



人民币汇率热点 | 2024 年 5 月 6 日

## 五一汇市盘点：非美货币反攻战？

### 往期精彩研报

《美元指数或将坐上火箭？》

《美国假“滞”真“胀”》

### 主要观点：

我们认为，短期内，在市场对美联储降息预期的回归下，美元指数不会有太大的上行动力。但美元指数的疲软并不具备趋势性，在美联储、欧洲央行等海外主要国家将降息操作真正落地前，美元指数的走势仍将跟随市场预期（或美欧货币政策预期差）发生摇摆及反复。考虑到 4 月政治局会议提及利率但未提及汇率稳定，我们不排除央行将增大未来人民币汇率的弹性空间。因此，需重点关注五一后首个交易日甚至首周人民币汇率中间价的表现，以观察央行对汇率的态度将如何演绎。综上，预计假期后的美元兑在岸人民币即期汇率大概率会短暂迎来补跌。但在中美利差仍未得到较大改善前，仍需理性对待人民币相对于美元的上涨幅度。

对于美元兑日元的下行，我们更倾向于其处于回调阶段。在美日利差未发生重大变化的情况下，日本央行的干预或给美元兑日元空头提供了进场机会，以及 carry trade 仍然是主要趋势。一方面，对于日本央行来说，他们更关心的是通胀问题，而真正想保持汇率稳定的是日本财务省。撇除上述因素，若日本央行想继续干预汇市，他们剩下的稳汇率弹药也并不多。另一方面，美日利差仍然是一个重要且棘手的问题。不过需要注意的是，若接下来市场或媒体对日元存在货币危机的话题进行过多讨论，那么日元实际演绎货币危机的可能性就会大大降低。在此情况下，我们则建议做空美元兑日元而非做多美元兑日元。因此，需关注市场舆论情况。

**风险点：**美国通胀粘性超预期回落、美国经济超预期衰退、非美经济体经济超预期、非美经济体政策走向超预期

**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

|                                       |          |
|---------------------------------------|----------|
| <b>1. 五一假期汇市表现回顾 .....</b>            | <b>1</b> |
| 1.1 美元相对于大多数国家的货币表现偏弱 .....           | 1        |
| 1.2 内外利好下，美元兑人民币即期汇率回落至 7.20 下方 ..... | 1        |
| <b>2. 走势展望 .....</b>                  | <b>5</b> |
| 2.1 美元兑人民币：短期谨慎看空 .....               | 5        |
| 2.1.1 美联储 5 月 FOMC 会议：不进不退 .....      | 5        |
| 2.1.2 4 月非农就业报告：劳动力市场向更加平衡方向发展 .....  | 6        |
| 2.2 美元兑日元：干预大概率不改日元贬值趋势 .....         | 7        |

## 目录

### 图表

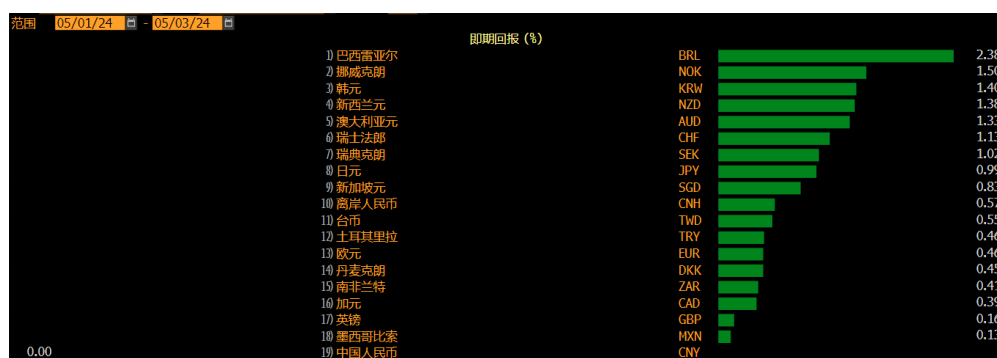
|   |   |
|---|---|
| 图 1.1.1：五一期间，主要国家货币相对于美元的表现情况 .....               | 1 |
| 图 1.1.2：五一期间，美元指数、USDCNH 即期汇率及美债收益率日内价格走势情况 ..... | 1 |
| 图 1.2.1：市场对美联储在 2024 年年内的降息次数重回 2 次左右 .....       | 3 |
| 图 1.2.2：从制造业 PMI 指标（%）来看，美国经济相对强势程度有所放缓 .....     | 4 |
| 图 1.2.3：五一期间，USDJPY 即期汇率日内价格走势图 .....             | 4 |
| 图 2.1.1：美联储将联邦基金利率目标区间维持在 5.25%-5.50% 不变（单位：%）    | 5 |
| 图 2.1.2：2024 年 4 月非农就业报告 .....                    | 6 |
| 图 2.2.1：美元兑日元及日本通胀走势图 .....                       | 8 |

# 1. 五一假期汇市表现回顾

## 1.1 美元相对于大多数国家的货币表现偏弱

五一假期期间（2024年5月1日-5月3日），海外外汇市场上演了一场“美元大反攻战”，大多数国家的货币相对于美元出现了一定程度的升值，离岸人民币也不例外。反观美元指数，其在假期期间整体表现偏弱，一改前期强势。

图 1.1.1：五一期间，主要国家货币相对于美元的表现情况



数据来源：Bloomberg 南华研究

图 1.1.2：五一期间，美元指数、USDCNH 即期汇率及美债收益率日内价格走势情况



注：蓝线为美元指数（右轴），红线为 10 年期美债收益率，白线为 USDCNH

数据来源：Bloomberg 南华研究

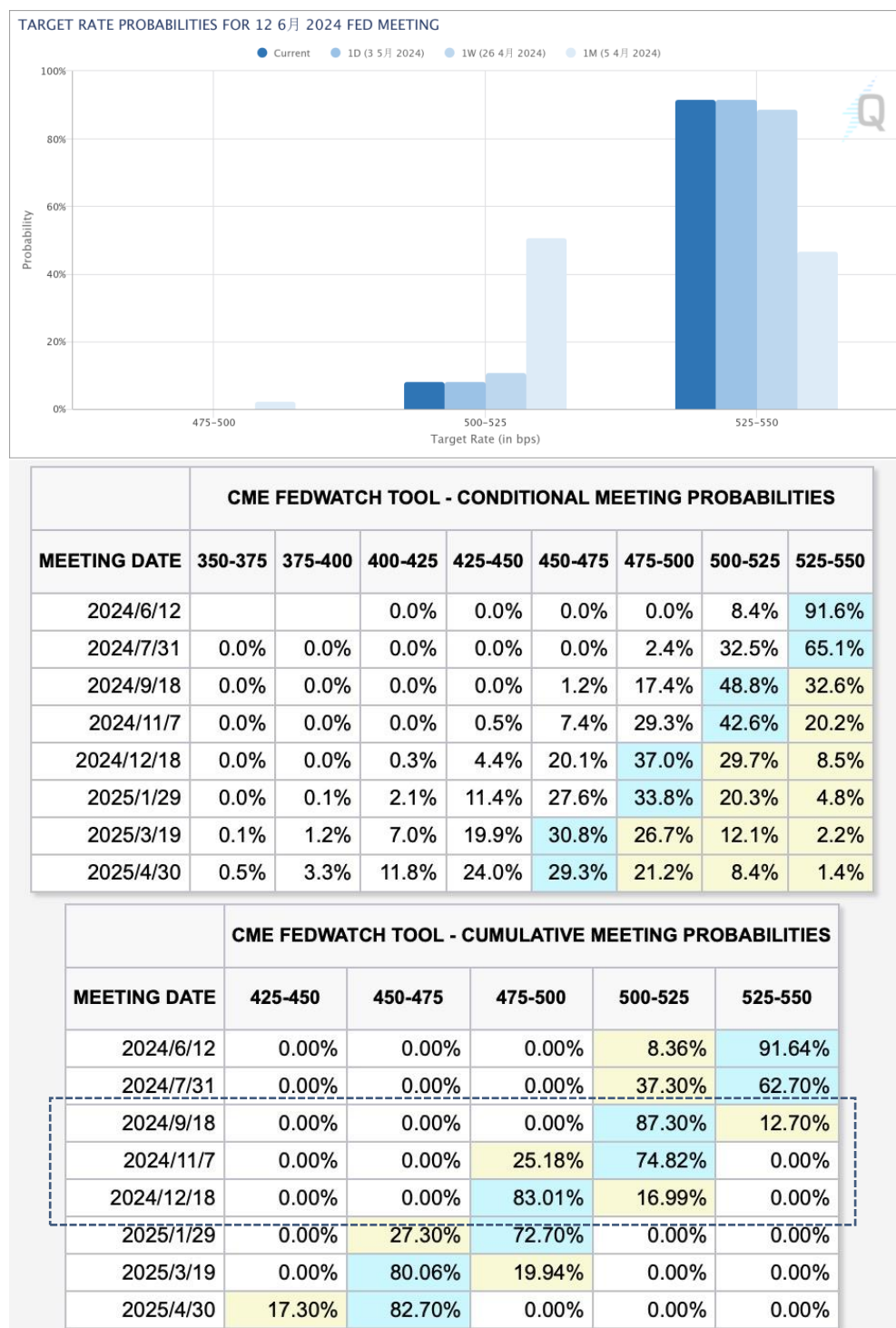
## 1.2 内外利好下，美元兑人民币即期汇率回落至 7.20 下方

一方面得益于假期期间外部压力（美元指数）的边际缓解，另一方面，假期前国内政治局会议释放积极信号，以及假期期间港股表现较好，使得人民币相对于美元的贬值压力获得较大的释放。因此，我们看到美元兑离岸人民币即期汇率大幅回落，跌至7.20下方。

对于美元指数的疲软表现，我们认为主要驱动因素有两个，分别是美元的内在因素和来自日元的阶段性外部压力。具体来看：

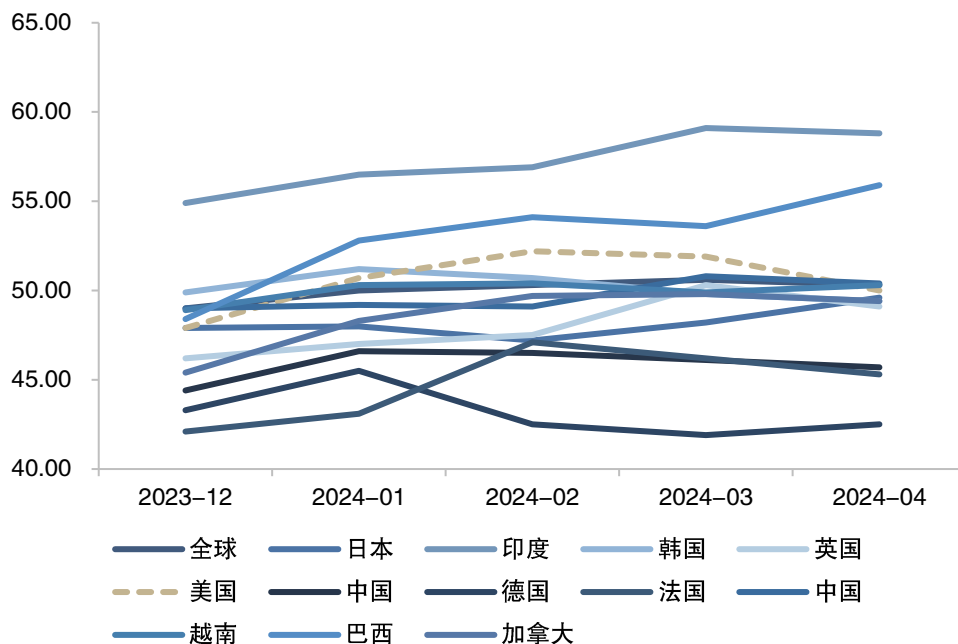
一是美元自身因素。1) 在市场对美联储降息预期的再次修正下，美债收益率有所回落，导致美元指数下行。目前，市场对美联储在2024年年内的降息次数从节前的不降息调整为2次左右（当前联邦基金利率目标区间维持在5.25%-5.50%）。具体来看，市场的降息预期由以下几点原因重燃：1、市场对美联储5月议息会议内容及鲍威尔会后发言的解读整体偏鸽。鲍威尔在会议上明确表示年内加息的可能性不大，使得市场对美联储加息的预期基本被排除。2、美国就业数据热度有所冷却。美国3月职位空缺降至三年来最低，显示劳动力需求有所缓解，再加上4月非农就业数据大幅不及市场预期，直白地指向美国劳动力市场有较明显的降温迹象，使得市场对美联储降息的预期做出调整。3、美国经济相对强势程度有所放缓。单独看，美国4月ISM制造业PMI及非制造业PMI均在荣枯线下方，且低于市场预期。与其他主要经济体相比，美国和英国的制造业PMI降幅较大，而欧元区则略有下降，新兴市场表现较好。2) 滞胀交易有所延续。无论是美国4月ISM制造业还是非制造业PMI指标，均显示美国经济的疲软。从分项来看，无论是制造业还是非制造业的物价指数，皆呈现大幅抬升状态，指向美国通胀价格压力不小。

图 1.2.1：市场对美联储在 2024 年年内的降息次数重回 2 次左右



资料来源：CME 南华研究

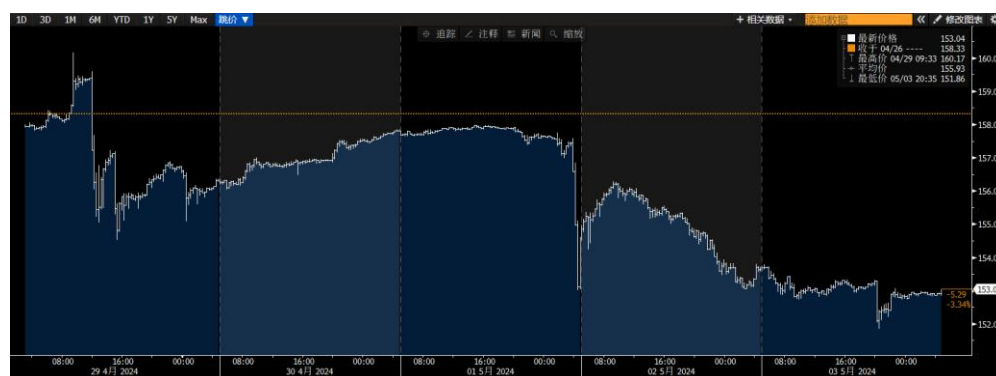
图 1.2.2：从制造业 PMI 指标（%）来看，美国经济相对强势程度有所放缓



数据来源：iFinD 南华研究

二是外部因素。日本央行5月2日报告称，由于财政因素，其经常账户可能会减少4.36万亿日元，与先前的预测额相差3万亿日元左右。这或意味日本央行对外汇市场进行了一定的干预，规模大约在3万亿日元，以遏制美元兑日元大幅升值的趋势。

图 1.2.3：五一期间，USDJPY 即期汇率日内价格走势



数据来源：Bloomberg 南华研究

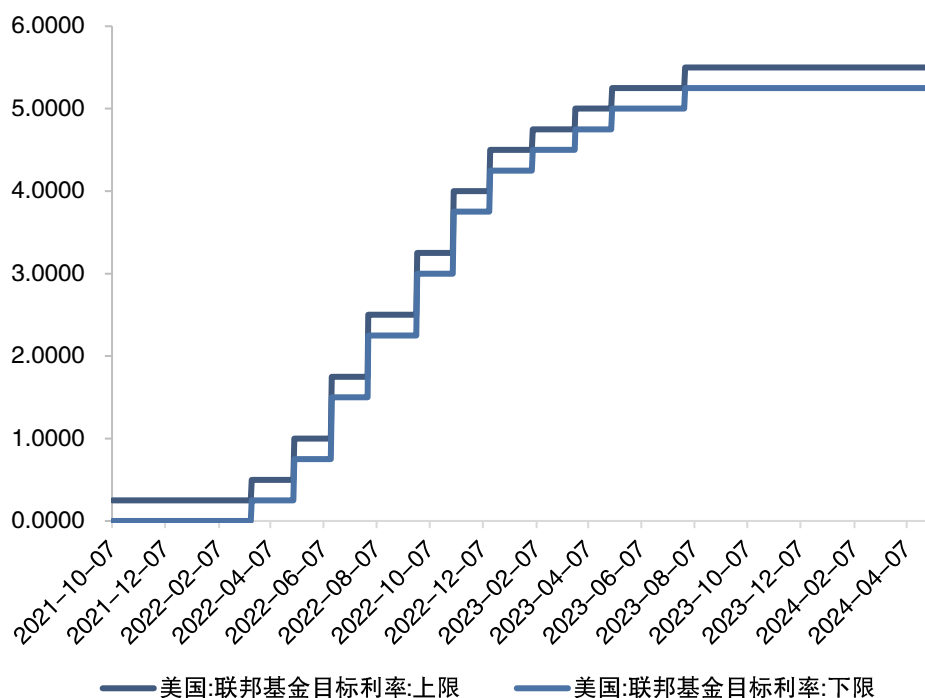
## 2. 走势展望

### 2.1. 美元兑人民币：短期谨慎看空

#### 2.1.1. 美联储5月FOMC会议：不进不退

5月2日，美联储公布5月FOMC议息会议结果，将联邦基金利率目标区间维持在5.25%-5.50%不变，符合市场预期。

图 2.1.1：美联储将联邦基金利率目标区间维持在 5.25%-5.50% 不变（单位：%）



数据来源：iFinD 南华研究

本次会议声明主要有两点变动：一是承认了当前美国通胀下行面临一定困境。在声明中新增了“在达到美联储2%通胀目标的道路上缺乏进展（a lack of further progress）”的表述，显示美联储委员会对通胀反弹的担忧。二是缩表正式落地。宣布从6月开始，每月将缩减美国国债的上限规模，从600亿美元/月降至250亿美元/月，而MBS保持在350亿美元/月不变。这一举措在一定程度上对美国银行间市场的流动性利好。

鲍威尔的发言中有一些值得关注的观点：首先，他否认了加息的可能性。鲍威尔认为当前的利率水平已经足够高，因此在下一步不太可能进行加息。其次，他提出了未来触发降息的两条路径：一是通胀持续下降到2%的水平，二是美国经济表现不佳，例如就业市场出现超出预期的下行。第三，他并不认为当前美国面临着“滞胀”风险。总体而言，鲍威尔试图在降息落地前的高利率环境下，向市场传递中性偏鸽的立场，以期避免经济和就业市场发生较大风险的情况下，引导美国通胀的温



和下行。

### 2.1.2. 4月非农就业报告：劳动力市场向更加平衡方向发展

5月3日，美国劳工统计局发布了2024年4月的非农就业报告。从新增就业规模来看，4月非农就业新增人数为17.5万人，低于前一个月的数据（31.5万人）和市场预期（24万人），而2-3月的数据也有所下修，减少了2.2万人。其中，建筑业和休闲酒店业的就业需求回落幅度较大。从失业率和薪资增速来看，4月的失业率为3.9%，高于市场预期（3.8%），而薪资同比增速为3.9%，低于前一个月的数据（4.1%）和市场预期（4.0%）。总体而言，4月的非农数据出现降温的原因主要是受高利率环境的影响。考虑到在5月的FOMC会议上，鲍威尔强调了劳动力市场的重要性，并提到了“若美国就业市场超预期下行或意外走弱，那么美联储已准备好降息应对”的观点。因此，本次就业走弱的信号，推高了市场对美联储年内降息预期，并在一定程度上有助于美联储在今年下半年选择降息。然而，对于4月就业数据的走弱是否是趋势性的，目前我们仍持保留态度。

图 2.1.2: 2024 年 4 月非农就业报告

| 行业（千人）    | 2024-04 贡献占比（%） |        | 2024-03 环比变化 |      |
|-----------|-----------------|--------|--------------|------|
| 新增非农      | 175             | 100.00 | 315          | -140 |
| 政府        | 8               | 4.57   | 72           | -64  |
| 联邦政府      | 2               | 1.14   | 10           | -8   |
| 州政府       | 6               | 3.43   | 11           | -5   |
| 地方政府      | 0               | 0.00   | 51           | -51  |
| 私人        | 167             | 95.43  | 243          | -76  |
| 商品生产      | 14              | 8.00   | 39           | -25  |
| 采矿业       | -3              | -1.71  | 3            | -6   |
| 建筑业       | 9               | 5.14   | 40           | -31  |
| 制造业       | 8               | 4.57   | -4           | 12   |
| 耐用品       | 1               | 0.57   | 2            | -1   |
| 汽车及零部件    | -2.1            | -1.20  | 3.8          | -5.9 |
| 非耐用品      | 7               | 4.00   | -6           | 13   |
| 服务生产      | 153             | 87.43  | 204          | -51  |
| 批发业       | 10.1            | 5.77   | 10.4         | -0.3 |
| 零售业       | 20.1            | 11.49  | 15.1         | 5    |
| 运输仓储业     | 21.8            | 12.46  | 5.9          | 15.9 |
| 公用事业      | 0               | 0.00   | -0.9         | 0.9  |
| 信息业       | -8              | -4.57  | 4            | -12  |
| 金融活动      | 6               | 3.43   | 5            | 1    |
| 专业和商业服务   | -4              | -2.29  | 10           | -14  |
| 教育和保健服务   | 95              | 54.29  | 88           | 7    |
| 医疗保健和社会救助 | 87              | 49.71  | 86.9         | 0.1  |
| 休闲和酒店业    | 5               | 2.86   | 53           | -48  |
| 其他服务业     | 7               | 4.00   | 13           | -6   |

|             | 2024-04 | 2024-03 | 本月变化   | 上月变化   | 疫情前     | 较疫情前变化 |
|-------------|---------|---------|--------|--------|---------|--------|
| 失业率（%）      | 3.90    | 3.80    | 0.10   | -0.10  | 3.5     | 0.40   |
| 劳动参与率（%）    | 62.70   | 62.70   | 0.00   | 0.20   | 63.4    | -0.70  |
| 平均时薪当月同比（%） | 3.92    | 4.11    | -0.20  | -0.14  | 3.1     | 0.82   |
| 平均每周工时（小时）  | 34.30   | 34.40   | -0.10  | 0.10   | 34.4    | -0.10  |
| 非农就业总人数（千人） | 158,286 | 158,111 | 175.00 | 315.00 | 152,504 | 5,782  |

数据来源：iFinD 南华研究

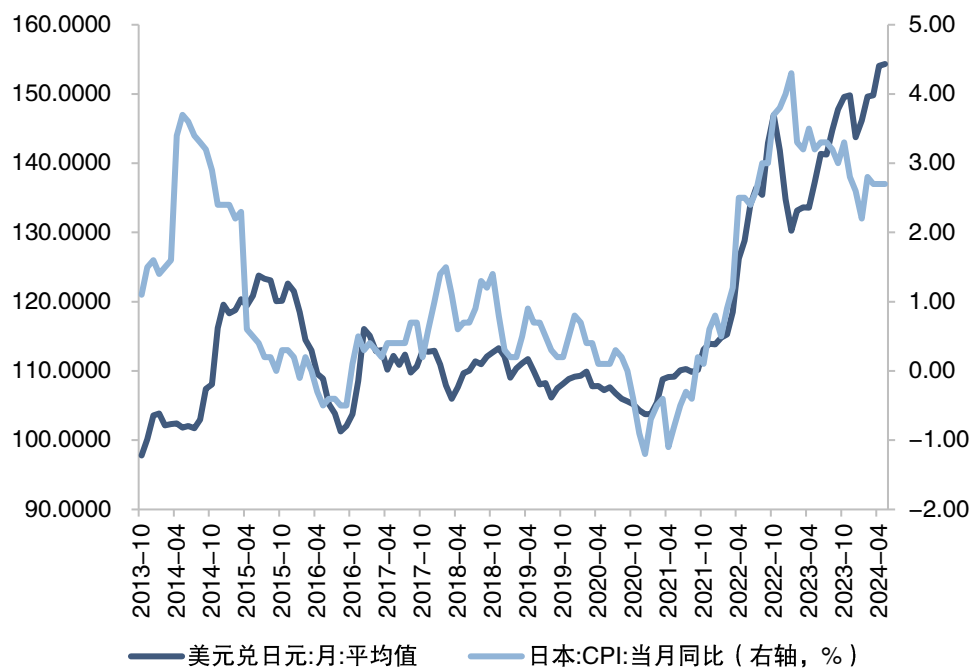
展望后市，短期内在市场对美联储降息预期的回归下，美元指数或不会有太大的上行动力。但美元指数的疲软表现我们认为可能是暂时性的，在美联储、欧洲央行等海外主要国家将降息操作真正落地前，美元指数的走势仍将跟随市场预期（或美欧货币政策预期差）发生摇摆及反复。考虑到本次政治局会议提及利率但未提及汇率稳定，我们不排除央行将增大未来人民币汇率的弹性。因此，需重点关注五一后首个甚至首周人民币汇率中间价的表现。综上，预计假期后的美元兑在岸人民币即期汇率大概率会短暂迎来补跌。但在中美利差仍未得到较大改善前，仍需理性对待人民币相对于美元的上涨幅度。

## 2.2. 美元兑日元：干预大概率不改日元贬值趋势

对于美元兑日元的下行，我们更倾向于认为它属于回调。在美日利差未发生重大变化的情况下，日本央行的干预或给美元兑日元空头提供了进场机会，且carry trade仍然是主要趋势。一方面，对于日本央行来说，他们更关心的是通胀问题，真正想保持汇率稳定的是日本财务省。如果日本央行想继续干预汇市，他们还有多少稳汇率的弹药可用？我们认为并不多。日本的外汇储备主要以美债的形式持有，若日本想加大马力干预日元汇率，就需要抛售美债，而日本抛售美债，需看美国的眼色。因此，在不抛售美债的情况下，据路透社报道，日本可以动用的美元资金大约为1550亿美元。而近期日本进行的两次干预已经消耗了其中的1/3流动性资金。另一方面，较大的美日利差仍然是一个重要问题。目前，日本央行实施的货币政策本质上仍然处于宽松模式，只是从之前的强宽松转变为现在的弱宽松。对于日元来说，如果它想在2024年内由弱转强，我们认为这并非易事，但不得否认的事实是目前它处于被低估的状态。我们得出这个结论的主要原因是利差收窄的速度相对较慢。具体来看，我们认为日本央行在今年年内大幅加息的概率不大，即使在最激进的情况下，即在接下来年内历次议息会议上日本央行选择加息，加息幅度或仅仅是小幅的，难以追赶其他高息国家的货币。

但有一个风险点需要注意，若接下来市场或媒体对日元存在货币危机的话题进行过多讨论，那么日元实际演绎货币危机的可能性就会大大降低。在此情况下，我们则建议做空美元兑日元而非做多美元兑日元。因此，需关注市场舆论情况。

图 2.2.1：美元兑日元及日本通胀走势图



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：       | <a href="http://www.nanhua.net">www.nanhua.net</a> |
| 股票简称：     | 南华期货   |
| 股票代码：     | 603093   |

---



南华期货 APP