

人民币汇率贬值，与股市正反馈加强

基本结论

- 4月以来，人民币兑美元汇率贬值明显，我们认为主要有以下几点原因：第一，中国经济企稳止跌，美国经济超预期回升。从经济基本面的角度分析，虽然多数先验指标预示美国经济走弱迹象明显，但一季度美国经济仍较为强劲，由去年四季度2.97%反弹至今年一季度3.21%，美国经济超预期回升带来美元强势，人民币汇率贬值。第二，从交易层面，中美利差由走扩转为收窄。2019年以来，中美利差持续走扩，由1月最低的0.3%升至4月最高0.9%，但近期开始收窄至0.85%，根据跨境资本流动，利差的变动将导致投资者在汇率市场上进行交易，因此中美利差走扩导致人民币汇率贬值。第三，美元指数走强。随着美国经济超预期回升，近期美元指数阶段走强，由3月最低的96.01上升至4月最高的98.18，这也是人民币汇率贬值的部分原因。第四，其他类资产方面，美股上涨，A股下跌，从情绪面和资金面间接导致人民币汇率贬值。4月以来，道琼斯指数上涨0.1%，纳斯达克指数上涨2.4%，而上涨综指下跌-4.9%，创业板指数下跌-9.4%，美股上涨A股下跌导致美元资产需求上升带动资本流入美国同时推升风险偏好，人民币资产需求下降则刚好相反。第五，中美贸易谈判再生波澜。本周一中美贸易谈判再掀波澜，美国政府拟对从中国进口的2000亿商品加征25%的关税，中国也将进行相应的反制，中美贸易摩擦又有升温的迹象。值得注意的是，我国汇市与股市的正反馈效应有所加强。首先，汇市和股市正相关的逻辑基础在于它们都反映了经济基本面的预期，因此从不同历史汇率与股市的走势来看，在货币政策中性的条件下，汇市与股市都表现出较强正相关性。其次，两类资产从资本流动以及市场情绪和预期的角度能够产生相互正向影响，例如人民币汇率升值导致市场对人民币资产的配置需求上升，内外资加速流入A股形成正反馈效应。因此，若汇率波动形成一定趋势，将通过影响市场情绪、资本流动等方面综合影响国内股市。从数据方面看，4月以来股市与汇市相关性高达0.91，具有强正相关性，并且这种趋势将在中美贸易摩擦的敏感时期内有所加剧。
- 中观层面，高频数据显示，5月生产继续走弱。从需求来看，5月以来30大中城市商品房日均销售面积同比由涨转跌；100大中城市土地成交面积同比跌幅扩大，成交总价同比涨幅扩大。从生产来看，5月以来六大发电集团日均煤耗同比跌幅扩大，全国高炉开工率同比转负。从价格来看，5月以来水泥和钢铁价格均值上涨，原油和有色价格均值下跌，预计5月PPI环比为正，PPI同比下滑；5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环比为正，CPI当月同比继续上升。
- 金融市场方面，资金价格下降，债券收益率下行，人民币兑美元贬值，全球股市下跌，国内工业品价格分化。货币市场方面，上周央行净投放资金500亿元。资金价格下降，资金面持续放松。债券市场方面，到期收益率下行，期限利差持续收窄，信用利差收窄。外汇市场方面，人民币兑美元贬值，美元指数微跌，即期市场交易量上升。股票市场和商品市场方面，全球股市下跌，黄金价格上涨，国内工业品价格分化。
- 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

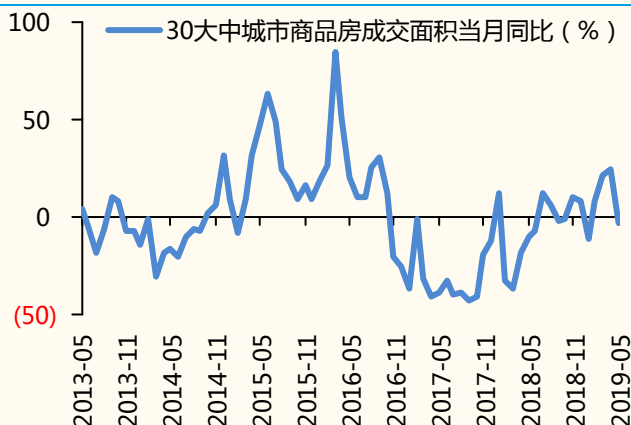
段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

林玲 联系人
linling1@gjzq.com.cn

一、中观市场方面，5月生产继续走弱

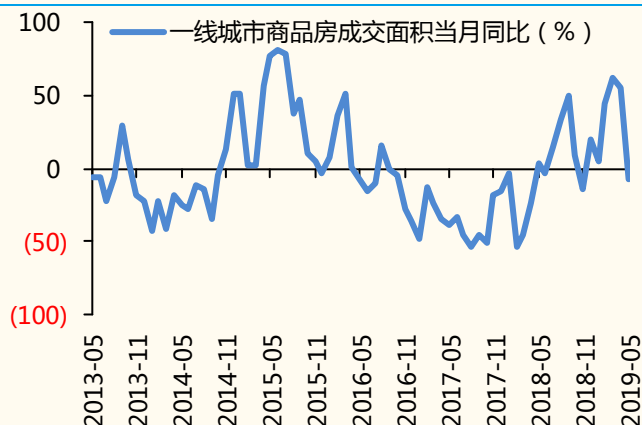
- 5月以来30大中城市商品房日均销售面积同比由涨转跌。内部结构上，一线和三线城市同比转负，二线城市同比涨幅收窄。具体来看，30大中城市商品房日均销售面积同比为-3.3%（前值24.3%）。一线城市同比-6.6%（前值56.0%）、二线城市同比7.8%（前值13.5%），三线城市同比-16.2%（前值27.3%）。北京、上海、广州商品房销售面积同比均转负，深圳房地产销售面积同比涨幅依然较大。
- 5月以来土地成交面积同比跌幅扩大，土地成交总价同比涨幅扩大。从100大中城市土地成交情况上看，土地成交面积同比为-49.7%（前值-7.9%），土地成交总价同比为43.2%（前值为10.9%）。
- 4月汽车零售同比跌幅扩大。具体来看，4月乘联会车市零售同比为-18%（前值-12%），批发同比为-22%（前值-14%）。

图表1：5月以来商品房日均销售面积同比由涨转跌



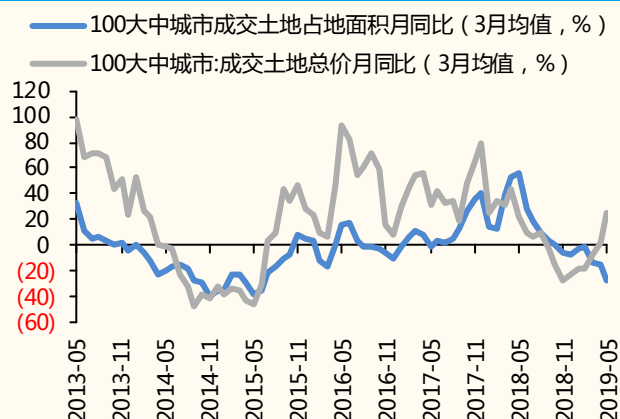
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表2：5月以来一线城市商品房日均销售面积同比转负



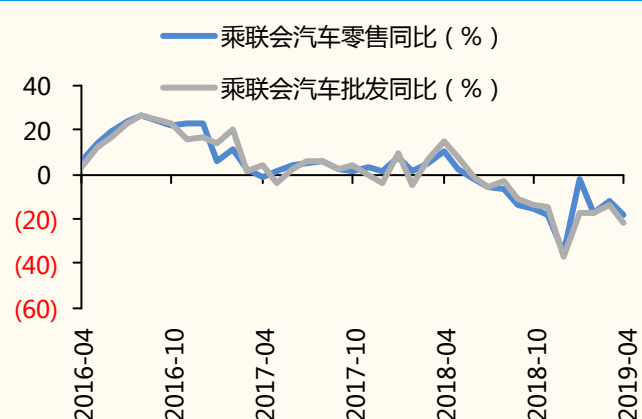
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表3：5月以来土地成交总价同比涨幅扩大



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

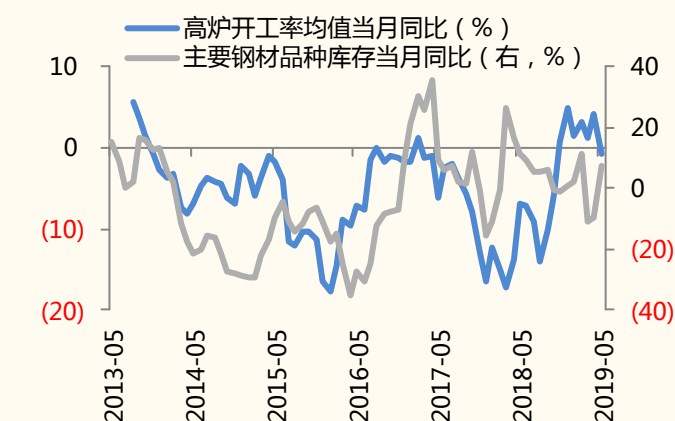
图表4：4月汽车零售同比跌幅扩大



来源：中国汽车工业协会，国金证券研究所

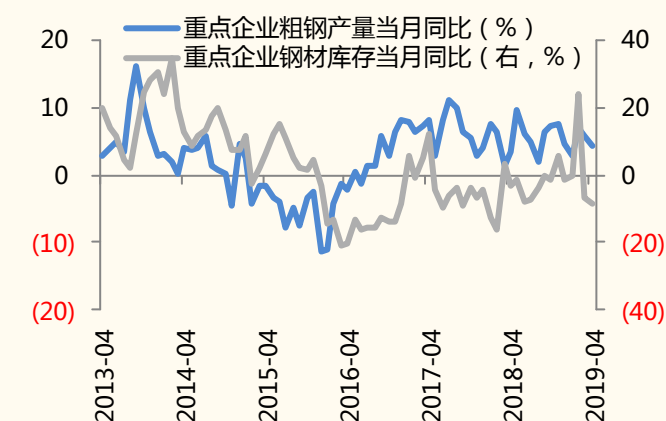
- 5月以来高炉开工率均值同比由涨转跌，钢铁社会库存同比上升。具体来看，5月高炉开工率均值为69.7%，同比为-0.8%（前值4.0%）。钢铁社会库存同比为7.3%（前值-10.0%）。
- 5月以来六大发电集团日均耗煤量当月同比跌幅扩大。具体来看，5月以来六大发电集团日均煤耗同比为-23.1%（前值-5.3%）。

图表5：5月以来高炉开工率同比由涨转跌



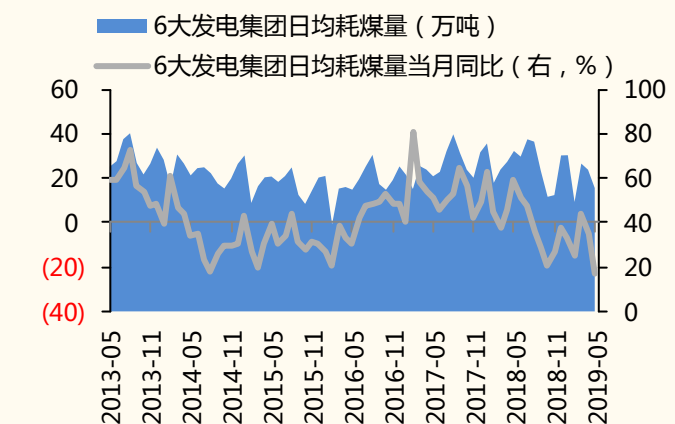
来源：中国钢铁工业协会，国金证券研究所

图表6：4月重点钢铁企业粗钢产量同比下滑



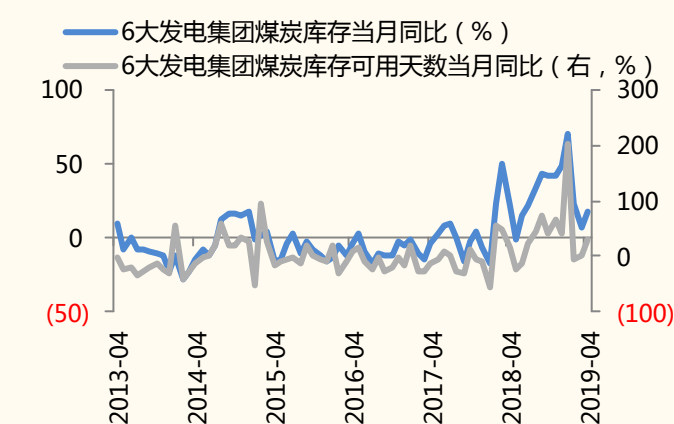
来源：中国钢铁工业协会，国金证券研究所

图表7：5月以来6大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

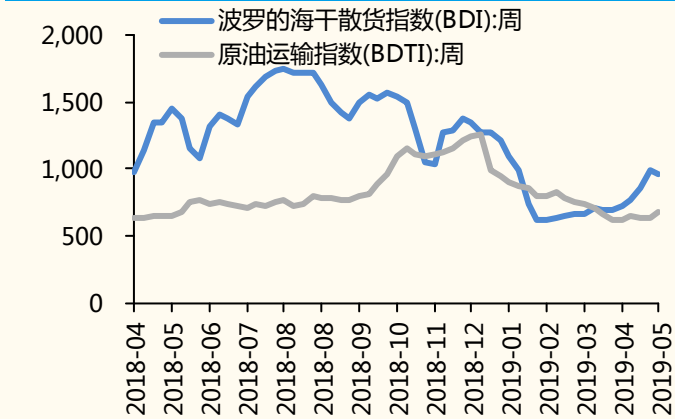
图表8：4月6大发电集团煤炭库存同比上升



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

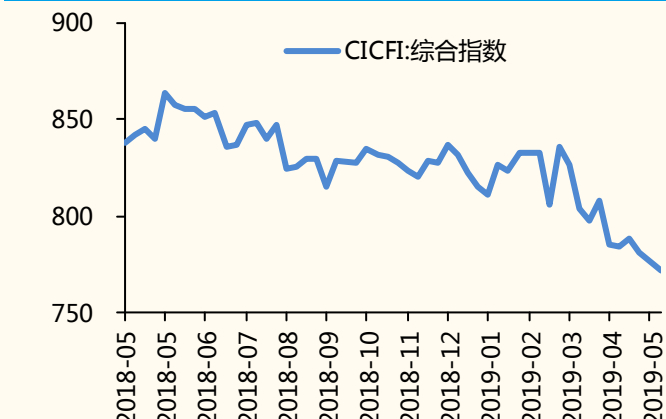
- 上周 BDI 下降，BDTI 上升；上周 CICFI 下降，CCFI 下降。
- 上周铁矿石日均疏港量上升 1.7%，至 297.9 万吨，港口库存下降。上周，焦炭港口库存上升，焦炭企业库存下降。

图表9：上周BDI下降，BDTI上升



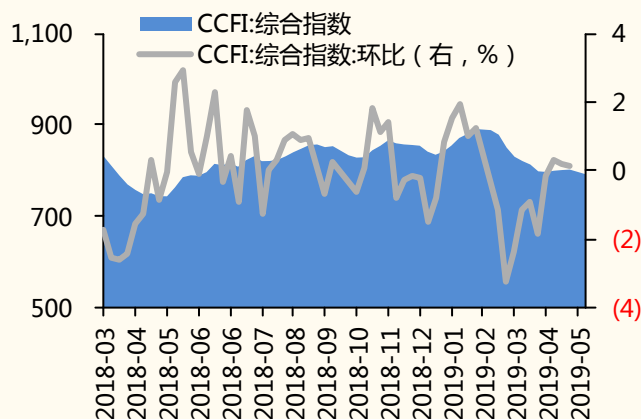
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表10：上周CICFI下降



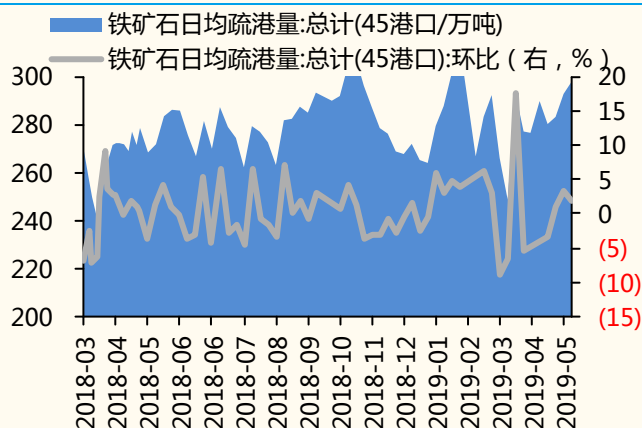
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 11: 上周 CCFI 下降



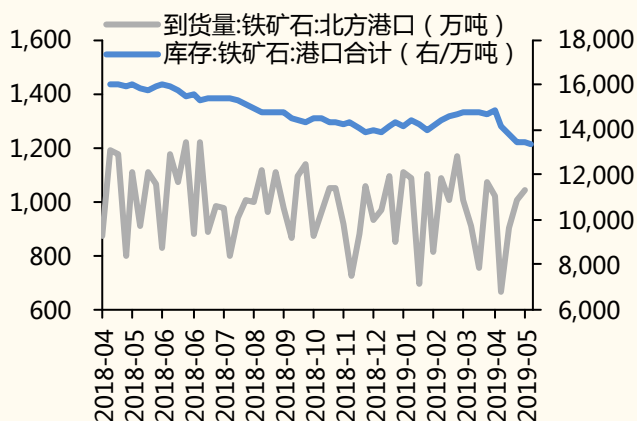
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 12: 上周铁矿石日均疏港量上升



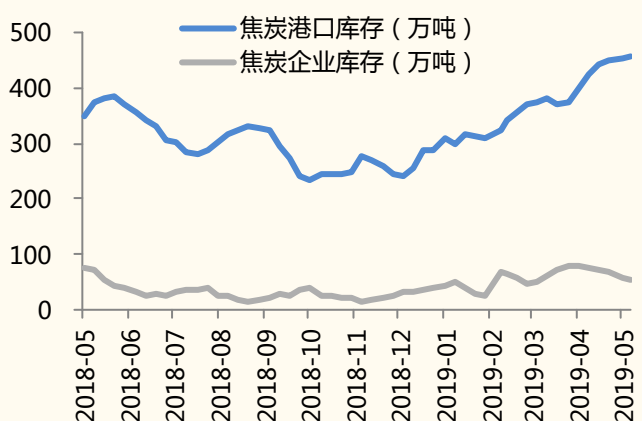
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

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

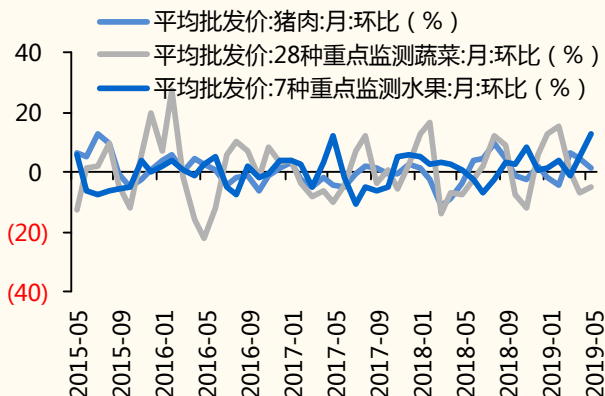
图表 14: 上周焦炭企业库存下降, 港口库存上升



来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

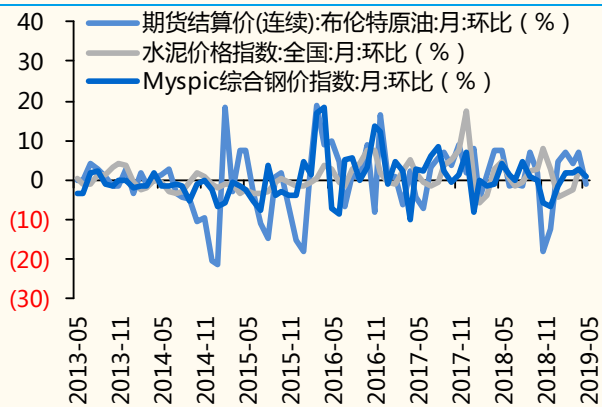
- 5 月以来猪肉和水果价格均值继续上涨, 原油和有色价格均值下跌。农产品方面, 5 月以来猪肉价格均值上涨 (1.1%, 前值 4.5%), 蔬菜价格均值下降 (-5.0%, 前值 -7.1%), 水果价格均值上升 (12.8%, 前值 4.9%); 工业品方面, 原油价格均值下降 (-1.1%, 前值 6.9%), 水泥价格均值上升 (0.7%, 前值 2.0%), 钢铁价格均值上升 (0.8%, 前值 2.9%), 有色价格均值下降 (-2.8%, 前值 0.1%)。

图表 15: 5 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: 5 月以来原油价格均值下降

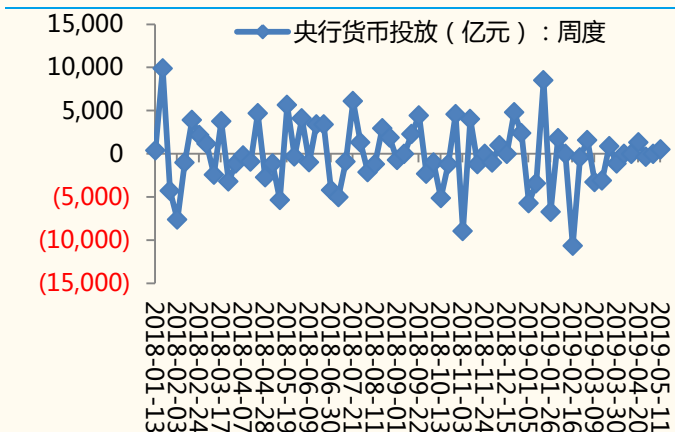


来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

二、金融市场方面，资金价格下降，债券收益率下行，人民币兑美元贬值，全球股市下跌，国内工业品价格分化。

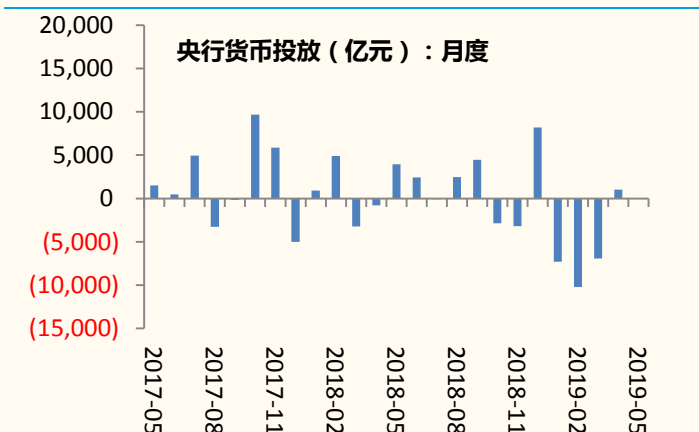
- 货币市场方面，上周央行净投放资金 500 亿元，资金价格下降，资金面持续放松。从资金投放量来看，定向降准置换回笼后，上周央行净投放资金 500 亿元，均为 7 天逆回购。资金价格下降，资金面持续放松。具体来看，上周 R001 下行 24bp，R007 下行 37bp；DR001 下行 27bp，DR007 下行 17bp。R001-DR001 上行 3bp，R007-DR007 下行 19bp，说明银行融出资金意愿上升，非银行金融机构融资成本下降。
- 债券市场方面，到期收益率下行，期限利差持续收窄，信用利差收窄。具体来看，1Y 国债到期收益率下行 1bp，1Y 国开债到期收益率下行 4bp；10Y 国债到期收益率下行 9bp，10Y 国开债到期收益率下行 7bp；1YAAA 企业债到期收益率下行 11bp、1YAA 企业债到期收益率下行 11bp、10YAAA 企业债到期收益率下行 11bp、10YAA 到期收益率下行 11bp。
- 外汇市场方面，人民币兑美元贬值，美元指数微跌，即期市场量上升。上周，在岸人民币兑美元汇率贬值。美元指数微跌，美元兑日元、欧元贬值，兑英镑升值。
- 股票市场和商品市场方面，受中美贸易摩擦影响，全球股市下跌，黄金价格上涨，国内工业品价格分化。国内股市方面，上证综指下跌 4.5%；创业板指下跌 5.5%。国外股市方面，道琼斯工业指数下跌 2.2%，纳斯达克指数下跌 3.0%，德国 DAX 下跌 2.8%。国内商品市场方面，螺纹钢价格下跌 2.1%，铁矿石价格上涨 2.6%，焦炭价格大涨 5.9%。国际大宗商品方面，COMEX 黄金价格上涨 0.5%，ICE 布油价格微涨 0.1%，LME 铜下跌 1.6%。

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 18：5 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 19：05/06-05/10 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)	1.88	(24)	(24)	(65)
银行间质押式回购加权利率：7天(R007)	2.38	(37)	(37)	(76)
存款类机构质押式回购加权利率:1天(DR001)	1.82	(27)	(27)	(65)
存款类机构质押式回购加权利率:7天(DR007)	2.48	(17)	(17)	(56)
R001-DR001(bp)	6	3	3	1
R007-DR007 (bp)	(10)	(19)	(19)	(20)
SHIBOR:隔夜	1.83	(26)	(26)	(73)
SHIBOR:1周	2.57	(12)	(12)	(34)
7日年化收益率:余额宝	2.31	(5)	(5)	(31)
理财产品预期年收益率:人民币:全市场:3个月	4.22	(2)	(2)	(17)
票据直贴利率:6个月:长三角	3.41	(25)	(25)	(31)
温州指数:温州地区民间融资综合利率	15.32	(57)	22	17

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 20：05/06-05/10 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	2.69	2.66	2.69	(1)	(1)	9
中债国债到期收益率:10年	3.36	3.30	3.30	(9)	(9)	8
中债国债到期收益率:1年	2.90	2.87	2.87	(4)	(4)	12
中债国债到期收益率:10年	3.78	3.72	3.74	(7)	(7)	10
中债企业债到期收益率(AAA):1年	3.35	3.31	3.31	(11)	(11)	(28)
中债企业债到期收益率(AAA):10年	4.57	4.49	4.49	(11)	(11)	16
中债企业债到期收益率(AA):1年	3.66	3.59	3.59	(11)	(11)	(54)
中债企业债到期收益率(AA):10年	5.68	5.60	5.60	(11)	(11)	18
期限利差(10Y-1Y, bp)						
中债国债期限利差	68	62	62	(8)	(8)	(1)
中债国债期限利差	91	85	87	(3)	(3)	(2)
中债企业债期限利差(AAA)	122	117	119	0	0	45
中债企业债期限利差(AA)	203	199	202	0	0	73
信用利差(企业债-国债, bp)						
中债企业债信用利差(AAA):1年	67	62	62	(10)	(10)	(37)
中债企业债信用利差(AAA):10年	122	117	119	(2)	(2)	9
中债企业债信用利差(AA):1年	98	90	90	(10)	(10)	(63)
中债企业债信用利差(AA):10年	233	228	230	(2)	(2)	11
国债期货						
CFETS 5年期国债期货	99	99	99	0.2%	0.2%	-0.3%
CFETS 10年期国债期货	97	97	97	0.5%	0.5%	-0.6%

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 21：05/06-05/10 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)	6.83	6.76	6.81	1.1%	1.1%	-0.8%
美元兑离岸人民币	6.86	6.73	6.85	1.6%	1.6%	-0.4%
离岸-在岸汇率价差 (bp)	364	73	332	320	320	288
即期询价成交量：美元兑人民币			368.8	71.7	8.2	88.3
USDCNY: NDF 1年			6.87	1.4%	1.4%	-0.4%
CFETS人民币汇率指数			95.63	0.0%	0.0%	2.5%
巨潮人民币实际有效汇率指数	122.85	121.86	121.91	-1.1%	-1.1%	2.6%
巨潮人民币名义有效汇率指数	116.73	115.79	115.84	-1.1%	-1.1%	1.3%
欧元兑人民币 (CFETS)	7.66	7.57	7.64	1.3%	1.3%	-2.8%
100日元兑人民币 (CFETS)	6.22	6.11	6.20	2.5%	2.5%	-0.2%
英镑兑人民币 (CFETS)	8.93	8.83	8.85	1.2%	1.2%	1.9%
美元指数	97.75	97.13	97.34	-0.1%	-0.2%	1.3%
美元兑日元	110.97	109.47	109.94	-1.0%	-1.3%	0.3%
欧元兑美元	1.13	1.12	1.12	0.3%	0.2%	-2.0%
英镑兑美元	1.32	1.30	1.30	-1.3%	-0.3%	1.9%

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_12590

