策略点评 20201012

复盘：外汇风险准备金率调整下的股市表现

2020 年 10 月 12 日

证券分析师 姚佩
执业证号：S0600520090005
yaopei@dwzq.com.cn

核心结论：

■ ①10 月 10 日央行宣布从 10 月 12 日起，将远期售汇业务的外汇风险准备金率从 20%下调为 0，历史上看共有两次上调一次下调，我们从汇率、股市、北上资金、行业表现四个角度复盘调整的影响。②汇率方面，下调外汇风险准备金率后人民币快速贬值，上调后人民币贬值放缓逐步升值。③股市方面，下调外汇风险准备金率后股市整体上涨趋缓，上调后股市表现向好。④北上资金方面，下调外汇风险准备金率后北上资金流入放缓，上调后北上资金加速流入。⑤行业表现方面，下调外汇风险准备金率后消费走强而周期走弱，上调对行业影响不大。

正文摘要

■ **下调外汇风险准备金率的影响。**①2017 年 9 月央行宣布下调外汇风险准备金率后，人民币迅速贬值，美元对人民币从 9/8 的 6.5 快速上行至 9/26 的 6.6。②央行宣布下调外汇风险准备金率后，股市整体较前期表现低迷。在宣布下调后 10 个交易日内上证综指小幅下跌 0.2%，而在后 20、30 个交易日内虽然小幅上涨，但较下调前上涨趋缓。宣布下调前 10/后 10、前 20/后 20、前 30/后 30 个交易日内上证综指涨跌幅分别为 1.0vs-0.2%、4.9vs0.6%、3.4vs1.3%。③央行宣布下调外汇风险准备金率之前，伴随人民币不断走强，北上资金持续快速净流入，下调前 10、10-20、20-30 个交易日内北上资金累计净流入分别 189、87、137 亿元。而在宣布下调后北上资金流入放缓，其中下调后的 20-30 个交易日内北上资金累计净流入仅为 2 亿元。④周期行业在宣布下调前表现强势而下调后表现低迷，有色金属、采掘下调前 20 个交易日内涨幅分别 10.8%（第 2）、9.8%（第 4），而下调后 20 个交易日内涨幅分别-4.3%（第 26）、-4.8%（第 27）。消费行业在宣布下调前表现垫底而下调后强势反弹，食品饮料、家用电器下调前 20 个交易日内涨幅分别-0.8%（第 28）、1.5%（第 26），而下调后 20 个交易日内涨幅分别 12.8%（第 1）、9.0%（第 2）。

■ **上调外汇风险准备金率的影响。**①2015 年 8 月底央行提出对开展代客远期售汇业务的金融机构收取外汇风险准备金，准备金率定为 20%。随后人民币贬值放缓并逐步升值，美元兑人民币从 8 月底的 6.4 下降至 10 月初的 6.3。2018 年 8 月 3 日央行宣布自 2018/8/6 起，将外汇风险准备金率从 0 调整为 20%。随后人民币贬值放缓，美元对人民币从 8 月初 6.9 下降至 8/28 的 6.8。②15 和 18 年两次上调外汇风险准备金率后股市较前期均有优秀表现，跌幅收窄甚至转涨。15 年宣布上调前 10/后 10、前 20/后 20、前 30/后 30 个交易日内上证综指涨跌幅分别为-19.7vs-7.0%、-11.5vs-6.0%、-19.7vs6.0%。18 年宣布上调前 10/后 10、前 20/后 20、前 30/后 30 个交易日内上证综指涨跌幅分别为-3.1vs-2.3%、-0.2vs-1.1%、-5.2vs-2.9%。③15 年由于市场波动较大，北上资金流入波动也比较剧烈，上调前 10/后 10、前 10-20/后 10-20、前 20-30/后 20-30 个交易日内北上资金累计净流入分别 228/-6、3/21、-17/21 亿元。18 年在上调外汇风险准备金率后北上资金加速流入，其中上调后 10-20 个交易日内累计净流入 203 亿元，远超上调前 10-20 个交易日内 103 亿元。④回顾 15、18 年上调前后 20 个交易日内各行业涨跌幅表现，发现上调外汇风险准备金率对行业影响不大。其中 15 年家用电器下调前 20 个交易日内涨幅-14.2%（第 24），下调后 20 个交易日内涨幅-13.9%（第 26）。18 年银行、传媒下调前 20 个交易日内涨幅分别 2.4%（第 4）、-6.2%（第 27），下调后 20 个交易日内涨幅分别 2.1%（第 4）、-5.1（第 25）。

■ **风险提示：**中美关系恶化；疫情二次爆发；历史经验不代表未来。

相关研究

1、《策略周聚焦——靴子难落地》2020-10-08
2、《市场仍将维持弱势震荡格局：市场仍将维持弱势震荡格局》2020-09-30
3、《东吴策略·行业风火轮——Q4 银行地产能否归来？》2020-09-25
4、《海外策略点评 20200924：历史上美国大选对证券市场的影响》2020-09-24
5、《东吴策略？市场温度计—公募风格离散，市场小幅回升》2020-09-22

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 下调外汇风险准备金率的影响 4
2. 上调外汇风险准备金率的影响 5
3. 风险提示 7

图表目录

图 1：17 年下调后人民币迅速贬值.....4
图 2：17 年下调后上证综指上涨趋缓.....4
图 3：17 年下调后北上资金流入趋缓.....5
图 4：17 年下调后消费走强&周期走弱.....5
图 5：15 年上调后人民币升值.....6
图 6：18 年上调后人民币贬值放缓.....6
图 7：15 年上调后上证综指跌幅收窄转涨.....6
图 8：18 年上调后上证综指下跌放缓.....6
图 9：15 年上调后北上资金流入放缓.....6
图 10：18 年上调后北上资金加速净流入.....6
图 11：15 年上调后对行业影响不大.....7
图 12：18 年上调后对行业影响不大.....7

根据央行公告，中国人民银行决定自 2020 年 10 月 12 日起，将远期售汇业务的外汇风险准备金率从 20%下调为 0。历史上看，外汇风险准备金率在 2015 年 10 月上调至 20%，2017 年 9 月下调为零，2018 年 8 月再上调至 20%，共计两次上调一次下调。那么每次调整对市场带来了哪些影响？本文将重点从汇率、股市、北上资金、行业表现四个角度来分析。

1. 下调外汇风险准备金率的影响

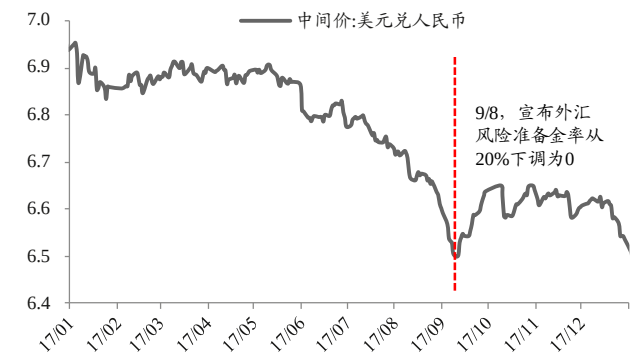
人民币快速贬值。2017 年 9 月 8 日央行宣布从 9 月 11 日起，外汇风险准备金率将从 20%调整为零。在此之前人民币对美元出现了短期快速的强势，美元兑人民币从 5 月份的 6.9 一路下行至 9 月初的 6.5。而在央行宣布下调外汇风险准备金率后，人民币迅速贬值，美元对人民币从 9/8 的 6.5 快速上行至 9/26 的 6.6。

股市整体上涨趋缓。央行宣布下调外汇风险准备金率后，股市整体较前期表现低迷。在宣布下调后 10 个交易日内上证综指小幅下跌 0.2%，而在后 20、30 个交易日内虽然小幅上涨，但较下调前上涨趋缓。宣布下调前 10/后 10、前 20/后 20、前 30/后 30 个交易日内上证综指涨跌幅分别为 1.0vs-0.2%、4.9vs0.6%、3.4vs1.3%。

北上资金流入放缓。央行宣布下调外汇风险准备金率之前，伴随人民币不断走强，北上资金持续快速净流入，下调前 10、10-20、20-30 个交易日内北上资金累计净流入分别 189、87、137 亿元。而在宣布下调后北上资金流入放缓，其中下调后的 20-30 个交易日内北上资金累计净流入仅为 2 亿元。

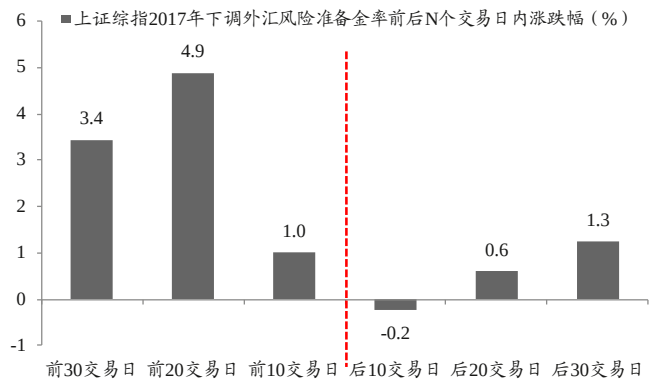
行业表现：消费走强而周期走弱。周期行业在宣布下调前表现强势而下调后表现低迷，有色金属、采掘下调前 20 个交易日内涨幅分别 10.8%（第 2）、9.8%（第 4），而下调后 20 个交易日内涨幅分别-4.3%（第 26）、-4.8%（第 27）。消费行业在宣布下调前表现垫底而下调后强势反弹，食品饮料、家用电器下调前 20 个交易日内涨幅分别-0.8%（第 28）、1.5%（第 26），而下调后 20 个交易日内涨幅分别 12.8%（第 1）、9.0%（第 2）。

图 1：17 年下调后人民币迅速贬值



数据来源：Wind，东吴证券研究所

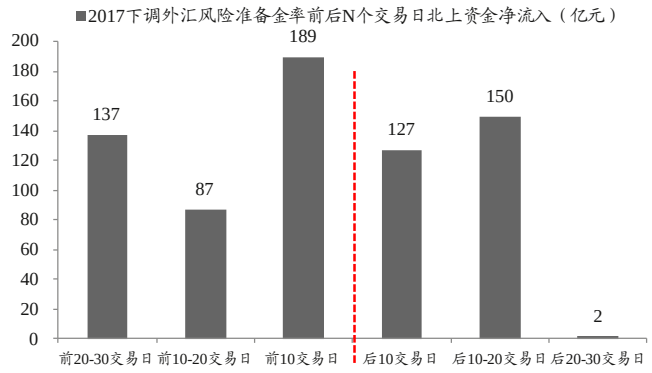
图 2：17 年下调后上证综指上涨趋缓



数据来源：Wind，东吴证券研究所

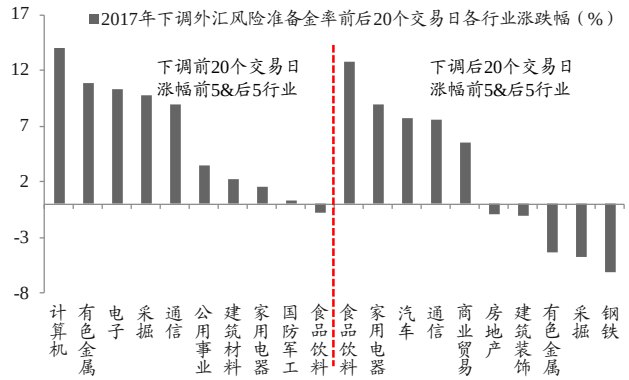
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 3：17 年下调后北上资金流入趋缓



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：17 年下调后消费走强&周期走弱



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 上调外汇风险准备金率的影响

人民币贬值放缓逐步升值。（1）2015 年“811 汇改”后人民币迅速贬值，美元兑人民币从 8/10 的 6.1 迅速上升至 8/13 的 6.4，8 月 31 日，央行提出对开展代客远期售汇业务的金融机构收取外汇风险准备金，准备金率定为 20%。随后人民币贬值放缓并逐步升值，美元兑人民币从 8 月底的 6.4 下降至 10 月初的 6.3。（2）2018 年 5-8 月人民币迅速贬值，美元对人民币从 5 月份的 6.3 升至 8 月初的 6.9，8 月 3 日央行宣布自 2018/8/6 起，将外汇风险准备金率从 0 调整为 20%。随后人民币贬值放缓，美元对人民币从 8 月初 6.9 下降至 8/28 的 6.8。

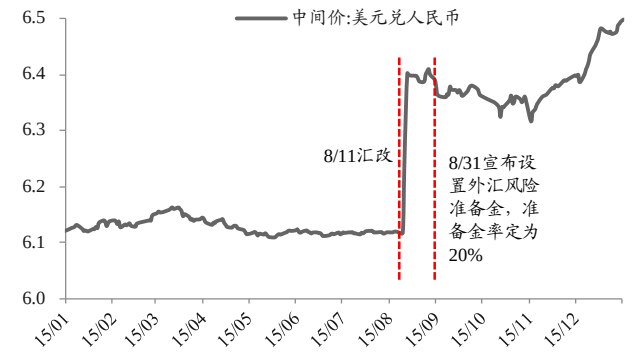
股市表现向好。15 和 18 年两次上调外汇风险准备金率后股市较前期均有优秀表现，跌幅收窄甚至转涨。15 年宣布上调前 10/后 10、前 20/后 20、前 30/后 30 个交易日内上证综指涨跌幅分别为-19.7vs-7.0%、-11.5vs-6.0%、-19.7vs6.0%。18 年宣布上调前 10/后 10、前 20/后 20、前 30/后 30 个交易日内上证综指涨跌幅分别为-3.1vs-2.3%、-0.2vs-1.1%、-5.2vs-2.9%。

北上资金加速流入。15 年由于市场波动较大，北上资金流入波动也比较剧烈，上调前 10/后 10、前 10-20/后 10-20、前 20-30/后 20-30 个交易日内北上资金累计净流入分别 228/-6、3/21、-17/21 亿元。18 年在上调外汇风险准备金率后北上资金加速流入，其中上调后 10-20 个交易日内累计净流入 203 亿元，远超上调前 10-20 个交易日内 103 亿元。

行业表现：上调外汇风险准备金率对行业影响不大。回顾 15、18 年上调前后 20 个交易日内各行业涨跌幅表现，发现上调外汇风险准备金率对行业影响不大。其中 15 年家用电器下调前 20 个交易日内涨幅-14.2%（第 24），下调后 20 个交易日内涨幅-13.9%（第 26）。18 年银行、传媒下调前 20 个交易日内涨幅分别 2.4%（第 4）、-6.2%（第 27），下调后 20 个交易日内涨幅分别 2.1%（第 4）、-5.1（第 25）。

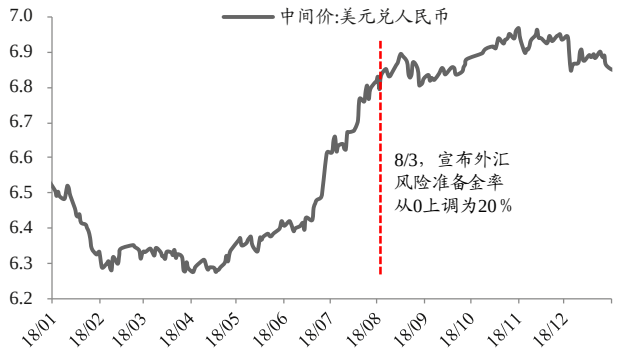
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 5：15 年上调后人民币升值



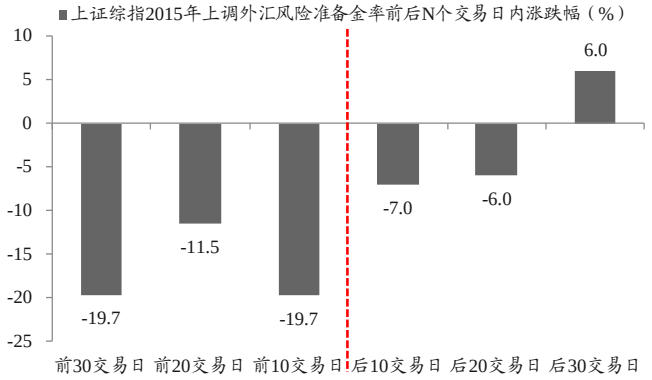
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：18 年上调后人民币贬值放缓



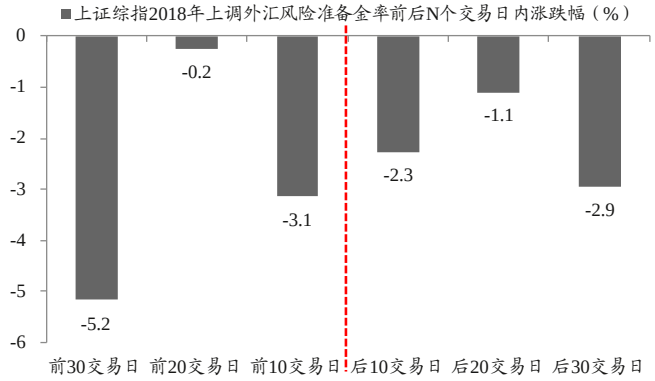
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 7：15 年上调后上证综指跌幅收窄转涨



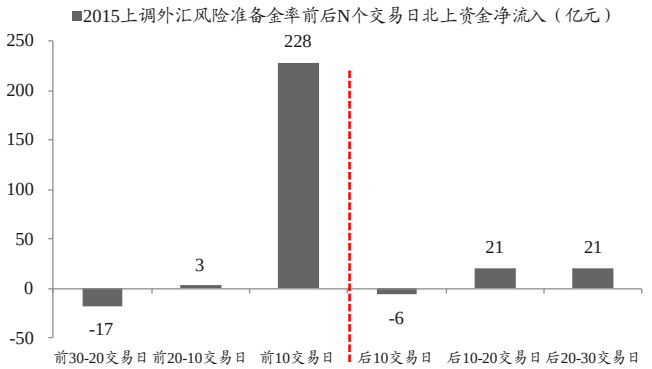
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 8：18 年上调后上证综指下跌放缓



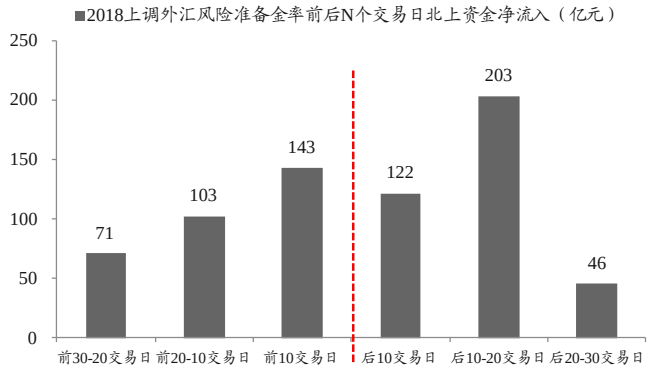
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 9：15 年上调后北上资金流入放缓



数据来源：Wind，东吴证券研究所

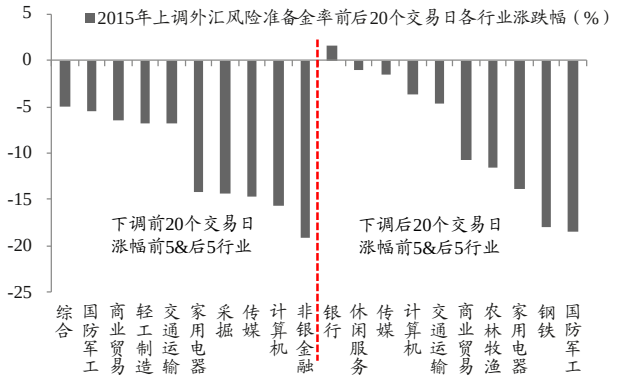
图 10：18 年上调后北上资金加速净流入



数据来源：Wind，东吴证券研究所

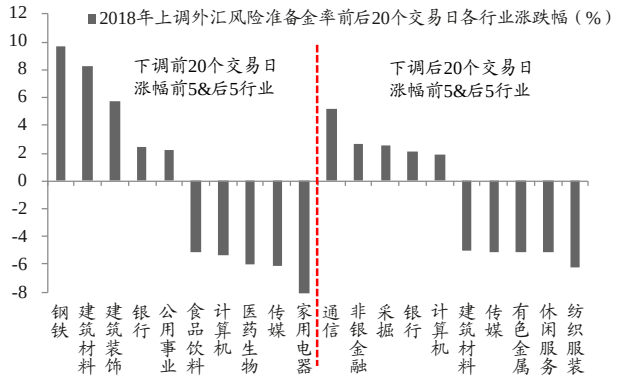
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 11：15 年上调后对行业影响不大



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 12：18 年上调后对行业影响不大



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 风险提示

中美关系恶化；疫情二次爆发；历史经验不代表未来。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn

