



南华期货
NANHUA FUTURES

人民币国际化背景下， 人民币外汇期货的发展前景与挑战

南华研究院宏观外汇创新分析师 周骥
Z0017101

投资咨询业务资格：证监许可【2011】1290号

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、年初至今，市场在交易什么？

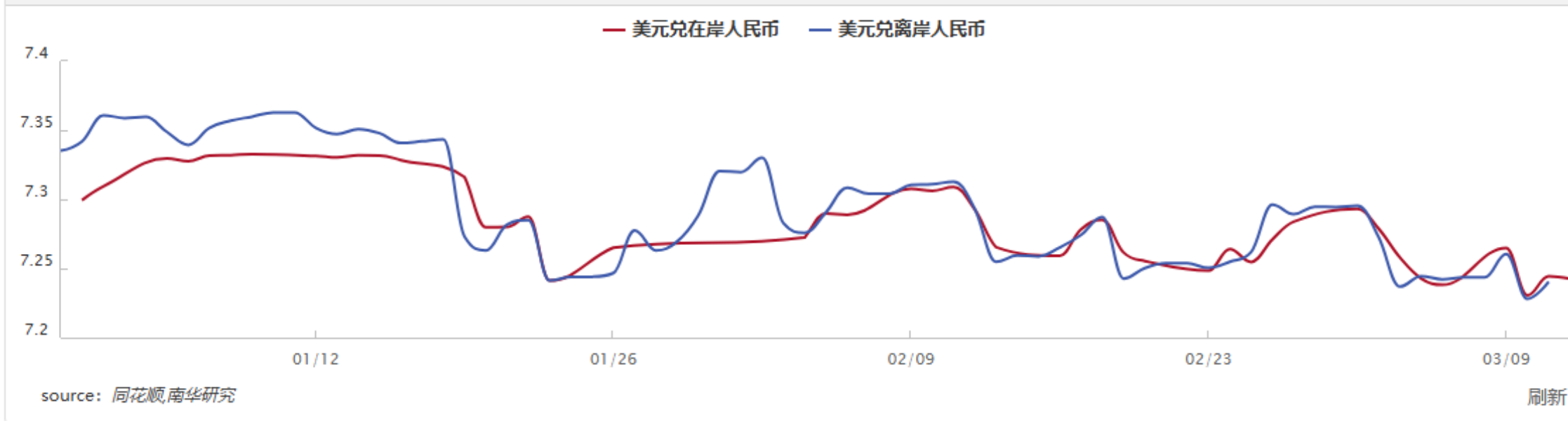


1.1 2025年以来市场回顾

一些超预期...

- 未像市场预期的大幅走高，而是呈现高位震荡态势
- 未像市场预期的表现强势，而是微幅走弱

图：2025年以来美元兑人民币即期汇率走势



1.1 2025年以来市场回顾

一些符合预期...

长期博弈下的布局与破局

2024年12月20日

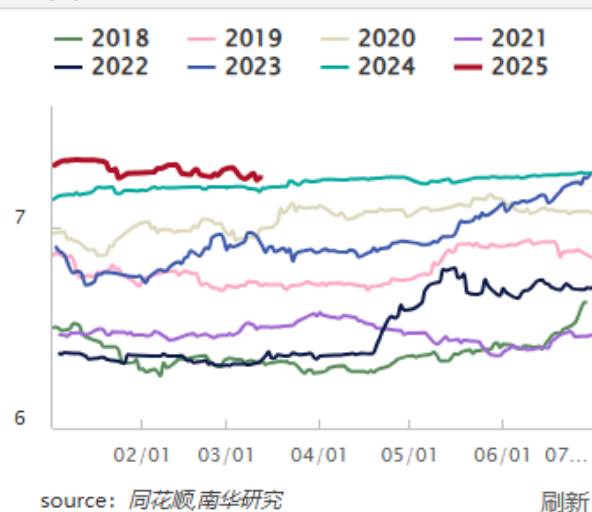
主要观点

对于2025年的汇率走势，我们预计，在外部环境不确定性加剧和内部环境以稳为主的背景下，美元兑人民币即期汇率的波动幅度可能会有所增加，且整体运行中枢相比2024年或略有抬升。具体分析如下：海外方面，特朗普第二任期的政策倾向相对明确，但其政策路径选择和节奏较为复杂，或导致外汇市场出现较大波动。同时，考虑到欧元区经济增长的疲软以及日本央行在政策（加息）决策上的犹豫不决，2025年大多时间内或依旧呈现的是“美强非美弱”的格局。国内方面，中国经济政策的重点将从稳增长转向如何巩固这一增长，因此内部基本面这块磐石或给人民币提供的是“托”而非“拖”。但究竟托举的力量如何，将取决于国内政策的实施情况，尤其是财政政策的出台情况以及实际起到的作用。央行对汇率的态度方面，预计依旧延续放与收的动态艺术，即“让汇率在发挥自动稳定器作用的同时，保持在合理区间，必要时仍可能采取灵活的策略以应对外部冲击”。

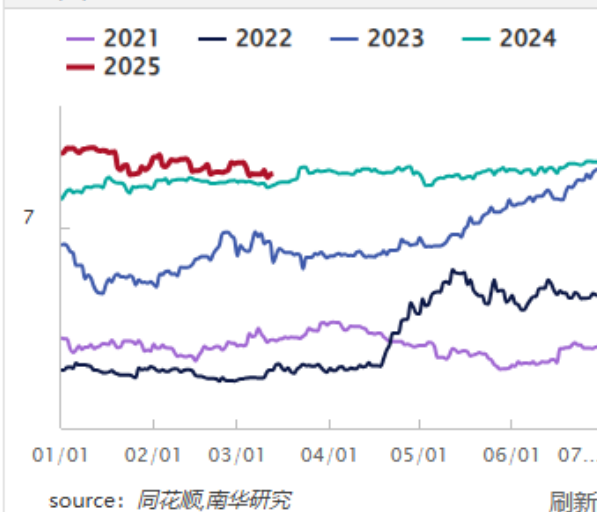
资料来源：《长期博弈下的布局与破局》作者：周骥 2024. 12. 20 南华研究

“对于2025年的汇率走势，在外部环境不确定性加剧以及内部环境以稳为主的背景下，美元兑人民币即期汇率的波动幅度或有所增加（但若央行对汇率的态度较为坚决，或在一定程度上削弱汇率的波幅），并且整体运行中枢相比2024年或略有抬升。”

图：2018年至今，美元兑在岸人民币即期汇率季节性



图：2018年至今，美元兑离岸人民币即期汇率季节性



1.1 2025年以来市场回顾

汇率，是对外经济的核心变量，联系着各种宏、微观经济因素。

汇率制度，是一国重要的对外经济制度，其对一国的国际贸易、国际资本流动有重要影响，并通过各种渠道最终影响到宏观经济的整体运行。

■ 我国当前实行的人民币汇率制度

✗ 单一盯住美元

✓ 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

■ 中间价形成机制

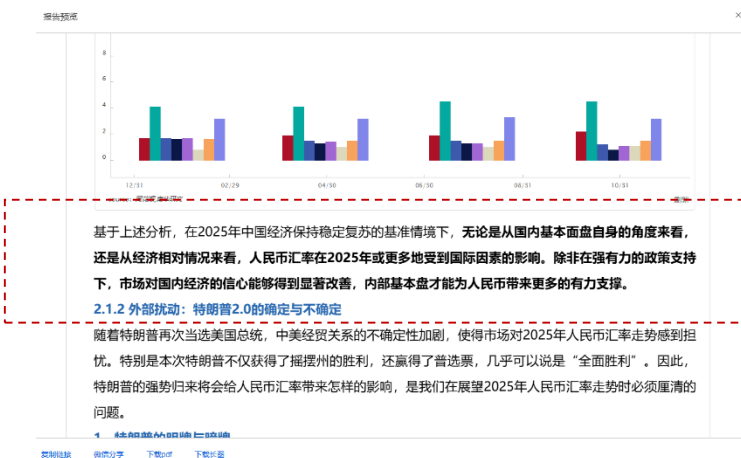
收盘汇率贡献+一篮子货币汇率变化+逆周期因子



资料来源：南华研究

1.1 2025年以来市场回顾

一些符合预期...



无论从国内基本面自身来看，还是从经济相对表现来看，2025年美元兑人民币即期汇率可能更多地受到国际因素的影响。除非市场对国内经济的信心显著提升，否则内部基本盘或难以对人民币形成强有力的支撑。

资料来源：《长期博弈下的布局与破局》作者：周骥 2024. 12. 20 南华研究

市场锚

政策锚

VS

外部因素

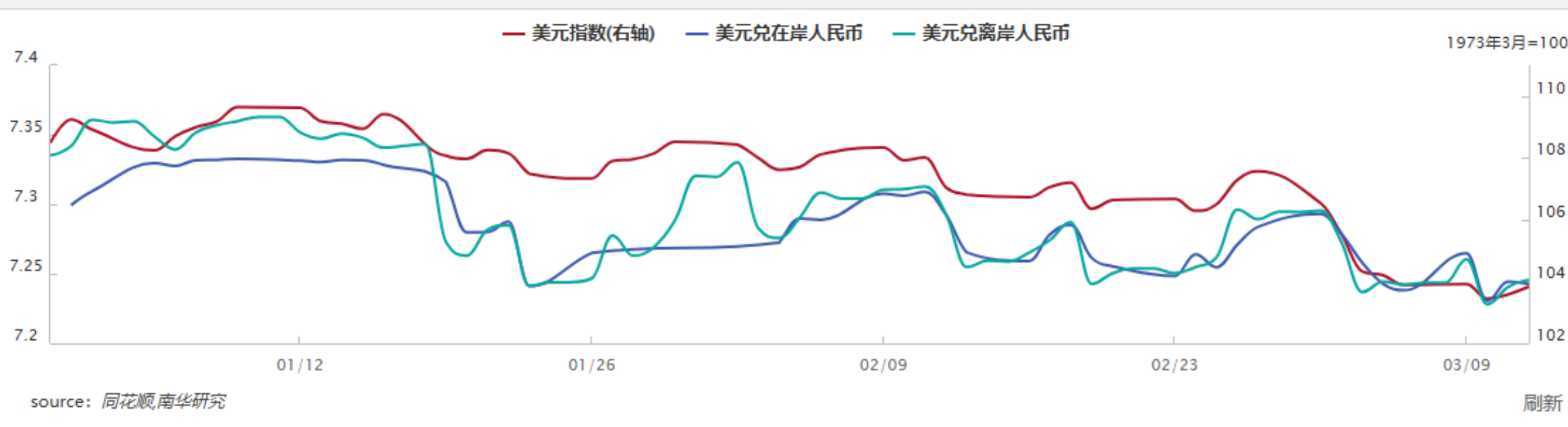
内部基本盘

VS

1.2 市场在交易什么之市场锚

■ 观察角度一：外部盘之交织不清

图：2025年以来美元指数与美元兑人民币即期汇率走势



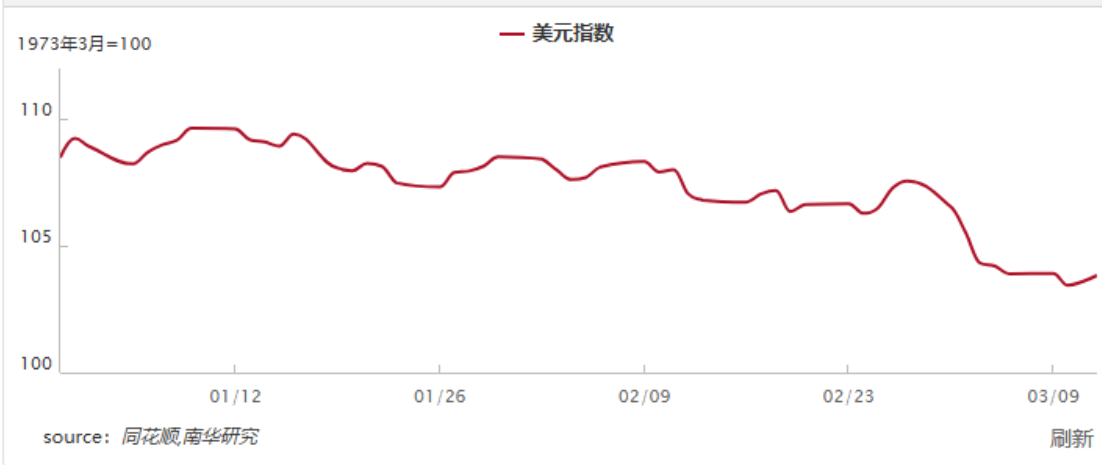
1.2 市场在交易什么之市场锚

■ 观察角度一：外部盘之交织不清

（1）市场对关税政策的反应钝化，关注点转向“再通胀”与“美国经济衰退”

从关税的叙事转向“再通胀”与“美国经济衰退”叙事

图：2025年以来美元指数走势



表：近期关税相关事件梳理

时间	事件
2025年1月20日	特朗普就职，发布美国优先贸易政策备忘录
2025年2月1日	特朗普签署行政令，以芬太尼问题为由，对进口自中国的商品加征10%的关税（额外关税，总关税在25%），并将对来自墨西哥和加拿大的商品加征25%关税。
2025年2月2日	加拿大、墨西哥相继宣布对美关税反制措施
2025年2月2日	特朗普威胁将很快对欧盟加征关税
2025年2月3日	特朗普与加、墨进行谈话，随后宣布统一暂缓加、墨关税1个月执行
2025年2月3日	中国宣布3项对美关税反制措施
2025年2月4日	对华10%全面关税正式生效
2025年2月5日	中国国务院关税税则委员会发布关于对原产于美国的部分进口商品加征关税的公告：2025年2月1日，美国政府宣布以芬太尼等问题为由对所有中国输美商品加征10%关税。美方单边加征关税的做法严重违反世界贸易组织规则，不仅无益于解决自身问题，也对中美正常经贸合作造成破坏。经国务院批准，自2025年2月10日起，对原产于美国的部分进口商品加征关税。
2025年2月10日	对全球钢铝产品征收25%关税，涉及中国的个人、实体和船舶
2025年2月11日	特朗普又宣布对所有进口到美国的钢铁和铝产品征收25%的关税。随后美国官员表示，该举措将于3月4日生效。
2025年2月13日	特朗普签署备忘录，指示美国贸易代表和商务部长根据各个国家不同的情况提出新关税建议。相关措施的生效日期并未公布，一位白宫高级官员称，这一庞大过程可能需要数周甚至数月才能完成。特朗普提名的商务部长霍华德·卢特尼克在白宫表示，所有研究工作应在4月1日前完成，随后总统可以立即采取行动。
2025年2月13日	特朗普表示希望与中俄会谈
2025年2月18日	宣布对汽车、药品、芯片等商品征收25%关税，将于4月2日正式宣布细则
2025年2月19日	特朗普表示期待与习近平主席访谈
2025年2月21日	签署《美国优先投资政策》备忘录、重启数字服务税调查备忘录
2025年2月21日	国务院副总理何立峰与美国财政部长贝森特视频通话，涉及经济贸易问题，但未有明确的进展
2025年2月25日	签署行政令，对铜启动232调查，有意向对铜加征关税
2025年2月26日	宣布对欧盟加征25%关税，但未透露具体实施细节
2025年2月27日	宣布对加拿大与墨西哥加征的关税，将在2025年3月4日生效，并额外增加对华征收10%的关税
2025年3月4日	中国宣布将在3月10日对美国进口的农产品加征关税

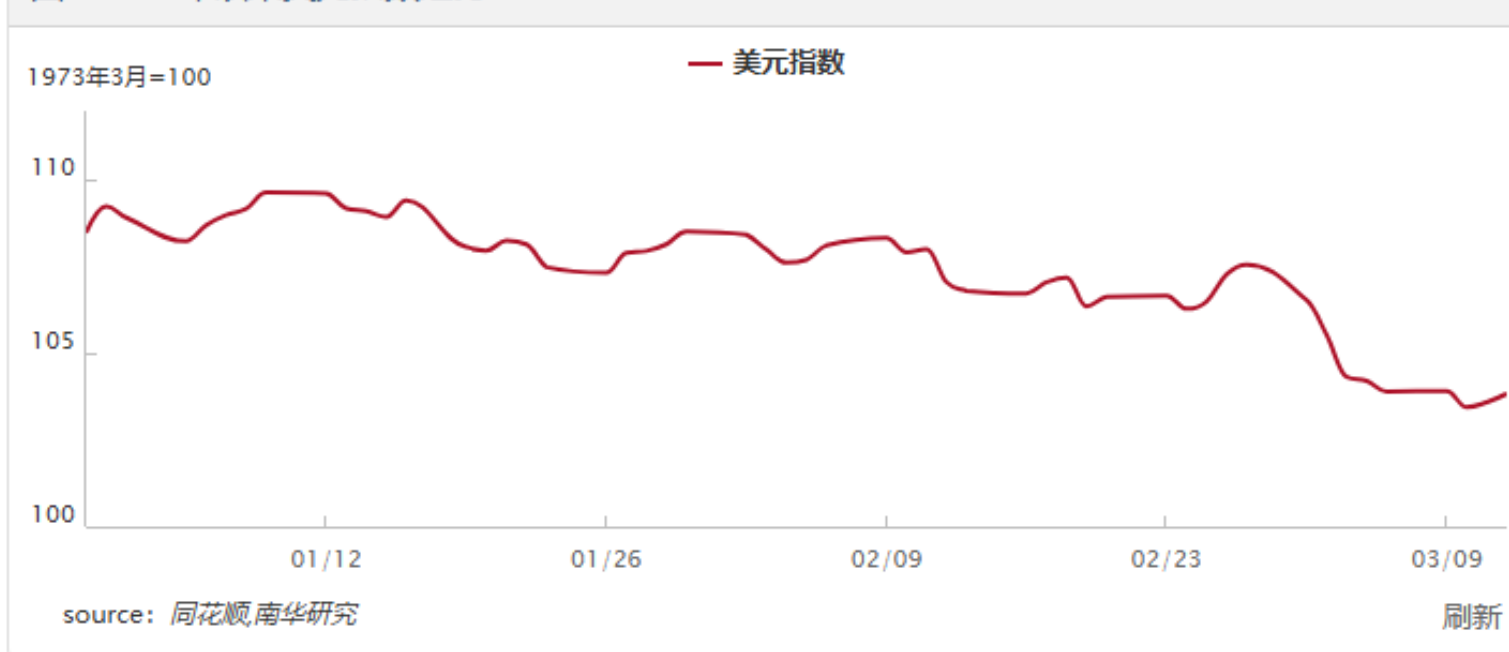
资料来源：网络资料整理 南华研究

1.2 市场在交易什么之市场锚

■ 观察角度一：外部盘之交织不清

(1) 市场对关税政策的反应钝化，关注点转向“再通胀”与“美国经济衰退”

图：2025年以来美元指数走势



根据美元的“微笑理论”，美元指数走势通常呈现三种情景：

(a) 左侧上扬：当美国经济表现强劲，美联储加息预期升温时，美元因资本流入和利差优势走强；

(b) 底部低谷：当全球经济同步疲软或美国经济相对更弱时，美元因避险属性不足而承压；

(c) 右侧上扬：当全球经济陷入深度衰退或危机时，美元作为终极避险资产被追捧，再度走强。

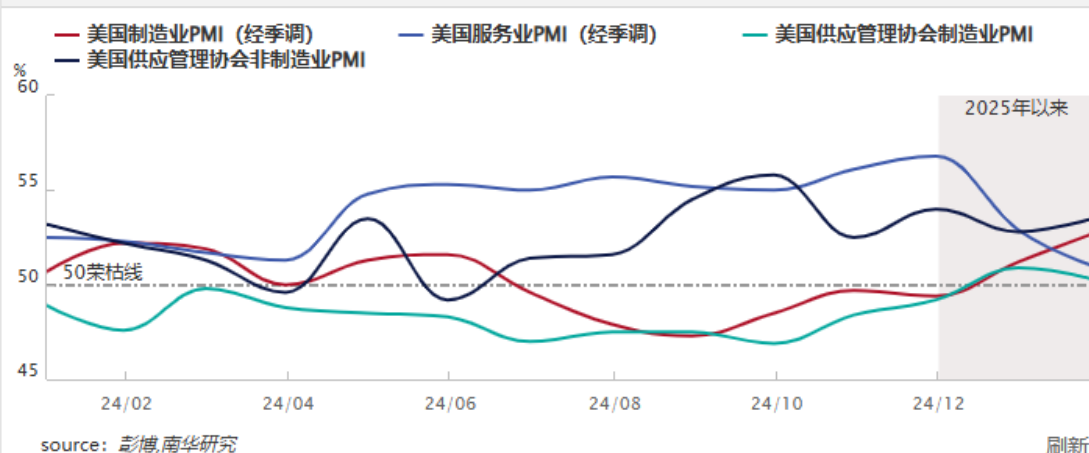
1.2 市场在交易什么之市场锚

■ 观察角度一：外部盘之交织不清

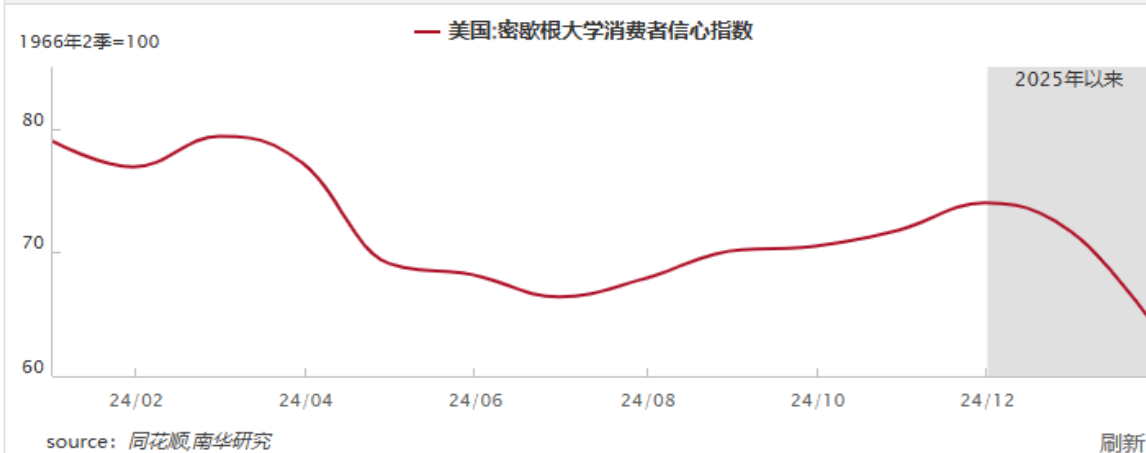
(1) 市场对关税政策的反应钝化，关注点转向“再通胀”与“美国经济衰退”

■ 经济“不温不火”对应“微笑底部”压力

图：美国各类制造业及非制造业PMI情况



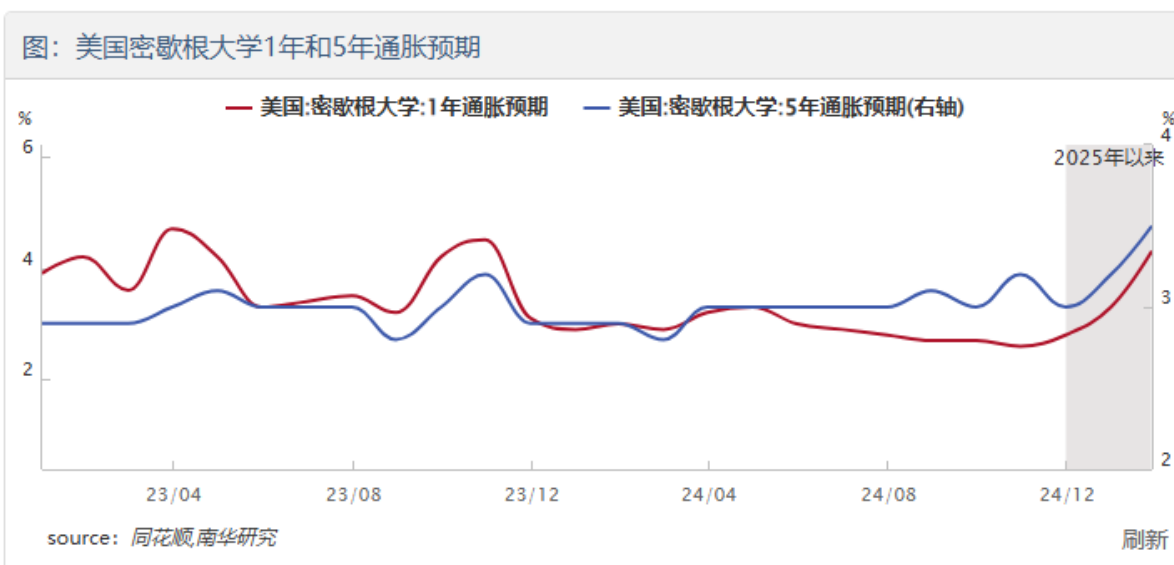
图：美国密歇根大学消费者信心指数情况



1.2 市场在交易什么之市场锚

- 观察角度一：外部盘之交织不清
- 关税加剧滞胀风险，削弱美元吸引力

关税的不断落地，导致通胀压力上升（“再通胀”担忧），但经济增速并未同步改善，形成“滞胀”苗头



2025年以来，各阶段市场对美联储的加息/降息预期



source: Bloomberg 南华研究

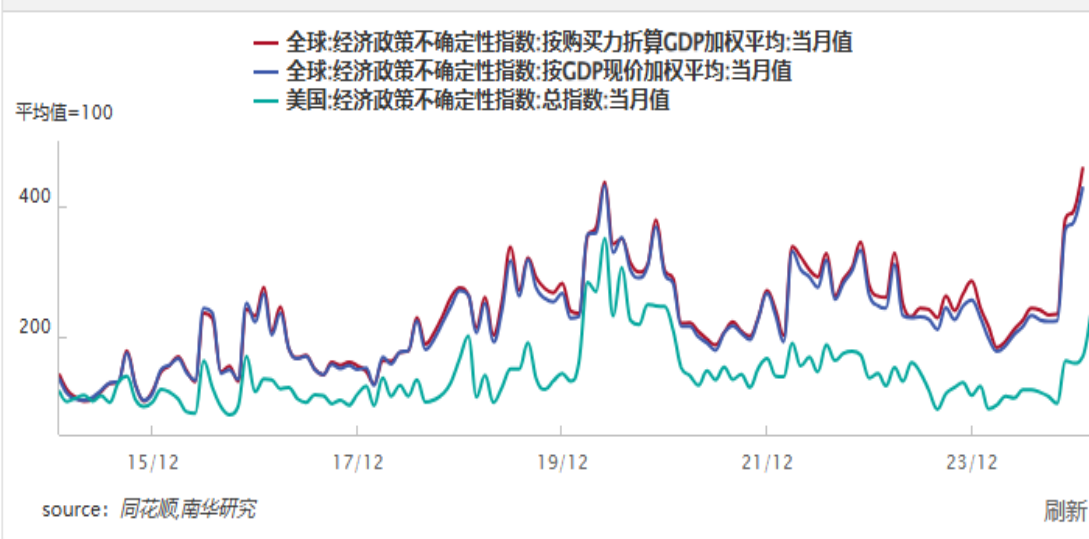
1.2 市场在交易什么之市场锚

■ 观察角度一：外部盘之交织不清

■ 避险属性失效，美元信心边际下滑

尽管关税可能引发局部市场波动，但当前环境并非全球系统性危机，美元难以触发“左侧上扬”的避险需求。

图：全球与美国经济政策不确定性



图：美国贸易政策不确定性



1.2 市场在交易什么之市场锚

■ 观察角度一：外部盘之交织不清

■ 避险属性失效，美元信心边际下滑

尽管关税可能引发局部市场波动，但当前环境并非全球系统性危机，美元难以触发“左侧上扬”的避险需求。

图：标准普尔500波动率指数(VIX)



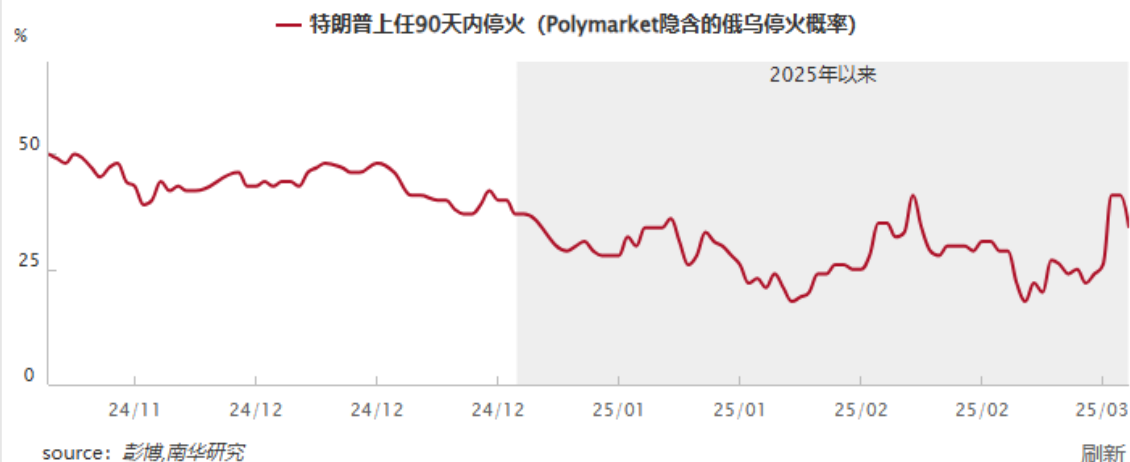
1.2 市场在交易什么之市场锚

■ 观察角度一：外部盘之交织不清

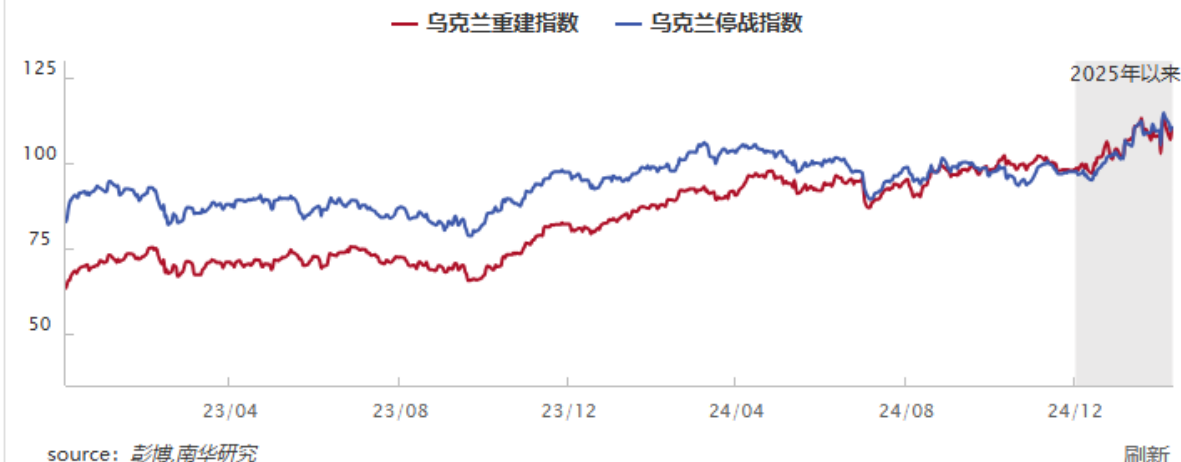
■ 地缘政治冲突

2025年以来，地缘政治冲突随着特朗普态度的反复而愈发复杂。一方面，俄乌冲突频繁，美俄关系摇摆不定；另一方面，欧洲内部局势也出现动荡。

图：特朗普上任90天内停火概率



图：乌克兰重建及停战情况



1.2 市场在交易什么之市场锚

特朗普实施关税政策的节奏及言论

美国与非美国国家经济及政策相对的表现

地缘政治风险冲突的进程

1.2 市场在交易什么之市场锚

■ 观察角度二：内部盘之港元的联动性

表：2025年版本CFETS人民币 外汇 / 外汇周报专用表格 表格说明

0.00

0.00

请选择

小数位数

请输入

合并单元格

字号

A

≡

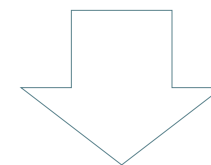
公式

	A	B	C	D	E
1	序列	币种	权重		权重调整情况
2			2025年	2024年	
3	1	USD	0.18903	0.19460	-0.00560
4	2	EUR	0.17902	0.18079	-0.00180
5	3	JPY	0.08584	0.08963	-0.00380
6	4	KRW	0.08368	0.09045	-0.00680
7	5	AUD	0.05947	0.05478	0.00470
8	6	MYR	0.05118	0.05105	0.00010
9	7	RUB	0.04904	0.04603	0.00300
10	8	HKD	0.03469	0.02977	0.00490
11	9	THB	0.03430	0.03411	0.00020
12	10	SGD	0.02968	0.02956	0.00010
13	11	SAR	0.02824	0.02789	0.00030

数据来源: 南华研究 编辑

自2025年1月1日起，新版CFETS人民币汇率指数的货币篮子和权重正式生效。

- 1) 美元权重进一步下调
- 2) 港币权重有所上调，且是此次权重上调幅度最大的币种



增强了港元与人民币的联动性

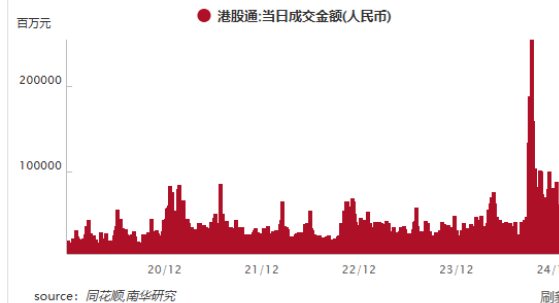
1.2 市场在交易什么之市场锚

■ 观察角度二：内部盘之港元的联动性

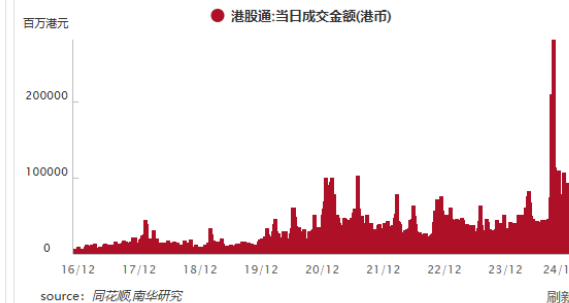
图：USD/HKD即期汇率历史走势



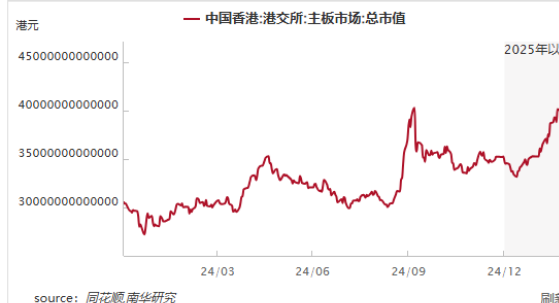
图：港股通当日成交金额(人民币)



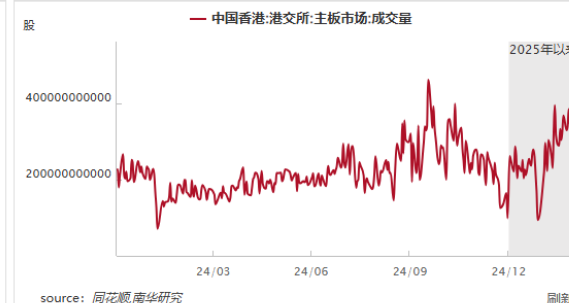
图：港股通当日成交金额(港币)



图：2025年以来，中国香港港交所主板市场总市值

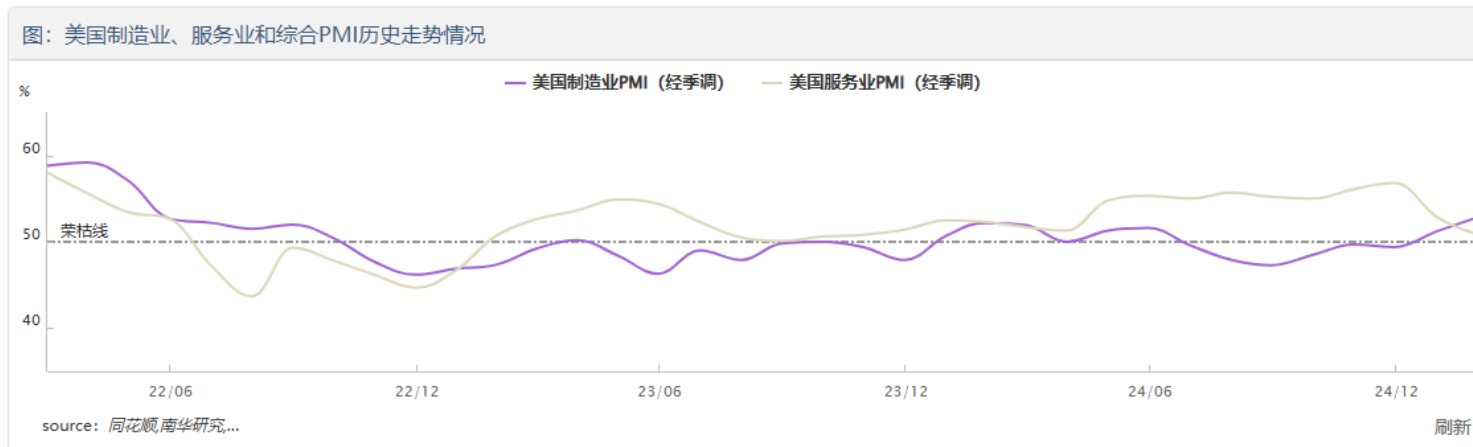
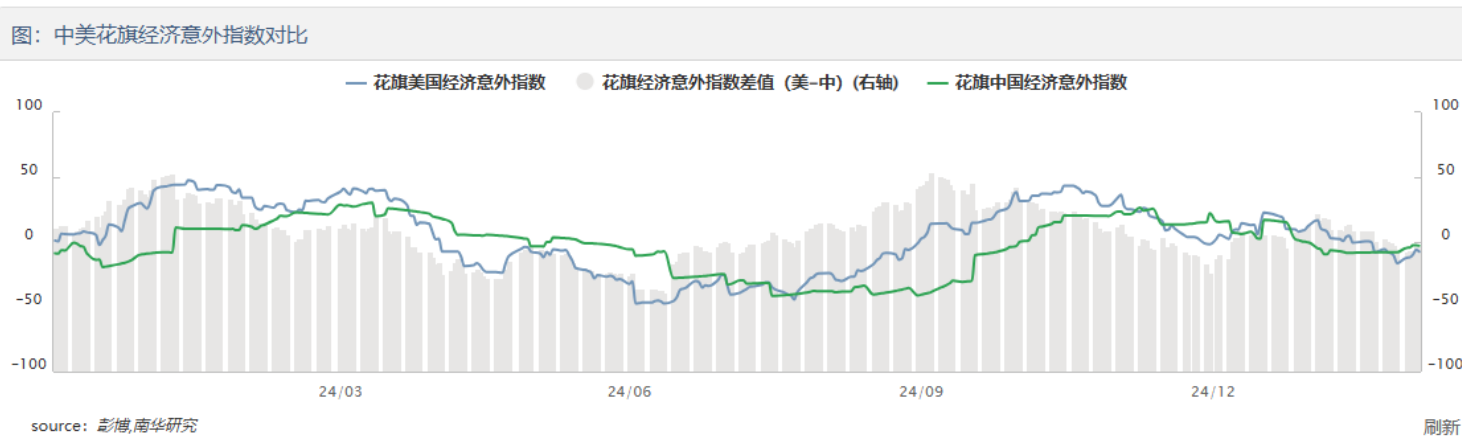


图：2025年以来，中国香港港交所主板市场成交量



1.2 市场在交易什么之市场锚

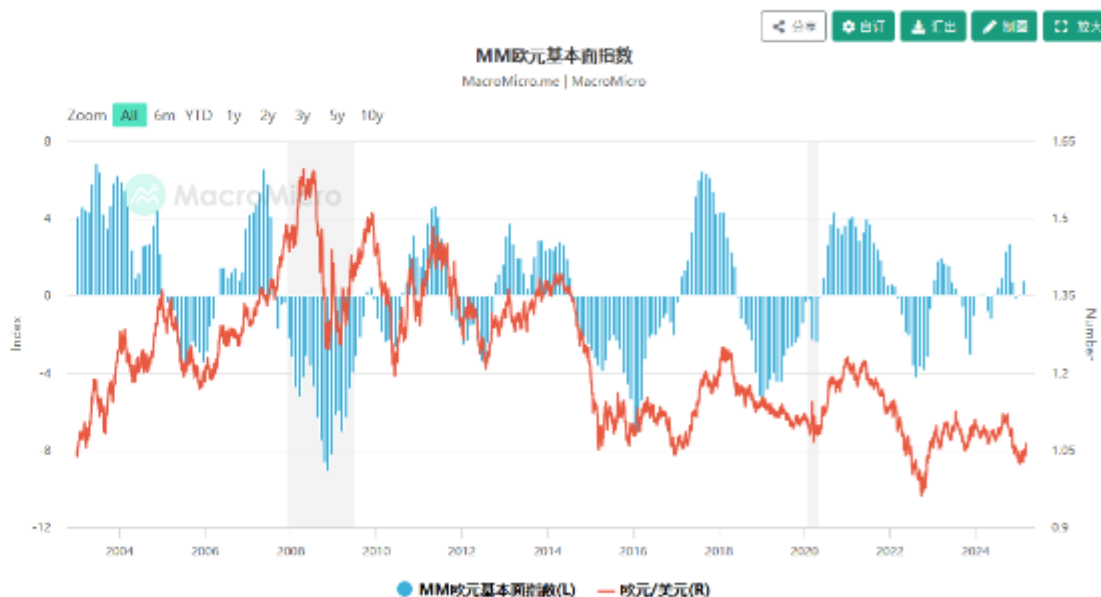
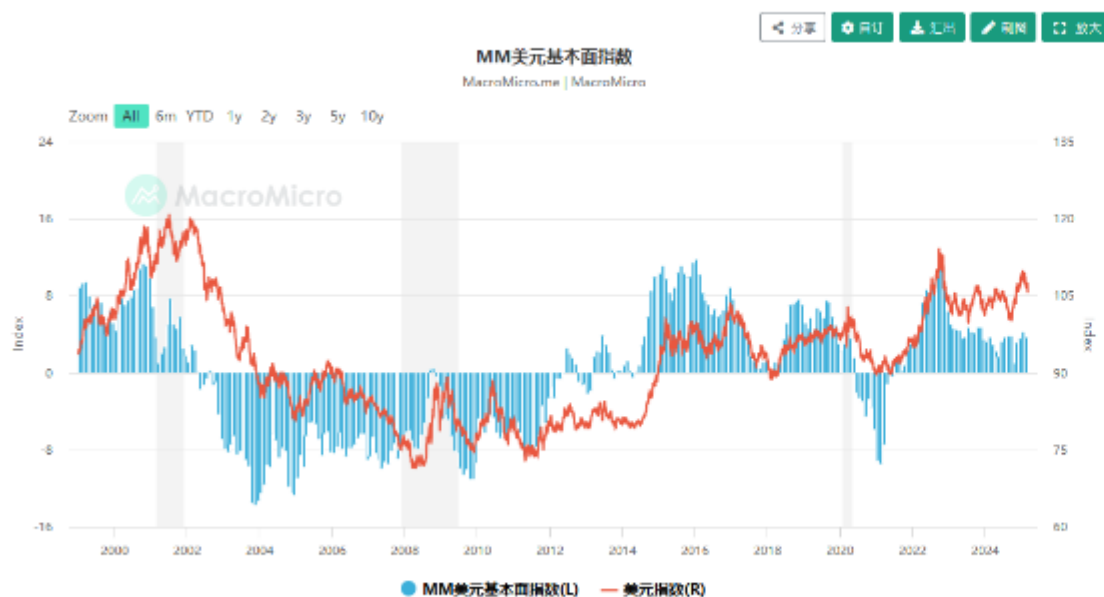
■ 观察角度二：内部盘之港元的联动性



1.2 市场在交易什么之市场锚

■ 观察角度二：内部盘之港元的联动性

MM美元基本面指数与MM欧元基本面指数对比



source: MacroMicro 南华研究

1.3 市场在交易什么之政策锚

■ 逆周期因子调升人民币的规模趋于收敛+表态频率降低

美元兑人民币汇率中间价拆解图



source: Bloomberg 南华研究

1.3 市场在交易什么之政策锚

■ 逆周期因子调升人民币的规模趋于收敛+表态频率降低

表：2025年以来央行稳汇率政策梳理

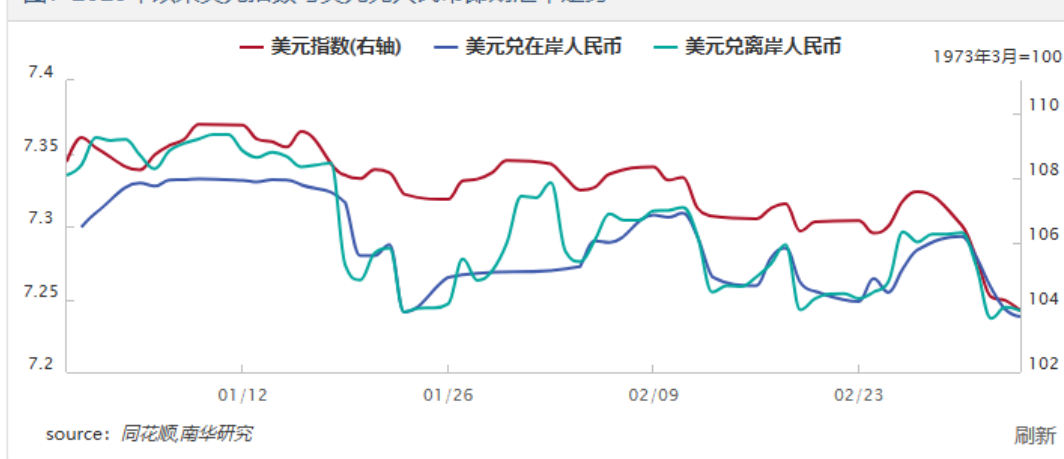
日期	类型	具体内容
2025年1月3日	预期管理	中国人民银行货币政策委员会2024年第四季度（总第107次）例会于12月27日召开：增强外汇市场韧性，稳定市场预期，加强市场管理，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防止形成单边一致性预期并自我实现，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
2025年1月9日	数量型	为丰富香港高信用等级人民币金融产品，完善香港人民币收益率曲线，根据中国人民银行与香港金融管理局签署的《关于使用债务工具中央结算系统发行中国人民银行票据的合作备忘录》，2025年1月15日（周三）中国人民银行将通过香港金融管理局债务工具中央结算系统（CMU）债券投标平台，招标发行2025年第一期中央银行票据。第一期中央银行票据期限6个月（182天），为固定利率附息债券，到期还本付息，发行量为人民币600亿元，起息日为2025年1月17日，到期日为2025年7月18日，到期日遇节假日顺延。第一期中央银行票据面值为人民币100元，采用荷兰式招标方式发行，招标标的为利率。
2025年1月10日	价格型	中国人民银行决定阶段性暂停在公开市场买入国债：鉴于近期政府债券市场持续供不应求，中国人民银行决定，2025年1月起暂停开展公开市场国债买入操作，后续将视国债市场供求状况择机恢复。
2025年1月13日	外汇和跨境宏观审慎管理	中国人民银行、国家外汇局上调跨境融资宏观审慎调节参数：为进一步完善全口径跨境融资宏观审慎管理，继续增加企业和金融机构跨境资金来源，引导其优化资产负债结构，中国人民银行、国家外汇局决定将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从1.5上调至1.75，于2025年1月13日实施。
	预期管理	中国人民银行行长潘功胜在亚洲金融论坛开幕式上的致辞：近段时间以来，美元指数高企，非美货币普遍都在贬值。人民币对美元汇率也有所贬值，但总体展现出较强韧性。经过多年持续努力，中国外汇市场已取得长足的发展，市场参与者更加成熟，交易行为更加理性。目前，货物贸易人民币跨境收支占比已达到30%，降低了企业生产经营面临的汇兑风险敞口。人民银行、国家外汇局作为外汇市场的监管者，在面对市场变化时更加从容，经验更加丰富，有信心、有条件、有能力维护外汇市场的稳定运行。我们将坚持市场在汇率形成中起决定性作用，有效发挥汇率的宏观经济和国际收支自动稳定器功能。同时，坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
	预期管理	中国外汇市场指导委员会会议在北京召开。中国人民银行副行长宣昌能、国家外汇局副局长李斌出席会议并讲话。会议讨论了近期外汇市场形势，部署了加强外汇自律管理有关工作。会议强调，要坚定不移保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。人民银行、外汇局将继续综合施策，稳定预期，增强外汇市场韧性，加强外汇市场管理，坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险。外汇市场指导委员会将加强对外汇市场自律机制的指导，进一步强化行业自律管理，指导外汇市场成员严格落实自律规范，对扰乱市场秩序、恶意误导公众等违反自律规范的行为及时采取措施。外汇市场自律机制成员要坚持以服务实体经济为首要任务，努力为企业和居民提供稳定的汇率环境。要坚持汇率风险中性，完善服务企业汇率风险管理的长效机制。要自觉遵守自律规范，不得扰乱市场秩序，不得推波助澜加剧顺周期行为，共同维护外汇市场有序规范运行。
2025年1月14日	预期管理	国新办新闻发布会（介绍金融支持经济高质量发展有关情况）：1）人民银行汇率政策立场是清晰和一以贯之的，保持人民币汇率基本稳定的目标不会改变；2）下阶段，将继续综合采取措施，增强外汇市场韧性，稳定市场预期，加强市场管理，坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定；3）下一步将加强外汇市场管理，适时采取宏观审慎和逆周期调节措施，坚决对外汇市场顺周期行为进行纠偏，维护人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定。
2025年2月12日	数量型	为丰富香港高信用等级人民币金融产品，完善香港人民币收益率曲线，根据中国人民银行与香港金融管理局签署的《关于使用债务工具中央结算系统发行中国人民银行票据的合作备忘录》，2025年2月14日（周五）中国人民银行将通过香港金融管理局债务工具中央结算系统（CMU）债券投标平台，招标发行2025年第二期和第三期中央银行票据。第二期中央银行票据期限3个月（91天），为固定利率附息债券，到期还本付息，发行量为人民币400亿元，起息日为2025年2月18日，到期日为2025年5月20日，到期日遇节假日顺延。第三期中央银行票据期限1年，为固定利率附息债券，每半年付息一次，发行量为人民币200亿元，起息日为2025年2月18日，到期日为2026年2月18日，到期日遇节假日顺延。以上两期中央银行票据面值均为人民币100元，采用荷兰式招标方式发行，招标标的为利率。
2025年2月13日	预期管理	删除“保持汇率弹性”，强调“增强外汇市场韧性”、“稳定市场预期”、“坚决对扰乱市场顺周期行为进行修片、坚决对扰乱市场秩序行为进行处置”等

资料来源：网络资料整理、南华研究

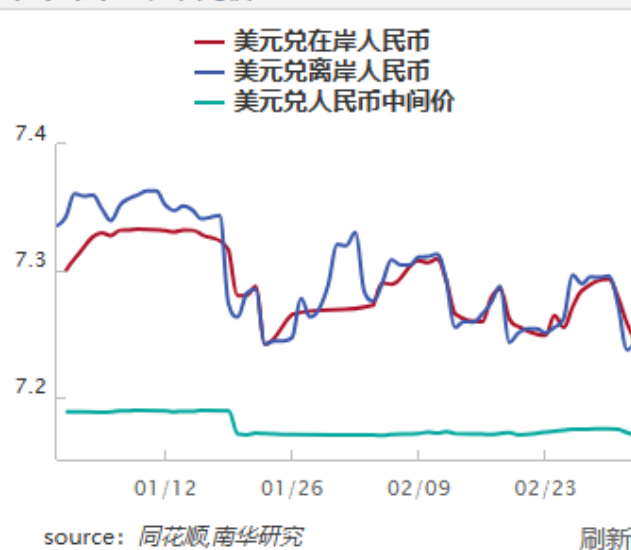
1.3 市场在交易什么之政策锚

- 与市场锚密切相关
- “即期汇率保持相对强势（相对于美元）+ 多边汇率保持相对弱势（相对于一篮子货币）” 的走势组合

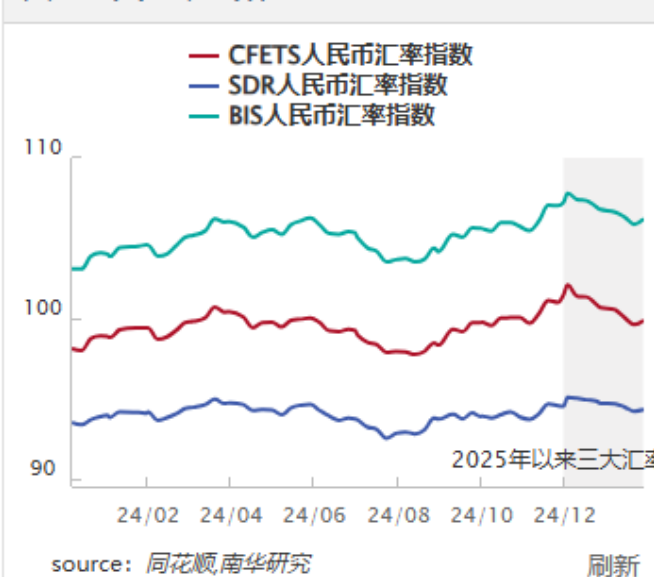
图：2025年以来美元指数与美元兑人民币即期汇率走势



图：2025年以来，美元兑人民币即期汇率与美元兑人民币中间价走势

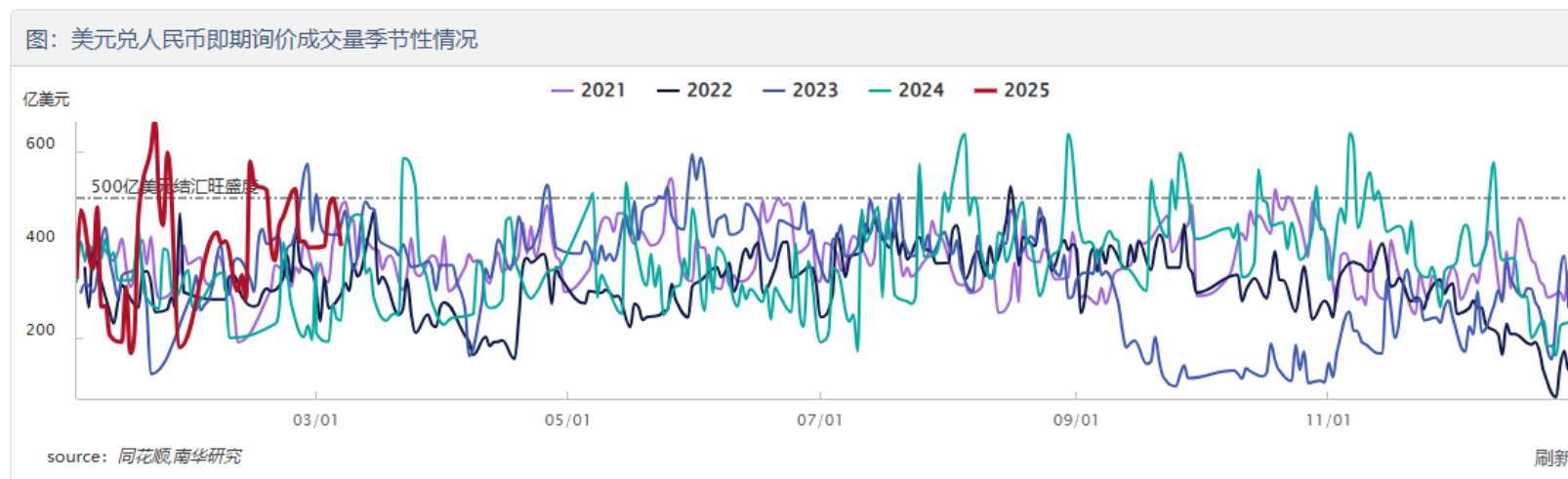


图：三大汇率指数走势



1.3 市场在交易什么之政策锚

- 与市场锚密切相关
- “即期汇率保持相对强势（相对于美元）+ 多边汇率保持相对弱势（相对于一篮子货币）” 的走势组合



表：2025年主流国际货币月度波动率统计

2025年							
月份	CNY	CNH	人民币中间价	美元指数	欧元	日元	澳元
1月	3.74%	3.31%	3.74%	6.97%	9.61%	7.45%	7.13%
2月	3.24%	4.63%	3.24%	6.33%	7.85%	10.07%	8.75%

二、人民币汇率何去何从？

2.2 人民币汇率何去何从？

遵循当前人民币汇率制度

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

市场VS政策

市场可能的演绎情况

央行可能对汇率采取的态度

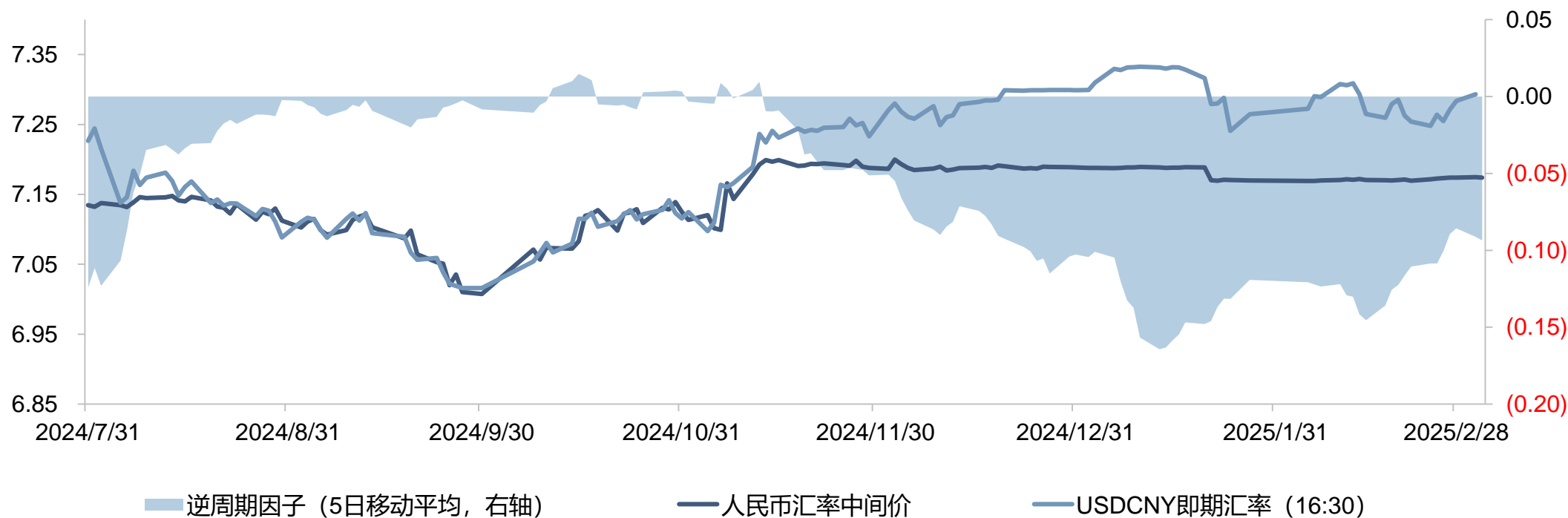
政策演绎分析

央行态度：或是收与放的动态艺术

2.1 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：逆周期因子发力轨迹跟踪情况



资料来源：Bloomberg、南华研究

2.1 央行态度：或是收与放的动态艺术

央行可能对汇率
采取的态度



或是收与放的动态艺术

■ 央行的近期表态

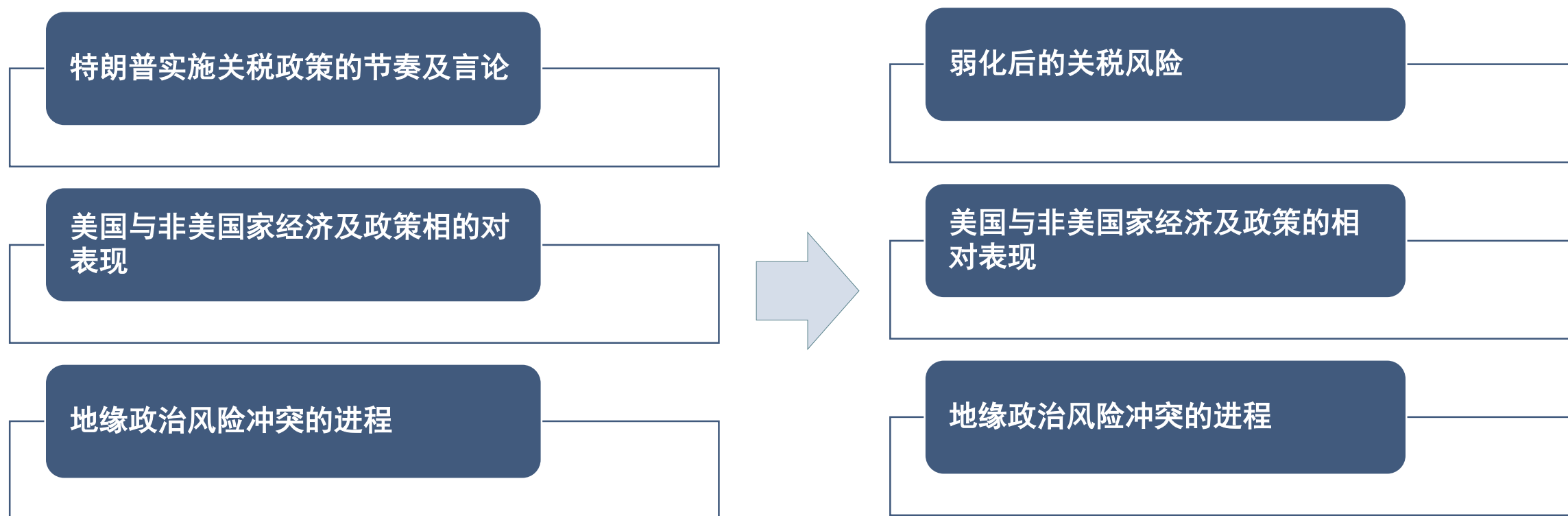
- 1) 预计央行或将继续致力于确保汇率“在合理均衡水平上基本稳定”；
- 2) 对汇率的容忍度或在一定程度上有所打开，从而给予货币宽松的空间。

■ 历史表现和改变

- 1) 相较于“811汇改”前，我国央行在“811汇改”后的“大玩家”身份有所弱化。
- 2) “811汇改”使得中间价与市场汇率之间的关系更加密切。
- 3) 逆周期因子改善了我国外汇市场的“羊群效应”，同时为我国外汇市场的健康发展提供了一定的保障。

2.2 人民币汇率何去何从？

- 美元指数并不能从趋势上改变人民币汇率走势，其对美元兑人民币即期汇率的影响主要通过中间价间接实现。人民币相对于美元的强弱表现，主要取决于国内经济的相对强弱，即任何没有经济基本面基础的升值行情是不牢固的，并不能发展成趋势性行情。



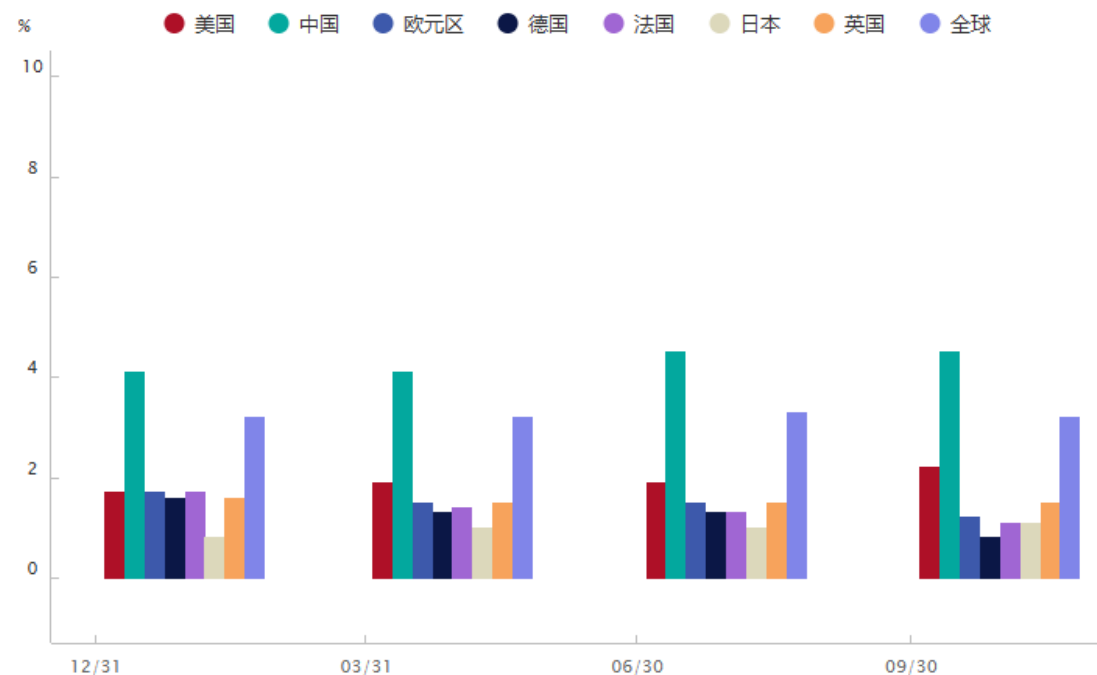
2.2 人民币汇率何去何从？

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？

2.3 市场演绎分析——内部基本盘

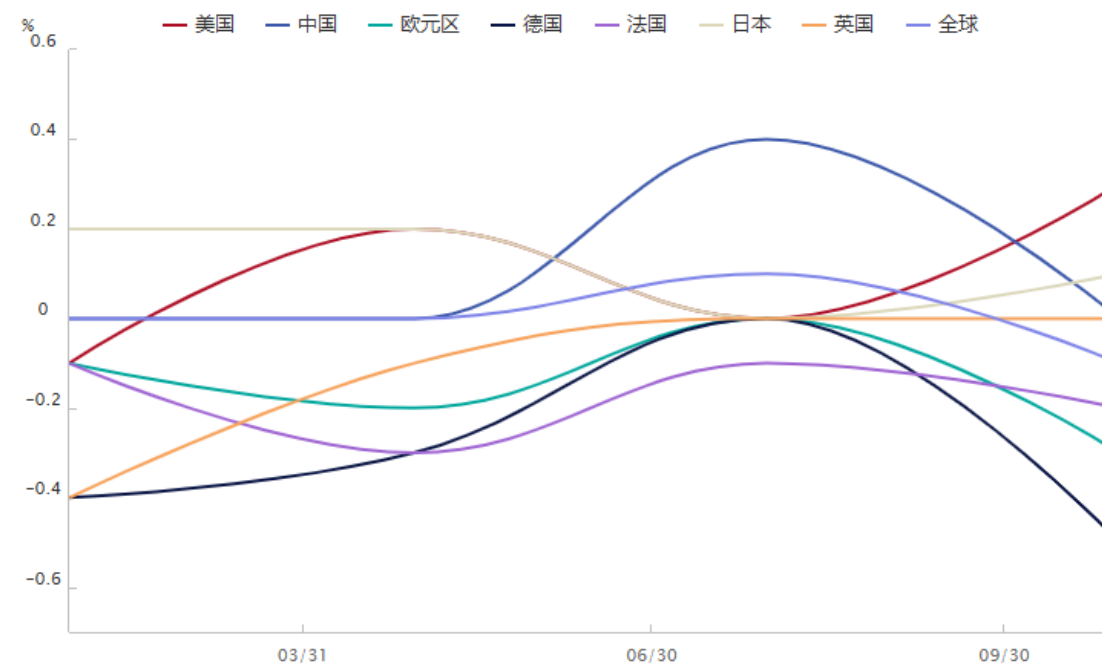
■ 内部基本面盘：“十四五”规划收官之年，仍以“稳”为主

图：IMF预测的全球及各主要国家2025年经济增速情况



来源:同花顺,南华研究

图：IMF预测的全球及各主要国家2025年经济增速情况(调整幅度)



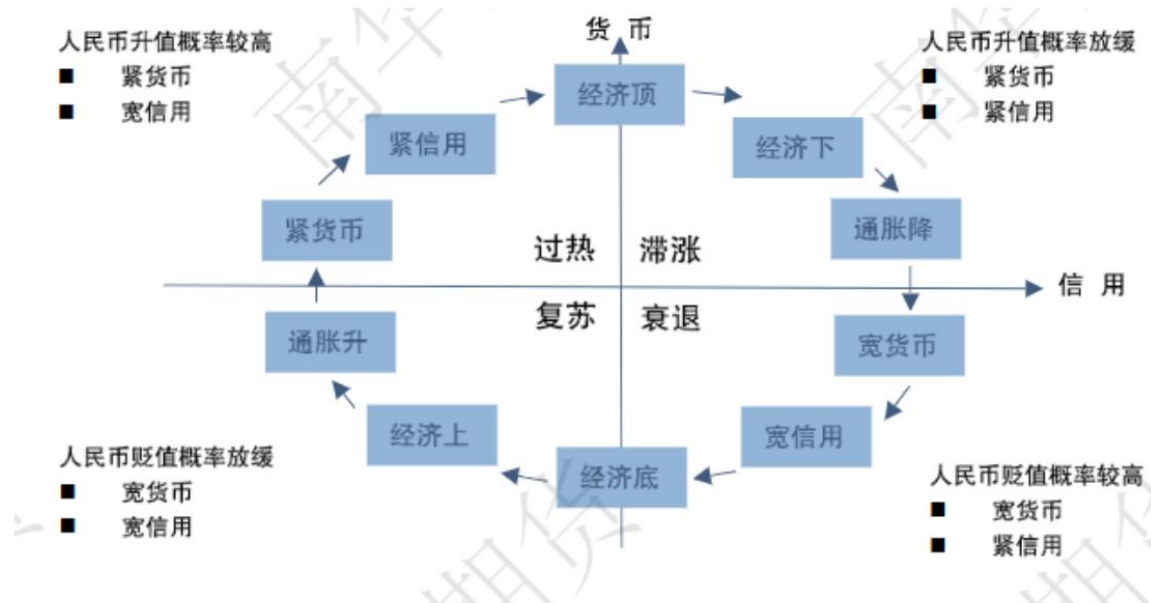
来源:同花顺,南华研究

2.3 市场演绎分析——内部基本盘

■ 内部基本面盘：“十四五”规划收官之年，仍以“稳”为主

紧缩货币+紧缩信用：政策主动收缩流动性，实体融资需求同步回落；
宽松货币+紧缩信用：逆周期调节启动，但信用扩张尚未见效；
宽松货币+宽松信用：政策效力显现，信贷规模持续增长；
紧缩货币+宽松信用：经济过热引发政策转向，信用扩张惯性延续。

美元兑人民币汇率版美林时钟



source: 南华研究

表：政府工作报告主要经济设定目标对比

内容	较前期变化	2025年目标	2024年目标
GDP增速	不变	5%左右	5%左右
CPI增速	下调	2%左右	3%左右
货币政策	有变化	实施适度宽松的货币政策	稳健的货币政策要灵活适度、精准有效
赤字率	上调	4%左右+1.3万亿元超长期特别国债+5000亿元长期特别国债	3%+1万亿超长期特别国债
地方政府专项债	上调	4.4万亿元	3.9万亿元
减税降费	有变化	加快推进部分品目消费税征收环节后移并下划地方	落实好结构性减税降费政策，重点支持科技创新和制造业发展
M2与社融	不变	与经济增长、价格总水平预期目标相匹配	与经济增长、价格总水平预期目标相匹配
城镇新增就业	不变	1200万人以上	1200万人以上
城镇调查失业率	不变	5.5%左右	5.5%左右
单位国内生产总值能耗	上调	降低3%左右	降低2.5%左右
粮食安全	上调	1.4万亿斤左右	1.3万亿斤以上

资料来源：网络资料整理、南华研究

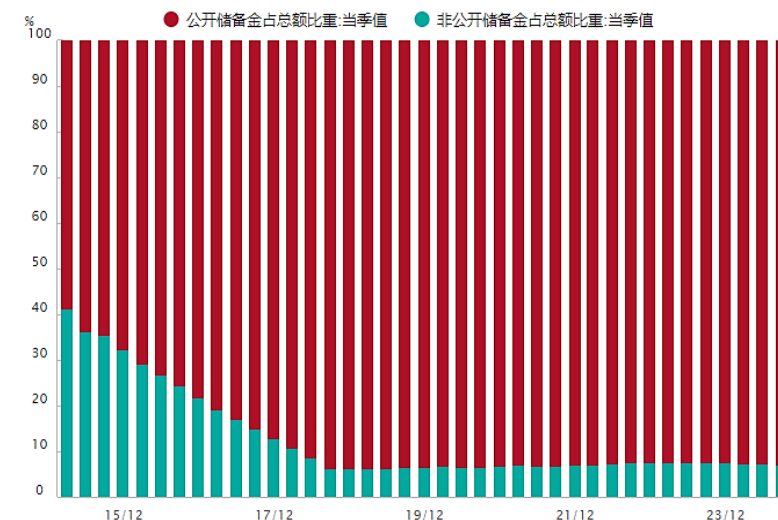
2.4 市场演绎分析——外部扰动

外部扰动

特朗普2.0之下的
确定与不确定

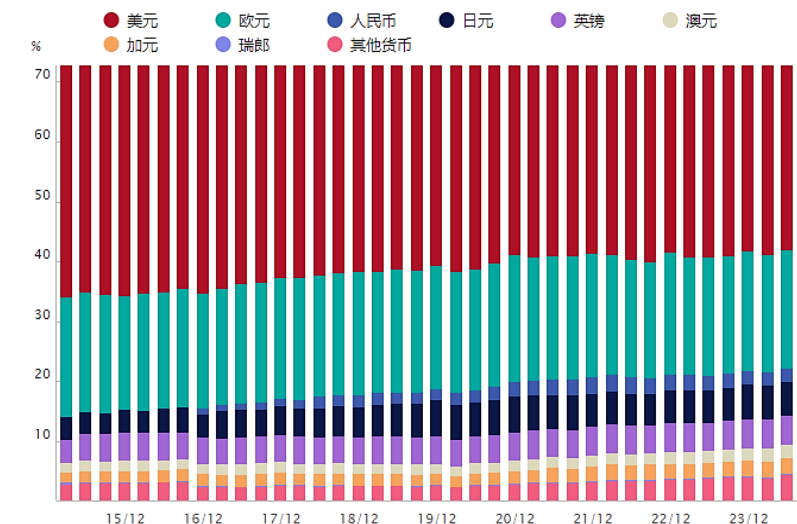
- 人民币汇率在2025年或更多受国际因素的影响。除非在强有力的政策支持下，市场对国内经济的信心能够得到显著改善，内部基本盘才能为人民币带来更多的有力支撑。
- 美元在全球储备和支付体系中的地位：长期，美国政府滥用美元优势地位（金融和贸易制裁），去美元化；对美元汇率产生边际影响。

图：全球公开和非公开外汇储备金占比



来源:同花顺,南华研究

图：各类货币占全球公开外汇储备金比重（当季值）



来源:同花顺,南华研究

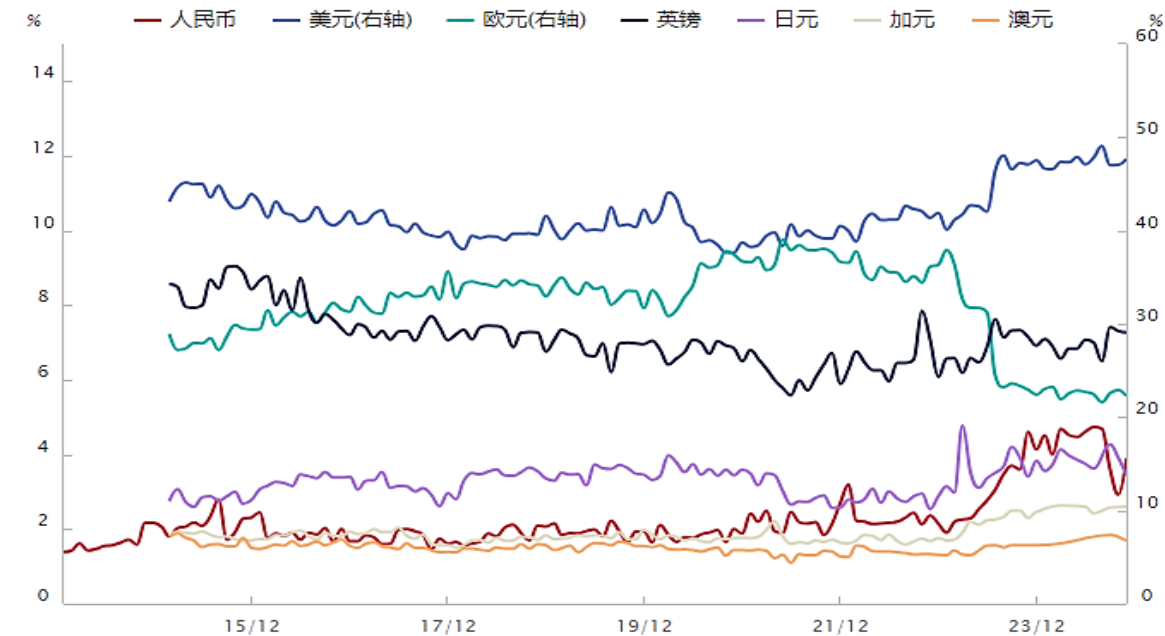
2.4 市场演绎分析——外部扰动

外部扰动

特朗普2.0之下的
确定与不确定

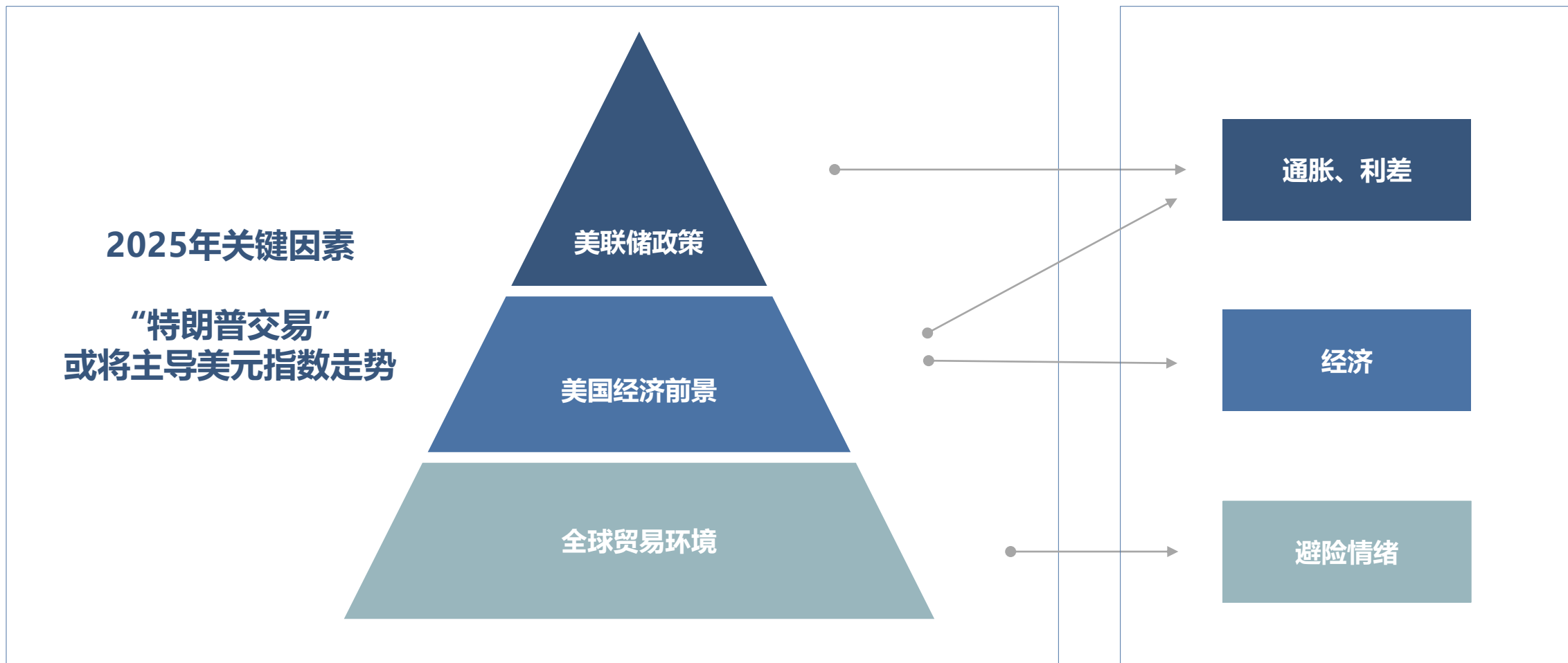
- 美元在全球储备和支付体系中的地位：短期，美元在全球金融体系中的地位仍稳固，鲜有可抗衡美元的“挑战者”

图：美元及各类货币在全球支付体系中的地位（市场份额占比）



来源:同花顺,南华研究

2.4 市场演绎分析——外部扰动



2.4 市场演绎分析——外部扰动

外部扰动



特朗普政策的潜在影响
“再通胀”或需缓一缓

■ 确定：政策偏好、市场波动加剧

特朗普核心政策

限制移民

限制移民和遣返可能导致美国劳动力市场供应紧缩，从而加剧劳动力市场的紧张状况，导致劳动力成本上升，进而对服务业通胀造成上行压力

贸易保护

特朗普倡导的“美国优先”政策可能导致全球供应链的重组，增加了生产成本，从而对美国整体通胀造成上行压力

通过提高进口商品的成本，进而推动国内消费品价格上升，增加了商品通胀的压力

大规模对内减税

降低企业运营成本，激励企业增加投资，从需求端增加了通胀的风险

鼓励制造业回流

放松金融管制

能源改革

扩张基建

2.4 市场演绎分析——外部扰动

外部扰动



特朗普2.0之下的
确定与不确定

■ 确定：政策偏好、市场波动加剧

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

1) 更高的忠诚性、内阁思路更统一，但专业程度相对欠缺；

2) 对内反建制、对外鹰派；

3) 显著的年轻化趋势；

4) 第二任期内在组阁效率和人选确定性方面有着显著的提升。

2.4 市场演绎分析——外部扰动

外部扰动



特朗普政策的潜在影响

“再通胀”或需缓一缓

■ 不确定：政策牌演绎节奏

个人性格特征

政策流程硬约束

“府院分裂”
共和党在参议院和众议院的席位占比

2.4 市场演绎分析——外部扰动

外部扰动

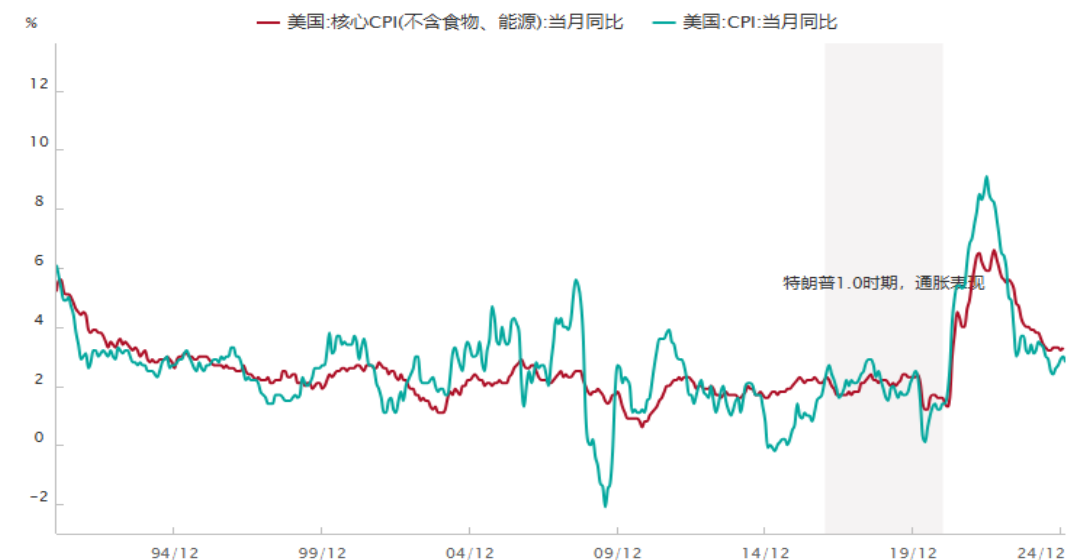


特朗普政策的潜在影响

“再通胀”或需缓一缓

- 2025年美国通胀的整体趋势或将呈现放缓态势，但相较于2024年，通胀下降的速度可能会有所减缓。整体：2.4%左右，核心：3%左右。
- 特朗普重返政坛对2025年引发“再通胀”的风险或较低。

图：特朗普1.0时期，美国通胀表现情况（同比）



来源:同花顺,南华研究

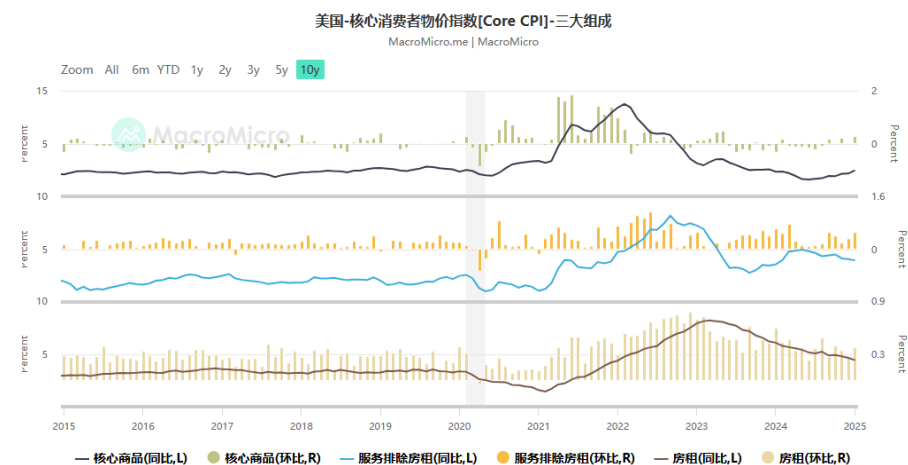
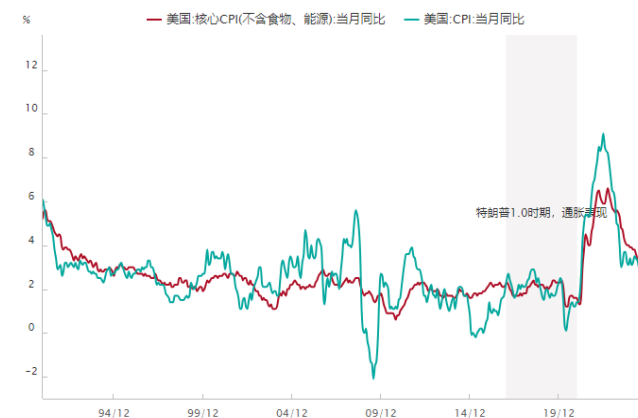
2.4 市场演绎分析——外部扰动

外部扰动

特朗普政策的潜在影响
“再通胀”或需缓一缓

- 2025年美国通胀的整体趋势或将呈现放缓态势，但相较于2024年，通胀下降的速度可能会有所减缓。整体：2.4%左右，核心：3%左右。
- 特朗普重返政坛对2025年引发“再通胀”的风险或较低。

图：特朗普1.0时期，美国通胀表现情况（同比）



拆分：核心商品（二手车、新车）+除住房外的服务+房租
对应：低位、？、？

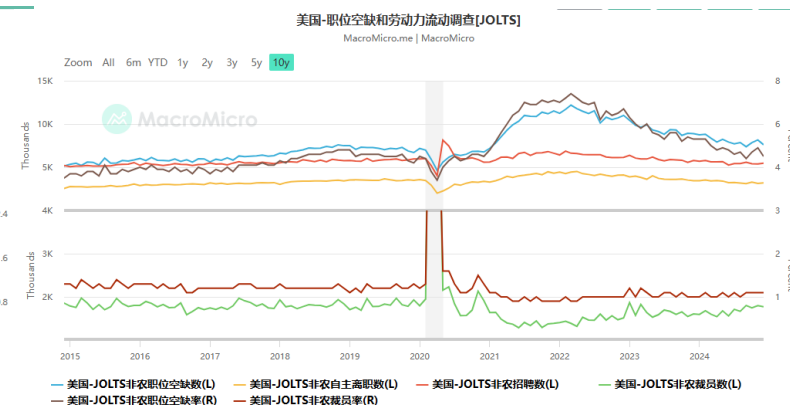
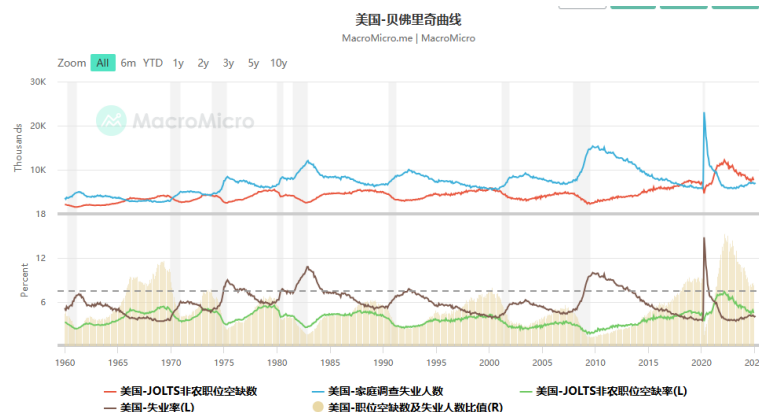
2.4 市场演绎分析——外部扰动

外部扰动

特朗普政策的潜在影响

“再通胀”或需缓一缓

- 除住房外的服务——就业：趋于平衡（失业率与就业岗位空缺率）
- 房租



拆分：核心商品（二手车、新车）+除住房外的服务+房租

对应：低位、？、？

2.4 市场演绎分析——外部扰动

强调美联储的政策考量已
从降息的必要性转变为降息的时机选择

政策仍然具有限制性

无需进一步冷却劳动力市场以实现2%的通胀目标

当前或已接近于适当放慢进一步政策调整的时机

在考虑货币政策进一步调整的程度和时机

暗示了未来可能减缓降
息的步伐

加息的可能性被认为较低

似乎不是一个可能的结果

2.4 市场演绎分析——外部扰动

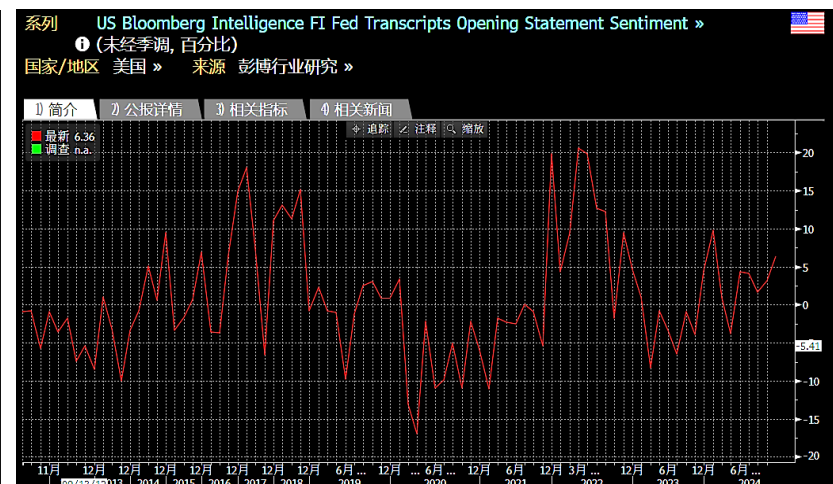
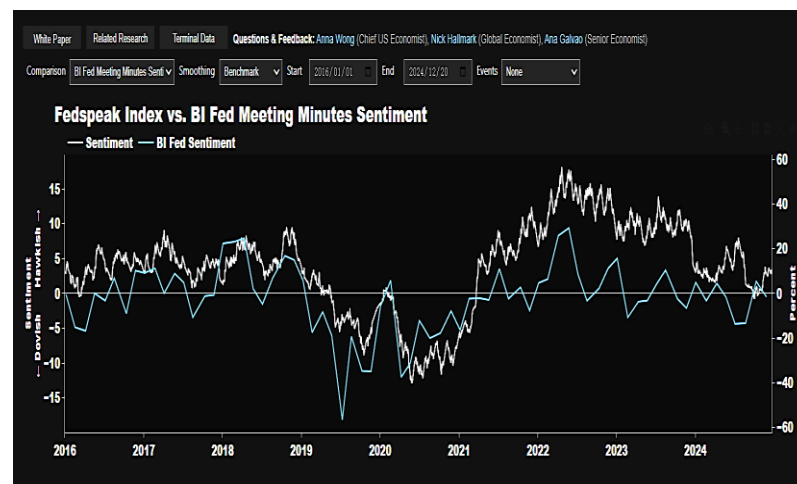
美联储政策



放缓、暂停、加息？

- 预计2025年美联储仍有降息空间，且实际降息幅度可能超出12月FOMC会议所预测的范围。同时，我们不排除美联储暂停降息的可能性，但加息的可能性相对较低。

图：彭博对美联储发言文本研究——本次会议传达的信息显示，美联储将从现在起在降息决策上采取更为审慎的态度



来源：Bloomberg、南华研究

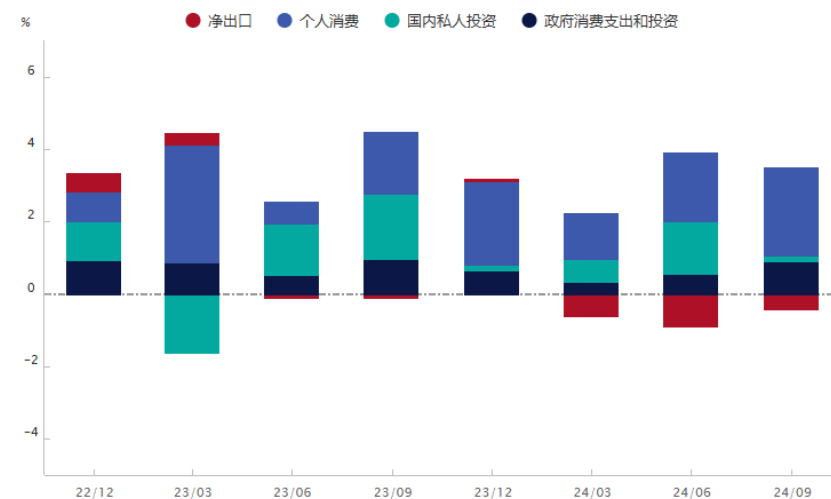
2.4 市场演绎分析——外部扰动

美国经济

软着陆的可能性较大

- 2024年：个人消费支出对GDP增长的贡献显著
- 2025年：预计2025年美国实现软着陆的可能性较大。在美国通胀前景难以实现“再通胀”但通胀增速回落放缓的背景下，美国利率环境可能在大部分时间内保持适度限制性，从而推动美国经济温和下行。然而，关税政策对美国居民个人消费倾向的潜在负面影响不容忽视。自2018年3月贸易摩擦加剧以来，美国居民的储蓄率有所上升。

图：美国GDP各分项环比贡献率



来源:同花顺,南华研究

图：美国个人储蓄率历史情况



来源:彭博,南华研究

2.4 市场演绎分析——外部扰动

全球贸易环境

避险情绪的推升

- 全球政策环境带来的不确定性较大，或在一定程度上推升美元的避险属性
- 为了应对美国加征关税，不排除一些国家可能采取适度自主贬值的方式，来对冲出口下行给自身经济带来的风险

图：美元指数与VIX指数历史走势情况



2.4 市场演绎分析——外部扰动

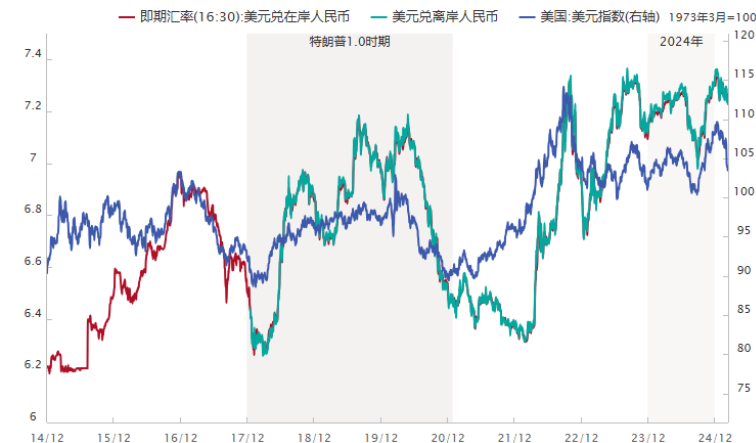
特朗普1.0下的
汇率走势借鉴



波动放大

■ 仅从关税牌的角度来看，特朗普给美元兑人民币即期汇率带来的更多是大起大落。

图：对比特朗普1.0与2024年——外汇市场的起伏和转折点



来源:同花顺,南华研究

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

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

三、应对比预测更重要



面对不确定性就是最大的确定性，应对或比预测更重要

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

3.1 人民币汇率双向波动弹性增强，汇率风险管理正当时

【外汇局：企业要牢记汇率“风险中性”的理念 合理运用金融工具科学管理汇率风险】在国际外汇市场波动加剧的形势下，国家外汇管理局副局长王春英表示，汇率的短期波动难以预测，企业要**牢固树立汇率风险中性理念**，不要赌汇率短期升贬值方向和幅度，**更不要试图投机套利**，要科学运用金融工具管理汇率风险。企业还是要做优做强主业，**坚持“风险中性”理念，科学利用金融工具管理汇率风险，才能更好地应对外部冲击**。外汇局也将继续大力支持企业加强汇率风险管理。

图：汇率避险工具方面新闻稿

21.出口型企业，尤其是中小型出口企业应如何规避汇率风险？有哪些成本低廉的避险工具？

字号 太 中 小 文章来源：货币政策司 2006-01-25 19:31:39 打印本页 关闭窗口

面对外汇风险的提高，出口型企业可以采取的措施包括：

(1) 提前或推迟结算。一般而言，在预期人民币升值的情况下，对于进口付汇企业来说，选择期限较长的合约比较有利，而对出口收汇企业而言则选择期限较短的合约相对有利。企业在签订涉外贸易合同时，应该尽可能将收汇时间提前，同时确定收汇金额和收汇日期，并在合同中加入汇率风险条款。

(2) 利用金融工具规避外汇风险。目前国内金融机构为企业提供的汇率避险工具有人民币远期外汇交易、远期外汇买卖、外汇期权、掉期交易、出口押汇、福费廷及结构性存款等。企业应充分了解这些业务的功能，并密切与银行员工沟通以充分利用其来规避汇率风险。

(3) 无论是进行人民币远期外汇交易或办理即期的结售汇业务，企业都应注意选择合适的交易时机。2005年9月23日，中国人民银行发布《关于进一步改善银行间外汇市场交易汇价和外汇指定银行挂牌汇价管理的通知》。通知中调整了银行对客户美元挂牌汇价的管理方式，并扩大了买卖价差幅度，并规定银行可在规定价差幅度内自行调整当日美元挂牌价格，即银行对客户美元挂牌价由原来的一日一价调整为可一日多价。在挂牌价波动的情况下，企业应该判断外汇牌价走向以选择合适的交易时机。

(4) 既有进口业务也有出口业务的企业则可以通过掉期交易来规避汇率风险，比如企业有一笔一个月后的美元收汇和三个月后的付汇，企业可以选择相对应的掉期业务来规避汇率风险。

(5) 在目前金融产品种类不是很多的情况下，企业可以通过银行提供的外汇结构性存款业务来实现大额资金的保值增值。相对于普通的定期存款来说，结构性存款一般由银行自行或者委托一些国际专业机构进行运作，所以收益相对比较高。

打印本页 关闭窗口

资料来源：中国人民银行 南华研究

3.2 境内（外）外汇市场

图：在岸与离岸人民币市场比较

市场	在岸市场	离岸市场
建立时间	1994年	1996年（NDF），2010年（CNH）
简称	CNY市场	CNH市场
市场	中国大陆	中国香港、英国、新加坡、美国、中国台湾等地
市场参与者	央行、国内银行、外国银行的国内分行等	对冲基金、进出口企业、离岸金融机构等
价格形成机制	有管理的浮动	自由浮动
监管	中国人民银行、国家外汇管理局	香港金管局与中国人民银行合作监管
反映的信息	政策意图、部分供求信息	反映离岸市场对人民币的供求信息
自由度	监管相对较为严格	大部分自由化

资料来源：公开资料整理 南华研究

3.2 境内（外）外汇市场汇率避险工具一览

境内

■ 柜台（场外）市场

远期（NDF、DF）、掉期（外汇掉期、货币掉期）、期权、组合类产品

■ 场内市场

银行间市场（仅对金融机构和部分大型企业开放）

境外

■ 柜台（场外）市场

远期（NDF、DF）、掉期（外汇掉期、货币掉期）、期权、组合类产品

■ 场内市场

期货、期权

3.3 企业避险工具使用现状—境内外汇市场

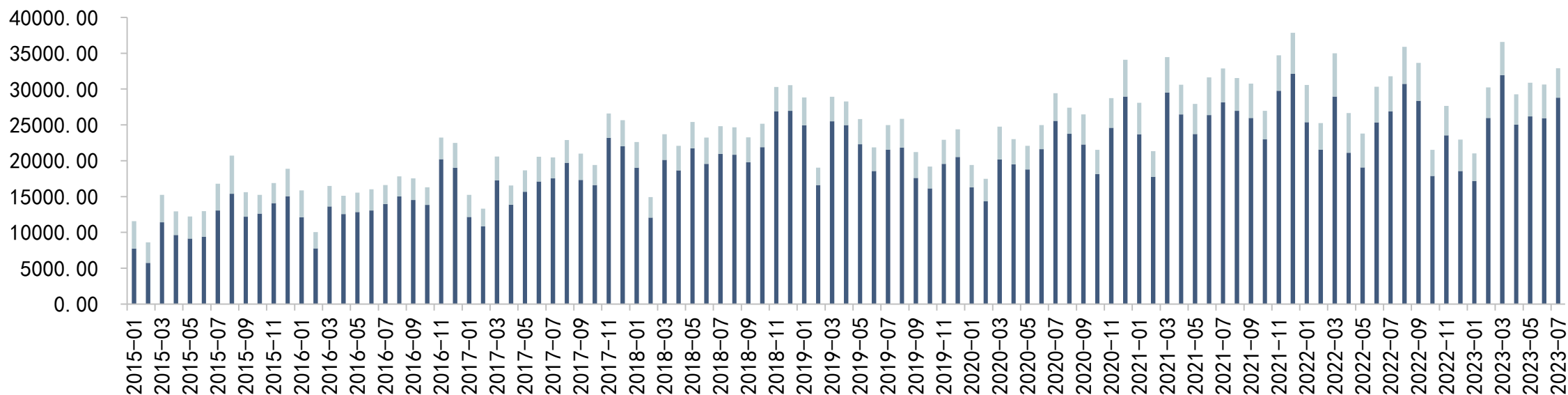


银行对客户市场：银行与客户之间的零售市场，交易双方进行柜台式的外汇买卖，外汇零售市场分布广泛而且分散，企业和个人客户在零售市场办理结售汇业务。



银行间外汇市场：银行间的外汇批发市场，各家银行通过中国外汇交易中心的交易平台进行外汇交易，形成一个相对集中的外汇市场，银行在此平衡外汇资金头寸。

图：银行间外汇市场体量远超银行对客户市场（单位：亿美元）



■ 外汇交易：以美元计价：银行间外汇市场：当月值

■ 外汇交易：以美元计价：银行对客户市场：当月值

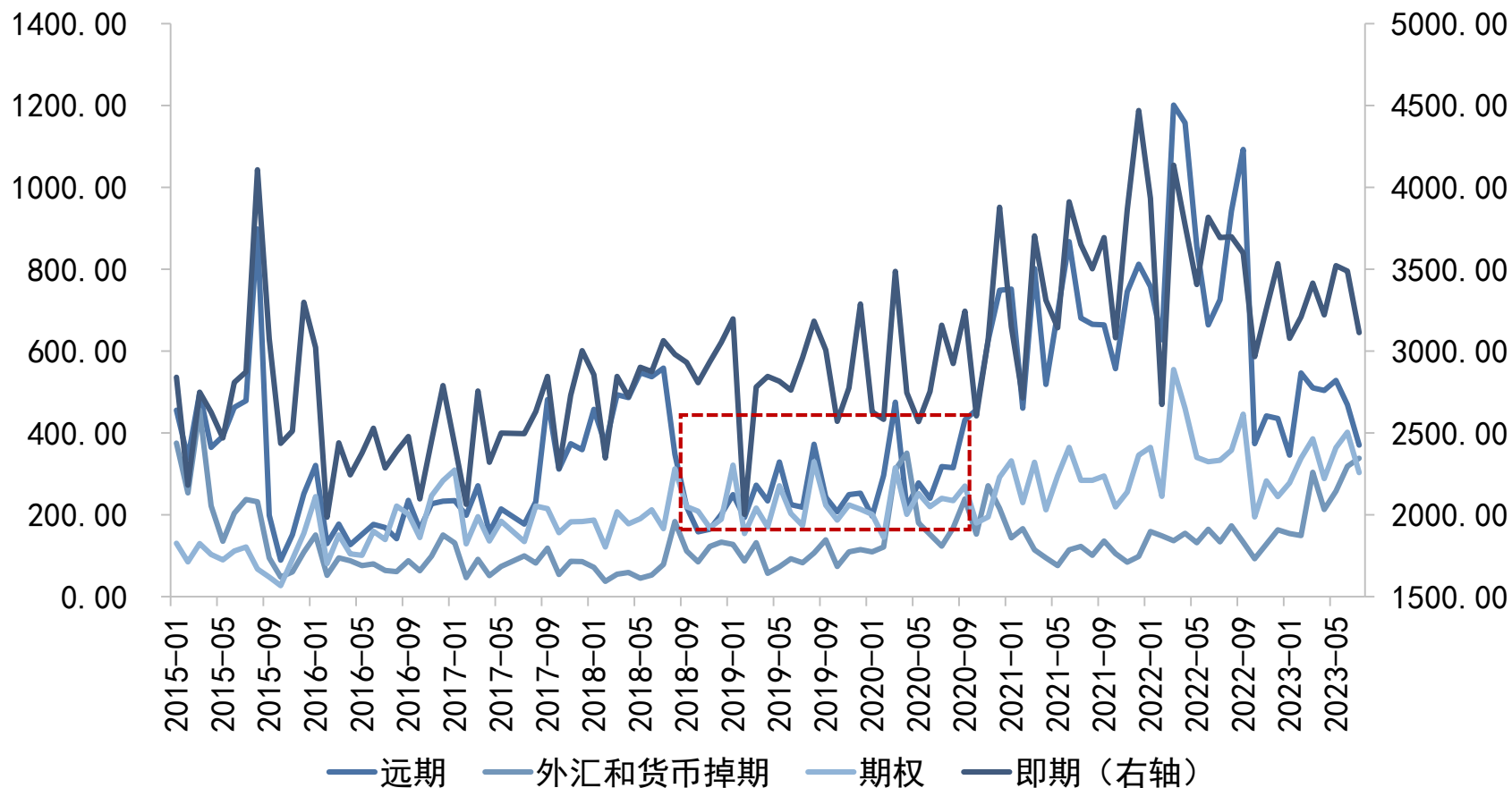
数据来源：iFinD 南华研究

Bigger mind, Bigger fortune

智慧创造财富

3.3 企业避险工具使用现状—境内外汇市场

图：2015年以来银行代客市场外汇月度交易额（亿美元）



即期交易占据绝对优势，占比基本70%以上，在特殊月份，甚至高达90%以上。

排名第二的是远期交易，但可以看到少数月份，远期的交易额会被期权超越；

期权，期权作为新型金融衍生工具，近些年越来越被企业所接受和推崇，其增长量十分明显；1/3

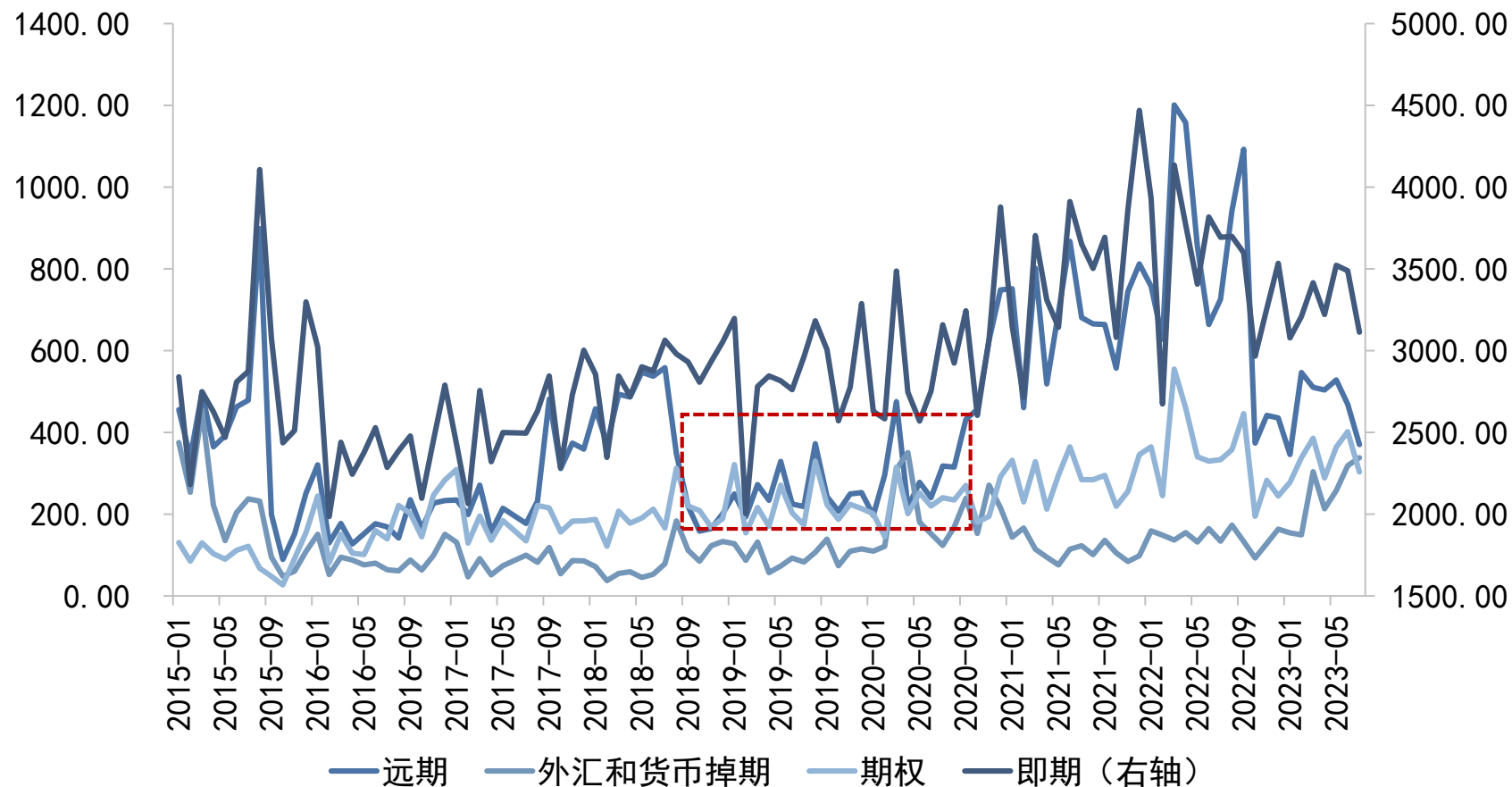
- 2018年，央行对远期售汇业务征收风险准备金。
- 增加远期售汇方向业务的成本，增加做空成本，对于人民币贬值预期有较强的抑制作用。
- 节约成本，运用风险逆转组合模拟远期

数据来源：iFinD 南华研究

Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

3.3 企业避险工具使用现状—境内外汇市场

图4：2015年以来银行代客市场外汇月度交易额（亿美元）



即期交易占据绝对优势，占比基本70%以上，在特殊月份，甚至高达90%以上。

排名第二的是远期交易，但可以看到少数月份，远期的交易额会被期权超越；

期权，期权作为新型金融衍生工具，近些年越来越被企业所接受和推崇，其增长量十分明显；1/3

■ 排名最末的是外汇和货币掉期，尽管受到银行等金融机构的青睐，但企业的使用一直不温不火，近些年还有下降趋势。

数据来源：iFinD 南华研究

Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

3.4 外汇期货市场发展进程

图：中金所外汇期货仿真交易新合约上市通知内容

外汇期货仿真交易新合约上市通知

2023-01-18

分享：

各会员单位：

澳元兑美元期货仿真交易AF2304合约定于2023年1月19日上市交易，AF2304合约的挂盘基准价为90美元/100澳元。

欧元兑美元期货仿真交易EF2304合约定于2023年1月19日上市交易，EF2304合约的挂盘基准价为100.6美元/100欧元。

特此通知。

中国金融期货交易所
2023年1月18日

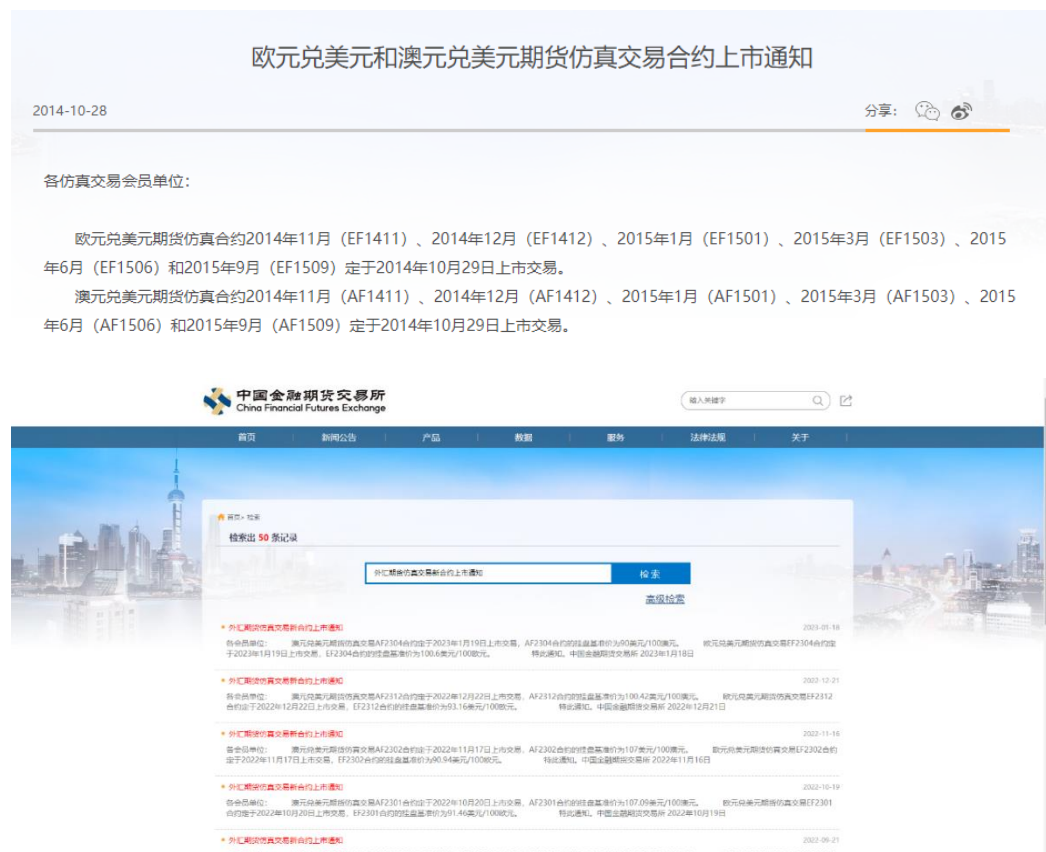
上一篇：当前文章为第一篇

下一篇：关于仿真交易外汇期货合约交割的通知

资料来源：中金所 南华研究

3.4 外汇期货市场发展进程

图：中金所于2014年10月28日首次推出欧元兑美元交叉汇率期货与澳元兑美元交叉汇率期货仿真交易



■ 2014年10月20日
交叉汇率期货仿真交易业务规则

■ 2014年10月28日
推出交叉汇率期货仿真交易
欧元兑美元交叉汇率（EF）
澳元兑美元交叉汇率（AF）

■ 从2014年年底起，中金所平均每月都会推出新的外汇期货仿真交易新合约

资料来源：中金所 南华研究

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
