

2024年08月31日

人民币汇率后续或将开启双向波动

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘纬桢（分析师）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790524040006

事件：7月2日以来，人民币汇率录得较大幅度的升值，引发市场关注。当前人民币汇率是反弹还是反转，对国内经济政策及市场表现有重要影响。

● 人民币汇率近期升值或受外因影响更大

1. 人民币近期升值较多，但或主要受美元指数下降影响，相对表现并不突出。截至8月30日，离岸人民币最低点已累计升值约2.7%，但相同区间内，美元指数下跌约3.0%，较人民币的升值幅度更大。相较于日元、瑞郎等货币，人民币汇率升值幅度亦相对温和，CFETS汇率指数甚至录得一定幅度的贬值。

2. 美联储降息在即、日本央行加息共同驱使美元指数较快回落。2季度美国通胀水平顺畅下行，以及7月FOMC会议上鲍威尔表示经济正在逼近降息的要求，显示美联储降息在即。此外日本央行的超预期加息、7月美国非农数据的意外大幅走弱，引发了日元套息交易逆转，日元兑美元汇率短期内大幅升值。在此背景下，美元指数在7、8月份经历了较为明显的回落。

● 人民币汇率或将开启宽幅双向波动

1. 美联储预防式降息下，美元指数下行空间有限。从近期数据来看，美国经济虽然放缓，但韧性较足，软着陆特征较为明显，美联储9月降息更多是预防式的。欧元区经济修复则相对偏弱，“美弱欧强”的局面或难出现。因此美联储降息幅度或将少于欧央行，欧美利差后续或重新走阔，从而为美元指数提供较为坚实的底部。此外，近期日本经济数据相对疲软，日本央行短期或难继续加息，日元继续升值空间不高。因此综合看，美元指数或难继续下行。

2. 结汇率尚在底部，人民币短期或有反弹，后续双向波动概率更高。国内经济基本面及预期变动是人民币外汇市场供求变动的基础。当前外部环境不稳定不确定因素增多，国内有效需求不足，经济运行出现分化，叠加2022年以来中美利差深度倒挂，部分外贸企业大概率选择了不结汇/直接将相关外汇留存在境外，导致结汇率目前处于历史低位，人民币供需关系较紧张。虽然在美元走弱背景下，部分企业可能选择继续结汇，叠加季节性因素，人民币汇率短期迎来了较多反弹。且理论上若后续外贸企业预期集体转向，将留存的外汇集中结汇，有一定可能形成外汇市场的“踩踏”，导致人民币汇率短期内持续升值。但我们认为这种情况可能较难出现，因国内外经济基本面分化、中美利差倒挂等问题在短期内很难有明显改变，从而会对相关外贸企业持续结汇的热情形成一定制约。因此人民币汇率后续整体大概率是一个双向波动、偏震荡升值的态势。

3. 央行汇率政策或保持中性，并提升汇率弹性。随着7月底人民币连续升值，我们观察到央行对人民币中间价进行了积极调整，并实现了“三价合一”，前期用于稳定汇率的逆周期因子大概率已退出使用。往后看，我们认为央行或并无明显的汇率升值诉求，其汇率政策或保持中性，目标或是提升人民币汇率的弹性与市场化程度，避免出现单边一致性预期。

● **风险提示：**美国经济超预期衰退、国际地缘政治局势超预期。

相关研究报告

《放缓的共振补库或将重启——兼评7月企业利润数据》-2024.8.27

《政府债券发行支撑广义财政支出——宏观经济点评》-2024.8.26

《关注绿色转型和西部地区发展——宏观周报》-2024.8.25

目 录

1、 人民币汇率近期升值或受外因影响更大.....	3
1.1、 人民币近期升值较多，但或主因美元指数下降，相对表现并不突出.....	3
1.2、 美联储降息在即、日本央行加息共同驱使美元指数较快回落.....	4
2、 人民币汇率或将开启宽幅双向波动.....	6
2.1、 美联储预防式降息下，美元指数下行空间有限.....	6
2.2、 结汇率尚在底部，人民币短期或有反弹，后续双向波动概率更高.....	8
2.3、 央行汇率政策或保持中性，并提升汇率弹性.....	9
3、 风险提示.....	10

图表目录

图 1： 人民币近期录得一定升值，美元指数同期下跌幅度更大.....	3
图 2： 离岸人民币升值幅度相对温和.....	3
图 3： CFETS 人民币汇率指数近期有所下跌.....	3
图 4： 美国 CPI 经历了较为明显的下降.....	4
图 5： 利率期货对美联储降息定价更加积极.....	4
图 6： 日本 CPI 持续超过 2%.....	5
图 7： 日元空头持仓已大幅减少.....	5
图 8： 美元指数与日元汇率近期走势波动较大.....	5
图 9： 美国非制造业 PMI 维持在荣枯线以上.....	6
图 10： 欧元区与德国制造业 PMI 维持在荣枯线以下.....	6
图 11： 德美 2 年期国债收益率利差近期略有收窄.....	7
图 12： 日本制造业 PMI 仍处于荣枯线以下.....	7
图 13： 2022 年后中美利差持续深度倒挂.....	8
图 14： 企业结汇率处于历史较低区间.....	8
图 15： 人民币成交量近期有所上升.....	9
图 16： 企业结汇率与制造业 PMI 相关度较高.....	9
图 17： 人民币汇率近期实现“三价合一”.....	9

事件：7月2日以来，人民币汇率录得较大幅度的升值，引发市场关注。当前人民币汇率是反弹还是反转，对国内经济政策及市场表现有重要影响。

1、人民币汇率近期升值或受外因影响更大

1.1、人民币近期升值较多，但或主因美元指数下降，相对表现并不突出

自7月2日触及7.308的阶段高点，截至8月30日，离岸人民币已累计升值约2.7%。在岸汇率虽然升值幅度相对较弱，亦录得一定涨幅。但结合美元指数来看，相同区间内，美元指数下跌约3.0%，较人民币的升值幅度更大。

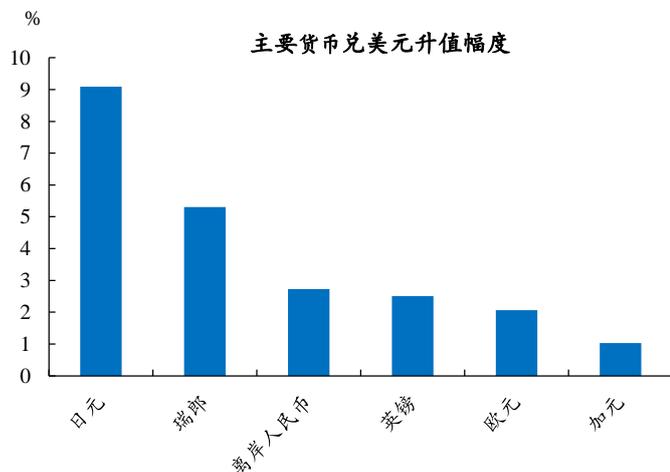
图1：人民币近期录得一定升值，美元指数同期下跌幅度更大



数据来源：Wind、开源证券研究所

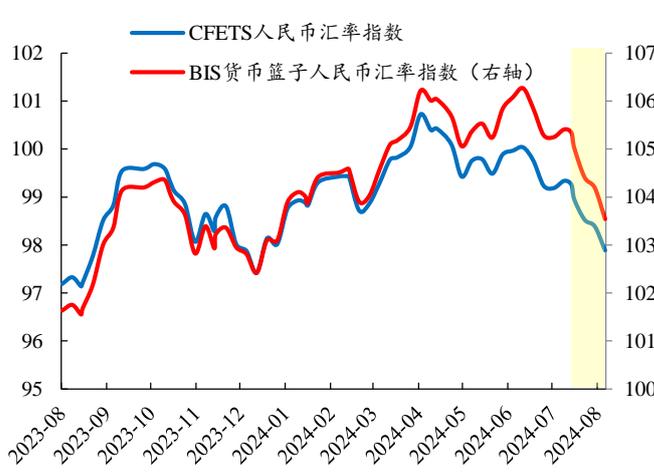
相较于日元、瑞郎等货币，人民币汇率升值幅度亦相对温和。从更加综合的CFETS汇率指数与BIS篮子人民币汇率指数来看，7月5日至8月23日，两者分别贬值1.87%、2.17%，由此可见，人民币虽近期有所升值，但主要驱动因素或在美元指数的回落，国内因素在本轮人民币升值中的作用或相对较小。

图2：离岸人民币升值幅度相对温和



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：CFETS人民币汇率指数近期有所下跌

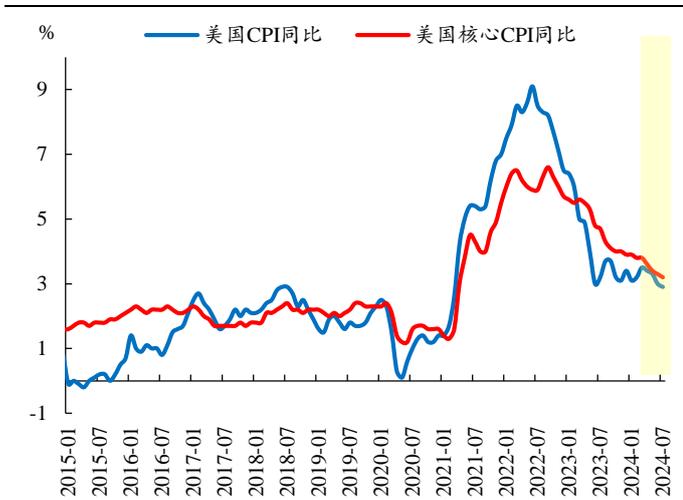


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、美联储降息在即、日本央行加息共同驱使美元指数较快回落

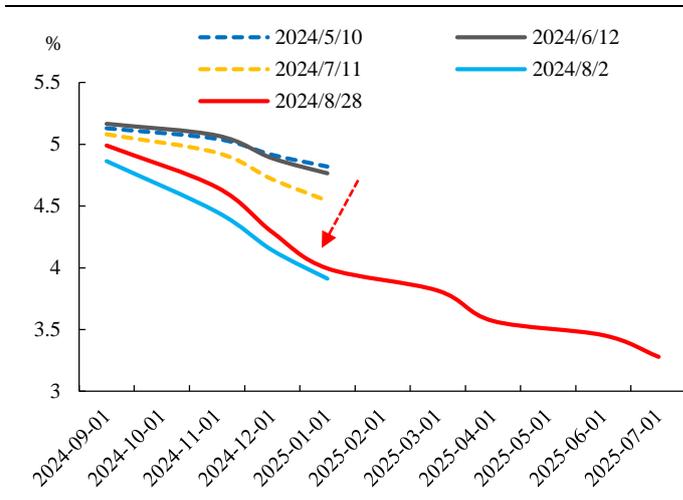
通胀顺畅下行、非农数据走弱驱使美联储倾向 9 月降息，美元指数迎来回落。在经历了 1 季度的连续反弹后，2 季度美国通胀水平顺畅下行，且 6 月 CPI、核心 CPI 同比增速均不及市场预期（详见《通胀连续下行有助于提升美联储 9 月降息概率——美国 6 月 CPI 点评》），市场对美联储在 2024 年的降息定价开始变得更加积极。如图 5 所示，在 7 月 11 日通胀数据公布后，利率市场期货隐含的美联储 9 月 FOMC 会议利率水平为 5.08%，较 6 月 12 日下降了约 9bp。7 月 FOMC 会议上鲍威尔表示经济正在逼近降息的要求，亦暗示美联储倾向于在 9 月进行降息。随着 7 月非农数据的意外大幅走弱，市场对美联储降息幅度的定价变得更为激进，美元指数迎来了一轮较为明显的下行。（详见《失业率抬升或尚不支持 50bp 降息——美国 7 月非农就业数据点评》）

图4：美国 CPI 经历了较为明显的下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：利率期货对美联储降息定价更加积极

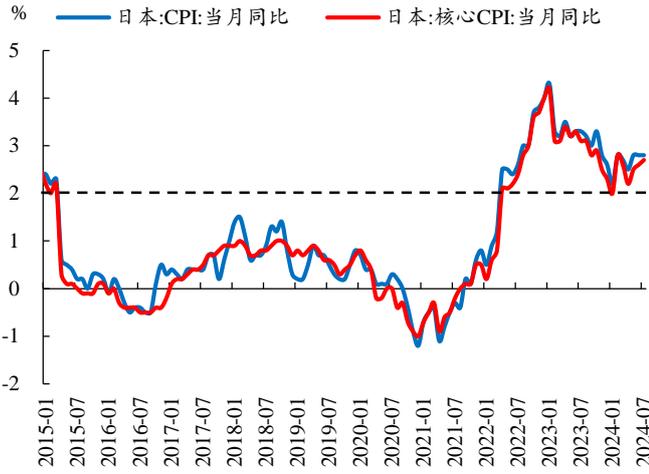


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

此外，日本央行的加息也对美元指数的下行起到了较为明显的助推作用。由于通胀水平连续超过 2%，日本央行认为通胀风险略偏上行，于 7 月 31 日宣布加息 15bp，且公布了明确的缩表计划，略超市场预期¹，日元兑美元汇率有所升值。8 月 2 日非农数据引发的美股大幅调整导致日美之间的套息交易逆转（Carry Trade Unwind），更进一步的推动了日元走强。考虑到日元在美元指数中占比约 13.6%，美元指数持续承压。8 月 27 日美元指数录得 100.6，创 2023 年 7 月以来的低点。

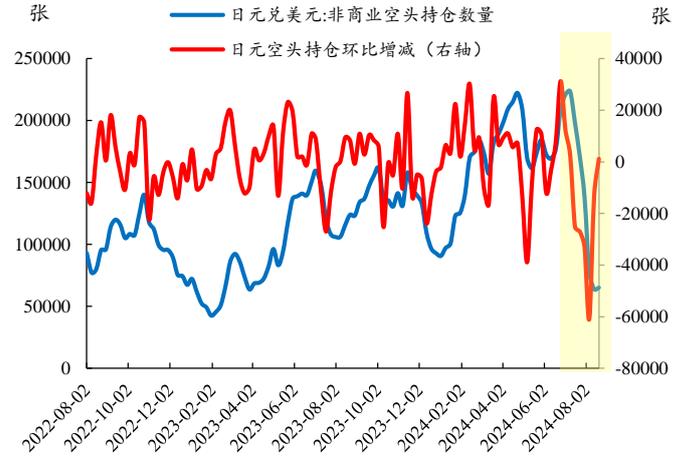
¹ <https://wallstreetcn.com/articles/3721986?keyword=%E6%97%A5%E6%9C%AC%E5%A4%AE%E8%A1%8C>

图6: 日本 CPI 持续超过 2%



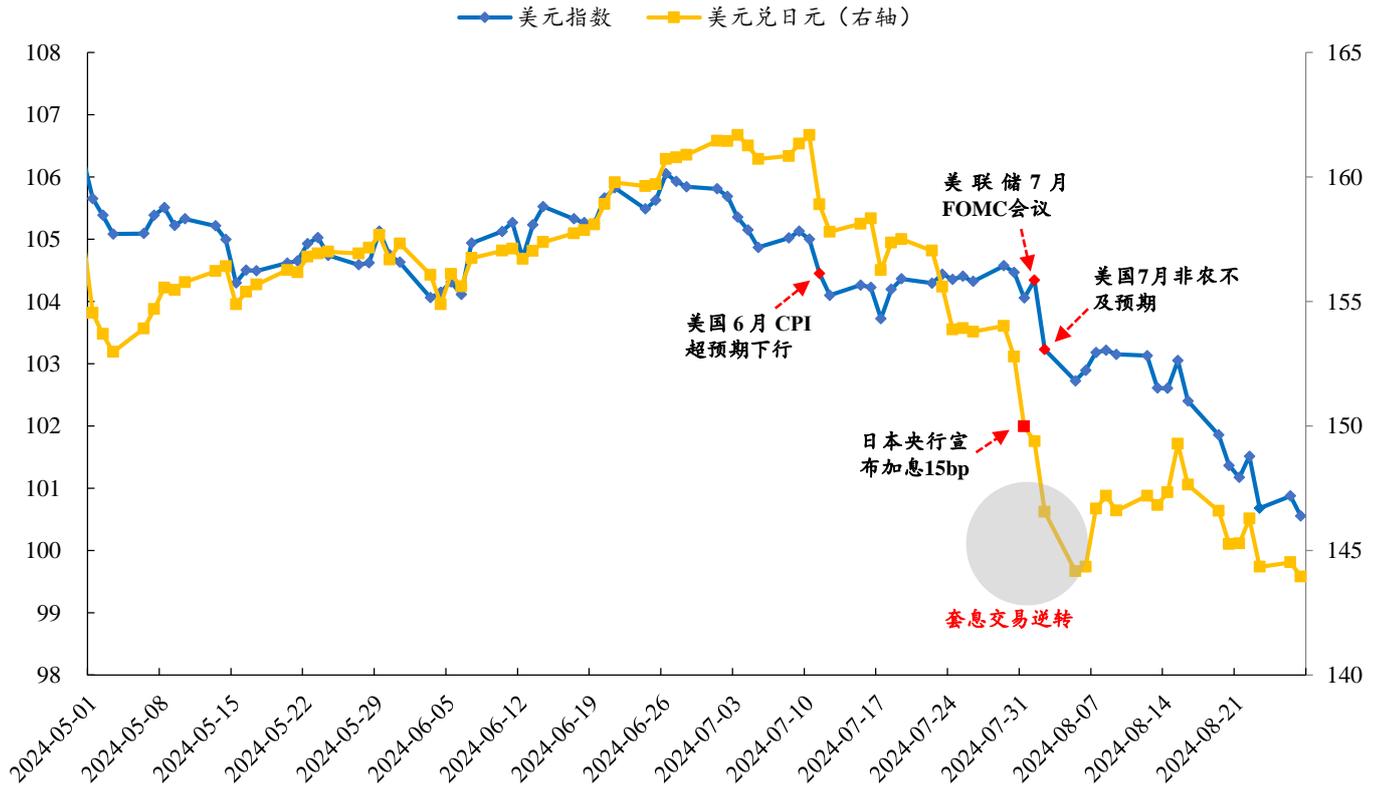
数据来源: Wind、开源证券研究所

图7: 日元空头持仓已大幅减少



数据来源: Wind、开源证券研究所

图8: 美元指数与日元汇率近期走势波动较大



数据来源: Wind、开源证券研究所

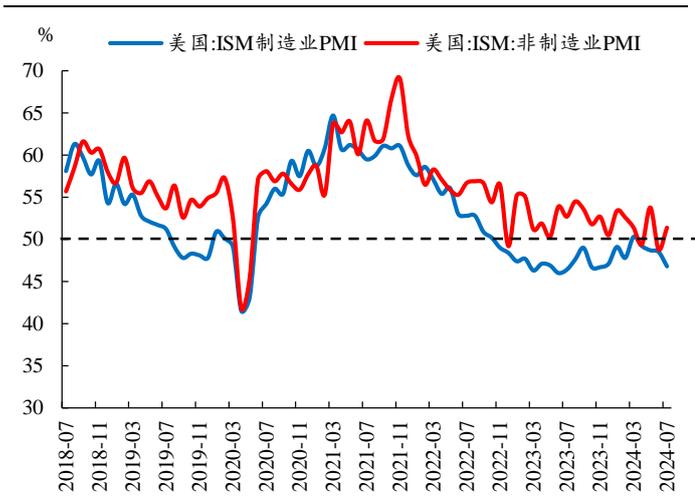
2、人民币汇率或将开启宽幅双向波动

2.1、美联储预防式降息下，美元指数下行空间有限

美元指数在短期内的影响因素相对复杂，美国与欧元区、日本、英国等经济体的经济增长差、政策利率水平的偏离等诸多因素，均会导致相关货币兑美元汇率发生波动，进而影响美元指数走势。往后看，我们认为美元指数下行空间有限，大概率围绕着 100 左右浮动。

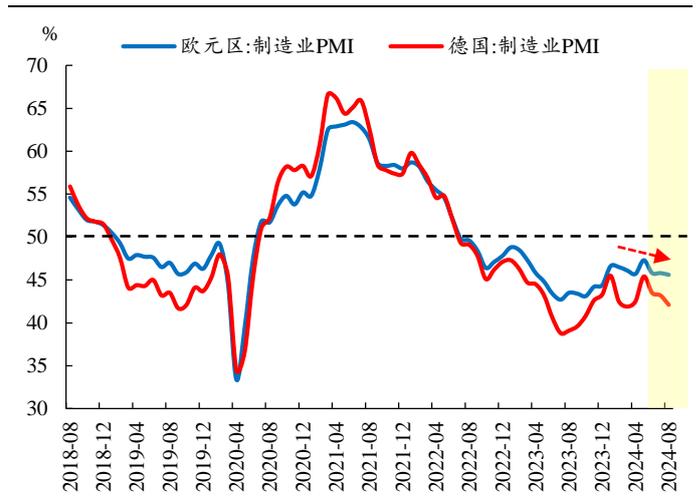
一是美联储预防式降息下，美国经济大概率实现软着陆，美欧经济增长差或将缩小，但“美弱欧强”局面短期出现概率较小。在 8 月 Jackson Hole 会议上，美联储主席鲍威尔表示政策调整的时机已经到来，明确了美联储 9 月即将降息。结合美国经济基本面数据来看，虽然 7 月非农就业数据不及预期，但 2 季度 GDP、非制造业 PMI、零售销售等数据相对较好，显示美国经济虽放缓，但韧性较足，软着陆特征较为明显，美联储 9 月降息更多是预防式的。欧元区方面，虽然欧央行在 6 月 6 日率先降息以支持经济增长，但 7 月欧元区、德国制造业 PMI 分别录得 45.6%、42.1%，且连续走弱，显示当前欧元区经济修复相对较弱。即使考虑到美国经济后续可能边际走软，在当前欧元区偏弱经济修复的背景和预期下，美欧经济增长差或将收窄，但“美弱欧强”的局面或难出现，从而为美元指数提供较为坚实的底部。

图9：美国非制造业 PMI 维持在荣枯线以上



数据来源：Wind、开源证券研究所

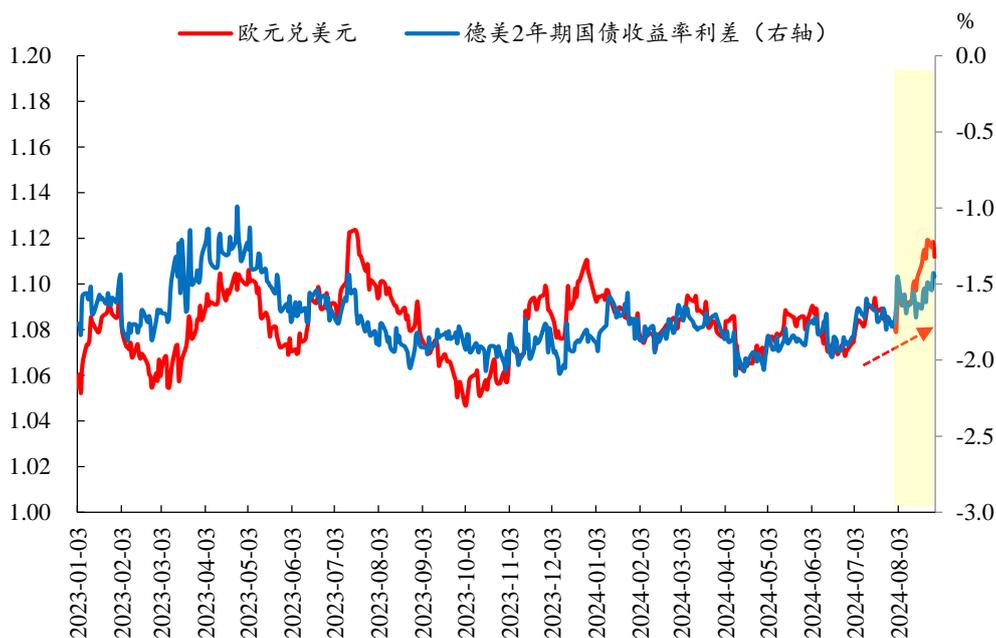
图10：欧元区与德国制造业 PMI 维持在荣枯线以下



数据来源：Wind、开源证券研究所

二是美联储降息幅度或将少于欧央行，欧美利差后续或将走阔。根据前述分析，当前利率期货市场对美联储在 2024 年降息定价较为积极（约 100bp），美国国债收益率在近期录得较大幅度回落，并带动德美利差收窄，欧元兑美元汇率迎来一定反弹。但在经济软着陆的背景下，我们预计美联储 2024 年降息幅度或难超过 50bp。反观欧央行，在欧洲经济复苏缓慢的背景下，其可能在 9 月、12 月的议息会议上降息，整体降息幅度大概率超过美联储。往后看，德美利差大概率将会重新走阔，并带动欧元兑美元汇率相对承压。

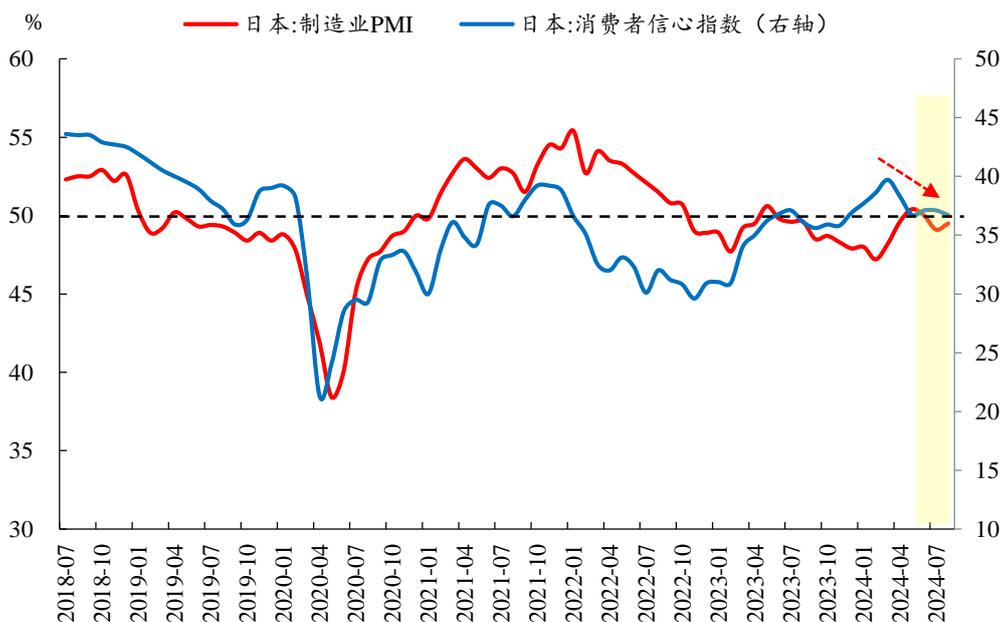
图11：德美2年期国债收益率利差近期略有收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

三是日本央行短期或难继续加息，日元继续升值空间不高。由于7月加息引起市场大幅波动，日本央行表示不会在市场不稳定的时候加息，整体表态较为鸽派。虽然日本央行表示希望加息至中性利率水平，但并未给出较为清晰的利率路径指导²。从这个角度来看，日本央行短期内或难继续加息。且考虑到日本近期经济增长相对疲软，制造业PMI仍处于荣枯线以下，消费者信心指数继续下滑，日本央行后续可加息的空间也相对较小。

图12：日本制造业PMI仍处于荣枯线以下



数据来源：Wind、开源证券研究所

² <https://wallstreetcn.com/articles/3725685?keyword=%E6%97%A5%E6%9C%AC%E5%A4%AE%E8%A1%8C>

2.2、结汇率尚在底部，人民币短期或有反弹，后续双向波动概率更高

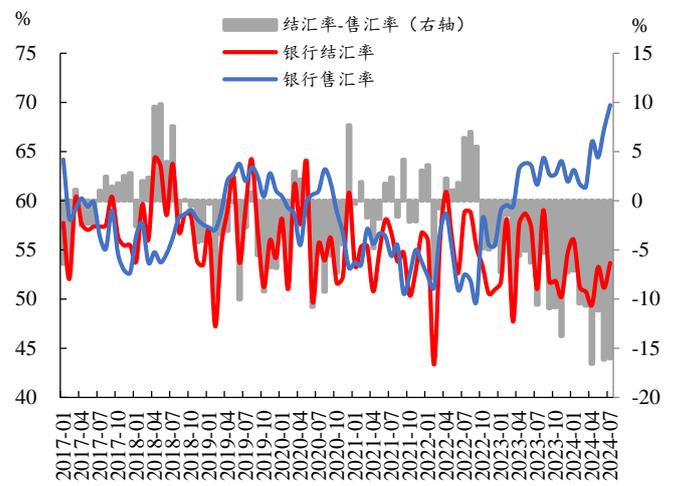
企业结汇率尚在底部，人民币供需关系仍相对紧张。国内经济基本面及预期变动是人民币外汇市场供求变动的基础。我国资本项目目前尚未完全开放，因此外贸企业在人民币汇率市场中占主要地位。但自2022年美联储开启快速加息以来，中美利差长期维持倒挂，长短期利差目前倒挂均超过150bp。部分外贸企业或选择不结汇，亦或直接将相关外汇留存在境外。此外，当前我国经济发展面临的外部环境不稳定不确定因素增多，国内有效需求不足，经济运行出现分化（《思路有变化——7月政治局会议学习》），或也使得部分外贸企业选择不结汇。7月银行代客结汇率录得53.67%，处于历史较低区间；银行代客售汇率录得69.7%，处于历史较高区间。总的看，人民币的供需关系仍相对紧张。

图13：2022年后中美利差持续深度倒挂



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：企业结汇率处于历史较低区间



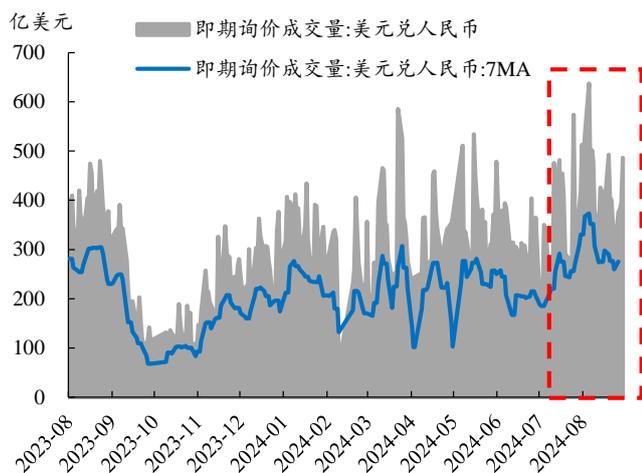
数据来源：Wind、开源证券研究所

当然，美元走弱背景下，部分企业可能选择继续结汇，叠加季节性因素，人民币汇率短期迎来了较多反弹。8月27日以来，人民币汇率在美元边际走强的情况下，仍然取得了一定程度的升值。结合前述分析，我们认为：一则美联储降息在即，部分外贸企业或认为人民币持续贬值的概率较低，因此选择持续结汇，后续企业结汇率可能会有所提升；二则8月份通常是贸易商结汇的一个高峰期³，近期人民币汇率的升值或加速了贸易商结汇的进度。7月下旬以来，人民币汇率的即期成交量有较为明显的提升，市场交易活跃，因此人民币汇率短期迎来较多反弹。

往后看，人民币汇率的反弹能否持续取决于国内经济的修复情况，总体或是一个双向波动、偏震荡升值的态势。理论上来说，考虑到企业结汇率持续处于低位，外贸企业应该存在大量未结汇资金。若短期内相关企业预期集体转向，有一定可能形成外汇市场的“踩踏”，导致人民币汇率短期内持续升值。但我们认为这种情况可能较难出现，历史经验上来看，企业结汇率与国内制造业PMI的正向联系较为明显，而从最新的数据来看，内需尚处于荣枯线以下（《政策思路转变，关注消费尤其服务消费——兼评7月PMI数据》），且中美利差仍深度倒挂，短期内上述情况较难发生明显改变，进而对相关外贸企业持续结汇的热情形成一定制约。因此我们认为人民币汇率后续大概率仍是一个双向波动、偏震荡升值的态势。

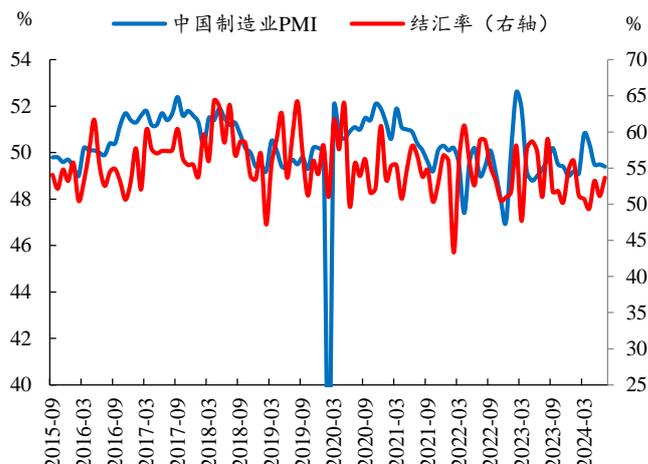
³ <https://finance.sina.com.cn/roll/2024-08-07/doc-inchvwmw2436281.shtml>

图15: 人民币成交量近期有所上升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 企业结汇率与制造业 PMI 相关度较高

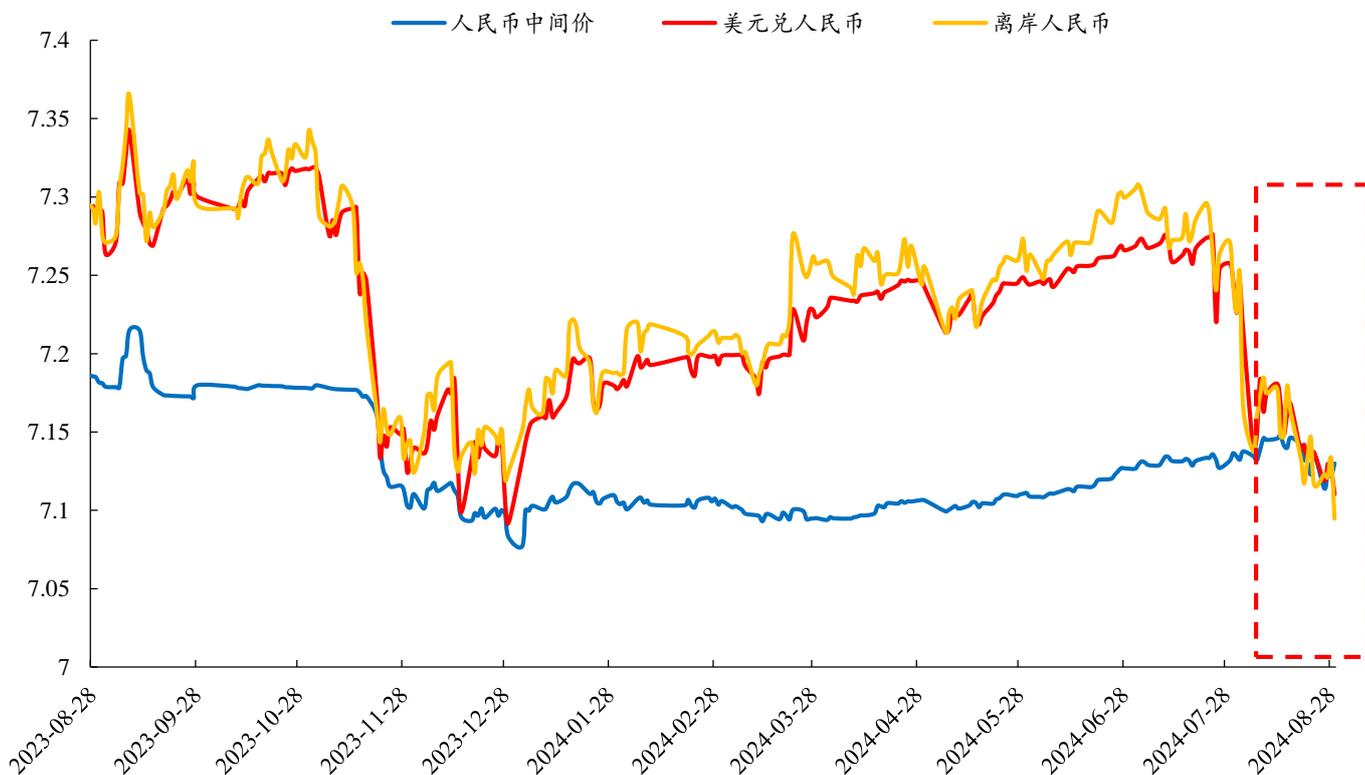


数据来源: Wind、开源证券研究所

2.3、央行汇率政策或保持中性，并提升汇率弹性

在二季度货币政策报告中，央行指出要“坚决防范汇率超调风险”，我们观察到在7月下旬前，人民币中间价与即期汇率、离岸汇率持续偏离，显示逆周期因子或持续发力。但随着7月底人民币连续升值，央行也对人民币中间价进行了积极调整，并实现了“三价合一”，逆周期因子大概率已退出使用。往后看，我们认为央行或并无明显的汇率升值诉求，其汇率政策或保持中性，目标或是提升人民币汇率的弹性与市场化程度，避免出现单边一致性预期。

图17: 人民币汇率近期实现“三价合一”



数据来源: Wind、开源证券研究所

3、风险提示

1. 若美国经济出现超预期衰退，美元可能阶段性走强，从而对人民币汇率形成压力；
2. 若国际地缘局势出现超预期升温，全球资金可能涌向美元避险，美元可能走强。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn