

证券研究报告·策略跟踪 人民币加速升值研究系列（2）

人民币之真实汇率：

名义汇率与通货膨胀的消长

真实汇率

真实汇率反映了一揽子国内商品和国外商品的相对价格变化，一般是由名义汇率、国内物价水平和所对比的经济体的物价水平来调整的，是在名义汇率的基础上剔除了国内外价格水平差异的影响，反映一个经济体的相对竞争力。双边真实有效汇率一般用于判断两个经济体之间的汇率是否出现双边性的失衡，真实有效汇率主要判断一个经济体的汇率是否出现整体性失衡。

双边真实汇率的计算

由于中国的经济增长速度大大快于美国，中国经济整体的竞争力相对于美国是应该提高的，反映中国竞争力的真实汇率应该是持续走高的。这里的真实汇率是单位本币兑外币的间接标价法，真实汇率指数上升代表本国货币的相对价值上升，即升值。其计算主要依赖名义汇率和两国物价水平，即 CPI。

真实汇率、名义汇率和通货膨胀

对于一个经济快速增长的经济体而言，其真实汇率是应该升值的，名义汇率也应该相对同步升值，但是往往有些经济体对出口部门进行保护，特意低估名义汇率水平，以利于出口部门的增长和就业。但是，在名义汇率受到升值限制的同时，势必需要对外汇市场进行干预，即进行一定程度上的冲销，直接带来基础货币的大幅提升，带来国内通货膨胀的压力。同时由于名义汇率相对僵化，无法发挥对外部价格上涨的应对弹性，所以输入性的价格压力相对较高，带来通货膨胀由外往内的传导。所以整体的通货膨胀的压力将日益显现甚至恶化。

升值加速缓释，通胀压力或将持续

人民币未来升值预期并没有延续近期人民币加速升值的态势，而出现明显的市场预期变化。未来一段时间，随着美国债务危机的淡化、去杠杆走向中后期，以及经济弹性的发挥，将使得美元相对走稳，人民币兑美元升值的压力或在缓解，近期快速升值的趋势可能难以持续，人民币将显示出更多的弹性。

从实际有效汇率与名义有效汇率的差距看，2010 年以来一直呈现正的缺口，显示通胀压力是持续的。目前，这个缺口是持续处在正区间，而且持续向上，意味着通货膨胀的压力具有明显的趋势性。为此，未来一段时间，中国经济的通胀压力或将持续。

投资策略

周金涛

zhoujintao@csc.com.cn

010-85130831

执业证书编号：S1440210010422

郑联盛

zhengliansheng@csc.com.cn

010-85130208

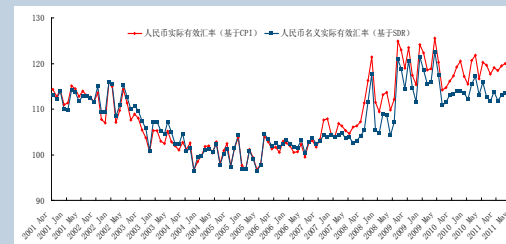
执业证书编号：S1440511080001

发布日期：2011 年 8 月 23 日

上证指数、沪深 300 走势图



人民币实际有效汇率与名义实际有效汇率



相关报告

2011.8.17 《人民币之均衡汇率：巨无霸汇率的视角》



目 录

目 录	1
图表目录	1
引言	2
一、真实汇率的定义	2
二、真实汇率的计算	3
三、真实汇率、名义汇率与通货膨胀的关系	4
四、未来通胀的趋势	5

图表目录

图 1：人民币相对美元的真实汇率持续升值，反映中国的全球竞争力	3
图 2：2010 年后中美通胀走势呈现明显相关性	4
图 3：人民币实际有效汇率与名义实际有效汇率	5
图 4：真实汇率和名义汇率的缺口与通胀水平具有明显相关性	6



引言

近期，人民币兑美元的名义汇率升值的速度正在加速，8月11日人民币兑美元触及汇改以来新高的6.3991，汇率亦创了17年来的新高。两日内连续突破6.43-6.40四道关口，升幅高达0.5%，至此人民币兑美元今年以来累计升值3.5%，逐步逼近我们年初预测今年升值5%的水平。

人民币兑美元的升值趋势是否会持续，这个趋势对经济增长、通货膨胀、外部失衡及再平衡、人民币资产的估值效应等会产生如何的影响？

对此，我们将进行一个系列的研究：

人民币之均衡汇率：巨无霸汇率的视角

人民币之真实汇率：名义汇率与通货膨胀的消长

人民币之再平衡：经常项目和资本项目的观察

人民币之升值萧条：基于日本和德国的分析

人民币之估值效应：基于资产市场的分析

一、真实汇率的定义

在开放条件下的宏观经济学中，真实汇率是涉及两个经济体货币价值的另一个重要的定义。真实汇率，也称为实际汇率，它是所有与汇率问题相关的实证研究的重要基础。真实汇率反映了一揽子国内商品和国外商品的相对价格变化，一般是由名义汇率、国内物价水平和所对比的经济体的物价水平来进行调整的，是在名义汇率的基础上剔除了国内外价格水平差异的影响，反映一个经济体的相对竞争力。

真实汇率由于剔除了国内外价格水平变化的影响，更好地反映了一个经济的全球竞争力。一般而言，对于一个快速发展的经济体，其真实汇率将获得更大竞争力的，特别是相对于增长比较慢的经济体（Eichengreen, 2008）。这个结论已经被理论和历史证明了。比如上世纪30年代之后的美元，60-70年代的马克和日元，都是很经典的例子。

真实汇率实际上可以分为外部真实汇率（External Exchange Rate）和内部真实汇率（Internal Exchange Rate）（Hinkle and Nsengiyumva, 1999）。我们经常说的真实汇率，实际是为外部真实汇率，主要反映一篮子国内商品和国外商品的相对价格变化。

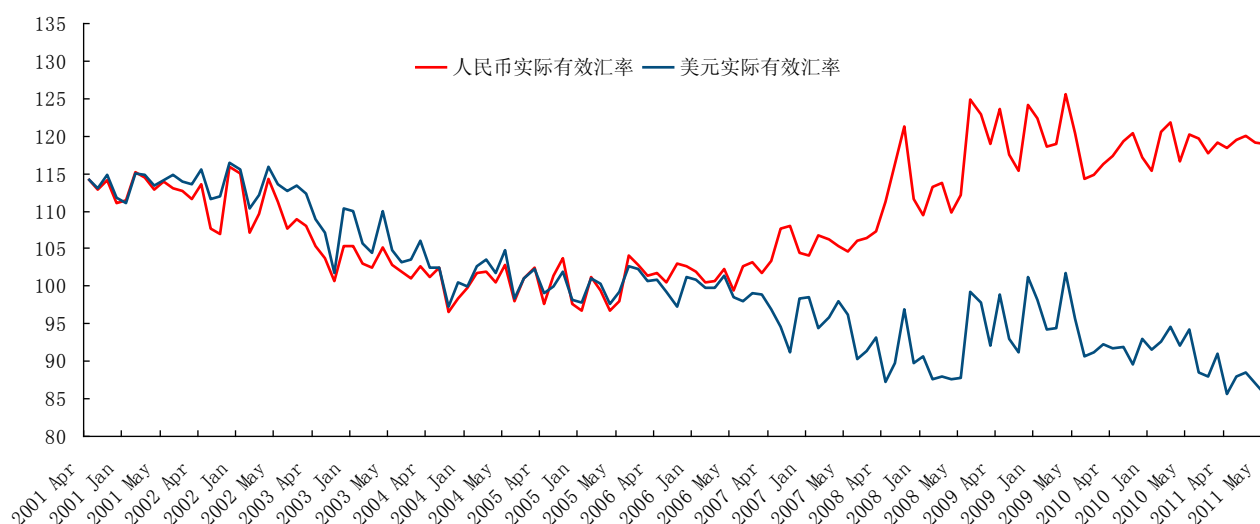
外部真实汇率可以进一步区分为双边真实汇率和贸易加权真实汇率。贸易加权真实汇率就是我们大家所熟悉的真实有效汇率（Real Effective Exchange Rate, REER），主要是根据经济体的贸易伙伴的贸易比重进行加权计算。双边真实有效汇率一般用于判断两个经济体之间的汇率是否出现双边性的失衡，真实有效汇率主要判断一个经济体的汇率是否出现整体性失衡。

二、真实汇率的计算

对于我们市场研究而言，在人民币加速升值的过程中，我们更加关注人民币对美元继续升值的区间还有多大，以及名义价格与真实价格扭曲带来的经济结果。为此，我们可能更加关心人民币兑美元的双边真实有效汇率。

对于中美两国，由于中国的经济增长速度大大快于美国，中国经济整体的竞争力相对于美国是应该提高的，反应中国竞争力的真实汇率应该是持续走高的。这里的真实汇率是单位本币兑外币的间接标价法，真实汇率指数上升代表本国货币的相对价值上升，即升值。

图 1：人民币相对美元的真实汇率持续升值，反映中国的全球竞争力



数据来源：IFS

双边真实汇率的计算公式如下：

$$BRER_i = (BNER_i * P_d) / P_i$$

其中， $BRER_i$ 代表对于 i 国的双边真实汇率指数， $BNER_i$ 代表对于 i 国的双边名义汇率指数， P_i 代表 i 国一篮子商品的价格指数， P_d 代表国内相应商品篮子的价格指数。

但是，由于一篮子商品的价格指数很难取得完全的一致，或者也不可能进行真实有效的统计并建立时间序列，所以一般用 CPI 来代替一篮子商品的价格指数。用 CPI 作为双边真实汇率的计算方法也成为支出法。支出法外部真实汇率从支出角度衡量一个国家的全部商品以及外国全部商品相对价格的变化，一般可以用 CPI 作为一个指标，整体反映了全部商品支出价格的变化趋势。而且， CPI 篮子包括了贸易品和非贸易品，比特定商品篮子更具有合理性。

支出法双边外部真实汇率的计算公式是：

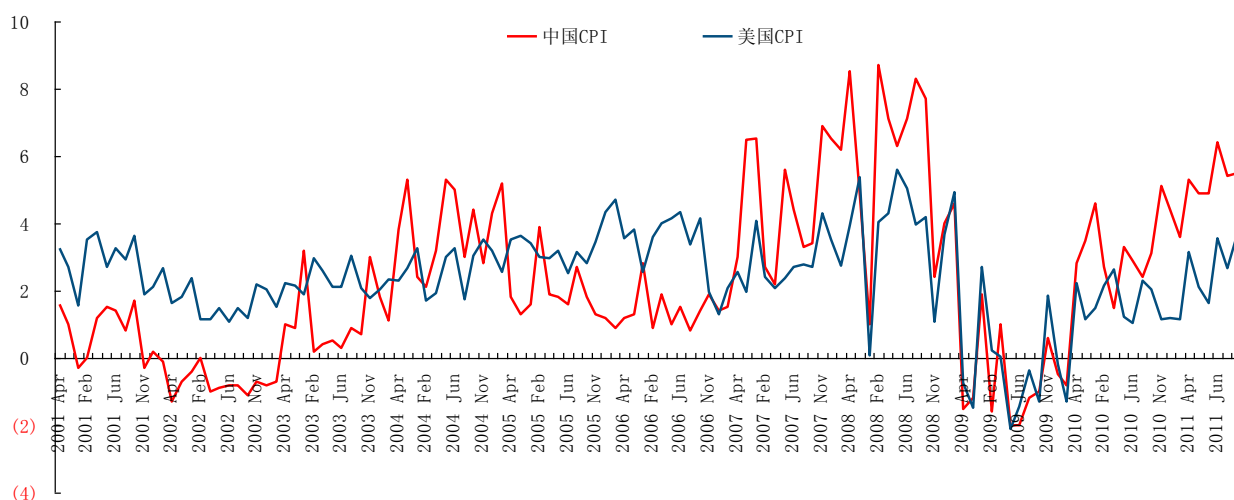
$$EREER = \prod_{i=1}^m [(BNER_i * CPI_d) / CPI_i]^w$$

EREER 是支出法外部真实有效汇率指数，BNER_i 代表对于 i 国的双边名义汇率指数，CPI_d 代表国内 CPI，CPI_i 代表 i 国 CPI。

三、真实汇率、名义汇率与通货膨胀的关系

从上面支出法真实汇率的计算公式可以看出，假定真实汇率不变的情况下，名义汇率和通货膨胀具有此消彼长的相关性。如果名义汇率升值更快，那国内通货膨胀的压力将要降低一些，这是具有经济学逻辑的。当名义汇率升值之后，进口产品的本币价格是下降的，这相当于“输入型”通胀是降低的，实际上是贸易品中的进口价格是在下降的，所以对于通胀的压力是有所缓解的。

图 2：2010 年后中美通胀走势呈现明显相关性

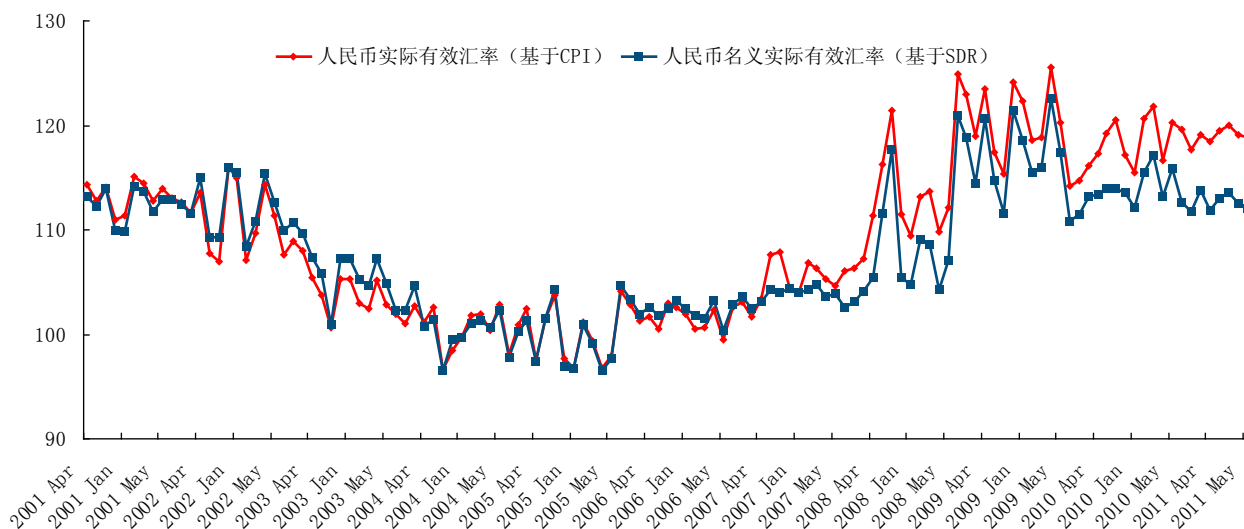


数据来源：IFS

对于一个经济快速增长的经济体而言，其真实汇率是应该升值的，名义汇率也应该相对同步升值，但是往往有些经济体对出口部门进行保护，特意低估名义汇率水平，以利于出口部门的增长和就业。但是，在名义汇率受到升值限制的同时，势必需要对外汇市场进行干预，即进行一定程度上的冲销，直接带来基础货币的大幅提升，带来国内通货膨胀的压力。

同时，由于名义汇率相对僵化，无法发挥对外部价格上涨的应对弹性，所以输入性的价格压力相对较高，带来通货膨胀由外往内的传导。所以整体的通货膨胀的压力将日益显现甚至恶化。从而对于刻意压低名义汇率的快速增长经济体，最后往往面临较为明显的通货膨胀压力。

图 3：人民币实际有效汇率与名义实际有效汇率



数据来源：IFS

对于中国而言，现在实行的是以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，这种汇率制度的核心实际上是三个要素：货币篮子、波动区间和中间平价的蛇形走势，即与新加坡的 BBC 汇率制度有相似之处。如果要限制名义汇率的升值幅度，在真实汇率不断高企的状态下，中国经济面临的通货膨胀将是日益明显的。

四、未来通胀的趋势

根据我们上一篇文章的结论，2005 年 7 月人民币汇率制度改革以来至 2011 年 8 月 15 日，人民币对美元的名义汇率升值 23.67%。根据汉堡包和物价篮子的不同计算方面，人民币继续升值的幅度大致为 14%-17%。

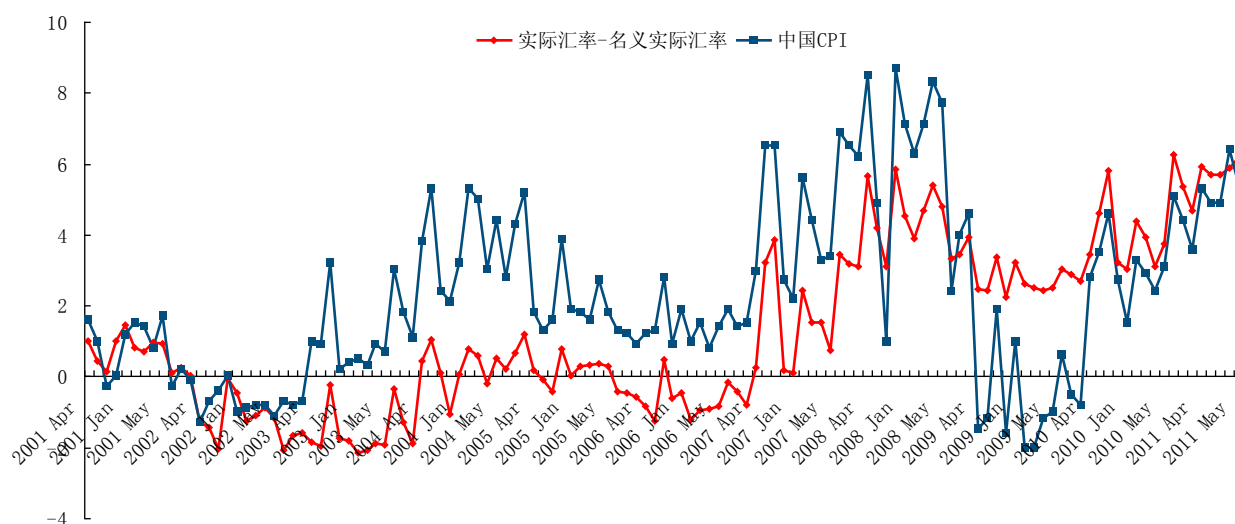
近期人民币升值加速一方面反映真实汇率的升值趋势，另一方面也反映外围经济特别是美国经济的表现。作为重要的外围国家和美国贸易逆差的对手方，人民币走强是一个必然的情景。只是，之前人民币汇率的决定机制更多地受制于政策，而目前在外部失衡、内部通胀和美元弱勢的条件下，中国政府似乎更愿意以牺牲一定的出口及企业来换取经济结构的转型，所以人民币升值在这个历史时刻下被加快了。

如果对照 NDF 市场的预期，我们认为，未来一段时间，随着美国债务危机的淡化、去杠杆走向中后期，以及经济弹性的发挥，将使得美元相对走稳，人民币兑美元升值的压力或在缓解，近期快速升值的趋势可能难以持续，人民币将显示出更多的弹性。

如果人民币升值加速不是一个可以长期延续的趋势，那么就意味着通货膨胀的压力将持续更长的时间。根据历史的经验，中国真实汇率与名义实际汇率的缺口与中国的通胀水平是具有明显的相关性的。从实际有效汇率与名义有效汇率的差距看，2010 年以来一直呈现正的缺口，显示通胀压力是持续的。目前，这个缺口是持续处在正区间，而且持续向上，意味着通货膨胀的压力具有明显的趋势性。为此，未来一段时间，中国经济的通胀压力或将持续。

当然，将通胀压力全部归因为名义汇率升值较慢，是不科学的，通胀的根本动因还是内生性的货币基础。只不过，真实汇率、名义汇率和通胀之间的关系，给我们为后续通胀走势的判断提供了一个经验性和理论性的参考。

图 4：真实汇率和名义汇率的缺口与通胀水平具有明显相关性



数据来源：IFS



分析师介绍

周金涛：南开大学经济学硕士，现任中信建投证券研究部董事总经理，行政负责人。长期从事宏观策略研究，并在中国的工业化国际比较和经济周期研究、虚拟经济与实体经济关系等方面形成了独特的逻辑框架和思维体系。2008 年、2009 年连续两年获得新财富最佳策略分析师第三名。

郑联盛：中国社会科学院经济学博士，策略分析师。主要从宏观经济与市场趋势研究，在经济周期波动、产业结构变化以及工业化理论等方面有较为深入的研究和理解，同时在经济史、货币政策以及金融稳定机制等领域具有浓厚兴趣。

研究服务

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。