

2010年人民币实际升值压力不超过6%

核心观点:

- **人民币面临较大的升值压力。**绝对购买力平价决定人民币汇率。2002年以来中国经济增长率持续高于美国,是2005年7月汇改后人民币对美元持续升值的根本原因。2009年下半年以来,中国经济率先复苏,经济增长率显著高于其他国家,人民币面临较大的升值压力。
- **人民币升值的综合影响分析。**人民币升值不改变中国出口的长期趋势。在劳动力供给出现拐点、原材料供给全面供不应求的情况下,人民币升值不会出现福利损失。人民币升值可以改善宏观调控,降低宏观调控的难度。
- **人民币升值弹性与升值幅度。**人民币对美元的升值弹性为,中国经济增长率每比美国高3.21个百分点,人民币升值1%。到2010年底前人民币升值压力不超过6%。如果人民币一次性升值8%,可有效缓解未来两年的升值压力。当今世界汇率安排日益弹性化。与日元早期升值比较,人民币可以容忍更大的波动幅度。
- **人民币升值路径选择。**按照人民币汇率改革主动性、可控性和渐进性的原则,综合考虑人民币升值压力与货币政策退出的时机,人民币升值可能有四种走势,一是放弃盯住美元改参考货币篮子,二是两年内选择合适时机分阶段固定幅度升值,三是从现在起人民币缓慢升值,四是“7.21”前一次性大幅升值。当前人民币升值时机已经成熟,人民币升值宜早不宜迟,宜主动不宜被动。

分析师

滕泰 所长 董事总经理

✉: tengtai@chinastock.com.cn

☎: (8610)6656 8885

执业证书编号: S0130209051671

郝大明 宏观分析师

✉: haodaming@chinastock.com.cn

☎: (8610)6656 8472

执业证书编号: S0130209021650

杨欢 宏观分析师

✉: yanghuan@chinastock.com.cn

☎: (8610)6656 8865

执业证书编号: S0130110014592

相关研究

“高增长低通胀”的运行节奏、稳定性与可持续性, 2009.12.31

目 录

一、人民币面临较大的升值压力	1
(一) 绝对购买力平价决定汇率走势	1
(二) 相对购买力平价不能解释人民币汇率变化	1
(三) 绝对购买力平价决定人民币汇率走势	2
(四) 当前人民币面临较大的升值压力	3
二、人民币升值的综合影响分析	4
(一) 人民币升值不改变我国长期出口增长趋势	4
(二) 人民币升值对货物贸易的综合影响	11
(三) 汇率作为宏观调控手段应用	13
(四) 人民币升值对行业的影响	14
三、人民币升值弹性与幅度	15
(一) 人民币的升值弹性	15
(二) 人民币汇率可以容忍较大的波动幅度	16
四、人民币升值的路径选择	20
(一) 从经济复苏情况看，当前人民币升值时机已经成熟	20
(二) 从升值压力的积累看，人民币升值宜早不宜迟	20
(三) 从国际政治博弈看，人民币升值宜主动不宜被动	21
(四) 人民币汇率走势预测	23
插图目录	24

2009年下半年以来,关于人民币升值的争论越来越热。人民币是否应该升值,升值多少,什么时候升值,是这场争论的三个焦点问题。我们认为,当前人民币面临着较大的升值压力,2010年人民币升值实际升值压力不超过6%,未来2年的实际升值压力不超过8%。出于政策退出时机和人民币升值可控性的原则,人民币将在两年内的合适时机适度升值。

一、人民币面临较大的升值压力

绝对购买力平价决定汇率走势。相对购买力平价难以决定和解释汇率走势。中国经济持续快速增长,劳动生产率快速提高,是人民币升值压力的主要来源。2009年中国经济较快克服金融危机冲击实现8.7%的增长,在全世界一枝独秀,2010年继续巩固复苏趋势,经济增长率将高于2009年,人民币升值压力不断增加。

(一) 绝对购买力平价决定汇率走势

汇率走势是国际经济运行分析的难点,汇率决定理论是国际金融理论的核心内容之一。汇率决定理论很多,比较有影响的有购买力平价理论、利率平价理论、国际收支理论、资产市场说等。购买力平价理论分为绝对购买力平价理论和相对购买力平价理论,利率平价理论分为抛补的利率平价理论和非抛补的利率平价理论,资产市场说分为货币分析法与资产组合分析法,货币分析法又分为弹性价格货币分析法和粘性价格货币分析法。

在这些汇率决定理论中,最有影响的是购买力平价理论。1922年,瑞典学者卡塞尔出版了《1914年以后的货币和外汇》一书,系统阐述了购买力平价理论。该理论认为,以不同货币购买同质同量商品和服务所需的货币数量之比,直接表现为这些货币之间的汇率。绝对购买力平价理论认为,一种货币的价值,是由单位货币在发行国所能买到的商品和劳务量决定的,即由它的内在购买力所决定。两种货币间的汇率决定于两国货币各自所具有的购买力之比(即绝对购买力平价)。相对购买力平价反映的则是汇率变动与价格水平变动之间的关系,即任何一个时期汇率变动的百分比,都等于两国间价格变动的百分比的差额,即汇率的变动取决于两国货币购买力的变动。

因此,可以认为,绝对购买力平价决定汇率水平,相对购买力影响汇率的变化。除通货膨胀影响货币的购买力外,一国的劳动生产率从根本上决定其货币的价值。劳动生产率越高,单位时间生产的产品或服务越多,货币对应的购买力越大,货币就应当升值。因此分析人民币汇率变化,首先需要分析两国间相对通货膨胀率和劳动生产率的变化,其次才是贸易顺差、外汇储备、货币发行、利率、资本市场等其他因素变化的分析。

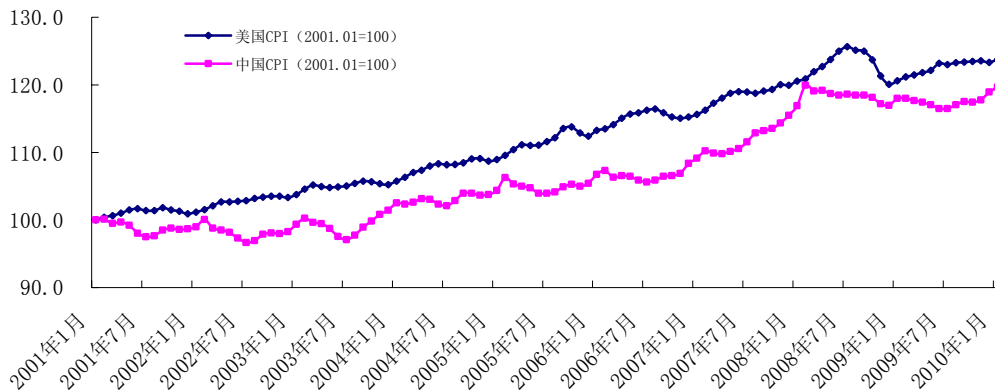
购买力平价理论的理论基础相对简单而且直观,从长期来看,汇率的走势与购买力平价的趋势基本上是一致的,因而购买力平价为长期汇率走势的预测提供了一个较好的目标。

(二) 相对购买力平价不能解释人民币汇率变化

考察中美两国CPI走势,如果以2001年1月为基期,2010年1月CPI中国为119.7%,美国为123.8%,如果以2005年7月为基期,2010年1月CPI中国为115.1%,美国为110.9%,中美两国CPI走势基本一致,并且差距均在5%以内。但自2005年7月汇改至2008年7月,

美元兑人民币平均汇率由 8.2765 下降到 6.8376，人民币累计升值 21%，显然，相对购买力平价难以解释人民币汇率变化。事实上，由于全球化和政府对通货膨胀的调控，各国物价走势基本一致，各国相对通货膨胀的变化对汇率的影响非常小。

图 1：自 2001 年 1 月以来的中美两国 CPI 走势图



资料来源：Wind 资讯。

（三）绝对购买力平价决定人民币汇率走势

对人民币币值影响最大的是劳动生产率的变化，即绝对购买力平价。劳动生产率在各行业差异很大，难以统一。方便起见，一般以人均 GDP 代替劳动生产率；因为人口总量和劳动力总量变化幅度很小，于是 GDP 增长率等同于人均 GDP 增长率。

经济持续快速增长，人民币升值。2001-2007 年，中国 GDP 持续较快增长，年均增长 10.7%，累计增长 84.0%，而同期美国年均增长 2.6%，累计增长 16.6%；2001-2004 年和 2005-2008 年，年均增长率分别为 9.7%和 11.7%，同期美国 GDP 增长率均为 2.6%；中国经济增长率持续高于美国，这是 2005 年 7 月汇改后人民币对美元持续升值的根本原因。

表 1：2000 年以来中美两国 GDP 增长率

	2001-2007 年		2001-2004 年		2004-2007 年		年度 GDP 增长(%)	
	累计增长(%)	平均增长(%)	累计增长(%)	平均增长(%)	累计增长	平均增长	2008 年	2009 年
中国	84.01	10.70	32.15	9.74	39.25	11.67	9.05	8.70
美国	16.56	2.59	7.98	2.59	7.95	2.58	1.12	-2.40

资料来源：根据联合国统计局数据推算。

经济增长率急剧下滑，人民币升值放缓。自 2008 年 7 月以来，中国经济增长率虽仍较高，但下滑速度很快，从 2008 年上半年的 10.4%，下滑到 3 季度的 9.0%，4 季度的 6.8%，以及 2009 年 1 季度的 6.2%，无论下滑的速度，还是下滑的幅度，均与美国、日本和欧盟等主要发达经济体相当；经济增长长期看好和短期大幅下滑、长期升值压力和短期贬值压力共同作用，人民币对美元汇率保持了持续一年多的稳定，其间，还出现了 2008 年 12 月初连续 4 天对美元汇率出现接近 5%跌停的情况。

(四) 当前人民币面临较大的升值压力

2009年2月,2008年9月起迅速恶化的国际金融危机开始向发展中国家蔓延,东欧成为重灾区,形成对欧盟经济的严重拖累,世界经济迅速恶化。2009年美国经济增长-2.5%,欧元区-3.9%,日本-5.3%,全世界-0.8%。与此形成鲜明对比的是,随着2008年11月一揽子刺激经济计划的出台实施,中国经济于2008年4季度见底,2009年2季度摆脱低迷,率先走出低谷,实现复苏,2009年3季度和4季度经济增长率分别达到9.1%和10.7%,全年增长8.7%,比发达经济体普遍高10个百分点以上。因此,自2009年下半年以来,国际上要求人民币升值的呼声日益高涨。

表 2: IMF 世界经济增速最新预测(2010年1月)

	实际增长(%)		预测增长(%)		比 2009 年 10 月预测(百分点)	
	2008	2009	2010	2011	2010	2011
世界	3.0	-0.8	3.9	4.3	0.8	0.1
先进经济体	0.5	-3.2	2.1	2.4	0.8	-0.1
美国	0.4	-2.5	2.7	2.4	1.2	-0.4
欧元区	0.6	-3.9	1.0	1.6	0.7	0.3
德国	1.2	-4.8	1.5	1.9	1.2	0.4
法国	0.3	-2.3	1.4	1.7	0.5	-0.1
意大利	-1.0	-4.8	1.0	1.3	0.8	0.6
西班牙	0.9	-3.6	-0.6	0.9	0.1	0.0
日本	-1.2	-5.3	1.7	2.2	0.0	-0.2
英国	0.5	-4.8	1.3	2.7	0.4	0.2
加拿大	0.4	-2.6	2.6	3.6	0.5	0.0
其他先进经济体	1.7	-1.3	3.3	3.6	0.7	-0.1
亚洲新兴工业化国家	1.7	-1.2	4.8	4.7	1.2	0.0
发展中国家	6.1	2.1	6.0	6.3	0.9	0.2
非洲	5.2	1.9	4.3	5.3	0.3	0.1
中欧和东欧	3.1	-4.3	2.0	3.7	0.2	-0.1
独联体	5.5	-7.5	3.8	4.0	1.7	0.4
俄罗斯	5.6	-9.0	3.6	3.4	2.1	0.4
不包括俄罗斯	5.3	-3.9	4.3	5.1	0.7	0.1
发展中亚洲	7.9	6.5	8.4	8.4	1.1	0.3
中国	9.6	8.7	10.0	9.7	1.0	0.0
印度	7.3	5.6	7.7	7.8	1.3	0.5
东盟五国	4.7	1.3	4.7	5.3	0.7	0.6
中东	5.3	2.2	4.5	4.8	0.3	0.2
西半球	4.2	-2.3	3.7	3.8	0.8	0.1
巴西	5.1	-0.4	4.7	3.7	1.2	0.2
墨西哥	1.3	-6.8	4.0	4.7	0.7	-0.2

资料来源: IMF, 中国银河证券研究所。

从 2010 年前 2 个月的中国经济运行来看,规模以上工业增加值同比增长 20.7%,发电量增长 22.1%;汽车产销两旺,今年 1 月份全国汽车产销量分别达 161.48 万辆和 166.42 万辆,比上年同期分别增长 143%和 124%,刷新历史最高纪录。春节后“用工荒”席卷大江南北,2010 年 GDP 有望实现 9.0%以上较快增长,从而步入正常发展的轨道。未来 10 年受城市化和消费率提高等因素的影响,中国经济将保持 8%以上的较快增长。而与此同时,2010 年美国以及其他主要国家,经济复苏势头尚待巩固,经济增长速度仍然比较低,预计在 2%-3%之间,未来 10 年美国平均经济增长率预计在 2%左右,大大低于中国,按照绝对购买力平价理论,无论长期还是短期,人民币均面临着较大的升值压力。

二、人民币升值的综合影响分析

(一) 人民币升值不改变我国长期出口增长趋势

决定出口增长的主要是世界经济增长速度,即需求,其次是各国在国际分工中地位,即产品的竞争力,而不是汇率变化。

1、实证研究表现:人民币汇率与出口量不存在相关关系

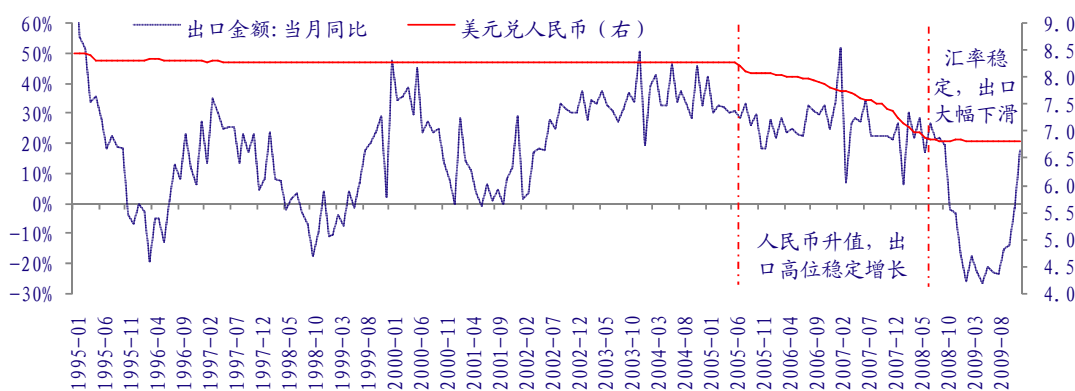
我们把 1995 年以来人民币汇率与出口增长率放到同一个时间坐标中对比,可以清晰的看到人民币汇率与出口总量变化不存在相关关系。

在过去的 15 年中,人民币汇率和我国出口分别经历了三个阶段:

第一阶段:1995 年~2005 年 7 月,人民币汇率稳定,出口大幅波动。

连续 10 年,美元兑人民币汇率始终保持在 8.3 左右的水平,我国出口增长率却有时高达 30%以上,有时低到-20%。每当西方经济繁荣、海外需求旺盛的时候,我国出口就大幅增长;每当西方经济低迷、海外需求下滑的时候(如 1997 年-1998 年亚洲金融危机和 2001 年 911 之后的西方经济低迷),我国出口增速大幅回落。

图 2: 人民币汇率与我国出口之间的关系



资料来源: Wind, 中国银河证券研究所。

第二阶段:2005 年 7 月~2008 年 6 月,人民币加速升值,出口却高速增长。

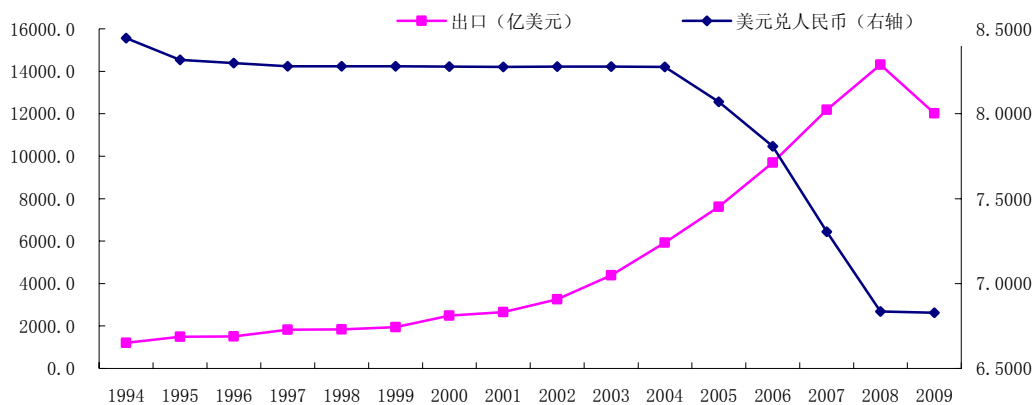
三年中，人民币升值幅度约为 18%，但这并没有带给我国出口明显的负面冲击。在加入 WTO 带来的正效应逐步释放、世界制造业向中国转移、外围经济向好的大环境下，我国出口连续几年保持 20%-30% 的高速增长。

第三阶段：2008 年 6 月~2009 年 10 月，人民币汇率稳定，而出口大幅下滑。

2008 年下半年以来，人民币汇率一改升值趋势，连续一年多时间稳定在 6.82 附近，政府还加大了出口补贴力度，但是在全球金融危机带来海外需求减少的背景下，汇率低估和出口补贴根本不能提升中国的出口，2009 年中国的出口下滑比 1998 年还要严重。

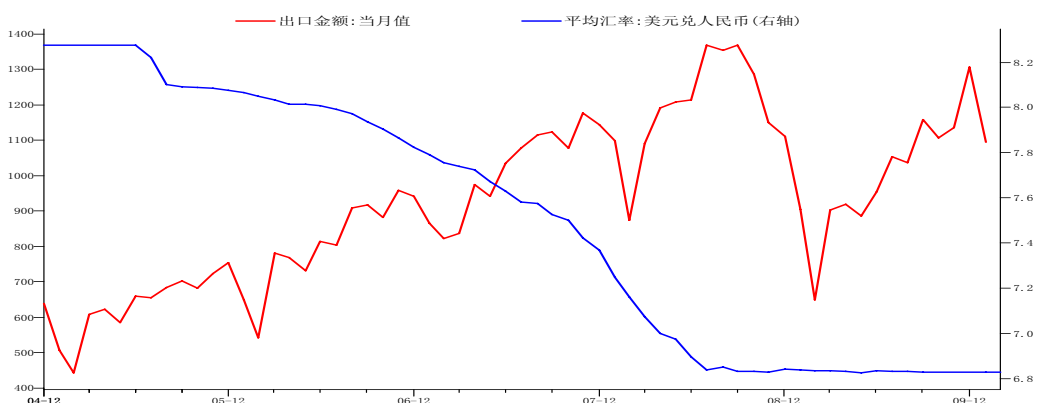
人民币升值不改出口增长。2005 年 7 月到 2008 年 7 月，美元兑人民币从 8.2223 贬值到 6.8376，中国月出口额从 660 亿美元增加到 1368 亿美元。2005-2008 年，人民币连续 4 年升值，分别升值 2.56%、3.35%、6.90%、6.85%，2005-2008 年中国出口分别增长 28.4%、27.2%、25.7% 和 17.5%。这说明，人民币升值不改变中国出口的长期趋势，甚至连短期影响也非常有限。

图 3：1994 年以来的人民币汇率与中国出口（年）



资料来源：Wind，中国银河证券研究所。

图 4：1994 年以来的人民币汇率与中国出口（月）



资料来源：Wind，中国银河证券研究所。

实证数据表明，中国的出口和人民币汇率没有明显的相关性，中国的出口本质上是由我国的国际分工地、贸易加工优势和外国需求变化决定的。

2、出口增长来源于国外需求和中国比较优势

2002 年到 2008 年，世界经济连续 7 年较快增长，经济增长率均在 2% 以上，是自 1960 年代的全球经济增长黄金期后的新一轮黄金周期。全球三分之二的国家 2004-2006 年期间的平均增长率超过 4%。需求的增长是这一时期世界贸易大幅增长的前提。

除去需求增长外，对我国出口影响最大的是比较优势，即低廉的制造业成本，特别是低劳动力成本。据统计，我国制造业劳动力成本仅相当于美国等发达国家的 2-4%，香港、新加坡、韩国、台湾的 5-13%，巴西、墨西哥的 20-30%。

表 3：中国制造业劳动力成本的国际比较

指标	2002 年	2003 年	2004 年
中国/美国	0.027	0.028	0.029
中国/日本	0.031	0.031	0.031
中国/加拿大	0.034	0.032	0.031
中国/法国	0.033	0.029	0.028
中国/德国	0.024	0.021	0.021
中国/意大利	0.039	0.034	0.033
中国/英国	0.031	0.029	0.027
中国/巴西	0.223	0.226	0.221
中国/墨西哥	0.219	0.249	0.268
中国/台湾	0.101	0.109	0.112
中国/新加坡	0.085	0.086	0.090
中国/韩国	0.065	0.062	0.058
中国/香港	0.101	0.112	0.122

资料来源：根据美国劳工部数据计算

低劳动力成本决定了我国在国际分工中的地位，1996 年后，随着我国对外开放的扩大，日本、韩国、中国台湾和香港等经济体的加工贸易出口产业，尤其是其低端加工程序，大量转移到中国，这样把它们对美、欧的出口转移到了中国。而我国则从这些经济体大量进口原材料、零部件和半成品，因此我国从它们的进口也大量增加。1996-2005 年，我国加工贸易出口占总出口的比重高达 55%，2006 年后，虽有所下降，仍在 48% 以上。近几年外商对华投资由加工组装环节向上下游延伸，我国家用电器、信息技术、运输工具等产业的国内配套能力大大增强，从而大量替代进口。沿海地区加工贸易也由“大进大出”向“小进大出”转变，国产料件的比重大幅提高，加工贸易进口比重由 2005 年 41.5% 下降到 2009 年的 32.1%。

表 4：中国加工贸易出口所占比重（%）

年份	加工贸易		一般贸易		年份	加工贸易		一般贸易	
	出口	进口	出口	进口		出口	进口	出口	进口
1981-1985	7.8	8.7	91.7	90.0	1996-2000	55.8	45.2	41.5	35.6
1981	5.1	6.8	94.5	92.5	1996	55.8	44.9	41.6	28.4
1982	0.2	1.4	99.7	97.9	1997	54.5	49.3	42.7	27.4
1983	8.7	10.6	90.7	87.7	1998	56.9	48.9	40.4	31.1

1984	11.2	11.5	88.6	87.0	1999	56.9	44.4	40.6	40.5
1985	12.1	10.1	86.8	88.2	2000	55.2	41.1	42.2	44.5
1986-1990	31.8	26.8	66.4	63.4	2001-2005	55.1	40.3	41.5	44.1
1986	18.2	15.6	81.1	82.1	2001	55.4	38.6	42.0	46.6
1987	22.8	23.6	75.2	66.6	2002	55.3	41.4	41.8	43.7
1988	29.6	27.3	68.6	63.7	2003	55.2	39.5	41.5	45.5
1989	37.7	29.0	60.1	60.2	2004	55.3	39.5	41.1	44.2
1990	40.9	35.2	57.1	49.1	2005	54.7	41.5	41.3	42.4
1991-1995	47.6	40.1	49.8	36.3	2006-2008	49.8	37.1	44.7	46.3
1991	45.1	39.2	53.0	46.3	2006	52.7	40.6	43.0	42.1
1992	46.6	39.1	51.4	41.7	2007	50.7	38.5	44.2	44.8
1993	48.2	35.0	47.1	36.6	2008	47.2	33.4	46.3	50.5
1994	47.1	41.1	50.9	30.7	2009	48.9	32.1	44.1	52.9
1995	49.5	44.2	48.0	32.8					

资料来源：《中国统计年鉴2009》，Wind，中国银河证券研究所。

3、汇率不是决定出口企业利润率的主要因素

第一，不管汇率和税收怎么变化，中国出口加工企业利润率，总停留在勉强维持生存的水平。

中国的大部分出口企业还没有高端贸易地位、专有技术垄断地位、专有知识产权、全球品牌、海外定价权、独立的海外销售渠道、或其它避免竞争的产品市场壁垒，而是像农业社会的农民或者早期工业社会的工人一样，处于相互完全竞争或恶性竞争的地位。这就决定了中国大部分出口加工企业的利润率只能停留在勉强维持生存的水平。

中国出口企业一直叫嚷“我们的毛利率只有 10%，人民币一升值，我们就倒闭了。”其实，他们的产品出厂价与海外零售价的差价有的高达 100%，有的高达 1000%，是那些贸易商和采购商经过调研之后，只留给他们 10% 的利润（海外采购商调研和谈判的目的就是寻找那个“让他们勉强生存，也不让他们饿死”的价格。）

如果人民币升值或者出口补贴减少，这个成本不会摊到中国出口加工商头上，而是在出厂价和海外零售价中间的 100% 到 1000% 的差价中轻松解决。正是由于这个原因，我们看到，在人民币升值 18% 的 2005 年到 2008 年，中国出口高速增长，中国出口加工商的利润也没有减少。

表面上，跟中国政府寻求汇率和补贴支持的是中国的出口加工商，实际上一旦得到这种支持，他们并没有能力保留这部分利益，而是迅速把这些利益交给外国人；反之，如果中国政府减少汇率和补贴支持，表面上是掠取中国出口加工商的利润，实际上只要危及到中国出口商的生存，海外采购商会很快让利。

通俗地说，中国的出口加工商既是咱们本国的“孩子”，也是外国采购商的“孩子”，但是如果不改变竞争和国际分工地位，他们注定都是“苦孩子”——本国给他们补贴或汇率支持，他们就把利益交给外国人；如果取消汇率和补贴，初期中国的出口加工商要承担一定的压力，但是他们不承担这种短期压力，海外采购商就不会让利，中国的出口加工业也不会向内地转移。

关于产业转移的区域取向问题还值得进一步论证，整体来看，在印度、越南等国的能源电力、厂房设施、治安环境、劳工技能、管理能力、交通运输状况、贸易税收环境还没有迅速赶上背景下，短期压力造成的产业转移更取向湖南、安徽、四川、河南等二线地区——一旦印度、越南的投资环境、劳工条件逐渐赶上，则在短期冲击下，产业外迁的可能性越大。

第二，出口产业的价值链占比对利润率影响有限

一个普遍的误解是，在价值链构成中占比较高的产业利润率就高，实际情况往往不完全是这样。企业在产业中的价值占比对利润率有一定影响，但不是决定因素——企业利润率的分布主要取决于竞争状况和分工地位，而不是完全取决于某个产业链的价值分布。

比如：我们在企业调研中发现一些手机零配件制造商，他们的产品价格只有十几元人民币，占整个手机价格的百分之一。恰恰是因为他们产品在手机价值链中占比低，生产的厂商少，采购商压价的冲动也不大，所以产品毛利率高达 60% 以上。类似的高毛利小产品在化工、通讯、奢侈品产业链中有很多。当然，动态地分析，价值构成越大，压价空间越大，下图是我国主要出口产业的产品价值链分布。整体而言，中国出口企业的出厂价主要包括“材料和加工”，而且其中的化工塑料、机电等产品的材料部分有很大比例是进口，加工制造在产业链中的实际占比更低。

表 5：我国主要出口品种产业链中各组成部分占比

产业链	服装	家电	机电	鞋子	打火机	塑料与化工
设计研发	18%	15%	10%	23%	5%	6%
材料+加工	25%	55%	60%	20%	30%	70%
进出口+物流	5%	5%	5%	5%	5%	7%
批零	45%	18%	18%	45%	53%	10%
消费税	7%	7%	7%	7%	7%	7%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%
零售价/出厂价	233%	143%	143%	227%	286%	132%

资料来源：Wind，中国银河证券研究所。

从上述产业的价值链分布来看，如果汇率升值，服装、鞋子、打火机等产品的成本在批发零售环节、设计研发环节分摊的可能性最大；而化工塑料、机电等产品的升值成本则要在生产环节来分摊。

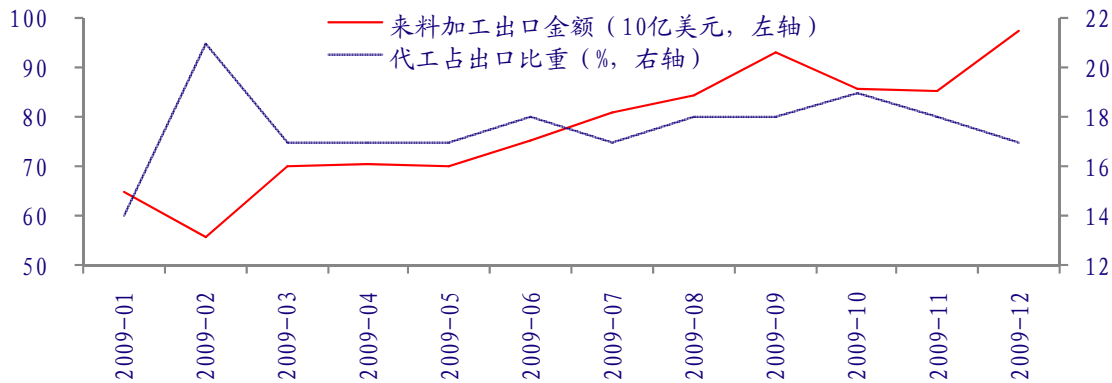
针对化工、塑料、机电等产品制造业产业链较长的特点，分摊升值造成的销售利润率降低可以有比较大的弹性。一个比较能说明问题的案例是 2004 年到 2007 年的原材料上涨：石油从 30 美元/桶升值到 140 美元/桶，但是下游的塑料化工产品都没涨价，并且把所有的成本上升都在较长的产业链中分摊消化；铁矿石上涨几倍，但是下游的汽车、家电等都没有涨价，同样有巨大的成本分摊消化能力。

只有在上述产业的成本消化能力达到一个极限的时候，才会具有向上下游谈判的能力——要么造成进口原材料价格下跌，要么海外采购商让利。

从我国出口总额中来料加工的比例来看，最近一直在 17% 左右波动，这部分出口产业只赚取固定的代工费，其他的利润和风险都有海外厂商承担，因此基本上不会受人民币升值的影响。

响。

图 5：我国来料加工出口金额与代工比重

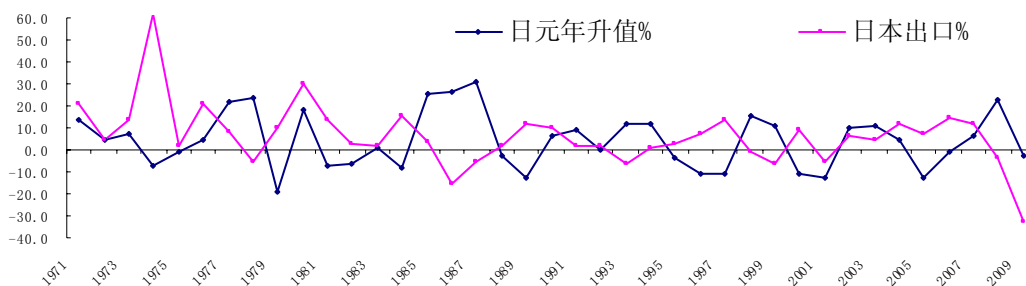


资料来源：《中国统计年鉴2009》，Wind，中国银河证券研究所。

4、升值与出口的国际比较

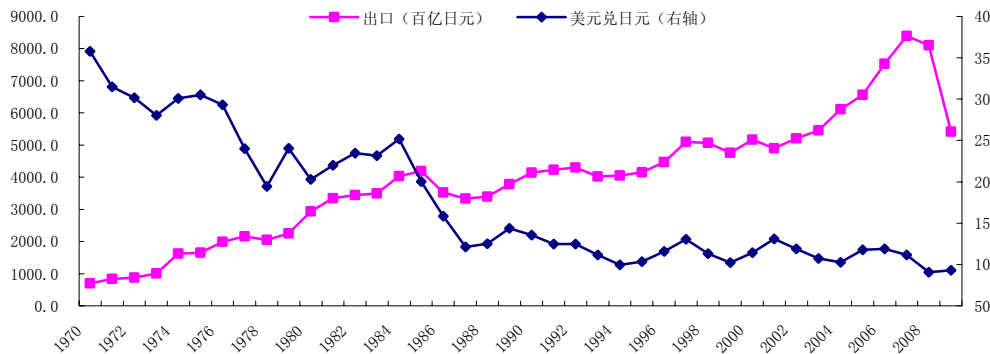
从日本的经验看，日元升值对出口影响有限。自 1976 年 1 月至 1978 年 10 月，日元从 306.0 日元升到 177.05 日元兑 1 美元，34 个月升值 72.8%。1976-1978 年，日元升值幅度分别为 4.1%、22.1% 和 23.5%，同期日本出口分别增长 20.5%、8.6% 和 -5.0%（以日元计价）；1985-1987 年，日元分别升值 25.6%、26.5% 和 30.6%，同期日本出口分别增长 4.0%、-15.9% 和 -5.6%（以日元计价）；日元两轮大幅升值中，日本出口增速大幅低于日元升值速度。日元升值对日本出口的短期影响是非常有限的，日元升值与日本出口并不存在严格意义上的负相关关系。日元在经过两轮大幅升值以后，1987 年 12 月 31 日，日元已升值到 121.25 日元兑 1 美元，由于日元最小的货币单位是元而不是分，100 日元相当于 1 美元，日元已经高启，尽管如此，1989 年到 2007 年，日元累计升值 28.7%，日本出口增长 121.9%，日元升值并不改变日本出口的长期趋势。

图 6：1970 年后日元升值速度与日本出口增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究所。

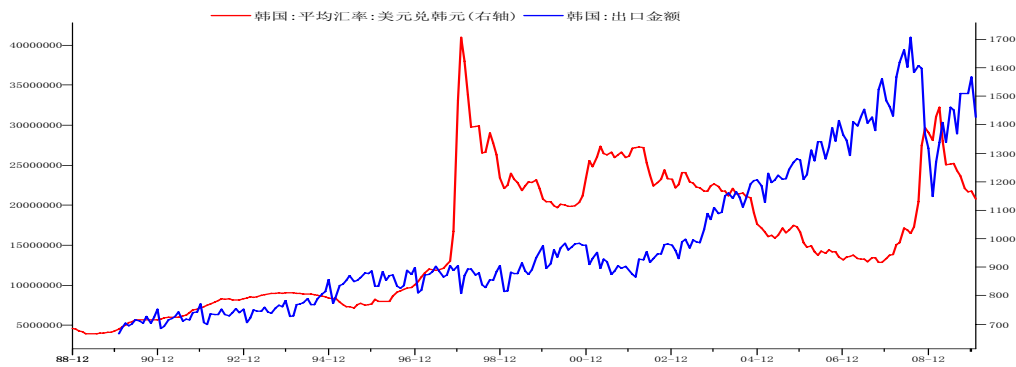
图 7: 1970 年后的日元汇率与日本出口



资料来源: Wind, 中国银河证券研究所。

韩国和巴西也是如此。2002 年 4 月到 2007 年 11 月, 韩国韩元不断升值, 美元兑韩元从 1319 贬值到 917, 但月出口额从 2002 年 4 月的 132 亿美元大幅增加到 2007 年 11 月的 358 亿美元。

图 8: 1970 年后的韩元汇率与韩国出口



资料来源: Wind, 中国银河证券研究所。

2003 年到 2008 年 6 月, 巴西雷亚尔不断升值, 美元兑雷亚尔从 3.75 贬值到 1.57, 但月出口额从 2003 年 1 月的 48.05 亿美元大幅增加到 2008 年 7 月的 204.51 亿美元。

图 9: 1970 年后的雷亚尔汇率与巴西出口



资料来源: Wind, 中国银河证券研究所。

(二) 人民币升值对货物贸易进出口的综合影响

表面看来,人民币升值后,由于我国存在着巨额货物贸易顺差,货物出口得到的美元结算成人民币后的减少额,将大于进口支出美元所需的人民币的减少额,这样会得不偿失,会出现净损失。如 2009 年,我国货物贸易顺差 1958 亿美元,合人民币 13379 亿元,如果人民币升值 5%,货物贸易顺差折合人民币为 12710 亿元,出现 669 亿元的净损失。

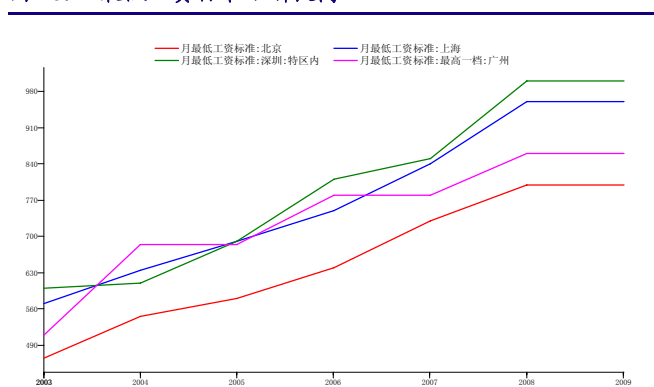
实际上,由于加工贸易的大量存在,人民币升值不仅不会减少损失,还会增加国民福利。

1、人民币升值对加工贸易的影响

加工贸易分为来料加工装配贸易和进料加工贸易两种,原材料、半成品的进口和成品销售都在国外,俗称两头在外,在国内主要利用人力资源进行加工。其实,产品价值最终来源于劳动和原材料,国内加工除了劳动力外,总得需要燃料、动力等,这些最终仍还原为劳动和原材料。这种贸易方式之所以大量存在,归根到底,就是赚取国内廉价劳动力和原材料的价值。加工贸易在国内劳动力供过于求、无限供给,并且政府维持较低基础产品价格时,创造就业的福利增加大于国外廉价劳动和原材料的出口,存在着净福利,获得了快速发展;但当国内劳动力和基础原材料供应紧张、价格上涨到一定程度后,创造就业的福利增加小于国外廉价劳动和原材料的出口,净福利消失,直至出现福利损失,这种贸易方式便难以为继。目前,我国劳动力供应拐点已经出现,国内原材料全面供应供不应求,加工贸易对国民福利的贡献出现拐点。

首先,我国劳动力供应拐点已现。我国劳动年龄人口每年还在增加,但年增加数量越来越少,2005 年我国经济活动人口占总人口的比重达到 59.559%,2006 年和 2007 年连续两年下降,分别为 59.525%和 59.521%,2008 年有所回升,到 59.670%。近年来新增就业人口也呈现逐年减少趋势,2008 年只有 490 万人,改革开放以来首次减少到 500 万人以下。今年春节刚过,“用工荒”自南向北,自东向西,席卷中华大地。不仅是珠三角、长三角,象安徽、湖北这样的传统劳务输出地区也开始出现工人紧缺现象,“用工荒”正成为全国性的问题。劳动力供不应求、报酬不断增加已经来临,这样,加工贸易出口增长不仅不会增加国民福利,还会出现净福利损失。

图 10: 最低工资标准不断提高



资料来源: Wind, 中国银河证券研究所

图 11: 每年新增就业人口逐渐减少



资料来源: Wind, 中国银河证券研究所

其次,基础原材料国内供应不足,每年大量进口,并且价格不断攀升。我国煤炭资源丰富,

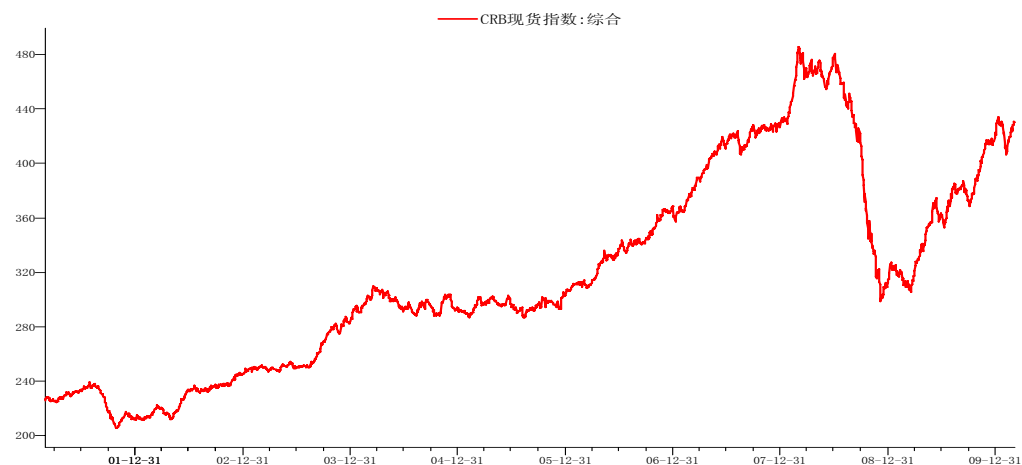
一直都是煤炭生产大国、出口大国和消费大国，每年煤炭产量与消费量均占全世界的 40% 以上。2009 年我国煤炭进口 12583 万吨，出口 2240 万吨，净进口 10343 万吨，首次成为煤炭净进口国。这标志着国内资源已全面不能满足需求，价格上涨已是大势所趋。这种情况下，如果加工贸易出口增长但进口所占比重下降，等于将国内廉价原材料加工出口，会减少国民福利。

表 6: 2009 年主要商品进口数量、金额及其增长速度

商品名称	数量 (万吨)	比上年增长%	金额 (亿美元)	比上年增长%
谷物及谷物粉	315	104.6	9	22.7
大豆	4255	13.7	188	-13.9
食用植物油	816	8.4	59	-30.1
铁矿砂及其精矿	62778	41.6	501	-17.4
氧化铝	514	12.1	13	-26.6
煤	12583	211.9	106	201.3
原油	20379	13.9	893	-31.0
成品油	3696	-5.4	170	-43.7
初级形状的塑料	2381	34.5	348	2.2
纸浆	1368	43.7	68	2.1
钢材	1763	14.3	195	-16.9
未锻造的铜及铜材	429	62.7	226	18.0

资料来源:《2009 年国民经济和社会发展统计公报》，中国银河证券研究所

图 12: CRB 指数大幅走高



资料来源: Wind, 中国银河证券研究所

第三，加工贸易福利损失过大。1995 年以来，“美国创意，日本设计，韩国研发，中国制造”的国际分工体系逐渐形成，不少合资企业，工人工资长期维持较低水平，也有一些外商投资企业为降低人力成本，任意降低劳工标准，逃避企业本该对工人承担的责任。

非法避税。据中国商务部统计，截至 2005 年年底，在所有外商投资企业中，有一半以上处于亏损状态。国家税务总局认为，2/3 以上的外商投资企业的亏损，是其为了避税而人为制造出来的。近年来，外商投资企业的非法避税每年给中国造成的税收损失在 300 亿元人民币以

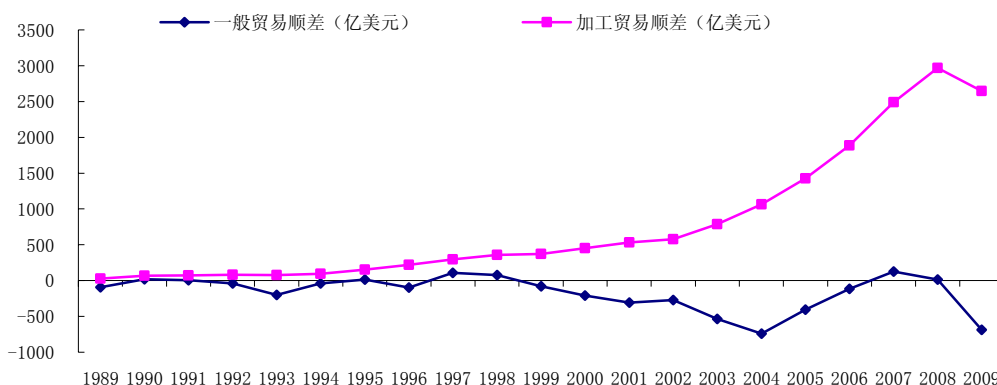
上。

转移污染。有些跨国公司将污染严重、耗费资源多的企业或生产环节转移到我国，恶化我国环境和生态系统，加重了我国环境压力。根据第三次全国工业普查资料，全部“三资”工业企业和生产单位中，外商投资于 PIIS(在生产过程中若不进行治理就会直接和间接产生大量污染物的产业)的企业共有 16998 家，工业总产值 4153 亿元，从业人数 295.5 万人，占“三资”企业相应指标的 30%左右。其中，投资于严重的污染密集产业的企业有 7487 家，工业总产值 1984 亿元，从业人员 118.6 万人，占三资企业相应指标 13%左右，占 PIIS 相应指标 40%以上。

2、人民币升值促进一般贸易转型和结构升级

人民币升值会直接减少一般贸易逆差损失。1981 年以来，我国一般贸易（总出口减去加工贸易出口）大多年份为逆差，1999-2006 年更是连续 8 年逆差，最大逆差出现在 2004 年，742 亿美元，顺差年份很少，顺差数额很小，最多的 2007 年，只有 127 亿美元。2009 年逆差为 686 亿美元，合计 4702 亿元人民币。如果 2009 年人民币升值 5%，逆差为 4487 亿元，比升值前少 215 亿元。这样，人民币升值在一般贸易方面可直接带来国民福利的增加。

图 13：1989 年以来我国一般贸易顺差和加工贸易顺差



资料来源：《中国统计年鉴 2009》，Wind，中国银河证券研究所。

其次，从资源转移看，人民币升值可更大程度上增加国民福利。一般贸易是从最初原材料的生产到最终的产品生产加工都是在国内完成的，也就是整个产业链都在国内。我国真正称的上充裕的资源只有劳动力，一般贸易出口的商品多为劳动密集型产品。在国内劳动力和原材料都已供不应求的情况下，与加工贸易相比，人民币升值可以更大程度上增加国民福利。

第三，人民币升值可促进进出口企业转型与结构升级。面临着发达国家的反倾销及其他发展中国家更低成本的竞争摩擦，产业升级已成为我国一般贸易能否生存发展的关键所在。人民币升值，等量商品换回的人民币减少，成本较高、原来微利的企业会出现亏损，被迫退出市场，竞争力强的企业市场占有率提高，产业集中度提高，从而达到转型和结构升级的目的。

（三）汇率作为宏观调控手段应用

就汇率制度而言，大国经济更适合于浮动汇率，小国经济比较适合固定汇率。这是因为大国经济内部经济调整成本较高，而小国经济内部经济调整成本较低。大国经济采取固定汇率，

或汇率缺乏足够弹性，意味着以较大的国内经济调整来适应外部经济较小的变化。但是，如果象我国这样保持人民币汇率基本保持不变，那本该由人民币升值担当的紧缩就必须由加息或提高存款准备金来代替，这对宏观调控是极其不利的。

首先，人民币升值可以有效抑制通胀。2000 年以来，我国进出口结构发生了很大变化，初级产品进口越来越多，工业制成品特别是机电产品出口越来越多。2008 年，初级产品进口 3624 亿美元，占进口额的比重达到 32.0%。人民币升值不仅可以有效地抑制进口初级产品价格上涨造成的成本推动的物价上涨，还能直接抑制进口消费品的价格，因此对抑制通胀非常有利。

其次，人民币一次性升值可以有效抑制热钱流入。人民币升值压力下，大量热钱流入，与巨额外贸顺差形成的外汇占款一起，引发流动性泛滥，增加宏观调控难度。人民币一次性升值后，热钱流入减少，宏观调控变得比较容易。

2010 年中国 GDP 增长率将在 9% 以上，而美国只有 2%-3%，欧洲只有 0.5 左右%，综合考虑各地区的物价水平等因素，人民币升值预期在全球范围内已经形成且无法改变。在这种背景下，人民币如果不能尽早升值消化这种预期，就会有越来越多的热钱流入。为了维持人民币汇率稳定，我们只能不断发行人民币来购买这些外汇，最终要么造成输入性货币流动性过剩，要么被迫提高存款准备金率、加息来对冲。最后，为了一个跟出口量没关系、跟出口加工企业利润没有实证关系的人民币汇率，牺牲整个国民经济的均衡，被迫进行内部紧缩。

(四) 人民币升值对行业的影响

最简单的情況，如果一个来料加工装配企业，无国内工人参与加工装配过程，产品全部出口，则人民币升值与否对其没有任何影响。如果一个企业有廉价的中国劳动力工作，或有部分原材料来自中国境内，产品全部出口，则人民币升值对此企业与前者相比，具有不利影响。综合来看，人民币升值对国内产业（企业）的影响取决于原材料进口、国内劳动力的参与程度与产品出口的比较，对出口产品而言，如果国内劳动力和原材料比重大，人民币升值是不利的。

表 7：人民币升值对部分行业影响举例

原材料	劳动力	产品	人民币升值影响	代表性行业
全部进口	无国内劳动力	全部出口	无	保税仓库，少数进料加工装配企业
全部进口	无国内劳动力	全部国内消费	最有利	大宗商品进口商
全部进口	全部国内劳动力	全部出口	比较不利	进料加工贸易出口商品
全部进口	全部国内劳动力	全部国内消费	比较有利	部分榨油企业
全部国内	全部国内	全部国内消费	无	部分经济农作物，蔬菜，低档商品房、水泥
全部国内	全部国内	全部出口	最不利	纯出口商，部分软件企业，贴牌生产
大部分进口	很少	大部分国内消费	非常有利	石化、钢铁、民航、电解铝
少部分进口	很多	大部分出口	非常不利	纺织、服装、鞋

资料来源：中国银河证券研究所。

1、最为有利的是纯进口商，特别是对关系国计民生的大宗商品的进口实行国营贸易经营的贸易商。如，依据入世议定书附件 2A 所列，对粮食、棉花、植物油、食糖和烟草等农产品

具有专营权的中国粮油进出口总公司、华润公司、南光进出口公司、中国棉麻进出口公司等，又如，垄断国内钾肥进口的中国中化集团和中国农业生产资料集团公司等。部分对国外高技术产品进口较多的通信、医疗、电影电视、科学研究行业等。

2、最为不利的是纯出口商。

3、非常有利的是原材料进口依存度高的行业，如石化行业，2009 年中国石油对外依存度为 52%，钢铁行业，2009 年中国铁矿石的对外依存度为 69%，民航，目前在册飞机主要来自波音公司和空客公司，部分有色金属企业，许多重要资源对外依存度均超过 50%。

4、非常不利的是产品出口依存度高的劳动密集型行业，如我国轻纺和家电等行业对外依存度普遍较高，如服装、鞋、玩具、摩托车、照相机、电冰箱、彩电和空调等。

5、基本无影响的行业，分为三类，一是进出口平衡企业，只要劳动力工资保持稳定，国内原材料价格保持稳定，人民币升值对其基本没有影响，如进料加工贸易企业，来料加工装配贸易企业，这主要分布在制造业企业。另一类无进出口企业，如房地产、农林牧渔业、电力、天然气、自来水、建筑、文化、居民服务；三是中介行业，如金融业。

三、人民币升值弹性与幅度

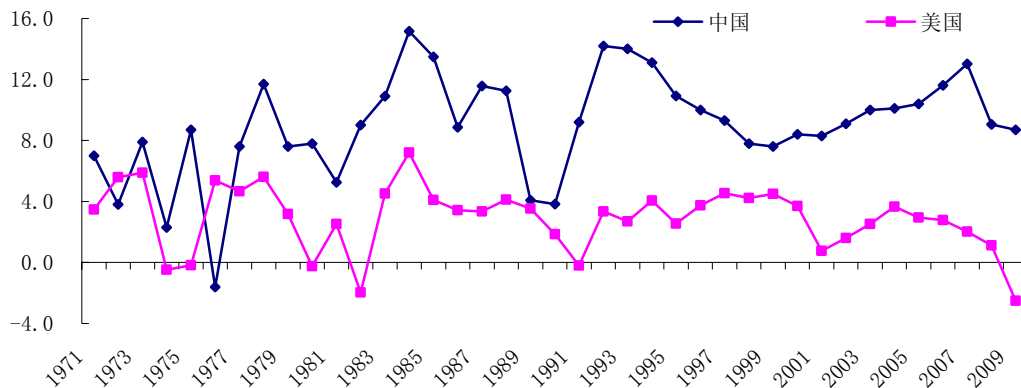
当前关于人民币升值幅度的争议很大。我们首先找出汇率平衡区间，根据汇率平衡时期后的两国经济增长率差距计算升值弹性，然后根据升值弹性预测升值幅度。

（一）人民币的升值弹性

1、人民币的升值弹性 3.21

测算升值弹性必须找到汇率均衡时期和汇率均衡区间。我们都知道，1997 年东南亚金融危机后，东南亚许多国家货币大幅贬值，人民币也面临较大的贬值压力，当时我国郑重承诺人民币不贬值，加上三年国企改革攻坚，我国经济较大困难。同期美国经济受“新经济”拉动，持续 10 年高增长，因此，1998-2000 年人民币均面临较大的贬值压力。2001 年美国互联网泡沫的破灭和“911 恐怖事件”的发生使美国经济遭受重创，中国和东南亚许多国家出口困难，经济低迷，2001 年是人民币汇率平衡年份。2002 年起，中国经济持续快速增长，一直延续至 2008 年年中。2005 年 7 月汇改后，直到 2008 年 7 月，人民币持续升值，既是对 2002-2004 年中国持续高增长的事后反应，也是对 2005-2007 年经济高速增长同步反应和超前反应。

图 14: 1971 年以来中美两国经济增长率的比较 (%)



资料来源: 联合国, 中国银河证券研究所。

2005 年 7 月到 2008 年 7 月, 人民币累计升值 21%; 2002-2007 年, 中国 GDP 累计增长 84.0%, 美国累计增长 16.6%, 相当于两国劳动生产率提高幅度相差 67.4 个百分点。据此推算, 升值弹性为, 劳动生产率每差 3.21 个百分点, 人民币升值 1%。

2010 年人民币实际升值压力不超过 6%, 未来 2 年人民币的升值压力不超过 8%。

自 2008 年 7 月至今, 人民币汇率一直稳定在 6.83 元人民币兑 1 美元的水平上, 其中, 2008 年下半年, 中国经济增长率快速下滑, 人民币有贬值压力, 2009 年上半年, 中国经济触底回升, 人民币升值贬值压力基本平衡, 2009 年下半年至今, 中国经济率先复苏, 人民币升值压力越来越大。如果按照中美两国经济 2010 年分别增长 9.0% 和 2.7%、2011 年分别增长 8.0% 和 2.0% 计算, 2009-2011 年, 中美两国劳动生产率提高幅度之差会达到 25.7 个百分点, 按照 3.21 的升值弹性, 人民币应升值 8%, 因此, 如果现在将人民币一次性升值 8%, 可有效缓解未来 2 年的升值压力。按以上的速度推算, 2009-2010 年, 中美两国劳动生产率提高幅度之差会达到 18.2 个百分点, 按照 3.21 的升值弹性, 人民币将升值 5.7%, 因此, 如果现在将人民币一次性升值 6%, 只能有效缓解 2010 年的升值压力。

(二) 人民币汇率可以容忍较大的波动幅度

1、当今世界汇率安排日益弹性化

目前在 IMF 划分的 8 种汇率制度中, 无独立法定货币、传统盯住、管理浮动和自由浮动是比较流行的汇率制度安排, 采用其他 4 种汇率制度安排的国家数目较少。

上世纪最后 10 多年中汇率制度演进呈现两极化趋势。从 1990 年到 2001 年, 实行固定汇率制度国家的比例从 15.7% 上升到 25.8%, 实行浮动汇率制度国家的比例从 15.1% 上升到 35.5%, 而各种中间形式的汇率制度国家的比例从 69.2% 下降到 38.7%。这种趋势在发达国家中尤其明显, 1990 年到 2001 年实行固定汇率制度的发达工业国家的比例从 0% 上升到 54.2%, 实行浮动汇率制度国家的比例由 26.1% 上升到 41.6%, 而中间类型国家的比例从 73.9% 下降到 4.2%。在发展中国家和新兴市场国家中, 也有两极化趋势, 而且主要是偏向浮动一极, 尤其是新兴市场国家表现得更为明显。

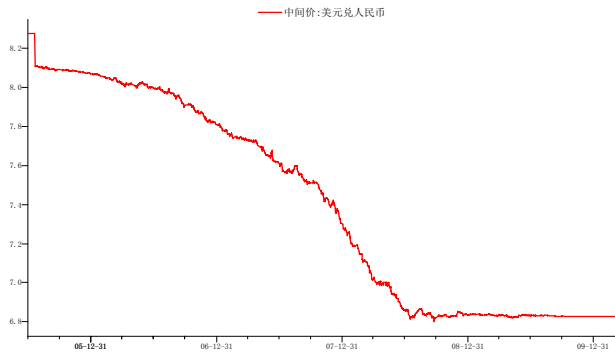
表 8: 汇率制度的国别分布(2006 年 12 月)

汇率制度		国家和地区	
无独立法定货币	其他国家货币作法定货币(9)	巴拿马、东帝汶、厄瓜多尔、基里巴斯、马绍尔群岛、密克罗尼西亚、帕劳、萨尔瓦多、圣马力诺	
	东加勒比海货币联盟(6)	安提瓜和巴布达、多米尼加、格林纳达、圣基茨和尼维斯、圣路西亚、圣文森特和格林纳丁斯	
	非洲法郎区（14）	WAEMU (8)	贝宁、布基纳法索、多哥、几内亚比绍、科特迪瓦、马里、尼日尔、塞内加尔
		CAEMC (6)	赤道几内亚、刚果、加蓬、喀麦隆、乍得、中非
	欧元区(12)	爱尔兰、奥地利、比利时、德国、法国、芬兰、荷兰、卢森堡、葡萄牙、西班牙、希腊、意大利	
货币局(7)	爱沙尼亚、保加利亚、波黑、吉布提、立陶宛、文莱、中国香港		
传统盯住	盯住单一货币(47)	阿拉伯联合酋长国、阿鲁巴、埃及、埃塞俄比亚、安的列斯群岛、巴巴多斯、巴哈马、巴基斯坦、巴林、白俄罗斯、玻利维亚、伯利兹、不丹、厄立特里亚、佛得角、圭亚那、荷兰、洪都拉斯、津巴布韦、卡塔尔、科摩罗、科威特、拉脱维亚、莱索托、黎巴嫩、卢旺达、马尔代夫、马耳他、马其顿、毛里塔尼亚、纳米比亚、尼泊尔、塞拉利昂、塞舌尔、沙特阿拉伯、斯威士兰、苏里南、所罗门群岛、特立尼达和多巴哥、土库曼斯坦、委内瑞拉、乌克兰、叙利亚、伊拉克、约旦、越南、中国	
	盯住货币篮子(5)	斐济、利比亚、摩洛哥、萨摩亚、瓦努阿图	
波幅盯住(6)	丹麦、塞浦路斯、斯洛伐克、斯洛文尼亚、汤加、匈牙利		
波幅爬行盯住(0)			
管理浮动(51)	阿尔及利亚、阿富汗、阿根廷、安哥拉、巴布亚新几内亚、巴拉圭、布隆迪、多米尼加、俄罗斯、冈比亚、哥伦比亚、格鲁吉亚、哈萨克、海地、吉尔吉斯斯坦、几内亚、加纳、柬埔寨、捷克、克罗地亚、肯尼亚、老挝、利比里亚、罗马尼亚、马达加斯加、马拉维、马来西亚、毛里求斯、蒙古、孟加拉国、秘鲁、缅甸、摩尔多瓦、莫桑比克、尼日利亚、塞黑、圣多美和普林西比、苏丹、斯里兰卡、塔吉克斯坦、泰国、突尼斯、危地马拉、乌拉圭、乌兹别克、新加坡、牙买加、亚美尼亚、也门、印度、赞比亚		
独立浮动(25)	阿尔巴尼亚、澳大利亚、巴西、冰岛、波兰、菲律宾、刚果民主共和国、韩国、加拿大、美国、墨西哥、南非、挪威、日本、瑞典、瑞士、索马里、坦桑尼亚、土耳其、乌干达、新西兰、以色列、印尼、英国、智利		

资料来源: IMF, 中国银河证券研究所。

自 2005 年 7 月 21 日起,我国开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。2008 年 7 月美元见底反弹、大宗商品价格泡沫破灭后,人民币汇率转为盯住美元的政策。9 月美国金融危机爆发,人民币汇率曾急剧上升,但 4 季度中国经济增长率急剧下滑,12 月初人民币汇率还出现连续 4 跌停的情况。自 2008 年 7 月至今一年多,人民币对美元汇率维持稳定,2008 年 6 月 30 日 1 美元兑人民币 6.8591 元,2010 年 3 月 5 日 6.8266 元,20 个月微升 0.476%。

图 15: 人民币汇率 (2005 年 7 月至今)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究所

图 16: 人民币汇率 (2008 年 7 月至今)

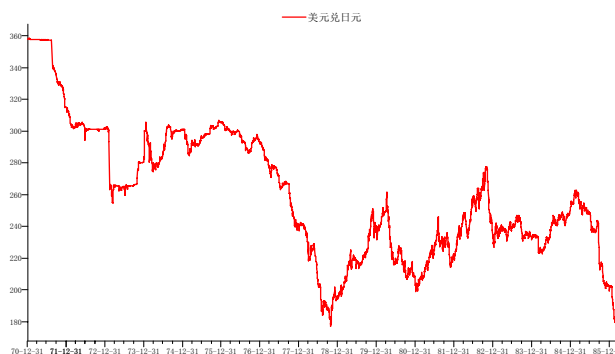


资料来源: Wind, 中国银河证券研究所

2、人民币汇率可以容忍较大的波动幅度

日元升值对人民币升值具有借鉴意义。早期的日元汇率波动幅度很大。自 1976 年 1 月至 1978 年 10 月, 日元大幅升值。1973 年 3 月布雷顿森林货币体系崩溃, 直到 1976 年 1 月“牙买加协定”后, 浮动汇率才完全合法化。自 1976 年 1 月至 1978 年 10 月, 日元从 306.0 升值到 177.05 兑 1 美元, 34 个月升值 72.8%。1970-1978 年, 日本 GDP 增长 42.7%, 美国增长 33.9%, 日元升值弹性为 0.12, 比中国 2005-2008 年升值弹性大得多, 因此, 2005-2008 年人民币升值速度相对日元 1976-1978 年还是慢得多。这也是近期国际上要求人民币升值的一个重要原因。

图 17: 日元汇率 (1971.1-1985.2)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究所

图 18: 日元汇率 (1976.2-1979.4)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究所

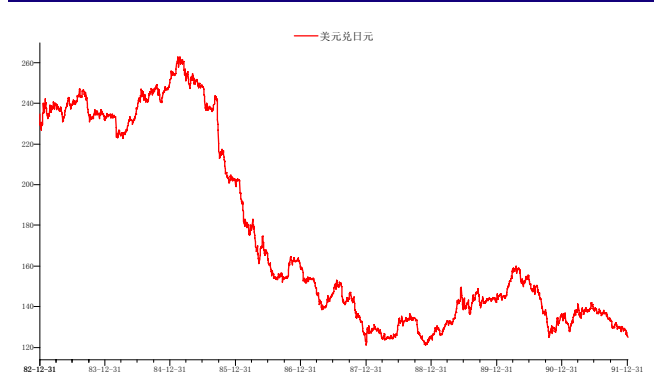
1978 年 10 月到 1985 年 1 月, 日元大幅贬值。1979-1985 年日本 GDP 增长 26.3%, 美国增长 20.7%, 日本经济增长速度有所放慢, 日元趋势是贬值。1985 年 2 月 8 日, 262.8 日元兑 1 美元, 比 1978 年 10 月贬值 32.6%。

较长期来看, 早期日元升值缓慢。1972-1985 年, 日本 GDP 增长 72.1%, 美国增长 56.1%, 日元从 1972 年初的约 315 升值到 1984 年底的约 245 兑 1 美元, 升值 28.6%, 升值弹性约 0.56,

如此，升值弹性大，升值速度慢，还是非常合适的。但是日元升值速度太慢招致更大的升值压力，直接导致了 1985 年“广场协议”的产生。

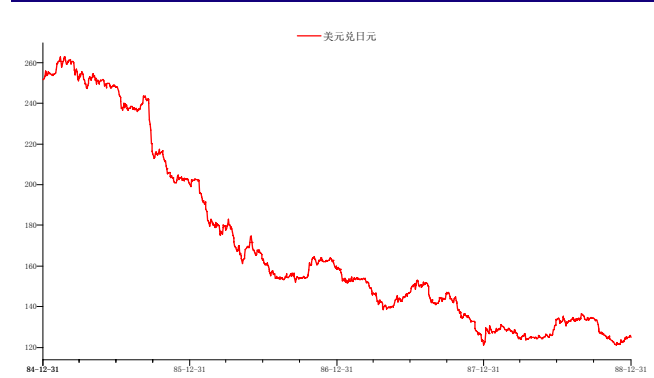
1985 年 9 月“广场协议”后，日元开始急速升值。自 1985 年 2 月，至 1987 年 12 月 31 日，日元从 262.8 劲升到 121.25 兑 1 美元，35 个月升值 116.7%。1986-1988 年，日本 GDP 分别增长 2.96%、3.80%和 6.76%，累计增长 14.1%，同期美国分别增长 3.43%、3.34%和 4.12%，累计增长 11.3%。因此与劳动生产率提高幅度相比，日元升值速度过快，这是日本经济泡沫产生的一个重要原因。

图 19: 日元汇率 (1983.1-1991.12)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究所

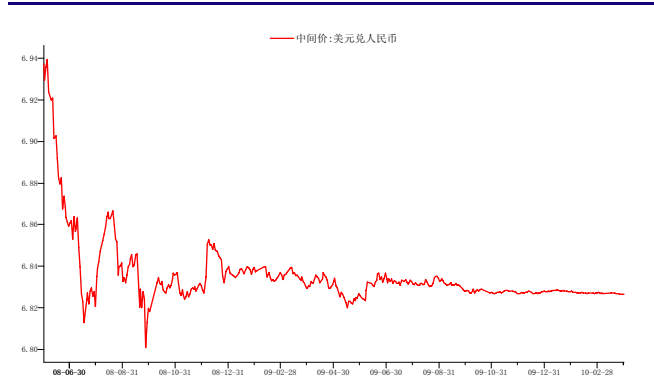
图 20: 日元汇率 (1985.1-1988.12)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究所

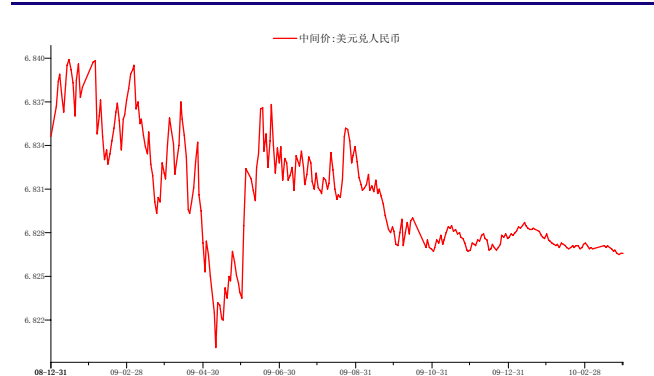
很明显，相对 1972-1985 年的日本经济，2000 年后的中国经济增长速度更快。因此，可以推断，目前人民币承受的升值压力更大，可以容忍的升值速度更快，可以承受的升值幅度更大。2005 年 7 月汇改以来，到 2008 年 7 月，人民币对美元累计升值 21%，速度并不慢，并且自 2001 年到 2009 年，9 年人民币累计升值 21.2%，日元自 1972-1985 年 13 年累计升值 28.6%，人民币升值速度比日本稍快，但中国经济增长率更高，相比之下，人民币升值速度较慢，并且，日元 1985 年前的缓慢升值招致非常大的升值压力，直到“广场协议”的产生。因此，人民币不仅需要加大浮动幅度，还要加快升值速度。

图 21: 人民币汇率 (2008.6-2010.2)



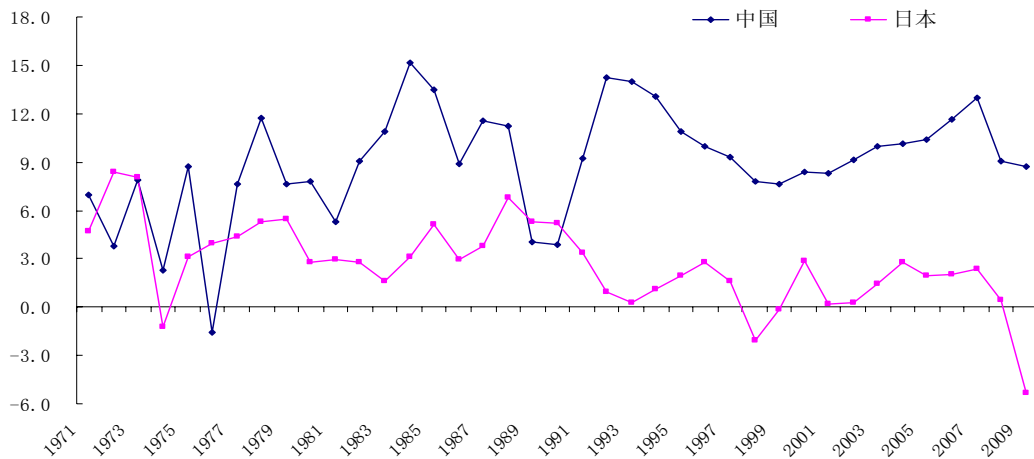
资料来源: Wind, 中国银河证券研究所

图 22: 人民币汇率 (2009.1-2010.2)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究所

图 23: 中国 2000 年后的 GDP 增速大幅高于日本 70 年代



资料来源: 联合国, 中国银河证券研究所。

四、人民币升值的路径选择

当今全球浮动汇率体制下, 一国货币汇率变化不再单纯由经济层面决定, 在某一时期更多地成为国际政治博弈的工具, 但长期来看, 仍由经济层面决定。当前, 人民币升值时机选择需要综合考虑世界经济和中国经济复苏情况, 国际政治变化和升值压力积累等多方面的因素。

(一) 从经济复苏情况看, 当前人民币升值时机已经成熟

从中国经济看, 政策退出时机已经成熟。2009 年下半年, 我国经济持续回升, 4 季度 GDP 增长 10.7%, 超过危机前 2008 年 1 季度的 10.6% 和 2 季度的 10.1%。2010 年以来, 经济开局良好, 汽车销售和房地产投资继续保持高增长, 全年有望实现 9.5% 的经济增速。在今年“两会”《政府工作报告》中, 今年 GDP 增长目标为 8%, 比实际经济增速低 1 个多百分点, 这为经济结构调整和经济发展方式转变预留了足够的空间。并且, 人民币升值有利于结构调整, 有利于发展方式转变。因此我们认为, 从经济复苏情况和结构调整必要性看, 当前人民币升值时机已经成熟。

从世界经济看, 虽各国均处于刺激政策退出前的观察期, 但经济企稳回升向好却是不争的事实, 政策退出是迟早的事。2009 年 4 季度, 主要经济体经济大幅回升, 其中, 美国 GDP 按年率计算增长 5.7%, 创 6 年多来的最大季度增幅。日本环比增长 1.1%, 按年率计算增长 4.6%, 已连续 3 个季度增长。欧元区在 3 季度环比上升 0.4% 的基础上, 4 季度再度上升 0.1%。这说明世界经济已经企稳回升。尽管复苏道路崎岖难行, 因危机造成重创影响深远。但比 2008 年 4 季度和 2009 年上半年已经有了明显好转。刺激政策退出也已为期不远。

(二) 从升值压力的积累看, 人民币升值宜早不宜迟

升值压力的相比之下, 一次性较大幅度升值能够有效缓解升值压力。如果象 2005-2008 年

那样渐进升值，因为中国经济增长率在未来相当长时期一直高于美国，升值预期会不断强化，升值压力会越来越大，很可能直到下一次危机发生升值才会停止，象 2008 年下半年大宗商品价格见顶暴跌对经济的冲击是非常大的。因此，一次性升值比较有效。在幅度上，6%只能缓解 2010 年的升值压力，8%可以有效缓解 2010 年和 2011 年升值压力，因此一次性升值 8%比较合适。

二是人民币不升值宜早不宜迟。在出口退税率提高和人民币不升值两大因素作用下，我国出口很快恢复。表面来看，2009 年我国货物出口 12017 亿美元，比 2008 年下降 16.0%，但考虑人民币升值和出口价格下跌因素后，我国实际出口约 8.76 万亿元，仅比 2008 年下降 11.6%，特别是 2009 年下半年，我国实际出口量已超过危机前的 2008 年上半年水平，对饱受金融危机冲击的其他国家，形成强烈冲击，直接影响一些国家的经济复苏，招致越来越多的反倾销。2008 年底四季度和 2009 年上半年，主要经济体各国为应对金融危机出台了大量政策措施，目前已初见成效，但失业率仍居高不下，财政赤字高企，离真正复苏还比较远。情急之下，各国反倾销等贸易保护主义措施纷纷出台，人民币升值压力日益高涨。因此，人民币尽早升值，世界经济早日复苏，还可促进中国出口。

三是国内经济结构调整和发展方式转变刻不容缓。3 月 5 日，温家宝总理所作的政府工作报告中，指出“转变经济发展方式刻不容缓。”依靠人民币升值进行结构调整不仅必要，而且非常迫切。2 月 25 日，据纺织领域消息人士透露，商务部、工业和信息化部正在对劳动密集型行业进行压力测试，以期厘清人民币汇率的变动对纺织服装、制鞋、玩具等行业的影响。粗略估算，人民币每升值 1 个百分点，这些行业的净利润率就将直接下降 1 个百分点，而当前这些行业的平均净利润水平仅仅在 3%-5%。如果人民币象 2005-2008 年那样缓慢升值，对劳动密集型行业的结构调整作用非常有限。单纯依靠国内主动调整，由于涉及复杂的利益问题，难以真正调整。人民币一次性较大幅度的升值，能够较好地起到结构调整的作用。

第四，从未来两年我国经济运行节奏来看，今年上半年，尤其是一季度各项指标良好，承受冲击的能力较强。由于 2011 年房地产投资、基建投资、企业厂房设备投资都可能大幅下滑，最好不要错过时机把升值压力留给 2011 年，更不能因为不升值而被迫不断对国内经济进行紧缩，人为给 2011 年经济运行留下阴影。

第五，从升值对产业转移影响看，在印度、越南等国的能源电力、厂房设施、治安环境、劳工技能、管理能力、交通运输状况、贸易税收环境还没有迅速赶上我国的背景下，人民币升值的短期压力造成的产业转移更取向湖南、安徽、四川、河南等二线地区——一旦印度、越南的投资环境、劳工条件逐渐赶上，则在短期冲击下，产业外迁的可能性越大。

（三）从国际政治博弈看，人民币升值宜主动不宜被动

一是美国贸易保护主义变本加厉，咄咄逼人

据统计，2009 年前 3 季度，全球 35%的反倾销调查针对中国出口产品，全球 71%的反补贴调查针对中国出口产品，有 19 国家对中国产品发起贸易调查，我国共遭 88 起贸易救济调查（反倾销 57 起，反补贴 9 起，保障措施 15 起，特保 7 起），涉及 102 亿美元的出口商品金额，其中，美国对我国贸易救济调查涉案总额达 58.4 亿美元，增长 639%。

2010 年以来，美国贸易保护主义有增无减，在贸易救济案中展开人民币汇率反补贴调查

的可能性越来越高。3月2日，美国商务部公布中国输美铜版纸“两反”案初裁，判定中国涉案企业存在被补贴事实，并决定征收4%-17%不等的反补贴关税。虽然此次初裁仍然没有将“中国操纵人民币汇率”认定为补贴项，但美国商务部下属机构国际贸易局新闻发言人Tim Truman介绍，“我们正在考虑将人民币汇率操纵列入反补贴调查”。

表 9：2010 年以来我国遭受的部分反倾销

公告日期	反倾销内容
10-03-06 03:47	欧盟支持继续对我国鞋企征收反倾销税
10-03-05 10:50	印度对中国冷轧平板不锈钢及子午线轮胎征收反倾销税
10-02-26 09:46	印度对中国冷轧平板不锈钢及子午线轮胎征收反倾销税
10-02-26 04:22	印度对中国青霉素工业盐初裁反倾销
10-02-22 03:11	欧委会对我国铜版纸和三聚氰胺发起反倾销调查
10-02-21 13:14	阿根廷对我国出口西服套装等展开反倾销调查
10-02-12 08:52	美调查中国钢铁线材企业逃避反倾销税
10-02-09 03:56	阿根廷对我国有机合成染料等征收反倾销税
10-02-08 10:15	美国对中国礼盒及丝带征收反倾销税最高达 231%
10-02-01 08:27	欧盟拟对华铜版纸反倾销调查
10-01-29 02:59	中国玻纤遭土耳其反倾销立案调查
10-01-28 10:51	美商务部对我国电热毯征收反倾销关税
10-01-18 09:52	中国玻纤遭印度反倾销调查
10-01-16 02:35	印度对我国玻璃纤维发起反倾销
10-01-12 10:12	美将对我国金属硅征收高达 139.49%反倾销税
10-01-08 02:47	印度裁定对华子午线轮胎征收反倾销税
10-01-06 13:43	美初裁对华金属丝网托盘征收反倾销税
10-01-06 09:19	美对华进口钢丝层板征收反倾销关税
10-01-04 16:49	美联合钢铁工人工会要求对中国产钻杆征收反倾销税

资料来源：商务部网站，中国银河证券研究所。

2月25日，美15名参议员联名发信，要求商务部将“人民币汇率被低估的部分”视为补贴，并在铜版纸案中首先展开调查。此次参议院公开信的领头人是纽约州参议员查尔斯·舒默，2005年“舒默法案”的发起人。舒默当时威胁，如果人民币不升值，那么所有进入美国的中国商品将被加征27.5%的汇率税。“舒默法案”最终立法失败，但2005-2008年，人民币对美元升值超过20%。此次舒默卷土重来，再次批评“中国反复通过低估人民币价值，为其制造业争取不公平的国际竞争优势”。汇率补贴调查如果启动，其威力几乎等同于舒默法案。

经我们测算，人民币2010年实际升值压力不超过6%，美国如此变本加厉，频频对中国施压，不少人推测，年后美国在中美贸易问题上咄咄逼人的攻势，有意达到类似“广场协议”的“城下之盟”。

人民币如果早日升值，不仅有利于结构调整，有利于抑制通胀，有利于阻止热钱流入，发挥宏观调控工具的作用，美国贸易保护主义也会失去一个借口。但如果人民币不尽早升值，一切都反过来了，不仅不利于宏观调控，失去宏观调控工具的作用，还给了美国贸易保护的借口，

成为美国的一个政治工具，是非常被动的。人民币早日升值，才能争取主动。

（四）人民币汇率走势预测

央行行长周小川 3 月 6 日表示，周小川同时指出，中国现阶段所实行的人民币汇率机制，应该是一个有管理的浮动汇率机制。这不排除一些特殊的阶段，“比如说刚才提到的亚洲金融风波和这次全球金融危机。在危机的条件下，不排除我们会采用特殊的政策，也包括特殊的汇率形成机制”，不过，“这样的政策迟早也有一个退出的问题”。

中国汇率政策的退出，其实有两层含义，一是汇率政策的退出，就是由现在紧盯美元的汇率政策，回到参考一揽子货币确定人民币汇率的政策，二是人民币在什么时间以什么方式升值问题。这里可能有四种选择：

一是放弃盯住美元，参考货币篮子确定人民币汇率，因为美元、欧元、日元与其他货币涨跌不一，权重不同，人民币参考货币篮子升值幅度较盯住美元升值幅度变化要小得多。理论上这会在相当程度上缓解人民币升值压力。

二是未来两年，如果世界经济稳健复苏，中国经济持续较快增长，人民币升值压力不减，央行可能会选择某个时机起，分阶段固定幅度升值。如在 2010 年 8 月升值 2%，2011 年 2 月升值 2%，2011 年 8 月升值 2%。

三是现在开始缓慢升值。据中国贸易救济信息网统计，2009 年共有 20 个国家(地区)对华启动 118 起贸易救济调查，在 16 个对华启动反倾销调查的国家(地区)中，阿根廷对华启动反倾销调查占同期阿全球反倾销调查总数的比重高达 95%，美国为 60%，加拿大为 50%，南非为 50%，印度为 32.3%，欧盟为 42.9%，巴基斯坦为 11.5%。进入 2010 年，美国和欧盟在人民币汇率问题上更是变本加厉，咄咄逼人。在 2010 年 7 月 21 日人民币汇改 5 周年前，世界主要国家将在人民币汇率问题上统一立场，作出更大的动作，对人民币施加更大的压力，因此，人民币有可能从现在起缓慢升值。

四是“7.21”前一次性大幅升值。按照中国经济增长率比美国高 3.21 个百分点、人民币升值 1% 的升值弹性计算，2008 年 7 月到 2009 年 6 月是人民币汇率平衡期，2009 年中国经济增长率比美国高 11.2 个百分点，2009 年 7 月到 2010 年 3 月，人民币积累了约 2.6% 的升值压力，到 2010 年 6 月，约积累 3.5% 的升值压力，因此，如果一次性升值 3%，只是释放之前积累的升值压力，人民币未来升值预期并没有释放；如果一次性升值 6%，只是释放了到 2010 年底的升值压力，或许会在短期缓解升值压力，但到 2011 年，人民币升值压力又会不断积聚。因此，政府有可能在“7.21”前将人民币一次性大幅升值 5%-8% 并且到 2011 年底前保持汇率不变。

插图目录

图 1: 自 2001 年 1 月以来的中美两国 CPI 走势图	2
表 1: 2000 年以来中美两国 GDP 增长率	2
表 2: IMF 世界经济增速最新预测 (2010 年 1 月)	3
图 2: 人民币汇率与我国出口之间的关系	4
图 3: 1994 年以来的人民币汇率与中国出口 (年)	5
图 4: 1994 年以来的人民币汇率与中国出口 (月)	5
表 3: 中国制造业劳动力成本的国际比较	6
表 4: 中国加工贸易出口所占比重 (%)	6
表 5: 我国主要出口品种产业链中各组成部分占比	8
图 5: 我国来料加工出口金额与代工比重	9
图 6: 1970 年后日元升值速度与日本出口增速度	9
图 7: 1970 年后的日元汇率与日本出口	10
图 8: 1970 年后的韩元汇率与韩国出口	10
图 9: 1970 年后的雷亚尔汇率与巴西出口	10
图 10: 最低工资标准不断提高	11
图 11: 每年新增就业人口逐渐减少	11
表 6: 2009 年主要商品进口数量、金额及其增长速度	12
图 12: CRB 指数大幅走高	12
图 13: 1989 年以来我国一般贸易顺差和加工贸易顺差	13
表 7: 人民币升值对部分行业影响举例	14
图 14: 1971 年以来中美两国经济增长率的比较 (%)	16
表 8: 汇率制度的国别分布 (2006 年 12 月)	17
图 15: 人民币汇率 (2005 年 7 月至今)	18
图 16: 人民币汇率 (2008 年 7 月至今)	18
图 17: 日元汇率 (1971.1-1985.2)	18
图 18: 日元汇率 (1976.2-1979.4)	18
图 19: 日元汇率 (1983.1-1991.12)	19
图 20: 日元汇率 (1985.1-1988.12)	19
图 21: 人民币汇率 (2008.6-2010.2)	19
图 22: 人民币汇率 (2009.1-2010.2)	19
图 23: 中国 2000 年后的 GDP 增速大幅高于日本 70 年代	20
表 9: 2010 年以来我国遭受的部分反倾销	22

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，中国银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，中国银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908