

人民币汇率升值为货币政策打开空间

基本结论

- 年初至今，人民币兑美元汇率持续升值。人民币兑美元汇率由年初的 6.86 上升至 2019 年 2 月 23 日的 6.72，升值 2.1%；同期美元指数上涨 0.4%（96.07 上涨至 96.54）。汇率升值的基本面原因在于我们在去年 10 月作出的两个判断，一是，中美国经济增长动能趋于收敛。无论从美国制造业 PMI 新订单指标（2018 年 6 月 63.5 下降至 12 月 51.3）、12 月零售销售数据（环比为-1.2%，低于预期 0.2%）、美元 Libor 利率（2019 年以来由 2.9% 下降至 2.7%）来看，还是从美债收益率数据（10 年美债收益率由 2018 年 11 月 3.2%下降至 2019 年 2 月 2.65%）来看，都显示美国经济增长拐点显现。二是，我国经济已度过经济快速下降期，叠加政府实施积极财政政策（减税、加大地方政府专项债发行力度）和边际宽松的货币政策（降准、降息），经济增速企稳的概率在上升。从货币政策分化的角度来说，美国加息周期接近尾声（2019 年或一次加息也没有），中美利差边际走扩，人民币兑美元汇率升值。此外，中美高层贸易谈判需要一个“稳定的人民币环境”。这与央行要求的人民币汇率“在合理均衡水平上维持基本稳定”的政策一致，将进一步稳定汇率市场的情绪，防止汇率大幅波动干扰货币政策制定和决策。现阶段，汇率掣肘货币政策的因素已有所减轻，货币政策更能够以国内因素为主要考量，下半年央行降息可期。汇率升值减轻货币政策宽松的掣肘，在人民币不出现大幅贬值的条件下，央行货币政策核心将集中到解决国内问题。央行或通过多项措施，保持流动性合理充裕，引导融资成本下行。
- 中观层面，2 月以来需求和供给均有所走弱。从需求来看，2 月以来 30 大中城市商品房日均销售面积同比跌幅扩大，100 大中城市土地成交面积和土地成交总价同比跌幅扩大。乘联会数据显示，受春节影响，截止 2 月第二周汽车零售同比跌幅大幅扩大，对消费的拖累作用增强；从供给来看，2 月以来高炉开工率上升，六大发电集团日均煤耗同比跌幅扩大；从价格的角度来看，2 月以来原油、钢铁、有色价格均值上涨，水泥价格均值下跌，预计 2 月 PPI 环比为正，由于基数走低，PPI 同比回升。2 月以来猪肉价格均值下降，蔬菜、鲜果价格均值上升，在季节性因素带动下 CPI 环比为正，不过，预计 CPI 当月同比有所下滑。
- 金融市场方面，资金价格上升，债券收益率整体上升，人民币兑美元升值，全球股市上涨，国内工业品价格整体上涨。货币市场方面，上周央行净回笼资金 400 亿，其中 7 天逆回购 600 亿元，国库现金定存到期 1000 亿元。资金价格上升，资金面有所收紧。债券市场方面，到期收益率整体上升，期限利差走扩，信用利差收窄。外汇市场方面，人民币兑美元升值，美元指数下行，即期市场交易量上升。股票市场和商品市场方面，全球股市上涨，黄金价格上涨，原油价格上涨，国内工业品价格整体上涨。
- 风险提示：1. 名义利率上升，同时物价下滑，实际利率上行将对经济增长产生较大的下行压力；2. 金融去杠杆叠加货币政策趋紧，令政策层面对经济增长的压力上升，导致阶段性经济增长失速；3. 内外部需求同时下降对经济产生叠加影响。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

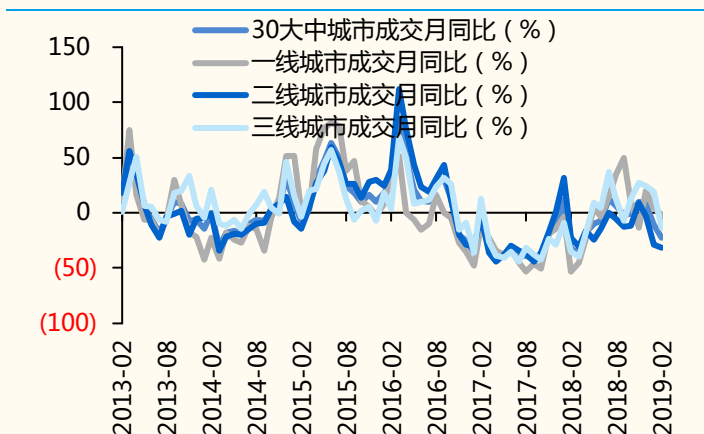
段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

林玲 联系人
linling1@gjzq.com.cn

一、中观市场方面，2月以来需求和供给均有所走弱

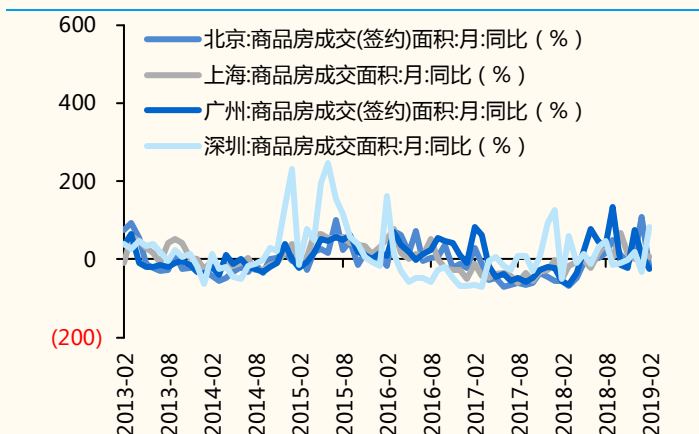
- 2月以来30大中城市商品房日均销售面积同比下降。内部结构上，一线城市同比涨幅收窄，二线城市同比跌幅收窄，三线城市同比由涨转跌。具体来看，30大中城市商品房日均销售面积同比为-15.8%（前值-11.2%）。一线城市同比2.4%（前值4.9%）、二线城市同比-26.6%（前值-29.0%），三线城市同比-3.2%（前值18.8%）。北京广州地产销售表现均不佳，地产销售由涨转跌，且跌幅较大。上海地产销售涨幅收窄。深圳地产销售表现较好，地产销售由跌转涨，且涨幅较大。
- 2月以来土地成交面积和土地成交总价继续下跌。从100大中城市土地成交情况上看，土地成交面积跌幅扩大，土地成交总价同比跌幅收窄。其中成交面积同比-38.5%（前值-19.8%），成交总价-35.4%（前值-22.4%）。
- 截止2月第二周汽车零售跌幅扩大。2月1-15日，受春节影响，乘联会车市零售同比跌幅较1月扩大（-57.0%，前值-2.0%），批发同比跌幅大幅扩大（-58.0%，前值-17.0%）。2月汽车零售跌幅扩大，其对消费的拖累作用加强。前一周，电影票房收入、观影人次、电影放映场次下降。

图表1：2月以来商品房日均销售面积同比下降



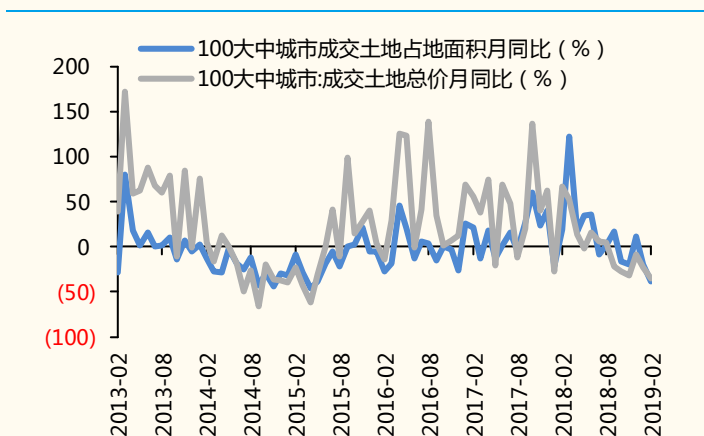
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表2：2月以来深圳地产销售表现较好



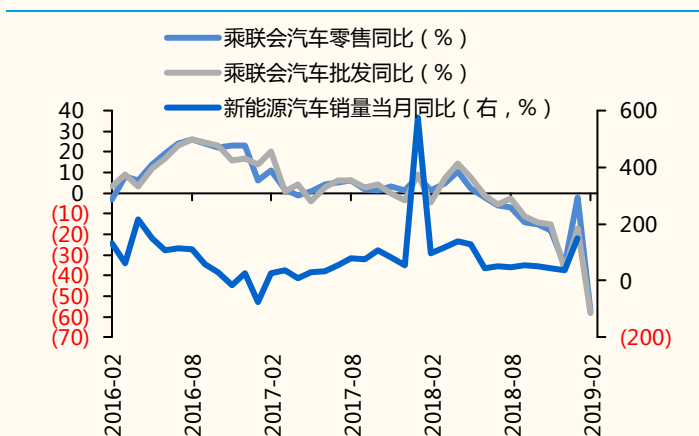
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表3：2月以来土地成交面积和总价同比下跌



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

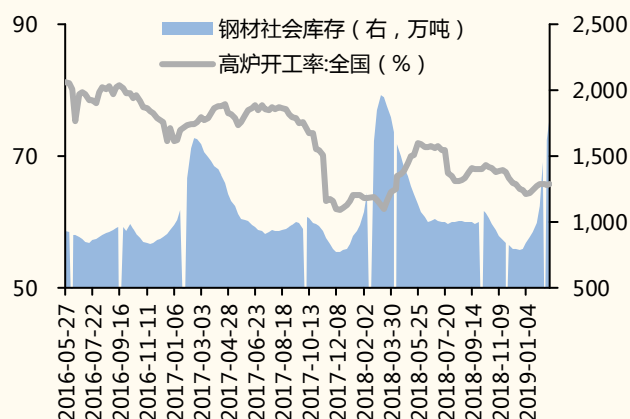
图表4：2月第二周汽车零售同比跌幅大幅扩大



来源：中国汽车工业协会，国金证券研究所

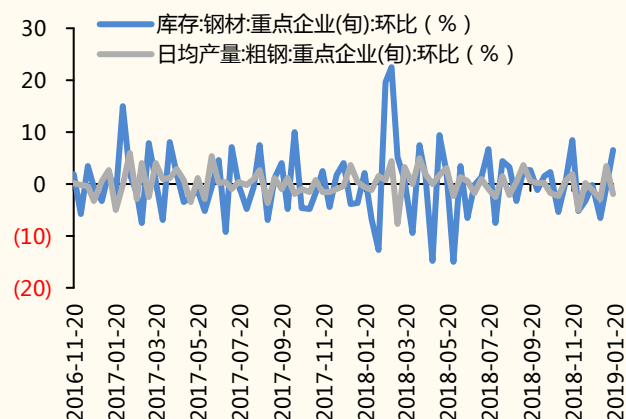
- 上周高炉开工率上升，钢铁社会库存上升。具体来看，上周高炉开工率上升0.2%，至65.8%。上周钢铁库存上升至1799.2万吨。
- 2月以来六大发电集团日均耗煤量当月同比跌幅扩大。具体来看，上周六大发电集团日均煤耗上升24.1%，至53.5万吨。2月以来六大发电集团日均煤耗同比跌幅扩大（-22.6%，前值-7.0%）。

图表 5：上周高炉开工率上升，钢铁社会库存上升



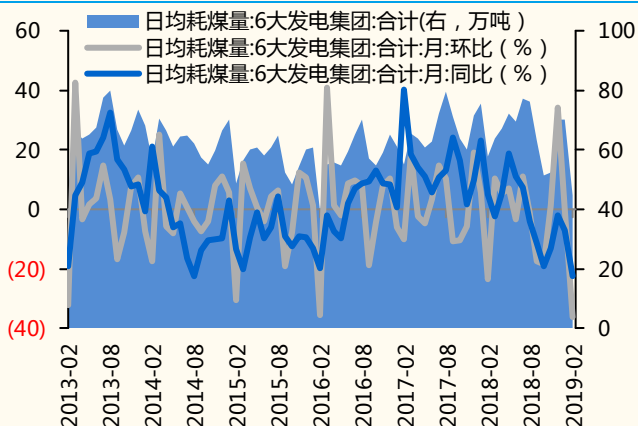
来源：中国钢铁工业协会，国金证券研究所

图表 6：1 月中旬重点钢铁企业生产下降，库存上升



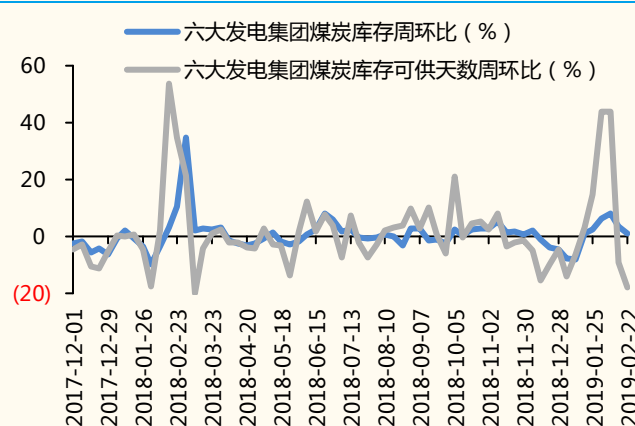
来源：中国钢铁工业协会，国金证券研究所

图表 7：2 月以来发电集团日均煤耗同比跌幅扩大



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

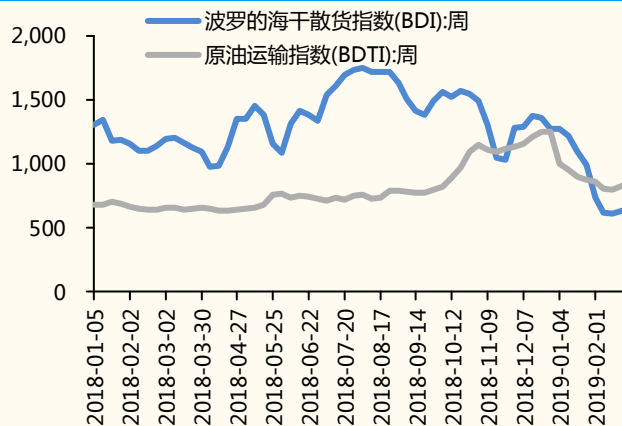
图表 8：上周发电集团煤炭库存上升



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

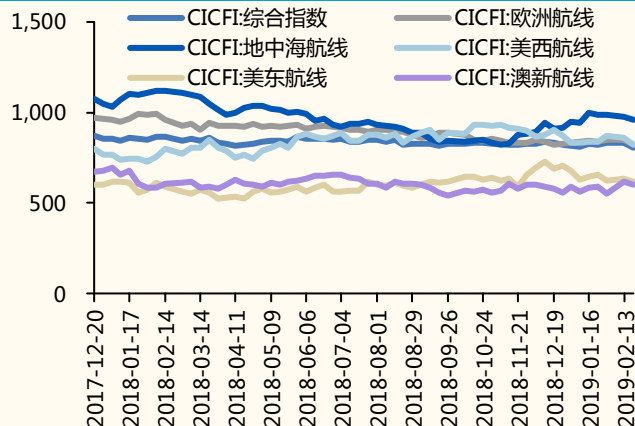
- 上周 BDI 上升，BDTI 上升；上周 CICFI 下降，CCFI 下降。
- 上周铁矿石日均疏港量上升 6.2%，至 283.3 万吨，港口库存上升。上周焦炭港口库存上升 5.0%，焦炭企业库存下降 15.0%。

图表 9：上周 BDI 上升，BDTI 上升



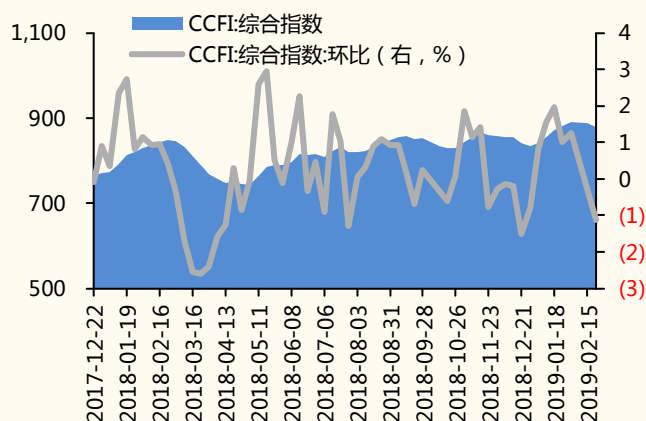
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 10：上周 CICFI 下降



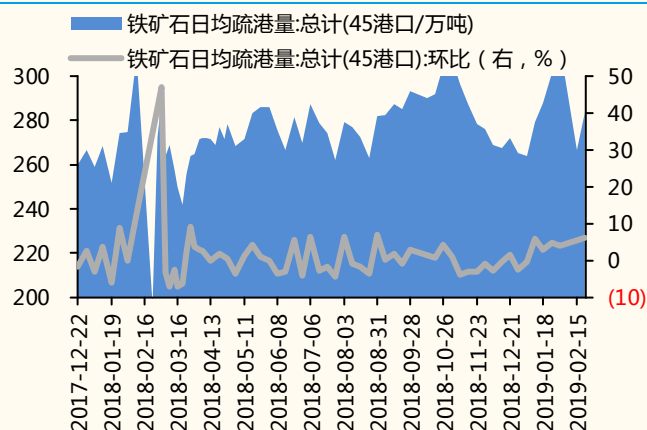
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 11: 上周 CCFI 下降



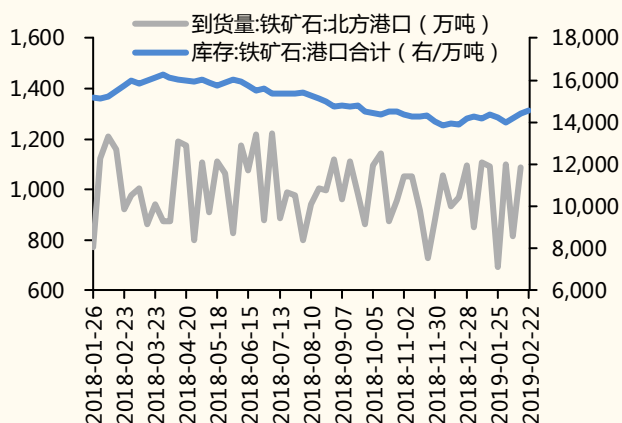
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 12: 上周铁矿石日均疏港量上升



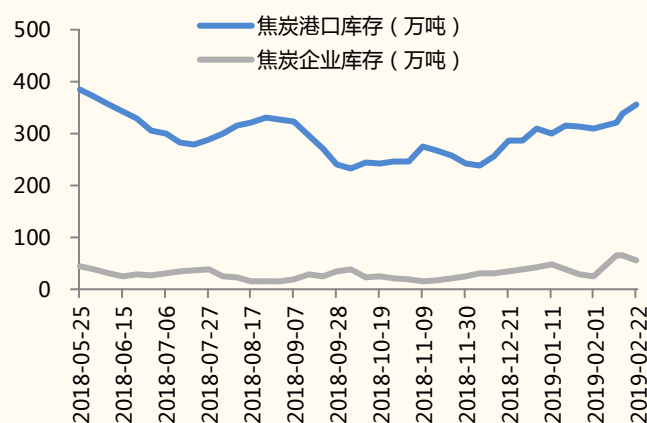
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 13: 上周铁矿石港口库存上升



来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

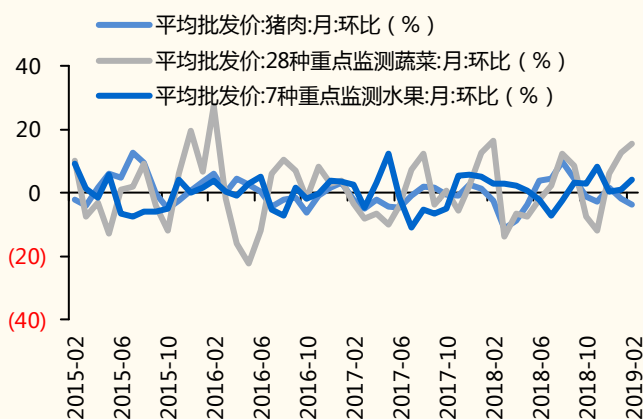
图表 14: 上周焦炭企业库存下降、港口库存上升



来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

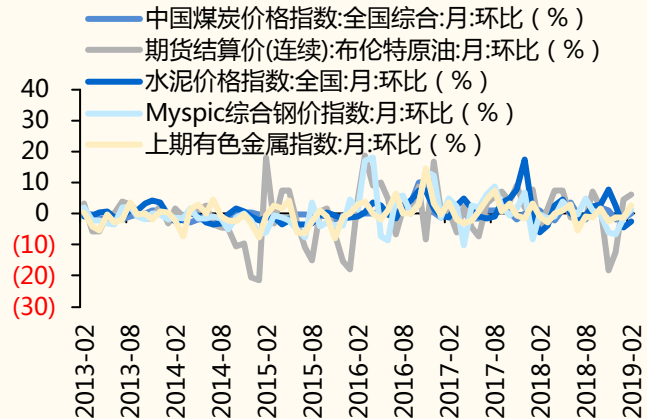
- 2 月以来农产品价格涨跌互现, 工业品价格涨跌互现。农产品方面, 2 月以来猪肉价格均值下降 (-3.6%, 前值-1.8%), 蔬菜价格均值上升 (15.3%, 前值 12.6%), 鲜果价格均值上升 (4.1%, 前值 1.1%); 工业品方面, 煤炭价格均值保持不变 (0.0%, 前值-1.7%), 原油价格均值继续上升 (6.1%, 前值 4.5%), 水泥价格均值继续下降 (-2.6%, 前值-4.4%), 钢铁价格均值由跌转涨 (1.5%, 前值-1.5%), 有色价格均值由跌转涨 (2.5%, 前值-1.3%)。

图表 15: 2 月以来猪肉价格均值环比下降



来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 16: 2 月以来水泥价格均值环比下降

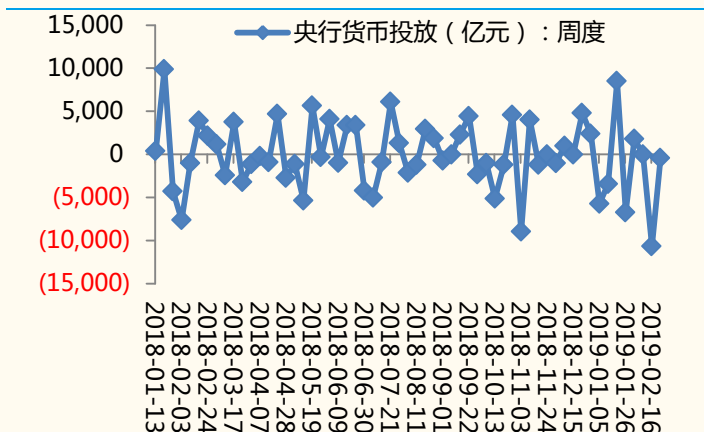


来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

二、金融市场方面，资金价格上升，债券收益率整体上行，人民币兑美元升值，全球股市上涨，国内工业品价格整体上涨。

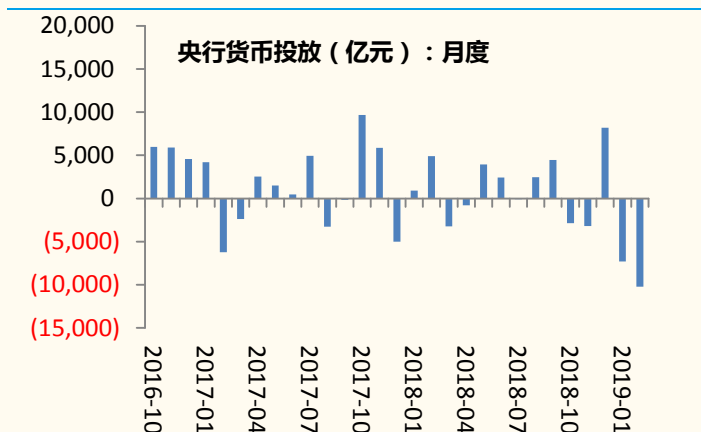
- 货币市场方面，上周央行净回笼资金 400 亿元，资金价格上升，资金面有所收紧。从资金投放量来看，上周央行净回笼资金 400 亿，其中 7 天逆回购操作 600 亿元，国库现金定存到期 1000 亿元。资金价格整体上升，资金面有所收紧。具体来看，上周 R001 上升 75bp，R007 上升 33bp；DR001 上升 72bp，DR007 上升 35bp。R001-DR001 上升 3bp，R007-DR007 下降 2bp，说明银行融出资金意愿有所下降，非银行金融机构融资成本上升。
- 债券市场方面，到期收益率整体上行，期限利差走扩，信用利差收窄。具体来看，1Y 国债到期收益率上升 5bp，1Y 国开债到期收益率上行 3bp；10Y 国债到期收益率上升 7bp，10Y 国开债到期收益率上行 4bp；1YAAA 企业债到期收益率下行 1bp、1YAA 企业债到期收益率下行 8bp、10YAAA 企业债到期收益率上行 4bp、10YAA 到期收益率上行 4bp。
- 外汇市场方面，人民币兑美元升值，美元指数下行，即期市场量上升。上周，在岸人民币兑美元汇率升值。美元指数下行，美元兑日元升值，兑欧元、英镑贬值。
- 股票市场和商品市场方面，全球股市上涨，黄金价格上涨，原油价格上涨，国内工业品价格整体上涨。国内股市方面，上证综指上涨 4.5%；创业板指大涨 7.3%。国外股市方面，道琼斯工业指数上涨 0.6%，纳斯达克指数上涨 0.7%，德国 DAX 上涨 1.4%。国内商品市场方面，螺纹钢价格上涨 3.7%，铁矿石价格下跌 0.9%，焦炭价格大涨 5.9%。国际大宗商品方面，COMEX 黄金价格上涨 0.4%；ICE 布油价格上涨 1%，LME 铜上涨 4.1%。

图表 17：上周央行净回笼资金



来源：中国人民银行，国金证券研究所

图表 18：2 月以来央行净回笼资金



来源：中国人民银行，国金证券研究所

图表 19：02/18-02/22 周国内货币市场利率变化情况

指标	周末值 (%)	周变动 (bp)	月变动 (bp)	年变动 (bp)
银行间质押式回购加权利率：1天(R001)	2.51	75	20	(2)
银行间质押式回购加权利率：7天(R007)	2.68	33	(23)	(46)
存款类机构质押式回购加权利率:1天(DR001)	2.43	72	20	(5)
存款类机构质押式回购加权利率:7天(DR007)	2.57	35	(13)	(47)
R001-DR001(bp)	8	3	1	3
R007-DR007 (bp)	11	(2)	(10)	2
SHIBOR:隔夜	2.43	72	19	(12)
SHIBOR:1周	2.60	25	(16)	(30)
7日年化收益率:余额宝	2.50	(10)	(15)	(12)
理财产品预期年收益率:人民币:全市场:3个月	4.32	15	(4)	(7)
票据直贴利率:6个月:长三角	3.41	(37)	(56)	(31)
温州指数:温州地区民间融资综合利率	15.90	(19)	3	75

来源：中国货币网，全国银行间同业拆借中心，Wind 资讯，天弘基金管理有限公司，温州市金融办，国金证券研究所

图表 20：02/18-02/22 周国内债券市场收益率变化情况

指标	周最高值(%)	周最低值(%)	周末值(%)	周变动(bp)	月变动 (bp)	年变动 (bp)
债券到期收益率						
中债国债到期收益率:1年	2.36	2.31	2.36	5	(3)	(24)
中债国债到期收益率:10年	3.15	3.11	3.15	7	4	(8)
中债国债到期收益率:1年	2.57	2.55	2.56	3	2	(19)
中债国债到期收益率:10年	3.61	3.60	3.61	4	6	(3)
中债企业债到期收益率(AAA):1年	3.09	3.06	3.07	(1)	(13)	(52)
中债企业债到期收益率(AAA):10年	4.28	4.25	4.28	4	4	(5)
中债企业债到期收益率(AA):1年	3.53	3.47	3.47	(8)	(18)	(66)
中债企业债到期收益率(AA):10年	5.41	5.38	5.41	4	4	(1)
期限利差(10Y-1Y, bp)						
中债国债期限利差	81	79	79	2	7	16
中债国债期限利差	106	103	105	1	4	16
中债企业债期限利差(AAA)	121	117	121	4	17	47
中债企业债期限利差率(AA)	194	186	194	11	22	65
信用利差(企业债-国债, bp)						
中债企业债信用利差(AAA):1年	77	71	71	(6)	(10)	(28)
中债企业债信用利差(AAA):10年	115	113	113	(3)	0	3
中债企业债信用利差(AA):1年	121	111	111	(13)	(15)	(42)
中债企业债信用利差(AA):10年	228	226	226	(3)	0	7
国债期货						
CFETS 5年期国债期货	100	100	100	-0.3%	-0.3%	0.2%
CFETS 10年期国债期货	98	98	98	-0.4%	-0.5%	-0.2%

来源：中国债券信息网，中国金融期货交易所，国金证券研究所

图表 21：02/18-02/22 周外汇市场变化情况

指标	周最高值	周最低值	周末值	周变动幅度	月变动幅度	年变动幅度
美元兑人民币 (CFETS)	6.78	6.69	6.72	-0.9%	0.2%	-2.1%
美元兑离岸人民币	6.78	6.69	6.70	-1.0%	-0.1%	-2.4%
离岸-在岸汇率价差 (bp)	156	-216	-163	-64	-202	-207
即期询价成交量：美元兑人民币			344.6	54.7	-16.1	64.1
USDCNY: NDF 1年			6.75	-0.9%	0.1%	-2.1%
CFETS人民币汇率指数			94.38	0.0%	0.1%	1.2%
巨潮人民币实际有效汇率指数	122.96	121.82	122.62	0.5%	0.5%	3.2%
巨潮人民币名义有效汇率指数	116.93	115.85	116.61	0.5%	0.5%	2.0%
欧元兑人民币 (CFETS)	7.66	7.60	7.63	-0.2%	-1.2%	-3.0%
100日元兑人民币 (CFETS)	6.13	6.05	6.07	-1.3%	-1.7%	-2.4%
英镑兑人民币 (CFETS)	8.80	8.72	8.76	0.8%	-0.7%	0.8%
美元指数	96.93	96.35	96.54	-0.4%	1.0%	0.5%
美元兑日元	110.95	110.45	110.68	0.2%	1.7%	1.0%
欧元兑美元	1.14	1.13	1.13	0.4%	-1.0%	-1.2%
英镑兑美元	1.31	1.29	1.31	1.3%	-0.4%	2.3%

来源：中国货币网，美联储，ICAP，深圳证券信息公司，倚天财经，国金证券研究所

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_14089

