

宏观深度报告

2009：内外因素博弈下的人民币汇率选择

2009年：人民币汇率经济危机中将面临艰难博弈

汇率作为国际金融关系乃至国际经济关系正常发展的重要纽带，几乎已渗透到包括经济生活的一切领域，并发挥着日益重要的作用。我们认为，汇率是比价，更是杠杆和政策工具，汇率不但会影响一国的物价、就业和经济增长速度，而且还会影响其经济结构的调整和经济增长的质量。

我们认为，2009 年各国货币当局将集体面临汇率的尴尬困境，为应对危机，政府使用汇率“武器”引发的“战争”不可避免，2009 年汇率的博弈将会艰难而曲折。处于贸易漩涡的人民币汇率将再度成为焦点话题。

2008年：汇率及汇市——巨幅波动，表现两极

2008 年的金融危机令世界金融格局发生了天翻地覆的变化，全球主要货币汇率及汇市巨幅波动，表现两极。

2008 年前半段，在利差预期的刺激下，以欧元为首的非美货币持续上扬，2008 年 7 月 15 日，欧元对美元汇率达到 1.5923，创欧元启用以来最高水平；2008 年后半段，由于美国金融危机在 2008 年下半年集中爆发，导致投资者寻求在美元中避险，货币市场的估值格局几乎在短短几周之内被完全改写。在接下来的 4 个多月时间里，美元一改 2002 年以来持续贬值态势，转为快速大幅升值，与日元一道成为为数不多的汇率大幅升值的货币，而一度被大幅高估的货币，如澳元、英镑和欧元等对美元汇率则回落至公允价值附近或者甚至被低估。

商品市场方面，路透-Jefferies 商品研究局指数(CRB)在 08 年下跌近 40%，为历史最高年跌幅，原油期货价格全年跌幅 60%。期铜年内累计下跌近 60%，跌幅亦是前所未见。美国大豆与玉米期货 08 年分别累计跌去 22%及 14%，小麦期货的全年跌幅为 33%；在商品货币方面，澳元兑美元 2008 年的走势总体表现为冲高回落走势。

人民币汇率变动对宏观经济的冲击

通过分析人民币汇率的变动对国内生产总值的脉冲响应函数的检验。发现人民币汇率的波动对中国 GDP 的冲击作用是一个正向然后趋于稳定的过程。

而人民币汇率的波动对消费的影响是长期的，这种长期影响形成的原因主要是人民币的升值导致了人们购买力的提高，从而增强人们的消费水平；而人民币汇率的变动对消费的冲击是长期的，对国民收入和投资的影响是中期的。

人民币汇率升值对 M1 和 M2 的冲击方向完全不同，对 M1 具有正向的冲击；对 M2 的冲击作用在当期具有正向的冲击作用，之后变为负向的冲击，末期这种负向的冲击作用趋于稳定。

宏观经济

夏敏仁

xiaminren@csc.com.cn

010-85130203

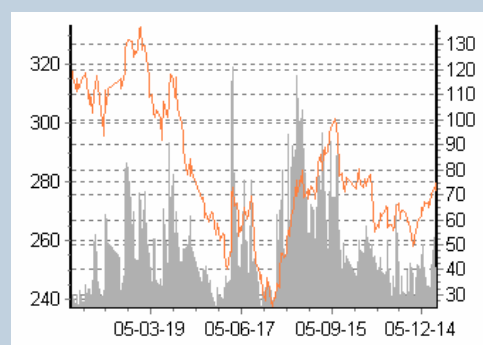
胡艳妮

huyanni@csc.com.cn

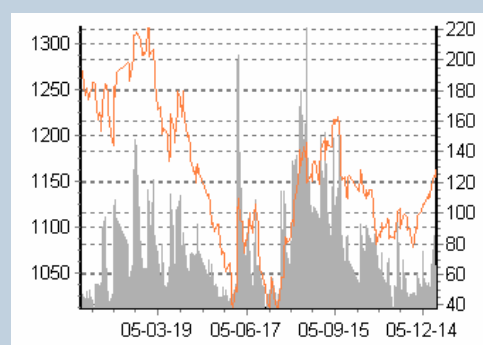
010-85130973

分析日期：2009 年 1 月 18 日

走势图



走势图



人民币汇率变动对进出口的影响。人民币汇率升值导致购买力增强，从而进口增加，但这种促进作用会逐步减少，这从脉冲函数的冲击图可以看出。货币升值会导致出口产品国际竞争力的减弱，从而导致出口减少，但从冲击函数的效用来看，人民币汇率在升值之后并没有造成出口的减少，相反，还形成了正向的冲击，之后才逐步的减少。这说明在中国近年来的样本范围内，汇率的升值并没有导致出口的锐减，相反由于出口产品结构的及时调整在某种程度上还对商品出口起到一种促进作用。

人民币汇率变动对工业利润的影响。人民币升值之后导致工业企业利润在当期下降，之后这种冲击的作用慢慢减少，最后趋于零，但对消费者价格指数(CPI)的作用逐步起到一种正向的作用，之后这种冲击作用慢慢减少。产生这种现象的原因，主要是人民币升值之后会降低工业企业的利润空间，特别是对外贸企业，因为他们出口产品的价格多以外币计算，而在计算利润时多以人民币结算；消费者价格指数的上升是由于进口的增加会产生输入膨胀。

人民币的变动的空间

通过协整分析，把验算的结果带入原始数据，测算的实质均衡汇率。从目前的实质均衡汇率来看，人民币仍有 5% 的升值空间。

人民币汇率未来走势

人民币汇率未来走势取决于人民币汇率的长短期博弈的结果。

2009 年人民币汇率走势依然将持续面临人民币升值的外压和促进国内出口增长的贬值内压。最终的走向必然是内外因素博弈下的选择。

短期而言，人民币面临阶段性贬值压力

鉴于中国经济眼下的自身需求，人民币确实存在着贬值的动力。即便是从技术层面看，人民币短期内也还将继续受压下行。不过由此断定人民币进入下跌周期还为时过早，中国 2009 年让人民币持续贬值的空间非常小。

综合分析，从短期来看，人民币兑美元存在阶段性贬值的压力。

中期汇率稳定是较佳选择

09 年过度的升值或者贬值都不太可能，因为，人民币若过度贬值将带动其他货币跟随贬值，这是个无序竞争的无底洞，无助于解决问题。且让人民币贬值将引起国际间的摩擦，使中国主要贸易伙伴中的贸易保护主义情绪受到刺激，这对中国经济增长前景也不利。

因此，综合考虑，我们认为 09 年保持汇率相对稳定是一个比较现实可行的选择。我们预计 09 年美元/人民币中间价在 6.9 : 1 左右保持 3% 区间的小幅波动。

长期而言，人民币是一个价值渐进回归的过程

大体上说来，人民币对美元汇率近期上涨的可能性不大，但是这是建立在人民币具有潜在的巨大升值压力基础上，即使有上涨的可能也是小幅度的；从长期来说，通过我国汇率政策的改革和一篮子货币的选择，人民币升值是一个价值回归的过程。

因此，2009 年人民币汇率走势将持续趋于稳定，可能会出现阶段性的小幅波动。短期而言，由于受促进进出口等“保增长”措施影响，未来人民币对美元汇率将小幅波动，可能会出现阶段性贬值；长期而言，人民币是一个价值渐进回归的过程，以一篮子货币衡量的有效汇率会均衡升值。

非美货币走势：欧洲货币将振荡走弱，逐步贬值——欧元现在面临苦涩的尴尬境地，一方面在世界最需要一种替代性储备货币（强势的欧元）的时候，欧元面临机会与诱惑，但内部的经济压力使得欧元成为替代货币的时机却又不是最佳的。

英镑：继续弱于其他非美货币；**日元：**美元兑日元汇率长期前景看淡；**商品货币：**风险厌恶情绪趋浓，走势下行。

目录

2009：经济危机下的汇率博弈	4
2008 年：汇率及汇市——巨幅波动，表现两极	5
制约汇率变动的因素分析	6
人民币汇率变动对宏观经济的冲击	6
人民币变动与 GDP	6
人民币汇率波动与消费	7
人民币升值对各行业利润的冲击	10
人民币的变动的空间	10
购买力平价理论	10
运用利率平价模型的估计	11
有效均衡汇率	11
人民币汇率未来走势	13
当前市场关于人民币汇率走势的分歧	13
人民币汇率未来走势分析——人民币汇率的长短期博弈的结果	14
短期而言，人民币面临阶段性贬值压力	15
中期汇率稳定是较佳选择	16
长期而言，人民币是一个价值渐进回归的过程	17
非美货币走势分析	18
欧洲货币将振荡走弱，逐步贬值	18
英镑：继续弱于其他非美货币	20
日元：美元兑日元汇率长期前景看淡	21
商品货币：风险厌恶情绪趋浓，走势下行	21

图表目录

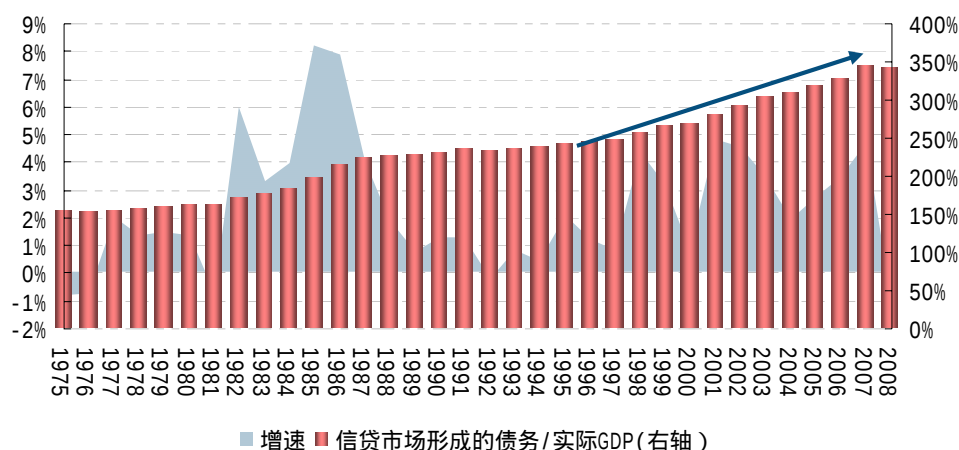
图 1：去“杠杆化”仍将持续 信贷危机向实体经济蔓延.....	4
图 2：人民币汇率波动对国民收入的冲击效应.....	7
图 3：人民币汇率波动对消费的冲击效应	7
图 4：人民币汇率波动对投资的冲击效应	7
图 5：人民币汇率波动对 M1 的冲击效应.....	8
图 6：人民币汇率波动对 M2 的冲击效应.....	8
图 7：人民币汇率波动对进口的冲击效应	9
图 8：人民币汇率波动对出口的冲击效应	9
图 9：人民币汇率波动对工业利润的冲击效应.....	9
图 10：人民币汇率波动对消费者价格指数的冲击效应.....	9
图 11：人民币汇率和购买力平价.....	11
图 12：一年半以来汇率波动趋势(日) 单位 元.....	15
图 13：存贷款利率走势	18
图 14：存款准备金率走势	18
图 15：2008 年下半年信贷增速反弹	18
图 16：美元/欧元/日元对人民币平均汇率（月）	20
图 17：2008 中国进出口增速 %	22
图 18：中国贸易顺差增长 %	22
图 19：中国主要贸易伙伴国贸易增长 %	23

2009：经济危机下的汇率博弈

汇率作为国际金融关系乃至国际经济关系正常发展的重要纽带，几乎已渗透到包括经济生活的一切领域，并发挥着日益重要的作用。随着改革开放的不断深入，我国经济实力的不断增强，人民币汇率已成纳入全球性的视野而倍受关注。自 2002 年以来，有关人民币走势的问题甚至成为理论界和实务界最为关注的问题。到 2005 年 7 月 21 日，中国人民银行宣布人民币升值 2%，达到 8.11：1 水平，与此同时，人民币汇率不再盯住单一美元货币的政策，这种人民币汇率的小幅上调以及一篮子货币的选择更加吸引了全世界的眼球。我们认为，汇率是比价，更是杠杆和政策工具，汇率不但会影响一国的物价、就业和经济的增长速度，而且还会影响其经济结构的调整和经济增长的质量。

始于美国的金融危机已演变为一场全球性的经济危机，本次危机对美国本土、发达经济体及新兴市场的打击日益明显，2009 年全球可能会经历二战后最严重的经济衰退。

图 1：去“杠杆化”仍将持续 信贷危机向实体经济蔓延



资料来源：FRB 中信建投证券研究所

本次危机深层次原因是：实体经济和金融领域长期失衡（而失衡是不可持久的），最终通过与房贷相关的金融领域危机的形式爆发出来，其实质是资产价格泡沫破裂释放到金融领域的严重危机；危机本身是对全球经济失衡的矫枉过正，是对需求方过度消费能力、供给方过剩生产能力的总调整；是一次世界经济从失衡向再平衡调整的开始，经济失衡的修正将会持续进行，对发达经济体及新兴市场将带来深远影响，而对新兴市场的影响将更加显著。

我们认为，2009 年各国货币当局将集体面临汇率的尴尬困境，为应对危机，政府使用汇率“武器”引发的“战争”不可避免，2009 年汇率的博弈将会艰难而曲折。处于贸易漩涡的人民币汇率将再度成为焦点话题。

2009 年人民币汇率走势如何演进？

2008 年：汇率及汇市——巨幅波动，表现两极

2008 年的金融危机令世界金融格局发生了天翻地覆的变化，全球主要货币汇率及汇市巨幅波动，表现两极。

2008 年前半段，在利差预期的刺激下，以欧元为首的非美货币持续上扬，2008 年 7 月 15 日，欧元对美元汇率达到 1.5923，创欧元启用以来最高水平；

2008 年后半段（尤其是 8 月份后），由于美国金融危机在 2008 年下半年集中爆发，引发了金融市场大动荡，首先重创了美国金融体系，雷曼兄弟等百年老店或破产或国有化或合并等洗牌。不久金融危机波及欧洲地区，使欧系货币在减息浪潮中步步回落，遭受重挫。接着新兴地区也遭受金融危机打击，澳洲等新兴地区高息货币遭受大抛售，引发美日等国海外资本回流，加速了高息货币的减息进程。由于金融危机导致投资者寻求在美元中避险，货币市场的估值格局几乎在短短几周之内被完全改写。过去几年“一直跌跌不休”的美元则上演了一幕惊天大逆转，在接下来的 4 个多月时间里，美元一改 2002 年以来持续贬值态势，转为快速大幅升值，与日元一道成为为数不多的汇率大幅升值的货币，而一度被大幅高估的货币，如澳元、英镑和欧元等对美元汇率则回落至公允价值附近或者甚至被低估。2008 年全年，美元对欧元累计升值达到约 20%，而美元对日元的表现则是 20 多年来最差的，跌幅超过 18%，为 1987 年暴跌 23.2% 以来最大百分比跌幅。欧元对英镑的全年升幅则是欧元问世以来最大的，高达 33%，美元对瑞士法郎则跌去了 6.7%；2008 年全年，英镑兑美元重挫约 27%，为 1971 年金本位结束后的最大年度跌幅；

纵观 2008 全年，日元、美元和人民币表现最为抢眼，美元特殊的地位令其摆脱了多年的疲软；日元异乎寻常的强劲表现，超出了所有投资人的预期；由于中国外贸出口形势急速恶化，人民币兑美元加速升值的趋势在 2008 年年中被市场突然“叫停”，由于事实上的“盯住美元”，人民币兑非美货币保持升势。

之所以造成汇市的大幅波动，资金从低息货币流入高息货币是汇率失衡的一个重要因素。巨大的收益率差异、低波动性以及自由流动的国际化资本市场，为借入低息货币（如日元）并投资于高息货币（澳元、新西兰元等）的“套利交易”策略提供了理想的温床。

商品市场方面，路透-Jefferies 商品研究局指数(CRB)在 08 年下跌近 40%，为历史最高年跌幅。金价 2008 年全年收升，升幅达 5%，乃全球经济深度衰退之际，少数表现亮丽的商品之一。美国即月原油期货价格全年跌幅 60%。期铜年内累计下跌近 60%，跌幅亦是前所未见。美国大豆与玉米期货 08 年分别累计跌去 22% 及 14%，小麦期货的全年跌幅为 33%。

在商品货币方面，澳元兑美元 2008 年的走势总体表现为冲高回落走势，在年初澳元兑美元开盘在 0.8753，08 年初延续 07 年底的下探走势之后在 1 月底企稳回升，并于 2 月 28 日一举突破了 2007 年高点并创下 0.9496 的 24 年新高，在前半年汇价展开较长时间的宽幅震荡并继续延续大的上行趋势，汇价至 08 年 7 月 15 日达到历史的高点 0.9848，距离美元平价仅一步之遥。主要是因为当时国际油价，黄金等大宗商品价格继续大幅走高，而澳大利亚作为金属、铁矿石等能源的重要生产及出口国，在此次大宗商品大幅上涨期间获得极大支持，在美联储降息以刺激经济增长的时候，澳联储还在考虑如何控制通胀，并继续调升利率。加上澳联储的升息预期共同推动澳元兑美元节节攀升；但是随后行情急转直下，加上其他货币对的协同效应，澳元兑美元在 2008 年 10 月 28 日到达 0.6008 的年内低点后企稳；在 10 月底到年度结束，汇价出现一定幅度的反弹，最终收盘在 0.7087，全年总波动创下 3840 点的历史新高，年度跌幅 1666 点。

二、制约汇率变动的因素分析

一国汇率的变动要受到许多因素的影响，既包括经济因素，又包括政治因素与心理因素等。而各个因素之间又有互相依存、互相制约的关系。更何况，同一个因素在不同的国家，不同的时间所起的作用也不相同，所以汇率变动是一个极其错综复杂的问题。

实际汇率的变动是非原生性的，影响实际汇率变动的冲击因素有很多种，且不同类型冲击因素的作用机制也各不相同。通常，将影响实际汇率变动的冲击来源概括为真实冲击和名义冲击两类。其中，真实冲击指的是除货币供给量变化以外的因素对产出、实际汇率的等经济变量产生的影响。主要包括一国生产率增长、政府支出变动等因素。这里，按照真实冲击来源角度的不同，又将一国生产率增长对实际汇率的影响归为供给冲击，而将政府支出等因素的变动对实际汇率的影响归为需求冲击。名义冲击也称为货币冲击，它指的是由于货币供给量扩张而对产出、实际汇率的等经济变量产生的影响。

在对一国经济高速增长时期实际汇率变动的众多研究中，涌现许多有国际影响的理论，一是从供给角度出发的“巴拉萨—萨缪尔森效应”理论，该理论依托生产率增长的部门差异性关键假设，推导出—国经济的长期高速增长通常会引发本币实际汇率的升值的结论。二是“国际借贷理论”，该理论从外汇供求的角度出发，解释汇率的波动；三是“资产市场理论”，该理论产生于20世纪70年代以后，工业国家实施了浮动汇率制，各国金融政策进一步自由化，国际资本流动越来越频繁之际，它主要从各国货币的比价决定于各种外币资产的增减角度出发考虑汇率的变化；四是“购买力平价理论”，该理论认为人们之所以需要外国货币，是因为它在国外具有对一般商品的购买力。因此，一国货币对外汇率，主要是由两国货币在其本国所具有的购买力决定的，即两种货币购买力之比决定两国货币的交换比率。购买力平价理论作为长期利率决定理论至今仍为大多数经济学家所接受，并继续对西方国家的外汇理论与政策产生重大的影响。

人民币汇率变动对宏观经济的冲击

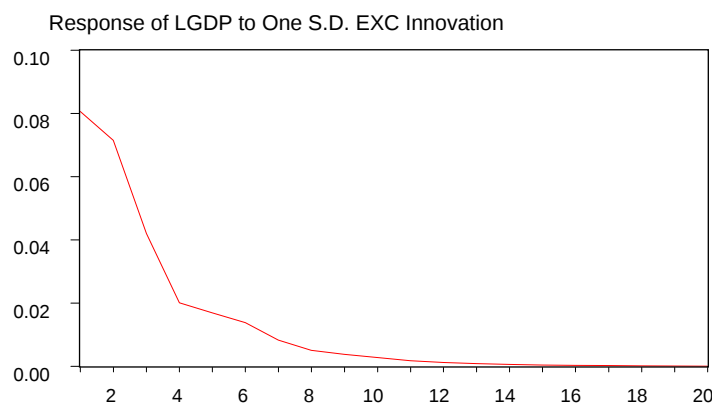
人民币变动与 GDP

由于人民币汇率变动对我国宏观经济的冲击作用一直存在争论，在经济运行机制不能完全承受完全浮动汇率制度时，国家对人民币汇率实行有管理的浮动汇率制度，以避免过度的波动影响国家的宏观经济运行。2009年人民币波动对中国宏观经济的冲击有多大？以下我们采用时间序列模型来分析这种冲击和影响。

分析中采用的宏观经济变量主要有国内生产总值（GDP）、居民消费（C）、固定资产投资（I）、出口（EX）、进口（IM）、M1、M2、CPI。

为探讨其协整关系和脉冲效应函数，首先对各宏观经济变量的原序列进行了单位根检验，为降低原序列的波动性，原序列都取对数，这样并不会改变原时间序列的性质及其关系，对数处理后的时间序列变量分别记为LGDP、LC、LI、LEX、LIM、LM1、LM2。原非平稳的宏观变量序列和汇率序列经一阶差分之后均已平稳化。

图 2：人民币汇率波动对国民收入的冲击效应



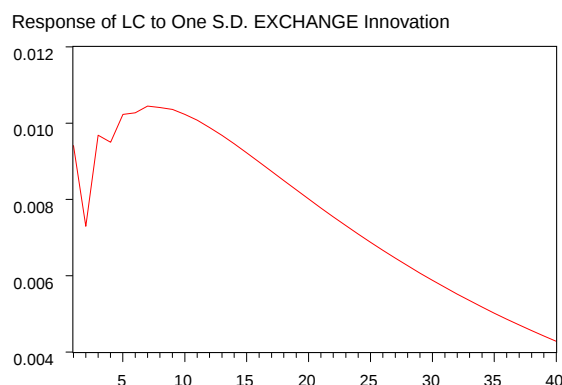
数据来源：Bloomberg、CEIC 中信建投研发部。

分析人民币汇率的变动对国内生产总值的脉冲响应函数的检验(见图 5)。人民币汇率波动产生后的当期出现了一种正向的冲击，然后一直到第 12 期这种冲击作用消失。这说明人民币汇率的波动对中国 GDP 的冲击作用是一个正向然后趋于稳定的过程。

人民币汇率波动与消费

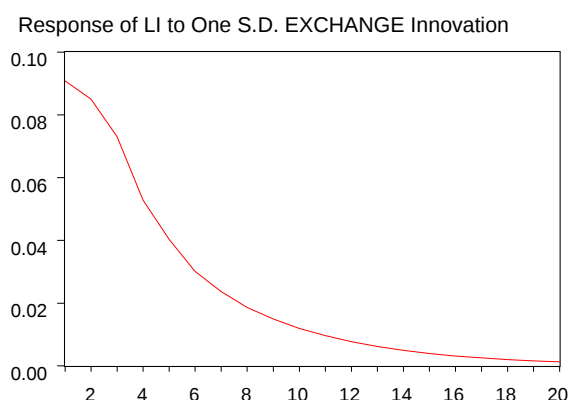
人民币汇率波动对消费的冲击作用出现一定的波动，但这种冲击主要是正向的冲击作用，在第 2 期出现了小幅度的下降，但之后第 9 期这种冲击作用达到一种最大值，并且这种冲击一直得到延续逐步的收敛，收敛的速度很慢，直到第 40 期才逐步趋近于零（见图 3）。这说明人民币汇率的波动对消费的影响是长期的，这种长期影响形成的原因主要是人民币的升值导致了人们购买力的提高，从而增强人们的消费水平。

图 3：人民币汇率波动对消费的冲击效应



数据来源：Bloomberg、CEIC 中信建投研发部。

图 4：人民币汇率波动对投资的冲击效应



人民币汇率变动与投资

人民币汇率变动对投资的影响也呈现正向过程，不过这种冲击的时间在当期的影响最大，然后逐步减少。在滞后第 20 期这种冲击就趋近于零（见图 4）。

从以上分析可以得出，人民币汇率的变动对消费的冲击是长期的，对国民收入和投资的影响是中期的。

人民币汇率变动对 M1 和 M2 的影响

人民币汇率升值对 M1 和 M2 的冲击方向完全不同，对 M1 具有正向的冲击，在第 12 期之后这种冲击作用逐步趋于稳定。对 M2 的冲击作用在当期具有正向的冲击作用，之后变为负向的冲击，之后在第 12 期之后这种负向的冲击作用趋于稳定（见图 5 - 6）。产生这种差异的原因是由于人民币升值后导致购买力的增强，现金流量增多，从而同期的存款减少。同时货币升值后，会导致外汇占款减少。

图 5：人民币汇率波动对 M1 的冲击效应

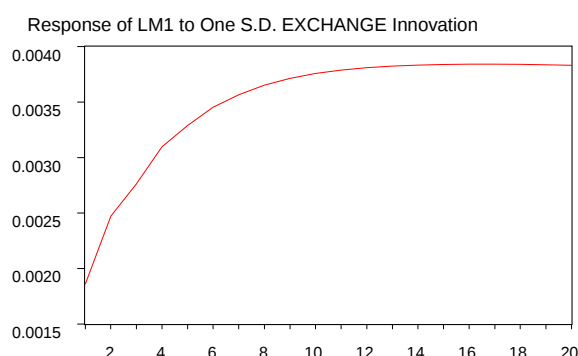
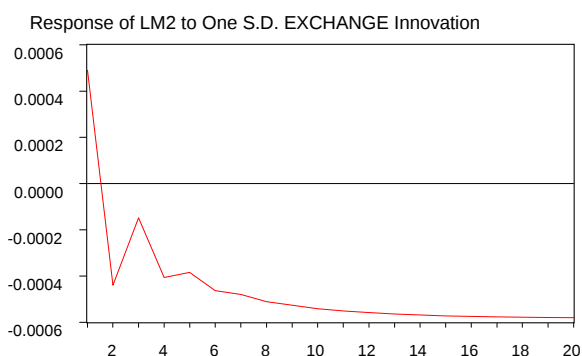


图 6：人民币汇率波动对 M2 的冲击效应



数据来源：Bloomberg、CEIC 中信建投研发部。

人民币汇率波动对进出口的冲击效应

人民币汇率升值导致购买力增强，从而进口增加，但这种促进作用会逐步减少，这从脉冲函数的冲击图可以看出。货币升值会导致出口产品国际竞争力的减弱，从而导致出口减少，但从冲击函数的效用来看，人民币汇率在升值之后并没有造成出口的减少，相反，还形成了正向的冲击，并且在第 3 期之后还逐步增加，直到第 9 期之后才逐步的减少。这说明在中国近年来的样本范围内，汇率的升值并没有导致出口的减少，相反由于出口产品结构的及时调整还对商品出口起到一种促进作用。

图 7：人民币汇率波动对进口的冲击效应

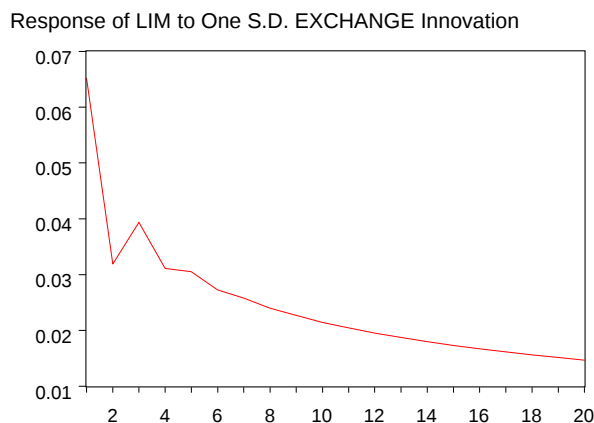
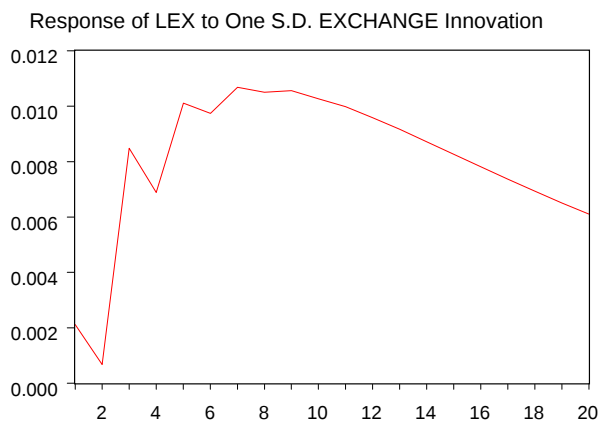


图 8：人民币汇率波动对出口的冲击效应



数据来源：Bloomberg、CEIC 中信建投研发部。

人民币汇率波动对工业利润的冲击效应

人民币升值之后导致工业企业利润在当期下降，之后这种冲击的作用慢慢减少，到第 10 期之后这种冲击的作用趋于零，但对消费者价格指数(CPI)的作用在第 2 期之后会逐步起到一种正向的作用，之后这种冲击作用慢慢减少。产生这种现象的原因，主要是人民币升值之后会降低工业企业的利润空间，特别是对外贸企业，因为他们出口产品的价格多以外币计算，而在计算利润时多以人民币结算；消费者价格指数的上升是由于进口的增加会产生输入膨胀。

图 9：人民币汇率波动对工业利润的冲击效应

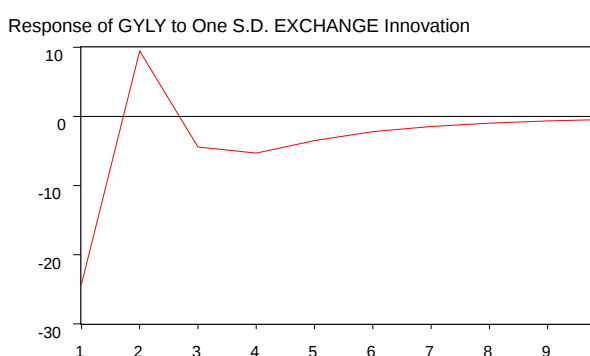
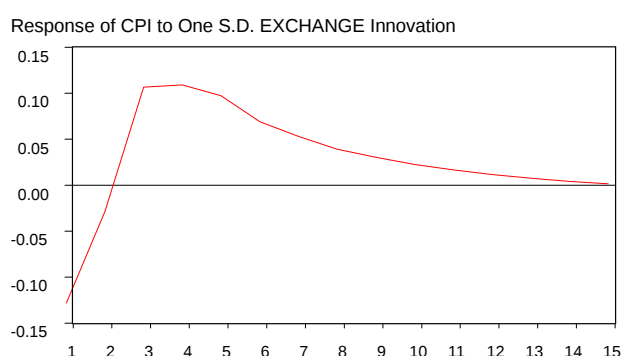


图 10：人民币汇率波动对消费者价格指数的冲击效应



数据来源：Bloomberg、CEIC 中信建投研发部。

目前，人民币升值已经有一段时间，各微观主体也已调整战略应对人民币的升值。在此时让人民币在现有的浮动空间范围内逐步的回归到均衡汇率水平，相对而言调整的成本更小。目前国内对人民币汇率升值最为担心的是升值会对出口、FDI 流入以及就业带来不利影响，我们认为这种担心是多余的，即便人民币升值很快，

FDI 的影响也是难以确定的,而对于就业,汇率调整更多的是带来一些非熟练工人的摩擦性失业,其影响有限。而对于出口,人民币升值之后能有效的减少贸易摩擦,纠正贸易品部门和贸易品部门非均衡发展。

人民币升值对各行业利润的冲击

人民币升值所导致的资本成本和收入的提升将在长期内改变我国的经济结构,重新赋予行业不同的成长速度,并使不同行业的企业业绩出现分化。人民币升值将通过两种途径对不同行业产生影响。一是因人民币升值所导致的资本成本和收入的提升将在长期内改变我国的经济结构,重新赋予行业不同的成长速度,并使不同行业的企业业绩出现分化。二是人民币升值在短期内改变行业内企业的资产、负债、收入、成本等账面价值,通过外汇折算差异影响其经营业绩。概括而言,人民币升值将对进口比重高、外债规模大、或拥有高流动性或巨额人民币资产的行业是长期利好;而对出口行业、外币资产高或产品国际定价的行业冲击较大;其他则影响较小。

人民币升值会导致整个工业企业利润的减少,但这并不意味着会导致所有行业利润的减少,有的行业会由于人民币的升值而导致利润增加。同时由于各行业对货币升值的敏感性不同,从而人民币汇率波动对不同行业利润冲击的时间长度和波动性会产生差异。在所有的行业中,交通运输设备行业利润的冲击、特殊用途设备利润的冲击、铁冶炼行业利润的冲击和橡胶行业利润的冲击对人民币汇率升值有一种正向的冲击作用,也即人民币汇率升值会导致这两个行业利润的增加。产生这种现象的原因主要是这两个行业的中间产品均依赖进口,人民币的升值直接导致这两个行业利润空间的拉大。

人民币的变动的空间

人们在讨论人民币均衡汇率的时候,更多的是论及由央行公布的以及外汇市场供给和需求决定的名义汇率。由于我国是对资本进行控制的有管理的浮动汇率制度,这种均衡汇率就很难反映我国外汇市场真正的供给和需求。而且名义汇率作为一种资产价格会受到投机性的泡沫因素和许多非经济因素的影响,因此作为投资者更关心的应该是经由名义汇率转换的外国一般价格水平和本国一般价格水平的比例,它更能反映贸易和投资等实体经济活动。以下以三种汇率计算方法分别进行测算,以进一步确认人民币汇率波动的空间。

购买力平价理论

根据相对购买力平价理论,两国间的相对通货膨胀决定两种货币间的均衡汇率。即:

$$\frac{(E_t - E_{t-1})}{E_{t-1}} = \pi_{RMB} - \pi_{\$}$$

其中 π_{RMB} 和 $\pi_{\$}$ 表示美国和中国 t 期的通货膨胀率; E_t 表示 t 期汇率。

根据上述相对购买力平价模型进行估算,人民币汇率出现了一定的潜在贬值空间,并在 2009 年逐步向购买力平价回归。

图 11：人民币汇率和购买力平价

错误！链接无效。

数据来源：Bloomberg、CEIC 中信建投研发部。

运用利率平价模型的估计

利率平价理论指出，任意两种货币存款的预期收益率应相同。也就是说，两种不同货币存款的利差应等同于市场预期的汇率变动的百分比。利率平价可用公式表示为

$$\frac{(E_{t+1}^e - E_t)}{E_t} = R_{RMB} - R_{\$}$$

其中， E_{t+1} 表示对下一期汇率的预期， E_t ：表示t期汇率（即直接标价汇率1美元合多少人民币）， $R_{\$}$ 表示t期美元存款利率， R_{RMB} 为t期人民币存款利率。许多国家的实证研究表明，利率平价是解释、预测利率与汇率之间关系的优秀模型，它能够较好地解释发达国家间汇率变化的规律，与许多国家的实际数字吻合得相当好。

根据上述模型，我们初步估算，与2007年相比人民币已经累积了10.6%的潜在升值空间。但我们认为，从09年利率趋势来看，美国已无降息空间，而我国仍有较大降息可能，因此，这个升值空间缩小的机率极大。

有效均衡汇率

以下是采用行为均衡汇率法（简称 BEER）来估算人民币的实质均衡汇率，该方法是通过实质均衡汇率有影响的相关变量来解释观察到的名义汇率和实质汇率的运动。其约化型方程的线性形式可表述为：

$$q_t = \beta' Z_t + \theta' T_t + \varepsilon_t$$

其中 q_t 表示实际观察的实质汇率（用对数形式表示）， Z_t 是那些对中长期实质汇率有影响的经济基本面（对数形式或比率）构成的向量， T_t 是对那些短期实质汇率有影响的短期和一时性变量构成的变量， β ， θ 是约化型参数， ε_t 是随机扰动项。

在选取决定人民币均衡实质汇率的经济基本变量时,本文选区的基本变量有:贸易条件(TOT)、国家的市场开放度(OPEN)、净对外资产(NFA)和政府支出效应 GEX)。

人民币实质汇率用实质有效汇率来衡量,用自然对数的形式表示即为:

$$\ln(REER) = \sum_{i=1}^6 \omega_i \cdot \ln(S_i \cdot CPI / CPI_i)$$

其中 ω_i 表示纳入分析的 6 大贸易伙伴国各国占 6 国总贸易额的比重,也即在分析中所占的权重。 S_i 表示我国与 i 国的名义双边汇率。 CPI 与 CPI_i 分别表示我国与各贸易伙伴国的消费价格指数。

贸易条件,即为出口价格与进口价格之比,它被用来描述一个国家的贸易品在国际市场上的竞争力。

$$\ln(TOT) = \ln(EX / IM) - \sum_{i=1}^6 \omega_i \cdot \ln(EX_i / IM_i)$$

其中 EX,IM 分别表示为出口、进口价格指数。

非贸易品与贸易品的相对价格比(TNT),该指标是衡量本国与外国生产率增长差异的间接指标。

$$\ln(TNT) = \ln(CPI / PPI) - \sum_{i=1}^6 \omega_i \cdot \ln(CPI_i / PPI_i)$$

PPI 表示生产者价格指数。

净对外资产(NFA)我们采用对外储备的增长额来表示,同在进行分析是采用对数的形式。

利率差(DI),采用对数表示即为:

$$\ln(DI) = \sum_{i=1}^6 \omega_i \cdot \ln(I / I_i)$$

其中 I 和 I_i 分别表示我国和贸易伙伴国的利率。

在运用协整方法确定实质均衡汇率与各经济基本变量之间的均衡关系之前,我们对各相关变量进行了单位根检验,通过检验显示,各变量均存在单位根过程,但它们一阶差分之后都在 1% 的显著水平拒绝原假设,从而变量均是 I(1)序列。

通过协整分析,把验算的结果带入原始数据,测算的实质均衡汇率。从目前的实质均衡汇率来看,人民

币仍有 5% 的升值空间。

人民币汇率未来走势

当前市场关于人民币汇率走势的分歧

人民币汇率问题引起了国际社会和国内各界的关注和争论，从 2003 年初至今，理论界和实务界关于如何调整人民币汇率意见纷呈，分歧颇大，归纳起来大致可综合为以下四种观点。

渐进升值论

其理由是：持续的双顺差格局必然给人民币带来持续升值的压力。自从 1994 年汇率体制改革之初中国的外汇储备不超过 516 亿美元，但到 1996 年外汇储备即超过 1000 亿美元，2002 年外汇储备高达 2864 亿美元，到 2008 年底我国外汇储备为 1.95 万亿美元。从 1994 年以来，除 98 年外，其余年份经常项目以及资本和金融交易账户均维持顺差格局；另外名义汇率稳定和强制结售汇制度结合在一起，使得中央银行基本上丧失对基础货币的调控能力。这给中国埋下了中长期通货膨胀的压力。为调整双顺差和避免通货膨胀威胁，人民币应该渐进升值。

大幅升值论

其核心观点为：人民币应该大幅度超预期地升值，一步到位。因为缓慢升值将使人民币升值的预期加重，进而人民币亦步亦趋被动不断升值，且升幅可能还会更大，其结果是步 20 世纪 80 年代日元的后尘。当年日元就是小幅度升值，结果导致热钱套汇得手并且预期日元将进一步升值。

维稳论

理由是：中国应一如既往的重申其对开放资本帐户和实现人民币全面自由兑换的长期承诺。与此同时，得先完成大量的艰巨的改革工作。这包括资本市场改革和必须先消除其银行业的非市场化问题。除非中国在资本市场和银行业改革进程上已取得较大的成果，否则，中国让人民币自由浮动的时机目前尚未成熟且风险很高，在这样的背景下，尽管勉力维持名义汇率稳定肯定不是最佳选择，但至少在目前，却还未出现足以在操作层面上较盯住汇率制更为灵活可行的措施。因此，以静制动是明智的。

扩大浮动幅度及人民币汇率弹性论

该观点认为，从内部因素看，中国外汇储备居高不下、贸易顺差不断扩大；从外部因素看，国际市场要求加快人民币升值速度的呼声不断，这都对人民币形成了不容忽视的压力。这个角度来说，央行应扩大对人民币兑美元交易价浮动幅度，扩大银行间即期外汇市场人民币兑美元汇率浮动区有利于人民币汇率形成机制的进一步完善。而汇率波幅的放宽不但不会令单边升值预期加剧，反而会对这一预期产生收敛效果，从而改变目前人民币汇率直线上升的趋势。

以上四种观点，对人民币汇率未来走势分析独具有其合理性。

我们认为：汇率走势一直受内外需结构的调整问题及经济周期中的充分就业问题两个因素的制约。

内外需的调整问题就是通过汇率手段调节资源在内需部门和外需部门之间的配置。在经济可以实现充分就业的情况下，如果资源在这两个部门配置不当，会给本国国民带来福利的损失。如在人民币低估的情况下，我国通过出口所获取的收益就要小于在国内获得的收益，所以要通过人民币的升值鼓励资源向内需部门转移。

在国内需求的启动短期内已经比较困难的情况下，进行人民币升值的代价太大，这会影响充分就业。目前我们显然处在这样一个阶段。由于国内需求的放缓，上半年经济增速将明显下降。而刺激需求的政策会有一定的时滞。在内需启动尚需时日的情况下，对外需应该采取宽松甚至是鼓励的态度。在这样的背景下，人民币对一揽子货币的升值幅度会明显减弱，甚至于贬值都是可以接受的。而这也是出口退税率上调的大背景。

人民币汇率调整也不能给出口企业一个过分乐观的预期。从长期来看，我们认为人民币仍然被低估，因此升值还将继续。而短期内的贬值是因为经济周期的影响。所以在这样的情况下，要通过各种渠道给出口企业一个合适的预期，不能使企业对人民币币值产生趋势性下跌的一种先入为主的判断，从而导致过多资源配置在出口部门，形成明显的扭曲。

人民币汇率未来走势分析——人民币汇率的长短期博弈的结果

2009 年人民币汇率走势依然将持续面临人民币升值的外压和促进国内出口增长的贬值内压。最终的走向必然是内外因素博弈下的选择。

在影响 09 年汇率变化的内外因素中，主要因素有：

(1) 国际收支变化。国际收支变是决定人民币汇率的重要因素，它反映了外汇市场供给变化对人民币汇率的影响。如果国际收支盈余，外汇市场外币供给将增加，外币将贬值，人民币将升值；如果国际收支恶化外汇供给将下降，人民币会面临贬值压力。长期以来我国的贸易项目和资本项目双顺差，人民币也保持升值的趋势。若我国国际收支盈余下降，人民币升值压力将变缓，汇率双向变动可能性会增加；

(2) 通货膨胀的变化。若中国的通货膨胀率相对美国的通货膨胀率上升，人民币的相对币值也就是说其购买力在下降，人民币升值的压力将缓解。相反若美国的通货膨胀率高于中国的通货膨胀率，则美元的币值在下降，人民币的币值相对上升，人民币会有升值的压力。目前中国的通货膨胀率虽有下降的趋势，但仍高于美国的通货膨胀率，人民币的币值相对下降，人民币升值压力也将得到一定缓解。

(3) 美元币值的变化。人民币对美元的汇率是人民币币值对美元币值之比，它反映了当期人民币和美元的购买力之比。在一定的名义汇率水平下，若美元币值下降，人民币币值就相对上升，人民币升值压力就大；若美元币值上升，人民币币值就相对下降，人民币升值压力将下降。如最近在美元持续走强的情况下，人民币对美元出现了持续贬值的现象。

(4) 非美元货币汇率的影响。由于人民币和非美货币之间的汇率是由人民币和美元之间汇率及美元和这些货币在国际金融市场上的汇率套算而来的，因此若美元对欧元、日元等货币升值，那么若人民币对美元升值，对其他货币升值的幅度就更大；若人民币对美元贬值，同时美元对欧元、日元和英镑等货币升值幅度大于人民币对美元的贬值幅度，则人民币对欧元、日元和英镑等货币升值，若美元对欧元、日元和英镑等货币升值幅度小于人民币对美元的贬值幅度，则人民币对欧元、日元和英镑等货币贬值。目前人民币对美元货币贬值，有利于缩小对篮子货币的升值幅度。在我国贸易盈余下降的情况下，人民币对美元汇率的变化须要考虑到对人民币对非美元货币汇率的影响。

(5) 汇率机制。人民币最终的目标是实现人民币汇率的自由兑换。人民币可以自由兑换,并逐步成为国际通行的流通、转让、清偿、储存的手段,不仅可以为对外贸易、对外结算和利用外资提供诸多方便,而且也将使人民币在同世界各国经济与金融的交往中,被世界所公认和接受,这对加强中国在国际上的地位,推动国际经济的发展是极为有利的;同时,人民币在同外币的自由买卖过程中会促使汇率围绕其真实的价值而波动,使国内外汇市场与国际外汇市场、证券市场由脱节到衔接,有利于发展汇率调节出口贸易的作用,有利于中央银行根据真实的汇率变动信息适时地干预和管理外汇市场,通过外汇市场把汇率政策纳入货币政策,加强中央银行货币政策的实施效果。人民币自由兑换需要有一个好的汇率机制,而好的汇率机制要有一个能及时反映人民币价值的好的市场管理机制和市场监管体系。

图 12: 一年半以来汇率波动趋势(日) 单位 元



资料来源: 中国人民银行, 中信建投证券研发部

短期而言, 人民币面临阶段性贬值压力

当前人民币汇率市场表现出很大的贬值压力, 不排除未来人民币出现阶段性的贬值, 这种贬值压力来源于两个方面。一是 7 月下旬以来美元在国际市场的强劲反弹, 总体升幅超过 20%, 在参考一篮子货币进行调节的情况下, 人民币汇率会显弱; 二是金融危机已经演变为经济危机, 世界经济面临深度衰退, 对中国的冲击也已经开始显现, 尤其是对外需放缓、出口形势严峻的担忧导致人民币走贬。

国务院常务会议上明确指出, 要综合运用存款准备金率、利率、汇率等多种手段, 保持银行体系流动性充分供应, 促进货币信贷稳定增长。由此可以看出, 面对经济危机, 中国对于汇率政策的倚重力度或将加大。

由于中国目前通胀矛盾已趋缓, 从国内看人民币升值需要不明显。而一个显见的事实是明年我国出口将不可避免的大幅下滑, 而外向型企业出口乏力, 中国通过持续创造外汇抵消资产缩水损失的对冲能力就将失去。从这个角度说, 用各种办法保证出口的活力是当务之急, 这其中既包括出口退税率的大幅提高, 也应包括存款准备金率、存贷款利率的下调和人民币的适度贬值。

随着全球经济下滑, 以及国内经济形势的恶化, 中国的出口在去年 11 月开始出现负增长, 13 日最新公布的数据显示, 中国出口已经连续两个月负增长, 12 月出口同比增长-2.8%, 更甚于前一个月的-2.2%, 尽管顺差

仍在扩大，但由于中美之间息差收窄，息差套利操作不再具有吸引力，热钱开始流出我国。央行最新公布的去年 12 月份我国外汇储备数据显示，虽然外汇储备在 12 月增加了 613 亿美元，但大部分增值由于国际汇率波动造成。去除贸易顺差以及 FDI(对外直接投资)的贡献，外汇储备数据显示 12 月份短期国际资本仍在外流。我们预计，随着热钱继续流出，我国外汇储备仍将继续减少。

在热钱流出对人民币造成压力的同时，出于对出口放缓可能加剧国内经济困难的考虑，人民币继续升值已经不符合中国的现状。在中央经济工作会议所确定的“保增长”指示下，11 月 17 日人民银行发布的《货币政策报告》中，首次没有提及人民币稳定、可控汇率问题。而在汇改以后的前 13 次报告中，均有暗示人民币稳定升值的论述。央行行长周小川在不同场合表示不排除通过适度贬值拯救恶化的贸易出口形势，这表明了中国政府对人民币汇率态度的微妙变化。

在政府态度悄然变化，资金流出压力加大的情况下，人民币汇率在 12 月开始大幅波动。月初美元对人民币汇率周三连续三日触及日内波动区间上限，并且各家银行几乎没有报价，美元出现严重惜售的现象，使得美元成交量骤降至冰点，这是汇改以来的第一次。

从技术层面上看，人民币贬值是对近期美元升值的回应。当前，中国实行盯住一篮子货币的管理浮动汇率制度。美元是货币篮子中权重最大的币种，近期随着金融危机的加剧不断走强。因此，仅从汇率制度本身来看，为了实现人民币对一篮子货币的汇率稳定，美元升值自然对应着人民币贬值。在促进出口与热钱流出的压力下，相信未来半年人民币将会有一定幅度的贬值。

而在 08 年 11、12 月期间，中美息差变化有增有减，美元利率尚未下降到 0 附近。当时人民币贬值的预期也才刚刚开始，尚未形成市场主流。但是，12 月份开始，随着美联储把基准利率降到 0-0.25%，中美息差未来趋势已经明确，息差套利无利可图。同时随着出口开始负增长，人民币在 12 月初连续 3 天跌停，升值趋势被打破，贬值预期得到强化。

鉴于中国经济眼下的自身需求，人民币确实存在着贬值的动力。即便是从技术层面看，人民币短期内也还将继续受压下行。不过由此断定人民币进入下跌周期还为时过早，中国 2009 年让人民币持续贬值的空间非常小。

综合分析，从短期来看，人民币兑美元存在阶段性贬值的压力。

当然，即使上半年人民币可能小幅贬值，那也只是一个短期阶段性的调整，持续贬值的可能性并不大。一旦美元反弹行情结束，加上美联储向金融市场注入了大量资金换取流动性，美元贬值的趋势将加强，人民币依然面临升值的压力。

中期汇率稳定是较佳选择

1 月 6 日，央行召开的“2009 年工作会议”制度宣示，将“密切关注国际主要货币汇率变化，继续按照主动性、可控性和渐进性原则，完善人民币汇率形成机制，增强汇率弹性，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。由此可以诠释为：中国货币当局的真实态度，既顺应时势，释放单边升值风险，保持人民币汇率基本稳定；眼下为防范通缩及遏制外面颓势正在适度增加货币政策的灵活性，但刻意压低人民币汇率不是央行长期政策取向，而平衡与企稳才是眼下人民币汇率的真实目标。

从全球情况与中国的实际情况出发，我们认为 09 年人民币保持稳定是最佳的选择，大幅贬值或者继续快速升值都不利于我国经济金融稳定。

因为，人民币贬值可能会触发大规模资金外流，动摇国内金融市场稳定。另外，如果作为区域稳定象征的人民币汇率发生动摇，可能会对整个地区的其他货币产生较大的负面溢出影响。一旦人民币开始贬值，可能意味着亚洲很多出口型国家也会尾随其后，从而导致一轮“贬值比赛”。从这一角度来看，人民币贬值并不会起到预想的效果。而且，随着对中国采取更强硬立场的美国民主党入主白宫和国会，人民币大幅贬值可能导致美国的报复。

同时，人民币继续升值，会给出口带来更大的压力。强势美元的结果，已经带来了人民币的实际有效汇率快速上升。在全球经济增速下滑、发达国家消费下降、新兴经济体货币纷纷贬值的情况下，人民币升值，无疑将导致出口市场的丧失，国内大量的企业倒闭、失业剧增，带来严重的经济、社会问题。

09年过度的升值或者贬值都不太可能，因为，人民币若过度贬值将带动其他货币跟随贬值，这是个无序竞争的无底洞，无助于解决问题。且让人民币贬值将引起国际间的摩擦，使中国主要贸易伙伴中的贸易保护主义情绪受到刺激，这对中国经济增长前景也不利。

因此，综合考虑，我们认为09年保持汇率相对稳定是一个比较现实可行的选择。我们预计09年美元/人民币中间价在6.9:1左右保持3%区间的小幅波动。

长期而言，人民币是一个价值渐进回归的过程

就长期而言，显然，经济学理论与市场均认同购买力平价模型是信用本位制下寻求均衡汇率水平的基石。尽管对模型中使用的物价概念，如商品范围、权重等因素的处理各有不同，但无论是国际金融机构、国外学者，还是国内专家，计算得到的人民币对美元的购买力平价水平都远低于目前1美元兑换6.83元人民币的市场汇率水平。而从经济增长前景、劳动生产率提升空间、经常项目收支与财政收支、货币政策等方面的差异看，未来的人民币仍有相当的升值空间。

虽说人民币对美元汇率近期面临阶段性贬值可能，从长期来说，通过我国汇率政策的改革和一篮子货币的选择，人民币升值是一个价值渐进回归的过程。

一国货币汇率未来走势一般是由一国经常账户余额以及与别国的通货膨胀差异和经济增长差异决定的，同时也离不开整个全球的汇率体系这个前提。要精确预测人民币升值以后的升值幅度是多少？人民币的汇率水平应该是多少？可以说没有人会给出答案，因为人民币是不可兑换的。因为没有市场，所以就没有人知道人民币的真实汇率。人民币的汇率水平无法确定，那么，对于未来人民币升值的精确预测就无法进行。大体上说来，人民币对美元汇率近期上涨的可能性不大，但是这是建立在人民币具有潜在的巨大升值压力基础上，即使有上涨的可能也是小幅度的；从长期来说，通过我国汇率政策的改革和一篮子货币的选择，人民币升值是一个价值回归的过程。

人民币价值回归一是有利于稳定全球汇率水平。当今全球的主要货币有三个：欧元、日元和美元，主体框架是美元和日元，还有美元和欧元。从反映市场供求的角度看，人民币汇率显然存在着相当的上行空间。由于国际市场主要货币汇率的相互变动，长期来看客观上减少了人民币汇率的波动性。这对当前人民币币值的合理评估，实现人民币价值水平的回归有着重要的作用，同时也会对全球汇率水平的稳定发挥作用；其次有利于我国平衡国内外收支水平，加快经济增长。目前实施的人民币汇率机制随着汇率等经济杠杆在资源配置中的基础性作用增强，外汇供求关系进一步理顺，国际收支调节机制逐步建立健全，长期来看国际收支会趋于基本平衡，同时也为人民币汇率今后保持稳定，实现价值回归奠定坚实的经济基础；三是有利于降低投机资本的预期，减

少资产泡沫。我国近期实施的汇率调动水平和汇率市场供求机制改革将有利于这种高预期下降；四是有利于我国保持经济快速、稳定、健康增长，实现各项经济指标的良性发展，为实现我国经济的快速增长提供了外部保障五是有助于我国消除结构性通胀的困扰。人民币汇率的改革和对人民币价值的合理评估，有利于整个社会的消费，对消除我国目前的结构性通胀发挥重要作用同时也有利于消除“热钱”对金融体系的冲击。

因此，2009 年人民币汇率走势将持续趋于稳定，可能会出现阶段性的小幅波动。短期而言，由于受促进进出口等“保增长”措施影响，未来人民币对美元汇率将小幅波动，可能会出现阶段性贬值；长期而言，人民币是一个价值渐进回归的过程，以一篮子货币衡量的有效汇率会均衡升值。

图 131：存贷款利率走势

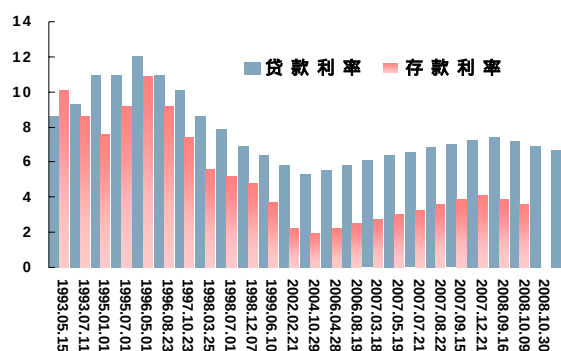
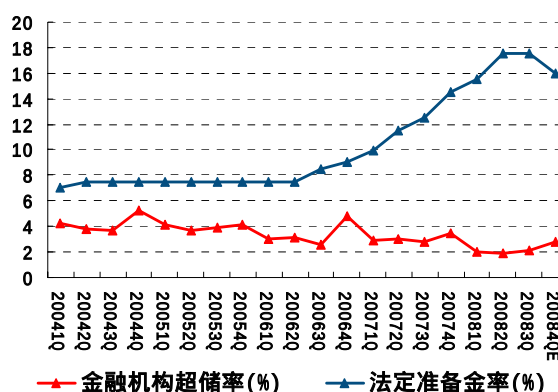
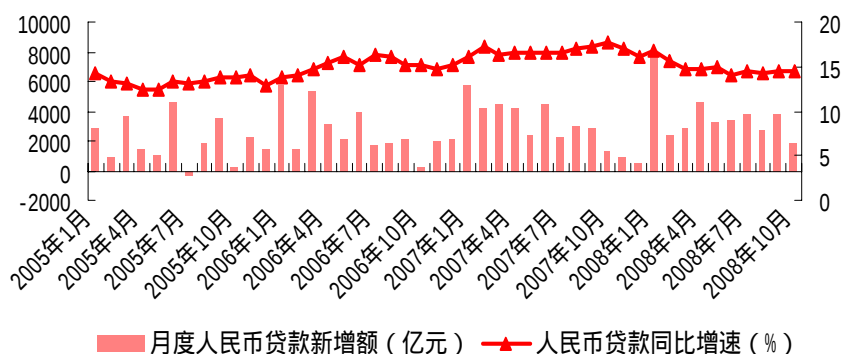


图 14：存款准备金率走势



资料来源：国家统计局，中信建投证券研发部

图 15：2008 年下半年信贷增速反弹



资料来源：国家统计局，中信建投证券研发部

非美货币走势分析

欧洲货币将振荡走弱，逐步贬值

欧元走势

据最新公布的数据显示，欧元区 12 月零售销售连续第 7 个月出现下降；12 月零售业采购经理人指数分别为 41.4，依然低于 50 的荣衰分界线，零售业依旧萎缩；新订单指数也再创新低，就业人数、机械订单、购买量、新出口订单、输入及输出物价等指数均降至记录低点，未来工业生产状况将持续低迷，经济前景依然严峻。而 12 月消费者信心指数降至 15 年来低点，其中制造业和服务业指数出现至少 10 年来的最快收缩速度。作为欧洲最大的经济体的德国，机械、设备和汽车制造商遭受空前的冲击。欧洲最大的汽车厂商大众汽车的公告称，2009 年增长目标的很难如期完成；宝马和奔驰 11 月份的销量都出现了约 25% 的下滑。

据欧盟 11 月 14 日表示，使用欧元的 15 个国家经济陷入衰退，数据显示，受金融危机以及需求不足影响，欧元区经济连续两个季度收缩，在第三季度和第二季度均收缩了 0.2%。种种数据显示 09 年欧元区将遭遇一轮更为猛烈的寒潮，欧洲经济可能已经陷入二战后最严重的衰退。

表 1：当期主要货币汇率表

	USD	EUR	GBP	JPY	CHF	CAD	AUD	NZD	HKD	SGD
USD	1	0.7551	0.673	90.36	1.1183	1.2408	1.4855	1.8255	7.7587	1.4871
EUR	1.3243	1	0.8911	119.63	1.4808	1.6428	1.9651	2.4138	10.2729	1.9688
GBP	1.4859	1.1222	1	134.22	1.6617	1.8439	2.2052	2.7087	11.527	2.2098
JPY	0.0111	0.0084	0.0075	1	0.012371	0.013729	0.016445	0.0202	0.08587	0.01642
CHF	0.8942	0.6753	0.6018	80.8342	1	1.1079	1.3264	1.6317	6.9354	1.3295
CAD	0.8059	0.6087	0.5423	72.8385	0.9026	1	1.1958	1.4678	6.2482	1.1972
AUD	0.6732	0.5089	0.4535	60.8088	0.7539	0.8363	1	1.2267	5.2247	1.0014
NZD	0.5478	0.4143	0.3692	49.5050	0.6129	0.6813	0.8152	1	4.2495	0.8144
HKD	0.1289	0.0973	0.0868	11.6455	0.1442	0.1600	0.1914	0.2353	1	0.1902
SGD	0.6724	0.5079	0.4525	60.9013	0.7522	0.8353	0.9986	1.2279	5.2576	1

数据来源: InteractiveData 中信建投研发部

欧元的强势使得欧元区一些国家如爱尔兰和西班牙面临巨大压力，以购买力指标衡量，欧元兑美元汇率至少高估了 20%。基于国家竞争力下降、财政赤字上升、公共财政状况恶化，标准普尔 15 日调降了希腊的主权债务评级，同时警告可能下调西班牙的“3A”评级，而列入下一步调降调降名单的有爱尔兰、葡萄牙。此举令欧元即将承受更大的压力，这不仅强化了市场对欧洲经济前景的担忧，更让市场开始担心欧洲的主权风险。

在其他国家政府通过货币贬值来缓解金融危机之际，欧元区国家对于欧元贬值的期待可想而知，此前汇率大幅飙升的欧元不仅给这些国家带来经济上的痛苦，还显现出了这些国家在政治方面的紧张情形。

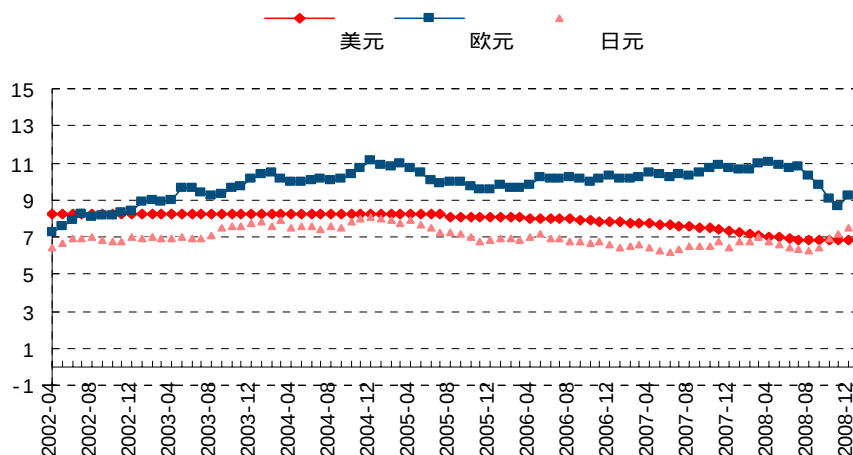
欧元区经济困境在一定程度上是由于强势欧元造成的。因为以购买力指标衡量，欧元兑美元汇率至少高估了 20%。

统一的货币使得欧元区国家不可能像英国那样让本币大幅贬值，而希腊、爱尔兰和西班牙等国家希望通过贬值以恢复其竞争力，并消除房地产和建筑业泡沫破裂造成的不利影响。为避免出现灾难性的经济萧条，欧元区经济较弱的成员国恐怕会采取更多的措施以促使欧元进一步贬值。

由于对通胀预期的下调及欧元区经济衰退形势加剧，欧洲央行(ECB)16日下调降基准利率 50 个基点，有原来的 2.5%降至 2.0%，齐平 ECB 有史以来的低点纪录。

欧元区现在面临苦涩的尴尬境地，一方面在世界最需要一种替代性储备货币（强势的欧元）的时候，欧元面临机会与诱惑，但内部的经济压力使得欧元成为替代货币的时机却又不是最佳的。

图 16：美元/欧元/日元对人民币平均汇率（月）



资料来源：中国人民银行，中信建投证券研发部

英镑：继续弱于其他非美货币

随着英国央行既英格兰银行连续大幅降息，英镑对欧元汇率从 2008 年 10 月底 1 比 1.287 的水平开始一路大幅下挫。09 年初几天在英国的很多外汇兑换处，1 英镑只能兑换到 0.98 欧元。也就是说，英镑的实际价值已开始低于欧元。英镑对欧元汇率大幅下滑，归根结底是英国经济陷入衰退所致，并不是欧元区经济增强了，英国地产市场的急剧恶化，甚至超过了美国次贷危机前的状态，因此英国经济的前景较欧洲大陆可能更为暗淡。预计 08、09 年年英国房价将分别下滑 18% 和 15%。到 09 年年底，英国房价将从 07 年 8 月的峰值下滑 31% 左右，2010 年下半年才有望逐步回暖。另据英国国家统计局的数据，截至 08 年 11 月底，英国失业总人数已升至 186 万，失业率高达 6%，是 1999 年中以来的最高水平。英国国家经济社会研究院预测，2010 年英国失业率将升至 7%，2011 年将进一步升至 7.5%。

虽然与美国和英国相比，目前欧元区经济衰退程度没有那么深，但是欧元区经济可能从 2009 年第一季度开始恶化。欧盟统计局公布的数据显示，2008 年第三季度欧元区 GDP 增速为 -0.2%。预计 2008 年欧元区 GDP 增速将保持在 0.9% 的低水平，2009 年其增速将为 -1%。

随着欧元区经济衰退程度加深，欧元将走软，英镑对欧元的贬值速度会有所放缓。从英国政府的角度出发，在 2010 年底英国经济获得强劲复苏之前，英镑最好保持一个较弱的状态，但是欧元区成员国对英镑持续贬值将持反对意见，因为它们的出口将受到英镑大幅贬值的冲击。

为了抑制经济下滑，英国央行 1 月 9 日再次宣布降息 50 个基点，而 1.5% 的利率水平也创下了自 1694 年英国央行成立以来的最低纪录。这将导致英镑走势会继续弱于其他非美货币。

日元: 美元兑日元汇率长期前景看淡

从宏观面来看,受经济衰退加重影响,日本 12 月份的企业破产案件月升 13.6%,相比去年同期猛增 28.7%,年率为连续第 7 个月提升。日本经济将在 09 年进一步萎缩,数据显示,日本 12 月经济观察家现况指数由前值 21.0 降至 15.9,前景指数由前值 24.7 降至 17.6。日本内阁府 12 月 9 日公布的第三季度经济增长率修正数据表明,第三季度 GDP 比第二季度实际下降了 0.5%,按年率换算则下降了 1.8%。至此,日本 GDP 已连续两个季度出现负增长,经济已经陷入衰退局面。在信贷紧缩和全球性经济衰退背景下,日圆兑美元在过去一年升值约 20%,加大了日本出口企业面临的压力。

次贷危机爆发以来,日元走势一直特立独行,美元上涨时日元上涨,美元下跌时日元亦上涨。此前一段时间,日元与美股走势高度关联,但近期这种关系明显脱钩。经过对比,发现日元走势自年初来与美国国债收益率高度相关,特别是在 9 月金融危机严重恶化以后。

长期看来,美元兑日元汇率依然将走软。因为美国经济恶化,全球股市下滑,以及日本机构投资者希望在 3 月财年结算之前撤回资金,美元兑日元汇率长期前景看淡。

商品货币: 风险厌恶情绪趋浓, 走势下行

作为商品货币的澳元、加元及新西兰元除了受到本国经济状况的影响外,还受到全球投资者风险厌恶情绪的干预。芝加哥商品交易所的 VIX 指数表明,投资者风险厌恶情绪已主导整个商品货币市场。

商品货币在 2008 年出现了大幅下挫,但根据我们对商品货币与 CRB 指数的计算发现,商品货币可能仍被高估。

最新公布的澳大利亚新屋营建许可月率大幅下降 12.8%,加大了澳大利亚经济今年上半年陷入技术性衰退的风险。此外,尽管澳大利亚就业市场目前为止仍显示出强劲的韧性,但领先指标均显示存在下行风险;最新的宏观数据显示,亚洲的经济已经开始了衰退。而亚洲对于澳大利亚经济来说是一个很关键的外在因素,其中包括贸易和货币,最为直接的就是澳大利亚能源出口将会受到威胁。目前,在消费和投资的领域已尽现疲软。

澳元/美元在去年 7 月创下了 0.9849 的 25 年高位,但随着金融危机的加深和主要经济体陷入衰退,市场的避险情绪急剧升温,澳元/美元此后直线下跌,去年 12 月 27 日时一度跌至 0.6006 的多年低点,在澳洲联储的干预反弹,目前该汇率已有所反弹。

澳元/美元在 09 年上半年可能走软,主要原因是全球主要经济体仍在衰退中挣扎,这可能导致投资者远离风险较高的资产,并且澳洲联储(RBA)可能进一步降息,削弱澳元的利差优势。

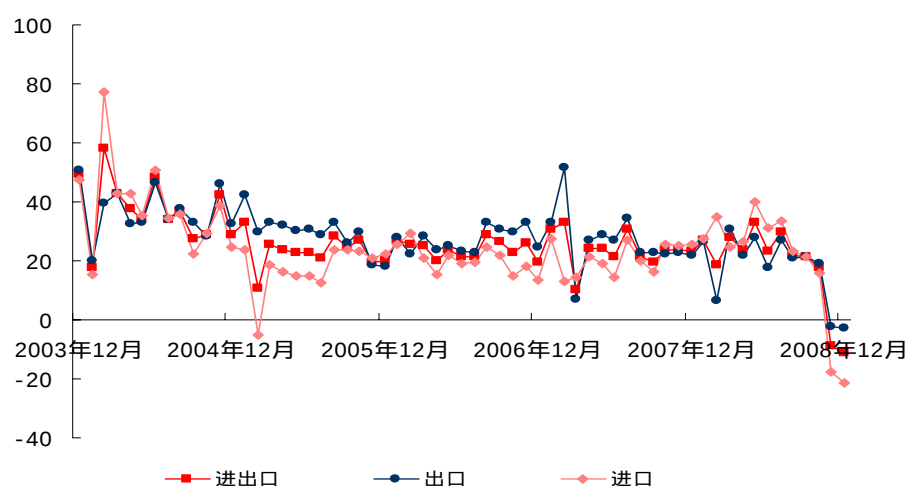
在过去 26 年来,商品货币与 CRB 指数同向运行,关联度较高。根据计算,商品货币与 CRB 指数的偏离度,通常在正负 2%之间,超出正负 2%为小概率事件,通常难以持久。自 2008 年夏季以来,商品货币与 CRB 的偏离度急剧上升,目前已超过 2%,这预示着偏离度过宽,需要修正。

世界银行最新报告显示,2008 年前 10 月,美国的石油需求同比下降了 5.6%。但预计发达经济体 2009 年石油需求降幅将不到 2%,而发展中国家和新兴市场的需求将保持 4%左右的增长。世界银行预计,2009 年的金属和矿物价格指数将比 2008 年下降 25%,并在 2010 年再下降 5%。

由于预计能源及大宗商品价格在 09 年将不会出现剧烈下跌，甚至不排除回稳的可能，加之去杠杆化操作也已接近尾声，美元因此将难以再像 08 年那样从持续下跌的商品价格中获得上涨动力。在全球经济衰退，对大宗产品需求萎缩的形势下，CRB 指数不太可能出现持续强劲的上扬，更有可能出现低位振荡，并伴有阶段技术性反弹。

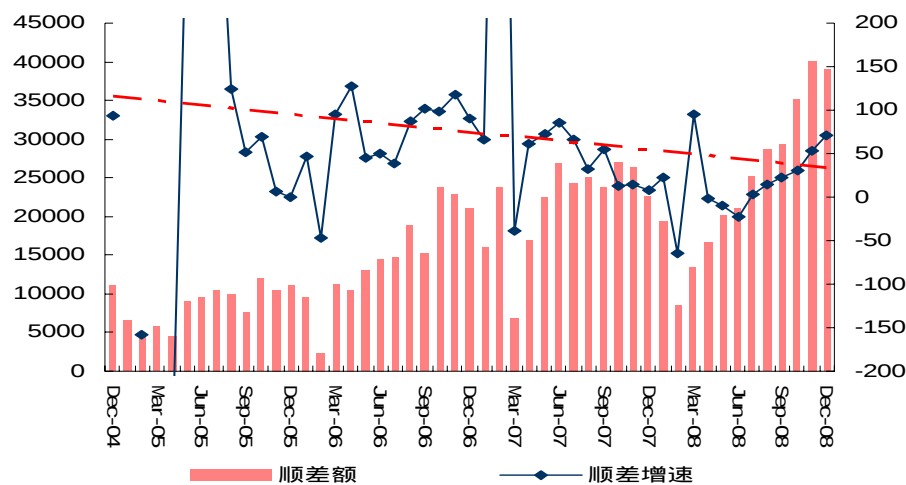
从长期趋势来看，澳元/美元还无法摆脱下降趋势，中期趋势上，澳元/美元还有继续走高的可能，目前汇价正处于上升通道中，当前汇价走势正在形成 2008 年 10 月底至今的上升趋势浪中的第四浪，未来一段时间内汇价很有可能形成震荡走势。今年上半年，与黄金价格走势相关性极高的澳元/美元还会继续走低。

图 17：2008 中国进出口增速%



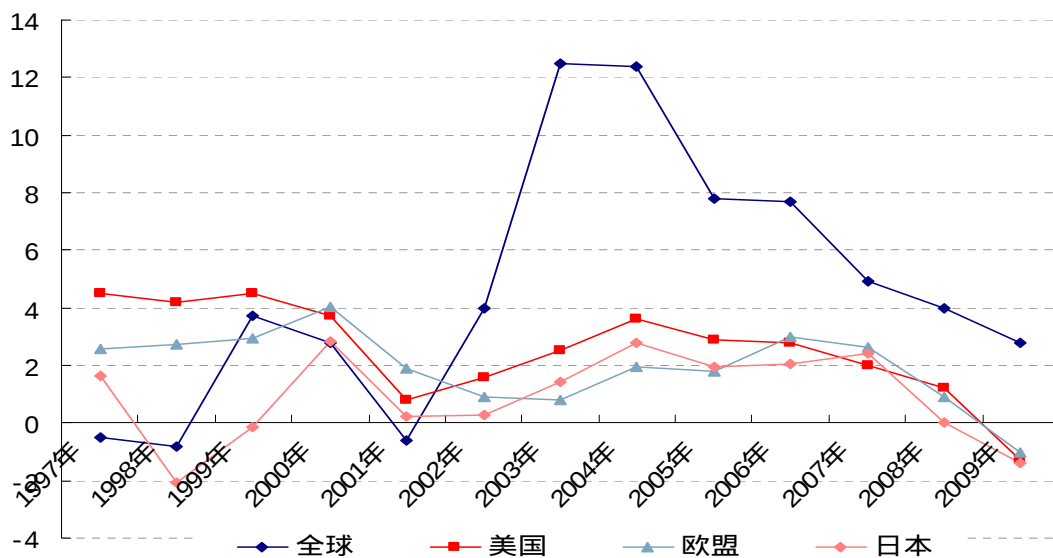
数据来源：聚缘数据，中信建投研发部

图 18：中国贸易顺差增长%



数据来源：聚缘数据，中信建投研发部

图 19：中国主要贸易伙伴国贸易增长%



数据来源：聚缘数据，中信建投研发部

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

夏敏仁 宏观经济分析师 博士
胡艳妮 宏观经济分析师

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话：(8610) 8513-0588	电话：(8621) 6880-5588
传真：(8610) 6518-0322	传真：(8621) 6880-5010