

汇率争端应有回旋余地

(2010年10月18日)

要点:

- 由于劳动力市场疲软和物价低迷,美联储可能会采取新一轮“量化宽松”政策,这将导致美元的持续下跌和全球流动性泛滥,中美汇率之争升级。
- 欧元区8月份出现贸易逆差,加之人民币兑欧元贬值,欧元区同样有要求人民币升值的动机。日本批评韩国和中国的汇率政策,使汇率争端继续扩大化。
- 9月初以来人民币升值速度加快,引发了热钱流入、顺差减少以及资产价格攀升等一系列问题。央行和外汇局采取一系列措施收紧流动性,各部门和地方出台房地产调控细则抑制房市泡沫。
- 全球汇率争端仍有比较大的回旋余地,应不至于爆发汇率战。短期内人民币升值幅度将会加大,同时辅以其他政策的协调配合,以达到调结构和防通胀的目的。

• 宏观经济研究团队

胡新智 付兵涛
范俊林 王静文
李新祯 李莉
金惠卿 伍桂

• 联系方式

010-85107803
macroabc@163.com

• 近期研究

9月CPI或略高于上月(宏观经济周评, 20101011)

应完善人民币汇率形成机制的技术细节(宏观经济周评, 20100927)

短期内加息概率较低(宏观经济周评, 20100920)

声明:

本报告中的数据和信息均来自于公开资料,但不保证这些数据和信息的准确性与完整性。本报告不代表研究人员所在单位的观点和意见,不构成对读者的任何投资建议。本报告的版权为中国农业银行战略管理部所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

汇率争端应有回旋余地

美元的持续贬值使全球金融市场上的货币之锚出现动荡，各国货币升值幅度不一，汇率争端由此成为近期国际经济中的焦点。从上周的情况来看，这一争端还在继续升温，而人民币汇率更是成为众矢之的。

从美国的情况来看，通货紧缩并未好转，劳动力市场表现疲弱，美联储暗示将会进一步扩大量化宽松政策。上周公布的9月份进口价格指数环比下降0.3%，同比上升3.5%；PPI环比上升0.4%，但核心PPI仅环比上升0.1%；CPI环比上升0.1%，核心CPI与上月持平。需要强调的是，核心CPI同比升幅已经连续5个月维持在1.0%这一40多年来的低位，而美联储的政策目标是将其保持在1.5%-2.0%的区间。物价的持续低迷使美联储酝酿进一步出台量化宽松政策。上周二公布的美联储9月21日会议纪要以及上周五伯南克在波士顿联储分行的讲话，都为此做了充分铺垫。

上周劳动力市场数据仍然暗淡。截至10月9日当周首次申请失业救济的人数增加了13000人，远远超出经济学家们预计的增加1000人；四周移动平均值增加2250人，达到了459000人。失业人数的增加也影响到消费者信心。密歇根大学10月份消费者信心指数初值比9

月份下跌了 0.3 个百分点。好消息是美国的零售额继续增加，9 月份环比增长了 0.6%，已经连续三个月保持上升。8 月份的商业库存同样环比上升了 0.6%，库存销售比为 1.27，高于 7 月份的 1.26。

此外，美国 8 月份的贸易赤字达到了 463.5 亿美元，比上个月环比上升 8.8%，对主要贸易伙伴如墨西哥、加拿大和日本都出现了逆差增加，但更突出的是，对中国的贸易赤字扩大至 280.4 亿美元，从中国进口增加至 352.9 亿美元，这两项数据均创历史最高水平，预计将会为中美之间的汇率之争火上浇油。

从欧元区的情况来看，9 月份 CPI 环比上升 0.2%，与 8 月份升幅一致，同比上升 1.8%，高于上个月的 1.6%，但距离 2.0% 的警戒线还有一定空间。8 月份的工业产值环比增长 1.0%，同比增长 7.9%，均超出经济学家的预期，显示工业部门继续在第三季度推动经济复苏。但是，欧元区 8 月份出现了 43 亿欧元的贸易逆差（7 月份为顺差 62 亿欧元），对中国的逆差也有所扩大。自“二次汇改”以来，人民币对美元升值的同时对欧元和英镑贬值，欧洲对人民币汇率同样心存不满。欧洲央行管理委员会成员、德国央行行长韦伯于上周二表示，中国涉嫌操纵汇率。继而，德国经济部长吕德勒也发出人民币汇率政策可能引发贸易战的警告。

从亚太地区的情况来看，上周韩国维持汇率不变，而新加坡选择了紧缩性政策。韩国受泡菜危机等因素影响，CPI 上升至 3.6% 这一 18 个月以来的高点，但韩国出于避免汇率升值的考虑，继续将利率维持在 2.25%，力图为 11 月中旬的 G20 峰会营造一个稳定的氛围。新加坡

金管局 14 日决定，提高新加坡元汇率政策区间斜率，区间中点水平不变，并扩大汇率政策区间。作为一个小型开放经济体，新加坡在不可能三角中放弃了独立的货币政策，因此只能通过汇率升值来遏制通胀。

作为世界上贸易顺差最为集中的地区，汇率是东亚各经济体最为看重的经济指标，因此不可能在当前的汇率争端中置身事外。日本由于 9 月 15 日独自干预汇率市场而授人以柄，此前没有响应美欧一起对人民币汇率施压。但 14 日，日本首相菅直人打破沉默，呼吁“韩国和中国在汇率方面采取负责任的行动”，并希望促成汇率问题在 G20 峰会上的讨论。由此，汇率争端继续扩大。

可以看出，人民币目前面临着巨大的外部升值压力。自 9 月初以来，人民币兑美元升值速度明显加快。当月对美元汇率中间价升值幅度为 1.63%，截至上周五，自汇改以来升值幅度达到了 2.67%。众所周知，中国对人民币汇率采取的是“主动、渐进、可控”的三原则，这种升值方式将不可避免的导致热钱流入，推高国内的资产价格，而且，在当前各国都处于艰难复苏的背景下，也会使出口企业面临着巨大压力。这些情况，在上周中国公布的 9 月份货币信贷、进出口以及房地产市场数据上均有所反映。

首先看货币信贷情况。9 月末，中国 M2 同比增长 19.0%，增幅比上月和上年末分别低 0.2 和 8.7 个百分点（如果考虑到 9 月份翘尾因素比 8 月份高 1.5 个百分点，则 M2 增速并未下降）；M1 同比增长 20.9%，增幅比上月和上年末分别低 1.0 和 11.5 个百分点；M0 同比增长 13.8%。

当然，市场最为关注的两点，一是9月份新增人民币贷款5955亿元，前三季度的新增贷款总额达到了6.3万亿元，占全年预计目标7.5万亿的84%，超过了3:3:2:2的投放节奏。据媒体报道，上周一央行提高六家商业银行的存款准备金率50个基点，市场起初将其解释为对违规放贷的惩罚，但我们认为主要是出于应对热钱流入和回收流动性的考虑，在随后的《中国银行家调查报告2010》发布会上，这一点也得到了多家银行高管的确认。二是9月份外汇储备净增1004.65亿美元，三季度累增1940亿美元，单季增量创有史以来最高。按照“外汇占款-贸易差额-FDI”口径计算的9月份热钱流入约为1703亿元人民币，远超上个月的553亿元。外管局认为这种计算方法存在很大问题，但不可否认的是，热钱确实开始再度流入。12日，外汇管理部门宣布，将继续保持对“热钱”流动的高压打击态势，有针对性的堵塞监管漏洞，充分发挥跨部门的监管合力，严厉打击各类违法违规外汇交易活动，切实维护好涉外经济可持续发展的外汇政策环境。

其次看9月份的进出口情况。海关统计显示，9月份我国进出口值2731亿美元，增长24.7%。其中出口1449.9亿美元，增长25.1%；进口1281.1亿美元，增长24.1%；当月贸易顺差168.8亿美元。环比来看，9月份外贸进出口值环比增长5.6%，进口环比增长7.4%，均创历史新高，而出口环比仅增长4.1%，致使9月份当月顺差环比减少了15.7%，降低至近5个月的最低点。

贸易顺差的减少是多方面因素综合作用的结果，但人民币在9月份的快速升值应该也有不小影响。在上一轮人民币升值过程中，由于

各国经济都出于上行周期，我国出口并未减少。但当前各国处于危机后的恢复阶段，消费疲弱，这时候的升值必然会使我国出口企业雪上加霜。上周五第 108 届秋交会已经开幕，可以通过这一风向标关注第四季度的出口景气情况。

最后看房地产市场的运行情况。国家统计局 15 日发布的《前三季度全国房地产市场运行情况》显示，9 月份，全国 70 个大中城市房屋销售价格同比上涨 9.1%，涨幅比 8 月份缩小 0.2 个百分点；但环比出现了 0.5% 的上涨。

9 月份是房地产的销售旺季，但在国家调控政策并未放松的情况下，房市不合时宜的回暖招致了更为严厉的调控措施。十一之前几大部委已经对房地产调控进行加码，从上周的情况来看，住房和城乡建设部、国土部、监察部三部委进一步明确了对地方政府的问责条款。各地方政府也纷纷推出限购令，目前已经有 11 个城市限制居民家庭新购买商品房的套数。房地产市场事关民生，而且在热钱再度流入的情况下，调控的必要性进一步增加。

实际上，后危机时代，汇率的决定因素由避险动机转向经济基本面，美国经济复苏前景不明朗，且面临着高额的财政赤字和贸易赤字，加之美联储极有可能继续采取量化宽松政策，美元贬值的压力将会加大，这样的话，人民币仍然会渐进升值。此外，短期内还有几个重要事件会对人民币升值形成压力。一是美国财政部半年一度的汇率政策报告。原定 10 月 15 日公布的报告再度推迟，美国希望人民币“能以

渐进但显著的步伐升值”（盖特纳语）。上半年的报告推迟了将近三个月才发布，成功迫使中国宣布二次汇改，这次美国显然还想如法炮制；二是美国11月初的中期选举，众所周知，这是促使人民币升值的最重要的政治因素；三是11月11-12日的G20峰会，作为危机之后促进世界经济复苏的最重要的平台，汇率问题必然会成为会议的焦点话题之一。据此估计，预计年内人民币兑美元的升值幅度很可能突破3%，此后，人民币汇率弹性将会显著增强。

尽管当前汇率之争非常嘈杂，甚至有“货币战”或“汇率战”的提法，但我们认为，目前仍有非常大的回旋余地，主要国家之间应该能够通过协调和妥协，使这一争端得到较为圆满的解决。毕竟，与二战前混乱的国际政治经济秩序相比，现在各国之间的磋商与交流机制非常健全，G20峰会应该能够发挥一定的作用。而且，全球化时代藉由资本自由流动和生产分散化已经形成了你中有我、我中有你的局面，汇率战或贸易战一旦开打，没有人能够从中得利。

对中国而言，将会选择通过一定幅度的升值，来平息各方的怨气。而实际上，我国也有主动升值的动机，不论是调结构还是防通胀，都需要人民币升值的配合。但在升值的过程中，我们必须做好相关政策的协调配合，包括增加汇率的弹性、防范资产价格泡沫、扩内需和调结构等等。在更大的背景下，它们应是十二五规划中的题中之义。

附 1：宏观经济主要数据概览

		09-9	09-10	09-11	09-12	10-1	10-2	10-3	10-4	10-5	10-6	10-7	10-8	10-09
国内生产总值 自年初累计														
GDP	人民币, 十亿	23114			34051			8162			17284			
	同比增长, %	8.1			9.1			11.9			11.1			
工业生产 当月														
增加值	同比增长, %	13.9	16.1	19.2	18.5		12.80	18.1	17.8	16.5	13.7	13.4	13.9	
其中: 轻工业	同比增长, %	11.8	11.3	12.6	12.1		7.50	13.4	14.1	13.6	12.0	13.5	13.1	
重工业	同比增长, %	14.8	18.1	22.2	21.4		15.20	20.0	19.4	17.8	14.5	13.3	14.2	
消费 当月														
消费品零售	人民币, 十亿	1091	1171	1133	1261	1271	1233	1132	1151	1245.5	1233	1225.3	1257	
	同比增长, %	15.5	16.2	15.8	17.5	14.1	22.10	18.0	18.5	18.7	18.3	17.9	18.4	
其中: 城市	人民币, 十亿	714.5	796.8	760.6	854.6									
固定资产投资 自年初累计														
城镇固定资产投资	人民币, 十亿	13317	13317	16863	19413		1301	2979	4674.3	6735.8	9804.7	11986.6	14099.0	
	同比增长, %	33.3	33.1	32.1	30.5		26.6	26.4	26.1	25.9	25.5	24.9	24.8	
房地产投资	人民币, 十亿	2505	2843.9	3127.0	3623.1		314.3	659.4	993.2	1391.7	1974.7	2386.5	2835.5	
	同比增长, %	17.7	18.9	17.8	16.1		31.1	35.1	36.2	38.2	38.1	37.2	36.7	
外商直接投资 自年初累计														
实际利用金额	美元, 十亿	63.7	70.87	77.89	90.03	8.13	14.02	23.44	30.80	38.90	51.40	58.35	65.96	74.34
	同比增长, %	-14.26	-12.60	-9.86	-2.60	7.79	4.86	7.65	11.28	14.31	19.60	20.65	18.06	16.6
外贸 当月														
出口	美元, 十亿	115.9	110.8	113.6	130.7	109.4	94.5	112.1	119.9	131.8	137.3	145.5	139.3	144.9
	同比增长, %	-15.2	-13.8	-1.2	17.7	21	45.70	24.3	30.5	48.5	43.9	38.1	34.4	25.1
进口	美元, 十亿	103	86.8	94.56	112.2	95.3	86.9	119.3	118.2	112.2	117.3	116.8	119.3	128.1
	同比增长, %	-3.5	-6.4	26.7	55.9	85.5	44.70	66.0	49.7	48.3	34.1	22.7	35.2	24.1
贸易差额	美元, 十亿	12.7	23.79	18.09	18.43	14.1	7.6	-7.2	1.7	19.6	26.0	28.7	20.0	16.9
通货膨胀 当月														
居民消费价格指数同比, %		-0.8	-0.5	0.6	1.9	1.5	2.70	2.4	2.8	3.1	2.9	3.3	3.5	
商品零售价格指数同比, %		-1.5	-1.3	0	1.4	1.8	2.50	2.3	2.8	3.1	2.7	2.8	3.0	
工业品出厂价格指数同比, %		-7.0	-5.8	-2.1	1.7	4.3	5.39	5.9	6.8	7.1	6.4	4.8	4.3	
货币														
M0	人民币, 十亿	3678	3570	3630	3824	4080	4290	3908	3970	3870	3890	3950	3992	4186
	同比增长, %	15.96	14.09	14.99	11.77	-0.79	21.98	15.81	15.76	15.20	15.65	15.50	16.00	13.78
M1	人民币, 十亿	20172	20750	21250	22000	22960	22430	22939	23390	23650	24058	24070	24434	24380
	同比增长, %	29.51	32.03	34.63	32.35	38.96	34.99	29.94	31.25	29.90	24.56	22.90	21.90	20.87
M2	人民币, 十亿	58541	58643	59460	60622	62510	63600	65001	65660	66340	67391	67410	68751	69638
	同比增长, %	29.31	29.42	29.74	27.68	25.98	25.52	22.50	21.48	21.0	18.46	17.60	19.20	18.93
金融机构存款	人民币, 十亿	58399	58688	59272	59774	61290	62250	63815	64990	66070	67410	67570	68650	70093
	同比增长, %	28.35	28.05	28.19	28.21	27.26	24.97	22.1	21.95	21.0	19.0	18.5	19.6	20.0
金融机构贷款	人民币, 十亿	39041	39294	39588	39968	41370	42070	42578	43350	43990	44605	45140	45682	46275
	同比增长, %	34.16	34.19	33.79	31.74	29.31	27.23	21.8	21.95	21.50	18.20	18.40	18.60	18.50
贷款利率	一年期, %	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31
存款利率	一年期, %	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25
汇率(期末)	人民币/美元	6.829	6.828	6.827	6.828	6.827	6.827	6.826	6.826	6.828	6.791	6.775	6.811	6.701

数据来源: Wind 资讯、Bloomberg、农业银行战略管理部

附2：金融市场主要数据概览

指数名称	收盘	涨跌幅(%)				
		最近一周	最近两周	最近一月	2010年至今	2009年至今
主要股指						
上证指数	2971.2	8.5	14.6	10.2	-8.4	63.2
深成指	12765.5	7.2	13.9	8.9	-5.7	96.8
道琼斯工业平均指数	11062.8	0.5	1.9	6.5	4.5	22.4
标准普尔500指数	1176.2	0.9	2.4	7.0	3.8	26.2
FT100	5703.4	0.8	1.9	5.0	3.7	25.0
东京日经225指数	9523.4	-0.7	0.5	5.5	-10.6	7.5
香港恒生指数	23757.6	3.5	7.4	12.7	8.9	57.9
利率						
3个月LIBOR	0.2891	0.0	-0.1	-1.2	13.6	-79.5
3个月SHIBOR	2.6506	1.3	3.0	4.5	44.7	51.9
汇率						
美元/人民币	6.6450	-0.4	-0.7	-2.2	-2.7	-2.8
欧元/人民币	9.2466	-0.4	3.2	7.0	-5.4	-4.3
美元指数	77.14	-0.1	-2.8	-6.6	-0.5	-5.4
欧元/美元	1.39	-0.2	3.1	9.4	-2.9	-0.2
国际原油						
伦敦期货	82.16	-2.2	4.2	5.1	2.5	75.1
纽约期货	80.97	-2.0	5.9	6.0	-0.7	74.7
有色金属						
铜	8400.00	1.1	5.7	9.4	12.0	160.0
铝	2377.00	-1.8	2.5	10.0	4.9	51.4
农产品						
小麦	704.50	-2.1	4.5	-3.1	26.3	15.3
玉米	563.00	6.6	13.6	13.7	34.5	36.6
大豆	1185.00	4.4	7.1	13.7	12.9	22.2
秦皇岛动力煤						
山西优煤	720.0	0.7	0.7	0.7	-8.3	22.0
山西大混	620.0	0.0	0.0	0.8	-8.8	26.5
焦煤	1350.0	0.0	0.0	0.0	0.0	12.5
黄金						
黄金	1359.9	1.0	4.9	8.4	23.9	54.0
钢铁						
钢铁	4219.0	0.6	-0.9	-4.4	10.4	12.6
波罗的海干散货指数						
波罗的海干散货指数	2762.0	2.4	13.0	-7.2	-12.0	257.3

注：本数据报告日期为2010年10月15日，其中LIBOR以美元计价，SHIBOR以人民币计价。美元指数为纽约期货交易所DXY美元即期收盘价；原油价格单位为美元/桶；黄金为国际黄金现货价格，单位为美元/盎司；钢为螺纹钢（25毫米）各城市平均价，山西优煤及山西大混为平仓价格，元/吨；焦煤为山西太原焦煤价格，单位为元/吨；铜、铝为伦敦金属交易所LME3个月期货价格，美元/吨；小麦、玉米、大豆为芝加哥商品交易所期货价格，单位为美分/蒲式耳。

数据来源：Wind资讯、Bloomberg、农业银行战略管理部

本报告中的数据和信息均来自于公开资料，但不保证这些数据和信息的准确性与完整性。本报告不代表研究人员所在单位的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告的版权为中国农业银行战略管理部所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。