

## 宏观经济

# 强弱货币矛盾突出

近期对欧元区通缩风险的讨论集中在欧元强势汇率上，其实近年中国PPI通缩，名义GDP增速大幅放缓也有人民币有效汇率升值的因素。未来如果欧元贬值将增加我国面临的挑战，国际间强弱货币之间的矛盾将凸显。

### 国内：汇率升值增加PPI通缩压力

1季度名义GDP增速降幅大幅超过实际GDP增速降幅，GDP平减指数通胀率只有0.4%，抑制了企业盈利和财政收入的增长，也不利于企业去杠杆的平稳进行。通胀下行压力主要源于总需求的疲弱。但是，过去两年人民币名义有效汇率的大幅升值也是不容忽视的因素。

汇率升值从两个渠道抑制国内物价：1)人民币计价的进口价格下降；2)直接和间接地抑制总需求扩张。我们的实证分析显示人民币名义有效汇率升值对PPI的下行压力最大，其次是GDP平减指数，最后是CPI，反映了进口商品在这些价格指数中的比重大小。

近期人民币兑美元贬值仅是小幅减少了过去两年累积的有效汇率升值。未来欧元对美元贬值的可能性较大，如果人民币对美元不相应贬值，有效汇率将进一步升值，继续构成通胀下行尤其是PPI通缩压力。引导人民币贬值将有利于应对美元欧元之间汇率变动对我国的影响。

### 国际：强货币困扰欧央行

近期欧元对美元汇率维持高位，资金向欧元区流动的迹象比较明显，美欧增长差收窄、欧债危机尾部风险下降、欧元作为避险货币功能有所恢复是重要原因。强势欧元拖累出口，压低欧元区通胀，通缩风险上升，不利于经济复苏。

我们判断强势欧元不可持续，2季度开始美国增长加速，美欧增长差将扩大，同时货币政策差异扩大，美国货币政策只会紧不会松，欧元区只会松不会紧。预计欧元对美元汇率将逐步走弱。

鉴于强势欧元不可持续，预计欧央行最佳选择仍是“动口不动手”，加强前瞻指导。如果短期内欧元超预期走强，欧央行最大可能还是降息等常规措施，而非实行大规模QE或者负利率政策，设定欧元/美元上限直接干预汇率的可能性小，但不排除小规模QE的可能。

分析员

**彭文生**SAC 执业证书编号: S0080511010001  
wensheng.peng@cicc.com.cn

分析员

**赵扬**SAC 执业证书编号: S0080513070005  
yang.zhao@cicc.com.cn

分析员

**边泉水**SAC 执业证书编号: S0080511070001  
quanshui.bian@cicc.com.cn

---

## 法律声明

---

### 一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、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。投资者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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。