

本周五，美元兑在岸人民币汇率一度突破 7.25，离岸人民币汇率逼近 7.27，同时各类资产出现回调，人民币汇率再次成为市场关注焦点。

► 人民币波动“意外提升”，海外扰动或不是主要原因

从交易时点上看，周四晚间瑞士央行意外降息 25bp、英国央行转鸽，美元指数持续走强，但无论是在岸还是离岸人民币汇率上行幅度并不大。周五银行间外汇市场交易时段开启后，美元兑人民币汇率快速走高，波动显著上升。海外扰动的确对汇率有压力，但并不是人民币波动提升的主要原因。

那么为何当下人民币汇率波动会显著提升？我们提供两个猜想和验证方式。

► 猜想一：加大汇率双向波动，避免外汇市场羊群效应

自 23 年 8 月以来，人民币汇率波动性持续下降，背后原因主要有两点：

一是人民币汇率波动性可能被主观因素限制。典型的是离岸市场上 CNH Hibor 偏高且波动加大，有助于离岸人民币汇率维持在较稳定的水平。此外，尽管开年出口超预期高增，但银行间外汇交易市场成交量显著低于去年，在岸外汇市场交易活跃度不高，也降低了人民币汇率本身的波动。

二是部分市场参与者可能存在做低汇率波动的行为。例如 knock-out option（敲出期权）等衍生品策略，进一步压低了汇率波动性。

长期低波动环境下，套息交易风险调整后的收益（carry to vol）更加可观，容易导致这类头寸堆积，导致汇率与实际基本面出现大幅偏离。客观上，加大汇率双向波动可以有效限制这类套息头寸。

这一猜想的验证条件是：后续人民币汇率双向波动，即升值与贬值交替出现。

► 猜想二：人民币汇率在向合理均衡水平动态调整

综合内外部形势，汇率波动也可能是向新的合理均衡水平动态调整。具体来看：

一方面，美元指数再度上行至 104，接近年内高点，而人民币汇率在此期间维持在 7.1-7.2 的区间。考虑到海外的扰动，短期内美元人民币汇率小幅上行可能也是在向均衡点位正常调整。

另一方面，企业用汇旺季临近，汇率短期有所承压也是正常现象，出现快速调整在情理之中。

这一猜想的验证条件是：汇率在短时间内大幅波动后，在新的点位重回低波动。

► 关注人民币汇率波动对国内资产定价的影响

此次汇率波动的真实原因，对下一阶段国内货币流动性环境的影响有所不同。

如果后续人民币汇率呈现双向波动走势，指向当前汇率仍在均衡水平附近，央行货币政策更加“以我为主”，政策空间不会因为汇率短期波动而压缩。

如果后续人民币汇率在新的位置重回低波动，甚至陆续继续上行，央行政策可能要更加“兼顾外部”，政策空间和节奏可能会受到一定影响。

当前国内流动性处于略偏宽松状态，去年底以来 DR007 中枢从高于 7 天逆回购利率 20BP 左右下降至高于 5BP 左右，关注潜在的流动性环境变化对短端利率和股市风格的影响。

► 风险提示：地缘政治发展超预期；货币政策超预期；海外货币政策超预期



分析师 赵宏鹤

执业证书：S0100524030001

邮箱：zhaohonghe@mszq.com

分析师 吴彬

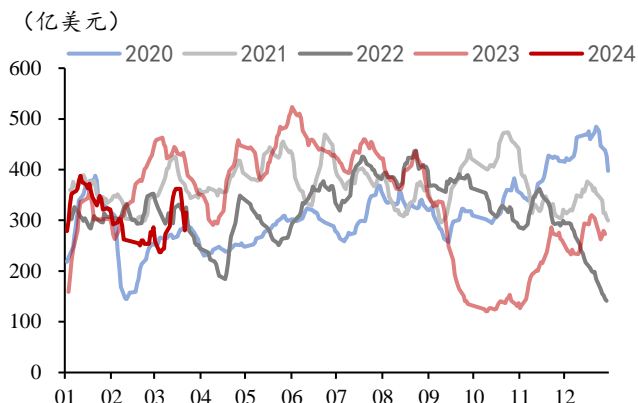
执业证书：S0100523120005

邮箱：wubin@mszq.com

相关研究

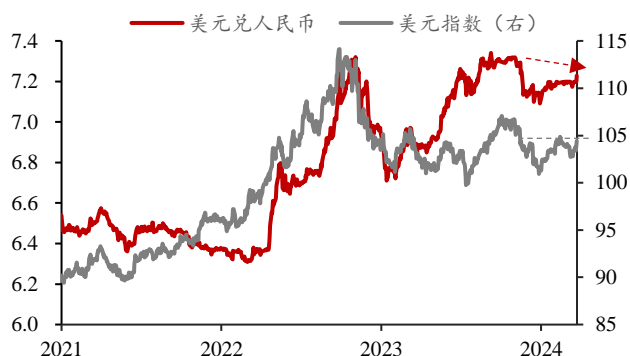
- 1.全球大类资产跟踪周报：全球央行开启“降息赛跑” -2024/03/23
- 2.宏观专题研究：探索利率传导机制的新变化 -2024/03/20
- 3.2024年1-2月经济数据点评：开年数据超预期的原因和影响 -2024/03/19
- 4.国内经济高频周报：3月第2周：开年经济表现如何？ -2024/03/17
- 5.流动性跟踪双周报：“不降息+连续缩量”释放什么信号？ -2024/03/17

图1：银行间市场即期询价外汇成交量



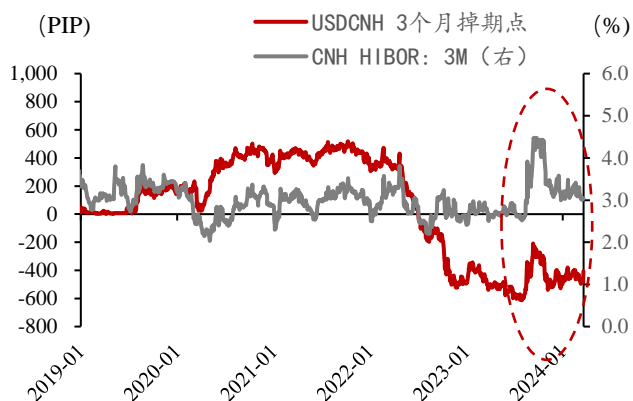
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：人民币汇率与美元指数



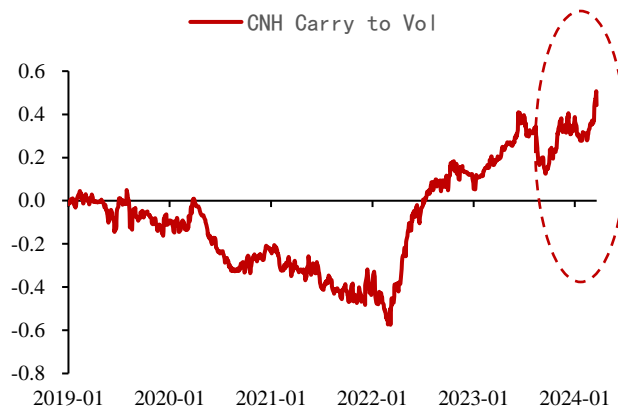
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：银行间市场外汇成交量



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：CNH Carry to Vol 近期有所走高



资料来源：wind，民生证券研究院

图5：USDCNH 风险逆转期权隐含波动率一度跌至负值



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

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。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026