



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

汇率聚焦

研究报告

2011 年 3 月 21 日

研究部

李琳¹

分析员, SAC 执业证书编号: S0080511010008
lilin@cicc.com.cn

G7 汇市联合干预下的日元走势 日元对美元短期走稳, 2011 年贬值到 90

主要观点:

日元对美元短期走稳:

- ▶ 日本地震以来, 对资金回流的预期使得日元升值, 股指下跌, 对金融市场波动性预期大幅提高, 为提高经济和金融市场的稳定性, G7 集团决定干预汇市, 短期内稳定的日元汇率符合 G7 集团的利益。
- ▶ 日元并无大幅贬值的必要。实际有效汇率是用来衡量货币真正价值的较好参数, 从这个角度来看, 日元并非昂贵; 另外, 日本主要出口行业在目前的汇率水平下表现良好, 虽然由于地震对经济的严重打击, 短期内企业盈利会恶化, 但随着震后重建企业表现将得到改善。
- ▶ 短期内多种因素将作用于日元, 分别给日元不同方向的压力。潜在的日本资金回流和持续的避险情绪下的低美元利率等支持一个较为强势的日元; 同时, 日本央行向短期金融市场注入大量资金、和近期宣布的高额量化宽松规模等对日元在短中期产生贬值的压力。在当前美元兑日元 80.6 的水平下, 日元对美元在短期将走稳, 小幅波动, 大幅升值或贬值的可能性均不大。

中长期, 日元对美元贬值, 2011 年底贬值到 90。

- ▶ 日本经济中固有的结构性因素将继续主导经济发展, 今年年均经济增长仍将位于相对低位。
- ▶ 日本极度宽松的货币政策将在中长期持续, 利差套利交易的潜在重新兴起使得日元有贬值压力。地震后短期内的资金回流难以持续, 由于日本极低的利率环境和日本股市前景相对暗淡, 日本投资者将重新在海外寻找投资机会, 资金将持续流出对日元产生贬值压力。
- ▶ 由于日本石油消费绝大部分来自于进口、潜在的石油价格中长期上涨会使得日本贸易盈余减少, 日元的价值将回调以反映较低的贸易盈余。
- ▶ 日本高债务问题给日元带来贬值压力。日本目前政府负债与 GDP 的比例远高于美国、英国和德国。虽然日本大部分国债都被日本人持有, 外债比率很低, 但是随着潜在的日本居民储蓄率的下降, 高额的债务可能带来再融资的风险。日本地震后政府可能需要大举借债恶化财政状况, 虽然短期对经济利好, 但在中长期有财政紧缩的需要, 对日元在中长期产生下行压力。

交易策略推荐: 基于我们对日元中长期走势的判断, 建议: 买入 1 年期美元兑日元远期合约并持有到期。

¹报告贡献人: 杨昕、张娜

日元对美元短期内波动不大

我们认为日元短期对美元走稳，中长期趋势贬值，年底贬值到 90。

交易策略建议：买入美元兑日元 1 年期远期合约，并持有到期。

目前美元兑日元为 80.6，回到市场得知 G7 将开会讨论日本地震后的经济/金融市场和日元汇率问题之前的水平。我们认为：在日元长期贬值的前提下、短期内存在使日元升值和贬值的不同因素、以及多国联合汇率市场干预的情况下，短期内美元兑日元将在 80 左右小幅波动，日元在短期内大幅贬值和升值的可能性均不大。

一、本州岛地震后截至目前美元兑日元升值 3%

3 月 11 日，日本本州岛发生 9 级地震，这是二战以来日本经历的最具破坏性的地震。据日本官方初步估计，此次地震造成的损失将达 20 万亿日元，相当于 GDP 的 4%。自地震以来，由于投资者对短期内海外资金回流的预期和投资者的投机行为，日元升值，美元兑日元曾一度触及 76.3。3 月 18 日，在 G7 国家达成联合干预日元汇率协议并对日元汇率的实际干预行为下，日元对美元走弱 2%，较地震前，目前日元仍升值约 3%（图表 1）。

图表 1：美元兑日元自地震以来日内走势



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

二、七国集团（G7）联合干预日元汇率的可能结果是稳定日元短期汇率和减小金融市场波动

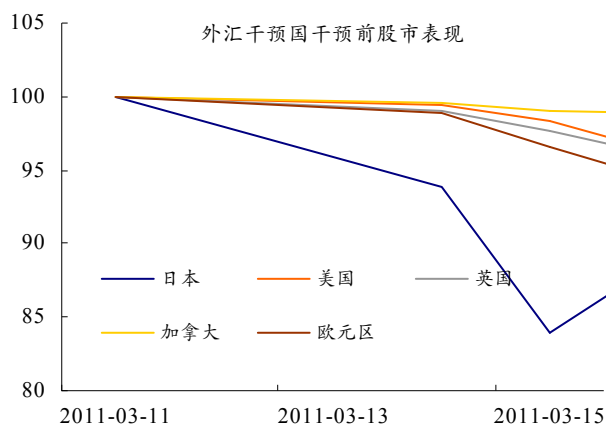
应日本当局的要求，北京时间 3 月 18 日七大工业国(G7)财政部长会议承诺联合干预汇市。美国、英国、加拿大和欧洲央行与日本于当天起对外汇市场进行联合干预、以应对日本灾难和由其引起的日元汇率升值走势等问题。

在日元长期走弱、短期内存在使日元走强或走弱的不同因素以及主要出口行业在目前汇率水平下相对较好的赢利水平背景下，我们认为这次联合干预的结果可能是遏制日元显著升值的压力，减少日元的波动性，以避免给股市和经济带来过多的负面影响。大幅升值的日元将对经济和全球金融稳定带来负面影响，不符合七国集团各国利益。随着量化宽松的实施和诸多中长期因素的影响下，日元将在市场及经济的自然作用下与中长期贬值，所以近期没有必要大量卖出日元使其在短期显著贬值。

日元过度升值会使得股市波动性增大

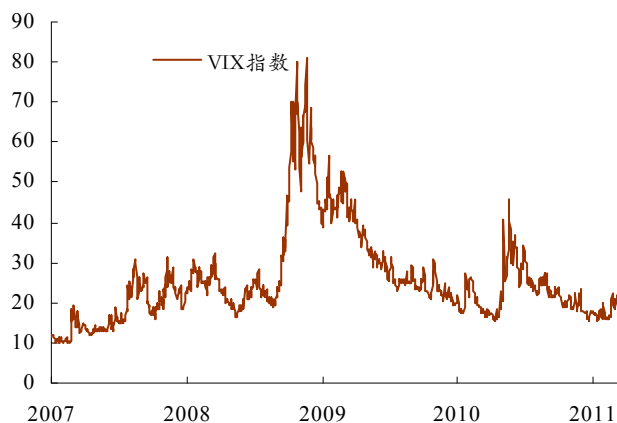
日本地震发生后，不仅汇率市场波动较大，各国股市也有大幅波动。截至北京时间3月17日市场预期G7可能干预汇市之前，欧元区、美国、加拿大、英国和日本主要股指分别下跌6%、4%、1%、4%和11%（图表2）。本州岛地震使得汇率市场和其它金融市场波动加大，也提升了投资者对未来短期汇市和金融市场波动性的预期。就美国股市而言，以S&P500指数期权为标的计算VIX指数从地震发生前的20，一度上升到29的高点（图表3），显示投资者预期未来美国股价指数的波动性将增大。较高的波动性（预期）对经济和金融市场的稳定性带来不利的影响。

图表2：主要国家日本地震后股市均下跌



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表3：VIX指数飙升反应金融市场波动率过度



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

三、日元并无大幅贬值的必要

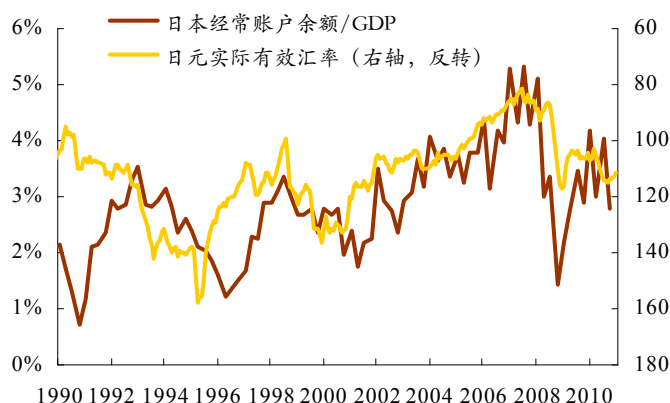
日元实际有效汇率是我们应用来衡量日元真正价值的参数，从实际有效汇率角度来看，日元并未显著偏离其长期均值。另外，从微观层面上，日本出口行业在目前的汇率水平下表现良好，虽然短期内企业盈利会恶化，但随着震后重建而改善，使日元大幅贬值的必要性不大。

日元实际有效汇率是我们应用来衡量日元真正价值的参数

通常货币或汇率的投资产品大多是以名义汇率来标的，但是名义汇率这个概念忽略了两个国家间相对历史价格的变化，不能全面反映其实际价值。相同的汇率大小在不同时点上的名义值并不具有实质上的可比性，除非两国价格指数在这些时点上的相对变化不大。

日本经常账户余额与日元实际有效汇率走势密切相关（图表4）。在讨论出口产品竞争性方面，实际有效汇率相对名义有效汇率来说更为相关。实际有效汇率的下降使得出口品相对便宜，利好于出口，同时较低的汇率降低了国内购买力，进口下降

图表4：日本经常帐户余额与日元实际有效汇率

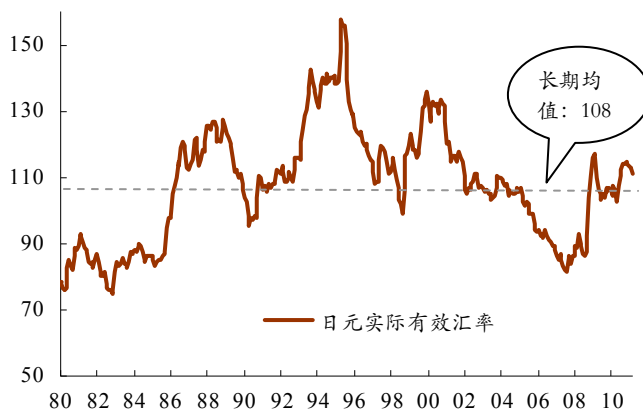


资料来源：Haver Analytics，中金公司研究部

从实际有效汇率角度来看，日元并未显著偏离其长期均值

自1973年日元浮动以来，日元名义有效汇率趋势上涨，目前创历史新高。由于日本自90年代中以来长期处于通缩，日本国内价格指数的增长远小于其它主要相关国家，例如，美国消费者价格指数（CPI）自1973年以来增长约400%，而同期日本价格指数仅增长160%。剔除了（相对）价格变化因素影响的日元实际有效汇率目前只是略高于自1980年以来的长期均值（图表5），这也部分解释了为什么在日元名义有效汇率创历史新高的情况下，日本出口企业仍然盈利良好。

图表5：日元实际有效汇率并未脱离均衡水平



资料来源：Haver Analytics，中金公司研究部

当前汇率下出口企业表现良好，虽然短期内情况恶化，但将随着震后重建的展开而改善，日元短期内大幅贬值的必要性不大

目前日本 BIS 名义有效汇率达到 120，创历史新高（图表 8）。但作为日本主要出口行业的电子器械和运输设备行业，自 2009 年起全球经济复苏以来，它们的行业净利润率持续改善，目前分别在 6%、3.7% 的较好水平（图表 6、7），说明当前的日元价值并未伤害这些出口行业。一个根本原因是，即便名义有效汇率看上去令人担忧，但日元的实际价值却并不昂贵。日本并不是十分迫切地需要大幅贬值来改善其出口行业的生存状况。

虽然由于地震对经济的严重打击，企业的运营将在短期内恶化，但会随着震后重建的展开而改善。在日元长期贬值的前提下，短期内干预外汇市场使日元大幅贬值的必要性不大。

图表 6：运输设备利润率



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 7：电子器械利润率



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 8：日元名义有效汇率创新高



资料来源：Haver Analytics，中金公司研究部

四、短期内多种因素将作用于日元汇率

短期内多方面因素将牵扯日元的走势，分别给日元不同方向的压力。潜在的日本资金回流和潜在的避险情绪下的低美元利率等支持一个较为强势的日元；同时，日本央行向短期金融市场注入大量资金、和近期宣布的高额量化宽松规模等对日元在短中期产生贬值的压力。

潜在的日本资金回流带给日元短期升值的压力

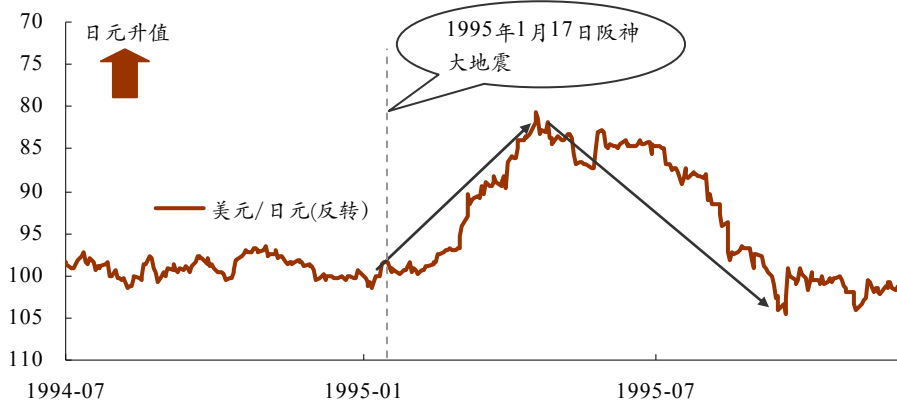
海外资金回流日本用于国内重建，需要将海外资产转换成日元，从而带给日元升值的压力，但是，我们不应过度估计此次潜在的资金回流对日元在短期产生的升值压力。1995年阪神地震后，日元对美元短期内大幅升值高达20%的历史不会重演。95年的大规模资金回流很大一部分用于修复银行资产负债表和扩充其资本金的需要。另外，在当前G7国家联合市场干预的背景下，可能会减少一些投资者使日元过度升值的投机行为。

► 1995年日本阪神地震后，日本资金回流有两种用途：灾后重建和修补银行资产负债表

日本阪神地震是近年来影响较为严重的地震，造成约占当年GDP2.5%的经济损失。随后大量的资金回流日本。从日本对外资产组合投资与直接投资的流量上看，在地震后的3个月，外汇市场经历了来自日本的大量对美元或其它外币的需求到对日元需求的转变。随着经济重建的展开和经济的恢复，资本重新流出，之后的5个月日元对美元几乎贬值到地震前的水平（图表9）。

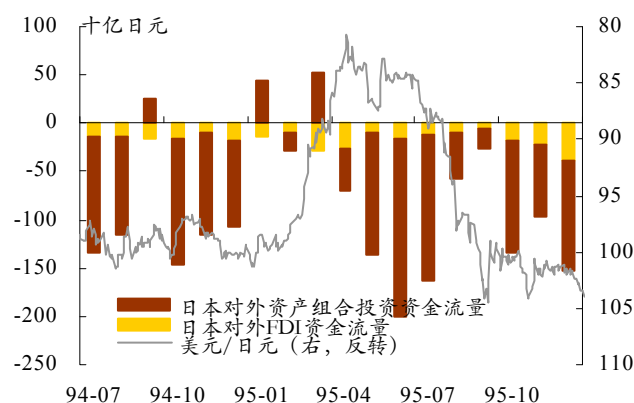
阪神地震前，日本每月对外资产组合投资与直接投资处于约1000~1500亿日元的净流出状态。而在阪神大地震发生后的3个月，日本对外资产组合投资大幅减少，在1月和3月资产组合投资资金大幅净流入。（图表10）。

图表9：美元/日元阪神大地震后表现



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

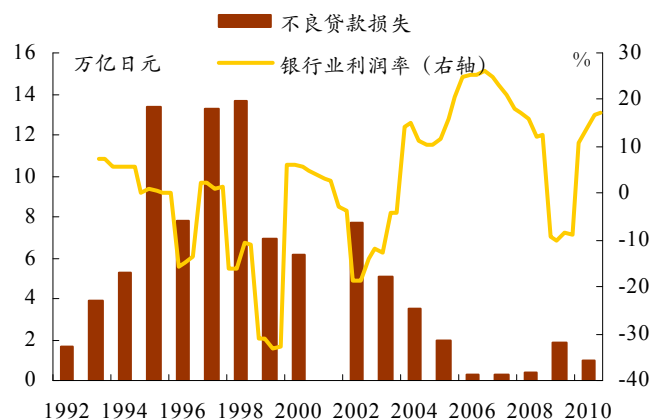
图表 10：阪神大地震后日本资本市场资金流动情况



资料来源：Haver Analytics，中金公司研究部

1995 年阪神地震时，日本银行业正处于一个困难期，随着 90 年代初以来日本房地产和房地产业泡沫相继破灭，许多企业纷纷倒闭，银行坏账开始累积，日本银行业坏账问题 1995 年大爆发，日本银行业不良贷款急剧增加（图表 11），当时日本银行还面临着加入巴塞尔协议扩充资本金的压力，这使得日本商业银行不得不撤回大量海外贷款，以减少不良资产比重。阪神地震后的资金回流远大于灾后重建所需的资金回流规模。

图表 11：日本阪神大地震时银行业坏账问题爆发



资料来源：Haver Analytics，中金公司研究部

- 经营良好的银行系统以及更为迅捷和人道的保险公司理赔程序使得短期内从海外撤回资金的需求相对减少。

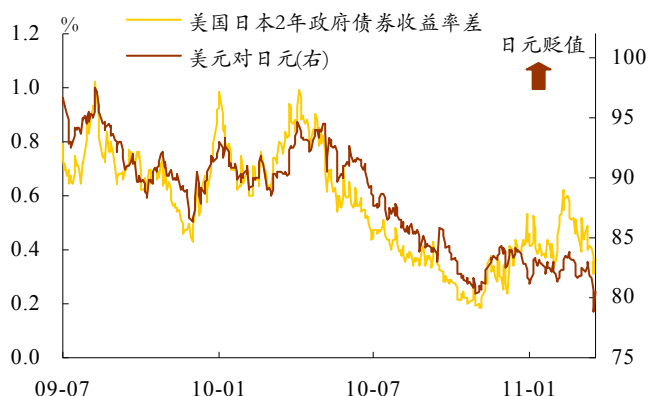
目前银行业状况大大好于 1995 年时的情形，不良贷款损失由 1995 年 14 万亿日元下降至目前的 1 万亿日元左右，银行赢利状况良好，潜在的更多的贷款规模将减少企业个人撤回海外资金用于重建的需要。日本保险公司纷纷表示，尽管在保险条款上对因地震引起的意外死亡和意外伤害属保险除外责任或减额责任，但出于人道主义考虑，将超越合同责任，全额提供意外死亡保险金赔付。此外，为便于灾民理赔，该公司还采取了简化理赔申请手续、延长宽限期由 60 天至最高 6 个月等诸项特殊措施。这些都减少短期内需要从海外回流资金的需要。

短期内潜在的避险情绪下的低美元利率支持一个较为强势的日元

美国和日本中期利率差是影响日元兑美元汇率的重要因素，鉴于日本将继续维持低利率，美日之间的利差主要决定于美元利率的走势。自中东政治局势恶化、日本地震以及日本核辐射危机以来，市场的避险情绪有所提高，使得美国国债作为避险资产的吸引力增大，投资者对美国国债的需求上升推动者国债收益率走低。美国与日本国债利差下降，日元的相对价值增强（图表 12）。短期内风险仍然存在，鉴于中东局势还未解决，日本地震以及日本核辐射危机对经济和金融市场带来的不

确定性仍未消除的情况下，避险情绪在短期可能存在，美元短中期国债利率大幅提升的可能性不大，支持一个较为强势的日元。

图表 12：美日国债收益率差与汇率



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

日本央行向短期金融市场注入大量资金、和近期宣布的高额量化宽松规模对日元在短中期产生贬值的压力

为了震后重建和维持震后金融市场稳定性，日本央行采取了史无前例的极为宽松的货币政策。从3月14日开始连续4天，日本央行向短期金融市场注入资金高达51.8万亿日元，是日本历史上注资规模最大的一次。并且，日本央行在3月14日宣布将资产购买基金的规模由5万亿日元扩大至10万亿日元，同时维持信贷计划规模在30万亿日元不变。这91.8万亿日元的流动性接近日本GDP的19%，是日本目前M2存量的12%，如此数额的日元流动性将在短中期对日元产生贬值压力。

日元对美元中长期将贬值

我们认为日元中长期趋势贬值，年底到 90（美元兑日元）。

日本政府史无前例的量化宽松、相对低的经济增速、潜在的持续低利率环境，及以日元作为融资货币套利交易的重新活跃等因素将使得日元在中长期贬值。我们依旧持有 2011 年 2 月份月报“日元对美元 2011 年贬值到 90”中的观点。

以下几个主要因素使得日元中长期贬值：

- ▶ 日本经济中固有的结构性因素，例如老龄化、生产率和储蓄率的降低等将继续主导经济发展，由于地震的打击和之后的重建，今年年均经济增长仍将位于低位，并将小于其主要交易伙伴国。
- ▶ 在经济遭受地震的重大打击后，经济重建和仍然不确定性等情况下，日本宽松的货币政策将在中长期持续。日本通胀长期以来在零附近徘徊，很难在短时间内加息。而经济恢复较好的美国和已经面临通胀压力的欧元区将早于日本加息，日本政府将在未来较长的时间内维持相对低的利率，降低日元吸引力。
- ▶ 日本地震短期内将造成炼油厂对原油需求减少和重建将带来对原油需求增加，原油价格可能短期承压但在中长期利好。由于日本石油消费绝大部分来自于进口、潜在的石油价格中长期上涨会使得日本贸易盈余减少，日元的价值将回调以反映较低的贸易盈余。（我们假设到今年底，利比亚局势仍然在持续动荡中，石油出口中断但未蔓延到周边国家并对其石油出口造成显著影响，这种情况下，中金商品组对布伦特原油年底价格的判断是每桶 114 美元，均价是每桶 104 美元。布伦特原油价格目前已达每桶 114 美元。）
- ▶ 地震后短期内的资金回流难以持续，中长期，由于日本极低的利率环境，再加上日本股市前景疲软，日本投资者在海外寻找投资机会，资金将重新持续流出对日元产生贬值压力。
- ▶ 利差套利交易的潜在重新兴起使得日元有贬值压力。
- ▶ 日本高债务问题为日元带来贬值压力。日本目前政府负债/GDP 高达约 210%，远高于美国、英国和德国的水平。虽然日本大部分国债都被日本人持有，外债比率很低，但是随着潜在的日本居民储蓄率的下降，高额的债务可能带来再融资的风险，造成日元恶性贬值。日本地震后可能需要大举借债，虽然短期对经济利好，但在中长期有财政紧缩的需要对日元在中长期产生下行压力。

日元交易策略推荐：

目前美元兑日元 1 年期远期汇率预示美元兑日元在将来 1 年将上涨 0.5%（图表 13），而根据我们对 2011 年美元兑日元将上扬至 90 的判断，目前美元/日元在 81 附近，美元兑日元将上涨 11%。投资者可以买入美元兑日元 1 年期远期合约，并一直持有到期，这样可以赚取约 10.5% 收益率。

图表 13：美元/日元远期

11-3-19 货币每美元	今日汇率	远期对美元升/贴水			对美元升/贬值		
		未来3月	未来6月	未来1年	过去3月	过去6月	过去1年
日元	80.58	0.1%	0.2%	0.5%	4.5%	6.5%	12.1%

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED