

人民币汇率中期前景及升值的潜在影响

——升值或引发中国出现通缩风险

分析师：

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

内容摘要：

- 单纯从经济层面观察，出口、外需、顺差、通胀、美元汇率等多项因素，决定了人民币并不存在升值的空间。
- 但政治因素加大了人民币前景的不确定性，这对涉汇企业提出了挑战，但我们认为决策层在中短期内倾向于维持汇率稳定。
- 由于出口对中国经济极为重要，人民币升值的影响将不仅仅局限于出口部门，而是会蔓延到投资与消费领域。
- 人民币升值将释放失业压力，削弱消费需求，并促使外贸企业转战国内市场，这将进一步激化国内的产能过剩局面，总需求与总供给的失衡，将引发中国通缩风险。
- 汇率不当升值带来通缩风险已经在日本出现，至今仍未消除，而 80 年代的日本与今日之中国有诸多相似性。
- 我们认为人民币升值应当极为谨慎，年升值幅度不宜超过 2%，且 1-2 个季度内，汇率仍会大体持稳，波动极限在 6.80。

近期海外要求人民币升值的政治压力喧嚣尘上，美国国会议员甚至联名要求国会施压，如果人民币不升值将征收反补贴税（这相当于人民币变相升值）。

值得关注的是，人民币中间价自2月25日以来，出现连续高开，虽然幅度不大，但却创下2009年5月以来的新高。同时，中间价的变化表现出不同于以往的一些特点，比如，在此前近一年的时间里，人民币中间价更为市场化，与美元指数具有一定相关性，即会在一定程度上反映美元在国际市场的强弱，但近期则出现明显不相关，这是否是重启升值的信号？

经济层面人民币不存在升值空间

如果从经济层面观察的话，人民币并不存在升值的空间：

1) 中国出口仍处在恢复性增长阶段，而非扩张性增长，“新植之木不可摇其根”，尽管近几个月出口同比大幅增长，但这主要是基于去年的低基数效应，同时也应注意到出口连续两个月环比下滑的现象；

2) 外需前景仍不明朗，目前除美国外，主要发达经济体的复苏都不是很理想，而最大的出口目的地欧盟还面临主权债危机的考验；

3) 中国的贸易顺差在持续收窄，2009年顺差较2008年下降了30%，而今年2月的顺差则创3年来最低（剔除经济危机对2009年的影响），中国的贸易失衡正在不断改善当中；

4) 尽管中国2月CPI涨幅加快，但我们判断年内通胀水平不会超过4%，而全球的产能过剩，美元强势，也将限制大宗商品价格的上涨空间，因此通过人民币升值来对冲输入型通胀的压力不大；

5) 美元近期的大幅走强，在一定程度上缓解了人民币升值的压力。

政治因素将加大升值的不确定风险

但是，假如将政治因素考虑进去，则形势将变得极其复杂，其中会涉及国际压力、大国博弈、利益交换等问题，我们难以将这些因素纳入模型去进行分析，同时升值前景的不确定因素也会大幅上升，这对外贸企业规避汇率风险，做出合理的外汇资金安排将提出

极大挑战。

在政治层面，中国决策层似乎存在分歧，不同部委间的表述有一定差异。迄今为止，中国最高层面就人民币汇率的表态，当属温家宝总理在今年两会记者会上的言论，即“人民币币值没有被低估”，并强调用强迫手段压迫人民币升值是错误的。从这一点来看，我们认为中短期内决策层并不打算升值人民币，央行中间价的变化可能只是对市场的试探举动。

人民币升值可能引发中国通缩风险

由于全球和中国宏观经济形势的变化，人民币重新升值，将没有一方会获得益处，而对中国的伤害将更为直接。

中国对出口的依赖程度毋庸置疑，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。而中国庞大的投资中，又有很多支出，尤其是基础设施建设，是围绕着出口进行的。因此，一旦人民币再度大幅升值——比如恢复2005-2008年间的升值速度——将影响到中国经济全局，这一点在2008-2009年出口衰退期间已经令投资者深有体会，当时沿海地区数以千计的工厂破产、工人失业，并拖累到投资与消费。

在经历了前几年人民币大幅升值、激烈的海外市场竞争以及生产成本上升后，中国出口企业的利润率——尽管很难获得权威的调查数字——相信已经大幅下滑，尤其是那些低附加值的劳动密集型企业。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，这一点在2010年初已经得到体现——部分沿海地区的出口企业通过降价来抢夺海外订单，因海外市场也面临产能过剩的激烈竞争。

此时，人民币升值伴随着产能过剩加剧，将对中国经济带来以下几个方面的影响：

1) 部分劳动密集型出口企业破产将释放失业压力，转向国内销售的企业也可能因过度竞争而裁员，或向海外转移，特别是纺织、玩具等低附加值产业，就业不足将限制国内消费总需求的增长。劳动者在就业市场上的议价能力将下降，“民工荒”现象将告一段落。

2) 由于产能过剩、需求不足，下游厂商提价空间有限，从而导致 CPI 涨幅受限，难以出现高通胀的局面；

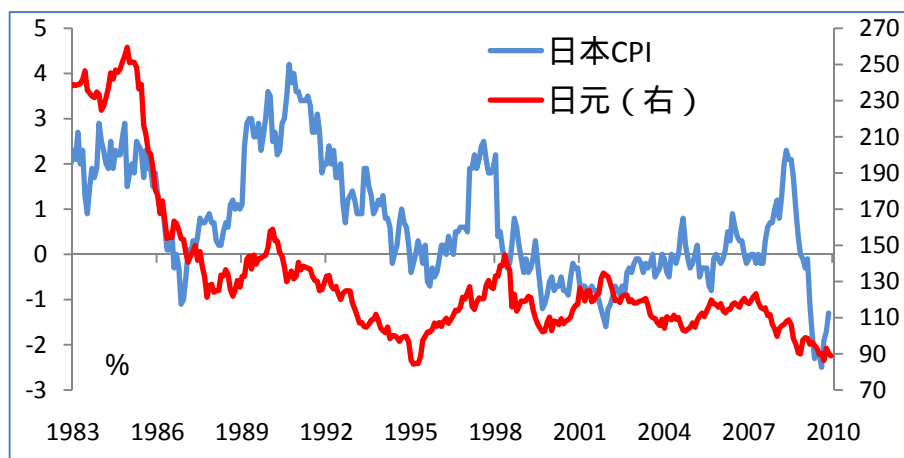
3) 中期阶段内，由于美元走强及全球需求不振，大宗商品价格可能在目前水平维持振荡持稳，而人民币升值会导致进口商品价格下跌，进一步削弱物价上升的压力；

4) 产能过剩导致库存上升，企业周转效率下降，附着于存货的货币量上升，货币流通速度下降；

5) 随着企业经营状况恶化，前期信贷高潮期形成的坏帐逐渐暴露，银行将收缩信用，导致部分货币退出流通，滞留在银行体系内；

6) 升值后可能引发热钱获利平仓，返回境外，从而进一步抽紧中国的流动性。

图：日元汇率与日本CPI（来源：彭博、招商银行）



以上几点综合起来，存在出现通货紧缩的风险。实际上，这一先例已经在日本发生过，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。

有人认为人民币升值有利于加速沿海地区的产业升级，但我们认为这是一种负作用很大的休克疗法，产业升级必须以新产业转入为前提，但目前尚未见到欧美国家诞生新产业革命的可能性（以90年代美国新经济为代表），若用外力强迫国内落后产业转移或关闭，

可能会带来产业空洞化的严重后果。

因此，人民币升值将有牵一发而动全身的影响，在国内产能过剩、内需尚未明显启动、产业升级前景不明的情况下，一定要慎之又慎。即便升值，也应考虑将升值幅度控制在每年 2% 以内，给中国经济和外贸企业留出相对宽松的应对空间。

单纯从经济层面而言，我们认为人民币在 1-2 个季度内不存在升值的空间，6.80 为波动极限，并倾向于认为近期中间价变动仅是央行对市场反应的试探。

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归本公司所有，未获得本公司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本公司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“招商银行”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

本公司可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反应编写分析师的不同设想、见解及分析。为免生疑，本报告所载的观点并不代表招商银行，或任何其附属或联营公司的立场。本公司以往报告的内容及其准确程度不应作为日后任何报告的样本或担保。本报告所载的资料、意见及推测仅反映编写分析师于最初发布此报告日期当日的判断，可随时更改。

招商银行 2009 版权所有。保留一切权利。