国信期货宏观季报

宏观

人民币或将维持强势走势 四季度货币政策空间有所减小

2020 年 09 月 27 日

主要结论

人民币在四季度或将维持强势走势：人民币汇率作为 2020 年 3 季度表现最好的资产之一，从 6 月至今，升值幅度达到了 4.51%。我们对中美利差、国际收支平衡表、通货膨胀程度、中国外汇储备以及人民币汇率的形成机制等 5 个对于人民币汇率较为重要的影响因素进行分析，得出了当前中美利差到达历史高位，国内收支经常账户和资本账户出现双顺差的情况，美国核心通货膨胀率高于中国，中国外汇储备稳定以及美元进入下行周期的结论，所以我们认为四季度人民币升值的支撑因素没有改变，人民币或将维持较为强势的走势。

大宗商品短期回调或将结束，长期牛市格局没有改变：我们在 9 月的月报中指出，通过观察大宗商品走势和银行间日均成交量的指标，9 月整体大宗商品（黑色、有色、化工）或将面临一定的回调风险。但是展望四季度，大宗商品的回调整理或将在 10 月结束，并在 11 月左右重新迎来一波新的上涨行情。总体来看，此轮大宗商品牛市形成的充分和必要条件（长期的被动去库存以及货币政策的宽松基调）并没有改变，长期的牛市格局依然会延续。

美国总统大选期间，中美经贸关系的波动或将增强：四季度美国将举行美国总统候选人辩论以及副总统候选人辩论。美国总统辩论是美国选民了解总统候选人观点最重要的渠道，辩论的表现会直接影响总统候选人的支持率。当前共和党和民主党的支持率处于较为焦灼的状态，所以总统辩论是获得关键州选票支持的重要机会，也是两党试图在票仓方面拉开差距的重要节点。所以预计在辩论过程中，共和党和民主党都将直接且鲜明的表达自己的对于货币政策的态度和外交政策的方向，而这些观点以及辩论会后支持率的变动也或将直接影响市场风险偏好的变化，中美经贸关系以及市场风险偏好的波动程度或将增强。

四季度国内经济展望：前三个季度的经济数据显示，当前随着国内疫情管控力度的加强，经济出现了逐步企稳的状态，经济数据和市场资产价格都基本恢复到了疫情前的水平，经济最差的时候已经过去。但我们注意到，当前宽货币和宽信用的传导路径已经疏通，当前政策已经完成了从宽货币到宽信用的转换，并且随着信贷数据的好转，货币政策最宽松的时间也已经过去，四季度货币政策的空间或将有所减小。

分析师：顾琛
从业资格号：F3038154
电话：021-55007766
邮箱：15228@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断 并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、四季度宏观热点事件梳理及展望

1.1 人民币汇率在四季度或将维持强势的走势

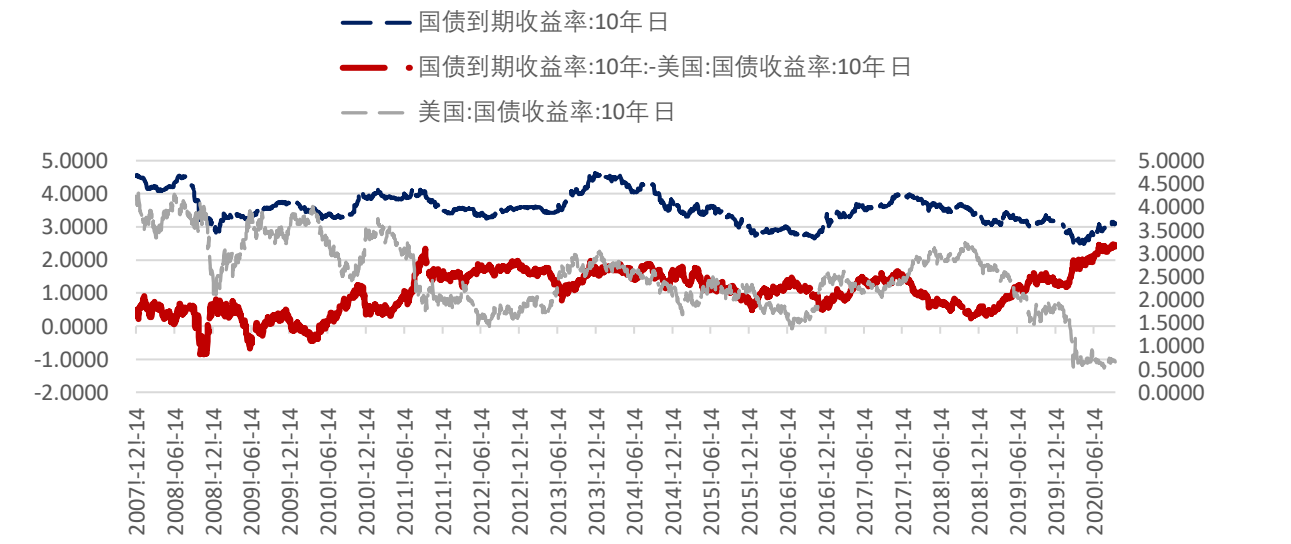
人民币汇率作为2020年3季度表现最好的资产之一，从6月至今，升值幅度达到了4.51%。由于人民币中间价直接关乎通胀、外贸以及利率表现，所以市场对于人民币在四季度是否依然会有持续的升值预期抱持着较大的关注度。我们将会从中美利差、国际收支平衡表、通货膨胀程度、中国外汇储备以及人民币汇率的形成机制等5个对于外汇较为重要的影响因素，试图来分析四季度人民币的走势。

A、从中美利差的角度看人民币汇率的走势

美国十年期国债利率下行到了历史低位0.69，创了1953年以来的新低，而中美10年国债利差走高至2.46，也创了2007年以来的新高。由于一国利率水平的高低直接反应了该国借贷资本供求的情况，中美利差的波动也将直接影响外资的流动程度。当中国利率持续高于美国利率的时候，中国金融资产的收益率会相应的高于美国，在这种情况下，中国金融资产的吸引力更高，外资短期内或将进入中国市场，并带来美元兑人民币汇率的升值。

同时从四季度国内货币政策的导向来看，当前国内货币政策依然坚持以稳为主，精准滴管。央行在二季度货币政策执行报告中提出货币政策不仅要‘灵活适度’，也要‘精准导向’，来实现稳增长和防风险的长期均衡，要疏通货币政策传导机制，有效发挥结构性货币政策工具的‘精准滴灌作用’，提高政策的‘直达性’。说明当前我国的货币政策最宽松的时候已经过去，在前三季度信贷结构持续改善的情况下，经济逐步修复，短期内国内大面积降息降准的可能性降低，而美国的宽松经济刺激计划仍箭在弦上，中美利差短期内或仍将维持在一个较高的区间内运行，并给于人民币一定的升值支持。

图：中美利差创2007年以来的新高



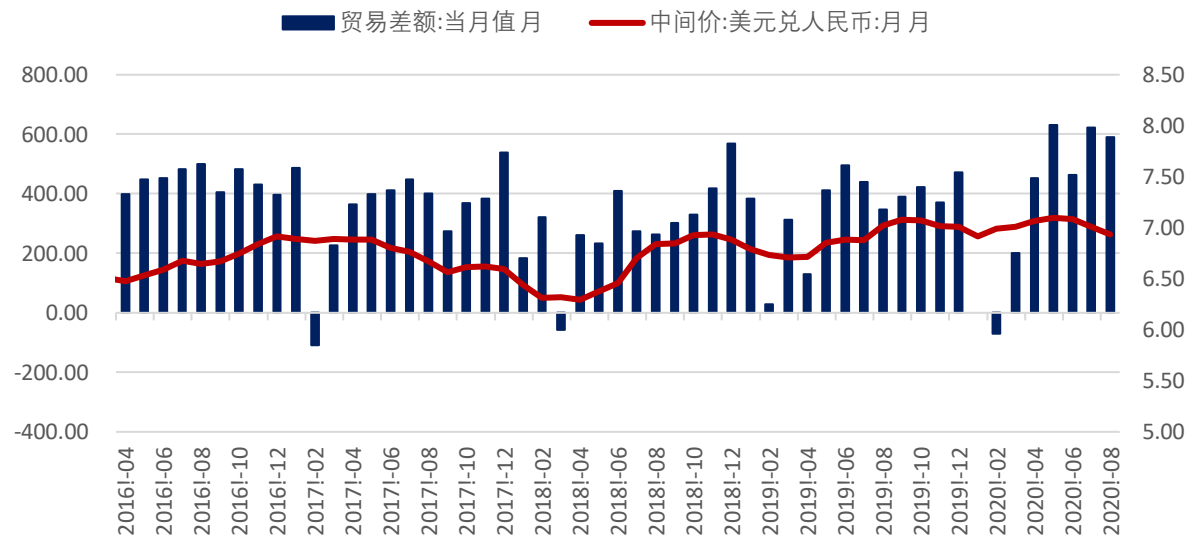
数据来源：wind 国信期货

B、从国际收支看人民币汇率的走势

国际收支指的是一国居民和非居民在一定时期各项经济交易的货币价值的总和，反映的是一个国家在一定时期对外贸易收支的综合状况。一般来说，国际收支包含经常项目和资本金融项目两项的国际收支。从2020年前三季度来看，受到疫情对于全球冲击的影响，我国医疗设备出口项持续上升，已经连续三个季度出现了贸易顺差。当一个国家持续出现贸易顺差的时候，该国在外汇市场会出现对于美元的供给增加，需求减少的情况，当美元的供给大于需求的时候，美元贬值，进一步为人民币汇率升值提供支持。

同时值得注意的是，从理论上来说，经常项目和资本项目是互补的，但是我国前三季度由于疫情管控相较于其他国家更为得力，经济恢复程度更快等情况，所以出现了经常项目顺差（即出口大于进口）和资本项目顺差（外资流入大于本国资本输出）这样的双顺差的情况，目前看来四季度双顺差的情况扔家延续，或将继续加强人民币升值的动力。

图：国际贸易收支和人民币汇率之间的关系



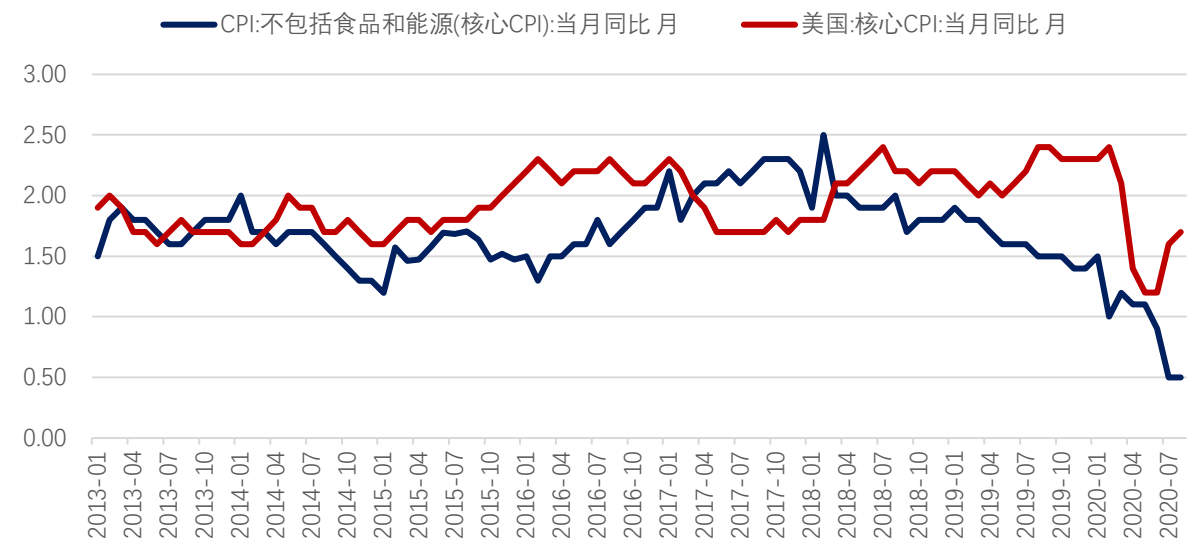
数据来源：wind 国信期货

C、从通货膨胀速度看人民币汇率的走势

通常来说，当一国通货膨胀率低于另外一个国家的时候，说明该国货币实际代表的价格相对于另外一个国家的货币更高，该国出口商品和劳务的成本将会降低，并且增强了该国商品和劳务在国际市场的警长里，从而增加出口的外汇收入，并减少外汇市场的供需缺口，外币的供给大于外币需求，推动本币升值和外币贬值。

疫情从 2 月份开始对于全球经济造成了冲击，全球央行从今年 3 月-5 月开始不顾一切的利用宽松的货币政策进行救市，但是力度方面有所不同。美国相对于全球来说，宽松刺激的政策力度更强，采取了降息降准以及无上限的财政刺激计划来拯救金融市场，但是中国在此次救市中，由于疫情管控程度相对较好，所以相对来说救市所使用的货币政策的工具箱也较少，并且由于宽信用的效果较好，当前对于四季度降息降准的预期空间更小，但是美联储依然考虑在四季度增加货币和财政刺激政策的力度。在这种情况下，由于货币政策刺激力度的不同，美国的核心通胀率高于中国，或将在四季度持续推动人民币的升值。

图：美国核心通胀率由于中美两国核心通胀率不同而出现了分岔



数据来源：wind 国信期货

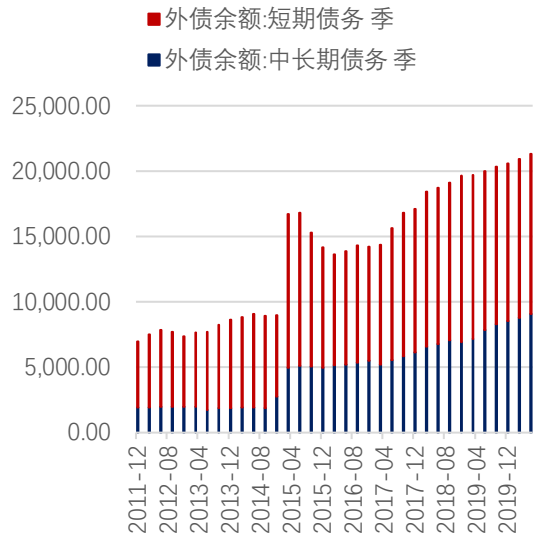
D、从外汇储备看人民币汇率走势

一般来说，一个国家货币稳定与否，在很大程度上取决于这个国家的外汇储备所能保证的外汇流动性。当前我国外汇储备充足，并且出现了持续上升的情况，在一定程度上支持人民币汇率的升值，增强了人民币汇率的稳定性。同时较高的外汇储备也意味着人民币资产的吸引力在增强，并且由于国内疫情控制的程度和经济恢复的程度较好，持续吸引外资进入中国市场，人民币资产逐步成为外资投资的“避风港”，同时我们也注意到近期银行代客结汇顺差持续扩大，也反映出了企业对于人民币汇率的预期较为稳定，进一步支撑人民币汇率的升值。

图：外汇储备和人民币汇率成反比



图：外债余额持续增加



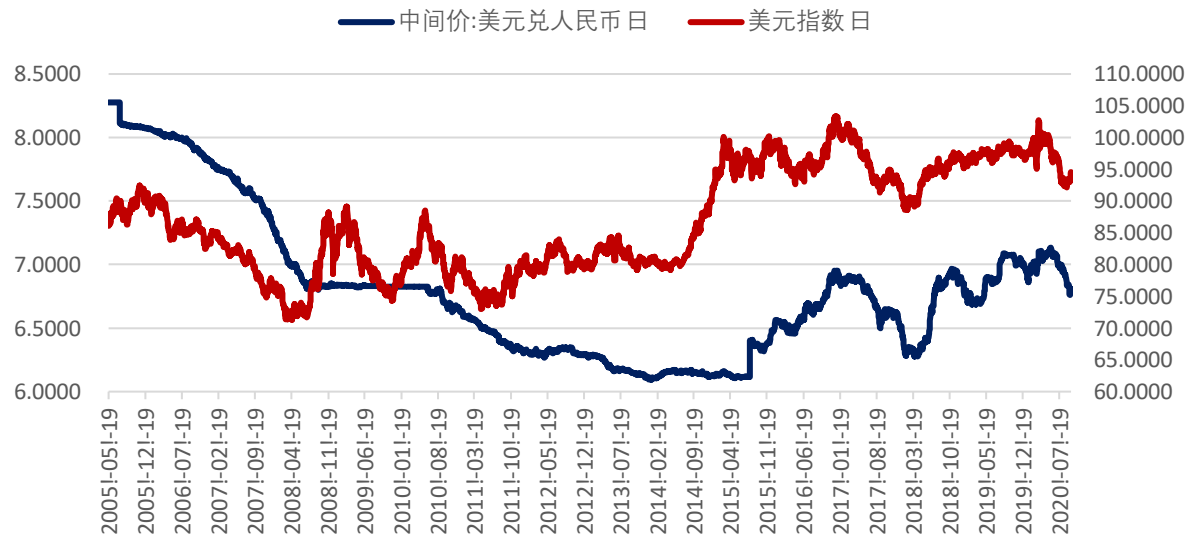
数据来源：wind 国信期货

E、从人民币汇率的形成机制来看人民币汇率的走势

人民币汇率指数作为一种加权平均汇率，主要用来综合计算 一国货币对一篮子外国货币加权平均汇率的变动。指数参考了包括美元、欧元、澳元、墨西哥比索等 24 种与人民币直接开展交易的货币的表现。其中美元权重最高为 22.4%，欧元其次为 16.34%，日元权重为 11.53%。所以通过了解人民币汇率指数的构成，我们发现美元的走势对于人民币汇率来说至关重要。

对于美元来说，当前无上限的财政刺激计划以及非常规货币财政政策带来的负溢出效应，或将持续推动美元的贬值。2020 年美联储的操作和 2008 年不同之处在于，2008 年的量化宽松的资产购买计划美联储通过缩表等手段可以直接退出，但是 2020 年直升机撒钱这样财政货币化的手段是将货币永远的留在了美联储的资产负债表之内。如果和美国 1940 年大萧条时期财政货币化的结果进行对比，直升机撒钱的政策可能会直接导致美国货币信用的下降，对内来说表现为通胀，对外表现来说就是货币的贬值，即美元的贬值。这对于人民币汇率的升值来说也增添了一份助力。

图：人民币汇率和美元走势



数据来源：wind 国信期货

总体来看，从分析影响人民币汇率的 5 个重要因素（中美利差、国际收支、通胀水平、外汇储备以及人民币汇率的构成机制）来看，四季度人民币升值的支撑因素没有改变，人民币或将维持较为强势的走势。

1.2 四季度中美两国经贸关系波动或将增强

四季度美国将举行美国总统候选人辩论以及副总统候选人辩论。美国总统辩论是美国选民了解总统候选人观点最重要的渠道，辩论的表现会直接影响总统候选人的支持率。当前共和党和民主党的支持率处于较为焦灼的状态，所以总统辩论是获得关键州选票支持的重要机会，也是两党试图在票仓方面拉开差距的重要节点。所以预计在辩论过程中，共和党和民主党都将直接且鲜明的表达自己的对于货币政策的态度和外交政策的方向，而这些观点以及辩论会后支持率的变动也或将直接影响市场风险偏好的变化，中美经贸关系以及市场的波动程度或将增强。但我们也一再强调，中美两国作为全球贸易体量最大的两个国家，两者早已是你中有我，我中有你不可分割的状态。所以只要在 11 月份之前，中美经贸关系依然是谈而不崩的状态，中美之间的经贸摩擦对于市场的影响或将逐渐减小，市场对于中美经贸摩擦的长期化和常态化的预期或将逐渐 pricein 价格预期之中，预计对于市场的冲击的时间和波动或将小于 2018 年第一次中美经

贸冲突。

图：特朗普和拜登支持率变动

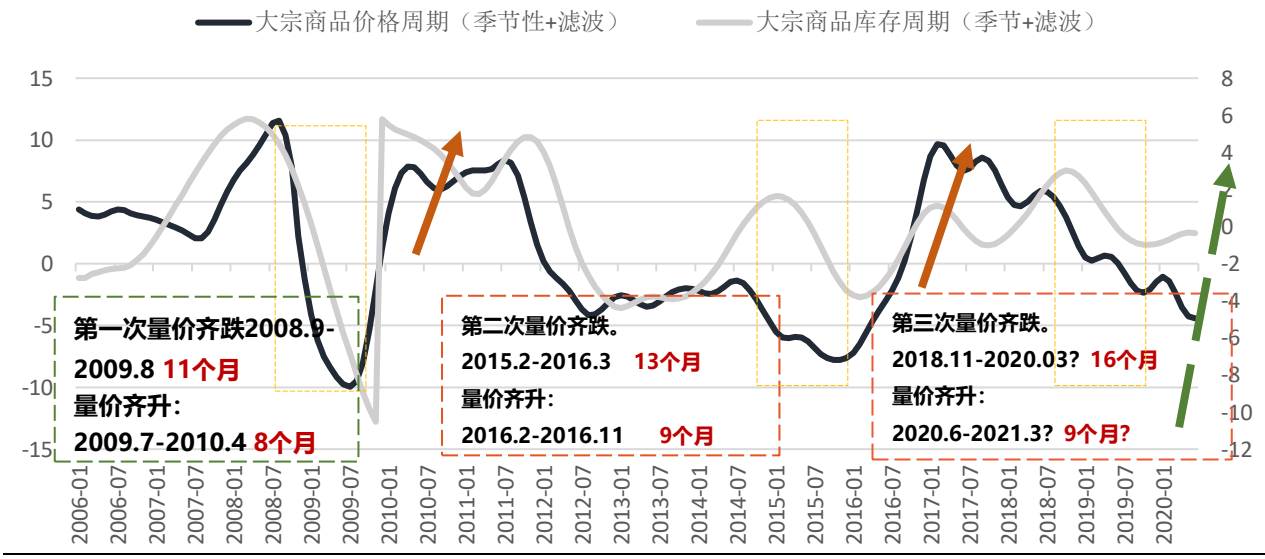
Polling Data						
Poll	Date	Sample	MoE	Biden (D)	Trump (R)	Spread
RCP Average	9/12 - 9/25	--	--	49.8	42.8	Biden +7.0
NY Times/Siena	9/22 - 9/24	950 LV	3.5	49	41	Biden +8
ABC News/Wash Post	9/21 - 9/24	739 LV	4.0	54	44	Biden +10
Emerson	9/22 - 9/23	1000 LV	3.0	48	44	Biden +4
Economist/YouGov	9/20 - 9/22	1124 LV	3.6	49	42	Biden +7
The Hill/HarrisX	9/19 - 9/21	2803 RV	1.9	45	40	Biden +5
Reuters/Ipsos	9/18 - 9/22	889 LV	3.7	50	42	Biden +8
Rasmussen Reports	9/16 - 9/22	3000 LV	2.5	48	47	Biden +1
CNBC/Change Research (D)*	9/18 - 9/20	1430 LV	2.6	51	42	Biden +9
Quinnipiac	9/17 - 9/21	1302 LV	2.7	52	42	Biden +10
USC Dornsife	9/12 - 9/25	5330 LV	--	51	42	Biden +9
JTN/RMG Research*	9/17 - 9/19	773 LV	2.8	50	44	Biden +6
IBD/TIPP	9/16 - 9/19	962 LV	3.3	50	44	Biden +6
NBC News/Wall St. Jrnl	9/13 - 9/16	1000 RV	3.1	51	43	Biden +8
All General Election: Trump vs. Biden Polling Data						

数据来源：RCP 国信期货整理

1.3 四季度大宗商品短期回调已接近完成，长期上涨的趋势不变

在我们三季度出具的《大宗商品或将在三季度迎来上涨机会》中提到，当前大宗商品市场已经具备和09年和16年两轮牛市的形成的充分和必要条件。但是我们9月的月报中指出通过观察大宗商品走势和银行间日均成交量的指标来看，9月整体大宗商品（黑色、有色、化工）或将面临一定的回调风险。但是展望四季度，大宗商品的回调整理或将在10月结束，并在11月左右重新迎来一波新的上涨行情。

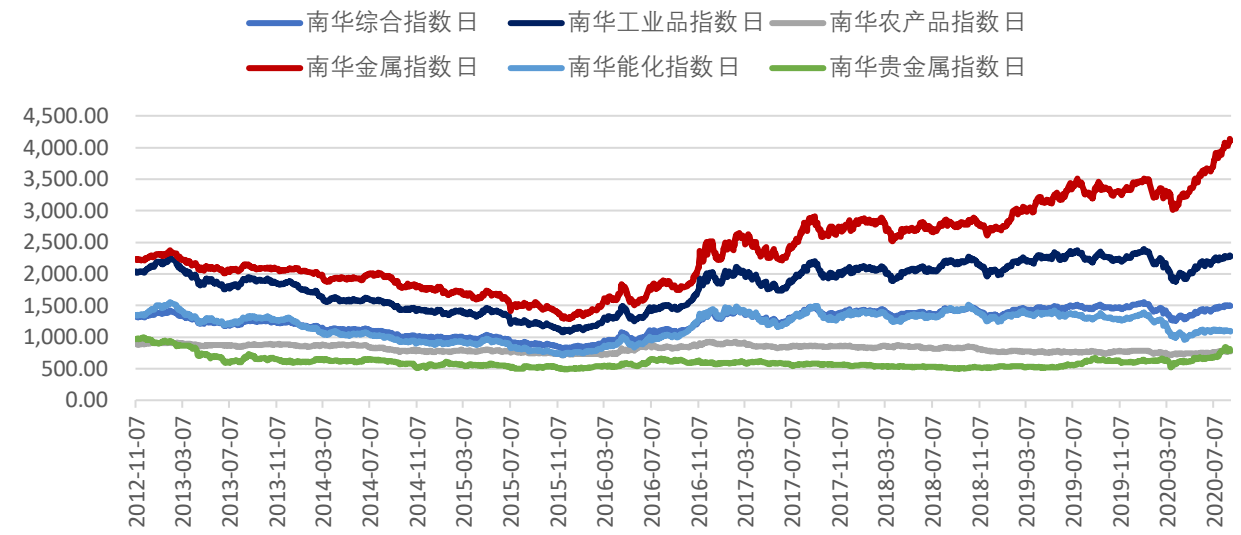
图：大宗商品库存周期和大宗商品价格周期的对比



数据来源：wind 国信期货

通过整理大宗商品综合指数和各大行业分类指数的对比图发现，当前如果把时间序列拉长，各大商品指数的走势趋同，所以如果从宏观对大宗商品冲击的角度来看，当宏观黑天鹅事件对大宗商品产生较大冲击，大宗商品很容易出现同跌的趋势性行情。同时，大面积的放水刺激也会刺激大宗商品出现一波同涨的趋势性行情。

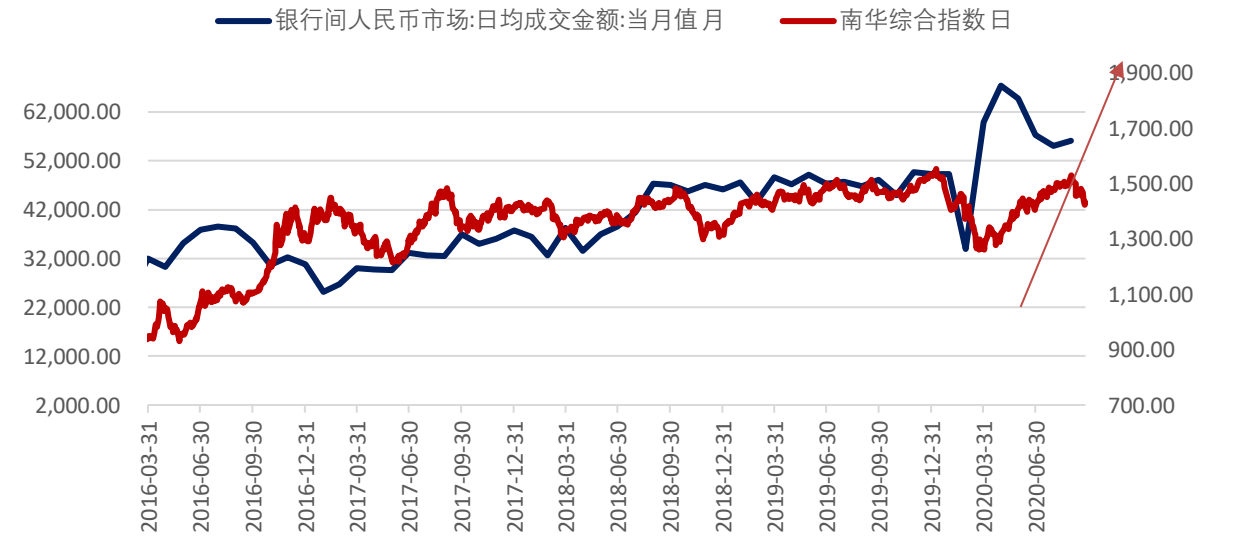
图：大宗商品数据和所有品种数据走势对比



数据来源：WIND 国信期货整理

所以，当黑天鹅事件的冲击力度和宏观政策的刺激力度足够强的时候，大宗商品很容易出现同涨同跌的走势。从自上而下的宏观逻辑分析体系来看，宏观对于商品影响逻辑为：1、宏观事件对于商品市场造成冲击；2、随之而来的宏观政策（货币和财政政策）的方向，是影响大宗商品市场最重要的因素；3，我们通过对比发现，在宏观政策有效性的各项指标中，最直接且最有效的就是银行间日均成交量数据。这个数据能够比较直观的反应出宏观政策的有效性。4、通过对比银行间日均成交量数据和大宗商品走势来看，走势方面具有较强的相关性，相关系数达到了 0.79，并且银行间日均成交量数据的走势领先于大宗商品走势约 3 个月左右。银行间日均成交量数据已经从 5 月开始出现了较大幅度的拐点和回调，并且大宗商品在 9 月份由于银行间交易流动性紧缩问题出现了一定的回调。但是我们发现当前银行间日均成交量在 8 月已经出现了较为明显的向上的拐点，大宗商品此轮的回调或将在 10 月左右结束结束，并将在 11 月左右开启一轮新的上涨行情。同时我们再次强调此轮大宗商品牛市形成的充分和必要条件（长期的被动去库存以及货币政策的宽松基调）并没有改变，长期的牛市格局没有改变。

图：银行间日均成交量和大宗商品走势对比图



数据来源：WIND 国信期货整理

二、四季度国内经济展望

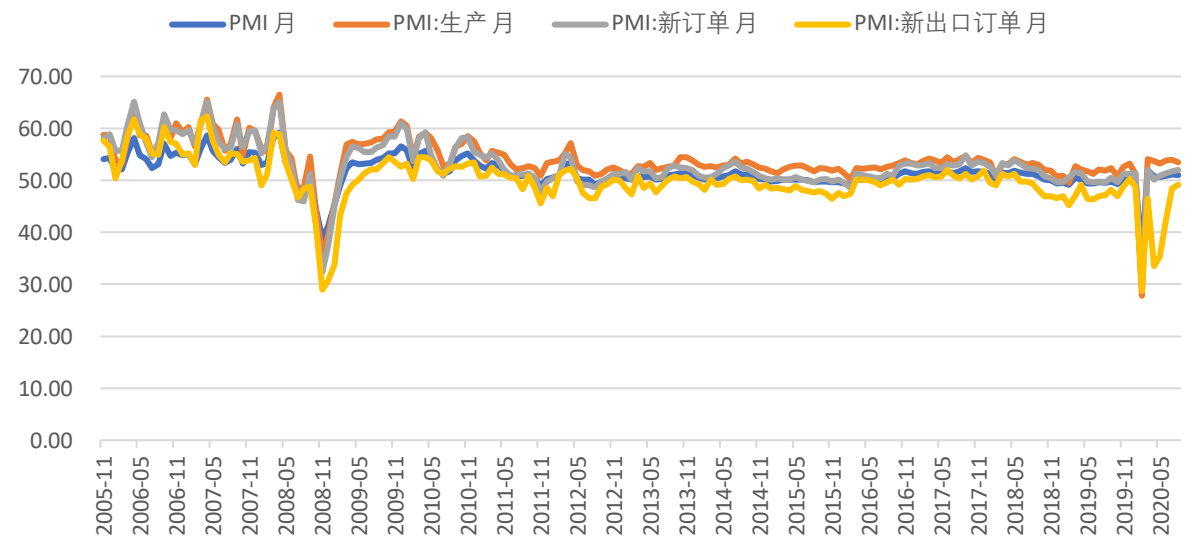
前三个季度的经济数据显示，当前随着国内疫情管控力度的加强，经济出现了逐步企稳的状态，经济数据和市场资产价格都基本恢复到了疫情前的水平，经济最差的时候已经过去。但我们注意到，当前宽货币和宽信用的传导路径已经疏通，当前政策已经完成了从宽货币到宽信用的转换，并且随着信贷数据的好转，货币政策最宽松的时间也已经过去，四季度货币政策的空间或将有所减小。

2.1、PMI数据：中小企业依然承受一定的经营压力 四季度建筑业有望保持较快发展

前三季度PMI数据出现了明显的企稳回升的迹象。8月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为51.0%，比上月略降0.1个百分点，表明制造业总体平稳运行。8月份，非制造业商务活动指数为55.2%，比上月上升1.0个百分点，连续6个月位于临界点以上。

PMI数据有两点值得关注：1、从制造业PMI来看，在构成制造业PMI的5个分类指数中，生产指数、新订单指数和供应商配送时间指数均高于临界点，原材料库存指数和从业人员指数均低于临界点。表明虽然制造业的需求虽然在持续复苏，但是原材料库存量在持续减少。同时在外贸政策发力的情况下，制造业出口进一步改善，本月新出口订单指数环比上涨0.7个百分点。但值得注意的是，小型企业PMI为47.7%，比上月下降0.9个百分点，仍位于临界点以下。小型企业反映市场需求不足和资金紧张的企业占比分别超过五成和四成，生产经营依然面临不少困难。此外，重庆、四川等地部分企业反映受暴雨洪涝灾害影响，原材料采购周期拉长，市场订单减少，企业生产有所回落。2、非制造业PMI方面，根据统计局解读，服务业复苏有所加快。服务业商务活动指数为54.3%，比上月上升1.2个百分点。从行业情况看，交通运输、电信等行业商务活动指数连续4个月位于60.0%以上，业务总量持续快速恢复；随着国内疫情防控形势趋于稳定，居民消费需求加快释放，住宿、餐饮、文化体育娱乐等行业有序恢复经营，市场活跃度有所提高，商务活动指数继续回升，均高于57.0%；在经济整体回暖的带动下，租赁及商务服务业商务活动指数自疫情以来首次升至临界点以上。建筑业高位小幅回落。建筑业商务活动指数为60.2%，低于上月0.3个百分点，但随着基础设施建设的稳步推进以及高温降雨天气的减少，四季度建筑业有望继续保持较快发展。

图：PMI 数据



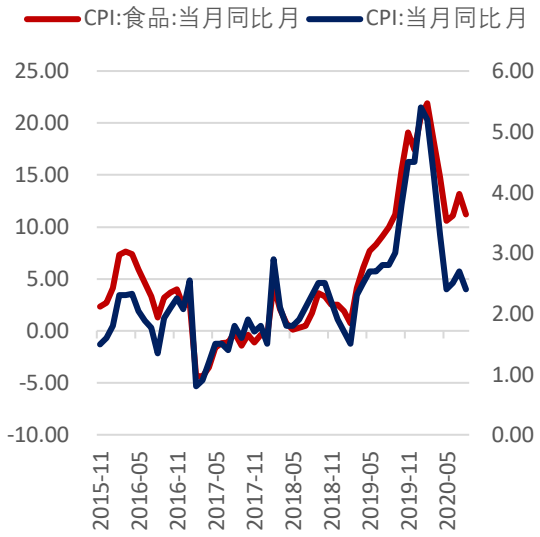
数据来源：wind 国信期货

2.2、通胀数据：通胀温和可控，不会对四季度货币政策产生太大的掣肘

前三季度通胀数据出现了较为明显的冲高回落，当前整体温和可控。2020年8月份，全国居民消费价格同比上涨2.4%。其中，城市上涨2.1%，农村上涨3.2%；食品价格上涨11.2%，非食品价格上涨0.1%；消费品价格上涨3.9%，服务价格下降0.1%。1—8月，全国居民消费价格比去年同期上涨3.5%。2020年8月份，全国工业生产者出厂价格同比下降2.0%，环比上涨0.3%；工业生产者购进价格同比下降2.5%，环比上涨0.6%。1—8月平均，工业生产者出厂价格比去年同期下降2.0%，工业生产者购进价格下降2.7%。

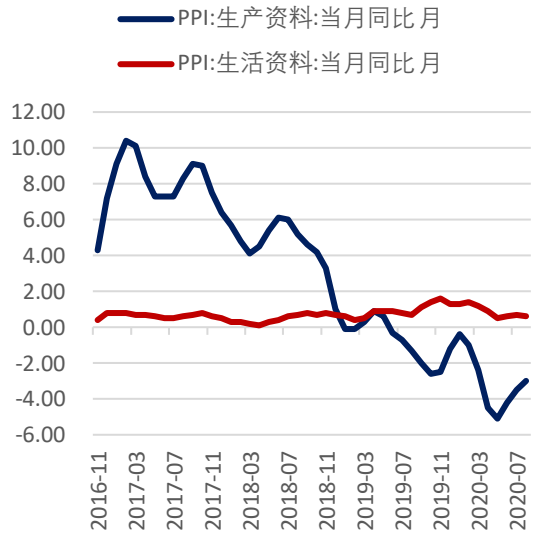
通胀数据有两点值得关注：1、从CPI来看，8月食品依然是影响CPI的重要因素，其中畜肉类价格上涨42.0%，影响CPI上涨约2.28个百分点，其中猪肉价格上涨52.6%，影响CPI上涨约1.74个百分点；鲜菜价格上涨11.7%，影响CPI上涨约0.29个百分点；水产品价格上涨3.4%，影响CPI上涨约0.06个百分点。PPI中生产资料价格同比下降3.0%，生活资料价格同比上涨0.6%。总体来看，CPI小幅回升，PPI小幅回落。CPI上涨主要是受到去年低基数的影响，PPI回落受到原油价格回落的影响，使得大宗商品价格整体出现了一定的回落。2、同时我们注意到，由于CPI和PPI分别是从需求端和生产端描述了经济运行的状况，当前CPI和PPI的剪刀差有持续扩大的趋势，反应工业企业利润压力有所扩大，由于当前猪肉供应紧张格局依然没有太大的改变，同时中美经贸关系或在一定程度上增加农产品的价格成本，CPI或依然有一定的上升空间，但整体温和可控。对于4季度的货币政策不会产生太大的掣肘。

图：CPI 数据



数据来源：wind 国信期货

图：PPI 数据



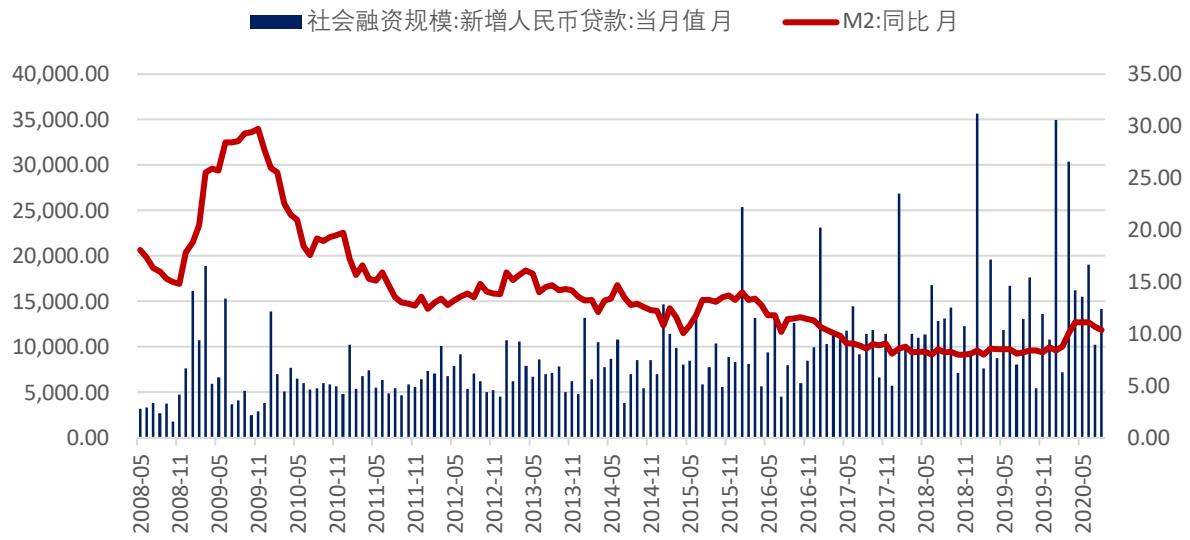
数据来源：wind 国信期货

2.3、社融数据点评：紧货币和宽信用或将成为未来政策的主要方向 四季度降息降准的可能性依然较低

随着货币政策最宽松的时候过去，前三季度的社融数据也出现了逐步企稳的状况。央行公布的8月金融数据和社融统计数据显示，当月新增人民币贷款1.28万亿元，同比多增694亿元；社融增量3.58万亿元，比上年同期多1.39万亿元。广义货币（M2）增速尽管环比微降0.3个百分点，但依然连续六个月保持双位数增长。

社融数据有两点值得关注。1、从细分数据来看，社融增量非常亮眼超出市场预期，同时中国地方债发行规模在7月创年内新低后，8月重拾升势，单月规模大增至近1.2万亿元人民币，仅次于5月份的历史高点。另据路透统计，8月记账式附息国债发行规模也在5,059.3亿元。但同时信贷方面的增速依然保持着较为高速的增长，说明当前融资对于实体企业支持的力度在逐渐加强。2、但同时值得注意的是M2和M1的剪刀差在逐步缩小，说明当前社会信用扩张的程度较强，但同时也意味着当前货币政策的力度不会再度放松，适度紧货币和宽信用或将成为未来政策的主要方向，预计四季度降息降准的可能性依然较低，对于债市依然较为利空。

图：社融增速



数据来源：wind 国信期货

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写编译，仅为投资者教育用途而准备，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其它人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容和引用资料和数据的客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。