

摘要：从选贤举能到任人唯亲，解析特朗普经济班底的战略构思，探究特朗普时期，人民币汇率走势何去何从

正文

## 如何看待利率与汇率同时破位？

2024年12月4日

### 主要观点

1、对于近期美元兑人民币即期汇率大幅上行的原因，我们总结如下：1) **10年期中国国债收益率跌破2%关键位，带动美元兑人民币即期汇率大幅上行**；2) 虽然逆周期因子有重新启动的迹象，但**我们不排除央行在近期有意提前释放人民币相对于美元的贬值压力**，这也是基于金融强国战略与汇率管理的新挑战。7.35左右的汇率水平，目前或成为了实现这一平衡的关键；3) 与此同时，美元指数<sub>的</sub>上升也在一定程度上加速了美元兑人民币即期汇率的上涨。

2、对于10年期中国国债收益率跌破2%关键位，带动美元兑人民币即期汇率大幅上行，我们觉得并不矛盾，也不影响后续我国央行进一步降息的步伐。**我们认为，人民币的贬值并不与国内宽松的货币政策相冲突，而人民币汇率的走势也不会对国内利率水平的走向产生决定性影响。**

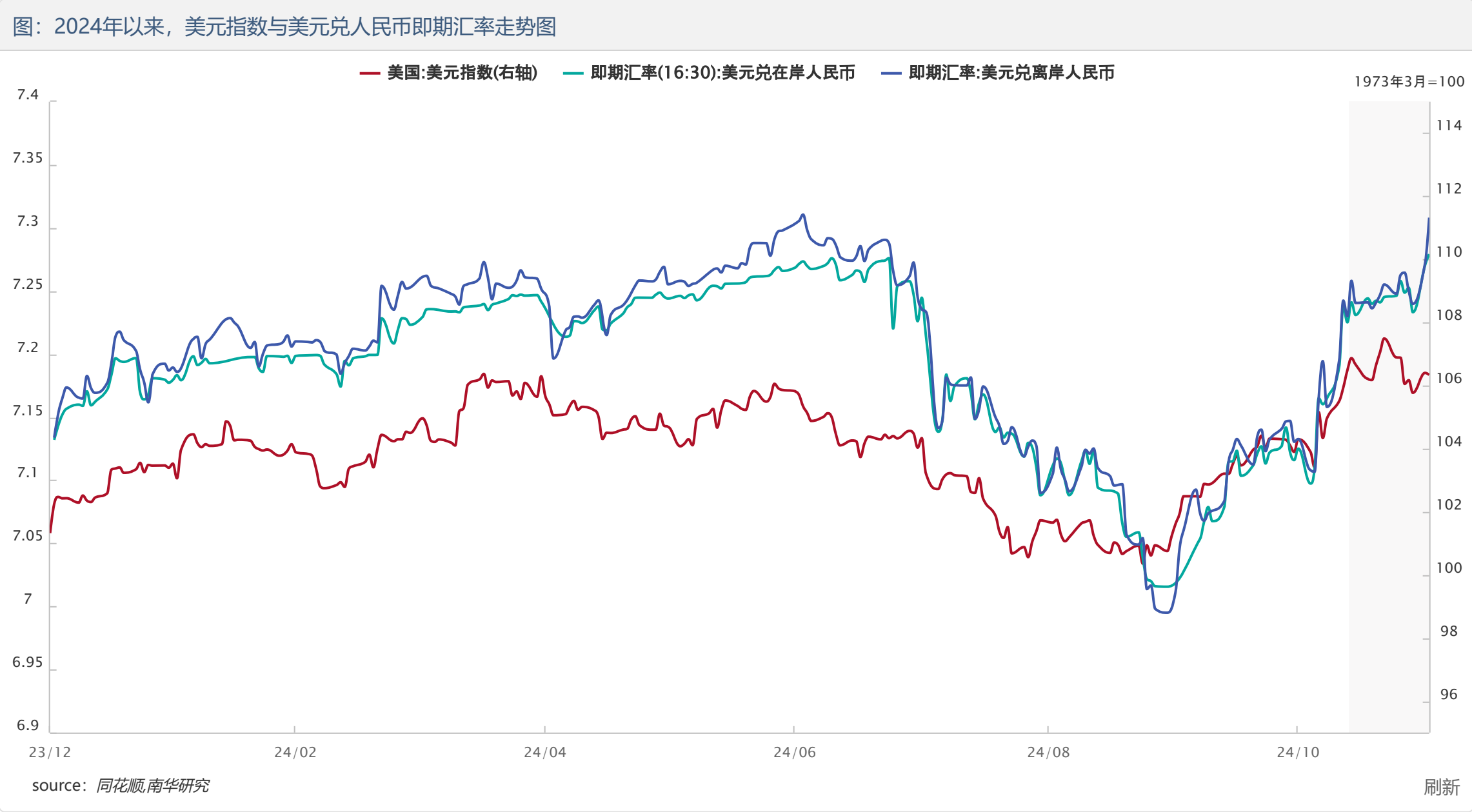
3、美元指数的上涨可以归因于两个主要因素：1) 欧元区表现偏弱。欧元弱的主要影响因素是法国预算危机。其次，美欧在经济表现上的差异，同样加速欧元的疲软和美元的上行； 2) 特朗普内阁尽显鹰派倾向。

**风险点：**特朗普政策主张变化、海外货币政策调整超预期、地缘政治冲突超预期

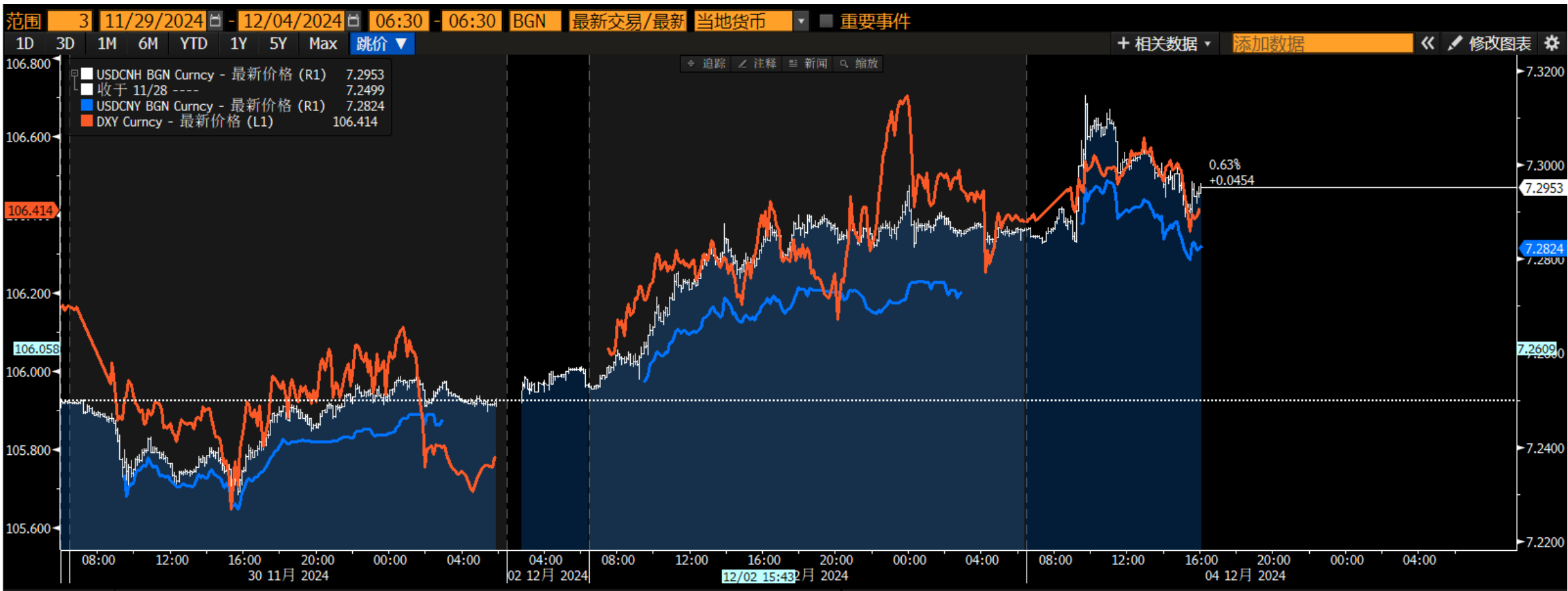
### 正文

#### 一、为何利率、汇率同时破关键整数位？

**10年期中国国债收益率跌破2%关键位，带动美元兑人民币即期汇率大幅上行。**随着市场对特朗普交易进入到白热化，美元兑人民币即期汇率经历了一段时期的盘整，波动范围限定在7.23至7.25之间，持续了约半个月。但在10年期国债收益率跌破2%这一关键心理关口的背景下，美元兑人民币即期汇率加速上行，特别是美元兑离岸人民币即期汇率快速升破7.30关口。这一现象与债券市场对“2%”收益率的重视程度有关，正如“811汇改”前市场对美元兑人民币汇率“7”的重视程度一样。

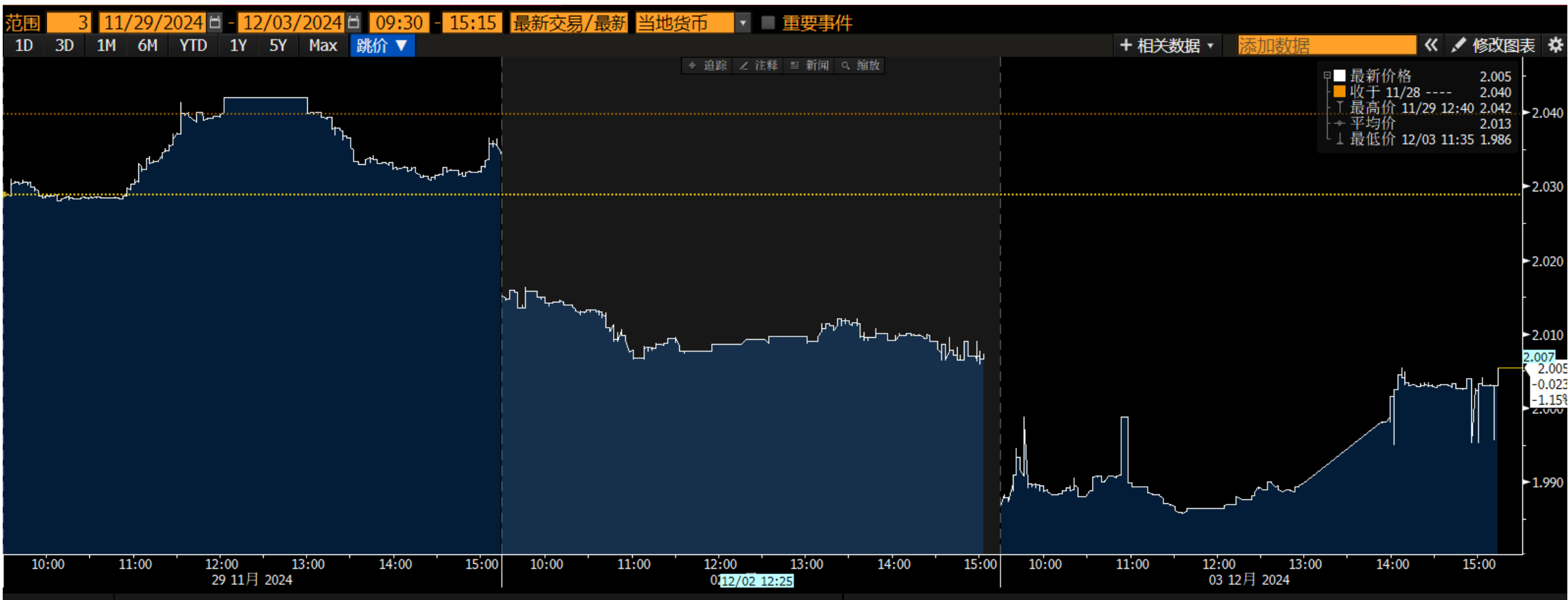


图：12月3日，美元兑离岸人民币汇率上行破7.3整数关口



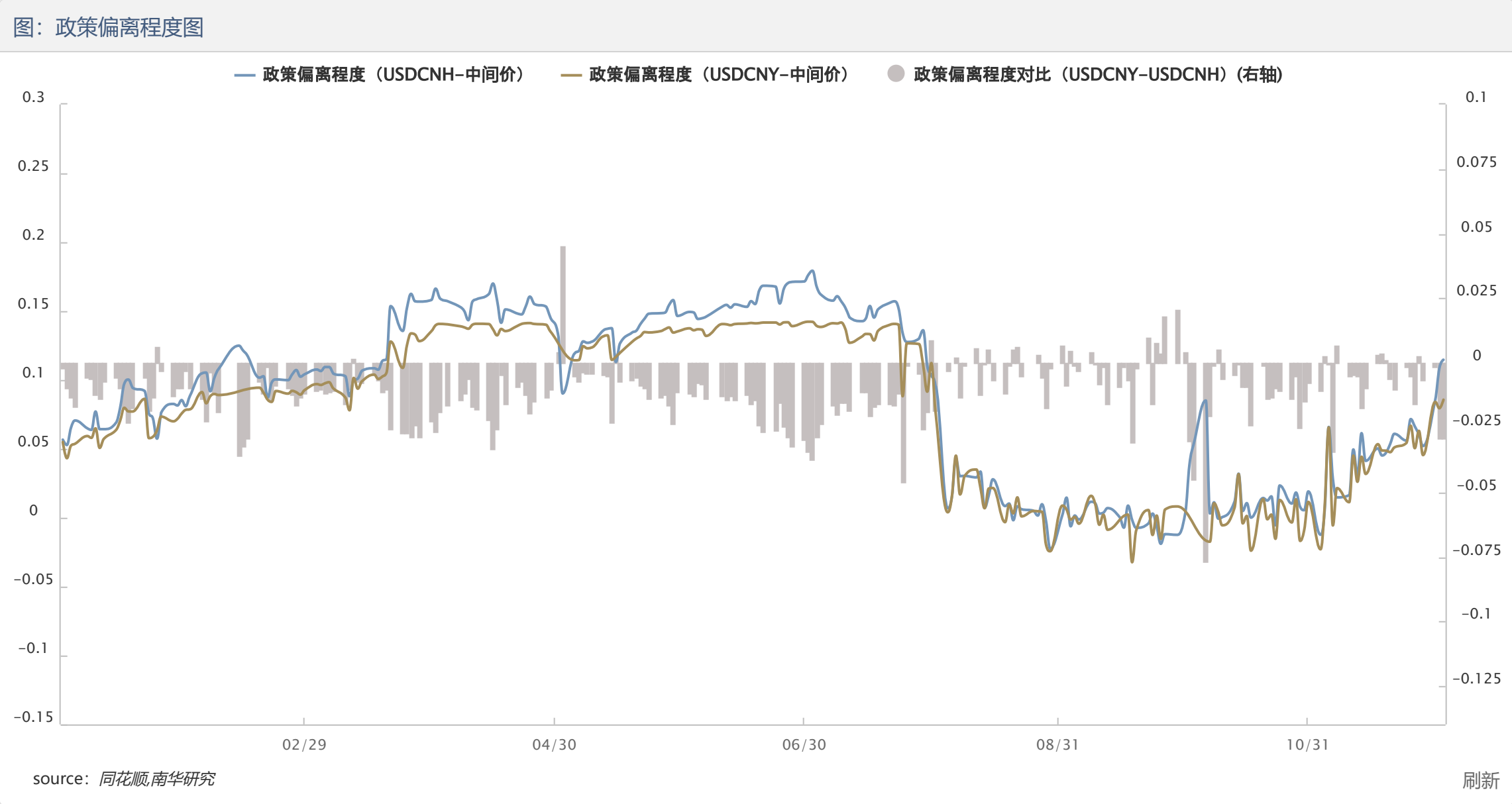
注：白线为USDCNH、蓝线为USDCNY、红线为美元指数（左轴）  
source: Bloomberg, 南华研究

图：12月2日，中国10年期国债收益率创2002年以来新低，跌破2%

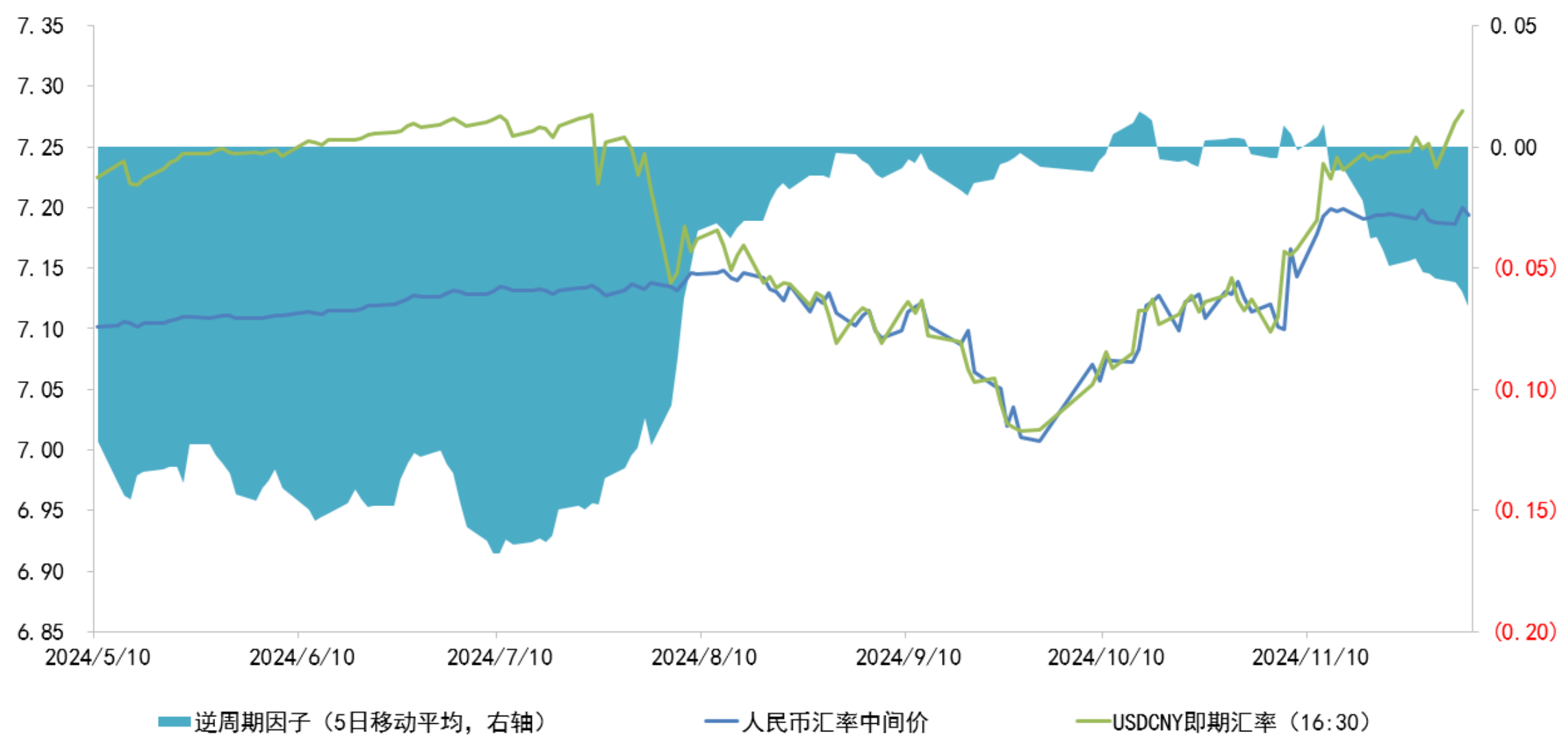


source: Bloomberg, 南华研究

虽然逆周期因子有重新启动的迹象，但我们不排除央行在近期有意提前释放人民币相对于美元的贬值压力，这也是基于金融强国战略与汇率管理的新挑战。自2023年10月中央金融工作会议以来，中国在构建金融强国的过程中，将加强货币体系的建设作为首要任务。这一战略的实施旨在提升国家金融安全，增强货币政策的自主性和有效性。美国大选结果的揭晓，为国内外经济环境带来了新的挑战，尤其是在汇率管理方面带来了新的挑战。在新的宏观经济环境下，中国汇率管理的焦点集中在维持内外经济均衡上，不排除7.35左右的汇率水平，目前或成为了实现这一平衡的关键。

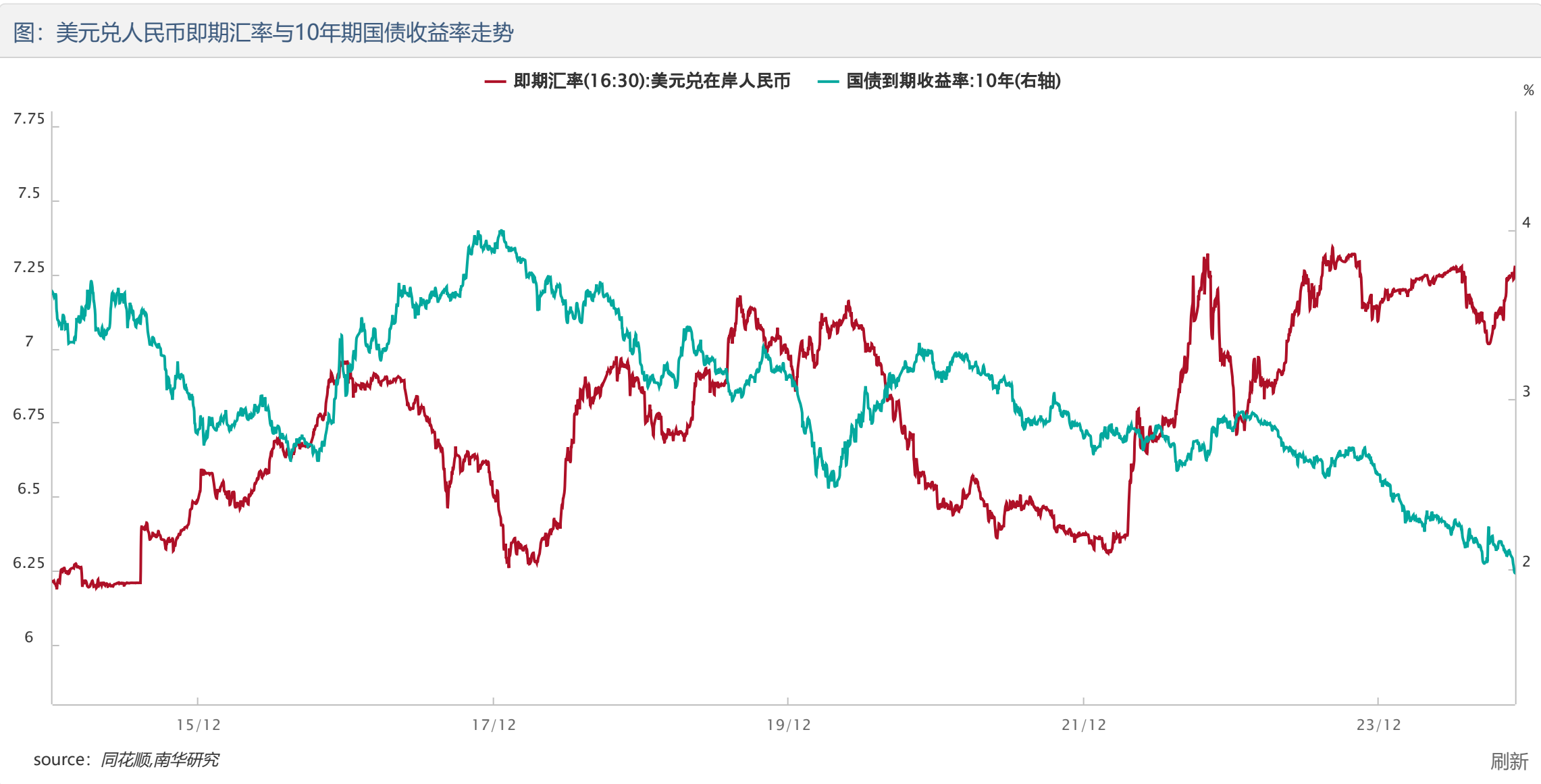
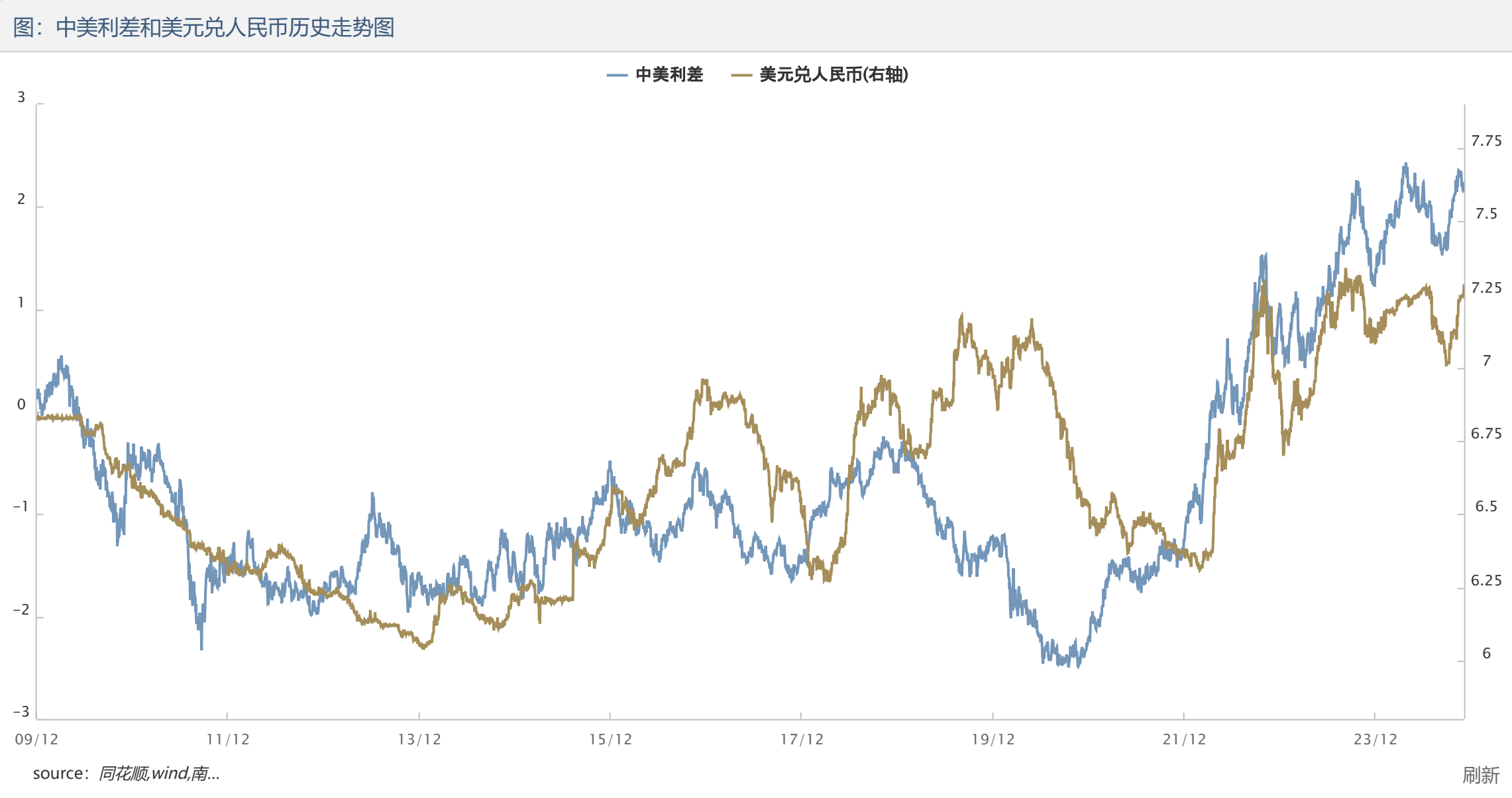


图：逆周期因子重新启动



虽然说，在货币体系的“一体两会”框架下，当利率体系经历整体性下调时，这种变化趋势往往也会在汇率上得到相应的体现和反映。但经过研究，我们认为，人民币的贬值并不与国内货币宽松政策相冲突，而人民币汇率的走势也不会对国内利率水平的走向产生决定性影响。这一点我们可以从2018年以来，美元兑人民币即期汇率与国内利率变动水平的历史走势情况可以觉察到。随着美元兑人民币即期汇率运行中枢的抬升，国内利率也并没有为此而停止下行步伐。所以，对于此次利率与汇率的同时破位，我们觉得并不矛盾，也不影响后续我国央行进一步降息的步伐。

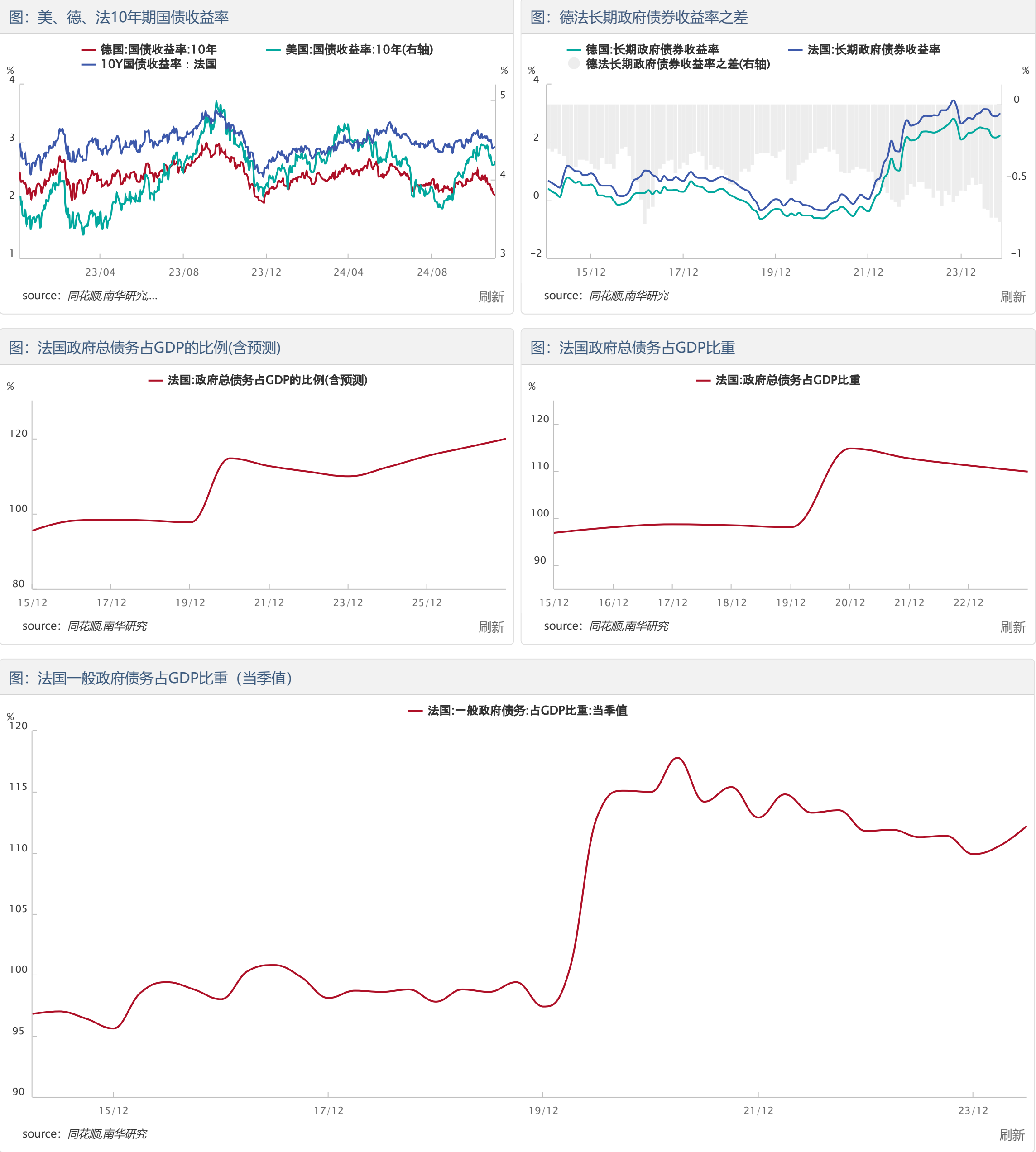




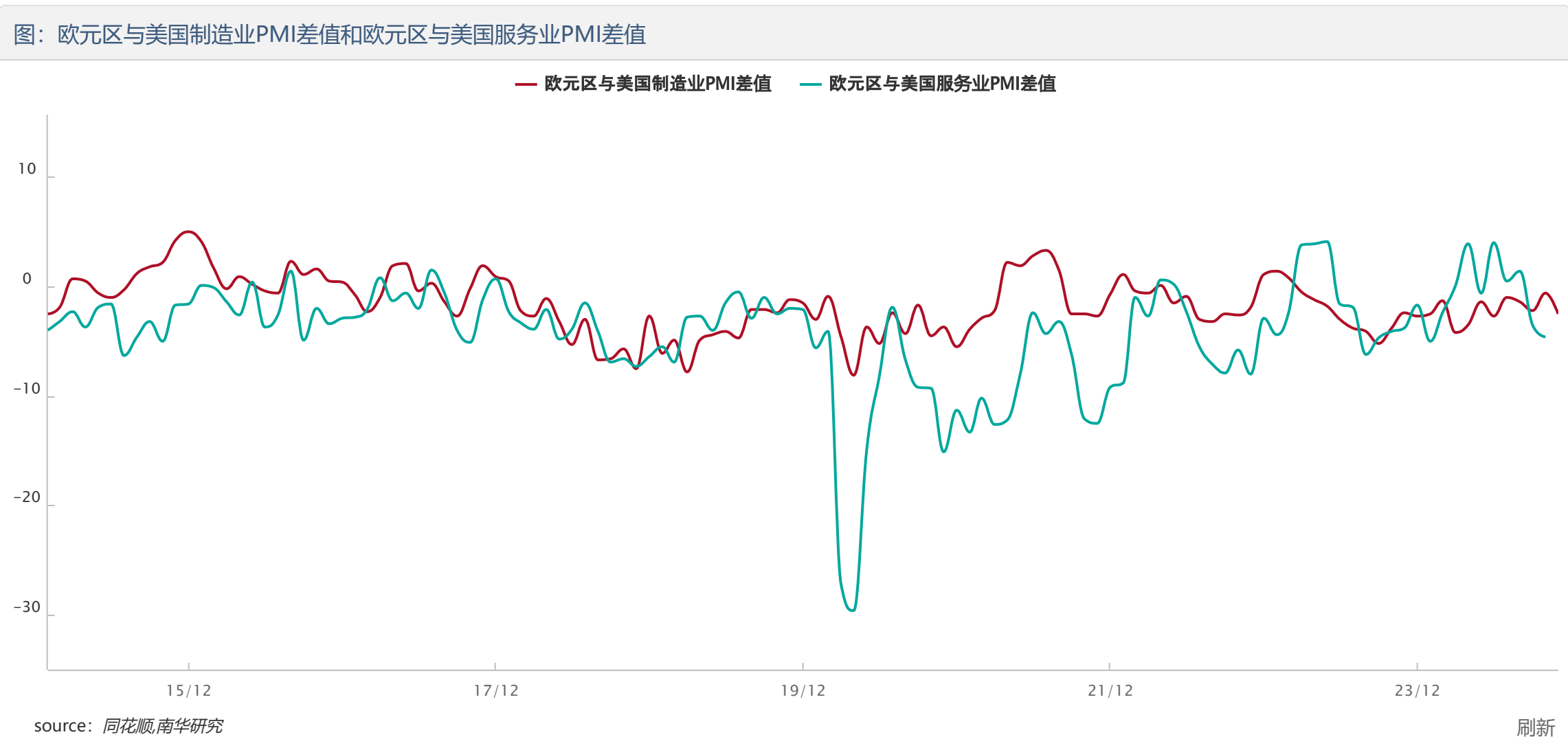
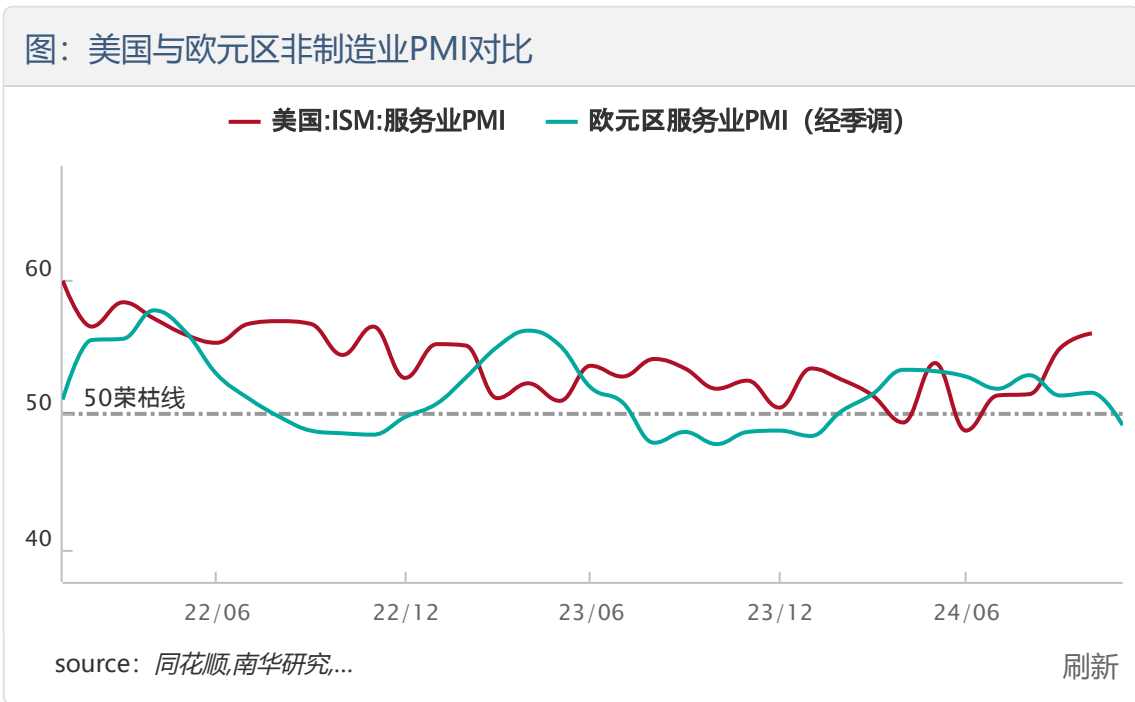
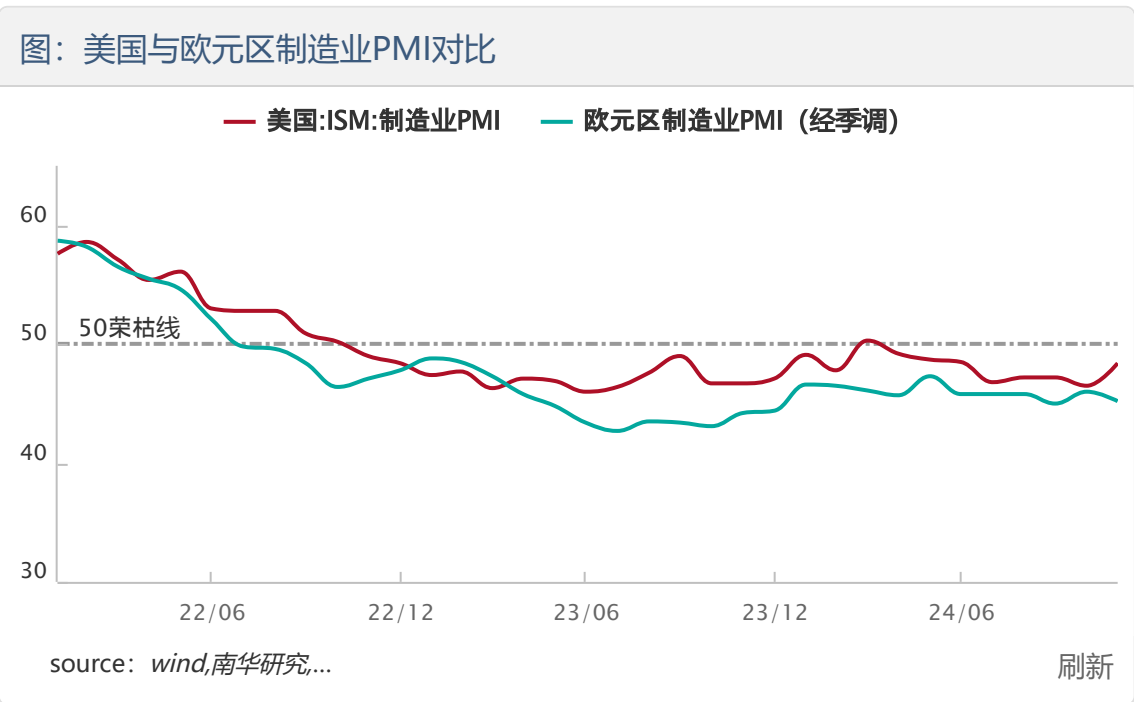
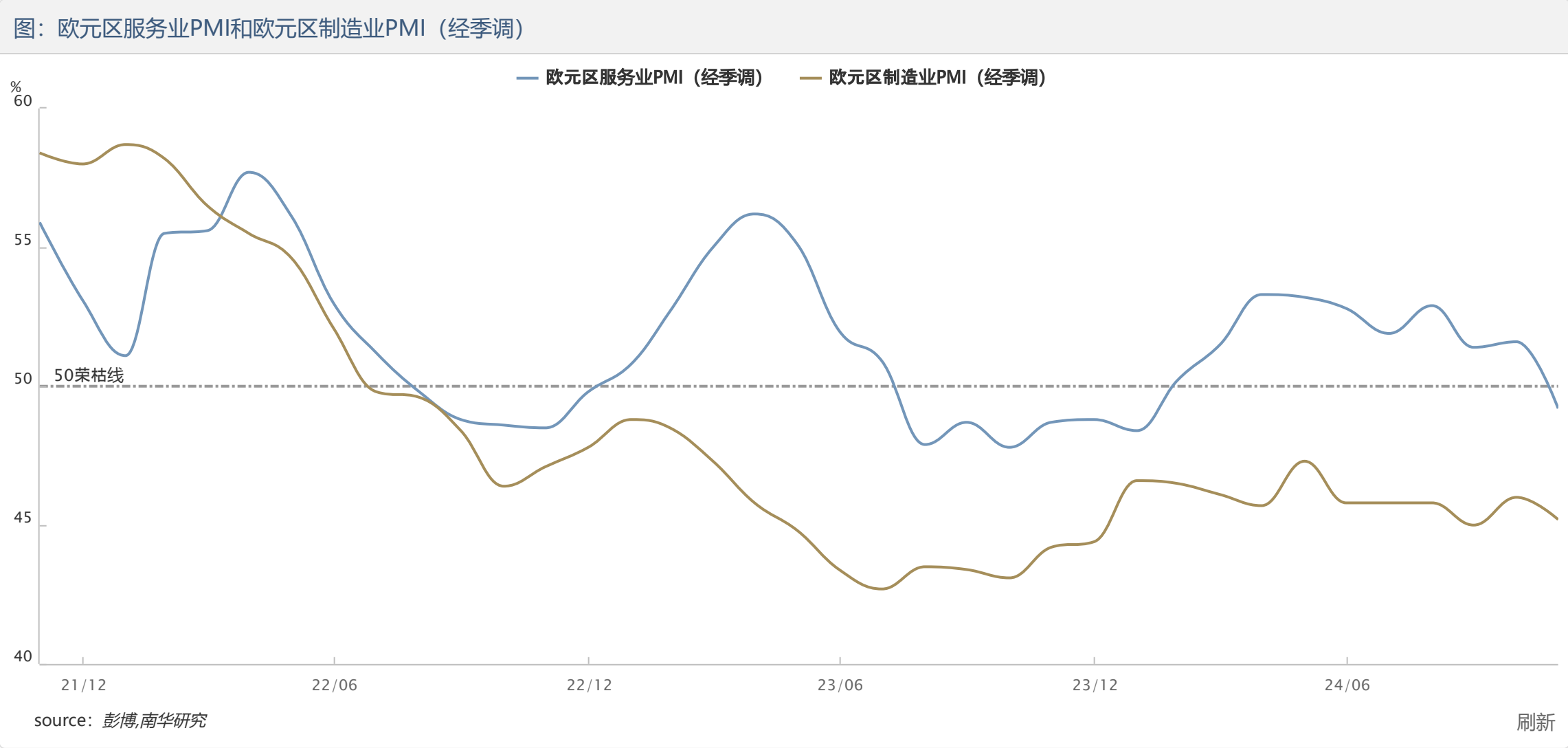
与此同时，美元指数的上升也在一定程度上加速了美元兑人民币即期汇率的上涨。美元指数的上涨可以归因于两个主要因素：

**1) 欧元区表现：最主要的影响是和法国预算危机有关。**法国预算危机的发酵通过影响德法利差（12月2日，德法政府债券之间的利差接近0.9个百分点，为2012年欧债危机以来最大差距），对欧元汇率产生了负面影响。这一危机不仅加剧了市场对欧元区经济稳定性的担忧，而且在一定程度上为美元提供了支撑。具体来看：

法国当前所面临的预算困境，其核心根源可追溯至巴尼耶总理所提出的2025年度预算草案。自该草案于10月份被提交至议会审议以来，其推进进程始终受阻，至今未能获得必要的立法批准。尤为突出的是，极右翼政党对此草案表达了强烈的反对立场，并要求巴尼耶政府对其预算规划进行实质性的修订。尽管政府在电力税减免问题上已作出一定让步，但极右翼政党认为这些举措远未达到其预期。根据法国宪法第49条第3款的相关规定，若预算案再次遭遇否决，巴尼耶总理有权采取非常规手段，即绕过国民议会直接强制通过预算案，但这也会让法国政府陷入解体风险。与此同时，政治的不确定性或会进一步影响法国乃至欧元区债务削减的进度，从而加剧法国与欧盟委员会之间的关系，从而进一步拖累欧元。



其次，美欧在经济表现上的差异，同样加速欧元的疲软和美元的上行。具体来看，当前，欧洲经济表现极为疲软，与中国经济的底部震荡相似，甚至情况更为严峻。若将中国经济视作在底部波动，欧洲经济则呈现出明显的下降趋势，实际上已步入衰退阶段。具体来看：1) 生产活动减缓：数据显示，欧元区的生产活动速度有所下降，这表明市场需求的疲软；2) 就业岗位减少：企业在就业方面采取了紧缩措施，尤其是制造业领域，就业人数出现了显著下降；3) 产能过剩：企业继续面临产能过剩的问题，这导致未完成订单的数量进一步减少。整体而言，11月份欧元区经济呈现出滞胀特征。此外，欧洲的高利率以及俄乌冲突导致资金流出欧洲，对德国等传统制造业大国造成了重大影响。尽管欧洲股市指数保持相对高位，但这主要得益于服务业的强劲表现。然而，11月服务业PMI初值也显示出收缩迹象，预期值为51.6，实际值为49.2，显示出显著差距。与此同时，美国的经济数据相对具有韧性。尽管制造业PMI为48.8，但服务业PMI达到了55.3，显示出服务业的强劲势头。从更广泛的角度来看，无论是欧洲还是美国，制造业的下滑趋势是明确的，包括中国在内的全球主要经济体都面临着制造业产能过剩的问题，这对大宗商品的需求构成了压力。因此，说个题外话的话，对于工业品等大宗商品而言，维持看空策略可能是合理的。



2) 特朗普内阁尽显鹰派倾向。特朗普迅速组建的内阁班底具有明显的鹰派特征，这种政策倾向可能对市场情绪产生了影响，增强了美元的强势地位。对于特朗普2.0拟任的内阁成员情况，我们也会在下文进一步进行解析。

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%
是够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:

刷新

3）特朗普再次发起媒体攻击，发声维护美元地位。特朗普11月30日在他的TRUTH SOCIAL网站发帖说：“金砖国家试图脱离美元我们却袖手旁观的时代结束了。”“我们要求这些国家承诺既不会创造一种新的金砖国家货币，也不会支持任何其他货币取代美元，否则它们将面临100%的关税，也别指望把东西卖给了不起的美国经济。”

## 二、特朗普经济班底的战略构思解析

通过对比特朗普在第一任期与本次的组阁过程，我们发现，其在第二任期内在组阁效率和人选确定性方面的**显著提升**。具体而言，特朗普在本次组阁过程中展现出了“迅速、精确、果断”的用人策略。截至2024年12月4日，在距离胜选不到一个月的时间内，特朗普政府的内阁成员已基本确定，这一效率超越了美国总统平均组阁所需时间的常规标准。与其第一任期组阁时间相比，快了约4倍；与上一任总统拜登所用的组阁时间相比，快了约5倍。此外，特朗普总统在人选决策上表现出了明确的目标导向和坚定的决断力。这种高效的组阁过程不仅反映了其对政府架构和职能的深刻理解，也体现了其在政治策略和人事安排上的成熟与精准。通过这种“快、准、狠”的用人方式，特朗普总统确保了其政策议程能够迅速而有效地得到执行和推进。

表：特朗普2.0时期内阁重要成员

职位	人员	是否需要参议院批准
副总统	万斯	否
白宫办公厅主任	苏西.威尔斯	否
国家安全顾问	迈克.沃尔茨	否
环保局局长	李.泽尔丁	是
国家情报局总监	图尔西.迦巴德	是
美国驻联合国大使	艾莉丝.斯特凡尼科	是
国务卿	马尔科.卢比奥	是
司法部长	帕慕.邦迪	是
国防部长	皮特.赫格塞斯	是
商务部长	霍华德.鲁特尼克	是
内政部长	道格.博古姆	是
交通部长	肖恩.达菲	是
农业部长	布鲁克.罗林斯	是
能源部长	克里斯.莱特	是
教育部长	琳达.麦克马洪	是
卫生服务部长	罗伯特.肯尼迪	是
国土安全部长	克里斯蒂.诺姆	是
退伍军人部长	道格.科林斯	是
财政部长	斯科特 .贝森特	是
副国家安全顾问	黄之瀚	是
纽约南区检察官	杰伊.克莱顿	是
中东特使	史蒂文.危特科夫	否
白宫法律顾问	威廉.麦金利	否
俄乌事务特使	基思.凯洛格	否

source: 网络资料整理、南华研究

刷新

接下来，我们将从以下几个方面对特朗普政府内阁成员进行分析，以更好地理解、预测及判断特朗普2.0时期可能的出牌方式。

1、内阁成员的高忠诚度和政策一致性

**特朗普2.0内阁成员显示出更高的忠诚性、内阁思路更统一，但专业程度相对欠缺。**与特朗普1.0时期不同，当时的内阁成员与他们负责的部门有着紧密的利益联系，且具备深厚的专业知识，对所管理的领域有深入的了解和实践经验。然而，在特朗普2.0内阁中，由于其对第一任期内人事安排的不满，特朗普在第二任期更加重视团队成员的忠诚度，以确保政策能够顺利实施。因此，这种基于信任和忠诚的内阁构建，可能有助于减少内部冲突，加强团队协作，从而提高政府运作的整体效能。然而，这种以忠诚和信任为基础的组阁策略也存在潜在的风险。它可能导致一个缺乏专业多样性和批判性思维的内阁，这在全球化和复杂多变的国际环境中可能会对美国的决策质量和政策效果产生不利影响。正如世界上任何国家都可能面临的问题，美国在组阁过程中也需要在忠诚与专业性之间找到恰当的平衡点。具体来看，与他首次执政时依赖传统共和党建制派不同，特朗普此次选择了更多忠实于自己的支持者，他们共同支持“美国优先”的政策方向。在第一任期中，特朗普曾任命了一些建制派官员，如前国务卿蒂勒森和前防长马蒂斯，但这些官员最终因与特朗普的矛盾而离职。特别是一些官员，如时任司法部长巴尔和时任美军参谋长联席会议主席米利，他们反对特朗普推翻2020年大选结果。与此形成对比的是，虽然特朗普在此次内阁成员选择上提名了有争议的议员为司法部长，选择了对气候和疫苗持怀疑态度的人领导环境署和卫生部，任命福克斯新闻主持人掌管五角大楼，国民警卫队退役的国防部长等等，这些人在专业度以及能力上可能不如第一任时期的成员，但他们对特朗普的忠诚度是毋庸置疑的，且都坚定支持“美国优先”的政策理念。此外，由于共和党在国会两院占据多数，**特朗普在政策推进上受到的阻碍更少，这可能使他在政策推进上比第一任期更加迅速和高效。**

表：特朗普1.0内阁重要成员名单

职位	特朗普政府1.0	
	人员	出生日
副总统	万斯	1959年
白宫办公厅主任	雷恩斯.普里伯斯——约翰.凯莉	1972年——1950年
国家安全顾问	迈克尔.弗林——H.R.麦克马斯特——约翰.博尔顿	1958年——1962年——1948年
环保局局长	斯科特.普鲁特	1968年
国家情报局总监	约翰.拉特克里夫	1961年
国务卿	雷克斯.蒂勒森—麦克.蓬佩奥	1952年——1963年
司法部长	杰夫.塞申斯——威廉.巴尔	1946年——1959年
国防部长	詹姆斯.马蒂斯——帕特里克.沙纳汉——马克.埃斯珀——克里斯托佛.米勒	1950年——1963年——1964年——1965年
商务部长	威尔伯.罗斯	1937年
内政部长	瑞安.金柯——大卫.伯恩哈特	1966年——1979年
交通部长	Elaine 赵——史蒂文.布拉德伯里	1953年——1973年
农业部长	桑尼.泊杜	1946年
能源部长	里克.佩里——丹.布罗伊莱特	1950年——1962年
教育部长	贝奇.德沃斯	1958年
卫生服务部长	汤姆.普莱斯——亚历克斯.阿扎尔	1954年——1967年
劳工部长	亚历山大.阿科斯塔——尤金.斯卡利亚	1969年——1966年
国土安全部长	克里斯蒂.诺姆	1972年
住房和城市发展部部长	本.卡森	1951年
退伍军人部长	大卫.舒尔金——罗伯特.威尔基	1954年——1966年
财政部长	史蒂文.姆努钦	1962年
美国贸易代表	罗伯特.莱特西泽	1948年

source：网络资料整理、南华研究

刷新

表：特朗普2.0内阁重要成员名单



职位	特朗普政府2.0	
	人员	出生日
副总统	万斯	1984年
白宫办公厅主任	苏西.威尔斯	1957年
国家安全顾问	迈克.沃尔茨	1974年
环保局局长	李.泽尔丁	1980年
国家情报局总监	图尔西.迦巴德	1981年
国务卿	马尔科.卢比奥	1971年
司法部长	帕慕.邦迪	1965年
国防部长	皮特.赫格塞斯	1980年
商务部长	霍华德.鲁特尼克	1954年
内政部长	道格.博古姆	1963年
交通部长	肖恩.达菲	1969年
农业部长	布鲁克.罗林斯	1966年
能源部长	克里斯.莱特	1974年
教育部长	琳达.麦克马洪	1948年
卫生服务部长	罗伯特.肯尼迪	1954年
劳工部长	洛丽.查韦斯	1966年
国土安全部长	克里斯蒂.诺姆	1972年
住房和城市发展部部长	斯科特.特纳	1971年
退伍军人部长	道格.科林斯	1966年
财政部长	斯科特 .贝森特	1962年
美国贸易代表	贾米森.格利尔	1979年

source：网络资料整理、南华研究

刷新

## 2、显著的年轻化趋势。

在对特朗普政府2.0时期内阁成员的年龄构成进行分析时，可以观察到一个显著的年轻化趋势，这一趋势在80年代出生的成员中尤为突出。值得注意的是，新任白宫发言人更是出生于1997年，这进一步强调了政府团队的年轻化，这种年轻化的现象在内阁级官员中也有所体现。**年轻官员的大量涌现，预示着特朗普政府2.0时期的政策制定和执行将带来更多的不确定性，同时也显示出特朗普对于培养新一代政治力量的重视。**

## 3、对内反建制、对外鹰派。

**特朗普2.0内阁成员的组成鲜明地体现了对传统建制派的背离，并在国际事务中采取了强硬姿态。**具体而言，特朗普挑选的内阁成员中，尤其是在对华政策方面，多位成员展现出了坚定的鹰派立场。这些成员的任命预示着美国在与中国的外交互动中可能会采取更为激进的策略。同时，特朗普政府对欧洲盟友的态度也显示出一种强硬的特征，这可能反映出美国在与欧洲的关系中寻求重新定义其战略利益和责任分担。这种政策倾向的转变，不仅对中美双边关系构成深远影响，而且可能在全球政治经济格局中引发连锁反应，从而对国际关系产生广泛的影响。然而，值得注意的是，特朗普在新一任内阁成员的选择上，并未延续以往重用对华强硬派的传统，如未邀请前国务卿、前总统国家安全副顾问以及前国会议员等以对华强硬著称的人士加入。**这一人事变动或许意味着，尽管特朗普政府在对华政策上依旧展现出强硬姿态，但其目标并非直接对抗中国的政治体系，而是在特定的外交和经济领域内寻求一种更为微妙的利益平衡与战略调整，体现了特朗普政府在处理中美关系时的复杂思维和多角度权衡。**

表：特朗普2.0时期对华鹰派“代表团”

职位	人员	是否需要参议院批准
国家安全顾问	迈克.沃尔茨	众议院出名的反华先锋。主张采取更加积极的措施来遏制中俄两国的影响力，包括限制技术转让、加强贸易管制等。
国务卿	马尔科.卢比奥	被认为是美国政坛对华强硬的代表人物。支持对中国官员及企业实施严厉制裁，曾推动一系列涉华立法，强调美国的利益和地位。
国防部长	皮特.海格赛斯	主张美国优先，对华持强硬立场，曾表态认为中国是一个“严重的威胁”，主张美国要采取措施遏制中国的发展。
美国贸易代表	贾米森.格利尔	曾是罗伯特.莱特西泽的幕僚长。莱特西泽曾主导了中美贸易战，并推动了对华商品的高税额以及301调查。提倡与中国“战略脱钩”，并撤销中国的“永久最惠国”待遇，曾建议国会启动撤销与中国永久正常贸易关系的进程，以对抗中国的“不公平贸易行为”。
商务部长	霍华德.鲁特尼克	支持特朗普的贸易保护主义政策，对中国进口商品征收高额关税，并提出征收的方式不是渐进式的调整，而是大幅度的。

source：网络资料整理、南华研究

刷新

## 4、政策主张存在潜在冲突

特朗普在第二任期将面临多重经济挑战，包括疫情后通货膨胀的加剧、地缘政治局势的紧张，以及美国财政状况的日益严峻。这些挑战要求特朗普政府在政策制定上展现出更高的灵活性和协调性。而**目前特朗普主张**

**的减税、提高关税、控制通胀以及维护美元国际地位等政策之间存在潜在的冲突和制约。**在政策制定层面，众议院议长和财政部长的角色至关重要，分别负责立法与财政预算，对政策的走向有着决定性的影响。目前特朗普拟任的两位官员均主张财政紧缩和减少政府支出，这表明特朗普政府将采取更加审慎的财政政策。具体来看，作为财政部长的贝森特，他对政府赤字持审慎态度，并计划推动特朗普在任期结束前将赤字降至GDP的3%。

### 三、2025年美元兑人民币即期汇率我们怎么看？

2025年，不是一场静观其变的博弈。在特朗普鹰派班底，国内经济需要更多政策托底的背景下，我们如何看待明年美元兑人民币即期汇率？且容我们卖个关子，12月底即将出炉《南华外汇2025年度展望：布局与破局》。在此之前，我们将现有市场上的观点进行了整理。通过整理我们发现多家权威机构对2025年美元兑人民币即期汇率走势持有不同观点。瑞银预计，受关税冲击，人民币将合理贬值，但不会突破8，年底或达7.6。花旗则更为悲观，认为若关税高达60%，汇率可能飙升至7.7-8.0。高盛、法国巴黎银行亦预测人民币将贬值，但幅度略小。摩根士丹利指出，鉴于供应链重组和经济基本面，人民币贬值或更趋稳健，预计2025年底汇率达7.6，2026年底升至7.75。中金外汇研究认为，本轮关税对汇率影响或小于2018年，贬值空间有限，年初或存反弹机会。兴业宏观研究判断，2025年人民币汇率将先走强再承压，波动率提升，建议积极应对结汇、购汇敞口。东吴宏观则认为，在关税政策落地前，汇率将维持在7.10-7.35区间震荡，但贸易摩擦信号弹打响后，或突破此区间。总体来看，各机构对汇率走势预测存在分歧，需密切关注关税政策、经济基本面及中美利差等因素变化。

**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。

南华研究院投资咨询业务资格：证监许可【2011】1290号  
南华宏观外汇团队  
周骥 投资咨询证号：Z0017101

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

Bigger mind, Bigger fortune  
智慧创造财富

免责声明: