

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

引言：2018年4月至今，人民币汇率波动加剧，并与股票市场之间的正相关性逐渐加强，那么其内在逻辑、原因是什么？汇率市场未来走势怎样？对股票市场产生何种影响？应该关注哪些核心变量以判断汇市对股市的影响？本文基于新的人民币汇率框架试图对这些问题进行研究。

1、新的人民币汇率分析框架：经典框架+短期波动因素

1) 经典的汇率理论分析框架对人民币汇率的波动解释力度有限。经典汇率理论研究框架主要分为经济要素和交易需求两个层面。在当前中国特定的经济环境下，这些理论的前提条件、政策背景以及传导机制等都难以完全满足，导致其对人民币汇率波动的解释力度不够。引入短期因素，能够增加人民币汇率波动的解释力。新的汇率分析框架加入影响汇率波动的短期因素：市场情绪、超预期的货币政策、突发事件、其他类资产的价格等，从而对经典汇率分析框架做了进一步拓展。

2) 案例分析：新的汇率分析框架能够更好地解释人民币长期和短期波动。长期视角下，2005年以来，人民币汇率可分为7个阶段，其主要受到经济基本面、中美利差、美元指数、通胀、两国货币政策的综合影响，其中，经济基本面是汇率波动的核心因素。短期视角下，2018年以来，人民币汇率可分为5个阶段，主要受到情绪面和经济预期的影响。

2、新的汇率分析框架应用：2019年人民币汇率怎么走？

1) 汇率展望：2019年人民币汇率将呈现更加明显的双向波动格局。中美经济收敛是人民币升值的积极因素，但可能出现的中美贸易摩擦升级等风险事件将对汇率再次形成压制。由此，汇率下半年将呈现双向波动，区间6.7-7.0，均值大约为6.8。

2) 三点原因：经济基本面方面，中美经济收敛趋势较为确定，支撑人民币汇率升值。中国经济增长渡过快速下降期开始企稳，美国经济走弱迹象较为明显，中美经济收敛趋势确定。交易层面，中美利差与汇率走势的背离将有所改善。现阶段，中美利差阶段性走扩，与汇率的走势出现背离，主要由于短期风险事件因素驱动，未来看风险因素消退后，汇率回归基本面影响，前期利差走扩将传导至汇率。短期因素层面，中美贸易摩擦加剧人民币汇率波动。由于中美贸易摩擦不确定性较高，我们分三种情况讨论：第一，乐观方向，中美贸易谈判达成协议，市场情绪改善导致汇率升值；第二，中性假设下，中美贸易维持现状，汇率回归基本面影响；第三，悲观情况下，中美贸易摩擦升级，两国关税持续加码将导致人民币贬值，不排除破“7”的可能性。

3、汇率如何影响股市？一汇率与股市的正反馈效应加强

1) 国外经验：汇率和股市呈现稳定而不确定的关系。稳定性表现在股票和汇率作为两种资产共同受到宏观经济变量以及市场情绪的影响，不确定性体现在不同国家、不同时间点的核心影响因素不同。

2) 股汇传导机制：汇率波动形成趋势，能够影响市场情绪、人民币资产需求以及货币政策决策，导致利率、流动性以及风险偏好发生变化，进而影响股市。汇率一般通过资本流动、市场情绪以及预期影响股市，但A股外资占比依然不高，因此市场情绪和预期是更为核心的影响因素。

3) 未来看，在中美贸易摩擦影响下，汇率与股市的正反馈效应将逐渐增强。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，现阶段，在中美贸易摩擦的影响下，两类资产的波动性加剧，更容易通过市场情绪和预期以及跨境资本流动发生相互作用，导致正反馈效应不断上升。数据上看，4月以来股市与汇市相关性高达0.91。

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、中美贸易摩擦再度升温。

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

邱鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

内容目录

一、新的人民币汇率分析框架——经典框架+短期波动因素	4
1、经典汇率分析框架：经济基本面+交易需求	4
2、新的汇率分析框架：加入短期波动因素能够更好地解释汇率波动	5
3、案例分析一：新框架能够更好地解释长期波动（2005 年以来汇率波动）	6
4、案例分析二：新框架能够更好地解释短期波动（2018 年以来汇率波动）	8
二、新的汇率分析框架应用——2019 年人民币汇率怎么走？	9
1.核心结论：2019 年人民币汇率呈现更加明显的双向波动格局	9
2.经济基本面（核心因素）：中美经济收敛格局持续	9
3.交易层面：中美利差与汇率走势背离将改善	10
4.短期因素：中美贸易摩擦升级是影响短期汇率波动的核心因素	11
三、汇率如何影响股市？——股市与汇市的正反馈效应加强	14
1.股市和汇市存在稳定但不确定的关系	14
2.汇率如何影响股市？	16
3.汇率影响股市的条件	17

图表目录

图表 1：经典汇率分析框架	4
图表 2：影响汇率的短期因素	5
图表 3：新的人民币汇率分析框架	6
图表 4：2005 年人民币汇率分为 7 个阶段	7
图表 5：人民币汇率波动 7 个阶段的解释	7
图表 6：人民币汇率走势分为 5 个阶段	8
图表 7：中美制造业 PMI 收敛	9
图表 8：中美经济收敛	9
图表 9：中美经济收敛趋势确定	10
图表 10：中国 2019 年一季度主要靠净出口拉动	10
图表 11：美国 2019 年一季度主要靠净出口和存货拉动	10
图表 12：中美利差与汇率背离	11
图表 13：即期与远期汇率差值收窄	11
图表 14：中美贸易摩擦时间轴梳理	12
图表 15：美德利差走扩	12
图表 16：美欧制造业 PMI 持续高位	12
图表 17：央行汇率管理工具多样	13
图表 18：汇率和股市的关系：稳定而不确定	14
图表 19：日本不同时期汇率与股市相关性不同	15

图表 20：俄罗斯股市汇市同贬同升	15
图表 21：韩国股市汇市同贬同升	15
图表 22：即期汇率与上证指数相关性较高	16
图表 23：汇改以来汇市股市相关性上升	16
图表 24：人民币贬值资本账户流出趋势明显	16
图表 25：2019 年初北上资金加速流入 A 股	16
图表 26：预期改善的传导逻辑	17
图表 27：投资者信心指数上升	17

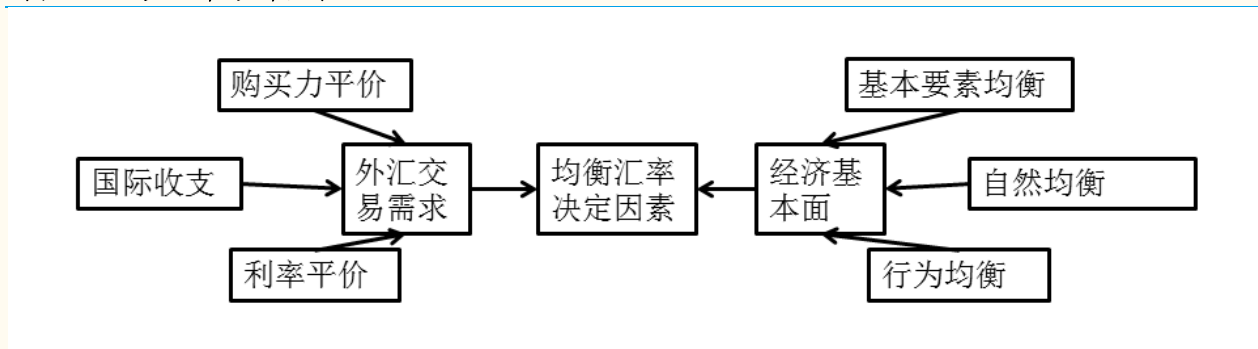
引言：2018 年 4 月以来，人民币率先贬后升，并与股票市场之间的正相关性逐渐加强，那么其内在逻辑、原因是什么？股票市场和汇率市场之间的关系是怎样的？汇率市场未来走势如何？对股票市场将产生何种影响？应该关注哪些核心变量以判断汇市对股市的影响？本文基于新的人民币汇率分析框架试图回答这些问题。

一、新的人民币汇率分析框架—经典框架+短期波动因素

1、经典汇率分析框架：经济基本面+交易需求

经典的汇率分析从两个视角出发：第一，从经济要素的角度出发，认为汇率本质上由两国经济基本面运行状况的相对强弱主导。第二，从交易因素出发，认为汇率主要取决于外汇的交易需求。

图表 1：经典汇率分析框架



来源：国金证券研究所

1) 经济要素的角度：基本要素均衡汇率理论、自然均衡汇率理论以及行为均衡汇率理论

基本要素均衡汇率理论。该理论将均衡汇率定义与宏观经济均衡相一致时的汇率。宏观经济均衡包括内部均衡与外部均衡两个方面，内部均衡指的是通货膨胀率和充分就业率之间的均衡，外部均衡指的是经常项目的均衡。该均衡理论认为经济增长、通货膨胀以及国际贸易最终决定均衡汇率。

自然均衡汇率理论。其基本概念是在不考虑周期性因素、投机资本流动和国际储备变动的情况下，由实际基本经济因素决定的能够使国际收支实现均衡的中期实际均衡汇率。它刻画的是一个动态均衡的概念，即由于资本、债务和外生经济基础变量随着时间的变动而变动，所以自然均衡汇率是一个移动均衡汇率。

行为均衡汇率理论。该理论认为总的汇率失调是由影响汇率波动的长期、中期经济基础因素以及短期暂时性影响因素及误差项决定，其中短期暂时性的影响因素包括实际汇率的预期、国内外实际利率差异、风险溢价等等。

整体上看，汇率均衡理论认为无论长期、中期还是短期的角度，两国经济基本面的相对运行状况是决定汇率的核心因素。

2) 交易因素的角度：主要有购买力平价理论、国际收支理论以及利率平价理论

购买力平价理论。该理论包括两个方面，第一是绝对购买力平价理论，认为两国货币的购买力决定最终汇率；第二是相对购买力平价理论，认为两国货币购买力的变动决定汇率的变动。逻辑上，当一国货币购买力下降时，该国货币相对另一国货币应是相对贬值的。

国际收支理论。认为外汇买卖有两个原因：贸易和投机。贸易对应的是经常项目，投机对应的是资本账户。当国际收支出现顺差容易导致该国货币升值，当

收支出现逆差容易导致该国货币贬值，这里的国际收支不仅包括贸易项还包括资本项。

利率平价理论。两国利差=本币预期贬值率=(本币预期汇率(或远期汇率)-本币即期汇率)/本币预期汇率。利率平价理论认为两国的利差应等于本币的预期贬值率，这是一个资本完全流动下的静态均衡状态，其衡量了投资者在选择持有不同币种之间的利益权衡。因此当均衡不能维持时，利差的变动会反应在汇率上。例如，当中美利差缩小，投资者因套利机会将在即期市场上将人民币换成美元，而在远期市场上将美元换回人民币，这导致人民币即期汇率贬值而远期汇率升值，重新达到利率平价均衡。

综上所述，三个理论分别从货币保值、支付以及投机的角度进行分析，理性人选择外汇还是持有本币，取决于该货币保值、支付和投机的能力有多大，因此汇率实际上取决于外汇交易需求。

2、新的汇率分析框架：加入短期波动因素能够更好地解释汇率波动

经典汇率理论分析框架对人民币汇率的波动解释力度有限。经典汇率分析框架主要是从经济要素以及交易需求两个角度判断均衡时汇率的决定因素，其更注重影响汇率的长期和本质因素，是汇率分析的基础。但由于经典理论的一些前提条件、政策背景以及传导机制等都难以完全满足，这导致其对人民币汇率的解释力度不够。例如，外汇交易需求层面，利率平价满足蒙代尔不可能三角定律，因此利率与汇率的相互制约建立在资本自由流动的基础上，但中国资本并不是完全放开的，这导致利率对汇率的传导显得不那么顺畅。

此外，从短期看，仍有一些因素能够对汇率的短期波动产生影响，例如市场情绪、超预期的货币政策、突发事件、其他类资产的价格等等，而这些是经典理论没有涉及的。有鉴于此，我们对经典的汇率分析框架做了进一步的扩展，加入短期因素使其能够更好地解释汇率波动。

图表 2：影响汇率的短期因素

货币政策	两国货币政策通过影响利率，从而影响两国利差，导致汇率变动
	我国现阶段货币政策主要受国内经济增长的影响
美元指数	美元指数与人民币呈反向波动关系
	美元指数主要受美国经济、欧洲经济的影响
市场情绪	市场情绪通过交易传递到汇率变化上
	市场情绪主要受到其他类资产价格的波动、未来两国经济预期等
风险事件	风险事件通过影响市场情绪以及未来预期从而影响人民币汇率
	突发性的风险事件往往会导致汇率大幅变动：例如英国脱欧、贸易摩擦、外交关系等
资产价格变动	资产价格通过市场情绪、风险偏好等方面影响汇率市场的交易
	资产价格的变动受到多方面因素扰动，如经济基本面、国家政策、流动性等

来源：国金证券研究所

(1) 影响汇率的短期因素

货币政策。两国货币政策一般通过两个因素影响汇率，一是利率，二是情绪。超预期的降息、加息等政策会短时间内影响跨境资本的流动，从而影响汇率需求。而货币政策所带来的情绪冲击会让市场投资者对未来经济和货币政策产生

预期，从而影响汇率。例如 2019 年年初，美联储释放宽松信号（停止加息并于 9 月停止缩表）使得美元大跌，推升人民币走强。

美元指数。美元指数与人民币汇率呈反向的波动关系，美元指数下降将导致人民币升值。短期而言，美元指数主要受到美国经济和欧洲经济市场预期的影响。

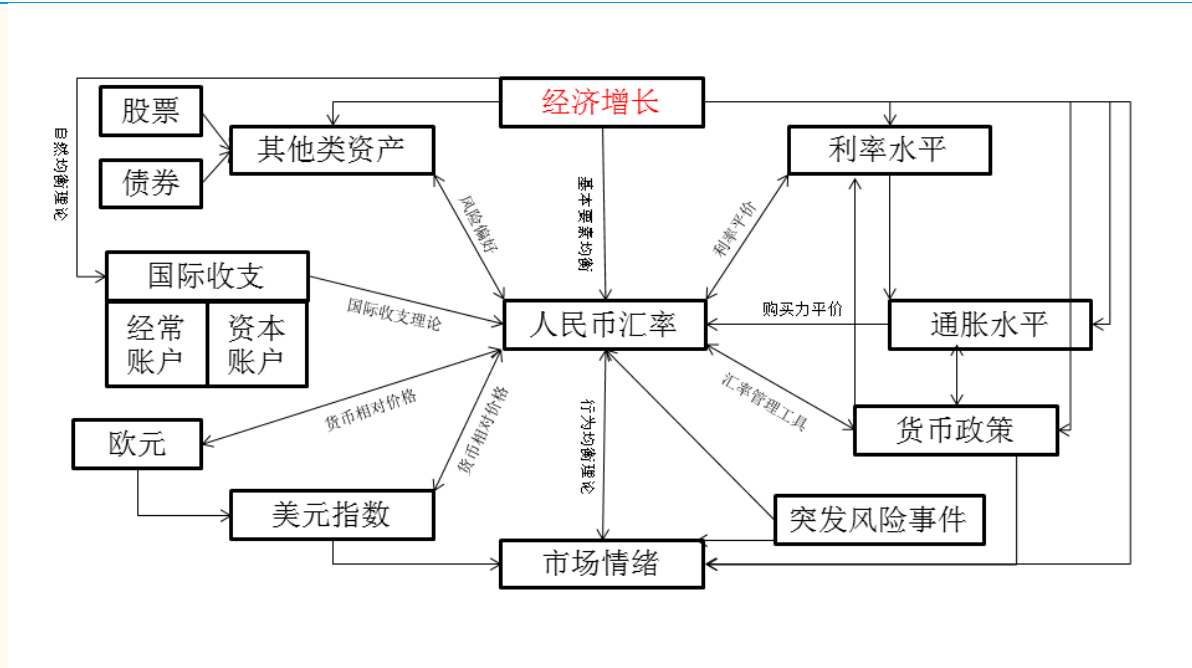
市场情绪和突发风险事件。情绪一般通过市场交易传递到汇率的变化上，其他类资产价格例如股票、债券、商品等的变动都会影响市场情绪从而改变风险偏好，对汇率造成影响。而突发风险事件也会导致汇率大幅波动，例如英国脱欧、中美贸易摩擦等等。

资产价格变动。资产价格的变动也会影响汇率市场的交易，主要从两个渠道：一是资本流动渠道，当一国资产价格上涨，例如股票市场，将会导致外资对该资产需求上升，从而推升本国汇率。二是情绪的角度，当一国股票市场上涨将推升市场风险偏好，从而导致该国汇率升值。

（2）新的人民币汇率分析框架

我们将影响人民币汇率的短期因素加入经典的汇率分析框架中，得到新的人民币汇率分析框架。这一框架可以分成三部分来看：第一，汇率的影响因素主要有九点，分别是经济增长、利率水平、通胀、货币政策、突发风险事件、市场情绪、美元指数、国际收支、其他类资产。第二，这些因素是相互交织相互影响的，无法独立的。第三，经济增长或者说两国经济基本面的相对运行状况是汇率分析的核心，它可以通过影响其他因素在综合地影响汇率。

图表 3：新的人民币汇率分析框架



来源：国金证券研究所

3、案例分析一：新框架能够更好地解释长期波动（2005 年以来汇率波动）

在新的人民币汇率分析框架下，我们认为从长期视角下，人民币汇率主要受到经济基本面、中美利差、美元指数、通胀、两国货币政策的综合影响，其中，经济基本面是汇率波动的核心因素。具体地，2005 年以来人民币汇率可分为 7 个阶段。

第一阶段：2005.12-2008.06，中美经济分化，中美利差扩大，美元指数下行，通胀差扩大共同导致人民币兑美元升值。

第二阶段：2008.06–2010.05，政策管制人民币盯住美元，导致人民币兑美元汇率保持稳定。

第三阶段：2010.05–2013.12，中美经济收敛（中国经济缓慢下滑，美国经济稳定），中美利差扩大，美元指数震荡，通胀差收缩，美国开始量化宽松，共同导致人民币兑美元升值。

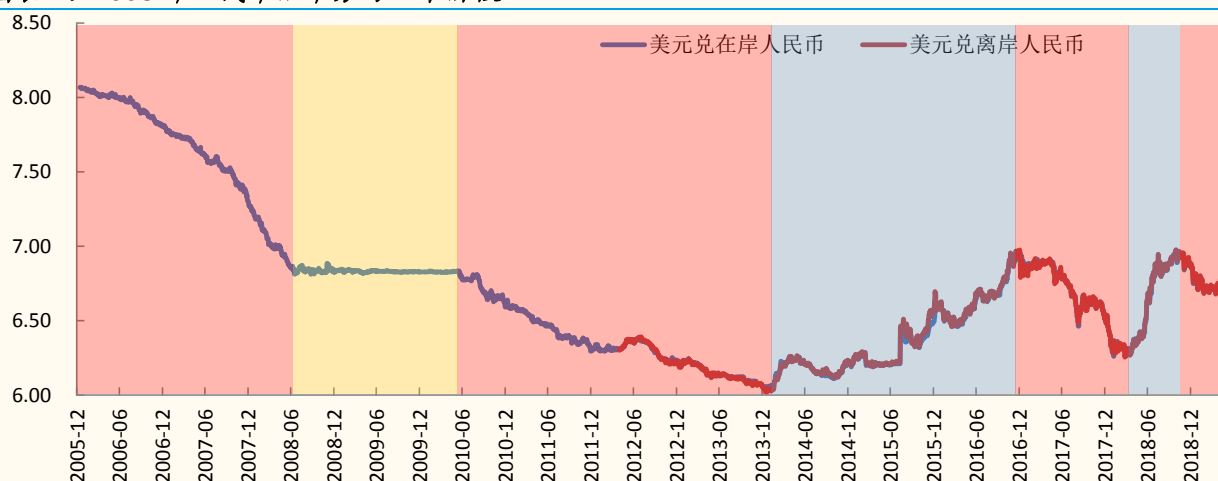
第四阶段：2013.12–2016.11，中美经济收敛到分化（美国经济先升后降），中美利差震荡，美元指数上涨，通胀差稳定，2015年美国退出量化宽松，共同导致人民币兑美元贬值。

第五阶段：2016.11–2018.03，中美经济小幅收敛，中美利差扩大，美元指数下降，通胀差先降后升基本稳定，导致人民币兑美元升值。

第六阶段：2018.03–2018.11，中美经济小幅收敛，中美利差缩小，美元指数上升，通胀差先降后升，导致人民币兑美元贬值。

第七阶段：2018.11–2019.03，中美经济小幅收敛，中美利差扩大，美元指数稳定，通胀差稳定，导致人民币兑美元升值。

图表4：2005年人民币汇率分为7个阶段



来源：Wind，国金证券研究所

图表5：人民币汇率波动7个阶段的解释

阶段	时间	升贬	因素分析(经济基本面+利差+美元指数+通胀)
第一阶段	2005.12–2008.06	升值	中美经济分化，中美利差扩大，美元指数下行，通胀差扩大共同导致人民币兑美元升值
第二阶段	2008.06–2010.05	震荡	政策管制人民币盯住美元，导致人民币兑美元汇率保持稳定
第三阶段	2010.05–2013.12	升值	中美经济收敛（中国经济缓慢下滑，美国经济稳定），中美利差扩大，美元指数震荡，通胀差收缩，美国开始量化宽松，共同导致人民币兑美元升值
第四阶段	2013.12–2016.11	贬值	中美经济收敛到分化（美国经济先升后降），中美利差震荡，美元指数上涨，通胀差稳定，2015年美国退出量化宽松，共同导致人民币兑美元贬值
第五阶段	2016.11–2018.03	升值	中美经济小幅收敛，中美利差扩大，美元指数下降，通胀差先降后升基本稳定，导致人民币兑美元升值
第六阶段	2018.03–2018.11	贬值	中美经济小幅收敛，中美利差缩小，美元指数上升，通胀差先降后升，导致人民币兑美元贬值
第七阶段	2018.11–2019.03	升值	中美经济小幅收敛，中美利差扩大，美元指数稳定，通胀差稳定，导致人民币兑美元升值

来源：国金证券研究所

4、案例分析二：新框架能够更好地解释短期波动（2018 年以来汇率波动）

2018 年以来，人民币汇率波动加剧，在新的汇率分析框架下，我们认为其主要受到市场情绪、短期风险事件、资产价格以及经济预期的综合影响。具体来看，2018 年以来，人民币汇率波动可以分为 5 个阶段。

第一阶段：2018 年 4 月 20 日-2018 年 6 月 15 日。美元指数大幅上涨，美国经济基本面强劲，欧元区上半年经济表现相对较弱，再加上年初我国经济基本面相对较好，人民币兑美元即期汇率小幅贬值。

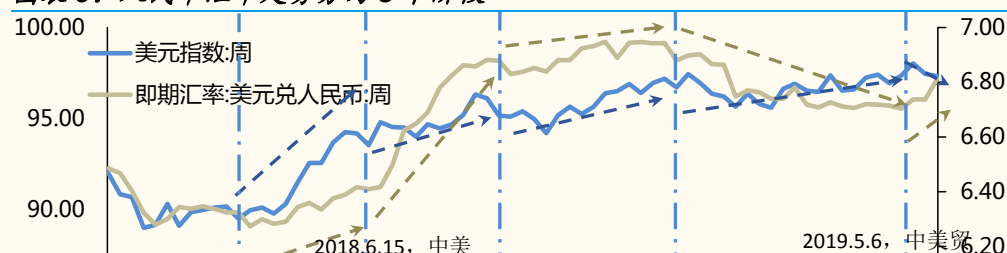
第二阶段：2018 年 6 月 15 日-2018 年 8 月 25 日。美元指数相对稳定，中美贸易摩擦下市场情绪持续恶化、国内经济增长预期走弱导致人民币汇率加速补跌。

第三阶段：2018 年 8 月 25 日-2018 年 12 月 08 日。美元指数相对稳定小幅上涨，虽然 10 月开始高收益债信用利差走扩等预示着市场对美国经济预期有所走弱，但欧元区经济相较于美国更差，因此对美元指数形成支撑。而人民币延续小幅贬值态势，主要因为经济基本面较差，且市场对于中国经济的未来预期不明朗。

第四阶段：2018 年 12 月 08 日-2019 年 5 月 6 日。美国经济相关指标持续走弱，而中国政府稳就业、稳增长意愿强烈，导致市场对美国经济预期逐渐悲观，而对中国经济预期逐渐乐观，中美经济由分化走向收敛，此外，中美贸易摩擦悲观情绪修复叠加国内股票市场大幅上涨，综合导致人民币汇率升值（2018 年 12 月的 6.9 升值 2019 年 5 月的 6.6）。而对于美元指数则由于一季度美国经济增长超预期小幅上涨。

第五阶段：2019 年 5 月 6 日至今。中美贸易摩擦再起波澜，美国将于 5 月 10 日将 2000 亿商品关税由 10% 升至 25%。风险事件发生极大影响了市场情绪，风险偏好下降，导致汇率贬值，同时股票市场下跌也对汇率造成正反馈效应，加速了汇率下跌。

图表 6：人民币汇率走势分为 5 个阶段



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_12377

