

是否需要担心汇率问题？

往期精彩研报

《分析人民币汇率必须吃下的四碗面》

主要观点

值得关注的是，美元兑人民币即期汇率在 2024 年 2 月 5 日后经历了近 2 个月的低波运行（详见图 1.1.2），但于上周五（3 月 22 日）突然发生异动。我们认为异动背后的原因更多是外汇政策及其他因素（如美元指数）所致。特别是在前期人民币波动率极度压缩的背景下，市场也有需求突破狭窄的交易范围，随时可能出现由冲击事件引发的极端行情。

异动之后，是否意味着新一轮人民币贬值周期的开始？此前的近 2 个多月，我们一直保持的观点是“关注美元兑在岸人民币即期汇率在 7.20 关口附近的表现，若升破，则汇率的整体运行中枢将上移；若未升破，则继续在 7.14-7.20 区间内保持相对稳定的运行状态”。目前，美元兑在岸人民币即期汇率已升破 7.20 关口，并且在当前海内外主要国家基本面没有太大变化的情况，以及美元兑人民币汇率的“两会行情”走尽后，我们认为后续美元兑人民币即期汇率的运行中枢将上移且波幅较前期增大，除非基本面方面发生变化，或者外汇政策强有力地介入。与此同时，从代表居民、企业以及海外投资者的各类情绪指标来看，均指向市场对人民币的贬值预期在短期内有所抬升，表明前期积压的市场对人民币的贬值预期重新苏醒。

风险点：各国货币政策转向进程、中国经济修复不及预期、地缘冲突超预期、中国出台政策力度不及预期、中国政策落地执行不及预期

重要声明：本报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议

南华研究院
投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1290 号

周骥
投资咨询证号：Z0017101

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目录

章节

1. 事件回顾：美元兑人民币即期汇率发生异动.....	1
2. 事件复盘：寻找异动背后的原因	4
2.1 基本面视角：人民币内生动能（升值）不大	4
2. 中美两国在经济步调上的差异并未给人民币带来太多支撑	4
2.2 外汇政策视角：央行行适度放手	5
2.3 其他视角：美元指数起到助推器作用	7
3. 后市展望：是否意味着新一轮人民币贬值周期的开始？	8

目录

图表

表 1.1.1:2024 年 3 月 18 日—3 月 22 日外汇市场行情	1
图 1.1.1:2024 年 3 月 22 日，美元兑人民币即期汇率发生异动	1
图 1.1.2:各阶段美元兑人民币即期汇率波动率（年化）对比	2
图 1.1.3:2024 年 3 月 22 日亚洲早盘，美元兑人民币即期汇率及美元指数大幅攀升	2
图 1.1.4:南华年报《2024 年度外汇展望：挣脱》中对 2024 年美元兑人民币即期汇率走势的判断逻辑	3
图 2.2.1:中美利差保持倒挂	4
图 2.2.2:10 年期美债及中债收益率走势图	4
图 2.2.3:国内房地产开发企业融资加速恶化（%）	5
图 2.2.4:2024 年 3 月 18 日—3 月 22 日美元指数与人民币汇率日内价格走势图	6
图 2.2.5:美元兑人民币汇率中间价各因素拆解	6
图 2.2.6:逆周期因子与人民币汇率走势	6
图 2.2.7:隔夜传出美国限制对华投资草案传闻	7
图 3.1.1:美元兑人民币汇率中间价与黄金隐含汇率走势	8
图 3.1.2:USDCNH 与 USDCNY 价差走势	9
图 3.1.3:NDF 与 USDCNH 走势图	9
图 3.1.4:USDCNY 风险逆转期权指标（25Delta）（单位：%）	9

1. 事件回顾：美元兑人民币即期汇率发生异动

上周（2024年3月18日—3月22日），美元指数较前一周周五升值，在岸人民币、离岸人民币、日元、欧元以及英镑均相对于美元继续呈现贬值状态。

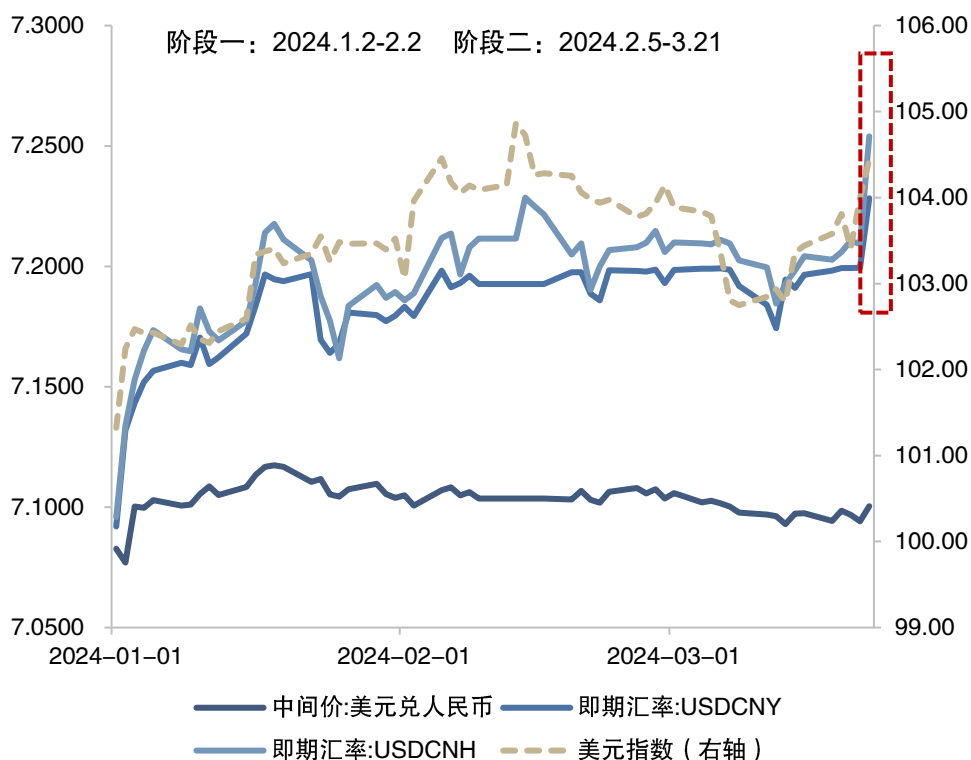
表 1.1.1: 2024 年 3 月 18 日—3 月 22 日外汇市场行情

名称	上上周 收盘价	上周收盘价 最高价	上周收盘价 最低价	上周五 收盘价	上周 涨跌幅
人民币汇率中间价	7.0975	7.1004	7.0942	7.1004	0.041%
USDCNY	7.1965	7.2283	7.1982	7.2283	0.442%
USDCNH	7.2042	7.2540	7.2028	7.2540	0.691%
美元兑日元	149.1280	151.6616	149.1385	151.3635	1.499%
欧元兑美元	1.0888	1.0886	1.0816	1.0816	-0.663%
英镑兑美元	1.2740	1.2732	1.2602	1.2602	-1.081%
美元指数	103.4412	104.4373	103.4111	104.4373	0.963%

数据来源：iFinD 南华研究

值得关注的是，美元兑人民币即期汇率在2024年2月5日后经历了近2个月的低波运行（详见图1.1.2），但于上周五（3月22日）发生异动。

图 1.1.1: 2024 年 3 月 22 日，美元兑人民币即期汇率发生异动



数据来源：iFinD 南华研究

图 1.1.2: 各阶段美元兑人民币即期汇率波动率（年化）对比

阶段一+阶段二	中间价:美元兑人民币	即期汇率:USDCNY	即期汇率:USDCNH	美元指数
涨跌幅	0.16%	-1.47%	-1.53%	2.03%
波动率（年化）	0.97%	2.07%	2.52%	4.66%
阶段二	中间价:美元兑人民币	即期汇率:USDCNY	即期汇率:USDCNH	美元指数
涨跌幅	-0.09%	0.24%	0.21%	-0.50%
波动率（年化）	0.59%	1.53%	2.10%	4.18%
阶段一	中间价:美元兑人民币	即期汇率:USDCNY	即期汇率:USDCNH	美元指数
涨跌幅	0.25%	1.23%	1.31%	2.55%
波动率（年化）	1.29%	2.56%	2.94%	5.08%

低波动运行

波动率（年化）	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	均值
即期汇率:USDCNY	2.81%	2.85%	3.46%	4.55%	4.36%	4.33%	2.99%	6.50%	4.75%	4.07%
即期汇率:USDCNH	4.50%	3.92%	4.25%	5.55%	4.81%	4.53%	3.15%	6.75%	5.00%	4.72%

资料来源：iFinD 南华研究

具体来看，2024年北京时间3月22日9:30起，美元兑人民币即期汇率大幅上行。其中，美元兑在岸人民币即期汇率打破了近期“7.20为美元兑在岸人民币即期汇率不可触碰的底线”的“传说”，而美元兑离岸人民币即期汇率也接连升破了7.23、7.24、7.25、7.27关口。截至北京时间3月23日3:00的数据显示，美元兑在岸人民币即期汇率为7.2292，美元兑离岸人民币即期汇率为7.2775（创下自2023年11月以来的新高），较前一日9:30的数据分别上涨了0.41%和0.81%。

图 1.1.3: 2024 年 3 月 22 日亚洲早盘，美元兑人民币即期汇率及美元指数大幅攀升

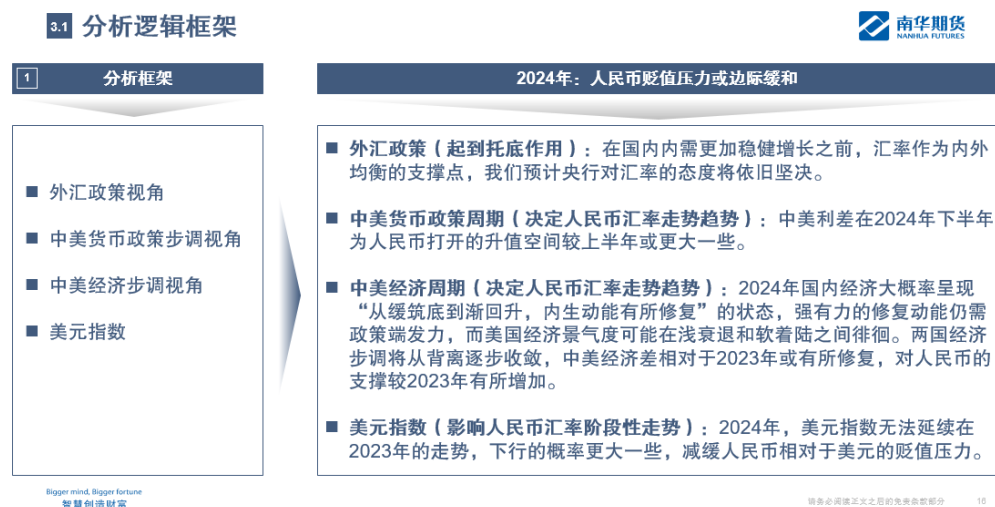


注：白线为 USDCNH，蓝线为 USDCNY，红线为美元指数（左轴）

资料来源：Bloomberg 南华研究

我们将根据南华年报《2024年度外汇展望：挣脱》中对2024年美元兑人民币即期汇率走势的判断逻辑去寻找此次美元兑人民币即期汇率大幅升值背后的原因。在寻找之前，让我们再次回顾年报中的观点：基本面（中美两国货币政策步调差异及经济步调差异）将决定2024年美元兑人民币即期汇率的内生升值或贬值动能。在人民币内生动能（升值）不大的情况下，外汇政策大概率将起到托底作用，主要的托底方向为减缓人民币相对于美元进一步贬值的幅度和速度，而美元指数则会起到阶段性主导美元兑人民币即期汇率走势的作用。

图 1.1.4:南华年报《2024 年度外汇展望：挣脱》中对 2024 年美元兑人民币即期汇率走势的判断逻辑



资料来源：南华研究

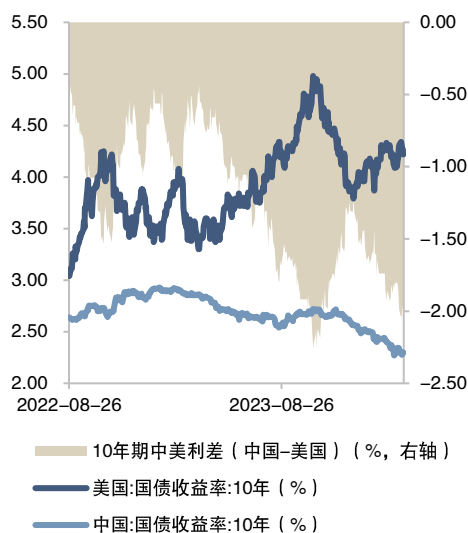
2. 事件复盘：寻找异动背后的原因

2.1 基本面视角：人民币内生动能（升值）不大

1. 中美两国在货币政策步调上的差异，并未给到人民币太多内在升值动能

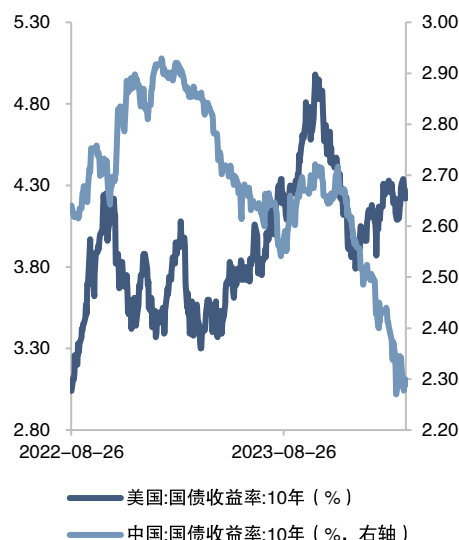
在阶段二期间（2024年2月5日-3月21日），中美利差依旧保持倒挂。3月21日，美联储维持利率不变，继续按计划缩表，保持政策的连续性和弹性。同日，中国人民银行副行长宣昌能在国新办新闻发布会上表示，我国货币政策拥有充足的政策空间和丰富的工具储备，法定存款准备金率仍有下降的空间。因此，中美两国货币政策步调差异，并未给人民币带来太多内在升值动能。

图 2.2.1:中美利差保持倒挂



数据来源：iFinD 南华研究

图 2.2.2:10 年期美债及中债收益率走势图

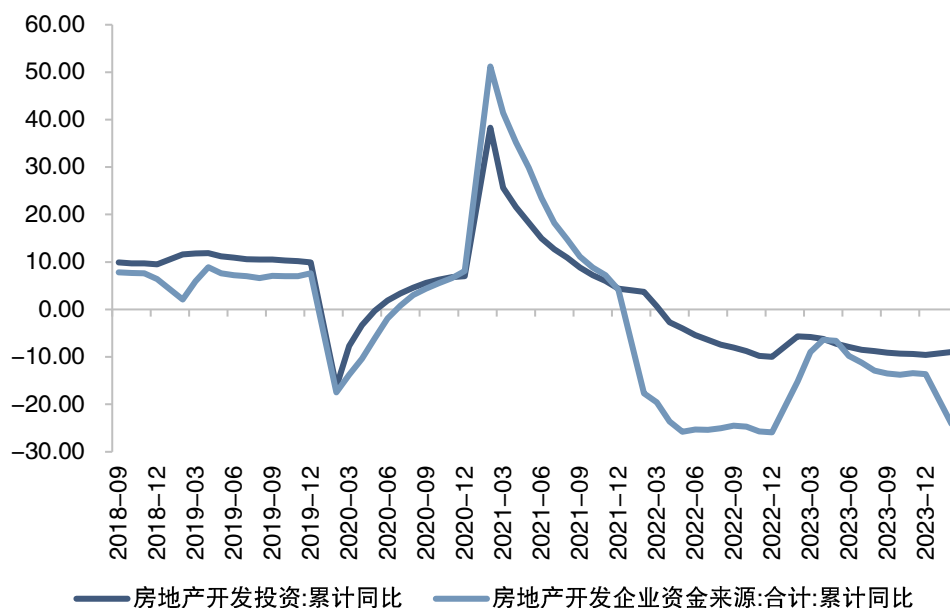


数据来源：iFinD 南华研究

2. 中美两国在经济步调上的差异并未给人民币带来太多支撑

今年以来，国内的经济基本面变化不大，表现相对平庸，既不好也不坏。受政策鼓励的领域表现尚可，但并不突出。然而，我们最关注的地产领域的困境似乎没有好转的迹象，以投资和房地产为主导的经济仍有走弱的可能。反观美国，在较为有韧性的劳动力市场表现下，市场不断推后其前期对美联储激进的降息预期。

图 2.2.3:国内房地产开发企业融资加速恶化（%）



数据来源：iFinD 南华研究

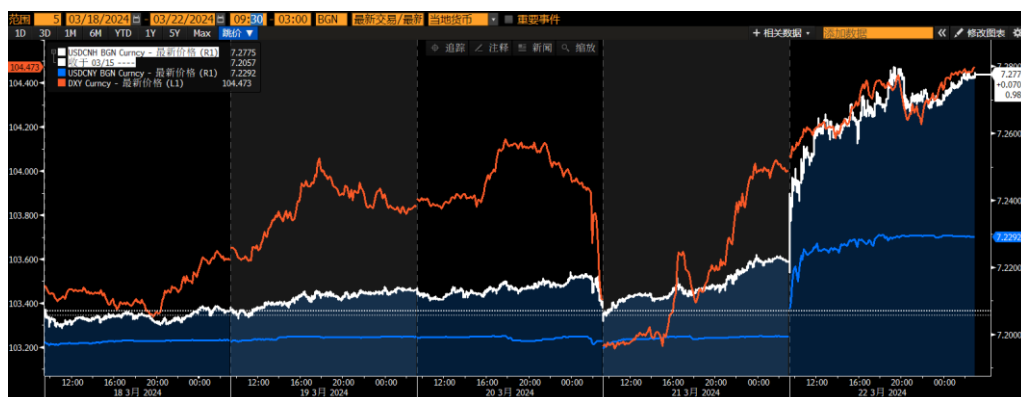
结论：综合以上两个视角的表现，从基本面角度来看，今年以来人民币获得的升值方面的内生动能并不大。而前期，美元兑人民币即期汇率之所以在阶段二期间处于较长时间的低波运行状态，原因在于央行在护盘。因此，基于我们在年报中的分析逻辑，本次美元兑人民币即期汇率的异动更多是因外汇政策及其他因素（如美元指数）所致。特别是在前期人民币波动率极度压缩的背景下，市场也有需求突破狭窄的交易范围，随时可能走出由冲击事件引发的极端行情。

2.2 外汇政策视角：央行行适度放手

通过计算，截至3月23日北京时间3:00数据，美元兑在岸人民币即期汇率录得7.2292，美元兑离岸人民币即期汇率录得7.2775，较前一日9:30数据的涨幅分别为0.41%及0.81%。在此期间，美元指数虽从104.007加速上行至104.473，且往前看，其加速上行的时间点先于美元兑人民币即期汇率，但我们并不认为美元指数的走强是触发本次美元兑人民币即期汇率异动的最主要因素：

1. 通过观察美元指数从北京时间3月22日9:30至3月23日3:00的走势表现来看，其涨幅不及美元兑离岸人民币即期汇率0.81%的涨幅，仅为0.45%；
2. 通过观察北京时间3月21北京时间15:00左右至3月22日3:00美元指数及美元兑人民币即期汇率走势情况来看，美元指数在此期间往升值方向大幅发力，反观美元兑人民币即期汇率，其依旧维持之前低波运行的状态，表现的“任尔东西南北风，我自岿然不动”。具体来看，美元兑在岸人民币即期汇率死守7.20关口，美元兑离岸人民币即期汇率在7.21附近窄幅波动；

图 2.2.4:2024 年 3 月 18 日—3 月 22 日美元指数与人民币汇率日内价格走势走势图

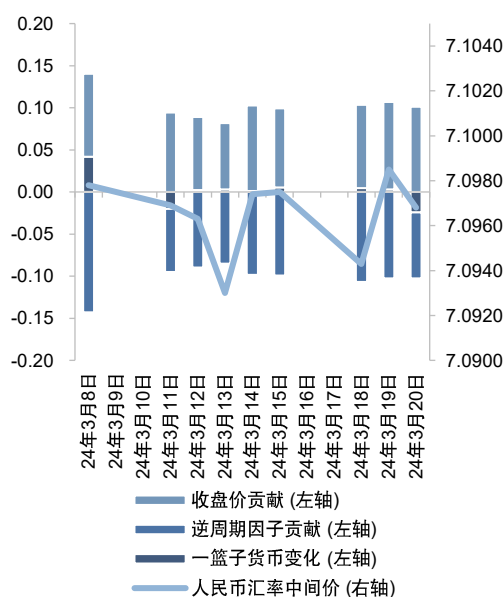


注：白线为 USDCNH，蓝线为 USDCNY，红线为美元指数（左轴）

资料来源：Bloomberg 南华研究

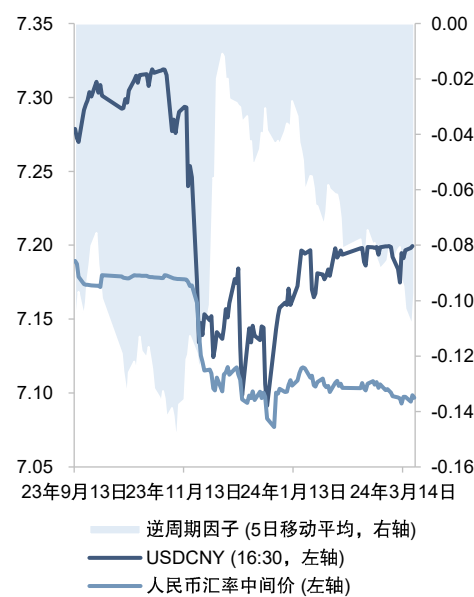
3. 时隔一个多月，央行在每个交易日早上8:30公布的美元兑人民币汇率中间价在2024年3月22日回归7.10上方，当日中间价为7.1004，或表示央行的稳汇率态度有所动摇，符合我们之前对《2023Q4货币政策执行报告》中央行对未来汇率态度的判断，即“央行可能会逐步降低稳汇率的优先性”。但若从当日南华逆周期因子的表现来看，继续显示央行对美元兑人民币汇率中间价的调控偏人民币升值方向。因此，我们认为央行稳汇率的心是否真的动摇，仍待观察，目前我们依旧维持“在国内内需更加稳健增长之前，汇率作为内外均衡的支撑点，央行对汇率的态度或仍将坚决，但会逐步降低稳汇率的优先性”的判断。
4. 中资大行于2024年3月22日盘初未显著卖出美元进行防守，也在一定程度上加大了美元兑人民币即期汇率的异动。

图 2.2.5:美元兑人民币汇率中间价各因素拆解



数据来源：Bloomberg 南华研究

图 2.2.6:逆周期因子与人民币汇率走势




数据来源：Bloomberg 南华研究

2.3 其他视角：美元指数起到助推器作用

基于前文的判断，我们认为在外汇政策面及基本面均不利于人民币的背景下，美元指数在北京时间3月21日15:00左右的上涨放大了美元兑人民币即期汇率在3月22日的上行力度。以下是关于美元指数在此期间走强的原因：

1. 北京时间3月21日16:30，瑞士央行意外宣布降息，将关键政策利率下调25个基点，从1.75%降至1.5%，这是G10国家央行降息的“第一枪”，增加了市场对非美经济体将率先降息的预期。此外，日本央行和英国央行的利率决议也偏向鸽派，墨西哥也宣布降息，有消息称加拿大也正在计划降息。总体而言，“美强欧弱”格局的延续为美元提供了支撑。
2. 美国当地时间3月21日，美国印第安纳州共和党众议员Victoria Spartz与加州民主党众议员Brad Sherman提出了四项法案，禁止美国指数型共同基金投资中国的股票，取消对中国股票的税收优惠，以及限制受制裁的企业进入美国资本市场等。从中美关系的角度来看，这些过于激进的法案传闻引发了市场的避险情绪增加，从而使得具有避险属性的美元获得上行动力。

图 2.2.7: 隔夜传出美国限制对华投资草案传闻



CONGRESS.GOV Advanced Searches Browse

Search Tools Support Sign In

Legislation Congressional Record Committees Members

Legislation Examples: hrf, sres, "health care" MORE OPTIONS

Home > Legislation > 118th Congress > H.R. 7758

3 OF 5,030 RESULTS

H.R. 7758 - To prohibit index funds from investing in Chinese companies, and for other purposes.

118th Congress (2023-2024) | Get alerts

BILL Hide Overview

Sponsor: Rep. Sherman, Brad (D-CA-32) Introduced 03/20/2024

Committees: House - Financial Services

Latest Action: House - 03/20/2024 Referred to the House Committee on Financial Services. (All Actions)

Tracker: Introduced Passed House Passed Senate To President Became Law

More on This Bill
Constitutional Authority and Single Subject Statements
CBO Cost Estimates (0)

Get more information
See Coverage Dates for Congress.gov Collections and learn about other sources.

Give Feedback on This Bill
Contact Your Member

Summary (0) Text Actions (2) Titles (1) Amendments (0) Cosponsors (1) Committees (1) Related Bills (0)

Summary: H.R. 7758 — 118th Congress (2023-2024)

All Information (Except Text)

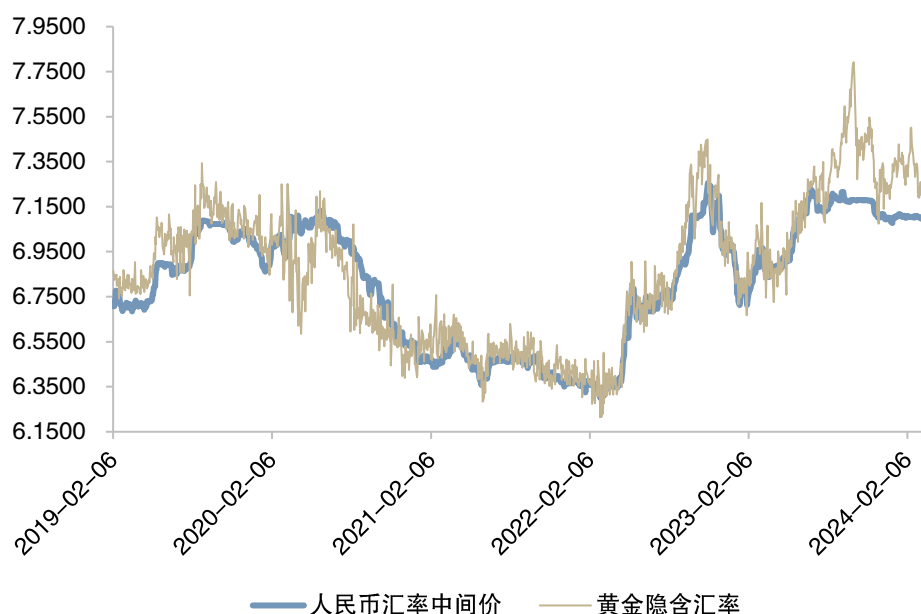
A legislative analyst in the Congressional Research Service will begin analyzing this legislation after text becomes available.

资料来源：网络资料 南华研究

3. 后市展望：是否意味着新一轮人民币贬值周期的开始？

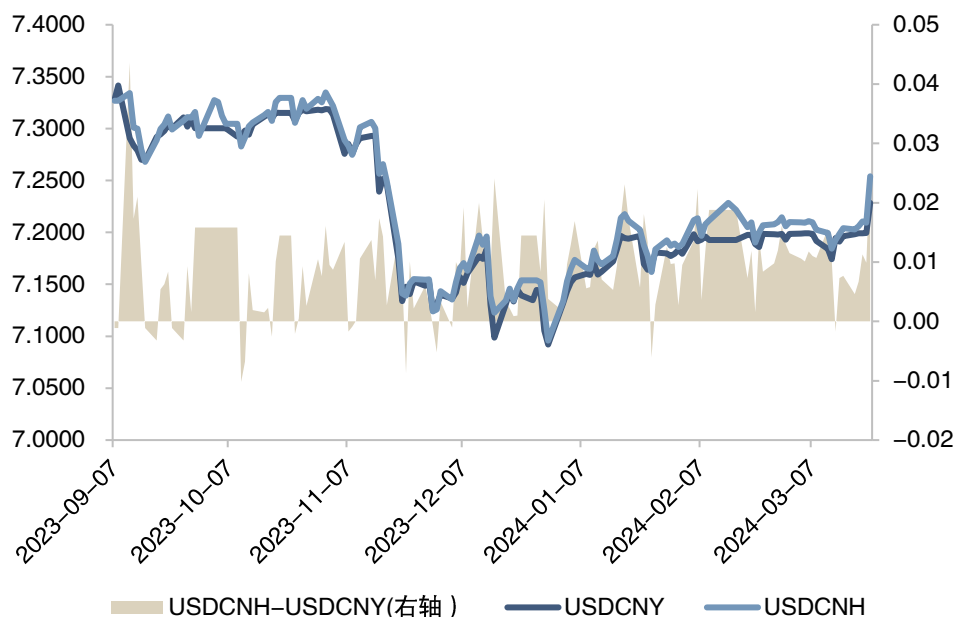
此前的近2个多月，我们一直保持的观点是“关注美元兑在岸人民币即期汇率在7.20关口附近的表现，若升破，则汇率的整体运行中枢将上移；若未升破，则继续在7.14-7.20区间内保持相对稳定的运行状态”。目前，美元兑在岸人民币即期汇率已升破7.20关口，并且在当前海内外主要国家基本面没有太大变化的情况，以及美元兑人民币汇率的“两会行情”走尽后，我们认为后续美元兑人民币即期汇率的运行中枢将上移（7.10-7.30）且波幅较前期增大，除非基本面方面发生变化，或者外汇政策强有力地介入。与此同时，从代表居民、企业以及海外投资者的各类情绪指标来看，均指向市场对人民币的贬值预期在短期内有所抬升，表明前期积压的市场对人民币的贬值预期重新苏醒。

图 3.1.1: 美元兑人民币汇率中间价与黄金隐含汇率走势



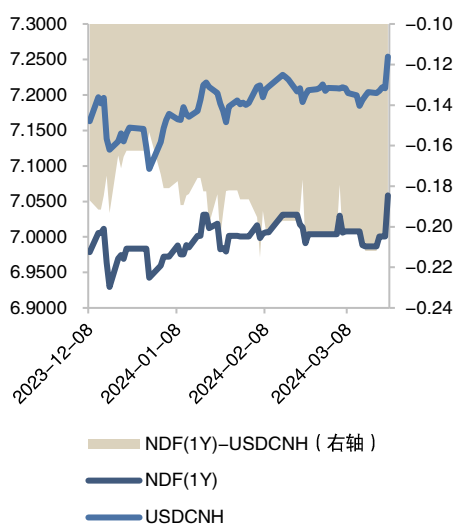
数据来源：iFinD 南华研究

图 3.1.2:USDCNH 与 USDCNY 价差走势



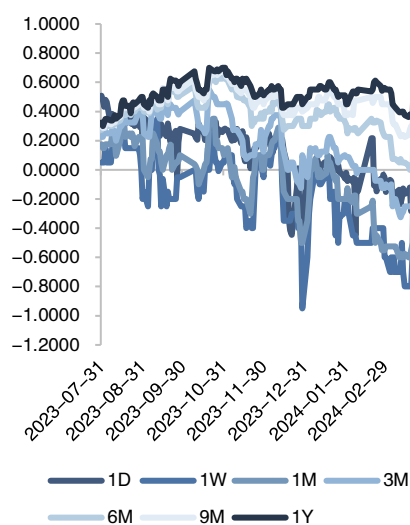
数据来源：iFinD 南华研究

图 3.1.3:NDF 与 USDCNH 走势图



数据来源：iFinD 南华研究

图 3.1.4:USDCNY 风险逆转期权指标 (25Delta) (单位：%)



数据来源：iFinD 南华研究

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或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。本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。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

公司总部地址：	浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦
邮编：	310008
全国统一客服热线：	400 8888 910
网址：	www.nanhua.net
股票简称：	南华期货
股票代码：	603093



南华期货 APP

