

人民币汇率又到关键点位

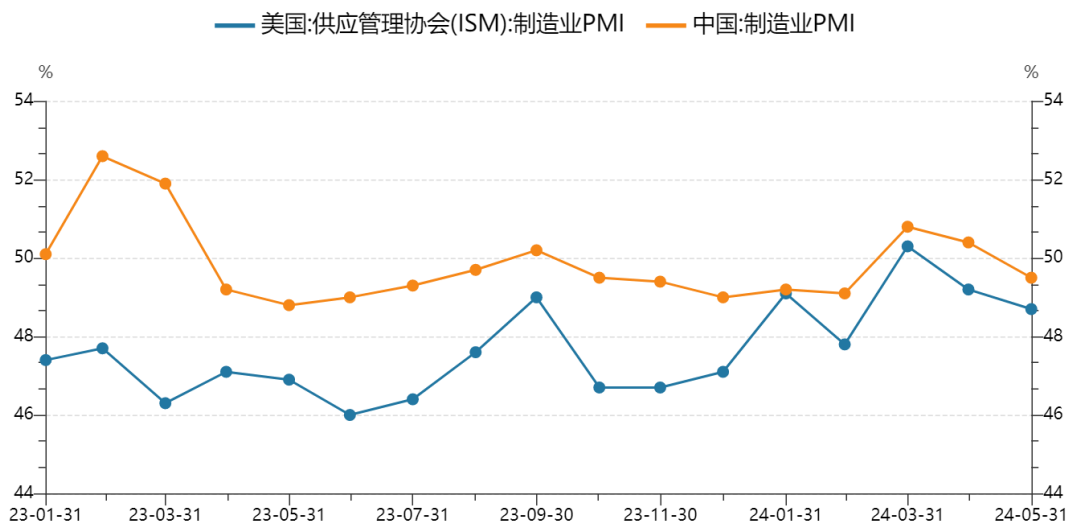
今年以来，人民币汇率贬值压力再现。至 6 月 26 日，美元兑人民币即时汇率上行超 7.266，离岸即时汇率超 7.29，再度接近 7.3 关键点位。本文将带大家看看本轮人民币贬值的背后驱动以及对资本市场的影响。

一、 5 月以来人民币贬值的特征

5 月至 6 月 26 日，人民币对美元即时汇率累计贬值 0.3%，离岸即时汇率累计贬值 0.4%，与此同时，美元指数累计跌 0.6%（先抑后扬），说明并非受美元强弱势单独驱动。

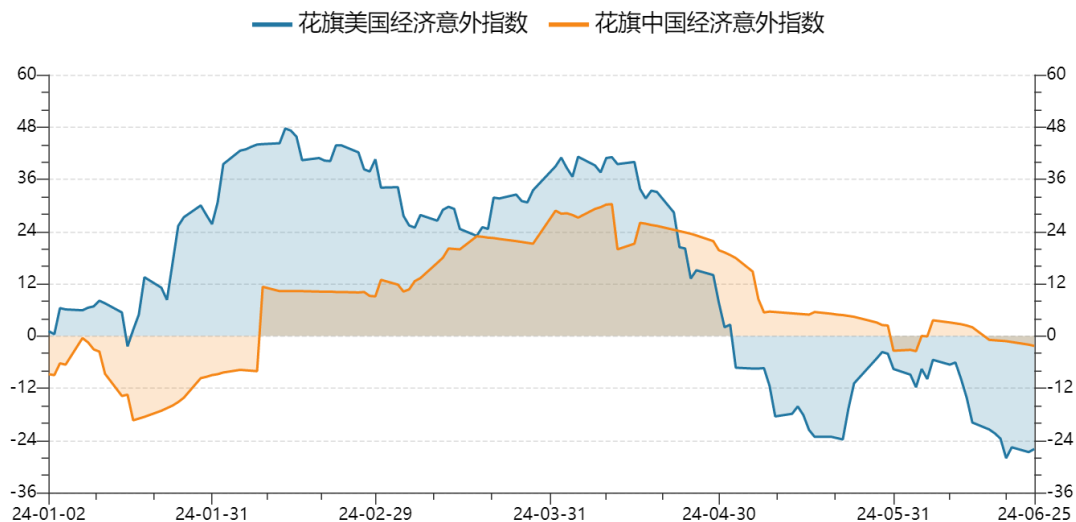
人民币对美元汇率主要受中美经济预期差、通胀预期差、利差所决定。从基本面数据看，无论是经济走势及预期差、通胀走势及预期差，均不支持人民币汇率贬值。

图、5 月中美制造业 PMI 重回收缩区间但美国数值更低



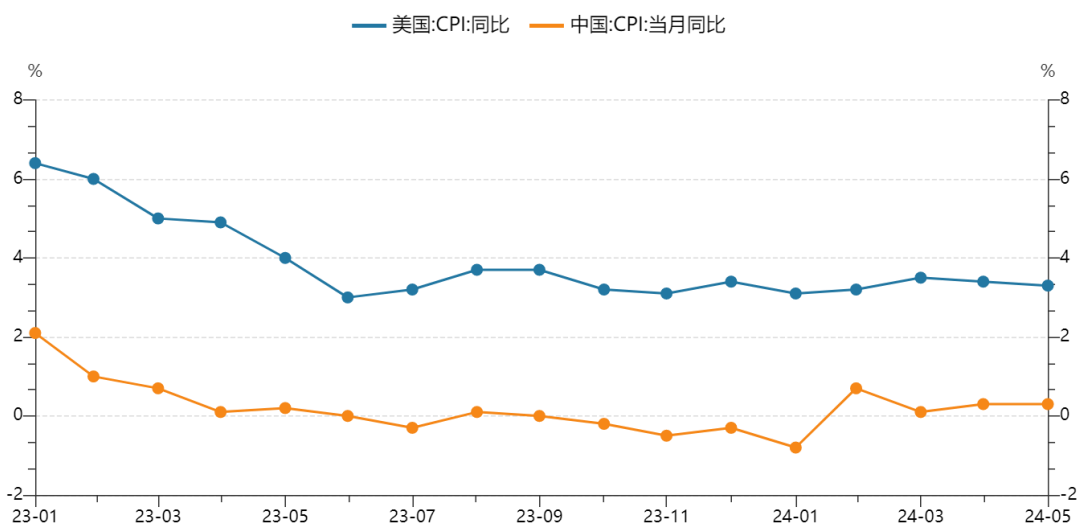
来源：Wind、广州期货研究中心

图、5 月以来美国经济意外指数转负，我国体现相对优势



来源：Wind、广州期货研究中心

图、美国通胀水平自 2022 年中触顶回落但仍明显高于我国水平



来源：Wind、广州期货研究中心

2022 年以来人民币汇率承压主要受中美利差驱动。中美利差拉大背景下，套利行为（降低出口收汇的结汇比例，保留美元资产，或采用掉期卖汇而非即期卖汇）增加，减少了即期汇率市场美元供给，进而对人民币即期汇率产生压力。

图、中美利差自 2022 年 8 月以来持续“倒挂”并走阔



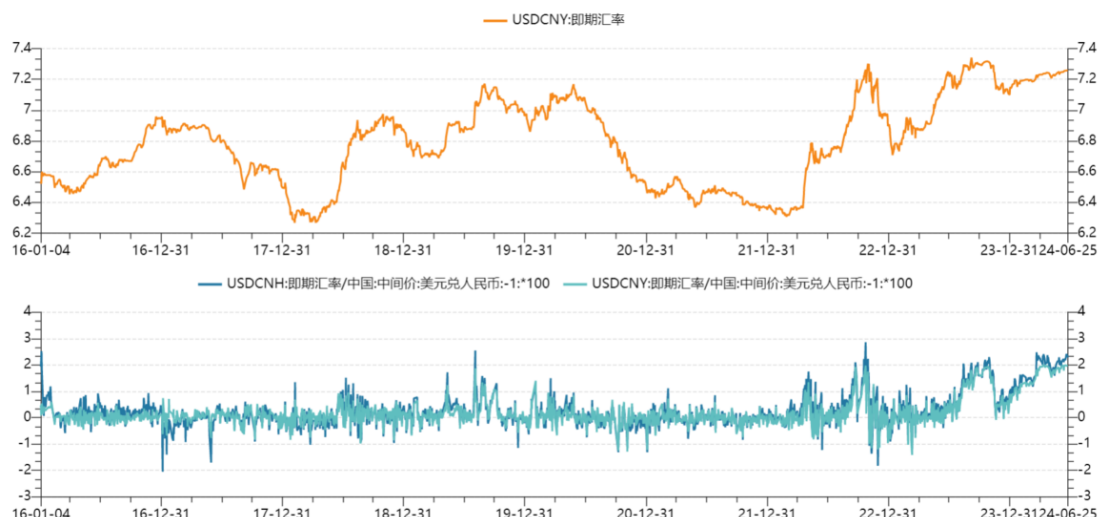
来源：Wind、广州期货研究中心

二、央行的政策态度

我国境内外汇市场由客户与银行之间的结售汇市场和银行间外汇市场组成，银行间外汇市场占据绝对主导地位，我们通常说的中间价即基于银行间外汇市场做市商的报价。2015年“811汇改”后，人民币汇率中间价形成机制逐步完善和透明化。2017年5月，中国央行宣布实施“中间价=收盘价+一篮子货币汇率变化+逆周期因子”的三因子定价机制。即可以理解为，“逆周期因子”发挥了中间价管理“压舱石”作用，表达了央行的政策态度，因此新机制下的中间价一定程度反映了央行对汇率的“合意区间”。

观测在岸人民币即期汇率、离岸人民币即期汇率较中间价的偏离程度，可更客观反应汇率“压力”。自去年下半年人民币对美元汇率破7.2以来，在岸即离岸人民币汇率较中间价持续存在贬值偏离，近日在岸汇率较中间价贬值超2%，离岸汇率较中间价贬值近2.4%，显示汇率压力有所上升。

图、今年来即期汇率较中间汇率贬值幅度处汇改以来历史高位



来源：Wind、广州期货研究中心

现有外汇管理制度下，央行管理调控外汇的政策工具一是公开市场操作，包括央行利用外汇储备在银行间市场买卖外汇，以及在离岸人民币市场发行短期央票，二是调节外汇存款保证金，最近一次下调为 2023 年 9 月，三是调整远期售汇业务的外汇风险准备金，最近一次调整为 2022 年 9 月上调至 20%，四是逆周期调节因子，如上文所述即期汇率与中间价的偏离亦暗示了逆周期调节因子或在发挥作用，五是央行表态变化的预期管理作用。

6 月 19 日，2024 陆家嘴论坛开幕，人民银行副行长、外汇局局长朱鹤新作主题演讲，表示“我国外汇市场有基础有条件保持稳健运行，人民币汇率将在合理均衡水平上保持基本稳定”、“我们将继续高度关注外部环境变化，进一步充实用好政策工具箱，防范人民币汇率超调和异常跨境资金流动风险。”

综上所述，基本面支撑及政策工具充足意味着人民币继续大幅贬值超前低的概率不高，但中美货币周期错位意味着中美利差走阔或延续至美联储货币政策转向，在此之前人民币汇率整体承压。

三、人民币贬值对资本市场的影响

国债：人民币贬值压力及央行行为是影响银行间市场资金面的重要因素，也是

制约近期货币政策总量性工具发力的约束之一。随近年来我国货币政策“以我为主”，但其持续提升的贬值压力仍对货币政策形成一定制约，因此亦成为债市持续牛市行情的潜在风险点。

权益：汇率变动的影响直接体现为北向资金流向对资金面的影响。6 月以来,人民币贬值压力持续提升，美元指数走强，北向资金明显净流出。关注在政策干预下未来汇率边际变化、北向资金动向对市场情绪的影响。

商品：人民币贬值的短期影响体现为资金净流出和汇率计价影响，长期影响实质上利好出口和经济，反之亦然。具体对品种的走势影响在不同阶段表现不同，近期外汇逻辑不明显，市场主要关注美元指数走势及背后的美国经济韧性。

投资咨询业务资格：证监许可【2012】1497 号

分析师： 方旻 期货从业资格：F03105216 投资咨询资格：Z0021334
邮箱：fang.min@gzf2010.com.cn

免责声明：本报告的信息均来源于公开资料，部分观点来自于研究员对公开信息整理后的判断，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。上述信息和观点并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

广州期货股份有限公司提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！