

宏观研究/动态点评

2020年10月12日

朱洵 SAC No. S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

陈莉 SAC No. S0570520070001
研究员 SFC No. BMV473
0755-82766183
chenli2832@htsc.com

相关研究

- 1 《宏观：净出口对经济贡献有望进一步回升》2020.09
- 2 《宏观：量价回暖带动盈利持续修复》2020.08
- 3 《宏观：生产优势继续体现》2020.08

简评远期售汇风险准备金率再次重置为 0

10月10日，央行将2018年开始再次加征的20%远期售汇风险准备金“重置”为0，为2015年9月来第四次调整。央行昨晚（10月10日、周六）在其网站宣布，自10月12日起，将远期售汇业务的外汇风险准备金率从20%再次下调为0¹，这是央行自2015年9月引入远期售汇风险准备金率以来的第四次调整（图表1）。2015年“811汇改”后汇率贬值预期上升，当年9月1日央行宣布对远期售汇业务征收20%的风险准备金。两年（2017年9月）后，在人民币汇率企稳数月、且跨境资本流动恢复均衡的背景下，远期售汇风险准备金率被重置为0。2018年8月，随着贸易摩擦升级、人民币汇率走弱，央行再次将远期售汇风险准备金率上调至20%。

央行本次取消汇兑准备金的时点对应近期人民币升值加速、资本流入回暖。调整远期售汇准备金可视为央行引导人民币汇率预期的早期政策信号。10月9日，离岸美元兑人民币汇率突破6.70关口。且人民币自5月底低点已累计升值6.7%。特别地，8月以来，人民币升值速度明显加快——人民币兑美元汇率上涨4.0%，对贸易加权的一篮子货币升值3.3%。与此同时，国际资本开始回流人民币资产——外资增持中国债券月度规模屡创新高，今年2季度境外来华证券投资创单季新高（图表2），年初至今香港离岸人民币存款余额整体也呈回升态势（图表3）。此次外汇风险准备金率下调的背景与2017年9月类似，当时在宣布调整前的5周内，人民币兑美元汇率上涨了4.0%，对贸易加权的一篮子货币升值2.5%，当月外汇占款也由降转升。相比之下，央行2015、2018年两次上调外汇风险准备金率均发生在人民币较快贬值之后，人民币兑美元汇率在宣布调整前一个月内分别贬值2.4%、3.5%。

外汇风险准备金率调整仅带来人民币交易“摩擦力”的变化，不改汇率基本面。往前看，我们认为人民币真实汇率有较强基本面支撑。由于目前上缴的20%外汇风险准备金的利息回报为0，它给远期购汇带来了不小的交易成本²。取消外汇风险准备金将促进外汇远期交易市场的发展，有利于人民币国际化的推进，并有助于中国向更灵活、市场化的汇率形成机制转型。但另一方面，历史经验显示，调整交易成本的政策本身并不足以扭转市场情绪或改变供需基本面，而实际有效汇率主要还是由实体经济的相对效率和投资回报率驱动——而在这一点上，我们认为中国近几年相对优势明显、尤其是今年。

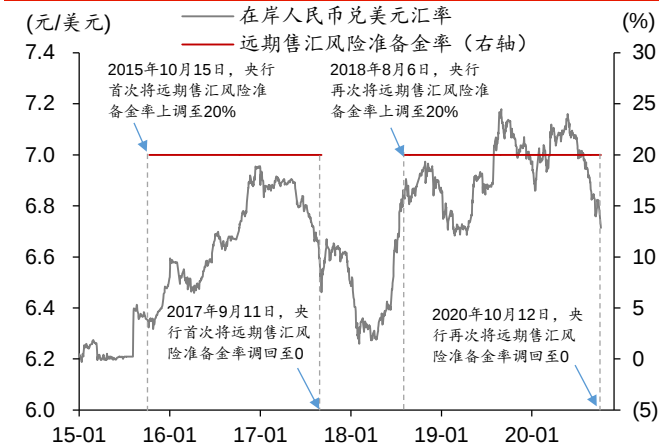
近期资本项目重回有序开放轨道。随着人民币汇率预期升温，目前事实上“宽进严出”的外汇政策可能会进一步适当放松，以进一步满足合理对外投资的需求。9月底以来，随着中国国债正式启动纳入全球国债体系的进程，QFII、RQFII投资相关限制进一步放开，中国资本市场对外开放继续向前推进。而随着人民币基本面走强，对外投资相关管制也有望边际放松。

风险提示：疫情发展、美国大选及贸易摩擦相关短期不确定性。

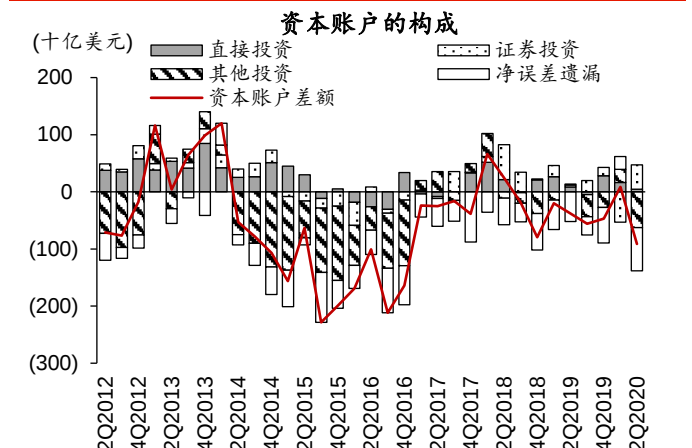
（接下页）

[1] <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4108179/index.html>

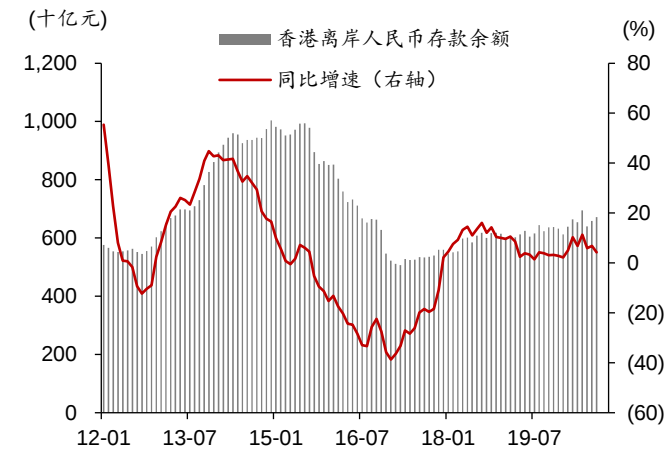
[2] 如果持有外汇的收益率为3-4%，20%的风险准备金会增加高达60-80个基点的远期购汇机会成本。

图表1： 2015 年 9 月以来，央行四次调整远期售汇风险准备金率

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2： 今年 2 季度境外来华证券投资创单季新高

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3： 年初至今，香港离岸人民币存款余额整体呈回升态势

资料来源：Wind，华泰证券研究所

免责声明

分析师声明

本人，朱洵、陈莉，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或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。本公司的资产管理部门、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。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师朱洵、陈莉本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5% 之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

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_2196

