

人民币升值预期下的投资策略

人民币升值问题系列报告之一

策略研究小组

余晓宜 研究员

电话: 020-87555888-648

eMail: yxy2@gf.com.cn

李太勇 研究员

电话: 020-87555888-689

eMail: lty@gf.com.cn

林鲁东 研究助理

电话: 020-87555888-696

eMail: lld2@gf.com.cn

张海波 研究助理

电话: 020-87555888-337

eMail: zhb@gf.com.cn

林海 研究助理

电话: 020-87555888-418

eMail: lh19@gf.com.cn

戎如香 研究助理

综合指数走势图



主要观点

我们试图通过本报告,对人民币升值问题有较全面的了解。人民币升值预期的强弱在短期内可能会有所起伏,但升值是大势所趋,人民币汇率问题是中国不得不面对且必须妥善解决的难题,这预示着从人民币升值角度出发的投资品种选择具有较强的实际意义。

一、人民币升值前景。基于“币值应当反映出一国经济发展水平”的共识及“巴拉萨-萨缪尔逊”效应的经验证据显示人民币存在低估;国际社会不断施压要求人民币升值;“提升内需和调整产业结构”的国家战略客观上也要求人民币升值。因此,人民币升值的长期趋势难以避免。

二、人民币升值对中国经济的影响。当前中国出口尚在恢复之中,GDP增速良好,但通胀预期较高,紧缩性货币政策推出可能性大。大幅升值会重创出口部门,并严重影响中国经济增长,人民币小幅升值则有助于降低输入性通货膨胀和货币政策效果的发挥。

三、人民币升值的时机、途径和幅度。外部环境多变,为启动汇改后的小幅升值和多边变动预期创造了条件;内部房产打压、股市下跌为人民币升值减轻资产泡沫隐患;美国作出重大让步,定下合作基调,希冀中国的汇率制度有所调整。人民币年内升值的可能性仍然存在,汇改以“扩大日内波幅”方式展开,人民币“小幅渐进”升值。

四、人民币升值对各行业的影响。从行业属性角度、企业经营角度和非经营性因素(汇兑损益)角度等三个方面对人民币升值对各行业的影响进行综合考察,发现航空、商业贸易、造纸和公用事业将受益于人民币升值。

五、人民币升值预期下的投资策略。航空板块关注南方航空、中国国航和ST东航;商业贸易板块关注五矿发展和建发股份;造纸板块关注晨鸣纸业;公用事业板块关注华能国际、大唐发电和华电国际;地产板块关注新湖中宝、格力地产。

投资组合

南方航空

中国国航

ST东航

晨鸣纸业

华能国际

大唐发电

华电国际

新湖中宝

格力地产

目录索引

一、人民币升值前景.....	5
（一）经验证据	5
（二）外部压力	8
（三）内在需求	11
附：各机构对人民币升值的预测	13
二、人民币升值对中国经济的影响	14
（一）对进、出口的影响	14
（二）对 GDP 的影响	15
（三）对通货膨胀的影响	16
（四）对货币政策的影响	17
三、人民币升值的时机、途径和幅度	19
（一）时机：年内	19
（二）途径：“扩大日内波幅”	19
（三）幅度：小幅渐进	20
问题：人民币启动升值，会不会重蹈日本覆辙？	21
四、人民币升值对各行业的影响	23
（一）行业属性角度	23
（二）企业经营角度	24
（三）非经营性因素角度	25
五、人民币升值预期下的投资策略	26
（一）交通运输行业	26
（二）商业贸易行业	26
（三）造纸行业	27
（四）公用事业	27

图表索引

图表 1: 日本 NEER、REER 与收入追赶	7
图表 2: 日元兑美元名义汇率与收入追赶	7
图表 3: 新加坡 NEER、REER 与收入追赶	7
图表 4: 新元兑美元名义汇率与收入追赶	7
图表 5: 中国 NEER、REER 与收入追赶	7
图表 6: 人民币兑美元名义汇率与收入追赶	7
图表 7: 中国进出口和贸易顺差	8
图表 8: 中美贸易	8
图表 9: 中美失业率 (单位: %)	8
图表 10: 欧元、美元兑人民币汇率	9
图表 11: 欧元兑美元汇率	9
图表 12: 美元、日元、欧元兑人民币名义汇率	9
图表 13: NEER、REER 与欧元兑人民币汇率	9
图表 14: 人民币升值预期 (升值预期强度= (中间价-NDF 价) / 中间价)	10
图表 15: 汇率制度演变	11
图表 16: 币值低估与产业定位	12
图表 17: 人民币升值与产业升级	12
图表 18: 人民币升值与进出口 (单位: 亿美元)	14
图表 19: 日本贸易顺差与汇率	14
图表 20: 德国贸易顺差与汇率	14
图表 21: 各季度 GDP 增速 (单位: %)	15
图表 22: NEER 与实际 GDP 脉冲响应	16
图表 23: CPI 翘尾因素	16
图表 24: CPI 与 PPI	16
图表 25: 热钱与人民币升值预期	18
图表 26: 新增外汇占款、外汇储备	18
图表 27: 一次性升值与高涨的升值预期	19
图表 28: 渐进升值与双边波动	19
图表 29: 中、日、韩等国人均指标比较	21
图表 30: 2010 各国城市化率比较	21
图表 31: 汇率对各行业毛利率影响的实证结果	24

表格索引

表格 1: 确定年份人民币需要调整的幅度 (单位: %)	5
表格 2: 2004~2009 年中国面临贸易摩擦概览	10
表格 3: 对中国发起反倾销立案调查的国家情况一览	11
表格 4: 各机构预测人民币升值	13
表格 5: 行业及其特征属性	23
表格 6: 2005~2009 年汇兑损益数据 (单位: 百万)	25
表格 7: 汇兑损益占净利润比重	25
表格 8: 人民币升值预期下重点关注板块	26
表格 9: 三大航空公司每股收益敏感性分析 (单位: 元)	26
表格 10: 商业贸易板块重点关注公司汇兑损益占净利润比重	26
表格 11: 晨鸣纸业每股收益敏感性分析 (单位: 元)	27
表格 12: 三大电力公司人民币汇率变动综合收益 (单位: 千元)	27
表格 13: 三大电力公司每股收益敏感性分析 (单位: 元)	27

一、人民币升值前景

历经此次金融危机，中国在全球经济体中的地位凸显，在引领全球经济复苏方面作用显著，然而，对美元汇率基本保持固定的人民币也再次迎来升值压力高峰。持续高速的经济增长、不断扩大的贸易顺差、急增的外汇储备和对美元汇率的相对固定是人民币升值压力的根源。金融危机后的快速恢复及基本保持固定的汇率是人民币问题再度成为国际焦点的诱因。

（一）经验证据

研究人民币汇率的主要理论有：1）购买力平价理论（PPP）；2）现代均衡汇率理论（FEER和BEER）；3）宏观平衡理论。

购买力平价理论认为，汇率衡量的是一国货币相对于贸易伙伴的购买力，使购买力相等的汇率才是均衡汇率。

基于现代均衡汇率理论的估算方法将均衡实际汇率视为中国中期经济基本面的函数，估算出的均衡汇率（拟合值）与现实实际汇率的差异就是汇率失调的幅度。中期经济基本面由生产力差异、外国资产净值（NFA）、贸易条件和贸易开放程度等构成。

基于宏观平衡理论的估算方法¹，首先考虑决定储蓄和投资的中期因素，进而估算“均衡”或“标准”的经常帐户平衡。然后将该水平与实际经常帐户平衡相比，用两者的差距来推导和估算汇率低估或高估的幅度。

表格 1：确定年份人民币需要调整的幅度（单位：%）

研究者	年份	方法	REER	¥/\$
Anderson	2006	FEER		18~25
Big Mac	2007	PPP		138
Cheung, Chinn & Fujii	2007	PPP		≈100
Cline	2007	FEER	11~18	34~39
Goldstein & Lardy	2007	FEER	35~60	
MacDonald & Dias	2007	BEER	8~42	
Stolper & Fuentes	2007(#1)	BEER		7
	2007(#2)	FEER		15
戎如香	2007	FEER	10%	
Williamson	2009	宏观平衡	40%	
IMF ²	2009	宏观平衡	低估	低估
Big Mac	2010	PPP		49%

资料来源：William R.Cline和John Williamson（2007，2009），戎如香（2009）。

基于各种理论的估算结果显示，国内外学者对于人民币存在低估这一结论并无异议。但由于汇率的决定因素十分复杂，对于并未实现国际化的

1 该方法由 Williamson 首创，后被 IMF 采纳，并专门成立汇率估算协调组 CGER 评估各国汇率失调情况。

2 由于 IMF 评估结论的敏感性，所以 IMF 很少直接指出低估幅度，仅表示“低估”或“高估”。

人民币而言，当前几乎所有的汇率估值方法都存在着较严重的缺陷³，因此，对于人民币确切的低估幅度，并没有绝对性的结论。

但是，“一国币值当反映出该国经济发展状况”这一结论是理论界和实务界的共识。

国际经济学中的“巴拉萨—萨缪尔逊”效应揭示了赶超型经济体因经济持续增长和生产力不断提高，实际汇率趋于升值，为这一结论提供了有力的证据。其假设为：

（1）一国经济分贸易部门和非贸易部门，贸易部门和非贸易部门的生产力存在着差异；

（2）赶超型国家与发达国家之间的劳动生产力差异主要体现在贸易部门，非贸易部门的生产力没有差异；

（3）国际间可贸易品平价不变，赶超型国家在追赶发达国家的过程中，贸易部门充分参与国际分工，劳动生产力明显上升；

（4）贸易部门和非贸易部门劳动力自由流动。

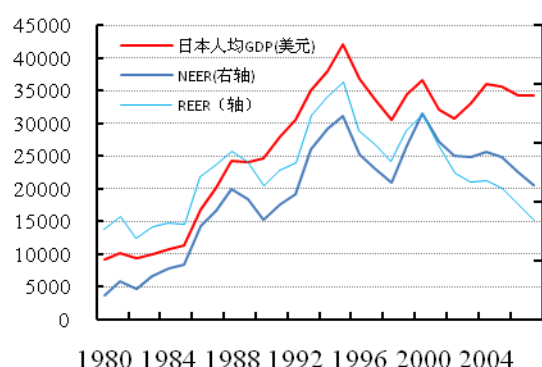
赶超型经济体在追赶发达经济体的过程中，贸易部门会先于非贸易部门实现劳动生产力的快速提高，随着该国国际竞争力的增强，贸易部门工资水平上升，劳动力和生产资源向贸易部门流动，出现持续的顺差，为维持外部平衡，客观上要求实际汇率升值。实际汇率升值可以通过通货膨胀和名义汇率两种方式实现，但持续攀升的通货膨胀会给一国经济带来严重的负面影响，因此**实际汇率的升值大多通过名义汇率升值来实现**，这一结论也被多个国家的发展实践所证实。

在进行实证研究时常用人均GDP来作为一国生产力的代理变量。因此，体现在实证结论上，“巴拉萨-萨缪尔逊”效应所揭示的生产力提高与实际汇率升值之间的相关关系，通常表现为一国**名义汇率与人均GDP变化趋势的趋同或相一致**。国际上较为盛行的均衡汇率估算模型无不将生产力视为最为重要的决定变量，且实证研究结论均证明生产力与汇率之间存在着显著的正相关关系。

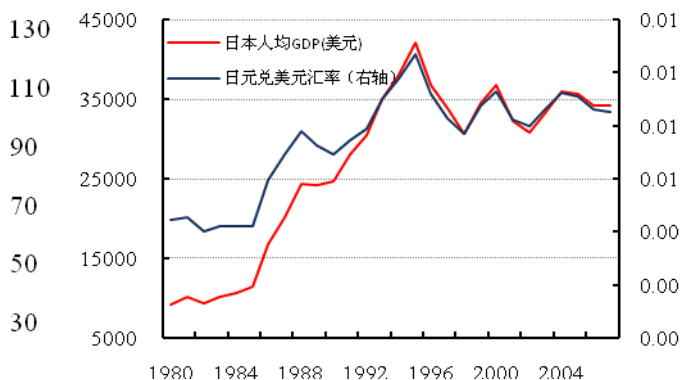
北京大学的卢锋教授对日本、德国、法国、香港、台湾、韩国和新加坡等18个经济体进行检验的结果显示，“巴拉萨-萨缪尔逊”效应具有广泛的国际证据，在收入追赶过程中，大多数国家均有汇率升值的现象，特别是当达到较高的发展水平时，本币币值变化与人均GDP变化基本趋同。**日本和新加坡早在20世纪90年代初就基本完成了本币币值变化通过人均GDP指标衡量的过程。**

3 购买力平价的缺陷在于难以找到一个国际化的通用产品合理界定购买力；现代均衡汇率理论对于纳入估算的变量选择具有随意性，纳入不同的变量，得出的结果完全不同；宏观平衡理论基于假设的贸易顺差为判断依据，本身就带有较大的主观性。

图表 1: 日本 NEER、REER 与收入追赶



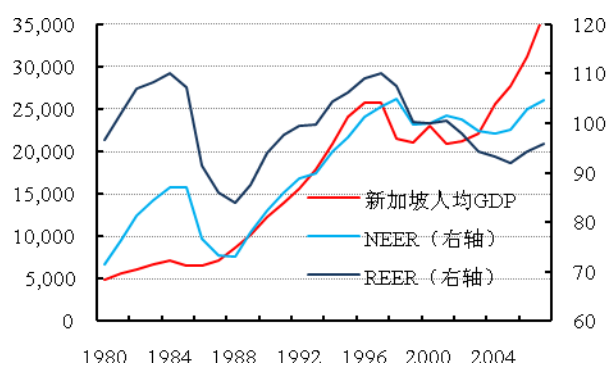
图表 2: 日元兑美元名义汇率与收入追赶



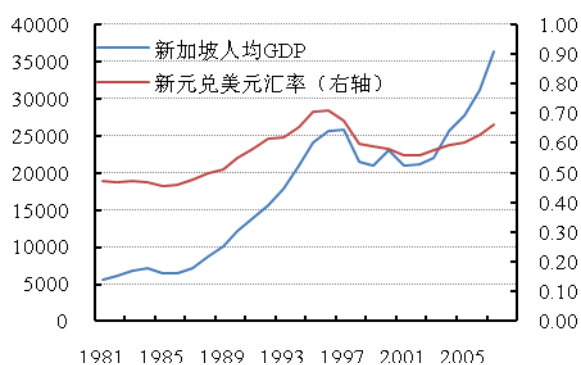
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图表 3: 新加坡 NEER、REER 与收入追赶



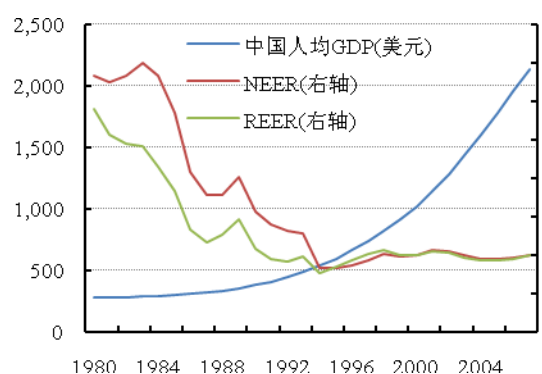
图表 4: 新元兑美元名义汇率与收入追赶



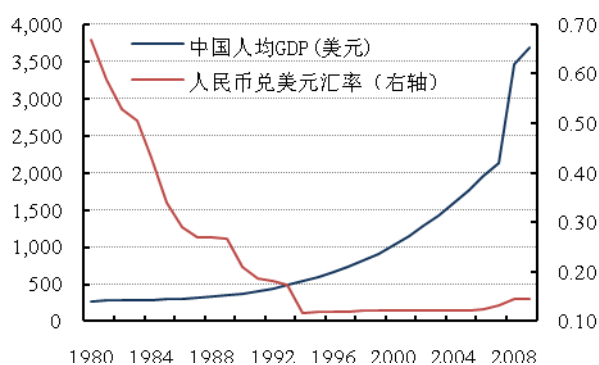
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图表 5: 中国 NEER、REER 与收入追赶



图表 6: 人民币兑美元名义汇率与收入追赶



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

自改革开放以来,无论是人民币兑美元名义汇率、名义有效汇率还是实际有效汇率,都没有反映国内生产力增长的趋势,人均GDP逐年增长与人民币币值的贬值趋势被称为“人民币汇率之谜”。在经济发展早期,作为低中收入国家,中国这样的转型经济体经常性的体制变动,加之剩余劳动力过多等因素会弱化“巴拉萨—萨缪尔逊”效应,发展中经济体为促进

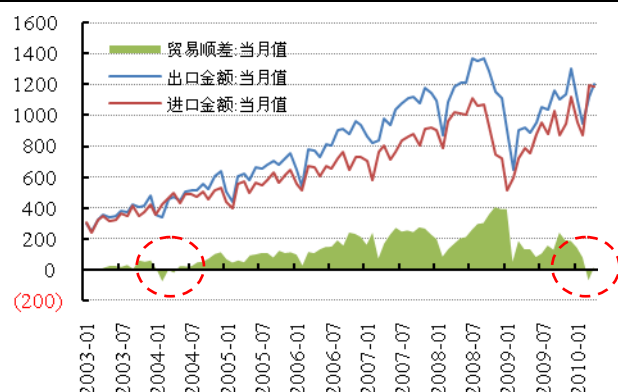
本国经济的需要，人为地维持本币“贬值”，这是赶超型经济体发展早期的普遍现象；但随着经济的增长，在向中等发达国家或发达国家迈进的过程中，“巴拉萨—萨缪尔逊”效应将会日益显著，长期来看，本币的“升值”在所难免。赶超型经济体本币“先贬后升”这一现象也为世界多个国家的发展实践所证实，因此，从短期来看，人民币“先贬”有其合理性，但长期来看，随着“民工荒”的频繁出现，劳动力供给无限的神话破灭，因此，持续高增长态势下的经济实力提升必将使人民币面临日益增强的“后升”趋势。

（二）外部压力

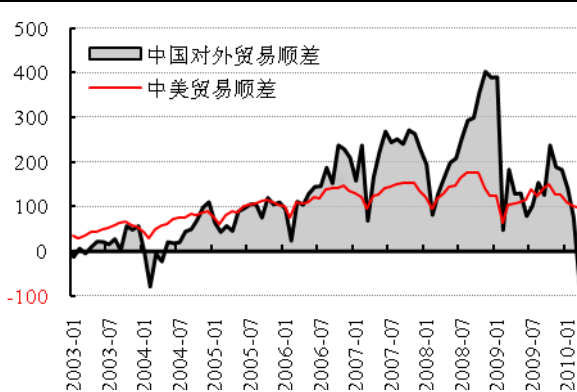
1. 来自美国的压力可能会再度推高人民币升值预期

人民币对美元双边汇率问题归根结底是中美两国双方的矛盾。2010年以来，中国顺差对美贸易顺差再次成为中国对外贸易顺差的主要来源，这一现象与2005年实施汇改前的状况如出一辙。

图表 7：中国进出口和贸易顺差

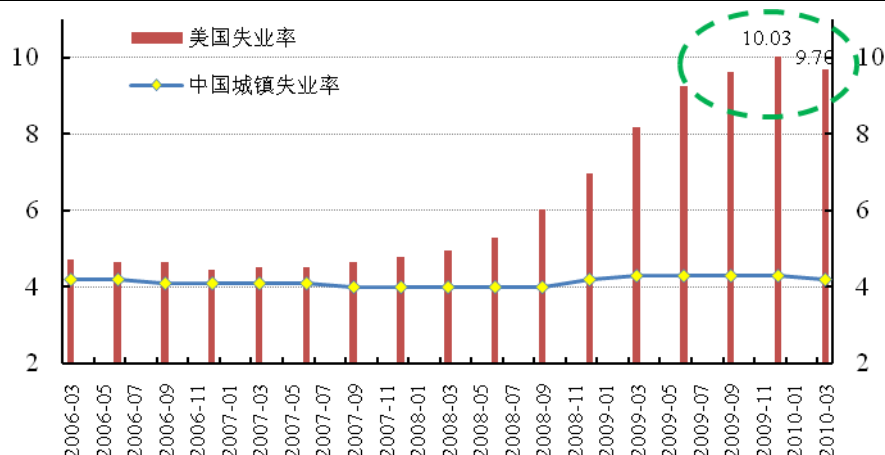


图表 8：中美贸易



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图表 9：中美失业率（单位：%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

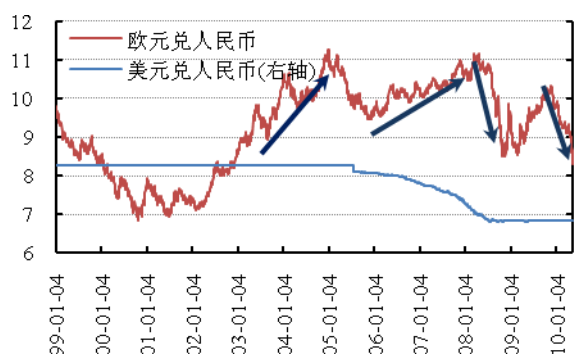
目前美国官方公布的失业率仍约10%，短期内很难降至5%以下的健康

水平。虽然人民币升值可能无助于美国失业率的降低，但美国中期选举将国内问题归咎于中国的自然倾向可能会增加，为解决国内政治或失业问题，用汇率作为工具是美国惯用的方式。在一定程度上，人民币汇率问题已演变为政治问题。需要注意的是：与以往中美之争的立场不同，印度和巴西这两个中国的“金砖同伴”一反以往中美之争站在中国一边的立场，高调表示要在G20峰会之际，强烈要求人民币升值⁴。人民币汇率问题在一定程度上已上升为政治事件，且有泛国际化的趋势，必将成为多方博弈的焦点。可以预见，维持人民币现行汇率制度不变的国际公关难度空前。

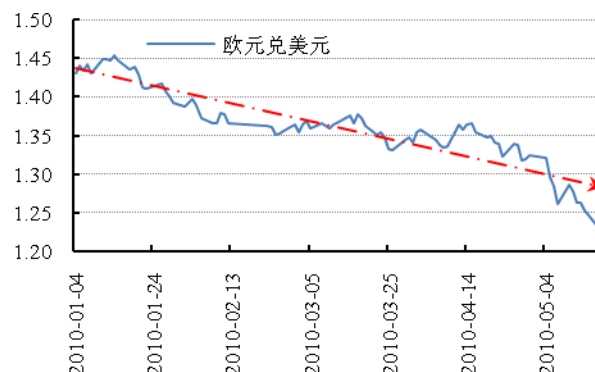
2. 欧元短期异动不能根除人民币升值压力

欧元自年初以来，对美元呈连续下跌趋势，钉住强势美元的人民币对欧元被动升值，今年1月以来已累计升值约15%。

图表 10: 欧元、美元兑人民币汇率

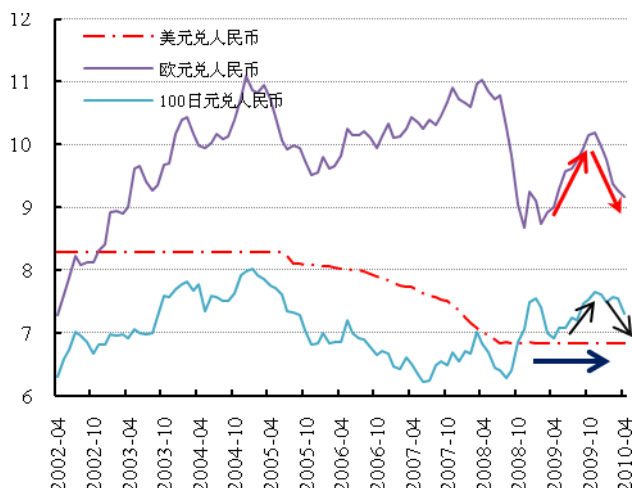


图表 11: 欧元兑美元汇率

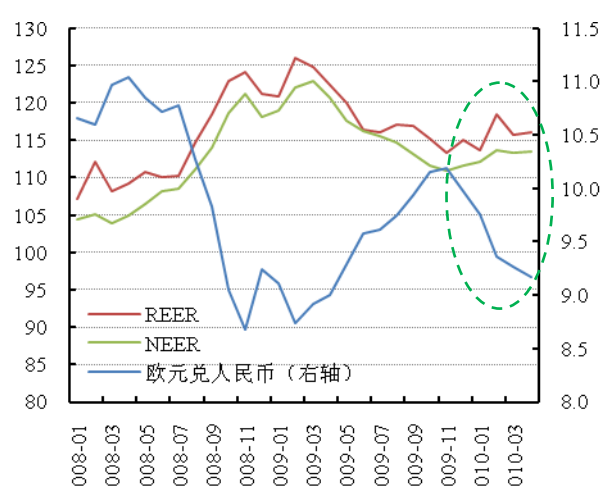


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图表 12: 美元、日元、欧元兑人民币名义汇率



图表 13: NEER、REER 与欧元兑人民币汇率



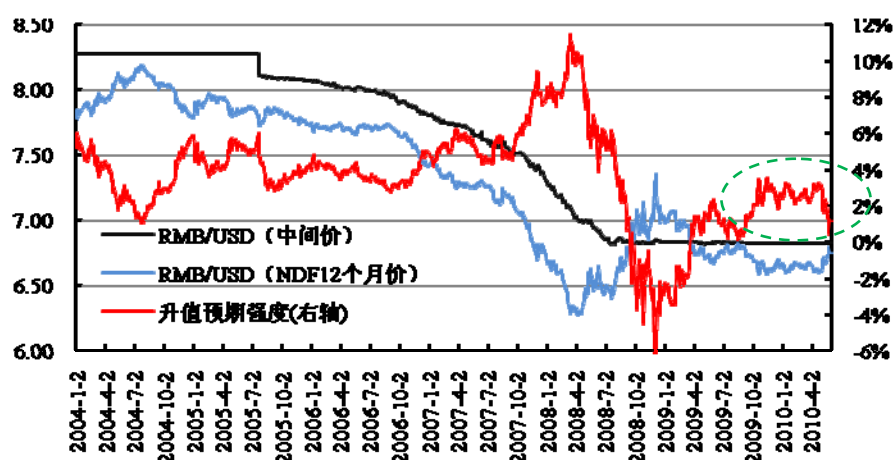
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

作为中国最大的出口区，欧元区在中国的对外贸易方面意义重大，欧

⁴ 这些新兴经济体在出口产品与中国存在着较强的竞争关系，且寄希望于人民币升值给本国经济带来新的契机。

元兑人民币汇率持续下跌的最直接的反映即是人民币有效汇率指数的走高，今年1~4月，人民币名义和实际有效汇率分别升值1.6%和2.1%。因此，虽然美元兑人民币汇率基本保持不变，但人民币已事实升值2%左右，由于欧元区的经济前景尚未完全明朗，不排除欧元继续下挫的可能性，人民币事实升值的态势可能进一步延续，相关人士认为此时放开钉住美元汇率，将放大人民币事实升值幅度，进一步增加中国经济的不确定性，NDF市场的数据也显示，人民币预期升值幅度已由年初最高时的3%降至目前的1%左右⁵。

图表 14: 人民币升值预期 (升值预期强度= (中间价-NDF 价)/中间价)



资料来源: Wind, 广发证券发展研究中心

金融危机以来，欧元大起大落的态势显著，其持续的下落已引起整个世界的不安，如果继续走低可能会引发全球经济二次探底的恐慌，这无疑是世界各主要经济体均不愿意看到的，基于此，各国纷纷予以援手⁶，欧元区各国、国际货币基金组织和欧洲中央银行已联手救援。在规模空前的7500亿欧元救助、各成员国同心协力加之国际社会大力援助的共同作用下，欧元虽然仍有下跌风险，但长期来看，随着欧元不断探底，其反弹的概率也在上升，一旦欧洲经济稍有起色，人民币的事实升值将会快速消失，人民币对美元汇率基本固定将再次成为主要矛盾，立足于欧元下跌的人民币事实升值不足以长期支撑人民币对美元汇率的扭曲。

3. 日益增多的贸易保护引发人民币汇率问题泛国际化趋势

自2008年以来，针对中国的贸易保护案件数量和涉案金额显著增加，出口部门面临较大的风险，对中国现行的外向型经济增长模式尤为不利。

表格 2: 2004~2009 年中国面临贸易摩擦概览

年份	反倾销、反补贴、保障措施	国家	总金额
----	--------------	----	-----

⁵ NDF 市场人民币 NDF12 月价往往被视为人民币汇率变动预期的风向标。

⁶ 6 月 7 日，来自路透社的消息称，中国在买入欧元资产以帮助稳定欧元汇率。

	和特保调查	(地区)	(亿美元)
2004年	57	16	12.6
2005年	63	18	21
2006年	86	25	20.5
2007年	81	20	36
2008年	93	21	61.4
2009年	116	22	127

资料来源：商务部网站。

表格 3：对中国发起反倾销立案调查的国家情况一览

	1995~2007 年		2008 年		2009 年	
序号	国家	占比(%)	国家	占比(%)	国家	占比(%)
1	印度	18.6	印度	18.7	阿根廷	24.1
2	美国	14.1	美国	13.3	美国	15.2
3	欧盟	14.8	巴西	12	印度	13.9
4	阿根廷	9.9	阿根廷	10.7	欧盟	8.9
5	土耳其	8.5	欧盟	8	巴西	6.3
6	巴西	4.9	土耳其	6.7	土耳其	6.3

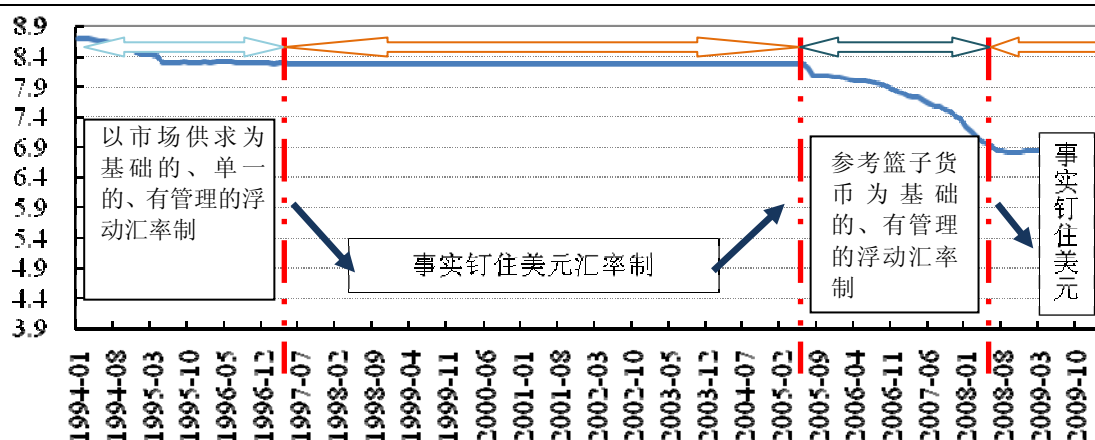
资料来源：2010 年 4 月 29 日《出口风险预警信息》。

大规模发起贸易保护的国家主要是美国、印度和巴西等强烈要求人民币升值的国家。可见，对人民币固定钉住美元制度的不满是近年来贸易保护案增多的重要推手，人民币汇率问题已引发多样化的国际矛盾。在新的国际形势下，推行人民币汇改下的小幅升值有助于改善日益严峻的国际贸易环境。

(三) 内在需求

1994年以来，进行过两次人民币汇率制度改革，但均因区域性和国际性的金融危机而中断，最后重回“事实钉住美元”的老路。

图表 15：汇率制度演变

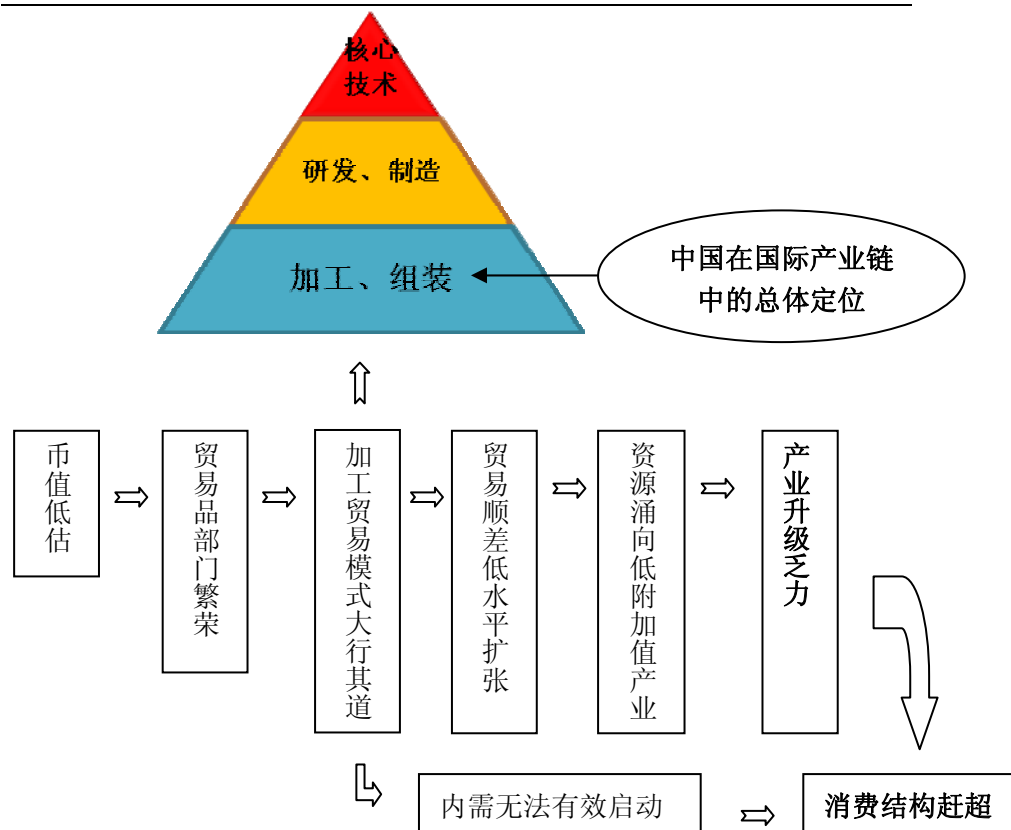


相对僵化的汇率制度和低估的人民币为中国经济增长提供动力的同时，也加剧了中国经济的畸形增长，低技术含量、低附加值的出口加工部

门变相繁荣，资源和劳动力过于集中，严重影响经济持续健康发展。金融危机期间，这一矛盾日益突出，客观上要求中国进行汇率制度的改革，施行“调整消费结构和经济结构”的国家战略。

从宏观上看，低估的汇率加上出口退税政策，促进了贸易部门的发展，资源更多地流向了贸易品部门，价格机制无法有效引导贸易品部门和非贸易品部门平衡发展，严重削弱了产业升级的动力，相当部分的顺差来自中、低端的加工组装及“二高一资”（高污染、高耗能、资源性）的投资及出口，从根本上危及中国经济的可持续增长。

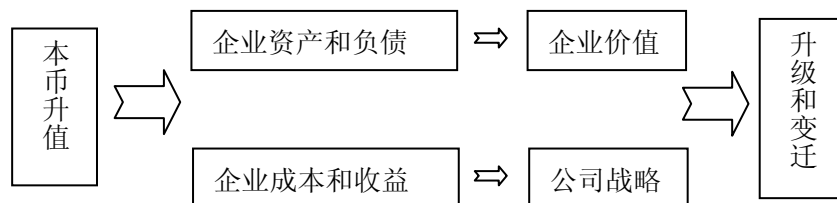
图表 16：币值低估与产业定位



资料来源：广发证券发展研究中心。

从微观上看，本币升值会导致企业资产负债和成本收益的变化，进而影响企业价值并促进公司战略调整，企业层面的升级和变迁将推动整个产业的升级和变迁。

图表 17：人民币升值与产业升级



资料来源：广发证券发展研究中心。

小结：从经验证据看，人民币升值长期趋势难以避免；从外部环境看，美国高失业率所催生的政治压力会迫使政府再次向人民币施压，欧元短期异动并不足以消除人民币对美元升值的长期趋势，人民币汇率也导致了对外贸易环境的日益严峻；从内部需求看，人民币汇率制度改革、恰当时点的合理升值是中国经济实现“提升内需和调整产业结构”的国家战略的内在需要。因此，人民币汇率制度改革势在必行，人民币升值的长期趋势不会改变。但升值的幅度、时机及实现途径则需基于升值对当前经济的影响的分析而展开。

附：各机构对人民币升值的预测

表格 4：各机构预测人民币升值

日期	机构名称	升值时间	升值方式	升值幅度
3月10日	中信	2~3 季度	渐进	2010 年3~5%
3月13日	高华	2 季度	一次性+渐进	2010 年5%
3月18日	招商银行	3 季度起	渐进	2010 年不超过2%
3月19日	兴业证券	7 月起	渐进	2010 年年化升幅7%
3月20日	摩根斯坦利	最早三季度初	一次性+渐进	一次性升2~3%，后渐进，4~5%
3月22日	中金	最早4 月份	渐进	2010 年3~5%
4 月	中银国际	无	渐进，一次性+渐进	2010 年2%
4月2日	江海证券	6 月前	渐进	2010 年3%以内
4月8日	第一创业	5-7 月	无	2010 年3-5%
4月8日	东兴证券	无	无	2010 年3-5%
4月9日	UBS	最早6 月	渐进	2010 年5%左右
4月9日	安信证券	6-10 月	一次性+渐进	2010 年2%-3%
4月11日	光大证券	无	一次性	3%~5%
4月15日	高盛	下半年	一次性	2010 年5%
4月19日	国泰君安	无	一次性	幅度较小
4月19日	长城证券	无	无	2010 年不超过3%
4月21日	申银万国	5 月份	渐进	2010 年3~5%
4月23日	第一创业	5-7 月份	无	2010 年约为3%
4月26日	东莞证券	6 月 G20 峰会后	无	进入升值通道
4月29日	信达证券	无	无	2010 年5.1%，11 年4.9%，2012 年4.2%。

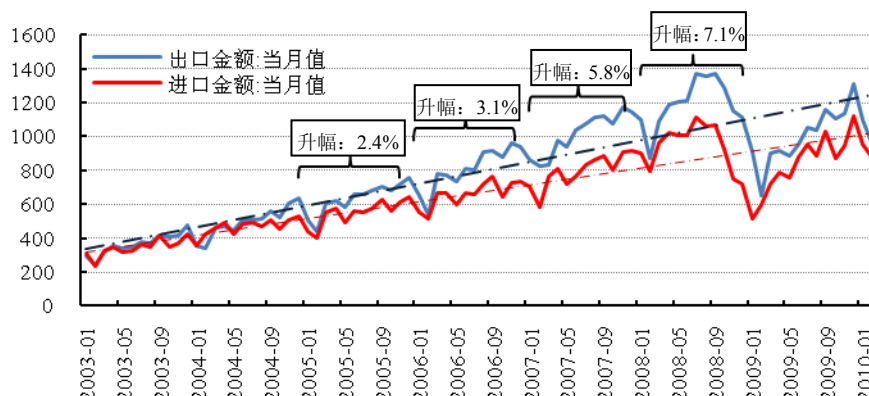
注：资料来源：各券商研究报告。

二、人民币升值对中国经济的影响

(一) 对进、出口的影响

2005~2007年人民币小幅渐进升值期间的实践表明,中国“两头在外”的经济发展模式显著,进口品以原料、中间产品为主,人民币升值对于进口确实起积极作用。出口产品显著的“价格弹性小、收入弹性大”特征表明,单纯因人民币小幅升值而产生的负面影响较小。但2008年升值加速,在全球经济衰退的大环境下,对出口部门负面冲击明显。

图表 18: 人民币升值与进出口 (单位: 亿美元)

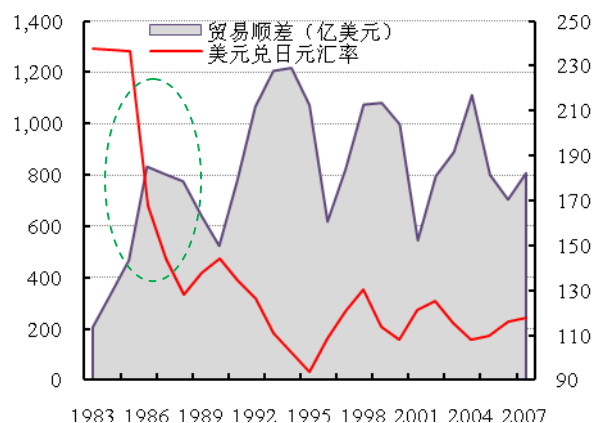


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

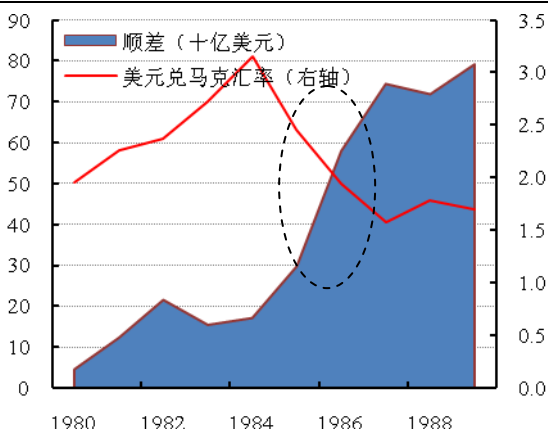
日、德经验显示在经济高速发展时期,虽然从长期看汇率升值并不一定导致出口的萎缩和贸易顺差的减少,但日元短期大幅升值对出口造成较大负面影响的教训当引以为鉴。

中国可贸易品生产力的提升速度远远超过发达国家,且产业集中化程度不断提高,远远领先于规模较小的新兴工业国家,这一优势在短期内仍将继续存在。虽然人民币一定幅度的升值或许并不会对对外贸易产生严重的负面影响,但因全球经济好转而明显好转的出口回稳趋势仍不牢固,人民币大幅升值必将造成较大的负面冲击。

图表 19: 日本贸易顺差与汇率



图表 20: 德国贸易顺差与汇率



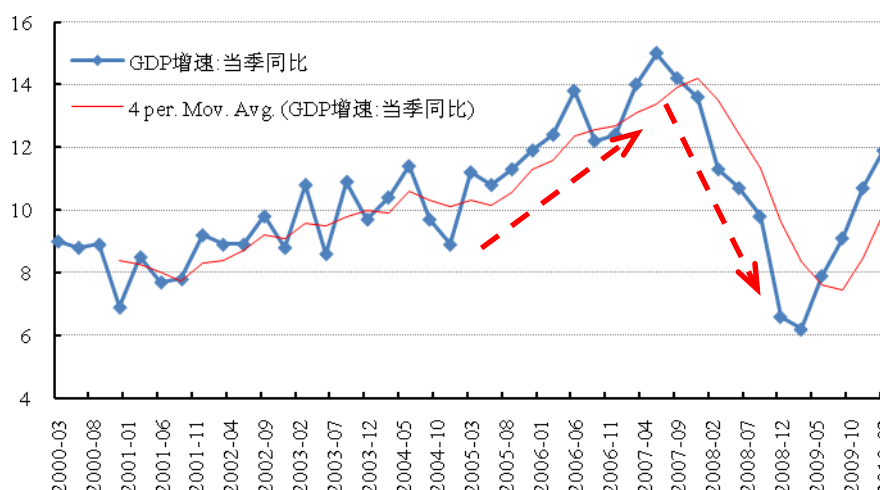
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）对GDP的影响

担心人民币升值对国民经济产生重大负面影响，是人民币汇率政策一向谨慎的主要原因。

2005~2007年人民币渐进升值期间：国际经济环境较好，GDP增速上升。2008年金融危机背景下，人民币快速升值造成GDP季度增速大幅下滑。

图表 21：各季度 GDP 增速（单位：%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

人民币升值对于GDP的影响向来存在“紧缩性”和“扩张性”之争。为了考察汇率和GDP之间的长期关系，本文进行实证检验。

估算方法：采用Granger因果检验对人民币汇率和GDP的关系进行验证，人民币汇率与GDP之间存在着持续的相互影响关系，采用协整估算人民币汇率和GDP之间的长期关系，关系式如下：

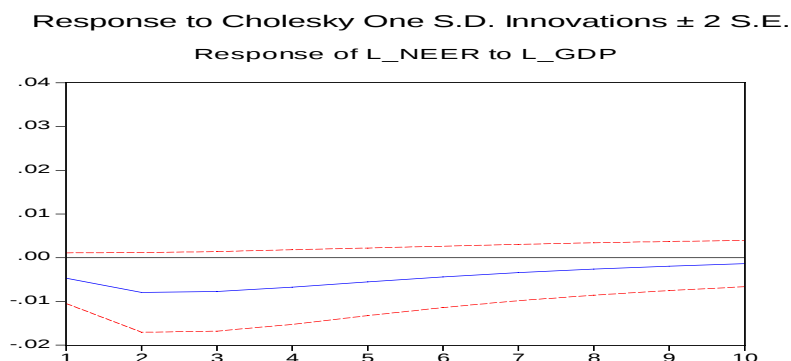
$$LGDP = 6.8620 * POD - 0.9043 * LNEER$$

(1.7587) (0.2569)

其中：LGDP为经季节调整后的实际GDP的对数；LNEER为经季节调整后的名义有效汇率指数的对数，POD为中美相对生产力（中国就业人口人均GDP/美国非农就业人口人均GDP）。估算结果为：

进一步采用VAR模型之脉冲响应函数来考察NEER和实际GDP之间的短期关系。

图表 22: NEER 与实际 GDP 脉冲响应



注：数据经Eviews处理。

实证检验结论为：

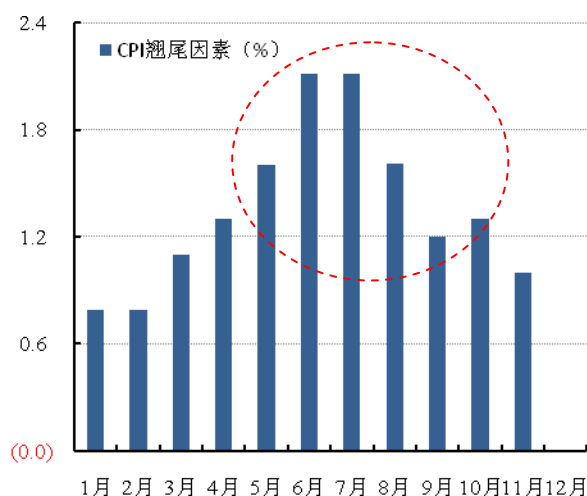
结论1：长期来看，实际GDP与有效汇率指数长期内呈负的相关关系，升值的效果是“紧缩性”的，1%的升值会导致约0.90%的GDP增速下滑。

结论2：短期内，人民币升值会在长期关系之外，额外对实际GDP产生负面冲击，一个季度之后逐渐减弱，但负面冲击影响效应持续时间较长。

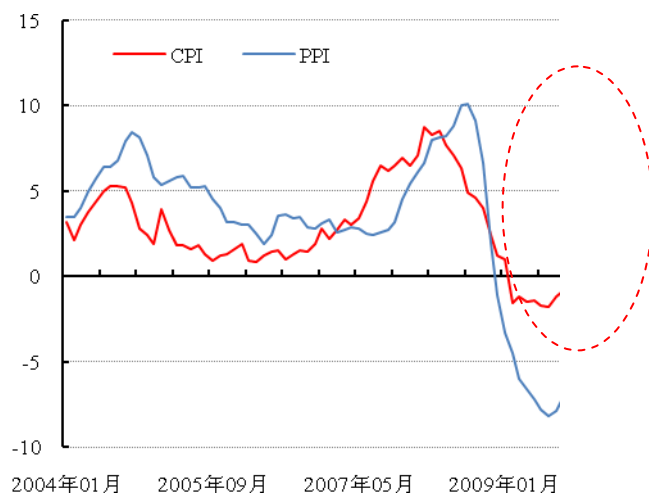
（三）对通货膨胀的影响

当前中国通胀预期较高，原因在于：（1）2009年巨额信贷增量滞后效应，2010年1~4月新增贷款13900 亿、7001 亿、5107亿和7740亿，累计已占全年额度7.5万亿美元的45%，巨额的信贷量催生经济过热预期；（2）近期极端天气、重大灾害引发了农产品价格上涨；（3）翘尾因素引致负利率局面，截至今年10月份，CPI数据都将受翘尾因素影响，仅统计因素就会使CPI在二、三季度面临较大上升压力；（4）CPI的先行指数工业品出厂价格指数（PPI）上扬，4月工业品出厂价格指数同比上涨6.80%，且同比、环比增速都出现了跳升。

图表 23: CPI 翘尾因素



图表 24: CPI 与 PPI



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

经济学理论和部分国家的实践表明，**本币升值有利于抑制国内通货膨胀**，很多专家学者也曾提出通过人民币升值缓和国内通胀压力的想法。

为了从实证数据角度考察人民币汇率和通货膨胀的影响，本文再次引入有效汇率指数，取1994年以来的季度数据，对汇率变动和通胀率变动之间的关系进行了Granger因果检验，研究发现：

■ **汇率变动和通胀率变动序列之间存在负相关关系，相关系数-0.398。**

■ **短期内（5个季度内），汇率变动和通胀率变动之间不存在Granger因果联系。**

■ **直到6个季度后，“汇率变动不是通胀率变动的Granger原因”的原假设被拒绝。**

长期来看，汇率和通胀率之间确实存在着替代关系，但这种效应时滞较长，且当前人民币被动升值已在一定程度上减轻了输入性通货膨胀的影响，因此，**通过人民币升值来缓解国内通胀压力的方案短期效果可能会低于预期**。人民币升值对于通货膨胀最大的不利影响在于，开启升值或可能引发更高的升值预期，导致“热钱”涌入，货币供给被动增加，充裕的流动性进一步抬升物价水平。

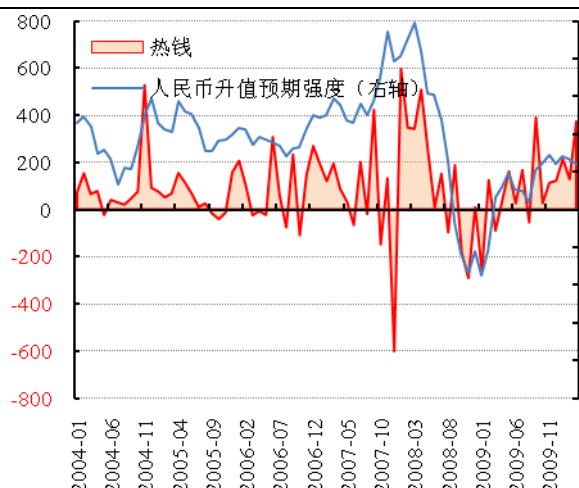
（四）对货币政策的影响

长期来看，人民币向合理水平的回归将减轻货币政策一味稳定扭曲的汇率的压力，更好地为国内经济服务。但是短期内，一旦人民币升值可能传递“步入升值通道”的强烈信号，导致“热钱”大量地流入，进而影响货币政策执行效果。我们采用估算“热钱”的常用方法“热钱=新增外汇占款-贸易顺差-FDI”初步估算了各月“热钱”的规模，并将之与人民币升值预期对照，发现：

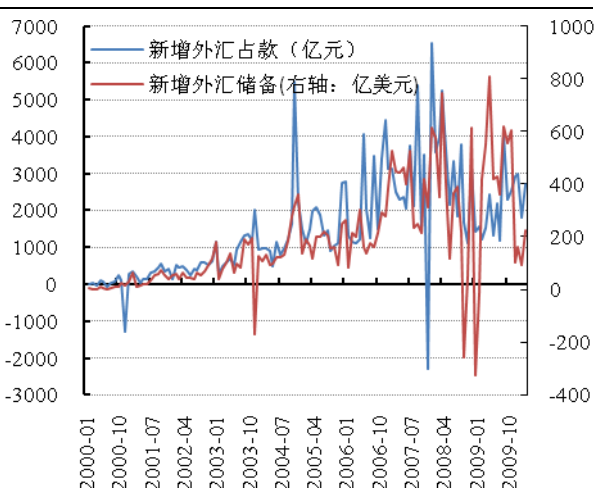
■ **“热钱”的流入和升值预期之间存在着显著的相关关系；**

■ **2010年以来，随着人民币升值预期的高涨，“热钱”的规模有明显的增大趋势；**

图表 25: 热钱与人民币升值预期



图表 26: 新增外汇占款、外汇储备



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

人民币升值压力当前,国内通货膨胀预期高涨、紧缩性货币政策呼之欲出的背景下,央行面临两难选择。

(1) **加息**,由于美国利率基本为零,内外利差的加大,可能诱使“热钱”流入加剧,进一步抬高人民币升值预期。在现行外汇管理体制下,央行用基础货币吸收流入的外汇,“热钱”流入将造成货币供给的被动增加,紧缩性加息政策反而可能演变为扩张性的宏观政策。挥之不去的人民币升值压力已成为加息的重要制约因素。

(2) **提高法定存款准备金率**,则收缩的流动性极易被人民币升值预期下流入的“热钱”所催生的额外货币供给所抵消。中国法定存款准备金率已高达17%,距历史性高点17.5%仅一步之遥,可操作空间有限。

前车之鉴:2007年,为收缩过剩的流动性,中国一共10次调整法定存款准备金率,8次调整利率,月均新增2548亿的外汇占款导致货币供给被动增加,严重影响紧缩性货币政策的执行效果。

小结:

人民币升值对中国经济的负面影响主要有:(1)大幅升值对出口造成严重冲击,进而危及中国经济;(2)大幅升值的“紧缩性”效应导致GDP增速急剧放缓;(3)事实升值可能引发持续的升值预期导致“热钱”流入,货币供给的被动增加抬高总体物价水平,影响紧缩性货币政策效果。

人民币升值对中国经济的正面影响:(1)小幅升值对实体经济影响较小,且有益于改善国际贸易环境;(2)全球经济未稳之际,有益于降低汇改实施后大幅升值的风险;(3)人民币汇率先行调整,为货币政策减少制约。

今年,全球经济尚存二次探底风险,人民币升值预期走低,“热钱”大量涌入风险也随之降低,启动汇改、人民币小幅升值利大于弊。

三、人民币升值的时机、途径和幅度

汇率问题具有敏感性和复杂性，当前关于人民币升值与否之争的焦点在于“短期应对负面冲击”和“长期促进结构性调整”的权衡。基于升值对中国经济影响的分析，短期来看，启动汇改、人民币小幅升值利大于弊；长期来看，启动人民币汇率制度改革，人民币渐进升值，可为经济结构调整加力、为货币政策纾困。

我们认为年内汇率制度改革启动的可能性较大，“扩大日内波幅”的方式较优，人民币小幅渐进升值。

（一）时机：年内

今年是人民币升值压力最大的一年，人民币问题国际化和政治化的趋势加剧，可以预见，若今年人民币汇率制度不进行调整，则国际压力定会愈演愈烈。目前，全球经济形势依然未稳，人民币升值预期强弱不断变化，这为人民币启动汇改后实现**双边预期**创造较为有利的条件，“热钱”本身所面临的风险加大，紧缩性货币政策的执行效果也会有所改善。

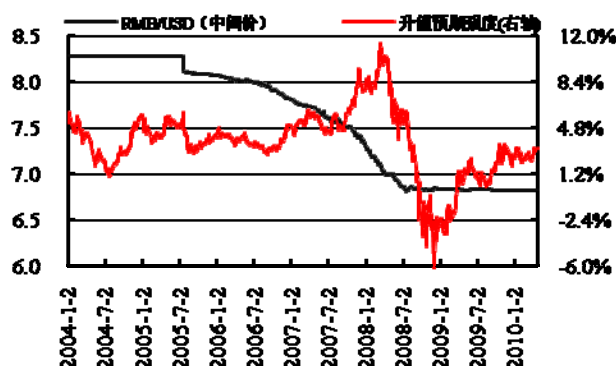
“以退为进”是大国博弈的常用之道，美国将人民币问题放在双边对话之外，且以合作的方式承认中国的市场经济地位，并承诺对中国放开高新技术出口限制……这些具有弹性特征的合作承诺都在考验着中国人民币汇率问题上的行动。

综上所述，在当前的国际国内形势下，人民币年内汇改的概率较大，人民币年内升值。

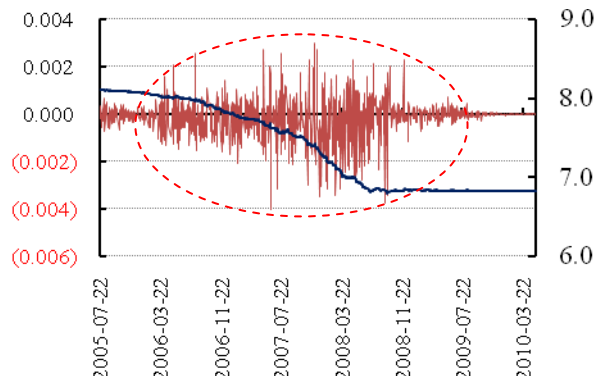
（二）途径：“扩大日内波幅”

历史经验表明，一次性升值方式启动汇改的效果并不理想，不仅会对出口企业造成短期剧烈冲击，而且当升值预期不减时，一次性升值后仍将不得不渐进升值。2005年以来的汇改经验显示“扩大日内波幅”可以减少中央银行对外汇市场的被动干预，双边波动可缓解单边升值速度，有利于掌握人民币汇率的主动权。

图表 27：一次性升值与高涨的升值预期



图表 28：渐进升值与双边波动



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（三）幅度：小幅渐进

一旦汇改以“扩大日内波幅”的方式启动，人民币汇率将渐趋灵活，长期升值趋势、国际压力和国内需求将一起发挥作用，加之2010年，中国经济预期增速不减，经济一枝独秀的概率较大，汇改的启动必然导致人民币升值。

但“人民币大幅升值将严重冲击出口，并对GDP产生较大的负面影响（人民币升值1%，GDP增速将降低0.94%）”的实证结论及欧元持续下跌、全球经济未稳的经济形势表明，**小幅升值方能趋利避害**。

“热钱”流入控制、房产打压、股市大跌在某种意义上为人民币升值的做了准备。国际经验显示，货币升值会带动资产价格上升，曾经沸腾的股市和楼市一直是政府的忧虑所在。目前，政府的房产打压决心空前，且股指处于相对较低位置，这些都减轻了因人民币升值而加剧资产泡沫的可能性，也增加了人民币升值年内的可能性。

政策面：

《2010年一季度货币政策执行报告》中“货币政策趋势”部分的“下一阶段工作思路”：按照人民币汇率形成机制改革的原则，进一步完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。与《2009年四季度货币政策执行报告》不同，再次提及参考一篮子货币进行调节。

消息面：

中国商务部长陈德铭5月21日表示，中国计划继续以原有速度推进人民币汇率改革，汇改已促使人民币近期兑欧元和美元升值。

5月24日，中国国家主席胡锦涛在“中美战略与经济对话”开幕致辞里重申中国承诺继续推进人民币汇率改革。

5月25日，美以合作的方式承认中国市场经济地位，并承诺对华高科技出口放松管制。

6月5日，美国财政部长盖特纳(Timothy Geithner)表示，中国应当将恢复人民币升值作为整体经济改革的关键举措之一。

6月5日，IMF总裁，斯特劳斯-卡恩在釜山出席二十国集团(G20)峰会间隙的新闻发布会上表示，IMF依然认为，人民币被大幅低估，必须就人民币汇率问题采取行动。

历次关注事件：

5月24日：中美战略与经济对话

6月5日：G20峰会

问题：人民币启动升值，会不会重蹈日本覆辙？

如今人民币所面临的处境与“广场协议”前的日元十分相似，日元对美元的大幅升值后，日本企业大规模向海外转移，出现“产业空心化”，国内经济一度陷入困境，随之而出的刺激性货币政策在提振经济的同时也加剧了资产泡沫，资产泡沫破灭后，日本经济遭受重创……如今的中国同样面临要求人民币升值的广泛的国际压力，“中国是否会重蹈日本覆辙”成为人民币升值必须面对的话题。

1、人民币短期内不存在大幅升值可能

日本当时被迫在短期内推动日元大幅升值，导致国内企业措手不及。中国经济外向型经济特征明显，政府在短期内决不会放任人民币大幅升值。

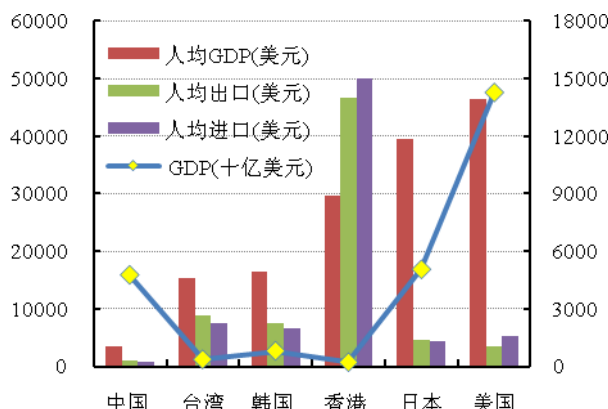
2、紧缩性货币政策预期强，短期内资产泡沫风险小

日元大幅升值重创出口企业，央行选择扩张性的货币政策，多次降息，低利率与“热钱”的共同作用，促进日本经济增长的同时催生了严重的资产泡沫。中国经济正从危机中快速恢复，为抵消金融危机期间扩张性的财政和货币政策负面效果，目前紧缩性货币政策出台的可能性增强，房产新政有力打击了房地产业的投机活动，股市的恐慌性下跌，将降低资产泡沫风险。另外，中国严格的资本流入控制从根本上削弱了国际游资短期内催生资产泡沫的可能性。

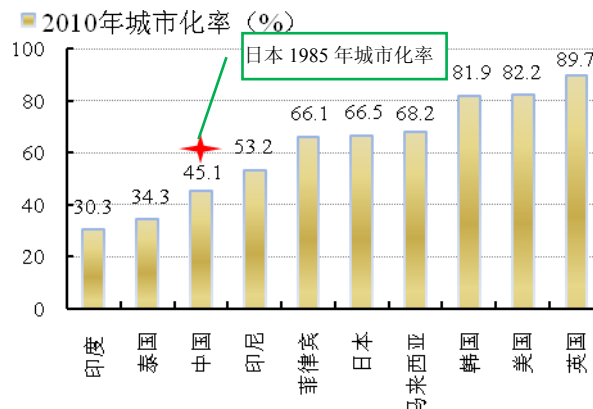
3、渐进小幅升值不会动摇中国的国际竞争力

中国目前仍处于初级发展阶段，国际竞争力较强，而1984年日本已经是全球最富裕的国家之一，许多领域的竞争力呈下降趋势，而中国的劳动力成本和技能优势在短期内难以被其它新兴国家所替代。人均指标大大低于世界平均水平，城市化进程还在继续，国际竞争力仍在增强。

图表 29：中、日、韩等国人均指标比较



图表 30：2010 各国城市化率比较



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

4.中国出现产业空心化的可能性较小

当时日本企业已处于产业链的较高端，出于降低成本目的，企业将生产基地向海外转移，导致了产业空心化，而中国企业整体水平尚处于产业链较低端，人民币小幅升值会淘汰低盈利企业，促进出口企业的产业升级和优化。

5、外资涌入失控局面不会发生

在可预见的时期内，人民币汇率波动幅度将慢慢放开，其可控性依然很强，因外资大量涌入的失控进而幅抬高币值的可能性很小。

四、人民币升值对各行业的影响

从行业属性角度提示人民币升值需重点关注行业；从企业经营角度估算人民币升值对于各行业毛利率的影响；从企业非经营性因素角度，衡量人民币升值对于各行业经营的间接影响。

（一）行业属性角度

关注资产价格敏感性行业、货币敏感性行业、油价敏感性行业。

表格 5：行业及其特征属性

行业	特性	升值影响
食品饮料、农产品、医药、家电、IT 硬件等	弱周期内需消费行业	偏中性
电信运营、零售百货、旅游、传媒、IT 软件等	弱周期内需服务行业	偏中性
地产	资产价格敏感行业	价值重估，银行、证券、保险价值重估减值，负面影响大
银行		地产正面影响
证券		负面影响
保险等		
造船、航运、港口、出口工业、能源、有色金属、电子元件等	外需敏感行业	负面影响
工业品、机械制造、电力、煤炭、钢铁、建材、化工、电力设备、电信设备等	投资敏感行业	偏中性
造纸、航空、出口行业等	货币敏感行业	造纸进口大户正面影响；航空外债大户正面影响；出口行业影响偏负
汽车、交通运输、炼油、石油、石化等	油价敏感行业	难以直接定论

弱周期内需消费行业和弱周期内需服务行业：内需主导属性决定了人民币升值对其直接影响较小，整体偏中性的概率较大。

资产价格敏感性行业：人民币升值会引致价值重估，理论上，地产行业因海外资产占比较小，人民币升值的价值重估正效应要大于负效应，综合作用下总的效应偏正的可能性大，而银行、证券、保险等行业则因持有大量的外币资产而引致较明显的价值重估减值，因此负面影响可能较大，对于银行业而言，因持有的外币资产规模巨大，价值重估减值将在一定程度上影响其资本充足率，由于银行业承担着外汇汇兑业务，人民币升值情况下若无合理对冲，可能会部分承担人民币单边升值行情下的汇兑损失。

外需敏感性行业：人民币升值对外需行业产生负面的影响，但主要由国际经济环境主导。

投资敏感性行业：与中国国内经济发展的现状紧密相关，人民币升值对其直接影响难以界定，整体可能偏中性。

货币敏感性行业：人民币升值将导致出口价格的相对上升和进口价格的相对下降，同时，对于企业所持有的外债则会有降低本金和利息支付的综合效应，因此，人民币升值对于造纸等进口大户具有正面效应，对于持有巨

额外债的航空行业也具有正面效应，出口行业则可能会面临负面影响。

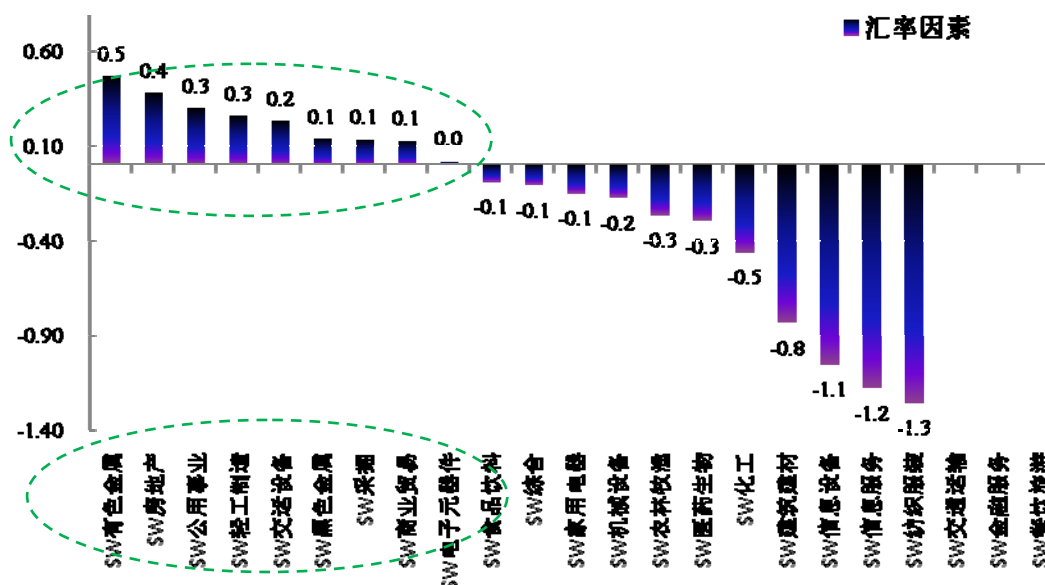
油价敏感性行业:原油是大宗商品，人民币升值可能会产生成本节约效应，对子行业产生正面影响，但是另一方面，成本节约所导致的需求增大却可能会抬高油价，因此人民币升值对该行业的影响难有定论。

(二) 企业经营角度

人民币升值是一把双刃剑，在降低部分行业成本的同时，也会因进口价格的降低，加剧进口品替代，同时影响行业的成本端和销售端，进而影响行业毛利率，尤其是劳动密集型行业利润率将受到严重影响，中国规模以上轻工企业出口利润普遍在5%左右，而规模以下企业毛利率就2%左右。

本文通过协整估计人民币有效汇率和行业毛利率季度数据，考察汇率对行业毛利率的影响。

图表 31: 汇率对各行业毛利率影响的实证结果



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心。交通运输、金融服务和餐饮旅游数据不合协整要求, 因此未作估算, 并不是没有影响。

实证结果显示, 人民币升值与有色金属、房地产、公用事业、轻工制造、交运设备、黑色金属、采掘、和商业贸易等行业的毛利率存在正的相关关系, 而人民币升值对化工、建材、信息设备、信息服务、纺织服装等行业的影响则偏负, 对于纺织行业的负面影响最大。

中国轻工行业技术含量低, 议价能力弱, 中小企业多, 产能严重过剩, 很难通过提高价格转移汇率升值成本。中国纺织品进出口商会的测试结果显示, 在其他生产要素成本和价格不变的情况下, 人民币升值1个百分点, 企业利润减少1%。本文的实证结果也佐证了这一点。

人民币升值对各行业毛利率影响是正还是负, 与各行业进出口占总产出的比例有关, 偏正面影响的行业主要是进口占比大于出口占比, 偏负则相反。这一结论从多位资深行业研究员处得以求证。

（三）非经营性因素角度

人民币升值对行业产生的非经营性影响直接通过汇兑损益体现，在人民币升值的背景下，各行业在涉外经营中各有特色，汇兑损益有明显差异。

关注2006~2007年平均汇兑收益排名前五的行业依次为交通运输、化工、黑色金属、公用事业和商业贸易。

表格 6： 2005~2009 年汇兑损益数据（单位：百万）

	2009 年	2008 年	2007 年	2006 年	2005 年	06~07 均值	05~09 均值
交通运输	-399	-5824	-6500	-3592	-2375	-5046	-3738
化工	-87	-2329	-2340	-879	-1050	-1609	-1337
黑色金属	-42	-1130	-909	-427	-950	-668	-692
公用事业	-48	-516	-788	-450	-1030	-619	-567
商业贸易	-77	-922	-491	-119	-230	-305	-368
交运设备	-603	-642	-32	5	-92	-14	-273
机械设备	-81	-1005	-12	98	-72	43	-214
信息服务	29	-275	8	-307	-268	-149	-163

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心。注：负数表示汇兑收益。

表格 7： 汇兑损益占净利润比重

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	05~07 平均	05~09 平均
交通运输	-7.21%	-10.50%	-19.72%	-8.19%	-1.69%	-12.47%	-9.46%
商业贸易	-5.34%	-2.86%	-6.34%	-7.02%	-0.58%	-4.85%	-4.43%
轻工制造	-5.68%	-2.54%	-3.31%	-1.35%	0.81%	-3.84%	-2.41%
信息服务	-4.50%	-5.87%	0.16%	-1.70%	0.07%	-3.40%	-2.37%
公用事业	-4.01%	-1.90%	-2.58%	-1.37%	-12.17%	-2.83%	-4.40%
化工	-2.09%	-1.78%	-3.74%	-2.90%	-0.26%	-2.54%	-2.15%
黑色金属	-2.73%	-1.28%	-2.10%	-2.00%	-0.17%	-2.03%	-1.65%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心。注：正数表示该行业当年净利润为负。

五、人民币升值预期下的投资策略

2010年3月，人民币升值压力陡增，部分板块已经历了一波升值受益行情，但随着房产新政推出后中国股市的大幅下跌（截至目前，中国股市的表现位列世界倒数第二，仅优于深陷债务危机的希腊），股市与经济“冰火两重天”的格局再度出现，人民币升值预期再起，抑或是人民币正式启动汇改，人民币受益板块将会再度迎来利好。

表格 8：人民币升值预期下重点关注板块

	汇兑收益占比排名	毛利率	行业属性
交通运输（航空）	第一	未测算	货币敏感行业
商业贸易	第二	正面影响	弱周期内需服务业
轻工制造（造纸）	第三	正面影响	货币敏感行业
公用事业（电力）	第五	正面影响	投资敏感性行业

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心。

综合汇兑收益占净利润比重、毛利率和行业属性三大方面的评估结果，人民币升值预期下应关注的行业有：航空、商业贸易、造纸和公用事业。

（一）交通运输行业

关注：南方航空、中国航空、ST东航。

表格 9：三大航空公司每股收益敏感性分析（单位：元）

		Wind	人民币升值引致 EPS 增加			
		预测 EPS	1%	3%	5%	10%
600029.SH	南方航空	0.33	0.04	0.13	0.21	0.42
601111.SH	中国国航	0.50	0.02	0.06	0.09	0.19
600115.SH	ST 东航	0.24	0.03	0.09	0.16	0.32

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心。

若人民币升值3%，南方航空EPS增幅近40%，ST东航EPS增幅约38%，中国国航EPS增幅约12%。

（二）商业贸易行业

关注：五矿发展、建发股份（其外债多为短期债，因此未作敏感性分析）。

表格 10：商业贸易板块重点关注公司汇兑损益占净利润比重

证券代码	证券简称	2009	2008	2007	2006	2005
600058.SH	五矿发展	-5.47%	-53.27%	-20.30%	-4.99%	-46.17%
600153.SH	建发股份	0.00%	-33.20%	-23.90%	-15.96%	-24.20%

注：正数表示净利润为负。数据来源：Wind，广发证券发展研究中心。

（三）造纸行业

关注：晨鸣纸业

表格 11：晨鸣纸业每股收益敏感性分析（单位：元）

证券代码	证券简称	Wind 预测 EPS	人民币升值引致 EPS 增加			
			1%	3%	5%	10%
000488.SZ	晨鸣纸业	0.307	0.007	0.022	0.037	0.074
		对 EPS 的影响	2.4%	7.2%	12.0%	24.0%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心。

若人民币升值3%，对其预期EPS的影响为7.2%。

（四）公用事业

关注：华能国际、大唐发电、华电国际。

表格 12：三大电力公司人民币汇率变动综合收益（单位：千元）

			人民币升值幅度			
			10%	5%	3%	1%
600011	华能国际	2,215,394	1,110,214	668,142	226,069	
601991	大唐发电	175,198	87,588	52,543	17,499	
600027.SH	华电国际	140,828	70,414	42,248	14,083	

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心。

表格 13：三大电力公司每股收益敏感性分析（单位：元）

		Wind 预测 EPS	人民币升值引致 EPS 增加			
			1%	3%	5%	10%
600011	华能国际	0.40	0.020	0.059	0.099	0.197
601991	大唐发电	0.13	0.002	0.005	0.008	0.016
600027.SH	华电国际	0.13	0.002	0.006	0.011	0.021

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心。

若人民币升值3%，华能国际预期EPS增幅为15%，大唐发电和华电国际预期EPS增幅为5%左右。

宏观外生事件对市场的影响作用短期内较为明显，人民币升值信号的意义更多地体现在影响投资者心理上，本身不具备独力支撑大趋势的能力，长期来看，经济总体运行情况影响下的公司持续性业绩才是投资价值的主要决定因素。

附：对于银行业和房地产行业的说明

➤银行业：短、中期中性偏负，长期中性偏正，总体偏中性⁷。

- 短期，升值会降低银行外币资产账面价值，偏负。
- 中期，人民币升值对银行资金业务运作形成挑战，中性偏负。
- 长期，人民币升值增加业务量，提升业务水平，中性偏正。

➤房地产行业：短期中性，长期利好。

既往研究表明，货币升值将带来国内资产价格的上升，地产行业会迎来利好。但目前中国打压房地产市场的力度不减，因此，人民币小幅升值对于房地产行业的正面促进作用将被削弱。短期来看，影响并不显著，长期仍为利好。

⁷ 我们的研究发现，在 2005~2008 年人民币升值期间，银行业的汇兑净损失年均 130 亿，占净利润的比重平均达 5%，负面影响不可低估。另外，中国外汇占款与外汇储备的差额逐年扩大，表明银行业被动地承接了外汇敞口，对资本充足率造成不利影响。因此，人民币升值对银行的影响是间接渐进的，中短期中性偏负，长期将为中性偏正面，总体中性。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 行业指数相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 行业指数弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号大都会广场 36 楼	深圳市深南东路 5045 号深业中心 20 楼	北京市月坛北街 2 号月坛大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518010	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注: 本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。