



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。

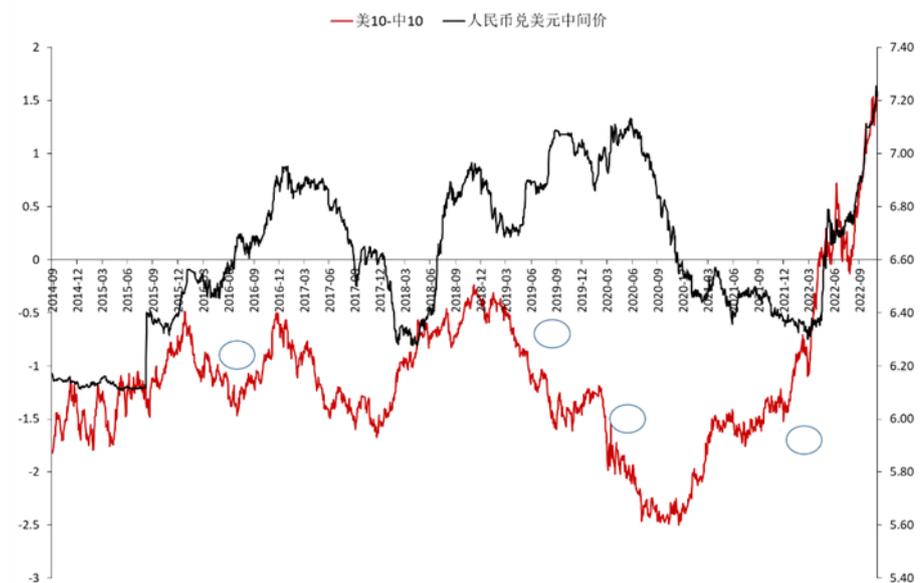
## 一、汇率的经济学理论

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

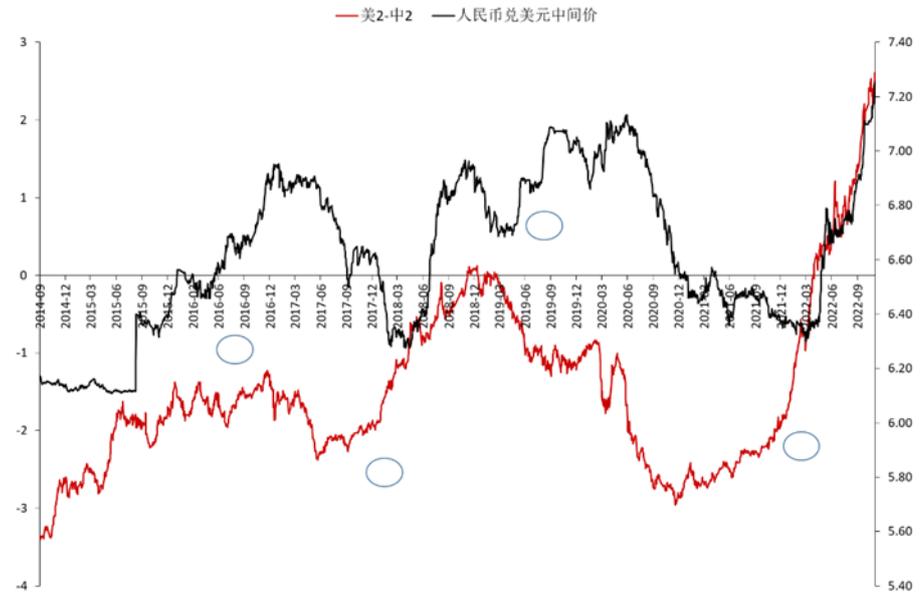


数据来源：WIND，五矿期货研究中心

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

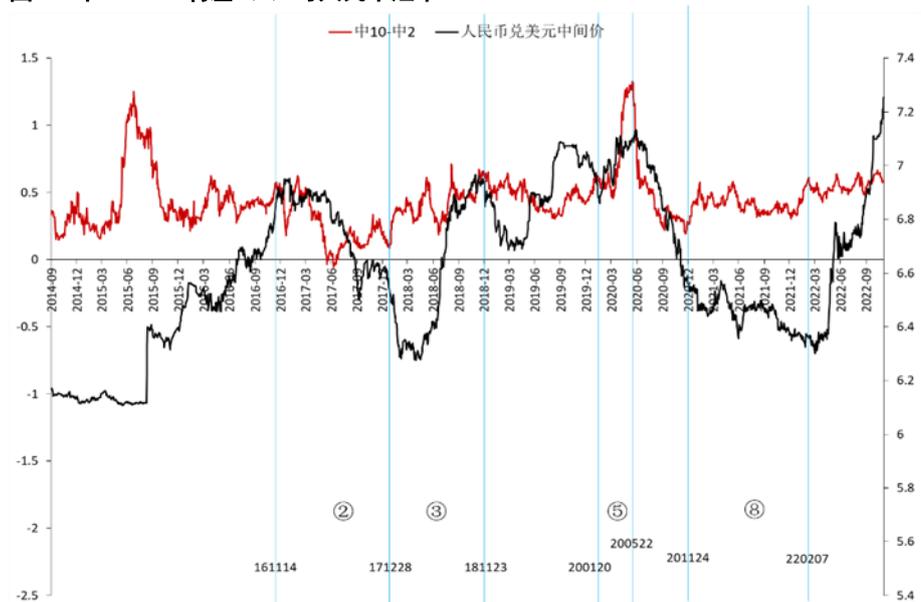
同样地，我们也发现了和前面一样的问题，图 2 中两条线在大轮廓上是一致的，但也有部分时间段存在较大的劈叉。只是相对来说，图 2 中红线的领先性较图 1 有了显著的提升。

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

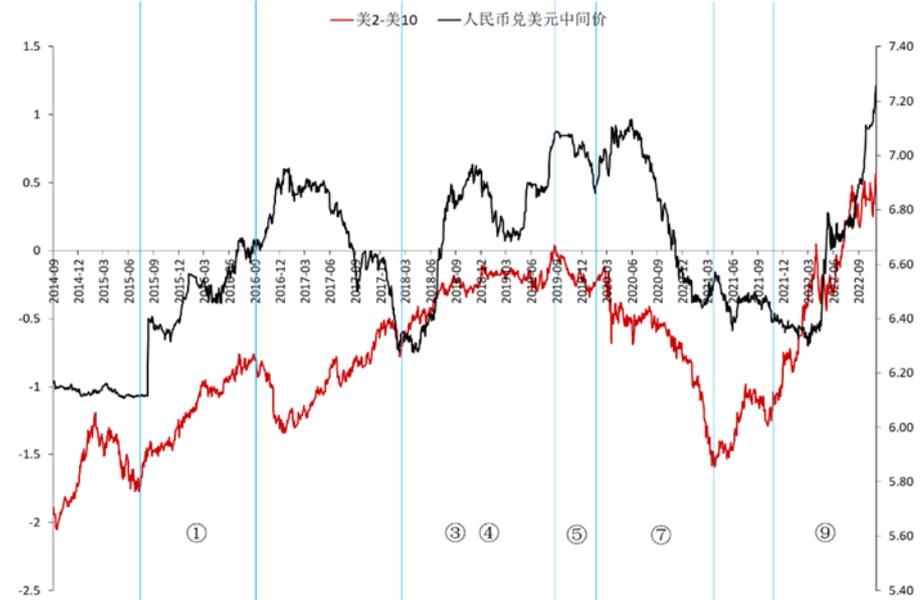


数据来源：WIND，五矿期货研究中心

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

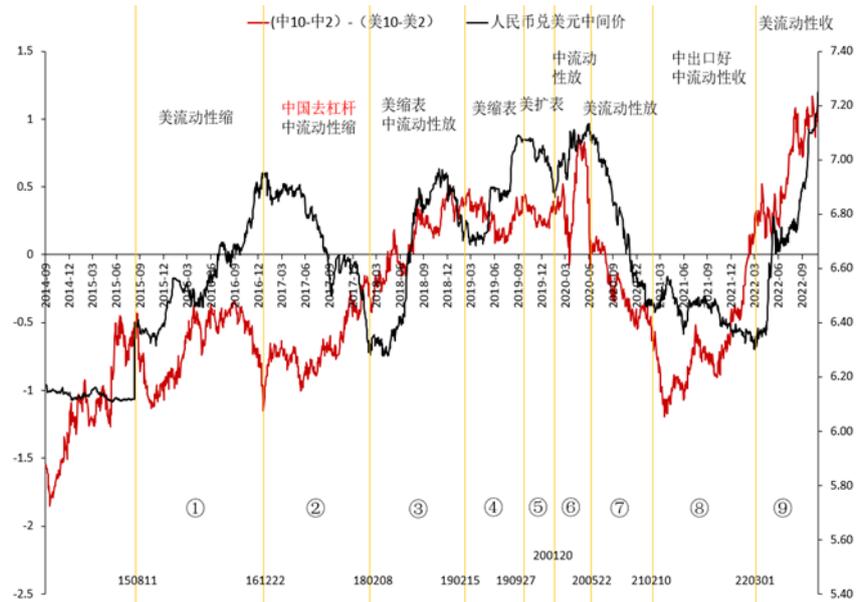
美国对图 4 中①、③、④、⑤、⑦、⑨这些阶段起到了主导作用。①是美国加息周期，③和④是美国缩表，⑤是美国结束缩表，⑦是美国疫情期间大放水，⑨是美国结束放水逐步收缩。

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

既然中美利差对人民币汇率的领先性在大部分时间是比较高的，而不高的时间段又可以用中国内部逻辑和美国内部逻辑去解释，因此我们将上述多项指标进行融合尝试一下。

图 5：(中 10Y-2Y) - (美 10Y-2Y) (%) 与人民币汇率



数据来源：WIND，五矿期货研究中心

我们将图 1-图 4 的指标融合后，得到图 5 的指标。我们发现，该指标对人民币汇率的领先性进一步提升，且每个阶段都有明确的宏观逻辑可以进行解释。

唯一 1 个劈叉较大的区域是图 5 中的②阶段，该阶段从中国内部看是在去杠杆（收缩流动性），而从美国内部看是在缩表，两国政策对人民币汇率的影响相反，但从利率上看是美国缩表的影响更大，从汇率上看是中国去杠杆的影响更大。该阶段可能的解释是，当某一国的货币政策不以经济（通胀）为目标时，而以去杠杆为目标时，利差对汇率的领先性下降。

## 五、结论

(中 10Y-2Y) - (美 10Y-2Y) 利差，既体现了中美之间共同点和不同点，又与人民币汇率存在较高的拟合度。

因此，该指标无论是在理论上，还是在现实情况中，对人民币汇率都有较好的领先性。

## 免责声明

**五矿期货有限公司**是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有**商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询**等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

**版权声明：**本报告版权为**五矿期货有限公司**所有。本刊所含文字、数据和图表未经**五矿期货有限公司**书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

## 公司总部

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16层

电话：400-888-5398

网址：www.wkqh.cn