

人民币升值有基本面支撑

主要结论:

- **近期人民币汇率大幅升值，即期汇率由 2019 年 9 月的 7.15 升至 2020 年 1 月 6.85。**根据新的人民币汇率分析框架（经济基本面、交易因素、短期因素等），我们认为汇率升值有三点原因：**第一，中美经济基本面收敛。**现阶段来看，中国宏观经济基本面企稳回升，并有望继续保持平稳增长，根据国家统计局数据，2019 年四季度实际经济企稳在 6.0%，名义经济增长大幅上升至 9.6%，市场对经济短期企稳形成一定预期。反观美国，本轮处于弱资本开支下行周期，私人投资下滑是美国经济增速下滑的主要原因之一（美国名义 GDP 增速由 2Q2018 的 6.0% 下滑至 3Q2019 的 3.8%），未来仍有下行压力，我们预计 2020 年美国实际 GDP 增速在 1.5% 左右，中美经济基本面收敛推动了人民币汇率升值；**第二，交易层面，中美利差走扩对人民币形成支撑。**2019 年以来，受美联储超预期降息等影响，美国国债收益率大幅下跌，而中国国债收益率下行相对较为缓和，导致中美利差走扩，交易需求层面，中美利差走扩将抬升人民币汇率交易需求；**第三，短期因素来看，风险偏好上升以及美元指数下跌对人民币汇率形成正向贡献。**2020 年 1 月 13 日，美国财政部发布的汇率政策报告不再认定中国为“汇率操纵国”，1 月 15 日，中美两国签署第一阶段经贸协议，该协议第五章为《宏观经济政策、汇率问题和透明度》，两国同意尊重彼此货币主权，实施由市场决定的汇率制度，避免竞争性贬值，保持数据透明，就汇率问题达成公平互利的共识，这一协议的达成使得市场对贸易局势的情绪有所改善。此外，欧元区经济偏弱但边际开始改善，而美国经济下行压力仍然存在，导致美元指数走弱，也对人民币汇率形成提振。**未来看，汇率走强对股市形成正面支撑因素。**人民币汇率和股票市场都容易受到宏观经济以及市场情绪的影响，汇率一般通过资本流动、市场情绪以及预期影响股市。现阶段，中美贸易摩擦边际缓和，市场情绪、风险偏好短期转好，汇率上升导致人民币资产吸引力上升。数据上看，北上资金连续 5 个月净流入与此相印证（2019.7-12，北上资金净流入由 120 亿升至 729 亿元）。
- **中观层面，1 月生产边际改善。**从需求来看，1 月以来 30 大中城市商品房日均销售面积由跌转涨；1 月以来 100 大中城市土地成交面积同比涨幅缩小，土地成交总价同比涨幅扩大；1 月乘用车汽车零售同比跌幅扩大。从生产来看，1 月以来六大发电集团日均煤耗同比涨幅回落；全国高炉开工率均值上升。从价格来看，1 月以来原油、煤炭和有色价格均值上升，水泥和钢铁价格均值下跌，预计 1 月 PPI 环比为正，PPI 同比转正；1 月以来猪肉价格均值由跌转涨，蔬菜价格涨幅回落、水果价格均值涨幅上升，预计 CPI 环比上行，CPI 当月同比进一步上升。
- **金融市场方面，资金价格下降，债券收益率下降，人民币兑美元升值，全球股市分化，国内工业品价格下跌。**货币市场方面，上周央行净投放资金 9000 亿元，资金价格下降，资金面有所放松。债券市场方面，到期收益率下降，期限利差收窄，信用利差收窄。外汇市场方面，人民币兑美元升值，美元指数上升，人民币即期交易量上升。股票市场和商品市场方面，全球股市分化，黄金、布油价格下跌、铜价上涨，国内工业品价格下跌。

风险提示：财政宽松力度不足、货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险、中美贸易摩擦升温。

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

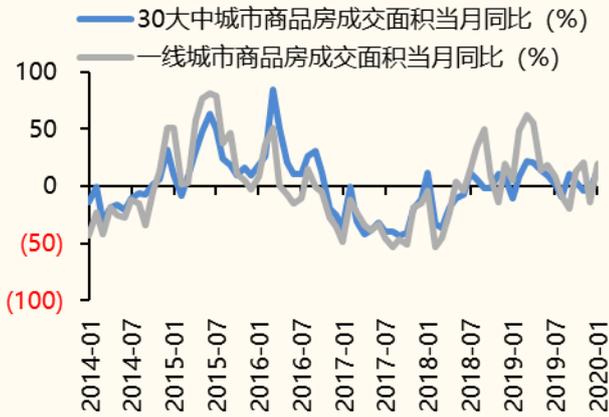
段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

高翔 联系人
gaoxiang1@gjzq.com.cn

一、中观市场方面，1月生产边际改善

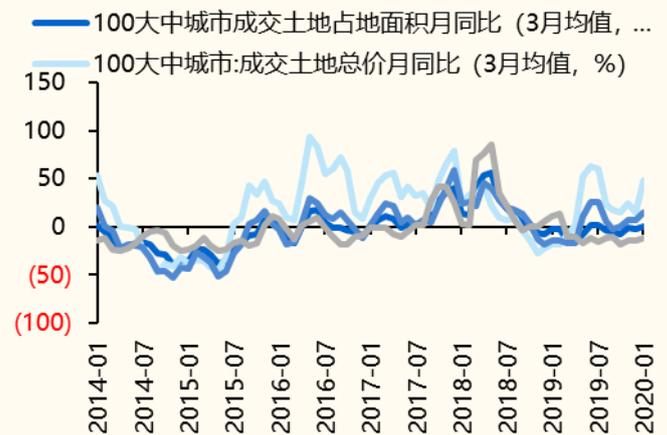
- 1月以来30大中城市商品房日均销售面积由跌转涨。内部结构上，一线、二线与三线城市同比均由跌转涨。具体来看，30大中城市商品房日均销售面积同比为17.06%（前值-3.74%）。一线城市同比29.82%（前值-13.35%）、二线城市同比18.91%（前值-1.28%），三线城市同比8.05%（前值-1.61%）。北京、深圳、上海商品房销售面积同比大幅回升，广州同比跌幅收窄。
- 1月土地成交面积同比涨幅缩小，土地成交总价同比涨幅扩大；商品房用地成交面积同比涨幅扩大，工业用地成交面积同比跌幅增大。从100大中城市土地成交情况上看，土地成交面积同比为0.6%（前值0.9%），土地成交总价同比为33.3%（前值为16.6%）；从分项土地成交面积来看，商品房用地成交面积同比为14.2%（前值9.4%），工业用地成交面积同比为-12.6%（前值为-10.8%）。
- 1月汽车零售同比跌幅扩大。具体来看，1月乘用车市场零售跌幅增大。乘联会汽车零售同比为-13.0%（前值-4.0%），乘联会汽车批发同比为-3.0%（前值1.0%）。

图表1：1月以来商品房日均销售面积由跌转涨



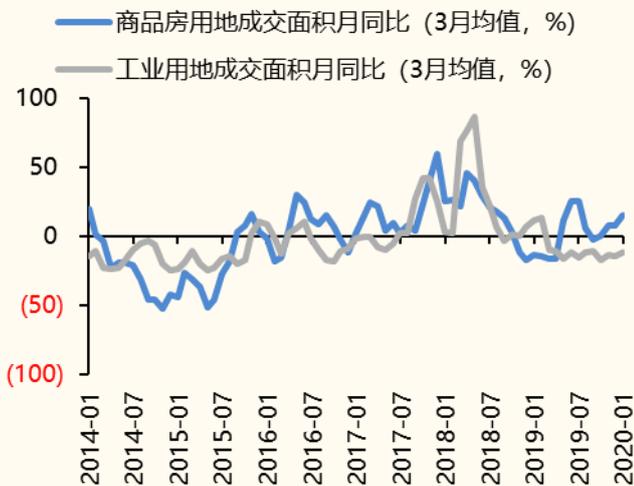
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表2：1月土地成交面积同比涨幅缩小



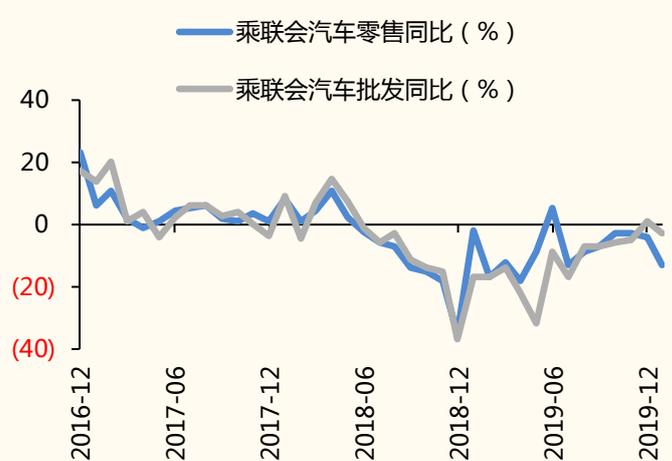
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表3：1月商品房用地成交面积同比涨幅扩大



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表4：1月汽车零售同比跌幅扩大



来源：中国汽车工业协会，国金证券研究所

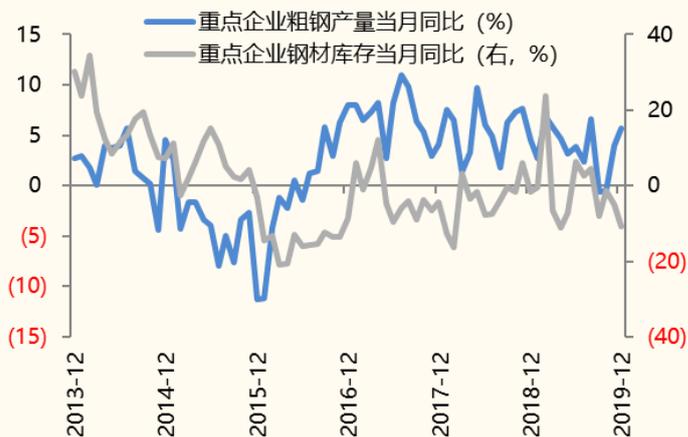
- 1月以来高炉开工率均值小幅上升，钢铁社会库存由跌转涨。具体来看，1月以来高炉开工率均值为66.66%（前值65.95%）。1月以来钢铁社会库存同比为3.19%（前值-3.17%）。
- 1月以来六大发电集团日均耗煤量当月同比涨幅回落。具体来看，1月以来六大发电集团日均耗煤同比为1.80%（前值5.82%）。

图表5：1月以来高炉开工率同比上升



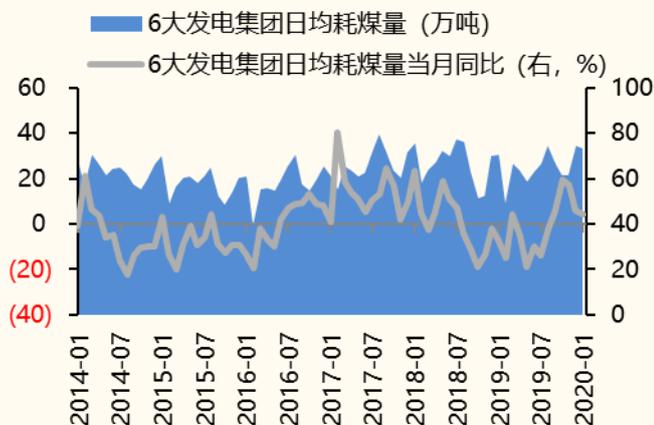
来源：中国钢铁工业协会，国金证券研究所

图表6：12月以来重点钢铁企业粗钢产量同比小幅上升



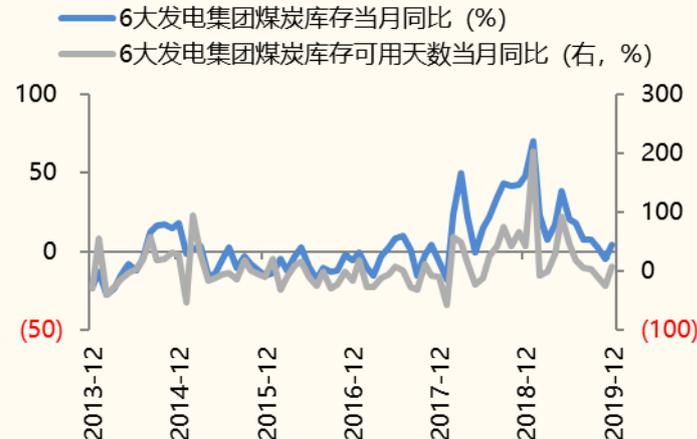
来源：中国钢铁工业协会，国金证券研究所

图表7：1月以来六大发电集团日均煤耗同比涨幅回落



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

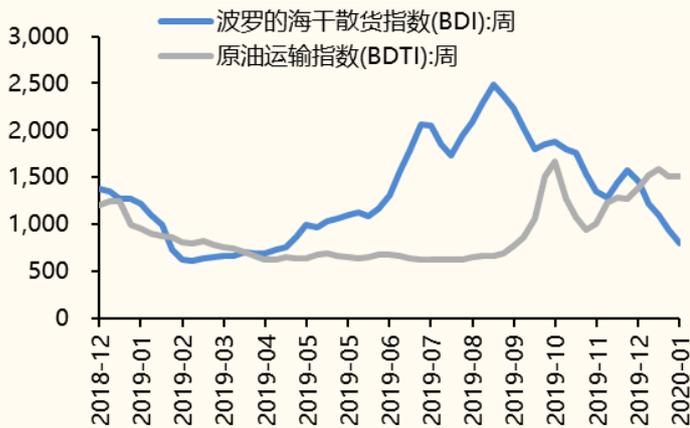
图表8：12月以来六大发电集团煤炭库存同比小幅回升



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

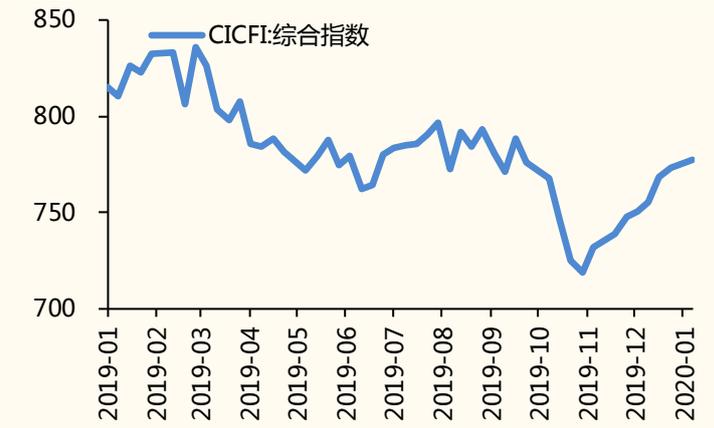
- 上周BDI下降、BDTI下降；CICFI上升、CCFI上升。
- 上周铁矿石日均疏港量上升、港口库存上升。上周焦炭港口库存下降，企业库存下降。

图表 9: 上周 BDI 下降、BDTI 下降



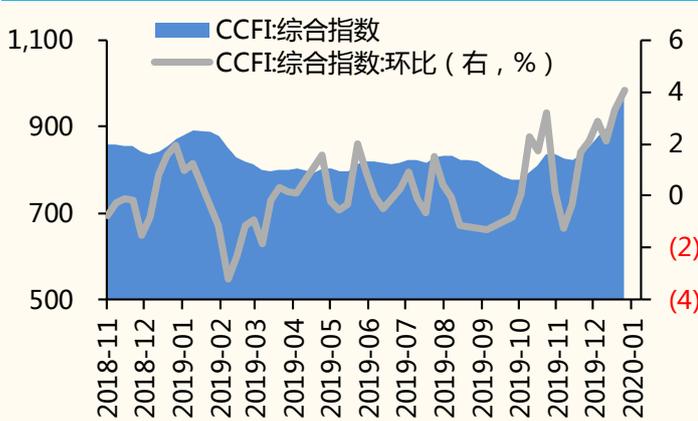
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 10: 上周 CICFI 上升



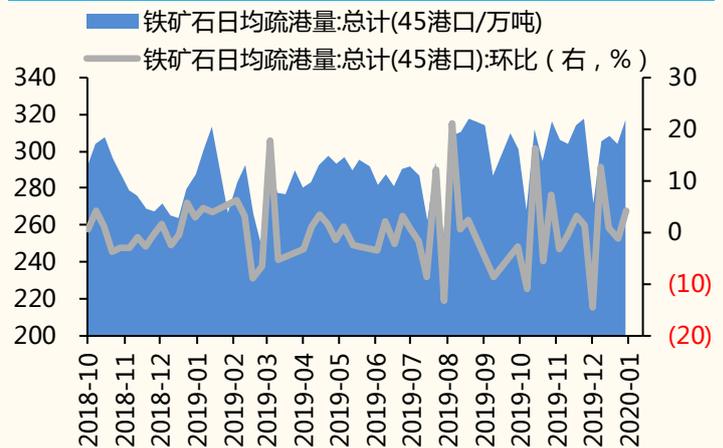
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 11: 上周 CCFI 上升



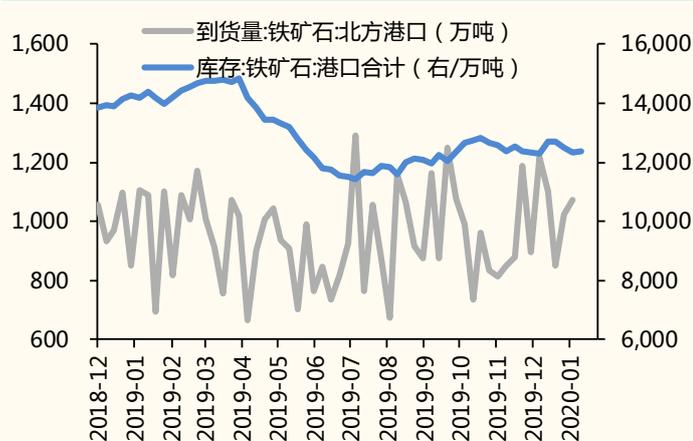
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 12: 上周铁矿石日均疏港量上升



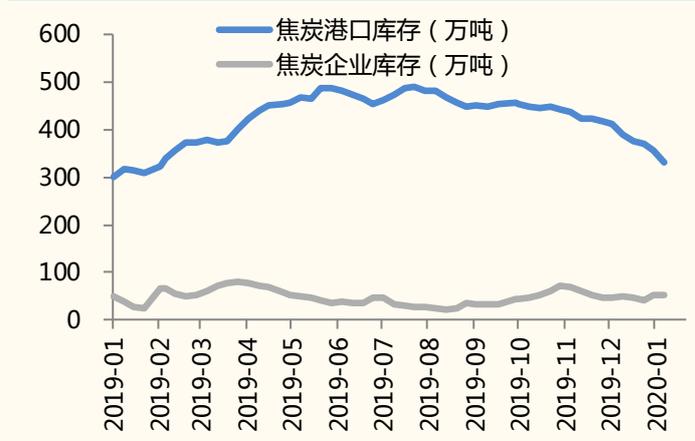
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

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: 上周焦炭港口库存下降, 企业库存下降

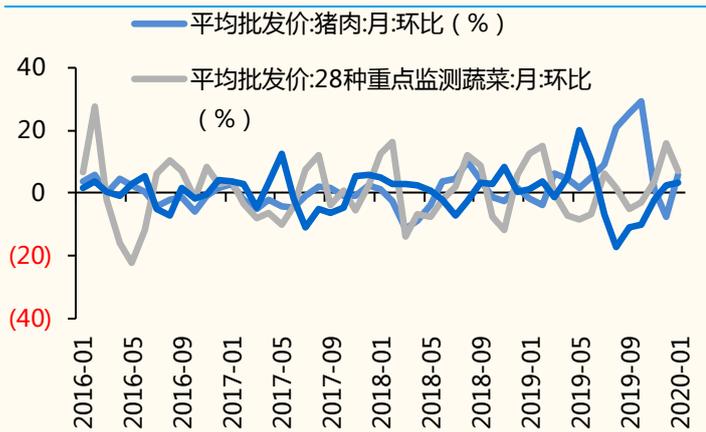


来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

- 1 月以来猪肉价格均值由跌转涨, 蔬菜价格均值涨幅回落、水果价格均值小幅上升, 水泥、原油、钢铁价格均值下降, 有色、煤炭价格均值上升。农产品方

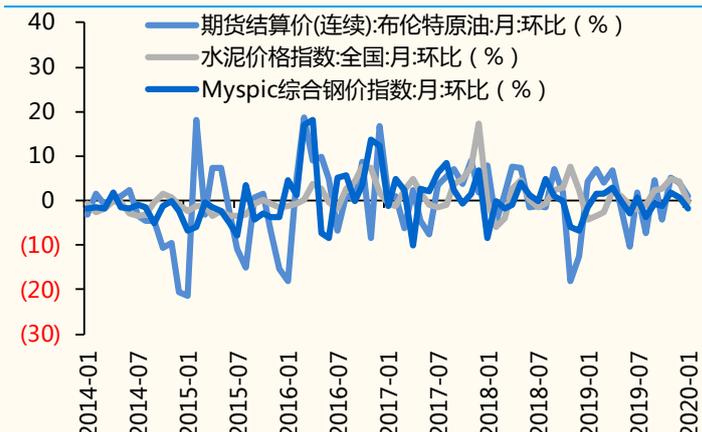
面，1月以来猪肉价格均值由跌转涨（5.84%，前值-7.60%），蔬菜价格均值涨幅回落（6.97%，前值15.84%），水果价格均值涨幅上升（3.31%，前值2.52%）；工业品方面，煤炭价格均值由跌转涨（0.39%，前值-0.29%），原油价格均值涨幅收窄（1.01%，前值3.93%），水泥价格均值由涨转跌（-0.51%，前值4.33%），钢铁价格均值由涨转跌（-1.67%，前值0.62%），有色金属价格均值由跌转涨（0.55%，前值-0.17%）。

图表 15：1 月以来猪肉价格均值由跌转涨，蔬菜价格涨幅回落



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 16：1 月以来水泥、钢铁价格均值下降，原油、煤炭、有色价格均值上升

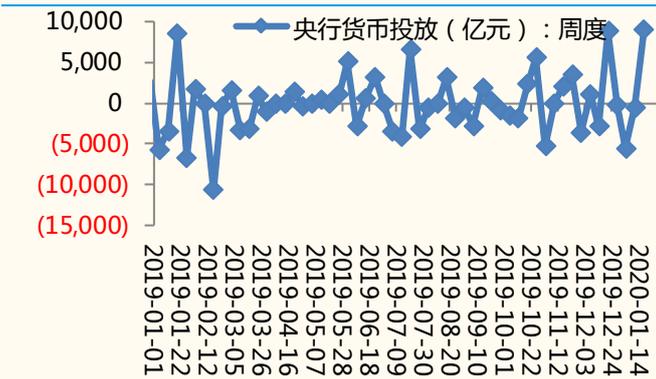


来源：Wind 资讯，国金证券研究所

二、金融市场方面，资金价格下降，债券收益率下降，人民币兑美元升值，全球股市分化，国内工业品价格下跌

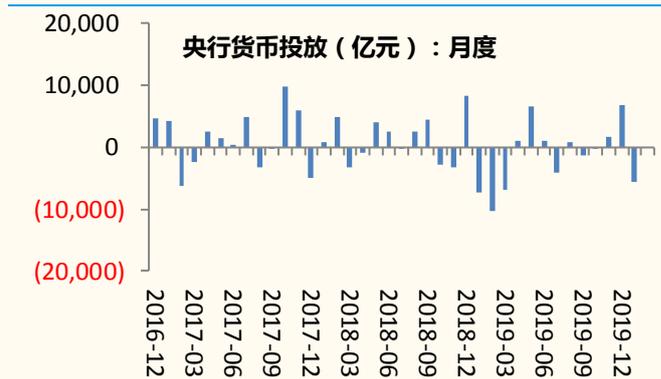
- **货币市场方面**，上周央行净投放资金 9000 亿元，资金价格下降，资金面有所放松。从资金投放量来看，上周央行投放资金 9000 亿元，其中逆回购 14D 发行 6000 亿元，MLF366D 投放 3000 亿元，资金价格下降，资金面有所放松。具体来看，上周 R001 上行 68bp，R007 上行 31bp；DR001 上行 75bp，DR007 上行 26bp。R001-DR001 下行 7bp，R007-DR007 上行 5bp，表明银行资金融出意愿上升，非银金融机构融资成本下降。
- **债券市场方面**，到期收益率下降，期限利差收窄，信用利差收窄。具体来看，1Y 国债到期收益率下行 1bp，1Y 国开债到期收益率下行 3bp；10Y 国债到期收益率维持前值，10Y 国开债到期收益率维持前值；1YAAA 企业债到期收益率下行 1bp、1YAA 企业债到期收益率下行 1bp、10YAAA 企业债到期收益率下行 6bp、10YAA 到期收益率下行 6bp。
- **外汇市场方面**，人民币兑美元升值，美元指数上升，人民币即期交易量上升。上周，在岸人民币兑美元汇率升值。美元指数上升，美元兑日元、英镑、欧元均升值。
- **股票市场和商品市场方面**，全球股市分化，黄金、布油价格下跌、铜价格上涨，国内工业品价格下跌。国内股市方面，上证综指下跌 0.5%；创业板指上涨 1.5%。国外股市方面，道琼斯工业指数上涨 1.8%，纳斯达克指数上涨 2.3%，德国 DAX 上涨 0.3%。国内商品市场方面，螺纹钢价格下跌 2.9%，铁矿石价格上涨 1.9%，焦炭价格下跌 2.2%。国际大宗商品方面，COMEX 黄金价格下跌 0.8%；ICE 布油价格下跌 0.7%，LME 铜上涨 1.1%。

图表 17：上周央行净投放资金



来源：中国人民银行，国金证券研究所

图表 18：1 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 19：01/13-01/17 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)	2.53	68	120	120
银行间质押式回购加权利率：7天(R007)	2.89	31	(9)	(9)
存款类机构质押式回购加权利率:1天(DR001)	2.52	75	142	142
存款类机构质押式回购加权利率:7天(DR007)	2.63	26	(2)	(2)
R001-DR001(bp)	1	(7)	(22)	(22)
R007-DR007 (bp)	26	5	(7)	(7)
SHIBOR:隔夜	2.52	75	132	132
SHIBOR:1周	2.64	15	2	2
7日年化收益率:余额宝	2.47	4	4	4
理财产品预期年收益率:人民币:全市场:3个月	4.02	1	(13)	(13)
票据直贴利率:6个月:长三角	2.92	0	0	0
温州指数:温州地区民间融资综合利率	15.65	37	(25)	(25)

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: 01/13-01/17 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	2.30	2.26	2.26	(1)	(10)	(10)
中债国债到期收益率:10年	3.10	3.08	3.08	0	(5)	(5)
中债国开债到期收益率:1年	2.45	2.40	2.40	(3)	(10)	(10)
中债国开债到期收益率:10年	3.55	3.53	3.53	0	(5)	(5)
中债企业债到期收益率(AAA):1年	3.06	3.03	3.03	(1)	(15)	(15)
中债企业债到期收益率(AAA):10年	4.20	4.15	4.15	(6)	(5)	(5)
中债企业债到期收益率(AA):1年	3.31	3.28	3.28	(1)	(13)	(13)
中债企业债到期收益率(AA):10年	5.26	5.21	5.21	(6)	(5)	(5)
期限利差(10Y-1Y, bp)						
中债国债期限利差	82	80	82	1	5	5
中债国开债期限利差	113	109	113	3	5	5
中债企业债期限利差(AAA)	116	110	112	(5)	10	10
中债企业债期限利差(AA)	197	191	193	(5)	8	8
信用利差(企业债-国债, bp)						
中债企业债信用利差(AAA):1年	79	74	77	(0)	(4)	(4)
中债企业债信用利差(AAA):10年	112	107	107	(6)	0	0
中债企业债信用利差(AA):1年	104	98	102	(0)	(2)	(2)
中债企业债信用利差(AA):10年	218	213	213	(6)	0	0
国债期货						
CFETS 5年期国债期货	100.25	100.13	100.25	0.0%	0.3%	0.3%
CFETS 10年期国债期货	100.13	98.44	98.62	0.1%	0.5%	0.5%

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: 01/13-01/17 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)	6.92	6.85	6.86	-1.0%	-1.5%	-1.5%
美元兑离岸人民币	6.92	6.86	6.87	-0.7%	-1.4%	-1.4%
离岸-在岸汇率价差 (bp)	84	-119	84	236	129	129
即期询价成交量: 美元兑人民币			391.1	45.2	112.6	111.7
USDCNY: NDF 1年			6.94	-0.8%	-1.5%	-1.5%
CFETS人民币汇率指数			92.28	0.0%	1.0%	1.0%
巨潮人民币实际有效汇率指数	122.37	121.26	122.30	0.9%	3.7%	3.7%
巨潮人民币名义有效汇率指数	114.45	113.42	114.39	0.9%	1.9%	1.9%
欧元兑人民币 (CFETS)	7.69	7.63	7.64	-0.7%	-2.2%	-2.2%
100日元兑人民币 (CFETS)	6.31	6.22	6.22	-1.6%	-3.0%	-3.0%

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_7652



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn