

人民币的战略选择—弱势美元周期下的人民币汇改思考系列（二）

报告要点

从工业化发展进程的纵向角度，在特殊的城市化进程和制度安排下，中国人口红利和土地红利延缓了要素价格的上涨，未来 10 年中国都将处于一个过渡期，当前人民币汇率保持稳定的必要性仍然不可改变。

实际汇率的增长决定于生产率相对提升速度和要素收入的增长。贸易行业和非贸易行业之间生产率增长差异导致二者价格水平的分化，进而推升实际汇率。当前中国贸易行业生产率增速相对美国并不占优势，同时，生产要素价格的相对被压制，导致贸易和非贸易行业的价格上涨还没有发生明显的分化。在劳动力和工业用地价格还没有持续大幅上升前，保持名义汇率稳定，而让劳动力和土地价格温和上升将是一个更好的选择，尤其是对于中国这样一个城市化水平仍在不断提高，未来更加倚重内需的国家。

中美贸易顺差的缩小有赖于中国在机械设备，尤其在电气机械为代表的主导性产业上更快的技术进步，如果不能开创更高级的要素禀赋优势，而仍然局限于传统的要素禀赋和出口优势产业，贸易顺差不仅面临国内要素价格上升的压力，同时也面对国际众多竞争对手的争夺。未来中美贸易顺差的缩小将会随着优势要素禀赋的变迁而实现，但这是一个相对缓慢的过程，产业结构的调整需要一个稳定的汇率环境，人民币升值会促进产业结构的升级，但是以快速消灭竞争优势产业的方式，而不是以提高要素禀赋的方式。

灵活汇率能否增强货币政策的有效性，一定要有其他条件的配合，一者货币供给要相对稳定，目标单一，二者，生产要素价格本身没有出现暴涨的趋势，实际汇率的增长稳定。在可预见的很长时间内，美元仍将是中国的主要外汇储备，外汇占款问题将会长期存在，改变单一盯住美元的制度，很可能会再次放大外汇占款的问题。政策的多目标，很难保证货币供给的稳定性。

应对人民币的升值压力，合理的做法是，守住兑美元浮动区间（参照新加坡的经验），先不急于对美元的脱钩，而是加紧对非美元的布局，淡化对美汇率，可以让名义有效汇率在一定的浮动区间内向上小幅升值（考虑未来的通胀水平，控制在 5% 以内）。根据美元在 12 年后重拾升势的判断，也为这种做法提供了可能。同时，2011 年美元没有大幅贬值的需要，人民币汇改只要能够顶住升值压力，挺过 2011 年，之后随着美元的升值，人民币相应的升值压力就会减弱，甚至兑美元有相对贬值的可能性。

相关研究

美元战略—弱势美元周期下的人民币汇改思考系列（一）
基于日本经验的汇率对于价格和产业结构影响—弱势美元周期下的人民币汇改思考系列（三）

分析师：

李亚明，李冒余

(8621) 68751610

liym@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490210070007

联系人：

李亚明

(8621) 68751610

正文目录

前言	5
过渡期的再认识—从汇率的角度	5
生产率增长的差异—从实际汇率的角度	7
中美日三国间贸易收支差异比较	10
中美日贸易总结：贸易逆差的秘密	18
本币升值与国际竞争	21
汇率灵活性与货币政策有效性之辩	25
浮动汇率下外汇储备和外汇占款制度本身并不是通胀的原因	25
汇改能否实现货币政策的有效性	27
应对人民币升值的应有之策	30
新加坡经验比照	31
总结	34
附录：汇率评估的宏观经济均衡法	36

图表目录

图 1: 日本投资和消费在 GDP 中比重变化	6
图 2: 中国投资和消费占 GDP 比重变化	6
图 3: 日本投资、银行存款余额和 GDP 的关系	6
图 4: 中国固定资产投资/银行存款存量比	6
图 5: 2008 年各行业平均工资	7
图 6: 1954-1973 年日本和美国行业生产率年增长比较	8
图 7: 1974-1990 年日本和美国不同行业生产率年增长比较	8
图 8: 日本制造业和非制造业生产率增长率	8
图 9: 日本 CPI 和 PPI	8
图 10: 美国 PPI 和 CPI	9
图 11: 日本 CPI 和 PPI	9
图 12: 中国 CPI 和 PPI 价格指数基本趋同	9
图 13: 美国贸易账户、出口和美元指数	10
图 14: 日美和中美贸易差额	11
图 15: 美国贸易逆差的地区分布	11
图 16: 中日汇率和贸易逆差	13
图 17: 2005-2009 中国对日出口主要产品结构变化	14
图 18: 2005-2009 日本对华出口主要产品结构变化	14
图 19: 日本实际 GDP 产业结构	18
图 20: 美国实际 GDP 产业结构	18
图 21: 日本制造业实际 GDP 结构	18
图 22: 美国制造业实际 GDP 结构	18
图 23: 日本贸易顺差	19
图 24: 日本电气行业实际 GDP 和名义 GDP 的差异	19
图 25: 美国计算机电子产品实际 GDP 和名义 GDP 的差异	19
图 26: 日本运输设备实际 GDP 和名义 GDP 的差异	20
图 27: 美国运输设备实际 GDP 和名义 GDP 的差异	20
图 28: 亚洲发展中国家对美国出口结构	22
图 29: 美国进口总额中俄罗斯、巴西和印度占比	22
图 30: 俄罗斯对美贸易顺差	23
图 31: 卢布即期汇率	23
图 32: 巴西对美贸易盈余	23
图 33: 巴西持有的美国国债和雷亚尔汇率	23
图 34: 马来西亚林吉特汇率	24
图 35: 菲律宾比索汇率	24
图 36: 印尼和越南货币对人民币汇率	24
图 37: 菲律宾和马来西亚货币兑人民币汇率	24
图 38: 日本外汇储备和贸易盈余	25
图 39: 日本 CPI 和 PPI	25
图 40: 中国信贷结构中外汇占款变化	26
图 41: 央行储备资产增速	27

图 42: 一篮子货币中美元的比重	28
图 43: 美元指数	28
图 44: 中日持有美债余额	28
图 45: 热钱、贸易顺差和汇率	29
图 46: 新加坡 CPI 和新元汇率	32
图 47: 新加坡名义 GDP 和新元名义有效汇率	32
图 48: 新元名义有效汇率	32
图 49: 新加坡外汇储备和国际收支	33
表 1: 中国出口美国的主要产品结构	12
表 2: 美国出口中国的主要产品结构	12
表 3: 日本出口中国的主要产品比重	14
表 4: 中国出口日本的主要产品比重	15
表 5: 美国出口日本的主要产品结构	16
表 6: 日本出口美国的主要产品结构	17
附表 1: 2015 年经常项目目标	37
附表 2: 测算结果	38

前言

在系列一《美元战略》，我们详细的解析了美元的决定因素和趋势，对于美元的理解和把握，将有助于我们对人民币的处境和应对之策的理解。在系列二里，我们将讨论人民币的升值压力以及可能的路径，主要想从多角度把握人民币是否具备升值的条件，应不应该升值，会不会升值，以及汇改后可能的应对路径。

关于人民币的升值压力的讨论，我们将从以下几个角度展开：首先从工业化进程角度来理解一个工业化大国的崛起的过程中，在当前这样一个过渡期，所应该执行的理想的汇率政策。其次是从生产率相对变化的角度，即从全要素生产率变化的角度，来讨论长期实际汇率决定性意义的因素；再次是从外部失衡的角度，分析中美贸易结构的组成和变化，这点在胡晓炼的文章中也是被重点强调的，认为贸易失衡是人民币升值压力的最直接的衡量和决定因素；最后从货币政策的独立性和灵活性的角度来看，如果按照当前的汇改要求执行，汇率的灵活性是否就能获得货币政策的有效性和独立性。

按照 IMF 的汇率评估宏观经济均衡法（详见附录）的测算，人民币兑美元仍然有明显的升值压力，按照其中期（2015 年）均衡经常账户的修复原则，到 2015 年，人民币的均衡汇率将上升到 5.5 人民币/美元。当然，这只是 IMF 的依据特定方法测定的均衡汇率，人民币是否被低估的问题，使用不同的模型得到的均衡汇率可能差异挺大。我们无法给出谁更合理。更重要的是，所谓均衡汇率，单纯的考虑了来自经济层面的变量，缺少政治考量和工业化进程和结构变量，尤其像中国这样谋求大国崛起，在工业化进程的关键时期，对于汇率的选择不会只服从于均衡分析的规律。因此人民币是否真的被低估以及低估多少并不是问题的关键，而现实的被迫升值压力却是实实在在的存在的，这种压力更主要的是来自人们相信人民币被低估。

过渡期的再认识—从汇率的角度

人民币应不应该升值，我们首先将从经济发展阶段的角度来考虑。我们曾经在报告《压力和梦想下的挣扎与转变—过渡期的中日财政比较》（2010-05-06）中，阐述了对于中国当前所处阶段的认识，认为当前的中国进入了从高速增长迈向低速增长的过渡期，不同于日本（过渡期只是从 70-74 年），中国的过渡期可能要持续 10 年以上。在经历 20 多年的高速增长后，过渡期的显著特征之一是消费的崛起和投资（储蓄）的下降，与日本相比，中国的过渡期存在长期性和反复性。我们在这里谈到过渡期，主要想从汇率的角度来加以认识，讨论储蓄的下降和消费的崛起对于汇率的影响。

消费与投资问题是经济增长的主旋律，中日的经验表明，在高速增长期，投资的比重呈现不断上升的趋势，相对而言，消费的比重则不断下降，高速增长期本质上就是一个工业体系不断完善，尤其是重化工体系的扩张的过程，同时伴随着城市化深化与服务业的崛起。在这个过程中我们会看到人口红利的逐步消失和储蓄的高增长，而这个增长过程的瓶颈在于构成投资的基础要素：土地，劳动力和原材料价格的持续上涨，引致产业结构的转型，尤其是重化工业的增速下降，和新兴主导产业的崛起。

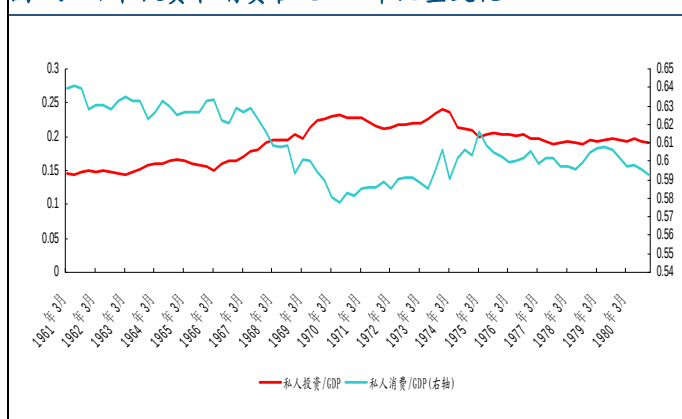
高速增长所依赖的生产要素以土地，劳动力和原材料为主，以这些要素为主的产业由于技术进步空间有限，对于本币升值承受空间有限，这也是为何发展中国家在高速发展阶段不愿本

币升值，普遍喜欢选择盯住美元的原因。（汇率对于产业的影响在系列 3 里有详细讨论）

在高速增长期，中日主要的差异在于城市化进程的不同，这直接导致中日劳动力价格从而收入增长的差异，日本从 60 年代就提出收入倍增计划，工资持续保持了高增长的态势，从而日本的贫富分化即使在高速增长期也比我们小很多。中日另一个大不同在于土地，中国的重化工业的发展主要是依靠国有企业，并且中国的土地是国有化的，因此土地的成本并没有成为制约我们发展的障碍，而各地为了招商引资，还不断的相互压低地价。劳动力价格和土地价格的推迟上升是我们认为中国的过渡期存在长期性和反复性的主要原因。

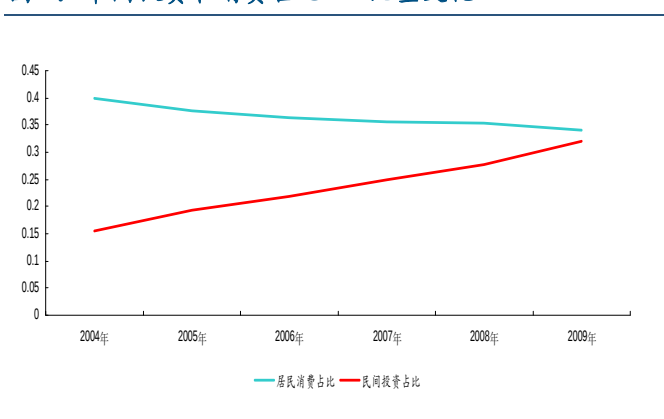
那么这样的差异对于汇率有什么样的影响呢？这样的差异一方面导致中国的过渡期可能要经历更长的时间，也就是说我们的高速增长期会比日本更长；另一方面表明当前中国的汇率保持稳定的必要性仍然不可改变。可能有人会说，本币升值可以加速产业结构调整，如果本币升值可以有此奇效，困惑中国多年的结构调整问题岂不将会迎刃而解？这里面的关键问题是价格调整有序性，因为社会的发展目标不仅仅是一个产业结构调整，汇率的变化只能是锦上添花，而不能成为产业变革的主导性的力量。关于本币升值与要素价格的替代性与有序性我们将在系列 3 里面详细讨论。

图 1：日本投资和消费在 GDP 中比重变化



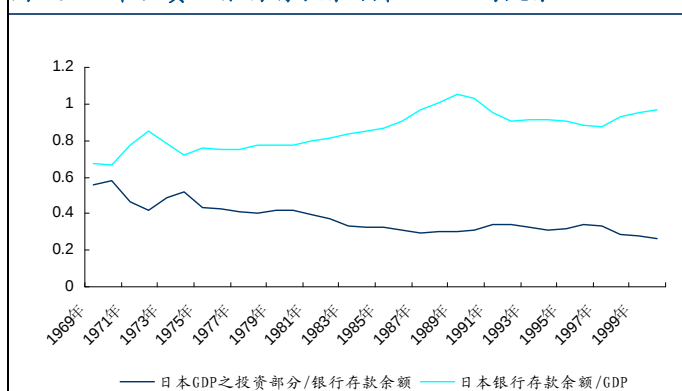
数据来源：CEIC

图 2：中国投资和消费占 GDP 比重变化



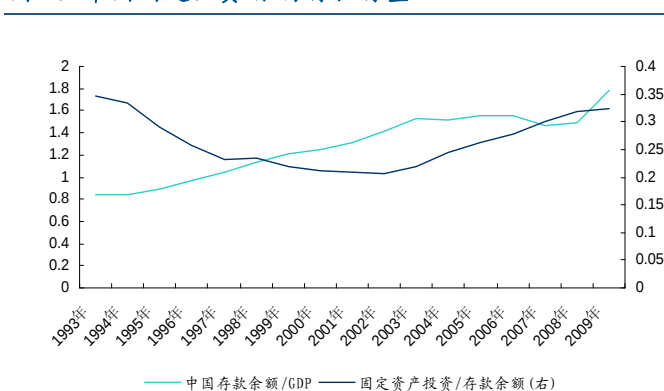
数据来源：CEIC

图 3：日本投资、银行存款余额和 GDP 的关系



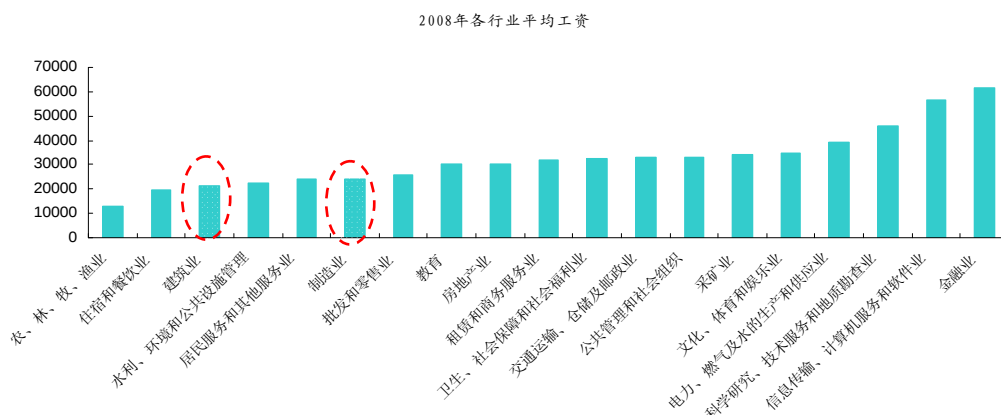
数据来源：CEIC

图 4：中国固定资产投资/银行存款存量比



数据来源：CEIC

图 5：2008 年各行业平均工资



资料来源：CEIC

生产率增长的差异—从实际汇率的角度

本节我们将讨论内部生产率的差异，这一实际汇率的主要决定因素。

生产率的提升和要素价格的上涨，是实际汇率上涨的表征，而中国显著不同于日本的地方就在于与此，如我们在中日过渡期的分析，这部分价格，尤其是劳动力价格多年以来的上涨幅度是较小的，也就是说我们的实际汇率是被一直压低的。实际汇率的上升，要么可以表现为本币升值，也可以表现为一般价格水平的相对上升，或者二者兼而有之，也即是胡晓炼所说的替代性和互补性。

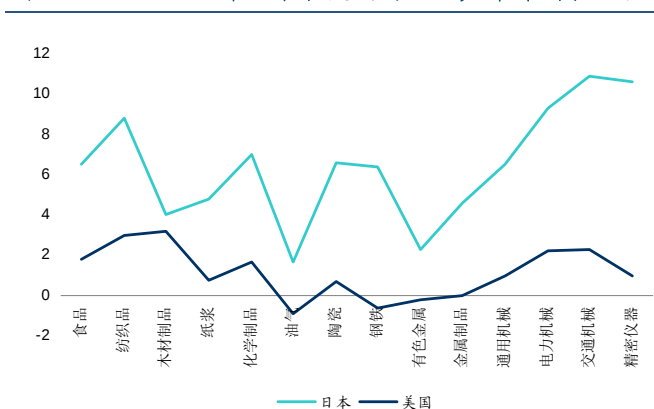
这部分讨论决定实际汇率的非货币的因素，即两国生产率差异的影响。主要通过比较日美的生产率的变化，增进对于人民币是否有长期升值潜力的认识。我们将利用巴拉萨-萨缪尔森效应来间接的考察生产率的差异。此效应强调，贸易品和非贸易品间的生产率差异，导致二者价格的非平衡增长，一般，贸易品的生产率增长更快，贸易品生产率的增长有助于国家整体工资水平的提高。这样，非贸易品部门不得不提高产品价格以应对工资的上涨压力，以贸易品衡量的非贸易品相对价格就会不断上升，**这样的论述都是基于本币名义汇率固定的基础上，否则就可以以名义汇率的上升来替代物价的上升，这其实是日本在 70 年代后名义汇率升值，而价格水平放缓的解释。**如果贸易品生产率的提升越快，越有利于降低贸易品的价格和提高贸易品行业的工人的工资，但非贸易品生产部门的相对价格就要增长的更快。这样，贸易品和非贸易品价格上涨的分化，导致了本币的**实际汇率**的升值压力，并且分化越大，实际汇率升值压力越大（以国外商品衡量的本国商品价格上升的快）。

由下面的图表，我们可以清楚的看到，无论在日本高速增长阶段（55-73 年）还是在之后的低速增长期，日本的贸易品行业生产率增长普遍快于美国，尤其是各种机械设备制造行业。如果说在高速增长期，日本生产率增长明显高于美国，是由于美国的技术已经处于国际最高水平，而技术创新难免比沿袭成熟技术困难得多，作为追赶者日本，生产率的更快提高明显增强了日本出口产品的竞争力。但是，在 73 年之后，低速增长期的日本，生产率的较快增长不能再用技术沿袭来解释，必要的技术创新是其仍然保持更快增长的原因，尤其是在电气

机械领域。

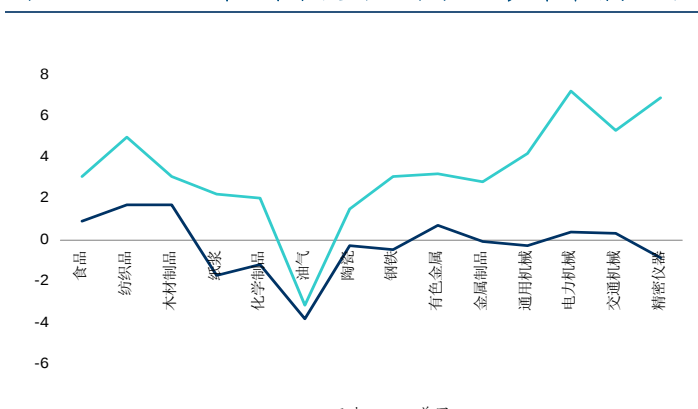
但于此同时，受保护、缺乏创新的非贸易产业，其生产率水平增长较慢，不得不通过提高价格来维持生存，由于日本政府和企业有意识地限制企业的市场准入和产品进口来压制竞争，对农业、建筑、交通、通信、金融等产业过度规制和保护，导致非贸易和受保护产业更快的提价。

图 6: 1954-1973 年日本和美国行业生产率年增长比较



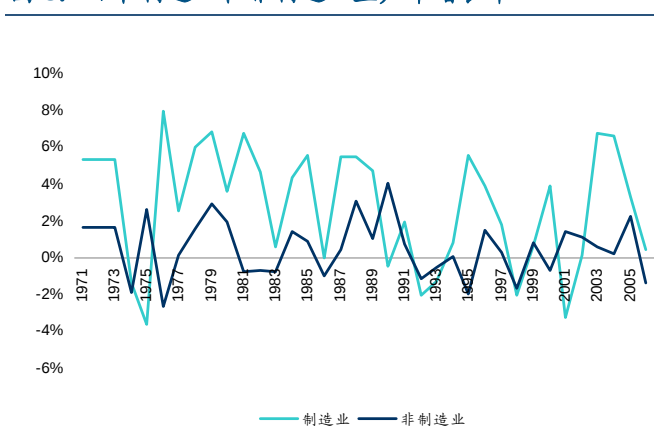
数据来源:CEIC

图 7: 1974-1990 年日本和美国不同行业生产率年增长比较



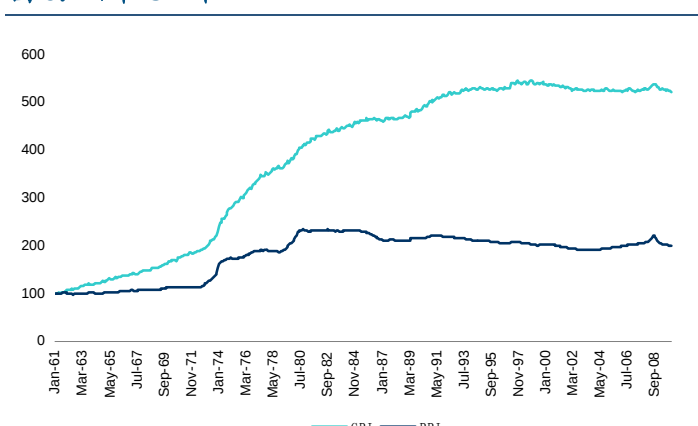
数据来源:CEIC

图 8: 日本制造业和非制造业生产率增长率



数据来源:CEIC

图 9: 日本 CPI 和 PPI



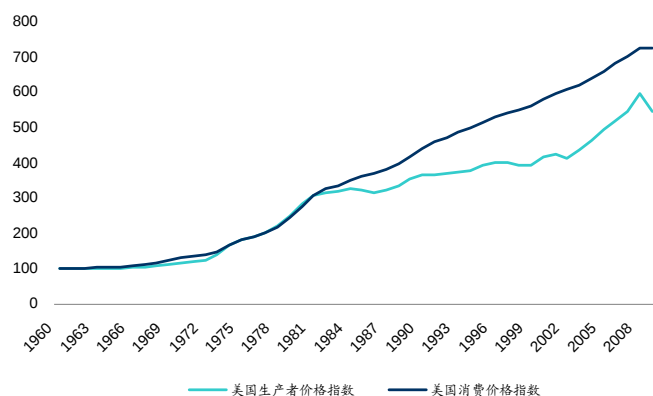
数据来源:CEIC

生产价格和消费价格指数的分化反映了制造业和其他产业产品价格的相对变化，消费价格主要涉及食品、住房、公用事业、服装、医疗保健、交通、教育等，涵盖日本很大一部分的非贸易或受保护的产业。我们可以将二者的差异看作贸易品和非贸易品的价格分化。二者的分化在 97 年之前不断加大。同时伴随日本的低通胀甚至通缩，主要是贸易品价格在二次石油危机之后就处于收缩的状态，而这种价格水平的收缩，前提是生产率的提升，而不会仅仅因为名义汇率的提升，名义汇率的升值更应该是结果。

相比之下，美国生产价格指数和消费价格指数的差异要小很多，除了部分年份出现增速差异

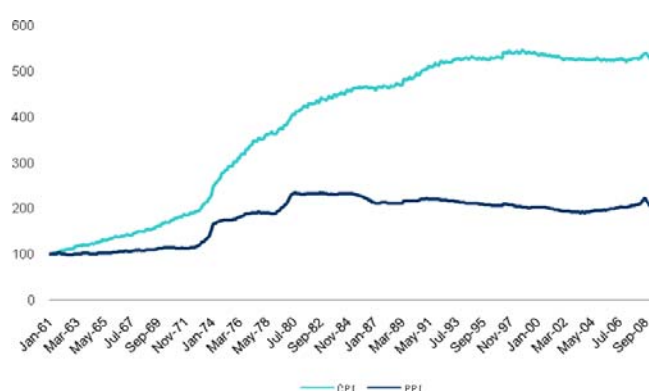
之外，大多数年份，美国的这两个价格指数保持着较为接近的增长幅度。在差异扩大的年份，往往是美元升值时期，也是生产率提升较快的时期。通过比较反映贸易品价格的美日两个生产价格指数变化趋势，我们看出，日本的生产价格增速远远低于美国的生产价格指数，这就反映了日本在制造品方面不断保持的竞争优势，正是这种生产率增长的差异，导致了日美贸易品和非贸易品行业间价格分化差异，促成了日元实际汇率长期的升值压力。

图 10: 美国 PPI 和 CPI



数据来源:CEIC

图 11: 日本 CPI 和 PPI



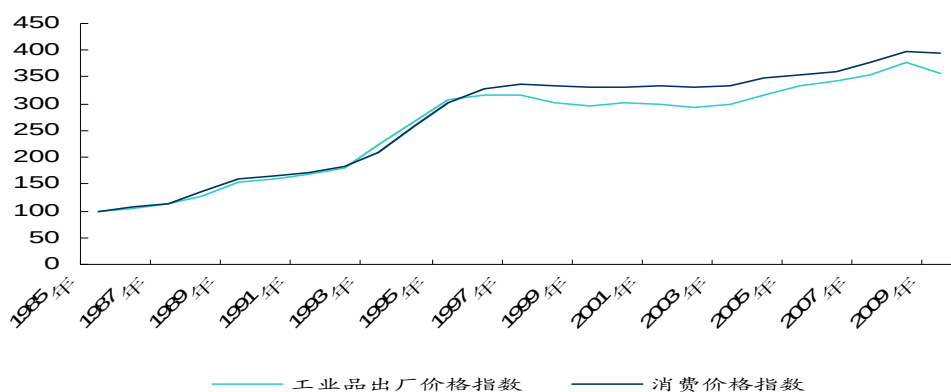
数据来源:CEIC

与日本相比，中国贸易品生产率的提高，即引进模仿的模式发展到今天已经到了一个增长的瓶颈，从系列 3 中的比较分析来看，中国的全要素增长率在 93 年之后与日美相比，尤其是与美国相比，并不占优势。从 05 年汇改以来的表现看，中国的生产率的提高已经很无奈了，汇率提高了 21%，很多出口型企业生存压力就很大，显然，我们对于升值的消化能力是要弱于日本，生产率的增长可能远没有当年日本那么有明显的优势。

早在 60 年代，日本的高速发展就导致了劳动力供给的紧张，从而工资增长一直很快，这也是其非贸易品行业价格可以大幅上涨的原因。而当前的中国劳动力仍然相对宽裕，贸易和非贸易行业的价格上涨还没有发生明显的分化。在过度期，高速增长所依赖的生产要素，土地，劳动力，原材料价格的有序上涨已经成为一个必然的趋势，从而推升实际汇率，而这个趋势可以表现为名义汇率的上升，也可以表现为生产要素从而价格水平的上升。在劳动力和土地价格还没有持续大幅上升前，保持名义汇率稳定，而让劳动力和土地价格温和上升将是一个更好的选择，尤其是对于中国这样一个城市化水平仍在不断提高中的国家。

最后要指出的是，中美日 CPI 和 PPI 指数本身构成结构的影响。众所周知，中国的 CPI 中没有住房价格成分，而在美国 CPI 里是包含并且比重较大。但是，以全国的平均价格增长来看，住房的市场化改革是从 98 年开始，房价真正开始上涨也是 04 年开始。加入房价成分的考虑在当前会使二者分化加大，但不足以改变我们上述的分析判断。

图 12: 中国 CPI 和 PPI 价格指数基本趋同



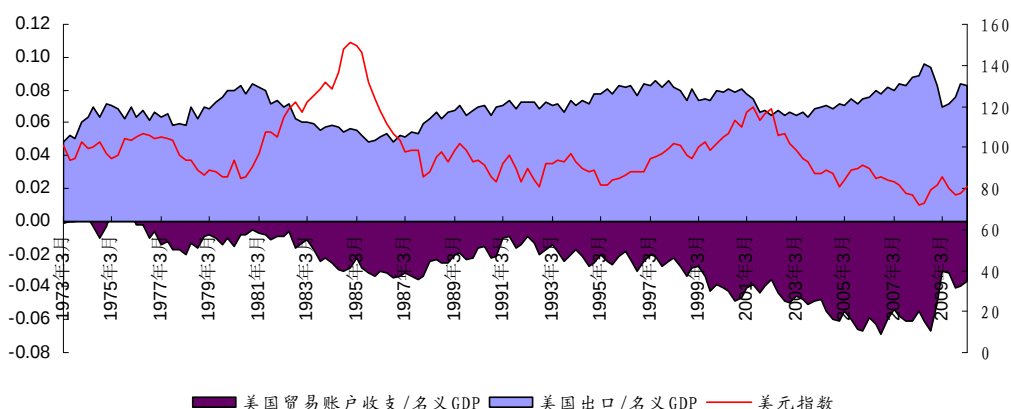
数据来源: CEIC

中美日三国间贸易收支差异比较

在本节我们将考察贸易收支与汇率的关系,从外部失衡的角度探讨贸易双方产业结构差异对于两国间汇率的影响,出口结构可以很好的体现一个国家的要素禀赋与竞争优势所在。在讨论中美经常账户顺差时,这一认为人民币被显著低估的证据,我们将结合中日间的贸易收支比较展开,以更客观的认识贸易收支与汇率的关系。

显然,在美国经济的内外平衡体系中,最刺眼的莫过于长期持续的贸易逆差。美元的相对贬值能否提高出口,改善贸易逆差?从历史经验来看,77-80年和85-95年的经验表明,弱势美元在一定程度上实现了这样的目的,但是贸易逆差的缩小具有显著的滞后性,而且并没有根本上改变美国逆差的命运。而从2002年以来的美元相对走弱,虽然继续提升了美国的出口占比,但是贸易逆差却在恶化,相对于GDP的增长更快。09年到现在以来的贸易逆差相对大幅下降,主要是由于美国信贷消费的收缩,进口相对更快的回落所致。

图 13: 美国贸易账户、出口和美元指数

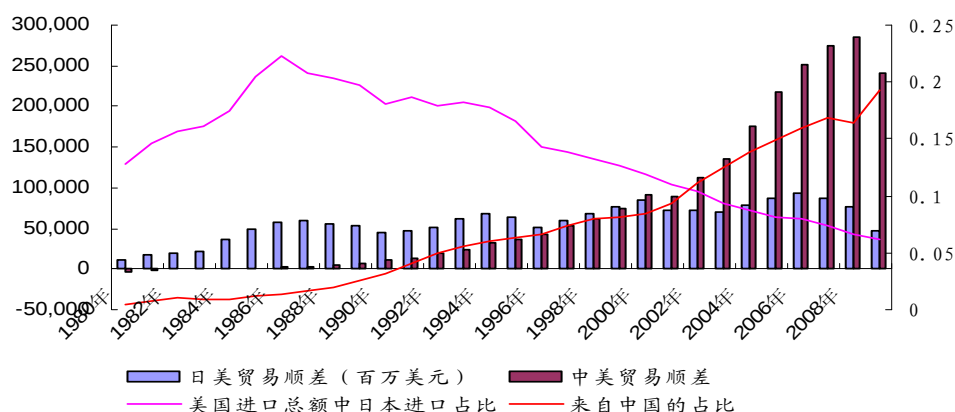


数据来源: CEIC

在美国的对外经济关系中,最显著的变化来自中日的此消彼长。在美国的进口总额中,中国的占比已经上升到19%,美国的贸易逆差中,中国的贡献率也达到了40%,最高峰时(09年2季度)达到47%;而已有的数据表明,美国进口中来自日本的部分从86年的22%下降

到当前的 6%，而美国的贸易逆差中，日本的贡献率从 94 年 1 季度的 47%（当时来自日本的进口占比为 18%）下降到当前的 9%。这里面有一个非常有趣的现象，考虑到进口占比与贡献率的协调关系，当前中美间的贸易失衡的严重程度（19%对 47%）要远甚日美（6%对 9%）。而这样的失衡却在 20 年前的日美贸易中上演（18%对 47%），值得研究的是，在过去的 20 年，为何随着 86 年以来日本进口占比收缩，逆差的贡献率也趋于一致，在这样的一个过程中，日元的相对持续升值究竟扮演了怎样的作用。

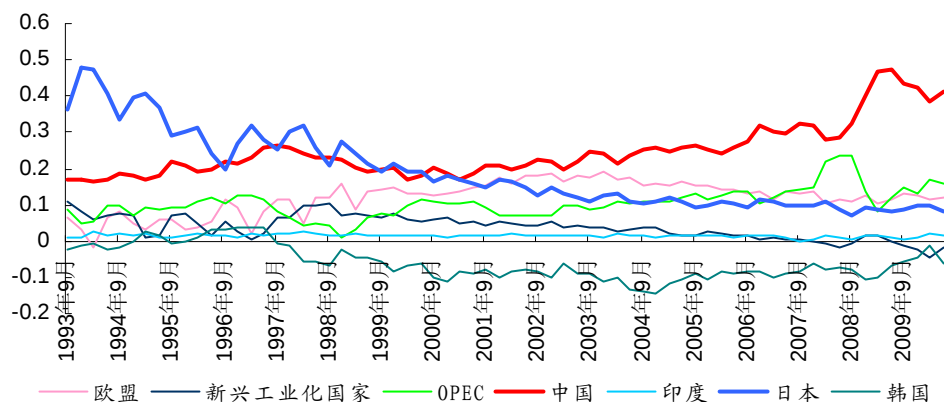
图 14：日美和中美贸易差额



数据来源：CEIC

图 15：美国贸易逆差的地区分布

美国贸易逆差的地区分布



数据来源：CEIC

在中美日三国间的贸易关系中还有另一个重要的问题是，中日和中美间贸易收支的差异。从 02 年以来，中日贸易逆差有不断扩大的趋势，而在这期间，人民币兑日元除了 05-06 年升值外都是相对贬值的。那么按照传统的理论，中国似乎应该是对日贸易顺差而不是逆差才对。为了更好地理解上述的问题，我们将深入的分析三国间贸易的差异。

中美贸易结构

从具体的中美贸易结构来看,中国出口美国的主体是,一者,家庭和办公用耐用消费品,比如计算机(台式和笔记本),通讯,音响,录音录像设备,办公机械等;二者,居家生活用品,包括服装,鞋类,家具,另外占比很大的杂项制品很可能十有八九都是家庭生活用的零碎东西。这些合起来的比重达到了70%。而车辆出口占比只有1.7%,而日本出口美国车辆占比达到1/3;通用工业机械设备占比3.3%,电气机械占比为7.7%,二者并没有增长的趋势。这样的出口结构也基本上反映了中国制造业当前的优势特征仍然是建立在劳动力的基础上,而在资本设备和运输机械领域并不具备竞争优势。另一方面也反映了美国在围绕家庭办公生活用品这一领域中制造业竞争力的衰减。

表 1: 中国出口美国的主要产品结构

	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001
通讯, 音响, 录音录像设备	16.4%	15.9%	16.1%	14.6%	14.1%	12.4%	11.1%	11.4%	9.9%
办公机械及自动数据处理	16.1%	14.0%	14.8%	16.9%	17.3%	18.1%	15.5%	12.2%	10.5%
杂项制品	13.4%	13.5%	13.7%	12.9%	13.8%	15.0%	17.3%	18.8%	19.3%
服装及配饰	9.2%	8.1%	8.4%	8.0%	8.2%	6.9%	7.5%	7.6%	8.7%
电气机械设备, 工具	7.7%	7.6%	7.5%	7.5%	7.5%	7.8%	7.8%	8.2%	8.9%
鞋类	4.5%	4.3%	4.4%	4.8%	5.2%	5.8%	6.9%	8.2%	9.5%
家具及其附件	4.3%	4.5%	5.0%	5.3%	5.4%	5.5%	5.7%	5.6%	4.9%
金属制品	3.8%	4.3%	4.3%	4.3%	4.2%	4.2%	4.1%	4.2%	4.0%
通用工业机械设备	3.3%	3.5%	3.4%	3.2%	2.9%	2.8%	2.7%	2.6%	2.4%
纺织品及其制品	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.3%	2.2%	2.2%	2.0%	1.8%
道路车辆	1.7%	1.9%	1.9%	1.8%	1.7%	1.7%	1.6%	1.4%	1.4%
旅游用品, 手提箱等容器	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%	1.9%	2.1%	2.2%	2.2%	2.1%
建筑用卫浴设备	1.2%	1.3%	1.4%	1.6%	1.7%	1.9%	2.1%	2.4%	2.3%
专业仪器	1.1%	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%	1.0%	1.2%
非金属矿物制品	1.1%	1.2%	1.4%	1.5%	1.4%	1.5%	1.7%	1.9%	2.1%
有机化工原料	1.0%	1.2%	0.7%	0.7%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%

数据来源:CEIC

美国出口中国的产品主要集中在两个领域:一者,上游工业原料领域,表现为,以大豆为代表的油料种子及含油质果实,从01年来的数据来看,有逐步增长的倾向;金属矿砂及金属废料;初级形态的塑料;纸浆及废纸;有机化学原料,这部分合起来超过30%;二者,中游工业机械领域,表现为,电动机械和仪器;运输设备;通用设备工业机械,专业仪器;专用机械,道路车辆,这部分合起来也达到了30%。但是美国出口中国家庭耐用消费品,包括通讯音响录像,办公机械都呈现显著下降的趋势。

表 2: 美国出口中国的主要产品结构

	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001
油料种子及含油质果实	13.3%	10.4%	6.6%	4.7%	5.5%	6.8%	10.0%	4.0%	5.3%
电气机械, 仪器及设备	11.1%	12.9%	13.9%	15.1%	12.6%	13.5%	13.1%	12.1%	11.0%
金属矿砂及金属废料	8.6%	9.1%	10.3%	10.2%	8.5%	6.4%	5.4%	4.3%	4.8%

其他运输设备	8.0%	5.9%	8.5%	9.4%	9.4%	5.5%	8.8%	15.6%	12.9%
初级形态的塑料	5.1%	4.4%	4.6%	4.0%	4.4%	3.9%	3.3%	3.4%	3.3%
通用工业机械及设备	4.4%	4.8%	4.3%	4.3%	5.0%	5.6%	4.9%	5.2%	5.6%
专业仪器	4.0%	4.0%	3.8%	4.0%	4.1%	4.5%	4.1%	4.2%	4.6%
纸浆及废纸	3.6%	3.2%	3.3%	2.7%	2.4%	2.2%	2.1%	1.9%	1.7%
有机化学原料	3.4%	2.9%	3.4%	2.6%	3.6%	4.5%	3.7%	2.5%	1.9%
办公用机械及自动数据处理	3.0%	3.0%	3.4%	4.2%	4.5%	4.1%	4.5%	5.4%	8.3%
专用机械	2.9%	3.8%	4.4%	3.2%	3.2%	5.1%	4.3%	5.1%	4.3%
道路车辆	2.7%	2.7%	3.1%	2.4%	2.2%	1.8%	1.8%	1.2%	1.2%
通讯, 音响, 录音录像设备	2.4%	2.4%	2.4%	2.7%	3.1%	3.2%	3.4%	5.0%	6.3%
化工原料及产品	1.9%	1.9%	1.7%	1.5%	1.5%	1.7%	1.4%	1.4%	1.5%
纺织纤维及其废料	1.8%	2.8%	2.8%	4.3%	4.0%	4.8%	3.2%	1.3%	0.8%
发电设备	1.8%	2.3%	1.7%	1.7%	2.2%	2.3%	2.3%	2.1%	2.6%
杂项制品	1.5%	1.6%	1.4%	1.7%	1.8%	1.9%	1.8%	2.3%	2.3%
有色金属	1.4%	1.6%	1.7%	2.4%	2.1%	1.0%	1.1%	0.7%	0.7%
无机化学品	1.3%	1.4%	1.1%	0.9%	0.7%	0.7%	0.6%	0.7%	0.5%
钢铁	1.1%	1.6%	1.0%	0.7%	1.1%	0.8%	1.6%	0.3%	0.3%

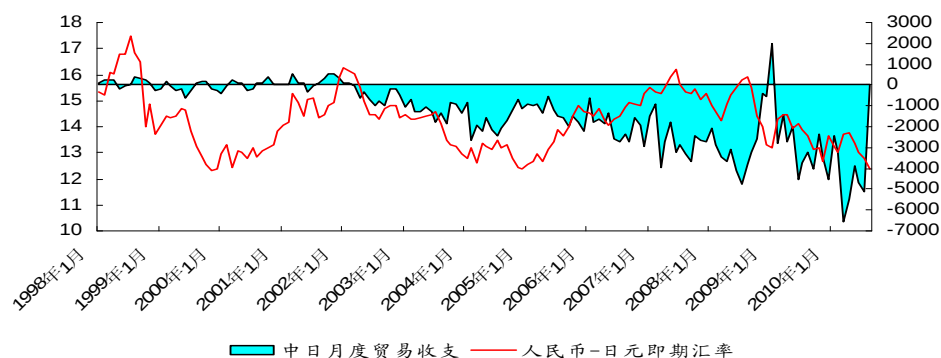
数据来源:CEIC

中日贸易结构

中国出口日本的产品结构与出口美国的差异在于：首先，出口日本的以服装，鞋，包等纺织品和家具为代表的生活用品的占比超过 30%，比出口美国的比重（25%）更大，但是服装的占比在显著的下降；其次，中国出口日本的计算机，通讯，视听设备的占比 20%，并且有上升的趋势，而对美国出口则超过 30%，这部分的差异应该主要是由于日本国内在这些领域的制造业仍然保有相当的产能。最后，中国出口日本的汽车几乎为零，而出口美国的汽车占比趋于 2%。

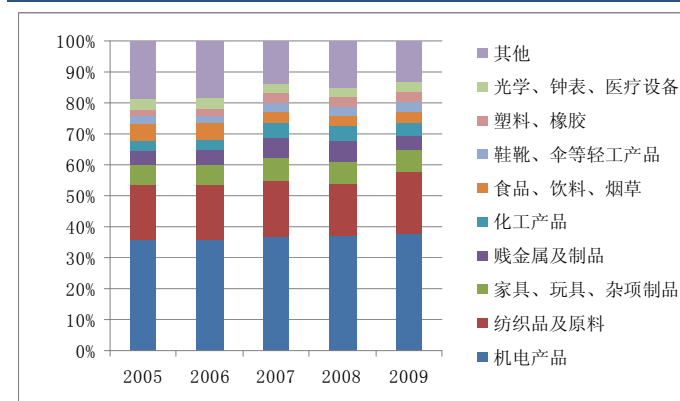
中日贸易逆差与中美贸易顺差取决于日本和美国对于中国出口结构的差异。日本出口中国的产品结构不同于美国出口中国的地方在于，首先，日本不像美国一样，向中国出口初级的工业原料，而是出口高规格的钢铁，有色产品，金属制品，塑料化工制品和化工产品,这部分经过加工的高附加值的产品占比达到 26%；其次，出口中国的汽车及其配件（9%）显著的高于美国(3%)；最后，日本出口中国的电气机械,精密仪器等非运输机械设备所占比重(28%)高于美国(25%)，这些都充分的体现了当前日本的产业竞争优势在于资本设备与高附加值的原材料加工品。

图 16：中日汇率和贸易逆差



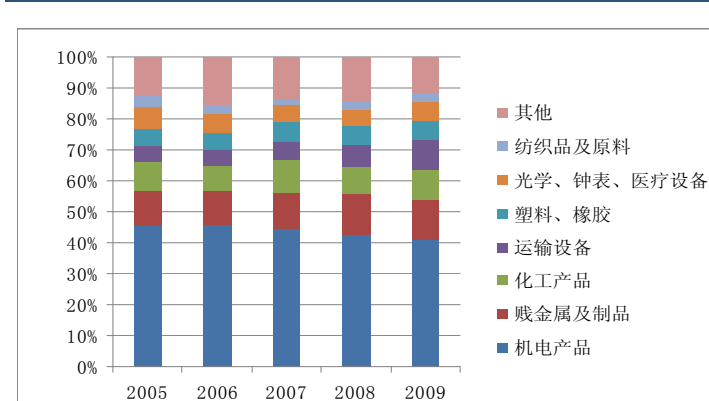
数据来源: CEIC

图 17: 2005-2009 中国对日出口主要产品结构变化



数据来源: CEIC

图 18: 2005-2009 日本对华出口主要产品结构变化



数据来源: CEIC

表 3: 日本出口中国的主要产品比重

	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001
半导体等	8.3%	8.0%	9.3%	8.8%	8.1%	9.4%	10.8%	10.5%	8.0%
钢铁制品	5.9%	6.7%	6.0%	6.4%	7.0%	6.6%	6.5%	7.3%	6.7%
汽车部件	5.4%	3.9%	3.7%	3.6%	3.2%	3.2%	3.1%	2.2%	2.4%
有机化学制品	5.4%	4.5%	6.0%	5.3%	5.7%	5.6%	5.1%	5.4%	5.5%
塑料	5.1%	4.5%	4.8%	4.7%	4.4%	4.0%	3.9%	4.5%	4.5%
原材料	3.9%	3.5%	3.5%	3.5%	3.4%	2.7%	0.0%	0.0%	0.0%
光学仪器	3.9%	3.7%	3.6%	4.4%	5.2%	5.3%	4.7%	4.0%	4.0%
电气设备	3.8%	3.9%	4.1%	4.3%	4.1%	3.9%	3.8%	3.9%	4.1%
汽车	3.5%	3.3%	2.5%	1.7%	1.6%	2.2%	3.4%	3.7%	1.6%
有色金属	3.3%	3.3%	3.2%	2.8%	1.9%	1.6%	1.4%	1.8%	2.5%
发电机	3.0%	2.5%	2.4%	2.5%	2.5%	2.0%	1.9%	1.5%	1.6%

纺织纤维	2.4%	2.4%	2.7%	3.3%	3.8%	4.2%	4.8%	6.0%	8.0%
金属制品	1.8%	1.6%	1.6%	1.7%	1.6%	1.5%	1.3%	1.3%	1.5%
离心泵	1.7%	1.5%	1.1%	1.2%	1.4%	1.4%	1.3%	1.4%	1.5%
燃料	1.7%	3.7%	1.6%	1.5%	1.5%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%
通信产品	1.7%	1.5%	1.7%	0.3%	0.5%	0.7%	1.6%	1.5%	2.2%
计算机部件	1.6%	1.6%	1.9%	2.7%	2.9%	2.8%	0.0%	0.0%	0.0%
金属加工机器	1.5%	2.0%	2.1%	2.4%	2.6%	2.4%	1.9%	2.0%	1.7%
电子测量仪器	1.5%	1.4%	1.5%	1.7%	1.6%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%
视频设备	1.5%	1.4%	1.3%	1.1%	0.6%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
发电机	1.4%	1.3%	1.3%	1.4%	1.3%	1.4%	1.3%	1.3%	1.8%
电池组	1.4%	1.6%	1.4%	1.4%	1.4%	1.2%	1.0%	0.8%	1.1%

数据来源:CEIC

表 4: 中国出口日本的主要产品比重

	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001
服饰	17.1%	14.7%	15.3%	16.4%	16.7%	18.5%	20.5%	22.1%	25.4%
计算机	7.7%	8.0%	7.8%	8.7%	9.4%	8.9%	0.0%	0.0%	0.0%
视听设备	5.8%	5.1%	5.1%	6.0%	6.9%	6.2%	5.8%	5.6%	5.8%
食品	5.6%	4.8%	6.1%	6.8%	7.2%	7.9%	8.1%	9.5%	10.2%
通信产品	4.5%	3.6%	3.2%	1.4%	1.3%	1.4%	1.1%	1.3%	0.9%
纺织纤维	3.5%	2.7%	2.7%	2.8%	2.8%	2.9%	3.2%	3.5%	3.7%
金属加工设备	3.2%	3.1%	3.1%	2.9%	2.6%	2.3%	2.2%	2.1%	2.0%
计算机部件	2.5%	2.4%	2.9%	2.9%	3.2%	3.1%	0.0%	0.0%	0.0%
家具	2.4%	2.2%	2.2%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.4%	2.3%
包	2.1%	1.9%	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%	1.9%	2.1%	2.3%
光学仪器	2.0%	2.1%	2.0%	2.3%	2.6%	2.9%	2.9%	2.5%	2.5%
发电机	1.9%	2.0%	2.1%	2.1%	2.1%	2.3%	2.5%	2.7%	2.8%
半导体	1.7%	1.7%	1.7%	1.9%	1.6%	1.6%	1.1%	1.1%	1.0%
非金属矿物	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.8%	2.0%	2.0%
有机化学	1.3%	1.3%	1.1%	1.0%	0.9%	0.7%	0.7%	0.6%	0.7%
原材料	1.2%	1.4%	1.4%	1.5%	1.5%	1.6%	1.8%	2.0%	2.3%
矿物燃料	1.1%	2.9%	2.0%	2.4%	3.0%	3.4%	3.4%	3.3%	3.5%
汽车部件	0.9%	1.1%	0.9%	0.8%	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%
木制品	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.0%
钢铁制品	0.7%	2.1%	1.5%	1.3%	1.6%	1.4%	0.9%	0.7%	0.7%
有色金属	0.7%	1.5%	1.6%	1.7%	1.6%	1.6%	1.1%	0.8%	0.8%
发电设备	0.5%	0.6%	0.6%	0.4%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%

医疗产品	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
电子测量仪器	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%
汽车	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

数据来源:CEIC

日美贸易结构

我们再来看日美贸易收支结构,为何要关注近年的日美贸易,因为当前的日美贸易很可能就是中美贸易的未来方向。

从美国出口日本的产品构成来看,与出口中国不同的地方在于,首先,工业原料的出口占比相对较小,以大豆为代表的油料果种占比只有 2% 左右;金属矿砂及废料的出口占比不到 2%;但是,美国出口日本的粮食比重却在增长,谷物类+肉类+蔬果果品类+畜牧饲料+水产类占比竟然高达 19% (09 年)。其次,资本类机械,包括运输机械,专业仪器,电气机械,专用设备,普通工业机械,发电设备,合起来占比为 25%,比重小于对中国的出口,其中,运输机械占比为 13%,与出口中国的占比接近,差异主要来自电气机械,出口日本的占比比出口中国的少了 5 个百分点;最后,出口日本的化学制品比重达到 12%,包括化学医药,有机,无机化学品和化工原料。而出口中国这部分的占比只有 6.5%

相比中国出口美国的产品结构,日本出口美国的显著特点在于汽车出口占比达到 1/3 强。如果再加上其他机械设备,这部分的出口占比达到 60% 以上,是中国的两倍。显然日本的产业结构优势已经是以资本设备和汽车的生产为主体。而中国制造业的优势产业是以生活耐用消费品和非耐用消费品的生产为主。

表 5: 美国出口日本的主要产品结构

	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001
其他运输设备	10.6%	10.0%	10.7%	10.1%	10.0%	9.8%	9.4%	7.7%	5.0%
谷物	8.4%	9.2%	6.3%	5.1%	4.7%	5.2%	4.8%	4.6%	3.7%
专业仪器	6.6%	6.3%	6.9%	7.3%	7.2%	7.4%	6.9%	6.9%	7.0%
杂项制品	6.1%	5.6%	5.7%	5.7%	5.4%	5.1%	4.9%	5.0%	5.8%
电气机械	5.9%	5.9%	6.5%	8.2%	8.2%	8.9%	8.5%	9.4%	10.3%
医药产品	4.7%	2.7%	2.6%	2.9%	2.7%	2.5%	2.3%	2.3%	2.0%
肉和肉制品	4.1%	3.1%	2.4%	2.0%	2.2%	2.0%	4.3%	3.8%	4.6%
无机化学产品	3.7%	3.3%	3.6%	2.9%	2.6%	2.7%	2.6%	2.8%	2.2%
通信、录音设备	3.2%	2.9%	3.2%	3.4%	3.5%	3.2%	3.3%	3.7%	4.5%
化学材料和产品	2.6%	2.7%	2.5%	2.6%	2.7%	2.6%	2.4%	2.3%	2.1%
蔬菜水果	2.6%	2.0%	2.1%	2.1%	2.3%	2.3%	2.3%	2.4%	2.3%
专用设备	2.5%	3.0%	3.9%	2.6%	2.7%	2.9%	2.4%	2.1%	3.0%
办公设备	2.4%	2.6%	3.5%	4.1%	4.4%	4.8%	5.2%	5.7%	7.8%
产油类种子和含油水果	2.3%	2.3%	1.9%	1.5%	1.5%	2.0%	1.9%	1.7%	1.3%
通用机器和设备	2.2%	2.6%	2.7%	2.8%	2.7%	2.8%	2.3%	2.5%	2.3%
有机化学产品	2.1%	2.8%	2.8%	2.5%	2.8%	2.7%	2.3%	2.0%	1.9%
饲料	2.1%	1.6%	1.5%	1.4%	1.5%	1.3%	1.4%	1.4%	1.3%

公路汽车	2.1%	2.9%	3.0%	2.9%	2.9%	3.0%	3.4%	3.7%	3.5%
初级形状的塑料	1.7%	2.1%	1.8%	1.9%	1.8%	1.6%	1.3%	1.3%	1.2%
发电机器和设备	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.4%	3.6%	4.3%	3.4%
鱼和贝壳类制品	1.5%	1.2%	1.3%	1.6%	2.0%	2.0%	1.9%	2.1%	2.0%
图像设备、光学仪器和手表	1.4%	1.2%	1.4%	1.5%	1.6%	1.3%	1.6%	1.7%	1.7%
特别商品	1.3%	1.0%	1.1%	1.4%	2.0%	1.8%	1.5%	1.5%	1.1%
香精油、树脂和香料	1.3%	1.0%	1.0%	1.0%	1.1%	1.2%	1.0%	0.9%	0.8%
纸、纸板和纸浆	1.2%	1.0%	1.0%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
金属矿石和废金属	1.2%	2.3%	2.2%	1.5%	0.8%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
有色金属	1.1%	2.1%	2.7%	2.0%	1.2%	0.9%	0.8%	0.7%	0.9%
金属制品	1.1%	1.3%	1.4%	1.2%	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%
其他	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.2%	1.3%
木制品	0.9%	1.1%	1.0%	1.1%	1.2%	1.3%	1.3%	1.4%	1.6%

数据来源:CEIC

表 6: 日本出口美国的主要产品结构

	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001
汽车	32.7%	37.0%	38.0%	38.0%	34.8%	34.3%	35.6%	36.7%	32.0%
电气机械	8.7%	8.3%	8.0%	7.8%	7.9%	8.1%	7.5%	7.8%	9.5%
办公设备	6.8%	5.7%	5.6%	5.9%	6.4%	7.1%	7.6%	7.8%	8.7%
发电设备和仪器	5.5%	5.4%	5.0%	5.0%	5.6%	5.4%	5.4%	5.7%	6.0%
一般工业设备和仪器	5.3%	5.4%	5.0%	5.3%	5.4%	5.3%	4.8%	4.4%	4.2%
通信和录音设备	5.1%	5.2%	5.4%	5.6%	6.9%	7.5%	7.4%	6.9%	6.8%
专用设备	4.1%	4.7%	5.2%	5.2%	5.1%	4.7%	3.8%	3.5%	3.6%
杂项制品	3.1%	2.7%	2.8%	2.7%	3.2%	2.8%	2.9%	3.8%	4.6%
专业仪器	2.9%	2.7%	2.6%	2.6%	2.8%	3.1%	2.7%	2.4%	2.8%
有机化学制品	2.8%	2.1%	1.9%	1.7%	1.9%	2.0%	2.0%	1.8%	1.7%
其他运输设备	2.3%	1.3%	1.5%	1.0%	0.9%	0.8%	0.8%	1.1%	1.3%
特别商品	2.1%	1.5%	1.8%	1.9%	1.7%	1.7%	1.9%	1.9%	2.0%
图像设备、光学仪器和手表	2.1%	2.1%	2.1%	2.2%	2.3%	2.6%	2.8%	2.8%	3.1%
医药制品	2.0%	1.1%	1.1%	1.0%	1.4%	1.7%	2.0%	1.5%	1.2%
钢铁	1.8%	1.7%	1.3%	1.4%	1.1%	0.9%	0.7%	0.9%	1.1%
金属制品	1.8%	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%	1.8%	1.8%	1.6%	1.5%
橡胶制品	1.7%	1.5%	1.4%	1.5%	1.6%	1.5%	1.5%	1.3%	1.1%
化工材料和制品	1.4%	1.4%	1.3%	1.1%	1.1%	1.1%	1.0%	0.9%	0.9%
金属加工设备	1.3%	2.2%	1.9%	2.4%	2.2%	1.8%	1.9%	1.8%	2.2%

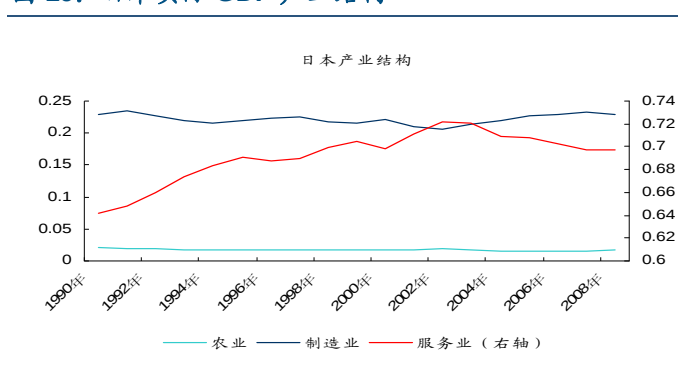
数据来源:CEIC

中美日贸易总结：贸易逆差的秘密

现在我们来回答前面的问题，最值得讨论的问题是，究竟是日元的升值成全了日本产业结构的变化，还是日本产业结构的变化成全了日元的升值，还是二者本来就没有多少关系。

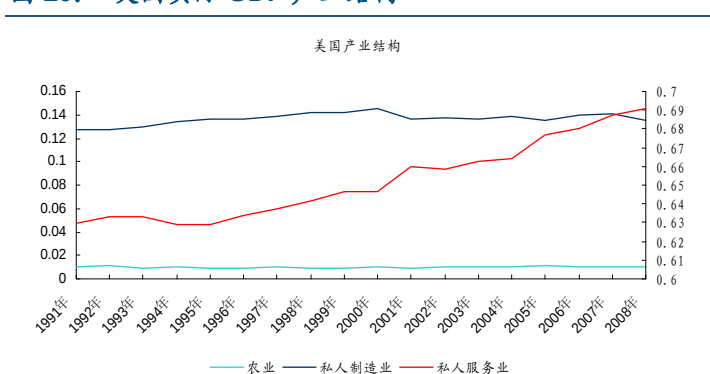
从产业结构来看，出口产品主要集中在农业和矿业和制造业，日美农业在 GDP 中占比都不到 2%，虽然日美的农业占比都比较小，但是两国农业生产率有着巨大的差异，我们在系列 3 中有谈到，美国的农业实际上是一个非常重要的工业部门；日本的采矿业基本为零，而美国的也只有 1%；差异主要来自制造业，日本的制造业在国民经济中的比重 22%，而美国的只有 14%。

图 19：日本实际 GDP 产业结构



数据来源:CEIC

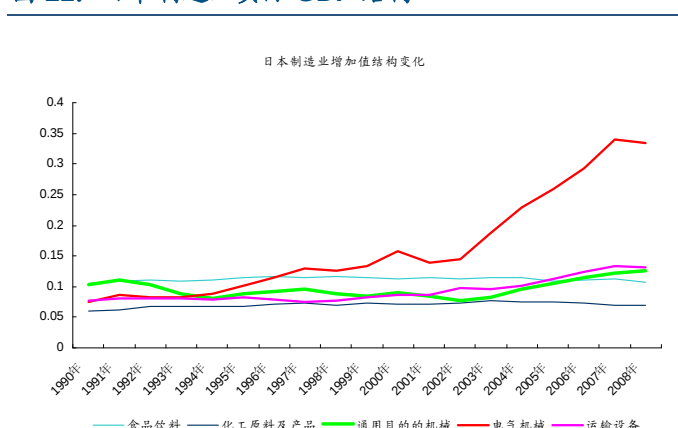
图 20：美国实际 GDP 产业结构



数据来源:CEIC

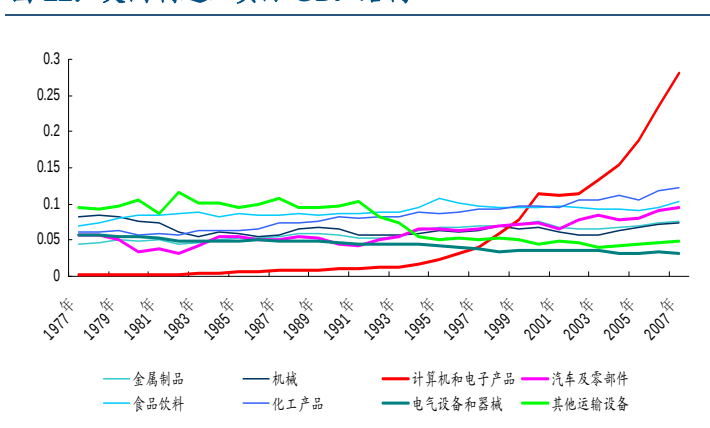
再从制造业内部来看，日美的共同点在于以 IC 电子产业为代表的新兴电气机械的迅猛发展。美国计算机和电子产业在制造业实际 GDP 中的比重在 07 年就达到了 28%，如果再加上其他电气机械，占比在 33% 左右。同样，日本的电气机械（包含计算机和电子技术）行业在 08 年的制造业实际 GDP 占比达到 33%。汽车及其他运输设备的占比都在 13% 左右。

图 21：日本制造业实际 GDP 结构



数据来源:CEIC

图 22：美国制造业实际 GDP 结构

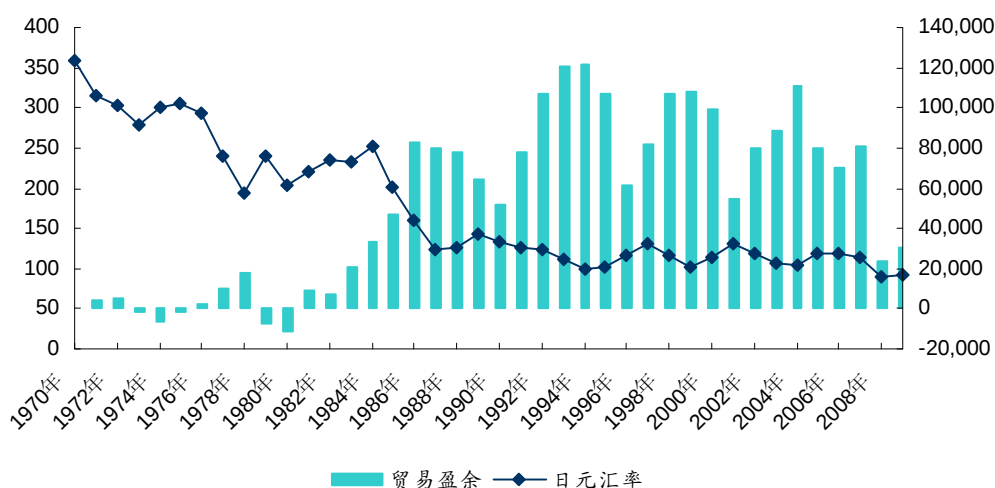


数据来源:CEIC

在日美制造业结构类似的情况下，日美长期贸易逆差的秘密在哪里呢？如果从汇率的角度来

解释，似乎是行不通的，因为日元基本在美元的支配下，已经持续大幅升值。对于本币的升值，传统的理论认为有助于缩小贸易顺差，但只要看看日本的贸易收支数据，就知道很难成立，如果考虑实际值，贸易顺差可能更大。

图 23：日本贸易顺差



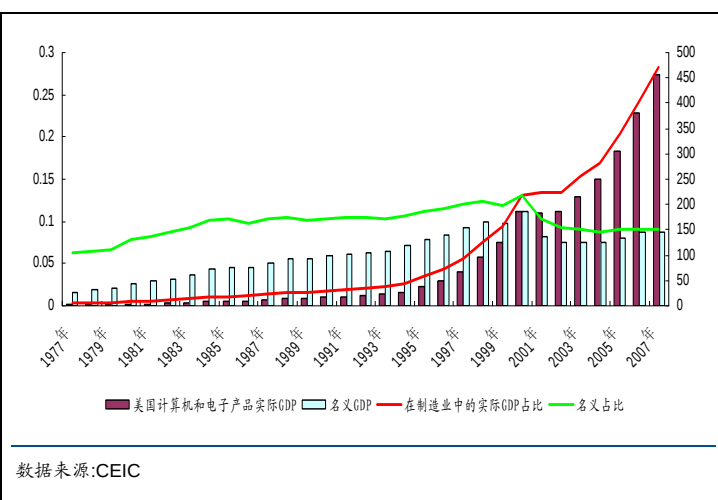
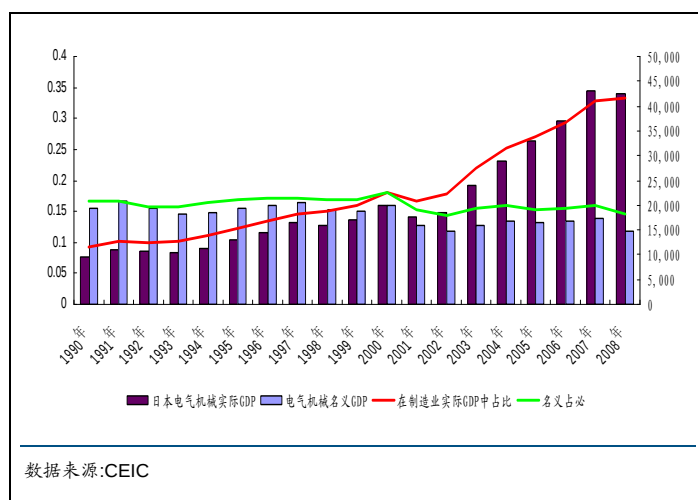
数据来源:CEIC

我们必须寻求别的解释通道。首先从最直观的贸易结构来看，如前述，从日本的运输设备出口占比超过 1/3 强（其中汽车占比超过 30%），电气机械占比近 10%，再加上别的机械设备，出口占比超过 60%，是日本出口美国的显著特点。而美国出口日本包括汽车（3%）在内的运输设备占比只有 13%，电气机械从 2001 年的 10% 下降到 09 年的 6%。而出口日本的谷物等粮食蔬果水产品等比重逐步上升超过 20%，另外美国出口日本的化工医药产品也达到 12%，而日本出口美国的只有 6%。

这样的结构差异究竟会带来怎样的影响呢？这里面很重要的问题是我们衡量出口的数据都是名义值。我们来看一下以电子技术为主导的现代电气机械和运输设备为代表的传统制造业实际增加值与名义增加值的差异，会发现，无论是美国还是日本，现代电气机械行业的实际值基本都是持续大幅上升的态势，而名义值则相对要平稳很多，而且 2000 年后，随着网络科技泡沫的破灭，名义值都出现了下降。这样的显著差异表明，以恒定价格衡量的产值在快速的扩张，表明全球新兴电子产业的产能在快速的扩张，同时，名义值的平稳表现，则表明产品价格快速的下降，甚至比产能的扩张速度下降的还快。名义和实际值的差异背后则是现代技术革命的典型特征：新兴产业全要素生产率的变革显著的不同于传统产业，技术和商业模式创新对于这些行业的生产效率具有决定性的意义，这些行业基本上已经摆脱了传统轻工业对于劳动力的依赖和传统重化工业对于资本的依赖。

图 24：日本电气行业实际 GDP 和名义 GDP 的差异

图 25：美国计算机电子产品实际 GDP 和名义 GDP 的差异



而反观运输设备制造，名义值和实际值虽然也有差异，但是比起电气设备来说要小很多，尤其是日本。近年来，我们注意到，日美的汽车名义值相比实际值有下降的趋势，对于运输设备这样的传统产业，价格的持续快速下降，很可能会导致行业的亏损，因为不同于电子产业，这样的成熟的传统产业，生产效率，在今天，边际效率的提高应该已经是很缓慢了，价格竞争并不是传统行业的主要模式。

图 26: 日本运输设备实际 GDP 和名义 GDP 的差异

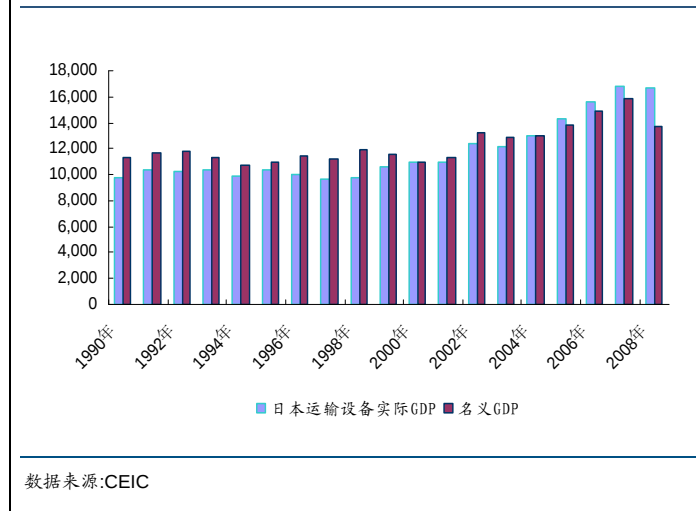
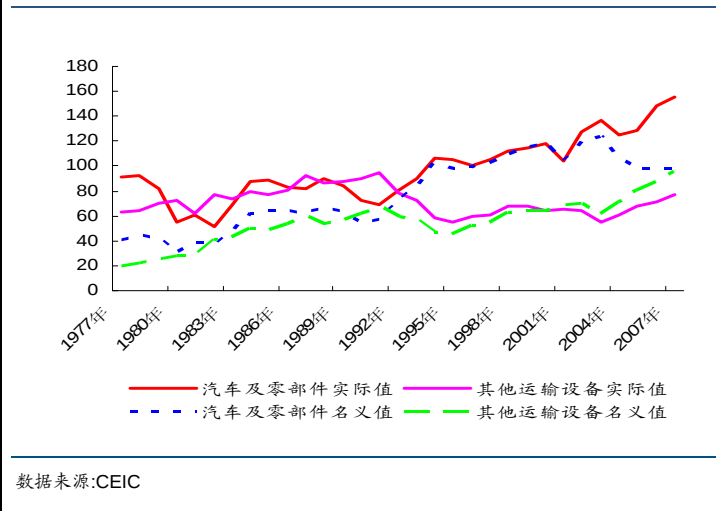


图 27: 美国运输设备实际 GDP 和名义 GDP 的差异



从这个角度，我们找到部分可以解释日美长期贸易顺差的原因。一者，日本对美国的出口是以资本设备为主，生产的边际效率增长率已经大幅放缓，出口价值一般随着出口规模的上升而上升，而根据我们在系列 3 中的数据观察，日本在这个传统领域的全要素生产率更高，而美国出口日本的运输设备占比要小很多，这部分有助于日美贸易顺差的扩大；二者，日美以电子芯片技术为主导的现代电气机械行业都实现了迅猛发展，这是日美贸易逆差在美国总体贸易逆差中为何快速下降的重要原因，日本出口美国的机械中，这部分的占比更高，而美国出口日本的机械中除却交运设备，这部分的出口占比相对要小很多；三者美国出口日本不断上升的食品果蔬水产等大农业类，价格则是相对平稳增长，化工医药产品则伴随着更多的大宗商品价格和专利权问题，价格整体也是向上增长的，这些都有助于贸易逆差的缩小。这是从日美贸易结构的变化所能解释的部分。

那么这样的论述能否解释中美，中日贸易的差异呢？

中美贸易的顺差,按照上述的分析思路,应该是由于当前的制造业的产业结构,出口主要集中在家庭和办公用耐用消费品和生活用非耐用消费品。这里面,我们必须明确的一点是,在中国出口美国占大头的通讯,音响,录像设备,计算机为代表的办公设备和数据处理设备,以及电气设备,不同于日美的是,我们的代工比重可能很大,因此,在本质上说仍然处于产业链的下游,依靠的仍然是劳动力的优势。这一点必须清楚,否则,还以为自己出口的都是什么高科技产品。也就是说我们做的大头仍然是传统产业里的传统部分,这些加起来占比出口比重已经超过 70%。类同与上述的分析,这样的产业结构决定了我们出口价值只能随着出口量的增长而增长,毕竟劳动力成本是持续上升的。

中美贸易顺差的缩小有赖于中国在机械设备,尤其在电气机械为代表的主导性产业上更快的技术进步,如果不能开创更高级的要素禀赋优势,而仍然局限于传统的要素禀赋和出口优势产业,贸易顺差不仅面临国内要素价格上升的压力,同时也面对国际众多竞争对手的争夺。因此,未来中美贸易顺差的缩小将会随着优势要素禀赋的变迁而实现,但这是一个相对缓慢的过程,也是中国的过渡期为何要持续 10 年的原因之一,虽然人民币升值会促进产业结构的升级,但是以快速消灭竞争优势产业的方式,而不是以提高要素禀赋的方式。

而对于中日贸易的逆差,与中美贸易主要的差异的应该是取决于日本方面。一者,日本出口中国的汽车及零部件比重远高于美国出口中国的部分,而中国在对日汽车出口上基本上为零;二者,日本出口中国的,不同于美国以工业原料为重,而是以原料深加工后的产品为重,最典型的就是日本的钢铁业,对中国保持绝对的顺差,这些产成品包括汽车,具有显著的高附加值。三者,中国大量出口日本计算机等类似的办公设备,通讯,音响和影像设备,日本则大量出口中国半导体等电子产品,是出口中国的第一大类产品,而中国在这个领域的出口占比很小。整体上,日本出口中国主要以产成品,技术成熟,竞争力强,附加值高的产成品为主,这是显著不同于美国出口中国的产品。

本币升值与国际竞争

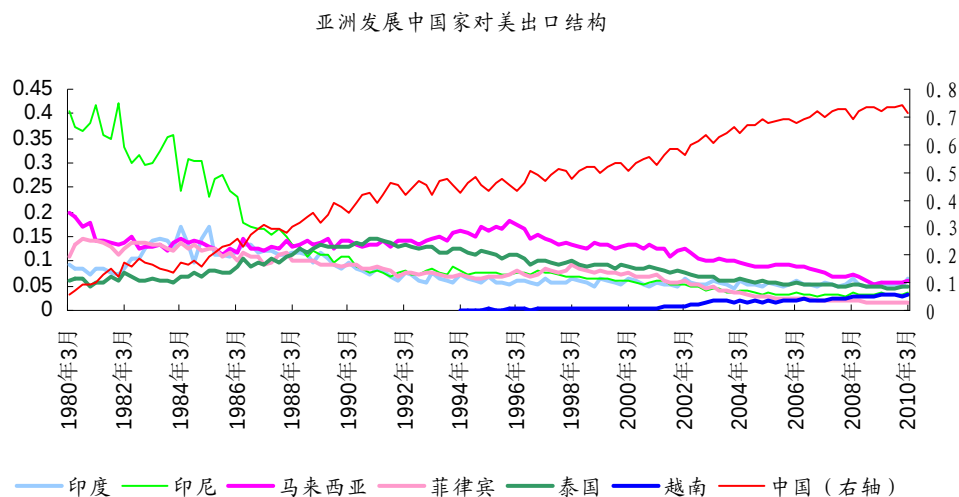
上述的分析表明,要素禀赋的变化决定了贸易结构的变化,贸易结构的变化决定了贸易收支的变化,更可能是,贸易顺差促成了升值的压力,随着产业结构的升级,贸易顺差的下降,本币的升值压力也在逐步释放;而不是本币升值促成了贸易结构的转变,贸易结构的转变促成产业结构的升级。假设本币升值可以促成产业结构的升级,那么只需要将人民币升值就可以解决为之踌躇多年的产业结构调整了。如果真是这样,意味着本币升值,中国将摆脱以劳动力为优势的大部分传统制造业的国际加工厂的地位,而发展向日本那样的现代电气设备产业为主,但是,产业结构的升级是建立在技术积累和社会分工精细化的基础上,不是一个本币升值就可以解决的问题。

显然汇率绝对不是一个被动的变量,她的变化本质上是个资产价格的变化,必然会导致进出口价格与国内价格水平的变化,我们在系列 3 会展开讨论,在此处我们将从国际竞争的角度讨论汇率的变化对于进出口的影响。

汇率的变化之所以可以影响到一国的进出口产业,除了进出口价格变化外,更重要的,这个世界不是只有中美日三个国家,纵观当前世界,不断有新兴经济体在崛起,为了生存和发展,大家日益面临尖锐的竞争关系,毫无疑问的是,中国处于新兴经济体中的领头羊位置,但是,环顾四周,金砖四国中的另外三国,印度,俄罗斯和巴西,都在卯足劲来追赶我们,另外,还有一帮东盟的小兄弟,也在争抢我们的出口份额。他们对美贸易顺差还比较小(巴西甚至

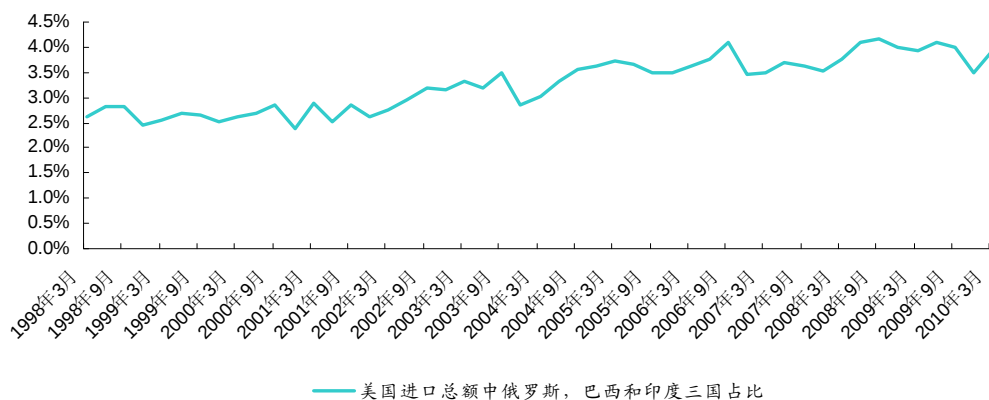
为负数，其货币兑美元不断升值），尚不足以引起美国在汇率方面的施压。但是，人民币汇率问题如果操作不好，完全有可能让我们丧失当前的竞争优势，从而难以在这个庞大的群体中突围出来。这点也是我们和 70 年代日本的重大差异之一（另外一个差异是城市化进程）。

图 28：亚洲发展中国家对美国出口结构



数据来源:CEIC

图 29：美国进口总额中俄罗斯、巴西和印度占比



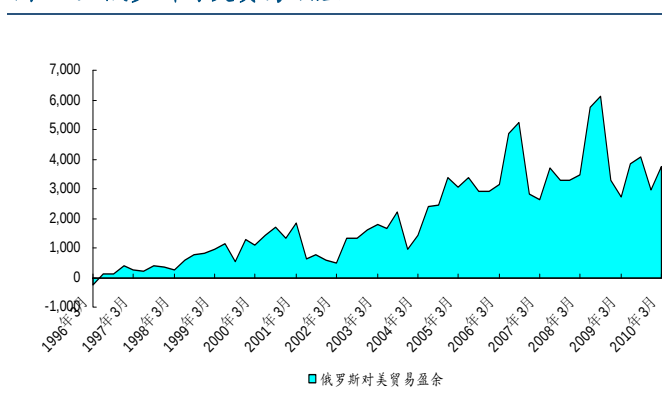
数据来源:CEIC

人民币当前不能升值的一个重要原因在于，七八十年代日本的出口产业结构是很少有人可以与之竞争的（除了西德），当时及后来崛起的韩国，台湾，马来西亚，菲律宾只是承接了日本的部分低端产业和重化工业，也就是说日本当时并不是没有竞争对手存在，而是这些对手还都在她的身后很远的地方，大家的产业层次不在一个水平。而当前中国只能算是完成了工业化的初级阶段，产业竞争力并不具有垄断性，主体仍然是依靠低价的劳动力优势的制造业，我们所面对众多竞争对手产业层次和我们是接近的。升值对于日本的产业影响是，他可以将这种升值的压力不断的通过技术的进步来消化，但是，升值压力通过降价的方式已经是不大

可能，本来就利润不高。要么压低工人工资，现在看来是不可能了，要么提价，要命的是这样的所谓的优势是可以被别人给替代的，这个“别人”可以是东盟，可以是印度，可以是非洲兄弟。只要别人的成本更低，我们提价的结果是订单的丧失，就业问题无法解决。人民币升值之于当前的中国，可以说是赔了夫人又折兵，里外不是人。

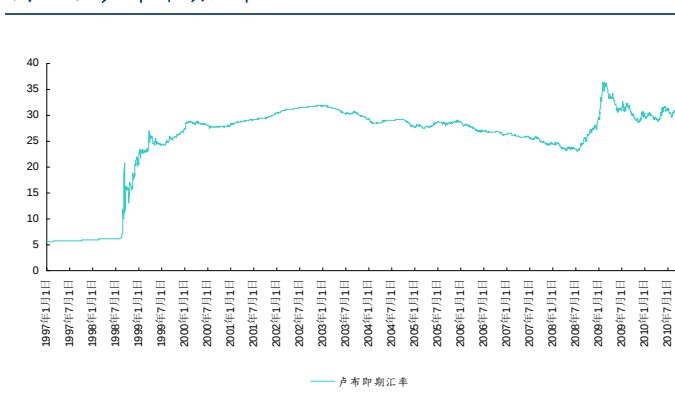
具体来看，2008 年俄罗斯通过本币的大幅贬值 50%来保持自己的对美出口顺差；巴西从 2002 年开始的持续大幅升值（超过 1 倍）导致对美出口贸易盈余从 2005 年开始迅速下降，在对美贸易顺差转变为贸易逆差的同时，持有的美国的国债却持续大幅上升，巴西的例子，让我们再次看到本币升值对于发展中国家的结果是什么，并不是每个发展中国家都可以实现类似日本的本币升值与贸易顺差的一致性。

图 30：俄罗斯对美贸易顺差



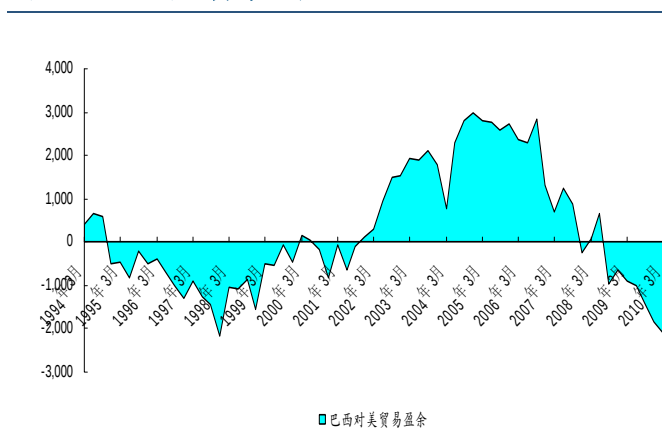
数据来源:CEIC

图 31：卢布即期汇率



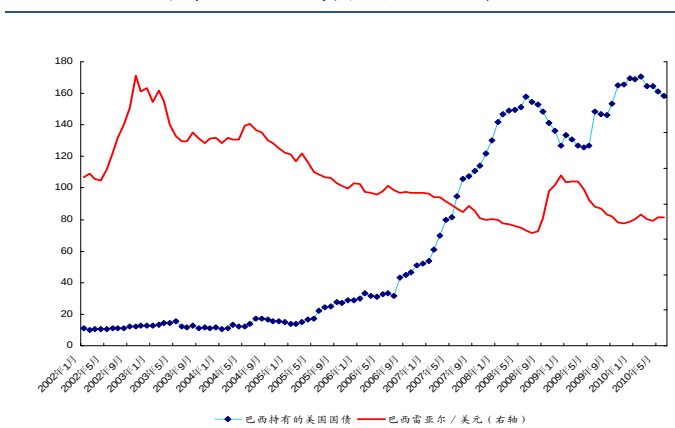
数据来源:CEIC

图 32：巴西对美贸易盈余



数据来源:CEIC

图 33：巴西持有的美国国债和雷亚尔汇率



数据来源:CEIC

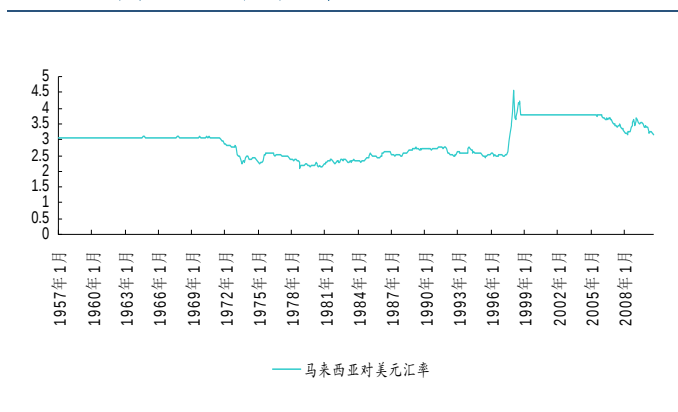
在过去的 10 年里面，人民币相对于亚洲发展中国家，整体上呈现出明显的升值趋势，虽然当前中国是美国在亚洲最重要的进口国，在亚洲发展中国家出口美国的份额占比超过 70%，但是，我们如何就能保证自己的地位不受挑战？印尼的占比在 80 年代初达到 40%，而现在只有 5%，显然，印尼占比的下降的原因不是类同于日本产业升级成功，否则也不会将它归为与中国一样的发展中国家，同样类似的还有马来西亚，泰国，菲律宾。这些亚洲发展中国

家并没有转型成功，也就是说当她们遭遇增长瓶颈后，并没有能够像日本一样实现产业结构的升级，从而爆发出更大的出口能量，而是被 90 年代开始崛起的中国不断的，依靠廉价的生产要素成本，抢占了出口产业的份额。未来的 10 年，类似的翻版故事会不会在中国被上演呢？这样的担忧并不是杞人忧天，我们没有充足的理由认为未来的中国一定就可以在产业转型和结构调整中胜出。

我们同时也注意到，马来西亚和菲律宾本币对美元，在八九十年代保持了持续的贬值态势，至少没有大幅升值，尤其是菲律宾，更是从 50 年代开始就不断的贬值。可能有人会说，正是这些国家没有像日本一样升值所以才导致产业未能升级，这么讲，实在是高估了本币升值的作用，恰恰相反，日本正是因为其产业结构升级成功，才得以扛住本币的升值，还是那句话，如果本币升值真的可以解决结构调整问题，可以为国家带来更长久的繁荣，大家为何竞相抵制呢。

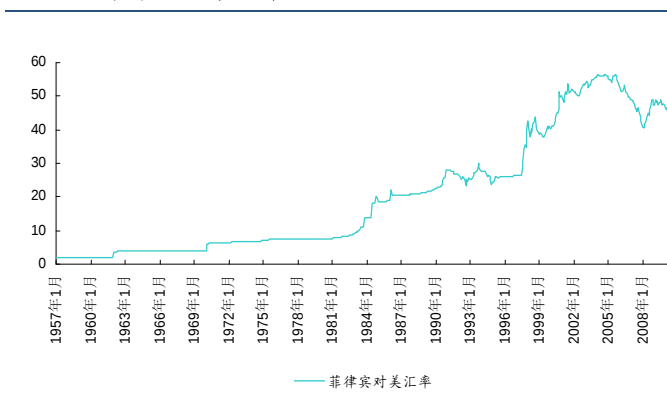
因此，人民币不能升值的含义，不仅仅是指我们不能对美元升值，同时也是指不能对这些竞争对手升值。韬光养晦仍然应该是中国未来 10 年的主基调，首要的就是应该保持对于美元的低调，而不是去升值。

图 34：马来西亚林吉特汇率



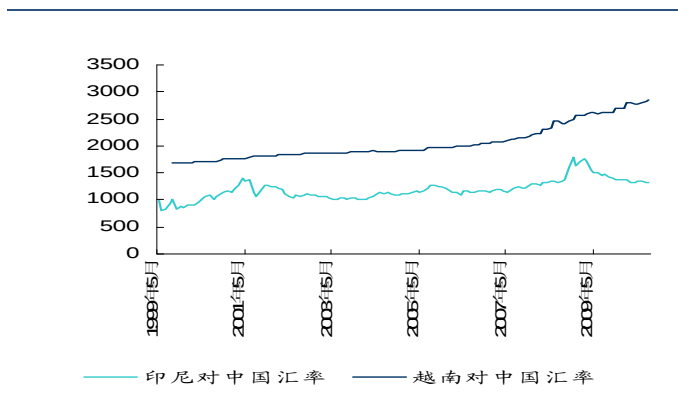
数据来源:CEIC

图 35：菲律宾比索汇率



数据来源:CEIC

图 36：印尼和越南货币对人民币汇率



数据来源:CEIC

图 37：菲律宾和马来西亚货币兑人民币汇率



数据来源:CEIC

汇率灵活性与货币政策有效性之辩

此次汇改的启动，强调希望通过增强汇率的灵活性，从而增进货币政策的有效性，希望能抑制通货膨胀和资产泡沫，这其实是中国当前面对的最大的问题之一，因此对于这个问题的讨论，将从根本上确定人民币应有的战略。

中国之所以追求货币政策的有效性和灵活性，是由其货币政策的多目标制决定的，中国的货币政策目标：“我国货币政策也采用多目标制，既关注通胀，又要考虑经济增长、国际收支平衡、就业等问题，还要推动金融改革”（胡晓炼语）。按照胡的意思，“对于拥有十三亿人口的大国而言，我们不应受制于其它国家经济政策而放弃自身的货币政策目标。从我国整体利益最大化出发，实行更加灵活的汇率制度，实现维持通胀水平的长期稳定、促进增长方式的转变等长远利益要远远超过部分行业调整、淘汰落后产能等短期成本”。

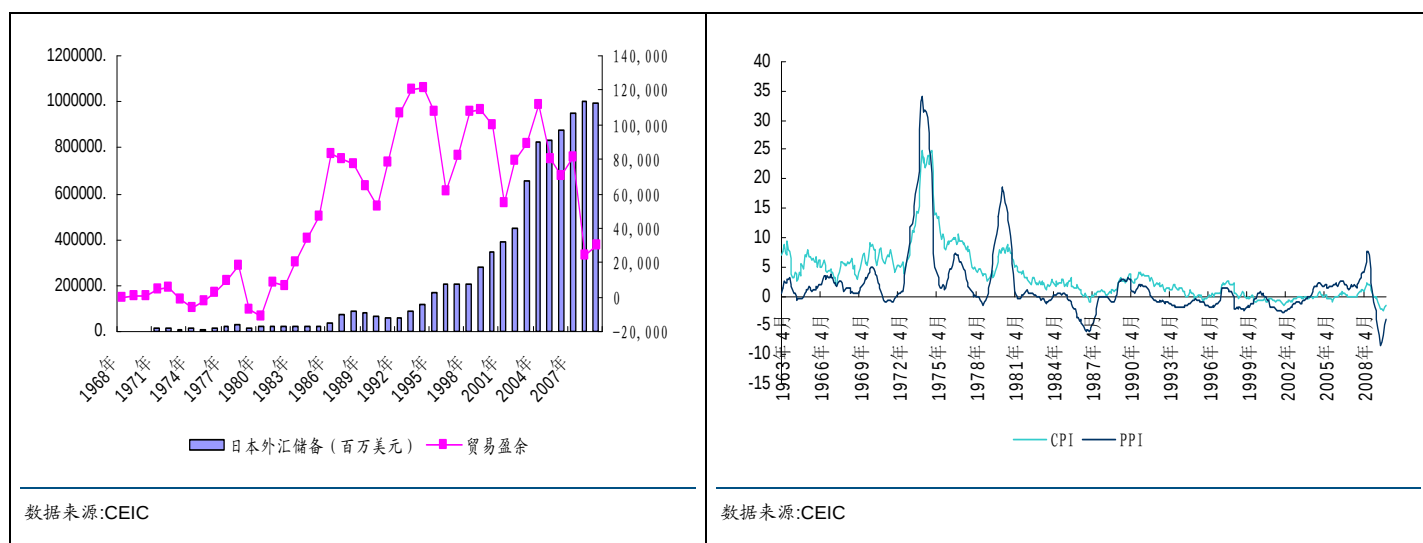
而实际情况是，中国的特殊性在于，94 年到 05 年单一盯住美元期间，却能较好的实现货币政策的独立性和有效性，充分的实现了通胀的控制，就业的稳定，经济的增长，而国际收支顺差是由中美贸易结构决定的，与货币政策关系不大。其间，单一的盯住美元汇率功莫大焉，正是此政策，很大程度上保证了资本项目管制的有效性，热钱在那段时间较少流入。而从 05 年 7 月开始的改盯住一篮子货币，对美元的浮动区间不断扩大，资本项目的管制逐渐形同虚设，热钱大量流入，货币政策有效性从何谈起。

浮动汇率下外汇储备和外汇占款制度本身并不是通胀的原因

首先需要明确的一个问题是，虽然从 2002 年到现在，中国的外汇储备增长了 10 倍。但是外汇储备的增长本身并不是中国通胀的重要原因，自然也不是货币政策缺少独立性的原因。观察日本的经验，外汇储备在整个 70 年代都没有大的变动，但这一时期却是日本通胀问题最严重的时期；从 80 年到 94 年外汇储备增长了 5 倍，从 94 年到现在，外汇储备又增长了 10 倍，但是困扰日本的不是通胀而是通缩。对于日本后来低通胀甚至通缩解释是，日元有长期的升值预期，从而压低了日本的长期利率水平。至少日本的经验告诉我们，在浮动汇率下，外汇储备与通胀或通缩并没有什么太多直接相关的东西，某种程度上，二者都是汇率变动的结果。

图 38：日本外汇储备和贸易盈余

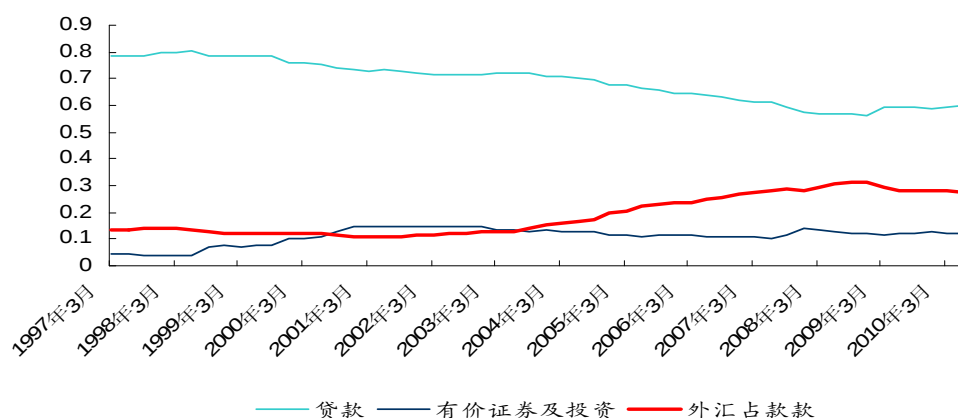
图 39：日本 CPI 和 PPI



真正困扰浮动汇率制度下货币政策有效性和灵活性的是外汇占款制度以及与此孪生的强制结售汇制度。如果这个制度还在继续，那么，这些外汇储备就需要基础货币的投放来收购，从而导致中国的货币供给持续高增长以及央行对冲成本的增长，通胀的压力相应也会增大。那么，是不是可以说外汇占款制度造就中国 07 年的高通胀呢？我们认为并不能归咎于此制度，如果没有 05 年的汇改，没有对原有单一盯住美元制度的放弃，只单凭一个外汇占款制度不足以导致通胀，从 94 年汇改到 2005 年汇改前，实行外汇占款制度期间都没有爆发明显通胀，而且正是这一制度的执行，才结束了 93-94 年的历史性的高通胀。而按照我们在系列 3 中的分析，人民币的快速升值应该是通胀爆发的主要原因之一。外汇占款制度本身只是一个普通的货币供给方式，是一个中性的制度安排，浮动汇率下本币的升值预期放大了这种制度的被动性。

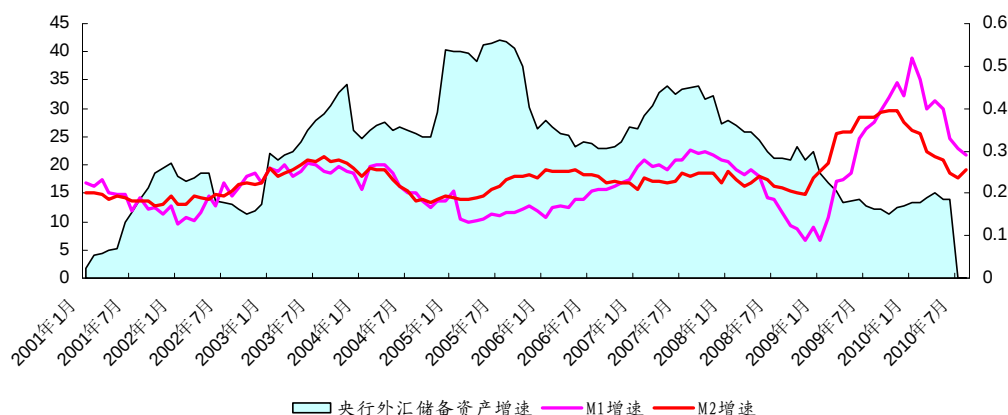
在固定汇率下（之前的单一盯住美元本质上就是固定汇率制），央行的主要职责就是要维持对美元的不变汇率，在固定汇率下，货币供给就和国际收支密切相关，央行必须根据贸易收支顺差不断调整货币供给，也就出现了外汇占款，这么做的结果是，货币政策的独立性减少，面临输入性通胀或通缩，但是，只要美元的整体供给从而币值保持稳定，这种输入性风险就不大，币值会保持稳定。也就是说，外汇占款的比重越大，美国经济波动对于我们的影响就越大，摆脱外汇占款制度的制约，也是在摆脱美国经济周期的影响。

图 40：中国信贷结构中外汇占款变化



数据来源：CEIC

图 41：央行储备资产增速



数据来源：CEIC

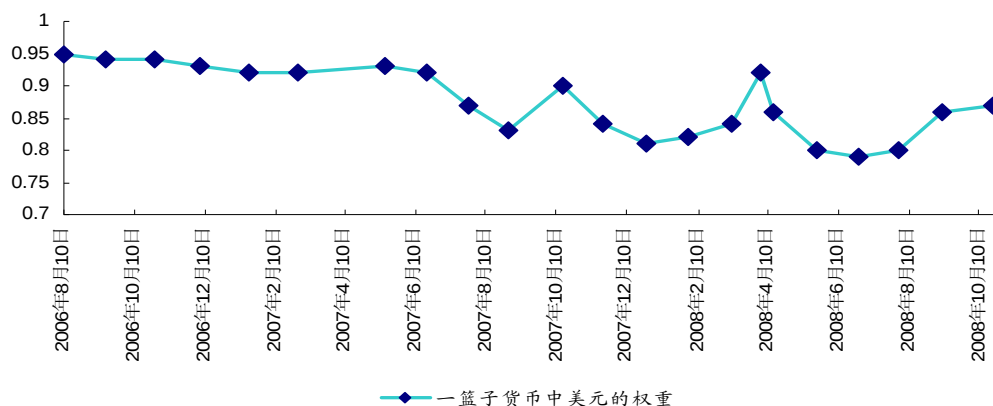
外汇占款制度，在 94 年制定的当初，就是为了执行汇改前单一盯住美元的有管理的浮动汇率。而随着中国国际收支双顺差的扩大，尤其是贸易顺差的快速增长，这一制度的执行对货币供给的影响越来越大，金融机构的信贷收支中，外汇占款占比从 2003 年 3 月的 12% 快速上升到 2007 年 3 月的 28%，导致货币政策相当被动。05 年汇改的提出，一方面是来自美国的压力越来越大，另一方面，自身的制度安排缺陷也暴露出来，这个缺陷就是持续扩大的贸易顺差和资本顺差带来的压力。

汇改能否实现货币政策的有效性

问题的关键在于，汇改能否改善上述问题。其一，汇改的目的就是要人民币升值吗？其二，汇改真正执行能否改变外汇占款增长的困境？其三，人民币升值能否抑制通胀？

汇改的直接目的，按照官方的说法是要增强人民币汇率的灵活性。这个灵活性当然是指可升可降了，并且盯住一篮子货币，希望既能保持汇率的稳定，同时又能有更大的货币独立性。但是，美国的意图是希望人民币能够大幅升值。实际上，05 年以来的汇改，人民币相对于美元已经升值了 21%，不可谓不大。人民币的升值，抛开压制中国的政治目的外，对于美国来说，一方面希望能够改善贸易赤字，另一方面，更重要的是希望能增持美元（逻辑在下面分析），通过增持美元，进而增持美债。

汇改目的是希望人民币能够摆脱单钩美元，但是不得不面对一个两难的困境，那就是，一旦大幅减少美元在篮子中的占比，人民币就大升，美元大降，按照学者的计量测算，从 05 年到 08 年 10 月，美元在篮子中的比重总体呈现下降的趋势。一个显著的特点是，美元比重下降的越快，同时期人民币升值越快，而这是有悖于汇改初衷的。作为美国最大的贸易逆差来源国和美债的最大持有国，人民币钩美元成为维持美元指数最重要的力量之一。而人民币大升，美元的大降，对于中国来说，无论是对贸易收支以及其背后的产业生存，还是手中持有的美元资产，显然都是不利的。因此，人民币单钩美元的一个弊端在于，人民币必须被动的维持美元指数，这也应该是 08-09 年金融危机期间，中国对于美国国债的持有量在快速的增长的原因。

图 42：一篮子货币中美元的比重


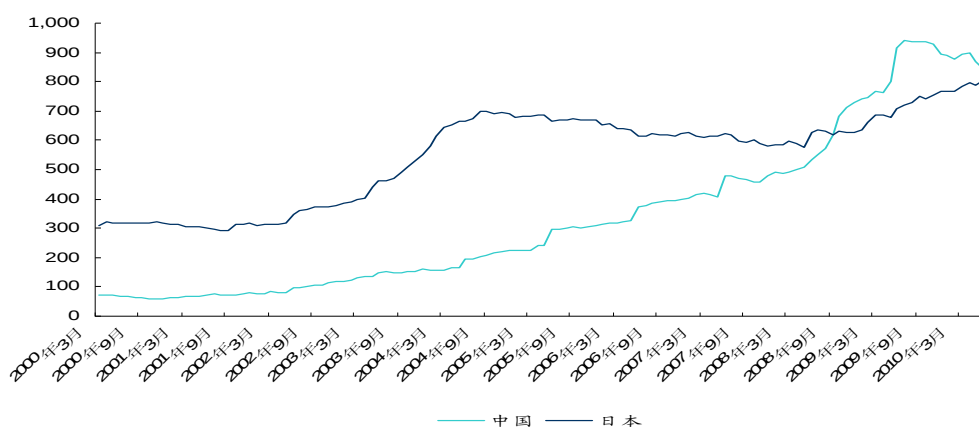
数据来源：《国际金融研究》；2009 年 3 月，周继忠

图 43：美元指数


数据来源：CEIC

从 09 年下半年开始，中国有意识的开始减持美债，但仍然是美国最大的债券持有国。更严重的问题是，如果不能摆脱升值的宿命，我们持有美债仍然将会增加。看看今天的日本就知道了，虽然日本在美国的贸易逆差中的占比已经大幅下降，但是日元的升值宿命使得日本不得不大幅持有美国国债，在过去的 1 年中，随着日元的升值，日本不得不增持美债 1000 亿美元。这里面的关键是，从实体的层面，美国是中日最大的出口目的地，最大的顺差来源地（不考虑香港），单就贸易顺差的角度，是存在明显升值压力的，而人民币升值，从长期来看，应该是非常必要的事，但就当前来说，升值对于我们影响巨大，对于产业的影响在系列三分析。中日在外汇市场上都会极力阻止本币升值的，要阻止本币升值，只能是大量投放本币吃进美元，而手中的美元主要用来增持美债，尤其对于中国，海外投资规模尚小，否则通胀会把这些资产都给吃掉。

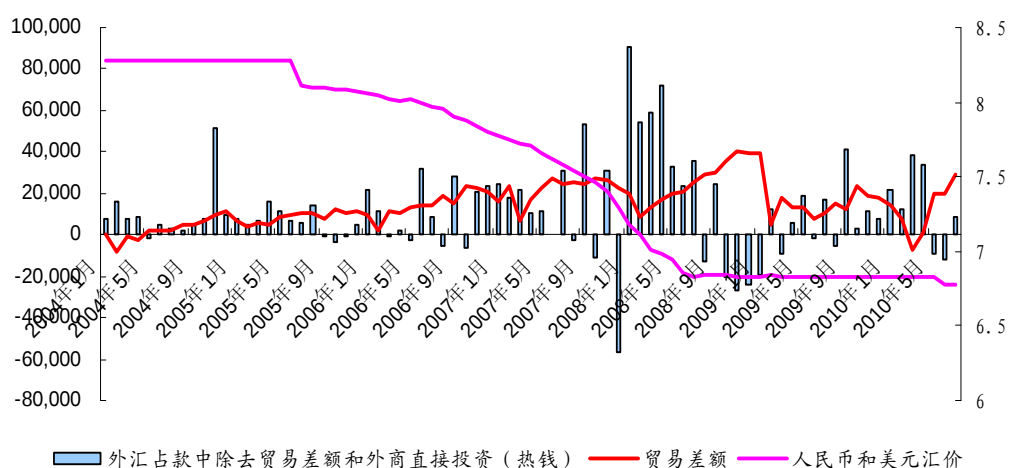
图 44：中日持有美债余额



数据来源：CEIC

如前面分析，外汇储备和外汇占款制度本身并不是造成通胀的原因。只要中国的贸易顺差在不断扩大，中国的外商直接投资不断增长，外汇储备的增长就不可避免；在固定汇率制度下，外汇占款制度实际上也是人民币外汇制度中不可缺少的环节。只要强制结售汇制度存在，外汇占款制度在未来仍将存在，**某种程度上，外汇占款制度的问题正是因为浮动汇率而被放大。**在 05-08 年的外汇占款中，尤其是 06 年下半年开始的人民币加速升值，导致热钱快速的增长，这部分热钱，如果并不转化为基础货币，只是对于存量货币的兑换，那么就会大大减少通胀和资产泡沫的预期，进而减弱热钱的投资热情，从而减少本币的升值预期和压力。为人民币摆脱单钩美元赢得空间。因此，如果我们要摆脱单钩美元的制度，实行盯住一篮子有管理的浮动汇率制度，同时又不想让本币升值，外汇占款制度的改变是必需的。

图 45：热钱、贸易顺差和汇率



数据来源：CEIC

如果要摆脱外汇占款的困扰，根本的做法就是逐步取消结售汇制度，重建央行的发行抵押体系，多层次、多品种的发行抵押体系的构建，是中国结售汇体制由行政主导转向市场化的基础性条件，它将减轻货币发行对外汇储备的需求。一方面，藏汇于民而不是完全控制在央行手中，成为烫手的山芋；另一方面，让人民币走出去，不要都在国内转悠，到处惹事生非。

央行已经意识到了问题的症结，开始了这方面的改革，比如留汇于境外，比如跨境人民币结算，比如香港离岸人民币业务的开展，允许注册地在香港和海外的企业在港发行人民币债券。

但是，任何的政策选择都是有代价的，在资本项目管制未实现完全开放前，无论是藏汇于民，还是人民币走出去，短期内都不会有实质性的改变，在可预见的很长时间内，美元仍然是我们的主要外汇储备，外汇占款问题将会长期存在，外汇占款的减少，按央行的意思，试图通过增加汇率的灵活性（主要是指本币升值）来实现，所付出的代价必然是惨重的，文中多处有论述，此处就不赘述。

关键的问题是，汇率灵活性增强后，就能更好的控制货币供给吗？在日本历史上，75-78年的汇率大幅升值近 60%，导致进出口价格和国内价格水平的明显回落，但是，实现这一效果的前提是，当时全球的生产要素价格整体处于相对的平稳期。而在接下来的 79-82 年，在第二次石油危机面前，日元从 180 贬值到 280，面对生产要素价格的再度大涨，日元并没有随着美元大幅升值，而是相对贬值，可见，所谓灵活的汇率政策要起到抑制通胀的作用，一定要有其他条件的配合，一者货币供给要相对稳定与货币政策目标的单一，二者，生产要素价格本身没有出现暴涨的趋势，相当于实际汇率的增长要稳定。

改变单一盯住美元的制度，很可能会再次放大外汇占款的问题。政策的多目标，既要汇率灵活，又想内部价格稳定，又想就业稳定，很难保证货币供给的稳定性。中日历史和现实都在表明，在现阶段，维持对美元汇率的稳定，承受一定货币政策独立性的减少，所付出的代价比当前的汇改设想可能会更小。

应对人民币升值的应有之策

那么，此次汇改重启，我们能摆脱被升值的宿命吗？能否如汇改设想的保持稳定呢？要想不被升值，需要做到以下几点，一者，减少贸易顺差，增进贸易平衡，显然我们不能减少出口，只能是增加进口，现在的进口主体是那些原材料和机械设备，可惜这些不是美国出口重点，除了部分农产品。而美国真正具有高附加值的高科技产品并没有对中国开放。由前面的出口和产业结构分析知道，中美之间的进出口结构决定了这种途径暂时很难实现。

二者，本币升值与生产要素价格之间具有一定的替代性，照这个思路，一个理想的选择就是让劳动力价格加速上升来替换本币升值，这样既可以增加居民收入，又能防止本币升值。正如我们在系列 3 种所述，这应该是未来中国的必由之路，即在保持汇率稳定的同时，生产要素价格的逐步上升，但是，二者间不仅有替代性还有有序性，任何的政策选择都是有代价的，不是简单的一个组合排列题，虽然我们反对冒然的本币升值，但也不赞同人为的加速劳动力价格上升。二者都会加速消灭当前的出口竞争优势产业，而这些产业就当前中国工业化和城市化的进程来看，仍然需要保持长久的竞争力。

要素价格的上涨必须与竞争要素的提升进程一致，由于中国的出口行业目前大都利润率比较低，这是由所依赖的生产要素决定的，在中国的加工程序技术进步的空间有限，通过技术进步压低价格不仅空间有限，同时是一个相对缓慢的过程。如果工资加速上涨，这些企业要生存只能提高价格，而这些产业面临强有力的竞争，这种竞争不仅来自国外的发展中国家，同时也来自中国的不同区域，导致提价变得很困难。而且如果普遍性的持续提高劳工工资，必然会面临日本 60 年代的持续通胀的问题，而这反过来又会逼迫人民币升值。

三者，不是去摆脱单钩美元，而是继续强力钩住美元不放，即回到单钩美元，但是，必须承

受货币政策受限的局限，这样我们的外汇储备将随着贸易顺差的扩大而继续扩大，持有美国的国债也会继续扩大，但是可以部分的改变外汇占款的被动模式，通过增加私人外汇持有量，增加海外留存量，减少货币的被动增加，实际上，如果真的能做到汇率稳定不升值，这样的预期一旦形成，人民币的升值压力从而热钱进来的动力都会降下来。但就目前的汇改方案来看，至少在表面上，央行的意图是要放弃单钩美元转盯一篮子货币的。

四者，基于新加坡经验，如果落实当前的汇改政策，那么，要稳定汇率，我们必须吸取 05-08 年的教训，在接下来的一年，不能大幅脱钩美元，否则，美元将大跌，人民币相对美元大升，可以将篮子中的货币分为美元和非美元两种来看，假设初始权重分别是 50%，如果美元的权重要减少到 25%，则非美元的权重将加大到 75%，如果此时本币相对于美元升值 10%，要想维持对于篮子货币汇率不变，则本币相对于非美元货币要贬值 3.3%，即需要非美元对美元升值 14.6%。这只是一个理想的状态，如果对美元升值 10%，那么对其他货币如欧元和日元升值的可能性很大，而不是贬值。大幅调低美元的权重，实际上会导致大幅调高美元的实际波动区间，对美元的过快升值势必会导致升值预期的强烈以及热钱的涌入，这是我们过去的教训。

如果既想脱钩美元，又不想升值，该怎么办呢？那就要守住兑美元浮动区间（这也是当年新加坡的经验），先不忙着对美元的脱钩，而是加紧对于非美元的布局，即整合对于非美元的浮动区间，实时尽快推出并强调名义有效汇率（胡晓炼语），淡化对美汇率。可以让名义有效汇率在一定的浮动区间内向上小幅升值。这样的过程持续多久为合适呢？这个过程要持续到直到人们普遍相信人民币汇率政策已经是参考一篮子货币而不是盯着美元时为止，到那时，方可以考虑扩大对美元的浮动区间（新加坡等待了 5 年时间）。

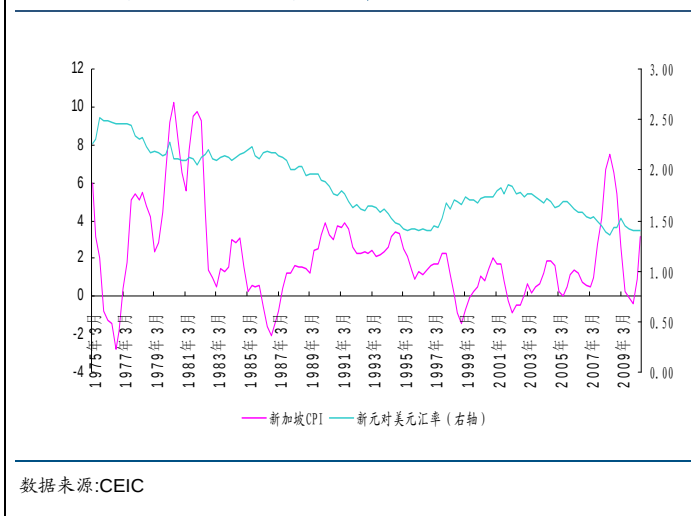
中国汇改的核心理念其实是，既不想对美元升值（升值的危害政策制定者内心比我们更清楚），想通过盯住一篮子货币的办法，增加汇率的灵活性，逐步摆脱美元的阴影，又想增进货币政策的有效性，从而实现对于通胀的抑制等多政策目标。显然，这是我们自己的如意算盘，只是站在我们的角度来考虑问题，正如我们前面分析，并不认为这是一个最好的选择，而且政策的成功与否，还有待于中美博弈。

新加坡经验比照

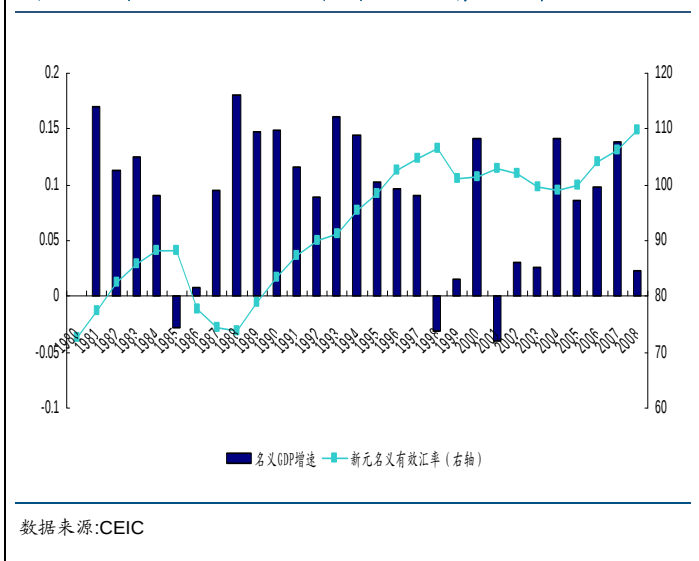
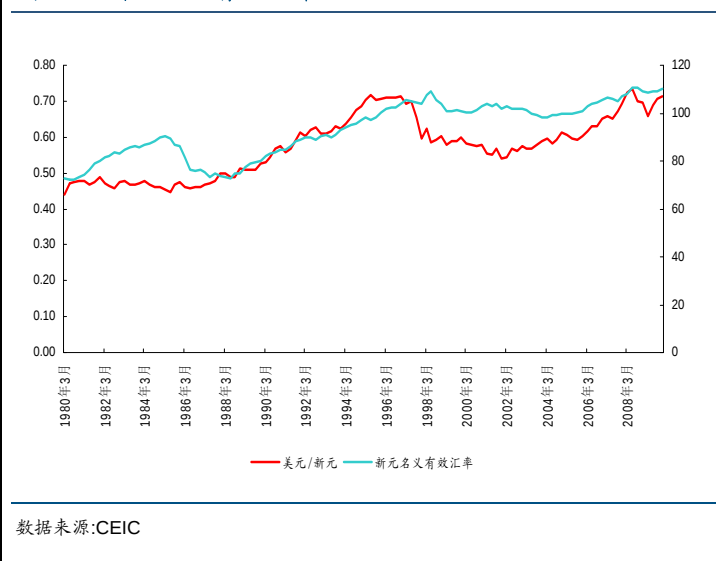
关于参考一篮子货币有管理的浮动汇率制度，全世界真正成功实行的很少，只存在于个别发展中国家。最成功的实践者应该是新加坡，其在 1981 年开始实行这样的汇率政策。新加坡的汇率政策有以下特点或经验可以比照：

首先，在此政策执行初期，虽然名义有效汇率处于较快升值过程（81-85 年），5 年时间升值了 21%，但是，却维持了对美元汇率的窄幅波动区间（这段时期，可是美元升值幅度最大的一个时期），但在 81 年，名义有效汇率升值了 9%，主要是当年的通胀水平很高，新元随美元一起升值所致。直到 86 年开始，新元才对美元启动了升值进程。

在此政策执行初期的 81 年，新加坡的通胀水平实现了大幅下降。由于我们现在的通胀水平比当时的新加坡（CPI 达到 10）低很多，不仅要钩住美元不放，而且对外公布的名义有效汇率的升幅也应该更小，参照当前的通胀水平，名义有效汇率升幅达到 5% 以内为合适的选择。问题在于，新加坡是个小国，他的贸易顺差对于美国的影响可以忽略不计，美国不会逼着他去升值。而中国当前的贸易顺差已经让美国忍无可忍，美国甚至试图通过国会立法，专门来讨论中国的汇率操纵问题。而且如系列一分析，人民币升值之于美国，如同日元升值之于美国，都是美国的核心利益所在。

图 46：新加坡 CPI 和新元汇率


其次，汇率变量成为新加坡货币政策操作的核心，新元的名义有效汇率成为货币政策的中介目标，货币政策的核心目标是保持物价稳定，根据预期通胀率与通胀目标可能的偏离调整名义有效汇率。汇率主要参考篮子货币进行调整，但一定时期内，为了实现物价稳定，货币当局加大了汇率调控的力度。新元汇率有几次明显的政策性调整：1981—1985 年和 1988—1997 年，在经济增长较快、劳动力市场趋紧的情况下，货币当局让新元名义有效汇率升值；20 世纪 80 年代中期和亚洲金融危机期间，新加坡经济增长明显放慢，货币当局于是通过名义有效汇率贬值推动经济复苏。自实行此汇率政策以来，新加坡的 CPI 指数基本保持了温和水平，通过名义有效汇率的调整，较好地实现了维持物价稳定的货币政策目标。从而，新元汇率对国内经济的影响大，国内利率作用较小。新加坡出口额、进口额都很大，其中出口约占总需求的 2/3，新元有效汇率的变动对国内物价水平和产出都有很大的影响。新加坡不存在国内利率政策，利率对经济的影响较小。通过有效地管理汇率，就可以实现物价稳定和经济增长的目标。

图 47：新加坡名义 GDP 和新元名义有效汇率

图 48：新元名义有效汇率


中国汇改的目的也是强调增强货币政策的有效性，抑制通货膨胀。虽然知道中国货币政策是多目标制的，而且保持物价的稳定，应该是中国货币政策的核心目标。但是，在新的汇率形成机制下，我们的货币政策的调控的直接目标是什么呢，之前我们的中介目标理论上是货币供给量 M2，名义有效汇率会不会成为新的中介变量。我们认为，短期内不会，要想让汇率变量成为调控的中介，那么必须有发达有效的外汇市场，内外经济供求变动，国际收支变动，都可以及时有效的反应在名义有效汇率的变动上，而当前的外汇市场基本上是一个关起门来的市场，央行和商业银行竞价，为收回美元，央行可以把报价抬到最高，实际上是最大的买家，距离发达的外汇市场应该很远。

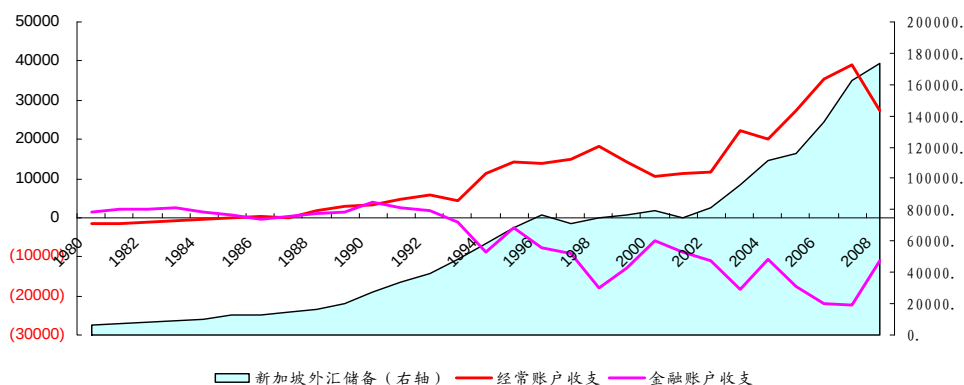
如果把名义有效汇率作为中介目标，对于新加坡这样一个以进出口为重，国内的投资和消费等比重相对较小，并且价格水平对汇率敏感的国家来说，还是可行的。而中国的货币政策目标的多元化，国内消费与投资尤其重要的前提下，单纯靠调控名义有效汇率这样的一个资产价格，在国内价格体系的传导机制还没有发达的市场存在的前提下，很难实现通胀的调控，更不要说其他货币政策目标。

那么在名义有效汇率不能成为新中介目标的前提下，同时，中国的利率市场化程度也低，仍然需要以货币供给 M2 为直接调控目标，以信贷的规模控制和公开市场操作为主要手段。如前面分析，在这样的多目标制度安排下，汇率的灵活性（升值）带给货币供给的影响很可能是加大了其波动，没有其他条件的配合，很难说增大了货币政策的有效性。

最后，参考篮子货币进行调整的有管理的浮动汇率制能否顺利运行，很大程度上取决于市场对这种制度的信心。新加坡的汇率制度之所以取得成功，主要不在于汇率机制的设计，而是其他一系列货币，财政，金融市场和国际收支的制度安排，其中包括：实行稳健的宏观经济政策。新加坡财政约束较强，20 世纪 80 年代末以来财政持续盈余，货币当局因无需为政府融资而得以专注于物价稳定目标；金融监管得力，银行体系较稳健，资本市场发达，有助于抑制跨境资本的大规模流动，防范投机性攻击，维护金融安全；国际收支风险较小。新加坡公共部门没有外债，由于国内利率相对较低，企业和银行通常较少借用外币债务。同时，国际收支经常项目持续大额顺差，外汇储备充裕，增强了对外支付能力和市场对新元汇率的信心；国内产品和要素市场富有弹性，能够对汇率大幅波动、贸易条件恶化等冲击及时作出调整，维护宏观经济稳定。

中国基本没有什么财政约束，这从中国快速增长的国债，尤其是地方投融资平台的泛滥就可见一斑；银行体系的稳健更无从谈起，09 年的信贷高增长，地方投融资平台和房地产市场泡沫将中国的银行业陷入坏账的担忧中；国内生产资料价格缺乏弹性；跨境资本的进出基本如入无人之境，投机资本肆虐。这种制度的执行信心何在？

图 49：新加坡外汇储备和国际收支



数据来源:CEIC

此次汇改未来执行取得成功的可能性，在于美元的主动性升值，而不在于汇改设计的改进与央行决心。我们在系列 1 中的核心结论之一就是美元的走强必然是一个趋势性的选择，而且也不认为在 2011 年美元再有大幅贬值的需要，人民币汇改只要能够顶住升值压力，挺过 2011 年，之后随着美元的升值，人民币相应的升值压力就会减弱，甚至兑美元有相对贬值的可能性。

总结

人民币战略取决于内外因素，本篇报告系统的讨论了影响人民币走向的内外均衡因素，同时也给出了可能的应对之策。

从工业化发展进程的纵向角度，在特殊的城市化进程和制度安排下，中国人口红利和土地红利延缓了要素价格的上涨，未来 10 年中国都将处于一个过渡期，当前人民币汇率保持稳定的必要性仍然不可改变。产业结构的升级在于技术的积累与要素价格从而收入水平的提高，本币升值并不能增加收入水平，也不能成为产业变革的主导性力量。

实际汇率的增长决定于生产率相对提升的相对速度和要素收入的增长。贸易行业和非贸易行业之间生产率增长差异导致二者价格水平的分化，进而推升实际汇率。根据我们在系列 3 中的分析，当前中国贸易行业（农产品，矿产品和制造业）的生产率增速相对美国并不占优势，同时，生产要素价格的相对被压制，导致贸易和非贸易行业的价格上涨还没有发生明显的分化。在过度期，高速增长所依赖的生产要素，土地，劳动力，原材料价格的有序上涨成为一个必然的趋势，从而推升实际汇率，实际汇率上升可以表现为名义汇率的上升，也可以表现为生产要素从而价格水平的上升。在劳动力和工业用地价格还没有持续大幅上升前，保持名义汇率稳定，而让劳动力和土地价格温和上升将是一个更好的选择，尤其是对于中国这样一个城市化水平仍在不断提高，未来更加倚重内需的国家。

贸易顺差决定于两国产业结构的变化，中国出口美国的产品 70% 是以低价格的土地和劳动力要素为竞争优势，这些产品的要素禀赋决定其没降价空间，有提价动力，产业结构决定了我们出口价值只能随着出口量的增长而同步增长。而美国出口中国的产品中 30% 为初级工业原料加工品，30% 为机械设备，美国在这些行业具有绝对领先的技术优势，因而可以获得竞争优势。中美贸易顺差的缩小有赖于中国在机械设备，尤其在电气机械为代表的主导性产业上更快的技术进步，如果不能开创更高级的要素禀赋优势，而仍然局限于传统的要素禀赋和出

口优势产业，贸易顺差不仅面临国内要素价格上升的压力，同时也面对国际众多竞争对手的争夺。未来中美贸易顺差的缩小将会随着优势要素禀赋的变迁而实现，但这是一个相对缓慢的过程，也是中国的过渡期为何要持续 10 年的原因之一，产业结构的调整需要一个稳定的汇率环境，虽然人民币升值会促进产业结构的升级，但是以快速消灭竞争优势产业的方式，而不是以提高要素禀赋的方式。

从国际竞争的角度，由于中国的产业结构层次从而竞争优势具有较强的可被替代性，人民币不能升值的含义，不仅是指不能对美元升值，同时也是指不能对众多的竞争对手升值。韬光养晦仍然应该是中国未来 10 年的主基调，首要的就是应该保持对于美元的低调，而不是去升值。

所谓灵活的汇率政策有利于货币政策的有效性，有利于抑制通胀，一定要有其他条件的配合，一者货币供给要相对稳定和目标单一，二者，生产要素价格本身没有出现暴涨的趋势。在可预见的很长时间内，美元仍将是中国的主要外汇储备，外汇占款问题将会长期存在，外汇占款的减少，按央行的意思，试图通过增加汇率的灵活性（主要是指本币升值）来实现，所付出的代价必然是惨重的。

改变单一盯住美元的制度，很可能会再次放大外汇占款的问题。政策的多目标，既要汇率灵活，又想内部价格稳定，又想就业稳定，很难保证货币供给的稳定性。中日历史和现实都在表明，在现阶段，维持对美元汇率的稳定，承受一定货币政策独立性的减少，所付出的代价比当前的汇改设想可能会更小。

在当前的汇改设计下，应对人民币的升值压力，比较合理的做法是，守住兑美元浮动区间（参照新加坡的经验），先不忙着对美元的脱钩，而是加紧对非美元的布局，即整合对于非美元的浮动区间，实时尽快推出并强调名义有效汇率（胡晓炼语），淡化对美汇率。可以让名义有效汇率在一定的浮动区间内向上小幅升值（考虑未来的通胀水平，控制在 5% 以内）。这个过程要持续到人们普遍相信人民币汇率政策已经是参考一篮子货币而不是盯着美元时为止，到那时，方可以考虑扩大对美元的浮动区间（新加坡等待了 5 年时间），而根据我们对于美元在 12 年后重拾升势的判断，也为这种做法提供了可能。同时，我们不认为在 2011 年美元再有大幅贬值的需要，人民币汇改只要能够顶住升值压力，挺过 2011 年，之后随着美元的升值，人民币相应的升值压力就会减弱，甚至兑美元有相对贬值的可能性。

附录：汇率评估的宏观经济均衡法

FEER: 基本要素汇率均衡, 也称宏观经济平衡下的汇率均衡, 由威廉姆森于 1983 年将该理论方法引入学术分析之中。目前该理论已被国际货币基金组织 (IMF) 广泛使用, 并被其作为估计汇率均衡理论的三种方法之一, 引入 2008 年的 IMF 报告之中。FEER 理论的基本理念是对每一个国家来说, 同时实现内部均衡与外部均衡的基础上研究各国之间的汇率。外部均衡指的是一国国际收支净额, 即净出口与净资本的流出的差额为零。内部均衡是指在经济增长, 充分就业, 物价稳定的宏观经济的均衡。

汇率评估的宏观经济均衡包含三个步骤:

应用面板数据计量经济方法估计经常账户平衡与一系列宏观基本面因素的均衡关系。

经常账户的均衡估计是以中期的宏观基本面因素为基础的。

实际汇率的调整应该修复每一个国家的中期均衡经常账户与当前实际经常账户的差距。

宏观基本面因素的选择:

政府预算平衡: 一国的政府预算赤字的减少, 提高了国民储蓄, 因此改善了经常账户。只有在特殊情况下, 当政府预算赤字下降, 而私人消费上升, 导致私人储蓄下降, 这种情况下, 政府预算赤字的改善对经常账户没有影响。

人口结构: 一国非职业人口占职业人口比重高, 将减少该国国民储备, 并恶化经常账户平衡。因此, 人口增长率和老年人口依附率被作为参考因素。

国外净资产(Net Foreign Assets): 国外净资产可能对经常账户的影响是双重的, 一方面, 拥有相对高的国外净资产的国家能够一定程度上承受经常账户的赤字并维持债务清偿能力, 在这种情况下, 国外净资产与经常账户之间形成了一种负相关的关系, 即国外净资产越多, 其经常账户可以表现越差。另一方面, 一国拥有高的国外净资产, 享有高的国外净收益流入。因此, 二者之间为正相关。在目前开放经济环境下, 第二种关系产生的效应更为强烈。

石油价格: 高石油价格改善了石油出口国的经常账户平衡, 恶化了石油进口国的经常账户平衡。

经济增长: 一国处于经济发展的初期阶段时, 对投资有很大的需求, 因此更有可能通过外部借款来融资投资的需求。当该国经济得到发展, 其收入水平接近发达国家的收水平, 其经常账户得到改善。在相似的初级发展阶段的国家中, 相对于其贸易伙伴国的强烈经济增长, 将导致其经常账户的恶化。一般以其贸易伙伴国除权的实际人均 GDP 增长率为衡量相对经济增长的变量。

经济危机: 在经济危机期间, 由于宏观经济需求的缩减, 国际可获得的融资下降, 或尝试净外债的减少, 都将导致经常账户的调整突然发生。因此, 经济危机发生时期被当作时间虚拟变量来解释经常账户的变化。

金融中心: 一些经济体, 例如: 比利时, 中国香港特别行政区, 新加坡, 卢森堡等, 作为国际金融资本流动的中心, 享有长期的经常账户盈余和净债权人的位子。因此, 金融中心被当作个别虚拟变量来解释经常账户的变化。

在确定了一系列的宏观基本面的因素后, 通过应用面板数据模型估计出经常账户的中期均

衡，然后再利用实际汇率修复估计出来的经常账户均衡值与实际经常账户值之间的差距。

宏观经济平衡法下估计的中期经常账户均衡（GDP 占比）

国家/地区	2009 年经常账户实际值	2015 年经常账户预测值	中期经常账户均衡估计值
欧洲发达国家	-0.4	-0.1	0.3
亚洲发展中国家	4.1	5.0	1.3
中、东欧发展中国家	-2.3	-4.3	-2.8

数据来源：国际货币基金组织 2010 年世界经济展望（World Economic Outlook），国际货币基金组织 2008 年报告

从图表中我们大致可以开出在不同发展水平国家组中，他们经常账户实际的的实际值与中期经常账户均衡估计值之间的差距。例如，在亚洲发展国家组中，经常账户实际值远远大于其中期均衡估计值，意味着他们之间的差需要以其货币的直接升值或间接货币升值来修复。

为了能过更直接的得出人民币未来中长期的变动趋势，在这里我们引入 William R. Cline 2008 年提出 SMIM（Symmetric matrix inversion method）模型来估计世界主要国家均衡汇率。

SMIM 模型简介：

在 SMIM 模型下，为达到宏观基本要素的平衡，实际经常项目额与理想的均衡经常项目额之间的经常项目变动差额（%GDP）= 实际有效汇率变动*经常项目影响参数。经常项目影响参数表示实际有效汇率一个百分点的变动对经常项目变动差额有多少百分点的影响。经常项目影响参数=出口价格弹性*出口商品和服务占 GDP 比率。

各国的经常项目理想均衡处在 GDP 的-3%与+3%之间，出口价格弹性 $n = -1.056 + 0.56x$ 方程来表示。n 表示出口价格弹性，x 表示出口商品和服务占 GDP 的比率。

该模型下，设定中国经常项目余额占 GDP 的理想均衡比率为+3%，我们认为基本符合我国宏观经济基本面因素，因为当我国经常账户余额占 GDP 的比率超过+3%，说明我国需求过剩，从而导致经济通货膨胀上涨的压力。

SMIM 模型估计结果如下：

附表 1： 2015 年经常项目目标

国家	IMF2010 年经常项目推测值（%GDP）	IMF2015 年 GDP 预测值(十亿美元)	IMF2015 年经常项目预测值（%GDP）	IMF2015 经常项目预测调整值（%GDP）	经常项目目标值（%GDP）
澳大利亚	-3.5	1,418	-5.8	-5.3	-3.0
中国	6.2	9,437	8.0	7.5	3.0
日本	2.8	6,192	1.8	2.0	2.0
欧元区	-0.0	14,125	-0.1	0.6	0.6
美国	-3.3	18,250	-3.5	-3.8	-3.0

附表 2: 测算结果

国家	经常项目变动差额 (%GDP) 实际有效汇率变动 (%)				美元双边汇率		FEER 美元汇率
	目标变动差额	模拟变动差额	目标变动差额	模拟变动差额	2010年5月	变动率(生/贬值率)	
澳大利亚	2.3	2.8	-13.4	-16.1	0.87	-5.5	0.82
中国	-4.5	-4.0	15.3	13.5	6.83	24.2	5.50
日本	0.0	0.2	0.0	-2.0	92	8.8	84
欧元区	0.0	0.4	0.0	-2.5	1.26	4.6	1.31
美国	0.8	1.2	-5.2	-7.8	0.0	0.0	1.00

数据来源: IMF World Economic Outlook, April 2010, Peterson Institute for International Economics, Number PB10-15

从测算结果图表我们可以看出, 中期人民币兑美元双边汇率 (FEER-美元汇率) 为 5.5RMB/USD, 因此人民币汇率中长期来看依然有一定的升值空间。尽管 SMIM 模型在某些假设上依然需要商榷, 但在一定程度上量化了人民币未来的变动方向, 并为判断人民币兑美元的未来走势提供了依据。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。