

本周，美元兑离岸人民币汇率突破 7.28，美元兑在岸人民币突破 7.26，汇率的走势再度扰动各类人民币资产，当前汇率波动为何再起？

► 当下美元兑人民币汇率波动增加是对波动容忍度的提升吗？可能并不是

自 2023 年下半年以来，海外央行持续维持高利率，对国内货币政策形成一定影响，持续低汇率波动也制约人民币资产的波幅，当前汇率波动是否意味着对汇率波动更大的容忍度？我们认为可能并不是。

第一是中间价作为最高频的反映汇率管理意愿的指标，当前虽有调降，但幅度并不算大。以 6 月 20 日为例，人民币中间价相较于前一日上调 33PIPs，但在今年年内仍处于正常波动范围之内，并没有释放明显的方向性信号。

第二是外汇市场并没有定价汇率波动未来放大。即使当前汇率压力较大，但其实无论是汇率走势本身，还是期权隐含的波动并没有出现大幅度调升，外汇市场并没有定价未来汇率波动的模式变化。

► 为何当下美元兑人民币汇率波动加大？季节性购汇因素可能是主因

每年 6-8 月由于企业利润汇回、中资企业海外上市分红派息、暑期旅游等季节性用汇需求，人民币容易出现阶段性贬值压力。

我们统计了自 2016 年以来人民币汇率在 6 月的表现，6 月平均波动是 -0.9%，其中 8 次有 5 次是贬值的；如果把范围缩窄到 6 月最后十个交易日，平均波动是 -0.6%，其 8 次中有 6 次是贬值。这也就说明：**越临近 6 月末，人民币汇率的贬值压力可能越大。**

► 离岸人民币-美元利差近期有所走阔，短期可能再度收窄

除季节性贬值因素外，二季度以来，离岸人民币资金利率显著下滑，7 天 CNH HIBOR 从 4 月中旬高位的 5.5% 一度降至 1.5%，**人民币与美元利差边际有所走阔，套息交易的获利空间扩大，是汇率压力的重要来源。**

另外，其余非美货币的拖累也是诱因。近两年人民币和日元成为了外汇市场的“低息货币”，日央行持续偏鸽的货币政策，导致日元持续贬值，也对人民币形成一定程度拖累。

短期内离岸资金面可能再度收紧。当下汇率管理模式与此前并未发生太大变化，考虑到去年以来，汇率压力较大时如 2023 年三季度，2024 年 3-4 月，离岸人民币拆借利率均升至高位。若离岸人民币汇率逼近 7.3，不排除离岸市场资金面再度收紧的可能性。

► 低波动汇率可能仍是常态，关注外部变量对人民币汇率的扰动

当前美联储降息路径仍扑朔迷离，国内经济基本面仍在修复，货币政策仍需兼顾汇率基本稳定。**在美联储降息落地前，人民币汇率可能仍会延续低波动。**

另外，考虑到下半年美国大选的不确定性，后续需要关注地缘因素对人民币汇率的扰动：**一方面是汇率本身对于地缘因素的定价；另一方面是政策为应对地缘因素而发生变化，进而打开汇率波动的空间。**

总之，当下汇率仍处于低波动的环境当中，仍需等待外部变量如何演绎之后，汇率才会有明确的方向。

► 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

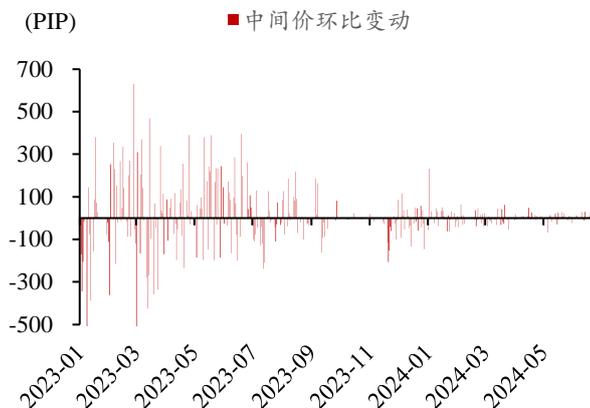
执业证书：S0100523120005

邮箱：wubin@mszq.com

相关研究

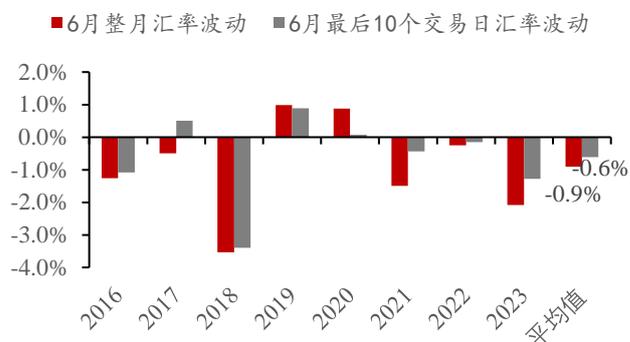
- 2024 年下半年宏观经济展望：下半年的“变”与“不变” -2024/06/17
- 2024 年 5 月金融数据点评：等待 M1 增速企稳 -2024/06/16
- 2024 年下半年宏观政策展望：多元目标下的破局之路 -2024/06/16
- 2024 年 5 月价格数据点评：为什么猪价反弹没能拉升 CPI? -2024/06/12
- 国内经济高频周报：6 月第 1 周：房地产前路何往? -2024/06/11

图1：美元兑人民币中间价环比变动



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2016 年至今每年 6 月离岸人民币汇率表现



资料来源：wind，民生证券研究院

图3：CNH HIBOR vs USDCNH 掉期报价



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：CNH 风险逆转期权波动率较低



资料来源：wind，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