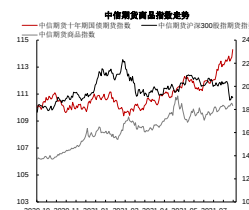


三因素汇率框架的提出与人民币长期趋势展望

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

美元兑人民币走势展望：今年下半年人民币短期趋贬，明年上半年美元贬值可能带动人民币升值预期。而明年下半年之后，美元指数再度陷入长期双赤字的制约、区间震荡偏贬值方向为主，人民币区间波动格局中存升值支撑。



摘要：

主要观点：展望未来短期、中期、长期的美元兑人民币走势，核心的逻辑首先是理清清楚美元指数的运行框架，其次是人民币内因的相应变化。美元指数的运行框架受到长期增长框架、短期政策节奏和外部相对优势的三重制约。重点关注贸易赤字、财政赤字的长期约束和货币政策、外部市场的短期节奏影响。人民币的政策导向为双向波动的市场化思维，该框架将长期有效。

从目前至未来五年的节奏整体来讲，人民币将面临先贬再升然后区间偏升的节奏：

- 今年下半年，削债预期下美元升值压力大，人民币短期趋贬。建议使用场内美元兑人民币期货进行贬值风险管理，灵活对冲；
- 明年上半年，美元指数削债预期兑现后将再度陷入长期贸易、财政双赤字的困境。预计明年上半年之后美元指数的相对优势下降将再度给人民币带来升值提振。贬值套保策略可以观望为主。保守者可以考虑在场内以少量头寸进行贬值保护。
- 而在明年下半年之后，至2024年之前，美元指数将大概率维持区间波动、震荡趋贬的逻辑框架中，人民币区间格局中有升值支撑。如果美国赤字修复节奏超预期，那么区间波动的格局将会打破。风险管理者可以利用远月合约进行适当保护。

风险因子：1) 病毒变异和群体免疫进程不理想；2) 欧美等发达国家复苏节奏差异；3) 美联储未能如期启动紧缩预期管理。4) 双赤字的收缩节奏与预期不一致。

资产配置研究团队

研究员：
张革
021-60812988
从业资格号：F3004355
投资咨询号：Z0010982

姜婧
021-60812990
从业资格号：F3018552
投资咨询号：Z0013315

利率衍生品团队

研究员：
张菁
021-60812987
zhangjing@citicsf.com
从业资格号 F3022617
投资咨询号 Z0013604

目 录

摘要：	1
一、人民币汇率双向波动空间释放，跟随美元节奏为主	4
二、美元走势受到长期增长框架、短期政策节奏和外部相对优势的三重约束	5
（一）美元指数的前世今生与三因素汇率框架的提出	5
（二）经济增长角度：贸易赤字上升对美元升值形成长期掣肘	9
（三）政策角度：美联储货币政策收紧节奏形成升值扰动	11
1. 从 2013 年的经验展望中长期的收紧节奏	11
2. 财政赤字约束影响政策收紧的长期节奏，美元指数低位震荡概率大	13
3. 短期节奏：下半年的“预期管理”阶段，美元指数在升值气氛中高波动	17
（四）外部环境：与欧洲等发达经济体相比，美国的相对优势并不突出	19
三、国内货币政策以我为主和汇率政策双向波动的节奏会在较长时间内维持	21
四、一些短期季节性的规律：年中购汇高峰与年末结汇预期接力影响供需	22
（一）持币观望严重决定了结汇整体被动，而购汇稳步修复	22
（二）三季度购汇、四季度结汇的季节性影响节奏	24
六、汇率趋势展望	25
（一）下半年市场展望：人民币贬值在前，边走边看	25
（二）长期市场展望：经济增长、政策、相对优势的三因素框架为主线	25
（三）风险因子	26
免责声明	27

图目录

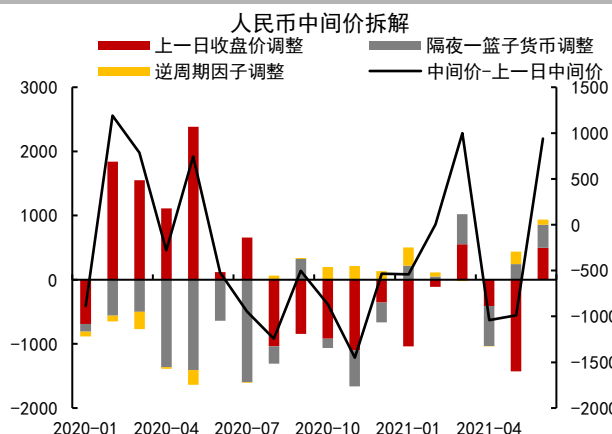
图表 1： 2020 年以来汇率定价因素分解（pips）	4
图表 2： 人民币汇率表现	4
图表 3： 2016 年以来人民币中间价拆解	5
图表 4： 美元指数历年大事纪年表	6
图表 5： 一张图看懂美元指数的前世今生	8
图表 6： 各国货币权重分布	8
图表 7： 发达国家与发展中国家总计权重对比	8
图表 8： 上世纪 70 年代至今，美元指数运行围绕经济增长、政策和相对优势（外部环境）三条主线展开	9
图表 9： 美国经常项目赤字与美元指数形成呼应	10
图表 10： 美国贸易赤字主要来自于商品赤字	10
图表 11： 贸易逆差排名靠前的商品贸易余额对比	11
图表 12： 货币政策环境中的美债收益率与美元指数	12
图表 13： 美国通胀走势变化	13
图表 14： 美国景气指数变化	13
图表 15： 美国劳动参与率与失业率变化	13
图表 16： 美国非农就业数据变化	13
图表 17： 美国财政赤字与美元走势息息相关	14

图表 18: 美国政府收入中个人所得税是重要来源.....	15
图表 19: 美国政府支出构成中主要的增量为收入保障.....	15
图表 20: 联邦储备银行资产负债表中各类资产占比.....	16
图表 21: 联邦储备银行持有的美国国债期限分布.....	17
图表 22: 美联储议息决议转向偏鹰.....	18
图表 23: 美元指数与通胀预期和实际利率比较.....	18
图表 24: 美债收益率与通胀预期和实际利率比较.....	18
图表 25: 欧元区经常项目赤字与欧元汇率.....	19
图表 26: 欧元区财政赤字与欧元汇率.....	19
图表 27: 欧元区政府债务构成	20
图表 28: 全球各国 PMI 走势对比.....	20
图表 29: 一季度逆周期因子几无波动, 二季度之后, 贬值方向的引导意味明显.....	21
图表 30: 货币政策执行报告对于汇率的定调.....	22
图表 31: 持币观望情况依然严重 (亿美元)	23
图表 32: 银行代客净结汇 (亿美元)	23
图表 33: 银行远期净结汇签约 (亿美元)	23
图表 34: 6 月结汇率继续显著抬升.....	23
图表 35: 结汇率季节性高峰在春节前后.....	24
图表 36: 购汇率季节性高峰在二、三季度.....	24
图表 37: 2021 年中资股分红规模有望超过去年.....	25
图表 38: 分红购汇旺季集中在三季度前半段.....	25

一、人民币汇率双向波动空间释放，跟随美元节奏为主

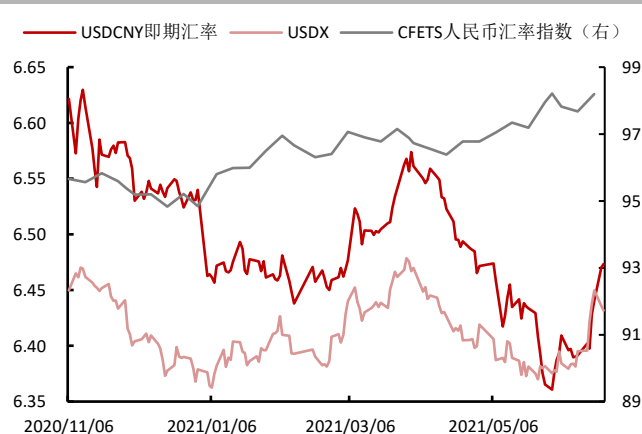
从上半年人民币中间价的波动拆解来看，截至 6 月 30 日，美元兑人民币中间价为 6.4601，上半年中间价在升值方向变动 648 pips，其中收盘价在升值方向贡献 2039 pips，隔夜一篮子货币贡献贬值 796 pips，逆周期因子贡献贬值 595 pips。随着人民币汇率升值，市场逻辑逐步从“先进先出优势+美元下跌”双驱动转为“美元从下跌到 Taper 预期下的反弹”单驱动。跟随美元节奏的市场导向将成为短期的逻辑主导。下半年美联储的 Taper 节奏、美国经济是否如期向好、美元指数的反弹可能将是汇率波动的中枢。而结购汇短期均衡状况会对阶段性节奏带来影响。

图表1：2020 年以来汇率定价因素分解（pips）



资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究部

图表2：人民币汇率表现



资料来源：Wind 中信期货研究部

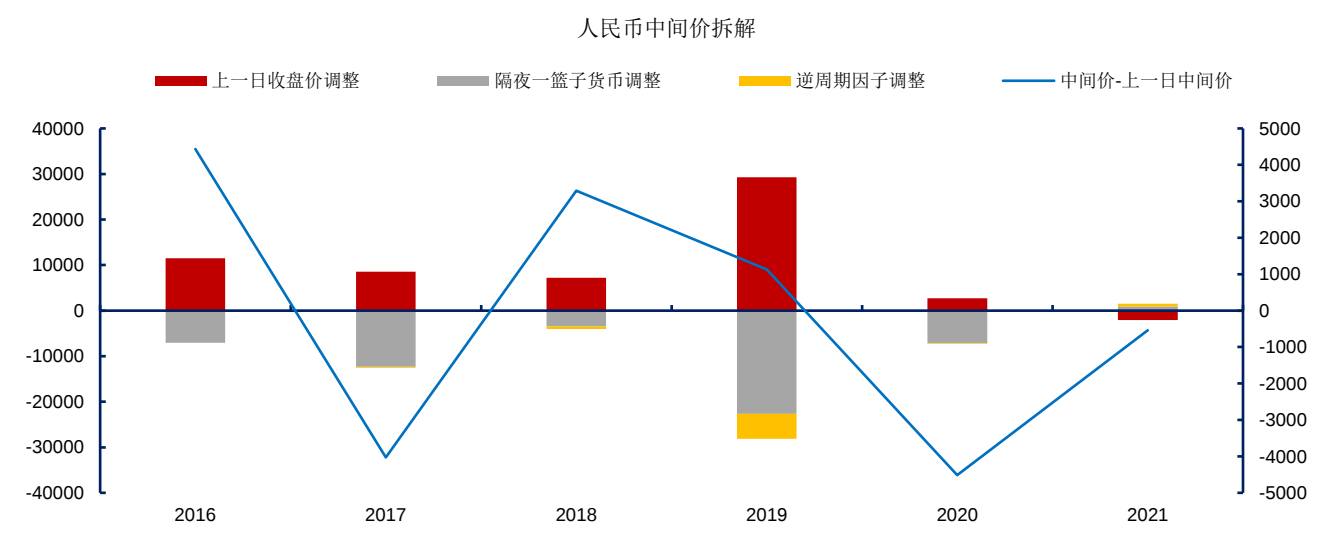
长期来看，而从中间价拆解的贡献来看，除了 2017 年和 2020 年收盘价因素和中间价调整方向相悖之外，其余时间中间价调整的方向和收盘价因素相呼应，也即人民币汇率的主要决定因素为美元走势的变化。

从 2015 年 811 汇改，到 2016 年“收盘汇率+一篮子货币汇率变化”的双轮规则，再到 2017 年 5 月逆周期因子引入后的“收盘价+一篮子货币汇率变化+逆周期因子”框架，通过“上日中间价+一揽子货币 24 小时汇率变化*调整系数+市场供求因素/逆周期系数”的公式进行报价，进一步优化和完善了人民币汇率市场化形成机制。

而 2017 年和 2020 年的不一致，也主要是因为除美元其他国家货币的影响，即一篮子货币的调整影响所致。这一方面的背景是更加市场化定价的逆周期因子引入，另一方面是疫情期间中国相对其他国家的先发优势和经济稳定预期所带来的升值支撑。而在 2019 年贸易战愈演愈烈的大背景下，人民币开启对美元的贬值进程，在此期间人民币相对一篮子货币的升值和逆周期因子升值方向的调整给当年的人民币汇率维持稳定提供了支撑。

因此，展望未来短期、中期、长期的美元兑人民币走势，核心的逻辑首先是理清楚美元指数的运行框架，其次是人民币内因的相应变化。因此，接下来我们将从三因素框架入手，对美元逻辑和人民币框架进行探讨，并最终对未来美元兑人民币的长期趋势进行展望。

图表3：2016 年以来人民币中间价拆解



资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究部

二、美元走势受到长期增长框架、短期政策节奏和外部相对优势的三重约束

如果说当下影响美元指数走势的核心因素是什么，一个市场的共识就是美联储削债预期的变化和下半年经济恢复节奏是否符合预期。但是，如果放眼到未来 3-5 年的美元指数走势，我们有必要从更长的历史角度，以史为鉴，理清美元指数波动的主要脉络，从中梳理出主要矛盾。综合来看，美元指数的运行框架受到长期增长框架、短期政策节奏和外部相对优势的三重制约。

（一）美元指数的前世今生与三因素汇率框架的提出

从布雷顿森林体系瓦解后 1973 年 3 月各国货币开始自由浮动报价伊始，美元指数的发展史就是通胀、贸易、财政赤字、货币政策交织影响的历史。为了更清楚的理解美元指数发展过程中的多重关系，我们采用美联储的贸易加权广义美元指数、发达经济体美元指数和新兴经济体美元指数数据对其中的逻辑主线进行梳理。

贸易加权的美元指数是通过计算 26 个国家每年的进出口贸易权重进行权重计算得到的指数，包含了 7 个发达经济体和 19 个发展中经济体，能更为全面

体的理解美元指数每一阶段的驱动因素。按照时间线来梳理，历史上对美元指数造成重大影响的事件如图 4 所示。

图表4：美元指数历年大事纪年表

时间	事件	背景与影响	影响
1971. 8-1973. 3	《布雷顿森林体系》瓦解，《史密斯索尼安协定》签订	挂钩黄金的固定汇率制度因为黄金储备和美国通胀、贸易逆差以及美元贬值压力问题面临困境，自此各国货币开始浮动报价	
1973. 7-1974. 7	第一次石油危机	石油美元体系确立	美元指数升值超过 9%
1974-1975	美国滞胀		美元指数震荡趋贬
1979-1980	第二次石油危机	美国能源价格上升，严重通胀	
1980-1984	加息周期	Fed 连续加息至 1984 年，美元快速升值	美元指数快速升值，其中相对发达经济体的升值贡献为主，相较发展中经济体的升值于拉美债券危机后扩大。至 1985 年 3 月，美元指数相较 1979 年升值 116，其中较发达经济体升值 62%，较发展中经济体升值 326%。
1982. 8 开始	拉美债务危机	拉美债务危机爆发，并于 1985 年开启拉丁美洲“停滞的 10 年”	
1985. 9. 22	广场协议	日本成为最大债权国，美国贸易、财政双赤字扩大，通过美元贬值降低贸易赤字的需求迫切	至 1987 年卢浮宫协议之前，美元指数贬值 12%，但其中主要是对发达经济体的贬值高达 31%（主要是日元升值），而与发展中经济体相比仍然升值 63%。
1987. 2	卢浮宫协议	美元币值过快下滑，贸易没有增长，财政赤字依然巨大，为保持美元汇率稳定而达成	美国外贸出口迅速扩大，进一步削减财政赤字，贸易赤字和财政赤字均大幅下降。缓解国内滞胀和就业压力。国际主要货币在两年多的时间里保持基本稳定。至 1988 年 4 月，美元指数贬值 11%，其中对发达国家贬值 12%，对发展中国家升值 31%。
1990-1991	日本股市、楼市泡沫破裂，开启“失落的十年”		在 1990 年日本泡沫破裂的同时，日本对美国的贸易权重下降，日元在美元指数中的权重从高点的超过 20% 骤降，直至目前的 6.38%。与此同时，发展中经济体在美元指数中的权重开始稳步攀升，从最低的 28.4% 开始逐年攀升，在 2018 年达到最高值 51.233%。
1994. 12-1995. 3	墨西哥金融危机		发展中国家的金融危机叠加美国互联网泡沫带来的经济前景乐观预期，持续推升美元指数。尤其是两次发展中国家的危机使得美元指数相对升值的幅度迅速扩大。1998. 11 至 2000. 5 美联储加息 6 次。1990 年 11 月低点至 2002 年 3 月高点，美元指数升值 84%，其中对发达经济体升值 35%，对发展中经济体升值 227%。
1997. 8-1999	亚洲金融危机，人民币坚持不贬值		
1995-2000. 3	美国互联网泡沫	美国财政赤字继续改善	
2001 年 1 月	开启降息周期		随着美国互联网泡沫破裂，和美国消费、企业信心的低迷，美联储开启降息周期。并在 911 事件之后加速降息。2001 年降息 11 次，直至 2003 年 6 月共计降息 13 次。从 6.5% 下降至 1%，并为后续的低资金利率环境和美国房地产泡沫埋下伏笔。在此期间美元指数贬值 14%，对发达经济体贬值 25%，对发展中经济体升值 4%。这期间中国在美元指数中的权重实现跳跃式增长，从 2001 年的 8% 附近上涨至 2005 年 15.3%。
2001. 9. 11	911 事件后加速降息		
2001. 12	中国加入 WTO		
2007. 09	美国次贷危机爆发	低利率环境引发房地产市场泡沫。2004 年下半年开始的加息周期，刺破泡沫。	自 2004 年之后，美元指数陷入了区间震荡的低波动状况。从金融危机的爆发再到后续的降息、量化阶段，美元指数整体贬值。但是随着 QE2 之后经济的逐步复苏，对于量化结束的预期再该阶段的后半段开始产生影响。整体来看，从 2007 年 8 月危机爆发前后至 2013 年 5 月削债预期启动期间，美元指数贬值 2.9%，其中对发达经济体贬值 2%，对发展中经济体贬值 3%。
2008. 09	金融危机失控，美元回抽		
2007. 12-2008. 12	美联储降息		
2008. 11-2010. 04	QE1		
2010. 11-2011. 6	QE2		
2012. 9-2014. 10	QE3		
2013. 5	伯南克释放学债预期		
2013. 12	正式削债		“削债-加息-缩表”的政策收紧路径下，美元指数快速升值。从 2013. 5 至 2019. 5，美元指数升值 27%，其中对发达经济体升值 23%，对发展中经济体升值 32%。并且，自 2018 年开始的中美贸易战之后，随着中美贸易量的缩减，人民币在美元指数中的权重从 2017 年高点的 16.01% 下滑至目前的 13.72%。此间中国于 15 年 8 月 11 日进行了汇率改革，中间价报价更加市场化。17 年 5 月确立了逆周期因子加入，由“上日中间价+收盘价/逆周期因子+一篮子货币*调整系数”构成的中间价报价体系沿用至今。
2015. 12-2018. 12	美联储加息，欧洲 QE		
2017. 10-2019. 8	缩表		
2019. 07-2020. 3	美联储降息	经济数据下降，加上贸易战冲突和疫情冲击，带动美联储降息节奏	从 2019 年下半年开始，美元指数再次进入降息周期，并且随着疫情的进展和量宽程度的加大加速贬值。从 2019 年 7 月至今年 6 月的低点，美元指数贬值 5.8%，其中对发达经济体贬值 8.7%，对发展中经济体贬值 2.8%
2020. 3 至今	量化宽松	量宽、扩表、财政刺激	

资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究部

回顾从上个世纪 70 年代至今的美元指数大事表，我们从中可以看到，美元指数受到经济、政策、国际环境等多个因素的影响。从主线来讲可以归纳为三条主线：

- **经济增长主线，重点关注经济增长率、通货膨胀，贸易赤字、就业数据等**，一般的，在滞胀阶段对加息的压力较大，进而带来美元指数实际利率上升预期和升值驱动，而在经济增长疲弱、通胀可控的情况下，降息的动力更强以及美元有贬值动力。同时，贸易赤字也是一个非常重要的考虑项，其会通过美国出口和投资端的双重拉动改善经济环境，因此**应对赤字的贬值路径也是相对可行的**。
- **政策主线，应对汇率波动的政策，主要是基于贸易赤字和财政赤字的压力推动主动贬值为主**。应对经济增长的政策，主要是以提振经济为主的降息、量宽的货币政策加财政刺激，以及在经济修复阶段或升值压力过大阶段的削债、加息、缩表政策。
- **外部环境主线，主要以外部国家危机、量宽政策、贸易差额等角度对美元指数带来影响**。无论是从石油美元的确立、拉美债务危机、亚洲金融危机带来的美元指数避险价值提升，还是从欧洲量宽开始和英国脱欧进程之后美元指数的相对价值优势，都深刻表明了汇率的跷跷板效应。

同时，我们从广场协议、卢浮宫协议的事件中能深刻感受到贸易赤字、财政赤字对美元政策的施压影响非常大，其主导了美元汇率最为重要一波贬值趋势。

同时，从 2008 年金融危机后，美联储的政策线条按照降息-量宽-扩表的刺激和削债-加息-缩表的收紧政策循环来运作。结合当下的状况来讲，从 2019 年开会开始的降息-量宽-扩表路径已经进入尾声，随着今年上半年美国疫苗免疫情况的良好进展，从二季度之后，市场对于美联储进入削债-加息-缩表的进程有所期待。

另外，我们还注意到一个非常重要的变化，自从 2001 美国互联网泡沫破裂后美元指数见顶回落开始，美元指数的波动率大幅降低，远不及 2001 年之前的高波动状况。

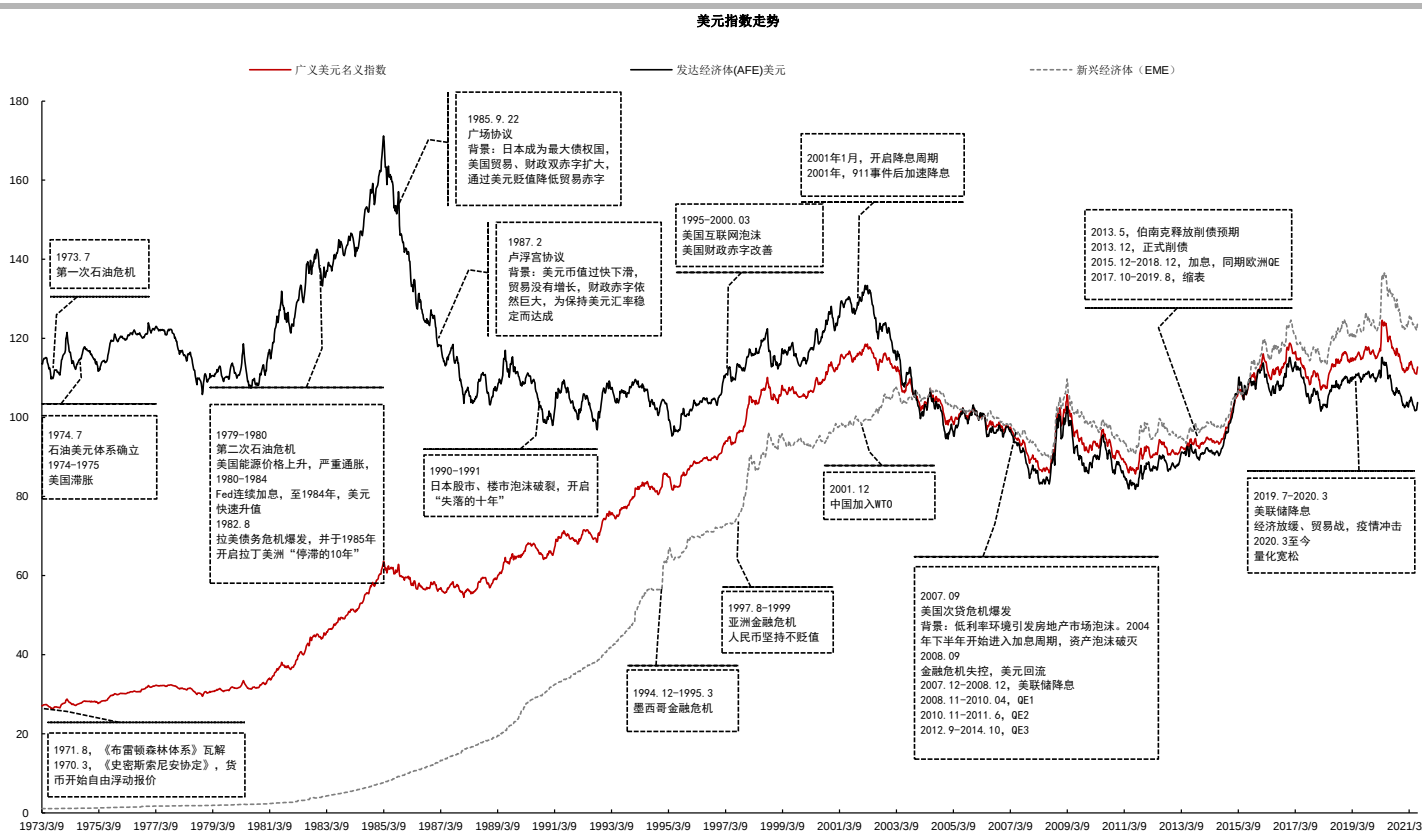
这其中的原因我们认为可以有两点解释：一是 2001 年之后，随着发展中经济体在美国贸易比例中的上升，且与发达经济体开始分庭抗礼，因此，决定贸易加权美元指数的因子权重变得更加均衡。与 2000 年相比，发展中经济体在美元指数中的权重增长了 6.3%。当然这其中增长最快的是中国和墨西哥，二者在美元指数中的权重较 2000 年分别增长 5.84%和 3.38%。而发达经济体的贸易缩减主要是日本（-6.4）和加拿大（-3.6）。**第二个原因，我们认为和美国自身陷入低波动的经济增长状态有关**。不论是互联网破灭还是 08 年的金融危机，进入 21 世纪以来，美国经济增长始终在坎坷中前行。同时，随着互联网时代和信息技术的进步，世界之间的联通更加高效，不论是政策、经济节奏还是危机，都在以更高效的方式传导。因此，各国之间的相互牵制也带来了美元指数在相对窄区间内的短频波动更多，长区间波动偏少。

因此，不论是从政策角度还是从经济角度，亦或是外部优势角度，分析美元

指数的框架都不能再简单复制历史的路径，而是要充分考虑当前的环境做出更为客观的判断。

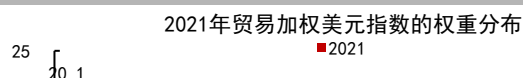
从而，我们接下来将主要从经济增长、政策、外部优势三个角度，对美元指数指数的影响因子进行综合判断。

图表5：一张图看懂美元指数的前世今生

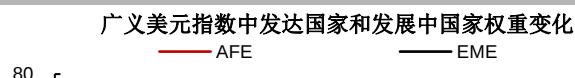


资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究部

图表6：各国货币权重分布



图表7：发达国家与发展中国家总计权重对比



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_24751

