中信期货
CITIC Futures

中信期货研究|利率衍生品策略报告(汇率)

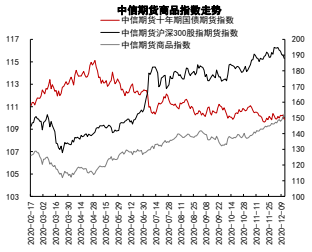
2020-12-20

由升转稳，重视波动

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号

报告要点

人民币汇率升值逻辑将逐步从“先进先出优势+美元下跌”双驱动转为“美元下跌”单驱动。汇率中枢可能继续抬升，但空间相对有限，波动维持高位。节奏呈现出先强后趋稳走势，全年高点大概在 6.2~6.3 附近。



摘要：

主要观点：市场交易主线将由“疫情冲击下谁控制得好”向“疫苗接种后全球逐步复苏”过渡。这将驱动人民币汇率升值逻辑逐步从“先进先出优势+美元下跌”双驱动转为“美元下跌”单驱动。汇率中枢可能继续抬升，但空间相对有限，波动维持高位。节奏呈现出先强后趋稳走势，全年高点大概在 6.2~6.3 附近。

- **基本面优势取决于疫苗进程：**基准预期下，明年上半年发达国家可能达成全民免疫，人民币相对优势仍将保持 1~2 个季度。1）明年 1 季度出口偏强格局有望维持，春节前结汇释放也将继续支持汇率表现；2）若 2021 年下半年疫苗基本覆盖发达国家，海外复工削弱出口优势，同时，居民旅行购汇需求释放，均将带来经常项顺差压缩；3）中国资产对于外资的吸引力上半年可能强于下半年。

- **美元偏弱依然对人民币汇率构成支持：**无论是疫苗推行初期，全球风险偏好提升对美元形成压制，还是疫苗顺利推行后，全球复工复产启动初期，美联储大概率维持低利率环境，美元维持偏弱或低位震荡走势，美元继续偏弱表现仍将对人民币汇率构成支持。

- **政策容忍度提升仍将为汇率波动提供发挥空间：**央行在汇率端持续的“松绳放手”将使得未来汇率市场波动的放大仍然是大势所趋。因此，我们依然提示 2020 年下半年以来，外资不足额对冲汇率风险可能导致的流入资金的稳定性下降，以及汇率连涨后企业和居民选择持币或观望后可能积累的汇率超调风险。

操作建议：短期购汇建议把握一季度窗口，结汇可关注市场波动带来的结汇机会。

升值风险：1）病毒变异导致疫苗效果下降；

贬值风险：1）中美摩擦升温；2）拜登交易+疫苗快速推进。

利率衍生品团队

研究员：
张菁
021-60812987
zhangjing@citicsf.com
从业资格号 F3022617
投资咨询号 Z0013604

联系人：
徐冠廷
021-60812996
xuguanting@citicsf.com
从业资格号 F3075661

重要提示：本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

目　录

摘要：.....1
一、疫情逻辑向疫苗逻辑的切换.....3
二、基本面优势取决于疫苗链条的传导进程.....4
三、复苏初期美元偏弱依然对人民币汇率构成支持.....8
四、政策容忍度提升仍将为汇率波动提供发挥空间.....9
五、汇率展望.....11
免责声明.....13

图目录

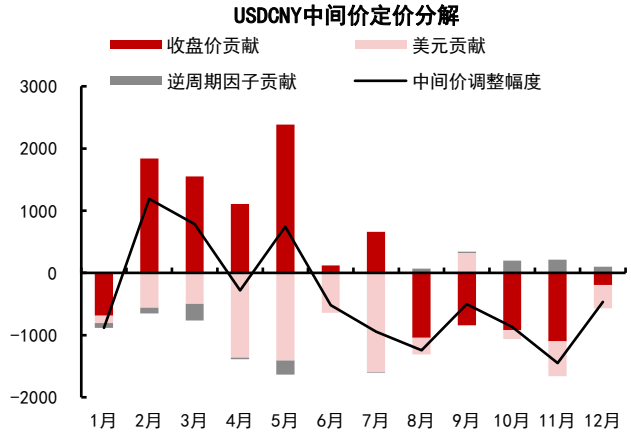
图表 1：　2020 年以来汇率定价因素分解（pips）.....3
图表 2：　人民币汇率表现.....3
图表 3：　11 月以来全球风险资产大涨.....4
图表 4：　疫苗产能（亿剂）.....5
图表 5：　疫苗订单及人口.....5
图表 6：　接种人数预估.....5
图表 7：　2021H1 接种率.....5
图表 8：　机电产品逐渐替代医疗物资对出口形成贡献.....6
图表 9：　11 月出口走强带动我国贸易顺差扩大.....6
图表 10：　欧美遭遇疫情再度爆发.....6
图表 11：　欧洲工业修复情况好于美国.....6
图表 12：　汇率连涨之后结汇意愿放缓.....7
图表 13：　企业和居民出现“持币观望”的状态.....7
图表 14：　海外服务业 PMI 回升带动服务项购汇提升.....7
图表 15：　国际航线民航总周转量维持低位.....7
图表 16：　完全对冲下，中债性价比并不明显.....8
图表 17：　汇率对冲成本仍在高位.....8
图表 18：　全球经济复苏阶段，美元也大概率呈现偏弱走势.....9
图表 19：　2020 年，除 10 月外，逆周期因子几乎无调控.....10
图表 20：　货币政策执行报告对于汇率的定调.....10

一、疫情逻辑向疫苗逻辑的切换

2020年，人民币汇率迎来了2015年开启双向波动以来升值幅度最大的一年。若按照中间价定价因素来对汇率波动进行分解，可以发现6月以来，人民币汇率从7.2持续升值至6.53的背后，主要驱动因素发生如下切换：**美元下跌驱动（6~7月）→供求驱动（8~10月）→美元下跌和供求双驱动（11月）→美元下跌驱动（12月中上旬）。**

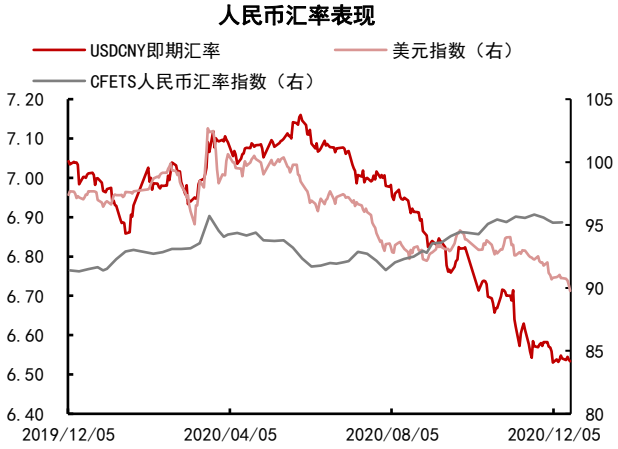
不过，结合人民币汇率相对于一篮子货币的表现来看，可以发现，11月下旬之后，尽管美元下跌再度成为人民币升值的主要驱动，但升值步伐已经开始放缓，CFETS人民币汇率指数也从95.83的高位回落。

图表1： 2020年以来汇率定价因素分解（pips）



资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究部

图表2： 人民币汇率表现



资料来源：Wind 中信期货研究部

那么，如何看待11月下旬后市场行情的微妙变化？结合最近市场表现以及新增信息不难看出：大选不确定性落地显著降低了市场的不确定性，疫苗进展顺利点燃了市场对于全球经济复苏的预期。这一点从以原油和铜为代表的大宗商品市场、以澳元和俄罗斯卢布为代表的大宗商品货币、以及发达和新兴国家权益市场均迎来大涨行情可以明显体现。

图表3： 11 月以来全球风险资产大涨



资料来源：Wind 中信期货研究部

也就意味着，如果说 2020 年，市场主要围绕“疫情”的冲击和影响展开。中国在疫情中的“先进先出”优势逐步演化为经济领先修复以及货币政策领先向正常化回归的“步调差”优势，为人民币汇率升值提供了重要支撑。**那么，2020 年年底，多只疫苗的出现，刺激了市场开始憧憬疫苗接种下全球经济走出泥淖步入复苏的状态。在此情况下，市场交易的重点也将从“疫情冲击下谁控制得好”向“疫苗接种后全球逐步复苏”过渡。从这个角度看，这将使得中国在疫情控制中的比较优势相对削弱，抑制人民币未来的升值空间。**

二、基本面优势取决于疫苗链条的传导进程

若疫苗推出→疫苗推广→疫情基本控制→全球复工复产的传导链条在 2021 年顺利上演，人民币汇率升值空间将受到抑制，但具体表现很大程度上取决于上述链条的传导进程。

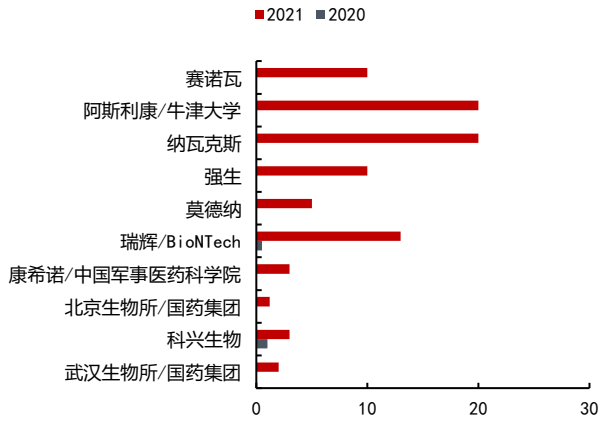
（一）基准预期下，明年上半年发达国家可能达成全民免疫

首先，我们对疫苗接种进度进行预估。具体假设如下：1）根据公开信息，2021 年全球疫苗产能可达 87.2 亿剂，考虑到多数疫苗为两剂接种，实际全年覆盖人次为 43.6 亿；2）根据最新订单数据，美欧英加日获得订单数量为 52.4 亿剂，在全球订单中的份额为 63%；3）考虑到瑞辉等疫苗运储条件相对苛刻（零下 70 度），疫苗产能大概率在下半年集中投放，下文分别按照上半年为全年产能的 20%、30%、40%进行估算；4）世界卫生组织表示，某一地区若有 70%人口接种，则可视为全民免疫。

根据以上四个假设可以得到：在上半年疫苗产能占比分别为 20%、30%、40%的情形下，2021 年上半年接种人次预计为 9.47 亿、13.83 亿、18.19 亿，结合美

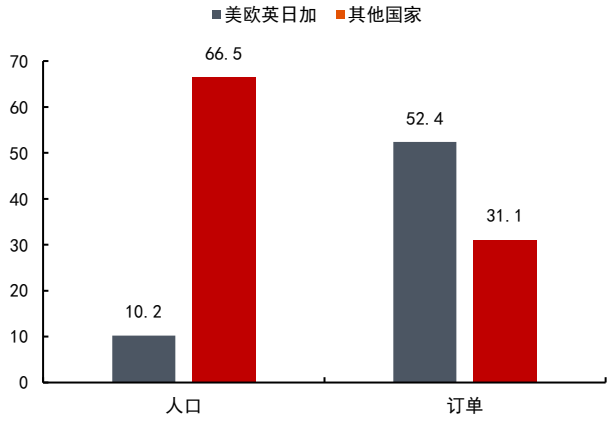
欧英加日的订单份额为 63%，2021H1 上述五个地区的接种率可达 58%、85%、112%，除去产能占比为 20%的极端情况，发达国家在上半年基本上可以达成全民免疫的目标，照此节奏，全球需求恢复的关键窗口在 2021Q3 前后。

图表4： 疫苗产能（亿剂）



资料来源：公开资料 中信期货研究部

图表5： 疫苗订单及人口



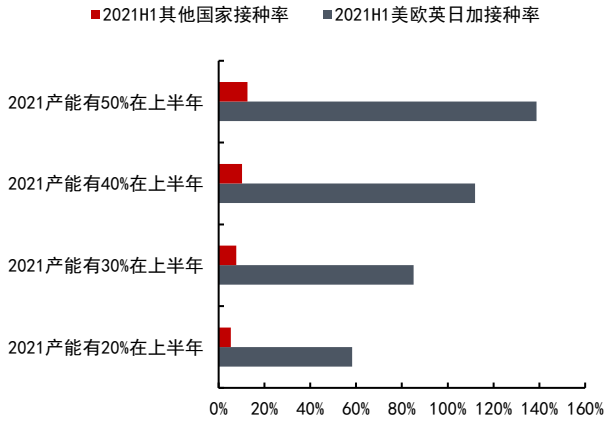
资料来源：公开资料 中信期货研究部

图表6： 接种人数预估

接种人数	2020H2	2021H1	2021H2
2021产能有20%在上半年	0.75	8.72	34.88
2021产能有30%在上半年	0.75	13.08	30.52
2021产能有40%在上半年	0.75	17.44	26.16
2021产能有50%在上半年	0.75	21.80	21.80

资料来源：公开资料 中信期货研究部

图表7： 2021H1 接种率



资料来源：公开资料 中信期货研究部

（二）疫苗基准预期下，人民币相对优势仍将保持 1~2 个季度

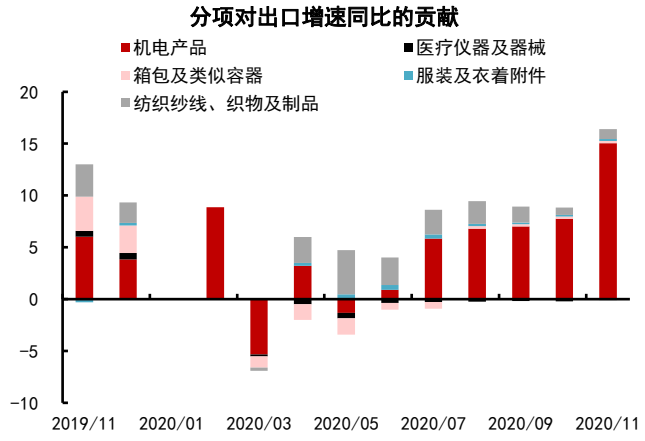
在前述疫苗接种进程的假设下，我们再来分析外汇供求因素对于人民币汇率的影响情况。

明年 1 季度出口偏强格局有望维持，春节前结汇释放也将继续支持汇率表现。2020 年出口超预期带来的出口结汇是人民币汇率走强的重要贡献。从出口结构上来看，尽管 7 月以来防疫物资出口增速逐步下滑，但机电产品等出口贡献上升使得我国出口依然保持超预期的表现。结合欧美工业生产修复情况来看，欧洲工业生产恢复进度快于美国，目前基本接近于疫情前水平。不过，由于欧洲疫情二次

爆发下防控措施再度升级，可能使得工业恢复进度有所放缓。这一点从我国 11 月出口再度超预期走强可以体现。因此，在发达国家明年二季度才能基本完成全民免疫的基准预期下，叠加欧美疫情再度爆发，预计我国出口的优势仍可以至少维持 1 个季度左右。

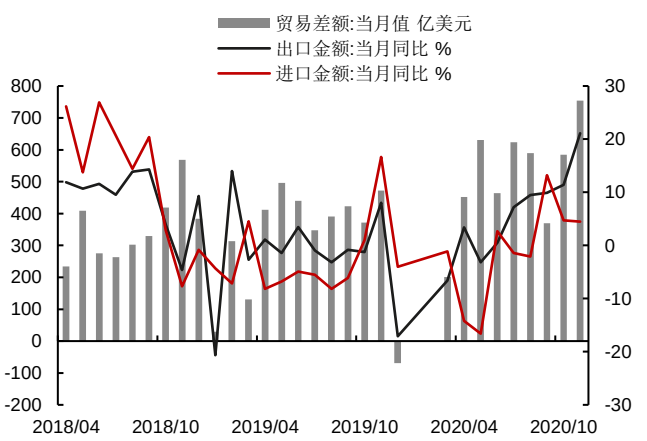
除此之外，值得关注的是，在下半年汇率持续升值导致结汇价格越来越不友好的情况下，企业和居民选择囤积美元观望的思路较为明显。但考虑春节前企业存在刚性结汇需求，这一行为也可能带来人民币汇率相对强势的表现。

图表8： 机电产品逐渐替代医疗物资对出口形成贡献



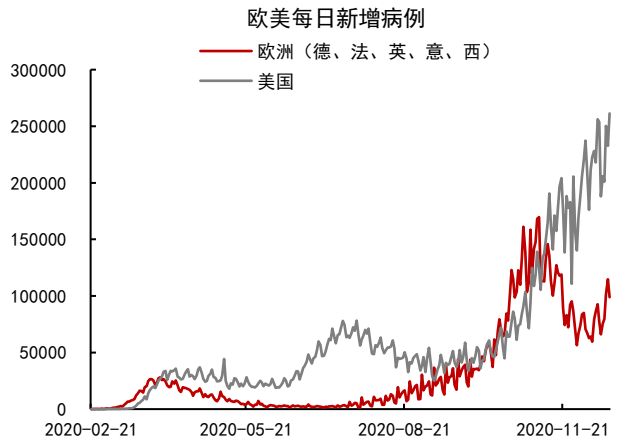
资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究部

图表9： 11 月出口走强带动我国贸易顺差扩大



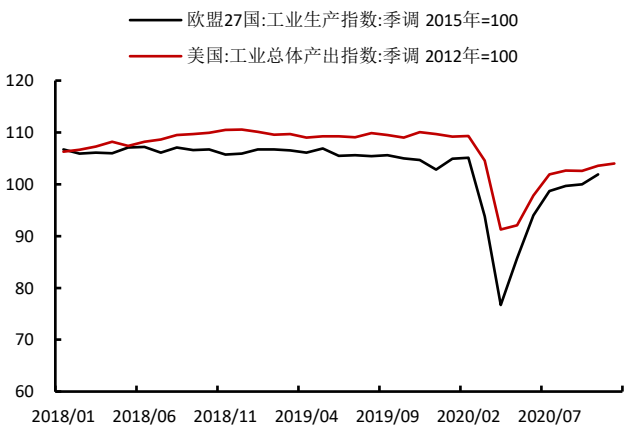
资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究部

图表10： 欧美遭遇疫情再度爆发



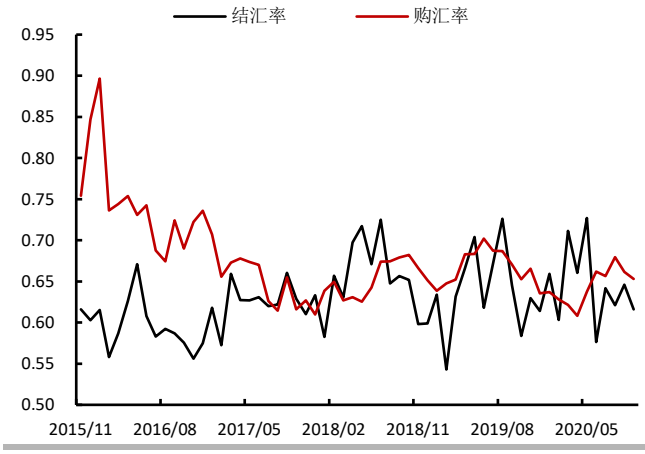
资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究部

图表11： 欧洲工业修复情况好于美国



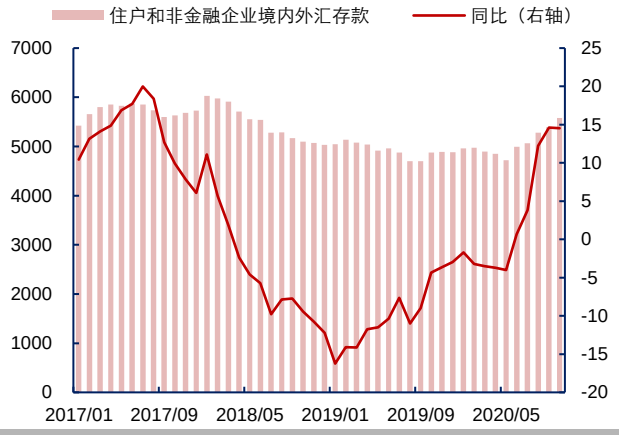
资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究部

图表12： 汇率连涨之后结汇意愿放缓



资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究部

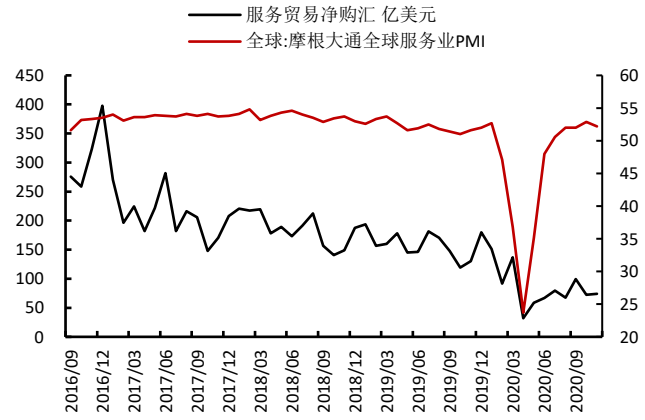
图表13： 企业和居民出现“持币观望”的状态



资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究部

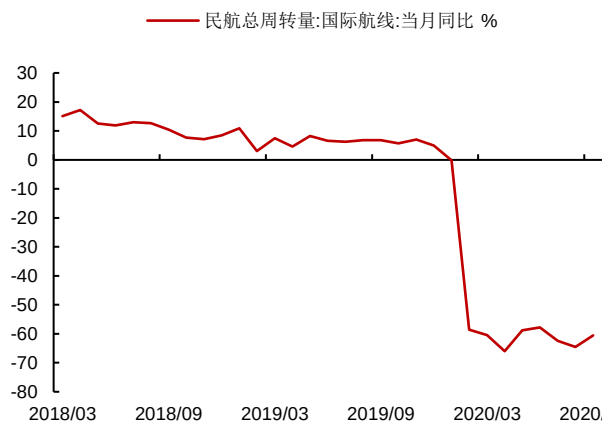
疫苗也将带动服务项逆差继续扩大。二季度海外疫情逐步控制后，服务项逆差有所提升，服务项下购汇需求也持续回暖。此后海外疫情再度反复使得国际航线民航总周转量低位徘徊。从最近几个月数据来看，服务贸易净购汇已经提升至70~80 亿美元，较 4 月 32 亿美元继续有所上升。若 2021 年下半年疫苗基本覆盖发达国家，居民旅行购汇需求也将逐步释放，推动服务逆差继续扩大。

图表14： 海外服务业 PMI 回升带动服务项购汇提升



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表15： 国际航线民航总周转量维持低位



资料来源：Wind 中信期货研究部

中国资产对于外资的吸引力上半年可能强于下半年，同时，仍需对外资流入的稳定性保持警惕。一方面，结合我们股债团队观点，2021 年权益市场需降低回报预期，看好一季度春躁行情，2021 年债券市场将在防御通胀和信用风险脉冲中，等待周期因子对利率的负面影响的逐步消化。另一方面，美联储政策对于美债收益率曲线的制约在 2021 年仍有望维持，但不排除下半年市场因通胀预期上行而有所陡峭化。在此情况下，上半年股市因春躁行情、债市因中美利差对于外资的

吸引力将强于下半年。

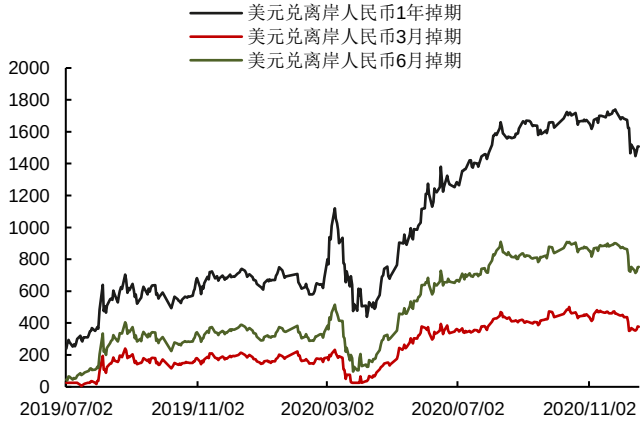
不过，因短期汇率对冲成本依然高企，按照 1 年期 1500 点的掉期计算，当前对冲汇率贬值风险的成本依然高达 2.3%。同时，考虑人民币相对优势压缩后市场对于后续继续升值的预期也可能有所下降。外资在对冲汇率风险方面的顾虑可能会进一步提升。同时，我们此前也反复强调，2020 年以来，尽管外资持续流入，但考虑完全对冲下中债性价比并不明显，因此，我们预计外资为保留收益大概率选择不足额对冲的策略。这一结构也决定了外资流入的稳定性会明显下降。

图表16： 完全对冲下，中债性价比并不明显



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表17： 汇率对冲成本仍在高位



资料来源：Wind 中信期货研究部

三、复苏初期美元偏弱依然对人民币汇率构成支持

尽管由于疫苗推行可能使得人民币汇率在基本面方面的相对优势受到压缩，但我们认为，在复苏初期美元偏弱的逻辑将依然对人民币汇率构成支持。这一逻辑可以从两个层面进行展开：

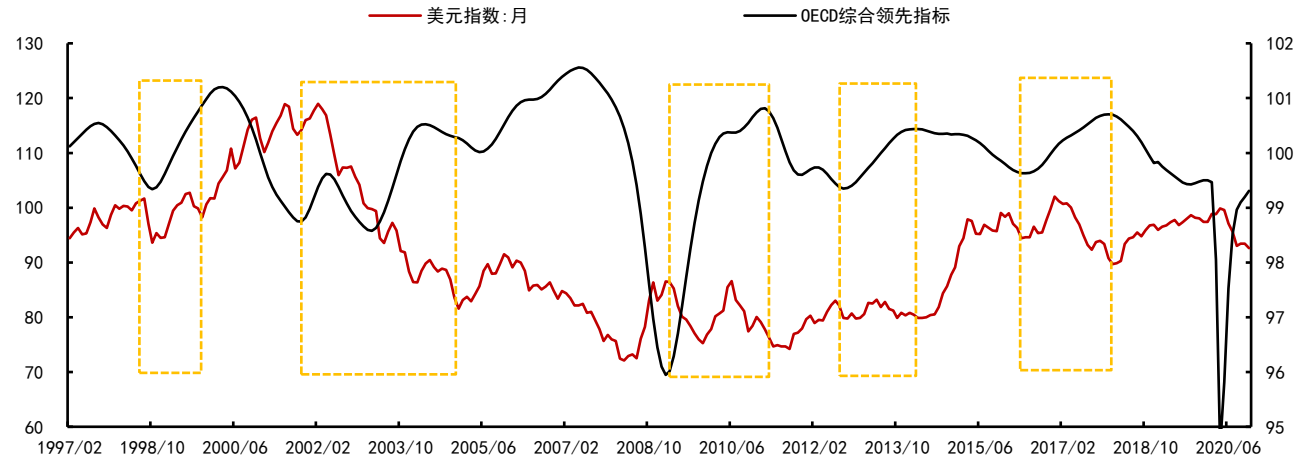
疫苗推行初期，主要通过提振风险偏好的渠道对美元形成压制。美国和欧洲均再度陷入疫情反复的困境中，而疫苗推行初期由于接种覆盖率的问题，也难以迅速驱动疫情快速得到抑制，美欧“半斤八两”的状态仍可能延续至明年上半年。不过，只要疫苗推行相对顺利，那么，疫苗对于风险偏好的提振依然对美元构成负向影响。这也是 11 月底疫苗消息出现后，美元结束震荡，向下突破 90 关口的重要驱动。

疫苗顺利推行后，全球复工复产启动初期，美元也大概率呈现偏弱或低位震荡走势。历史复盘来看：1998 年年度亚洲金融危机结束后的 1 年，美元指数维持 95~100 区间震荡；2002 年互联网泡沫结束后的 2 年，美元指数从 118 下跌至 85 附近；2008 年金融危机结束后的 2 年，美元指数在 75~85 区间震荡；2012 年欧债危机结束后的 1 年，美元指数在 80 附近震荡；2016 年下半年以来全球经济启动

弱复苏，美元指数从 99 下跌至 90 附近。而出现这一现象的背后，主要在于经济复苏前期，美联储大概率维持宽松政策，在此情况下全球产业资本转移→流动性流入非美市场→货币宽裕加大非美市场资本开支→全球 GDP 向上修复。

因此，无论是短期疫苗提升风险偏好，还是中长期全球经济复苏下美元承压逻辑，在美联储 2021 年大概率维持宽松政策的情况下，美元指数可能回落至 88 附近。美元指数偏弱表现依然会对人民币汇率构成支持。

图表18： 全球经济复苏阶段，美元也大概率呈现偏弱走势



资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究部

四、政策容忍度提升仍将为汇率波动提供发挥空间

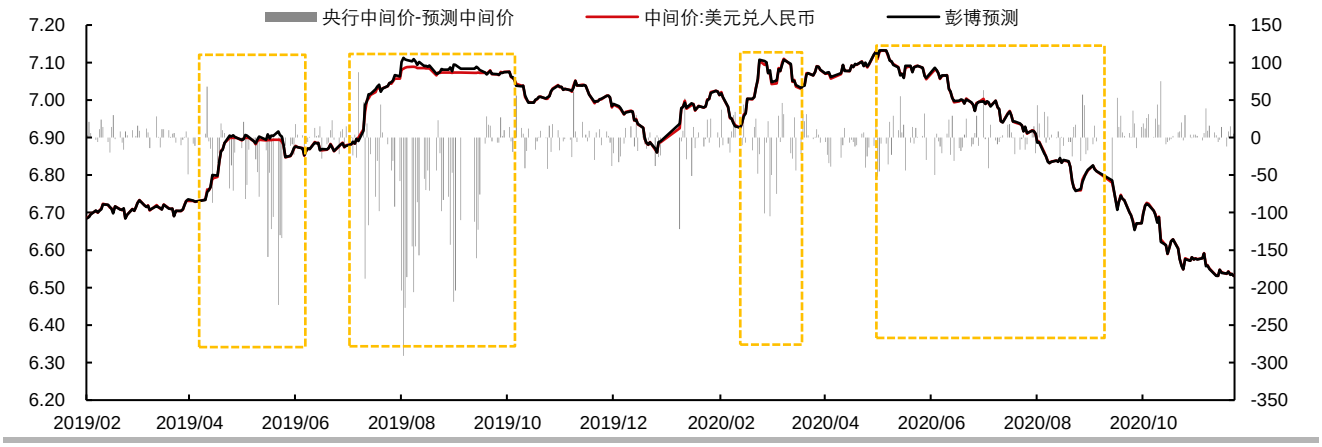
最后，也是非常值得关注的一点在于，政策对于汇率波动的容忍度放大会给予汇率市场充分的发挥空间。这一点从 2020 年 8 月以来人民币快速升值背景下，中间价与市场预期日度平均偏离仅为 6 pips，且仅有 23 个交易日偏离幅度超越 20pips，（若刨除 10 月适当调控背景，则仅有个 17 个交易日）可窥见一斑。

从政策表述的措辞变化来看，2020 年 8 月发布的第二季度货币政策执行报告中，央行删除了汇率定调中“加强宏观审慎管理”表述，并在最新发布的三季度货币政策执行报告中，沿用了汇率定调，即：**汇率定位依然是“稳定器”作用，“汇率弹性”继续维持，“宏观审慎管理”的表述继续缺席。这意味着近年来央行在汇率端“松绳放手”的思路有望继续维持**。与此同时，更为值得关注的是，在三季度执行报告中，央行专门在专栏 3 中对人民币汇率机制进行了介绍。央行指出“随着人民币汇率弹性增强，货币政策自主性提高，人民银行主要根据国内经济形势实施稳健的货币政策，避免了内部均衡和外部均衡的目标冲突”，**这意味着我国的货币政策将更加向发达国家模式靠拢，更加关注货币政策的自主性，汇率对于货币政策的牵制将明显减弱。**

从汇率定价机制的完善来看， 10 月以来监管通过下调售汇准备金、宣布逆周期因子淡出使用、10 月中间价报价持续偏弱以及 12 月将金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从 1.25 下调至 1 等来消除汇率定价中可能包含的不对称或者不透明的因素，降低非市场化因素对于汇率清洁浮动的干扰，给予市场充分的定价权。即便是短期这些政策一定程度上带有向市场降温的可能，但监管选择“递眼色”而非此前常态化的入市干预等方式，且在汇率稳定后迅速撤出过滤措施的表现，一定程度也暗示当下调控思路与此前已经大为不同。

在此背景下，未来汇率市场波动的放大仍然是大势所趋。因此，我们依然提示外资不足额对冲汇率风险可能导致的资金流入稳定性下降，以及汇率连涨后，企业和居民选择持币或观望后可能积累的汇率超调风险。

图表19： 2020 年，除 10 月外，逆周期因子几乎无调控



资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究部

图表20： 货币政策执行报告对于汇率的定调

	货币政策执行报告对于汇率的定调
2018 年 Q4	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，保持人民币汇率弹性，**并在必要时加强宏观审慎管理**，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。
2019 年 Q1	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，保持人民币汇率弹性，**加强宏观审慎管理**，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。
2019 年 Q2	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，保持人民币汇率弹性，**发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器的作用，必要时加强宏观审慎管理**，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。
2019 年 Q3	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，稳定市场预期，保持人民币汇率弹性，**发挥自动稳定器作用**，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
2019 年 Q4	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，保持人民币汇率弹性，**发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器的作用。加强宏观审慎管理，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。

2020 年 Q1	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，保持人民币汇率弹性，**发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器作用。加强宏观审慎管理，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。
2020 年 Q2	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，保持人民币汇率弹性，**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。
2020 年 Q3	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，保持人民币汇率弹性，**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。

资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究部

五、汇率展望

（一）市场展望

市场交易主线将由“疫情冲击下谁控制得好”向“疫苗接种后全球逐步复苏”过渡。这将驱动人民币汇率升值逻辑逐步从“先进先出优势+美元下跌”双驱动转为“美元下跌”单驱动。汇率中枢可能继续抬升，但空间相对有限，波动维持高位。节奏呈现出先强后趋稳走势，全年高点大概在 6.2~6.3 附近。操作方面，短期购汇建议把握一季度窗口，结汇可关注市场波动带来的结汇机会。

基本面优势取决于疫苗进程：基准预期下，明年上半年发达国家可能达成全民免疫，人民币相对优势仍将保持 1~2 个季度。1）明年 1 季度出口偏强格局有望维持，春节前结汇释放也将继续支持汇率表现；2）若 2021 年下半年疫苗基本覆盖发达国家，海外复工削弱出口优势，同时，居民旅行购汇需求释放，均将带来经常项顺差压缩；3）中国资产对于外资的吸引力上半年可能强于下半年，同时，仍需对外资流入的稳定性保持警惕。

美元偏弱依然对人民币汇率构成支持：无论是疫苗推行初期，全球风险偏好提升对美元形成压制，还是疫苗顺利推行后，全球复工复产启动初期，美联储大概率维持低利率环境，美元维持偏弱或低位震荡走势，美元继续偏弱表现仍将对人民币汇率构成支持。

政策容忍度提升仍将为汇率波动提供发挥空间：央行在汇率端持续的“松绳放手”将使得未来汇率市场波动的放大仍然是大势所趋。因此，我们依然提示 2020 年下半年以来，外资不足额对冲汇率风险可能导致的流入资金的稳定性下降，以及汇率连涨后企业和居民选择持币或观望后可能积累的汇率超调风险。

（二）风险因子

1、病毒变异导致疫苗效果下降。尽管我们认为疫苗推行大概率将在明年二季度完成发达国家的全民免疫，但若后期病毒变异导致疫苗效果下降，疫情再度复发，这可能动摇全球经济修复逻辑，人民币汇率升值空间将重新打开。

2、**中美摩擦升温**。拜登上台后市场预期中美关系将步入缓和期，但考虑民主党在意识形态方面对中国态度更为强硬。若后续冲突再起，人民币汇率也可能超预期贬值。

3、拜登交易+疫苗快速推进。若拜登政府推出大规模财政刺激计划，同时，疫苗推进进程较 2021 年二季度的预期加快，海外经济体快速进入补库周期引发通胀快速回升，美联储提前进入政策收紧，可能引发美元上行风险，进而对人民币汇率产生贬值压力。

免责声明

除非另有说明，本报告的著作权属中信期货有限公司。未经中信期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，此报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司的商标、服务标记及标记。中信期货有限公司不会故意或有针对性的将此报告提供给对研究报告传播有任何限制或有可能导致中信期货有限公司违法的任何国家、地区或其它法律管辖区域。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户。

中信期货有限公司认为此报告所载资料的来源和观点的出处客观可靠，但中信期货有限公司不担保其准确性或完整性。中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。此报告不应取代个人的独立判断。本报告和上述报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成给予阁下的私人咨询建议。

中信期货有限公司 2020 版权所有并保留一切权利。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 日卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755)83241191

网址：http://www.citicsf.com