

2010 年人民币汇率：兑美元升值 5% 左右

2010 年春季宏观报告

预计 2010 年人民币兑美元升值 5% 左右。我们认为人民币汇率作为一个重要的政策变量，当前其最重要的决定因素是和出口有关的就业状况和社会稳定。据此，我们判断人民币已具备从“非常”政策中退出，重新回到稳步升值轨道的条件。2010 年人民币可能升值 5% 左右，升值的方式仍将是缓慢和渐进的。在当前的情况下，一次性升值的做法既缺乏理论依据又有失政策严肃性，因此出现的概率不大。但在目前 0.5% 的基础上，扩大人民币每日波动区间的政策与人民币自由浮动的长期目标一致，具备推出的可能性。

2005 年汇改以来人民币年内升值幅度低于 7%

	年初	年末	升值幅度
2005 年	8.2765	8.0702	2.49%
2006 年	8.0702	7.8045	3.29%
2007 年	7.8160	7.3037	6.55%
2008 年	7.3041	6.8277	6.52%
2009 年	6.8270	6.8270	0.00%
2010 年至今	6.8273	6.824	0.05%

资料来源：国家外汇交易中心，CEIC，招商证券研发中心

招商证券（香港）研究部

谢亚轩 博士
 (86-755) 83295524
xiyex@cmschina.com.cn

赵文利 博士
 (852) 31896126
wenzhao@cmschina.com.cn

何 钟
 (852) 31896818
hezhong@cmschina.com.cn

2010 年 4 月 13 日

2010 Exchange Rate: RMB Tracking 5% Appreciation Trend

Macroeconomic Report – Spring 2010

We expect RMB will appreciate about 5% against the U.S. dollar in 2010. We believe that the RMB exchange rate, as an important policy variable, is mainly determined by export-related employment and social stability. Accordingly, RMB has met the preconditions to exit from the "abnormal" policy and back to a steady appreciation trend. RMB may appreciate by 5% in 2010; any appreciation will be slow and gradual. In the current circumstances, the one-off appreciation not only lacks the theoretical basis but also the policy seriousness, thus has a low probability. However, the widening of the RMB's daily trading band from the current basis of 0.5%, which is consistent with the long-term goal of the floating RMB exchange rate system, might get implemented.

Since the RMB reform in 2005, the appreciation within a year is less than 7%

Year	Beginning	End	Growth Rate
2005	8.2765	8.0702	2.49%
2006	8.0702	7.8045	3.29%
2007	7.8160	7.3037	6.55%
2008	7.3041	6.8277	6.52%
2009	6.8270	6.8270	0.00%
Since 2010	6.8273	6.824	0.05%

Source: National Foreign Exchange Trading Center, CEIC, China Merchants Securities

Dr. David XIE
(86-755) 82943724
xieyx@cmschina.com.cn

Dr. Cliff ZHAO
(852) 31896126
wenzhao@cmschina.com.cn

Zhong HE
(852) 31896818
hezhong@cmschina.com.cn

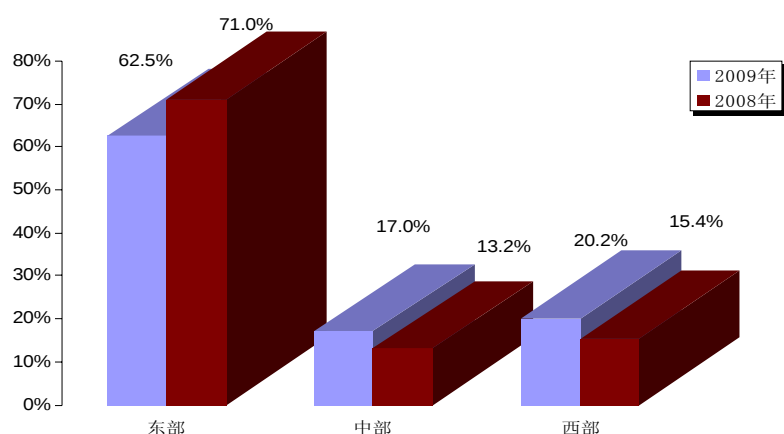
Research Department
CMS (HK)

13 April 2010

一、2010 年人民币升值的幅度：约 5%，方式：缓慢渐进

我们认为人民币汇率作为一个重要的政策变量，当前其最重要的决定因素是和出口有关的就业状况和社会稳定。国家统计局最新的农民工调查显示，本轮危机加速了中国的就业结构调整，农民工就业对东部和出口部门的依赖程度已明显降低。据此，我们判断人民币已具备从 2008 年 7 月以来非正式盯住美元的“非常”政策中退出，重新回到稳步升值轨道的条件。考虑未来的通胀压力和劳动生产率增长速度，2010 年人民币可能保持一个中等偏快的升值速度，全年升值 5% 左右。人民币升值的方式仍将是缓慢和渐进的，在当前的情况下，一次性升值的做法既缺乏理论依据又有失政策严肃性，因此出现的概率不大。但在目前 0.5% 的基础上，扩大人民币每日波动区间的政策与人民币自由浮动的长期目标一致，具备推出的可能性。

图 1：2009 年中国外出农民工就业对东部和出口部门的依赖程度明显降低



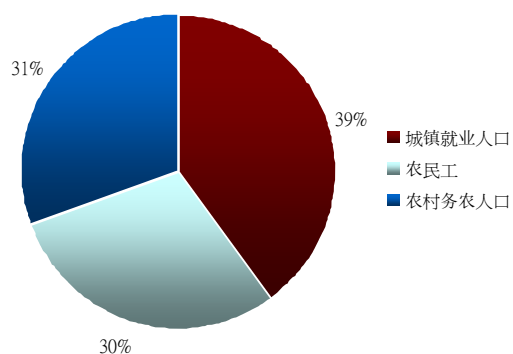
数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

二、短期看，与出口有关的就业状况和社会稳定是人民币汇率最重要的决定因素

人民币汇率是一个重要的政策变量。中国实行的是有管理的浮动汇率制度，意味着人民币汇率并非完全由市场决定，而是一个重要政策变量。为应对出口下滑对就业和社会稳定的影响是 2008 年年中以来人民币汇率保持稳定的最主要因素。2009 年全国 77995 万就业人口中，城镇就业人口 31120 万人，占比为 39.9%；农村务农劳动力 23897 万人，占比为 30.6%；农民工 22978 万人，占比为 29.5%。农民工的占比已接近三分天下，地位举足轻重。2009 年在长三角地区务工的农民工为 2816 万人，比上年减少 238 万人，减

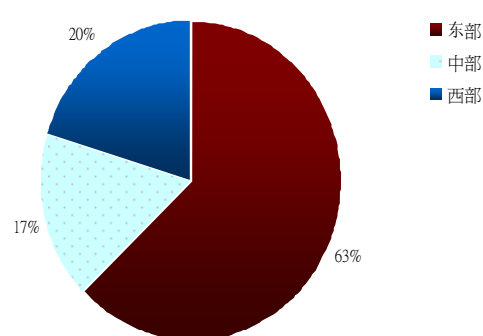
少 7.8%，在珠三角地区务工的农民工为 3282 万人，比上年减少 954 万人，减少 22.5%。在长三角和珠三角地区务工的外出农民工分别占全国外出农民工的 19.4%和 22.6%。即使是在保持人民币汇率稳定的情况下，两个三角洲地区因出口下滑导致的农民工减少人数就已达 1192 万人，其规模超过全年城镇新增加的 1102 万人的就业机会，占两地农民工就业人数的比例高达 16.4%（不无巧合，此比例与 2009 年全国出口下降 16%和退税率调整有关商品出口额下降 16.4%非常接近。）。据此不难理解，为应对本轮国际金融危机，中国所采取的保持汇率稳定和调整出口退税政策等众多措施，主要都是指向劳动密集型出口部门。

图 2：农民工在中国就业人口中举足轻重



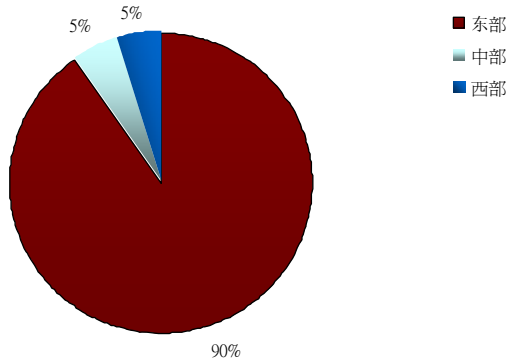
资料来源：国家统计局，彭博，招商证券研发中心

图 3：超过 60%的外出农民工分布在东部



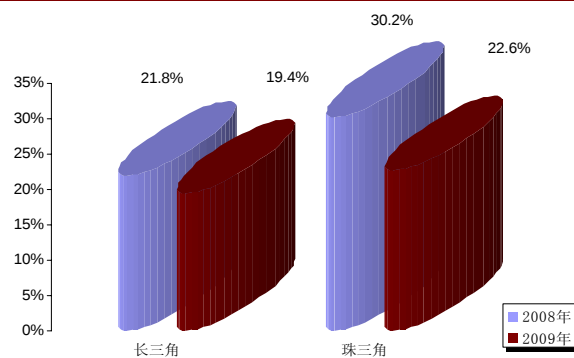
资料来源：国家统计局，彭博，招商证券研发中心

图 4：东部在中国出口中的占比超过 90%



资料来源：国家统计局，CEIC，招商证券研发中心

图 5：仅珠三角和长三角就吸收了一半的外出农民工



资料来源：国家统计局，CEIC，招商证券研发中心

我们对 2010 年人民币升值的判断依据同样来自就业状况。本轮危机加速了中国的结构调整，以外出农民工为例，2009 年，虽然珠三角和长三角吸收的农民工分别同比下降 22.5%和 7.8%，但由于中西部吸收的农民工分别增加 33.2%和 35.8%，使得全年外出农民工较上年增加 492 万人，同比增

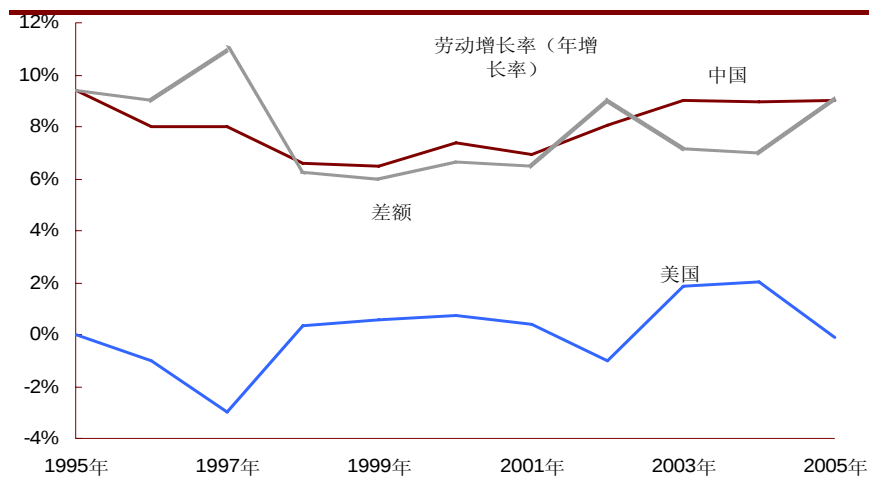
长 3.5%，农民工就业对东部和出口部门的依赖程度明显降低。因此，在年初东部沿海地区出现“民工荒”时，我们就已经提出人民币已具备从 2008 年 7 月以来非正式盯住美元的“非常”政策中退出，重新回到稳步升值轨道的判断。考虑未来的通胀压力和劳动生产率增长速度，2010 年人民币可能保持一个中等偏快的升值速度，全年升值 5% 左右。近期，包括周小川在内的中国官员都强调了，自 2008 年 7 月开始实施的非正式的盯住美元政策“它也是我们应对全球金融危机的一揽子政策中的一个组成部分……这样的政策迟早也有一个退出的问题。”

表 1: 2005 年汇改以来人民币年内升值幅度低于 7%

	年初	年末	升幅幅度
2005 年	8.2765	8.0702	2.49%
2006 年	8.0702	7.8045	3.29%
2007 年	7.8160	7.3037	6.55%
2008 年	7.3041	6.8277	6.52%
2009 年	6.8270	6.8270	0.00%
2010 年至今	6.8273	6.824	0.05%

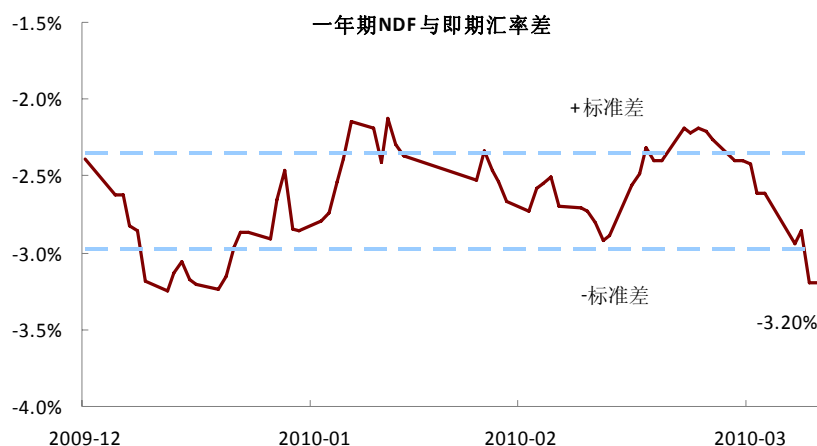
资料来源：国家外汇交易中心，CEIC，招商证券研发中心

图 6: 从中美劳动生产率增速的对比看，升值 5% 至 6% 企业可以消化



资料来源：国家统计局，彭博，招商证券研发中心

图 7：最新的 NDF 预期 2010 年人民币升值 3.2%



资料来源：彭博，招商证券研发中心

出口退税政策的“退出”会滞后于人民币升值的重启。出口退税政策的调低是人民币升值的一个替代性制度安排，考虑 2009 年全国办理出口退税 6487 亿元，增加 621 亿元，增长 10.6% 的事实，退税政策调整对减轻政府财政负担有帮助，但从灵活性的角度考虑，退税政策的调整会晚于汇率政策的调整。关于这个判断，中国商务部 3 月“（当前）要进一步保持对外经济、贸易政策的稳定，包括汇率、出口退税、贸易便利化、出口信用保险等政策的进一步稳定，而包括出口信用保险在内的一部分政策会得到进一步的加强”的公开表态是个比较好的注解。

表 2：政策灵活性是退税政策调整滞后的主要原因

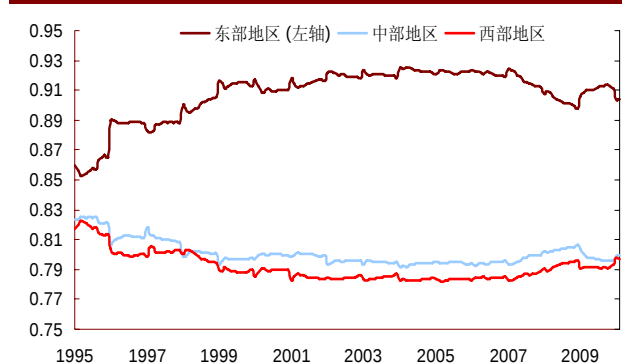
制度安排	汇率升值	调低出口退税
调整产业结构	有效	有效且针对性强
政策灵活性	灵活	不灵活
减轻财政负担	无效	有效
防止通货膨胀	有效	通过改变总供求间接有效

资料来源：招商证券研发中心

三、人民币汇率的未来：中期“调结构”，长期自由浮动

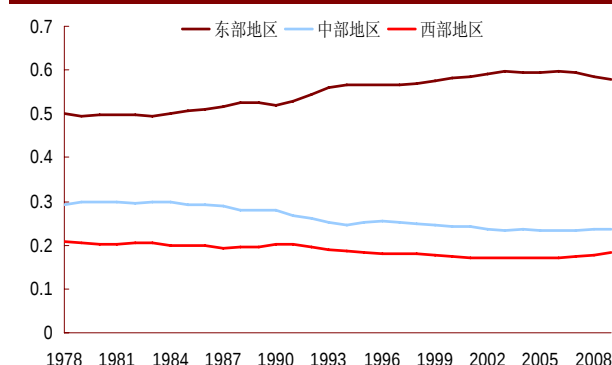
中期（3-5年）人民币汇率的主要职能是“调结构”。从中期看（3至5年），人民币将保持逐步渐进升值的趋势，以“时间换空间”，通过缓慢升值达到“调结构”的目的，以改变就业对出口部门的过度依赖，改变内需和外需，东部和西部，制造业和服务业之间存在的较严重失衡。

图 8：出口呈现压倒性的东、中、西部失衡



资料来源：国家统计局，彭博，招商证券研发中心

图 9：GDP 的东、中、西部失衡与外需密切相关



资料来源：国家统计局，彭博，招商证券研发中心

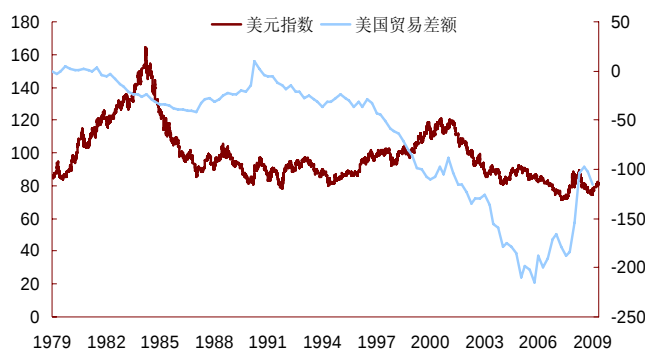
长期（10年以上）人民币汇率的最终目标是自由浮动。长期看，问题的关键不是人民币升值的幅度，而是建立一个自由浮动的汇率制度，以达到资本自由流动和货币政策的独立以及人民币币值的相对稳定，这是一个经济上的大国所应具备的基本条件。

四、关于人民币汇率的几个误区

误区一：人民币汇率要为改善美国贸易逆差负责。美国国际经济研究所威廉姆森提出了基本均衡汇率（FEER）的概念，认为汇率是由均衡和非均衡供求关系决定的：如果一个国家经济过热，同时经常帐户大量顺差（或少量逆差），其货币低估；如果一国经济未达到充分就业，经常帐户大量赤字且不能由资本流入弥补，外汇储备在流失，其货币高估。

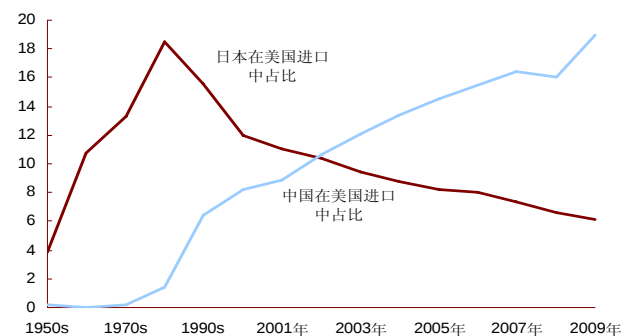
但不同国家的实践证明，汇率与贸易平衡之间的关系并不是确定无疑的。美元已贬值多年，但美国经常项目赤字仍不断增加；日元 1985 - 1995 持续升值至 1 美元兑 80 日元，但日本对美国的贸易顺差仍然大增；德国也有与日本相近似的情况。因此，人民币汇率升值与否不是出于解决与美国之间贸易差额的目的，人民币升值也不能够从根本上解决美国的贸易逆差问题。美国贸易逆差的根源恐怕还是在“后布雷顿森林体系”或全球美元本位的国际货币制度之中。

图 10: 长期看, 美元汇率贬值无助改善贸易差额



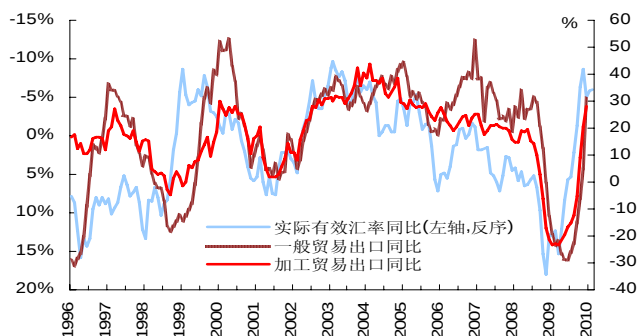
资料来源: 美联储, 招商证券研发中心

图 10: 问题根源还是全球美元本位制度



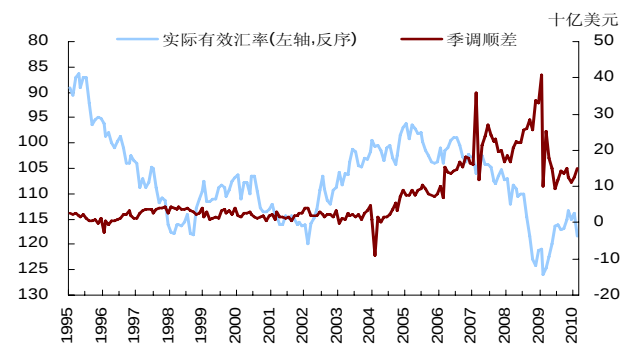
资料来源: 美联储, 招商证券研发中心

图 11: 中国的加工贸易对 REER 不敏感



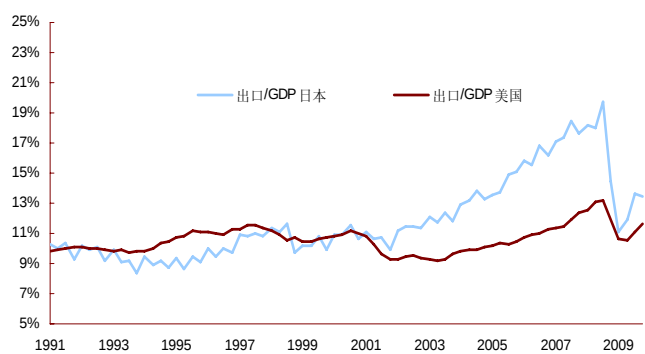
资料来源: 国际清算银行, CEIC, 招商证券研发中心

图 12: 人民币 REER 对贸易差额的影响不大



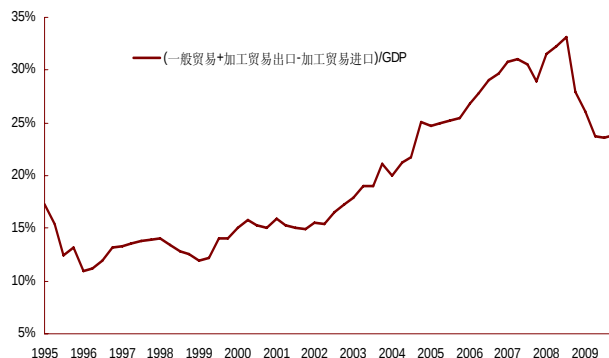
资料来源: 国际清算银行, CEIC, 招商证券研发中心

图 13: 日本出口占 GDP 的比重不超过 20%



资料来源: 国际清算银行, CEIC, 招商证券研发中心

图 14: 中国一般贸易及加工贸易增值部分占 GDP 的比重就已经超过 25%



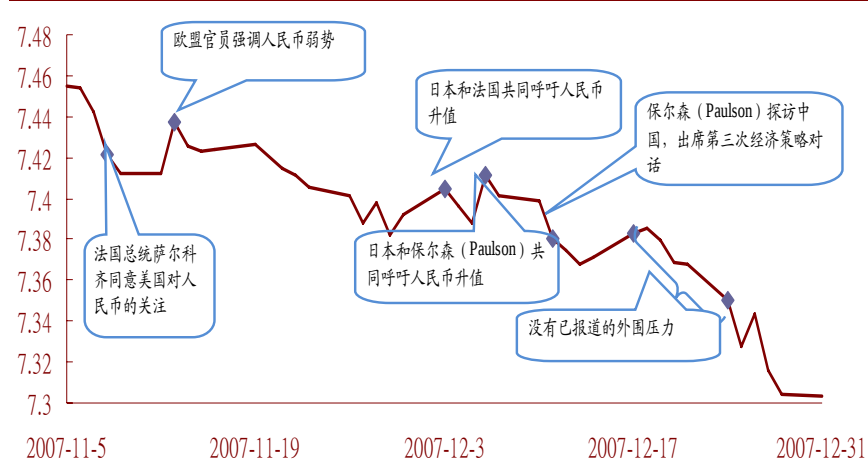
资料来源: 国际清算银行, CEIC, 招商证券研发中心

误区二：人民币会迫于外来政治压力升值。鉴于人民币是中国重要的政策变量，所以人民币不能也没有必要迫于外部的政治压力而升值。

香港金融管理局 2008 年有一个有趣的研究报告，分析认为不论是来自美国逼迫人民币升值的政治压力还是来自其他国家和国际组织的政治压力，都没有显著地系统性影响人民币的汇率走势。

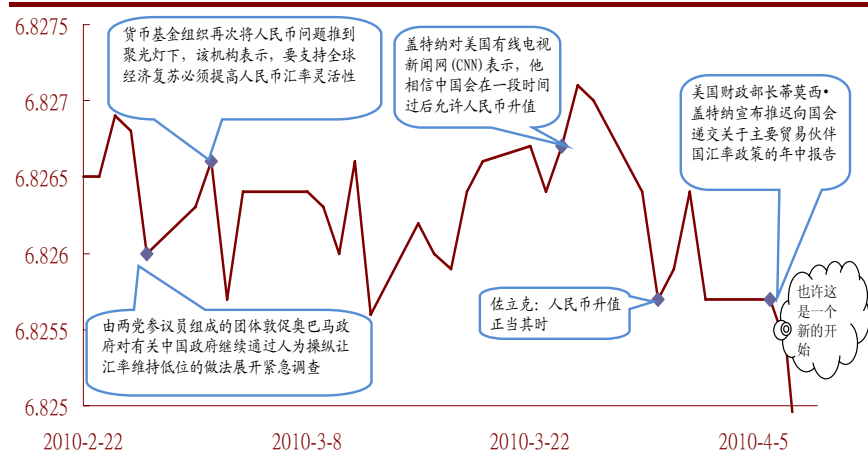
但是，以上政治压力确实对单日汇率的波动性有显著影响。2006 年至 2007 年间，人民币汇率 10 次单日最大升幅中有 6 次与政治压力事件有关，10 次单日最大跌幅中有 8 次与政治压力事件有关。也就是说，政治压力出现后，人民币汇率没有出现一致性的升值或贬值趋势，但其上下波动的幅度或不确定性确实有所增加。

图 15: 外部政治压力只是增加短期人民币汇率的波动性



资料来源：香港金融管理局研究报告，招商证券研发中心

图 16: 2010 年 4 月 6 日会是一个新的开始吗

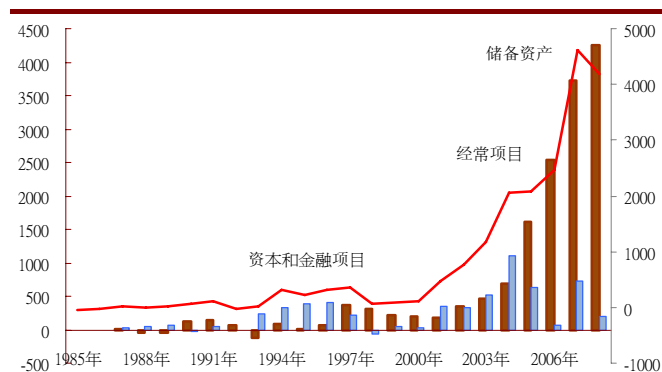


资料来源：招商证券研发中心

误区三：国际资本流入持续推高人民币汇率。1990 年代以来，除了

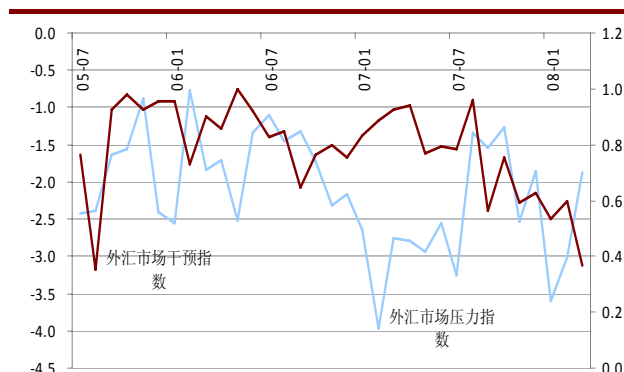
在 1998 年这样少数的例外年份外，中国保持了经常项目和资本项目的双顺差。从 2003 年以来，顺差的规模明显扩大。国际资本流入相当于增加对外汇的供给或者是对人民币的需求，其他条件不变的情况下，会对人民币产生明显的升值压力。但中国实行的与银行结售汇制度密切联系的外汇市场制度安排，保证了中国人民银行参与外汇市场，通过干预保持汇率稳定性和渐进性的能力。当然，央行干预外汇市场的一个必然结果是其持有的外汇资产——外汇储备持续增加，使得中国的外汇市场压力指标（EMP）和外汇储备的月度变动走势惊人的接近。央行为对冲在干预外汇市场时释放的大量人民币流动性，防止经济过热，主要采取了发行央行票据、信贷规模控制和提高存款准备金率等手段，同时一定程度上加强了对国际资本流入的外汇管制措施。从中国过去数年的经验看，以上政策组合确实行之有效。2010 年随着人民币升值预期加强，国内信贷规模的控制和存款准备金的上调，新一轮的国际资本流入、外汇市场干预、外汇占款增加和对冲操作将重新进入我们的视野。

图 17：国际资本持续流入中国



资料来源：国家外汇管理局，招商证券研发中心

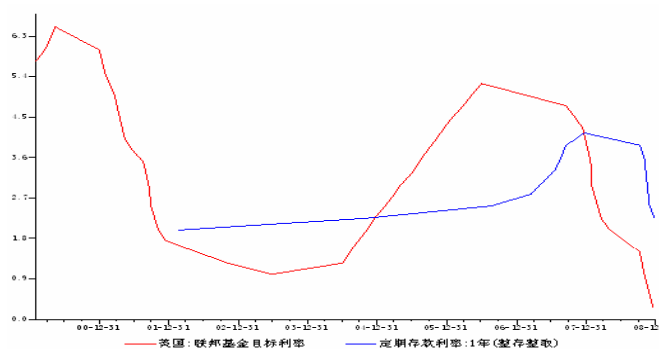
图 18：中国人民银行的干预维护了汇率的稳定性



资料来源：国家外汇管理局，招商证券研发中心

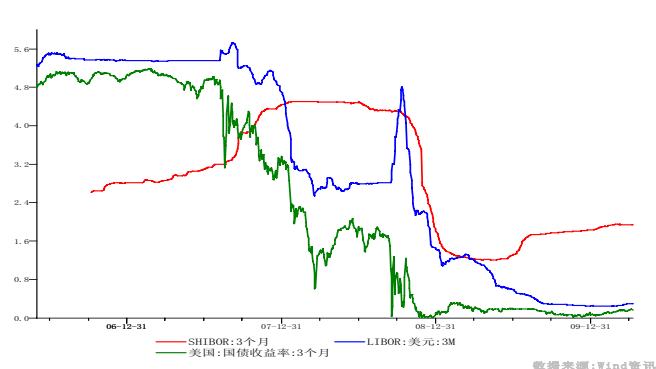
误区四：利差是影响人民币汇率的最重要因素。根据利率平价理论，在资本自由流动的情况下，国内外的利差一定会在汇率上体现出来。但由于中国实行外汇管制政策，资本不能完全自由流动，所以利率平价不能完全成立，中国和国外之间的利差持续存在，货币政策能够在一定程度上保持独立性。从过去的情况看，中国的利率政策并非对美国亦步亦趋，国际资本流动、汇率波动和利差之间的相关性也不强。虽然，在较长的时间内国际资本流入会逐渐影响货币政策的效果，但在短期利差还不是影响人民币汇率的最重要因素。

图 19: 中美政策目标利率之间没有明显的协同性



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

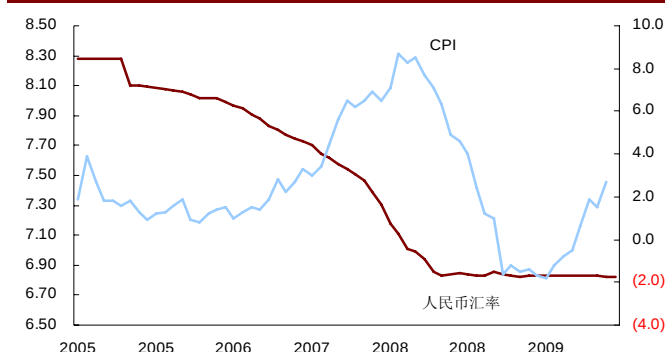
图 20: 中外市场利率之间没有明显的协同性



资料来源: 国家统计局, 彭博, 招商证券研发中心

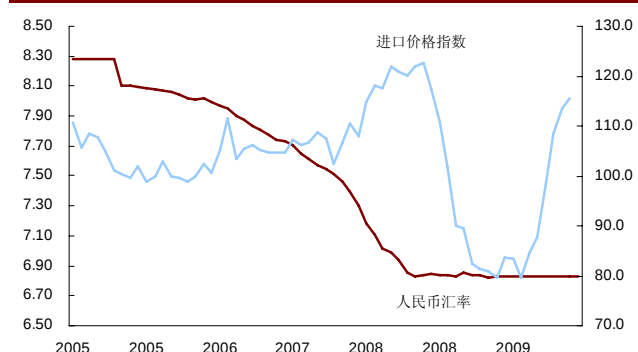
误区五：人民币汇率是控制通货膨胀的灵丹妙药。从过去的情况看，就是在中国通货膨胀最严重的2007年6月至2008年10月，中国也没有通过人民币快速升值的手段来控制通货膨胀，国内外通胀的差异不是人民币汇率的主要决定因素。其原因有两个，一个是通过汇率手段调控物价对出口和就业产生的负面影响较大。一个是由于时滞原因，升值对于在较长时期内控制通胀有帮助，但不能用来实现迅速控制通胀的目的。根据香港金融管理局的有关研究，利用人民币作为控制通货膨胀手段的效率决定于汇率对进口价格和国内物价水平的影响程度，即汇率的传导效应（Exchange Rate Pass-Through, ERPT）。汇率的传导效应从上游到下游递减。汇率对最下游的消费价格指数的影响较小且有明显滞后。人民币名义有效汇率升值10%，使得CPI一年内下降1.1%，且在第一个半年几乎不产生影响，而此后使CPI下降2个百分点。

图 21: 人民币汇率政策的目标不是CPI



资料来源: 国家外汇管理局, WIND, 招商证券研发中心

图 22: 人民币汇率对进口价格指数的影响并不显著



资料来源: 国家外汇管理局, WIND, 招商证券研发中心

附表 1: 中国出口退税政策 11 次大幅调整

时间	政策内容
1995 年和 1996 年	对出口产品实行零税率调整为 3%、6% 和 9% 三档
1998 年	提高部分出口产品退税率至 5%、13.3%、15%、17% 四档
2004 年 1 月 1 日	调整出口退税率为 5%、8%、11%、13% 和 17% 五档
2005 年	调低和取消了部分“高耗能、高污染、资源性”产品的出口退税率，同时适当降低了纺织品等容易引起贸易摩擦的出口退税率，提高重大技术装备、IT 产品、生物医药产品的出口退税率
2007 年 7 月 1 日	调整共涉及 2831 项商品，约占海关税则中全部商品总数的 37%
2008 年 8 月 1 日	部分纺织品、服装的出口退税率由 11% 提高到 13%；部分竹制品的出口退税率提高到 11%
2008 年 11 月 1 日	上调出口退税率政策。此次调整涉及 3486 项商品，约占海关税则中全部商品总数的 25.8%。主要包括两个方面的内容：一是适当提高纺织品、服装、玩具等劳动密集型商品出口退税率。二是提高抗艾滋病药物等高技术含量、高附加值商品的出口退税率。届时，中国的出口退税率将分为 5%、9%、11%、13%、14% 和 17% 六档
2008 年 12 月 1 日	提高部分橡胶制品、林产品、部分模具、玻璃器皿、部分水产品、箱包、鞋、帽、伞、家具、寝具、灯具、钟表、部分化工产品、石材、有色金属加工材、部分机电产品的退税率
2009 年 1 月 1 日	提高部分技术含量和附加值高的机电产品出口退税率
2009 年 2 月 1 日	将纺织品、服装出口退税率提高到 15%
2009 年 4 月 1 日	提高部分商品的出口退税率，将纺织品、服装的出口退税率提高到 16%

资料来源：招商证券研发中心

投资评级定义和免责声明

投资评级	定义
推荐	预期行业指数的表现在未来12个月优于市场指数
中性	预期行业指数的表现在未来12个月与市场指数一致
回避	预期行业指数的表现在未来12个月逊于市场指数

免责声明:

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第 1 类(证券交易)、第 2 类(期货合约交易)、第 4 类(就证券提供意见)、第 6 类(就机构融资提供意见)和第 9 类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

作者声明: 本人何钟、谢亚轩、赵文利未持有报告中所提及的公司股票及其相关的衍生证券。

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
公司网址: <http://www.newone.com.hk>
电话: (852) 31896888 传真: (852) 31010828