

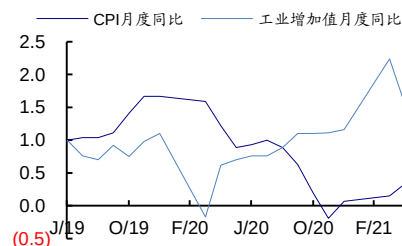
证券研究报告—宏观经济

宏观经济

宏观经济专题研究

2021 年 06 月 06 日

CPI 与工业增加值月度同比增速



宏观数据

固定资产投资累计同比	19.90
社零总额当月同比	17.70
出口当月同比	32.30
M2	8.10

相关研究报告：

《国信证券-宏观固收：历史同期分位数法研判金融数据》——2021-05-14
 《宏观专题报告：油钢“轮盘”》——2021-03-29
 《信用周期：从“二分法”到“三段论”》——2021-04-08
 《当金融数据遇到基期效应：三点化解思路》——2021-04-26
 《宏观专题报告：理论探讨系列——为什么经济增速与利率会同向运行？》——2021-04-08

证券分析师：王开

电话：021-60933132
 E-MAIL: wangkai8@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980521030001

证券分析师：赵婧

电话：0755-22940745
 E-MAIL: zhaojing@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513080004

证券分析师：董德志

电话：021-60933158
 E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513100001

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

宏观专题

人民币升值对股债的影响

● 汇率与股市：方向明确，幅度不定

受到美元走弱影响，5 月人民币被动升值，一度成为权益市场投资者关注的焦点。通过日本和东南亚新兴经济体的案例可以发现，中长期视角下、资本市场并未完全开放的经济体，股市和汇率都可以视为海外对国内资产的定价，“8·11”汇改后股市与人民币汇率同向变化并非偶然。回顾 5 月股市和汇率的数据，股汇正向联动效果处在历史高位，同涨效果明显，但当月人民币升值幅度在历史纵向来看较为罕见，而股票只是历史中一般程度的上涨，二者幅度并不匹配。

● 境外资金眼中汇率盈利是考虑投资标的的价值后的次要因素

无论是股市还是债市，人民币升值预期对境外资金吸引只是“锦上添花”的作用，资金流动主要看股市预期和中美存款利差，目前中美存款利率差、股市盈利复苏的预期才是吸引境外资金流入的主要驱动因素。境外资金对股市、债市的影响有可能只是随行就市而非“雪中送炭”。购买力平价讲述的是颇为长期的故事，而利率平价视角下，考虑升值预期后的境内外利差与海外资金配置行为更趋于一致。

● 年内汇率变动预期对股票和债券市场的影响

如果依照目前的一致预期，人民币汇率年内还有走强的空间，但在外汇准备金率提升的情况下难以企及 5 月幅度，更可能是震荡中小幅走高的，对股市提振方向明晰。对债券市场而言，按照汇率-出口-增长的链条，本币升值在一定程度上会对出口形成拖累，但全球制造业 PMI 已经从去年 4 月谷底的 39.6%恢复至今年 5 月 56%的水平，5 月末美联储的周度经济指数 (WEI) 也从去年谷底的 -11.4%恢复至 10.8%的增速水平，海外恢复中纯需求因素对出口会形成托底效果，外需较难对下半年基本面的向好形成牵制。

内容目录

1. 汇率对股市：联动机理探究	4
2. 汇率对债市：定价的非直接影响因素	6
国信证券投资评级	9
分析师承诺	9
风险提示	9
证券投资咨询业务的说明	9

图表目录

图 1: “8·11” 汇改后本币汇率和股市联动性增强	4
图 2: 美股和美元指数的联动效果一般	4
图 3: 中国汇率和股市月度波动分布	5
图 4: 中国股市和本币处在相关性最强的时期	5
图 5: 境外资金流动、股市走势与人民币升值预期	5
图 6: 北上资金净流入与沪深 300 涨跌正相关	5
图 7: 汇率、利差与境外机构配置国债行为	6
图 8: 购买力平价讲述的是汇率长期的故事	7
图 9: 从利率平价看境外机构配置行为	7
图 10: 人民币汇率制度改革与后期利率变化方向	7

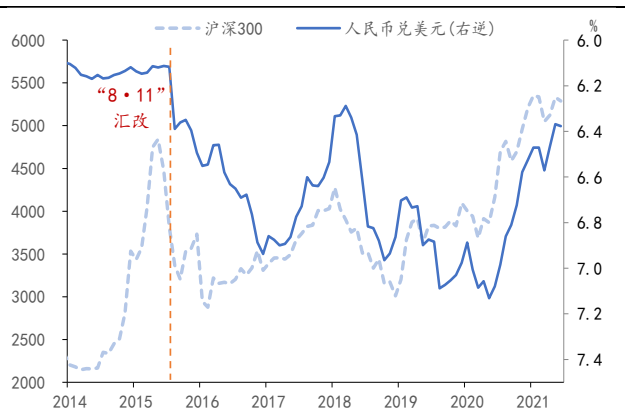
回顾 5 月，市场上最为关心的议题是股汇同升、人民币升值提振境内资本市场信心。本文通过分析汇率和股票、债券定价的相似之处，以及汇率对境外资金配置国内股市和债市的影响，来探究未来人民币升贬值预期下境内资本市场演绎的方向。

1. 汇率对股市：联动机理探究

5 月人民币受到美元走弱被动升值，一度成为权益市场投资者关注的焦点。在“8·11”汇改后，中国股市和本币汇率走势确实展现出了较好的联动性。相比之下，美国市场近 30 年只要没出现过经济衰退，股市的上涨即“无视”汇率波动。由此我们很容易联想到中美汇率制度的不同，但实际上参照亚洲国家两次经典的事件，可以发现股汇联动与汇制度并无必然联系。

如泰国为代表的经济体在亚洲金融危机期间同时出现了本币贬值和股市崩盘，在 1995-1997 年亚洲国家金融市场开放程度提高、外汇流通限制减少的过程中，泰国、菲律宾、马来西亚等国股票和汇率的联动更加显著。再如“尼克松冲击”后的日本，日元兑美元升值、日经指数上涨。日本的股-汇联动是从固定汇率制，再到管理浮动制度和资本管制的约束下呈现的，与当下我们所处的环境有一点类似。而泰国、菲律宾、印尼、中国台湾省等在 1997 年先后宣布本币自由浮动，与美国类似，最后却与日本的股汇互动殊途同归。中长期视角下、资本市场并未完全开放的经济体，股市和汇率都可以视为海外对国内资产的定价。

图 1：“8·11”汇改后本币汇率和股市联动性增强



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。

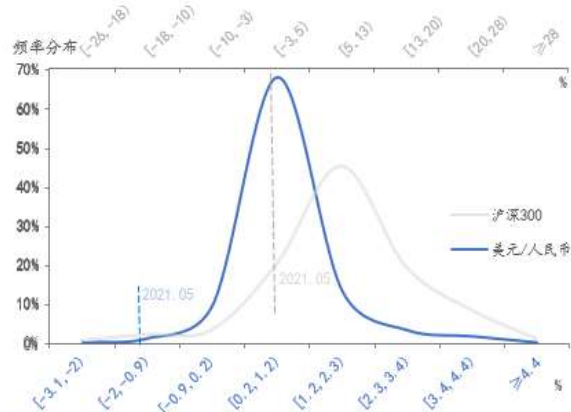
图 2：美股和美元指数的联动效果一般



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理。

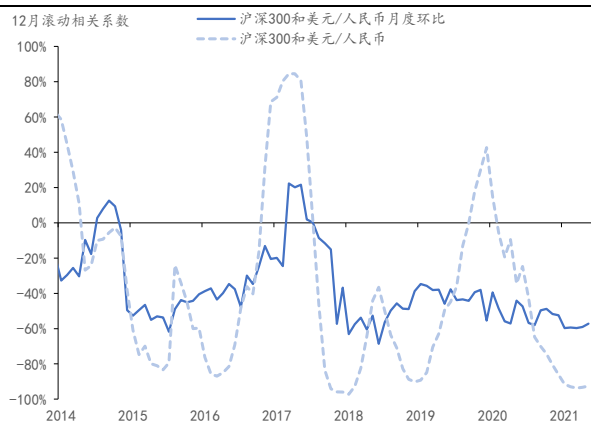
回顾 5 月股市和汇率的数据，可以发现人民币升值幅度在历史纵向来看较为罕见，而股票只是历史中一般程度的上涨，股汇正向联动效果处在历史高位。(1) 如果以汇率和股市的月度涨跌幅为样本，我们会得到两个类似正态分布的曲线，汇率“尖峰”特征更显著，历史中 68% 的概率都落在 0.2%~1.2% 的范围内，而 A 股月回报率有 49% 的概率落在 -3%~5% 之间。5 月的涨幅都落在两条曲线靠左的位置，就汇率而言 5 月人民币升值达到较为少见的高度，而对于股市而言尚未达到一般月份的涨幅。(2) 从 12 个月滚动相关性来看，5 月处在美元兑人民币汇率和沪深 300 指数相关性的历史极值处，即人民币与 A 股同涨属性最显著。短期视角下，汇率大幅升值对股市变动有方向指引，但就幅度而言二者并不匹配。

图 3：中国汇率和股市月度波动分布



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；注：境外资金包括陆股通、QFII/RQFII 以及外资私募。

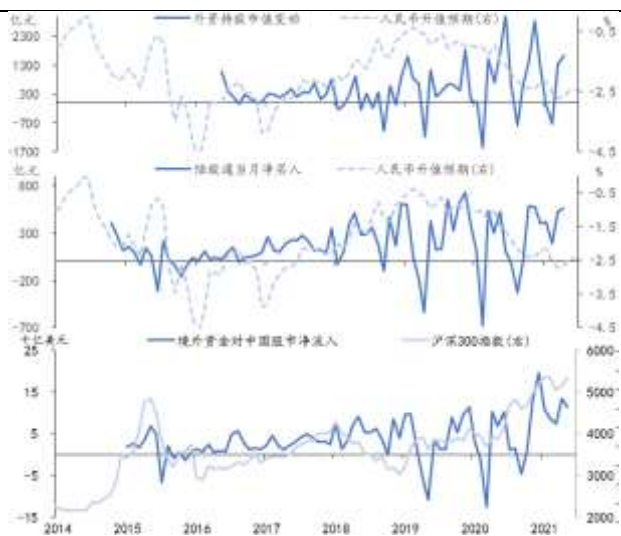
图 4：中国股市和本币处在相关性最强的时期



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理；注：图中数值为标普 500 指数/CRB 工业原料现货指数。

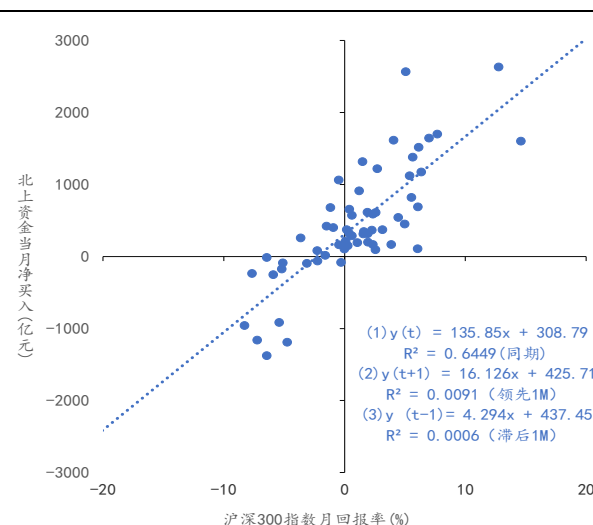
无论是股市还是债市，人民币升值预期对境外资金吸引只是“锦上添花”的作用，资金流动主要看股市行情预期和中美存款利差。首先，股票和汇率具有两个“一致”：其一是外资流入/流出境内股市的资金，与人民币升值/贬值的预期大体一致，其二是北上资金和沪深 300 涨跌幅也有一致性。我们发现月度时间窗口下：（1）“聪明钱”的流动远比股市行情变化、汇率预期变动的波幅更高。（2）北上资金所谓“聪明”是预期行情变动的灵敏嗅觉，对股市并未有较长时间的预见性，领先或滞后一个月的资金净流动与股市当月回报间相关性，远不及同期显著。因此，将单月的股市上涨解释为人民币升值所带动的北向资金流入可能并不完善，真正吸引外资的是资产本身的价值。退一步讲，就算汇率是资金流入的先决因素，如同带动国债收益率上涨的通胀不是当期通胀本身，而是市场对未来通胀的预期，带动境外资金流入中国股市兴趣的也是未来升值的预期。截至 6 月 3 日美元对人民币汇率收盘价约为 6.39，Wind 调查值对今年 9 月、12 月和明年 3 月的美元/人民币汇率预期中位数分别为 6.50、6.45 和 6.23，一致预期指向一年内人民币汇率先升后贬，NDF 隐含的未来一年后人民币具有贬值预期。就目前汇率的预期而言，股票市场吸引境外资金的效果是短多长空，但盈利预期的修复比汇率预期更加重要，汇率、股市和境外资金间三角传导并不能完全划等号，境外资金对股市的影响有可能只是随行就市而非“雪中送炭”。

图 5：境外资金流动、股市走势与人民币升值预期



资料来源：万得，IIF，国信证券经济研究所整理；注：上图境外资金包括陆股通、QFII/RQFII 以及外资私募。

图 6：北上资金净流入与沪深 300 涨跌正相关

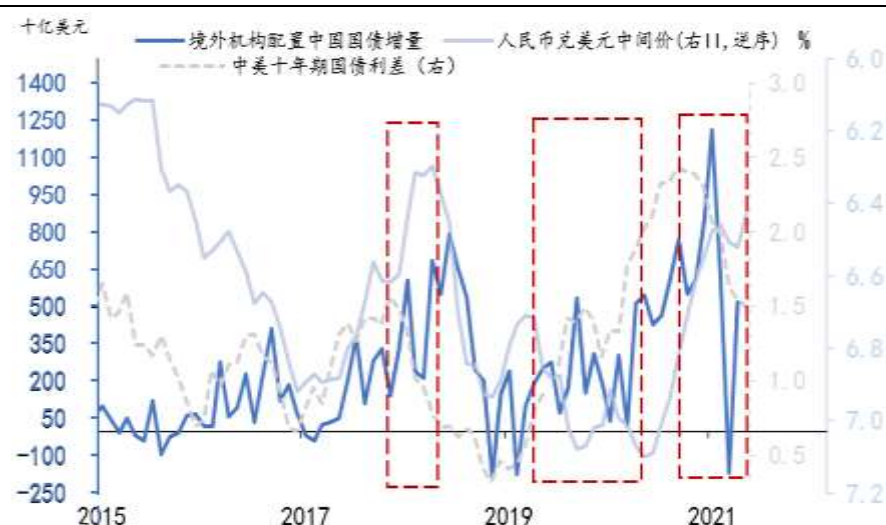


资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理；注：图中数值为标普 500 指数/CRB 工业原料现货指数。

2. 汇率对债市：定价的非直接影响因素

债券方面，我们发现境外机构对国债的配置力度和人民币兑美元汇率（1美元=?人民币）、十年期中美利差分别有负向和正向的关联。人民币兑美元汇率和中美利差理论上应该是负相关，但由于货币政策方向和经济增速脱钩等内生原因，以及特朗普时代政策扭曲等外生扰动，二者也时有背离。在中美利差走阔时，“利差锚”指向人民币升值预期，此时境外资金投资中国债券不仅有票息可赚，还能享受未来汇率变动的盈利；利差收窄时反之，因此在利差和汇率反向时，境外资金跟随其一加减配置力度即可。而当利差与汇率变为异于理论的同向时就会很纠结（图中红虚框，依次为 2018Q1-Q2 的贸易摩擦、2019Q2-2020Q2 货币宽松程度脱钩，以及 2020Q3 海外新冠冲击）：如国内外利差走阔时外资虽可以做 carry trade，但收益容易被未来的美元升值所侵蚀，因此三次经验中虽然期初境外资金是在流入的（利差诱惑），但随后都出现了回落（汇率抵触）。

图 7：汇率、利差与境外机构配置国债行为



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

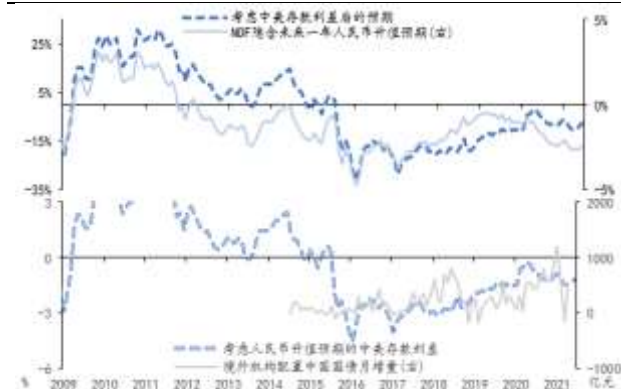
从汇率的形成原理出发：（1）购买力平价讲述的是颇为长期的故事，美国和非美经济体间定基的 CPI 和核心 CPI 之比描绘了美元中枢下行的趋势，无法刻画短期波动。（2）从利率平价的原理入手，境内外利差反映本国货币的远期升贴水，与汇率远期的升贴水持平时才不会导致热钱的跨境流动，市场化的资金流动会令二者间达到无套利空间的均衡状态。新冠疫情后中国珍惜货币政策空间使得国内一年期存款利率“逆袭”美国利率，境内相对于海外低利率甚至负利率环境的利差优势才是吸引境外资金流入的驱动力，考虑升值预期后的境内外利差与海外资金配置行为更趋于一致（图 9）。

图 8：购买力平价讲述的是汇率长期的故事



资料来源：IIF, 国信证券经济研究所整理 P；注：图中阴影部分表示美股熊市时期。

图 9：从利率平价看境外机构配置行为



资料来源：Bloomberg, 国信证券经济研究所整理。

直接标价法下（如人民币 6.4 表示 1 美元=6.4 人民币）利率和汇率的关系可以归纳为大多时期反向变化，但也有同向变化的案例。如果将利率和汇率都视作国内封闭经济运行的结果，则从逻辑来看，特别是对于需求型大国经济体，较正常的组合为“利率下行与汇率贬值同步”或“利率上行与汇率升值同步”，统一反映对于经济预期的悲观和乐观。如果以年度的时间窗口来看，国内汇率和利率的确呈反向关系。2013 年以来，人民币兑美元和 10 年期国债利率的反向周期关系，在 2020 年 12 月~2021 年 2 月和 2020 年 5 月期间也有过汇率和利率短期正向关系的昙花一现。

图 10：人民币汇率制度改革与后期利率变化方向

时间点	性质	细节	后续人民币汇率变化	后期利率变化
2005.7.21	一次汇改	央行宣布实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度	升值	利率下行
2007.5.21	扩大波幅	央行宣布将人民币兑美元汇率日波动区间从 0.3% 扩大至 0.5%	升值	利率上行
2010.6.19	二次汇改	中国宣布将重新继续汇率改革，提高人民币汇率弹性	升值	利率震荡
2012.4.16	扩大波幅	银行间即期外汇市场人民币兑美元汇率波动区间由 0.5% 扩大至 1%，外汇指定银行为客户提供当日美元最高现汇卖出价与最低现汇买入价之差不得超过当日汇率中间价的幅度由 1% 扩大至 2%	贬值	利率下行
2014.3.17	扩大波幅	银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度由 1% 扩大至 2%，外汇指定银行为客户提供当日美元最高现汇卖出价与最低现汇买入价之差不得超过当日汇率中间价的幅度由 2% 扩大至 3%	贬值	利率下行
2015.8.11	中间价改革	央行宣布，即日起将进一步完善人民币汇率中间价报价，自 2015 年 8 月 11 日起，做市商在每日银行间外汇市场开盘前，参考上日银行间外汇市场收盘汇率，综合考虑外汇供求	贬值	利率下行

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_19945

