

# 人民币汇率强势上涨

## 报告摘要

● **地方债发行加速、城投债市场回暖。**继1月份发行地方债4180亿后，本周与下周地方债将再度密集发行3641亿元。城投债在春节前延续回暖态势，1月发行3317亿元，净融资1665亿元。二者均实现连续4个月回升。**其主要影响在于：1) 融资环境改善有助于缓解地方债务风险。**2019年，地方债到期规模1.31万亿，显著高于去年8400亿；城投债到期规模1.78万亿，与去年基本持平，偿付压力仍然不小。融资环境的好转，意味着通过“借新还旧”等方式化解存量债务的机会增大，大面积违约的风险下降。**2) 发行节奏可能是影响经济企稳时点的重要因素。**目前市场关注的一个核心问题是社融能否保持高增、经济企稳会不会提前。短期来看，基建在融资需求中的确定性最高，而这部分需求主要体现在地方债与城投债上。这意味着，如果地方债与城投债的发行情况持续超过预期，那么经济提前企稳的可能性就更大，而债券市场面临的调整压力也就越大。

● **实体经济：上游能源：**减产预期继续推升油价，虽然需求面临下滑风险，但原油产量下降，油价短期下跌空间受限，叠加工业品价格继续反弹，PPI环比有望继续回升。**中游材料：**受南方多雨的天气影响，钢铁、水泥需求仍较低迷，现货钢价指数、水泥价格指数均走低，而钢铁社会库存走高，基建带来的实际需求释放可能仍需时日。**下游地产：**节后第2周，30城销售环比继续走高，一二三线城市集体回暖，综合近期数据，我们认为尚不能确认地产销售会继续断崖式下跌：一是剔除春节假期影响，节前一个月与节后两周销售的情况不算特别差；二是返乡置业行情不再，可能与居民购房偏好变化有关，安居客调查显示，2019年具有返乡置业需求的人群比例有所下降；三是1月70大中城市房价保持平稳。**食品价格：**2019年1月生猪存栏环比跌幅进一步降至-5.7%，能繁母猪存栏环比跌幅也扩大至-3.56%，均为近两年低点。市场近期对于未来猪肉供给的担忧愈演愈烈，但短期猪肉价格尚未出现明显反应。

● **金融市场：**央行发布四季度货币政策执行报告，去杠杆或进一步放缓，政策有望继续宽松；降息空间在增大，但短期央行仍大概率“按兵不动”。**债券市场：**货币政策维持宽松，短端利率很难大幅上行，经济下行压力不会立刻缓解，国债回调的空间有限。但是，社融、出口等数据超预期，基建投资的效果可能逐步显现，股票市场强势也对债市起到一定压制，在央行不降息的情况下，债券收益率进一步下行缺乏动力。**人民币汇率：**本周人民币强势上涨。一方面，美联储会议纪要未出现超出市场预期成分，叠加之前经济数据不佳，美元指数有所回落。另一方面，特朗普表示本轮高级别经贸磋商取得较大进展，而中国外交部周三表示“不会搞竞争性货币贬值，也不会将汇率作为工具来应对贸易争端”，对人民币汇率形成支撑。

## 研究部

钟正生

[zhongzhengsheng@cebm.com.cn](mailto:zhongzhengsheng@cebm.com.cn)

钱伟

[wqian@cebm.com.cn](mailto:wqian@cebm.com.cn)



## 目录

<b>一、实体经济：2月地方债发行密集启动</b> .....	<b>4</b>
1、工业生产：生产平稳恢复 .....	4
2、上游价格：原油价格继续走高 .....	5
3、中游产品：钢铁社会库存超过去年同期 .....	6
4、下游地产：节后市场开始复苏 .....	6
5、食品价格：农产品价格节后回落 .....	7
<b>二、金融市场：货币政策延续宽松</b> .....	<b>8</b>
1、货币市场：货币市场利率普遍上升 .....	8
2、债券市场：国债收益率震荡上行 .....	8
3、人民币汇率：人民币汇率强势上涨 .....	9

## 图表目录

图表 1: 本周发电煤耗量环比回升.....	4
图表 2: 本周南华工业品指数上涨.....	4
图表 3: 本周原油价格走高.....	5
图表 4: 本周煤炭期货价格涨跌弧线.....	5
图表 5: 本周铜铝集体走高.....	5
图表 6: 本周铁矿石价格出现调整.....	5
图表 7: 本周螺纹钢价格上涨.....	6
图表 8: 本周钢材社会库存继续上升.....	6
图表 9: 本周 30 大中城市商品房成交环比回升.....	7
图表 10: 上周 100 城土地供应面积环比上升.....	7
图表 11: 本周农产品价格环比回落.....	7
图表 12: 本周猪肉价格再度回落.....	7
图表 13: 本周货币市场利率有所上升.....	8
图表 14: 本周同业存单发行利率变化不大.....	8
图表 15: 本周十年期国债收益率上行.....	9
图表 16: 本周国债长短端利差走阔.....	9
图表 17: 本周人民币兑美元汇率升值.....	9
图表 18: 本周 CFETS 人民币指数上升.....	9

## 一、实体经济：2月地方债发行密集启动

### 1、工业生产：生产平稳恢复

**发电耗煤与工业品价格上行，节后生产平稳恢复。**本周六大发电集团日均耗煤量环比回升24%，春节之后季节性反弹（图表1）。南华工业品指数上涨3.1%（图表2）。1月下旬流通领域50种重要生产资料中，15种产品价格上涨，28种下降，7种持平，环比跌幅收窄至-0.42%，延续改善态势。

地方债发行加速与城投债市场回暖的影响如何？

**2月地方债计划发行3641亿元，城投债在春节前保持回暖态势。**据财政部数据，1月全国发行地方政府债券4180亿元。2月发行也已于2月20日启动，当周发行规模达到1976亿元。除了新疆四只地方债中标利率较基准上浮40个BP之外，广东、山西、湖南、上海、辽宁、山东等地均只上浮25个BP。投标倍数来看，多数在20倍上下。下周预计仍将发行1665亿元，2月总体规模将达到3641亿元。与此同时，城投债的发行在春节前也保持回暖态势。2019年1月城投债发行3317亿元，净融资额也达到1665亿元，均实现连续4个月回升。受春节影响，截止本周，2月城投债发行212亿元。

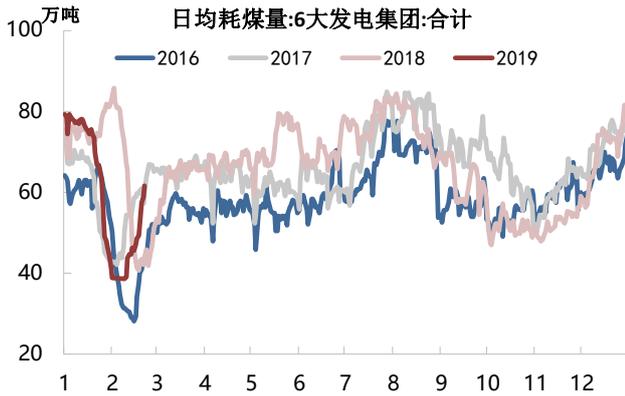
**2019年到期规模依然较大，3月份与4月份的阶段性压力或最高。**城投债方面，不考虑年内发行到期的规模，万得统计显示，2019年全年到期偿还规模约1.78万亿，与上年基本相当，偿付压力仍然不小。节奏上看，除3月2490亿较高外，其余月份的分布较为平均。地方债方面，2019年到期规模约1.31万亿元，较2018年8400亿高出不少。分布来看，3月与4月合计超过3000亿元，二季度合计超过5000亿，是阶段性的高峰。

**影响一：融资情况的好转有助于降低整体违约风险。**在到期规模较大、对地方隐性债务治理趋严、以及财政收入下滑的背景下，是否需要担心大面积违约的风险呢？第一，严控增量、化解存量是政策的基调。对增量债务的严控不意味着允许存量债务爆发系统性风险。据万得资讯，镇江市正在谋划作为地方隐性债务化解试点城市，预计主体思路仍可能是借新还旧等方式。第二，货币政策趋于宽松，基建成为主要逆周期调节工具，地方债与城投债的融资环境边际改善。近期地方债投标倍数均较高，上浮的幅度也基本为下限25个BP，说明市场对于地方债资产的青睐。而城投债除了发行规模回升外，信用利差也从去年年中的180个BP回落至120个BP左右。

**影响二：发行节奏可能是影响经济企稳时点的重要因素。**目前市场关注的一个核心问题是社融能否保持高增、经济企稳会不会提前。作为逆周期调节的基建投资，短期来看，在融资需求中的确定性最高，而这部分需求主要体现在地方债与城投债上。这意味着，如果地方债与城投债的发行情况持续超过预期，那么经济提前企稳的可能性就更大，而债券市场面临的调整压力也就越大。

图表 1：本周发电煤耗量环比回升

图表 2：本周南华工业品指数上涨



来源: Wind, 莫尼塔研究

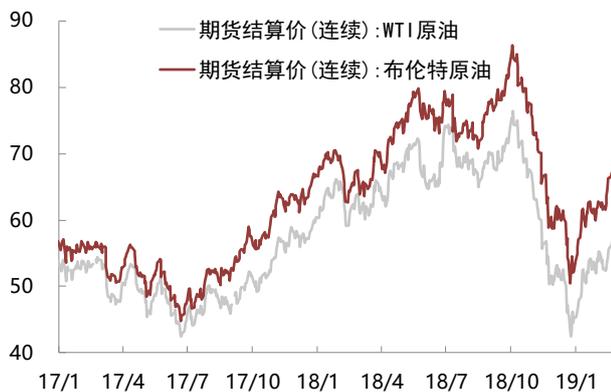
## 2、上游价格：原油价格继续走高

**减产继续推升油价。**本周美油上涨2.3%报57美元/桶，布油上涨0.8%报66.9美元/桶（图表3）。EIA全美原油库存微增0.8%。对全球原油产量下降的预期升温，油价短期下跌的空间受限。

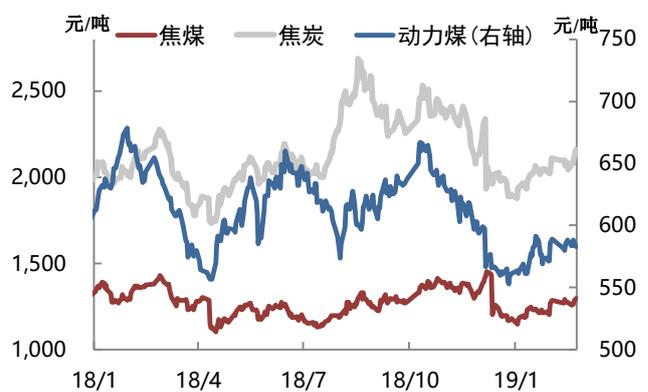
**动力煤期货价格回调。**本周国内焦煤、动力煤、焦炭期货价格分别上涨1.8%、下跌0.9%、上涨5.9%，动力煤现货价格上涨1.1%（图表4）。上游秦港库存下降0.1%，下游电厂库存下降0.5%。

**工业金属整体走高，金价保持强势。**本周LME主要工业金属价格普遍上涨，铜价上涨4.1%，铝价上涨3.2%（图表5）。本周COMEX黄金上涨0.65%，创十个月新高。铁矿石高位调整，本周环比下跌0.88%（图表6）。

图表 3：本周原油价格走高

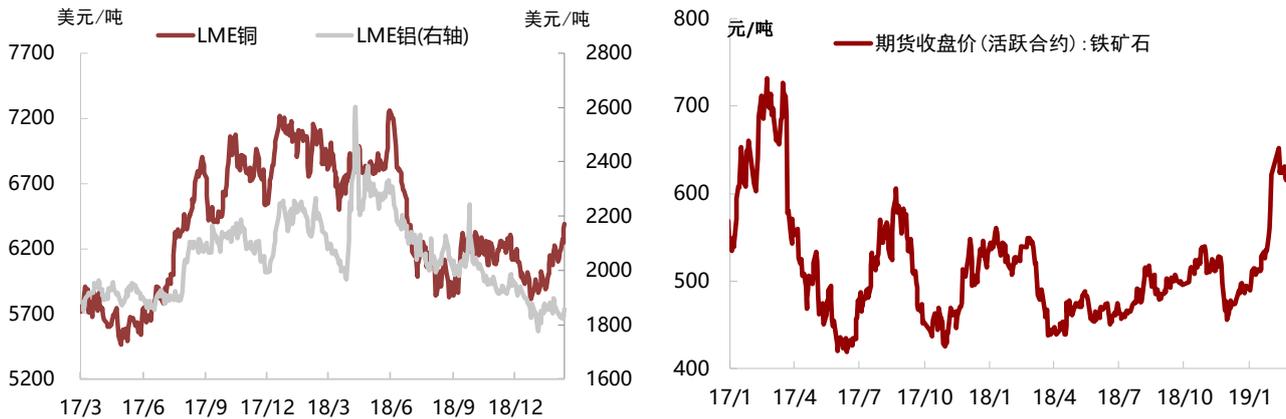


图表 4：本周煤炭期货价格涨跌弧线



图表 5：本周铜铝集体走高

图表 6：本周铁矿石价格出现调整



来源：Wind，莫尼塔研究

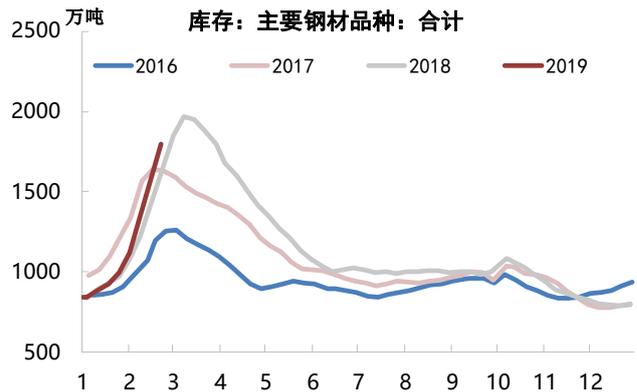
### 3、中游产品：钢铁社会库存超过去年同期

**钢铁社会库存继续上升。**本周螺纹钢期货价格环比上涨2%，现货钢价指数下跌0.5%（图表7），社会库存上升11.1%，连续7周延续回补趋势，且幅度进一步超过去年同期（图表8）。本周全国钢厂高炉开工率上升0.14个百分点；唐山高炉开工率下降0.61个百分点，近期连续回升态势终止。本周水泥价格指数下降1.2%，玻璃价格指数上涨0.2%。PTA、沥青、橡胶等期货价格大幅上升。从主要工业品期货价格走势来看，市场对于节后复工以及基建等预期情况较为乐观。

**工信部表示2019年平板玻璃行业下行压力仍然较大。**2019年平板玻璃行业面临的宏观环境总体稳定，在房地产新建项目以及现存建筑节能改造的拉动下，建筑玻璃领域有望保持稳定，光伏光热玻璃、交通工具玻璃、农业设施玻璃等将保持增长，但是产能过剩等结构性矛盾依旧存在，行业下行压力仍然较大。

图表 7：本周螺纹钢价格上涨

图表 8：本周钢材社会库存继续上升



来源：Wind，莫尼塔研究

### 4、下游地产：节后市场开始复苏

**节后第二周30城销售开始回暖。**本周30大中城市商品房成交面积42万平方米，环比上涨76%，一二三线集体回暖（图表9）。上周100大中城市土地供应开始恢复，但仍处于较低水平（图表10），十大城市现房可售面积下降0.3%，但受制于销售季节性转淡，去化周期上升至49.8周。

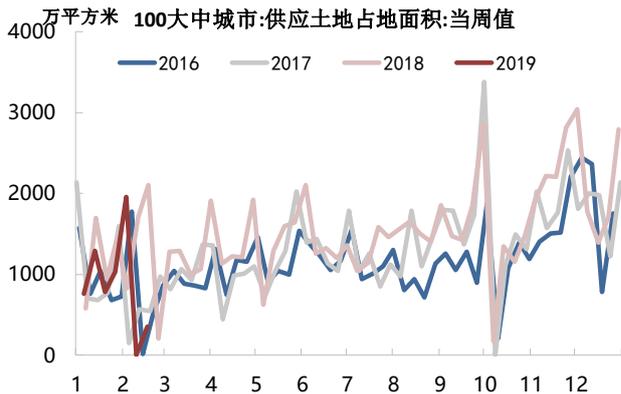
**2019年春节返乡置业需求下降。**根据50同城与安居客调查报告，2019年被访者中，52.7%人群有回到老家及周边城市买房意向，这一数字在2018年则为58.7%，占比呈现下降趋势。而希望在工作城

市买房的人群占比则由25.2%大幅提高至38%。购房偏好的变化有望支撑一二线城市销售的进一步回暖。

**1月70大中城市房价表现平稳。**虽然销售有所下滑，但房价仍然具有一定韧性。统计局公布1月70大中城市房价走势，58城新建商品住宅价格环比上涨，去年12月为59城。二手房方面，一二线城市环比下降0.1%，三线城市环比仍上涨0.2%。房价相对平稳的重要原因之一是库存整体不高，中证报数据显示，经过三年时间去库存，目前仅三亚、厦门、香河、大厂等12地存销比超过20个月。

图表 9: 本周 30 大中城市商品房成交环比回升

图表 10: 上周 100 城土地供应面积环比上升



来源: Wind, 莫尼塔研究

## 5、食品价格：农产品价格节后回落

**1月生猪存栏跌幅进一步扩大。**本周农业部主要农产品200指数环比下降1.03%，春节涨价阶段可能告一段落（图表11）。总体来看，今年春节期间农产品价格略低于去年同期。分项来看，猪肉、蔬菜、鲜果、鸡蛋等全线下跌，猪肉在上周反弹后再度下跌（图表12）。2019年1月生猪存栏环比跌幅进一步降至-5.7%，能繁母猪存栏环比跌幅也扩大至-3.56%，均为近两年低点。市场近期对于未来猪肉供给的担忧愈演愈烈，但短期猪肉价格尚未出现明显反应。

消息面上，为防治非洲猪瘟疫情，农业农村部发布征求意见稿，全国将被划分为北部区、西北区、东部区、中南区、西南区五大区域，推进区域内动物重大疫病联防联控，降低疫情扩散风险。中央一号文件提出，主动扩大国内紧缺农产品进口，拓展多元化进口渠道。

图表 11: 本周农产品价格环比回落

图表 12: 本周猪肉价格再度回落

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_14060](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_14060)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn