

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

（季报）

人民币升值步伐放缓，稳中调整

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

宏观层面看，人民币汇率主要取决于中国的经济增长情况，我国对于疫情防控有力，经济稳中向好的基本面没有改变，这为人民币提供有力支撑。在全球主要经济体基本都实行零利率和负利率的背景下，国内人民币资产具有天然的吸引力，资本流入明显也为人民币资产提供保障。但升值速度过快不利于发展，保持汇率稳定才是最好选择，因此央行调降远期售汇业务的外汇风险准备金率，这一政策具有强烈的降温效果。我们预计人民币汇率四季度升值步伐放缓，或将出现稳中调整格局。美国经济复苏进程放缓，新一轮财政救助政策还未达成一致，大选不确定性因素增加，打压市场风险偏好，利多美元，但季节性指标显示年末美元指数指向走弱，因此预判四季度美元指数整体走势呈现先扬后抑格局。如果四季度人民币汇率的主要驱动因素还是美元逻辑，那么相应走势也会呈现出调整后反弹。展望四季度欧元区经济基本面或弱于美国，CFTC持仓数据也印证推断欧元或将进一步回调。四年来英国脱欧协议将迎来结果，我们对此抱有乐观预期，“硬脱欧”成为小概率事件，策略上，看好英镑。

风险提示：中美关系紧张恶化；疫苗失败。

目 录

1. 人民币汇率三季度走势回顾：	1
2. 人民币汇率四季度升值步伐放缓，或稳中调整	2
3. 美国不确定性因素增加，美元指数或先扬后抑	3
4. 欧洲疫情二次反复，欧元或进一步回调	5
5. 英国脱欧协议将迎结果，对英镑抱乐观预期	6
6. 总结	7
免责声明	8

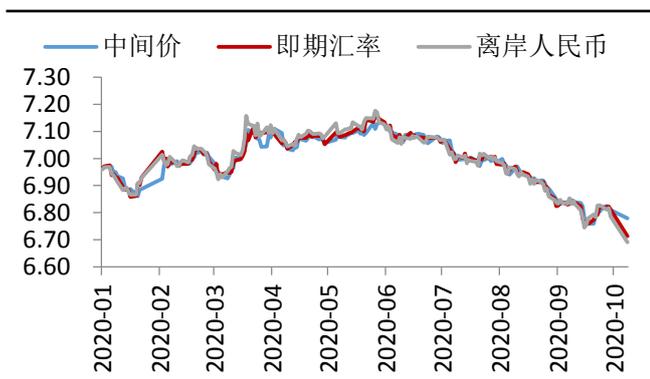
1. 人民币汇率三季度走势回顾：

2020年三季度人民币兑美元整体持续升值，幅度为3.72%。自5月27日最高点算起，离岸人民币在这几个月累计最高升值了7.26%，创十余年来单季最大涨幅。国庆假期后的首个交易日，在岸和离岸人民币汇率双双突破6.7后，市场对人民币汇率升值的预期显著增强。宏观层面看，人民币汇率主要取决于中国的经济增长情况，受疫情影响，中国可能是2020年唯一实现正增长的主要经济体。从驱动上讲，本轮人民币兑美元的升值主要是被动跟随美元指数走弱所致。据文化和旅游部统计，国庆假期全国共接待国内游客7.82亿人次，同比增长7.81%，实现国内旅游收入6497.1亿元，同比增长8.47%。商务部7日发布的数据显示，全国零售和餐饮企业实现销售额1.52万亿元，同比增长8.5%。显然市场情绪的改善对人民币走势也构成积极作用。

不过人民币兑美元持续且快速升值，并非是一件好事，因为这严重影响了中国的出口外贸企业，升值速度过快会对经济造成负面冲击，积累风险。10日晚间，央行决定自10月12日起，将远期售汇业务的外汇风险准备金率从20%下调为0。从释放货币当局的政策意图和预期引导上，信号是明显的，即央行不希望人民币兑美元快速升值的现状继续下去，容易引发羊群效应。外汇风险准备金率属逆周期调节工具，央行此举是有意降低银行远期售汇美元成本，增加企业在远期购买美元需求，对于近期有美元使用需求的进口企业而言，当前换汇点位或较为合适。

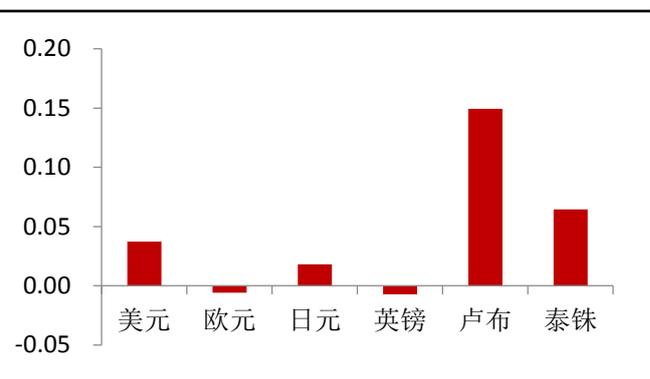
如图2所示，三季度人民币除对美元升值外，还对日元、卢布和泰铢升值，其中幅度最大的是人民币兑卢布升值14.9%。不过兑欧元和英镑小幅贬值。

图1 2020年前三季度人民币汇率走势



资料来源：wind，一德宏观战略部

图2 三季度人民币兑主要国家货币涨跌



资料来源：wind，一德宏观战略部

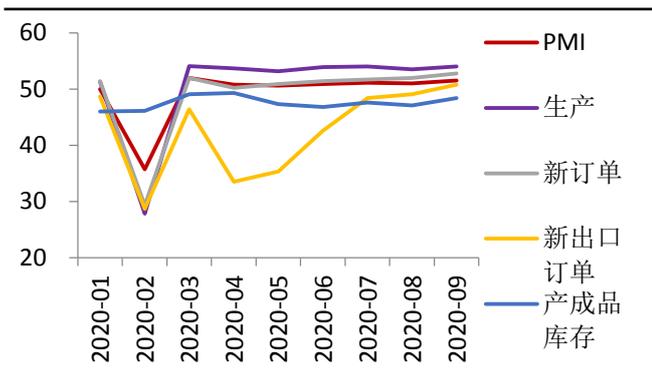
2. 人民币汇率四季度升值步伐放缓，或稳中调整

9月我国制造业PMI为51.5，较8月上升0.5，显示制造业加速扩张。内需方面，投资分化，制造业内生动力逐步恢复。外需方面，外贸景气度重回扩张区间，9月新出口订单指数升至50.8，为今年以来首次高于枯荣线。刚刚公布的9月我国以人民币计价的外贸进出口总额同比增长10%，其中，出口同比增长8.7%，国内出口显示维持较强的韧性，不过今年出口订单指数与真实出口增速背离较多，使其指向性作用减弱。考虑到海外疫情二次爆发，防疫物资出口增长有望维持高位，而国内需求修复总体弱于供给的修复，预计四季度出口增长仍是影响我国贸易的主要支撑。对于欧美政策刺激不确定性增加，对后续消费的支撑作用可能边际减弱。今年我国经济发展主线发生变化，由出口导向转为内循环为主，这就需要培育扩大市场，使人民币保持相对较强的购买力，继续推进人民币国际化进程。前观其他货币国际化的必经之路都是保持币值稳定，或者小幅稳步升值。这里可关注其中的递进逻辑。

三季度，我国货币政策呈现中性偏紧，四季度除10月是缴税大月，随着传统上四季度财政支出进度加快，银行间流动性或边际缓和，流动性充裕程度整体或将高于前三个季度。截至2020年9月末，我国外汇储备规模为31426亿美元，较8月末下降220亿美元，降幅为0.7%。9月，受境外新冠肺炎疫情反复、主要国家货币和财政政策等因素影响，美元指数小幅上涨，在汇率折算和资产价格变化等因素综合作用下，当月外汇储备规模有所下降。不过外汇市场供求基本平衡，跨境资金流动总体保持稳定。9月，售汇率持续放大至68%，结汇率下滑至62%。这一结构反应出人民币快速升值后，企业和居民购汇热情升温，但结汇意愿有所下降，不过并未出现恐慌性结汇的行为。总体而言，我国对于疫情防控有力，经济稳中向好的基本面没有变，这有利于外汇储备规模总体保持稳定，为人民币提供有力支撑。

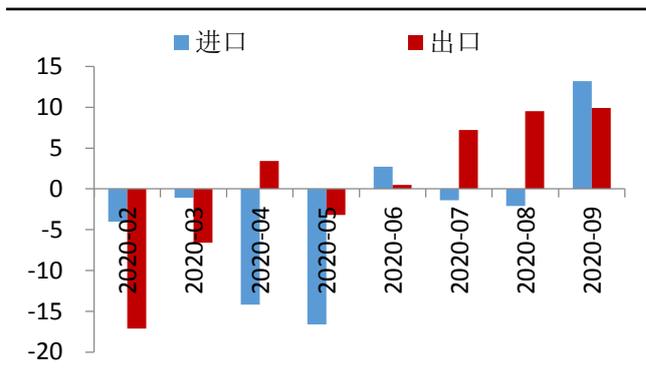
10月12日起，央行将远期售汇业务的外汇风险准备金率从20%下调为0。政策通过调节汇率的交易成本，引导市场方向，防止人民币过快升值，我们也可以看到这两天人民币汇率也出现了小幅回调，正常回归有助于人民币汇率平稳有序运行。因此我们预计人民币汇率四季度升值步伐放缓，或将出现稳中调整格局。

图3 中国制造业采购经理指数 (PMI) (月)



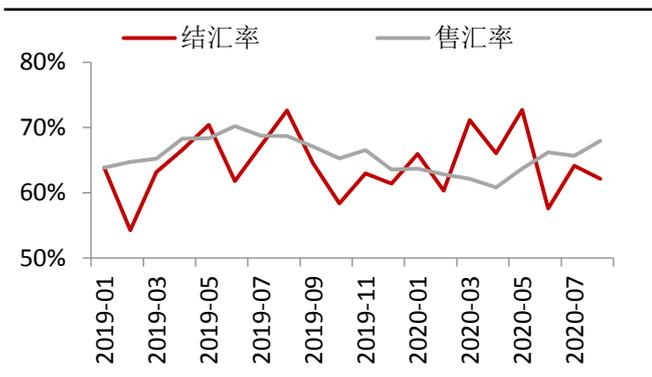
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图4 进口金额与出口金额当月同比 (%)



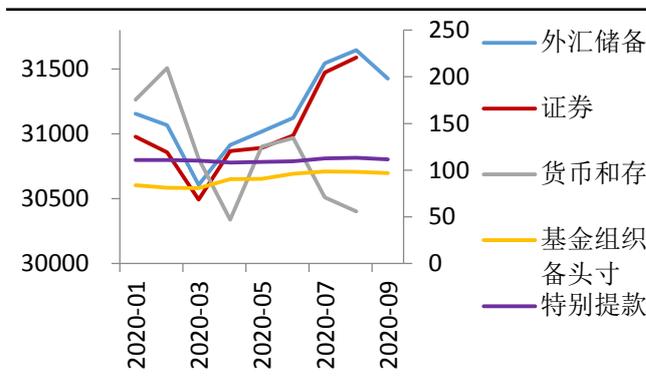
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图5 结汇率与售汇率 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图6 我国官方储备资产 (亿美元)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

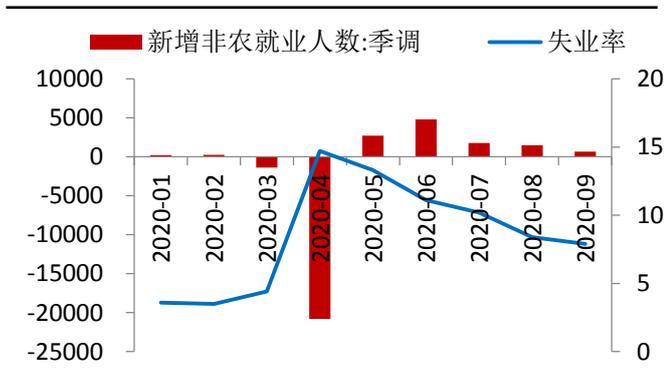
3. 美国不确定性因素增加，美元指数或先扬后抑

三季度美国经济复苏进程显著放缓，美联储扩表速度放慢且未释放额外宽松信号，财政刺激政策持续缺位，加之美国疫情有第三轮爆发的风险，对经济复苏构成较大威胁，使得市场风险偏好回落，资金回流美元，避险情绪推动美元指数低位反弹。数据方面，9月新增非农就业人数为66.1万人，不及前值与预期，主要因人口调查临时性雇佣回落以及部分因地方政府财政紧张导致教师雇佣减少的缘故，美国就业市场修复节奏放缓。受临时性失业减少支撑，9月失业率下降0.5%至7.9%，但仍位于历史高位，尽管服务行业就业增加显著，但劳动参与率下降及永久失业人数增长恐对经济动能产生损害。三季度消费者信心指数虽有小幅修复，但仍未回到疫情爆发前水平，显示信心不足。美国商务部最新数据显示，随着进口再次骤增，美国8月贸易逆差扩大5.9%，至671亿美元，为2006年8月以来最高水平，而且高于市场预期的660亿美元，消费者和企业急于购买更多进口商品，

而美国的贸易伙伴进口的商品却减少了，这导致月度贸易逆差激增至接近创纪录水平。另外，今年美国大选不确定性在特朗普总统感染新冠肺炎后进一步上升，可能导致金融市场、消费者以及企业信心受到冲击。美国新一轮财政救助政策迟迟没有落实，打压市场风险偏好，短期利好美元指数。不过从大选效应和季节性指标来看，大选前后美元指数倾向于走强，而季节性指标显示年末美元指数指向回落走弱，因此我们预计四季度美元指数整体走势呈现先扬后抑。技术指标分析，日线图观察当前处于多空布林带中轨密集区，短线运行区间【92.7, 94.3】，中线级别给出【93, 97】区间预测。

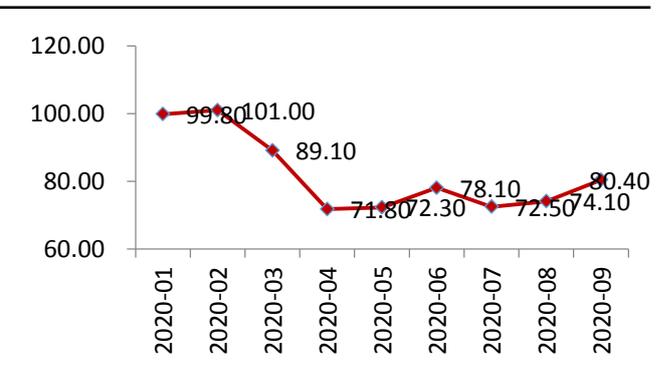
若四季度人民币汇率的主要驱动因素还是美元逻辑，那么相应走势会呈现出调整后反弹，其次，中美利差走阔也支撑人民币走强。

图7 美国新增非农就业人数（千人）与失业率（%）



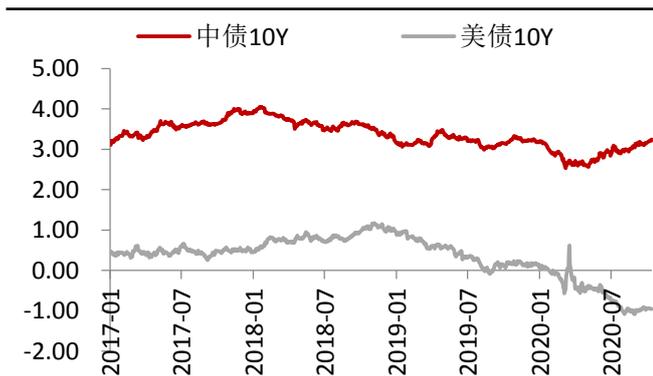
资料来源：wind，一德宏观战略部

图8 美国密歇根大学消费者信心指数



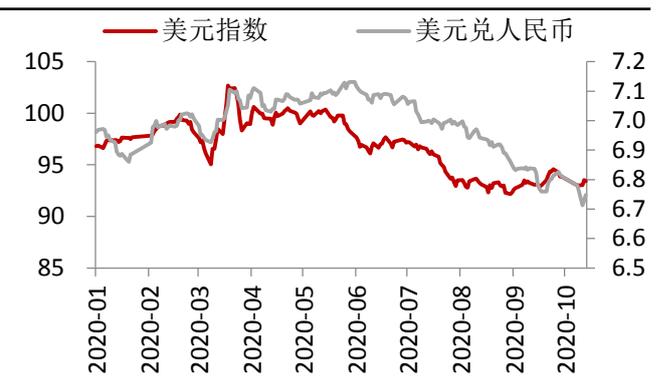
资料来源：wind，一德宏观战略部

图9 2017-2020 年中美 10 年期国债收益率



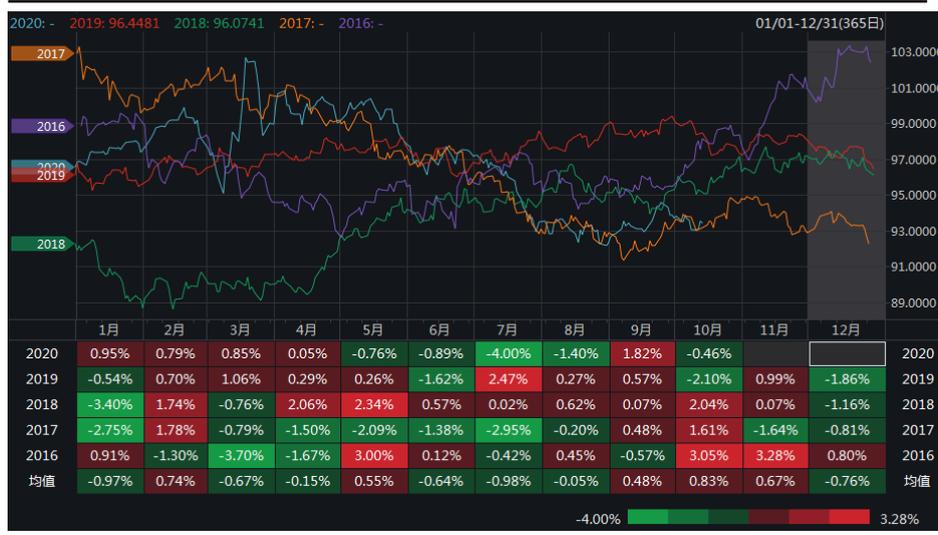
资料来源：中国货币网，美国财政部，wind，一德宏观战略部

图10 美元指数与美元兑人民币



资料来源：wind，一德宏观战略部

图 11:，美元指数季节图表

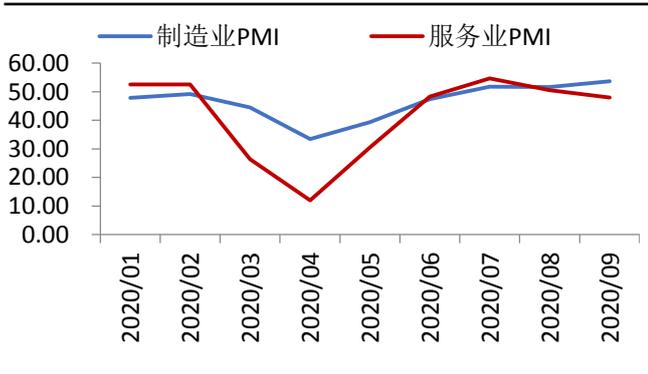


资料来源: wind

4. 欧洲疫情二次反复，欧元或进一步回调

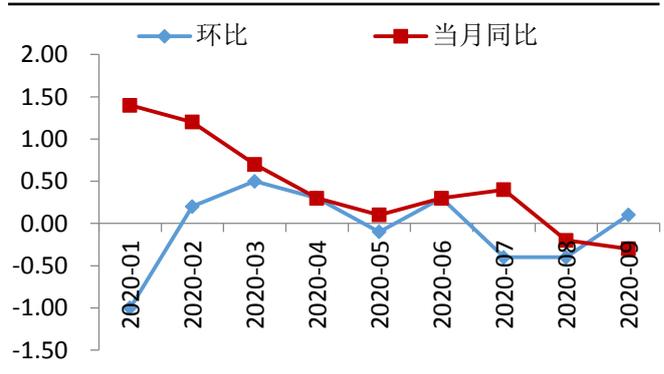
7月复苏基金通过欧盟审议是欧元兑美元升值的最大动力，三季度欧洲新冠疫情二次反复，新增病例不断新高，虽然欧元区各国纷纷表示不会再次进入经济封锁，但这给经济复苏带来极大的负面影响。由于欧洲数字经济相对落后，消费的下滑更加明显。从PMI数据看，欧元区中疫情最严重的法国、西班牙制造业PMI再次跌破枯荣线，欧元区服务业PMI全面受挫。经济增长放缓使得欧元升值后劲不足、转而向下。8月欧元区通胀同比转负，9月录得的降幅幅度超过预期，欧元区通胀率降至四年多来的最低水平，加剧了对新冠疫情引发通缩螺旋式上升的担忧。欧洲央行副行长金多斯表示，欧元区的经济复苏存在不确定性、不完全性和不平等性。另外，欧洲理事会主席米歇尔表示，希望所有欧盟成员国都有共同的政治意愿，就恢复经济和法治条件问题找到解决办法。届时欧元开始进入显著的回调行情。展望四季度，在疫苗研发成功大规模推广之前，欧洲疫情反复或成常态，加之欧央行内部分歧以及通胀的变化，四季度欧元区经济基本面或将弱于美国，预计欧元将进一步回调，从CFTC持仓上也能印证这一推断（多头持仓下滑趋势，空头持仓小幅增仓）。年末若脱欧达成协议，进展顺利，伴随市场风险偏好回暖叠加季节性因素，欧元或相对升值。

图 12 欧元区制造业 PMI 与服务业 PMI



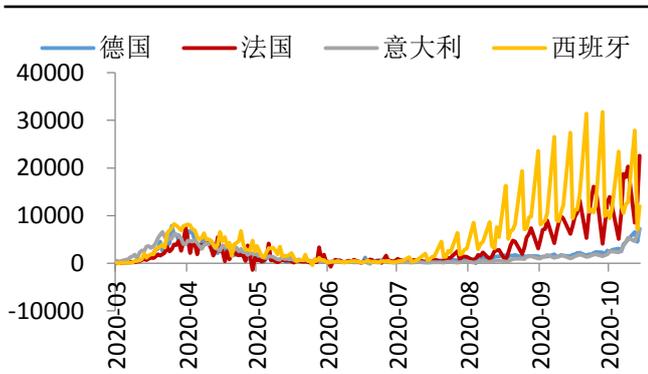
资料来源：wind，一德宏观战略部

图 13 欧元区 CPI 环比及当月同比 (%)



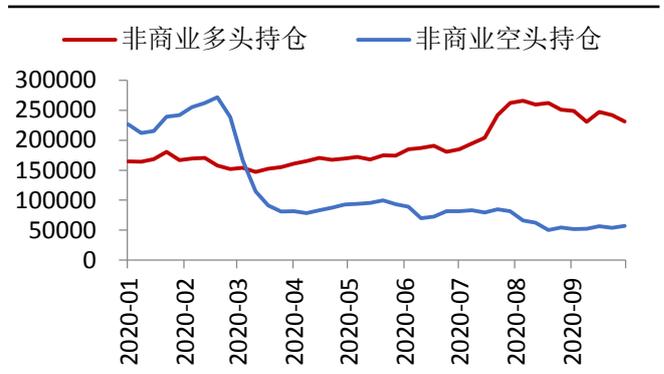
资料来源：wind，一德宏观战略部

图 14 德法意西疫情单日新增走势图 (例)



资料来源：wind，一德宏观战略部

图 15 欧元兑美元 CFTC 持仓



资料来源：wind，一德宏观战略部

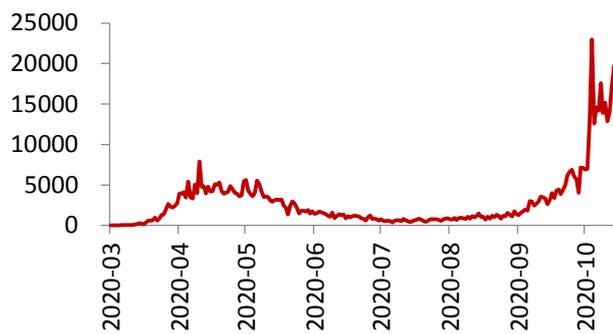
5. 英国脱欧协议将迎结果，对英镑抱乐观预期

与欧元兑美元走势类似，三季度英镑兑美元也是先升值而后回落陷入震荡。8月以来英国新冠疫情出现明显反弹，9月呈加速趋势，单日新增确诊人数持续增加，至今年新高。为应对疫情，英国防控升级，封锁部分高危地区，对酒吧实施宵禁，颁布新冠隔离法-新冠病毒检测呈阳性或被 NHS 要求隔离的人必须接受隔离安排，否则将面临最高 1 万英镑的罚款。英国疫情复燃令其经济复苏蒙上阴影，加上英国脱欧还在僵持，英镑出现回调震荡也是意料中事。9月英国政府引入《内部市场法案》引起市场轩然大波，英欧双方均想让对方率先退缩。双方认为对方在促成谈判取得成果方面做得不够，英国政府提及欧盟对渔业的强硬立场，欧盟要求英国在商业补贴等其他关键领域让步。如果不能达成协定，英国年底将在没有贸易协议的情况下脱离单一市场和关税同盟，从而给数以百万计已经饱受新冠疫情困扰的企业和消费者造成妨碍并带来额外的成本。不过基于最新的会展进展来看，英国无协议脱欧的概率已经从此前的 40% 降至了 20-25%，因此“硬脱欧”可能只是小概率事件，但不能完全排除“黑

天鹅”。

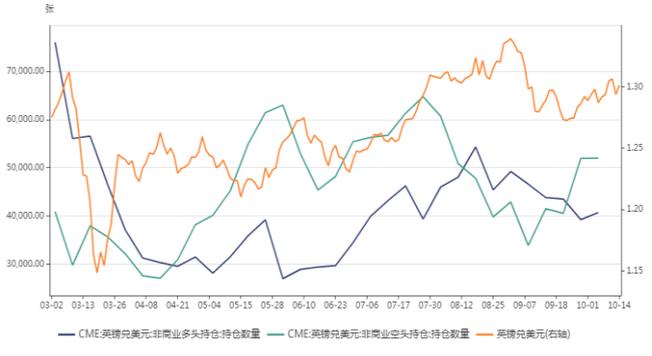
展望四季度，我们认为主导英镑汇率的主线会是脱欧协议结果，疫情影响经济复苏，将会起到助推的作用。四年来终于要迎来一个结果，我们对此抱有乐观预期。有序脱欧前景对于英镑后续走势将是利多，即使出现较差情形，预计逢低介入也为后续上涨提供空间，四季度有力支撑位关注 1.25。

图 16 英国疫情单日新增走势图（例）



资料来源：wind，一德宏观战略部

图 17 英镑兑美元走势及 CFTC 持仓



资料来源：wind

6. 总结

宏观层面看，人民币汇率主要取决于中国的经济增长情况，我国对于疫情防控有力，经济稳中向好的基本面没有改变，这为人民币提供有力支撑。在全球主要经济体基本都实行零利率和负利率的背景下，国内人民币资产具有天然的吸引力，资本流入明显也为人民币资产提供保障。但升值速度过快不利于发展，保持汇率稳定才是最好选择，因此央行调降远期售汇业务的外汇风险准备金率，这一政策具有强烈的降温效果。我们预计人民币汇率四季度升值步伐放缓，或将出现稳中调整格局。美国经济复苏进程放缓，新一轮财政救助政策还未达成一致，大选不确定性因素增加，打压市场风险偏好，利多美元，但季节性指标显示年末美元指数指向走弱，因此预判四季度美元指数整体走势呈现先扬后抑格局。如果四季度人民币汇率的主要驱动因素还是美元逻辑，那么相应走势也会呈现出调整后反弹。展望四季度欧元区经济基本面或弱于美国，CFTC 持仓数据也印证推断欧元或将进一步回调。四年来英国脱欧协议将迎来结果，我们对此抱有乐观预期，“硬脱欧”成为小概率事件，策略上，看好英镑。

风险提示：中美关系紧张恶化；疫苗失败

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