

木已成舟，美元行有所倚

摘要

2021 年四季度，人民币汇率走势将仍主要受到美元指数影响，同时国内经济基本面的弱化将使人民币前期韧性丢失。

通过对各汇率影响因素的详细分析，我们认为四季度汇率运行主要依据以下逻辑：1) 美元指数在 2021 年四季度大概率趋于上行，给人民币带来一定的压力；2) 四季度国内经济增长动能进一步放缓，中美货币政策和基本面的差异或将扩大，基本面对人民币汇率在升值空间上的支撑或有限；3) 中美利差方面，其在四季度有一定收窄的概率但幅度有限，预计整体较为温和，在一定程度上给美指提供支撑，利空人民币汇率；4) 央行已基本退出对人民币汇率的常态化干预，在下一阶段重心将侧重于发展外汇市场，持续稳慎推进人民币国际化，但在必要时刻其仍会出手稳定市场预期。综上，我们得出结论，认为 2021 年四季度人民币汇率将是“偏弱运行”，预计四季度运行区间为 6.35-6.65。

新形势下外汇风险提高，企业应树立风险中性理念，合理安排汇率敞口。基于我们对 2021 年四季度人民币汇率走势的判断，人民币汇率大概率偏弱运行，因而有利于出口企业，早期可按需结汇，后期可待更优价格分批结汇；对于进口企业而言，应把握当前购汇窗口，抓住时机尽早购汇，或利用衍生工具提前锁定汇率风险。

影响因素排序上，我们认为美元指数>国内经济>中美利差>其他

风险提示：全球疫苗接种进度、中美货币政策、中美关系、全球经济复苏形势

Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

南华期货研究所

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1290 号

马燕

mayan@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0012651

联系人：周骥

zhouji@nawaa.com

从业资格证号

F3030068

戴朝盛

daichaosheng@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0014822

王映

wangying@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0016367



南华期货
NANHUA FUTURES

股票代码
603093

企业外汇风险管理 信息系统+咨询服务

■ 专业版 ■ 外汇通

基于企业财务数据，结合外汇市场行情
为您定制个性化外汇风险管理方案

情景模拟 财务分析 | 风险监控 定制功能 | 外汇研判 估值定价

给您的企业搭配一个
风险管理+外汇分析团队

客服热线
400 8888 910

目录

第 1 章	2021 人民币汇率四季度展望	3
1.1.	企业汇率风险管理建议	3
1.2.	风险提示	3
第 2 章	2021 年三季度：平稳中显韧性	4
2.1.	外汇市场回顾：三季度汇率走势小幅偏强	4
2.2.	重要驱动因素分析：美指驱动，需求支撑	6
第 3 章	美元指数：行走在政策预期之中	8
3.1.	美指走势回顾：窄幅震荡，整体上行	9
3.2.	展望：政策收紧带动美指上行，流动性限制上行空间	9
第 4 章	国内：寒风瑟瑟	17
4.1.	中国经济基本面：有下行压力，未来经济增长动能或持续衰减	17
4.2.	中美利差：预计温和下行	21
第 5 章	外汇政策：市场化原则下，稳步前行	27
5.1.	汇率政策：侧重于扩大对外开放	27
5.2.	汇率工具：按兵不动	29
	免责声明	31

第1章 2021 人民币汇率四季度展望

2021 年四季度，人民币汇率走势将仍主要受到美元指数影响，同时国内经济基本面的弱化将使人民币前期韧性丢失。

通过对各汇率影响因素的详细分析，我们认为四季度汇率运行主要依据以下逻辑：1) 美元指数在 2021 年四季度大概率趋于上行，给人民币带来一定的压力；2) 四季度国内经济增长动能进一步放缓，中美货币政策和基本面的差异或将扩大，基本面对人民币汇率在升值空间上的支撑或有限；3) 中美利差方面，其在四季度有一定收窄的概率但幅度有限，预计整体较为温和，在一定程度上给美指提供支撑，利空人民币汇率；4) 央行已基本退出对人民币汇率的常态化干预，在下一阶段重心将侧重于发展外汇市场，持续稳慎推进人民币国际化，但在必要时刻其仍会出手稳定市场预期。

综上，我们得出结论，认为 2021 年四季度人民币汇率将是“偏弱运行”，预计四季度运行区间为 6.35-6.65。

汇率影响因素排序为美元指数>国内经济>中美利差。

1.1. 企业汇率风险管理建议

新形势下外汇风险提高，企业应树立风险中性理念，合理安排汇率敞口。基于我们对 2021 年四季度人民币汇率走势的判断，人民币汇率大概率偏弱运行，因而有利于出口企业，早期可按需结汇，后期可待更优价格分批结汇；对于进口企业而言，应把握当前购汇窗口，抓住时机尽早购汇，或利用衍生工具提前锁定汇率风险。

1.2. 风险提示

疫情防控程度、中美货币政策、中美关系、全球经济复苏形势

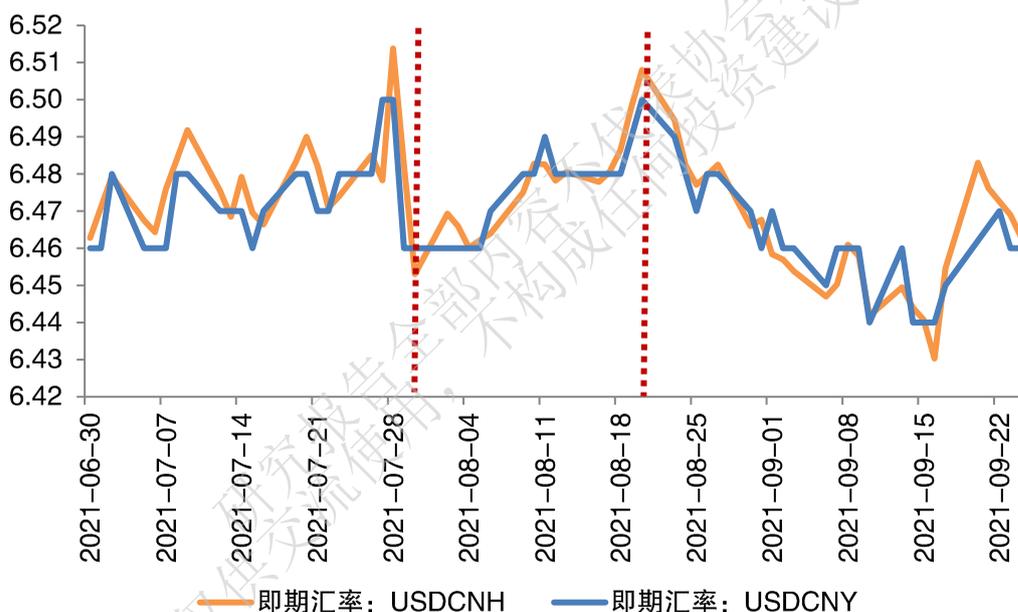
第2章 2021年三季度：平稳中显韧性

2.1. 外汇市场回顾：三季度汇率走势小幅偏强

2021年三季度，人民币汇率整体波动幅度相对较小，在岸美元兑人民币汇率最低触及6.4305，最高达6.5102；离岸美元兑人民币最低触及6.4257，最高为6.5287，离岸市场相对波动幅度稍大。整体三季度在岸人民币汇率与离岸人民币汇率均接近持平。

具体来看，7月，人民币汇率维持震荡盘整，7月底由于受真假消息面影响，股债波动引起汇率短时间的大幅波动，剔除这个短时间的波动，在岸人民币汇率和离岸人民币汇率波动幅度均为-0.08%，即小幅偏升；8月初至20日，人民币汇率出现贬值，在岸人民币汇率和离岸人民币汇率贬值幅度分别为0.68%和0.57%；8月20日至至今，人民币整体维持震荡小幅升值，在岸人民币汇率和离岸人民币汇率升值幅度分别为0.55%和0.59%。

图 2.1.1：2021年三季度在岸人民币汇率与离岸人民币汇率走势

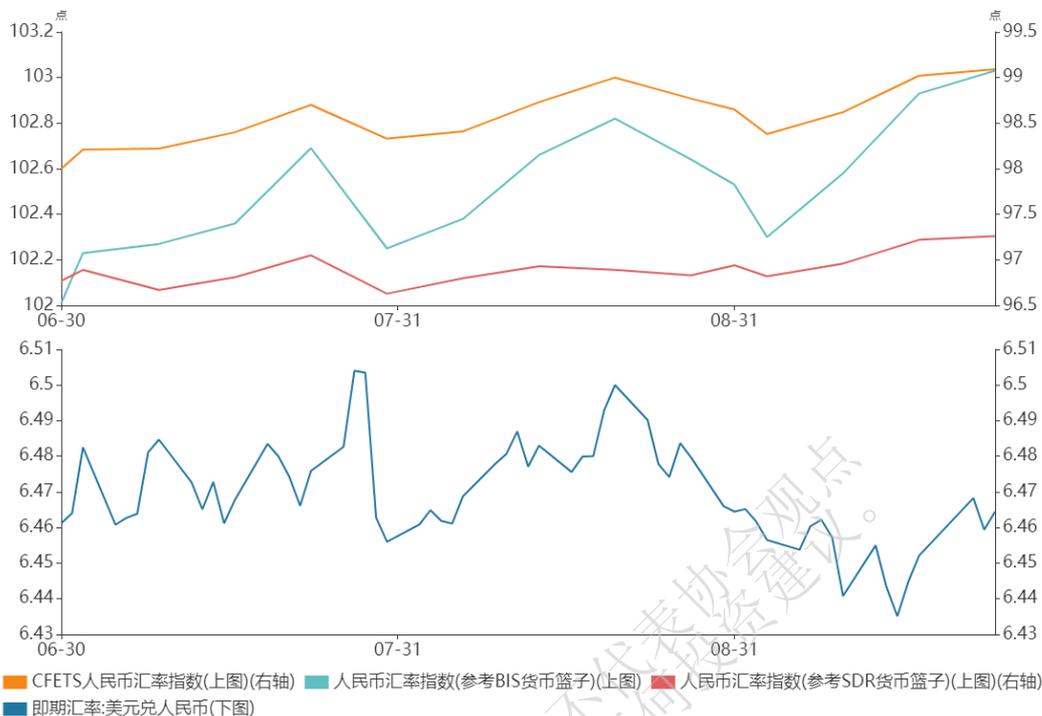


数据来源: Wind 南华研究

2021年三季度，三大人民币指数均整体上涨，与美元兑人民币汇率整体基本相呼应，人民币相对于篮子货币展现更强韧性。截至9月24日，CFETS指数、BIS指数、SDR指数分别上涨1.11%、1.00%和0.51%。具体来看，人民币指数与人民币汇率走势并不完全一致，甚至在三季度的大部分时间，呈现反向走势。8月20日之前，人民币指数震荡上涨，人民币汇率震荡贬值；8月20日之后截至9月初，人民币指数下降，人民币汇率升值；9月初至今，人民币指数反弹上涨，人民币继续维持升值。可以发现在前两个时间段，人民币指数与人民币汇率走势相反，而我们观察三大人民币指数走势可以发现，SDR相对较为平稳，所以我们认为主要矛盾来自于新兴市场汇率相对于人民币汇率

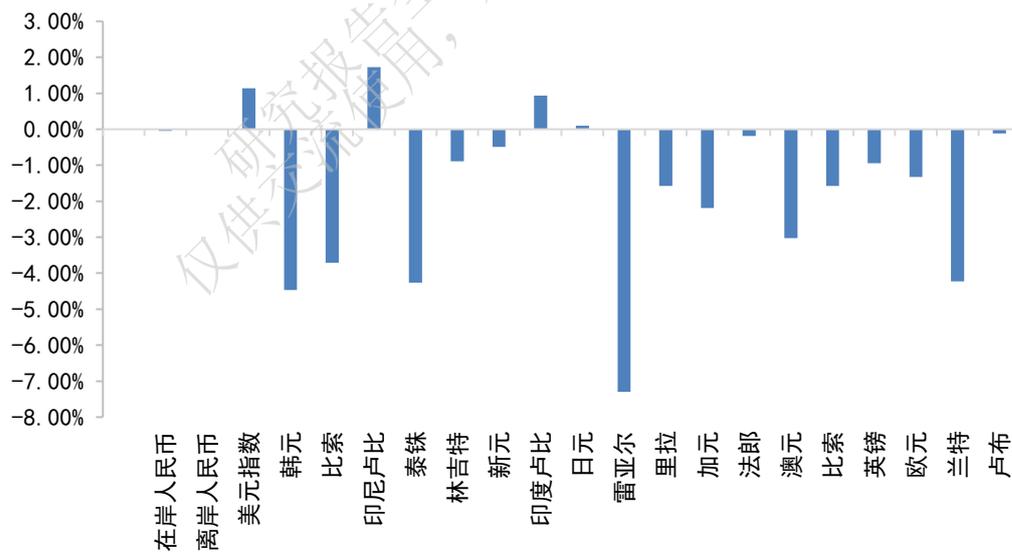
的涨跌幅情况。

图 2.1.2：2021 年三季度三大人民币汇率指数与即期汇率走势



数据来源：Wind 南华研究

图 2.1.3：2021 年三季度各主要货币相对于美元的升贬值幅度



数据来源：Wind 南华研究

2.2. 重要驱动因素分析：美指驱动，需求支撑

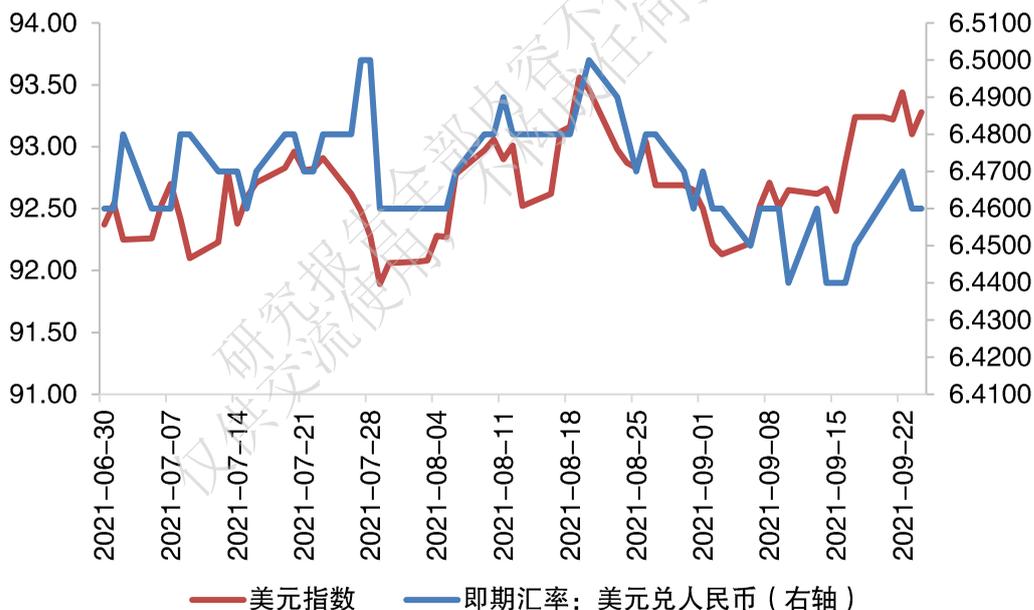
我们将人民币汇率走势根据其升贬值趋势划分为三个阶段，具体分析各个阶段驱动因素。

阶段一（整个7月），人民币区间震荡小幅贬值。7月人民币缺乏关键信息指引，国内经济数据整体较乐观，为人民币运行提供维稳支撑，央行全面降准（7月9日中国人民银行宣布，将于7月15日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构），释放长期资金7000亿元）是人民币趋贬的主要压力来源。此外，我们从图2.2.2可以看到六七月份，结汇率与购汇率差额大幅提升，显示人民币需求旺盛，为人民币提供有力支撑；

阶段二（8月初至20日），人民币贬值幅度较7月扩大，呈现明显的趋势性贬值走势。这一阶段人民币贬值主要受美元指数上行压制，由于通胀数据持续高企，加上非农就业数据超预期上行，市场预期缩减购债提前收紧，支撑美元指数整体偏强；

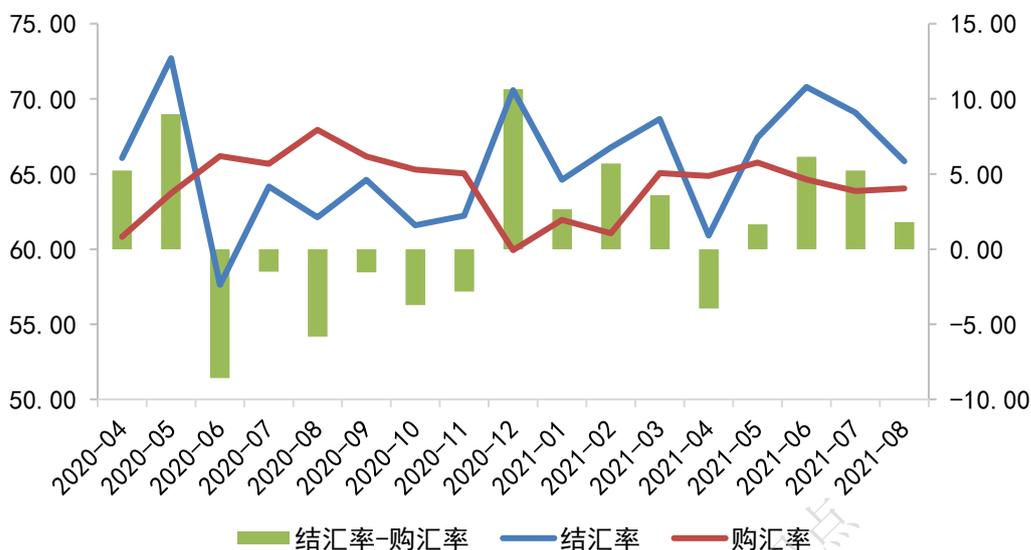
阶段三（8月20日至今），人民币转向升值，基本回升阶段二跌幅，因而整个三季度美元兑人民币汇率变动几乎持平。阶段三人民币升值仍主要受到美元指数影响，这一阶段美元指数受美联储官员鸽派信息，非农数据不及预期等影响整体走弱，支撑人民币汇率升值。但九月开始美联储态度逐步转鹰，美指上行压制人民币贬值。

图 2.2.1：2021 年三季度美元指数及人民币汇率走势



数据来源：Wind 南华研究

图 2.2.2：6 月份开始结汇率与购汇率差值大幅扩大（%）



数据来源：Wind 南华研究

三季度美元指数与人民币汇率相关性整体在 30%左右。分阶段来看，各阶段两者相关性在 8 月最强。其中，阶段一两者相关性较弱，主要是因为这一阶段美元指数已经受到加息预期的影响频繁双向调整，而人民币则受国内经济支撑整体企稳盘整。其中，我们可以注意到离岸人民币汇率与美元指数出现了负相关，我们认为主要是离岸人民币汇率更加敏感；阶段二，基本上就是由美元指数走势引导人民币汇率走势，这一阶段人民币汇率由于美元指数的上涨而被动贬值；阶段三，两者相关性仍较高，这一阶段人民币被动升值，同时，相关性有所下降主要是由于人民币这一阶段结汇需求旺盛，人民币相对于美元展现出较强韧性。

表 2.2.1：2021 年三季度美元指数与即期汇率相关性（截至 9 月 24 日）

	阶段一	阶段二	阶段三	三季度
USDCNY	5.02%	89.25%	40.29%	30.36%
USDCNH	-19.79%	85.89%	57.27%	28.15%

数据来源：Wind 南华研究

第3章 美元指数：行走在政策预期之中

在本章节，我们将放眼于美国，分析和预测美国方面对 2021 年四季度人民币汇率走势的影响。我们认为，相较于 2021 年三季度，美指在四季度的表现预计更为强势，易涨难跌，整体呈现的是阶梯式上升的态势。

从经济基本面看，美欧对比下来，预计为美强欧弱，但美国经济复苏的前景也并不明朗，我们观察美欧制造业 PMI 差值与美元指数走势，发现自 2020 年以来两者基本呈现正相关关系，并且在面临拐点之时，美欧制造业 PMI 差值会领先美元指数大约两个月左右的时间，我们预计美国经济将为美元指数提供弱支撑。

就业形势的好转将加速美联储收紧政策的步伐，9 月 FOMC 会议中提到，最快将在 11 月开始缩减购债，在 2022 年年中前后逐步结束缩减购债可能是合适的，并且上调了通胀预期，而且可能在明年加息，预计会给美元指数一定的上行动能，但是鉴于前期的信号释放时美元指数的提前反映，以及美元流动性压力，美元指数预计四季度会整体偏强，但上行空间有限。年内美元指数走势在 Taper 落地前将继续受消息面扰动呈现阶梯式上行态势，主要逻辑为通胀延续高位，美联储官员会逐步释放鹰派信号，缓解后期具体宣布时的冲击；Taper 落地后预计会呈现震荡向上的走势；后续美元指数主要压力来自于疫情不得缓解，就业低迷，可能会因经济数据不乐观出现阶段回调。整体给人民币带来贬值压力。

图 2.2.1：美欧制造业差值领先美元指数两个月左右时间



数据来源：Wind 南华研究

3.1. 美指走势回顾：窄幅震荡，整体上行

回首三季度美元指数走势，整体小幅上行，波动幅度较窄，在 91.5-93.7 之间波动。三季度截至 9 月 24 日，美元指数累计上行 0.985%。我们仍然按照人民币汇率的时间段分阶段来看：

阶段一（7 月）：稳中有降

7 月从月初开始，美元指数基本在 92 到 93 之间窄幅震荡，市场缺乏关键信息指引，直到 7 月下旬，鲍威尔在 7 月的 FOMC 会议中发言整体偏鸽，传达了货币政策在疫情影响完全消退之前仍将保持宽松，美国 10 年期国债收益率下行，美元指数下探至 92 下方。

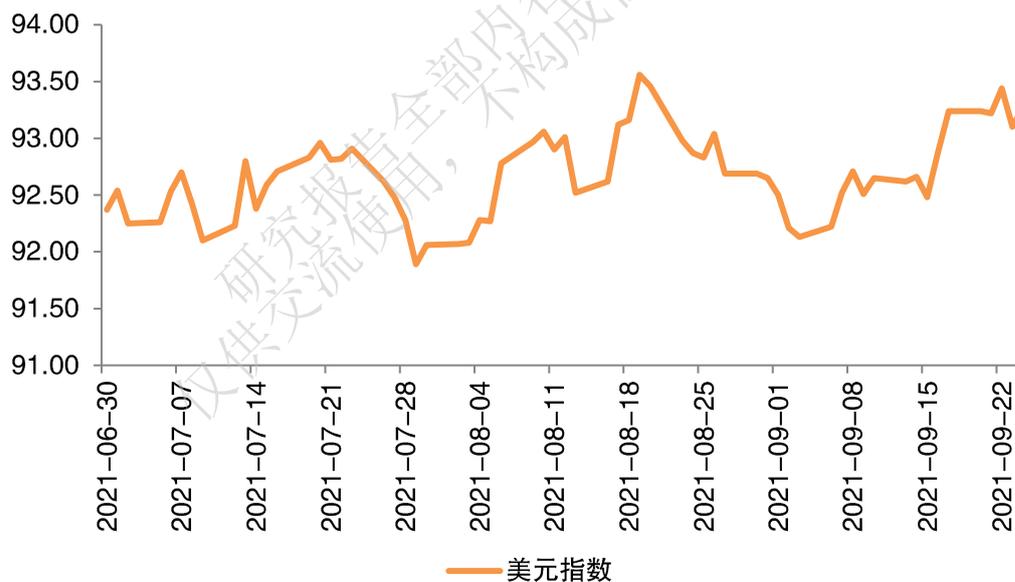
阶段二（7 月底至 8 月 20 日）：美元指数上行至季度高点

这一阶段，美元指数明显强势。8 月开始，前期释放的鸽派信息被消化，美元指数开始反弹，加上 8 月初公布的美国非农数据超预期，市场对于就业好转的预期上行，加上通胀数据高企，市场认为美联储会提前进行缩减购债，美元指数持续攀升。期间的小幅回调主要受美联储官员的鸽派言论影响。

阶段三（8 月 20 日至今）：“V”型走势

8 月下旬后期，由于美国新冠 delta 病毒再次爆发，并不断蔓延，鲍威尔在全球央行会议上对于缩减购债的表述符合市场预期，其仍认为当前的通胀只是暂时的，整体偏鸽，美元指数在 8 月的剩余时间整体偏弱；九月初开始，通胀数据虽未超预期，但仍然处于高位，销售数据大超预期，关于政策收紧的预期再次上行，美元指数获支撑反弹。

图 3.1.2：美元指数在 2021 三季度呈震荡小幅上行走势



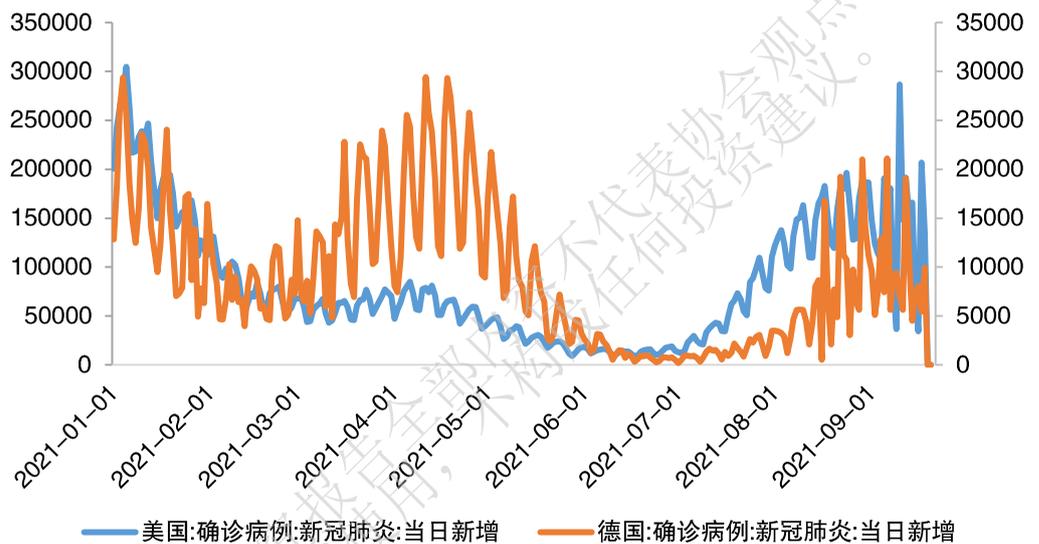
数据来源：Wind 南华研究

3.2. 展望：政策收紧带动美指上行，流动性限制上行空间

1、疫情会逐步好转，但仍需时间，从疫苗接种率来看，美国暂时小幅领先于欧洲

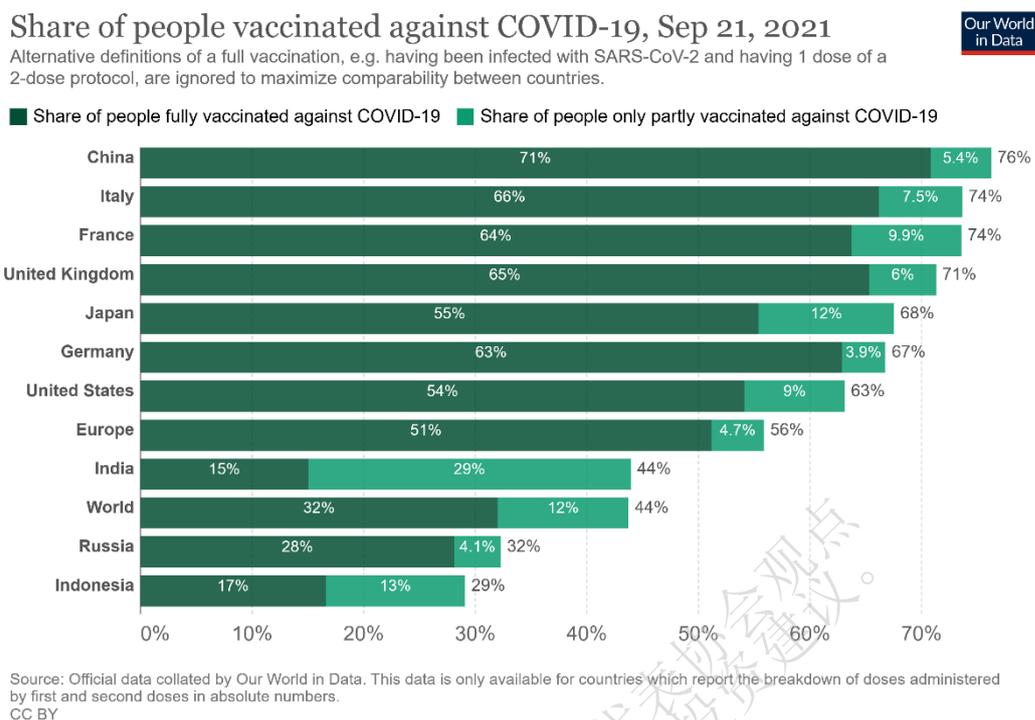
从数据可以看出，自6月底以来，美欧的新冠确诊每日新增出现反弹，并且病毒逐步转向以delta病毒为主，疫苗对于这类病毒防疫有效率降低至80%下方，直接降低人们外出就餐、休闲和旅行等需求。不过我们从图形来看，从九月份开始，每日新增确诊有所下行，从当前的疫苗接种率来看，美国疫苗接种率要略低于欧洲主要国家，截至9月21日，美国完全接种的疫苗接种率为54%，德国和法国完全接种的疫苗接种率分别为63%和64%，不过考虑到欧元区各国疫苗接种率差异较大，综合起来看，与欧元区对比，美国仍处于稍微领先的疫情防控地位，欧洲整体完全接种的疫苗接种率仅为51%。从这些数据来看，疫情似乎有好转的迹象，那么四季度，疫情对于经济和就业等桎梏会有所好转。此外，此前我们预测9月份，美国疫苗接种率会达到疫情拐点的参考数值50%，目前已经实现，但疫情的再度爆发使得转折未能实现。三季度疫苗接种率的上行速度有所放缓，我们以当前的疫苗接种率上行增速来测算，美国疫苗接种率要达到群体免疫70%-85%的最低标准，仍需四到五个月的时间。

图 3.2.1：美国和德国疫情均在七月再次爆发，9月开始有所缓和（例）



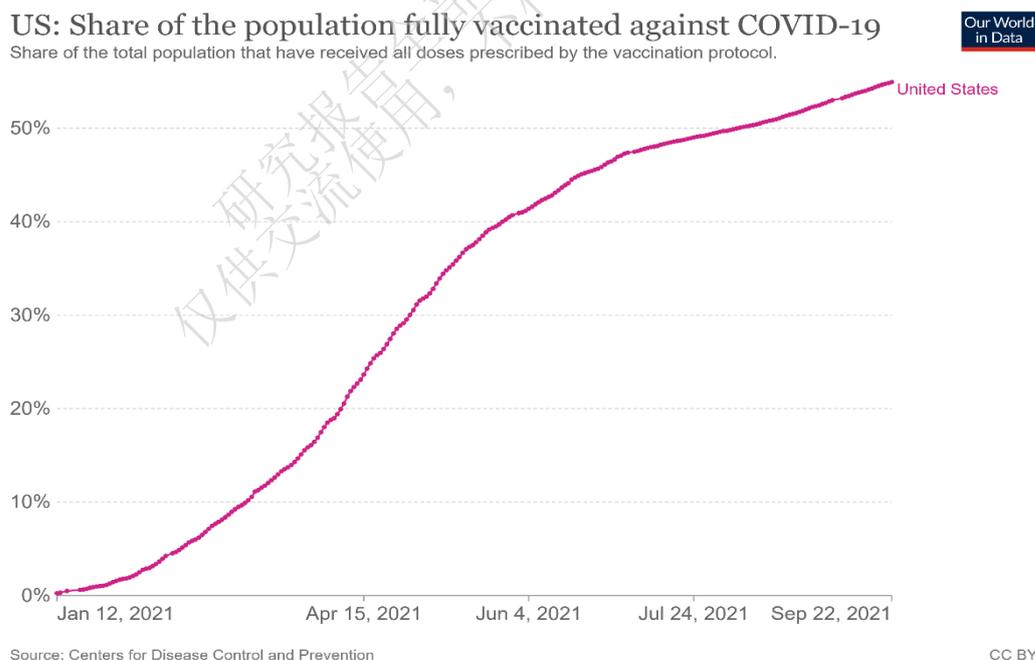
数据来源：Wind 南华研究

图 3.2.2 美国疫苗接种率小幅超过欧洲



数据来源: Our World in Data 南华研究

图 3.2.3: 按照目前美国的疫苗接种率上行趋势推算, 达到 70% 仍需四到五个月



数据来源: Our World in Data 南华研究

2、就业形势料将伴随疫情的好转而好转

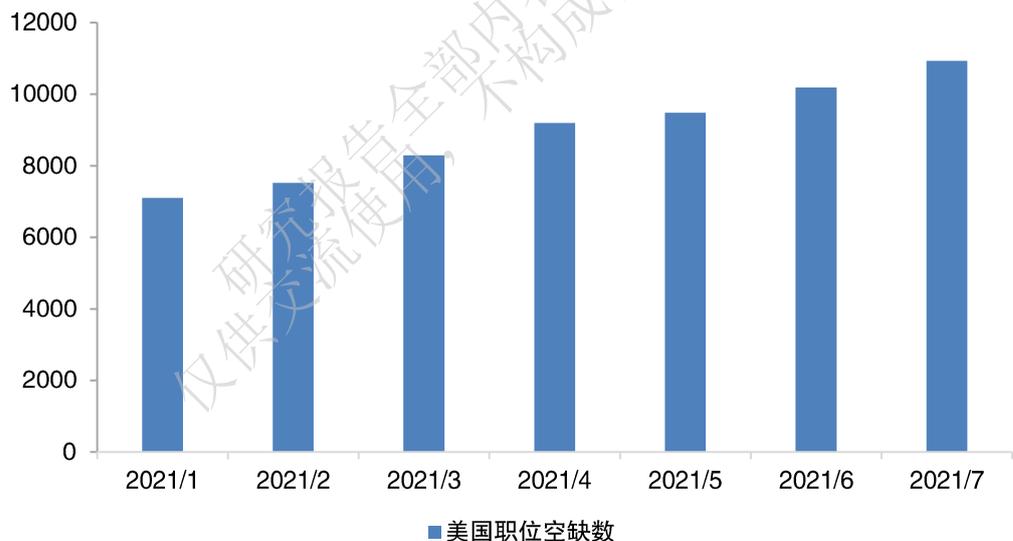
经济基本面，我们这里重点观测以就业为代表的复苏情况，七、八月，ADP 就业新增持续不及预期，非农就业新增前高后低，而失业率持续下降，这期间，经历了疫情的再次爆发以及美国失业补贴的逐步退场，部分劳动力不得不重新就业，但美国的职位空缺仍大幅抬升，从图中可以看出，今年以来美国职位空缺数逐步攀升，截至7月达到1093.4万人，反应企业用工仍紧张。非农新增数据的不稳定也反映就业修复当前并不乐观，仍不能充分满足美国内需扩张的需要。但前面根据我们的分析，疫情或有好转迹象，后续就业修复趋势将加快，尤其是到明年二季度之后，疫情大概率进入后期，就业形势将加速好转。

表 3.2.1: 美国就业形势有好转迹象

	指标	3月	4月	5月	6月	7月	8月
ADP 就业新增 (万)	新增人数	51.70	74.20	97.80	69.20	33.00	37.40
	预期新增	55.00	90.00	65.00	60.00	69.50	60.00
非农就业新增 (万)	新增人数	91.60	26.60	55.90	85.00	94.30	23.5
	预期新增	64.70	100.00	67.40	72.00	84.50	75
失业率 (%)	公布值	6.00	6.10	5.80	5.90	5.40	5.2
	预期值	6.00	5.80	5.90	5.60	5.70	5.2

数据来源：南华研究

图 3.2.4: 美国职位空缺数仍在攀升 (千人)



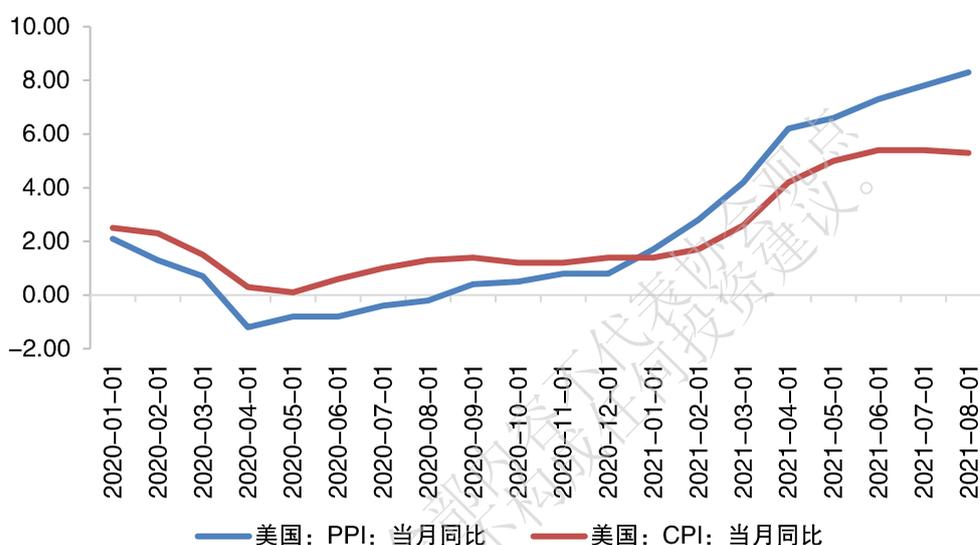
数据来源：Wind 南华研究

3、短期美国通胀压力难以消退，疫情期间美国超宽松政策所释放的流动性，以及疫情造成的供给压力，需较长时间政策辅助消化。

通胀方面，今年以来，美国通胀快速攀升，通胀数据明显高企，这也是市场关于收紧政策情绪不断攀升，影响汇率市场走势的根本性原因。此前鲍威尔表述认为目前的通

胀是暂时的，总结下来主要有以下几点：一是目前的通胀压力主要集中在少数受疫情以及经济重启波动较大的类别上，伴随疫情的好转和经济复苏将逐步消退；二是从工资-价格螺旋机制（若工资增长显著高于生产力提高和通胀，企业会倾向于将成本转移至消费者）的角度来看，目前工资增速和长期通胀目标相符，因此通胀缺乏底层基础；三是发达国家长期低通胀的主要逻辑未发生改变。8 月通胀数据虽有所缓和，但仍是高位，远高于疫情前，也高于美联储的通胀目标。目前来看，供需错配问题仍存，美国 PPI 的增长传递后续到下游商品价格，加之美国工资水平上升，存在传导到消费品价格上的可能，疫情后需求恢复，叠加美国居民手中大额储蓄，通胀压力预计短期难以恢复正常水平，通胀高企压力持续。

图 3.2.5: PPI 向下游传导将继续促使消费价格上行 (%)



数据来源: Wind 南华研究

4、经济增长动能方面，美欧均仍有待提升，美国或占据微弱优势

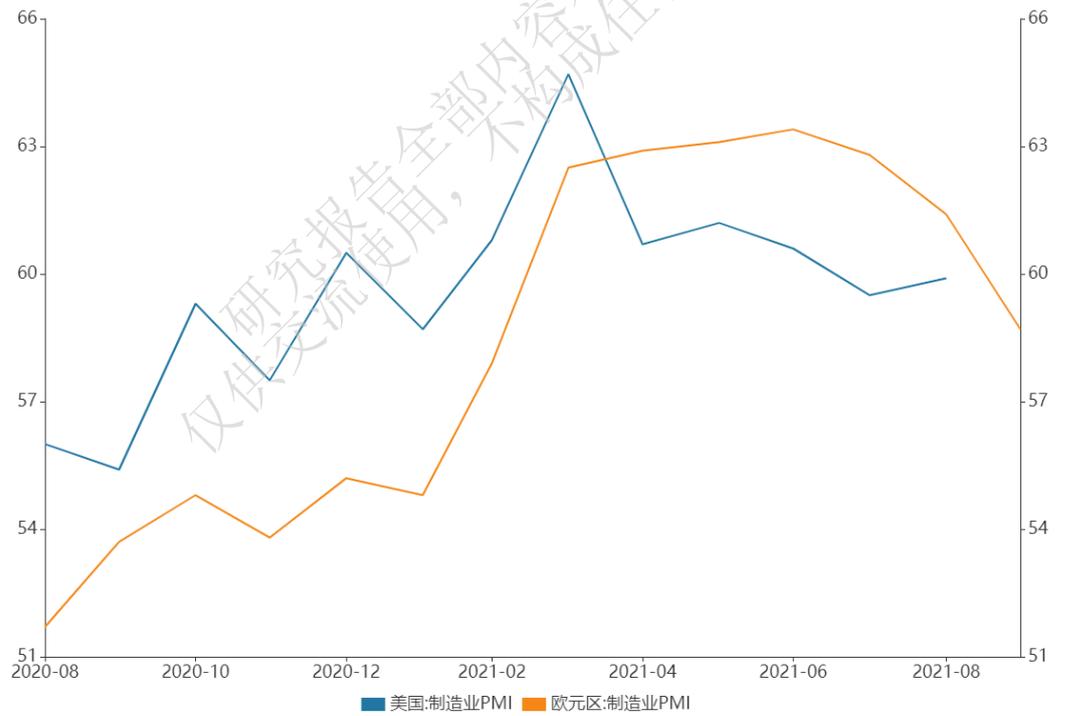
首先，对于疫情防控方面，前面我们提到，目前数据显示美国的疫苗接种率要略微领先于欧洲，那么疫情对与经济造成的压力，美国也会率先得到缓解。从目前的花旗经济意外指数来看，美欧经济意外指数均为负值，不过自 9 月中旬开始，美国已经有了反弹的迹象，而欧洲仍处于下行趋势之中，两者经济意外指数差值不断缩小。其次，我们观察一国经济动能 PMI 数据，自疫情从六月份再次爆发以来，欧洲 PMI 数据出现较为明显的下滑，而美国 PMI 数据显示相对韧性较强，不过目前美国供应延误和劳动力短缺等问题仍存，PMI 短期上行动力不大。整体来看，美欧均仍处于新冠疫情的“沼泽”之中，经济复苏前景并不明朗，两国经济复苏情况相对而言美国占据咫尺优势，从汇率的角度来讲，目前美国的经济复苏优势并不足以拉动美元上行。

图 3.2.6: 美国经济意外指数有回调之势，仍需进一步观察



数据来源: Wind 南华研究

图 3.2.7: 美欧 PMI 差值逐步收窄

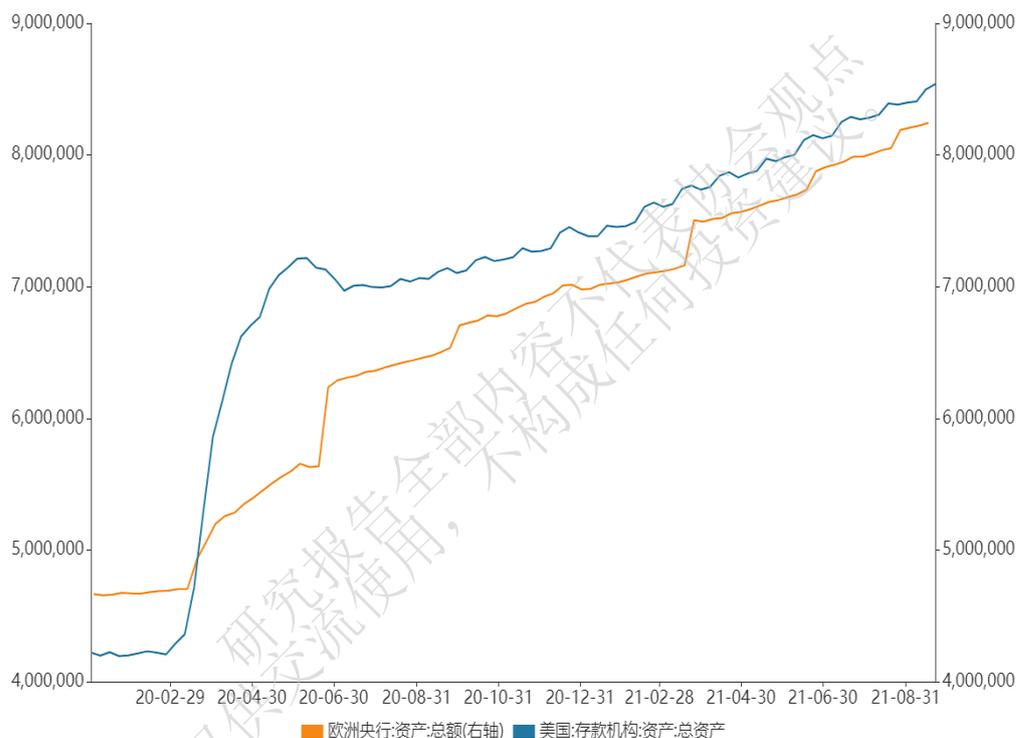


数据来源: Wind 南华研究

5、疫情、经济的好转叠加通胀压力，政策将逐步收紧，但是对于美元流动性泛滥问题，“重症需猛药”

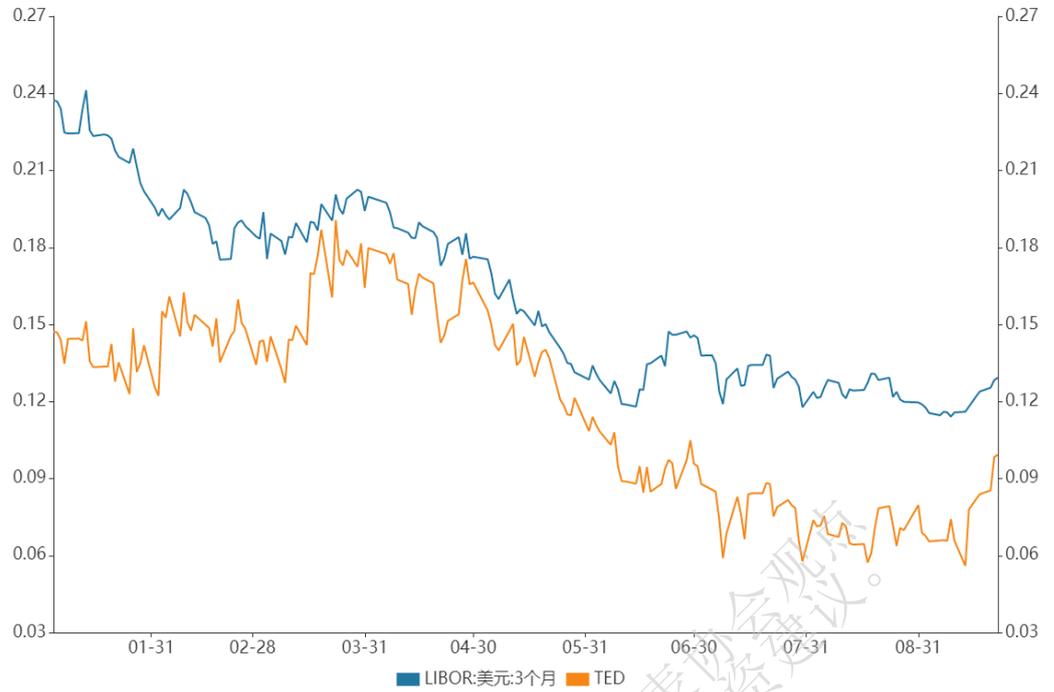
今年以来，美国疫情有所好转，经济虽仍未恢复至疫情前水平，但整体较去年有所好转，下半年关于美联储何时开始缩减购债来收紧流动性的关注度持续攀升，美联储9月FOMC会议释放的信号来看，最早将在11月开始缩减购债，并有官员提到在2022年年中结束比较合适，随后或开始讨论加息。在此之前，欧央行减缓PEPP的购买，虽然总量不变，市场解读为也释放了政策收紧的信号。从美联储与欧央行资产规模来看，两者差值仍在收窄，显示欧央行相对于美联储政策要偏松，欧元三季度也整体相对于美元整体偏贬。单从美国来看，目前其流动性泛滥限制美元升值，Ted利差指标处于历史低位，此次美联储释放鹰派信号，美元指数上行也相当有限，并快速回落，表明加息前，即使实施缩减购债，美元流动性宽松的大环境中，美元指数不具备大幅上行的条件。

图 3.2.8：欧美资产规模进一步缩窄（欧：百万欧元，美：百万美元）



数据来源：Wind 南华研究

图 3.2.9: 美元流动性泛滥短期无法消除 (%)



数据来源: Wind 南华研究

从美国商品期货委员 (CFTC) 公布的数据显示, 截至 9 月 24 日, 美元净空仓持仓规模下行至 10532 张, 三季度这一数据基本呈现快速下行趋势, 显示出市场看空美元的情绪有所收敛。

图 3.2.10: 市场看空美元的情绪有所收敛 (张)



数据来源: Wind 南华研究

第4章 国内：寒风瑟瑟

我们预计，四季度国内经济增长动能将进一步放缓，中美货币政策和基本面的差异或将扩大，基本面对人民币汇率在升值空间上的支撑或有限；中美利差方面，其在四季度有一定收窄的概率但幅度有限，预计整体较为温和，在一定程度上给美指提供支撑，利空人民币汇率。

4.1. 中国经济基本面：有下行压力，未来经济增长动能或持续衰减

观察我国与全球主要发达国家制造业 PMI 走势，我国自去年 11 月 PMI 达到峰值后，截至今年 8 月，整体呈现轻微回落趋势，海外发达国家制造业 PMI 数据也皆以下降为主。从环比动能来看，今年三季度以来，我国经济在边际上有下行压力，但反观美国和英国，经济扩张的节奏在近期均有明显的反弹迹象。

图 4.1.1：全球 PMI 数据整体下行（%）

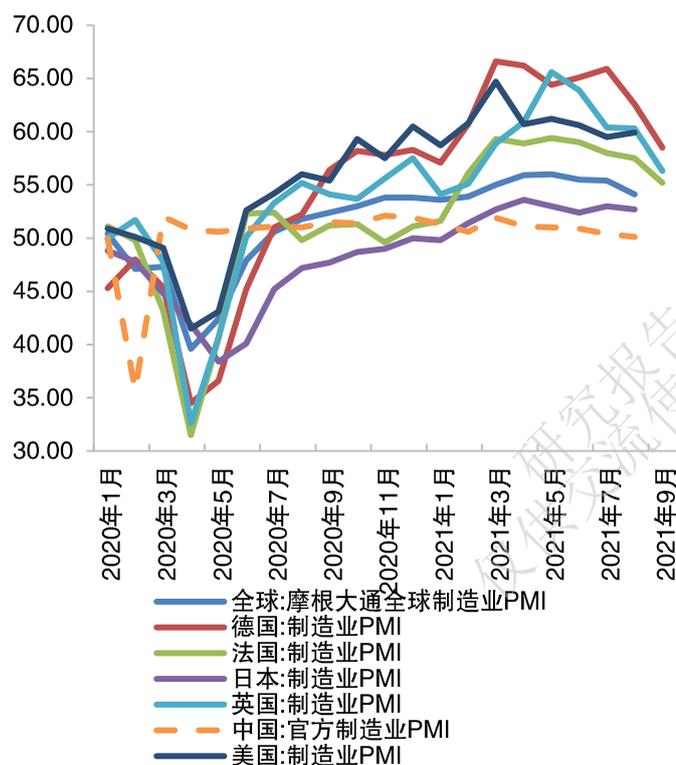
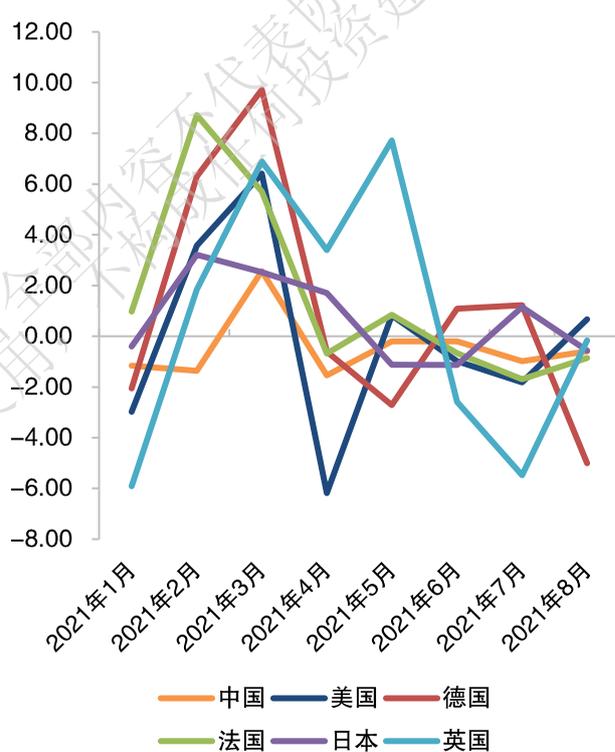


图 4.1.2：环比动能显示目前我国经济在边际上有下行压力（%）



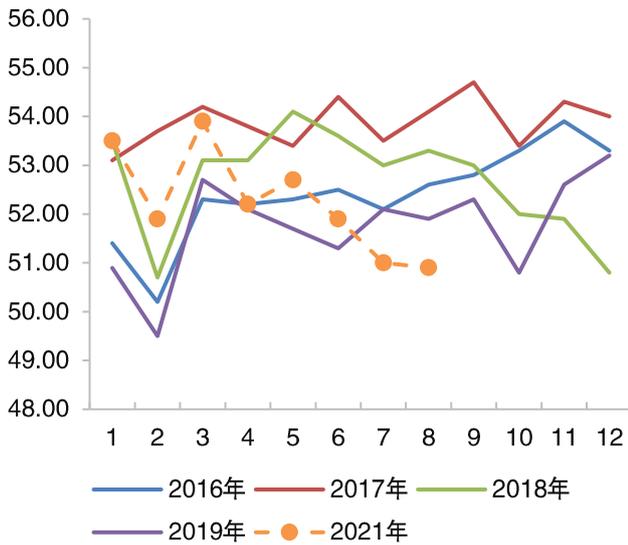
数据来源：iFinD 南华研究

数据来源：iFinD 南华研究

进一步来看，最新公布的我国 8 月官方 PMI 细分项均指向我国经济下行压力较大。生产指数明显弱于近 5 年以来的季节性数据，我们认为 8 月生产指数的下降主要有以下几点原因：第一点，疫情的扰动，这主要体现在对供应链的扰动上。第二点，近期针对教育、游戏行业的调控政策对服务生产形成一定的抑制。需求明显走弱，并且内需的回

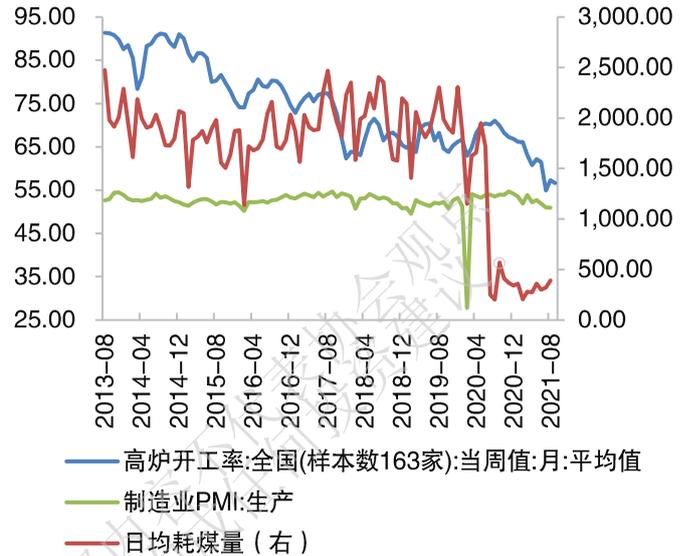
落幅度大于外需，其中新订单指数回落 1.3，进口指数下降 1.1 个点至 48.3%，连续 3 个月位于荣枯线之下，同样为去年 7 月以来新低，在内外需走弱的同时产成品库存上涨，经济开始表现出被动补库存的特征，我们一般认为这个新订单与产成品库存之差可以用来衡量当下的经济增长动能，可以明显的看到经济增长动能同样也是创 2020 年 3 月以来的新低，即便剔除 8 月疫情的冲击，仍然可以说明当下经济动能面临一定的趋势性走弱。就价格来说，PMI 出厂价格指数有所回落，说明稳价保价初见成效，工业品价格上涨压力缓解，但通胀压力仍在。

图 4.1.3：生产指数明显弱于近 5 年以来的季节性 (%)



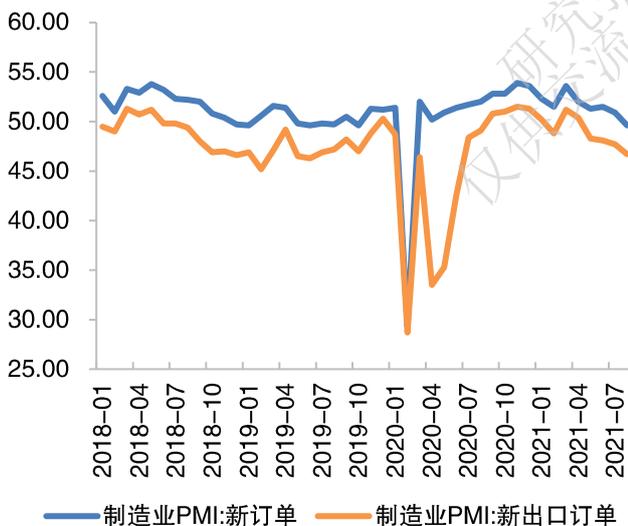
数据来源：Wind 南华研究

图 4.1.4：生产走弱与限产限电也有关 (%)



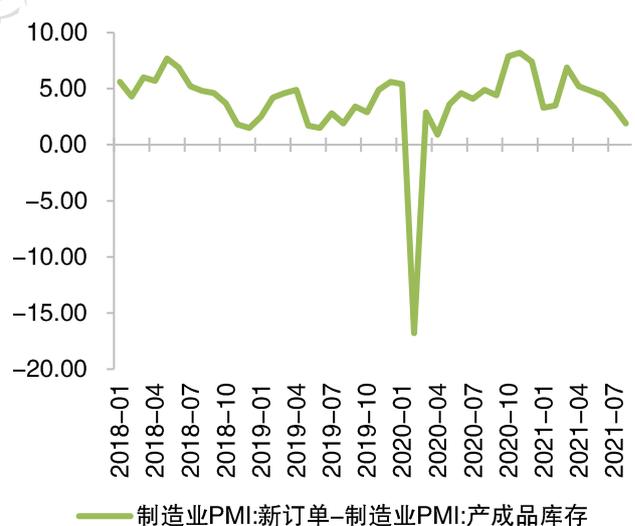
数据来源：Wind 南华研究

图 4.1.5：内需均呈现回落态势 (%)



数据来源：Wind 南华研究

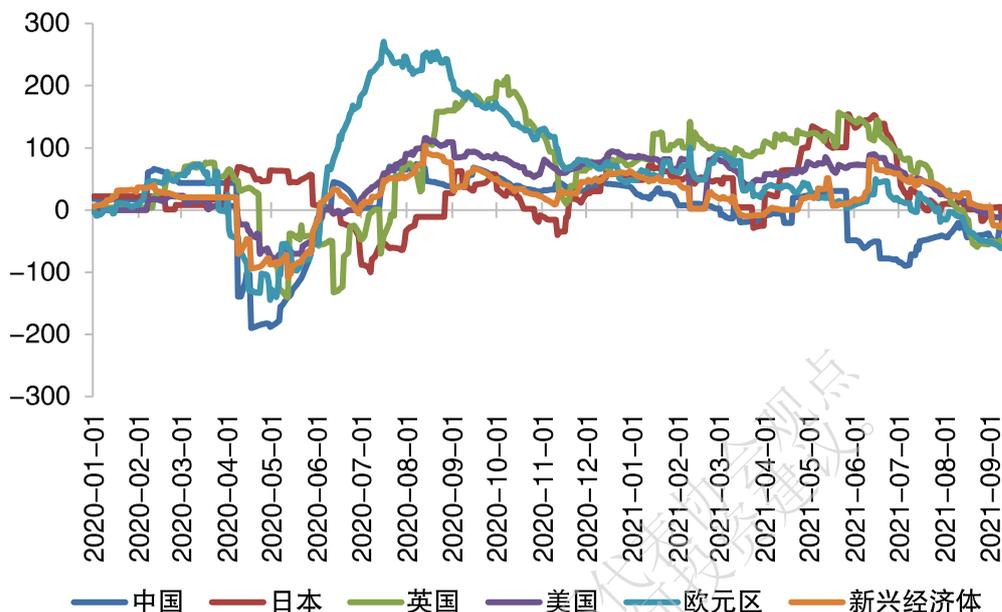
图 4.1.6：当下我国经济动能面临一定的趋势性走弱 (%)



数据来源：Wind 南华研究

从中国与主要发达国家和新兴市场的经济意外指数对比可以看出，除日本和英国外，其余主要经济体的经济超预期复苏态势已逐步赶超我国。那么，伴随着海外经济逐步恢复，我国去年疫情得到控制的经济复苏领先优势将逐步消失。

图 4.1.7：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：iFinD 南华研究

通胀方面，8月CPI同比涨幅由1.0%回落至0.8%，连续第三个月回落，低于预期，7月回落0.2pcts。与7月相比，主要受交通和通信类以及食品烟酒下跌带动，此外，其他用品和服务虽然在数值上下降较多，但由于该项占比只有4%左右，因此对总体的影响并不是很大。交通和通信分项的回落与原油价格回落有关。食品烟酒的回落主要受猪肉为代表的蓄肉类影响，但从环比来看，随着猪价企稳，猪肉价格环比下降幅度减弱，另外9月基数效应也会减弱，因此猪肉带来的拖累在9月或会有好转。8月PPI同比涨幅由9.0%扩大至9.5%，强于预期，为6月以来的最大涨幅，主要是生产资料端带来的。PPI-CPI剪刀差从7月的8%扩大至8.7%，继续刷新历史最高水平。展望后市，CPI整体仍将保持温和，四季度有望出现反弹，主要是生猪的拖累会明显弱化，年内升破2%的可能性不大。PPI方面，虽然我国已出台一系列保供稳价措施，但在全球大宗商品价格持续冲高、国内的碳中和、碳达峰战略下两高项目持续收紧以及上游生产资料价格继续上涨的背景下，不断推动PPI反弹，短期可能还要在高位维持一段时间。近期，针对能耗双控的政策明显加码，我们认为这背后主要源于在碳中和这一背景下，今年上半年持续偏强的出口以及工业生产导致多数省份能耗双控在上半年未能达标。能耗双控政策加码会进一步推升上游价格、推升PPI，后面甚至有可能提高电价。8月PPI同比已创2008年以来新高至9.5%，在能耗双控政策下，我们预测9月、10月有可能再度走高，结合翘尾效应来看，我们预计直到12月PPI同比读数才会显著回落。

图 4.1.8: 内需均呈现回落态势 (%)

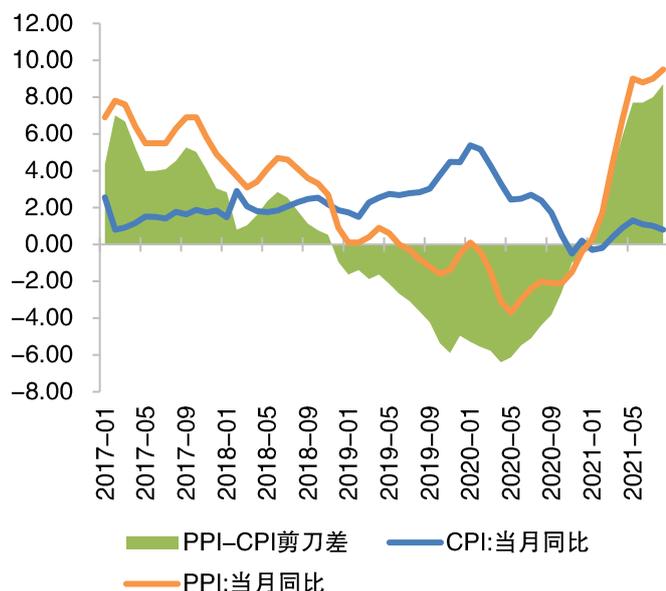
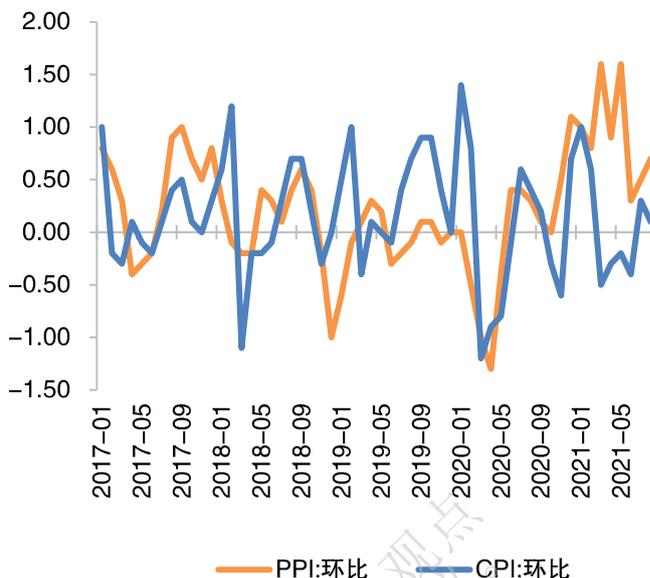


图 4.1.9: 当下我国经济动能面临一定的趋势性走弱 (%)

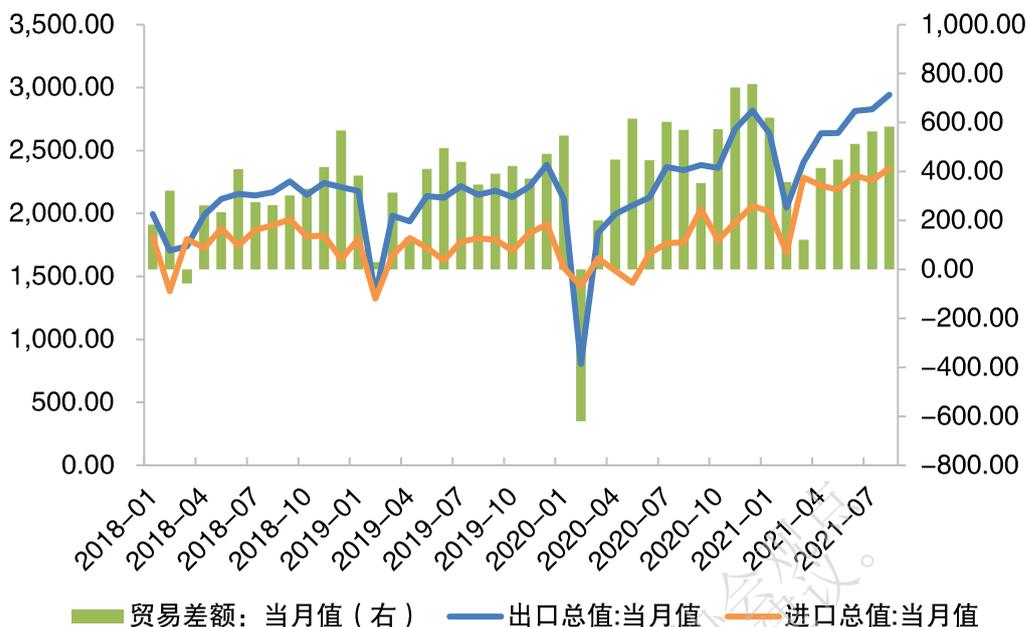


数据来源: iFinD 南华研究

数据来源: iFinD 南华研究

进出口方面, 8月进口达到 2359.8 亿美元, 同样刷新历史新高, 同比增长 33.1%, 高于7月 5.0 个百分点。进口大超预期, 一方面是出口带来的, 大宗商品价格高位也有正贡献, 另一方面, 国内需求也相对乐观。8月我国出口 2943.2 亿美元, 连续两月刷新月度出口纪录, 同比增长 25.6%, 增速较7月提高 6.3 个百分点。出口大幅超出预期, 国外疫情反复是主因。首先是主要消费地疫情反复带来的预防性需求增加。其次, 东南亚疫情影响到了他们的供应能力, 产生的缺口就提升了我们的产品需求, 出口替代效应比较明显。最后, 临近西方国家圣诞季, 存在商户提前准备的可能。我们认为, 疫情负面效应可能随着疫情的控制、疫苗的进一步普及而弱化, PMI 中的新出口订单已经连续 4 个月低于枯荣线, 而且逐月走低, 暗示未来出口表现将逐步弱化, 进而会对制造业投资以及就业形成拖累, 目前的数据只能说明出口可能比我们之前想象的更加具有韧性。

图 4.1.10：今年 3 季度以来，我国贸易差额逐步扩大（亿美元）



数据来源：Wind 南华研究

另外，最新公布的工业生产、房地产、制造业和基建数据方面，除制造业投资有所反弹之外其余整体表现不佳。从供给以及三驾马车来看，目前唯一表现出韧性的就是出口，消费以及地产都已经成为拖累经济下行的主要项目。总体来看，中国经济数据进一步走弱，除受到疫情、洪涝灾害、缺芯等短期冲击的扰动外，当下及年内还面临地产投资尚未见底、制造业投资反弹幅度受到大宗商品涨价带来的结构性通胀限制、出口高位筑顶不可持续等不确定性。**整体而言，除短期冲击外，后续我国经济仍存在放缓压力，对人民币汇率的支撑有限。**

4.2. 中美利差：预计温和下行

截至 9 月 24 日，2021 年三季度以来，中美 10 年期国债收益率利差整体呈小幅下行态势，从 1.6288% 缩窄至 1.4189%。究其原因，主要是由于市场从 8 月开始长期处于对美国经济复苏良好预期和美国 Taper 预期的升温期，从而带动美国 10 年期国债收益率的上行，其从 8 月 2 日的 1.1780% 升至 9 月 24 日的 1.4530%，上升 275 个基点，升幅达 23.34%。同期，美元指数呈现震荡上行趋势，中国 10 年期国债收益率则呈现窄幅震荡态势，均值为 2.8963%。

图 4.2.1: 三季度以来, 中美 10 年期利差微幅下行 (%)

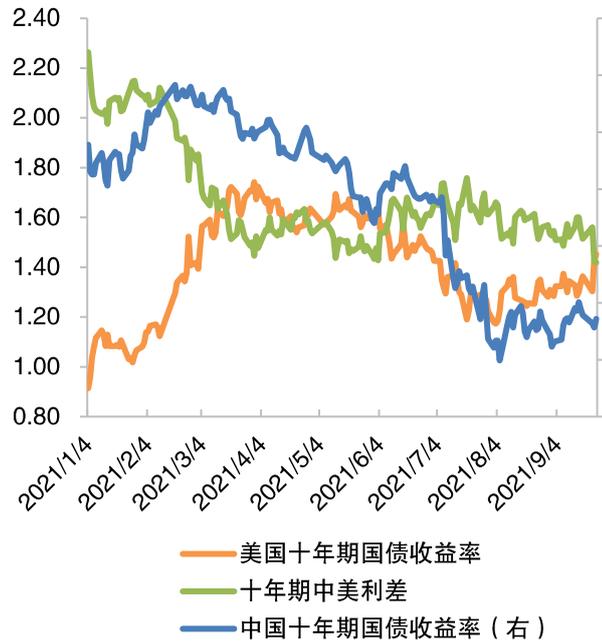
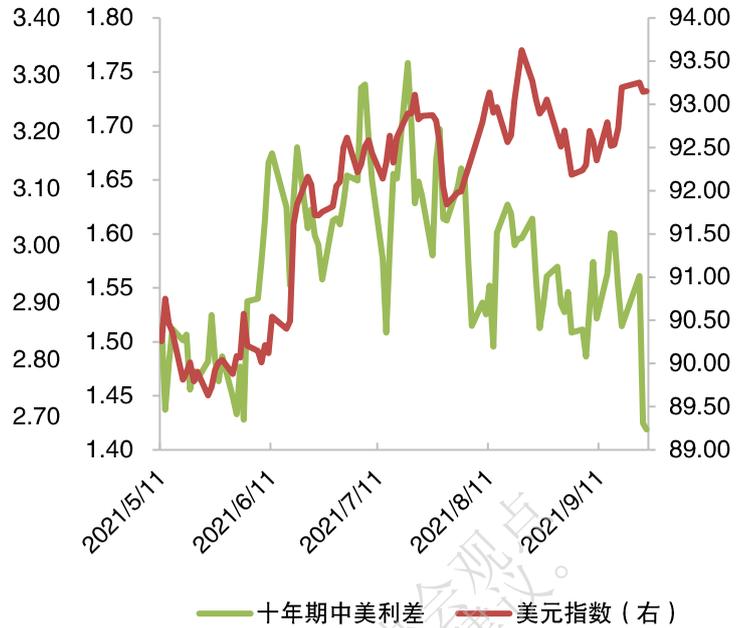


图 4.2.2: 8 月初以来中美 10 年期利差 (%) 下行, 美指上涨



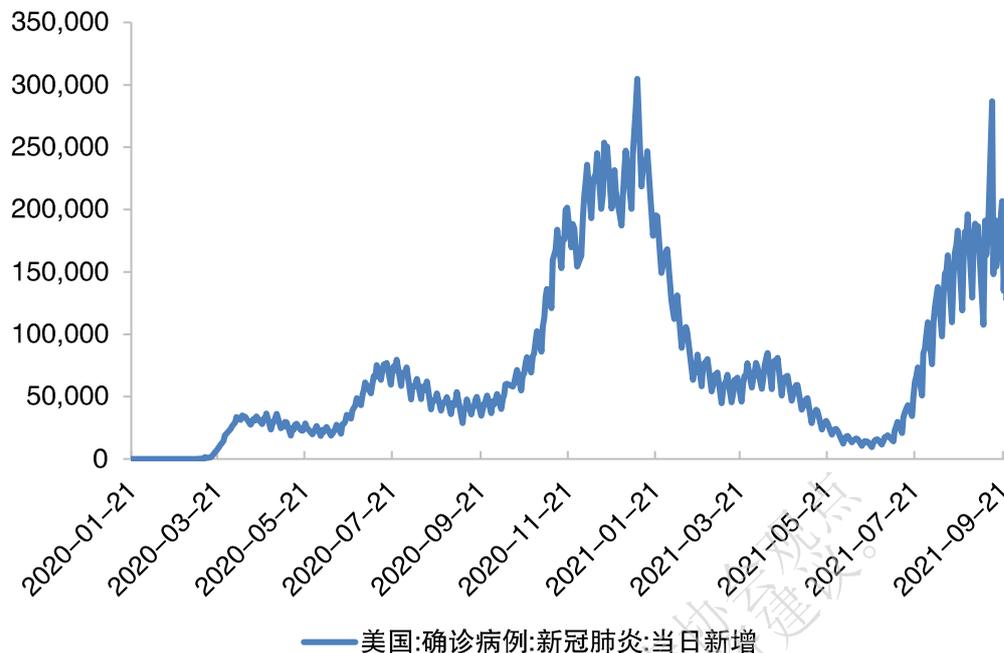
数据来源: iFinD 南华研究

数据来源: iFinD 南华研究

不同的货币政策决定了中美债市收益率走势，从而造成中美利差的收窄或走阔。因此，我们将对中国与美国下一阶段的货币政策走向进行对比分析。

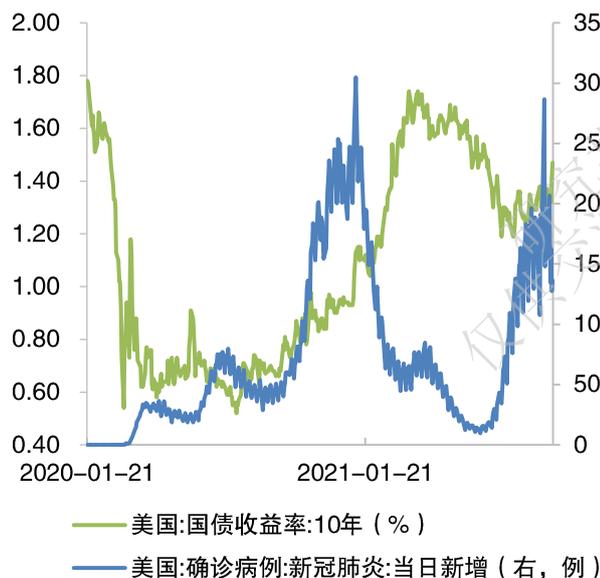
美国方面，近期美国疫苗接种速度也有所回升，本轮由 delta 毒株带来的一轮疫情有望得到缓解，疫情的压制因素消退后在一定程度上会带动美国 10 年期实际利率上行，不过目前不断有新的变异毒株出现，疫情的压制因素恐难彻底消除。

图 4.2.3: 本轮 delta 变异毒株带起的疫情或将见顶 (例)



数据来源: Wind 南华研究

图 4.2.4: 新冠疫情在一定程度压制十年期美债收益率



数据来源: Wind 南华研究

图 4.2.5: 新冠疫情在一定程度压制十年期美债实际收益率



数据来源: Wind 南华研究

9 月 FOMC 会议揭露了一个非常明显的趋势, 就是美联储内部对于加息的预期提前了。具体来看, 6 月会议时, 联邦基准利率在 2022 年的水平是 0.1%, 在 2023 年会升至 0.6%, 而在 9 月会议时, 2022 年的利率水平从 0.1% 上升到了 0.3%, 而 2023 年的利率水

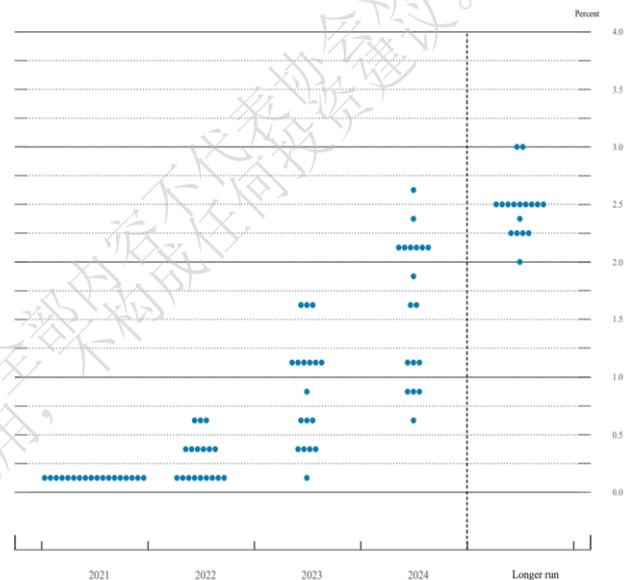
平则从 0.6% 上升到了 1.0%。更重要的是鲍威尔对 Taper 的表态更加明确，“Taper 将至”成为市场的普遍共识，发布的点阵图再度前移，点阵图显示所有委员均认为在 2021 年前不应加息，2022 年有 9 位官员认为应加息（6 月点阵图为 7 位），2023 年有 17 位官员认为应加息（6 月点阵图为 13 位），且预期加息至 1% 以上的人数由 5 人提升至 9 人，首次发布的 2024 年预期显示所有官员均认为 2024 年应加息，认为应加息至 2% 以上的人数为 8 人。美联储加息时点的前移，或将推动美债收益率的走高。另外，虽然美国两党就债务上限问题未取得共识，但债务上限延期或提高仍是大概率事件，届时美债供给放量，同期，若美联储推出 Taper，将驱动美债利率上行。美国的天气温度在年底可能低于预期，原油产量或减少，油价或将上涨从而推高美债收益率。按两年年均计算，二季度美国实际 GDP 增速达到了 1%，与疫情前水平已较接近，目前美国经济复苏斜率有趋缓态势。拜登政府的基建计划，无论是从规模上还是投向上来看，也都不足以大幅拉动美国经济。综上，我们预计美国 10 年期国债收益率在四季度迎来新一轮反弹概率较高，但上行幅度相对有限，上行斜率较为平缓，短期难达到 2020 年以来的高点。

图 4.2.6：美联储内部对于加息的预期有所提前

Variable	Median ¹				
	2021	2022	2023	2024	Longer run
Change in real GDP	5.9	3.8	2.5	2.0	1.8
June projection	7.0	3.3	2.4		1.8
Unemployment rate	4.8	3.8	3.5	3.5	4.0
June projection	4.5	3.8	3.5		4.0
PCE inflation	4.2	2.2	2.2	2.1	2.0
June projection	3.4	2.1	2.2		2.0
Core PCE inflation ⁴	3.7	2.3	2.2	2.1	
June projection	3.0	2.1	2.1		
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	0.1	0.3	1.0	1.8	2.5
June projection	0.1	0.1	0.6		2.5

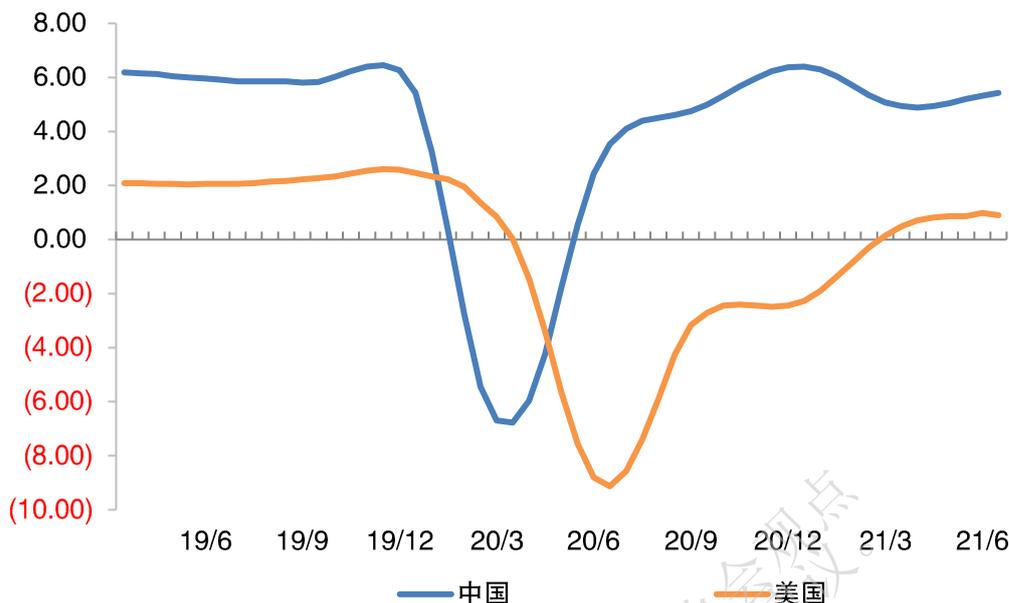
数据来源：FED 南华研究

图 4.2.7：9 月 FOMC 会议发布的点阵图再度前移



数据来源：FED 南华研究

图 4.2.8: 美国经济回升动能有限 (%)



数据来源: Wind 南华研究

我国方面, 2021 年二季度的货币政策执行报告(以下简称“报告”)中关于后续货币政策的思路仍然是稳字当头, 但是报告中关于货币政策设置两项相关专栏。专栏 2 提到货币政策预期管理有效实施, 根本在于央行的“言行一致”, 下阶段央行将注重提高货币政策框架的透明度, 保持预期管理的效率与公平, 进一步增强公众获取信息的公平性, 增强货币政策传导有效性和央行公信力, 我们认为央行会进一步加强与市场的交流, 减少预期差。专栏 3 则重点介绍货币政策支持区域协调发展, 强调因地制宜增加信贷增长缓慢地区的信贷投放, 畅通经济金融良性循环。此外, 报告提到加强对财政收支、政府债券发行、主要经济体货币政策调整等不确定性因素的监测分析, 进一步提高操作的前瞻性、灵活性和有效性。我们认为主要经济体, 尤其是美联储 Taper 将至, 部分新兴经济体掀起加息潮, 如果扰动较大, 央行或许会灵活采用政策工具应对, 总基调仍是以我为主, 不随美联储货币政策起舞。报告中对于 7 月 15 日降准进行了解读, 是货币政策力度回归常态后的常规操作, 目的是优化金融机构的资金结构, 增强金融机构资金配置能力, 有意提醒市场不必对降准工具的使用做过多解读, 或许是为后续的使用打预防针。此外, 在对于保持流动性合理充裕的段落中, 综合运用多种货币政策工具的描述, 对比一季度报告加入了“降准”这一工具, 结合下半年的 MLF 到期等因素, 我们认为年内后续央行仍有可能会采用降准这一工具调整流动性。

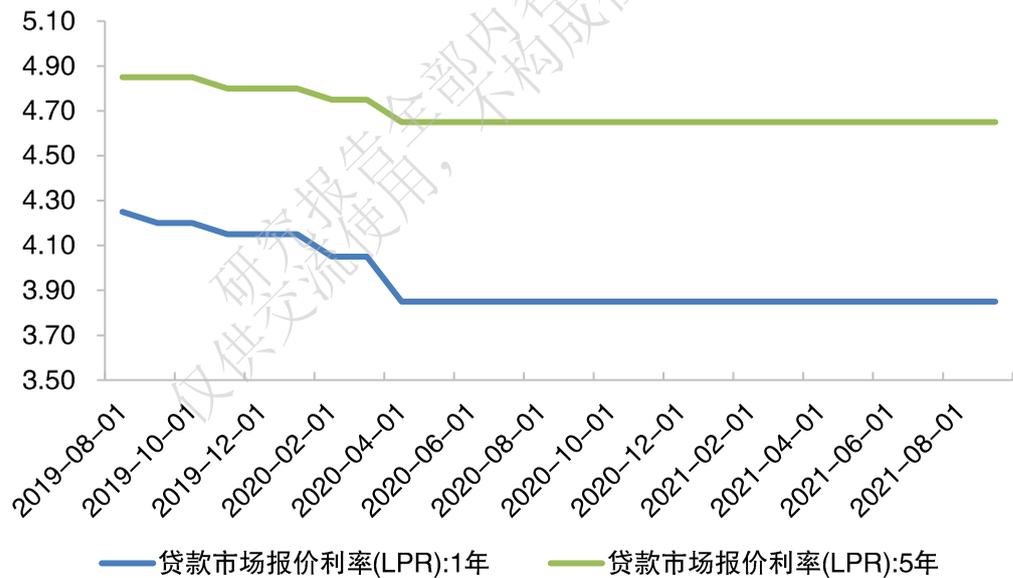
表 4.2.1: 2021 年一季度与二季度货币政策执行报告中货币政策内容对比

	2021 二季度	2021 一季度
货币政策	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，稳字当头，坚持实施正常的货币政策，搞好跨周期政策设计，增强宏观政策自主性，根据国内经济形势和物价走势把握好政策力度和节奏，处理好经济发展和防范风险的关系，维护经济大局总体平稳，增强经济发展韧性。	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置，珍惜正常的货币政策空间，处理好恢复经济和防范风险的关系。

资料来源：中国人民银行 南华研究

我国三季度经济和金融数据显示后续我国经济仍存在放缓压力，一定程度表明宽信用尚未见效。目前，无论是 1 年期还是 5 年期 LPR 报价均连续 17 个月不变，目前报价分别 3.85%和 4.65%，表明降低实体经济融资成本可能需要更大力度的货币政策支持。央行在近期召开的金融机构货币信贷形势分析座谈会也释放了宽信用的信号，这意味着信用收缩的态势在四季度将有所缓和。综上，我们预计四季度我国货币政策仍会相对宽松，中国 10 年期国债收益率中枢为 2.8%。

图 4.2.9: 1 年期和 5 年期 LPR 报价均连续 17 个月不变 (%)



数据来源：Wind 南华研究

在四季度我国 10 年期国债收益率走势相对平缓，中枢为 2.8%，而美国 10 年期国债收益率有或将迎来新一轮反弹，但上行空间有限的背景下，中美利差在四季度有一定收窄的概率但幅度有限，预计整体较为温和，在一定程度上给美指提供支撑，利空人民币汇率。

第5章 外汇政策：市场化原则下，稳步前行

我们认为，目前央行已基本退出对人民币汇率的常态化干预，在下一阶段重心将侧重于发展外汇市场，持续稳慎推进人民币国际化，但在必要时刻其仍会出手稳定市场预期。

5.1. 汇率政策：侧重于扩大对外开放

2021 年三季度，央行新出台的外汇相关的政策侧重于扩大对外开放，稳步推进人民币国际化脚步。例如近期上线的债券通“南向通”，不仅起到了补全我国债券市场流出通道的作用，使得股票和债券对外开放都做到了“有进有出”，还将在一定程度吸引一批跨境资金交易，有助于人民币汇率弹性提升。“跨境理财通”属于资本项下的人民币跨境使用，规定在资金跨境汇划环节，涉及的资金均使用人民币结算，因此丰富了人民币境外使用场景，有助于促进人民币跨境流动，也进一步巩固了香港作为全球最大离岸人民币中心的角色。《关于银行业金融机构境外贷款业务有关事宜的规定（征求意见稿）》监管政策则是在满足境外企业投融资需求，人民币在国际投融资方面使用的同时，进一步推进了人民币国际化的进程。

表 5.1.1：2021 年三季度央行外汇举措梳理

日期	具体举措	政策目的
2021. 7. 16	举行中国数字人民币的研发进展白皮书媒体吹风会，介绍中国数字人民币的研发进展白皮书有关内容。	完善市场建设
2021. 8. 20	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 2.60% 和 2.75%。	稳汇率；滚动发行、借新还旧
2021. 9. 10	中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局、广东省人民政府、香港特别行政区政府与澳门特别行政区政府通过视频连线方式共同举办了“跨境理财通”业务试点启动仪式，粤港澳三地同时发布《粤港澳大湾区“跨境理财通”业务试点实施细则》。	完善市场建设、扩大对外开放
2021. 9. 15	《中国人民银行关于开展内地与香港债券市场互联互通南向合作的通知》发布，债券通“南向通”将于 2021 年 9 月 24 日上线。	完善市场建设、扩大对外开放
2021. 9. 17	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》，2021 年 9 月 24 日（周五）中国人民银行将通过香港金融管理局债务工具中	稳汇率；滚动发行、借新还旧

	央结算系统（CMU）债券投标平台，招标发行2021年第九期中央银行票据。	
2021.9.18	中国人民银行、外汇管理局共同起草了《关于银行业金融机构境外贷款业务有关事宜的规定（征求意见稿）》（以下简称《规定》）。	完善市场建设、扩大对外开放
2021.9.24	债券通“南向通”正式上线。	扩大对外开放
	中国人民银行在香港成功发行了50亿元6个月期人民币央行票据，中标利率为2.50%。	稳汇率；滚动发行、借新还旧

资料来源：公开资料整理 南华研究

9月18日，中国人民银行发布《2021年人民币国际化报告》。《2021年人民币国际化报告》指出，下一阶段，人民银行将进一步完善人民币跨境使用的政策支持体系和基础设施安排，推动金融市场双向开放，发展离岸人民币市场，为市场主体使用人民币营造更加便利的环境。

同样的，在《2021年第二季度中国货币政策执行报告》中，其除将“引导社会预期”改为“稳定市场预期”，表示人民币汇率的走势将更多的取决于市场供求和国际金融市场变化之外，更多着笔于对外开放与汇率市场发展上，表示央行将在市场化的原则下，积极稳妥推进人民币国际化，发展外汇市场。从表5.1.1也可以看出，在2021年三季度里，央行一直在持续稳慎推进着人民币国际化和外汇市场的发展。报告中央行对于汇率的表述基本与一季度一致，发出的信号为：认为当前人民币汇率双向波动是外汇市场合理反映，汇率也会按照市场化原则波动，不会过多干预。

表5.1.2：货币政策执行报告重点表述对比——汇率管理表态

报告内容	
2021年二季度	稳步深化汇率市场化改革，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，增强人民币汇率弹性，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。
2021年一季度	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，增强人民币汇率弹性，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器作用。 引导社会预期 ，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 南华研究

表5.1.3：货币政策执行报告重点表述对比——对外开放与汇率市场发展

报告内容	
2021年二季度	发展外汇市场 ，引导企业和金融机构树立“风险中性”理念，引导金融机构基于实需原则和风险中性原则为企业提供汇率风险

	管理服务, 维护外汇市场平稳健康发展。持续稳慎推进人民币国际化, 开展跨境贸易投资高水平开放试点, 提高人民币在跨境贸易和投资使用中的便利化程度, 稳步推进人民币资本项目可兑换。
2021 年一季度	加快发展外汇市场, 引导企业和金融机构坚持“风险中性”理念, 为基于实需原则的进出口企业提供汇率风险管理服务。稳步推进人民币资本项目可兑换, 完善人民币跨境使用的政策框架和基础设施, 提高人民币在跨境贸易和投资使用中的便利化程度。

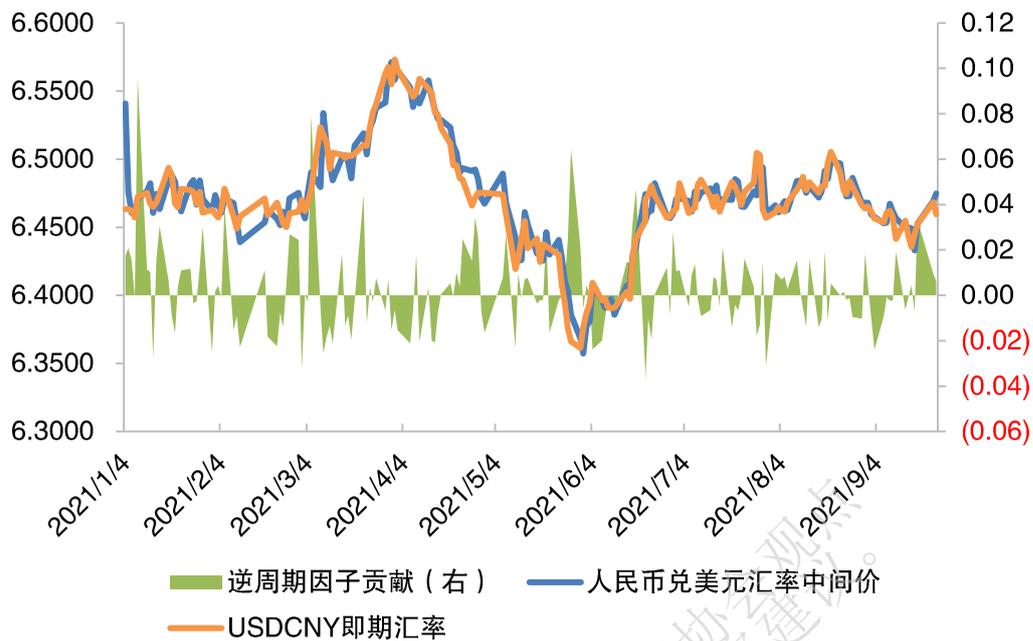
资料来源：中国人民银行 南华研究

本次报告开设了专栏对人民币汇率弹性以及双向波动进行解读。强调了, 目前的汇率双向波动, 弹性不断增强, 为自主实施货币政策创造了条件。对于汇率双向波动, 央行的态度无论是常态化干预还是逆周期因子均已逐步淡出, 汇率更多的由市场供需决定。此外, 跨境融资宏观审慎管理框架不断完善, 及时主动的预期管理以及有效的外汇市场流动性调节等均为人民币双向波动常态化提供支撑。同时, 专栏中提到人民币汇率双向波动也反映了国内外经济周期和货币政策的差异。结合报告中所讲的货币政策差异可能带来汇率波动风险, 我们认为, 央行有通过此次专栏释放稳汇率的信号。因此, 人民币对外开放的推进也将是在稳汇率的基础上进行的。

5.2. 汇率工具：按兵不动

三季度以来, 央行并未明显通过汇率工具对人民币汇率做调控。离岸央行票据虽发行了两次, 但发行目的更多的是起到滚动发行、借新还旧的作用。逆周期因子方面, 其依旧淡出舞台, 处于平稳退出状态。我们预计央行继续保持汇率调控中性, 但对于人民币非理性的声音, 央行仍有充足的工具来及时稳定市场。

图 5.2.1: 逆周期因子跟踪 (截至 2021 年 9 月 24 日)



数据来源: Refinitiv Bloomberg 南华研究

注: 逆周期因子为负值时, 表示央行有意调升人民币汇率中间价, 正值为调贬人民币汇率中间价。是否有进行调控还需满足以下条件: 若当日逆周期因子数值落在 $[-200\text{bp}, 200\text{bp}]$ 内, 我们认为央行对人民币汇率中间价的调控为中性, 若落在 $[-200\text{bp}, 200\text{bp}]$ 范围外的区域, 则表示央行有在通过逆周期因子对人民币汇率中间价进行调控。

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。

研究报告全部内容不代表协会观点
仅供交流使用，不构成任何投资建议。



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