



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

汇率月报

研究报告

2011年8月23日

全球汇率

研究部

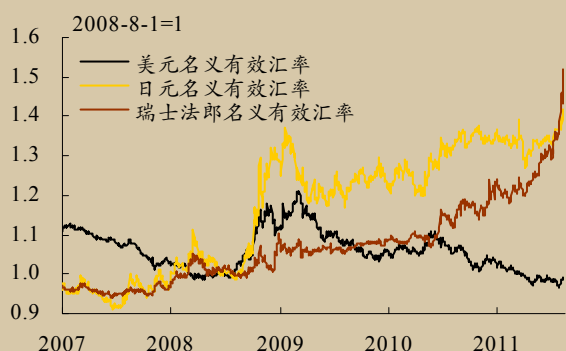
李琳¹

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

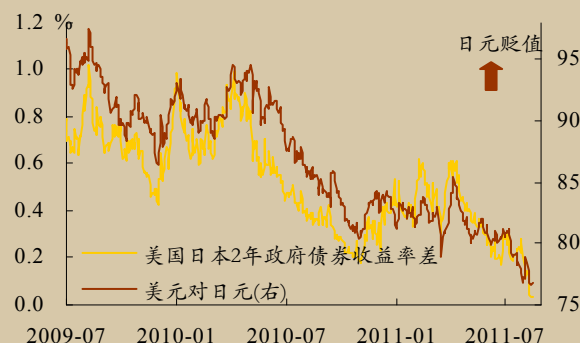
第 12 期

美元、日元和瑞士法郎的走势与前瞻

美元、日元、瑞士法郎相对表现



利差与日元走势



瑞士法郎与黄金价格走势



资料来源: Haver Analytics, Bloomberg, 中金公司研究部

本月主要观点

- 日常的财经新闻经常把日元和瑞士法郎的升值简单地归因于它们是避险货币。确实,日元和瑞士法郎往往在市场有不确定性的时候升值,但是,如此简单地得出日元和瑞士法郎是避险货币、甚至是避险功能好于美元的避险货币的结论,对我们真正理解这两个货币的走势有误导作用。当有极端风险时,美元仍然是最佳的避险货币。我们认为日元和瑞士法郎危机以来的走强并非因为它们“避险货币”。决定日元升值的主要因素是利差交易平仓、美元利率的降低等因素;决定瑞士法郎升值的主要因素有利差交易平仓、黄金价格的走势等。
- 短期内,由于日元和瑞士法郎处于相当昂贵的水平,潜在的央行汇市干预行为给日元和瑞士法郎带来一定的贬值风险。如果没有有实效的外汇市场干预,美元的利率仍是决定日元走势的关键。接下来,短期内日本经济的良好前景可能给美国经济带来正面刺激,减小美国经济的不确定性,小幅提升美国中期国债利率,日元将小幅贬值。长期来看,日本经济中固有的结构性问题(人口老龄化,高债务问题)将会制约日本经济发展,美国国债利率正常化将给日元带来贬值压力,日元长期目标值为 85。
- 对于瑞士法郎而言,过度升值的瑞士法郎已经给经济带来了负面作用,瑞士国内私人消费和投资均明显下滑,消费者价格指数月环比收缩。作为一个出口导向的经济体,虽然目前瑞士出口仍然保持良好水平,但是瑞士的出口价格指数正在持续下降,出口商通过降价减小利润来吸收瑞士法郎升值带来的负面影响。恶化的外部环境(例如欧元区经济增长将放缓)和高位的瑞士法郎可能损害瑞士的出口。瑞士法郎将在中长期贬值以反映瑞士经济的基本面。

¹ 报告贡献人: 张娜 (zhangna3@cicc.com.cn)

市场评论

汇率市场回顾 (7 月 15 日~8 月 22 日)

过去一个月中，美国债务上限协议，欧洲债务和银行问题以及欧美等国经济数据等因素主导着市场情绪和汇率走势。总体来说，黄金、瑞士法郎、日元等货币走强，大部分大宗商品货币以及部分新兴市场国家货币对美元走弱。

美元（名义有效汇率）本月美元经历了下行、反弹再下行的三段走势，总体首尾持平。前期美元受到上调债务上限和削减赤字相持不下以及低于预期的美国 6 月成屋、新屋销售和耐用品订单等数据的影响走弱；随着债务上限协议的达成以及高于预期的 7 月份 ADP 就业数据等，美元走强，同时日本央行通过买入美元卖出日元进行外汇干预也给美元带来暂时升值压力；之后，在美国长期主权债务评级下调、美国疲弱的 6 月份贸易余额、7 月 NAR 成屋销售、8 月费城联储制造业指数等经济数据影响下，美元走弱。

主要货币(对美元)：(1) 欧元波动较大，总体小幅升值 1.7%。前期受到希腊债务问题的缓和以及好于预期的德国 ZEW 经济情况指数、意大利 5 月份工业订单等数据影响欧元走强。后由于希腊被降级、塞浦路斯也受到评级机构警告，市场对欧洲债务问题担忧重燃。再加上欧元区、德国 7 月份 PMI 均低于预期的影响，欧元走弱。最终受到法国、意大利、比利时及西班牙四国实行裸卖空禁令以及欧洲央行购债数额超市场预期影响欧元反弹。(2) 日元总体升值 3.1%。受到美国长期主权债务评级被下调、欧洲债务问题影响，市场风险偏好降低，压低了美国国债利率，使日元走强。此外，近期好于预期的日本经济数据也对强势日元提供了支撑。过去 1 个月中，日本央行多次干预汇率市场，但未能对日元产生持续的贬值效果。(3) 瑞郎总体上涨 3.6%。受黄金价格上涨以及瑞士好于预期的 7 月份 PMI 和零售销售数据影响，瑞郎走强。尽管瑞士央行在 8 月 11 日和 16 日对瑞士法郎升值进行干预，瑞士法郎有所贬值，但总体仍对美元升值。(4) 英镑总体升值 2.1%。本月受到好于预期的 7 月份零售销售、服务业和建筑业 PMI 数据影响英镑对美元走强。(5) 瑞典克朗升值 1.6%，由于美元走弱以及瑞典好于预期的 6 月份零售销售、2 季度 GDP 等经济数据影响。

大宗商品货币：(1) 澳元贬值 2.2%。受到市场风险偏好减弱以及铜、铝、铅、锌等基础金属走弱影响澳元走弱、此外澳大利亚令人失望的 6 月份零售销售以及 7 月份失业率等数据也给澳元下行压力。(2) 新西兰元贬值 3.1%。受到大宗商品价格走弱以及新西兰差于预期的 6 月份贸易余额和差于前值的 PMI 数据影响走弱。(3) 加元总体贬值 3.4%。受到原油价格走弱；加拿大 5 月 GDP 同比环比、6 月份工业生产环比、7 月份 PMI 以及 6 月份商品贸易余额低于预期等因素影响。(4) 智利比索贬值 1.5%。受到铜价走弱，智利 6 月份工业生产低于预期以及 6 月工业销售、铜生产和出口差于前值等因素影响。(5) 挪威克朗升值 1.6%。挪威经济数据好于预期，例如，7 月 PMI、5 月份失业率、6 月份工业生产等数据。并且 7 月份贸易余额也好于上月值。

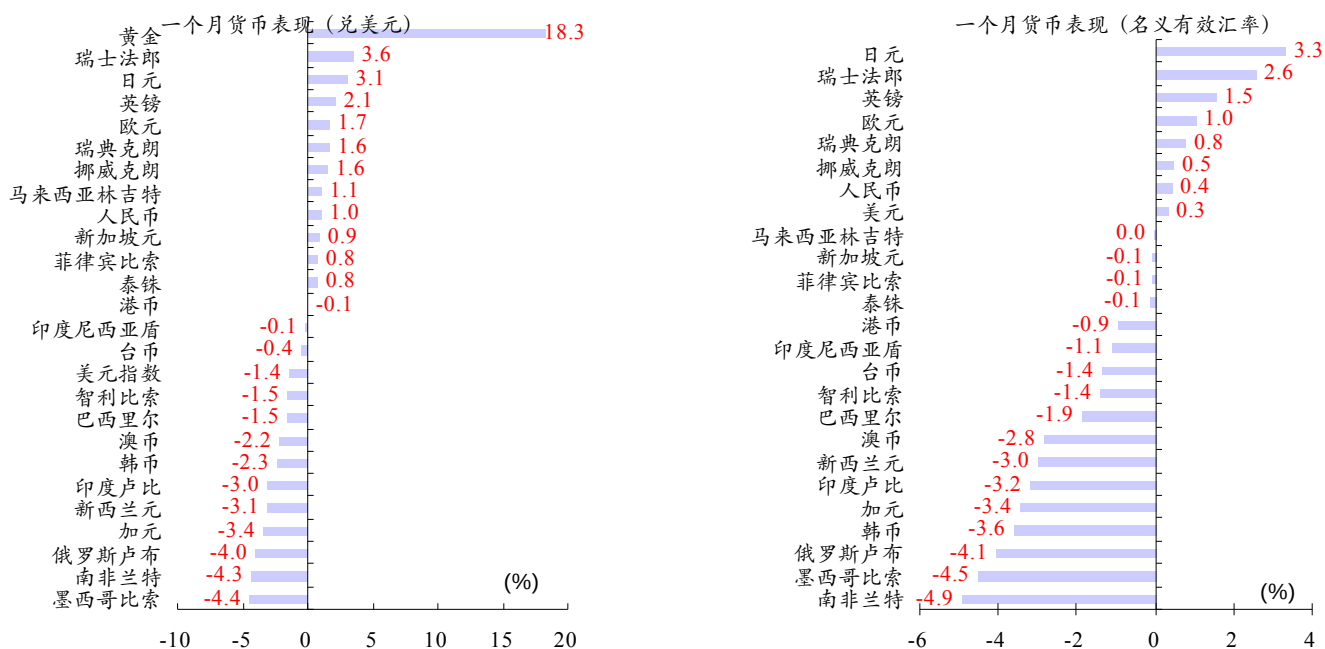
其它新兴市场货币：(1) 南非兰特贬值 4.3%。受到全球增长不确定性增加以及南非远差于预期的 5 月份零售销售环比、二季度失业率、6 月黄金和矿产生产同比、7 月 PMI 等数据影响，兰特走弱。(2) 墨西哥比索贬值 4.4%，美国经济数据和墨西哥本国差于预期的经济数据拖累墨西哥比索。最近发布的墨西哥失业率、贸易余额、工业生产等数据均低于预期。(3) 韩币对美元贬值 2.3%。受到市场避险情绪和全球不确定性增加以及令人失望的韩国 6 月份工业生产同比环比影响。

图表1：主要货币历史表现

汇率	今日汇率	上月汇率	对美元涨跌幅	
	8/22/2011	7/15/2011	1个月	YTD
欧元/美元	1.440	1.416	1.7%	7.6%
美元/日元	76.73	79.12	3.1%	5.8%
英镑/美元	1.649	1.614	2.2%	5.6%
美元/加币	0.988	0.954	-3.5%	1.0%
美元指数	74.02	75.13	-1.5%	-6.3%
美元名义有效汇率	80.18	79.92	0.3%	-3.5%
黄金	1885	1594	18.3%	32.6%
VIX指数	43.05	19.53	23.5	25.3

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表2：2011年7月15日~2011年8月22日汇率涨跌幅



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

美元、日元和瑞士法郎危机中的走势及前瞻

2008 年全球性金融危机以来，主要货币中升值幅度最大的是日元和瑞士法郎。日元和瑞士法郎（名义有效汇率）分别升值 38%、36%；相对美元分别升值 37%、33%；而美元名义有效汇率却略有贬值。

日常的报刊头条经常把日元和瑞士法郎的升值归因于它们是避险货币。虽然 2008 年以来，日元和瑞士法郎往往在市场有不确定性的时候升值，但是，这种从表面看似‘避险’的行为而简单地得出日元和瑞士法郎是避险货币、甚至是避险功能好于美元的避险货币的结论，对我们真正理解这两个货币的走势有误导作用。危机以来，它们（相对美元的）的升值由经济等更深一层的因素决定。

短期内，由于日元和瑞士法郎处于相当昂贵的水平，潜在的央行汇市干预行为给日元和瑞士法郎带来一定的贬值风险。如果没有有实效的外汇市场干预，美元的利率仍是决定日元走势的关键，由于市场之前可能低估了日本产业链断裂对美国经济的拖累作用，潜在的、短期内日本经济的良好前景可能给美国经济带来正面刺激，减小美国经济的不确定性，小幅提升美国中期国债利率，日元将小幅贬值。长期来看，日本经济中固有的结构性问题（人口老龄化，高债务问题）将会制约未来日本经济发展，潜在的、较大幅度的美国国债利率正常化将给日元带来长期贬值压力。

对于瑞士法郎而言，过度升值的瑞士法郎已经给经济带来了负面作用，瑞士国内私人消费和投资均明显下滑。作为一个出口导向的经济体，虽然目前瑞士出口仍然保持良好水平，但是瑞士的出口价格指数正在持续下降，出口商通过降价、减小利润以吸收瑞士法郎升值带来的负面影响。恶化的外部环境（例如欧元区经济增长将放缓）和高位的瑞士法郎可能损害瑞士法郎出口。瑞士法郎将在中长期贬值以反映瑞士经济的基本面。

一、分析美元、日元和瑞士法郎近年来的走势

美国次贷危机开始后，房价持续下跌、股市受挫、经济显著下滑并于 2007 年底进入衰退期，经济的恶劣表现和宽松货币政策低利率政策使美元承压。截至 2008 年 7 月，美元在次贷危机中大幅贬值约 9%，延续了 2002 年以来的贬值趋势。

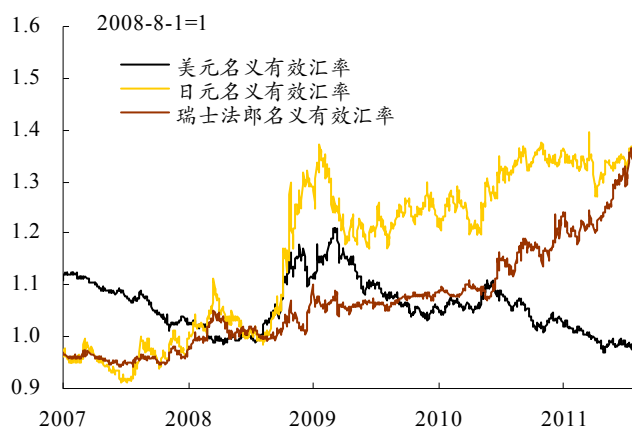
当美国次贷危机上升为全球性金融危机后，美元开始反弹，到 2009 年 3 月底，美元持续升值约 18%。美元在本国经济出现衰退情况下仍然大幅升值归因于其拥有最主要储备货币的地位。当全球经济存在极大的不确定性和风险偏好大为降低的时候，作为最主要储备货币的美元成了投资者心目中的最安全的、最受青睐的资产。除美元名义有效汇率以外，日元和瑞士法郎在同期也有大幅升值，日元的升值幅度甚至大于美元。值得关注的是：在 2009 年 3 月后，随着经济的复苏，美元重新贬值，但是日元和瑞士法郎却继续升值。（图表 4）。

在市场上充斥着大量不确定因素的情况下，日元和瑞士法郎（相对美元）的升值，是因为它们比美元更具有避险功能吗？

美元是最具避险功能的货币。作为主要避险货币，拥有该货币的国家应该具备领先的经济规模和政治军事实力、拥有规模大和流动性好的金融产品市场等条件。美元在全球性危机中的安全岛资产地位是最为显著。就国民生产总值规模而言，日本仅占美国的 36%，人口老龄化的问题使日本经济的长期前景不如美国乐观，瑞士的相对经济规模更小，仅为美国的 3.7%。以它们作为标的的外汇储备在世界外汇总储备中的微小份额（图表 6）也在某种程度上反映了它们远不及美元的避险功能。

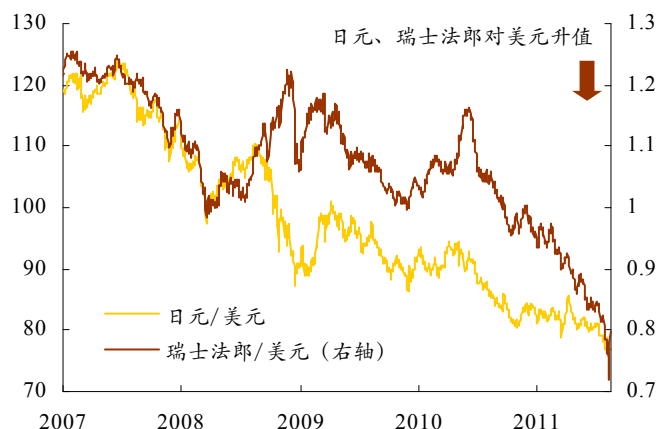
日元和瑞士法郎相对美元的升值主要由其它经济因素决定的。在 2008 年 7 月到 2009 年 3 月中，日元和瑞士法郎的升值主要由于利差交易平仓行为所造成的（图表 3）。在 2002 年到 2008 年间以日元和瑞士法郎作为融资货币的利差交易规模巨大，利差交易平仓带来了対日元和瑞士法郎的需求。另外，黄金价格在危机中持续趋势上涨，基于和黄金的紧密联系，瑞士法郎在危机以来持续升值。

图表 3： 美元、日元、瑞士法郎名义有效汇率走势



资料来源：Haver Analytics，中金公司研究部

图表 4： 日元、瑞士法郎对美元走势

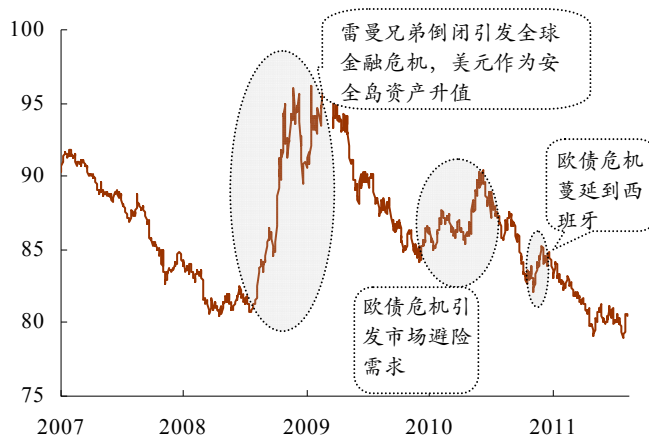


资料来源：Haver Analytics，中金公司研究部

二、美元走势受其主要储备货币地位的影响

虽然美国经济在 2009 年第三季度才走出收缩的状态，但美元自 2008 年 7 月起升值近 20%（图表 5），趋势升值一直持续到 2009 年 3 月份。这个阶段美元升值的背景是，美国次贷危机迅速地恶化为全球性的金融危机，市场避险情绪显著增加，美元作为最主要储备货币满足了投资者追求安全岛资产的需求。2009 年 3 月份后，随着美国第一轮量化宽松的实施、全球股市和大宗商品价格的复苏以及市场对全球经济复苏的预期，市场上的不确定性大大减小，市场对风险资产的偏好增强，美元贬值。2010 年上半年，欧债危机酝酿并爆发，欧元贬值，投资者对全球经济的不确定性重燃，美元的安全岛特性发挥，美元升值。之后由于美国自身经济复苏缓慢、债务问题等影响，美元走弱。2010 年底，对西班牙银行的担忧使得美元的避险作用又一次得以体现。

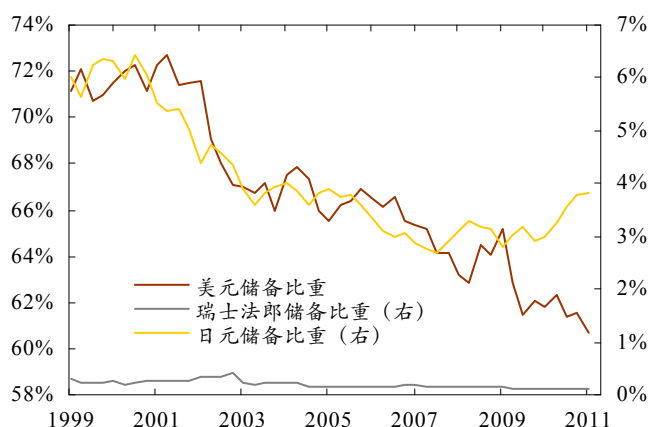
图 表 5：美元安全岛货币的特性在危机中时而体现



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

虽然美元储备在世界总外汇储备中的占比自 2001 年以来有所降低，但仍然位于高位，目前美元储备占比约为 61%。而日元外汇储备占比仅 3.7%，瑞士法郎外汇储备占比几近与零。

图 表 6：美元、瑞士法郎、日元在全球储备货币中的比重



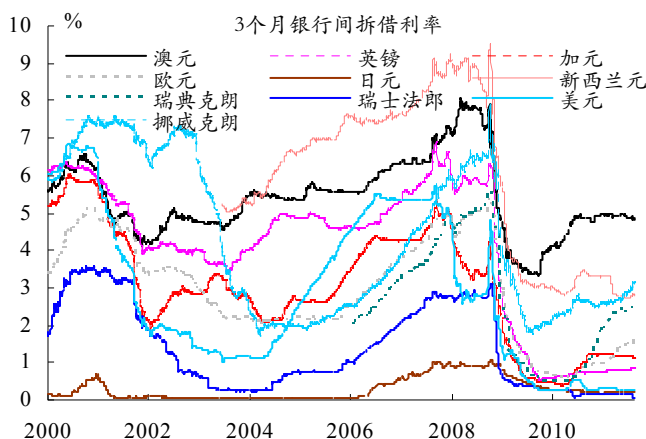
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

三、利差交易平仓行为是使日元和瑞士法郎在 2008 年 7 月到 2009 年 3 月间升值的主要因素。

危机前积累了大量以日元和瑞士法郎作为融资货币的利差交易

广义的利差交易是指借入利息较低的货币，把它们投资于高利率货币或是以高利率货币标的的股票和其它资产上。图表 7 显示，危机前的几年，就 G10 主要货币而言，日元和瑞士法郎的利率一直处于相对较低的水平。从利率水平来看，日元和瑞士法郎都是极佳的作为利差交易融资货币的对象。

图表 7: G10 国家 3 个月银行间拆借利率



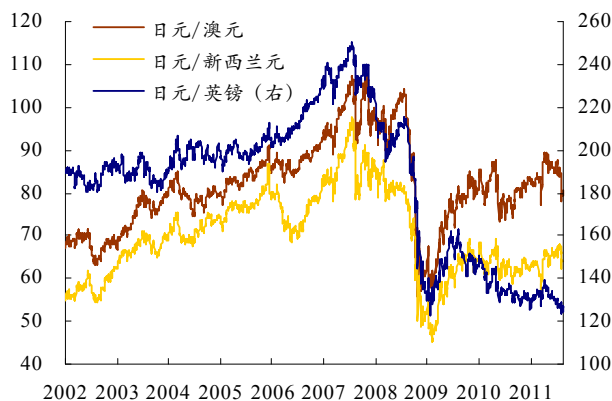
资料来源: Haver Analytics, 中金公司研究部

以日元作为融资货币的利差交易在 20 世纪 90 年代中期开始活跃起来。多方面的原因促使它的产生: 95 年左右日本开始通缩, 造成宽松货币政策下的低利率状况; 90 年代后期的经济衰退使日元之前的升值趋势被打破; 与之对照的是美国经济在 IT 科技的带动下高速增长。美元和日元之间较大的利率差、美元升值的大背景以及美国相对日本好得多的股市表现等因素, 使得美元和日元之间的利差交易在 90 年代中后期有很好的获利。

利差交易不仅仅存在于日元与美元之间。特别是 2002 年以来, 由于贸易和金融全球化, 世界经济发展格局进入了一个新的阶段, 采取了一种新的经济增长模式。新兴市场的经济得益于其廉价的劳动力、资源型国家的经济得益于其天然的资源, 发达国家得益于其充沛的资本。新兴经济体的快速增长和贸易盈余的扩大使得新兴国家货币整体升值。新兴国家对大宗商品新增的大量需求持续抬升了大宗商品价格, 利好资源型国家经济并提升这些国家的贸易条件等因素, 使资源型国家货币升值。这些新兴国家和资源型国家的利率处于较高的水平。日元与英镑、澳元、新西兰元、南非兰特、巴西雷亚尔等高利率货币之间都存在大量利差交易。通过对银行间资本流动和外汇市场货币头寸变化的分析, 国际清算银行证实日元和瑞士法郎与多个货币之间存在利差交易 (2007 年 3 月季报)。

在 2002 年到 2008 年这个阶段, 澳元、新西兰元和英镑的利率相对处于较高的水平 (图表 7), 在 G10 主要货币中, 它们是较好的投资对象。借入日元、买入澳元、新西兰或英镑的狭义利差交易在这个阶段获利巨大。商品货币较高的利率带来了一部分利润, 更多的利润来自主要投资货币, 澳元、新西兰元和英镑, 相对日元的大幅升值 (图表 8)。

图表 8: 澳元、新西兰元和英镑对日元走势



资料来源: Haver Analytics, 中金公司研究部

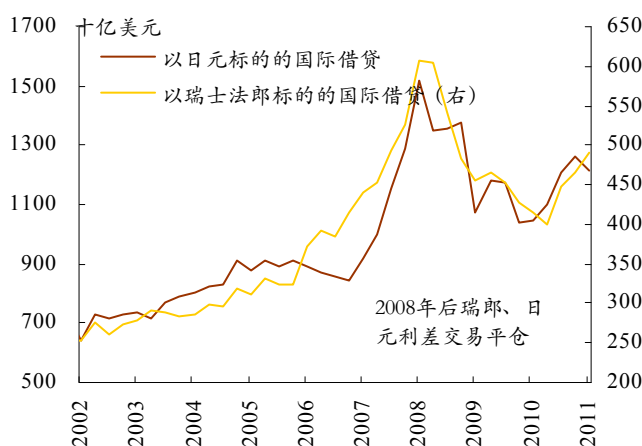
利差交易的规模及其对汇率的潜在影响

利差套利交易的行为本身反过来对汇率可能产生影响。不论是投资于投资货币还是投资于以投资货币标的的资产，当投资者将借入的融资货币兑换成投资货币时，会产生对投资货币相对融资货币升值的压力。反之，如果利差交易平仓发生，融资货币将受到升值压力。

利差交易及其平仓行为是否会对汇率产生实质性的影响和一定时间内利差交易的规模有很大的关系。准确衡量利差交易的规模十分困难，我们通过分析国际清算银行提供的银行国际债务和资产、芝加哥期货交易所提供的货币期货头寸等不同侧面了解近几年利差交易的活跃程度。

国际清算银行（BIS）数据（图表9）显示，日元和瑞士法郎国际借贷在2002年至2008年间显著增加。日元和瑞士法郎借贷净增加量分高达8778亿、3550亿美元（我们认为这一数据能够在一定程度上反映利差交易的巨大规模，虽然不能得出利差交易的实际规模）。当2008年中出现全球性经济不确定性时，各国纷纷实行宽松的货币政策，下调利率，导致日本与其它国家利率差逐渐减小；再加上风险资产（例如，股市）纷纷暴跌，众多风险货币相对美元贬值，市场的风险偏好急剧下降，作为风险交易本身的利差交易于是大量平仓。BIS数据显示，自2008年中，这两种货币的国际借贷分别减小3072亿、1176亿美元。因为需要将以前借入的日元和瑞士法郎归还回去，大量的平仓行为在市场上产生了对融资货币日元和瑞士法郎的需求，导致日元和瑞士法郎大幅升值。

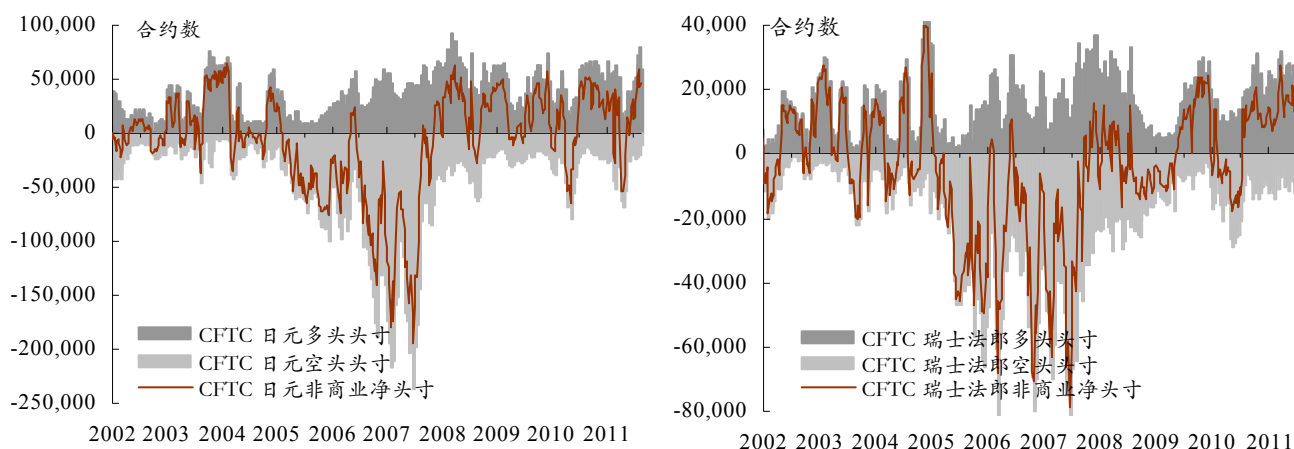
图表9：以日元和瑞士法郎标的的国际借贷



资料来源：Haver Analytics，中金公司研究部

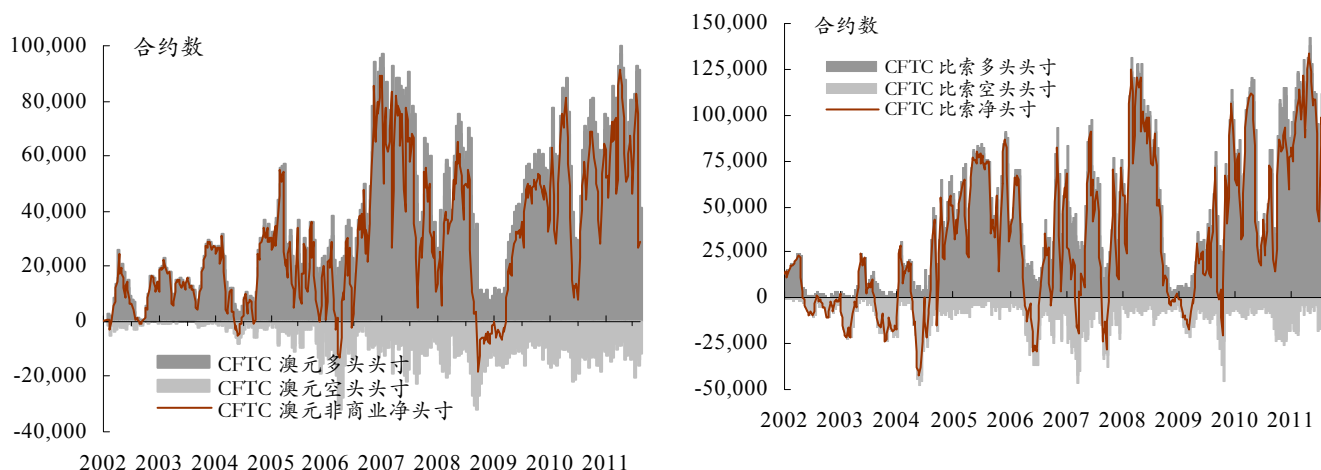
美国芝加哥期货交易所提供的货币非商业期货头寸反映了外汇衍生品市场上卖空日元、卖空瑞士法郎的利差交易十分活跃的现象。2008年之前的几年，以日元和瑞士法郎作为融资货币、并投资新兴国家或能源型国家货币的利差交易拥有巨大规模。2002至2007年间，日元和瑞士法郎（对美元）非商业期货净空头头寸大幅增加（图表10）、澳元和巴西比索（对美元）非商业期货净多头头寸大幅增加（图表11）。澳元和巴西比索非商业期货净多头头寸在2008年中的急剧减小反应了利差交易受金融危机影响而平仓的情况。卖出日元买入澳元的利差交易可能通过两个单独的交易来实现，卖出日元买入美元和买入澳元卖出美元。

图表 10: CFTC 货币期货头寸：融资货币日元和瑞士法郎（对美元）期货非商业头寸



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 11: CFTC 货币期货头寸：投资货币澳元和巴西比索（对美元）期货非商业头寸



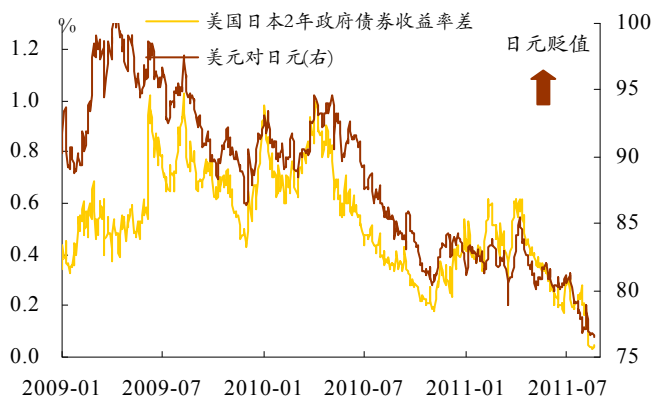
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

四、利率差是影响日元在 2009 年 3 月之后走势的主要因素之一。

2008 年 7 月到 2009 年 3 月间，在市场上极端的避险情绪下，出现了美元升值和美国国债利率下降的情况。之后避险情绪虽然存在但程度较轻，美元的避险功能减弱，但美国国债利率进一步下降。由于日本利率一直处于低位，美元与日元之间的利率差由美元利率主导。进一步降低的美元利率意味着美元价值的降低，日元相对美元升值。

尽管 G7 国家曾在 2011 年 3 月对日元进行联合汇率干预、最近对日元进行单边干预，但日元升值的趋势仍未改变，仍然有美国中期国债利率主导。

图表 12：利率差与日元走势



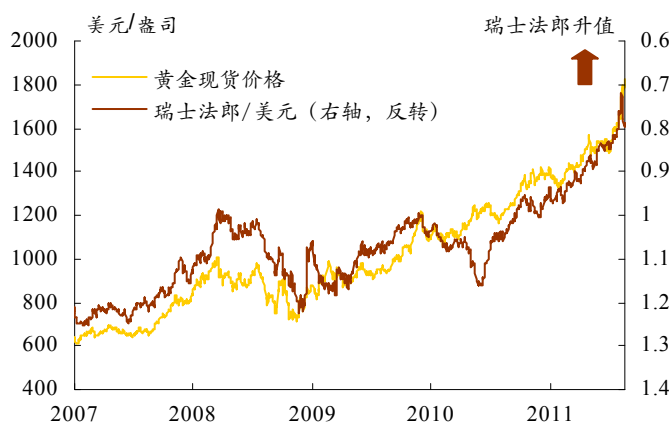
资料来源：Haver Analytics，中金公司研究部

五、黄金价格的持续攀升是瑞士法郎自危机以来持续升值的动力。

瑞士法郎和黄金之间有明显的正相关性（图表 13）。有人可能会说瑞士法郎与黄金的正相关性正说明了瑞郎和黄金一样具备较美元更好的避险功能。我们并不认同这种观点。举例来说，2010 年上半年，在欧元区债务危机的酝酿和爆发期间，美元升值，但瑞士法郎相对美元贬值，尽管同期黄金价格持续升值；在 2008 年 7 月全球危机爆发后，瑞士法郎相对美元是贬值的，体现了美元显著的安全岛货币功能和瑞士法郎的一般货币属性。

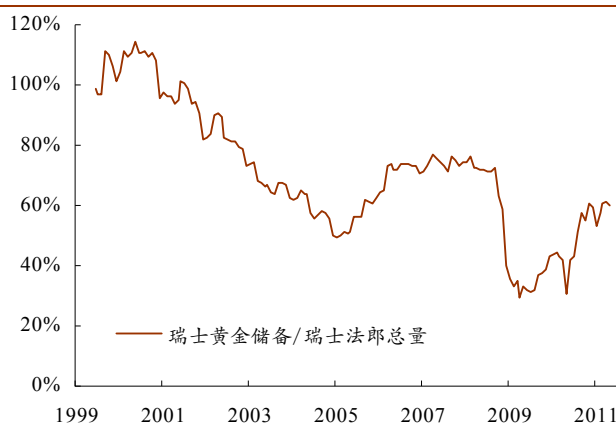
过去几年，瑞士法郎和黄金之间的正相关性是由于市场极度关切瑞士黄金储备和瑞士法郎总量的比例决定的（图表 14）。虽然这一比例由 99 年的 110% 下降到危机前 2006 年的 35%，由于危机中黄金价格的上升，目前这个比例上升到当前 60% 的高位，市场对这个数值的解释是每一元瑞士法郎中，约有 60% 的价值被黄金支持。

图表 13：瑞士法郎与黄金价格走势



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 14：瑞士法郎含金量



资料来源：Haver Analytics，中金公司研究部

六、日元走势前瞻。

当前日元位于历史高位，1 美元可兑换 76.8 日元。极低的美国国债利率将日元推到了这个水平。另外，昂贵的日元在很大程度上反映了市场对短期内日本经济良好表现的预期。

短期内，影响日元走势的几个主要更关键因素

市场情绪的变化是否改变投资者对美国国债的偏好，如何影响美国中期利率；日本经济短期内是否还会有超出当前预期的表现；会不会有更有力的、多国合作的、使日元贬值的汇市干预发生。

- ▶ 美元中期国债利率：基于疲弱的经济复苏状况及预期，美联储在 8 月份的议息会议纪要指出政策利率在未来两年内可能保持在 0~0.25% 的水平。由于市场对美国国债的偏好，将美国 2 年期中期国债利率压低到 0.19%，这个水平远低于过去 10 年里的 2.4% 的均值，也显著低于年初的 0.8%。如果市场风险情绪有缓和，该利率的提升将对日元带来贬值压力。美国和日本中期国债利率差在过去的几年里和日元走势密切相关。
- ▶ 日本经济相对预期：3 月份地震以来，虽然日本经济受到打击，但程度轻于之前的市场估计。2 季度 GDP（初步统计）年化季环比增长为 -1.2%，好于预期的 -2.4%，私人消费以及政府支出是导致经济增长好于预期的主要因素；日本 6 月份经常账户余额为 9228 亿日元，远高于 5 月份的数值，贸易余额在 6 月份重新恢复成为盈余。
- ▶ 接下来，由于供应链正常化、灾后重建和经济刺激政策等因素，日本经济增长将处于较高水平。市场对日本经济今年第 3、4 季度环比年化增长的预测分别为 4.86%、4.4%。今年 8 月 IMF 也上调了日本 2011、2012 年经济增长。

美元的利率差仍是关键，由于市场之前可能低估了日本产业链断裂对美国经济的拖累作用，可能部分帮助解释 1、2 季度美国经济显著低于预期。最近，美国 3、4 季度的经济预期也遭到大幅下调。日本经济潜在的良好复苏可能给美国经济带来正面刺激，减小美国经济的不确定性，小幅提升美国中期国债利率，但是，考虑到短期内较好的经济增长对日元起到支撑，总体来说，短期内，日元将小幅贬值。

图表 15：日本与瑞士经济增长预测

实际 GDP 增长	Q1 11	Q2 11	Q3 11	Q4 11	Q1 12	Q2 12	Q3 12
日本*	-3.6	-1.3	4.86	4.4	3.3	2.46	--
瑞士**	2.5	2.55	2.25	1.9	1.75	--	--

注：*年化季环比增长、**瑞士为年同比增长；表中粗体字为实际值、其它为市场预测中值。

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

► 日本有潜在汇市干预的可能，但产生使日元持续贬值效果要求汇市干预有更大的力度。

对于日元的过度升值，日本近几年在外汇市场上通过买卖货币直接进行了多次干预。既有日本单边，也有多国联合干预行为。总的来说，日本央行干预的效果并不理想，例如，2003年至2004年间日本政府进行了大规模单边干预，投放35万亿日元，而同期日元对美元不但未贬值，反而升值了14%。最近8月4日单边干预，日本央行动用了4.5万亿日元，仍然没有对日元产生持续的贬值效果。

相对单方面的汇市干预，多国联合的干预行为理论上更有可能取得可持续的效果。今年3月份的多国联合进行了旨在使日元贬值的干预行为，日元有显著贬值，但不到一个月又回到汇率干预前的水平。

日本财务大臣野田佳彦8月14日表示，日本政府已准备好“在必要的时候”再次对外汇市场进行干预。此外日本财务大臣还表示日本有可能通过除市场干预以外的“其他方式”使日元贬值，但其并未就此做过多解释。由于日本直接外汇干预对日元贬值效果不明显这一点与瑞士情况相似，市场普遍猜测日本的所谓的可能采取的“其他方式”可能也与瑞士与某种货币挂钩等方式相似。

日元在长期将贬值到85的水平

当前世界经济还没有走到一个危机后稳定的轨道上来。还未消除的欧元区银行债务风险、美国的债务问题等时而使得市场对经济产生很大的不确定性。欧元区的银行债务风险甚至引发人们推测欧元区有解体的可能。种种类似的担忧和推测增加了对未来经济做出判断的难度。我们认为，较大概率事件是：欧元区在未来几年不会解体，欧元区的银行和债务问题将得到控制和改善；美国债务将回到一个较为合理的水平；主要发达国家经济将回到一个较为稳定的轨道上。在这样的背景下，市场上的不确定性将降低，经济基本面方面的因素将对汇率其主导作用。

日元有结构性贬值压力。危机后，日元的价值将更多由经济基本面来决定。日本央行将在中长期持续宽松的货币政策，在8月份的央行议息会议中，日本央行决定进一步放宽货币政策，将资产购买以及有担保市场操作的资金规模从40万亿提高至50万亿日元。潜在的日本投资者重新在海外寻找投资机会。极低的利率和日元升值空间有限情况下的利差套利交易潜在兴起等因素使得日元有贬值压力。此外日本经济中固有的结构性问题(人口老龄化，日本老龄化、低储蓄、创新能力下降与低劳动生产率等)以及日本高债务问题将会制约未来日本经济发展从而给日元带来贬值压力。

八、瑞士法郎走势前瞻。

自2008年7月全球性危机以来，瑞士法郎相对美元升值约33%，相对欧元升值43%，当前瑞郎的价值远高于其实体经济基本面所隐含的价值。处于高位的瑞士法郎给瑞士经济和价格稳定带来了负面作用。7月份瑞士的价格指数环比收缩-0.8%，同比增长仅0.5%。

当前昂贵的瑞士法郎并不被其经济基本面所支持

受出口拉动的瑞士经济增长或将受到欧元区经济增长放缓与之前瑞郎走强的影响而进一步放缓。

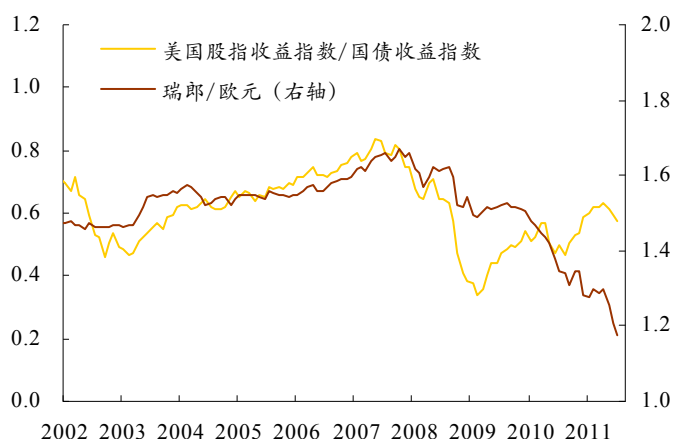
瑞士一季度GDP增长率为2.4%，低于此前市场预期的3%，环比增幅也有所放缓，瑞士国内私人消费和投资均明显下滑。作为一个出口导向的经济体，瑞士法郎升值以及外部环境的恶化有可能损害瑞士法郎出口。虽然瑞士出口仍然保持良好水平，但是瑞士的出口价格指数正在持续下降，出口商通过降价、减小利润以吸收瑞士法郎升值带来的负面影响。中长期瑞士经济增长可能放缓。

我们用美国S&P 500总收益指数与美国Ryan Labs国债指数总收益的比值来衡量风险较大的资产相对于风险较小资产的收益状况。(图表16)由于瑞士法郎跟黄金的紧密关系，我们认为欧元相对瑞郎的风险大。历史上看2002年至2007年，美国S&P 500收益指数与美国Ryan Labs国债指数比值增大，反映市场上风险高的资产回报更好，同期欧元相对瑞士法郎

升值。但是这种一致性在 2009 年初后被打破，美国股指收益指数较 2009 年初相对国债收益指数有更大的改善，表明市场风险偏好增强，但是，瑞士法郎却自 2007 年底以来持续相对欧元走强，出现了背离。市场过度关注的瑞士法郎的黄金属性，事实上，从欧元区黄金储备总价值与欧元区流通中的总货币价值比值来看，每一流通中的欧元对应约 77% 的欧元区的黄金储备。长期来看，瑞士法郎将相对欧元贬值，向股市相对债市收益回归。

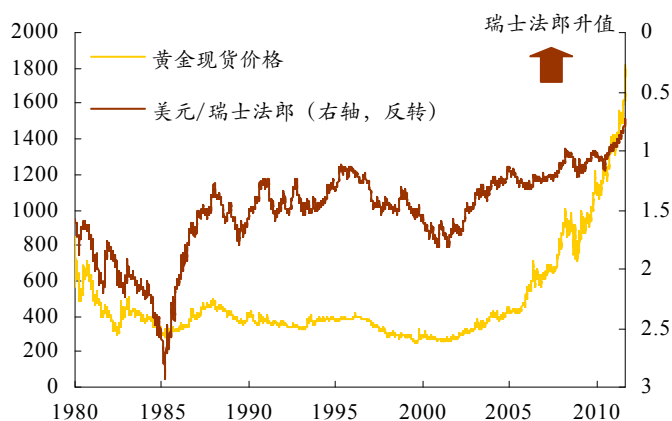
事实上回顾更为长时段的历史，我们发现瑞士法郎和黄金曲线的拟合度在过去的 3、4 年里尤为紧密，显示了投资者过度关注了之前提到的每一个瑞士法郎中的名义黄金价值（图表 17）。当市场更为理性，重新关注昂贵的汇率给经济带来拖累时，瑞郎在中长期将贬值。

图表 16：市场风险偏好与瑞士法郎对欧元走势



资料来源：Haver Analytics，中金公司研究部

图表 17：黄金价格与瑞士法郎对美元走势



资料来源：Haver Analytics，中金公司研究部

关于对瑞士法郎进行汇市干预的讨论

如同日本央行，瑞士央行近年来的干预汇市行为总的来说成功率极低，最近 8 月 10 日的干预行为，到目前为止，使瑞士法郎对美元贬值了约 9%。

2008 年危机以来，瑞士法郎的持续升值给瑞士经济造成了压力。为抑制该趋势的延续，瑞士央行进行了多次外汇市场干预。最近 8 月份的干预手段主要有提高储备中活期存款量、进行货币掉期、缩小 3 个月银行同业拆息率等手段，旨在增加货币市场瑞郎的流动性。例

如，8 月 10 日瑞士央行将储备中活期存款量从 800 亿瑞郎提高到 1200 亿瑞郎，之后的一个星期，瑞士法郎对美元贬值约 9.4%。8 月 17 日将。但 8 月 17 日瑞士央行宣布进一步提高到 2000 亿瑞士法郎后，瑞士法郎未为进一步走弱。

除瑞士央行提高储备中活期存款量的政策外，市场对瑞士央行可能采取的其它措施干预汇市手段的预期也给瑞士法郎在 8 月 10~16 日其间带来贬值压力。市场的种种猜测包括：瑞郎与欧元挂钩；对非居民瑞士存款施加惩罚性利率或征税等。

目前瑞士央行已采取降低利率与扩大瑞士银行流动性以抑制瑞士法郎升值，瑞士央行副行长 Jordan 表示，央行仍有多种政策选择以遏制瑞郎升值，其中瑞士法郎暂时与欧元挂钩也在政策选择范围内。可以说，瑞士法郎暂时与欧元挂钩是瑞士央行可选择政策中较为强硬的措施，但该措施有较大风险甚至有可能使得瑞士丧失货币的独立性。首先，如果瑞士法郎与欧元挂钩，瑞士央行需要积累外汇储备，通过在外汇市场上买卖瑞士法郎与欧元以维持两者的汇率水平，这与外汇干预一样，可能会造成资产负债表损失。其次，如果与欧元挂钩，瑞士央行就丧失了其货币政策的独立性。但是 Jordan 表示，暂时的挂钩是可以容忍的只要能够在长期可以维持瑞士价格的稳定性。

此外，市场还认为，瑞士可能像 1970 年一样对非居民瑞士存款施加惩罚性利率或税收，因为这不仅可以抑制资金流入瑞士还可以迫使部分资金流出。但是也有人认为瑞士央行应该不会再采取类似 20 世纪 70 年代的措施。主要原因有两点：首先，尽管瑞士央行进行了多次通过采取资本管制措施以抑制瑞士法郎的升值，但收效甚微，在 1982 年基本取消了所有的外汇管制措施。其次，在全球化的背景下，实施外汇管制可能会影响到瑞士本国的经济发展。

由于瑞士央行 2009 至 2010 年的外汇干预极不成功，既未遏制瑞郎的升值还使得外汇储备积累速度过快，造成了极大的干预成本，该期间的外汇干预使瑞士央行资产负债表损失 210 亿瑞士法郎，引发国内很多批评。

瑞士法郎升值主要是受到外部需求影响，基于这类状况下，干预汇市可能产生极大的成本负担，以及瑞士央行的历史经验，瑞士央行近期使用卖出瑞士法郎买入其他货币的直接外汇市场干预的可能性不大。

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/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

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

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