

宏观点评 20240322

汇率破 7.20，怎么解读？有何影响？

2024 年 03 月 22 日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

■ **汇率破 7.20，政策是不是要“放弃”稳汇率了？**这应该是今天面对汇率大幅波动市场最大的疑问，我们的答案很简单——不是。我们依旧认为**稳汇率依旧是央行的重点任务之一，今天的行情是人民币（如不额外说明都指相对美元的汇率）波动率极致压缩情况下，由事件冲击引发的市场矫正**，是必然趋势和偶然事件的碰撞，经此一役，在岸人民币的短期下限将移至 7.24 至 7.26 之间，而离岸人民币的下限则将在 7.30 附近。对于股市而言，**需要警惕的是在当前的汇率框架下，类似今天的这种行情不会是最后一次。**

■ **为什么说人民币破 7.20 具有必然性？**我们认为有三个方面的原因：

■ **首先是宏观背景，主要是美元的强和日元的弱。**美元的强自不必说，本周美联储议息会议虽然保持年内三次降息的指引未变，**但是从汇率市场来看，这是超预期偏鹰的**，叠加瑞士央行率先降息，英国央行明显偏鸽，美元的强在情理之中。

此外，自 2022 年以来人民币的涨跌受日元的影响也越来越明显，尤其是一些极端的行情。本周日本央行的鸽式加息，让日元再次跌破 151，离去年第四季度的低点仅一步之遥，而当时在岸和离岸人民币双双跌破 7.30。

■ **其次是政策上看，7.20 不是政策的硬约束。**什么指标最能代表央行的汇率观点？那就是中间价。今年从 2 月以来央行基本上把中间价维持在 7.10 附近，按照官方的汇率制度，**7.24 才是在岸人民币真正意义上的下限，而 7.20 更像是一种市场的默契。**

■ **第三是市场行情的特点，人民币汇率的波动较低。**所有资产的波动率都会物极必反的运动规律（在市场不发生结构性变化的情况下），由于稳汇率的约束和默契，**人民币汇率的波动率在今年 3 月创下了疫情以来的最低值，甚至低于 2022 年 3 月**。而 2022 年 3 月之后因为疫情的原因，人民币汇率一度出现大幅的波动，从 6.3 调整至 7.3。

■ **偶然事件的作用是什么？“集结号”。**隔夜传出的美国国会对于中国制裁的法案或草案，扮演的只是“摔杯为号”的角色，在谁都不愿迈出第一步的情况下，给市场一个短期内统一步伐、走向必然性的信号。

■ **所以，综合以上分析，我们可以得出一些基本的结论。**

■ **首先，今天行情不是政策“放弃”汇率的信号。**只要中间价稳定，政策基调就不会改变，汇率依旧会是国内货币政策的重要影响因素，**尤其是对逆回购、MLF 和资金空转的客观约束**。跟着美联储、美元来操作依旧会是影响国内政策节奏的重要因素。

■ **其次，偶然事件的冲击只是偶然，影响在时间上是有限的。**且不说草案的影响，能否通过或者何时通过国会都尚未可知。从波动率看，今天单日的反弹幅度已经不小，事件的影响基本消化，后续的汇率的变化将交给政策的应对和经济市场环境的变化。

我们认为后续人民币变化的两个重要关注点，一是下周一中间价是否会明显下调，二是日元会不会跌破 151.9 的前低。对于前者我们认为可能性不大，对于后者我们觉得有风险，日本政府可能用汇率超贬来对冲国内走出负利率的冲击，而一旦日元跌破前低，至少会连累离岸人民币。

在政策框架不变的情况下，短期内央行仅可能小幅调整中间价，**对在岸人民币的下限我们预计在 7.24 至 7.26**，根据人民币在岸和离岸价差的水平，**离岸人民币的下限极端情况下会在 7.30 至 7.32 之间。**

■ **第三，类似今天的行情以后是不是还会出现。**在当前稳汇率的政策框架下，“**人民币汇率波动性下降——事件冲击导致短期大幅波动——波动率再次下降**”的模式会长时间存在，而这对于国内股市等市场而言，都会是短期重要的冲击因素，需要警惕这样的风险。而且从目前看来，日元贬值（通常对应日股上涨）——连累人民币——拖累 A 股的关系依旧可以作为影响国内市场的重要外部逻辑。

■ **风险提示：**政策出台节奏及项目落地放缓导致经济复苏偏慢；海外经济体提前显著进入衰退，国内出口超预期萎缩；人民币汇率波动超预期。

相关研究

《财政“加减法”进行到哪儿了？》

2024-03-21

《美联储：盘久生变的 6 月降息？》

2024-03-21

图1: 今天在岸人民币和离岸人民币双双破位



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 美元和离岸人民币



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 日元和离岸人民币



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 在岸人民币中间价、即期价格和波动上限



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 人民币汇率的波动率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>