

署名人: 李云洁

S0960511020013

010-63222927

liyunjie@cjis.cn

参与人: 刘莉华

S0960111090011

010-63222951

liulihua@cjis.cn

国内宏观经济专题报告

欧债致资金撤离 人民币升值趋势不变

- 近两个月外汇占款下降和人民币汇率下跌是国际资本为应对欧债危机而撤离新兴市场的结果,并不是中国经济本身出了大问题让外资集体做空。人民币也不是到了趋势贬值的拐点
- 近期全球新兴国家均出现货币贬值现象,人民币贬值压力远低于其它国家。货币贬值的背后伴随着大规模资本的撤离,根本原因在于欧债危机的恶化
- 国际资本撤离新兴市场在 08 年曾上演过,并且激烈程度远高于本轮。但是 08 年货币贬值并未对新兴国家经济形成明显的冲击,预计本轮货币贬值其负面影响仍将有限
- 随着明年一季度欧债危机的逐渐平息,资本将重新回流至新兴市场,人民币回到温和升值趋势,预计全年升值 1.4%
- 随着明年上半年意大利等国大规模债务的到期,欧洲最终会放弃目前强硬的立场,在欧洲央行出手救援的问题上做出实质性的让步,欧债危机最终平息
- 明年一季度人民币会重新回到温和升值的趋势。不过随着美元的走强以及国内输入性通胀压力的阶段性缓和,未来人民币升值的压力将明显减小,全年升值幅度将从今年截至目前的 4.3% 左右下降至 1%~2%
- 模型测算表明人民币均衡汇率区间为 5.8~6.05,实际汇率应当以每年至少 25% 的速度逼近均衡汇率
- 采用基本均衡汇率模型进行测算,是计算均衡汇率 3 种最常见最具影响力的方法之一
- 计算原理中人民币均衡汇率对贸易顺差水平相关性高。随着我国贸易顺差水平不断下降,预计实际汇率到 2014 年就可以进入均衡汇率区间
- 风险提示: 欧洲救援失策,欧债危机演变成大规模的金融危机

相关报告

地方债系列专题报告之一: 地方政府债务治理与我国经济增长驱动力转换

2011-12-15

中央经济工作会议点评: 稳中求进, 统筹处理速度、结构、物价三者关系

2011-12-15

12 月份 PMI 数据点评: 汇丰 PMI 预览值荣枯线下大幅回升 2011-12-15

目录

一、 欧债危机施压新兴市场 货币贬值资金流出	4
二、 本轮货币贬值弱于 08 年	6
三、 欧债危机缓和后人民币将重回温和升值	7
四、 人民币均衡汇率 5.8~6.01	7

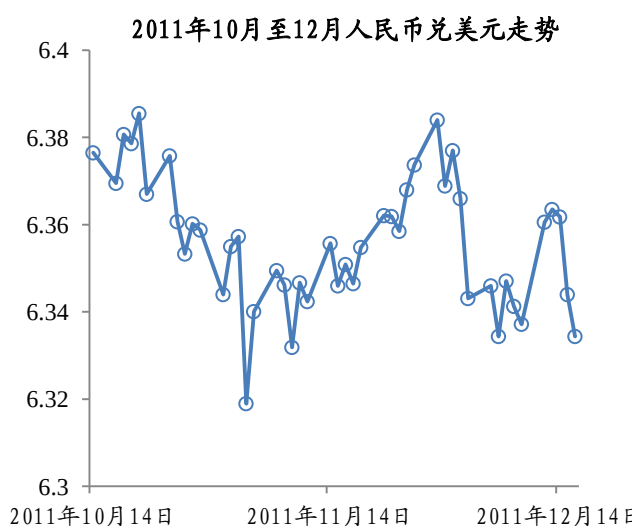
图 1: 11 月人民币汇率罕见连续跌停	4
图 2: 10 月外汇占款出现近 4 年以来首次负增长	4
图 3: 新兴市场国家货币集体遭遇贬值压力	5
图 4: 全球资本撤离新兴市场	5
图 5: 新兴国家货币 08 年遭遇大幅贬值	6
图 6: 贬值预期弱于 08 年 对升值过多的修正	7
图 7: 热钱流出状况也好于次贷危机	7
图 8: 人民币明年升值 1.36%	9
 表 1: 不同假设下的均衡汇率	 8

人民币兑美元进入 11 月后出现连续下滑甚至跌停的现象，外汇占款增速 9 月明显放缓，10 月出现 08 年 12 月以来首次负增长，一时之间，关于国际资本大笔撤离中国以及人民币将贬值的观点重新被热议。我们认为，这是国际资本为应对欧债危机而撤离新兴市场的结果，并不是中国经济本身出了大问题让外资集体做空，人民币也不是到了趋势贬值的拐点。08 年金融危机爆发后曾发生类似的大规模资本撤离现象，并且程度高于本轮资本撤离。我们预计随着明年 1 月欧债危机的逐渐平息，资本将重新回流至新兴市场，人民币重新回到温和升值趋势，全年升值 1.4%。

一、欧债危机施压新兴市场 货币贬值资金流出

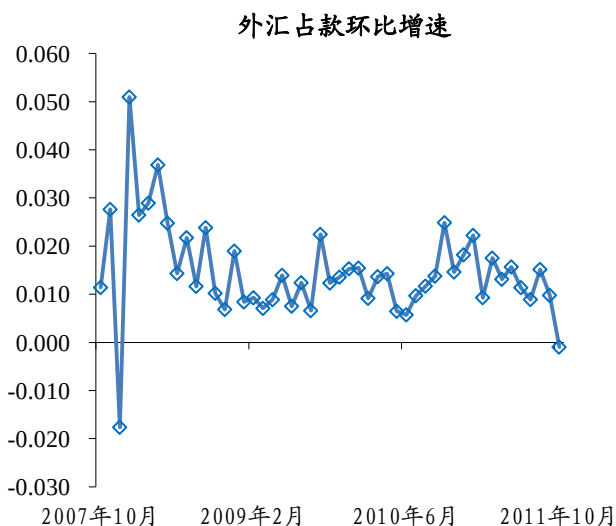
人民币兑美元进入 11 月后出现反常的连续下滑甚至跌停的现象；同时 9 月开始外汇占款增速明显放缓，10 月我国外汇占款出现 07 年 12 月以来首次负增长。一时之间，关于国际资本大笔撤离中国以及人民币将贬值的观点重新被热议。

图 1：11 月人民币汇率罕见连续跌停



数据来源：Bloomberg 中投证券研究所

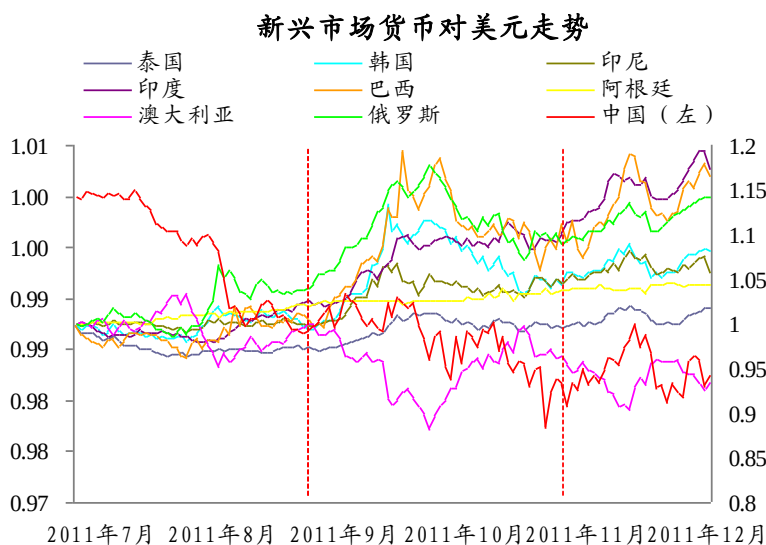
图 2：10 月外汇占款出现近 4 年以来首次负增长



数据来源：Bloomberg 中投证券研究所

事实上，人民币的下跌只是全球新兴国际货币贬值现象的一部分。9 月以来随着欧债危机的恶化，新兴国家货币普遍遭遇较大的贬值压力。在图 3 中，我们选取各国 2011 年 7 月 15 日的汇率作为基点，将各国汇率标准化，标准化后的数据表明贬值压力最大的分别为印度、巴西、俄罗斯以及韩国，这四个国家汇率从 7 月中旬以来累积贬值的幅度分别已经达到 17.5%、16.7%、14.1%以及 8%。而人民币整个 11 月的波动区间仅为 0.86%左右，远低于其它新兴国家。

图 3: 新兴市场国家货币集体遭遇贬值压力

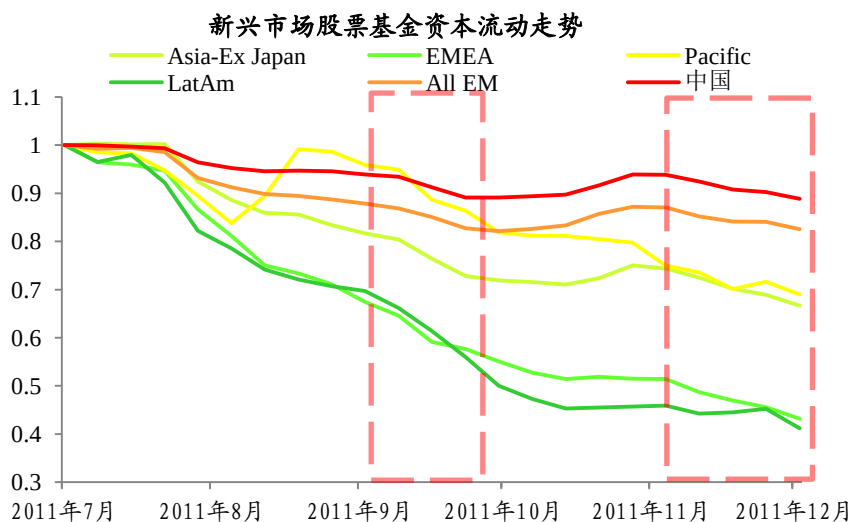


数据来源: Bloomberg 中投证券研究所

货币贬值的背后是国际资本的大规模流出。以 EPFR 股票型基金 7 月以来的资本流向作为参考 (图 4), 资金从 7 月中旬欧债危机恶化、美债危机浮出水面开始出现撤离的趋势, 进入 9 月后资金撤离速度加快, 到 10 月中旬左右有所缓和, 但 11 月中旬开始撤离速度再次加快。

受影响最大的分别是拉美国家和发展中的欧洲各国, 主要包括阿根廷、巴西、捷克、斯洛伐克等国。这两个地区由于和发达欧洲国家经济金融联系紧密, 流入这两个地区的资本以欧洲资本为主, 因此资本的回流对这两个地区影响最大。EPFR 数据显示两个地区累积的资本流出已经超过 5 成, 意味着 EPFR 统计的基金里, 投资于这些地区的资本从 7 月到现在已经缩水一半。

图 4: 全球资本撤离新兴市场



数据来源: EPFR 中投证券研究所

Asian Ex-Japan: 除掉日本的亚洲地区, 泛指东亚、东南亚及南亚各国

EMEA: 北非、中东以及发展中的欧洲国家 Pacific: 泛指大洋洲各国

LatAm: 拉美地区

All EM: 所有的新兴国家

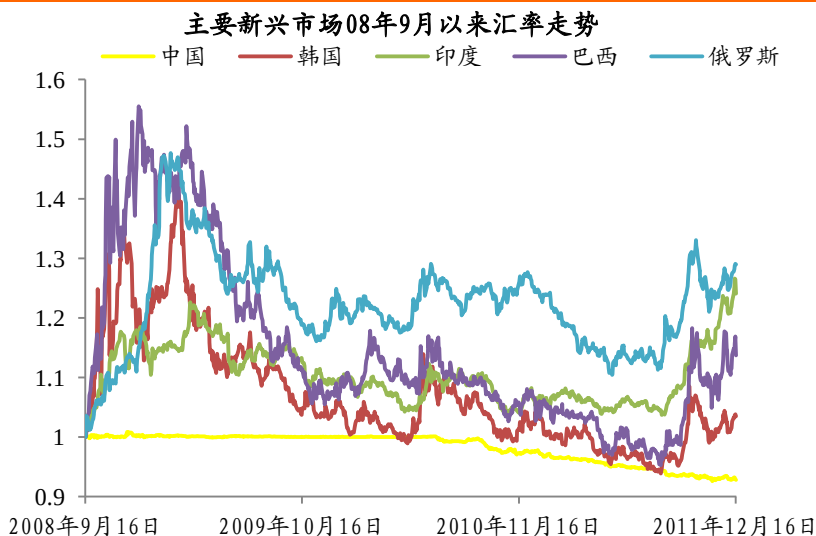
自7月份希腊危机爆发以来，新兴市场包括人民币的走势都和欧债危机息息相关。9月份担忧德国放弃希腊，市场恐慌。资金撤离新兴市场同时货币贬值。10月27日前后欧盟峰会通过EFSF扩大方案，市场情绪缓和，资金流出放缓或回流、货币反弹。11月意大利被攻击，同时EFSF规模扩大方案融资希望渺茫，国际资本避险情绪进一步增加。因此，**新兴市场本轮货币贬值压力根本原因是由于欧债危机的恶化带来的全球资本避嫌情绪以及欧洲资本回流母国，而它未来的走向也将由欧债危机的走势来决定。**

二、本轮货币贬值弱于08年

新兴市场货币贬值在08年曾经上演过，并且激烈程度远高于本轮资本撤离（图5）。以韩印巴俄4个新兴国家作为代表，并且选取08年9月16日作为基准日，那么到危机最严重的时候，韩印巴俄四国汇率下跌的幅度分别达到35%、18.5%、48%和47%（图5）。

但是08年这轮货币贬值并未对新兴国家经济形成明显的冲击，我们预期本轮货币贬值其负面影响仍将有限。09年随着金融危机的缓和，新兴市场国家汇率普遍迅速回到正常水平，并且由于新兴国家复苏速度明显快于发达国家，同时美国连续的量化宽松政策也让大量流动性进入新兴国家，从09年下半年开始新兴国家货币又进入一轮相反的大幅升值的阶段。因此尽管外围的形势，尤其是发达国家的经济形势在短期内可能对全球资本在新兴市场的流动形成比较大的冲击，但是从比较长的时间段来看，汇率长期的水平还是和本国经济增长的形势比较一致的。

图5：新兴国家货币08年遭遇大幅贬值



数据来源：Bloomberg 中投证券研究所

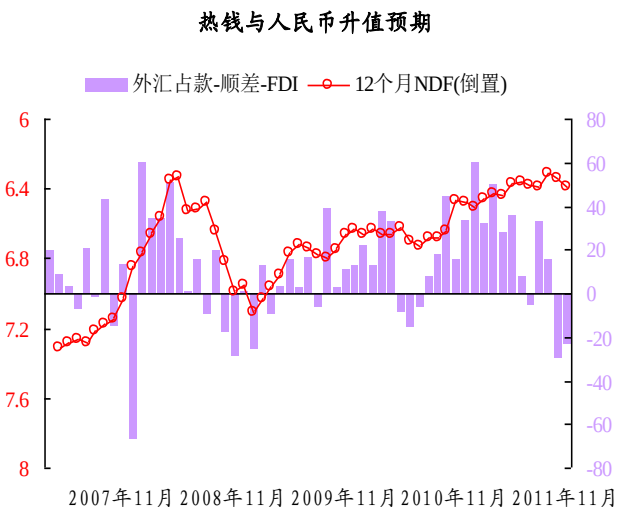
人民币本轮资金流出和贬值压力也远小于08年。人民币在08年10月-09年3月面临过比本轮冲击更大的贬值和资金流出压力（图6），同时“热钱”（外汇占款-FDI-顺差）流出程度也好于08年（图7）。此外，2008年危机爆发后政府迅速采取措施让人民币汇率维持在6.83不变直到2009年7月，但目前政府并未采取措施限制人民币贬值，更多是借机对今年过多的上涨的修正。

图 6: 贬值预期弱于 08 年 对升值过多的修正



数据来源: Bloomberg 中投证券研究所

图 7: 热钱流出状况也好于次贷危机



数据来源: Bloomberg 中投证券研究所

三、欧债危机缓和后人民币将重回温和升值

欧债危机的演变趋势是由市场和政府的博弈决定的, 市场情绪好了政府态度就会变强硬, 然后市场就恐慌用脚投票, 政府再放弃之前的强硬态度转而妥协, 并且“进一步退三步”的出台新的救援措施, 然后市场再稳定下来。

而在救不救这个问题上, 我们认为任何一个国家退出欧元区、无序违约或者破产都会使市场猜疑谁是下一个, 从而导致整个欧元体系崩溃。这样不仅欧盟近 20 年的政治努力将毁于一旦, 欧洲乃至全球金融和经济体系也将遭遇比 08 年金融海啸更大的冲击。因此, 无论是施救国还是被救援国政府无论如何都不会让这种事情发生, 最后肯定会救。

随着明年 1 季度意大利等国大规模债务的到期, 欧洲最终会放弃目前强硬的立场, 在欧洲央行出手救援的问题上做出实质性的让步——即让欧洲央行参与杠杆化 EFSF。市场情绪恶化反而会加速政府出台强有力救援措施的可能。中期看, 此次德国借恶化的市场情绪提出的财政一体化要求, 从制度上降低各国未来透支财政开支的可能, 为欧洲长久的债务稳定打下基础。

人民币的贬值以及我国外汇占款的负增长也将是短暂的现象。随着明年一季度欧债问题的缓和, 我们预计人民币会重新回到温和升值的趋势, 不过随着美元的走强以及国内输入性通胀压力的阶段性缓和, 明年人民币升值的压力将明显减小, 全年升值幅度将从今年截至目前的 4.3% 左右下降至 1.36%。

四、人民币均衡汇率区间 5.8~6.05

我们根据计算货币均衡汇率主要的方法之一基本均衡汇率模型 (Fundamental Equilibrium Exchange Rate) 对人民币均衡汇率进行了测算。该方法是计算均衡汇率 3 种最常见的方法之一, 由美国著名学者 John Williamson 在 80 年代创建, 目前已被学术界和国际机构广泛接受。

依据该模型，均衡汇率是指在一国内部经济保持均衡并且不对贸易进行管制时，使经常项目和资本进出相匹配的汇率。通过计算一国汇率因经济偏离均衡状态而产生的汇率偏差来计算出当前汇率偏离均衡汇率的百分比，进而得出均衡汇率的值。主要的计算公式为：

$$\text{名义有效汇率偏差百分比} = (\text{实际贸易余额占 GDP 之比} - \text{均衡贸易余额占 GDP 之比}) / \text{贸易系数对汇率弹性}$$

在这个公式中，我们利用实际贸易余额占 GDP 之比与均衡贸易余额占 GDP 之比之差来估计经济偏离均衡状态的偏离度。

计算的关键在于均衡贸易余额占 GDP 之比应该是多少，这一点目前还没有达成共识。常见的方法包括 3 个：

- 方法一：是对一国历史数据进行回归，这种方法的假设前提是一国经济从长期看肯定是处于均衡状态的，存在偏离也只是短期的波动。
- 方法二：利用公式计算，这种方法的假设前提是一国的均衡贸易余额水平由其 GDP、消费、生产等经济数据决定，而均衡贸易余额和这些经济数据的确切的量化关系是按照给出的公式来决定的。
- 方法三：直接采用目前国际政治协商后比较通行的经常项目余额/GDP 之比，比如 2009 年 G20 峰会上各国首脑一致同意的水平 3%

三种方法计算出的均衡贸易余额占 GDP 之比在 3%~5% 之间。由于 3% 是政治上比较认可的水平，我们在计算时选取 3% 作为基准的计算值，并且给出 1% 和 4% 两种情形下的对比计算结果。

公式中另外一个技术细节是贸易系数对汇率的弹性这一指标，这一指标主要是为了测算经常项目占 GDP 之比变化 1% 引起的实际汇率变化百分比变化。我们选用了两个计算结果，一个是 IMF 的经济学家 Li & Aziz 计算的结果 0.5，另一个是基本均衡汇率模型创建者 John Williamson 近期的一个计算结果 0.3。

计算结果如下：

表1：不同假设下的均衡汇率

均衡经常项目余额占 GDP 之比	Li & Aziz 系数	Williamson 系数
3%	5.9	5.6
4%	6.05	5.81
1%	5.81	5.1

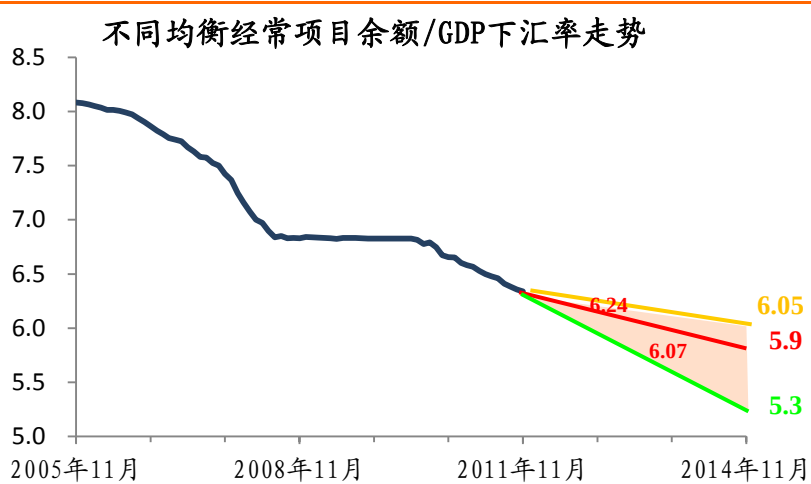
计算结果表明，依据不同参数的设置，人民币的均衡汇率区间从 5.1 到 6.05 不等。由于 1% 的均衡经常项目余额占 GDP 之比假设过于苛刻且不符合现实，这里主要是供对比参考，因此放弃这组结果后人民币实际的均衡汇率区间应该是在 5.81~6.05 之间。

我们的计算结果和以往一些学者计算的 5.0~5.8 的均衡汇率区间相比偏高，主要是因为我们在计算我国实际的经常项目余额占 GDP 之比时带入了 08~10 年的数据，以往的计算多采用 08 年前的数据，而这项数据近期由于 08 年后外贸顺差的下降而明显下降。

由此也可以看出，由于我国贸易顺差水平在可预见的时间内依然是处于下降的水平，未来人民币汇率偏离均衡汇率的水平还会进一步下降。我们估算，如果按照基本均衡汇率模型计算，人民币汇率到 2014 年就会进入均衡汇率的区间。

IMF 研究人员 Jaewoo Lee 和 Jonathan Ostry 等人的研究显示，假设估算涉及的经济变量没有发生明显变化，实际汇率对均衡汇率的偏离一年至少可以减少 25%。因此如果经常项目余额占 GDP 之比选用 3% 作为均衡水平，明年人民币升值幅度在 1.36% 左右。

图 8: 人民币明年升值 1.36%



数据来源: Bloomberg 中投证券研究所

相关报告

报告日期	报告标题
2011-12-15	地方债系列专题报告之一：地方政府债务治理与我国经济增长驱动力转换
2011-12-15	中央经济工作会议点评：稳中求进，统筹处理速度、结构、物价三者关系
2011-12-15	12 月份 PMI 数据点评：汇丰 PMI 预览值荣枯线下大幅回升
2011-12-01	全国制造业 PMI 点评：两大 PMI 同时跌至荣枯线下，央行“快出手”清晰释放“稳增长”信号
2011-10-31	全球资金转守为攻
2011-10-28	欧盟达成一揽子方案 危机结束欧元商品反弹
2011-10-24	欧盟周三公布救援计划 危机走势有望得到根本扭转
2011-10-21	财政部下发《通知》，地方政府自行组织发债正式试水
2011-10-17	G20 峰会讨论新的救援计划，欧债危机中期解决路线渐清晰
2011-10-17	欧债危机新一轮救援计划成型 美国经济复苏进程或加快
2011-10-17	美国 9 月零售强劲 下半年经济走强
2011-10-14	国内外经济放缓 进出口回落
2011-10-14	2012 年中国总出口及产品展望
2011-10-10	欧央行向银行提供流动性 美非农就业超预期
2011-10-08	9 月美国就业数据超预期
2011-09-30	德国投票通过 EFSF 调整方案，欧债危机进入相对平静期
2011-09-26	美联储声明重挫全球信心
2011-09-13	进出口全面大超预期
2011-09-06	欧债危机系列专题报告-希腊救援计划微澜再起，欧洲共同债券道长且阻
2011-09-06	在等待中期待
2011-09-04	8 月非农受罢工拖累 不足以启动 QE3
2011-08-30	踟躇迟疑中的全球资金
2011-08-23	全球资金寻求避险、信奉“现金为王”的背后
2011-08-23	全球资金信奉“现金为王”
2011-08-15	债务危机无碍经济 QE3 可能性不大
2011-08-11	出口贸易余额超预期增长
2011-08-10	美联储承诺 2 年低利率 油价下跌有利经济
2011-08-08	资金大规模外流，新兴市场债券和贵金属成避风港
2011-08-07	标普下调美债评级 7 月非农好于预期
2011-08-01	全球资金涌向安全资产寻求庇护
2011-08-01	欧美债务危机有惊无险 通胀仍是最大挑战
2011-07-31	2 季度美国 GDP 点评——奇差数据或打破政治僵局 滞胀背景联储难出 QE
2011-07-25	债务魅影挥之难去，全球资金撤守商品避险
2011-07-22	欧盟力保希腊 危机告一段落 欧元、商品反弹
2011-07-20	下半年我国财政政策调控走向及主要着力点
2011-07-18	地方债务解决方案猜想-放开地方债&地产政策微调
2011-07-13	日本地震重建专题：日本供应链恢复 重建任重道远
2011-07-11	全球资金保守情绪继续有所改善
2011-06-20	“滞”易控 胀难收-2011 年下半年国内经济展望
2011-06-13	进口强劲增长 内需放缓减弱-5 月进出口数据点评-（中投证券 李云洁 邢微微）

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李云洁，中投证券研究所宏观经济分析师，经济学硕士。主要研究覆盖中国宏观经济和西方经济研究
刘莉华，刘莉华，中投证券研究所宏观经济分析师，美国华盛顿大学经济学硕士，武汉大学金融学、数学学士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434