



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

## 汇率研究

研究报告

2012 年 1 月 3 日

全球汇率

研究部

李琳

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

## 2012 年汇率走势展望

### 主要汇率对美元将先抑后扬

#### 欧元区债务危机及解决方式将是影响主要汇率在 2012 年走势最重要的主题

这个主题将主导全球金融市场表现, 直接或间接影响欧元区和其它国家经济基本面。与这些国家相关的其它主题在很大程度上处于从属和衍生的地位。基准假设是未来几个月, IMF 参与救助的方案会出台, 它所附带的贷款条件和参与方的监督能力会帮助和促使受救助的国家进行结构性改革、提升市场的信心并最终解决危机。

#### 美元短期将继续位于高位, 自二季度中, 到年底贬值到 80 (名义有效汇率)

基于缓慢的经济增长、极度宽松的货币政策、经常账户赤字、较高的财政赤字以及潜在的财政紧缩等因素, 美元在中长期面临结构性贬值的压力。在欧元区债务危机所产生的不确定性挥之不去的情况下, 美元的‘安全岛’资产特性短期内将继续体现。

#### 欧元短期将在 1.29 附近波动, 中长期有回调, 年底可望到 1.35~1.40

当前欧元的价值反映了市场对欧元区债务危机的解决方式和其经济前景的悲观预期, 短期内, 欧元将继续承压。如果救助方案出台并提升市场对最终解决危机的信心, 在美元贬值的背景下, 考虑到风险偏好的提升和相对美国好的对外平衡条件 (例如, 经常账户余额等), 欧元在中长期有升值压力。对欧元升值幅度起限制作用的是欧元区接近于零的增长和潜在的进一步减息, 综合这些因素, 我们认为年底, 欧元将回到 1.35~1.40 水平, 低于 2011 年中欧元所达到的最高水平。

#### 日元短期内稳定, 年底小幅贬值到 80

自明年第二季度起, 对其避险需求的减少, 美元中长期国债有上升压力, 由于并不十分强劲的美国经济基本面, 使得中长期利率将略有增加, 对日元在中长期产生小幅贬值的压力。短期内, 海外资金回流、低利差等因素仍将支持强势日元。就实际汇率而言, 由于多年的通缩, 日元并非十分昂贵, 短期内日本主要出口行业还能承受。基于日元在中长期将小幅贬值的预期, 潜在的日本央行干预汇市的行为将会是旨在阻止日元的进一步升值, 使日元短期稳定。

#### 新兴亚洲货币、新兴欧洲货币 2012 年走势

短期内, 新兴亚洲和新兴欧洲货币整体均将承受贬值压力, 但由于不确定性主要来自欧元区, 对欧元区银行相对更大的风险敞口和对欧元区出口更大的依赖, 新兴欧洲货币较新兴亚洲更为脆弱。中长期, 新兴欧洲和新兴亚洲货币均有不同程度的回调。由于温性衰退的欧元区经济对新兴欧洲国家拖累更大, 使得它们的货币回调幅度有限。

就新兴亚洲货币而言, 中长期看好菲律宾比索、马来西亚林吉特、新加坡元和人民币, 基于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水平和稳定的投资资金流入等因素。

## 2011 年主要汇率走势回顾

众多宏观经济和政策因素，例如，中东北非政局动荡、日本地震、欧元区债务和银行流动性危机、对全球经济增长前景的预期、以及各国经济基本面等，在过去的一年里对市场避险情绪和投资偏好有极大的影响，对汇率的走势起了主导作用。

汇率市场过去一年里呈现出较高的波动性。虽然主要货币对美元相较年初值变化不大，但年内走势反复。欧元、新兴亚洲货币、和以澳元为代表的主要大宗商品货币等在上、下半年走势相悖。这些货币在上半年有大幅升值，但自 5 月中旬以后，市场产生对希腊债务重组的悲观预期、债务危机逐步扩散到意大利等核心国家，并于 9 月份演变成一个欧元区债务和银行业流动性危机、以及全球经济增长危机，市场避险偏好大幅上升，美元作为安全岛资产的特性进一步体现。风险货币贬值，欧元、新兴亚洲货币、主要大宗商品货币贬值并大约回到年初时的水平。

新兴欧洲国家对欧元区有较大的贸易和金融敞口，9 月里的欧元区危机进一步深化使得新兴欧洲货币大幅贬值，例如，波兰兹罗提、匈牙利福林、智利比索等分别贬值约 13%、11%和 10%。

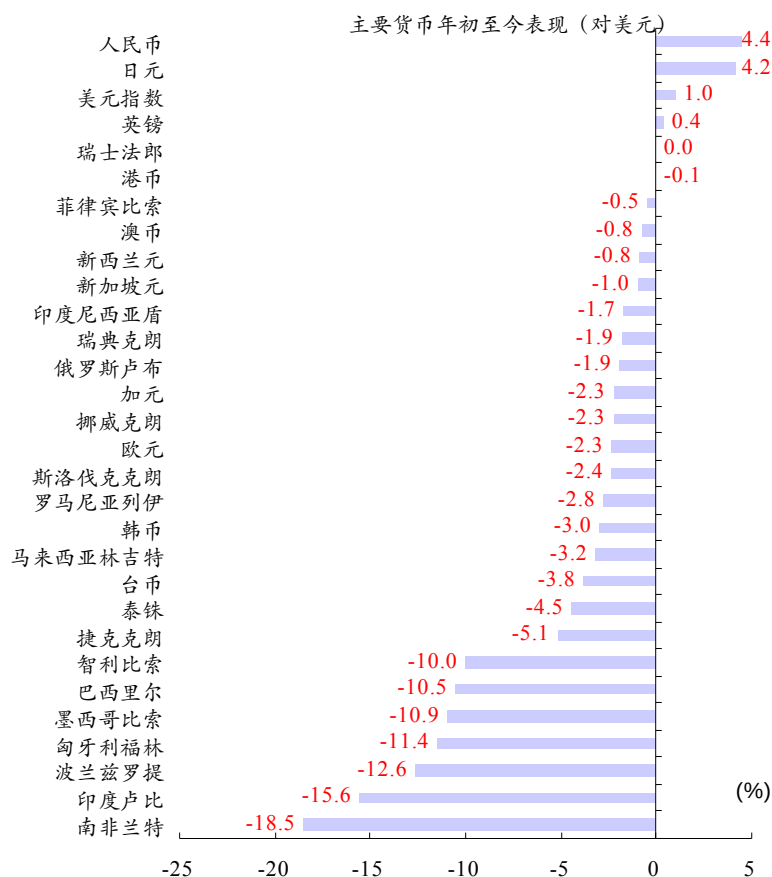
由于欧元区危机对全球经济的负反馈，市场对全球经济增长预期更为悲观，这个背景下，新兴国家中顺经济周期和出口大宗商品的国家的货币贬值尤为显著，例如，南非兰特贬值高达 18.5%、墨西哥比索贬值 11%、巴西里尔贬值约 11%。

除人民币外，新兴亚洲货币整体有小幅贬值。由于整体基本面相对较好，其贬值幅度小于新兴欧洲货币等。较特例的是，印度卢比，今年贬值 16%。2011 年初，为抑制高企的通胀率，韩国、泰国、越南、印尼等新兴亚洲国家纷纷加息，加息（及加息预期）以及相对较好的经济增长使新兴亚洲货币对美元上半年普遍走强，但自 9 月初，随着投资资金从这些国家撤出，新兴亚洲货币出现贬值。为防止本国货币贬值速度过快从而加剧金融市场的的不稳定性，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，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。

主要货币表现（对美元）：（1）欧元和其年初值持平，但期间波动大。受到欧元区加息及预期、欧元区周边国家（葡萄牙等）国债成功拍卖、欧元区整体及核心国家德国和意大利整体向好的经济数据影响，欧元今年前 4 个月大幅趋势升值约 11%。之后随着欧元区债务问题的反复，在欧元承压和美元安全岛资产价值的体现下，欧元贬值回到年初的水平。（2）瑞士法郎和其年初值持平，但期间波动大。美元在上半年的贬值、中东北非政局动荡和日本地震引起市场避险情绪增加、瑞士整体向好的经济数据以及同期黄金价格上涨等因素使得瑞士法郎在今年前 8 个月一度升值约 30%。在面临过于昂贵的瑞郎对经济产生的负面作用和通缩的可能下，瑞士央行于 9 月 6 日干预汇市，旨在将瑞士法郎维持在低于 1.2 瑞郎每欧元的水平。（3）英镑走势和欧元相似，与其年初值持平。前 4 个月受到美元走弱，好于预期的房价、PMI 和就业数据以及市场对英国的加息预期影响下，英镑走强；5 月份后受到美元反弹以及疲弱的经济数据影响，英镑走弱。（4）日元是除去人民币之外升值最多的货币，约 4%。日元走势起伏，受到潜在日本地震后资本回流预期、美元日元利差交易状况和美元中长期利率的影响。（5）瑞典克朗与其年初值持平。在瑞典 2、4 月两次加息以及整体向好的零售销售与就业数据影响下，瑞典克朗在前 4 个月中升值约 10%，之后，在美元升值的背景下，瑞典克朗贬值。

主要大宗商品货币，例如澳元、新西兰元和挪威克朗和年初值相似，加币略有贬值。具体到澳元，受到美元贬值、大宗商品价格上涨、市场对澳大利亚加息预期、澳大利亚本国、以及其主要出口国中国和全球经济增长数据影响，澳元在年初有大幅升值。之后随着美元走强，在全球经济增长悲观情绪和市场对中国经济硬着陆的担忧下，以及澳大利亚国内经济走弱的压力下，澳元贬值回到年初水平。

图表 1: 主要货币对美元 2011 年年初至今表现



资料来源: Bloomberg, CICC Research.

## 影响 2012 年汇率走势的主题和假设

### 欧元区债务危机及解决方式将是影响主要汇率在 2012 年走势最重要的主题

欧元区债务危机已经成为全球性的风险，欧元区债务危机的解决方案不仅对全球金融市场产生直接影响，与全球经济增长前景也密切相关。当前，欧元区债务和银行危机远比 2010 年 5 月份时严重，当时仅是局限于希腊等欧元区周边国家的债务危机。市场的担忧已经扩大到意大利和西班牙等这些大的欧元区经济体，并且欧元区银行系统也处于如履薄冰的境地，存在流动性危机和交易对手风险。

前瞻的看，2012 年欧元区面临的问题不容乐观。在国债市场上，明年意大利和西班牙均有大量国债本息到期，2~5 月将是融资高峰。由于意大利和西班牙国债存量较大，西班牙和意大利国债收益率已经大幅上升，在融资高峰来临时，如果市场信心没有稳固建立，有可能使得银行系统资金紧张状况进一步加剧，影响市场风险偏好。

欧元区债务危机及解决方式将主导全球金融市场表现，直接或间接影响欧元区和其它国家经济基本面。与这些国家相关的其它主题在很大程度上从属于欧元区债务危机及解决方式的发展。

### 对潜在欧元区债务危机解决方案的基准假设

欧元区债务和银行危机错综复杂，产生一个提升市场信心的、有实效的解决方案是个挑战。一个较为优化的方案需要非欧盟国家和国际组织共同参与筹集救助资金，进行结构性改革并建立有力的监督机制，最终解决欧元区债务的长期可持续性问题。市场和政治家逐步认识到如果欧元区崩溃没有一个国家独善其身。目前，我们的基准假设是未来几个月会有新措施出台。IMF 参与救助的方案正在酝酿当中，明年 2 月召开的 G20 财长会议将会进一步讨论这些方案细节。潜在的救助方案所附带的、贷款条件与 IMF 等机构的监督能力会帮助和促使受救助的国家进行结构性改革、提升市场的信心并最终解决危机（详见中金宏观经济报告“2012：比 2009 年更复杂的一年，国际经济篇”，2011 年 12 月 5 日）。

### 对全球经济基本面的基准假设

基于欧元区债务危机解决方案的基准假设，欧债危机将得到控制，全球经济将温和放缓。我们对 2012 年主要经济体增长的基本预测是：欧元区小幅衰退（-0.2%）、美国温和复苏（2.0%）、新兴市场出现软着陆（6.7%），其中，中国经济（8.4%）。

### 风险情形

如果因为欧债问题进一步恶化、以及政治和政策等原因，难以在短期内形成令市场产生信心的欧元区债务危机解决方案，市场不确定性升级，银行流动性紧缺更加恶化，对手交易风险的提升迫使银行濒临倒闭。在银行系统性风险的威胁下，欧央行可能印钞、购买政府债券，以维持整个银行系统的稳定。目前我们认为还不至于出现欧元区崩溃的情形。

## 2012 年主要汇率走势前瞻

美元在短期将继续位于高位，自明年二季度中，美元或将贬值到 80（名义有效汇率，如图 2 所示）。

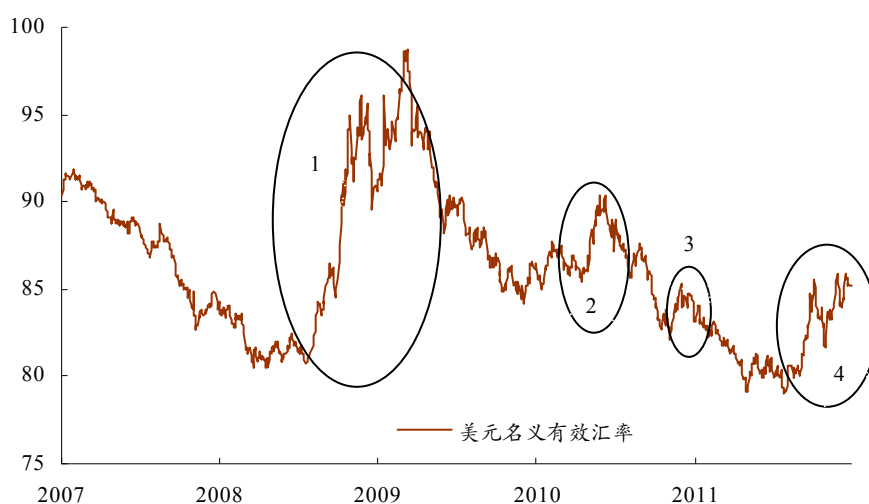
理解美元自身价值的变化是判断其它货币对美元汇率的前提条件。基于美国经济复苏缓慢、极度宽松的货币政策、经常账户赤字、较高的财政赤字以及潜在的财政紧缩等因素，美元在中长期面临结构性贬值的压力。短期内，欧元区债务危机所带来市场不确定性使得美元作为‘安全岛’资产特性继续体现。

美元很大程度上将取决于欧元区债务危机的发展及潜在解决方式。基于我们的基准假设---IMF 和其它非欧元区国家参与的救助方案会在几个月后出来，其所附带的贷款条件与 IMF 监督能力将帮助和促使受救助的国家进行结构性改革，提升市场对最终解决危机的信心，届时，美元作为避险资产的角色将降低。

美元在 2008 年危机以来几次升值反映了当时市场上 ‘risk off’ 的状态。虽然美国经济在 2009 年第三季度才走出收缩的状态，但由于美国次贷危机在 2008 年 7、8 月恶化为全球性金融危机，投资者的避险需求使美元升值近 20%。2010 年上半年欧元区周边国家欧债危机酝酿并爆发、2010 年底对西班牙银行的担忧使得美元的避险作用又得以体现（图表 2，阶段 1、2、3）。过去几个月里，美元的走强反映了在进一步升级的欧元区债务和银行流动性危机背景下，市场对产生有效债务解决方案的前景不甚乐观、对欧元区、全球金融和经济前景有担忧。

可以看到的是，2008 年以来，当市场上的不确定性减小，伴随着投资者对风险资产偏好的增强，美元均呈现走弱的趋势，例如，自 2009 年 3 月份，随着美国第一轮量化宽松的实施，市场上的不确定性大大减小，在市场对全球经济复苏预期下，全球股市和大宗商品价格上升，美元贬值。

图表 2: 美元名义有效汇率



资料来源: Bloomberg, CICC Research.



### 在较高的市场不确定性下，美元在短期将位于高位

如果几个月后，一个较为优化的债务危机解决方案出台，届时，当前汇率市场上‘risk off’的状态会有缓和，美元的避险资产角色将降低，美元将重新进入贬值趋势。

但市场的不确定性在短期内仍将存在。IMF 和其它非欧元区国家参与救助的方案正在酝酿当中，明年 2 月召开的 G20 财长会议将会进一步讨论这些方案细节。在缺乏一个明确且振奋人心的解决方案、欧元区银行流动性和融资成本高企的情况下，接下来还有大量欧元区国债需要拍卖，另外，欧元区和美国经济可能继续下行（欧元区、美国经济明年第一季度见底，从季环比增长来看）等因素使得市场上的不确定性难以缓和。

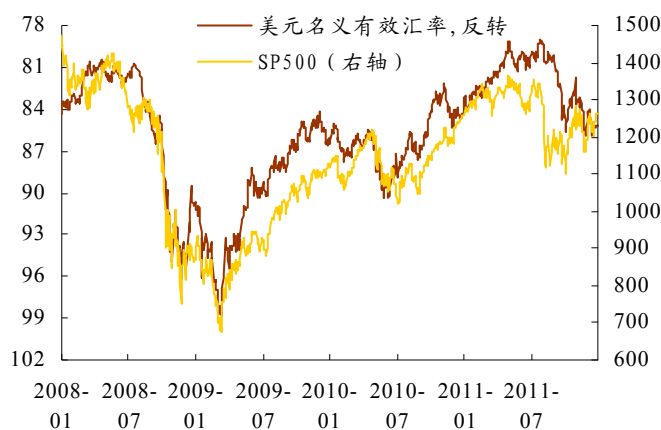
### 风险资产价格走势意味着美元短期位于高位，中长期贬值的走势

美元和风险资产价格走势呈现了负相关的特点。我们用 SP500 指数代表风险资产价格。为了清楚起见，图表 3 仅显示了 2008 年初以来的情形，事实上，在 2002~2008 年这段时间，风险资产的升值伴随着美元的走弱。当然在这段时间内也有其他因素对美元造成下行压力，例如欧元引入后外汇储备多元化、投资组合的再平衡、全球化加剧使得美国经常账户恶化等因素。2008 年全球金融危机的爆发，市场避险意愿急剧上升，股票等风险资产价格大跌，美元升值。之后美国大规模的量化宽松给了市场对经济复苏的新兴，风险资产升值，美元下跌，约回到了金融危机前的低位。2011 年 8 月份以来，SP500 下跌，伴随着美元升值。

在 2002 年到目前这个特定时间段里，美元与风险资产价格的负相关性对我们判断美元在 2012 年的走势有指导意义。自 2001 年 IT 泡沫破灭后到 2008 年危机前，美国经济处在一个温性增长的阶段（GDP 增速在 2.7%附近），新兴市场增速大约在 6%~7%左右；投资者偏好高收益、高风险资产（如股票、大宗商品等），并且新兴市场股市表现好于美国股市。这些表现与我们对明年的预期相似：就经济而言，2012 年美国将温性增长约 2%，新兴市场软着陆约 6.7%；就股市表现而言，从第二季度后半段开始，随着潜在市场风险偏好的上升，全球股市回调，新兴市场股市表现可能相对较好。

中金海外策略师预计 2012 年美国股市将是先跌、后反弹、临近年末的时候，可能随着美国总统大选结果不确定性增强，市场将更加担心各项财政刺激政策到期后对再回调（“2012 年海外市场展望：全球经济转型过程中的阵痛与机会”，李志勇，12 月 16 日，2011 年）。具体来说，标普 500 指数可能在 2012 年一季度进一步下跌，但随着二季度末欧债危机缓解，经济复苏加速，股市重回升势。在美国经济温性复苏的情况下，年末财政紧缩及预期将为美元带来下行压力。

图表 3：美元名义有效汇率与 SP500 指数



资料来源：Bloomberg, CICC Research.

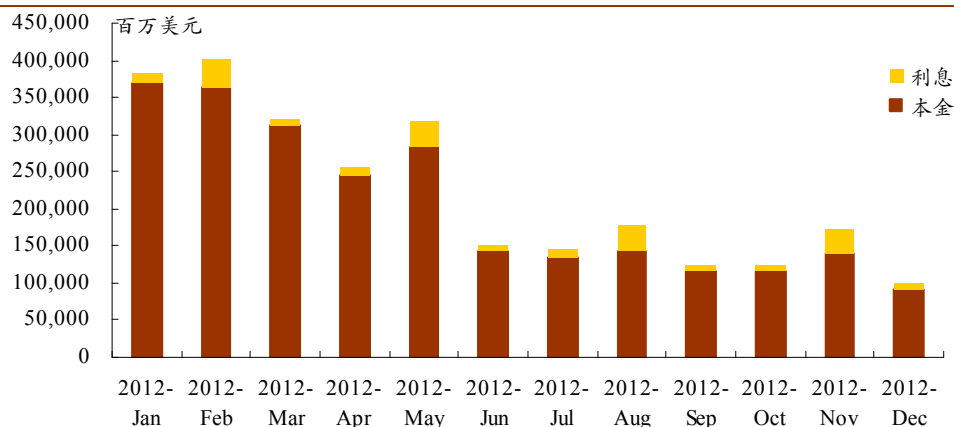
► 极度宽松和美国货币条件和潜在财政紧缩(和预期)给美元在中长期带来下行压力。

虽然近期数据显示,美国经济有超预期的表现,但经济复苏还未走上稳定轨道。就国内经济而言,由于居民部门杠杆率仍较高,消费增长仍有较大不确定性,失业率仍处于高位,房地产市场仍然较为疲弱;就外部环境而言,欧元区债务危机的发展,对美国金融和经济带来不确定性。虽然我们预计美国经济将在 2012 年缓慢复苏,但在内外风险因素存在的情况下,考虑到 2012 年通胀率将处在 1.5~2% 的水平和持续的高失业率,美国将持续维持宽松的货币政策。美国较大的产出缺口、高失业率和全球经济前景等因素,决定了美国整体通胀和核心通胀率未来迅速升高的可能性较低,来自控制通胀压力的加息需要并不迫切。

当前高额的财政赤字和对未来财政紧缩的预期会引发市场的担忧。2012 年是美国的大选年,两党之间的斗争增加了 2012 年财政政策的复杂性与不确定性。美国的财政问题将会对美元在下半年产生下行的压力。

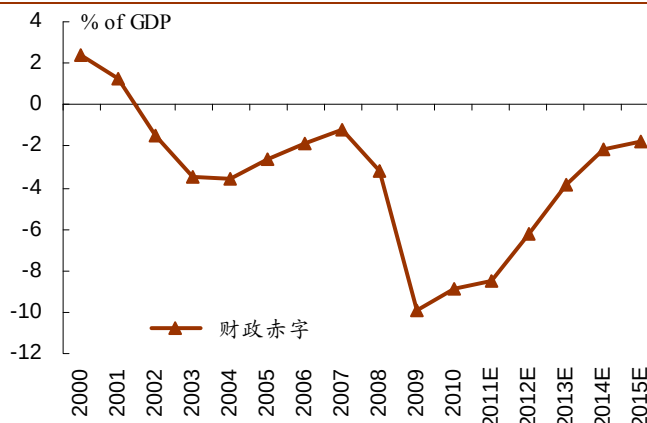
美国国债明年有再融资的压力。美国大约有 2.4 万亿国债到期(图表 4)。根据国会办公室的估算,2012 年美国财政赤字占 GDP 比例预计将减少 2.3%,到 6% 左右(图表 5)。虽然实际需要被再融资的国债量将小于 2.4 万亿这个数值,但规模仍然巨大。如果欧元区债务危机的解决方案提升市场信心,这将减弱危机时作为安全岛资产的美国债的吸引力,使得再融资更多一层压力。如果市场对国债的需求不旺盛,不完全排除美联储扩大其资产购买规模的可能性。

图表 4: 美国 2012 年逐月到期国债量



资料来源: Bloomberg, CICC Research.

图表 5: OMB 联邦政府财政预算预测



资料来源: Haver Analytics, CICC Research.

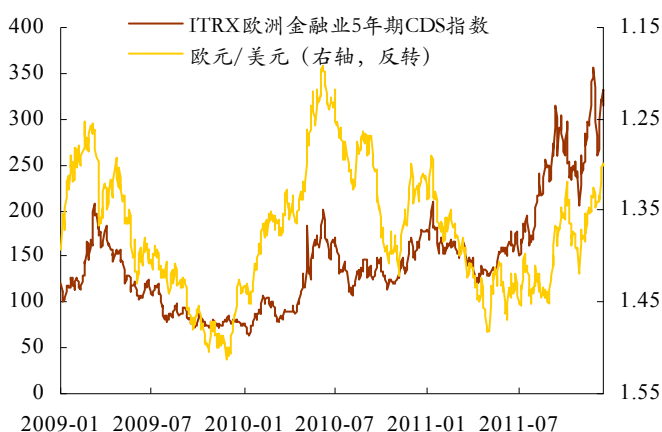
欧元在短期内承压，将在 1.29 附近水平波动；中长期，欧元将有回调，2012 年底可望回到 1.35~1.40 水平。

当前欧元的价值反映了市场对欧元区债务危机解决方式、对欧元区经济前景的悲观预期。未来几个月，如果 IMF 参与的救助方案出来并一定程度上提升市场对最终解决危机的信心，那么，美元的安全资产角色将减弱。在美元贬值的背景下，考虑到相对美国好的对外平衡条件，例如，经常账户余额等，欧元在中长期将会升值。对欧元升值程度起到限制作用的是欧元区处于温和衰退的经济增长和潜在的进一步减息，综合这些因素，2012 年底可望回到 1.35~1.40 水平，低于 2011 年中欧元所达到的最高水平。

在具有更多细节的有效方案出台前，欧元将继续承压。由于当前欧元的价值已经反映了众多的负面因素，只要市场情绪在短期内不会显著地恶化，欧元不会大幅贬值。

由图表 6 可以看出，反映欧元区银行业违约风险的 ITRX CDS 息差由七月初的 150 上升至当前 300 左右的水平，对欧元在此期间产生了贬值压力。欧元区银行业违约风险在短期内将继续存在，使得欧元维持在低位。

图表 6: ITRX 欧洲金融业 5 年期 CDS 指数与欧元走势关系图



资料来源: Bloomberg, CICC Research.

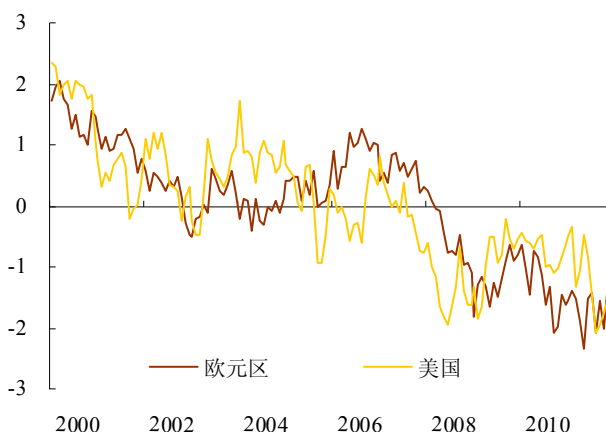
9 月份市场上的极大不确定性部分来自对美国和欧元区经济的悲观预期。8 月份美国消费者信心（预期）指数跌到 47.4。消费是刺激美国经济增长的重要动力之一，虽然最近消费预期有改善，12 月份的数据为 63.6 左右。但相对 2000 年以来的均值来说，仍然处于低位。

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）最近有改善，但 12 月份 Z Score 约为 -0.9。11 月份欧元区 Z Score 约 -1.3 个标准差。

经济动能仍然较弱，当前市场上的 ‘risk off’ 的状态难以在短期内切换到 ‘risk on’ 的状态。



图表 7: 美国、欧元区消费者信心指数 (预期), Z Score

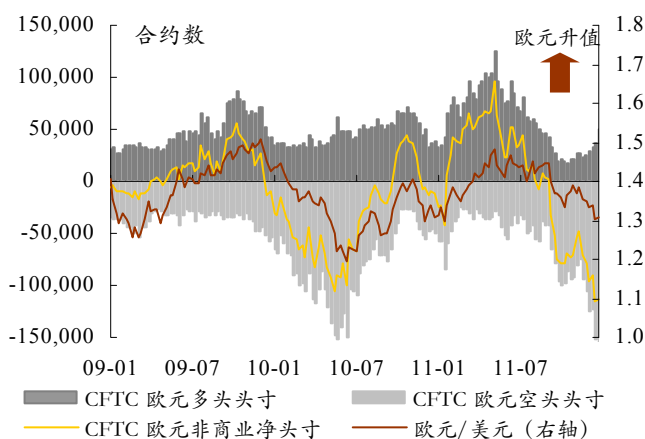


资料来源: Bloomberg, CICC Research.

当前处于历史高位的 CFTC 欧元期货非商业净空头寸反映了投资者做空欧元的高涨情绪。非商业欧元对美元期货空头头寸高达 162,825 个, 净空头头寸高达 113,061 个, 高于 2010 年 6 月时欧元区周边国家债务危机爆发时的水平 (图表 8)。欧元期货净空头合约数由 2011 年 6 月初以来一路上升, 同期欧元趋势贬值。

值得注意的是, 过去 1 个月中, 欧元期货非商业多头头寸略有增加。由于当前欧元空头头寸处于历史高位, 如果市场情绪显著改善, 潜在的空头回补可能使欧元升值, 增加欧元的波动性。

图表 8: CFTC 非商业欧元期货头寸



资料来源: Bloomberg, CICC Research.

### 日元短期内稳定, 到 2012 年底小幅贬值到 80 左右

关于日元兑美元中长期走势: 美国宽松的货币条件将维持到 2013 年中, 我们预期自明年第二季度起, 市场对美国国债的需求或有下降, 将造成美元中长期利率提升; 同时, 由于明年欧元区温性衰退, 美国自身增长较慢, 美元利率上升幅度有限。美元和日元利率差将略有提升, 对日元兑美元在中长期有小幅贬值的压力。

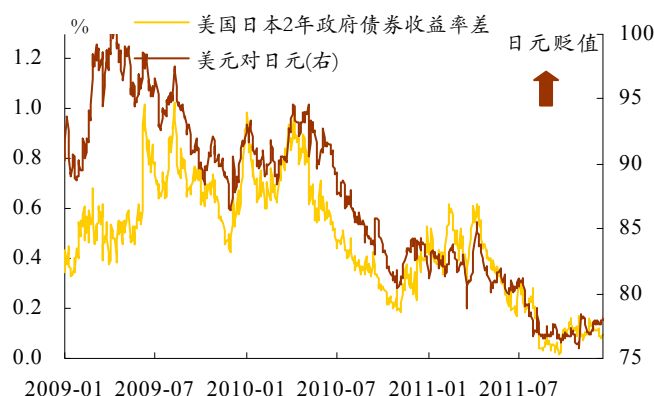
最近几个月，日本贸易出现赤字。由于外部经济增长未来几个月将进一步放缓，日本贸易赤字可能持续一段时间。通常情况下，日元走势与日本贸易余额关系紧密，贸易赤字往往伴随着日元的升值。但危机以来，虽然贸易顺差经历了急剧恶化、恢复和再次恶化的过程，但日元却持续升值，之前日元与贸易余额之间的相关性不再明显。主要原因是对以日元作为融资货币的套利交易平仓行为、海外资金回流、美元中期利率大幅降低等因素使得日元升值。

这些因素还将作用于日元，日元在短期将维持在当前水平。潜在的日本央行汇市干预将限制日元进一步升值。同时，我们认为日本央行也不太会干预外汇市场，使日元在短期显著贬值。一方面，就实际汇率而言，由于多年的通缩，日元并非十分昂贵；另一方面，在当前汇率下，日本主要出口行业还并未处于生死存亡的境地。作为日本主要出口行业的电子器械和运输设备行业，它们的净利润率目前分别在 6%、2% 的水平（图表 11）。

#### 极低的美元和日元利率差将继续支持日元短期处于高位，年底或小幅贬值

危机中，在市场对美国国债偏好高的情况下，美国国债收益率持续下降，相对来说美元的价值降低。处于低位的美元与日元利率是决定日元处于当前昂贵水平的重要因素之一（图表 9）。短期内，较低的美元与日元利差将持续。到 2012 年底，市场风险偏好的提升或将使美元与日元中长期利差有小幅扩大使日元到 2012 年底小幅贬值。

图表 9：利率差是决定日元价值的重要因素之一



资料来源：Bloomberg, CICC Research.

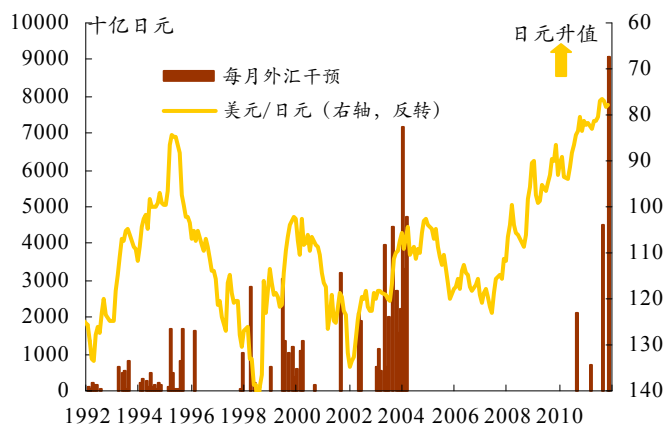
#### 日本汇率市场干预

在市场上存在支撑日元价值的力量下，潜在的日本央行汇市干预将是旨在阻止日元进一步升值。

自 2010 年 9 月以来，日本政府多次干预汇市旨在阻挡日元升值的趋势，既有日本单方面干预汇市的行为，也有多国联合干预的行为，但总的说来，均告失败。自 2010 年 9 月以来日本央行共投入约 16 万亿日元来进行汇市干预，相当于 2010 年日本国民生产总值的 3.4%（图表 10），同期，日元对美元升值约 8%。2011 年 11 月里，日本央行共投入约 9 万亿日元来进行汇市干预。

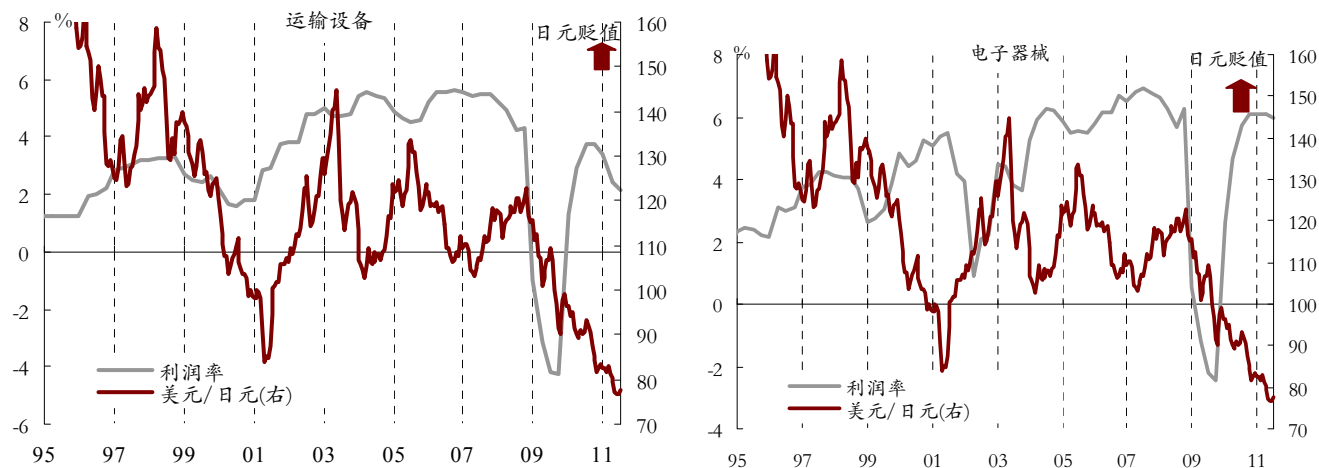
理论上说，旨在使本国货币贬值的汇市干预在通胀和通胀预期较低的情况下较易实行。央行汇市干预的强度取决于对市场的压力、实体经济（特别是出口企业）表现、以及日元汇率在中长期的预期等方面的衡量。就实际汇率而言，由于多年的通缩，日元并非十分昂贵，短期内日本主要出口行业还能承受。基于日元在中长期将小幅贬值的预期，潜在的日本央行干预汇市的行为将会是旨在阻止日元的进一步升值。

图表 10: 日本外汇市场每月干预规模



资料来源: Bloomberg, CICC Research.

图表 11: 日本主要出口行业净利润率



资料来源: Bloomberg, CICC Research.

## 新兴市场货币表现

### 欧元区债务危机如何影响新兴市场国家

如同我们之前强调的，影响 2012 年汇率市场变动最重要的主题是欧元区债务危机及解决方案。欧债危机通过贸易、银行业去杠杆化和其它金融渠道影响其它国家。

就贸易而言，在欧债危机得以控制的假设下，中金宏观经济学家预计欧元区经济 2012 年约增长-0.2%，并于第一季度增长见底。欧元区作为重要的出口商品目的地，轻微衰退的经济前景意味着新兴国家将面临外需疲弱，出口增长低的局面；由于欧洲银行对新兴国家有债权，欧洲银行去杠杆化进程将对这些国家贸易融资带来压力。去杠杆化进程可能使欧洲银行从新兴市场撤资，造成对新兴市场经济和金融活动的负面影响。由于同欧元区不同程度的贸易和金融纽带关系，新兴亚洲国家和新兴欧洲国家经济将在 2012 年有不同表现。

有些新兴国家通胀和财政等状况较好，留出较大的政策空间，在外需疲弱的情况下，有望推出新一轮政策来刺激内需，实现软着陆。也有国家（如印度）受制于高通胀和财政赤字，货币和财政政策都难以放松，可能难以迅速地刺激经济增长。

### 新兴亚洲货币、新兴欧洲货币 2012 年走势预测小结

短期内，新兴亚洲和新兴欧洲货币整体均将承受贬值压力，但由于不确定性主要来自欧元区，对欧元区银行相对更大的风险敞口、对欧元区出口更大的依赖，新兴欧洲货币较新兴亚洲更为脆弱。

中长期来看，随着欧元区债务解决方案在几个月后的出台，以及欧元区和美国经济总体增长于 2012 年第二季度开始略有提升，新兴欧洲国家货币和新兴亚洲均有不同程度的回调。但由于欧元区经济温和衰退导致的外需减小、对欧元区极大的贸易敞口和银行风险敞口，新兴欧洲国家中长期回调幅度有限。

相对来说，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，主要货币在 2012 年全年将有小幅升值。

### 新兴亚洲货币表现将优于新兴欧洲国家货币的原因

#### 新兴欧洲、新兴亚洲货币的近期表现

2010 年 9 月以来，欧元区债务和银行危机进一步深化，新兴国家货币均受到不同程度的打击。新兴欧洲货币整体贬值幅度远大于新兴亚洲货币，例如，波兰兹罗提、匈牙利福林、智利比索等分别贬值约 16%、22%和 10%。新兴亚洲货币跌幅最大的是印度卢比，约 14%，另一个跌幅较大的新兴亚洲货币韩元，约 8%。

#### 新兴欧洲国家较新兴亚洲国家对欧元区的出口更为依赖

由图表 15 看出，新兴欧洲国家对欧元区的出口相对占本国总出口的比例远大于亚洲国家。对捷克、匈牙利、波兰、罗马尼亚和斯洛伐克等主要新兴欧洲国而言，近一半的出口去到了欧元区。短期下行的欧元区经济带给新兴欧洲货币更大的贬值压力。

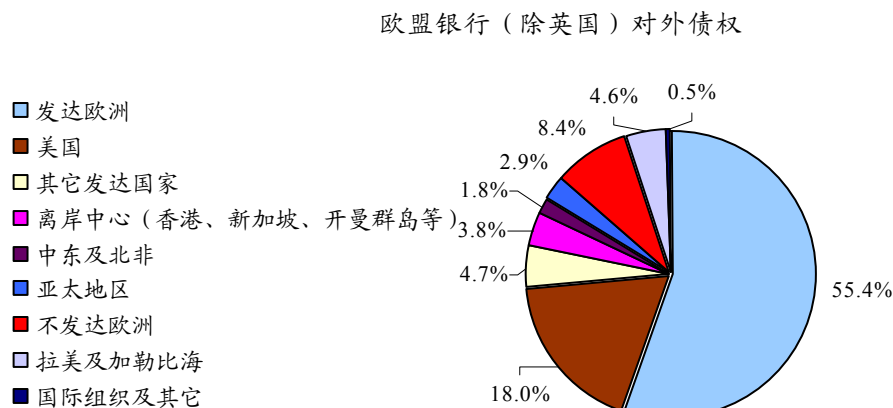
### 新兴欧洲货币将更多地受到来自欧元区银行去杠杆化的贬值压力

根据国际清算银行数据显示，欧元区银行对新兴欧洲国家的债权远高于其对亚太地区的债权。欧元区银行对主要新兴欧洲国家的债权相对于这些国家的 GDP 显著高于相应新兴亚洲国家的水平（图表 13、14）。

我们用欧元区银行对单个国家的债权相对该国 GDP 的比例，来衡量单个国家对欧元区银行的风险敞口。主要新兴欧洲国家，包括捷克、匈牙利、波兰、罗马尼亚和斯洛伐克，平均风险敞口约 80%，远高于除香港和新加坡之外的主要新兴亚洲国家约 4.8% 的均值。中国仅为 1.9%。

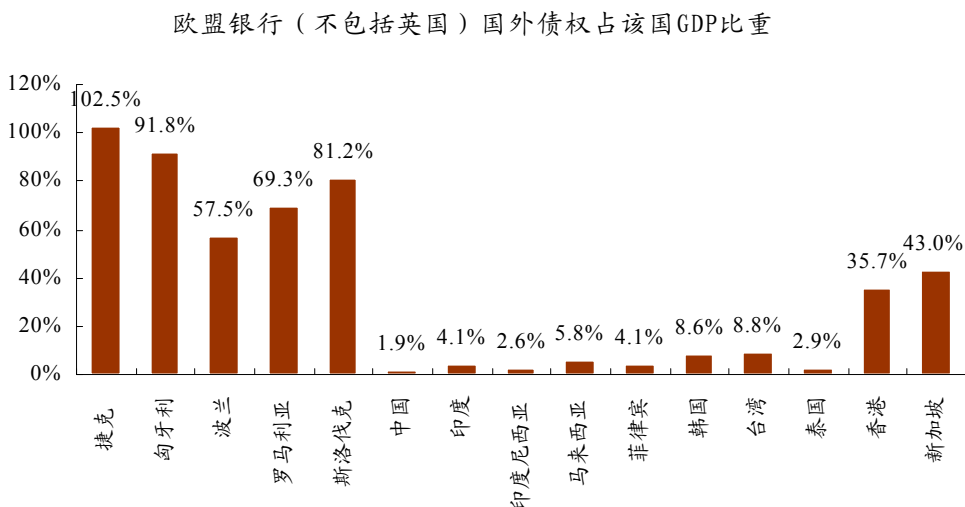
欧元区银行的去杠杆化可能使欧洲银行从新兴市场撤资，将对这些国家经济、金融产生负面影响，使这些国家货币面临贬值压力。我们预计，短期内，较新兴亚洲国家货币，新兴欧洲国家货币面临更大贬值压力。

图表 13: 欧盟银行（除英国）对外债权



资料来源：Bloomberg, CICC Research.

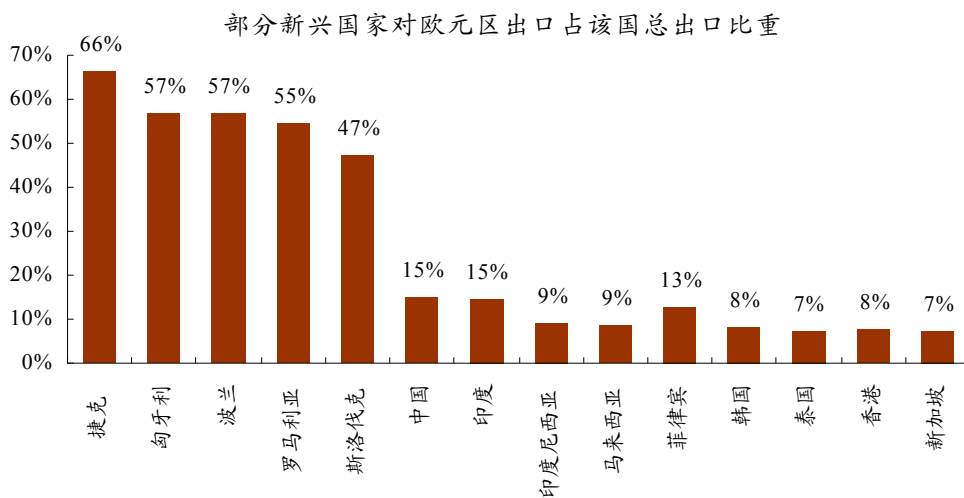
图表 14: 新兴欧洲国家对欧元区银行的风险敞口远大于亚洲国家



资料来源：Bloomberg, CICC Research.



图表 15：新兴欧洲国家对欧元区的出口相对自身总出口比例远大于亚洲国家



资料来源：Bloomberg, CICC Research

### 新兴亚洲货币 2012 年走势预测

总的说来，大多新兴亚洲货币将经历一个短期贬值，或于明年第二季度中开始的、在中长期升值，2012 年全年小幅升值的走势。

**短期内**，欧元区债务危机不确定性可能有提升。这种系统性风险和外贸进一步走弱的情况下，除人民币、港币和新加坡元外，其它新兴亚洲货币将有不同程度的贬值。

相对更多的资金从股市和债市基金流出，使得在新兴亚洲货币中，印度卢比、韩元和台币将贬值较多；马来西亚林吉特、泰铢和菲律宾比索或将有小幅贬值；虽然新加坡经济高度外向、但资金流相对稳定，我们对新加坡元短期维持中性的观点；像其它新兴亚洲货币，人民币将受到贬值压力，但央行的汇率政策可能将人民币对美元的走势趋势上维持在中性，伴随较大波动性；对港币持中性的观点。

**中长期**，新兴亚洲国家整体来说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水平，将吸引投资资金在中长期流入新兴亚洲国家。在短期承压后，我们看好新兴亚洲货币整体在中长期的表现。具体来说：

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。12 月份亚太经济预测统计，市场预计菲律宾 2011 年经济增长率 3.9%，2012 年经济增长率为 4.1%。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。目前菲律宾的海外汇款占 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国内经济提供支撑。

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、和较为稳定的投资资金流。

新加坡元将有较好表现。新加坡拥有良好的经常账户盈余、2011 年 10 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 比重较大（159%），外需的走弱对其短期内潜在影响较大。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。

印度卢布将相对较差。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。

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 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

### 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 12）。而后随着市场风险缓和，自 10 月初有所回调后，最近又有贬值。由于港币和人民币的高权重（约 46%）以及港币的联系汇率政策和期间略有升值的人民币，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 月以来的波动。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。

### 从经济基本面来看，新兴亚洲货币整体的价值将在中长期受到支撑

#### ► 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

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 12 月份亚太经济预测统计（图表 16），多数新兴亚洲国家明年增速小幅下降，其中，新加坡、香港和台湾明年经济增长放缓幅度较大，部分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。高通胀和相关的货币紧缩对印度经济增长起到了抑制作用。印度央行认为到明年 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，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。泰国的经济增长相对大幅提升主要是由于洪灾之后的重建。

图表 16：主要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  |
|----------|-----|-----|-----|-----|------|-----|-----|-----|-----|-----|
| 2011年预测值 | 9.2 | 5   | 7.2 | 6.4 | 4.8  | 3.9 | 5   | 3.6 | 4.4 | 1.6 |
| 2012年预测值 | 8.4 | 3.4 | 7.5 | 5.9 | 3.9  | 4.1 | 3   | 3.4 | 3.1 | 4   |

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

#### ► 新兴亚洲国家利率仍将位于相对高位

由于对外部需求的依赖和外需增长放缓、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，例如，泰国和印度尼西亚。

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。整体和核心通胀在 2012 年将减轻，但相对历史值，仍将处于较高水平，在财政政策有空间的情况下，这些国家的货币政策短期内也不会大幅放松。新兴亚洲国家利率仍将处于相对高位。

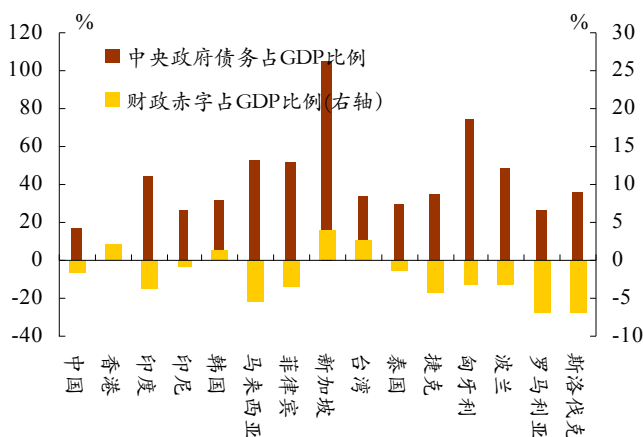
当前短期市场利率（3 月期）较高的是马来西亚、菲律宾、泰国和韩国等，约在 3% 左右。虽然中国国内 3 月期人民币利率虽然较高，但在离岸市场（香港），人民币同期储蓄利率低于 1%。

#### ► 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 17）。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。

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，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。

图表 17：2010 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

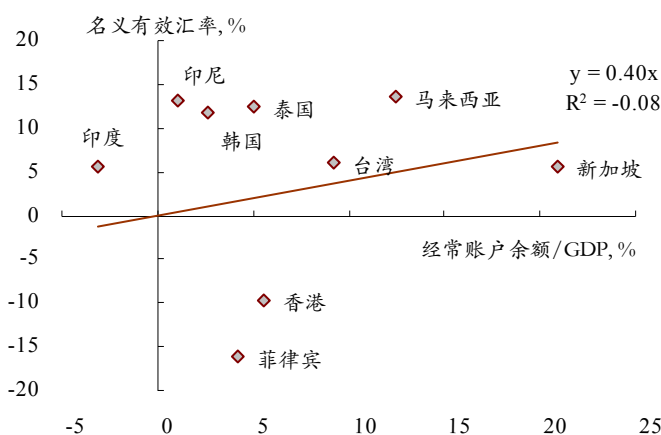
► 经常账户状况支持当前新兴亚洲货币的整体水平

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。基于我们对欧元区和美国经济 2012 年第一季度见底见底的观点，短期内，经常账户余额会有恶化，但到年底，情况会有改善，仍带给货币升值压力。

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，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 18），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 18：经常账户余额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

资本流动在中长期支撑新兴亚洲货币的价值，短期将带来波动性和下行压力

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，之后约 1 个月的时间里，投资资金回流，自 11 月中旬以来，新兴亚洲股市基金重新普遍录得资金流出。

短期内，当前资金净流出状况或将持续，新兴亚洲国家货币在资金流出的情况下贬值。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。

基于我们对新兴亚洲国家普遍经济软着陆、相对发达国家好的经济增长、欧美经济整体增长缓慢、以及相对高的利率水平等因素，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。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 19: EPFR 新兴市场股市

| (亿美元)  | 9月28日 | 10月5日 | 10月12日 | 10月19日 | 10月26日 | 11月2日 | 11月9日 | 11月16日 | 11月23日 | 11月30日 | 12月7日 | 12月14日 | 12月21日 | 10年1月至今 |
|--------|-------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|---------|
| 所有新兴市场 | -29.3 | -33.8 | -10.2  | 4.8    | 10.2   | 32.7  | 19.1  | -4.6   | -27.1  | -18.1  | -4.0  | -27.1  | -18.1  | 459.2   |
| 新兴亚洲   | -18.2 | -22.1 | -3.7   | 4.4    | 6.9    | 20.2  | 15.0  | -4.2   | -16.0  | -13.3  | -3.7  | -16.0  | -13.3  | 288.5   |
| 其中:    |       |       |        |        |        |       |       |        |        |        |       |        |        |         |
| 中国     | -7.1  | -6.4  | -0.0   | 0.9    | 1.2    | 6.5   | 7.5   | -0.0   | -4.7   | -5.3   | -1.8  | -4.7   | -5.3   | 83.0    |
| 香港     | -1.6  | -1.3  | 0.8    | 0.3    | 0.7    | 2.6   | 1.9   | -1.5   | -0.6   | -0.8   | -0.3  | -0.6   | -0.8   | 18.4    |
| 新加坡    | -0.5  | -0.6  | -0.2   | -0.1   | -0.1   | 0.1   | 0.1   | -0.2   | -0.4   | -0.6   | -0.3  | -0.4   | -0.6   | -8.1    |
| 澳大利亚   | -1.4  | -0.9  | -1.0   | -0.1   | 0.3    | -0.1  | -0.2  | -1.0   | -0.3   | -0.8   | -0.3  | -0.3   | -0.8   | 8.2     |
| 印度     | -2.0  | -2.7  | -1.1   | 0.5    | 0.5    | 3.1   | 0.6   | -0.6   | -2.1   | -1.8   | 0.2   | -2.1   | -1.8   | 21.0    |
| 印尼     | -1.1  | -1.0  | -0.3   | 0.4    | 0.4    | 1.2   | 0.6   | 0.2    | -0.5   | -0.6   | -0.0  | -0.5   | -0.6   | 21.8    |
| 韩国     | -2.7  | -4.5  | -0.7   | 1.0    | 1.7    | 2.5   | 1.8   | -1.3   | -4.3   | -2.0   | -0.1  | -4.3   | -2.0   | 59.5    |
| 台湾     | -0.5  | -2.5  | -0.7   | 0.8    | 1.2    | 2.9   | 1.6   | 0.4    | -1.5   | -0.4   | -0.6  | -1.5   | -0.4   | 53.7    |
| 马来西亚   | -0.5  | -0.7  | -0.2   | 0.4    | 0.4    | 0.6   | 0.6   | -0.1   | -0.8   | -0.4   | -0.3  | -0.8   | -0.4   | 8.2     |
| 日本     | -1.3  | -1.5  | -0.1   | -0.8   | -2.0   | -7.0  | -3.8  | -3.6   | 0.1    | -4.9   | -1.3  | 0.1    | -4.9   | -7.9    |
| 菲律宾    | -0.1  | -0.2  | 0.0    | 0.1    | 0.1    | 0.2   | 0.1   | -0.0   | -0.1   | -0.1   | 0.0   | -0.1   | -0.1   | 4.2     |
| 新兴欧洲   | -6.7  | -3.3  | -2.5   | -1.1   | 0.3    | 4.0   | 1.0   | -0.0   | -4.9   | -2.5   | -0.8  | -4.9   | -2.5   | 63.6    |
| 其中:    |       |       |        |        |        |       |       |        |        |        |       |        |        |         |
| 俄罗斯    | -5.8  | -2.2  | 0.0    | -1.1   | 0.0    | 0.0   | 0.8   | 0.0    | -3.2   | 0.0    | -0.4  | -3.2   | 0.0    | 0.0     |
| 新兴拉丁美洲 | -4.0  | -7.1  | -3.9   | 0.7    | 1.9    | 6.4   | 2.5   | -0.1   | -4.6   | -1.4   | 1.1   | -4.6   | -1.4   | 55.6    |
| 其中:    |       |       |        |        |        |       |       |        |        |        |       |        |        |         |
| 巴西     | -3.0  | -5.5  | -3.0   | -0.0   | 1.1    | 4.0   | 1.5   | 0.1    | -3.8   | -0.3   | 0.3   | -3.8   | -0.3   | 40.8    |

资料来源: EPFR, CICC Research.

图表 20: EPFR 新兴市场债市基金

| (亿美元)  | 9月28日 | 10月5日 | 10月12日 | 10月19日 | 10月26日 | 11月2日 | 11月9日 | 11月16日 | 11月23日 | 11月30日 | 12月7日 | 12月14日 | 12月21日 | 10年1月至今 |
|--------|-------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|---------|
| 所有新兴市场 | -36.7 | -18.2 | -5.5   | 2.4    | 4.0    | 9.9   | 3.9   | -0.5   | -3.2   | -11.4  | 0.9   | -3.2   | -11.4  | 569.9   |
| 新兴亚洲   | -10.9 | -6.4  | -0.5   | 1.2    | 2.1    | 2.8   | 1.1   | 0.1    | -1.1   | -3.5   | 0.8   | -1.1   | -3.5   | 201.3   |
| 其中:    |       |       |        |        |        |       |       |        |        |        |       |        |        |         |
| 中国     | -0.7  | -0.5  | 0.1    | 0.1    | 0.1    | 0.2   | 0.1   | -0.0   | -0.1   | -0.2   | 0.1   | -0.1   | -0.2   | 9.0     |
| 香港     | -0.3  | -0.1  | 0.2    | 0.1    | 0.2    | 0.1   | 0.1   | 0.0    | 0.0    | -0.1   | 0.1   | 0.0    | -0.1   | 8.5     |
| 新加坡    | -0.7  | -0.5  | 0.0    | 0.1    | 0.2    | 0.1   | 0.1   | -0.0   | -0.1   | -0.2   | 0.1   | -0.1   | -0.2   | 10.7    |
| 澳大利亚   | -0.8  | -0.7  | -0.3   | 0.1    | 0.6    | 0.6   | -0.0  | 0.2    | -0.1   | -0.6   | -0.1  | -0.1   | -0.6   | 35.4    |
| 印度     | -0.5  | -0.3  | 0.0    | 0.1    | 0.1    | 0.1   | 0.1   | 0.0    | -0.1   | -0.1   | 0.1   | -0.1   | -0.1   | 8.1     |
| 印尼     | -2.6  | -1.4  | -0.2   | 0.2    | 0.3    | 0.6   | 0.3   | -0.0   | -0.2   | -0.7   | 0.2   | -0.2   | -0.7   | 44.8    |
| 韩国     | -1.5  | -1.1  | -0.1   | 0.2    | 0.3    | 0.4   | 0.1   | -0.1   | -0.2   | -0.6   | 0.1   | -0.2   | -0.6   | 35.4    |
| 马来西亚   | -1.6  | -0.8  | -0.1   | 0.1    | 0.2    | 0.4   | 0.2   | -0.0   | -0.1   | -0.4   | 0.1   | -0.1   | -0.4   | 23.2    |
| 新兴欧洲   | -9.7  | -4.8  | -2.1   | 0.3    | 0.8    | 2.7   | 0.7   | -0.5   | -1.1   | -3.1   | -0.2  | -1.1   | -3.1   | 124.5   |
| 其中:    |       |       |        |        |        |       |       |        |        |        |       |        |        |         |
| 俄罗斯    | -2.6  | -1.2  | -0.5   | 0.2    | 0.2    | 0.7   | 0.2   | -0.1   | -0.2   | -0.8   | -0.0  | -0.2   | -0.8   | 36.6    |
| 拉丁美洲   | -12.8 | -5.5  | -2.3   | 0.7    | 0.9    | 3.5   | 1.7   | -0.1   | -0.7   | -3.8   | 0.3   | -0.7   | -3.8   | 196.2   |
| 其中:    |       |       |        |        |        |       |       |        |        |        |       |        |        |         |
| 巴西     | -3.4  | -1.5  | -0.6   | 0.1    | 0.1    | 0.9   | 0.5   | -0.1   | -0.2   | -0.9   | 0.1   | -0.2   | -0.9   | 63.7    |

资料来源: EPFR, CICC Research.

人民币对美元汇率短期内将保持中性, 到 2012 年底有 3% 的升值空间。

- 短期内, 像其它新兴亚洲货币, 人民币将受到贬值压力, 但央行的汇率政策可能将人民币对美元的走势趋势上维持在中性, 并伴随较大波动性

人民币汇率走势由市场和政策两方面共同决定。一方面, 外部需求的增长仍将疲弱, 继续令中国出口企业承压, 人民币的贬值将有助于缓解这些企业所面临的压力; 另一方面, 在当前的经济形势下, 央行并不希望看到投资者形成对人民币长期贬值的预期。在过去几个月里, 外汇占款、外汇储备余额以及 EPFR 统计的中国股票基金资金流量等数据均显示国际资本正在流出中国。人民币长期贬值的预期一旦确立, 可能会引发更大规模的资本外逃, 从而对中国经济和金融市场产生负面冲击。在岸人民币汇率走势短期内将保持中性, 但离岸人民币汇率或有小幅贬值。

- 我们预计 2012 年全年人民币兑美元汇率的升值幅度将在 3% 左右。

明年中国经济实现软着陆是大概率事件。当前的资本流出趋势可望在未来数月内得到扭转。中长期看, 中国经济软着陆的预期及其相对其他地区 (特别是发达国家) 高的增长将重新吸引资本流入并提振市场对人民币的信心。



中国的经常账户顺差一直是国际社会施压人民币升值的一个主要理由，这一压力未来仍将存在。作为经常账户顺差的一个重要组成部分，中国贸易收支明年总体将保持盈余状态，虽然可能远不及危机前的水平。衡量一个国家对外平衡状况的参数，经常账户失衡，即“过剩”的经常账户盈余（结构性经常账户余额与其均衡水平之间的差值）是决定一国货币“合理”币值的重要因素之一。中期看，中国继续保持国际收支‘过剩’，表明人民币仍存在进一步升值的压力，但当前人民币并未显著低于其均衡值。

人民币升值对中国经济增长模式从出口导向型转向内需拉动型具有正面作用。此外，为了推动人民币的国际化进程，中国政府已逐步开放贸易账户以鼓励人民币在跨境贸易结算中的使用。从目前看，人民币跨境结算大多为进口贸易。如果人民币兑美元汇率中期内出现贬值，不仅会令前期的努力成果大打折扣，而且将使国际社会质疑中国政府在该问题上的决心。

我们对人民币汇率升值幅度的预期在一定程度上考虑到了我们对美元今年下半年小幅贬值的预期。

---

## 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/或机构投资者提供。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，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将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