

策略 · 战略思考

证券研究报告

2018 年 05 月 27 日

长期汇率的奥秘及战略资产配置的美元倾向

哪些货币对美元在贬值？

根据 BIS 的数据，从 1957 年开始，贬值幅度最大的是巴西和阿根廷，贬值幅度都是万亿倍以上，其次是智利、越南等国家，贬值幅度在几万到几十万倍，再次是伊朗、柬埔寨、蒙古、俄罗斯等，对美元的贬值幅度在数百倍，贬值幅度较小的国家包括中国、印度、南非等，贬值幅度在几倍到几十倍，其中中国从 1957 年开始贬值 1.75 倍，而印度贬值 12 倍。

实际上绝大部分经济体的货币对美元的汇率长期来看都在贬值。从 1950 年代迄今，发达经济体中英国、法国、加拿大、西班牙和希腊的货币对美元也在贬值，分别贬值 118%、65%、24%、257%和 908%，年均贬值幅度为 1.2%、0.8%、0.3%、2.2%和 3.9%。

哪些货币对美元在升值？

德国、瑞士、卢森堡、新加坡和日本货币对美元长期呈现出升值的态势。从 1950 年代迄今，这几个经济体货币分别对美元升值 77%、59%、28%、55%和 69%，年均升值幅度分别为 2.3%、1.4%、0.6%、1.3%和 1.9%。

台湾和丹麦在最近 20 年来也呈现出升值的态势。从 1983 年迄今，丹麦和台湾货币分别对美元升值 28%和 23%，年均升值幅度为 0.96%和 0.75%。

长期汇率取决于货币数量

基于对长期汇率及货币数量的研究，我们提出长期汇率的货币数量论，认为长期汇率取决于其货币数量相对于美元的数量的变化关系。某种货币相对美元汇率的贬值速度与该种货币相对美元的超额增长率正相关。

我们对大量历史数据的分析统计表明在 10 年维度上，货币数量论对汇率升值和贬值的解释准确率可以达到 65%以上。当年超额货币增长率达到 10%以上时，货币数量论对贬值的解释准确率可以达到 80%。

当某种货币的长期年增长率如高于 25%，那么很可能陷入恶性贬值模式；当某种货币的长期增长率控制在 5-10%，那么大概率会在可控状态下缓慢贬值；当某种货币长期增长率低于 5%，那么其汇率将有升值的潜力。

货币数量论对战略资产配置的意义

我们这个战略思考系列报告是期望从长期战略资产配置的角度讨论大类资产配置的角度进行讨论。货币数量论所探讨的问题是长期汇率趋势及其决定因素，就是希望从国别资产配置的角度给出思考框架。根据各经济体长期汇率的表现，我们认为在国别资产的战略配置时应倾向于配置美元资产，可关注其他货币纪律强的经济体，包括瑞士、新加坡、日本等，而尽量回避那些货币纪律松弛的经济体。就中国投资者而言，考虑到国内日益强化的货币纪律和金融纪律，人民币的长期趋势仍然是积极的，我们对人民币资产并不悲观。

风险提示：货币政策大调整、金融监管进度低于预期

作者

刘晨明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090006
liuchenming@tfzq.com

肖超虎 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518020001
xiaochaohu@tfzq.com

李如娟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518030001
lirujuan@tfzq.com

徐彪 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516080001
xubiao@tfzq.com

许向真 联系人
xuxiangzhen@tfzq.com

相关报告

- 1 《投资策略：策略·图说市场-政府采购发力，国产化自主可控“脚踏实地”》 2018-05-24
- 2 《投资策略：策略·上周股市流动性评级为 C-资金利率小幅反弹，北上资金继续加持-一周资金面及市场情绪监控（0514-0518）》 2018-05-23
- 3 《投资策略：策略·图说市场-证监会提绿色债券试点，环保类公司债券业务发展或存良机》 2018-05-22

在上周的报告《为什么我们对人民币不悲观》中，我们回顾了包括中国、印度、俄罗斯、巴西等在内的发展中经济体的货币对美元的历史，大部分货币在长期都对美元贬值，而且绝大部分贬值幅度都非常惊人。通过比较货币贬值和货币数量的相对关系，我们提出了长期汇率由货币数量决定的判断，并做了简要的论证。

接下来，我们期望找到长期来看对美元处于升值的货币，并检验这些升值的货币是否也符合货币数量的推测。

如果处于升值的货币也符合关于货币数量的推论，那么这个推论在多长时间的内是有效的呢？

1. 哪些货币长期对美元在升值？

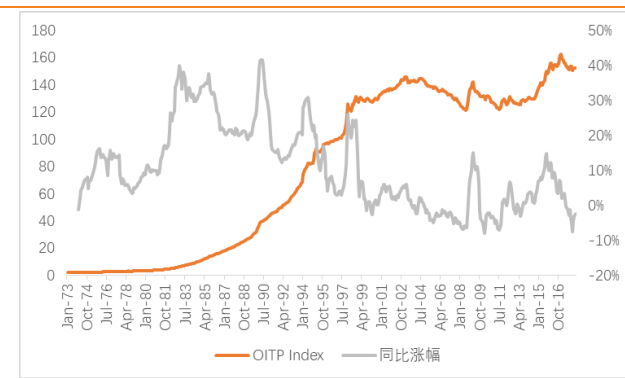
上期报告中，我们首先对比了 USDX 和 OITP 两种美元指数表现，详细走势如下，可以发现美元对主要发达货币的长期走势呈现箱体震荡的格局，重心略有下移，而美元对主要发展中国家长期则呈现出大幅升值。上期报告主要讨论了发展中国家货币的长期历史，为了便于读者了解，这里简要说明一下。根据 BIS 的数据，从 1957 年开始，贬值幅度最大的是巴西和阿根廷，贬值幅度都是万亿倍以上，其次是智利、越南等国家，贬值幅度在几万到几十万倍，再次是伊朗、柬埔寨、蒙古、俄罗斯等，对美元的贬值幅度在数百倍，贬值幅度较小的国家包括中国、印度、南非等，贬值幅度在几倍到几十倍，其中中国从 1957 年开始贬值 1.75 倍，而印度贬值 12 倍。

图 1：USDX 美元指数的历史表现



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 2：OITP 美元指数的历史表现

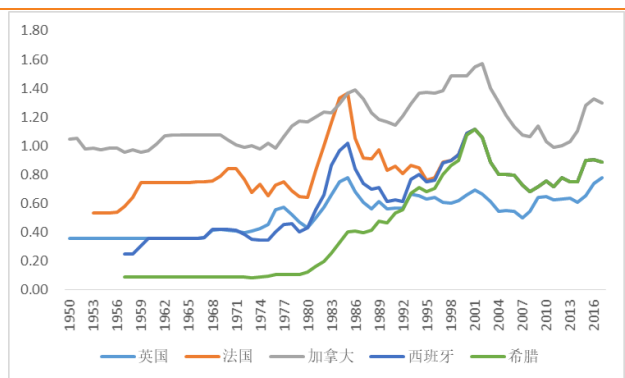


资料来源：美联储，天风证券研究所

我们对主要发达经济体货币对美元的长期走势进行了梳理，有的在贬值、也有的在升值，但幅度都相对可控，这和发展中经济体货币的动辄上百倍的贬值形成显著差异。

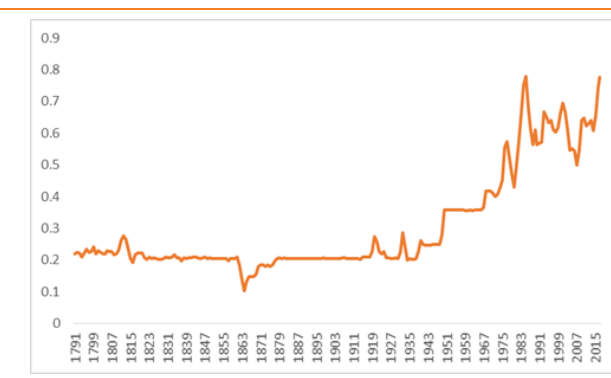
根据 BIS 的数据，发达经济体中英国、法国、加拿大、西班牙和希腊对美元长期呈现贬值的态势。从 1950 年代迄今，这几个经济体的货币分别对美元贬值 118%、65%、24%、257% 和 908%，折算成年化贬值率分别为 1.2%、0.8%、0.3%、2.2% 和 3.9%。发达经济体的年贬值幅度非常小，比可控模式的贬值幅度还要小。即便如此，长期累积下来，希腊货币相对美元还是贬值了 9 倍。值得一提的是英镑，这是少数有 200 年以上历史的汇率数据，从 1791 年到 2017 年，英镑对美元贬值 250%，年均贬值 0.56%。再次见证复利的力量。英镑对美元的贬值主要集中在二战结束到 1985 年。

图 3：发达经济体中长期对美元贬值的货币



资料来源：BIS，天风证券研究所

图 4：英镑对美元的超长期走势



资料来源：BIS，天风证券研究所

发达经济体中德国、瑞士、卢森堡、新加坡和日本货币对美元长期呈现出升值的态势。从 1950 年代迄今，这几个经济体货币分别对美元升值 77%、59%、28%、55%和 69%，折算成年化升值率分别为 2.3%、1.4%、0.6%、1.3%和 1.9%。

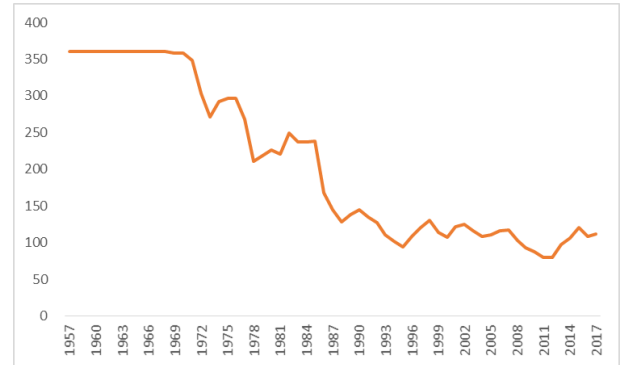
台湾和丹麦在最近 20 年来也呈现出升值的态势。从 1983 年迄今，丹麦和台湾货币分别对美元升值 28%和 23%，年均升值幅度为 0.96%和 0.75%。

图 5：发达经济体中长期对美元升值的货币



资料来源：BIS，天风证券研究所

图 6：日元对美元的长期走势



资料来源：BIS，天风证券研究所

2. 升值货币基本符合货币数量论

上述升值的货币是否符合我们提出的货币数量论呢？也就是说，这些货币数量的增长相对美国而言到底是不是更少呢？

我们对此作了研究测算。在可获得的数据范围内，过去三十年，瑞士、日本、丹麦几个国家的货币年增长率都低于美国，但新加坡和台湾的略高于美国。过去十年，德国、卢森堡、日本、丹麦和台湾的货币年增长率都低于美国，仅瑞士和新加坡略高于美国。由于样本比较少，我们没有使用数量的分析方法，但从现象上看是符合逻辑的。

在后文中，我们会通过截取不同时期的方式来增加样本数量，以测试有效性。总体上，时间越长，货币数量论就越有效，对升值货币也成立。

表 1：主要升值国家的货币年均增长率

	1987-2017	2007-2017
美国	5.44%	6.42%
德国		5.31%
瑞士	4.67%	8.22%
卢森堡		-4.76%
新加坡	8.50%	6.90%
日本	2.65%	2.69%
丹麦	4.47%	0.51%
台湾	8.29%	5.15%

资料来源：WIND，天风证券研究所

3. 在多长时间货币数量论是有效的？

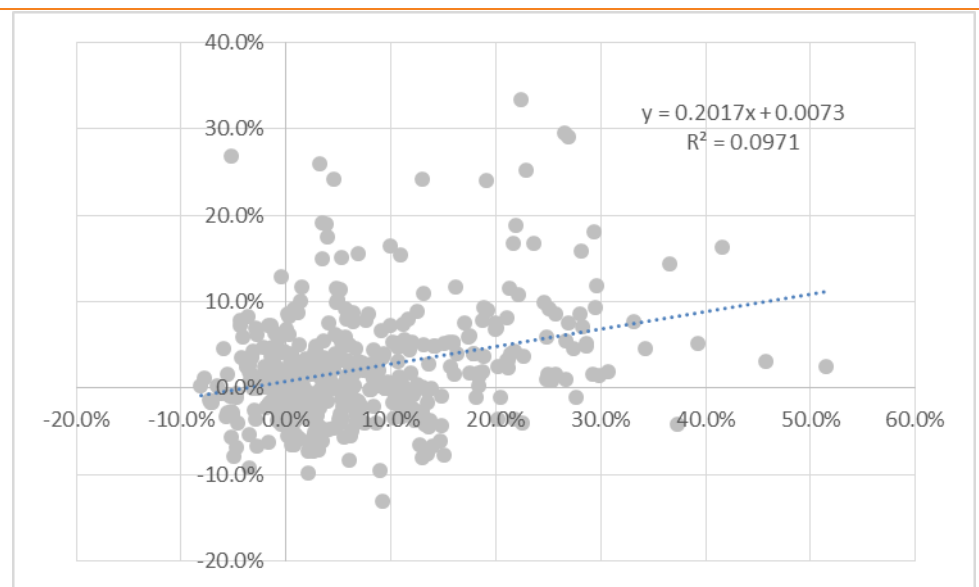
在前面的讨论中，我们都是基于非常长期（60 年、30 年）的维度进行分析，在这样的时间维度上，货币数量论总体是有效的。那么把时间缩短呢？

我们针对上述所讨论过的经济体，分别按照 5 年、10 年、20 年滚动计算其期间的年化货币超额增长率、货币相对美元的年化贬（升）值率。

3.1. 五年维度的测试

5 年维度，我们获得了 402 个样本，并绘制在如下的散点图中，横轴是年化货币超额增长率，即年化货币增长率减同期美元年化增长率的差值，纵轴是货币相对美元的年化贬值率。在该散点图中，第一象限和第三象限的点是符合货币数量论的，即正超额货币引发贬值，负超额货币引发升值。第二象限和第四现象是不符合货币数量论的，在第二象限，负的超额货币对应的货币贬值，在第四象限，正的超额货币对应货币升值。从散点图上，直观的可以观察到，第二象限和第四象限都有较多的点，其中第四象限的点更多，这说明在短期内，超额货币增长的情况下也有较大概率不会变质。如果简单地使用线性进行拟合，可以发现其 R 方非常小，说明拟合效果不佳。

图 7：滚动 5 年货币年化超额增长率和货币对美元贬值率的散点图



资料来源：BIS，WIND，天风证券研究所

针对 402 个案例，我们进行分类统计，结果表明在 5 年期维度来看，货币数量论的有效性较低，尤其是在负超额货币导致货币升值方面的有效性偏低。从案例中发现，负超额货币导致货币升值的概率不足 46%，而正超额货币导致货币贬值的概率为 62%。当年超额货币增长率达到 10% 以上时，出现货币贬值的概率可达到 73.7%。这说明，对于那些货币增长率常年在 15% 以上的经济体，5 年后后期货币相对美元贬值的概率高达 70% 以上。

表 2：5 年期间超额货币与货币贬值之间的关系

负超额货币案例数量	105	正超额货币案例数量	297	5%以上正超额货币案例数量	209	10%以上正超额货币案例数量	133
升值案例数量	48	贬值案例数量	185	贬值案例数量	141	贬值案例数量	98
比率	45.7%	比率	62.3%	比率	67.5%	比率	73.7%

资料来源：天风证券研究所

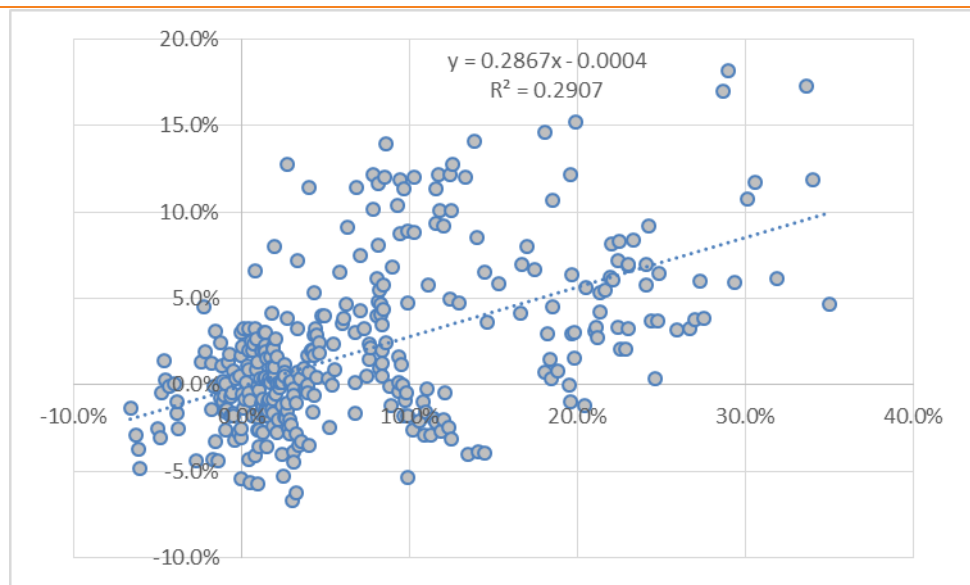
3.2. 十年维度的测试

10 年维度我们获取了 317 个案例，依照同样的方法绘制散点图。这次散点图中落在第二和第四象限的数量明显减少，而且相当多的点都是靠近原点，这意味着超额货币增长率和汇

率贬值率都比较小，这种情况可以理解为基本稳定，其并没有超出货币数量论的理论范畴。

基于线性拟合的方法得到 R 方为 0.29, 这比 5 年维度的结果要好得多, 但仍然不算特别高。

图 8：滚动 10 年货币年化超额增长率和货币对美元贬值率的散点图



资料来源：BIS, WIND, 天风证券研究所

针对 10 年维度的 317 个案例，我们进行分类统计，结果表明在 10 年期维度来看，货币数量论的有效性有所提高。从案例中发现，负超额货币导致货币升值的概率升至 65.7%，而正超额货币导致货币贬值的概率升至 68.2%。当年超额货币增长率达到 5% 以上时，出现货币贬值的概率可达到 79.8%。这说明在 10 年维度上货币数量论的有效性可提升至 65% 以上，当年超额货币增长率达到 5% 以上时，10 年期货币数量论有效性可提升至 80%。

表 3：10 年期间超额货币与货币贬值之间的关系

负超额货币案例 数量	35	正超额货币案例 数量	267	5%以上正超额货币 案例数量	158	10%以上正超额货币 案例数量	97
升值案例数量	25	贬值案例数量	182	贬值案例数量	126	贬值案例数量	77
比率	65.7%	比率	68.2%	比率	79.8%	比率	79.4%

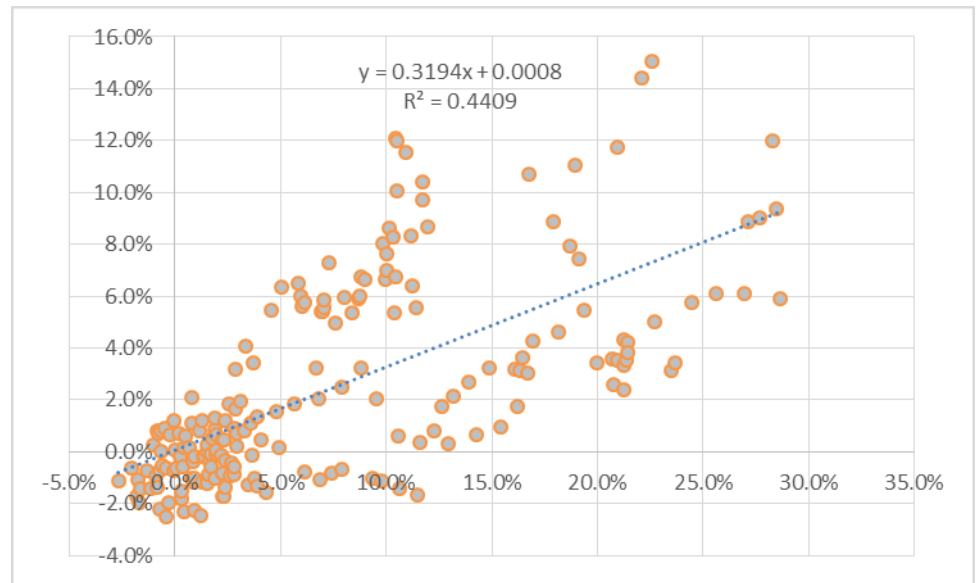
资料来源：天风证券研究所

3.3. 廿年维度的测试

20 年维度我们获取了 139 个案例，依照同样的方法绘制散点图。这次散点图上的点进一步向原点集中，汇率年贬（升）值的幅度在 2% 以内的点明显增加，这说明所研究经济体的汇率绝大部分都处于可控贬值或升值的状态中。汇率年贬值幅度在 5% 以上的点大多对应着 10% 以上的年超额货币增长率，这表明恶性贬值对应的就是过度增长的货币。

基于线性拟合的方法得到 R 方为 0.44, 这个结果基本可以接受, 说明从二十年的维度来看，货币数量论可以在数理统计上可以得到 44% 的解释。

图 9：滚动 20 年货币年化超额增长率和货币对美元贬值率的散点图



资料来源：BIS，WIND，天风证券研究所

针对 20 年维度的 194 个案例，我们进行分类统计，结果表明在 20 年期维度来看，货币数量论的有效性进一步。从案例中发现，负超额货币导致货币升值的概率升至 68%，而正超额货币导致货币贬值的概率升至 75%。当年超额货币增长率达到 5% 以上时，出现货币贬值的概率可达到 91.7%。这说明在 20 年维度上货币数量论的有效性可提升至 68% 以上，当年超额货币增长率达到 5% 以上时，20 年期货币数量论有效性可提升至 92%。

表 4：10 年期间超额货币与货币贬值之间的关系

负超额货币案例数量	25	正超额货币案例数量	161	5%以上正超额货币案例数量	96	10%以上正超额货币案例数量	65
升值案例数量	17	贬值案例数量	120	贬值案例数量	88	贬值案例数量	63
比率	68%	比率	75%	比率	91.7%	比率	96.9%

资料来源：天风证券研究所

从上述讨论我们可以得到以下结论。

- 1) 时间越长，货币数量论越有效。在 10 年维度以上时，货币数量论基本有效，对货币升值和贬值的解释准确率可以达到 65%-68%。
- 2) 货币数量论对贬值的解释力度更强，超额货币增长率越高，其解释力度越强。当超额货币增长率达到 5% 时，十年维度对贬值的解释准确率可以达到 80%。当超额货币达到 10% 时，五年维度对贬值的解释准确率就可以达到 70%。
- 3) 货币升值的案例相对比较少，但总体上仍然遵循货币数量论。当年超额货币增长为负时，货币相对美元升值的概率越大。

4. 货币数量论对投资的意义

我们这个战略思考系列报告是期望从长期战略资产配置的角度讨论大类资产配置的角度进行讨论。

货币数量论是从长期维度探讨各经济体汇率的长期变化趋势和动力的思考。根据这个研究，我们发现绝大部分经济体的货币相对美元都呈现出长期贬值的趋势，发达经济体的贬值相对可控，而相当部分的发展中经济体的贬值是恶性的，成千上万倍。只有德国、日本、瑞士、新加坡等少数经济体的货币在长期相对美元有较大幅度的升值。

我们提出了货币数量论来解释长期汇率变化，某货币相对美元的超额增长决定了其贬值的幅度。本篇报告花了较多篇幅来讨论和论证这个命题，虽然论证过程还有不够严谨的部分，

但我们大致上相信这个命题，并且证明了在 10 年维度上，货币数量论对汇率变化的解释力就是可以接受的。

由于长期来看大多数经济体的货币相对于美元的汇率呈现贬值态势，并且贬值幅度巨大，长期能够保持升值的货币非常有限，因此我们在进行国别资产的战略配置时，首先应该倾向于配置美元资产，这可以概括为战略资产配置的美元倾向，这是保持长期购买力相对最优的选择。当然，对于那些长期被验证具有较强货币纪律的经济体，包括德国、瑞士、日本等经济体也可重点配置。

对于那些货币数量增长长期在 15%以上的经济体，我们应警惕其汇率长期而言相对美元的贬值风险，并且可能是比较严重的贬值。对于那些货币增长在 5-10%的经济体，其汇率长期相对美元也会呈现相对缓和的贬值。

对于中国投资者而言，人民币汇率的问题也非常重要。根据我们在《为什么我们对人民币不悲观》中的讨论，中国正在加强货币纪律和金融纪律，未来货币增长将降速换挡，进入中速增长阶段，其相对美元的年均超额增长率将下降至较低水平，人民币贬值的风险将得到控制。因此我们对人民币并不悲观，作为战略资产配置的基准考虑。

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com