

从主要国家汇率史看人民币汇率走向

——国联宏观策略思考系列

投资要点：

► 人民币汇率破“7”引关注

近期，人民币汇率破“7”引发了市场广泛关注。人民币汇率将来走势会如何？贬值是否会持续？在贸易摩擦的阴云之下，短期汇率走势或依然承压，但如果撇开短期消息的扰动，放在历史的长河中来思考，又会是怎样一番景象？我们不妨从主要国家的汇率史中去找寻其中的规律。

► 经济基本面决定汇率长期走势

从主要国家汇率长期走势看，经济基本面是决定汇率走势最重要的因素。如虽然美国持续保持着第一大经济体的位置，但随着其他国家的崛起，美国GDP占全球GDP比重从1960年40%跌落至当前仅24%，随着美国经济占比的回落，美元指数也呈现整体回落趋势，而在此过程中，美元指数也基本随着美国经济周期的波动而波动。整体看，美元指数与美国经济是呈现高度吻合的走势。与美国类似的还有许多其他国家，比如英镑兑美元走势与英国占美国GDP走势相近，此外，俄罗斯卢布、巴西雷亚尔、澳元与澳洲经济等经济占比与货币强劲程度也成高度正相关。

► 经济增长而汇率贬值的案例：印度

在经济不断增长的过程中，汇率却呈现贬值态势，但这种国家并不多见，印度是其中的典型。而出现这种背离主因或主要由于其较高的外贸和财政双赤字，同时其外汇储备又相对薄弱。

► 失去20年，汇率却依旧坚挺的日本

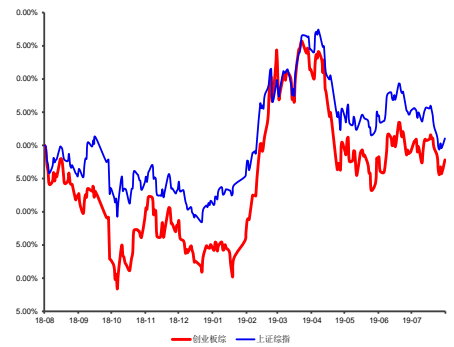
在90年代泡沫破灭之后，日本经济占美国比重持续下行，经历“失去二十年”。而在此期间，日元并未受到经济下行的影响而走弱。这或许是由几方面原因：一是日本拥有强大的外储，尤其是民间储备相当丰富，同时拥有大量的海外资产（超6万亿美元）；其次是其低利率使其在危机发生时，别的经济体或有降息以刺激经济的可能，而日本则无此担忧。相反，低利率使其作为国际资本的主要融资货币，危机发生时的降杠杆行为反倒推升了日元的需求。

► 人民币长期稳定有坚实基础

人民币当前虽然面临波动，但从经济层面看，中国经济占全球比重一路攀升，以目前领先全球的增速，体量占比仍在持续的扩大之中，坚实的经济基础是其汇率稳定的基石。另一方面，中国目前强大的外储、较低的外债、持续的贸易顺差使得中国不可能出现像印度这样的特殊情况。因此，我们认为无需担忧人民币汇率的长期贬值。事实上，相反，长期或依然有升值的趋势。

► 风险提示：宏观经济大幅下行。

相对市场表现



张晓春 分析师
 执业证书编号：S0590513090003
 电话：0510-82832053
 邮箱：zhangxc@glsc.com.cn

张晓春 联系人
 电话：0510-82832053

虞梦艳 联系人
 电话：0510-82832053

李朗 联系人
 电话：0510-82832053

相关报告

- 1、《国联证券研究所8月投资组合》
2019.07.31
- 2、《2019年下半年十大金股》
2019.07.11
- 3、《中美关系边际改善，股指重启新一轮上涨》
2019.07.09

正文目录

1	人民币破“7”引关注.....	3
2	经济基本面决定汇率长期走势.....	3
3	经济增长，但汇率贬值的典型：印度.....	4
4	失去 20 年，货币却依旧坚挺的日元.....	8
5	人民币的长期稳定有坚实基础.....	11
6	风险提示.....	12

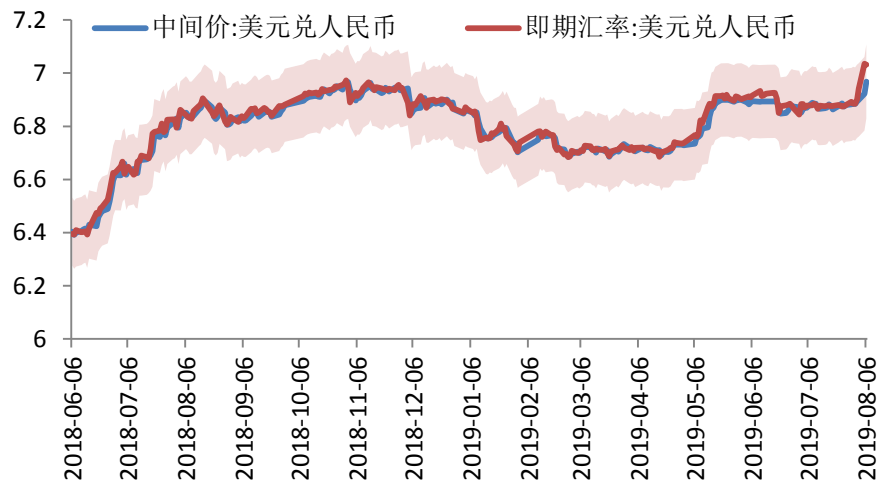
图表目录

图表 1: 近期，人民币汇率破“7”引发市场广泛关注.....	3
图表 2: 美元指数与美国 GDP 占全球 GDP 比重高度吻合.....	4
图表 3: 英镑走势与英国 GDP 占美国比重.....	4
图表 4: 俄罗斯卢布与其经济走势相近.....	4
图表 5: 巴西雷亚尔与经济走势关系.....	5
图表 6: 澳洲经济与澳元走势高度相关.....	5
图表 7: 印度卢比与经济趋势呈现相反走势.....	5
图表 8: 印度股指在过去几年表现亮眼.....	6
图表 9: 剔除掉汇率因素，印度股指涨幅较为有限.....	6
图表 10: 2018 年印度的进出口结构.....	7
图表 11: 印度的贸易差额与汇率走势.....	7
图表 12: 印度财政赤字逐年攀升（10 亿印度卢比）.....	7
图表 13: 印度财政赤字占 GDP 比重超 5%.....	7
图表 14: 印度外债与外汇储备.....	8
图表 15: 欧洲 GDP 占美国 GDP 比重虽下行，但欧元却相对坚挺.....	8
图表 16: 欧元与美元走势相反.....	9
图表 17: 日元汇率与日本经济占美国 GDP 比重.....	9
图表 18: 日本企业的海外生产比率.....	10
图表 19: 日本企业的海外销售率.....	10
图表 20: 日本的对外直接投资（亿美元）.....	10
图表 21: 日本持有的国外证券资产（亿美元）.....	10
图表 22: 2018 年末主要国家外汇储备（亿美元）.....	11
图表 23: 日本外汇储备（包括黄金，亿美元）.....	11
图表 24: 中国 GDP 占全球比重一路攀升.....	11
图表 25: 中国贸易差额.....	12

1 人民币破“7”引关注

近期，人民币汇率破“7”引发了市场广泛关注。而自然而然的问题是，人民币汇率将来走势会如何？贬值是否会持续？在贸易战的阴云之下，短期汇率走势或依然承压，但如果撇开短期消息的扰动，放在历史的长河中来思考，又会是怎样一番景象？我们不妨从主要国家的汇率史中去找寻其中的规律。

图表 1: 近期，人民币汇率破“7”引发市场广泛关注

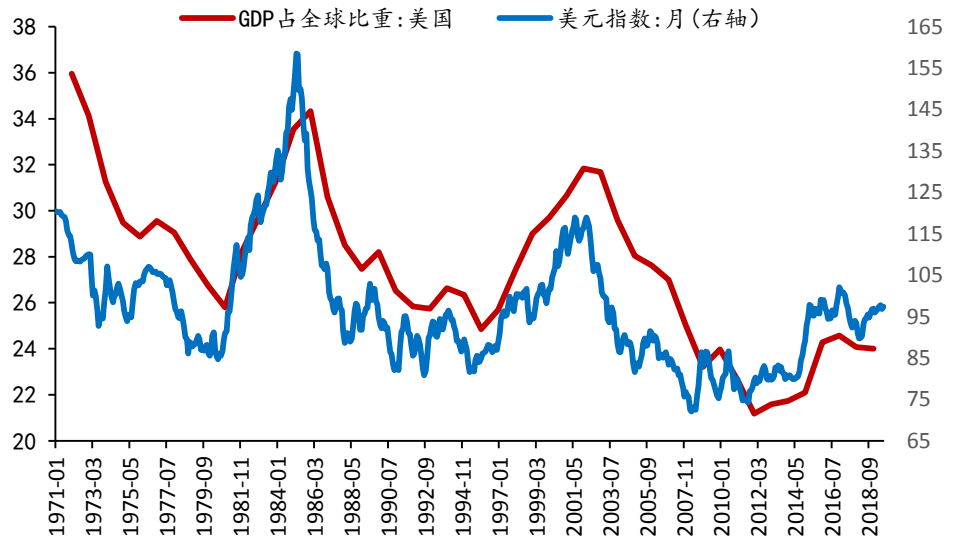


来源: Wind, 国联证券研究所

2 经济基本面决定汇率长期走势

从主要国家汇率长期走势看，经济基本面是决定汇率走势最重要的因素。如虽然美国持续保持着第一大经济体的位置，但随着其他国家的崛起，美国 GDP 占全球 GDP 比重从 1960 年 40% 跌落至当前仅 24%，随着美国经济占比的回落，美元指数也呈现整体回落趋势。而在趋势下行的过程中，美元指数也基本随着美国经济周期的波动而波动，比如 1980-1985 年，1995-2001 年间，随着美国经济在全球占比的提升，美元指数也跟着走强。整体看，美元指数与美国经济是呈现高度吻合的走势。

图表 2：美元指数与美国 GDP 占全球 GDP 比重高度吻合



来源：Wind，国联证券研究所

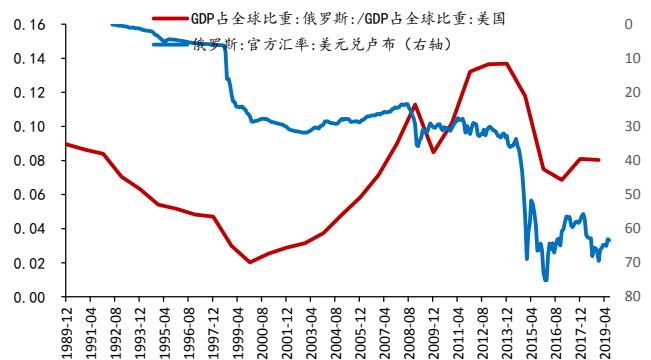
与美国类似的还有许多其他国家，比如英镑兑美元走势与英国占美国 GDP 走势相近，此外，俄罗斯卢布、巴西雷亚尔、澳元与澳洲经济等均呈现类似的关系，即经济占比与货币强劲程度成高度正相关。

图表 3：英镑走势与英国 GDP 占美国比重



来源：Wind，国联证券研究所

图表 4：俄罗斯卢布与其经济走势相近

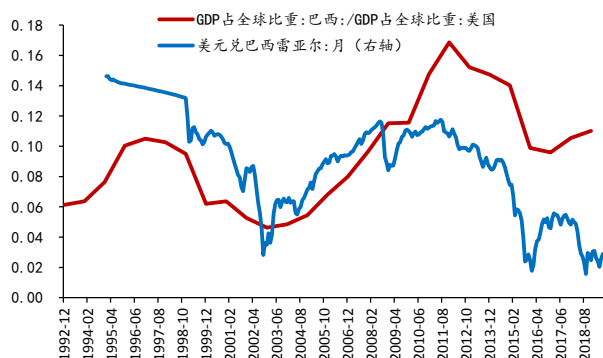


来源：Wind，国联证券研究所

3 经济增长，但汇率贬值的典型：印度

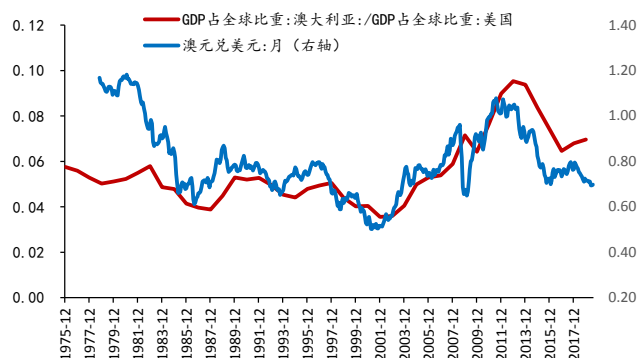
但也有一些国家，并不符合这个规律。在经济不断增长的过程中，汇率却呈现贬值态势，但这种国家并不多见，在我们考察的 10 余个国家样本里，仅印度出现这种

图表 5: 巴西雷亚尔与经济走势关系



来源: Wind, 国联证券研究所

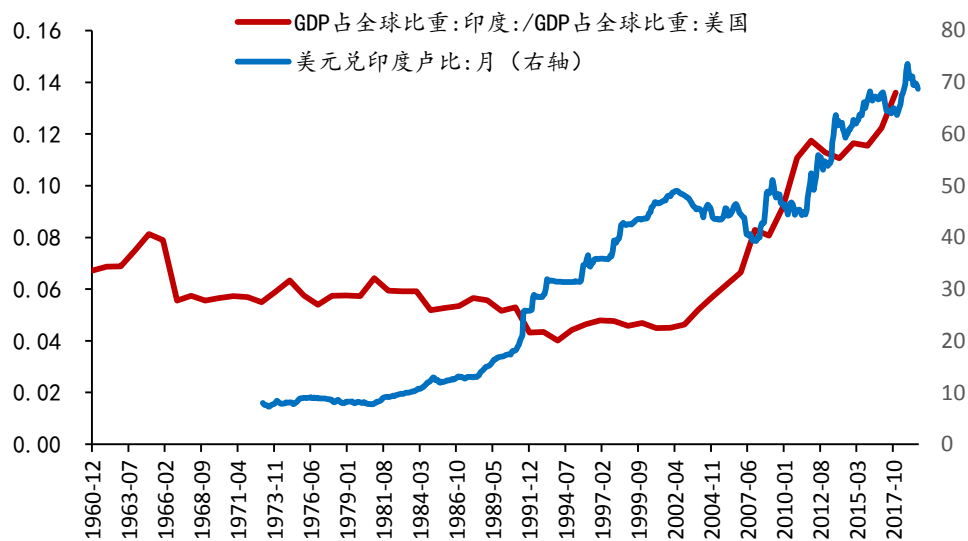
图表 6: 澳洲经济与澳元走势高度相关



来源: Wind, 国联证券研究所

状况。印度近 20 年来, 经济呈现腾飞态势, 印度 GDP 占美国 GDP 比重从 1993 年 4% 跃升至 2018 年 13.25%, 但卢比兑美元却一路贬值, 美元兑卢比从 30 左右贬至近期超 70。尤其近 10 余年来贬值呈现加速态势, 2007 年美元兑卢比大约为 40, 而在 10 年左右的时间中贬至 70, 贬值幅度超 40%。

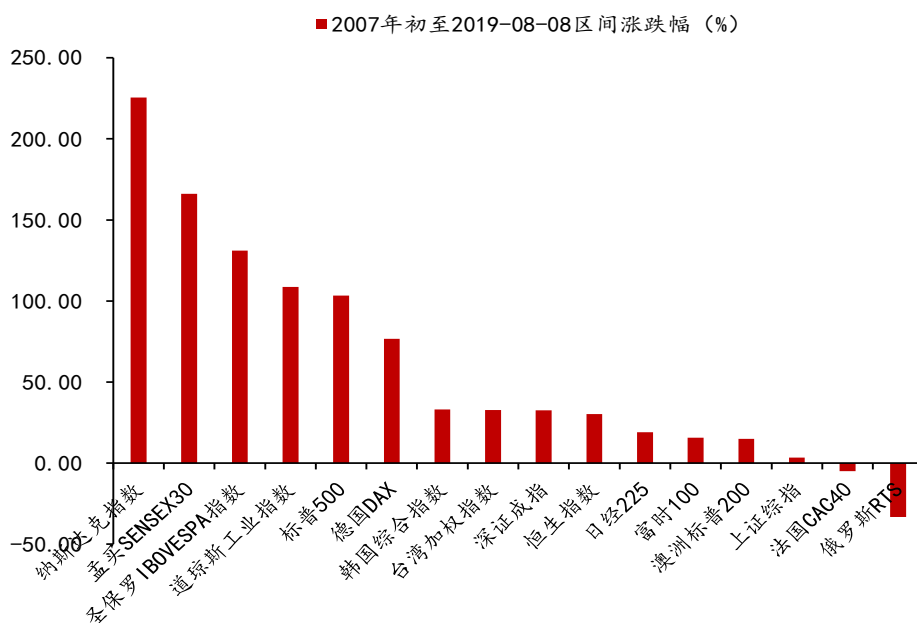
图表 7: 印度卢比与经济趋势呈现相反走势



来源: Wind, 国联证券研究所

印度近几年来股指的表现相当亮眼, 从 2007 年初至今, 表现仅次于纳斯达克, 涨幅达到 166%。

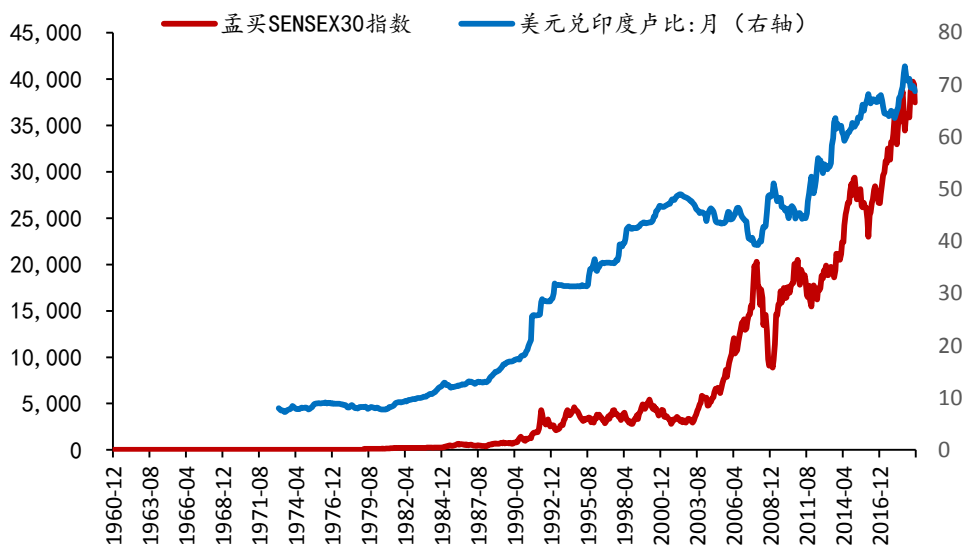
图表 8：印度股指在过去几年表现亮眼



来源：Wind, 国联证券研究所

但如果考虑到汇率贬值了近一半的话，这一涨幅将大打折扣。

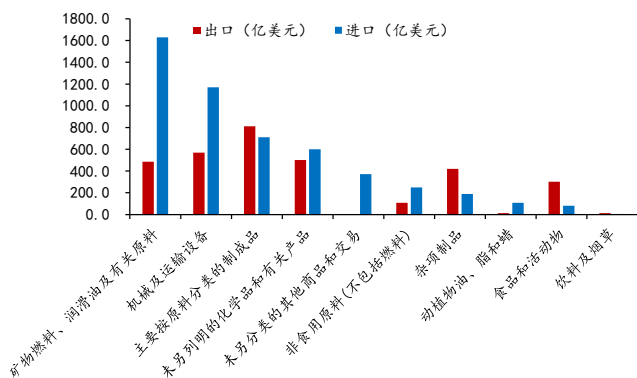
图表 9：剔除掉汇率因素，印度股指涨幅较为有限



来源：Wind, 国联证券研究所

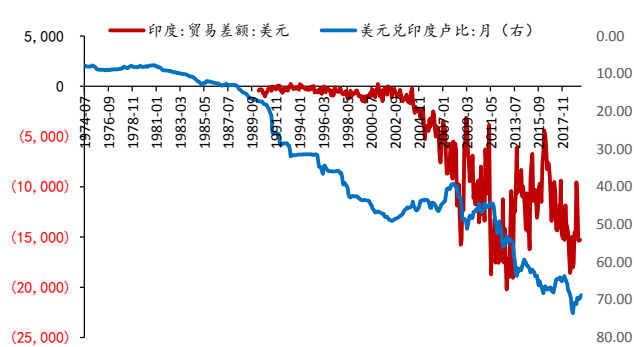
那么印度货币为何如此之弱呢，这或许与其进出口和财政双赤字有关。印度是全球第三大原油进口国，2018年进口的石油及相关制品高达1200亿美元。占总进口额的比例接近四分之一。而大量的原油进口又导致其持续的贸易逆差，尤其在油价高涨之时。

图表 10: 2018 年印度的进出口结构



来源: Wind, 国联证券研究所

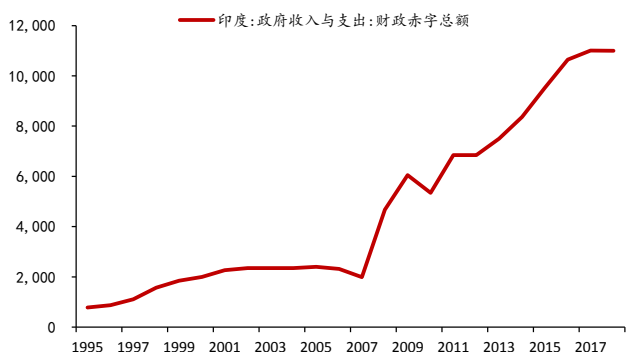
图表 11: 印度的贸易差额与汇率走势



来源: Wind, 国联证券研究所

另一方面,印度高企的财政赤字和外债也让海外投资者忧心。一般来说,财政赤字与国内生产总值(GDP)的比例 3%是一国财政是否安全的警戒线,而印度赤字占 GDP 比重持续在 5%以上。

图表 12: 印度财政赤字逐年攀升(10 亿印度卢比)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 13: 印度财政赤字占 GDP 比重超 5%

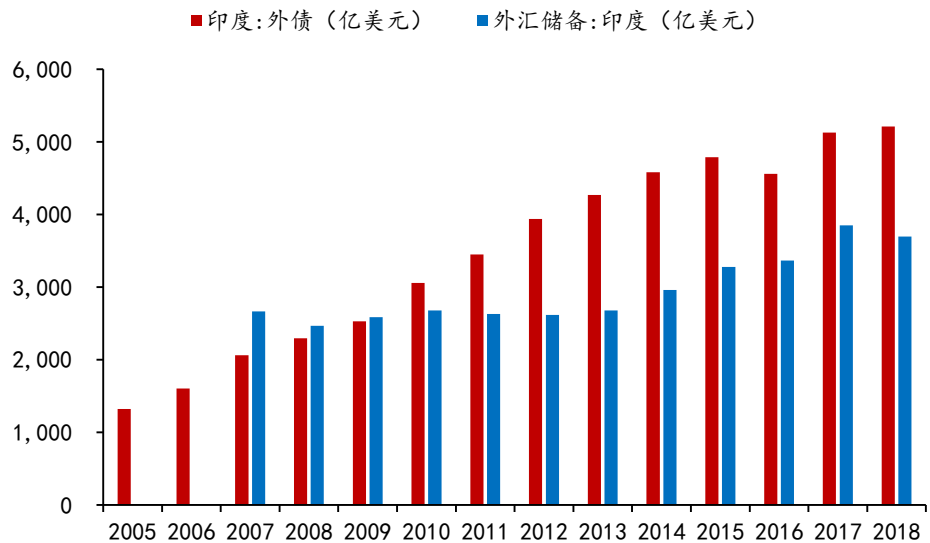


来源: Wind, 国联证券研究所

而截至 2019 年一季度,印度外债高达 5430 亿美元,占 GDP 比重接近 20%,外汇储备则增长相当有限,仅为 3365 亿美元。

受以上多重因素的影响,尤其面对美联储加息或者原油价格大涨等因素刺激下,印度的汇率就面临加速贬值态势,而贬值又进一步导致通胀加剧,抑制通胀的加息手段则让经济承受更大压力。在此循环之下,印度持续的经济增长却未能换回货币的强势。

图表 14: 印度外债与外汇储备



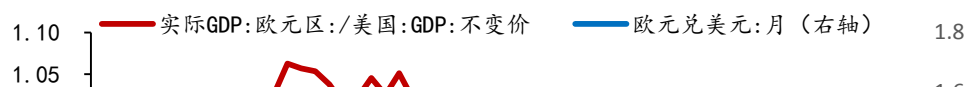
来源: Wind, 国联证券研究所

4 失去 20 年，货币却依旧坚挺的日元

与经济增长，但货币贬值的案例相比，事实上，更多的特殊案例是一些国家呈现出经济总量占比虽然并非持续扩张，但其汇率却相对坚挺。

比如欧元，欧洲经济占美国经济的比重，从大于上世纪 70-80 年代大于 100% 降至 2018 年 75%，但整体上欧元兑美元维持在相对稳定的水平，虽然中间也有所波折。

图表 15: 欧洲 GDP 占美国 GDP 比重虽下行，但欧元却相对坚挺



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_10687



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn