

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长期因素。****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：wangm@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。

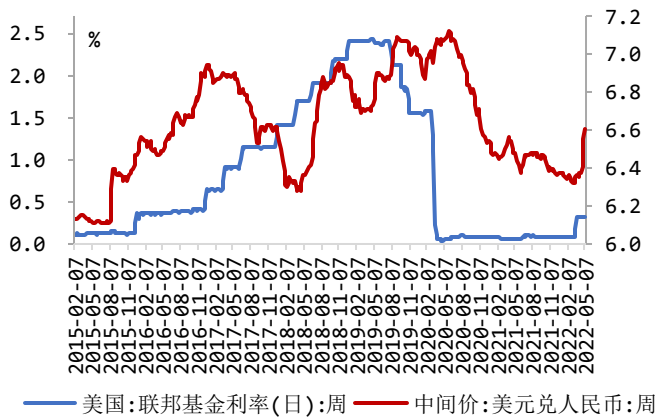
1.1 现象一：美联储加息周期开启

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，人民币兑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资产的规模多达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**五倍**。当地时间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

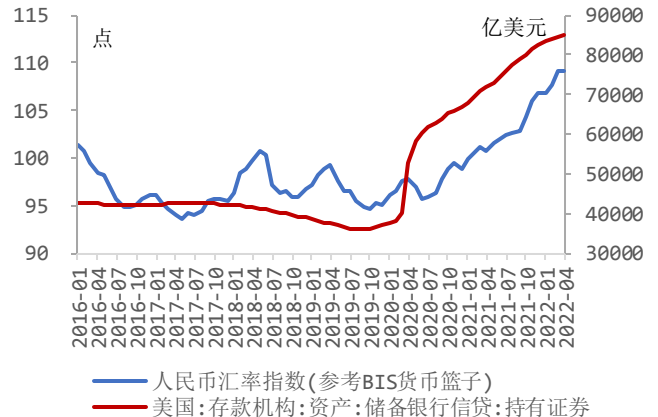
快速攀升的通胀，而上一次多是为退出宽松考虑，所以本次加息在上半程节奏或更快，而且目前美国经济复苏情况较稳定，就业市场恢复基本在预期之中，需求端仍较强劲，在没有黑天鹅事件冲击的前提下，这些因素短期支持加息幅度加大。在经济基本面方面，上次加息前期，美国经济增长相对国内更加强劲；本次美联储加息周期开启前，国内经济复苏较稳健，2021年在强劲的出口和外商直接投资的推动下，人民币汇率升值明显；2022年我国宏观政策积极配合稳增长目标，积极的财政政策提前发力，货币政策稳健灵活支持实体经济复苏，但经济下行压力有所显现，与海外经济复苏形成一定节奏差，此外我国货币政策也与海外紧缩背离，这都使得人民币汇率短期有贬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



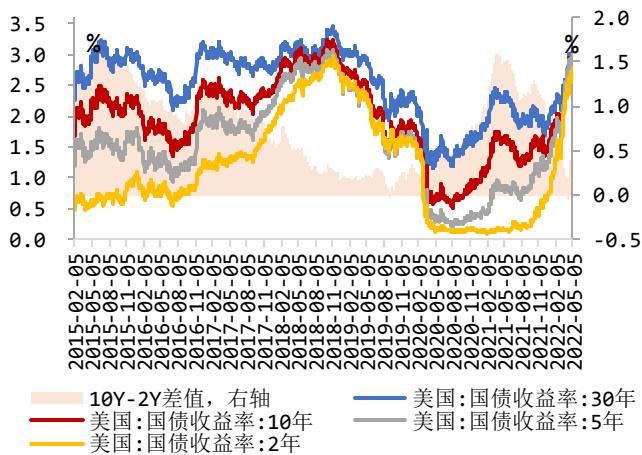
数据来源：Wind、西南证券整理

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。

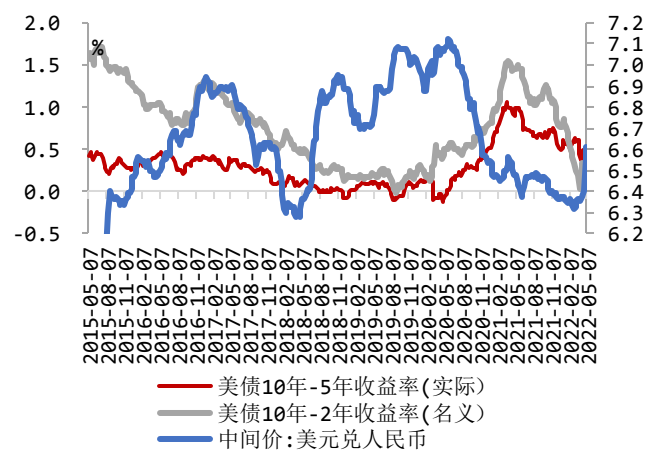
本次美债收益率曲线倒挂的时间依然较短，出现的时点较特殊。以往，美联储收益率曲线倒挂多出现在经济衰退前期或加息后周期，但本次在美联储加息开启时，受到近期通胀攀升、紧缩幅度预期加大的影响，短端利率上行明显，而未来的经济增速或逐渐放缓一定程度上抑制了长短利率上行的幅度，收益率曲线趋平。根据美国国家经济研究局（NBER）统计，除 1998 年外，其余的 6 次倒挂均成功预示了美国的经济衰退，首次倒挂与经济衰退的间隔时长通常为 1-2 年，且一般实际利率倒挂时也伴随着名义利率出现倒挂。但本次的倒挂在于名义收益率，而长短期实际收益率没有形成倒挂现象。当前，美债名义收益率出现倒挂与美国的特殊的经济状况（经济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

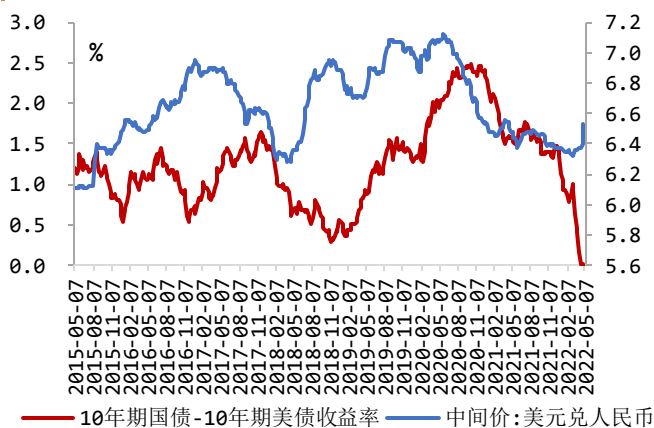
表 1：中美货币政策与中美国债情况

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

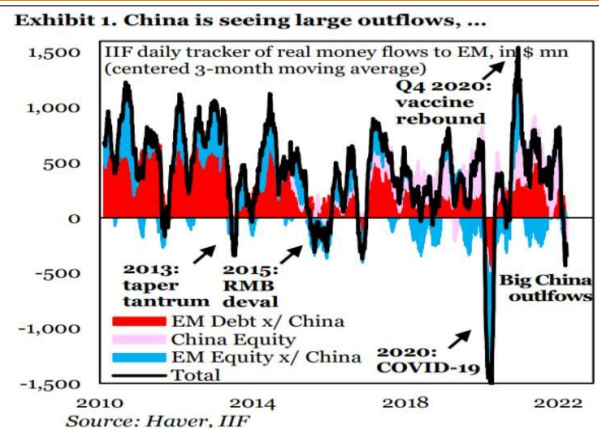
但需注意中美利差带来的外资扰动因素。截至 2021 年末，境外机构在中国债券市场的托管余额为 4.1 万亿元，占中国债券市场托管余额的比重为 3.1%。截至 2022 年 2 月末，外资持有我国债券和股票市值合计为 1.25 万亿美元。根据 IIF 的资本流动追踪，2022 年 3 月新兴市场资本流出 98 亿美元，股票和债券分别为 67 亿和 31 亿美元，其中中国股市流出 63 亿美元，也是 2022 年首次出现资本净流出情况，债市也出现大幅流出现象。近期无论股市和债市都是外资流出现象，一方面，俄乌冲突下部分欧洲资金在避险需求下，更倾向于卖出中债购买美债，资本外流的同时中美利差缩窄；另一方面，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

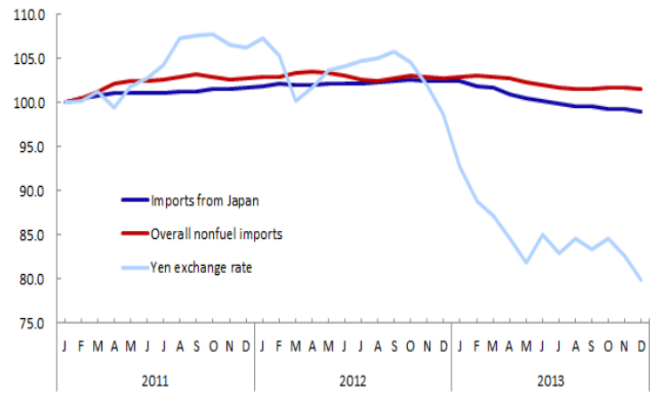


数据来源：Wind、西南证券整理

2 以邻为鉴：日本政策与日元

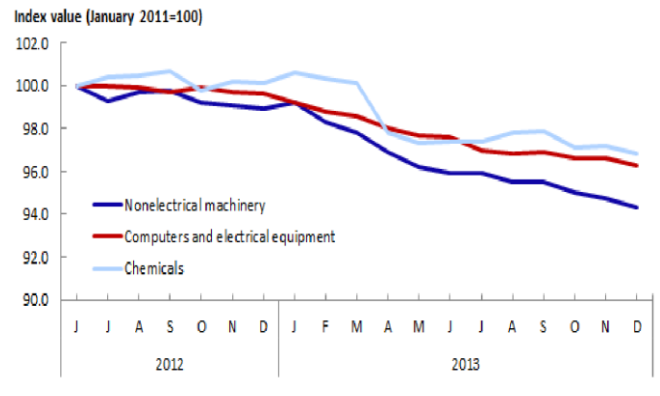
2012 年，受日本经济状况、政治因素及货币政策等影响，日元大幅贬值。2012 年安倍上台后，为扭转经济疲软态势，同年 12 月，日本制定了一系列促增长政策。宽货币方面，日本央行设定 2% 的通胀目标，并开始以每月 7 万亿日元的速度购买政府债券（开放式资产购买），以刺激需求，最终提振价格；灵活的财政政策方面，集中在对提高工资的公司减税上；除财政和货币政策外，日本还采取结构性改革来提振经济。政策使得日元兑美元汇率大幅下跌，扭转了长期以来日元相对美元强势上升的趋势。从 2012 年 9 月到 2013 年 5 月，日元兑美元的汇率暴跌了 22.5%，之后下跌速度明显放缓，但在 2012 年 5 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

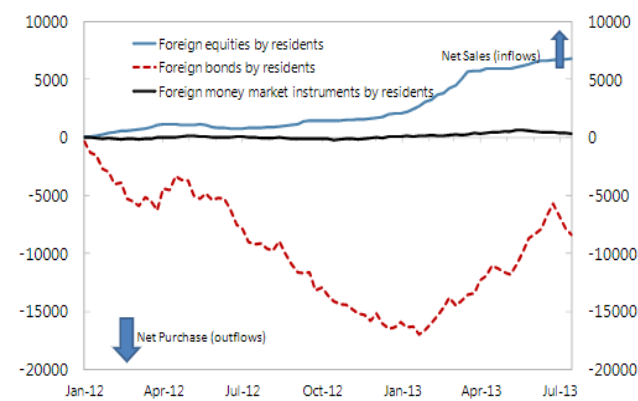
图 8：2012 年 6 月至 2013 年 12 月日本出口主要商品价格变化



数据来源：美国劳工部、圣路易斯联储，西南证券整理

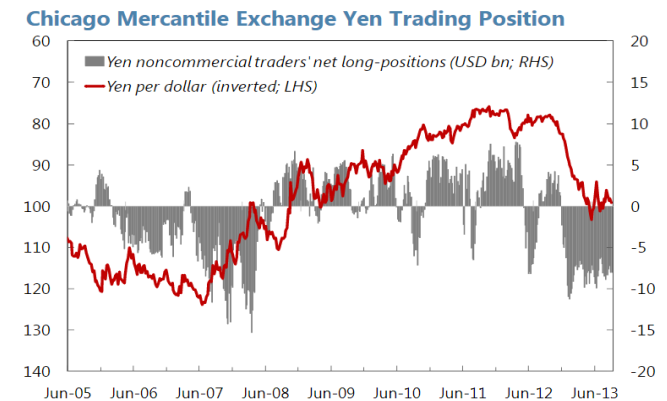
对应的结果为日本国际收支中的净资本流入并不大，美债与日本国债利差也基本稳定，但衍生品活动发生了变化。日本企业对外业务频繁，居民参与国际投资的程度也较深，2012-2013 年的日元贬值没有给日本资本带来太多流动。日本投资者在日元贬值期间抛售了外国资产，而流入日本股市的外资明显增加，但由于股票流入的汇率风险通常通过抛售远期日元来对冲，股票流入对汇率的影响不大。第二个现象在于，2008 年金融危机后，日元与美元的收益率差收窄明显，在 2012-2013 年日元贬值期间，日美利差低位波动，2013 年下半年小幅走阔。从衍生品头寸看，自 2008 年金融危机以来，交易员持有大量的日元净多头寸，从 2012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



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



数据来源：芝加哥商品交易所，西南证券整理

时间切回到现在，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。财政政策方面，2022 年 4 月 26 日，日本政府计划支出 6.2 万亿日元用于追加汽油补贴、低息贷款和现金援助，以缓解物价上涨给消费者和小型企业带来的负面影响。在应对能源价格飙升方面，日本计划投入 1.5 万亿日元，将对石油经销商的最高补贴从每升 25 日元提高到 35 日元，从而限制汽油价格的上涨，并将该计划延长到 9 月底；在帮助中小企业方面，将支出 1.3 万亿日元，比如进一步降低金融机构向受疫情影响的小型企业提供贷款的利率；在帮助低收入家庭和其他援助方面，计划提供 1.3 万亿日元，家庭每有一位儿童将能获得 5 万日元，这部分资金将达到 2000 亿日元，渔业、伐木和小麦领域的相关企业也能获得补助，以确保能源、材料和食品的稳定供应，8000 亿日元拨款用于增加地方政府“地方创生临时

交付金”；此外，约 2 万亿日元将用于资助其他项目，包括努力提高旅游宣传形象等。为了支付计划的费用，日本政府要求在 2022 年财政预算中追加 2.7 万亿日元，储备基金支付 1.5 万亿日元，再加上私营部门，一揽子计划或达 13.2 万亿日元。货币政策方面，4 月 28 日，日本央行公布利率决议，维持基准利率不变，并表示还将在每个工作日以 0.25% 的利率水平购买必要数量、无上限的 10 年期日本国债。尽管海外主要发达市场国家开启紧缩浪潮或已有所表态，但日本央行继续维持着超宽松的货币政策，来刺激脆弱的经济。日本央行在不到一个月的时间内三度出手购买国债。3 月底，日本央行两次提出无限量购买 5-10 年期国债；4 月 20 日，日本央行又宣布无限量购买 10 年期国债。

日元大幅贬值，对应美日利差走扩。日本当下的货币与财政政策基调与 2012 年有一定相似性，且日央行行长黑田东彦对于日元贬值的态度也与 2012 年如出一辙，即认为日元贬值对日本经济总体利大于弊。在日本利率决议公布后，日元兑美元短线大幅走弱，日内跌幅扩大至 1% 左右，目前已跌至 20 年来的低位。本次日元贬值的根本原因也在于日本与主要发达国家之间货币政策的背离，虽然日本当局或有意推动贬值增加出口，但贬值带来的输入型通胀或将对日本最终消费形成冲击。从美元兑日元汇率及美日利差看，两者相关度较高，且呈现较明显的正相关关系。此外，亚洲其他国家货币近期纷纷走弱，3 月以来，韩元、印度卢比、泰铢出现了不同程度的贬值。从历史上看，亚洲货币贬值的“传染性”很强，主要原因在于亚洲经济体贸易结构相似，拥有“出口导向”的共性。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。

图 11：美日利差与美元兑日元汇率基本呈正相关



数据来源：Wind，西南证券整理

图 12：主要新兴市场国家货币近期贬值趋势明显



数据来源：Wind，西南证券整理

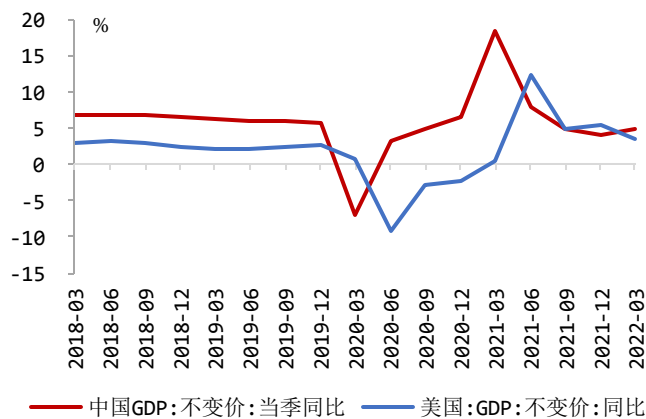
3 决定汇率走势的中短期因素

通过对近期三个现象以及日本的分析，更能体会到决定汇率的根本因素在于两国相对经济强弱以及货币政策的同步与否，疫情后国内外的经济周期节奏分化，货币政策背离。

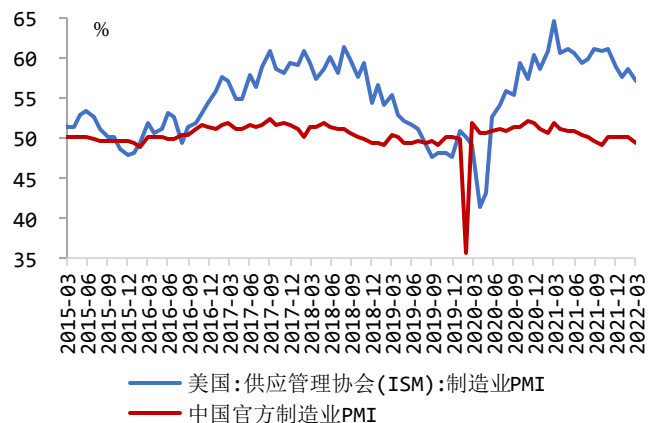
3.1 短期受政策分化影响，中期看经济相对强弱作用

短期两国宏观政策将持续作用于汇率走势。3月前，人民币兑美元整体处于升值趋势，主要因为国内疫情与主要发达经济体相比控制更好，企业复工复产进度较快，国内经济复苏较平稳，同时全球供应链问题使得我国出口韧性较强，这些因素都对人民币汇率形成支撑。但**近期货币政策方面，中美分化，美国方面，政策制定者将注意力更多集中在控制通胀上。**当地时间4月6日，美联储公布3月议息会议纪要，不但强化了联储将一次加息50个基点的预期，而且展现了联储可能多次大幅加息、通过更快缩减资产负债表收紧货币的倾向。当地时间5月4日，美联储宣布加息50个基点并将于6月开始被动缩表。从近期美联储表态看，决策者对抑制通胀的看法越来越强硬，市场目前预计美联储今年将总共加息250个基点，美联储主席鲍威尔也在5月会议表示，存在未来几次会议上加息50个基点的可能性，但不存在加息75个基点的可能性。**国内方面，政策以稳增长为导向。**4月18日，央行、外管局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》，从支持受困主体纾困、畅通国民经济循环、促进外贸出口发展三个方面，提出加强金融服务、加大支持实体经济力度的23条政策举措，将及早释放政策红利，统筹疫情防控和经济社会发展。总量上，通过公开市场操作、常备借贷便利、再贷款、再贴现等多种货币政策工具提供充足流动性，并充分发挥LPR改革的效能，促进企业融资成本的下降。央行向中央财政上缴结存利润在四月中旬已达6000亿元，和全面降准25bp基本相当。此前4月全面降准25bp，释放5300亿元长期资金。结构上，主要向受疫情影响较大的行业、小微企业等受困市场主体、重点地区和受困人群等倾斜。继支农支小再贷款和两项减碳工具后，还创设了2000亿元科技创新再贷款和400亿元普惠养老再贷款，以及1000亿元交通物流领域的再贷款，预计带动金融机构贷款投放多增1万亿元。中美政策分化明显，随即带来人民币汇率贬值、中美利差缩窄。我们认为短期中宏观政策分化将延续，仍会给人民币带来贬值压力，本轮人民币汇率或升至6.6-6.8左右。

中期经济复苏相对强弱差异或缩窄，人民币中长期仍将回归双向波动的轨道。从最新数据看，国内经济面临下行压力，美国经济增速或中期放缓。2022年一季度，我国国民经济延续恢复态势，经济运行总体平稳，GDP同比增长4.8%，但疫情影响下失业率有所提高。从分项看，投资和生产态势良好，尤其是基建投资方面，由于财政政策积极发力，涨幅扩大。但消费受疫情直接影响，增速不及预期，中期随着政策发力和疫情改善，有望迎来恢复性反弹。美国方面，一季度实际GDP同比增长3.57%，环比下降1.4%，低于市场预期的增长1%，美国一季度GDP的下降反映了库存投资、出口、联邦政府支出以及州和地方政府支出的减少，净出口和库存累计影响经济增长下跌约4个百分点。美国一季度CPI同比上涨7%，经通胀调整后的美国人税后收入连续第四个季度下降，当下美国消费增长较稳健，但通胀的上行在一定程度上影响了消费者信心及其实际消费水平。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。但短期俄乌冲突及全球供应链问题支撑我国出口，但随着疫情因素逐渐消退、全球供应链问题缓解，出口增速或有所回落。综合考虑，中期人民币汇率或在6.5水平左右。

图 13：中美经济增速周期分化


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 14：中美制造业 PMI 差值有所缩小


数据来源：Wind, 西南证券整理

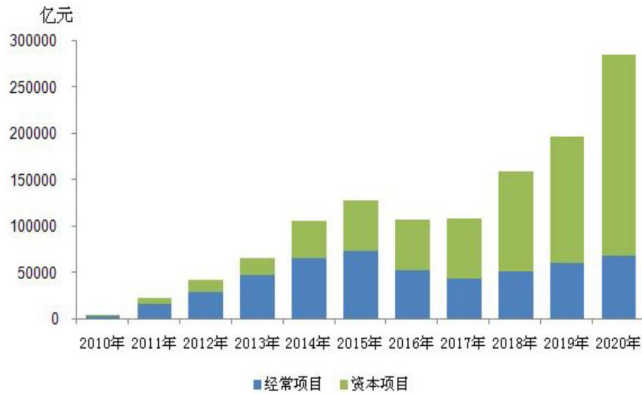
3.2 人民币国际化的长期影响

2010 年前后，人民币国际化进程开启，2015 年汇改后人民币国际化进程加快。2009 至 2014 年间，人民币国际化初期，人民币主要用于中国跟周边国家间的国际贸易结算。主要采用旧“三位一体”策略推动人民币国际化，在此期间，人民币总体上持续升值。2016 年以后，人民币国际化的逻辑发生了变化。伴随着人民币加入 SDR，央行和外管局出台了一系列开放国内金融市场的举措，包括其一在石油交易中推出人民币计价的期货合约（2018 年）；其二加快国内金融市场开放力度，2019 年 9 月我国全面取消了对 QFII 和 RQFII 额度的要求，2020 年 6 月取消了外资参与资本市场服务业、保险业的股比限制，2019 年，中国政府债券、政策性银行债券被纳入彭博巴克莱全球综合指数、摩根大通旗舰全球新兴市场政府债券指数，中国 A 股相继被纳入富时罗素全球股票指数体系、标普道琼斯新兴市场全球基准指数，中国 A 股在 MSCI 全球指数中的权重也得以提高，有助于增加来自国外的股票和债券投资规模，2020 年 6 月，央行联合香港金融管理局、澳门金融管理局发布了《关于在粤港澳大湾区开展“跨境理财通”业务试点的联合公告》；其三，“一带一路”沿线发展以及 RCEP 的签订也推动了人民币国际化进程，“一带一路”沿线基础设施建设及产业发展需要大量的资金投入，人民币的其中的计价、结算货币的功能增强，区域全面经济伙伴协定（RCEP）的签署将进一步推动亚太地区贸易发展，拓展人民币在贸易投资活动中的使用空间；此外，数字人民币的推出也在一定程度上推动了人民币国际化的进程。

人民币国际化使得长期人民币有升值趋势，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。2020 年，人民币跨境收付金额较快增长，银行代客人民币跨境收付金额合计为 28.39 万亿元，同比增长 44.3%，收付金额创历史新高。据 SWIFT 发布的数据显示，2021 年 6 月，在主要国际支付货币中人民币排在第五位，人民币支付金额占所有货币支付金额的 2.5%，较去年同期上升 0.7 个百分点；2021 年一季度，在国际货币基金组织（IMF）官方外汇储备货币构成（COFER）中人民币排在第五位，人民币在全球外汇储备中的占比为 2.5%，较 2016 年人民币刚加入特别提款权（SDR）篮子时上升 1.4 个百分点。未来我国将继续推动金融市场高水平双向开放，人民币国际化的进程将逐渐加深，央行或将适时推出更多的风险对冲工具。在“双循环”新发展格局以及实现更高水平的对外开放目标的要求下，一方面更频繁的资本流动要求人民币汇率维持在相对稳定的水平方面，与我

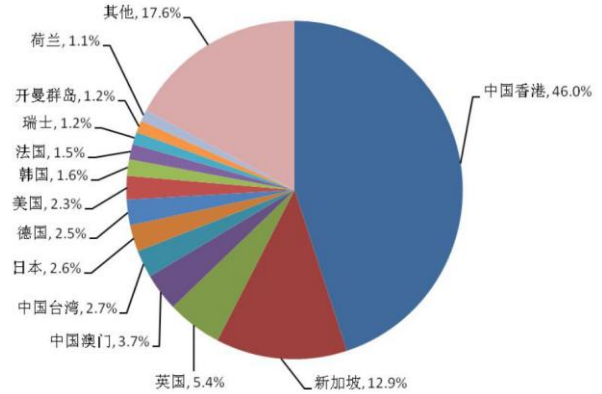
国贸易往来较密切的国家，尤其是周边国家和一带一路沿线国家将更多地盯住人民币，人民币汇率将在全球产业链、供应链中起到价格信号的作用。

图 15：2010-2020 年年度人民币跨境收付情况



数据来源：央行、西南证券整理

图 16：2020 年人民币跨境收付金额国别和地区分布情况



数据来源：2021 年人民币国际化报告、西南证券整理

4 其他影响因素

除经济和政策相对强弱等决定性因素外，我国针对汇率的政策、地缘政治风险等也将构成对人民币汇率的影响。

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：首先，俄乌冲突对全球供应链、进出口贸易的影响。一方面，从主要国家看，俄乌冲突对欧洲供应链打击更为直接，欧盟作为我国第二大贸易伙伴国，俄乌是中欧贸易的重要交通枢纽，其冲突或使得部分港口关闭、陆路及航空运输路线改道，从而影响中国对欧洲的出口。此外，俄乌冲突推高全球大宗商品价格，抬升能源价格，高通胀使得海外需求或受到一定抑制。但另一方面，中国作为全球主要的粗钢和铝的生产国，在全球供应链尚有压力的背景下，俄乌冲突使得部分进口需求转移至中国，给我国出口带来一定韧性。2022 年一季度中俄贸易额为 381.73 亿美元，同比增长 28.7%，其中中国对俄出口 164.41 亿美元，增长 25.9%，从俄罗斯进口 217.32 亿美元，增长 31.0%。短期地缘政治冲突对我国出口支撑因素占主导，对人民币汇率有一定支撑作用，但中期负面影响或逐渐显露。其次，俄乌冲突下，西方对俄罗斯纷纷发动制裁，俄罗斯被踢出 SWIFT 结算系统，3 月有消息称俄罗斯正在寻求以卢布、欧元和人民币进行结算，人民币结算的需求有所增加，结售汇增多也对人民币汇率有一定支撑作用。

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。4 月 25 日，中国人民银行发布消息，为提升金融机构外汇资金运用能力，决定自 2022 年 5 月 15 日起，下调金融机构外汇存款准备金率 1 个百分点，即外汇存款准备金率由现行的 9% 下调至 8%。这是央行首次下调外汇存款准备金率。面对近期人民币汇率波动，央行适度调整外汇存款准备金工具，一方面增加外汇供给，调节外汇供求，促进市场平衡；另外也在释放外汇市场“稳”的信号，避免汇率超调，降低人民币汇率的贬值预期。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，2021 年，针对人民币强势升值的态势，央行于 6 月和 12 月分别上调外汇存款准备金率 2 个百分点，本次仅下调 1 个百分点，从政策的操作层面较为谨慎。

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。当前中国债市和股市中外资占比尚不足 10%，外资增配仍有较大的潜力。近期，海外与人民币的联动逐渐增多。例如 4 月，以色列央行对其外汇储备的配置进行了 10 多年来的最大幅度调整，首次将人民币和其他三种货币纳入外汇储备，同时降低了美元和欧元的比重。2022 年 2 月、3 月外资减持人民币债券多为短暂波动，从总量上看，此前境外机构连续 10 个月增持人民币债券。若按中央结算公司的统计，此前境外机构曾连续 38 个月增持人民币债券。大趋势上，随着金融市场开放的推进，外资以多种形式参与人民币资产投资将逐渐增多，长期将对人民币汇率产生影响。

其四，美国债务压力风险长期需引起注意。为扶持受疫情打击的经济，美国实行大规模财政刺激，美国政府债务率已超过二战时的高点。美国国会预算办公室（CBO）估计，联邦政府在 2022 年 3 月（即 2022 财年的第 6 个月）的赤字为 1910 亿美元，由于政府对于居民和公司的救济减少，累计赤字相对于去年有所下降。在 CBO 的预测下（假设 10 年期美债利率在 2024 年上升至 1.76%，2025 年至 2.0% 以上），2050 年美国公众持有联邦债务/GDP 将接近 200%，2030 年左右美国联邦利息支出占 GDP 的比重将突破 1960 年以来的高点。考虑到 2022 年美国中期选举以及 2024 年大选，拜登政府为了保住民主党当前在参众两院的席位优势，预计将继续推进基建计划以获得更多选民支持，这意味着支出规模或维持相对高位。美债利率的升高以及美联储缩表都会给美国财政部融资带来一定压力。受债务制约，美债利率的长期大幅上行空间有限，中美利差或维持在较稳定的水平，人民币汇率长期持续贬值压力不大。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn