中信期货
CITIC Futures

中信期货研究|利率衍生品策略报告(汇率)

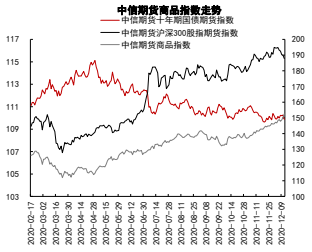
2020-12-20

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

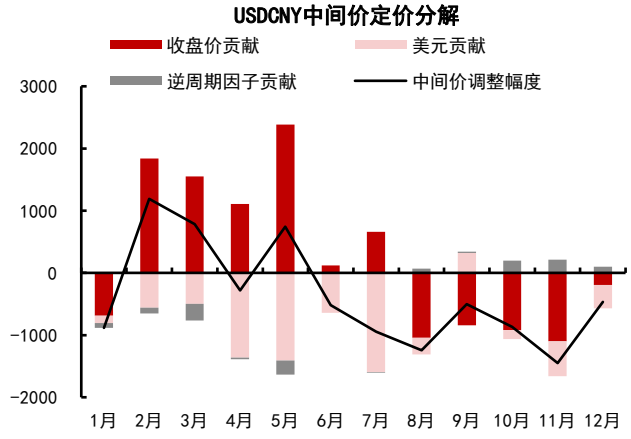
图表 1：　2020 年以来汇率定价因素分解（pips）.....3
图表 2：　人民币汇率表现.....3
图表 3：　11 月以来全球风险资产大涨.....4
图表 4：　疫苗产能（亿剂）.....5
图表 5：　疫苗订单及人口.....5
图表 6：　接种人数预估.....5
图表 7：　2021H1 接种率.....5
图表 8：　机电产品逐渐替代医疗物资对出口形成贡献.....6
图表 9：　11 月出口走强带动我国贸易顺差扩大.....6
图表 10：　欧美遭遇疫情再度爆发.....6
图表 11：　欧洲工业修复情况好于美国.....6
图表 12：　汇率连涨之后结汇意愿放缓.....7
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）。**

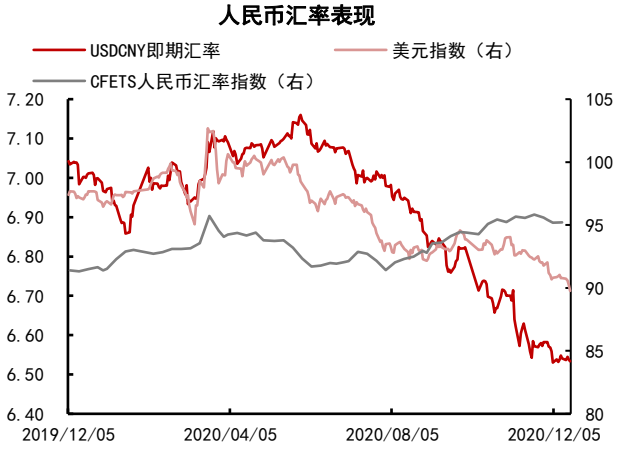
不过，结合人民币汇率相对于一篮子货币的表现来看，可以发现，11月下旬之后，尽管美元下跌再度成为人民币升值的主要驱动，但升值步伐已经开始放缓，CFETS人民币汇率指数也从95.83的高位回落。

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。

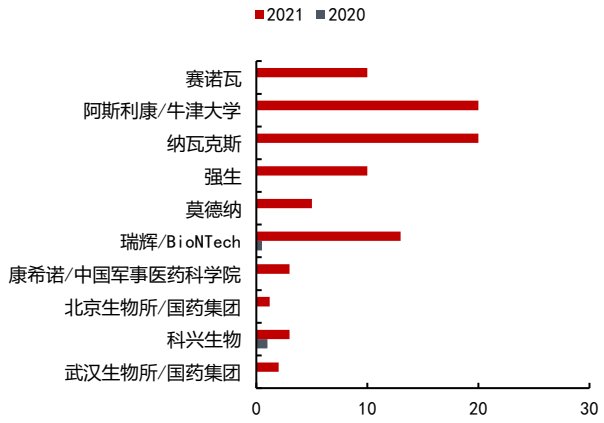
（一）基准预期下，明年上半年发达国家可能达成全民免疫

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

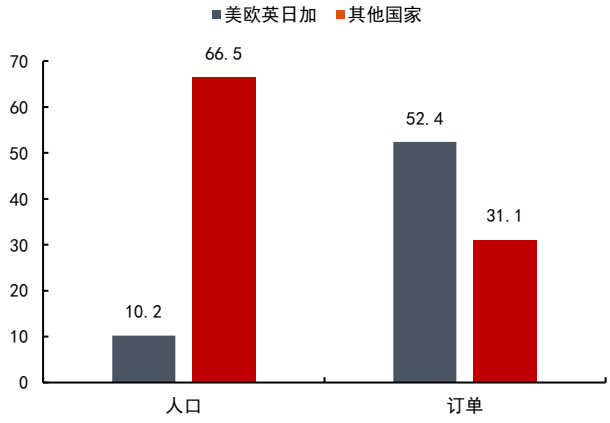
欧英加日的订单份额为 63%，2021H1 上述五个地区的接种率可达 58%、85%、112%，除去产能占比为 20%的极端情况，发达国家在上半年基本上可以达成全民免疫的目标，照此节奏，全球需求恢复的关键窗口在 2021Q3 前后。

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



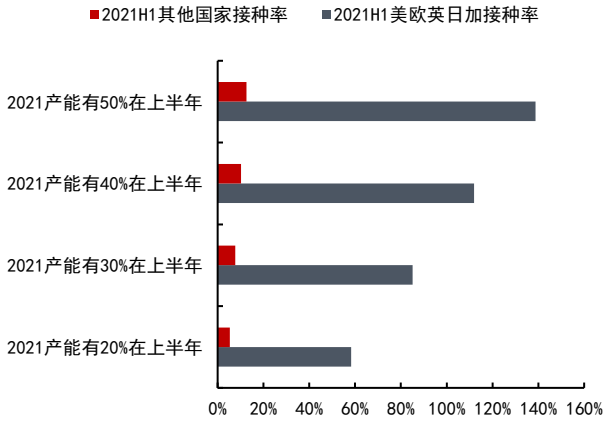
资料来源：公开资料 中信期货研究部

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

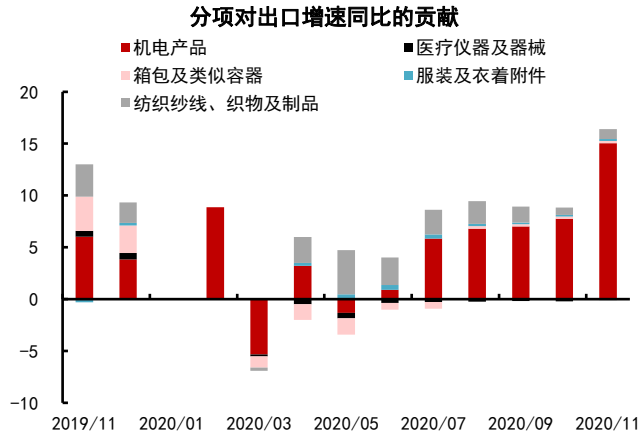
在前述疫苗接种进程的假设下，我们再来分析外汇供求因素对于人民币汇率的影响情况。

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。

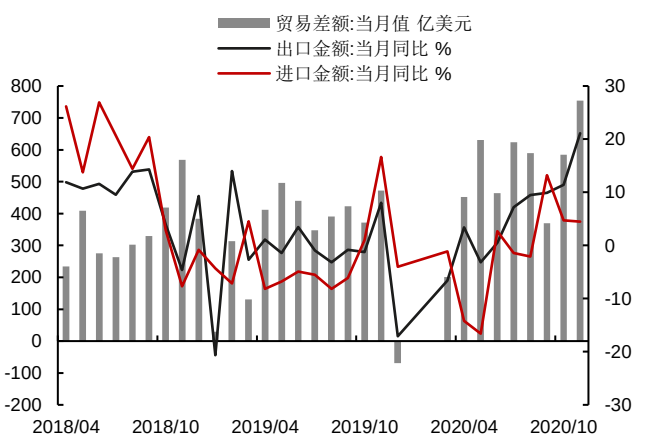
除此之外，值得关注的是，在下半年汇率持续升值导致结汇价格越来越不友好的情况下，企业和居民选择囤积美元观望的思路较为明显。但考虑春节前企业存在刚性结汇需求，这一行为也可能带来人民币汇率相对强势的表现。

图表8： 机电产品逐渐替代医疗物资对出口形成贡献



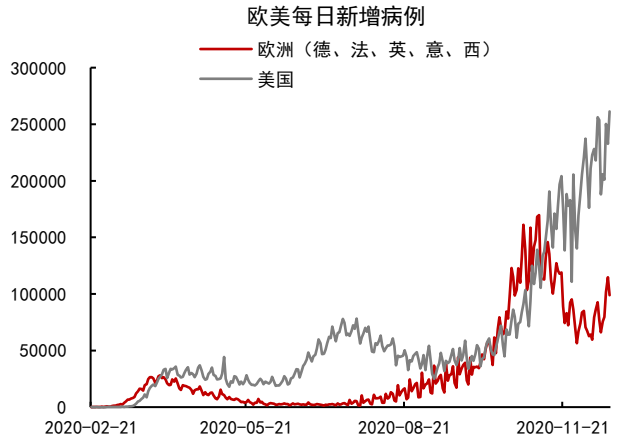
资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究部

图表9： 11 月出口走强带动我国贸易顺差扩大



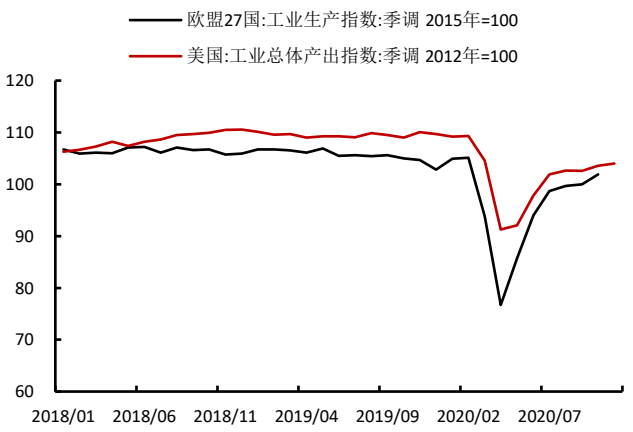
资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究部

图表10： 欧美遭遇疫情再度爆发



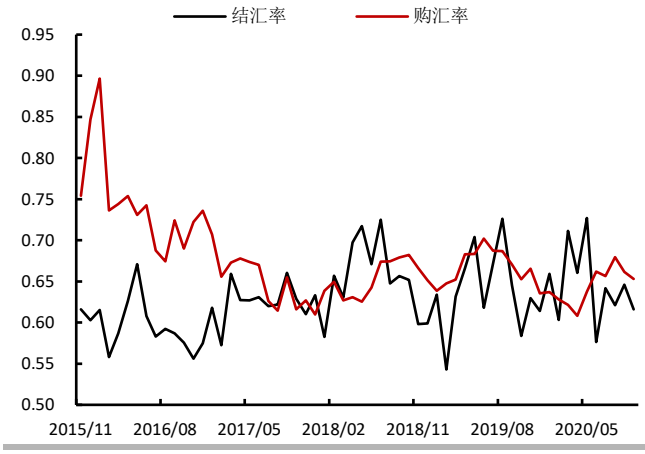
资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究部

图表11： 欧洲工业修复情况好于美国



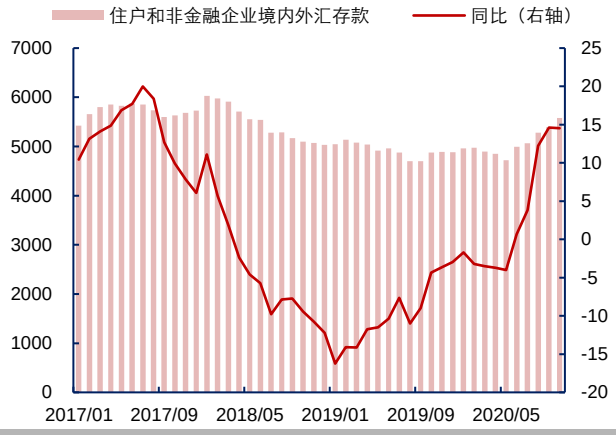
资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究部

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

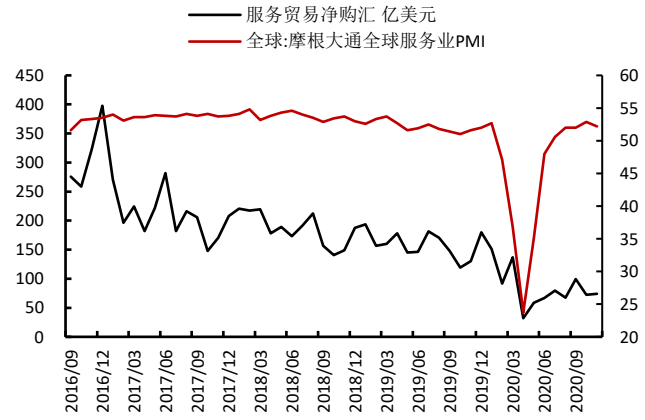
图表13： 企业和居民出现“持币观望”的状态



资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究部

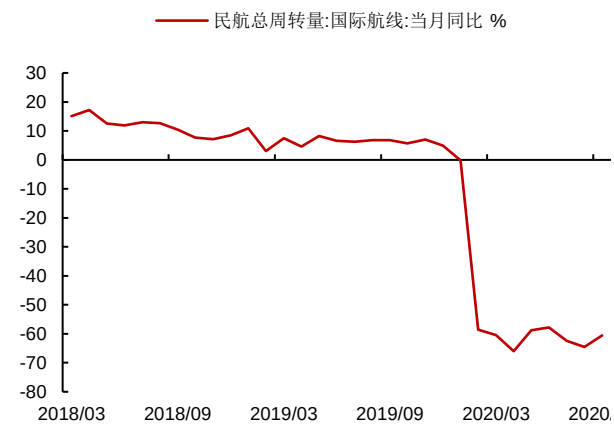
疫苗也将带动服务项逆差继续扩大。二季度海外疫情逐步控制后，服务项逆差有所提升，服务项下购汇需求也持续回暖。此后海外疫情再度反复使得国际航线民航总周转量低位徘徊。从最近几个月数据来看，服务贸易净购汇已经提升至70~80 亿美元，较 4 月 32 亿美元继续有所上升。若 2021 年下半年疫苗基本覆盖发达国家，居民旅行购汇需求也将逐步释放，推动服务逆差继续扩大。

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

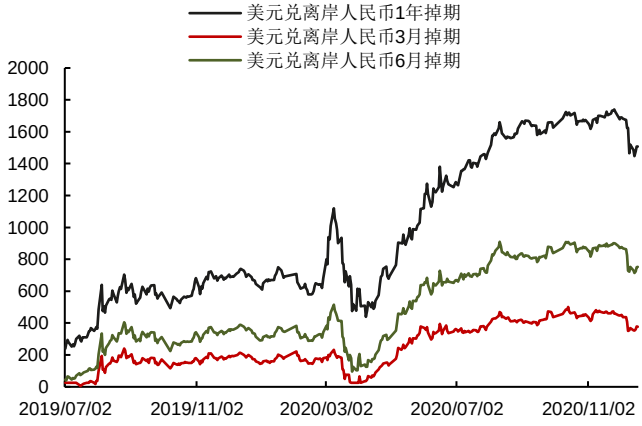
吸引力将强于下半年。

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

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：
https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_713