

分析师： 沈楠、李冒余 (8621) 68751605 limy@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209080252

联系人： 沈楠 (8621) 68751610 shennan@cjsc.com.cn

人民币汇率形成机制改革点评

报告要点

■ 6月19日央行决定推进汇率改革，增强人民币币值弹性

6月19日央行发表谈话，指出将“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。央行还指出，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。

■ 外围形势的复杂性导致人民币汇率改革迫在眉睫

由于欧元区债务危机二季度的全面升级，人民币兑欧元已创出新高，这极大的打击了中国对欧盟的出口，导致整体贸易顺差的持续缩减，而最近热钱流入也因美元走强和国内宏观调控而有所削弱，这些因素使得人民币升值压力略微有所缓解。但是我们也要看到，美国财政部的施压以及欧盟对华反倾销问题依然是长期升值压力。从BIS最新数据来看，5月份人民币实际有效汇率环比大幅升值3.37%，已经连续三个月上升。自去年下半年以来，各国已陆续开始实施退出政策，由于美国经济领先复苏导致美元进入升值周期，因此人民币兑欧元、英镑和日元汇率出现被动上升，这将继续影响未来我国产品对欧、日的出口。因此，汇率机制改革促进经济转型是迫在眉睫的任务。

■ 经济回落风险决定改革仅是回归弹性而非大幅升值

欧元区的债务问题在短期内是难以解决的，5月份7500亿援助计划的真正落实需要时间，而5月份PMI、工业增加值的超预期回落，以及通胀在宏观调控下的短期回落，都是经济回落趋势的先行指标。如此来看，三季度经济回落的风险还是存在的，这决定了即使短期出口复苏较乐观而贸易顺差再次出现，人民币汇率也只能采取小幅升值策略作为一种缓兵之计，或者说，升值仅仅是对弹性浮动区间的回归，并不代表着05年历史的重演。如果这个逻辑成立，那么，本次宣言的政治意义远大于经济意义。

■ 汇率改革：下半年经济博弈的开始而非结束

本次改革对经济的影响是一个复杂的问题，但是有一点比较肯定，那就是这是经济博弈的开始而非市场所想的结束，当我们迫于内部转型和外部政治压力而选择回到正常政策路径时，外围形势的明朗也不远了。理论上，人民币升值的代价是中国向全球输出通胀，如果经济运行正常，那么美国居民会转而购买相对便宜的美国产品，这有利于美国的产出和就业，同时资产效应将导致中国购买更多的美国产品，这同样有利于美国的产出和就业。但是我们也要预期到，升值对于中国传统优势的轻纺产业出口将产生致命的打击，企业产出的下降也足以对它的进口产生不小的影响，而美国物价上升同样也会对居民消费产生不小的负面影响。所以改革不是简单的3%的升值问题，他涉及更多的关联，而具体的措施也非我们想象的简单，预计在美元走势不确定下，下半年汇率政策回归将呈现缓慢的正常化路径。

事件：央行宣布汇率机制改革

6月19日央行发表谈话，指出将“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。

央行还指出，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。

就目前的形势来看，我们认为央行选择了一个不错的时机，即在人民币升值压力最小的时机进行改革，这可以避免大幅升值和快速升值对国内经济的冲击。同时，汇率形成机制依然采取以市场供求为基础，参考一篮子货币进行调节，并继续按照已公布的外汇市场汇率浮动区间进行浮动。

针对这一政策变化，我们在6月份月报曾经撰文指出，在国内地产调控延续的背景下，经济增长不同于去年单边依靠投资拉动，而是继续呈现投资惯性与出口复苏并存，出口强劲能否延续是关键，这直接决定了人民币名义汇率升值与否，我们判断在外围形势明朗之前，汇率政策尚不会轻易退出，而是采取与美国贸易合作的方式缓解升值压力。

当时作这个判断的依据在于，欧元区的问题在短期内是难以解决的，5月份7500亿援助计划的真正落实需要时间，那么三季度经济回落的风险还是存在的，这决定了即使短期出口复苏较乐观而贸易顺差再次出现，人民币汇率也只能采取小幅升值策略作为一种缓兵之计，或者说，升值仅仅是对弹性浮动区间的回归，并不代表着05年历史的重演。如果这个逻辑成立，那么，本次宣言的政治意义远大于经济意义。

点评

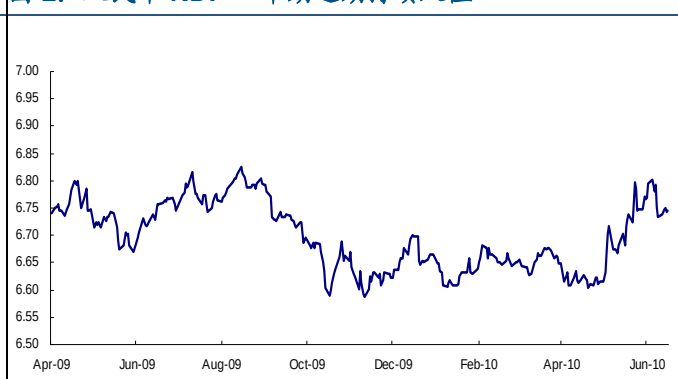
所谓压力最小的时机是对外围形势的相机抉择，由于欧元区债务危机二季度的全面升级，人民币兑欧元已创出新高，这极大的打击了中国对欧盟的出口，导致整体贸易顺差的持续缩减，而最近热钱流入也因美元走强和国内宏观调控而有所削弱，这些因素使得人民币升值压力略微有所缓解。但是我们也要看到，在这个敏感的时间点，除了美国财政部还能给中国政府施加压力，反倾销问题依然此起彼伏，6月以来欧盟再次对华瓷砖进行反倾销，也使得汇率问题到了必须给个答复的时候了，所以政策的变化我们丝毫不意外，毕竟这只是个声明，具体落实也是下半年慢慢调整的事。

图 1：今年以来贸易差额持续减少



数据来源：CEIC, 长江证券研究部

图 2：人民币 NDF 一年期近期持续贬值

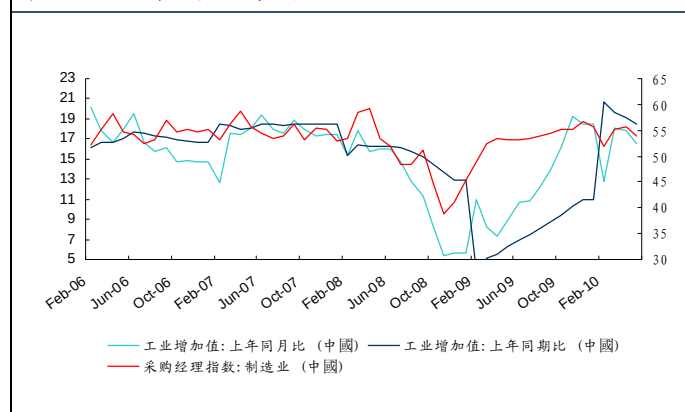


数据来源：CEIC, 长江证券研究部

目前年内的通胀预期已出现明显的回落，而从在经济复苏尚存不明的情况下，继续推行汇改的动机来看，我们比较担忧的问题，在于确定的回落趋势让资本市场来等待验证，是一个比较痛苦的震荡调整过程。由于数据的滞后，目前我们还看不出来经济回落的趋势，但是5月份PMI、工业增加值的超预期回落，以及发电量的减少都是经济风险的先行指标，而通胀在宏观调控下的短期回落，理论上应该是对下半年政策放松的一种答复，如果汇率依然要退出，唯一合

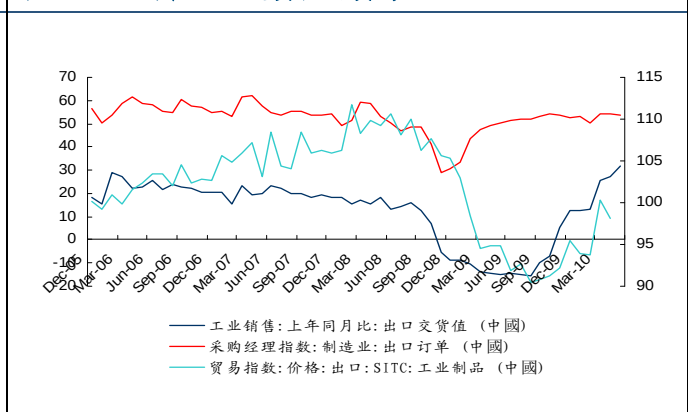
理的解释有两点：第一，通胀的短期回落无法改变中长期的上升趋势，这是政策对明年通胀压力担忧的提前兑现；第二，汇率的调整将以不影响出口继续复苏为前提，这让我们对美元趋势产生了一些担忧，毕竟在欧元区复苏无望下，我们的出口更加依赖美国经济，也将更多被绑架于美元上，因为政治博弈向来是以利益交换为代价。

图 3：工业增加值与采购经理指数



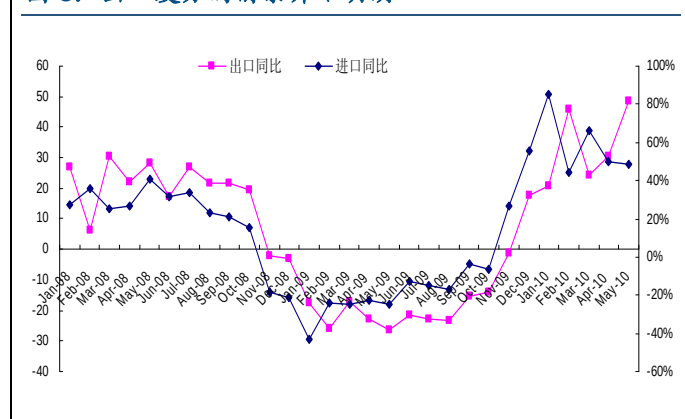
数据来源：CEIC, 长江证券研究部

图 4：工业销售出口交货值与贸易指数



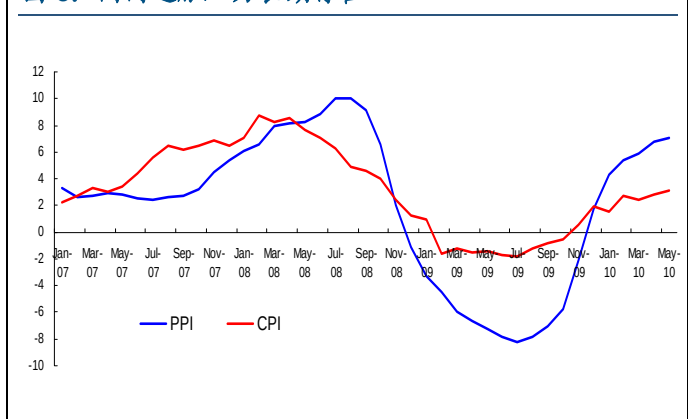
数据来源：CEIC, 长江证券研究部

图 5：出口复苏的前景并不明朗



数据来源：CEIC, 长江证券研究部

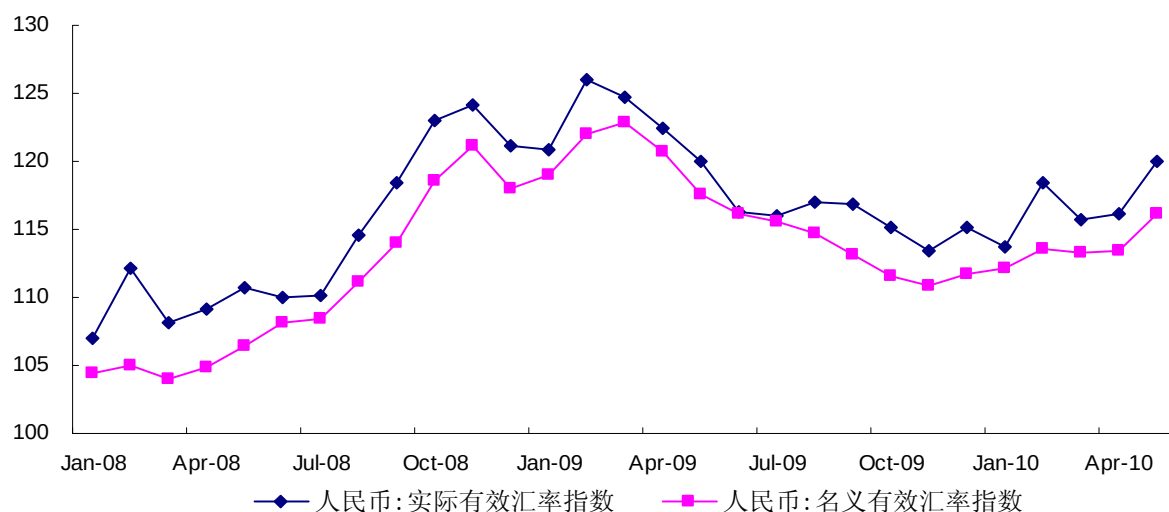
图 6：国内通胀压力长期存在



数据来源：CEIC, 长江证券研究部

市场普遍认为，央行推进汇率制度改革在缓解国内物价上涨压力之外，就是促进外向型企业的结构调整。在经济较好的时候调结构是 2010 年比较确定的政策逻辑，而从 BIS 最新数据来看，5 月份人民币实际有效汇率环比大幅升值 3.37%，已经连续三个月上升，自去年下半年以来，各国已陆续开始实施退出政策，由于美国经济领先复苏导致美元进入升值周期，因此人民币兑欧元、英镑和日元汇率出现被动上升，这将继续影响未来我国产品对欧、日的出口。因此，汇率机制改革促进经济转型是迫在眉睫的任务。

图 7：年内人民币实际有效汇率已经升值



资料来源：长江证券研究部

本次改革对经济的影响是一个复杂的问题，但是有一点比较肯定，那就是这是经济博弈的开始而非市场所想的结束，当我们迫于内部转型和外部政治压力而选择回到正常政策路径时，外围形势的明朗也不远了。理论上，人民币升值的代价是中国向全球输出通胀，如果经济运行正常，那么美国居民会转而购买相对便宜的美国产品，这有利于美国的产出和就业，同时资产效应将导致中国购买更多的美国产品，这同样有利于美国的产出和就业。但是我们也要预期到，升值对于中国传统优势的轻纺产业出口将产生致命的打击，企业产出的下降也足以对它的进口产生不小的影响，而美国物价上升同样也会对居民消费产生不小的负面影响。所以，改革不是简单的 3% 的升值问题，他涉及更多的关联，而具体的措施也非我们想象的简单，预计在美元走势不确定下，下半年汇率政策回归将呈现缓慢的正常化路径。

分析师介绍

李冒余，北京师范大学金融学硕士，现为长江证券研究部首席宏观策略分析师，研究领域为宏观经济和投资策略。

沈楠，复旦大学公共经济学专业硕士，现为长江证券策略部高级分析师，研究领域为世界经济及海外市场。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。