



G20 财长和央行行长会议速评： 交换、妥协、等待新次序

报告摘要：

- 在 G2 的前期攻关和交锋下，最终市场看到了具有一定约束力的消费国和生产国间的温和妥协协议和一个新兴国家同发达国家之间共享货币权力的合作仪式的彩排预演。
- **生产国再次表示不主动追求贸易盈余。** 尽管还不清楚具体会如何实现，但这是一个明确的信号。其中存在的某种默契可能预示有关各方都想避免在汇率问题上进一步提高调门。
- **储备国家（美国）必须采取行动节制货币印刷行为。** 盖特纳发表有关“强势美元”的言论。尽管没有看到伯南克的表态，考虑到这次妥协的姿态，11 月将到来的量级可能会比预期小。也可能采取小步分阶段推进的形式，例如第一次 1000 亿。无论如何，双方的外部均衡的短暂调整所赢得的宝贵时间，都需要内部调整加快进程和力度。
- **新兴国家和发达国家之间的货币权力的让渡——二十国集团同意将逾 6% 的话语权转移给新兴经济体。** 未来更有序的国际货币体系的等待依旧来日方长，而美国反对任何形式的轮流制度，美国的否决权依旧无法撼动。说白了这次美国基本没吃亏，中国有所得益，日韩欧都有些失意，全球经济生态还是丛林法则，美国丢个萝卜给中国后面肯定有说法。
- **各国承诺暂时放弃汇率战，减少汇率过度和无序波动带来的负面影响，避免采取竞争性贬值措施。** 长期来看，我们认为如果确实由市场力量来决定汇率，那么消费国货币走弱，生产国货币走强（资源国货币也伴随着走强）是天经地义的事情，目前不过是消费国不肯让出货币霸权，生产国不肯上位的僵持局面而已。
- **市场表现预测：** 消费型货币美元指数可短期重回上升通道，等待 11 月初量化宽松预期的实现；生产型货币例如日元、韩元的干预会部分解除，但汇率也不会因此出现大幅上升情况；预期人民币将继续运行于上升通道，至年底，升值幅度将达到 3% 左右，全年升值幅度达到 5%；资源类货币例如澳元和加元的强势将得到继续休整，大宗产品价格也是如此。全球流动性会暂时失去投赌的明确方向。

首席分析师

邵宇

电话：010-88085949

Email: shaoyu@hysec.com

分析师

蔡笑 李伟杰 吴昊

电话：010-88085801

Email: caixiao@hysec.com

相关研究

宏源证券 * 宏观经济专题报告 * 房价 谁说了算! ? * 宏观 * 邵宇、蔡笑、李伟杰，2010年10月21日

宏源证券 * 宏观经济点评报告 * 10月19日央行加息点评：意在抑制通货膨胀 * 宏观 * 邵宇、蔡笑，2010年10月20日

宏源证券 * 宏观深度报告 * 掘金十二五系列 * 三纵两横：中国均衡增长新格局 * 宏观 * 邵宇、金春萍，2010年10月14日

系列报告



事件:

韩国企划财政部长官尹增铉 22 日在二十国集团(G20)财长和央行行长会议开幕式上说,鉴于汇率问题的重要性,会议首日的议程有所变动,以重点商讨汇率问题。

经过艰难的协商, G20 成员最终在 24 日的《联合公报》中承诺采取更多由市场决定的反映经济基本面的汇率政策, 减少汇率过度 and 无序波动带来的负面影响, 避免采取竞争性贬值措施。

我们的观点:

全球都看到 G20 如何在消费国和生产国之间进行再平衡的讲数了, 结果未出市场意料, 应该说这个成果还算显著, 在 G2 的前期攻关和交锋下, 最终市场看到了具有一定约束力的消费国和生产国间的温和妥协协议和一个新兴国家同发达国家之间共享货币权力的合作仪式的彩排预演:

1) 生产国再次表示不主动追求贸易盈余, 美国财长盖特纳曾向会议提议, 各经济体经常账户盈余或赤字应限制在 GDP 的 4% 以内, 以缓和汇率争端, 平衡国际贸易。而此前中国央行副行长易纲也谈到, 中国政府将把经常项目盈余在 GDP 中的比例降至 4% 以下。2009 年这个比率已从 2007 年的峰值 10.6% 降至 6%。上次达到不到 4% 的水平是在 2004 年。尽管还不清楚具体会如何实现, 但这是一个明确的信号。其中存在的某种默契可能预示有关各方都想避免在汇率问题上进一步提高调门;

同时会议敦促储备国家(美国)必须采取行动节制货币印刷行为, 盖特纳也开始发表有关“强势美元”的言论。显然美联储可能采取的新一轮定量宽松, 是通往“强势美元”道路上最大的障碍。尽管没有看到伯南克的表态, 考虑到这次妥协的姿态, 11 月将到来的量级可能会比预期小(低于 5000 亿规模), 也可能采取小步分阶段推进的形式, 例如第一次 1000 亿。无论如何, 双方的外部均衡的短暂调整所赢得的宝贵时间, 都需要内部调整加快进程和力度。

2) 新兴国家和发达国家之间的货币权力的让渡——二十国集团同意将逾 6% 的话语权转移给新兴经济体。欧洲将放弃两个委员会席位; 可能需要 1 年左右的时间来决定由哪些规模更小的欧洲国家放弃席位。IMF 委员会未来数周将举行会晤, 以批准上述决定。中国的份额预计会从第 6 位上升至第 3 位, 排名居美国和日本之后。而俄罗斯、印度和巴西也有望上升 2 到 3 名。中国、印度、巴西和俄罗斯在 IMF 的话语权已经跻身前十。但他们可能短期内无法奢望更多, 对未来更有序的国际货币体系的等待依旧来日方长, 这些调整要到 2013 年才能进行, 而美国反对任何形式的轮流制度, 美国的否决权更是依旧无法撼动。说白了这次美国基本没吃亏, 中国有所得益, 日韩欧都有些失意, 全球经济生态还是丛林法则, 美国丢个萝卜给中国后面肯定有说法。

在此基础上, 各国承诺暂时放弃汇率战, 最终在《联合公报》中承诺采取更多由市场决定的反映经济基本面的汇率政策, 减少汇率过度 and 无序波动带来的负面影响, 避免采取竞争性贬值措施。这为首尔峰会定下了基调。长期来看, 我们认为如果确实由市场力量来决定汇率, 那么消费国货币走弱, 生产国货币走强(资源国货币也伴随着走强)是天经地义的事情, 目前不过是消费国不肯让出货币霸权, 生产国不肯上位的僵持局面而已。

3) 对市场的影响: 市场已经在迅速反应, 消费型货币美元指数可短期重回上升通道, 等待 11 月初量化宽松预期的实现; 生产型货币例如日元、韩元的干预会部分解除, 但汇率也不会因此出现大幅上升情况; 预期人民币将继续运行于上升通道, 至年底, 升值幅度将达到 3% 左右, 全年升值幅度达到 5%; 资源类货币例如澳元和加元的强势将得到继续休整,

大宗产品价格也是如此。全球流动性会暂时失去投赌的明确方向。

分析师简介:

邵 宇: 宏源证券研究所首席分析师, 复旦大学金融学博士。复旦大学金融研究院研究员, 牛津大学圣安东尼学院 SWIRE 学者。主要研究领域: 全球(开放)宏观经济学、固定收益、金融工程。

蔡 笑: 宏观经济分析师, 苏州大学金融学博士, 2010 年加盟宏源证券研究所。

李伟杰: 宏观经济分析师, 中国人民银行金融学博士, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究领域: 国家资产负债表、商业银行跨国经营、金融计量经济学。

吴 昊: 固定收益及金融工程分析师, 瑞典乌普萨拉大学金融工程硕士, 瑞典皇家理工学院经济学硕士。2010 年 9 月加盟宏源证券研究所。

宏源证券机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。