



人民币汇率热点 | 2024 年 7 月 29 日

为何我们认为人民币还未获得趋势性升值动力

往期精彩研报

《四问美国 10 月 CPI 数据》
《当下人民币汇率大涨背后的“表”与“里”》
《人民币汇率的“两会行情”会再现吗？》
《美元指数或将坐上火箭？》

主要观点：

对于美元兑人民币即期汇率在 7 月 25 日的凌厉走势，我们认为既有外部因素也有内部因素的影响，但与人民币自身基本面相关因素的关系较少。具体来看，在外部美元并未有较强上行动力的大背景下，日元作为亚太货币的风向标，在其走强的情况下触发并带动美元兑人民币即期汇率的下行。与此同时，中国央行的顺势而为也在其中助力了美元兑人民币即期汇率的回落幅度。

在经历了 7 月 25 日的大幅下行后，美元兑人民币即期汇率的走势将会如何演绎？我们认为，美元兑人民币即期汇率还未获得趋势性的下行动力。只能说，经过此次的短暂回调后，美元兑人民币即期汇率释放了一定的上行压力。我们得出上述结论的原因主要是，美元兑人民币即期汇率此次下行动力与基本面因素的关系不大，因此仅限于短期的回调，并没有形成趋势性的走势。目前其在 7.20 附近存在技术性阻力。

接下来，需要重点关注本周日本央行议息会议的结果，不排除在其货币政策落地后市场出现买预期卖现实的情况。

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. 关于 7 月 25 日人民币大涨的思考	1
1.1 走势回顾.....	1
1.2 走势分析.....	1
1.2.1. 运行背景：美元指数走软	1
1.2.2. 触发因素：日元走强	3
1.2.3. 借力因素：中国央行顺势而为	6
2. 是趋势性还是回调?	7

目录

图表

图 1.1.1: 美元兑人民币即期汇率在 7 月 25 日发生异动	1
图 1.2.1: 2024 年 7 月以来美元指数走势有所回落	2
图 1.2.2: 市场已基本肯定了美联储在 2024 年 9 月将进行首次降息	2
图 1.2.3: 2016 年至今, 美元兑人民币中间价及即期汇率月度波动率热力图	3
图 1.2.4: 2022 年以来, 美元兑日元即期汇率与美元兑人民币即期汇率走势较为同步	3
图 1.2.5: 中国与日本 30 年期国债收益率	4
图 1.2.6: 在美元兑日元即期汇率的大幅走强下, 美元兑人民币即期汇率随之下行 4	
图 1.2.7: 一周 (2024.7.29-8.2) 重点关注经济数据及事件	5
图 1.2.8: 日元非商业空头持仓情况	6
图 1.2.9: USDCNH T/N 掉期点在 7 月 23 日及 24 日为正值, 显示离岸人民币短期利率高于美元	6
图 2.1.1: 近年来, 我国服务贸易项下的银行代客结售汇逆差规模持续大于境内银行代客涉外收付款逆差规模 (亿美元)	7
图 2.1.2: 货物贸易项下的境内银行代客涉外收付款为顺差, 但银行代客结售汇为逆差 (亿美元)	8
图 2.1.3: 银行代客结汇率与售汇率 (%)	8
图 2.1.4: 近期, 各期限 USDCNY 风险逆转期权指标大幅下行 (25Delta, %) ...	9
图 2.1.5: 近期, 黄金隐含汇率逐步靠近实际汇率	10

1. 关于 7 月 25 日人民币大涨的思考

1.1 走势回顾

尽管中国央行在上周采取了降息措施，使得中美利差进一步拉大，但人民币却没有贬值，反而意外地在维持了快半年的低波运行下展现出强劲势头。7月25日盘中，美元兑人民币即期汇率一度接近7.20关口，单日下行近700个基点，创2023年年底以来最大单日贬值幅度。

图 1.1.1：美元兑人民币即期汇率在 7 月 25 日发生异动



注：蓝线为 USDCNH，红线为 USDCNY，紫线为美元指数（左轴）

资料来源：Bloomberg 南华研究

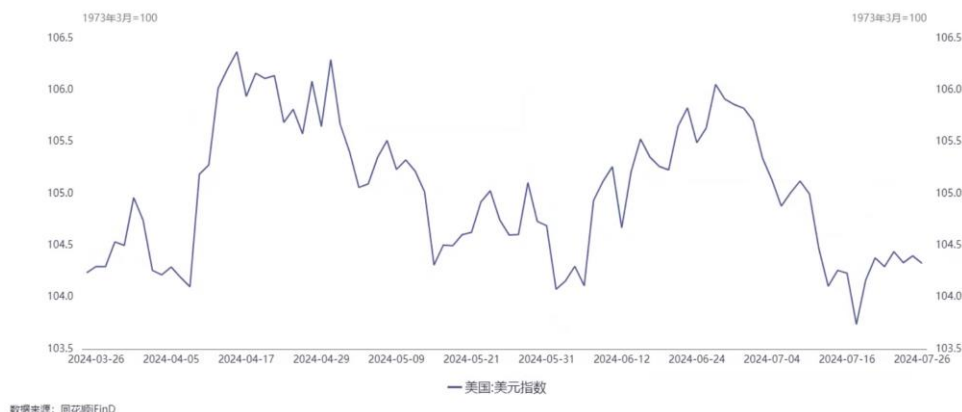
1.2 走势分析

对于美元兑人民币即期汇率在7月25日的凌厉走势，我们认为既有外部因素也有内部因素的影响，但与人民币自身基本面相关因素的关系较少。具体来看，在外部美元并未有较强上行动力的大背景下，日元作为亚太货币的风向标，在其走强的情况下触发并带动美元兑人民币即期汇率的下行。与此同时，中国央行的顺势而为也在其中助力了美元兑人民币即期汇率的回落幅度。

1.2.1. 运行背景：美元指数走软

虽然国内经济呈现弱复苏的状态，第二季度的中国GDP同比增速不及市场预期，同时上半年的GDP同比增速为5%，这给全年完成5%的经济增速目标带来了一定的压力。但得益于美元指数在7月以来的偏弱表现，导致美元兑人民币即期汇率迟迟未破7.30关口。

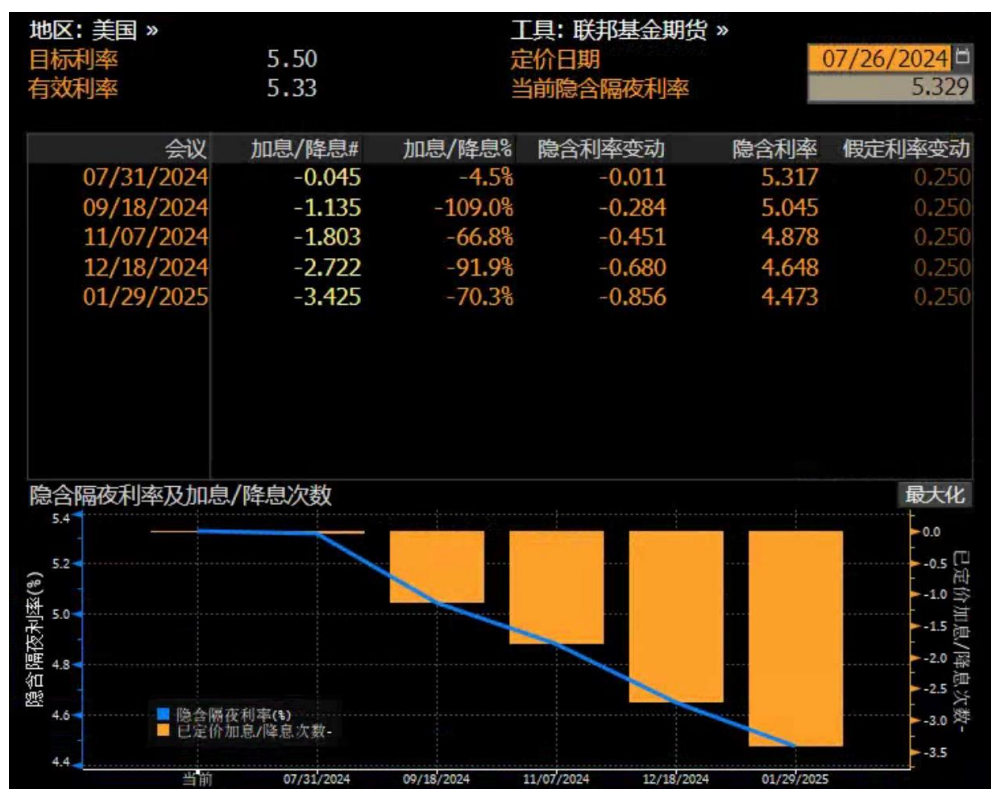
图 1.2.1：2024 年 7 月以来美元指数走势有所回落



资料来源: iFinD 南华研究

对于7月美元指数的走弱，我们认为主要是在市场对美联储的降息预期升温下形成。一方面，美国就业及通胀数据的放缓给市场的降息预期提供了支持。另一方面，美联储官员的鸽派表态在一定程度上推动了市场的降息预期。目前，从衍生品市场对美联储的加/降息预期来看，市场已经确认了美联储将在2024年9月进行首次降息。

图 1.2.2：市场已基本肯定了美联储在 2024 年 9 月将进行首次降息



1.2.2. 触发因素：日元走强

今年以来，美元兑人民币即期汇率与大多数主流国家货币一样，呈现低波运行状态。叠加中美利差的倒挂，使得人民币具备了融资货币的属性。因此，我们观察到美元兑日元即期汇率与美元兑人民币即期汇率在走势上的同步。并且，两者走势的趋同不仅在趋势上呈现，在某些时点上的走势也较为一致。

图 1.2.3：2016 年至今，美元兑人民币中间价及即期汇率月度波动率热力图

中间价	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2024	1.36%	0.66%	0.64%	0.32%	0.48%	0.31%	0.53%					
2023	6.12%	5.35%	6.25%	3.39%	4.15%	3.20%	2.08%	4.95%	1.63%	0.13%	1.29%	1.52%
2022	2.93%	2.29%	5.02%	6.04%	9.14%	5.63%	3.93%	4.26%	3.56%	2.36%	8.05%	6.42%
2021	4.86%	2.49%	4.26%	2.05%	4.03%	3.30%	2.97%	2.95%	2.48%	3.01%	2.82%	2.60%
2020	2.90%	4.02%	5.08%	3.53%	2.76%	2.65%	2.67%	3.01%	3.11%	4.89%	4.64%	3.18%
2019	4.29%	3.93%	2.41%	2.26%	2.86%	2.08%	2.24%	2.71%	1.00%	1.04%	2.02%	2.43%
2018	3.71%	4.48%	3.77%	2.88%	3.32%	4.28%	5.52%	4.96%	2.34%	1.97%	3.49%	4.70%
2017	6.07%	2.92%	2.56%	2.58%	1.85%	3.44%	2.29%	2.50%	3.53%	3.13%	2.55%	2.57%
2016	2.13%	1.94%	3.79%	3.84%	4.62%	5.03%	2.87%	5.03%	3.24%	2.70%	3.04%	3.48%

USDCNY	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2024	2.71%	1.42%	2.25%	0.64%	1.87%	0.73%	3.44%					
2023	6.59%	5.11%	6.67%	2.93%	3.13%	4.80%	6.20%	6.49%	3.80%	1.00%	5.11%	4.40%
2022	2.82%	1.94%	3.35%	5.51%	9.02%	4.24%	2.78%	4.40%	8.58%	9.90%	9.63%	6.75%
2021	4.79%	3.14%	3.14%	2.22%	3.46%	2.98%	3.48%	1.86%	2.03%	2.72%	1.65%	1.85%
2020	4.23%	6.25%	6.07%	2.92%	3.41%	2.96%	3.64%	2.75%	3.77%	5.77%	6.20%	2.35%
2019	4.50%	4.79%	2.47%	2.44%	4.69%	3.54%	2.73%	6.33%	4.27%	3.15%	2.65%	3.83%
2018	4.79%	5.95%	3.11%	2.21%	3.39%	4.84%	5.86%	5.38%	3.15%	2.04%	4.34%	4.27%
2017	5.88%	1.89%	1.79%	1.08%	2.35%	2.42%	2.16%	3.22%	6.59%	4.02%	2.94%	2.98%
2016	3.21%	4.74%	3.33%	2.12%	2.19%	2.85%	2.19%	2.49%	1.34%	2.34%	2.97%	2.57%

USDCNH	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2024	3.12%	2.43%	2.69%	1.83%	3.03%	1.25%	1.82%					
2023	7.65%	5.57%	7.46%	3.88%	4.31%	3.99%	4.90%	6.74%	3.67%	2.89%	4.63%	4.41%
2022	2.56%	2.19%	3.13%	6.42%	8.23%	5.77%	3.36%	4.71%	8.07%	9.79%	10.51%	6.42%
2021	5.18%	4.38%	3.88%	2.77%	3.24%	2.94%	3.78%	2.51%	2.70%	2.99%	2.47%	2.33%
2020	4.55%	3.61%	7.00%	3.74%	4.25%	3.72%	3.62%	2.76%	4.04%	5.50%	7.53%	2.93%
2019	4.05%	5.53%	3.05%	2.57%	4.74%	3.11%	2.03%	7.41%	4.03%	4.27%	3.67%	3.82%
2018	5.21%	6.96%	5.08%	3.45%	4.23%	4.18%	9.45%	7.17%	3.78%	2.92%	3.21%	4.40%
2017	6.77%	2.81%	3.36%	2.49%	2.46%	6.27%	2.89%	3.26%	7.06%	4.59%	4.05%	2.90%
2016	6.68%	3.99%	3.89%	2.94%	3.08%	3.65%	2.68%	2.88%	1.43%	2.25%	3.65%	2.95%

资料来源：Bloomberg 南华研究

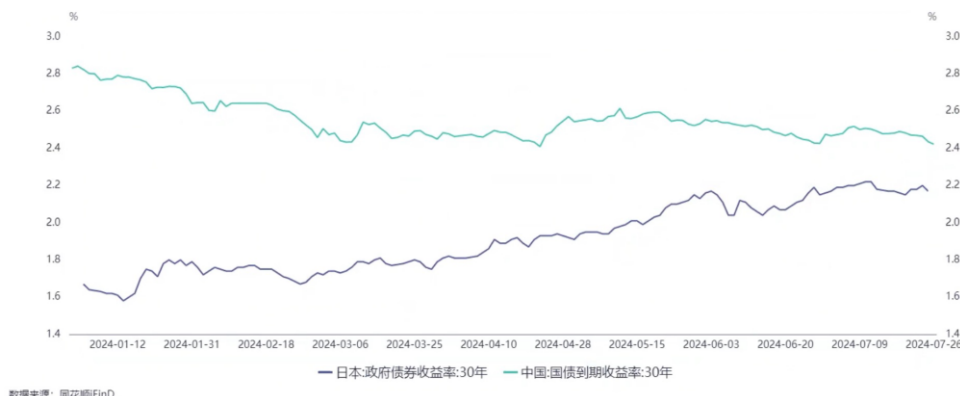
图 1.2.4：2022 年以来，美元兑日元即期汇率与美元兑人民币即期汇率走势较为同步



资料来源：iFinD 南华研究

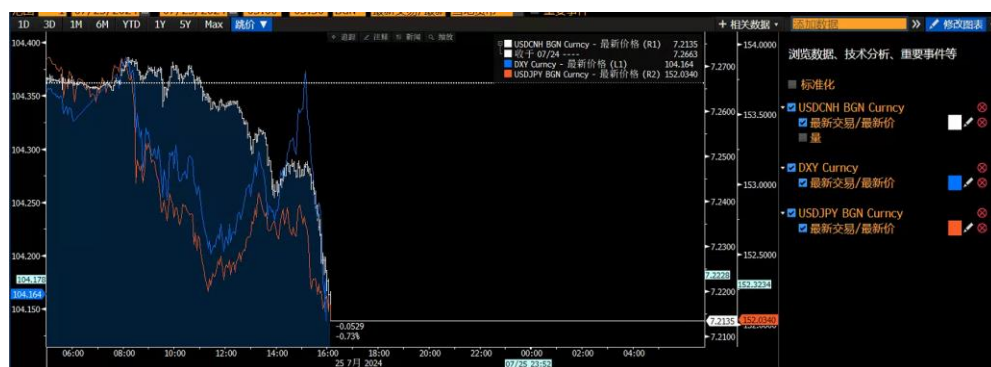
正因为日元与人民币拥有低息融资货币的共同属性，我们已多次在今年发现美元兑日元即期汇率的短期回落伴随着美元兑人民币即期汇率的下行，7月25日的异动也不例外。在美元兑日元即期汇率的大幅走强下，美元兑人民币即期汇率随之下行。

图 1.2.5：中国与日本 30 年期国债收益率



资料来源：iFinD 南华研究

图 1.2.6：在美元兑日元即期汇率的大幅走强下，美元兑人民币即期汇率随之下行



资料来源：Bloomberg 南华研究

对于近期日元的强势，我们认为最主要的原因是市场开始大幅交易紧缩交易，特别是对本周即将公布的日本央行利率决议。那么为什么市场会开始交易日本央行的紧缩交易呢？毕竟从日本宏观基本面的角度来看，市场对日本出口的预期是下调的，因此并不能说服市场进行上述交易。这也是前期即使美日利差有所收窄，但市场仍在做空日元的原因。

我们认为，市场会开始交易日本央行的紧缩交易最主要的原因是市场交易逻辑切换到了避险模式，特别是规避汇率风险的心理因素。具体来看，首先是出于对汇率的考虑。市场出于对美元兑日元即期汇率触碰160关口的考虑，认为日本央行或在稳定汇率的压力下，通过加息的方式对汇率进行维稳。其次是日本央行的鹰派表态。7月中旬以来，日本央行对外的表态相对偏鹰派，对外表态不排除会通过渐进式加息的方式来干预汇率市场。最后是特朗普的对外发言。美国前总统特朗普23日经由社交平台发文说，日元对美元汇率创新低“对美国而言是灾难”，理由是不利于美国出口。

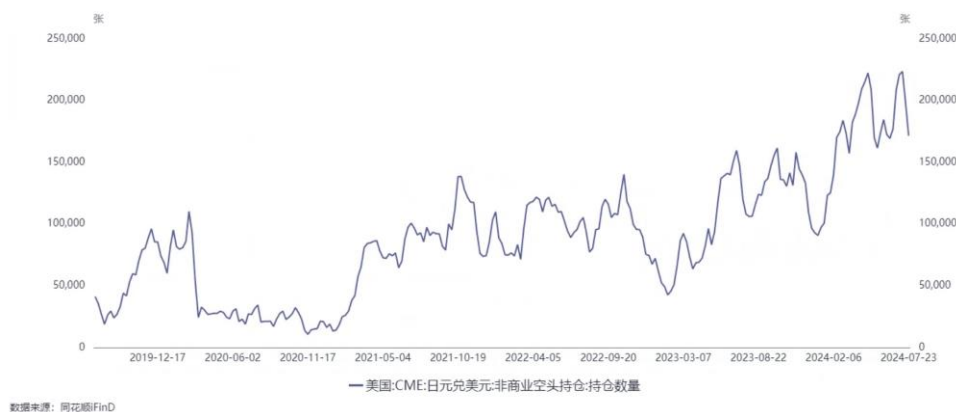
图 1.2.7：一周（2024.7.29-8.2）重点关注经济数据及事件

日期	时间	国家/地区	指标名称	前值	预期
2024-07-30	07:30	日本	6月求才求职比:季调	1.24	——
2024-07-30	07:30	日本	6月失业率(%)	2.8	——
2024-07-30	07:30	日本	6月失业率:季调(%)	2.6	——
2024-07-30	16:00	德国	第二季度不变价GDP:季调:环比(%)	0.2	——
2024-07-30	16:00	德国	第二季度不变价GDP:季调:同比(%)	-0.2	——
2024-07-30	16:00	德国	第二季度不变价GDP:同比(%)	-0.9	——
2024-07-30	17:00	欧盟	第二季度欧元区:实际GDP:季调:环比(初值)(%)	0.3	——
2024-07-30	17:00	欧盟	第二季度欧元区:实际GDP:季调:同比(初值)(%)	0.5	——
2024-07-30	17:00	欧盟	7月欧盟:经济景气指数:季调	96.4	——
2024-07-30	17:00	欧盟	7月欧元区:服务业信心指数:季调	6.5	——
2024-07-30	17:00	欧盟	7月欧元区:工业信心指数:季调	-10.1	——
2024-07-30	17:00	欧盟	7月欧元区:经济景气指数:季调	95.9	——
2024-07-30	17:00	欧盟	7月欧元区:消费者信心指数:季调	-14	-13.2
2024-07-30	17:00	欧盟	第二季度欧盟:实际GDP:季调:同比(终值)(%)	0.6	——
2024-07-30	20:00	德国	7月CPI:环比(%) (初值)	0.1	——
2024-07-30	20:00	德国	7月CPI:同比(%) (初值)	2.2	——
2024-07-30	20:00	德国	7月HICP(调和CPI):环比(%) (初值)	0.2	——
2024-07-30	20:00	德国	7月HICP(调和CPI):同比(%) (初值)	2.5	——
2024-07-30	20:55	美国	7月27日红皮书商业零售销售:周同比(%)	4.9	——
2024-07-30	22:00	美国	6月非农离职数:季调(千人)	3459	——
2024-07-30	22:00	美国	6月非农职位空缺数:季调(千人)	8140	——
2024-07-31	09:30	中国	7月官方制造业PMI	49.5	49.25
2024-07-31	10:00	日本	7月日本央行公布利率决议和前景展望报告	——	——
2024-07-31	14:30	日本	7月日本央行行长植田和男召开新闻发布会	——	——
2024-07-31	17:00	欧盟	7月欧元区:CPI:同比(%) (初值)	2.5	——
2024-07-31	17:00	欧盟	7月欧元区:核心CPI:同比(%) (初值)	2.9	——
2024-07-31	17:00	欧盟	7月欧元区:CPI:环比(%) (初值)	0.2	——
2024-07-31	17:00	欧盟	7月欧元区:核心CPI:环比(%) (初值)	0.4	——
2024-07-31	20:15	美国	7月ADP就业人数:季调(人)	1.32E+08	——
2024-07-31	20:15	美国	7月新增ADP就业人数:季调(人)	150000	——
2024-07-31	22:45	美国	7月芝加哥PMI	47.4	——
2024-08-01	02:00	美国	7月美联储公布利率决议	5.5	——
2024-08-01	02:00	美国	7月美联储召开议息会议	——	——
2024-08-01	02:30	美国	7月美联储主席鲍威尔召开货币政策新闻发布会	——	——
2024-08-01	08:30	日本	7月制造业PMI	50	——
2024-08-01	09:45	中国	7月非官方中国PMI	51.8	——
2024-08-01	13:55	德国	7月制造业PMI	43.5	44.1
2024-08-01	16:00	欧盟	7月欧元区:制造业PMI	45.8	46
2024-08-01	16:30	英国	7月制造业PMI	50.9	——
2024-08-01	17:00	欧盟	6月欧盟:失业率:季调(%)	6	——
2024-08-01	17:00	欧盟	6月欧元区:失业率:季调(%)	6.4	——
2024-08-01	19:00	英国	8月英国央行公布货币政策报告	——	——
2024-08-01	19:00	英国	8月英国央行公布利率决议和会议纪要	——	——
2024-08-01	20:30	美国	7月27日初请失业金人数:季调((人)	235000	——
2024-08-01	20:30	美国	7月20日续请失业金人数:季调(人)	1851000	——
2024-08-01	21:45	美国	7月制造业PMI(终值)	51.6	51.5
2024-08-01	22:00	美国	7月ISM制造业PMI	48.5	——
2024-08-02	20:30	美国	7月U6失业率:季调(%)	7.4	——
2024-08-02	20:30	美国	7月非农就业人口变动:季调(千人)	206	——
2024-08-02	20:30	美国	7月平均时薪:季调(美元)	35	——
2024-08-02	20:30	美国	7月失业率:季调(%)	4.1	——
2024-08-02	20:30	美国	7月私营企业非农就业人数变动:季调(千人)	136	——
2024-08-02	20:30	美国	7月政府就业人数:季调(千人)	70	——
2024-08-02	20:30	美国	7月劳动力参与率:季调(%)	62.6	——
2024-08-02	20:30	美国	7月平均每周工时:季调(小时)	34.3	——
2024-08-02	20:30	美国	7月私人非农企业生产和非管理人员:平均时薪	0.3	——
2024-08-02	20:30	美国	7月新增非农就业人数:私人部门:季调(初值)	136	——
2024-08-02	20:30	美国	7月制造业就业人口变动:季调(千人)	-8	——
2024-08-02	20:30	美国	7月制造业平均每周工时:季调(小时)	41	——
2024-08-02	22:00	美国	6月耐用品:新增订单(百万美元)	284799	——
2024-08-02	22:00	美国	6月耐用品新增订单:季调:环比(%)	0.136169	0.4

资料来源：Bloomberg 南华研究

因此，在市场对日本央行在7月30日至31日的议息会议上会选择加息以及公布未来几年债券购买量将会减少的紧缩预期下，美元兑日元即期汇率的波动有所抬升，且前期相对较为拥挤的套息交易也短暂被平仓，从而使得美元兑日元即期汇率的下行。

图 1.2.8：日元非商业空头持仓情况

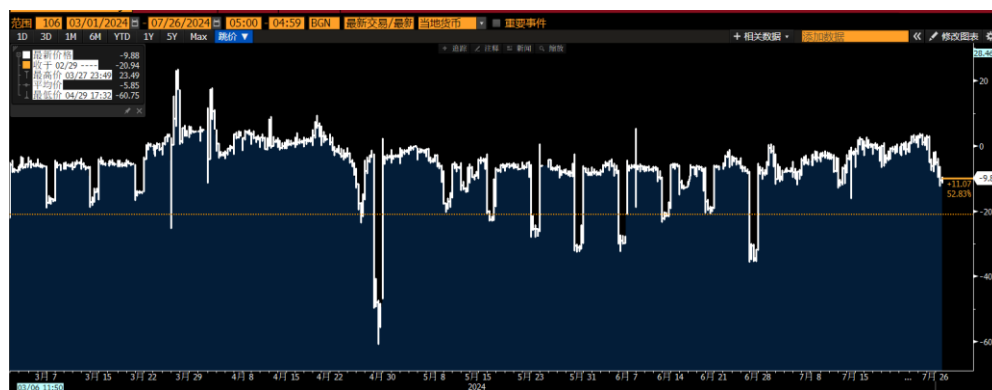


资料来源：iFinD 南华研究

1.2.3. 借力因素：中国央行顺势而为

那么这次美元兑人民币即期汇率的异动，是否有我国央行的力量？我们认为有，但并不是决定性因素，我国央行更多起到的是顺水推舟的作用。首先，相关研究表示在岸外汇市场银行自营的美元卖盘以及中资大行的美元卖盘在7月25日呈现较大的体量。其次，在7月25日前夕，我们看到了离岸人民币流动性的收紧。USDCNH T/N掉期点在7月23日及24日为正值，显示离岸人民币短期利率高于美元，隐含的USDCNH隔夜资金利率接近6%。

图 1.2.9：USDCNH T/N 掉期点在 7 月 23 日及 24 日为正值，显示离岸人民币短期利率高于美元



资料来源：Bloomberg 南华研究

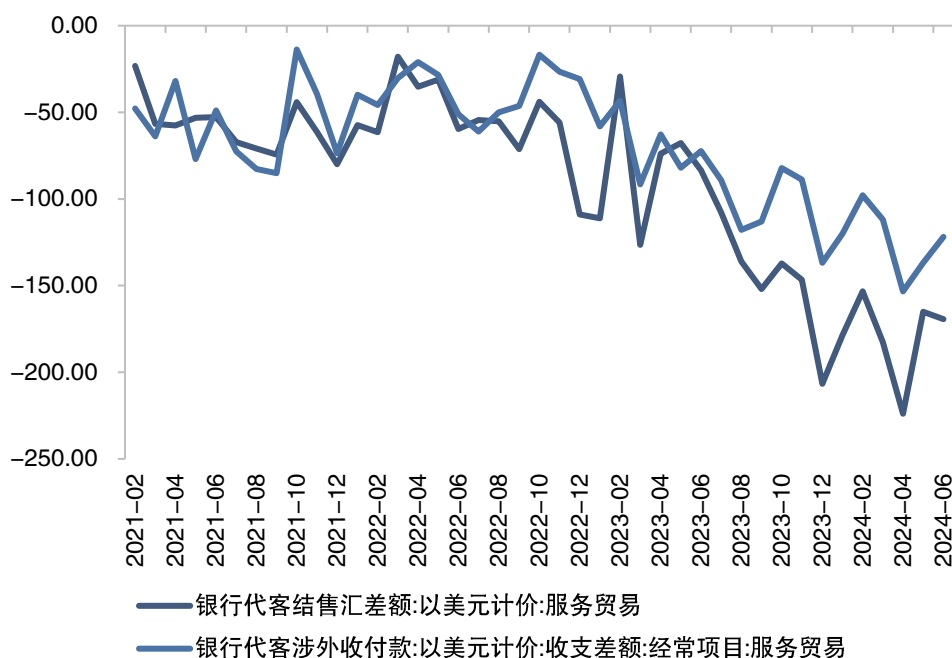
2. 是趋势性还是回调？

在经历了7月25日的大幅下行后，美元兑人民币即期汇率的走势将会如何演绎？我们认为，美元兑人民币即期汇率还未获得趋势性的下行动力。只能说，经过此次的短暂回调后，美元兑人民币即期汇率释放了一定的上行压力。我们得出上述结论的原因主要是，美元兑人民币即期汇率此次下行动力与基本面因素的关系不大，因此仅限于短期的回调，并没有形成趋势性的走势。目前其在7.20附近存在技术性阻力。接下来，需要重点关注本周日本央行议息会议的结果，不排除在其货币政策落地后市场出现买预期卖现实的情况。

(1) 在岸美元的供需失衡问题仍存

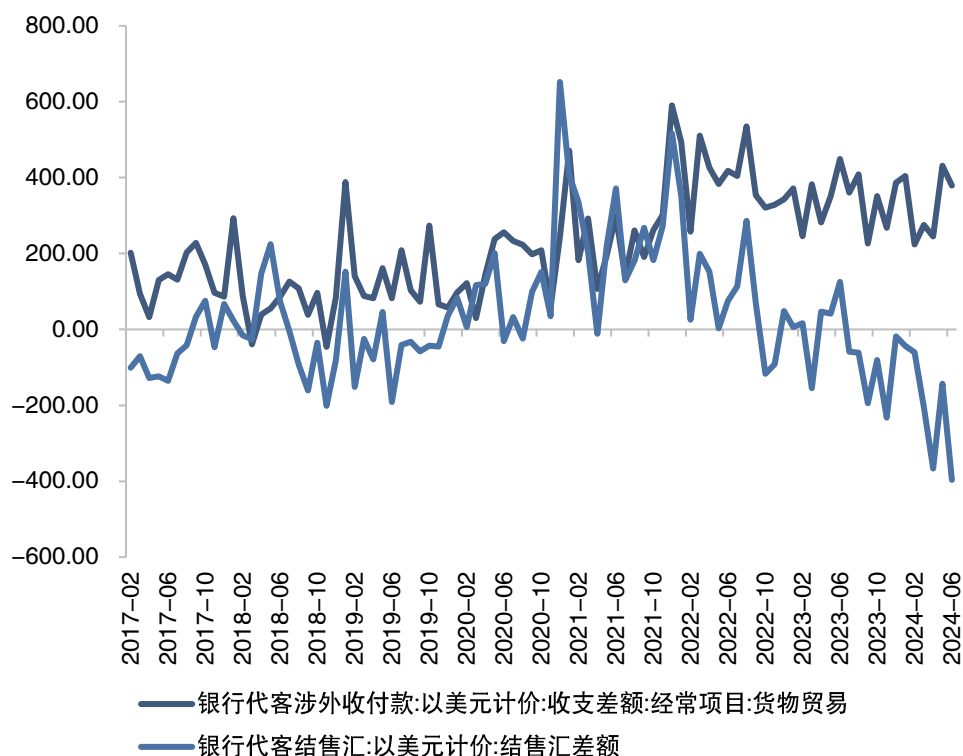
通过在章节1对美元兑人民币即期汇率在7月25日异动背后的走势驱动因素分析，我们不难发现，影响此次走势的驱动因素与人民币自身基本面相关的因素并不大。也就是说，我们此前在年报里提出的人民币若想摆脱现状，首先需要解决的供需问题还没有被解决。具体来看，在中国经济弱复苏及中美利差倒挂下，市场呈现“对美元资产化，人民币负债化”的现状，从而产生了境内美元供小于需求的供需不平衡问题。

图 2.1.1：近年来，我国服务贸易项下的银行代客结售汇逆差规模持续大于境内银行代客涉外收付款逆差规模（亿美元）



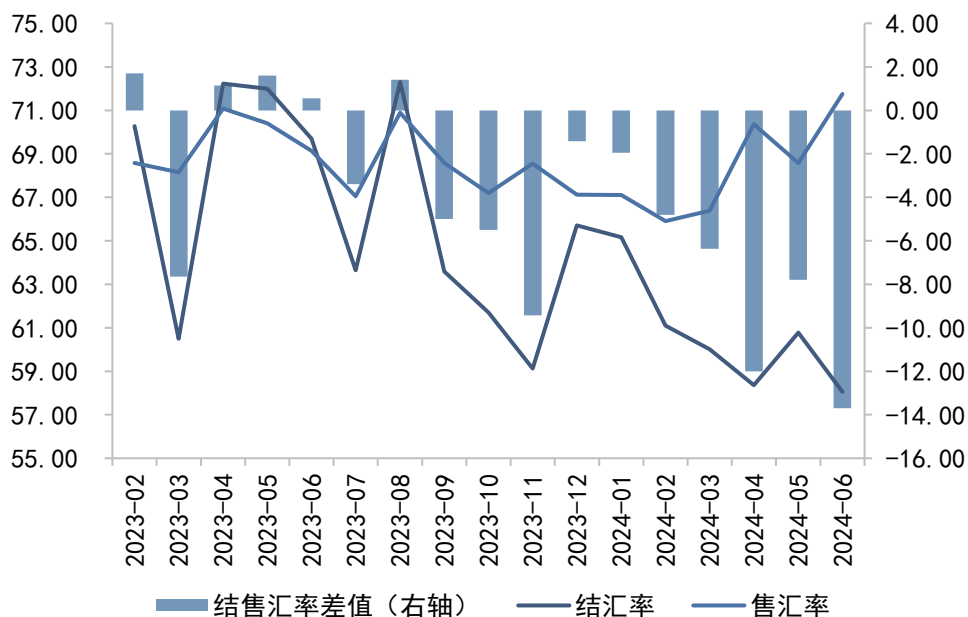
资料来源：iFinD 南华研究

图 2.1.2: 货物贸易项下的境内银行代客涉外收付款为顺差, 但银行代客结售汇为逆差 (亿美元)



资料来源: iFinD 南华研究

图 2.1.3: 银行代客结汇率与售汇率 (%)



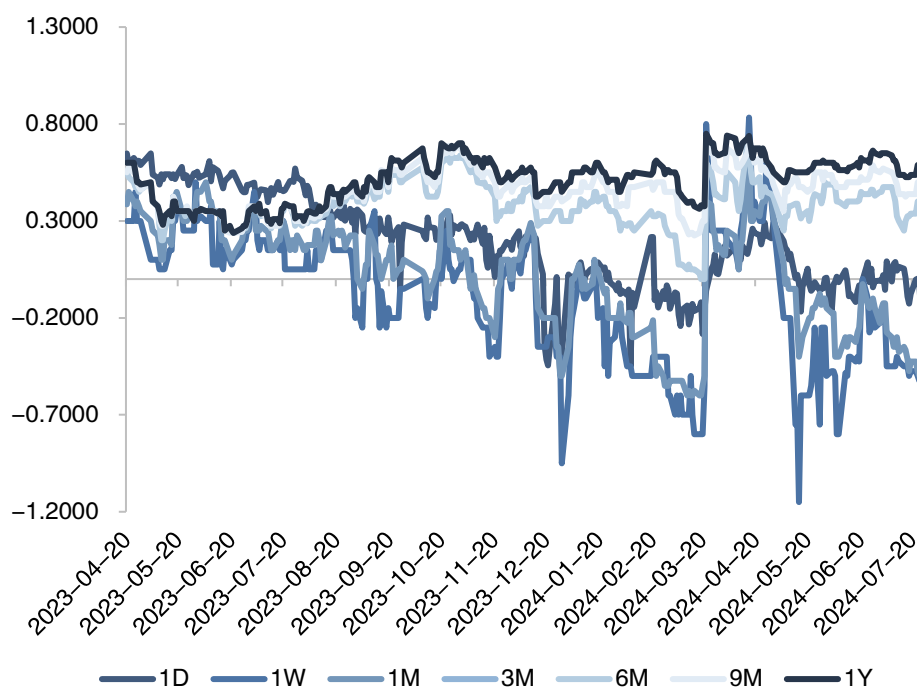
数据来源: iFinD 南华研究

我们认为，或需在美联储货币政策更加明朗后，在岸美元供需不平衡的问题或将有所改善。

(2) 人民币的进一步升值或需日元带动

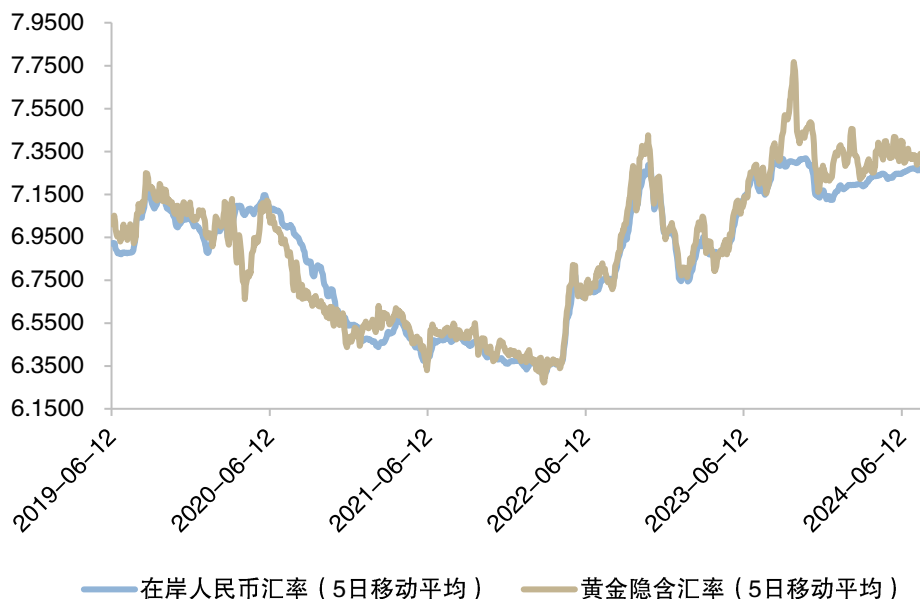
根据当前USDCNY风险逆转系数及人民币黄金隐含汇率的情况来看，两者均呈现大幅下行的状态，表明市场对人民币的贬值情绪有所缓和。我们认为，若要看到美元兑人民币即期汇率有进一步的下行动力，可能需要在日元的带动下才能够实现。然而，结合近期喜忧参半的日本经济数据来看，均不支持日本央行选择持续性的加息。因此，日元的强势并不具备趋势性，在在岸美元供需问题仍未解决的背景下，日元能给人民币起到的最多只是间接缓解人民币贬值压力的作用。

图 2.1.4: 近期，各期限 USDCNY 风险逆转期权指标大幅下行 (25Delta, %)



数据来源: iFinD 南华研究

图 2.1.5：近期，黄金隐含汇率逐步靠近实际汇率



数据来源：iFinD 南华研究

(3) 汇市波动或将放大

我们认为，随着美国大选以及美联储降息时点的逐步临近，以及市场对日本央行货币政策预期的摇摆，汇市的波动将放大。而随着汇市波动的放大，在此背景下或在一定程度上削弱了人民币融资货币的属性，使得人民币空头平仓的压力有所加大。

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

