

分析师

张忆东

SAC: S0190510110012

联系人

王涵 高群山

卢燕津 贾潇君

021-38565956

wanghan@xyzq.com.cn

升值、再平衡，“狼”真的来了

《再平衡》系列专题报告之一

2011年8月17日

相关报告

110808

美债评级下调但仍是远虑，二

次衰退和欧债是近忧

110803

美经济增长进入关键期，联储

会议措辞值得关注

110801

美债初露曙光

110731

债务问题的三伏天

110713

政治因素而非基本面直接引

发意大利危机

110708

货币紧缩观察期，大宗炒作窗

口期

110630

杯子从“半空”变成“半满”

一原油与大宗反弹行情或已

启动

110623

对通胀“投鼠忌器”，QE3 没

戏

110619

下半年美国经济强势反弹可

期，何谈 QE3?

110612

进口初显积极信号，美国 Q3

有望复苏

110606

全球经济同步放缓，但 QE3 推

出概率不大

要点

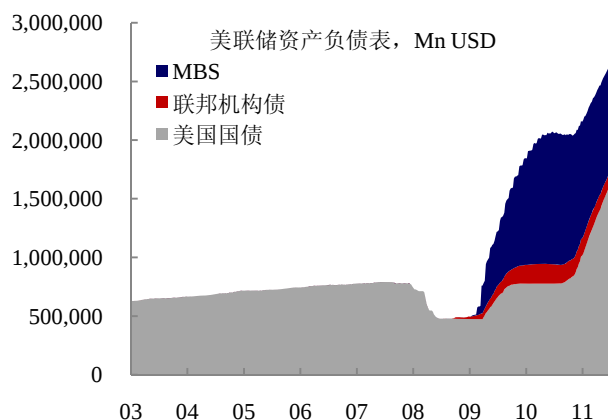
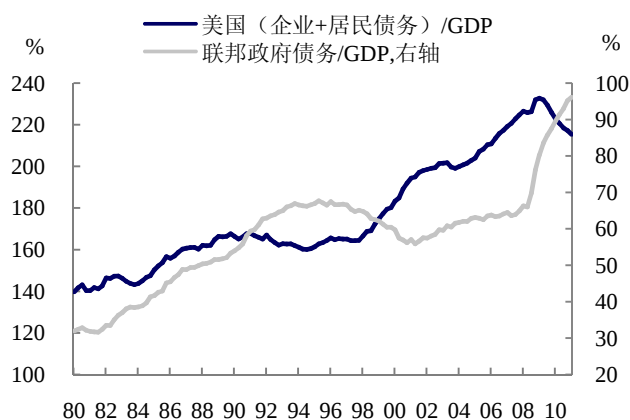
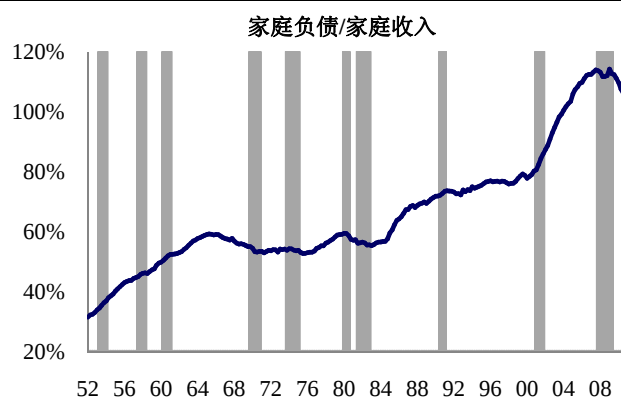
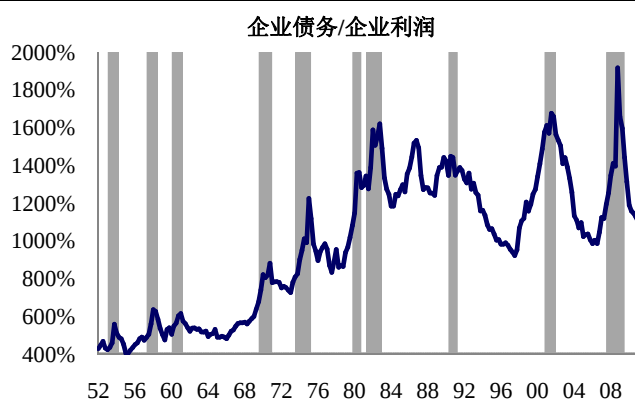
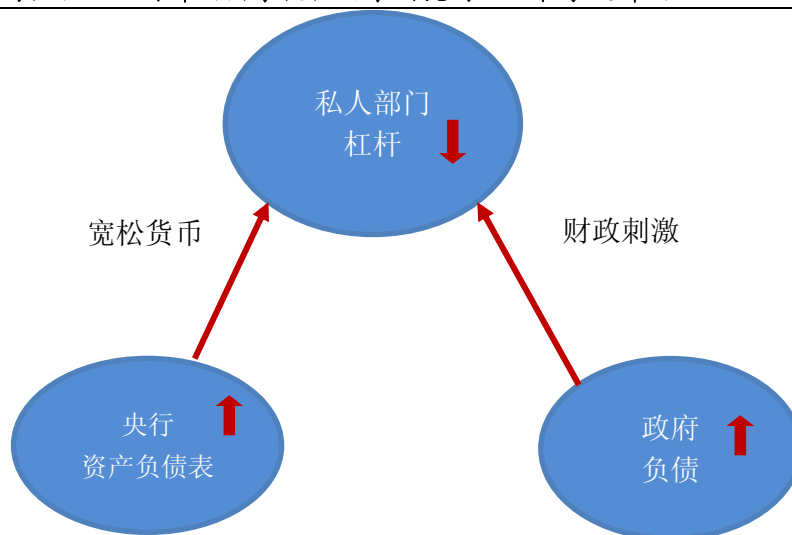
与 08 年相比，各国刺激经济的手段已十分有限，各国竞相贬值格局隐现，经济再平衡已是唯一选项，人民币升值、资金流入压力将持续高企。升值、再平衡，这喊了很多年的“狼”真的要来了。

- 凯恩斯式救助碰到天花板，宽货币“央行救政府”将使得欧美货币面临长期贬值压力。08 年对危机的救助，是发达国家将私人部门有毒资产转移到政府和央行资产负债表上的过程。随着财政问题日益恶化，这种凯恩斯式救助碰到天花板。紧财政的“去凯恩斯式救助”过程必将拖累经济，各国央行继续奉行宽货币政策势在必行。尽管短期来说美元在避险情绪推动下仍然维持一段时间的强势，但长期来看，这种“央行救政府”的结果必然是美欧货币长期面临贬值压力。
- 瑞士、日本等国也开始干预汇市，发达国家货币竞相贬值格局浮出水面。美元贬值使得瑞郎和日元都已升至本国央行不可接受的水平，近期日本和瑞士纷纷开始干预汇市。如果后期美元、欧元进一步贬值，必将导致发达国家央行出现货币竞相贬值的格局。在凯恩斯式救助已经不可能的情况下，面对全球经济的放缓，大萧条时期各国央行“以邻为壑”竞相贬值的风险正在累积。
- 一旦发达国家货币集体贬值，出口导向型新兴市场国家干预汇市的举措将紧随之至。在发达国家货币竞相贬值的局面下，新兴市场国家将面临较大的资金流入和本币升值压力。然而，在经历了金融危机后多次资金流入的冲击后，许多发展中国家央行对于遏制本币升值的举措也已经驾轻就熟。如果未来避险情绪回落，在全球需求疲弱的情况下资金流向新兴市场，则出口导向型国家干预汇率的举措可能会随即而至。
- 再平衡是全球唯一选项，多因素致使人民币在“连推带拉”长期面临“被走强”压力。后期人民币面临三大升值压力：1) 发达国家宽货币致输入性通胀压力持续存在；2) 内生动力较强，中国资金的相对吸引力上升；3) 中国产品可替代性低，贸易顺差难迅速回落，致使发达和新兴经济体要求人民币升值的压力都将持续高企。与 08 年相比，全球各国刺激经济的手段已十分有限，经济再平衡似乎是唯一选项。升值、再平衡，这喊了多年的“狼”真的要来了。

2008 年政府和央行对私人部门实施凯恩斯式的救助，虽然降低了私人部门负债，但是政府部门负债显著上升。

- 形成 2008 年次贷危机的根本原因是私人部门杠杆过高，为了应对危机，全球主要经济体均使用宽松的财政和货币政策来刺激经济，旨在通过提高公共部门杠杆来修复私人部门的资产负债表。在此阶段，主要发达经济体的基准利率均大幅下调至接近零的历史低位同时推出量化宽松；相应的，推出各种财政政策来稳定消费，刺激经济。造成的结果就是央行资产负债表的大幅扩张和政府债务/GDP 的快速上升。

图表 1：凯恩斯主义式的救助：政府部门出手挽救处于困境的企业和家庭部门



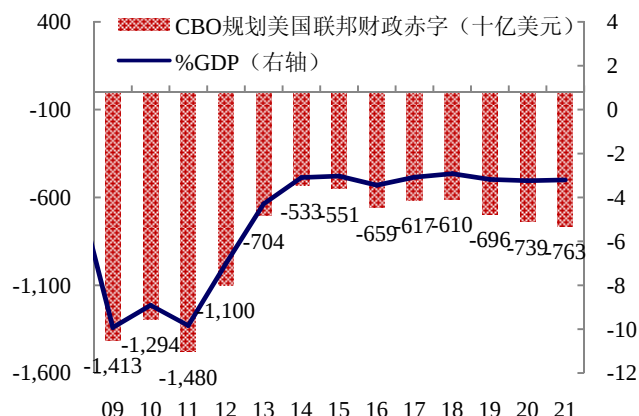
数据来源：CEIC，兴业证券

主要发达国家经济增长将长期低于趋势增长率，财政减赤拖累经济，货币政策中长期将保持宽松

- 高赤字和高债务使欧美政府面临减赤压力，财政紧缩不可避免。自 2010 年 5 月希腊债务问题爆发以来，欧债问题不断对金融市场造成冲击，PIIGS5 国均出台严苛的财政紧缩政策来降低债务/GDP 和赤字/GDP。同时，2011 年 8 月，美国通过 10 年减赤 2.5 万亿美元的财政紧缩方案。随着市场对于各国偿还能力的担忧日益上升，凯恩斯式的救助已经碰到了天花板。

图表 2：美欧债务问题迫使财政政策从紧不可避免

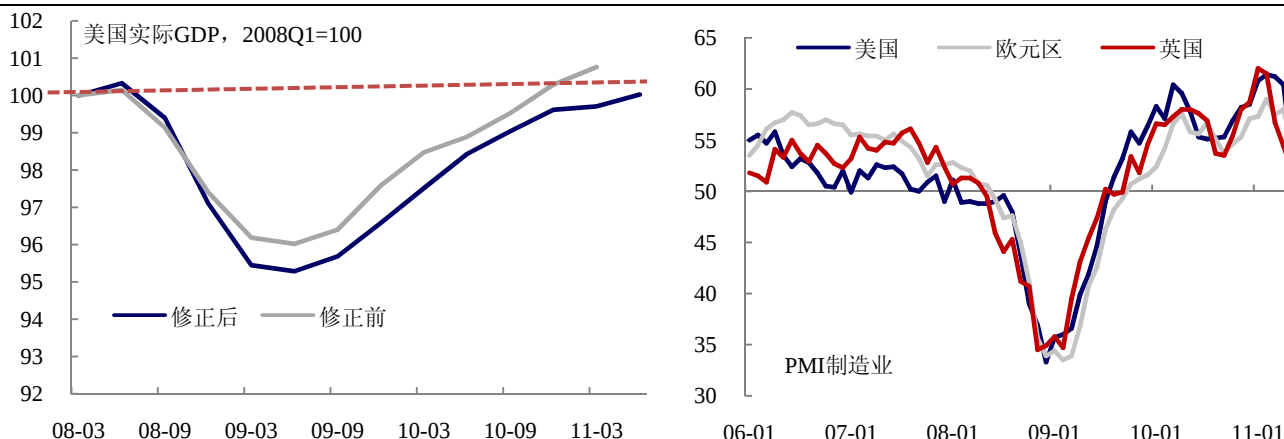
	主权债评级			赤字 /GDP, %	债务 /GDP, %
	标普	穆迪	惠誉		
希腊	CC	Ca	CCC	-10.5	142.8
葡萄牙	BBB-	Ba2	BBB- *	-9.1	93
爱尔兰	BBB+	Ba1	BBB+	-32.4	96.2
意大利	A+u	Aa2 *-	AA-	-4.6	119
西班牙	AA	Aa2 *-	AA+	-9.2	60.1
欧元区				-6	85.1



数据来源：Bloomberg, CEIC, 兴业证券

- 经济增长长期低于趋势增长率，且债务问题迫使欧美财政政策从紧，作为单一刺激经济的货币政策将长期维持宽松。GDP 数据下修意味着美国经济复苏程度显著不及预期，而近期美欧英制造业 PMI 大幅下降说明主要发达经济体经济活动均有所放缓，结合财政政策从紧，货币政策将长期维持宽松。8 月美联储会议在基于对经济增长显著不及预期的判断下，决定至少维持联邦基金目标利率在 0-0.25% 至 2013 年中。由于欧债危机有向核心国家——意大利、西班牙甚至法国蔓延的趋势，为了稳定市场信心，8 月 4 日欧元区央行会议决定入市干预，重启购买受困国家国债的机制，并同时向银行提供额外流动性。

图表 3：美国经济增长显著不及预期，发达国家经济普遍放缓



数据来源：CEIC, 兴业证券

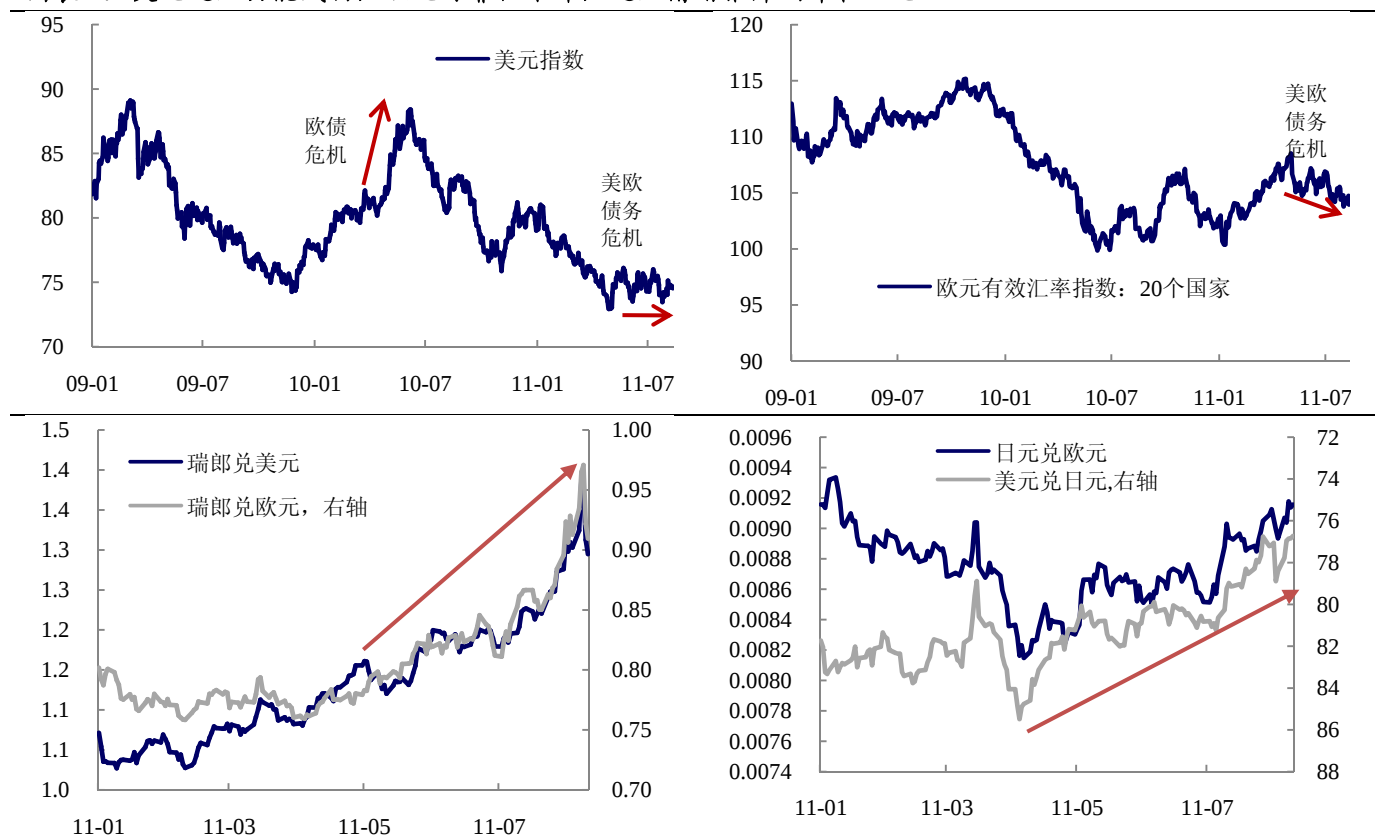
发达国家货币集体贬值格局隐现。

- 美国经济增速持续疲软使美元避险功能减弱，欧债危机使欧元可靠性下降，避险情绪快速推升瑞郎、日元。由于瑞郎和日元大幅升值将威胁两国经济增长，瑞士和日本央行均在 8 月通过降息或增加流动性供给来干预汇市。在美国经济基本面改善缓慢的情况下，美元信用下降，避险功能有所减弱，而欧债问题导致在欧元无法成为可靠的避风港。在这种情况下，避险情绪致资金流入瑞郎和日元资产，推升两

国货币。由于瑞郎和日元大幅升值压缩其国内企业盈利空间，威胁其经济增长，两国央行在8月均出手干预汇市，遏制本币快速升值。

- 在短期市场情绪平稳后，“央行救政府”势在必行，瑞、日干预意味着发达国家货币将集体贬值。短期来看，以及8-10月份西班牙、意大利、法国等国家巨大的再融资压力，加上市场当前较为脆弱的神经，使得欧元区债务问题仍然存在较大不确定性。然而，如果把观察的时间窗口放长一些，正如我们在前面讨论的那样，发达国家通过央行进行某种形式的货币宽松来对冲财政压力将是唯一出路，“央行救政府”势在必行。而这种宽松的货币政策意味着这些国家（主要是欧、美两大经济体）的货币将面临贬值压力。然而，由于瑞士、日本等发达国家的货币都已经接近本国央行不可接受的水平，一旦美元、欧元兑这些国家的货币进一步贬值，必然将导致发达国家央行出现货币竞相贬值的格局。在凯恩斯式救助已经不可能的情况下，面对全球经济的放缓，**大萧条时期各国央行“以邻为壑”竞相贬值的风险正在累积。**

图表 4：美元避险功能减弱，欧元可靠性下降，避险情绪推升瑞郎和日元



数据来源：Bloomberg, CEIC, 兴业证券

图表 5：主要发达国家货币政策将持续保持宽松

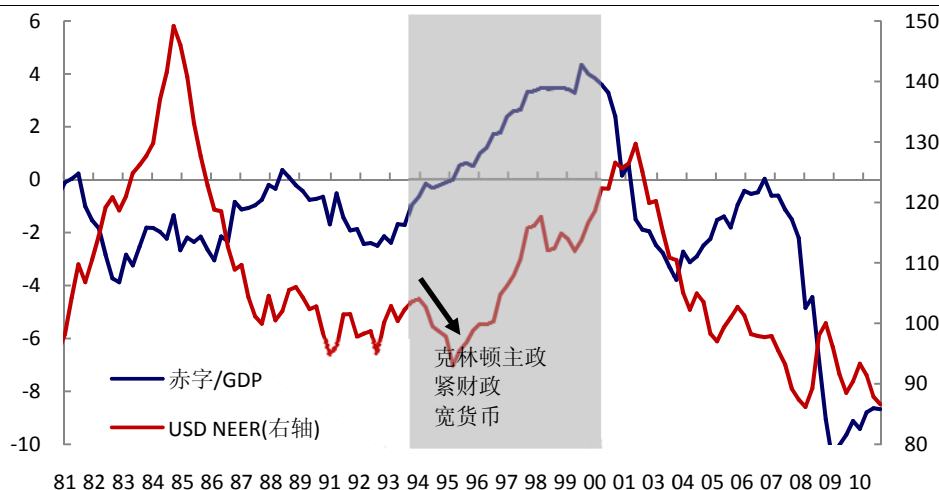
发达国家央行 8 月会议一览	
美国	维持基准利率 0-0.25% 至 2013 年中，保持中长期国债滚动投资
欧元区	维持基准利率在 1.5% 不变，重启购买欧元区国债计划，并同时向银行提供流动性
英国	维持基准利率在 0.5% 不变，维持量化宽松规模在 2000 亿英镑不变
日本	维持基准利率在 0-0.1% 不变，将量化宽松规模扩大 10 万亿日元至 50 万亿日元，包括购买资产和增加流动性供给
瑞士	下调 3 个月瑞郎 Libor 浮动空间，从 0-0.75% 至 0-0.25%，增加流动性供给

数据来源：兴业证券整理

- 从美国历史上看，紧财政宽货币将压制美元有效汇率走势。为达到削减财政赤字的目的，美国从新财年开始（今年 10 月）将不可避免的实施偏紧的财政政策。而同时，美联储宣布将在 2013 年中期之前维持

低利率。因此，美国将长期保持紧财政宽货币的政策组合。从历史上看，美国只有在 1993-2001 年克林顿政府采取了该政策组合，已修正里根政府（1981-1989）宽松的财政政策的负面影响。在实施该政策组合的初期，美元有效汇率出现了明显的下滑。而只是 95 年下半年以后，美元有效汇率才出现反转，其背后主要原因也是因为美国经济开始明显复苏。考虑到此次危机对美国经济的冲击以及美国经济复苏的力度，此次紧财政与宽货币的组合对美元的压制力度或更强。

图表 6: 从美国历史上看，宽货币紧财政将压制美元走势



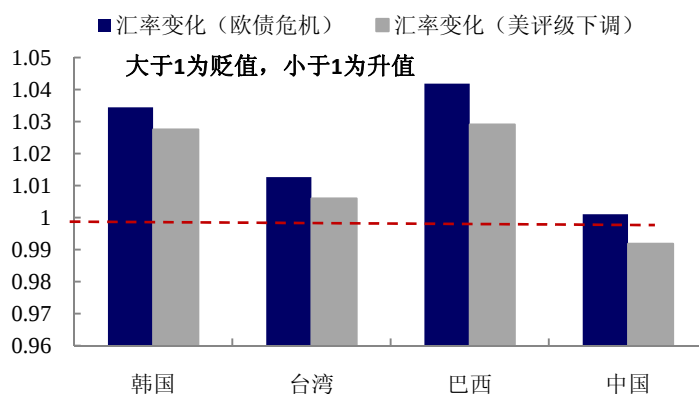
数据来源：CEIC，兴业证券

2010 欧债危机 vs. 2011 美国降级，同样是系统性风险，但新兴市场国家货币表现不同

对比去年欧债危机与最近美国评级被下调所引发的两次系统性风险显著上升时新兴市场国家货币（风险资产）的调整幅度可以发现韩国、台湾、巴西、中国四个新兴市场的货币对美元的汇率走势有所不同。

- 去年欧债危机引发市场对全球经济二次探底担忧，美元作为避风港升值明显。新兴市场货币作为风险资产明显贬值。同时，资本也流出新兴市场国家。
- 今年，美国信用降级发生时，出于对美国经济复苏放缓和财政问题的担忧，美元作为避险资产的功能被弱化，新兴市场货币贬值力度较小，这主要是因为：1) 新兴市场货币与美元相比的风险溢价在收窄；2) 欧美国国家深受债务问题困扰，且长期的经济增长前景暗淡，资金回流动力不大。与其他新兴市场货币相比，人民币不仅没有贬值，甚至加速升值。

图表 7: 与 2010 年欧债危机相比，此次系统性风险上升时，新兴市场货币贬值幅度减小，人民币甚至升值



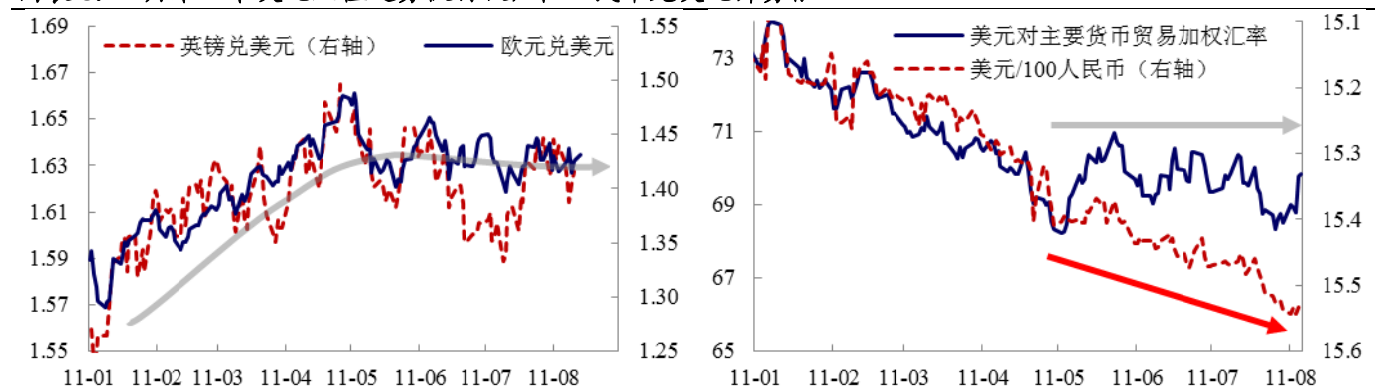
注：欧债事件样本区间为 2010 年 5 月 4 日至 2010 年 6 月 14 日，美债事件样本区间为 2011 年 8 月 1 日至 2010 年 8 月 12 日，均为 10 个交易日，汇率变化=最后汇率值除以起始汇率值

数据来源：Bloomberg，兴业证券

各国央行“你方贬罢我登场”，人民币在“连推带拉”中面临长期“被走强”局面。

- 4月末以来，美元由趋势贬值转为低位震荡，但人民币兑美元升势依旧。美元指数一改年初的持续下滑的势头，在4月底开始进入箱体震荡的格局。一方面，欧债问题的恶化提振美元兑欧元的走势，而另一方面疲弱的美国经济数据、各大评级机构对美国本身债务风险的提示，使得本该由美元来承担的避险功能被黄金、瑞郎甚至日元等资产所部分承担，使得美元指数也无法进入持续升值的通道。

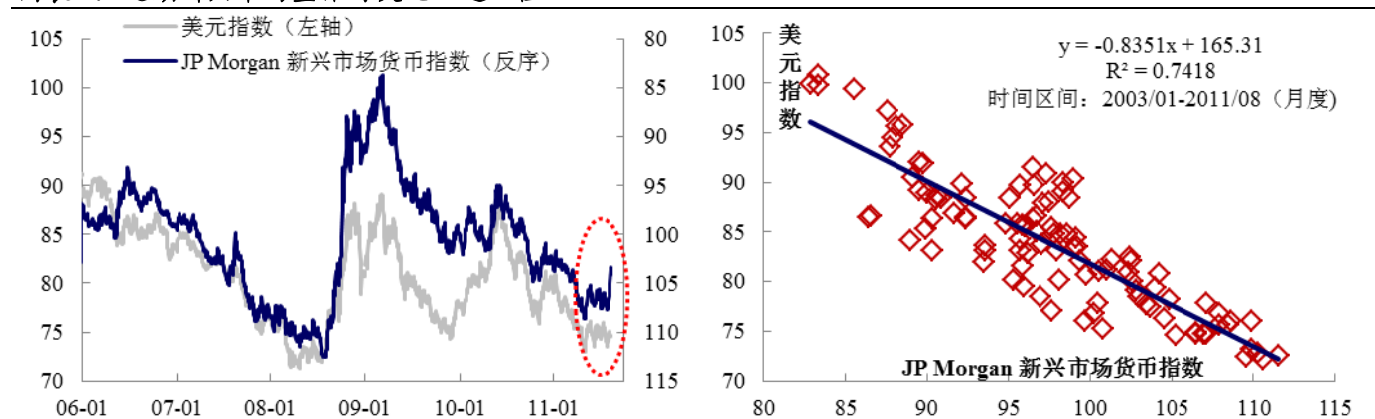
图表 8：4 月末以来美元贬值趋势被打破，但人民币兑美元升势依旧



数据来源：Bloomberg，兴业证券

- 新兴市场也非省油灯，一旦发达国家货币集体贬值，出口导向型国家干预汇市的举措将紧随而至。如果发达国家货币因为需求不足而出现竞相贬值的局面，则对发达国家贸易顺差较多的新兴市场国家将面临较大的资金流入和本币升值压力。然而，在经历了金融危机后多次资金流入的冲击后，许多发展中国家央行对于遏制本币升值的应对也已经驾轻就熟。短期来看，全球风险偏好过去几周的回落，使得新兴市场货币对美元的贬值速度加快，JP Morgan 新兴市场货币指数的回落和美元指数的横盘整理，形成了鲜明的对比。而未来，如果避险情绪回落，在全球需求疲弱的情况下资金如前所述般流向新兴市场，出口导向型国家干预汇率的举措可能会随即而至。

图表 9：近期新兴市场整体对美元加速贬值



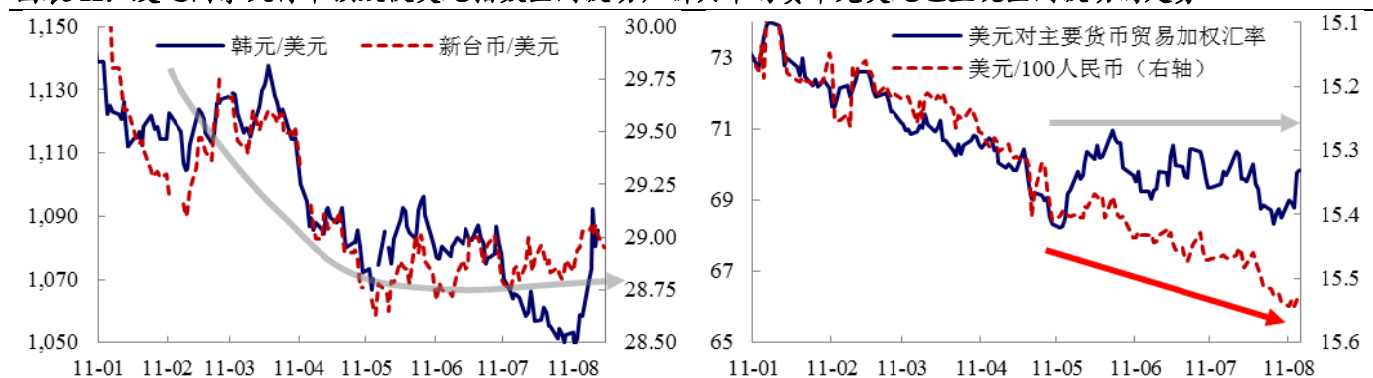
数据来源：Bloomberg，兴业证券

图表 10: 出口导向型国家干预汇率已驾轻就熟, 若后期发达国家货币贬值, 这些国家干预汇市将随即而至

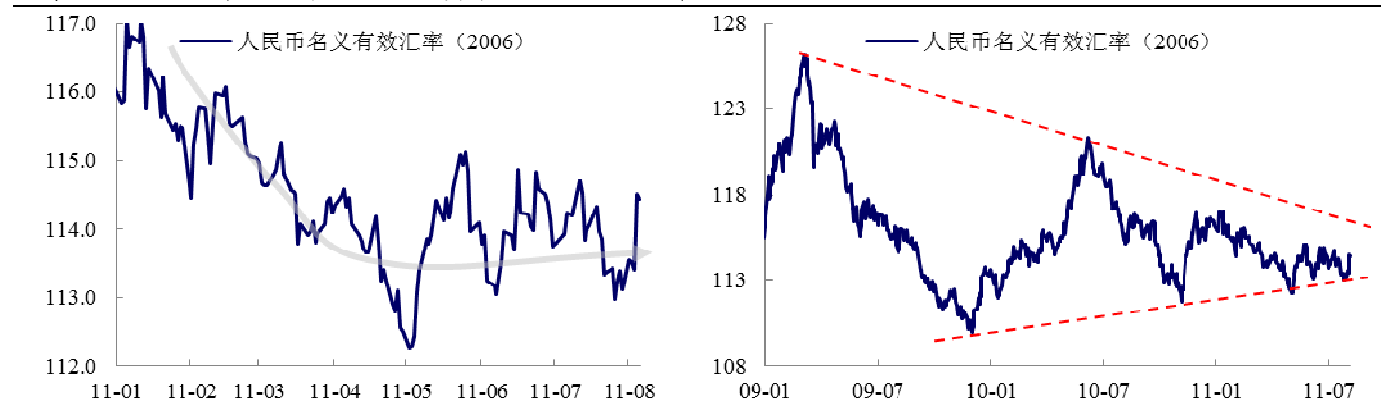
时间	国家	举措	入市干预
2011 年 6 月	俄罗斯	俄罗斯央行: 6 月前 17 天在汇市干预中净买入 20 亿美元。	是
2011 年 7 月	巴西	巴西央行对美元空头头寸法定准备金实施新规定, 以遏制雷亚尔升值。	是
2011 年 7 月	韩国	传韩国央行可能在 1051 附近入市干预, 遏制韩币升值	是
2011 年 7 月	澳大利亚	澳大利亚财长斯万: 不会干预澳元汇率走势	否
2011 年 8 月	日本	日本央行干预汇市遏制日元升值, 规模约为 4.46-4.66 万亿日元	是
2011 年 8 月	印度	印度央行副行长: 未做出干预汇市决策。	否
2011 年 8 月	印尼	印尼央行行长: 正预先准备一些措施...防止印尼盾出现大幅震荡。	是
2011 年 8 月	韩国	韩国央行干预汇市, 并称对资金流入本国国债市场感到担忧	是
2011 年 8 月	菲律宾	菲律宾央行干预汇市	是
2011 年 8 月	泰国	泰国央行干预汇市	是
2011 年 8 月	瑞士	临时绑定瑞郎兑欧元汇率, 宣称任何影响汇率的临时措施都可以使用。	是

数据来源: 兴业证券整理

- 再平衡是全球唯一选项, 多因素致使人民币在“连推带拉”长期面临“被走强”压力。**在诸多新兴市场国家中, 中国所面临的升值压力将是多方面的: 首先, 各国央行互相贬值意味着货币整体对商品将出现贬值, 中国所面临的输入形通胀压力有可能在后期再次回升; 其次, 在发达经济体受财政紧缩拖累而经济增速放缓时, 中国经济因其较强的内生性, 可能仍将保持不错的经济增速, 将使得外资流入的动力增强; 最后, 尽管外需有可能面临放缓, 但由于中国的出口产品可替代性相对仍然较低, 因此贸易顺差有可能在相当长一段时间内仍然保持高位, 结合中国较强的经济内生性, 这使得来自发达国家和其他新兴市场要求“再平衡”的压力将持续高企。和 08 年相比, 当前各国刺激经济的选项要少得多, 发达国家“央行救政府”、本币贬值可能会是一个漫长且必然的过程。人民币在内外压力“连推带拉”中“被走强”的压力将在相当长一段时间内持续存在。升值、在平衡, 这喊了多年的狼真的要来了。

图表 11: 发达国家央行干预致使美元指数区间波动, 新兴市场货币兑美元也呈现区间波动的走势


图表 12: 5 月以来人民币兑一揽子货币随美元触底反弹



投资评级说明

行业评级报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投

资建议的评级标准为:

推荐: 相对表现优于市场

中性: 相对表现与市场持平

回避: 相对表现弱于市场

公司评级报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的

评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间

中性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间

回避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编：518048

传真：0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限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，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。