

# 宏观点评 20220426

## 亚洲“货币战”？

2022年04月26日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002  
taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 李思琪

执业证书：S0600522010001  
lisq@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

执业证书：S0600120120023  
shaox@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

执业证书：S0600121030024  
duanm@dwzq.com.cn

### 相关研究

《地方换届下的稳增长演绎》

2022-04-23

《站上6.5，汇率、通胀和股市的“不可能三角”》

2022-04-23

《这次股债汇三杀背后的含义有何不同？》

2022-04-20

- 时隔8年，金融似乎又嗅到了一丝亚洲货币战的硝烟。
- 我们先来看日元汇率，如图1所示，2022年年初以来日元兑美元汇率贬值了10%，如此快的贬值速度甚至超过了1997年亚洲金融危机爆发，而当时正是日元的率先快速贬值拉开了亚洲货币战的序幕。
- 再来看韩元汇率，2022年至今美元兑韩元汇率贬值了3.1%，虽然远不及同期日元的贬值幅度，但如果从贬值的持续性来看，这一轮韩元的贬值从2021年1月开始已经持续了15个月，并且在贬值幅度上已经超过了2014-2015年亚洲货币贬值潮时期（图2）。
- 如果我们再放眼自2021年以来的这轮亚洲货币的贬值潮，如图3所示，人民币汇率自3月以来的这波贬值仅持续了一个多月，而其他主要亚洲经济体的汇率贬值都至少持续了一个季度，因此从幅度上来看显然人民币汇率的贬值相形见绌，即使经过上周的快速喜下跌，但仍无法阻挡日元相对人民币贬值到近30年的低位。**以史为鉴，人民币的大幅贬值意味着亚洲“货币战”进入了下半场，这对于市场意味着什么？政策如何应对贬值和通胀的关系？**这是本篇报告试图回答的问题。
- 从历史上看，亚洲货币贬值的“传染性”很强，一方面亚洲地区经济体拥有“出口导向”的共性，另一方面汇率是一个“以邻为壑”的经济变量，在经济下行的环境中，跑得慢也意味着承受的压力会更大，而日元往往最先抢跑。历史上比较典型的时期有1997年亚洲金融危机、2008年全球金融危机和2014至2016年美联储紧缩带来的新兴市场动荡时期。我们选取1997至1999年和2014至2016年来简单复盘，这两段时间最大的不同在于人民币的市场化和中国市场对外开放的程度：
- 1997年金融危机导致亚洲纷纷货币脱钩美元，人民币定力十足，稳住亚洲基本盘：
 

**第一阶段（1994年至1996年）拉美货币危机的警钟。**为防止经济过热，美联储开启快速加息周期（1994年加息250bp），这最终导致拉美经济体“外债成本上升——汇率贬值压力上升”的恶性循环，1994年12月，为应对货币储备减少、提升本国产品的国际竞争力，墨西哥政府宣布比索贬值15%，随后比索遭投资者抛售，受溢出效应影响，巴西雷亚尔等货币也出现迅速贬值，亚洲部分货币受到小幅波及。彼时我国出口增长强劲，在资本管制及汇率形成机制的影响下，人民币未受影响反而在1994年汇改后升值。

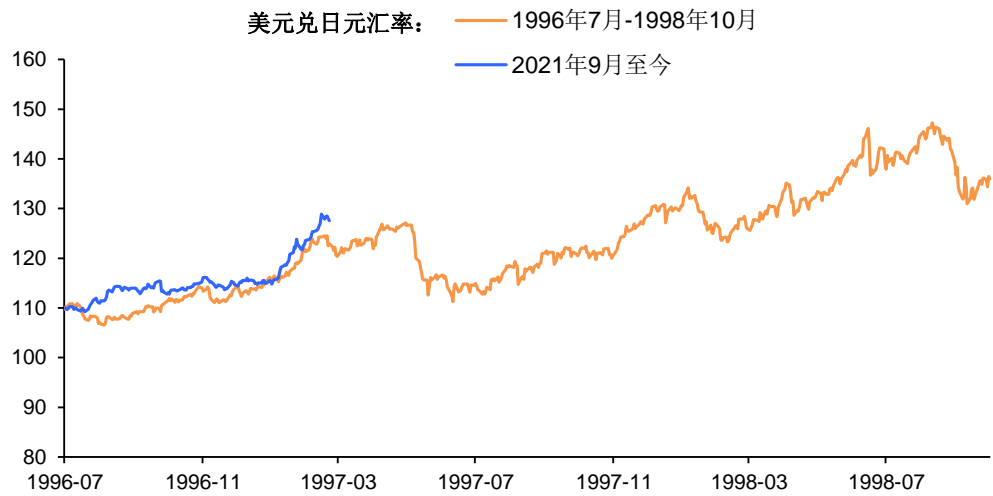
**第二阶段（1997年至1999年）亚洲金融危机下人民币坚决不贬值。**美联储货币紧缩影响尚未消退，亚洲国家出现通缩，商品价格、商品货币受拖累，日元自1995年第一季度开始抢跑贬值。1997年7月泰铢放弃盯住美元触发亚洲主要货币（除人民币）相继贬值，亚洲金融危机爆发：泰铢在亚洲金融危机爆发后半年内贬值近47%，除人民币外，期间各国货币均出现贬值，亚洲金融危机时期平均贬值近28.5%。为应对亚洲金融危机，我国开始实施积极的财政政策，同时多次宣布人民币不贬值，并收紧人民币对美元的浮动区间。期间名义有效汇率升值14%，人民币兑亚洲国家货币多有升值。
- 2014至2016年亚洲货币贬值呈现明显的“两阶段”特征，以人民币811汇改为分水岭：
 

**第一阶段（2014年至2015年）美联储紧缩，日元抢跑。**2014年美联储正式停止QE，第二季度起日本经济意外陷入负增长，日元领跌（累计跌幅超10%），而日元贬值触发了亚洲的“货币战”，为了避免经济失去竞争力，韩国、印尼和印度等国的央行采宽松措施促进本国货币贬值。但美国方面，经济基本面强劲，市场对美联储加息预期升温，美元走强，“软盯住”美元的人民币有效汇率随之上涨。

**第二阶段（2015年至2016年）人民币加速贬值（累计贬值近8%），全球市场动荡。**2015年8月11日，人民币中间价报价机制改革导致人民币一次性贬值近2%，后续在我国经济增速放缓下，人民币持续走弱。央行多次降准降息稳经济，2016年9月信贷数据反弹，人民币才企稳。同期跌幅较大的马来西亚林吉特累计跌幅7.1%，经济压力下政局动荡是重要原因。美元则在加息预期和亚洲货币贬值的支撑下继续走强，累计涨幅3.7%。

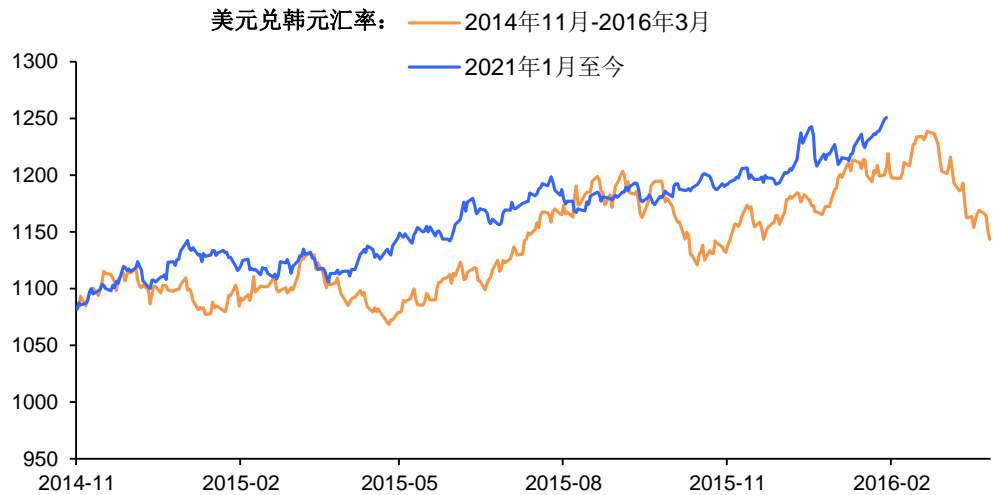
- 以史为鉴，从汇率上看中国是亚洲或者全球经济下行的重要缓冲垫，而4月下旬人民币开启贬值行情意味着亚洲货币的贬值进入下半场，全球市场将阶段性面临更大的动荡。
- 短期内国内政策的两难在于：一方面，人民币汇率贬值幅度要更大，可能才能稳住经济和市场；另一方面，大幅贬值和商品价格居高不下会带来输入性通胀存在不确定性。慢贬值可能更符合当前政策需求，但不能“慢”于韩国、日本等亚洲主要经济体。
- 人民币在“货币战”中“后知后觉”，这使得中国成为亚洲经济下行的重要缓冲垫。如图6所示，自1997年亚洲金融危机以来，当亚洲地区经济或市场遭遇冲击时，日元领跌，其他国家跟随，但人民币“反应”往往滞后（在早期往往还会继续升值），这一方面发挥了中国在稳定区域经济中的作用，但另一方面也使得国内经济和市场承受更大的压力。
- 股市对这种压力的转移非常敏感。如图7所示，韩国市场的“揩油”行为十分典型，每当经济下行压力较大时，韩元相对人民币的大幅贬值总能带来韩国股市相对中国股市的超额收益。这在科网泡沫破裂后、金融危机时期以及2014至2015年期间都出现过。
- 2015年人民币汇率改革后，亚洲“货币战”呈现上、下半场的特征，下半场市场初期可能面临更大的波动。“上半场”日本领跑、其他亚洲经济跟跌，人民币保持稳中有升，这一时期由于有中国托底，市场的波动尚可控；“下半场”人民币开始定价中国经济的压力、加速贬值，随后日元可能率先企稳，其他货币跌速放缓，最终随着中国经济逐步企稳，亚洲货币战争进入尾声。而在进入下半场时，中国经济和市场压力的释放会使得全球市场动荡、波动明显上升，例如2015年8月至2016年初，例如2022年4月下旬以来。
- 在这一过程中，美元指数“坐收渔翁之利”。美元指数在亚洲“货币战争”的上半场和下半场初期都有明显的上涨动能，但随着日元企稳和中国经济预期改善，美元指数也将阶段性见顶。
- 从政策角度看，“慢”贬值可能更符合当前政策要求，但为了经济和市场企稳，不能“慢”于韩日等经济体。为应对大宗商品价格高企、输入性通胀的不确定性，人民币慢贬值更符合当前的政策需求，央行在周一（2022年4月25日）下调外汇存款准备金正体现了这一点：下调说明对汇率贬值过快的担忧，但是仅下调1个百分点，说明贬值的方向仍是政策可以容忍的。而基于以上的逻辑，我们认为政策对于人民币贬值的应对可能是动态的，贬值不能太快，但是也不能慢于韩国、日本等亚洲主要经济体。
- 风险提示：疫情扩散超市场预期，政策对冲经济下行力度不及市场预期

图1: 2022年以来日元汇率的贬值速度已经超过了1997年的亚洲货币战时期



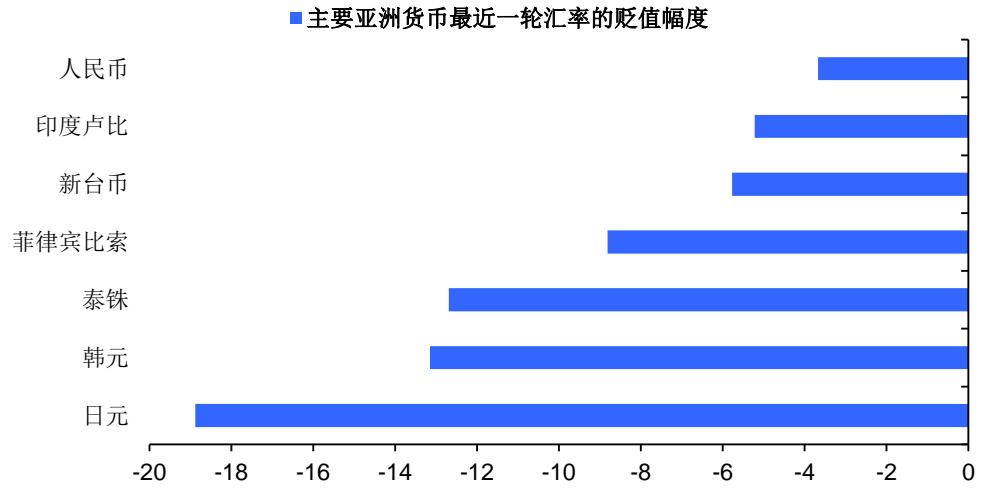
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图2: 这一轮韩元的贬值幅度已经超过了2014-2014年的亚洲货币贬值潮时期



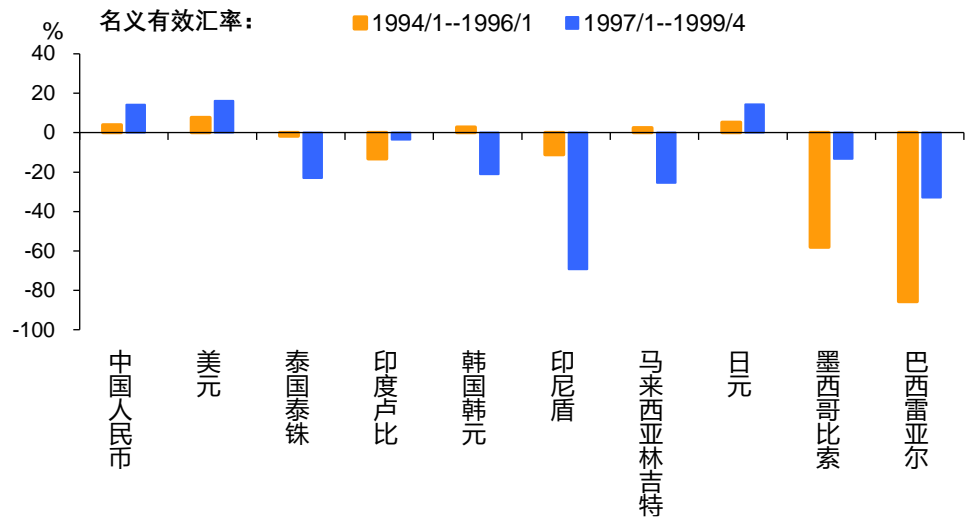
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图3: 从最近这轮亚洲货币的贬值幅度来看, 人民币汇率的贬值幅度最小



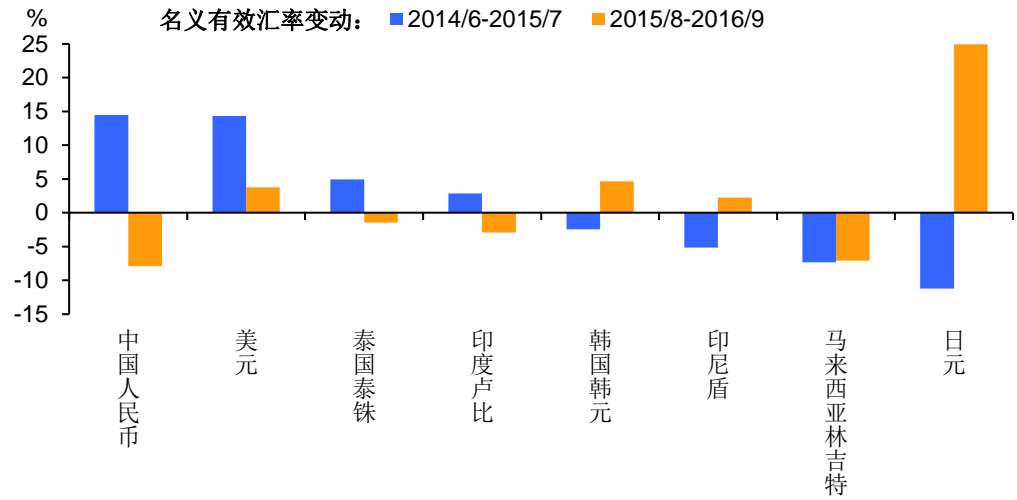
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图4: 1994/1-1999/4 美元及亚洲主要货币汇率变动



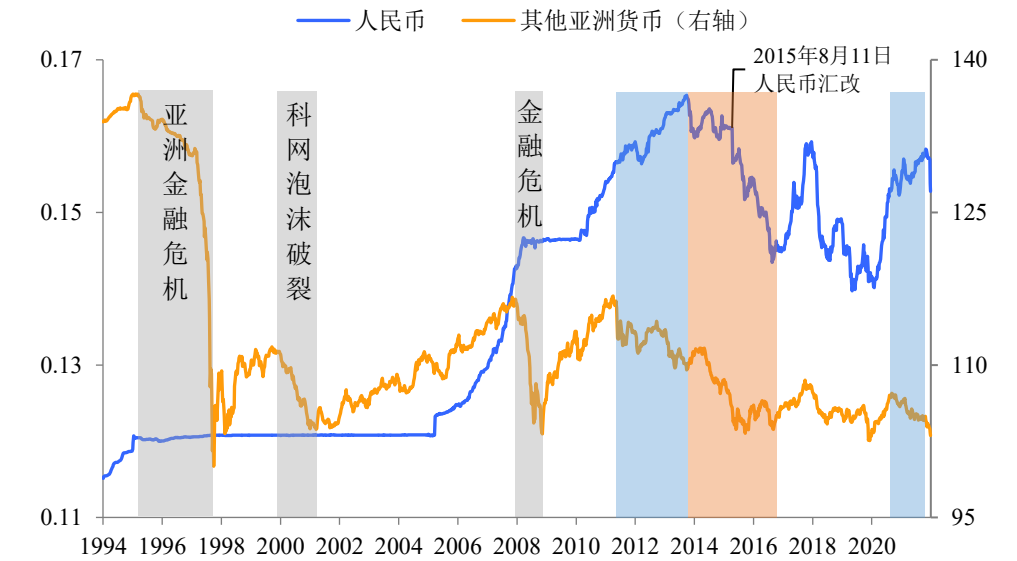
数据来源: BIS, 东吴证券研究所

图5: 2014/6-2016/9 美元及亚洲主要货币汇率变动



数据来源: BIS, 东吴证券研究所

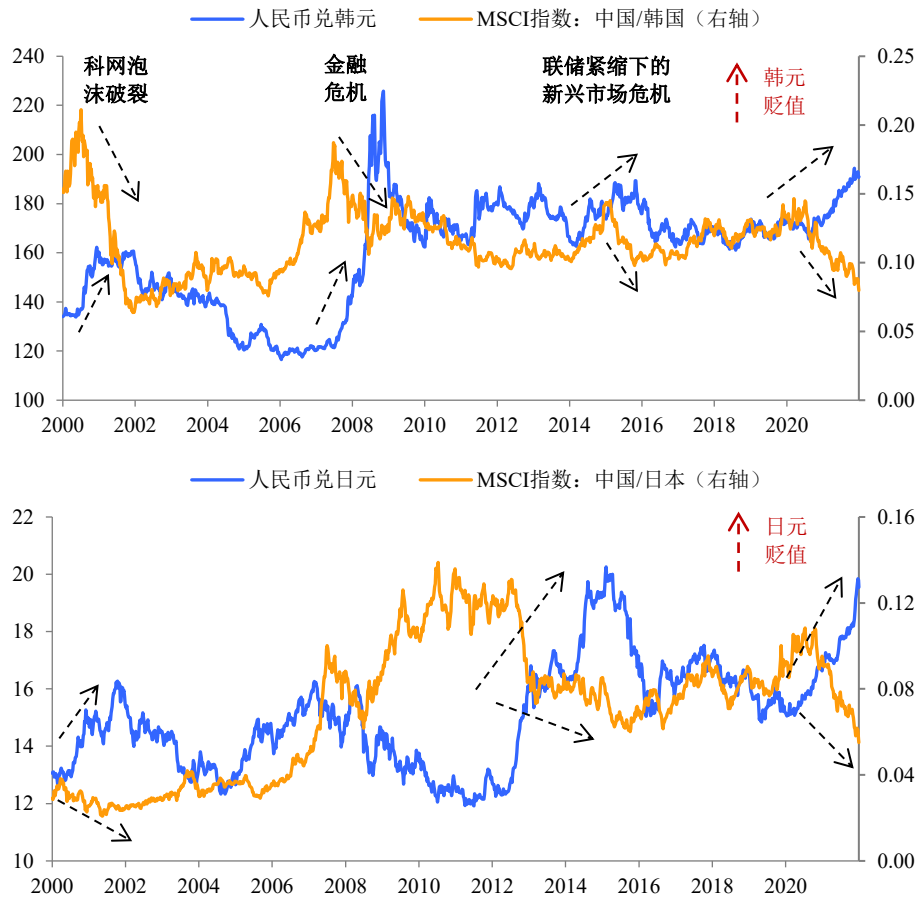
图6: 人民币和其他亚洲货币相对美元的涨跌



注: 其他亚洲货币包括港币、印度卢比、印尼卢比、韩元、马来西亚林吉特、菲律宾比索、新加坡元、台币和泰铢。

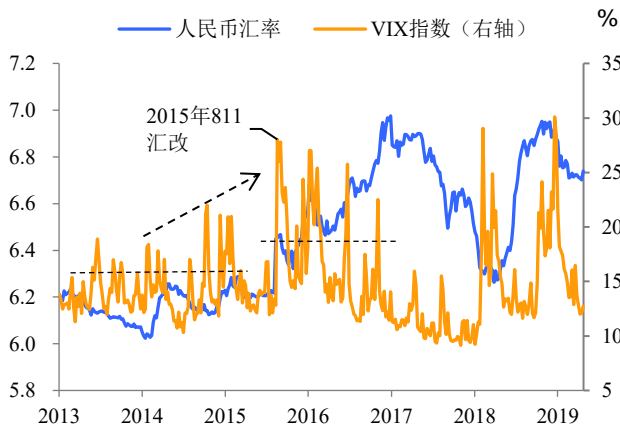
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图7：日本和韩国汇率和股市相对中国的表现



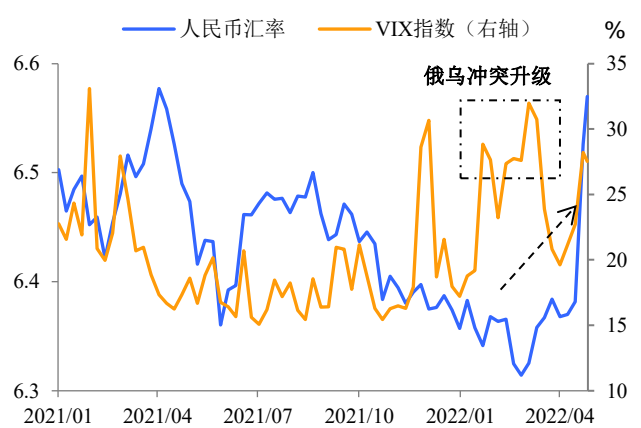
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图8：2015年8月后亚洲“货币战争”进入下半场，市场波动明显上升



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图9：2022年4月人民币加速贬值带来市场波动上升



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

