

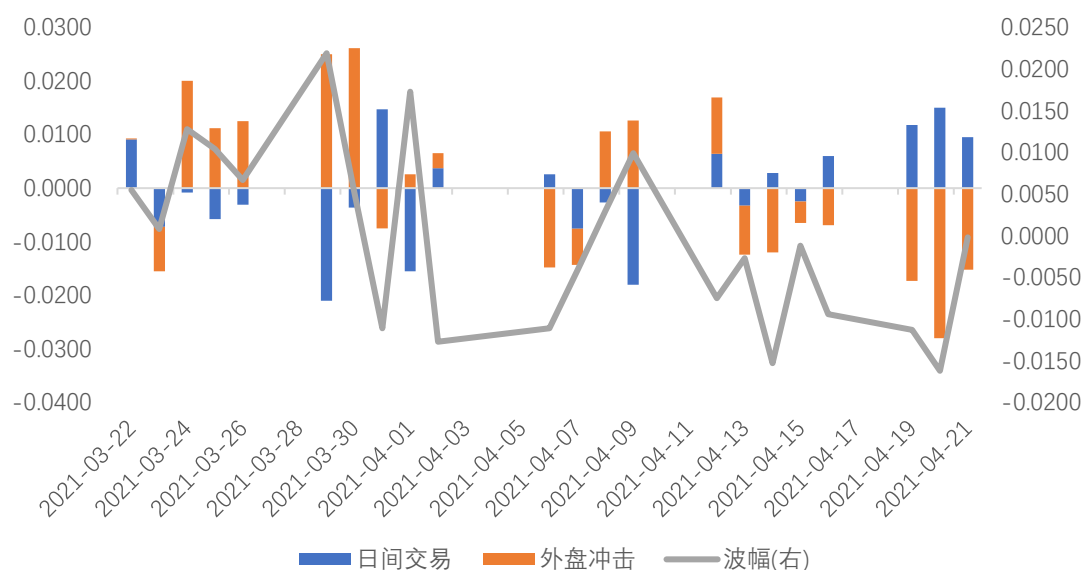
人民币汇率收复 6.5 关口！美元指数跌够了吗？

自 3 月底以来，全球资本市场大逆转，美元指数结束了为期 3 个月的反弹行情后开始筑顶下行，10 年期的美债收益率也从 1.75% 的高位再度回落。放眼外汇市场，自 4 月下旬以来，这一趋势更是开始加速，短短几日，美元指数跌跌不休，于 4 月 19 日依次刺穿 60 日均线 and 120 日均线后再次直奔 91 关口，基本回吐了 3 月以来的所有涨幅，而人民币汇率更是借势收复 6.5 关口。我们不禁发问，人民币收复 6.5 关口的关键驱动到底是什么？美元指数为何近期跌跌不休，会持续吗？人民币汇率后市走向会逆转吗？

一、人民币为何能再度收复 6.5 关口？

目前来看，CNY 再度收复 6.5 关口后，技术层面在 60 日均线处存在一定压制，即短期或在 6.4982 以下偏强震荡。我们将 CNY 波动进行内外因拆解，以当日收盘价与当日中间价之差视为日间交易部分，以当日中间价与前一日收盘价之差视为外盘冲击，从近一周 CNY 的波动因素来看，在岸人民币升值主要受到外盘冲击所致，且考虑到近期美元指数与在岸、离岸人民币汇率走势高度同步，因此我们认为美元指数的破位下行是近期人民币再度收复 6.5 关口的直接驱动。

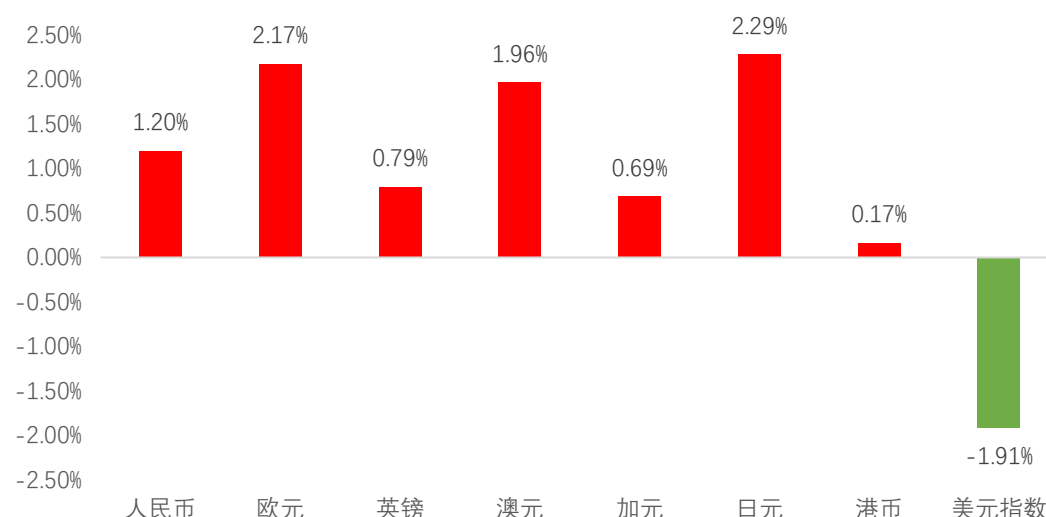
图 1：从内外因拆解看，CNY 波动主要受美元指数回落（截至 4 月 21 日）



资料来源：iFinD 南华研究

其实相对于美元指数以及大多数非美货币的涨跌幅来说，人民币近期的升值其实是相对比较克制的。自 3 月 31 日美元指数在 93.2860 处筑顶回调以来，美元指数回落幅度为 1.91%，与此同时，大多非美货币对美元有所升值，截至 4 月 21 日在岸人民币汇率升值幅度为 1.20%，欧元以及日元等非美货币对美元升值幅度分别为 2.17%、2.29%。由此可见，人民币近期的涨幅相对偏小。究其原因，我们认为或许有两点：1、我们观察到 4 月初以来中美关系紧张程度小幅攀升，或对近期的人民币升值幅度形成一定制约。2、另外，自一季度购汇窗口关闭以来，近期人民币汇率偏强势的表现或导致进口企业短期购汇需求上升，反过来又压制人民币的升值幅度。

图 2：4 月国际主要货币升贬值幅度（截至 4 月 21 日）



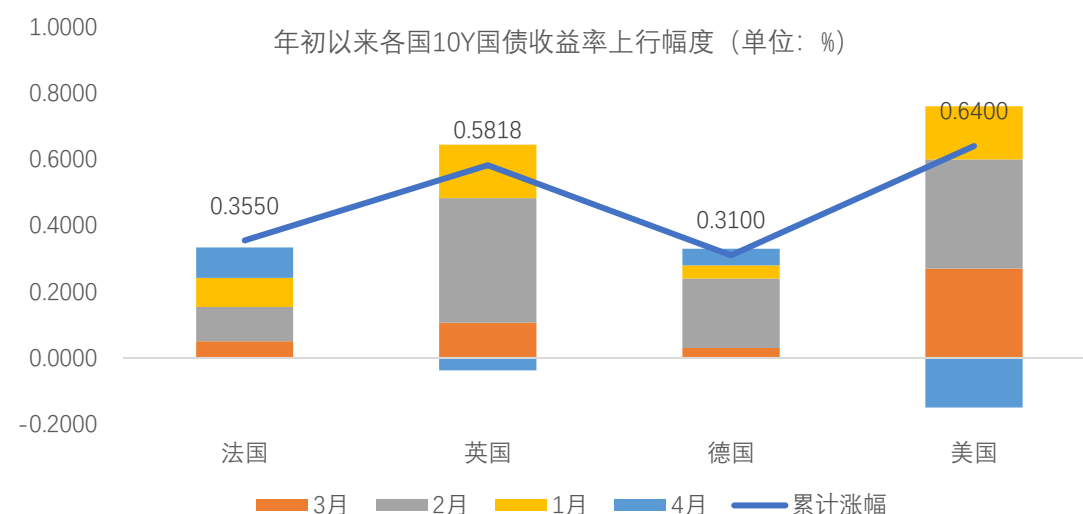
资料来源：iFinD 南华研究

二、如何理解美元指数 4 月初以来的跌跌不休？

美元指数这一波下跌始于 3 月底、4 月初，这个时间点也对应着美债收益率近期的见顶回落，而且我们认为美债收益率的下行是 4 月初以来美元指数跌跌不休的首要原因。

首先，美债名义利率与实际利率同步下行，美德国债收益率之差快速回落。4 月初美债收益率从 1.75% 高位二度回落，截至 4 月 21 日，美债收益率已经回落至 1.6% 以下，与此同时，以通胀为标的的实际收益率也开始震荡走低，即名义利率和实际利率双双回落，尽管通胀预期仍旧在 70% 分位数以上高位震荡，与 3 月底的水平相近，但是名义利率和实际利率已经双双震荡回落，而且市场对于通胀预期的反映也不再如 3 月底那样焦虑。观察 4 月份以来各国 10 年期国债收益率的波动来看，4 月至今 10 年期美债收益率当月已回落 15bps，相比较而言，除英国外，法国、德国等欧洲主要经济体 10 年期美债收益率依旧呈现持续上行的态势，当下美德利差水平较 3 月底已经明显下行，基本接近 3 月初的水平。

图 3：4 月以来美国与主要非美经济体的国债收益率之差明显回落（截至 4 月 21 日）



资料来源：iFinD 南华研究

美债利率的下降主要是全球资本市场预期的大逆转所致，与美国经济的基本面无太大关系。从上周美国公布的零售、CPI 以及就业数据看，各项经济数据均超预期，美国经济延续向好的基调暂无变化，因此美债利率的下行只是短暂的。我们认为美债利率的下行主要是由于全球新增确诊病例的抬头之后市场对于宽松政策缩减恐慌的下降。这背后的基本逻辑在于：全球疫情不确定性增加——宽松货币政策持续刺激经济的必要性仍存——政策缩减恐慌下降——美债配置需求向好——美债利率回落。根据 4 月 21 日最新美国财政部公布的 20 年期美债拍卖情况看，自 4 月以来美债配置需求的确再度回升，进而导致美债收益率的下降。

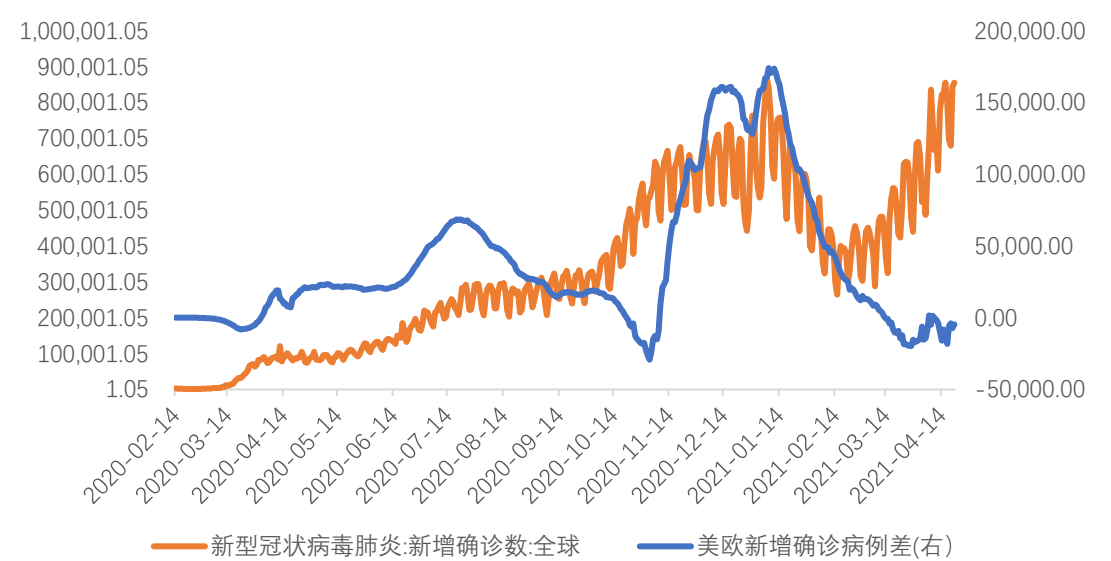
表 1：最新美债拍卖显示美债配置需求上升

安全类型	安全术语	拍卖日期	发行日期	到期日	价格每\$100
选择筛选器					
债券	19 年 10 个月	04/21/2021	04/30/2021	02/15/2041	95.676788
债券	29-Year 10-Month	04/13/2021	04/15/2021	02/15/2051	90.454200
债券	19-Year 11-Month	03/16/2021	03/31/2021	02/15/2041	93.400551
债券	29-Year 11-Month	03/11/2021	03/15/2021	02/15/2051	90.943237

数据来源：美国财政部 南华研究

其次，除美债收益率回落以外，欧洲疫情好转以及疫苗进度加快也是导致美元指数下行的原因。我们知道美欧新增确诊病例差与美元指数之间相关性较强，而美欧新增确诊病例差触底反弹以及近期欧元兑美元的反弹起点也都是在 3 月底这一时间节点。欧元区从 3 月 18 号进行疫情封锁措施以来，从新增确诊病例来看，欧洲的新增已经控制较好，除法国以外，德国、西班牙、意大利等国新增确诊已经出现回落，而且近期欧洲疫苗的分发进度也开始加速，这对欧元形成支撑，从而导致美元指数承压。

图 4：全球新增确诊病例再抬头，欧洲疫情控制出现好转（单位：人）



资料来源：iFinD 南华研究

再者，美联储鸽派表态下短期美元流动性较为充裕。从上周美联储主席鲍威尔的鸽派表

态来看，提及将等到通货膨胀率持续达到 2%且劳动力市场完全恢复后再考虑提高利率，这两个条件不太可能在 2022 年年底全部满足。鲍威尔重申容许通胀一段时间高于 2%。此外，鲍威尔并未提及近期美联储官员提及的削减 QE 路线图，而是点明，缩减的时间可能远比加息来得早。其实这个表态虽然只是传递一个基础的概念，但却大大缓解了市场的缩减预期。这一表态使得市场开始相信美联储的确会在短期保持宽松，且缩减购债与加息之间的时间差可能也要比市场预期拉大。当前市场预期美联储正式讨论缩减大概会在 7 月份，最早也会在 5、6 月份，而真正实施缩减可能要到年底。美国财政部曾表示，将在 4 月前将其庞大的所谓财政部总账户(TGA)余额减半，并在 6 月底前削减至 5000 亿美元，而从美联储资产负债表最新趋势看，TGA 账户的确在近期快速回落，这意味着金融市场短期注入大量流动性。因此，短期美元指数在美元流动性充裕的情况下出现了一定的回调，在政策预期转向之前出现大级别反弹的可能性较低。

图 5：美国财政部 TGA 账户余额快速释放（单位：以百万美元计）



资料来源：美联储官网 南华研究

三、未来人民币汇率怎么走？

目前来看，美元指数自跌破 91 之后下行动能似乎有所放缓，人民币偏强运行，继收复 6.5 关口后再度升破 6.49。对于短期来说，在美国进行缩减预期引导或者全球资本市场预期转向之前，预计美元指数难以走出大级别的反弹行情，人民币也将大概率跟随美元指数在当下中枢双向波动。但中长期来说，在美国经济延续向好的带动下美债收益率仍将进一步上探，美元指数与美债收益率当下的回调都只是暂时的，因此需要关注美联储紧缩预期或对人民币中期造成一定的贬值压力。

作者：南华期货研究所 马燕

投资咨询资格证号 Z0012651