

汇率短期或仍有利于出口

——中国汇率风险简析

专题内容摘要

► 2023年中国经济和全球经济的变化将集中反映到汇率上，但汇率是结果不是原因

汇率贬值的主要压力很可能在2022年已经释放，人民币兑一篮子货币的变化小于美元兑人民币的变化幅度。汇率弹性或许是更重要的观察角度，汇率在利率政策影响下由市场形成，汇率的波动打开了货币政策空间。

► 人民币汇率短期或企稳，仍利于出口

通过对比分析了过去3个人民币汇率波动周期，我们发现本轮周期中中美利差和全球外需或较弱可能仍将拖累人民币汇率处于低位，但是在边际上再进一步贬值的空间有限。美国的加息周期已经接近尾声，但今年年内或不会进入降息周期。除了美国以外欧洲和英国等国家也处于加息的货币紧缩周期，全球进口需求短期或不会大幅好转。另一方面汇率的支持因素也在起作用，近期离岸市场波动并未触及汇率管理的边界，结售汇需求基本平衡，稳汇率政策也在出台，如外汇存款准备金率、外汇风险准备金率等类似措施都已经做出了调整。

► 相比2015年周期，汇率波动的压力较小

在2015年周期中离岸市场波动突破了2%的弱侧区间界限18次，结售汇差额出现大幅负的差额，外汇储备出现明显的下降，同比降幅最快的时候月同比超过负的15%，这些情况目前都没有出现。

► 汇率贬值并不会直接导致股市下跌；中国外币债较少，汇率波动对债市不会产生系统性冲击，但某些行业可能值得关注

汇率贬值并不会直接导致股市下跌，可能存在第三因素，也可能是反向因果。汇率和股市不同行业之间的关系可能也存在差异。中国外币债较少，因此汇率波动对债市不会产生系统性冲击。地产企业的外币债可能承压，需关注汇率贬值的风险；其他外币债较多的行业也值得关注，例如航空业。新兴经济体受汇率贬值冲击的主要教训来自于大量的外币债券。外资流动对资本市场短期可能产生冲击但对整体资本市场的影响仍然有限。

► 人民币长期的风险或是在于快速升值而不是贬值

日元广场协议之后剧烈的升值给进出口和资本市场比较大的冲击，中国应该吸取这个教训。中国的2035年目标除了需要经济的成长维持一定速度，或还需要人民币升值的贡献。

风险提示：美联储持续鹰派的风险，地缘政治冲突风险超预期，金融状况收紧超预期。

作者

分析师：杨灵修

执业证书编号：S0590523010002

邮箱：yanglx@glsc.com.cn

联系人：王博群

邮箱：wangboq@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《稳增长信号好于预期：——七月政治局会议及未来经济展望》2023.07.25
- 2、《重估中国出口：出口调研见闻》2023.07.05

正文目录

1. 2023年中国经济和全球经济的变化将集中反映到汇率上，但汇率是结果不是原因	4
1.1 汇率贬值的主要压力很可能在2022年已经释放	4
1.2 汇率弹性或许是更重要的观察角度	5
2. 2023年人民币汇率还会继续贬值吗？	6
2.1 人民币汇率基本面的5大因素	6
2.2 2023年中美利差或持续	7
2.3 人民币结售汇的需求基本平衡	11
2.4 全球外需或较弱	17
2.5 汇率的政策措施很多已经做出调整	24
3. 人民币汇率风险对股市和债市的影响	30
3.1 汇率对股市的影响：贬值不一定跌，股价=基本面定价*金融定价*情绪溢价	30
3.2 汇率对债市的影响：没有系统风险，但有的行业值得关注	31
3.3 对资本市场的冲击总评：总量有限，增量和特定行业需要关注	34
4. 人民币汇率长期风险和日本的比较	36
4.1 人民币长期的风险或是在于快速升值而不是贬值	36
5. 风险提示	38
5.1 美联储持续鹰派的风险	38
5.2 地缘政治冲突风险超预期	38
5.3 金融状况收紧超预期	39

图表目录

图表 1: CFETS 汇率指数	4
图表 2: 人民币汇率变化比较(%)	4
图表 3: 美元兑人民币汇率	6
图表 4: 中美 10 年期国债收益率(%)	7
图表 5: 3 个月国债实际利率(%)	8
图表 6: 10 年国债实际利率(%)	8
图表 7: 本轮加息的节奏(%)	9
图表 8: CME 降息预期(12 月会议)	9
图表 9: 点阵图对比	10
图表 10: 银行结售汇差额(亿美元)	11
图表 11: 银行结售汇差额(亿美元)和汇率变化(%)	12
图表 12: 银行代客结售汇差额(亿美元)	13
图表 13: 银行自身/代客结汇的比(%)	13
图表 14: 银行代客结售汇差额(亿美元)	13
图表 15: 银行自身/代客结汇的比(%)	13
图表 16: 银行代客结售汇差额(亿美元)	14
图表 17: 结汇率和售汇率(%)	14
图表 18: 结汇率较均值的偏离(%)	15
图表 19: 售汇率较均值的偏离(%)	15
图表 20: 代客结售汇差额结构(亿美元)	16
图表 21: 2023 累计代客结售汇差额结构(亿美元)	16
图表 22: 银行代客远期结售汇差额(亿美元)	16
图表 23: 银行代客远期净结汇累计未到期额(亿美元)	16

图表 24:	全球进口和中国出口同比增速 (%)	17
图表 25:	全球进口负增长年份	18
图表 26:	中国出口占全球进口的份额 (%)	18
图表 27:	全球进口累计同比增速 (%)	19
图表 28:	全球进口量指数	19
图表 29:	全中国出口和对美国出口的增速 (%)	20
图表 30:	中国出口美国占中国全部出口的份额 (%)	20
图表 31:	中国对美国出口和汇率 (%)	20
图表 32:	中国出口美国和汇率相关性 (%)	20
图表 33:	中国进口和从美国进口的增速 (%)	21
图表 34:	中国从美国进口占中国全部进口的份额 (%)	21
图表 35:	中国从美国进口和汇率 (%)	22
图表 36:	中国从美国进口和汇率相关性 (%)	22
图表 37:	中国贸易顺差和对美顺差同比 (%)	22
图表 38:	中国对美国顺差占中国全部顺差的份额 (%)	22
图表 39:	中美贸易顺差同比和汇率 (%)	23
图表 40:	进出口、顺差和汇率变化相关性 (%)	23
图表 41:	中美贸易人民币统计同比 (%)	23
图表 42:	中美贸易美元统计同比 (%)	23
图表 43:	人民币汇率和中间价偏离程度 (%)	25
图表 44:	CNH 超过弱侧区间次数分布	26
图表 45:	美元兑人民币汇率变化 (%)	26
图表 46:	中国外汇存款准备金变动公告 (%)	27
图表 47:	中国外汇存款准备金变动 (%)	27
图表 48:	中国外汇风险准备 (%)	28
图表 49:	美元兑人民币汇率变化 (%)	28
图表 50:	中国外汇储备 (亿美元)	29
图表 51:	中国和美国的 GDP 增速差 (%)	30
图表 52:	中国外债负债率 (外债/GDP)	32
图表 53:	中国外债的币种分布 (%)	32
图表 54:	外债占 GDP 的比重 (%)	32
图表 55:	房地产开发资金来源同比增速 (%)	33
图表 56:	房地产开发资金来源占比 (%)	33
图表 57:	国房景气指数	34
图表 58:	商品房销售额累计同比 (%)	34
图表 59:	沪深股通在日交易中的占比 (%)	36
图表 60:	美元兑人民币汇率 (%)	37
图表 61:	美元兑日元汇率 (%)	38

1. 2023 年中国经济和全球经济的变化将集中反映到汇率上，但汇率是结果不是原因

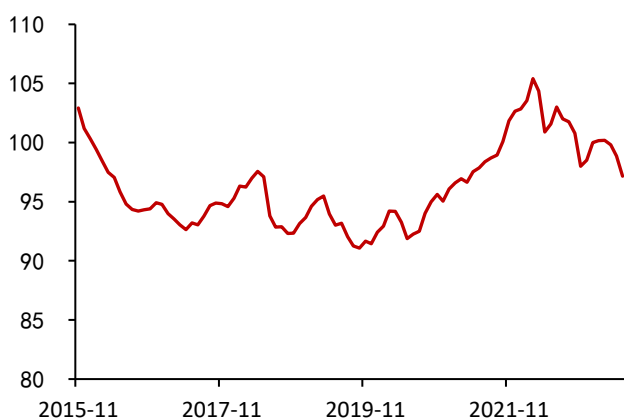
1.1 汇率贬值的主要压力很可能在 2022 年已经释放

1.1.1 人民币兑一篮子货币的变化小于美元兑人民币的变化幅度

美国 2022 年 3 月开始加息时，美元兑人民币的汇率是 6.34，到 2023 年 6 月美联储在本轮加息周期中首次暂停加息时，美元兑人民币的汇率是 7.15。整个加息过程中，人民币相对于美元的汇率贬值了大约 13%¹。美联储快速加息以应对其国内通胀是美元兑人民币汇率贬值的最直接和最主要的原因。

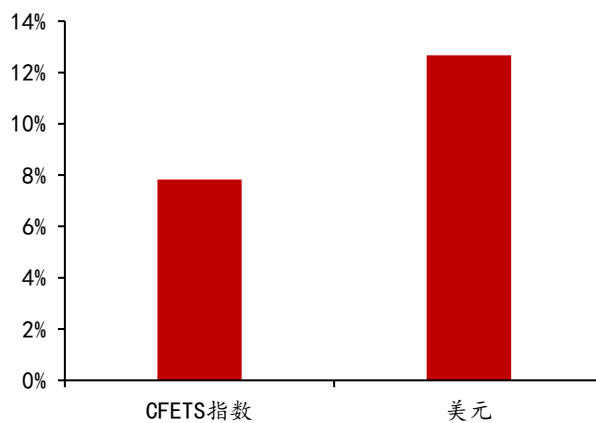
如果观察人民币兑一篮子货币的汇率，从 2022 年 3 月以来，CFETS 汇率指数总体虽然也贬值了一些，但是相比于美元兑人民币汇率的贬值幅度来看，人民币相对于美元贬值了 12.66% 而 CFETS 汇率指数只贬值了 7.83%，是兑美元贬值的大概 6 成。

图表1：CFETS 汇率指数



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表2：人民币汇率变化比较 (%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

人民币汇率的强弱现在不应该仅仅关注美元兑人民币的汇率，还应该综合考虑

¹ 升值和贬值来描述汇率变化虽然是惯例，但或许并不是最合适的描述，升值的语义似乎隐含升值的变化是好事，贬值的语义似乎是不好的事，但其实汇率的变动无法直接判断好坏，升值和贬值都是有利有弊。汇率升值有利于进口不利于出口，汇率贬值有利于出口不利于进口。

兑一篮子货币的情况。从 2005 年中国结束和美元的固定汇率，汇率经历了渐进式的改革。总体上而言，一方面人民币汇率更加市场化，以及更加灵活，另一方面人民币汇率从单一的盯住美元，转而关注一篮子货币。2015 年 12 月，中国外汇交易中心 (CFETS) 发布了可追溯到 2014 年 12 月 31 日的“CFETS 汇率指数”，以引导市场关注作为政策重点的一篮子货币。

1.2 汇率弹性或许是更重要的观察角度

1.2.1 汇率在利率政策影响下由市场形成

中国人民银行前行长易纲在访问华盛顿的时候在彼得森经济研究所的演讲中表示，中国基本上已经结束了定期的外汇干预，并奉行旨在提高中国家庭使用人民币便利性的政策。易纲在《经济研究》²的发文进一步明确阐述了利率政策和汇率政策之间的关系，“利率政策和汇率政策首先要遵循市场经济规律，这是保持经济金融稳定运行并从宏观层面抑制系统性金融风险的关键。两类政策不是并列关系，利率是货币政策的核心和纲，汇率在利率政策影响下由市场形成。”

“汇率在利率政策影响下由市场形成”这个表述具体在数据上的体现就是汇率的波动性。2015 年以来美元兑人民币的汇率最高点和最低点的波动接近 20%，而年波动的方差接近 4%。

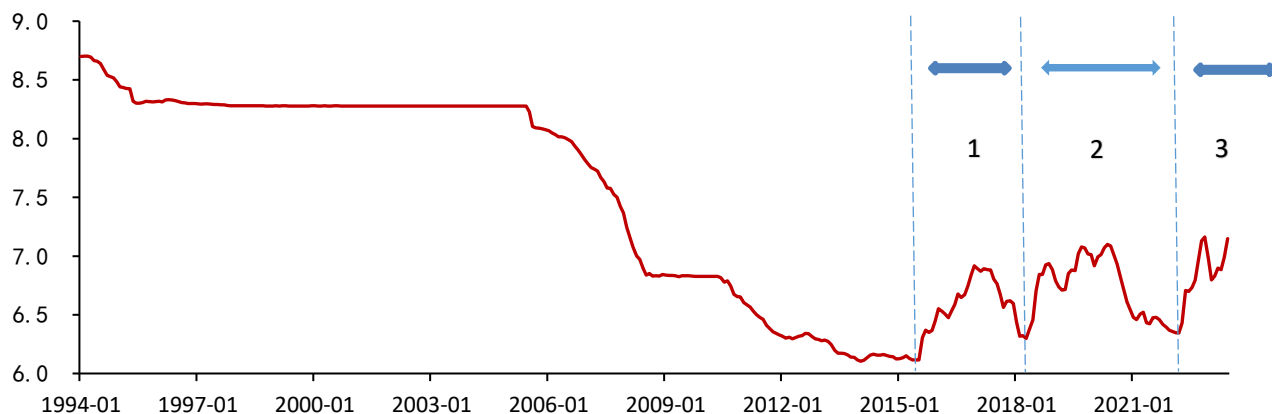
美元兑人民币的汇率从 2015 年以来的波动经历了三个大的波动周期。第一个周期从 2015 年开始，2015 年 5 月美元兑人民币汇率触及 6.11 的低位，到 2017 年 3 月美元兑人民币汇率贬值到 6.89。随后转向，到 2018 年 4 月美元兑人民币汇率升值到 6.3。

2018 年 4 月是第一个周期的结束，也是第二个周期的起点，2018 年 11 月美元兑人民币汇率一度贬值到了 6.9。之后直到 2020 年疫情前美元兑人民币汇率虽有波动但是都明显高于 2018 年 4 月的低点。2020 年疫情之后美元兑人民币汇率从疫情前 2020 年 5 月的 7.1，持续升值到 2022 年 3 月的 6.3。

第三个周期从 2022 年 3 月开始，随着美联储开启最近这个加息周期，美元兑人民币的汇率从 6.3 贬值到了 2022 年底的 7.2。

² 易纲."货币政策的自主性、有效性与经济金融稳定." 经济研究 (2023):6.

图表3：美元兑人民币汇率



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

在最近的这一个美元兑人民币汇率贬值周期里，2022 年年初央行其实就提示了汇率贬值的风险，央行主管《金融时报》发表评论员文章指出 2022 年企业要应对好“四差变化”带来的人民币贬值风险。文章中归纳 2022 年的宏观经济有四大值得重点关注变化，一是本外币利差缩小，二是经济增长差变化，三是对外贸易差缩小，四是风险预期差逆转。2022 年人民币汇率一定幅度的贬值从上述意义来看也是在预期之内，另一方面在“以我为主”货币政策总框架下，汇率的波动打开了货币政策操作的空间。

2. 2023 人民币汇率还会继续贬值吗？

2.1 人民币汇率基本面的 5 大因素

2.1.1 人民币汇率的影响因素

影响汇率的因素很多，我们本报告的分析主要从 5 个方面来分别看汇率的影响因素，分别是海内外利率的差异、结售汇市场的交易情况、进出口贸易情况、经济的基本面以及政府政策措施和干预的情况。

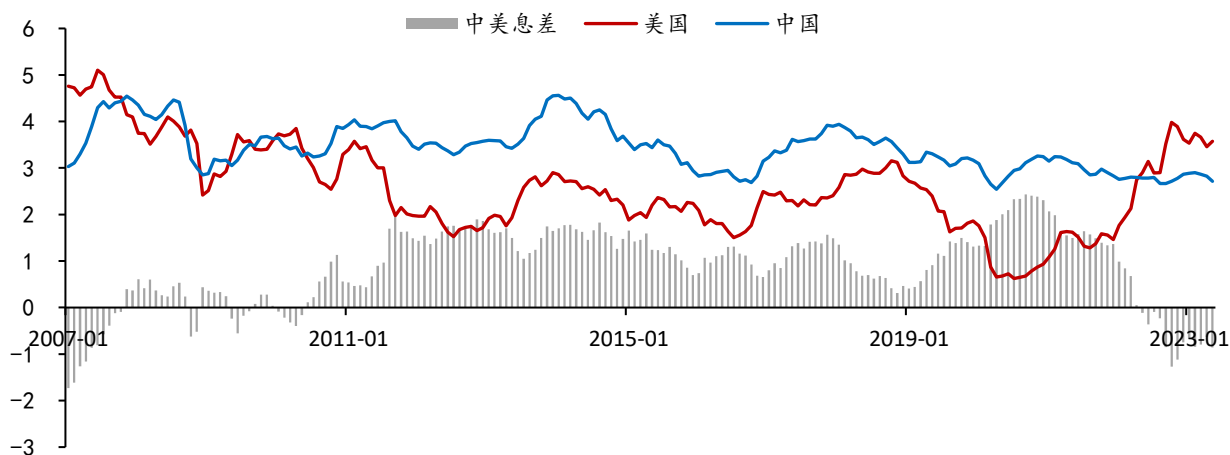
2.2 2023 年中美利差或持续

2.2.1 名义利差和汇率

从目前的信息来看，虽然美联储本轮加息的终点以及在终点将停留的时间还有很多不确定性，但是相对确定的是，在今年底之前就降息的可能性并不大。因此，到今年年底中美货币政策仍然大概率维持中国相对宽松，而美国货币政策在紧缩周期的状态。欧洲央行和英国央行的情况也类似，仍然在紧缩周期。

由于中美货币政策的差异，中美名义利率的息差目前处于历史低位，到 2023 年底或仍然持续。从名义利率这个因素看，下半年或仍然对人民币形成贬值的压力。但由于人民币 2022 年已经贬值了较多，而且人民币资本账户并不是完全开放的，这个压力并不一定转换为进一步的贬值，人民币在目前水平上继续贬值的空间或有限。

图表4：中美 10 年期国债收益率 (%)



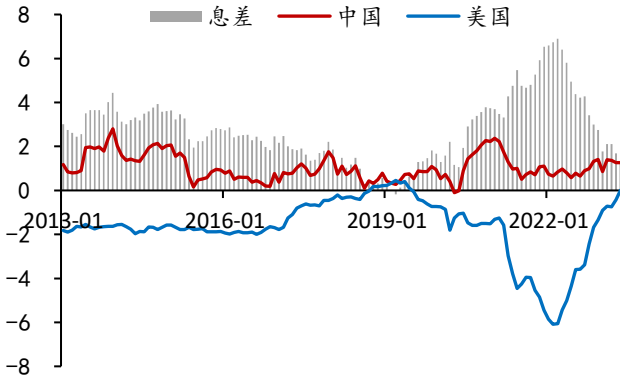
资料来源：Wind，国联证券研究所整理

2.2.2 实际利差和汇率

如果考虑到通胀，从实际利率的角度看，无论是短端还是长端，中美实际利率的状况仍然是中国的实际利率显著高于美国的实际利率。实际利率差的角度意味着人

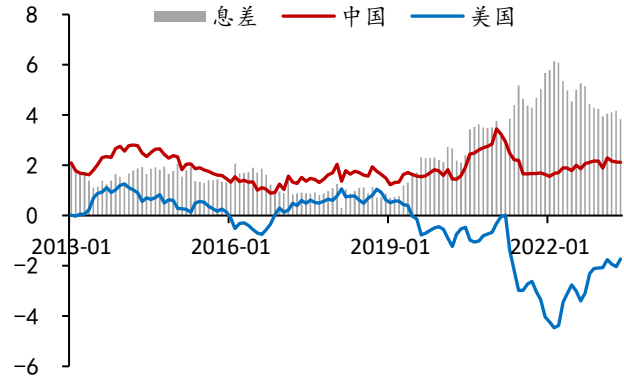
人民币并不存在长期贬值的基础。

图表5：3个月国债实际利率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表6：10年国债实际利率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

另一方面，在政策利率走势之外，中美的通货膨胀率指标目前表现相反，中国通胀低迷，而美国通货膨胀高涨，这导致中美实际利率的差距暂时还不会收敛。不过，通胀数据的背离在 2023 年下半年或有变化，下半年随着美联储加息缩表影响的继续显现以及美国经济减速的持续，美国的通胀有望回落，而中国的通胀随着稳经济政策的刺激以及需求回暖有望回升。

2.2.3 美联储加息接近尾声

美联储本轮加息周期最主要的加息发生在 2022 年下半年，从 2022 年 6 月开始 75 个基点一次会议的加息，连续 4 次 75 个基点的加息，加上 2022 年 12 月的加息，整个 2022 年下半年的加息贡献了本轮全部加息的超过一半。美元兑人民币美元的汇率贬值也是集中在 2022 年的下半年，并在 2022 年 10 月破 7。

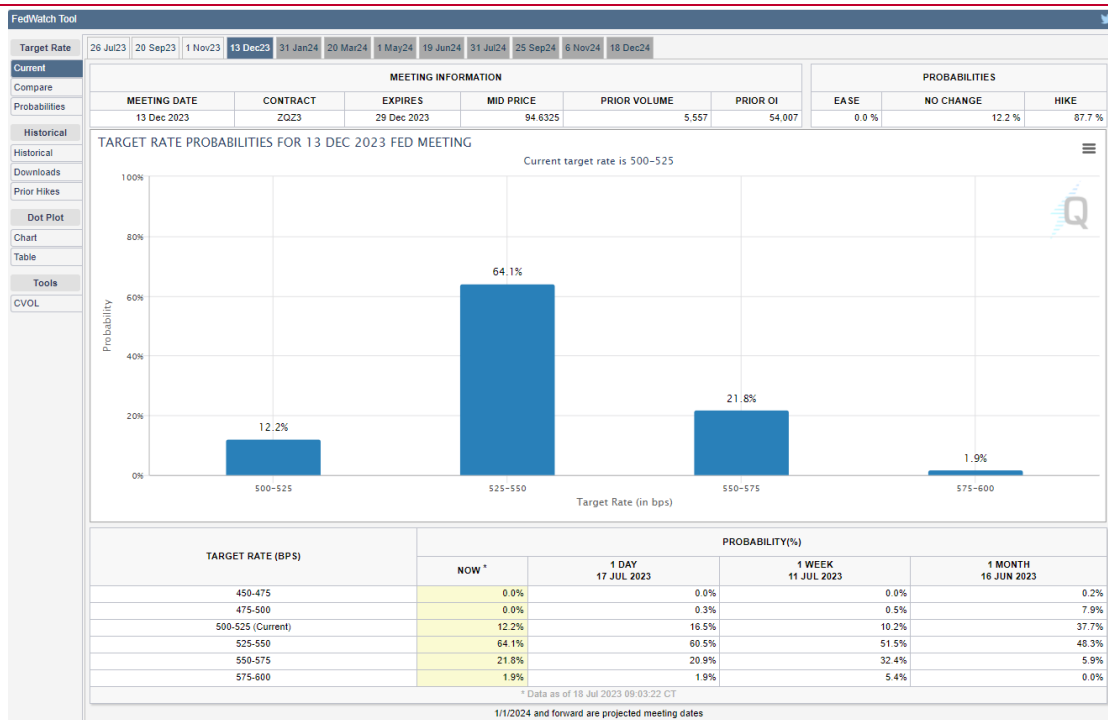
图表7：本轮加息的节奏（%）

时间	赞成	反对	利率	加息幅度	累积贡献	鲍威尔的投票	主席	反对者
2022年3月	8	1	0.25%-0.5%	0.25%	5%	赞成	鲍威尔	James Bullard
2022年5月	9	0	0.75%-1%	0.50%	14%	赞成	鲍威尔	
2022年6月	10	1	1.5%-1.75%	0.75%	29%	赞成	鲍威尔	Esther L. George
2022年7月	12	0	2.25%-2.5%	0.75%	43%	赞成	鲍威尔	
2022年9月	12	0	3%-3.25%	0.75%	57%	赞成	鲍威尔	
2022年11月	12	0	3.75%-4%	0.75%	71%	赞成	鲍威尔	
2022年12月	12	0	4.25%-4.5%	0.50%	81%	赞成	鲍威尔	
2023年3月	11	0	4.75%-5%	0.50%	90%	赞成	鲍威尔	
2023年5月	11	0	5%-5.25%	0.25%	95%	赞成	鲍威尔	
2023年6月	11	0	5%-5.25%	0	95%	赞成	鲍威尔	
2023年7月	11	0	5.25%-5.5%	0.25%	100%	赞成	鲍威尔	

资料来源：美联储，国联证券研究所整理

市场目前预期到今年年底，美联储大概率不会调降政策利率到低于目前的水平。美联储的政策利率只有约 1 成的概率会低于目前的 5.25%到 5.5%的水平，最大的可能性是维持在当前利率水平，5.25%到 5.5%。再有一次加息目前仍然没被市场完全认同。

图表8：CME 降息预期（12月会议）



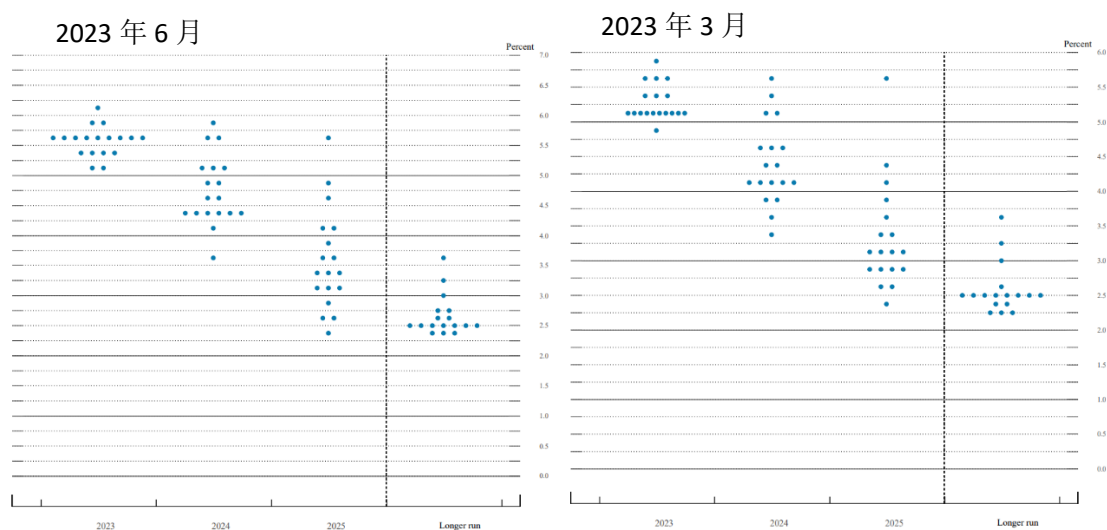
资料来源：CME，国联证券研究所整理

2.2.4 2023 年的利率终点预测

美联储 6 月份给出的年底政策利率预期和当前的市场预期存在差距。6 月会议公布的点阵图相对于 3 月的点阵图，最明显也是最主要的变化是对于 2023 年加息的多数派预期。6 月会议的点阵显示有 9 个委员认为 2023 年的利率应该在 5.5%到 5.75%之间，而在 3 月会议有 10 个委员认为 2023 年的利率应该在 5%到 5.25%之间，也就是说从多数委员的角度看，今年 7 月加息之后或还有 25 个基点加息。

9 月美联储会给出新的点阵图，如果 9 月不加息，今年就不太可能再加息了。7 月到 9 月之间有 2 个月的时间，会有足够多的数据让美联储评估是否还有再次加息的必要。6 月会议和 7 月会议之间仅相差一个月，7 月到 9 月相差 2 个月，相当于 8 月肯定没有加息，也是跳过了一个月。

图表9：点阵图对比



资料来源：美联储，国联证券研究所整理

总结起来，从目前的信息来看，虽然美联储本轮加息的终点以及在终点将停留的时间还有很多不确定性，但是在今年底之前就降息的可能性并不大，降息可能需要等到明年基本上是目前共识。

2.2.5 抛补利率平价或不完全满足

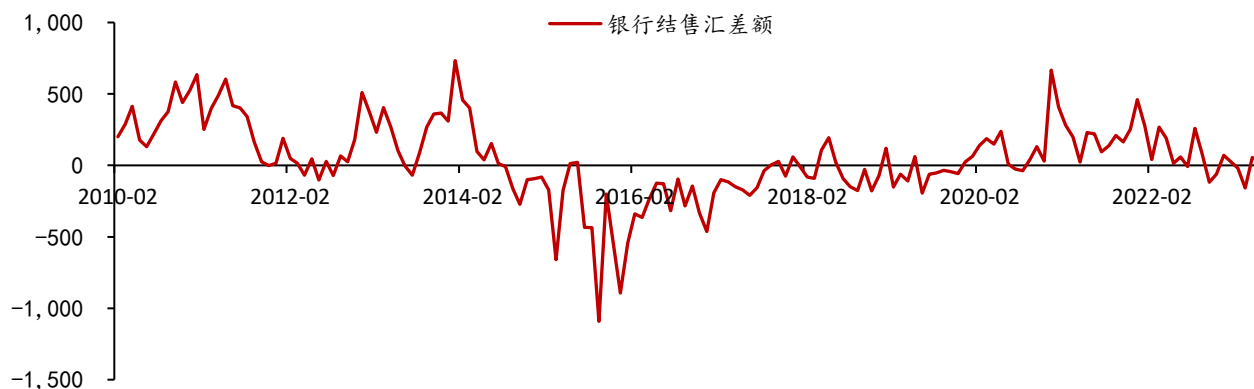
如果汇率有升值预期，在抛补利率平价下，那么海外资金会有流入国内获取汇率升值收益的动机；相反，当汇率有贬值预期时，资金有流出的动机。给定目前中国的外汇管理制度，中国在经常项目下是完全开放的，但是在资本项下的开放有一定限制，利率平价可能不完全满足。Pei and Zhu (2019)³的研究就发现香港市场人民币和港币并不满足抛补利率平价，人民币跨境流动性不高和开放程度也有继续优化的空间。

2.3 人民币结售汇的需求基本平衡

2.3.1 结售汇市场的供求关系

银行结售汇市场中结汇是将外币兑换成人民币即买入人民币卖出外币，而售汇是将人民币兑换成外币即买入外币卖出人民币，结汇金额大于售汇金额的时候意味着买入人民币更多，反之意味着卖出人民币更多。从结售汇差额的数据来看，对比2015年左右的数据，2022年3月以来并没有出现大幅负的差额，即并没有出现卖出人民币大幅超过买入人民币的情况。

图表10：银行结售汇差额(亿美元)

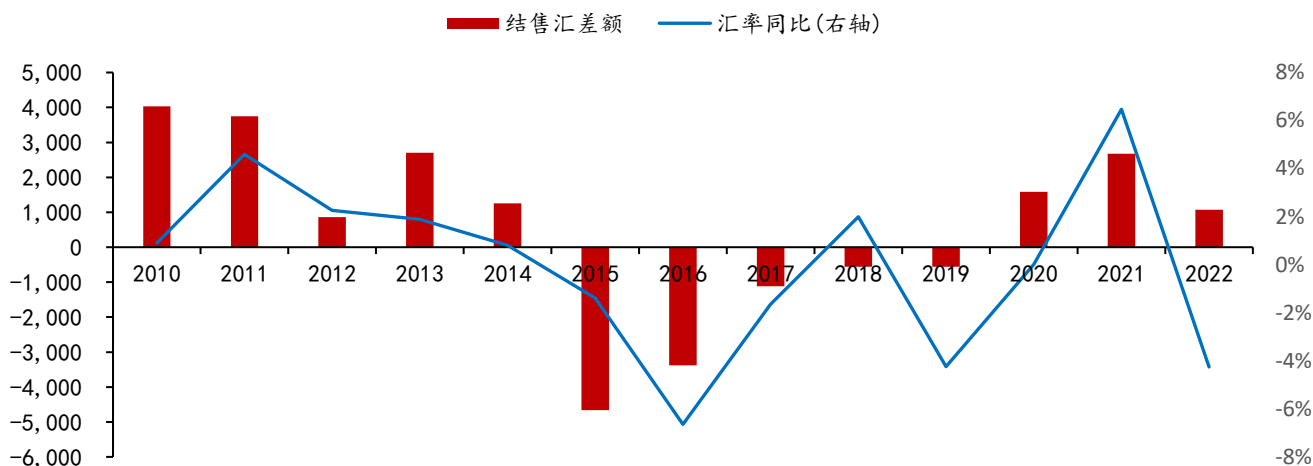


资料来源：Wind，国联证券研究所整理

³ PEI Xi, ZHU Quan. 粤港澳大湾区金融开放性研究——港币与人民币抛补利率平价实证分析[J]. 深圳职业技术学院学报, 2019, 18(4):8.

如果我们回顾历史上结售汇市场表现和汇率变动的关系，从年度数据上看，如果我们把汇率同比的计算调整为正的变化为升值，负的变化为贬值，那么可以明显地看到结售汇差额和汇率的同比变化是正向相关的，相关系数为 0.64。

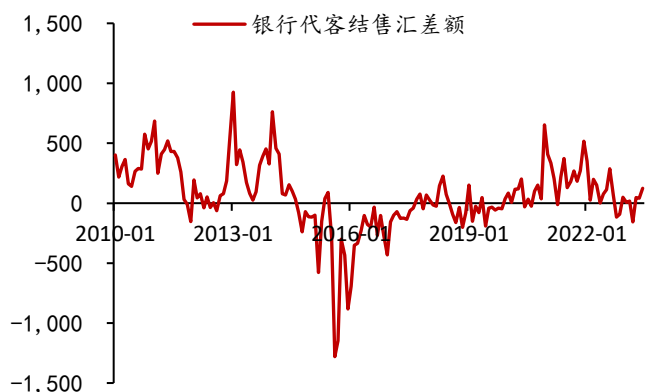
图表11：银行结售汇差额(亿美元)和汇率变化(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

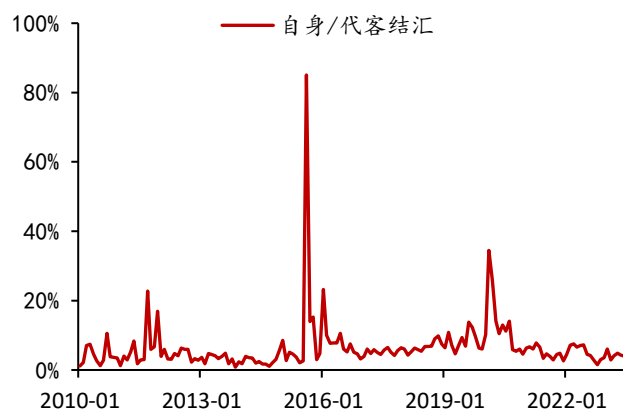
如果观察 2015 年左右结售汇差额出现大幅负的差额的时候，负的差额主要是由于银行代客结售汇的差额驱动，银行自身的结汇在同时间相对于代客结汇出现比较大幅的增长事实上对冲了部分代客结汇的下降。银行自身结汇/代客结汇的比例在 2015 年 8 月高峰的时候达到 85%，而这个比例在非波动的时间内一般都在 10% 以下。2019 年 8、9 月以及 2020 年上半年，这个比例也出现了明显的上涨，2022 年以来还没有出现超过 10% 的情况。

图表12: 银行代客结售汇差额(亿美元)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

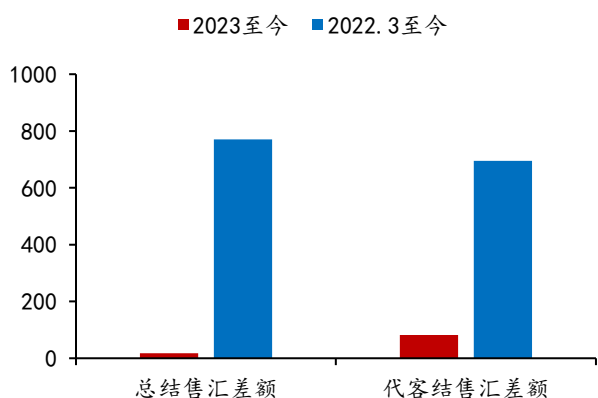
图表13: 银行自身/代客结汇的比(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

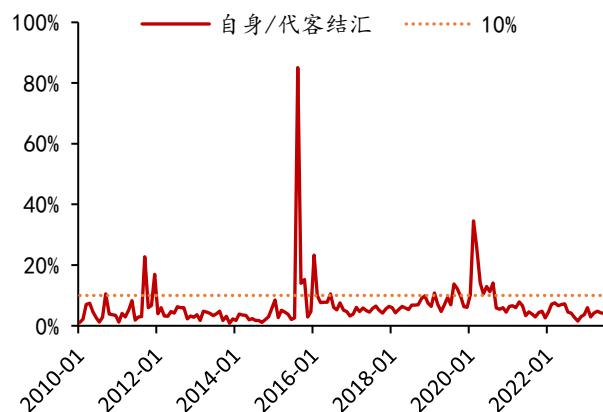
从2022年3月累计到2023年6月的数据, 结售汇差额为正的771亿美元, 结汇的需求大于售汇的需求; 2023年以来, 累计的结售汇差额为18亿美元, 6月开始从负转正, 贬值的压力不大。代客结售汇差额的情况和总量差额的情况相差不大。仅从结售汇市场的供求关系来看, 并没有特别大的人民币贬值的压力。

图表14: 银行代客结售汇差额(亿美元)



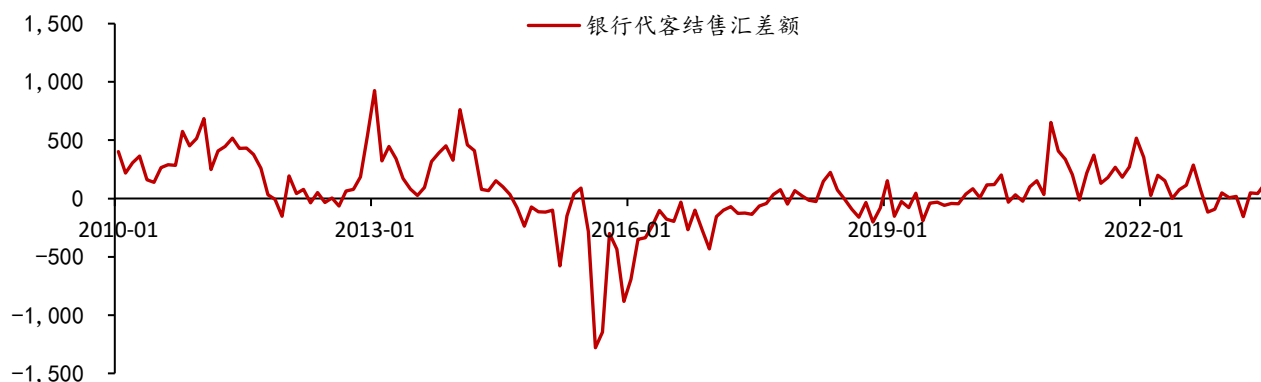
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表15: 银行自身/代客结汇的比(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

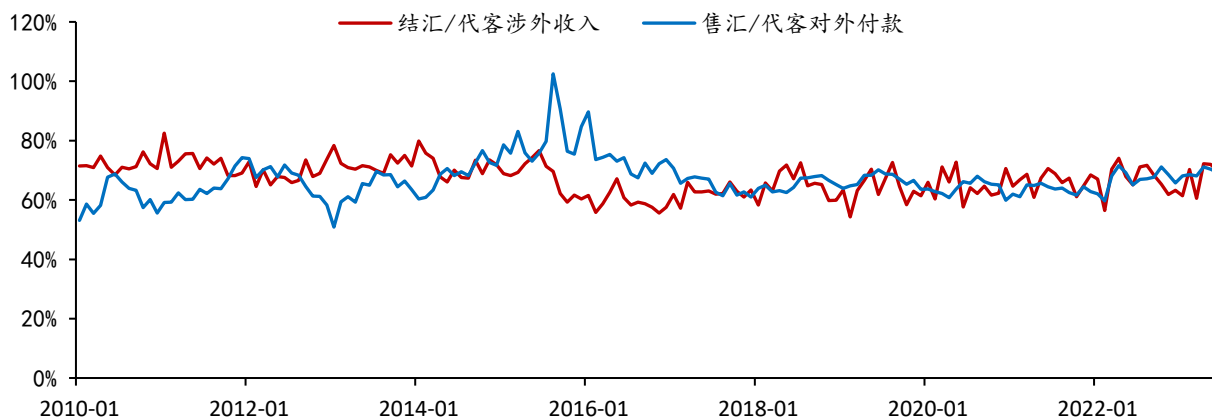
图表16：银行代客结售汇差额(亿美元)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

结汇率和售汇率也是一个观察角度。一般来说，当结汇率大幅下降，售汇率大幅上升的时候，反映的是经济主体对人民币汇率有较强的贬值预期。结汇率的分子是结汇额，分母是代客涉外的收入，如果企业收到的外汇后不进行结汇，可能是预期未来汇率会贬值，因为贬值的话在未来结汇可以兑换更多的人民币。所以结汇率和售汇率可以反映企业、居民部门结汇和售汇意愿。2015年贬值预期高的时候可以看到售汇率明显上升，结汇率下降；相反，在2012年左右，人民币汇率单边升值的时候，结汇率明显上升而售汇率下降。近期结汇率和售汇率的变化不大，波动较为平稳。

图表17：结汇率和售汇率(%)

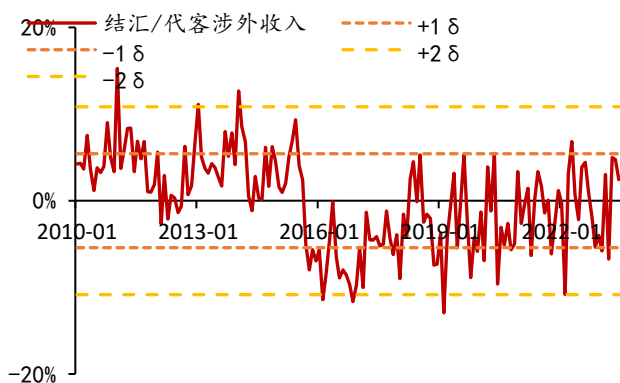


资料来源：Wind，国联证券研究所整理

将结汇率和售汇率较全样本均值的偏离和标准差做比较可以更清楚看到两者的波动，2015年的时候售汇率较均值的增长远超了2倍标准差，结汇率的下跌较售汇

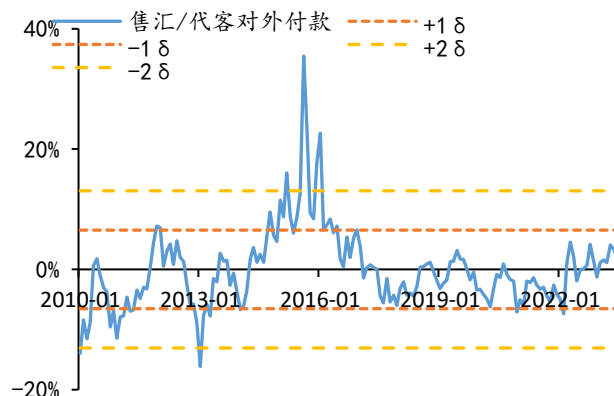
率的波动较小，但也跌超过了 2 倍的标准差。2022 年周期中，结汇率在 2022 年 2 月一度跌超过 2 倍标准差，2023 年 1 月和 3 月跌略超过 1 倍标准差；售汇率的波动基本仍在较小范围。

图表18：结汇率较均值的偏离(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表19：售汇率较均值的偏离(%)



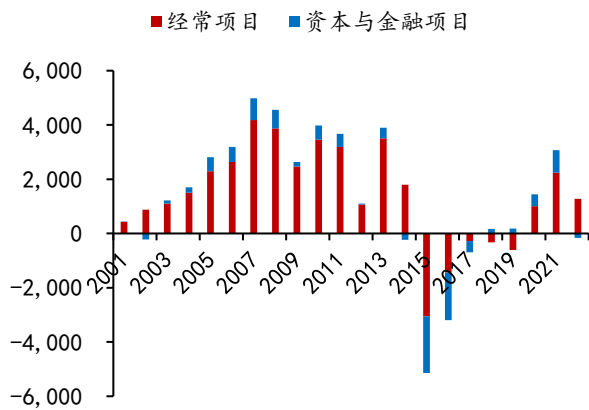
资料来源：Wind，国联证券研究所

进一步，我们可以再从结售汇的结构上来分析，我们可以对比两个具有典型代表性的周期，一个人民币贬值和另一个人民币升值明显的时期。2015 和 2016 年人民币贬值的时期，经常项目和资本与金融项目下的结售汇差额都为负，而且资本与金融项目也贡献了较大的比例；2021 年人民币显著升值情况下，经常项目和资本与金融项目下的差额都为正。

和 2015 不同，2022 年虽然人民币是贬值，但 2022 年经常项目下的差额为正，资本与金融项目下的差额为负。

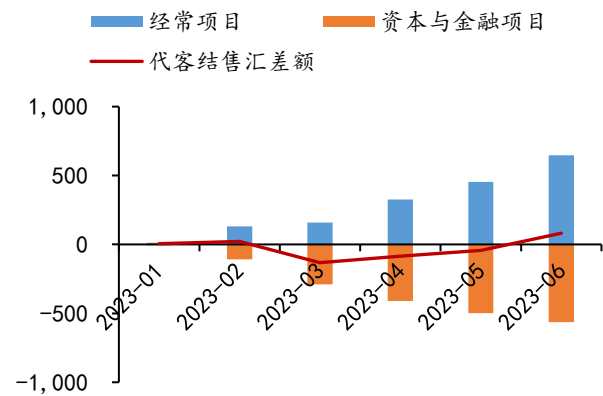
2023 年以来延续了 2022 年经常项目下的差额为正，资本与金融项目下的差额为负的趋势，到 6 月累计的经常项目下的差额为 646 亿美元，资本与金融项目下的差额为-564 亿美元，两者加起来的差额为 82 亿美元。

图表20: 代客结售汇差额结构(亿美元)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表21: 2023 累计代客结售汇差额结构(亿美元)

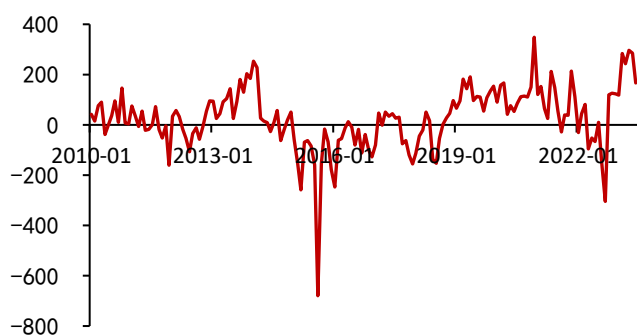


资料来源: Wind, 国联证券研究所

从远期结售汇的需求看, 银行代客远期净结汇 2022 年 10 月以来一直都为正, 从 2022 年 3 月以来的累计为近 1200 亿美元, 而 2023 年以来累计更是接近 1400 亿美元, 和 2015 年贬值时期大幅为负较为不同。

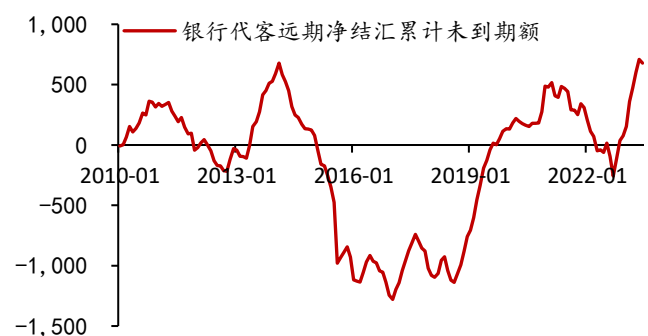
银行代客远期净结汇累计未到期额当下的状况也和 2015 年的情况有较大不同。银行代客远期净结汇累计未到期额 2023 年 6 月接近 700 亿美元, 而在 2016 年最低值超过负的 1200 亿美元。

图表22: 银行代客远期结售汇差额(亿美元)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表23: 银行代客远期净结汇累计未到期额(亿美元)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

2.4 全球外需或较弱

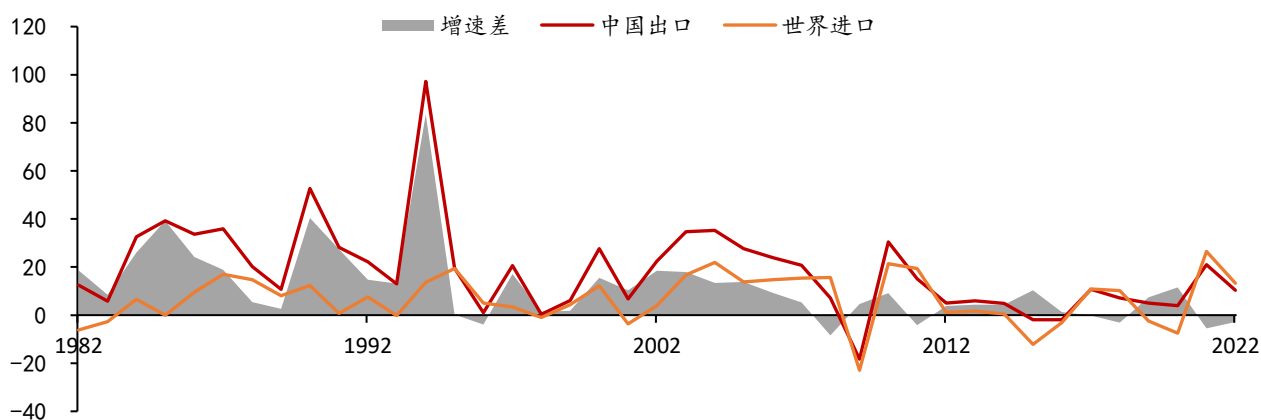
2.4.1 中国进出口的供求关系

进出口贸易的变化对汇率有重要的影响，不过需要注意汇率和进出口的关系存在双向可能的因果关系。一方面如果外需比较旺盛，出口表现比较好，那么汇率就有升值的压力，反之就有贬值的压力。同时，另一方面汇率也反向影响进出口，当汇率贬值的时候，是有利于出口的，而汇率升值的时候是有利于进口的。

从另外一个拆分恒等式角度来看，也可以看出为何进出口和汇率可能互为因果，以出口为例， $\text{出口金额} = \text{出口数量} \times \text{本币价格} \times \text{汇率}$ ，可以看到出口金额的变化本身就包含了汇率变化。由于统计的原因，实际上只有本币计价的出口和外币计价的出口的统计，并没有数量的统计。

对于中国来讲，中国是全球经济中的一个参与者，全球的进口是总的需求，而中国的出口是满足了全球进口需求的一部分⁴。从这个分析的思路入手，当全球进口需求较弱的时候，中国出口就可能受到全球总需求疲软的拖累。从历史数据上看，在全球进口同比负增长的年份里，中国出口也较平常年份表现更差。不过在这些年份里，尽管中国出口较平常年份表现更差，但增速仍较全球进口增速更高。其中一个结果是中国出口占全球进口的份额在 2001 年入世后到 2016 年之前都是正增长。

图表24：全球进口和中国出口同比增速(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

⁴ 理论上来说，全球进口应该等于全球出口，但实际的统计数据上 WTO 的全球进口略高于全球出口，近几年的误差约为全球进口的 1.6%。

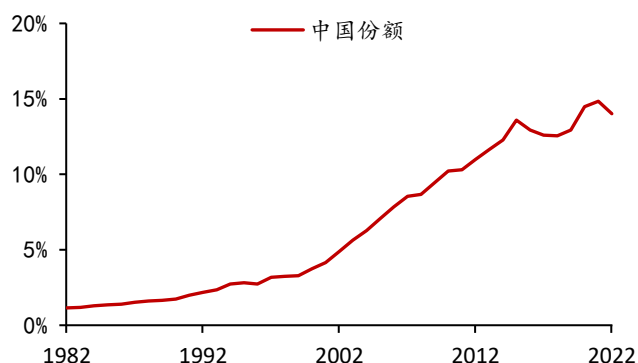
从世界进口的增速来看,2001年以来出现了几次负增长,2001年负增长3.62%,2009年负增长22.92%,2015年和2016年分别负增长12.21%和3.17%,2020年负增长7.54%。其中2001年互联网泡沫破灭,2009年金融海啸,而2020年新冠疫情,都是影响全球的大危机。

图表25: 全球进口负增长年份

时间	全球进口负增长	重要事件
2001	-3.6%	互联网泡沫破灭
2009	-22.9%	2008金融危机
2015	-12.2%	希腊债务危机
2016	-3.2%	英国脱欧
2019	-2.4%	
2020	-7.5%	新冠疫情

资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表26: 中国出口占全球进口的份额(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

在多数年份中国出口的增长速度是快于全球进口的增速,中国出口占全球进口的份额从1978年的不到1%,逐渐增长到2021年最高点14.8%。1978年改革开放后到2015年之前,中国出口占全球进口的份额呈现单向上升趋势,直到2017和2018出现了短暂的下滑,2019年到2021年再次上升。

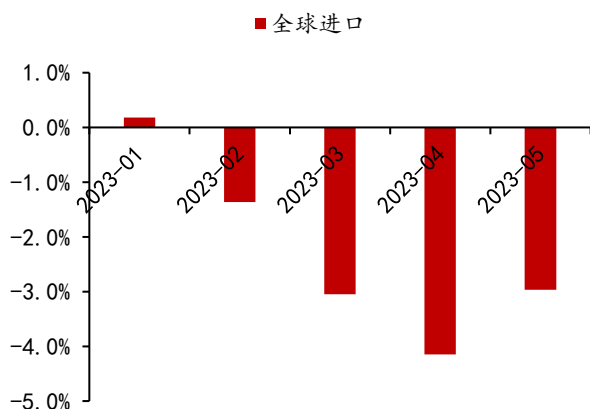
过去3个人民币汇率波动的周期中,和全球需求的波动紧密相关,人民币贬值的时间基本上和全球需求走弱同步。从全球的进口需求来看,2015年和2016年的全球进口需求是较弱的,同时期人民币表现出贬值的趋势;2019年全球进口负增长,人民币汇率的贬值周期从2018年年中开始,2019年下半年美元兑人民币汇率一直维持在7左右波动。

而相反,疫情后全球对中国商品的强需求带动了一轮人民币的升值周期。在2021年疫情之后全球进口需求走强,一个表现是2021和2022年全球进口的增速甚至超过了中国出口的增速。这背后的一个重要原因在于由于疫情的扰动全球供应链更加依赖中国的出口,中国的出口强劲,同时期人民币表现出升值的趋势。

2.4.2 2023 年全球需求或较弱

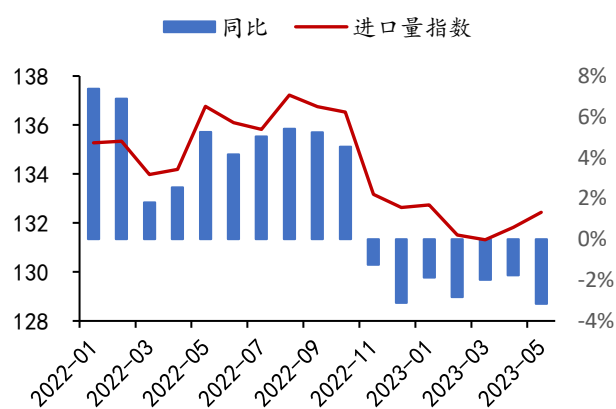
从月度的数据，我们可以进一步跟踪近期 2023 年的情况。全球进口整体减弱的趋势比较明显。荷兰统计局计算的全球货物进口量指数也显示全球进口从 2022 年底以来逐渐走弱的大趋势。从全球总需求的角度来看，到 2023 年底可能整体来讲都是偏弱的状态。

图表27：全球进口累计同比增速(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表28：全球进口量指数



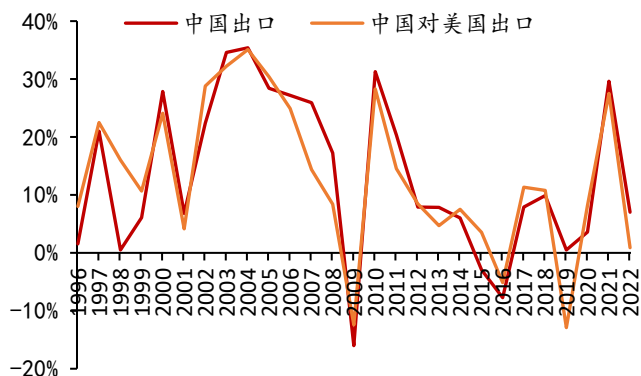
资料来源：Wind，国联证券研究所

2.4.1 中美进出口变化

美元兑人民币汇率是最重要的双边汇率，相对于全球的进口需求，更相关的就是中美之间的进出口情况。2018 年贸易争端之后一个明显的影响是中国出口到美国占中国全部出口的比重出现了显著的下滑，从 19.3%下降到了 16.72%，绝对金额上大概是下滑了约 640 亿美元，同一年中国对美国的出口负增长了 12.9%，但是中国整体的出口还是正增长了 0.51%。

2020 的疫情导致了一些供应链上的扰动，由于中国生产在疫情下冲击较小，全球供应链对中国出口的依赖增加，在 2020 年中国对美国的出口增长较快，中国出口美国占中国全部出口的比例也出现了明显回升。但随着疫情影响的下降，中国出口美国占中国全部出口的份额再次下行，到 2022 年下降到 16.18%。

图表29：全中国出口和对美国出口的增速(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

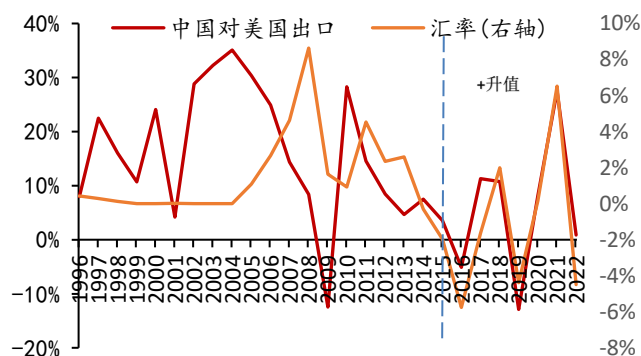
图表30：中国出口美国占中国全部出口的比例(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

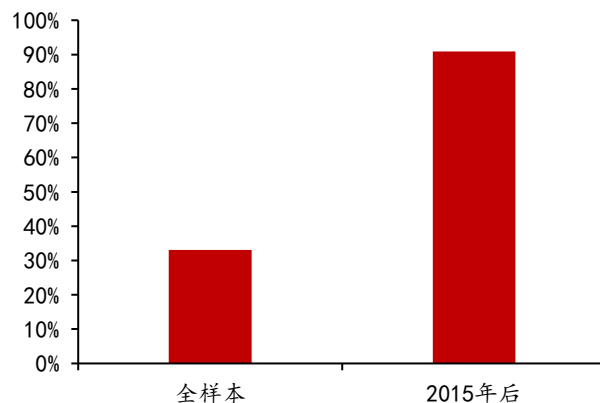
如果我们把汇率变化的计算做一下符号调整，让正值为汇率升值，负值为汇率贬值，那么可以发现 2015 年之后美元兑人民币汇率的变化和中国对美国出口的同比变化高度正相关，相关系数高达 0.91。也就是在出口增速高的时候，汇率升值，在出口增速低的时候汇率贬值。

图表31：中国对美国出口和汇率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表32：中国出口美国和汇率相关性 (%)

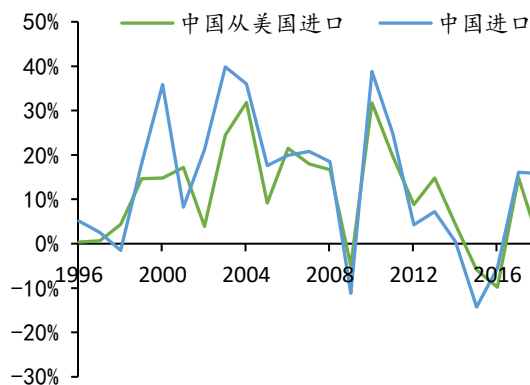


资料来源：Wind，国联证券研究所

中国自美国的进口占中国全部进口的份额从 2001 年略超过 10%总体上呈现下降的趋势，到 2022 年下降到 6.6%。整体来看，中国进口的增速略快于中国从美国进口

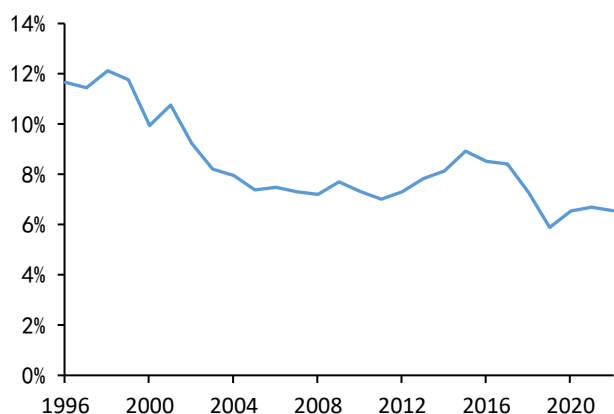
的增速，这使得从份额的角度看，中国自美国的进口占中国全部进口的份额整体下降。

图表33：中国进口和从美国进口的增速(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

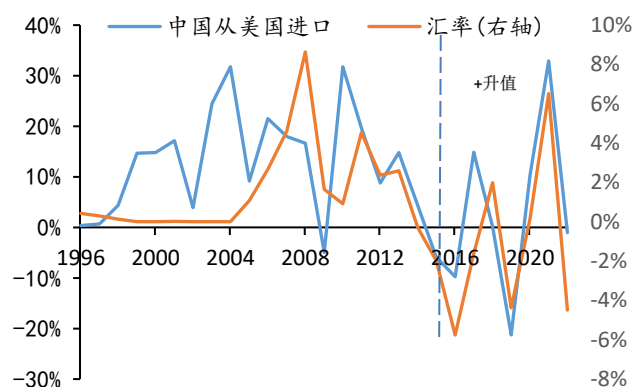
图表34：中国从美国进口占中国全部进口的份额(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

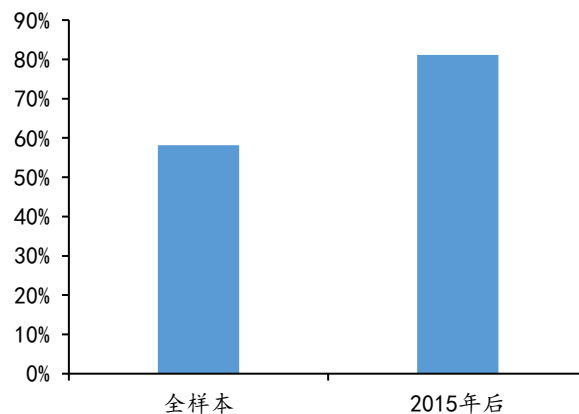
出人丰富意料之外的是中国从美国进口和汇率变动之间的关系，相关性的方向和美元兑人民币汇率的变化和中国对美国出口相同而不是相反。由于我们把汇率变化的计算做了一下符号调整，正值为汇率升值，负值为汇率贬值，从数据上可以发现2015年之后美元兑人民币汇率的变化和中国从美国进口的同比变化高度正相关，相关系数高达0.81。也就是说，在汇率升值的时候进口增速更快，在汇率贬值的时候进口增速更慢，即进口好的时候汇率也是升值。和出口相比，不同只是在于出口和汇率相关系数更大一些，也就是说出口好的时候比进口好的时候汇率更可能升值一些。

图表35: 中国从美国进口和汇率(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

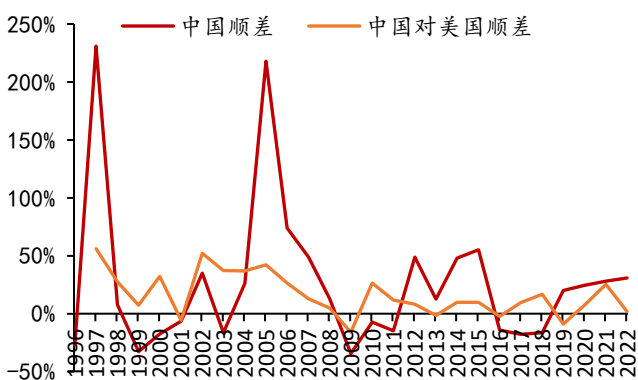
图表36: 中国从美国进口和汇率相关性 (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

从顺差的角度看, 中国对美国的顺差在中国 2001 年加入世贸之后出现了较快的增长, 一度中国对美国的顺差占到中国全部顺差的 250%, 2018 年之后逐年下降, 2022 年下降到 46%。

图表37: 中国贸易顺差和对美顺差同比(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

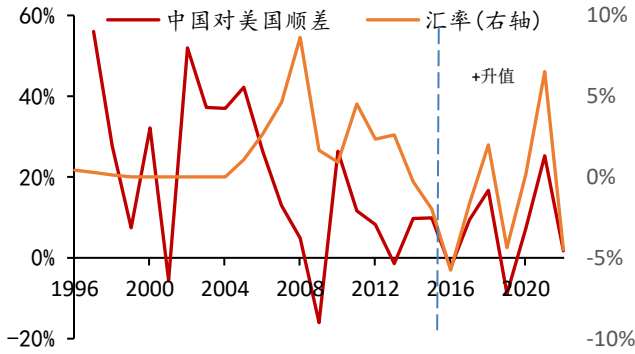
图表38: 中国对美国顺差占中国全部顺差的份额(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

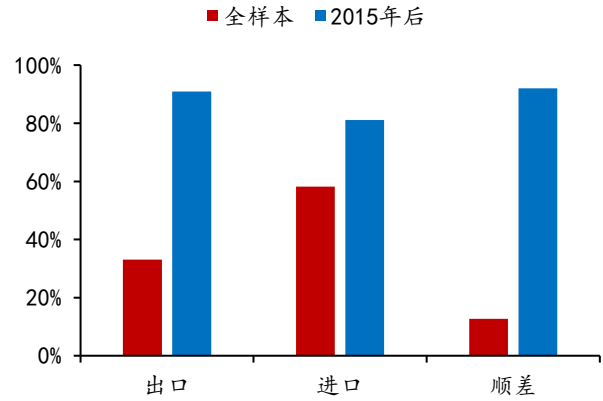
从相关性的角度来看, 2015 年后汇率变化和进出口顺差的相关性最高, 达到 0.92, 即顺差大的时候汇率更可能升值, 顺差小的时候汇率更可能贬值。相关性的排序是顺差>出口>进口, 这个相关性的顺序可能表明进出口和汇率的驱动关系方向更多是从进出口表现进而引起汇率变化, 而不是反之。

图表39：中美贸易顺差同比和汇率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

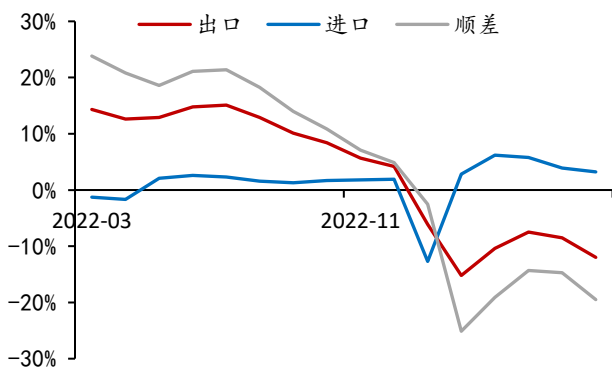
图表40：进出口、顺差和汇率变化相关性(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

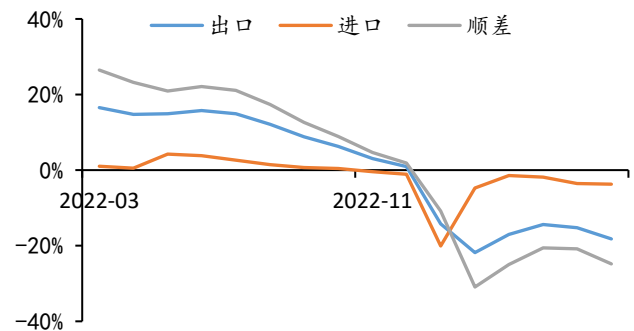
从2023年开始中国从美国的出口和顺差都出现累计同比的负增长，以美元统计的负增长幅度更大，部分反映了汇率的变化。人民币统计的进口同比还为正，但美元统计的进口同比也出现负增长。

图表41：中美贸易人民币统计同比(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表42：中美贸易美元统计同比(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

2.4.1 汇率贬值有利出口，但因果关系或可能来自于第三因素

因此，综合上述对全球进出口的分析以及进出口和汇率相关性的分析，从进出口的角度来看，全球进口需求偏弱或成为汇率偏弱的影响因素之一。

其他条件不变的情况下，汇率贬值会有利于出口，不利于进口。但是其他条件可能变化，当其他条件变化的时候，汇率升值的时候出口仍然可能大幅上升。2021年人民币汇率和中国出口就表现出同时上涨。

对比人民币对美元汇率以及中国对美国的出口，我们发现更多时候汇率和出口的相关性是正的，即汇率升值的时候出口增加，这并不是说汇率升值会导致出口增加，这其实说明在更多的时候因果关系是反向的或者有重要的其他因素共同影响。不是汇率变动导致了出口的变化，相反，是出口因为其他第三因素增长导致了对人民币更多的需求，然后导致汇率升值。

2.5 汇率的政策措施很多已经做出调整

2.5.1 央行的汇率政策

前央行行长易纲在《经济研究》发文指出“利率是货币政策的核心和纲，汇率在利率政策影响下由市场形成。”他对于汇率的总体评价是“近年来人民币汇率弹性显著增强，提高了利率调控的自主性，促进了宏观经济稳定，经济基本面稳定又对汇率稳定形成支撑，外汇市场运行更有韧性，利率和汇率之间形成良性互动。”从大的趋势上看，人民币汇率的决定越来越多地依赖市场，政府的直接干预越来越少。

从数据上，可以从以下几个方面来观察政府对外汇市场进行直接或者间接干预的情况。

2.5.2 在岸和离岸市场的汇率波动

中国实施的是以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。首先，市场波动是否触及管理汇率的边界成为了一个观察汇率的重要角度。

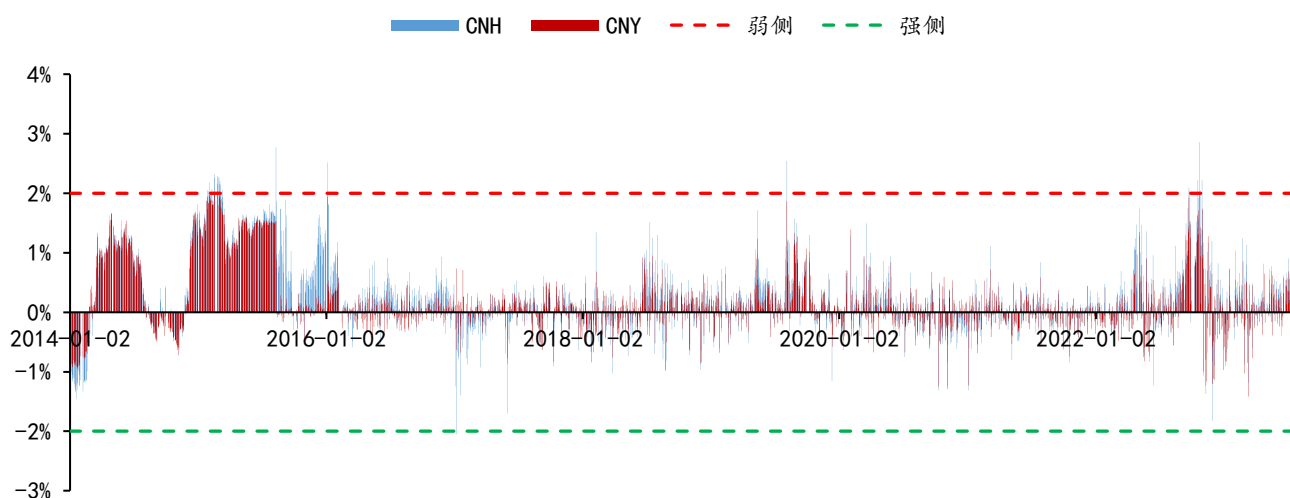
2005年的汇率改革中，银行间外汇市场美元对人民币每日交易价格被允许在中国人民银行公布的中间价±0.3%的区间内浮动，非美元货币对人民币交易价格允许在中国央行公布的一定区间内浮动。

之后的改革不断扩大了人民币日交易的浮动区间。2007年5月，美元兑人民币汇率中间价的日线区间扩大至 $\pm 0.5\%$ 。2012年4月进一步扩大至 $\pm 1\%$ ，2014年3月扩大至 $\pm 2\%$ 。

从实际的交易情况来看，2014年以来 CNY 在岸市场的交易始终是在 $\pm 2\%$ 的区间，CNH 离岸市场的交易有的时候可能突破 $\pm 2\%$ 的区间

从2014年到最近，总共有26个交易日，CNH 离岸市场的交易突破了2%的弱侧区间界限，表现出贬值的压力。

图表43：人民币汇率和中间价偏离程度(%)

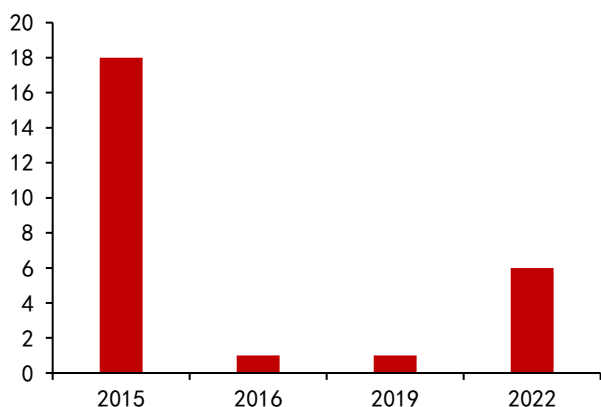


资料来源：Wind，国联证券研究所整理

其中2015年CNH 离岸市场的交易突破了2%的弱侧区间界限18次，2022年突破6次。如果观察美元兑人民币汇率在对应年份的表现，我们可以看到2015年人民币贬值了1.98%，2016年贬值了5.76%，2019年贬值了4.38%，2022年贬值了4.49%。

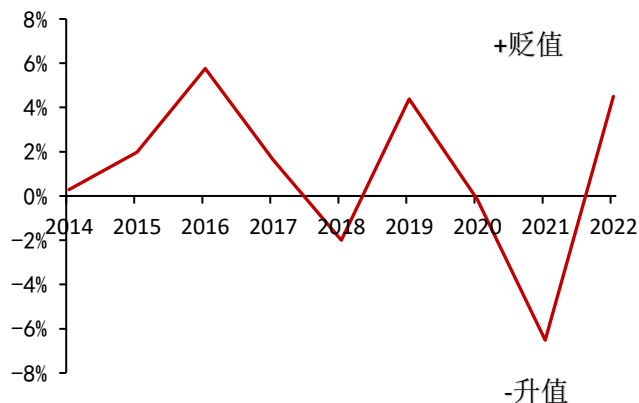
2023年从年初至今美元兑人民币贬值了2.4%，还没有出现CNH 离岸市场的交易突破了2%的弱侧区间的情况。从这个指标看，2023年美元兑人民币贬值的压力不及2022年和2015年。

图表44: CNH 超过弱侧区间次数分布



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表45: 美元兑人民币汇率变化(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

另外,人民币汇率中间价的形成机制也不是一成不变的,逐渐越来越市场化。中间价形成方式由2005年的收盘价指导模式转变为开盘询价模式。2005年7月人民币汇率形成机制改革后,中国人民银行于每个工作日闭市后公布当日银行间外汇市场美元等交易货币对人民币汇率的收盘价,作为下一个工作日该货币对人民币交易的中间价。

2015年8月11日,中国人民银行决定完善美元兑人民币汇率中间价报价,即日起,做市商在每日银行间外汇市场开盘前,参考上日银行间外汇市场收盘汇率,综合考虑外汇供求情况以及国际主要货币汇率变化向中国外汇交易中心提供中间价报价。

2.5.3 防止汇率大幅贬值的政策

其次可以透过外汇存款准备金率、外汇风险准备金率等的变化直接看到政策的动向。这些措施都会增长汇率波动的阻力,目前主要的类似措施都已经做出了调整。

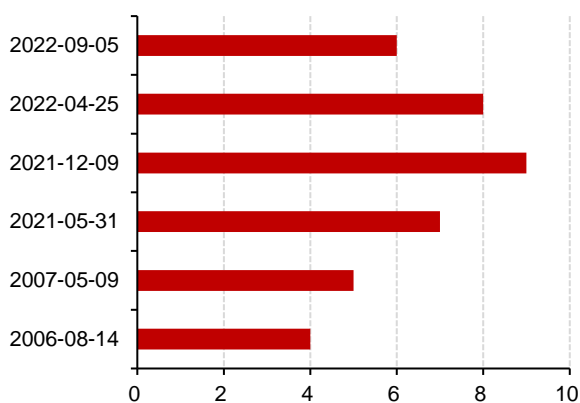
为了稳定人民币汇率预期,央行将外汇存款准备金在2022年5月和2022年9月分别两次下调,2022年5月从9%下调到了8%,2022年9月从8%进一步下调到了6%;接着在9月末又将远期售汇业务的外汇风险准备金率从0上调至20%,提高企业远期售汇成本。

2022年10月25日,央行、国家外汇管理局宣布将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从1上调至1.25,参数越高,意味着企业和金融机构可跨境融资的上限越高;2023年7月20日早人民银行与国家外汇局宣布,为进一步完善全口径

跨境融资宏观审慎管理, 继续增加企业和金融机构跨境资金来源, 引导其优化资产负债结构, 将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从 1.25 上调至 1.5, 于 2023 年 7 月 20 日实施⁵。

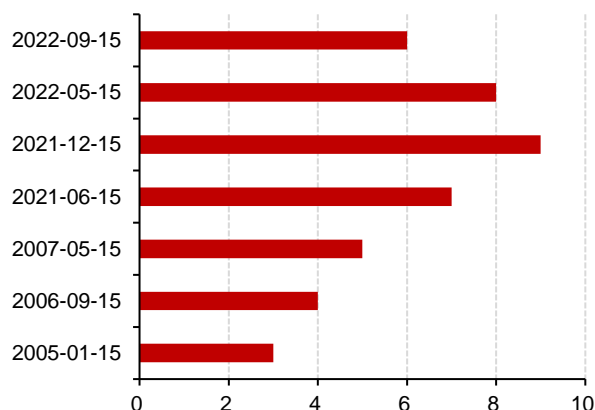
下调外汇存款准备金是应对人民币贬值的一个政策措施。一方面下调外汇存款准备金可以增加外汇流动性, 以调节外汇市场的供求关系, 有助于稳定人民币汇率; 另一方面也有助于降低人民币汇率的贬值预期, 释放政策信号的意义也很重要。

图表46: 中国外汇存款准备金变动公告 (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表47: 中国外汇存款准备金变动 (%)

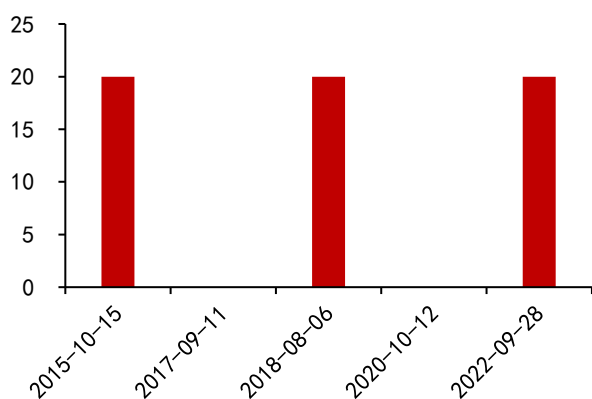


资料来源: Wind, 国联证券研究所

外汇风险准备金在 2022 年 9 月重新被从 0 调整到 20%。历史上, 外汇风险准备金另外两次被调整到 20% 分别发生在 2015 年 10 月和 2018 年 8 月。央行通过上调外汇风险准备金率有助于增加汇价波动的摩擦力, 避免出现人民币脱离美元走势、单独快速贬值的势头。

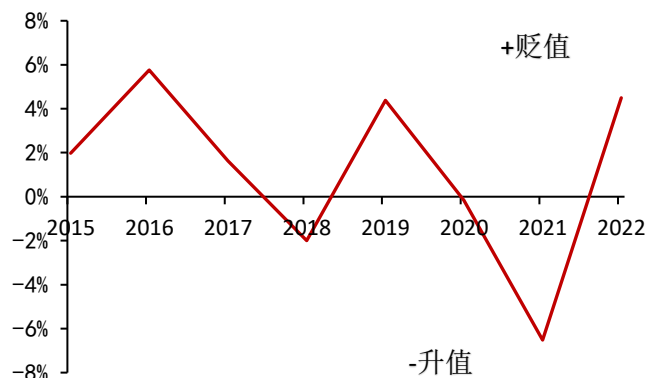
⁵ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4994743/index.html>

图表48: 中国外汇风险准备(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表49: 美元兑人民币汇率变化(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

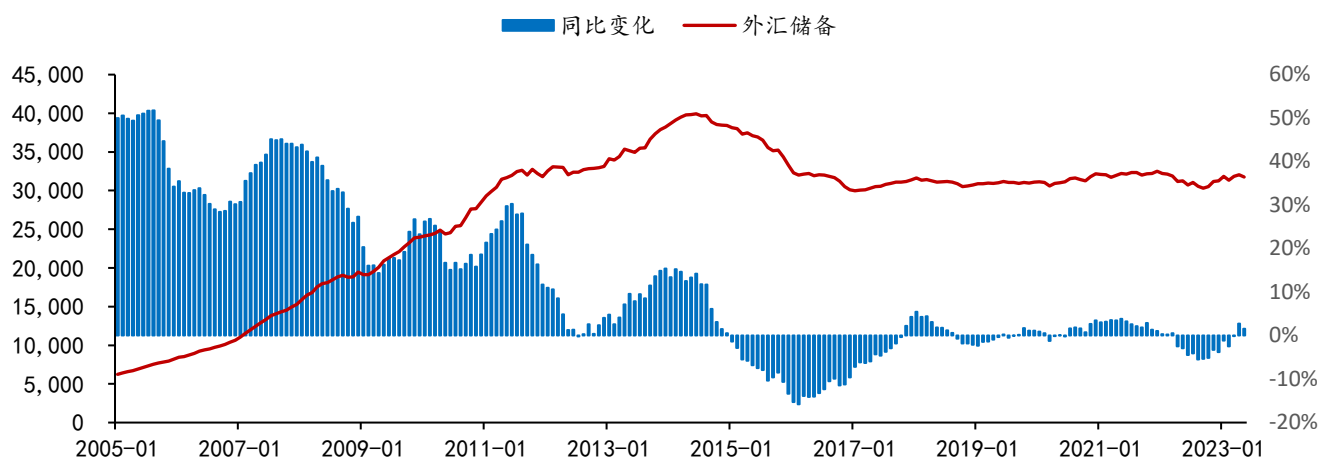
逆周期调节因子在 2017 年 5 月份被引入。2017 年年初人民币面临较大的贬值压力，外汇市场自律机制核心成员将中间价报价模型由原来的“收盘价+一篮子货币汇率变化”调整为“收盘价+一篮子货币汇率变化+逆周期因子”。面对 2022 年以来人民币贬值的情况，市场上有猜测央行已重启逆周期因子，不过目前央行还没有官宣。

2.5.4 央行外汇储备的变化

最后，从外汇储备的变动中可以观察央行是否直接进行了干预。中国的外汇储备在 2014 年达到顶峰接近 4 万亿美元，然后在 2015-2016 年期间出现了明显的下降，同比降幅最快的时候月同比超过负的 15%。在经历了大概 2 年多的下降后，外汇储备的规模基本上稳定在 3 万亿美元左右。

在最近这一轮人民币贬值周期中，从 2022 年 4 月开始外汇储备同比开始负增长，持续到 2023 的 3 月份，2023 年 4 月开始同比增速重新转正。

图表50: 中国外汇储备(亿美元)



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

2.5.5 经济基本面的影响

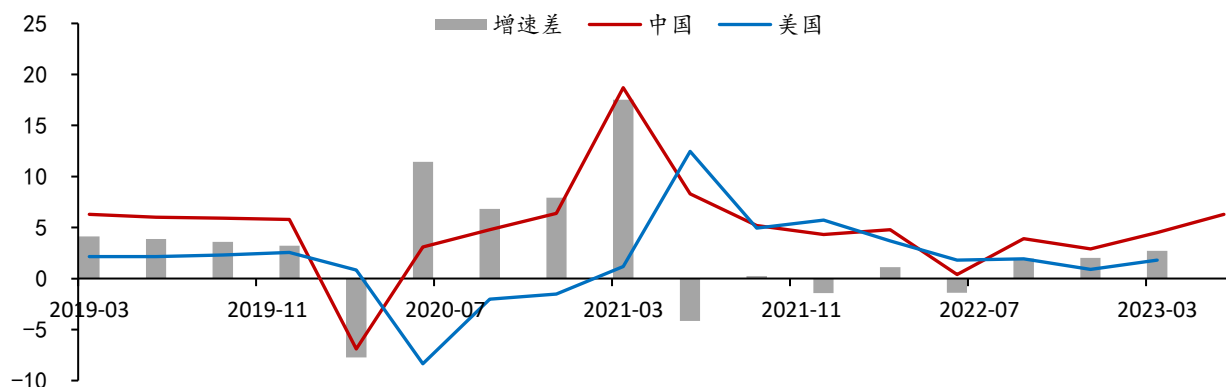
从经济增速差的角度来看,中美经济增速差和汇率的相关性不如进出口,但也有较强的相关性,相关性滞后大概 1 个季度,经济增速差较大的时候美元兑人民币汇率倾向于升值。

疫情前 2019 年的时候中国的增速约为 6%,而美国的增速约为 2%,二者之间大概有 4%的增速差。在疫情的前期,中国的增速较快,中美之间的增速差出现了明显的扩大,汇率升值。而在疫情的后期尤其是 2021 年底到 2022 年的阶段,由于美国大规模的货币和财政刺激加上完全放开了疫情限制措施,美国的增速明显加快,这段时间中美之间的增速差明显缩窄,汇率贬值。2022 年底之后,随着中国疫情管控的优化,中美增速差再次增大并逐渐企稳,在 2023 年的 1 季度重新回到了接近 3%。

经济增长差变化背后有复杂的驱动因素,短期的波动中中国经济增速的相对偏弱既有疫情对服务和旅游消费等的影响,也有房地产调控、双碳目标、反垄断等政策的影响,美国经济增长势头强劲和美国规模超大的财政和货币刺激相关,也和新的科技技术浪潮带动的投资加速相关。

另外长期来看,中国的人均 GDP 已经迈过 1 万美元大关,经济的增长模式需要转换,产业升级的内生要求使得潜在增速也受到影响,长期经济潜在增速或存在一个逐渐向发达国家趋同的大趋势。

图表51: 中国和美国的 GDP 增速差 (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

总结起来, 在影响人民币的几大因素中, 中美利差和全球外需或较弱可能仍将拖累人民币汇率处于低位, 但是在边际上再进一步加剧贬值的空间有限。全球需求总体或偏弱, 除了美国以外欧洲和英国等国家也处于加息的货币紧缩周期, 全球进口需求短期或不会大幅好转。美国的加息周期已经接近尾声, 虽然今年年内或还不会进入降息周期, 但是中美名义利差不大可能再进一步拉大。

如果对应到央行在 2022 年提的“四差变化”, 在边际上“四差变化”都有相对地改善, 整体来说, 汇率进一步贬值的空间不大。

3. 人民币汇率风险对股市和债市的影响

3.1 汇率对股市的影响: 贬值不一定跌, 股价= 基本面定价*金融定价*情绪溢价

3.1.1 现金流基本面: 汇率可能对冲部分全球需求回落的影响

从汇率对中国国内市场的传导机制直接影响可能性来看, 汇率波动对经济的影响可以通过两个机制传导, 一个机制是通过影响进出口, 二是影响资本流动。

从汇率贬值有利于出口的角度看, 汇率贬值可以对冲部分全球需求回落的影响,

全年出口增长可能会受益于汇率贬值，出口行业可能受益。

3.1.2 汇率贬值并不会直接导致股市下跌，可能存在第三因素，也可能是反向因果

陈云，陈浪南，林鲁东（2009）⁶ 的论文“人民币汇率与股票市场波动溢出效应研究”提供了一些不是汇率变化导致股市下降的证据。他们发现汇改前存在显著的从汇率到股市收益率的波动溢出，而在汇改后为从股市收益率到汇率变动率的波动溢出。在汇改之前汇率的变动是一个更外生的变量，而汇改之后汇率成为了内生变量。

曾昭法，胡春杰（2016）⁷ 的研究也同样发现从汇率到股市的影响效应较弱。通过建立沪深 300 指数，美元兑人民币汇率，上海银行间同业拆借利率三者之间的 BVAR 模型他们的实证研究发现证券市场是货币市场的单向格兰杰原因，而利率与汇率之间的脉冲响应及格兰杰因果检验结果均不显著，且二者对沪深 300 指数的交叉影响也比较微弱。

另外，汇率和股市不同行业之间的关系可能也存在差异。Xing and Zhang（2015）⁸ 的研究结果发现人民币汇率与中国纺织、医药、通用机械三大行业指数的对数之间存在长期协整关系，而和造纸、房地产、金融服务、航空运输、钢铁、有色金属冶炼、石化和贸易八个行业不存在长期协整关系。

3.2 汇率对债市的影响：没有系统风险，但有的行业值得关注

3.2.1 中国外币债较少，汇率波动对债市不会产生系统性冲击

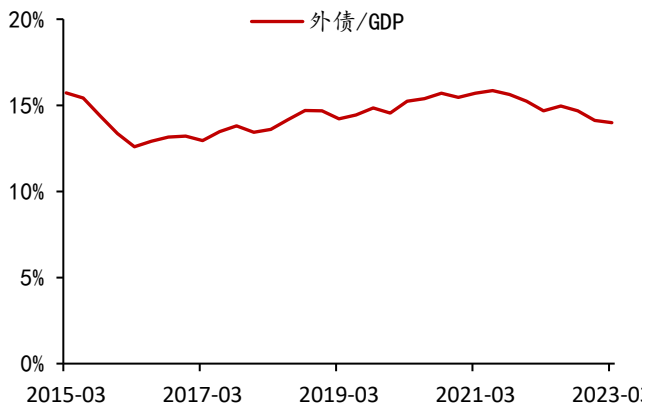
中国的外债规模占 GDP 的比重大约为 14%，其中略高于一半的为外币债，也就是说外币债占 GDP 的比重约为 7%，无论是总体规模还是外币债的规模都属于较低范围。

⁶ 陈云，陈浪南，林鲁东. 人民币汇率与股票市场波动溢出效应研究. 管理科学, 2009(3):9.

⁷ 曾昭法，胡春杰. 利率、汇率与股市关系的 BVAR 研究，2016.

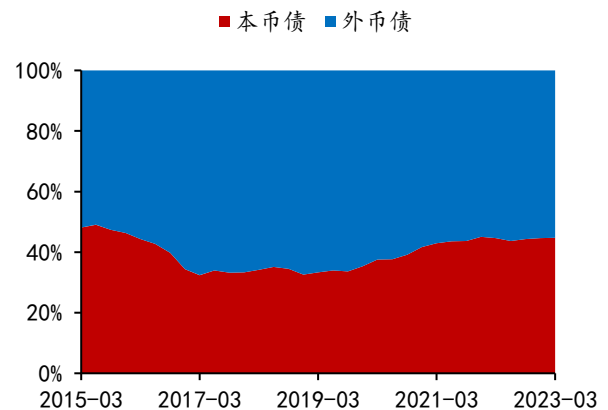
⁸ Xing C, Zhang Q. Research on the Impact of RMB Exchange Rate Fluctuation on Chinese Stock Market—From the Perspective of Index. International Journal of Economics, Finance and Management Sciences, 2015.

图表52: 中国外债负债率 (外债/GDP)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

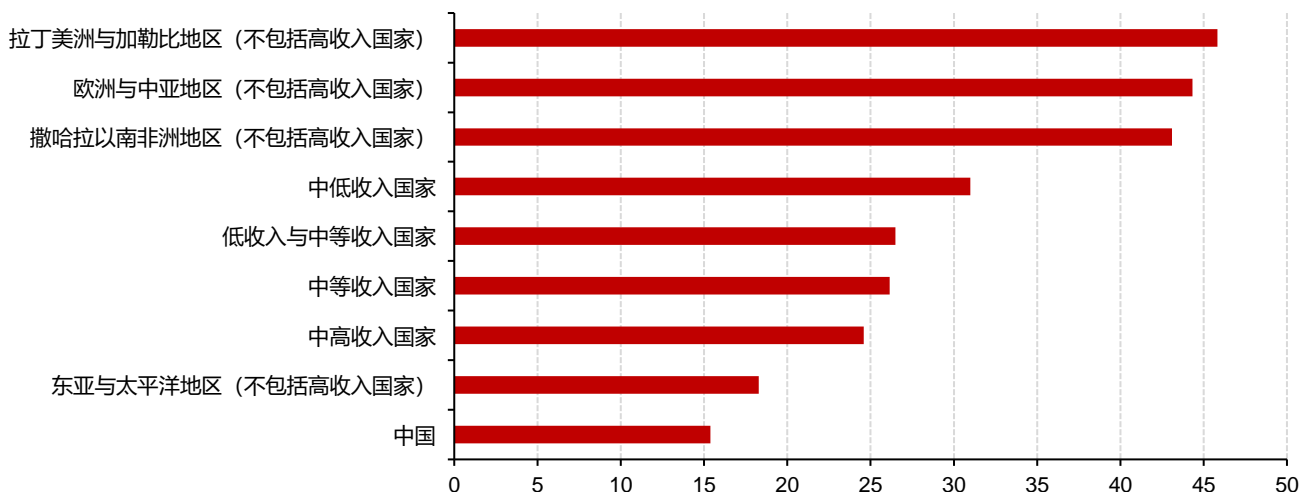
图表53: 中国外债的币种分布 (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

从国际比较来看, 拉美国家的外债占 GDP 的比重较高, 占到 GDP 的超过 4 成, 东亚国家的外债占 GDP 的比重较低, 不到 GDP 的 2 成, 而中国的外债占 GDP 的比重即使较东亚国家也更低。

图表54: 外债占 GDP 的比重 (%)



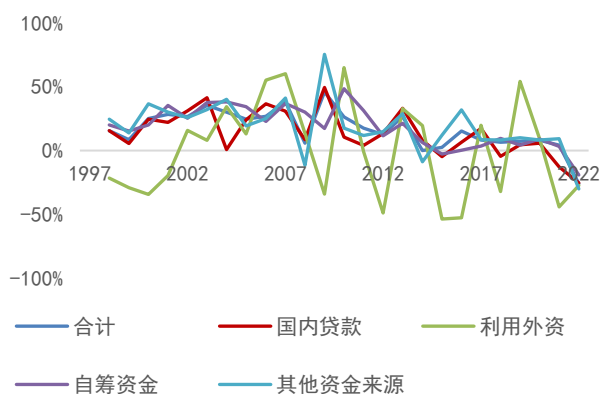
资料来源: WDI, 国联证券研究所整理

3.2.2 地产企业的外币债可能承压, 需关注汇率贬值的风险

根据惠普数据, 2021 年中国房地产部门跨境债券存量规模 2320 亿美元 (约 1.5

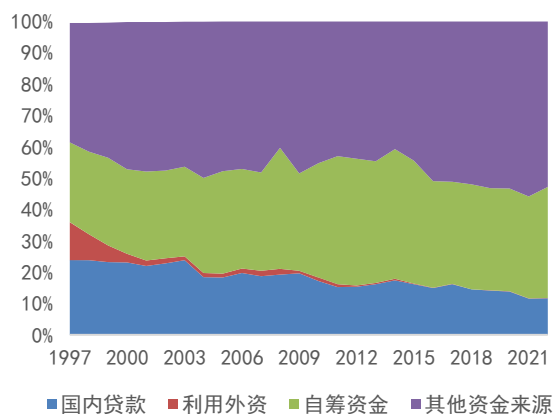
万亿元人民币)。《红周刊》根据 Wind 数据梳理发现, 据不完全统计, 2022 年以来(截至 12 月 13 日), 38 家房企旗下的 92 只海外债发生实质性违约, 未能按时兑付本息的违约海外债发行金额合计 375.51 亿元⁹。如果汇率贬值, 那么这些外币债券的偿债压力会增加, 对于那些本来就面对国内销售收入下降和流动性困境的房企外币债的偿还难度将更大, 汇率贬值意味着同样金额的外币债需要更多的本币收入才能偿还。

图表55: 房地产开发资金来源同比增速 (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表56: 房地产开发资金来源占比 (%)

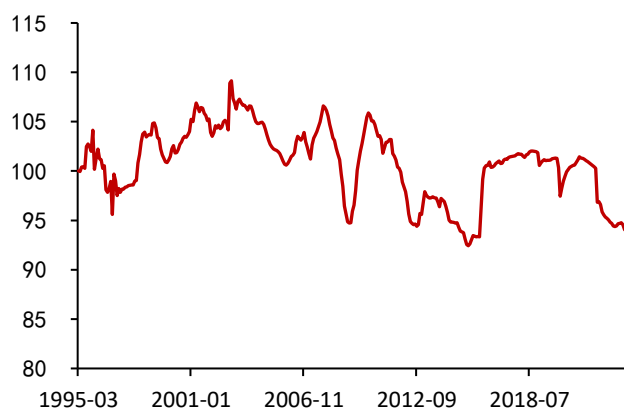


资料来源: Wind, 国联证券研究所

房地产商同时面临几个方面的多重压力: 一方面房地产开发商的外币债整体利率水平都较高, 如果汇率贬值, 那么这些外币债券的偿债压力会增加, 需要更多的本币才能还债; 另一方面房地产开发商从国内贷款获得资金的能力也有较大的下滑; 再一方面, 开发商获得收入的能力也在下降, 整体房地产的景气程度仍然不高, 国房景气指数还在小于 100 的区间, 销售额累计同比增速略有回暖, 但是绝对额较 2021 年同期有约 30% 的下降。

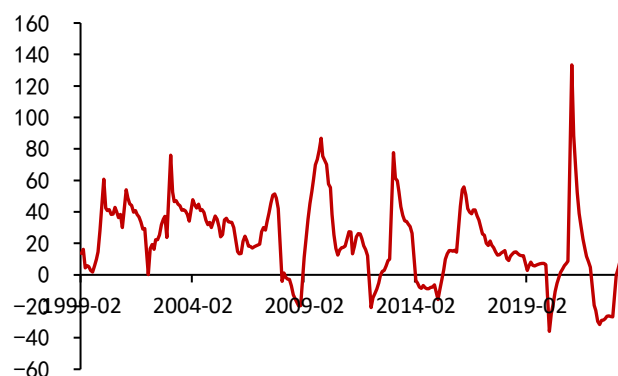
⁹ <https://finance.sina.com.cn/stock/hyjj/2022-12-17/doc-imxwyfpu0053003.shtml>

图表57: 国房景气指数



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表58: 商品房销售额累计同比(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

3.2.3 其他外币债较多的行业也值得关注

虽然中国整体外币债的规模有限,但是在特定行业仍然可能有相当的集中度。例如,航空业就有相当规模的外币债,随着汇率贬值外币债的偿债压力将增加,进而会对公司的净利润产生挤压。

3.3 对资本市场的冲击总评: 总量有限, 增量和特定行业需要关注

3.3.1 新兴经济体受汇率贬值冲击的主要教训来自于大量的外币债券

Eichengreen, Hausmann and Panizza (2003)¹⁰ 的经典文章描述了国际经济学中一个国家无法以自己国家货币借债从而产生大量外币债的现象。大量外币债对产出稳定性、资本流动波动性、外汇储备的需求、汇率制度和国家评级都很重要。受到大量外币债影响的国家在面对汇率贬值时具有内生的脆弱性,汇率贬值会导致以外币债为主的债务负担加重进而引发银行危机和经济危机,这个恶性循环机制是新兴市场国家容易受到资本外流冲击的主要机制。一方面汇率贬值后,以外币计价的利息支出会增加,另一方面国内经济危机下本币的收入又出现下降,两者结合就形成了一个恶性循环。存在这种脆弱性国家的一个普遍特征是长期经常项目赤字,同时积累了

¹⁰ Eichengreen, Barry, Ricardo Hausmann, and Ugo Panizza. "Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why They Are Not the Same and Why it Matters." (2003).

大量的外币债券。

整体上这两个脆弱点中国都没有，不过局部上目前中国房企的美元债可能会受到这个机制的影响。中国房地产部门跨境债券存量规模较大，如果汇率贬值，那么这些外币债券的偿债压力会增加。

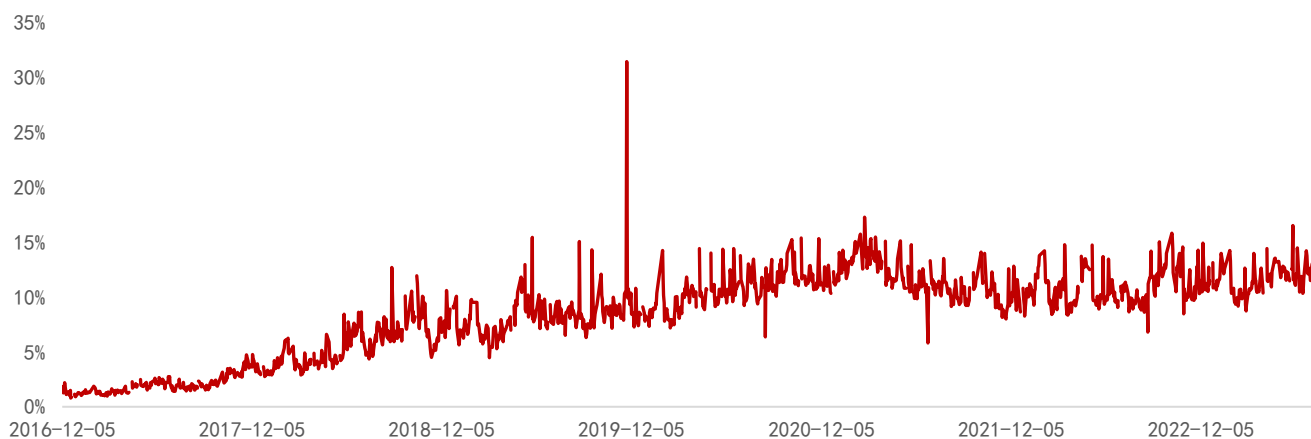
3.3.2 外资流动对资本市场短期可能产生冲击但对整体资本面的影响仍然有限

汇率是两个货币间的相对价格，因此汇率和资本市场直接联系需要通过资金的跨境流动和兑换来反映，但是中国目前在资本项下还没有完全开放，汇率在资本市场的直接传导会受到一定程度限制。从总量上看，外资持有中国股市占中国股市的比例约为 5%左右，从存量的角度还不是影响中国股市的决定性因素。相比美国、日本等更成熟开放市场，外资持有中国股市的比例还较低，外资持股占美国股市总份额的约 15%，日本占比约为 30%。

债市和股市的情况类似，总量上外资占比仍不大。根据央行数据截至 2023 年 6 月末，境外机构持有银行间市场债券 3.28 万亿元，约占银行间债券市场总托管量的 2.5%。

但是在增量角度，股市上日交易中沪深股通的占比已经稳定在 10%左右，在交易活跃的时候甚至可以达到接近 20%，日交易的定价已经会受外资流动的重要影响。实际交易的占比高于外资存量占比，这意味着在短期冲击的时候因为外资的流动已经可能对中国的股市波动造成显著的影响。

图表59：沪深股通在日交易中的占比(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

3.3.3 外资可能对汇率变化更敏感，因此外资的流动可能导致波动性的加大

境外机构和个人和境内的机构和个人存在至少两点区别，一，由于中国整体的资本管制，外资可以更大比例地在全球流动，而内资整体上没法大规模流出中国。例如外资持有 5% 的中国股市，假设它在极端情况下或许可以把这 5% 全部抛售，但是内资不可能完全退出中国股市；二，外资全球布局，对全球信息和资产配置可能保有信息优势，可以更快和更及时地捕捉到风险变化并进行反应。

4. 人民币汇率长期风险和日本的比较

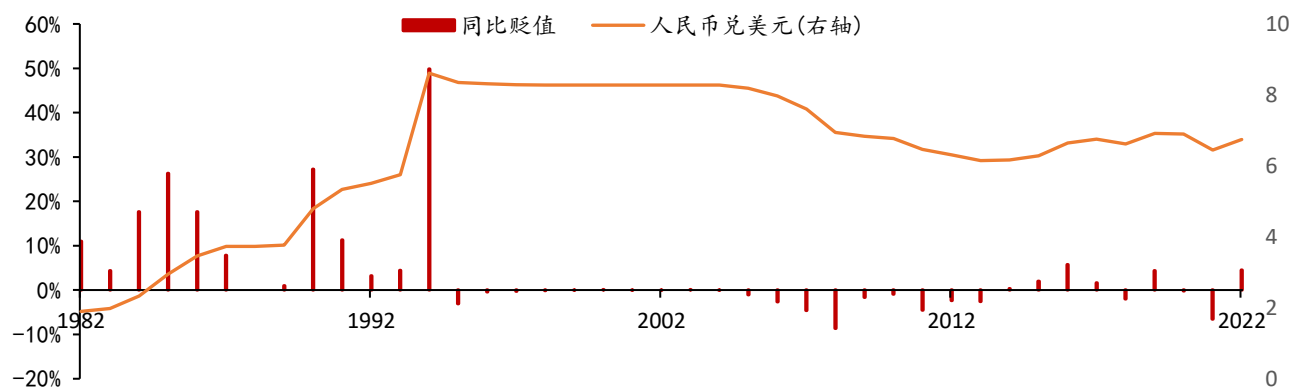
4.1 人民币长期的风险或是在于快速升值而不是贬值

4.1.1 汇率风险短期主要在于波动性，长期美元兑人民币的合意年均升值幅度应该不会太高

虽然说近期人民币汇率的风险在于贬值，但是如果我们将汇率放到一个更长时间的框架里思考，贬值可能不一定是最值得关注的风险。人民币从 2005 年到 2015 年

这个 10 年总体是在一个逐渐升值的通道,但是年均升值幅度从超过 8%逐渐回落到 3%以下,美元兑人民币从约 8.3 升值到了 6.2,累计升值了约 25%,年均升值不到 3%;2015 年之后美元兑人民币汇率进入一个波动的区间,不再持续升值而是贬值和升值交替出现。疫情后的 2021 年是最近人民币走势较强的一年,升值超过 6%。

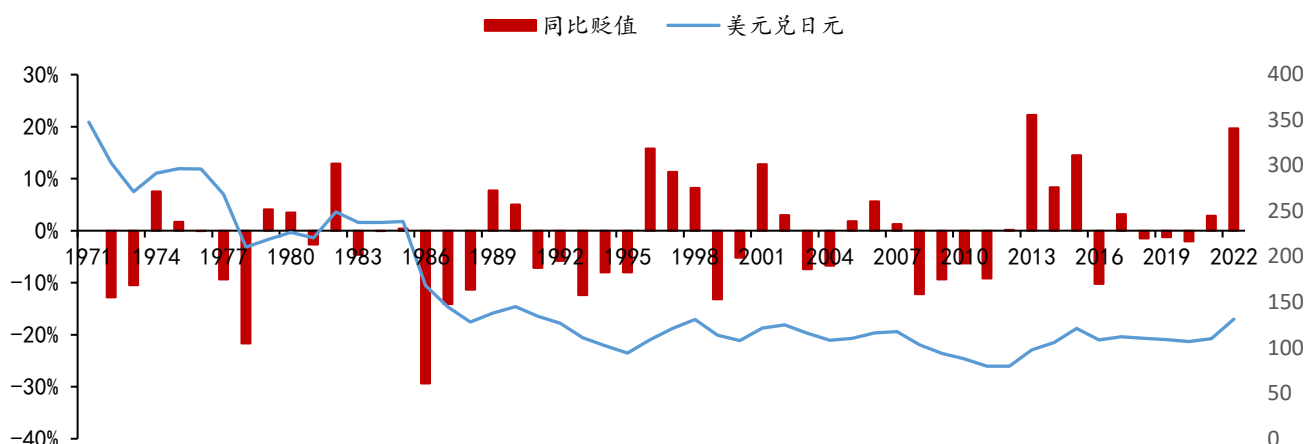
图表60: 美元兑人民币汇率(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

日本作为一个后发经济体,以及制造业发达经济体,日本的经验可以提供一个观察人民币汇率的有益参考。整体来讲,美元兑日元长期是升值的趋势,同时我们也可以看到日元的升值有时候是比较剧烈的,1985 年广场协议之后,1986 年一年日元升值了接近 30%,如此剧烈的升值会给进出口和资本市场比较大的冲击。这是人民币汇率管理应该吸取的一个重要教训,要避免短期快速升值。

图表61：美元兑日元汇率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

中国的 2035 年目标是基本实现社会主义现代化，这个目标有一个量化的大致指标是在 2035 年左右人均 GDP 达到中等发达国家的水平，大概是人均 2.5 万美元。在 2022 年中国的人均 GDP 是 85698 元，按年平均汇率折算达 1.27 万美元。从目前的人均 GDP 水平到 2035 年的目标，经济的成长年均要超过 5.3%，这其中或需要人民币升值的贡献。在中国经济长期向好的总趋势不变的前提下，人民币未来如果长期存在升值的趋势，那么汇率管理也应该需要尽量避免日本这样的短期剧烈升值造成对经济的过大冲击。

5. 风险提示

5.1 美联储持续鹰派的风险

美联储继续加息将增加经济硬着陆和金融系统出现风险的可能性，汇率可能短期大幅贬值。

5.2 地缘政治冲突风险超预期

俄乌冲突等地缘政治冲突风险可能超预期，对未来世界宏观经济带来更大不确定性。

5.3 金融状况收紧超预期

金融体系很复杂，充满非线性的特征，金融状况可能在短时间迅速收紧而爆发危机。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼