

放长视角，细说人民币汇率趋势

摘要

- **详解近期的三个现象。** **现象一：美联储加息周期开启。**上一轮美国加息周期中，人民币汇率经历了先贬值后升值，之后受中美贸易影响波动，缩表对于人民币汇率的影响体现不明显。但本次加息在上半程节奏更快，中期海外经济复苏或有所放缓，我国稳增长政策发力，海内外经济相对优势或逐渐缩小，人民币汇率大幅贬值的压力不大。**现象二：美债收益率曲线倒挂。**美债收益率曲线对人民币汇率走势的相关性高于中美利差与人民币汇率，但根本仍在两国相对经济强弱上，不能简单的用美债收益率利差作为人民币汇率的解释变量。**现象三：中美利差倒挂。**中美利差缩窄多对于两国货币政策出现背离时，本次中美利差缩窄的根本原因在于疫后中美经济周期错位导致两国货币政策节奏出现分化，对于我国政策的影响较小，但需注意中美利差带来的外资扰动因素。
- **以邻为鉴：日本政策与日元。**2012年，综合日本经济情况、政治因素及货币政策等影响，日元大幅贬值。从结果上看，日元贬值对出口提振并没有抵消消费税提高对日本内需的抑制。日元贬值对应的结果为日本国际收支中的净资本流入并不大，美债与日本国债利差也基本稳定，但衍生品活动发生了变化。时间切回到当下，日本维持宽松的货币政策、灵活的财政政策，日元贬值幅度加大，相应的美日利差走扩。日元贬值使得周边国家本币升值上升，周边国家或出现竞争性贬值现象，其连带影响或给其他国家带来风险。
- **决定汇率走势的中短期因素。** **短期看**，两国宏观政策将持续作用于汇率走势。美国方面，政策制定者将注意力更多集中在控制通胀上；国内方面，政策以稳增长为导向。中美政策分化明显，短期中美宏观政策分化将延续，仍会给人人民币带来贬值压力，本轮贬值在岸人民币汇率或至6.8上下。**中期看**，我国稳增长政策将逐渐发力，宏观政策将尽快尽早支持实体经济，美国在通胀仍在高位政策加码的背景下中期经济增速或有所放缓，两国的经济复苏相对强弱差异中期缩窄，支持人民币汇率维持在较稳定的水平。**长期看**，人民币国际化使得人民币汇率有升值趋势，但政策与市场的共同作用将使得汇率在新的均衡下维持相对稳态。
- **其他影响因素。** **其一**，地缘政治风险的多重影响。俄乌冲突对人民币汇率的影响主要有两层：俄乌冲突对全球供应链、进出口贸易的影响；西方对俄罗斯发动制裁，或使得人民币结售汇有所增加。**其二**，近期高层对于汇率的相关政策，指向维持汇率基本稳定。对比之前对外汇存款准备金率的调整，这次的调节幅度更小，政策调整更加谨慎。**其三**，随着金融市场开放推进，外资与人民币资产的联动增多。**其四**，美国债务压力风险长期需引起注意。受后两个因素影响，人民币汇率长期持续贬值压力并不大。
- **风险提示：**国内宏观政策不及预期，海外紧缩浪潮超预期等。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn

联系人：王润梦
电话：010-57631299
邮箱：wangrm@swsc.com.cn

相关研究

1. 假期房地产数据仍弱，期待未来政策提振 (2022-05-06)
2. “宁静”的假期，全球紧缩继续蔓延 (2022-05-05)
3. 春寒更盛，景气待回升——4月PMI数据点评 (2022-05-01)
4. 又乘春风浩荡时——中央政治局会议解读 (2022-04-29)
5. 扩内需再出重大举措，汇率波动引发关注 (2022-04-29)
6. 国内稳经济政策密集出台，鲍威尔大放“鹰”词 (2022-04-22)
7. 疫情散发、政策加力，回弹或在即——3月经济数据点评 (2022-04-19)
8. 芳林新叶催陈叶，REITs的天时地利 (2022-04-18)
9. 海外动，“以我为主”下宏观政策加力在即 (2022-04-15)
10. 平稳的数据中，地缘政治影响波澜起——1-3月贸易数据点评 (2022-04-13)

目 录

1 详解近期的三个现象	1
1.1 现象一：美联储加息周期开启	1
1.2 现象二：美债收益率曲线倒挂	2
1.3 现象三：中美利差倒挂	3
2 以邻为鉴：日本政策与日元	5
3 决定汇率走势的中短期因素	8
3.1 短期受政策分化影响，中期看经济相对强弱作用	8
3.2 人民币国际化的长期影响	9
4 其他影响因素	10

近期市场关于美债收益率曲线倒挂、中美利差、人民币汇率的讨论颇多，4月以来，人民币快速贬值，5月6日当日美元兑人民币中间价较上日调降660点至6.6332，人民币汇率近期持续贬值达到2020年11月5日以来最低；与此同时，隔夜美元指数盘中突破103，离岸美元兑人民币盘中跌破6.71关口，为2020年11月以来首次。早在去年四季度，我们在《波动、震荡，背离后方向如何？》指出2022年人民币汇率整体趋贬，从基本面、政策面、事件面的角度对人民币汇率走势进行预判。本篇专题以美债收益率、中美利差为切入点，并从国际资本流动的角度，综合探讨国内外因素对经济和人民币汇率的影响。

1 详解近期的三个现象

伴随着美联储加息周期开启，美债收益率曾在4月初出现倒挂，中美利差也在4月下旬倒挂，但加息、美债收益率以及中美利差倒挂不是简单的对应关系，也不一定会出现人民币汇率贬值现象，在本部分我们分别从这三个现象探讨其与经济走势的联动及对人民币汇率的影响。

1.1 现象一：美联储加息周期开启

上一轮美国加息周期中，人民币汇率经历了先贬值后升值，之后受中美贸易影响波动，缩表对于人民币汇率的影响体现不明显。2015年“811”汇改后，人民币兑美元汇率中间价机制进一步市场化，人民币汇率双向浮动弹性明显增强，不再紧盯美元，汇率贬值预期升温，出现资本外流现象。期间，美联储从2015年12月开启加息周期，终结了十年来的QE，也正式结束了长达7年的零利率时代，到2018年12月共加息225个基点。从2015年12月17日至2018年12月20日，CFETS人民币汇率指数下降8.48%至92.91点，人民币美元汇率中间价下降6.45%至6.89人民币/美元。然而，这期间人民币贬值的时间仅占53.16%，分别对应2015年12月至2016年12月、2018年4月至2018年11月期间。前者主要受到2015年汇改的政策影响，国内货币政策以稳中偏松为主，2015年央行四次降准、五次降息，2016年3月再次降准50个基点，货币政策与美国背离；后者主要受中美贸易战冲击，2018年央行进行了四次定向降准，此外进行逆回购操作、调节MLF利率、提高存款利率自律上限等工具提高应对美国加息的利率政策弹性空间，也同样没有跟随美国的加息步伐。仅从上次美联储加息周期中不能得出加息必然对应人民币贬值的结论。2017年中至2018年上半年，人民币汇率整体呈现升值趋势，一方面国内经济增长表现较好，硬着陆风险显著降低。另一方面，央行引入逆周期调节因子表明其维稳态度，货币政策基调从稳健适度灵活到稳健中性，一定程度上没有完全背离美国的紧缩基调；再加上外汇监管的适度增强使得国内对于人民币汇率的预期更加稳定。整体来看，人民币汇率的波动更与我国经济基本面以及国内政策相关，尤其是相对经济的强弱及相对货币政策。我国经济基本面相对较强时，人民币汇率以升值为主；中美货币政策基调背离不大时，人民币汇率的贬值压力缩小。另外，从上一轮缩表（2017年至2019年）与人民币汇率的关系看，两者没有明显的对应关系。

本轮加息背景以及海内外情况与上次不同。当地时间3月16日，美联储宣布按1月议息会议指引结束购债计划，同时将联邦基金利率提升25个基点至0.25%-0.5%。3月议息会议纪要显示，美联储接下来可能进行多次大幅加息操作、通过更快缩减资产负债表收紧货币的倾向，计划每个月减少持有的资产规模多达950亿美元，即600亿美元的美国国债和350亿美元的抵押贷款支持证券，几乎是上次缩表时每月最高规模的两倍。时间5月4日，美联储加息50个基点，并宣布缩表，符合市场预期。本次美联储加息的主要目的在于控制

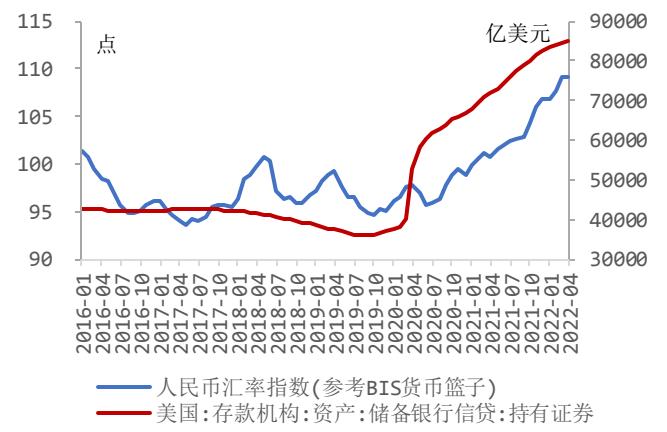
快速攀升的通胀，而上一次多是为退出宽松考虑，所以本次加息在上半程节奏或更快，而且目前美国经济复苏情况较稳定，就业市场恢复基本在预期之中，需求端仍较强劲，在没有黑天鹅事件冲击的前提下，这些因素短期支持加息幅度加大。在经济基本面方面，上次加息前期，美国经济增长相对国内更加强劲；本次美联储加息周期开启前，国内经济复苏较稳健，2021年在强劲的出口和外商直接投资的推动下，人民币汇率升值明显；2022年我国宏观政策积极配合稳增长目标，积极的财政政策提前发力，货币政策稳健灵活支持实体经济复苏，但经济下行压力有所显现，与海外经济复苏形成一定节奏差，此外我国货币政策也与海外紧缩背离，这都使得人民币汇率短期有贬值压力。但中期海外经济复苏或有所放缓，我国稳增长政策发力，海内外经济相对优势或逐渐缩小，人民币汇率大幅贬值的压力不大。

图1：汇改后，美联储加息操作与人民币汇率的变动情况



数据来源：Wind、西南证券整理

图2：美联储缩表与人民币汇率变动关系较小



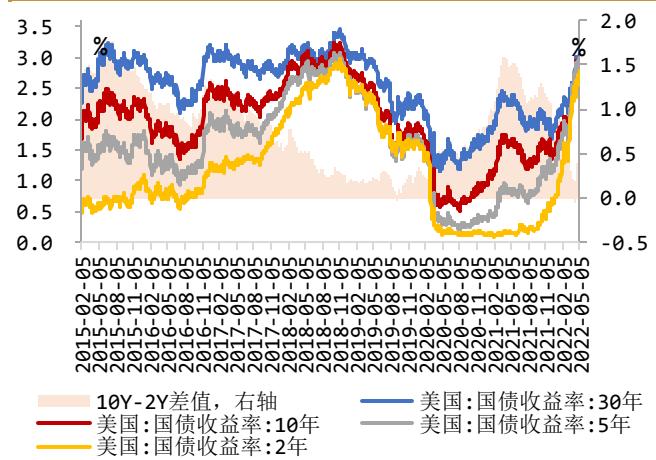
数据来源：Wind、西南证券整理

1.2 现象二：美债收益率曲线倒挂

美债收益率曲线对人民币汇率走势的相关性高于中美利差与人民币汇率，但根本仍在两国相对经济强弱上。汇改之后，美债10年期与2年期名义收益率倒挂仅出现两次，分别在2019年8月末以及2022年4月初，且持续时间都较短；美债10年期与5年期实际收益率倒挂分别在2018年7月31日至2019年1月9日、2019年7月31日至10月16日、2020年3月6日至5月15日这三个时间段中；美债10年期与2年期实际收益率倒挂出现在2019年8月14日。自2015年8月汇改以来，美债10年-2年期收益率差值与人民币兑美元中间价的相关系数为48.29%，自2018年以来，两者之间的相关系数为55.56%；而2015年8月至今，中美10年国债利差与人民币美元汇率的相关系数仅为13.46%，从数据可以明显看出，与中美利差相比，美债国债利差与人民币汇率的相关性更高；且汇改后，美债实际利差、名义利差与人民币汇率的相关性差别不大，但2018年中美贸易战至2020年疫情之前，美债名义利差与人民币汇率的相关性要更高。2018年1月至2019年12月，美债10年-2年名义利差与人民币兑美元的相关系数为84.88%，而美债10年-5年实际利差与人民币兑美元的相关系数为60.58%。从趋势上看，美债利差缩窄在大多情况下，对应人民币汇率贬值。美债2年与10年期收益率倒挂通常被视为经济衰退的前瞻信号，一般对应美国经济增长动力较弱，需注意的是，近几年美债收益率倒挂期间，国内经济和政策也在面临不同的挑战，不能简单的用美债收益率利差作为人民币汇率的解释变量。

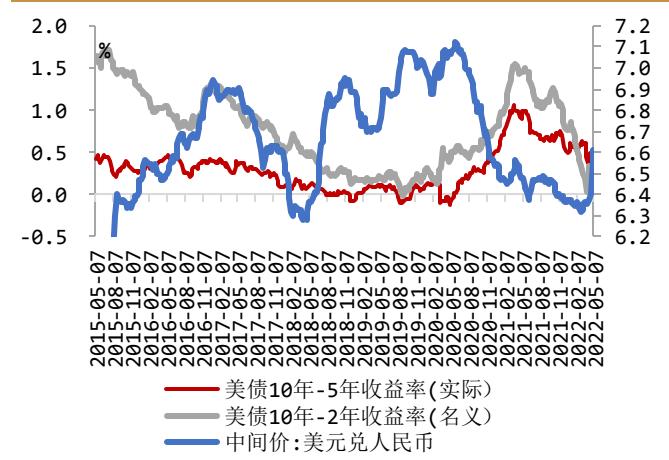
本次美债收益率曲线倒挂的时间依然较短，出现的时点较特殊。以往，美联储收益率曲线倒挂多出现在经济衰退前期或加息后周期，但本次在美联储加息开启时，受到近期通胀攀升、紧缩幅度预期加大的影响，短端利率上行明显，而未来的经济增速或逐渐放缓一定程度上抑制了长短利率上行的幅度，收益率曲线趋平。根据美国国家经济研究局（NBER）统计，除 1998 年外，其余的 6 次倒挂均成功预示了美国的经济衰退，首次倒挂与经济衰退的间隔时长通常为 1-2 年，且一般实际利率倒挂时也伴随着名义利率出现倒挂。但本次的倒挂在于名义收益率，而长短期实际收益率没有形成倒挂现象。当前，美债名义收益率出现倒挂与美国的特殊的经济状况（经济复苏伴随通胀急剧攀升）以及宏观政策有关。

图 3：美国不同期限国债收益率走势



数据来源：Wind、西南证券整理

图 4：人民币汇率与美债利差相关



数据来源：Wind、西南证券整理

1.3 现象三：中美利差倒挂

中美利差对人民币汇率影响相对有限。在上一篇专题（《波动、震荡，背离后方向如何？》）中，我们指出中美利差或收窄，但对于人民币汇率的影响相对有限。2010 年后，中美利差长期维持正值，一方面由于外需作为拉动我国经济的三驾马车之一，对经济的驱动力不容忽视；另一方面我国金融市场开放程度大幅提高，中美利率的联动性增强。2015 年汇改后，中美利差主要经历四次缩窄，除疫情之后中美利差缩窄外，其他三次分别对应：2015 年下半年至 2016 年 1 月美联储加息开启，而我国货币政策稳中有松、集中解决产能过剩等问题，中美货币政策逐渐背离；2016 年 7 月至 2016 年 11 月美联储仍处于加息周期，虽然两国货币政策背离的有所缓解，但我国开启金融去杠杆；2017 年 12 月至 2018 年 11 月，美联储进入加息后半程，我国在 2018 年实行 4 次降准，两国货币政策再次出现背离。综合来看，中美利差缩窄多对于两国货币政策出现背离时，本次中美利差缩窄的根本原因在于疫后中美经济周期错位导致两国货币政策节奏出现分化。在美国经济复苏、通胀水平持续攀升背景下，美联储在 3 月已做出加息 25 个基点的决定，并在 3 月议息会议纪要中强化了将一次加息 50 个基点的预期，并可能通过多次大幅加息、通过更快缩减资产负债表来收紧货币；而中国经济正面临三重压力，通胀压力可控，货币政策更重视“稳增长”，央行自去年 7 月以来，共计下调存款准备金率 1 个百分点，一年期 LPR 下降 15bp，五年期 LPR 下降 5bp，MLF 利率调降 10bp，并通过专项再贷款等结构性货币政策工具精准助力实体经济。中美利差倒挂对于我国政策的影响较小，也不是影响人民币汇率走势的根本原因。

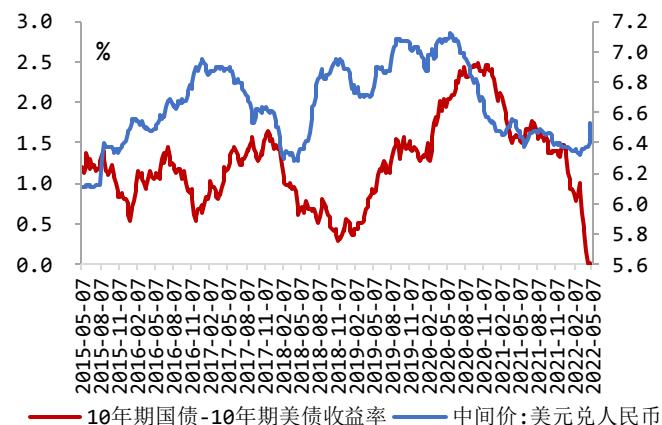
表 1：中美货币政策与中美国债情况

时间	我国央行货币政策基调	主要操作	美联储货币政策基调	主要操作	10年国债收益率	10年美债收益率	中美利差
2015年6月-2016年1月	稳健略宽松	6月、8月、9月和10月，下调金融机构人民币贷款和存款基准利率	货币政策正常化	12月首次加息，上调利率至0.25%-0.5%	下行	下行	缩窄
2016年1月-2016年6月	稳健略偏宽松	3月，下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点；4月份后，央行持续通过MLF和SLF续做填补市场流动性缺口	经济增速不及预期，加息进程暂缓	5月24日展开总金额不超过2.5亿美元的国债(到期期限为2-3年)公开销售；并于5月25日和6月1日分别开展两次总金额不超过1.5亿美元的机构住房MBS出售	较稳	下行	走扩
2016年7月-2016年11月	稳健略偏宽松	10月人民币加入SDR货币篮子生效。进一步完善了宏观审慎政策框架，将差别准备金动态调整机制升级为宏观审慎评估(MPA)，“收盘汇率+一篮子货币汇率变化”的中间价形成机制初步建立	加息紧缩	12月加息，上调利率至0.5%-0.75%区间	上行	上行	缩窄
2016年12月-2017年11月	稳健中性	1月，央行陆续通过TLF操作为现金投放量较大的几家大型商业银行提供临时流动性支持；自2017年9月11日起，将外汇风险准备金率下调至零	宽财政+紧货币	2016年12月,2017年3、6月加息，利率重回1%-1.5%区间，缩表于10月开启，抬升美债长端利率	上行	震荡	走扩
2017年12月-2018年11月	稳健中性	2017年12月末，央行建立临时准备金动用安排(CRA)；2018年1月，全国性商业银行开始陆续使用期限为30天的CRA；1月25日，普惠金融定向降准全面实施；4月、7月、10月下调人民币存款准备金率；8月，央行将远期售汇业务的外汇风险准备金率从0调整为20%；10月22日，央行引导设立民营企业债券融资支持工具；10月26日，央行增加再贷款和再贴现额度1500亿元支持对小微、民营企业的信贷投放	紧货币+贸易战	2017年12月,2018年3、6、9、12月加息，联邦基金利率水升至2.0%-2.5%区间	下行	上行	缩窄
2018年12月-2019年11月	因应形势演变灵活应对	2019年1月、5月、9月，三次降准；5月宣布“三档两优”存款准备金框架，有针对性地完善了“四道防线”；8月，发布改革完善LPR形成机制的公告，推动贷款利率“两轨并一轨”；11月，推动中小银行永续债发行“破冰”	政策转折，降息扩表	2019.7, 9, 10月3次降息，将利率调回到1.5%至1.75%的水平。自10月中旬起，美联储每月购买600亿美元短期美国国债，通过扩张资产负债表来大量增发美元	震荡下行	下行	走扩
2020年2月-2020年8月	适度宽松到灵活适度	1月，开展定向中期借贷便利操作2405亿元，下调金融机构存款准备金率0.5个百分点；4月，对中小银行定向降准1个百分点、调降MLF利率、提供再贷款再贴现资金及利率优惠等；7月，下调再贷款、再贴现利率；8月以来，公开市场操作、MLF成为主要流动性调节工具	无限量宽松	2020年3月美联储召开两次临时会议，以非常规降息方式将联邦基金目标利率目标范围降至0%-0.25%，同时宣布无限量重启量化宽松。美国进入零利率，美联储资产负债表快速扩张，货币供应大幅增长	上行	下行	走扩
2020年9月至今	稳健的货币政策灵活精准	2020年9月15日，央行开展MLF操作；10月12日起，央行将远期售汇业务的外汇风险准备金率从20%下调为0；7月降准0.5个百分点；9月-12月，加大公开市场操作力度，12月降准0.5个百分点；2022年一季度，MLF和公开市场逆回购操作的中标利率调降	从宽松到收紧，态度愈发鹰派	2021年，美联储的货币政策会相对稳定，超低利率会保持不变，量化宽松规模则会相对稳定；2022年3月美联储加息25个基点，5月加息50个基点。	震荡下行	震荡上行	缩窄

资料来源：新华网、西南证券整理

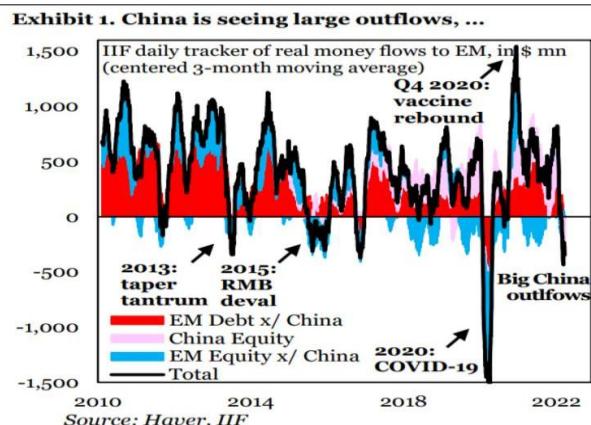
但需注意中美利差带来的外资扰动因素。截至 2021 年末，境外机构在中国债券市场的托管余额为 4.1 万亿元，占中国债券市场托管余额的比重为 3.1%。截至 2022 年 2 月末，外资持有我国债券和股票市值合计为 1.25 万亿美元。根据 IIF 的资本流动追踪，2022 年 3 月新兴市场资本流出 98 亿美元，股票和债券分别为 67 亿和 31 亿美元，其中中国股市流出 63 亿美元，也是 2022 年首次出现资本净流出的情况，债市也出现大幅流出现象。近期无论股市和债市都是外资流出的现象，一方面，俄乌冲突下部分欧洲资金在避险需求下，更倾向于卖出中债购买美债，资本外流的同时中美利差缩窄；另一方面，中美货币政策背离，经济走势也有所分化。从 4 月初的数据看，外资仍在流出，但幅度较 3 月有所缩窄。综合来看，中美利差和国际资本流动短期对人民币汇率带来贬值压力，但中期的影响相对较小。

图 5：中美利差与人民币汇率的走势



数据来源：Wind、西南证券整理

图 6：近期外资流出中国

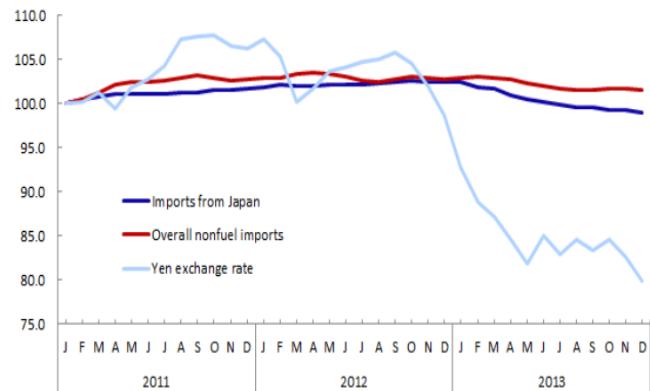


数据来源：Wind、西南证券整理

2 以邻为鉴：日本政策与日元

2012 年，受日本经济状况、政治因素及货币政策等影响，日元大幅贬值。2012 年安倍上台后，为扭转经济疲软态势，同年 12 月，日本制定了一系列促增长政策。宽货币方面，日本央行设定 2% 的通胀目标，并开始以每月 7 万亿日元的速度购买政府债券（开放式资产购买），以刺激需求，最终提振价格；灵活的财政政策方面，集中在对提高工资的公司减税上；除财政和货币政策外，日本还采取结构性改革来提振经济。政策使得日元兑美元汇率大幅下跌，扭转了长期以来日元相对美元强势上升的趋势。从 2012 年 9 月到 2013 年 5 月，日元兑美元的汇率暴跌了 22.5%，之后下跌速度明显放缓，但在 2012 年 5 月至 12 月期间，日元兑美元又下跌了 2.4%。日元贬值意味着美元对日本进口商品的购买力增加。伴随日元贬值，2012 年 9 月到 2013 年 12 月，日本出口商品的价格下降了 3.5%，日元贬值对其主要出口商品价格的影响较大，如非电气机械、计算机和电子产品以及化学品等，这些商品加起来占美国从日本进口的近 40%。2013 年 7 月，日本 CPI 同比上涨 0.7%，11 月 CPI 同比上升至 1.5%，核心 CPI 同比上涨 1.2%，此外工资、生产产量和零售额也随之增加。2012 年 9 月，日本的经常账户经季节性调整后出现自 1981 年 3 月石油危机以来的首次逆差。2014 年 8 月，许多日本公司已将生产转移到海外，部分日央行官员认为出口对日元贬值的反应减弱。从结果上看，日元贬值对出口提振并没有抵消消费税提高对日本内需的抑制。2014 年 4 月，日本消费税率上调至 8%，以至于 2014 年第三季度日本 GDP 环比下降 0.4%，同比下降 1.6%，连续 2 个季度下滑。

图 7: 2011 年 1 月 2013 年 12 月日本价格和汇率变化



数据来源：美国劳工部、圣路易斯联储，西南证券整理

对应的结果为日本国际收支中的净资本流入并不大，美债与日本国债利差也基本稳定，但衍生品活动发生了变化。日本企业对外业务频繁，居民参与国际投资的程度也较深，2012-2013 年的日元贬值没有给日本资本带来太多流动。日本投资者在日元贬值期间抛售了外国资产，而流入日本股市的外资明显增加，但由于股票流入的汇率风险通常通过抛售远期日圆来对冲，股票流入对汇率的影响不大。第二个现象在于，2008 年金融危机后，日元与美元的收益率差收窄明显，在 2012-2013 年日元贬值期间，日美利差低位波动，2013 年下半年小幅走阔。从衍生品头寸看，自 2008 年金融危机以来，交易员持有大量的日元净多头头寸，从 2012 年 10 月起又重新配置为净空头头寸，外汇掉期约占日元日交易量的 35-40%。

图 9: 2012、13 年间日本居民持有海外头寸变化较小

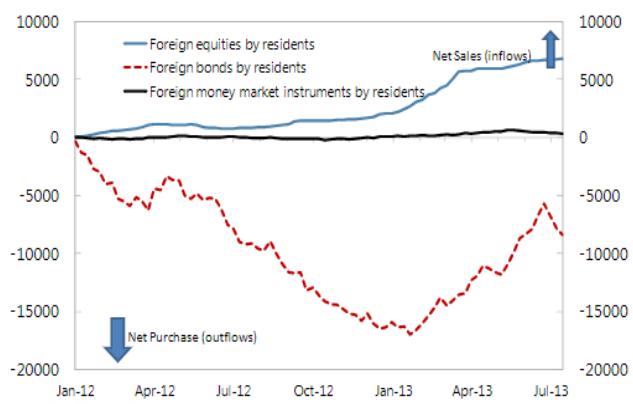
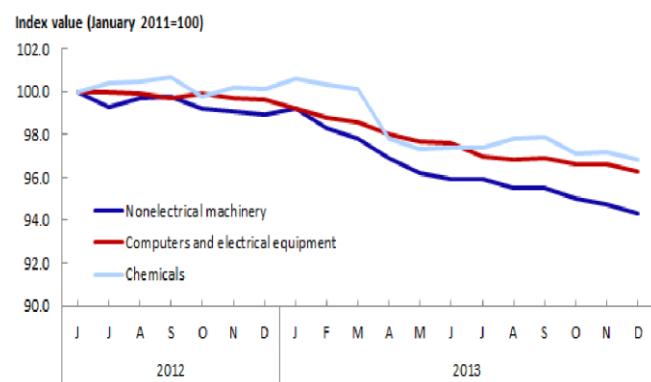
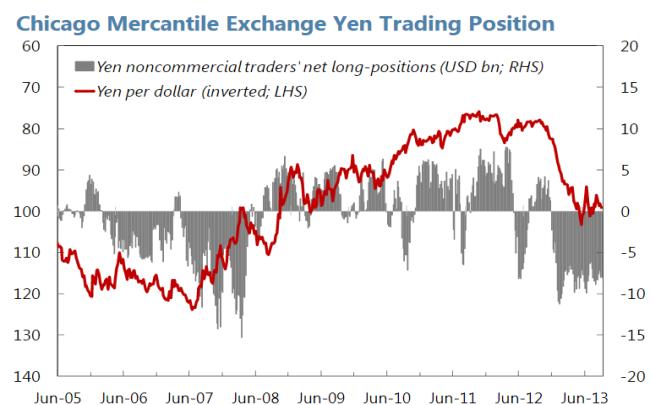


图 8: 2012 年 6 月至 2013 年 12 月日本出口主要商品价格变化



数据来源：美国劳工部、圣路易斯联储，西南证券整理

图 10: 2012、13 年间日元非商业净头寸



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_41295

