

宏观研究

信达证券股份有限公司

北京市西城区闹市口大街
九号院一号楼六层信达证券
研发中心

宏观研究

汇率干预不会有货币战

2010-10-08

徐佳蓉

63081270

xujiarong@cindasc.com

信达证券*宏观研究*汇率干
预不会有货币战*徐佳蓉

汇率干预不会有货币战

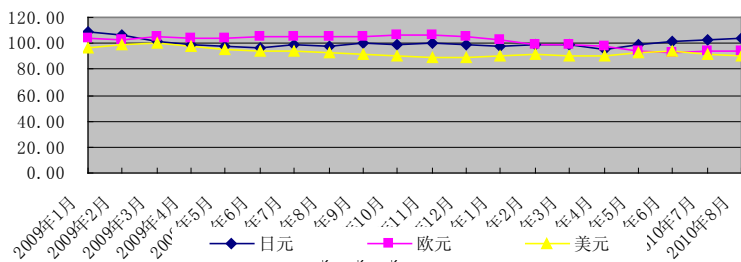
2010年10月08日

摘要

- 日元汇率上行创下多年以来新高，引发日本央行在外汇市场上的干预。干预主要原因在于日本经济复苏对于出口的依赖。
- 干预带来仿效，如瑞士央行与巴西央行相继在市场上购买美元干预本币升值。由于经济恢复进程不同，不同国家干预动机有所不同。
- 因此干预动机不同处在于，发达经济体通过汇率干预旨在影响汇率水平变化或者仅仅是一个方面，更重要的是，由此带来的货币供应量的增加，有助于发达经济体缓解通缩的压力。对于发展中国家，通过汇率干预，重在控制本币升值的幅度与速度，影响与调控国际资本流动的节奏。
- 但是，总体上看，干预不会引发货币战争。一方面，有着前车之鉴，30年代的汇率战争以及引发的贸易保护主义并没有真正的受益者。另一方面，危机中合作的氛围与机制还在延续中。所以当前无序的货币干预或将在争论中有序的解决。但是，可以明确的是，美元走弱在一两年内将得到维持。
- 虽然美国对人民币汇率表示出前所未有的强硬态度，但是，出于双方贸易的依赖性，特别是美国经济复苏所表现出的对海外市场的需求，以及双方在国际事务的牵制与合作，两国爆发货币战争的概率很低，与此相伴随的是中国对美国贸易顺差将由于中国进口规模的增加而降低。

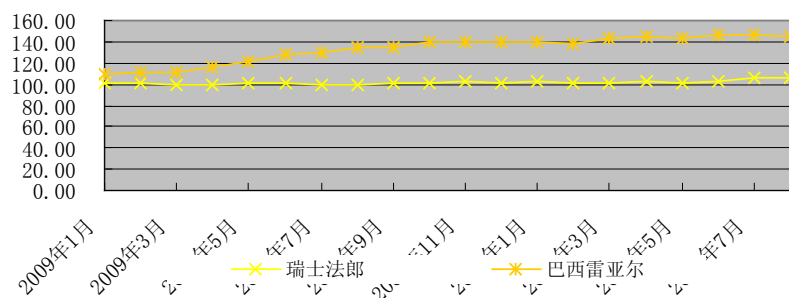
日元汇率上行创下多年以来新高，引发日本央行在外汇市场上的干预。干预主要原因在于日本经济复苏对于出口的依赖。日本经济在 2009 年春季达到了经济底部之后开始反弹，反弹主要是由于出口的增加与相关的财政政策。来源新兴市场的复苏、特别是对 IT 相关产品的需求，带动了出口的增长，推动了制造业恢复，与相关服务业的发展。二季度日本经济增速显著放缓，日元升值加重了经济前景的担忧。

图 1：日元、美元与欧元实际有效汇率



资料来源：信达证券

图 2：瑞士法郎、巴西雷亚尔走势实际有效汇率



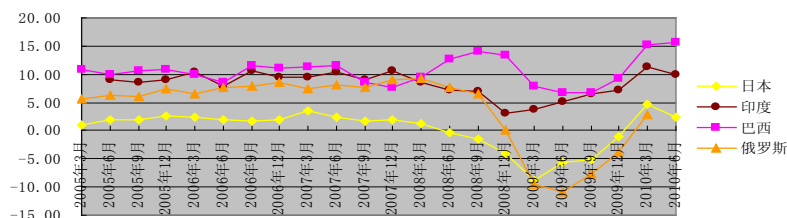
资料来源：信达证券

干预带来仿效，如瑞士央行与巴西央行相继在市场上购买美元干预本币升值。由于经济恢复进程不同，不同国家干预动机有所不同。工业生产在发达国家出现下降，危机后有所恢复，但未达到危机前的水平。其中，美国的产能利用率在去年年中达到底部，目前产出只有 2008 年峰值的 20% 左右。日本与欧元区国家也出现显著下降。面临一定程度的通缩。与此相对应的是，发展经济体，包括印度等虽然出现放缓，但是，产出并没有低于其在 2008 初的水平，年度增长率超过 10%。经济有过热迹象，通胀压力较为突出。

因此干预动机不同处在于，发达经济体通过汇率干预旨在影响汇率水平变化或者仅仅是一个方面，更重要的是，由此带来的货币供应量的增加，有助于发达经济体缓解通缩的压力。对于发展中国家，通过汇率干预，重在控制本币升值的幅度

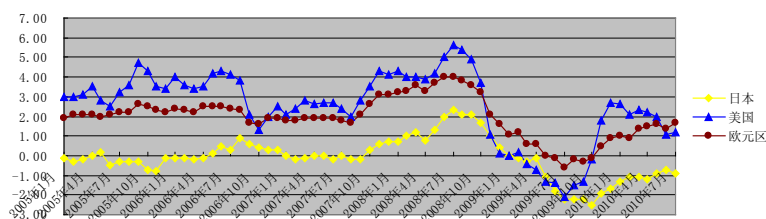
与速度，影响与调控国际资本流动的节奏。从 2009 年开始，全球资金出现回流，由于经济恢复的前景，发展中国家所接受资金流入的比重提高，股权投资上升，资金流动的不确定性增强。干预的持续性有限。

图 3：日本与金砖国的 GDP 增速对比



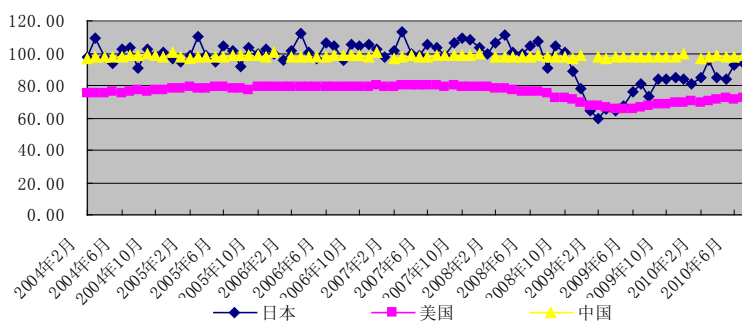
资料来源：信达证券

图 4：美国日本欧盟物价增速对比



资料来源：信达证券

图 5：美国日本中国产能利用率



资料来源：信达证券

但是，总体上看，干预不会引发货币战争。一方面，有着前车之鉴，30年代的汇率战争以及引发的贸易保护主义并没有真正的受益者，从结果看，各国的外贸出口与市场份额并没有因此而有所改善或者增加。

另一方面，危机中合作的氛围与机制还在延续中。各国所建立的货币互换与货币政策协商机制对抵御危机发挥了重要作用。对于危机发生的微观原因有一定的共识，相关的金融监管的国际标准与合作也在探讨与对话中。所以当前无序的货币干预或将在争论中有序的解决。但是，可以明确的是，美元走弱在一两年内将到维持。

虽然美国对人民币汇率表示出前所未有的强硬态度，但是，处于双方贸易的依赖性，特别是美国经济复苏所表现出的对海外市场的需求，以及双方在国际事务的牵制与合作，两国爆发货币战争的概率很低，与此相伴随的是中国对美国贸易顺差将由于中国进口规模的增加而降低。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深300指数涨幅20%以上
	买入	相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深300指数跌幅10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深300指数涨幅10%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深300指数跌幅10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼信达金融中心6层研究开发中心
邮编：100031
传真：0086 10 63081102