

通胀预期更多来自美元贬值压力



报告日期

2009 年 10 月 22 日 星期四

东方证券研究所策略团队

王明旭、刘俊、毛楠、王晓李、樊磊

事件：

国务院总理温家宝 21 日主持召开国务院常务会议，明确表示今年后几个月，要把正确处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理好通胀预期的关系作为宏观调控的重点，继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，保持宏观经济政策的连续性、稳定性。

点评：

一、中央政府今年来首提“管理好通胀预期”

在“总量刺激”的宏观调控思路下，始于去年 11 月的 4 万亿财政刺激计划、十大产业振兴规划以及宽松的货币政策，成为推动固定资产投资快速增长的主要力量，并取得了较好成效。目前，实现“保八”已越来越明朗。从目前公布的 9 月份数据来看，无论是新增贷款、货币投放量，还是 PMI 指标、发电量以及进出口数据，均超出市场原有预期，显示国内经济复苏已经进入到加速态势。总体来看，中国经济正在从政策性增长向内生性增长转变。

在全年“保 8”无忧的背景下，政府开始对前期过度依赖投资的增长模式所带来的后遗症开始进行纠正，并在今年来首次提出“管理好通胀预期”意味着政策重心已经由前期的“保增长”转向“调结构、防通胀”。

二、通胀预期更多来自美元贬值压力

随着全球金融危机阴影逐渐消散，加之近期世界各国主要经济部门对经济复苏均表达乐观的预期：日本央行近日公布的地方经济报告中，对全国 9 个地区的经济景气判断均作了上调；德国经济部认为，受出口形势好转拉动，德国经济在二季度持稳后出现明显增长。这些乐观预期促使投资者风险偏好发生改变，其避险情绪随着经济状况的好转不断降低，前期美元的“避险功能”也将日益弱化并被抛售，投资者更倾向于将资产配置由偏重美元转向石油、黄金、其他大宗商品、高息货币以及新兴市场资产。美元贬值也就成为市场的必然选择。

更为重要的是，经过本轮金融危机的洗礼之后，美国消费拉动型的增长模式已经走到尽头，并难以继，未来美国经济增长模式向出口拉动型转变不具过多悬念。可以预见的是，在美国经济新一轮上升周期形成过程中，其劳动生产率和伴随着美元贬值而提高的外部需求将会一起支撑经济增长，净出口将取代私人消费成为美国经济复苏前期的主要增长点，此番经济增长转型会使美国从世界最大的消费地成为全球供应商，其制造业重新崛起，而这一切都离不开“弱势美元”所提供的必要支持。这也可以很好的解释为什么美国政府一再宣称强势美元符合美国利益，但我们却看不到美国政府对美元贬值采取任何实质性的阻止行动。

三、全球金融资本可能开始新一轮提升中国资产配置进程

在这种情况下，作为经济复苏前景最为乐观的中国，其资产受到资本青睐亦变得顺理成章。与此相对应的是，截至 9 月末，我国金融机构外汇占款余额为 18.54 万亿元，较 8 月份增加 4068 亿元，增加额创年内新高。另外，前三季度国家外汇储备增加 3266 亿美元，而第一季度外汇增加只有 77 亿美元，三季度则增加 1488 亿美元，其中 9 月份增加 618 亿美元，扣除贸易顺差和外商直接投资，仍有高达 414 亿美元的外汇储备增量，国际热钱加速流入中国的征兆已经十分明显。与此同时，人民币升值预期也日益升温。有迹象显示，人民币对美元汇率有可能于近期结束一年多来的震荡整理走势，重新回到 2005 年 7 月汇改之后小幅稳步的升值轨道之中。

如果没有意外发生，很有可能在未来半年甚至更长时间内，美元将会代替日元，成为全球大规模套利交易的借贷货币。投资者以低利率借贷美元向新兴市场进行套利，而其主要目标可能就是中国。假定中美央行在未来 6 至 12 个月均维持现有一年期基准利率不变，美联储一年期基准利率为 0.24%，中国一年期存款利率为 1.7%，加上人民币保守的 3%—5% 年升值预期以及中国经济 2010 年至少 8% 以上的增速，美元拆息套利的空间将会对国际金融资本具有很强的吸引力。

在目前情况下，全球金融资本展开新一轮提升中国资产配置的进程可能已经开始。

四、投资建议：首选配置金融、地产、煤炭行业

随着欧美投资者去杠杆化进程的逐渐结束，美元避险功能不断消弱并持续贬值，中国经济强劲复苏态势的背景下，全球资本对于中国资产配置比重上升不具任何悬念。而近期外汇占款和外汇储备明显增长表明外汇正在加速流入中国，这将支撑未来中国资产价格的上涨。

我们重申本周初的策略观点，在目前人民币升值预期不断升温的情况下，建议首选配置金融、地产、煤炭三大行业。

分析师承诺

东方证券研究所策略团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6055

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn