

2011年8月18日

分析师：黄琳

联系电话：010-66290440

邮箱：huangl@gsg.com.cn

执业证书编号：s0600200010037

联系人：李雅娜

联系电话：021-63122950

邮箱：liyn@gsg.com.cn

相关研究报告：

《6月宏观经济数据前瞻》

《CPI：6月或达峰值，但三季度难回5.5以下》

《内外小周期叠加，进出口双双回落》

《数据好于预期，紧缩基调不变——6月宏观经济月报》

《7月CPI上涨压力加大，物价稳定仍是政策着力点》

《利润增速提升，难改下滑趋势——1-6月工业利润数据点评》

《多重因素叠加，宏观经济下滑风险抬头——8月宏观观点》

《PMI：增速放缓趋稳 工业生产存忧》

《7月宏观数据前瞻》

《经济或继续放缓 稳增长倚重消费提振》

《7月CPI如期创新高 三季度物价形势不容乐观》

《内松外忧下的市场判断--国内货币定向宽松及法国评级下调传闻点评》

《经济兑现放缓预期，政策步入观察周期——7月宏观经济数据点评》

多重调控 汇率担纲¹

从年初至今，人民币兑美元已升值3.4%，进入8月后人民币升值呈现加速态势，人民币对美元中间价正式迈入“6.3”时代。人民币加速升值是内外因素共同作用的结果，未来人民币升值趋势还将延续，但升值速度将有所放缓。人民币升值不仅有利于抑制国内通胀而且有利于促进我国经济结构调整。在稳增长、调结构和防通胀三大目标平衡；国际金融市场持续动荡；利率、存款准备金率上调空间有限的背景下，汇率政策或成为央行重要的调控工具。

◆ 中美经济及政策选择反差导致人民币快速升值

两国货币汇率的短期决定因素包括经济基本面和加息预期，近期人民币兑美元的加速升值是中美经济和政策选择反差共同作用的结果。

首先，中国经济平稳运行，美国经济复苏迟缓，两大经济体基本面反差支撑人民币连续上行。随着美国QE2退出，美国经济增长明显放缓，失业率重新回到9%的高位，成屋销售已经连续三个月出现负增长。美国一、二季度GDP环比折年率仅0.4%和1.3%，在未出现新的增长点之前，美国经济二次探底的风险上升。相比之下，虽然中国经济增长出现放缓趋势，今年二季度GDP同比增长9.5%，比一季度下降0.2个百分点，但是放缓幅度有限，上半年GDP仍保持9.6%的较快增长。消费、投资、出口平稳运行，维持较高增速。1-7月消费同比增长16.8%，略低于去年全年增速18.3%；1-7月投资同比增长25.4%，高于去年增速24.5%；由于基数原因，出口增速下滑较快，1-7月同比增长23.4%，较去年下滑14个百分点，但从绝对数值看，7月出口规模刷新了上月刚刚创下的历史纪录。7月贸易顺差进一步扩大至314亿美元，创出2009年1月以来新高。中美经济基本面的对比支撑了人民币的加速升值。贸易数据公布当日，美元中间价即突破6.42关口。

其次，利差扩大刺激人民币加速升值。本国利率高于国外利率时，将导致热钱的流入，导致本币升值。中国自2010年10月起连续5次加息至当前3.5%的利率水平。而美联储8月议息会议又宣布维持低息0到0.25%之间至2013年中，且不排除在合适的时机推出QE3的可能。中国政府为控制通胀所实行的严厉的货币紧缩政策与美联储一再宽松的货币政策形成鲜明对比，中美利差扩大，导致热钱流入，刺激人民币加速升值。同时，中国货币紧缩政策使得市场流动性紧张，民间借贷利率高企，热钱被高利率吸引，通过各种渠道进入中国，也增加了人民币升值压力。而美国遭遇评级下调导致美元贬值预期增强也刺激了近期人民币的跃升。8月8日美国信用评级被下调后，人民

¹ 报告贡献人：强琪菁，中国人民大学金融学硕士，2010年7月加盟东吴证券

币即步入快速升值通道，当日人民币对美元中间价由 6.4451 升至 6.4305，升值幅度达 0.23%，创今年以来人民币对美元的单日最高升幅。

◆ 人民币升值趋势不变，但阶段性加速升值或放缓

由于中国人口基数庞大、经济规模巨量且仍处结构调整过程中，预计未来几年中国经济增速仍将保持领先全球的相对高位，这是人民币长期升值的宏观背景。而从美元的角度看，国际货币体系和贸易体系中美元的特殊地位及美国产业空心化造成的严重贸易赤字，使得美元长期走软。从人民币角度看，人民币国际化战略和大规模的贸易盈余，决定了人民币升值的大趋势，虽然人民币经历了近期的加速跳升，但人民币仍被低估。7 月，国际货币基金组织（IMF）在对中国的第四条磋商报告中，公布了该组织以三种方法计算得出的人民币汇率低估幅度，分别是 3%、17% 和 23%。

虽然人民币升值长期趋势不变，但是在阶段性加速升值后，人民币升值步伐或将放缓。第一，汇率的决定体现了交易双方的预期。在目前的时点上，美国经济虽复苏缓慢但进一步下探的空间较小，长期来看，美国仍是全球最强大的经济体，修复能力仍然很强，而美国也不会坐视强势货币地位的丧失，因此美元长期贬值的可能性不大，目前的汇率应该已经部分包含了经济二次探底和美国货币政策再度宽松的预期。而从中国来看，下半年铁路建设和商品房投资放缓，外部经济疲弱导致出口下滑趋势增强，经济减速风险增大，随着前期政策效应的逐步显现，紧缩对实体经济产生了较大冲击，宏观调控政策将步入观察期，再度加息和提准概率变小。因此，在预期难以进一步向着升值方向扩展时，人民币升值或将趋缓。第二，如果人民币过快升值，可能使得原本就遭遇资金紧张的出口企业更加举步维艰，一些外贸企业面临“长单不敢接、短单吃不饱”的情况，对出口的担忧也导致人民币不可能长期快速升值。第三，人民币升值意味着外汇储备的缩水。我国是全球外汇储备最多的国家，截止今年 6 月底我国外汇储备 3 万多亿美元，人民币每升值 1% 将导致外汇储备缩水 300 亿元，这也是抑制人民币加速升值的原因之一。

◆ 汇率成为当前宏观调控工具的新选择

8 月 10 日央行二季度货币政策执行报告指出，央行将继续把稳定物价总水平作为宏观调控的首要任务。而之前的金融监管部门会议透露央行将采取“定向宽松”。一松一紧看似矛盾，实则反应了央行在经济下滑风险增大和通胀连创新高背景下的两难。在保增长、调结构和防通胀的多重目标平衡中，加息和提准空间已经变小，汇率政策或成为下一阶段重要的调控工具。

第一、人民币升值有利于抑制通胀。去年 1 月份以来，中国央行连续 5 次加息、12 次提高银行准备金率，通过多种政策组合，实际回笼的资金总量已经超过了 4 万亿元，但物价指数却我行我素连创新高。在紧缩与通胀背离的情况下，经济增速开始放缓。央行不得不重新选择新的政策工具。在 7 月底召开的分支行行长座谈会上，央行就提出未来货币调控要综合运用利率、汇率、公开市场操作、存款准备金率和宏观审慎管理等工具组合。与以往措辞相比，汇率政策被放在更加重要的位置。从货币量的角度看，人民币升值有利于减少出口和降低人民币进一步升值预期，一方面减少贸易顺差，另一方面抑制热钱流入，两方面压缩外汇占款规模，减少央行被动投放流动性的压力，从而抑制不断高企的通胀。从货币比价关系来看，若国际大宗商品价格由于美元贬值再一次大幅上升，将加重中国输入性通胀。人民币升值将提升人民币对外购买力，降低进口商品价格，有效抵御输入性通胀。2010 年澳新银行的研究表明，人民币对美元 10% 的升值会导致 PPI 指数在中期内下降 3.2%，非食品 CPI 指数在中期内下降 0.64%。另外，从供求角度看，人民币升值必将导致进口增加，国内总产品数量增加，引起总物价指数下降，部

分对冲通胀压力。

第二、人民币升值有利于中国经济结构调整。人民币不断升值将导致出口下滑，降低中国经济的对外依存度。同时，为了降低成本，部分外贸企业从沿海地区转移到内陆，有利于中西部地区发展和东部地区的产业升级，加速产业结构调整。人民币升值还可提高非贸易品的相对价格，引导资金流入服务行业，促进第三产业的发展。

第三、人民币升值对经济增速影响较小。人民币升值给外贸企业带来冲击且可能造成大量失业，这是市场各方担忧的主要问题。但事实证明，2005 年汇改以来，除 2008 年金融危机时期，其他时期出口增速都保持平稳增长，且企业利润也在增长。去年 6 月二次汇改以来，就业状况也比较稳定，说明我国外贸企业面对人民币升值自我修复能力较强。今年年初出现的民工荒和劳动力成本上涨也表明，在廉价劳动力不断减少的情况下，人民币升值对就业的负面影响有所减弱。

第四，人民币升值是人民币国际化的前提条件。从国际货币体系的演变来看，作为大国必须有一个符合本国利益且自己能控制的货币体系，中国已成为全球第二大经济体，也面临提高人民币国际地位的问题。英镑和美元成为国际货币的经验表明，经济实力越强，贸易顺差越稳定，汇率越坚挺，国际地位越稳固。因此，人民币的坚挺也是人民币国际化的前提条件之一。

宏观研究团队:

黄琳: 北京大学学士、硕士、中国人民大学博士, 东吴证券研究所副所长。

邮箱地址: hl_huang@yeah.net 联系方式: 010-66290440

强琪菁: 中国人民大学金融学学士、硕士, 2010 年 7 月加盟东吴证券。

邮箱地址: qqjdangdang@yahoo.com.cn 联系方式: 010-66290442

免责声明

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息, 本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更, 在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议, 本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有, 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, 需征得东吴证券研究所同意, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

行业投资评级:

买入: 行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10%以上;

增持: 行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 10%;

中性: 行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间;

减持: 行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

股票投资评级:

买入: 股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 20%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间;

减持: 股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

东吴证券研究所宏观部

北京市西城区金融大街 17 号

邮政编码: 100140

传真: (010) 66290653

公司网址: <http://www.dwjq.com.cn>