



Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

南华期货研究所

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1290号

戴朝盛

投资咨询证号：

Z0014822

周骥

因时而动，向阳而生

摘要

● 人民币汇率走势预判

我们对于下半年人民币走势总体保持乐观，预计年末能回到7附近，总体运行区间保持在6.9-7.2。主要依据在于我们预计下半年，疫情对经济乃至汇率的扰动将明显降低，由避险因素推升的美元指数总体也将重回弱势，从而推升人民币。此外国内因疫情先发优势，经济回升力度也将明显优于欧美等国，加之股债皆具备配置价值，有利于进一步吸引跨境资金流入。

对人民币汇率最大的不利因素来自于中美摩擦。今年是美国大选年，根据去年的经验，每一次摩擦的严重升级都会带动美元兑人民币汇率运行中枢上升。在当前的汇率水平基础上，如果这样的扰动出现两次，7.2的运行上限就很有可能面临被打破的风险，这时候央行的态度就很关键。借鉴人民币“破7”的案例，我们倾向于认为央行刚开始可能加强预期管理，并通过逆周期因子或者离岸央票进行调节，但总体上干预不会过多，以稳步推进汇率市场化为主。

影响因素排序上，我们认为美元指数>国内经济>中美利差，如果中美关系转向，美元指数将让位于中美摩擦问题。

● 企业汇率风险管理建议

从总体走势来看，我们认为当前的人民币汇率水平总体相对偏低，适合作为出口企业的部分结汇窗口，但如果想要更好的结汇价格，可稍作等待，伺机而动，未来汇率运行到7.1上方的概率也不小；相反，对于进口企业来说，短期按需购汇，满足企业付汇需求，中期可等待更加合适的购汇价格。

● 风险提示

中美关系转向 其他黑天鹅事件

目录

第 1 章	下半年人民币汇率展望.....	3
1.1.	人民币汇率走势预判	3
1.2.	企业汇率风险管理建议.....	3
1.3.	风险提示.....	3
第 2 章	2020 年上半年行情走势及重要驱动分析	3
2.1.	人民币汇率有涨有跌，双向震荡加剧.....	3
2.2.	“疫”时代，前期美指为人民币汇率主旋律，后期中美关系接力.....	5
第 3 章	美指：看空而不过分看空.....	7
3.1.	“美元荒”曾引发国内资本外流.....	7
3.2.	下半年美元指数走势预判：整体弱势运行	9
3.2.1.	美指整体走弱因素分析	9
3.2.2.	美指阶段性走强因素分析	11
第 4 章	国内经济成稳定支撑，中美关系仍是扰动项.....	13
4.1.	一个向前一个退后，中美经济差持续.....	13
4.2.	外汇市场预期稳定，结售汇保持顺差.....	15
4.3.	经济预期：中美关系走向成最大不确定性因素	16
第 5 章	跨境资本流入将有所增加，助力汇率企稳	18
5.1.	外资增持 A 股及人民币债券占比持续上升.....	18
5.2.	A 股 “便宜” 依旧，仍具一定吸引力	21
5.3.	债市对人民币汇率形成弱支撑.....	23
第 6 章	外汇政策适度保持定力，积极应对新挑战	26
6.1.	外汇政策回顾及分析	26
6.2.	逆周期因子起到双向稳定作用	30
	免责声明.....	32

第1章 下半年人民币汇率展望

1.1. 人民币汇率走势预判

我们对于下半年人民币走势总体保持乐观，预计年末能回到 7 附近，总体运行区间保持在 6.9-7.2。主要依据在于我们预计下半年，疫情对经济乃至汇率的扰动将明显降低，由避险因素推升的美元指数总体也将重回弱势，从而推升人民币。此外国内因疫情先发优势，经济回升力度也将明显优于欧美等国，加之股债皆具备配置价值，有利于进一步吸引跨境资金流入。

对人民币汇率最大的不利因素来自于中美摩擦。今年是美国大选年，根据去年的经验，每一次摩擦的严重升级都会带动美元兑人民币汇率运行中枢上升。在当前的汇率水平基础上，如果这样的扰动出现两次，7.2 的运行上限就很有可能面临被打破的风险，这时候央行的态度就很关键。借鉴人民币“破 7”的案例，我们倾向于认为央行刚开始可能加强预期管理，并通过逆周期因子或者离岸央票进行调节，但总体上干预不会过多，以稳步推进汇率市场化为主。

影响因素排序上，我们认为美元指数>国内经济>中美利差，如果中美关系转向，美元指数将让位于中美摩擦问题。

1.2. 企业汇率风险管理建议

从总体走势来看，我们认为当前的人民币汇率水平总体相对偏低，适合作为出口企业的部分结汇窗口，但如果想要更好的结汇价格，可稍作等待，伺机而动，未来汇率运行到 7.1 上方的概率也不小；相反，对于进口企业来说，短期按需购汇，满足企业付汇需求，中期可等待更加合适的购汇价格。

1.3. 风险提示

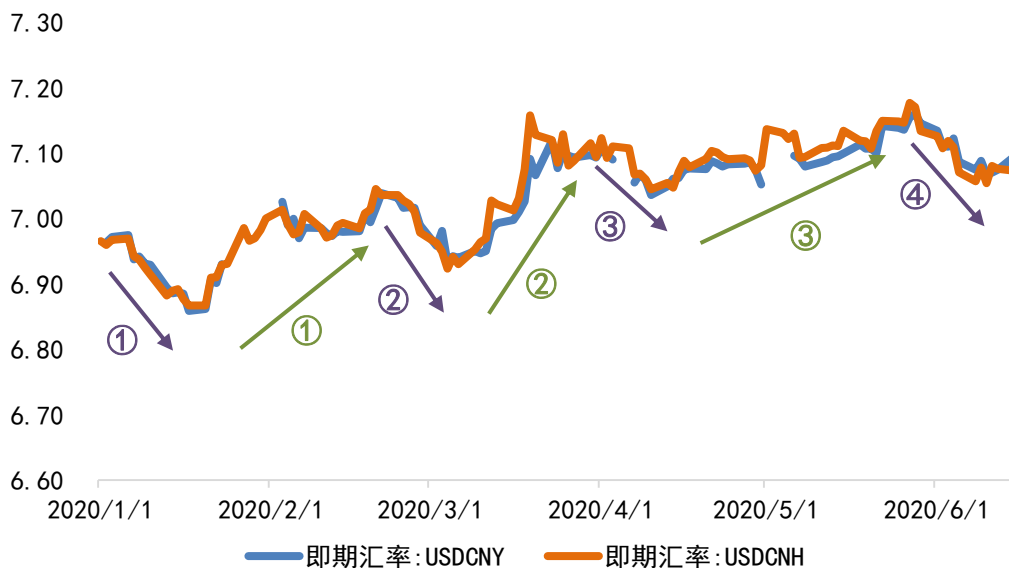
中美关系转向 其他黑天鹅事件

第2章 2020 年上半年行情走势及重要驱动分析

2.1. 人民币汇率有涨有跌，双向震荡加剧

2020 年以来，在新冠疫情爆发的大背景下，全球经济受到重挫，市场恐慌情绪蔓延，人民币汇率也出现了较大的波动，走出了四升三贬的阶梯性爬行行情。截至 6 月 16 日，在岸、离岸人民币汇率均整体呈贬值状态，其中，USDCNY 即期汇率累计贬值 1.70%，USDCNH 即期汇率累计贬值 1.68%。

图 2.1.1：2020 上半年人民币汇率走势整体呈贬



数据来源：Wind 南华研究

根据人民币汇率的升贬值，我们将其走势细分为 4 个升值阶段和 3 个贬值阶段，从而进一步观察每一阶段背后的故事（表 2.1.1）。

表 2.1.1：2020 上半年人民币汇率走势回顾

阶段	背景
升值① (1 月 2 日至 1 月 17 日)	年底结汇需求扩大，银行流动性紧缩；第一阶段中美经贸协议签署顺利，市场情绪普遍乐观。
升值② (2 月 24 日至 3 月 4 日)	国内新冠病毒疫情逐步得到控制，市场情绪转为乐观；美国公布的一些经济数据表现不佳，加之疫情在海外爆发，致使美元指数承压下行。
升值③ (3 月 24 日至 4 月 10 日)	国内疫情控制得当；我国政府持续推进改革，提振市场信心。
升值④ (5 月 28 日至 6 月 16 日)	各国陆续重启经济，全球金融市场风险偏好提振，降低避险美元吸引力，加之美国种族骚乱事件持续发酵，美元指数走低。
贬值① (1 月 18 日至 2 月 21 日)	国内新冠病毒疫情爆发，恐慌情绪不断发酵；市场普遍预计中国经济将会受疫情的影响而低迷，出口减少。
贬值② (3 月 5 日至 3 月 23 日)	在海外新冠肺炎疫情不断发酵及石油价格战的双重压力下，全球各类资产暴跌并被恐慌性抛售；恐慌情绪提振人们对美元的需求，导致美元稀缺，令美元指数大幅走强。
贬值③	中美关系趋于紧张，双方在政治、科技、疫情、香港问题等方

(4 月 13 日至 5 月 27 日)	面开始角力。
----------------------	--------

资料来源: Wind 南华研究

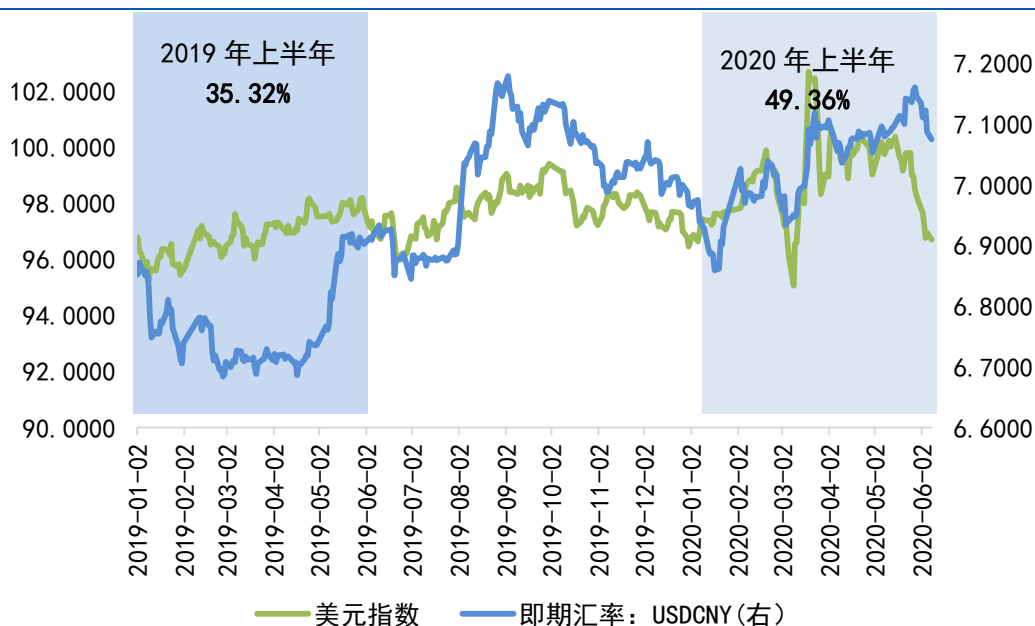
2.2. “疫”时代，前期美指为人民币汇率主旋律，后期中美关系接力

2020 年上半年，在疫情大背景下，影响人民币汇率走势的最主要因素，无疑是美元指数及中美关系。5 月之前，美元指数是影响人民币汇率的主要驱动因素，新冠肺炎疫情仅对汇率形成阶段性冲击。5 月下旬后，中美关系再次成为市场焦点。

1. 美元指数的拉动作用逐步增强。

截至 6 月 16 日，美元指数与人民币汇率的相关性大幅提升，相关系数为 49.36%，相比而言，2019 年上半年仅为 35.32%。具体来看，按人民币汇率升贬值观察到的美元指数与汇率相关性表现为（见表 2.2.1）：一月初至月中，人民币汇率升值，而美元指数震荡偏强，整体波动幅度不大，两者呈负相关，美元指数并非人民币走势的驱动因素；从 1 月中至 3 月底，两者相关性逐步递增，尤其是人民币汇率在贬值②最为强烈，两者相关性高达 95.86%。4 月至 5 月下旬因中美关系再次出现恶化迹象等因素，两者相关性大幅度减弱，美元指数让位于其他扰动因素，但近期再次增强。综合来看，2020 年上半年美元指数是阶段性人民币汇率走势的主要驱动因素，整体拉动汇率作用有所增强。

图 2.2.1:美元指数与人民币汇率走势及相关性



数据来源: Wind 南华研究

表 2.2.1:2020 上半年美元指数与人民币汇率相关性

人民币汇率表现	美元指数表现	相关性
升值① (1 月 2 日至 1 月 17 日)	震荡偏强	-80.68%
贬值① (1 月 18 日至 2 月 21 日)	升值	66.58%
升值② (2 月 24 日至 3 月 4 日)	贬值	86.97%
贬值② (3 月 5 日至 3 月 23 日)	升值	95.86%
升值③ (3 月 24 日至 4 月 10 日)	震荡偏弱	-11.28%
贬值③ (4 月 13 日至 5 月 27 日)	震荡偏弱	-14.03%
升值④ (5 月 28 日至 6 月 16 日)	贬值	85.08%

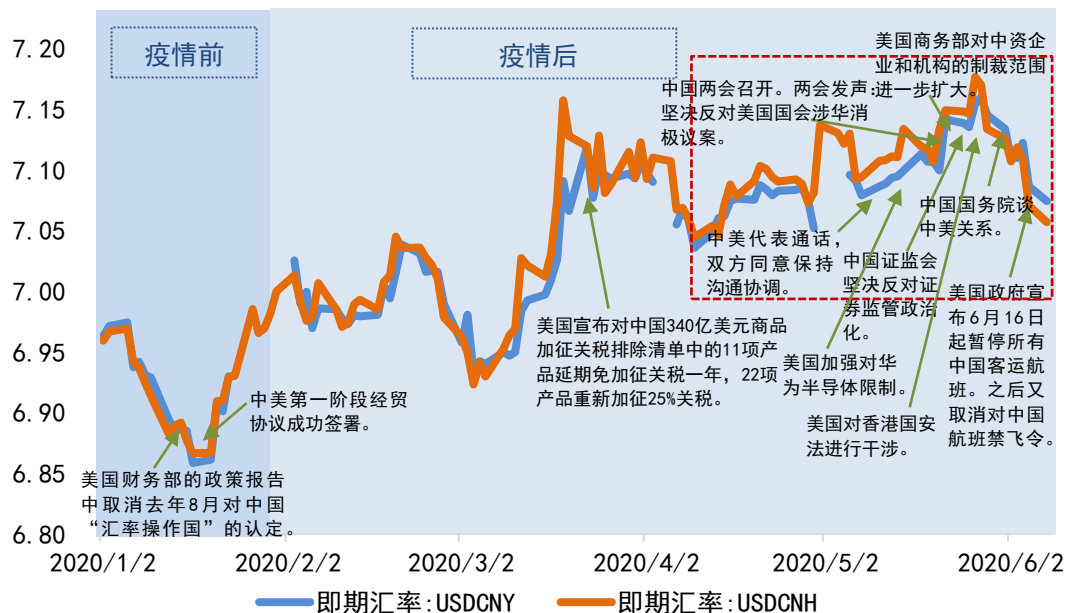
数据来源: Wind 南华研究

2. 中美关系变化重归市场视野

在国内还未爆发新冠疫情时,人民币汇率整体是随着中美贸易谈判的进展而起伏。通常来说,当中美关系处在缓和期,人民币汇率偏强,当中美摩擦有所升级时,人民币汇率则偏弱。

今年年初(疫情前),中美第一阶段经贸协议签署,相对而言,中美关系处于蜜月期,市场情绪普遍乐观,人民币汇率的表现也较为强势。5 月后至 6 月前(疫情后),在美元指数震荡偏弱的情况下,人民币汇率却出现了大幅度的贬值,人民币汇率与美元指数发生背离,两者呈弱负相关性。而在此期间中美关系呈现紧张状态,并且中美摩擦已从前两年的贸易谈判升级到政治、科技、贸易、疫情等多方面的博弈,具体为:一、关于新冠疫情责任归属的争论;二、围绕香港问题,中美关系有所激化;三、美国对华为企业的限制及制裁问题;四、中美经贸磋商。综合来看,中美关系是左右今年 5 月人民币汇率表现的主因,这点我们从图 2.2.2 也可以观察到。

图 2.2.2: 人民币走势与中美关系发展进程 (截至 6 月 8 日)



数据来源：Wind 南华研究

第3章 美指：看空而不过分看空

3.1. “美元荒”曾引发国内资本外流

如上所述，在中美关系相对稳定的情况下，美元指数成为决定人民币汇率的主要驱动力。这一过程不仅通过价格直接呈现，即当美元指数走高时，投资者自然而然地降低人民币的估值，促使人民币贬值，同时也通过跨境资金流动实现。

3 月，避险需求的上升令全球风险资产遭到抛售，美股 10 天 4 次向下熔断，即使是避险资产美债也遭到大量抛售。从 MSCI 指数上看，从 3 月 2 日的高点至 3 月 23 日的低点，美国、欧洲以及新兴市场国家股市分别下滑 27.88%、23.95% 和 22.28%。

在“美元荒”席卷全球的大背景下，非美国国家资金纷纷“出逃”，我国 3 月银行代客涉外支出中证券投资额度大幅增长至 1070.3 亿美元，远高于历史任何时期。这是由两方面原因造成的。从客观条件来看，近年来我国资本项目开放度提升为证券资金自由流出提供了便利条件。从主观原因上看，一方面美元短缺导致境外投资机构面临产品赎回问题而被迫卖出中国资产，另一方面，境外资产大幅下跌，特别是比较熟悉的中资美元债价格大幅下挫，令国内投资者看到了抄底的机会，从而加大了海外资产的投资。

图 3.1.1：疫情高峰期，全球股市大跌

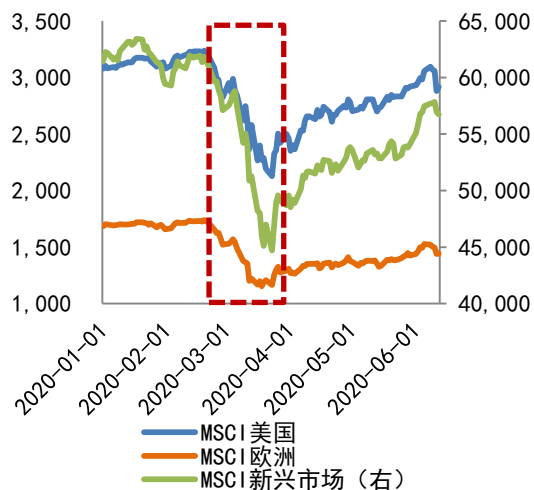
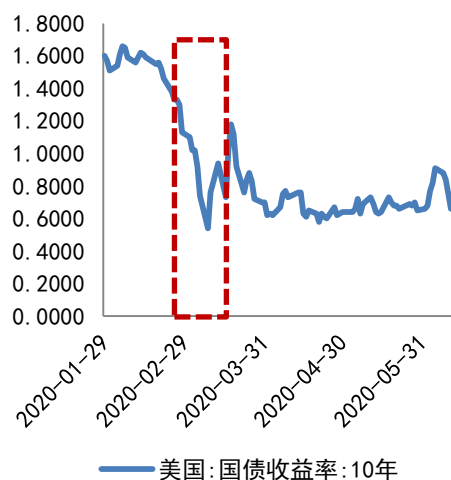


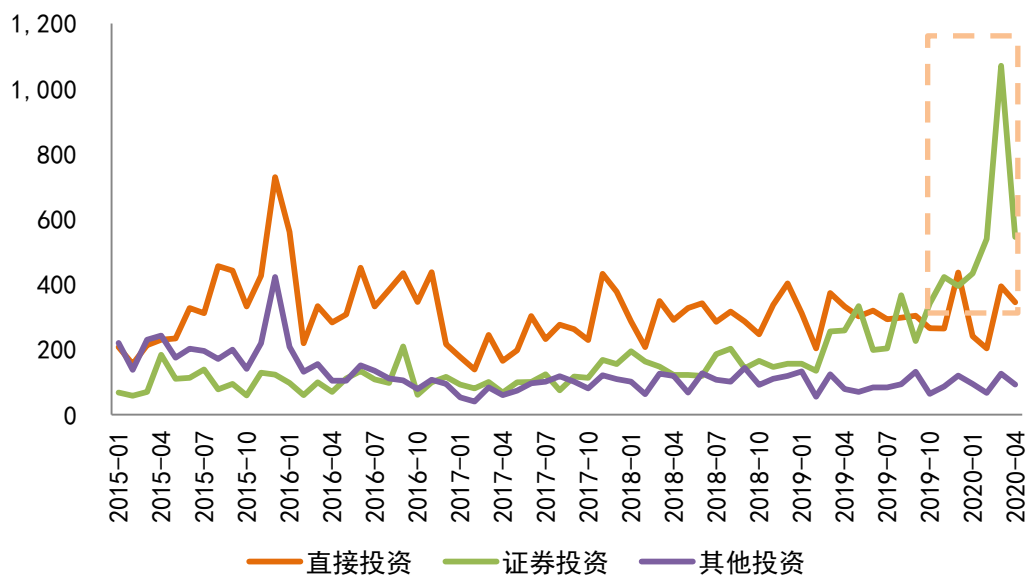
图 3.1.2：避险情绪极高导致美债被抛售



数据来源：Bloomberg 南华研究

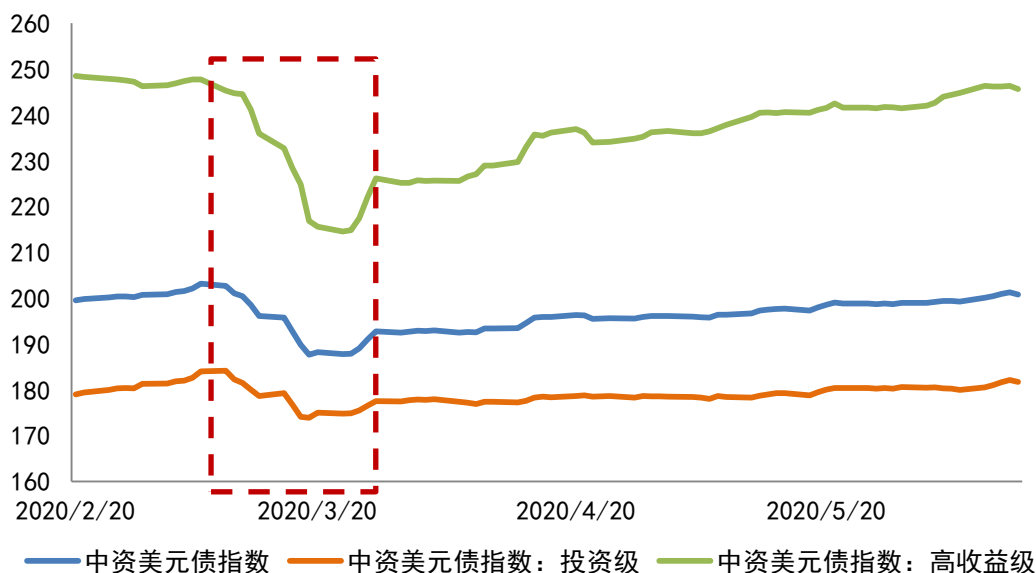
数据来源：Wind 南华研究

图 3.1.3：3 月银行代客涉外支出中证券投资额度大幅增长（单位：亿美元）



数据来源：Wind 南华研究

图 3.1.4：中资美元债指数走势



数据来源：Wind 南华研究

3.2. 下半年美元指数走势预判：整体弱势运行

与一季度季报以及去年的年报观点一致，我们继续秉持美元长期走弱的观点，理由也相同。长期而言，汇率水平最终由该国的经济基本面决定。从长期看，美国劳动生产率趋向下行，占全球的经济份额也将下滑，即美国作为全球经济最发达的国家，其相对于其他经济体的增长优势在逐渐减弱。根据瑞士洛桑国际管理发展学院的全球最具竞争力经济体年度排名显示，在 2018 年将榜首让给新加坡之后，美国的排名进一步下滑，2020 年度排名从 2019 年的第 3 名下滑 7 名至第 10 名。

从短中期看，我们认为美指下半年整体偏弱运行，但该过程可能较为曲折，中间会有一些因素令美指短期反弹。

3.2.1. 美指整体走弱因素分析

◇ 全球经济渐进式复苏，资金趋向非美经济体

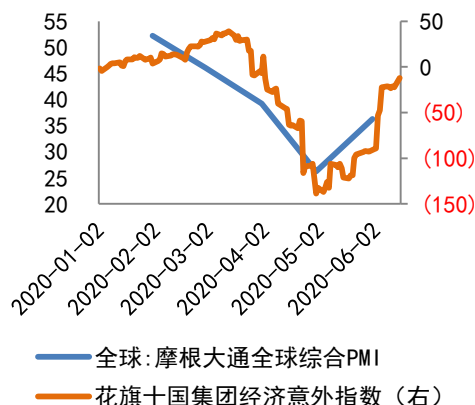
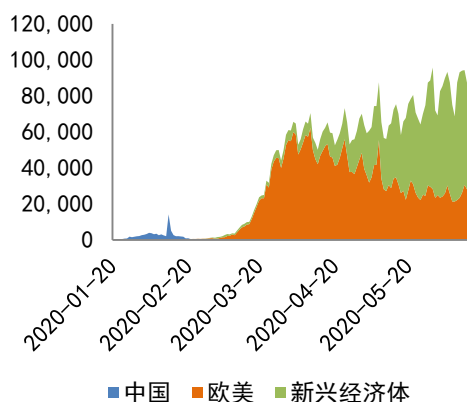
新冠疫情已成为影响今年全球经济的第一大事件。由图 3.2.1 所示，第一波疫情主要由中国主导，目前防控效果较好。第二波疫情集中于欧美，4 月初达到高峰，目前已逐步回落，且欧洲整体防控效果优于美国，现有当日新增中大部分来自于美国。新兴市场国家接力疫情第三棒，目前仍处于高峰期。不过从目前的新闻来看，中美两国疫苗研发进展顺利，若疫苗最终阶段的临床试验获得成功，有利于全人类战胜疫情，经济重回正常轨道。

随着较多国家开始解除限制措施，全球经济也将逐步迎来复苏。由图 3.2.2 可知，5 月，摩根大通全球综合 PMI 开始回升，而花旗经济意外指数也逐步向正值靠拢。在全球

复苏背景下，市场风险偏好将上升，美元作为避险资产将受到一定程度的冷落。

图 3.2.1：全球新冠肺炎感染人数当日新增情况¹

图 3.2.2：全球经济逐步复苏

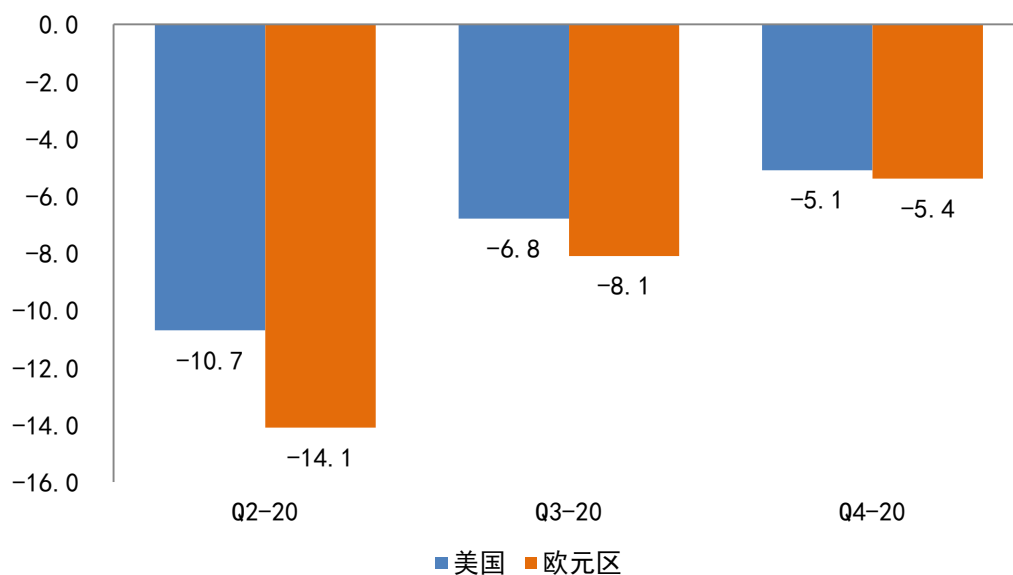


数据来源：Wind 南华研究

数据来源：Wind 南华研究

另外，从彭博搜集的各大分析机构预测情况来看，欧元区经济的边际改善程度明显好于美国，有利于欧元兑美元汇率回升，从而施压美元指数。

图 3.2.3：私营机构对欧美经济预测



资料来源：Bloomberg 南华研究

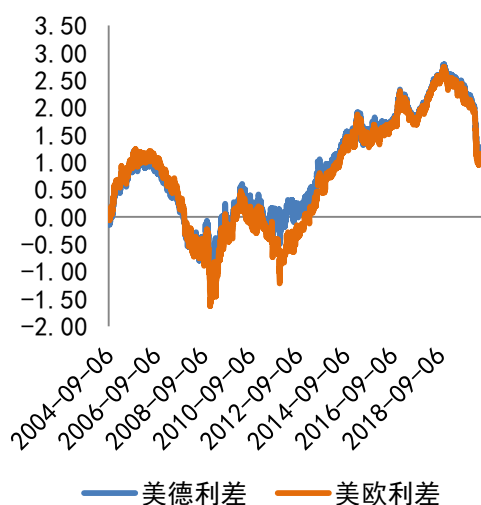
◇ 美欧利差收窄，美元吸引力减弱

¹ 欧美此处统计包含美国、德国、英国、法国、意大利和西班牙；新兴经济体包括印度、俄罗斯、巴西、伊朗、智利、沙特以及秘鲁。

受新冠疫情带来的经济下行压力影响，美联储紧急降息，3月3日降息0.5个百分点，3月15日再次降息1个百分点，导致美欧利差迅速收窄。目前，美欧利差已经从高处回落，位于历史中游水平。

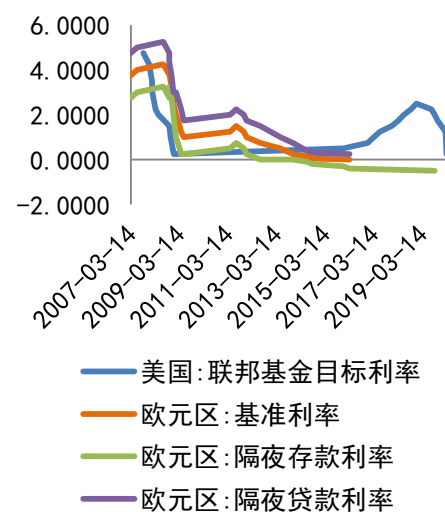
从后市来看，美欧利差再次走宽的概率很低，可能维持震荡，甚至略微收窄的走势，原因如下：第一，自08年金融危机后，欧元区各类基准利率均维持在低位，目前主要再融资利率已经为0，隔夜存款利率为-0.5%，隔夜贷款利率也仅为0.25%，进一步下行空间非常有限；第二，归因于疫情和经济因素，美联储最新点阵图显示拟将零利率维持至2022年，加之，美联储对负利率持明确的否定态度，因此，下半年美联储目标基准利率变动的可能性较小；第三，从美联储的表态来看，其内部仍在商讨收益率曲线能否有效补充货币政策工具的问题，假如未来美联储实施这一操作，大概率是如日央行一样约束长端某一期限的美债收益率，此举也有利于美国长期国债利率下行，从而收窄美欧利差。

图 3.2.4：美欧利差收窄



数据来源：Wind 南华研究

图 3.2.5：美欧基准利率走势



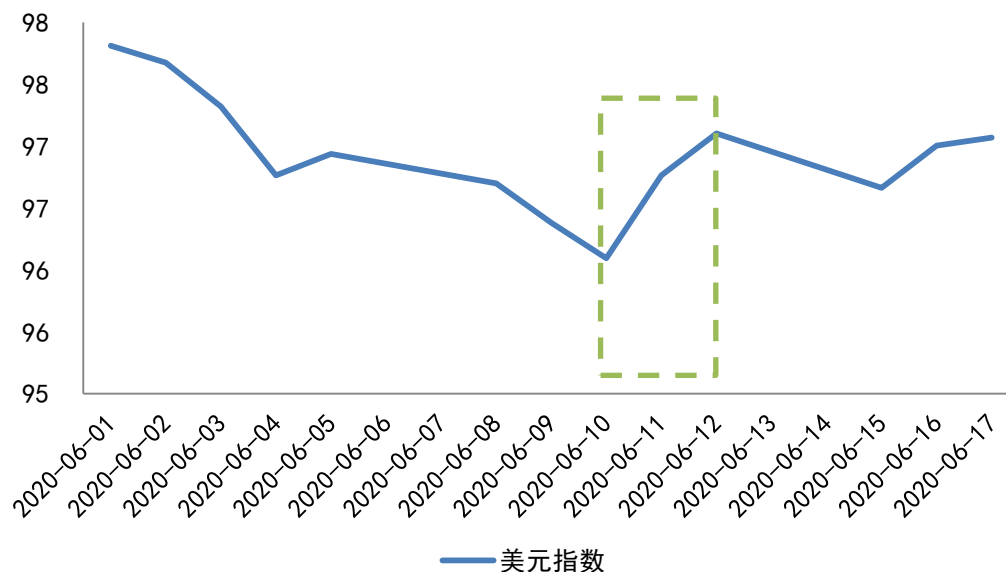
数据来源：Wind 南华研究

3.2.2. 美指阶段性走强因素分析

◇ 二次疫情爆发，避险情绪再度升温

本次危机的病根在新冠疫情，想要全面走出衰退阴霾，除非有确定性措施可以解除新冠疫情带来的危害，譬如特效药或者疫苗。虽然目前关于疫苗的研发有新的进展，但远未到可以量产的地步，因此一旦解除限制措施，恢复经济活动，二次疫情爆发的可能性还是不小，此时避险情绪的升温可能再次令美指走强。譬如，6月12日那周，由于美国几个州和亚洲病例激增推动，美指拐头向上。

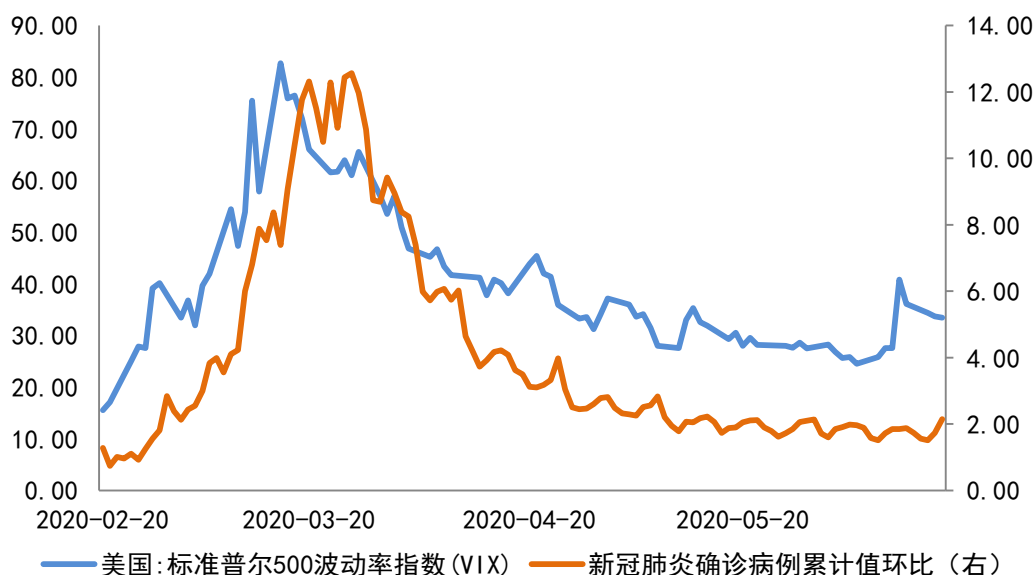
图 3.2.6: 6 月 12 日当周美指在避险情绪推动下拐头向上



资料来源: Wind 南华研究

然而,我们认为二次疫情带来的避险买盘将显著弱于初次疫情。通常未知的才是最令人恐惧的,因此,当新冠疫情首次出现时,会引来大量的避险需求,但是当这件事第二次、甚至第三次出现时,带来的恐惧边际递减,也没法再激发更大的浪花。由图 3.2.7 可知,VIX 与新冠肺炎确诊病例累计值的环比数拟合度较好。但是在当前全球确诊病例数突破 800 万的情况下,环比数再度大幅走高的概率较低,因此我们认为避险盘对美指的推动力量也较为有限,可能在某一阶段推升美指。

图 3.2.7：VIX 与新冠肺炎确诊病例累计值的环比数拟合度较好



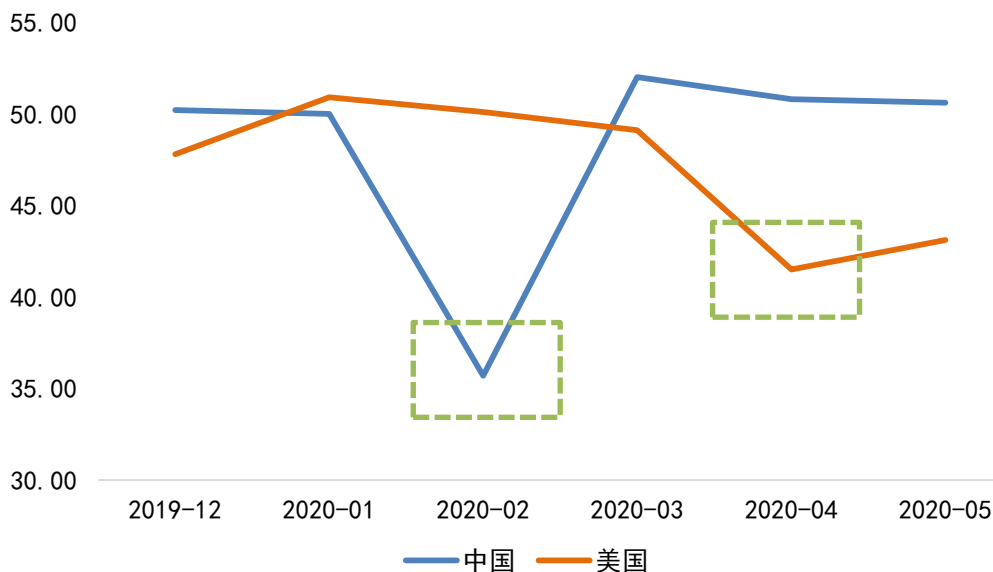
资料来源：Wind 南华研究

第4章 国内经济成稳定支撑，中美关系仍是扰动项

4.1. 一个向前一个退后，中美经济差持续

我国作为疫情最先爆发的国家，也是最先从疫情中走出来的。回顾上半年，我国经济最差的时间是 2 月份，3 月份复工复产成为市场热点。美国新冠肺炎感染人数急剧上升期是在 3 月初，4 月到达峰值，各种限制措施也集中在 4 月出台，导致 4 月成为美国的经济最低点。因此，新冠疫情波浪式发展，令处在不同阶段的中美两国注定存在经济差。

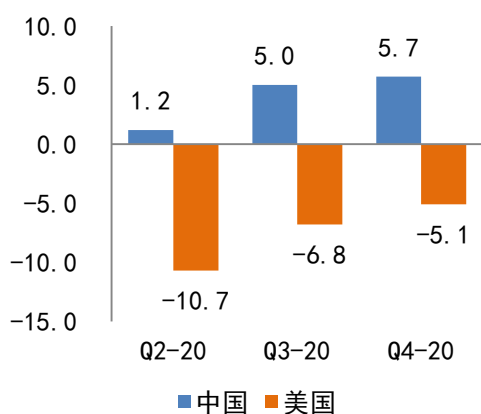
图 4.1.1：中美两国制造业 PMI 对比



资料来源：Wind 南华研究

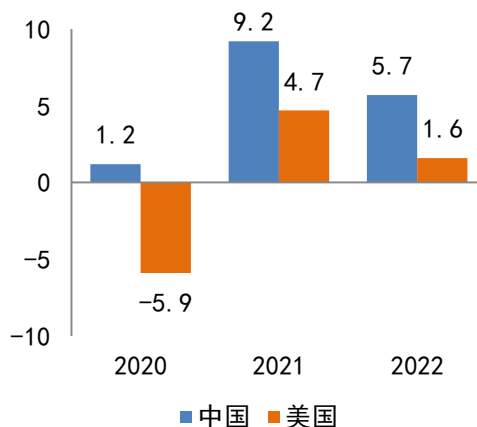
从当前复苏状态来看，我国经济正重拾动能，特别是房地产和汽车行业，超预期回升，总体风险偏向下行。而美国的经济封锁措施持续的时间长于预期，令美国复苏步伐稍显缓慢。由图 3.3.1 可知，目前彭博统计的分析机构普遍认为下半年虽然美国经济有所恢复，但仍将深陷泥潭，即使到 4 季度，GDP 同比也仅为-5.1%，与之形成鲜明对比的是，国内 4 季度 GDP 被认为将接近疫情发生前的水平。IMF 也表达了对美国经济的担忧，认为美国经济今年全年 GDP 同比仅为-5.9%。

图 4.1.2：私营机构对中美经济预测（%）



数据来源：Bloomberg 南华研究

图 4.1.3：IMF 对中美两国的经济预测（%）

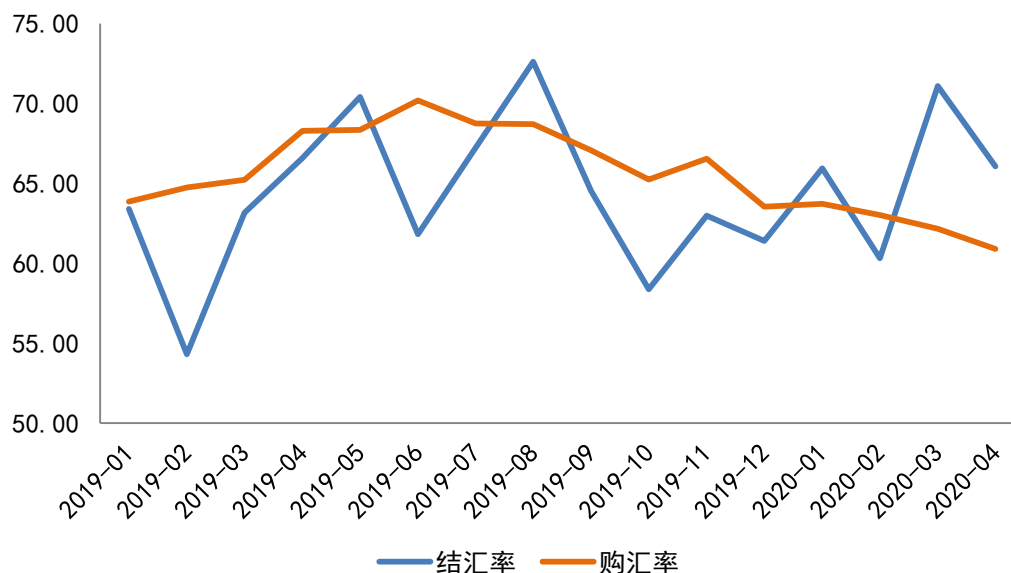


数据来源：Bloomberg 南华研究

4.2. 外汇市场预期稳定，结售汇保持顺差

虽然人民币汇率运行中枢从年初的 6.9 贬值至现在的 7.1，但从外汇市场的购结汇率来看，企业的心态较为平稳。由图 4.2.1 可知，随着人民币的贬值，企业多选择逢高结汇，逢低购汇，体现了逆周期特征。

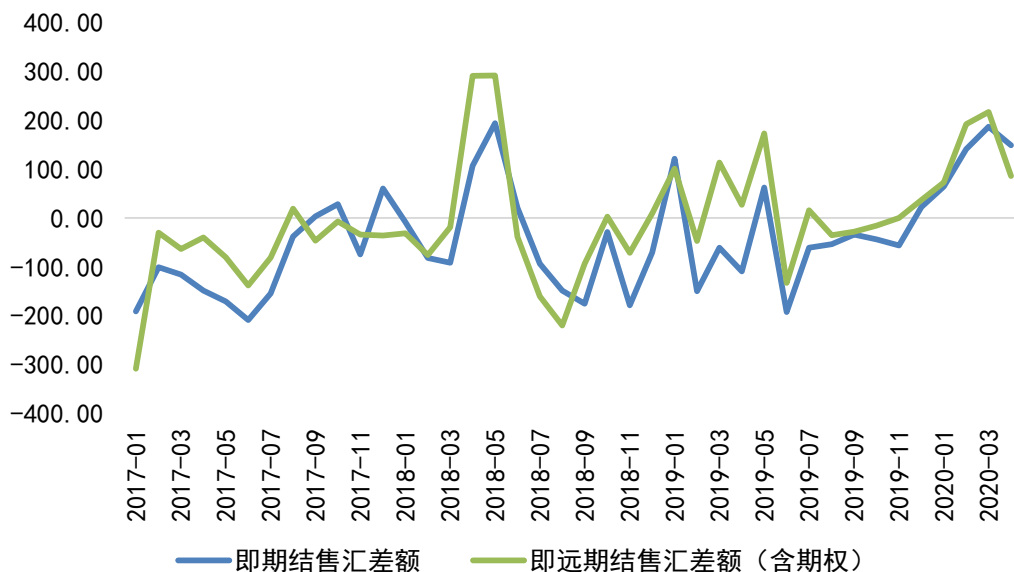
图 4.2.1：购结汇率较为稳定（%）



资料来源：Wind 南华研究

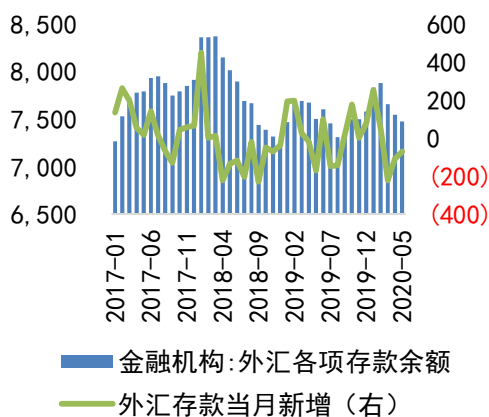
尽管第三章中，我们提到“美元荒”曾引发资本大规模外流，但今年以来，即期结售汇和即远期结售汇差额（含期权）持续保持顺差，特别是在 3 月，顺差额继续走高。值得一提的是资本外流与顺差额走高并不矛盾，因为外流的资金可以来自银行购汇，也可以来自外汇存款和贷款。由图 4.2.3 和图 4.2.4 可知，今年以来，外币存款余额持续减少，而外汇贷款余额则持续攀升。

图 4.2.2：银行即远期结售汇差额（含期权）保持顺差（单位：亿美元）



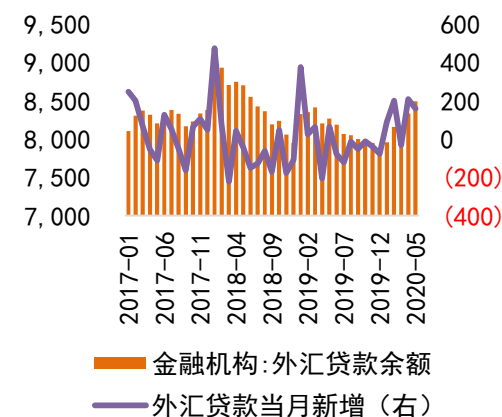
资料来源：Wind 南华研究

图 4.2.3：外汇存款持续减少（亿美元）



数据来源：Wind 南华研究

图 4.2.4：外汇贷款明显上升（亿美元）



数据来源：Wind 南华研究

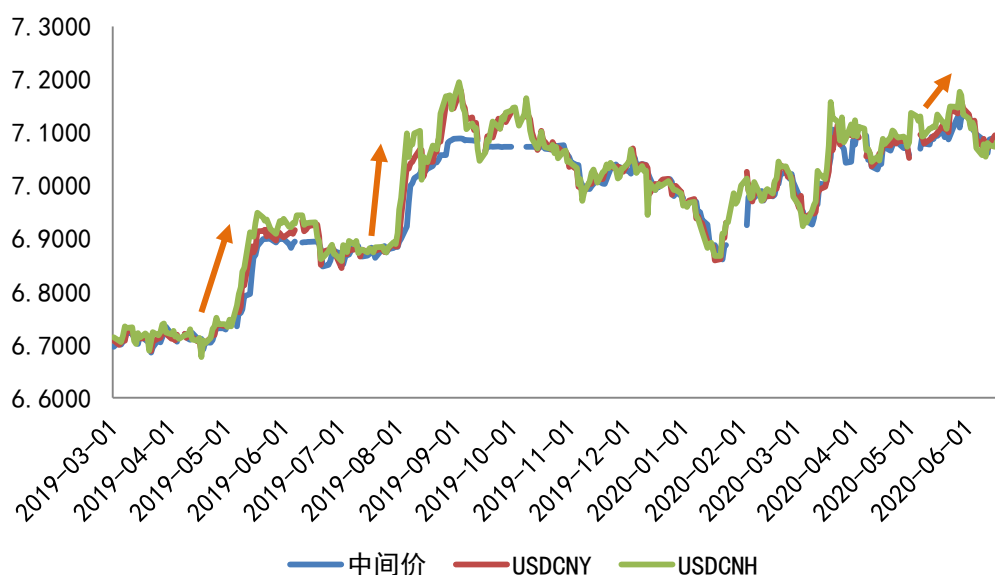
4.3. 经济预期：中美关系走向成最大不确定性因素

2019 年，人民币汇率饱受中美经贸关系困扰。进入 2020 年后，伴随着中美两国第一阶段经贸协议正式签署，两国经贸领域的关系持续处于缓和阶段。但其他领域的冲突加剧，在病毒来源、航权、科技、媒体以及香港问题上，我们都能看到双方或明或暗的交锋。尽管争端时不时地出现，但从市场角度看，对于很多领域的摩擦市场基本处于无视状态。影响最大的来自香港问题，当时人民币一度贬值至接近去年高点，但最后由于特朗普的实际应对举措“雷声大雨点小”，市场逐步恢复平静。

由图 4.3.1 可知，中美摩擦的每一次超预期升级均会令汇率中枢上一个台阶，譬如 2019 年 5 月，汇率中枢由 6.7 上升 2000bp 至 6.9，而同年 8 月，则由 6.9 附近再次飙升 2000bp 至 7.1 附近。2019 年 10 月至 2020 年年初，尽管利好消息不断，但人民币汇率也仅仅回升至 6.9 附近。

由于新冠疫情叠加美元流动性问题，人民币汇率的运行中枢目前已经抬升至 7.1 附近。若是此时中美关系再次出现超预期变化，美元兑人民币汇率突破前高的可能性也较大，5 月香港问题方面的争端已经给了一次测试。如果类似情况接连发生，那么央行可能并不会固守某个点位，而是选择在稳定资金流的前提下让汇率更加市场化。

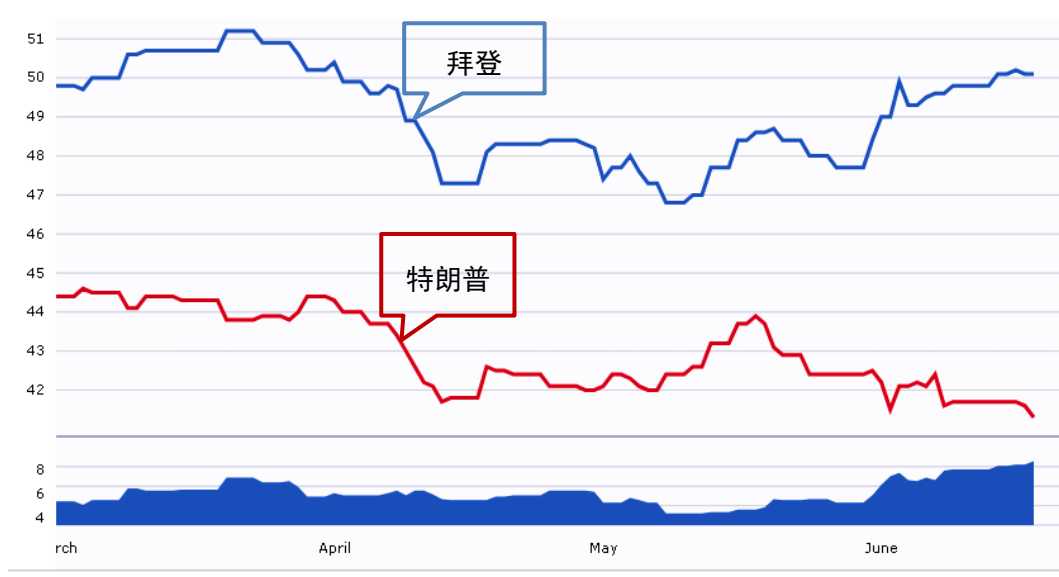
图 4.3.1：中美摩擦令人民币汇率运行中枢上升



资料来源：Wind 南华研究

由于今年是美国大选年，出于赢得更多选票的考虑，缓和中美关系目前来看应该是特朗普的较大可能性选择。但是由于新冠疫情应对不力和黑人事件上的强硬态度，特朗普的支持率明显下滑，我们不确定特朗普会不会出于转移矛盾或者其他原因，在接下来的竞选策略里再次把矛头指向中国，因此，中美关系仍是人民币汇率的最大扰动项。

图 4.3.2：支持率——特朗普 VS 拜登（%）



资料来源：RCP 南华研究

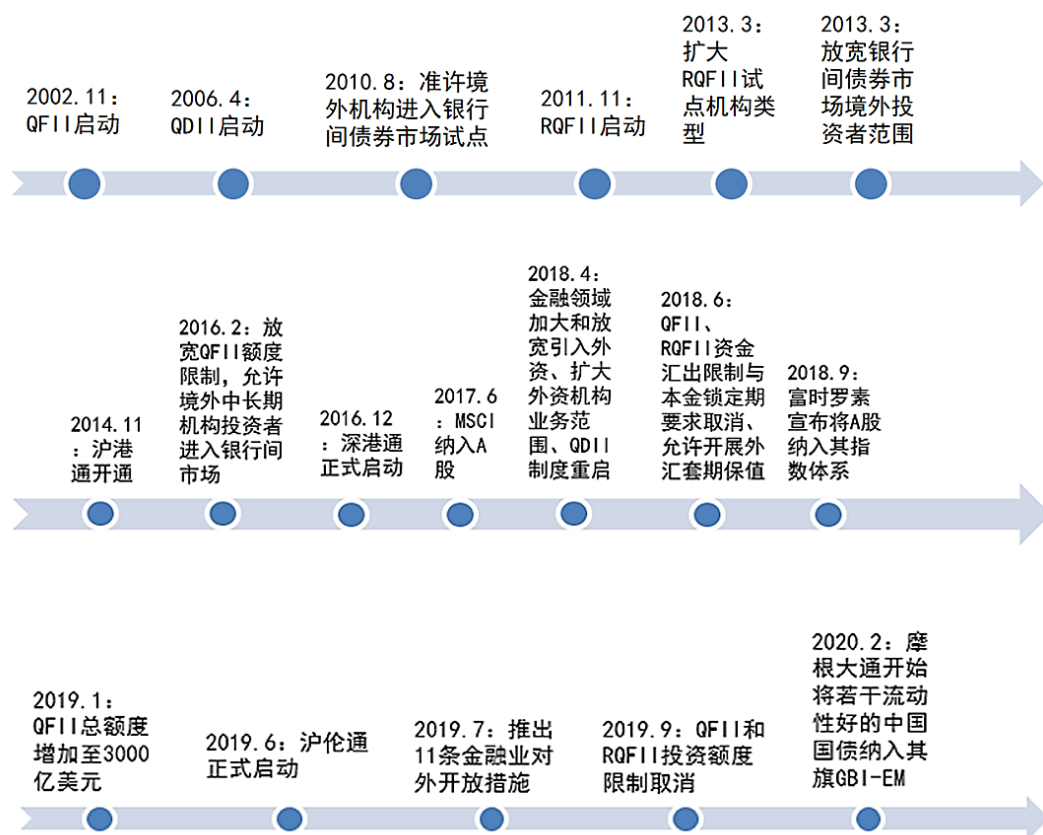
第5章 跨境资本流入将有所增加，助力汇率企稳

5.1. 外资增持 A 股及人民币债券占比持续上升

2020 年是我国资本市场建立 30 周年。自 2001 年年底，我国加入 WTO 起，国内资本市场就走上了加快对外开放的道路，逐步形成了更全方位、更高水平的对外开放局面。

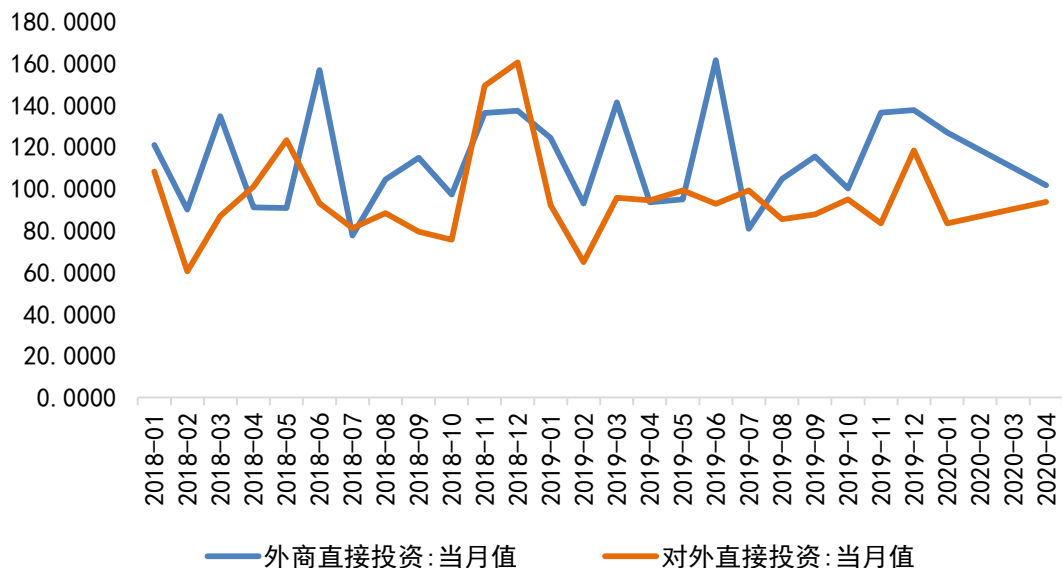
虽然，受疫情的影响，外商直接投资规模数据出现了下滑，从 2020 年 1 月的 126.8 亿美元下滑至 4 月的 101.4 亿美元。但综合 FDI 与 ODI 数据来看，跨境资本流动仍处于净流入态势。

图 5.1.1：中国资本市场对外开放重要事件



资料来源：公开资料整理 南华研究

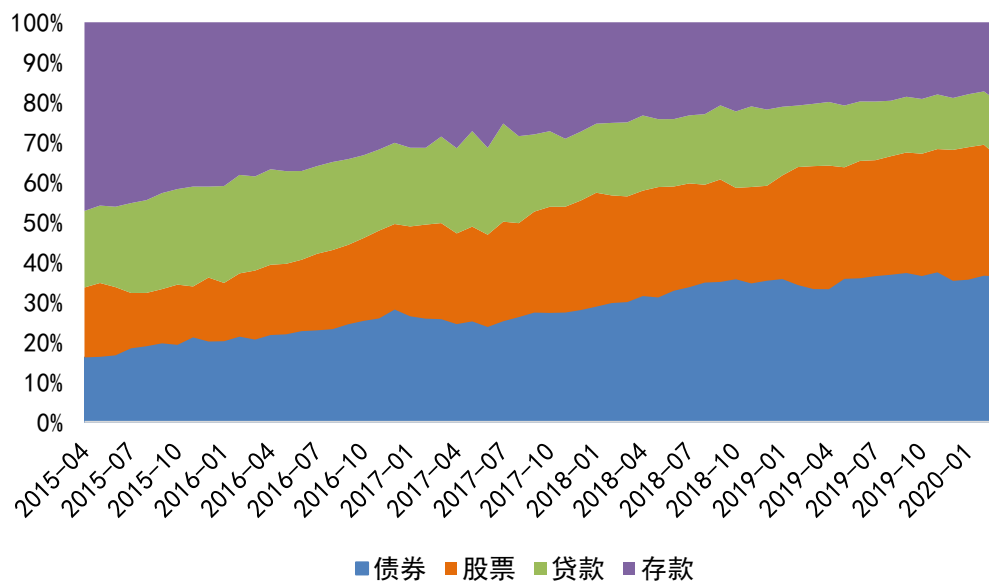
图 5.1.2: FDI 和 ODI 规模 (单位: 亿美元)



数据来源: Wind 南华研究

随着国内资本市场对外开放政策实施效果不断提高, 股票与债券市场逐步被国际主流指数纳入, 在一定程度上推动了海外投资者进入国内市场, 大大增加了外资增持人民币金融资产的动力。目前, 境外持有人民币资产中, 股票、债券的占比有明显持续上升趋势。截至 2020 年 3 月, 外资共持有 6.38 万亿元人民币金融资产, 其中, 债券、股票、贷款、存款, 分别占比 36.36%、29.59%、13.91%和 20.14%。

图 5.1.3：境外机构和個人持有境内人民币金融资产配置结构

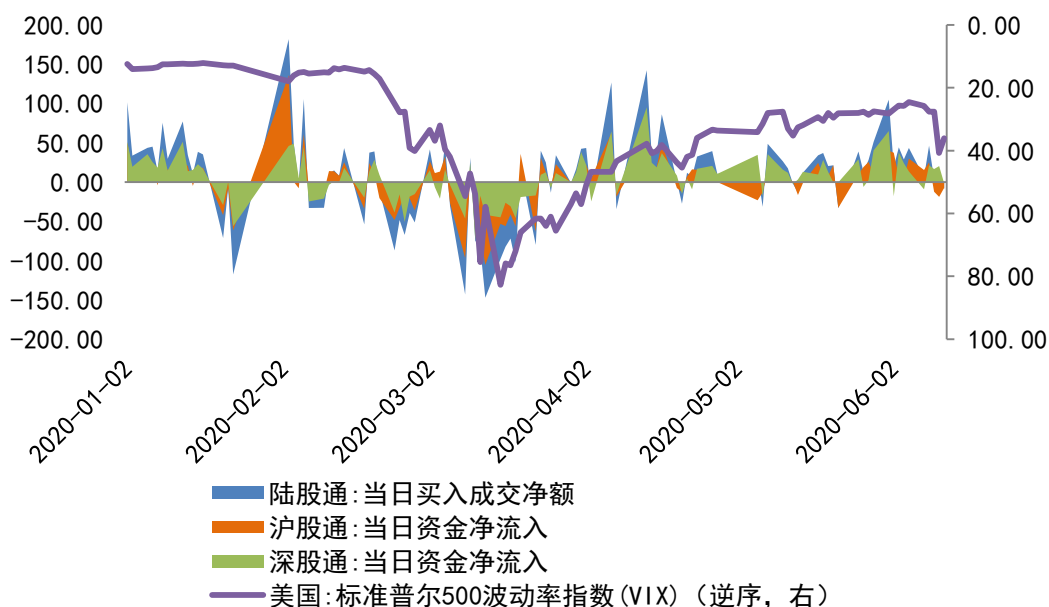


数据来源：Wind 南华研究

5.2. A 股 “便宜” 依旧，仍具一定吸引力

2020 年上半年，外资净流入我国股市的规模整体呈现先抑后扬的特征。3 月，受新冠疫情和美元流动性问题影响，投资者避险情绪上升，外资由净流入转为明显的净流出。但随着疫情防控初见成效及美元流动性问题压力的释放，净流入规模出现了明显改善。从北向资金来看，A 股仍受到国际投资者青睐，仅 6 月前 5 个交易日，北向资金就净流入超过 240 亿元。

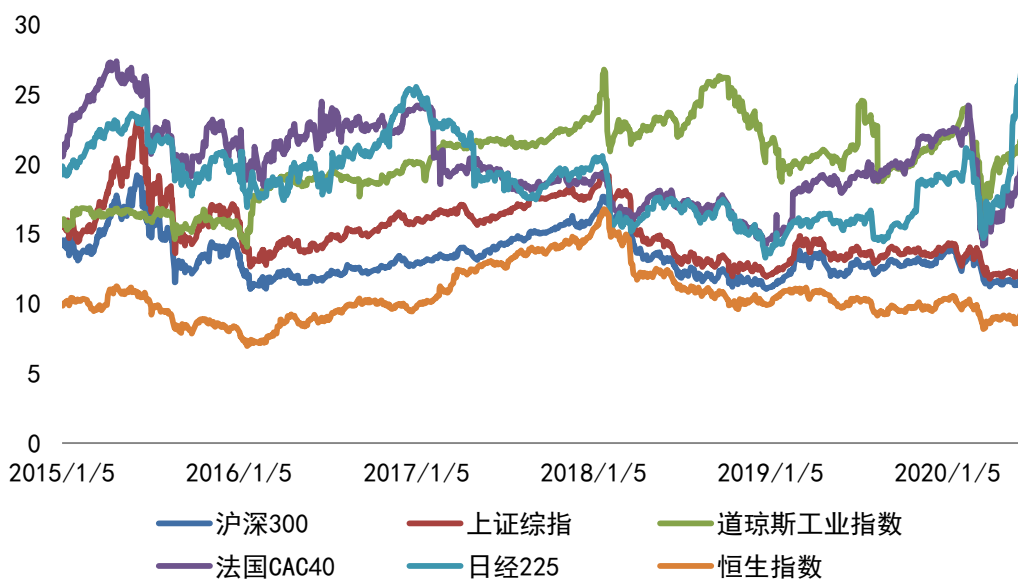
图 5.2.1：外资净流入我国股市规模（单位：亿元）



数据来源：Wind 南华研究

从估值角度来看，较低的估值水平依然是国际投资者增配我国股市的重要考虑因素。以沪深 300 和上证综指为例，截至 6 月 15 日，两者市盈率水平约在 11.675 和 12.174，远远低于美国股市的 21.3738 和日本股市的 25.2081。

图 5.2.2：我国股市目前处于历史相对较低估值水平

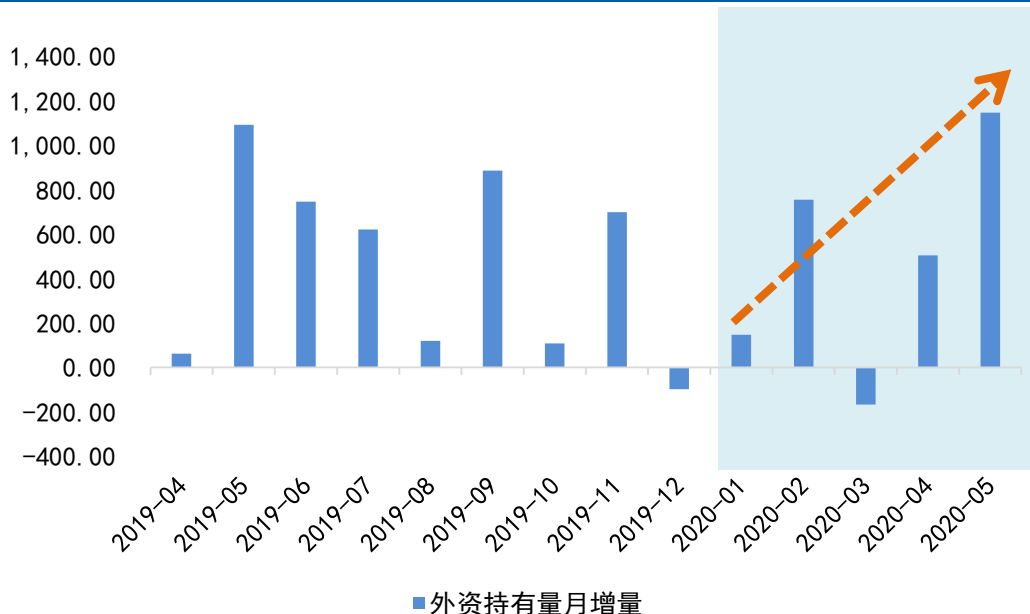


数据来源：Wind 南华研究

5.3. 债市对人民币汇率形成弱支撑

新冠疫情并未影响境外机构投资我国债市的信心。今年以来除 3 月因美元流动性危机，境外机构投资者选择抛售流动性较好的中国资产来缓解流动性压力，银行间债券市场的外资呈现流出现象外，其余各月外资皆呈净流入状态。且在美元流动性危机解除后，流入量逐步攀升。这在某种程度上说明，国际投资者依然偏好我国债市。

图 5.3.1：2020 上半年以来外资在我国银行间债券市场量（单位：亿元）



数据来源：Wind 南华研究

从被动配置角度来看，近年来，人民币不断纳入国际主要债券指数，令境外资本竞相加持人民币资产。目前被动配置资金还未结束，2020 年下半年国内债券市场相对可观且稳定的外资流入将对人民币汇率形成一定的支撑。进入 2021 年后，我们认为无论富时罗素是否将中国债市进一步纳入，外资被动增持所带来的债市资金流入都将有所减弱，详见表 5.3.1。

表 5.3.1：我国不断纳入国际主要债券指数

进程		人民币债券占比	跟踪资产规模
彭博巴克莱全球综合指数	从 2019 年 4 月 1 日起，以人民币计价的中国国债和政策性银行债券开始被纳入彭博巴克莱全球综合指数，并将在 20 个月内分步完成。	6.06%	约 2-3 万亿美元

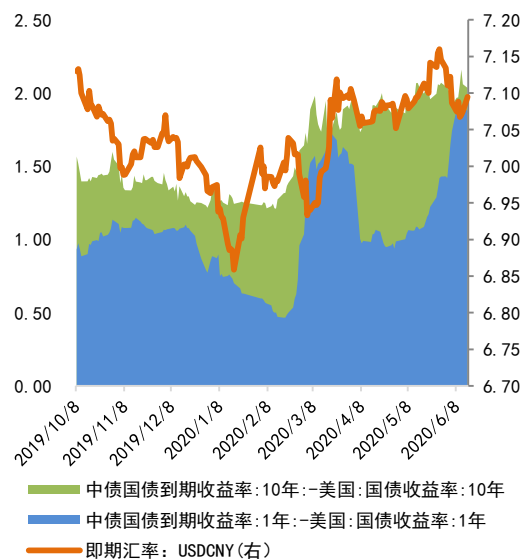
富时世界国债指数	2017 年 3 月，花旗宣布将人民币国债纳入富时世界国债延伸指数，可能在 2020 年 9 月再次考虑将中国债市纳入 WGBI 指数。	5%-6%	约 2 万亿美元
摩根大通全球新兴市场多元化债券指数	从 2020 年 2 月 28 日起，将分 10 个月，将若干流动性好的中国国债纳入多只基准债券指数。以 GBI-EM GD 规模保守估计，未来 10 个月流入中国债市的资金约 200 亿美元，每月约 20 亿美元，折算成人民币分别约为 1400 亿元和 140 亿元。	10%	跟踪 GBI-EM 的资产规模总计约 2260 亿美元，其中，主要指数 GBI-EM GD 规模约 2020 亿美元

资料来源：公开资料整理 南华研究

从利差吸引力角度来看，两国间的利差从年初至今持续走扩。一方面是由于疫情下中美货币政策的节奏差异，另一方面是在避险情绪下，市场更倾向于美债，令美债收益率大幅下行。据统计，疫情以来中美利差大部分在 170bp 至 190bp 区间内波动，最高约为 200bp。

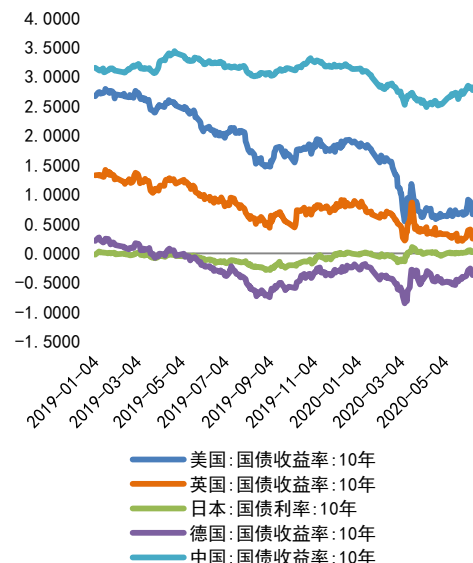
我们认为接下来中美利差可能呈现高位震荡，或小幅收窄的态势。归其原因，一方面，美国当前已实行零利率，且暂不考虑负利率，若美联储采取收益率曲线控制措施，长期限美债利率也不可能呈现大幅上升状态，因此美国方面的利率总体呈下行趋势，但下行空间较小。另一方面，国内利率趋势并未完全转向，仍有下行空间，但下行幅度也不会太大。

图 5.3.2：国债收益率之差（%）与人民币走势



数据来源：Wind 南华研究

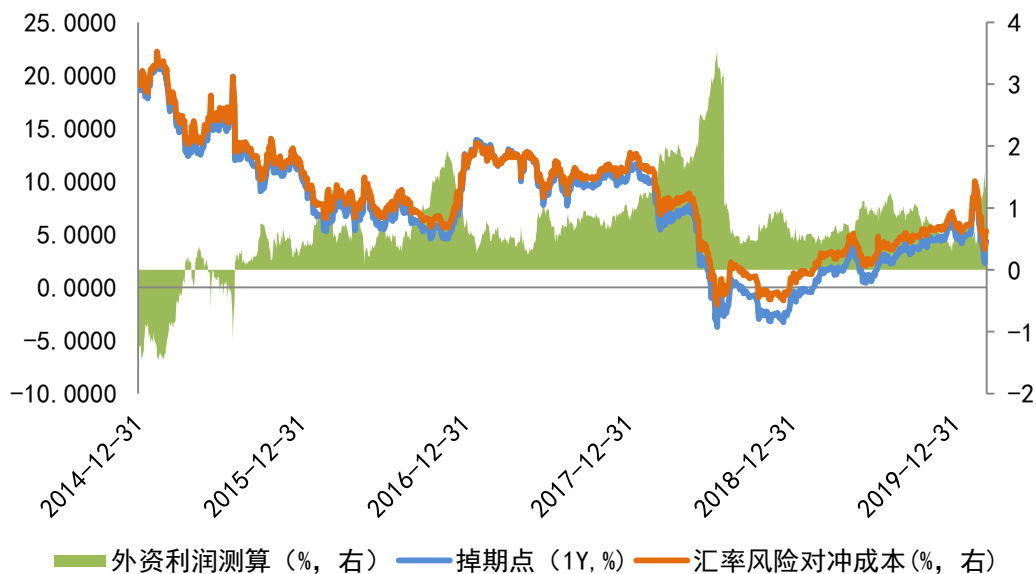
图 5.3.3：主要国家 10 年期国债收益率走势（%）



数据来源：Wind 南华研究

前面提高的中美利差仅仅只是对两国利率进行简单的对比，考虑到外资进入中国多会选择外汇对冲，因此我们也计算了剔除外汇对冲成本后的外资利润，即无风险收益。如图 5.3.4 所示，在疫情爆发、中美摩擦再次重启、黑天鹅事件频发等压力下，2020 年以来外资无风险收益持续为正，表明在金融对外开放加深的大背景下，外资进驻我国债券市场的动机持续存在。

图 5.3.4：债券市场外资无风险利润测算



数据来源：Wind 南华研究

第6章 外汇政策适度保持定力，积极应对新挑战

6.1. 外汇政策回顾及分析

今年以来，疫情犹如野兽一般，带给全球经济狠狠的一击。在国内疫情爆发后，国外疫情也相继失控。虽然我国有疫情防控的先发优势，但也难以独善其身。国内经济下行压力依然较大，加之美指以及中美关系方面的原因，人民币承受的贬值压力较大。为应对内外冲击，维持人民币在合理范围内的均衡稳定，上半年央行在宏观审慎政策基础上，新出台的外汇政策集中在稳汇率、扩大对外开放上，具体如下表所示。

表 6.1.1：2020 上半年外汇相关政策梳理

日期	具体举措	政策目的
2020.1.13	发布《国家外汇管理局关于完善银行间债券市场境外机构投资者外汇风险管理有关问题的通知》（简称“通知”），进一步便利银行间债券市场境外机构投资者管理外汇风险。	扩大对外开放
2020.1.27	国家外汇管理局 1 月 27 日就疫情防控期间建立外汇政策绿色通道有关事宜发布通知。	稳汇率

2020.2.13	2月13日,中国人民银行在香港成功发行了两期人民币央行票据,其中3个月期央行票据200亿元,1年期央行票据100亿元,中标利率分别为2.55%和2.60%。本次发行为到期滚动发行,发行后香港人民币央行票据余额仍为800亿元。	稳汇率
2020.3.11	中国人民银行、国家外汇管理局联合发布《中国人民银行 国家外汇管理局关于调整全口径跨境融资宏观审慎调节参数的通知》(银发〔2020〕64号,以下简称《通知》),将全口径跨境融资宏观审慎调节参数由1上调至1.25。	扩大对外开放
2020.3.12	中国人民银行、国家外汇管理局将继续按照党中央、国务院要求,持续深化外汇管理改革,推出更多外汇便利化业务,更好服务经济社会发展和金融市场开放。同时,进一步完善“宏观审慎+微观监管”两位一体管理框架,积极防范跨境资金流动风险,维护国家经济金融安全。	表明政策倾向
2020.3.26	中国人民银行在香港成功发行100亿元人民币央行票据。	稳汇率
2020.4.14	为贯彻落实中央关于统筹推进新冠肺炎疫情防控和经济社会发展工作的部署要求,国家外汇管理局发布《国家外汇管理局关于优化外汇管理支持涉外业务发展的通知》(汇发〔2020〕8号),简化外汇业务办理流程,优化外汇业务服务,提升跨境贸易投资便利化水平,积极支持复工复产,推动涉外经济高质量发展。	扩大对外开放
2020.5.7	央行、外管局发布《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》,取消合格境外机构投资者(QFII)和人民币合格境外机构投资者(RQFII)境内证券投资额度限制,进一步便利境外投资者参与我国金融市场。	扩大对外开放
2020.5.14	中国人民银行在香港成功发行300亿元人民币央行票据。	稳汇率
2020.5.18	商务部表示今年要重点把《外商投资法》落实好,增强外商长期在中国投资信心。	扩大对外开放
2020.6.5	国家外汇管理局党组传达学习贯彻习近平总书记两会期间重要讲话精神部署落实《政府工作报告》,聚焦	完善外汇市场建设、稳汇率

“六稳”“六保”加快推进外汇管理各项工作。

资料来源：公开资料整理 南华研究

2020 年政府工作报告的货币政策工作目标部分，有关汇率的政策表述首次被提到了利率的前面，表明汇率问题可能是政府工作的重点之一。

表 6.1.2：政府工作报告重点表述对比

报告内容	
2019 年	稳健的货币政策要松紧适度。广义货币 M2 和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配，以更好满足经济运行保持在合理区间的需要。在实际执行中，既要把握好货币供给总闸门，不搞“大水漫灌”，又要灵活运用多种货币政策工具，疏通货币政策传导渠道，保持流动性合理充裕，有效缓解实体经济特别是民营和小微企业融资难融资贵问题，防范化解金融风险。 深化利率市场化改革，降低实际利率水平。完善汇率形成机制，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
2020 年	稳健的货币政策要更加灵活适度。综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社融规模增速明显高于去年。 保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。创新直达实体经济的货币政策工具，务必推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行。

资料来源：中国人民银行官网 南华研究

从央行今年《一季度货币政策执行报告》看，其对于汇率管理的态度、对外开放与汇率市场发展的建议都没有发生变化，整体和 2019 年四季度货币政策执行报告一致，重点仍然在于“发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器作用”、“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”、“为基于实需原则的进出口企业提供汇率风险管理服务”、“通过外汇衍生品管理汇率风险”、“完善人民币跨境使用的政策框架和基础设施”等表述上。我们预计，未来央行会稳步推进外汇市场对外开放并进一步丰富外汇交易品种，汇率自由化进程可能得到进一步提升。

表 6.1.3：货币政策执行报告重点表述对比——汇率管理表态

报告内容	
2019 年一季度	稳步深化 汇率市场化改革，完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，保持人民币汇率弹性， 加强宏观审慎管理 ，稳定市场预期，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

2019 年二季度	稳步深化 人民币汇率市场化改革, 完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度, 保持人民币汇率弹性, 发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器的作用。必要时加强宏观审慎管理, 稳定市场预期 , 保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
2019 年三季度	完善 以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度, 稳定市场预期, 保持人民币汇率弹性, 发挥自动稳定器作用 , 保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
2019 年四季度	稳步深化 汇率市场化改革, 完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度, 保持人民币汇率弹性, 发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器的作用。加强宏观审慎管理, 稳定市场预期 , 保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
2020 年一季度	稳步深化 汇率市场化改革, 完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度, 保持人民币汇率弹性, 发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器作用。加强宏观审慎管理, 稳定市场预期 , 保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

资料来源: 中国人民银行官网 南华研究

表 6.1.4: 货币政策执行报告重点表述对比——对外开放与汇率市场发展

报告内容	
2019 年一季度	加快发展外汇市场, 坚持金融服务实体经济的原则, 为基于实需原则的进出口企业提供汇率风险管理服务。稳步推进人民币资本项目可兑换, 推进人民币对其他货币直接交易市场发展 , 完善人民币跨境使用的政策框架和基础设施, 坚持发展、改革和风险防范并重 , 支持人民币在跨境贸易和投资中的使用。
2019 年二季度	加快发展外汇市场, 坚持金融服务实体经济的原则, 为基于实需原则的进出口企业提供汇率风险管理服务。稳步推进人民币资本项目可兑换, 推进人民币对其他货币直接交易市场发展 , 完善人民币跨境使用的政策框架和基础设施, 坚持改革、发展和风险防范并重 , 支持人民币在跨境贸易和投资中的使用。
2019 年三季度	加快发展外汇市场, 坚持金融服务实体经济的原则, 为基于实需原则的进出口企业提供汇率风险管理服务。 稳步推进 人民币资本项目可兑换, 完善人民币跨境使用的政策框架和基础设施, 支持人民币在跨境贸易和投资中的使用。
2019 年四季度	加快发展外汇市场, 为基于实需原则的进出口企业提供汇率风险管

	理服务。 稳步推进 人民币资本项目可兑换，完善人民币跨境使用的政策框架和基础设施，支持人民币在跨境贸易和投资中的使用。
2020 年一季度	加快发展外汇市场，为基于实需原则的进出口企业提供汇率风险管理服务。 稳步推进 人民币资本项目可兑换，完善人民币跨境使用的政策框架和基础设施，支持人民币在跨境贸易和投资中的使用。

资料来源：中国人民银行官网 南华研究

6.2. 逆周期因子起到双向稳定作用

目前，央行最常用到的调控工具就是逆周期因子。根据南华逆周期因子模型，今年上半年逆周期因子总体呈负均值，即央行调升的操作居多，整体推升人民币汇率中间价约 42 个基点。具体来看，在以下几个时间段，央行的调控均较为明显。

时间段①：受疫情冲击，逆周期因子释放维稳信号

年初，因新冠肺炎疫情的爆发，人民币汇率由升值转为贬值，重回 7 以上。为降低市场因疫情而出现的过度紧张情绪，从 1 月 21 日至 2 月 11 日，央行通过逆周期因子持续调升人民币。

时间段②：人民币汇率指数大幅度攀升，逆周期因子罕见释放调贬信号

2 月底到 3 月中旬，在“美元荒”引导下，美指上升势头非常迅猛，新兴市场货币贬值力度较大，人民币因国内经济呈复苏态势而相对保持坚挺，导致人民币汇率指数大幅上涨。为缓解人民币汇率指数过于迅猛的升势，缓和出口压力，央行适时启用逆周期因子，调贬人民币。

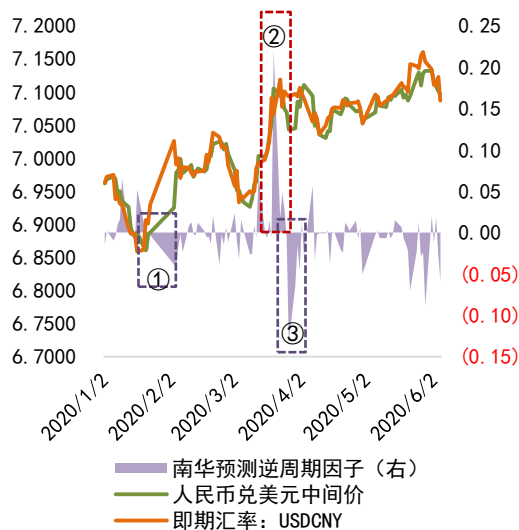
时间段③：美指回调，人民币汇率指数大幅下滑，逆周期因子对冲前期操作

美元流动性问题稍微缓解后，3 月 27 日那周美指大幅下滑，前期因美指大幅上升而贬值幅度较大的新兴市场货币升值幅度也较大，人民币汇率由于前期贬值力度不大，此时升值力度也不大。此时，央行再次启动逆周期因子对冲前期操作。从图 6.2.1 可以看出，时间段②和时间段③的逆周期调节幅度比较相近。

表 6.2.1：南华预测逆周期因子描述统计

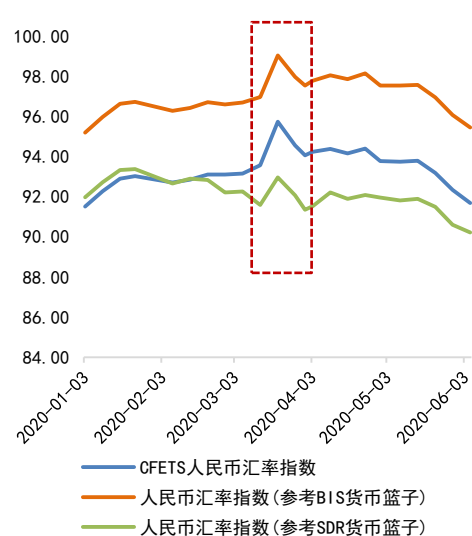
	均值	标准差	最大值	最小值
2020 年上半年	-0.0042	0.0359	0.2205	-0.1322
2019 年上半年	-0.0033	0.0182	0.0603	-0.0782
2019 年下半年	-0.0173	0.0294	0.0583	-0.1673
2019 年全年	-0.0114	0.0261	0.0603	-0.1673

数据来源：Wind 南华研究

图 6.2.1：逆周期因子跟踪²

数据来源：Refinitiv Wind 南华研究

图 6.2.2：三大人民币指数走势



数据来源：Wind 南华研究

目前来看，央行的维稳能力既强有力，又收放自如。从后期来看，逆周期因子依然是央行调节汇率的重要工具。未来无论是人民币的快速贬值期还是人民币汇率指数大幅上升影响对外出口时，央行仍可能通过由中间价传递的逆周期因子向市场释放维稳信号。

² 逆周期因子为负，表示调升人民币

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点