

宏观经济研究（2008 年 2 月）

央行更加重视汇率政策的运用

刘朝晖 宏观经济 研究员
电话：020-87555888-666
eMail: lzh8@gf.com.cn

2008 年，我国经济面临流动性被动生成，全面通胀压力加大与外需回落压力加大等热冷因素并存的复杂形势。央行在《2007 年第四季度中国货币政策执行报告》中明确表示将继续实施从紧货币政策，抑制总需求过度膨胀，同时也将根据国内外经济形势的最新变化，科学把握调控的节奏和力度。在操作层面，除了运用公开市场操作、准备金率调整、以及信贷政策等数量型工具外，央行表示要进一步发挥汇率在调节国际收支、引导结构调整和抑制价格上涨中的作用，可以看出，央行将更加重视汇率政策的运用，因此，预期人民币升值将小幅加快；美元大幅降息总体上制约了人民币加息的操作空间，但央行继续强调稳定公众通胀预期的重要性，因此，央行仍可能根据内外环境的变化相机小幅加息，以传递反通胀政策信号。

人民币升值将小幅加快

贸易顺差占 GDP 的比重由 2004 年的低于 2% 上升至 2007 年的 8.1% 高水平。在当前通胀阶段性上升和贸易顺差规模偏大的情况下，适度加快人民币名义汇率升值步伐以缓和通胀压力是必然的选择。2007 年 4 季度以来，能源和黑色金属价格再度高涨，拉动我国工业品出厂价格涨幅大幅提高，输入型通胀压力的加大也将促使央行加快人民币名义汇率升值步伐。2007 年 12 月，进口价格同比上涨 8%，出口价格同比上涨 6.6%，进口价格涨幅高于出口价格，人民币升值适度加快有利于缓和输入型通胀压力和改善贸易条件。企业对于人民币升值进程适应能力的增强也允许央行适度加快人民币升值步伐。央行调查显示，汇改以来，我国企业通过提高生产效率、降低生产成本，积极促进产品升级换代，一定程度上消化了人民币升值压力。

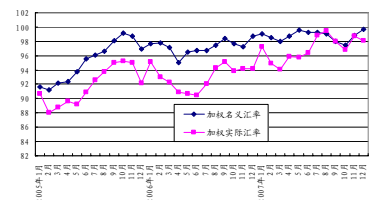
仍可能相机小幅加息

当前仍然面临加息压力。首先，扣除物价因素后的一年期存款实际利率为负的格局已持续 8 个月，其中，实际利率低于 -2% 的时间已持续 6 个月。其次，今年 1 月份新增贷款同比增长 30%，新增贷款再度大幅增长，特别是中长期贷款大幅增长的状况表明，贷款增长反弹不仅仅因为雪灾导致的企业短期流动资金紧张，和固定资产投资相关的贷款需求仍然旺盛。如果贷款增长继续偏快，央行可能继续提高贷款基准利率。由于美元持续大幅降息，人民币加息空间受到明显制约，央行对于利率调整的措辞也明显趋向谨慎，2007 年前三季度报告中，央行表示要加强价格杠杆的调控作用，但在第四季度报告中，央行表示要根据国内外宏观经济和金融形势变化，稳妥运用利率工具。

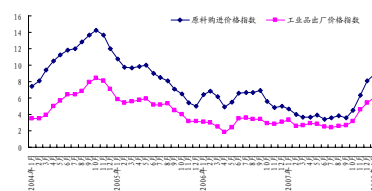
2008 年 1 月份物价数据

居民消费价格同比涨幅 7.1
(%)
原料购进价格同比涨幅 8.9
(%)
工业品出厂价格同比涨幅 6.1
(%)

人民币贸易加权名义和实际汇率指数



工业品出厂价格指数同比涨幅

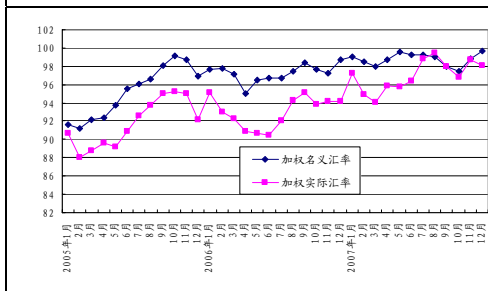


2008 年，我国经济面临流动性被动生成，全面通胀压力加大与外需回落压力加大等热冷因素并存的复杂形势。央行在《2007年第四季度中国货币政策执行报告》中明确表示将继续实施从紧货币政策，抑制总需求过度膨胀，同时也将根据国内外经济形势的最新变化，科学把握调控的节奏和力度。在操作层面，除了运用公开市场操作、准备金率调整、以及信贷政策等数量型工具外，央行表示要进一步发挥汇率在调节国际收支、引导结构调整和抑制价格上涨中的作用，可以看出，央行将更加重视汇率政策的运用，因此，预期人民币升值将小幅加快；美元大幅降息总体上制约了人民币加息的操作空间，但央行继续强调稳定公众通胀预期的重要性，因此，央行仍可能根据内外环境的变化相机小幅加息，以传递反通胀政策信号。

人民币升值将小幅加快

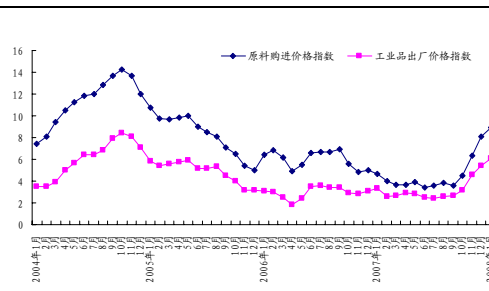
在当前通胀阶段性上升和贸易顺差规模偏大的情况下，适度加快人民币名义汇率升值步伐以缓和通胀压力是必然的选择。人民币加权名义汇率和实际汇率在2005年下半年经历持续升值后便转入相对平稳的缓慢升值运行格局。2006年以来，由于加权汇率比较稳定，强劲的外需拉动我国出口、贸易顺差以及出口部门投资的快速增长，贸易顺差占GDP的比重已由2004年的低于2%上升至2007年的8.1%高水平。

图1：人民币贸易加权名义和实际汇率指数



数据来源：国际清算银行

图2：工业品出厂价格指数同比涨幅



数据来源：国家统计局

2007年4季度以来，能源和黑色金属价格再度高涨，拉动我国原料购进价格和工业品出厂价格涨幅大幅提高，输入型通胀压力的加大也将促使央行加快人民币名义汇率升值步伐。由于雪灾进一步加大了食品价格结构性通胀压力，而针对食品价格通胀的合理调控措施是扩大供给，并辅助以适度的总需求控制。在食品价格高通胀仍将持续较长时间的情况下，防止通胀全面上升意味着要防止工业消费品价格和公共服务价格通胀的上升。而工业消费品和公共服务通胀压力主要来自于国际定价的能源和原材料价格上涨，具有明显的输入型通胀特征。2007年12月，进口价格同比上涨8%，出口价格同比上涨6.6%，进口价格涨幅高于出口价格，人民币升值适度加快有利于缓和输入型通胀压力和改善贸易条件。

企业对于人民币升值进程适应能力的增强也允许央行适度加快人民币升值步伐。央行调查显示，汇改以来，我国企业通过提高生产效率、降低生产成本，积极促进产品升级换代，一定程度上消化了人民币升值压力。以纺织企业为例，64.2%的样本企业采用了提高产品档次、技术含量和产品附加值等经营策略应对人民币升值；2007年上半年约有55%的纺织企业

出口价格有所上升。

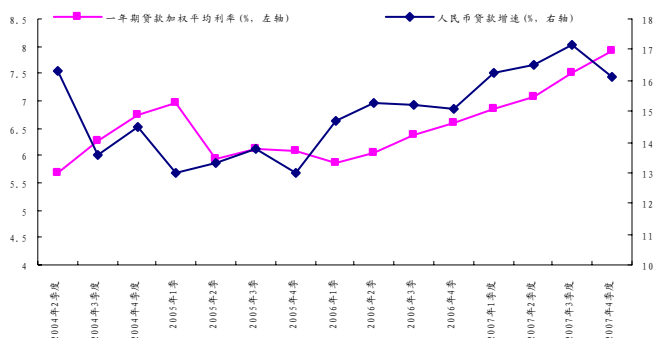
仍可能相机小幅加息

当前仍然面临加息压力。从储蓄者角度来看，扣除物价因素后的一年期存款实际利率为负的格局已持续8个月，其中，实际利率低于-2%的时间已持续6个月。2007年第四季度央行城镇储户问卷调查显示，64.8%的被调查者预期2008年价格继续上涨，为有调查以来的历史最高，通胀预期加大容易形成价格上涨的扩散和自我强化，从建立反通胀信誉立场来看，央行仍面临继续加息压力。

2007年前三季度，贷款增速上升伴随贷款平均利率的上升，反映贷款需求强劲。2007年第四季度，金融机构一年期贷款加权平均利率上升至7.93%，较上季度提高0.43个百分点，贷款增速则出现回落。2008年1月份，当月新增贷款同比增长30%，新增贷款再度大幅增长，特别是中长期贷款大幅增长的状况表明，贷款增长反弹不仅仅因为雪灾导致的企业短期流动资金紧张，和固定资产投资相关的贷款需求仍然旺盛。如果贷款增长继续偏快，央行可能继续提高贷款基准利率。

由于美元持续大幅降息，人民币加息的空间受到明显制约，央行对于利率调整的措辞也明显趋向谨慎，2007年前三季度中，央行表示要加强价格杠杆的调控作用，但在第四季度报告中，央行表示要根据国内外宏观经济和金融形势变化，稳妥运用利率工具。

图 3：一年期贷款加权平均利率走势



数据来源：中国人民银行



相关研究报告

出口增速反弹或反映企业灵活适应内外环境	刘朝晖	2008-02-21
通胀继续面临供需面双重压力	刘朝晖	2008-02-20
贷款投放再度偏快，货币政策渐进从紧	刘朝晖	2008-02-15
内需旺盛有效缓冲外需减弱	刘朝晖	2008-01-29
一般贸易进口加速说明内需仍然旺盛	刘朝晖	2008-01-18

广州		上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。