

人民币走向升值之路 ——基于人民币汇率的短期和长期视角

引言：3月以来，美元指数出现一波明显的下行，人民币兑美元汇率也随之升值。在上一篇汇率分析专题中，我们构建了美元指数的短期和长期分析框架，并根据该框架对美元指数进行了分析，进而得出美元指数短期见底概率上升、长期存在贬值压力的结论。同时，在此背景下，我们简要分析了人民币汇率的走势。本文基于人民币汇率的短期和长期视角，进一步深入分析人民币汇率在未来一段时间的走势。

一、更新人民币汇率的分析框架：引入短期影响因素后的经典框架。传统的利率平价理论并不太适合用于人民币汇率分析，因为中国的资本项目并未完全开放，因此通常使用更一般化的经典汇率分析框架来分析人民币汇率。经典的汇率分析框架主要包括经济基本面和交易需求两大方面的分析，该框架下影响汇率的主要因素有：经济增长、利率水平、国际收支以及通胀水平。但经典的分析框架对人民币汇率的解释力度有所下降，我们通过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，使其能够更好解释汇率的波动。

二、短期视角下，如果美元指数见底，人民币兑美元一定会贬值吗？当前，人民币汇率的形成机制为“以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度”。在对一篮子货币保持相对稳定的前提下，人民币兑美元汇率一般与美元指数呈反向走势（美元指数下行，人民币兑美元升值）。在上篇汇率分析专题报告中，我们认为，短期美元指数见底概率上升，那是否意味着人民币兑美元汇率也将上升（贬值）？并不一定。首先，前期美元指数的跌幅与人民币升值幅度并不对等。其次，美元指数反映的更多是美欧之间基本面差异，中美之间的基本面差异可能短期并未发生变化。第三，市场情绪修复明显，人民币升值预期上升。

三、长期视角下，人民币兑美元存在一定的升值压力。首先，中国经济在全球经济中的占比不断上升，中美经济总量的差距不断缩小。中长期视角下，中国的潜在经济增速虽然在减速，但依然高于美国，中国经济总量对全球经济的影响力仍在不断扩大。而且，随着中国经济结构调整的完成，中国经济对全球经济的重要性也在不断上升，这有利于人民币在全球贸易和结算中发挥更大的作用，从而对人民币汇率形成支撑。其次，“双循环”战略的实施，有望对全要素生产率形成支撑。虽然劳动生产率对潜在经济增长的贡献有所下降，但中国的全要素生产率对经济增长的贡献正在上升。这既有利于延缓中国的潜在经济增速的下滑，也有利于中国的潜在增长稳定在一个相对较高的水平。第三，人民币的国际化正在加速推进。除了前述两点要素的影响外，中国的对外开放力度和汇率制度改革也正在不断深化，这有利于加快人民币的国际化，从而在长期对人民币形成正面提振。

四、人民币汇率的走势，对大类资产配置有何意义？第一，中美利差可能持续保持较高水平，甚至进一步走阔。短期来看，尽管美债收益率短期存在上行动能，但中国国债收益率的上行动力可能更强。长期来看，中美潜在增长率的差异扩大，可能导致中美利差的结构性走阔。第二，人民币资产的吸引力得到支撑。第三，中国国债对外资吸引力上升。中国国债收益率是全球主要经济体中最高的，叠加汇率升值溢价后，对外资吸引力进一步上升。第四，外资流入有望对A股形成长期的支撑。

风险提示：全球格局巨变，中美冲突加剧，造成人民币汇率波动。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
duanxiaole@gjzq.com.cn

邱鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

杨一凡 联系人
yangyifan@gjzq.com.cn

内容目录

引言:	3
一、更新人民币汇率的分析框架: 引入短期影响因素后的经典框架	3
1、经典汇率分析框架: 经济基本面和交易需求最终决定汇率走势	3
2、新的汇率分析框架: 加入短期波动因素	4
二、短期视角下, 如果美元指数见底, 人民币兑美元一定会贬值吗?	5
1、当前的人民币汇率形成机制及复盘	5
2、当前的汇率形势有何不同?	6
三、长期视角下, 人民币对美元存在一定的升值压力	8
1、中国经济在全球的重要性上升	8
2、中国的“双循环”战略对未来一段时间的汇率形成正向提振	9
3、人民币国际化正在加速推进	10
四、人民币汇率的走势, 对大类资产配置有何意义?	12
1、中美利差可能走阔	12
2、中国资产的吸引力有望保持	13
3、中国国债对外资吸引力上升	14
4、A股也将受益于外资增加配置	14

图表目录

图表 1: 经典汇率分析框架	3
图表 2: 影响汇率的短期因素	4
图表 3: 新的人民币汇率分析框架	5
图表 4: “8.11 汇改”后人民币兑美元汇率和美元指数反向走势明显	6
图表 5: 美元指数的跌幅与人民币汇率升值幅度并不对等	7
图表 6: 美元指数主要构成	7
图表 7: 美德利差与美元指数相关性较高	7
图表 8: 一年期 NDF 由升转跌	8
图表 9: 即期汇率: 美元兑人民币-USDCNG: 即期汇利差率走低	8
图表 10: 中国经济占全球比重上行	9
图表 11: 双循环内容整理	9
图表 12: 人民币国际化章程梳理	10
图表 13: 跨境贸易人民币业务结算金额从 2012 年上行	12
图表 14: 人民币全球国际支付排名上升到第五名	12
图表 15: 外资占 A 股比重上升	12
图表 16: 央行人民币货币互换规模不断上行	12
图表 17: 中美利差将进一步走阔	13
图表 18: 外汇储备连续 5 个月上行	13
图表 19: 国际收支总体保持平稳	13
图表 20: 外国人持有国债和政府支持债券上行	14
图表 21: 上证指数和即期汇率: 美元兑人民币相关性较高	15

引言：

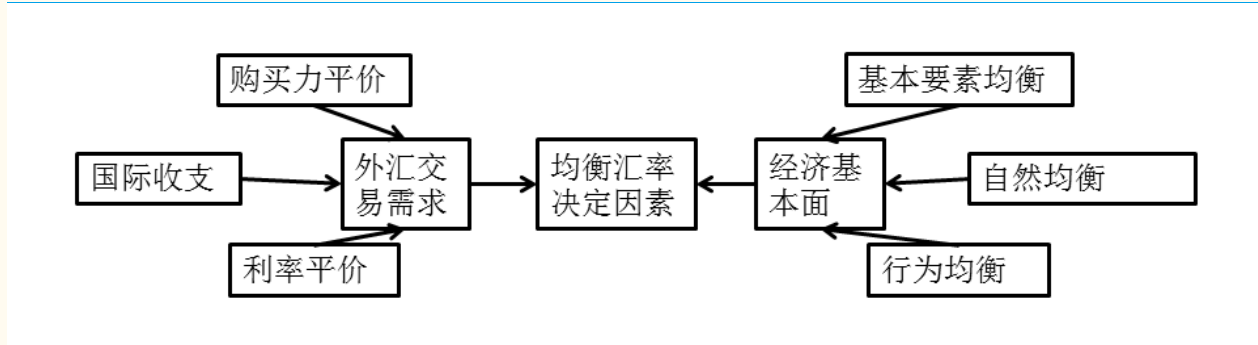
3月以来，美元指数出现一波明显的下行，人民币兑美元汇率也随之升值。在上一篇汇率分析专题中，我们构建了美元指数的短期和长期分析框架，并根据该框架对美元指数进行了分析，进而得出美元指数短期见底概率上升和长期贬值压力下降的结论。同时，在此背景下，我们简要分析了人民币汇率的走势。本文基于人民币汇率的短期和长期视角，进一步深入分析人民币汇率在未来一段时间的走势。

一、更新人民币汇率的分析框架：引入短期影响因素后的经典框架

1、经典汇率分析框架：经济基本面和交易需求最终决定汇率走势

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

经典的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。但从短期看，有一些因素能够影响汇率的短期走势，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。我们对经典的汇率分析框架做了进一步的扩展，使其能够更完全解释汇率的波动。

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。

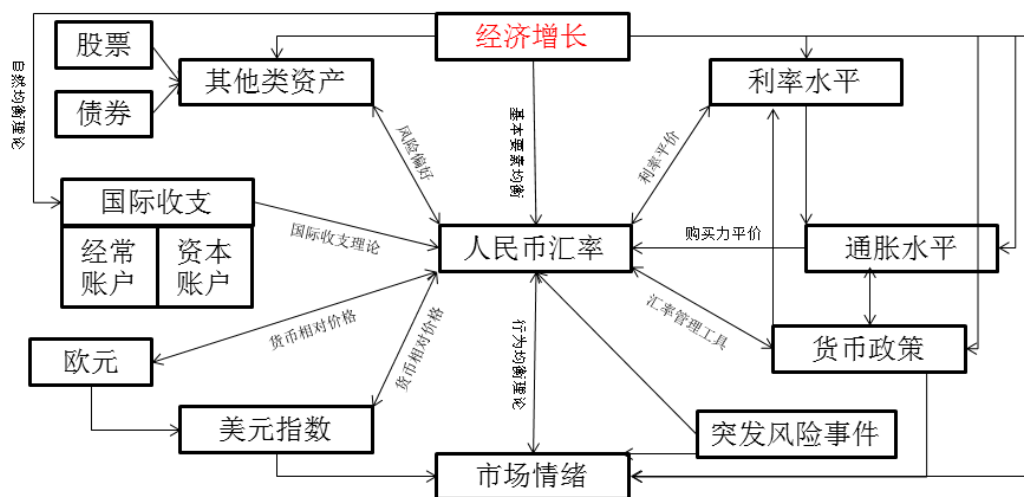
市场情绪和突发风险事件。情绪一般通过市场交易传递到汇率的变化上，其他类资产价格例如股票、债券、商品等的变动都会影响市场情绪从而改变风险偏好，对汇率造成影响。而突发风险事件也会导致汇率大幅波动，例如英国脱欧、中美贸易摩擦等等。

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



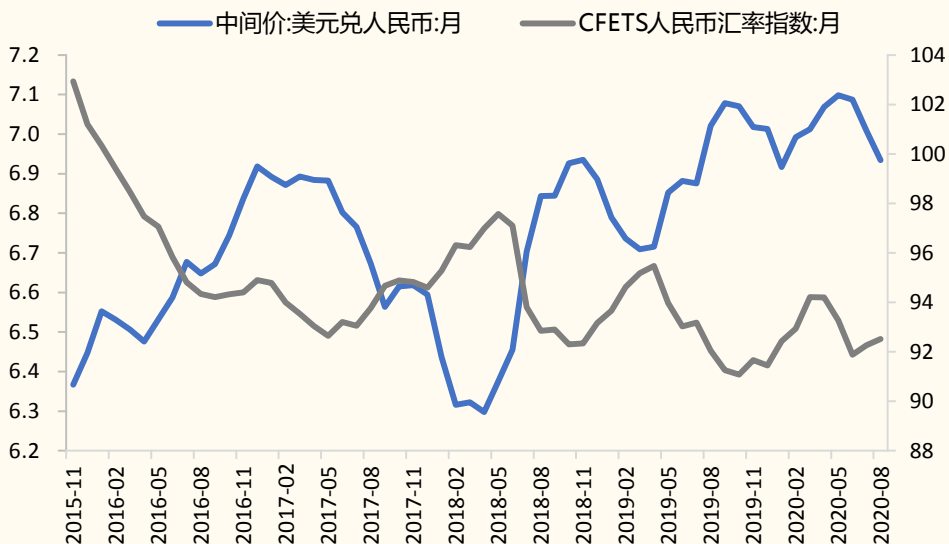
来源：国金证券研究所

二、短期视角下，如果美元指数见底，人民币兑美元一定会贬值吗？

1、当前的人民币汇率形成机制及复盘

人民币汇率的形成机制为“以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度”。从历史上来看，人民币汇率制度在 1981 年-1993 年经历了双重汇率制度及单一汇率制度；在 1994 年-1995 年，开始以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制度；在 1997 年到 2005 年汇改前，人民币汇率主要盯住美元的汇率制度；2015 年 8 月中国人民银行宣布实施人民币汇率形成机制改革，调整汇率中间价报价机制，其中主要内容是做市商参考上日银行间外汇市场收盘汇率，向中国外汇交易中心提供中间价报价，即参考收盘价决定第二天的中间价。此次改革优化了人民币汇率中间价的形成机制，提升中间价市场化程度和基准地位。2016 年 2 月，中国人民银行明确宣布实行“收盘价+篮子货币”的定价机制，收盘价的变化反映了外汇市场上人民币贬值或者升值压力的方向和强度。2017 年 5 月，中国人民银行在人民币兑美元汇率中间价报价模型中引入了逆周期因子，能够适度对冲市场情绪的顺周期波动，缓解外汇市场可能存在的“羊群效应”。之后在对一篮子货币保持相对稳定的前提下，人民币兑美元汇率一般与美元指数呈反向走势。

图表 4：“8.11 汇改”后人民币兑美元汇率和美元指数反向走势明显



来源：Wind，国金证券研究所

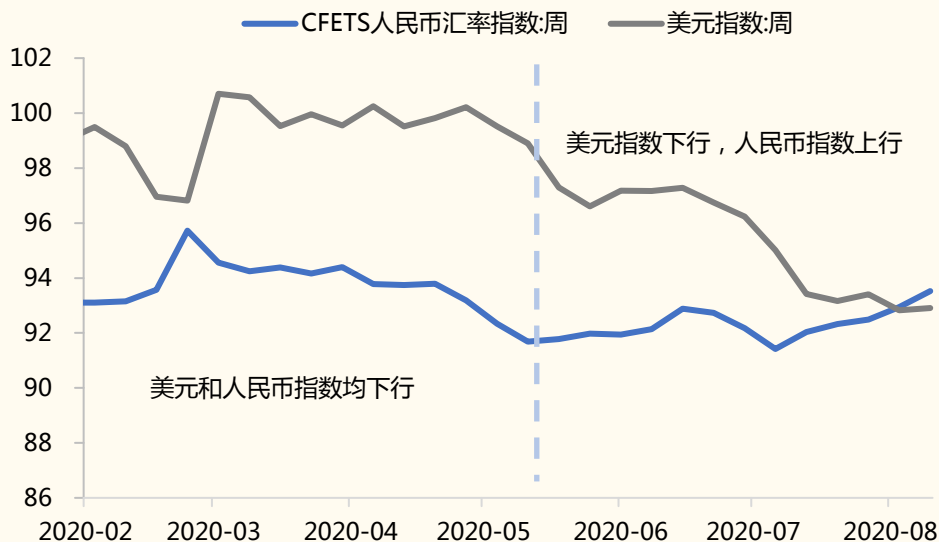
2、当前的汇率形势有何不同？

在上篇汇率分析专题报告中，我们认为，短期美元指数见底概率上升，那是否意味着人民币兑美元汇率也将上升？并不一定。

首先，前期美元指数的跌幅与人民币汇率升值幅度并不对等。在 3 月底流动性危机缓解美元指数下行的背景下，人民币指数并没有出现回升，反而呈震荡下行，主要由于：市场认为在海外疫情不确定的影响下，将对我国外需造成比较严重的负面冲击；美国宣布对华为实施新限制，打击半导体芯片供应导致市场预计中美关系有进一步恶化的可能，由于贸易战的直接影响在于冲击进出口贸易市场，影响经常项目，进而影响国际收支账户导致人民币兑美元贬值。数据显示，截至 5 月底，美元指数在 3 月底后贬值了 1.7% 左右，而人民币指数贬值了 4% 左右。人民币本轮的升值开始于 5 月底，美元指数加速下行，人民币开始呈上行趋势。数据显示，截至 8 月底，美元指数在 5 月底之后又贬值了 6%

左右，但人民币升值了 1.1% 左右，美元兑人民币也从 5 月底的 7.13 贬值到目前的 6.83。

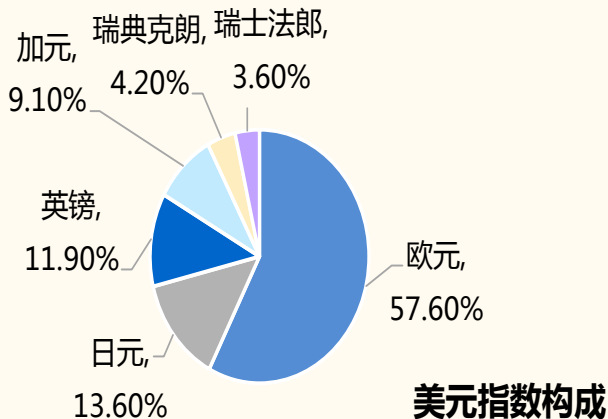
图表 5：美元指数的跌幅与人民币汇率升值幅度并不对等



来源：Wind，国金证券研究所

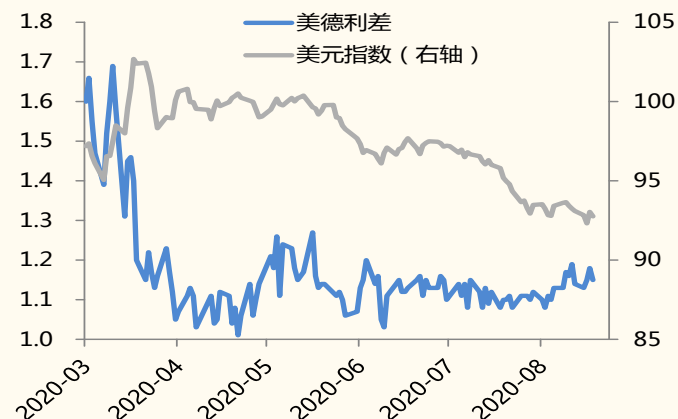
其次，美元指数反映的更多是美欧之间基本面差异，中美之间的基本面差异可能短期可能并未发生变化。美元指数是美元对一揽子货币汇率的加权平均。从美元指数的构成中分析，欧元在美元指数的构成中比重达到 57.60%，是最重要的货币之一。我们之前在报告《美元开启长期贬值周期了吗？》中提出，美元指数的主要驱动因子在于市场对美欧货币政策边际变化程度的定价。前期，为缓解流动性危机，美联储采取了大规模的宽松政策是前期美元指数大幅下行的主要原因，此外欧美政府应对疫情执政力的差异和疫情发展导致的经济面之间的差异进一步推动美元指数下行。同时，前期中国对疫情的控制，以及中国经济的恢复力度和速度也好于美国，形成了支撑人民币兑美元短期升值的基本面。未来 2-3 个季度，尽管美国经济会从疫情中恢复，美国货币政策的宽松程度也开始与欧元区收敛，但中国经济恢复的速度仍有望超过美国，也就是说中美经济增速的差异仍有望对人民币兑美元汇率形成支撑。

图表 6：美元指数主要构成



来源：Wind，国金证券研究所

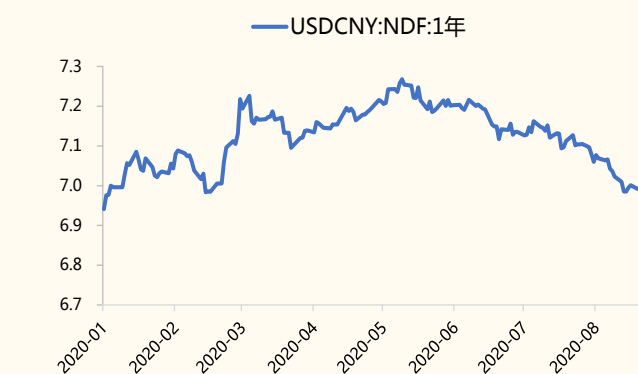
图表 7：美德利差与美元指数相关性较高



来源：Wind，国金证券研究所

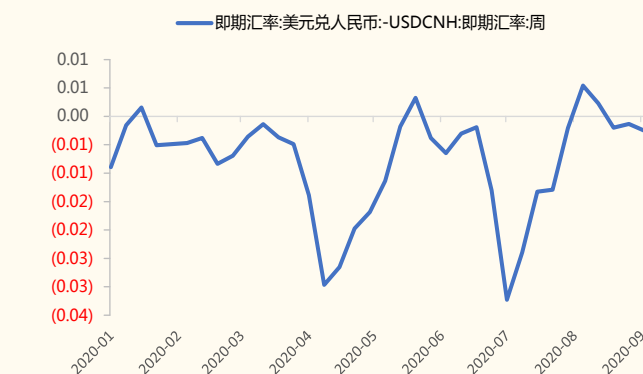
第三，从当前情绪面来看，市场情绪修复明显，人民币升值预期上行。从远期利率来看，NDF 由于其离岸特点，所以市场化的程度较大，从一定程度上可以汇率的预期变动。从当前数据来看，一年期的 NDF 从 5 月高点的 7.26 回落到当前的 6.99。另外，从在岸和离岸人民币汇率的利差来看，利差出现回落，说明市场对于人民币升值预期回升。

图表 8：一年期 NDF 由升转跌



来源：Wind，国金证券研究所

图表 9：即期汇率：美元兑人民币-USDCNH：即期汇利差率走低



来源：Wind，国金证券研究所

三、长期视角下，人民币对美元存在一定的升值压力

1、中国经济在全球的重要性上升

中国经济在全球经济中的占比不断上升，中美经济总量的差距不断缩小。20 世纪 80 年代以来，随着经济全球化浪潮的迅速推进，中国保持了长期相对较快增长势头，促使其在全球的地位持续上升。2008 年国际金融危机爆发后，全球经济格局调整的进程有所加快。同时，主要发达国家经济受到财政和债务危机的拖累，导致复苏缓慢，对全球影响力明显下降，中国经济的结构性转型成为拉动世界经济增长的主要力量。根据世界银行的数据显示，截至 2019 年，中国 GDP 占全球比重为 16.35%，远高于 2000 年的 3.60%，其中中国贡献了全球制造业总产出的 35%，意味着全球经济对中国经济的依存度相对有所上升。同时，中国和美国 GDP 占全球的比重差距也从 2000 年的 26.89 个百分点缩小到 2019 年的 9.02 个百分点，从长期来看，中国和美国经济差距的缩小，将社

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_2578

