

## 宏观深度

## 人民币汇率是否进入了升值通道？

## 证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号  
S1060520090001

ZHONGZHENGSHENG934@PINGA  
N.COM.CN

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。



■ 10月以来，市场开始从人民币汇率升值对中国经济的冲击，以及央行所能容忍的升值上限的角度，对人民币汇率走势提出诸多猜想与讨论。我们关于人民币汇率走势的研究结论如下：当前从对市场情绪的反映程度来看，人民币升值已经接近充分，升值的上限或在6.5左右。但美国大选若拜登当选，则“利好出尽”之下人民币汇率回调风险值得关注。中长期看，尚不能断言美元进入了长期走弱周期，但倘若如此，人民币汇率的波动中枢将出现抬升（升值）。政策上看，中国仍将面临资本持续流入的可能，人民币汇率升值的支持因素仍多。因此，需要对人民币汇率走强做好政策预备，增加波动弹性而非加重单边预期应是政策的重中之重。具体地：

1. 梳理对本轮人民币汇率升值的多种流行解释，我们发现，国际收支情况（经常项目和证券投资项目顺差扩大）、中美博弈局势、美元指数走势，是人民币汇率的核心影响因素，而经济基本面（包括相对全要素生产率）和中美利差在历史上与人民币汇率不具有稳定相关性。
2. 人民币汇率已经较为充分地反映出中美博弈局势的缓和。目前，中美互加关税的规模和税率仍然维持在中美第一阶段经贸协议所达成的水平上，且相比去年底、今年初时，中美还相互推出了对实体和个人的制裁措施。如果我们假设当前中美关系回到了去年底、今年初时的状态，同时假设美元指数在当前水平上横盘震荡（93附近），那么对应美元兑人民币汇率应在6.64附近，也就是当前人民币汇率的波动水平。
3. 二季度中国国际收支顺差显著扩大，反映了资本大量流入的状况。由于国际收支平衡表突出一个“平衡”，今年经常项目和证券投资账户出现资金大量流入，在央行没有干预（增加外汇储备）的情况下，就必须通过各种渠道实现资金流出。因此，今年二季度“其他投资”和“误差与遗漏”项目的大额逆差，主要是与资本流入相对应的。
4. 美元指数的走向存在高度不确定性，需要结合美国大选结果，以及之后对美国经济、全球避险需求、美国有无恶性通胀（是否继续扩大财政赤字货币化）的影响，再做进一步分析。目前，尚不能断言美元进入了长期走弱周期；但倘若如此，会打破2015年以来人民币汇率相对稳定的波动中枢。
5. “下调外汇风险准备金率+逆周期因子回归中性”的组合，说明政策层面确实开始关注汇率升值的经济影响。如果按照上一轮升值周期最高达到的升值幅度（8.8%），本轮人民币汇率升值的上限约在6.53。人民币对美元和对一篮子货币汇率，都还有一定的继续升值空间。
6. 2017下半年开始人民币名义有效汇率与中国出口增速之间的相关性不再稳定，在新冠疫情消退前，人民币升值对出口影响也不会很明显，但在新冠疫情消退之后，若美元指数出现大级别调整，则可能引起人民币名义有效汇率的中枢发生变化，那么可能重新成为出口的重要影响因素。

# 正文目录

<b>一、</b>	<b>人民币汇率升值行至第三阶段</b>	<b>4</b>
<b>二、</b>	<b>人民币汇率的影响因素辨析</b>	<b>5</b>
1、	经济增长	5
2、	中美利差	6
3、	国际收支	7
4、	中美博弈	9
5、	美元指数	10
<b>三、</b>	<b>人民币汇率的政策信号</b>	<b>12</b>
<b>四、</b>	<b>研究结论</b>	<b>14</b>

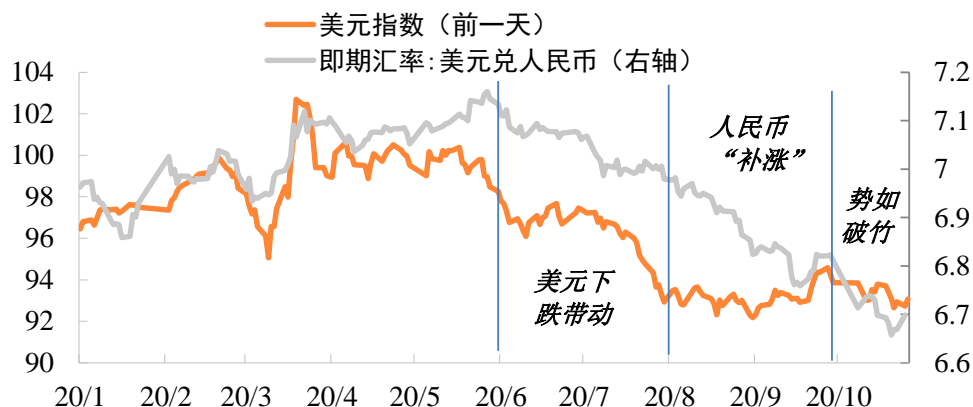
## 图表目录

图表 1	2020 年下半年以来人民币对美元汇率升值经历了三个阶段.....	4
图表 2	8 月以来，人民币对一篮子货币持续走高.....	4
图表 3	2015 年汇改后人民币释放了此前积累的贬值压力，但并未与经济增长显著相关.....	5
图表 4	长期来看，双边汇率与 GDP 增速差之间没有稳定相关性.....	6
图表 5	长期来看，双边汇率与相对全要素生产率之间也没有稳定相关性.....	6
图表 6	中美利差与人民币对美元汇率之间的相关性并不稳定.....	7
图表 7	美德利差与美元指数有较好相关性，但不能解释美元大级别的波动.....	7
图表 8	国际收支差额对人民币汇率有较强解释力.....	8
图表 9	二季度经常项目顺差扩大与服务逆差收窄有关.....	8
图表 10	二季度“其他投资项”呈现较大规模资本流出.....	8
图表 11	2105 年以来“误差与遗漏”项一直大额逆差.....	9
图表 12	“误差与遗漏”是个一直存在的平衡项.....	9
图表 13	2018 年 6 月以来，中美博弈是主导人民币汇率的核心变量.....	9
图表 14	人民币汇率已经比较充分地反映了中美博弈局势的缓和.....	10
图表 15	2015 年“811”汇改以来，美元兑人民币汇率与美元指数的波动有很强相关性.....	10
图表 16	本轮美元大周期与欧元国际地位起落相联系.....	11
图表 17	美元指数取决于美国经济“一枝独秀”的程度.....	11
图表 18	1970 年代美国恶性通胀对美元指数形成冲击.....	12
图表 19	今年美国 M2 增速历史性飙升，提高通胀风险.....	12
图表 20	人民币汇率波动中的政策调整.....	13
图表 21	逆周期因子通常仅用于平抑人民币汇率贬值.....	13
图表 22	2017 年下半年以来，中国出口与人民币名义有效汇率不再呈现反向相关性.....	14

## 一、人民币汇率升值行至第三阶段

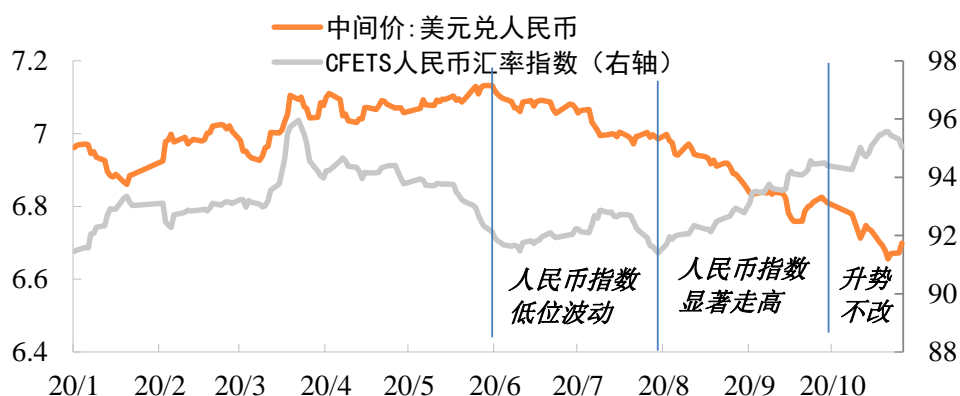
2020年6月以来，人民币对美元汇率走出了一轮趋势性升值。升值的过程（截至10月底）可划分为三个阶段（图表1、图表2）：1) 6月-7月，主要跟随美元走弱而升。这一阶段 USDCNY 从5月底的 7.15 跌至7月底的 6.98，人民币对美元升值 2.4%，人民币对一篮子货币汇率表现为低位波动。2) 8月-9月，可理解为人民币对美元汇率“补涨”。这一阶段美元低位企稳，但前期人民币受制于中美博弈局势仍显紧张，对美元升值幅度较小。随着中美关系阶段缓和，USDCNY 从7月底的 6.98 进一步升值至9月底的 6.81，再升值 2.4%。同时，人民币对一篮子货币汇率显著走高，CFETS 人民币指数从7月底的 91.4 走高至 94.4，升值 3.3%。3) 10月以来，人民币对美元升值超越了市场所理解的“补涨”范畴。这一阶段人民币对美元、对一篮子货币汇率均继续快速走高，而且是在央行10月12日将外汇风险准备金率从 20% 下调为 0%，释放出关注人民币汇率持续升值信号的情况下；CFETS 人民币指数从9月底的 94.4 进一步上行至 10月22日的 95.6，逼近今年3月23日美元骤升时形成的高点，以及 2018 下半年中美贸易冲突以来的高位。市场开始从人民币汇率升值对中国经济的冲击，以及央行所能容忍的升值上限的角度，对人民币汇率走势提出诸多猜想与讨论。

图表1 2020 下半年以来人民币对美元汇率升值经历了三个阶段



资料来源：wind, 平安证券研究所

图表2 8月 以来，人民币对一篮子货币持续走高



资料来源：wind, 平安证券研究所

市场对本轮人民币汇率升值的原因提出多个角度的解释。包括：1) 经济增长，中国经济率先从疫情中复苏，使人民币汇率进入升值通道；2) 中美利差，中国央行保持正常的货币政策空间，而海外央

行纷纷走向零利率、甚至赤字货币化；3) 美元指数，美元指数可能进入贬值周期，人民币汇率相应升值；4) 中美博弈，中美贸易冲突阶段缓和，人民币汇率的压制因素减弱；5) 国际收支，二季度中国国际收支总差额创 2018 年以来单季度最高，支持人民币汇率升值。简单梳理即可发现，本轮人民币汇率升值具有坚实基础，几乎所有汇率影响因素都形成了利好。

当前的问题在于，本轮人民币汇率能够升值到什么位置，持续性如何？要科学讨论这个问题，需要明确人民币汇率的核心决定因素究竟是什么。未来，上述因素的演化不太可能再持续共振，当这些因素所指的方向出现分化时，又将如何厘清人民币汇率走势的主线？接下来，我们将梳理人民币汇率的核心影响因素，在此基础上提出我们对人民币汇率走向的判断。

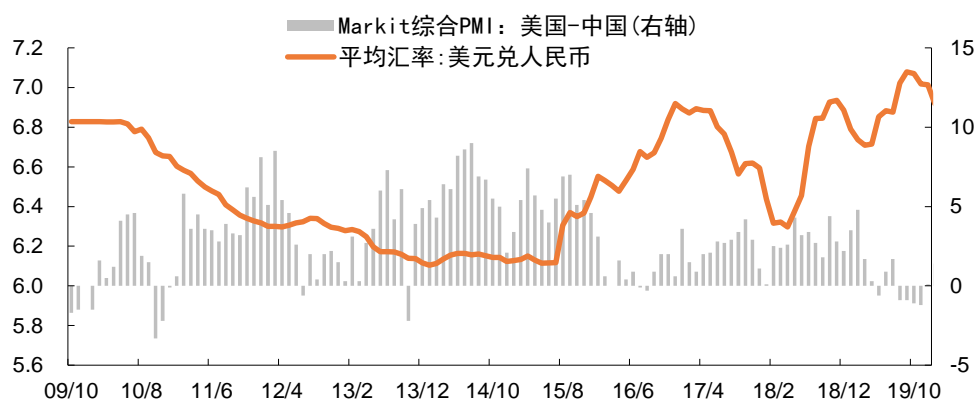
## 二、人民币汇率的影响因素辨析

### 2.1、经济增长

我们采用三种经济基本面差异的度量方式，都没有发现其与中美双边汇率之间有显著相关性。

1) 中国与美国的 PMI 差值，反映经济增长势能的相对强弱。2015 年“811 汇改”之前，美国经济增长势能持续强于中国，但人民币汇率却趋势性升值，积累了很大的贬值压力。“811 汇改”放开人民币中间价市场化决定后，人民币汇率贬值预期汹涌而起，人民币汇率的“补跌”持续一年多。2017 年之后，“补跌”告一段落，美元兑人民币汇率 vs 美国与中国 PMI 差值并未表现出显著相关性。尤其 2019 年 5 月以后，中国相对美国经济表现更佳，但人民币汇率相对美元却显著走贬（图表 3）。

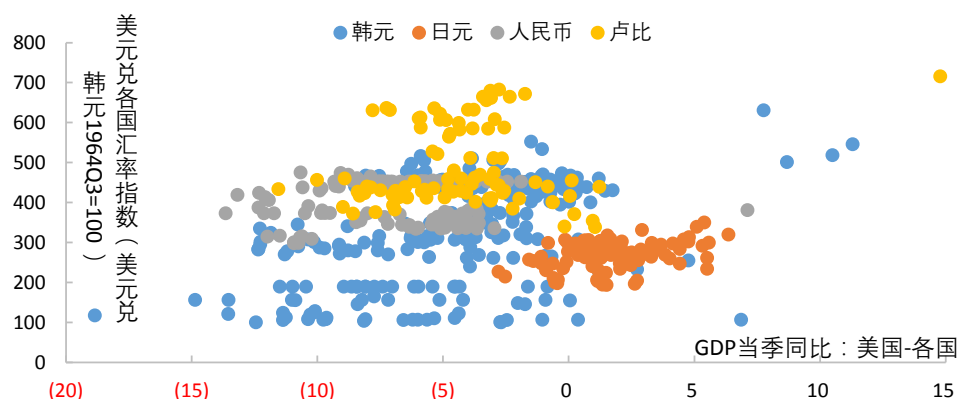
图表3 2015 年汇改后人民币释放了此前积累的贬值压力，但并未与经济增长显著相关



资料来源: wind, 平安证券研究所

2) 中国与美国的实际 GDP 增速差，反映经济增长的相对快慢。人民币兑美元汇率保持在一个较窄区间波动，并未随中美经济增速差的变化而呈现系统性变化。我们还考察了历史上韩元、日元、印度卢比三个亚洲经济体货币，发现也无法在 GDP 增速差的层面对汇率决定做出稳定解释（图表 4）。

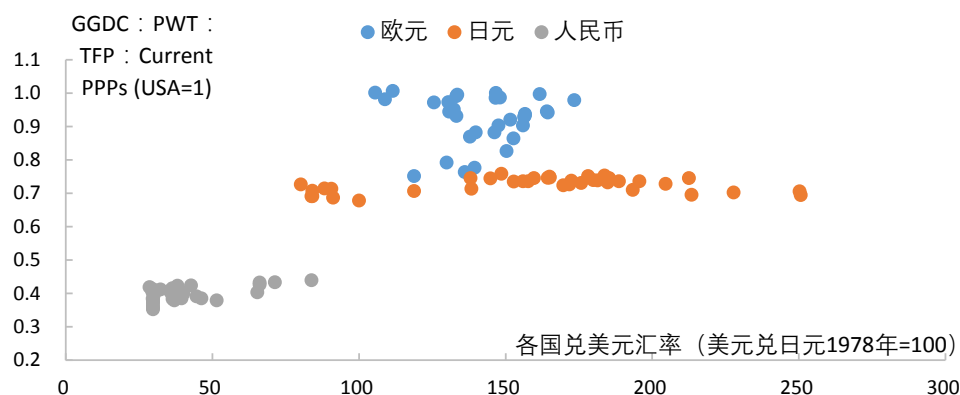
图表4 长期来看，双边汇率与 GDP 增速差之间没有稳定相关性



资料来源: wind, 平安证券研究所

3) 中国相对于美国的全要素生产率，反映长期经济增长的质量。1985 年以来，中国相对于美国的全要素生产率 (TFP) 一直稳定在 40% 左右，在 TFP 层面无法解释人民币对美元汇率的变化趋势。加入日本和德国的历史数据后发现：从跨国比较来讲，相对 TFP 的水平可以从一定程度上解释双边汇率的水平，譬如德国与美国的 TFP 更加接近，欧元兑美元汇率也位于更高水平；日本次之，中国再次。但是，TFP 无法解释一国汇率的历史波动，即便德国在 1985 年广场协议之后，相对美国 TFP 从 0.7 持续上升至 2002 年的 1.0，其汇率也不是随之线性升值的 ( 图表 5 )。

图表5 长期来看，双边汇率与相对全要素生产率之间也没有稳定相关性

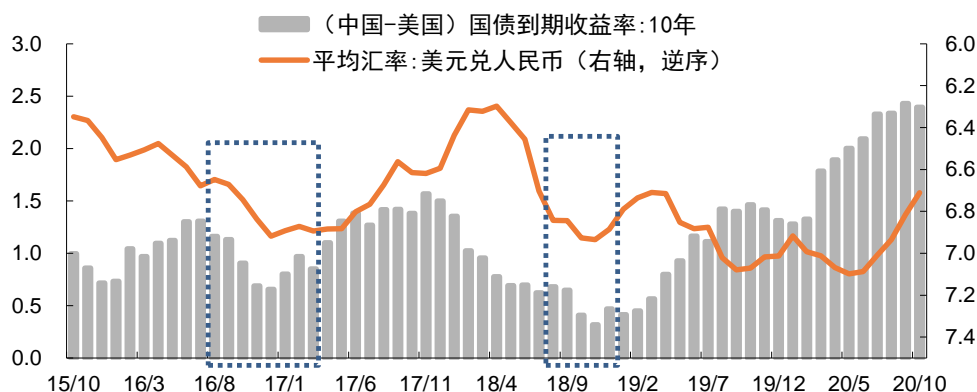


资料来源: wind, 平安证券研究所

## 2.2、中美利差

今年疫情冲击下，美联储施行零利率、推行实质上的赤字货币化，而中国人民银行保持正常货币政策操作，并率先推动货币政策正常化，导致中美利差攀升至历史极高水平。9 月中美 10 年期国债收益率差值达到 243bp，而 2008 年以来的月均最高值是 204bp。中美利差构成本轮人民币升值周期的一种解释。但纵观 2015 年“811 汇改”以来，二者仅在 2016 年 8 月至 2017 年 3 月、以及 2018 年 8 月至 12 月，表现出较为短暂的相关性。2019 年 5 月到 2020 年 6 月，甚至表现为一定程度的反向相关 ( 图表 6 )。

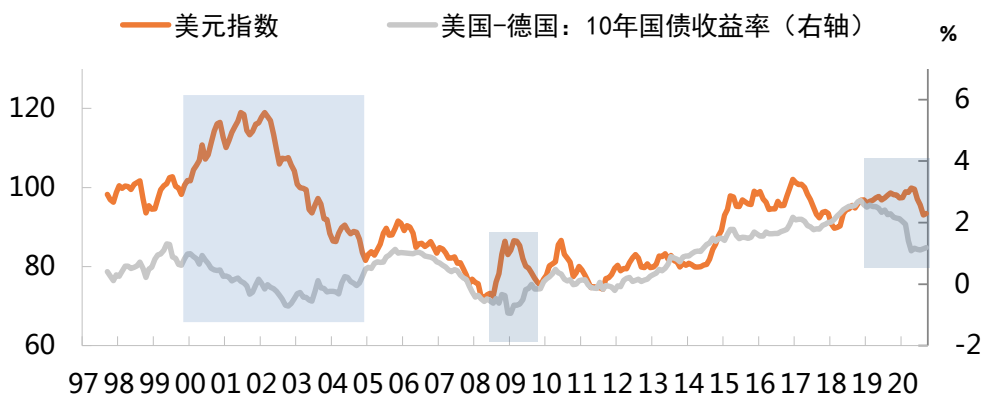
图表6 中美利差与人民币对美元汇率之间的相关性并不稳定



资料来源: wind, 平安证券研究所

特别是，中国还处于利率市场化继续推进的过程中，这也影响到中美利差对人民币汇率解释力的可靠性（因为中国的国债收益率也还不是充分市场化的）。作为对比，美德利差与美元指数的相关性就稳定得多，但也仅限于美元中小级别的波动。在2000年-2004年科网泡沫破灭后美元“大起大落”、2008年全球金融危机期间美元避险属性起伏、以及2019年后美国经济衰退预期增强等，这些大级别的美元波动中，美德利差也不具备解释力（图表7）。

图表7 美德利差与美元指数有较好相关性，但不能解释美元大级别的波动



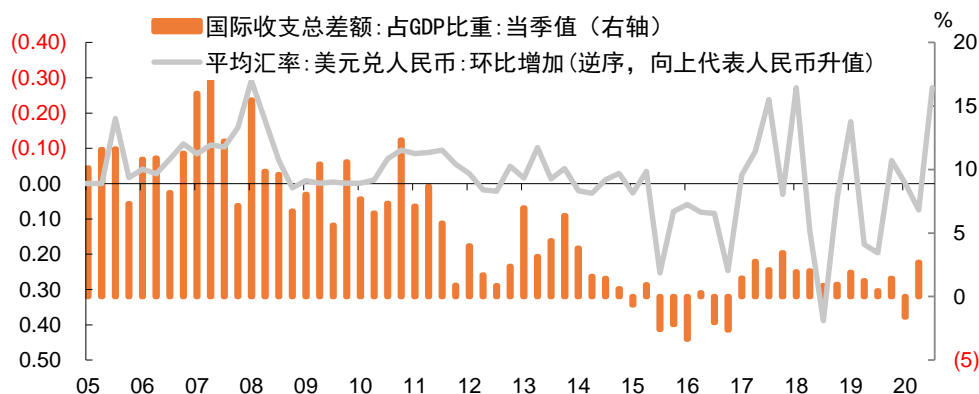
资料来源: wind, 平安证券研究所

## 2.3、国际收支

中国国际收支总差额（包含经常项目、资本项目、非储备性质的金融账户）对人民币汇率波动有较强解释力。2005年汇改扩大人民币汇率波动后，资本持续大规模流入中国，是2005年至2011年三季度人民币汇率趋势升值的核心原因。2011年四季度之后资本流入放缓，人民币汇率升值也随之缓和。2015年“811”汇改放开了人民币汇率的市场化定价，人民币贬值预期骤然增强，触发大规模资本外流，直到2016年底，国际收支才重回顺差。2018年中美贸易冲突后，由于经常项目顺差减少，国际收支顺差相应下降，人民币汇率也一度急剧贬值。总体而言，2015年8月之后，国际收支差额的变化与人民币汇率的波动呈现出稳定相关性（图表8）。



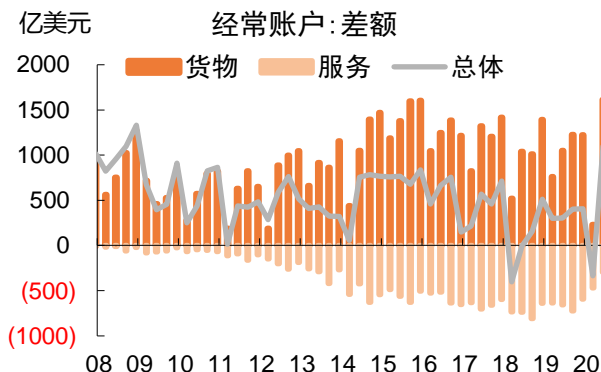
图表8 国际收支差额对人民币汇率有较强解释力



资料来源: wind, 平安证券研究所

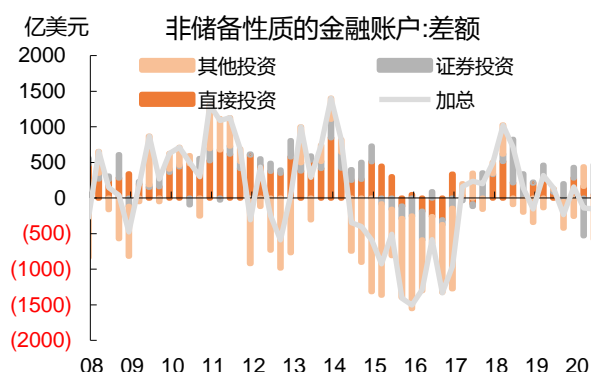
今年二季度中国国际收支顺差显著扩大，成为解释人民币汇率升值的重要依据，尤其是背后所反映的货物贸易顺差创多年新高、证券投资项下资本流入扩大。但以下两个结构问题需要注意：1) 经常账户顺差扩大也在很大程度上得益于服务贸易逆差显著收窄（图表 9）。2019 年中国服务贸易逆差中 83%是旅行项目逆差。可见，海外疫情导致出国旅行骤降，助推了国际收支顺差扩大。2) 非储备性质的金融账户中，“其他投资”项下出现了大额逆差，“误差与遗漏”项也呈现大额净流出。这两项曾被认为与资本外逃相联系，导致不少观点认为中国资本外流压力依然不容小觑（图表 10）。

图表9 二季度经常项目顺差扩大与服务逆差收窄有关



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表10 二季度“其他投资项”呈现较大规模资本流出



资料来源:wind, 平安证券研究所

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\\_1684](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1684)

