂走升后均有所体现。

图1：人民币汇率三因素模型 | 单位：无



数据来源：Wind 华泰期货研究院

### 经济预期差

美国的经济预期略有下修。6月开始美国经济数据略有走弱，一方面是美国6月的非农数据不及预期，前期偏强的休闲及餐饮服务、行政和废物处理有所走弱，另一方面是7月制造业PMI初值明显回落，但在服务业PMI仍偏强的支撑下，综合PMI仍维持韧性。关键仍在于就业市场的逐步降温对后续服务和消费的传导担忧。相比之下，中国的制造业PMI尽管仍处于收缩区间，但近几个月来相对稳定，较年初显示出一定的回升迹象。

图2：美国经济热力图 | 单位：无

增量的贡献 (2023年对实际GDP同比贡献率)	指标名称	单位	2024/07	2024/06	2024/05	2024/04	2024/03	2024/02	2024/01	2023/12	2023/11	2023/10	2023/09	2023/08
投资	GDP:不变价:同比	%						2.97			3.13		2.93	
	Markit制造业PMI	%	49.50	51.60	51.30	50.00	51.90	52.20	50.70	47.90	49.40	50.00	49.80	47.90
	全部制造业:新增订单:当月同比	%			0.93	0.93	1.45	0.80	-2.35	1.57	3.44	-2.38	2.80	0.52
	成屋+新建住房销售	万套		450.7	473.1	483.8	488.5	501.1	466.4	453.4	452.1	452.3	467.4	468.2
就业	新增非农就业人数	万人		20.60	27.20	17.50	30.30	27.50	35.30	21.60	19.90	15.00	33.60	18.70
	失业率 (色阶相反)	%		4.10	4.00	3.90	3.80	3.90	3.70	3.70	3.70	3.80	3.80	3.80
	非农职位空缺数	万人			814	791.9	835.5	881.3	874.8	888.9	893.1	868.5	930.7	935.8
	CPI:当月同比	%		3.00	3.30	3.40	3.50	3.20	3.10	3.40	3.10	3.20	3.70	3.70
通胀	核心CPI:当月同比	%		3.30	3.40	3.60	3.80	3.80	3.90	3.90	4.00	4.00	4.10	4.30
	零售和食品服务销售额:同比	%		0.20	3.21	3.82	2.29	6.25	1.55	4.01	4.17	2.91	3.94	3.50
	Markit服务业PMI	%	56.00	55.30	54.80	51.30	51.70	52.30	52.50	51.40	50.80	50.60	50.10	50.50
	个人可支配收入:同比	%			3.67	3.65	4.05	4.13	4.53	6.56	6.69	6.73	7.40	7.60
消费	个人消费支出:同比	%			5.05	5.04	5.57	4.71	4.41	5.96	5.65	5.09	5.55	5.42
	财政收入:同比	%		11.46	5.26	21.56	6.01	3.44	6.71	-5.63	9.01	26.67	-4.15	-6.78
	财政支出:同比	%		-17.62	22.44	22.57	-17.79	8.17	2.71	3.47	17.62	15.66	-30.44	-62.95
	出口金额:同比	%			4.30	4.97	1.83	4.04	-0.40	2.61	0.52	0.93	0.45	-2.35
净出口	进口金额:同比	%			6.24	4.38	4.08	2.97	-1.14	-0.21	0.05	-3.21	-2.59	-4.42

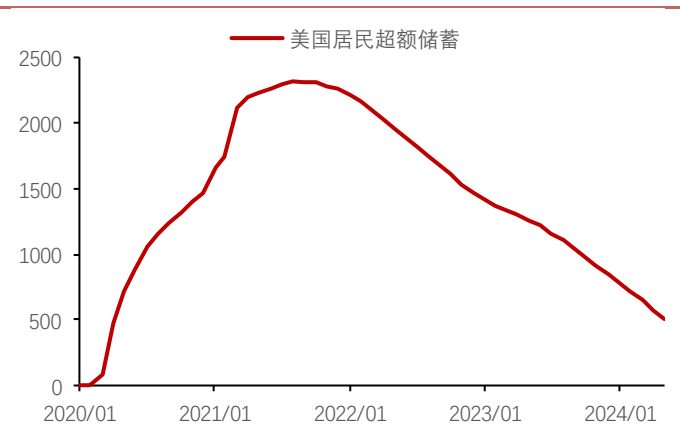
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图3：美国 6 月非农就业新增情况 | 单位：千人

Level	Series	Index	2024/06	2024/05	2024/04	2024/03	2024/02	2024/01	2023/12	2023/11	2023/10	2023/09	2023/08
1	总计	NFP TCH Index	295	218	105	101	206	295	390	195	195	205	205
1	采矿与采矿业	ECANMAY Index	0.00	-4	-5	2	0	-2	3	-4	-1	1	0
2	伐木业	ECANMAY Index	-0.50	-1.20	-0.80	0.20	0.00	-0.80	-0.80	-2.00	-0.10	0.80	-0.80
2	石油、天然气和煤炭开采	ECANMAY Index	0.30	-2.70	-4.80	2.20	0.20	-1.80	4.00	-2.70	-0.80	0.80	0.60
2	建筑业	ECANMAY Index	27.00	18	-5	37	28	26	18	15	22	13	21
2	制造业	ECANMAY Index	8.80	5.40	1.40	12.60	6.90	6.90	7.20	1.80	8.50	6.10	8.30
2	建筑业	ECANMAY Index	6.30	2.40	-2.70	2.60	7.60	0.40	3.20	1.80	1.70	3.40	6.40
2	专业和商业服务	ECANMAY Index	11.60	7.60	-1.10	21.50	9.70	19.70	7.80	10.80	12.50	3.40	18.80
2	制造业	ECANMAY Index	-0.80	0	7	-6	-9	6	12	29	-21	11	2
2	耐用品制造业	ECANMAY Index	-10.00	-5.00	3.00	-1.00	-3.00	-4.00	19.00	27.00	-33.00	9.00	3.00
2	非耐用品制造业	ECANMAY Index	2.60	5.40	4.00	-5.00	-10.00	10.00	-7.00	22.00	7.00	4.00	1.00
2	批发和零售业	ECANMAY Index	14.00	22	41	34	64	7	24	-46	6	42	-29
2	批发和零售业	ECANMAY Index	14.20	1.50	6.50	6.70	-11.60	-6.70	7.40	6.90	11.90	1.50	1.50
2	批发和零售业	ECANMAY Index	-8.50	7.10	14.20	19.30	23.40	16.40	22.90	42.80	1.30	18.50	-5.60
2	运输与仓储	ECANMAY Index	7.30	12.20	20.80	5.30	31.30	-3.80	-18.30	-10.50	-8.50	9.20	-27.50
2	公用事业	ECANMAY Index	0.80	3.20	0.00	-0.80	3.00	1.50	2.40	1.60	1.50	2.00	2.80
2	信息	ECANMAY Index	6.00	6	-3	2	-3	8	13	17	-26	11	-18
2	金融与保险业	ECANMAY Index	4.80	5.60	-1.80	2.30	-3.30	10.40	10.60	23.80	-3.80	-4.50	-15.10
2	信息、技术和互联网	ECANMAY Index	0.20	0.10	2.50	2.80	-0.80	-3.80	-1.30	-4.20	-11.80	18.70	2.20
2	房地产-不含互联网	ECANMAY Index	-0.50	-0.80	-0.30	-2.70	0.40	0.40	0.70	-1.60	1.10	0.10	-4.70
2	住宿	ECANMAY Index	-1.20	-0.50	-2.30	-1.40	-2.00	-1.10	-0.20	-2.10	-2.80	-0.90	-2.60
2	计算机、电子和电信设备	ECANMAY Index	1.00	-0.20	-0.10	1.80	0.30	1.30	2.80	1.60	-1.70	-3.70	1.50
2	贸易、餐饮业、酒店、餐饮业和信息服务	ECANMAY Index	1.10	-0.20	-0.70	-1.80	-0.30	0.90	0.20	0.30	-0.30	1.20	-0.10
2	制造业	ECANMAY Index	9.00	12	-3	4	-7	-4	6	4	0	0	4
2	金融和保险	ECANMAY Index	7.80	5.60	5.50	2.50	-7.50	-5.70	1.00	-2.20	-3.30	-5.10	0.10
2	房地产业	ECANMAY Index	3.10	6.00	-8.00	2.20	-0.20	1.50	5.00	6.20	3.50	4.00	4.30
2	专业和商业服务	ECANMAY Index	-17.00	31	-17	17	6	48	13	10	-5	-1	-1
2	制造业	ECANMAY Index	24.20	38.70	12.40	11.20	10.00	22.00	27.20	19.20	13.80	12.20	14.30
2	公用事业和互联网	ECANMAY Index	1.50	0.70	-2.80	-2.40	5.00	-1.80	1.80	7.60	-2.20	-0.40	-1.10
2	信息和通信技术	ECANMAY Index	-43.00	-6.00	-27.20	6.90	-12.20	27.80	-16.30	-2.00	-16.20	-13.10	-10.90
2	批发和零售业	ECANMAY Index	62.00	61	-69	74	49	109	24	119	72	41	49
2	制造业	ECANMAY Index	-0.70	-2.00	0.30	-4.20	-8.80	27.20	7.60	4.10	4.40	-8.10	0.10
2	医疗、健康和福利	ECANMAY Index	82.40	82.90	88.40	79.80	88.80	73.00	76.10	106.60	72.00	81.20	83.50
2	制造业	ECANMAY Index	7.00	22	-9	54	26	-2	41	19	27	52	52
2	艺术、娱乐和休闲	ECANMAY Index	8.50	12.30	-1.20	23.80	3.10	18.70	21.90	9.40	29.40	-10.50	13.20
2	零售业	ECANMAY Index	-2.60	10.40	-7.80	30.10	22.80	-21.60	19.10	6.20	28.40	37.20	28.80
2	零售业	ECANMAY Index	16.00	6	4	12	10	10	0	10	-1	8	16
2	制造业	ECANMAY Index	0.70	0.70	0.00	3.70	1.60	2.70	2.80	2.80	3.30	4.30	2.10
2	制造业	ECANMAY Index	1.70	1.40	-0.30	1.50	1.40	4.40	-0.40	-0.40	-0.40	0.40	1.80
2	制造业	ECANMAY Index	13.70	5.40	5.10	6.70	6.50	3.00	3.60	7.70	-0.50	-4.40	5.10
2	制造业	ECANMAY Index	70.00	29	0	74	35	69	76	59	87	94	69
2	制造业	ECANMAY Index	9.90	3.00	0.00	12.90	7.00	13.00	9.00	1.00	8.00	6.00	11.00
2	制造业	ECANMAY Index	28.00	-9.00	4.00	10.00	14.00	18.00	21.00	8.00	28.00	17.00	28.00
2	制造业	ECANMAY Index	28.00	31.00	-4.00	58.00	34.00	31.00	69.00	21.00	30.00	27.00	21.00

数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图4：美国居民超额储蓄率 | 单位：十亿美元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

## 利差

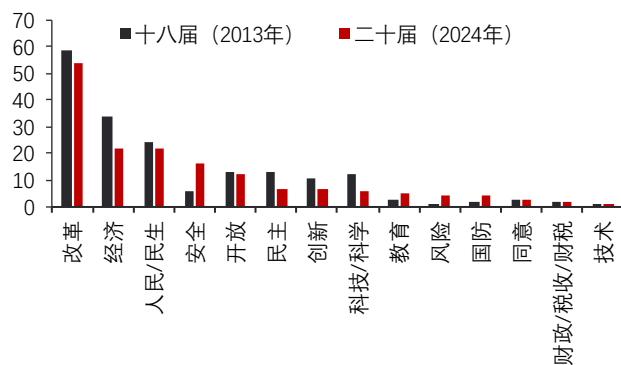
### 三中全会利好

稳汇率压力减弱以及短期稳增长诉求打开了降息空间。2024 年一季度数据显示，商业银行净息差已经下行至 1.54%，而大型商业银行净息差仅 1.47%，创近年来新低。只有同时推进公开市场操作和 LPR 利率的下调，才能缓和银行的净息差压力。在今年 6 月的陆家嘴论坛上，潘行长提到，“针对部分报价利率显著偏离实际最优惠客户利率的问

题，要着重提高 LPR 报价质量，更加真实反映贷款市场利率水平。”央行的降息举措，尽管在短期内对人民币构成一定压力，但从长期来看，有助于刺激经济增长，提高市场信心。

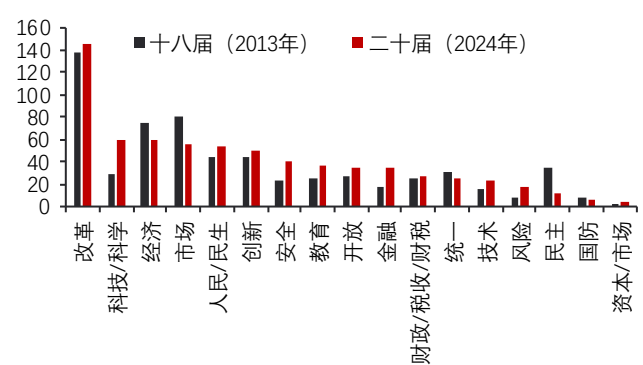
同时，三中全会释放的政策信号极大提振了市场信心。会议强调发展“科技”和“创新”，重点提出发展“新质生产力”，包括信息技术、人工智能、航空航天等多个战略性产业。这一信号表明中国正在积极推动经济结构转型，有望在未来保持较强的经济增长动力，这无疑增强了投资者对中国经济长期发展的信心。三中全会提出“深化财税体制改革”，包括扩大地方税收管理权限、规范和加大转移支付等措施。这些政策有望改善地方财政状况，提高经济运行效率，进而支撑经济增长。

图5： 三中全会公报重要词频统计 | 单位：次



数据来源：中国政府网 华泰期货研究院

图6： 三中全会《决定》重要词频统计 | 单位：次



数据来源：中国政府网 华泰期货研究院

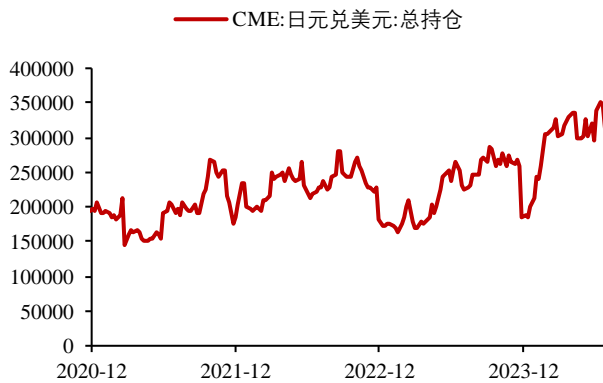
## 日元升值

全球股市近期大幅下跌，加剧了市场的避险情绪，导致避险资金大量回流日本。科技巨头财报不及预期引发了标普 500 指数和纳斯达克 100 指数的显著下跌，这种市场波动进一步推动了日元的升值。

套息交易中，投资者通常借入低息货币（如日元）投资高息货币（如美元）以获取息差收益。然而，随着日本央行加息预期的增强，这种交易模式受到了严重冲击。首先，根据 CFTC 的数据，日元投机性净空头仓位在 6 月底达到了 18.4 万份的历史极值，但在美国 CPI 降温和日本央行干预的影响下，7 月 16 日的一周内，这些空头仓位减少了 3.1 万份，创下近年来最大单周变化规模。其次，日本主要寿险公司的外币资产外汇对冲比率降至 43.8% 的近历史最低水平。随着美国可能进入降息周期，而日本可能开始加息，这些未对冲的海外资产很可能增加对冲比例，进一步推动日元升值。最后，散户方面，今年上半年，日本国内投资信托管理公司的海外投资大多没有进行外

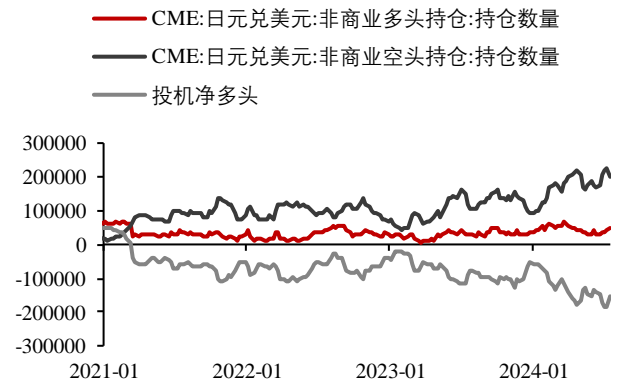
汇对冲。随着近期海外股市的下跌，部分投资回流日本，需要卖出美元、买入日元，进一步加剧了日元的升值。

图7：日元兑美元总持仓 | 单位：张



数据来源：中国政府网 华泰期货研究院

图8：非商业持仓 | 单位：张

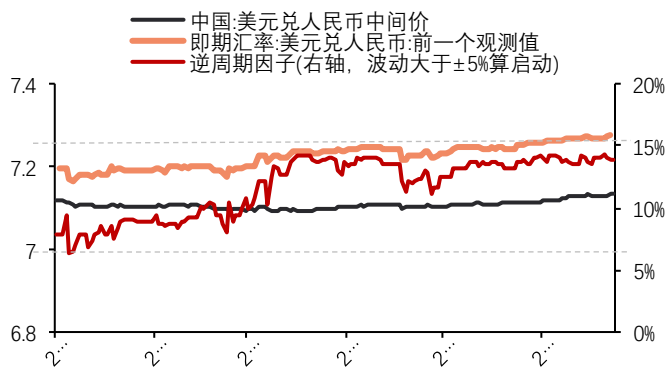


数据来源：中国政府网 华泰期货研究院

## 对人民币的影响

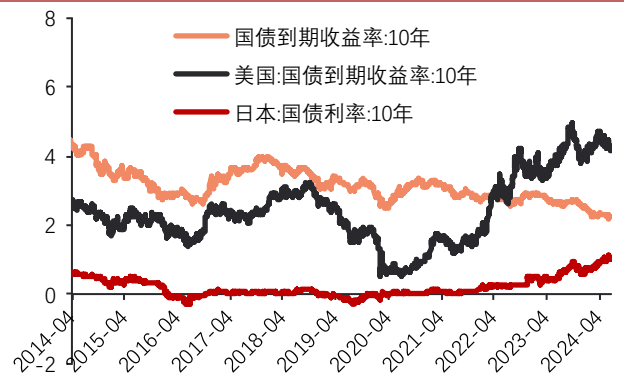
近期日元的强势上涨主要源于日本和美国之间息差的变化。日本央行即将加息的预期，以及全球股市的避险情绪，推动了日元的显著升值。相比之下，美国和中国之间的利差并没有显著扩大。中国央行近期采取了降息措施，而美国的货币政策相对宽松，导致两国之间的利差变化不大，维持了中美之间息差的相对稳定。此外，在人民币持续升值的情况下，逆周期因子通常会会影响外汇市场，以人民币汇率的稳定，确保出口竞争力和整体经济的稳定性。

图9：逆周期因子 | 单位：无



数据来源：中国政府网 华泰期货研究院

图10：中日美国债收益率 | 单位：%



数据来源：中国政府网 华泰期货研究院



因此，这次日元的强势上涨对人民币的影响应被视为短期现象。由于中美之间的利差没有显著变化以及逆周期因子的影响，人民币的基本面依然稳固，未来走势更多取决于中美两国的经济数据和政策调整，而非短期的市场波动。

## 贸易

全球经济放缓影响了中国的出口增长，而国内需求的复苏尚未达到显著提升进口水平的程度。因此，贸易部分对人民币汇率的贡献较为平淡，未能成为此次升值的主要驱动力。

图11： 6月出口商品数量累计同比 | 单位：%

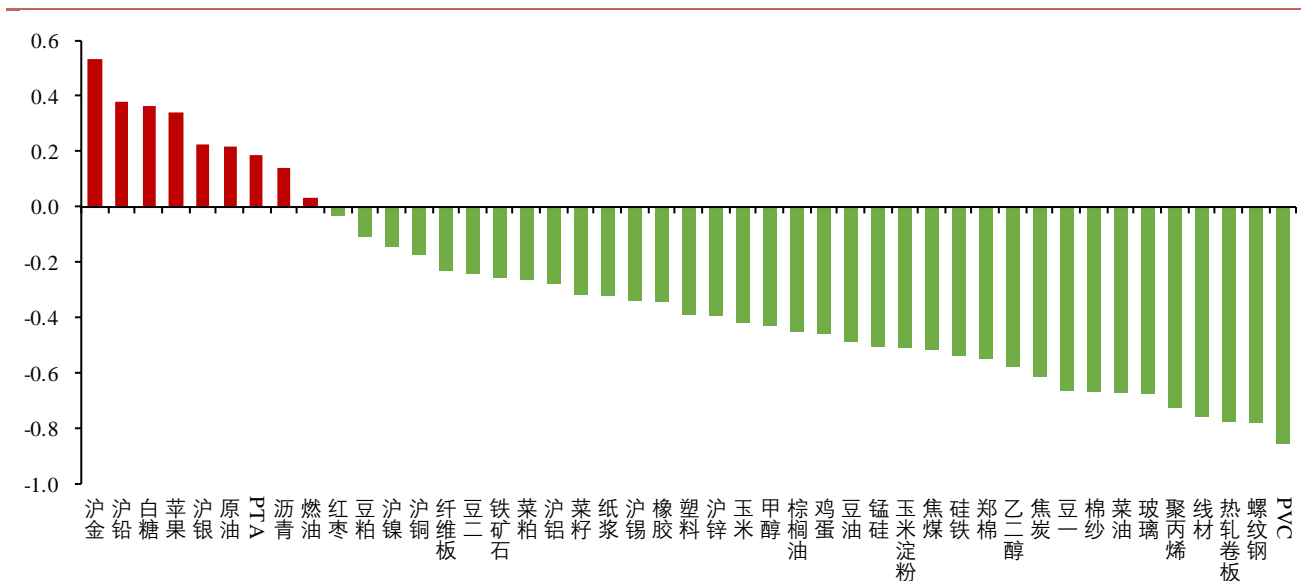
出口商品数量累计同比		2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2023-12
农产品	农产品 (*)	2	0.4	-0.9	-1.2	2.7	0.9
	水产品	8.9	7	7.4	7.7	11.2	0.1
	粮食	5.7	15.4	12.3	5.1	10.9	-18.2
	肥料	-0.8	-2.3	-4.2	-11	-16.1	27.3
劳动密集型	塑料制品 (*)	8.3	8.5	8.1	10.2	22.9	-3.9
	箱包及类似容器	10.3	10.4	10.8	15	36.1	13.5
	纺织纱线、织物及其制品 (*)	3.3	2.6	1.2	2.6	15.5	-8.3
	服装及衣着附件 (*)	0	0.2	0	1.4	13.1	-7.8
	鞋靴	3.5	3.3	5.3	9.5	27.1	-2.5
	玩具 (*)	-0.2	0.2	1	3	15.9	-12.2
制造业+机电	船舶	29.4	25	19	31.6	59.9	23.2
	通用机械设备 (*)	11.7	10.6	11.3	15.5	32	1.8
	机电产品 (*)	4.9	4.3	3.4	3.3	8.5	-2.4
汽车	汽车(包括底盘)	25.3	26.8	26	23.9	22.1	57.4
电子	手机	4.9	4.7	4.6	6.3	12.8	-2
	音视频设备及其零件 (*)	6.5	5.6	4	5.4	13.4	-4.4
	集成电路	9.5	10.5	8.5	3	6.3	-1.8
地产后周期	液晶平板显示模组	11.5	11.2				
	陶瓷产品	6.7	8.6	8.8	11.8	28.7	5.3
	家用电器	24.9	24.6	23.3	23.7	38.6	11.2
	家具及其零件 (*)	14.8	16.6	16.5	19.6	36.1	-5.2
贱金属	钢材	24	24.7	27	30.7	32.6	36.2
	未锻轧铝及铝材	13.1	10.8	8.8	7.4	9.8	-13.9
其他	中药材及中式成药	-5.8	-6.5	-7.4	-10.2	-9.7	-2.3
	稀土	10.9	14.3	10	13.9	18.7	7.3
	成品油	-3.8	-7.7	-11.5	-18.3	-30.6	16.7
	高新技术产品 (*)	3.1	2.4	0.9	-0.2	0.2	-10.8
	医疗仪器及器械 (*)	4.7	3.4	2.5	3.6	12.2	-2.9

数据来源：Wind 华泰期货研究院

## 人民币汇率与商品价格

美元兑人民币汇率与沪金价格之间存在显著的正向关联，意味着当人民币相对美元升值时，黄金价格趋向于下跌；反之，人民币贬值则可能推高金价。同时，美元兑人民币汇率与包括PVC、螺纹钢、热卷、线材、聚丙烯、玻璃、菜油、棉纱、豆一以及焦炭在内的多种大宗商品之间展现出较强的反向相关性，其相关性系数超过0.6，预示着在人民币相对美元升值的情境下，这些大宗商品的价格有望走高。

图12： 美元兑人民币汇率与商品的相关性 | 单位：无



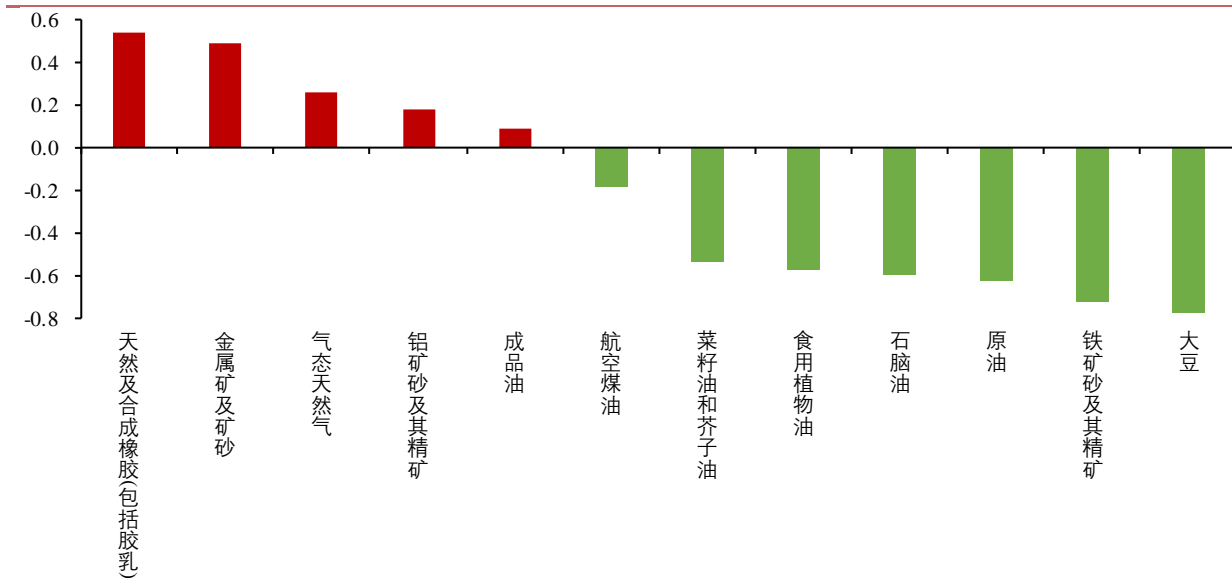
数据来源：Wind 华泰期货研究院

通过分析美元兑人民币汇率与商品进出口数量当月值之间的联动关系，我们发现对进口商品而言，大豆、铁矿砂及其精矿、原油等关键资源类商品与人民币汇率呈现出反向变动关系——当人民币相对于美元升值时，中国进口上述商品的动力将显著增强，因为人民币升值意味着进口成本相对降低，从而刺激进口量的增加。

出口方面，情况则有所不同。人民币汇率的变动对太阳能电池、乘用车等出口产品的影响表现为正向关联，即人民币汇率升值会导致中国在这两类产品上的出口竞争力减弱，进而可能减缓其出口增速。然而，有机发光二极管显示屏、笔记本电脑、机床等高科技及工业产品的出口量与人民币汇率之间存在着反向变动关系，换言之，当人民币升值时，上述高科技和工业品的出口量仍能实现大幅增长。

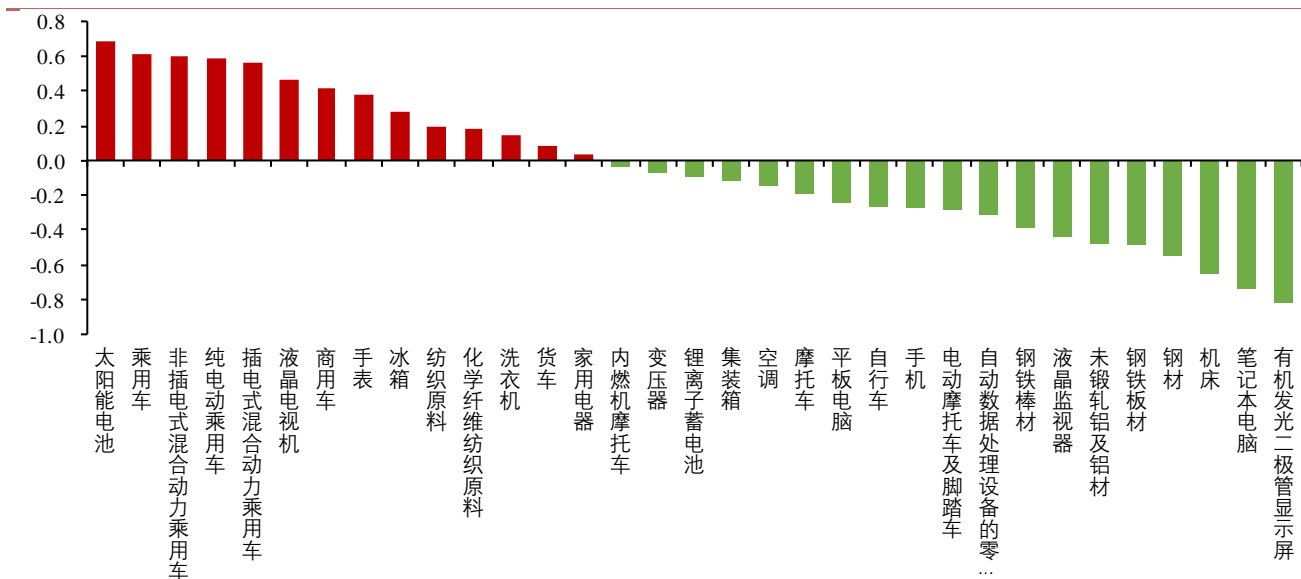


图13： 美元兑人民币汇率与国内进口商品数量的相关性 | 单位：无



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图14： 美元兑人民币汇率与国内出口商品数量的相关性 | 单位：无



数据来源：Wind 华泰期货研究院



## 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

## 公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com