

疫情以来美联储推出历史罕见货币宽松，全球美元流动性极为充沛。过去两年多高速增长支撑起中国疫中经济增长，不仅如此，源源不断的贸易顺差还带来巨额美元外汇涌入中国金融市场。

过去两年多抗疫时期，我们在经济层面见证了中国稳定的增长、蓬勃的出口、持续升值的人民币。然而当我们将视线聚焦到金融层面，人民币汇率的另一面——套息交易进入我们的视野。

只有理解了美元-人民币套息交易，我们才能够深刻理解最近一周人民币汇率贬值缘何如此迅速，才能够理解为何央行昨日宣布下调外汇存款准备金率，抑制人民币过快贬值。也只有充分理解套息交易机制，我们才能够判断后续人民币汇率走势。

### ► 美元-人民币套息交易本质上是一笔货币错配交易。

美元-人民币套息交易涉及多个步骤和机构。穿透这些细节，一笔典型的美元-人民币套息交易中，套息机构本质上是在负债端融入美元流动性，资产端配置人民币计价的资产。通过资产负债行为，套息机构可以享受货币错配带来的收益。

美元-人民币套息机构，可以是金融机构，例如境内外商业银行，国内外基金；也可以是非金融机构，例如跨国企业财务公司，甚至可以是进出口贸易商。只要机构可以在负债端融入美元，资产端可配置人民币资产，便可完成套息交易。

人民币计价的资产可以是人民币存款、中国国债、中国银行存单，甚至可以是股票。美元负债可以在境内美元市场获得，也可以在境外美元市场获得。获取美元负债的方式也极为多样，回购、拆借、信贷等等，不一而足。

### ► 美元-人民币套息交易的微观机制和滋生土壤。

既然套息交易本质上是货币错配操作，天然存在三大收益。一是息差，即人民币资产收入高于美元负债成本，所得剩余部分。二是人民币汇率升值汇兑收益。当套息交易还可以辅以杠杆操作，将收益放到极致。这也是套息交易的第三大收益来源。

套息交易的“息差”越厚，微观上交易动机越强，宏观上套息交易规模越大。以美元-人民币套息交易为例，当人民币资产收益越高、美元负债成本越低，该货币对套息的息差越厚。同样，当人民币相对美元持续升值，则美元-人民币套息交易动机越强。

2020年各国货币政策为美元-人民币套息交易创造了良好环境。过去一段时间以来中国人民币汇率持续升值，美元-人民币套息交易规模不断扩大。我们认为当前不管是在岸还是离岸市场，都存在一定规模的套息交易。

### ► 美元-人民币套息交易无疑将会放大人民币汇率波动。

当前人民币汇率开始贬值，则套息交易的收益空间将被大幅压缩。这种情况下，势必有一部分套息交易开始平仓。套息交易平仓过程中，人民币资产价格下跌、人民币汇率急速贬值、套息交易空间压缩，三个现象同时发生，并形成互为强化的内生螺旋循环。

### ► 从下调外汇存款准备金看央行处理内外均衡时政策选择。

其一，直接释放外汇流动性缓解套息交易平仓的流动性紧张的问题，缓解汇率贬值压力。

其二，阻止人民币汇率无序快贬，避免形成人民币汇率贬值的一致性预期，阻断金融风险。

**风险提示：**疫情持续时间超预期；央行汇率政策超预期；出口超预期恶化



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 吴彬

执业证书：S0100121120007

电话：15171329250

邮箱：wubin@mszq.com

相关研究：

1、宏观专题研究：人民币贬值的前因后果

# 目 录

<b>前言</b> .....	<b>3</b>
<b>1 外汇存款准备金可以调节外汇流动性</b> .....	<b>4</b>
1.1 外汇存款准备金运行机制 .....	4
1.2 本次准备金率下调释放流动性估算 .....	4
<b>2 套息交易天然放大汇率波动</b> .....	<b>5</b>
2.1 套息交易 ( Carry Trade ) 机制 .....	5
2.2 套息交易天然容易放大汇率波动 .....	6
2.3 用美元和人民币完成套息交易 .....	7
<b>3 当前人民币急贬有套息交易影子</b> .....	<b>8</b>
3.1 套息交易或伴随金融市场融资规模扩张 .....	8
3.2 四条线索捕捉人民币急贬背后的套息交易 .....	9
3.3 人民币急贬的另一面，急速贬值与套息交易平仓恶性循环 .....	12
<b>4 下调外汇存款准备金背后的政策意图</b> .....	<b>13</b>
<b>5 风险提示</b> .....	<b>15</b>
<b>插图目录</b> .....	<b>16</b>

## 前言

4月18日至25日，人民币急速贬值，美元兑在岸人民币汇率从6.36快速上行至6.56。单周贬值幅度之大，创下2015年“811汇改”以来单周贬值幅度之最。4月25日晚，央行宣布下调金融机构外汇存款准备金率1个百分点（从9%下调至8%）。

**央行下调外汇存款准备金，直接效果释放外汇流动性，主要目的是减缓人民币汇率贬值的节奏和幅度。一句话，阻止人民币过快贬值。**这一点在隔日央行给出的信息中得到验证。4月26日，央行接受金融时报采访时提到，“我们关注到近期金融市场出现一些波动，主要受投资者预期和情绪的影响”。

当下美联储货币持续收紧，对全球流动性都带来冲击。然而中国国内饱受疫情冲击，内需疲弱，生产受限。这种情况下，国内货币政策面临两难的尴尬境地。**宽松，则面临资金外流和人民币贬值。收紧，国内经济压力进一步加大，若处理不当，甚至引发金融风险，汇率超预期下跌。**

一般而言，内外均衡的关键在于处理好资金外流和人民币汇率贬值问题。节奏方面，汇率若能短期快贬到位，好于缓慢贬值。因为缓慢贬值意味着资金持续外流，外汇储备持续被消耗。**快速贬值到位，可以节约外汇储备，为后续货币调控赢得足够的政策空间。**

按照这一逻辑推演，近期人民币快速贬值，央行理应乐见其成。为何4月25日宣布下调外汇存款准备金，阻止人民币汇率过快贬值呢？

理解过去一周史诗级别的人民币汇率急贬，关键是要理解套息交易。只有理解了套息交易，我们不仅能够获知，为何近期人民币贬值如此迅疾；也能清晰理解央行为何在当前时点希望人民币贬值速度有所缓和。**更进一步，我们才能够更加深刻理解央行面对经典的内外均衡时，政策意图及调控方向。**

## 1 外汇存款准备金可以调节外汇流动性

### 1.1 外汇存款准备金运行机制

外汇存款准备金率可类比于人民币存款准备金率。

商业银行除了吸收本币存款之外，还吸收外币存款。商业银行本币存款需要向央行缴纳外汇存款准备金，类似的，吸收的外币存款同样需要缴纳外汇存款准备金。

外汇存款准备金就是针对外币存款缴纳的准备金，当然也是以外汇形式进行缴纳。

外汇存款准备金在央行资产负债表的会计处理为：资产端对应其他国外资产项，负债端对应其他负债项。

央行可通过外汇存款准备金率高低来调整外汇市场流动性。

当央行上调外汇存款准备金率时，商业银行可使用的外汇资金减少，无论是零售外汇市场还是银行间外汇市场，可用的外汇资金都在减少。反之，央行下调外汇存款准备金率时，商业银行可使用外汇资金增加，外汇市场流动性改善。

图 1：央行下调外汇存款准备金率对应的资产负债表变化



资料来源：民生证券研究院

### 1.2 本次准备金率下调释放流动性估算

本次下调外汇存款准备金是历史首次。

央行调节汇率有多种工具，外汇存款准备金率调整只是其中一个工具。历史上中国央行动用外汇存款准备金率的次数并不多，而且往往是上调，而非下调。

大部分时间央行都是上调外汇存款准备金，收紧外汇流动性。2005 年至今，央行四次上调外汇存款准备金，其中 2021 年的 5 月和 12 月各上调一次，幅度均为 2 个百分点。

今年 4 月 25 日，下调外汇存款准备金倒是历史第一次。

外汇存款准备金下调可释放约百亿美元流动性。

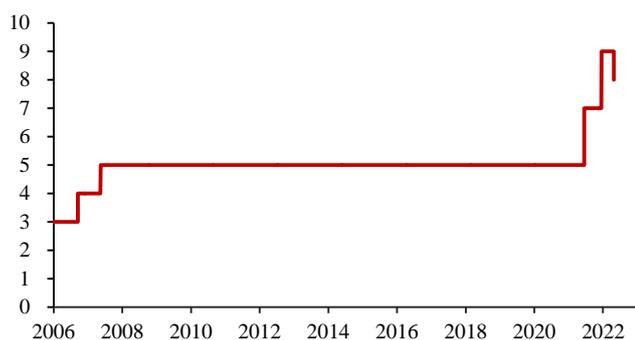
首先需要强调，直接将外汇存款规模乘以准备金率变动比例，得到外汇准备金释放规模。这种计算会高估实际的外汇流动性投放量，因为部分境外外汇存款不需要缴纳存款准备金。

我国现行外汇账户管理体系下，境外主体或居民在中国境内可开立三类银行账户，分别是

OSA 离岸账户( Offshore Account )、自贸区的 FT(Free Trade)自由贸易账户、NRA 账户( Non-Resident Account )。OSA 账户是不需要缴纳存款准备金的，也是计算外汇存款准备金率下调释放流动性的误差来源。

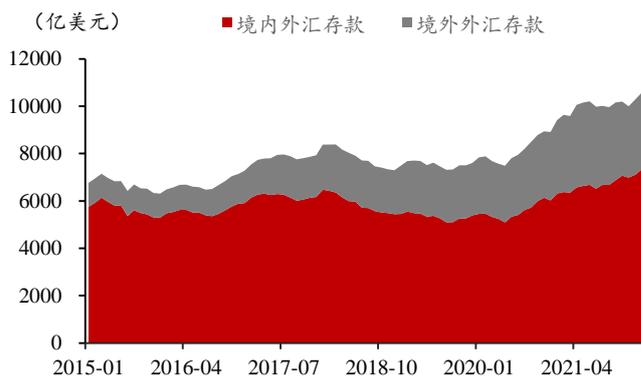
截至 2022 年 3 月，外汇存款规模 10481 亿美元，其中境内外汇存款 7295 亿元、境外外汇存款 3186 亿美元。按照这一外汇规模进行计算，此次外汇存款准备金率下调实际释放的外汇资金规模在 72.95~104.81 亿美元之间。

图 2：央行首次下调外汇存款准备金



资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：境内外汇存款和境外外汇存款



资料来源：wind，民生证券研究院

## 2 套息交易天然放大汇率波动

### 2.1 套息交易 ( Carry Trade ) 机制

**套息交易是典型的投机行为。**

所谓“套息”，核心操作是负债端借入低息货币（计价的资产），资产端买入高息货币（计价的资产）。低息货币（计价的资产）和高息货币（计价的资产）之间存在息差，这就是套息交易所要套取的“息”。

**整个套息交易环节分为三个步骤。**

先把低息货币兑换成高息货币。值得注意的是，一个典型的套息交易中，低息货币可以通过金融市场融入。

再将高息货币配置相应的高息资产（高息货币计价资产）。例如存入该国银行机构，即配置成存款资产；或投资于该国资产如国债、股票等更有吸引力的资产。

最后，投资到期后将高息货币转回低息货币，偿还低息货币债务，从而获取息差。

套息交易可依托的模式多种多样。套息交易可投资的资产并不局限于债券类资产，也有可能是股票，商品等，只要保证资产端高收益货币资产高于负债端，各种模式都可以成立。

**套息交易收益来源于两部分。**

一是收益扣除成本所得息差，收益来自高息货币资产，成本主要是低息负债融资成本。

二是汇率波动产生的收益/损失。

部分套息交易或金融工具锁定汇率，避免汇率波动带来的损益，这种情况下套息交易收益来源仅仅依靠息差。锁定汇率波动的金融工具典型有如外汇掉期或者货币掉期工具。

#### 以日元和澳元配对的套息交易案例如下：

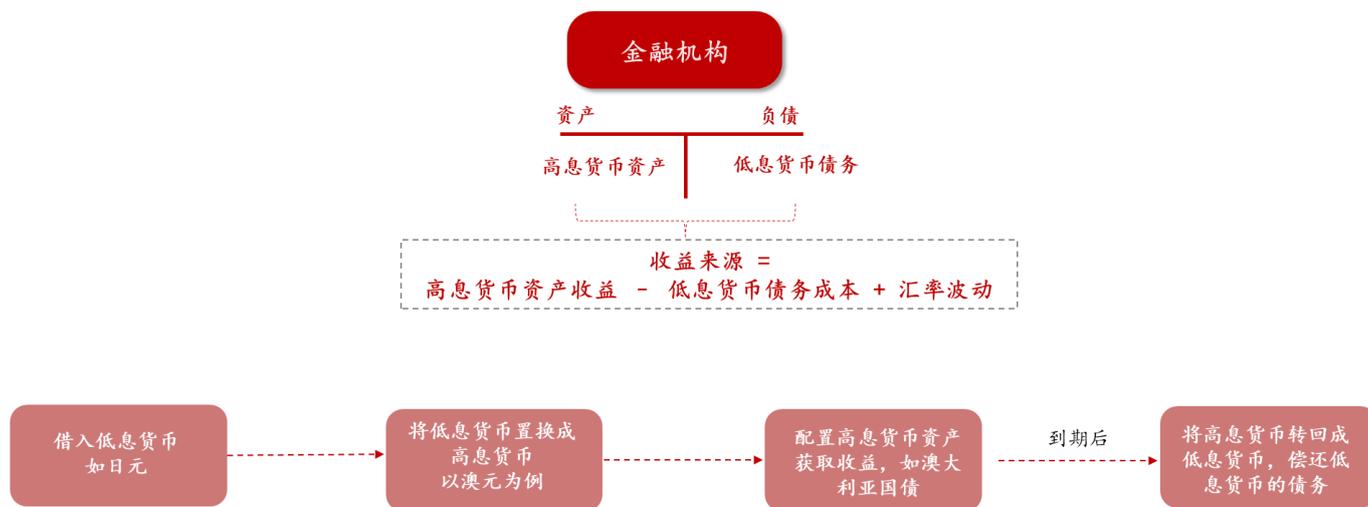
**先负债端融得低息货币。**某金融机构先去获取低息货币负债。例如在日元市场上获得一笔三个月期限的 900 万日元融资，利率是 0.1%。

**再资产端配置高息货币资产。**该金融机构立即以澳元兑日元为 90 的汇率将 900 万日元换成 10 万澳元，然后将该 10 万澳元全部购买澳大利亚国债。假设持有澳大利亚国债 3 个月，且国债到期收益率为 2.1%

**计算套息所得。**3 个月后，澳元兑日元汇率为 92.7。3 个月后这笔套息交易结束，则该笔套息收益为：10 万澳元  $\times (1 + 2.1\%) \times$  澳元兑日元 3 个月后的汇率 92.7 - 900 万日元  $\times (1 + 0.1\%) = 45.567$  日元。该笔收益最终的收益率约 5.06%。

5.06% 的收益可拆解为三部分：其一是 2% 的利差，其次是澳元相对日元升值 3%，以及是二者的乘积（一般比较小忽略不计），总收益率为 5.06%。

图 4：套息交易的机制



资料来源：民生证券研究院

## 2.2 套息交易天然容易放大汇率波动

套息交易在外汇市场极其普遍，全球外汇市场中成交量中占比超过 50%。

一般来说低息货币总是套息交易的融资货币。由于日本央行长期推行低利率政策政策，外汇市场上主流的套息配对交易均有日元参与的，例如有 AUD/JPY、NZD/JPY、USD/JPY 等配对的套息交易。

也就是说，外汇市场上套息交易是汇率扰动非常重要的一个因素。因而我们分析汇率波动，尤其短期波动时，必须给套息交易以足够的重视程度。

从套息交易的形成机制，我们可以总结出套息交易三大特征：

### **第一，套息交易的前提是两种货币资产存在较大的息差。**

负债端融入的是低息货币负债，套息机构需要为之付出资金成本。当低息货币的负债成本越低，息差保护就越强。同样，高息货币资产能够提供越高的收益，息差就会越厚。

反过来，一旦低息货币的负债成本高、高息货币资产的收益小，息差就会被大幅压缩，套息交易盈利空间也会被高度挤压。套息交易的活跃度就会下降。

### **第二，微观机制上套息交易天然会伴随负债和资产端杠杆错配。**

套息交易追逐的就是息差本身，因而容易在实务操作中放大负债和资产之间的金融杠杆。常见做法是放大期限错配和风险错配。即负债端短久期，资产端长久期；负债端低风险货币负债，资产端风险相对较高的资产配置。

### **第三，宏观效果上套息交易放大汇率波动。**

套息交易操作本质上是融入低息货币，配置高息货币资产。每一笔套息交易都放大对高息货币的追求，即放大高息货币对低息货币的升值动能。

当高息货币相对于低息货币汇率持续保持升值趋势时，套息空间增厚，会有套息交易介入，赚取息差。而套息交易本身又放大了高息货币相对低息货币的汇率，进一步增厚套息空间，又吸引更多套息交易跟进。

**整个过程可用一个简单的逻辑总结，高息货币汇率升值-->套息空间增厚-->套利行为增多-->高息货币汇率进一步升值。**

## **2.3 用美元和人民币完成套息交易**

我们首先举一个最为普通的套息交易模式。

假设现在有一家金融机构（不妨将其称为“**套息机构**”），可以参与国内银行间外汇市场的海外套息交易。套息交易中，机构的负债端是美元，资产端是人民币计价资产。

**首先**，套息机构通过各种方式已经在负债端囤有一笔美元负债。这笔操作的本质是，负债端记录一笔美元负债，资产端记录一笔美元。

**其次**，套息机构直接换汇，亦或通过外汇互换合约，与特定银行（不失一般性将其称为“**银行 I**”）进行交易。通过这次交易，**套息机构可以买入人民币，卖出美元。**

**再次**，套息机构将人民币货币购买人民币计价资产。例如国债或者银行存单等，享受人民币资产带来的收益。套息机构可以购买更高风险同时也更高收益的人民币资产，当然，套息机构还可以放杠杆（例如和商业银行 II 进行交易），增厚资产端人民币计价的收益。

**最后**，人民币资产到期或者套息交易停止，套息机构将人民币资产卖出，降低杠杆，并将人民币换回美元。

之前分析过，若使用外汇掉期锁定，则套息机构可以赚取（当然反面也可能是折损）美元和人民币计价资产之间的息差；也可以赚取人民币升值点差。

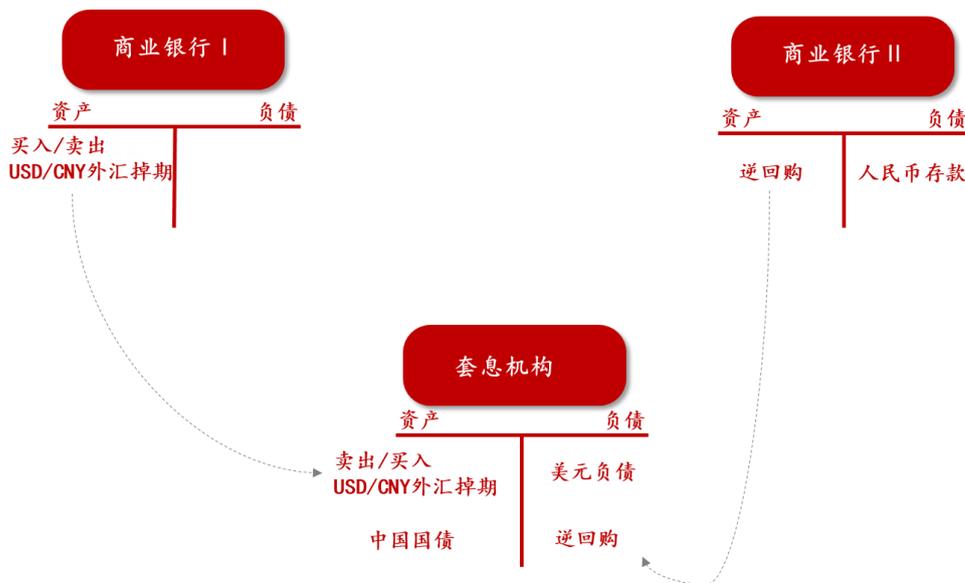
在刚才举例的美元和人民币套息交易中，套息机构赚取的收益是人民币国债或存单利率，所付出的成本是美元负债的利率，例如美元是通过同业拆借而来，则需要付出美元同业拆借利率。

**值得注意的是，参与套息交易的机构纷繁多样。**

若套息机构可以直接获得美元流动性，又或者可直接参与银行间外汇市场，那么这些套息机构具有天然的套息优势。例如境内外的商业银行、国内外的基金等非银金融机构、跨国企业财务公司等，都具备完成套息交易的条件。

另外进出口贸易商由于可以在银行获得外汇信贷资源，也可以通过多种渠道完成套息交易。

图 5：一个简单的套息交易模式



资料来源：民生证券研究院

### 3 当前人民币急贬有套息交易影子

疫情以来美联储维持了相当力度的货币宽松，全球美元流动性极度充沛。而在疫情过程中，中国享受了高景气出口，源源不断的贸易顺差带来巨量外汇涌入中国商业银行体系。

以此为土壤，美元-人民币套息机会大量涌现。不得不说，疫情以来中国人民币汇率升值中有套息交易推波助澜作用。

#### 3.1 套息交易或伴随金融市场融资规模扩张

**套息交易的第一步，融入美元资产步骤，会推升国内融资市场交易规模。**

当中国境内美元流动性足够充足，金融机构（不论是境内交易机构，还是境外交易机构）完全可以从境内美元市场获取美元，从而完成套息交易。例如一个国内的金融机构，可以先通过持有的资产（例如美元或者人民币计价的债券）为质押品，向银行融入美元。随后开展套息交易的接下来步骤。

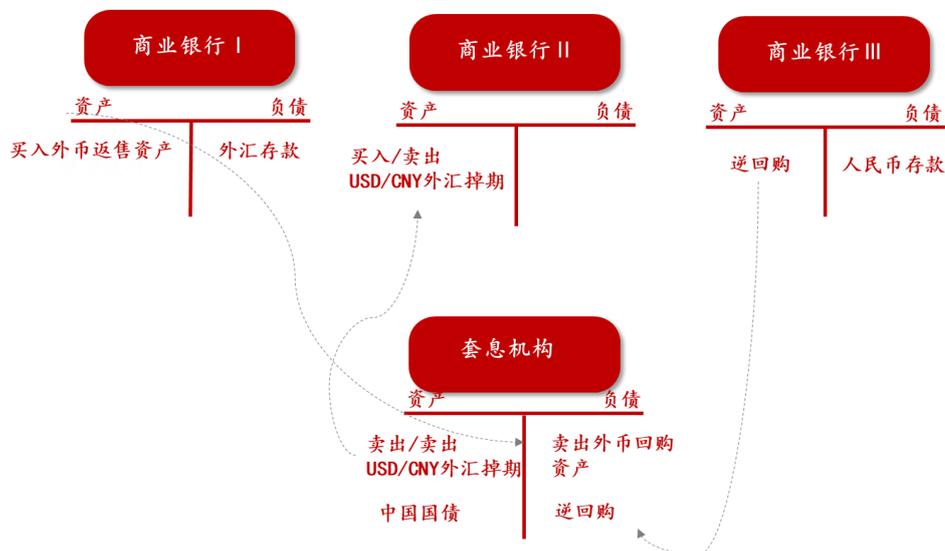
**套息交易第二步，用放杠杆形式增厚人民币资产收益，也同样推升国内融资市场交易规模。**

套息交易增厚收益一般有两种方式，一是在购买人民币资产时，拉长久期或者放大资产风险。二是在回购市场加杠杆。当然，回购市场放杠杆，本质上也是放大了资产端的风险。但是回购市场杠杆行为必然会提高银行间外汇市场和回购市场的成交规模。

**由此可见，我们可以观察人民币货币市场交易规模的“非正常”扩张，推断美元-人民币套**

息交易的活跃的程度。

图 6：境内机构的套息交易模式



资料来源：民生证券研究院

### 3.2 四条线索捕捉人民币急贬背后的套息交易

当前不管是在岸还是离岸市场，都存在一定规模的套息交易。我们认为有几个典型的指标和现象可以印证人民币市场存在套息交易。

**第一，2020年下半年开始，境内银行积极开展买入返售，向市场提供美元流动性，规模一度扩至千亿美元。**

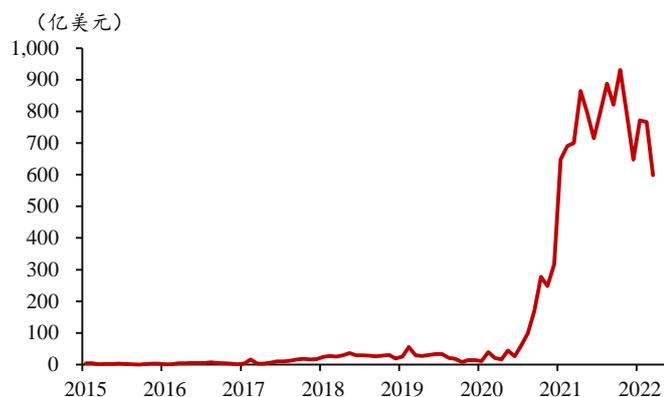
套息交易需要用到美元。若机构普遍性开展套息交易，则对美元诉求将会增加。而在国内银行间市场，融入美元的典型方式是买入返售。若美元的买入反售规模增加，则指向套息交易规模扩张。

2020年三季度到2021年一季度，相当一部分外汇资金被银行通过购买返售方式融出，新增规模约900亿美元。

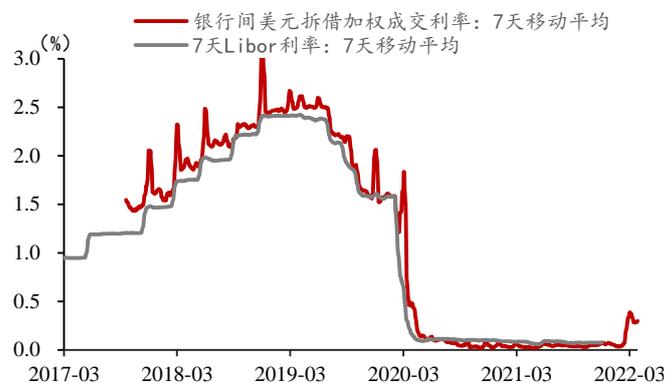
**第二，2020年下半年以来，境内美元拆借利率表现一反常态。**

2020年下半年之前，境内银行间美元拆借加权利率要高于同期 Libor，并且月末或季末，境内美元拆解加权利率都会表现出明显的季节性规律。这与银行月末或者季末的考核行为有关。

然而2020年下半年以来，境内银行间美元拆借加权利率自持续低于同期限 Libor 利率，并且月末或者季末的常规季节性表现完全打破。境内美元流动性的充沛程度可见一斑。

**图 7：银行买入返售资产规模自 2020 年下半年大增**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图 8：2020 年下半年以来银行间美元拆借持期低于 Libor**


资料来源：wind，民生证券研究院

### 第三，2020 年下半年以来，银行间质押式回购成交量与银行外汇市场成交量相关性显著提升。

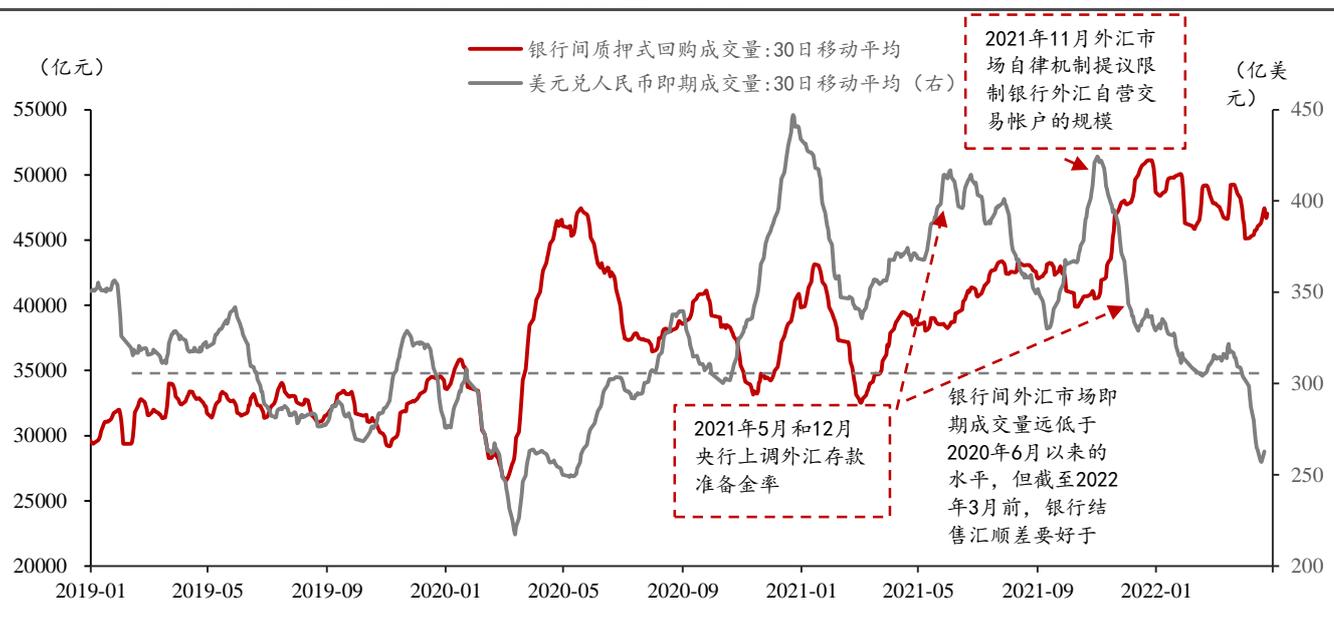
前述套息交易微观案例显示，套息交易宏观上将会推高银行间外汇市场和回购市场成交量。所以，当我们观察到银行间外汇市场和回购市场成交量规模快速扩张，并且两者相关性越发提高时，可以作为套息交易规模扩张的力证。

事实上，我们确实看到 2020 年下半年以来，银行间质押式回购和银行间外汇市场成交量规模同步扩大，并且一致性较高。这一趋势一直保持，直到 2021 年 11 月。

2021 年 11 月，外汇市场自律机制提议限制银行自营交易账户规模。倡议银行对自营交易量同比增速超过 50% 或自营/代客交易量比例高于 15 倍的，可触发进一步分析调查。

**外汇市场自律机制在根本上打乱了本轮套息交易的节奏。**2021 年 11 月之后，外汇市场即期成交量一路下滑，并回到疫情前水平。更为重要的是，这种下滑态势并不符合季节性。往年银行外汇市场即期成交量都是在 12 月中下旬开始下滑。基于反季节性的表现，我们可以推此前外汇市场中或在大量套息交易，推高了银行间外汇市场成交量，而在监管干预后，套息交易量开始萎缩，使得成交量早于季节性下滑，并且下滑幅度较大。

图 9：银行间即期外汇成交量一度和质押式回购成交量相关性较高



资料来源：wind，民生证券研究院

**第四，股票市场也存在典型的套息交易，主要表现为内地机构在香港“借道北上”投资 A 股的模式：通过在香港融入美元等低息货币，随后通过沪深股通投资 A 股。**

有两个典型的表现例子：其一，在 2021 年 8 月底 9 月初 A 股成交量持续发达的过程中，不少媒体如《证券时报》报道由内地的量化私募配资加杠杆，在 A 股市场交易。其二，12 月 17 日，证监会就修改《内地与香港股票市场交易互联互通机制若干规定》公开征求意见，自规则实施之日起，香港经纪商不得再为内地投资者新开通沪深股通交易权限，直接堵住了内地机构借道加杠杆北上的渠道，而自此之后，北上中资席位持续净流出。

图 10：2021 年 12 月对内地投资者“北上”进行限制后，北上中资席位买入量加速下滑



资料来源：港交所，民生证券研究院

### 3.3 人民币急贬的另一面，急速贬值与套息交易平仓恶性循环

若不锁定汇率，美元-人民币套息交易收益来自两块，息差和人民币升值。若人民币汇率开始贬值，则套息交易的收益空间将被大幅压缩。这种情况下，势必有一部分套息交易开始平仓。资金流出人民币市场，进一步引发人民币贬值。

**套息交易了结头寸，这一过程加大人民币贬值压力，加剧缩减套息交易盈利空间。**

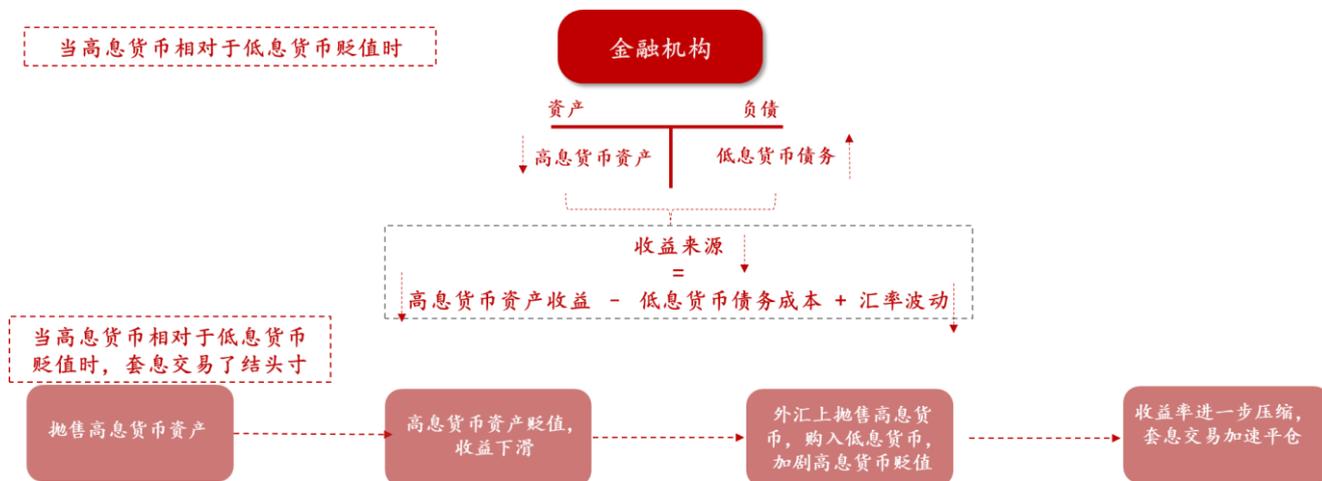
美元-人民币套息交易了结头寸时，出售人民币资产，同时购入美元，偿还美元负债。这一动作是套息交易的逆向操作。

首先抛售人民币资产动作，本身会带来人民币资产折价，压缩套息盈利。其次外汇市场上抛售人民币换取美元，又加剧了人民币贬值压力，进一步压缩了套息交易盈利。**因而美元-人民币套息交易平仓过程中，人民币资产价格下跌、人民币汇率急速贬值、套息交易空间压缩，三个现象同时发生，并形成互为强化的内生螺旋循环。**

即便美元-人民币套息交易锁定汇率，但人民币资产价格下跌，同样会引发套息交易平仓。进而跟进美元流动性成本上行，人民币汇率贬值。最本质的逻辑就是套息交易放大了人民币汇率波动。

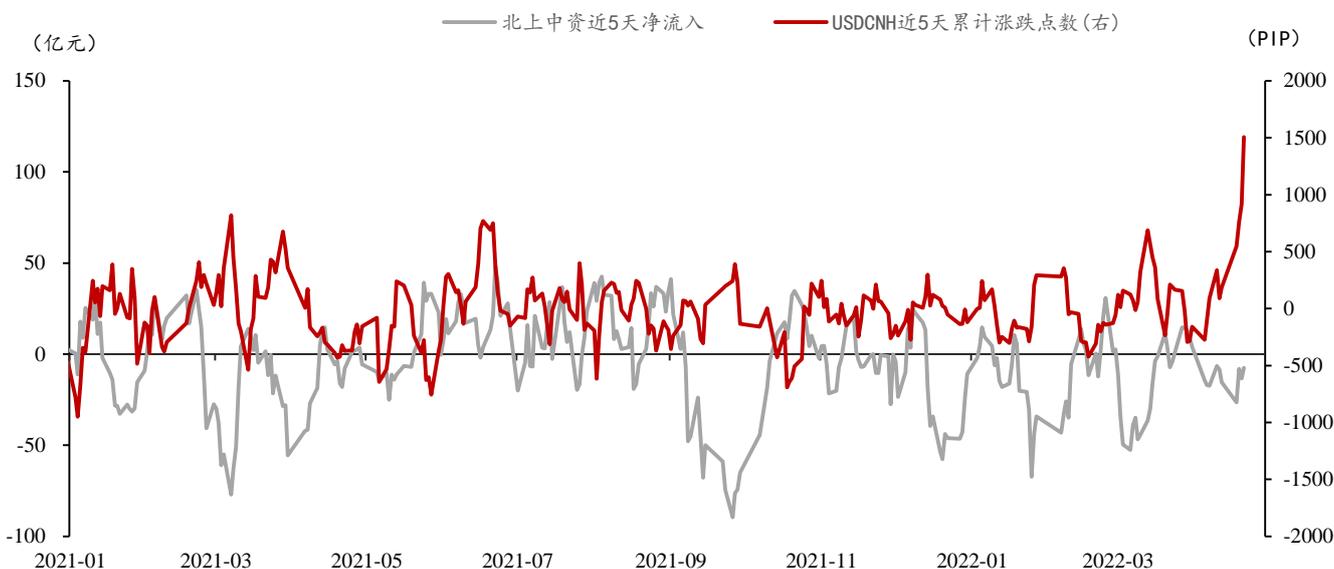
**在人民币升值时，套息交易不断涌入，对人民币升值推波助澜；当人民币贬值时，套息交易不断平仓，对人民币贬值也是推波助澜。**

图 11：当汇率快速贬值引发套息平仓时会进一步加剧汇率的贬值



资料来源：港交所，民生证券研究院

图 12：北上中资和 USDCNH 走势尤其是在贬值幅度较大时期具有较强的负相关



资料来源：港交所，wind，民生证券研究院

## 4 下调外汇存款准备金背后的政策意图

经典的内外均衡矛盾，即资金存在外流压力，货币宽松必要性弱；而另一方面，国内经济和金融需要货币宽松加码。破解内外均衡，有三个条件，一是外汇储备足够丰富；二是资本管制等方式阻碍资本大幅外流。还有另一种可能，如果汇率能够快速贬值，一次性贬值到位，则也可以缓解资金外力压力。

汇率极贬过程中掺杂较多套息交易操作，过快贬值也会引发货币和资本市场极度波动。极端情况下，甚至汇率、流动性和资本市场同时承压。

套息交易天然就会放大汇率波动。而根据我们的梳理和观察，2020年下半年以来人民币升值中有套息交易的推波助澜。于此时同时，近期人民币汇率急速贬值，同样也有套息交易魅影。

再来理解这次人民币汇率急贬之后央行下调外汇存款准备金率。目的有二：

**其一，直接释放外汇流动性缓解套息交易平仓的流动性紧张的问题，缓解汇率贬值压力。**

美元和人民币套息交易中，美元作为融资货币，套息交易遭遇人民币贬值不得不平仓后对美元的需求激增进而加剧人民币贬值。

央行此时释放外汇存款准备金，提供了额外的美元流动性，有利于缓解这一交易模式进一步加剧人民币贬值。

**其二，阻止人民币汇率无序快贬，避免形成人民币汇率贬值的一致性预期，阻断金融风险。**

4月18日到4月25日，在岸美元兑人民币汇率从6.36快速贬值至6.57，而离岸人民币汇率更是一度跌至6.60，单周跌幅更是创“811汇改”以来的历史新高。

若按这种贬值速度持续下去，可能引发居民和企业形成一致性贬值预期，汇率贬值压力或将在短期内骤升，从而进一步冲击国内金融体系稳定。

按住人民币汇率贬值速度，则套息交易将会有序平仓，短期内不至于出现出现大规模交易平仓的踩踏行为，汇率和金融市场风险可控。

**总之，当前人民币汇率快速贬值已经引起央行关注并开始采取行动，短期内贬值速度可能放缓或告一段落。**

## 5 风险提示

**1) 疫情发展超预期。**若本轮疫情影响范围和时间继续超过预期，会导致使得年内经济下行压力进一步加大，加剧社融向中小企业倾斜，同时房地产销售会受制于疫情迟迟无法恢复，进一步挫伤地产企业融资，但疫情后续发展的情况超出本文预测范围。

**2) 央行汇率超预期。**若央行加码汇率相关政策，极可能在相当长的一段时间内改变人民币汇率的走势，导致当前对人民币汇率的分析可能有较大的偏误。

**3) 出口下滑超预期。**若由于疫情防控超预期，如会导致结汇力量进一步走弱，并且逐渐恶化结售汇的预期，从而导致居民和企业的本外币资产负债进一步调整，导致汇率持续波动。

## 插图目录

图 1：套息交易的机制.....	6
图 2：央行下调外汇存款准备金率对应的资产负债表变化.....	4
图 3：央行首次下调外汇存款准备金.....	5
图 4：境内外汇存款和境外外汇存款.....	5
图 5：一个简单的套息交易模式.....	8
图 6：境内机构的套息交易模式.....	9
图 7：银行买入返售资产规模自 2020 年下半年大增.....	10
图 8：2020 年下半年以来银行间美元拆借持期低于 Libor.....	10
图 9：银行间即期外汇成交量一度和质押式回购成交量相关性较高.....	11
图 10：2021 年 12 月对内地投资者“北上”进行限制后，北上中资席位买入量加速下滑.....	11
图 11：当汇率快速贬值引发套息平仓时会进一步加剧汇率的贬值.....	12
图 12：北上中资和 USDCNH 走势尤其是在贬值幅度较大时期具有较强的负相关.....	13

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001