



研究报告

人民币升值：
影响的不是贸易，而是国内资产价格

摘要

◇ 在世界经济复苏势头渐趋明朗的形势下，以美国为代表的发达经济体为了促进本国出口，增加就业，要求人民币升值的呼声再现。两会期间，中国政府明确表示，中国将坚决保持人民币汇率基本稳定，由此进一步刺激了美国等发达经济体的神经。美国国会议员、国际货币基金组、世界银行等采用不同的方式敦促中国政府加快人民币升值。

◇ 目前人民币升值压力主要缘于以下两个方面的原因：一是我国贸易顺差和外汇储备持续增加，人民币升值压力上升。二是由于以美国为代表的外部施压，人民币又重新面临着较大的升值压力。

◇ 日本、台湾、中国大陆等国家和地区的经济实践一再表明，本国货币升值在不能有效减少国际贸易顺差的同时，却很容易导致国内房地产市场和资本市场泡沫。

从我国房地产市场和资本市场的实际情况来看，05年中期以来，人民币升值及其预期导致国际热钱大量流入，流入的热钱追求的不是利差交易，而是追求资产的快速增殖。这一时期资本市场与全国性楼价的快速飙升就是最好的证明。

◇ 目前，人民币汇率问题已经是政治、经济、外交的交织体，今后人民币汇率的走势主要取决于中美双方战略博弈的结果。因此，短期内人民币汇率将维持稳定。长期来看，应该不断完善人民币汇率形成机制的改革，进一步增加人民币汇率弹性。

齐鲁证券有限公司
研究所
宏观研究部

分析师 边绪宝
执业证书编号：S0740208020043

Tel: (86531) 8128-3790
Fax: (86531) 8128-3791
Email: ttss_188@sina.com

重要声明：本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。



一、人民币升值再起波澜

2008年下半年以来,由于全球金融危机恶化导致中国出口急剧下滑。为了稳定出口,中国政府在多次上调出口退税的同时,实际上将人民币重新钉住美元,这使得人民币汇率在一年多的时间内基本上保持在1美元兑6.83元人民币附近。而在目前世界经济复苏势头渐趋明朗的形势下,以美国为代表的发达经济体为了促进本国出口,增加就业,要求人民币升值的呼声再现。

两会期间,中国政府明确表示,中国将坚决保持人民币汇率基本稳定,由此进一步刺激了美国等发达经济体的神经。

就在中国两会结束之后的3月15日,一个由130名美国国会议员组成的团体,联名致信商务部长骆家辉和财政部长盖特纳,敦促奥巴马政府对中国的汇率问题采取制裁措施。议员们要求财政部在4月15日的主要贸易伙伴国汇率制度报告中,正式认定中国为“汇率操纵国”,并要求商务部对此类“蓄意操纵汇率”的国家征收反补贴税。3月16日,美国参议院议案草案显示,如果中国不采取措施调整人民币汇率,美国将对部分中国出口商品征收关税。

美国财政部长盖特纳也同期表示,中国应当最终将认识到,有必要转向更灵活的汇率形成机制。“这对中国及其贸易伙伴都很重要。”美国众议院筹款委员会主席Sander Levin亦称,将在3月24日召开听证会,检视中国汇率政策对全球经济复苏以及美国就业的影响,同时会考虑措施解决该问题。

同一时刻,国际货币基金组织总裁卡恩表示,人民币汇率被大大低估,而人民币升值将能促使世界经济恢复平衡。

3月17日,世界银行公布了《中国经济季报》。在有关汇率政策的部分,世行建议中国政府应考虑增强汇率政策的灵活性。认为汇率升值既可以对抗通胀又可以阻止对利率敏感的资本流动。世行认为中国的人民币“升值将减少通胀压力,有助于推动经济平衡增长。长期看来,更加灵活的汇率可以确保中国的货币政策相对美国经济周期的独立性。通过将汇率升值及贬值的双向风险引入外汇市场,这种灵活



性将为根据国内需求调整货币政策提供更大空间：即使高收入国家保持低利率，中国也可以提高利率”。

二、今年人民币面临较大升值压力

由此不难看出，人民币升值面临多方面的压力。特别是今年以来，随着全球经济逐渐复苏，出于本国增长的需求，国外要求人民币升值的呼声再起。归纳起来看，目前人民币升值压力主要缘于以下两个方面的原因：

一是我国贸易顺差和外汇储备持续增加，人民币升值压力上升。

今年前两个月，我国外贸出口和顺差稳步增长，而且即使在全球经济危机的 2009 年，我国仍然实现 1959 亿美元的贸易顺差。另外，据国家统计局公布的数据，截至 2009 年末，我国外汇储备余额达 2.4 万亿美元，同比增长 23.3%。这显示了外汇市场上外汇供给远远大于外汇需求，人民币升值压力上升。

中国人民银行行长周小川在两会期间表示，人民币自 2008 年下半年以来硬钉住美元的格局是危机时期采取的紧急措施，在危机过去后将逐步“正常化”。况且，今年头两月中国出口增长强劲，累计同比增长 31.4%，通过压低本币汇率来促进出口的必要性下降。

二是由于以美国为代表的外部施压，人民币又重新面临着较大的升值压力。

今年以来，在美国国内保守势力的要求下，美国总统奥巴马在多个公开场合表示，要求中国进一步向“以市场为导向的汇率”机制过渡，并敦促中国让人民币汇率“更为市场化”。本月 13 日奥巴马在位于华盛顿的美国进出口银行发表演讲说：“存在对外逆差的国家需要加大储蓄和出口。存在对外顺差的国家需要刺激消费和国内需求。”并且表示，中国应该转向更加以市场为导向的汇率会对全球重新平衡做出重要贡献。

美国主要大企业认为，美国对华贸易逆差扩大的根源在于人民币



币值被人为控制在低水平，使得中国进口商品价格较高，因此要求奥巴马政府在贸易和货币问题上对中国更加强硬。

美国财政部于美国东部时间 15 日向国会提交今年下半年的《国际经济和汇率政策报告》，该报告可能会涉及到人民币汇率问题。美国政府需要作出决定，是否在 4 月 15 日发布的财政部半年报告中将中国划归“汇率操纵国”

不仅仅是美国，欧洲也开始对人民币汇率施压；七大工业国 (G7) 会议也多次讨论人民币汇率问题。

从目前的情况来看，人民币面临着 2005 年 7 月 21 日汇改前的国际政治经济环境。

三、人民币升值影响的不是对外贸易，而是国内资产价格

在有关本币升值问题上，国内研究机构和学者一直拿日元、德国马克、台币作为比较和研究的范本。1985 年“广场协议”以后日元的大幅度升值导致资金大量投机不动产和股市，成为 1990 年日本泡沫经济和以后长达 10 多年的经济不景气的重要原因。

1985 年 9 月 21 日，日元兑换美元为 240:1，9 月 22 日签署广场协议后，日本主动提出将货币升值 10—20%，到 1985 年底，相对 9 月 21 日日元升值 25.2%，到 1988 年 1 月初，日元兑换美元升值到 121:1，升值近 50%，1995 年 4 月，日元兑换美元突破 80:1 大关，日元升值近 67%。这一过程，日本持续保持了贸易顺差。可见汇率升值没有损害日本的国际贸易竞争力。

“广场协议”中，被要求升值的还有德国马克，1984 年，马克兑换美元为 2.87:1，1988 年则升值为 1.7812:1，马克汇率升值了 37.95%，1990 年升值到 1.4940:1，5 年时间合计升值 47.95%，1995 年则为 1.40:1，马克兑换美元合计升值 51%，但德国的国际贸易地位并没有动摇，反而在进入 21 世纪后成为全球最大出口国。

我国的人民币从 2005 年 7 月 21 日开始升值以后，对美元汇率升值超过 21%。世界银行在 17 日发布的《中国经济季报》中指出，人民



币名义有效汇率从 2005 年 7 月汇改至今年 3 月初这段时间升值了 12.3%，人民币对中国大多数贸易伙伴的货币是有效升值的。而在此期间，中国的贸易顺差几乎是连年增长。

由此不难看出，汇率并不是影响一国国际贸易收支的最重要因素。

从中国国内的实际情况来看，在经济刚刚走出低谷之后，企业要求保持人民币汇率稳定的呼声很高。据报道，有关部门已经开始对劳动密集型行业进行汇率升值压力测试，以期厘清人民币汇率的变动会对纺织服装、制鞋、玩具等行业造成何种影响。调研虽未有明晰结果，但据劳动密集型产品的出口商粗略估计，人民币每升值 1 个百分点，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利润水平仅为 3% - 5%。

中国是出口主导型经济体，持续和稳定的出口对于中国经济至关重要。出口企业普遍反映，目前中国刚刚走出危机，稳定人民币对美元汇率，有利于减少外需下滑对进出口的不利影响，过去一年多，外部需求萎缩和贸易保护主义抬头导致中国出口大幅下滑，2009 年出口同比下降 16%，虽然后期出口逐月有所复苏，但整体来看与人民币盯住美元对其他主要货币贬值有一定关系。目前，中国外部需求复苏形势尚未确立，在内需推动经济发展效应递减的情况下，今年稳定和扩大外需的任务将更重。

日本、台湾等经验还表明，货币升值在不能有效减少本国国际贸易顺差的同时，却很容易导致房地产和资本市场泡沫。台币兑美元从 1983 年的 1:40 到 1992 年为 1:25.5，平均每年升值 6%，同期股市大涨，股指从 1985 年的 600 点上升至 1990 年的 13608 点，5 年上涨 23 倍。日元兑美元从 1985 年的 1:250 至 1995 年的 1:78，10 年平均每年升值 12.4%，其间股市从 1985 年 12 月的 13113 点升至 1989 年历史最高点 38915 点。东京等六大城市的地价，则从 1960~1990 年上涨了 56 倍。至今日本的股市和房市都还没有恢复历史高点。

从我国房地产和资本市场来看，人民币升值及其预期导致国际热钱大量流入，流入的热钱追求的不是利差交易，而是追求资产的快速



增殖。这一时期资本市场与全国性楼价的快速飙升就是最好的证明。

四、人民币汇率；路在何方？

多国经济实践一再向人们表明，从长期来看，一国货币大幅度升值并不能解决国际贸易中的收支失衡问题。既然人民币升值不能帮助中国解决贸易顺差问题，同样也就不能帮助美国等发达国家有效地减少国际贸易中的逆差问题。

目前人民币汇率问题已经是政治、经济、外交的交织体，今后人民币汇率的走势主要取决于中美关系博弈的结果。因此，短期内人民币汇率应该继续维持稳定，不能给市场形成人民币升值的预期，吸引热钱流入从而推涨国内资产价格泡沫；长期来看，应该不断完善人民币汇率形成机制的改革，进一步增加人民币汇率变动的弹性。



重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司及其我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。我公司及其我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：山东济南市经十路 17703 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

