



2021 年人民币汇率二季度展望

人民币偏弱运行，但韧性仍在

摘要

二季度，美元指数将仍然是影响人民币汇率走势的重要因素，本质上仍为两国经济增速的对比。目前来看，一方面，美国经济复苏强劲，国内经济复苏虽然也处于良好的局势，但整体乐观预期稍弱；另一方面，美元指数中占大部分比重的汇率欧元兑美元，由于欧洲经济复苏低迷，欧洲央行目前释放出的信号明显偏宽松，预计二季度仍呈现美强欧弱的局势。因此美元指数易涨难跌，将会对人民币形成压制，预计人民币走势整体偏弱，但国内经济将为人民币提供弱支撑，美国宽松的环境也限制美元指数的上行幅度，因而人民币汇率在风险事件没有明显的突破下预计振幅较小。二季度人民币运行中的主要扰动因素主要有中美关系、美国通胀情况，以及中美货币政策，美元兑人民币汇率将会在 6.42–6.72 运行区间内偏弱波动。

风险提示：中美关系 美国通胀情况 中美货币政策

Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

南华期货研究所

马燕 0571-87839259

mayan@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0012651

周骥 0571-87839252

zhouji@nawaa.com

王映

wangying@nawaa.com

目录

第 1 章	人民币汇率望远镜.....	3
1.1.	二季度走势预判：偏弱震荡，振幅取决于美元指数.....	3
1.2.	操作建议	3
1.3.	风险提示	3
第 2 章	2021 一季度人民币重返双向波动	4
2.1.	走势回顾：先涨后跌，升贬互现.....	4
2.2.	驱动因素分析：贬值方向压力面强于升值方向的支撑面	5
第 3 章	美元指数易涨难跌，上行空间有限	9
3.1.	美元指数整体震荡走强	9
3.2.	美元指数延续上行，幅度有限	12
3.2.1.	美国经济基本面回顾及展望	12
3.2.2.	美强欧弱，做空美指头寸开始动摇	16
3.2.3.	美国政策“无声”收紧	18
第 4 章	国内各因素对人民币支撑每况愈下	19
4.1.	我国经济复苏良好，但优势渐失	19
4.2.	货币政策稳健适度，交易结汇提升	22
4.3.	多重因素推升美债收益率，中美利差收窄	24
4.4.	国内重点影响因素展望	29
第 5 章	外汇政策：“稳”字当头，注重预期引导	30
	免责声明	33

第1章 人民币汇率望远镜

1.1. 二季度走势预判：偏弱震荡，振幅取决于美元指数

目前随着疫苗接种率上升，全球大部分国家和地区疫情均有所好转，经济复苏形势向好。一方面，美指在美国经济乐观，通胀上行以及美强欧弱的支撑下预计整体向上运行，二季度政策明显收紧的概率较小，温和收紧的手法将制约美指上行的幅度，整体对人民币汇率形成压制；另一方面，国内经济延续复苏，逐步回归常态化增长，前期较海外领先复苏优势渐失，为人民币汇率提供弱支撑，托底的效果。此外，中美利差也从高位回落，预计先收窄后震荡，美债收益率提高对人民币汇率影响逐步减弱。

因此，在综合考虑人民币汇率各影响因素对二季度人民币汇率的可能表现（表 1.1.1），以及我们对人民币汇率各影响因素重要性的排序：美元指数>国内经济>中美利差之后，我们预计二季度人民币汇率将会在 6.42–6.72 运行区间内偏弱波动，并且波动幅度不会太大，整体震荡温和贬值，较大的不确定来源于中美关系以及美国政策，因而振幅取决于美元指数波动情况。

表 1.1.1：二季度人民币汇率影响因素走势判断

影响因素	2021 年二季度各影响因素走势判断	对人民币汇率的影响
美元指数	美指易涨难跌	利空
国内经济	国内经济逐步常态化上行	弱支撑
中美利差	预计先收窄后震荡	利空，影响逐步减弱

资料来源：南华研究

1.2. 操作建议

二季度，基于对人民币汇率影响因素重要性排序原则，我们认为进出口企业的结售汇需重点关注美元指数走势。整体来说，我们认为二季度人民币运行偏弱，因而会更加有利于出口，出口企业可在早期按需结汇，等待后期较优结汇价格；对于进口企业，建议缩小风险敞口，尽早择机购汇，或者采取远期、期货等衍生品套保工具规避风险，如果中美关系有突破性进展向好，或许迎来阶段性购汇机会。

1.3. 风险提示

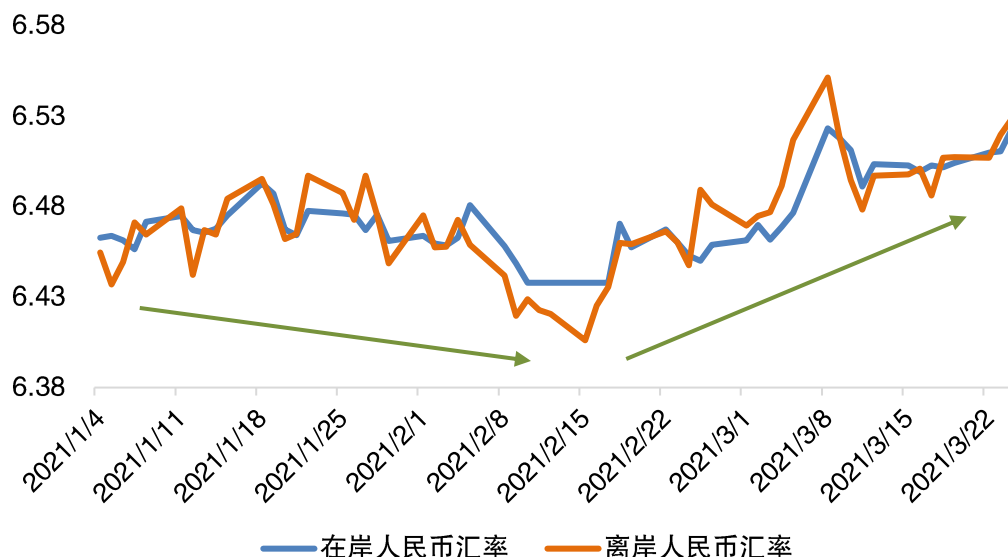
中美关系、美国通胀情况、中美货币政策

第2章 2021 一季度人民币重返双向波动

2.1. 走势回顾：先涨后跌，升贬互现

从人民币双边汇率来看，一季度，人民币汇率从去年的单边升值行情重返双向波动，呈现先涨后跌、升贬互现态势。人民币汇率在经历了开年大涨、升破 6.50 之后，升值势头有所放缓，进入震荡状态，在岸人民币汇率在 2 月 10 日达到本季升值方向上的高点，离岸人民币汇率在 2 月 15 日达到本季升值方向上的高点，随后双双开启贬值之旅。截至 3 月 24 日，在岸人民币汇率和离岸人民币汇率分别累计贬值 0.94% 和 1.15%，季度波动率分别为 3.81% 和 4.50%。

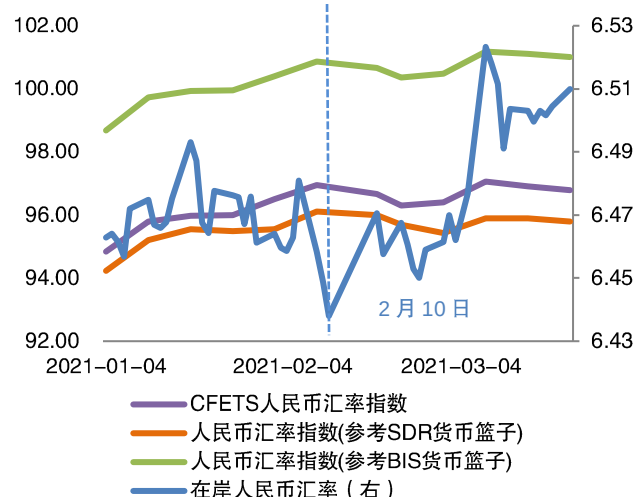
图 2.1.1：2021 年一季度人民币汇率先涨后跌、升贬互现



数据来源：Wind 南华研究

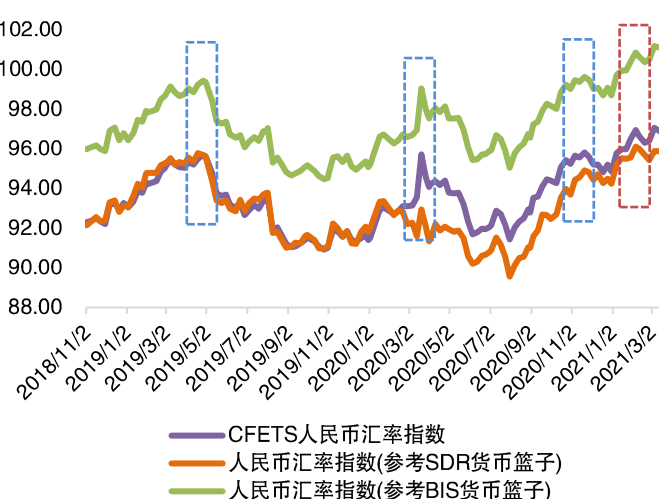
从三大人民币汇率指数来看，相较于人民币对美元双边汇率，一季度人民币对一篮子货币表现相对坚挺，显示出较强的韧性和一定的避险特征。究其原因，主要是疫情错位，我国经济、贸易的总体表现好于其它经济体。截至 3 月 24 日，CFETS 指数、BIS 指数及 SDR 指数分别上涨 2.00%、1.63% 和 2.30%。从币种来看，人民币对新兴货币升值幅度更大，表明中国在新兴市场中仍然扮演着避风港角色，对发达货币升值幅度要相对小一些。此外，我们注意到，CFETS 指数、BIS 指数在 1 月 29 日分别升破 96 和 100，SDR 指数在 2 月 5 日升破 96，官方并未对人民币汇率指数升破之前一直在磨的“顶”感到不安，反映官方并未想让人民币双边汇率受指数篮子牵制，从而让人民币双边汇率升势受限。

图 2.1.2: 2021Q1 人民币对一篮子货币表现相对坚挺



数据来源: Wind 南华研究

图 2.1.3: 官方并未对人民币汇率指数的升破感到不安



数据来源: Wind 南华研究

2.2. 驱动因素分析：贬值方向压力面强于升值方向的支撑面

一、总体来看

来自美指的贬值压力强于我国经济基本面及中美利差给予的支撑

对于一季度人民币汇率走势，我们认为主要由以下两方面共同作用形成：从压力面来看，一季度美元指数维持震荡偏强走势，因此受美元指数影响，人民币汇率承压；从支撑面来看，国内经济基本面和中美利差两大支撑面因素虽在一定程度上对一季度人民币走势有所发力，但力度较去年来说皆有所减弱。首先，我国经济先复苏优势仍存，但美国经济复苏态势逐步明朗迹象，先行复苏优势有所弱化。其次，中美利差也正如我们在 2021 年人民币汇率展望报告中提及的，由于美债利率上升动力会强于国内，中美利差呈逐步缩窄趋势，因而对于人民币汇率的支撑也是逐步由强转弱。

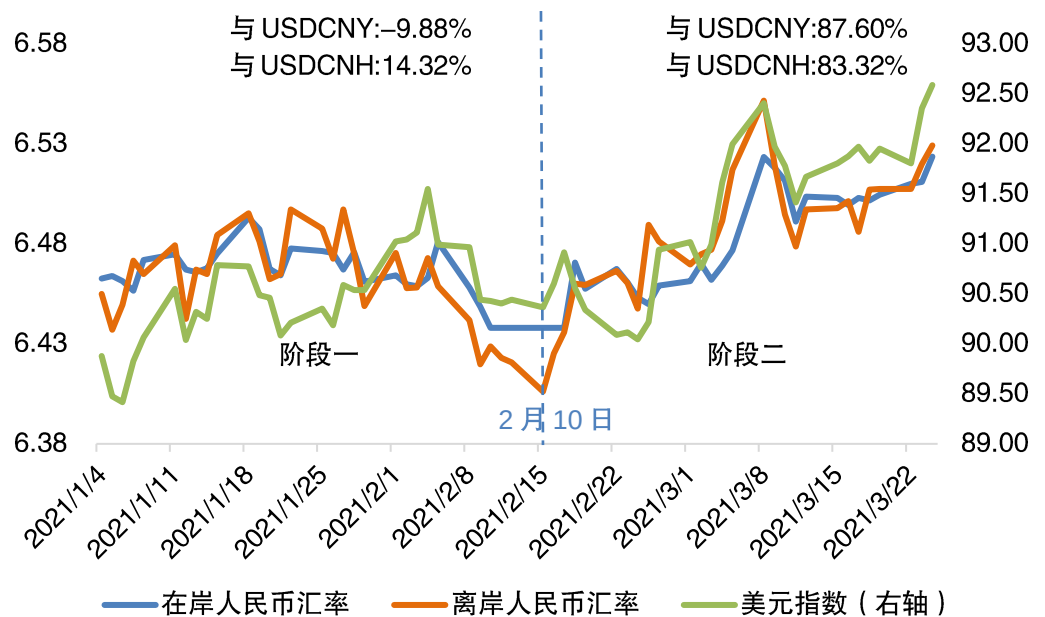
二、分阶段来看

美指后半阶段发力

具体来看，美元指数方面，其与在岸人民币汇率及离岸人民币汇率全季相关性分别达 71.94%和 69.29%。进一步按照人民币汇率走势所分的两个阶段来看，在阶段一，美元指数与在岸人民币汇率及离岸人民币汇率的相关性并不强，相关系数分别为-9.88%和 14.32%。在该阶段美元指数震荡偏强，人民币汇率整体呈小幅震荡状态，波动幅度并不大，美元指数并非人民币走势的驱动因素。在阶段二，其与在岸人民币汇率及离岸人民币汇率表现出了较强的相关性，相关系数分别为 87.60%和 83.32%，美元指数为该阶段人民币走势的主要驱动力。自春节以来，10Y 美债收益率出现快速上行，带动美元指数上涨，截至 3 月 24 日，10Y 美债收益率已从 2 月 10 日的 1.15%升至 1.62%。究其原因，本轮 10Y 美债收益率的上行是由经济因素与非经济因素的共振而成。首先，在疫苗接种总量上美国处于明显的领先优势下，美国经济修复总体向好，而且伴随着拜登 1.9 万亿刺激计划的加速推进和货币政策仍旧确定性维持宽松的论调，市场对于居民消

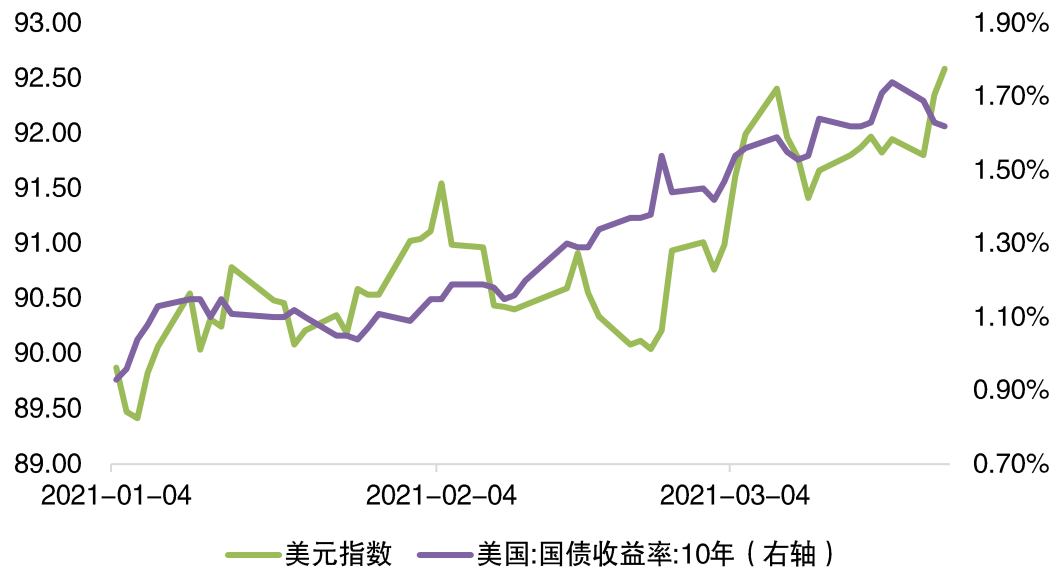
费的快速恢复以及美国经济预期的预期进一步向好都推升了市场的通胀预期；其次，以原油为代表的大宗商品价格大幅上涨助长了通胀预期的自我实现；最后，随着美国财政刺激政策前景愈发明朗，美国经济不确定指数以及货币、财政政策不确定性下降导致市场风险偏好明显上行，作为避险资产的美债吸引力下降，包括各主要央行及外国投资者在内的机构投资者对美债的大举抛售下也进一步助推了美债收益率的上行。

图 2.2.1：美指在 2021 一季度后半阶段对人民币发力



数据来源：Wind 南华研究

图 2.2.2：美债收益率大幅攀升，带动美元指数上涨



数据来源：iFinD Wind 南华研究

美国经济复苏态势，加速中美利差收窄

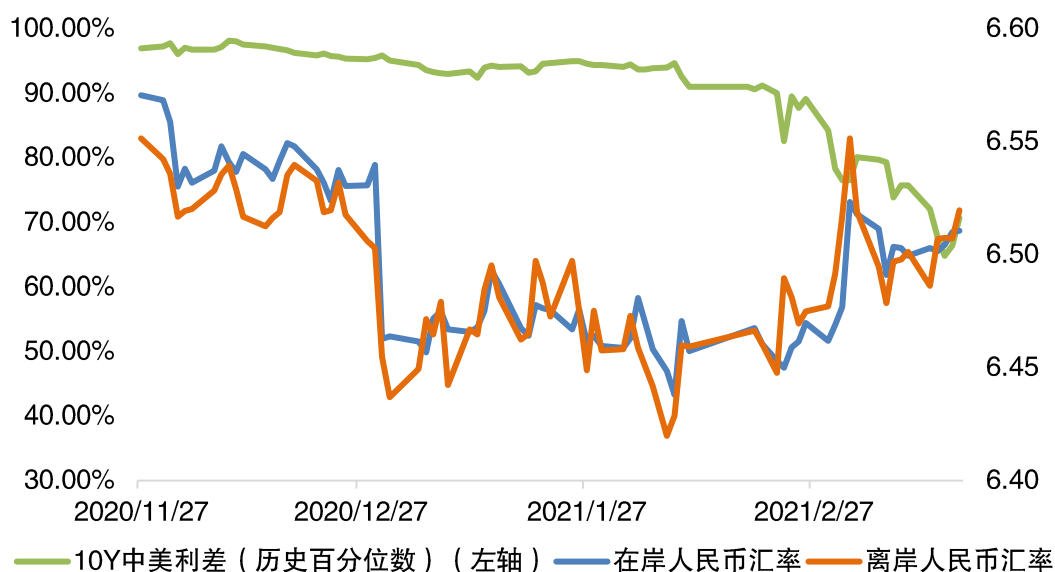
中美利差方面，其与在岸人民币汇率及离岸人民币汇率全季相关性分别达-67.71%和-69.13%。进一步按照人民币汇率走势所分的两个阶段来看，在阶段一，其并非人民币走势的驱动因素，相关系数分别为-10.88%和-6.39%。虽然，在该阶段中美利差处于历史相对高位但较去年年底微幅下降。在阶段二，主要受美债收益率快速上行因素的影响，10Y中美利差收窄。我们从图 2.2.3 也可以看出，春节过后 10Y 中美利差所处历史百分位数较前期有明显的降幅，并逐步走弱，表明给予人民币汇率的支撑也有所减弱，人民币升势放缓。在该阶段，中美利差与在岸人民币汇率及离岸人民币汇率表现出了较高的相关性，分别为-80.74%和-82.56%。

表 2.2.1：中美利差与人民币汇率在阶段二表现出了较高的相关性（截至 2021 年 3 月 24 日）

阶段	全季		阶段一		阶段二	
	USDCNY	USDCNH	USDCNY	USDCNH	USDCNY	USDCNH
10Y 中美利差	-67.71%	-69.13%	-10.88%	-6.39%	-80.74%	-82.56%

数据来源：Wind 南华研究

图 2.2.3：2 月中旬后 10Y 中美利差逐步收窄（分位数计算起点为 2010 年 1 月 4 日）

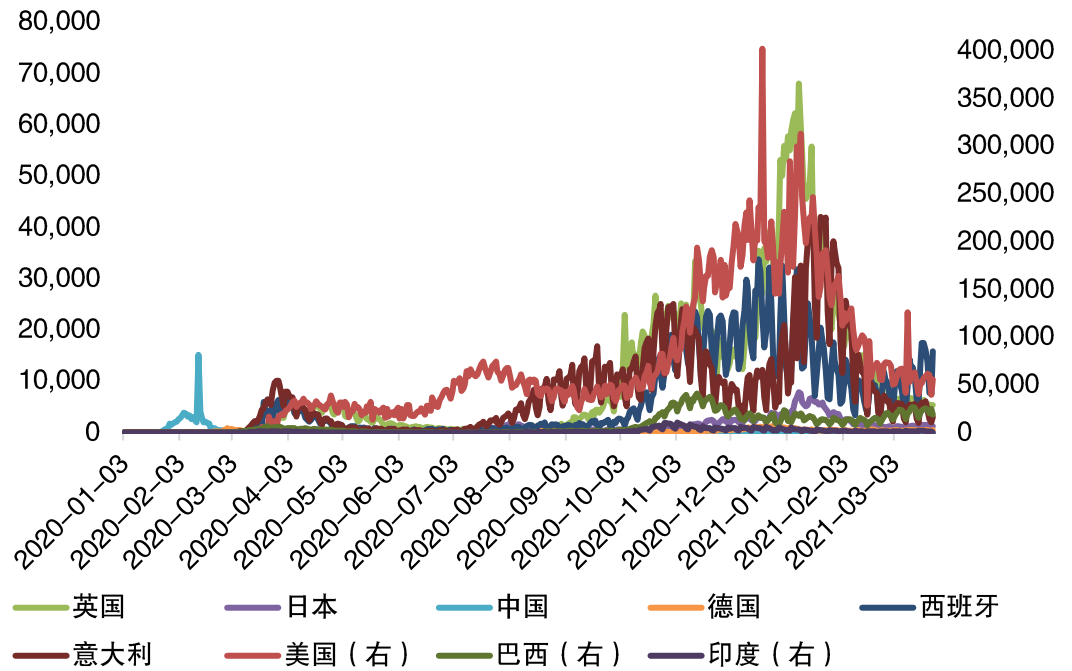


数据来源：Bloomberg Wind 南华研究

基本面对人民币汇率升值方向的支撑逐步由强转弱

基本面方面，在阶段一，得益于我国的有效疫情防控、经济稳定恢复，而全球疫情持续恶化，开年人民币汇率继续释放升值力量，但随后市场对于人民币短期升值的分歧逐渐加大，人民币汇率整体呈区间震荡态势。在阶段二，全球经济复苏势头出现，我国疫情之后较全球大部分国家先行复苏的优势逐步缩小。

图 2.2.4: 疫情之后, 我国较全球大部分国家先行复苏优势逐步缩小 (单位: 例) (截至 3.24)



数据来源: Wind 南华研究

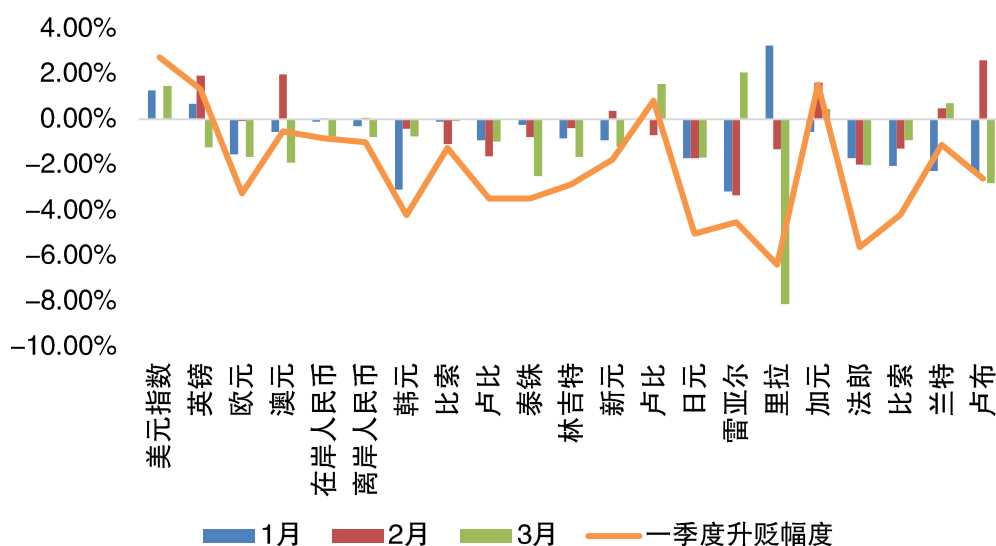
第3章 美元指数易涨难跌，上行空间有限

从我们的走势回顾上可以看出，美元指数在一季度与美元兑人民币汇率走势的相关性在后期高达 80% 以上，并且我们预计二季度，美元兑人民币汇率走势受美指走势影响将延续（本质上是两国经济复苏速度的博弈）。基于此，下面我们就对美元指数的走势及美国经济基本面进行回顾与展望。

3.1. 美元指数整体震荡走强

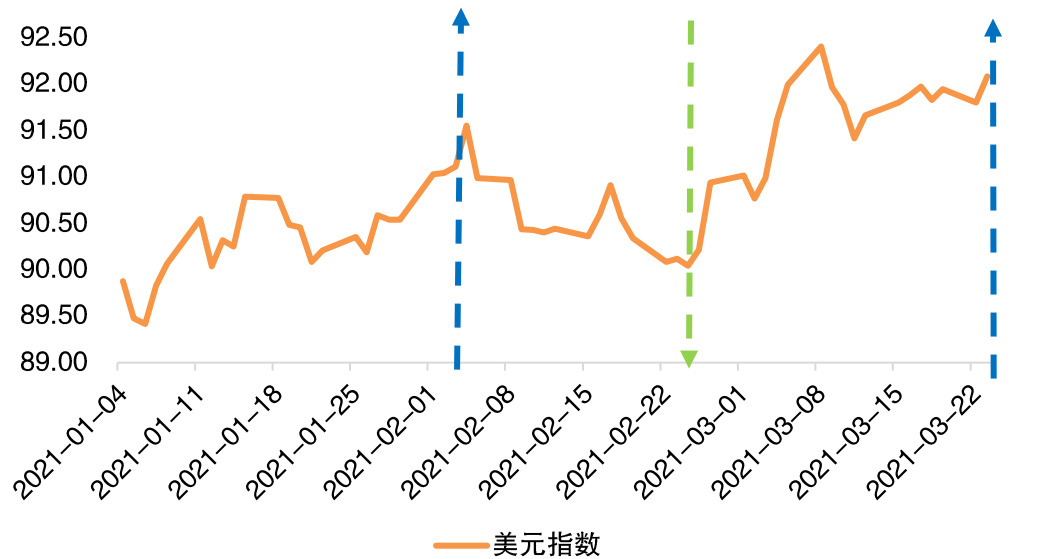
回首一季度美元指数，呈现的是“升-贬-升”的走势，截至 3 月 24 日，美元指数一季度整体上涨 2.72%。一季度开始，全球大部分国家疫情逐步得到控制，其中美国疫苗接种及经济复苏均具有相对优势，使得大部分国家相对于美元贬值。相较其他主要货币，人民币整体相对美元的贬值幅度表现良好，不仅远低于绝大多数的新兴国家货币，甚至低于欧元、日元等发达经济体货币，并且在 2 月美元指数下降阶段，人民币无论是在岸还是离岸均有小幅升值。人民币之所以相对于大部分主要货币表现坚挺，主要是因为我国经济复苏态势良好，为人民币汇率起到托底的作用。对于美元指数走势，我们下面分三个阶段具体介绍。

图 3.1.1：2021 年一季度主要货币相对于美元多贬值，人民币展韧性（%）



数据来源：Bloomberg 南化研究

图 3.1.2: 美元指数“升-贬-升”走势



数据来源: Wind 南华研究

阶段一（二月初之前）：稳中有升

从年初开始到二月初，美元指数小幅震荡向上，在 2 月 4 日上至第一阶段高点 91.5513，上涨幅度为 1.86%。由于消息面较多不确定性因素干扰，包括拜登财政刺激方案、民主党在参众两院获得多数席位、新冠疫苗研发进展以及美联储货币政策延续宽松等，市场仍以观望为主。之所以有小幅向上震荡主要是受欧元下跌支撑，欧洲继续宽松的信号打压欧元。

阶段二（二月初至二月底）：小幅回落，未至年初低点

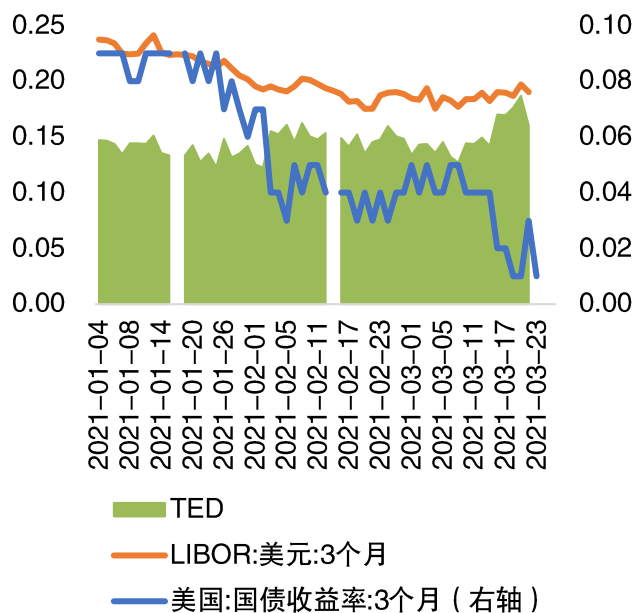
2 月，美元指数有小幅的回调，2 月 24 日下跌至第二阶段低点 90.0435，仍然在年初低点上方，相较于月初高点下降幅度为 1.65%。这一阶段回调主要受经济乐观带来的避险情绪上涨，避险美元遭抛售下行。

阶段三（二月底至今）：急转直上，创年初以来新高

截至 3 月 24 日，美元指数创一季度新高，升至 92.5886，相较于二月低点上涨 2.82%。美国乃至全球新增确诊病例有了回调的趋势，叠加经济回暖，通胀预期高涨带动美债长短收益率上行，美元指数显著上行。

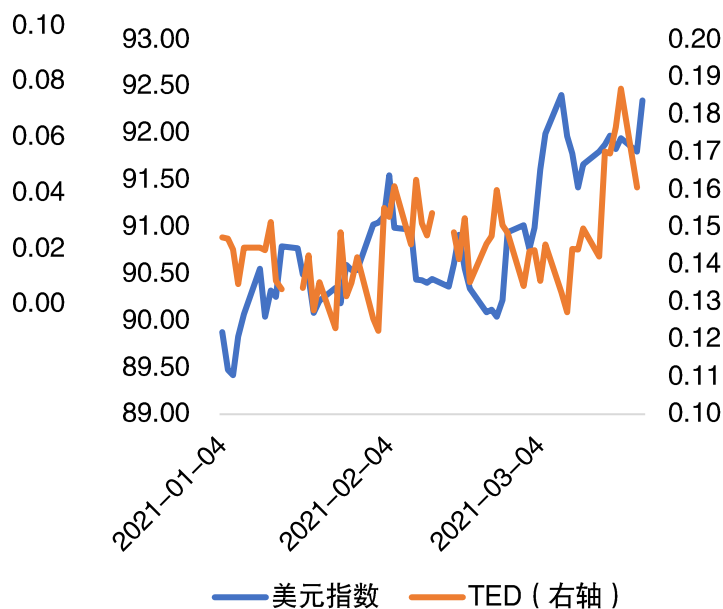
美元流动性方面来看，TED（3 个月 Libor 减去 3 个月美国国债收益率）的走势一季度整体小幅向上，Libor-OIS 先降后升，意味着美元流动性整体偏紧，为美元上行提供支撑。

图 3.1.3: TED 走阔



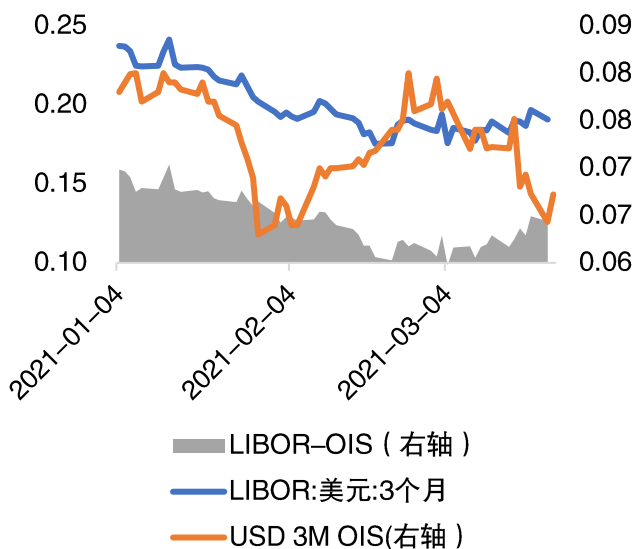
数据来源: Wind 南华研究

图 3.1.4: 美元指数与 TED 走势对比（流动性偏紧）



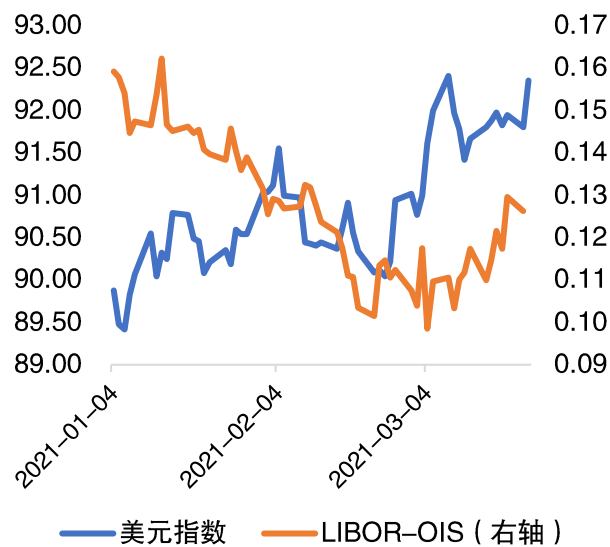
数据来源: Wind 南华研究

图 3.1.5: Libor-OIS 显著抬升



数据来源: Bloomberg Wind 南华研究

图 3.1.6: 美元指数与 Libor-OIS 走势（流动性偏紧）



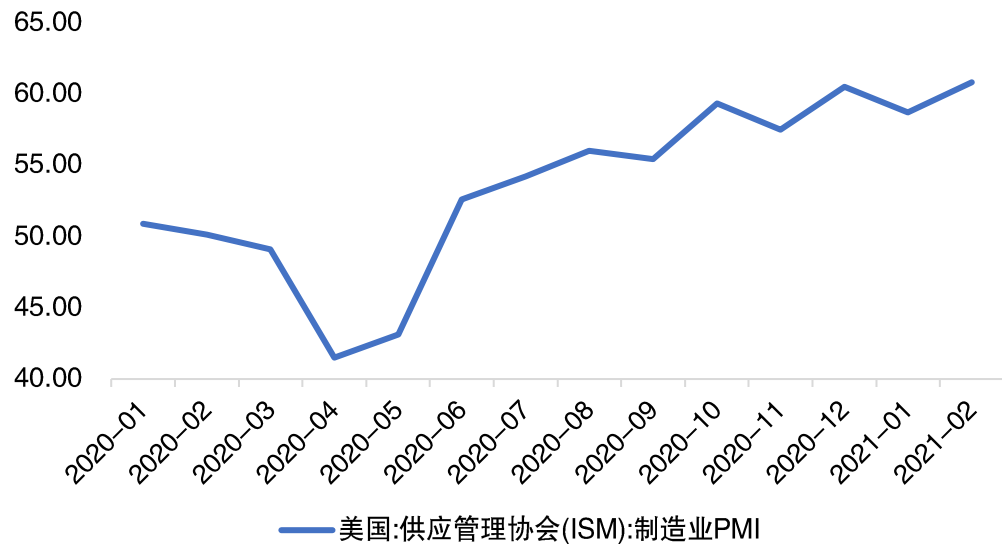
数据来源: Bloomberg Wind 南华研究

3.2. 美元指数延续上行，幅度有限

3.2.1. 美国经济基本面回顾及展望

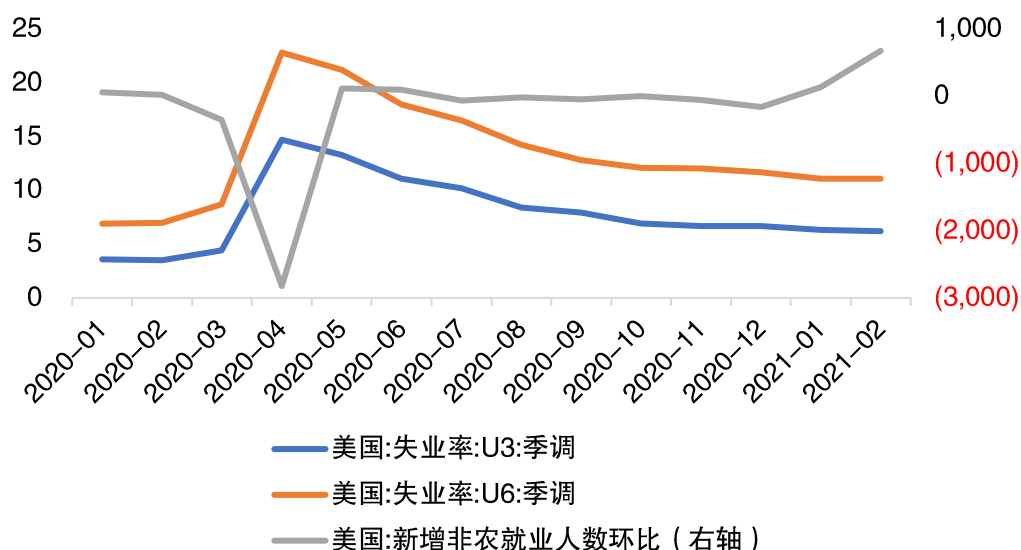
根据观察下图走势，可以看到，自去年 4 月开始，PMI 整体成上行趋势，截至今年 2 月，PMI 创去年以来新高至 60.8%。数据表明美国经济活动正在逐步扩张，制造业表现良好。结合就业数据来看，一、二月新增非农就业人数环比分别大幅上行 125%、673%；美国 U3 失业率 1 月下行 0.4 个百分点至 6.3%，2 月小幅下行至 6.2%；美国 U6 失业率 1 月下行 0.6 个百分点至 11.1%，2 月持平。说明随着疫情防控效果渐显，加上财政刺激支持持续推出，就业市场也在逐步改善进而推动经济增长。

图 3.2.1: 美国制造业 PMI 整体上行 (%)



数据来源: Wind 南华研究

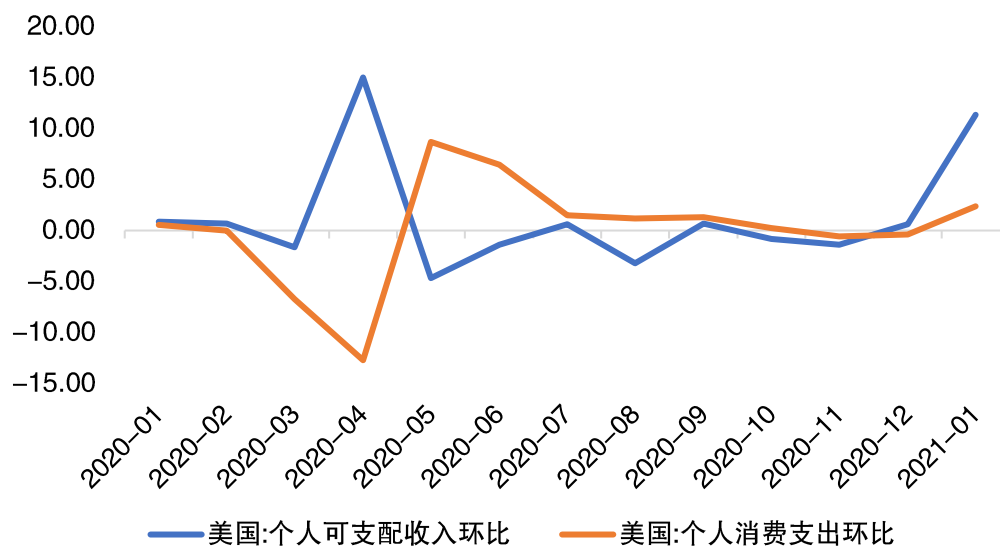
图 3.2.2: 美国就业情况改善, 失业率下行 (%)



数据来源: Wind 南华研究

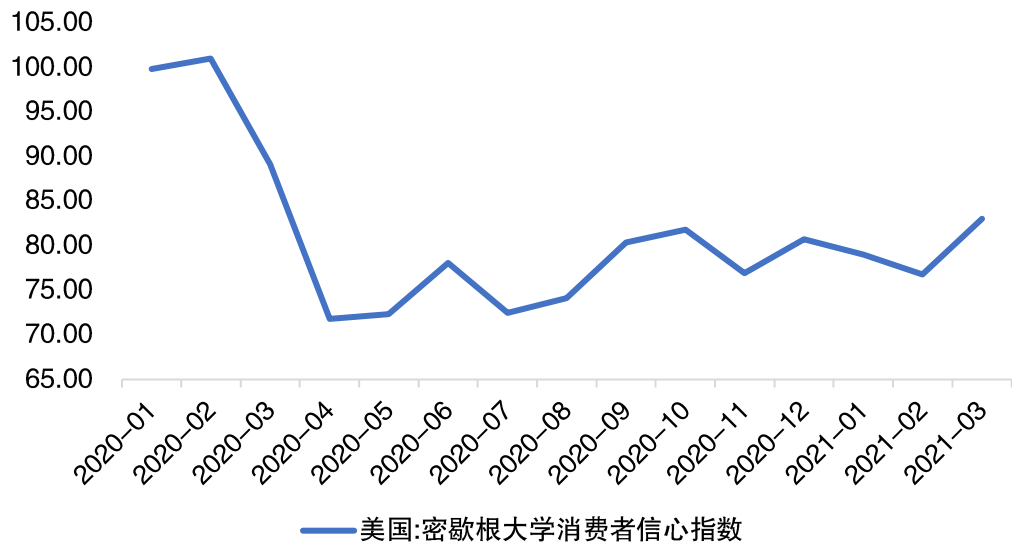
个人收入、消费支出方面, 由于政府的救助计划使得美国个人可支配收入一月环比大幅上行 11.38%, 同时拉动个人消费支出环比上行 2.35%。表明美国个人消费情况目前随着可支配收入提升有所改善, 并且随着疫苗接种率持续上行, 疫情如果顺利进入后期, 消费需求可能会进一步扩大。同时, 密歇根消费者信心指数也在 3 月重回上行趋势, 显示消费者对于美国经济、就业等基本面恢复的信心有所提振。但是, 值得注意的是, 一季度收入, 包括消费的上行, 明显受政府提供刺激支票的影响较大, 那么政府刺激措施推出后, 消费能否稳住当前的上行局面仍有待考证。

图 3.2.3: 美国消费支出受个人可支配收入上行拉升 (%)



数据来源: Wind 南华研究

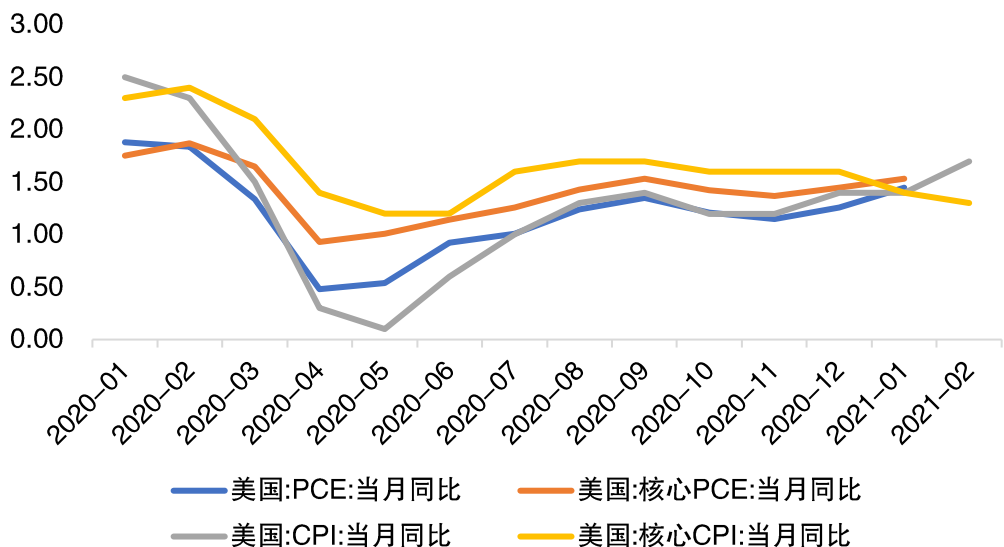
图 3.2.4: 美国消费者信心指数正当向上



数据来源: Wind 南华研究

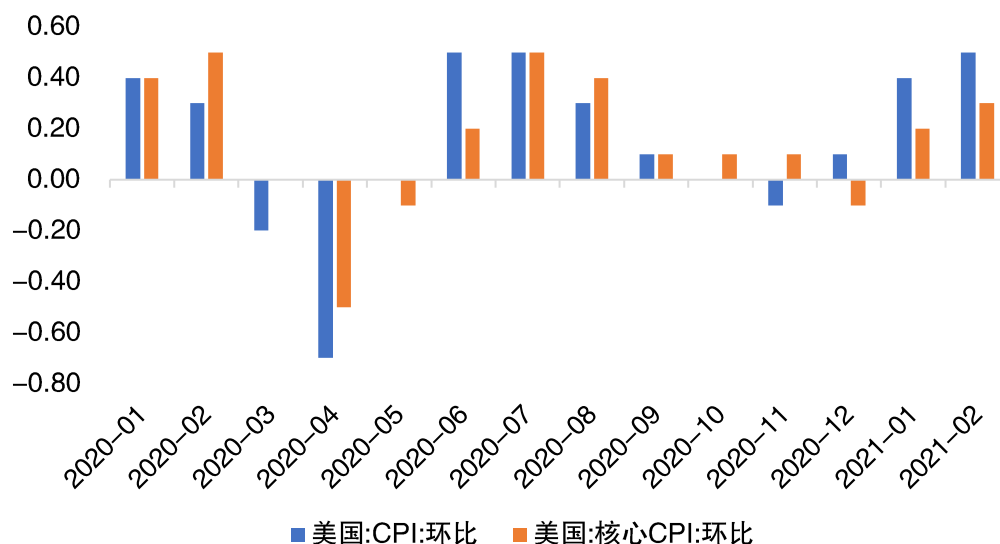
关于通货膨胀方面（一季度备受关注和引起美元指数波动的重要因素），首先我们看一下截至 2 月的相关数据。2 月 CPI 同比较 1 月上行 0.3 个百分点至 1.7%，一季度整体上行，核心 CPI 较 1 月下行 0.1 个百分点至 1.3%，一季度整体下行，环比数据 1、2 月均处于上涨，并且幅度较大。意味着一季度 CPI 上行更多的受食品和石油价格上行影响，并且通胀上行速度提升，目前通胀率仍处于 2% 以内，通胀水平较为温和。PCE 相关数据稍微滞后，从一月的数据来看，PCE 同比与核心 PCE 同比均为出现明显上升，整体维持去年 8 月以来的震荡走势，距离 2% 的长期通胀目标仍有相当距离。

图 3.2.5: 美国通胀温和上行(%)



数据来源: Wind 南华研究

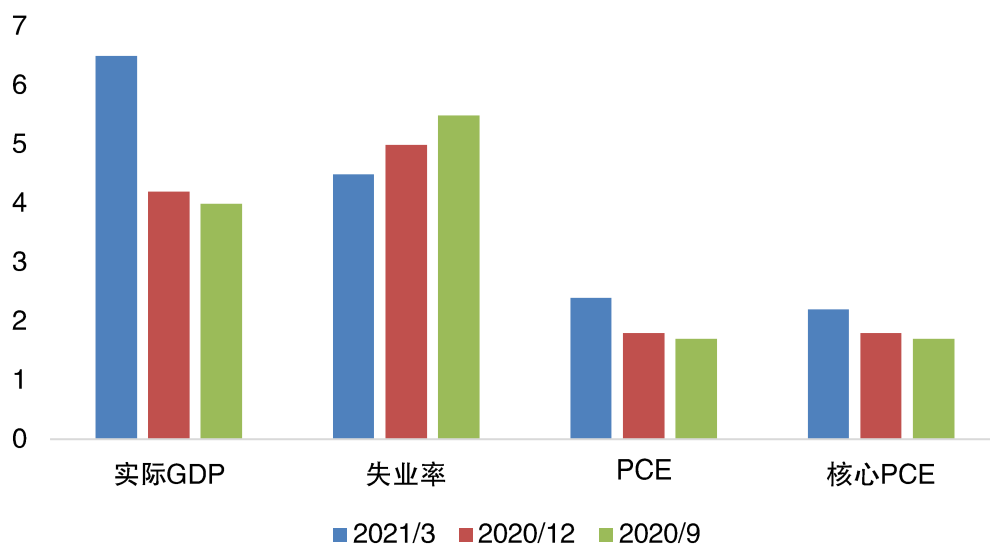
图 3.2.6: 美国通胀指标环比明显上行(%)



数据来源: Wind 南华研究

展望美国后续经济走势,从汇率的角度出发,我们认为随着疫苗的加速接种,预计就业、消费等均会进一步改善,同时政策面仍处于宽松的大环境中,美国经济复苏乐观,虽然目前显示的通胀数据还较为温和,但是未来通胀持续攀升基本是大势所趋。从下图可以看到,美国对于 2021 年经济预测整体上行, PCE 预计突破 2%。那么尽管美联储议息决议包括官员多次讲话均偏鸽派,短期没有加息的打算,但是随着通胀预期越演越烈,大概率远期会缩表,那这就表现为减少远期国债的购买,长期国债价格下降即美国长期国债收益率上行。本质上表明美联储从远期着手在收紧流动性,推动美元指数上涨。

图 3.2.7: 美国上调 2021 年整体经济预测

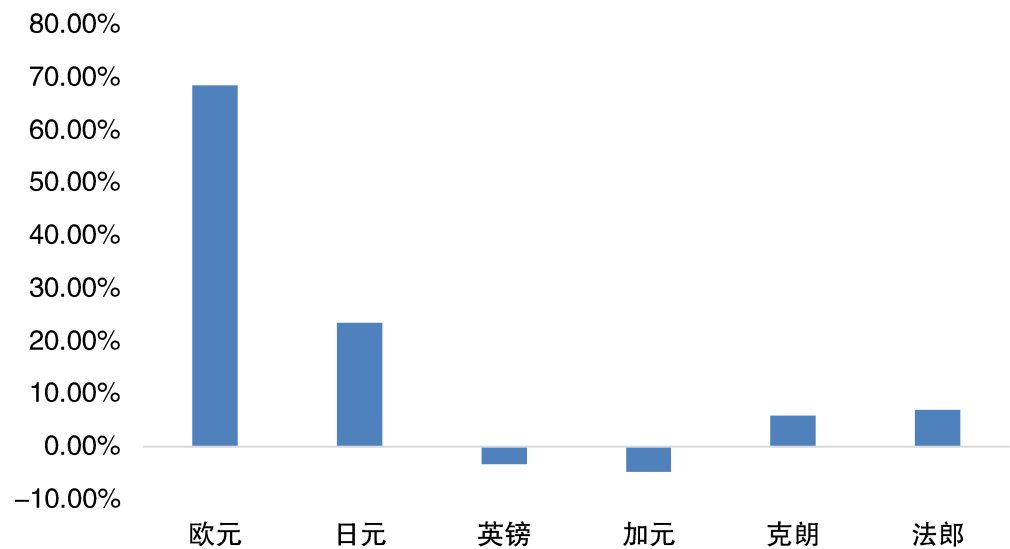


数据来源: 公开信息整理 南华研究

3.2.2. 美强欧弱，做空美指头寸开始动摇

美元指数由计算 6 种货币对美元汇率变化的加权几何平均得到，样本国货币及权重分别为：欧元（57.6%）、日元（13.6%）、英镑（11.9%）、加元（9.1%）、瑞典克朗（4.2%）、瑞士法郎（3.6%）。截至 3 月 24 日，美元指数上涨 2.99%，样本国货币对于美元指数上涨的贡献率如下图所示，其中欧元兑美元贬值对于美元指数的上涨贡献率高达 68.53%，我们就重点对美欧经济对比情况进行梳理。

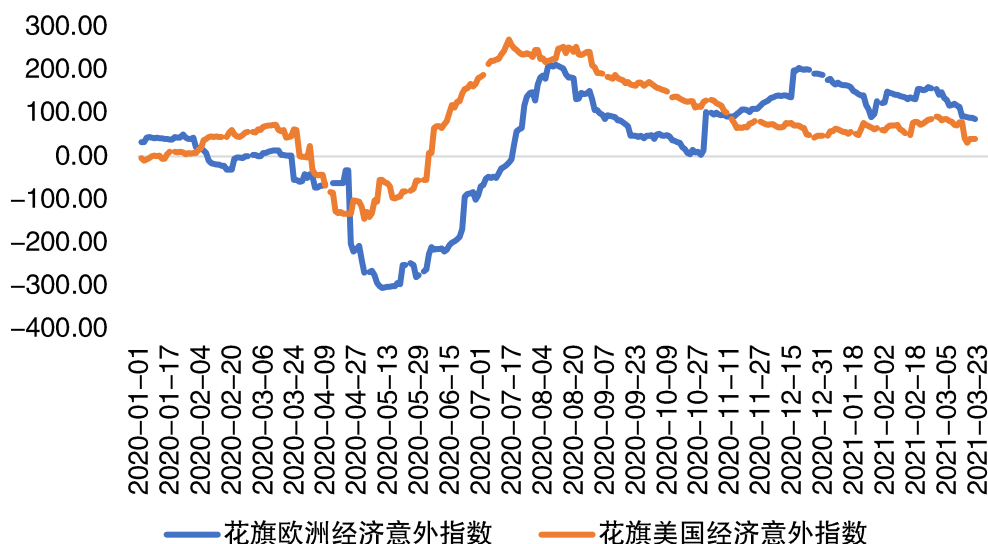
图 3.2.8: 美元指数样本国货币对于美元指数上涨贡献度中，以欧元为主



数据来源: Bloomberg 南华研究

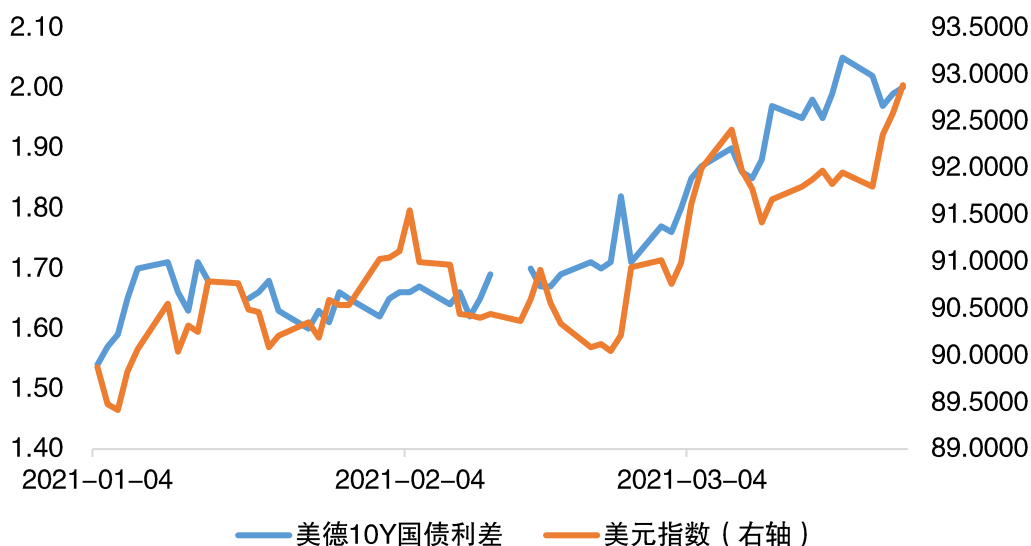
从花旗经济意外指数的角度来看，美国经济意外指数整体呈现震荡走势，而欧洲经济意外指数呈现明显的下降。近期美德利差延续上涨，由于欧洲央行更加鸽派，预计将进一步实施宽松政策，因而美德中短期有进一步上升空间，从跨境套利的角度看利多美元指数。美国经济在疫情后期，恢复速度明显领先全球其他国家，预计在二季度仍将维持美强欧弱的局面，两个指标明确了美元指数在二季度易涨难跌的局面。

图 3.2.9: 欧洲经济超预期逐步下行, 美国经济超预期维持震荡



数据来源: Wind 南华研究

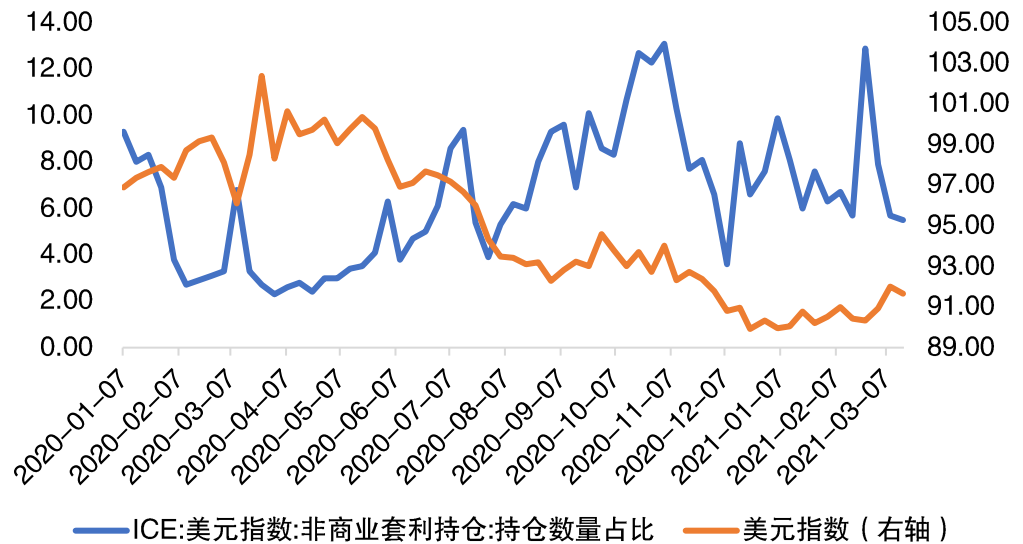
图 3.2.10: 美德利差处于上升走势, 支撑美指上行



数据来源: Wind 南华研究

从交易的角度来看, 今年一季度美元指数非商业多头持仓占比相较于 2020 年的占比呈现震荡下降走势, 做空美元的投机头寸开始动摇, 随着美元指数止跌反弹, 空头将逐步回补。我们从图中可以看到, 空头头寸下滑要早于美元指数的反弹, 市场情绪指标对美元指数上涨提供了向上倾斜的支持。

图 3.2.11：一季度做空美指头寸开始动摇(左轴：%)



数据来源：Wind 南华研究

3.2.3. 美国政策“无声”收紧

3 月 18 日，美联储 3 月议息会议决定利率维持在接近于零的水平，并继续实施资产购买计划（每月至少购买 1200 亿美元债券）；再次重申维持当前 QE 直至经济取得实质性进展；委员会预计基准利率在 2023 年前将维持不变，但近四成官员预期 2023 年加息：上调两年内 GDP 增速预期和三年内通胀预期。整体看起来仍然是鸽声一片。

我们结合目前的经济形势具体来看，美国经济预测整体大幅提升，PCE 同比增长预计今年超过 2%，同时，预计 2023 年加息的官员有近四成，意味着美联储转向也并不遥远。单看今年二季度，由于前期疫情重创，美国仍以经济修复为主要目标，不会有明显的收紧，但是伴随通胀上升，预计市场关于美国再通胀、政策紧缩的预期会不断提升，因而会出现经济上行与市场紧缩预期之间的博弈，但是预计整体对美元指数更多的是向上的支撑。前期关于美国大放水，市场整体预计美元疲弱的观点有所转变，目前来看美联储会采取较温和的手段来逐步收紧，二季度处于在经济扩张与政策收紧的轮动中，在没有明显政策收紧的情况下，乐观的经济预期会为美指提供支撑偏多，但是整体美指上行的空间也较为有限。

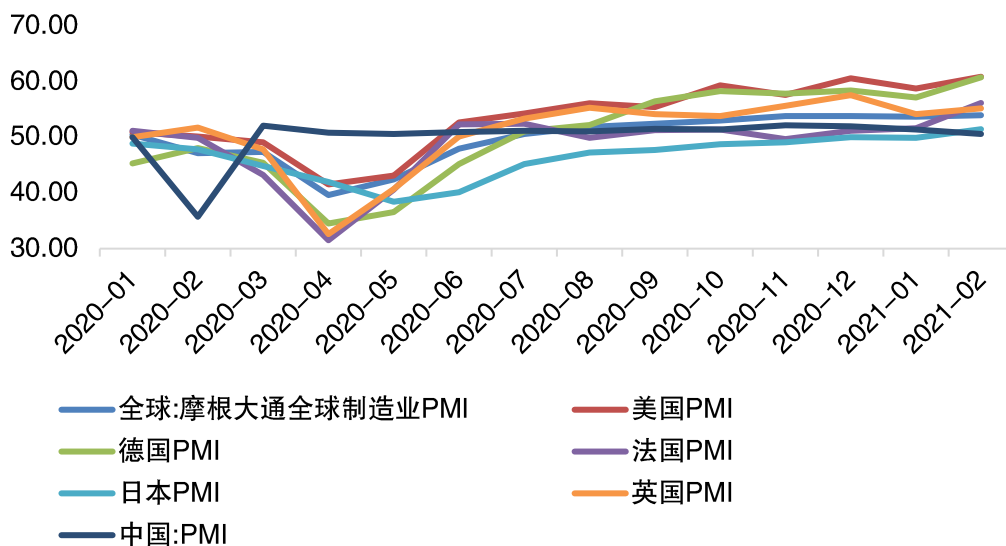
第4章 国内各因素对人民币支撑每况愈下

一季度我国经济基本面整体仍然处于复苏良好的态势，但是相较于海外的领先复苏优势逐步消失殆尽，其对于人民币汇率的支撑也逐步减弱，基本与我们去年年报分析相符，但是海外的复苏速度要比我们预期的快。同时，国内货币政策稳健适中，相较去年有所收紧，美国债券收益率上涨压制中美利差走低，国内对于人民币前期重要的升值推动力量均呈弱势。下面我们具体来进行分析。

4.1. 我国经济复苏良好，但优势渐失

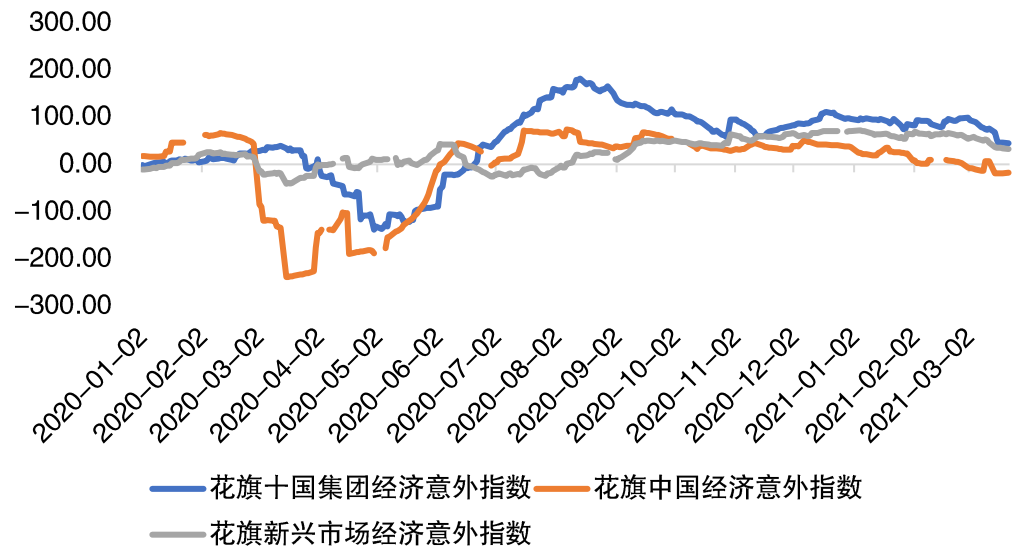
观察我国及全球发达国家今年以来制造业 PMI 走势，我国自去年 11 月 PMI 达到峰值已连续回落三个月，而反观海外发达国家截至今年 2 月，制造业 PMI 数据仍以上升为主。从中国与 G10 和新兴市场的经济意外指数对比可以看出，G10 从去年年中经济超预期复苏态势就已经超过中国，而新兴市场也在 10 月左右超预期复苏态势超过中国。伴随海外经济逐步恢复，我国去年疫情得到控制，经济复苏领先优势逐步收窄。具体来看，1 月制造业 PMI 为 51.3%，较上月回落 0.6 个百分点，主要受 1 月部分地区聚集性疫情以及就地过年政策影响。1 月制造业的供给、需求继续维持扩张，但速度明显放缓；海外疫情反复导致外贸企业订单减少，对外需造成明显抑制。2 月制造业 PMI 为 50.6%，较上月回落 0.7 个百分点，但仍处于枯荣线上方。2 月景气水平较上月回落主要是因为春节假期在 2 月中旬，假期因素对于 2 月企业生产经营影响较大，导致制造业市场活跃度下降，属于正常的季节性回落。

图 4.1.1：全球 PMI 数据整体上行，我国优势渐失



数据来源：Wind 南华研究

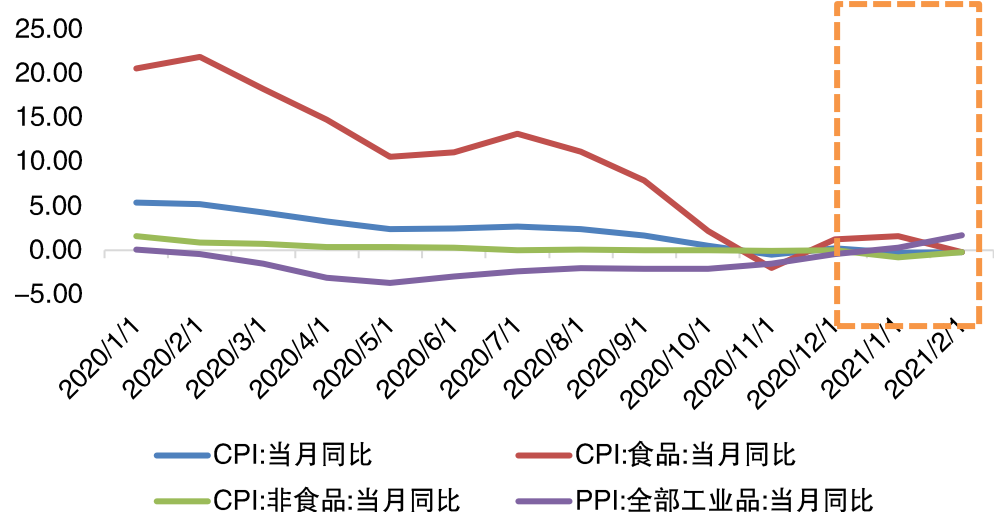
图 4.1.2: 经济意外指数显示我国经济超预期复苏程度逐步落后



数据来源: Wind 南华研究

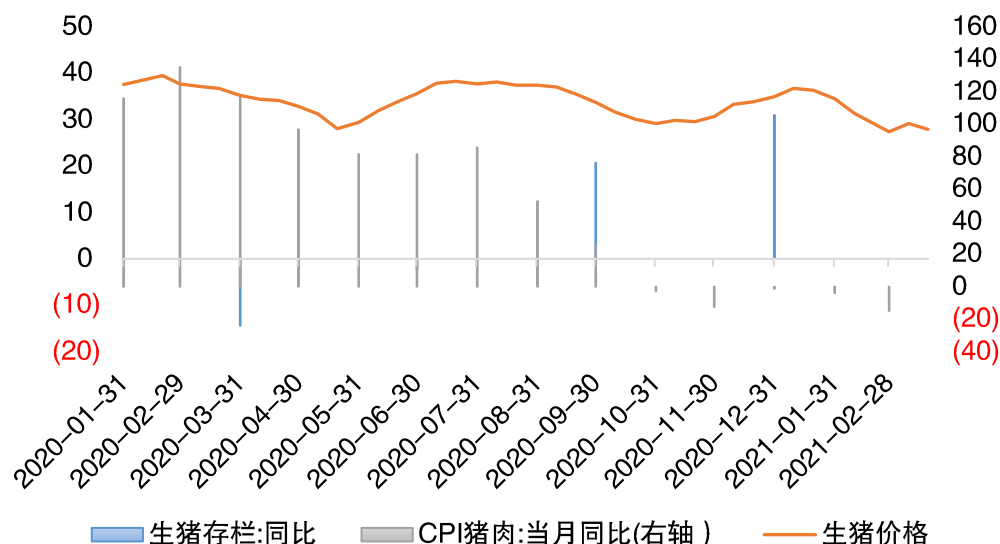
通胀方面, 1 月 CPI 当月同比-0.3%, 2 月小幅收敛至-0.2%。从数据来看, 1 月 CPI 同比下降主要受非食品项拖累(由于春节错位造成的高基数效应)。2 月环比上涨主要受非食品项数据改善以及春节错位因素影响, 食品项 2 月受去年同期基数较高影响, 同时生猪存栏回升和猪肉价格基数上升, 猪肉价格从高位回落同比出现负值对 CPI 贡献为负。PPI 方面, 延续前期涨势, 截至今年 2 月同比上涨 1.7%, PPI 本轮的上行主要是受大宗商品价格上涨拉动, 存在输入型通胀的特点。从图中可以看到 2 月 PPI 同比增速与 CPI 同比增速剪刀差扩大, 2 季度预计工业品仍有上涨空间, 而上下游传导不畅通的环境下, 预计 2 季度通胀不会掣肘货币政策。

图 4.1.3: 2021 年一季度 CPI 及 PPI 剪刀差扩大 (%)



数据来源: Wind 南华研究

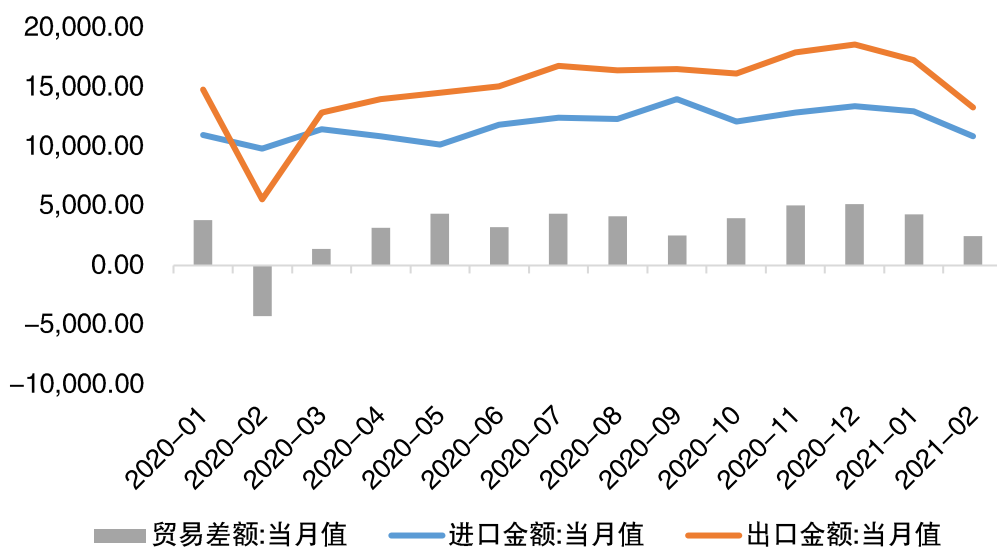
图 4.1.4: 猪肉价格助推 CPI 上行(左轴: 元/千克, 右轴: %)



数据来源: Wind 南华研究

进出口方面, 今年以来, 我国贸易差额顺差逐步收窄。据海关统计, 今年前 2 个月, 我国货物贸易进出口总值 5.44 万亿元人民币, 同比增长 32.2%。其中, 出口 3.06 万亿元, 同比增长 50.1%; 进口 2.38 万亿元, 同比增长 14.5%; 贸易顺差 6758.6 亿元, 去年同期为逆差 433 亿元。进出口同比大幅增加主要受去年新冠疫情爆发带来的低基数影响。出口的大幅上涨还与海外疫情改善, 欧美经济复苏生产、消费景气度回升带动外需上扬息息相关。进口方面, 我国经济总体仍然处于良好的复苏态势, 大宗商品价格上行, 推高进口总额。后续贸易差额走势需关注海外疫苗接种情况以及供应链修复情况。

图 4.1.5: 贸易差额出现逆差 (单位: 亿元)



数据来源: Wind 南华研究

4.2. 货币政策稳健适度，交易结汇提升

截至今年 2 月，M2 与社会融资规模存量增速同步加快，市场流动性充裕。具体来看，M2 同比上涨 10.1%，社融存量同比增长 13.29%，主要原因是 2 月包含春节假期，就地过年的环境下企业贷款需求可能提前释放，而居民存款增加消费减少。此外，国内经济复苏良好，海外经济复苏也初见眉目，内外需求共同拉动融资需求回升。与以上两个指标不同，M1 从数据上可以看出，增速环比下滑接近一半，仅增长 7.4%。究其原因，一是因为今年春节假期与去年春节错位的季节性因素；二是因为开年股市、基金的热潮分流部分资金。

图 4.2.1：货币供应量同比增速因季节因素波动（%）

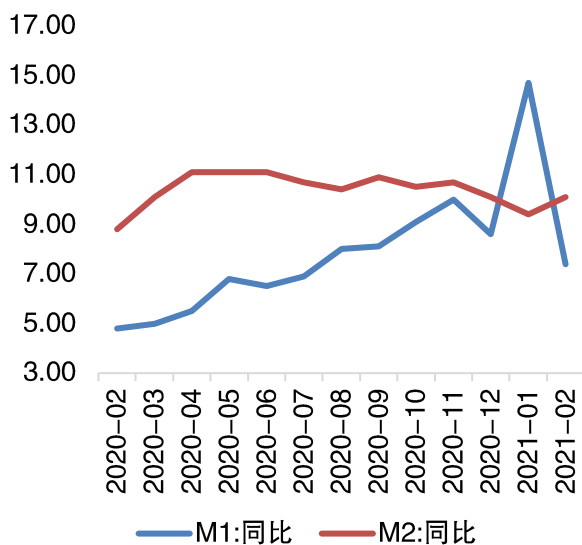
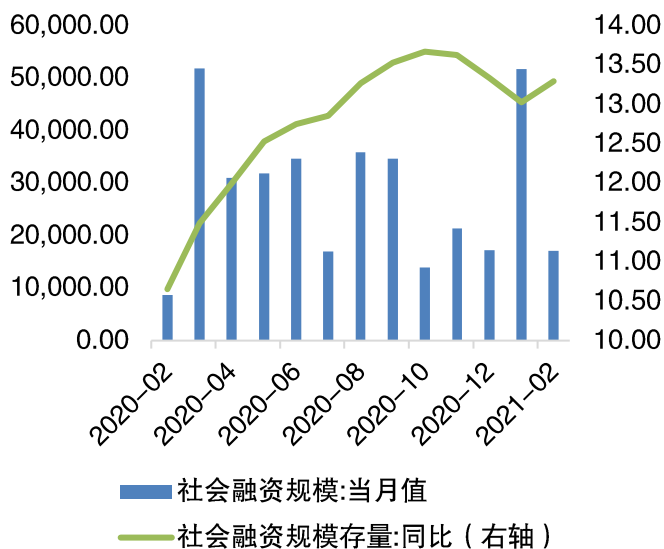


图 4.2.2：社融规模受就地过年影响上涨（左轴：亿元，右轴：%）



数据来源：IMF 南华研究

数据来源：BIS 南华研究

今年以来货币政策稳健适度，没有“急转弯”，从市场流动性来看，2 月份较 1 月甚至略有放松。2020 年四季度的货币政策执行报告中，关于下一阶段政策思路由去年第三季度的“灵活适度”变成了“灵活精准”，意味着今年直达实体经济的货币政策可能会继续创新，国家的放水要精准惠及实体经济。另外，从“引导市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率波动”可以看出，央行可能对资金波动放大的容忍度在提升，当资金稳定时，金融机构加杠杆的特征较为明显，而资金波动放大可以适当抑制金融机构加杠杆套利的行为，这也将一定程度上扩大汇率的双向波动走势。2021 年央行货币政策委员会召开的一季度例会所释放的观点也基本以“合理”、“稳健”为关键词，指出增强人民币汇率弹性，进一步辅助验证扩大汇率的双向波动的观点。

表 4.2.1：一季度货币财政政策稳健适度

2020 年四季度	2020 年三季度
稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。综合运用中期借贷便利、公开市场操作、再贷款、再贴现等多种货币政策工具，满足金融机构合理的短期、中期、长期流动性需求，操作上	稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向。完善货币供应调控机制，综合运用中期借贷便利、公开市场操作、再贷款再贴现等多种货币政策工具保持流动性合理充裕，

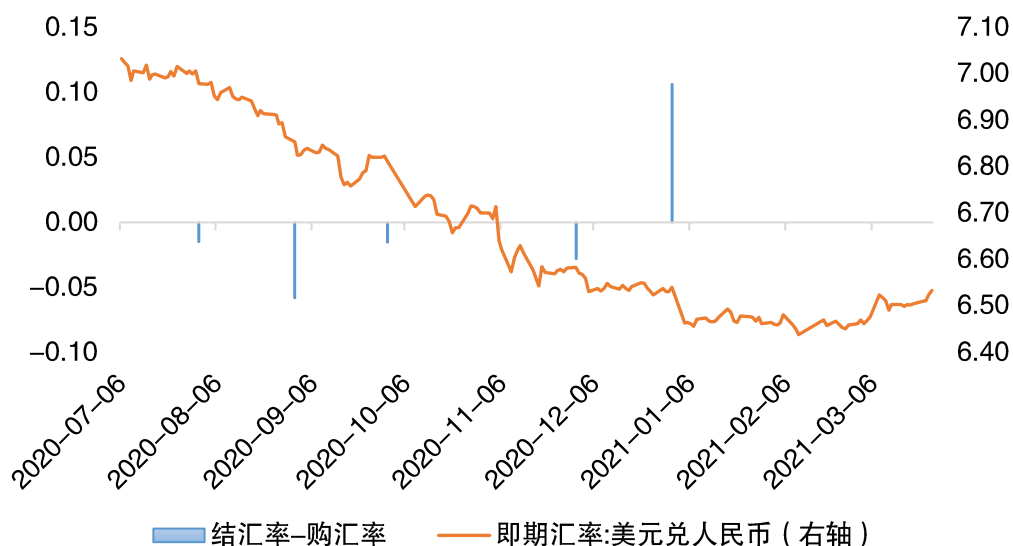
精准有效,既保持流动性合理充裕,也不搞大水漫灌。完善中央银行调节银行货币创造的流动性、资本和利率约束的长效机制,把**好货币供应总闸门**,将经济保持在潜在产出附近。引导市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率波动。

把**好货币供应总闸门**,保持广义货币供应量和**社会融资规模增速同反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配**,支持经济向潜在产出回归。引导市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率平稳运行。

资料来源:南华研究

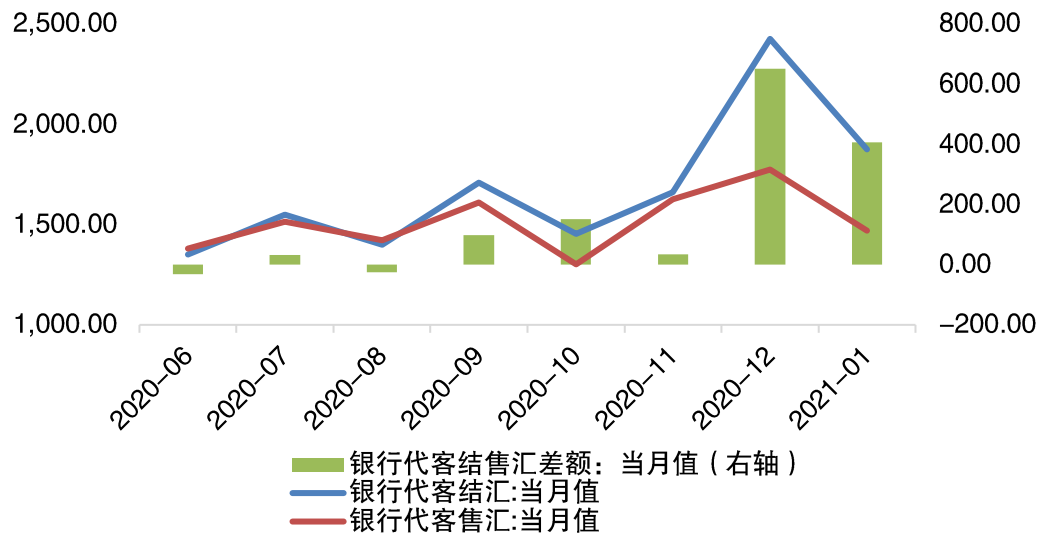
截止 2021 年 1 月,数据显示结汇率与购汇率差额由负转正,表明伴随人民币汇率由强转弱,人民币继续贬值预期上升,结汇意愿也随之提升。客盘为逢低购汇,逢高结汇的逆周期区间操作。具体来看,首先,1 月代客结售汇市场延续前期净结汇格局,并且从去年 12 月开始,净结汇大幅提升,1 月净结汇 407.09 亿美元,虽然较去年 12 月小幅下降,但是相较于去年大部分时间低于 200 亿以上的规模仍处于较高的净结汇水平,银行代客远期结售汇延续净结汇。其次,结合 1 月转正的结汇率与售汇率差值,反映出一季度开始整体在客盘方面结汇意愿提振。在一定程度上体现出在汇率整体上来看单边升值告一段落,市场逢高结汇意愿开始释放。

图 4.2.3: 三季度人民币升值,购汇意愿提升



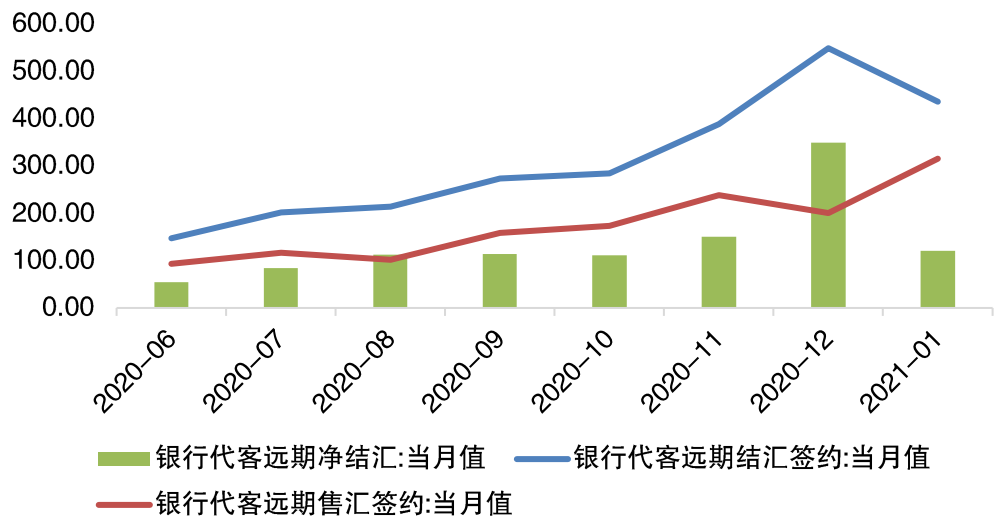
数据来源: Wind 南华研究

图 4.2.4: 银行代客结售汇差额大幅提升, 结汇意愿上行 (单位: 亿美元)



数据来源: Wind 南华研究

图 4.2.5: 银行代客远期延续净结汇 (单位: 亿美元)



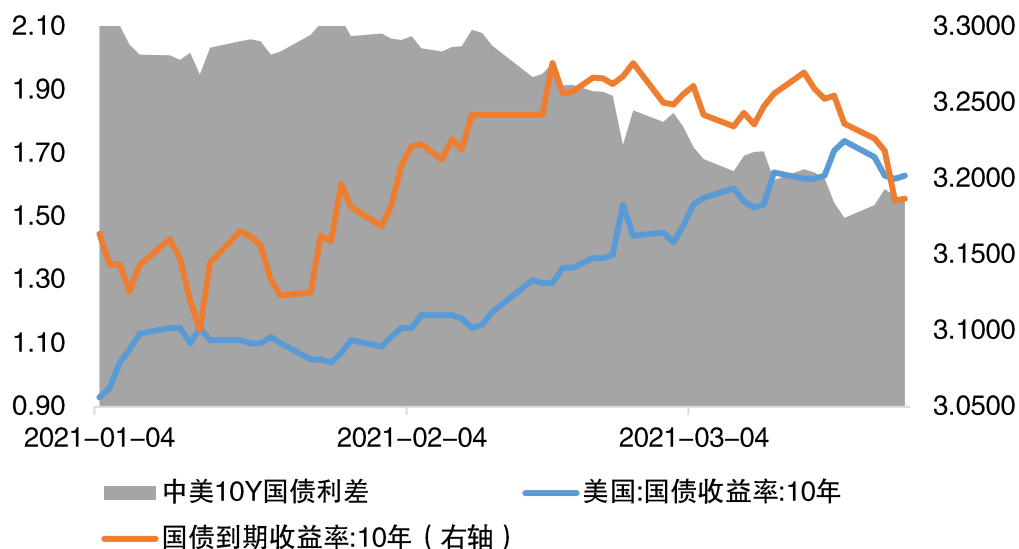
数据来源: Wind 南华研究

4.3. 多重因素推升美债收益率, 中美利差收窄

从下图可以看出, 2021 年一季度中美利差在 1 月份整体为震荡走势, 从 2 月初开始呈现下行趋势。具体来看, 一季度我国 10 年期国债到期收益率在一月底到二月底震荡向上, 其余时间均为区间震荡走势; 美国 10 年期国债到期收益率从 2 月开始逐步上涨。国内方面, 我国 10 年期国债收益率在 1 月底开始为期约一个月的上涨, 其余时间表现为震荡, 主要是由于春节前期, 市场对于央行放水来缓解春节资金紧张的预期浓烈, 但是央行货币政策委员会委员马骏表示, 资产泡沫较大, 货币政策要适度收紧去应对,

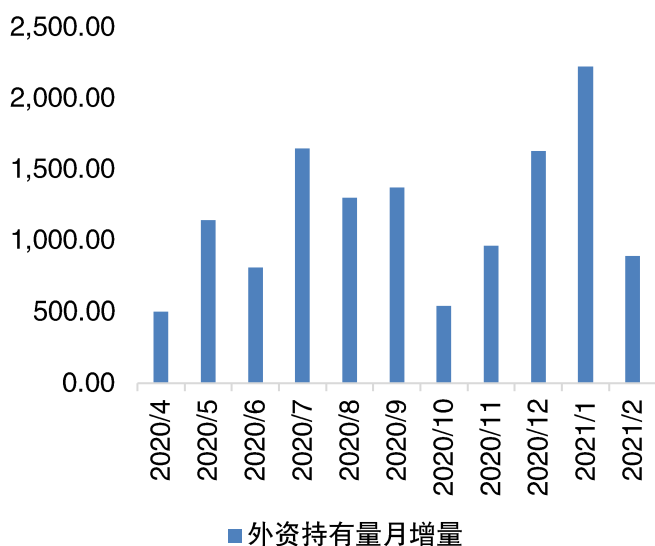
再叠加公开市场操作有回笼资金的情况出现，后期投放也不及预期，推动债券收益率上行。此外，2 月外资持有债券月增量明显减少，在一定程度上减少了对债券价格的支撑。

图 4.3.1：一季度 10Y 中美利差逐步收窄(%)



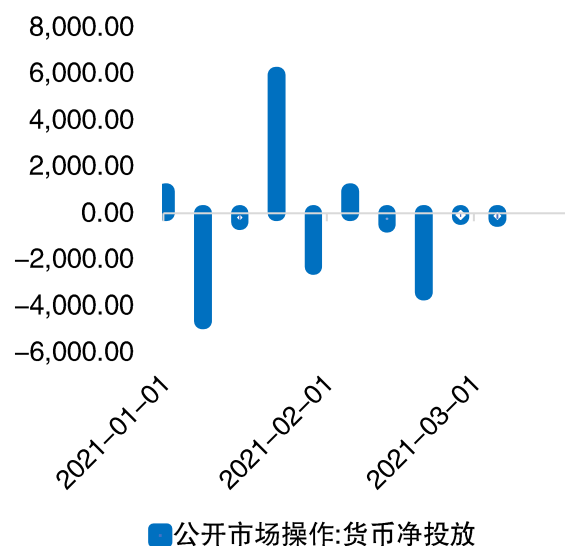
数据来源：Wind 南华研究

图 4.3.2：外资持有量月增量 2 月下行（亿元）



数据来源：Wind 南华研究

图 4.3.3：公开市场操作不及预期（亿元）

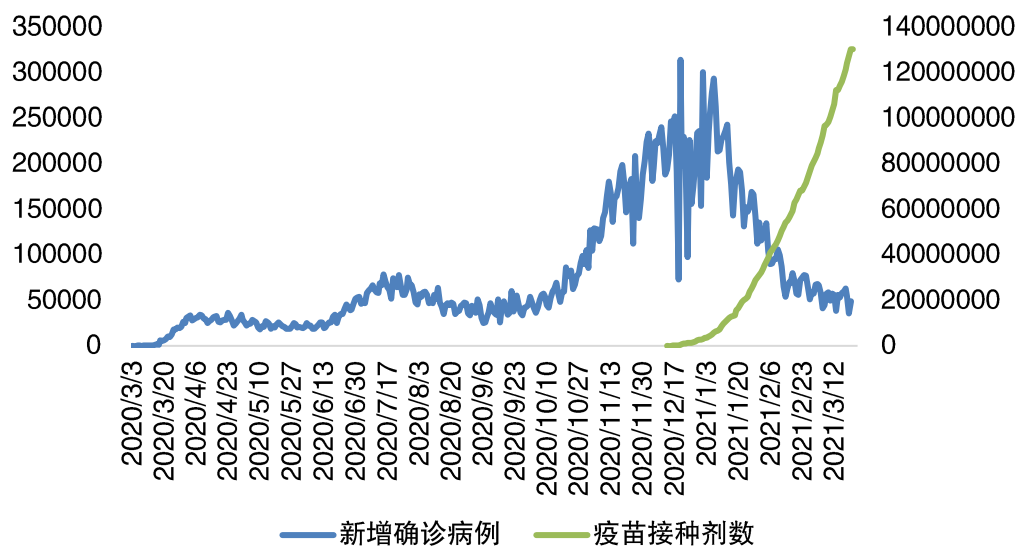


数据来源：Wind 南华研究

美国债券收益率上行主要有以下原因：一方面，通胀预期强烈。新冠疫情得到控制，疫苗接种率上涨，美国经济复苏预期十分乐观，叠加拜登的 1.9 万亿美元刺激计划和美联储的持续鸽派（官员多次讲话表明政策会继续维持宽松，3 月议息会议美联储维持低利率未进行加息操作并继续维持大量资产购买，直至经济进一步复苏，缩减购债预期落空。另外，美联储表明看到数据接近目标，才会减慢债券购买速度，同时美联储点阵图

也释放鸽派信号），市场上对于美联储再通胀预期水涨船高。此外，再通胀交易、大宗商品价格上涨也进一步提升通胀预期。另一方面，美联储最新总负债为 7.54 万亿美元，相较去年年初疫情爆发前为 4.2 万亿美元左右，新增了 3.3 万亿美元左右，而美联储公布的数据显示去年美联储一共增持了 2.37 万亿美元的美国国债，相当于美联储自发自买又向市场释放出这么一笔资金。另外，2020 年至今美国新发行国债规模达到 6 万亿美元之多，债市供给压力下价格下跌，美国国债投资价值下降进而推动国债收益率上涨。同时，海外投资者增持美债意愿下降，在国债供给增加需求减少的压力下，债券收益率走高。而随着美债收益率走高，抛售引发更多抛售，叠加财政刺激美债供给继续放量，债券供给量将进一步增加，导致美债收益率上行压力持续升温。

图 4.3.4：美国新增比例减少，疫苗接种速度加快（左轴：人，右轴：剂）



数据来源：Bloomberg 南华研究

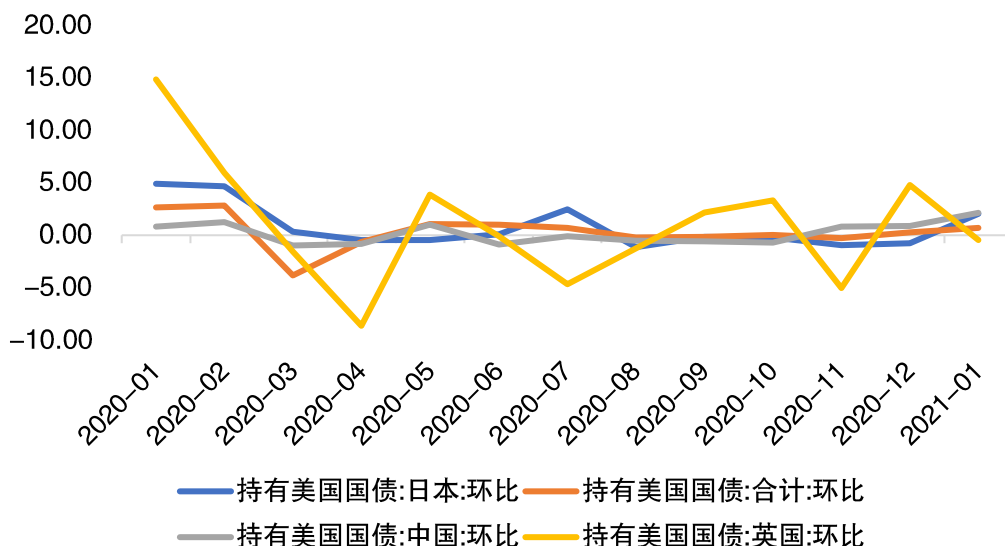
表 4.3.1：鲍威尔多次发表偏鸽派言论，但仍需警惕

时间	会议	观点
2021/3/25	鲍威尔国会证词	美联储主席鲍威尔表示，随着经济好转，将逐步减少所购买的美国国债和抵押贷款支持证券数量，并在经济几乎完全恢复之时，撤回在紧急时期提供的支持。
2021/3/22	鲍威尔国会证词	鲍威尔再一次强调目前美国经济的复苏已经显著改善，但还远未完成，美联储将持续充分利用手头工具支撑经济。
2021/3/18	美联储议息决议	继续维持联邦基金基准利率不变和保持每月一定规模的债券购买计划外，美联储点阵图也释放鸽派信号
2021/3/5	鲍威尔隔夜讲话	通货膨胀率将会暂时有所上升，但这些波动将不足以让美联储提高利率。

2021/2/25	鲍威尔国会证词	货币政策方面，他重申了2月23日参议院听证会表态，称将继续按当前速度购买资产。
2021/2/23	参议院金融服务委员会	美国经济离美联储的就业和通胀目标还有很长的路要走。因此，美联储将继续以接近零利率和大规模资产购买来支持经济。
2021/2/11	纽约经济俱乐部讲话	鲍威尔：没有考虑缩减资产负债表。
2021/1/28	1月议息会议	维持利率水平和购债指引不变，鲍威尔表示美国经济距离全面复苏仍有距离，目前还不到谈论QE退出的时候。
2021/1/15	普林斯顿大学线上会议	鲍威尔强调延续宽松货币政策，对于加息时机的问题只能说“近期不太可能”，同时表态眼下并不是讨论美联储退出宽松政策的时机。

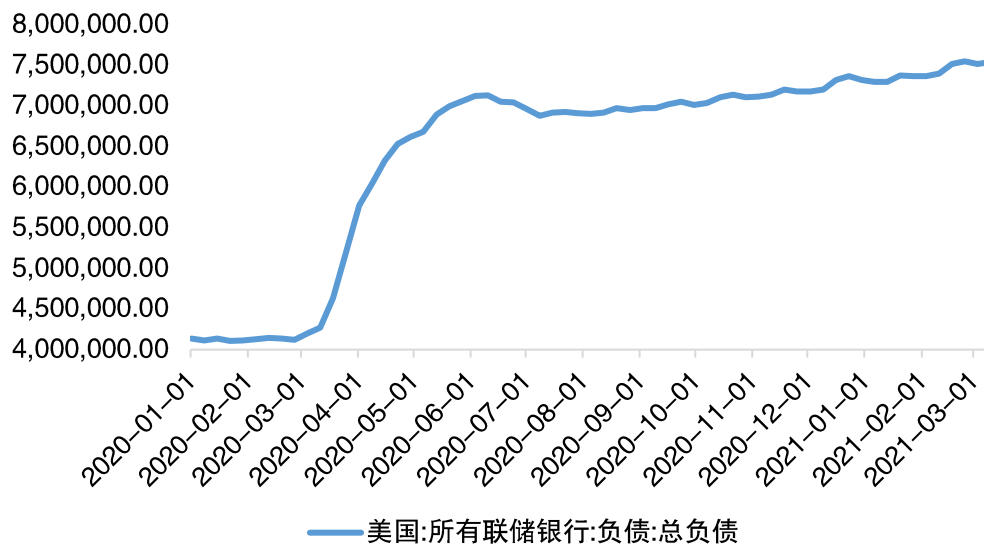
资料来源：南华研究 公开信息整理

图 4.3.5：自海外疫情爆发，外资持有美国国债意愿下降（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 4.3.6: 美国负债总额大幅扩大 (扩表) (百万美元)

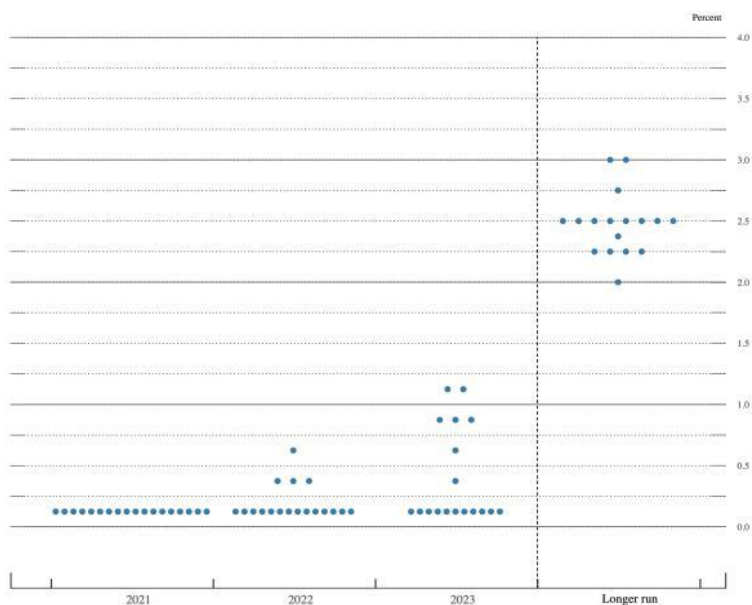


数据来源: Wind 南华研究

图 4.3.7: 18 位官员中 7 位认为 2023 年美联储至少加息一次; 4 位预计在 2022 年至少加息一次

For release at 2:00 p.m., EDT, March 17, 2021

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



资料来源: Wind 南华研究

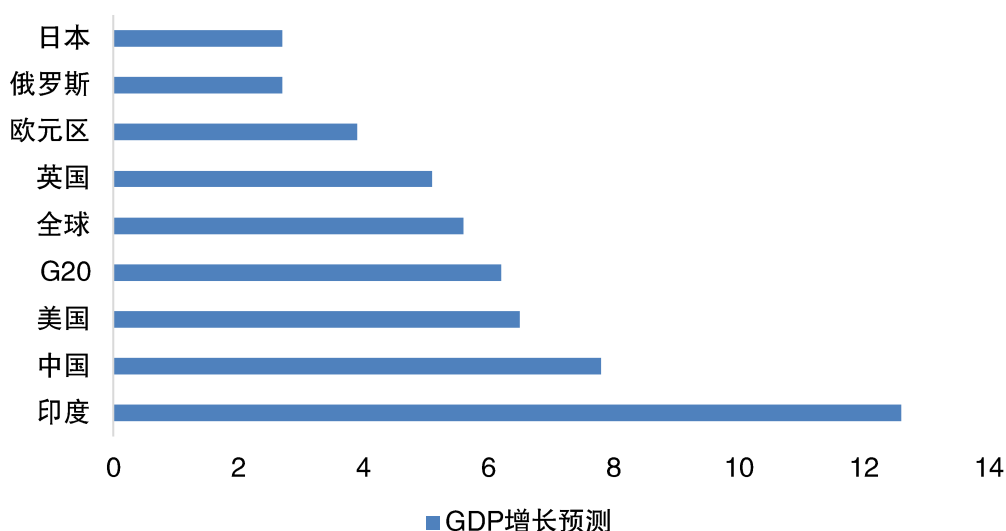
4.4. 国内重点影响因素展望

一季度在底基数效应下，GDP 增速可能高达 18%左右，二季度，我们预计 GDP 增速在 7.6%附近。3 月 9 日，OECD 对于 2020 年全球经济 GDP 预测均上调（具体见下图），全球经济复苏形势逐步明朗。但就国内经济而言，整体逐步回归常态化增长，但是如果从美元兑人民币汇率的角度出发，要衡量中美两国经济增速的相对水平，我国经济增速处于相对弱势，预计二季度对于我国汇率提供弱支撑，在没有其他突发事件干扰的情况下，可以缓解人民币汇率贬值幅度。

货币政策方面，预计仍以稳健适度为基调，美联储短期不加息，我国预计在二季度也不会有明显的操作，主要是公开市场操作上的宽松与收紧博弈，但是整体影响不大，不是二季度影响汇率变动的主要因素。

中美利差预计会在美债收益率继续上行的情况下有所收窄，目前国内债券收益率基本在流动性博弈中维持区间震荡。值得注意的是，美联储官员此前提到如果美债收益率曲线陡峭到一定程度，导致货币政策实际上不如美联储想象的那样合适，那么美联储就可以通过调整所购买债券的期限，将长端利率降下来。所以中美利差即使收窄，也有一定的限度，预计整体较为温和，在一定程度上给美指提供支撑，利空人民币。

图 4.4.1: OECD 上调全球经济增速预测(%)



数据来源: OECD 南华研究

第5章 外汇政策：“稳”字当头，注重预期引导

为维持人民币在合理范围内的均衡稳定，2021 年一季度央行新出台的外汇政策集中在稳汇率及扩大对外开放上。

表 5.1.1：2021 年一季度央行外汇政策侧重于稳汇率及扩大对外开放

日期	具体举措	政策目的
2021.1.4	为贯彻落实党中央、国务院关于扎实做好“六稳”工作、全面落实“六保”任务的决策部署，推动形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，人民银行会同发展改革委、商务部、国资委、银保监会、外汇局联合发布《关于进一步优化跨境人民币政策支持稳外贸稳外资的通知》（银发〔2020〕330 号，以下简称《通知》），自 2021 年 2 月 4 日起实施。	扩大对外开放
2021.1.5	中国人民银行、国家外汇管理局调整境内企业境外放款宏观审慎调节系数，由 0.3 上调至 0.5。	稳汇率
2021.1.7	中国人民银行、国家外汇管理局决定将企业的跨境融资宏观审慎调节参数由 1.25 下调至 1。	稳汇率
2021.2.19	中国人民银行在香港成功发行了两期人民币央行票据，其中 3 个月期央行票据 100 亿元，1 年期央行票据 150 亿元，中标利率分别为 2.70% 和 2.74%。	稳汇率；滚动发行、借新还旧
	国家外汇管理局资本项目管理司司长叶海生表示，2021 年将研究有序放宽个人资本项下业务限制，修订境内个人参与境外上市公司股权激励计划的管理规定，取消年度购付汇额度限制，优化管理流程；研究论证允许境内个人在年度 5 万美元便利化额度内开展境外证券、保险等投资的可行性；配合人民银行做好粤港澳大湾区“理财通”试点。	扩大对外开放
2021.3.12	中国人民银行、国家外汇管理局决定在深圳、北京开展跨国公司本外币一体化资金池业务首批试点，进一步便利跨国公司企业集团跨境资金统筹使用。	扩大对外开放

资料来源：公开资料整理 南华研究

从央行《四季度货币政策执行报告》看，整体和 2020 年三季度货币政策执行报告一致，重点仍然在于“发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器作用”、“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”、“完善人民币跨境使用的政策框架和基础设施

施”等表述上。在去年人民币的一波快速上涨之后，央行仍在《四季度货币政策执行报告》中表示“人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定”，表明其对人民币汇率的波动幅度容忍度提高，更加倾向于货币政策独立性和资本自由流动。

表 5.1.2: 2020 年三、四季度货币政策执行报告重点表述一致

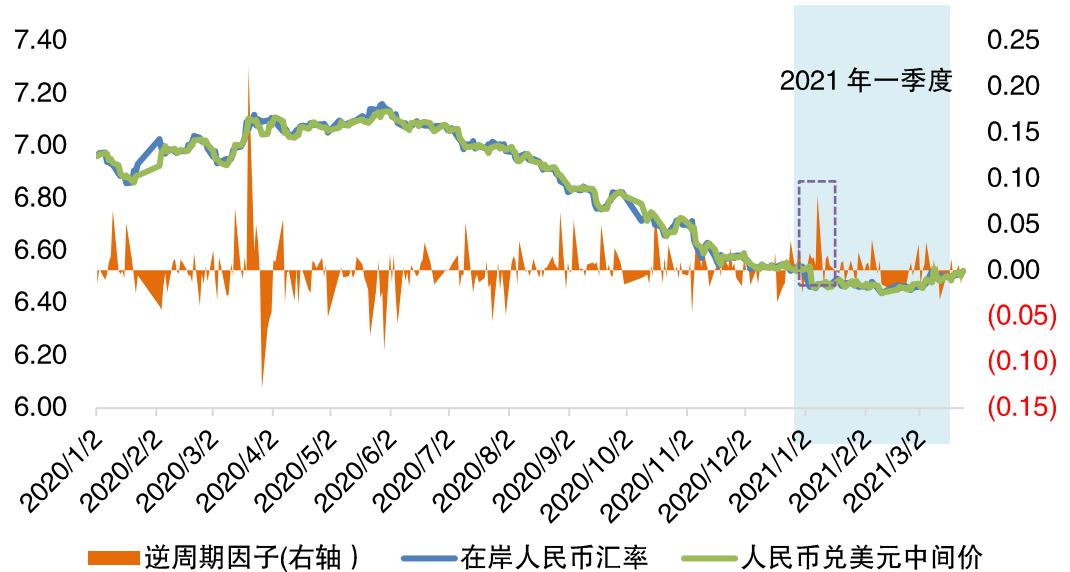
报告内容	
2020 年三、四季度	人民币汇率以市场供求为基础双向浮动，弹性增强，市场预期平稳，跨境资本流动有序，市场供求平衡。 稳步深化人民币汇率市场化改革，完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，保持人民币汇率弹性，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器作用。稳定市场预期，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

资料来源：中国人民银行官网 南华研究

央行有三大稳汇率主方向：稳币值、稳预期、稳机制。作为央行三稳中之一的稳预期，是指通过合理有效的方式引导市场预期，形成升贬平衡的人民币汇率预期。在 2021 年首周的交易中，离岸人民币汇率一度高出在岸人民币汇率升值方向 800 个基点，由于离岸市场更能体现市场预期，这表明人民币升值情绪非常强烈。针对这种情况，央行也在短期内连续采取措施缓解人民币升值预期，一方面下调企业跨境融资宏观审慎调节系数传递外币融资收缩信号，另一方面上调企业境外放款的宏观审慎调节系数传递放款人民币贷款信号，一收一放稳预期意图明显，短期带动汇率走势小幅回调。

2005 年汇改以来，人民币汇率中间价作为基准汇率对于引导市场预期、稳定市场汇率发挥了重要作用。央行可通过逆周期因子调整人民币汇率中间价，指导当日人民币即期汇率走势，尽量避免“羊群效应”带来的汇率走势一边倒的情形。根据南华逆周期因子模型，一季度逆周期因子总体呈正均值，整体调贬人民币汇率中间价约 25 个基点。根据经验，我们认为若逆周期因子数值超过正负 200 个基点表示央行有明显使用逆周期因子调整人民币汇率中间价。通过观察图 5.1.1 可以发现，在整个一季度，央行并未明显通过逆周期因子向市场释放维稳人民币汇率的信号，逆周期因子继去年四季度以来，连续二个季度坐上“冷板凳”。虽然在今年开年期间，人民币汇率因新年“新额度”叠加传统结汇潮，出现了一波强劲升值，逆周期因子也有出现较为明显的正值，此后人民币汇率也震荡走稳，但逆周期因子未超过 200 个基点，仅为 144 个基点（正值），低于我们认为的调控标准，在一定程度上表明中间价更好地反映市场对汇率走势的预期，央行对外汇市场的常态化干预已逐步弱化，正驶向退出的终点。

图 5.1.1: 2021Q1 逆周期因子坐上“冷板凳”（负值为调节人民币升值，正值为调节人民币贬值）



数据来源: Bloomberg Refinitiv Wind 南华研究

2021 年 1 月 6 日中国人民银行工作会议上, 将 2020 年 12 月 16 日至 18 日召开的中央经济工作会议提到发“深化汇率市场化改革, 保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”进一步诠释为“深化人民币汇率市场化改革, 加强宏观审慎管理, 引导市场预期, 保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。2021 年 1 月 8 日, 中国人民银行行长易纲日前就 2021 年金融领域热点问题, 接受了新华社记者采访。对于人民币汇率, 他表示, “2021 年将继续坚持市场在人民币汇率形成中发挥决定性作用, 优化金融资源配置。坚持有管理的浮动汇率制度。注重预期引导。实现人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。增强人民币汇率弹性。统筹推进金融业开放、人民币汇率形成机制改革和人民币国际化”。

综上, 我们预计, 未来央行会稳步加大外汇市场对外开放的力度并在更具规则性及透明度的政策沟通机制下, 有效管理和引导预期, 赋予人民币汇率更大的弹性。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点