



## 汇率来到关键位置

2024年7月4日

### 核心观点

- **6月以来人民币汇率总体处于贬值方向，本周人民币中间价来到7.13，在岸人民币汇率收于7.27，离岸跌破7.3。汇率来到关键位置，央行可能使用逆周期工具进行调节。**
- **美元走强，亚洲货币受到阶段性冲击，人民币继续发挥稳定器作用。**近期美元走强受到两方面因素驱动，一方面美国经济短期的需求下行程度依然偏缓，下半年超预期的财政净支出和不弱的薪资增长依然限制美联储降息的空间。另一方面特朗普入主白宫概率的显著上升对应着财政赤字扩张风险和通胀上行风险。6月初以来，美元指数已快速上行1%，最高来到106的位置。10年期美债收益率上行至4.43%。美元走强，亚洲货币均受到冲击。日元再度跌破160，人民币表现相对稳健。
- **本轮人民币贬值主要来自美元走强的压力，并非独立逻辑，市场对人民币资产风险偏好并没有出现明显变化。**6月末美国10年期国债收益率快速上行，叠加中国10年期国债收益率的快速下行，中美利差在一周内扩张将近20BP。带给人民币汇率阶段性冲击。市场对人民币资产风险偏好并没有发生明显变化，Markit iBoxx中资美元城投和房地产债到期收益率保持平稳。
- **人民币汇率来到关键位置，央行可能使用逆周期工具进行调节。**2023年9-11月人民币汇率面临较大压力时，中间价一直保持在7.17-7.18的狭窄范围波动，按照最大2%的波动幅度，其对应的在岸人民币汇率的交易上限为7.31-7.32。目前人民币中间价来到7.13，已接近关键位置。从反映人民币预期的指标来看贬值预期走强，离岸与在岸人民币汇率价差快速扩张至367pips，1年期NDF隐含的贬值预期走强。央行可能使用逆周期工具进行调节，工具箱包括通过各种渠道与市场交流传递稳汇率的信号、下调外汇存款准备金率、上调跨境融资宏观审慎调节参数、发行离岸人民币央票回笼离岸人民币流动性等。
- **人民币汇率短期仍有多重积极因素支持。**第一，财政部将于7月10日在香港特别行政区发行人民币国债，发行规模为90亿元。离岸人民币流动性可能边际收紧，抬升目前离岸人民币利率，增加做空成本。第二，本轮10年期美债收益率波动的上限可能在4.5%，继续上行空间受限，美元指数可能维持高位震荡之后进入下行。第三，目前我国出口增速韧性较强，经常项目顺差对人民币需求形成支撑。第四，外汇供求关系边际改善，5月银行结售汇逆差明显收窄，市场结汇意愿走强，购汇意愿走弱。第五，央行对于防范汇率超调风险的态度坚决，可能使用逆周期工具进行调节。第六，对房地产政策的调整、地方政府债务和金融风险的防范化解将带来人民币资产风险偏好的上行。
- **重点关注9月美联储议息会议。**根据我们对于美国失业率和通胀数据的预测，9月美联储仍有可能降息，届时汇率压力可能逐步减轻。但中国央行可能也会选择跟进调降政策利率，所以压力不会即刻释放。9月之前，多目标平衡下央行可能采用“不一样”的降息，保持政策利率不变，通过引导LPR报价下行降低实体经济融资成本。

### 分析师

詹璐

☎: 0755-8345-3719

✉: zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522110001

章俊 首席经济学家

☎: 010-8092-8096

✉: zhangjun\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523070003

张迪

☎: 010-8092-7737

✉: zhangdi\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524060001

### 风险提示

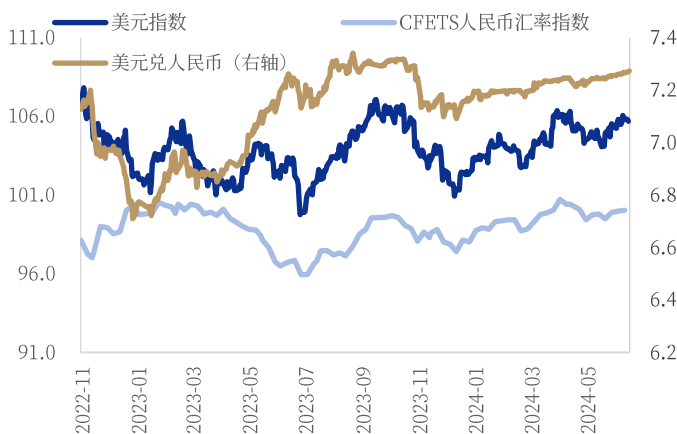
1. 货币政策理解不到位的风险
2. 央行货币政策超预期的风险
3. 美联储货币政策超预期的风险
4. 金融市场剧烈波动的风险

6月以来人民币汇率总体处于贬值方向,本周人民币中间价来到7.13,在岸人民币汇率收于7.27,离岸跌破7.3。汇率来到关键位置,央行可能使用逆周期工具进行调节。

## 一、美元走强,人民币汇率来到关键位置

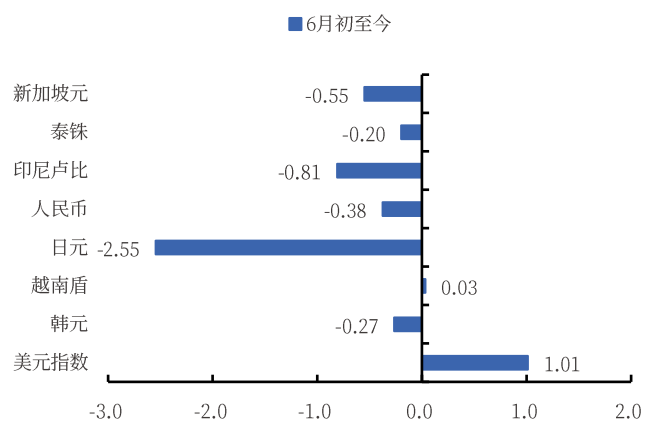
美元走强,亚洲货币受到阶段性冲击,人民币继续发挥稳定器作用。近期美元走强受到两方面因素驱动,一方面美国经济短期的需求下行程度依然偏缓,下半年超预期的财政净支出和不弱的新资增长依然限制美联储降息的空间。另一方面特朗普入主白宫概率的显著上升对应着财政赤字扩张风险和通胀上行风险。6月初以来,美元指数已快速上行1%,最高来到106的位置。10年期美债收益率上行至4.43%。美元走强,亚洲货币均受到冲击。日元再度跌破160,人民币表现相对稳健。

图1: 美元指数和人民币汇率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图2: 6月初至今亚洲货币变化幅度 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

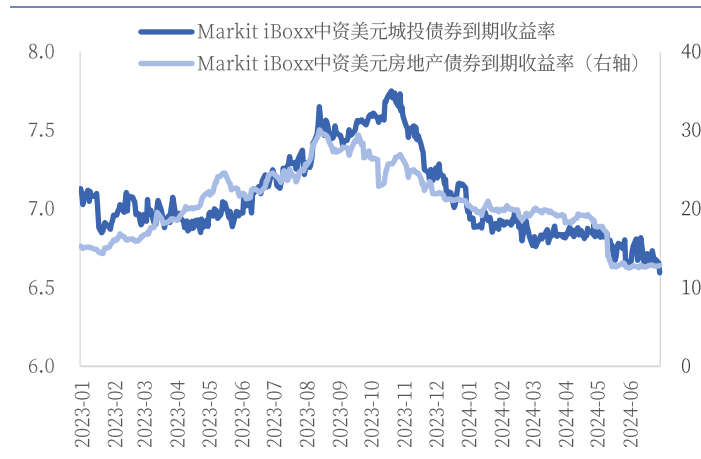
本轮人民币贬值主要来自美元走强的压力,并非独立逻辑,市场对人民币资产风险偏好并没有出现明显变化。由于6月末美国10年期国债收益率快速上行,同时叠加中国10年期国债收益率的快速下行,中美利差在一周内扩张将近20BP。带给人民币汇率阶段性冲击。市场对人民币资产风险偏好并没有发生明显变化,Markit iBoxx中资美元城投和房地产债券到期收益率6月以来保持平稳。

图3: 中美利差和人民币汇率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

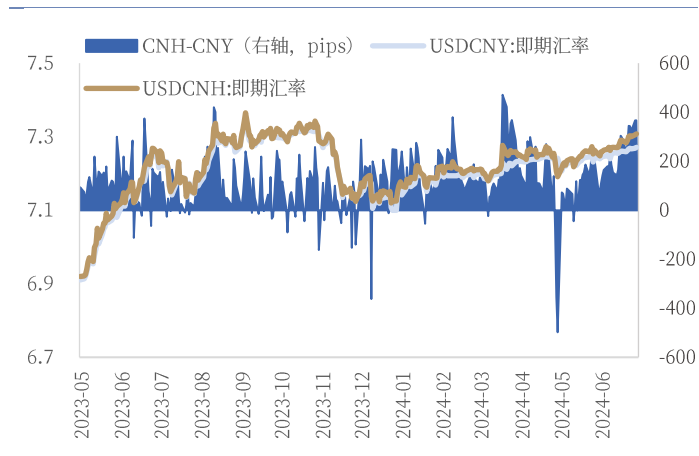
图4: Markit iBoxx 中资美元城投和房地产债券到期收益率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

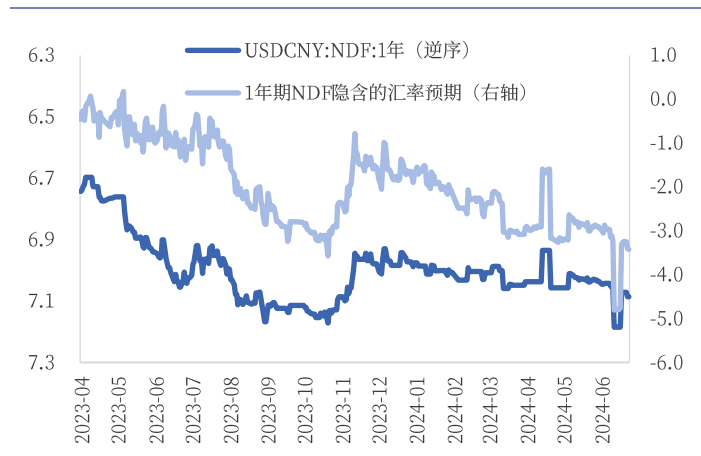
人民币汇率来到关键位置。2023年9-11月人民币汇率面临较大压力时,中间价一直保持在7.17-7.18的狭窄范围波动,按照最大2%的波动幅度,其对应的在岸人民币汇率的交易上限为7.31-7.32。目前人民币中间价来到7.13,已接近关键位置。从反映人民币预期的指标来看,贬值预期走强。离岸与在岸人民币汇率价差快速扩张至367pips,1年期NDF隐含的贬值预期走强。

图5: 离岸和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: 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

央行可能使用逆周期工具进行调节。工具箱包括通过各种渠道与市场交流传递稳汇率的信号、下调外汇存款准备金率、上调跨境融资宏观审慎调节参数、发行离岸人民币央票回笼离岸人民币流动性等

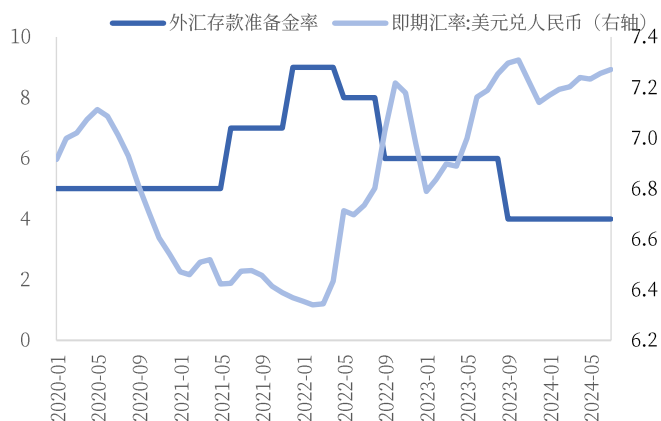
央行二季度货币政策委员会季度例会对于汇率的表态仍然坚持两个“坚决”，意在引导市场预期。后续也可能通过《金融时报》等渠道释放稳汇率的政策信号。

外汇存款准备金率是金融机构交存中国人民银行的外汇存款准备金与其吸收外汇存款的比率。央行可通过下调外汇存款准备金率,释放金融机构的外币存款流动性,进而影响汇率。2020年至今,央行总计5次调整外汇存款准备金率,通常在人民币快速升值时调升,在贬值加速时调降。最近一次调降发生在2023年9月,下调金融机构外汇存款准备金率2个百分点,即外汇存款准备金率由6%下调至4%。目前的外汇存款准备金率距离历史最低值(2005年1月,3%)还有100BP的空间。

央行可根据宏观调控需要和宏观审慎评估结果调节全口径跨境融资宏观审慎参数，对金融机构和企业的跨境融资进行调节，从而使跨境融资规模与宏观经济热度、整体偿债能力和国家收支状况相适应。如果上调跨境融资宏观审慎参数，意味着国内企业可以借用外债的空间进一步扩大，鼓励使用外资，增加境内美元的流动性，进而影响汇率。2020年至今，央行调整了5次跨境融资宏观审慎系数，均发生在市场出现单边预期。最近一次调整发生在2023年7月，央行和外管局将企业和金融机构跨境融资宏观审慎调节参数从1.25上调至1.50。

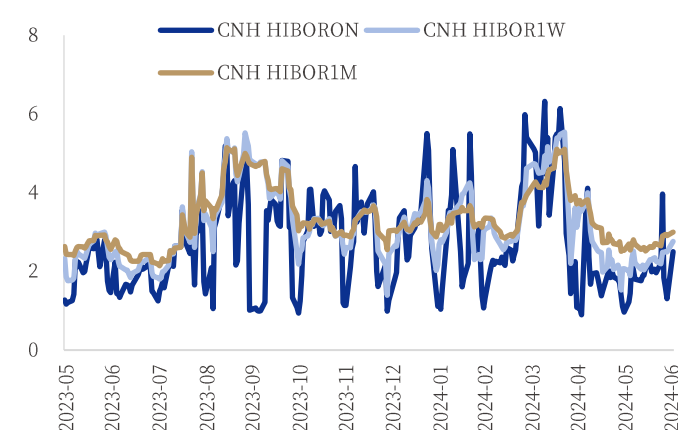
央行也可以通过发行离岸人民币央票回笼流动性，近期离岸人民币利率有小幅上行，但仍在历史较低水平。

图7: 外汇存款准备金率 (%) 与人民币汇率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图8: 离岸人民币利率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 二、人民币汇率短期仍有多重积极因素支持

**人民币汇率短期仍有多重积极因素支持。**第一，离岸人民币流动性方面，财政部将于7月10日在香港特别行政区发行人民币国债，发行规模为90亿元。离岸人民币流动性可能边际收紧，抬升目前离岸人民币利率，增加做空成本。第二，本轮10年期美债收益率波动的上限可能在4.5%，继续上行空间受限，美元指数可能维持高位震荡之后进入下行。第三，目前我国出口增速韧性较强，经常项目顺差对人民币需求形成支撑。第四，外汇供求关系边际改善，5月银行结售汇逆差明显收窄，市场结汇意愿走强，购汇意愿走弱。第五，央行对于防范汇率超调风险的态度坚决，可能使用逆周期工具进行调节。第六，对房地产政策的调整、地方政府债务和金融风险的防范化解将带来人民币资产风险偏好的上行。

**重点关注9月美联储议息会议。**根据我们对于美国失业率和通胀数据的预测，9月美联储仍有可能降息，届时汇率压力可能逐步减轻。但中国央行可能也会选择跟进调降政策利率7天逆回购利率10-20BP，同时引导LPR调降10-20BP，所以压力不会即刻释放。

9月之前，多目标平衡下央行可能采用“不一样”的降息，保持政策利率不变，通过引导LPR报价下行10-20BP降低实体经济融资成本。

### 三、风险提示

---

1. 货币政策理解不到位的风险
2. 央行货币政策超预期的风险
3. 美联储货币政策超预期的风险
4. 金融市场剧烈波动的风险

## 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，首席经济学家。

张迪，宏观经济分析师。詹璐，宏观经济分析师。

## 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，并不构成对客户的投资咨询建议，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，香港市场以恒生指数为基准。	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

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn