

核心观点

韦志超

首席经济学家

SAC 执证编号: S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话: 86-10-56511920

王蔚然

联系人

wangweiran@sczq.com.cn

电话: 86-10-5651796

- 市场对货币当局人士一些发言的误读是人民币升值的最主要原因，人民币进一步大幅投机性升值的可能性不大；美债对通胀数据保持钝化，病毒突变导致经济完全修复时间可能延长，流动性持续宽松，近期商品回落导致通胀预期下行，推动股债小双牛。
- 市场误读央行表态，人民币走强。人民币汇率在上周升值了近 1%，引发市场关注。美元指数、出口改善、A 股大涨等基本面因素的解释力度均比较弱，市场对货币当局人士一些发言的误读可能是最主要原因。货币当局已经发出严厉警告，人民币进一步大幅投机性升值的可能性不大，中期的走势基本仍然追随美元指数的变动。
- 美债利率钝化，短端资产荒严重。上周美国公布 PCE 数据，其中核心 PCE 同比高达 3.06% 再次超预期，但美债利率并未走强，究其原因，可能是随着新冠病毒的突变逐渐增加，传播力增强，原先设定的免疫门槛可能已经提高，经济恢复到不受疫情影响的程度需要更长时间。另外货币市场短端出现了明显的资产荒，可能导致美联储提高隔夜逆回购利率以及 IOER 水平，以消除短端利率突破零下限带来的市场扭曲风险。
- 流动性宽松支撑股债双牛。近期通胀预期及资金面松紧基本左右了最近的市场，黑色系调控转变，大宗商品价格反弹，上周资金面先松后紧，国债收益率紧跟资金面而先下后上，股市则先涨后平。大宗商品价格短期可能超跌弱反弹，但中期仍因外需的冲高回落将下行。资金面宽松在短期会有波折，但经济下行趋势不改，货币宽松仍对股债小双牛形成支撑。

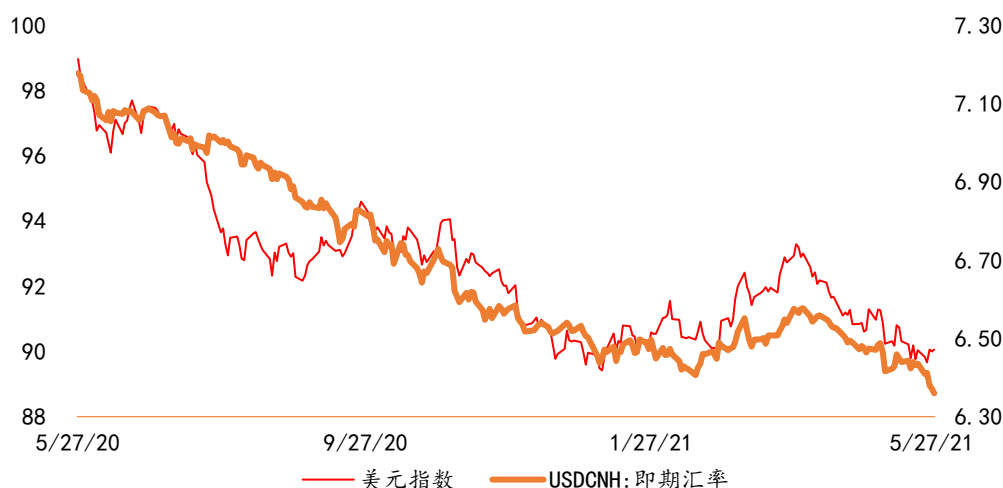
风险提示：疫情超预期

市场对货币当局人士一些发言的误读是人民币升值的最主要原因，人民币进一步大幅投机性升值的可能性不大；美债对通胀数据保持钝化，病毒突变导致经济完全修复时间可能延长，流动性持续宽松，近期商品回落导致通胀预期下行，推动股债小双牛。

误读央行表态，人民币走强

从近一年的离岸人民币走势来看，同期离岸人民币兑美元升值 11.01%，美元指数下跌 9.03%，过去一年里美元走弱是人民币走强的最主要原因。但上周美元指数上涨 0.01%，离岸人民币兑美元却升值 1.17%，与美元走势出现短时间分化。其中出口改善、A 股大涨等基本面因素的解释力度均比较弱，究其原因还是央行对于汇率的频繁表态，市场对此出现明显的误读，多头情绪释放。

图 1：一年以来人民币与美元走势

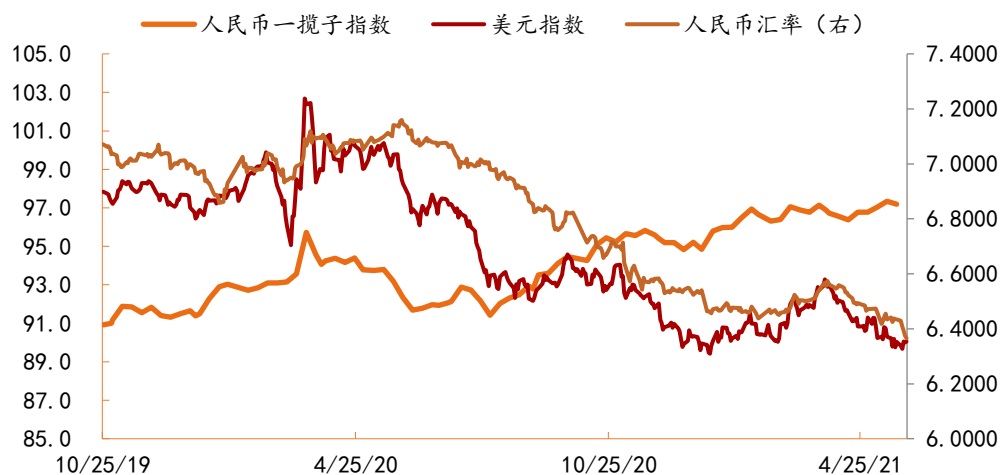


资料来源：Wind, 首创证券

5月21日，有官员认为，应对大宗商品涨价可以采取“增强汇率弹性，人民币适当升值，抵御输入性通胀”的方法。随后，媒体发现，另一位官员在4月份提到，“如果我们明确了人民币国际化条件下，我们管不了人民币汇率，这意味着我们放弃了汇率目标，央行就可以明确地追求另外两个目标：即货币政策独立性和跨境资本自由流动。”并且认为“人民币对美元在中长期内将持续对美元升值。”而5月23日，央行在答记者问中强调人民币汇率双向波动将成为常态，该表态并未被市场解读为对之前人民币升值言论的修正。

央行关于升值的看法更多是长期的，而“抵御输入性通胀”的说法仅代表个人意见。但由于对央行官员言论的误读，人民币多头情绪释放，人民币相对美元大幅走强 1%，面对升值压力，5月27日，外汇市场自律机制工作会议警告，不要赌人民币汇率升值或贬值，久赌必输，要打击恶意操纵市场、制造单边预期的行为。

图 2：人民币汇率走强



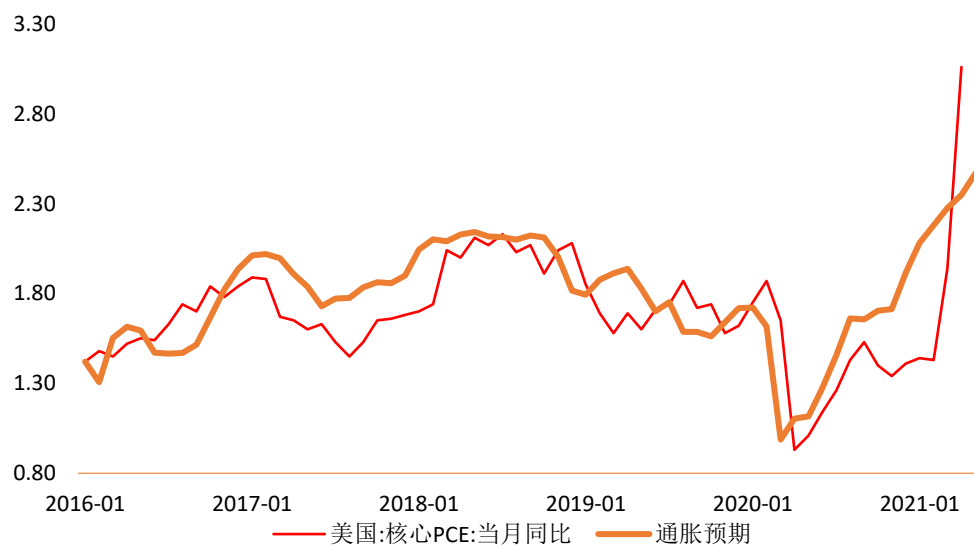
资料来源：Wind, 首创证券

由外汇市场自律机制会议上表态，央行并不希望人民币单边上行或下行，进一步大幅投机性升值的可能性不大，中期走势仍然要追随美元指数的变动。

美债利率钝化，短端资产荒严重

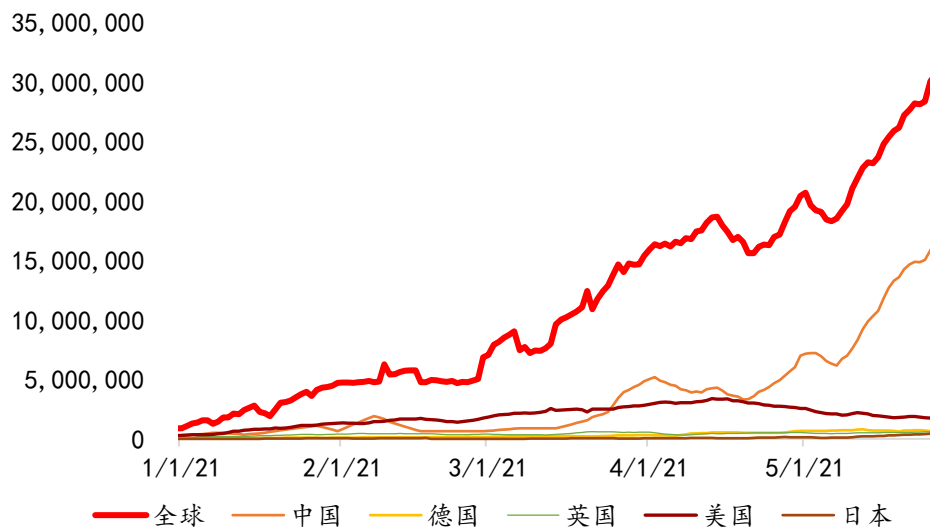
上周美国公布 PCE 与核心 PCE 数据，其中核心 PCE 同比高达 3.06%再次超预期，但美债利率并未走强，究其原因，可能是当前美国接种疫苗速度下降，而随着新冠病毒的突变逐渐增加，传播力增强，R0 可能已经增加，原先以 R0 在 3~4 之间设定的免疫门槛可能已经提高，经济恢复到不受疫情影响的程度需要更长时间。

图 3：核心 PCE 同比大幅上升



资料来源：Wind, 首创证券

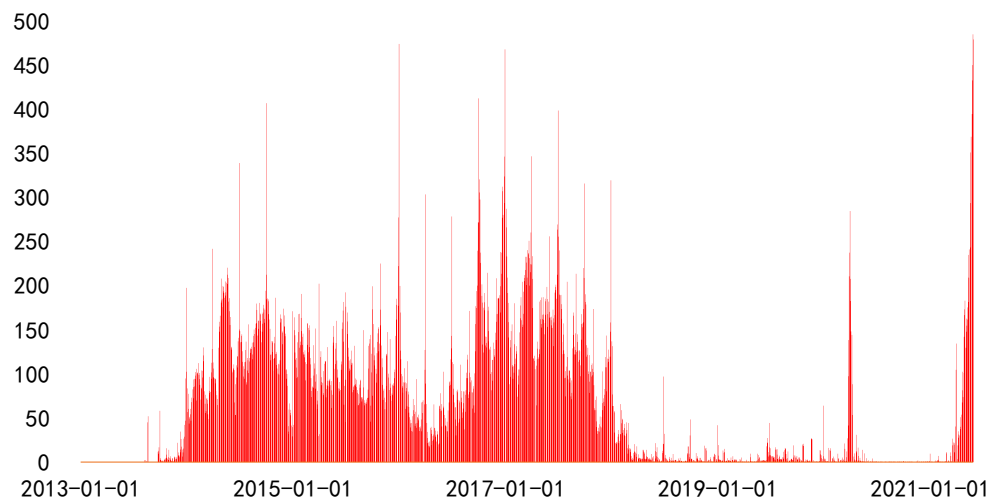
图 4：新冠疫苗每日接种量(7 日移动平均)



资料来源：Wind, 首创证券

货币市场方面，观察 ONRRP 的用量可以看到，5 月 27 日用量为 4853 亿美元，已达到历史最高水平，高于 2015 年末的 4746 亿美元，反映出短端资产荒严重。3 月期美债名义利率已经频繁触及负值，即使是 3 月期票据短期收益率也出现加速下行态势。

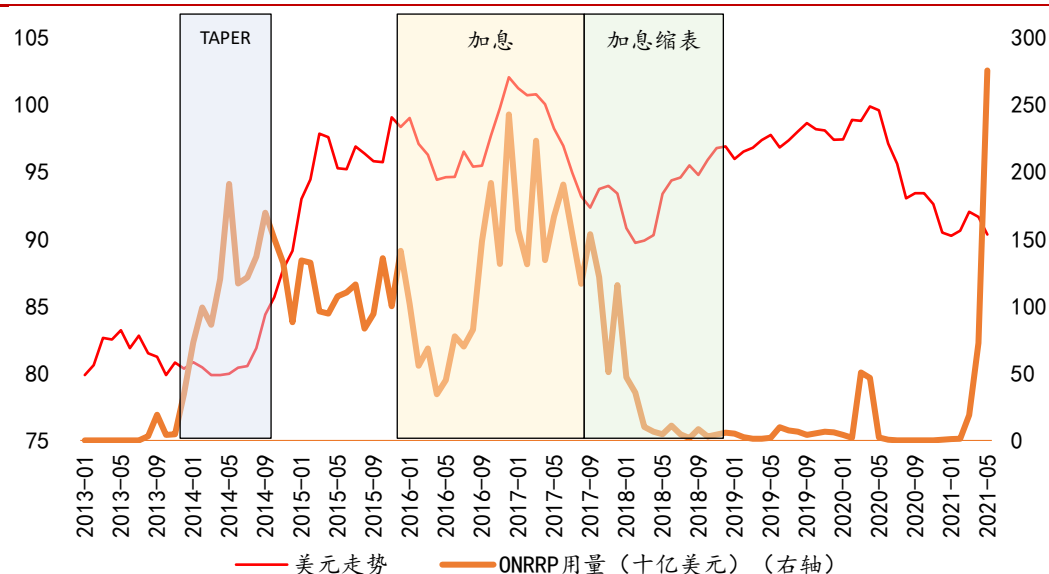
图 5：美国 ONRRP 用量激增创新高



资料来源：Wind, 首创证券

可以看到，在 2014 年 Taper 期间，ONRRP 用量仍然在增加，短端国债收益率并未上升，10 年期国债收益率在 2013 年 5 月公布 Taper 计划后大幅上行，但在 Taper 期间快速下行，即使缩减 QE 规模也不能很快解决资产荒问题。

图 6：历史 ONRRP 用量与美元走势（月度平均）



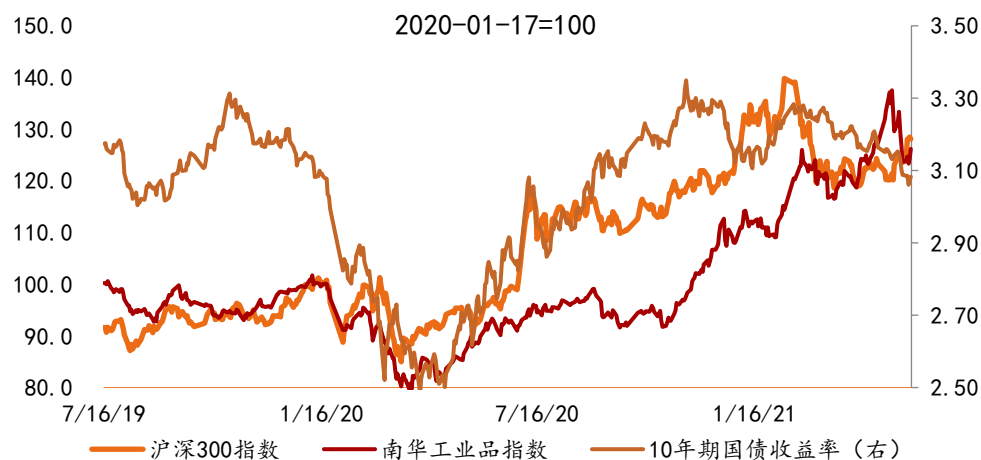
资料来源：Wind, 首创证券

基于 ONRRP 工具用量激增，可能导致美联储提高隔夜逆回购利率以及 IOER 水平，以消除短端利率突破零下限带来的市场扭曲风险。而 2013 年资产荒出现，也对应了 QE 缩减的开始，届时美元指数可能上行。

流动性宽松支撑股债双牛

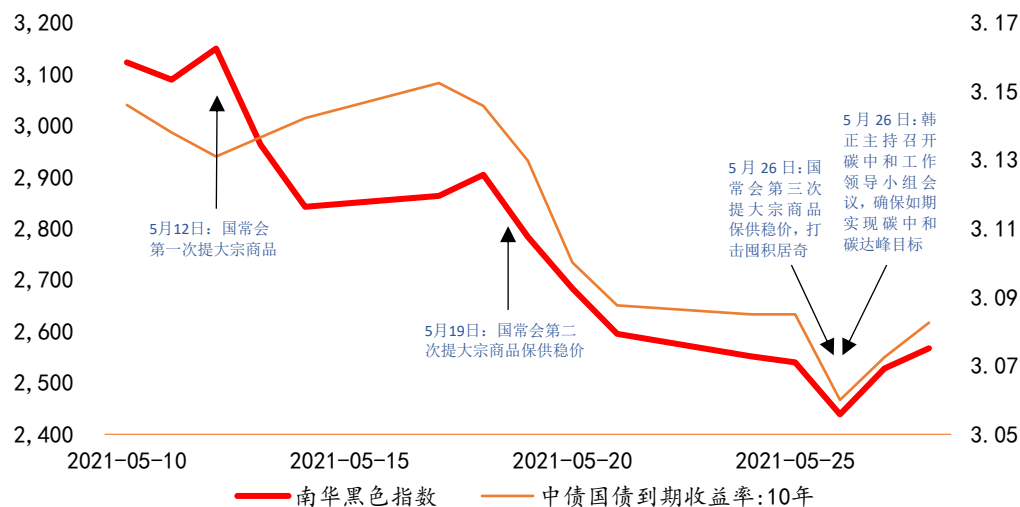
通胀预期及资金面松紧基本左右了最近的市场。国常会三次提到大宗商品导致黑色系大跌，而 10 年国债收益率也随着通胀预期下行走低，上周黑色系上半周延续保供稳价逻辑回落，后半周则在碳中和进一步推进预期下反弹。

图 7：大宗价格反弹，宽松出现波折



资料来源：Wind, 首创证券

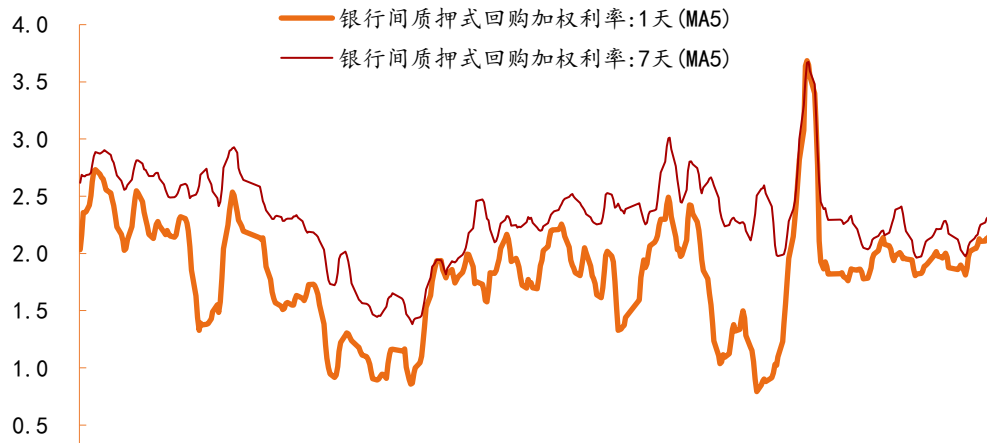
图 8：南华黑色指数波动较大



资料来源：Wind, 首创证券

资金面仍然是资产价格的重要影响因素，本周资金面前松后紧，10 年国债收益率紧跟资金面而先下后上，最低下行到 3.06%，周五随资金面趋紧收于 3.08%，但从国债期货强于现货的走势来看，债市做多的情绪并未减弱。货币宽松在短期会有波折，但经济下行趋势不改，从中期的角度来看，货币宽松仍对股债小双牛形成支撑。

图 9：周中由松趋紧



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_19892

