

# 基于汇率视角的大类资产分析

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】669号

## 报告要点

预计人民币维持升值大趋势，但明年速度会有所放缓，尤其二季度逐渐累积贬值回调压力。未来 1-2 个季度关注受益于人民币升值的行业，汇率波动对大宗商品的直接影响在定价，间接影响在供需。明年外资流入的速度在边际上可能会有一定放缓。

## 摘要：

**一、今年下半年人民币持续升值，背后反映了对经济基本面和通胀的长期预期。**中国坚持正常化的货币政策，今年疫情中相对克制的财政表现，以及经济率先复苏都为人民币长期升值奠定了基础。中国 CPI 进入下行趋势，而美国 CPI 快速反弹，从购买力平价角度也解释了人民币的升值。

**贸易和资本流动是短期汇率变动的主导因素。**今年下半年出口持续超预期，贸易顺差积累人民币的升值动力。随着中国金融市场对外开放进程加速，金融资本对汇率的影响正逐渐提升。今年 5 月中美利差超过 200BP 之后，外资进入中国市场提速。

**不过，明年宏观环境可能会发生一些变化。**一是明年预计全球经济共振，中国通胀温和，美国通胀中枢上移，两者的差值将继续下降，但是趋势或将放缓。二是明年中美利差可能会有 20BP 至 100BP 幅度的收窄，尤其下半年概率更高。三是当前出口高增长有望至少持续至明年一季度，二季度后期，预计出口结构分化，明年下半年贸易顺差或将会出现下降。因此，人民币整体维持升值大趋势，但明年速度会有所放缓，中枢突破 6.3 的概率不大，尤其明年中期或者二季度开始将逐渐累积贬值回调压力。

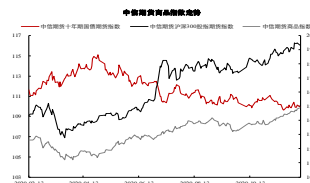
**二、大类资产本质上互相关联，资金在不同资产上流动，人民币升值环境中，有哪些方面值得关注？**

**首先，未来 1-2 个季度关注受益于人民币升值的三大类型行业：**(1)进口依赖度高，如进口大宗商品的石油和天然气加工、钢铁、有色、航运、造纸等，以及进口高附加值产品的电子机械；(2)持有大量人民币资产享有财富效应的行业，如银行；(3)境外消费购买力提升的行业，如旅游、购物、教育。制造业上游进口依赖度高，下游出口依赖度高。出口行业如纺织、家电、文体娱乐用品、仪器仪表、金属制品等利润同比增速在 10 月升至近年高位，当前人民币汇率波动对出口企业影响有限，但压力正在逐渐累积。

**其次，明年外资流入的速度在边际上可能会有一定放缓。**中国货币政策正在进入稳杠杆阶段，明年上半年利率或在 3.5% 附近震荡甚至进一步上行，伴随着社融拐点的兑现，下半年融资成本下行带动市场利率向下。而美国实际利率有望下半年逐渐抬升。此外，对比外资加仓股票和债券的节奏，人民币短期波动对外资配债的影响更大。

**最后，汇率波动对大宗商品的直接影响体现在定价，全球性商品，例如有色金属，可能存在内外盘套利机会；间接影响则是可能造成供需平衡表的变化，加大进口增加国内潜在供给，人民币升值不利出口预期进而影响上游商品预期。此外，汇率对于铁矿这类寡头型市场的影响几乎可以忽略不计。**

**风险点：**外部摩擦升级；疫情失控；内需拉动不及预期；政策收紧。



## 资产配置研究团队

研究员：

张革

021-60812988

从业资格号：F3004355

投资咨询号：Z0010982

姜婧

021-60812990

从业资格号：F3018552

投资咨询号：Z0013315

联系人：

熊鹰

xiongying@citicsf.com

从业资格证：F3075662

张文

zhangwen@citicsf.com

从业资格证：F3077272

## 目 录

摘要:	1
一、 人民币快速升值的趋势能否延续?	3
1.1 明年人民币对美元仍有升值空间, 但趋势会慢于今年	3
1.2 国际收支角度, 明年中期人民币贬值回调压力上升	4
1.3 人民币具备长期升值的基础	6
二、 大类资产如何联动?	8
2.1 关注受益于人民币升值的行业, 以及明年上半年汇率波动的影响	8
2.2 国际资本流入中国是长期趋势, 明年可能阶段性边际放缓	11
2.3 汇率波动直接影响商品定价, 间接影响商品供需	12
免责声明	13

## 图目录

图 1: 汇率与通胀率差值走势一致	3
图 2: 中国通胀看猪价, 美国通胀看油价	3
图 3: 中美之间通胀率差值预计将缩小	4
图 4: IMF 预计 2021 年美国通胀将显著上升	4
图 5: 贸易顺差带来人民币升值压力	5
图 6: 金融账户变动对人民币影响不显著	5
图 7: 中美利差与汇率呈现负相关性	6
图 8: 当前美国利率位于历史低位	6
图 9: 2020 年美国债务杠杆飙升至 130%	7
图 10: 海外央行维持超宽松货币政策	7
图 11: 关于汇率的平价理论体系	7
图 12: 周期、航空、电子元器件、文化办公机械、仪器仪表、医疗设备及器械等行业的进口依赖度较高	8
图 13: 制造业下游出口依赖度高, 上游进口依赖度高, 计算机通信电子和仪器仪表对进出口都高度敏感	9
图 14: 当前出口行业的利润增速为近年高位	10
图 15: 当前出口订单景气度位于 2017 年以来新高	10
图 16: 外需拉动对医药、石油天然气、橡胶塑料、家电、机械设备行业的营业收入影响度提升	10
图 17: 外资持续买入中国资产	11
图 18: 新兴市场的货币与资本流动高度正相关	11
图 19: 中美利差对外资配置人民币债券具有一定领先性	11
图 20: 中美利差对外资进入股市无明显相关性	11
图 21: 中国大宗商品对外依存度	12

# 一、人民币快速升值的趋势能否延续？

## 1.1 明年人民币对美元仍有升值空间，但趋势会慢于今年

就实际情况而言，PPP 理论自 2018 年以来的解释力度上升，美元兑人民币汇率与中国和美国的 CPI 差额整体走势一致。换句话说，对未来中美两国通胀的预测有助于我们对汇率的判断。

中美两国的 CPI 结构存在差异，中国 CPI 看猪价，美国 CPI 看油价，同时居住分项在两国 CPI 指数中都占有较大比重。中国 CPI 权重最大的分项是食品约占 30%，其中权重最大（2020 年占比 4.6%）且波动较大的是猪肉价格，其次是居住约占 20%。美国 CPI 权重最大的分项是居住约占 30%，其次是除去能源食品外其他商品约占 20%；此外，由于美国是全球最大的能源消费国，美国 CPI 与原油价格长期高度相关，能源占美国 CPI 权重约为 8%。

图1： 汇率与通胀率差值走势一致

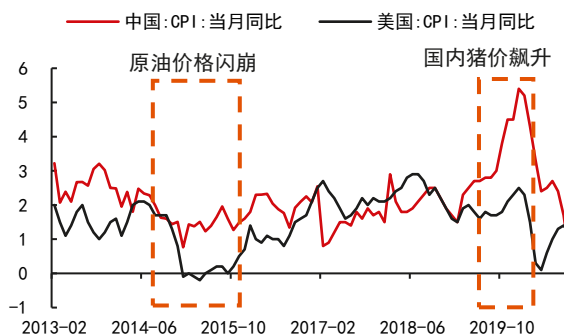
单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

图2： 中国通胀看猪价，美国通胀看油价

单位：%

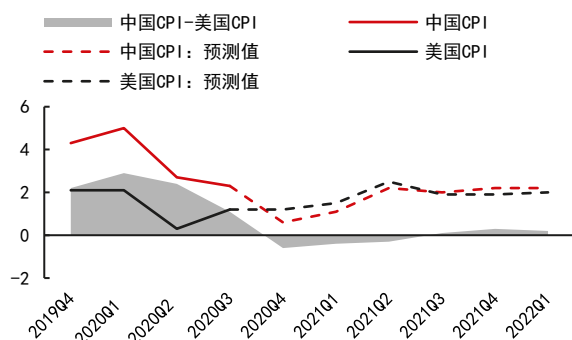


资料来源：Wind 中信期货研究部

预计 2021 年中国 CPI 将维持在低位，美国 CPI 逐渐上升，两者的差值将继续缩小，但趋势或将放缓。下半年中美 CPI 差值快速收窄，一方面是伴随着国内生猪供应预期恢复，猪价进入长期下行趋势，叠加去年年底高基数，CPI 从 7 月的 2.7%快速掉落至 10 月的 0.5%低位；另一方面是美国地产市场火热叠加原油价格大幅反弹，美国 CPI 从 5 月的 0.1%大幅反弹至 10 月的 1.2%。

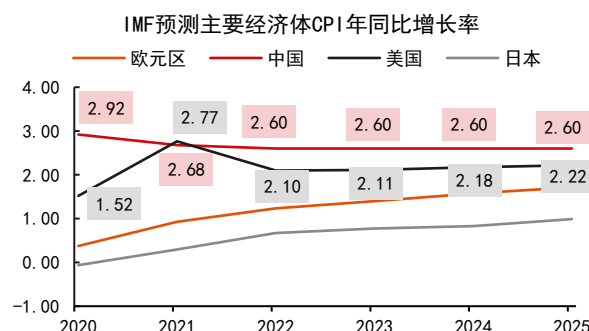
但是，这种通胀差值快速收窄的趋势难以维持，预计 2021 年中国 CPI 位于 1%-2%的相对温和区间，美国 CPI 中枢位于 1.5%-2%，部分月份会靠近 2.5%。中国 CPI 中的食品分项料将维持低位，但中国经济复苏将支撑核心 CPI 底部向上，预计 2021 年中国 CPI 位于 1%-2%的相对温和区间。另一方面，海外疫苗进展顺利，美联储维持低利率环境，美国以居住为代表的核心通胀将进一步抬升，美国经济复苏稳健但谈不上鼓舞，原油需求的完全恢复可能要等到明年下半年，预计明年美国 CPI 中枢位于 1.5%-2%，部分月份会靠近 2.5%。

图3：中美之间通胀率差值预计将缩小 单位：%



资料来源：Bloomberg 中信期货研究部

图4：IMF 预计 2021 年美国通胀将显著上升 单位：%



资料来源：IMF 中信期货研究部

因此，明年中国通胀预计弱于美国，中国 CPI-美国 CPI 的差值将在-1.5%-0.5%之间低位震荡，可能继续下跌但空间有限。对应 PPP 的角度，明年人民币对美元仍有升值空间，但趋势会慢于今年。

## 1.2 国际收支角度，明年中期人民币贬值回调压力上升

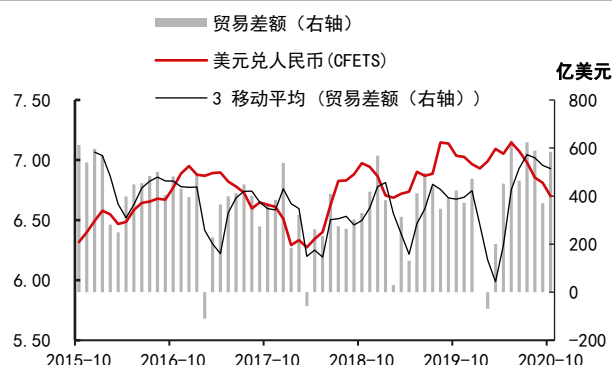
资本流动是短期汇率变动的主导因素，国际收支体系包含经常账户和金融账户。经常账户衡量国际贸易带来的收支，包括货物、服务、投资收入、单边转移收支。金融账户记录国际资本对一个国家权益和债务投资情况，包括直接投资、证券投资、其他投资等。

经常账户是影响汇率变动的主要因素。尽管金融账户资金进出频率和波动更大，但资金规模远小于经常账户，仅为进出口贸易的十分之一，影响相对有限。不过，中国金融市场对外开放进程正在加速，未来金融资本对汇率的影响将逐渐提升。

持续的贸易顺差将积累人民币的升值动力。2020 年下半年，海外疫情环境下中国供给替代效应使出口表现出超强韧性，下半年贸易顺差单月保持在 600 亿美元左右的高位，创 2015 年以来的最高景气度。因为海外市场对中国物资的进口需求增加，将推升市场上对人民币的需求，所以当中国贸易顺差上升时，也加大了人民币升值的动力。

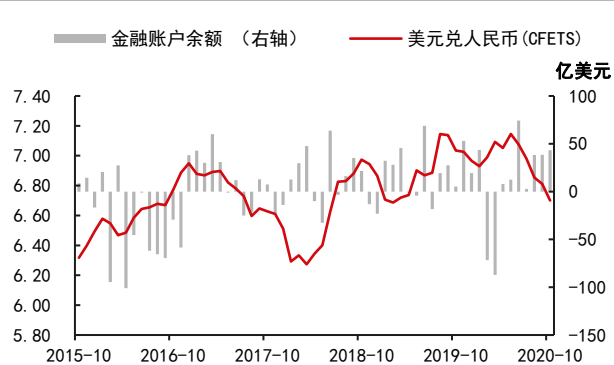
贸易差额角度，明年上半年人民币仍有升值动力，但二三季度贬值概率上升。我们在专题报告《出口持续超预期，十大行业值得关注》对出口进行了分析，预计当前出口高景气度至少将维持至明年一季度。二季度后期，预计出口景气度将出现结构分化，部分受益于新需求和供应链结构的行业有望维持韧性，但出口整体的弹性边际下降。同时人民币下半年已经升值 8%，进口优势增加，明年国内国际双循环仍是大方向，海外供应回复后，进口需求将进一步释放。因此，明年下半年贸易顺差将会出现下降，拐点也可能提前至二季度。

图5：贸易顺差带来人民币升值压力 单位：%，亿美元



资料来源：Wind 中信期货研究部

图6：金融账户变动对人民币影响不显著 单位：%，亿美元



资料来源：Wind 中信期货研究部

再看利率差与汇率的关系，2015 年汇率市场化改革后，中美利差与美元兑人民币大体呈现负相关性，即中美利差出现上升趋势时，人民币大概率升值，反之亦然。汇率与利率综合反映境内外资金、基本面、政策的一体两面，长期看，汇率与利差的长期走势具有一致性，人民币长期升值的趋势会助推利率上行。

对于明年中美利差的判断，我们倾向于中美利差将会收窄，尤其是下半年确定性更高。中国货币政策正在进入稳杠杆阶段，并希望尽可能长时间的保持正常货币政策空间，意味着明年货币和信贷环境将较今年收紧。考虑经济复苏和通胀的节奏，明年上半年利率或在 3.5% 附近震荡甚至进一步上行，伴随着社融拐点的兑现，下半年融资成本下行带动市场利率向下。

美国方面，目前看来美联储无意在明年加息，但随着美国经济回归正轨，实际利率将从底部抬升。考虑疫苗进展，明年下半年美债利率上行的概率更高。同时，不排除明年上半年美国通胀超预期，美联储释放可能提前加息的信号。尽管明年实际加息的概率非常小，但市场预期发生变化，可能会推动利率上行提前启动。

明年中美利差可能会有 20BP 至 100BP 幅度的收窄。中国央行三季度《货币政策执行报告》再次强调“引导市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率平稳运行”，一年期 MLF 利率 2.95% 可能是阶段性的底部，而市场存单利率仍在 3.2% 附近波动；换句话说，未来市场利率可能还有 20BP 向下的空间。而美债利率虽然整体与政策利率同处低位，但仍有部分偏离空间。参考 2008 年政策利率降至零之后的一段时间，在 2015 年底加息之前，美债利率多次出现一定程度反弹，平均幅度在 100BP 左右。此外，当前 10 年期美债利率为 0.9%，距离疫情发生前的利率水平也是大约 100BP。

因此，从利差与汇率关系角度，明年上半年中美利差可能维持高位波动，下半年利差收窄的概率偏高，对应人民币贬值回调压力上升。不过，考虑市场节奏不同以及不确定性事件对利率的扰动，利差收窄过程可能会是波动进行。



图7： 中美利差与汇率呈现负相关性 单位：%



资料来源：Bloomberg 中信期货研究部

图8： 当前美国利率位于历史低位 单位：%



资料来源：Bloomberg 中信期货研究部

### 1.3 人民币具备长期升值的基础

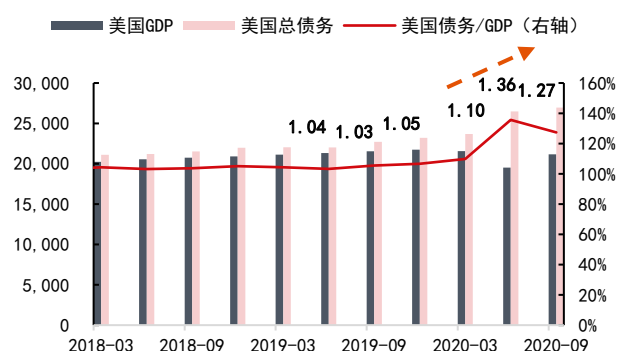
最后，关注宏观政策对汇率的影响，代表理论有分析财政和货币政策影响的蒙代尔-佛莱明模型（Mundell-Fleming model）和研究赤字影响的资产组合理论（Portfolio Balance model）。

国际资本在中国尚未完全自由流动，货物贸易对汇率的影响大于金融资本。而对于美国这种完全开放的市场，资本高度自由流动，扩张型货币政策将使美元走弱。今年为应对疫情，美国政府通过加杠杆的形式出台大规模财政刺激政策，3月通过了占GDP10%的2万亿美元超大规模计划，近期有约9000亿美元的新一轮刺激计划正在磋商，但是主要是直接给企业和个人发钱，保护就业和消费，而不是促进投资，美国实际利率仍在低位，尚不足以吸引国际资本进入。不过，如果按照拜登的竞选宣言，美国未来可以出台大规模基建计划，将对美元形成向上支撑。

一个国家的赤字或者债务情况会对汇率造成长期影响，美国债务高杠杆、货币超宽松环境和经济复苏偏慢使得美元进入长期下行通道，而中国坚持正常化的货币政策，今年疫情中相对克制的财政表现，以及经济率先复苏都为人民币长期升值奠定了基础。2021年美国预算赤字达到创纪录的3.1万亿美元，是2009年的两倍多。据美国财政部数据，截至11月底美国总债务已经超过27万亿美元，债务占GDP比例近130%。而中国央行多次表态今年宏观杠杆上升是疫情下的非常之举，明年将进入稳杠杆阶段，货币环境预计将较今年收紧。

综上，长期趋势上，无论是通胀保值购买力还是经济政策基本面角度，人民币都具备长期升值基础，但短期而言，尤其明年二季度后期，可能会出现两个变化，一是贸易端顺差减小，二是金融端中美利差收窄带来的国际资本流动变化，均会给人民币带来贬值回调压力。因此，人民币整体维持升值大趋势，但明年速度会有所放缓，中枢突破6.3的概率不大，尤其明年中期或者二季度开始将逐渐累积贬值回调压力。

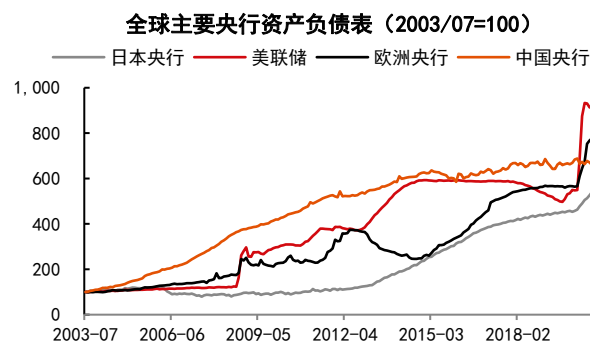
图9： 2020 年美国债务杠杆飙升至 130% 单位：十亿美元



资料来源：美国财政部 Wind 中信期货研究部

图10：海外央行维持超宽松货币政策

单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

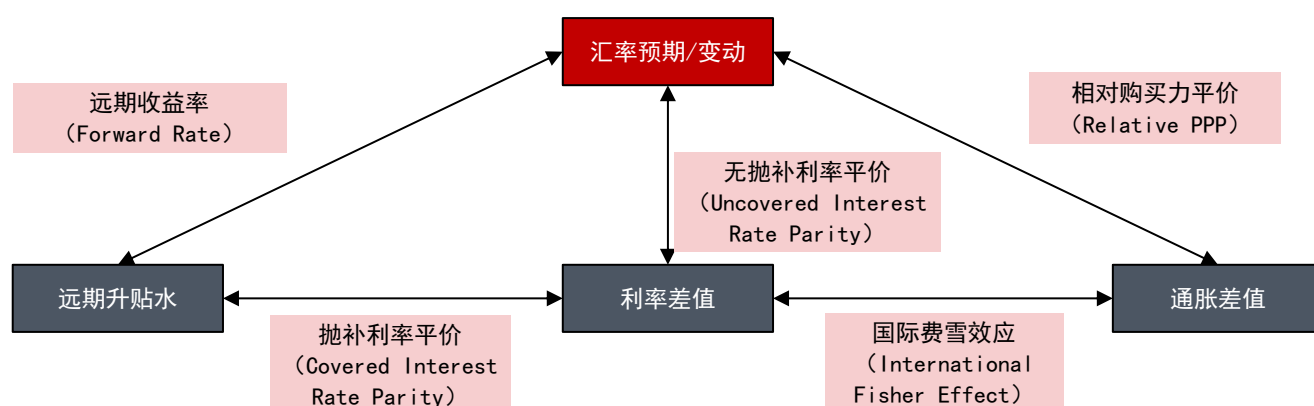
备注：关于汇率的平价理论体系

国际平价关系（International Parity Relationship）通过研究不同国家的通胀和利率关系来判断对汇率的影响。

反映通胀购买力的 PPP（Purchasing Power Parity）理论是最经典的理论之一，也是对汇率的长期判断。该理论认为，通胀率偏高的国家货币有贬值压力，反之亦然。

利率平价理论（Interest Rate Parity）则从利率角度反映投机需求，如果一国利率偏高，国际资本就有动机进入该国市场投资以获得更高收益。如果考虑长期均值回归，那么利率高的国家货币逐渐增加贬值压力，利差收益与汇兑损益互相综合，直到不再有套利空间。但在短期，市场供需差异和实际汇率的波动仍可能进一步推动短期趋势并存在套利机会。

图11：关于汇率的平价理论体系



资料来源：中信期货研究部

## 二、大类资产如何联动？

大类资产本质上互相关联，资金在不同资产上流动，人民币升值环境中，有哪些方面值得关注？

### 2.1 关注受益于人民币升值的行业，以及明年上半年汇率波动的影响

受益于人民币升值的行业主要有三大类：

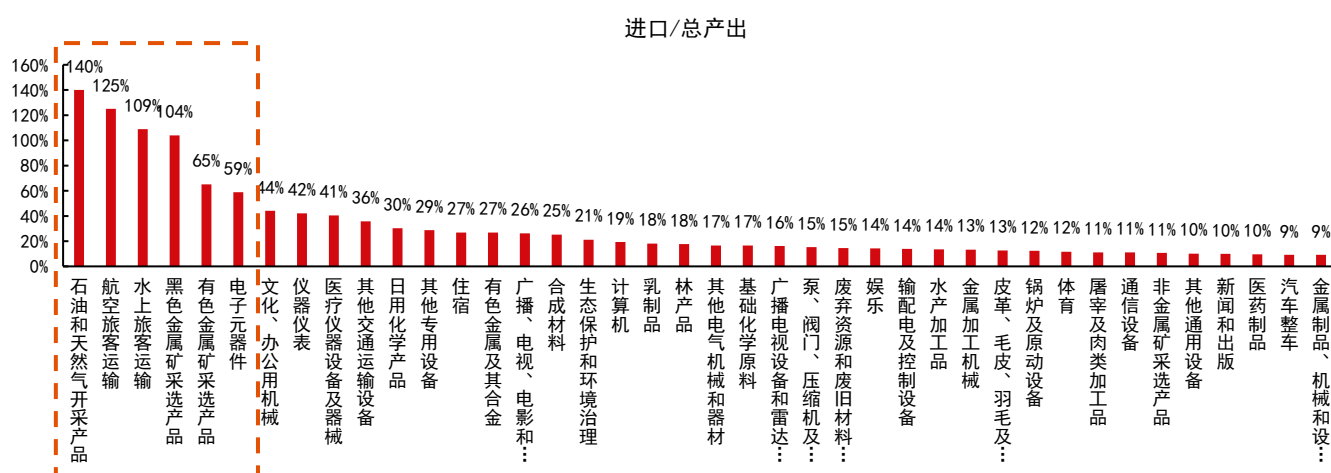
一是对中间投入品进口依赖度高的行业。人民币升值可以降低进口中间品的成本，例如大量进口大宗商品的周期行业，石油和天然气加工、钢铁、有色等，依赖纸浆进口的造纸业，以及燃料油成本占比高的航空和水上运输业。

不仅大宗商品，人民币升值也利好高附加值产品进口。电子元器件、计算机通信、仪器仪表等行业对进口和出口都高度敏感，根据之前的报告《出口持续超预期，十大行业值得关注》对供应链结构的分析，中国在信息通信领域的产品多为简单或者低附加值的商品，而美国、德国、日韩、中国台湾在高附加值产品的供应链上仍占有重要地位。

二是人民币升值对大量持有人民币资产的金融机构会产生财富效应。例如对银行而言，人民币升值趋势下，外汇持续进入，银行资产升值，或者本币投放增多，增加银行效益。

三是境外消费的购买力提升，例如海外旅游、消费和留学成本降低，不过当前疫情环境下，人民币升值对这类行业的影响有限。

图12：周期、航空、电子元器件、文化办公机械、仪器仪表、医疗仪器设备及器械等行业的进口依赖度较高



资料来源：2018年全国投入产出表 中信期货研究部

制造业下游出口依赖度高，制造业上游进口依赖度高。汇率变化会影响投入品的成本和产出品收益，以2018年全国投入产出表里中间投入进口品占总投入比例为衡量进口依赖度的指标，以统计局出口交货值占营业收入比例为衡量出口依赖度的指标。对比看，制造业下游出口依赖度高，制造业上游进口依赖度高，



计算机通信电子设备和仪器仪表对进出口都高度敏感。

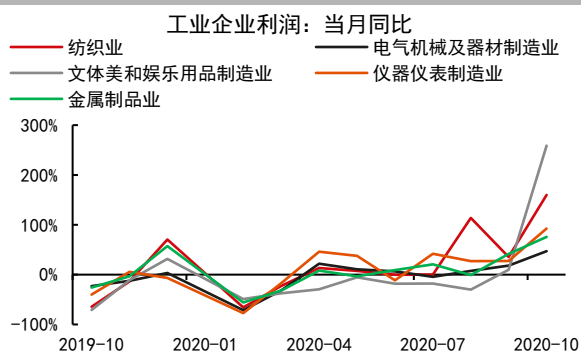
图13：制造业下游出口依赖度高，制造业上游进口依赖度高，计算机通信电子设备和仪器仪表对进出口都高度敏感

出口依赖度（出口交货值占营业收入比例）				进口依赖度（中间投入进口品占总投入比例）			
计算机、通信和其他电子设备制造业	48.52%	化学纤维制造业	5.47%	石油、炼焦产品和核燃料加工品	35.56%	卫生和社会工作	2.82%
金属制品、机械和设备修理业	30.88%	农副食品加工业	4.73%	燃气生产和供应	28.03%	文化、体育和娱乐	2.79%
其他制造业	28.91%	汽车制造业	4.33%	通信设备、计算机和其他电子设备	27.40%	公共管理、社会保障和社会组织	2.27%
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	27.19%	造纸及纸制品业	4.07%	仪器仪表	17.98%	教育	1.89%
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	23.29%	非金属矿物制品业	3.02%	金属冶炼和压延加工品	11.91%	非金属矿物制品	1.69%
家具制造业	23.10%	石油、煤炭及其他燃料加工业	2.49%	金属矿采选产品	9.53%	其他制造产品和废品废料	1.42%
纺织服装、服饰业	21.69%	黑色金属冶炼及压延加工业	1.87%	电气机械和器材	8.50%	金属制品、机械和设备修理服务	1.25%
电气机械及器材制造业	18.36%	有色金属冶炼及压延加工业	1.85%	化学产品	8.39%	信息传输、软件和信息技术服务	1.17%
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	17.86%	水的生产和供应业	1.67%	造纸印刷和文教体育用品	7.77%	金融	1.13%
仪器仪表制造业	16.25%	酒、饮料和精制茶制造业	1.40%	交通运输设备	7.68%	石油和天然气开采产品	0.96%
橡胶和塑料制品业	15.31%	石油和天然气开采业	0.72%	木材加工品和家具	7.28%	非金属矿和其他矿采选产品	0.88%
通用设备制造业	13.35%	非金属矿采选业	0.55%	专用设备	6.30%	交通运输、仓储和邮政	0.85%
专用设备制造业	11.97%	废弃资源综合利用业	0.44%	通用设备	5.51%	住宿和餐饮	0.85%
纺织业	11.70%	有色金属矿采选业	0.30%	食品和烟草	4.47%	居民服务、修理和其他服务	0.80%
金属制品业	9.59%	开采专业及辅助性活动	0.24%	租赁和商务服务	4.38%	水利、环境和公共设施管理	0.67%
印刷和记录媒介的复制业	8.35%	电力、热力的生产和供应业	0.20%	研究和试验发展	3.53%	批发和零售	0.60%
医药制造业	8.03%	燃气生产和供应业	0.17%	纺织服装鞋帽皮革羽绒及其制品	3.39%	建筑	0.48%
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	6.20%	烟草制品业	0.16%	金属制品	3.30%	农林牧渔产品和服务	0.42%
食品制造业	5.72%	煤炭开采和洗选业	0.03%	纺织品	3.12%	煤炭采选产品	0.40%
化学原料及化学制品制造业	5.69%	黑色金属矿采选业	0.00%	电力、热力的生产和供应	3.02%	水的生产和供应	0.37%
				综合技术服务	3.02%	房地产	0.23%

资料来源：Wind 2018 年全国投入产出表 中信期货研究部

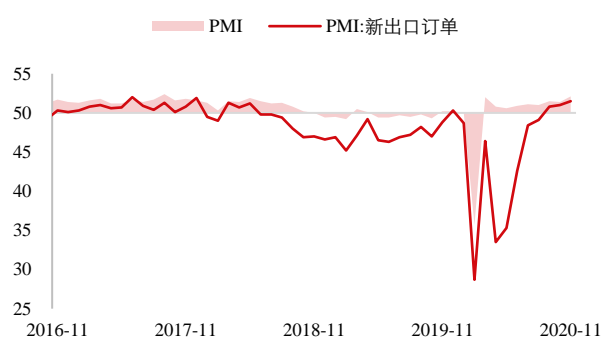
当前人民币汇率波动对出口企业影响有限，但正在逐渐累积，需关注明年上半年边际上的变化。人民币升值不利出口企业的利润，但今年下半年出口景气度快速上升，利润也在积累，订单爆发时增长的环境中，汇率的影响相对有限。代表行业如纺织、家电、文体娱乐用品、仪器仪表、金属制品等利润同比增速在10月升至近年高位。不过，据统计局11月PMI调查，出口企业中反映受人民币汇率波动影响的企业占比为18.8%，高于上月1.7个百分点；有的企业表示，随着近期人民币持续升值，企业利润承压，出口订单有所减少。

图14：当前出口行业的利润增速为近年高位 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

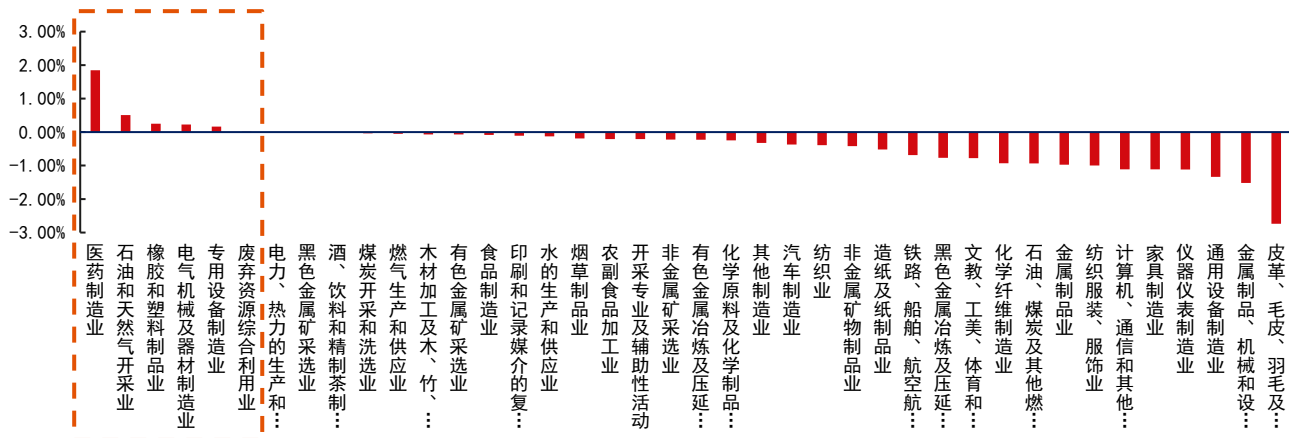
图15：当前出口订单景气度位于2017年以来新高 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

图16：外需拉动对医药、石油天然气、橡胶塑料、家电、机械设备行业的营业收入影响度提升

当前出口依赖度（出口交货值累计值/营业收入累计值）较去年同期变动



资料来源：Wind 2018年全国投入产出表 中信期货研究部

综上，未来1-2个季度人民币可能会维持升值趋势，关注受益于人民币升值的三大类型行业（进口依赖度高、持有大量人民币资产、境外消费）。同时，当前人民币汇率波动对出口企业影响有限，出口链条代表行业当前利润增速上升至近年高位。但人民币的压力正在逐渐累积，明年二季度人民币贬值回调的概率上升，需关注明年上半年边际上的变化。

## 2.2 国际资本流入中国是长期趋势，明年可能阶段性边际放缓

自 2014 年中国金融市场对外开放进程加速，外资持续买入中国资产变成一种长期趋势。目前陆股通累计买入成交金额超过 1 万亿元人民币，境外机构持有人民币债券超 2 万亿元人民币，外资在国内市场占比约 4% 左右。

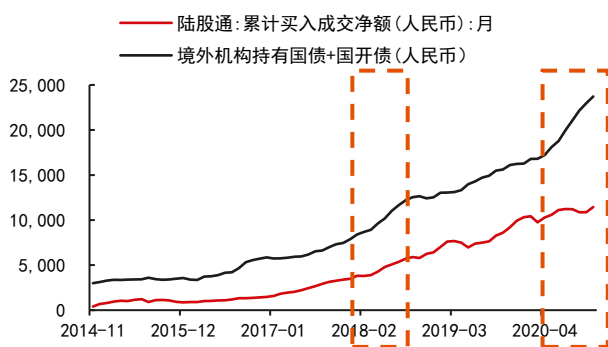
**长期看，货币反映一个国家基本面强弱，新兴市场的资本流动与货币走势高度相关。**即使在人民币相对偏弱的 2016 年和 2018 年，外资仍保持对中国市场的净流入，足以见中国资产的吸引力。

**短期看，人民币波动对外资进入债市的影响更大。**回顾 2015 年至今外资持股和持债的变化，中美利差与外资加仓中国债券市场的节奏明显正相关，而且在 2017 年底中美利差达到 150BP，今年 5 月中美利差超过 200BP 之后，外资配债有两轮大幅提速。相较而言，短期外资持股变动与中美利差则无显著相关性。

**结合前面的分析，未来很长一段时间，外资都将保持对中国市场的持续净流入。**短期节奏而言，由于明年中美利差预计高位回落，外资流入的速度在边际上可能会有一定放缓。

图17：外资持续买入中国资产

单位：亿元



资料来源：Wind 中信期货研究部

图18：新兴市场的货币与资本流动高度正相关

单位：%



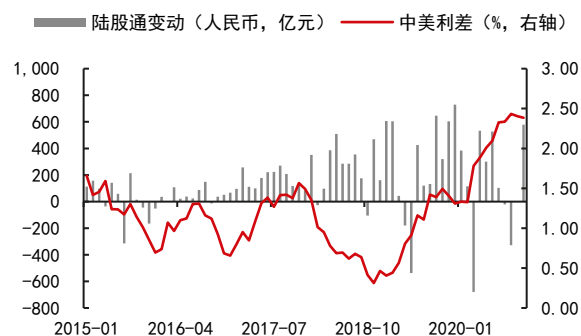
资料来源：Bloomberg 中信期货研究部

图19：中美利差对外资配置人民币债券具有一定领先性



资料来源：Wind 中信期货研究部

图20：中美利差对外资进入股市无明显相关性



资料来源：Wind 中信期货研究部

## 2.3 汇率波动直接影响商品定价，间接影响商品供需

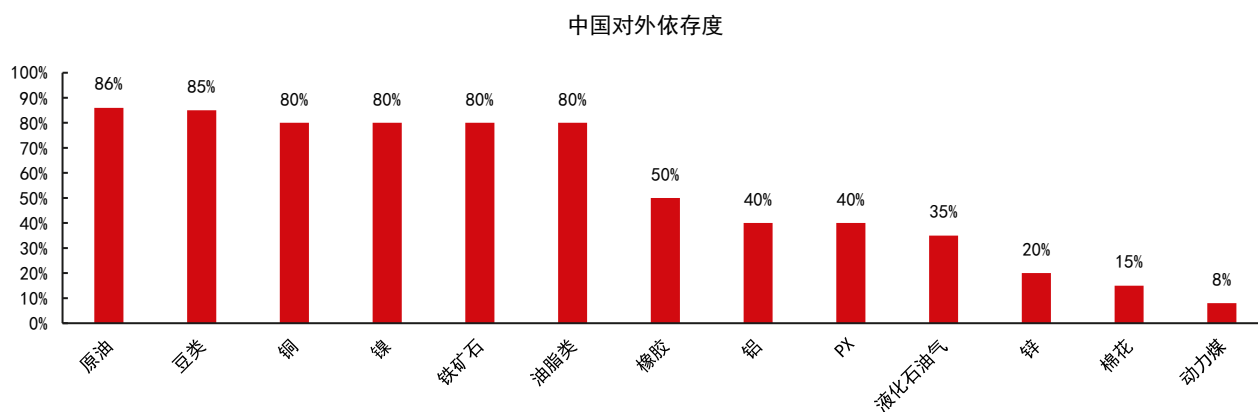
汇率波动对大宗商品的影响可以从三个方面来看，分别是商品价差、供需平衡、边际影响。

**首先，大宗商品多以美元定价，人民币升值有利商品进口需求释放。**企业进口货物一般开具信用证，三到六个月不等，如果人民币单边升值幅度较大，可能会引发融资性进口需求。对于全球性大宗商品，例如有色金属，投资性需求增加会推升商品需求量，进而推升海外商品价格。尽管海外商品价格受到需求支撑，但国内商品以人民币计价会承压，弱于海外市场，因而加大内外价差波动。

**其次，进口成本下降，原料进口增加会加大国内供给预期，间接影响商品供需平衡表的变化。**对于进口依存度高的大宗商品，人民币升值降低生产成本，增加利润空间。同时，对于依赖出口贸易型企业，例如纺织企业，人民币升值导致出口成本上升，不利出口预期，进而压制原料端以 PTA 为代表的相关大宗商品的需求。

**再次，并不是所有大宗商品的价格都会受到汇率影响，对于寡头市场，或者供需结构相对刚性的商品而言，汇率的影响几乎可以忽略不计。**例如铁矿石是典型的寡头市场，主要由海外四大矿山供应，与国内钢厂签订长期协议，寡头市场具备定价权，铁矿的价格主要还是受到供需影响。类似的，原油需求相对刚性，而且美元定价，人民币升值对国内影响相对有限。

图21：中国大宗商品对外依存度



资料来源：Wind 中信期货研究部

## 免责声明

除非另有说明，本报告的著作权属中信期货有限公司。未经中信期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，此报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司的商标、服务标记及标记。中信期货有限公司不会故意或有针对性的将此报告提供给对研究报告传播有任何限制或有可能导致中信期货有限公司违法的任何国家、地区或其它法律管辖区域。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户。

中信期货有限公司认为此报告所载资料的来源和观点的出处客观可靠，但中信期货有限公司不担保其准确性或完整性。中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。此报告不应取代个人的独立判断。本报告和上述报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成给予阁下的私人咨询建议。

中信期货有限公司 2020 版权所有并保留一切权利。

## 深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>