



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO., LTD

专题报告

2022-11-22

人民币汇率的领先指标探究

夏佳栋
股指研究员
从业资格号: F3023316
交易咨询号: Z0014235
☎ 0755-23375130
✉ xiajd@wkqh.cn

报告要点:

今年以来,人民币汇率大幅下跌,对股票市场和商品市场产生了较大的影响。一直以来,汇率都是一个难以研究但又十分重要的品种。本文尝试利用经济学原理去寻找汇率的领先指标,通过对多个指标的拟合研究以及情景分析,最终找到了一个较为有效的领先指标。

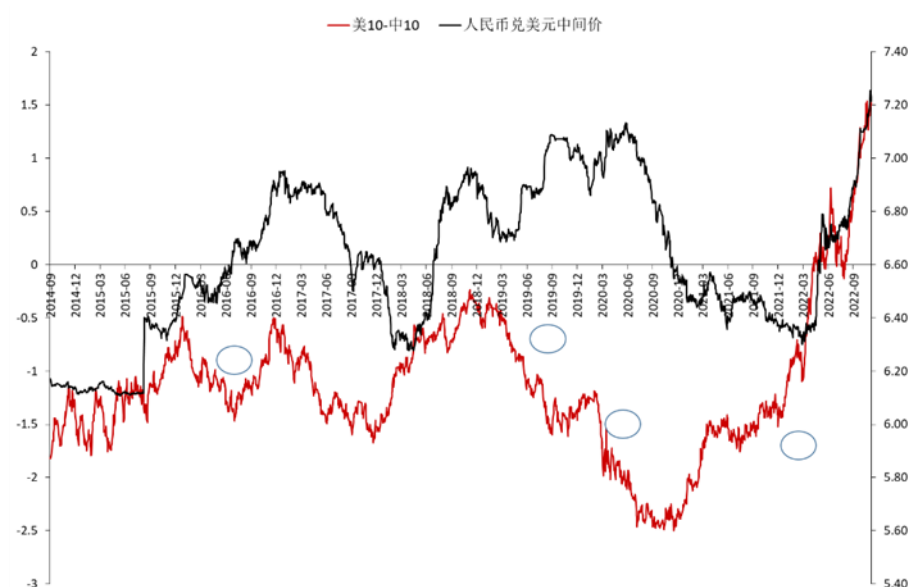
一、汇率的经济学理论

汇率的主要经济学理论有国际收支理论、购买力平价理论、利率平价理论、汇兑心理说、均衡汇率理论、最适度货币区理论、货币主义的汇率理论、资产结构平衡说等等。但大部分理论的前置条件过多，并不符合现实情况。另外部分理论也仅是假说，在数据验证上存在明显的缺陷。

综合判断下来，我们认为利率平价理论是最好的研究切入点。我们知道，汇率和利率是一个经济体的经济状况、货币政策、通货膨胀的综合体现。如果要找到汇率的领先指标，从利率角度去探究会事半功倍。

二、中美利差

图 1：中美 10 年期国债利差（%）与人民币汇率



数据来源：WIND，五矿期货研究中心

首先，我们想当然地从最常用的中美 10 年期国债利差切入，我们发现图 1 中红线存在一定的领先性，但也有部分时间段存在较大的劈叉（蓝圈部分）。在这里，我们想到的是，或许 10 年期国债的敏感性较低，用短端国债利差来试验效果会更好。

所以，接下来我们尝试用中美两年期国债利差。

图 2：中美 2 年期国债利差（%）与人民币汇率



数据来源：WIND，五矿期货研究中心

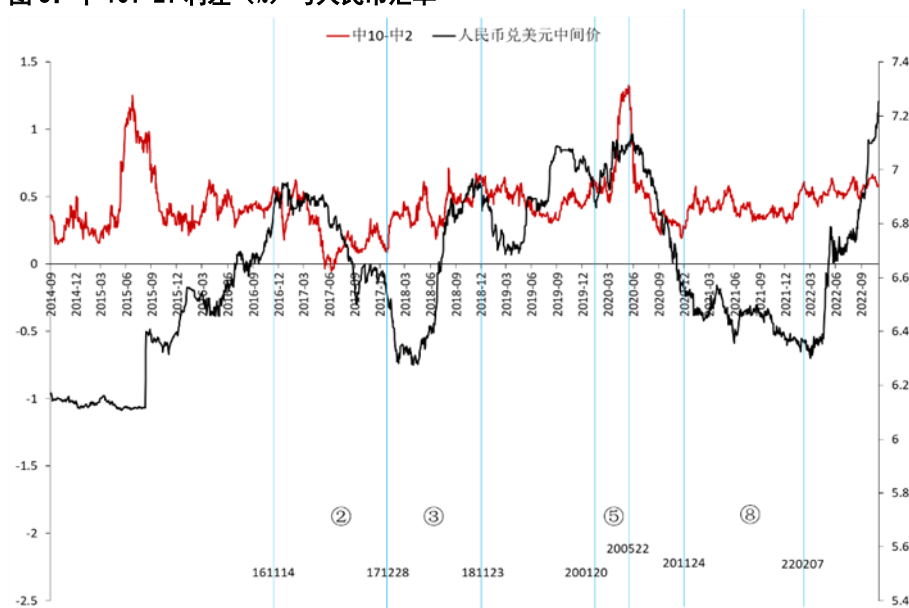
同样地，我们也发现了和前面一样的问题，图 2 中两条线在大轮廓上是一致的，但也有部分时间段存在较大的劈叉。只是相对来说，图 2 中红线的领先性较图 1 有了显著的提升。

既然中美利差在大轮廓上和人民币汇率是一致的，那么在有劈叉的地方，就不是因为中美之间的差异，更有可能是两国之中某一国发生了特殊的情况。

接下来，我们试图通过中国 10Y-2Y 利差和美国 2Y-10Y 利差，来解释图 1 和图 2 中劈叉的地方。

三、中国长短利差和美国长短利差

图 3：中 10Y-2Y 利差（%）与人民币汇率

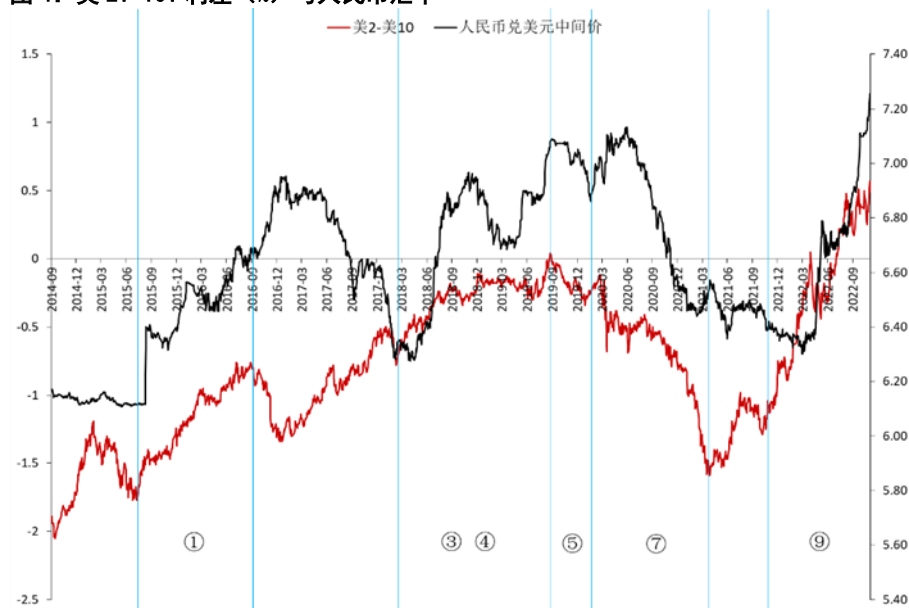


数据来源：WIND，五矿期货研究中心

观察中国长短利差，我们发现，在图 3 中②、③、⑤、⑧这几个阶段，中国内部环境对汇率起到了主导作用。而复盘这些时间段，中国经济都有明显的特征，②是中国去杠杆，③是中美贸易摩擦下中国降准释放流动性，⑤是疫情初期中国释放流动性，⑧是中国出口大幅增长并小幅收紧货币政策。

然后，我们再从美国的角度，去解释另外几个劈叉的阶段。

图 4：美 2Y-10Y 利差 (%) 与人民币汇率



数据来源：WIND，五矿期货研究中心

美国对图 4 中①、③、④、⑤、⑦、⑨这些阶段起到了主导作用。①是美国加息周期，③和④是美国缩表，⑤是美国结束缩表，⑦是美国疫情期间大放水，⑨是美国结束放水逐步收缩。

相对来说，这些阶段美国的逻辑都比较清晰，均是加息降息、扩表缩表等美联储常规货币政策，容易观测。

四、最终的指标

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_49184

