

固收半月谈 | 人民币汇率波动的主要原因是什么？

主讲人介绍



汤寰

上银基金固定收益部高级研究员

10年证券行业从业经历，深耕宏观研究领域，擅长海内外经济数据分析预测，宏观大势研判精准，直击投资要点。

市场回顾

国内利率债市场方面，8月上旬长债利率快速下行创新低，随后央行出手管控市场过热情绪，长债收益率连续大幅回调；但随着本周央行动作放缓，债券收益率明显回升，跌幅收窄。具体来看，8月以来截至8月14日收盘：

- (1) 国债方面，1Y国债收益率上行9BP至1.51%；3Y国债上行5BP至1.76%；5Y国债收益率上行4P，收于1.89%；7Y国债收益率上行11BP至2.10%；10Y国债收益率上行5BP，收于2.20%。
- (2) 政金债方面，1Y政金债收益率上行0-2BP；3-5Y政金债收益率上行1-4BP左右；7Y国开债收益率上行3BP，7Y农发债和口行债收益率上行0-1BP；10Y口行和农发债收益率下行0-1BP，10Y国开债收益率上行1BP，收于2.23%。

信用债市场方面，8月以来债市波动幅度加大，信用债表现可以分为三个阶段。第一阶段8月1日至6日：信用债跟随利率下行，由于信用利差压缩此前已经压缩到极致，信用债涨幅不及利率债。第二阶段8月7日至12日：债市调整后，信用债先是表现出抗跌，随着债市跌幅走阔，市场开始担忧赎回对信用债的影响，信用利差逐渐开始主动走阔，其中二永和超长信用债（此前利差极低品种）跌幅最大。第三阶段：8月13日至14日，债市回暖，市场确认赎回潮不会出现后，信用债逐渐企稳，信用利差主动收敛，第二阶段跌得多的弱资质、长期信用债本轮修复最多，比如5年期AA-城投债收益下行4.3bp，而1年期AAA城投仅下行0.47bp。

权益和转债市场方面，8月以来截至8月14日，权益市场表现不佳，成交寡淡，各主要指数均下跌，其中万得全A下跌4%，创业板指下跌6.1%，上证指数下跌3%，转债表现较差，中证转债指数下跌1.71%。行业来看，相对抗跌的板块主要来自银行、公用事业、医药和农林牧渔，整体下跌0%-1%，表现较弱的板块主要为计算机、通信、电子和汽车，整体下跌6%-8%。

海外市场方面，欧美一些头部消费股和科技股业绩表现不及预期，股票市场震荡回调，日本股市受日央行加息影响大幅回调；英国央行开始降息，美国就业数据超预期走弱，美联储9月降息概率也大幅提升，海外主要国家债券收益率下行。具体来看，8月以来至8月14日收盘，法国CAC40下跌2.63%，德国DAX指数下跌3.37%，英国富时100下跌1.04%，标普500下跌1.21%；亚洲股市方面，恒生指数下跌1.33%，韩国综合指数下跌4.55%，日经225下跌6.08%。债券市场方面，德国10Y国债收益率下行12BP至2.23%；法国的10Y国债收益率下行9BP至2.91%；美国10Y国债收益率下行26BP，收于3.83%；英国10Y国债收益率下行4BP至3.96%。

市场展望

上周公布的7月出口金额继续保持3000亿美元以上，同比增速较6月小幅下滑且低于市场预期，考虑到目前出口势头（月均超3000亿美元）和去年8月的出口基数（2838亿美元），8月出口仍有望保持正增，继续支撑经济温和修复。此外，上周公布的CPI同比好于前值和市场预期，主因是受食品和能源价格影响，

CPI 环比上涨明显；核心 CPI 同比涨幅较上月收窄 0.2% 至 0.4%，整体物价涨幅仍然表现低迷。短期来看，经济基本面并无明显改善，社融和信贷数据仍然表现低迷，通胀和进出口数据也较难对债市形成干扰。市场关注焦点始终还是央行的态度及下一步操作，近期一系列监管通报已经表明央行不希望长债利率过快下行，因此债市可能还将震荡承压，短期建议保持中性观望。

信用债市场方面，经过 8 月份的债市震荡，信用利差整体走阔，调整出部分介入机会，重点关注 3 年左右中部有超额的城投债、1-3 年期江浙区域城农商二永债及一些涉房业务比较少的建工企业。另外对于二级资本债和超长债，8 月以来并没有调整出超额（信用利差仅小幅走阔 2bp 左右），现在利差依然比较薄，且对利率更敏感、调整空间最大，建议短期谨慎。

权益市场方面，在对宏观基本面及政策悲观预期下，指数回落到 2900 点以内，当前红利相关板块也完成补跌，悲观预期或已见底，美国经济数据不及预期，美联储降息临近，市场有望迎来阶段性超跌反弹，适当提高权益仓位做行业轮动交易。结构上底仓配置现金流业绩稳定的低估值蓝筹以及部分跌出股息价值的品种，弹性仓位上侧重如建材、化工、机械等行业，同时可通过低绝对价格的转债埋伏高弹性的电子、通信、计算机等行业，目前转债已跌入价值区间，存在较多绝对价格在 110 以下且转股溢价率相对不高的标的，可关注无信用风险标的的反弹行情。

热点关注：人民币汇率波动探析

货币是金融的根基，强大的主权货币是金融强国的基石。随着人民币国际化进程的持续推进，海内外投资者对人民币汇率的波动愈发关注，因此，本期内容就和大家一起探讨人民币汇率波动的原因。

先跟大家简单介绍一下人民币汇率的历史背景。新中国成立后，外汇管制十分严格，汇率价格也不是市场化波动。随着中国加入 WTO，贸易顺差大幅提升，我国的外汇管理体制也开启了多轮改革。最近一轮是 2015 年的“811 汇改”，人民币汇率最终形成“收盘价+一篮子货币汇率变化+逆周期因子”三因子定价机制并沿用至今，这就是大家熟知的人民币汇率中间价，也可以理解成官方价格。此外，除了人民币中间价，还有在岸人民币价和离岸人民币价。在岸人民币指的是

在中国大陆市场上交易的人民币，主要交易场所为中国大陆的金融机构和外汇市场，比如银行间外汇交易市场。离岸人民币是在中国大陆以外市场上交易的人民币，主要的交易场所为境外国际金融中心，比如香港市场。

影响汇率走势的因素有很多，从宏观的角度来看，汇率的本质其实是国与国之间经济实力的对比，如果本国经济表现和前景更好，那本国货币往往升值；反之如果经济走弱，则本国货币往往会出现贬值。单从人民币汇率来看，影响人民币汇率的主要因素就是美元强弱和人民币供需。虽然人民币汇率是根据一篮子货币汇率变化来确定，就是说会根据美元、日元、欧元、英镑等 43 种货币来定价，但影响最大的还是美元。这点从人民币兑美元汇率以及美元指数走势也能明显看出，当美元指数持续上涨时，人民币就会面临贬值的压力；美元走贬时也往往对应着人民币的升值。

影响人民币供需最关键的是观察我国贸易顺差的情况，我国作为一个贸易大国，常年保持贸易顺差，因此出口的表现直接决定人民币的供需。例如在 2018 年受中美贸易战的影响，出口增速开始下滑，美元兑人民币也从 6.3 左右一路贬值接近 7 附近；新冠疫情后，在全球生产受阻的情况下中国疫情管控较好、出口保持高景气度，所以虽然美元也在走强，但强大的出口支撑人民币逆美元升值。需要注意的是，贸易顺差转化为人民币供需时，还需要考虑到结汇的节奏，因为对于贸易顺差带来的外汇收入，贸易商并不一定能马上收到外汇货款并结汇，所以结汇的节奏也会阶段性影响人民币的需求从而扰动汇率走势。通常来说，在 11 月、12 月结汇规模会季节性增加，容易推动人民币汇率走强；还比如在人民币单边贬值预期较强时，出口商会倾向于延迟结汇，进一步带动汇率贬值。

今年以来，虽然我国出口整体表现较好，且贸易顺差在二季度有所扩大，但人民币仍呈小幅贬值的趋势，主要原因还是受到美元偏强的影响。今年美国经济表现出较强的韧性，通胀数据虽然呈下降趋势但有波动，导致市场对美联储降息预期一推再推，叠加俄乌和巴以冲突持续、避险情绪抬升，让美元指数长时间保持在 104 以上的高位。然而，近期人民币汇率出现了一波快速升值，我们认为原因有三：一是美国通胀持续回落，就业数据超预期走弱，美联储降息预期升温，美元指数下跌；二是日央行加息并缩减购债规模，日元走强带动人民币等亚洲货币升值；三是三中全会带来的改革预期也对人民币汇率形成支撑。

短期来看，人民币汇率或仍承压，一方面，美联储9月大幅降息50BP的概率较小；另一方面，国内经济虽有出口支撑，但地产低迷、内需疲弱，经济仍在温和修复中，人民币缺乏升值基础。往后看，人民币汇率已经度过贬值压力最大的时期，考虑到重要会议提出的坚定实现全年GDP增长5%的政策导向，后续人民币汇率单边连续贬值概率较低，或更趋向于双向波动。

债市知识小课堂：什么是股债跷跷板？

各位投资者肯定经常听到一个词就是“股债跷跷板”，意思就是当股票市场大跌时，债券资产往往出现上涨，反之亦然。从长期来看，股票和债券这两种大类资产的走势确实有一定的负相关性。主要原因是这两类资产对宏观经济变化的反应不一样。当经济基本面开始改善时，往往伴随企业经营预期的改善，企业的投资、营收和净利润在经济上行周期一般表现更好，因此，市场给予企业的估值会更高，这点就会体现为股价的上涨。但对债券资产而言，一方面，随着权益资产的收益提高，部分资金会从债券类资产流向权益资产；另一方面，在经济复苏的过程中，央行往往也会通过加息等措施逐步收紧货币政策来防止经济过热，这两种情况都会推升债券利率上行，造成债券价格的下跌。相反的，在经济下行周期中，企业经营预期走弱，股价下跌，债券资产收益性价比上升，同时市场预期央行降息刺激经济，因此容易出现债券收益率下行、价格上涨。

虽然从大周期视角来看经常出现股强债弱或股弱债强的跷跷板效应，但是具体到日度、月度甚至季度的股债表现，却并不一定有明显的反向走势。很多因素都可能导致出现“股债双牛”或“股债双熊”，比如短期流动性的变化、政策预期变化。举个例子，在2020年疫情爆发后，国内企业生产、居民生活受到较大影响，经济增长放缓，央行快速降息托底经济，债券收益率大幅下行、价格上涨，这时虽然经济并未马上恢复，但市场对经济复苏预期较强，股票市场也跟着出现了一波小牛市。当时就出现了股债同涨的情况。而近期债券收益率出现回调，同时股票市场成交量持续低迷，投资者观望情绪浓厚，于是出现了短期内股债都比较低迷的行情。

总的来说，虽然股债资产在不同的经济周期下表现出轮动效应，但是投资者在进行大类资产配置时，不能单单依靠股或债的涨跌来研判另一种资产的走势，还是

要结合企业经营情况、行业发展情况、政策走向和市场流动性等因素进行综合研判，从而确定合适比例的股债资产投资。

风险提示：基金有风险，投资需谨慎。本内容中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成任何投资建议。

投资人购买基金时应详细阅读基金的基金合同、招募说明书和基金产品资料概要等法律文件，充分认识基金的风险收益特征和产品特性，充分考虑自身状况选择与自身风险承受能力相匹配的产品。本公司作为基金管理人承诺恪尽职守、诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。基金产品存在收益波动风险，基金管理人管理的其他基金的业绩和其投资管理人员取得的过往业绩并不预示其未来表现，也不构成本基金业绩表现的保证。我国基金运作时间较短，不能反映股市发展的所有阶段。