

宏观经济

署名人: 李云洁

S0960209030249

010-63222927

liyunjie@cjis.cn

相关研究报告

邢微微:《加息周期或提前开始, 将触动房价与金融-提高存贷款利率点评》
2010 年 10 月 20 日

邢微微:《政府投资进度或加快, 但地产调控加码与通胀预期升温料将出现——中国宏观经济四季度报》2010 年 9 月 29 日

宏观点评

美国强硬立场软化——人民币升值压力下降明年或贬值

主要观点:

■ 周六 APEC 会议后, 美国财政部长否认将在 G20 会议上力推通过要求成员国将其经常帐盈余/赤字限制在国内生产总值(GDP)的 4%左右的计划

➢ 美国在韩国 20 国集团财长和央行行长会议上, 发出一项提议, 对经常项目盈余或赤字占国内生产总值比例设定 4%的控制目标, 以此向中国就人民币升值问题施压

➢ 短期来看, 人民币升值压力减小。本来美国财政部还可以借 11 月中旬的 G20 会议以“顺差占 GDP4%”为由, 曲线压迫人民币升值。但一方面美联储开展 QE2 给非美国国家攻击美国货币政策的口实; 另一方面顺差占 GDP4%的目标触犯了很多美国盟国的利益(德国、日本)

➢ 11 月 2 日美国大选胜负已分, 国会议员为争取选民而对人民币做出的强压姿态将无必要, 另外控制众议院的共和党将对民主党未来政策造成更大制衡。考虑到共和党代表大企业、崇尚自由贸易, 其上台将限制代表工会利益的民主党继续推行过于激烈的贸易保护主义政策。未来人民币升值问题而面临来自美国的政治压力将下降

■ 6 月份人民币和美元脱钩以来呈现出对美元被动升值态势, 即美元走弱、人民币走强; 美元走强、人民币走弱, 并没有形成对美元持续升值的态势。这是因为人民币市场化程度有限, 升值是政府不得已的选择, 因此并不会像其他市场化货币那样因为加息、顺差而升值

■ 综合考虑明年政治压力减小, 国内流动性过剩的主因是银行信贷过大而非热钱以及单边升值只会引发热钱加速流入, 我们认为未来人民币升值幅度会显著放缓。如若明年美元反转, 人民币对美元甚至可能会阶段性贬值, 热钱会流出

风险提示:

➢ 12 月 3 日美国就业数据超预期, 引发美元反转, 人民币对美元贬值

一、美国强硬立场软化 人民币升值压力下降

10月22日,美国在韩国20国集团财长和央行行长会议上,发出一项提议,对经常项目盈余或赤字占国内生产总值比例设定4%的控制目标。由于德国、日本、印度等国的反对美国提倡的新招暂未见效。

11月4日美联储推出6000亿规模的第二轮量化宽松政策。引来各国的一致批评。中国政府发言人要求美国解释二次量化宽松政策。

11月6日APEC会议后,美国财政部长不会在G20会议上力推通过要求成员国将其经常帐盈余/赤字限制在国内生产总值(GDP)的4%左右的计划。随后,中国政府对QE2的表态由严厉反对转变为赞成。可以看出这些措辞的改变是中美两国就人民币汇率问题进行讨价还价的结果。

短期来看, G20会议很难让人民币升值加速。我们认为,只有在全球面临共同危机,利益高度一致的09年4月份的G20会议才能达成共识。随着危机的过去,各国又回到危机前“各自为政”的状态,很难再损己利人的汇率问题上达成任何有意义的共识。本来美国还可以借11月中旬的G20会议以“顺差占GDP4%”为由,曲线压迫人民币升值。但美联储开展QE2给非美国国家以攻击美国货币政策的口实;而顺差占GDP4%的目标触犯了很多美国盟国的利益(德国、日本)。因此11月11-12日的G20会议很难达成关于汇率的统一意见,人民币借G20会议升值的预期可能落空。

中期来看, 明年美国压迫人民币升值的动力减少。11月2日美国大选胜负已分,国会议员为争取选民而对人民币做出的强压姿态将无必要,另外控制众议院的共和党将对民主党未来政策造成更大制衡。考虑到共和党代表大企业、崇尚自由贸易,其上台将限制代表工会利益的民主党继续推行过于激烈的贸易保护主义政策。未来中国人民币升值问题而面临来自美国的政治压力将下降。

若来自美国政治压力减少,人民币升值的主动力将会消失,人民币升值将放缓。6月份人民币和美元脱钩以来呈现出对美元被动升值态势,即美元走弱、人民币走强;美元走强、人民币走弱,并没有形成对美元持续升值的态势。这是因为人民币市场化程度有限,升值是政府不得已的选择,因此并不会像其他市场化货币那样因为加息、顺差而升值。

二、人民币升值预期面临拐点 热钱或失望而归

我们认为人民币或快或慢的升值并不会打消资金对人民币升值的预期,只要是单边的升值只会引发热钱加速流入(图2)。假设央行让人民币一次性升值10%,热钱可能还会指望20%;给20%,热钱可能又会指望30%。因此央行让人民币兑美元双边大幅波动是打击热钱最好的选择。

从图2可以看出,NDF的升值/贬值预期会引发热钱的进/出,而NDF又是围绕真实的人民币汇率波动而波动。08年9月份后,金融海啸袭击全球,新兴市场国家货币暴跌,人民币NDF预期也大幅下降,但实际上人民币汇率稳定了一年。2010年年初,NDF升值预期再起,但由于人民币继续横盘,市场预期也随之打消。因此,未来NDF怎么走,及未来热钱的大方向,由人民币对

美元的即期汇率决定，即央行决定。

我们认为，央行应对国内流动性过剩要解决的最大问题是利率而非汇率。如图 1 所示，07 年以来所有的外汇占款占 M2 比重在 30% 左右，剩下的大部分都是贷款。09 年以来，国内新增信贷达 17 万亿(合计 2.5 亿美元)，比深受金融危机之害的美联储投放的货币都要多（美联储增加了 1.7 万亿美元）。天量的信贷投放在去年推升房地产和股市等资产价格之后，今年终于传导至普通消费品，引发 CPI 的上升。8 月份后美联储 QE2 预期再起对中国的流动性压力而已只是压断骆驼背的最后一根稻草。因此，我们认为相对提升汇率减少因人民币低估造成的被动流动性投放，央行不如限制信贷、增加利率来解决通胀问题。

如图 4 所示，6 月份人民币对美元脱钩以来，美元指数与人民币显著负相关，并且拐点提前人民币汇率。我们预计明年美元会趋势性升值，因此人民币对美元有贬值压力。

综合考虑，我们认为未来人民币升值幅度会显著放缓，若明年美元反转，人民币对美元甚至可能会阶段性贬值。届时，明年 1 季度人民币 NDF 也会大幅下跌，热钱可能会失望而归。

图 1: 内因而非外因推动国内流动性过剩

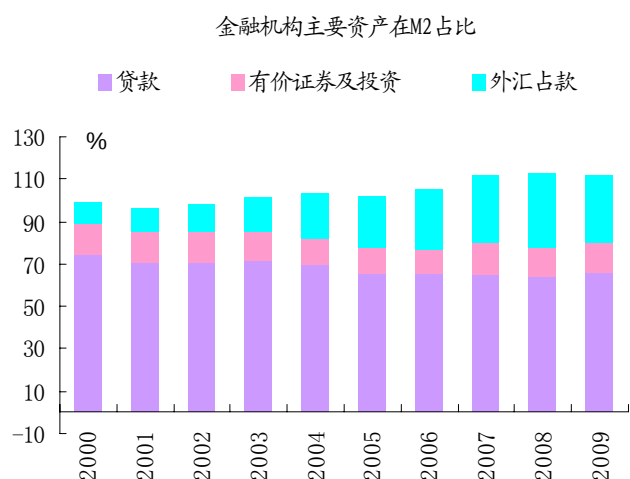


图 2: 升值或贬值预期引发热钱进出

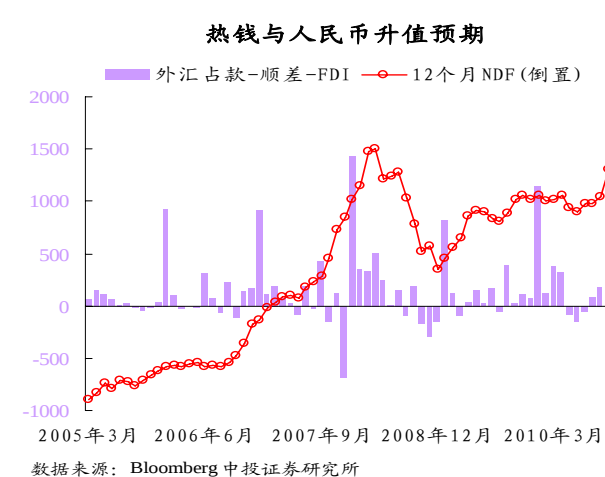


图 3: 人民币即期汇率决定 NDF 反之则未必然

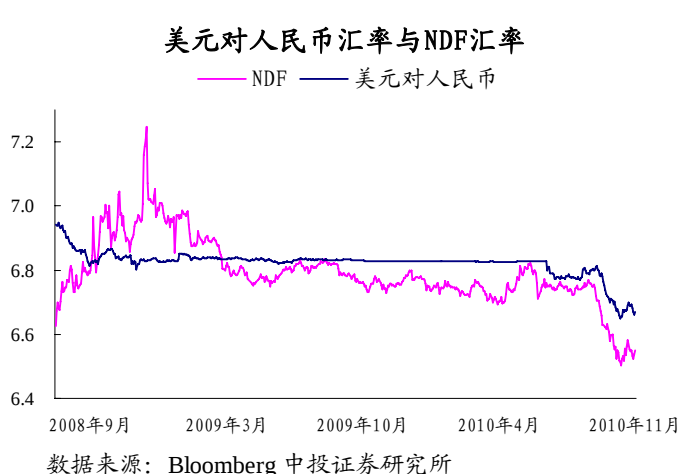
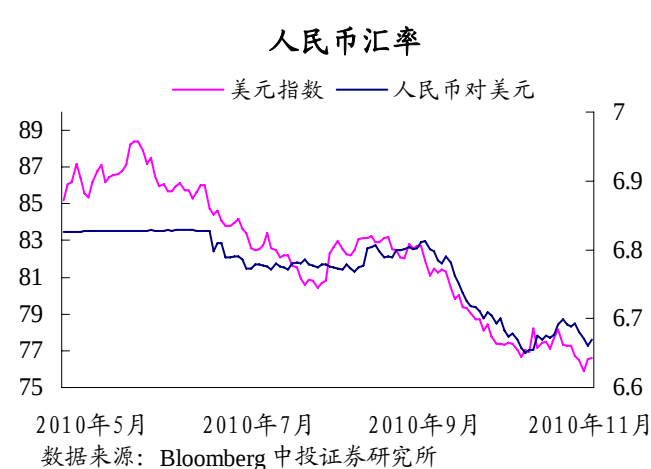


图 4: 脱钩后美元指数和人民币负相关



投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李云洁, 中投证券研究所宏观经济分析师, 经济学硕士。主要研究覆盖中国宏观经济和西方经济研究。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518048 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434