

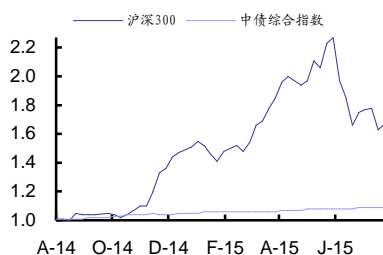
证券研究报告—深度报告

宏观固收

固定收益专题报告

2015 年 08 月 13 日

一年沪深 300 与中债指数走势比较



市场数据

中债综合指数	117
中债长/中短期指数	116/119
银行间国债收益(10Y)	3.73
企业/公司/转债规模(千亿)	34.28/10.27/0.19

相关研究报告:

《固定收益专题报告: 借助信用债供给预测利率方向可行吗?》——2015-08-10
《固定收益专题报告: 信用债跟踪评级下调经验总结》——2015-08-05
《固定收益专题报告: 信用债跟踪评级月度分布规律总结》——2015-08-04
《固定收益专题报告: 2015 年二季报货币基金分析: 收益率下降明显, 债券配置占比提升》——2015-07-31
《固定收益专题报告: 2015 年二季度二级债基季报分析: 债券配置比例提升》——2015-07-30

证券分析师: 董德志

电话: 021-60933158

E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100001

证券分析师: 赵婧

电话: 0755-22940745

E-MAIL: zhaojing@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513080004

联系人: 李智能

电话: 0755-22940456

专题报告

汇率、利率与流动性的关系考察 (国内篇)

● 主要结论

- 1、需要区分汇率变化的主动性和被动性。之所以要区分主动性贬值和被动性贬值, 原因在于两种贬值形式对于流动性的影响是不同的。
- 2、区分主动性贬值和被动性贬值的方法, 可比较人民币即期汇率和人民币贬值预期的走向。
- 3、人民币汇率的价格变化存在一个约束条件, 那就是汇率价格的变化不能引发资本流动性的剧烈变化, 即价格变化要服从于量变化的约束。在流动性不发生异常波动的情况下, 价格变化可以由市场决定, 但是当量的变化超过正常后, 则中央银行一定会进行干预。
- 4、如果认可 2015 年一季度时期的贬值经历, 以当时的交易规模作为正常业务需求的临界点, 则以美元兑人民币的交易规模按照月度移动平均 (22 日移动平均) 来看, 其量的阈值应该在 210 亿美元附近;
- 5、利率与汇率都视作经济运行的结果, 则从逻辑来看, 特别是对于大国经济体 (以国内需求为主的经济体), 正常的组合为“利率下行与汇率贬值同步 (统一反映对于经济预期的悲观)”或“利率上行与汇率升值同步 (统一反映对于经济预期的乐观)”
- 6、汇率与流动性的关系 (其相关意义远不如长期利率与汇率的关系那么明显), 因为汇率并不是流动性的代表, 两者的变化缺乏统一的基本面基础, 切莫以形式上的所谓“相关性”来混淆“因果性”。
- 7、后续我们会对于国际市场 (区分大国经济体以及小国经济体) 三者的关系进行后续考察, 敬请关注!

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明

内容目录

一、区分主动性贬值和被动性贬值	3
二、量在价先，从量的阈值来考虑汇率的位置	4
三、汇率与长期利率的关系	5
四、汇率与流动性的关系	6
国信证券投资评级	8
分析师承诺	8
风险提示	8
证券投资咨询业务的说明	8

图表目录

图 1: 区分主动性贬值和被动性贬值	3
图 2: 主动性贬值和被动性贬值与外汇交易量关系	4
图 3: 外汇交易量走势	5
图 4: 人民币即期汇率与 10 年期国债走势	6
图 5: 2014 年以来“热钱”一直负增长	7
图 6: 汇率与流动性的关系	7

汇率近期是市场的关注焦点，之所以关注，其实内在有很大一个原因在于，其对于利率有什么影响。

首先，公认的汇率变化可能影响利率变化的渠道在于，汇率变化会引发资金外流或进入，因此会对一个经济体的流动性造成影响，进而影响利率变化。

因此考察这个变化影响我们需要结合量的因素，而不是单纯的价格的因素，我们将对中国市场的考察时间点定在 2013 年后（因为美国兑人民币的交易规模只有在 2013 年后才有数据可循）。

一、区分主动性贬值和被动性贬值

此外我们需要区分汇率变化的主动性和被动性。以人民币贬值为例，可以划分为主动性贬值和被动性贬值。

主动性贬值意味着中央银行作为主要引导方，在市场没有出现贬值预期的时候进行贬值引导。这个典型的时期是 2014 年一季度。

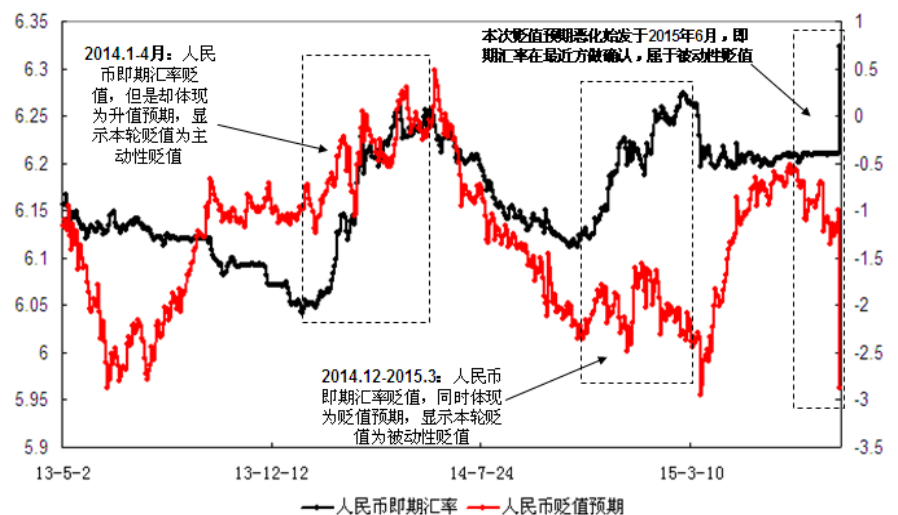
被动性贬值是在市场先产生出贬值预期的情况下（由于中国汇率依然存在管制色彩，国内汇价暂时无法反映），最终引发国内汇市价格的随后反映，呈现贬值。从历史来看，除去 2014 年一季度时期的主动性贬值外，其他的贬值时期都属于被动性贬值。

区分主动性贬值和被动性贬值的方法，可比较人民币即期汇率和人民币贬值预期的走向，其中：

人民币升（贬）值预期 = (人民币即期汇率 - 12 个月 NDF 汇率) / 人民币即期汇率

其大概可以反映套汇回报率。如图 1。

图 1：区分主动性贬值和被动性贬值



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

之所以要区分主动性贬值和被动性贬值，原因在于两种贬值形式对于流动性的影响是不同的。

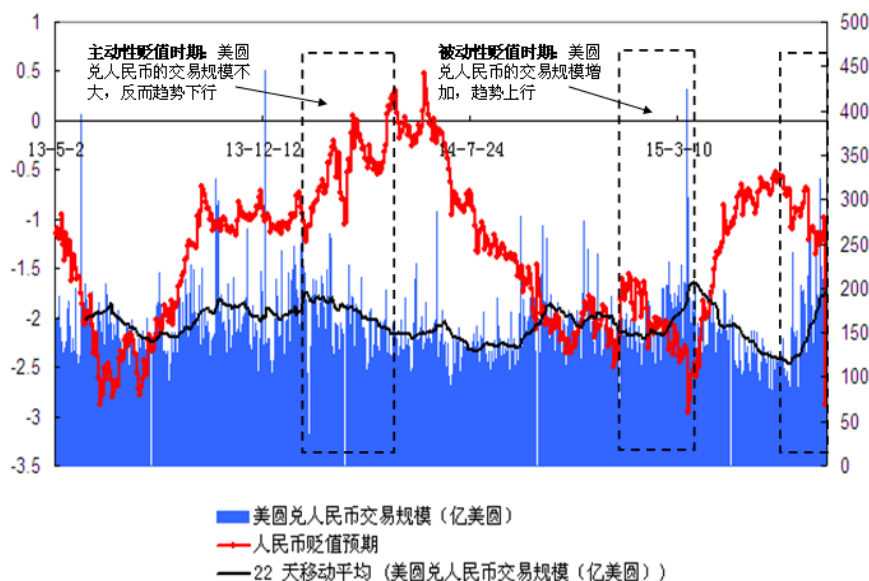
主动性贬值由于是中央银行主动引导，其要向市场中主动投放大量人民币，以促成人民币汇率走贬。这种情况下，是流动性投放在前，由于市场机构并没有

形成贬值预期，因此市场机构持有美元的意愿并不高涨，体现为此阶段美元兑人民币的交易规模不大。

而被动性贬值，则是市场交易机构首先产生贬值预期，因此持有美元意愿较强，中央银行只是被动性的投放人民币，因此在被动性贬值阶段，美元兑人民币的交易规模相对大一些。

总体来看，主动性贬值对于流动性的冲击会相对偏弱，被动性贬值会相对偏强一些。如图 2。

图 2：主动性贬值和被动性贬值与外汇交易量关系



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

显然本次贬值是对应着美元兑人民币的交易规模增加，在一定意义上体现为销售量增加，交易机构持有美元意愿增强，属于被动性贬值，8月11日的剧烈调整只不过是对于这个趋势做一个确认。

二、量在价先，从量的阈值来考虑汇率的位置

那么人民币汇率在 811 确认走贬后，目标位置应该在哪里呢？

我们有这样一个基本假设：人民币汇率的价格变化存在一个约束条件，那就是汇率价格的变化不能引发资本流动性的剧烈变化，即价格变化要服从于量变化的约束。

在流动性不发生异常波动的情况下，价格变化可以由市场决定，但是当量的变化超过正常后，则中央银行一定会进行干预。

那么什么样的量规模可以作为阈值呢？

企业如果为了正常的业务，而持有美元，这种交易规模所对应的是正常的量。而超出了正常的业务需求而过度持有人民币或美元，则带有了投机色彩，则超出了正常的标准。

由于企业经营的规模不会在短期内迅速扩大或缩小，即意味着企业的持汇规模在短期内不会出现大幅度变化，因此正常的规模可以做历史比较来大致猜测。

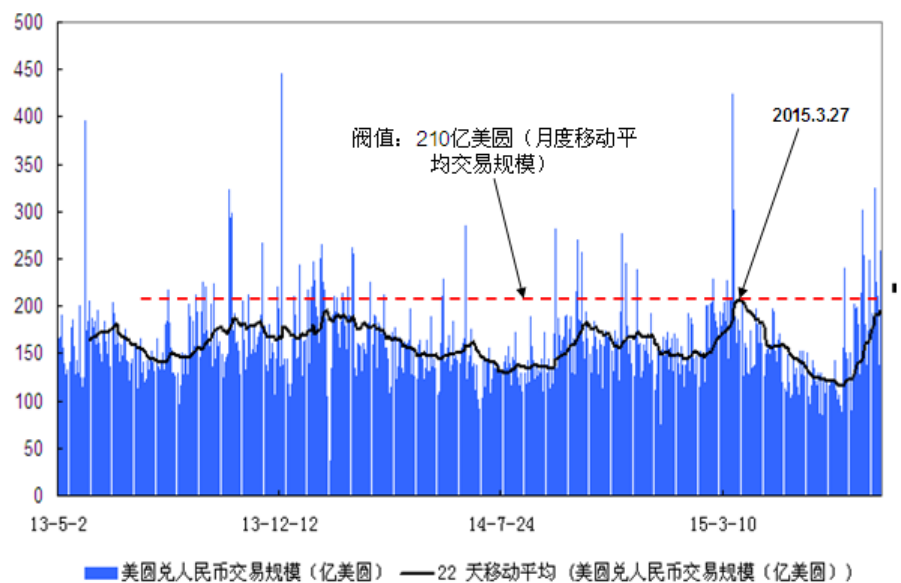
2015 年一季度，同样是被动性贬值，企业为了正常的业务经营而需要持有美国，导致了当时的美国兑人民币交易规模上升，以月度移动平均（日交易量的 22 日移动平均）来看，其峰值出现在 3 月 27 日附近，达到 210 亿美元的交易规模。而本轮贬值预期从 6 月份起步至今，也同样对应着交易规模月度移动平均值的增加，截止 8 月 11 日，该移动平均日交易规模已经达到了 195 亿美元（8 月 11 日当天的美国兑人民币交易规模为 245 亿美元）。这说明企业从 6 月份开始已经提前为人民币贬值进行了准备，积极的增持了美国，且规模也不小。

如果认可 2015 年一季度时期的贬值经历，以当时的交易规模作为正常业务需求的临界点，则以美国兑人民币的交易规模按照月度移动平均（22 日移动平均）来看，其量的阈值应该在 210 亿美元附近。

超过了该水平后，则很可能意味着这种兑换规模已经不是单纯的经营需求为主，已经开始掺杂了投机性需求，那么中央银行很可能会出手干预，而抑制甚至反转这种贬值预期。

截止 8 月 11 日，该水平为 195 亿美元，而考虑到日交易规模已经达到了 245 亿美元（8 月 11 日当天美国兑人民币的交易规模），则从量的角度来看，距离可能干预的阈值很近了，中央银行出手干预的可能性在显著增加。

图 3：外汇交易量走势



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

如果从这个角度来看，只要市场主体持有美国的意愿是为了正常的经营需求，没有掺杂进过多的投机性需求，那么对于流动性的影响就是可控的，因此不会对整体市场流动性产生过于负面的影响。这也是中央银行干预的界限。

三、汇率与长期利率的关系

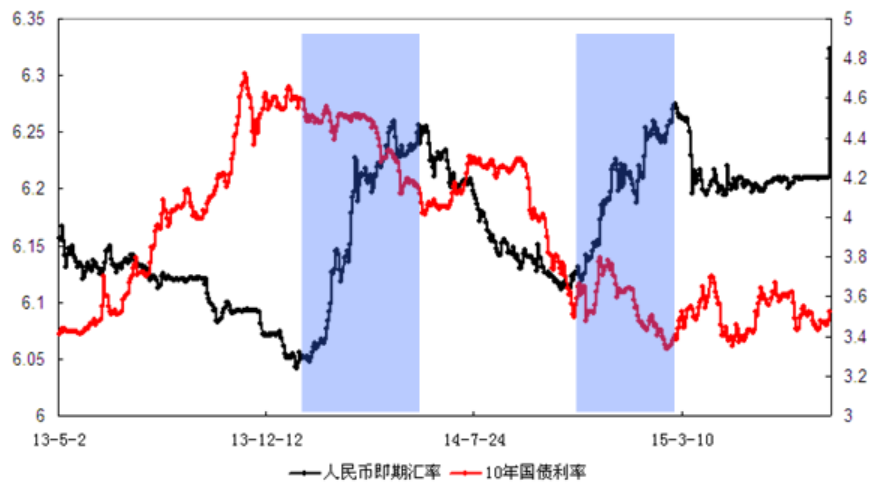
那么汇率和利率有怎样的关系呢？

本质来看，两者都是金融市场价格，都是对实体经济反映的结果，一者不是另一者的原因（类似于股票和债券的关系），你无法借助于一者去推导另一者。

如果将其都视作经济运行的结果，则从逻辑来看，特别是对于大国经济体（以国内需求为主的经济体），正常的组合为“利率下行与汇率贬值同步（统一反映对于经济预期的悲观）”或“利率上行与汇率升值同步（统一反映对于经济预期的乐观）”。

中国的利率与汇率的变化也反映出如上组合，需要注意的是，长期以来，人民币升值是主要趋势，是常态，而贬值是非常态，因此贬值时期利率与汇率的组合更具有参考价值，如图 4。

图 4：人民币即期汇率与 10 年期国债走势



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

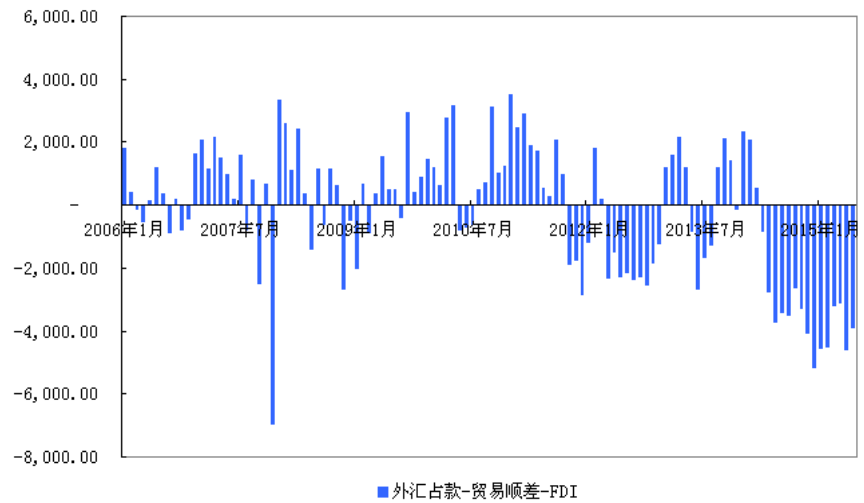
从趋势意义也能看出，多数时期，利率与汇率的反向变化是主流。

四、汇率与流动性的关系

那么流动性与汇率变化有什么关系呢？

国内货币市场流动性诚然受到汇率因素的影响，渠道是通过外汇占款中的热钱因素，但是他绝对不是唯一影响因素，事实上，从 2014 年以来，所谓的“热钱”因素就已经出现了系统性的下降，每月的负增长规模平均在 4000 亿元人民币附近。

图 5: 2014 年以来“热钱”一直负增长

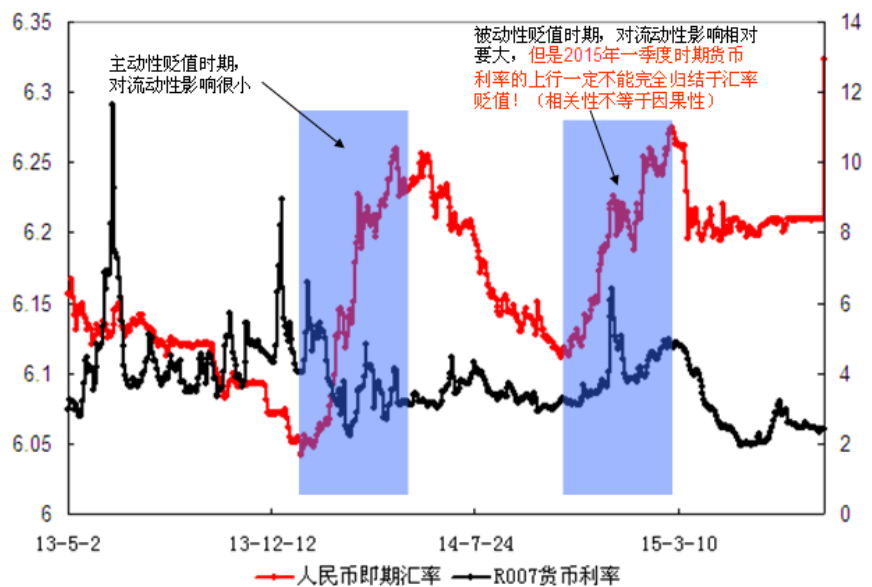


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

但是与此同时，整体货币市场流动性没有出现紧缩态势，原因即在于货币政策对于外汇方面出现的流动性收紧现象，进行了对冲弥补，令总的流动性局面得以保持宽松（这是和经济基本面运行相匹配的）。

如果我们用货币市场利率 R007 作为国内货币流动性的代表，可看到如下图示：

图 6: 汇率与流动性的关系



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

在这个图上无法清晰的勾勒出汇率与流动性的关系（其相关意义远不如长期利率与汇率的关系那么明显），因为汇率并不是流动性的代表，两者的变化缺乏统一的基本面基础，切莫以形式上的所谓“相关性”来混淆“因果性”。

以上是我们对于国内市场的考察，后续我们会对于国际市场（区分大国经济体以及小国经济体）三者的关系进行后续考察，敬请关注！

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨

询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郇 彬	021-6093 3155	闫 莉	010-88005316
林 虎	010-88005302	朱俊春	0755-22940141		
陶 川	010-88005317	孔令超	021-60933159		
燕 翔	010-88005325	王佳骏	021-60933154		
李智能	0755-22940456				
固定收益		纺织/日化零售		互联网	
董德志	021-60933158	郭陈杰	021-60875168	王学恒	010-88005382
赵 婧	0755-22940745	朱 元	021-60933162	郑 剑	010-88005307
魏玉敏	021-60933161			李树国	010-88005305
柯聪伟	021-60933152			何立中	010-88005322
医药生物		社会服务(酒店、餐饮和休闲)		家电	
江维娜	021-60933157	曾 光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
邓周宇	0755-82133263	钟 潇	0755-82132098		
万明亮		张峻豪	0755-22940141		
通信服务		电子		环保与公共事业	
程 成	0755-22940300	刘 翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	刘 洵	021-60933151	徐 强	010-88005329
		蓝逸翔	021-60933164	邵 潇	
		马红丽	021-60875174		
军工及主题投资				非金属及建材	
梁 铮	010-88005381			黄道立	0755-82130685
王 东	010-88005309			刘 宏	0755-22940109
徐培沛	0755-82130473				
房地产		食品饮料			
区瑞明	0755-82130678	刘 鹏	021-60933167		
朱宏磊	0755-82130513				
电力设备新能源		化工		建筑工程	
杨敬梅	021-60933160	李云鑫	021-60933142	刘 萍	0755-22940678
徐行余		苏 淼	021-60933150		
金融工程		轻工造纸			
林晓明	021-60875168	邵 达	0755-82130706		
吴子昱	0755-22940607				
黄志文	0755-82133928				
邹 璐	0755-82130833-701418				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）		海外销售交易部	
李文英	010-88005334 13910793700	叶琳菲	021-60875178 13817758288	邵燕芳	0755-82133148 13480668226	赵冰童	0755-82134282 13693633573
liwying@guosen.com.cn		yelf@guosen.com.cn		shaoyf@guosen.com.cn		zhaobt@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275	李佩	021-60875173 13651693363	郑灿	0755-82133043 13421837630	梁佳	0755-25472670 13602596740
zhaohy@guosen.com.cn		lipei@guosen.com.cn		zhengcan@guosen.com.cn		liangjia@guosen.com.cn	
原祎	010-88005332 15910551936	汤静文	021-60875164 13636399097	颜小燕	0755-82133147 13590436977	程可欣	886-0975503529(台湾)
yuanyi@guosen.com.cn		tangjingwen@guosen.com.cn		yanxy@guosen.com.cn		chengkx@guosen.com.cn	
许婧	18600319171	梁轶聪	021-60873149 18601679992	赵晓曦	0755-82134356 15999667170	刘研	0755-82136081 18610557448
		liangyc@guosen.com.cn		zhaoxxi@guosen.com.cn		liuyan3@guosen.com.cn	
		唐泓翼	13818243512	刘紫微	13828854899	夏雪	1
		吴国	15800476582	黄明燕	18507558226		
		储贻波	18930809296				
		倪婧	18616741177				