

人民币升值与广场协议后日元升值的 比较及其影响分析



2021 年 03 月 11 日

联合资信评估股份有限公司

电话：010-85679696

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

邮箱: lianhe@lhratings.com

传真：010-85679228

PICC 大厦 17 层

网 址: www.lhratings.com

人民币升值与广场协议后日元升值的 比较及其影响分析

联合资信评估股份有限公司 主权部、工商评级三部

2020 年 6 月以来，人民币兑美元汇率扭转前 5 个月的波动走跌趋势，转而进入升值通道，截至 2021 年 3 月初，人民币汇率较去年 6 月初升值超 10%。本轮人民币升值伴随着美元的大幅走弱，主要是因为美联储为应对新冠疫情而推出了前所未有的宽松货币政策，造成美元流动性严重过剩，导致市场对美元进入贬值周期的预期大幅攀升。本轮人民币走强和美元疲软与 20 世纪 80 年代的日元升值以及美元走弱具有一定相似性，我们分析当初日元的升值原因以及总结日元升值后的影响，对研究我国本轮人民币升值所产生的影响以及汇率政策的制定具有重要借鉴意义。因此，本文首先回顾 20 世纪 80 年代日元的升值原因及其影响，然后分析本轮人民币升值的具体原因，其次对比人民币与日元升值的异同，既有两国在不同时期经济快速发展带来的不平衡因素所致，也有中日两国在这一关键期，在货币政策、金融开放政策、房地产政策等方面的不同举措的分析对比，最后本文对人民币汇率继续走高可能产生的影响进行分析。

一、20 世纪 80 年代日元升值原因及其影响

(一) 日元走强及美元走弱的原因分析

1. 美联储大幅放水导致美元币值承压，日本经济表现向好成为日元走强的支撑基础

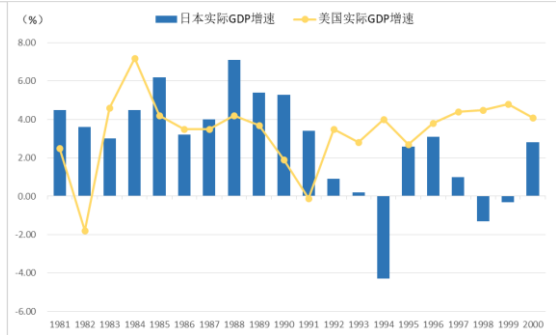
20 世纪 70 年代，世界陷入布雷顿森林体系解体、中东两次石油危机、西方国家经济“滞胀”以及美联储紧缩货币政策的泥沼中。进入 80 年代后，欧美通胀压力得到一定缓解，为提振经济发展，美联储采取激进的货币宽松政策，最终将联邦基金利率下调至 5.86%（1986 年），较 1981 年 7 月下降 1,650 个 bp（见图 1）。美联储急速放水造成美元流动性过剩，1985 年 12 月美国 M2 达到 2.5 万亿美元，较 1980 年 1 月大幅增长 68.5%，成为美元走弱的主要原因。相对比而言，虽然两次石油危机也加剧了日本的“滞胀”问题，但得益于日本制造业产业转移，半导体和集成电路产业因能源效益相对较高而急速成长。80 年代初，日本的计算机、半导体及其他技术和信息密集型产业进入了一个高速发展的阶段，在制造业蓬勃发展的带动下，日本 1981-1985 年的平均实际 GDP 增速达到 4.4%，同期美国平均实际 GDP 增速为 3.3%（见图 2），因此日本经济的向好表现成为日元逐步走强的支撑基础。

图 1：1980-1990 年美国联邦基金利率与美元指数



数据来源：Wind，联合资信整理

图 2：1981-2000 年美国和日本实际 GDP 增速

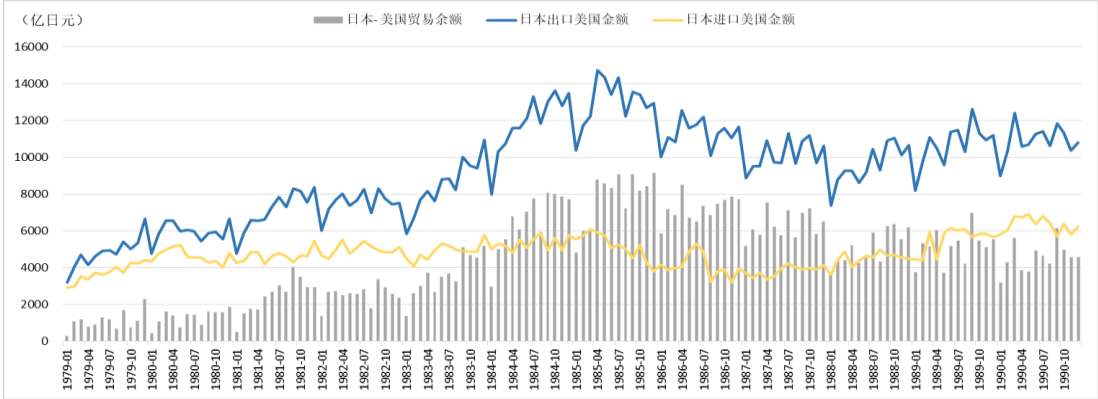


数据来源：Wind，联合资信整理

2. 日对美贸易顺差大幅增长，并且在高技术领域展开激烈竞争，为遏制日本的崛起
美日贸易摩擦不断升级

20 世纪 70-80 年代日本出口迅速增长，日本与美国之间的贸易地位发生根本性转变，由贸易逆差转为贸易顺差且顺差规模逐渐增大。1985 年 12 月，日本出口美国的商品金额高达 1.3 万亿日元，同期日本进口美国的商品金额仅为 0.4 万亿日元，日本对美国的贸易顺差达到 0.9 万亿日元，创 1979 年有数据统计以来新高（见图 3）。日本巨额贸易顺差转化为庞大的外汇储备，截止 1986 年末，日本外汇储备已经达到 422.4 亿美元，较 1980 年末增长超过 67%。日本政府转而大规模的购买美国长期国债，截止 1986 年 4 月，日本购买美国长期国债规模高达 417.6 亿美元，占据外国主体持有美债的份额高达 32.7%，超过英国成为美国最大的债权国。然而，不断增长的贸易顺差使得美日之间贸易摩擦不断升级。日本对美国的出口商品主要集中在汽车以及半导体领域，对美国本土的相关行业造成直接冲击；此外，日本在科技领域已经有追赶美国之势，为遏制日本的崛起，美国在多领域限制日本的对外贸易。

图 3：1979-1990 年日本与美国贸易余额情况

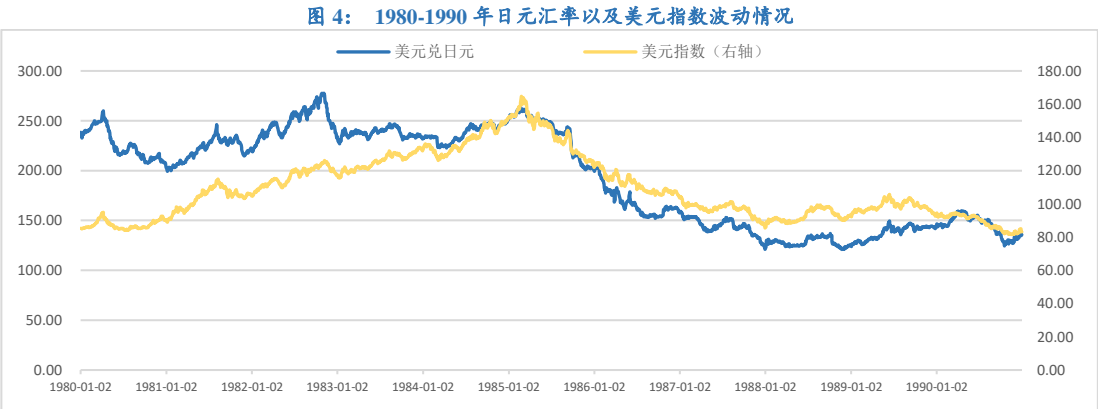


数据来源：Wind，联合资信整理

3. 日本签署《广场协议》吸引外资大规模流入，开启日元大幅飙升之路

虽然美日贸易摩擦越演愈烈，但美国对日本的贸易逆差并未得到明显改善，为进一步扭转对日贸易逆差困局以及增加其产品的出口竞争力，1985 年美国联合日本、联邦德国、

英国和法国共同干预外汇市场，签订了著名的《广场协议》。《广场协议》涉及扩大开放、减少财政赤字、抑制通胀等多方面内容，但核心议题依旧是汇率问题，其主要目的是五国联合让美元有序贬值，以解决美国巨大的贸易逆差问题。日本政府需要维持与美国之间的政治关系和自由贸易关系，因此日本政府认为签订《广场协议》可以起到缓和美日贸易摩擦的作用。此外，日本高层认为日本国家的强大需要货币的坚挺作为支持，日元升值有利于日本进行海外投资，并且日元升值 10%-20%是可以接受的，甚至是当时权衡利弊后的最佳选择。但是，日本签署《广场协议》后造成外资大规模流入，导致日元升值的速度和幅度远远超过了预期，在协议签署 4 个多月后，日元升值幅度已经超过 20%，此后市场进一步加强了对日元升值的预期，日元升值的步伐完全失控，1988 年 11 月日元汇率较 1985 年 2 月大幅上涨超过 117%（见图 4）。与此同时，美元指数大幅走弱，截至 1987 年 12 月末，美元指数大幅下滑至 85.4200，较 1985 年 2 月末大幅下跌超过 48%。



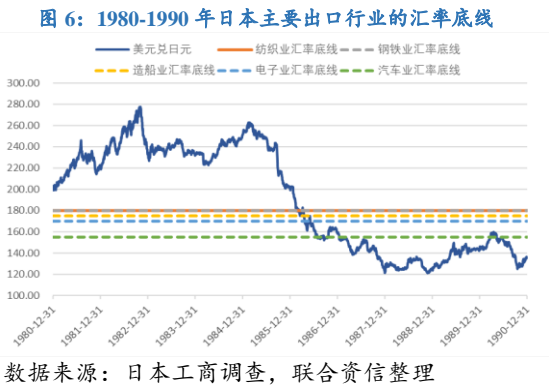
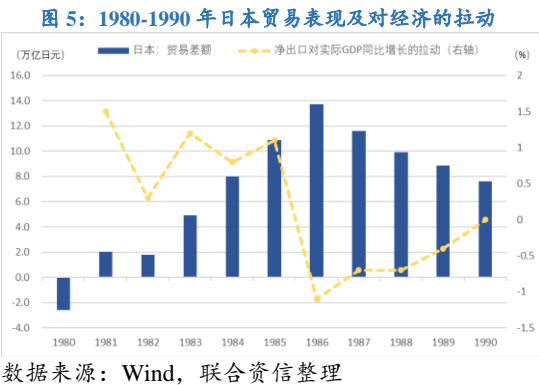
数据来源：Wind，联合资信整理

(二)日元升值的影响传导路径分析

1. 日元升值压缩了日本的贸易优势，长期看限制了日本部分高技术产品出口以及产业更新，为未来经济“失去的十年”埋下伏笔

日元升值的失控对日本实体经济造成一定冲击。从对外贸易角度看，随着日元的持续超预期升值，日本的贸易顺差大幅回落，1990 年日本贸易盈余逐步下滑至 7.6 万亿日元，较 1986 年大幅下跌 44.7%（见图 5）。随着日本对外贸易优势逐步下降，1986-1990 年日本净出口对经济的平均拉动作用下降至-0.6%，贸易对经济增长造成小幅拖累。从产业发展角度看，日元升值对部分出口行业的盈利能力造成直接冲击，根据当时日本政府对各个行业的盈利预测，当美元兑日元汇率上升至 1：160 以后，纺织、钢铁、造船、电子等日本优势行业可能会生存困难，就连最具有国际竞争力的汽车产业，能保持盈利的底线也只有 1：155；但 1988 年 11 月美元兑日元汇率大幅下跌至 1：120.69，导致诸多重要出口企业陷入出口困难（见图 6）。长期看，日元升值对实体经济造成的最大冲击体现在限制日本部分高

技术产品出口以及产业更新上，日元升值造成日本企业出口成本大增，进而被迫产业转移至成本较低的其他国家，日本对外投资由 1986 年的 220 亿美元快速增长至 1989 年的 680 亿美元，其中一大部分是企业外迁所造成的。这些产业短期内大量、集中外迁，带走了大量资金、技术、设备和人才，造成日本国内制造业空心化和产业链全球转移，不利于国内产业的升级换代，也为未来经济“失去的十年”埋下伏笔。



2. 加速的金融自由化和政府多种不适宜的政策组合加剧资金脱实向虚，并造成日本资本资产泡沫快速积累

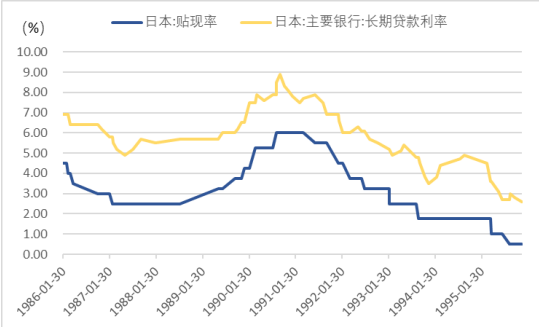
日元急速升值后，日本政府通过一系列政策组合拳来缓解升值压力和促进经济增长：一是通过全面降息的方式激发国内投资和消费活力。一方面，在 1986 年 1 月-1987 年 5 月短短 1 年多的时间内，日本央行连续 5 次下调贴现率，将贴现率从 5% 快速下调至战后最低水平 2.5%（见图 7），下调幅度高达 250 个 bp；日本主要银行的长期贷款利率也由 7.7% 下降至 4.9%，这种短期内连续快速降息的宽松货币政策也成为了泡沫积累的主要推手。另一方面，随着日本央行加码货币宽松政策，日本的宏观杠杆率不断攀升，1986-1990 年间，日本非金融企业杠杆率由 116.9% 大幅攀升至 141.6%，涨幅高达 25 个百分点；同期，日本居民杠杆率也由 54.7% 上涨 14.8 个百分点至 69.5%，杠杆率的大幅攀升成为日本资产和资本泡沫快速积累的主要原因。

二是 1986 年日本政府发布《前川报告》，该报告重点提出了推动住宅和城市开发、推动地方政府基础设施建设、促进消费等内容。日本政府的刺激政策主要集中在需求端，对于供给端的实体产业创新推动不足，造成资金流入实体部门的收益率较低，因此存在资金“脱实向虚”的问题。此外，较低的长期贷款利率刺激了房地产的虚假繁荣，1990 年日本实际房价指数上涨至 165.9，较 1980 年上涨超过 60%，日本房地产泡沫不断累积。

三是加速日本金融自由化和资本市场开放。日本政府进行利率市场化改革、加速外资金融机构进入资本市场、放松直接投资限制以及逐步放松日本居民、非居民发行离岸日元债券的限制等举措，1986-1990 年期间，日经指数由 12,881.5 点大幅攀升至 38,915.9 点，涨

幅高达 202%；日本企业的总市值在巅峰时期甚至占全球企业总市值的 45%。1990 年国际债券在日发行规模达到 1.2 万亿日元，较 1987 年增长近 96%（见图 8），加剧国际热钱流入日本资本市场。

图 7：1985-1995 年日本贴现率和长期贷款利率



数据来源：Wind，联合资信整理

图 8：1980-2000 年日经指数和国际债券发行规模

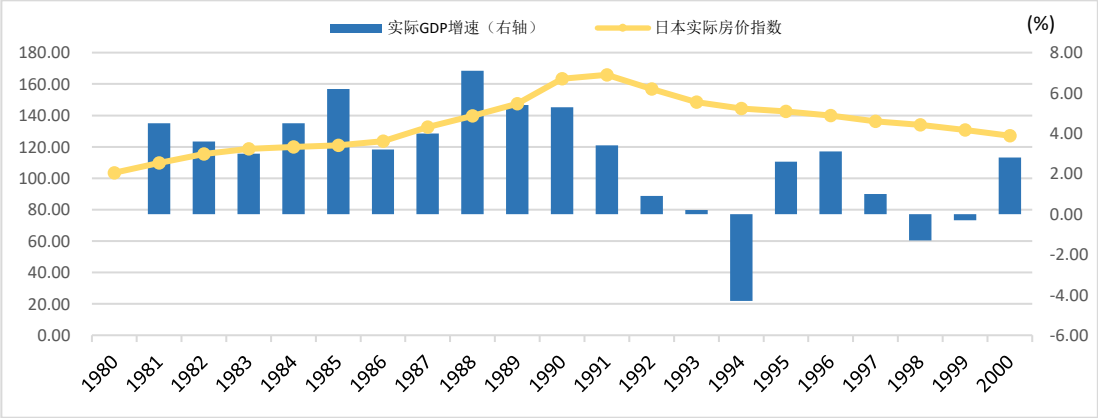


数据来源：Wind，联合资信整理

3. 央行为缓和经济过热而急速加息，导致日本经济泡沫破裂并陷入“失去的十年”

在房地产和股市泡沫的支撑下，1988 年日本实际 GDP 增速达到 6.8%，创 1973 年以来新高。在此背景下，1989 年 5 月日本央行为暂时缓和过热的经济，将贴现率由 2.5% 提升至 3.25%，并于 1990 年 8 月上调至 6.0%，在短短 1 年多时间提高 350 个 bp。首先，日本央行提高贴现率和长贷利率，这种主动刺破股市巨大泡沫的行为导致国际游资迅速逃离，股价因此一泻千里，1990 年 10 月 1 日，日经指数下跌至 20,000 点以下，较 1989 年末的高点大幅回撤约 50%。其次，热钱加速撤离直接戳破日本的地产泡沫，1991 年后日本实际房价指数从高点转为下跌趋势，2000 年日本实际房价指数下跌至 127，较 1991 年高点下滑 23%（见图 9），随之而来的是地产商、建筑商以及上下游企业的接连倒闭。然后，股市和楼市的泡沫破裂导致信贷违约事件频发，金融机构不良贷款率迅速飙升，使得金融机构经营压力增大，包括山一证券、北海道拓殖银行以及长期信用银行在内的日本大型金融机构相继破产。最后，金融体系的灾难传导至实体经济，进而导致民众消费下滑、企业投资减少，因此日本经济增速快速下行，经济就此陷入“失去的十年”。

图 9：1980-2000 年日本实际房屋价格指数和经济增速



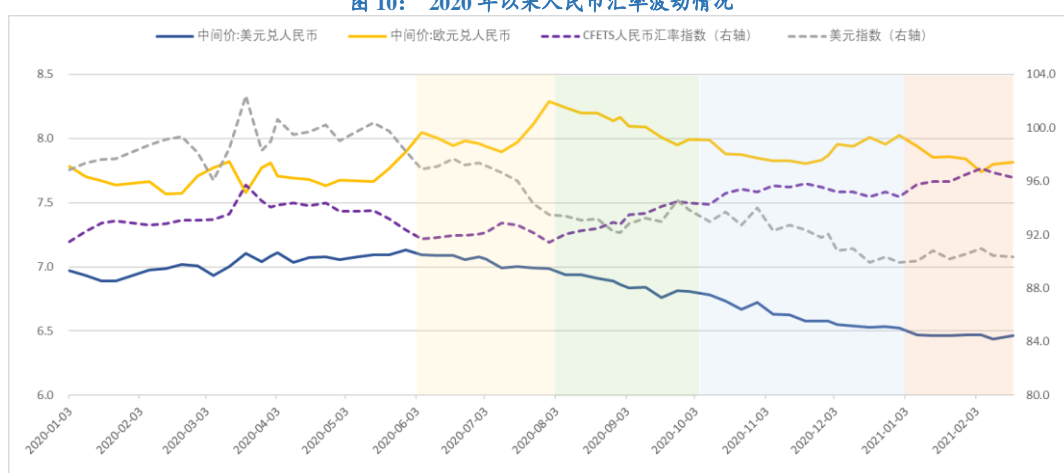
数据来源：Wind，联合资信整理

二、 2020 年 6 月以来人民币汇率进入升值通道

(一) 2020 年 6 月以来人民币汇率表现情况

以 2020 年 6 月 1 日为分界线，人民币兑美元汇率扭转前 5 个月的波动涨跌趋势，转而进入升值通道。美元兑人民币的中间价由 7.1316（2020 年 6 月 1 日）一路波动下降至 6.4565（2021 年 3 月 3 日），在此期间人民币兑美元升值约 10.5%；CFETS 人民币汇率指数¹也由 91.42（2020 年 7 月 31 日）上涨至 96.40（2021 年 2 月 26 日），在此期间人民币汇率指数升值约 5.3%（见图 10）。

图 10： 2020 年以来人民币汇率波动情况



数据来源：Wind，联合资信整理

具体来看，本轮人民币的升值过程可以分为四个阶段：

第一阶段，2020 年 6-7 月人民币因美元走弱而升值。本阶段美元指数下跌 5.0%，人民币兑美元小幅上涨 2.3%，人民币兑一篮子货币 CFETS 指数表现平稳但略有贬值（-0.3%），说明本阶段人民币因美元下跌而被动升值，但人民币兑一篮子货币汇率整体保持平稳运行。

第二阶段，2020 年 8-9 月人民币汇率实质性上涨。这一阶段随着中美关系得到阶段性缓和，美元指数企稳回升 2.6%，人民币兑美元小幅上涨 3.5%，人民币兑一篮子货币 CFETS 指数小幅上涨 1.7%，主要货币欧元以及日元兑人民币汇率纷纷走跌，说明本阶段人民币汇率不同于第一阶段的被动性上涨而呈现主动上涨态势。

第三阶段，2020 年 10-12 月人民币汇率再次因美元疲软而走强。因美国大选陷入胶着而导致美元指数波动下跌 4.7%，相应人民币兑美元小幅上涨 3.9%；本阶段人民币汇率波动呈现明显差异化特征，人民币兑一篮子货币 CFETS 指数仅小幅升值 0.6%，但欧元以及日

¹ 2015 年外汇交易中心正式发布 CFETS 人民币汇率指数，该指数包括中国外汇交易中心挂牌的各人民币对外汇交易币种，样本货币权重采用考虑转口贸易因素的贸易权重法计算而得。2017 年 CFETS 货币篮子货币数量由 13 种增加至 24 种，其中美元（22.4%）、欧元（16.3%）以及日元（11.5%）占比最高。

元兑人民币汇率涨跌互现，本阶段人民币汇率双向波动加剧，人民币升值压力主要来自于美元再次疲软。

第四阶段，2021 年开年人民币汇率全线上涨。这一阶段人民币兑美元、欧元、日元以及一篮子货币均继续快速走高，其中 CFETS 人民币汇率指数走高至 96.50（1 月 29 日），创 2018 年 6 月以来新高；美元兑人民币的中间价也走弱至 6.4605，较 2020 年 6 月初下跌 9.4%。

（二）本轮人民币汇率升值原因分析

1. 从经济基本面看，中国经济率先复苏带动人民币汇率中期走强

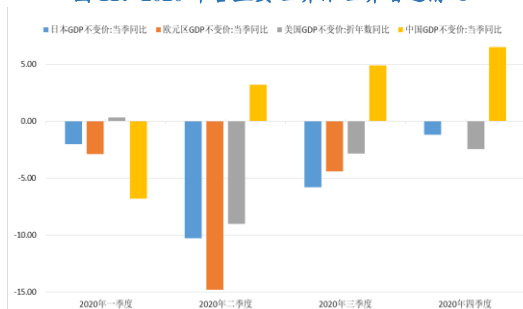
推动本轮人民币汇率升值的主要原因是中国经济率先从疫情中稳步复苏，带动人民币汇率中期走强。新冠疫情暴发后，中国政府凭借自身制度优势，果断地采取“疫情阻击战+经济保卫战”的策略组合。一是政府采取严格的疫情防控举措，将疫情对经济的冲击锁定在一季度，二季度全国稳步复工复产推动经济稳步复苏。二是财政发力并推出一揽子政策，2020 年中国政府财政赤字规模²达到 11.7 万亿元，较 2019 年增加 6.8 万亿元，在不考虑货币乘数的作用下可拉动名义 GDP 增长约 6 个百分点；2020 年政府还安排约 3.8 万亿的地方政府专项债，若按 1.5 倍杠杆来计算，理论上可额外撬动 2.4 万亿元基建投资规模。三是货币政策转向宽松，12 月 M0 和 M1 分别同比增长 9.2% 和 8.6%，分别较上年增长 3.8 和 4.2 个百分点，表明央行显著增大了基础货币投放力度；截至 2020 年 12 月末，金融机构新增人民币贷款累计达到 19.6 万亿元，同比增长 16.7%，表明信用政策较去年全面宽松。

在“疫情阻击战+经济保卫战”的策略配合下，中国经济基本面领先于世界而复苏。从经济增速来看（见图 11），由于疫情最先在中国暴发且较快得到有效控制，而欧美疫情暴发时间相对滞后，因此二季度中国实际 GDP 同比增速由负转正至 3.2%，而同期的美国实际 GDP 折年数同比增长-9.0%，欧元区 and 英国的经济增速也分别陷入-14.8%和-10.3%的衰退中。此外，中国全年实际 GDP 增速达到 2.3%，而美国（-3.5%）和日本（-1.2%）的实际 GDP 增速均为负增长，中国成为唯一一个全年保持经济正增长的主要经济体。从经济景气程度来看（见图 12），中国制造业 PMI 仅在 2 月份下跌至 35.7，3 月份起均在荣枯线以上；美国因采取隔离政策较晚而造成疫情防控周期延长，3-5 月美国的制造业 PMI 均低于荣枯线；欧元区受全球贸易摩擦影响以及多次社交隔离拖累，1-6 月欧元区制造业 PMI 均位于荣枯线以下；日本仅在 12 月制造业 PMI 达到 50.0，其余月份均低于荣枯线，日本经济增长动力明显不足。因此，2020 年二季度以来国内基本面的较好表现给人民币汇率提供了重

² 财政赤字规模包含全国一般公共预算实际赤字、政府性基金预算实际赤字以及社会保险基金预算实际赤字。

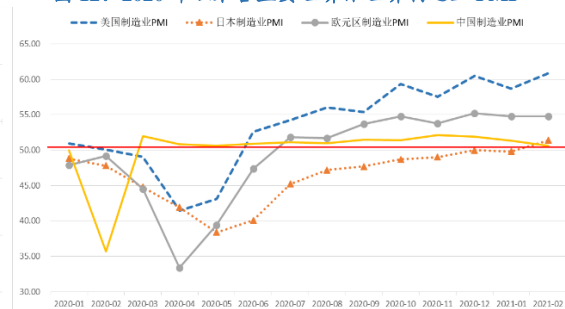
要支撑。

图 11: 2020 年各主要经济体经济增速情况



数据来源: Wind, 联合资信整理

图 12: 2020 年以来各主要经济体经济制造业 PMI



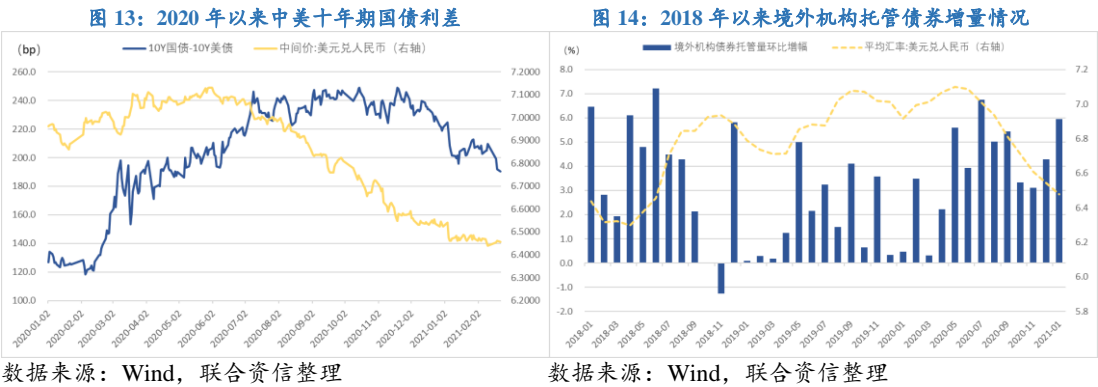
数据来源: Wind, 联合资信整理

2. 从利差角度看, 中美利差走扩吸引大量投资资金进入, 助推人民币汇率持续走强

新冠疫情全球暴发后, 3 月以来全球多国央行纷纷采取降息举措以对抗经济的下行压力, 根据 Trading Economics 统计显示, 2020 年共有 70 个经济体合计降息 121 次, 累计降息幅度达到 11,208 个 bp, 平均单次降息超过 120 个 bp; 全球有 27 个经济体采取低利率货币政策 (基准利率小于等于 1%), 23 个经济体采取零利率货币政策, 3 个经济体采取负利率货币政策, 并且低/负利率主要以发达经济体为主。具体来看, 美国方面, 3 月以来美联储两次紧急下调联邦基金率合计 150 个 bp 至 0%-0.25% 区间, 并且取消资产购买上限推出“零利率+无限量 QE”的政策组合, 同时通过多项流动性支持工具缓解由于美元流动性收紧而带来的“美元荒”行情, 截至 12 月 30 日, 美联储资产负债表较 3 月初增长 3.1 万亿美元。欧元区方面, 欧央行自 3 月起便持续加大货币政策宽松力度, 包括下调定向再融资操作利率 (TLTRO III)、新增针对疫情再融资操作工具 (PELTROs) 以及扩大 QE 规模等。截至 12 月 25 日, 欧央行资产负债表较 3 月初增长 2.3 万亿欧元, 其中资产扩张的主要来源为长期再融资操作。

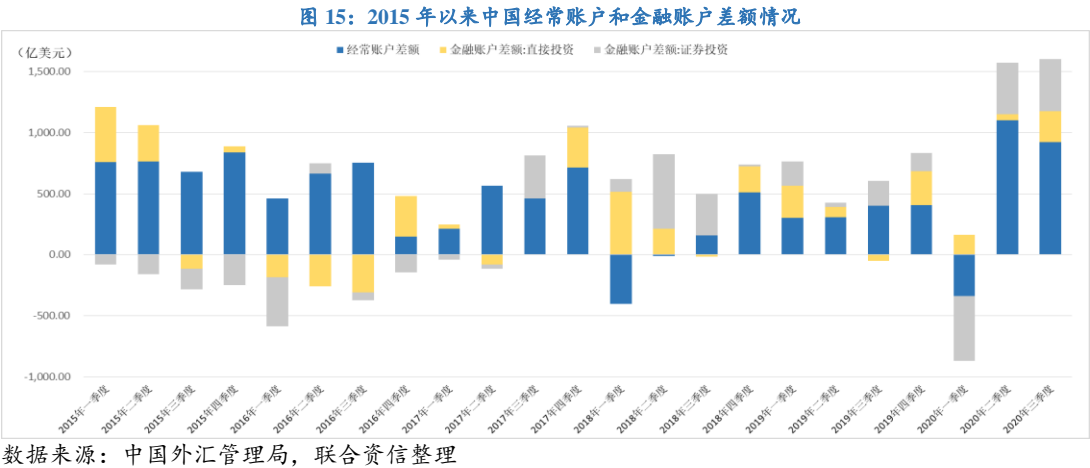
与欧美的宽松政策不同, 我国央行总体采取了稳健中性的货币政策。随着中国疫情防控取得阶段性胜利, 中国央行率先进行预调和微调引导货币市场利率回归正常水平。二季度起央行逐步退出超宽松货币政策, 银行体系流动性从 4 月开始逐步趋于收紧, 央行连续近 2 个月暂停逆回购操作, MLF 到期缩量续作回笼长期流动性, 超储率从 3 月底的 2.1% 回落至 6 月底的 1.6%, 隔夜资金利率中枢也从 4 月份的 1% 左右快速回升至 6 月的 1.8% 左右。之后, 央行逐步退出疫情期间过于宽松的货币政策, 叠加利率债供给压力的快速放量, 银行体系流动性开始逐步收紧, 资金利率中枢出现显著抬升。这也导致国内债券利率与海外债券利率的利差持续扩大, 5 月中旬起中美十年期国债利差攀升至 200bp 以上并持续走扩, 截至 10 月 15 日, 中美十年期国债利差跃升至 249bp, 创 2002 年有数据统计以来的最高值 (见图 13)。在此背景下, 境外机构为追求相对较高的收益持续买入中国债券, 自 2020 年 5 月起境外机构托管债券规模大幅攀升 (见图 14), 2021 年 1 月境外机构托管债券规模

环比增长 1,719.3 亿元,这一增持规模打破了境外机构 2017 年有记录以来的最高增持规模,反映出境外资金自 2020 年下半年以来大幅流入,有力推动人民币汇率持续走强。



3. 从国际收支角度看,中国资本账户和经常账户双顺差共同助推人民币汇率走高

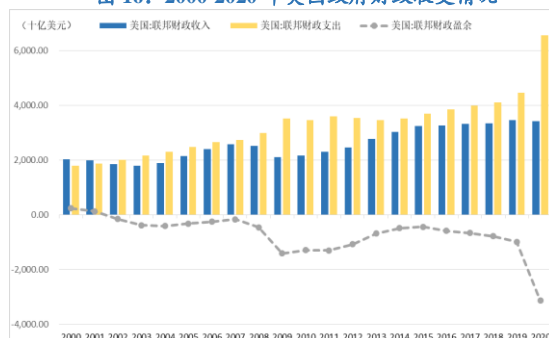
新冠疫情直接拖累中国的对外贸易表现,一季度中国经常账户余额转赢为亏并大幅下跌至-337.0 亿美元。但二季度以来,中国国际收支在疫情之下逆势趋好(见图 15)。一是因为海外疫情反复暴发带动了全球防疫物资与“宅经济”的商品需求,但海外生产恢复速度慢于需求增长速度。与此同时,中国生产能力领先于其他海外经济体恢复,因此中国出口增长补齐全球供需缺口,二、三季度中国出口额占全球的份额分别达到 16.7%和 15.9%,同比提升 3.6 个和 1.9 个百分点,促成了中国外循环经济的形成。二是因为海外疫情严峻,导致国内居民的海外消费旅游需求大幅缩减,二、三季度中国旅游服务逆差分别为去年同期的 38%和 50%;二、三季度中国经常账户余额分别上涨至 1,101.7 亿美元和 922.3 亿美元,前者创 2008 年以来新高。三是因为今年中国资本市场对外开放仍在扩大,明晟(MSCI)、富时罗素、标普道琼斯以及彭博巴克莱等国际主流指数相继将中国股票和债券纳入其指数体系,境外资金对基本面较好的中国资本市场兴趣浓厚。2020 年三季度,中国直接投资和证券投资差额也分别上涨至 250.9 亿美元和 439.1 亿美元,均创年内新高。整体看,中国经常账户顺差以及金融账户下直接投资和证券投资均有所扩大,共同助推人民币汇率走高。



4. 从外部因素看，美元进入贬值周期导致人民币汇率承压

从货币政策来看，美联储为应对新冠疫情而推出了前所未有的货币宽松政策，一是美联储将联邦基金率两次下降 150bp 至 0%-0.25% 区间，购买市场上 2 周-3 个月的短期国债，向市场注入短期流动性；二是美联储推出 7,000 亿美元的大规模量化宽松计划，其中 5,000 亿美元用于购买国债；三是美联储针对货币政策框架进行了调整，推出“平均通胀制度”，对通胀容忍度提升有助于美联储维持货币政策的宽松。从财政政策来看，新冠疫情暴发后美国政府已经出台了《CARES 财政救助法案》《HEROS 财政救助法案》《HEALS 财政救助法案》等，救助资金规模合计约 8.2 万亿美元，超负荷的财政救助对政府财政收支平衡造成严重冲击。根据 IMF 数据显示，2020 年美国财政支出规模上升至 6.6 万亿美元，财政赤字规模攀升至 3.1 万亿美元，创 1962 年有数据统计以来新高（见图 16）。

图 16：2000-2020 年美国财政收支情况



数据来源：IMF，联合资信整理

图 17：2018 年以来美元流动性情况



数据来源：Wind，联合资信整理

从反映美元流动性的 TED 价差（3 月期 LIBOR 与 3 月期美国国债利率之差，TED spread）来看，2020 年 3 月 27 日 TED 价差攀升至 142 个 bp，说明市场陷入美元荒危机；之后在美联储的宽松政策下，11 月 9 日 TED 价差大幅回落至 9.5 个 bp，创近 5 年以来新低，表明市场上美元流动性存在过剩（见图 17）。因此，2020 年 3 月下旬以来美元指数转升为降，12 月 31 日美元指数下跌至 89.9583，创 2018 年以来新低，市场对美元进入贬值周期的预期大幅攀升，美元走弱导致人民币汇率承压，是造成人民币升值的外部因素。

三、 本轮人民币汇率升值与 1985 年日元升值的对比

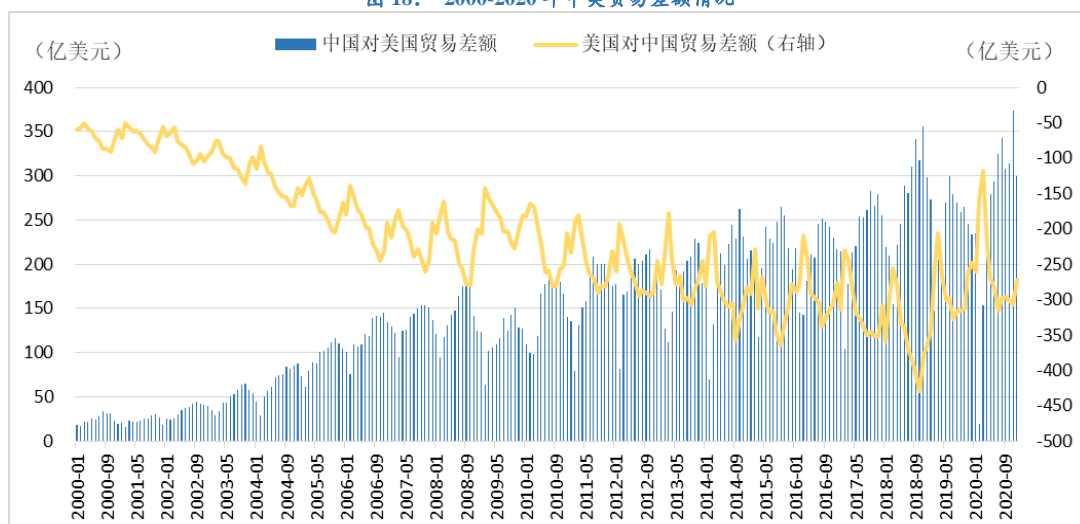
（一）人民币和日元升值的原因对比

1. 从升值背景看，日元升值受美国贸易摩擦影响较大，本轮人民币升值也不排除中美贸易关系变化所带来的影响

20 世纪 80 年代日元币值大幅飙升，主要是因为日美贸易摩擦升级，日本在日美贸易摩擦后选择签订《广场协议》，此事件成为日元汇率飙升的导火索。与日本的相似之处在于，中国也陷入与美国的贸易摩擦之中。由于美国对华长期保持贸易逆差地位，2000 年起

美国对华贸易赤字逐步走扩，2017 年 12 月美国对华贸易逆差已经达到 308 亿美元（见图 18）。为扭转美国贸易逆差局面，2018 年起特朗普政府试图通过贸易摩擦的方式收取关税利益并鼓励制造业回流美国。但与日本的不同之处在于，2019 年中美经贸磋商取得阶段性进展，双方共同致力于采取有效措施推动中美贸易平衡化发展，中美贸易摩擦趋向缓和。中美贸易关系缓和有助于提升国际投资者信心，对提振人民币币值起到推动作用，2019 年美元兑人民币中间价一度下降至 6.69，较年初上涨 3.7%。2020 年 1 月，中美在白宫签署“第一阶段经贸协议”，美方承诺将取消部分对华拟加征和已加征的关税，并且会加大对中国输美产品关税豁免的力度，推动加征关税的趋势从上升趋势转向下降趋势，表明中美贸易摩擦进一步缓和。尤其是 2020 年末拜登政府上台后，对特朗普任职期间的诸多政策进行改革，有望对特朗普时期签署的所有和国家安全有关的措施进行全面评估审查，在评估期间有高达 3,700 亿美元的中国商品将暂停征收高额关税，有助于缓和中美贸易关系，同时降低国际投资者的恐慌情绪，为人民币汇率走高提供一定支撑。

图 18： 2000-2020 年中美贸易差额情况



数据来源：IMF，联合资信整理

2. 从经济基本面看，本轮人民币升值是以中国经济 40 余年的快速发展为基础，尤其在 2020 年疫情后率先稳步复苏、一枝独秀，增强了国际投资者的投资信心

20 世纪 80 年代日元走高和本轮人民币升值的相同之处在于，二者均是以本国经济基本面向好发展为基础原因。日本经济在二战后迅速崛起，20 世纪 50-60 年代的日本经济保持在 10% 左右的高速增长，70-80 年代日本经济保持在 5% 左右的中速增长，长达 30 余年的经济中高速运行为 1985 年以来的日元升值提供良好的经济基本面支持。中国经济自改革开放以来一直保持在 10% 左右的年均增长速度，受 2008 年金融危机冲击后，经济增速开始由年均增长 10% 以上的高速增长阶段进入到 7% 左右的中高速增长阶段。在中日两国经济崛起的过程中，投资和出口都发挥了十分重要的作用。日本依靠持续高速增长的投资和外

向型经济发展模式，造就了战后的经济增长奇迹。而中国则通过加入 WTO 后的出口高速增长，将“中国制造”销往全球。相应，日元和人民币在国际外汇市场上的需求激增，为本币升值提供有力支撑。

本轮人民币升值具有一定特殊性，新冠疫情暴发后全球经济均陷入衰退泥沼，而中国政府迅速有效的防控举措帮助其快速有效控制疫情，虽然一季度经济增速下降至-6.8%，二季度则由负转正并增长 3.2%，三季度增长 4.9%，四季度增长 6.5%，走出一条漂亮的 V 形曲线，使中国成为 2020 年唯一实现正增长（2.3%）的主要经济体。根据 IMF 预测，2020 年全球经济增速将下滑至-3.5%，中国经济增速高于世界平均增速 5.8 个百分点，中国经济率先从全球疫情中复苏，在全球经济体中具有唯一性和引领性，因此吸引大量国际避险资金流入中国市场，使得人民币币值承压。

3. 从货币政策看，日本在广场协议后采取极端的货币政策，而中国则采取相对稳健的货币政策，有效防止因过度刺激经济而导致的脱实向虚局面

20 世纪 80 年代日元大幅飙升后，日本经济陷入“失去的十年”，日本经济泡沫的破裂与日本政府采取极端的货币政策有直接关系。一是日本央行在日元大幅升值的背景下采取全面的快速大幅降息政策，在短短一年时间中 5 次下调贴现率并降至战后最低水平，这种急速的宽松政策直接造成市场流动性过剩。日本政府“大水漫灌”的货币政策只“放水”未“引流”，导致大量资金并未如日本央行的预期流入实体经济部门，而是流入股市和房地产市场。二是在宽松货币政策的刺激下，央行并未对企业部门和居民部门的杠杆率进行控制，导致日本宏观杠杆率在连续降息后达到顶点，形成债务推动型经济虚假繁荣局面，进一步催生泡沫经济形成。三是央行后期急速回归货币政策正常化而刺破股市和楼市泡沫，从而使经济陷入衰退困境。

与日本央行的极端货币政策不同，中国央行采取较为稳健中性的货币政策。新冠疫情暴发后中国央行并未直接下调基准利率，而是通过组合拳的方式间接调节经济。一是通过降准、中期借贷便利、再贷款、再贴现等工具，共推出 9 万多亿元货币支持措施，引导中期借贷便利和公开市场操作中标利率下降 30 个基点；二是精准支持稳企业保就业，分层次、有梯度出台三批合计 1.8 万亿元再贷款、再贴现政策，不断完善结构性货币政策工具体系；三是深化利率汇率市场化改革，如期启动并顺利完成存量浮动利率贷款定价基准转换，坚决打破贷款利率隐性下限，促进利率传导效率明显提升。中国央行的经济刺激政策实现引导金融系统向实体经济让利 1.5 万亿元，2020 年 12 月企业贷款加权平均利率为 4.6%，同比下降 0.5 个百分点，创有统计以来新低，企业综合融资成本明显下降。在疫情得到明显控制后，中国央行货币政策边际收紧态势明确，6 月以来市场利率持续上行，DR007 由前期 1.5% 左右的中枢升至 2.0% 附近，10 年期国债收益率更是一度突破 2.9%。不难看出，中国

的货币政策更加稳健中性并及时根据疫情做适度调整,尤其是 2016 年起中国政府已经开启房地产去杠杆之路,而本次新冠疫情救市也对房地产行业采取严格的借贷管控政策,并未出现日本过度刺激经济而导致的脱实向虚局面。

4. 从金融自由化角度看,日本因过快开放资本账户而造成大量短期热钱涌入,中国则采取渐进式稳步开放政策,国际资金对中国资本市场的冲击有限

金融自由化是促成日本 20 世纪 80 年代日元升值飙升、经济泡沫破裂以及金融风险加剧的主要推手。20 世纪 80 年代以前,日本对金融业的准入、金融机构业务范围、金融业价格竞争以及国际资本流动等实行严格管制。但是在签订《广场协议》后,日本在美国的压力下加快推进金融自由化,放开外汇交易管制,逐步推动大额存单利率的自由化。金融自由化压缩了国内金融机构的盈利空间,加剧了金融机构间的放贷竞争,从而使得金融机构转向风险收益更高的领域。但是,由于国内金融体制尚未实现有效改革以及利率市场化和金融改革滞后,加之央行又采取极端的货币宽松政策,导致短期热钱纷纷流入地产和股市,进一步催生各部门的杠杆率,投资人对日元需求也急速攀升,最终导致日元大幅升值、日本虚拟经济泡沫破裂、实体经济停滞不前并陷入“失去的十年”。

与日本相比,中国虽然实现了经常项目下的人民币可兑换,但对资本项目下的资本流动均存在一定限制,因此中国资本市场的外资参与程度和对外开放程度有限,目前中国资本市场的开放仍然以 QFII 和 RQFII 的“管道式”为主,虽然 QFII、RQFII 的投资范围已于 2020 年 11 月起全面放开,但 2020 年 12 月 QFII 的投资额仅为 1,162.6 亿美元,国际资金流入依旧较少且对中国资本市场的冲击有限。此外,中国政府采取扩大金融业改革开放、人民币汇率市场化改革、减少资本管制三管齐下的方法,有效保证了中国金融市场的渐进式稳步开放。

5. 从房地产调控政策看,日本对房企信贷资金的弱监管推动了房地产泡沫的产生,中国则坚持“房住不炒”总基调不变,对“需求端”“供给端”进行全面管控

20 世纪 80 年代,持续低利率和日元升值导致大量资金流入日本房地产市场,而日本弱监管的住房金融体系是造成房地产泡沫的重要原因。在金融脱媒的压力下,银行抢占了原本属于住宅金融专业公司的个人住房贷款市场份额,导致住宅金融专业公司转向高风险高收益的房企融资。1990 年日本发布的《关于控制土地相关融资的规定》并未限制住宅金融专业公司和农林系统金融机构,住宅金融专业公司得以继续为房企输送了大量信贷资金,推动房地产泡沫。

与日本相比,为了稳定房地产市场,2016 年 10 月起,中国重点城市陆续颁布房地产市场调控政策,从限购、限贷与限价三个方面进行调整,年底的中央经济工作会议首次提出“房住不炒”。近年来,中央政治局会议多次强调坚持“房住不炒”、因城施策,落实

房地产长效管理机制。2020 年疫情暴发后，政府再次重申坚持稳地价、稳房价、稳预期，将“房住不炒”列入“十四五”规划纲要草案。2020 年 8 月，央行、住建部等提出“重点房企资金监测和融资管理规则”，要求设立“三道红线”，分档约束房企的新增有息负债比例。2020 年 12 月底，央行、银保监会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，分档设定房地产贷款集中度管理要求。从调控脉络上看，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，更从需求端调控政策转向供给端调控，对房企融资渠道进行全面管控，严防信贷资金过度流入房地产领域，保障房地产市场健康发展。

(二)2021 年人民币汇率走向预测

从人民币信用环境看，央行在 2020 年四季度中国货币政策执行报告中强调，要保持稳健的货币政策灵活适度、精准导向，坚持以总量政策适度、融资成本明显下降、支持实体经济三大确定性方向，应对高度不确定的形势，灵活把握货币政策调控的力度、节奏和重点。可以推断出 2021 年货币政策正常化还会持续推进，“紧平衡”仍然会是流动性的主基调，预计货币超发将在 2021 年得到一定缓解。另一方面，2021 年随着货币和财政政策向常态化收敛，政府债券与企业债券发行增量都将下降，企业中长期贷款增量大概率将低于 2020 年水平，因此 2021 年新增社融增速将较 2020 年回落是大概率事件。因此，人民币流动性收紧以及信贷杠杆下降为人民币币值走高提供一定支撑。

从国际贸易角度看，预计 2021 年上半年出口形势总体预期比较乐观，加上国际资本继续流入内地资本市场，人民币还有升值压力。从中长期看，外汇管理部门将继续采取措施鼓励跨境资金双向均衡流动，有助于人民币汇率水平总体稳定，预计人民币对美元汇率将在合理均衡水平上保持升值态势。

从外部环境看，受新冠疫情影响，美联储在上半年内回归货币正常化的可能较低，存在美元疲软以及人民币走强的政策基础。但值得注意的是，由于美联储的货币政策空间有限，美元指数难现过去持续、大幅的贬值行情，而是随着全球基本面调整而加剧人民币汇率的双向波动。如果拜登严控疫情政策以及全民疫苗注射的作用显著，预计 2021 年下半年美国经济反弹动能较非美发达国家更强，因此美元存在温和上涨可能，而人民币汇率被动升值压力将有所缓解。

2021 年人民币汇率上涨压力犹存。根据北大国民经济研究中心分析，稳健的经济基本面及中外利差将支撑人民币汇率维持上涨动力，但由于外部环境仍将延续紧张趋势，通胀预期致使美债收益率上升，美元指数预计维持震荡，从而大概率致使人民币汇率承压，预计 2021 年人民币汇率震荡上涨，在 6.35-6.5 区间双向宽幅波动；根据清华大学发布的《中国宏观经济分析与预测》预计，短期内人民币仍有一定升值空间，预计 2021 年人民币汇率将升值 4% 左右至 6.3 附近。整体看，2021 年人民币汇率存在一定升值基础，但考虑到美元

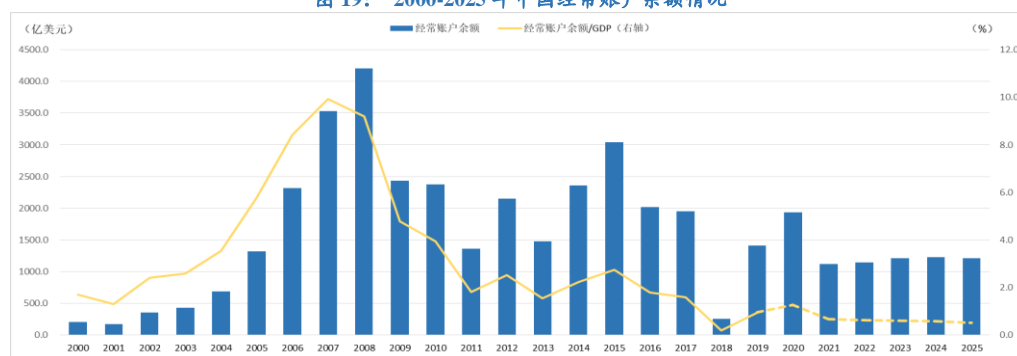
有望在下半年温和走强，下半年人民币汇率升值幅度或将有所收窄，整体升值势有望趋于缓和，全年人民币汇率区间预计会位于 6.2-6.4 之间。

(三)本轮人民币升值可能产生的影响分析

1. 从国际贸易角度看，人民币币值走强可能会收窄 2021 年中国贸易顺差

日元升值对高技术产业升级造成一定抑制，持续走高的日元汇率压缩了日本汽车、电子以及钢铁等企业的生存空间，导致大量企业和相关产业链向外转移，阻碍国内产业升级和供应链完整。而本轮人民币升值可能会对中国 2021 年的全球出口造成一定影响，而人民币升值带来的不利影响存在时滞效应，一般是两个季度左右，因此 2020 年下半年起人民币升值的时滞效应可能会在 2021 年开始发生作用。预计 2021 年我国货物贸易顺差将收敛至 4,830 亿美元，占 GDP 比重约为 2.6%；经常账户余额相当于 GDP 的比重可能会小幅回落至 0.7%，较 2020 年回落 0.6 个百分点，因此人民币币值走强可能会收窄 2021 年中国贸易顺差（见图 19）。

图 19：2000-2025 年中国经常账户余额情况



数据来源：IMF，联合资信整理

2. 从 FDI 角度看，人民币币值走高可能加速国内中低端产业转移和高端产业升级

新冠疫情暴发后，各国政府均采取限制国际人员和物品流动的隔离举措，阻碍了原材料、中间投入和最终产品等各个环节的供应，直接影响跨国公司在全球范围内的经营活动。根据联合国贸易和发展会议（UNCTAD）数据显示，2020 年全球 FDI 流量同比大跌 42%，跌幅超过 2008 年全球金融危机。虽然人民币币值在下半年升值约 10%，但中国经济率先复苏成为吸引外资流入的主要动力，2020 年中国 FDI 流入逆势增长 4%至 1,630 亿美元，反超美国、欧盟和东盟，成为全球第一大 FDI 流入目的地，说明币值成本上升对 FDI 流入影响较小。从外资流入结构看，虽然整体制造业直接投资下降，但主要是低附加值的产业存在转移压力，高附加值的高技术产业吸引力反而显著增加。根据中国商务部的数据，2020 年高技术产业吸收外资增长 11.4%，高技术服务业增长 28.5%。中国在高技术产业和数字经济发展方面具有后发优势，吸引外商投资竞相涌入。因此，本轮人民币币值走高有望倒逼国内产业结构升级并加速布局海外价值资产。

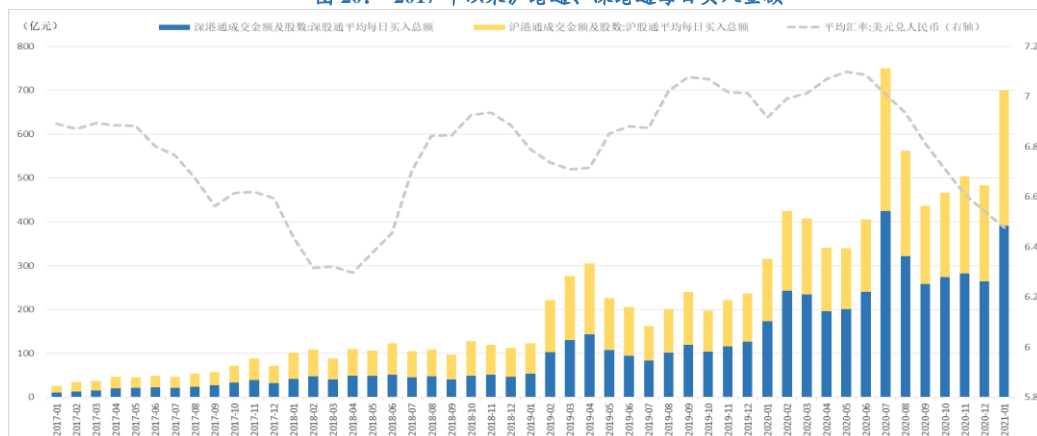
3. 人民币升值预期抬升，有利于提振境内主体发行中资美元债的动力

2020 年下半年以来海外疫情持续暴发，而中国疫情得到控制且复工复产显著提速，成为全球唯一实现正增长的主要经济体。同时，受美元指数走弱以及疫苗进展等抗疫积极因素推动，国际投资者风险偏好开始逐步修复并重新布局新兴市场。2020 年下半年，国际资本流入新兴市场总额达到 1,596 亿美元，其中流入债市约 888 亿美元，较上半年增长 64%，这进一步助推人民币汇率开启了一轮快速升值过程。2020 年全年人民币兑美元累计升值近 10%，当人民币处于升值周期时，发行美元债将增加中资发行主体的人民币资产价值，同时能够降低美元负债成本，有利于企业优化资产负债结构，降低企业的融资成本，提升企业融资能力，人民币升值预期也提高了发行主体的发行意愿，推升了市场热情，有助于中资美元债发行市场的加速恢复。

4. 外资机构增持人民币资产，有助于加速中国资本市场和人民币国际化的进程

伴随着人民币汇率走强以及资本账户管制放松，外资机构加大增持人民币资产力度，人民币汇率与资本市场国际化之间的关系日渐密切。从股票市场看，人民币汇率走高吸引境外投资者参与程度不断加深。2021 年 1 月深港通和沪港通平均每日流入金额分别达到 390.8 亿元和 309.1 亿元，均创有数据统计以来新高（见图 20）。当前外资持有市值已经高达 3.5 万亿元，占 A 股流通市值的比重上升至 4.4%，而中国股市总市值达到 79.7 万亿元，创历史新高。从债券市场看，我国率先复产复工以及货币市场流动性率先收紧致使中美利差持续扩大，10 年期利差来到历史高位 250bp 水平，截止 2020 年 12 月，境外机构的债券托管规模已经达到 2.9 万亿元，存托规模创历史新高。2020 年 3 月中国国债正式纳入摩根大通指数也带来主被动资金流入，2021 年 10 月开始中国国债将正式纳入富时罗素全球国债指数（WGBI），根据跟踪该指数的资金规模（约 2.5 万亿美元）以及人民币债券纳入权重（预计约 5%）估算，有望带来约 1,250 亿美元增量的被动资金。

图 20：2017 年以来沪港通、深港通每日买入金额



数据来源：Wind，联合资信整理

在人民币国际化方面，2020 年以来人民币国际化机遇彰显，一是中国的疫情得到严格控制，经济社会秩序较早回归正轨，而且成为今年全球主要经济体中唯一实现正增长的大国，极大地增强了国际投资者对中国经济的信心。二是在新冠疫情对国际金融市场造成严重冲击和深刻影响的同时，人民币汇率稳定上涨，中国金融市场甚至成为全球资本的避风港。三是 2020 年人民币汇率兑美元先抑后扬，在岸即期汇率累积升值约 10%，人民币投资价值进一步凸显。此外，美联储自 3 月大规模放水后，美元国际支付的市场份额有所下降，截止 2021 年 1 月美元国际支付的市场份额下降至 38.3%，较 2019 年 12 月下降约 4 个百分点；同期，人民币国际支付市场份额上升 0.5 个百分点至 2.4%，推进人民币国际化的时机已经成熟。