

日期: 2010 年 6 月 23 日



首席宏观分析师 胡月晓

021-53519888-1917

huyuexiao@sigchina.com

执业证书编号: S0870208090146

报告编号:

相关报告:

《汇率将走向结构性升值 有效汇率趋降》

(2010 年 3 月 31 日)

人民币对美元升值幅度的估算

■ 主要观点:

国际货币体系波动导致人民币重新钉住美元

影响我国对外贸易整体状况的人民币对外价值衡量指数,更精确的应是人民币有效汇率,而非对美元的汇率。在美国次贷危机的影响下,国际货币体系发生剧烈波动。国际货币体系波动造成了我国人民币有效汇率自 2008 年下半年以来的飚升,2008 年 9、10 月份,我国人民币重又钉住美元。钉住美元后,随着美元的变化,我国人民币的有效汇率很快下降,这对 2009 年我国外贸的稳定,起了很大的作用。

情景假设: 实现人民币有效汇率的下降

在全球经济没有有效复苏的情况下,全世界国际贸易增长缓慢。2010 年以来,我国出口形势并没有改变 2009 年以来的困难局面,前景依然不容乐观,但同期我国有效汇率却在国际货币体系的影响下,持续攀升,进一步增加了我国出口复苏的难度。通过重新挂钩一篮子货币,可以通过“有升有降”的方式(对美元升,对欧元降),实现有效汇率的下降,促进中国外贸增长。

对美元最多小幅升值(10%以下)

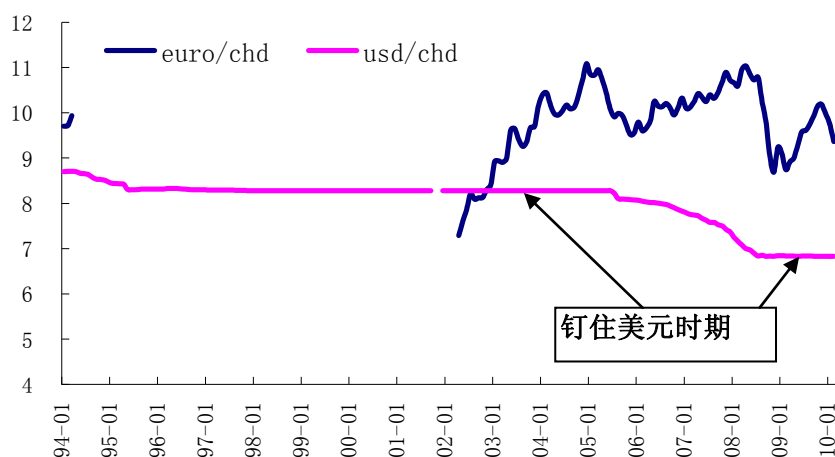
在中国重新增强以挂钩一篮子货币为主要内容的汇率灵活性政策下,人民币对美元未来也将以稳定为主,并不会导致大规模的升值(超过 10%以上)。

6月20日，中国人民银行高调重申，将进一步推进人民币汇率形成机制改革，根据国内外经济金融形势和我国国际收支状况，增强人民币汇率弹性。我们在2010年3月31日的报告《汇率将走向结构性升值，有效汇率趋降》中，就曾指出：增强汇率灵活性（即弹性）指挂钩货币变化。我们再次重申，人民币对美元升值与否和大小，应在人民币有效汇率的框架下，综合考虑人民币的对外价值和中国经济的整体影响而定。鉴于人民币有效汇率仍在高位，人民币对美元升值幅度有限！

国际货币体系波动导致人民币重新钉住美元

自从1994年汇率市场化改革以来，钉住美元一直是人民币汇率的主基调。1994年，人民币汇率实现并轨，并轨后人民币对美元的汇率逐渐上升。经过2年时间的运行后，人民币对美元汇率开始企稳，人民币对美元汇率基本稳定在8.30左右，上下最大波动范围不超过0.4，直到2005年7月第二次汇改开始。2005年7月，中国宣布有管理的浮动汇率制度，人民币汇率钉住一篮子货币。人民币与美元脱钩后，人民币兑美元汇率一直保持了单边升值的趋势，但到2008年7月后，人民币汇率重又开始钉住美元。

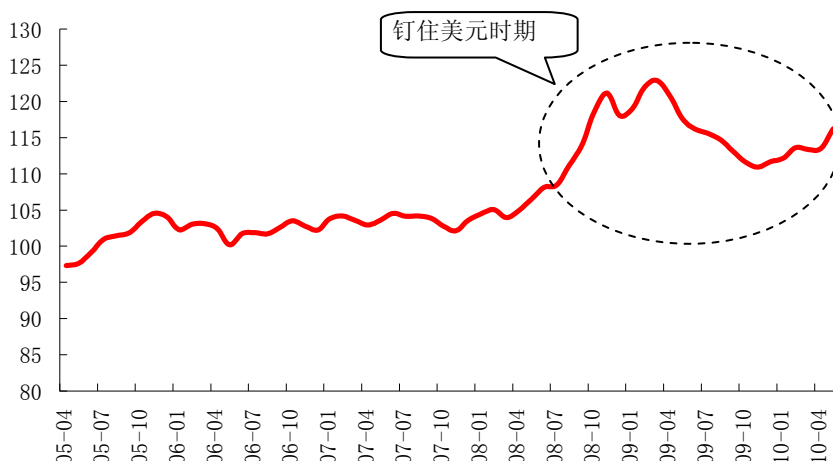
图1 人民币对美元和欧元的汇率变动



数据来源：Wind，上海证券研究所

在2005年7月人民币第二次汇改以来的人民币对美元单边升值期间，人民币有效汇率基本保持了稳定的态势，表明人民币对外价值的变动，整体上并不对中国的贸易条件构成影响。同期我国对外贸易也经历了长达4年的快速增长期。有效汇率是对所有双边汇率按照贸易金额进行加权平均计算出来的汇率；因此，影响我国对外贸易整体状况的人民币对外价值衡量指数，更精确的应是人民币有效汇率，而非对美元的汇率。

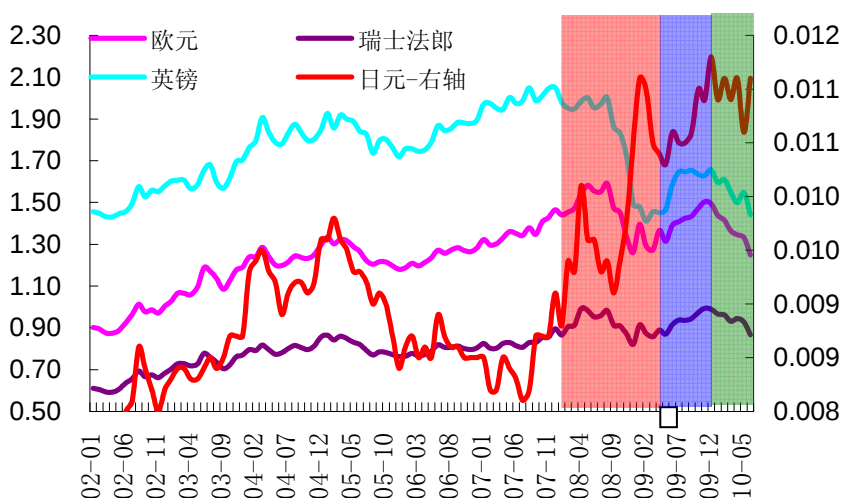
图 2 人民币名义有效汇率指数



数据来源: Wind, 上海证券研究所

人民币对美元升值的同时,有效汇率仍能保持稳定,显然是人民币对非美货币贬值的结果。在人民币对美元的单边升值期间,国际货币体系也保持了稳定的态势,国际主要货币对美元仅是略微升值。

图 3 主要国际货币对美元折算率



数据来源: Wind, 上海证券研究所

在美国次贷危机的影响下,国际货币体系发生剧烈波动。主要国际货币(欧元、日元、英镑、瑞士法郎)对美元的折算率先是大幅下降(美元贬值),在经历 2009 年 1 季度的短暂企稳后,2 季度后又上升(美元指数回升),2010 年后受美国打压,主要国际货币对美元指数再次下降。

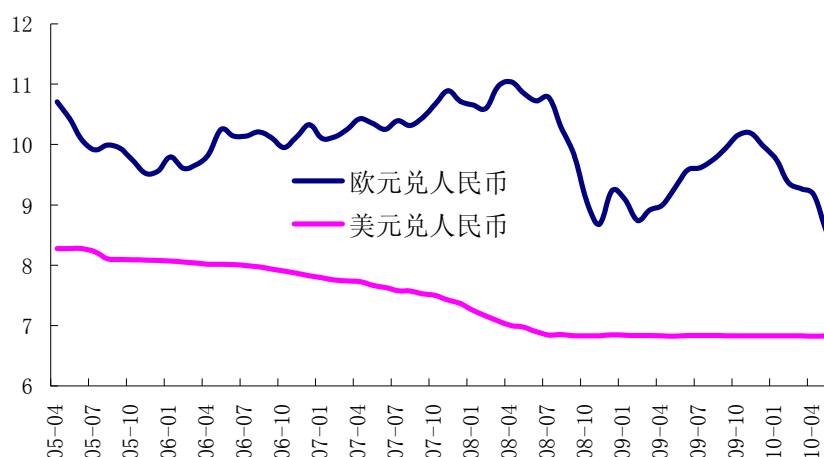
国际货币体系波动造成了我国人民币有效汇率自 2008 年下半年以来的飚升,2008 年 9、10 月份,我国人民币重又钉住美元。钉住美元后,随着美元的变化,我国人民币的有效汇率很快下降,这对 2009 年我国外贸的稳定,起了很大的作用。

对美元升值幅度的估算

情景假设：实现人民币有效汇率的下降。在全球经济没有有效复苏的情况下，全世界国际贸易增长缓慢。2010 年以来，我国出口形势并没有改变 2009 年以来的困难局面，前景依然不容乐观，但同期我国名义有效汇率却在国际货币体系的影响下，持续攀升，进一步增加了我国出口复苏的难度。

在国际金融体系不稳的情况下，主要国际货币贬值不少，突出表现在黄金价格的不断攀升，美元指数上升不过是表明在国际货币体系中美元比其它货币（欧元等）强而已。凭借中国经济的良好表现，人民币已事实上升值不少，主要表现人民币有效汇率上升。2008 年 3 季度以来，中国重新实行钉住美元制度，实际上获得了跟随美元一道贬值的好处，而现在的形势是国际货币体系正进入一个重新平衡期，中国的外贸形势也面临较大压力，通过重新挂钩一篮子货币，可以通过“有升有降”的方式（对美元升，对欧元降），实现有效汇率的下降，促进中国外贸增长。

图 4 人民币对美元和欧元汇率的变动



数据来源：Wind，上海证券研究所

假设目标一：人民币对欧元贬值 15%。2009 年 9、10、11 月，人民币对欧元汇率在人民币钉住美元的影响下一度贬值到长期均衡水平附近（1: 10, CHD/EURO），从而带动了人民币有效汇率的下降，使得我国的贸易条件在国际经济不好的大背景下能得以改善。鉴于当前欧元区的经济和金融形势，我们认为，在我国放弃钉住美元后，人民币对欧元汇率首先会上升，并极有可能升值长期均衡点附近。这样做，既可在金融上救欧元，又可在贸易上促出口。

假设目标二：人民币名义有效汇率下降 4%。为了改善中国的贸易条件，我们认为短期内（3-6 月）人民币有效汇率下降到前期低点（110）是可行和必要的。

结论：对美元最多小幅升值（10%以下）。从日元/美元间的折算率和人民币对日元的汇率变动情况看，人民币对日元在短期内将相对稳定。按照经验数据，在人民币钉住美元期间，计入人民币有效汇率框架内的其它货币对人民币的汇率，也大致跟随人民币对欧元走势，进行了小幅波动。按照各货币权重，我们得出美元可能的升值空间：

$$X = \frac{15\% \times 0.2 + 0.55(2\% \sim 5\%) - 4\%}{0.17} = 0.6\% \sim 10\%$$

可见，在中国重新增强以挂钩一篮子货币为主要内容的汇率灵活性政策下，**人民币对美元未来也将以稳定为主，并不会导致大规模的升值（超过10%以上）。**

分析师承诺

分析师 胡月晓

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。