

# 美元欧元危机交替出现,人民币兑美元升值至 1:6.16

## ——2011 年汇率预测报告

民生精品---宏观深度研究报告

2010 年 12 月 21 日

### 报告摘要:

#### ● 2011 年全球经济增长

预计 2010 年,全球、发达国家和发展中国家的经济增长率约为 4.6%、2.8%和 7.1%左右;2011 年约为 4.3%、2.7%和 6.9%左右。2011 年美国先抑后扬,预计 2011 年的美国经济增长率约为 2.8-3.0%左右。受主权债务危机救助而采取的财政紧缩制约,2011 年欧元区经济增长将趋缓,预计 2011 年全年欧元区 GDP 增速介于 1.6%-1.8%。

#### ● 美元与欧元危机交替出现

美元与欧元通过经常项目逆差大量对外输出本国货币与维系币值稳定的矛盾使美元、欧元在“特里芬困境”中愈陷愈深, QE2 与欧债危机将使 2011 年美元与欧元危机交替出现。预计 2011 年美元指数先抑后扬,波动区间介于 75-88;欧元兑美元汇率将在 1:1.35-1:1.2 间波动。

#### ● 2011 年人民币兑美元升值至 1: 6.16

在所谓“再平衡”背景下,人民币升值压力剧增。扩展购买力平价方法计算的人民币均衡汇率显示,目前人民币低估 12.9%左右,人民币升值弹性模型计算结果表明,人民币升值 7.8%将缓解未来一年人民币升值压力,2011 年人民币兑美元将升至 1:6.16。

### 民生证券研究所

滕 泰 首席经济学家  
执业证号: S0130209051671  
电话: (8610)85127628  
邮箱: tengtai@mszq.com

郝大明 宏观分析师  
执业证号: S0100210110001  
电话: (8610)85127658  
邮箱: haodaming@mszq.com

张 磊 宏观分析师  
电话: (8610)85127662  
邮箱: zhanglei\_yj@mszq.com

钟正生 宏观分析师  
电话: (8610)85127656  
邮箱: zhongzhengsheng@mszq.com

地址: 北京市东城区建国门内大街 28 号  
民生金融中心 A 座 16 层 100005

### 相关研究

1. 《2011 年中国宏观经济报告: 转型加速, 增速回稳, 通胀回落》2010.12.2
2. 《2011 年宏观经济政策展望》2010.12.21
3. 《美元将触底反弹, 人民币双向宽幅波动》2010.10.22
4. 《美元上行, 欧元承压, 人民币双向宽幅波动—未来一年主要货币汇率走势报告》2010.8.18
5. 《四周期综合分析: 二次探底无可能—2010 年下半年世界经济形势判断》2010.8.18

### 2011 年经济增长预测预测 (%)

|       | 2010E | 2011E |
|-------|-------|-------|
| 全球    | 4.6   | 4.3   |
| 发达国家  | 2.8   | 2.7   |
| 发展中国家 | 7.1   | 6.9   |
| 美国    | 2.6   | 2.9   |
| 欧元区   | 1.7   | 1.8   |

## 目 录

|                                           |    |
|-------------------------------------------|----|
| 一、2011 全球经济增长总体判断 .....                   | 3  |
| (一) 2011 年美国经济先抑后扬, 全年增速 2.8%-3.0% .....  | 3  |
| (二) 2011 年欧元区经济增速趋缓, 全年增速 1.6%-1.8% ..... | 3  |
| 二、美元与欧元“特里芬困境”愈陷愈深 .....                  | 4  |
| (一) 美元巨额输出与美元“特里芬难题” .....                | 4  |
| (二) 欧元无法回避“特里芬难题” .....                   | 6  |
| 三、QE2 与欧债危机促美元欧元危机交替出现 .....              | 7  |
| (一) 美元兑主要货币汇率长期下跌 .....                   | 8  |
| (二) 欧元兑美元汇率处于长期不稳定状态 .....                | 9  |
| (三) 美元欧元危机交替出现 .....                      | 9  |
| 四、2011 年人民币兑美元升值至 1:6.16 .....            | 12 |
| (一) “再平衡”压力下, 人民币升值压力剧增 .....             | 12 |
| (二) 扩展购买力平价测算结果显示人民币仍低估 12.9% .....       | 16 |
| (三) 升值弹性表明, 2011 年人民币兑美元将升至 1:6.16 .....  | 16 |
| (四) 升值容忍度扩大, 人民币走向双向宽幅波动 .....            | 17 |
| 插图目录 .....                                | 25 |
| 表格目录 .....                                | 25 |

## 一、2011 年全球经济增长总体判断

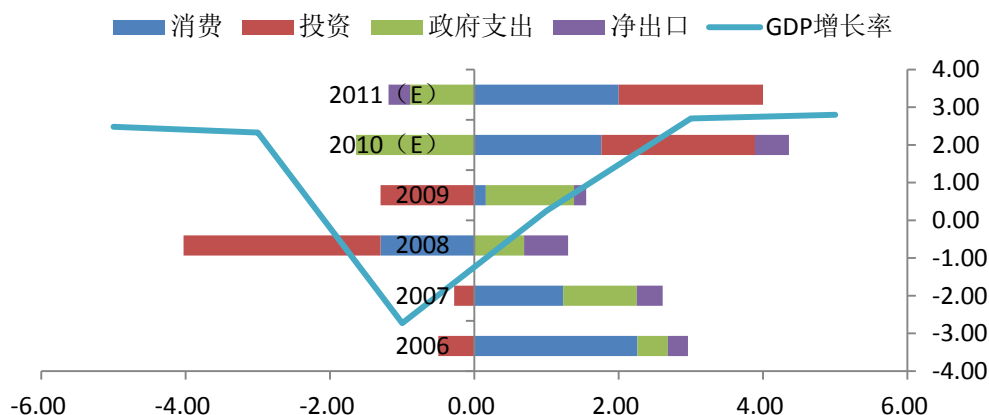
经历 2009-2010 年的复苏，全球经济已摆脱二次探底的困境。2010 年，全球、发达国家和发展中国家的经济增长率将达到 4.6%、2.8%和 7.1%左右；预计 2011 年全球、发达国家及发展中国家 GDP 增速约为 4.3%、2.7%和 6.9%左右。

### （一）2011 年美国先抑后扬，全年增速 2.8%-3.0%

美国经济正逐步走出次贷阴影，进入新的增长周期。2011 年 QE2 有望继续修复美国家庭资产负债表，小布什减税计划延续及美国居民收入增长有望刺激消费继续拉动美国经济上行。2011 年上半年美国消费增速减缓，制造业面临再次减库存，下半年消费增速提升，并带动制造业复苏，全年先高后低。

2011 年，消费增长仍是美国经济增长的最主要动力，投资有望在消费带动下进一步回升，而净出口则由于新型经济体增速减弱和贸易摩擦的增多对 GDP 增速难有更多贡献。预计 2011 年全年美国 GDP 增长率约为 2.8%-3.0%。

图 1：2011 美国 GDP 增长 2.8%-3.0%



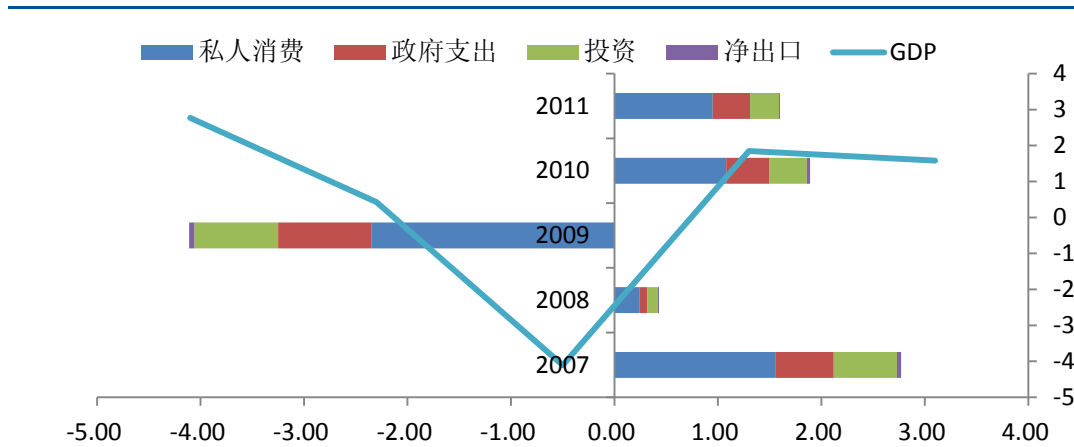
资料来源：Wind，民生证券研究所

### （二）2011 年欧元区经济增速趋缓，全年增速 1.6%-1.8%

受债务危机救助而采取的财政紧缩制约，及外围市场增长放缓影响，德、法经济增长将受到欧元区债务救助牵制，高失业率制约欧元区消费的快速增长，2011 年欧元区经济增速将减弱。

财政紧缩是制约 2011 年欧元区经济的主要掣肘因素，制约欧元区投资增速。由于 2011 年主要新兴经济体刺激政策退出，经济增速将有所减弱，对德国等欧元区经济大国出口带来一定负面影响。另一方面，美联储 QE2 的实施使欧元面临被迫升值，同样对欧元区出口竞争带来不利影响。因此，2011 年欧元区经济增速将较 2010 年有所回落，我们预计欧元区 2011 年全年经济增速约为 1.6%-1.8%。

图 2: 2011 欧元区 GDP 增长 1.6%-1.8%



资料来源: Wind, 民生证券研究所

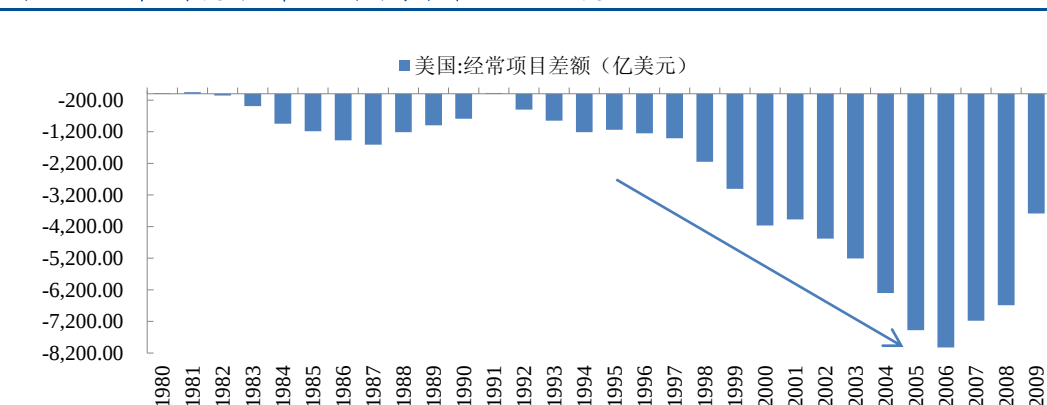
## 二、美元与欧元“特里芬困境”愈陷愈深

获取国际货币发行收益是拥有国际储备货币发行权国家的主动增加对外货币发行的利益所在。欧元自诞生以来，其与美元的竞争性发行便始终存在。2008 年以来，欧美出于各自需要刺激经济增长，结果便是欧洲美国疯狂发钞大比拼，欧元与美元“特里芬困境”愈陷愈深。

### （一）美元巨额输出与美元“特里芬难题”

美国在过去三十年间通过经常项目赤字向全球累计输出美元近 8 万亿。尤其是 1990 年以来，美国的经常项目逆差迅速扩大，从 900 亿元一路攀升最高至 2006 年的 8000 亿元。同时，其财政赤字也开始攀升，2002 年以来累计达 3.6 万亿美元。双赤字迅速增加了美国的货币投放。从美国流出的大量美元，被全球各国的央行和金融机构吸纳。过去十年全球各国央行新增美元外汇储备 1.9 万亿美元，目前累计已经达到 2.8 万亿美元。

图 3: 1980 年以来美国经常项目下赤字累计达 7.7 万亿美元

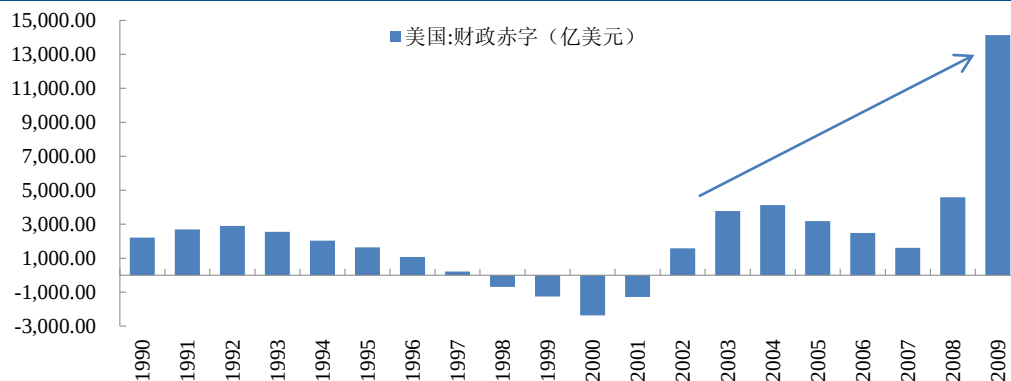


资料来源: CEIC, 民生证券研究所

“特里芬难题”的本质含义可以概括为：国际清偿能力的需求不可能长久地依靠国际货币的逆差输出来满足。对应于美国放任其国际收支逆差，美元由供不应求到美元泛滥。

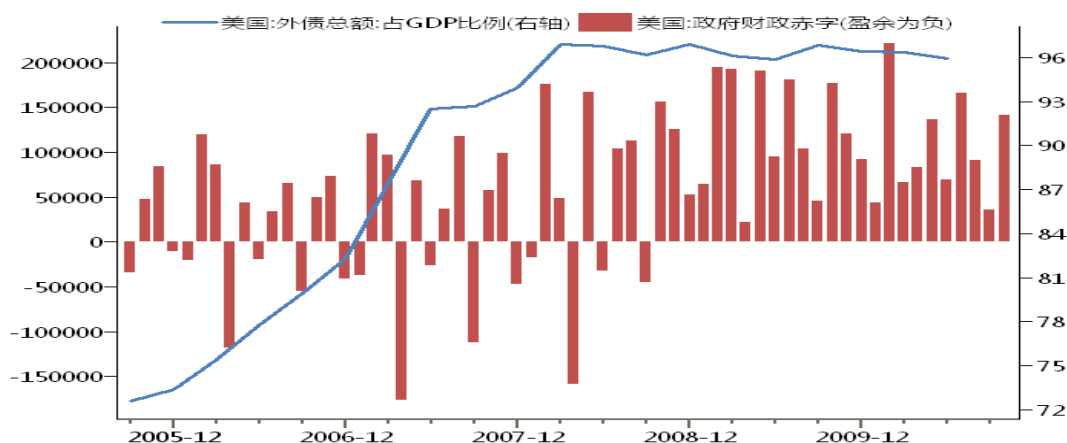
美元作为最主要的国际储备货币,美国以外国家必须依靠美国国际收支持续保持逆差输出美元来增加其国际清偿能力。美国逆差持续扩大危及美元信用从而动摇美元作为国际储备资产的地位。若美国维持国际收支平衡稳定美元,则难以满足其他国家储备需求,从而会发生国际清偿能力不足,进而影响到国际贸易与经济的增长。

图 4: 2002 年以来美国的财政赤字累计达 3.6 万亿美元



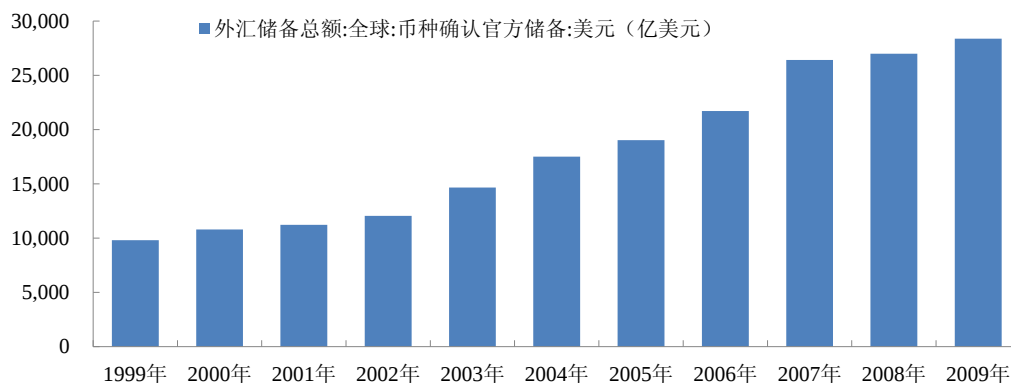
资料来源: CEIC, 民生证券研究所

图 5: 美国外债占 GDP 比例处于历史高位



资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 6: 过去十年全球各国央行新增美元外汇储备 1.9 万亿美元, 累计达到 2.8 万亿美元



资料来源: CEIC, 民生证券研究所

美国承担了全球货币创造者和国际货币税征收者的角色，却没有履行类似于国内货币税征收者所履行的公共职责——既不是一个双向流动、完整的商业循环，也不是一个双向流动、完整的财政循环，而是一半商业循环得到的资金变成另一半——美国的财政循环。美元国际货币发行的国内权利与承担的维持美元币值稳定的国际责任不对等，当美元过度发行与偿债能力下降的矛盾激化时，美元终将面临被抛弃而币值下跌。

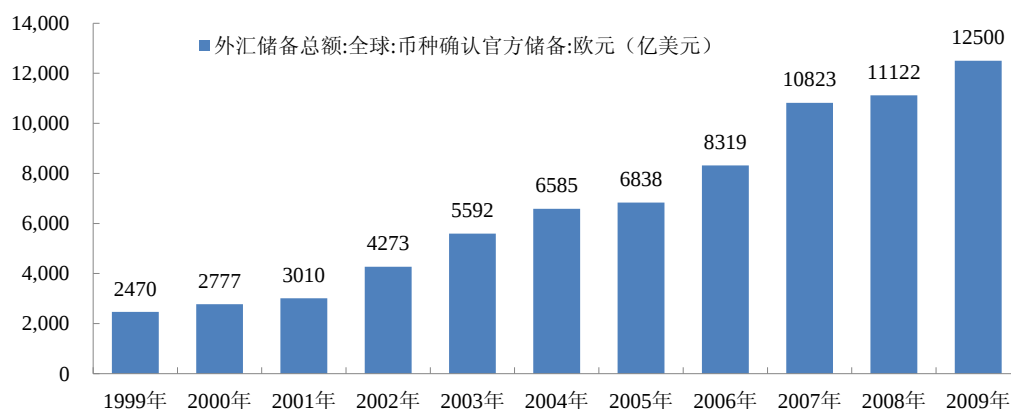
## （二）欧元无法回避“特里芬难题”

### 1、欧元创设以来快速崛起

欧元的崛起改变了美元独大的局面，使欧盟也具备了“开动印钞机买别国货物或资产”的资格，摆脱了单一美元储备的陷阱。

从 1999 年创设以来欧元迅速发展，短短的几年之内，欧元已经成为全球第二大货币，欧元兑美元汇率从最低时的 0.82 最高升至 1.62。欧元作为官方储备货币的比重持续上升，官方确认的欧元储备由 1999 年的 2470 万亿美元升至 2009 年 12500 万亿，增幅达 406%。

图 7：全球各国央行欧元外汇储备累计 1.25 万亿美元



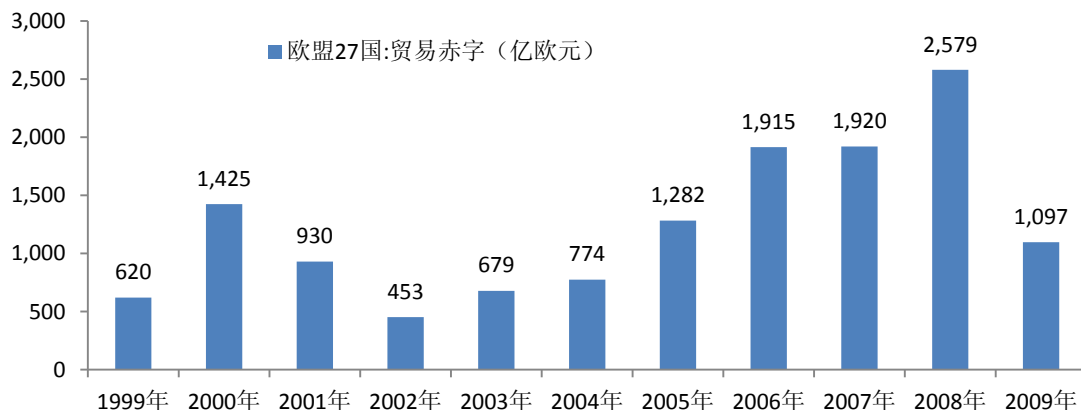
资料来源：CEIC，民生证券研究所

### 2、欧元同样面临“特里芬两难”

在欧元诞生并逐渐成为全球主要货币后，特里芬难题也成为欧元面临的重大问题之一。欧元在全球扩张的早期，特里芬难题没有显现，但这不能改变国际货币税征收者货币商业循环与财政循环冲突的本质。每一分欧元的海外发行，都会造成相应的贸易逆差或资本项目逆差，结果欧元也必然遭遇特里芬难题：要么欧盟扩大逆差、欧元贬值，要么把国际货币发行更多地让给美国，否则世界通货紧缩。

自 1999 年欧元问世后的十年间，欧盟区累计产生贸易赤字 1.4 万亿元。

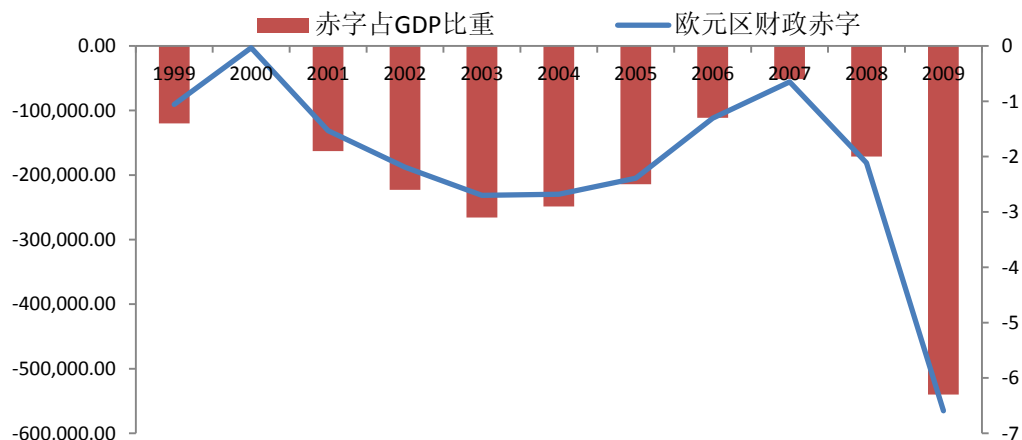
图 8：过去十年间欧盟区累计贸易赤字 1.4 万亿元



资料来源：CEIC，民生证券研究所

欧元区财政长期处于赤字状态，并有不断加剧态势，2009 年欧元区赤字占 GDP 比重达 6.3%，一度超过《马约》3% 的上限要求。在货币的快速扩张下，欧元逐渐成为全球各国地位仅次于美元的战略储备资产，全球各国央行已经拥有 1.25 万亿欧元作为其外汇储备。欧元的超发与欧元偿债能力的下降使欧元未来也将始终面临同美元一样的特里芬两难问题，而且只会越陷越深。

图 9：欧元区财政赤字持续扩大



资料来源：CEIC，欧洲央行，民生证券研究所

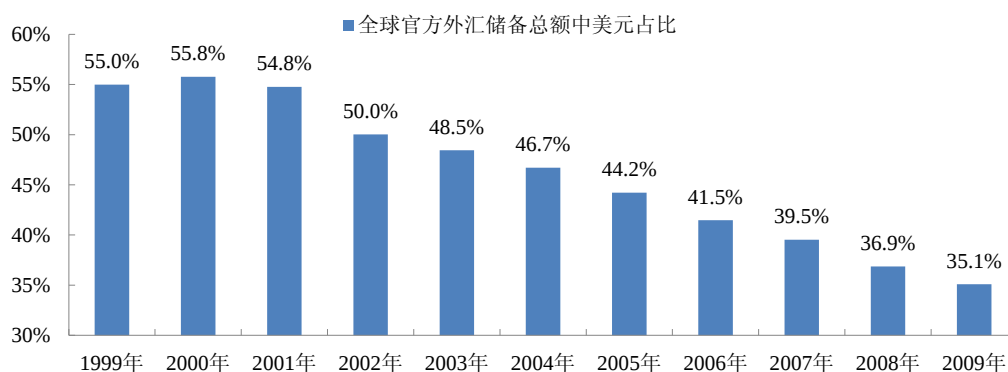
### 三、QE2 与欧债危机促美元欧元危机交替出现

美元与欧元特里芬难题无解，近 10 年来，美元兑主要货币汇率持续走低，削弱了众多美元资产持有者对美元比值稳定的信心，欧元兑美元汇率长期处于不稳定状态。美联储 QE2 增加美元对外发行、美国对外负债占 GDP 比重持续攀升、欧债危机阴云短期难以消散、欧元或步美元后尘跨入对外增发行列，美元与欧元竞争性超发必将造成两币危机交替出现。

## （一）美元兑主要货币汇率长期下跌

伴随欧元的出现，全球范围内各国央行加快了储备资产调整的步伐。目前全球各国央行欧元储备占比保持在 15-20% 之间。与此同时，美元占外汇储备的比例则由 55% 下降至 35%，降幅达 20 个百分点。

图 10：美元占全球官方外汇储备中的比例降至 35%

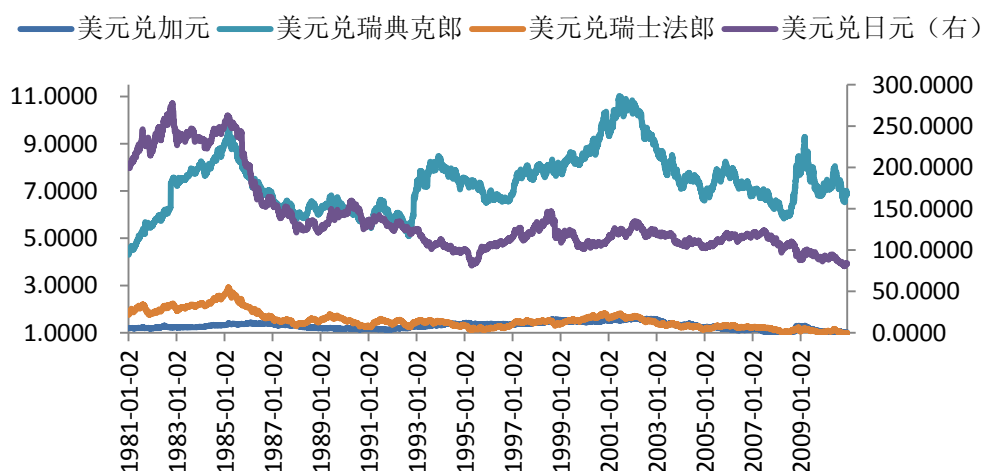


资料来源：CEIC，民生证券研究所

2001 年以后，美国“双赤字”政策下大量输出货币，特里芬难题无解，加上欧元崛起削弱了美元的国际货币地位，最终诱发美元危机，美元指数从 120 最低下探至 71 的历史新低。

从中长期视角来看，美国经济已经结束了里根时代开始的长达 25 年的经济繁荣长周期，目前的复苏仅仅是金融恢复造成的传统经济复苏，新的长期经济增长动力并未出现。连续十年的持续贬值已经使全球认清了美元的本质，虽然人们依然接受美元进行国际经济结算，但是前些年因为持有大量美元储备而遭受巨额购买力损失的国家和金融机构在储备资产配置上会越来越谨慎，美元的弱势将继续上演。

图 11：近 10 年来美元兑主要货币汇率持续走低

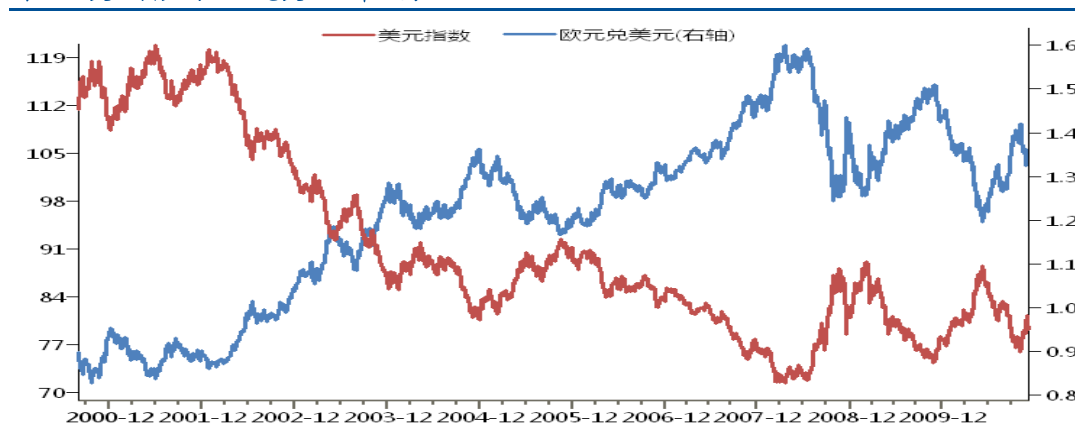


资料来源：CEIC，民生证券研究所

## （二）欧元兑美元汇率处于长期不稳定状态

欧洲债务危机彻底暴露了欧元区独立财政而统一货币的制度缺陷，欧元区经济在欧债危机制约下将维系脆弱，欧元也将长期保持弱势。因此，在没有更优的储备货币可供选择的情况下，美元与欧元的特里芬难题始终存在，国际储备资产调整直接导致欧元美元汇率处于长期不稳定状态。

图 12: 美元指数与欧元兑美元汇率互为涨跌



资料来源: Wind, 民生证券研究所

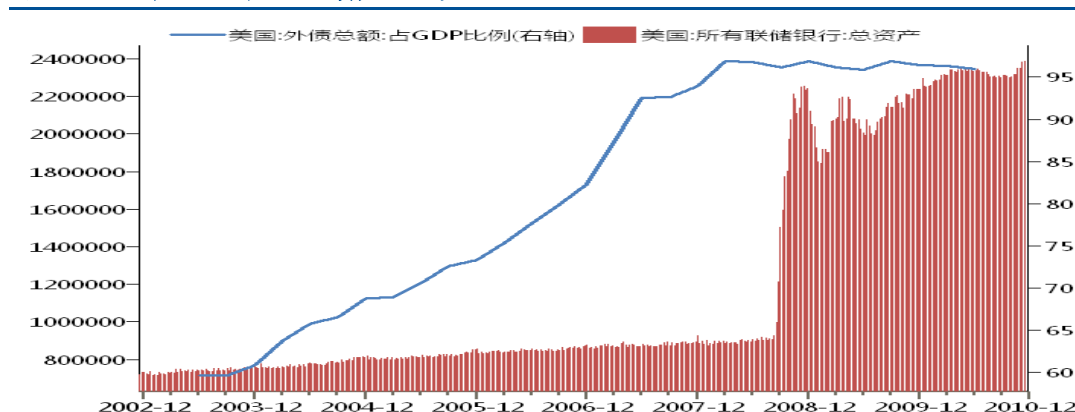
## （三）美元欧元危机交替出现

### 1、2011 年 QE2 促美元主动贬值，美元在国内实体经济好转后有稳定币值的要求

为刺激就业市场，美联储在第一轮量化宽松政策之上再加码，QE2 使美元流动性继续激增。由于企业、家庭资产负债表仍在修复中，实体经济仍较脆弱，银行信贷恢复需要时间，外围市场紧缩应对 QE2 抑制美元外流，有理由相信联储的政策效果，将主要体现在弱势美元和美元金融资产价格上升上，美元主动贬值恰恰符合美国当前促进国内经济复苏的需要，并降低美国高负债成本。

通过实施新一轮宽松的货币政策，预计未来一年美国将增发超过 1 万亿美元，同时美国外债占 GDP 比重高达 96%，货币超发和偿债能力下降直接导致国际金融市场对美元贬值的预期增强，日元、欧元尤其是新兴经济体国家货币被动升值。

图 13: 2008 年 9 月以来美联储资产迅速膨胀，



资料来源: Wind, 民生证券研究所

但美元仍然是全球经济的寒暑表。美元的走势，反映美国经济复苏的进程，体现着美国与世界其它国家经济实力上的此消彼长。

预计在 2011 年下半年美国经济复苏加快后，随着美国通胀水平的上升，美联储量化宽松政策将做出调整。一方面稳定美元币值，突出美元国际储备货币地位，另一方面，美元升值重新导引美元资金回流到美国实体经济，更进一步支持美国经济增长。

## 2、统一货币而独立财政使欧债危机短期难以缓解，欧元面临增发压力

### (1) 欧债问题继续维系欧元悲观预期

继希腊债务危机后，葡萄牙、爱尔兰、意大利、西班牙相继亮起红灯。近期爱尔兰又被迫接受 850 亿欧元的救济，2011 年全球投资者将更加担心葡萄牙、西班牙的债务问题。

表 1: 2006—2009 年欧盟五国财政赤字及负债水平 (百万欧元)

| 国家  | 年份   | GDP     | 财政赤字/<br>盈余 | 赤字率(%) | 公共债务    | 负债率(%) |
|-----|------|---------|-------------|--------|---------|--------|
| 葡萄牙 | 2006 | 155446  | -6092       | -3.9   | 100522  | 64.7   |
|     | 2007 | 163052  | -4218       | -2.6   | 103702  | 63.6   |
|     | 2008 | 166463  | -4705       | -2.8   | 110377  | 66.3   |
|     | 2009 | 163891  | -15426      | -9.4   | 125910  | 76.8   |
| 爱尔兰 | 2006 | 176759  | 5221        | 3      | 44059   | 24.9   |
|     | 2007 | 189751  | 261         | 0.1    | 47410   | 25     |
|     | 2008 | 181816  | -13198      | -7.3   | 79859   | 43.9   |
|     | 2009 | 163543  | -23350      | -14.3  | 104667  | 64     |
| 意大利 | 2006 | 1485377 | -49403      | -3.3   | 1582081 | 106.5  |
|     | 2007 | 1546177 | -23191      | -1.5   | 1599755 | 103.5  |
|     | 2008 | 1567851 | -42575      | -2.7   | 1663452 | 106.1  |
|     | 2009 | 1520870 | -80800      | -5.3   | 1760765 | 115.8  |
| 希腊  | 2006 | 210459  | -7496       | -3.6   | 205738  | 97.8   |
|     | 2007 | 226437  | -11478      | -5.1   | 216731  | 95.7   |
|     | 2008 | 239141  | -18303      | -7.7   | 237252  | 99.2   |
|     | 2009 | 237494  | -32342      | -13.6  | 273407  | 115.1  |
| 西班牙 | 2006 | 984284  | 19847       | 2      | 389507  | 39.6   |
|     | 2007 | 1052730 | 20066       | 1.9    | 380660  | 36.2   |
|     | 2008 | 1088502 | -44260      | -4.1   | 432233  | 39.7   |
|     | 2009 | 1051151 | -117630     | -11.2  | 559650  | 53.2   |

资料来源：欧盟统计局，民生证券研究所

从欧盟 27 国与欧元区 16 国总体财政赤字及负债水平比较看，欧元区未来仍面临较大减赤压力。

表 2: 2006—2009 年欧盟、欧元区财政赤字及负债水平 (百万欧元)

| 地区      | 年份   | GDP      | 财政赤字/<br>盈余 | 赤字率(%) | 公共债务    | 负债率(%) |
|---------|------|----------|-------------|--------|---------|--------|
| 欧盟 27 国 | 2006 | 11682471 | -167687     | -1.4   | 7172706 | 61.4   |
|         | 2007 | 12364567 | -103584     | -0.8   | 7265256 | 58.8   |
|         | 2008 | 12500094 | -285685     | -2.3   | 7697027 | 61.6   |
|         | 2009 | 11804734 | -801866     | -6.8   | 8690304 | 73.6   |
| 欧元区     | 2006 | 8553600  | -112048     | -1.3   | 5842888 | 68.3   |

|      |      |         |         |      |         |      |
|------|------|---------|---------|------|---------|------|
| 16 国 | 2007 | 9003902 | -55723  | -0.6 | 5940433 | 66   |
|      | 2008 | 9258895 | -181176 | -2   | 6424615 | 69.4 |
|      | 2009 | 8977933 | -565111 | -6.3 | 7062625 | 78.7 |

资料来源：欧盟统计局，民生证券研究所

自 5 月份欧元区爆发主权债务危机以来，救助危机而采取的财政紧缩成为各国在未来面临的主要难题，制约欧元区经济复苏的步伐。

**表 3：欧元区各国财政紧缩计划**

|     |                                                            |
|-----|------------------------------------------------------------|
| 希腊  | 未来 3 年内削减财政预算 300 亿欧元，到 2014 年将财政赤字率从目前 13.6% 降至欧盟规定范围内。   |
| 西班牙 | 未来 3 年内削减财政预算 500 亿欧元，将 2013 年的财政赤字率从 2009 年的 11.2% 降至 3%。 |
| 葡萄牙 | 2010 年底将财政赤字率从 2009 年的 9.4% 降至 7.3%。                       |
| 法国  | 未来 3 年内削减财政预算 950 亿欧元，2012 年财政赤字率降到 4.6%，2013 年降低至 3%。     |
| 意大利 | 未来两年内削减财政预算 260 亿欧元，将 2012 年的财政赤字率从 2010 年的 5% 降至 3%。      |
| 爱尔兰 | 到 2014 年将财政赤字率从目前的 11.7% 降至欧盟规定范围内。                        |
| 荷兰  | 削减 400 亿欧元财政预算，2011 年开始削减 20% 的公共开支。                       |
| 卢森堡 | 宣布实行紧缩政策，包括公务员限薪和增加税收等。                                    |
| 德国  | 取消原先宣布的减税政策。                                               |

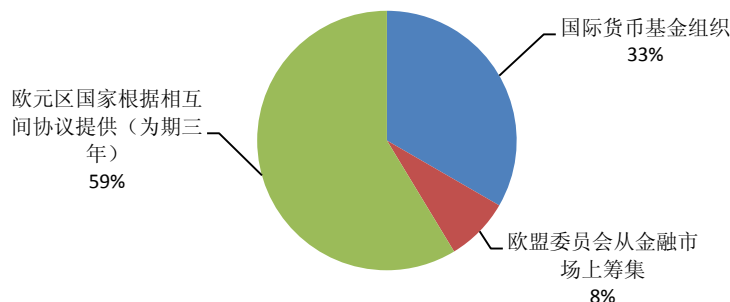
资料来源：民生证券研究所

欧元存在体制上的先天性不足。各国实行的货币政策基本统一，但是财政政策又掌握在各国手中。欧盟 27 国经济差异和政策协调的难度，远远大于欧盟刚成立时的 15 国时期。预计欧洲未来几年只有 1% 左右的经济增长率，这会弱化人们对欧元的信心。欧洲债务危机彻底暴露了欧盟经济的脆弱性，为了应对危机所采取的各国财政紧缩和欧元增发势必进一步降低欧元的购买力，再加上美国对欧元的刻意打压，未来三至五年欧元将长期低迷不振，兑美元汇率可能跌到 1: 1 的水平。

## （2）欧元或追随美元量化宽松

从欧元区去上一轮 7500 亿欧元债务救助情况看，欧元区国家出资占比为 59%，欧盟委员会通过欧洲央行在金融市场筹集 8% 左右。

**图 14：7500 亿欧元救助出资构成**



资料来源：民生证券研究所

鉴于欧元区整体财政压力持续增大,短期内难以解决的债务危机是欧元区面临救助资金来源困境。在美元推出第二轮量化宽松政策后,欧元区伴随爱尔兰债务危机的救助,不排除欧洲央行进一步通过购买债务国家国债方式增加欧元的发行。

一方面,目前欧元区通胀水平较低,具备增加欧元发行缓解欧元区财政减赤压力的条件;另一方面,美元量化宽松迫使欧元升值将增大欧元区资产价格上涨压力,不利于欧元区经济的复苏,欧元同样有主动贬值的要求。

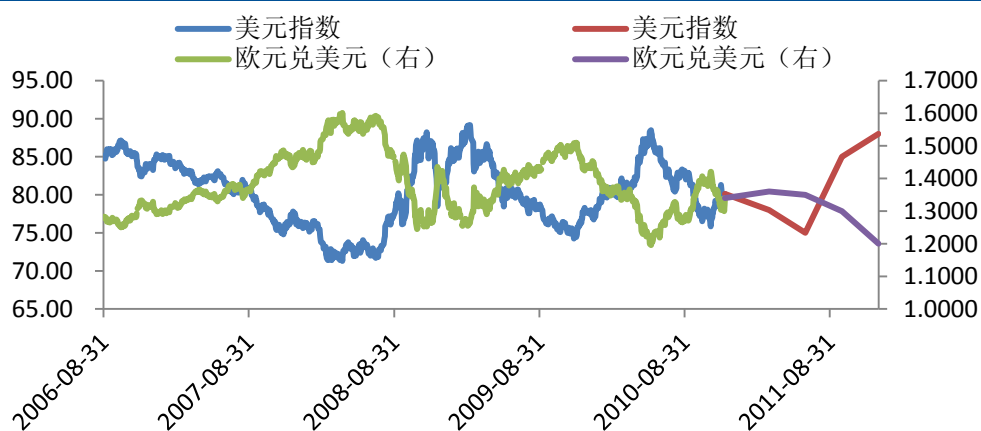
### 3、2011 美元欧元危机交替出现

基于我们对美国及欧元区经济走势及美国 QE2、欧元区债务救助的判断,我们认为,2011 年,美元指数与欧元汇率仍会交替互为涨跌。

2011 年上半年, QE2、美国财政压力增大继续推动美元指数向下调整,低点可能出现在 75 左右。欧元区债务危机在新一轮救助下暂时缓解,欧元兑美元继续上行,上半年欧元兑美元汇率升至 1:1.35 左右。

2011 年下半年,美国实体经济继续复苏,经济增速加快,美元再次酝酿主动反弹,并主动打压欧元,美元指数反转,年底美元指数最高攀升至 88。欧元区债务面临资金困境,欧洲央行增加欧元对外发行,欧洲新一轮银行测试再次引发国际市场对欧元的担忧,欧元兑美元大幅下跌,年底跌至 1: 1.2 左右。

图 15: 2011 美元欧元走势预判



资料来源: 民生证券研究所

## 四、2011 年人民币兑美元升值至 1:6.16

在“再平衡”压力下,人民币升值压力剧增,扩展购买力平价指数测算结果表明,人民币仍低估 12.9%左右,人民币升值弹性测算显示,2011 年人民币升值 7.8%至 6.16 可缓解升值压力。

### (一) “再平衡”压力下,人民币升值压力剧增

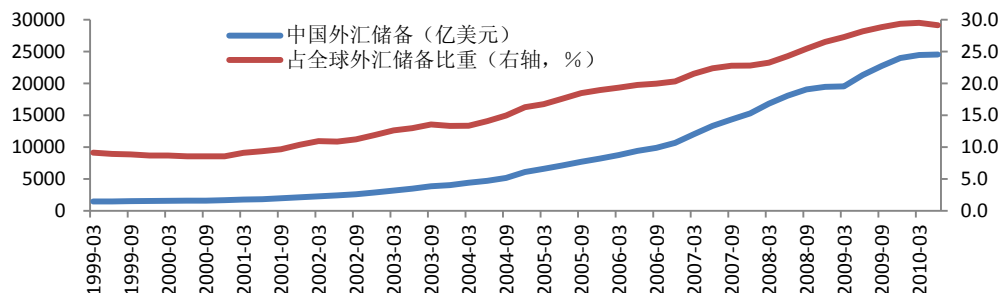
次贷危机期间,美国提出世界经济“再平衡”主张,力求平衡世界经济发展差距,同时减少欧美贸易逆差和新兴经济体贸易顺差。但危机后,欧美贸易逆差迅速扩大,而中国贸易顺差迅速回升。危机后贸易“不平衡”问题更加突出,人民币面临着更大的升值压力。

除了全球经济增长外，影响出口的因素还包括各国政治形势、政策倾向、金融环境、贸易格局等多个方面。金融危机后发达经济体经济复苏缓慢，投资和消费增长乏力，各国不惜以邻为壑、纷纷将内部矛盾外部化，通过各种方式增加出口以促进经济增长。目前在外汇储备、贸易差额、劳动力市场、房地产市场和经济增长这五个方面，我国与主要发达国家都存在鲜明的对比，在这一大背景下，中国成为全球再平衡的焦点，这将进一步拉低我国的出口增速。

## 1、目前中国外汇储备相当于全球的 29%，发达国家总和的 84%

近年来我国外汇储备迅猛增长，截止今年 9 月底达到 26483 亿美元，比一年前增加 3757 亿美元，比年初增加 2492 亿美元，10 年外汇储备增长 16.5 倍，年均增长 32.4%。截止今年上半年，我国外汇储备相当于全球外汇储备的 29.1%，相当于发达国家的 83.9%，相当于新兴经济体和发展国家的 44.7%。

图 16：目前中国外汇储备规模巨大

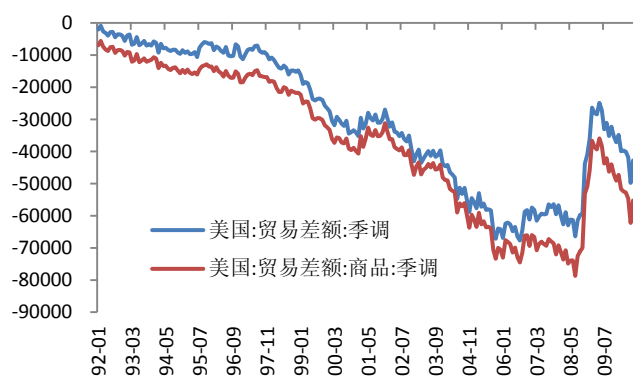


资料来源：Wind，民生证券研究所

## 2、美国贸易逆差与中国贸易顺差同时回升

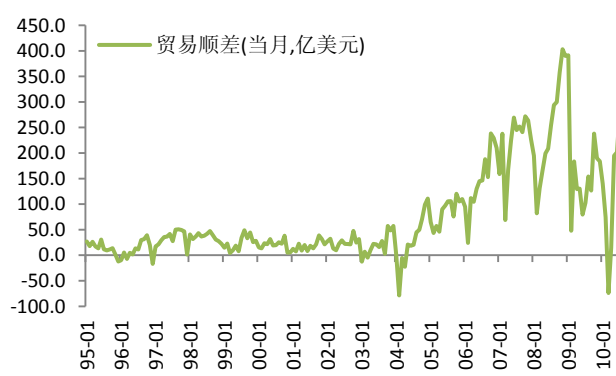
金融危机后，随着经济缓慢复苏，美国进口迅速增加，贸易逆差快速扩大。2010 年 6 月，美国贸易逆差迅速扩大到 498 亿美元，比最低谷的 2009 年 2 月增加 234 亿美元，增长 88.8%；同期美国商品贸易逆差扩大到 622 亿美元，增长 69.6%。

图 17：危机后美国贸易逆差迅速扩大



资料来源：民生证券研究所

图 18：危机后中国贸易顺差迅速回升



资料来源：民生证券研究所

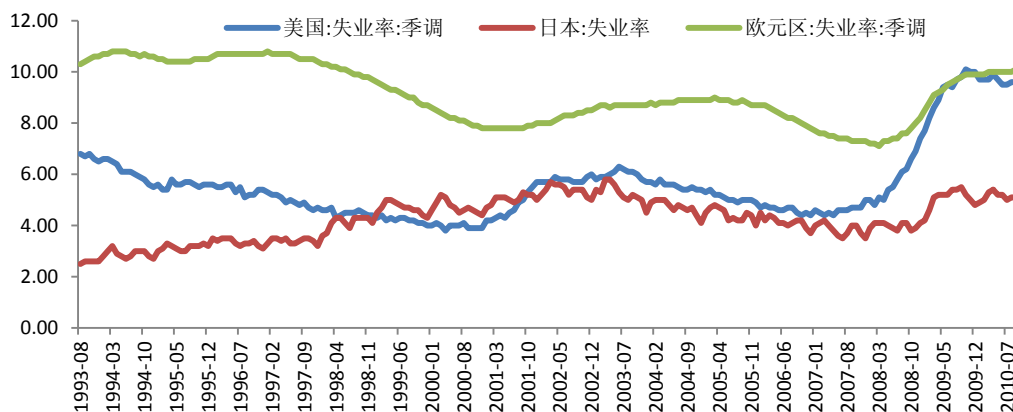
与此相反的是，中国贸易顺差快速回升。2010 年 7 月，中国贸易顺差快速恢复到 287

亿美元，虽比 2008 年 11 月、12 月和 2009 年 1 月接近 400 亿美元的顺差有所减少，但超过 2007 年下半年经济增长高峰时的水平。

### 3、三大经济体失业率居高不下，中国发生“用工荒”

危机后美国、日本和欧元区三大经济体经济复苏缓慢，失业率居高不下。美国 9 月失业率仍高居 9.6%，虽比 2009 年四季度 10% 有所回落，但今年前 9 个月一直徘徊于 9.5% 到 9.7% 之间；欧元区失业率 9 月达到 10.1%，连续 6 个月保持 10% 后再次出现上升；日本 9 月失业率为 5.1%，与 8 月持平，比 7 月高 0.1 个百分点。

图 19：目前三大经济体失业率均处历史高位



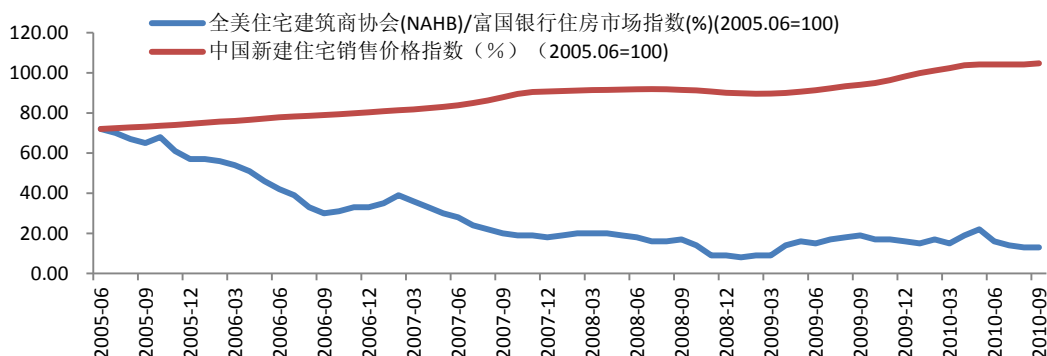
资料来源：Wind，民生证券研究所

与三大经济体失业率居高不下形成鲜明对比，中国今年出现“用工荒”，刘易斯拐点来临，最低工资标准普遍大幅上调。随着经济的企稳回升，今年年初用工需求回到金融危机前的水平，东部沿海地区出现“用工荒”，珠三角缺工超过 200 万。到 9 月底，全国除了重庆还没有上调最低工资标准外，其余省市均作了上调。其中，四川月最低工资标准（最低一档）上调幅度最大，达到 44.4%，5 个省市上调幅度在 30%-40% 之间，16 个省市上调幅度在 20%-30% 之间，6 个省市上调幅度在 10-20% 之间。

### 4、美国房地产依旧萧条，中国房地产量价齐升

美国房地产市场已经见底但仍处低位徘徊。2005 年 6 月美国房地产市场繁荣到达顶峰，全美住宅建筑商协会(NAHB)/富国银行住房市场指数达到 72.0，次贷危机发生后，美国房地产市场一片萧条，到 2009 年 1 月，这一指数仅为 8.0，下跌 88.9%；今年 10 月，这一指数回升到 16.0，比萧条低谷时上涨 100%，但仍比 2005 年 6 月繁荣时下降 77.8%。

图 20: 危机后美国房地产市场依旧萧条, 中国房价不断攀升



资料来源: Wind, 民生证券研究所

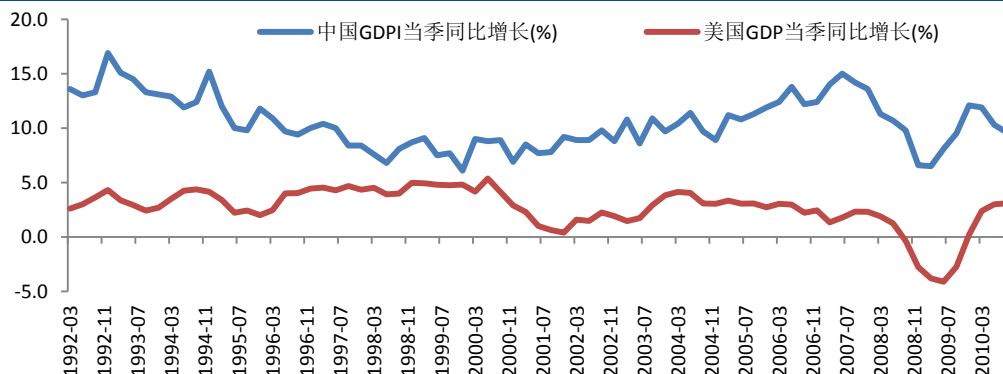
与美国房地产市场的萧条形成鲜明对比, 中国房地产市场 2009 年二季度以来一片兴旺, 商品房销售量猛增, 价格持续上涨, 房地产投资大幅增长。如果将 2005 年 6 月新建住宅价格指数定为 72.0%, 2010 年 9 月这一指数为 104.7%, 比 2005 年 6 月上涨 45.4%。为遏制自 2009 年二季度以来的商品房价格快速上涨势头, 2009 年 12 月政府取消了金融危机时采取的一系列刺激政策, 还在 4 月和 10 月采取了除推出房产税外的一揽子政策措施, 但商品房价格依然坚挺, 调控效果并不明显。

## 5、美国经济缓慢复苏, 中国经济恢复快速增长

在四万亿投资计划等一揽子政策刺激下, 中国经济快速回升, 2009 年三季度 GDP 同比增长率回升到 9.5%, 四季度回升到 12.1%, 今年前三季度 GDP 增长 10.6%, 大幅高于去年同期。

美国经济受金融危机严重冲击, 2008 年三季度起连续 6 个季度 GDP 同比下降, 之后, 自 2009 年四季度起, GDP 同比转为增长 0.2%, 今年前三个季度, GDP 当季同比增长分别为 2.4%、3.0%和 4.6%, 虽恢复较快, 但仍不足以降低目前居高不下的失业率。

图 21: 危机后中国经济增长率快速回升, 美国增长率仍比较低迷



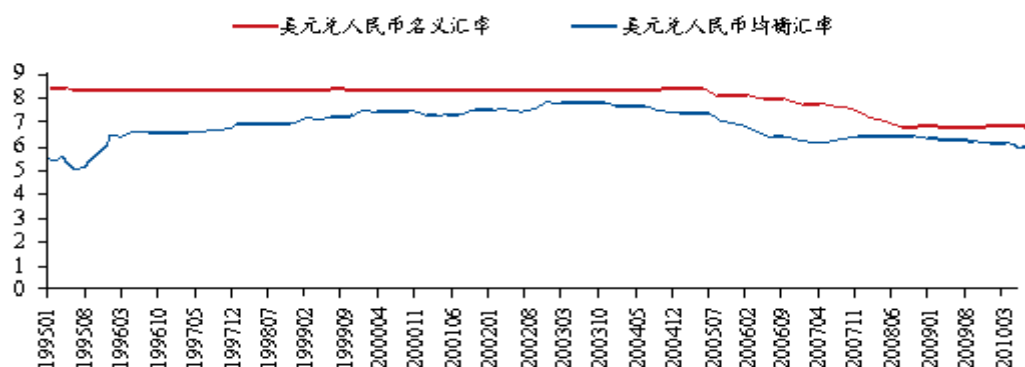
资料来源: Wind, 民生证券研究所

## （二）扩展购买力平价测算结果显示人民币仍低估 12.9 %

中国经济快速发展、出口的快速增长、外贸顺差持续上升、外国直接投资大量流入以及外汇储备迅猛增加被普遍认为是人民币升值的理由。人民币偏离均衡汇率是长期以来以美国为首的西方国家指责中国人为操纵汇率的重要原因。

考虑到中国工业化过程中廉价劳动力从农村土地向城市工业转移带来的影响，我们运用扩展购买力平价方法，并考虑了巴拉萨-萨缪尔森效应测算人民币均衡实际汇率水平，将通胀水平、经济结构调整因素、经济开放程度等构成人民币均衡实际汇率的重要影响因素综合考虑。根据我们的测算，自 1986 年以来，人民币兑美元处于低估状态，按照目前通胀水平及中美经济增长状况，当前的美元兑人民币均衡汇率应在 5.8 左右，当前人民币美元中间价 6.6605 计算，人民币兑美元汇率偏离均衡实际汇率约 12.9%，仍表现为低估。

图 22：美元兑人民币均衡汇率显示人民币仍低估 12.9%



资料来源：民生证券研究所

## （三）升值弹性表明，2011 年人民币兑美元将升至 1:6.16

### 1、人民币的升值弹性 3.21

测算升值弹性必须找到汇率均衡时期和汇率均衡区间。1997 年东南亚金融危机后，东南亚许多国家货币大幅贬值，人民币也面临较大的贬值压力，当时我国郑重承诺人民币不贬值，加上三年国企改革攻坚，我国经济较大困难。同期美国经济受“新经济”拉动，持续 10 年高增长，因此，1998-2000 年人民币均面临较大的贬值压力。2001 年美国互联网泡沫的破灭和“911 恐怖事件”的发生使美国经济遭受重创，中国和东南亚许多国家出口困难，经济低迷，2001 年是人民币汇率相对平衡年份。2002 年起，中国经济持续快速增长，一直延续至 2008 年年中。2005 年 7 月汇改后，直到 2008 年 7 月，人民币持续升值，既是对 2002-2004 年中国持续高增长的事后反应，也是对 2005-2007 年经济高增长同步反应和超前反应。

人民币升值压力从根本上来来自于中国经济增长率大幅高于美国。金融危机后，中国经济恢复较快增长，劳动生产率快速提高，这是人民币升值压力的主要原因。2008 年，中国 GDP 增长 9.6%，美国增长 1.1%，2009 年，中国经济增长 9.1%，美国 GDP 下降 2.4%，从绝对购买力观察，中国经济连续二年仍保持较快增长，但人民币自 2008 年下半年到 2010

年上半年连续一年半时间内汇率保持稳定，已积累了较大的升值压力。从今年经济发展来看，中国经济上半年增长 11.1%，三季度下行压力减缓，全年经济增长将在 10% 左右，而美国今年失业率一直居高不下，上半年经济增长 2.7%，全年经济增长率将在 3% 以下，因此，人民币面临着较大的升值压力。

**表 4：中国 GDP 增长率大幅高于美国**

|    | 2001-2007 年 |         | 2001-2004 年 |         | 2004-2007 年 |       | 年度 GDP 增长(%) |        |               |               |
|----|-------------|---------|-------------|---------|-------------|-------|--------------|--------|---------------|---------------|
|    | 累计增长(%)     | 平均增长(%) | 累计增长(%)     | 平均增长(%) | 累计增长        | 平均增长  | 2008 年       | 2009 年 | 2010 年<br>(E) | 2011 年<br>(E) |
| 中国 | 84.01       | 10.70   | 32.15       | 9.74    | 39.25       | 11.67 | 9.60         | 9.10   | 10.0          | 9.2           |
| 美国 | 16.56       | 2.59    | 7.98        | 2.59    | 7.95        | 2.58  | 1.10         | -2.40  | 2.70          | 2.9           |

资料来源：根据联合国统计司数据推算

2005 年 7 月到 2008 年 7 月，人民币累计升值 21%；2002-2007 年，中国 GDP 累计增长 84.0%，美国累计增长 16.6%，相当于两国劳动生产率提高幅度相差 67.4 个百分点。据此推算，升值弹性为，劳动生产率每差 3.21 个百分点，人民币升值 1%。

## 2、2011 年人民币实际升值压力约为 7.8%

2009 年下半年至今，中国经济率先复苏，人民币升值压力越来越大。如果按照中美两国经济 2010 年分别增长 10.0% 和 3.0%、2011 年分别增长 9.2% 和 2.9% 计算，2009-2011 年，中美两国劳动生产率提高幅度之差会达到 25.1 个百分点，按照 3.21 的升值弹性，人民币应升值 7.82% 左右，可有效缓解未来 1 年的升值压力。

无论从长期均衡汇率角度还是从短期货币当局对升值的容忍度角度看，人民币将逐步走向宽幅波动。尽管道理上允许人民币贬值，但从趋势上看，未来人民币将逐步升值。考虑到目前人民币兑美元汇率的日最大波动幅度在 0.5% 左右，随着升值容忍度的扩大，这一波幅将逐步增大，但汇率的适度稳定必将是货币当局关注的重点，人民币难以出现短期大幅单向升值。以当前不超过 0.5% 的日最大波幅衡量，按当前人民币牌价 6.6605 计，人民币升值 7.8% 左右，我们预计，2011 年人民币兑美元升值将升至 1: 6.16 左右。

## （四）升值容忍度扩大，人民币走向双向宽幅波动

人民币汇改重启后，人民币将逐步走向双向宽幅波动。货币当局对人民币升值的容忍度是决定人民币升值幅度的主要决定因素，人民币升值不必然导致出口下降。双向宽幅波动是人民币汇率形成机制未来进一步市场化的必然结果。

### 1、人民币汇率定价机制有进一步弹性化的要求

中国的汇率形成机制正逐步走向市场化，在已经实行的管理浮动汇率制基础上的进一步改革，意味着人民币汇率弹性将进一步扩大，更具弹性的汇率有利于促进外贸改革和经济结构调整及缓解市场对人民币升值的预期，并为货币政策独立操作腾出空间。

坚持以市场供求为基础，参考一篮子货币对人民币汇率进行调节同样要求人民币汇率随篮子货币进行浮动。当前我国进出口渐趋平衡，我国经常项目顺差与国内生产总值之比已经显著下降，国际收支向均衡状态进一步趋近，要求人民币升值的外部压力减弱，为人

民币进一步弹性定价创造了条件。

图 23: 我国经常项目顺差占 GDP 比重降至历史平均水平



资料来源: CEIC, 民生证券研究所

## 2、中国经济对人民币升值的容忍度逐步扩大

### (1) 对人民币升值带来出口下滑的容忍度逐步扩大

实证数据表明, 中国的出口与人民币汇率间不存在显著相关性, 中国的出口本质上是由我国的资源禀赋优势、国际分工地位及来自国外的需求所决定的, 人民币升值不必然导致出口下滑。

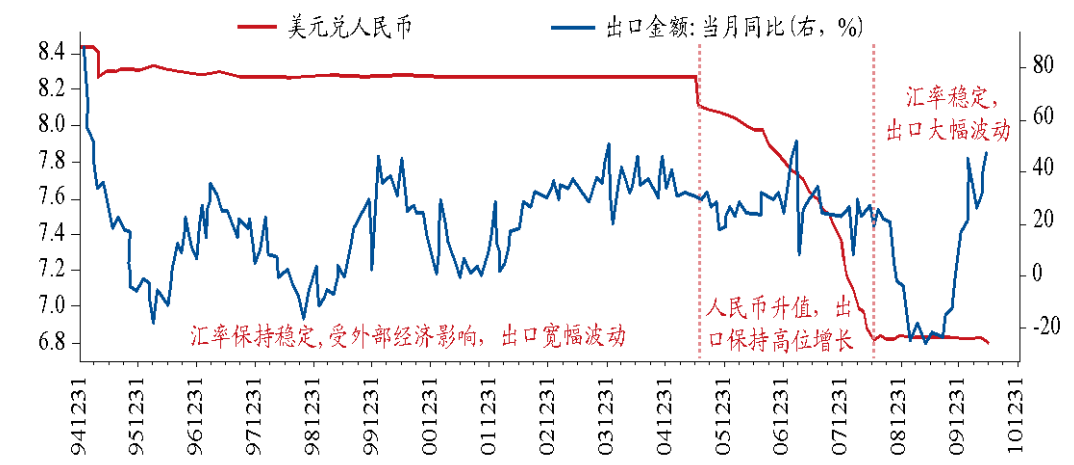
对人民币升值的担心主要在于担心出口受冲击。根据我们的观察, 出口变动与人民币汇率调整并没有明显的对应关系。我们将 1995 年以来人民币汇率与出口增长置于同一坐标中, 可以清晰的看出, 人民币与出口变化不存在显著相关关系。实证研究表明, 中国出口取决于外部需求而非汇率波动

1995~2005 年 7 月, 人民币兑美元保持相对稳定, 出口则由于受外部经济冲击呈现宽幅波动态势。在这一期间, 美元兑人民币汇率维持在 8.3 左右的水平, 同期我国出口增长率波动则介于 -20%~30% 之间宽幅波动。在外围市场需求旺盛时, 我国出口呈大幅快速增长态势, 外围需求低迷的情况下 (如 1997-1998 年亚洲金融危机及 2001 年美国 911 后的经济低迷), 出口增速则会大幅回落。

2005 年 7 月~2008 年 6 月, 人民币加速升值, 同期出口高速增长。三年时间里, 人民币升值约 18%, 但人民币兑美元升值并未对出口带来显著负面冲击。加入 WTO 带来的正效应逐步释放、世界制造业向中国转移、外围经济持续向好的大环境下, 我国出口连续保持了 20%~30% 的高速增长。

2008 年下半年次贷危机以来, 人民币再次盯住美元的情况下, 人民币汇率稳定在 6.82 附近, 政府加大出口补贴力度, 但在外围市场需求降低的背景下, 出口依然表现出大幅波动特征, 出口下滑幅度甚于 1998 年。上述事实说明, 人民币升值并不构成对出口形成冲击的重要理由。中国出口从本质上是由我国国际分工地位、资源禀赋优势及国外需求所决定的。

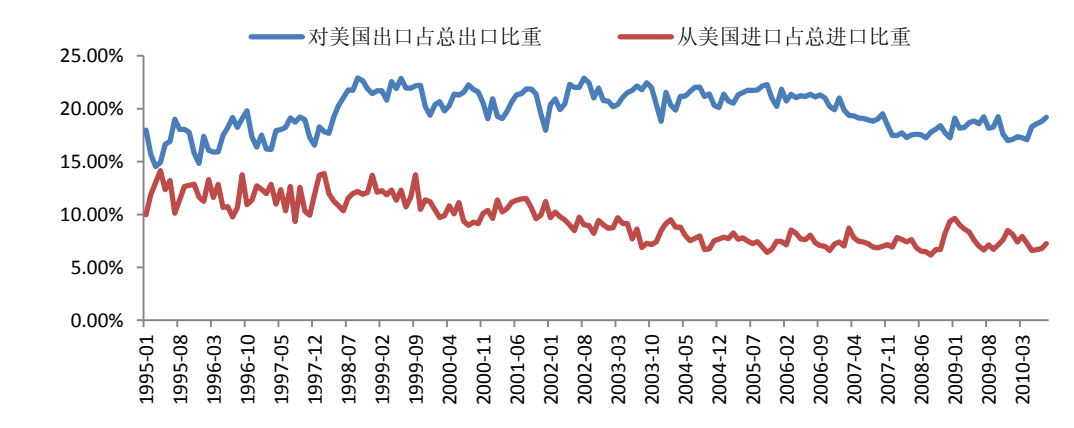
图 24: 美元兑人民币汇率与出口同比不存在显著关系



资料来源: Wind, 民生证券研究所

贸易和汇率之间存在着极为密切关系, 不论是支持还是反对中国维持现行汇率制度的人都以此为其立论基础, 但二者关系并不显著。上世纪 60-70 年代, 德、日都有巨额贸易顺差。但在上世纪的 90 年代, 即便其货币升值了, 她们仍有巨额贸易顺差。从中国的角度看, 这种关系会更弱。原因在于: 第一, 中国出口的是附加值很低的产品, 不仅进口原料、还大量进口半成品和资本品。中国是先进口, 再出口。如果汇率发生变化, 会同时影响出口和进口。第二, 中国的劳动力非常便宜。在制造业, 中国现行的平均工资仅相当于美国的 3%。即便人民币汇率升值 100%, 也仅为美国的 6%, 仍然很有竞争力。如果是升值 10%, 几乎毫无影响。第三, 中国出口商品的平均离岸价格约为在海外零售价的 25%。如果升值 100%, 最终消费品的价格会上升 25%; 如果升值 10%, 就上升 2.5%, 也没有明显影响。

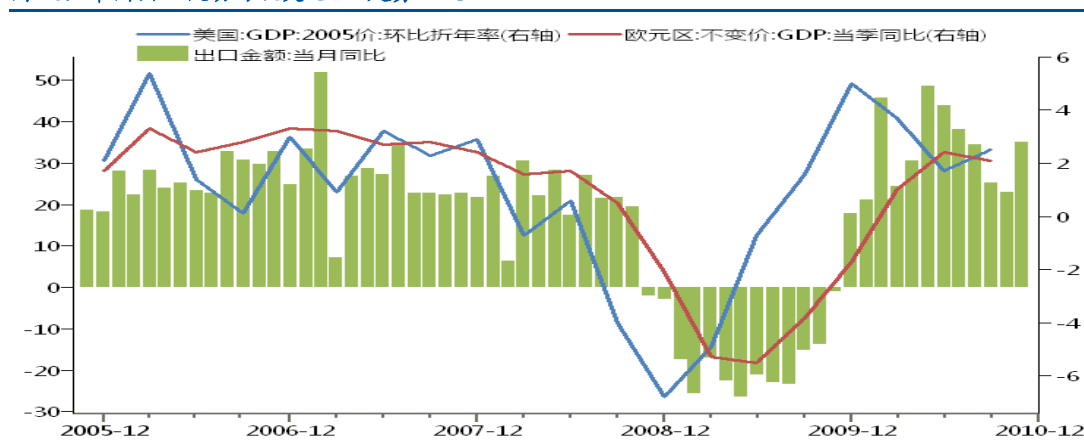
图 25: 对美国的进出口在我国进出口总额中占比稳定



资料来源: Wind, 民生证券研究所

决定中国出口的最根本因素应是国外对中国产品的需求, 统计数据显示, 中国出口的波动与欧美 GDP 走势具有一致性。欧美经济的复苏将继续扩大对中国商品的需求, 从而对欧美出口有望继续维持较快增长。

图 26: 中国出口波动与欧美 GDP 走势一致



资料来源: Wind, 民生证券研究所

从我国对外贸易结构角度看, 加工贸易一直在出口贸易中占有较大比重, 1996-2000 年, 加工贸易站出口比重高达 55.8%, 而进口贸易中则是一般贸易商品占较大比重。贸易结构所反应的是我国出口贸易中, 主要表现为劳动密集型的低端加工贸易, 出口竞争力水平仍然较低。

表 5: 中国加工贸易出口所占比重 (%)

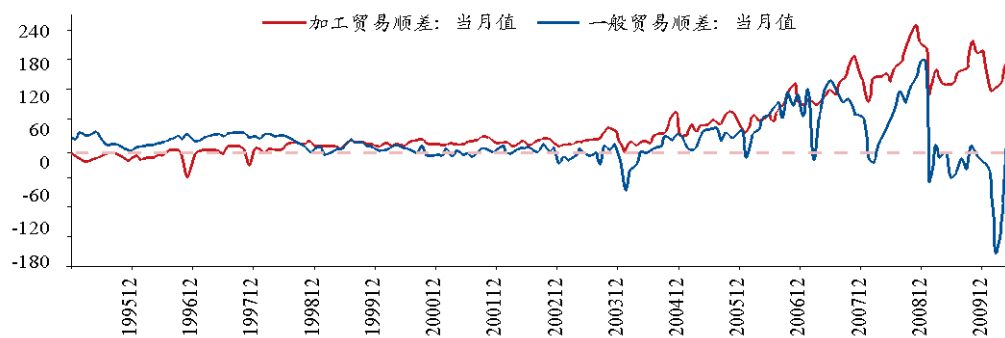
| 年份        | 加工贸易 |      | 一般贸易 |      | 年份        | 加工贸易 |      | 一般贸易 |      |
|-----------|------|------|------|------|-----------|------|------|------|------|
|           | 出口   | 进口   | 出口   | 进口   |           | 出口   | 进口   | 出口   | 进口   |
| 1981-1985 | 7.8  | 8.7  | 91.7 | 90.0 | 1996-2000 | 55.8 | 45.2 | 41.5 | 35.6 |
| 1981      | 5.1  | 6.8  | 94.5 | 92.5 | 1996      | 55.8 | 44.9 | 41.6 | 28.4 |
| 1982      | 0.2  | 1.4  | 99.7 | 97.9 | 1997      | 54.5 | 49.3 | 42.7 | 27.4 |
| 1983      | 8.7  | 10.6 | 90.7 | 87.7 | 1998      | 56.9 | 48.9 | 40.4 | 31.1 |
| 1984      | 11.2 | 11.5 | 88.6 | 87.0 | 1999      | 56.9 | 44.4 | 40.6 | 40.5 |
| 1985      | 12.1 | 10.1 | 86.8 | 88.2 | 2000      | 55.2 | 41.1 | 42.2 | 44.5 |
| 1986-1990 | 31.8 | 26.8 | 66.4 | 63.4 | 2001-2005 | 55.1 | 40.3 | 41.5 | 44.1 |
| 1986      | 18.2 | 15.6 | 81.1 | 82.1 | 2001      | 55.4 | 38.6 | 42.0 | 46.6 |
| 1987      | 22.8 | 23.6 | 75.2 | 66.6 | 2002      | 55.3 | 41.4 | 41.8 | 43.7 |
| 1988      | 29.6 | 27.3 | 68.6 | 63.7 | 2003      | 55.2 | 39.5 | 41.5 | 45.5 |
| 1989      | 37.7 | 29.0 | 60.1 | 60.2 | 2004      | 55.3 | 39.5 | 41.1 | 44.2 |
| 1990      | 40.9 | 35.2 | 57.1 | 49.1 | 2005      | 54.7 | 41.5 | 41.3 | 42.4 |
| 1991-1995 | 47.6 | 40.1 | 49.8 | 36.3 | 2006-2008 | 49.8 | 37.1 | 44.7 | 46.3 |
| 1991      | 45.1 | 39.2 | 53.0 | 46.3 | 2006      | 52.7 | 40.6 | 43.0 | 42.1 |
| 1992      | 46.6 | 39.1 | 51.4 | 41.7 | 2007      | 50.7 | 38.5 | 44.2 | 44.8 |
| 1993      | 48.2 | 35.0 | 47.1 | 36.6 | 2008      | 47.2 | 33.4 | 46.3 | 50.5 |
| 1994      | 47.1 | 41.1 | 50.9 | 30.7 | 2009      | 48.9 | 32.1 | 44.1 | 52.9 |
| 1995      | 49.5 | 44.2 | 48.0 | 32.8 |           |      |      |      |      |

资料来源: WIND, 民生证券研究所

从对外贸易顺差构成情况看, 主要贸易顺差同样由加工贸易带来, 一般贸易商品则主要表现为逆差状态, 一般贸易商品出口竞争力水平仍然较低, 产业结构及贸易结构调整升级的压力仍然较大。

占据出口比例 50% 的加工贸易受人民币汇率升值影响不大。由于加工贸易原料和产品“两头在外”，原材料的进口和产品销售渠道不会因人民币汇率升值而受影响，国内加工贸易受汇率波动影响很小。这表明，即便人民币升值，出口贸易由于 50% 左右的加工贸易的存在不会受到太大影响。

图 27: 贸易顺差主要由加工贸易贡献



资料来源: Wind, 民生证券研究所

## (2) 对人民币升值造成出口企业利润下降的容忍度扩大

国际清算银行 (BIS) 公布的数据显示，人民币名义和实际有效汇率自 1994 年至 2010 年 9 月累计升值 34.9% 和 57.5%。2010 上半年，欧元贬值 20% 导致人民币被动升值。在欧元继续维持弱势的情况下，货币当局必然担心推动人民币升值是否会使得国内出口企业利润被进一步挤压，并对相关产业发展、就业机会减少甚至经济增长带来冲击。

以对欧盟出口为例，从中国海关公布的 21 类、99 章、上千种产品的进出口数据中可以看出：在中国和欧盟之间，几乎每种产品都有来有往。但是，欧盟出口到中国的产品单价大多比中国出口到欧盟的产品的单价高出若干倍。这意味着在大多数细分的产品市场上，中国企业和欧洲企业分别位于高档和低档两端，相互之间并不存在明显竞争。

许多中国出口到欧盟的产品，欧盟内部早已不再生产。因此，即便进口价格（中国出口价格）翻番，早已退出市场的欧盟厂商也不会轻易重操旧业。因此，欧元贬值不太可能导致进口产品需求的降低，这也意味着对欧盟的出口不会显著受到欧元对人民币贬值的影响。其次，出口低端产品的中国企业在欧盟市场上遇到的竞争对手主要来自与中国发展阶段相近的发展中国家，特别是位于中国周边的一些国家。在欧元对人民币大幅贬值的过程中，欧元对这些国家的货币贬值了相似的幅度。这样，中国出口企业与周边国家出口企业在欧盟市场的竞争优势没什么变化，各自的市场份额也将大致维持。

从被担心利润受冲击的出口企业类型看，主要集中在那些没有高端贸易地位、缺乏专有技术垄断地位、专有知识产权、全球品牌、海外定价权及独立的海外销售渠道的加工贸易企业。表面上看，此类企业主要依靠中国低劳动成本生存，企业利润低，极易受到汇率升值的冲击。但细致考虑，占中国出口贸易比重近 5 成为加工贸易企业，技术、品牌、销售渠道等均由外部投资商提供，中国企业得到的是产品批发商与零售商价格差的分成的一小部分，而这一分成并不是由汇率及劳动力成本所决定的，更主要取决于生产加工企业与

销售企业的合同博弈，但互为依存的关系也决定了双方利润分成动态调整，并保证生产企业的生存。以南非世界杯期间的球迷喇叭“嗡嗡祖拉”为例，它的产地主要集中在浙江宁波的作坊式的加工厂，出厂价 2.2 元；在义乌小商品城里，最低批发价是 2.3 元；在南非球场外，它的身价是每个卖 50 兰特，相当于 45 元人民币，在正宗专卖店要卖到 120 兰特，大约是 107 元人民币。而制作一个“嗡嗡祖拉”，工人工资一毛钱，生产企业利润只有两到三毛钱。苹果公司手机 iPhone 虽是“中国制造”，但其中只有 3.6% 的价值，约 7.5 美元归属中国制造企业，但企业生产积极性表明，他们对于这种利润分成方式的认同。

传统劳密型加工贸易企业利润低的根本原因是当前我国在国际分工地位中的弱势。但诸多劳密型企业并未因为 2005 年到 2008 年人民币连续 18% 的升值而失去生存，这说明，升值短期内不是导致劳密型加工贸易企业的利润下降的主要原因，升值一旦到来，这一利润空间会在生产企业、批发商及零售商之间重新分配。

**表 6：我国主要出口品种组成部分占比（%）**

| 产业链       | 服装   | 家电   | 机电   | 鞋子   | 打火机  | 塑料与化工 |
|-----------|------|------|------|------|------|-------|
| 设计研发      | 18%  | 15%  | 10%  | 23%  | 5%   | 6%    |
| 材料+加工     | 25%  | 55%  | 60%  | 20%  | 30%  | 70%   |
| 进出口+物流    | 5%   | 5%   | 5%   | 5%   | 5%   | 7%    |
| 批零        | 45%  | 18%  | 18%  | 45%  | 53%  | 10%   |
| 消费税       | 7%   | 7%   | 7%   | 7%   | 7%   | 7%    |
| 合计        | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100%  |
| 海外零售价/出厂价 | 233% | 143% | 143% | 227% | 286% | 132%  |

资料来源：民生证券研究所

以劳动密集型行业的代表纺织业为例，从 2005 汇改到目前，纺织行业销售利润率呈稳中有升态势，由 2005 年之前的平均约 3.1% 上升到 2010 年 5 月 4.26%，提高幅度达 35%。事实证明，人民币升值并不是出口企业利润下降的主要原因。

### （3）对人民币升值造成劳密型加工贸易产业向外转移的容忍度扩大

对于人民币升值会造成劳动密集型加工贸易产业向外转移的担忧，一直是阻碍汇率制度制定者扩大人民币升值幅度的障碍。金融危机暴发后，制造业向中国周边国家转移的倾向更引起广泛关注。

从调整人民币汇率形成机制可能造成的产业转移的区域取向看，除非印度、越南等国家的投资环境、劳工条件较中国国内环境更为优越，在短期冲击下，产业外迁的可能性才会逐步增大。但在当前印度、越南等国的能源电力、厂房设备、治安环境、劳工技能、管理能力、交通运输状况、贸易税收环境还没有迅速赶上的背景下，低端加工制造业向周边国家转移的可能性较小。印度虽然廉价劳动更为丰富，但印度劳动群体的素质低，缺乏基本识字能力的人口达 3 亿人以上，成人识字率仅 60%。印度工人平均劳动生产率仅为中国的 36%。印度吞吐量大的海港，货柜装卸平均时间为 85 个小时，相当于香港的 10 倍。越南公路总长 10 万公里，但其中水泥和柏油路仅占 10%。因此，短期压力造成的产业向周边国家转移的可能性较小，更取向湖南、安徽、四川、河南等内地二线地区。

中国巨大的国内潜在市场和中国的规模经济优势是外资企业继续选择向中国进行产业转移的主要优势,且这些优势蕴藏巨大的成本降低潜力,乃至可以抵消劳动力等成本增长。因此,中国在国际产业分工中仍有巨大的国际竞争力,中国仍然是世界产业分工链中重要的转移目的地。

#### (4) 当前就业形势良好,对人民币升值影响就业的容忍度扩大

随着世界经济逐步从金融危机中恢复,我国就业形势也开始全面好转,劳动力市场供需两旺,局部地区劳动力供不应求。

据人力资源和社会保障部统计数据,今年1-6月,全国城镇新增就业638万人,完成全年900万人目标的71%;全国农村外出务工劳动力总数为15723万人,比上年同期增加626万人;截至6月底,全国下岗失业人员再就业305万人,完成全年目标的61%;就业困难人员实现就业88万人,完成全年目标的88%。全国城镇登记失业人数911万人,比一季度末减少8万人;城镇登记失业率为4.2%,与一季度末持平,低于近几年4.6%的控制指标,已恢复至国际金融危机冲击前的水平。中国人力资源市场信息监测中心的统计数据显示,今年第一季度,劳动力需求大于供给,岗位空缺与求职人数的比率继续回升;与上季度和去年同期相比,用人需求和求职人数均有较大幅度增长。第二季度,需求人数、求职人数分别比一季度增加了15.7万人和41.2万人,劳动力供需两旺。更显著的变化是,岗位空缺与求职人数的比率约为1.00,基本平衡,而历年同期一直是岗位空缺的少、求职的人多。

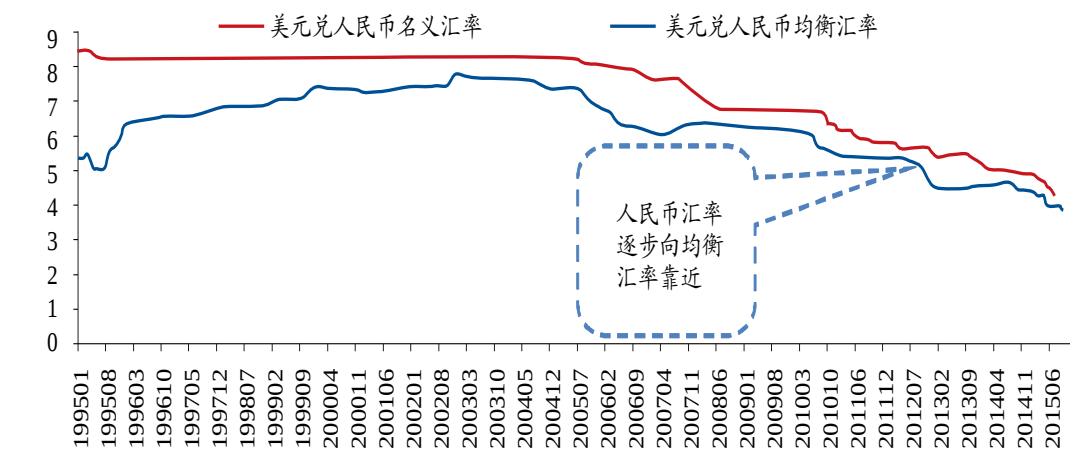
海关总署数据显示,截至2009年底,我国加工贸易企业总数有12.6万家,这一数字并未因2008年出口大幅下滑而显著减少,也反映了我国加工贸易面对冲击仍有较大的生存能力。

### 3、人民币汇率继续双向宽幅波动,2011年底人民币兑美元升值至1:6.16

无论从长期均衡汇率角度还是从短期货币当局对升值的容忍度角度看,人民币将逐步走向宽幅波动。尽管道理上允许人民币贬值,但从趋势上看,未来人民币将逐步升值。考虑到目前人民币兑美元汇率的日最大波动幅度在0.5%左右,随着升值容忍度的扩大,这一波幅将逐步增大。

双向宽幅波动将是人民币汇率未来走势的重要特征。随着人民币国际化程度的不断推进,增强人民币汇率弹性,使汇率波动为实体经济转型和增长服务是中国的必然选择。人民币汇率波幅的放宽需要有一个渐进的过程。在当前汇率制度下,人民币汇率升值幅度将取决于人民币汇率形成机制及货币当局对升值压力的容忍度,人民币汇率形成机制的市场化程度和篮子货币的构成是人民币升值的幅度的重要决定因素。

图 28: 美元兑人民币汇率走势预测



资料来源: CEIC, 民生证券研究所

## 插图目录

|                                                      |    |
|------------------------------------------------------|----|
| 图 1: 2011 美国 GDP 增长 2.8%-3.0%.....                   | 3  |
| 图 2: 2011 欧元区 GDP 增长 1.6%-1.8%.....                  | 4  |
| 图 3: 1980 年以来美国经常项目下赤字累计达 7.7 万亿美元.....              | 4  |
| 图 4: 2002 年以来美国的财政赤字累计达 3.6 万亿美元.....                | 5  |
| 图 5: 美国外债占 GDP 比例处于历史高位.....                         | 5  |
| 图 6: 过去十年全球各国央行新增美元外汇储备 1.9 万亿美元, 累计达到 2.8 万亿美元..... | 5  |
| 图 7: 全球各国央行欧元外汇储备累计 1.25 万亿美元.....                   | 6  |
| 图 8: 过去十年间欧元区累计贸易赤字 1.4 万亿元.....                     | 7  |
| 图 9: 欧元区财政赤字持续扩大.....                                | 7  |
| 图 10: 美元占全球官方外汇储备中的比例降至 35%.....                     | 8  |
| 图 11: 近 10 年来美元兑主要货币汇率持续走低.....                      | 8  |
| 图 12: 美元指数与欧元兑美元汇率互为涨跌.....                          | 9  |
| 图 13: 2008 年 9 月以来美联储资产迅速膨胀, .....                   | 9  |
| 图 14: 7500 亿欧元救助出资构成.....                            | 11 |
| 图 15: 2011 美元欧元走势预判.....                             | 12 |
| 图 16: 目前中国外汇储备规模巨大.....                              | 13 |
| 图 17: 危机后美国贸易逆差迅速扩大.....                             | 13 |
| 图 18: 危机后中国贸易顺差迅速回升.....                             | 13 |
| 图 19: 目前三大经济体失业率均处历史高位.....                          | 14 |
| 图 20: 危机后美国房地产市场依旧萧条, 中国房价不断攀升.....                  | 15 |
| 图 21: 危机后中国经济增长率快速回升, 美国增长率仍比较低迷.....                | 15 |
| 图 22: 美元兑人民币均衡汇率显示人民币仍低估 12.9%.....                  | 16 |
| 图 23: 我国经常项目顺差占 GDP 比重降至历史平均水平.....                  | 18 |
| 图 24: 美元兑人民币汇率与出口同比不存在显著关系.....                      | 19 |
| 图 25: 对美国的进出口在我国进出口总额中占比稳定.....                      | 19 |
| 图 26: 中国出口波动与欧美 GDP 走势一致.....                        | 20 |
| 图 27: 贸易顺差主要由加工贸易贡献.....                             | 21 |
| 图 28: 美元兑人民币汇率走势预测.....                              | 24 |

## 表格目录

|                                              |    |
|----------------------------------------------|----|
| 表 1: 2006—2009 年欧盟五国财政赤字及负债水平 (百万欧元) .....   | 10 |
| 表 2: 2006—2009 年欧盟、欧元区财政赤字及负债水平 (百万欧元) ..... | 10 |
| 表 3: 欧元区各国财政紧缩计划.....                        | 11 |
| 表 4: 中国 GDP 增长率大幅高于美国.....                   | 17 |
| 表 5: 中国加工贸易出口所占比重 (%) .....                  | 20 |
| 表 6: 我国主要出口品种组成部分占比 (%) .....                | 22 |

## 分析师简介

**滕泰**，经济学博士，先后毕业于复旦大学和上海社会科学院。曾在美国沃顿商学院做访问学者，中国人民大学、中央财经大学兼职教授，中国证券业协会分析师委员会副主任委员，现任民生证券首席经济学家。主要研究领域为宏观经济、国际经济和财富战略等，代表著作有《财富的觉醒》、《新财富论》、《投资银行》等。

**张磊**，宏观经济分析师，毕业于暨南大学金融学专业，经济学博士，对外经济贸易大学金融学博士后。2010年加入民生证券，对宏观经济、金融运行规律有深入的理解和把握，注重宏观经济基本面分析，通过发掘经济变量波动的内在逻辑判断宏观经济走势，专于海外经济研究。

**郝大明**，宏观经济分析师。本科毕业于厦门大学统计学专业，硕士毕业于山东大学财政学专业，博士毕业于首都经济贸易大学劳动经济学专业。先在政府统计机构工作9年，有丰富的工业统计和GDP核算工作经验，后从事宏观经济研究预测工作3年。精于数据分析，擅长实证研究。2010年加盟民生证券，主要从事经济增长和物价等主要宏观经济指标的跟踪预测，对宏观经济主要运行趋势有比较准确的把握。

**钟正生**，宏观经济分析师，专注宏观政策研究。经济学博士，毕业于中国人民大学，师从中国人民大学经济学院院长杨瑞龙教授。2007年7月-2010年10月在中国人民银行从事宏观经济和货币政策研究工作，对宏观经济形势有较好把握，对货币政策运行有较深理解。2010年10月加盟民生证券。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

## 机构销售

|        | 北京                  | 深圳                | 上海                |
|--------|---------------------|-------------------|-------------------|
| 联系人    | 尹璠                  | 韦珂嘉               | 孟辉                |
| 电话     | 010-85127761        | 010-85127772      | 021-64274383      |
| 手机     | 13621034253         | 13701050353       | 13916107040       |
| E-mail | yintang@mszq.com    | weikejia@mszq.com | menghui@mszq.com  |
| 联系人    | 郭明                  | 许力平               | 李北铎               |
| 电话     | 010-85127762        | 010-85127667      | 021-64274383      |
| 手机     | 18601357268         | 13811008335       | 18621639595       |
| E-mail | guomingyjs@mszq.com | xuliping@mszq.com | libeiduo@mszq.com |

## 免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。