



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 11 月 20 日

研究部

李琳

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

新兴亚洲国家货币到年底的相对表现

主要观点:

投资策略: 我们推荐买入等量菲律宾比索、马来西亚林吉特和人民币; 卖出印度卢比, 持有该策略到年底。

新兴亚洲国家整体有相对较好的经济增长前景、经常账户盈余、较高的利率水平、较好的财政和政府负债状况, 投资资金在中长期将流入新兴亚洲国家, 我们看好新兴亚洲货币整体在中长期的表现。

但是, 宏观因素, 例如, 全球经济增长和欧元区债务及银行流动性问题, 所带来的不确定性短期内将挥之不去, 直接影响新兴亚洲国家出口和投资资金流入的状况, 新兴亚洲汇率将呈现较大的波动性。

到年底, 在市场不确定性维持在高位、美元自身走势波动的情况下, 我们着重新兴亚洲货币间的相对表现。

由于发达国家整体经济增长不稳固, 对新兴亚洲国家存在外需进一步走弱的风险, 我们更看好那些具备较好对外盈余、出口依赖度小、较高利率、短期内资金流入较稳定的国家的货币。

菲律宾比索将有较好表现。菲律宾经济对外的风险敞口较小, 它的出口仅占其 GDP 的 26%, 远低于亚洲的平均水平。尽管出口将带给经济压力, 菲律宾国内经济仍然不错。对菲律宾贡献较大的海外汇款也较为稳定。

马来西亚林吉特将有较好表现。马来西亚有较好的经常账户盈余 (仅次于新加坡)、较高的利率条件、和在市场情绪变化下较为稳定的投资资金流。

我们对新加坡元在短期持有中性的观点。虽然新加坡拥有良好的经常账户盈余、上月通过的新货币政策表示新加坡金管局仍将实行新加坡元名义有效汇率小幅升值的政策, 但由于其出口占 GDP 比重大 (159%), 外需的走弱对其潜在负面影响较大。新加坡元是一个适合中长期持有的货币, 一旦欧美经济增长企稳, 新加坡元会有较好的表现。

新兴亚洲货币中, 我们认为印度卢比表现将相对较差。印度是这些新兴亚洲国家中少有的拥有双重赤字的国家: 财政赤字和经常账户赤字。印度当前经常账户赤字约占其 GDP 的 3.5%, 财政赤字约占 GDP 的 -8.4%。对于一个具有经常账户赤字的国家, 如果投资资金净流入足够, 那么对外的经常账户不平衡就可以在短期内维持。在市场不确定性较大的情况下, 我们预计印度的投资资金净流入将位于低位, 使得印度的经常账户赤字带给卢比更大的贬值压力。

我们维持人民币到年底相对美元小幅升值, 约到 6.3 左右的预期。

市场评论

9 月份以来，受投资者风险情绪变化的主导，汇率市场波动剧烈。

9 月里，随着欧洲债务和银行流动性问题的演变、对包括美国在内的发达国家增长前景和其对新兴国家潜在负反馈的担忧等因素，市场避险情绪上升，风险资产价格受到打击，投资资金流出新兴市场。除日元、人民币和港币相对美元稳定外，其它货币相对美元普遍贬值，新兴国家货币贬值幅度较大，其中出口大宗商品的新兴国家其货币贬值尤为显著。同期，作为安全岛资产的美元（名义有效汇率）约升值 6%。

10 月初以来，好于预期的美国雇佣和 PMI 等数据使投资者对全球经济增长的担忧有所缓和，另外，欧元区领导人向市场表达了救助的决心和欧元区出台一系列政策，在一定程度上提升了市场的信心。例如，欧央行于 10 月上旬宣布将实行长期再融资操作，欧元区的银行只要具有合格抵押品，就可以以固定利率、通过拍卖的方式从欧央行获取无限的流动性，还宣布了一项为期 1 年、总额达 400 亿欧元的担保债券购买计划，以纾缓银行资金流动性的紧张局势。10 月下旬在欧盟峰会等多国和国际组织的努力下，就救助希腊、注资银行和最大化 EFSF 达成了一个框架，这个过程中，欧元从 9 月底的 1.317 一度升值到 10 月底 1.419 的高位，新兴市场货币相对美元从之前的贬值中有所恢复，但仍未回到 8 月底的水平。最近几个星期，希腊拟公投、信任投票和撤销公投的事件，意大利和希腊政府更迭又给市场带来信心的起伏。期间低于预期的德国、欧元区零售数据、欧元区经济情绪指数、德国的工业增加值等也给欧元带来压力。

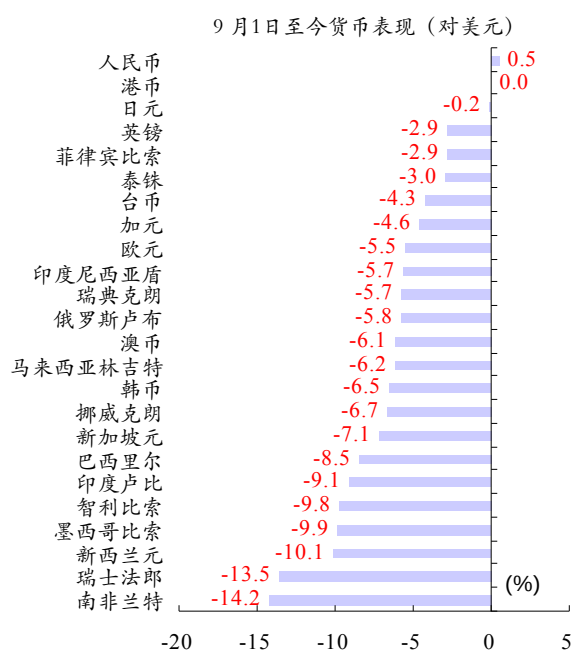
其它主要货币（对美元）的具体表现

9 月初以来，瑞士央行的外汇干预政策使得瑞士法郎贬值约 12%。9 月 6 日，瑞士央行宣布欧元兑瑞士法郎汇率将维持在 1.20 以上。接下来贬值幅度最大的是带有大宗商品属性的新兴国家的货币，例如，南非兰特、智利比索、墨西哥比索和巴西里尔。相对于其它新兴市场国家主要受到潜在疲弱外需的负面影响，全球经济的悲观预期带来对大宗商品价格下降预期，这些出口大宗商品的新兴国家经历进一步打击，使得它们的货币贬值幅度更大。以美元计价的金价在 9 月份下跌 11%，作为黄金出口国的南非，其货币南非兰特贬值 13%；铜价在 9 月下跌 24%，由于智利出口中铜占相当比重，智利比索贬值高达 10%。由于墨西哥约 80% 的出口商品到美国，市场在 9 月里对美国经济前景的不乐观，使得市场同时不看好墨西哥经济。

亚洲新兴市场货币整体也经历了在 9 月份贬值，和 10 月初以来的部分回调。9 月初以来，主要亚洲货币相对美元有不同程度的贬值。亚洲新兴国家股市和债市基金有不同程度的资金流出，给这些货币带来贬值压力；10 月初以来，资金流出减小，部分国家出现过资金流入的现象。除了上述系统性原因之外，各个国家的具体因素使得货币贬值程度不一。

主要大宗商品货币也有贬值，其中澳元、加元和挪威克朗贬值约 6%、4.6%、6.7%，由于惠誉在 9 月底调降新西兰主权债务评级，新西兰元贬值幅度相对较大，约 10%。

图表 1: 9 月 1 日以来主要货币(对美元)涨、跌幅。



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

新兴亚洲国家货币短期前瞻

宏观因素，例如，全球经济增长和欧元区债务及银行流动性问题等，在过去 2 个多月里主导了汇率市场的波动。到年底，这些方面的不确定性将挥之不去，直接影响新兴亚洲国家出口前景和投资资金流入的状况，新兴亚洲汇率将呈现较大的波动性。

美元走势判断：

理解美元自身价值的变化是判断亚洲货币对美元汇率的前提条件。基于美国经济温性复苏、极度宽松的货币政策、较高的经常账户赤字以及潜在的财政紧缩等因素，我们仍然维持美元在中期结构性贬值的观点。

到年底，美元可能出现暂时升值，特别是在当前瑞士央行和日本央行干预瑞士法郎、日元汇率的背景下，美元的‘安全岛’货币特性更为突出。欧元区债务问题的解决是个长期而反复的事情，间或的欧元区债务危机所带来的不确定性会增加美元在短期内的波动性，但美元不太可能出现持续地升值情形，看得到意大利和希腊最近政治上在朝着积极的方向发展（意大利总统委任经济学家马里奥蒙蒂来领导新政府，卢卡斯帕帕季莫斯就任了希腊新总理领导一个短期联合政府），更有可能产生有实效的债务紧缩方案和执行力。

主要新兴亚洲国家货币到年底表现

新兴亚洲国家整体来说有相对较好的经济增长前景、普遍具有经常账户盈余、较高的利率水平、较好的财政和政府负债水平，将吸引投资资金在中长期流入新兴亚洲国家，我们看好新兴亚洲货币整体在中长期的表现。

到年底，在市场不确定性可能继续维持在高位、美元自身走势波动的情况下，我们着重新兴亚洲货币间的相对表现。

短期交易策略：我们推荐买入菲律宾比索、马来西亚林吉特和人民币；卖出印度卢布。

由于发达国家整体经济增长不稳固，存在外需进一步走弱的风险，我们更看好那些具备较好对外盈余、出口依赖度小、较高利率、有稳定资金流入的国家的货币。

菲律宾比索将有较好表现。菲律宾经济对外的风险敞口较小，它的出口仅占 GDP 的 26%，远低于亚洲的平均水平。尽管对外贸易将带给经济压力，菲律宾国内经济仍然不错。对菲律宾贡献较大的海外汇款较为稳定。

马来西亚林吉特将有较好表现。马来西亚有较好的经常账户盈余（仅次于新加坡）、较高的利率条件、和在市场情绪变化下较为稳定的投资资金流。

我们对新加坡元在短期持有中性的观点。虽然新加坡拥有良好的经常账户盈余、上月通过的新货币政策表示新加坡金管局仍将实行新加坡名义有效汇率小幅、持续升值的政策，但由于其出口占 GDP 比重大（159%），外需的走弱对其潜在影响较大。新加坡元是一个适合中长期持有的货币，一旦欧美经济增长企稳，新加坡元会有较好的表现。

新兴亚洲货币中，我们认为印度卢布表现将相对较差。印度是这些新兴亚洲国家中少有的拥有双重赤字的国家：财政赤字和经常账户赤字。印度当前经常账户赤字约占其 GDP 的 3.5%，财政赤字约占 GDP 的 -8.4%。对于一个具有经常账户赤字的国家，如果投资资金净流入足够，那么对外的经常账户不平衡就可以在短期内维持。在市场不确定较大的情况下，我们预计印度的投资资金净流入将位于低位，使得印度的经常账户赤字带给卢比更大的贬值压力。

新兴亚洲国家货币近期表现

以贸易和流动性加权的亚洲货币指数自 9 月初以来波动剧烈。亚洲货币指数从 9 月 1 日的 119.6 下跌到当月底的 114（图表 2）。而后随着市场风险缓和，自 10 月初有所回升，目前为 115.6。由于港币联系汇率政策和期间稳定的人民币汇率、以及港币和人民币占亚洲货币指数近半的权重（人民币权重约占 38%，港币权重约 8%）使得亚洲货币指数低估了其它亚洲货币在 9 月里的贬值和自 10 月以来的升值幅度。事实上，9 月里，韩元贬值 11%、新加坡元贬值 9%、印度卢布贬值 8%、马来西亚林吉特贬值 7%，该指数中涵盖的、波动最小的菲律宾比索也有 3.8% 的贬值幅度。（亚洲货币指数涵盖的货币有人民币、港币、印度卢比、印尼盾、韩元、马来西亚林吉特、菲律宾比索、新加坡元、新台币和泰铢。）

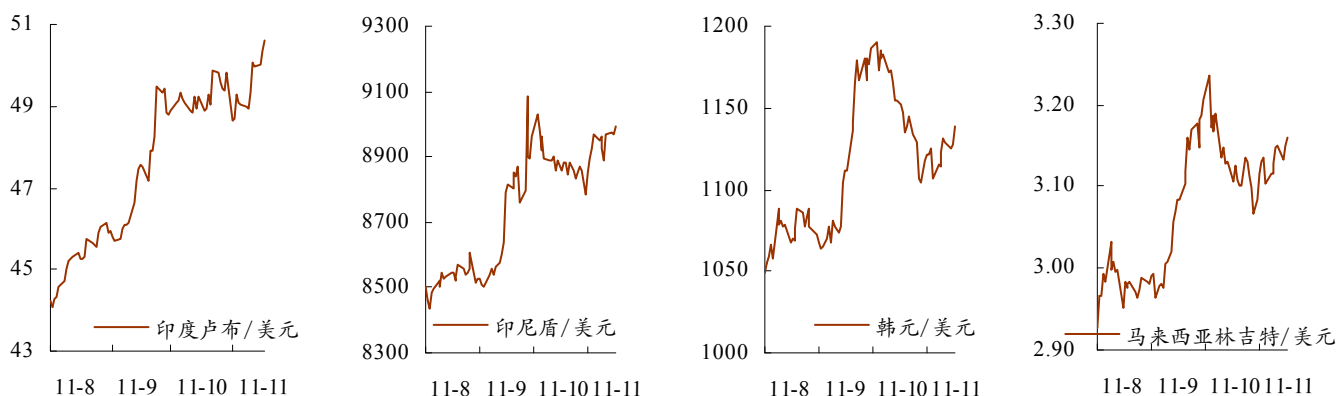
图表 2：新兴亚洲货币（对美元）走势



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

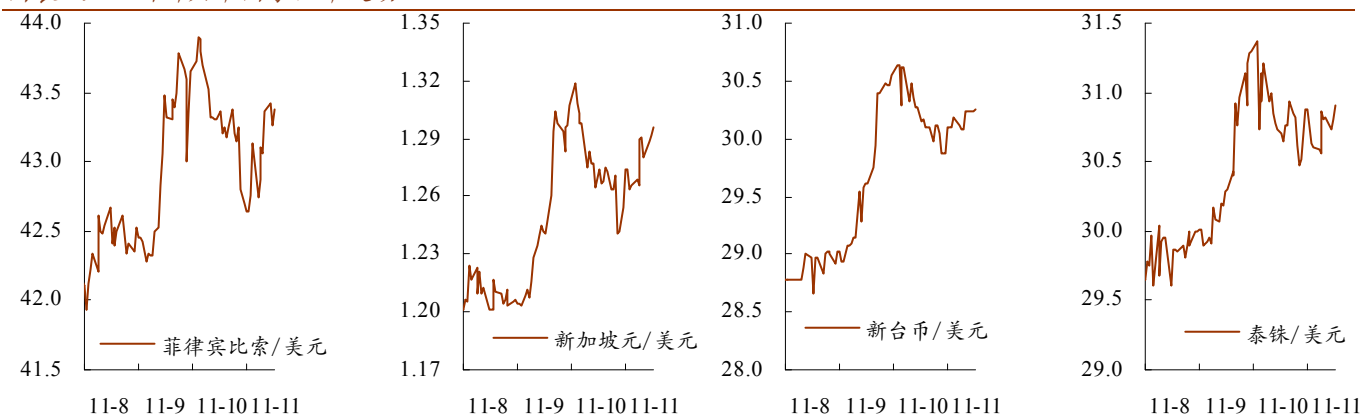
港币和人民币相对美元近期变化不大。其它主要新兴亚洲国家货币相对美元在 9 月里均有不同程度的贬值(图表 3、4)；10 月初以来，主要新兴亚洲货币相对美元有小幅升值，但升值幅度小于相应货币在 9 月里的贬值程度。较为特别的是印度卢比，在经历了 9 月的大幅贬值后，它在 10 月里进一步贬值，在过去的两个半月里，印度卢比对美元贬值约 9%。

图表 3：亚洲新兴市国家汇率变动



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 4：亚洲新兴市场国家汇率变动



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

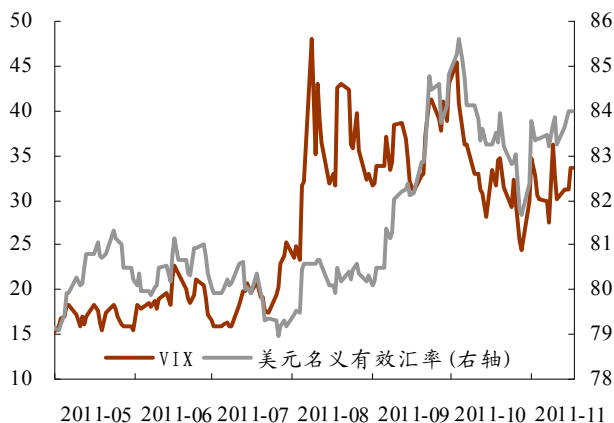
影响新兴亚洲货币到年底表现的主要因素

1、市场情绪的变化将在短期内主导汇市波动

新兴亚洲货币在过去 2 个多月里经历了先大幅贬值、后部分回调的走势。9 月里，市场对美国等发达国家的经济增长前景一度十分悲观，由于这些国家是新兴亚洲国家商品出口的主要目的地，投资者担心潜在外需的减少将给新兴亚洲国家经济带来拖累；同时，希腊债务问题和欧元区银行流动性紧张状况也使得市场的风险偏好降低，投资资金撤出新兴亚洲国家，新兴亚洲货币整体的大幅贬值。这些不确定性仍然存在，短期内亚洲货币对美元仍将呈现高波动性。就作为‘锚’的美元而言，由于其短期内较高的波动性，给亚洲货币对美元走势带来了更多一层的不确定性。

下图（图表 5）显示美元走势和市场风险密切相关，当市场风险在 8 月份上升并于 9 月持续维持在高位，具有‘安全岛’资产特性的美元在这个期间升值。随后美元随着市场风险的小幅下降而有所贬值。我们用 VIX 来衡量市场上的风险程度。VIX 是根据标普 500 期权所得出的隐含波动率，反映市场对股市在短期内(30 天)波动性的预期。目前 VIX 为 33.5，高出 7 月份数值近 1 倍，显示了市场对未来的不确定。如果短期内有与预期不符的事件，可能促使市场过度反映，增加汇率的波动性。

图表 5：VIX 和美元名义有效汇率



资料来源：Haver Analytics，中金公司研究部

由于欧元区经济基本面存在下行风险、欧元区包括意大利和希腊等国家如何实施财政紧缩和减少银行流动性等方面都存在不确定性，由于新兴亚洲和欧元区贸易和金融的联系，新兴亚洲国家经济和金融将受到影响，汇率将呈现高波动性。例如，3 月期美元兑新加坡元期权隐含波动率位于高位，并且高于过去3个月中的历史波动率（图表6），反映了投资者对新加坡元在短期内更为波动的预期。

图表6：短期期权隐含波动性意味着新加坡元将有较高波动性



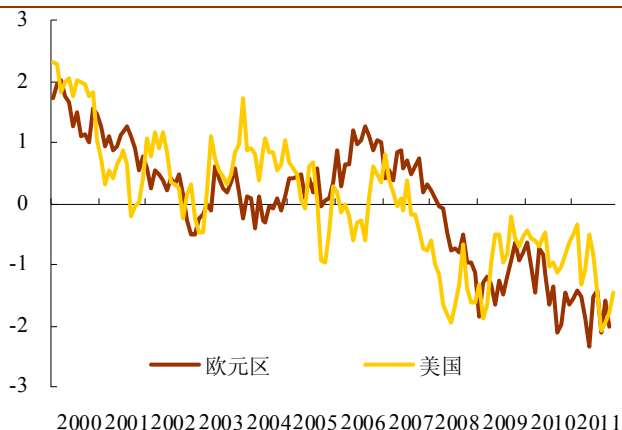
资料来源：Haver Analytics，中金公司研究部

发达国家实体经济复苏状况和欧元区债务和银行流动性状况是不确定性的主要来源

9 月份对全球经济增长的担忧部分来自对美国经济的悲观预期，8 月份美国消费者信心（预期）指数跌到 47.4，之后略有改善，11 月份的数据为 56 左右。消费是刺激美国经济增长的重要动力之一，虽然最近消费预期有改善，但相对 2000 年以来的均值来说，仍然处于低位。美国经济可以避免衰退，但由于雇佣状况和房地产行业仍是拖累，其增长有限。

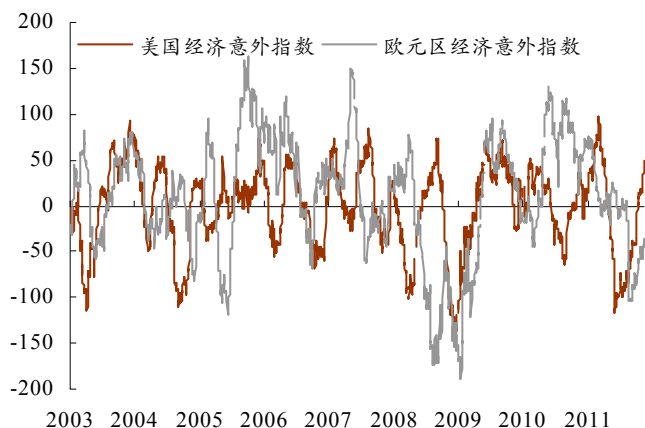
为了方便比较，我们对 2000 年以来美国、欧元区消费者未来信心指数计算了标准分数（z-score）。用样本减均值的差再除以样本标准差，这种算法的好处是将不同数据对历史均值的偏离标准化。消费者对未来美国、欧洲经济预期仍较为悲观（图表 7）。美国消费者信心指数的标准分数（z-score）年初以来出现恶化，最近略有改善，11 月份数值对均值的偏离约为 1.5 个标准差。欧元区消费者信心指数对均值的偏离继续维持在 2 个标准差附近。

图表7：美国、欧元区消费者信心指数（预期）：Z Score



资料来源：Haver Analytics，中金公司研究部

图表 8：美国经济意外指数显示美国经济超预期表现，美国经济将温性增长



资料来源：Haver Analytics，中金公司研究部

从目前达成的一些措施来看，欧元区国家的政府显示了有解决问题的决心。但是决议的细节和实施以及这些问题本身也是发展的。即便短期内这些具体方案陆续出台，在真正实行之前，还需要经历一番各方协调的过程；其次，目前欧盟/IMF 等官方机构将向希腊提供约 1300 亿欧元的资金，主要是用来填补希腊 2014 年之前的融资缺口，希腊债务的长期可持续性存在问题仍然存在；再次，目前出台的解决方案的前提假设本身也带来些不确定性。据报道，目前私人部门债权人自愿参与债务交换的比率未达到假设的 90%，50%债券冲销比例如何达成也未可知。在目前 50%的冲销比例下，银行仍需花时间来衡量该计划的可行性等。就意大利而言，虽然意大利议会通过了财政紧缩措施，但是考虑到意大利高达 1.8 万亿欧元的债务，市场对该措施是否足够产生疑虑，以及新政府是否在近期推动改革平复市场担忧；年关将近，欧元区银行系统能否克服和控制流动性紧张的局面。

从经济基本面来看，新兴亚洲货币整体的价值受到支撑

1、新兴亚洲经济增长放缓，但相对好的经济基本面仍然支持亚洲货币

中金宏观经济组预测 2012 年欧元区经济增长为 0.4%、美国经济增长为 2.0%，总体较今年欧元区 1.6%、美国 1.7% 的经济增长有所放缓。在外部需求减弱和内需放缓的情况下，新兴亚洲国家整体经济增速面临压力。但由于这些国家在货币、财政政策方面仍有空间，它们经济增长进一步下降的幅度有限。

据 11 月份亚太经济预测统计（图表 9），多数新兴亚洲国家明年增速下降，其中，新加坡、香港和台湾明年经济增长相对今年有较大放缓，反应了这些贸易开放度高的国家和地区将更大程度上受到欧美经济整体增长放缓的影响。相对照的是，印度和菲律宾明年增长略有提高。除去外部因素，印度国内经济增长近来受高通胀、持续上升的利率等因素的抑制。印度央行最近表示今年 12 月不太可能加息，并且认为到明年 3 月通胀会下降到 7%，印度货币政策紧缩周期可能已经见顶，对经济增长是个利好。对菲律宾来说，出口将会受到负面影响，但国内情绪并未被当前令人沮丧的海外局势所压抑，反映消费者对未来经济预期的消费者信心指数最近有提升。

具有前瞻意义的经济领先指数显示新兴亚洲国家经济增速将进一步放缓，但远未如 2008 年时的状况恶劣。亚洲新兴市场国家制造业 PMI(根据中国、印度、韩国、香港、新加坡和台湾制造业 PMI，以 GDP 加权)今年以来持续下降，现已降到临界值 50 附近。亚洲工业增加值同比下降，但是从反映短期内经济动能的 3 个月环比增长来看，最近几个月稍有回升。使得我们对经济下行幅度的担忧有所缓和。就工业增加值 3 个月环比增长而言，台湾和印度情况较差，仍是负增长。

图表 9：新兴亚洲国家经济增长

实际GDP增长	中国	香港	印度	印尼	马来西亚	菲律宾	新加坡	韩国	台湾	泰国
2010年实际值	10.4	7	8.5	6.1	7.2	7.6	14.5	6.2	10.9	7.8
2011年预测值	9.2	5.3	7.4	6.4	4.4	4.2	5	3.7	4.4	2.6
2012年预测值	8.4	4.2	7.7	6.1	4.1	4.5	3.8	3.8	3.5	4.3

资料来源：Asia Pacific Consensus Forecasts，中金公司研究部

2、新兴亚洲国家利率仍将位于相对高位

► 新兴亚洲国家货币政策可能进一步放松，利率可能小幅下降

金融危机以来，新兴亚洲国家货币放松和财政扩张政策在对经济起到了刺激作用的同时，也推高了通胀。随着危机后经济的恢复，利率正常化和应对攀升通胀的需要，新兴亚洲国家于 2010 年中开始货币紧缩、提升政策利率。由于对外部需求的依赖和内需增长放缓、加上国内经济下行风险显现，亚洲新兴国家政策目标已经从“抗通胀”向“保增长”转变。多数国家开始停滞之前的货币紧缩行为，个别国家已经开始降低政策利率（图表 10），例如，9 月 1 日至今，除了印度由于高通胀压力在 9 月 19 日和 10 月 25 日分别加息 25bps 之外，其余亚洲新兴市场国家均保持利率不变，特别是印尼在 11 月 10 日降息 50bps 来应对经济下行风险。泰国央行 10 月 19 日宣布维持基准利率不变，同时表示，如果洪灾严重影响经济，将做好放松货币政策准备。菲律宾央行也宣布保持本年度现有利率不变。

图表 10：新兴亚洲国家政策利率变化

政策利率变化(基点)	香港	印度	中国	印尼	韩国	马来西亚	菲律宾	新加坡	台湾	泰国
自 2011 年 1 月至 2011 年 8 月 31 日	0	175	75	25	75	25	50	-2	25	150
2011 年 9 月 1 日至今	0	50	0	-75	0	0	0	0	0	0

资料来源：Haver Analysis，中金公司研究部

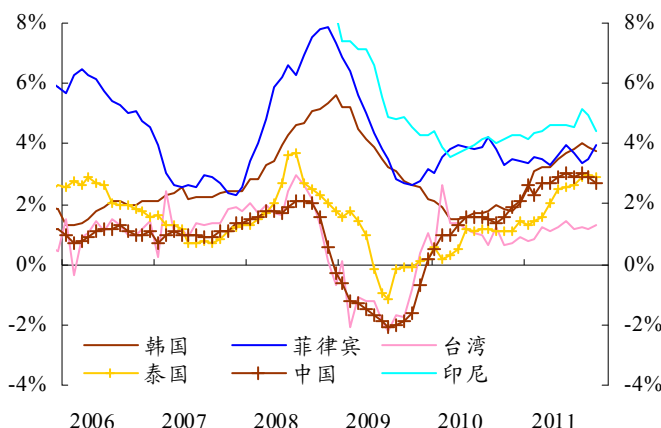
► 但仍较高的通胀（和核心通胀）意味着新兴亚洲国家整体在短期内降息的幅度有限

整体来说，新兴亚洲国家可能已经经过此轮通胀高峰，印尼、中国和韩国通胀出现下降趋势。到年底这段时间里，新兴亚洲国家通胀（特别是核心通胀）将处于高位，尽管短期内出口可能进一步放缓，但出现类似 2008 年后的恶劣状况的可能性不大，这些国家货币政策短期内也不会大幅放松。年内利率下降的幅度有限，新兴亚洲国家利率仍将处于相对高位。

主要新兴亚洲国家的核心通胀近期稳定下来，还未出现明显走低的现象（图表 11）。韩国、印尼和菲律宾等国的核心通胀依旧处于约 4% 左右的高位。中国除食物以外的通胀目前远高于 2006、2007 年的水平。

当前短期市场利率（3 月期）较高的是马来西亚、菲律宾、泰国和韩国等，约在 3% 左右。虽然中国国内 3 月期人民币利率虽然较高，但在离岸市场（香港），人民币同期储蓄利率低于 1%。

图表 11：新兴亚洲国家核心通胀依旧处于高位



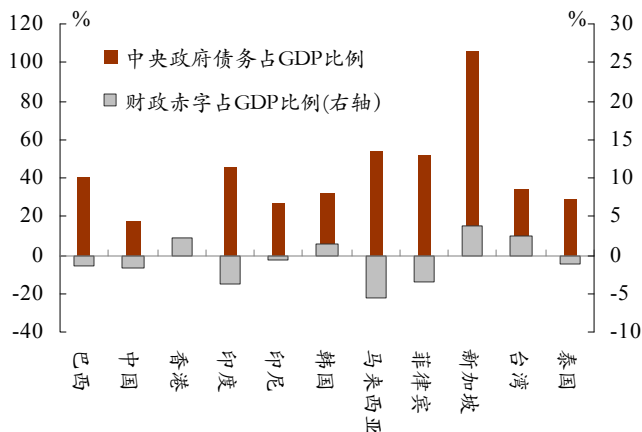
资料来源：Haver Analytics，中金公司研究部

3、整体相对健康的公共财政和政府负债状况是利好

新兴亚洲国家的财政状况相对健康（图表 12）。相对于发达国家债务危机，新兴亚洲国家良好的财政状况给旨在刺激经济增长的政策提供了充足的空间。2010 年新兴亚洲国家政府赤字水平较低，有些国家财政盈余，例如，新加坡约 5%、韩国约 1.3%。新兴亚洲国家政府负债相对 GDP 比重较低，多数国家在 60% 以下，新加坡是个例外。

健康的公共财政状况为新兴市场国家提供了另一个政策空间。由于通胀依旧很高，限制了货币放松政策的运用。应对未来经济下行风险，潜在的财政刺激政策将帮助降低新兴市场经济风险。

图表 12：2010 年新兴亚洲国家财政余额和政府债务



资料来源：HAVER Analysis，中金公司研究部

资本流动在长期支撑新兴亚洲货币的价值，短期将带来波动性

市场风险偏好的变化直接影响投资者投资标的的变化，反映在资金在不同国家投资基金间的流动上。EPFR 数据显示在 9 月初到 10 月中旬这个阶段，投资者持续从新兴亚洲股市基金撤出资金。新兴亚洲股市基金录得较大量的资金净流出，约每周 9.2 亿美元。相对风险较小的亚洲债市基金自 9 月中旬起开始有资金净流出，并持续到 10 月中旬。之后约 1 个月的时间里，投资资金净回流（见图表 13，14）直到最近的一个星期，最近新兴亚洲股市基金又

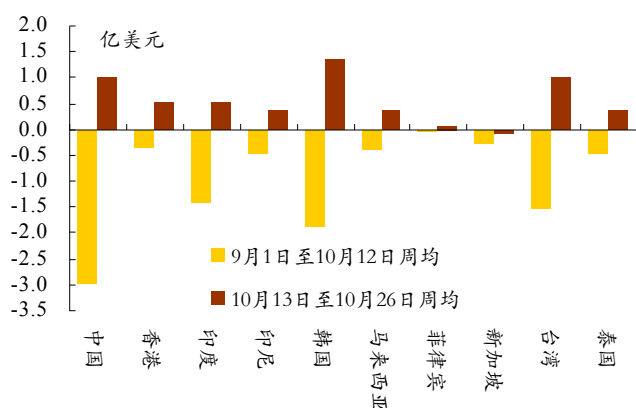
录得资金流出，反映了上个星期市场风险偏好的降低。

由于投资资金流动产生潜在换汇的需求，影响汇率走势。近期，欧元区的问题难以尘埃落定，市场情绪会随着欧元区国家财政政策、救助细节和执行效果的解读而产生变化，影响市场对新兴亚洲国家这类风险资产的需求。如果有利好的消息，风险偏好将进一步提升，更多资金将流向新兴亚洲以追求更高回报，给新兴亚洲国家货币整体带来升值的压力。反之，新兴亚洲国家货币在资金流出的情况下贬值。

基于我们对新兴亚洲相对发达国家好的经济增长、欧美经济增长的预测，以及相对高的利率水平，中长期来看，投资资金将流入新兴亚洲国家，对新兴亚洲货币整体带来升值压力。

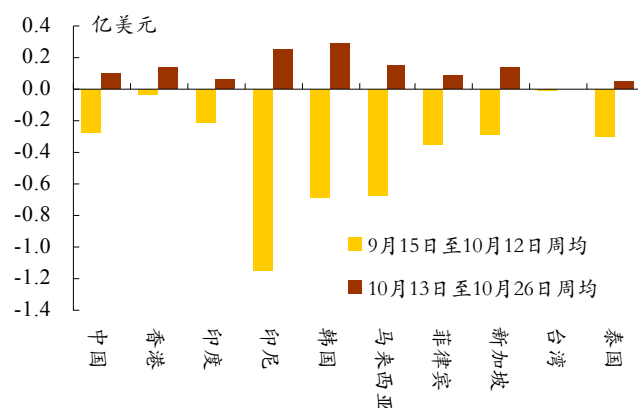
从近期的股市基金资金净流入变化看出，中国、印度、韩国和台湾受市场情绪影响较大，而马来西亚、新加坡、印尼和泰国受影响相对较小。债市基金资金净流入变化量相对股市基金普遍小，但是印尼债市基金在 9 月份避险情绪高涨时经历了大幅资金净流出。考虑到最近资金从新兴亚洲股市和债市基金流入、流出情况，如果市场对风险资产的偏好降低，印度、韩国和台湾将受到相对更为负面的影响。

图表 13: 新兴亚洲股市基金资金变化



资料来源：EPFR，中金公司研究部

图表 14: 新兴亚洲债市基金资金变化



资料来源：EPFR，中金公司研究部

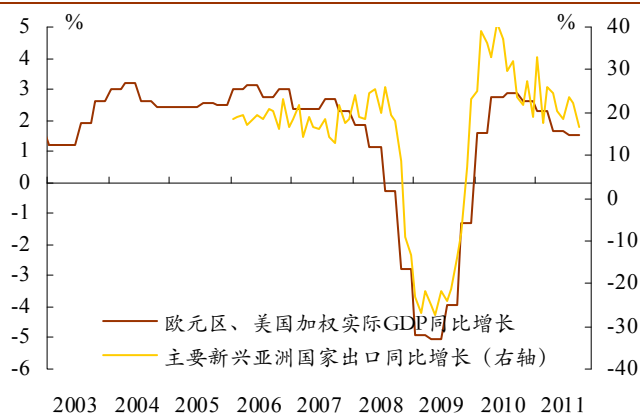
经常账户状况支持当前新兴亚洲货币的整体水平

新兴亚洲国家对出口有较大依赖。它们主要出口目的地（欧元区和美国）经济状况的好坏直接影响外需的强弱（图表 15）。基于我们对欧元区经济可能今年四季度或明年一季度见底、美国经济今年第四季度见底的观点（四季度环比增长美国 0.45%、欧元区约-0.1~0%），新兴亚洲国家的出口增长将放缓、经常盈余降低，但仍带给货币（较之前小的）升值压力。

经常账户余额是用来衡量一个国家对外平衡状况的重要指标，汇率是调节外部失衡的工具之一。过高的经常账户盈余意味着该国的货币被低估，其货币有升值的压力，反之，则面临贬值的压力。亚洲新兴国家中多数国家有较高的经常账户盈余，例如，今年第 2 季度的新加坡经常账户盈余对 GDP 的比重约 17.6%、马来西亚的经常账户盈余为 11%。较特例的是印度，它有着占 GDP3.6%的经常账户赤字。

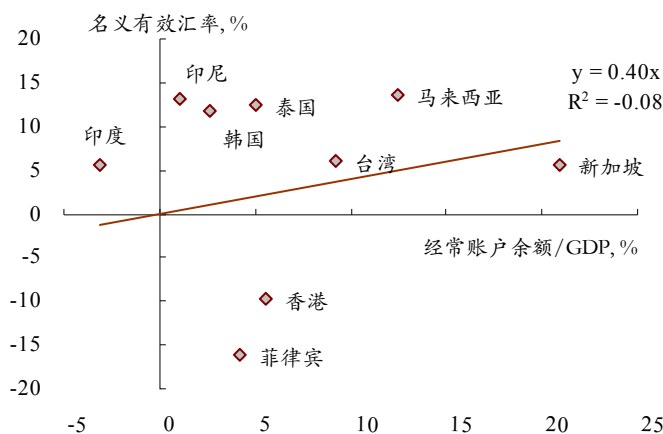
对 2009 年 2 季度-2011 年 2 季度的经常账户盈余占 GDP 比重均值和期间货币实际有效汇率的升值幅度进行回归（图表 16），显示两者正相关，拥有经常账户盈余国家的货币升值较多。

图表 15： 欧美经济和新兴亚洲国家出口密切相关



资料来源：Haver Analytics，中金公司研究部

图表 16： 经常账户盈余与单个货币的实际有效汇率变化 (2009Q2-2011Q2)



资料来源：HAVER Analysis，中金公司研究部

到年底，新兴亚洲货币表现各有不同。

新兴亚洲国家整体来说具备相对较好的经济增长前景、较高的利率水平、较好的财政和政府负债水平，投资资金在中长期仍将流入新兴亚洲国家。我们看好新兴亚洲货币整体在中长期的走势。

到年底的这段时间里，在市场不确定性较高，美元自身走势波动的情况下，我们试图判断新兴亚洲货币间的相对表现。

由于发达国家整体经济增长不稳固，存在外需进一步走弱的风险，我们更看好那些具备较好对外盈余、或是出口依赖度小、较高利率、有稳定资金流入的国家的货币。

新兴亚洲货币中，我们认为菲律宾比索将有较好表现。菲律宾的出口仅占 GDP 的 26%，远低于亚洲的平均水平。11 月份亚太经济预测统计，市场预计泰国 2011 年经济增长率 4.2%，2012 年经济增长率为 4.5%。尽管对外贸易将带给经济压力，菲律宾国内经济仍然不错。对菲律宾贡献较大的对国内汇款较为稳定（图表 19、20）。目前泰国的海外汇款占 GDP 的比重约 9%，自去年以来有降低。由于近一半的汇款来自美国以及美国经济的潜在温性复苏，我们预计海外净汇款将对给国内经济提供支撑。

我们认为马来西亚林吉特将有较好表现，因为马来西亚有较好的经常账户盈余，仅次于新加坡；较高的利率条件；和在市场情绪变化下较为稳定的投资资金流。

从经常账户余额的角度，我们看好新加坡元、马来西亚林吉特、台币、泰株和菲律宾比索。由于港币的联系汇率制度和我们对美元本身的波动性的判断，我们暂时排除港元。

新加坡拥有良好的经常账户盈余，由于是一个高度外向型经济体，其出口占 GDP 比重的 159%，外需的不确定性对其影响较大，其 10 月份出口同比增长几乎为零。一旦欧美经济增长企稳，新加坡元较好的表现，新加坡元是一个适合中长期持有的货币，短期内风险较大。我们对新加坡元在短期持有中性的观点。

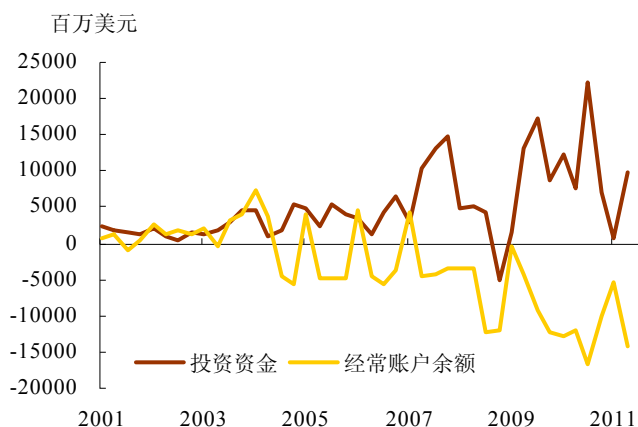
新兴亚洲货币中，我们认为印度卢布表现将相对较差。印度是这些新兴亚洲国家中少有的拥有双重赤字的国家：财政赤字和经常账户赤字。印度当前经常账户赤字约占其 GDP 的 3.5%（图表 18），财政赤字约占 GDP 的 -8.4%。对于一个具有经常账户赤字的国家，如果有投资资金净流入，那么对外的不平衡就相对可以持续。短期内，市场情绪较为紧张，我们预期投资资金净流入将位于低位，使得印度对外均衡条件显得恶劣。

图表 17：新兴亚洲国家出口相对 GDP 的比重

	出口 /GDP, %
印度	13
印尼	22
菲律宾	26
中国	27
韩国	46
泰国	61
马来西亚	84
新加坡	159
香港	174

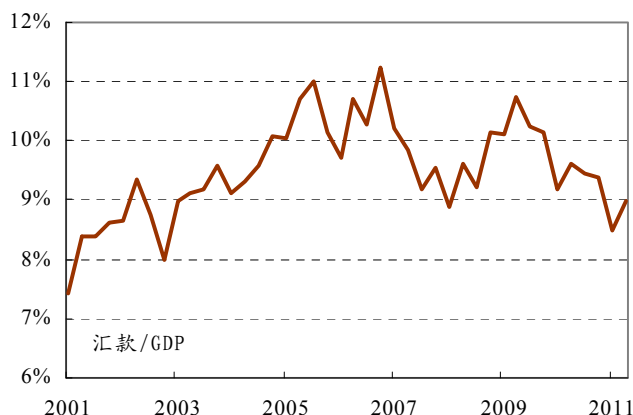
资料来源：Haver Analysis，中金公司研究部

图表 18：印度经常账户盈余与 FDI、投资资金净流入



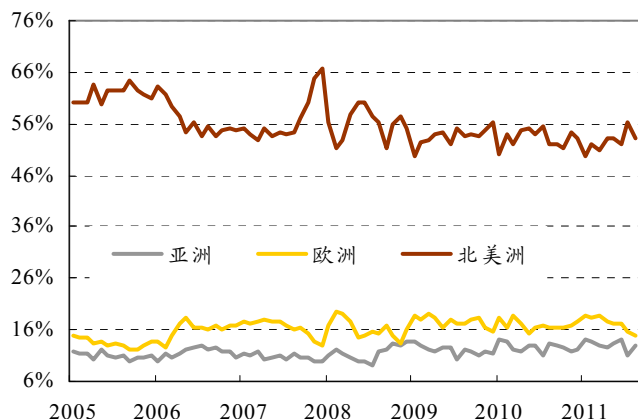
资料来源：Haver Analysis，中金公司研究部

图表 19: 泰国海外净汇款占 GDP 比重



资料来源: EPFR, 中金公司研究部

图表 20: 不同来源地的汇款占泰国海外总汇款比重



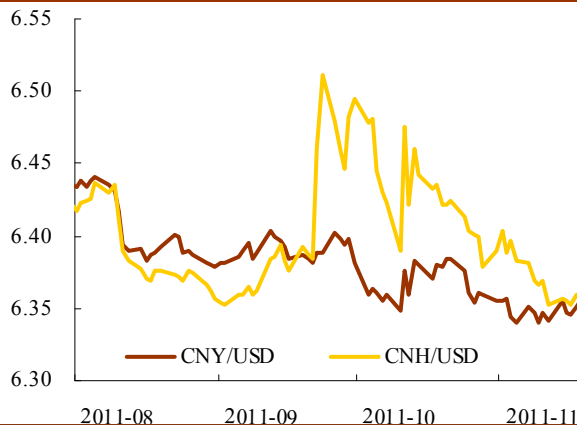
资料来源: EPFR, 中金公司研究部

我们维持人民币到年底相对美元小幅升值，约到 6.27~6.3 之间，的预期。

9、10 月份，人民币汇率在离岸、在岸市场的走势有分化（图表 21）。2010 年中汇改以来，人民币兑美元汇率在离岸、在岸市场走势基本一致，在此期间，有两次较大的分化，一次是去年 9 月到 11 月间，由于市场对人民币有较强的升值预期，使得人民币在离岸市场上显著贵过在岸价格；最近 9 月中旬以来的分化，反映了海外市场对人民币的贬值预期。另外，香港金管局于 9 月 23 日表示：由于第三季度结算配额用尽，香港唯一人民币清算行，中银香港，暂停为参加行提供贸易项下人民币买入方向平盘。10 月初，重新得到第四季度的 80 亿元的人民币贸易结算配额。这个因素可能部分解释了人民币 9 月下旬在离岸市场上的贬值和 10 月份以来的趋势升值。

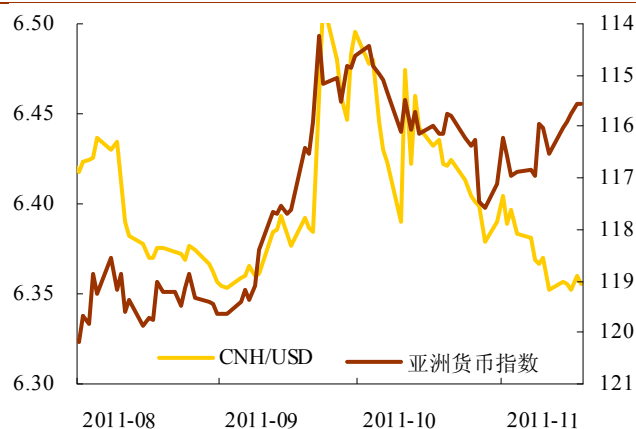
8 到 10 月间，离岸人民币兑美元汇率和亚洲货币指数走势相当一致（图表 22）。11 月初以来出现分化，离岸人民币升值的同时亚洲其它货币整体对美元贬值。亚洲其它货币的贬值反映地是最近又一拨对欧元区债务危机的担心。近期一系列中国经济数据 displays 中国经济平稳放缓，例如，通胀降低、固定资产投资增速仍然稳健、消费随着价格回落平稳放缓、货币信贷环比增速加快、新增贷款超预期等，降低了海外投资者对中国经济的担忧，离岸人民币汇率向在岸价格靠拢。

图表 21: 人民币在岸与离岸汇价走势



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 22：人民币在岸与离岸汇价走势



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

新兴亚洲国家货币的远期汇率提供了较好的短期投资工具

比较各汇率不同期限的远期汇率（图表 23）：6 月期马来西亚林吉特远期意味着它在未来 6 个月里对美元贬值 0.6%；6 月期菲律宾比索远期意味着它在未来 6 个月里略有贬值；6 月期人民币和新加坡远期意味着它们在未来 6 个月里基本保持稳定。

除个别货币，例如，泰铢、新加坡元外，亚洲汇率远期多为不可交割远期汇率，反映更多的是市场当前对这些汇率的未来走势判断。虽然亚洲新兴市场国家经济增速将减缓但相对美国仍然较高，这些国家的货币政策可能会有放松以刺激生产。如果市场避险需求在中期有所缓和，新兴亚洲国家货币在中期整体可能进一步升值。买入一揽子 6 月期等量马来西亚林吉特、菲律宾比索、人民币和新加坡元（对美元）远期有利可图。

图表 23：短期远期汇率反映亚洲货币相对美元稳定或小幅贬值

2011-11-19	今日汇率	远期对美元升/贴水		
货币每美元		未来3月	未来6月	未来1年
亚洲货币				
人民币	6.355	0.1%	0.3%	0.4%
港币	7.789	0.1%	0.2%	0.3%
台币	30.25	0.2%	0.6%	1.4%
韩元	1139	-0.2%	-0.4%	-0.6%
印度卢比	51.34	-2.0%	-2.8%	-4.7%
新加坡元	1.300	0.0%	0.3%	0.6%
泰铢	31.00	-0.8%	-1.2%	-2.0%
马来西亚林吉特	3.165	-0.2%	-0.6%	-1.1%
菲律宾比索	43.40	-0.3%	-0.2%	-0.2%
印尼盾	9020	-2.0%	-3.5%	-6.4%

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

外汇市场干预可能影响新兴亚洲汇率走势，造成短期内汇率的波动

08 年金融危机后宽松的货币和财政刺激政策使新兴亚洲国家经济得到较快恢复。相对良好的经济基本面、较高的利率（并较发达国家早进行货币紧缩）吸引了投资资本流入亚洲新兴国家，推动这些国家的货币普遍升值。年初以来，在主要出口地，美国和欧元区的经济增长有不确定性的背景下，由于担心本国货币过度升值、对出口部门带来威胁、损害经济发展，个别亚洲国家通过加强资本管制、减少外资可投资范围以及征收更高的外资投资收益的税率等方式减少资金流入，以达到防止本币过度升值的目的。具体来说，韩国、泰国等国家通过提高外国资本投资收益税率、提高外汇交易准备金比例来限制资本流入。泰国于去年 10 月将外国人售出持有的本国债权税收提高 15%；印度、韩国、印尼和台湾等国家减小了外资可投资范围；韩国央行在今年 7 月 25 日开始禁止本国和外国在韩金融机构购买本国企业发行的外币标价债权；台湾在去年 12 月禁止外国人在国内银行存定期存款。

但是自今年 9 月初，由于担心全球经济增长第二次探底，投资资金从新兴亚洲国家撤出，这些国家的货币出现大幅贬值，为防止本国货币贬值速度过快从而加剧金融市场的不稳定性，个别亚洲国家开始反向操作，干预汇市以防止本币过度贬值，例如，19 日，韩国、新加坡、印尼和菲律宾等均有卖出美元以抑制本币过度贬值的行。21 日，韩国央行出人意料干预汇市以支持韩元。

不论在新兴国家还是在发达国家，资本管制和直接汇率市场干预近期都被频繁使用。基于过去几年的历史经验，单方面的汇市干预通常难以对汇率产生长期影响，短期内或可造成汇价波动。

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
上海市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

北京市建国门外大街甲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

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

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

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

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

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



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