

2011 年 6 月 3 日

美元汇率如何影响国内投资？

——汇率对国内投资的影响分析

相关研究

《对外策略，对内策划——关于申万策略体系和分工的重新阐述》—2011 年 5 月 12 日

《把握行业季节性，判断市场风格转换》—2011 年 5 月 6 日

《策略如何看工程机械——打造工程机械的“驱动力”和“信号验证”机制》—2011 年 2 月 25 日

《策略如何看交通运输——打造交通运输的“驱动力”和“信号验证”机制》—2011 年 1 月 28 日

证券分析师

刘莹 A0230511040077
liuying@swsresearch.com

研究支持

左俊义
zuojy@swsresearch.com

联系人

张潇潇
(8621)23297818x7387
zhangxx@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号
电话：(8621)23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

主要内容：

- 本篇报告围绕两个汇率相关的问题进行分析：美元汇率的判断逻辑、美元汇率变动对国内投资机会的梳理。
- 美元汇率的长周期研究有 3 点结论：美元汇率的周期和美国以及全球经济周期（经济、价格及政策）的波动不完全一致；避险功能是美国国内投资者长期国际化投资形成的金融资产高度分散化的结果，因此债务、增长和储备货币地位变化都不能影响其避险需求；我们建立了判断成长性美元的前瞻指标框架。避险无法推升美元趋势性上涨。
- 把握美元的短期波动的关键有 2 点：准确把握汇率交易的主题；准确判断汇率基本面的变动方向。
- 通过影响国内通胀、资金供给和增长局面，美元汇率对国内债券市场投资形成影响。了解美元涨跌的逻辑和长期趋势是把握债券投资机会的关键。
- 汇率对股票市场的影响并不直接也不稳定。人民币汇率政策通过影响国内货币政策、贸易增长、行业发展，才是直接与股市相关的基本面因素。
- 下半年成长性是美国汇率上涨的关键动力。主要判断变量有 2：美国经济重新提速增长、新兴市场的投资风险变化。
- 美元进入上涨长周期依然是大概率事件。

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报告提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

目 录

1. 美元为什么涨涨跌跌？	3
1.1 如何理解美元的避险功能？	4
1.2 如何理解美元的成长功能？	9
1.3 怎么判断短期内美元的波动？	11
2. 美元涨跌对国内投资带来什么投资机会？	12
2.1 美元是否对国内债市有前瞻意义？	13
2.2 美元汇率升值并不一定意味着跨国资金回流美国	15
2.3 从经济政策角度梳理美元对人民币汇率的影响逻辑	16
2.4 美元汇率对股市的影响既不稳定也不直接	19
2.5 误解产生的原因	20
2.6 准确的关键是认识的深化：理解中长期趋势的原因，明白短期交易 的动机.....	20
3. 7 月是决定年内美元走势的关键观察窗口	21
3.1 下半年看涨的关键是成长性而非避险	21
3.2 上涨长周期的概率比较大	22

图表目录

图 1:1970 年以来美元指数的涨跌周期	3
图 2:美元指数、日元和瑞士法郎汇率与标普 500 指数的历史相关性	4
图 3:美元指数与标普 500 指数的历史变化	5
图 4:各国债务占比GDP (%)	6
图 5:避险币种的贸易数据	6
图 6:各国外汇储备规模 (万亿美元)	7
图 7:各国国债规模	7
图 8:各国金融产业规模(万亿美元)	8
图 9:各国金融产业规模(万亿美元)	8
图 10:美元两次成长性升值时代各国CPI增长 (%)	9
图 11: 美元两次成长性升值时代各国实际经济增长 (%)	9
图 12:美国私人投资周期	10
图 13:美元政治周期	10
图 14:美元指数的预测效果	12
图 15:国内目前各种主要金融工具规模	12
图 16:美元指数与中国国内PPI、CPI和通胀预期	13
图 17:美元汇率与中国热钱的变化	14
图 18:美元指数与中国国债收益率的变化	14
图 19:美元指数与人民币即期汇率的变化	15
图 20:抽样数据显示 2011 年 1 季度跨国资金净流入美国	15
图 21:2010 年 2H美国股牛债熊	16
图 22:经济转轨期 (1978-1993) 人民币汇率 (兑美元)	19
表 1:1970 年以来美元汇率涨跌周期总结	4

国内外资本市场的联动似乎越来越明显。08年美元因为雷曼事件引发大幅升值后，国内投资者对于美元汇率此后的起起落落十分关注。本篇报告是策略思考系列报告的第十九篇。本篇报告着力分析美元汇率对国内投资的影响。

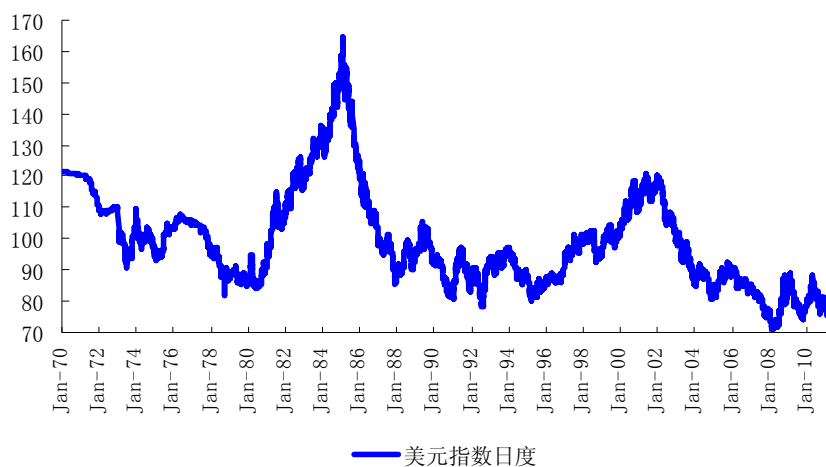
美元汇率如何影响国内投资？两个难题需要重点分析：一是美元本身的涨跌逻辑；二是美元涨跌对于国内投资的影响路径。在这两个问题上，国内市场的思考存在诸多误区：对美元长中短期涨跌的曲解和误判直接影响投资环境的理解；对美元如何影响国内投资缺乏深入全面的思考直接影响投资机会的把握。

因此，本篇报告就从这两个方面进行分析和梳理。

1. 美元为什么涨涨跌跌？

美元的涨跌预测似乎永远无法准确，几乎成为国内投资的外生变量。看着日均交易量迅速增加的汇率市场，汇率交易创造的收益对资金的吸引力超过了债市、股市。这似乎说明汇率市场不仅有利可图，而且有迹可寻。

图 1: 1970 年以来美元指数涨跌周期



资料来源：BLOOMBERG；申万研究

谈美元的涨跌和谈任何投资一样，期限是非常关键的概念。我认为，以日度美国时间收盘价为标准，按照时间期限划分美元指数的变动有助于投资机会的把握：长期趋势（5-7 年，与 1970 年后实体经济周期的长度基本相似）分为 6 段；各长周期中的中期趋势（1 年以上的单边行情）方向变化频率高；而季度的涨跌转换在进入 1990 年代之后明显加速。请注意：美元汇率的周期和美国以及全球经济周期（经济、价格及政策）的波动不完全一致，相关性也并不稳定。

表 1: 1970 年以来美元汇率涨跌周期总结

年代	汇率特征	关键原因
1970s、1987-1995、 2002-2007	弱势美元	美国经济增长相对低迷；海外市场的预期收益率高；美国汇率政策导向倾向于弱势美元
1980年代初、1990年代末	强势美元	美国经济强于日本和欧洲；美元与股票市场同向上涨
1991、2008	美元避险导致升值	第一次海湾战争；雷曼破产导致的金融恐慌；资金大规模流向美国国债市场

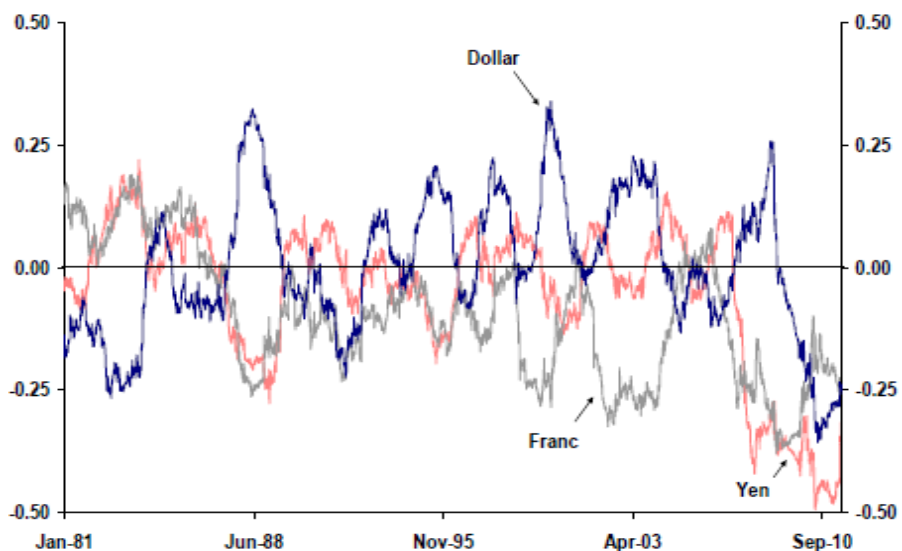
资料来源：BLOOMBERG；申万研究

1.1 如何理解美元的避险功能？

我先来谈谈美元长期趋势的变化逻辑。被国内外市场广泛接受的“微笑曲线”理论说：美元在美国经济增长的相对优势非常明确和市场避险情绪十分严重的情景下会出现趋势性的上涨。此外时间里，以美元指数为标准的美元汇率持续下跌。这个理论需要仔细看看。¹

在 1970 年以来的大部分时间里（除 1980S、1990S），微笑曲线的避险现象比较显著。从稳定性的角度看，日元和瑞士法郎的避险功能更加明确。

图 2: 美元指数、日元和瑞士法郎汇率与标普 500 指数的历史相关性



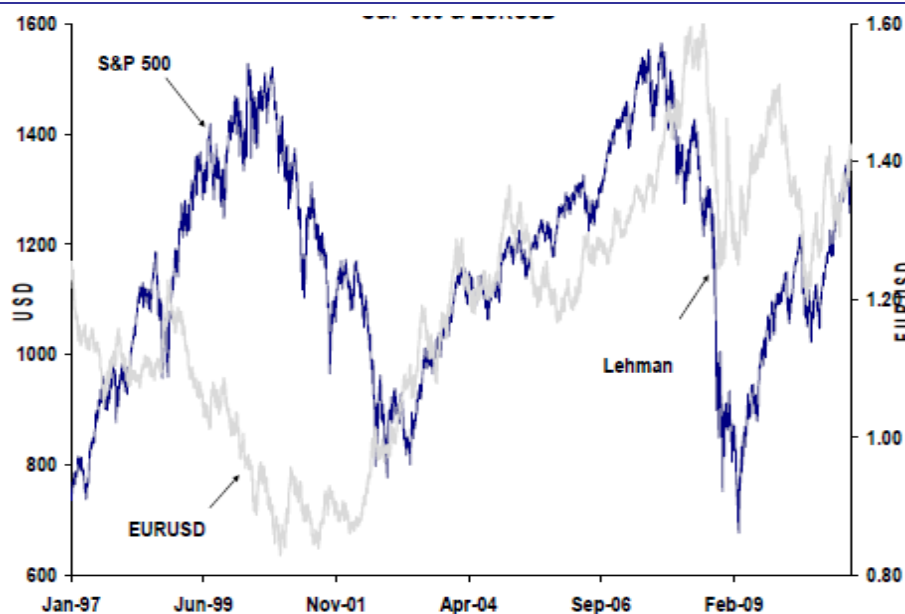
资料来源：BLOOMBERG；申万研究；按贸易加权汇率计算

我认为，市场对于美元避险功能的理解有误。传统的观念认为，避险的本质是投资者追求资本的安全性。理论上讲，一国货币可以作为安全型品种的

¹ 参考《MEGA TREND》Mansoor Mohi-uddin

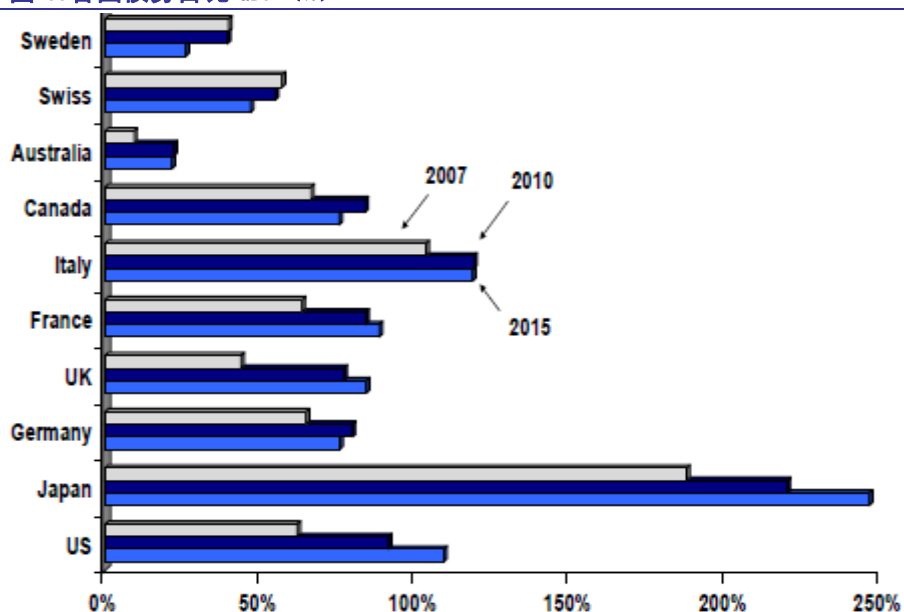
理由主要来自 4 个方面：本币计价的债券市场流动性高、公共财政的健康状况做保障、贸易顺差趋势做基础和大规模的外汇储备做后盾。美元、日元和瑞士法郎是目前国际汇率市场上安全型货币的主要代表币种。但仔细比较 3 种常用安全型货币，显示并不能证明传统理论。首先，瑞士法郎不具备高流动性。危机期间，投资者更加关心资本的安全性（THE RETURN OF CAPITAL）而非资本的收益性（THE RETURN ON CAPITAL），因此对资产流动性的要求明显增加。美国和日本债券的流动性非常高，而瑞士债券则不占优势。其次，财政状况上，三者都不具备明显的优势。相反，美国、日本的国债负担比全球居前。再次，贸易顺差的基础也不靠谱。相反，长期处于贸易顺差的国家，如加拿大、中国等，其币种长期被市场视为风险资产。最后，外汇储备方面，美元完全不具备优势，500 亿美元的等值储备量相比其债务和金融规模而言实在不值一提；而日元和瑞士法郎尽管挤身全球前列，但优势和其他风险币种而言并不具备明显优势。

图 3: 美元指数与标普 500 指数的历史变化



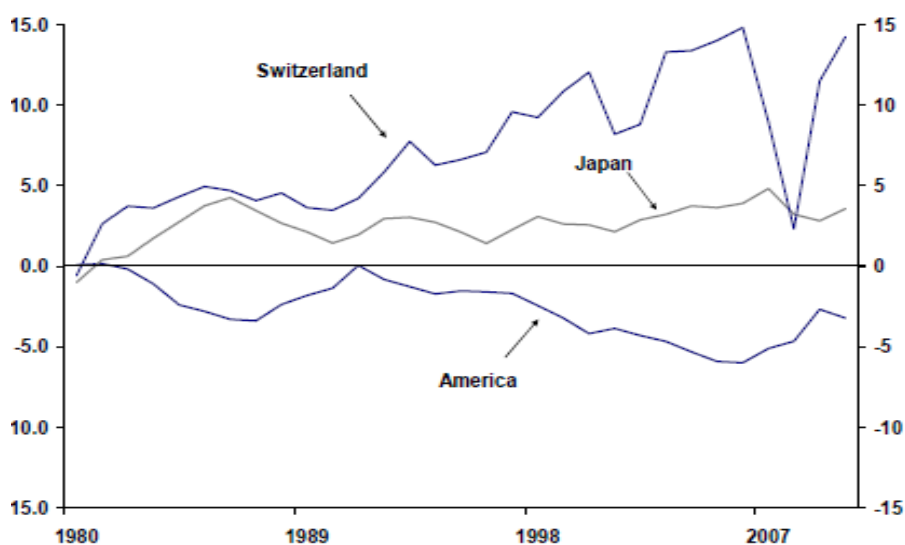
资料来源：BLOOMBERG；申万研究

图 4: 各国债务占比 GDP (%)



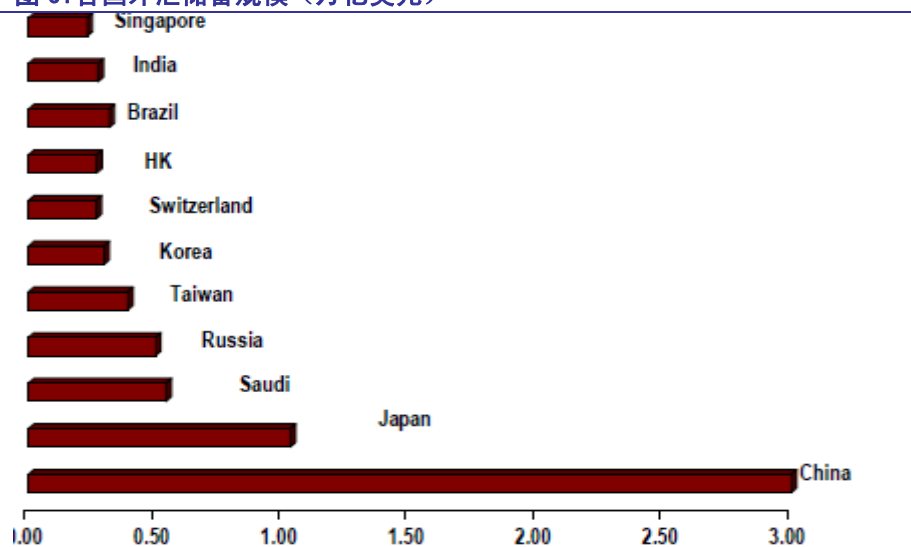
资料来源: BLOOMBERG; 申万研究

图 5: 避险币种的贸易数据



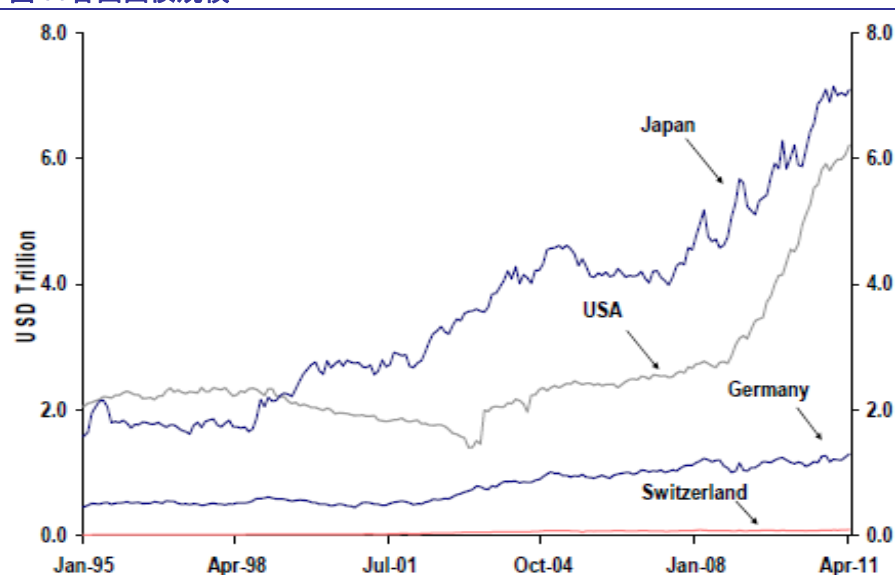
资料来源: BLOOMBERG; 申万研究

图 6: 各国外汇储备规模 (万亿美元)



资料来源: BLOOMBERG; 申万研究

图 7: 各国国债规模



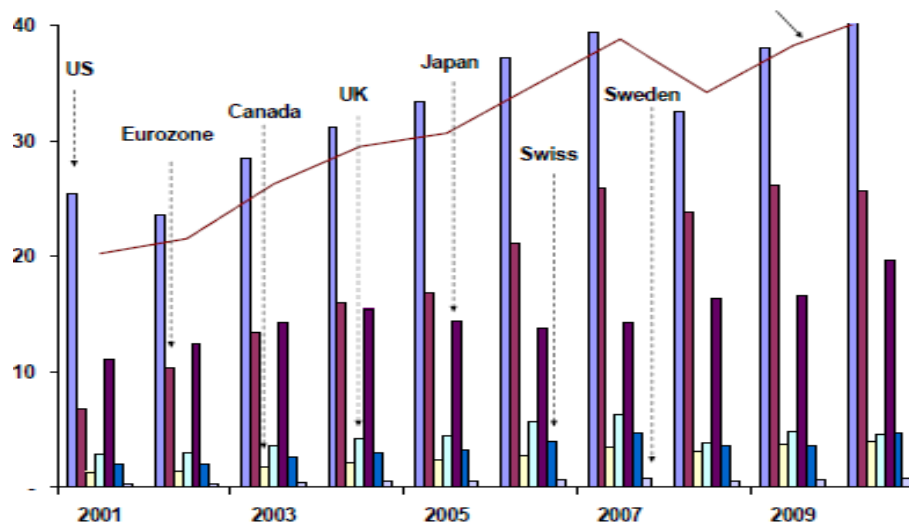
资料来源: BLOOMBERG; 申万研究

那么究竟是什么原因使这 3 种基本面完全不同的货币持续成为稳定的避险货币呢? “金融资产国际化”使这 3 种货币的总体流动性高、隐含的分散化投资的概念,提升其安全性。人们经常把美元的避险功能很大程度上归功于其世界储备货币的地位。但这是误导:欧元自成立以来在储备货币上一直抢占美元的地位,并且近年来一直有上升趋势,但实际上并不具备避险货币的地位。什么原因?欧元代表的地区本身持有的外汇不够分散——欧元本身相对封闭,不具备资产国际化的安全性。为什么这 3 种货币能够成为投资国际化的安全货币?我觉得这和历史背景的关系密切。瑞士是著名的政治中立国,国内经济体量小、产业发展空间非常有限,金融行业发展历史悠久,国

内投资者一直有投资国外的习惯。而日本和美国则在近年来保持国内低利率、其国内投资者的投资视野国际化，导致积累了大量外国资产。

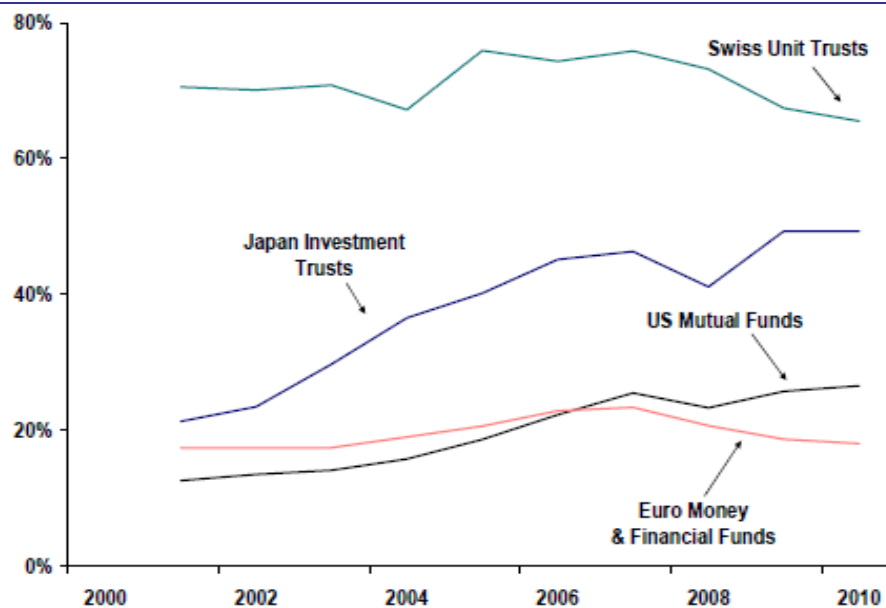
因此，美元的避险功能不会因为美国经济增长幅度回落、贸易赤字趋势延续、国债规模不断上升或者是储备货币地位受到挑战。只要欧元、人民币等大币种维持相对封闭的投资选择，在未来相当长的时间里，美元还将是稳定的避险货币。

图 8: 各国金融产业规模(万亿美元)



资料来源: BLOOMBERG; 申万研究

图 9: 各国金融产业规模(万亿美元)



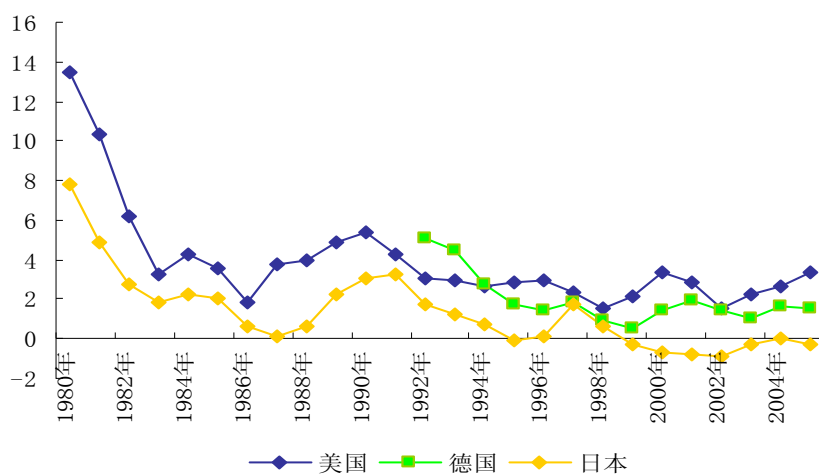
资料来源: BLOOMBERG; 申万研究

1.2 如何理解美元的成长功能？

美元的成长价值存在较大的争议。美元究竟是否具备成长性？美元在全球经济持续向好的大部分时间里保持趋势性下跌是否真是因为美国国内经济增长长期处于相对弱势呢？

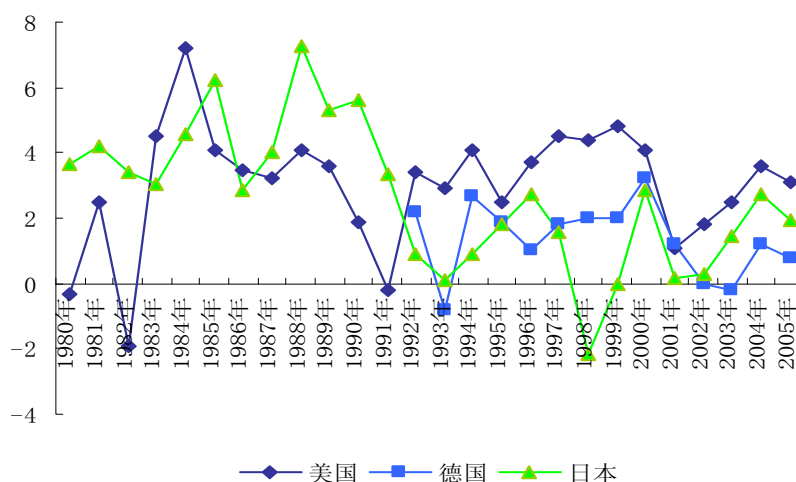
很难明确究竟什么叫美国经济处于相对弱势。如果对比相对经济增长、贸易状况、通胀水平，似乎很难确定什么叫成熟经济体的成长性优势。如果无法量化成长性，那么成长性的美元升值似乎就无法把握。

图 10: 美元两次成长性升值时代各国 CPI 增长 (%)



资料来源: BLOOMBERG; 申万研究

图 11: 美元两次成长性升值时代各国实际经济增长 (%)

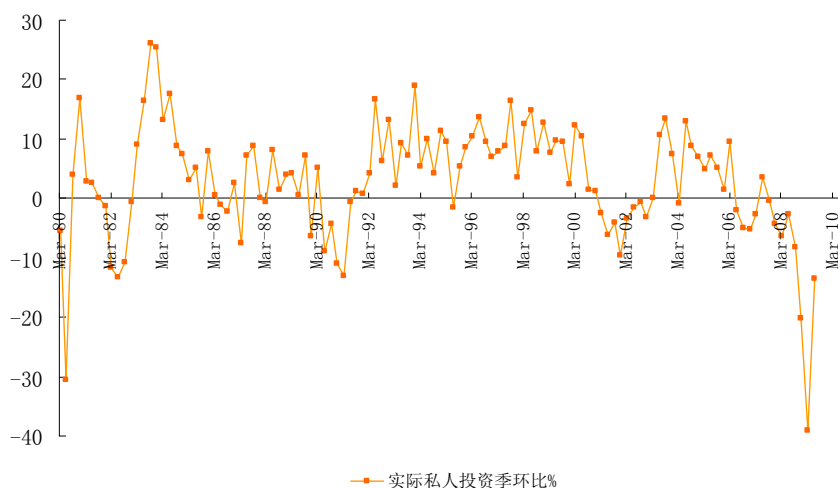


资料来源: BLOOMBERG; 申万研究

我觉得,关注2次美元成长周期中的各关键变量动态变化有助于量化美国成长性的判断。

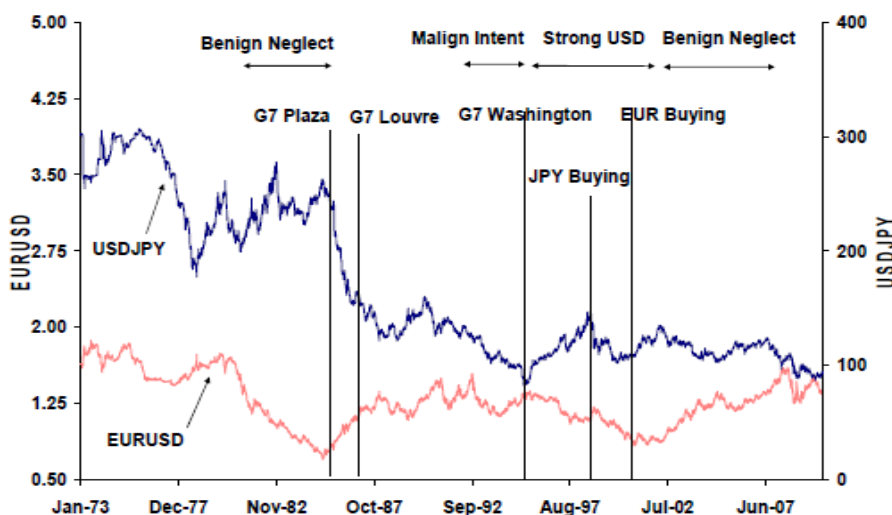
第一,政策十分重要。这里的政策分为政策对美元的意图——政治美元和经济周期中政策的抗(顺)调节——政策美元。80年初美元升值的基础并非美国经济增长出现明确的行业机会(所谓新的经济增长点),经济的调整主要体现在经济增长结构以及政策基调的调整:减税紧银根、鼓励投资、鼓励科技网络等当年的新兴产业、加大国防开支、鼓励购买住宅等等。

图 12:美国私人投资周期



资料来源: BLOOMBERG; 申万研究

图 13: 美元政治周期



资料来源: BLOOMBERG; 申万研究

第二，市场确认经济出现新的动力十分重要。1990 年的时候，美国经历了 10 年的经济迅猛发展，这是美国历史上经济持续增长最长的一个时期。始于 80 年美国推动的 IT 硅谷改革成型，有力促进了美国经济发展和生产力。美国的增长相对优势突出、通胀也处于货币政策和市场能够容忍的良性增长阶段里。

所以，判断未来美元可能出现上升长周期是可以建立一个前瞻的指标框架的。第一，新的经济增长点在初期固然难以把握，但往往会体现在投资的持续快速增长。在现实消费需求并无异常波动，而资本支出持续快速增长往往是新行业初生时期的早期现象。第二，新的经济增长点往往萌生在旧有增长动力的衰竭阶段，政策积极推动为行业提供供给面的推动十分重要。观察政策对某些行业的持续倾斜是观察点之二。第三，金融资本对于产业的发展十分敏感。天使投资、股权投资以及一二级市场的融资针对行业成长的各阶段有极强的关注度。从各种渠道了解金融资本对新兴行业的持续热情，也许是另一个判断的角度。第四，新兴行业初生稚嫩，往往需要政策提供稳定和良好宏观环境。政策面积极调整，解决前个周期的失衡环境（如高通胀、如资金缺乏等）也为新行业的发展壮大提供充分条件。第六，在 3 权分离的制度环境里，行政往往由放纵赤字经营、终以贬值本币了结的政策倾向。如果立法有政治动机抗衡，对汇率往往有向上的支撑力量。两党分别执掌行政、立法的政治格局是最有可能产生政治支撑的局面。

1.3 怎么判断短期内美元的波动？

接着来讲讲美元短期涨跌的原因。过去的 2 年多时间里，我一直对美元指数做独立的月度预测。观测的频率是日度盘面。如果以准确度来衡量预测效果的话，过去的 2 年对美元汇率的判断还是有效果的。

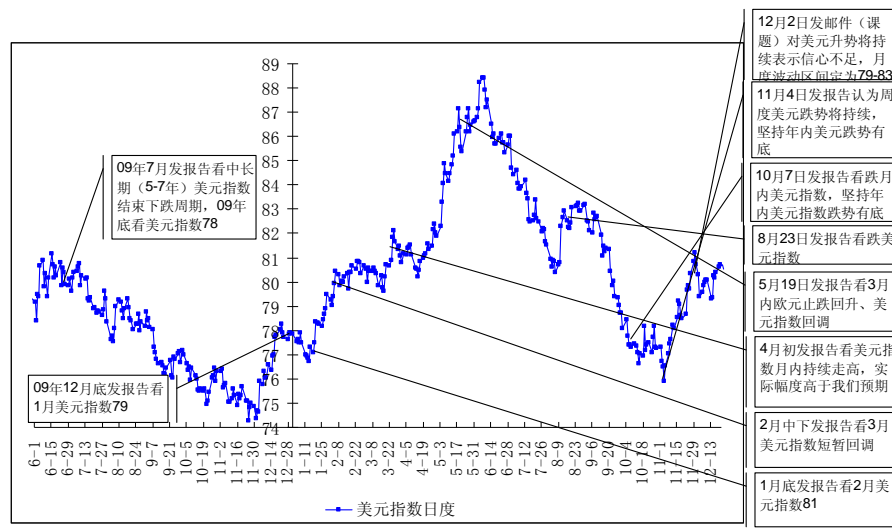
如果运用理论上比较成熟的平价模型来预测美元汇率的短期走势，我发现效果并不明显。传统的宏观变量似乎可以部分解释趋势，但在把握时间上非常无力。

我觉得，把握短期汇率市场的核心是准确掌握交易主题及其变化时机。短期汇率市场和股票市场一致的地方在于讲究交易情绪和心理：“风不动、幡不动，仁者心动”准确描述了高频交易市场的投资风格。²举个例子来说明：09 年年中的大部分时间里，美国经济增长幅度不错，美元汇率却一直回落。09 年 12 月中旬开始，全球没有发生避险事件，美国经济也没有明显加速，美元汇率却在半个月的时间里快速上升。经济数据对市场的刺激往往取决于当时市场的交易核心矛盾。当时汇率市场的热点是美国就业市场——3 季度里无就业复苏是市场习惯的交易环境。而 12 月公布的就业数据大幅超预期上升，

²两者差异在于交易标的：国际汇率市场能够持续自由交易的货币对品种较少，而股票市场中的上市公司众多。能够影响汇率市场的关键变量多是宏观层面的消息：各国经济增长的相对强弱、各国货币政策的相对宽紧、各国通胀风险的高低以及其他事件性冲击。

扭转了市场此前的交易心态，造成价格上的变动。这样的例子在此后的短期波段的把握中十分有效。当然，对交易波段的准确把握只完成了预测的前半。如何预期后续事件的发展方向则取决于对核心矛盾未来发展的准确把握——对基本面的理解和判断功力在这里起到了作用。

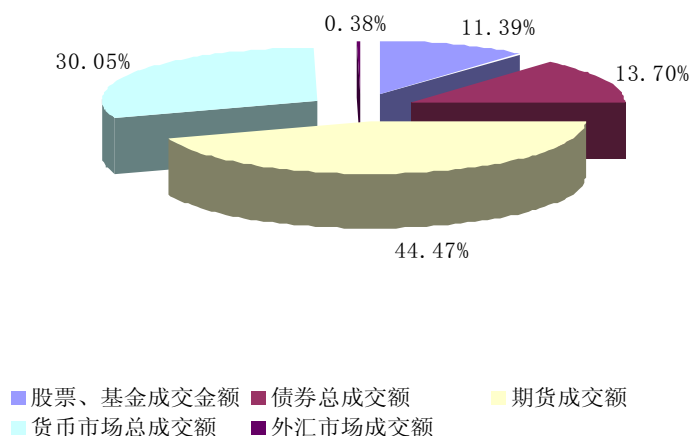
图 14: 美元指数的预测效果



2. 美元涨跌对国内投资带来什么投资机会？

国内投资的范畴主要包括的大类资产有：相对收益资产、固定收益资产、现金类资产和其他另类资产。

图 15: 国内目前各种主要金融工具规模

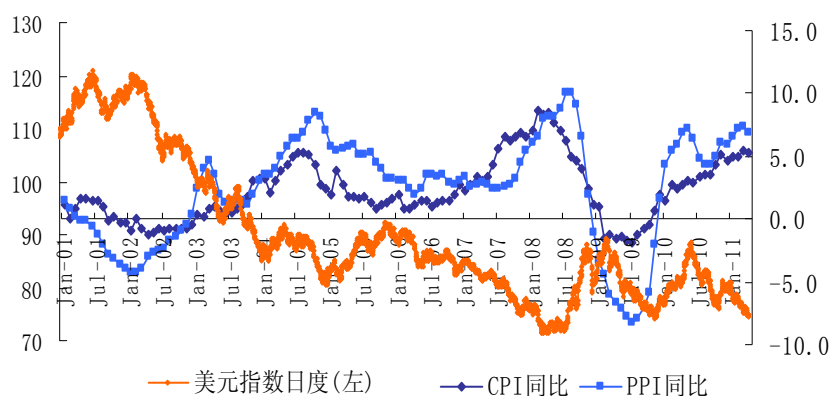


2.1 美元是否对国内债市有前瞻意义？

对于中国的债券市场而言，美元汇率带来的投资逻辑主要有三种路径。第一，如果认同美元指数上涨与大宗价格基本呈现反相关关系的话，那么美元汇率上升意味着国内通胀压力减轻。其他条件维持不变，美元汇率通过影响投资者的通胀预期而影响债券基准收益率。第二，如果认同美元升值缓解外汇占款的流入压力的话，那么美元汇率上行则可能造成债券市场资金面趋紧的情况。当然银行间市场的资金面更多受政策调控的影响。第三，如果美元汇率上行是由于资金避险，那么国内投资者则往往选择增加安全性资产。此时，固定收益产品的优势增加。

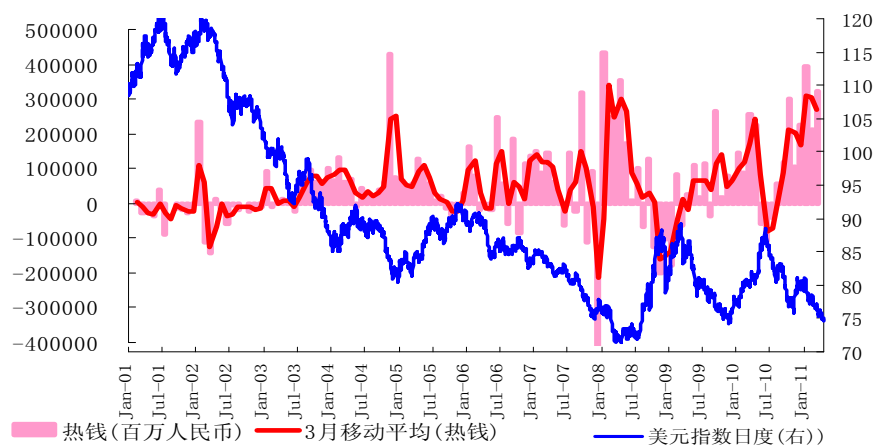
需要考虑的是美元升降是否对债券市场有稳定的前瞻指导意义？第一，尽管00年以来的汇率周期中，美元汇率与大宗价格成稳定的反相关关系，但综观历史，同向变动时有发生。看美元做大宗不具备前瞻，也不具备稳定的反相关关系。第二，外汇占款中正常贸易和直接投资部分并未出现持续剧烈的波动，并且有大量的前瞻数据做定量和定性的分析，而热钱部分最难预测。如果热钱的快进快出能够造成占款月度波动，并且人民币波动空间持续扩大意味着脱钩美元的趋势的话，那么人民币升值的预期应该是更值得关注的前瞻性指标，而非美元指数了。第三，如果关注美元是关注外围经济、政策和市场敏感事件的话，那么汇率尽管是高频资产，但交易的主体经常变化，很难从美元价格的变动准确掌握全部基本面的状况。因此，我觉得将美元汇率作为债券投资的变量是有道理的，但对美元升跌背后的理由和前瞻判断逻辑才是有价值的思考。

图 16: 美元指数与中国国内 PPI、CPI 和通胀预期



资料来源：BLOOMBERG；申万研究

图 17: 美元汇率与中国热钱的变化



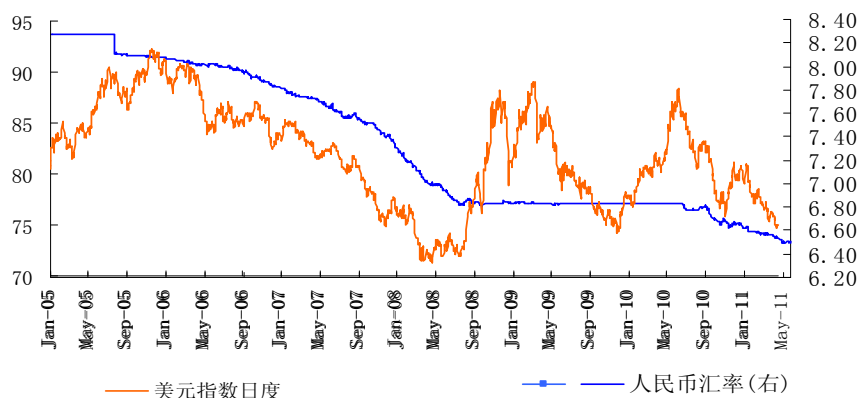
资料来源：BLOOMBERG；申万研究

图 18: 美元指数与中国国债收益率的变化



资料来源：BLOOMBERG；申万研究

图 19: 美元指数与人民币即期汇率的变化

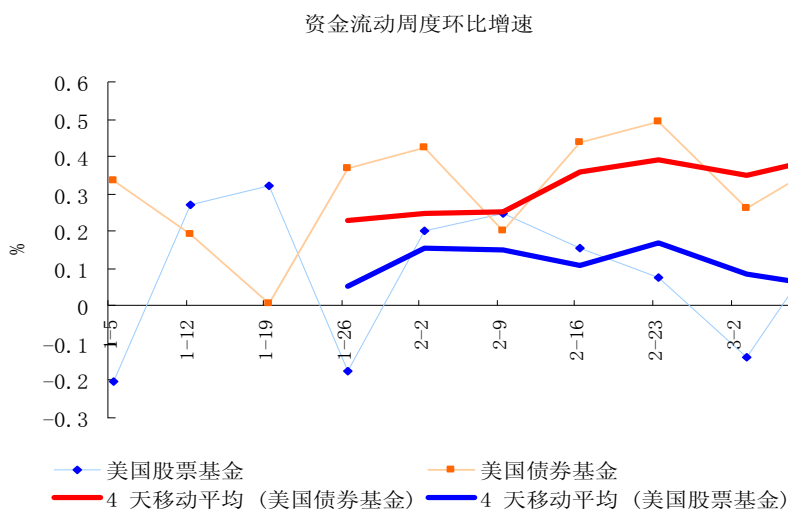


资料来源: BLOOMBERG; 申万研究

2.2 美元汇率升值并不意味着跨国资金回流美国

对于国内股票市场而言,广泛接受的汇率影响逻辑大多从资金流动的角度出发。国内投资者倾向于相信,美元汇率走高意味着全球市场对于新兴市场的配置比率减少——资金流出新兴市场而流入发达经济体。实证可以清晰的证伪这种想法。1980年代初、1990年代末都出现了美元汇率上升、资金净流入美国市场的历史情况。而值得关注的是,2010年以来这种多年未见的美元美股齐升的局面再次出现。最近的一次是2010年4季度到2011年1季度:国际资本大量流入美国市场,导致美国股市为代表的风险投资持续上涨。但同期美元指数持续稳定走低。与此同时,中国和主要新兴市场的股债市表现也没有反映出美元汇率下跌而预期出现的牛市。

图 20: 抽样数据显示 2011 年 1 季度跨国资金净流入美国



资料来源: BLOOMBERG; 申万研究

图 21:2010 年 2H 美国股牛债熊



资料来源：BLOOMBERG；申万研究

2.3 从经济政策角度梳理美元对人民币汇率的影响

逻辑

人民币升值是个趋势性的命题，市场的分歧大多集中在升值幅度和时点上。因此，人民币升值是吸引国际资金的流入的原因之一。美元如何影响人民币汇率？这需要对人民币汇率制度进行回顾和分析。

从 1971 年开始，美元正式代替了黄金，成为是世界经济的主体货币。

1978 年 11 月中国进入经济转轨阶段（1978-1993）。³自此人民币汇率与美元的变动充分体现了经济面临国内外各种环境和政策的互动。⁴

1981-1984 年是人民币内部结算价与官方汇率双重汇率并存时期，人民币贬值（兑美元，下同）50%。在这一时期实行的两个汇率中，对外公开的非贸易汇率主要处理对外的关系，而贸易结算价主要是处理对内的关系。当时实施非贸易牌价的目的，主要不是为了限制外汇支出（需求），而是为了增加外汇收入（供应）；不是为了使非贸易外汇收支平衡，而是为了使这种收支相抵后的盈余额尽可能地增大。因此，这一时期的非贸易官方汇率一直保持在较低的水平，直到 1984 年初才开始向贸易内部结算价靠拢。贸易内部结算价的目的是奖励出口、限制进口、加强企业的经济核算，为国家创造更多

³由于 1949-1978 年人民币的汇率制度是计划经济时期——汇价不能真实反映当时中国外汇相对短缺的情况；在刚性的汇率制度下市场力量对汇率水平几乎没有影响；汇率对实际经济的影响机制难以在资源优化配置中起作用，本篇不做仔细讨论。

⁴ 参考《人民币汇率研究：文献综述》，秦培景。

外汇。这是我国官方第一次意识到人民币汇率的高估，并希望通过实施内部结算价来部分纠正这种汇价高估的状况。

1985 年—1994 年是调剂（市场）汇率和官方汇率的双轨制度，人民币稳定贬值。1985 年起取消了内部结算价。为了配合外贸改革，推行承包制，逐步取消财政补贴，从 1988 年起增加了外汇留成比例，普遍设立外汇调剂中心，放开外汇调剂市场汇率，形成官方汇率和调剂市场汇率并存的局面。1985-1990 年间，人民币对美元汇率作了几次大幅度调整，但是为了避免官方汇率大幅度下调对企业生产的不利影响，从 1991 年 4 月 9 日起，官方汇率的调整从以前的大幅度、一次性方式转为逐步微调的方式。在这期间，市场汇率（调剂汇率）随着市场外汇供求状况浮动，为官方汇率的调整方向提供重要的参考依据。在这一时期人民币的实际汇率是按外汇留成比例加权计算的官方汇率与调剂汇率的平均数。随着外汇留成比例的不断上升，人民币实际汇率向调剂汇率水平靠拢。双轨汇率制是中国经济转型时期的一种过渡选择：通过调剂汇率对官方汇率进行引导，并通过逐渐提高外汇留成比率来加大市场力量对人民币汇率形成的影响力。

1995 年—2005 年是固定汇率导致的被动升值。1996 年 12 月 1 日中国接受了 IMF 第八条款，实现了人民币经常项目可兑换，所有正当的、有实际交易需求的经常项目用汇都可以对外支付，这是实现人民币自由兑换的重要一步。在资本帐户方面，虽然刚引入了 QFII 等一些准入制度，但是总体而言对资本帐户管制还是十分严格的。1997 年 7 月，由泰铢贬值而引发东南亚金融危机，东南亚各国货币纷纷贬值，东亚各国家日本、韩国货币汇率也不断下跌，但是人民币汇率一直保持稳定，我国一再公开表示人民币不会贬值；结果是从 1994 年汇率并轨至 2001 年底，人民币对美元汇率累计升幅达 44%。根据国际货币基金组织提供的方法和数据，考虑贸易加权的因素，同期人民币升幅累计也在 25% 以上。2001 年 11 月 17 日，我国正式加入世界贸易组织，这表明我国经济将全面开放，有助于有管理浮动机制的完善，进而在条件成熟的情况下，使人民币逐步走向自由兑换。

2005—2008 年是与一揽子货币挂钩，持续快速升值；2008—2010 年固定汇率是 6.8；2010 年到现在，人民币的波动区间扩大，价格变化灵活。

这一时期的美元汇率也是几涨几跌，经历了长周期变化的洗礼。从数据变化上看，美元汇率的涨跌与人民币的升降并没有稳定的关系，但仔细看两国这段时间经济、政策的演变，汇率政策的变化能够很清晰的看出线索。

在 1994 年实际上是人民币的分水岭，从非常严重的贬值开始向升值的趋势发展。1994 年的时候中国有 25% 的通货膨胀率，1995 年是 15% 的通货膨胀率。IMF 当时对中国的通胀情况进行了一个讨论，结论是只能做固定汇率不要变，然后让固定率影响长期的货币政策，中国的通货可以得到一定的控制，并且不太受到美元的影响。

三元悖论则提出，一个开放经济体不能同时实现汇率稳定、资本自由流动以及国内货币政策独立性三个目标，最多能同时实现其中两个。中国经济近年来的对外开放和高速增长也使得内外失衡的现象越来越明显（图2）：经济增长一半以上靠投资和出口拉动，净出口占GDP比重在07年更高达9%，消费近年则降至GDP的一半以下；快速增长的对外贸易及FDI流入也形成中国特有的“双顺差”格局，为防止人民币快速升值，资本管制和官方干预使得顺差转化为外汇储备及相应外汇占款。中国经济对外积累人民币升值压力，对内积累通胀压力。

事实上中国在三元悖论里基本只实现了汇率的相对稳定这一项（而且是稳定的单向升值预期），资本管制依旧进行，国内货币政策独立性则受到很大的挑战。

国内外市场主流观点和目前政策变动方向显示，中国将逐步放开为保持人民币汇率稳定的官方干预，逐步使人民币汇率更多由市场供求决定，进而实现另外两大重要政策目标。

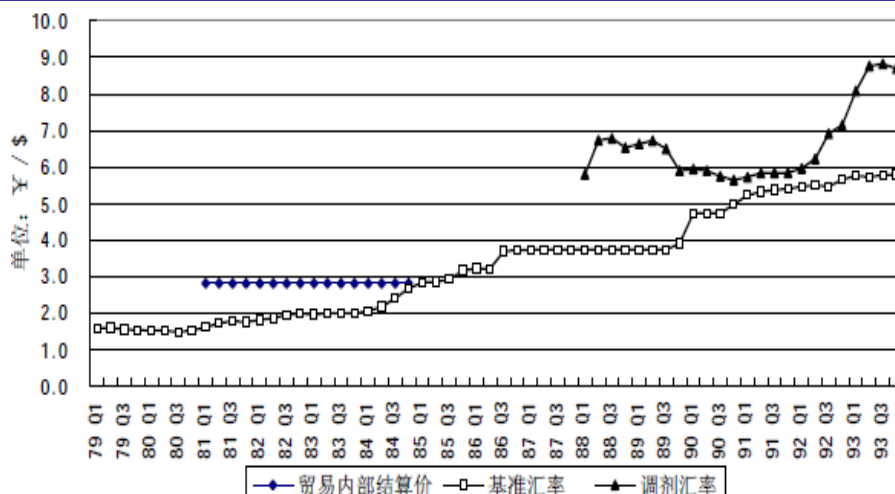
与其看美元对人民币的外生变量冲击，不如分析经济内生变量的推动因素。

经常账户余额作为带来人民币升值压力的内生因素，其通过外汇市场的供求效应来发挥作用。当经常账户盈余增加时，由于中国的资本管制及结售汇制度，外汇市场上开始出现过量的美元供给，如果央行不大量发行人民币收储美元，市场根据供需自发调节将导致人民币名义升值。因此经常账户余额上升带来人民币升值的压力，经常账户余额下降带来人民币贬值压力。

具体到一国而言，对于经常项目盈余（赤字）占GDP多少是合理的并无定论，今年中国经常项目盈余占GDP占比估计在5%-6%区间。我们注意到在今年的IMF会议上提出中国要在今后几年逐步将经常项目盈余占GDP的占比控制到4%，此外在今年11月G-20峰会上，美国代表也提出将这一比例控制到4%的提案。因此，我们用经常账户余额占GDP比重超过4%的部分来反映国内需要经济结构调整对人民币升值的压力。

人民币升值的另一个内生因素是国内通货膨胀压力，部分理论认为，本币升值能够缓解国内通胀压力，特别是缓和外部价格上涨导致的通胀压力。同时国内通胀率相对外国上升将带来实际汇率的升值。我们用CPI月同比超过3%的部分来衡量升值压力，CPI上涨人民币升值压力增加，反之下降。

图 22:经济转轨期（1978-1993）人民币汇率（兑美元）



资料来源：《人民币汇率研究》；《INTERNATIONAL FINANCE STATISTICS》；申万研究

2.4 美元汇率对股市的影响既不稳定也不直接

申万前期的研究对汇率和股票市场的表现做了实证分析。

国外许多学者对汇率和股价两者关系做了很多实证研究,但是所得结果不太一致。Aggarwal(1981), Smith(1992)研究发现美元与美国证券价格正相关。Ma 和 Kao(1990)认为,对一个出口主导型的经济体,货币升值对证券市场有正面影响。Abdalla 和 Murinde(1997)证实了在印度等四国存在着汇率变动对股价的单向影响。Granger 等(2000)的实证分析也表明在亚洲大多数国家或地区,汇率与股价有着很强的正的双向关系。Mohsen Bahmani-Oskooee 和 Ahmad Sohrabian(1992)对美国的数据进行了 Granger 因果关系检验和协整检验,发现美元有效汇率和标准普尔 500 指数存在短期的双向因果关系。Fang 和 Miller(2002)实证分析了韩国金融危机时货币日常的贬值对韩国股市回报的影响,结果是汇市和股市存在双向因果关系。Ajayi 和 Mougoue(1996)对 8 个工业国家 1985 至 1991 的数据进行了 Granger 因果关系检验和协整检验,他们认为:股票市场指数上升对本币币值具有短期的负面影响,本币贬值对股市在短期和长期都有负面影响。Soenen 和 Hennigar(1995)研究发现美元与美国的股价指数存在显著的反向关系。第一个对汇率和股价关系进行了探索研究的是 Frank 和 Young(1972),他们利用 6 种不同的汇率进行研究,研究结果表明汇率和股价之间没有联系。Solnik(1987)发现证券市场实际增长对汇率有积极影响,但这种正相关较弱。Chow 等(1997)对美国数据进行分析发现,股票实际回报率与实际汇率回报率之间没有任何关系。Ibrahim(2000)对马来西亚考察发现股市和汇率不存在长期稳定的关系。Sheng-Yung 和 Shun-Chyi(2004)利用西方的股票市场和外汇市场的数据进行研究,其研究结果表明:汇率的变动对股价的未来股价的变动的直接影响较小,反而股价的波动将影响未来汇率的波动。

国外文献研究主要关注发达资本市场,而我国股市兼具新兴和转轨市场的双重特征。对此,国内诸多学者进行了这方面的实证研究。张碧琼、李越(2002)实证研究表明汇率和沪深股市指数存在协整关系,但未能证明B股市场和人民币汇率之间存在相互作用关系。而高雷,何少华,宋顺林(2005)对B股市场进行研究,发现了沪市B股指数与美元的人民币汇率、深市B股指数与港币的人民币汇率都有协整关系。陈雁云,何维达(2006)通过人民币汇率与股价的ARCH效应检验及模型建立,认为人民币币值与股价为显著的反向关系。陈亮,夏亮(2007)发现人民币对美元汇率与沪市及深市的地产指数存在协整关系,但与其他行业指数和深沪市A、B股指数间都不存在协整关系。杨清玲(2007)选用二元VAR模型,运用协整检验分析汇率和股价间存在双向的负相关关系。邓荣、杨朝军(2008),封思贤等(2008)实证结果表明中国股市与汇市存在着长期稳定的协整关系。⁵

2.5 误解产生的原因

为什么美元的判断上经常有无力的感觉?为什么美元对投资的指导意义看似重要却没有特别深入的逻辑?我认为有两个关键原因。

第一,国内市场对于国际市场价格变化的内在逻辑尚有继续深化的余地。美元资产并非美国资产,美元资产越来越超越美国国界(LESS HOME-BIAS)。

第二,国内投资与海外联动关系仅仅适用于00年以来的最后一个长周期。数据的局限使得国内市场对于海外金融市场的切身认识有历史局限性。

2.6 准确的关键是认识的深化:理解中长期趋势的原因,明白短期交易的动机

美元汇率是影响国内投资的前瞻变量,还是共同受全球经济环境影响的不同产品市场?我觉得,美元汇率作为一种金融产品,其涨跌,尤其是短期涨跌受交易行为的影响更多。换句话说,美元汇率和国内资本市场的任何其他工具一样受基本面的影响。从这个角度上讲,美元和股票市场为代表的风险资产面对着同样的基本面影响。然而,作为美国经济最集中的反映指标,国内投资者往往倾向于将美元汇率作为海外经济各种问题的集中代表,用于指导国内的联动投资逻辑。从这个角度上讲,美元对国内的投资影响实质是通过集中反映海外经济各关键变量来实现的。如果是这样,通过同步观察美元汇率来前瞻性的指导国内投资显示是不合适的。资金在跨境操作过程中,很重要的一点是新兴市场本身的投资风险。对高风险高收益的新兴市场而言,高速增长的可持续性、通胀的可控性以及政策调控的力度都是资金关注的敏感事件。对于中国而言,升值预期的幅度高低一定程度上决定了热钱流出流入的节奏。

⁵ 参考《人民币汇率升值途径选择及其影响研究》,董樑、夏钦、苏畅、喻育、贺华成。

如果说美元对国内投资有前瞻作用，那么中长期趋势的变化判断是有意义的。短期的汇率变动有助于告诉我们市场的交易重点和可能发展演变的方向，但无法前瞻判断。

3. 7 月是决定年内美元走势的关键观察窗口

3.1 下半年看涨的关键是成长性而非避险

美元指数在上半年的大部分时间里趋势性的下降。我认为，这主要体现了 1 季度以来美国经济数据与市场较高的前期预期相比显得落后；1 季度开始全面爆发的中东局势对美元形成政治层面的压力；3 月开始市场普遍提高了欧洲货币政策紧缩的预期，提升欧元价格的同时压制了美元汇率。

5 月初开始美元指数明显的反弹。很明显，此番上涨的交易核心是欧债问题的阶段性升级。

美元汇率是不是从此就进入趋势性上涨阶段了呢？目前的国际汇率市场上，多空的分歧非常明显，力量也比较均衡。我总结了国际市场上多空双方的主要分歧。

第一，怎么看目前的欧债问题？美元多头认为，欧洲央行无法克服政策普适的困难，希腊债务将引发市场对于 1992-93 年间英国、意大利脱离欧元区的回忆。美元空头则认为，希腊目前的困境部分已经被市场价格所认知，欧盟政策面处于各方面的考虑将会全力救助以维持欧元的稳定。

第二，怎么看待欧美货币政策的紧缩差距？美元多头认为，6 月美联储 QE2 结束，届时美元注入的增量不再，将会引起汇率行情的趋势性变化。而空头则坚信，2.5 万亿美元的存量将足够维持市场对于风险资产的支撑。通胀高企导致的欧洲连续加息也将继续扩大大西洋两岸的政策紧缩差距。

第三，怎么看待欧美经济增长的短期比较优势？美元多头认为美国经济基本面强于欧洲，年内增长比较优势将会重新有利于美元。而空头则相信德国经济增长将会维持市场对于欧洲经济优势的乐观判断。

我认为，下半年美元是否能够趋势性上涨的关键有 2：一是美国经济增长重新加速上行的时点；二是新兴市场的投资预期收益（增长风险、通胀风险和政策紧缩风险）。

6、7 月如果能够看到美国前瞻性经济指标能够从低谷中走出，货币政策维持相对宽松，而新兴市场的投资风险下降，那么美元走高的时期将在年尾才出现。此外，6、7 月可以直观观察汇率市场如何接受 QE2 结束，以判断货币政策回归中型后对汇率的量化冲击。

3.2 上涨长周期的概率比较大

政策意图维持美元强势是大概率事件。量化宽松、国债负担迅速上升导致市场对于美元政策的诟病使民主党政府受到来自国会的持续压力。国际力量对美国加速发债、赤字经营的预期十分强烈，对美元的信任度也时有动摇，从一定角度抵抗美元持续贬值的意图。

调控政策超预期的概率很大。目前的市场对美国政策的预期按得很死：债务压力导致美国不得不大幅削减财政支出，减税基本没戏；货币政策在就业压力和财政紧缩的前提下，一直保持宽松的环境，“捣糨糊”捣不出太大的局面来——财政和货币双失灵。市场只见过坐直升机撒钱的联储主席，还没机会看到同样强调紧缩的后续政策的伯南克。财政有多紧，债务负担对发债的压力究竟有多大，这些还有待时间检验。但事实是，以刺激投资和新产业的减税政策持续颁布；中小企业的政策优惠不断增加。

经济前瞻信号指示结构性调整正在发生。在就业市场未见持续加速改善、私人消费性需求一直没有明显改善、住宅地产市场的恢复十分缓慢的环境里，私人固定新增投资自 09 年 3 季度起一直保持着大幅的持续增长。即使是在补库存周期基本结束后，资本支出型投资也依然强劲。

信息披露

证券分析师承诺

刘莹：策略

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询静默期安排及关联公司持股情况。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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可能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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。