

深度报告

2010 年 04 月 28 日

人民币汇率趋势、效应及实证分析

相关研究

宏观经济分析师
李明亮
SAC 执业证书号：
S0850203100099

电话：021-2321 9434
Email: lml@htsec.com

- 人民币升值压力将会越来越大，有其深刻的政治、经济背景。目前人民币汇率问题已经是政治、经济、外交的交织体，尤其是政治，占了主导地位。
- 影响双边贸易平衡状况的，有双方国内的需求，另外有经济结构，汇率当然是其中一个影响因素。
- 人民币汇率仅仅是导致贸易顺差的众多要素中的一环，简单的人民币汇率问题无法解释中国的人力成本、土地成本、资源价格等要素对出口的贡献。中国出口商品价格更多决定于原材料、劳动力成本等，汇率并非商品价格的决定因素。
- 在经济持续发展及出口企业承受能力范围之内，于适当时机对人民币进行适度升值，在不危害本国利益的同时缓解内外升值压力，是中国政府应对当前“币值之争”的理性举措。
- 从短期来看，管理层将完善人民币汇率形成机制与调节机制，加强汇率弹性，提高欧元等货币对人民币汇率的影响权重，切实做到参考一篮子货币进行调节以及适当提高人民币汇率的波动幅度。
- 从理论上分析，最佳组合为未来一两年内小升值、小升息的配套组合。随着中美两国关系的缓和，中国政府有望转变政策，允许人民币升值的可能性正在增加。我们预计，到 2010 年底人民币对美元将升值 3% 左右。
- 人民币升值将对中国出口、就业、消费、外汇储备、热钱流入等诸多方面带来系列负面影响。人民币升值将中国进口、产业结构等带来正面影响。
- 从目前中国的情况来看，外部冲击与内部失衡这两方面的风险均存在。无论从外部环境还是管理层释放的政策信号看，中国都不会走日本当年的老路。
- 统计分析表明，中国的出口和人民币汇率及全球 GDP 之间存在相关关系，在其他条件不变时，人民币汇率每贬值(或者升值)1%，中国出口增加(或者减少)0.2880%；在其他条件不变时，全球 GDP 每增长 1%，中国出口增加 0.0246 个百分点。
- 研究表明中国进口和人民币汇率以及中国 GDP 之间存在相关关系，在其他条件不变时，人民币汇率每升值(或者贬值)1%，中国进口增加(或者减少)0.7624%；在其他条件不变时，中国 GDP 每增长 1%，中国进口增加 1.1808%。

目 录

1. 人民币升值压力的国际背景分析	4
1.1 刺激出口的需要	4
1.2 出于寻找“替罪羊”的国内政治需要	4
1.3 促进中国加快金融市场开放的步伐	5
1.4 化解自己庞大的外债压力	5
1.5 逃避其应承担的金融危机责任	5
2. 汇率与贸易平衡的关系分析	6
3. 人民币汇率制度改革的政策取向分析与预测	8
3.1 人民币汇率波动的区间大一些，灵活性将增加	9
3.2 人民币汇率调整将采取缓慢地渐进调整的策略	10
3.3 浮动汇率、放开资本管制是必然选择	10
3.4 政府将更加强调维护国内货币政策的自主性	10
3.5 多管齐下缓解升值压力	11
4. 人民币升值对中国宏观经济的影响分析	12
4.1 人民币升值将中国出口、就业、消费、外汇储备、热钱流入等诸多方面带来系列负面影响	12
4.2 人民币升值将中国进口、产业结构等带来正面影响	15
5. 人民币升值可能引发金融危机的路径分析	16
6. 人民币升值对中国外贸、物价、外商直接投资影响的实证分析	19
6.1 人民币升值对进出口影响的实证分析	19
6.2 人民币升值对物价水平影响的实证分析	24
6.3 人民币升值对外商直接投资影响的实证分析	25

图 目 录

图 1 美国出口增长趋势	4
图 2 美国出口增长趋势	5
图 3 美国对中国贸易额占美国 GDP 比重	6
图 4 美国对中国贸易差占美国贸易差比重	7
图 5 日元升值与美国对日本贸易逆差	7
图 6 马克升值与美国对德国的贸易逆差	8
图 7 中国主要贸易伙伴所占比重（2009 年）	9
图 8 中国贸易差占 GDP 比重	11
图 9 1985-1995 年日本 CPI 与日元汇率	16
图 10 外部冲击影响金融安全的路径	17
图 11 内部失衡影响金融安全的路径	18
图 12 出口实际值、出口模拟值和残差值	20
图 13 进口实际值、进口模拟值和残差值	23

表 目 录

表 1 行业出口率	13
表 2 行业进口率	14
表 3 分年龄组人口预测	19
表 4 出口与名义汇率、全球 GDP 指数统计分析结果之一	19
表 5 出口与名义汇率、全球 GDP 指数统计分析结果之二	19
表 6 出口与实际汇率、全球 GDP 指数统计分析结果之一	21
表 7 出口与实际汇率、全球 GDP 指数统计分析结果之二	21
表 8 进口与名义汇率、中国 GDP 统计分析结果之一	22

表 9	进口与名义汇率、中国 GDP 统计分析结果之二	22
表 10	进口与实际汇率、中国 GDP 统计分析结果之一	23
表 11	进口与实际汇率、中国 GDP 统计分析结果之二	23
表 12	人民币升值对中国物价指数影响的实证统计分析结果之一	24
表 13	人民币升值对中国物价指数影响的实证统计分析结果之二	24
表 14	人民币升值对外商直接投资影响的实证统计分析结果之一	25
表 15	人民币升值对外商直接投资影响的实证统计分析结果之二	25

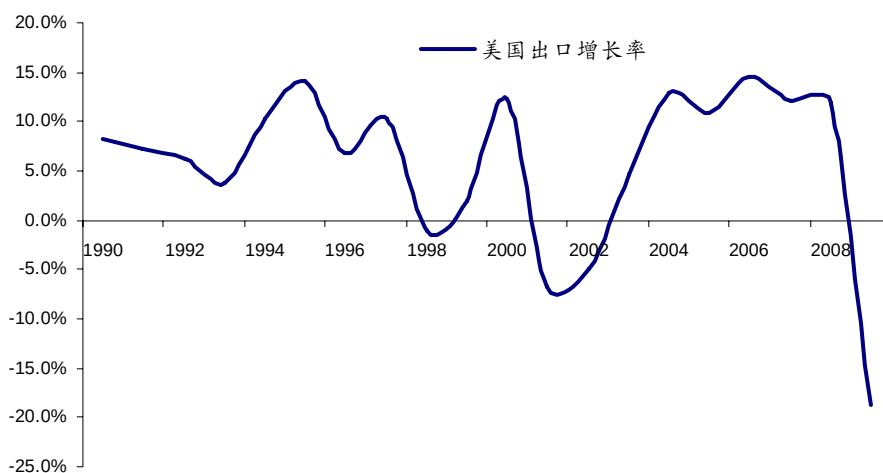
奥巴马连续在多种场合表示将“让中国认识到人民币升值符合他们的利益”，美国智库更是得出“人民币被低估 41%，需升值 30%”的数据，据悉。英国《金融时报》周二援引 130 名国会议员致美国财长蒂莫西·盖特纳(Timothy Geithner)和商务部长骆家辉(Gary Locke)的一封信，他们要求奥巴马政府在下月发布有关汇率操纵的定期报告时，把中国列为汇率操纵国之一。这些议员还呼吁对中国输美产品征收反补贴税。欧盟、日本也做附和之声。同时，国际货币基金组织(IMF)总裁多米尼克·斯特劳斯·卡恩于 2010 年 3 月 17 日称，人民币汇率被大大低估，而人民币升值将能促使世界经济恢复平衡。他补充称，人民币走强将伴随有更多的内需拉动型经济增长。不过最近来自外部压力有所减轻，美国财政部已经推迟公布是否将中国列入“汇率操纵国”的名单，另外美国财政部长最近表态人民币汇率由中国自己决定。我们认为，西方开始软化态度，可能只是权宜之计。可以预见，未来人民币升值压力不小。

1. 人民币升值压力的国际背景分析

1.1 刺激出口的需要

后危机时代，世界贸易大幅萎缩，欧美各国内需疲软，失业率高企，需要寻求解决方案。此时，尚未完成市场化的人民币汇率机制便成众矢之的。美国经济处境仍然十分艰难，官方失业率是 9.7%，而实际失业率可能接近 17%(如果不计部分失业者退出了劳动力群体的因素)。美国经济低迷，公众不满情绪一触即燃，对于自由贸易的潜在不安逐步涌现。奥巴马政府需要创造更多就业机会，就会要求美国出口行业重振旗鼓，而美元贬值将有利于提振美国出口。白宫将人民币实际上盯住美元视为阻碍美元走低的因素。历次经济危机之后，在全球经济复苏的第一年，贸易摩擦的案例往往呈上升趋势。此外，美国还有其特殊性，奥巴马总统表态在未来五年内，实现出口翻一番的目的。按照此这个目标测算，2010-2014 年美国出口年均增长率需要达到 14.9%，比 1949-2009 年美国出口年均增长率高 6.7 个百分点。

图 1 美国出口增长趋势



资料来源：CEIC，海通证券研究所

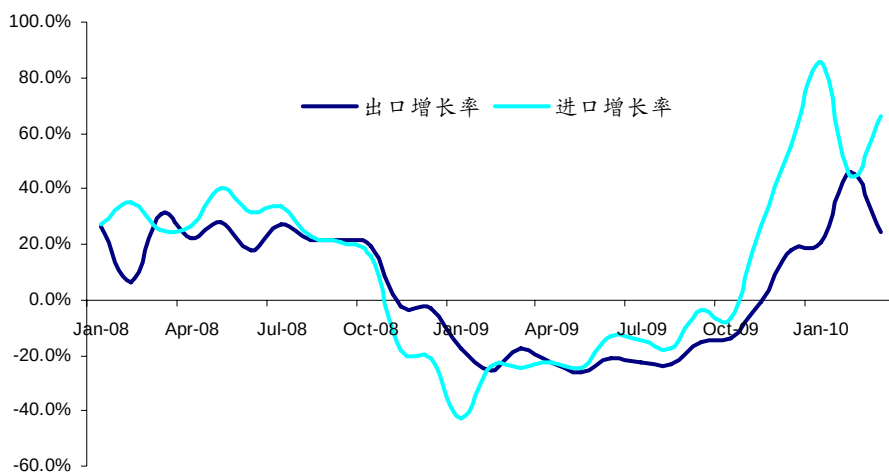
1.2 出于寻找“替罪羊”的国内政治需要

利用汇率作为一个工具，在解决其国内一些政治、周期选举上，或者是失业问题上的一些矛盾来转嫁。美国议员重提人民币汇率案，本质上是在进行一场新的“政治游戏”。从政治上，出于寻找“替罪羊”的国内政治需要，为其拉拢更多的支持者。美国现在的各种改革遭遇到很多阻力，出现了很多分歧，国会需要有个共识来达到团结，而这个共识很容易在中国汇率问题上达到。白宫要想通过新医保等重大政策立法，就必须获得国会支持，尤其是那些来自因出口受损而要求对人民币采取措施的地区议员的支持。奥巴马发出“向中国施压”的声音，既能达到巧妙转嫁国内矛盾的目的，又能引发美国人体谅他执政的苦衷。

1.3 促进中国加快金融市场开放的步伐

以人民币为筹码打压中国，希望开放金融市场等索求。人民币低估论存在两方面误区：一是无视汇改以来人民币已升值近 20% 的事实，二是在金融危机爆发以来，中国的贸易模式已发生了重大转变，进口增长急速上升，不管是绝对数量还是相对于出口而言。自 2009 年 4 月份以来，中国进口增长率已经连续 13 个月高于出口增长率。

图 2 美国出口增长趋势



资料来源：CEIC，海通证券研究所

1.4 化解自己庞大的外债压力

美国通过操纵美元汇率，使许多国家的美元储备资产大幅缩水，以化解自己庞大的外债压力，同时利用“估值效应”提升自己的对外资产价值。有充分证据表明，从 2001 年到 2006 年，美国对外总负债虽然增加了 3.856 万亿美元，净负债却减少 1990 亿美元，即净赚资本收益 4.055 万亿美元，其中，操纵美元贬值贡献 8920 亿美元，压迫别国货币升值、制造资产价格变动净赚 3.163 万亿美元。

1.5 逃避其应承担的金融危机责任

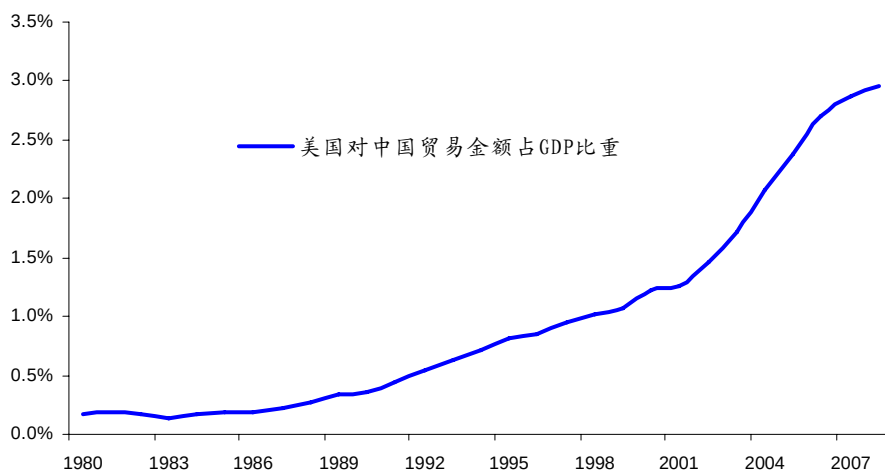
首先，美国要中国通过人民币升值来承担全球经济失衡的责任。其次，美国借助要人民币升值来逃避其应承担的金融危机责任。

2. 汇率与贸易平衡的关系分析

从开放的宏观经济学，或者一般的贸易理论来讲，影响国际贸易的因素不仅仅是汇率，影响因素应该说很复杂。影响双边贸易平衡状况的，有双方国内的需求，另外有经济结构，汇率当然是其中一个影响因素，但是在不同的国家，它的汇率影响程度的大小是不一样的，因此单纯依靠调整汇率来消除双边的贸易不平衡，实际上很难做到，而且效果未必是很好的。

首先，中美间的贸易总额在美国的 GDP 中占比很小，对美国整体经济恢复影响不大，所以用贸易不平衡来解释汇率问题是不具有解释力的。据统计，2008 年美国对中国贸易金额占美国 GDP 比重为 3%。

图 3 美国对中国贸易额占美国 GDP 比重

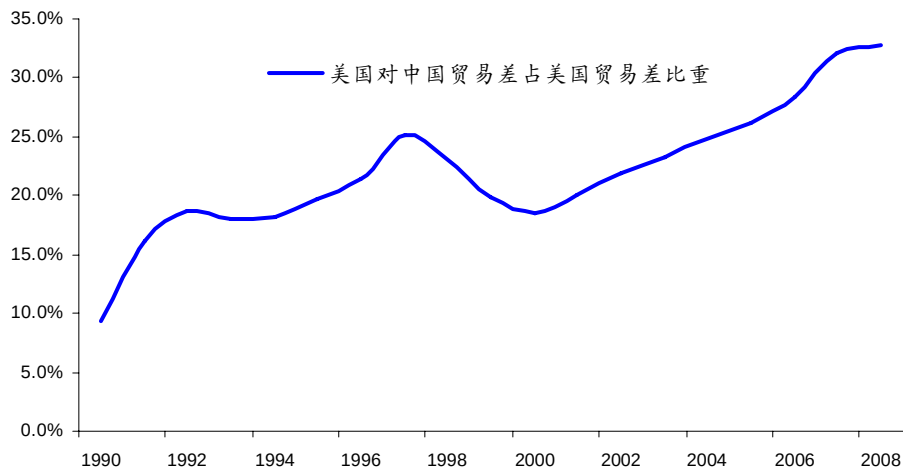


资料来源：CEIC, 海通证券研究所

其次，中美经济结构高度互补，双方在许多产业上是一种互补和合作的关系，而非相互竞争的关系。导致国际经济失衡、贸易失衡的原因，并非汇率，而是全球化的产业分工，是现行的国际经济格局和货币格局的必然产物。中国对美国出现贸易顺差与经济全球化背景下的国际分工和产业转移，以及美国限制对华高科技产品和服务出口相关。美国 70% 以上是服务业，而中国对美出口主要是制造业，人民币升值无益于美国失业问题的解决。迫使人民币升值并不能解决美国的贸易赤字和就业问题。中国对美出口的许多产品，美国内已不再生产，并不与美形成直接竞争，不是造成美失业的原因。美国减少从中国进口这些产品，结果只能是扩大从其他国家的进口，对美国内增加就业并没有帮助。

事实上，2005 年以来人民币对美元升值达 21%，在金融危机爆发前，中国对美国的出口则未受任何影响地强劲增长。2005 年到 2007 年，人民币对美元升值 20%，但中国对美国的贸易顺差从 1142 亿美元增加到 1709 亿美元，增长了 49.6%。

图 4 美国对中国贸易差占美国贸易差比重

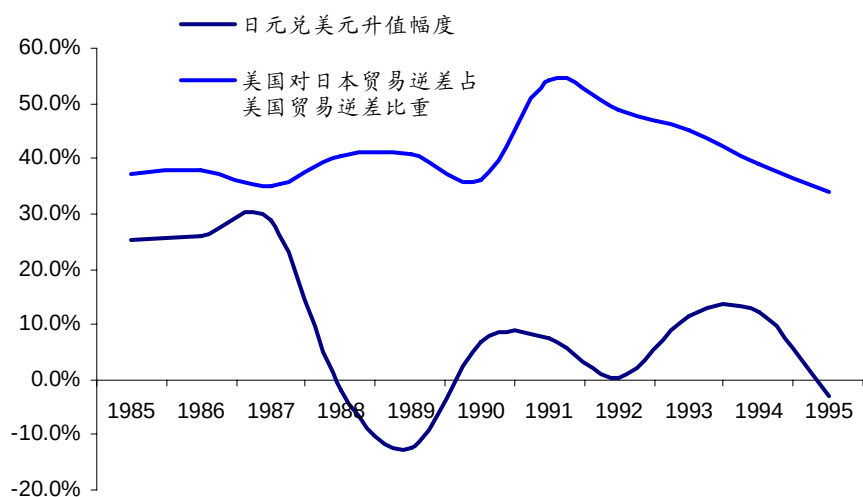


资料来源：CEIC, 海通证券研究所

最后，日本和德国的事实证明，人民币升值对解决美国就业和全球贸易失衡的作用很小。从历史上看，无论德国汇率，还是日本汇率，德国马克和日元在一次性大幅度升值后，贸易逆差问题并没有得到有效解决。

研究表明，日元兑美元大幅度升值并没有改变美国对日本贸易逆差状况。1985 年的“广场协议”后，1985-1995 年日元兑美元升值幅度为 144.2%，同期美国对日本的贸易逆差占美国贸易逆差比重平均为 40.7%，高于 1984 年的水平。

图 5 日元升值与美国对日本贸易逆差

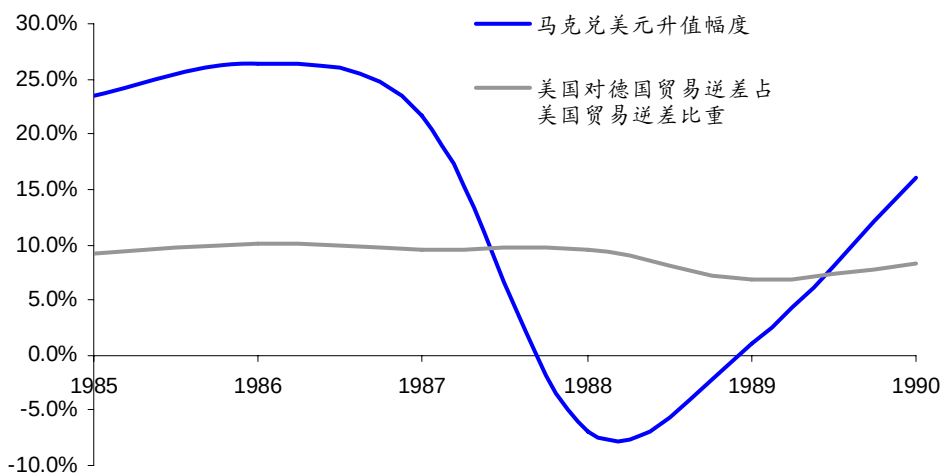


资料来源：CEIC, 海通证券研究所

20 世纪 80 年代中期，西德马克兑美元大幅度升值没有改变美国对德国贸易逆差的格局。1985-1990 年西德马克兑美元累计升值幅度为 107.2%，而同期美国对德国的贸

易逆差占美国贸易逆差的比重平均为 8.9%，高于升值前的水平。

图 6 马克升值与美国对德国的贸易逆差



资料来源：CEIC，海通证券研究所

人民币一次性大幅升值解决不了当前贸易摩擦、经济失衡的问题。人民币汇率问题并不是导致国际经济失衡的根本原因，人民币一次性大幅升值更不能改善中国与西方发达国家的贸易状况。美国的经济结构失衡是造成其陷入困境的主要原因。一直以来美国的低储蓄、高消费的状况导致该国贸易赤字不断增加的主要原因。美国的贸易赤字关键在于储蓄不足，如果美国人继续挥霍无度，那么任何试图缩减中美贸易平衡的举措都不会收效，充其量只会将顺差转移到其他国家。汇率自由浮动无助于校正全球经济的失衡，这个问题的根源其实是一种系统性缺陷，因此需要通过全面的和多边的行动来加以解决。解决全球经济失衡问题，中国、美国和其他国家需要共同努力，采取更加全面的改革方案，不应只盯住汇率制度，而要在各自的国家中施行调整经济结构的改革。缓解中美之间贸易逆差的一个快速有效的办法就是美国取消对出口到中国的高技术产品限制，促进美国高技术产品对中国的出口。

人民币汇率仅仅是导致贸易顺差的众多要素中的一环，简单的人民币汇率问题无法解释中国的人力成本、土地成本、资源价格等要素对出口的贡献。中国出口商品价格更多决定于原材料、劳动力成本等，汇率并非商品价格的决定因素。

我们认为，汇率对贸易没有决定性影响，而且政策的有效期是非常有限。

3. 人民币汇率制度改革的政策取向分析与预测

压力测试并非汇率松动的信号。财政部于 3 月下旬派出调研组赴广东、浙江、江苏三省及上海市进行范围更广的人民币汇率压力测试。此前的 2 月下旬，商务部、工信部已联合展开针对劳动密集型行业应对人民币升值的压力测试。政府对进出口企业的人民币升值压力调查是常态性的。暗示了压力调查的启动并非汇率松动的信号。

目前人民币汇率问题已经是政治、经济、外交的交织体，尤其是政治，占了主导地位。中国汇率政策调整历来遵循主动性、可控性和渐进性，其中尤把主动性放在首位，

在当前外部环境不稳定、出口增长未明显回稳的情况下中央决策将更加审慎。在经济持续发展及出口企业承受能力范围之内，于适当时机对人民币进行适度升值，在不危害本国利益的同时缓解内外升值压力，是中国政府应对当前“币值之争”的理性举措。我们预计管理层将如下几个方面着手：

3.1 人民币汇率波动的区间大一些，灵活性将增加

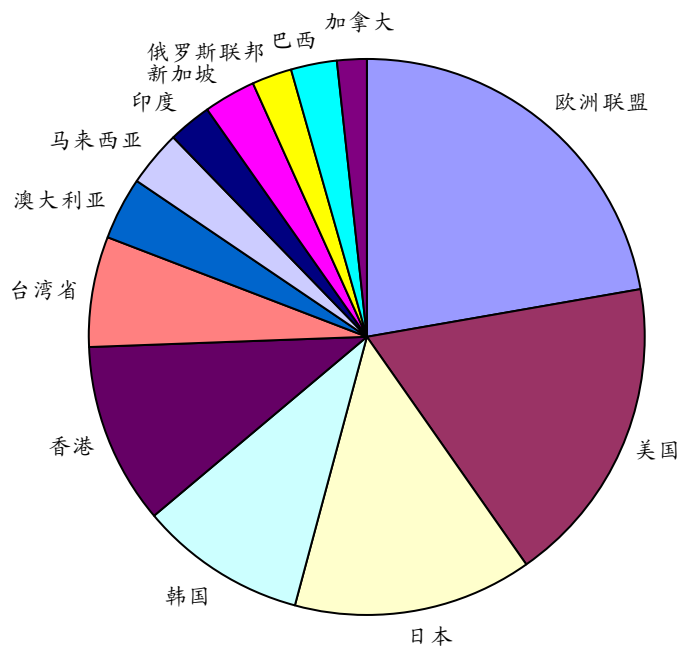
根据国内改革进度与承受能力以及国际经济形势变化，寻求合适时机放弃危机时期盯住美元的权宜之计。随着我国经济日益向好，外贸持续回暖，人民币盯住美元的机制必然会退出。从短期来看，管理层将完善人民币汇率形成机制与调节机制，加强汇率弹性，提高欧元等货币对人民币汇率的影响权重，切实做到参考一篮子货币进行调节以及适当提高人民币汇率的波动幅度，使汇率更加灵活的反应外汇市场供求关系的变化。波动的区间大一些，增加灵活性，给政府和市场之间的博弈创造空间。但是这个时间表要视进出口复苏的进程而定。

完善人民币汇率形成机制，即货币篮子和各种币种比例保密，而且随着情况变化调整比例。然后确定人民币相对一篮子货币波动的中心汇率(central rate)，每日可围绕人民币的名义有效汇率(NEER)波动。

确定篮子中各种货币所占的比重，需要综合考虑以下几个因素。首先是贸易结算中货币所占比例，目前中国对其他国家的贸易结算中，美元比重大约为 70%，剩下 30% 的贸易活动用欧元、英镑等货币进行结算。第二，在中国价值 4000 多亿美元的外债中，美元也占主要地位，“借钱还钱”也要求适当保存一定数量的美元。

如果按照各经济体与中国的贸易额占中国贸易总额的比重，精确划定各货币比重。货币篮子应该包括欧盟(欧元与英镑)、美国、日本、韩国、中国台湾、澳大利亚、马来西亚、新加坡、印度、巴西、俄罗斯、泰国、加拿大、越南、菲律宾、南非和新西兰等经济体的 18 种货币。

图 7 中国主要贸易伙伴所占比重（2009 年）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

3.2 人民币汇率调整将采取缓慢地渐进调整的策略

我们预计，人民币升值将是渐进式，不太可能出现一次性大幅升值，这主要是由于：

第一，虽然外部需求正在恢复，但前景仍然具有不确定性，不能排除全球经济出现二次探底的可能性。

第二，目前贸易顺差与 2008 年高点相比已经有所收窄，经济也并未出现过热迹象。因此，本次人民币升值幅度可能要比 2005 年温和得多。

第三，经济基本面的调整往往是缓慢渐进的过程，与此相对应，汇率的调整最好也是缓慢渐进的。这样的调整过程最符合经济基本面变化的要求，最有效率。另外，渐进的调整过程有利于国内经济资源在贸易品和非贸易品部门之间的重新配置。日本的经验表明，面临非常突然的大幅汇率调整，国内投资会一下子找不到出路，这部分资本如果大量涌向资本市场，很可能引发泡沫经济。

短期内很有可能出现盯住美元汇率浮动范围扩大，以及日间波动幅度的更多变动。人民币会重新开始以前小步渐进式的升值，人民币恢复升值的时机将会选择在二季度末或三季度初。

3.3 浮动汇率、放开资本管制是必然选择

汇率最终来自于市场调节，要想提高效率，使中国经济彻底摆脱出口依赖转而促进内需，唯一的出路是取消外汇管制，破除固定汇率制度，让各种外币与人民币自由兑换，市场自会找到一条正确的汇率之途。

浮动汇率、放开资本管制、保持独立的货币政策是大国经济的必然选择。资本自由流动、独立货币政策和固定汇率的三难选择之间，德国和日本都选择资本自由流动、独立货币政策，放弃了固定汇率。作为世界经济当中重要新生力量的崛起，必然要求该国的货币相对于外部世界逐渐调整，汇率浮动势所难免。放开资本管制有助于让市场更早地发现和解决问题，更有利于在市场找到合理、均衡的汇率水平，是渐进调整汇率的必要保障。一般情况下，不必过分夸大资本项目开放后投机资本对于货币的冲击。德国比日本更早地开放了资本项目下的管制，其货币也经历了不断的投机性冲击，但并不足以威胁国内的物价和产出稳定。

3.4 政府将更加强调维护国内货币政策的自主性

在人民币汇率问题上应该是根据自身的经济情况来调整，而不是受国际舆论压力。

德国货币当局旗帜鲜明地奉行独立的货币政策，国内产出和物价都比较稳定，没有让汇率价格中的泡沫伤害国内的经济。德国货币当局的政策旗帜鲜明，重心是国内，尤其是国内物价和产出的稳定，马克汇率处于相对次要的地位。在独立货币政策、资本自由流动和固定汇率三难选择之间，德国货币当局同样选择了独立货币政策和资本自由流动，让马克汇率自由浮动。德国货币当局旗帜鲜明地贯彻货币政策独立性，于 1974 年放松外汇汇兑方面的管制，物价和产出稳定成为货币当局最关心的事情，相对而言，马克汇率居于次要的位置上。货币当局基本贯彻了资本自由流动下的浮动汇率制度，不会因为缓解马克升值压力而牺牲国内的物价稳定。

德国的经验表明，只要货币当局旗帜鲜明地维护国内物价和产出稳定，汇率浮动和资本项目开放并不足以破坏国内经济。在一国经济崛起的过程中要防止某些大国经常地指手画脚，这就需要向外界给出坚决维护国内货币政策自主性的明确信号，同时通过加强国际间的政策协调缓解国际压力。绝不能牺牲国内货币政策保汇率政策。

3.5 多管齐下缓解升值压力

第一，对于因人民币博弈特别是中美较量可能引发贸易摩擦进一步加剧甚至爆发贸易战的局面，中国将通过外交、贸促、文宣、援助等手段对施压阵营予以分化，避免美欧挑拨发展中国家进行集体发难的情况发生。

第二，抑制国内资产价格过度上涨，增加商品进口，同时加强资本管制。

国际外汇资金流入，源于中国经济复苏保障外汇资金的高收益空间。金融危机让市场质疑欧美经济体的稳定性，资金流入更加稳定、有保障的新兴经济体，而包括中国在内的新兴市场国家率先复苏。西方主要国家通过连续的降息目前基准利率维持在历史低位，而我国利率水平保持在 2% 左右，当中的利差高达 150 基点，美元套息空间吸引更多的资金流入；新兴经济体的资产价格出现显著上涨，外汇资金的收益空间提高。

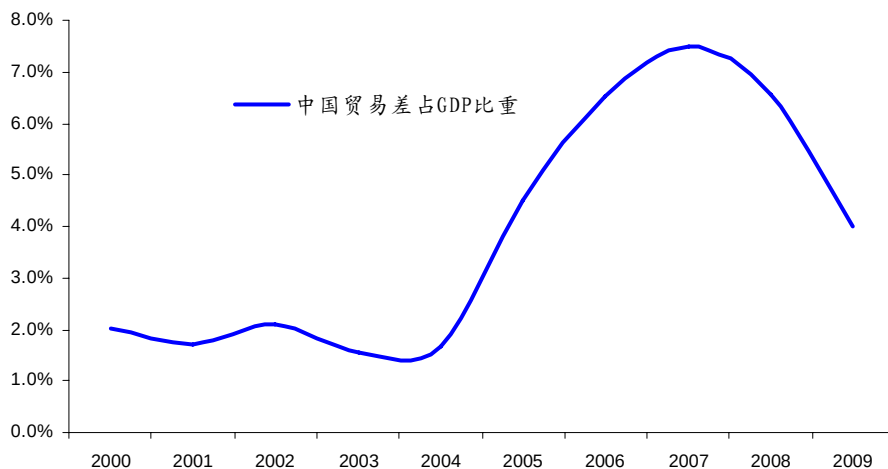
第三，在加息决策上将比较谨慎，力争主要通过央行票据、存款准备金率等数量型工具对流动性进行管理。

第四，从长期看来，实际汇率将依靠扩大内需以保证经济持续增长，调整出口退税制度以减少中外贸易摩擦，完善相关法律法规以解决贸易摩擦，坚持推进人民币国际化进程以减少汇率风险等方法多管齐下加以调节。

第五，适当放宽我国企业和居民境外投资限制，鼓励境外投资。

从理论上分析，最佳组合为未来一两年内小升值、小升息的配套组合。随着中美两国关系的缓和，中国政府有望转变政策，允许人民币升值的可能性正在增加。我们预计，到 2010 年底人民币对美元将升值 3% 左右。目前经济外部失衡状况不如 2007 和 2008 年严重，而经济前景面临的不确定性更大。2009 年中国外贸顺差占 GDP 比重为 4%，与 2007 年、2008 年相比分别下降了 3.5 个百分点、2.6 个百分点。

图 8 中国贸易差占 GDP 比重



资料来源：CEIC，海通证券研究所

4. 人民币升值对中国宏观经济的影响分析

4.1 人民币升值将中国出口、就业、消费、外汇储备、热钱流入等诸多方面带来系列负面影响

人民币升值将对中国出口、就业、消费、外汇储备、热钱流入等诸多方面带来系列负面影响，具体如下：

第一，人民币升值将打击中国的出口，就业压力增大。目前，中国经济增长对外依存度仍较高，近几年中国出口总额几乎占到了 GDP 的 30%（2009 年受经济危机的影响略低，为 24%），这一比例不仅远远高于美国、欧盟等发达国家，也高于多数新兴市场。另外，内需尚未有效扩大、市场化经济尚在完善之中、经济结构还需调整，在此状况下一次性大幅升高人民币汇率，将使绝大部分出口导向型中小企业濒临倒闭，成千上万的工人失业，更对经济带来沉重的负担。若人民币重启升值，除了一部分企业破产外，还会促使一部分企业转战国内市场，这将与国内大规模刺激经济所带来的新增产能相重合，进一步加剧产能过剩局面，迫使下游企业通过降价来抢占市场。

人民币升值将对三类企业产生较大影响：大型成套设备企业；家电、电工、一般机械等优势产业；造船、汽车、钢铁、手机等弱势产业。据中国机电产品进出口商会测算，如人民币在短期内升值 3%，家电、汽车、手机等生产企业利润将下降 30%至 50%，许多议价能力低的中小企业将面临亏损。据中国纺织品进出口商会测算，在其他生产要素成本 and 价格不变的情况下，人民币升值 1 个百分点，企业利润就减少 1%。机电是我国出口产品中的大户，约占到出口总额的六成。我国行销在海外的 50 多种机电产品虽占有较大的国际市场份额，但因核心技术缺失，产品竞争力较弱，高市场份额并未带来高利润以及较强定价权，所以一旦人民币升值，将需要较长的时间来消化。

人民币汇率升值将降低中国企业的利润率，尤其是劳动密集型行业利润率将受到严重影响。我国规模以上轻工企业出口利润普遍在 5%左右，而规模以下企业毛利率就 2%左右。由于我国轻工行业进入门槛低、技术含量低，议价能力弱，中小企业多，产能严重过剩，长期恶性竞争，汇率升值很难通过提高价格转移成本，只能靠企业内部消化。中国纺织品进出口商会的测试结果显示，目前我国纺织品服装企业的平均纯利润率在 3%至 5%，有的企业利润低于 3%。如果人民币升值，将压缩企业仅有的利润空间，降低产品出口竞争力，将对我国纺织服装出口造成严重的打击。据企业测算，在其他生产要素成本 and 价格不变的情况下，人民币升值 1 个百分点，企业利润也将减少 1%。汇率方面带来的损失是刚性亏损，无法通过与客户协商、改善供应链管理等方法消化。

第二，人民币若贸然大幅升值，将直接影响到中国的消费需求，进而危及经济全局甚至社会稳定。

第三，人民币升值等于自动促进美元贬值，从而造成中国的美元外汇储备大幅度缩水，将自动缩减中国的财富。利用货币汇率缩减他国财富是美国人经常干的勾当，美元就充当了经常消减其他国家财富的角色，在长期的美元贬值中，美国不仅用美元实行贸易保护主义，更通过美元汇率的波动不断赚取利益，浮动汇率已经不再公平和公正，而完全成为美元掠夺世界市场的手段。

第四，大量的热钱套现的风险。中国经济复苏领先于发达经济体，全球资本将优先配置到中国。热钱流入主要通过贷款、贸易融资、外债、外商投资资本、转移支付或服务贸易收汇的方式流入境内，并最终反映到人民银行的资产负债表上。

热钱流入到了新兴经济体，投资它们的货币，一旦该国货币升值，他们的投资目的就达到，然后抽血而去，给新兴经济体带来巨大的经济损。目前由于人民币不升值，这些热钱就无法获利退出，因此美国对人民币汇率问题从指手画脚变得声嘶力竭。

历史经验显示，人民币币值波动直接影响了跨境资本流动。亚洲金融危机期间，人民币面临贬值压力，资本外逃、截留外汇存于境外等行为大量出现，1998 年资本项目甚至出现多年未见的逆差。1998 年-2002 年平均每年新增外汇储备不及 300 亿美元。

而 2003 年以来，随着亚洲金融危机的结束和国内经济的快速发展，人民币呈现升值预期，加之美元利率持续走低，企业、个人和机构纷纷将境外资产调回并结汇，部分境外投机套利资金也借各种正常和非正常渠道，采取分散、渗透的方式流入，导致我国外汇收支持续大额顺差。截至 2009 年末，国家外汇储备余额达 2.39 万亿美元，较 08 年末增加 4531 亿美元。

第五，人民币升值导致产能过剩加剧，导致库存上升，企业周转效率下降，货币流通速度下降；随着企业经营状况恶化，坏账增加，银行将收缩信用，导致货币退出流通，滞留在银行体系内。

第六，人民币大幅度升值可能导致通货紧缩的局面。上世纪 80 年代中期的日本经济与当今中国极为相似，1985 年签订广场协议后，日元大幅升值，同期日本 CPI 涨幅自 3% 掉头向下，1986 年底即陷入第一次通缩，此后虽有反复，但日本 CPI 一直保持着整体向下的趋势，90 年代资本市场泡沫破灭后，日本经济陷入长达十余年的通缩，至今仍未完全摆脱其困扰。

第七，人民币汇率升值将导致财政赤字增加，同时将影响货币政策的稳定。

第八，人民币汇率升值将导致对外资吸引力的下降，减少外商对中国的直接投资。

表 1 行业出口率

行业	出口率	行业	出口率
针织品、编织品及其制品制造业	89.8%	基础化学原料制造业	16.5%
雷达及广播设备制造业	85.5%	其他电子设备制造业	16.4%
文化、办公用机械制造业	72.4%	软件业	16.2%
电子计算机制造业	65.8%	住宿业	16.0%
仪器仪表制造业	62.6%	娱乐业	15.8%
家用视听设备制造业	60.7%	锅炉及原动机制造业	15.7%
文教体育用品制造业	60.3%	矿山、冶金、建筑专用设备制造业	15.3%
通信设备制造业	59.0%	玻璃及玻璃制品制造业	14.1%
航空运输业	47.4%	批发零售业	13.9%
纺织制成品制造业	43.7%	起重运输设备制造业	13.8%
其他电气机械及器材制造业	39.3%	棉、化纤纺织及印染精加工业	13.7%
家具制造业	36.4%	计算机服务业	13.2%
纺织服装、鞋、帽制造业	34.4%	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	12.2%
家用电力和非电力	34.2%	塑料制品业	11.6%

器具制造业			
橡胶制品业	31.4%	钢压延加工业	11.0%
商务服务业	31.1%	新闻出版业	11.0%
船舶及浮动装置制造业	30.6%	化工、木材、非金属加工专用设备制造业	10.6%
陶瓷制品制造业	30.1%	电线、电缆、光缆及电工器材制造业	9.6%
电子元器件制造业	30.0%	专用化学产品制造业	9.6%
泵、阀门、压缩机及类似机械的制造业	29.0%	文化艺术业	9.5%
水上运输业	27.2%	医药制造业	9.5%
皮革、毛皮、羽毛（绒）及其制品业	26.8%	日用化学产品制造业	9.1%
输配电及控制设备制造业	26.0%	其他通用设备制造业	8.7%
其他专用设备制造业	23.9%	农药制造业	8.6%
电机制造业	21.6%	毛纺织和染整精加工业	8.6%
工艺品及其他制造业	21.2%	其他食品制造业	8.5%
水产品加工业	21.1%	旅游业	8.4%
金属制品业	20.1%	有色金属压延加工业	8.2%
铁合金冶炼业	18.1%	金属加工机械制造业	8.1%
其他交通运输设备制造业	17.3%	涂料、油墨、颜料及类似产品制造业	8.1%

资料来源：国家统计局。

表 2 行业进口率

行业	进口率	行业	进口率
仪器仪表制造业	54.5%	矿山、冶金、建筑专用设备制造业	11.3%
电子元器件制造业	45.9%	铁合金冶炼业	10.3%
黑色金属矿采选业	43.5%	住宿业	10.2%
石油和天然气开采业	37.7%	娱乐业	10.1%
有色金属矿采选业	33.8%	水产品加工业	9.9%
其他专用设备制造业	31.9%	家用视听设备制造业	9.9%
研究与试验发展业	31.1%	其他电子设备制造业	9.0%
基础化学原料制造业	26.4%	有色金属压延加工业	8.7%
林业	26.1%	铁路运输设备制造业	8.2%
废品废料	24.4%	涂料、油墨、颜料及类似产品制造业	8.0%
合成材料制造业	23.3%	日用化学产品制造业	8.0%
金属加工机械制造业	22.4%	石油及核燃料加工	7.5%

业		业	
输配电及控制设备制造业	22.0%	起重运输设备制造	7.4%
锅炉及原动机制造业	21.5%	汽车制造业	7.3%
航空运输业	21.4%	非金属矿及其他矿采选业	7.2%
商务服务业	19.0%	其他通用设备制造	7.0%
雷达及广播设备制造业	16.7%	造纸及纸制品业	6.9%
电子计算机制造业	16.5%	玻璃及玻璃制品制造业	6.7%
其他交通运输设备制造业	16.5%	制糖业	6.5%
泵、阀门、压缩机及类似机械的制造业	16.2%	肥料制造业	6.5%
软件业	15.7%	文化艺术业	6.3%
化工、木材、非金属加工专用设备制造业	15.0%	计算机服务业	6.3%
新闻出版业	14.5%	皮革、毛皮、羽毛（绒）及其制品业	6.2%
通信设备制造业	14.2%	橡胶制品业	5.9%
其他电气机械及器材制造业	14.1%	农业	5.7%
文化、办公用机械制造业	14.0%	旅游业	5.7%
专用化学产品制造业	13.8%	医药制造业	5.4%
有色金属冶炼及合金制造业	13.8%	邮政业	5.3%
电机制造业	13.4%	塑料制品业	5.2%
植物油加工业	11.8%	纺织制成品制造业	5.1%

资料来源：国家统计局。

4.2 人民币升值将中国进口、产业结构等带来正面影响

第一，降低进口成本。中国的贸易结构中，加工贸易占据半壁江山。人民币升值在提高了最终出口产品价格的同时，降低了进口的原材料和中间产品的成本。以下这些行业的国内销售有可能从人民币升值中获益，因为它们更依赖于进口原材料：电子设备，办公设备，石油加工，天然气生产和电气设备。根据测算，如果人民币升值 5%，石油加工和天然气生产行业、金属加工行业、交通运输设备和金属采矿行业的成本分别降低 1.8%、1.2%和 1.1%。

对于研发投入较高的行业，人民币升值将增强其购买外国技术的能力。其中，最可能受惠的行业是交通运输设备、教育、电子设备、办公设备和石油天然气勘探。

对于外汇敞口较多的行业，如银行和保险业，也能从人民币升值中受益。人民币升值有利于这些行业增加估值并进行海外扩张。

第二，人民币升值有利于经济实现更好的平衡。货币低估相当于为出口企业提供补

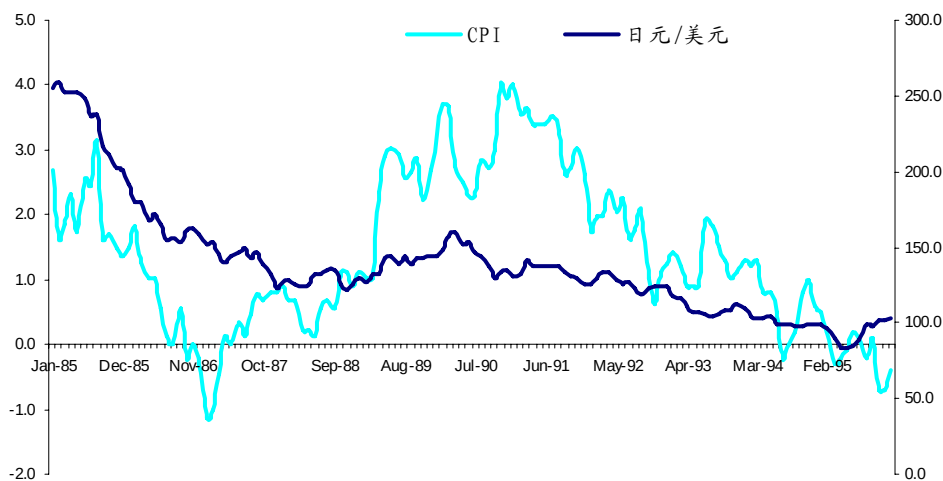
贴，这造成了贸易品行业的过度投资。人民币升值将提高中国消费者的购买力，增加进口和消费，从而实现经济更好的平衡。如果不让人民币升值，就只能靠印刷人民币来兑付美元，相当于动用全国的力量给出口企业补贴成本，损害了其他国家与中国出口企业生产能力类同企业的利益，这不符合 WTO 的规则。

第三，人民币适度升值有利于产业结构升级。汇率对产业结构的影响主要体现在汇率价格信号在资源配置中的引导作用，其传导途径主要包括以下四个方面：一是汇率通过影响财富效应，对需求结构产生影响；二是汇率通过生产的相对成本效应引导资源在不同生产部门，进而改变供给结构；三是汇率影响本国产品与国外产品的相对价格和竞争力，从而影响贸易结构；四是汇率通过影响跨国公司的利润率和本国产品的国际竞争力，间接影响对外直接投资的结构和流向。

人民币升值将会迫使生产此类商品的厂商或者退出，或者提高生产工艺，增加产品附加值，从而促进我国产业结构的提升。

第四，人民币适度升值有利于缓解通胀压力。随着世界金融危机缓解，国外的消费能力逐步恢复，出口增多则美元储备还会继续增多，为了兑换美元人民币只好大量发行，国内通货膨胀必将如影随形卷土重来。

图 9 1985-1995 年日本 CPI 与日元汇率



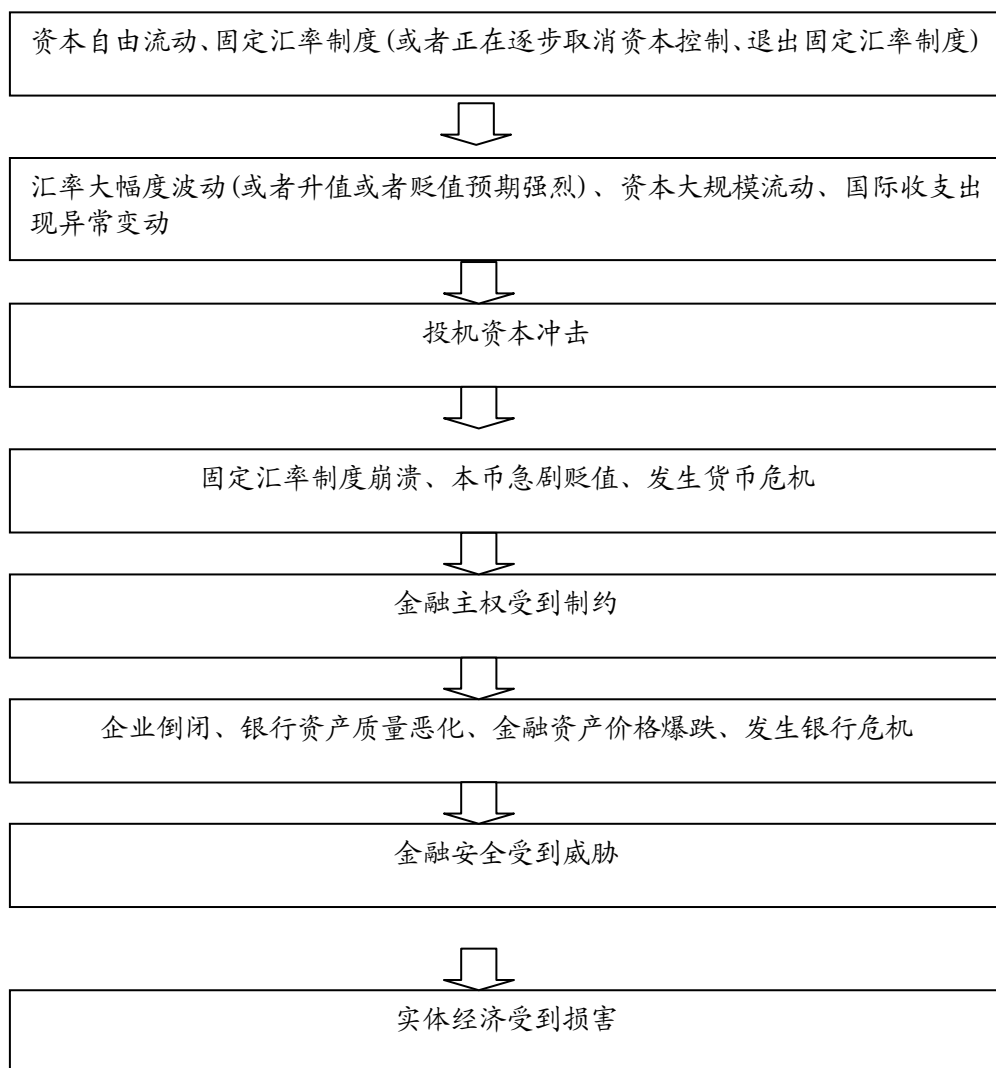
资料来源：CEIC，海通证券研究所

5. 人民币升值可能引发金融危机的路径分析

货币升值和升值预期往往在削弱本国竞争力的同时，引起国际投资资本的加速流入。金融危机的发生往往是在外部冲击、内部失衡或两者交互作用下发生的。外部冲击一般是指国际短期资本流动对本国汇率、汇率制度和国际收支造成损害，从而影响一国金融主权、金融体系和社会稳定。一般发生在货币可自由兑换、资本项目自由流动的情况下，也可能发生在固定汇率制度和货币不可完全兑换的情况下，并且在后一种情况下造成破坏性更大。内部失衡是指在金融自由化条件下，由于信息不对称、资产泡沫、社会经济环境等问题，使金融业，特别是银行业产生大量的不良资产，众多金融机构面临破产，从而威胁一国金融体系的稳定和正常运行。

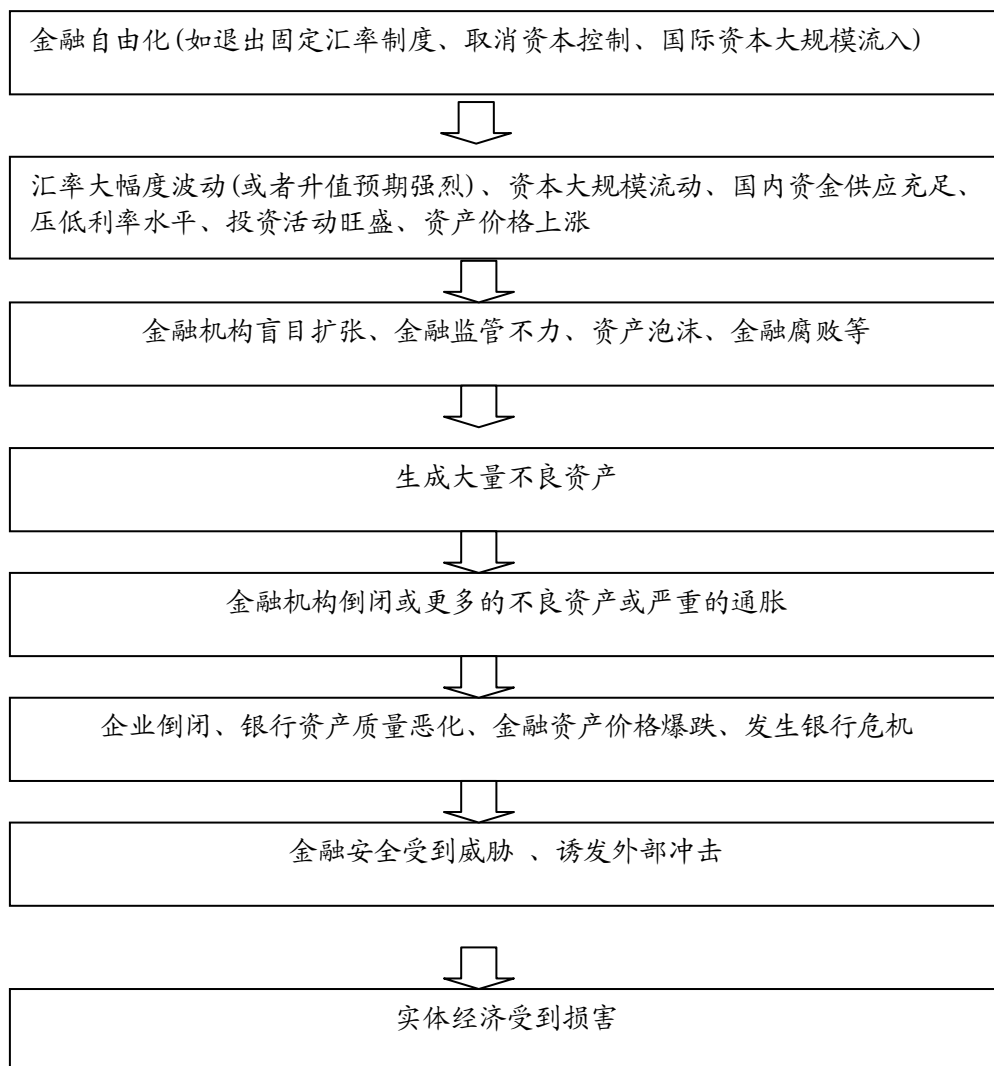
从目前中国的情况来看，这两方面的风险均存在，一方面人民币升值预期强烈，国际资本大规模流入，资本控制在放松，金融衍生工具创新在不断推出，已经成为投机资本发动外部冲击提供了进出通道和攻击工具；另一方面，我国的投资旺盛，特别是房地产投资热情高，银行盲目放贷，银行不良贷款在快速增长，房地产等资产价格在快速上涨，局部地区已经发生了明显泡沫，同时由于监管不力，金融行业腐败形势不乐观，如果遇到外部冲击，资产泡沫破灭，很容易导致银行业危机。国际资本正在通过各种渠道进行渗透和布局，我国金融风险有所积累。

图 10 外部冲击影响金融安全的路径



资料来源：CEIC，海通证券研究所

图 11 内部失衡影响金融安全的路径



资料来源：CEIC，海通证券研究所

当然，无论从外部环境还是管理层释放的政策信号看，中国都不会走日本当年的老路。

第一，从人口红利分析，尽管中国 15 岁至 64 岁的人口占总人口比重将于 2015 年出现向下拐点，但中国城市化空间远大于日本当年（1976 年日本城市化步伐已经结束），故中国经济仍有增长动力。

第二，中国未来十年与日本经济起飞十年（1980 年至 1990 年）所处环境不同，中国经济能保证健康地增长 8% 以上，而日本很难。

第三，中国政策制订者已经意识到适度紧缩货币政策的必要性。

表 3 分年龄组人口预测

时间	0-14 岁比重 (%)	14-65 岁比重 (%)	65 岁以上比重 (%)
2010 年	19.5	72.2	8.3
2015 年	18.5	71.9	9.6
2020 年	18.4	69.7	11.9
2025 年	17.9	68.4	13.7
2030 年	16.9	66.8	16.3

资料来源：联合国报告(2003)。

6. 人民币升值对中国外贸、物价、外商直接投资影响的实证分析

6.1 人民币升值对进出口影响的实证分析

6.1.1 人民币升值将出口影响的实证分析

在非充分就业的前提下，一国的出口主要取决于出口商品的需求，影响出口商品需求的因素主要为出口商品的外币价格和国外人的收入水平。我们可以建立出口的理论模型：

$$\text{出口： } EX = \alpha_x + \beta_x Y_w + \gamma_x E + \varepsilon_x$$

其中 EX 表示出口， Y_w 表示全球 GDP，E 表示人民币兑美元汇率， β_x 表示出口需求的收入弹性， γ_x 表示出口需求的价格弹性。

中国进口、出口、GDP、汇率数据来源于《中国统计年鉴》(1981-2009)，全球 GDP 发展指数来自 IMF。其中 2006-2009 年数据由年度全球经济增长率推算而来。

表 4 出口与名义汇率、全球 GDP 指数统计分析结果之一

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.183871	0.071014	101.1616	0.0000
E	0.287987	0.057136	5.040410	0.0000
Y_w	0.024633	0.000613	40.15251	0.0000

资料来源：CEIC，海通证券研究所

表 5 出口与名义汇率、全球 GDP 指数统计分析结果之二

R-squared	0.994577	Mean dependent var	11.83895
Adjusted R-squared	0.994160	S.D. dependent var	1.331610
S.E. of regression	0.101762	Akaike info criterion	-1.634671
Sum squared resid	0.269241	Schwarz criterion	-1.493227
Log likelihood	26.70273	F-statistic	2384.258

资料来源：CEIC，海通证券研究所

根据实证研究结果，可以得到如下模拟方程：

$$EX = 7.1839 + 0.2880 * E + 0.0246 * Y_w$$

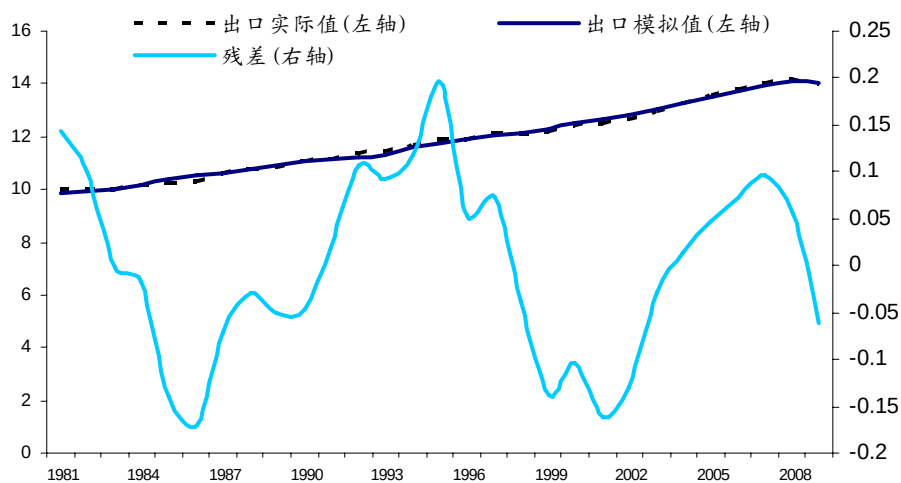
(5.0404) (40.1525)

在对出口模型的模拟分析中，对出口数据和汇率数据取了自然对数，全球 GDP 发展指数由于已经是指数形式，就没有再取对数。从统计分析结果来看，模型通过了 T 检验和 F 检验，拟合优度比较好。

统计分析表明，中国的出口和人民币汇率及全球 GDP 之间存在相关关系，在其他条件不变时，人民币汇率每贬值(或者升值)1%，中国出口增加(或者减少)0.2880%，这说明中国出口的需求价格弹性为 0.2880；在其他条件不变时，全球 GDP 每增长 1%，中国出口增加 0.0246 个百分点，这说明中国出口的需求收入弹性为 0.0246。

从下图可以看出，出口模拟值与出口实际值之间有些偏离，这是因为模型中只考虑了一些主要的解释变量，而没有考虑一些次要变量，受次要因素的影响，模拟值和实际值出现了一些偏离。

图 12 出口实际值、出口模拟值和残差值



资料来源：CEIC，海通证券研究所

鉴于物价变动对货币购买力会产生直接的影响，从而影响出口。下面我们将对实际汇率变动与出口的关系进行实证分析。前面建立的模型中名义汇率(E)被实际汇率(RE)替代，其他参数同前。其中实际汇率=名义汇率*美国 CPI/中国 CPI。

表 6 出口与实际汇率、全球 GDP 指数统计分析结果之一

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.199652	0.074591	96.52159	0.0000
REL	0.287644	0.064398	4.466644	0.0001
GDPW	0.024577	0.000685	35.89116	0.0000

资料来源：CEIC，海通证券研究所

表 7 出口与实际汇率、全球 GDP 指数统计分析结果之二

R-squared	0.993933	Mean dependent var	11.83895
Adjusted R-squared	0.993467	S.D. dependent var	1.331610
S.E. of regression	0.107632	Akaike info criterion	-1.522495
Sum squared resid	0.301202	Schwarz criterion	-1.381051
Log likelihood	25.07618	F-statistic	2129.878

资料来源：CEIC，海通证券研究所

根据上述实证分析结果，可以得到如下模拟方程：

$$EX = 7.1997 + 0.2876 * RE + 0.02458 * Y_w$$

(4.4666) (35.8912)

从统计分析结果来看，模型通过了 T 检验和 F 检验，拟合优度比较好，但存在着明显的自相关问题。

解释变量的系数表明中国的出口和人民币汇率以及全球 GDP 之间存在正相关关系，在其他条件不变时，人民币实际汇率每贬值(或者升值)1%，中国出口增加(或者减少)0.2876%，说明中国出口的需求价格弹性为 0.2876；在其他条件不变时，全球 GDP 每增长 1%，中国出口增加 0.02458%，表明中国出口的需求收入弹性为 0.02458。

6.1.2 人民币升值将进口影响的实证分析

在非充分就业的前提下，一国进口主要取决于国内收入水平和进口商品的本币价格。于是我们可以建立进口的理论模型：

$$\text{进口：} IM = \alpha_m + \beta_m Y_d + \gamma_m E + \varepsilon_m$$

其中 IM 表示出口， Y_d 表示中国 GDP，E 表示人民币兑美元汇率， β_m 表示出口需求的收入弹性， γ_m 表示出口需求的价格弹性。

表 8 进口与名义汇率、中国 GDP 统计分析结果之一

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.166038	0.298057	10.62225	0.0000
E	-0.762442	0.149731	-5.092076	0.0000
Y_d	1.180769	0.059403	19.87738	0.0000

资料来源：CEIC，海通证券研究所

表 9 进口与名义汇率、中国 GDP 统计分析结果之二

R-squared	0.978276	Mean dependent var	11.78560
Adjusted R-squared	0.976605	S.D. dependent var	1.236303
S.E. of regression	0.189097	Akaike info criterion	-0.395412
Sum squared resid	0.929703	Schwarz criterion	-0.253968
Log likelihood	8.733478	F-statistic	585.4214

资料来源：CEIC，海通证券研究所

根据以上的统计分析结果，确定模拟方程如下：

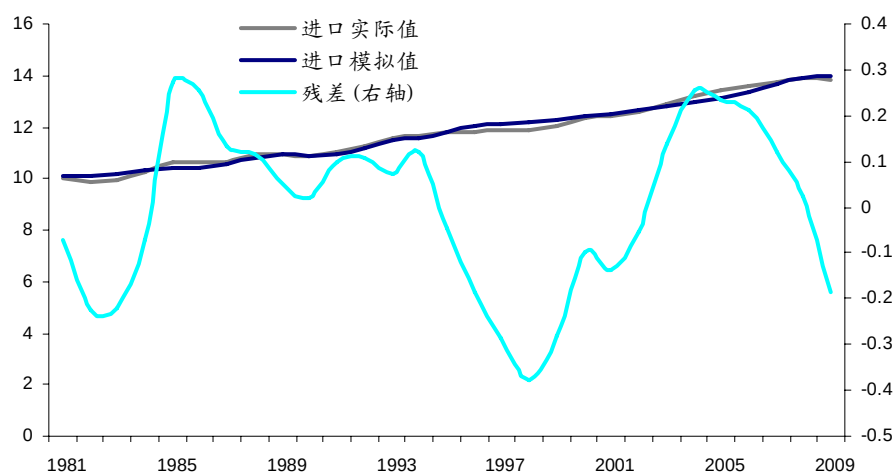
$$IM = 3.1660 - 0.7624 * E + 1.1808 * Y_d$$

(-5.0921) (19.8774)

在对进口模型的统计分析中，对进口数据、汇率数据和中国经济 GDP 数据均取了自然对数。从统计分析结果来看，模型通过了 T 检验和 F 检验，拟合优度比较好。

解释变量的系数表明中国进口和人民币汇率以及中国经济 GDP 之间存在相关关系，在其他条件不变时，人民币汇率每升值(或者贬值)1%，中国进口增加(或者减少)0.7624%，说明中国进口的需求价格弹性为 0.7624；在其他条件不变时，中国经济 GDP 每增长 1%，中国进口增加 1.1808%，说明中国进口的需求收入弹性为 1.1808。

图 13 进口实际值、进口模拟值和残差值



资料来源：CEIC，海通证券研究所

考虑至物价变动对货币购买力将产生直接影响，从而影响进口，我们将对实际汇率变动与进口的关系进行实证分析。

表 10 进口与实际汇率、中国 GDP 统计分析结果之一

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.970733	0.290969	10.20980	0.0000
RE	-0.885468	0.150966	-5.865352	0.0000
Y_d	1.226714	0.059313	20.68218	0.0000

资料来源：CEIC，海通证券研究所

表 11 进口与实际汇率、中国 GDP 统计分析结果之二

R-squared	0.981324	Mean dependent var	11.78560
Adjusted R-squared	0.979887	S.D. dependent var	1.236303
S.E. of regression	0.175333	Akaike info criterion	-0.546558
Sum squared resid	0.799286	Schwarz criterion	-0.405114
Log likelihood	10.92510	F-statistic	683.0637

资料来源：CEIC，海通证券研究所

从统计分析结果来看，模型通过了 T 检验和 F 检验，拟合优度比较好。解释变量的系数表明中国进口和人民币实际汇率以及中国 GDP 之间存在相关关系，在其他条件不变时，人民币实际汇率每升值(或者贬值)1%，中国进口增加(或者减少)0.8855%，说明中国进口的需求价格弹性为 0.8855；在其他条件不变时，中国 GDP 每增长 1%，中国进口增加 1.2267%，说明中国进口的需求收入弹性为 1.2267。相对于出口来说，中国进口的需求价格弹性和收入弹性均比较高，即进口对中国的实际汇率和收入变动反

应更加敏感。

6.2 人民币升值对物价水平影响的实证分析

按照宏观经济学理论，对物价变动有直接影响的变量包括一国经济增长速度、汇率、M2、利率等，建立如下计量模型：

$$CPI = \alpha + \beta E + \gamma M2 + \delta CPI(-1) + \varepsilon$$

其中，CPI 代表居民消费物价指数，E 代表人民币对美元的名义汇率，M2 代表中国广义货币供应量，CPI(-1) 代表前一期居民消费物价指数。 β 、 γ 、 δ 分别为中国物价指数对汇率、广义货币、前一期居民消费物价指数的敏感系数， α 为常数项， ε 为随机项。

实证研究相关月度数据均来自于 CEIC，时间跨度是 2005 年 6 月至 2010 年 3 月。通过统计分析，我们得到如下结果。

表 12 人民币升值对中国物价指数影响的实证统计分析结果之一

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.183243	0.360707	-3.280345	0.0018
E	0.184110	0.043912	4.192670	0.0001
M2	0.049259	0.012494	3.942516	0.0002
CPI(-)	1.063200	0.039432	26.96294	0.0000

资料来源：CEIC，海通证券研究所

表 13 人民币升值对中国物价指数影响的实证统计分析结果之二

R-squared	0.948811	Mean dependent var	4.631122
Adjusted R-squared	0.945913	S. D. dependent var	0.027857
S. E. of regression	0.006479	Akaike info criterion	-7.173023
Sum squared resid	0.002225	Schwarz criterion	-7.029651
Log likelihood	208.4311	F-statistic	327.4576

资料来源：CEIC，海通证券研究所

根据以上物价指数模型和统计分析结果可以得到如下的模拟方程：

$$CPI = -1.1832 + 0.1841 * E + 0.0493 * M2 + 1.0632 * CPI(-1)$$

$$(4.1927) \quad (3.9425) \quad (26.9629)$$

变量 E、M2、CPI(-1) 通过了 T 检验和 F 检验，拟合优度比较好，这表明中国物价指数和人民币汇率、货币供应量和前一期的物价指数正向相关。其中人民币汇率每升值 1%，中国物价指数降低 0.1841%；货币供应量 M2 增加 1%，中国物价指数上升 0.0493%；前一期的中国物价指数上升 1%，本期的物价指数上升 1.0632%。

人民币升值将降低中国的通胀率，具有紧缩效应，但是人民币升值对物价影响不大。产生这种结果的原因在于：

首先，我国出口产品的利润率较低，即使外需大幅度下降，但由于价格可压缩的空间过于狭小，用人民币表示的物价水平也不会因币值上升而受到过分的影响。

其次，中国进口商品的价格弹性偏低，人民币升值带来的进口商品的价格下降难以从根本上改变中国商品市场的供求关系。

最后，物价变动主要受总产出价格的影响，而总产出价格变动来源于内外价格变动、出口变动、国内产出变动和总产出变动等多个因素，汇率变动仅对出口价格变动产生直接影响，因而汇率升值将会造成一定程度的通胀下降，但影响有限。

6.3 人民币升值对外商直接投资影响的实证分析

外商直接投资的数量主要取决于外商对投资收益和风险的权衡，而影响外商投资决策的因素主要有东道国的外资优惠政策、生产成本、市场规模、汇率变动以及国际投资形势。在优惠政策、生产成本和国际投资形势一定的情况下，外商投资主要取决于汇率变动和市场规模。一个国家的 GDP 增长速度对外商投资的预期收益有重大影响，GDP 增长速度意味着市场规模扩展前景和收益水平变动情况。

$$\text{外商直接投资: } FDI = \alpha + \beta E + \gamma Y_d + \epsilon$$

其中 FDI 表示我国实际利用外资的规模，E 表示人民币汇率， Y_d 表示我国 GDP。在实证分析中各个变量均取自自然对数。

表 14 人民币升值对外商直接投资影响的实证统计分析结果之一

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.588896	0.425584	1.383737	0.1792
E	1.274413	0.236404	5.390834	0.0000
Y_d	0.810072	0.085416	9.483795	0.0000

资料来源：CEIC，海通证券研究所

表 15 人民币升值对外商直接投资影响的实证统计分析结果之二

R-squared	0.972066	Mean dependent var	9.775467
Adjusted R-squared	0.969738	S.D. dependent var	1.535142
S.E. of regression	0.267052	Akaike info criterion	0.301691
Sum squared resid	1.711600	Schwarz criterion	0.445673
Log likelihood	-1.072830	F-statistic	417.5851

资料来源：CEIC，海通证券研究所

根据以上统计分析结果可以得到如下方程：

$$FDI = 0.5889 + 1.2744 * E + 0.8101 * Y_d$$

(5.3908) (9.4838)

根据以上统计分析结果，模型通过了 T 检验和 F 检验，各个参数估计均相当显著，拟合优度较高。

模拟运算表明，人民币汇率每升值(或者贬值)1%，我国实际利用外商直接投资将减少 1.2744%，我国 GDP 每增加 1%，我国实际利用外商直接投资将增加 0.8101%。实

证研究表明，汇率变动是影响国际对华直接投资的重要因素，人民币升值将减少外来国际直接投资。

人民币升值将提高我国原材料、生产资料和劳动力相对国际市场的价格，增加外商在我国投资办厂的成本，降低外商投资企业的资本预期收益率，从而降低了流入我国的外商直接投资。

我们认为，人民币升值对外商直接投资的影响具有两面性。首先，人民币升值产生的成本效应将给进入我国的资源导向型外商直接投资带来负面影响。人民币升值以后，我国劳动力成本优势有所减弱，外销产品返销国际市场时相对价格较高，国际竞争力将明显减弱。其次，人民币升值产生的市场效应将给进入我国的市场导向型外商直接投资带来正面影响。第一，人民币升值后，相对于其他国家而言，我国居民消费能力增强，国内购买力增强了，市场规模就相对扩大了，为满足市场需求，跨国公司将会增加面向中国市场的生产，这从数量上保证了获得更加丰厚的利润。第二，在中国市场上销售的产品以人民币标价，在人民币升值以后，对应的外币价格提高，因此，所获得的收益以外币表示会相应增加。第三，在人民币升值后，以外币衡量的公司实物资产价值和汇回的利润会随人民币的升值幅度同幅度增值。

信息披露

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构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。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明
所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德
副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路 颖
所长助理 批发和零售贸易行业首席分析师
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈 露
所长助理 宏观经济首席分析师
(021) 23219435
chenl@htsec.com

陈美凤
计算机及通信行业首席分析师
(021) 23219409
chenmf@htsec.com

江孔亮
建筑工程行业首席分析师
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

丁 频
农业及食品饮料行业首席分析师
(021) 23219405
dingpin@htsec.com

韩振国
煤炭行业核心分析师
(021) 23219400
zgihan@htsec.com

潘洪文
保险行业核心分析师
(021) 23219389
panhw@htsec.com

邓 勇
石化及基础化工行业核心分析师
(021) 23219404
dengyong@htsec.com

龙 华
机械及公用事业行业核心分析师
(021) 23219411
longh@htsec.com

钮宇鸣
港口及水运行业核心分析师
(021) 23219420
ymniu@htsec.com

刘 金
基础化工及造纸印刷行业高级分析师
(021) 23219421
liujin@htsec.com

邱春城
电子元器件行业高级分析师
(021) 23219413
qiucc@htsec.com

区志航
纺织服装行业高级分析师
(021) 23219407
ouzh@htsec.com

谢 盐
证券信托行业高级分析师
(021) 23219436
xiey@htsec.com

余闰华
银行业分析师
(021) 23219390
shemh@htsec.com

杨红杰
有色金属行业分析师
(021) 23219406
yanghj@htsec.com

范坤祥
金融行业分析师
(021) 23219382
fankx@htsec.com

刘彦奇
钢铁行业分析师
(021) 23219391
liuyq@htsec.com

赵 勇
食品饮料行业分析师
(021) 23219460
zhaoyong@htsec.com

方 维
机械行业分析师
(021) 23219438
fangw@htsec.com

江维娜
医药行业
(021) 23219610
jiangwn@htsec.com

帅 虎
房地产行业分析师
(021) 23219401
shuaih@htsec.com

汪立亭
批发和零售贸易行业
(021) 23219399
wanglt@htsec.com

王茹远
互联网及传媒行业分析师
(010) 58067935
wangry@htsec.com

赵晨曦
汽车行业分析师
(021) 23219473
zhaocx@htsec.com

曹小飞
化工小组
(021) 23219267
caoxf@htsec.com

陈子仪
TMT 小组
(021) 23219244
chenzy@htsec.com

郭世凯
消费小组
(021) 23219269
guosk@htsec.com

刘惠莹
煤炭行业助理分析师
(021) 23219441
liuhy@htsec.com

潘 鹤
消费小组
(021) 23219423
panh@htsec.com

蒲世林
建筑建材及建筑工程小组
(021) 23219054
pusl@htsec.com

钱列飞
交通运输小组
(021) 23219104
qianlf@htsec.com

舒 灏
机械小组
(021) 23219171
shuh@htsec.com

张 浩
电力及电力设备小组助理分析师
(021) 23219383
zhangh@htsec.com

李明亮
宏观经济核心分析师
(021) 23219434
lml@htsec.com

汪 辉
宏观经济高级分析师
(021) 23219432
wanghui@htsec.com

刘铁军
产业经济
(021) 23219394
liutj@htsec.com

熊 伟
宏观经济
(021) 23219396
xiongw@htsec.com

陈久红
策略核心分析师
(021) 23219393
chenjiuhong@htsec.com

吴一萍
策略高级分析师
(021) 23219387
wuyiping@htsec.com

张冬云
策略高级分析师
(021) 23219442
zhangdy@htsec.com

单 磊
策略高级分析师
(021) 23219428
shanl@htsec.com

陈瑞明
策略分析师
(021) 23219197
chenrm@htsec.com

娄 静
金融工程首席分析师
(021) 23219450
loujing@htsec.com

胡 倩
金融工程首席分析师
(021) 23219472
huqian@htsec.com

姜金香
固定收益高级分析师
(021) 23219445
jiangjx@htsec.com

单开佳
金融工程高级分析师
(021) 23219448
shankj@htsec.com

雍志强
期货高级分析师
(021) 23219424
zqyong@htsec.com

周 健
金融工程分析师
(021) 23219444
zhouj@htsec.com

吴先兴
金融工程分析师
(021) 23219449
wuxx@htsec.com

倪韵婷
金融工程分析师
(021) 23219419
niyt@htsec.com

邱庆东
固定收益分析师
(021) 23219424
qiuqd@htsec.com

丁鲁明
金融工程
(021) 23219068
dinglm@htsec.com

张 峰
金融工程
(021) 23219370
zhangfeng@htsec.com

冯梓钦
金融工程
(021) 23219402
fengzq@htsec.com

郑雅斌
金融工程
(021) 23219395
zhengyb@htsec.com

贺振华
机构客户部经理 核心销售经理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

潘春晖
核心销售经理
(021) 23219374
panch@htsec.com

高 溱
高级销售经理
(021) 23219386
gaoqin@htsec.com

孙 俊
高级销售经理
(021) 23219454
sunj@htsec.com

胡雪梅
高级销售经理
(021) 23219385
huxm@htsec.com

季唯佳
销售经理
(021) 23219384
jiwj@htsec.com

黄 毓
销售经理
(021) 23219410
huangyu@htsec.com

毛艺龙
销售经理
(021) 23219373
maoyl@htsec.com

申林英
销售经理
(010) 58067996
shenly@htsec.com

殷怡琦
销售经理
(010) 58067944
yinyq@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
电话: (021) 23219381
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com