



国联期货研究所

证监许可[2011]1773号

分析师:

项麒睿

从业资格号: F03124488

投资咨询号: Z0019956

相关研究报告:

## 汇率、利率、股指联动关系和启示

### ——大类资产系列专题报告（三）

#### 摘要

利率平价理论（Interest Rate Parity Theory）和国际收支理论（Balance of Payments Theory）是国际金融领域的两大核心理论。本文深入探讨了这两种理论，并分析了它们如何通过资本金融账户和经常账户对股指产生影响。

利率平价理论认为，投资者在国际市场上寻求套利机会，使得不同国家的利率差异被汇率变动所抵消。这一理论强调了资本流动对汇率的直接影响，以及汇率变动对资本金融账户的反馈效应。当一个国家的利率高于其他国家时，投资者会将资金转移到该国，从而推高该货币的汇率。长期来看，这种资本流动会导致汇率的调整，直至利率差异被消除。

国际收支理论则关注国家的对外经济活动，包括贸易、投资和其他国际交易。该理论认为，经常账户的盈余或赤字会影响国家的外汇储备和汇率。本文分析了经常账户通过影响国家货币投放和经济相对强弱，进而影响股指。

本文进一步探讨了两大理论在实际股指市场中影响效果。以 PMI 出口订单环比 $>0$ 、月度中美利差环比 $>0$  和月度美元兑人民币环比 $<0$ ，分别代表出口强势水平、利差强势水平和汇率整体强势水平作为股指月度收益率筛选条件。股指月均价收益率为正达 90.91%。通过案例分析，展示了利率差异和国际收支状况通过不同的渠道和机制影响股指的有效的实际联动关系。

## 目录

一、 汇率定价机制影响因素 .....	- 4 -
1.1 利率平价理论 .....	- 4 -
1.2 国际收支理论 .....	- 6 -
二、 汇率、利率、股指联动关系 .....	- 8 -
2.1 逻辑框架和联动关系 .....	- 8 -
2.2 国际收支理论下经常账户传导路径 .....	- 9 -
2.3 利率平价理论下资本金融账户传导路径 .....	- 10 -
2.4 双逻辑共振对股指驱动效应 .....	- 11 -
三、 启示和展望 .....	- 13 -

## 图表目录

图 1 美元兑日元汇率与美日利差 .....	- 5 -
图 2 美元兑人民币汇率和美中利差 .....	- 6 -
图 3 资本金融账户差额和美中利差 .....	- 6 -
图 4 出口累计同比和美元兑人民币汇率 .....	- 7 -
图 5 银行代客涉外收付款差额和美元兑人民币汇率 .....	- 7 -
图 6 汇率、利率、股指传导关系和逻辑框架 .....	- 8 -
图 7 沪深 300 指数和美元兑人民币汇率 .....	- 9 -
图 8 : 沪深 300 指数和经常账户差额 (季度) .....	- 9 -
图 9 : 沪深 300 指数和经常账户差额 (年度) .....	- 9 -
图 10 沪深 300 指数和资本金融账户差额 .....	- 10 -
图 11 出口和中美利差与汇率相关性、沪深 300 指数 .....	- 11 -
图 12 经常账户差额和资本金融账户差额 .....	- 11 -
图 13 沪深 300 指数和沪深 300 指数月均值收益率 .....	- 12 -
表 1 沪深 300 指数月均值收益率 .....	- 12 -

## 一、汇率定价机制影响因素

汇率作为一国法定货币的外部价值表现，本质上是该国经济基本面的全面反映。两国货币比价关系在一定程度上能够揭示两国货币价值量的相对状况。在汇率决定理论中，利率平价理论（Interest Rate Parity Theory）和国际收支理论（Balance of Payments Theory）是两大主流理论。这些理论基于特定的假设条件，为汇率的波动提供了理论支撑。

两大主流理论均虽‘殊途同归’地表现利率和汇率之间的影响联系，但影响路径并不相同。利率平价理论主要从资本金融账户角度反映汇率波动，当本国相对于外国利率下行时，易引起资金流出和汇率贬值。国际收支理论则主要跟随贸易发展而产生。我国作为出口导向性国家，国际收支理论主要从经常账户角度反映汇率波动，利率上行将增加出口企业的融资成本压力，从而使得贸易逆差和汇率贬值的压力的提升，汇率贬值将促进出口从而对经济基本面起到支撑作用，相应带来企业结汇需求提高进而增加外汇储备和货币供应量，增加利率上行风险。

### 1.1 利率平价理论

利率平价理论从利率差异的视角出发，预测汇率变动的方向。该理论认为，资本的自由流动和投资者的套利行为将推动汇率调整，以消除不同国家之间的利率差异。当一国的利率高于其他国家时，资本流入将导致该国货币升值；反之，则会导致货币贬值。

利率平价理论可分为抛补利率平价定律（CIRP, Covered Interest Rate Parity）和无抛补利率平价定律（UIRP, Uncovered Interest Rate Parity）。

抛补利率平价定律的核心思想是，在完全对冲汇率风险的前提下，投资于两国金融资产的预期收益率应该相等。公式为：

$$\rho = ID - IF$$

其中， $\rho$ 是汇率远期升贴水率，ID 是本国利率，IF 是外国利率。这个公式表明，如果本国利率高于外国利率，那么本币在远期将贬值；反之，如果本国利率低于外国利率，本币在远期将升值。

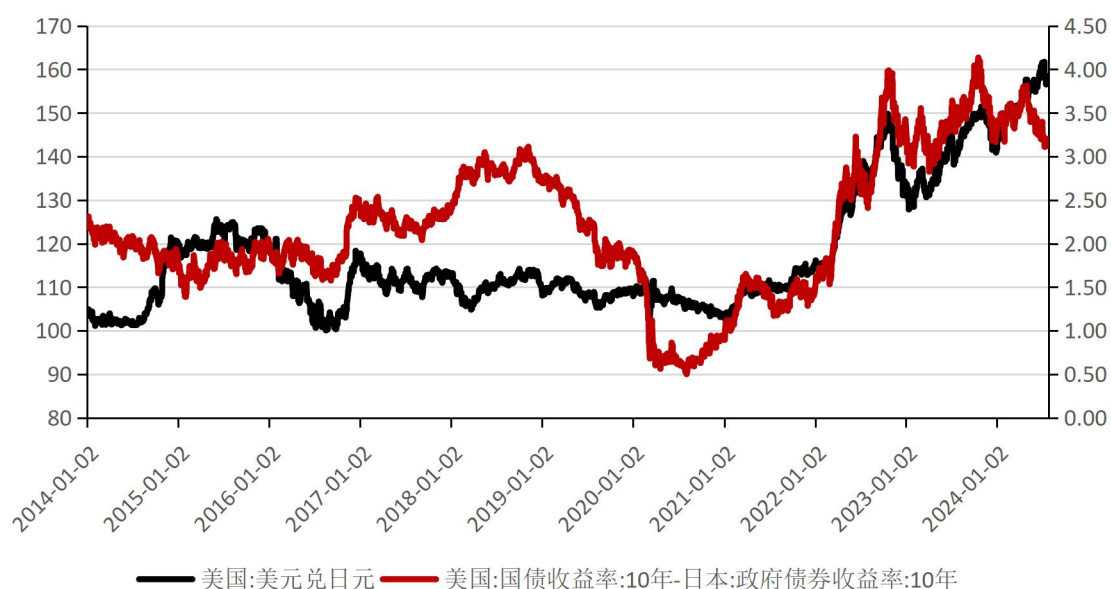
无抛补利率平价定律为假定两国利差变化等于两国预期汇率比价的相对波动。反映了在资本具有充分国际流动性的条件下，投资者会选择将资金投入到高利率国家，

这种套利行为会导致高利率国家的货币在即期升值，未来预期贬值，而低利率国家的货币远期汇率预期升值。公式为：

$$S_E - S \approx (ID - IF) * S$$

$S$  代表即期汇率， $S_E$  代表预期远期汇率， $ID$  代表本国利率， $IF$  代表外国利率。如果本国利率高于外国利率，即  $ID > IF$ ，那么即期汇率升值，市场预期本国货币在未来将贬值，即  $S_E > S$ ；反之，如果外国利率高于本国利率，则即期汇率贬值，市场预期本国货币在未来将升值，即  $S_E < S$ 。这种预期的汇率变动与两国之间的利率差异保持一致，是套利行为的结果。若此时两国收益率曲线波动较小，投资者可从低利率国以低成本融出资金向高利率国的金融资产进行投资，此时跨国套利交易有望获得名义利差及外币升值的双重收益。日本和美国之间的套息交易尤为典型。

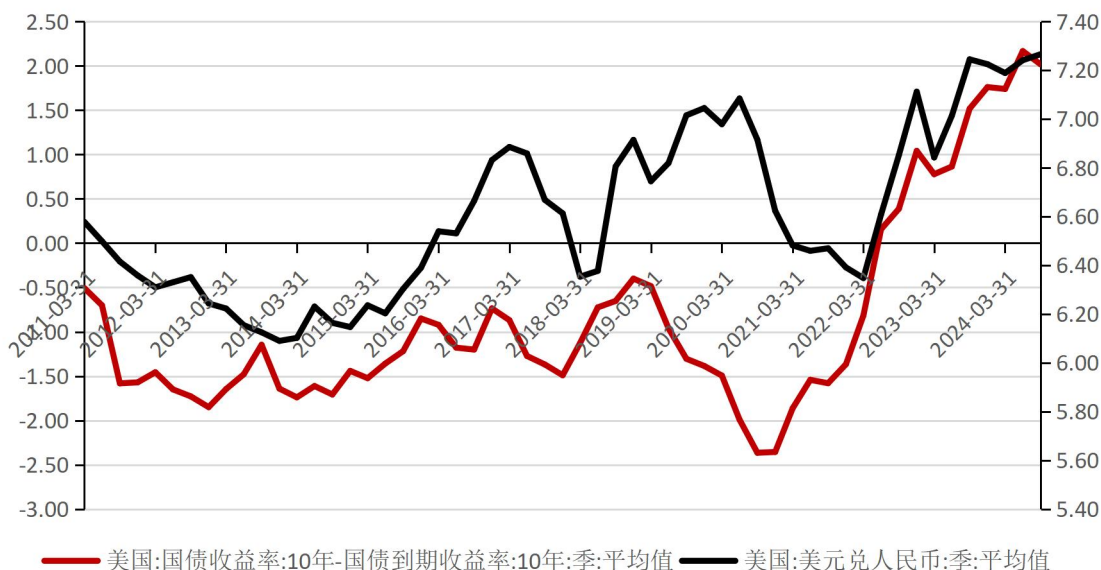
图 1 美元兑日元汇率与美日利差



数据来源：WIND、国联期货研究所

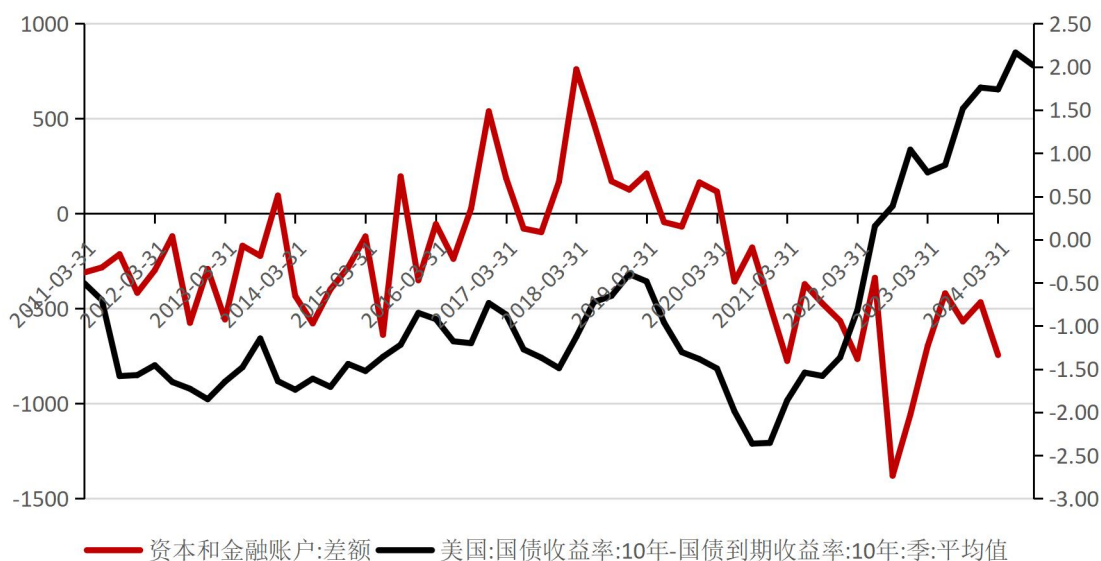
从 2021 年 12 月央行开启新一轮降息降准，拉开国内货币政策宽松序幕。2022 年 3 月美联储开启加息周期。中美货币政策持续背离导致中美利差缩窄至倒挂。人民币汇率在此阶段同样表现出受利率平价理论影响较深格局，资本金融账户持续走弱。

图 2 美元兑人民币汇率和中美利差



数据来源: WIND、国联期货研究所

图 3 资本金融账户差额和中美利差



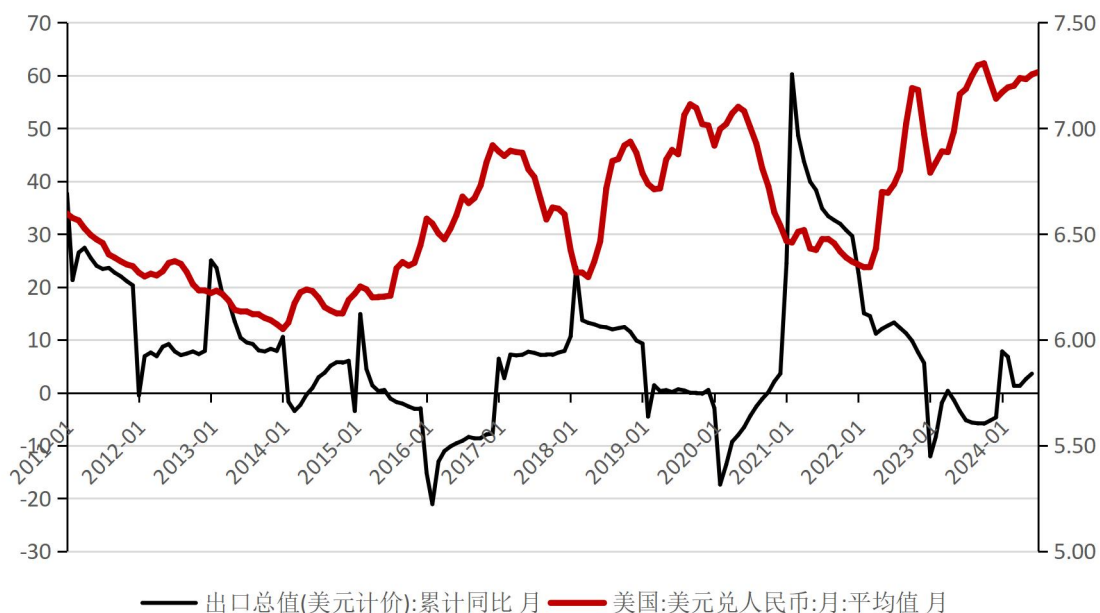
数据来源: WIND、国联期货研究所

## 1.2 国际收支理论

对于像中国以出口为导向型的国家而言,国际收支理论为汇率定价重要依据。经常账户的顺差为国际收支顺差的主要来源,而货物贸易项又是经常账户顺差的主要拉动,所以出口创汇成为人民币汇率支撑的重要来源。而出口强劲通常引领经济基本面走强,内部经济相对强势又决定了内外部利差存在走扩趋势。

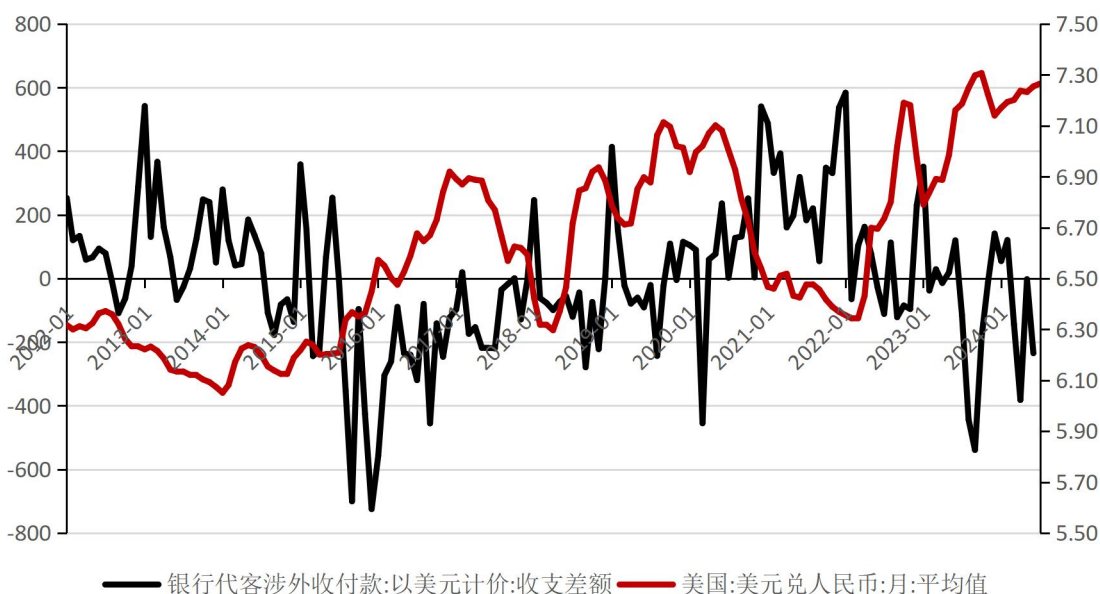


图 4 出口累计同比和美元兑人民币汇率



数据来源: WIND、国联期货研究所

图 5 银行代客涉外收付款差额和美元兑人民币汇率



数据来源: WIND、国联期货研究所

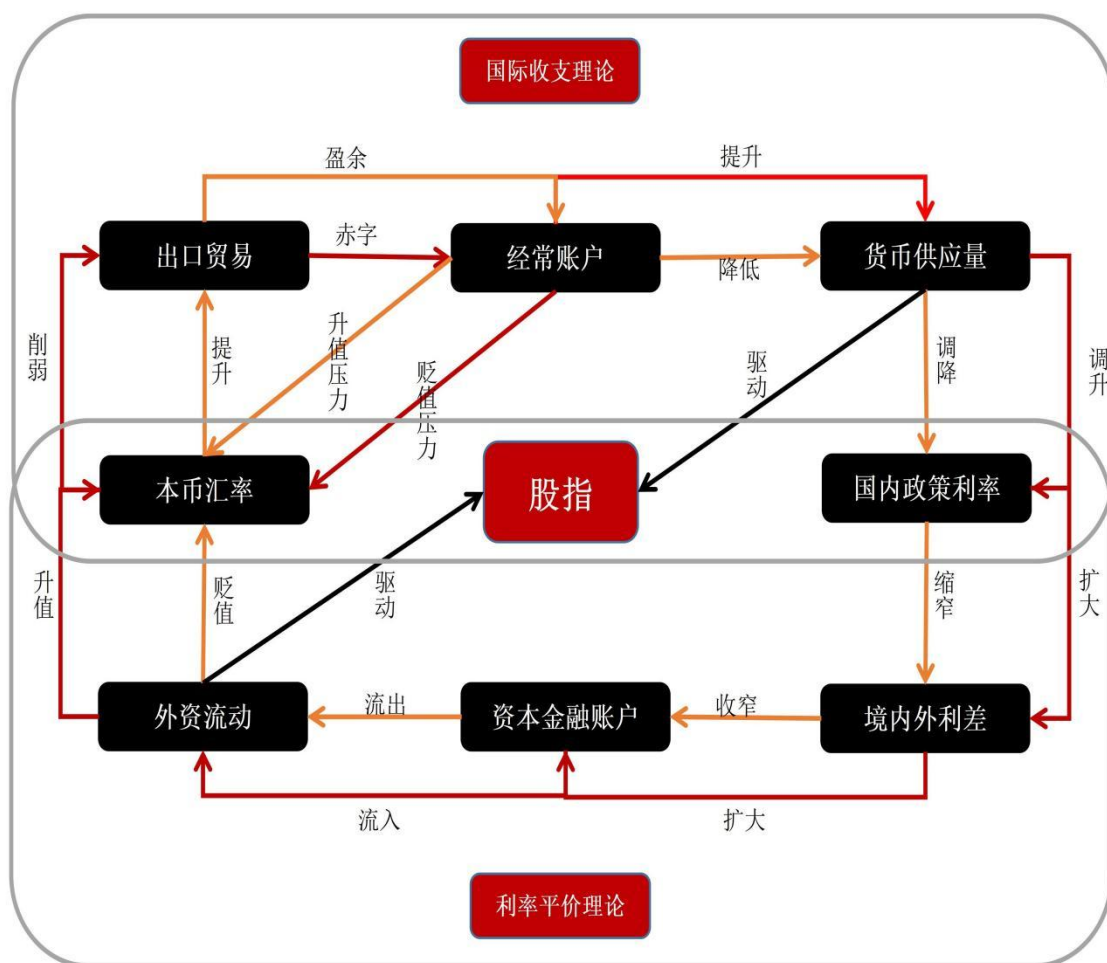
我国经常账户长期保持顺差,经常账户占 GDP 比重常年在合理区间内运行。人民币汇率整体上同货物贸易差额变动相一致,即伴随出口好转,人民币大概率会随之出现升值。由此可见,出口反映的经济基本面变化带来的人民币供需变化,确实是人民币汇率走势的基础。

## 二、汇率、利率、股指联动关系

### 2.1 逻辑框架和联动关系

利率是货币市场上资金的对内价格，汇率是货币市场上资金的对外价格，股价是重要的资产价格，利率、股价和汇率之间的关系体现了货币市场和资本市场之间的关系。外汇市场与股票市场通过资本流动其相互影响越来越强，整体呈现明显负相关关系。

图 6 汇率、利率、股指传导关系和逻辑框架



数据来源：WIND、国联期货研究所



图 7 沪深 300 指数和美元兑人民币汇率

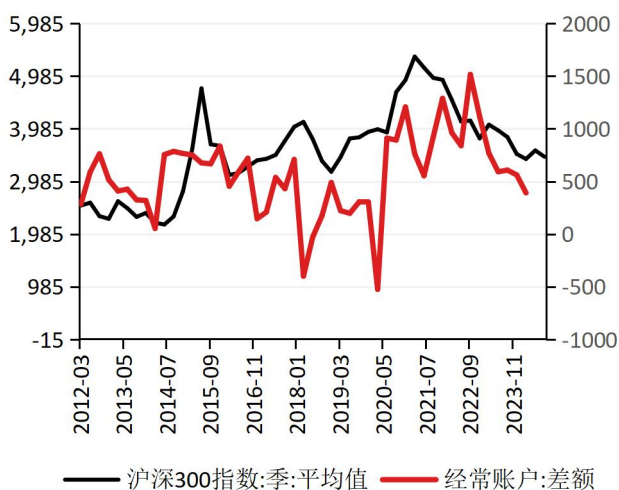


数据来源: WIND、国联期货研究所

## 2.2 国际收支理论下经常账户传导路径

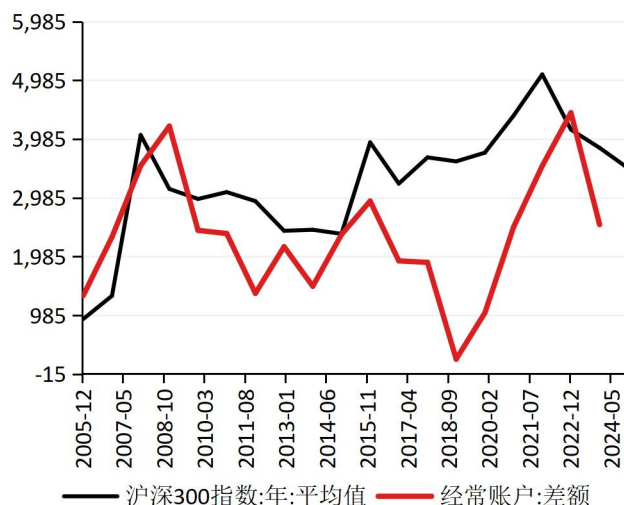
经常账户的顺差为国际收支顺差的主要来源,而货物贸易项又是经常账户顺差的主要拉动,所以经常性账户反映国内需求和国外需求相对变化情况。新冠疫情爆发期间,由于对待疫情不同的态度和政策,国外持续的量化宽松带来强劲消费需求,导致国外对于中国商品需求越来越大,国内通过严格的疫情控制支撑起良好的社会环境以及本身具有的完整的全工业体系来满足国外需求,导致中国经常性账户暴涨。前两次经常账户的阶段高点分别在 2008 年和 2015 年,与国内股指走势正相关性明显。经常性账户数据越高代表国外的需求相对于国内需求越旺盛,这也一定程度说明国内风险资产的重要定价因素之一来自国内外需求的强弱。

图 8: 沪深 300 指数和经常账户差额 (季度)



数据来源: WIND、国联期货研究所

图 9: 沪深 300 指数和经常账户差额 (年度)

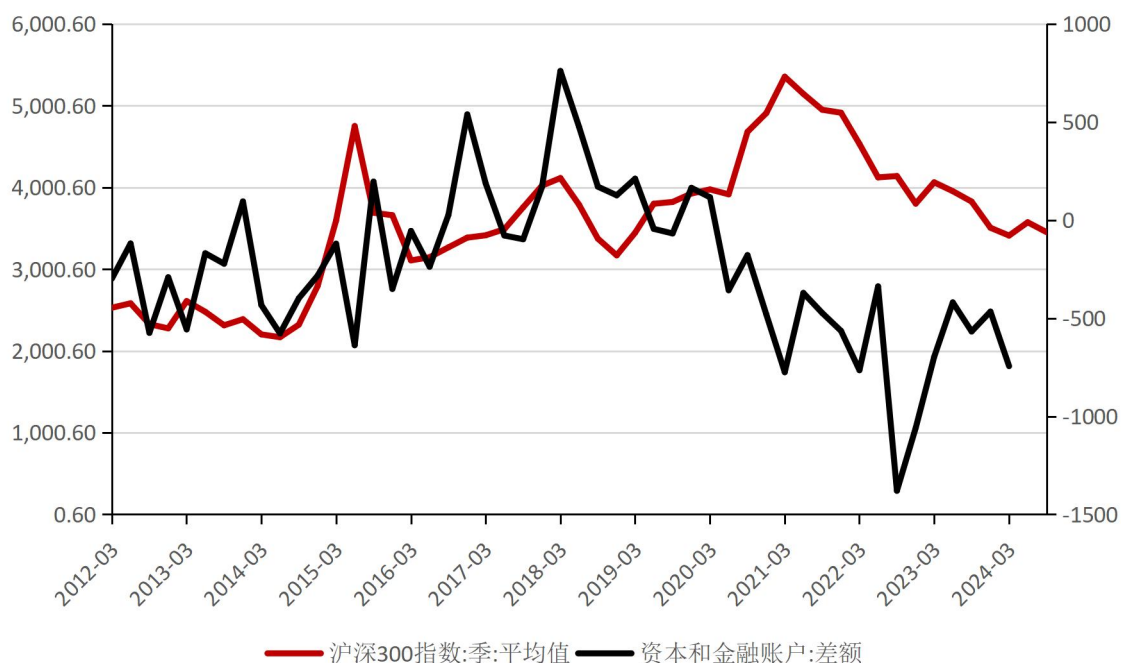


数据来源: WIND、国联期货研究所

## 2.3 利率平价理论下资本金融账户传导路径

资本金融账户主要受境内外利差影响，2022 年 3 月美联储开启加息周期。中美货币政策持续背离导致中美利差缩窄至长期倒挂，资本金融账户持续走弱，成为汇率贬值和股指走势的主要压力因素。

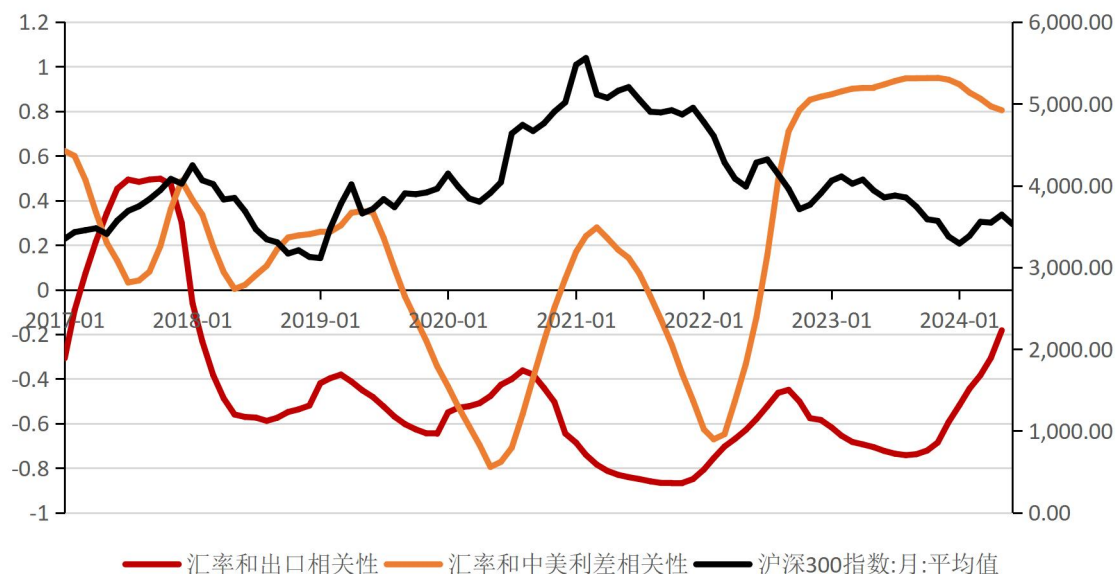
图 10 沪深 300 指数和资本金融账户差额



数据来源：WIND、国联期货研究所

根据前文第一部分论述两大主流理论分别通过经常账户和资本账户逻辑影响汇率实际情况以及第二部分传导路径来看，出口和中美利差与汇率相关关系并非表现出长期一致性，以 2 年滚动数据来看，2018 年以来人民币汇率表现出明显主要受国际收支理论影响情况。中美利差相比较于出口对汇率影响表现出相对不稳定性，但从 22 年美联储开启加息周期以来，中美利差从缩窄直至持续倒挂，资本金融账户差额持续回落逐渐成为主导汇率走势和影响股指的重要力量。

图 11 出口和中美利差与汇率相关性、沪深 300 指数

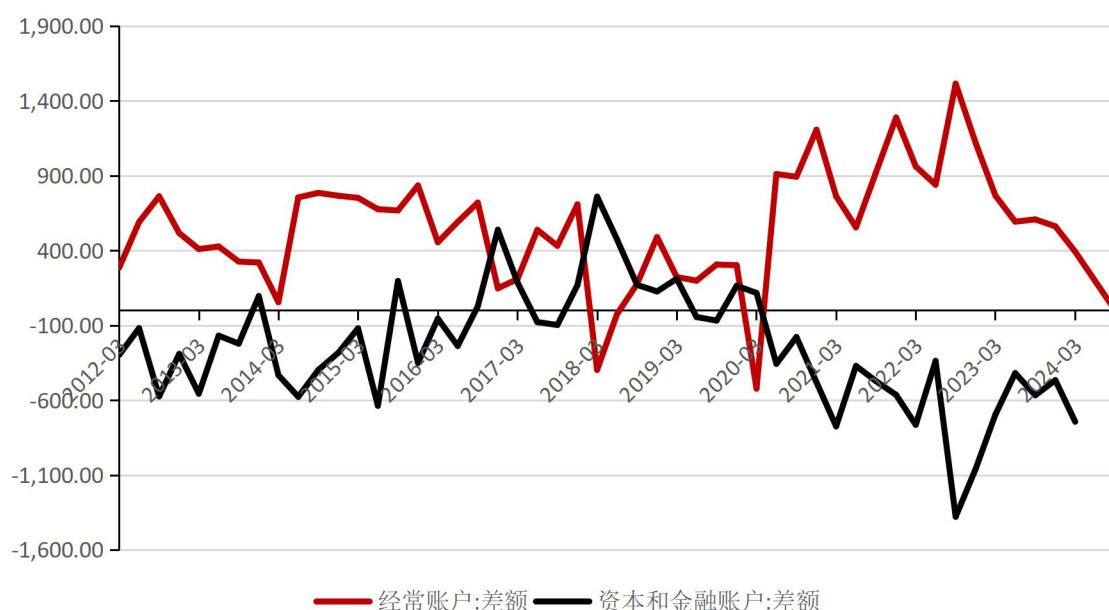


数据来源：WIND、国联期货研究所

## 2.4 双逻辑共振对股指驱动效应

因传导路径和周期关系，经常账户和资本账户很难表现出同频盈余或赤字情况。即货币供应量的增加或减少往往伴随着跨境资本流出或流入。所以当经常账户和金融账户都存在净流入预期时，即出口预期强劲、中美利差正向走扩以及汇率升值明显时，国内股指市场将因充裕流动性表现强势。

图 12 经常账户差额和资本金融账户差额



数据来源：WIND、国联期货研究所

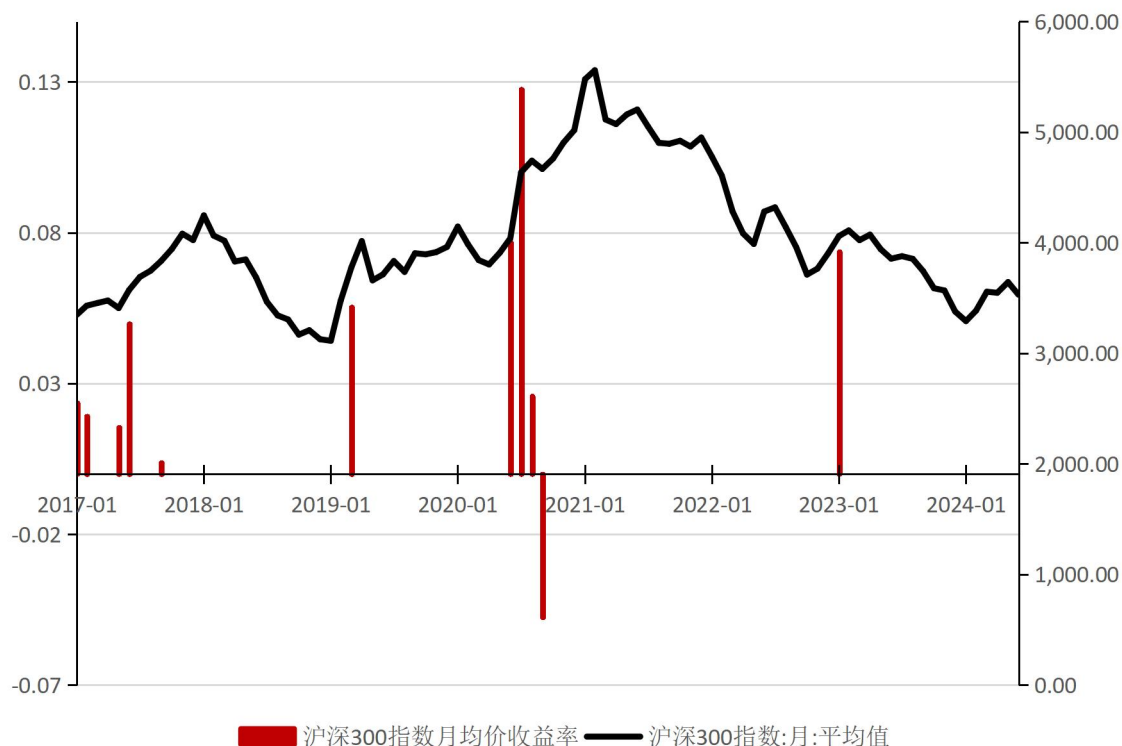
现以 PMI 出口订单环比>0、月度中美利差环比>0 和月度美元兑人民币环比<0，分别代表出口强势水平、利差强势水平和汇率整体强势水平作为股指月度收益率筛选条件。从 2017 年 1 月至 2024 年 6 月，沪深 300 指数总共 11 个月同时出现此三种条件情况，正收益 10 个月，负收益 1 个月。月均收益率 3.85%，收益率之和为 42.33%。

表 1 沪深 300 指数月均值收益率

月份	沪深 300 指数月均值收益率
2023 年 1 月	7.37%
2020 年 9 月	-4.75%
2020 年 8 月	2.58%
2020 年 7 月	12.75%
2020 年 6 月	7.68%
2019 年 3 月	5.53%
2017 年 9 月	0.38%
2017 年 6 月	4.98%
2017 年 5 月	1.54%
2017 年 2 月	1.91%
2017 年 1 月	2.35%

数据来源：WIND、国联期货研究所

图 13 沪深 300 指数和沪深 300 指数月均值收益率



数据来源：WIND、国联期货研究所

### 三、 启示和展望

2024 年 6 月我国出口金额同比增速继续上行，出口 3,078.5 亿美元，同比 8.6%。净出口对 GDP 贡献率由去年四季度的 11.4% 大幅提升至今年一季度的 14.50%。中国出口增速回暖上行，为 2024 年上半年经济增长提供重要支撑。上半年中国出口景气向好一部分源于低基数效应，但更主要来自外部经济环境修复超预期的推动。6 月标普全球制造业 PMI 回升 0.7 个百分点至 51.6，连续 6 个月高于荣枯线，维持修复态势，为我国出口提供了较为有力的外部环境。同时，随着“一带一路”的深入推进，中国企业出口与海外拓展齐头并进，进一步提升了我国外贸国别的多元化。展望下半年，全球制造业周期上行，叠加发达国家补库和各新兴经济体有望继续保持较快的复苏势头，预计将继续支撑外需的温和修复，进而推动经常账户向盈余端修复，驱动股指货币流动性改善。

目前高利率环境下，美国经济和就业市场均呈现边际放缓，“高增长”开始边际松动，并带动通胀压力减轻。美联储降息窗口或于 9 月后打开，届时全球流动性将出现改善，各国货币政策操作空间相应打开。人民币贬值方面压力或将缓解，同时也导致北向资金等外资逐步转向为净流入，为股指带来更多资金面支持。

综上所述，国内经常账户和资本金融账户在今年或将迎来持续修复趋势，给国内股指市场在流动性层面带来乐观预期和支撑。

## 免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

期市有风险 投资需谨慎

## 联系方式

国联期货研究所无锡总部

地址：无锡市金融一街8号国联金融大厦6楼（214121）

电话：0510-82758631

传真：0510-82758630

国联期货研究所上海总部

地址：上海市浦东新区滨江大道999号高维大厦9楼（200135）

电话：021-60201600

传真：021-60201600