

## 动态报告/政策快评

宏观经济

人民币升值

2010 年 10 月 13 日

# 人民币升值将没完没了地进行

联系人: 周炳林 zhoublin@guosen.com.cn (0755)82130638

分析师: 林松立 linsl@guosen.com.cn (010) 66026312

SAC 执业证书编号: S0980209080421

### 事项:

近期人民币兑美元升值, 美元指数下降有所加快。

### 评论:

#### ■ 人民币升值将没完没了

根本原因在于, 中国能接受的升值与国际认为的低估幅度差别非常大, 由此导致, 无论人民币怎么升, 美国方面“欲壑难填”, 都会认为低估; 反过来, 无论国际压力如何大, 中国将按自己可接受的升值幅度逐步进行。

市场既要考虑长期趋势如此, 更应于人民币“阶段性贬值的迷雾”中把握良机。

#### ■ 国际上认为低估的幅度很大

1、美国众议院认为低估 40%。2、盖特纳认为, 06-08 年人民币升值 20%-30%, 是财政部的很大成就, 市场普遍理解人民币未来出现类似升值节奏, 美财政部将满意。3、国际普遍认为低估 15-35%。4、英国《经济学家》杂志的“巨无霸汉堡指数”显示低估 48%: 中国 12.5 人民币一个, 美国 3.54 美元。

因此, 无论人民币汇率怎么升, 国外都会认为低估, 我们升得快些, 他们稍微平息, 过一段时间又来, 其实相对于 05 年汇改, 人民币已升 20%, 但现在, 国际上还是认为人民币低估很多。

表1: 国际上认为人民币低估幅度很大

| 低估观点            | 主体 (加星表示观点重要程度*)                                             | 具体主张                                                                                                                                    |
|-----------------|--------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 40%低估           | **美国众议院议员莱恩 (Tim Ryan) —<br>—9 月 30 日通过的《汇率改革促进公平贸易法案》倡导者之一。 | 人民币汇率低估程度可能最高达到 40%, 相当于中国出口商品被补贴了 40%, 美国出口至中国的商品则被征收了附加关税, 在 2001 年至 2008 年间, 美国国内因此损失的就业岗位达到 240 万个, 使美国制造业在国民经济中的比例下降至不足 10%。       |
| 满足于 2-3 年升值 20% | **美国财长盖特纳                                                    | 9 月份在听证会上大体支持“莱恩——莫菲”法案, 认为人民币升值太少, 仍然被严重低估, 虽然盖特纳没有明言升值目标, 但却多次提及在 2006 年到 2008 年之间, 人民币兑美元升值 20%是美国财政部的重要成就, 这个幅度被市场普遍视为是盖特纳对升值幅度的期待。 |
| 48%低估           | *巨无霸汉堡包指数                                                    | 由英国《经济学家》杂志计算。该指数是最简单的 PPP 模型, 因此是忽视巴萨效应的计算方法。                                                                                          |
| 07 年低估 15-35%   | *经济合作与发展组织 (OECD)                                            | 其研究认为, 根据不同的购买力平价数据, 人民币在 2007 年的低估程度大约为 15%或 35%不等。                                                                                    |
| 推动汇率重           | 国际货币基金组织 (IMF) 总裁卡恩                                          | 人民币在很大程度上仍被低估, 这是造成全球经济紧张态势的原因, 中国应推进人民币                                                                                                |

|                      |           |                                                                        |
|----------------------|-----------|------------------------------------------------------------------------|
| 估                    |           | 重估，以避免为新的经济危机创造条件。                                                     |
| 应该升值                 | 世界银行行长佐利克 | 在 10 月份表示人民币应该升值，但这不是解决全球失衡问题的“灵丹妙药”                                   |
| 05 年汇改前<br>低估 20-30% | 北京大学卢峰教授  | 发表了一系列研究论文，根据修正后的巴拉萨模型得出的结论。                                           |
| 09 年低估了<br>18%       | 瑞银证券汪涛    | 采用一些广为人知的方法来研究人民币的估值问题，发现多数情况得出的结果是人民币估值偏低，他们认为最靠谱的估算是 09 年人民币低估了 18%。 |

资料来源：公开资料整理，国信证券经济研究所

## ■ 中国能接受的升值幅度很有限

以 6 家高出口上市企业为例，销售利润率普遍不高，在 -7.1% 至 19% 之间，平均为 9.0%，4 家低于 7%，结合其出口占比简单计算，6 家企业综合，盈亏平衡点的升值幅度为 9.5%，4 家低于 8%。

可以想象，此类企业将早于盈亏平衡点感受到很大压力，如 3%。尽管还有重新定美元售价，降低成本等调整方法。但是，中国能接受的升值幅度非常有限。历史上，升值幅度与全球经济基本正相关，最大的 07、08 年，人民币曾升 6.4%。最小是 09 年的 0.1%，6 年年均升值 3.4%。

因此，无论国际上压力如何大，中国将按自己可接受的升值幅度逐步进行，国内外立场的差别，导致人民币升值将是一个“长过程、而非短过程”。我们预计，5 年内年均升值 3%，但具体年份的升值波动区间可在 0-7% 之间。

表2：升值对6家高出口占比上市企业的影响

单位：亿元

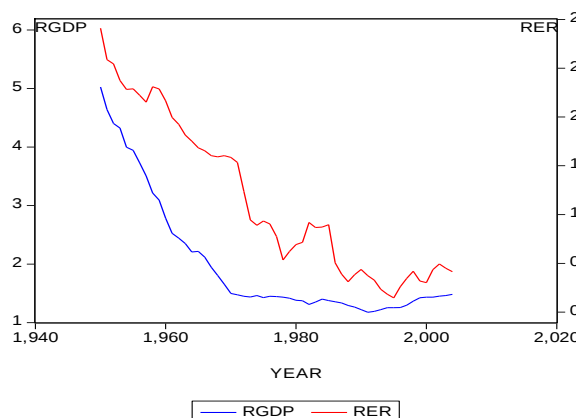
| 指标          | 宜华木业  | 国投中鲁  | 金飞达   | 瑞贝卡   | 成霖股份  | 海鸥卫浴  | 合计    |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 出口营收占比      | 99.4% | 98.1% | 97.8% | 96.7% | 90.4% | 86.0% | 94.5% |
| 10 上半年总营业收入 | 12.1  | 3.5   | 2.3   | 8.9   | 7.3   | 8.2   | 42.2  |
| 10 上半年总营业成本 | 9.8   | 3.8   | 2.2   | 7.9   | 7.1   | 7.7   | 38.4  |
| 所得税前销售利润率   | 19.0% | -7.1% | 6.1%  | 10.5% | 1.9%  | 6.6%  | 9.0%  |
| 升值盈亏平衡点     | 19.1% | -7.3% | 6.3%  | 10.9% | 2.1%  | 7.7%  | 9.5%  |

资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

注：计算盈亏平衡点的假定：升值过程中，不调美元售价，成本不变，成本全部国内采购，出口占比不变。

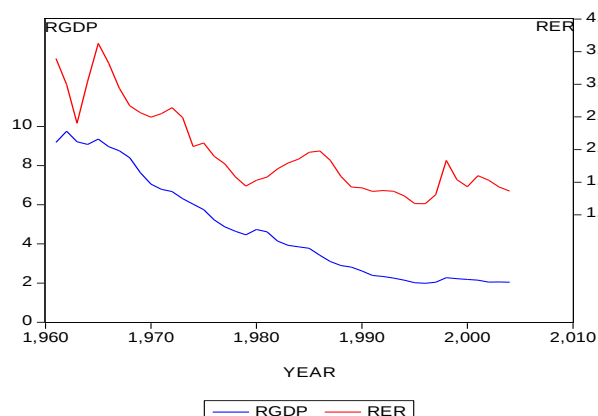
## ■ 经济赶超本身可产生新的升值压力，也将延长升值进程

图1：日本人均GDP赶超美国，真实汇率持续升值



数据来源：WDI，国信证券经济研究所

图2：韩国人均GDP赶超美国，真实汇率持续升值



数据来源：WDI，国信证券经济研究所

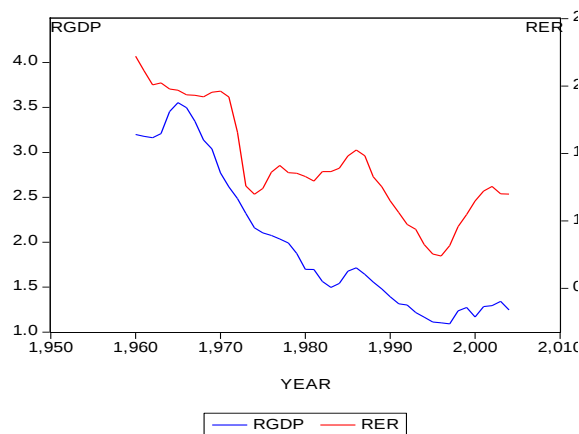
注：RGDP 表示美国与该国人均 GDP 之比，RER 代表该国实际汇率水平，真实汇率升值表现为名义汇率升值或者通货膨胀。

除了现有低估之外，人民币升值过程很长还源于，经济赶超本身产生新的升值压力，经济学基本原理告诉我们，发展较快的经济体，对于较慢的经济体将有升值压力——即使原来就没有低估。

这一原理也在近年来有明显体现，如 05 年普遍认为人民币低估了 20-30%，期间升了 20%，而 2010 年又普遍认为是低估 20-30%。从实证的角度，图 1-4 也表明很多经济追赶过程中本币持续升值，典型的包括日本、韩国、新加坡、中国台湾等。

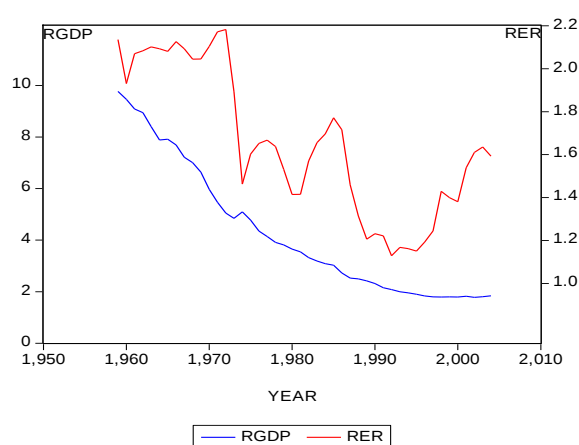
我们预计，中国经济增长快于美国和全球平均的趋势仍将存在较长时间。为此，在解决低估问题的同时，人民币有新的升值压力产生，从而延长升值进程。

图3：新加坡人均GDP赶超美国，真实汇率持续升值



数据来源：WDI，国信证券经济研究所

图4：台湾人均GDP赶超美国，真实汇率持续升值

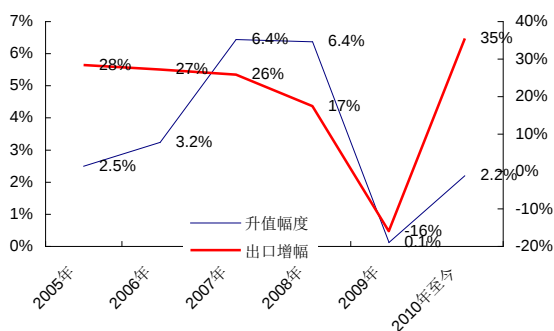


数据来源：WDI，国信证券经济研究所

## ■ 全球经济、中国出口与顺差决定升值速度

对于每年如何升值，非常难以预测，因其根据全球经济 5 年具体走势而定，图 5、6 显示的大致规律是，全球经济好一点，中国出口好一点，顺差多一点，中国升值会快一点。

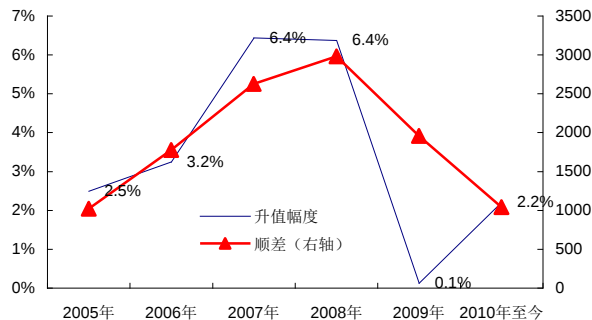
图5：人民币升值与出口增速正相关



数据来源：WIND，国信证券经济研究所

图6：人民币升值与顺差正相关

单位：亿美元



数据来源：WIND，国信证券经济研究所

■ 判断 1: 2010 年升 3-5%; 2011 年升 3-5%; 两年合计升 6-8%

根据国信宏观组此前研究, 2010 年中国出口预计增长 24%, 顺差 1600 亿美元, 出口增速恢复至峰值, 顺差略少, 预计全年升 3-5%(截止 10 月 12 日已升 2.2%); 2011 年中国出口预计增 22%, 顺差 1800 亿美元, 预计全年升值 3-5%。

■ 判断 2: 从一篮子汇率的角度, 短期人民币升值速度与美元指数下滑幅度正相关

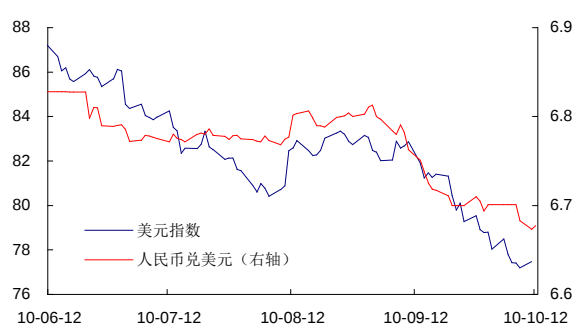
见图 8, 自 6 月份以来, 人民币兑美元的升值速度严格挂钩美元指数下跌速度。因盯住美元, 美元指数快速下跌, 若人民币兑美元不变, 意味着, 人民币对非美货币快速贬值, 在当前, 欧洲、日本、韩国、东南亚等地竞争压力可能极大, 也意味着, 这种时候, 人民币兑美元升值快些, 中国方面也是可以接受的。

图7: 1994年以来美元指数与人民币兑美元



数据来源: WIND, 国信证券经济研究所

图8: 2010年6月以来美元指数与人民币兑美元



数据来源: WIND, 国信证券经济研究所

**分析师承诺:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

**免责声明**

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。