报告日期： 2020 年 12 月 07 日

11 月外储：人民币汇率 2021 年上半年可能触及 6.3

核心观点

11 月我国官方外汇储备 31784.9 亿美元，环比增加约 505 亿美元，这是自 2014 年初外储存量规模见顶回落以来，单月环比最大增幅，我们认为其中有约+300 亿可用估值因素解释，剩余部分或与央行短期流动性调控有关，后续仍需继续观察并配合其他数据验证。11 月美元指数震荡下行至 92 附近，而人民币汇率升幅继续扩大收于 6.58，12 月以来美元指数和人民币兑美元汇率分别向 90 和 6.5 逼近，**我们认为我国基本面全球占优、货币政策正常化、贸易顺差持续改变银行间外汇市场供需关系及中美摩擦阶段性弱化的情况下，预计人民币兑美元汇率维持升值，波动中枢将在 6.5 附近，波动区间为 6.3-6.7，2021 年上半年大概率就能触及 6.3 高点，四个季度汇率中枢分别为 6.5，6.4，6.4 和 6.6。**

分析师：李超
执业证书编号：S1230520030002
邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧
执业证书编号：S1230520070006
邮箱：sunou@stocke.com.cn

相关报告

❑ 外储环比大幅上行，估值因素解释+300 亿

11 月外储环比上行主要可用估值因素解释。11 月，美元指数由 10 月末的 94.02 下行 2.1%至月底的 92；英镑兑美元由 10 月末的 1.3 升 2.3%至月底 1.33；欧元兑美元由 10 月末的 1.16 升 2.6%至 1.19，10 月汇率变动对储备规模影响约有+300 亿美元。主要经济体债券收益率变动不一，对储备影响较小，11 月 5 年期美债收益率下行 2BP 至 0.36%，5 年期英债收益率上行 9BP 至 0.04%，实现转正，5 年期德债收益率上行 7BP 至-0.78%，不同经济体债券收益率波动对我国储备规模的影响相互抵消，综合影响较小。合计来看，11 月估值因素可解释外储变动中约+300 亿的规模。

❑ 为何出现 200 亿美元左右的估值外增量？

我们认为主要原因可能来自央行主动操作以维稳资金面。考虑到 11 月信用违约事件对资金面的冲击，央行 11 月通过公开市场操作及 MLF 等主动工具累计净投放流动性 4300 亿元，实际上，11 月政府债券发行规模已经明显降低，但央行仍有被动维稳意图。**而在我国贸易顺差持续及外资增加购入我国股票、债券的情况下，央行在银行间外汇市场回收外币、投放人民币也可一定程度上缓解资金面压力，这可能是外储上行的一部分原因，但也需继续观察及配合其他数据进一步验证。**据央行上海总部 12 月 3 日发布的《金融市场交易报告库简报》，截至 2020 年 11 月末，境外机构持有银行间市场债券 3.1 万亿元，较 10 末增加 967.21 亿元，约占银行间债券市场总托管量的 3.1%，我们认为除海外部分被动指数基金投资外，随着我国国债收益率上行，其更大的配置价值更加吸引外资购入。

❑ 人民币汇率升值有四方面因素支撑

11 月，人民币继续扩大升幅，尤其是 2020 年 8 月以来，CFETS 人民币汇率指数也出现波动上行，中国基本面全球占优的情况下，人民币兑一篮子货币均呈现升值。我们认为人民币汇率升值有两项基础因素的支撑：**疫情后我国经济率先复苏，中国基本面相对全球占优；我国货币政策回归正常化，5 月以来边际收紧短端流动性，市场利率上行，中美利差走阔。除此之外，**我国贸易顺差持续扩大，结汇率较为稳定的情况下，银行间外汇市场人民币供需结构发生变化，推升人民币汇率；其次，**美国国内矛盾升温，暂无法顾及与中国的博弈，此前中美博弈的压制因素有所放松。**

❑ 预计人民币汇率继续升值，2021 年上半年或可触及 6.3

预计人民币兑美元汇率维持升值，波动中枢将在 6.5 附近，波动区间为 6.3-6.7，2021 年上半年大概率就能触及 6.3 高点，四个季度汇率中枢分别为 6.5，6.4，6.4 和 6.6。其中，四季度 GDP 增速或回落至 4.8%低位，此时货币政策也可能随之转向边际宽松，人民币汇率也将逐渐面临一定贬值压力。中美博弈可能成为短期扰动因素，但汇率波动超出 6.3-6.7 区间的概率不大。中长期看，未来 8-10 年美元大周期下行，人民币汇率将走出确定性升值趋势。

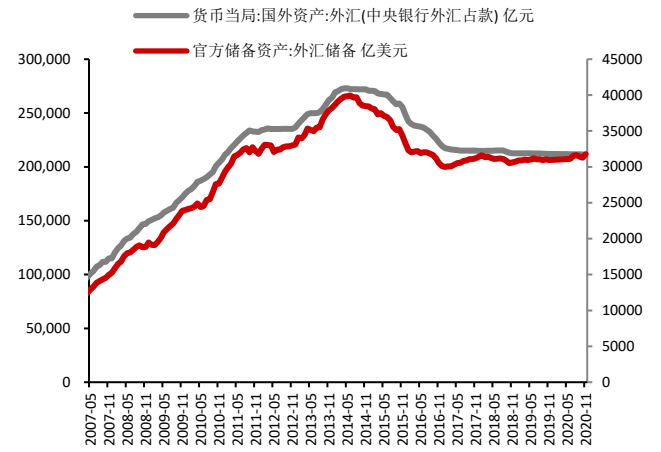
❑ 黄金储备持平，维持长期看好

11 月黄金储备 6264 万盎司，继续持平前值。疫苗落地出现乐观迹象，全球经济修复预期升温，11 月黄金震荡下行，随美元下行，12 月以来又迎来反弹，预计短期维持震荡格局。预计全球通胀缓慢上行以及美元指数长期下行趋势将令黄金继续在 2021 年呈现慢牛行情，但由于前期涨幅过大，2021 年涨幅或有限。中长期看，**我们认为黄金上行趋势仍未结束，未来 8-10 年美元大概率进入下行通道，坚定看好黄金长期投资价值。**

风险提示：中美摩擦升温冲击人民币汇率，使得人民币再次面临贬值压力，或冲击国际收支。

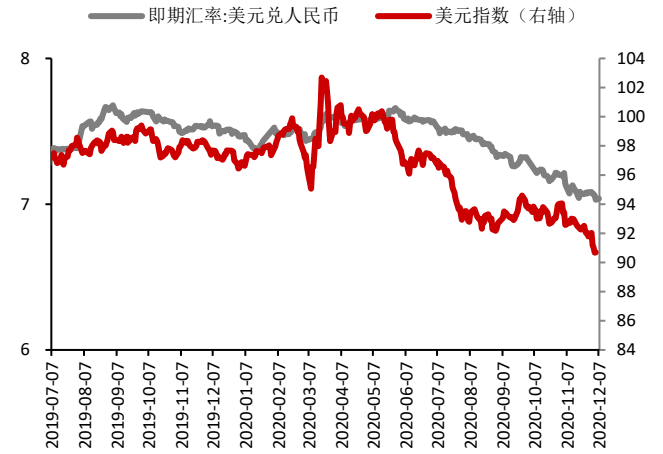
证券研究报告

图 1：外汇储备环比增加



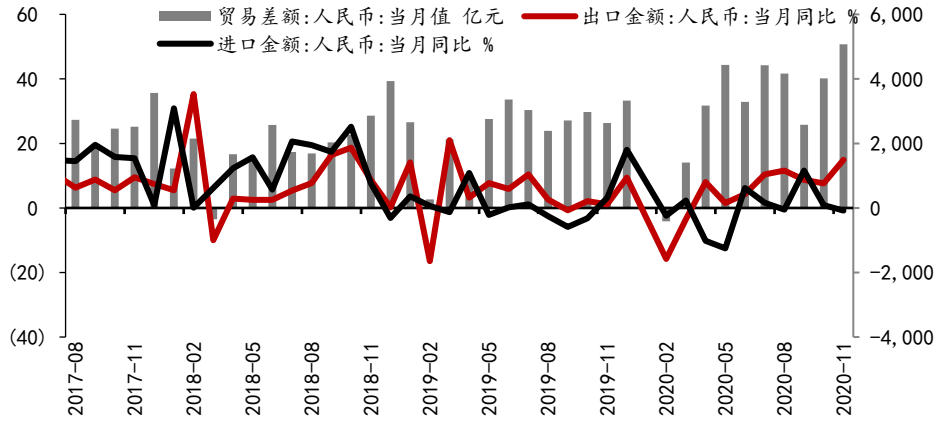
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：人民币兑美元汇率 11 月升幅继续扩大



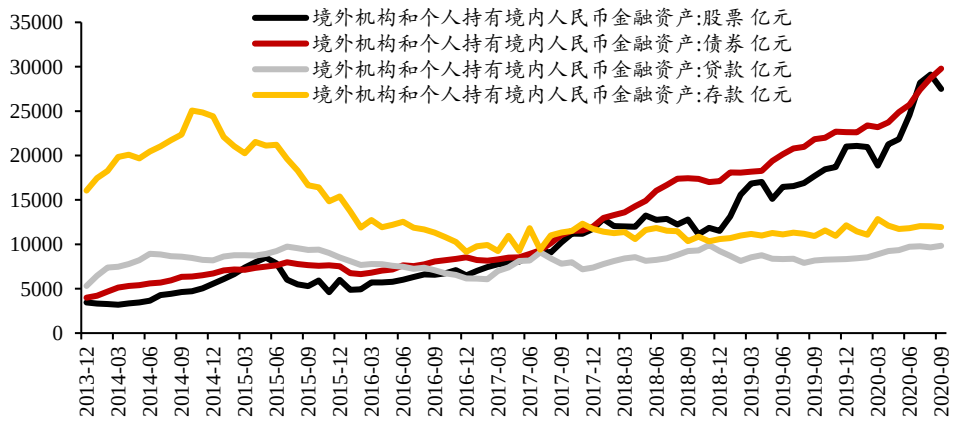
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：中国 11 月出口（以人民币计）同比增 14.9%；进口同比-0.8%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：境外机构和个人持有境内股票、债券资产规模波动上行（月度数据，仅截至 9 月可得）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1、买入 ：相对于沪深 300 指数表现 +20%以上；
2、增持 ：相对于沪深 300 指数表现 +10%～+20%；
3、中性 ：相对于沪深 300 指数表现-10%～+10%之间波动；
4、减持 ：相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1、看好 ：行业指数相对于沪深 300 指数表现+10%以上；
2、中性 ：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%～+10%以上；
3、看淡 ：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%以下。
我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。
建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

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_1035