

2021

期货市场年度投资报告

INVESTMENT REPORT OF FUTURES MARKET 2021

研究报告全部内容仅供参考，不构成任何投资建议
pdf element

品种年报——外汇

升值有预期，节奏需放缓，双向波动为新常态

作者

车美超

投资咨询证号：Z0011885

chemeichao@ydqh.com.cn

部门：宏观战略部

电话：(022) 58298788

网址：www.ydqh.com.cn

地址：天津市和平区解放北路

188 号信达广场 16 层

邮编：300042

内容摘要

2020 年下半年人民币持续升值，主要原因归结于我国率先控制了疫情，经济修复领先，出口保持较快增长，整体经济基本面表现良好，加之境外主体增持人民币资产，给人民币汇率带来支撑。为了给人民币升值预期降温，国内进行逆周期调控，升值速度或明显放缓。未来随着短期资本流动规模增加，汇率双向波动将成为新常态。

核心观点

- 预计 2021 年上半年，我国经济增长在主要经济体中仍会保持领先水平，这为人民币维稳升值预期提供基础，不过国内通过逆周期调控，升值速度会明显放缓，高点或将出现在上半年，建议购汇可把握上半年窗口，结汇关注市场波动带来的机会，锁定敞口。全年主要运行区间可参考【6.2，7】
- 美元指数在持续下跌后或将按下暂停键，美国通过新的刺激法案，若疫苗顺利，美元将迎来一波反弹，届时预计人民币承压回落。中期看，2021 年随着疫情的逐步好转、经济政策持续宽松以及美联储的低利率环境，CPI 将继续上涨，对于美元而言或将形成利空，不过预计下行空间有限。
- 应对疫情，欧洲央行提供大量资金援助，经济逐步修复，预计欧元维持高位震荡，脱欧叠加疫情，英国经历了几个世纪以来最为严重的经济滑坡，策略上可进行多欧元空英镑。日本央行的刺激计划会延续至 2021 年，依旧看涨日元等避险货币资产。

目录

1. 2020 年人民币汇率走势回顾.....	3
2. 2021 年汇率研判：.....	4
2.1 经济基本面支撑人民币汇率，持续升值后速度放缓.....	4
2.2 美国会达成新的救济法案，美元短期获支撑.....	7
2.3 欧洲央行提供资金援助，欧元高位震荡.....	8
2.4 疫情叠加脱欧，英国经济滑坡，英镑表现不佳.....	9
2.5 日元仍走避险逻辑，看涨避险资产.....	10
3. 总结.....	11
免责声明.....	12

研究报告全部内容仅代表协会观点，不作为任何投资建议，仅供交流使用。

pdf element

1. 2020 年人民币汇率走势回顾

2020 年美元兑人民币升值幅度是 2015 年以来最大的一年，年初至 12 月 18 日，离岸人民币区间升值 6.33%，区间振幅 10.1%，期间最高价 7.1964，最低价 6.4927。今年美元兑人民币汇率走势主要历经五个阶段：

第一阶段，年初至 2 月下旬，因国内疫情爆发，市场恐慌情绪不断升温，人民币汇率相对美元贬值。

第二阶段：2 月下旬至 3 月上旬，我国抗疫取得显著成效、积极推动复工复产，人民币汇率获得支撑，升至 6.9 附近。

第三阶段：3 月中旬，美元流动性冲击，非美货币集体承压，人民币相对抗跌，贬值幅度有限。

第四阶段：3 月下旬至 5 月下旬，中美摩擦加剧，离岸人民币震荡贬值，有效汇率显著回落，期间出现年内美元兑人民币最高点。

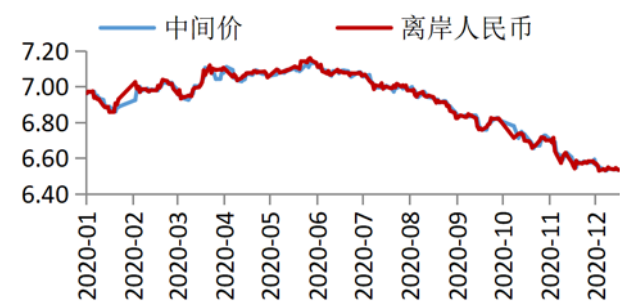
第五阶段：2020 年下半年，面对疫情，国内经济率先修复，海外疫情二次爆发，令经济雪上加霜，伴随美元指数贬值，中美高级别磋商谈判顺利落幕，人民币汇率开启升值行情。

继 10 月央行下调远期售汇风险准备金、暂停中间价逆周期因子后，12 月央行再次释放逆周期调节信号，下调金融机构跨境融资的宏观审慎参数。在人民币汇率持续快速升值后，管理层表明态度，为快速升值的预期降温。12 月以来美元指数持续下行跌破 90 关口，人民币汇率陷入窄幅震荡。

2020 年全球汇市波动率回归，人民币相对美元年化波动率提升至 4.7% 的历史峰值，欧元、日元、英镑相对美元年化波动率分别为 8.0%、9.8% 和 11.5%，较 2019 年显著抬升。今年人民币相对美元大幅升值 5.5%，相对英镑升值 3.9%，相对日元升值 1.2%，仅对欧元和澳元小幅贬值。

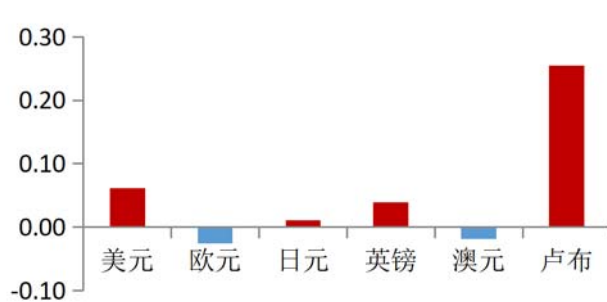
图 1.3 中红色线段表示 2019 年 IMF 测算各经济体 REER 均值水平与其中期经济基本面和政策相较下的高估/低估水平，正值区域表示高估，负值区域表示低估。蓝色圆形表示 2020 年 10 月各经济体 REER 水平与 2019 年均对比，由图可见，巴西汇率失衡较为明显，中国高于去年水平，不过处于负值区域，表示仍被低估。

图 1.1: 2020 年人民币兑美元中间价和离岸价格



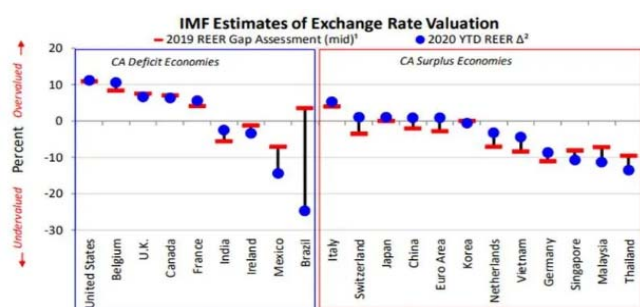
资料来源: Wind, 一德宏观战略部

图 1.2: 2020 年人民币兑主要货币汇率



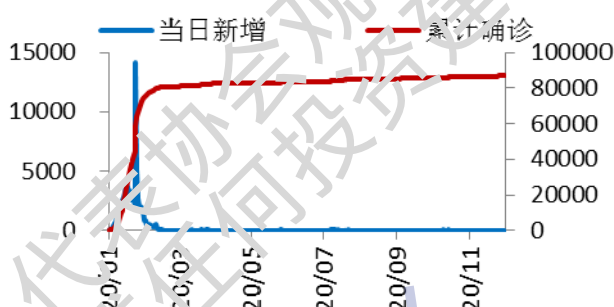
资料来源: Wind, 一德宏观战略部

图 1.3: IMF 对主要经济体汇率失衡程度测算



资料来源: 美国财政部汇率观察半年报 (2020M12)

图 1.4: 中国疫情趋势图



资料来源: Wind, 一德宏观战略部

2. 2021 年汇率研判

2.1 经济基本盘支撑人民币汇率, 持续升值后速度放缓

汇率反映了对一个国家的估值, 被长期看好具有竞争力的国家汇率具有升值潜力。2020 年, 新冠疫情使全球经济陷入自二战以来最为严重的衰退, 目前疫情共计对全球经济造成 18 万亿美元损失, 占 2019 年全球 GDP 总量的 20%。其中, 12 万亿来自世界主要国家通过财政刺激措施所付出的成本, 经济萎缩、贸易下滑合计损失 6 万亿。预计 2020 年全球经济将萎缩 20%, 其中, 中国是唯一能够实现正增长的国家。我国经济受疫情冲击先降后升, 一季度经济大幅收缩, 国内生产总值当季同比下降 6.8%, 人民银行推出涉及 9 万亿元资金的货币政策应对措施, 财政部门创新转移支付机制, 财政政策持续发力, 有效缓解了疫情对实体经济的冲击, 二季度经济运行逐月好转, 国民经济稳定修复, 第二、三季度 GDP 分别增长 3.2% 和 4.9%, 截至三季度, 国内 GDP 总额 72.3 万亿元, 按可比价格计算, 同比增长 0.7%, 增速由负转正, 不过远低于 2019 年 6.1% 的增速。IMF 最新发布报告显示预计 2021 年中国经济增长将达到 8.2%, 在全球经济增长名

列前茅。我们预计由于今年基数较低，2021 年 GDP 会呈现前高后低增长。11 月我国官方制造业 PMI 升至 52.1% 的年内高点，强劲反弹的力度显著强于季节性，生产与新订单指数创下 2017 年 9 月以来新高，制造业供求高位加速扩张，显示下游需求的加速改善，对生产的推动作用增强，经济修复进一步加快。12 月 11 日，中共中央政治局召开会议称我国经济运行逐步恢复常态，不过疫情和外部环境仍存在诸多不确定性，“内循环”强调国内市场的作用，是我国经济韧性的主要来源。经济基本面向好为人民币汇率提供有力支撑。

IMF 全球经济增长预测

	世界	发达经济	美国	英国	日本	欧元区	德国	中国	新兴市场及中等经济体
2019	2.8	1.7	2.2	1.5	0.7	1.3	0.6	6.1	3.7
2020	-4.4	-5.8	-4.3	-9.8	-5.3	-8.3	6	1.9	-3.3
2021	5.2	3.9	3.1	5.9	2.3	5.2	4.2	8.2	6

资料来源：IMF World Economic Outlook October 2020

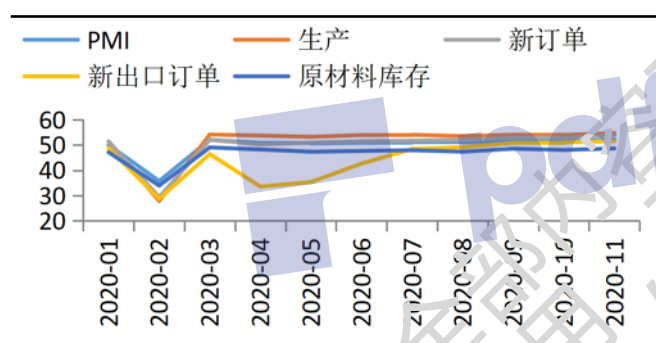
2020 年前 11 个月，我国货物贸易进出口总值 29.34 万亿元人民币，同比增长 1.8%，其中，出口 16.13 万亿元，增长 3.7%，进口 13.21 万亿元，同比下降 0.5%。实现贸易顺差 32.14 万亿元，为 2017 年以来最高。疫情期间海外主要制造业国家产能缺位，我国出口增长实现及时补位。短期来看，四季度海外再度封锁带动我国出口强劲增长，不过主要还是体现在生活和防疫产品上，出口集装箱指数不断创新高。预计 12 月出口有望维持高增长。应对疫情，我国防控有力，海外仍未能够有效控制，在疫苗大面积推广之前，预计 2021 年上半年防疫产品出口依旧维持增长，另外全球经济复苏及外部贸易环境边际好转也会带动支撑出口增长，出口结汇将为人民币汇率走强做出贡献。另外春节前结汇释放也将支撑人民币表现，而下半年伴随海外复工复产使供需缺口收窄，我国出口或将放缓。因此建议购汇可把握上半年窗口，结汇关注市场波动带来的机会，锁定敞口。

11 月我国外汇市场运行稳健，跨境收支交易趋于自主平衡，截至 11 月末，外汇储备余额为 31785 亿美元，规模保持基本稳定。在海关进出口顺差增长带动下，货物贸易结售汇顺差同比增加 55 亿美元；服务贸易结售汇逆差同比收窄 56 亿美元，继续保持低位，跨境双向直接投资保持活跃，资金净流入规模与去年同期基本持平；股票项下双向投资保持稳定，其中“陆股通”渠道外资净买入 A 股达 579 亿元人民币，在海外不确定风险增加的情况下，国内资产更获青睐。除 3 月中旬美元流动性危机外，2020 年外资持续流入债市的趋势明显，中美 10 年期利差达到历史高位 250bp 水平，另外 3 月中国国债正式纳入摩根大通指数也带来主被动资金流入。

2021 年 10 月开始中国国债将正式纳入富时罗素全球国债指数 (WGBI)，根据跟踪该指数的资金规模 (约 2.5 万亿美元) 以及人民币债券纳入权重 (预计约 5%) 估算，大约将带来 1250 亿美元 (按当前 6.55 计算约合 8188 亿元人民币) 增量资金，外资流入也为人民币汇率提供保障。

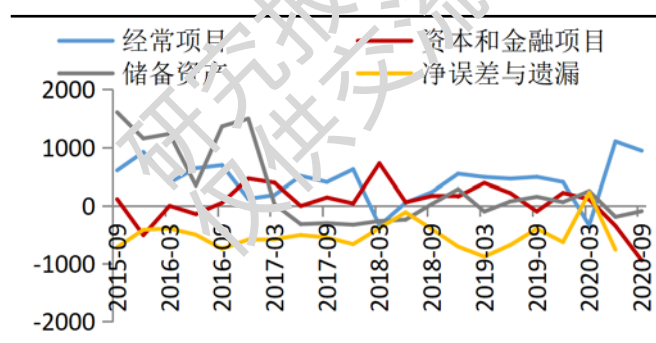
12 月 11 日，央行、国家外汇管理局决定将金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从 1.25 下调至 1，这是自今年 3 月 11 日全口径跨境融资宏观审慎调节参数从 1 上调至 1.25 后时隔 9 个月的再次调整，显示管理层对人民币汇率大幅升值的进一步关注，意在避免形成人民币升值的单边预期。跨境融资宏观审慎调节参数的高低，直接影响着企业和金融机构可以在境外融资的风险加权余额上限的大小，此次将金融机构的参数调降，意味着金融机构的跨境融资风险加权余额上限下降，是逆周期调节，防范系统性风险，实际上也是释放一个信号，促成市场预期分化，促进外汇收支平衡。因此我们预计 2021 年人民币升值速度会明显放缓，高点或将出现在上半年，这里还需要提出注意若美元有效反弹，人民币届时会承压调整。全年主要运行区间为【6.2, 7】。

图 2.1: 2020 年中国制造业采购经理指数 (PMI)



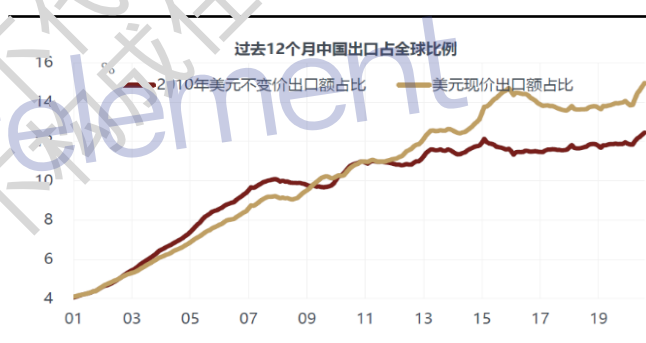
资料来源: Wind, 一德宏观战略部

图 2.3: 国际收支平衡表 (亿美元)



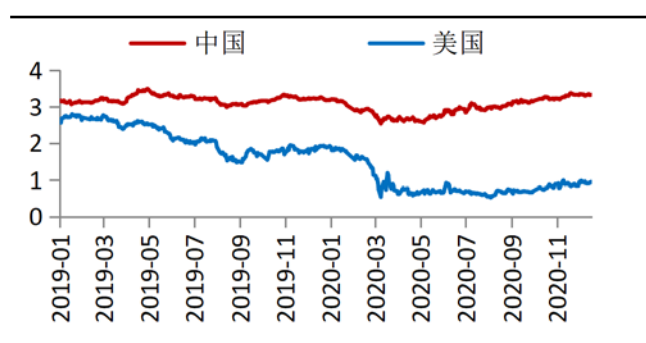
资料来源: Wind, 一德宏观战略部

图 2.2: 中国出口占全球比例



资料来源: 敦和资产

图 2.4: 中美 10 年期国债收益率



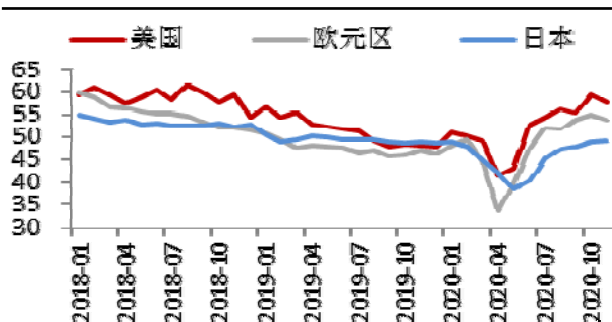
资料来源: Wind, 一德宏观战略部

2.2 美国会达成新的救济法案，美元短期获支撑

今年主导美元走势包括疫情、货币和财政政策三个要素，通过名义利率，通胀，实际利率等方面控制其变动节奏。疫情冲击下，全球金融市场波动剧烈，3月以美元升值为特征的全球美元流动性收紧，由于美国企业杠杆处于抬升通道，市场信心下滑以及经济活动的停滞加剧了流动性和资产价格的相互恶化，美股经历多次熔断，为应对经济衰退及流动性危机，美联储降息接近零水平，并启动开放式量化宽松计划。美联储的资产规模从3月份的4.2万亿美元迅速飙升至5月末的7万亿美元以上，不到三个月的时间内扩张近3万亿美元，涨幅达80%左右。直至11月，美联储的购债步伐也没有做出改变。财政政策上，美国3月份出台了总额约为2万亿美元的财政刺激政策，这是美国历史上规模最大的财政刺激计划，其规模相当于美国国内生产总值的10%左右。美元指数在历经流动性问题急升后迅速回调，6月美国疫情二次爆发，财政补贴在计划时间范围内尚未到期，疫情反复叠加实际利率大幅下降，美元遭受双重冲击持续下滑。三季度美联储三次公开讲话，财政端与货币端均按下暂停键，美元贬值速度也有所减缓。美国11月CPI表现超预期，未来通胀压力将会逐步显现，预计2021年随着疫情的逐步好转、经济政策持续宽松、美联储的低利率环境、经济修复引导需求上升，叠加低基数的影响，CPI将继续上涨，对于美元而言或将形成利空。

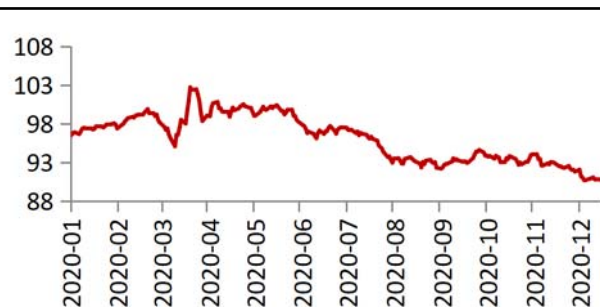
疫情反弹背景下美国就业市场复苏面临阻碍，美国劳工部数据显示11月非农就业新增24.5万人，大幅低于预期的47.5万人，增幅连续5个月录得下滑，显示劳动力市场虽在复苏，但速度显著放缓，另外长期失业人数有所上升暗示疫情带给经济的持续冲击或比预期更为长久，属于危险信号。美国死亡病例数持续快速攀升，目前接近4月高点，美国医疗资源挤兑风险增大，使美国经济复苏步伐放缓。美国时间12月20日，美国国会参议院多数党领袖麦康奈尔表示，参众两院达成了一项大约9000亿美元的新冠救济法案。这项法案的敲定历时将近9个月，是美国人民的另一项重大救援计划。众议院将于21日对这份救济法案进行最终表决，然后提交至参议院。短期利好美元指数，中期来看，经济复苏缓慢，超低利率叠加美国政治分化，不排除美元进一步下跌的可能，不过预计下行空间有限。若疫苗有效且供应充足，美国率先普及接种，控制时间早于欧洲的话，经济修复则会优于欧洲，届时美元形成反弹。

图 2.5: 美欧日 PMI



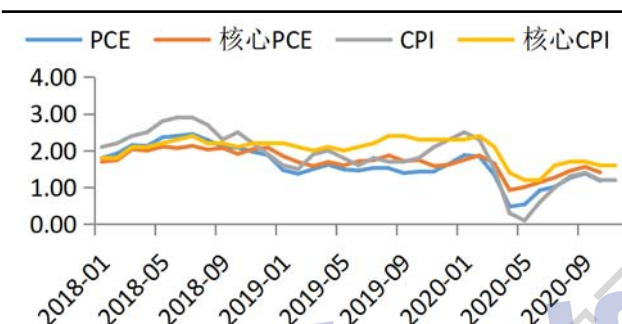
资料来源: Wind, 一德宏观战略部

图 2.6: 2020 年美元指数走势



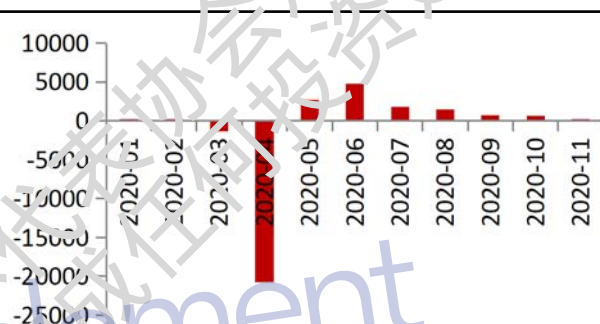
资料来源: Wind, 一德宏观战略部

图 2.7: 美国通货膨胀



资料来源: Wind, 一德宏观战略部

图 2.8: 2020 年美国新增非农就业人数 (千人)

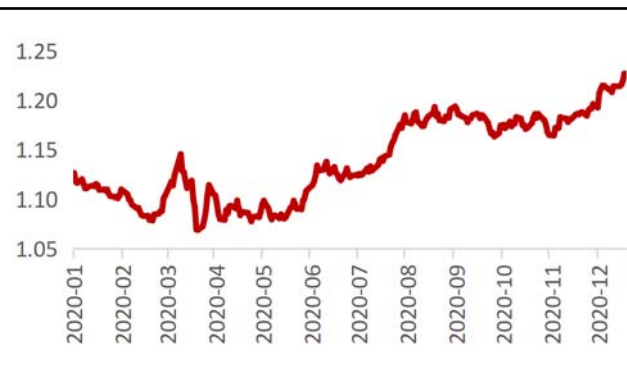


资料来源: Wind, 一德宏观战略部

2.3 欧洲央行提供资金援助，欧元高位震荡

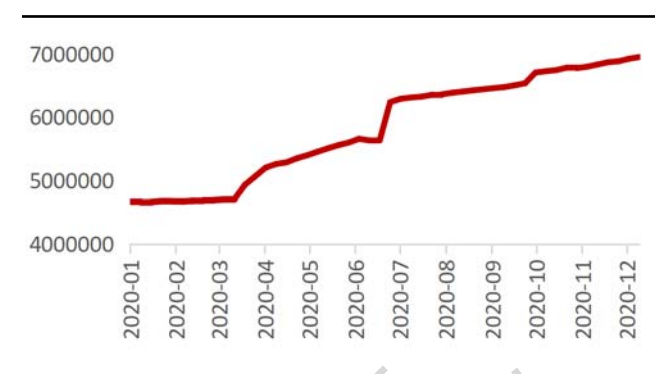
欧盟首脑在欧盟峰会上批准了由共同债务支持的 2.2 万亿美元预算与刺激计划，这一最新协议为欧盟 2021 至 2027 年的 1.1 万亿欧元七年预算案实施铺平了道路。欧洲央行增加购债规模应对二次疫情，将大流行病紧急资产收购计划 (PEPP) 的整体规模增加 5000 亿欧元至 1.85 万亿欧元，同时称 PEPP 将至少持续至 2022 年 3 月底。此外，欧央行还调低了明年欧元区的经济增长预期，欧洲央行行长拉加德表示，因欧洲疫情复燃，欧元区四季度 GDP 将重返萎缩，负通胀将维持至明年初，欧洲央行将密切监控欧元升值。二次疫情冲击下，欧洲许多企业倒闭、失业率飙升、债务创历史新高，欧洲经济或将二次探底，此外脱欧谈判仍未走出困境，预计短期欧元或出现回调。不过随着欧洲央行的资金为政府和企业提供援助，疫情将逐步得到有效控制，脱欧谈判进展顺利的前提下，预判 2021 年经济将会渐进复苏，且美元若维持弱势，欧元有进一步上探的可能，总体维持高位震荡格局。风险点在于如果出现硬脱欧，欧元或受到冲击，第一目标跌破 1.2 关口。

图 2.9：2020 年欧元兑美元走势



资料来源：Wind，一德宏观战略部

图 2.10：2020 年欧洲央行资产总额（百万欧元）



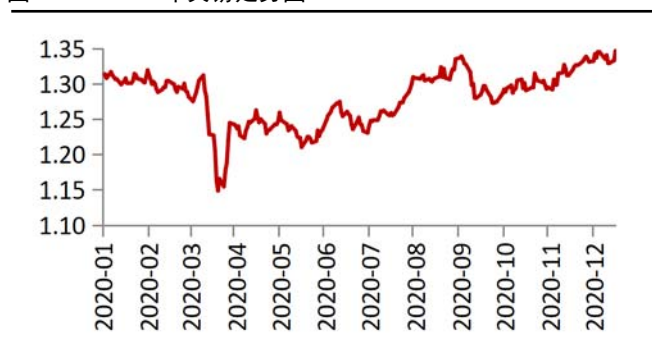
资料来源：Wind，一德宏观战略部

2.4 疫情叠加脱欧，英国经济滑坡，英镑表现不佳

2020 年疫情爆发后，英国经历了几个世纪以来最严重的经济滑坡。英国的失业率持续上升，英国央行预计 2021 年的失业率将攀升至 7.5%，英国预算责任办公室预计在不利的情境下，失业率将会超过 10%。即使英国达成脱欧协议，失业人口也可能超过 250 万。脱欧叠加疫情造成双重打击，有关经济研究预测表明，即使英国达成脱欧贸易协议，长期经济增长也会降低 8%。如果没有达成协议，则降低程度还会再增加 2%。英国当地时间 12 月 19 日，英国卫生大臣汉考克在谈到当前英国的新冠疫情时表示新毒株已失去控制，新变种比原始毒株的传播性高出 70%，目前最迫切的工作是确保变种病毒不会导致更高的死亡率。随即英国首相约翰逊在疫情新闻发布会上表示，从 20 日起，伦敦、英格兰南部和东部将从目前的三级防控级别升至四级，为期两周。鉴于目前再度封城，许多企业或再次被迫关闭以遏制疫情蔓延，预计四季度经济将再次萎缩，经济产出需要到 2022 年才能恢复到疫情之前的水平。疫苗的推出为明年经济复苏带来希望，不过毒株变异后疫苗是否有效成为最大不确定因素，预计修复经济创伤需要更长的时间。

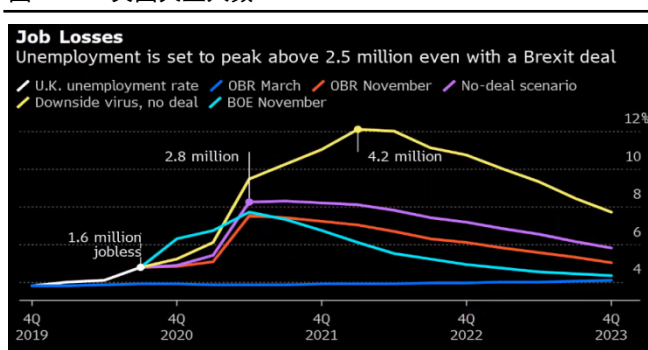
欧盟委员会主席冯德莱恩与英国首相约翰逊 12 月 13 日通电话，双方决定继续围绕未来关系进行谈判，协议脱欧有利于英国和欧盟的经济金融发展，特别是在疫情肆虐背景下缓解市场恐慌情绪，符合共同利益。当前贸易谈判达到最激烈阶段，英国和欧盟将就渔业权进行最后交锋。若顺利协议脱欧，英镑不排除涨至 1.4 的可能，若脱欧谈判陷入困境，英国不排除将利率降至负值，无序脱欧风险增加，那么英镑将高位回落可能会跌回 1.3 下方。英镑的主导驱动在于脱欧谈判进展与疫情，策略上建议多欧元空英镑。

图 2.11: 2020 年英镑走势图



资料来源: Wind, 一德宏观战略部

图 2.12: 英国失业人数

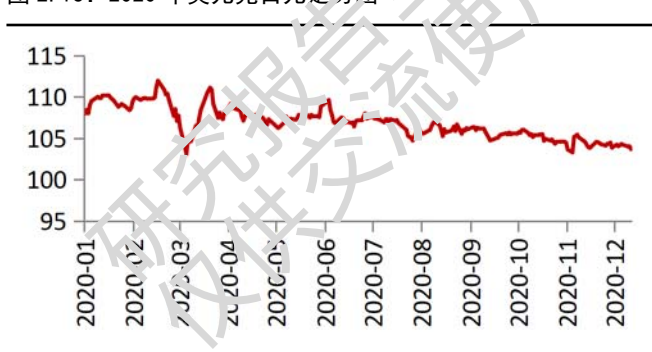


资料来源: 汇通网

2.5 日元仍走避险逻辑, 看涨避险资产

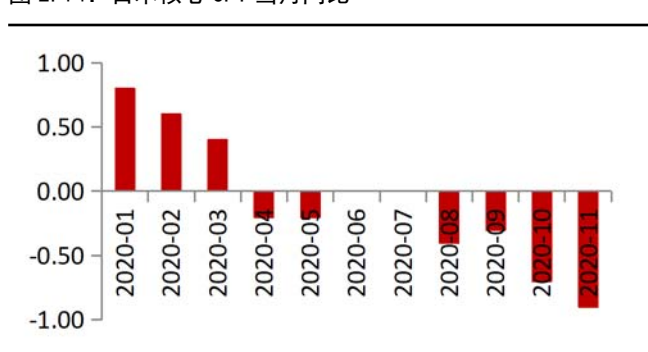
名义有效汇率与通胀相关, 受疫情影响, 日本核心通胀低位运行。央行加大货币宽松力度, 开启无限量购买日本国债、取消了此前以每年 80 万亿日元速度购债的指引, 以此呼应政府的经济政策、助力企业资金周转。日本政府宣布提供 40 万亿日元的财政措施, 包括 7.7 万亿日元的投资和贷款, 日本首相菅义伟在内阁会议批准经济刺激措施, 称新的经济刺激措施将刺激 GDP 增长约 3.6%。据悉, 日本央行可能扩大企业融资援助计划, 这些措施目前定于 2021 年 3 月到期, 可能会至少延长半年。日元若有效突破 104 关口, 不排除上探 102 的可能; 日元属避险货币, 避险需求依然存在, 2021 年我们依旧看涨日元等避险货币资产。

图 2.13: 2020 年美元兑日元走势图



资料来源: Wind, 一德宏观战略部

图 2.14: 日本核心 CPI 当月同比



资料来源: Wind, 一德宏观战略部

3. 总结

2020 年下半年人民币持续升值，主要原因归结于我国率先控制了疫情，经济修复领先，出口保持较快增长，整体经济基本面表现良好，加之境外主体增持人民币资产，给人民币汇率带来支撑。不过升值速度过快，还是有不利影响的，为了抑制人民币过度升值，央行、国家外汇局已经在今年 10 月相继宣布把远期售汇业务的外汇风险准备金率从 20% 下调为 0，并且淡出使用人民币对美元中间价报价模型中的“逆周期因子”，此外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，旨在进一步给人民币升值预期降温。这里可以明确看出目前管理层的态度。

预计 2021 年上半年，我国经济增长在主要经济体中仍会保持领先水平，这为人民币维稳升值预期提供基础，不过升值速度会明显放缓，高点或将出现在上半年，建议购汇可把握上半年窗口，结汇关注市场波动带来的机会，锁定敞口。全年主要运行区间为【6.2，7】。对于国内一些企业和个人来说，目前欧元和日元存款是负利率，美元的存款也基本是零利率，这种情况下外币贷款利率较低，加上人民币升值，借外币贷款非常划算。

美元指数在持续下跌后或将按下暂停键，美国通过新的刺激法案，若疫苗顺利，美元将迎来一波反弹，届时预计人民币承压回落。中期看，2021 年随着疫情的逐步好转、经济政策持续宽松以及美联储的低利率环境，CPI 将继续上涨，对于美元而言或将形成利空，不过预计下行空间有限。

应对疫情，欧洲央行提供大量资金援助，经济逐步修复，预计欧元维持高位震荡，脱欧叠加疫情，英国经历了几个世纪以来最为严重的经济滑坡，策略上可进行多欧元空英镑。日本央行的刺激计划会延续至 2021 年，依旧看涨日元等避险货币资产。

风险提示：疫苗效果不及预期、中美关系恶化

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。

一德期货天津分公司 (Tel: 022-2331 4816)

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 (802-8J4)

北京北三环东路营业部 (Tel: 010-8831 2088/8831 2150)

北京市东城区北三环东路36号E栋7层02/03房间

上海营业部 (Tel: 021-6257 3180/6257 4270)

上海市中山北路2550号物资中心大厦1604-1605室

天津营业部 (Tel: 022-2813 9206)

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)

天津津滨大道营业部 (Tel: 022-5321 0802)

天津市河东区上杭路街道津滨大道53号E室: 30

大连营业部 (Tel: 0411-3760 0701)

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

郑州营业部 (Tel: 037-6577 2019/65612079)

郑州市未来大道与航海路交汇处大厦803、804、805室

天津滨海新区营业部 (Tel: 022-6622 5869/5982 0931)

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

宁波营业部 (Tel: 0574-8795 1915/8795 1925)

浙江省宁波市鄞州区彩虹南路11号嘉汇国贸大厦A座2006室

唐山营业部 (Tel: 0315-5785 511)

河北省唐山市翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼9层905号

烟台营业部 (Tel: 0535-2163 353/2169 678)

山东省烟台市经济技术开发区长江路77号3303-3304室

日照营业部 (Tel: 0633-2180 399)

山东省日照市东港区石臼街道海曲东路386号天德海景城A栋5701、5702室

杭州营业部 (Tel: 0571-8799 6673)

浙江省杭州市江干区瑞立江河汇大厦801室

一德期货营业网点

联系方式 4007-008-365 | 公司官网 www.ydqh.com.cn | 总部地址 天津市和平区解放北路188号信达广场16层