



华泰期货股指期货专题 ——人民币升值利好股指期货

摘要:

随着2019年10月23日，中美双方就熟制禽肉进出口达成协议后，中美经贸摩擦缓解的预期驱动人民币走出一轮明显的升势，从7.07左右的平台一路升值到目前的6.86。

我们从境外资金流入、陆港通以及三大股指表现的角度出发，发现三者均与人民币汇率存在一定的负相关性，并且存在不同周期的领先滞后关系。从而在此基础上，探讨人民币升值给境内金融资产，尤其是A股的三大股指以及相应的股指期货带来的利好影响。

另外，我们认为本轮中美经贸和谈至少能达成第二阶段协议：将2019年5月6日的第二轮2000亿美元商品加征关税从25%降回至10%。人民币汇率2020年三季度内均延续强势，看到6.73的上轮平台。结合前文分析，在此因素影响下，三大股指尤其是中证500以及IC2006合约有望取得较为优秀的表现。

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

研究院 量化组

研究员

罗剑

☎ 0755-23887993

✉ luojian@htfc.com

从业资格号: F3029622

投资咨询号: Z0012563

联系人

高天越

☎ 0755-23887993

✉ gaotianyue@htfc.com

从业资格号: F3055799

人民币汇率走出明显升势

随着 2019 年 10 月 23 日，中美双方就熟制禽肉进出口达成协议后，中美经贸摩擦缓解的预期驱动人民币走出一轮明显的升势，从 7.07 左右的平台一路升值到目前的 6.87。

我们认为本轮中美经贸和谈至少能达成第二阶段协议：将 2019 年 5 月 6 日的第二轮 2000 亿美元商品加征关税从 25% 降回至 10%。人民币汇率 2020 年三季度内均延续强势，看到 6.73 的上轮平台。

从 2018 年至今，本轮人民币走势和中美经贸摩擦密切相关：2018 年 6 月 15 日第一轮加税落地，2018 年 9 月 17 日第二轮加税官宣，2018 年 12 月 1 日中美元首阿根廷会晤，2019 年 8 月 2 日第三轮加税官宣等均是人民币走势的重要节点。从价格来看，当前美元兑人民币 6.88 的位置已经超额计价了本轮关税的退坡，因为上轮 6.88 汇率的加税对应的是 3000 亿美元商品加征 15%，而本次协议仅将此轮关税从 15% 削减到 7.5%，因此说明背后还有长期因素在驱动人民币走强。

图 1：近两年美元兑人民币汇总走势影响因素

单位：CNY/USD



数据来源：华泰期货研究院

下面我们从境外资金流入、陆港通以及三大股指表现的角度出发，探讨人民币升值给境内金融资产，尤其是 A 股的三大股指带来的利好影响。

汇率 & 境外资金流入

首先考虑境外资金流入国内金融资产的情况：

图 2 为在美国上市的、追踪中国境内金融资产的 ETF 近三年的月度资金流入，从直观上可以发现其与美元兑人民币汇率逆序的正相关性。

进一步对两个时间序列做领先滞后分析，结果如图 3 所示：中国金融资产境外资金流入与汇率的负相关性滞后一期最高，达到-15%；当期排名第二，接近-11%；滞后两期排名第三，超过-9%；滞后三期排名次之，约-7%；而提前一期的相关性最低，仅有-2%。

因此从领先滞后的角度，可以发现境外资金流入中国金融资产的金额同步或者略微滞后于人民币汇率。从投资者行为出发，也就是境外投资者在人民币升值的情况下，更愿意投资中国金融资产。

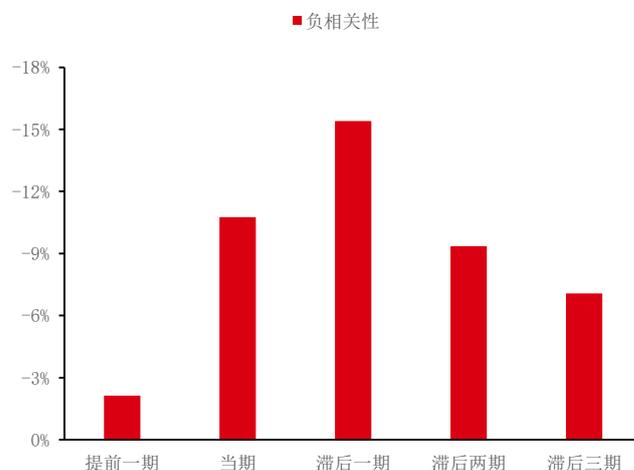
同时观察到自 2019 年 10 月以来，随着人民币的逐步升值，境外资金流入中国金融资产已经出现了持续三个月的正值。叠加上述对于领先滞后的分析，在随后的一两个月或能观察到境外资金的持续流入。

图 2： 中国金融资产境外资金流入与汇率对比



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 3： 中国金融资产境外资金流入与汇率负相关性



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

汇率 & 陆港通

其次我们考察人民币汇率与陆港通之间的关系：

图4为陆港通（包含沪港通以及深港通）近三年的每月北向资金净流入，作为境外资金流入中国境内金融资产的一个渠道，陆股通北向资金与美元兑人民币汇率也体现出较为明显的负相关性。

但是由于陆港通开放不久，仍处于持续的增量过程中，因此这里我们对北向资金做了一阶线性拟合，在拟合结果的基础上，获得每月的拟合增量，并以此为基础，考察其与人民币汇率变化量之间的关系。结果显示两者间的负相关性达到了-0.39，相比汇率与境外资金流入的负相关性高出许多。

体现在图4中，即最近两个月的陆港通北向资金明显增多。一方面是由于北向资金趋势的持续增长，另一方面则是人民币升值带来的增量影响。

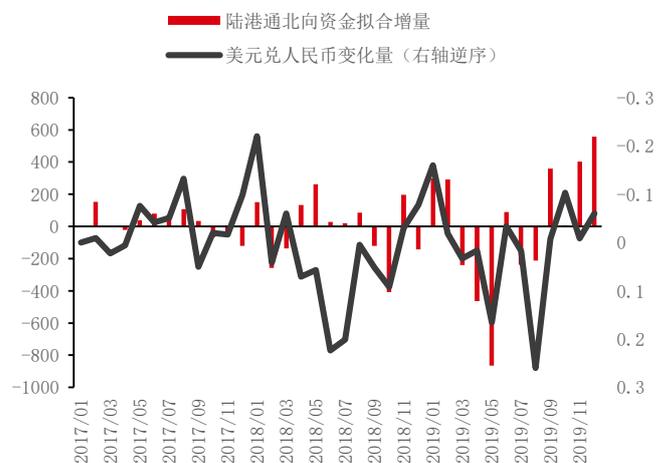
因此，叠加北向资金持续的趋势增加以及人民币升值这两个因素，2020年初陆港通北向资金或能持续新高，进一步给A股市场添砖加瓦。

图4： 陆港通与汇率对比



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图5： 陆港通与汇率拟合对比



数据来源：Wind 华泰期货研究院

汇率 & 三大股指

再次我们考察人民币汇率与三大股指表现之间的关系：

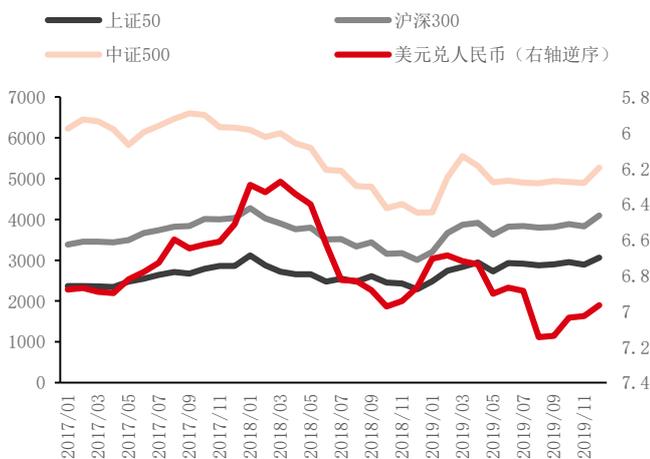
图6为美元兑人民币汇率与三大股指（上证50、沪深300以及中证500）近三年的时间序列图，从图中可以较为明显的看出三大股指与汇率逆序间的相关性较高。

与第一分类似，这里我们也考察三大股指与汇率的领先滞后关系，结果如图7所示：

与资金流入显著不同的是，三大股指的汇率的负相关性最高的是提前一期，另外当期与滞后一期、两期、三期的相关性均处于较高位置。考虑到一方面汇率与股市二者面对的影响因素重叠部分较多，另一方面一致的风险情绪也会对股汇产生影响增加联动性。

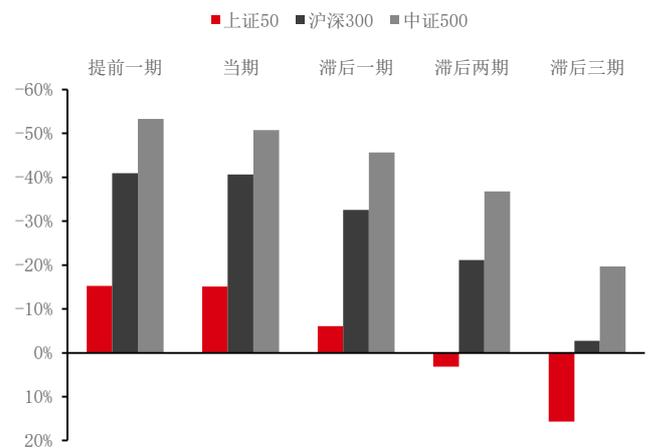
从不同股指的影响来看，汇率与中证500的负相关性最强，主要是由于中证500代表的制造业相比上证50代表的泛金融，对汇率反应出的经营环境和投资者偏好变化的敏感性更高。因此，随着近期人民币的持续升值，中证500有望录得超越上证50的优秀表现。

图6： 三大股指与汇率对比



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图7： 三大股指与汇率负相关性



数据来源：Wind 华泰期货研究院

汇率 & 股指期货

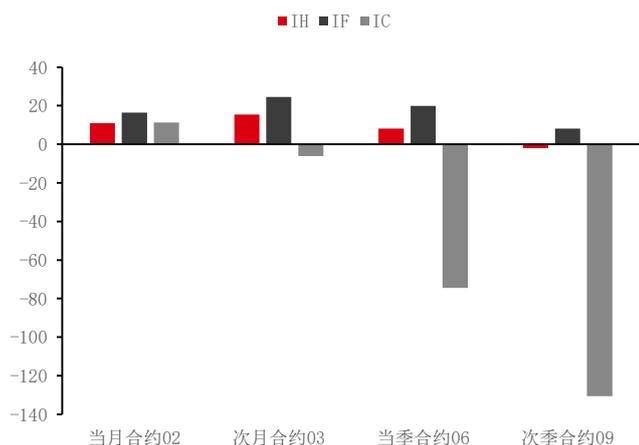
最后我们考察人民币升值可能带来的股指期货基差变动：

图 8 为 2020 年 1 月 20 日收盘时的股指期货不同到期期限合约的基差情况。

可以看到与沪深 300、上证 50 不同，中证 500 的各期限合约均处于不同程度的贴水状态，其中 IC2006 以及 IC2009 合约分别贴水 74.54、130.54 点。考虑到境外资金偏向于配置型而非交易型，因此较大的贴水收敛收益或对境外资金的吸引力更大。

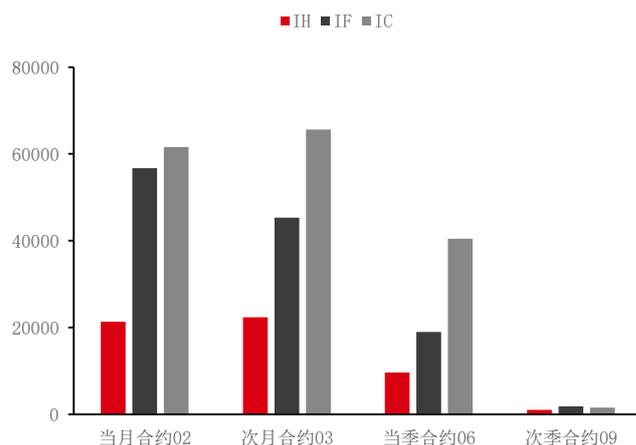
另外，IC2009 合约由于刚刚上市，持仓量较少；而 IC2006 合约无论是横向对比其它品种的当季 06 合约，或是纵向对比 IC 的其它到期期限合约，持仓量均不落下风。因此，对于流动性有一定要求的境外资金或参与配置 IC2006 合约的意愿更强。

图 8： 股指期货合约基差



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 9： 股指期货合约持仓



数据来源：Wind 华泰期货研究院

● 免责声明

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、结论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。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，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者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。

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“华泰期货研究院”，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力。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。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com