

近期人民币对美元贬值，2015 年仍有贬值压力

——宏观周报(2014.12.22)

⑤ 年底阶段性贬值，2015 年仍存贬值压力

2015 年人民币理论上仍存在升值压力。但 2014 年人民币实际升值幅度较大，已透支 2015 年部分升值幅度，预测 2015 年人民币贬值压力较大，具体走势可能是区间波动。

⑤ 短期经济增长：12 月上半月回升

从监测数据看，12 月 6 大发电集团日均耗煤同比增速比 11 月明显收窄，环比上涨明显，预测 12 月工业生产增速小幅上升。

⑤ 短期通胀：12 月上半月食品价格上涨

按照价格监测数据 12 月上半月食品价格小幅上涨，预测 12 月 CPI 同比上涨 1.5%，与 11 月基本持平。

⑤ 货币市场资金利率：上周大涨

上周央行公开市场操作零净投放。临近季末年末又恰逢新股申购，货币市场短期利率大涨，其中，1 天期同业拆借利率和质押回购利率时隔 4 个月后超过 3%。

⑤ 重要政策：李克强出访促进铁路合作

李克强出访哈萨克斯坦、塞尔维亚和泰国三国，主推“一带一路”建设，将同南欧 4 国一同建设中欧陆海快线，争取两年内建成。工信部宣布，向鹏博士、海航等 8 家企业发放第五批移动通信转售业务试点批文。国务院决定对《中华人民共和国外资银行管理条例》作出下修改。财政部发布《关于支持和规范社会组织承接政府购买服务的通知》。山东省明确对市县级政府债务实施“不救助”原则。2015 年新开工建设保障性安居工程 700 万套，基本建成 480 万套。新一轮稀土收储在即。长沙、合肥、南昌、武汉四地住房公积金可异地互认。央行连续 2 天向市场提供流动性支持。

⑤ 国际经济：美国劳动力市场继续改善

12 月 17 日，美联储 12 月 FOMC 声明称，维持联邦基金利率目标区间在 0~0.25% 不变；美联储对货币政策恢复正常化应保持“耐心”。美国 12 月 13 日当周初请失业金人数减少 0.6 万人，至 28.9 万人，为六周以来最低水平，仍接近 14 年低位。

⑤ 本周宏观事件：关注 12 月经济增长数据

相关报告

《11 月房地产市场恢复调整，经济增长再放缓》—20141208

《2015 年经济增长目标或下调为 7%》—20141208

《存款保险制度将出，降准概率增加》—20141202

分析师：郝大明

执业证书号：S1490514010002

电话：010-58565121

邮箱：haodaming@hrsec.com.cn

目录

一、年底阶段性贬值，2015 年仍存贬值压力	4
1、降息后人民币持续贬值	4
2、人民币 11 月以来的贬值是多重因素共振的结果	4
3、2015 年人民币贬值压力较大	5
二、短期经济增长：12 月上半月回升	5
三、短期通胀：12 月上半月食品价格上涨	6
四、货币市场利率：上周大涨	7
1、上周银行间 1 天期平均利率大涨，收于 3 % 之上	7
2、上周 7 天期同业拆借和债券质押回购平均利率大幅上涨	7
五、重要政策：李克强出访促进铁路合作	8
六、国际经济：美国劳动力市场继续改善	9
七、本周宏观事件：关注 12 月经济增长数据	9

图表目录

图表 1: 2014 年人民币汇率走势	4
图表 2: 6 大发电集团日均耗煤量	6
图表 3: 6 大发电集团日均耗煤量同比增长	6
图表 4: 农产品菜篮子批发价格指数	6
图表 5: 22 省市猪肉价格同比趋势	6
图表 6: 银行间 1 天加权平均利率	7
图表 7: 银行间 7 天加权平均利率	7

11 月 24 日以来，受央行 11 月 22 日起降息及其它因素的影响，人民币对美元自 11 月 24 日起持续贬值，即期汇率最大贬值幅度 1.84%。

我们认为，人民币对美元阶段性贬值，与降息有关，也与 11 月和 12 月经济走弱有关，还与下半年以来美元升值幅度较大有关，短期人民币存在贬值压力。2015 年人民币理论上仍存在升值压力，但 2014 年人民币实际升值幅度较大，已透支 2015 年部分升值幅度，预测 2015 年人民币对美元贬值压力较大，具体走势可能是区间波动。

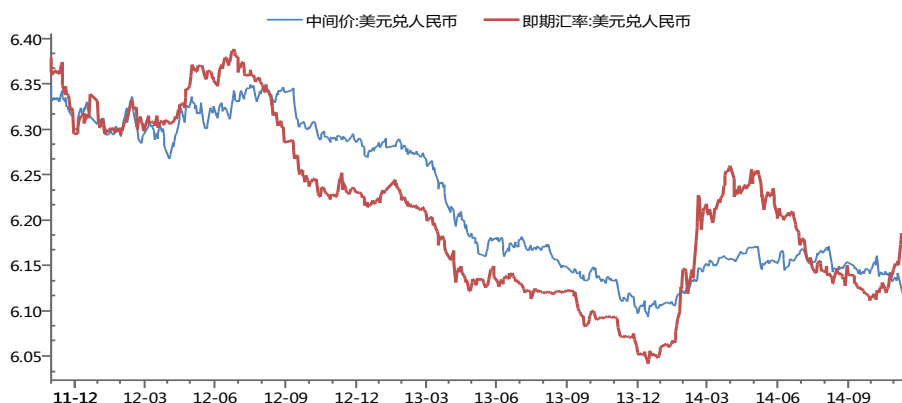
一、近期人民币对美元贬值，2015 年仍存贬值压力

降息后人民币对美元持续贬值，我们认为与降息有关，也与 11 月和 12 月经济走弱有关，还与美元升值幅度较大有关。短期人民币存在贬值压力，2015 年人民币对美元仍存在贬值压力，具体走势或是区间波动。

1、降息后人民币持续贬值

11 月 22 日降息后，自 11 月 24 日起，人民币兑美元即期汇率出现比较明显的贬值。人民币兑美元即期汇率 11 月 20 日收盘为 6.1249，到 12 月 19 日收于 6.2202 元，贬值幅度达 0.35%。如果从本轮贬值起点 10 月 31 日的最高点 6.1078 元算起，到 12 月 19 日 6.2316 元的最低点，最大贬值幅度达 1.99%。

图表 1：2014 年人民币汇率走势



数据来源：Wind、华融证券

2、人民币 11 月以来的贬值是多重因素共振的结果

本轮人民币汇率走弱的主要原因有 3 个，一是央行降息。11 月 21 日，央行时隔 27 个月后再次宣布下调存贷款基准利率。降息导致一部分投资者担心境内外利差收窄，资本可能外流，人民币汇率贬值压力增加。因此，降息后第一个交易日的 11 月 24 日，人民币汇率收贬于 6.1417 元，较上一交易日贬值

0.27%。降息同样是本轮人民币汇率走弱的重要原因。

二是与出口增长低于预期有关。12 月 8 日，海关公布 11 月进出口数据，11 月出口同比增长 4.7%，低于市场预期，当日人民币汇率走弱，由 12 月 5 日的 6.1502 元收低超过 200 个基点至 6.1727 元。

三是与美元较快升值且升值幅度较大有关。二季度以来美国经济增长强劲，美联储提前加息预期升温，美元指数从 6 月 30 日的 79.79 持续上升到 12 月 19 日 89.59 的高点，三个月上升 11.96%，最大升值幅度 12.37%。

美联储货币政策变化及美元走强对中国国际资本流动的影响从 7 月已经开始，7 月银行结售汇顺差 11.9 亿美元，比 6 月（顺差 154.1 亿美元）少 142.2 亿美元，持续 4 个月下滑，到 11 月连续 4 个月逆差。

3、2015 年人民币贬值压力较大

2015 年，美国经济增长较强劲，中国经济增长仍将放缓。由于 2014 年美元升值幅度过大，人民币对美元贬值幅度较小，2015 年人民币贬值压力较大。

2014 年人民币对美元适度贬值与美元大幅升值有关。2014 年中国经济增长 7.4% 左右，美国经济增长 2.2% 左右，理论上，人民币对美元存在升值压力，应该小幅升值。以人民币升值弹性 4.000 进行预测，2014 年人民币理论升值约 0.9%，在美元汇率稳定情况下，人民币均衡汇率水平位于 6.04 附近。

但到 12 月 22 日，2014 年美元升值 12.12%，同期美元对人民币升值 2.64%，相当于人民币跟随美元升值 9% 以上。实际上，人民币指数上涨 6.11%，人民币已过度升值。这样接下来人民币存在贬值压力。

以 2015 年中国经济增长 7%，美国经济增长 3%、人民币升值弹性 4.000、人民币理论升值约 1.0%，这些尚不足以抵销 2014 年人民币过度升值部分，理论上，2015 年人民币对美元均衡汇率水平应低于 6.20，具体走势上可能在 6.10~6.30 间波动。

二、短期经济增长：12 月上半月回升

据商务部监测，12 月 8 日至 14 日一周，流通环节生产资料价格继续走低。其中，橡胶价格比前一周下降 2.3%，钢材价格下降 0.6%，基础化学原料价格下降 0.5%，有色金属价格下降 0.2%，化肥价格持平，煤炭价格上涨 0.2%。

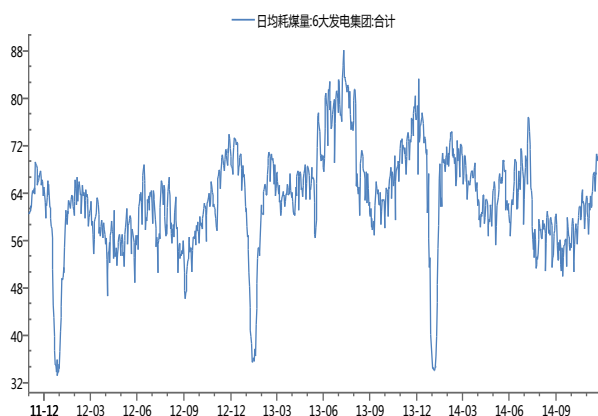
11 月 6 大发电集团日均耗煤同比下降 10.1%，比 10 月日均环比增长 8.03%。

12 月前 22 天，6 大发电集团日均耗煤 65.00 万吨，同比下降 2.2%，比 11 月日均环比增长 8.8%。

上周环渤海动力煤价格每吨 526 元，与前一周持平；南华工业品指数上周环比下跌 0.01%，CRB 工业原料现货指数环比下跌 1.20%。

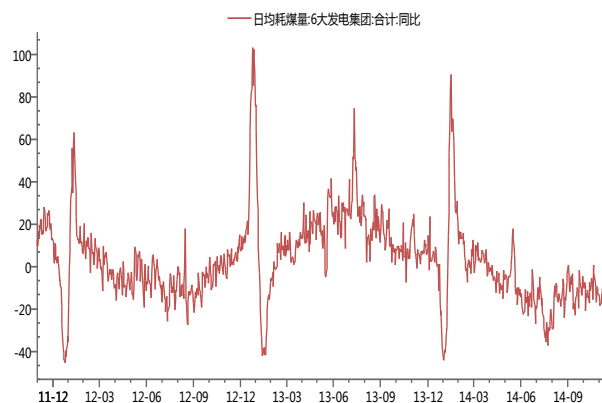
从监测数据看，12 月 6 大发电集团日均耗煤同比增速比 11 月明显收窄，环比上涨明显，预测 12 月工业生产增速小幅上升。

图表 2：6 大发电集团日均耗煤量



数据来源：Wind、华融证券

图表 3：6 大发电集团日均耗煤量同比增长



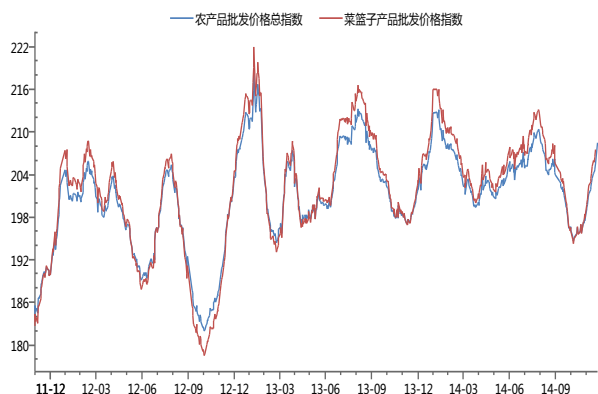
数据来源：Wind、华融证券

三、短期通胀：12 月上半月食品价格上涨

据农业部监测，上周（12 月 15 日至 19 日）农产品、菜篮子产品批发价格上涨，环比分别上涨 1.11% 和 1.33%，11 月 5 日以来趋于上涨。

22 省市猪肉价格每公斤 21.19 元，比前一周跌 0.34 元；猪粮比价从 5.76 回落到 5.67。

图表 4：农产品菜篮子批发价格指数



数据来源：Wind、华融证券

图表 5：22 省市猪肉价格同比趋势



数据来源：Wind、华融证券

据商务部监测，商务部的监测，12 月 8 日至 14 日一周，全国 36 个大中城市食用农产品市场价格略有上涨。18 种蔬菜平均价格比前一周上涨 2.5%，水产品平均价格比前一周上涨 0.5%，粮食价格基本平稳，猪肉、牛肉价格分

别下降 0.2%和 0.1%，豆油价格比前一周下降 0.5%，花生油、菜籽油价格分别上涨 0.2%和 0.1%。禽蛋价格略有回落。

按照价格监测数据 12 月上半月食品价格小幅上涨，预测 12 月 CPI 同比上涨 1.5%，与 11 月基本持平。

四、货币市场利率：上周大涨

上周央行公开市场操作零净投放。临近季末年末又恰逢新股申购，货币市场短期利率大涨，其中，1 天期同业拆借利率和质押回购利率时隔 4 个月后超过 3%。

自 2 月下旬以来，银行间市场利率呈现振荡上行态势，7 月 9 日达到顶点，之后振荡下跌趋势基本确立。

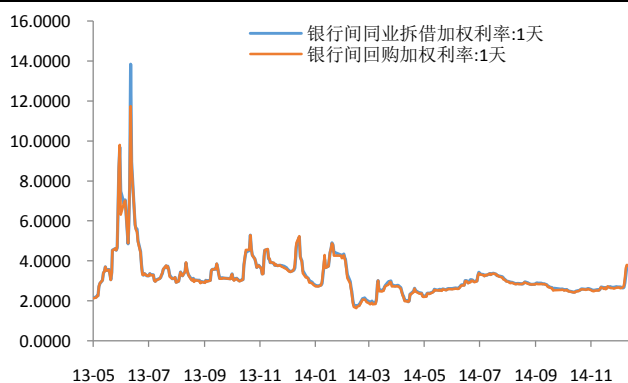
1、上周银行间 1 天期平均利率大涨，收于 3 %之上

上周三四五银行间隔夜拆借利率持续上涨，债券质押回购利率持续 5 天上涨，周五收于 3.0%之上，时隔 4 个月后重回 3%以上。

上周五银行间 1 天同业拆借利率收于 3.7275%，比 12 月 12 日高 1.0318 个百分点；上周平均 3.0548%，比前一周平均高 0.3529 个百分点。

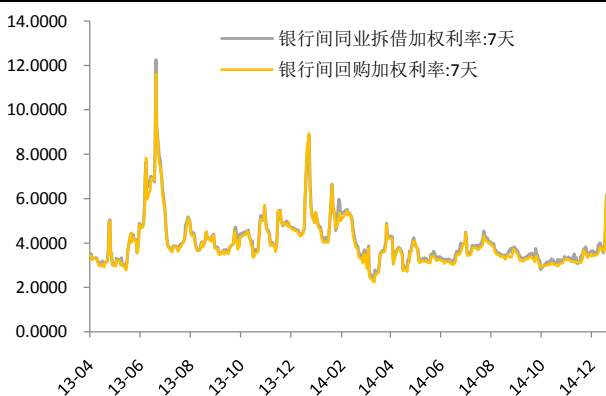
上周五银行间 1 天债券质押回购利率收于 3.8041%，比 12 月 12 日高 1.1640 百分点；上周平均 3.2025%，比前一周平均高 0.5422 个百分点。

图表 6：银行间 1 天加权平均利率



数据来源：Wind、华融证券

图表 7：银行间 7 天加权平均利率



数据来源：Wind、华融证券

2、上周 7 天期同业拆借和债券质押回购平均利率大幅上涨

上周 7 天期同业拆借利率后 4 天持续上涨，7 天债券质押回购利率后 3 天持续上涨，全周平均利率大幅高于前一周。

上周五银行间 7 天期同业拆借利率收于 6.0905%，比 12 月 12 日高 2.1557 个百分点；上周平均 4.4883%，比前一周平均高 0.6070 个百分点。

上周五银行间 7 天期债券质押回购利率收于 6.0761%，比 12 月 12 日高 2.3311 个百分点；上周平均 4.6023%，比前一周平均高 0.9525 个百分点。

五、重要政策：李克强出访促进铁路合作

1、李克强出访哈萨克斯坦、塞尔维亚和泰国三国，主推“一带一路”建设，重点将丝绸之路经济带与上海合作组织实现对接，促进大湄公河次区域经济合作，推进中国—中东欧乃至中欧合作。

中国将同匈牙利、塞尔维亚、马其顿三国以及希腊一同建设中欧陆海快线，北起匈牙利布达佩斯，南至希腊比雷埃夫斯港，争取两年内建成。

2、工信部宣布，向鹏博士、海航等 8 家企业发放第五批移动通信转售业务试点批文，也就是通常所说的虚拟运营牌照。工信部表示，至此移动通信转售业务试点申请审批工作已结束，共 42 家民营企业（含浙江、广东省内各批复 1 家）获得试点批文。

3、国务院决定对《中华人民共和国外资银行管理条例》作出下修改，要求外商独资银行、中外合资银行拨给各分支机构营运资金的总和，不得超过总行资本金总额的 60%。

4、12 月 23 日，财政部发布《关于支持和规范社会组织承接政府购买服务的通知》，提出，鼓励采取孵化培育、人员培训、项目指导、公益创投等多种途径和方式，提升社会组织承接政府购买服务的能力。

5、山东省明确对市县级政府债务实施“不救助”原则，这也是国务院出台 43 号文规范地方债之后首个提出此理念的省级政府。山东省存量城投债中，剔除主体评级为“AAA”级发行人外，存量债务总数达 1349.6 亿元。

6、12 月 19 日，住建部表示，2015 年新开工建设保障性安居工程 700 万套，基本建成 480 万套。

7、新一轮稀土收储在即。有消息称，目前，国储局已经与中铝、五矿、包钢、赣稀、厦门钨业和广晟有色签订了稀土收储协议。从之前 6 个月的平均价格来看，此次稀土收储的价格应该至少高出市场价格 10%。

8、长沙、合肥、南昌、武汉四地住房公积金可异地互认。

9、央行连续 2 天向市场提供流动性支持。知情人士称，中国央行 12 月 18 日向部分股份制商业银行提供了短期流动性支持。17 日，央行续做部分到期的 MLF，并对数家银行进行 SLO 操作

六、国际经济：美国劳动力市场继续改善

美联储 12 月 17 日发表美国经济预估报告，下调 2015-2016 年通胀预期，担心 2016 年国内生产总值(GDP)增长势头波动性会扩大，但整体上看好就业市场前景，并对长期性通胀率、失业率和 GDP 增速的预期都保持稳定。

12 月 17 日，美联储 12 月 FOMC 声明称，维持联邦基金利率目标区间在 0~0.25% 不变；美联储对货币政策恢复正常化应保持“耐心”，强调这种说法与此前 QE 结束后维持低利率“相当长时间”措词的立场一致。

美国 12 月 13 日当周初请失业金人数减少 0.6 万人，至 28.9 万人，为六周以来最低水平，且仍接近 14 年低位。

美国 11 月工业产出环比升幅扩大至 1.3%，创 2010 年 5 月来最大增幅，美国 11 月产能利用率为 80.1%，创自 2008 年 3 月来最高值。

美国 11 月新屋开工数据和营建许可数据不及预期。但四季度的平均值要好于预期。总的来说，数据显示房屋建设活动和美国 GDP 在温和增长。

欧元区 12 月 PMI 初值升至 51.7，已连续第 18 个月处于荣枯分水岭 50 上方。

欧元区 11 月 CPI 同比上涨 0.3%，回落至今年 9 月触及的低点，也是 2009 年 10 月以来最低水平。

日本四季度短观大型制造业景气判断指数为 12，前值 13；第四季度短观大型制造业前景指数为 9，前值 13。

七、本周宏观事件：关注 12 月经济增长数据

12 月 27 日，将公布 11 月规模以上工业企业利润增长数据。

12 月 23 日，将公布美国 11 月个人消费支出、核心 PCE 物价指数和新房销售数据。

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

免责声明

郝大明，在此声明，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。本报告清晰准确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等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券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和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、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。客户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，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层(100033)

传真：010 - 58568159

网址：www.hrsec.com.cn