

美元将触底反弹，人民币双向宽幅波动

报告摘要：

● 美国经济仍在缓慢复苏，美元主动贬值后或反弹

美国房价触底回升，工业产能利用率不断提高，就业时间持续回升，失业率处于高位主要源于劳动就业人数的增加，表明美国经济仍在复苏。量化宽松，美元主动贬值是奥巴马中期选举前的政治策略，美元主动贬值后或酝酿反弹。

● G20 后或是美元主动酝酿反弹的时间窗口

一旦美国主动贬值刺激国内经济目标实现，美国必将实施美元逆转，通过美元升值促使美元回流，促进美国实体经济增长。美国中期选举和G20峰会将是触发美元汇率阶段性拐点的时间窗口。

● 2010年内人民币兑美元汇率将1:6.5靠拢

美国“再平衡”使人民币当前面临较大升值压力，扩展购买力平价模型测算结果显示，当前人民币仍有12.8%的低估，人民币升值弹性显示2010年内人民币兑美元汇率可升值至1:6.5，货币当局对人民币升值容忍度扩大，人民币将呈现双向宽幅波动。

● 汇率调整影响市场

美元反弹将使除黄金外的石油、铜等大宗商品价格面临下调；黄金或走出独立的上升走势；人民币升值对国内产业（企业）的影响取决于原材料进口、国内劳动力的参与程度与产品出口的比较，对出口而言，如果国内劳动力和原材料比重大，人民币升值是不利的。

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：S0130209021650
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

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. 《未来一年黄金价格冲击1500美元/盎司》2010.9.8
2. 《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
3. 《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
4. 《过剩经济无通胀，关注核心CPI》
2010.7.26
5. 《经济面临下行压力 政策转向或在年底——2010年下半年中国宏观经济报告》2010.7.26

目 录

一、美国经济仍在缓慢复苏，美元将触底反弹	3
(一) 美国经济仍在缓慢复苏	3
(二) 美元主动贬值后或酝酿反弹	6
二、2010年内人民币兑美元汇率将 1:6.5 靠拢	7
(一) “再平衡”压力下的人民币升值压力剧增	7
(二) 扩展购买力平价测算结果显示人民币仍低估 12.8%	9
(三) 升值弹性表明，2010年人民币兑美元将升至 1:6.5	10
(四) 升值容忍度扩大，人民币走向双向宽幅波动	11
三、汇率调整影响市场	19
(一) 美元反弹可能引致除黄金外大宗商品价格回落	19
(二) 人民币升值对国内行业的影响	21
插图目录	23
表格目录	23

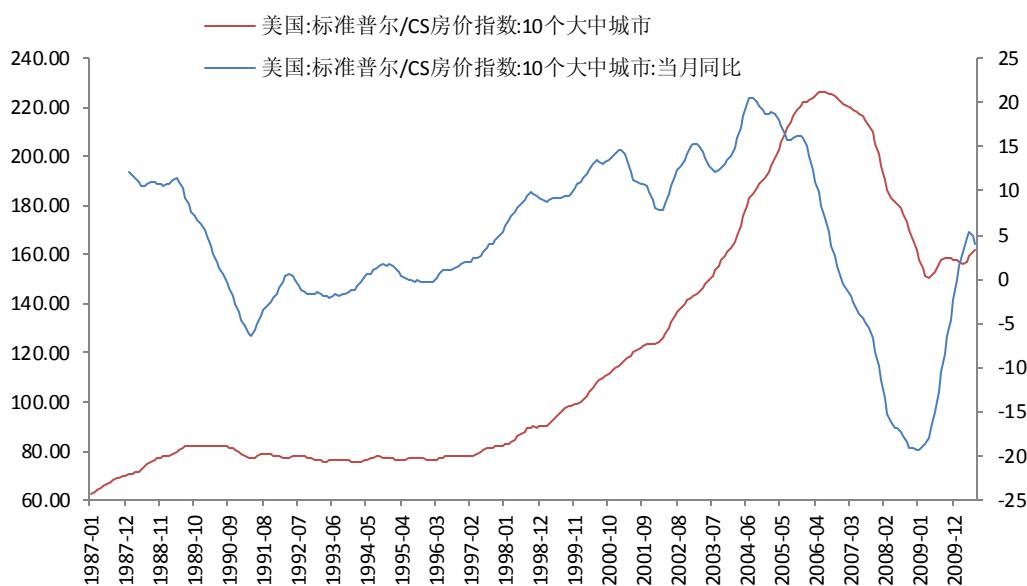
一、美国经济仍在缓慢复苏，美元将触底反弹

(一) 美国经济仍在缓慢复苏

1、美国房价触底回升

美国 10 个大中城市房价指数 2006 年 6 月达到 226.29 的高位后，持续下滑到 2010 年 3 月的 156.24，下滑幅度高达 30.96%。2010 年 4 月和 5 月连续回升，5 月到达 159.36%。尽管房价指数仍处低位，但从同比涨幅看，触底反弹趋势明显，基本恢复正常。2009 年 1 月，美国 10 个大中城市房价同比下降 19.44%，到 2010 年 5 月，同比上涨 5.40%，高于 1988 - 2009 年 22 年平均 4.34% 同比上涨速度。

图 1：美国房价触底回升

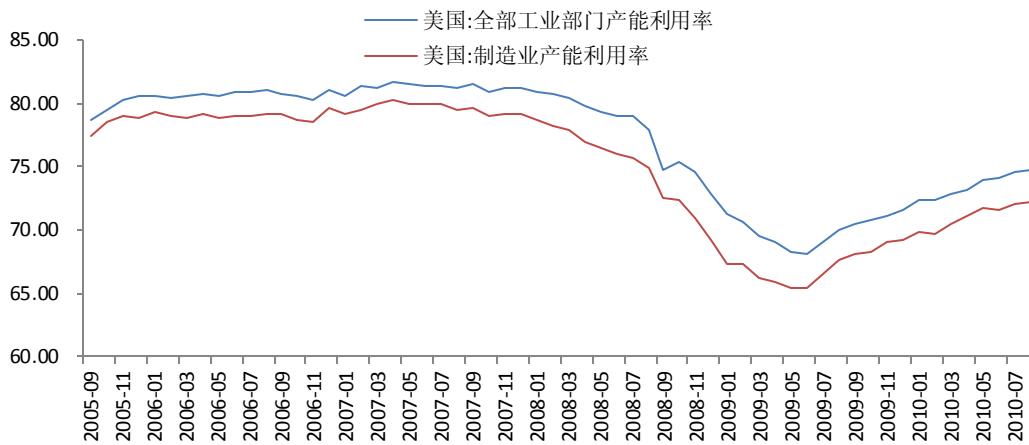


资料来源：Wind，民生证券研究所

从调整幅度看，美国房价见底的可能性越来越大。美国次贷危机刺激的本轮房价下跌幅度远远超过 1989 年 4 月 - 1991 年 4 月的调整幅度。2005 年 11 月，美国 10 个大中城市房价同比涨幅高达 16.17%，到 2009 年 1 月，为 -19.44%，差距达到 35.61 个百分点。1989 年 10 月，美国 10 个大中城市房价指数为 82.44，1991 年 4 月，低至 76.86，下滑幅度只有 6.77%；1989 年 4 月，美国房价同比上涨 11.42%，1991 年 4 月，同比下降 6.33%，差距达到 17.75 个百分点，远远小于本轮房价调整幅度。

2、工业产能利用率逐步提升

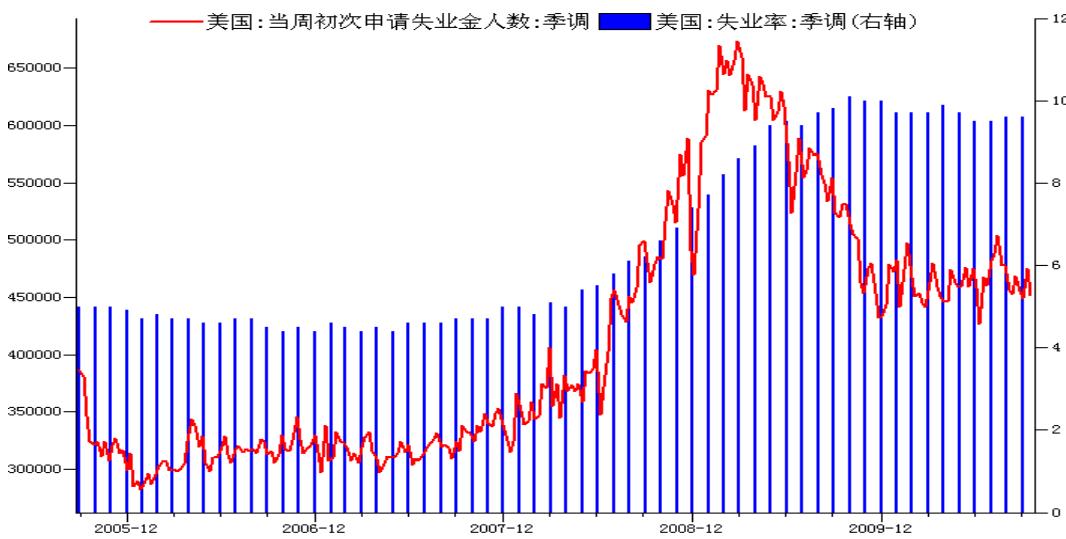
制造业在美国 GDP 增长中占有重要地位，也是就业岗位的重要来源，制造业产品是美国出口的重要力量。美国力图以技术创新重振制造业，自 2009 年 6 月以来，美国制造业连续第 14 个月扩张，且增速有所加快。

图 2：美国工业产能利用率逐步得到提升


资料来源：Wind，民生证券研究所

3、美国失业率下降动力正逐步形成

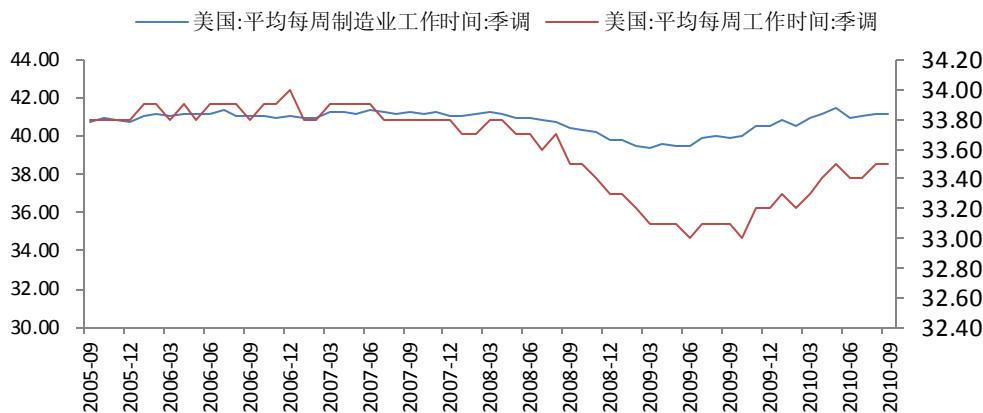
美国 8 月私营领域就业人数增加 6.7 万人，尽管失业率依然维持在 9.6% 的水平，但究其原因，更多在于劳动就业人口的增加。伴随美国经济触底，求职者信心恢复，更多人加入的求职队伍中，2010 年 9 月相对于 2009 年 12 月，劳动就业人口增加 8.4%，对失业率下降带来新增压力。

图 3：美国失业率再创新高可能不大


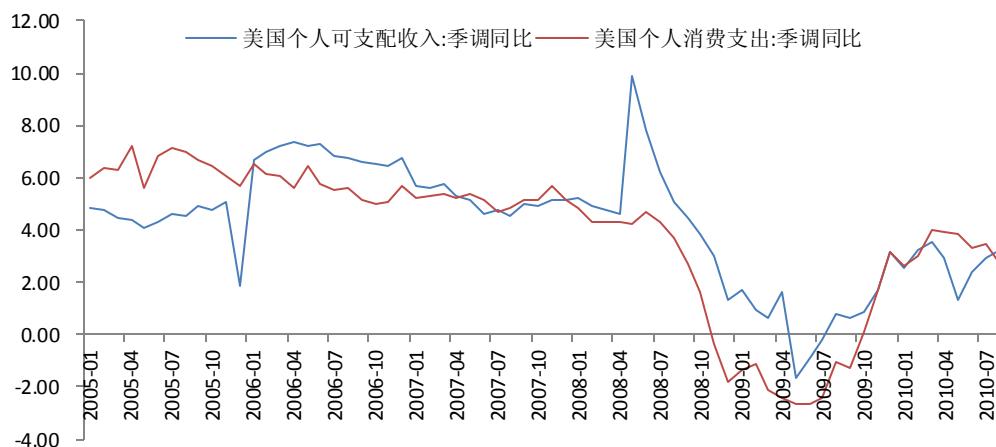
资料来源：Wind，民生证券研究所

但相对于 2009 年 10 月 10.1% 的失业率高点，美国失业率下降动力正逐步形成。

美国 9 月平均工作时间 33.5 小时，已恢复至 2007 年平均水平，其中制造业平均工作时间 41.2 小时，超过 2007 年 0.1 小时，达到过去 10 年工作时间平均水平。另外从劳动报酬来看，美国平均小时工资和总体劳动报酬指数均创历史新高。在此情况下，美国就业人员的收入是有保障的，消费增长是可期的，随着时间的推移，消费对实体经济增长形成稳固支撑，失业率必然下降。只是这一自然过程时间会比较长。

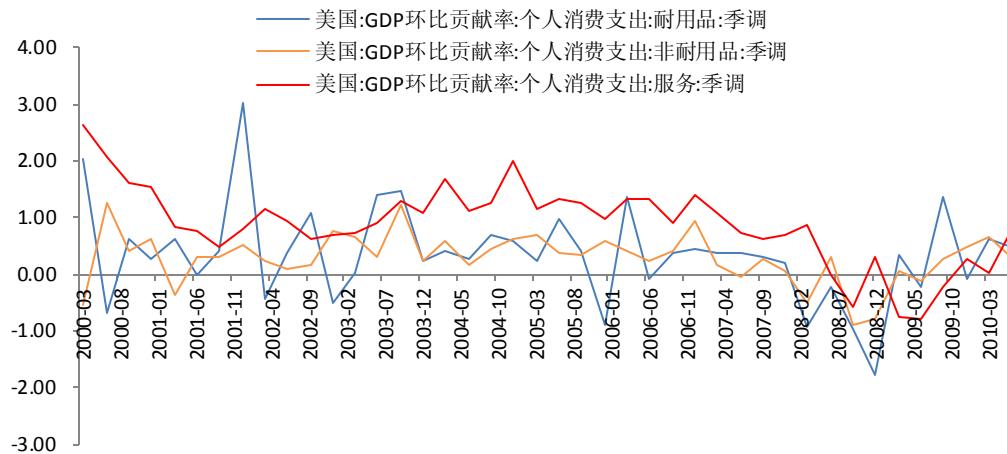
图 4：美国平均周工作时间逐步回升


资料来源：Wind，民生证券研究所

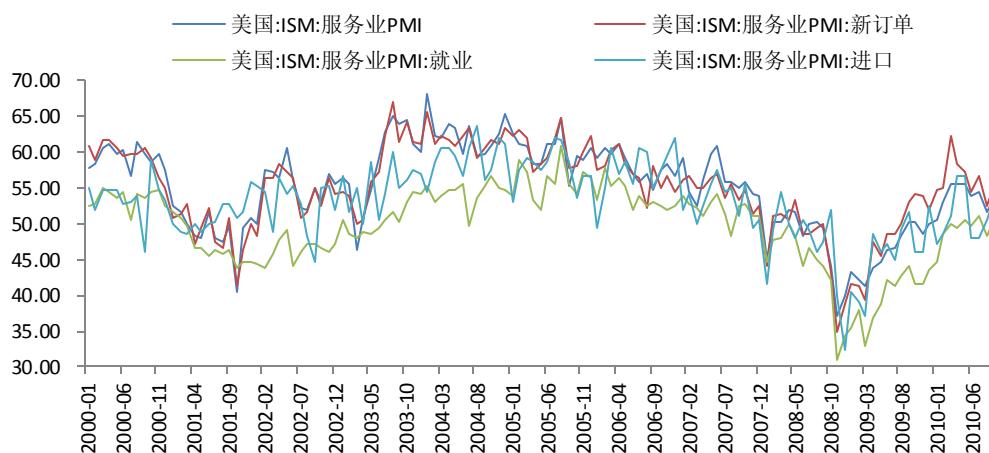
图 5：美国个人可支配收入及消费支出成逐步回暖态势


资料来源：Wind，民生证券研究所

服务业在美国全部经济活动中的比重约为 80%，对经济增长和就业具有举足轻重的影响。2009 年下半年以来，美国服务业对 GDP 环比贡献率持续回升，2010 年 2 季度，服务业对 GDP 环比贡献率已回升至 2007 年水平。服务回升一方面创造了更多的就业机会，另一方面反映了美国服务消费正逐步好转，有利于刺激美国实体经济继续向好。服务业 PMI 指数连续 9 个月处于 50 以上，2010 年 9 月服务业 PMI 订单指数及进口指数继续回升，表明国内服务业需求继续回暖。

图 6：服务业对 GDP 环比贡献率已回升至 2007 年水平


资料来源：Wind，民生证券研究所

图 7：服务业 PMI 指数连续 9 个月处于 50 以上


资料来源：Wind，民生证券研究所

(二) 美元主动贬值后或酝酿反弹

9月初，奥巴马政府推出一项六年500亿美元的计划，以铁路、公路、机场建设刺激美国经济增长。

鉴于民主党在11月国会选举中面临的选民压力，无就业复苏使奥巴马政府急需采取更多措施来创造就业岗位，降低目前9.6%的失业率

美联储公布的联邦公开市场委员会9月21日的会议纪要显示，委员们普遍认为有必要在近期采取附加的货币宽松政策。美国欲通过印钞购买政府债，继续向全球体系注入近万亿美元的资金。根据美联储的分析，若额外购买5000亿美元国债，相当于减息0.5%-0.75%。

在0-0.25的利率水平之下，大规模的量化宽松实际上造成较大幅度的负利率，以刺激投资和消费，同时推动货币对外贬值，通过主动贬值将国内增长压力向外转移。9月份以

来，美元兑欧元、日元、英镑分别贬值 9.59%、3.86%、2.66%。美元指数从 9 月初的 82 区间一路跌至如今的 76 区间，跌幅达 6.9%。

图 8：美元兑主要货币持续贬值



资料来源：民生证券研究所

以量化宽松弱化美元，强迫别国货币升值更多应归于奥巴马中期选举前的政治策略。以经济手段弱化别国竞争力。由于美联储基准利率已接近零水平，过多美元必然使他国落入热钱冲击，进一步通过泡沫化手段提升美国本土产品的价格竞争力，从而起到提振美国经济的目的。

另一方面，美元目前仍需维持其国际货币地位，因而不会让美元持续下滑，一旦美国中期选举结束，选民对奥巴马政府投票结果成为定局，奥巴马决策目标应转移至国内经济增长，以保证中期选举至最终大选这一时间段中更好的获取民意。另外，G20 后，通过美元主动贬值并强迫人民币升值这一目标实现后，美国不会乐意看到人民币的迅速崛起和欧元成为强势货币，因而美国必将酝酿实施美元逆转，通过美元升值促使美元回流，促进美国实体经济的增长。

我们认为，美国中期选举和 G20 峰会将是触发美元汇率阶段性拐点的时间窗口。

二、2010 年内人民币兑美元汇率将 1:6.5 靠拢

(一) “再平衡” 压力下的人民币升值压力剧增

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，服务贸易顺差迅速超过危机前，而中国贸易顺差迅速回升，加工贸易顺差迅速超过危机前。这说明，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。

(1) 危机后美国贸易逆差迅速扩大，服务贸易顺差迅速超过危机前

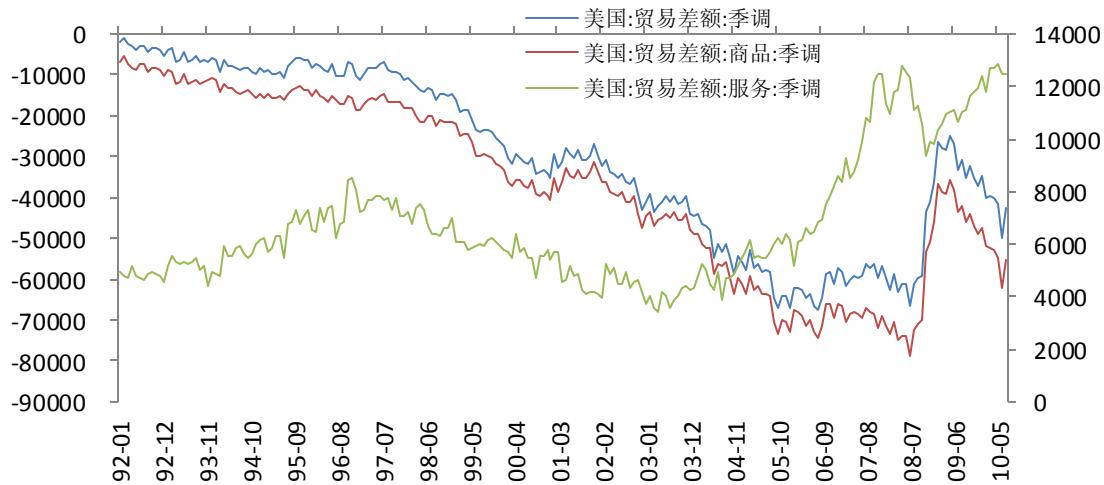
金融危机冲击时，美国贸易逆差急剧减少。在金融危机冲击最严重的 2008 年 10 月到 2009 年 2 月期间，美国贸易逆差急剧减少，从 2008 年 7 月的 664 亿美元急剧减少到 2009 年 2 月的 264 亿美元，减少 400 亿美元，60.3%；其中，同期商品贸易逆差从 787 亿美元

减少到 367 亿美元，减少了 420 亿美元，53.4%；但同期美国服务贸易顺差并没有大幅减少，仅仅从高峰时 2008 年 5 月的 127.5 亿美元减少到低谷时 2008 年 11 月的 93.7 亿美元，仅仅减少 33.8 亿美元，26.5%。

金融危机后，美国贸易逆差迅速扩大，服务贸易顺差迅速回升。随着经济缓慢回升，2010 年 6 月，美国贸易逆差迅速扩大到 498 亿美元，比 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%。在商品贸易逆差迅速扩大的同时，美国服务贸易顺差迅速回升，今年 5 月达到 128.5 亿美元，超过了危机前高峰时的 2008 年 5 月，比最低谷的 2008 年 11 月高 37.1%。

不难看出，美国提出的“再平衡”主张，对美国自身而言，仅仅适用于危机冲击最严重时期，一旦渡过经济最困难时期，美国贸易商品贸易逆差就会迅速扩大，尽管比危机前高峰时期有些差距，但增长幅度显著高于危机冲击的下降幅度；与此同时，美国竞争优势明显的服务贸易顺差迅速恢复到危机前水平，增长幅度也明显高于危机冲击时期的下降幅度。美国商品贸易巨额逆差掩盖了服务产品竞争力强、服务贸易顺差高启的真实贸易竞争力水平。

图 9：危机后美国贸易逆差迅速扩大，服务贸易顺差超过危机前



资料来源：Wind，民生证券研究所

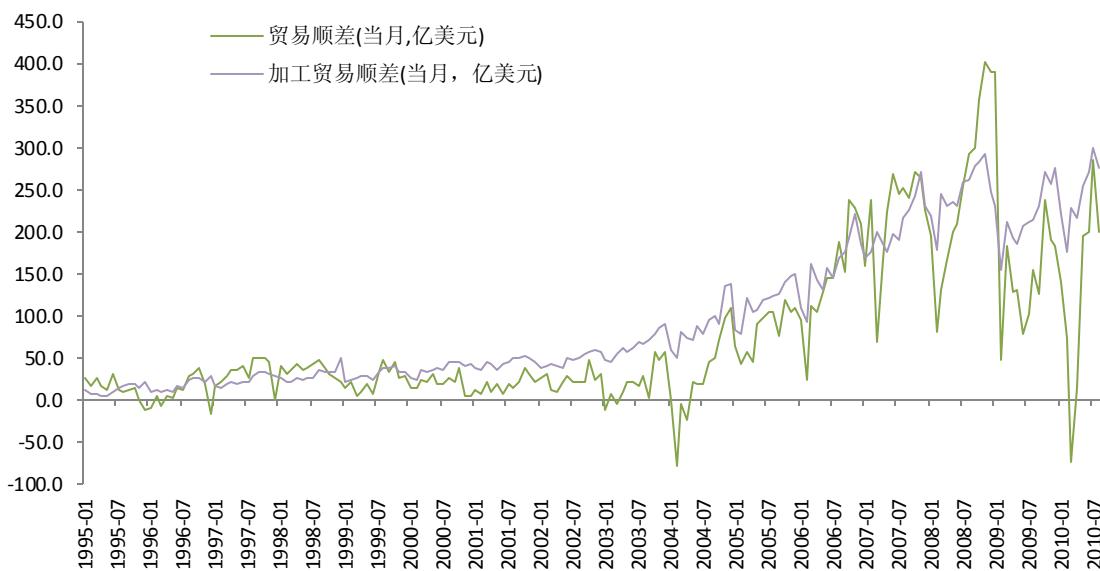
(2) 危机后中国贸易顺差快速回升，加工贸易顺差超过危机前

金融危机冲击下，中国一般贸易顺差大幅减少但加工贸易顺差减少不多。2009 年中国月均贸易顺差 163.1 亿美元，比 2008 年月均贸易顺差下降 34.3%。但加工贸易顺差并没有同步减少，2009 年中国月均加工贸易顺差 220.6 亿美元，比 2008 年月均下降 10.8%。

金融危机后，中国贸易顺差快速回升，加工贸易顺差迅速超过危机前。2010 年 7 月，中国贸易顺差迅速恢复到 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。今年 7 月，加工贸易顺差达到 300.2 亿美元，创历史新高，超过 2007 年下半年月均 50% 以上，也超过 2008 年 11 月 292.6 亿美元的之前最高水平。

由此可见，中国加工贸易顺差即使在危机冲击时也没有受到严重冲击，在危机后，更是迅速恢复并超过危机前。加工贸易顺差的高增长掩盖了一般贸易仍处逆差的真实出口竞争力水平。

图 10：危机后中国贸易顺差和加工贸易顺差迅速回升



资料来源：Wind，民生证券研究所

(3) 以美国逆差衡量中国顺差，人民币升值压力将空前增大

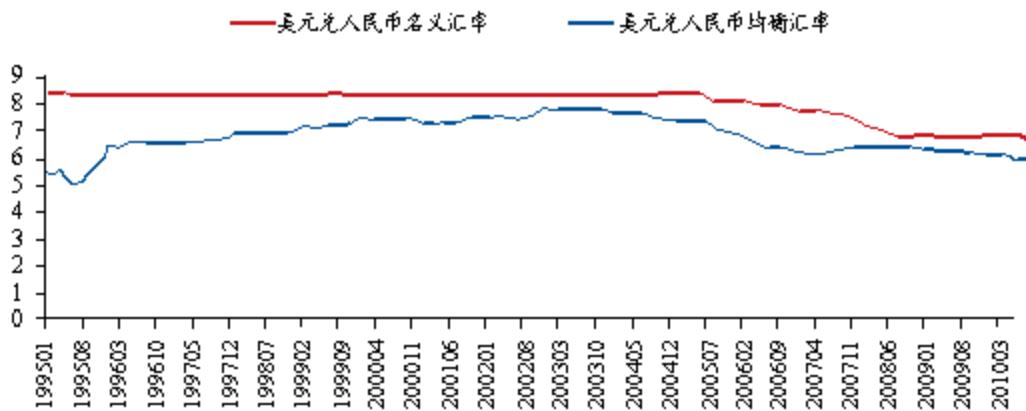
如果不考虑美国自身的服务业竞争优势和大量服务贸易顺差而只看美国巨量的总贸易逆差，如果不考虑中国巨额贸易顺差主要来源于加工贸易顺差而不顾中国一般贸易和其他贸易大量逆差的现实，并且以美国总贸易逆差来看中国贸易顺差，要求实现“再平衡”，必定南辕北辙，徒增人民币升值压力。

(二) 扩展购买力平价测算结果显示人民币仍低估 12.8%

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。

对人民币被低估程度及人民币升值幅度进行判断，需合理确定人民币兑美元的均衡汇率水平。

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，当前人民币兑美元中间价 6.6582 计算，人民币兑美元汇率偏离均衡实际汇率约 12.8%，仍表现为低估。

图 11：美元兑人民币均衡汇率显示人民币仍低估 12.8%


资料来源：民生证券研究所

(三) 升值弹性表明，2010年人民币兑美元将升至1:6.5

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。

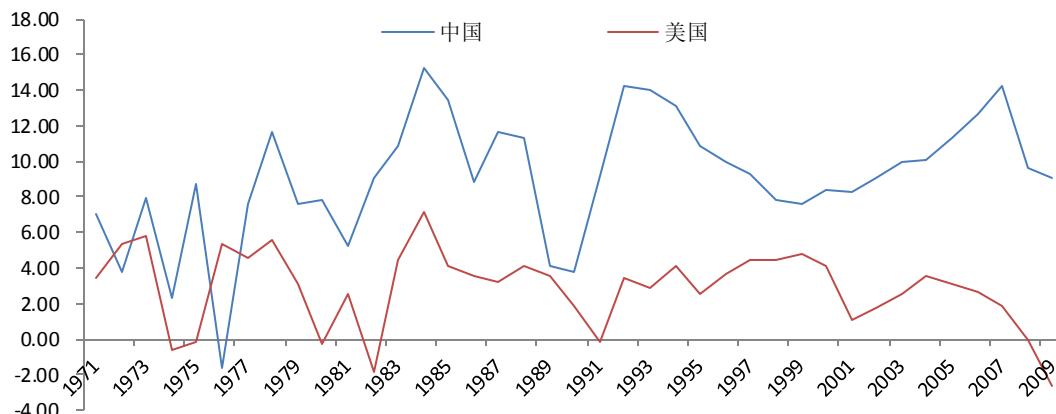
人民币升值压力从根本上来自于中国经济增长率大幅高于美国。金融危机后，中国经济恢复较快增长，劳动生产率快速提高，这是人民币升值压力的主要原因。2008 年，中国 GDP 增长 9.6%，美国增长 1.1%，2009 年，中国经济增长 9.1%，美国 GDP 下降 2.4%，从绝对购买力观察，中国经济连续二年仍保持较快增长，但人民币自 2008 年下半年到 2010 年上半年连续一年半时间内汇率保持稳定，已积累了较大的升值压力。从今年经济发展来看，中国经济上半年增长 11.1%，三季度下行压力减缓，全年经济增长将在 10% 左右，而美国今年失业率一直居高不下，上半年经济增长 2.7%，下半年经济增长仍不乐观，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 1：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(E)
中国	84.01	10.70	32.15	9.74	39.25	11.67	9.60	9.10	10.0
美国	16.56	2.59	7.98	2.59	7.95	2.58	1.10	-2.40	2.90

资料来源：根据联合国统计司数据推算

图 12：1971 年以来中美两国经济增长率的比较（%）



资料来源：Wind，民生证券研究所

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、2010 年人民币实际升值压力不超过 6%

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 9.0% 和 2.7%、2011 年分别增长 8.0% 和 2.0% 计算，2009-2011 年，中美两国劳动生产率提高幅度之差会达到 25.7 个百分点，按照 3.21 的升值弹性，人民币应升值 8%，因此，如果现在将人民币一次性升值 8%，可有效缓解未来 2 年的升值压力。按以上的速度推算，2009-2010 年，中美两国劳动生产率提高幅度之差会达到 18.2 个百分点，按照 3.21 的升值弹性，人民币将升值 5.7%，因此，如果现在将人民币一次性升值 6%，可以有效缓解 2010 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，我们预计，下半年人民币兑美元升值到 1: 6.5，2011 年，达到 1: 6。

（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。均衡汇率显示人民币目前仍被低估，以 14 日人民币对美元中间价 6.6582 计算，人民币兑美元汇率偏离均衡实际汇率约 13%。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 13：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、货币当局对升值的容忍度将逐步扩大

(1) 对人民币升值带来出口下滑的容忍度将逐步扩大

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
请务必阅读最后一页免责声明

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。

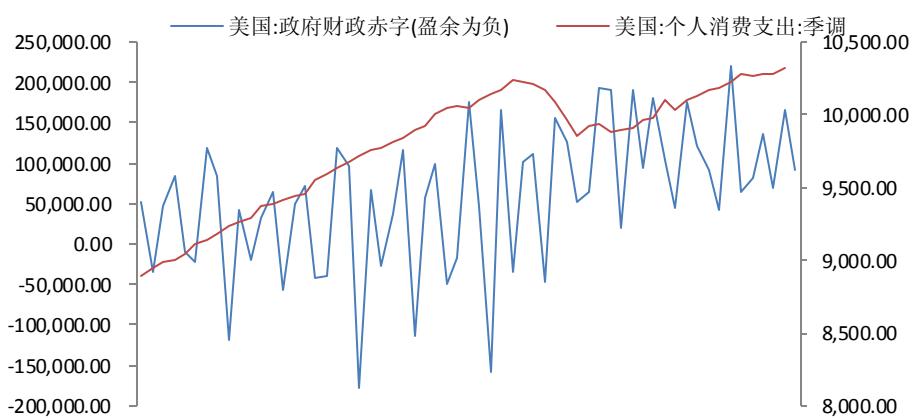
图 14：美元兑人民币汇率与出口同比不存在显著关系



资料来源：WIND，民生证券研究所

以美国消费为例，消费占美国 GDP 70.1%。依靠赤字的美国消费需求构成美国经济增长的重要动力。2009 年，美国的财政赤字高达 1.42 万亿美元，是 2008 财年的 3.1 倍，赤字率也从 2008 财年的 3.2% 猛增至 10.0%，创下二战后最高水平，美国联邦政府的债务增至 6.71 万亿美元，占 GDP 的 47.2%。

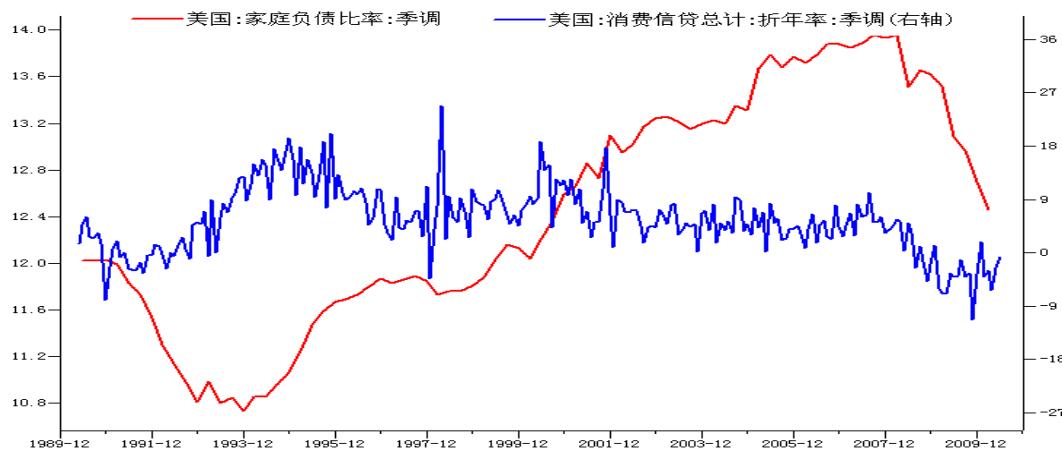
图 15：美国财政赤字与个人消费走势一致



资料来源：CEIC，民生证券研究所

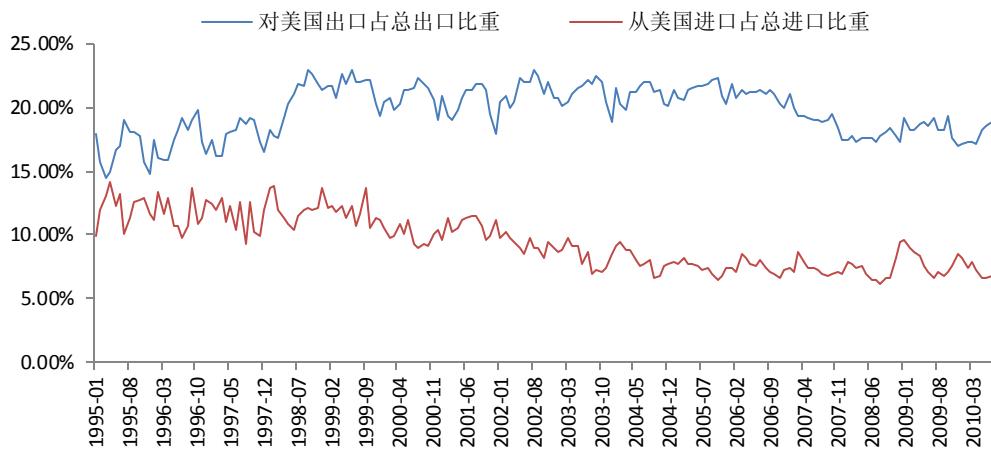
财政赤字扩大支撑美国居民负债消费，尽管次贷危机以来美国家庭负债比率快速下滑，家庭储蓄倾向呈上升态势，美国居民消费信贷水平有所回落，但美国个人消费支出依然保持了 6% 的增速，这也构成对进口商品的稳定有效需求。

图 16：美国家庭负债比率与消费信贷



资料来源：Wind，民生证券研究所

图 17：对美国的进出口在我国进出口总额中占比稳定



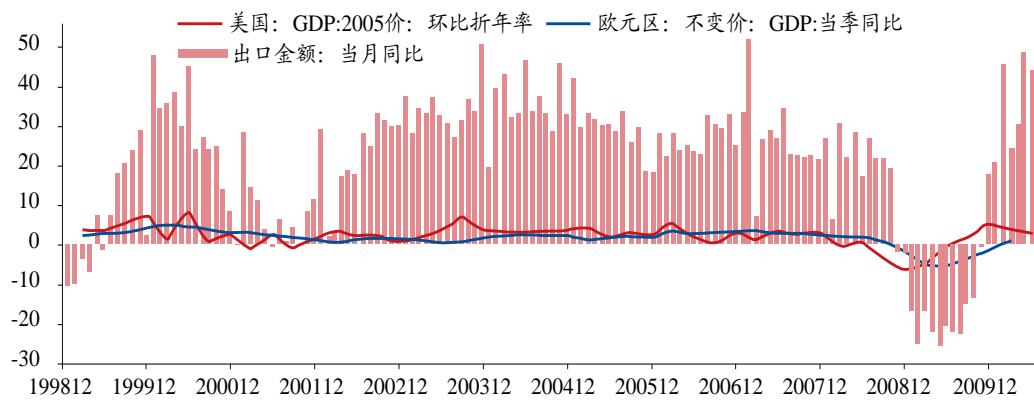
资料来源：Wind，民生证券研究所

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，但这种关系实际并不那么密切。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，即便她们货币升值了，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。

决定中国出口的最主要因素应是来自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 18：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 2：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					

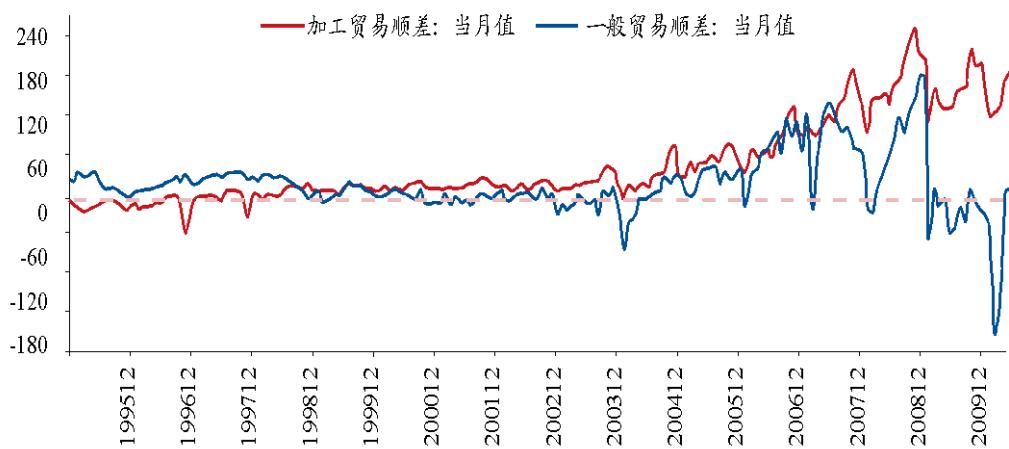
资料来源：WIND，民生证券研究所

请务必阅读最后一页免责声明

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 19：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

2010 上半年，欧元贬值 20% 导致人民币被动升值。国际清算银行 (BIS) 公布的数据 显示，人民币名义有效汇率 (NEER) 自去年 11 月以来的 6 个月里升值了 4.8%。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 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
请务必阅读最后一页免责声明

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。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 3：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。

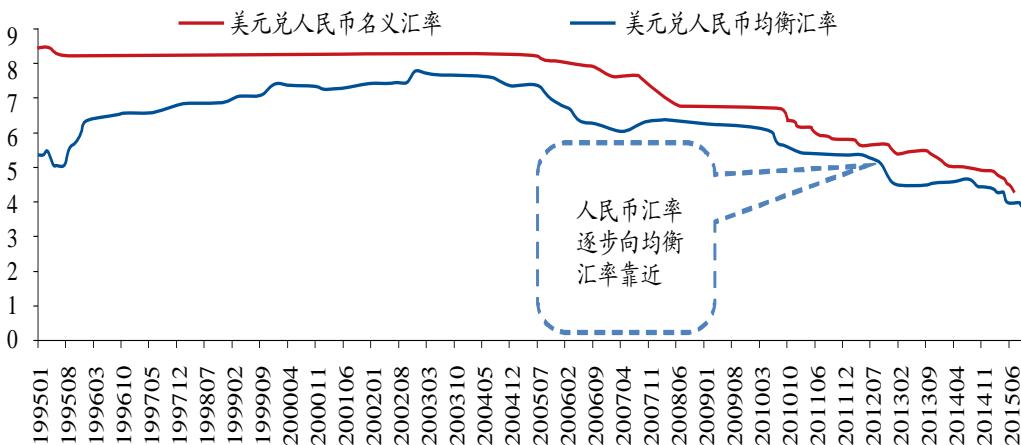
据人力资源和社会保障部统计数据，今年 1-6 月，全国城镇新增就业 638 万人，完成全年 900 万人目标的 71%；全国农村外出务工劳动力总数为 15723 万人，比上年同期增加 626 万人；截至 6 月底，全国下岗失业人员再就业 305 万人，完成全年目标的 61%；就业困难人员实现就业 88 万人，完成全年目标的 88%。全国城镇登记失业人数 911 万人，比一季度末减少 8 万人；城镇登记失业率为 4.2%，与一季度末持平，低于近几年 4.6% 的控制指标，已恢复至国际金融危机冲击前的水平。中国人力资源市场信息监测中心的统计数据显示，今年第一季度，劳动力需求大于供给，岗位空缺与求职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、人民币汇率将宽幅波动

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 20：美元兑人民币汇率走势预测


资料来源：CEIC，民生证券研究所

三、汇率调整影响市场

(一) 美元反弹可能引致除黄金外大宗商品价格回落

1、美元反弹或引致美元标价大宗商品价格下行

美元的持续贬值，也导致与美元挂钩的国际金价和国际油价大幅飙升。国际油价在最近一个月上涨超过 13%，距离 87 美元/桶的近两年高点只有一步之遥；国际金价则在近两个月上涨了约 18%，并不断刷新历史新高。一旦美元扭转下跌趋势，出黄金以外的以石油、铜为代表的国际大宗商品价格将面临下调压力。

2、供求缺口使黄金有望走出与美元走势相悖的独立行情

黄金与其他大宗商品一起，与实体经济息息相关，都具备一定的资产储备功能，共同受到政治因素、美元汇率因素、通货膨胀等共同因素的影响，但是其价格运行又有自己的特性。我们以石油为例来说明黄金价格与大宗商品价格之间的联动关系。

石油是可消耗用品，每天生产出来的石油被使用后也就被消耗完毕；但是黄金具有易存储的特性，几百年前甚至几千年前的存量黄金到现在依然存在。这也决定了黄金的价格具有一定的粘性，其上涨不可能是一蹴而就的过程，金价每上涨 100 美元，就要消化 1-3 个月的时间。这也是 2002 年金价的涨幅小于石油及其他大宗商品价格涨幅的原因。

(1) 黄金供给趋紧

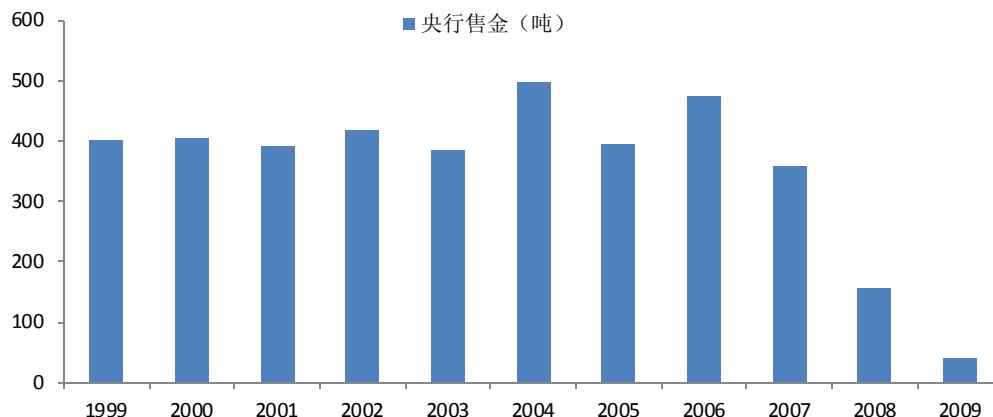
根据世界黄金协会 2010 年最新统计数据显示，目前全球已确认的地上总存金量为 16.3 万吨左右，按照密度为 19.3 千克/立方米计算，只相当于边长为 20.36 米的正方体房间大小。

南非、美国等黄金生产大国的黄金产量在下降，这将使得全球的黄金产量难有显著提高。此外，由于金矿产业投资周期长、开采成本高，如果在一个地方勘探出金矿，按照正常的程序需要 7-10 年才能生产出黄金。

近年来，黄金保值避险功能得到提升，布雷顿森林货币体系的瓦解和欧元的贬值促成

了前两轮黄金价格的大幅上涨，也使得各央行售金数量显著下降。

图 21：央行售金持续下降



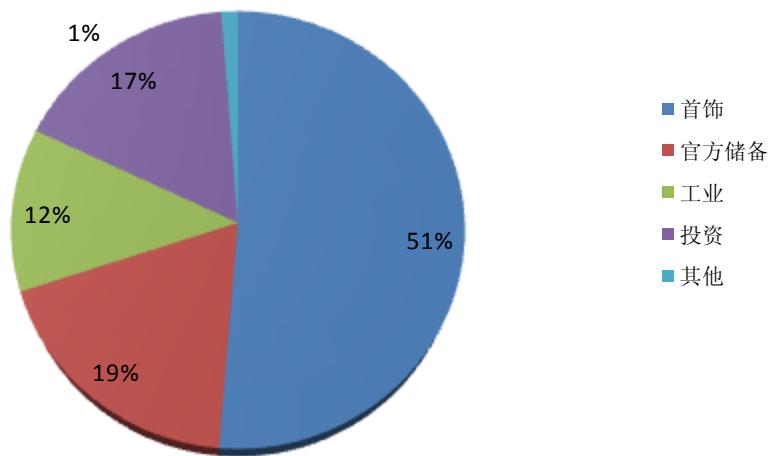
资料来源：IMF，民生证券研究所

目前欧元区各国央行的黄金储备超过 10000 吨，美国长期保持 8000 吨以上的黄金储备。而中国和日本却仍然以货币从属国的地位持有数万亿的美元、欧元等外币储备，各自的黄金储备只有 1000 吨左右，分别占各自外汇储备的 1% 左右——亚洲经济大国的这种战略储备结构不仅是本国金融体系的薄弱环节，也是亚洲乃至全球货币体系不稳定的因素，因而部分亚洲国家央行黄金储备有进一步增加的需求。

(2) 黄金需求持续上升

黄金主要用途包括：首饰、官方储备、工业与其他用金、个人投资与 ETF 等交易投资。根据世界黄金协会 2010 年最新统计数据显示，首饰消费占最大比重，达到 8.36 万吨；各国黄金官方储备总量达 3.04 万吨；工业和其他用金量达到 1.97 万吨；黄金可确定性投资量达到 2.73 万吨，约为当前黄金总量的 17%。其他如黄金制品随同沉船沉入海底等数千吨。

图 22：可投资黄金仅占黄金总量 17%

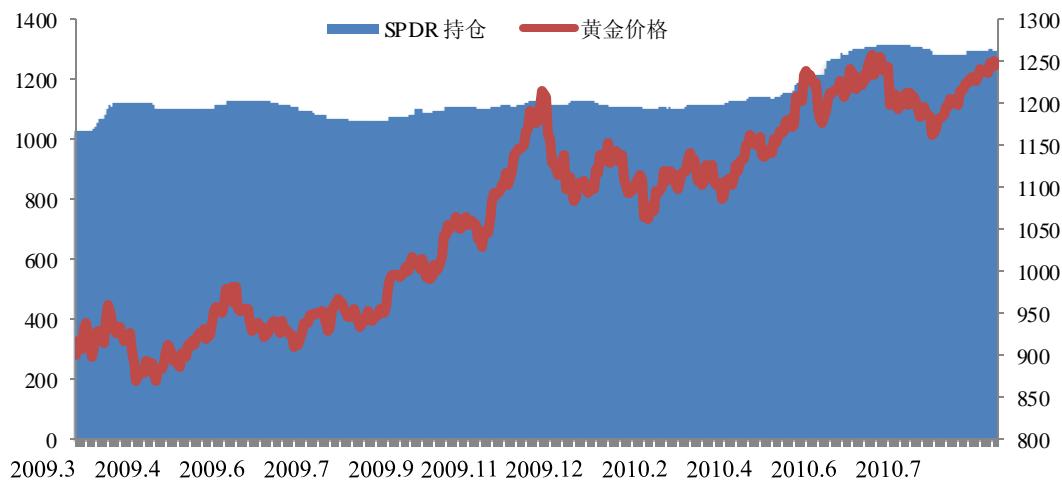


资料来源：WGC，民生证券研究所

请务必阅读最后一页免责声明

亚洲黄金需求正呈爆发式增长，2010年二季度全球金饰需求达到408.7吨，中国二季度需求同比上涨5%，达到75.4吨。工业用金需求也在上升。更为显著的是，国际货币体系的波动使黄金投资避险功能日益突出，极大增强黄金需求。

图 23：SPDR 黄金持仓量持续上升



资料来源：Bloomberg，民生证券研究所

短期内，黄金价格主要受到国际政治、经济甚至某些特殊事件的影响，但从长期来看，供求因素是决定黄金价格波动的主要因素。在黄金的国际储备需求、投资需求以及工业用金需求大幅增加下，未来一年内金价有望冲击1500-2000美金。

(二) 人民币升值对国内行业的影响

对于来料加工装配企业，无国内工人参与加工装配过程，产品全部出口，则人民币升值与否对其没有任何影响。如果一个企业有廉价的中国劳动力工作，或有部分原材料来自中国境内，产品全部出口，则人民币升值对此企业与前者相比，具有不利影响。综合来看，人民币升值对国内产业（企业）的影响取决于原材料进口、国内劳动力的参与程度与产品出口的比较，对出口产品而言，如果国内劳动力和原材料比重大，人民币升值是不利的。

表 4：人民币升值对部分行业影响

原材料	劳动力	产品	人民币升值影响	代表性行业
全部进口	无国内劳动力	全部出口	无	保税仓库，少数进料加工装配企业
全部进口	无国内劳动力	全部国内消费	最有利	大宗商品进口商
全部进口	全部国内劳动力	全部出口	比较不利	进料加工贸易出口商品
全部进口	全部国内劳动力	全部国内消费	比较有利	部分榨油企业
全部国内	全部国内	全部国内消费	无	部分经济农作物，蔬菜，低档商品房、水泥
全部国内	全部国内	全部出口	最不利	纯出口商，部分软件企业，贴牌生产
大部分进口	很少	大部分国内消费	非常有利	石化、钢铁、民航、电解铝
少部分进口	很多	大部分出口	非常不利	纺织、服装、鞋

资料来源：民生证券研究所

1、最为有利的是纯进口商，特别是对关系国计民生的大宗商品的进口实行国营贸易经营的贸易商。如，依据入世议定书附件 2A 所列，对粮食、棉花、植物油、食糖和烟草等农产品具有专营权的中国粮油进出口总公司、华润公司、南光进出口公司、中国棉麻进出口公司等，又如，垄断国内钾肥进口的中国中化集团和中国农业生产资料集团公司等。部分对国外高技术产品进口较多的通信、医疗、电影电视、科学研究行业等。

2、最为不利的是纯出口商。

3、非常有利的是原材料进口依存度高的行业，如石化行业，2009 年中国石油对外依存度为 52%，钢铁行业，2009 年中国铁矿石的对外依存度为 69%，民航，目前在册飞机主要来自波音公司和空客公司，部分有色金属企业，许多重要资源对外依存度均超过 50%。

4、非常不利的是产品出口依存度高的劳动密集型行业，如我国轻纺和家电等行业对外依存度普遍较高，如服装，鞋、玩具、摩托车、照相机、电冰箱、彩电和空调等。

5、基本无影响的行业，分为三类，一是进出口平衡企业，只要劳动力工资保持稳定，国内原材料价格保持稳定，人民币升值对其基本没有影响，如进料加工贸易企业，来料加工装配贸易企业，这主要分布在制造业企业。另一类无进出口企业，如电力、天然气、自来水、建筑、文化、居民服务；三是中介行业，如金融业。

插图目录

图 1: 美国房价触底回升	3
图 2: 美国工业产能利用率逐步得到提升	4
图 3: 美国失业率再创新高可能不大	4
图 4: 美国平均周工作时间逐步回升	5
图 5: 美国个人可支配收入及消费支出成逐步回暖态势	5
图 6: 服务业对 GDP 环比贡献率已回升至 2007 年水平	6
图 7: 服务业 PMI 指数连续 9 个月处于 50 以上	6
图 8: 美元兑主要货币持续贬值	7
图 9: 危机后美国贸易逆差迅速扩大，服务贸易顺差超过危机前	8
图 10: 危机后中国贸易顺差和加工贸易顺差迅速回升	9
图 11: 美元兑人民币均衡汇率显示人民币仍低估 12.8%	10
图 12: 1971 年以来中美两国经济增长率的比较（%）	11
图 13: 我国经常项目顺差占 GDP 比重降至历史平均水平	12
图 14: 美元兑人民币汇率与出口同比不存在显著关系	13
图 15: 美国财政赤字与个人消费走势一致	13
图 16: 美国家庭负债比率与消费信贷	14
图 17: 对美国的进出口在我国进出口总额中占比稳定	14
图 18: 中国出口波动与欧美 GDP 走势一致	15
图 19: 贸易顺差主要由加工贸易贡献	16
图 20: 美元兑人民币汇率走势预测	19
图 21: 央行售金持续下降	20
图 22: 可投资黄金仅占黄金总量 17%	20
图 23: SPDR 黄金持仓量持续上升	21

表格目录

表 1: 中国 GDP 增长率大幅高于美国	10
表 2: 中国加工贸易出口所占比重（%）	15
表 3: 我国主要出口品种组成部分占比（%）	17
表 4: 人民币升值对部分行业影响	21

分析师简介

滕泰，经济学博士，毕业于复旦大学，曾在美国沃顿商学院做访问学者，中国证券业协会分析师委员会副主任委员，中国人民大学、中央财经大学兼职教授。

张磊，经济学博士，金融学博士后，2010年2月加入民生证券，对宏观经济运行规律有较深入的理解和把握。

郝大明，经济学博士，2007.7-2010.6在中国银河证券研究所从事宏观经济研究工作，2010年6月加入民生证券。

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	尹塘	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	
电话	010-85127762	010-85127667	
手机	13401098997	13811008335	
E-mail	guomingyjs@mszq.com	xuliping@mszq.com	

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

行业评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

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提供。

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資目标、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。