

2021年2月18日

經濟研究員 陳蔣輝

高級經濟研究員 張謙

如何看待人民幣匯率的長期變化趨勢？

2020年，人民幣兌美元匯率先抑後揚，全年升幅約6.7%，與美元指數的跌幅大致相同。這其中，既有中美疫情管控不同導致的經濟發展差異的因素，也有國際收支巨大變化下中美息差擴大的影響。進入2021年，人民幣升值的勢頭仍在持續，目前已時隔兩年半之後重新進入6.4時代。我們認為，人民幣在短期內或有回調的可能，但是從中長期來看，人民幣兌美元匯率已開啟升值長週期。

一、人民幣升值的長期因素

1. 經濟基本上，中國經濟持續好於美國

從中長期來看，經濟發展差異是決定兩國貨幣匯率的最重要因素。歸根到底，人民幣兌美元的匯率取決於中美兩國的經濟發展差異。2020年6月份以來人民幣兌美元不斷升值就是一個很好的例證。新冠肺炎疫情發生後，中國採取了一系列強有力的防控措施，經濟率先恢復，外貿活動迅速反彈，2020年全年經濟增長2.3%，是全球唯一錄得正增長的主要經濟體。而受困於疫情反復的影響，美國2020年GDP收縮約3.5%，創下自二戰以來最差紀錄。經濟增速的差異，為2020年6月以來的人民幣匯率走強提供了支撐。

未來，中國經濟發展增速高於美國的局面仍將在中長期存在。現時，中國仍屬於發展中國家，根據世界銀行的數據，2019年中國人均GDP只有美國的15%，發展潛力依然巨大；中國的城鎮化率只有60%，距離發達國家80%的平均水準還有很大差距；中國的科研人數已超過美國成為全球科研人數最多的國家，2019年開始在國際專利申請數量上躍居全球第一。同時，中國也是全球工業體系最完善的國家，伴隨著國家的進一步對外開放，以及製造業升級消費升級等的持續推進，中國經濟仍然有望在未來5-10年取得較高的增速。反觀美國，2020年總統大選凸顯美國社會撕裂已較為嚴重，民粹主義有抬頭的趨勢，

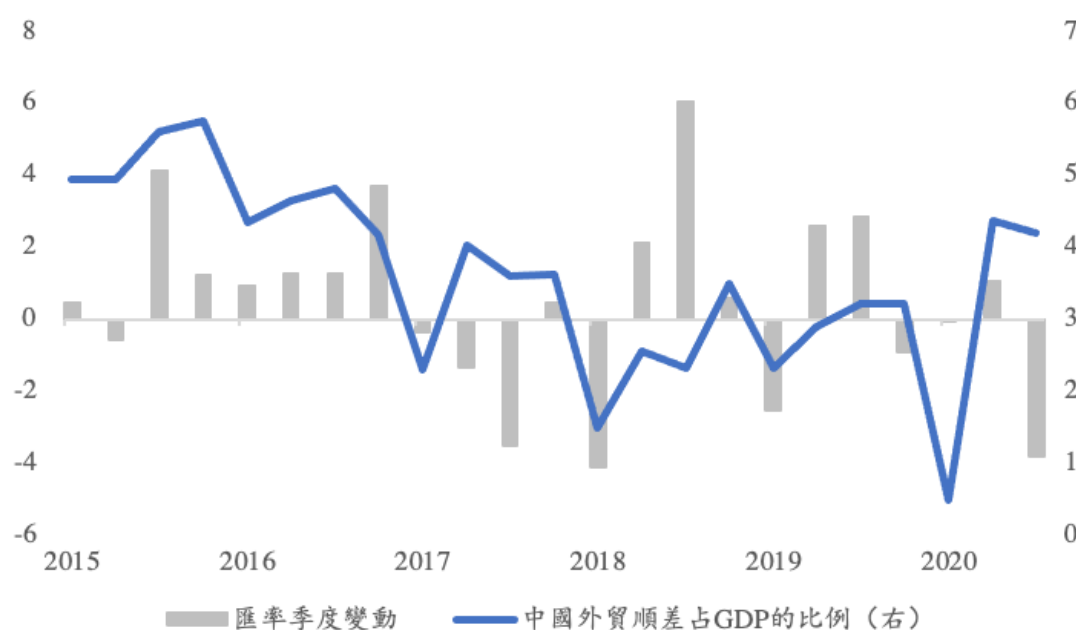
這些問題恐難以在短期內徹底解決，將抑制美國經濟的發展。以不變價美元來計算，2020年，中國GDP總量大概接近美國的三分之二。按照我們的推算，中國大概會在2027年左右超過美國，成為全球第一大經濟體。相對更快的經濟增速，將推動人民幣不斷升值。

2. 中國內需發力，外貿順差降低

中國內循環發力，貿易順差將收窄。當今世界正經歷百年未有之大變局，中國將在未來幾年推動形成以國內大循環為主體、國內國際雙循環相互促進的新發展格局。國家提出雙循環戰略，本質上是由中國的大國效應和發展階段所決定的。一個大國難以持續地通過出口和全球消費來支撐其現代化；相反，大國的優勢恰恰在於龐大的內需市場。中國提倡內循環，成為消費大國的過程，將是一個外貿順差收窄的過程。這主要有兩方面的原因，一是低端製造業轉移之後相關出口產品會有所減少，這一過程通常與消費升級同時發生；二是消費升級帶動進口增長。

從歷史經驗來看，中國外貿順差降低與人民幣升值基本呈正相關關係。外貿順差的變化與匯率關係密切，互為影響。從邏輯上來說，如果外貿順差的降低由經濟發展停滯導致，將增加本國貨幣貶值壓力；如果外貿順差降低由消費升級和產業升級下進口快速上升引起，則本國貨幣往往呈現升值狀態。然而從歷史實際數據來看，從2017年起，中國外貿順差佔GDP比重降低同步伴隨著人民幣的升值。值得一提的是，外貿順差降低將會使得更多的本幣流向海外，反過來將推動本國貨幣的國際化。可以預見，隨著“雙循環”新發展格局的確立，中國內地進口將會提速，中國外貿順差會逐步減小，乃至最終成為外貿逆差國，這一過程大概率將伴隨著人民幣匯率的升值，同時也有利於人民幣的國際化。

圖 1：中國外貿順差佔 GDP 的比例與美元兌人民幣匯率變動 (%)



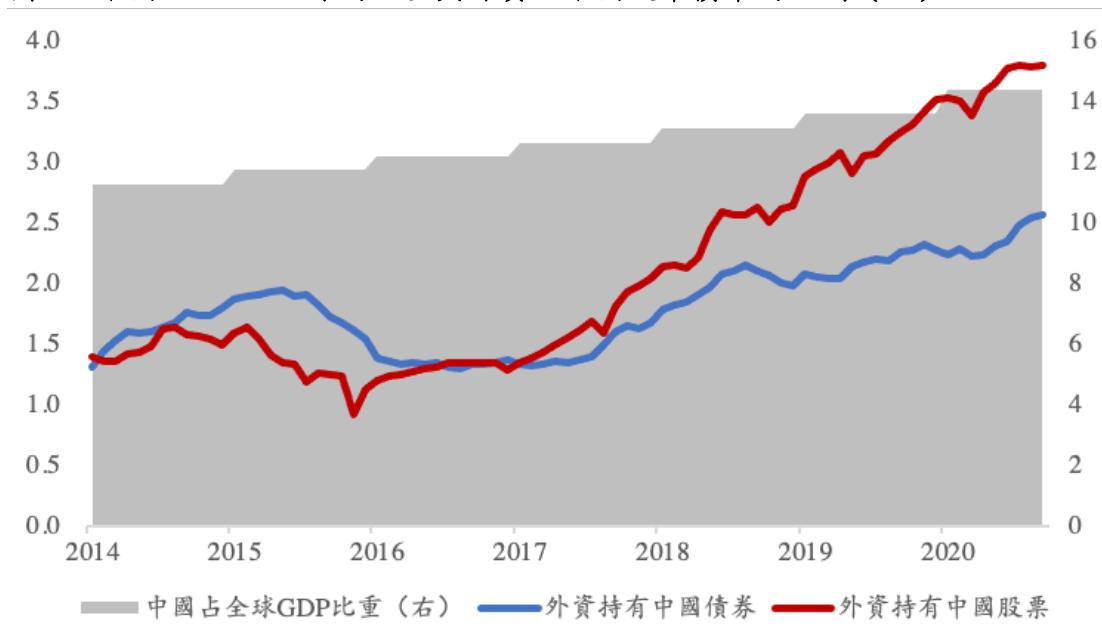
數據來源：Wind，中國銀行香港金融研究院

3. 金融開放，外資湧入中國

中國金融開放力度加大，資金將持續流入中國。近些年，中國資本市場開放措施密集落地，相繼取消了一系列金融領域的外資持股限制，同時在企業徵信、信用評級、支付清算等領域給予外資國民待遇，並積極推動會計、稅收和交易制度的國際接軌，外資機構在華業務版圖不斷擴大，海外資金也開始加速湧入中國。聯合國貿易和發展會議發佈的《全球投資趨勢監測》顯示，2020年中國吸收外資逆勢上漲，全年吸收外資1630億美元，已超過美國成為全球最大的外資流入國。海外資金的不斷湧入，將帶動人民幣升值的繼續走強。

從全球資產配置中國的比例來看，這一數值仍然遠低於中國經濟佔全球經濟的比重。現時，中國已成為全球第二大經濟體，2019年中國GDP佔全球GDP的比重約為14%。然而，外資在中國資產的配置比例遠低於這一數字，外資入場中國仍處於初級階段（圖2）。從股市數據來看，截至2020年第三季度，海外投資者持有中國流通股市值佔比約4%，日均成交佔比接近10%。債券市場方面，雖然近些年境外投資者加速佈局人民幣債券，但截止2020年年底，海外投資者共持有3.3萬億人民幣債券，在國內債券市場上的持有量仍不足3%。隨著中國金融業的逐步開放，人民幣資產有望進一步受到國際資本的追捧，全球資產中配置中國資產的比例將逐步向中國經濟在世界經濟中的佔比靠攏，這一過程也將伴隨著人民幣的升值浪潮。

圖 2：中國 GDP 佔全球的比重與外資佔中國股市債市的比例（%）



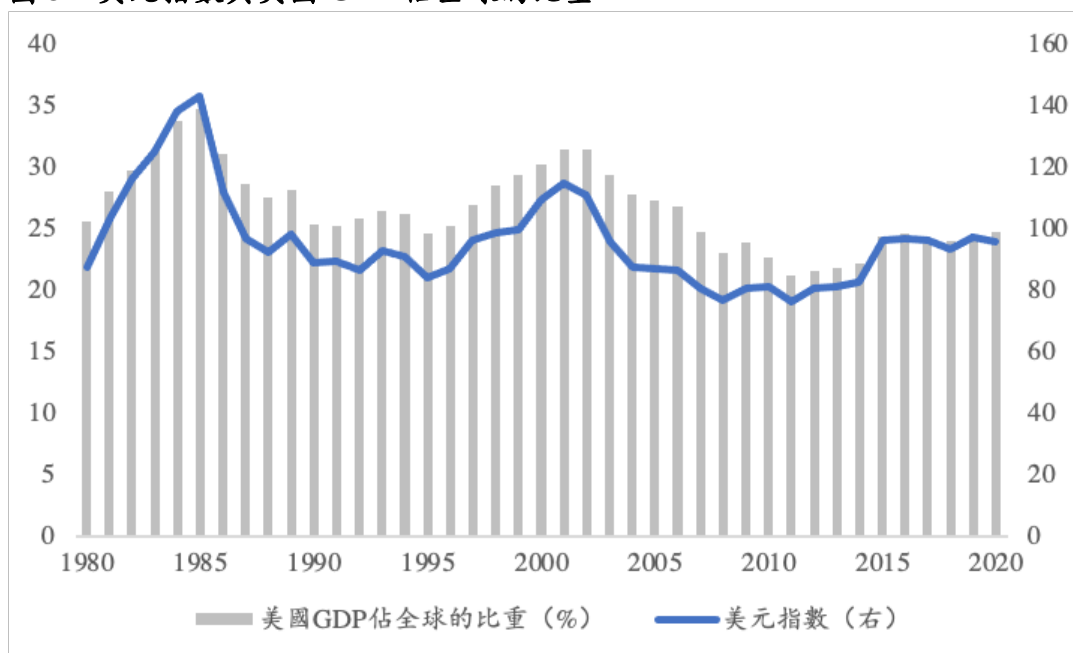
數據來源：CEIC，中國銀行香港金融研究院

二、美元貶值的長期因素

1. 美元的國際使用佔比將向美國在全球 GDP 中的份額靠攏

除了在 2008 年和 2020 年出現美元流動性緊縮的情況外，美元指數與美國經濟佔全球 GDP 的比例呈現顯著的正相關關係。國際貨幣基金組織最新報告預測，美國 GDP 增速將從 2021 年的 5.1% 逐步放緩至 2025 年的 1.8%，而全球 GDP 增速在未來 5 年則會從 5.5% 放緩至 3.5%。由於美國經濟增速下降更快，美國在全球 GDP 中所佔份額將呈現總體下降的態勢，不利於美元指數的走強。

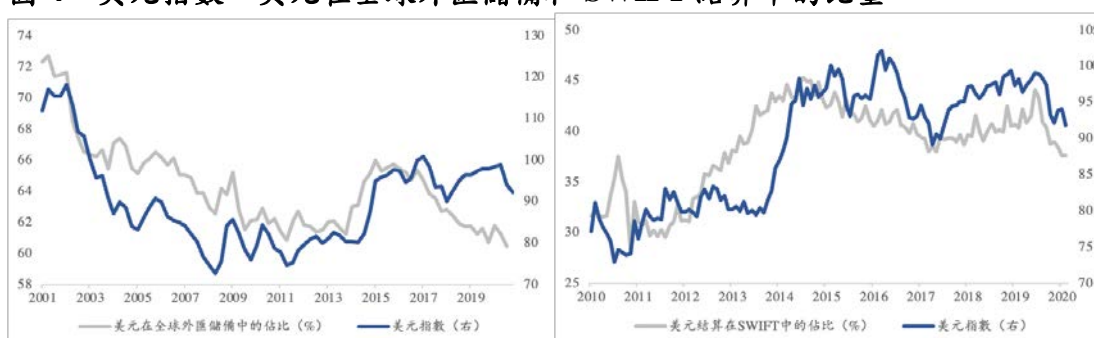
圖 3：美元指數與美國 GDP 佔全球的比重



數據來源：CEIC，中國銀行香港金融研究院

同時，全球企業以美元結算跨境支付，主權投資者以美元儲存外匯儲備的比例與美元指數也存在正向關係。未來一段時間，中國的長期增長戰略更多地轉向國內消費，中國龐大的美元外匯儲備可能會有減少；同時歐佩克國家由於美國頁岩油工業的增長或導致石油出口出現萎縮，全球石油美元結算以及其他國家儲備美元的需求將有所減弱。此外，自 2014 年以來，中國，歐盟和俄羅斯分別開發了跨境銀行間支付系統，支持貿易交流的工具和金融資訊傳遞系統，目的就是為了避免隨著地緣政治風險的增加而受到美國的制裁。這些遠離美元結算和儲備的戰略舉措，從中長期來看，都將給美元帶來下行壓力。更弱的美元將使得人民幣兌美元的匯率走強。

圖 4：美元指數，美元在全球外匯儲備和 SWIFT 結算中的比重

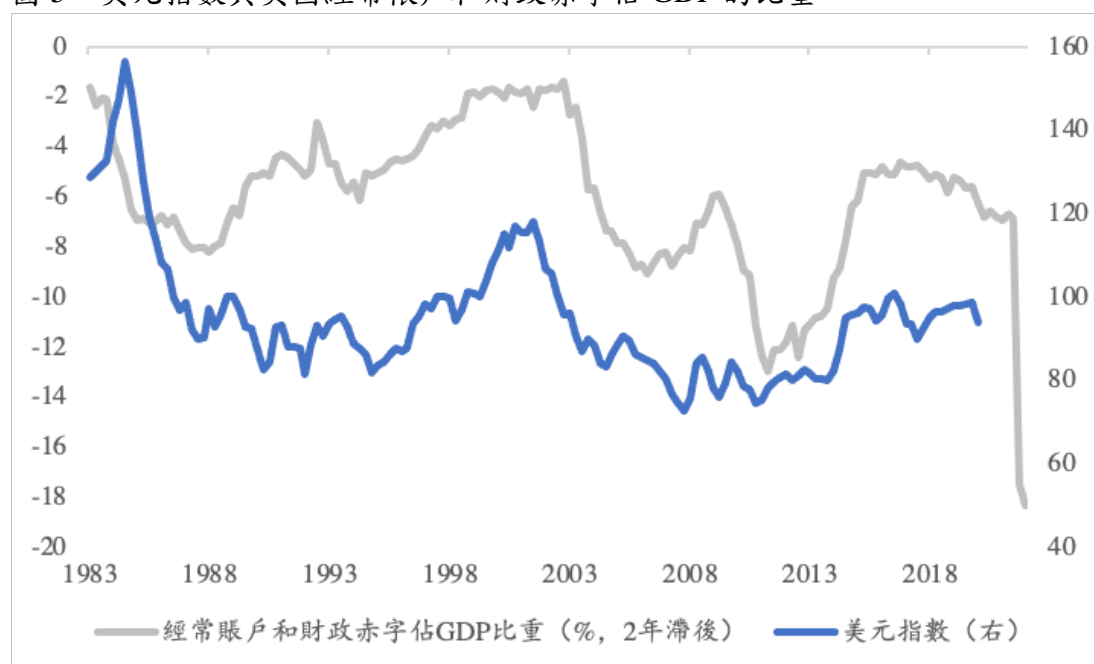


數據來源：CEIC，Bloomberg，中國銀行香港金融研究院

2. 美國的經常帳戶和財政雙重赤字阻礙美元走強

從歷史數據來看，美國經常帳戶和財政赤字總和佔 GDP 的比例是美元指數的領先指標，大約領先兩年左右的時間。當然，美國在 2020 年的雙重赤字急劇增加並不一定意味著美元指數會急劇走弱，因為新冠疫情下 G20 的大多數國家財政赤字都錄得大幅增加。但是，從中長期來看，隨著美國人口老齡化的加劇，以及低儲蓄下基礎投資支出居高不下，美國經常帳戶前景不容樂觀。在此大背景下，美國財政部可能繼續將某些國家認定為匯率操縱國，限制美元升值，從而來改善其經常帳戶赤字。此外，美國財政赤字也有繼續上升的壓力。根據美國國會預算辦公室於 2020 年 9 月發佈的《長期預算展望》，美國財政赤字佔 GDP 的比例將從過去 50 年 3% 的平均水平逐步增長到 2050 年的 13%。不斷攀升的美國經常帳戶和財政赤字恐令美元進一步走弱。

圖 5：美元指數與美國經常帳戶和財政赤字佔 GDP 的比重



數據來源：CEIC，中國銀行香港金融研究院

值得一提的是，只要借貸成本相對於 GDP 的比率低於 GDP 增速，市場就不會擔心美國債務的可持續性問題。在過去 50 年，美國債務成本在大部分時間裏都是低於其 GDP 的增量。當下，美國 10 年期國債的實際利率已跌入負區間，利息支出壓力尚處於可控的範圍之內。這也是 2020 年 7 月惠譽宣佈美國主權評級展望為負面後，市場對美國主權 CDS 利差反應不大的最主要原因。而展望未來，受收入不平等、科技驅動等因素影響，美國人均支出增速可能會有所回落，這將壓制實際利率保持在較低水平。這樣的環境不僅保持了較低的償債成本，也為更多的財政刺激措施提供了更大的空間。另一方面，現時外國投資

者持有美國約 35% 的主權債務，與美國國內投資者相比，他們更可能受美國財政赤字的影響而調整投資策略。不過，美國的短期和外幣計價債務相對較少，未來更多地可能會傾向於發佈超長期債券，例如 50 年期的國債。只要所有發達經濟體的利率都處於低位，即使外國投資者賣出美國國債，美國國內的投資者可能也會積極買入。事實上，自 2008 年全球金融危機以來，類似的情況就在不斷發生，間接導致了美國修復財政赤字的動力減弱。

三、需要關注的風險點

1. 數字貨幣衝擊全球貨幣體系

當前的國際貨幣體系是一個完全依賴於國家信用的信用貨幣體系。它以美元為主，歐元為輔，英鎊、日元和人民幣等貨幣為配角。這一體系的形成源自 1945 年的佈雷頓森林體系，到 1971 年美元與黃金脫鉤後進入純粹基於各國央行信用的信用貨幣體系。之後全球貨幣體系又經歷了多次危機與變革，包括從固定匯率制過渡到浮動匯率制、日元的崛起、歐元的誕生、英鎊的衰落、人民幣國際化等等。時至今日，美元仍然是國際貨幣的核心，在這個體系中的支柱地位堅如磐石。

然而，近些年，數字貨幣發展迅猛，已對現有的國際貨幣體系形成了前所未有的挑戰。這其中，既有官方的類似於中國人民銀行主導的數字人民幣，也有非官方的類似於 Facebook 打造的 Libra。現時，全球正在積極探索更好的實現形式，數字貨幣未來對全球貨幣體系的影響存在巨大的不確定性。理論上講，由 Facebook 主導打造的數字貨幣 Libra 在應用過程中有可能、也有潛力“青出於藍而勝於藍”，逐步演化成為取代美元的國際支柱貨幣。而其他各國央行推出官方數字貨幣，或使得支付結算更為便捷，可能導致國際結算中美元一家獨大的局面逐步消失，形成多支柱、多元化、更平衡的全球貨幣新格局。技術革新下，全球貨幣體系正在發生巨變，這是人民幣國際化的機會，也會對人民幣的匯率產生巨大的影響。

2. 國際政治局勢前景不明

世界已進入百年未有之大變局，眼下國際格局和國際治理體系正在發生深刻調整，國際力量對比發生了近代以來最具革命性的變化。世界經濟重心開始加快“自西向東”位移；新一輪科技革命和產業變革已重塑世界；新興市場國家和發展中國家 GDP 總量佔全球的比重持續上升，國際影響力不斷增強；全球治理的話語權越來越向發展中國家

傾斜，世界的格局正迎來新一輪的洗牌。國際政治局勢重新進入動盪期，充滿不確定性。

這其中，中美全方位的摩擦對抗可能會在較長一段時間內持續存在。雖然本次拜登當選，中美經貿摩擦或在短期內有機會緩和，雙邊對話可望加強，但從中長期來看，美國對華遏制打壓的態勢很難扭轉，中美已經陷入一種深刻的新型冷戰狀態。在中美對抗的大背景下，西方可能抱團對華施壓，並塑造從環境到勞動力、貿易、科技、以及透明度的規則，防止中國主導未來的科技和產業發展，人民幣兌美元的匯率走勢也將受此影響。資料顯示，基於全球經貿衝突的全球經濟政治不穩定指數與美元指數就存在較強的正相關關係，倘若衝突加劇，也可能會阻礙人民幣的走強。

圖 6：全球經濟政治不穩定指數與美元指數



數據來源：FRED，中國銀行香港金融研究院

四、結論

經過連續 8 個月的升值，人民幣匯率在短期內或有回調的可能，例如中美利差因全球經濟復甦而收縮，或美元因美國疫苗接種進展快於歐洲而強勁，但是從中長期來看，我們認為人民幣兌美元已開啟升值長週期。從內部來看，中國經濟發展勢頭依然強勁，貿易順差的減弱和更強勁的金融帳戶盈餘仍將有利於人民幣走強。從外部看，美元的國際使用可能趨同於美國在全球 GDP 中所佔的份額，這可能導致美元趨勢性走弱。同時，美國經常帳戶和財政狀況也有繼續惡化的壓力，會使得美元進一步貶值。展望未來，數字貨幣的興起和地緣政治的動態發展或為人民幣牛市走勢帶來一定的擾動。其他風險點還包括中國央行進一步開放資本帳戶的意願，人民幣走強對中國出口的影響，以及

美聯儲貨幣政策正常化的進程等。如果由於人民幣迅速升值，導致“熱錢”流入和可支配收入增加，而後導致房屋或股票資產泡沫，那麼中國人民銀行還有許多逆週期工具可以採用，包括重新引入逆週期因子，針對跨境資本流動的宏觀審慎係數調整，以及窗口指導。總體上，我們預計人民幣兌美元將在 5 到 10 年內波動中上行。