



南华期货
NANHUA FUTURES

全球宏观经济变局下外汇期货何去何从？

全球宏观经济变局与中国财政货币政策的调整空间

南华研究院 宏观外汇分析师 周骥
Z0017101

Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

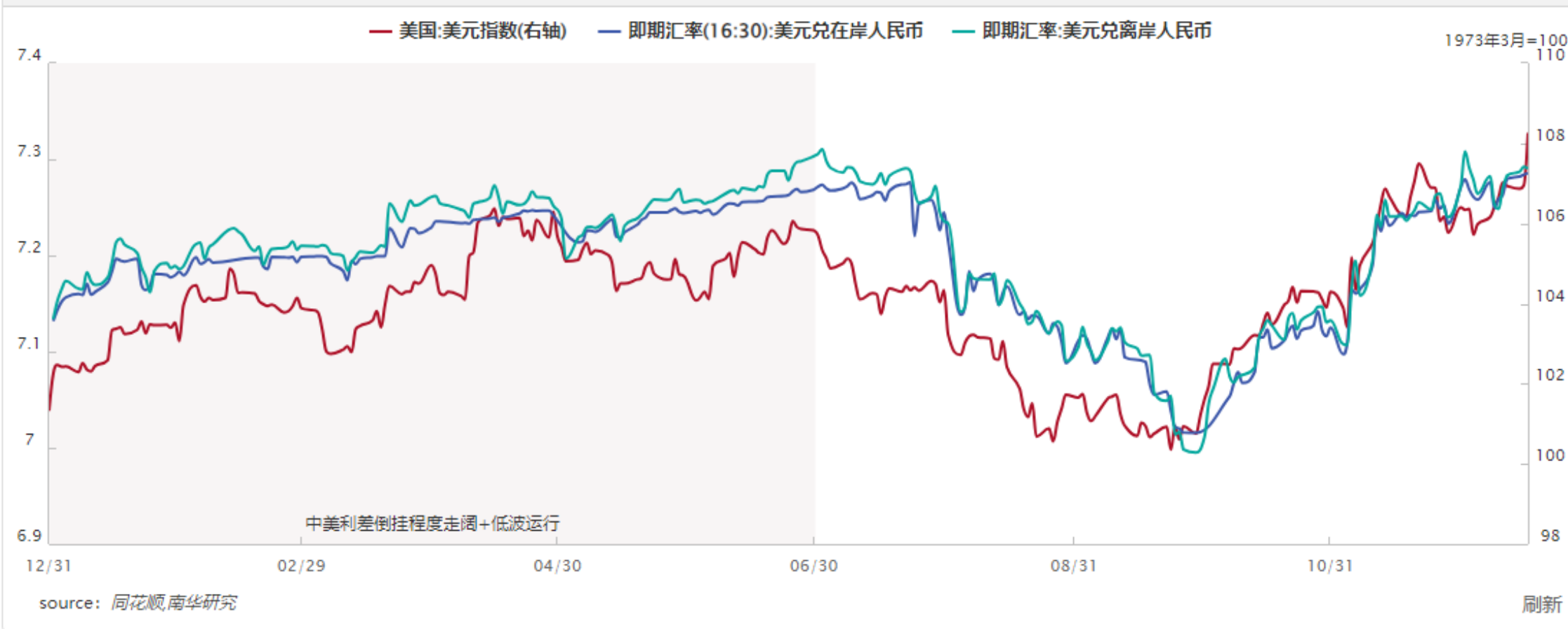
请务必阅读正文之后的免责条款部分

一、从“N”字走势的汇率表现说起



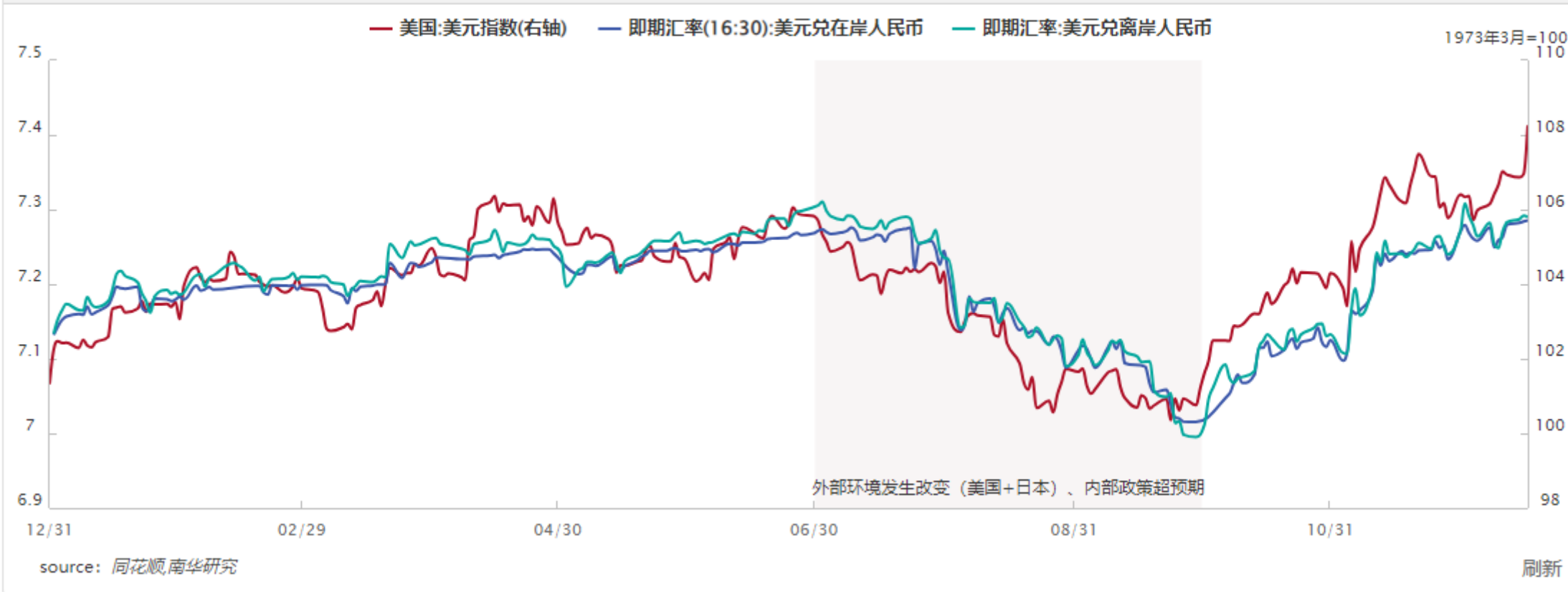
1.1 2024年市场回顾

图：2024年，美元兑人民币即期汇率与美元指数走势（第一阶段）



1.1 2024年市场回顾

图：2024年，美元兑人民币即期汇率与美元指数走势（第二阶段）

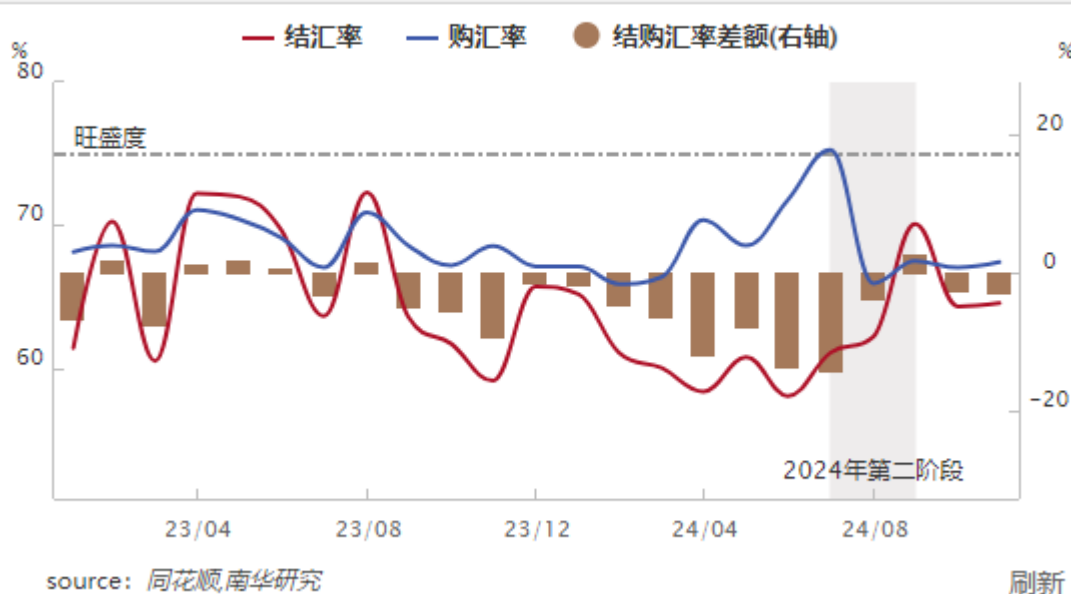


1.2 2024年市场回顾

图：日元与人民币出现联动（第二阶段）

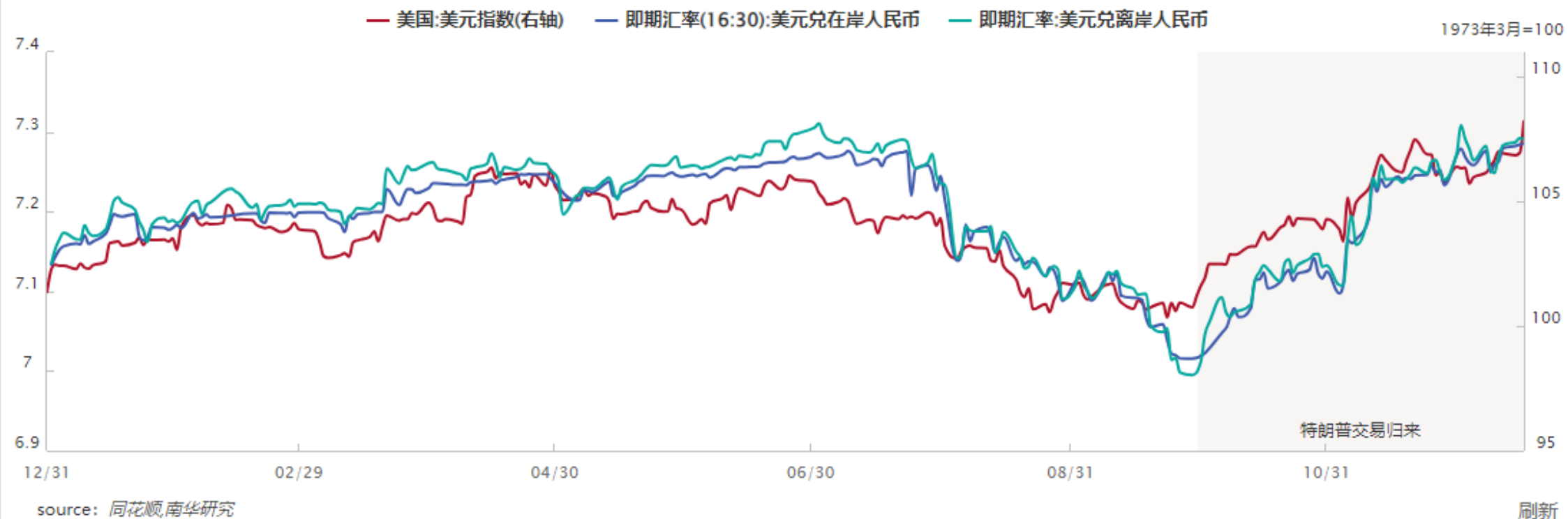


图：2024年，结汇率和购汇率情况（第二阶段）



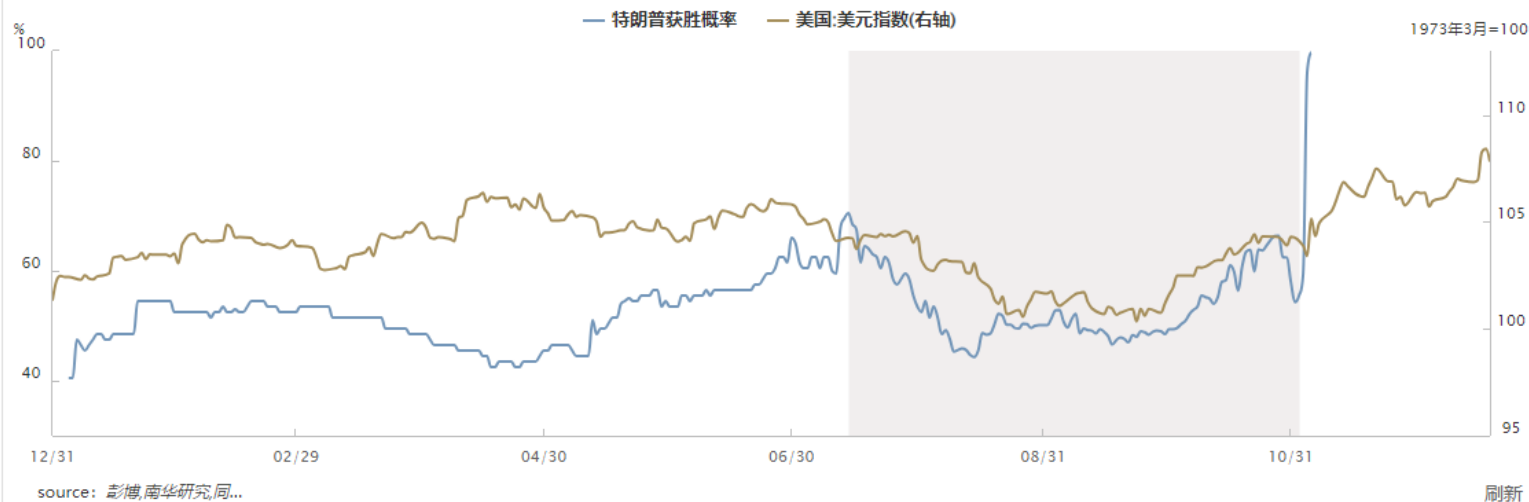
1.3 2024年市场回顾

图：2024年，美元兑人民币即期汇率与美元指数走势（第三阶段）



1.3 2024年市场回顾

图：特朗普获胜概率和美元指数走势



图：美国与中国10年期国债收益率表现（第三阶段）



图：美中十年期利差表现（第三阶段）



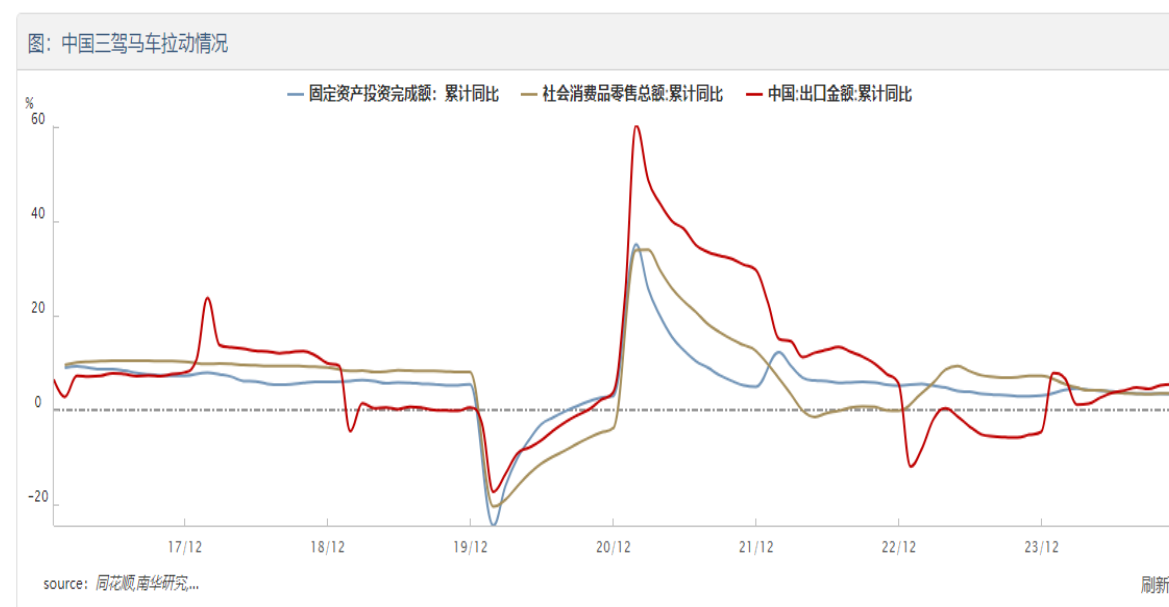
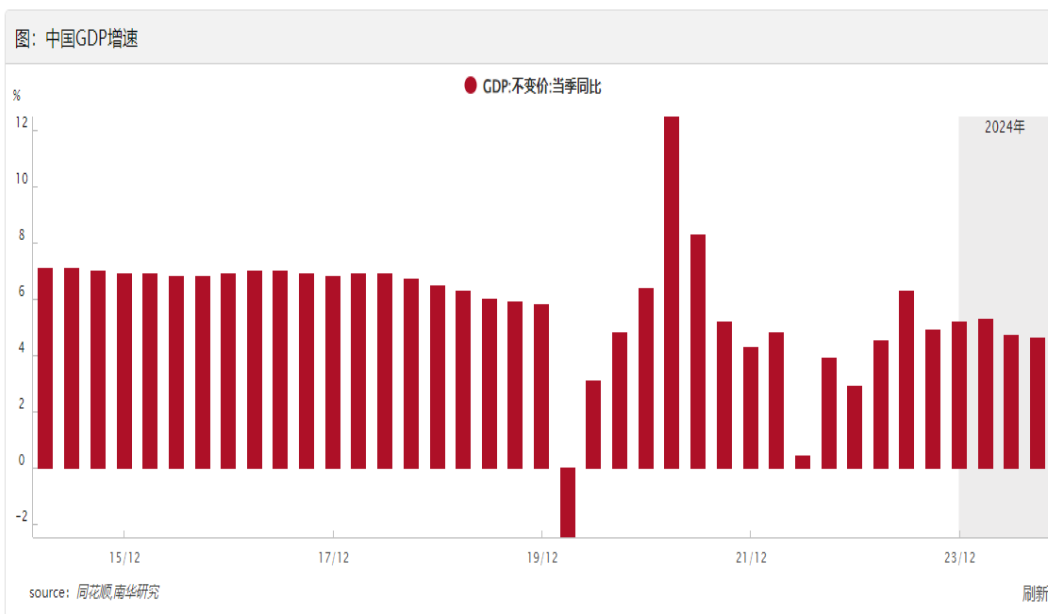
二、人民币汇率何去何从？

2.1 人民币汇率何去何从？

考虑到中美贸易摩擦并非首次出现，因此在接下来可能面临的外部冲击下，人民币汇率的历史走势经验是否能够为未来汇率走势提供一定的参考框架？

2.1 人民币汇率何去何从？

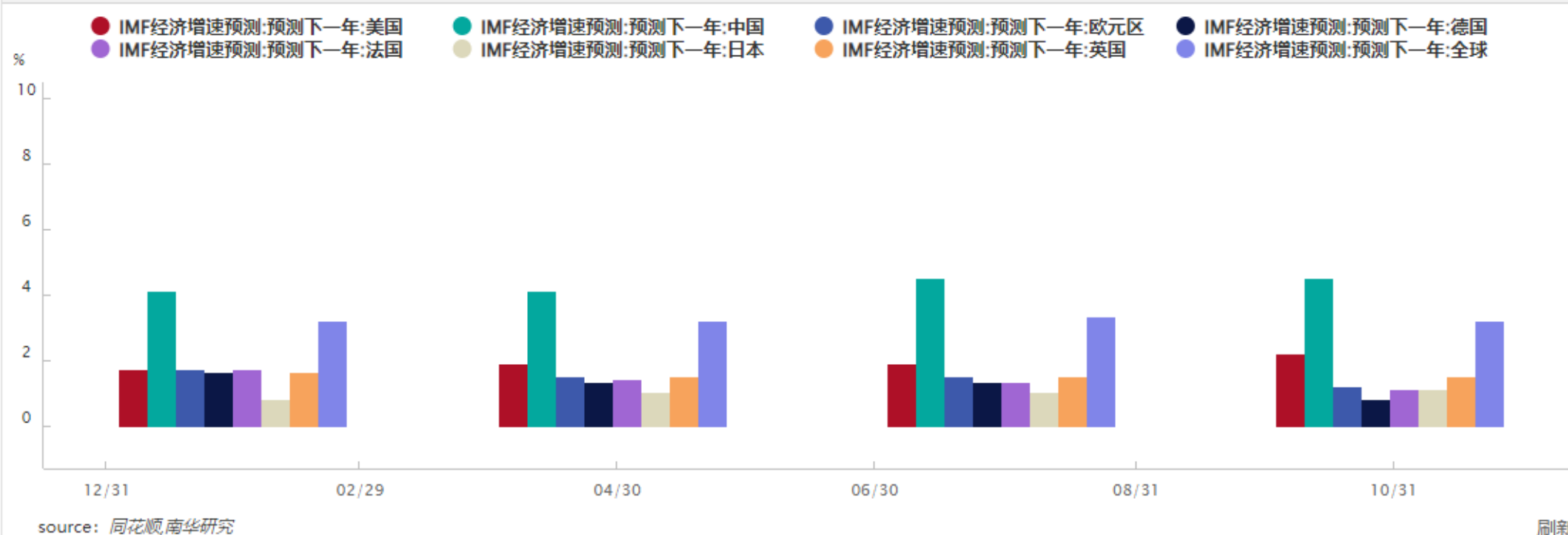
- 市场演绎分析：或是强美元（高位震荡）下的破局与布局
- 内部基本面盘：“十四五”规划收官之年，仍以“稳”为主



2.1 人民币汇率何去何从？

- 市场演绎分析：或是强美元（高位震荡）下的破局与布局
- 内部基本面盘：“十四五”规划收官之年，仍以“稳”为主

图：IMF预测的全球及各主要国家2025年经济增速情况



特朗普2.0时代的政策牌将如何演绎？

- 1、特朗普的明牌与暗牌
- 2、特朗普1.0下的汇率走势借鉴
- 3、特朗普2.0时代的政策牌演绎节奏猜想
- 4、特朗普归来后的“再通胀”思考

2.2 特朗普的明牌与暗牌

- 市场演绎分析：或是强美元（高位震荡）下的破局与布局
- 外部扰动：特朗普2.0的确定与不确定

表：特朗普2.0已提名内阁成员vs拜登内阁成员情况

	拜登	特朗普2.0
平均年龄（上任时）	约57岁	约56岁
是否为职业政客	19%	48%
是否拥有充沛的行政经验	85%	9%
是否有商业/产业界背景	8%	22%
是否为新人	46%	78%
是否参与过本党上任政府	54%	22%
男	50%	65%
女	50%	35%
白人	58%	87%
黑人	23%	4%
犹太人	23%	9%
拉丁裔	15%	9%
是否毕业于精英名校	59%	30%
是否拥有研究生以上学历	81%	61%
是否获得法律学位	46%	48%

source: 公开资料整理, 南华研究

刷新

2.2 特朗普1.0下的汇率走势借鉴/特朗普2.0时代的政策牌演绎节奏猜想

- 市场演绎分析：或是强美元（高位震荡）下的破局与布局
- 外部扰动：特朗普2.0的确定与不确定



表：CNY&CNH以及国际主流货币2015年至2023年年化波动率统计

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	均值
USDCNY	2.18%	2.85%	3.46%	4.55%	4.36%	4.33%	2.99%	6.50%	4.75%	4.07%
USDCNH	4.50%	3.92%	4.25%	5.55%	4.53%	4.53%	3.15%	6.75%	5.00%	4.72%
美元指数	9.04%	7.39%	6.13	5.98%	7.52%	7.52%	4.99%	9.00%	6.47%	6.81%
EURUSD	11.80%	8.27%	7.22%	7.10%	8.22%	8.22%	4.67%	8.21%	7.61%	7.59%
USDJPY	8.06%	12.56%	8.27%	6.35%	10.47%	10.47%	4.44%	10.70%	10.46%	8.58%
AUDUSD	11.52%	11.41%	7.55%	8.56%	13.31%	13.31%	7.90%	11.17%	11.04%	9.97%

source: iFinD, 南华研究

刷新

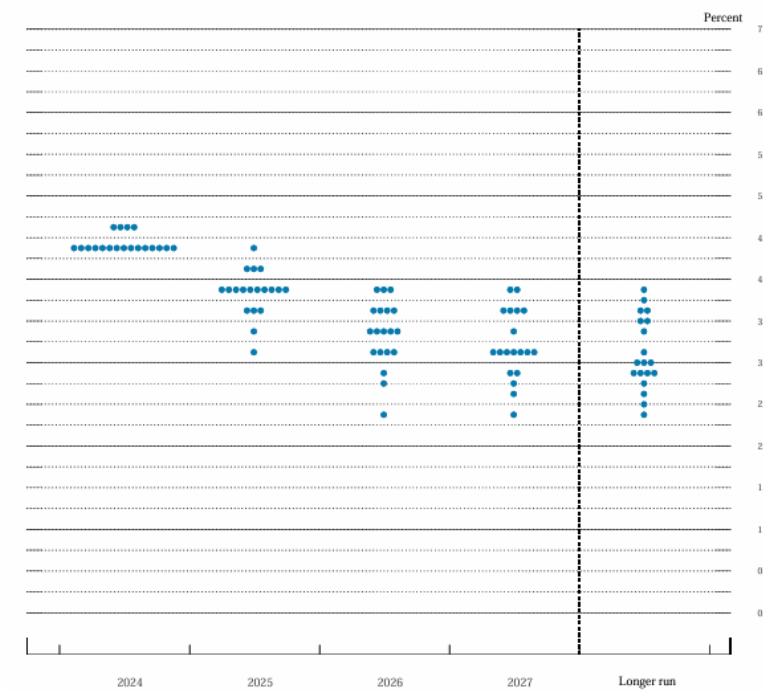
2.2 特朗普归来后的“再通胀”思考

- 市场演绎分析：或是强美元（高位震荡）下的破局与布局
- 外部扰动：特朗普2.0的确定与不确定

Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, December 2024

Variable	Median ¹					Central Tendency ²					Range ³				
	2024	2025	2026	2027	Longer run	2024	2025	2026	2027	Longer run	2024	2025	2026	2027	Longer run
Change in real GDP	2.5	2.1	2.0	1.9	1.8	2.4-2.5	1.8-2.2	1.9-2.1	1.8-2.0	1.7-2.0	2.3-2.7	1.6-2.5	1.4-2.5	1.5-2.5	1.7-2.5
September projection	2.0	2.0	2.0	2.0	1.8	1.9-2.1	1.8-2.2	1.9-2.3	1.8-2.1	1.7-2.0	1.8-2.6	1.3-2.5	1.7-2.5	1.7-2.5	1.7-2.5
Unemployment rate	4.2	4.3	4.3	4.3	4.2	4.2	4.2-4.5	4.1-4.4	4.0-4.4	3.9-4.3	4.2	4.2-4.5	3.9-4.6	3.8-4.5	3.5-4.5
September projection	4.4	4.4	4.3	4.2	4.2	4.3-4.4	4.2-4.5	4.0-4.4	4.0-4.4	3.9-4.3	4.2-4.5	4.2-4.7	3.9-4.5	3.8-4.5	3.5-4.5
PCE inflation	2.4	2.5	2.1	2.0	2.0	2.4-2.5	2.3-2.6	2.0-2.2	2.0	2.0	2.4-2.7	2.1-2.9	2.0-2.6	2.0-2.4	2.0
September projection	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0	2.2-2.4	2.1-2.2	2.0	2.0	2.0	2.1-2.7	2.1-2.4	2.0-2.2	2.0-2.1	2.0
Core PCE inflation ⁴	2.8	2.5	2.2	2.0		2.8-2.9	2.5-2.7	2.0-2.3	2.0		2.8-2.9	2.1-3.2	2.0-2.7	2.0-2.6	
September projection	2.6	2.2	2.0	2.0		2.6-2.7	2.1-2.3	2.0	2.0		2.4-2.9	2.1-2.5	2.0-2.2	2.0-2.2	
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	4.4	3.9	3.4	3.1	3.0	4.4-4.6	3.6-4.1	3.1-3.6	2.9-3.6	2.8-3.6	4.4-4.6	3.1-4.4	2.4-3.9	2.4-3.9	2.4-3.9
September projection	4.4	3.4	2.9	2.9	2.9	4.4-4.6	3.1-3.6	2.6-3.6	2.6-3.6	2.5-3.5	4.1-4.9	2.9-4.1	2.4-3.9	2.4-3.9	2.4-3.8

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

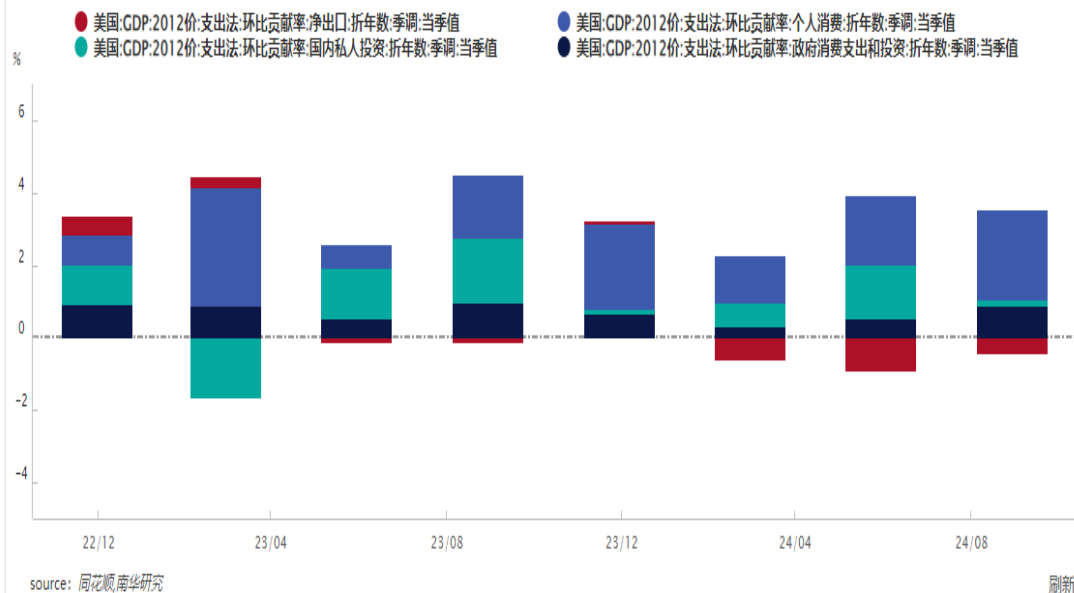


资料来源：FED 南华研究

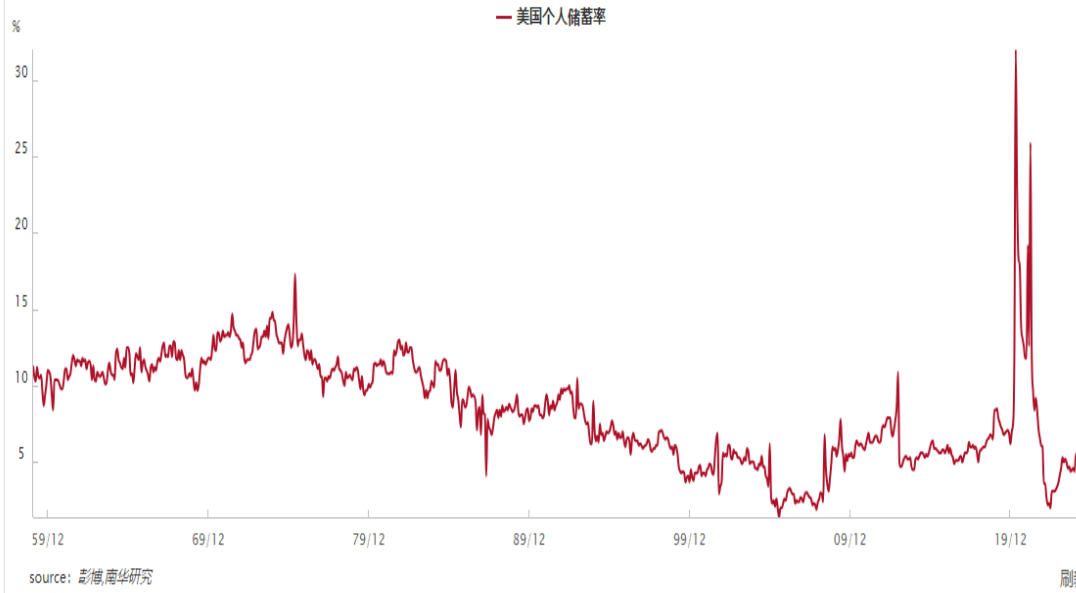
2.2 特朗普归来后的“再通胀”思考

- 市场演绎分析：或是强美元（高位震荡）下的破局与布局
- 外部扰动：特朗普2.0的确定与不确定

图：美国GDP各分项环比贡献率



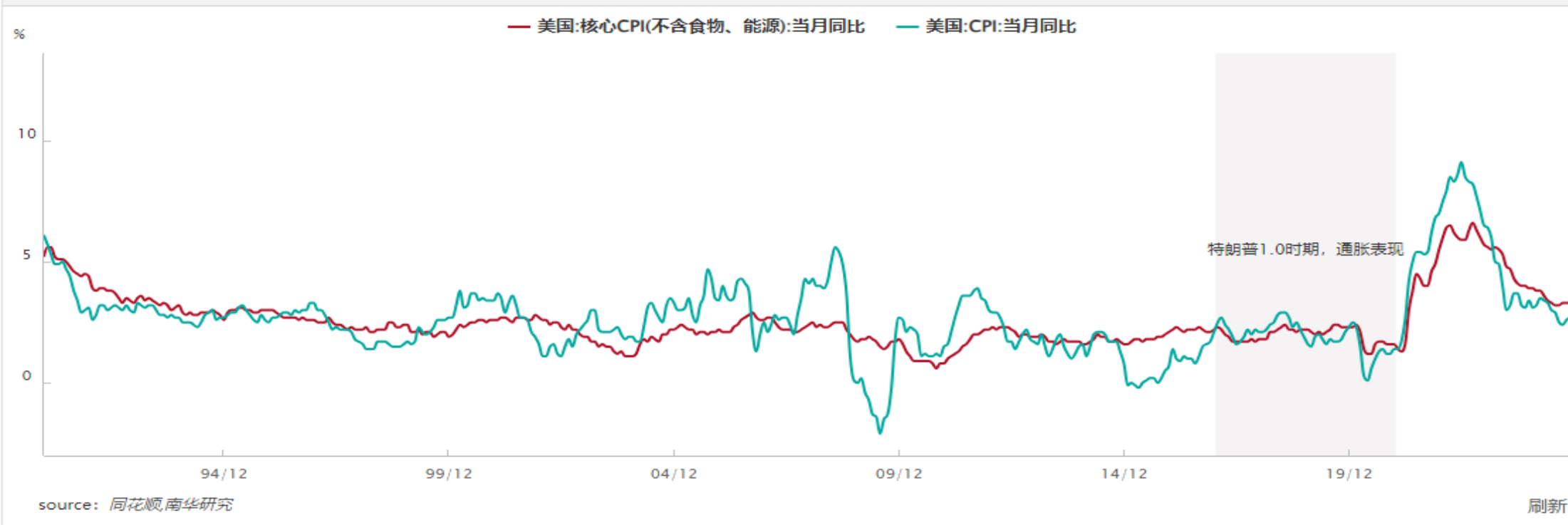
图：美国个人储蓄率历史情况



2.2 特朗普归来后的“再通胀”思考

- 市场演绎分析：或是强美元（高位震荡）下的破局与布局
- 外部扰动：特朗普2.0的确定与不确定

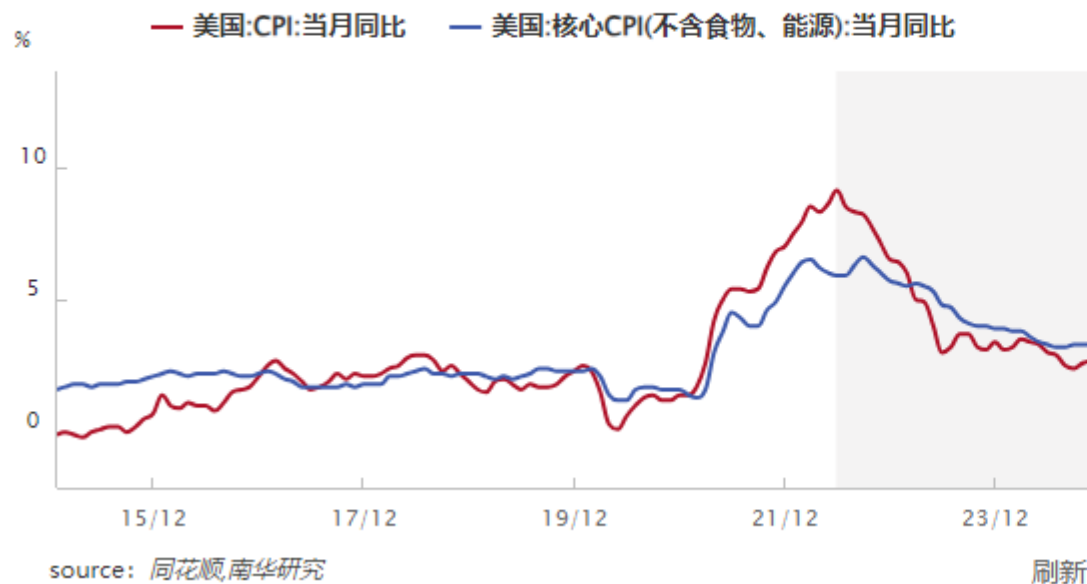
图：特朗普1.0时期，美国通胀表现情况（同比）



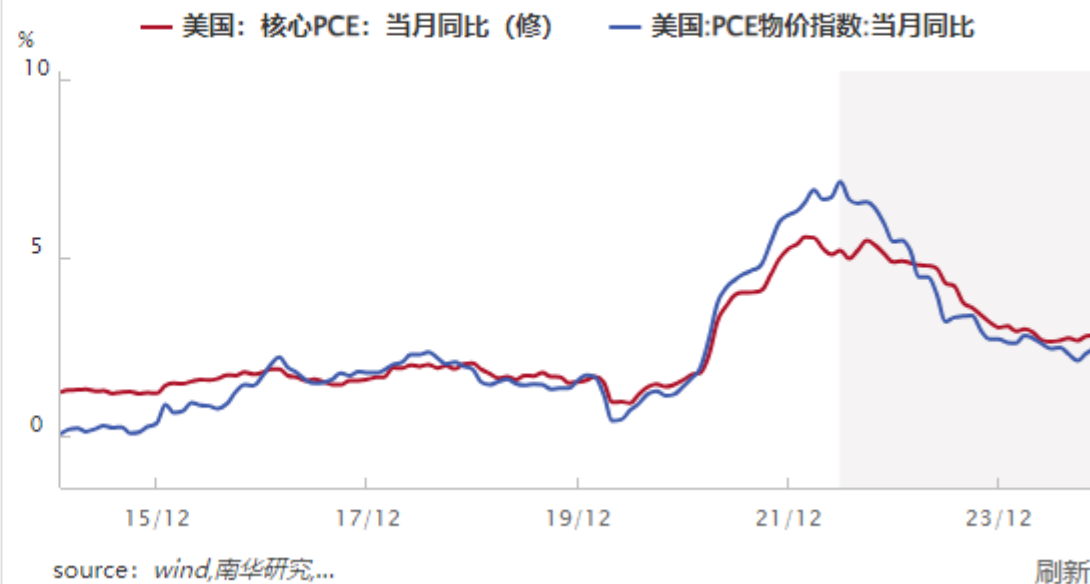
2.2 特朗普归来后的“再通胀”思考

- 市场演绎分析：或是强美元（高位震荡）下的破局与布局
- 外部扰动：特朗普2.0的确定与不确定

图：美国CPI表现



图：美国PCE表现

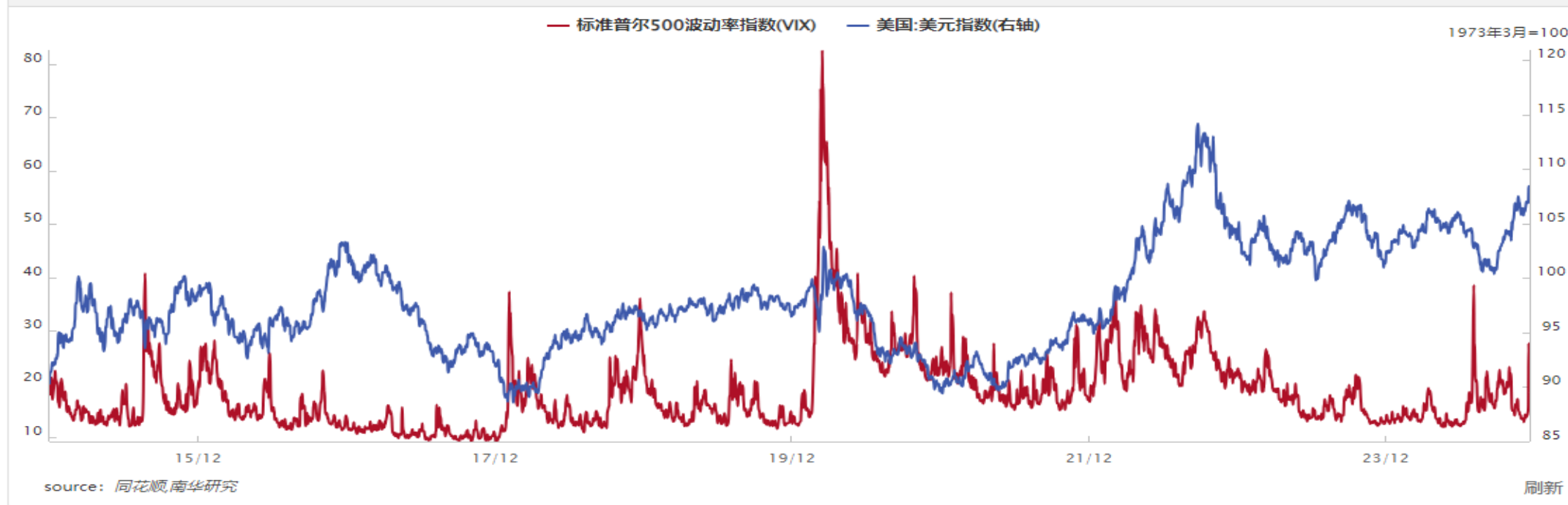


2025年美元指数的主要驱动因素以及分析框架是如何的？

2.3 特朗普2.0下的美元指数

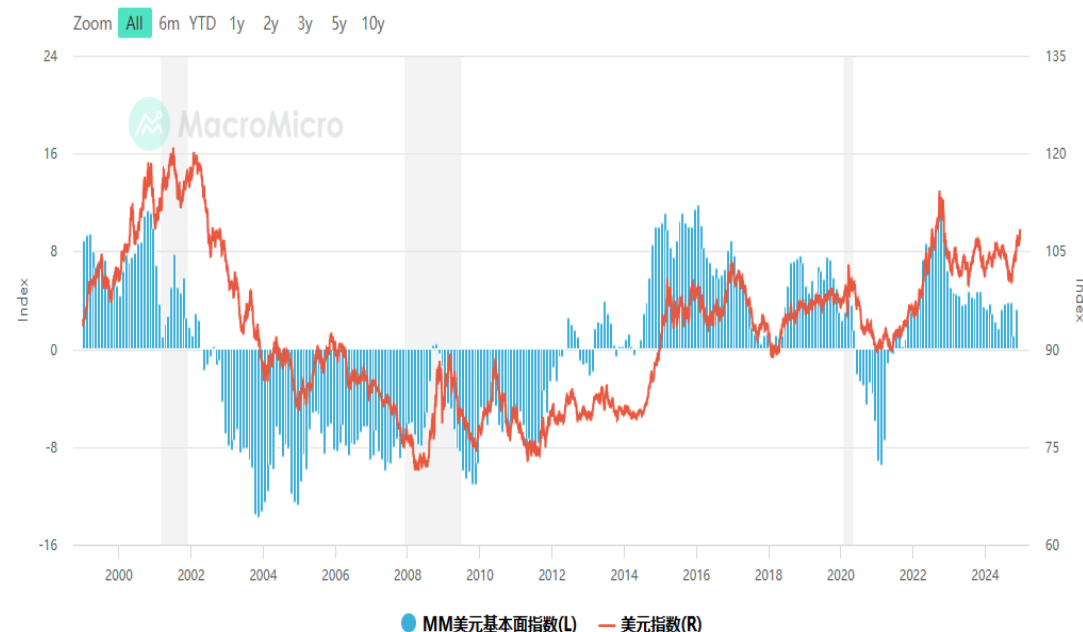
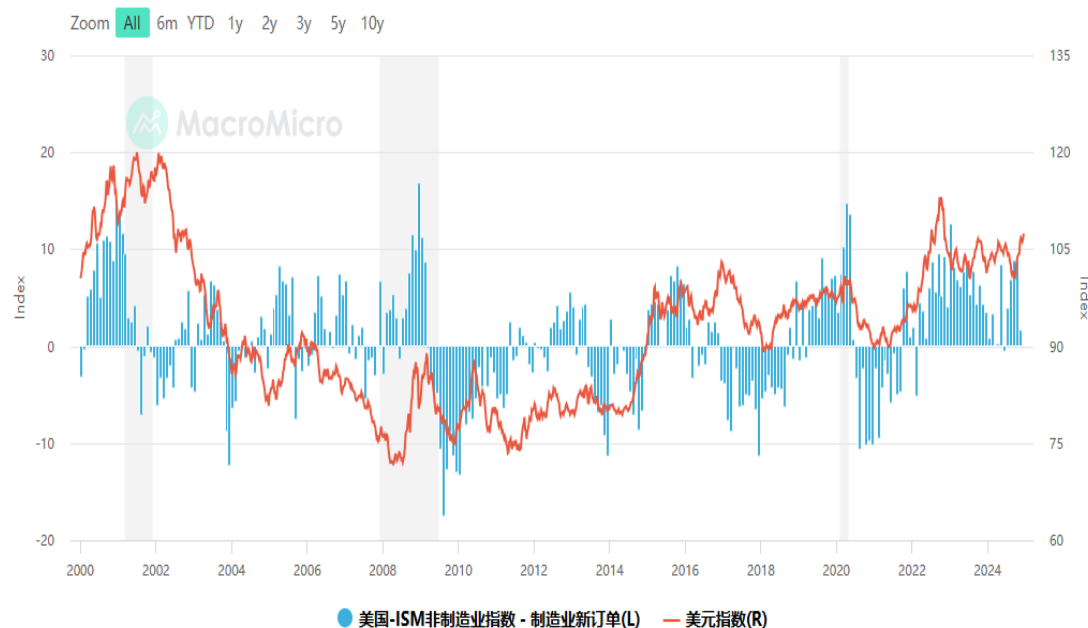
- 市场演绎分析：或是强美元（高位震荡）下的破局与布局
- 外部扰动：特朗普2.0的确定与不确定

图：美元指数与VIX指数历史走势情况



2.3 特朗普2.0下的美元指数

- 市场演绎分析：或是强美元（高位震荡）下的破局与布局
- 外部扰动：特朗普2.0的确定与不确定



资料来源：MacroMicro 南华研究

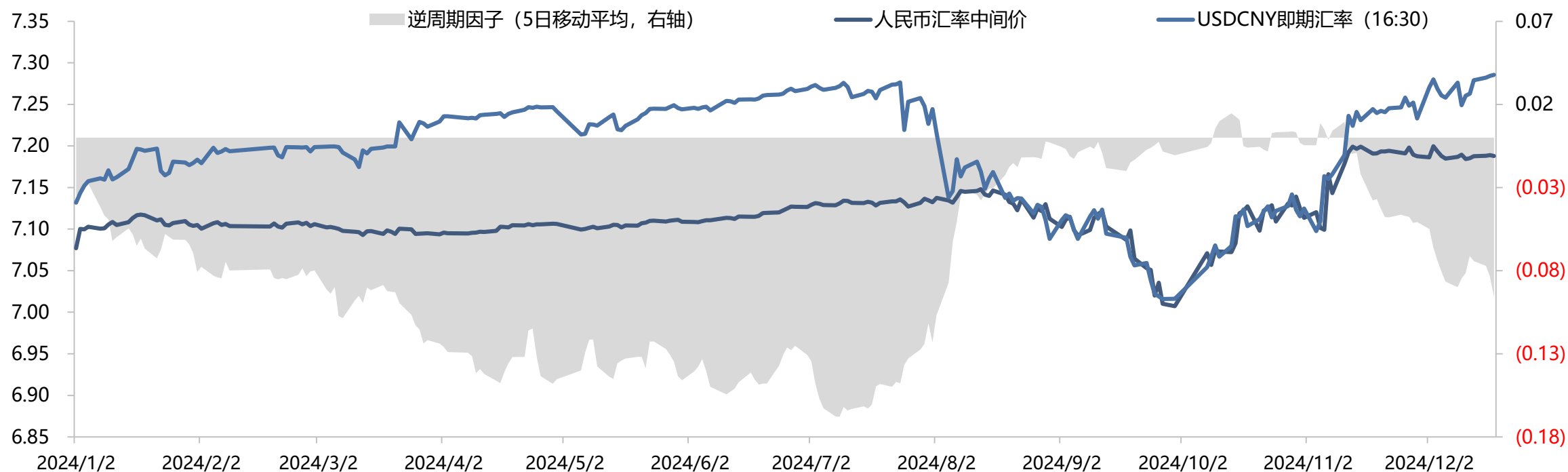
2.4 人民币汇率何去何从？

央行态度：或是收与放的动态艺术

2.4 央行态度：或是收与放的动态艺术

- 央行态度：预计央行或将继续致力于确保汇率“在合理均衡水平上基本稳定”；对汇率的容忍度或在一定程度上有所打开，从而给予货币宽松的空间。

图：2024年，逆周期因子发力轨迹跟踪情况



来源：Bloomberg、南华研究

三、走势展望

风险点：特朗普政策力度超预期或不及预期、美国通胀超预期、日本政策超预期、国内经济/政策表现不及预期或超预期、中国央行调控力度超预期、地缘政治冲突升级



免责声明

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。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。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。

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、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本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。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、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。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。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。

公司总部地址：	浙江省杭州市上城区 富春路136号横店大厦
邮编：	310008
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APP
