



加息对美元与升值的影响

发布日期：2010 年 10 月 21 日 分析师：吴旻 电话 85130538 执业证书编号 S1440209080389

信息或事件：

中国人民银行决定，自 2010 年 10 月 20 日起上调金融机构人民币存贷款基准利率。美元指数出现大幅反弹，同时相应大宗商品与资源的价格也出现回调...

简评：

1、美元的反弹与趋势：短期可能出现较大幅度反弹，资源货币、制造业货币与新兴经济体货币将有所分化，但实际美元指数仍然处于长期的弱势格局中。

国内提高利率的决定表明了国内货币政策未来收缩国内需求与降低价格预期的方向，因此基于中国需求的大宗商品与资源出现较为显著的相应调整；同时中国经济作为全球经济复苏的重要领先指标与驱动因素之一，需求的收缩也导致全球市场的风险偏好也出现了下降。

首先，随着全球市场风险偏好的下降，作为融资货币的美元空头回补将会推动美元反弹。美元在极低的货币收益率与产出收益率驱动下，已经成为主要的融资货币，随着风险偏好的降低，大量空头的回补将会推动美元的快速上涨。同时，美元空头的持仓量在本月初已经达到 08 年 6 月时的最高水平，因此美元空头的回补对于美元的反弹将形成较大程度的动力。

其次，需求预期的回落与风险偏好的降低推动资源货币出现最大幅度回落，资源货币成为美元反弹的最重要动因。预计随着央行对于总需求的收缩，资源货币将成为主要的领跌货币。

再次，欧元与日元等制造业经济体货币的反弹幅度将较为有限，同时在欧元区央行、日本央行与美联储的定量宽松博弈中，美元作为锚货币，所受限制最少，可能货币释放最快同时存续时间最长，在竞争性贬值中仍将拔得头筹。

最后，美联储的货币框架将出现微调，定量宽松政策将会从短平快的策略转向持久战，因此美元弱势的因素将长期存在，资源货币与制造业货币相对美元的走势将略有不同。根据伯南克 15 号的发言，美联储货币政策未来的目标与措施将致力于以下三点：首先，推进定量宽松；其次，在 2010-2012 年将核心私人消费者价格指数与通胀率厘定于 2% 的水平；第三，通过沟通，将目前的利率维持于较之“较长时期”更长的时期。

但是，美元的弱势格局及其驱动因素在中期内仍然存在，美元的反弹仍然不是美元的主要趋势与美国的战略推进。就美元的中长期分析框架而言，货币分析下的购买力平价与利率平价、以及商品供需下的巴拉撒缪尔森效应是分析剔除通胀后的广义美元贸易加权指数的两大分析路径，在此路径下，真实利率与实际人均可支配收入的水平与变化是决定美元价值与趋势的核心因素。美国目前的真实利率处于极低水平，同时实际人均可支配收入虽然出现了周期性的修复但是并未出现由劳动生产率与全要素生产率驱动的根本性改善，美元的真实价值处于较低水平，因此，美元的弱势格局仍将长期存在。（请见“新均衡的起点、构建与边界”）。



2、在“黄金-美元”复本位制下：本位类贵金属的调整空间无须悲观，基本金属与资源则需谨慎。

事实上，目前的信用货币汇率体系已经呈现出了较为显著的“黄金-美元”复本位制。美元的对手是黄金，在美元之上，才有欧系货币、资源货币和日元的浮动汇率体系；在美元之上，才有新兴市场货币与石油货币共同构建的类布雷顿森林体系。因此，在信用本位的选择与沉浮中，黄金类贵金属并不存在太大调整空间。

历史上曾经出现长期的“黄金-白银”复本位制，在这一时期，黄金相对白银的产量长期维持于 1：16 的程度，价格则浮动于 16：1 的比价水平左右；如果产量出现波动，黄金与白银的价格则会相应波动。与此类似，美国定量宽松的长期化与美元的大量生产，将难以为本位类贵金属带来太大调整空间。

基本金属与资源则需要谨慎，国内央行加息与收缩需求将对此带来需求上的压力。

3、释放信号：人民币升值的速度在美国大选与 G20 峰会之后可能不会放缓。

前期人民币相对美元升值的升值压力来自于美国，未来人民币升值的压力来自于欧盟与东盟等贸易伙伴。虽然自从 6 月以来，人民币相对美元已经升至接近 3%，升值速度已然较高，但这种升值速度预计可能年内将会持续下去，在美国大选与 G 20 峰会以后可能不会放缓。

人民币自 6 月以来虽然相对美元的升值幅度明显，但是相对欧元、日元、其他新兴市场货币基本上仍然是贬值状态；自美国以后，人民币接下来的升值压力来自于欧盟与东盟等主要贸易伙伴。在美国中期选举后，G 20 峰会将试图构建的新汇率体系，这一新的汇率体系，仍然以人民币升值为基本构建基础。因此，人民币升值的压力，并不会在美国中期选举后有所缓解，也不会 G 20 峰会后缓解。



分析师介绍

吴旻：策略经济分析师，研究领域为海外市场。专注于在基本的分析框架中融入区域比较与历史比较的实证研究路径，从中归纳规律与思辨发展，据以预判宏观经济的发展与资本市场的变化。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话: (8610) 8513-0588

传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我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并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，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，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，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收到任何形式的补偿。