

## 短期扰动难阻趋势回归

——宏观经济研究周报



2022年11月15日

## 投资摘要:

每周一谈: 人民币汇率的历史复盘与预测

曹旭特 分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

## 我国汇率影响因素的经验总结

- ◆ **实际汇率决定中枢。**名义汇率的中枢是实际汇率, 而实际汇率取决于巴拉萨-萨缪尔森效应, 即一国货币的实际汇率与该国的生产力、生产效率正相关。相对生产力、生产效率越高的国家实际汇率也越高。
- ◆ **国际收支决定趋势。**长期保持经常账户、资本和金融账户(不含储备资产)顺差的国家, 其货币更趋于升值。
- ◆ **利差关税等增加短期扰动。**高利率、高关税将在短期改善国际收支, 对汇率造成扰动。

长期来看人民币不存在贬值压力, 美元兑人民币汇率将在 11 月触顶, 随后保持震荡走势。4 个汇率观察角度: 相对生产力、国际收支、短期利差以及我国居民和企业部门的外汇存款。

## 历史复盘

## 1、1990-93 年: 固定汇率制度下的双轨制

- ◆ 官方汇率+贸易结算汇率。我国在这段时期采用的是固定汇率制度, 但在实际管理中国家会适时对汇率进行调整, 因此汇率在较低的频率上保持浮动。

## 2、1994-05 年: 钉住美元

- ◆ 汇率低估+有范围浮动。为改善贸易余额和提高对外开放水平, 我国决定在 1994 年对人民币汇率实行低估(即官方宣布人民币兑美元贬值)。
- ◆ 灵活钉住美元。根据国家规定, 美元兑人民币汇率被固定为 8.7, 随后几年又不断向下调整, 在此期间人民币汇率在 8.27-8.3 之间窄幅波动。

## 3、2006-15 年 6 月: 国际收支顺差及经济快速增长提升人民币汇率

- ◆ 结束钉住美元。
- ◆ 人民币汇率进入上升通道。自人民币取消钉住美元, 实行浮动汇率后, 前期的升值压力得到释放, 人民币汇率开始向上调整。2006-15 年期间, 我国国际收支常年保持顺差、经济增长迅速, 人民币在此期间保持了较强的升值动力。

## 4、2015 年 7 月-18 年 3 月: 美元走强与央行调节

- ◆ 美联储紧缩货币政策。从 2013 年起美联储逐步退出 QE, 2015 年开始逐步加息, 中美利差较上一时期显著收窄。美联储的紧缩政策使得美元走强, 人民币开始贬值。
- ◆ 逆周期调节因子平抑汇率波动, 在短期因素的影响被逐步消化后, 人民币汇率重归均衡。

## 5、2018 年 4 月-20 年 1 月: 贸易摩擦与美联储货币政策

贸易战的升级与降温导致汇率起伏。在 2018 年 4 月-20 年 1 月期间, 美元兑人民币汇率经历了两轮“先升后降”, 主要影响因素是贸易战和美联储的货币政策。

## 6、2020 年 2 月-2022 年 3 月: 冲击与恢复

- ◆ 疫情冲击, 经济活动陷入停滞, 贸易差额也落入负值, 市场对我国未来经济发展的悲观预期以及恶化的贸易差额导致人民币贬值。
- ◆ 迅速恢复。先于国外复工复产使我国的国际收支得到改善, 叠加经济预期的修复, 人民币汇率重拾上行趋势。

**风险提示:** 政策风险、疫情封控、美联储加息超预期

## 2020-22 年 10 月美元兑人民币汇率



资料来源: wind, 申港证券研究所

## 相关报告

- 1、《预计 9 月 CPI 上行至 2.9%——宏观经济研究周报》2022-10-04
- 2、《日中则昃——中美通胀的历史复盘与预测》2022-10-29
- 3、《复苏信号较弱——宏观经济研究周报》2022-10-30
- 4、《通胀保持低位——10 月 CPI 数据点评》2022-11-10
- 5、《预期内的回落——10 月美国通胀数据点评》2022-11-11

## 内容目录

1. 每周一谈：人民币汇率的历史复盘与预测.....	3
1.1 我国汇率影响因素的经验总结 .....	3
1.2 对下阶段人民币汇率走势的判断 .....	3
1.2.1 相对生产力 .....	3
1.2.2 国际收支 .....	4
1.2.3 短期利差 .....	4
1.2.4 外汇存款 .....	5
1.3 1990-93 年：固定汇率制度下的双轨制 .....	5
1.4 1994-05 年：钉住美元 .....	5
1.5 2006-15 年 6 月：国际收支顺差及经济快速增长提升人民币汇率 .....	6
1.6 2015 年 7 月-18 年 3 月：美元走强与央行调节 .....	7
1.7 2018 年 4 月-20 年 1 月：贸易摩擦与美联储货币政策 .....	8
1.8 2020 年 2 月-2022 年 3 月：冲击与恢复 .....	9

## 图表目录

图 1： 2006 年 10 月-22 年 10 月美元兑人民币汇率与隐含实际 GDP 增速 .....	3
图 2： 2006 年 12 月-22 年 6 月国际收支差额与美元兑人民币汇率 .....	4
图 3： 2006 年 12 月-22 年 10 月美中利差与美元兑人民币汇率 .....	4
图 4： 2015-22 年 9 月居民和企业部门外汇存款 .....	5
图 5： 1990-93 年美元兑人民币汇率 .....	5
图 6： 1990-93 年贸易差额 .....	6
图 7： 1994-05 年 6 月美元兑人民币汇率 .....	6
图 8： 1994-05 年贸易差额 .....	6
图 9： 1994-05 年经常账户与金融账户差额 .....	6
图 10： 2006-15 年 6 月美元兑人民币汇率 .....	6
图 11： 2006-15 年经常账户与金融账户差额 .....	7
图 12： 2006-15 年我 GDP 不变价增速 .....	7
图 13： 2013-18 年 3 月联邦基金利率及美中利差 .....	7
图 14： 2015 年 7 月-18 年 3 月美元兑人民币汇率 .....	7
图 15： 2015 年 7 月-18 年 3 月美元兑人民币汇率 .....	8
图 16： 2018 年 4 月-20 年 1 月美元兑人民币汇率 .....	8
图 17： 2018 年 4 月-20 年 1 月联邦基金利率及美中利差 .....	8
图 18： 2020 年 2 月-22 年 3 月美元兑人民币汇率 .....	9
图 19： 2020 年 3 月-22 年 3 月经常账户和金融账户差额 .....	9

## 1. 每周一谈：人民币汇率的历史复盘与预测

### 1.1 我国汇率影响因素的经验总结

**实际汇率决定中枢。**名义汇率的中枢是实际汇率，而实际汇率取决于巴拉萨-萨缪尔森效应，即一国货币的实际汇率与该国的生产力、生产效率正相关。相对生产力、生产效率越高的国家实际汇率也越高。

**国际收支决定趋势。**长期保持经常账户、资本和金融账户（不含储备资产）顺差的国家，其货币更趋于升值。

**利差关税等增加短期扰动。**高利率、高关税将在短期改善国际收支，对汇率造成扰动。

### 1.2 对下阶段人民币汇率走势的判断

长期来看人民币不存在贬值压力，短期不利扰动有望减弱。在报告《日中则昃——中美通胀的历史复盘与预测》中，我们提出“美元兑人民币汇率将在 11 月触顶，随后保持震荡走势”，目前来看我们仍坚持此前的判断。在本文中我们进一步对历史上数轮人民币汇率的变动进行了复盘，并提出 4 个汇率观察角度协助我们判断未来汇率走势：相对生产力、国际收支、短期利差以及我国居民和企业部门的外汇存款。

#### 1.2.1 相对生产力

**实际 GDP 增速决定实际汇率。**市场对两国相对生产力的预期将对实际汇率产生影响。10 年期国债收益率可作为预期名义 GDP 增速的代表指标，我们将其与 CPI 当月同比作差，差值可近似表征实际 GDP 增速。根据巴拉萨-萨缪尔森效应，实际 GDP 增速越高的国家货币购买力越强，即实际汇率越高。图 1 中中美实际 GDP 增速差值与美元兑人民币汇率在大体趋势上呈负相关。

图1：2006年10月-22年10月美元兑人民币汇率与隐含实际GDP增速



资料来源：wind，申港证券研究所

后续稳增长政策与经济周期错位将支撑人民币汇率。图 1 显示中美 10 年期国债隐含的实际 GDP 增速差值有收窄的趋势。但后续随着我国各项稳增长政策逐步发力，国内经济企稳复苏后实际 GDP 增速差值有走阔动力。从经济周期来看，美国正处于滞涨末期，而我国处于衰退末期，下阶段经济周期的错位也将扩大实际 GDP 增

速差值，为人民币汇率带来支撑。

### 1.2.2 国际收支

经常账户、资本和金融账户差额与人民币汇率正相关。从国际收支的角度来看，人民币汇率变动趋势与我国的国际收支有直接关系。当我国国际收支保持顺差时人民币汇率有升值动力（图2）。

图2：2006年12月-22年6月国际收支差额与美元兑人民币汇率



资料来源：wind，申港证券研究所

国际收支顺差助人民币汇率走强。从6月数据来看，我国仍保持国际收支顺差，预计后续随出口金额增速下降以及金融账户的资本外流，经常账户+资本和金融账户（不含储备资产）的差额将存在收窄压力。但长期来看，顺差仍将是我国国际收支的主要特征。因此根据前文的分析，人民币将保持稳定的升值趋势。

### 1.2.3 短期利差

短期利差给人民币汇率的趋势回归造成扰动。利差扩大主要通过恶化国际收支和市场情绪给本币施加贬值压力。近期人民币持续贬值的主要原因是美联储加息导致的中美利差的持续扩大（图3）。10月美国通胀继续下降，核心通胀也见顶回落，预计12月美联储大概率将压缩加息幅度，中美利差持续扩大的预期将得到修正，

图3：2006年12月-22年10月美中利差与美元兑人民币汇率

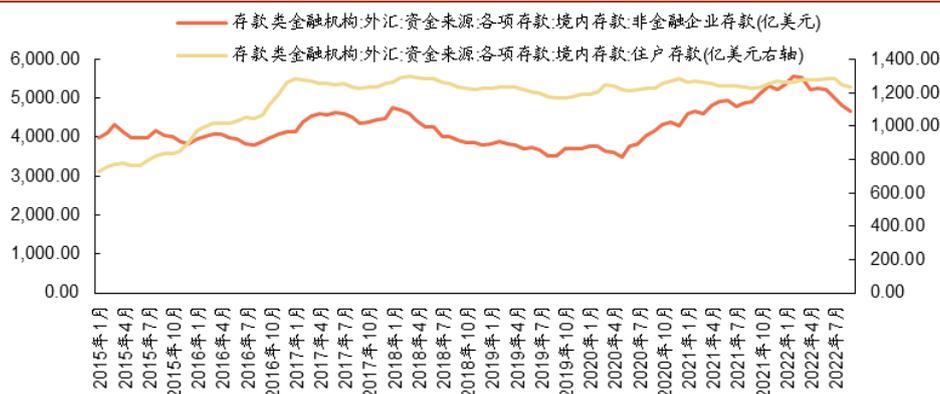


资料来源：wind，申港证券研究所

### 1.2.4 外汇存款

**外汇存款缓冲汇率的不利变动。**除央行的储备资产外，居民和企业部门的外汇存款是我国外汇储备的隐性部分。居民和企业的外汇存款越多，越能应对外汇需求以缓冲汇率的不利变动，即“藏汇于民”。从信贷收支表来看（图4），我国居民和企业部门的外汇存款规模近期并未出现显著的收缩，因此后续不利因素对人民币汇率的影响将较为有限。

图4：2015-22年9月居民和企业部门外汇存款

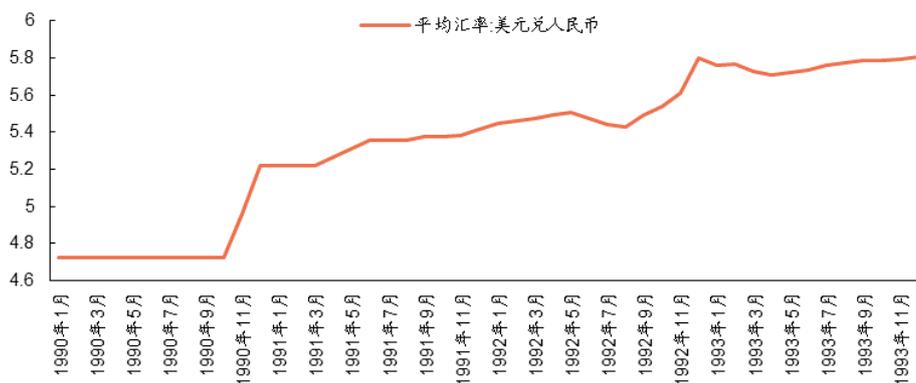


资料来源：wind，申港证券研究所

### 1.3 1990-93年：固定汇率制度下的双轨制

**官方汇率+贸易结算汇率。**在1990-93年期间，我国实行的是双重汇率制度，即官方汇率和贸易汇率，二者分别用于非贸易结算和贸易结算。总的来说，我国在这段时期采用的仍然是固定汇率制度，但在实际管理中国家会适时对汇率进行调整，因此汇率在较低的频率上保持浮动（图5），市场的力量正逐步通过政府向汇率市场释放。

图5：1990-93年美元兑人民币汇率



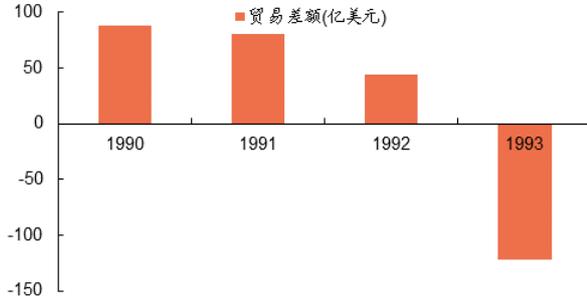
资料来源：wind，申港证券研究所

### 1.4 1994-05年：钉住美元

**汇率低估+有范围浮动。**1990-93年期间人民币汇率被明显高估，受此影响，我国贸易余额维持较低水平，93年还出现了贸易逆差（图6）。尽管我国对汇率也进行了

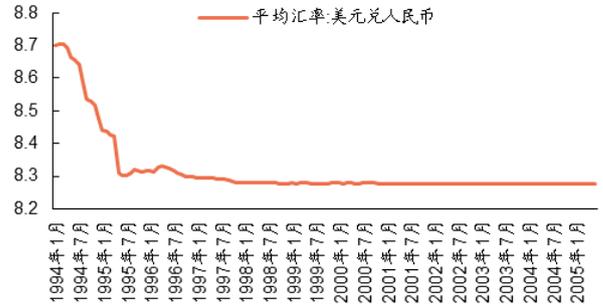
适时调整，但有限的幅度和频率难以体现人民币的实际汇率。为改善贸易余额和提高对外开放水平，我国决定在 1994 年对人民币汇率实行低估（即官方宣布人民币兑美元贬值），同时取消汇率的双轨制。

图6：1990-93 年贸易差额



资料来源：Wind，申港证券研究所

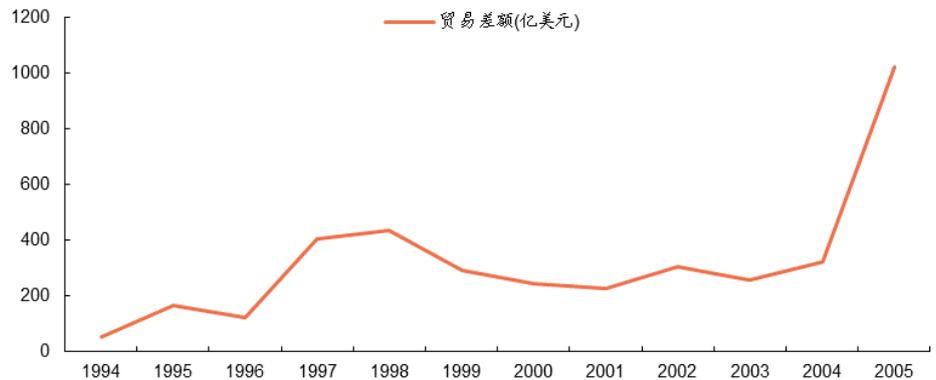
图7：1994-05 年 6 月美元兑人民币汇率



资料来源：Wind，申港证券研究所

**灵活钉住美元。**根据国家规定，美元兑人民币汇率被固定为 8.7，随后几年又不断向下调整，到 1995 年 6 月汇率来到 8.3（图 7）。随后美元兑人民币汇率进入了一段稳定期，自 1995 年 6 月-05 年 6 月人民币汇率在 8.27-8.3 之间窄幅波动。在此期间，我国银行间外汇市场逐步建立，市场的力量更深层次地向人民币汇率渗透，同时人民币汇率的低估刺激了出口，贸易差额得到了改善（图 8）。

图8：1994-05 年贸易差额



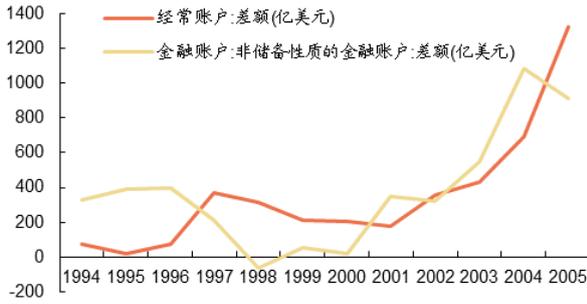
资料来源：wind，申港证券研究所

### 1.5 2006-15 年 6 月：国际收支顺差及经济快速增长提升人民币汇率

**结束钉住美元。**1994-05 年，在人民币汇率的低估以及经济高速增长的作用下，我国经常账户和金融账户常年“双顺差”（图 9）。在人民巨大的升值压力下，央行决定结束钉住美元，实行“以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度”。

图9：1994-05 年经常账户与金融账户差额

图10：2006-15 年 6 月美元兑人民币汇率



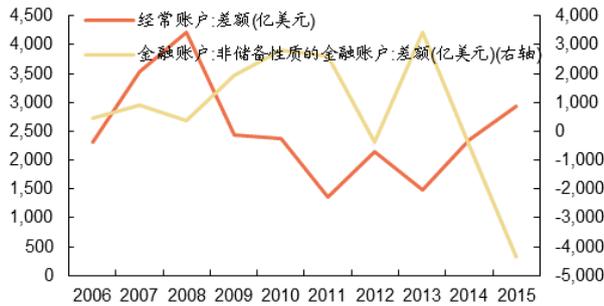
资料来源: Wind, 申港证券研究所



资料来源: Wind, 申港证券研究所

**人民币汇率进入上升通道。**自人民币取消钉住美元，实行浮动汇率后，前期的升值压力得到释放，人民币汇率开始向上调整（图 10）。在 2006-15 年期间，我国国际收支常年保持顺差、经济增长迅速（图 11、图 12），根据巴拉萨-萨缪尔森效应，随着生产效率的提高，美元兑人民币的实际汇率在不断下降。实际汇率决定了长币值中枢，因此人民币在此期间保持了较强的升值动力。

**图11: 2006-15 年经常账户与金融账户差额**



资料来源: Wind, 申港证券研究所

**图12: 2006-15 年我 GDP 不变价增速**

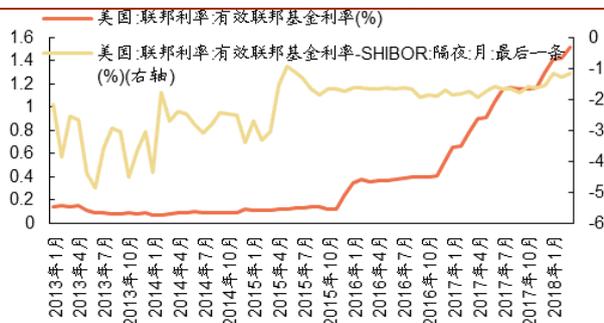


资料来源: Wind, 申港证券研究所

### 1.6 2015 年 7 月-18 年 3 月：美元走强与央行调节

**美联储收紧货币政策。**从 2013 年起美联储逐步退出 QE，2015 年开始逐步加息，中美利差较上一时期显著收窄（图 13）。美联储的紧缩政策使得美元走强，人民币开始贬值，汇率于 2017 年 3 月达到高点（图 14）。

**图13: 2013-18 年 3 月联邦基金利率及中美利差**



资料来源: Wind, 申港证券研究所

**图14: 2015 年 7 月-18 年 3 月美元兑人民币平均汇率**



资料来源: Wind, 申港证券研究所

**逆周期调节因子平抑汇率波动。**为减弱人民币汇率快速贬值带来的冲击，央行引入

逆周期因子对汇率进行调节。除此之外，我国 GDP 在 2013-18 年 1 季度仍保持稳健增长（图 15），长期向好的经济形势以及稳定的社会环境均为人民币汇率提供了有力支撑，在短期因素的影响被逐步消化后，人民币汇率重归均衡。

图15：2015年7月-18年3月美元兑人民币汇率



资料来源：wind，申港证券研究所

### 1.7 2018年4月-20年1月：贸易摩擦与美联储货币政策

贸易战的升级与降温导致汇率起伏。在 2018 年 4 月-20 年 1 月期间，美元兑人民币汇率经历了两轮“先升后降”（图 16），主要影响因素是贸易战和美联储的货币政策。

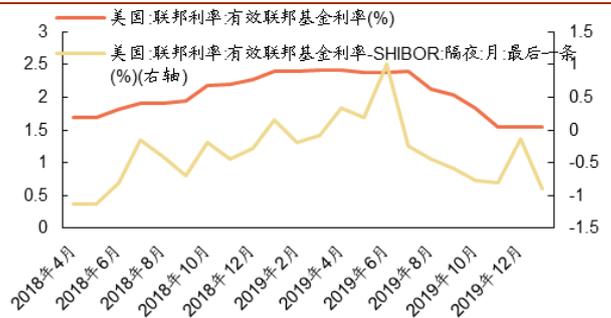
- ◆ **2018年3月-19年3月。**中美贸易战拉开帷幕，美国总统特朗普于年内陆续签署了一系列针对我国的关税措施，大幅提高了贸易壁垒，在一定程度上改善了美国对我国的贸易余额。另一方面，美联储加息仍在继续，中美利差有继续收窄的趋势（图 17）。受两方面的不利影响，人民币汇率短期内承压，于 18 年 11 月达到峰值。不过随后中美在 G20 峰会上达成“停战”共识，贸易摩擦的缓和重建了市场对我国贸易余额改善的预期，人民币汇率的贬值压力得到有效减弱。

图16：2018年4月-20年1月美元兑人民币汇率



资料来源：Wind，申港证券研究所

图17：2018年4月-20年1月联邦基金利率及中美利差



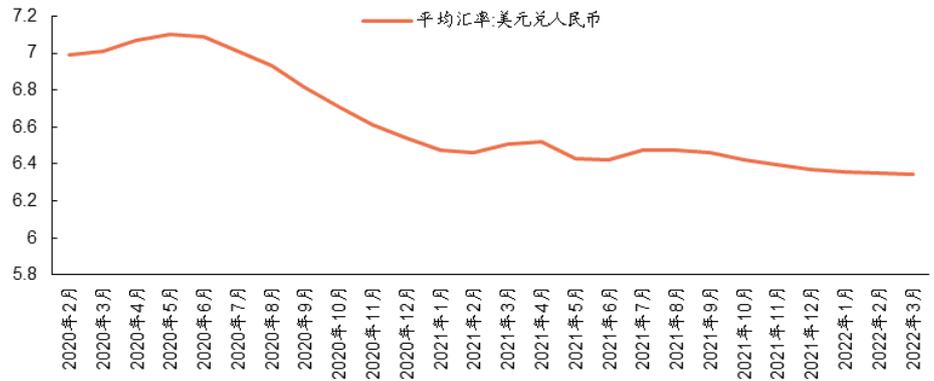
资料来源：Wind，申港证券研究所

- ◆ **2019年4月-20年1月。**中美贸易战再起，特朗普针对我国，再次提高进口商品的关税税率，叠加继续收窄的中美利差（图 17），人民币汇率延续了一年前的“剧情”。贬值压力在 19 年 10 月达到峰值后随贸易关系的缓和，以及美联储逐步退出加息而缓解。

## 1.8 2020年2月-2022年3月：冲击与恢复

**疫情冲击。**2020年年初新冠疫情在国内爆发，经济活动陷入停滞，贸易差额也落入负值（图19）。市场对我国未来经济发展的悲观预期以及恶化的贸易差额导致人民币贬值（图18）

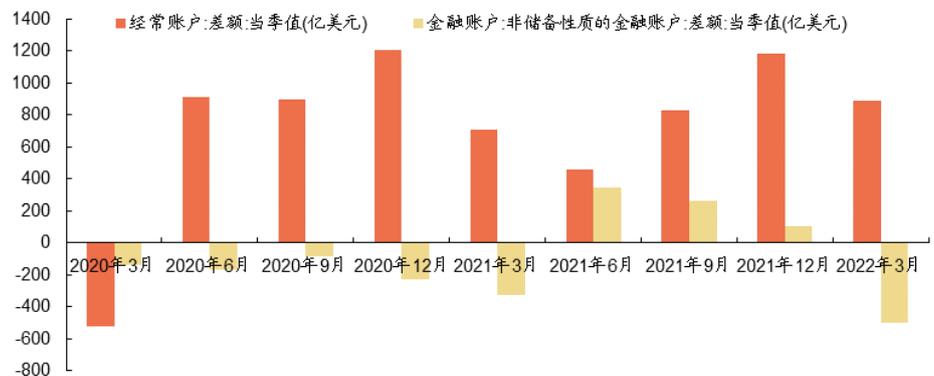
图18：2020年2月-22年3月美元兑人民币汇率



资料来源：wind，申港证券研究所

**迅速恢复。**面对疫情，我国快速有效的反应和处置使经济活动迅速恢复。先于国外复工复产使我国的国际收支得到改善（图19），叠加经济预期的修复，人民币汇率重拾上行趋势。

图19：2020年3月-22年3月经常账户和金融账户差额



资料来源：wind，申港证券研究所

## 2. 风险提示

政策风险、疫情封控、美联储加息超预期。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

## 行业评级体系

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上