

2010年8月16日

中国经济 人民币的暑假

目前的人民币汇率好像在放暑假…自从6月20日退出“盯住美元”以来，人民币已经有了较大幅度的升值。截至7月2日，在短短10个交易日内升幅达到0.8%，但随后就一直在6.77左右徘徊，而同期其他新兴市场货币对美元汇率均有大幅度的上升。

…最近，中国政府以人民银行副行长胡晓炼的名义接连发表了五篇文章，**展开了一场大规模的教育活动，阐述灵活汇率制度的好处并表明其推行这一制度的坚定决心。**这是中国政府首次系统地讨论有关中国汇率政府的一些重要问题，主要包括三个方面：1) 根据市场供求关系决定；2) 参考一篮子货币；3) 实行有管理的浮动汇率制度。

现在，“暑假”行将结束…我们预期：1) 下半年中国的贸易顺差甚至会高于上半年；2) 下半年国际社会主要成员要求中国对人民币升值的压力将会进一步加大。

…中国政府可能会通过以下措施更积极地实施灵活汇率战略：1) 允许人民币加快对美元的升值，以部分缓解政治压力（尤其是来自美国的压力）；2) 如贸易顺差居高不下（超过GDP的2.0%），使人民币在贸易加权的基础上进行有效升值；3) 通过官方发布名义有效汇率指数，增加“货币篮子”操作的透明度。

影响：我们维持我们的预测：美元对人民币汇率将在2010年底达到6.60，并在2011年底达到6.20。

摩根士丹利亚洲有限公司

Qing Wang 王庆

Qing.Wang@morganStanley.com
+852 2848 5220

近期报告

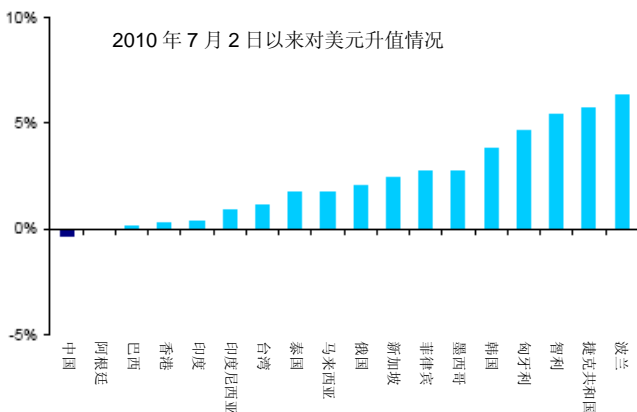
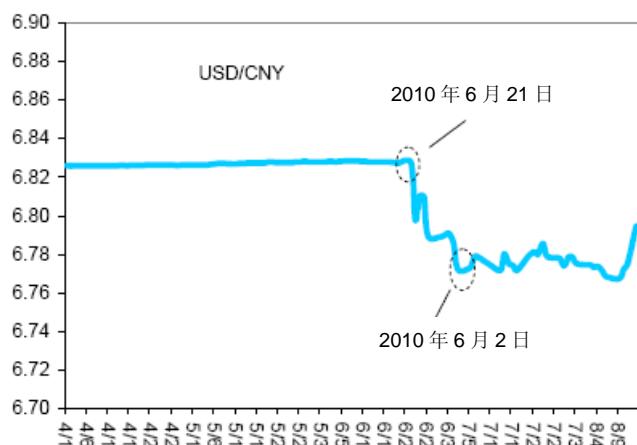
题目	日期
人民币退出“盯住美元”，重返危机前的汇率制度	2010年6月20日
欧元和欧元区经济走弱的潜在影响	2010年5月19日
人民币盯住美元：会否退出？为何退出？何时退出？如何退出？	2010年4月5日
关于人民币的对话	2010年11月11日
人民币汇率的退出机制？	2010年6月9日

重要信息披露，请参见位于本报告结尾的信息披露部分。

人民币的暑假

自从6月20日退出“盯住美元”以来，人民币已经有了较大幅度的升值。截至7月2日，在短短10个交易日内升幅达到0.8%（参见“中国经济：人民币退出“盯住美元”，重返危机前的汇率制度”，6月20日）。但随后就一直在6.77左右徘徊，而同期其他新兴市场货币对美元汇率均有大幅度的上升。

图1
人民币的暑假



来源：CEIC，摩根士丹利研究部

政府的教育计划

最近，中国政府以人民银行副行长胡晓炼的名义接连发表了五篇文章（参见附录的这五篇文章），阐述灵活汇

率制度的好处并表明其推行这一制度的坚定决心。

胡副行长在这些文章中传递了以下重要信息：

- 自1994年以来，中国政府一直致力于采用有管理的浮动汇率制度。
- 汇率的浮动以市场供求为基础，以发挥汇率的价格信号作用。浮动幅度根据贸易和经常账户余额确定，以反映“有管理的浮动”性质。汇率根据“一篮子货币”，而非人民币与任何单一货币的双边汇率确定。
- 灵活汇率制度有助于提升货币政策的有效性。
- 汇率制度改革与生产要素价格改革既有替代性，也有互补性，有助于资源配置，激励企业改善管理，加快技术创新，降低资源和能源消耗，促进经济结构转变和可持续发展。
- 浮动人民币汇率制度表明中国致力于全球经济平衡，是国际社会中的一个负责任的成员。这有助于缓和中国与其他国家的贸易关系以及针对中国的贸易保护主义。
- 到目前为止，中国的人民币汇率制度改革证明是成功的。

除了上述观点之外，通过研读胡副行长的这些对实际操作可能产生重大影响的文章，我们还得出了一些体会。

- 海关月度数据中的贸易顺差将成为衡量市场供求关系的一个重要数据，以判断人民币是否应当升值。
- 在实践中，这一人民币汇率指的是名义有效汇率（NEER）或贸易加权汇率指数，而非真实有效汇

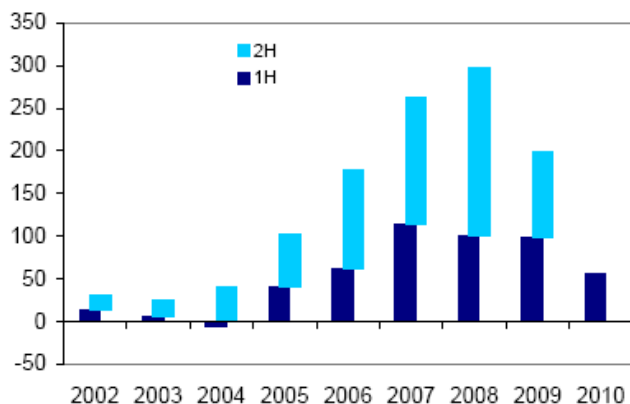
率（REER）或人民币与美元的双边汇率，但央行认为从盯住美元转变为名义有效汇率需要时间。

- 除了促进外部贸易平衡之外，人民银行还赋予人民币升值另一个重要的任务：遏制因国际商品价格飙升而导致的“输入型通胀”。

“暑假”行将结束

“暑假”眼看就要结束，“新学期”即将开始。展望未来，我们认为潜在的经济和国际政治形势显示下半年人民币升值的压力将会大大增加。

图2
下半年贸易顺差远超上半年



来源：CEIC，摩根士丹利研究部

在经济方面，我们预测下半年中国的贸易顺差将远超上半年。

- 首先，自2002年以来，中国下半年的贸易顺差通常都高于上半年。平均而言，从2002年开始全年三分之二的顺差出现在下半年（图2）。
- 其次，下半年国内经济周期环境将导致贸易顺差的进一步扩大。7月份的贸易顺差的高企就是一个很好的例子。具体而言，一方面随着经济刺激计划的退出，内需增长放缓，加之国际商品价格的稳定，将导致下半年进口增长的大幅减速。另一方面，据我们的全球经济团队对G3及其他主要新兴经济体

的预测（参见全球预测概览：全球经济前景：向“双底衰退”说不，6月10日），中国的出口增长不大可能出现急剧下滑。巧合的是，中国的全球市场份额也有所上升，显示其外部竞争力并未减弱。

在政治方面，我们认为下半年国际社会主要国家要求人民币升值的压力会大大增加。

- 首先，国际货币基金组织在最近发布的中国经济评估报告中称：“人民币仍然大大低于与中期基本面相适应的水平，”并建议：“实际汇率升值应成为中国政府增加私人消费，实现再平衡的中期策略中的一部分。”¹同时，“中国需要避免根据美元的相对强弱来调整其实际有效汇率...”
- 其次，在7月8日发布的有关货币操纵问题的半年度报告中，美国财政部认为人民币被低估，未来“重要的是人民币升值的幅度和速度。”下一份有关货币操纵问题的半年度报告将于11月份发布。
- 再次，新一轮中美战略和经济对话将于今年11月举行。
- 第四，新一轮G20峰会将于11月召开。预期各国首脑将“制定更具体的政策建议，以实现平衡、可持续的全球增长。”无独有偶，中国在6月后期于上一轮G20峰会前一周宣布人民币退出事实上的“盯住美元”制度。我们认为，这是上次G20峰会公报中只字未提人民币汇率问题的主要原因。
- 最后，美国的中期选举日益临近。鉴于美国居高不下的失业率，我们相信，随着夏季休会的结束，以及11月份的选举日的临近，国会议员们返回华盛顿时，如人民币仍无实质性升值，则对中国实施贸易制裁的呼声定将高涨。我们认为，这将增加中国外部贸易环境受到真正的、永久性损坏的风险。

从“空谈主义”到“实干主义”

¹ 《国际货币基金组织国别报告》第10/238号，2010年7月

胡副行长的系列文章是中国政府首次系统性地讨论与其汇率政策有关的所有重要问题。事实上，我们认为这些文章切中了问题的要害。现在重要的是中国政府何时从“空谈主义”转变为“实干主义”。

我们预期中国政府在“暑假”之后将实施更积极的灵活汇率策略。我们认为，潜在的行动方案可能会包括以下几个方面：

- 加快人民币对美元的升值，以从整体上缓解国际政治压力，尤其是潜在的中美双边关系的紧张。同时将放宽双向浮动幅度。
- 这样，如贸易顺差依然高企，则人民币的贸易加权汇率将会大幅度上升。具体而言，我们认为贸易顺差占GDP比重的2%将成为一条分界线：贸易顺差高于GDP的2%，人民币的贸易加权汇率将会上升，低于2%则将保持大致稳定(图3)。
- 由于人民银行可能开始发布人民币名义有效汇率指数，“货币篮子”操作的透明度可能会有所增强。但是，我们认为人民银行公布“篮子”中11种货币的权重结构的可能性微乎其微。²

我们认为目前的人民币被大大低估，因此人民币升值将持续多年，除非通过果断的结构性改革迅速实现经济的再平衡，并大幅降低外汇储备的积累。不过，鉴于中国经济不断面临的结构性冲击，以及技术上的困难，我们承认自己无法在一个动态的框架内预测人民币的公允价值，并令人信服地准确判断目前的汇率被低估的幅度。尽管如此，我们相信，人民币汇率至少被低估了15%。

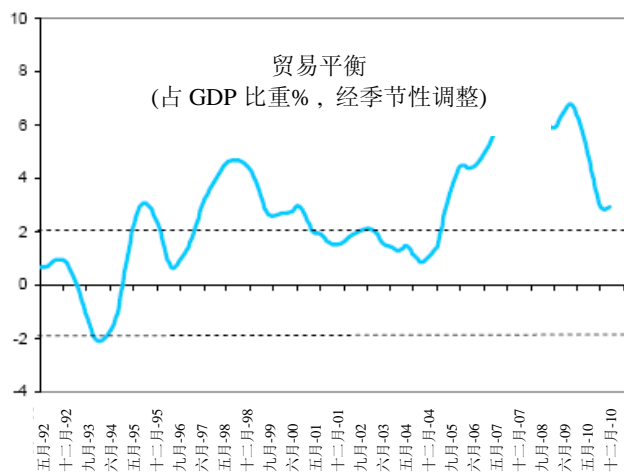
此外，我们认为中国经济的周期性环境以及国际政治压力也增加了人民币升值的压力，尤其是在未来几个月至年底期间。因此，我们维持我们的预测：美元对人民币汇率将在2010年底达到6.60，并在2011年底达到6.20。

我们可能错在哪里

对于我们的预测而言，最大的风险是下半年中国的贸易顺差不升反降。如果国内投资需求的强劲加速导致进口剧增，或外部需求的急剧萎缩导致中国出口的崩溃就可能出现这一情况。

如果是这样，则下半年贸易顺差占GDP比重的分界线将大大低于2%，同时中国政府也将暂停人民币升值，甚至将其贬值——尽管这将是一种权宜之计。

图3
贸易平衡的潜在目标区间



来源：CEIC，摩根士丹利研究部

我们对人民币汇率的预测

²在2005年8月的一次演讲中，人民银行行长周小川首次披露了“货币篮子”中包括4种主要货币：美元、欧元、日元、韩元以及7种其他货币：马来西亚林吉特、新加坡币、俄罗斯卢布、加拿大元、英镑、澳大利亚元和泰铢。

信息披露

本报告的信息与观点是由以下一个或多个公司编制和发行，并对内容负责：Morgan Stanley Asia Limited, 和/或 Morgan Stanley Asia (Singapore) Pte. (注册号码 199206298Z, 由新加坡货币管理局监管, 和/或 Morgan Stanley Asia (Singapore) Securities Pte Ltd (注册号码 200008434H, 由新加坡货币管理局监管), 和/或 Morgan Stanley Taiwan Limited 和/或 Morgan Stanley & Co International plc, 汉城分支, 和/或 Morgan Stanley Australia Limited (A.B.N.67003734576, 澳洲金融服务牌照号码 233742 持牌交易商), 和/或 Morgan Stanley India Company Private Limited 以及它们的分支机构(统称“摩根士丹利”)。

全球研究冲突管理政策

本研究报告是根据本公司的冲突管理政策出版发行, 详情请查看: www.morganstanley.com/institutional/research/conflict/policies

重要信息披露

本报告并不提供量身定制的投资建议。报告的撰写并未虑及读者的具体状况及目标。摩根士丹利建议投资者应独立评估特定的投资和战略, 并鼓励投资者征求专业财务顾问的意见。投资或战略是否恰当取决于投资者自身的状况和目标。本报告并非购买或出售任何证券或参与任何交易策略的要约。阁下投资的价值和收益, 可能因利率或汇率、证券价格或市场指数、公司的运营或财务状况或其它因素的变化而有所不同。过去的业绩未必能说明未来。对未来市场表现的估计是基于或许无法实现的假定。

除有关摩根士丹利的信息外, 摩根士丹利的研究人员根据公开的信息资料撰写报告。摩根士丹利竭力采用可靠和全面的信息, 但是我们并不对其准确性或完整性做任何保证。除非我们打算终止对个别覆盖公司的跟踪研究, 本报告所载意见或信息的任何变化, 摩根士丹利没有告知阁下的义务。报告中的事实与观点并未经过摩根士丹利其它业务部门的专业人士, 包括投资银行专业人士的审阅, 因此不能反映后者已掌握有关信息。

致台湾读者: 在台湾交易的证券/工具的信息由 Morgan Stanley Taiwan Limited (“MSTL”) 发布。本刊物不得向公共媒体发放, 或被公众媒体所引用。

致香港读者: 信息是由 Morgan Stanley Asia Limited 或以其名义在香港发布的并可以被视为系其所为, 属于其受香港监管业务的一部分。阁下如对本刊物有任何疑问, 请联系我们的香港销售代表。

本刊物在日本由 Morgan Stanley Japan Securities Co., Ltd. 发行, 该公司业已批准并同意为加拿大发行的本刊内容负责; 在德国由法兰克福受联邦金融服务监管局 (BaFin) 监管的 Morgan Stanley Bank AG 发行; 在西班牙由 Morgan Stanley, S.V., S.A. (摩根士丹利集团子公司) 发行, 受西班牙证券市场委员会 (CNMV) 监管, 该公司声明, 本文件是根据适用于西班牙法规规定的金融研究行为守则撰写并发行; 在美国由 Morgan Stanley & Co. Incorporated 发行, 并对刊物内容负责。在英国, 由金融服务管理局授权和监管的 Morgan Stanley & Co. International plc 负责发行其编制的研究报告, 并完全根据《2000 年金融服务及市场法》第 21 款规定批准由任何关联公司编制的研究报告。英国私人投资者应从 Morgan Stanley & Co. International plc 代表获取有关投资的意见。在澳大利亚, 本报告及其任何内容仅针对《澳大利亚公司法》定义的“批发客户”发行。RMB Morgan Stanley (Proprietary) Limited 是 JSE Limited 的成员, 并且受南非金融服务局监管。RMB Morgan Stanley (Proprietary) Limited 是 Morgan Stanley International Holdings Inc. 和 First Rand Investment Holdings Limited 共同拥有的合资公司, First Rand Investment Holdings Limited 则由 First Rand Limited 全权拥有。

本报告所载商标和服务标志产权为所有者各自拥有。第三方数据提供者并未对其数据的准确性、完整性和及时性作出任何保证或表述, 并不应对涉及此类数据的任何损失承担责任。全球行业分类标准 (“GICS”) 是由 MSC 与标准普尔联合制订并属其专有财产。摩根士丹利所依据的有关 MSCI 国家指数系列的预测、意见、展望和交易策略是全部来自公开的讯息渠道。MSCI 并没有审议、批准或认可在本报告所载的任何预测、意见、展望和交易策略。摩根士丹利对 MSCI 指数的制定决议不具有影响力或控制权。未经摩根士丹利的书面同意, 不得复印、出售或转发本报告或其中任何部分。摩根士丹利研究报告主要通过电子媒体, 及在若干情况下, 以印刷方式发送。阁下亦可向我们索取有关推荐证券的其它信息。

本报告是由 Morgan Stanley & Co. International plc (DIFC Branch) 传播, 受迪拜金融服务管理局监管, 并仅针对迪拜金融服务管理局定义的“批发客户”发行。本报告只提供批发客户中满足管理条例中客户条件的客户。

本报告是由 Morgan Stanley & Co. International plc (QFC Branch) 传播, 受卡塔尔金融中央管理局监管, 并仅针对商业客户和市场对应团体发行。本报告不提供给卡塔尔金融中央管理局定义的零售客户。

根据土耳其资本市场局的要求, 这里发表的投资信息、评论和建议并不属于投资顾问活动的范畴。投资顾问服务是通过经济行、投资组合管理公司、非存款银行和客户之间的涉及投资顾问的合同所提供。这里发表的评论和建议是基于发表此评论和建议的当事人的个人意见。这些意见可能不适合您的财务状况、风险和回报偏好。因此, 单凭这里发表的信息进行投资决策可能达不到您所预期的结果。

注意: 如中英文版本之间存在差别, 以英文版为准。

美国 1585Broadway NewYork,NY10036-8293 UnitedStates Tel:+1(1)2127614000	欧洲 20BankStreet,CanaryWharf LondonE144AD UnitedKingdom Tel:+44(0)2074258000	日本 4-20-3Ebisu,Shibuya-ku Tokyo150-6008 Japan Tel:+81(0)354245000	亚太地区 ThreeExchangeSquare Central HongKong Tel:+85228485200
---	---	---	--