

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

（季报）

国内经济率先修复 人民币表现或相对坚挺

车美超

宏观战略部

■ 内容摘要

车美超

宏观战略分析师

期货从业资格号：

F0284346

投资咨询从业证书号：

Z0011885

499719376@qq.com

一德宏观战略部

电话：（022）58298788

网址：www.ydqh.com.cn

地址：天津市和平区信达广场 16 层

邮编：300051

一季度人民币汇率总体保持运行平稳，主要波动区间在【6.9, 7.1】。在出现美元荒问题后，相较其他国家货币，人民币表现相对抗跌，显示出较强的韧性和一定的避险特征。随着我国疫情防控和经济社会发展工作取得积极成效，企业复工复产加快，国内实体经济逐步恢复和改善，我们预计二季度国内经济率先修复将为人民币汇率提供有力支撑，不过国际疫情持续蔓延，尚未出现拐点，世界经济下行风险加剧，不确定因素较多，在外需依然承压的情况下，人民币升值空间或将有限。此外，因美国疫情最为严重，经济重启缓慢，信用层面的冲击还没彻底改善，美元流动性危机也尚未完全解除，市场或有所反复，美元指数高位震荡也将限制人民币升值空间。伴随外资流入国内市场，预计二季度总体人民币汇率稳中有升，不过空间有限，弹性增加【6.8, 7.2】。这里还需防范一旦疫情缓解，美元需求大幅下降，供大于求使得美元急剧贬值对人民币汇率升值造成激增的不利影响。二季度各国疫情防控措施升级，政府刺激政策不断加码，预计主要经济体将缓慢修复，经济稳则货币稳，人民币表现或相对坚挺。

风险提示：疫情未得到有效控制引发系统性风险；地缘政治风险

目 录

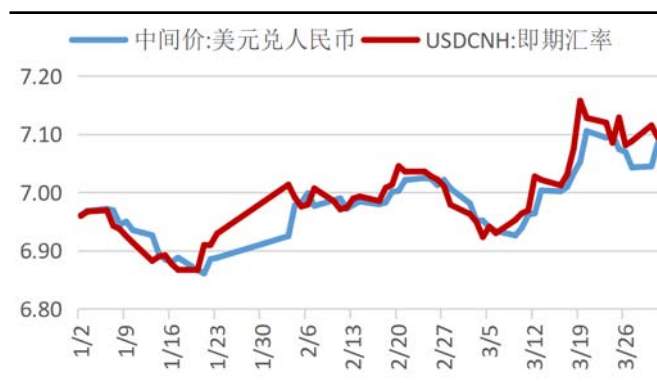
1. 人民币汇率一季度走势回顾：	2
2. 影响因素分析及展望：	3
2.1 国内经济率先修复，为人民币提供有力支撑.....	3
2.2 主要渠道跨境资金流动保持稳定，汇率预期平稳.....	4
2.3 疫情尚未迎来拐点，美国经济重启缓慢.....	5
2.4 其他主要经济体运行情况.....	8
3. 总结及风险.....	9
免责声明.....	10

1. 人民币汇率一季度走势回顾：

人民币汇率一季度总体运行平稳，主要波动区间为【6.9, 7.1】。一季度整体来看，人民币兑主要贸易国家货币表现如下（见图2）：中间价兑美元小幅贬值 1.78%，兑欧元小幅升值 0.03%，兑日元贬值 2.32%，兑卢布大幅升值 26.01%，兑韩元升值 4%，对泰铢升值 6.61%。期间，人民币 CFETS 指数最高升至 95.73，为 2019 年 5 月以来新高，反映出人民币在全球疫情蔓延中具有较强韧性。

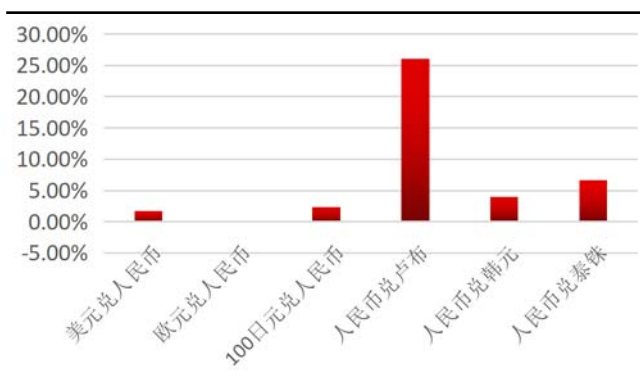
年初，随着中美贸易关系缓和，在国内经济预期稳增长的背景下，人民币兑美元升值 1.45%。1 月 21 日起，疫情在中国迅速爆发，政府随即对重灾区武汉采取封城措施，春节期间疫情愈演愈烈，为尽快控制传染，全国人民自行居家隔离，企业停工、学校停课，经济处于半休眠状态，有症状的患者到各地指定医院就诊，政府加大力度排查，终于疫情在 2 月中下旬得到较好的控制。春节后首个交易日，市场避险情绪急剧升温，人民币汇率下跌近千点，加之避险情绪推升美元，人民币继续承压，一度贬至 7.03 附近。2 月 20 日起，海外疫情蔓延加速，引发恐慌升级，美股、原油暴跌，套息交易反向平仓施压美元贬值，欧元、日元上涨，人民币稳中有升。3 月中旬风险资产与避险资产同步下跌，美元流动性紧张，美元荒推升美元升值 8%，而人民币汇率仅贬值 3%，相较其他货币，人民币表现相对抗跌，显示出较强的韧性和一定的避险特征。3 月下旬，国外政府管控和政策刺激双加码，美元流动性紧张有所缓解，美元指数高位回落，人民币重回 7.1 附近徘徊。

图1 一季度美元兑人民币中间价和离岸人民币即期汇率



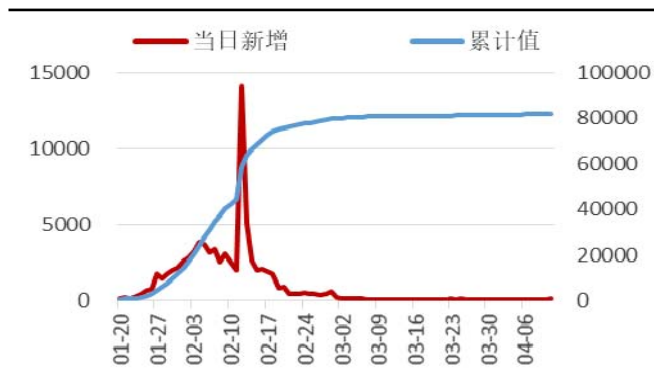
资料来源：wind，一德宏观战略部

图2 2020年一季度人民币兑主要贸易国家货币涨跌幅



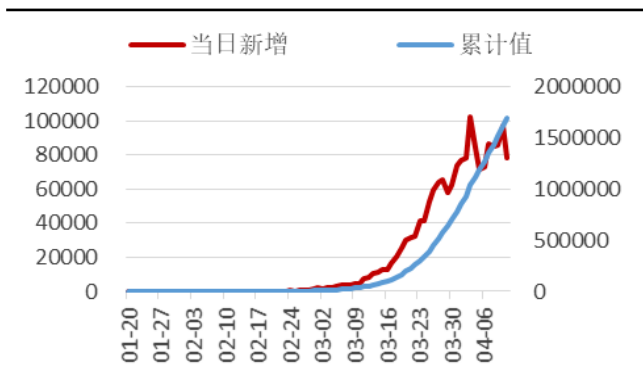
资料来源：wind，一德宏观战略部

图3 我国新冠肺炎确诊病例趋势图



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图4 全球(不含中国)新冠肺炎确诊病例趋势图



资料来源: wind, 一德宏观战略部

2. 影响因素分析及展望:

2.1 国内经济率先修复, 为人民币提供有力支撑

2月国内受疫情影响较大, PMI大幅下降至35.7%, 由于生产停滞、外需受损, 外需走弱下的出口创汇能力受到明显牵连, 因此PMI新出口订单、生产分项下滑幅度最为明显。3月国内经济景气止跌反弹, PMI录得52%, 优于市场预期的42.5%, 非制造业PMI回升至52.3%, 明显改善。在国内复工复产加速推进的背景下, 制造业供求低位反弹, 双双回暖, 不过较往年同期依旧偏弱。

观察货币政策的传导效率要看最终传导到实体经济中的情况, 今年以来我国采取了一系列货币政策措施, 一季度人民银行通过降准、再贷款等工具释放长期流动性2万亿元, 新增人民币贷款7.1万亿元, 折算下来每1元的流动性投放支持了3.5元的贷款增长, 传导效率非常明显。对比美国, 一季度美联储投放了1.6万亿美元流动性, 贷款增长是5000亿美元, 1美元的流动性投放支持约0.3美元的贷款增长, 这样看来国内的效率从数量上说是美国的十倍。从利率来看, 美联储一季度降息150个基点, 代表融资成本的非金融企业票据利率比去年年末下降了0.17个百分点, 降幅远远小于降息的幅度; 而我国一般贷款利率今年下降了0.26个百分点, 明显超过中期借贷便利中标利率和LPR的降幅, 说明央行的货币政策传导到实体经济效率也是比较高的, 且未来仍有较大的可操作空间。

随着稳外贸稳外资政策措施陆续出台, 国内经济向好的基本面没有改变。同时, 我国对外开放持续深化和推进, 资本市场国际化程度不断提高, 人民币资产在全球范围内具有较强的吸引力, 为我国外汇市场平稳运行奠定了基础。1月末, 中国债券市场存量规模达100.4万亿元人民币, 其中国际投资者持债规模超过2.2万亿元人民币, 同比增长22%, 人民币汇率的稳定有助于对海外投资者保持吸引力。2月28日起, 中国国债正式纳入摩根大

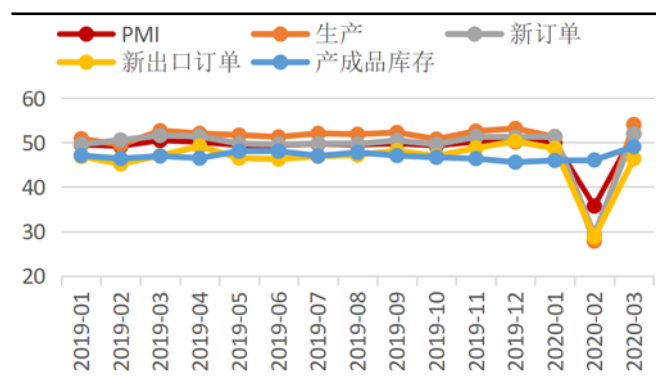
国内经济率先修复 人民币表现或相对坚挺

2020.04

通全球新兴市场政府债券指数，截至3月底境外机构持有人民币债券2.3万亿元，其中60%投资于国债，24%投资于政策性银行发行的金融债，两者投资占比共达84%，从结构上看中长期投资者居多，表明这些境外资金并不是热钱，确实支持了中国的实体经济发展。海外资金的涌入支持人民币汇率升值。

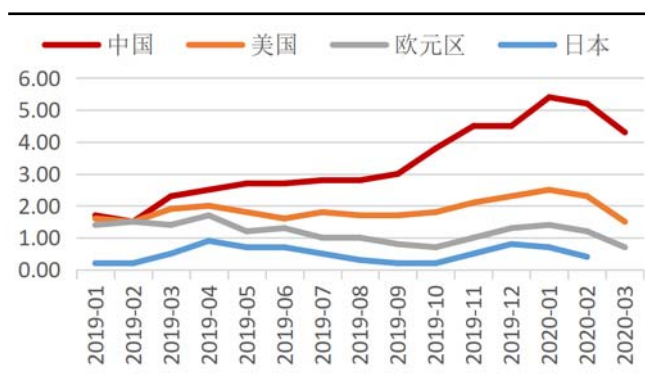
中共中央政治局常务委员会4月8日召开会议，习总书记指出，当前我国疫情防控阶段性成效进一步巩固，复工复产取得重要进展，经济社会运行秩序加快恢复。我们预计二季度国内经济率先修复为人民币提供有力支撑，且长期看，物价水平变动最终导致汇率变动通过国际商品和劳务的套购机制实现，进而通过国际收支中经常项目收支变化传导，从物价相对水平变动来看，人民币也有一定支撑。不过国际疫情持续蔓延，世界经济下行风险加剧，不稳定不确定因素显著增多，在外需依然承压的情况下，人民币升值空间将受制约。另外市场反复，美元高位徘徊，也会限制人民币的升值空间。预计二季度人民币汇率稳中有升，空间有限，弹性增加。

图5 中国制造业采购经理指数（PMI）（月）



资料来源：wind，一德宏观战略部

图6 中美欧GPI 当月同比（%）



资料来源：wind，一德宏观战略部

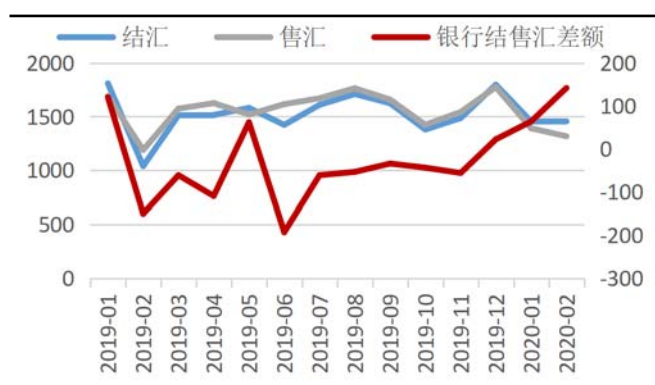
2.2 主要渠道跨境资金流动保持稳定，汇率预期平稳

国家外汇管理局统计数据显示，2020年1-2月，银行累计结汇20266亿元人民币，累计售汇18833亿元人民币，累计结售汇顺差1433亿元人民币；其中，银行代客累计结汇16685亿元人民币，累计售汇16062亿元人民币，累计结售汇顺差624亿元人民币；银行自身累计结汇3581亿元人民币，累计售汇2772亿元人民币，累计结售汇顺差809亿元人民币。同期，银行代客累计远期结汇签约2578亿元人民币，累计远期售汇签约855亿元人民币，累计远期净结汇1723亿元人民币。外汇市场运行总体平稳，供求保持基本平衡。2月衡量结汇意愿的结汇率，即客户向银行卖出外汇与客户涉外外汇收入之比为59%，较去年同期上升5个百分点；衡量购汇意愿的售汇率，即客户从银行买汇与客户涉外外汇支出之比为62%，较去年同期下降3个百分点。从主要渠道看，货物贸易、直接投资结售汇和涉外收支延续顺差格局，主要渠道跨境资金流动保持基本稳定有利于汇率预期维稳，人

人民币汇率双向波动在合理区间范围内。

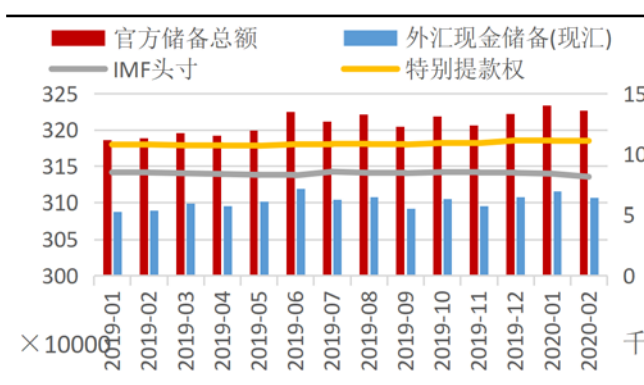
银行结售汇是指银行为客户及其自身办理的结汇和售汇业务，包括远期结售汇履约和期权行权数据，不包括银行间外汇市场交易数据。银行结售汇形成的差额将通过银行在银行间外汇市场买卖平盘，是引起我国外汇储备变化的主要来源之一，但不等于同期外汇储备的增减额。2020年3月末，我国外汇储备规模为30606亿美元，较年初下降473亿美元，降幅为1.5%，规模变动主要受汇率折算、资产价格变化等估值因素影响。随着我国疫情防控和社会经济发展工作取得积极成效，企业复工复产加快，国内实体经济逐步恢复和改善，将继续为外汇储备规模总体稳定提供支撑。

图7 银行结售汇（亿美元）



资料来源：wind，一德宏观战略部

图8 我国官方储备资产



资料来源：wind，一德宏观战略部

2.3 疫情尚未迎来拐点，美国经济重启缓慢

美国确诊新冠肺炎病例位居世界第一，且疫情尚未迎来拐点，对经济造成非常大的打击。上周美国劳工部公布数据显示3月新增非农就业人数减少70.1万人，为近10年来首次出现负数增长，几乎接近2009年金融危机后减少80万人的峰值，失业率录得4.4%，同比下降0.7%，为2017年8月以来高位水平，业内预期更加悲观，4月修正数据或更加糟糕。劳动参与率大幅下滑，U6指标连续4个月升高，需要引起警惕重视，凸显美国就业形势急剧恶化。美国劳工部表示，有些接受问卷调查的人就业状况没有被合理归类，3月份真实失业率可能高达5.4%，尤其是零售、航空、能源和服务业领域失业人数将会剧增，随着政府升级防控举措的实施，预计二季度失业率将继续攀升，对劳动力市场造成巨大冲击。

美国供应管理协会（ISM）数据显示，3月美国制造业活动指数从2月的50.1下降至49.1，表明制造业活动已经陷入萎缩。3月咨商会消费者信心指数从2月的132.6降至120，创下2017年7月以来新低。最新公布的4月密歇根大学消费者信心指数骤降至71。此外，机构展望也不乐观，摩根士丹利将美国一季度GDP增速预期从

国内经济率先修复 人民币表现或相对坚挺

2020.04

-2.4%下调至-3.4%，二季度 GDP 增速预期从-30%下调至创纪录的-38%。

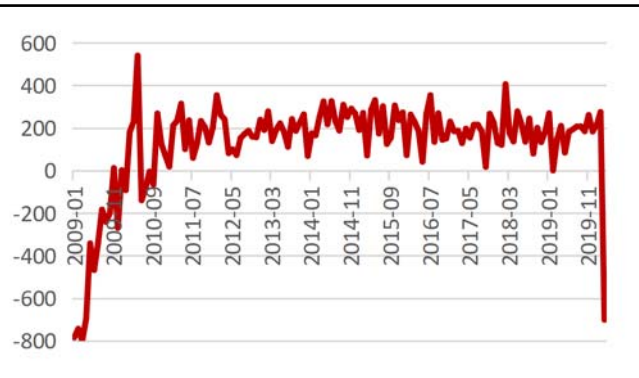
3月美国通胀数据明显走低，季调后CPI月率创2015年1月以来的新低，物价上行压力低迷态势延续。CPI长期平均水平通常较PCE高出0.25-0.5个百分点，因此通货膨胀目前暂不对美国经济构成威胁。

3月疫情在海外呈指数级上升趋势，叠加俄罗斯和沙特谈崩引爆石油价格危机，导致海外风险资产价格暴跌，并进一步引发共同基金、对冲基金等平仓减仓。在量化交易模式下，资产价格跌幅被放大，导致全球风险资产、避险资产均遭抛售以回收流动性，进而出现了全球美元流动性危机，美元指数大涨升破百元。由于经济前景不确定性的加剧和股市的剧烈动荡，美联储于3月3日晚间23时宣布将基准利率下调50个基点。3月16日，美联储再次紧急召开计划外的FOMC会议，决定将联邦基金利率大幅下调100个基点至0-0.25%水平，同时，增加至少5000亿美元国债以及2000亿美元抵押支持债券（MBS）总计7000亿资产购买，且每周和每月资产购买规模无上限。美债收益率随之大跌，恐慌情绪再度引爆诸多海外央行逢高减持调仓。美元流动性的传导是通过回购、拆借、互换以及信贷等市场逐级传递，在美联储降息后，央行回购的贴现利率也随之下降，显示回购市场有所缓解，无抵押拆借市场的流动性仍旧紧张意味着机构拆借放钱的意愿不高。从美联储与多国央行建立美元互换机制和商业票据市场信用利差走阔来看，流动性紧张也略有缓解。在美联储一系列救助政策加码后，流动性冲击出现阶段性缓和，不过受疫情和金融机构风险偏好下降的影响，加之美国企业高杠杆的现状，信用环境没有得到明显改善，流动性隐患依然存在。美联储4月9日发布了2.3万亿美元扩大债券购买计划，其中垃圾债也将纳入购买范围内，这也是未来一个隐患，美联储资产负债表急剧扩张所买入的各类高风险资产拥有美国财政部旗下外汇稳定基金（ESF）提供拨款“担保”，若实体经济遭遇重创导致上述高风险资产大跌，且ESF拨款无法覆盖其损失额，势必引发新的金融市场动荡。短期来看，因美元流动性危机尚未完全解除，且属避险货币，我们预计美元指数高位震荡为主，这将限制人民币升值空间，一旦触碰风险点，将引发人民币贬值。中长期看，公共卫生危机过去，美元需求大幅下降，若美联储和商业银行收回美元速度较慢或者差额较大，预计届时美元指数大概率将持续走弱，在此需警惕美元急剧贬值向全球转嫁其自身经济风险，人民币汇率方面需关注升值压力。

美联储主席鲍威尔4月9日发表讲话称美国第二季度的预期总体来说是非常疲弱的，但美联储正在通过一切方法帮助经济，以确保最终获得经济复苏。今年的经济复苏预期将取决于疫情扩散的程度以及何时能达到重新复工的条件。美联储前主席耶伦预计，美国二季度国内生产总值（GDP）折合年率可能至少萎缩30%。综上所述，我们预计二季度在疫情尚未有效控制前，由于较低的经济产出以及飙升的失业救济金申请，美国经济将呈现疲弱状态，重启复苏进程缓慢。

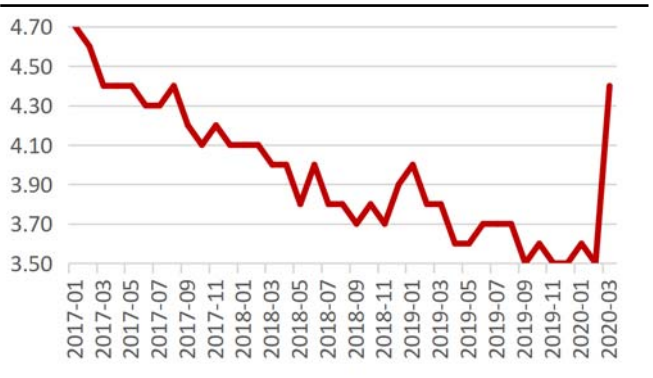
国内经济率先修复 人民币表现或相对坚挺
2020.04

图9 美元新增非农就业人数(千人)



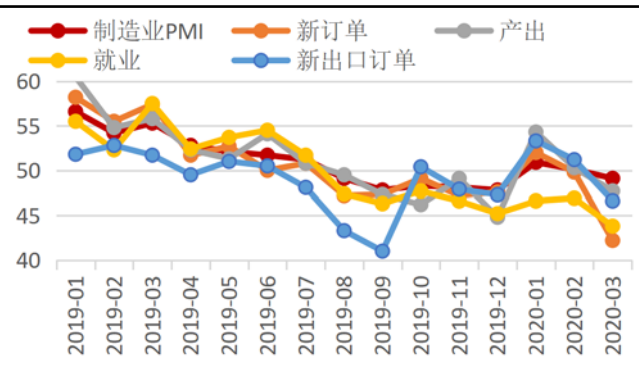
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图10 美国失业率(%)



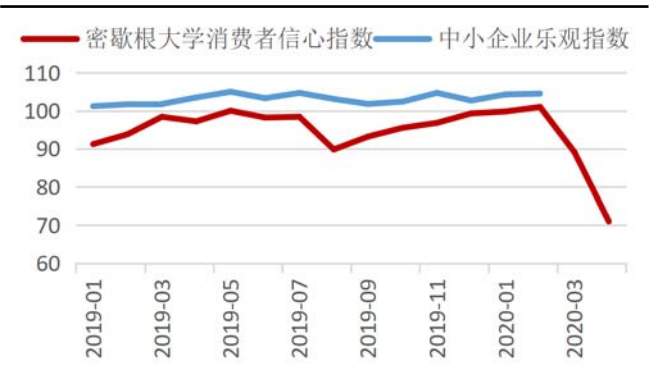
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图11 美国ISM制造业PMI



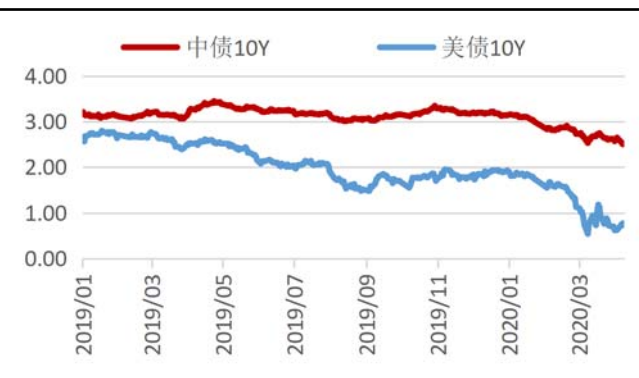
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图12 美国消费者信心指数与中小企业乐观指数



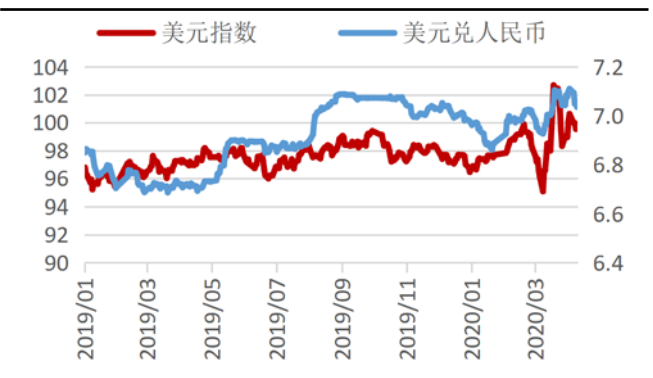
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图13 中美10年期国债收益率利差明显



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图14 美元指数与美元兑人民币走势



资料来源: wind, 一德宏观战略部

国内经济率先修复 人民币表现或相对坚挺 2020.04

图 15 美国标准普尔 500 波动率指数 (VIX)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 16 花旗经济意外指数



资料来源: wind, 一德宏观战略部

2.4 其他主要经济体运行情况

疫情蔓延影响世界经济,面对经济下行风险,全球各国家纷纷出台宽松政策应对经济陷入衰退,不过短期内预计无法创造出新的需求,长期看全球经济复苏需要依靠各国更大规模的经济刺激来维护经济发展。

3月欧元区主要国家经济显露对疫情的冲击,服务业 PMI 纷纷出现断崖式下滑。欧元区消费者信心指数在全年处于下行通道,显示消费者在内外经济不确定性上行的环境中,对经济预期不乐观,购买意愿下降。欧洲人员跨国流动频繁,防控难度相当大,意大利、西班牙、德国、法国确诊人数均突破 10 万,旅游、餐饮、娱乐等服务业消费大幅下降,工厂生产活动受限,势必对经济的负面影响巨大。欧央行从 2019 年 11 月就已重启量化宽松,规模为每月 200 亿欧元,对到期债券投资持续 2 至 3 年。

3月 11 日,英国央行宣布利率下调 50 个基点至 0.25%,同时维持国债购买目标为 4350 亿英镑。英国央行表示,本次降息决定是为了抗击新冠肺炎疫情带来的危机,新一期资助计划将为中小企业提供额外的资助,贷款计划可提供超过 1000 亿英镑的贷款,计划为期四年。英国首相鲍里斯·约翰逊确诊患病入院重症监护病房(ICU),引发英镑跳水,加之政府面临遏制疫情的巨大压力和脱欧后的谈判,英镑恐将重回弱势。

韩国央行 3 月紧急降息 50 个基点,并自 4 月起向韩国国内金融机构提供为期 3 个月的“无限量”流动性支持,4 月宣布维持基准利率在 0.75% 不变,未来将扩大公开市场操作的合格抵押品范围。韩国央行称,疫情已经使韩国国内经济增速明显下降,消费支出和出口等数据表现不佳,经济活动萎靡也拖累了韩国国内就业市场,未来将持续关注疫情形势并将采取适当举措稳定韩国经济。

日本央行 4 月 9 日下调了日本所有地区的经济评估,这是自 2009 年 1 月以来,日本首次下调所有地区的经济评估。央行行长黑田东彦公开表示,尽管全球各地央行采取的刺激行动在一定程度上缓解了金融市场的紧张气氛,但企业融资压力正在加剧。未来如果需要,日本央行将毫不犹豫地采取其他宽松措施。此前,日本央行已经

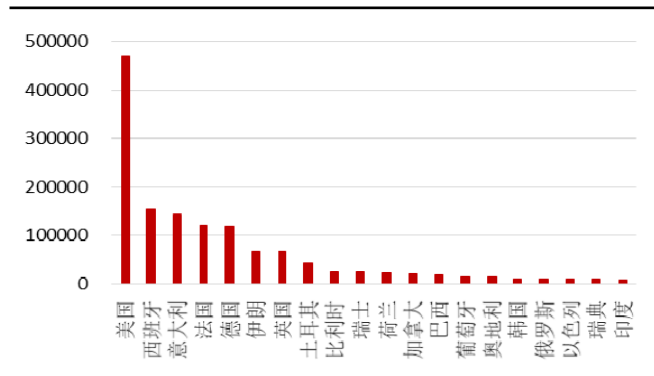
国内经济率先修复 人民币表现或相对坚挺

2020.04

敲定了 1 万亿美元的刺激计划。

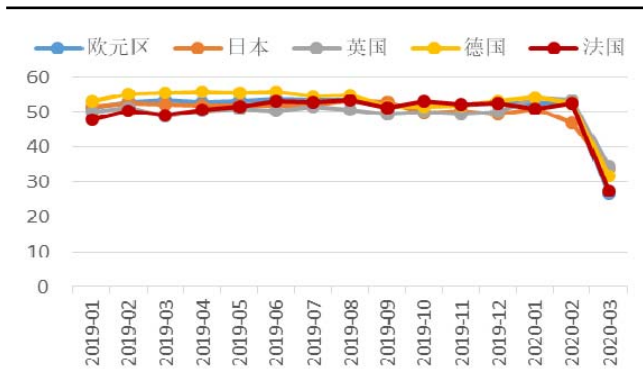
各国疫情防控措施持续升级，政府刺激政策不断加码，预计二季度中后期各国经济将会出现缓和。

图 17 海外累计确诊排名前 20 国家



资料来源：wind，一德宏观战略部

图 18 主要经济体服务业 PMI



资料来源：wind，一德宏观战略部

3. 总结及风险

一季度人民币汇率总体保持运行平稳，主要波动区间在【6.9, 7.1】。在出现美元荒问题后，相较其他国家货币，人民币表现相对抗跌，显示出较强的韧性和一定的避险特征。随着我国疫情防控和经济社会发展工作取得积极成效，企业复工复产加快，国内实体经济逐步恢复和改善，我们预计二季度国内经济率先修复将为人民币汇率提供有力支撑，不过国际疫情持续蔓延，尚未出现拐点，世界经济下行风险加剧，不确定因素较多，在外需依然承压的情况下，人民币升值空间或将有限。此外，因美国疫情最为严重，经济重启缓慢，信用层面的冲击还没彻底改善，美元流动性危机也尚未完全解除，市场或有所反复，美元指数高位震荡也将限制人民币升值空间。伴随外资流入国内市场，预计二季度总体人民币汇率稳中有升，不过空间有限，弹性增加【6.8, 7.2】。这里还需防范一旦疫情缓解，美元需求大幅下降，供大于求使得美元急剧贬值对人民币汇率升值造成激增的不利影响。二季度各国疫情防控措施升级，政府刺激政策不断加码，预计主要经济体将缓慢修复，经济稳则货币稳，人民币表现或相对坚挺。

风险提示：疫情未得到有效控制引发系统性风险；地缘政治风险

免责声明

- 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



总部：天津市和平区解放北路188号信达广场16层 • 022-58298788 • 300042

北京北三环东路营业部 100013

北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703
Tel: 010-8831 2088

上海营业部 200063

上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室
Tel: 021-6257 3180

天津营业部 300021

天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平创新大厦A座25楼2352、2353-1号）
Tel: 022-2813 9206

天津滨海新区营业部 300457

天津经济技术开发区第一大街79号泰达MSD-C区C1座2205单元
Tel: 022-6622 5869

天津津滨大道营业部 300161

天津市河东区上杭路街道津滨大道53号B座2301
Tel: 022-5822 0902

天津解放北路营业部 300042

天津市和平区小白楼街大沽北路与徐州道交口万通中心8层（802-804）
Tel: 022-2330 3538

郑州营业部 450008

河南省郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室
Tel: 0371-6561 2079

大连营业部 116023

辽宁省大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座-大连期货大厦2702号房间
Tel: 0411-8480 6701

淄博营业部 255000

山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间
Tel: 0533-358 6709

宁波营业部 315040

浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号
Tel: 0574-8795 1915

唐山营业部 063000

河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室
Tel: 0315-578 5511

烟台营业部 264006

山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501室
Tel: 0535-216 3353/216 9678

杭州营业部 310000

浙江省杭州市江干区瑞立江河汇大厦801室
Tel: 0571-8799 6673