2018 年 2 月 5 日

四大维度看人民币升值的影响

——国内流动性周度观察（01.29-02.02）

相关研究

定向降准是疏通利率传导机制的重要手段

——国内流动性周度观察（01.22-01.26）

2018-01-28

证券分析师

李慧勇 A0230511040009
lihy@swsresearch.com
邱涤凡 A0230516090002
qiudf@swsresearch.com

研究支持

蔡璐婧 A0230117040006
cailj@swsresearch.com

联系人

余子珍
(8621)23297818×7595
yuzz@swsresearch.com

结论或者投资建议：

- **过去一周流动性变化：**资金价格普降；公开市场操作净回笼；国债收益率普跌；票据收益率普跌；两融余额下降；人民币升值。

- 年初至今，人民币兑美元大幅升值 3.27%，即期汇率从 6.5 升至 6.3 左右。人民币一篮子汇率指数也小幅上升，SDR 口径从 95.56 上升至 96.57，升幅 1.06%，CFETS 口径从 95.53 上升至 96.56，升幅 1.08%。

- **上调今年人民币汇率预测。**由于欧洲经济超预期以及欧元区和美国的货币政策有望进一步收敛，2018 年美元可能继续处于弱势，美元指数的低点可能在 83-85。同时，由于中国经济可能好于我们此前的预期，我们此前上调今年中国 GDP 增速至 6.9^%，顺势上调年底美元兑人民币汇率至 6.3。以下我们从经济、行业、流动性和政策四大维度看人民币升值的影响。

- **对经济的影响主要取决于一篮子汇率。**我们关注人民币升值更多是指人民币对美元的升值，而由于我国出口结构日益多元化，对美国出口仅占总出口额的 19%左右，因此汇率波动对进出口和经济的影响更主要取决于人民币一篮子汇率，而非对美元的双边汇率。从历史上人民币有效汇率指数和出口的关系来看，两者负相关，且有效汇率指数拐点领先出口增速拐点大约半年左右。因此，人民币有效汇率指数从去年中开始止跌回升，对出口的负面影响将从今年开始显现，但由于有效汇率指数升幅远小于人民币对美元双边汇率升幅，基本仍保持低位，预计全年出口增速小幅下滑至 6%。

- **对行业和企业的影响取决于行业类型和企业财务结构。**从类型来看，人民币升值对出口型行业带来压力，将削弱其商品和服务价格在国际市场中的竞争力。而进口型行业则将受益于人民币升值，其成本收益汇率升值将出现下降。从财务结构来看，外币债务较多的企业将受益于财务压力减轻，而外币债权较多的企业则将受损。此外，人民币升值还将提高我国居民的购买力，有助于刺激居民的出境旅游、留学等方面的需求。

- **对国内流动性的影响可能较为有限。**此前我们指出，市场对待汇率波动更加理性、外汇需求长期增加和央行退出对人民币常态化干预三方面原因，决定了人民币贬值和升值对外汇占款的影响不对称，当前人民币升值期间外汇占款更多仍是趋于均衡，而难以趋势性增加。去年人民币对美元出现大幅升值的背景下，全年央行口径外占仍下降 4600 亿元以上，但月度跌幅呈现逐渐收窄的趋势。因此，指望外占改善国内宏观流动性并不现实，在金融监管维持高压的背景下，预计今年全年 M2 增速仍在 8%左右。

- **对货币政策的影响关键在于解除了汇率掣肘。**人民币升值使货币政策摆脱了汇率制约，国内的货币政策会更加立足于国内经济基本面与金融监管进展。预计今年央行仍将以调整公开市场操作利率为主的“新加息”取代调整存贷款基准利率的“旧加息”，本轮国内 10Y 国债收益率的高点有可能在 4.1%-4.4%左右。而以对普惠金融定向降准为代表的“新降准”也是目前央行货币政策框架的必要部分。上周央行暂停逆回购净回笼流动性验证了我们此前对定向降准并非货币政策宽松的观点，其重要意义更多在于建立金融资源引导机制和疏通利率传导机制两个方面。

申万宏源研究微信服务号

目录

1 资金价格普降 4

2 公开市场净回笼 5

3 国债收益率普跌 6

4 票据收益率普跌，信用利差普跌 7

5 票据贴现利率上行，信托产品收益率下行 8

6 两融规模下降 9

7 美元指数上涨，人民币升值，一篮子指数上涨 10

8 周度流动性展望 11

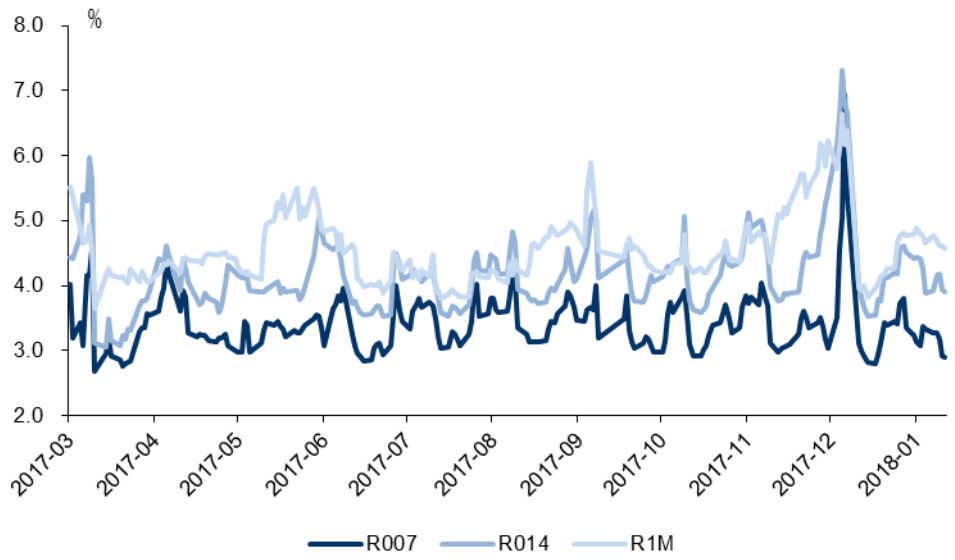
图表目录

图 1：R007、R014 和 R1M 4
图 2：R007-DR007 4
图 3：央行公开市场操作 5
图 4：当周各工作日逆回购操作详情 5
图 5：国债收益率曲线 6
图 6：10 年期与 1 年期国债利差 6
图 7：上周票据收益率变化（AAA） 7
图 8：信用利差 7
图 9：珠三角、长三角票据直贴利率和票据转贴利率 8
图 10：信托类收益率 8
图 11：沪深两市融资融券余额及周环比增速 9
图 12：两融余额占 A 股流通市值 9
图 13：离岸、即期和中间价美元兑人民币汇率 10
图 14：人民币即期日均成交量 10
图 15：SDR 指数 10
图 16：CFETS 指数 10
图 17：本周流动性影响因素 ..... 错误!未定义书签。

1 资金价格普降

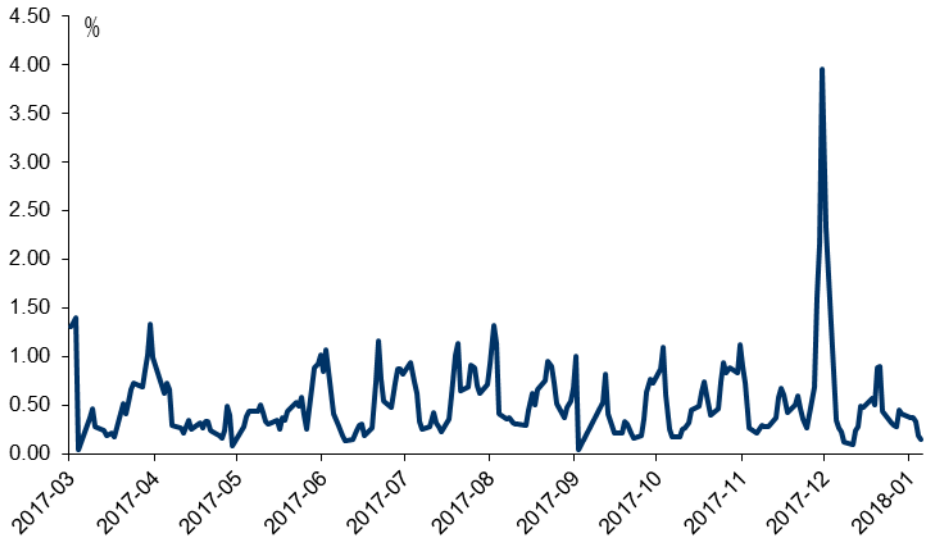
上周银行间隔夜、7 天、14 天、21 天、一个月回购利率分别变化-3.2、-44.8、+1.7、-79.1、-8.7 个基点，至 2.53%、2.89%、3.91%、4.17%、4.57%。R007-DR007 变化-27.26 个基点至 0.15%。

图 1：R007、R014 和 R1M



资料来源：WIND，申万宏源研究

图 2：R007-DR007

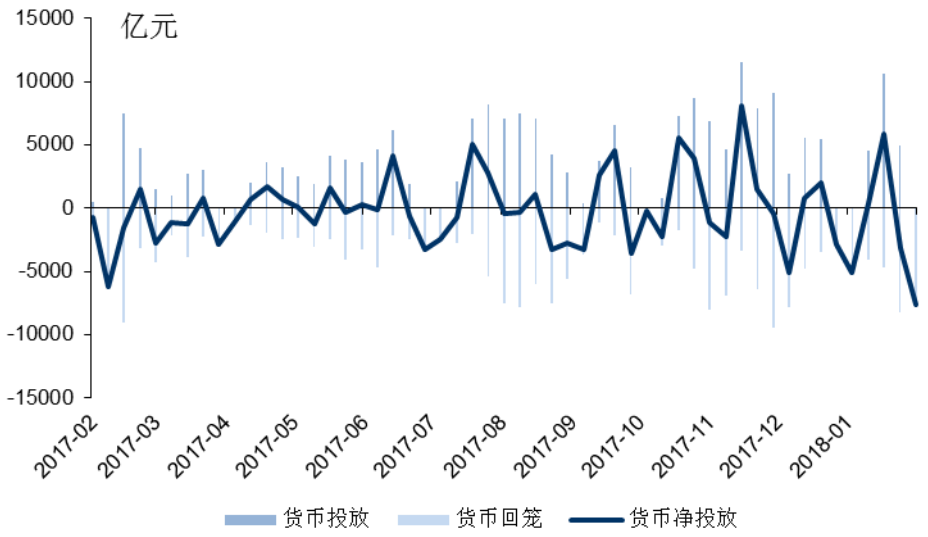


资料来源：WIND，申万宏源研究

2 公开市场净回笼

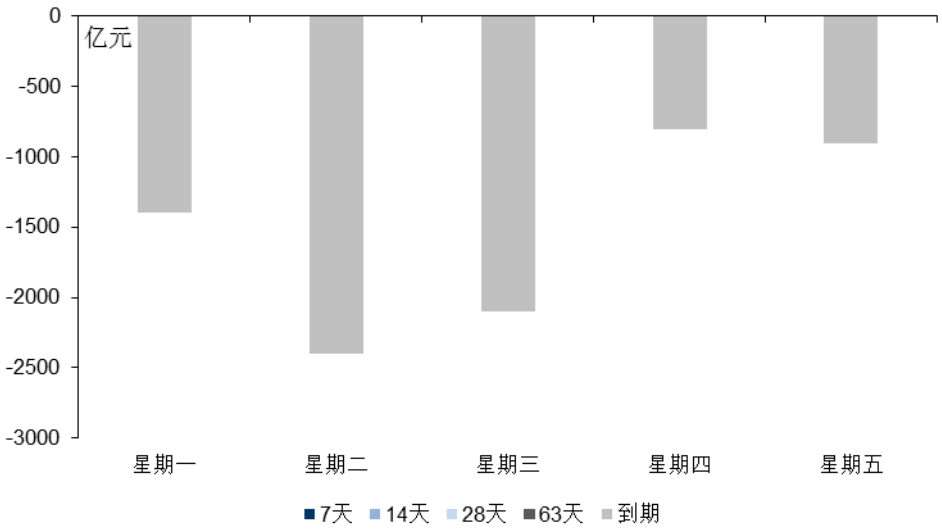
央行于周一至周五没有进行逆回购。上周逆回购到期量 7600 亿元，资金净回笼 7600 亿元。

图 3：央行公开市场操作



资料来源：WIND，申万宏源研究

图 4：当周各工作日逆回购操作详情

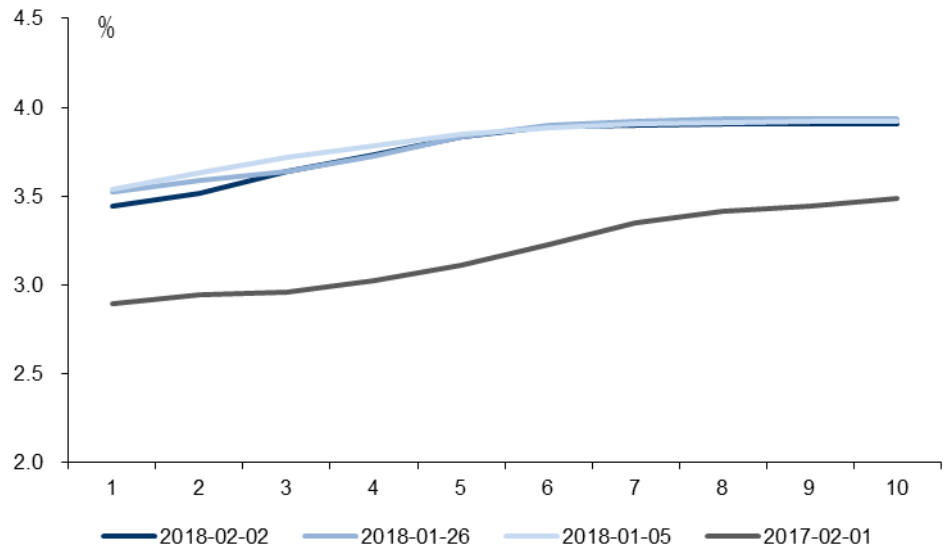


资料来源：WIND，申万宏源研究

3 国债收益率普跌

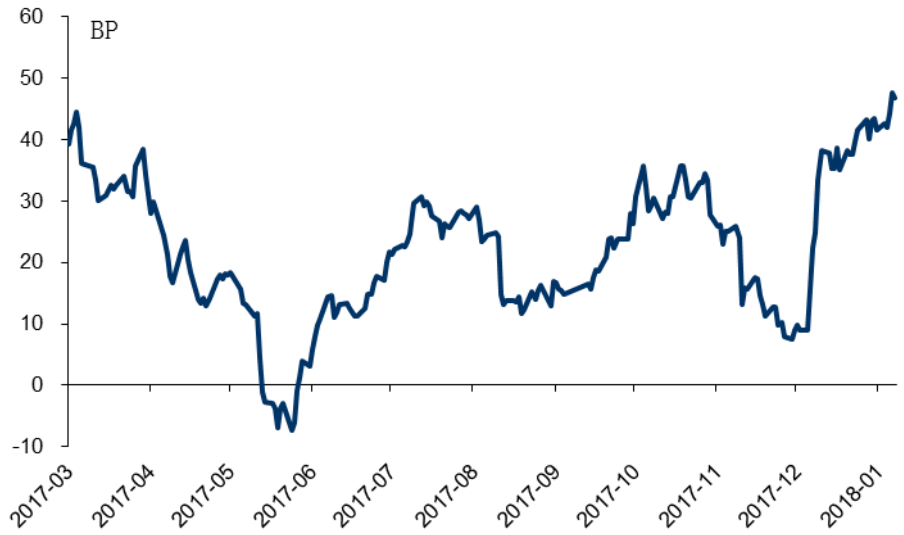
1 年期、3 年期、5 年期、7 年期、10 年期国债收益率较前一周分别变化-8.0、+0.2、-0.1、-2.2、-2.7 个基点，至 3.44%、3.64%、3.83 %、3.90%、3.91%。从期限利差来看，上周 10 年期与 1 年期国债利差扩大 5.28 基点至 46.88 个基点。

图 5：国债收益率曲线



资料来源：WIND，申万宏源研究

图 6：10 年期与 1 年期国债利差

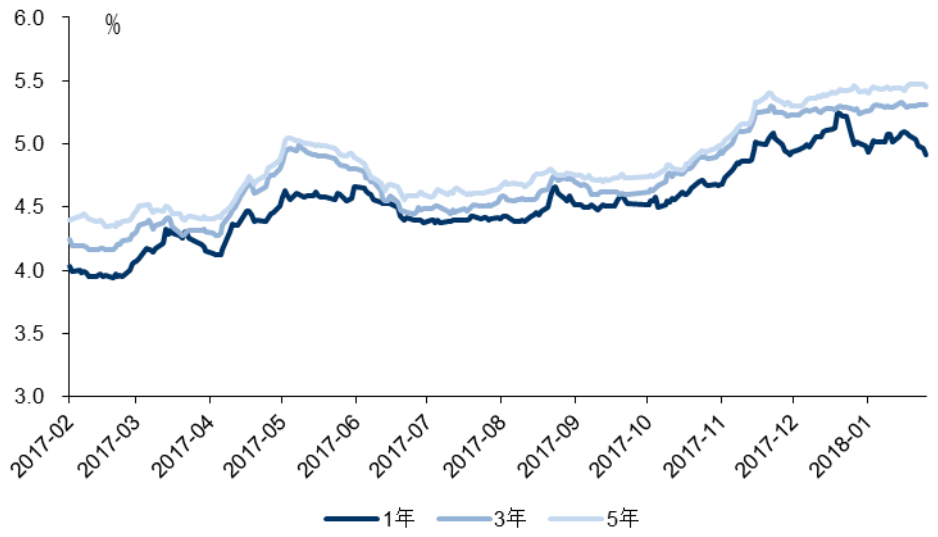


资料来源：WIND，申万宏源研究

4 票据收益率普跌，信用利差普跌

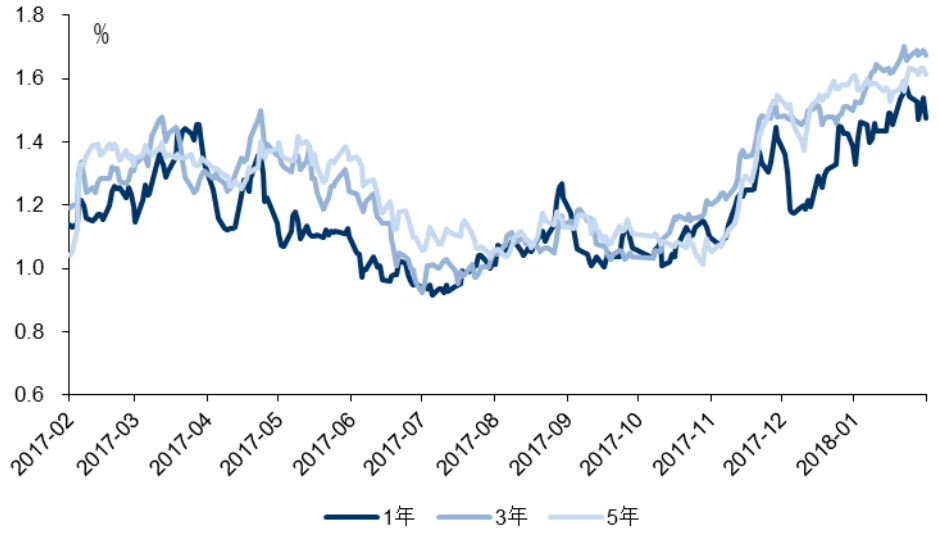
1 年期、3 年期、5 年期 AAA 票据收益率分别变化-15.0、+0.9、-1.9 个基点，至 4.92%、5.31%、5.45%。1 年期、3 年期、5 年期 AAA 票据信用利差分别变化-7.0、+0.7、-1.9 个基点，至 1.48%、1.68%、1.61%。

图 7：上周票据收益率变化（AAA）



资料来源：WIND，申万宏源研究

图 8：信用利差

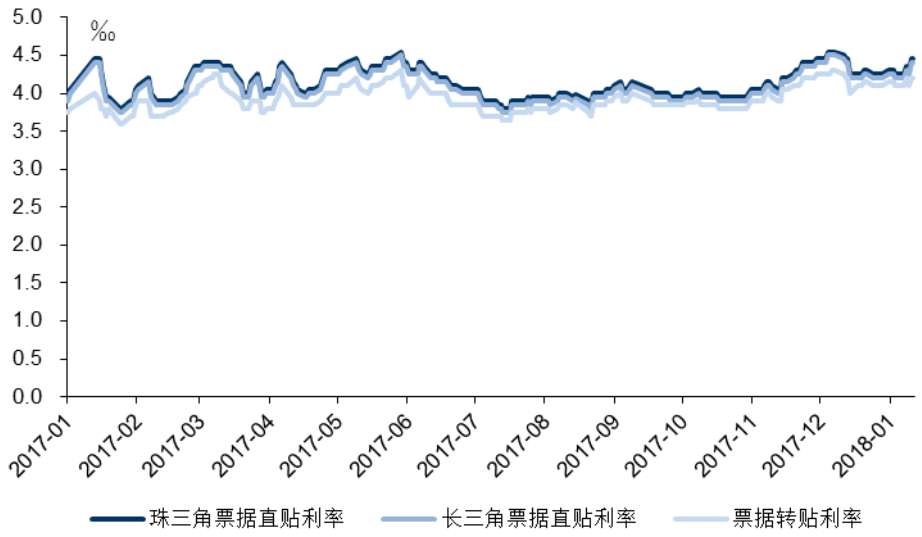


资料来源：WIND，申万宏源研究

5 票据贴现利率上行，信托产品收益率下行

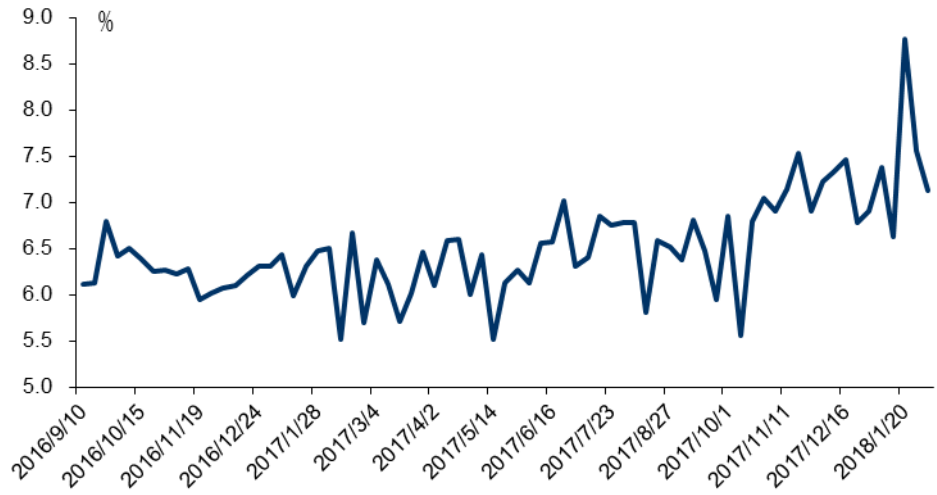
珠三角票据直贴利率、长三角票据直贴利率和票据转贴利率分别变化+2.0、+2.0、+1.0 个基点，至 4.45‰、4.40‰和 4.20‰。新发行信托产品收益率下降 44 个基点，至 7.12%。

图 9：珠三角、长三角票据直贴利率和票据转贴利率



资料来源：WIND，申万宏源研究

图 10：信托类收益率

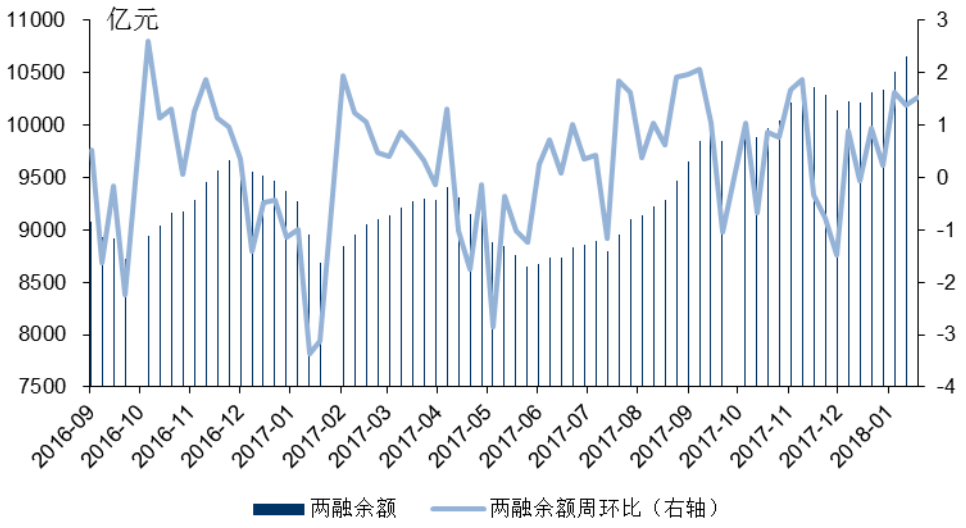


资料来源：WIND，申万宏源研究

6 两融规模下降

截至 2 月 1 日，沪深两市融资融券余额为 10669.60 亿元，周环比下降 1.37%。两融余额占 A 股流通市值为 2.31%，周环比上升 0.05 个百分点。

图 11：沪深两市融资融券余额及周环比增速



资料来源：WIND，申万宏源研究

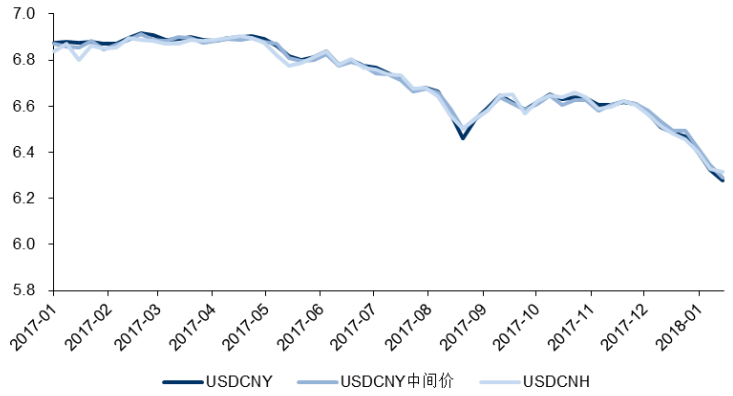
图 12：两融余额占 A 股流通市值

资料来源：WIND，申万宏源研究

7 美元指数上涨，人民币升值，一篮子指数上涨

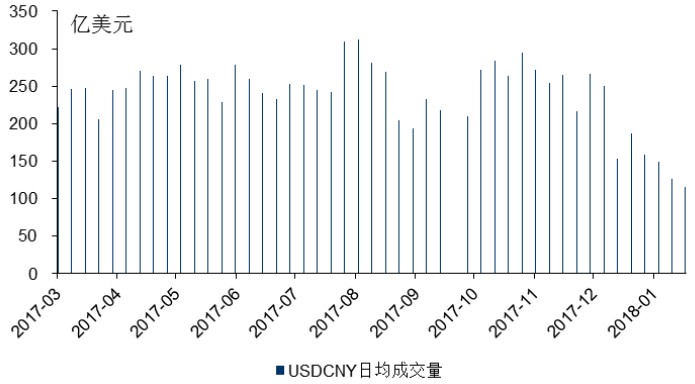
截至 2 月 3 日，美元兑人民币即期汇率报收于 6.2798，较前一周升值 0.68%；美元兑人民币中间价收于 6.2885,较前一周升值 0.87%;离岸美元兑人民币收于 6.3134，较前一周升值 0.20%。CNY 日均成交量 116 亿美元，较前一周下降 10 亿美元。上周美元指数上涨 0.2% 至 89.19。我们根据人民币兑一篮子货币中间价估算的 SDR 货币篮子汇率指数和 CFETS 指数，二者分别为 96.57 和 96.56，较前一周分别上涨 0.44%和上涨 0.54%。

图 13：离岸、即期和中间价美元兑人民币汇率



资料来源：WIND，申万宏源研究

图 14：人民币即期日均成交量



资料来源：WIND，申万宏源研究

图 15：SDR 指数

资料来源：WIND，申万宏源研究

图 16：CFETS 指数

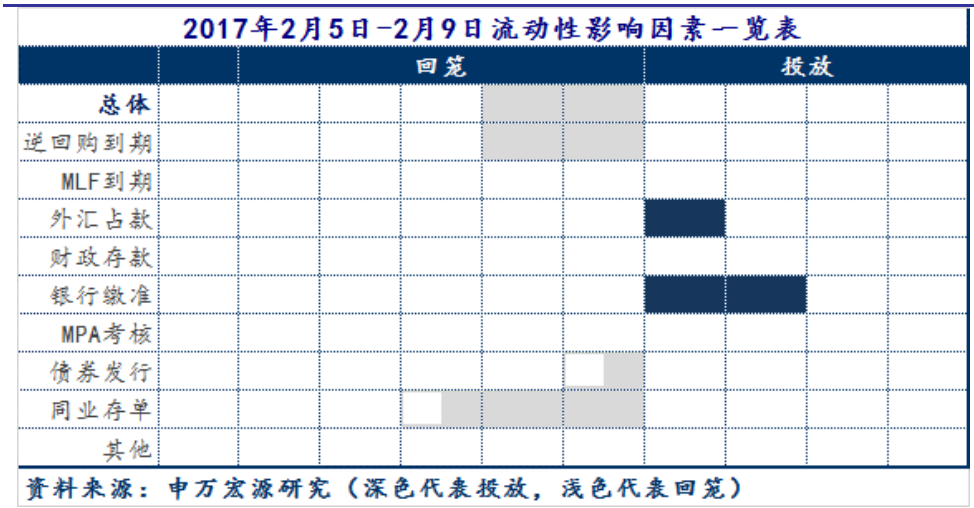
资料来源：WIND，申万宏源研究

8 周度流动性展望

上周资金面略有放松，或受益于定向降准。

本周资金面预计维持平稳，继续受益于央行节前稳定资金面的措施。

图 17：本周流动性影响因素



逆回购：上周央行没有开展逆回购操作，共 7600 亿元逆回购到期，累计净回笼 7600 亿元。本周将到期 2200 亿元。

MLF:上周央行没有开展 MLF 操作，无 MLF 到期。本周无 MLF 到期。

外汇占款：随着人民币仍较强势，外汇占款有望继续趋于均衡。

财政存款：本周预计影响不大。

银行缴准：央行自 1 月 25 日实施普惠金融定向降准，并连续七个交易日暂停逆回购操作。

MPA 考核：本周预计影响不大。

债券发行：上周共发行 642.55 亿国债和地方政府债。本周计划发行 600 亿国债和地方政府债。

同业存单发行:上周发行总额为 4656.4 亿元,环比减 15.31%%,到期偿还额 1493.5 亿元，环比减 56.97%，净融资额为 3162.9 亿元。本周将有 2877.8 亿元同业存单到期，环比增 92.69%。

其他： 无

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示,本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。