

是否需要重新担心汇率问题？

核心观点：

3月22日，在岸人民币即期汇率时隔4个月再次跌破7.2，当日下跌294个基点，收于7.2291，接近在岸交易的上限（7.24）。离岸人民币下跌幅度更大，当日下跌544个基点，向上突破7.27。我们认为人民币汇率当日表现并非独立逻辑，全球外汇市场均受到21日瑞士央行意外降息的冲击，市场需要时间消化这一超预期事件。

我们的分析：

瑞士央行意外提前降息，推动美元指数出现一个月来最大涨幅。本周超级央行周，美联储中性偏鸽，符合市场预期。日央行终结负利率政策和YCC，市场在“春斗”之后已对此形成一致预期，并无超预期，市场已提前完成交易。真正打破均衡的是21日瑞士央行意外提前降息，成为G10中首个进入降息周期的经济体，这引起了市场对于G10，特别是欧洲可能更早降息的预期。美元指数的构成及其权重分别为欧元57.6%、日元13.6%、英镑11.9%、加拿大元9.1%、瑞典克朗4.2%、瑞士法郎3.6%。欧元对美元指数的影响最大，其次为日元。日元的走弱、欧洲相对美国更弱的经济基本面以及可能更快降息的步伐，英国央行更为鸽派的投票结果和政策声明共同推动美元走强。美元指数在21日当天快速上行0.58%，再次回到104之上。

美元指数超快速上行，全球外汇市场都受到冲击，人民币下跌幅度中等。21日-22日两天，美元指数上行约1%至104.4，欧元-1.04%、英镑-1.48%、加元-0.81%、澳元-0.02%、日元-0.12%、人民币即期汇率-0.40%。人民币的下跌主要来自美元指数快速上行的冲击，在非美货币中跌幅并没有特别突出，属于中等水平。

汇率预期及货币政策展望：

从市场情绪来看人民币面临短期压力。三个观测人民币预期的指标均显示人民币短期面临贬值压力：1、离岸与在岸人民币汇率差值位于历史极值水平；2、1年期NDF隐含的汇率预期快速下行；3、风险逆周期权发生转折，由升值转为贬值预期。

央行维护汇率稳定意图明确，中间价将发挥逆周期调节作用，短期压力可控。央行多次强调“坚决对顺周期、单边行为进行纠偏，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。中国采取的汇率制度是有管理的浮动汇率制度，中间价报价模型为“收盘价+一篮子货币汇率变化”，人民币对一篮子汇率表现稳健，中间价短期调整幅度预计将比较有限，在岸人民币汇率有2%的上限波动范围，离岸人民币虽然没有官方的交易区间，但在岸价格在很大程度上会阻止其出现过度的单边走势。

中期来看，人民币仍有来自经济和金融的双重支撑。经济基本面来看，2月至今，花旗经济意外指数（美国-中国）持续快速下行，中国相对美国有更强的经济表现，该指标对汇率方向有中期指导作用。金融条件来看，美联储最新议息会议中性偏鸽，预计二季度末首次降息，年内降息3次是基准假设，一旦开启降息将减轻汇率压力。

长期来看，人民币在均衡汇率水平上的双向波动是正常现象，不必过分担忧。人民币汇率双向波动弹性增加，有利于增强汇率的市场化程度，稳慎推进人民币国际化。同时有利于保持中国的出口竞争力和国际收支平衡。

分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

风险提示

1. 对政策理解不到位的风险
2. 中国货币政策超预期的风险
3. 金融市场的风险
4. 全球主要央行货币政策超预期的风险

2024年3月22日，在岸人民币即期汇率时隔4个月再次跌破7.2，当日下跌294个基点，收于7.2291，接近在岸交易的上限（7.24）。离岸人民币下跌幅度更大，当日下跌544个基点，向上突破7.27。我们认为人民币汇率当日表现并非独立逻辑，全球外汇市场均受到21日瑞士央行意外降息的冲击，市场需要时间消化这一超预期事件。

一、 瑞士央行意外提前降息，推动美元指数出现一个月来最大涨幅

瑞士央行意外提前降息，推动美元指数出现一个月来最大涨幅。本周超级央行周，美联储中性偏鸽，提高经济增长预期，符合市场预期。日央行终结负利率政策和YCC，事实上市场在“春斗”之后已对此形成一致预期，本次政策并无超预期，市场已提前完成交易，日元在近日出现下跌也是侧面印证。真正打破均衡的是瑞士央行意外提前降息，成为G10中首个进入降息周期的经济体，这引起了市场对于G10，特别是欧洲可能更早降息的预期。美元指数的构成及其权重分别为欧元57.6%、日元13.6%、英镑11.9%、加拿大元9.1%、瑞典克朗4.2%、瑞士法郎3.6%。欧元对美元指数的影响最大，其次为日元。日元的走弱、欧洲相对美国更弱的经济增长预期以及可能更快降息的步伐，英国央行更为鸽派的投票结果和政策声明共同推动美元走强。美元指数在21日当天快速上行0.58%，再次回到104之上。

图1：对全球央行的降息时间预测（日本为加息）

Who will cut rates next?

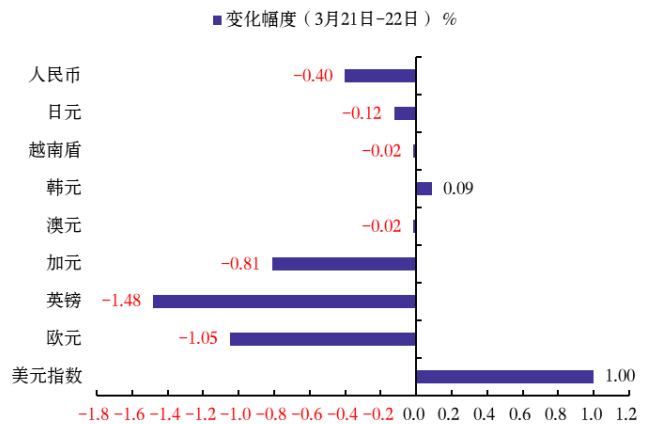
Markets currently expect that the Riksbank will be next to cut rates.

Bank	Month for which markets price in over a 50% chance of move
Riksbank	May
European Central Bank	June
Fed	June
Bank of Canada	June
Bank of England	June
Reserve Bank of New Zealand	August
Reserve Bank of Australia	August
Norges Bank	September
Bank of Japan*	June

Note: *The BOJ hiked rates on March 19 and markets price a 40% chance of another hike in June
Source: LSEG Datastream | Reuters, March 21, 2024

资料来源：LSEG Datastream/Reuters，中国银河证券研究院

图2：非美货币表现（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

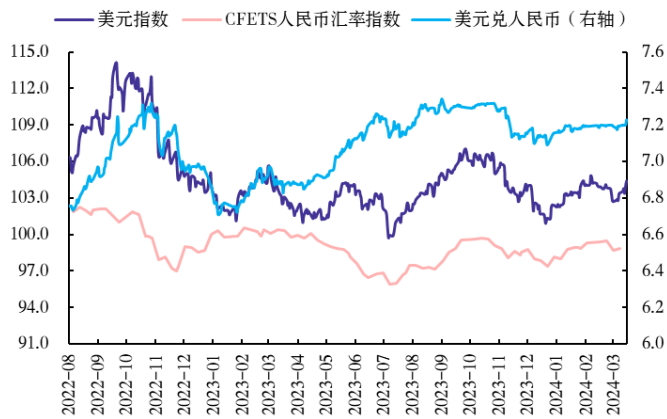
二、 美元指数的上行，全球外汇市场都受到冲击，人民币下跌幅度中等

3月21日-22日两天，美元指数上行约1%至104.4，欧元-1.04%、英镑-1.48%、加元-0.81%、澳元-0.02%、日元-0.12%、人民币即期汇率-0.40%。人民币的下跌主要来自美元指数快速上行的冲击，在非美货币中跌幅并没有特别突出，属于中等水平。

人民币本次下跌主要是来自美元指数的超快速上行，并没有独立特殊之处，从2023年11月至今，Markit iBoxx 中资美元城投和房地产债券到期收益率均处于下行趋势，反映市场对人民币资产风险偏好提升。

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

图3: 人民币汇率和美元指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图4: Markit iBoxx 中资美元房地产和城投债券到期收益率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

三、 汇率预期及货币政策展望

(一) 从市场情绪来看人民币面临短期压力。

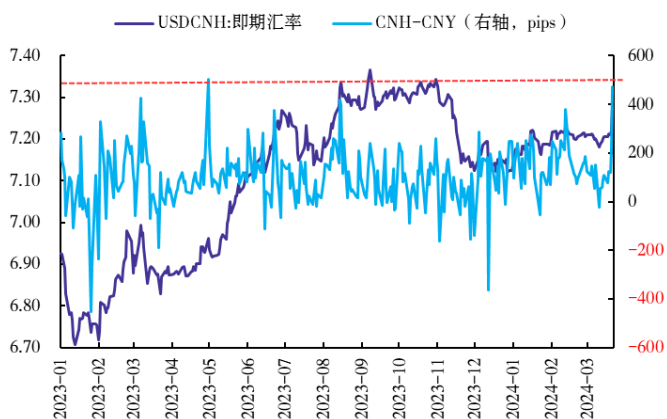
三个观测人民币预期的指标均显示人民币短期面临贬值压力: 1、离岸与在岸人民币汇率差值位于历史极值水平; 2、1年期 NDF 隐含的汇率预期快速下行; 3、风险逆转期权发生转折, 由升值转为贬值预期。

离岸与在岸人民币汇率差值位于历史极值水平。3月22日, 离岸与在岸人民币汇率价差快速扩大至544pips, 位于历史较高水平。

风险逆转期权出现转折, 由升值转为贬值。12月Delta值为25的3个月USDCNY风险逆转期权的波动率快速在3月22日当天从-0.3%快速上行至0.35%。(负值代表升值预期, 正直代表贬值预期, 数值越大贬值预期越强)。

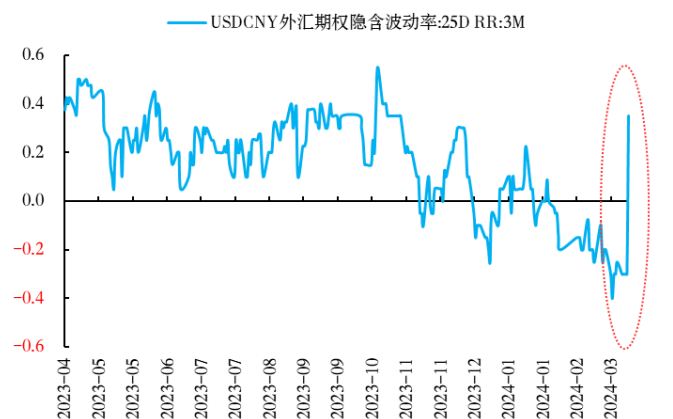
1年期 NDF 隐含的汇率预期快速下行。22日1年期 NDF 隐含的汇率预期从-2.31%快速下行至-3.03%, 代表贬值预期快速增强。创2023年11月以来新低, 处于历史较低值。

图5: 离岸与在岸人民币汇率价差



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图6: USDCNY 外汇期权隐含波动率 (%)



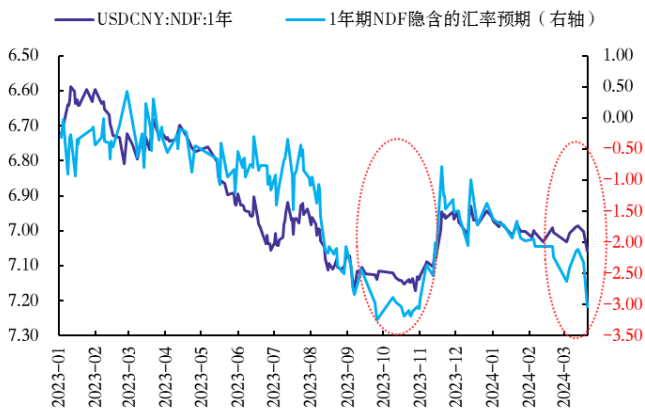
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

（二）央行维护汇率稳定意图明确，中间价将发挥逆周期调节作用，短期压力可控

央行维护汇率稳定意图明确。央行多次强调“坚决对顺周期、单边行为进行纠偏，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。

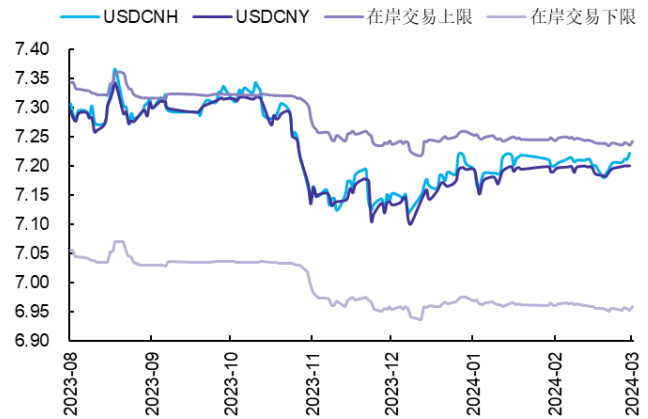
中国采取的汇率制度是有管理的浮动汇率制度，中间价报价模型为“收盘价+一篮子货币汇率变化”，人民币对一篮子汇率表现稳健，中间价短期调整幅度会比较有限，在岸人民币汇率有 2% 的上限波动范围，离岸人民币虽然没有官方的交易区间，但在岸价格在很大程度上会阻止其出现过度的单边走势。离岸人民币流动性在近一周边际收紧，隔夜、一周和一月期 CNH Hibor 利率均出现上行，本周分别上行 36BP、15BP 和 14BP。

图7：1年期 NDF 隐含的汇率预期（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图8：在岸交易上限



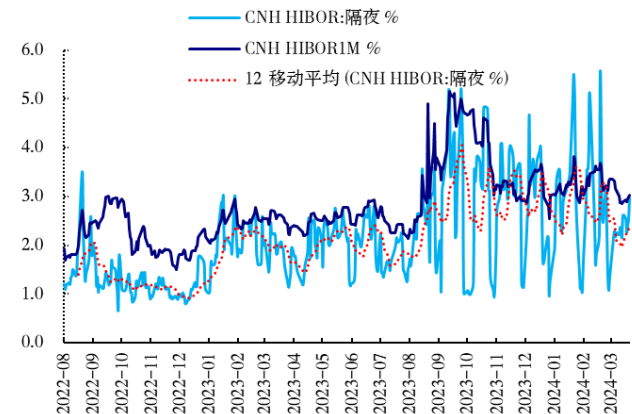
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图9：人民币即期汇率与中间价



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图10：CNH Hibor



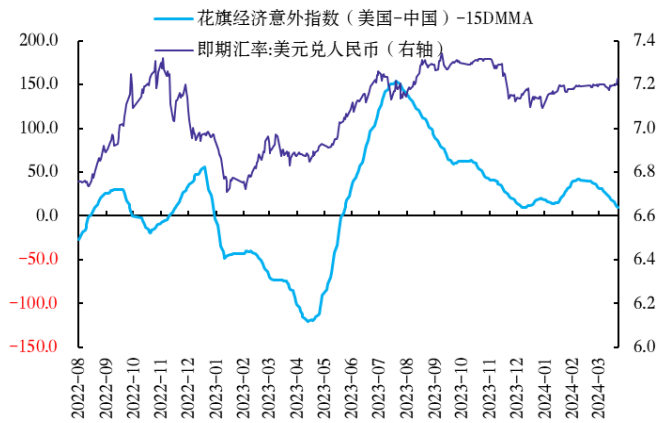
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（三）中期来看，人民币仍有来自经济和金融的双重支撑。

经济基本面来看，2月至今，花旗经济意外指数（美国-中国）持续快速下行，从2月初的40.26下行至3月21日的9.94，中国相对美国有更强的经济表现，该指标对汇率方向判断有中期指导作用。

金融条件来看，美联储最新议息会议中性偏鸽，预计二季度末首次降息，年内降息3次是基准假设，一旦开启降息将减轻汇率压力。

图11：花旗经济意外指数



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图12：中美利差



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（四）长期来看，人民币在均衡汇率水平上的双向波动是正常现象，不必过分担忧

人民币汇率双向波动弹性增加，有利于增强汇率的市场化程度，稳慎推进人民币国际化。同时有利于保持中国的出口竞争力和国际收支平衡。

图表目录

图 1: 对全球央行的降息时间预测（日本为加息）	2
图 2: 非美货币表现（%）	2
图 3: 人民币汇率和美元指数	3
图 4: Markit iBoxx 中资美元房地产和城投债券到期收益率（%）	3
图 5: 离岸与在岸人民币汇率价差	3
图 6: USDCNY 外汇期权隐含波动率（%）	3
图 7: 1 年期 NDF 隐含的汇率预期（%）	4
图 8: 在岸交易上限	4
图 9: 人民币即期汇率与中间价	4
图 10: CNH Hibor	4
图 11: 花旗经济意外指数	5
图 12: 中美利差	5

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊 中国银河证券首席经济学家。

许冬石 宏观经济分析师。英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究院，新财富宏观团队成员，重点关注数据分析和预测。2014年第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐 宏观经济分析师。厦门大学工商管理硕士。重点关注国内宏观经济研究工作

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上 中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间 回避：相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间 中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间 回避：相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
 唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn