




# 逻辑比结论重要：关于明年货币政策与人民币汇率的猜想

*货币政策和汇率研究*

**明年不确定性仍较多，既有利多，也有利空。面对经济基本面的动态变化，货币政策应保持灵活适度，该宽松时仍需宽松。明年人民币汇率可能不会像想象的那么强，波动有所加大。**

- 明年货币政策可能没有市场预期的那么紧。上次各国危机应对的重要教训是政策悬崖，政策过快退出会导致经济难以适应。今年货币和社融增速显著低于上次危机应对，宏观杠杆率逐季趋稳，货币政策处于正常状态，债券融资压力渐升和通胀压力不大，均表明我国货币政策退出的急迫性不高。况且，我国经济仍未彻底走出疫情的阴霾，就业和内需消费仍需政策支持。另外，明年仍有疫苗普及是否符合预期、结构性政策到期如何应对、企业破产违约潮会否爆发并引起金融动荡和下半年经济是否走出持续下行趋势等诸多不确定性。即便明年经济增速较高，两年经济合计与无疫情相比仍存在较大损失。稳杠杆比降杠杆更重要，尤其是我国主要是企业部门加杠杆，信用风险较西方国家更高。近期，市场有预期明年财政应缓慢退出。那么，货币政策也应给予适当的配合。
- 明年人民币汇率走势或不像想象那么强。今年 6 月份以来人民币汇率持续走强，是多重利好共振。需关注明年市场对于利好反映钝化，并且需要关注可能出现新的利空。如随着疫苗上市接种，发达国家可能率先实现群体免疫，这将消除中国疫情防控和经济复苏的领先优势，市场关注点有可能转向明年下半年中国经济增速的回落。虽然全球需求复苏有助于我国出口增速回升，但是欧美明年有低基数优势，如果我国出口份额回落，有可能成为市场重新看空做空人民币的理由。如疫苗普及不及预期，供应链问题和航运紧张状况可能进一步恶化，对国内生产和需求均会产生冲击。伴随着全球经济普遍复苏，未来中美利差可能缓慢收敛。另外，除了基本面有多种演绎以外，金融风险、美元走势和大国博弈均可能出现多空反转，导致人民币汇率随时出现调整。明年较为确定的可能是汇率波动进一步加大。
- **风险提示：海外疫情超预期，政策不及预期，全球经济恢复不及预期。**

**中银国际证券股份有限公司**
**具备证券投资咨询业务资格**

**宏观经济及策略：宏观经济**

**证券分析师：管涛**
tao.guan@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300520100001

**联系人：付万丛**
wancong.fu@bocichina.com
一般证券业务证书编号：S1300120090034

# 目录

一、明年货币政策可能没有市场想象那么紧 ..... 4

1.1 疫情下半场我国货币政策不应急于退出 ..... 4
1.2 明年经济不稳定不确定因素仍较多 ..... 6
1.3 货币政策可能仍需保持适度宽松 ..... 8

二、明年人民币汇率走势或不像想象那么强 ..... 10

2.1 明年经济基本面变化对人民币汇率既有利多又有利空 ..... 10
2.2 明年金融市场变化对人民币汇率也是不确定的 ..... 12

三、总结 ..... 14

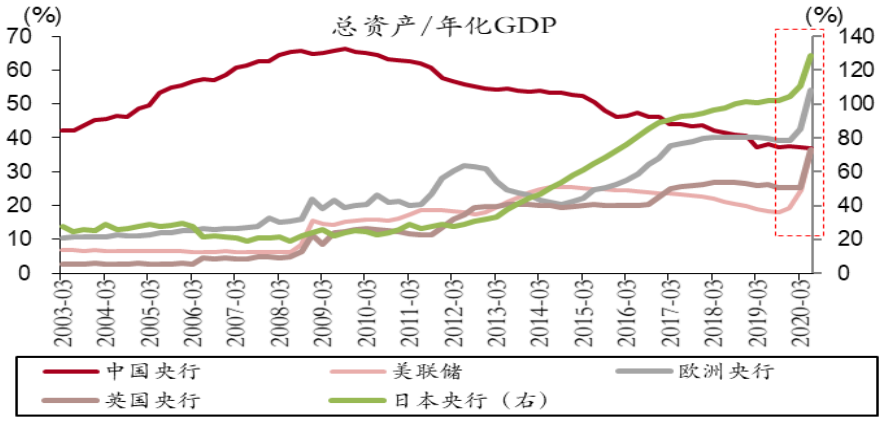
# 图表目录

图表 1. 央行总资产/名义 GDP 年化值（%） ..... 4
图表 2. 政府部门杠杆率环比增加值（%） ..... 5
图表 3. 二季度后宏观杠杆率环比增加可能逐季回落 ..... 5
图表 4. 当前中美利差显著高于疫情前水平 ..... 5
图表 5. 新增就业的潜在损失可能难以弥补，施加通胀下行压力 ..... 6
图表 6. 全球疫苗对人口的覆盖率（%） ..... 7
图表 7. 明年经济增长大概率前高后低 ..... 7
图表 8. 利率不变下实际 GDP 增速与 5 年期贷款利率差值可能较疫情前明显收窄 ..9
图表 9. 人民币中间价与美元指数（2020 年 1 月 2 日=100） ..... 10
图表 10. 10 月 WTO 对明年全球出口展望 ..... 11
图表 11. 出口集装箱价格指数同比（%） ..... 11
图表 12. 今年为提高通胀预期，10 年期美债名义收益率被人为压低 ..... 12
图表 13. 我国每年对外直接投资金额（亿美元） ..... 13

# 一、明年货币政策可能没有市场想象那么紧

**疫情有效控制、经济率先复苏和珍惜政策空间是今年我国央行偏鹰的三大原因。**疫情有效防控是经济持续复苏的关键。我国于 3 月底就基本上切断本土的传染。当海外疫情出现二次和三次反弹时，我国新增病例呈现零星分布的常态。由于我国率先控制住疫情和顺利推进复工复产，二季度实际 GDP 同比转正，三季度实际 GDP 累计同比转正，预计成为今年唯一经济正增长的主要经济体。今年我国央行较国外主要央行不论在言论还是行动上都略偏鹰派。当其他主要央行大幅扩表时，我国央行保持资产规模与名义 GDP 之间相对稳定（见图表 1）。当美联储主席鲍威尔强调多做比少做更好和经济复苏仍存在高度不确定性时，中国央行领导则多次表示希望尽可能长时间实施正常货币政策和为经济保持长期持续增长留出空间。伴随我国央行相关人士的偏鹰表态增多，市场逐渐形成货币紧缩的预期。

**图表 1. 央行总资产/名义 GDP 年化值（%）**




*资料来源：Wind，中银证券*

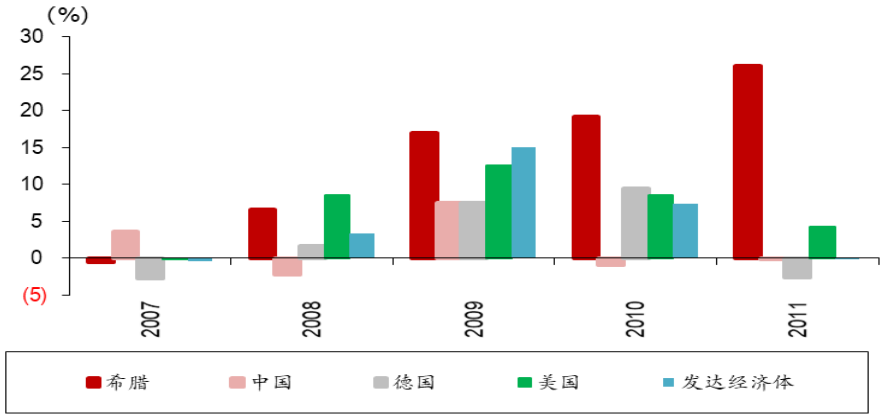
注：美国和日本的名义 GDP 为季调年化值，中国、欧元区和英国的名义 GDP 年化值为往前 4 个季度滚动求和值。央行总资产和 M2 为季末值。各国 M2 统计口径存在差异。

## 1.1 疫情下半场我国货币政策不应急于退出

**上次各国危机应对的重要教训是政策悬崖。**财政方面，由于 2009 年政府杠杆率上升较快，发达国家均选择了快速财政平衡政策，例如德国在欧盟倡导的“黑零”和美国白宫和国会分裂后的“财政悬崖”；我国也有所跟进，并在 2010 年率先实现政府降杠杆（见图表 2）。彼时，基于对短期债务高增的担忧，IMF 支持财政紧缩调整，但并未料到财政紧缩对经济的副作用过大，更未料到财政不平衡会演变成欧洲政治矛盾的爆发点[1]。财政快速平衡的压力最终导致希腊危机爆发，对经济造成难以挽回的损失。货币方面，尽管希腊债务仍有蔓延趋势，欧央行于 2011 年 4 月和 6 月加息对抗通胀上行的压力。不过，当希腊危机从短期问题变成整个欧元区长期经济停滞时，欧央行陷入了货币政策难以正常化的泥潭。我国央行在 2010 年底也显著收紧了货币政策，一共 5 次加息和 12 次提准。货币过紧和债务到期压力是后续钱荒爆发的重要原因。2010 年以后，主要央行中仅美联储仍在使用 QE 支持经济复苏。虽然美联储的长期低利率引发资产价格泡沫化、企业债务过高和“僵尸企业”过多等争议，但是美国依旧获得了历史上最长的经济扩张周期。

[1] *IMF，2019，https://www.imf.org/en/News/Articles/2019/10/01/sp093019-The-IMF-and-the-Greek-Crisis-Myths-and-Realities*

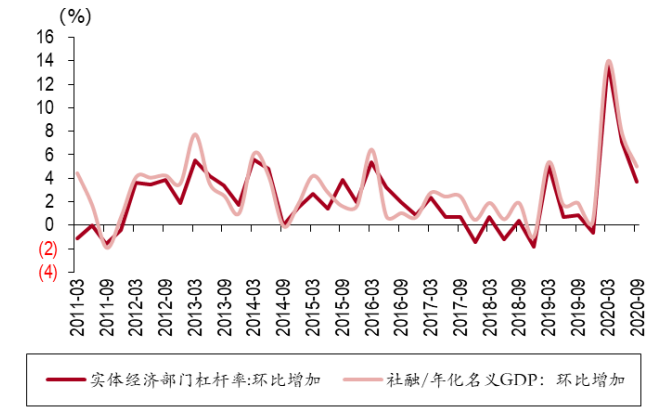
图表 2. 政府部门杠杆率环比增加值（%）




资料来源：BIS，Wind，中银证券

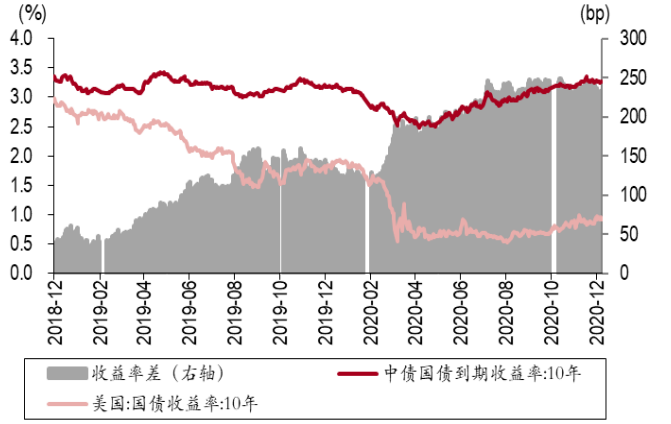
**当前我国货币政策快速退出的急迫性不高。**一是上次危机应对，我国采取了强货币刺激政策，2009 年 M2 和社融增速较 2008 年分别提高了 9.9 和 14.3 个百分点，宏观杠杆率上升了 31.8 个百分点。因此才有 2010 和 2011 年连续紧货币、紧信用。但这一次，截止今年 11 月末，M2 和社融同比增速仅较上年分别上升了 2.0 和 2.9 个百分点，宏观杠杆率上升主要不是因为分子加杠杆而是因为遭受新冠疫情冲击、分母经济下行压力加大。二是宏观杠杆率升幅逐季放缓，表明经济反弹有助于杠杆得到控制（见图表 3）。虽然今年一季度宏观杠杆率上升较快，但是央行的流动性支持有效帮助了企业度过生存难关。而且，社融拐点可能已经确认，债务增速即将进入下行趋势。11 月末，社融同比增速较上月末回落 0.1 个百分点至 13.6%，为年内首次回落。明年社融增速可能回落至 11%左右，接近名义 GDP 增速，意味着宏观杠杆率趋于稳定。三是无论利率和央行资产负债表，我国货币政策一直是正常的，同时关键期限利差鲜有出现倒挂。正如人行货政司司长孙国峰 8 月 25 日说的，我国没有采取零利率甚至负利率，以及量化宽松这样的非常规货币政策，因此也就不存在所谓的退出问题。不过，今年中美利差持续处于历史高位，较疫情前高约 100 个基点，明显高于易纲行长 2018 年博鳌会议上表示的舒适区（见图表 4）。四是我国债券融资占比已经不低。今年前 11 个月债券融资累计金额占社融总额约 36.4%，高于去年同期约 5 个百分点。随着债券余额上升，货币政策收紧带来的融资成本上升将更胜从前。11 月 4 日 IMF 第一副总裁冈本在结束与中国 2020 年第四条磋商后表示，考虑到通胀水平较低，当局应维持宽松的货币政策，这也将为财政措施提供支持。

图表 3. 二季度后宏观杠杆率环比增加可能逐季回落




资料来源：Wind，中银证券

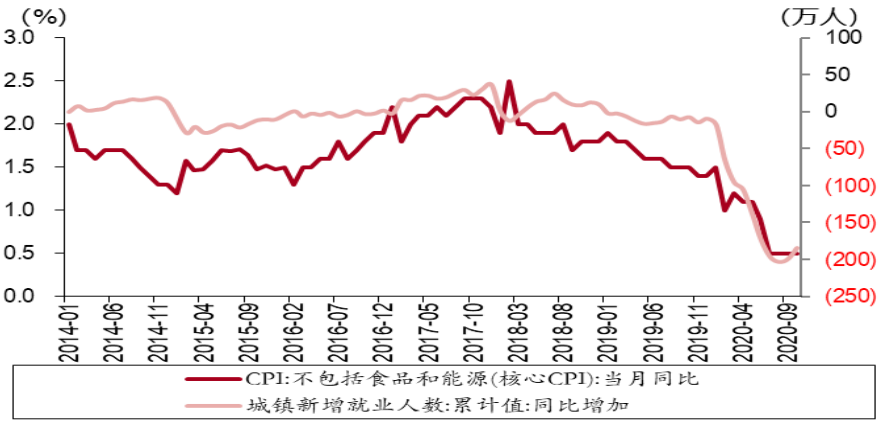
图表 4. 当前中美利差显著高于疫情前水平




资料来源：Wind，中银证券

**我国经济仍未彻底走出疫情的阴霾。**今年新增城镇就业虽然完成两会目标，但与去年相比仍有所回落。如果没有疫情，按照就业市场较为平稳的规律来看，我国今年新增就业应该会接近 2019 年水平。但是，今年前 11 个月新增城镇就业 1099 万，同比少增约 180 万人。如果要实现无疫情下两年均值达到 2019 年新增就业的水平，明年新增就业人数可能需要达到 1400 万人左右，难度便不小。就业总人数的损失会造成消费总量的损失，也会减少通胀上升的压力（见图表 5）。12 月 11 日政治局会议再次强调，明年要继续做好“六稳”工作、落实“六保”任务，努力保持经济运行在合理区间。由于生产端修复快于消费端，中国面临的通胀压力不大。截至 11 月，我国核心 CPI 月度同比连续 5 个月录得 0.5%，显著低于年初的 1.5%。与无疫情相比，我国内需仍较为疲软。截至 11 月，名义社零累计同比为-4.8%，而去年全年社零有 8%的名义增速。不包含在社零中的服务消费可能会是永久损失。外需方面，出口贸易是今年最大的惊喜。不过，目前货币趋紧和汇率走强可能会降低明年我国出口企业竞争力，尤其是欧美可能率先实现群体免疫。

**图表 5. 新增就业的潜在损失可能难以弥补，施加通胀下行压力**



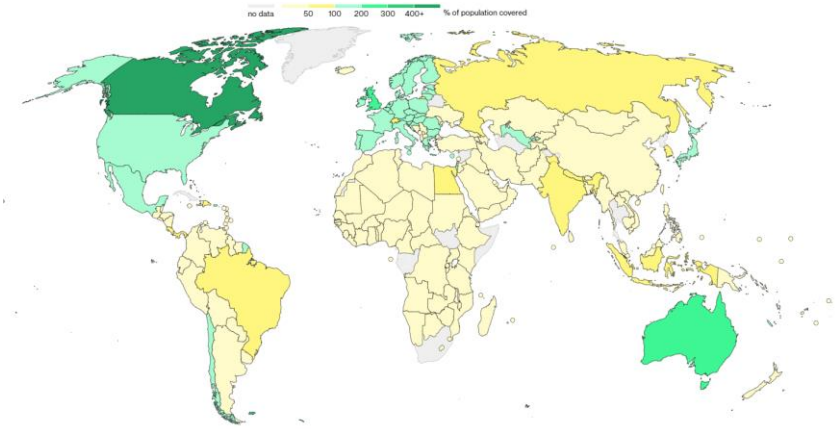

*资料来源：Wind，中银证券*

## 1.2 明年经济不稳定不确定因素仍较多

**未来疫情和疫苗的影响还存在不确定性。**11 月 10 日，辉瑞疫苗的利好消息引爆全球经济复苏预期。随后，海外机构们针对疫苗和美国经济正常化做出了新的预测。其中，麦肯锡资讯的模型结果显示，美国有望在 2021 年 Q3 至 Q4 实现群体免疫；延后实现的风险包括疫苗存在安全问题、生产制造供应链不及预期、群众接种意愿低、免疫时长不及预期及疫苗无法阻断传染[2]。虽然疫苗是一颗定心丸，但情况有好有坏。12 月 1 日，美联储鲍威尔在国会听证会上针对疫苗利好消息再次强调，无论有多大信心，目前都难以评估这些事态发展的时机和经济影响的范围。疫苗对经济的修复作用不会立刻显现，而近期欧美疫情反弹的影响却已经出现，例如美国加州和纽约市再次关闭、德国延长硬性封锁时间。未来一段时间内，我国疫情防控也难以松懈。11 月 22 日，国家卫健委强调，今冬明春疫情防控形势依然严峻复杂，任务艰巨繁重。11 月 16 日，世卫组织总干事谭德塞也对疫苗做出了两个判断：一是疫苗本身并不能结束这场大流行，二是最初疫苗供应将是有限的。在疫苗有限的情况下，国家间分配问题更为突出。发达国家大肆囤积疫苗，多个欧美国家的疫苗覆盖率达到 150%以上，导致发展中国家的疫苗普及和经济复苏可能要等到 2022 年（见图表 6）。从疫苗分配的不均衡来看，明年全球经济复苏节奏也是不均衡的。

[2] *麦肯锡咨询，https://www.mckinsey.com/industries/healthcare-systems-and-services/our-insights/when-will-the-covid-19-pandemic-end*

**图表 6. 全球疫苗对人口的覆盖率（%）**




*资料来源：彭博，中银证券*

**疫苗的不确定性对我国经济前景影响是多方面的。**明年经济增长在低基数作用下大概率前高后低。未来市场关注点可能转向后半期中国经济回落的速度，关注中国经济是“走出了下行通道”还是“重回下行通道”（见图表 7）。在疫苗有效的基线假设下，全球经济复苏，中国领先优势收敛，可能出现三阶段演绎。第一阶段在疫苗上市前，欧美的疫情更为严重，我国疫情防控仍有优势，复苏领先。第二阶段在疫苗上市后，由于我国人口基数大，疫苗普及的难度要大于发达国家，社会生活正常化可能会迟一些。此时，我国与发达国家的复苏不平衡被打破，时间点大约是明年三季度。第三阶段为疫苗全球普及，全球经济进入后疫情时代，刺激政策消化，国际秩序再平衡，产业链重构。疫情反思和大国博弈将是我国该阶段的重要外部变量。不过，如果疫苗普及不及预期，全球复苏被延后，疫情对经济永久性伤害加剧，任何事都可能发生。这将取决于我国能否独善其身和各国政策协调。

**图表 7. 明年经济增长大概率前高后低**




*资料来源：Wind，中银证券*

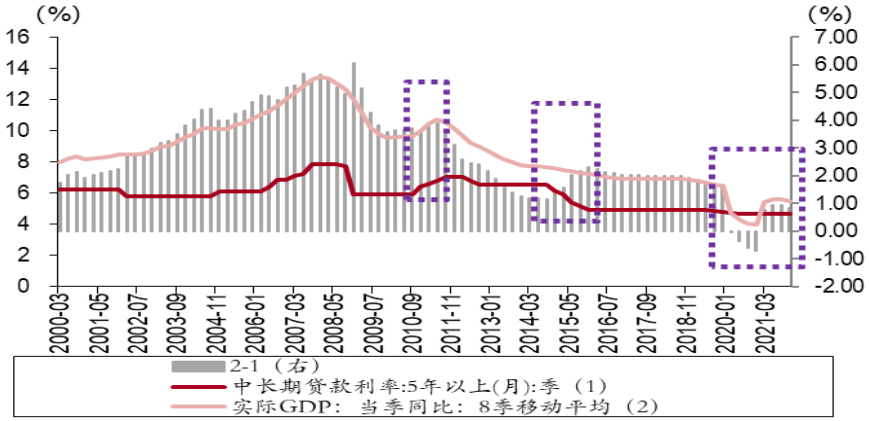
**明年我国经济发展环境仍存在其他不确定性。**今年央行提供的流动性有效缓解了市场恐慌，但无法根本上解决企业破产问题。12 月 3 日，清华大学朱民教授在中国国际金融学会上指出，2021 年最大的挑战可能是企业破产，企业破产潮与当前高负债水平连在一起，银行最困难的阶段还没到。8 月 6 日，银保监会主席郭树清在《求是》上刊文提醒，由于金融财务反应存在时滞，目前的资产分类尚未准确反映真实风险，银行即期账面利润具有较大虚增成分，这种情况不会持久，不良资产将陆续暴露。另外，不仅资金需求方的企业投资计划会受货币政策干扰，而且资金供给方的投资者也处于进退两难的地步，一边是潜在企业违约潮，另一边是货币政策的预期波动，要不要投和投向哪都是看不清的。美联储引入平均通胀目标制和呼吁多做比少做要好的目的是希望减少政策预期不稳带来的投资顾虑，不让货币政策紧缩预期在投资者思维中自我实现和自我强化，导致经济潜力无法得到彻底释放。如果未来经济真的超预期好转，市场自然会有货币紧缩的预期，而美联储需要做的是平滑宽松、正常和紧缩的切换，准确判断经济是否企稳。

## 1.3 货币政策可能仍需保持适度宽松

**稳杠杆比降杠杆更重要，要维持相对宽松的货币金融环境。**如何实现债务长期可控和避免重大经济不利影响是个世界性难题，尤其是当前世界经济仍处于“低增长、低通胀和低利率”状态。针对我国宏观杠杆率上升较快的问题，易纲行长在第一期《中国人民银行政策研究》中提出三点建议，一是稳住宏观杠杆率，二是发展直接融资依靠改革开放，三是管理好风险。虽然未来我国货币调控的思路会由间接融资转向直接融资，但是从今年 1.8 万亿元再贷款再贴现政策和两项直达实体工具来看，我国货币政策结构工具仍多以调控贷款为主，对债券利率与债券和票据等直接融资的关注相对较少。另外，与西方主要是政府加杠杆不同，我国的杠杆主要来自企业部门。货币条件收紧带来的信用风险更高。前期我国经济增速高，可以承受债务利息；后期经济增速下行，债务总量也已积累至较高水平，难以承受过高的利率。况且，今年扩表也可能是临时性的，明年自然到期后如何解决再融资尚且未知。

**市场对货币政策过于咬文嚼字，反而轻视了我国利率可能仍需小幅宽松的必要。**9 月 2 日国常会上领导省略了“更加”两字，又一次强化了货币政策趋紧的预期。需要注意的是，今年 6 月国常会提出降低债券利率并未实现。同样的，11 月下旬公布的三季度货政执行报告在“灵活适度”前依旧保留了“更加”两字。8 月 25 日，人行货政司长孙国峰在国新办表示，货币政策需要以更大的确定性应对各种不确定性，保持“三个不变”：稳健货币政策的取向不变、保持灵活适度的操作要求不变、坚持正常货币政策的决心不变。未来货币政策会以三个不变来应对各种不确定性。市场希望从央行领导们的言论中寻找一个明年政策利率锚。但是，过于咬文嚼字可能会令人更为迷惑，从而轻视了当前利率水平可能小幅偏紧或不合常理的状况。如果今明两年 5.5%左右的平均实际增长，明年下半年 GDP 移动平均增速与 5 年期 LPR 利率的差值（0.85%）将低于 2014 年降息时的最低点 1.18%，说明到时候利率可能略微偏紧（见图表 8）。此外，今年在经济尚未回到潜在产出前，国债收益率已经高于疫情前水平。反而，一般加权贷款利率却仍处于下行趋势。一升一降表明我国融资市场之间存在分割和政策利率传导机制受阻。资金的紧平衡导致下半年银行存单利率持续走高。而银行的负债成本上升对于实体经济来说是一种“隐性加息”。银行无法一直压降息差来对实体让利。最后，近期对明年财政政策维持适当扩张的呼声逐渐出现，货币政策也应当给予适当配合。

**图表 8. 利率不变下实际 GDP 增速与 5 年期贷款利率差值可能较疫情前明显收窄**




*资料来源：彭博，Wind，中银证券*

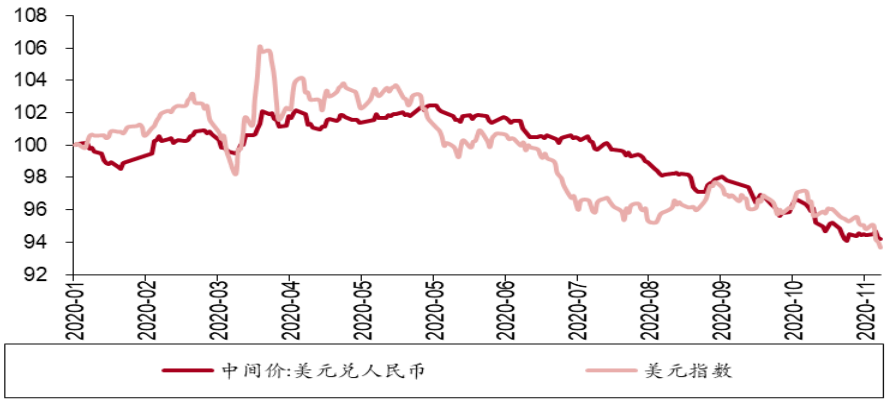
*注：2019 年 5 年中长期贷款利率为 5 年期 LPR 利率。*

## 二、明年人民币汇率走势或不像想象那么强

**今年人民币汇率先抑后扬，多重利好共振助近 6 月份以来人民币较快升值。**一是我国疫情控制显著好于其他国家。疫情控制的好坏不仅直接影响经济复苏节奏，而且影响投资者信心。当 8 月份和 9 月份欧美疫情反弹时，美元指数走强，而人民币兑美元仍旧升值，呈现出一定避险资产的属性（见图表 9）。二是我国经济复苏领先主要经济体，生产率先恢复至疫情前水平，弥补了疫情期间全球产能大幅下滑的缺口。三是中美利差显著上升。当其他主要央行不断加码宽松力度时，我国央行依旧保持定力。由于我国国债提供全球稀缺的较高收益，人民币资产吸引力上升有助于人民币汇率升值。四是美元指数贬值。篮子货币汇率走势是境内人民币汇率中间价报价机制的影响因素之一，其中隐含着美元强人民币弱、美元弱人民币强的逻辑。这在 10 月底“逆周期因子”从报价机制中淡出使用后更为明显。年初至 12 月 15 日，美元指数累计下跌 6.1%，人民币汇率中间价累计上涨 6.6%，二者变动幅度大体一致。

近期市场出现明年人民币汇率有可能升到六附近的预期，这是以为情况一好就永远会好下去、一差就永远会差下去的适应性预期的典型反映。但是，影响汇率升贬值的因素是同时存在的，这两种因素是此消彼长的。我们要高度关注明年市场对于利好反映逐渐钝化，而对于新的利空重新敏感的变化。

**图表 9. 人民币中间价与美元指数（2020 年 1 月 2 日=100）**




*资料来源：Wind，中银证券*

### 2.1 明年经济基本面变化对人民币汇率既有利多又有利空

**疫苗和经济前景对明年人民币汇率走势有四种可能影响，多空各半。**短期内，欧美部分重新关闭经济已经引发经济二次探底的担忧。预计我国经济复苏仍维持较强的趋势，这段时间内基本面领先优势有望进一步巩固，利好人民币。明年全年走势将按照前文疫苗和经济的推演来展开。疫苗制造、发放和接种是一个渐进过程，发达国家可能会在明年秋季率先实现群体免疫，我国领先优势逐渐收敛。基准情形下，如果疫苗普及顺利进行，全球风险偏好上升，美元避险属性下降，此时市场可能仍维持我国经济持续回升的一致预期，多方面因素均利多人民币汇率；当发达国家率先实现疫苗普及后，我国经济领先优势可能加快收敛，同时市场关注点转为我国经济是否走出下行通道的分歧，疫苗普及时间差和市场分歧均会利空人民币。另一种情形是，如果疫苗普及不理想，全球风险偏好下降导致美元走强，但可能会重现今年八九月份的人民币汇率走强，进一步凸显我国优势；但是极端情况下，如果疫苗普及不理想导致经济正常化大幅延后，全球经济实质性风险可能会明显上升，同时撞上我国经济增速处于回落阶段，最终可能仍是利空人民币汇率。

**我国明年出口增速有望回升，但出口市场份额可能前高后低，趋于下降。**近期人民币升值较快，市场再次将经常项目大幅盈余和出口份额上升作为人民币升值的主要原因。这在现实中并不成立。2015年是中国经常项目顺差最大、出口市场份额最高的年份，却是本轮人民币汇率贬值的起始之年。目前市场的这种解读，还是反映了多重均衡下，给定一定条件，市场情绪偏多的时候选择好消息，偏空的时候选择坏消息的反映。即便假设出口市场份额对于人民币汇率走势具有解释力和预测性，明年我国出口份额回落的可能性不能排除。根据10月份WTO的2021年展望显示，明年全球经济复苏和补库需求应可以带动大部分国家出口同比增速回升，我国也不会例外；明年全球出口增速预计为7.4%，各大洲的出口增速均有不同程度反弹，但由于低基数问题，北美和欧洲的增速是最高的（见图表10）。如果明年中国出口市场份额回落，不排除在市场情绪偏空情况下，重新成为看空做空人民币的理由。

当然，也不排除疫苗不及预期，海外经济重启受阻。此种情形下，抗疫物资进口需求仍有支撑，但外需疲软会抑制我国其他产品出口扩张，还有海外企业从流动性风险变成偿付性风险，出口企业收款风险上升。疫情防控还使得全球物流成本上升，甚至阻断国际物流。截至12月第二周，我国出口集装箱价格指数（CCFI）累计同比较去年底上涨约61%，大幅高于进口集装箱指数（CICFI）的20%涨幅，一度出现“一箱难求”（见图表11）。欧美产能下降和集装箱有去无回是价格上涨的重要因素，而国内航运公司不愿冒然扩产，担忧明年产能过剩。同时，一旦出现疫苗无法阻断传染，而我国仍需外防输入，国内清关压力可能会进一步上升。此外，中国一些关键零部件和原材料断供，也会影响国内产业链供应的正常运转。据央视报道，12月初上汽大众和一汽大众相继停产，主要原因是造车所需的汽车芯片供应不足。我国汽车芯片主要来自欧洲和日本。年初，欧洲供应商受疫情影响主动降低了产能。下半年国内汽车销售持续走俏，导致芯片供需矛盾集中爆发。

**图表10. 10月WTO对明年全球出口展望**

| 同比增速（%） | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 全球 | 2.3 | 1.4 | 4.7 | 2.9 | -0.1 | **-9.2** | **7.2** |
| 北美 | 2.6 | 0.7 | 3.4 | 3.8 | 1.0 | **-14.7** | **10.7** |
| 南美及拉丁美洲 | 0.6 | 1.3 | 2.9 | 0.1 | -2.2 | **-7.7** | **5.4** |
| 欧洲 | 2.9 | 1.1 | 3.7 | 2.0 | 0.1 | **-11.7** | **8.2** |
| 亚洲 | 1.3 | 2.3 | 6.7 | 3.7 | 0.9 | **-4.5** | **5.7** |
| 其他 | 1.8 | 3.7 | 0.7 | 0.7 | -2.9 | **-9.5** | **6.1** |

*资料来源：WTO，https://www.wto.org/english/news_e/pres20_e/pr862_e.htm，中银证券*

**图表11. 出口集装箱价格指数同比（%）**

| 年份 | 综合指数 | 澳新航线 | 地中海航线 | 东南亚航线 | 东西非航线 | 韩国航线 | 美东航线 | 美西航线 | 欧洲航线 | 日本航线 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2003 | 9.92 | 34.43 | 38.31 | 2.84 | 0.98 | 17.19 | -2.47 | 10.57 | 36.24 | -19.69 |
| 2004 | 8.10 | 1.03 | 3.19 | 22.09 | 3.28 | -15.57 | 0.32 | 4.57 | 3.05 | 36.40 |
| 2005 | -8.67 | 3.21 | -14.34 | -1.50 | 22.53 | -6.60 | -0.39 | -7.54 | -10.20 | -21.71 |
| 2006 | -3.56 | 1.32 | -11.21 | 3.42 | 13.53 | 7.06 | -2.54 | -1.79 | -8.22 | -8.81 |
| 2007 | 11.68 | 24.32 | 23.68 | 16.79 | 3.89 | 1.10 | 4.92 | -10.36 | 29.02 | 27.13 |
| 2008 | -18.05 | -19.12 | -36.28 | -17.48 | -2.86 | -10.30 | 2.78 | -1.69 | -42.84 | -14.59 |
| 2009 | 5.22 | 20.25 | 51.11 | -3.89 | -15.86 | -10.32 | -15.94 | -18.45 | 49.98 | 2.94 |
| 2010 | 5.82 | -6.27 | -6.45 | 5.99 | -10.80 | -1.02 | 6.06 | 17.69 | 2.73 | 1.27 |
| 2011 | -16.39 | -12.09 | -32.78 | 1.60 | 8.85 | 18.76 | -11.09 | -18.81 | -41.50 | 5.71 |
| 2012 | 26.38 | 14.33 | 23.88 | 2.72 | -0.81 | -5.45 | 16.71 | 29.10 | 70.18 | -0.59 |
| 2013 | -2.62 | -7.55 | 22.85 | -9.07 | -3.00 | 10.33 | -3.39 | -8.60 | -0.49 | 1.98 |
| 2014 | -1.85 | -15.82 | -6.70 | 3.46 | -9.33 | 2.69 | 18.58 | 1.40 | -8.79 | -18.02 |
| 2015 | -32.05 | -21.89 | -47.44 | -26.97 | -20.14 | -14.78 | -39.34 | -24.62 | -37.10 | -4.71 |
| 2016 | 12.15 | 11.53 | 42.98 | 7.82 | -16.54 | -7.49 | 0.63 | 0.52 | 22.36 | 4.98 |
| 2017 | -4.99 | 26.08 | -19.54 | -0.18 | -15.00 | 20.76 | -9.19 | -19.13 | 1.69 | 3.29 |
| 2018 | 8.33 | -10.62 | 22.83 | 1.50 | 64.35 | -4.13 | 15.83 | 23.48 | 1.18 | 6.23 |
| 2019 | 5.27 | 0.80 | 11.05 | 5.55 | -4.56 | -3.47 | -1.90 | -5.95 | -0.37 | 3.05 |
| 2020 | 60.66 | 76.01 | 65.35 | 83.55 | 42.64 | 1.12 | 47.64 | 72.71 | 66.35 | 5.53 |

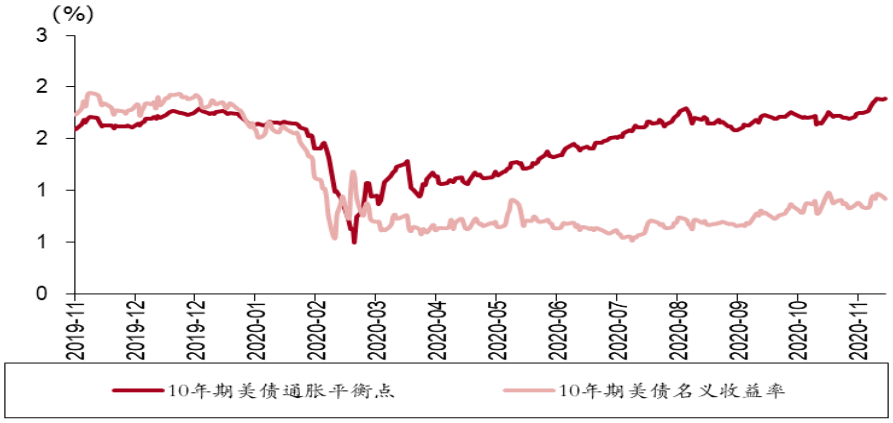
*资料来源：Wind，中银证券*

*注：CCFI年末值做同比增速。*

## 2.2 明年金融市场变化对人民币汇率也是不确定的

**中美利差缓慢收窄的概率较高。**当前中美国债收益率差已处于历史高点。基准情形下，即便美联储维持低利率，美联储扩表带来的宽松可能也会边际减弱，叠加通胀预期抬头，美债收益率仍有可能走高，会导致中美利差收敛。而且，明年我国发债较为平衡，难以出现今年国债集中供给推高国债收益率的情形。如果疫苗不及预期，美国经济重启受阻，美联储可能考虑进一步加码宽松力度。不过，当前美国 10 年期国债已经处于扭曲状态，收益率下行的空间实在有限（见图表 12）。那么，对中国来说也是两种可能性：一种是，货币政策不变，中美利差持续处于高位；另一种是，中国受到世界经济复苏延迟影响，货币政策进一步宽松，中美利差保持或趋于收敛。

**图表 12. 今年为提高通胀预期，10 年期美债名义收益率被人为压低**

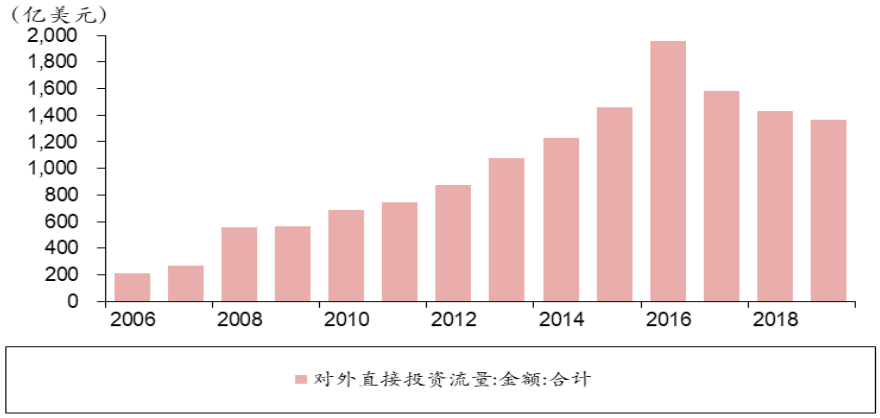



*资料来源：FRED，中银证券*

**美元指数并不一定持续走弱。**即便在基准情况下，世界经济重启，美元指数回落，但在后疫情时代，美元回落持续的时间和调整的幅度取决于主要经济体经济修复的速度。疫情暴发之前，美国的经济基本面好于欧洲、日本和英国。由此，我们很难说疫情之后美元汇率会持续大幅贬值。另外，市场有种说法，过去四年特朗普的美国优先是对美元的伤害，在消耗美国政府的信用；拜登上台后可能优先修复盟友关系，利好美元长期霸权地位。如果疫苗和经济复苏均不及预期的话，世界重回金融动荡，仍旧利好美元。上一轮金融危机爆发后，美元指数从 2009 年 3 月高点至 2011 年 4 月低点走了一个贬值小周期。但是，美元指数从 2009 年 12 月开始走强一次，一路重回前期高点。2009 年年初鲜有人会意识到希腊危机会在年底爆发。因而，疫情后半段可能也会出现某种“黑天鹅”或“灰犀牛”。在避险情绪驱动下，美元指数有可能反弹，人民币资产是风险资产还是安全资产将会再度面临考验。

**明年仍需警惕金融风险爆发。**正如第一部分所述，不管是国内还是国外，明年最大的风险可能是企业违约潮。如果经济继续下行，高杠杆难以维系，国内金融风险可能会逐步暴露。最近国内信用债市场违约事件，除了恶意逃废债外，资金链也可能出了问题。同时，疫情对银行经营带来了财务上的影响，未来不良资产将会陆续暴露，有可能造成市场信心扰动。另一部分风险来自于外部。在全球低利率宽流动性的情况下，资产价格和实体经济的严重背离可能加剧金融市场动荡。这有可能加剧我国跨境资本大进大出、资产价格大起大落的风险。另外，从 2013 年开始，我国每年对外直接投资都在千亿美元以上，而且大多投资于新兴市场。这一次疫情和疫苗对新兴市场国家尤为不利，可能导致我国对外资产减计（见图表 13）。一旦这些金融风险爆发，人民币都可能会承压。

图表 13. 我国每年对外直接投资金额（亿美元）




*资料来源：Wind，中银证券*

**大国博弈尚不明朗。**明年大国博弈可能有些新的变化，如从贸易平衡问题转向结构问题，从关税冲突转向规则之争，从双边冲突转向多边框架，以及从经贸领域转向其他领域。这些对人民币汇率的影响也存在不确定性。现在人民币走强的原因也部分源于市场认为美国政府换届有可能对华政策改善，多边关系下中国有更多斡旋的余地。但是未来有可能出现中美关系改善，也不排除可能出现超市场预期的新冲突。中美关系可能是进三步退两步，或是进两步退三步。另外，近期美国政府开始推动限制美国资金投资中国。MSCI 新兴市场指数不得不剔除了部分受指控的中国上市公司，未来是否有所升级尚且未知。

## 三、总结

12 月 11 日，中央政治局会议明确指出，我国经济运行逐步恢复常态，但新冠肺炎疫情和外部环境仍存在诸多不确定性，要强化机遇意识、风险意识，科学部署，狠抓落实，牢牢把握经济工作主动权。同时，进一步强调要巩固拓展疫情防控和经济社会发展成果，更好统筹发展和安全，继续做好“六稳”工作、落实“六保”任务，科学精准实施宏观政策，努力保持经济运行在合理区间。11 月 6 日央行副行长刘国强在国新办新闻发布会上指出，货币政策总体上继续保持松紧适度，当然政策调整要基于对经济状况的准确评估，不能仓促、不能弱化金融服务实体经济这个效果，要把实体经济服务好。另外，也不能出现“政策悬崖”，政策突然中断可能很多方面适应不了。11 月底，《2020 年第三季度中国货币政策执行报告》再次提出稳健的货币政策要更加灵活适度、精准导向。有鉴于此，我们对于明年的货币政策和人民币汇率走势有以下几点猜测和判断：

第一，货币政策的跨周期调节既要处理好短期稳增长与中长期防风险的关系，也要处理好短期经济收缩与扩张周期快速切换甚至可能叠加的问题。防风险是底线思维，不能出现系统性风险，而经济不增长是最大的系统性风险。债务可持续是全球性挑战，去杠杆是一项技术活。明年经济反弹有望抑制我国宏观杠杆率的上升势头。明年在内外部不确定性较多的情况下，应该是稳杠杆而非降杠杆。

第二，鉴于疫情上半场货币政策保持了定力，避免了大水漫灌，下半场退出也没有必要太迫切。尤其考虑到明年内外部的不确定性不稳定因素较多，保持宏观政策连续性和稳定性，有助于优化营商环境、稳定市场信心。进一步发挥金融调控双支柱的作用，货币政策管增长、就业和物价稳定，宏观审慎与其他金融监管政策配合，抑制资金空转和资产泡沫，引导金融服务实体经济，不要去玩钱生钱的生意。

第三，坚持实施正常的货币政策不等于利率、存款准备金率和资产负债表只能紧不能松。鉴于明年我国经济将是更加全面的恢复，货币政策在继续使用直达工具精准滴灌的同时，还应适当采取公开市场操作、法定存款准备金率等总量工具，提高货币政策传导效率，引导债券市场利率走低，促进直接融资发展。至于是否有政策性利率的调整，取决于下半年经济回落的势头。根据易纲在十四五规划辅导读本中关于《建设现代中央银行制度》的阐述，我们期待央行进一步改善货币政策沟通机制，有效管理和引导市场预期，这是健全现代货币政策框架，畅通货币政策传导机制的应有之意。

第四，今年下半年人民币汇率持续走强，是多重利好共振的反映。我国外汇市场具有较强的适应性预期，容易出现顺周期的羊群效应。短期内若无较大的利空消息，人民币仍可能出现惯性走强。但展望明年，新冠疫情发展和经济金融恢复仍存在较多不确定不稳定因素。明年尤其需要警防市场对于中国疫情防控和经济复苏领先等利好反映的钝化，重新转向关注新的利空。

第五，理论上讲，顺周期的汇率变化不总是宏观经济的“稳定器”，还可能成为加剧经济周期波动的“放大器”。特别是在经济复苏偏弱、贸易顺差较大的情况下，短期内人民币汇率较快、较多的升值，有可能会对实体经济造成较大的不利影响，进而随时可能触发市场预期的逆转。我们倾向于当前人民币汇率接近均衡合理水平，未来容易出现大开大合的宽幅震荡走势。政策上，仍要坚持稳中有进的工作总基调，稳慎推进金融双向开放和人民币国际化；市场上，要避免追涨杀跌，控制好货币错配和汇率敞口风险[3]。

**风险提示：海外疫情超预期，政策不及预期，全球经济恢复不及预期。**

[3] *注：本文根据 12 月 1 日中银证券 2021 年度策略会上的主旨演讲整理而成，成稿于 12 月 17 日。*

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

**公司投资评级：**

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

**行业投资评级：**

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

**中银国际证券股份有限公司**
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

**相关关联机构：**

**中银国际研究有限公司**
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

**中银国际证券有限公司**
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

**中银国际控股有限公司北京代表处**
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

**中银国际(英国)有限公司**
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

**中银国际(美国)有限公司**
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

**中银国际(新加坡)有限公司**
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371