



人民币汇率热点 | 2024 年 8 月 22 日

当前博弈点与交易主线下的人民币 汇率演绎展望

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：

我们认为，在当前国内经济未突破现状或发生重大变化前，市场将继续保持“平常心”看待国内因素对汇率的影响，海外因素或将是美元兑人民币即期汇率走势的主要驱动力。因此，接下来或需关注下述三条交易路线的演绎情况：1）市场对美联储的降息预期及美国经济衰退预期；2）Carry Trade 的反转交易；3）美国大选。

短期来看，由于美元兑人民币即期汇率走势很大程度上受海外因素影响，而在市场对美国经济衰退情绪较难退潮的背景下，弱势美元的局势较难改善。因此，即使在国内经济基本面未走稳的背景下，海外端压力的释放仍给美元兑人民币即期汇率带来了一些喘息机会。

中长期来看，未来国内经济仍需呵护，因此中国利率将继续下降或长期保持低位，而美元利率虽然有下行的空间，但仍将高于中国利率。因此，在中美利差倒挂未获得较大改善的背景下，美元兑人民币即期汇率依旧面临一定的上行压力，但上行空间因近期海外端的释放而有所压缩。需要注意的是，美联储降息周期并不意味着美元贬值周期，也不意味着人民币一定会升值。因此，对于即将到来的美联储政策周期的转向，我们需持谨慎态度。真正意义上的美元兑人民币即期汇率趋势性下行，仍需等待国内经济基本面逻辑支持的回归。

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. 复盘：从市场与政策力量紧平衡到风险情绪的转变.....	1
1.1 阶段一：有所上行，但幅度较为有限	1
1.2 阶段二：疾风骤雨下的快速回落	6
2. 展望：当前博弈点与交易主线下的汇率演绎.....	8
2.1 市场博弈下，汇率波动放大	8
2.1.1. 供需面：企业并不觉得人民币的内生企稳时点已经到来.....	8
2.1.2. 市场预期：当前市场对美联储的降息预期以及对美国经济的衰退预期或过于激进和悲观	12
2.1.3. 央行态度：逐步发挥市场在汇率形成中的决定性作用，同时适时引导汇率走势.....	18
2.2 市场的三条交易主线	22
2.3 观点总结.....	24
2.3.1. 短期：外部主导下的短周期趋势扭转	24
2.3.2. 中长期：静待国内经济基本面逻辑支持的回归	25
3. 策略建议	26

目录

图表

图 1.1.1: 7 月底前, 人民币相对于美元整体呈现“克制中承压”的状态	1
图 1.1.2: 在美国通胀下行斜率放缓、劳动力市场拥有较好韧性以及美国经济着陆方向不明确的背景下, 美元指数在 7 月前震荡上行	2
图 1.1.3 美国通胀同比指标 (%) 显示美国通胀下行斜率粘性有所增加	3
图 1.1.4: 联邦基金期货显示的 2024 年年初 (上图) 和年中 (下图) 市场对美联储的加/降息预期对比	4
图 1.1.5: 中国经济增速 (%) 有所放缓	5
图 1.1.6: 人民币汇率在中美经济周期和货币政策分化下的反映为有所承压	5
图 1.1.7: 即期汇率与中间价出现了自 2015 年“811 汇改”以来较为罕见的长时间分离状态	6
图 1.1.8: 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 月中下旬打破了此前的无虞状态, 出现了一波快速下行	7
图 1.1.9: 政策偏离程度 (USDCNY-中间价) 季节性	7
图 2.1.1: 从国内投资回报率与结汇率两者走势情况来看, 企业并不认为人民币已经达到内生企稳的时点	8
图 2.1.2: 从中国制造业 PMI 与净结汇率情况来看, 同样指向企业不认为人民币已达到内生企稳的时点	9
图 2.1.3: 2024 年 7 月境内购汇率与结汇率呈现齐升状态, 但购汇率依旧显著高于结汇率	9
图 2.1.4: 银行代客涉外收付款逆差有所收窄 (亿美元)	10
图 2.1.5: 境内远期结汇套保比率有所提升, 远期购汇套保比率微幅回落	11
图 2.1.6: 目前我国货物和服务贸易差额情况 (亿美元)	11
图 2.1.7: MM 美元基本面指数显示当前美国基本面因子仍有支撑, 但正在边际衰退	12
图 2.1.8: 以非制造业-制造业新订单指数表征的美国内外需差值正在减弱中	13
图 2.1.9: 美国 GDP 环比折年率及分项环比折年率 (%)	14

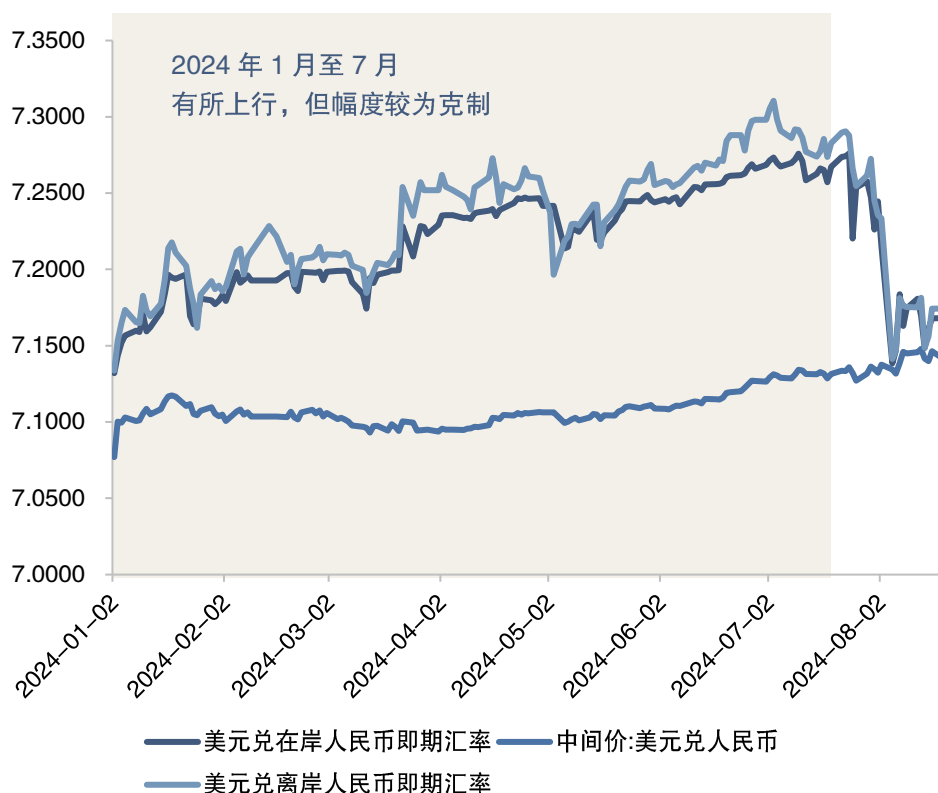
图 2.1.10: 萨姆规则历史走势图	15
图 2.1.11: 非农解雇裁员率仍低于疫情前水平 (%)	15
图 2.1.12: 本次萨姆规则触发前, 美国经济并未出现显著走弱.....	16
图 2.1.13: 其他领先及同步经济衰退指标来看, 均未显示美国经济衰退风险的即将到来	16
图 2.1.14: 就业与人口比率 (EPR) 指标未预示美国经济衰退	17
图 2.1.15: 市场对美联储加/降息预期.....	18
图 2.1.16: 自 8 月初以来, 逆周期因子虽仍为负值, 但其绝对值不断缩小, 且有撤出动用的迹象	19
表 2.1.1: 《2024 年第二季度中国货币政策执行报告》继续强调 “坚决防范汇率超调风险”	20
图 2.2.1: CFTC 显示大约 90%的空头投机仓位已获利了结.....	22
图 2.2.2: 外国银行在日本分行的跨部门账户资产规模.....	23
图 2.2.3: 当前哈里斯的支持率已经赶超特朗普 (截至 2024 年 8 月 22 日)	24
图 2.3.1: 目前, 美元指数从 2023 年以来的横盘时间已接近 2 年	25

1. 复盘：从市场与政策力量紧平衡到风险情绪的转变

1.1 阶段一：有所上行，但幅度较为有限

在市场与政策力量的紧平衡下，美元兑人民币即期汇率在今年7月底前，整体呈现“有所上行，但幅度较为有限”的走势。

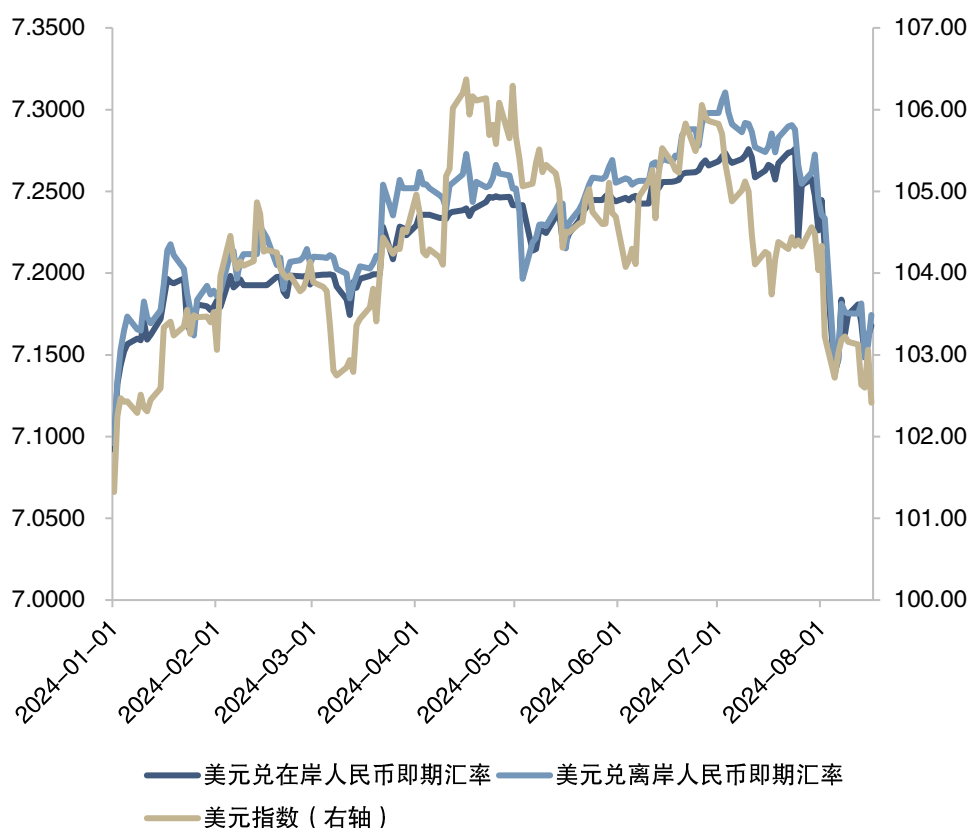
图 1.1.1：7 月底前，人民币相对于美元整体呈现“克制中承压”的状态



数据来源：iFinD 南华研究

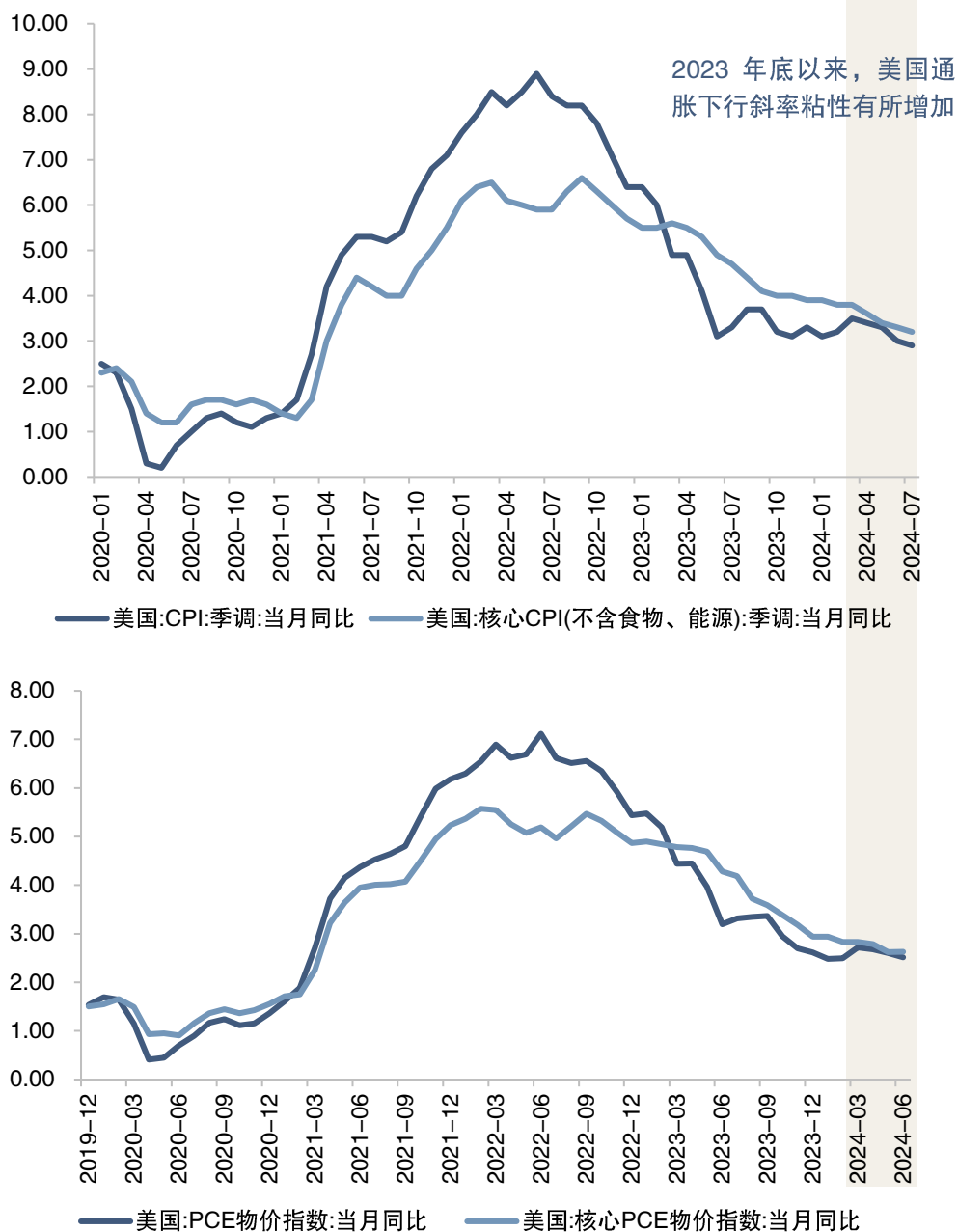
其中，“有所上行”体现的是基本面（市场）因素对美元兑人民币即期汇率带来的上行压力。海外方面，市场主要围绕美联储降息时点进行交易。因此，在美国通胀下行斜率放缓、劳动力市场表现强劲、美国经济着陆方向不明确以及美联储态度逐步转鹰的背景下，导致市场不断修正前期对美联储年内较为激进的降息预期，从而推动美元指数的上行。国内方面，我国经济受到内外因素的影响，经济增速整体在中枢附近小幅波动，且在消费疲软的拖累下二季度经济动能有所放缓。在不及预期的国内经济和超预期的美国经济对比以及中美利差深度倒挂下，人民币有所承压。

图 1.1.2: 在美国通胀下行斜率放缓、劳动力市场拥有较好韧性以及美国经济着陆方向不明确的背景下，美元指数在 7 月前震荡上行



数据来源: iFinD 南华研究

图 1.1.3 美国通胀同比指标（%）显示美国通胀下行斜率粘性有所增加



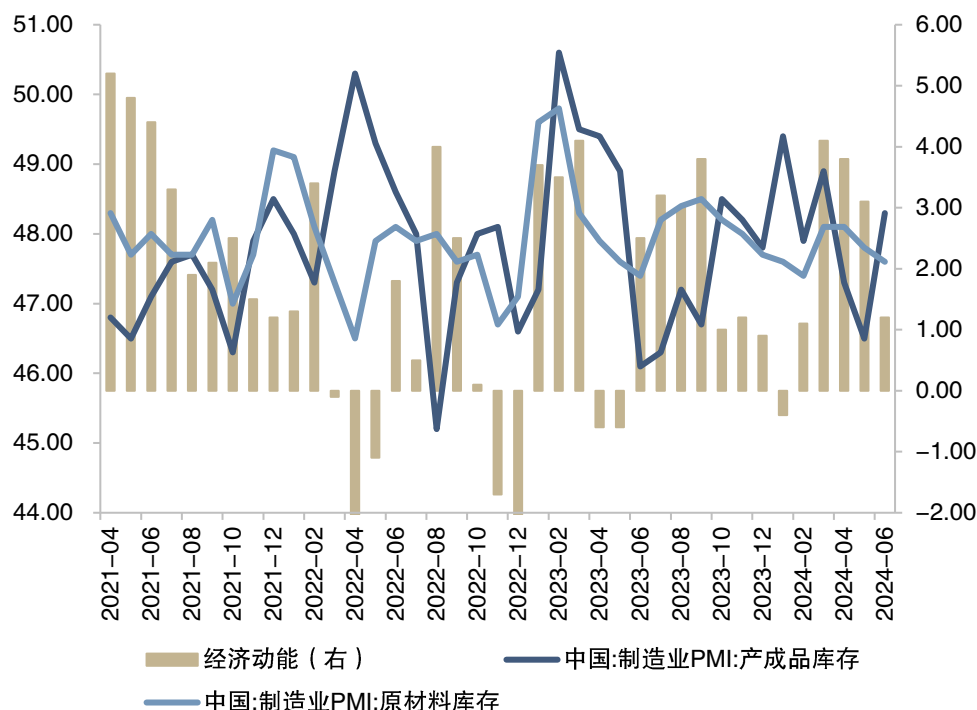
数据来源：iFinD 南华研究

图 1.1.4: 联邦基金期货显示的 2024 年年初（上图）和年中（下图）市场对美联储的加/降息预期对比



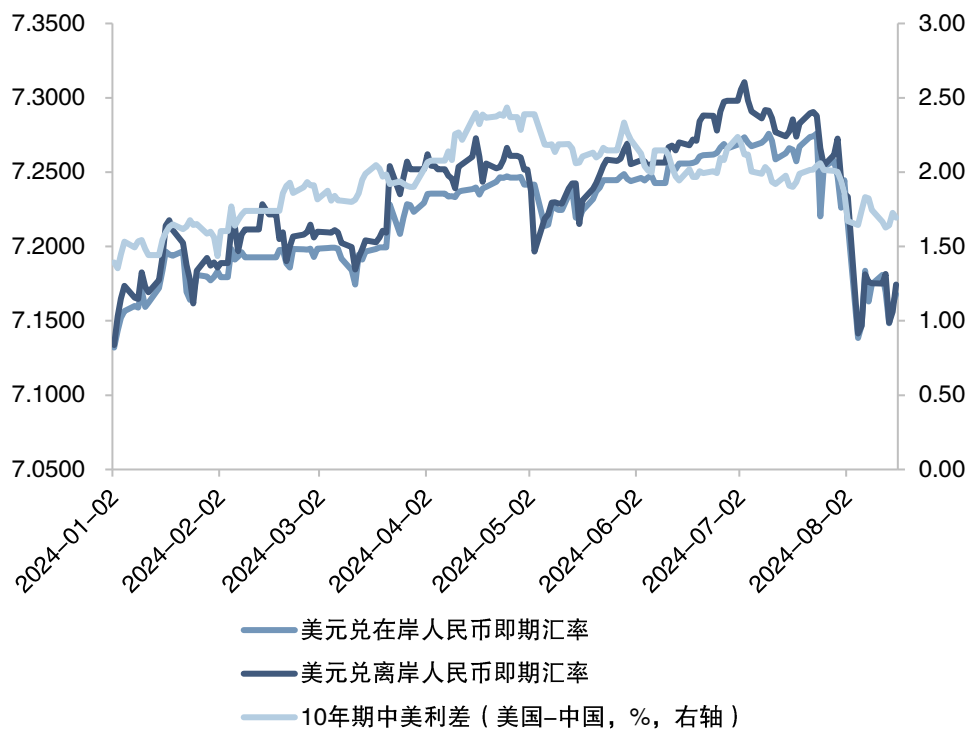
资料来源: Bloomberg 南华研究

图 1.1.5: 中国经济增速 (%) 有所放缓



数据来源: iFinD 南华研究

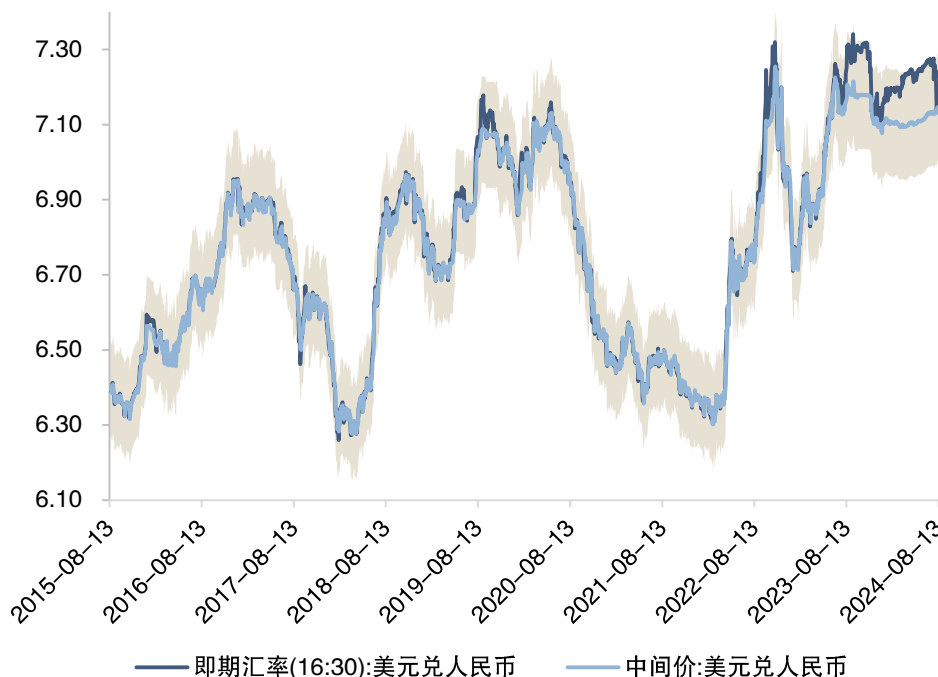
图 1.1.6: 人民币汇率在中美经济周期和货币政策分化下的反映为有所承压



数据来源: iFinD 南华研究

对于“幅度较为有限”，显现的是央行维稳汇率的态度。最直观的体现是即期汇率与中间价出现了自2015年“811汇改”以来较为罕见的长时间分离状态，且在美元兑人民币即期汇率上行压力最大的时间段内，美元兑在岸人民币即期汇率几乎每日沿着中间价的上限运行。央行通过中间价，使得美元兑人民币即期汇率的波动幅度在一定程度上受到限制。

图 1.1.7：即期汇率与中间价出现了自 2015 年“811 汇改”以来较为罕见的长时间分离状态



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

1.2 阶段二：疾风骤雨下的快速回落

但随着市场风险偏好的强烈变化，美元兑人民币即期汇率在7月中下旬打破了此前的无虞状态，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”。

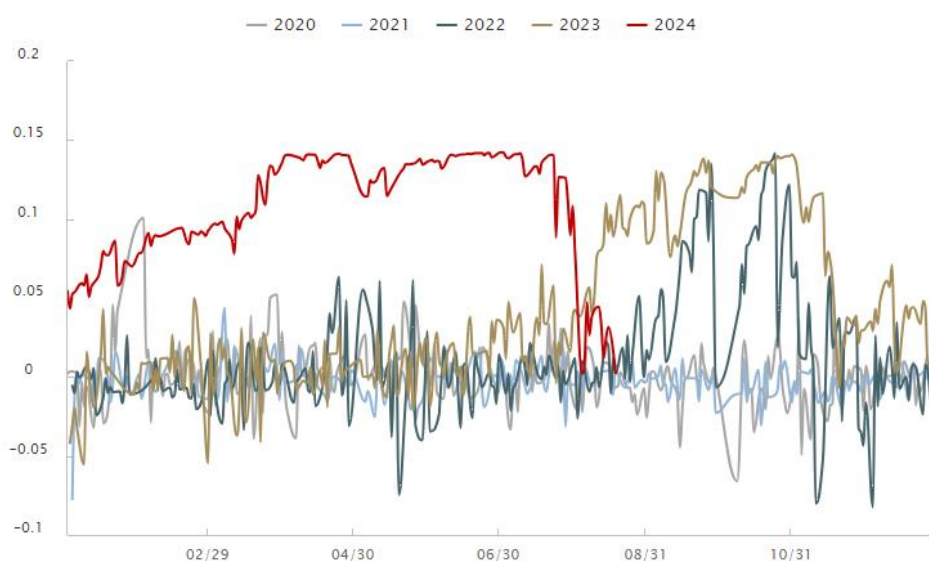
对于近期美元兑人民币即期汇率下行的原因主要为下述三点：一、7月非农就业数据的超预期走弱叠加萨姆规则触发美国经济衰退信号，市场对于美国经济风险忧虑激增，“衰退交易”取代“降息交易”主导市场叙事，避险情绪的演绎使得美元指数大幅走弱。二、在海外“衰退交易”卷土重来导致的美元指数显著回落的宏观基础背景下，前期相对拥堵的交易开始发生变化，特别是日元套息交易的反转。因此，在亚太货币风向标日元走强的背景下，现阶段同样作为低息融资货币的人民币也成为了避险情绪发酵的受益者。三、中国央行的顺势而为也在一定程度上支持人民币进一步释放相对于美元的贬值压力。

图 1.1.8: 随着市场风险偏好的强烈变化, 美元兑人民币即期汇率在 7 月中下旬打破了此前的无虞状态, 出现了一波快速下行



数据来源: iFinD 南华研究

图 1.1.9: 政策偏离程度 (USDCNY-中间价) 季节性



数据来源: iFinD 南华研究

2. 展望：当前博弈点与交易主线下的汇率演绎

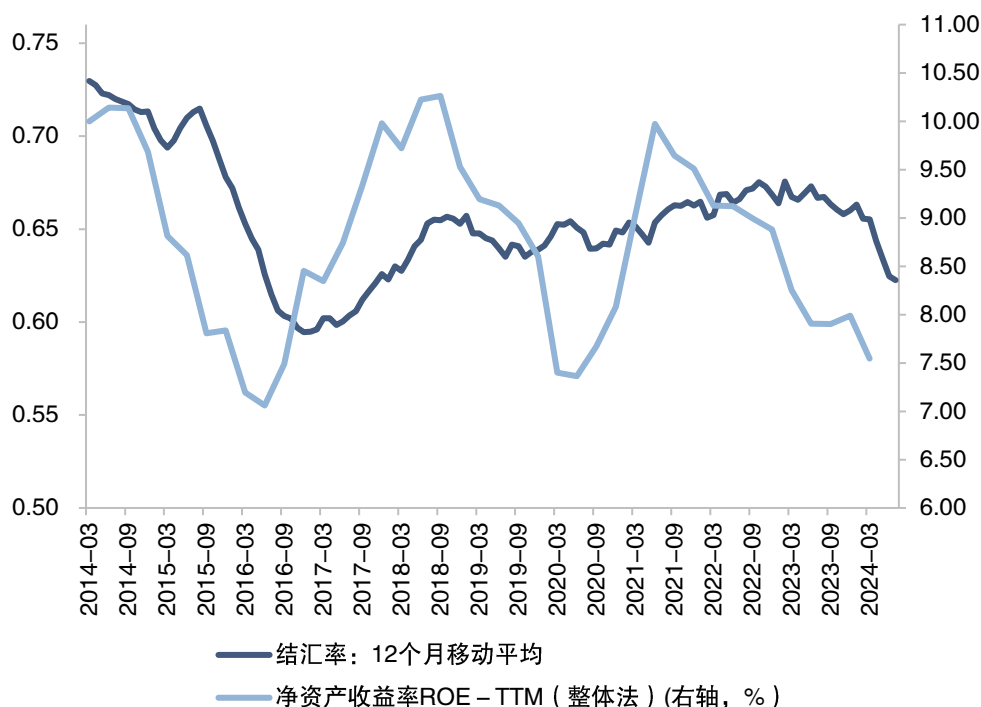
2.1 市场博弈下，汇率波动放大

我们认为当前的主要博弈点在于境内客盘结汇意愿和境外美联储降息节奏。随着市场对上述博弈点的展开以及央行对汇率态度开始发生转变，预计汇率的波动将会增加。

2.1.1. 供需面：企业并不觉得人民币的内生企稳时点已经到来

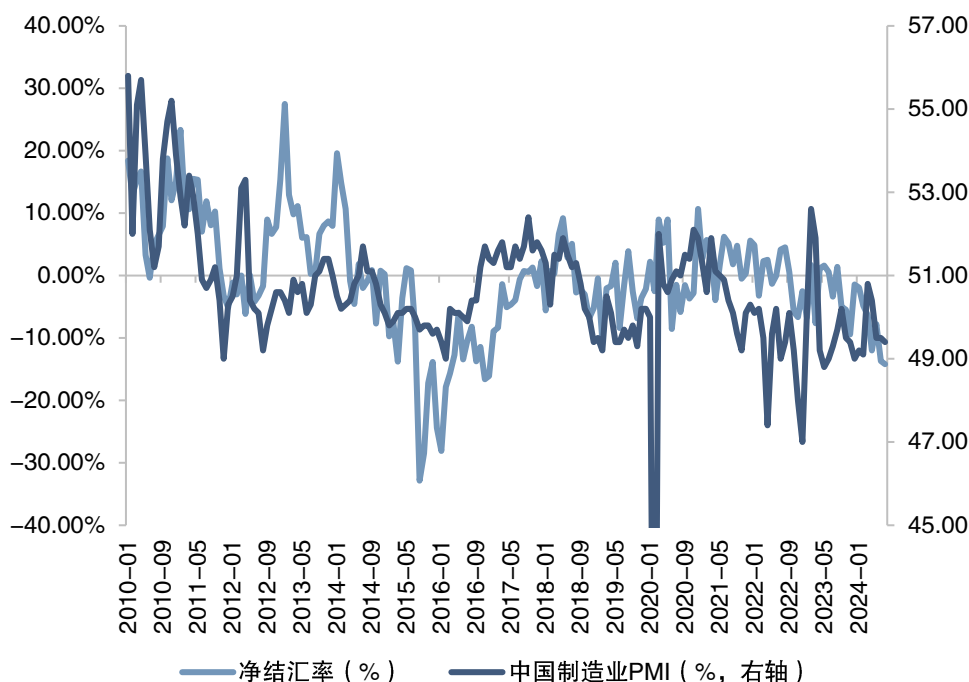
从最新公布的7月结售汇数据来看，即使美元兑人民币即期汇率在7月经历了大幅下滑，但境内购汇率与结汇率呈现齐升状态，且购汇力量依旧大于结汇力量，这表明市场对未来美元兑人民币即期汇率的走势预期仍存在分歧。考虑到企业结汇率取决于国内经济基本面，因此结汇意愿相对低迷的原因或许与国内投资回报率持续下降以及我国出口呈现边际放缓有关。一方面，这表示企业面对汇率的急涨急跌持有较为理性的态度，另一方面也意味着企业并不认为人民币已经达到内生企稳的时点。

图 2.1.1：从国内投资回报率与结汇率两者走势情况来看，企业并不认为人民币已经达到内生企稳的时点



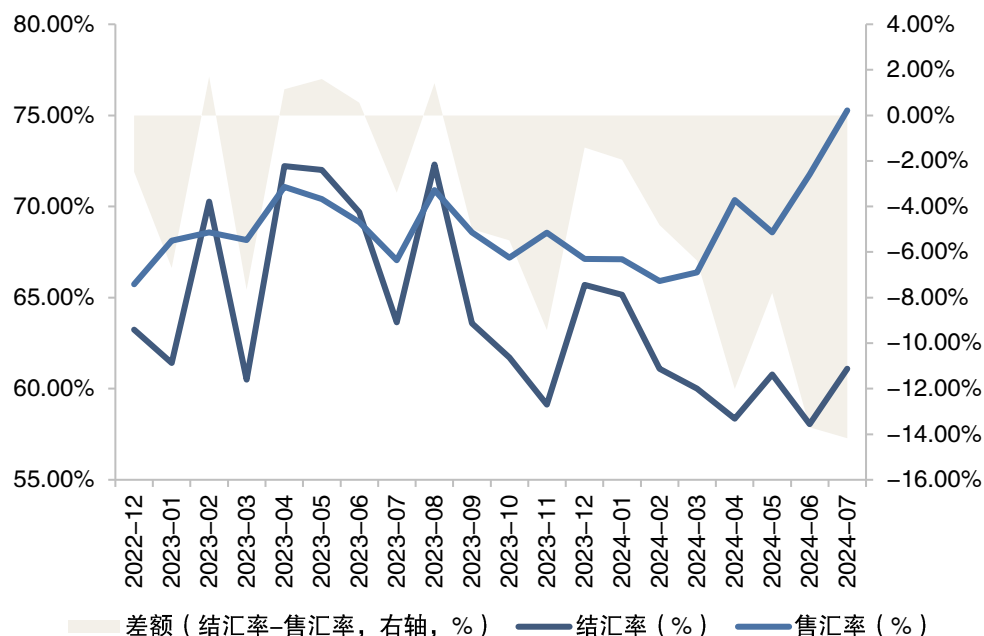
数据来源：iFinD 南华研究

图 2.1.2: 从中国制造业 PMI 与净结汇率情况来看, 同样指向企业不认为人民币已达到内生企稳的时点

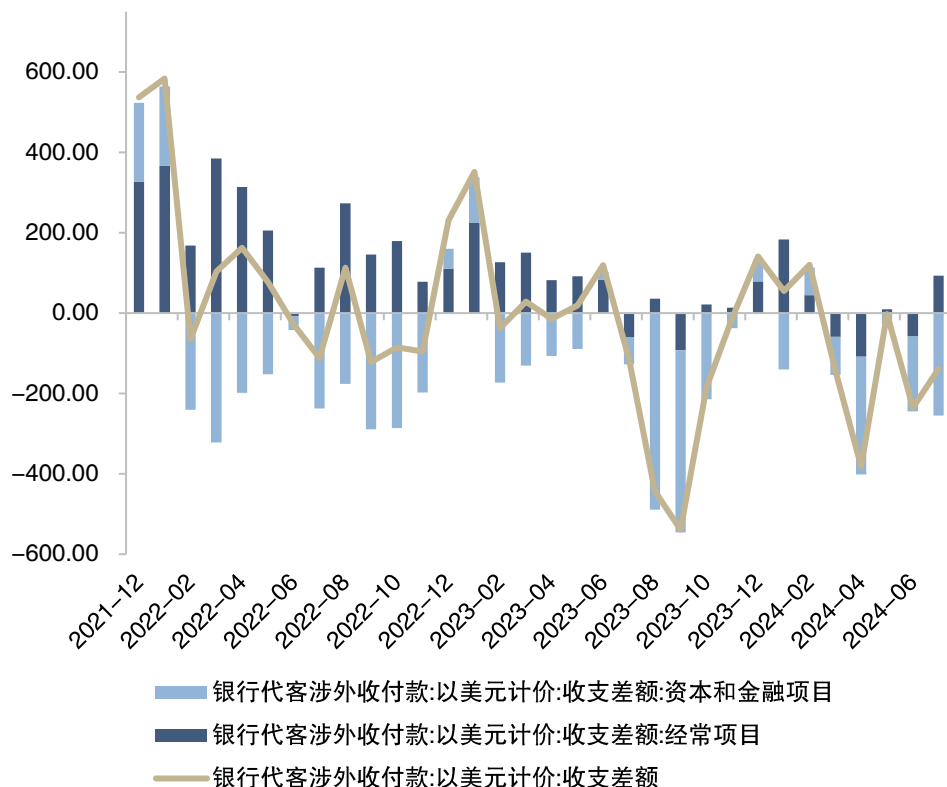


数据来源: iFinD 南华研究

图 2.1.3: 2024 年 7 月境内购汇率与结汇率呈现齐升状态, 但购汇率依旧显著高于结汇率



数据来源: iFinD 南华研究

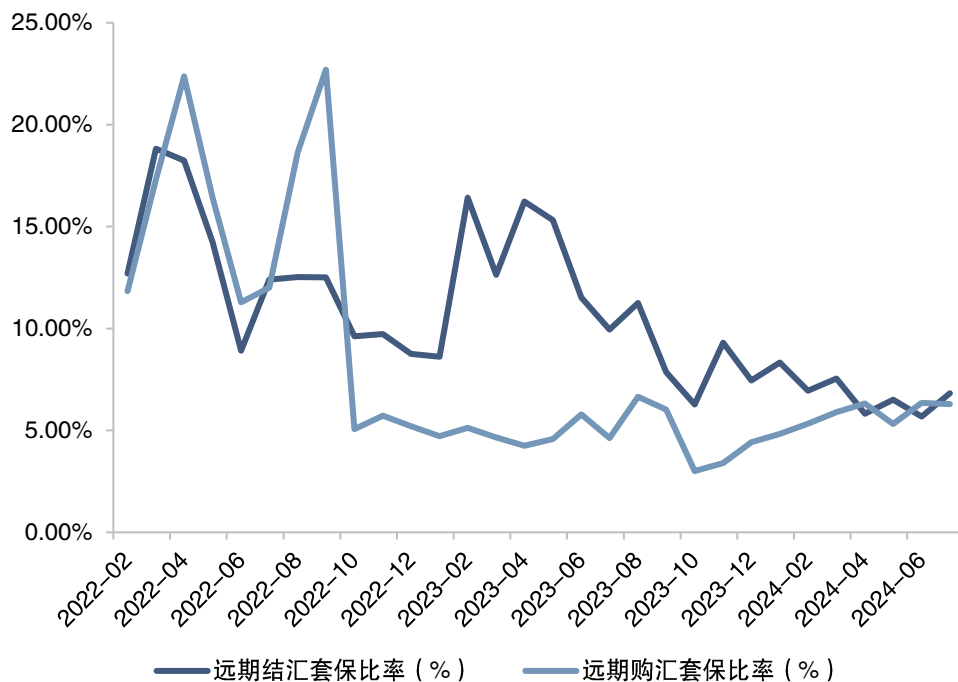
图 2.1.4：银行代客涉外收付款逆差有所收窄（亿美元）


数据来源：iFinD 南华研究

具体分析，详见南华宏观研究团队报告《7 月经济数据的三个特征》。

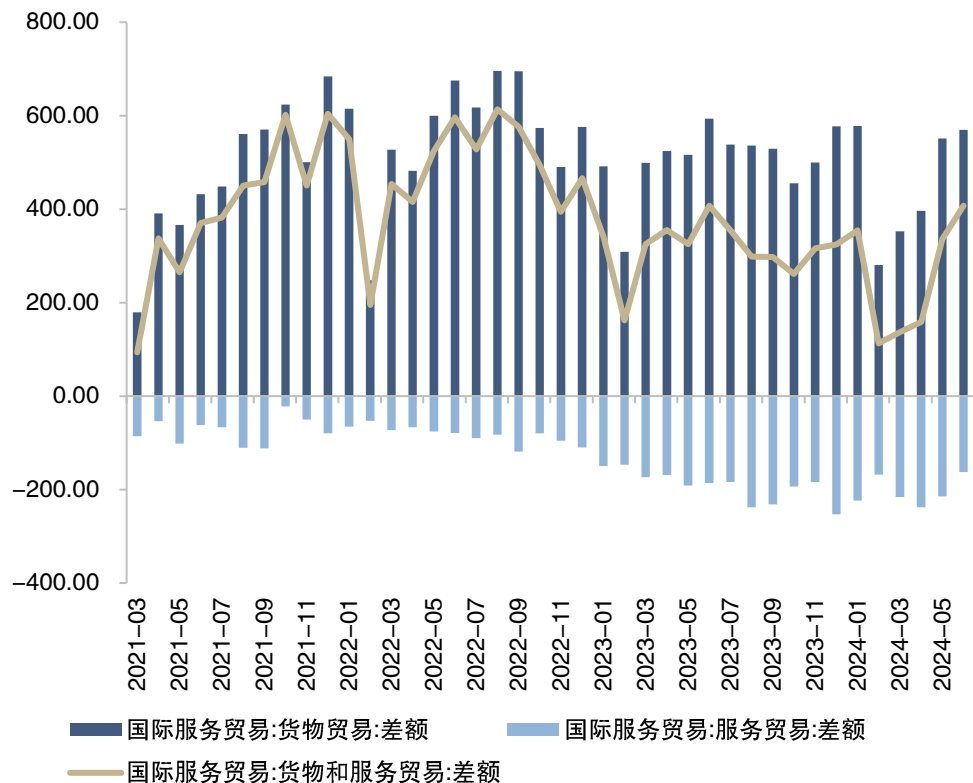
国内方面，汇率的基本面仍然偏弱，7 月的经济数据和金融数据都呈现相对平淡的状态。其中，经济数据呈现“制造业生产力不足”、“基础设施投资对经济增长的带动作用有所减弱”以及“收入是制约消费的主要因素”的特征。若三季度经济动能继续呈现放缓状态，那么在第四季度实现全年 5% 的经济增速目标的压力将增大。因此，我们认为接下来的 8、9 月份的经济和金融数据或将是重要的观察窗口。目前，对于国内经济向上的弹性仍需更多耐心等待，因此，与此对应的为非刚性结汇力量的不断推迟。根据 7 月份的情况来看，尽管近期一些出口企业已开始增加即期结汇和短期限远期结汇操作，但从体量上来看都相对谨慎。但我们不排除如果美元兑人民币继续大幅回落，例如在短期内突破 7 的情况下，可能会引发恐慌性结汇。

图 2.1.5: 境内远期结汇套保比率有所提升, 远期购汇套保比率微幅回落



数据来源: iFinD 南华研究

图 2.1.6: 目前我国货物和服务贸易差额情况 (亿美元)



数据来源: iFinD 南华研究

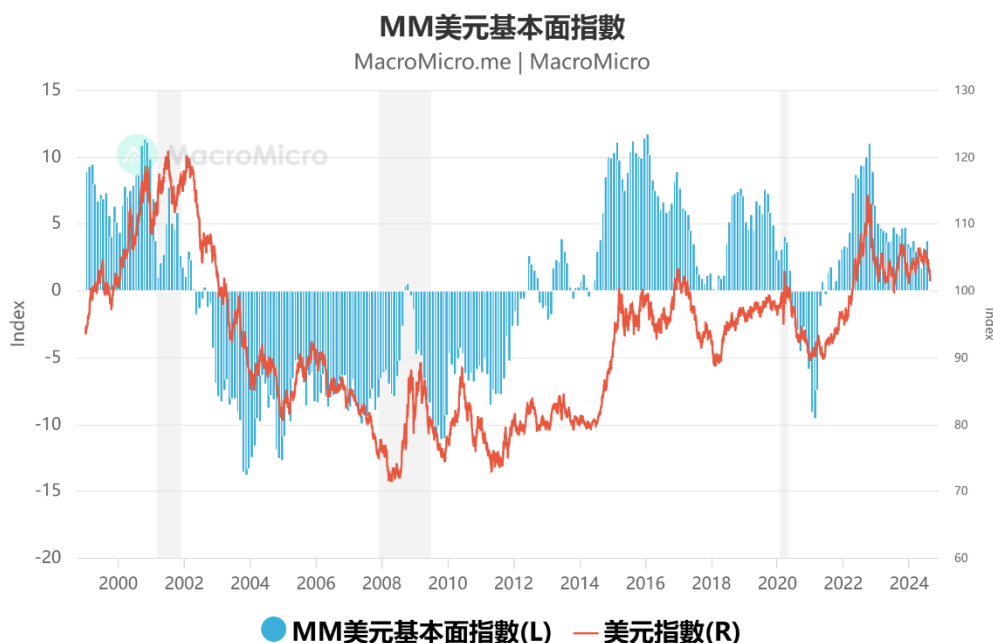
2.1.2. 市场预期：当前市场对美联储的降息预期以及对美国经济的衰退预期或过于激进和悲观

基于我们在年报中的判断，虽然我们认为接下来美国经济走向大概率会往弱的方向去走，并且美联储大概率在9月开启年内第一次降息。但对于当前市场对美联储的降息预期以及对美国经济的衰退预期，我们认为可能过于激进和悲观。因此，若想上述市场预期得到一定程度的修正，可能需要看到更多强劲的美国经济数据来证伪。

1. 美国经济走向的大方向或为继续下修

MM美元基本面指数显示当前美国基本面因子仍有支撑，但正在边际衰退。与此同时，内外需（非制造业-制造业新订单指数）价差指标亦在减弱中，表示驱动美国经济上行的动力正在下行。

图 2.1.7：MM 美元基本面指数显示当前美国基本面因子仍有支撑，但正在边际衰退

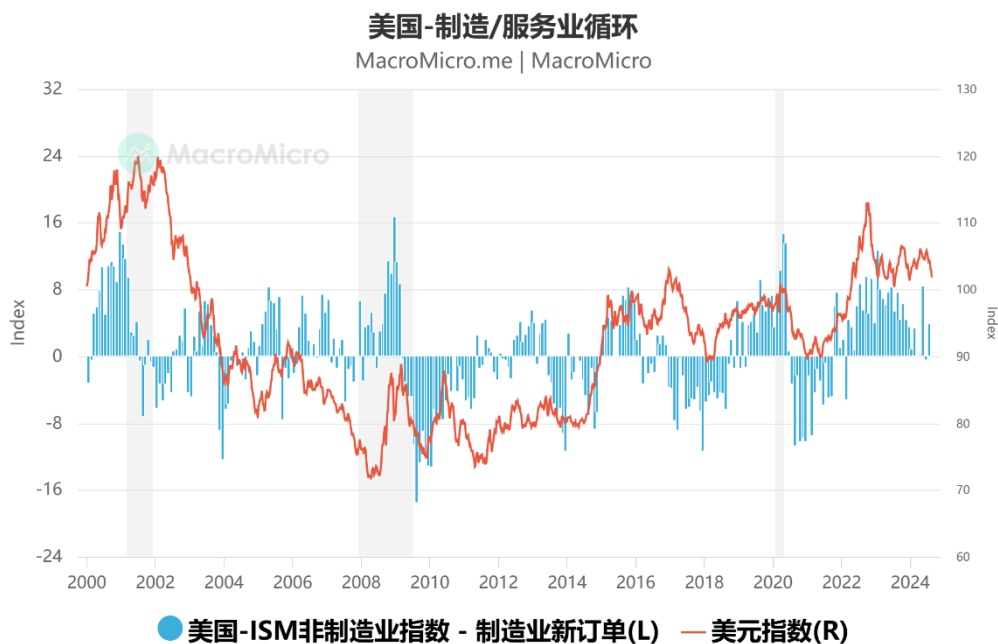


资料来源：Macromicro 南华研究

MM 美元基本指数是一个整合了美元指数基本面因子的综合指数。该指数向上显示基本面逐渐改善，向下显示基本面趋于疲弱。指数每月最后一个周五更新当月数值，并且可能会因为成分变数的数据修正而有所变动。

美国制造业反映外需，服务业（非制造业）反映内需。将 ISM 非制造业指数与制造业指数中的领先项「新订单」相减，作为衡量制造业与服务业之间的强弱标准。当两者差值越大，表示美国经济经济循环由制造业转向服务业支撑，资金倾向回流美国。

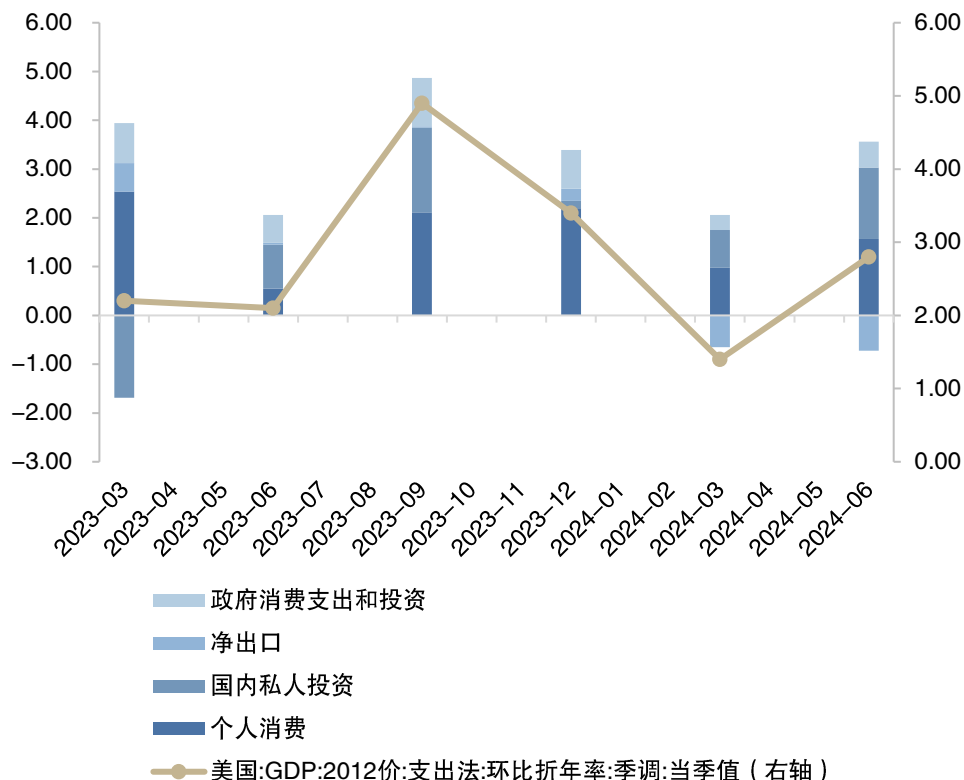
图 2.1.8：以非制造业-制造业新订单指数表征的美国内外需差值正在减弱中



资料来源：Macromicro 南华研究

虽然我们认为美国经济增长回落将是方向（经济增长放缓），但若将美国二季度 GDP 拆分来看，私人消费、制造业投资和进口均体现美国内需仍有韧性，美国经济没有太多衰退迹象和基础。

图 2.1.9：美国 GDP 环比折年率及分项环比折年率（%）

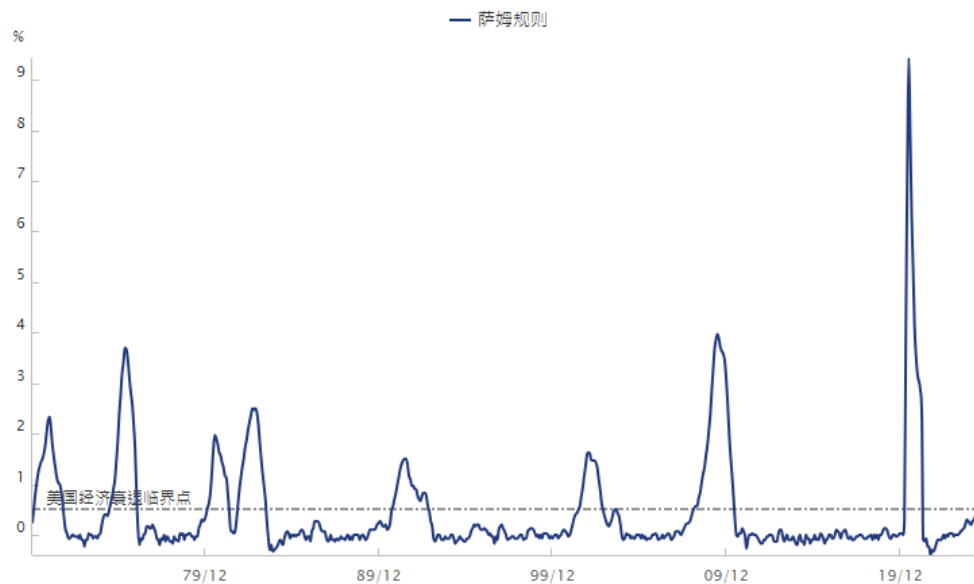


数据来源：iFinD 南华研究

2. 当前市场对美联储的降息预期以及对美国经济的衰退预期或过于激进和悲观，待更多美国经济数据改善

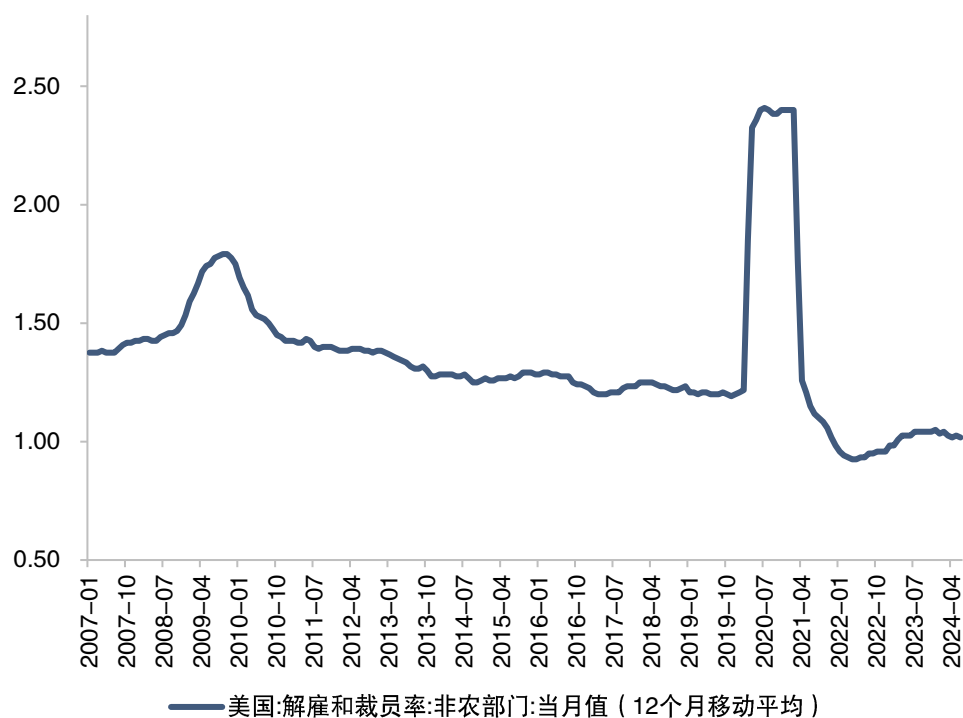
从引发市场对美国经济衰退情绪的萨姆规则指标来看，我们认为它只是确认经济陷入衰退的经验规则，其有效性有待检验。首先，7月美国失业率从之前的4.1%上升至4.3%，这更多是由于飓风天气因素造成的，而永久性失业的贡献较少。因此，大量暂时性失业的增加（贡献率超过70%）并不能完全反映美国劳动力需求的走弱。目前，美国职位空缺率显示美国劳动力市场需求的稳定，终端需求未出现明显的负面冲击。综上均不符合萨姆规则触发的条件，即由劳动力需求降温所致。并且，当前美国失业率数据正处于均值回归阶段。其次，通过对比历次触发萨姆规则前后的美国经济表现来看，本次触发前的美国经济并未出现明显的走弱迹象。最后，从其他领先及同步经济衰退指标来看，均未显示美国经济出现较大的衰退风险。例如，就业与人口比率（EPR）指标未预示美国经济衰退。

图 2.1.10：萨姆规则历史走势图



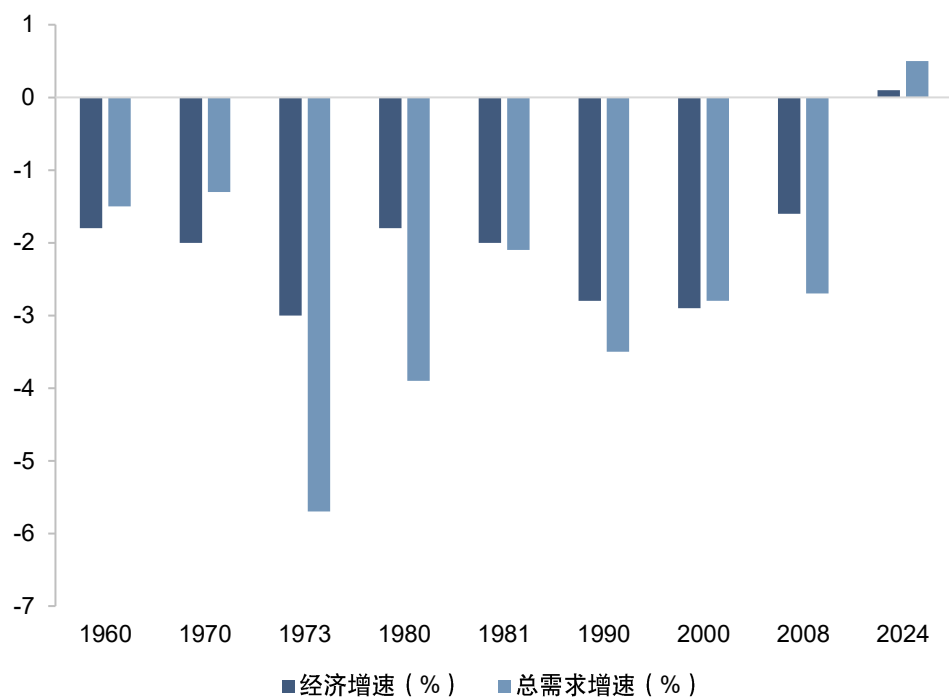
数据来源：Bloomberg 南华研究

图 2.1.11：非农解雇裁员率仍低于疫情前水平（%）



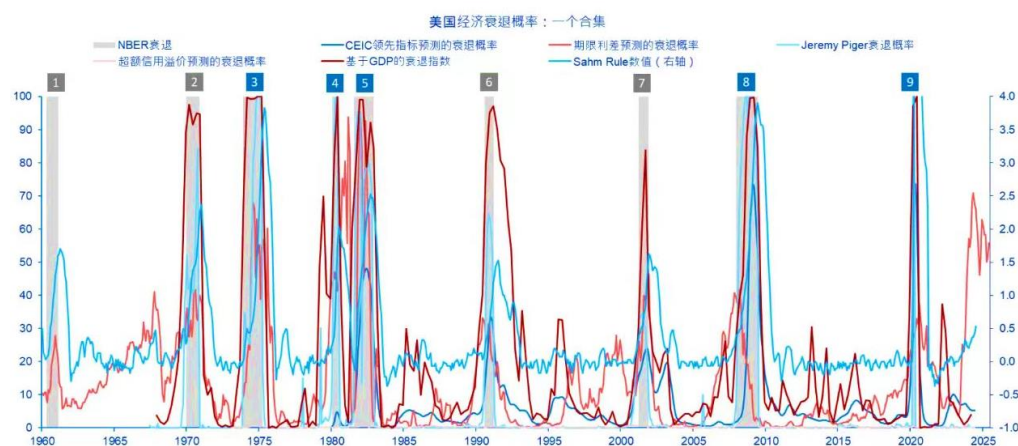
数据来源：iFinD 南华研究

图 2.1.12：本次萨姆规则触发前，美国经济并未出现显著走弱



数据来源：iFinD 南华研究

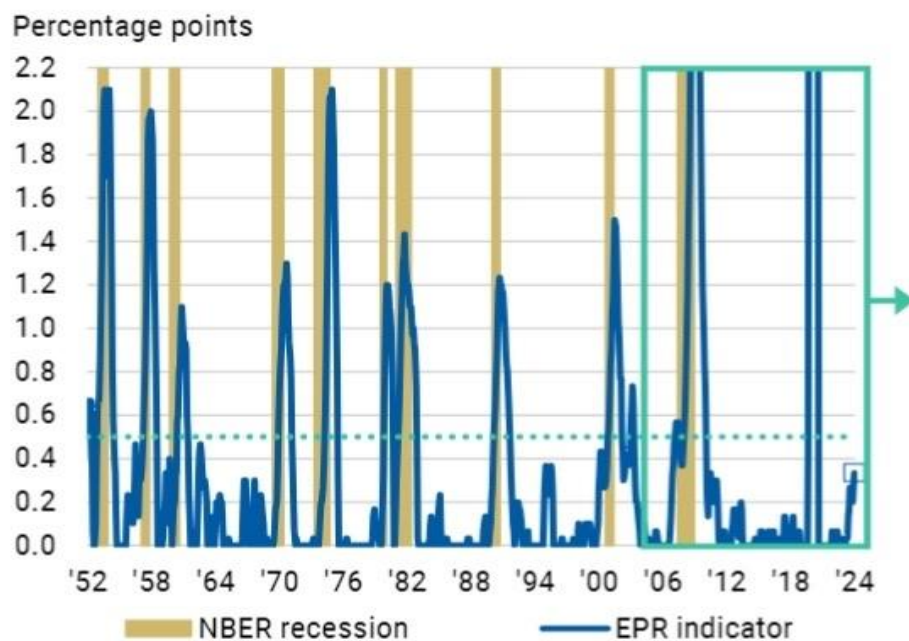
图 2.1.13：其他领先及同步经济衰退指标来看，均未显示美国经济衰退风险的即将到来



资料来源：申万研究 南华研究

图 2.1.14：就业与人口比率（EPR）指标未预示美国经济衰退

Exhibit 7: Employment-to-population indicator and NBER recessions: 1952 to present

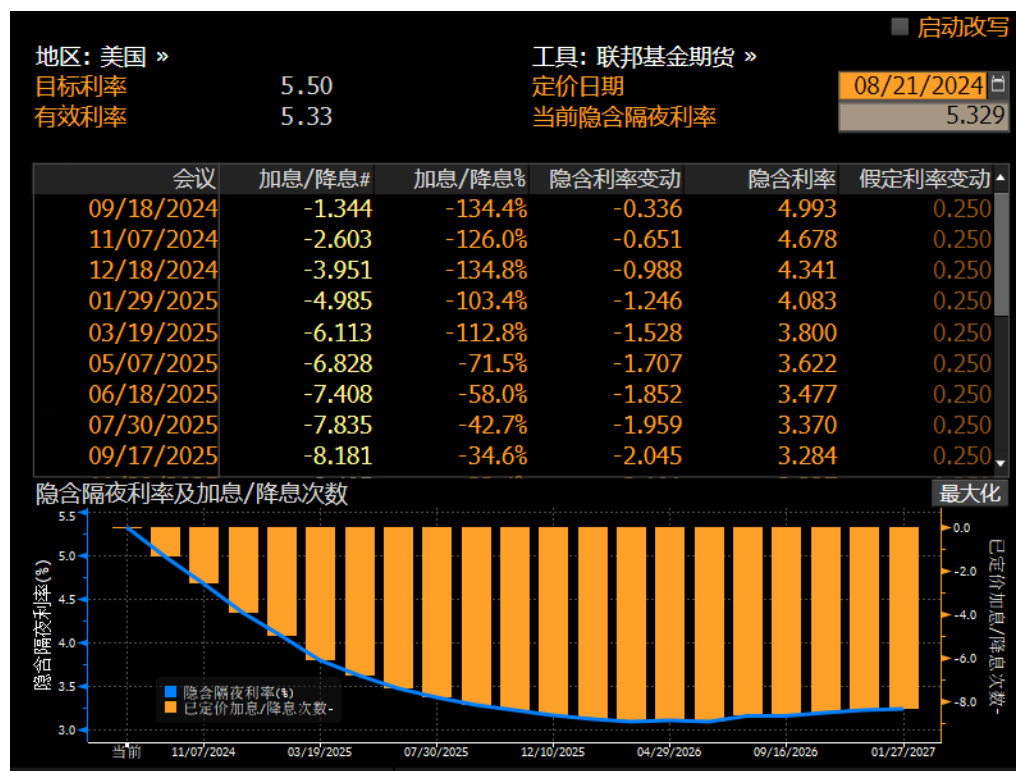


Source: Morgan Stanley Research, Bloomberg

资料来源：Morgan Stanley 南华研究

目前市场普遍认为美国通胀会趋于下行，唯一的不确定因素是美国经济的走向，这也是近两年市场一直在讨论的问题。但对于当前市场对美联储的降息预期以及对美国经济的衰退预期，我们认为可能过于激进和悲观。因此，若想上述市场预期得到一定程度的修正，可能需要看到更多强劲的美国经济数据来证伪。

图 2.1.15：市场对美联储加/降息预期

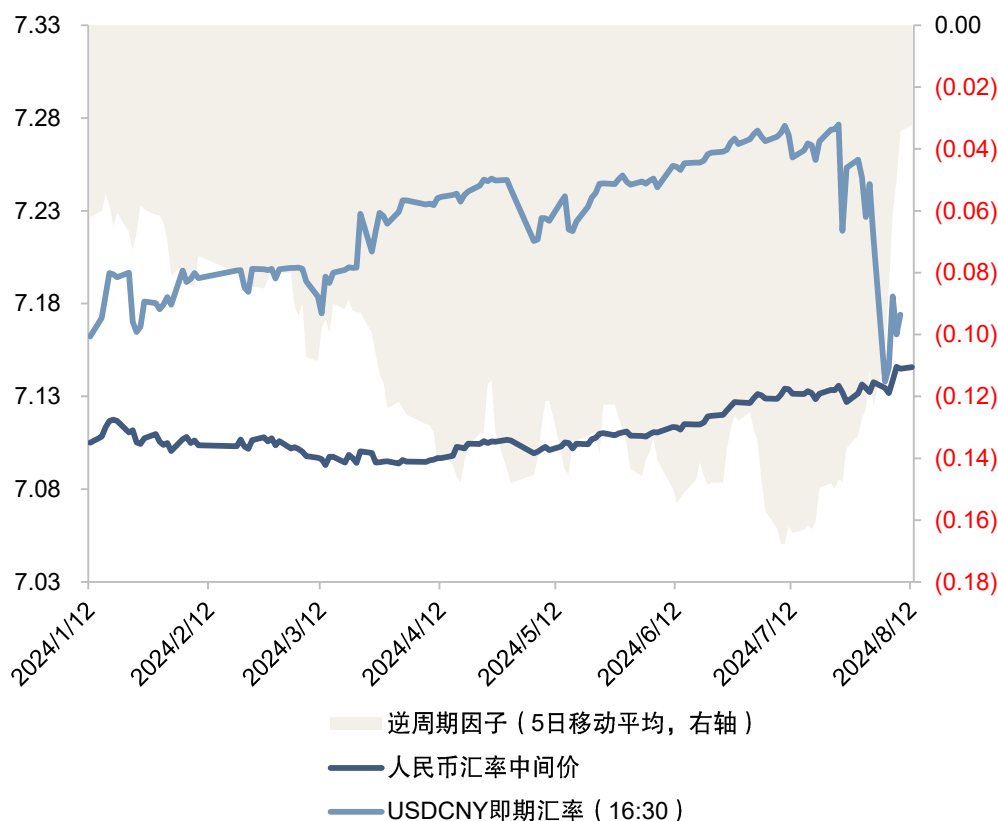


《云深亦知处》年报观点：对于央行来说，稳定汇率固然重要，但适当的汇率波动也是必要的。在国内内需更加稳健增长之前，汇率作为内外均衡的支撑点，央行对汇率的态度可能仍然坚定，但会逐步降低稳定汇率的优先性。

2.1.3. 央行态度：逐步发挥市场在汇率形成中的决定性作用，同时适时引导汇率走势

通过观察逆周期因子的走势情况来看，自8月初以来，逆周期因子虽然仍然为负值，但其绝对值不断缩小，且有撤出动用的迹象，这符合我们在年报中对央行在今年下半年对汇率态度的预测。

图 2.1.16: 自 8 月初以来，逆周期因子虽仍为负值，但其绝对值不断缩小，且有撤出动用的迹象



数据来源：Bloomberg 南华研究

从《2024年第二季度中国货币政策执行报告》来看，报告继续强调“坚决防范汇率超调风险”和“综合施策，稳定预期”，但增加了“保持汇率弹性”的表述。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。但考虑到央行在报告里对于国内未来经济表现的描述，认为与一季度“积极因素增多”的情况相比，乐观程度有所减弱，经济增长仍面临一定压力，与此同时，报告表示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。因此，央行仍将适时引导汇率走势。

表 2.1.1: 《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、发韧当前，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	<p>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。</p>	<p>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。</p>	<p>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。</p>	<p>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。</p>
--------------	--	---	---	---

资料来源：中国人民银行 南华研究

2.2 市场的三条交易主线

我们认为，在当前国内经济未突破现状或发生重大变化前，市场将继续保持“平常心”看待国内因素对汇率的影响，海外因素或将是美元兑人民币即期汇率走势的主要驱动力。因此，接下来或需关注下述三条交易路线的演绎情况：1）市场对美联储的降息预期及美国经济衰退预期；2）Carry Trade的反转交易；3）美国大选。

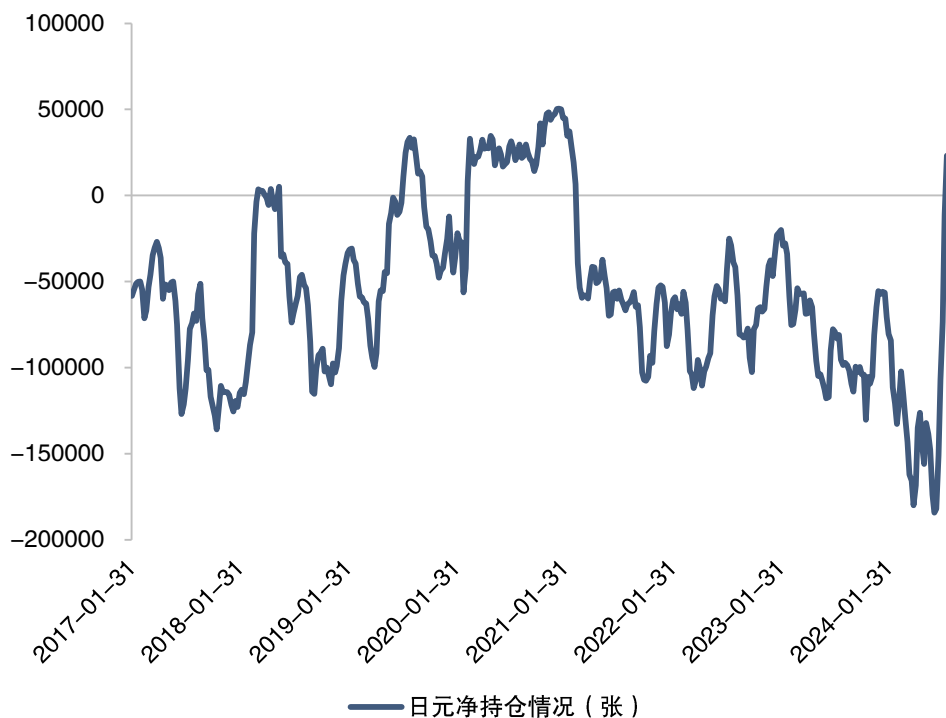
2.2.1. 当前市场对美联储预期及美国经济衰退预期是否“过热”？

对于当前市场对美联储降息预期及美国经济衰退预期是否“过热”的问题，我们已在章节2.1.2中进行了充分分析，因此不再多做赘述。需要注意的是，在等待美国经济数据来证伪的期间，市场预期或将不断发生摇摆。目前来看，短期依旧是悲观情绪占上风，从而形成了弱势美元的大环境。

2.2.2. Carry Trade 的平仓结束了吗？

由于数据的局限性，实际上很难评估套息交易的规模。但若我们从CFTC的持仓规模来看，当前显示大约90%的空头投机仓位已获利了结。从外国银行在日本分行的跨部门账户资产规模来看，外国银行在日本分行的跨部门账户资产规模呈现小幅回落状态。上述指标均指向Carry Trade的平仓暂告一段落，但如果说已经结束，我们认为为时尚早，只是接下来日元套息反转交易的速度可能会减缓。但若日本央行继续释放鹰派信息，这可能会放大这些仅剩的规模的效果，从而间歇性地削弱美元的强势，也意味着较低利率的货币可能会成为市场宠儿。

图 2.2.1：CFTC 显示大约 90%的空头投机仓位已获利了结



数据来源：iFinD 南华研究

图 2.2.2：外国银行在日本分行的跨部门账户资产规模



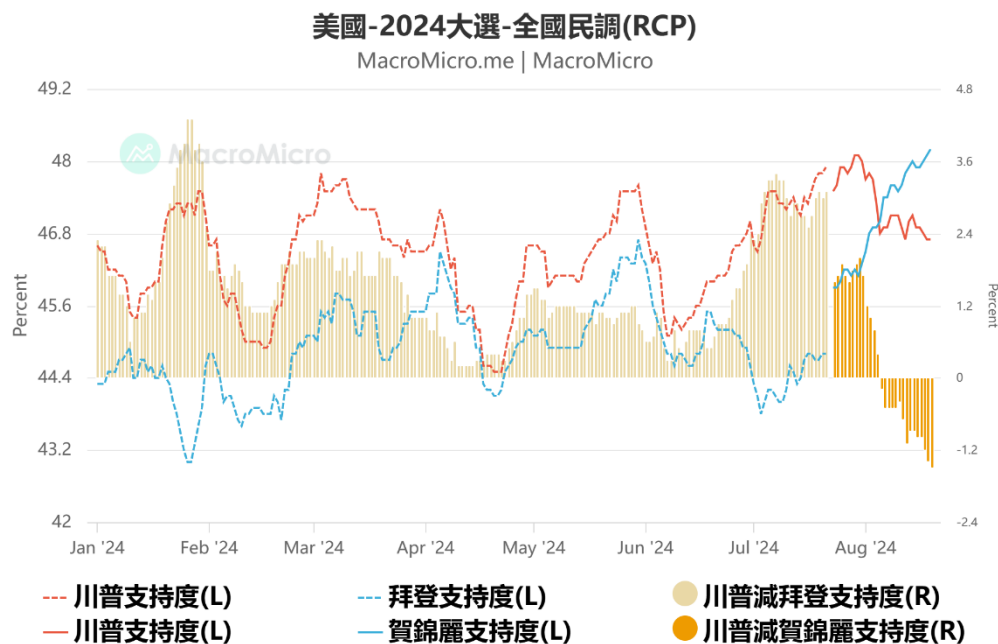
数据来源：Bloomberg 南华研究

对于日本央行是否会继续在内年加息，我们认为这个可能性正在逐步降低，主要原因是目前日本资产的波动过于显著，迫切需要日本央行进行维稳。因此，给予年内日元大幅升值的空间并不大，从而对人民币往升值方向的间接推动作用也相对有限。

2.2.3. 美国大选的隐藏线路何时开启，影响几何？

截至2024年8月22日，当前民调显示哈里斯的支持率高于特朗普，但特朗普在摇摆州的获胜难度小于哈里斯。综合来看，目前美国大选选情依旧胶着，需要关注年内（9月10日）的二次辩论。在此之前，我们认为大选对于汇率的影响暂时还是一条隐藏线路，市场仍将主要关注美国经济和美联储政策前景，这也是当前市场的主要矛盾点。从当前哈里斯在各领域的主张来看，对人民币汇率的影响更多是多面性的。

图 2.2.3: 当前哈里斯的支持率已经赶超特朗普 (截至 2024 年 8 月 22 日)

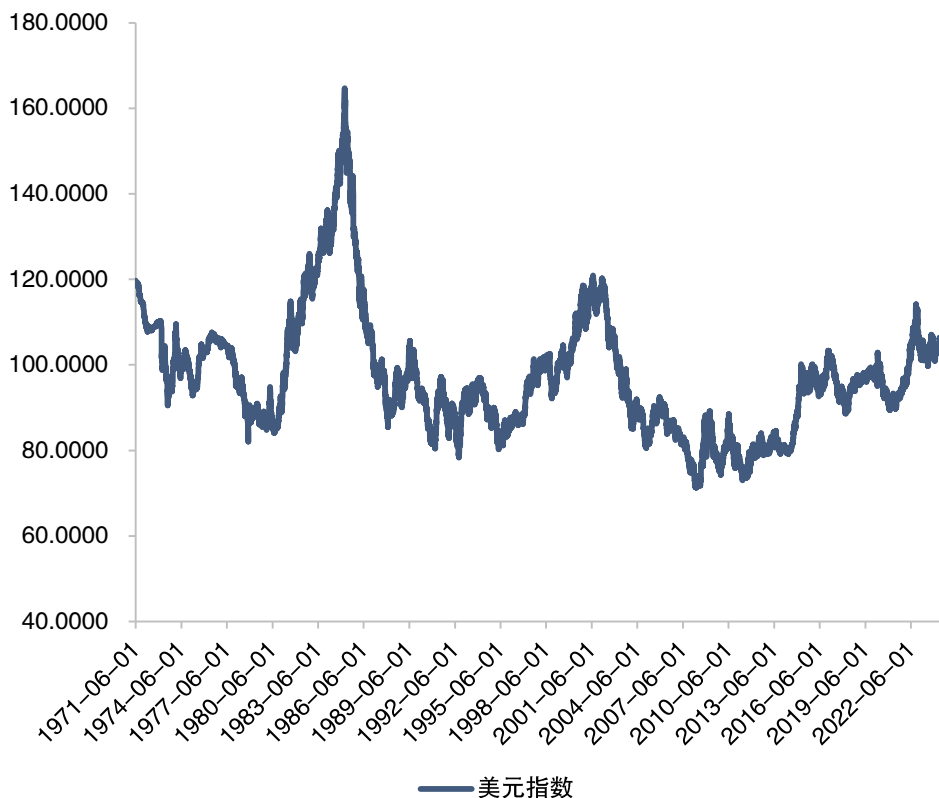


数据来源: Micromacro 南华研究

2.3 观点总结

2.3.1. 短期：外部主导下的短周期趋势扭转

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很可能会继续走弱，但当前市场对美国衰退风险情绪的释放可能存在美联储在9月前主动释放风险的因素，并且有被放大的可能。短期来看，由于美元兑人民币即期汇率走势很大程度上受海外因素影响，而在市场对美国经济衰退情绪较难退潮的背景下，弱势美元的局势较难改善。因此，即使在国内经济基本面未走稳的背景下，海外端压力的释放仍给美元兑人民币即期汇率带来了一些喘息机会。

图 2.3.1：目前，美元指数从 2023 年以来的横盘时间已接近 2 年


数据来源：iFinD 南华研究

2.3.2. 中长期：静待国内经济基本面逻辑支持的回归

我们认为，未来国内经济仍需呵护，因此中国利率将继续下降或长期保持低位，而美元利率虽然有下行的空间，但仍将高于中国利率。因此，在中美利差仍存的情况下，美元兑人民币即期汇率依旧面临一定的上行压力，但上行空间因近期海外端的释放而有所压缩。需要注意的是，美联储降息周期并不意味着美元贬值周期，或者人民币一定会升值。因此，对于即将到来的美联储政策周期的转向，我们需要持谨慎态度。真正意义上的美元兑人民币即期汇率趋势性下行，仍需要等待国内经济基本面逻辑支持的回归。

3. 策略建议

鉴于我们对美元兑人民币即期汇率的走势判断，建议年内购汇敞口可抓住外围压力减缓的机会（市场交易逻辑切换至risk on之前）进行部分锁定。

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

