

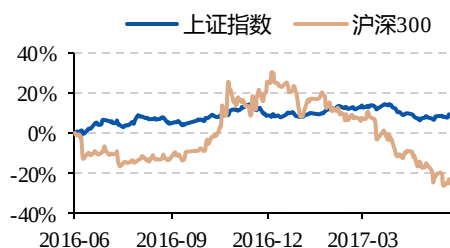
汇率研究

汇率走向何方？

——汇率分析框架及明年汇率展望

2022 年 12 月 19 日

上证指数-沪深 300 走势图



%	1M	3M	12M
上证指数	1.31	-3.79	25.97
沪深 300	5.29	10.04	-2.05

陈敏

执业证书编号：S0530522080001

chenmin79@hncshasing.com

分析师

相关报告

- 1 《历史回溯之一——拉美债务危机：资源国因何成了石油危机的最大受害者》 2022-09-09
- 2 《历史回溯之二——亚洲金融危机：投资驱动型经济体之殇》 2022-09-16
- 3 《历史回溯之三——次贷危机：风起于青萍之末》 2022-09-16
- 4 《历史回溯之四——欧债危机：双循环失衡深化下的国际收支危机》 2022-09-21
- 5 《历史回溯之五——四大危机总结篇：鲍威尔的“沃尔克时刻”无一以贯之实施的土壤》 2022-9-28

投资要点

- **经济强则汇率强、经济弱则汇率弱。**影响汇率的因素纷繁复杂，理论框架更加注重总量，现实波动则更加注重流量，好比站在山顶上人们看到更多的是城市的总体轮廓和建筑的错落，而进入市井，所见的更多的是街道的熙熙攘攘和道路的车水马龙。纷杂的因素终将归总到核心因素，流量的概念最终也将归整到总量的框架，通过不同因素的层层映射，我们认为汇率的波动核心是对经济及经济前景的反应，“经济强则汇率强、经济弱则汇率弱；经济预期改善，汇率边际改善，经济预期恶化，汇率边际恶化”。
- **美元汇率的形成机制探析：货币与汇率的关系：**货币与汇率波动不存在对等关系，甚至不存在波动方向趋于一致的关系，这与惯常的普遍认知存在偏差，货币对汇率的影响主要通过通胀和增长进行映射。**失业率与汇率的关系：**短期有偏离，长期趋同向。**利率与汇率的关系：**美欧长期国债名义收益率之和与欧元兑美元汇率长期同向而行，但当美欧长期国债实际收益率之和步入深度负值区间之后出现背离，此时美欧长债实际收益率之和与欧元兑美元汇率反而出现强相关性。
- **本轮美元周期研判。**一是今年美元强势周期是对非美发达经济体（英国、欧元区）经济将率先步入衰退，失去比较优势的反应；二是美元强势周期阶段性见顶意味着关于欧洲衰退的预期已经反应比较充分，后续若不发生危机性事件，阶段性顶部有望成为本轮美元强势周期的顶部，若发生危机，则美元还将再创新高；三是在不发生危机的情况下，欧洲比较优势将会在 2024 年之后好转，这意味着即使考虑预期因素，美元步入弱势周期也将在明年下半年之后，而当前只要情况未发生根本性改变，高位震荡运行将是美元指数更为合理的运行方式。
- **明年国内经济展望。**立足明年，我们测算明年经济增速有望回到 5% 以上，预估值为 5.1%，明年离 5.5% 的潜在增速还有差距，但随着“慢工出细活”领域累积效果的逐步显现和疫情影响的进一步淡出，2024 年经济有望进一步向潜在增速靠拢。
- **明年汇率展望。**影响美元兑人民币汇率的核心因素是国内经济形势，重要因素是美元周期。无论是对美元周期的推导，还是对内部经济的分析，人民币汇率当前具备稳定的基础，但暂不具备步入升值周期的条件。在不爆发危机的情况下，明年美元兑人民币汇率的主要运行方式预计为震荡拉锯。考虑危机概率及正常情景下对后年经济的预期，我们初步把明年下半年之后作为观察汇率是否发生重大转折的节点。
- **风险提示：**疫情超预期变化、西方经济体差异显著扩大或收窄、通胀超预期、地缘冲突加剧、国内经济显著变化。

内容目录

前言	4
1 美元汇率的形成机制探析	4
2 “811 汇改”之后人民币汇率的三轮贬值周期探析	7
2.1 第一轮贬值周期的宏观环境（2015 年 8 月-2017 年初）	8
2.1.1 第一轮贬值周期国内宏观环境——经济下行、股市崩盘、资本外流、货币宽松	8
2.1.2 第一轮贬值周期国外宏观环境——美国货币政策由宽松走向正常化，美元升值	11
2.2 第二轮贬值周期的宏观环境（2018 年 3 月-2019 年 9 月）	12
2.2.1 第二轮贬值周期国内宏观环境——经济下行、货币宽松、贸易摩擦	12
2.2.2 第二轮贬值周期国际宏观环境——美联储加快加息节奏，美元再度走强	15
2.3 第三轮贬值周期的宏观环境（2022 年 3 月-待定）	15
2.3.1 第三轮贬值周期国内宏观环境——疫情扰动、房地产深度调整、宽货币传导不畅	15
2.3.2 第三轮贬值周期国际宏观环境——美联储开启大滞涨以来最快的一轮加息周期	16
2.4 人民币汇率三轮贬值周期的关键因素总结	17
3 国际主流机构对主要国家经济增速的预测及美元汇率展望	17
4 2023 年中国经济形势展望	19
4.1 经济下行压力较大，重回合理区间是当务之急	19
4.2 从韩国和新加坡放开疫情管控看消费的复苏力度	20
4.3 财政政策需继续维持积极，结构性货币政策工具协调配合	21
4.3.1 我国基础货币投放主要渠道的变迁	21
4.3.2 货币政策的财政属性	22
4.3.3 传统货币工具受限	22
4.3.4 狭义财政空间存缺口，广义财政仍需发力，结构性货币政策工具协调配合	22
4.4 重要会议的积极信号，明年经济有望回到 5% 以上	24
5 对汇率的总结与展望——人民币汇率具备稳定的基础，但进入升值周期的条件不充分	24
6 风险提示	25

图表目录

图 1: 西方国家 CPI 当月同比 (%)	5
图 2: 西方国家基准利率 (%)	5
图 3: 各国汇率升贬值幅度 (%)	5
图 4: 各国 M1 与名义 GDP 的比值 (%)	6
图 5: 美国失业率减去欧元区失业率与欧元对美元汇率的对比图	6
图 6: 美欧长期国债名义收益率之和 (%) 与欧元兑美元汇率 (美元/欧元) 走势对比图	7
图 7: 美欧长期国债实际收益率之和 (%) 与欧元兑美元汇率 (美元/欧元) 走势对比图	7
表 1: 811 年汇改之后人民币汇率三轮贬值周期 (人民币/美元)	8
图 8: 70 个大中城市新建商品住宅价格指数: 当月同比 (%)	9
图 9: 工业增加值和房地产开发投资完成额同比 (%)	9
图 10: PPI 同比深度负增长, 工业通缩 (%)	9
图 11: 进出口同比增速负增长 (%)	10
图 12: 外汇储备总规模快速下降 (亿美元)	10
图 13: 外汇储备和银行代客结售汇差额 (亿美元)	10
表 2: 央行下调存款准备金率 (%)	11
图 14: 欧美失业率 (%)	11
图 15: 美欧 GDP 增速 (%)	11
图 16: 第一阶段美元指数和人民币汇率 (%)	12
图 17: 工业增加值、固定资产投资完成额、社会消费品零售总额同比增速 (%)	13
图 18: 工业企业利润增速下滑 (%)	13
图 19: 非金融企业活期存款同比增速 (%)	13
表 3: 非金融企业或其存款同比增速 (%)	14
图 20: 人民币汇率 (人民币/美元) 走势与贸易摩擦事件性因素对比图	14
图 21: 第二阶段美元指数和人民币汇率 (人民币/美元)	15
图 22: 房地产销售面积和施工面积同比 (%)	16
图 23: 商品房待售面积同比 (%)	16
图 24: M2 同比增速和社会融资规模存量同比增速 (%)	16
表 4: IMF 对全球主要经济体 GDP 的预测 (%)	18
表 5: OECD 对全球主要经济体 GDP 的预测 (%)	18
图 25: OECD 综合领先指标 (点)	19
图 26: 消费者信心指数	20
图 27: 进出口同比增速 (%)	20
图 28: 韩国放开疫情管控后失业率变化 (%)	21
图 29: 新加坡放开疫情管控后失业率变化 (%)	21
表 6: 新加坡、韩国放开疫情管控后消费数据的变化 (%)	21
表 7: 今年以来已创设或拟创设的专项再贷款	22
图 30: 金融机构存款准备金率 (%)	23
图 31: MLF、LPR 和一年期定期存款利率 (%)	23
图 32: 公共财政收支累计同比 (%)	23
图 33: 政府性基金收入累计同比 (%)	23

前言

影响力较大的汇率决定理论有购买力平价理论、利率平价理论、国际收支理论等，上述理论对汇率均有一定的解释力。我们在金融危机系列研究——《历史回溯之五——四大危机总结篇：鲍威尔的“沃尔克时刻”无一以贯之实施的土壤》中总结了导致金融危机的 4+1 因子，即国际收支、债务、资产价格泡沫、美联储政策周期四个因子，加全球失衡的总量因子，对照导致金融危机的几大因子与汇率决定理论，两者存在对应关系，譬如国际收支因子与国际收支理论的对应、债务因子和资产价格泡沫因子与货币的对应、美联储政策周期因子与利率的对应。而金融危机与汇率又有较大的关系，譬如亚洲金融危机，通过汇率的波动，从泰国迅速蔓延至东南亚、东亚其他经济体，另外因子亮红灯的新兴经济体容易在美元强势周期爆发危机，而因子亮红灯的发达经济体容易在美元强势周期的末端或末端之后爆发危机。危机因子能够与汇率决定理论对应，说明两者存在异曲同工之处。

但在实务中，影响汇率的因素更加纷繁复杂，理论框架更加注重总量，现实波动则更加注重流量，好比站在山顶上人们看到更多的是城市的总体轮廓和建筑的错落，而进入市井，所见的更多的是街道的熙熙攘攘和道路的车水马龙。但纷杂的因素终将归总到核心因素，流量的概念最终也将归整到总量的框架，通过不同因素的层层映射，我们认为汇率的波动核心是对经济及经济前景的反应，简要概之为“经济强则汇率强、经济弱则汇率弱”，若加上预期因素的话，可总结为“经济强则汇率强、经济弱则汇率弱；经济预期改善，汇率边际改善，经济预期恶化，汇率边际恶化”。

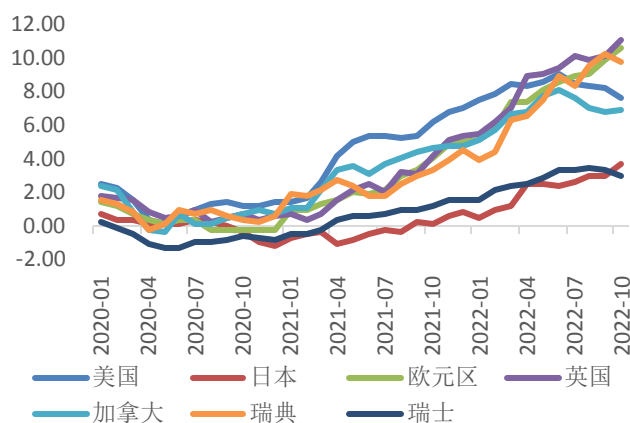
1 美元汇率的形成机制探析

美元指数的构成。初期的美元指数是参照 1973 年 3 月份 10 几种主要货币对美元汇率变化的几何平均加权值来计算。1999 年 1 月 1 日欧元推出后，构成货币从 10 种减少至 6 种，分别是欧元、日元、英镑、加元、瑞典克朗、瑞士法郎，权重分别为 57.60%、13.60%、11.90%、9.10%、4.20%、3.60%，欧元的权重超过 1 半。

6 个国家和地区基本数据比较。影响今年美元波动的核心因素是高通胀和全球央行加息周期，因此我们首先选取美元指数 6 个构成国的 CPI 和基准利率进行对比。通过对比 6 国 CPI 当月同比数据和基准利率的变动，可以发现瑞士和日本的通胀压力显著小于其它西方国家，另外加拿大加息早于美国，且加息幅度基本相当，最终映射到汇率上的表现特征是瑞士法郎和加元年内贬值幅度显著低于其它国家，另外需注意的是这两国的经济增速也好于美国。瑞士的案例说明通胀是影响今年汇率表现的重要因素，加拿大的案例说明早于美国加息，且幅度上同步也可以减小汇率的贬值幅度。但加息时点更早的是英国，且加息幅度英国也仅次于美国和加拿大，而英镑今年贬值幅度却很大。同样存在异象的是日本，日本通胀压力相对较小，贬值幅度反而最大。造成上述异象的原因很显然与

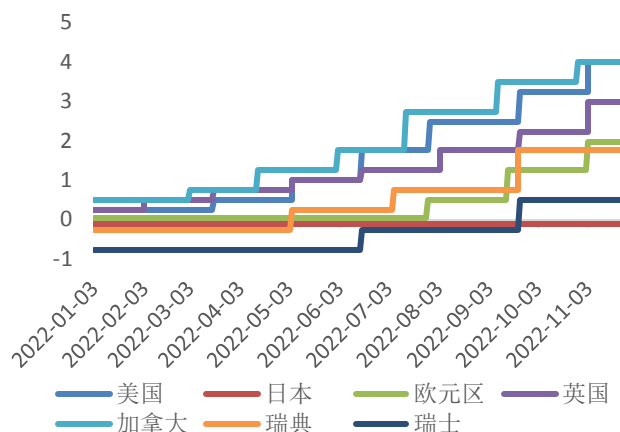
英国和日本均面临更大的衰退风险有关，因此汇率的波动不仅是对通胀和利率的反应，更多的是对经济和经济预期强弱的映射。

图1：西方国家 CPI 当月同比（%）



资料来源：财信证券，WIND

图2：西方国家基准利率（%）



资料来源：财信证券，WIND

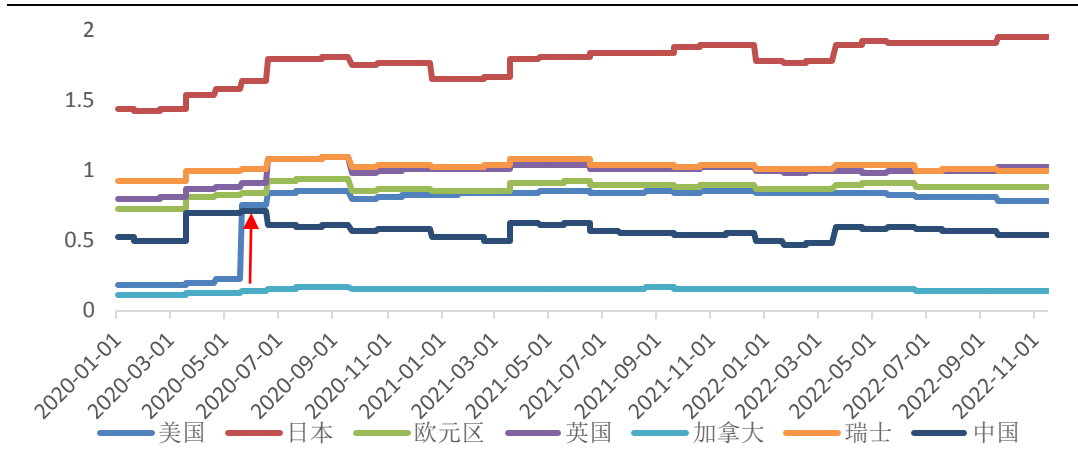
图3：各国汇率升贬值幅度（%）

	美元指数	美元兑 日元	欧元兑 美元	英镑兑 美元	美元兑 加元	美元兑 瑞典克朗	美元兑 瑞士法郎	美元兑 人民币
年内最大升贬值幅度	20.32%	-32.07%	-16.25%	-22.02%	-11.27%	-27.18%	-11.31%	-15.14%
2020 年以来最大升贬值幅度	27.67%	-46.17%	-22.18%	-24.80%	-15.29%	-38.60%	-15.33%	-15.14%
年内截止到 12 月 12 日升贬值幅度	9.44%	-18.89%	-7.41%	-9.51%	-6.87%	-14.00%	-2.61%	-9.46%

资料来源：财信证券，WIND

货币与汇率的关系。货币超发会引发汇率贬值是普遍认知，因口径问题，我们选取各国单位 GDP 的 M1 含量（M1 和名义 GDP 的比值）进行了测算，疫情爆发后各国单位 GDP 的 M1 含量上升幅度最大的是美国，显然这无法解释今年以来美元反而成了最强劲的主要货币这一现象。这说明超发货币与汇率波动并不存在对等关系，甚至不存在波动方向趋于一致的关系，这与惯常的普遍认知很明显存在偏差。我们推测货币超发最终映射到汇率的传导机制可能还是经济运行是否健康，若大量的货币投放驱动了经济发展，同时未诱发通胀，这说明货币发行是合适的；最差的情景是货币大规模投放之后经济依旧不振，反而通胀加剧，这种情况大概率导致货币贬值。

图4: 各国 M1 与名义 GDP 的比值 (%)



资料来源: 财信证券, WIND

失业率与汇率的关系。因欧元在美元指数中占 57.6% 的权重, 我们选取欧洲和美国失业率数据与欧元兑美元汇率进行比较。我们发现美国失业率减去欧洲失业率与欧元对美元汇率虽然不存在一一对应的强相关关系, 但在波动方向上却基本一致, 即短期内存在不同步, 但长期区趋于同向, 这一现象说明短期内影响汇率波动的因素更为复杂, 但长期反应的还是经济的比较优势。

图5: 美国失业率减去欧元区失业率与欧元对美元汇率的对比图



资料来源: 财信证券, WIND

利率与汇率的关系。在利率方面, 我们试图从美欧长期国债利差与欧元兑美元汇率之间关系的角度去考察, 但在对照图上我们得不到有说服力的线索, 说明利差对实际汇率并不起绝对作用。相反我们对 10 年期欧元区公债名义收益率和 10 年期美债名义收益

率进行求和，却发现了在本轮美元强势周期启动前（21 年 6 月前），美欧长期国债名义收益率之和与欧元兑美元汇率呈现出了长期同向而行的态势（图 6）。另外，只选取欧元区长债收益率与欧元汇率进行对比，这种同向而行的态势依然存在。对于这一现象，我们认为还是与经济强弱有关，收益率上行往往发生在经济发展势头较好或者较稳定的时期，此时美国经济并无明显优势，最终呈现出长债收益率与欧元汇率同向的现象。

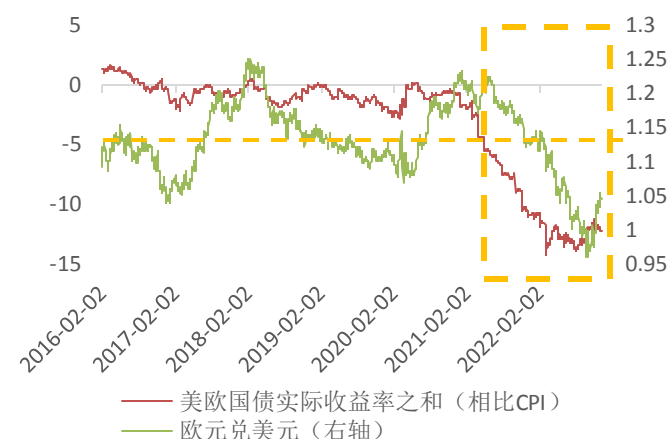
但我们也注意到在本轮美元强势周期启动后，上述同向而行的情况却发生了改变（图 7），收益率快速上行反而对应了欧元汇率快速贬值。为此我们对数据进行了进一步处理，计算美欧 10 年期国债实际收益率（剔除通胀）之和，我们发现在本轮美元强势周期之前，美欧长期国债实际收益率之和与欧元兑美元汇率的关联度并不高，但在本轮美元强势周期则出现了强相关度甚至前瞻性，发生变化的节点出现在美欧长债实际收益率步入深度负值区间之后。这一现象正是我们当前所经历的，很显然与通胀上行已经对经济造成了较大的困扰有关，被动的政策收紧使得欧美均有步入衰退的风险，欧洲甚至存在爆发危机的可能性。综合来看，影响汇率的因素虽然繁而复杂，但最终映射的路径还是经济。

图6：美欧长期国债名义收益率之和(%)与欧元兑美元汇率（美元/欧元）走势对比图



资料来源：财信证券，WIND

图7：美欧长期国债实际收益率之和(%)与欧元兑美元汇率（美元/欧元）走势对比图



资料来源：财信证券，WIND

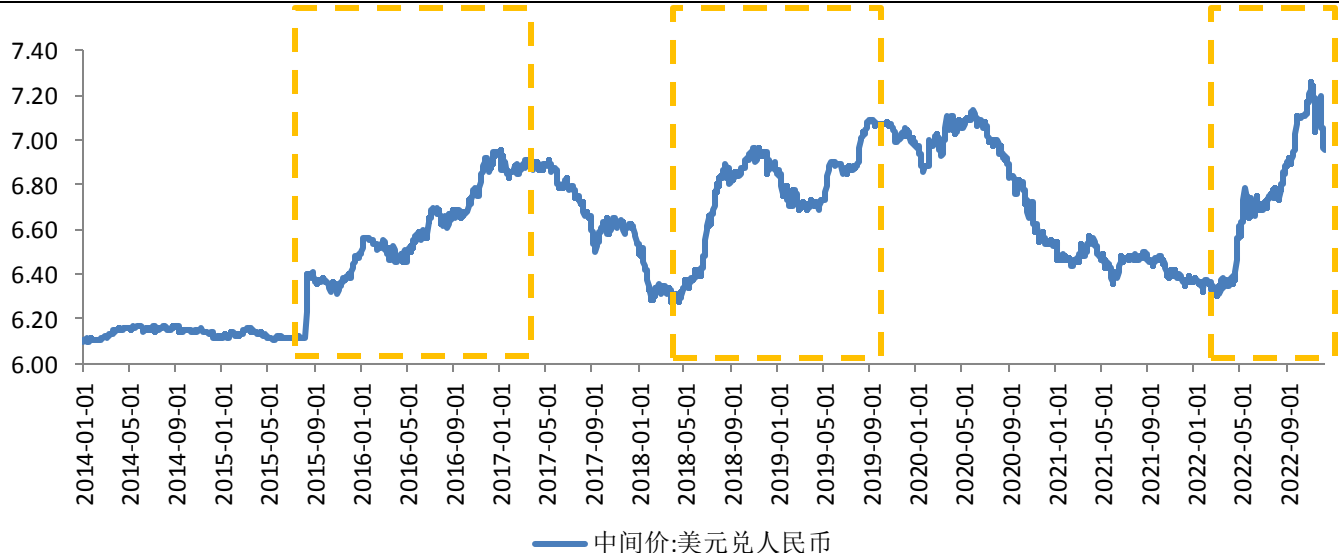
2 “811 汇改”之后人民币汇率的三轮贬值周期探析

在对美元汇率形成机制初步探析之后，我们对人民币汇率也进行分析。我们选取 2015 年“811 汇改”之后的三轮人民币汇率贬值周期作为分析对象。

2015 年“811 汇改”之后，人民币汇率共出现过三轮贬值周期，第一轮始于 2015 年“811 汇改”，持续到 17 年初，人民币兑美元由 6.2 贬值到 6.95，贬值幅度约 12.1%（按最低点算的话，这一轮贬值周期始于 2014 年 1 月，贬值幅度 15%）；第二轮贬值周期始于 2018 年 3 月底，结束于 2019 年 9 月初，由 6.26 贬值至 7.16，贬值幅度约 14.4%；第

三轮贬值周期始于 2022 年 3 月初，由 6.31 贬值至 11 月初的 7.32，贬值幅度超过 15%，最大贬值幅度大于前两轮。

表 1：811 年汇改之后人民币汇率三轮贬值周期（人民币/美元）



资料来源：财信证券，WIND

2.1 第一轮贬值周期的宏观环境（2015 年 8 月-2017 年初）

2015 年 8 月 11 日，央行一次性将人民币兑美元汇率中间价贬值 1136 个 BP，引发了全球市场剧震。从 8 月 11 日到 8 月 25 日，上证指数、道琼斯工业指数、德国 DAX 指数、日经指数最大跌幅分别为 26.42%、12.81%、19.62%、15.27%，其中 A 股市场此阶段经历了第二轮“股灾”。虽然“811 汇改”引发了全球市场剧震，但汇改之后人民币汇率弹性增强，同时也为后续人民币入篮 SDR 的添加了重要助力。

2.1.1 第一轮贬值周期国内宏观环境——经济下行、股市崩盘、资本外流、货币宽松

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_50450

