

短期人民币汇率升值背后的逻辑

- 6月18日至6月22日，人民币对美元汇率由6.92升至最高的6.83，涨幅高达900个基点。应用新的人民币汇率分析框架，主要可以从三个层面解释：**第一，从短期视角来看，情绪面利空有所缓解，风险偏好回升叠加美元指数下跌导致汇率升值。**此前导致人民币汇率两轮贬值（2018.6-2018.8以及2019.5-2019.6）的主要原因均来自于中美贸易摩擦升级带来的悲观预期，基本面方面并没有变得更差反而是向积极的方面发展，最终中美贸易摩擦的不确定性成为阻碍汇率回归基本面的重大因素。随着中美领导人就经贸问题通电话，并同意就如何解决分歧保持沟通，导致预期改善，风险偏好回升叠加美元指数下跌，导致汇率大幅上涨，与此相印证的是全球股市集体上涨，其中，纳指上涨约2%，国内A股涨超3%，德国DAX涨约3%，布油上涨5%左右。**第二，从交易因素层面，中美利差持续走扩带动汇率升值。**根据利率平价理论，中美10年期国债利差持续走扩将推动人民币汇率升值。近期美债收益率下行幅度明显大于中债，中美10年期国债收益率利差再度走扩，支撑人民币对美元汇率升值。**第三，从中长期的视角来看，中美两国经济基本面的趋势从分化走向收敛，对人民币汇率形成支撑。**我们在汇率专题报告中强调，从经济基本面角度分析，中国经济增长渡过快速下降期，积极的财政货币政策能够有效应对经济下行压力而不至于使经济失速。反观美国方面，IMF和美联储均下调2019年美国全年GDP增长率至2.2%左右，同时美国经济指标走弱迹象明显，意味着美国经济增长下降趋势更为明显，中美经济收敛趋势确定。因此假设没有中美贸易摩擦发生，中美经济基本面出现收敛，也将导致人民币具有一定升值压力。人民币汇率的大涨符合我们之前在汇率专题报告中做出的判断（具体请参考《人民币汇率怎么走？如何影响股市？——基于新的人民币汇率分析框架》）。**未来看，我们认为，从基本面角度来说，中美经济收敛以及中美利差走扩是人民币升值的积极因素，但短期内，尽管国内风险偏好缓和，中美贸易局势的不确定性仍对汇率回归基本面影响起到阻碍作用。由此，人民币对美元汇率下半年将呈现双向波动，预计波动区间6.7-7.0，均值大约为6.8。**
- **中观层面，6月生产依然偏弱。**从需求来看，6月以来30大中城市商品房日均销售面积同比涨幅收窄；100大中城市土地成交面积同比由涨转跌，土地成交总价同比涨幅收窄；截止6月16日乘用车零售同比回升。从生产来看，6月以来六大发电集团日均煤耗同比跌幅收窄；全国高炉开工率均值同比下行。从价格来看，6月以来原油、钢铁和有色价格均值下跌，预计6月PPI环比为负，PPI同比继续下行；6月以来猪肉和水果价格均值上涨，蔬菜价格均值下跌，预计CPI环比小幅上涨，CPI当月同比维持高位。
- **金融市场方面，资金价格下降，债券收益率下行，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，上周央行净投放资金3250亿元。资金价格下降，资金面有所放松。债券市场方面，到期收益率下行，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，美元指数下跌，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：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

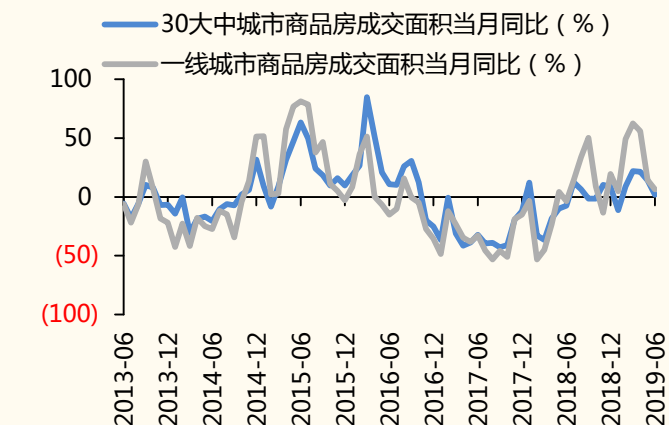
林玲 联系人
linling1@gjzq.com.cn

高翔 联系人
gaoxiang1@gjzq.com.cn

一、中观市场方面，6月生产依然偏弱

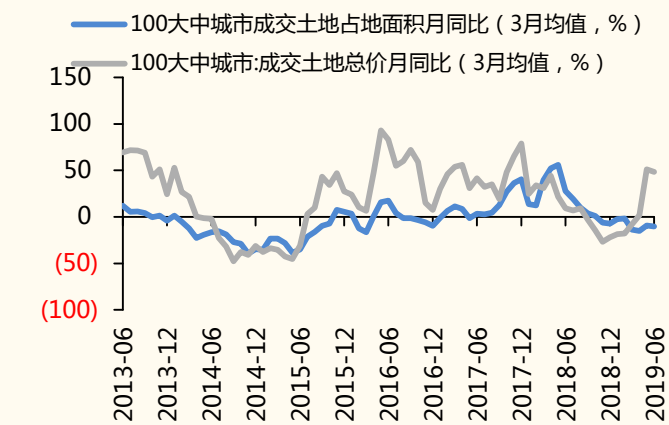
- 6月以来30大中城市商品房日均销售面积同比涨幅收窄。内部结构上，一、三线城市同比涨幅收窄，二线城市同比由涨转跌。具体来看，30大中城市商品房日均销售面积同比为1.9%（前值14.2%）。一线城市同比6.4%（前值14.5%）、二线城市同比-5.7%（前值14.4%），三线城市同比11.7%（前值13.6%）。北京、深圳商品房销售面积同比涨幅扩大，上海、广州商品房销售面积同比由涨转跌。
- 6月以来土地成交面积同比由涨转跌，土地成交总价同比涨幅收窄；商品房用地成交面积同比由涨转跌，工业用地成交面积同比跌幅扩大。从100大中城市土地成交情况上看，土地成交面积同比为-25.5%（前值1.4%），土地成交总价同比为14.4%（前值为118.9%）；从分项土地成交面积来看，商品房用地成交面积同比为-1.9%（前值49.5%），工业用地成交面积同比为-46.3%（前值为-25.9%）。
- 截止6月16日汽车零售同比由跌幅收窄至零。具体来看，截止6月16日，乘联会车市零售同比为0%（前值-9.0%），乘联会车市批发同比为-33.0%（前值-32.0%）。

图表1：6月以来商品房日均销售面积同比由涨转跌



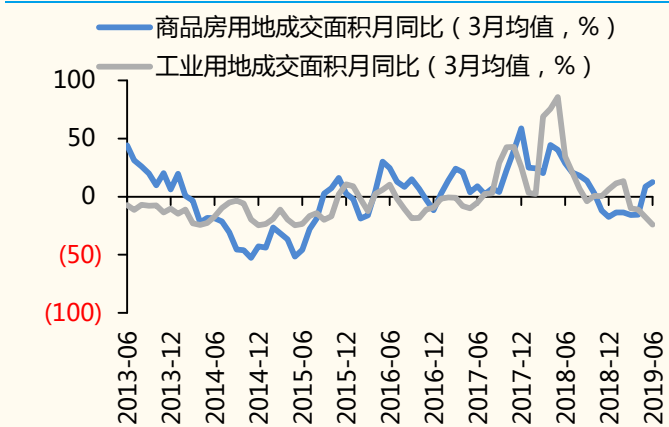
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表2：6月以来土地成交面积同比由涨转跌



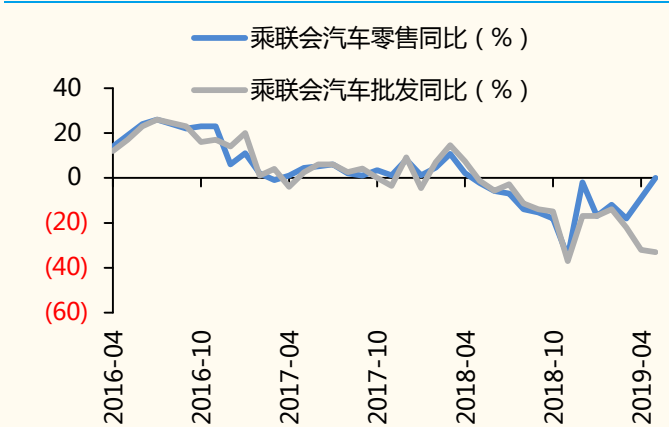
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表3：6月以来商品房用地成交面积同比由涨转跌



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

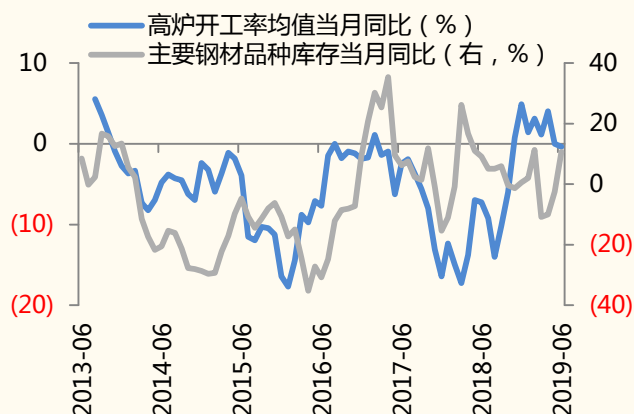
图表4：截止6月16日汽车零售同比跌幅收窄



来源：中国汽车工业协会，国金证券研究所

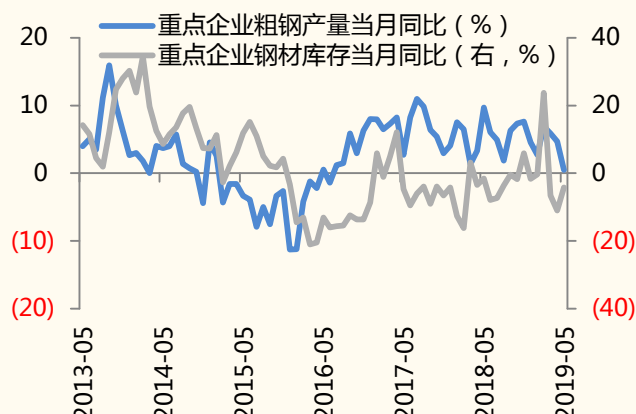
- 6 月以来高炉开工率均值同比下行，钢铁社会库存同比由跌转涨。具体来看，6 月高炉开工率均值为 71.2%，同比为-0.4%（前值 0.0%）。钢铁社会库存同比为 10.7%（前值-2.5%）。
- 6 月以来六大发电集团日均耗煤量当月同比跌幅收窄。具体来看，6 月以来六大发电集团日均耗煤同比为-10.3%（前值-18.9%）。

图表 5：6 月以来高炉开工率同比下行



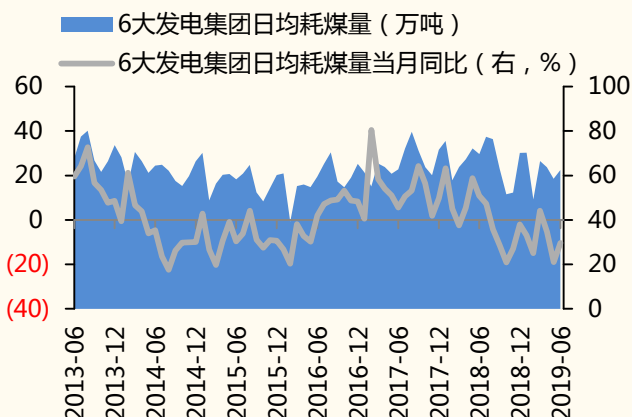
来源：中国钢铁工业协会，国金证券研究所

图表 6：5 月重点钢铁企业粗钢产量同比下滑



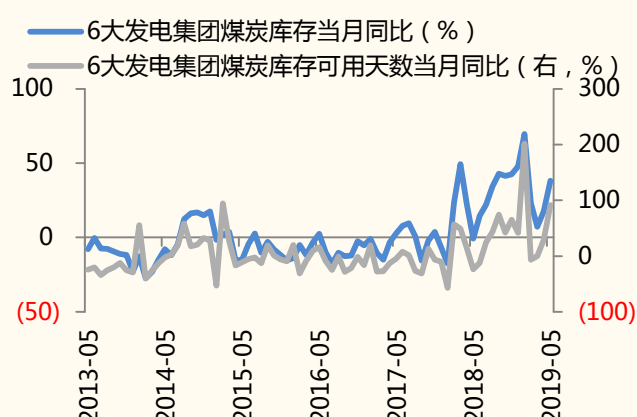
来源：中国钢铁工业协会，国金证券研究所

图表 7：6 月以来 6 大发电集团日均耗煤同比跌幅收窄



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

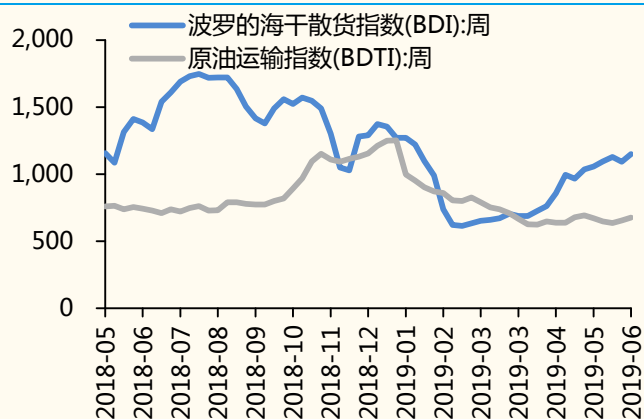
图表 8：5 月 6 大发电集团煤炭库存同比上升



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

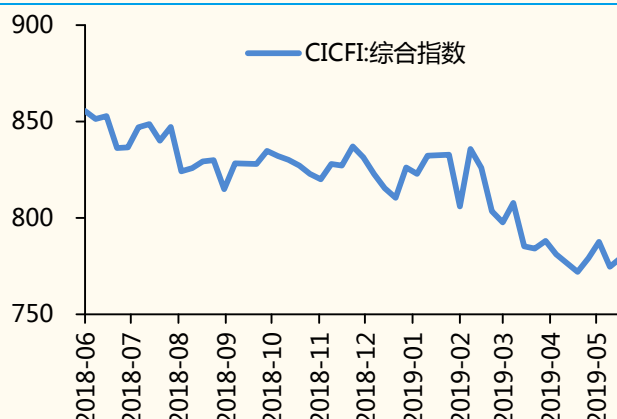
- 上周 BDI 上升，BDTI 上升；CICFI 上升，CCFI 上升。
- 上周铁矿石日均疏港量下降至 281.7 万吨，港口库存下降。上周焦炭港口库存下降 1.9%，焦炭企业库存下降 8.0%。

图表 9：上周BDI 上升，BDTI 上升



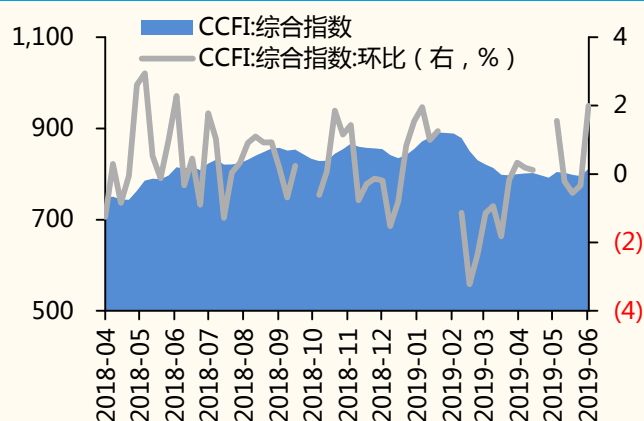
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 10：上周CICFI 上升



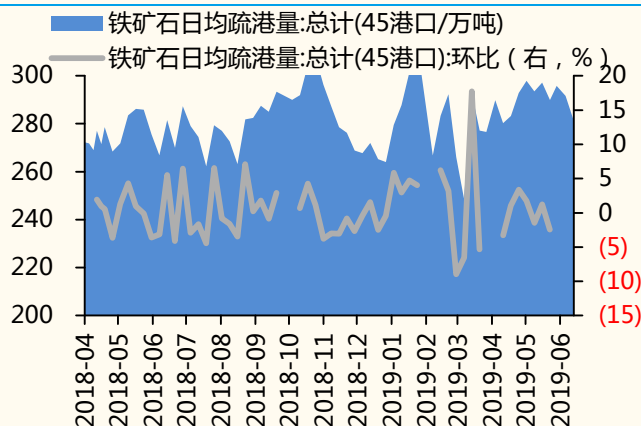
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 11：上周CCFI 上升



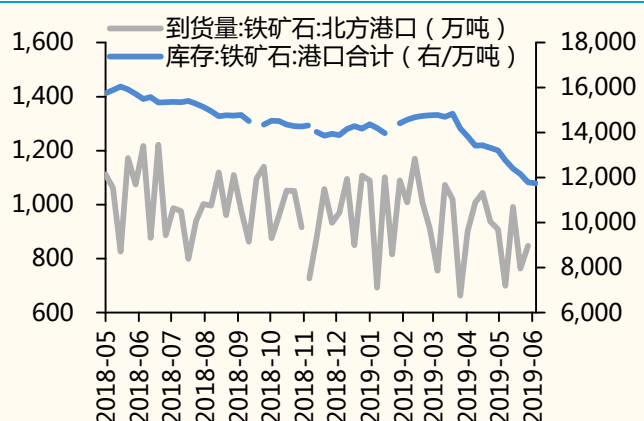
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 12：上周铁矿石日均疏港量下降



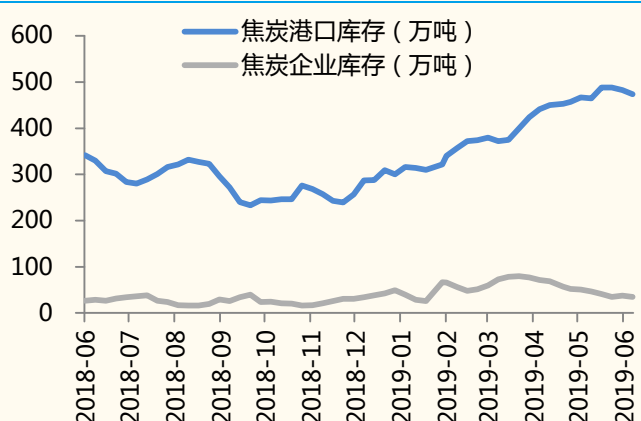
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 13：上周铁矿石港口库存下降



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，港口库存下降

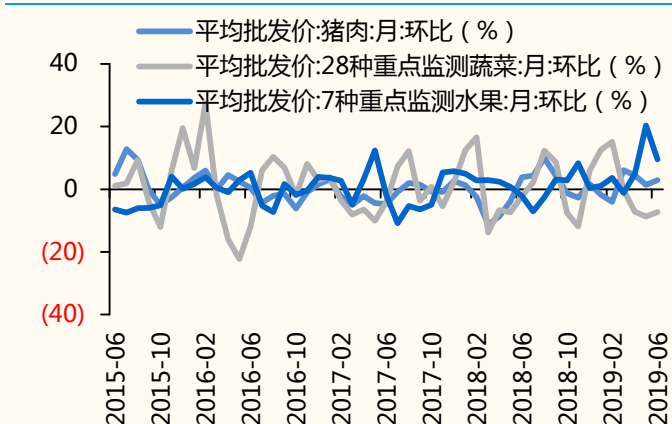


来源：Wind 资讯，国金证券研究所

- 6 月以来水果、猪肉价格均值上涨，原油、水泥、钢铁和有色价格均值下降。农产品方面，6 月以来猪肉价格均值上升（3.0%，前值 1.4%），蔬菜价格均值下降（-7.3%，前值-8.6%），水果价格均值上升（9.6%，前值 20.3%）；工业品方面，原油价格均值下降（-12.0%，前值-1.9%），水泥价格均值下降（-

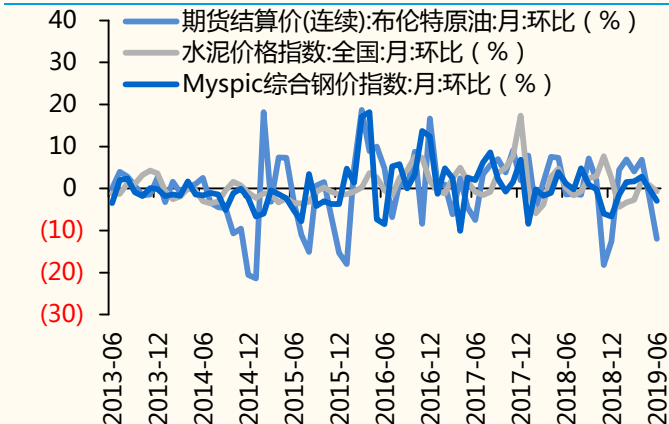
0.7%，前值 0.9%），钢铁价格均值下降（-2.9%，前值-0.1%），有色价格均值下降（-1.6%，前值-3.3%）。

图表 15：6 月以来猪肉和水果价格均值上涨



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 16：6 月以来原油和钢铁价格均值下降

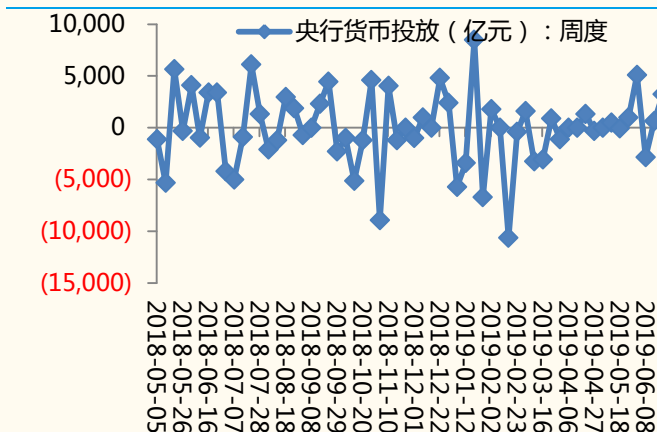


来源：Wind 资讯，国金证券研究所

二、金融市场方面，资金价格下降，债券收益率下行，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。

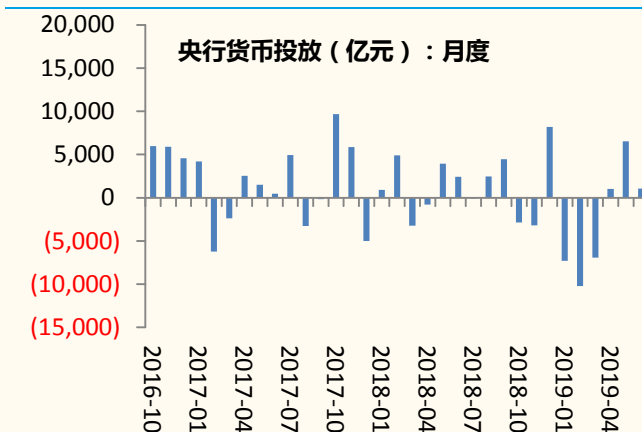
- 货币市场方面，上周央行净投放资金 3250 亿元，资金价格下降，资金面有所放松。从资金投放量来看，上周央行净投放资金 3250 亿元，其中七天逆回购到期 550 亿元，14 天逆回购 3400 亿元，MLF 到期 2000 亿元，续作 2400 亿元。资金价格下降，资金面有所放松。具体来看，上周 R001 下行 60bp，R007 下行 46bp；DR001 下行 61bp，DR007 下行 22bp。R001-DR001 上行 1bp，R007-DR007 下行 24bp，说明银行融出资金意愿上升，非银行金融机构融资成本下降。
- 债券市场方面，到期收益率下行，期限利差走扩，信用利差收窄。具体来看，1Y 国债到期收益率下行 7bp，1Y 国开债到期收益率下行 7bp；10Y 国债到期收益率持平前值，10Y 国开债到期收益率持平前值；1YAAA 企业债到期收益率下行 13bp、1YAA 企业债到期收益率下行 1bp、10YAAA 企业债到期收益率下行 4bp、10YAA 到期收益率下行 4bp。
- 外汇市场方面，人民币兑美元升值，美元指数下跌，即期市场量上升。上周，在岸人民币兑美元汇率升值。美元指数下跌，美元兑日元、欧元、英镑均贬值。
- 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 4.2%；创业板指上涨 4.8%。国外股市方面，道琼斯工业指数上涨 2.4%，纳斯达克指数上涨 3.0%，德国 DAX 上涨 2.0%。国内商品市场方面，螺纹钢价格上涨 2.8%，铁矿石价格大涨 4.7%，焦炭价格下跌 0.9%。国际大宗商品方面，COMEX 黄金价格上涨 4.3%；ICE 布油价格上涨 5.9%，LME 铜上涨 2.6%。

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 18：6 月以来央行净投放资金



来源：中国人民银行，国金证券研究所

图表 19：06/17-06/21 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)	1.17	(60)	(106)	(136)
银行间质押式回购加权利率：7天(R007)	2.05	(46)	(54)	(109)
存款类机构质押式回购加权利率:1天(DR001)	1.10	(61)	(106)	(138)
存款类机构质押式回购加权利率:7天(DR007)	2.28	(22)	(35)	(76)
R001-DR001(bp)	7	1	0	2
R007-DR007 (bp)	(23)	(24)	(18)	(32)
SHIBOR:隔夜	1.11	(61)	(108)	(144)
SHIBOR:1周	2.42	(15)	(23)	(49)
7日年化收益率:余额宝	2.33	2	3	(29)
理财产品预期年收益率:人民币:全市场:3个月	4.21	6	1	(18)
票据直贴利率:6个月:长三角	3.29	0	(12)	(43)
温州指数:温州地区民间融资综合利率	16.28	(37)	44	113

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 20：06/17-06/21 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	2.73	2.66	2.66	(7)	(2)	6
中债国债到期收益率:10年	3.24	3.23	3.23	0	(4)	0
中债国开债到期收益率:1年	2.84	2.80	2.80	(7)	(7)	5
中债国开债到期收益率:10年	3.63	3.61	3.62	(0)	(8)	(3)
中债企业债到期收益率(AAA):1年	3.39	3.26	3.26	(13)	(7)	(33)
中债企业债到期收益率(AAA):10年	4.49	4.44	4.44	(4)	(2)	12
中债企业债到期收益率(AA):1年	3.77	3.71	3.71	(1)	12	(42)
中债企业债到期收益率(AA):10年	5.55	5.50	5.50	(4)	(3)	9
期限利差(10Y-1Y, bp)						
中债国债期限利差	57	50	57	7	(3)	(6)
中债国开债期限利差	82	78	82	7	(1)	(8)
中债企业债期限利差(AAA)	118	110	118	8	5	44
中债企业债期限利差率(AA)	182	178	179	(4)	(15)	50
信用利差(企业债-国债, bp)						
中债企业债信用利差(AAA):1年	66	57	60	(5)	(5)	(39)
中债企业债信用利差(AAA):10年	126	121	121	(4)	3	11
中债企业债信用利差(AA):1年	105	100	105	7	14	(48)
中债企业债信用利差(AA):10年	232	227	227	(4)	2	8
国债期货						
CFETS 5年期国债期货	99	99	99	0.0%	0.4%	0.0%
CFETS 10年期国债期货	98	97	97	-0.1%	0.6%	-0.3%

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 21：06/17-06/21 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)	6.93	6.83	6.88	-0.7%	-0.4%	0.1%
美元兑离岸人民币	6.94	6.84	6.86	-1.0%	-1.1%	-0.1%
离岸-在岸汇率价差 (bp)	106	-239	-115	-179	-464	-159
即期询价成交量：美元兑人民币			301.6	42.2	-59.0	21.1
USDCNY: NDF 1年			6.94	-0.7%	-0.4%	0.6%
CFETS人民币汇率指数			93.05	0.0%	-0.7%	-0.2%
巨潮人民币实际有效汇率指数	120.75	119.80	120.11	0.3%	-0.5%	1.1%

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_11850

