

(报告作者：财信证券分析师 陈敏)

影响汇率的因素纷繁复杂，理论框架更加注重总量，现实波动则更加注重流量，好比站在山顶上人们看到更多的是城市的总体轮廓和建筑的错落，而进入市井，所见的更多的是街道的熙熙攘攘和道路的车水马龙。

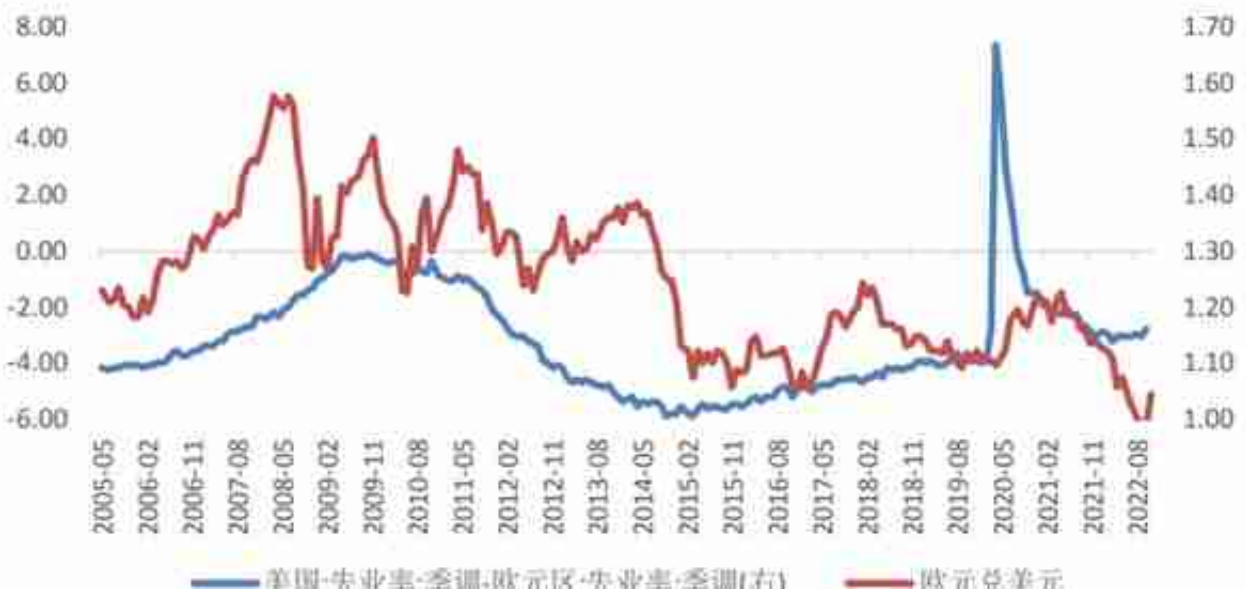
图3: 各国汇率升降幅度 (%)

	美元指数	美元兑日元	欧元兑美元	英镑兑美元	美元兑加元	美元兑瑞典克朗	美元兑瑞士法郎	美元兑人民币
年内最大升值幅度	20.32%	-32.07%	-16.25%	-22.02%	-11.27%	-27.18%	-11.31%	-15.14%

货币与汇率的关系。

货币超发会引发汇率贬值是普遍认知，因口径问题，我们选取各国单位 GDP 的 M1 含量 (M1 和名义 GDP 的比值) 进行了测算，疫情爆发后各国单位 GDP 的 M1 含量上升幅度最大的是美国，显然这无法解释今年以来美元反而成了最强劲的主要货币这一现象。这说明超发货币与汇率波动并不存在对等关系，甚至不存在波动方向趋于一致的关系，这与惯常的普遍认知很明显存在偏差。我们推测货币超发最终映射到汇率的传导机制可能还是经济运行是否健康，若大量的货币投放驱动了经济发展，同时未诱发通胀，这说明货币发行是合适的；最差的情景是货币大规模投放之后经济依旧不振，反而通胀加剧，这种情况大概率导致货币贬值。

图5: 美国失业率减去欧元区失业率与欧元对美元汇率的对比图



利率与汇率的关系。在利率方面，我们试图从美欧长期国债利差与欧元兑美元汇率

之间关系的角度去考察，但在对照图上我们得不到有说服力的线索，说明利差对实际汇率并不起绝对作用。相反我们对 10 年期欧元区公债名义收益率和 10 年期美债名义收益率进行求和，却发现了在本轮美元强势周期启动前（21 年 6 月前），美欧长期国债名义收益率之和与欧元兑美元汇率呈现出了长期同向而行的态势（图 6）。另外，只选取欧元区长债收益率与欧元汇率进行对比，这种同向而行的态势依然存在。对于这一现象，我们认为还是与经济强弱有关，收益率上行往往发生在经济发展势头较好或者较稳定的时期，此时美国经济并无明显优势，最终呈现出长债收益率与欧元汇率同向的现象。

但我们也注意到在本轮美元强势周期启动后，上述同向而行的情况却发生了改变（图 7），收益率快速上行反而对应了欧元汇率快速贬值。为此我们对数据进行了进一步处理，计算美欧 10 年期国债实际收益率（剔除通胀）之和，我们发现在本轮美元强势周期之前，美欧长期国债实际收益率之和与欧元兑美元汇率的关联度并不高，但在本轮美元强势周期则出现了强相关度甚至前瞻性，发生变化的节点出现在美欧长债实际收益率步入深度负值区间之后。这一现象正是我们当前所经历的，很显然与通胀上行已经对经济造成了较大的困扰有关，被动的政策收紧使得欧美均有步入衰退的风险，欧洲甚至存在爆发危机的可能性。综合来看，影响汇率的因素虽然繁而复杂，但最终映射的路径还是经济。



2 “811 汇改” 之后人民币汇率的三轮贬值周期探析

在对美元汇率形成机制初步探析之后，我们对人民币汇率也进行分析。我们选取 2015 年“811 汇改”之后的三轮人民币汇率贬值周期作为分析对象。

2015年“811汇改”之后，人民币汇率共出现过三轮贬值周期，第一轮始于2015年“811汇改”，持续到17年初，人民币兑美元由6.2贬值到6.95，贬值幅度约12.1%（按最低点算的话，这一轮贬值周期始于2014年1月，贬值幅度15%）；第二轮贬值周期始于2018年3月底，结束于2019年9月初，由6.26贬值至7.16，贬值幅度约14.4%；第三轮贬值周期始于2022年3月初，由6.31贬值至11月初的7.32，贬值幅度超过15%，最大贬值幅度大于前两轮。

图9: 工业增加值和房地产开发投资完成额同比(%)

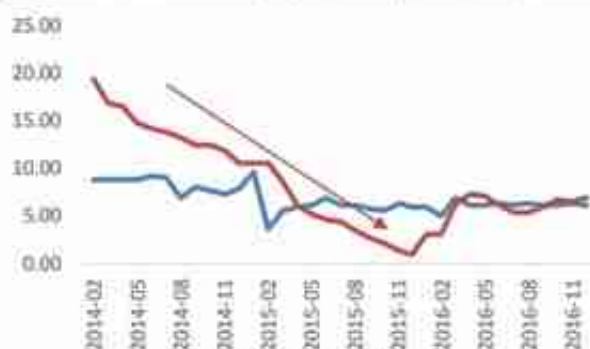


图10: PPI 同比深度负增长, 工业通缩 (%)



外贸下行压力加大。在外贸数据方面，2015-2016年我国贸易差额继续保持贸易顺差，但为衰退式顺差，同时进出口增速为负值。从2014年11月到2016年10月，我国进口金额同比增速连续24个月处于负值区间；出口金额同比增速2015年年初转负，一直持续到2016年底。在外贸下行压力不断加大的背景下，2016年5月国务院发布《关于促进外贸回稳向好的若干意见》，《意见》从5个方面提出14条意见以促进外贸的回稳向好。

资本外流和股市暴跌。我国外汇储备的峰值出现在2014年6月，为3.96万亿美元，在“811汇改”前回落至3.65万亿美元，即汇改以前我国已经面临资本外流压力，人民币贬值压力已经凸显。“811汇改”当月，外汇储备减少规模高达939亿美元，从2014年6月到2016年底，我国外汇储备减少规模高达9827亿美元，银行贷款结售汇逆差总规模高达8706亿美元。

在资本市场方面，2014-2015年A股市场发展为杠杆牛，2015年6月杠杆泡沫破灭，随后的调整方式非常极端，股市流动性枯竭，大量股票跌停，被称之为“股灾”，从2015年到2016年初，这样的极端下跌共出现了三次，恐慌情绪加大了汇率贬值压力。

表 2: 央行下调存款准备金率 (%)

降准日期	大型金融机构 降准幅度	大型金融机构 存款准备金率	中小型金融机构 降准幅度	中小型金融机构 存款准备金率
2015.02.05	50bp	19.50%	50bp	17.50%
2015.04.20	100bp	19.00%	100bp	16.50%
2015.09.06	50bp	18.00%	50bp	16.00%
2015.10.24	50bp	17.50%	50bp	15.50%

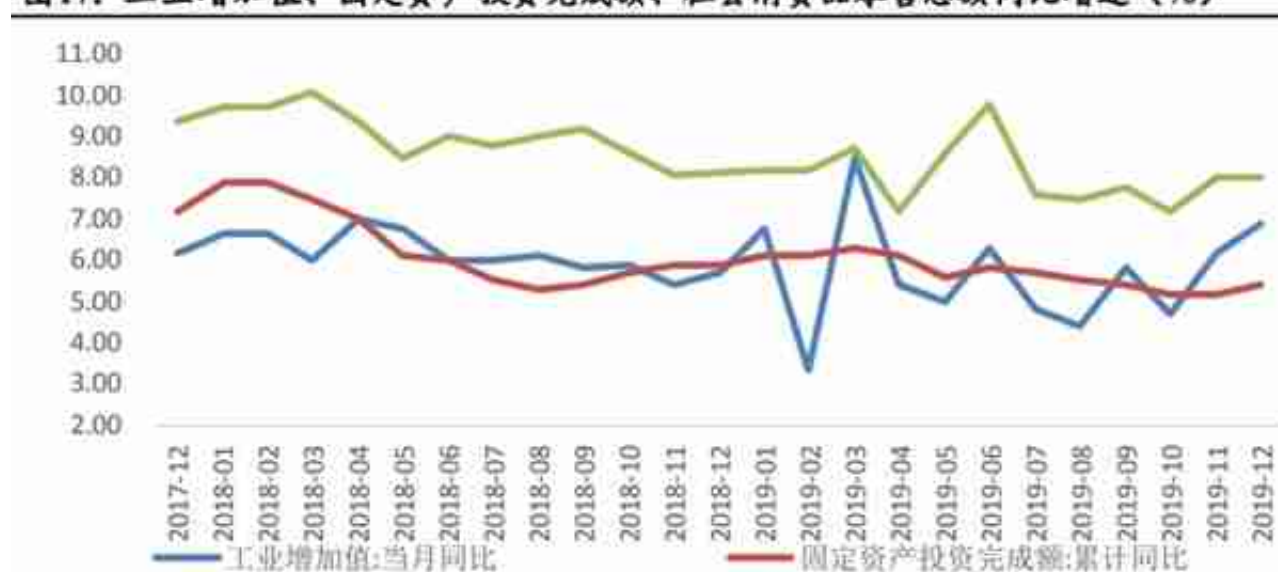
2.1.2

第一轮贬值周期国外宏观环境——美国货币政策由宽松走向正常化，美元升值

在 3 轮 QE 的刺激下，美国经济走出低谷，失业率持续回落，2014 年 2 季度到 2015 年 3 季度美国 GDP 增速环比折年率平均达到了 2.81%，欧洲经济也逐步从欧债危机的低迷阶段走出，但强劲度不如美国。

美国货币政策由宽松走向正常化。2014 年 10 月 29 日美国正式退出 QE3，并于 2015 年 12 月美国时隔 7 年之后首次加息，加息幅度为 25 个基点至 0.5%。美国此轮加息周期 幅度缓、力度小，到 2018 年底美国共加息 9 次，联邦基金目标利率最高上调至 2.5%，2014 年是美国货币政策由宽松到逐步正常化的一年。经济趋于稳定叠加货币政策的正常化驱动美元指数走出了长达近 10 年的谷底，从 2014 年到 2016 年，美元升值幅度 30%。

图 17: 工业增加值、固定资产投资完成额、社会消费品零售总额同比增速 (%)



货币政策宽松。与 2015-2016

年汇率贬值周期一致，面临经济下行压力时，国内货币 政策呈宽松状态。2018 年 4 月-2019 年 9 月，央行共下调存款准备金率 6 次，且为全面 降准，共降准 400BP，大型金融机构存款准备金率由 17%持续下调至 13%，中小型金融 机构存款准备金率由 15%下调至 11%。在房住不炒的基调和人民币贬值压力下，利率端 则未做调整。

图20: 人民币汇率(人民币/美元) 走势与贸易摩擦事件性因素对比图



2.2.2 第二轮贬值周期国际宏观环境——美联储加快加息节奏，美元再度走强

2017 年到 2018 年初，欧美经济发展情况比较稳定，美联储于 2018 年加快了加息步 伐，当年于 3、6、9、12 月各加息一次，加息幅度各为 25 个基点，其它央行并未跟进。3 月份加息之后，美元指数开启新一轮升值周期，但 此轮升值周期升值幅度并不大，2018 年最大升值幅度为 10.3%。在连续加息之后，2018 年后半段美国经济增速下滑，2018 年 底失业率也随之上行，2019 年上半年美国停止加息，并于 2019 年 8 月、9 月、10 月各降 息 25 个基点，若剔除 2020 年初疫情扰动阶段，美元指数于 2019 年 9 月见顶，与这一轮 人民币贬值周期出现高峰值的时间点比较吻合。

图22: 房地产销售面积和施工面积同比 (%)

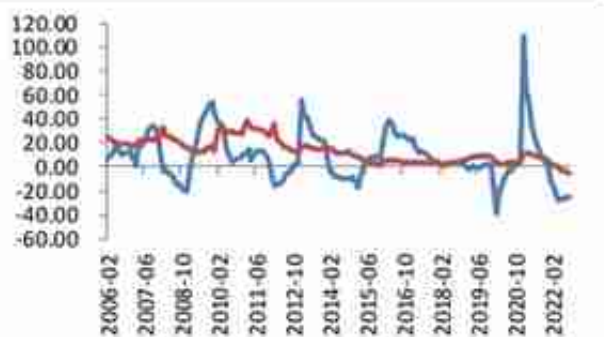
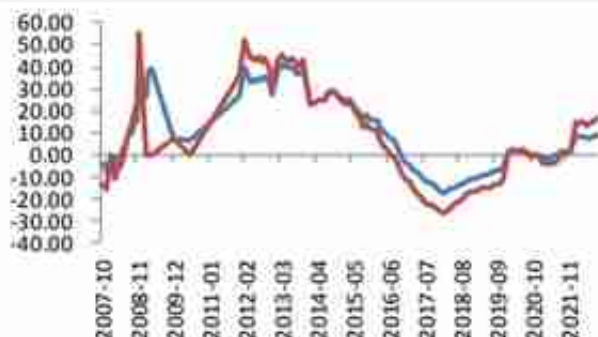


图23: 商品房待售面积同比 (%)



货币政策宽松，但信用端传导受阻，经济下行压力大。2021 年-2022 年，国内货币环 境比较宽松，存款准备金率和 1 年期 LPR 利率均下调了 3

次，但信用端的传导却受阻。把 M2 同比增速的波动视为货币周期，社融增速的波动视为信用周期，可以很明显的发现货币周期领先于信用周期，两者差值的扩大表明货币周期向信用周期有效传导，两者差值的收窄表明传导不畅。2021 年 5 月以来，M2 同比增速与社融增速的差值明显收窄，到 2022 年 4 月甚至出现了负差值，这表明货币周期向信用周期的传导极为不畅，经济下行压力大。



3 国际主流机构对主要国家经济增速的预测及美元汇率展望

每年国际货币基金组织（IMF）、经合组织（OECD）、世界银行均会对多数经济体的 GDP 进行预测。其中 IMF 一般每年 4 月和 10 月初披露报告，1 月和 7 月修正部分数据，经合组织（OECD）一般每年披露两次，分别于 6 月、12 月披露，而世界银行每年 1 月发布初值，6 月发布修正值。因此从发布时间点与当前时间点的接近程度看，可重点观察 IMF 和 OECD 的预测。无论是 IMF 还是 OECD，均预计明年全球经济和西方主要发达国家经济增速将下降，而对中国 2023 年经济增速相比 2022 年则上行。其中英国、德国（或欧元区）2023 年 GDP 增速相比 2022 年减速幅度较大，按照 OECD 的预测，英国、德国明年经济将会出现负增长。

另外，根据 OECD 领先指标（图 25），疫情后中国经济率先复苏，也率先见顶，西方发达经济体的领先指标则是于 2021 年中见顶回落，回落幅度较大的一是英国，二是德国。美国的数据也在回落，但回落幅度相对较缓，另外中国的数据进入 2022 年之后回落速度也减慢。

从上述国际主流机构给出的预测数据及编制的领先指标，能在一定程度上解释为何

今年美元相比英镑和欧元升值，进而进入到强势周期，经济的相对强弱是主导因素。

根据主流机构进一步预测，2024年全球经济将会出现回升，主要经济体经济增速也呈回升态势，其中回升力度较大的是德国和欧元区。在9月底我们发布的金融危机系列研究最后一篇——《历史回溯之五——四大危机总结篇：鲍威尔的“沃尔克时刻”无一以贯之实施的土壤》中，我们阐述了艰难时刻，有衰退风险，但爆发大的金融危机的概率暂且不高。

一个核心的论据就是新兴经济体相对健康，非美发达经济体更显脆弱，但发达经济体具有更多的应对危机的手段，快速爆发危机的概率不大，危机是否爆发取决于于后续的演化，而衰退将是基本情形。

虽然我们无法对美元指数点位进行预测，但按照上述预期的推演，关于本轮美元强势周期我们大致能得到以下结论：一是今年美元强势周期是对非美发达经济体（英国、欧元区）经济将率先步入衰退，失去比较优势的反应；二是美元强势周期阶段性见顶意味着关于欧洲衰退的预期已经反应比较充分，后续若不发生危机性事件，阶段性顶部有望成为本轮美元强势周期的实质性顶部，若发生危机，则美元还将再创新高；三是在不发生危机的情况下，欧洲比较优势将会在2024年之后好转，这意味着即便考虑提前预期的因素，美元步入弱势周期将在明年下半年之后，而当前只要情况未发生根本性改变，高位震荡运行将是美元指数更为合理的运行方式。



4 2023 年中国经济形势展望

通过前面的分析，影响人民币汇率的核心因素是国内经济形势，重要因素是美元周期。第三章我们根据国际机构的预测，对美元大致运行方式进行了分析，本章我们将对明年的国内经济形势进行初步展望。

4.1 经济下行压力较大，重回合理区间是当务之急

根据人民银行课题组的测算，我国潜在产出自 2010 以后出现趋势性下降，进入了由高速增长向中速增长转变的经济新常态，“十四五”期间潜在产出增速将保持在 5.1%-5.7% 之间，2022 年-2023 年潜在产出增速大致在 5.5% 左右。而今年前三季度我国 GDP 累计增速仅 3%，全年预计在 3.2% 左右，与潜在增速出现较大的产出缺口。

从具体经济数据来看，2022 年经济下行是多方因素共振的结果，除了房地产下滑以外，消费和出口面临的压力也较大。今年前十月社会消费品零售总额增速 0.6%，剔除疫情当年，该数据为很长时间以来的最低水平，同样消费者信心指数也创下了有数据以来的最低水平。进出口方面，今年 10 月份，无论是进口增速还是出口增速均进入到负增长，11 月出口增速下降至 -8.7%，进口增速下降至 -10.6%，且明年随着西方经济体衰退风险的加大，外贸压力不减。加上房地产市场的下行，当前经济形势比较严峻。虽然防疫管控放松和对房地产行业的刺激能在一定程度上缓解经济下行压力，但经济要重新回到合理区间还是需要政策刺激，同时也是当务之急。

表 6: 新加坡、韩国放开疫情管控后消费数据的变化 (%)

时间	韩国 2022 年			新加坡 2022 年		
	最终消费支出环比	韩国疫前 5 年最终消费支出环比均值	韩国疫情前后改善幅度	私人消费支出环比变化	新加坡疫前 5 年最终消费支出环比均值	新加坡疫情前后改善幅度
三季度	2.24%	1.92%	0.32%	-0.74%	-1.63%	0.89%

4.3 财政政策需继续维持积极，结构性货币政策工具协调配合

近年我国实行的主要是积极的财政政策和稳健的货币政策，其中货币政策在逼仄的空间下愈发强调精准，作为一个总量政策，如何理解精准二字，我们观察到结构性货币政策工具发挥了更大的作用，货币政策逐渐带有更强的财政属性。我们预计明年仍将是积极的财政政策+结构性货币政策工具的组合。

4.3.1 我国基础货币投放主要渠道的变迁

1994 年汇改以来我国基础货币投放主要渠道主要分为三个阶段：第一阶段为 1994- 2014 年，对外汇占款的对冲操作是基础货币投放的主要渠道；第二阶段是 2015 年至今，此阶段基础货币投放主要是通过再贷款、再贴现、逆回购以及 SLF（常备借贷便利）、MLF（中期借贷便利）、SLO（短期流动性调节工具）、TLF(临时流动性便利)等一系列货币政策工具，体现在央行资产负债表科目为对其他存款性公司债权。当前 MLF 是基础货币投放的主力，疫情爆发后再贷款、再贴现等非常规工具的占比也提升。

4.3.2 货币政策的财政属性

再贷款是一种带有较强计划性的数量型货币政策工具，具有行政性和被动性，其投向一般会面向特定领域。据我们不完全统计，今年新设专项再贷款超过 8000 多亿，在财政政策和货币政策空间受限的情况下，再贷款是定向支持特定领域以及投放流动性的较好选择，货币政策附属了财政属性。另外政策性金融债和地方政府专项债的发行，也离不开央行对资金面的呵护，同样具有财政属性。



5 对汇率的总结与展望——人民币汇率具备稳定的基础，但进入升值周期的条件不充分

通过前述推导，导致今年人民币汇率（美元兑人民币）贬值的核心原因是美元强势周期和国内经济下滑。在美元周期方面，在不发生危机的情况下，预计美元已经见顶，但暂不会步入贬值周期，而是高位震荡期；若非美发达国家爆发危机，美元则还将再创新高。因此从美元周期视角，我们暂无法得出本轮人民币贬值周期已经结束，更大的概率是与美元一样进入到一个平稳期。因此从外部因素来看，随着美元

由升值态势进入到高位震

荡态势，人民币外生式贬值压力将同步缓解，但还无法获得转强的趋势性力量。

在国内经济方面，防疫政策放松带来的改善叠加积极的政策，明年经济边际改善为高确定性，我们测算明年经济有望回到 5%以上，预估在 5.1%，离 5.5%的潜在增速仍有 差距，两年复合增速还是偏低。更强的经济增长动能还是需要 通过加大改革力度，推进经 济结构调整和和产业结构转型升级来获取。由此推导，内因方面，人民币汇率明年具备稳定的基础，但进入升值周期的条件也还不充分。

综上，无论是对外部美元周期的推导，还是对内部经济的分析，人民币汇率（美元兑人民币）当前具备稳定的基础，但暂不具备步入升值周期的条件。在不爆发危机的情况下，明年美元兑人民币汇率的主要运行方式预计为震荡拉锯。关于西方非美经济体是否 爆发危机，根据我们危机研究系列的文章，明年下半年之后才是我们观测危机条件是否 将会充分的时间节点，考虑危机概率及正常情况下对后年经济的预期，我们初步把明年 下半年之后作为观察汇率是否发生重大转折的节点。

报告属于原作者，本文不作任何投资建议。详情参阅原报告。

精选报告来源

【远瞻智库】，下报告点击

：[远瞻智库-为三亿人打造的有用知识平台|报告下载|战略报告|管理报告|行业报告|精选报告|论文参考资料|远瞻智库](#)