

董先安 王连庆
卢燕津 贾潇君

宏观研究小组

010-66290223, 021-38565956

dongxa@xyzq.com.cn
证书号 S0190210030001

确认人民币高概率七月与美元脱钩

2010年06月20日

相关报告

100616
潜伏新增长 静待七月政策转
100615
美日韩中小企业复苏调查
100615
潜伏新增长 七月变政策
100609
通胀与房价已是强弩之末
100607
转型铁定加速 (续)
100605
转型铁定加速
100530
投资同比短期已“下台阶” 政策维持正面刺激
100527
上半年调控压力已小
100526
内需放缓减轻调控压力
100525
美元走强的配置效应
100521
欧洲量化宽松货币紧缩财政评估
100516
地产投资情景推理: 月环比与同比
100513
不必大幅下调年度投资预测
100513
推理整固路径 无须下调预测
100511
物价环比平稳 工业扩张放缓
100509
PIIGS 危机进一步扩散概率不高
100506
三种情景下经济整固路径

千呼万唤始出来

在胡主席即将赴多伦多 G20 峰会的敏感时刻, 中国人民银行网站上周 6 晚间公告 “当前全球经济逐步复苏, 我国经济回升向好的基础进一步巩固, 经济运行已趋于平稳, 有必要进一步推进人民币汇率形成机制改革, 增强人民币汇率弹性。进一步推进人民币汇率形成机制改革, 重在坚持以市场供求为基础, 参考一篮子货币进行调节。”

与之前我们的推理一致, 人民币高概率 7 月与美元脱钩一事再度得到确认。

我们的推理逻辑包括:

- 一、 去年 11 月以来, 美元与人民币有效汇率和欧元的走势符合我们预期。我们在 2010 年 3 月 19 日判断人民币汇率内生性路径时, 推理人民币高概率在 7 月, 而非 4 月实现脱钩时, 上述数据也是考虑之一。迄今, 数据与政策信号越来越指向我们当初判断。(参阅 2010 年 3 月 19 日《人民币汇率路径推演》)
- 二、 自去年 11 月 18 日《市场驱动中国经济再平衡系列: 2010 进出口预测与内外需再平衡》我们看美元走强以来, 人民币与美元有效汇率已显著升值。当时在报告中提示, 实际美元指数已处在长周期下限位置, 结合财政赤字、经常项目、融资套利空间以及经济基本面, 综合判断美元贬值空间有限。因看好全球需求增长, 供需边际上差异将支撑大宗商品价格震荡上行。上半年欧洲主权债务危机引发市场避险美元, 全球权益类资产价格也显著波动, 市场不确定情绪严重。预计下半年欧债危机对市场情绪的影响转弱, 美元相对欧元走势较上半年放缓。(参阅 5 月 9 日《PIIGS 危机进一步扩散概率不高》) 人民币脱钩的时间窗口才真正到来。
- 三、 中期主要货币强势次序是: 人民币、美元、日元、欧元; 更长期来看, 可能取代人民币强势地位的是印度卢比。近期全球经济与金融市场的主导性因素来自人民币与美元脱钩的顺利实现, 脱钩意义比单纯相对美元升值重大。由于 11 月以来欧元大幅贬值, 人民币实际有效汇率已明显升值, 政策层面更多关注人民币汇率形成机制的市场化。沿着我们采用 G2 分析框架的逻辑 (参阅 2009 年 9 月 23 日《G2 时代》), 我们认为人民币与美元脱钩对全球经济和商品/资产的正面影响值得高度重视。(参阅 2010 年 5 月 25 日《美元走强的配置效应》) 脱钩可能结束美元上半年一枝独秀局面, 促进主要货币之间汇率更平稳。

- 四、 决定人民币汇率路径的核心在于是否对中国经济真正有利, 最终“里子”重过“面子”。在 6 月 15 日《潜伏新增长 七月变政策》中,

综合分析 2 季度中国经济内外需的动态,我们推理七月宏观调控政策转向的概率很高。7 月 22 日,国家统计局将发布 2 季度宏观经济数据,之前央行和海关公布 6 月货币信贷与贸易数据。预计数据中包含的内需过冷和外需过旺信息,将引导决策层反思人民币汇率制度和内需刺激政策。我们推理一个有意义的政策组合是:左手实施人民币与美元脱钩,右手刺激基础设施投资与消费,脚踩投资性地产需求。这个政策组合,既可以促进经济向内需驱动的转型,减轻海外政治压力,在避免地产价格再度膨胀的同时,化解经济过冷所催化的不稳定风险。

五、 地产投资需求的行政性调控降低了脱钩可能带来的资产价格风险,为脱钩扫清了一个重大障碍。

贸易结构的变化

中国过去支出了四万亿补贴外国消费者。当前出口退税率平均 15%以上,其中机电产品、高新技术产品高达 17%,纺织服装达 16%,钢铁为 9-13%。1985-2009 年,出口退税累计达 4.05 万亿元,2009 年出口退税占出口百分比达 7.9%,创历史新高。

作为大国经济的中国经济的弊病,内需一热,中国的贸易条件就差。2006 年初至 2008 年 6 月,房地产月投资同比和零售同比趋势上升,贸易条件趋势下降。房地产月投资同比在 2008 年 7 月开始明显下降,2009 年春节达谷底,之后回升;零售同比在 2008 年 10 月开始明显下降,2009 年 2 月达谷底,之后回升;贸易条件变动与房地产月投资同比和零售同比变动呈现很明显的反向关系,贸易条件在 2008 年 8 月开始上升,在 2009 年 2 月达峰值,之后回落。**人民币脱钩将有利于缓和价格贸易条件的不利趋势。**

对比日本在 1962-1969 年、1969-1979 年青壮人口比率拐点前后进出口增速的变化,预计中国在 2010-2020 年出口增速将会下台阶,但通用工业机械设备及零件、电力机械器具及其电气零件、陆路车辆及其它运输设备的出口仍会保持较高增速;进口也会减速,但矿物燃料润滑油及有关原料、初级形状的塑料、纺织物制成品及有关产品的进口增速会上升。(参阅在 6 月 15 日《潜伏新增长 七月变政策》)

刺激内需平衡中国经济

2 季度出口旺盛,下半年即使因为基数原因,同比下降,4 季度也将不低于 2 位数增速,全年同比不低于 25%。季调后进出口 2010 年 5 月环比分别为 0.7%和 9.1%,4 月环比分别为-2.7%和 2.1%,出口环比反超进口,5 月出口明显快于进口。5 月中国对主要经济体的贸易余额都有所上升。金融危机前对东盟、欧盟、日本、美国出口季调高峰分别在 2008 年 7 月、5 月、7 月和 5 月,2010 年 5 月季调后出口都已高于金融危机前高峰,分别增长了 16.4%、5.0%、0.5%和 12.9%。

而内需趋冷, 2 季度经济更显不平衡。

通胀和房价已是强弩之末。5 月季调后 PPI 环比折年 1.2%,领先 CPI 环比回落,通胀回落趋势明显,预计 7 月 CPI 同比见顶不超过 4%。统计局口径 70 城市房价指标环比趋势折年 5 月下滑到 12.1%,1 月份曾到 20.1% (05 年 7 月有统计以来历史高位),5 月环比折年 2.7%。按照决策层的思路,地产价格再度大幅上涨必然遭到严厉的行政调控。未来数年内地产持续去投资功能化。前一轮周期中旺盛的投资需求,在预期不到快速上涨的情况下,会有所收敛。从适龄人口(20-34 或 25-34 岁)的数量增长来看,未来 10 年却有不低于过去 10 年的增速。结合城

镇化和老龄化，住房需求并不会发生明显弱化。但目前房价环比已见顶，也是强弩之末。

地产调控以来增长持续放缓。工业增加值季调环比折年 7.9%。5 月实际零售同比 15.6%，季调后的真实零售环比趋势折年率升至 19.6%。5 月乘用车销量同比继续下降至 25.8%，季调环比折年率回升至 16.7%。

我们推理 7 月 21 日左右国务院常务会议可能讨论的政策指向：1) 明确刺激超大城市与大城市地铁项目、高速铁路与公路网络、边疆口岸、农林水利及其它公共基础设施投资；2) 延长或新增消费刺激措施，包括轿车税收优惠延长，特别是环保型电动、混合动力车补贴，公务员工资、最低工资、养老抚恤金等调整；3) 进一步明确鼓励民间投资；4) 进一步推进人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性。

因此，我们认为周期性行业短期机会大于风险；同时，新增长超越了政策调控和经济波动，符合转型加速期的新兴行业确定加速增长，宜精选子行业和潜质公司。

附：央行 5 月 19 日晚间公告

中国人民银行新闻发言人今日发表谈话，“进一步推进人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性”。

根据国内外经济金融形势和我国国际收支状况，中国人民银行决定进一步推进人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性。

2005 年 7 月 21 日起，我国开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。几年来，人民币汇率形成机制改革有序推进，取得了预期的效果，发挥了积极的作用。

在本次国际金融危机最严重的时候，许多国家货币对美元大幅贬值，而人民币汇率保持了基本稳定，为抵御国际金融危机发挥了重要作用，为亚洲乃至全球经济的复苏做出了巨大贡献，也展示了我国促进全球经济平衡的努力。

当前全球经济逐步复苏，我国经济回升向好的基础进一步巩固，经济运行已趋于平稳，有必要进一步推进人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性。

进一步推进人民币汇率形成机制改革，重在坚持以市场供求为基础，参考一篮子货币进行调节。继续按照已公布的外汇市场汇率浮动区间，对人民币汇率浮动进行动态管理和调节。

当前我国进出口渐趋平衡，2009 年我国经常项目顺差与国内生产总值之比已经显著下降，今年以来这一比例进一步下降，国际收支向均衡状态进一步趋近，当前人民币汇率不存在大幅波动和变化的基础。人民银行将进一步发挥市场在资源配置中的基础性作用，促进国际收支基本平衡，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，维护宏观经济和金融市场稳定。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构客户部

上海地区销售经理

邓亚萍	电话: 021-38565916	Email: dengyp@xyzq.com.cn
盛英君	电话: 021-38565938	Email: shengyj@xyzq.com.cn
姜 洋	电话: 021-38565910	Email: jydadao@sina.com

北京地区销售经理

韩吟华	电话: 021-38565933	Email: hanyh@xyzq.com.cn
朱圣诞	电话: 010-66290197	Email: zhusd@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

朱元贱	电话: 021-38565941	Email: zhuzy@xyzq.com.cn
-----	------------------	---

重要声明

兴业证券系列报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。