



人民币汇率热点 | 2024 年 8 月 12 日

央行二季度货币政策报告信号之迎接波动

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：

通过分析，我们可以发现近期人民币相对于美元的强势缺乏国内经济基本面逻辑的支持。与此同时，带动人民币走强的日元也缺乏强劲的主动升值基础。从美国经济数据本身来看，我们认为未来一两个月美国经济大概率还是会往弱的方向去走，但当前市场对美国“衰退”风险情绪的释放，可能存在美联储、日本央行在 9 月前主动释放风险的因素，且有被放大之嫌。若短期人民币要相对于美元进一步走强，一种可能的路径是市场对海外衰退交易情绪的进一步爆发（可能性较小，目前经济层面对“衰退”的定价较为充分），日元和人民币继续基于前期走势逻辑进行演绎。另一种路径是市场因近期美元兑人民币即期汇率的大幅波动以及快速走至年内低点的表现而引发恐慌性结汇。但从彭博的报道以及我们了解的情况来看，虽然近期一些出口企业已开始增加即期结汇和短期限远期结汇操作，但都相对谨慎。考虑到目前美元兑人民币汇率的问题依旧还要看国内经济的改善情况，因此在国内基本面盘走稳、走强之前，人民币相对于美元仍面临一定的贬值压力，但上方空间相较于前期有所被压缩。综上，基准情形下人民币相对于美元的强势只是短周期上的趋势扭转，在目前外汇市场波动加大的背景下，carry trade 较难在短期回归，因此宽幅震荡依旧是短期主行情。

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. 对近期美元兑人民币即期汇率走势的一些思考.....	1
1.1 二问汇率走势.....	1
1.2 汇率走势展望.....	8

目录

图表

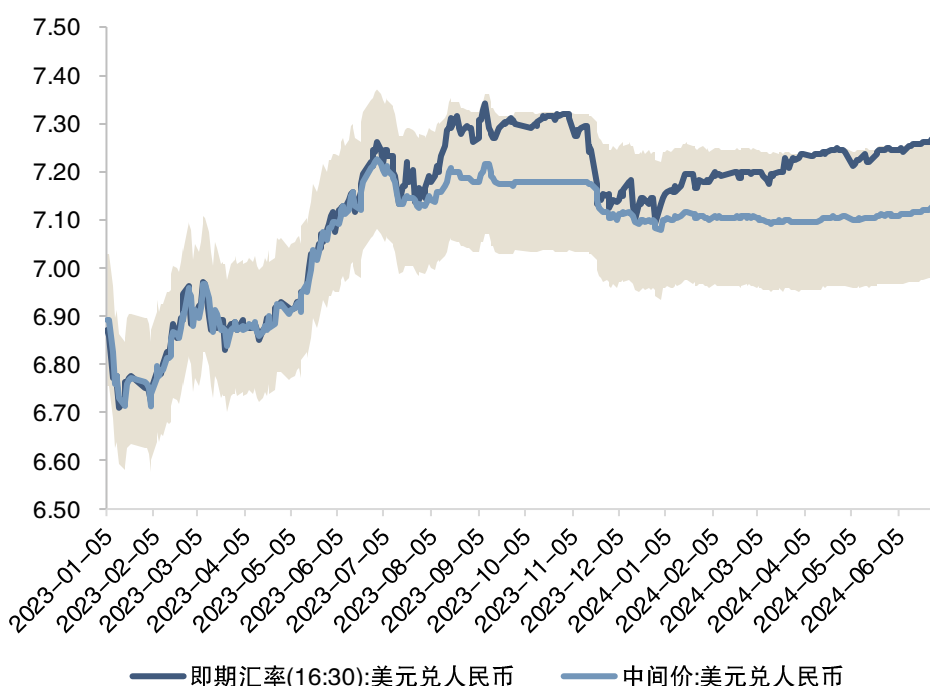
图 1.1.1: 2024 年上半年, 中间价对美元兑在岸人民币即期汇率形成“硬约束” ..	1
图 1.1.2: VIX 指数飙升 ..	2
图 1.1.3: 在市场风险偏好的强烈变化下, 美元兑人民币即期汇率呈现快速下行状态 ..	2
图 1.1.4: 在市场风险偏好的强烈变化下, 美元兑人民币即期汇率及中间价的波动大幅抬升 ..	3
图 1.1.5: 正因为目前人民币拥有与日元相似的低息融资货币属性, 因此美元兑日元即期汇率与美元兑人民币即期汇率在走势上较为同步 ..	4
图 1.1.6: 近期, 美元兑人民币中间价不断向 7.15 前进 ..	4
图 1.1.7: 近期, 美元兑在岸人民币即期汇率不再沿着每日中间价的上沿运行 ..	5
图 1.1.8: 逆周期因子大幅向正值方向运行 ..	5
表 1.1.1: 《2024 年第二季度中国货币政策执行报告》继续强调“坚决防范汇率超调风险” ..	6

1. 对近期美元兑人民币即期汇率走势的一些思考

1.1 二问汇率走势

在市场与政策力量的紧平衡下，造成了前期美元兑人民币即期汇率的“低波运行”。今年以来，我们一直用“低波运行”去形容美元兑人民币即期汇率的走势情况。也一直在强调，美元兑人民币即期汇率“低波运行”背后的原因，是在国内经济呈现平稳复苏但表现不及市场预期、美联储超预期不断推后降息进程以及市场对人民币仍有较大贬值预期的背景下，我国央行通过采取不同的方式来维稳汇率，从而使得美元兑人民币即期汇率的波动幅度在一定程度上受限。

图 1.1.1：2024 年上半年，中间价对美元兑在岸人民币即期汇率形成“硬约束”



注：金色阴影部分为每日美元兑在岸人民币即期汇率的波动范围，即中间价的 $\pm 2\%$
数据来源：iFinD 南华研究

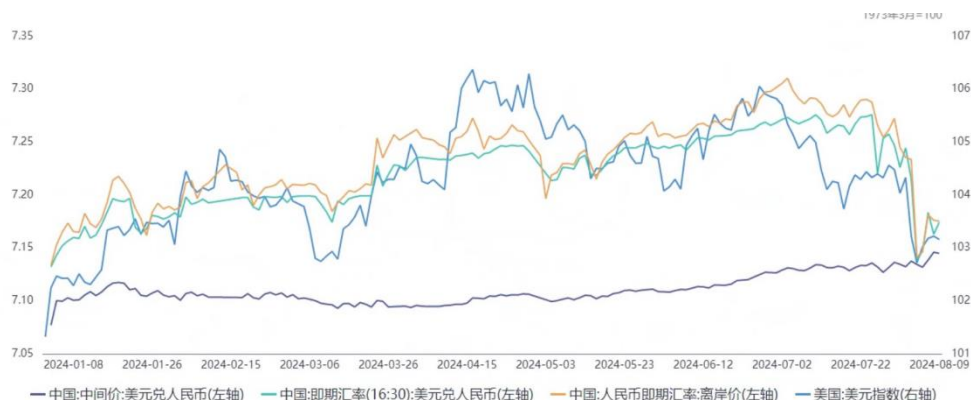
但随着市场风险偏好的强烈变化，美元兑人民币即期汇率的在7月中旬打破了此前的无虞状态，并在7月底及8月初出现了一波快速下行，仅用了不到半个月的时间就把今年以来的上行幅度来了一个“撤回”。与此同时，市场迎来了久违的美元兑在岸人民币即期汇率、美元兑离岸人民币即期汇率及中间价的“三价合一”。

图 1.1.2: VIX 指数飙升



数据来源：iFinD 南华研究

图 1.1.3: 在市场风险偏好的强烈变化下，美元兑人民币即期汇率呈现快速下行状态



数据来源：iFinD 南华研究

图 1.1.4: 在市场风险偏好的强烈变化下, 美元兑人民币即期汇率及中间价的波动大幅抬升

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%	0.30%	0.59%	1.06%				
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%	3.37%	8.41%				
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%

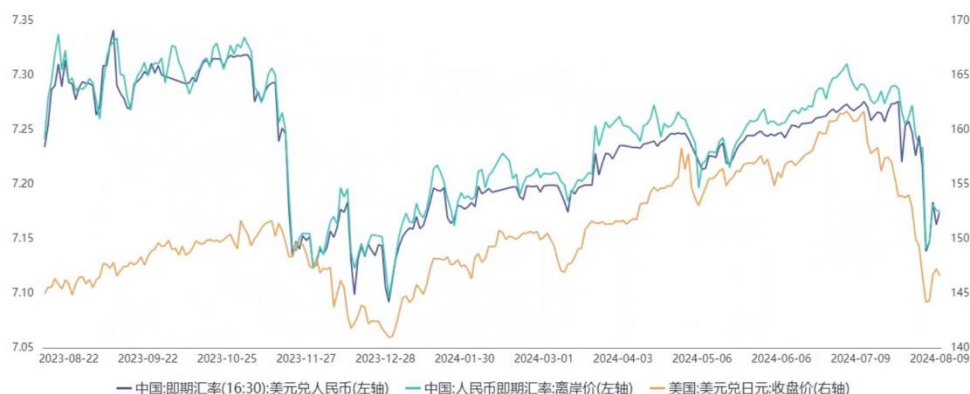
USDCNH	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2024	3.12%	2.43%	2.69%	1.83%	3.03%	1.25%	2.19%	8.63%				
2023	7.65%	5.57%	7.46%	3.88%	4.31%	3.99%	4.90%	6.74%	3.67%	2.89%	4.63%	4.41%
2022	2.56%	2.19%	3.13%	6.42%	8.23%	5.77%	3.36%	4.71%	8.07%	9.79%	10.51%	6.42%
2021	5.18%	4.38%	3.88%	2.77%	3.24%	2.94%	3.78%	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%

数据来源: iFinD 南华研究

1. 美元兑人民币即期汇率为何在近期加速下行?

对于近期美元兑人民币即期汇率下行的原因, 主要是受市场风险偏好的变化影响: 一、7月非农就业数据的超预期走弱叠加萨姆规则触发美国经济衰退信号, 市场对于美国经济风险忧虑激增, “衰退交易” 取代 “降息交易” 主导市场叙事, 避险情绪的演绎使得美元指数大幅走弱。二、在海外 “衰退交易” 卷土重来导致的美元指数显著回落的宏观基础背景下, 前期相对拥堵的交易开始发生变化, 特别是日元套息交易的反转。因此, 在亚太货币风向标日元走强的背景下, 现阶段同样作为低息融资货币的人民币也成为了避险情绪发酵的受益者。三、中国央行的顺势而为也在一定程度上支持人民币进一步释放相对于美元的贬值压力。

图 1.1.5: 正因为目前人民币拥有与日元相似的低息融资货币属性, 因此美元兑日元即期汇率与美元兑人民币即期汇率在走势上较为同步

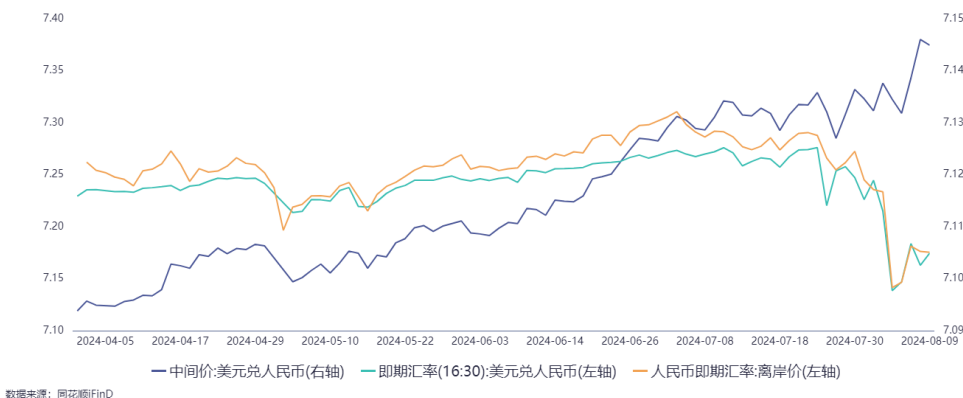


数据来源: iFinD 南华研究

2. 三价合一后, 我国央行对汇率的态度将如何演绎?

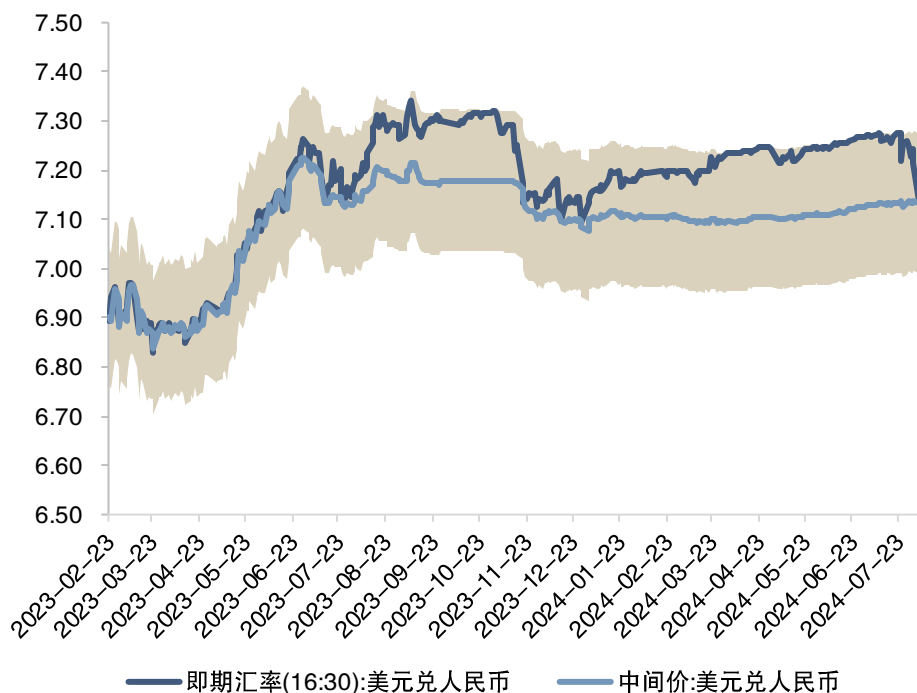
通过观察三价合一前美元兑人民币即期汇率与中间价走势的情况, 我们发现美元兑人民币中间价不断上行至 7.15, 且逆周期因子虽然仍为负值, 但其绝对值不断缩小。这符合我们在年报中对央行在今年下半年汇率态度的预测。目前对于央行来说, 稳定汇率固然重要, 但适当的汇率波动也是必要的。在国内内需更加稳健增长之前, 汇率作为内外均衡的支撑点, 央行对汇率的态度可能仍然坚定, 但会逐步降低稳定汇率的优先性。

图 1.1.6: 近期, 美元兑人民币中间价不断向 7.15 前进



数据来源: iFinD 南华研究

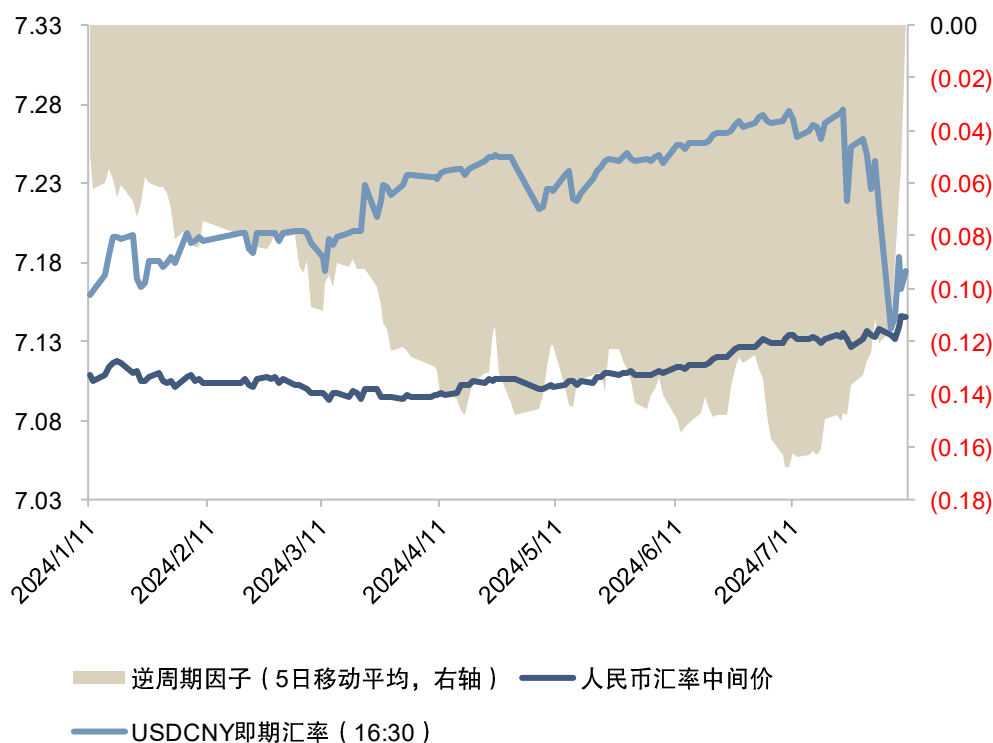
图 1.1.7: 近期，美元兑在岸人民币即期汇率不再沿着每日中间价的上沿运行



注：金色阴影部分为每日美元兑在岸人民币即期汇率的波动范围，即中间价的 $\pm 2\%$

数据来源：iFinD 南华研究

图 1.1.8: 逆周期因子大幅向正值方向运行



资料来源：Bloomberg 南华研究

通过对上周中国央行发布的《2024年第二季度中国货币政策执行报告》的分析，我们发现相较于对债券利率风险的关注加大，报告继续强调“坚决防范汇率超调风险”，但增加了“保持汇率弹性”的表述。与此同时，报告还表达了“顺风”的逆周期或已开启的观点，因此我们预计央行将逐步发挥市场在汇率形成中的决定性作用。然而，考虑到央行仍强调“综合施策，稳定预期”，我们认为在今年年内，央行仍将适时引导汇率的走势。对于国内未来经济表现，与一季度“积极因素增多”的情况相比，乐观程度有所减弱，认为经济增长仍面临一定压力，并需要密切关注海外主要央行货币政策的走向，警惕外部环境（全球经济增长动能偏弱、地缘政治存在较大不确定性、金融体系风险不容忽视）对国内经济的外溢效应。

表 1.1.1: 《2024 年第二季度中国货币政策执行报告》继续强调“坚决防范汇率超调风险”

	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3
内 容 摘 要	四是保持汇率基本稳定。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，发挥好汇率对宏观经济、国际收支的调节功能， 保持汇率弹性（增加） ，强化预期引导，坚决防范汇率超调风险。	四是保持汇率基本稳定。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，发挥好汇率对宏观经济、国际收支的调节功能，强化预期引导，防范汇率超调风险。	四是稳定汇率兼顾内外均衡。深化汇率市场化改革，适时上调跨境融资宏观审慎调节参数、下调外汇存款准备金率，发挥外汇自律机制作用，强化预期引导，调节外汇市场供求，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	四是兼顾内外均衡。深化汇率市场化改革，适时上调跨境融资宏观审慎调节参数、下调外汇存款准备金率，发挥外汇自律机制作用，强化预期引导，调节外汇市场供求，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
	坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度， 发挥市场在汇率形成中的决定性作用 ，综合施策、稳定预期，坚决对顺周期行为予以纠偏，防止形成单边一致性预期并自我强化，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。	坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，发挥市场在汇率形成中的决定性作用，综合施策、稳定预期，坚决对顺周期行为予以纠偏，防止市场形成单边预期并自我强化，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。	坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，综合施策、稳定预期，防范汇率超调风险，防止形成单边一致性预期并自我强化，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，立足长远、发轫当前，坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险，防止形成单边一致性预期并自我强化，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

下一阶段货币政策主要思路	三是把握好利率、汇率内外均衡。稳步深化汇率市场化改革，完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，坚持市场在汇率形成中起决定性作用，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能。做好跨境资金流动的监测分析，坚持底线思维，综合施策，稳定预期，防止形成单边一致性预期并自我强化，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。加强外汇市场管理，引导企业和金融机构树立“风险中性”理念，指导金融机构基于实需原则和风险中性原则积极为中小微企业提供汇率避险服务，维护外汇市场平稳健康发展。	三是把握好利率、汇率内外均衡。稳步深化汇率市场化改革，完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，坚持市场在汇率形成中起决定性作用，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能。加强预期管理，做好跨境资金流动的监测分析，坚持底线思维，坚决防范汇率超调风险，防止形成单边一致性预期并自我强化，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。加强外汇市场管理，引导企业和金融机构树立“风险中性”理念，指导金融机构基于实需原则和风险中性原则积极为中小微企业提供汇率避险服务，维护外汇市场平稳健康发展	三是把握好利率、汇率内外均衡。稳步深化汇率市场化改革，完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，坚持市场在汇率形成中起决定性作用，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能。加强预期管理，做好跨境资金流动的监测分析，坚持底线思维，防范汇率超调风险，防止形成单边一致性预期并自我强化，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。加强外汇市场管理，引导企业和金融机构树立“风险中性”理念，指导金融机构基于实需原则和风险中性原则积极为中小微企业提供汇率避险服务，维护外汇市场平稳健康发展。	三是把握好利率、汇率内外均衡。稳步深化汇率市场化改革，完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，坚持市场在汇率形成中起决定性作用，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能。加强预期管理，立足长远、发韧当前，做好跨境资金流动的监测分析和风险防范。坚持底线思维，坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险，防止形成单边一致性预期并自我强化，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。加强外汇市场管理，引导企业和金融机构树立“风险中性”理念，指导金融机构基于实需原则和风险中性原则积极为中小微企业提供汇率避险服务，维护外汇市场平稳健康发展。

资料来源：中国人民银行 南华研究

1.2 汇率走势展望

随着上周公布的美国经济数据使得衰退交易有所降温以及日本央行重申日本宽松货币政策的基调，人民币的强势受到了一定程度的限制，在周二之后走了一波回归。

展望后市，通过前面的分析，我们可以发现近期人民币相对于美元的强势缺乏国内经济基本面逻辑的支持。与此同时，带动人民币走强的日元也缺乏强劲的主动升值基础。从美国经济数据本身来看，我们认为未来一两个月美国经济大概率还是会往弱的方向去走，但当前市场对美国“衰退”风险情绪的释放，可能存在美联储、日本央行在9月前主动释放风险的因素，且有被放大之嫌。若短期人民币要相对于美元进一步走强，一种可能的路径是市场对海外衰退交易情绪的进一步爆发（可能性较小，目前经济层面对“衰退”的定价较为充分），日元和人民币继续基于前期走势逻辑进行演绎。另一种路径是市场因近期美元兑人民币即期汇率的大幅波动以及快速走至年内低点的表现而引发恐慌性结汇。但从彭博的报道以及我们了解的情况来看，虽然近期一些出口企业已开始增加即期结汇和短期限远期结汇操作，但都相对谨慎。考虑到目前美元兑人民币汇率的问题依旧还要看国内经济的改善情况，因此在国内基本面盘走稳、走强之前，人民币相对于美元仍面临一定的贬值压力，但上方空间相较于前期有所被压缩。综上，基准情形下人民币相对于美元的强势只是短周期上的趋势扭转，在目前外汇市场波动加大的背景下，carry trade较难在短期回归，因此宽幅震荡依旧是短期主行情。

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

