



人民币汇率调整及其影响分析

北京大学汇丰金融研究院

北京大学汇丰商学院

主要内容

- 问题的提出
- 当前对人民币汇率政策调整的主要担忧
- 人民币汇率调整的前景
- 人民币升值对行业影响的具体分析
- 结论与政策建议



■ 撰稿：涂志勇
袁鹰
睢岚
易晔

机构观点 仅供参考

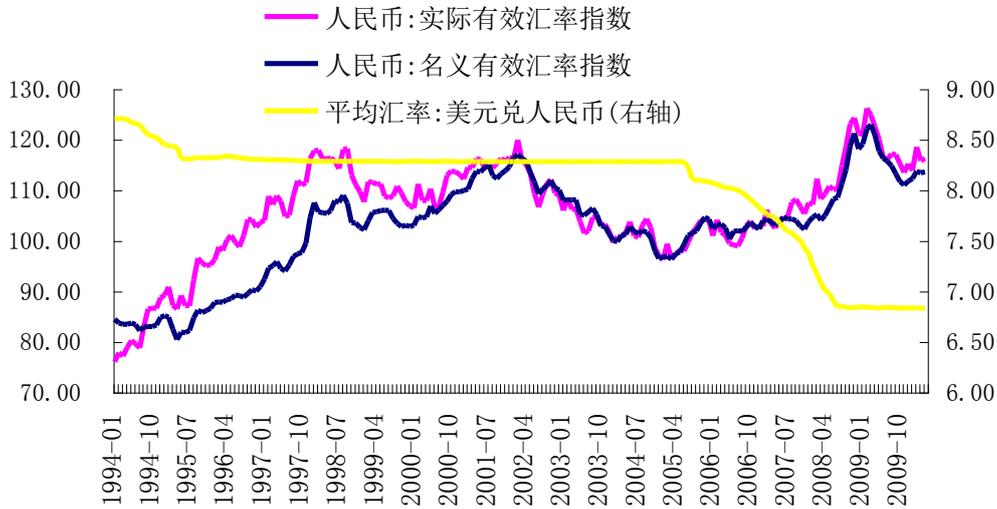
一、问题的提出

从 2005 年 7 月汇改以来到 2008 年 6 月，人民币对美元名义汇率升值 21%，名义有效汇率升值 9%，而自 2008 年 9 月美国金融危机恶化后，为应对国际金融危机影响，中国基本恢复了盯住美元的汇率机制，从 2008 年 6 月至今，人民币对美元汇率基本维持在 6.82-6.83 这一固定水平上，尽管名义有效汇率仍有 5%左右的升幅，但主要是源于美元对其他主要货币的升值（[图表 1](#)）。

随着全球经济走上复苏轨道和中国出口的回升，从 2009 年 3 季度开始，批评人民币汇率政策的声浪渐起，并一度急剧升温，美国业界、学界、政府和议会几乎是一边倒地要求人民币升值，其中有代表性的包括克鲁格曼对人民币汇率政策提出批评，奥巴马在公开讲话中影射人民币汇率政策，美国众议员甚至要求奥巴马政府动用一切资源促使中国结束汇率操纵，否则将对进口商品征收反补贴关税，并呼吁美国财政部在半年度汇率报告中将中国列为“汇率操纵国”。中国方面则针锋相对，认为人民币汇率没有低估，并反复强调维持人民币汇率基本稳定的重要性。近期由于欧洲主权债务危机愈演愈烈，市场注意力由人民币汇率问题转为主权债务危机问题，美元因国际资本避险需求骤升而再显强势，要求人民币升值的压力才有所淡化。5 月 24 日开始的中美战略与经济对话也未将人民币汇率问题列为核心议题。但是，要求人民币升值的外部压力不太可能就此消失，极有可能在 2010 年三季度卷土重来。一方面，随着美国国会中期选举日期的临近，出于政治需要，奥巴马政府可能又会在人民币汇率上大做文章；另一方面，随着欧洲主权债务危机逐步得到控制，欧元区国家的注意力由对抗危机转为刺激经济增长，来自欧元区国家的贸易保护主义和要求人民币升值的压力也有可能进一步增强；此外，一些与中国在出口方面有竞争关系的新兴市场国家，如巴西和印度等，也有可能响应美欧国家对中国施压。由此来看，人民币汇率政策取向仍是当前亟需思考和探讨的问题。



图表 1：人民币/美元汇率和人民币实际汇率



数据来源：WIND

我们认为，人民币汇率问题目前在很大程度上被政治化了，中美双方都把“汇率问题”作为一张牌，这可能恰恰掩盖了人民币汇率问题的经济涵义。如果从“去政治化”的角度考虑，究竟该如何看待人民币汇率问题？采取何种策略才能既减少人民币汇率问题的外部压力，又符合我国经济发展的长远利益呢？我们认为，虽然中国不会也不应迫于外部压力而调整汇率。但同时，也应理性看待人民币汇率问题，深入反思经济运行中的结构问题和巨额外汇储备的压力，认真权衡人民币升值对经济中长期发展的利弊，从长远发展的角度考虑人民币汇率问题。基于此，本文站在中国立场，结合中国经济的实际情况及发展前景，客观分析人民币升值的中期前景及其对经济运行可能产生的影响。

二、当前对人民币汇率政策调整的主要担忧

中国人民银行行长周小川在两会期间接受记者采访时指出，2008年下半年至今人民币对美元汇率大致不变，是中国政府在全球金融危机期间做出的权宜之计，中国政府将在世界经济走出危机之后逐渐退出该政策。但对于人民币汇率调整的时机、方式和策略，目前存在较大的争议。其中，主流观点认为，在当前国内外不确定性因素较多的情况下，应维持人民币汇率的相对稳定，不宜重启人民币升值。总的来看，对人民币升值的主要顾虑在以下几个方面：

（一）人民币升值会损害出口和就业

这种观点主要担心人民币升值会降低出口企业竞争力，进而导致企业大面积亏损倒闭和工人失业。近期，有关部门牵头行业协会对劳动密集型行业开展了人民币汇率压力测试。测试结果显示，人民币升值对于短期内的出口利润有较大影响，如若升值过快，行业利润率在短期内将大幅下滑，部分行业面临亏损。其中中国机电产品进出口商会测算，如人民币在短期内升值3%，家电、汽车、手机等生产企业利润将下降30%至50%。据中国纺织品进出口商会测算，在其他生产要素成本和价格不变的情况下，人民币升值1个百分点，企业利润也就减



少1%。由此，许多议价能力低的中小企业将面临亏损，甚至大面积破产。而这些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，特别是纺织、玩具等低附加值产业。劳动者在就业市场上的议价能力将下降，失业率将有所上升。这一点在2008—2009年出口衰退期间表现得非常明显，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。

（二）人民币升值可能使中国面临通缩风险

这种观点主要基于以下论据：人民币升值导致很多出口产业转向国内市场，加剧国内产能过剩的局面，下游厂商提价空间有限，从而导致CPI走低。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。同时，随着企业经营状况恶化，前期信贷高潮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。此外，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流动性，加剧通货紧缩状况。

（三）人民币升值会重蹈日本当年覆辙

持这种观点的人士认为当前中国的情况与日本当年非常相似。广场协议签署后，日本于1985年准许日元对美元大幅升值，随后日本出口急剧下滑，为抵消出口下滑的影响，日本采取极为宽松的财政和货币政策，导致资产价格飙升，随后的紧缩政策又导致资产价格泡沫破灭，经济重挫，十多年来一蹶不振。如果人民币迫于压力而升值，同样会出现资产价格泡沫膨胀以及破灭，继而经济长期不振的情形，避免重蹈日本覆辙的唯一办法是抵制要求人民币升值的压力。

（四）人民币升值无助于加速国内产业升级

有专家认为，产业升级必须以新产业转入为前提，结构的改善需要较长时间才能完成，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。通过人民币升值促进产业升级，是一种负作用很大的休克疗法。汇率的过快升值，其最终结果不仅无法优化结构，反倒导致结构问题积重难返。如机电商会的报告认为，如人民币汇率变动频繁，中小企业在利润很低的情况下，可能更多地倾向于从事加工贸易赚取加工费，规避人民币汇率波动带来的损失，使加工贸易占比逐步提高。同时，人民币升值后进口成本降低，我企业对加工贸易中的高端电子器件进口需求将进一步增强，虽然可以暂时带动出口增长，但对行业长期发展、自主品牌建设、技术创新和产业结构调整十分不利。

（五）近期欧洲主权信用危机恶化更加降低了人民币汇率调整的必要性

一是欧洲主权信用危机导致中国外需环境恶化。2010年4月份以来，欧洲主权信用危机愈演愈烈，直接影响市场对欧元的信心，以致欧元对美元出现较大幅度下跌，欧洲国家进口需求下降，出口竞争力上升，使得中国出口形势恶化，贸易顺差进一步收窄，并有出现逆差的趋势。由此，人民币汇率升值的必要性有所下降。二是当前欧洲主权信用危机已经造成全球能源与大宗商品价格下降，并由此降低了中国通过人民币升值来阻断输入型通胀传导的必要性。三是近期国内针对房地产的宏观调控，以及对地方融资平台清理整顿等措施可能造成固定资产投资增速下降，再加上外需恶化导致的出口增长乏力，两者叠加效应可能促使总需求降温，由此通过人民币汇率升值抑制总需求的必要性也大大下降。



三、人民币汇率调整的前景

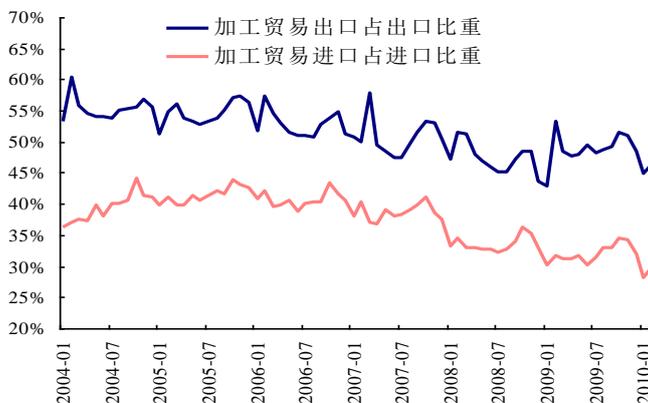
应该说,上述担忧和考虑都不无道理,但若结合中国实际情况做进一步分析却又会发现,这些观点值得商榷。下面,我们将通过对有关历史数据的分析对比,分别对上述观点进行评述。

(一) 人民币升值并不必然损害出口和就业

中国的出口优势是基于全球产业分工基础的,符合国际贸易比较利益优势。很多消费者对中国制造有较高的认可度,价格弹性并不一定高。中国社会科学院世界与政治经济研究所国际金融研究室的一项研究也表明,中国出口收入的价格弹性远低于收入弹性,这意味着决定中国出口强弱的主要因素是外需变动,而非人民币汇率变动。在中国的贸易结构中,加工贸易占据半壁江山(图表2)。加工贸易是进口材料装配和加工后的出口,这意味着中国出口中包含相当一部分进口中间产品。人民币升值在提高最终产品价格的同时,降低了进口原材料和中间产品成本,从而对企业利润率的削弱是有限的。从最近几个月的情况看,中间产品进口占加工贸易出口约60%,意味着加工贸易出口的国内增值部分只有40%。因此,人民币对美元升值5%只会提高加工贸易出口成本2%左右。可见,人民币小幅升值并不会导致中国出口企业竞争力的突然下降。历史数据也表明,过去人民币升值并没有损害中国的出口和就业。2005年7月人民币汇改以来,中国在美国进口市场的份额仍持续扩大,甚至在金融危机爆发后仍是如此(图表3)。就业方面,2005年7月以来的汇率调整也并未导致就业机会的大幅减少。相反,就业人数增速更快于改革前,直到美国金融危机爆发(图表4)。

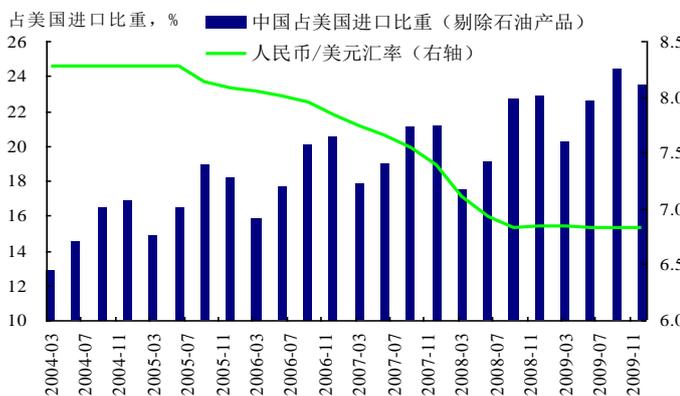
人民币汇率调整之所以未对中国出口产生太大影响,一种解释是在中国出口贸易结构中,加工贸易占据半壁江山。

图表 2: 加工贸易在中国贸易中占比的变化



资料来源: CEIC

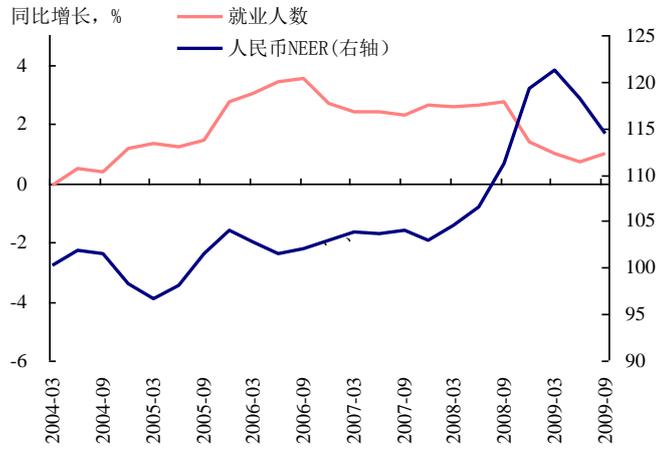
图表 3: 中国在美国进口市场的份额与汇率的变化



资料来源: CEIC, Bloomberg



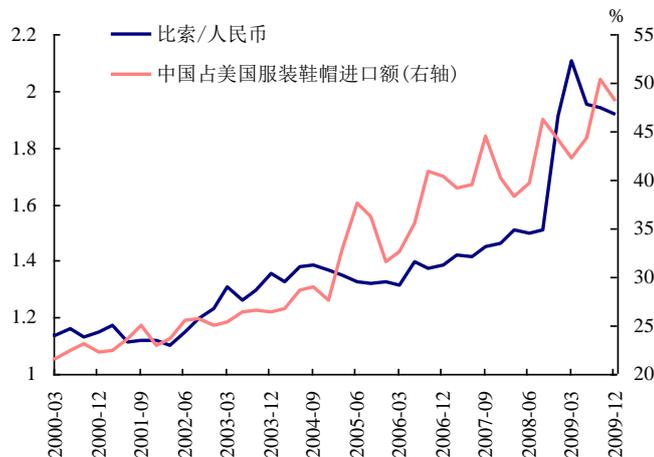
图表 4：中国就业人数与汇率的变化



资料来源：CEIC, BIS

目前市场担心，即使人民币只是渐进升值，中国一些低利润率的劳动密集型行业及其出口也将由此受到很大冲击。但从中国服装和鞋类出口企业的情况看，这种担心似乎也被夸大了。中国服装和鞋类出口企业在美国市场的主要竞争对手来自墨西哥。2009年中国在美国服装和鞋类市场的份额是46%，而墨西哥是37%。虽然人民币对墨西哥比索自2000年以来一路升值，中国在美国纺织服装市场的份额却从2000年的21%升至2009年的48%。金融危机爆发后，从2008年9月至2009年3月人民币对比索升值了39%，导致中国出口企业的成本相对于其竞争对手大幅上升。中国出口企业在美国服装和鞋类市场的份额的确从46%下降至42%，但人民币/比索汇率稳定下来之后，中国出口企业的市场份额即迅速反弹，甚至高于人民币大幅升值之前的水平（[图表5](#)）。可见，即便突然发生巨大的汇率冲击，对中国出口市场份额也只有暂时的影响。一旦中国出口企业适应了这种冲击，它们将能够重拾竞争力。而有关出口行业劳动力紧缺的最新报道也表明人民币升值不会导致大量人员失业。

图表 5：中国在美国服装鞋类市场份额与汇率的变化



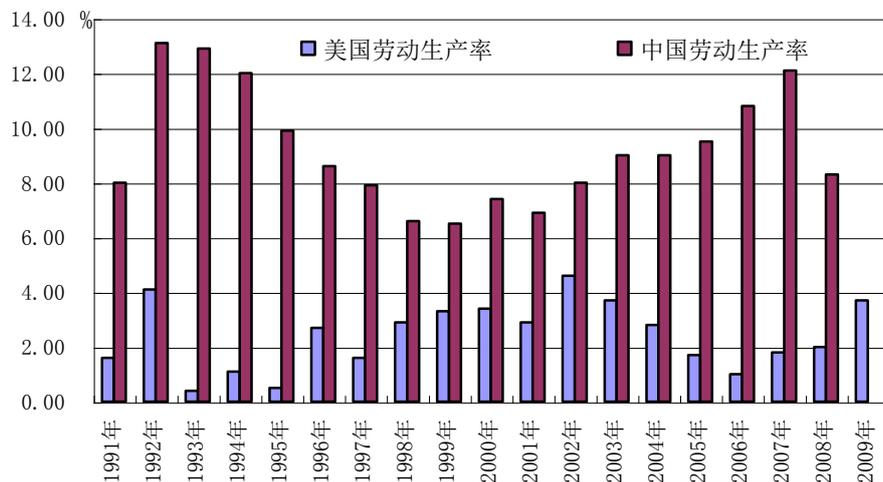
资料来源：CEIC, Globalinsight



（二）人民币汇率调整并不必然导致中国通货紧缩, 处理恰当将更有利于实现宏观调控目标

中国2010年宏观调控目标就是要在经济平稳运行、经济结构调整和管理通胀预期期间寻求平衡。首先, 从保持经济平稳运行的目标看, 我们以中国、美国、韩国、巴西等经济体数据所做的实证分析表明, 经济增长与汇率升值或贬值没有直接的对应关系, 也就是说, 汇率变动本身并不会成为经济增长的扰动因素。相反, 市场化为导向的汇率形成机制有利于平滑经济波动。因为在汇率机制恢复弹性的情况下, 人民币对美元并不必然升值, 因为当前资金对美元的避险需求较旺盛, 在美元较为强劲的情况下, 人民币对美元还有出现阶段性贬值的可能, 由此人民币对欧元的升值程度会相对温和, 有利于提升我国对欧洲出口产品的竞争力, 降低欧洲主权信用危机对我国经济复苏的负面影响。其次, 从促进经济结构调整的角度看, 由于中国劳动生产率的增速要明显快于美国(图表6), 从中长期看, 人民币对美元会保持升值趋势。在弹性汇率体制下, 人民币对美元一定幅度的升值有利于改善贸易条件, 实现经济平衡增长, 促进出口导向型经济向内需驱动型经济转变。中国政府最近出台了鼓励民间投资的“新36条”, 如果贯彻落实得比较好, 有可能促进面向内需的产业的发展, 由此逐步摆脱外向型经济的过度依赖。最后, 从管理通胀预期看, 尽管从现在看来, 由于大多数一般工业消费品产能利用率总体仍然较低, 特别是以工业消费品为主体的出口仍处于较低水平, 目前生产者价格上涨对非食品消费价格传导效应还不明显, 所以通货膨胀压力还不是很大。但是, 由于全球货币信贷环境总体仍较宽松, 随着全球经济的进一步复苏, 大宗商品价格有重新走牛的可能, 输入性和成本推动性通胀压力将会增大, 通货膨胀预期有可能逐步抬升, 而人民币一定幅度的升值有利于改善贸易条件, 降低以人民币计算的大宗商品价格, 进而减少制造业成本, 抑制PPI上涨, 这种抑制效应会在一定程度上传导至CPI。可见, 恢复人民币汇率弹性机制并配合审慎的宏观政策, 有利于宏观调控总体目标的实现。

图表 6: 中美劳动生产率增长率比较



注: 中、美劳动生产率的计算方法有所差异, 美国用单个劳动者平均每个工时的产出表示, 此处采用美国非农业劳动生产率数据。由于中国没有单个劳动者平均每个工时产出数据, 以GDP/劳动人数估计。两者不完全具有可比性, 但可大致判断两国劳动生产率的变化状况。

数据来源: WIND



（三）人民币升值不会使中国重蹈日本覆辙

仔细分析日本 80 年代泡沫经济形成的过程，我们发现**简单地把日元汇率升值看成日本资产泡沫的原因是不合适的**。日元升值在不同的时期对日本经济的作用也是不同的。具体说，在泡沫经济初始形成期，汇率升值与资产泡沫之间并不是一种机械的因果关系，而是一种互为因果、彼此强化的循环关系。其中日本政府和货币当局过于宽松的财政和货币政策加速了日本资产价格上涨和经济泡沫形成。在泡沫经济后期，日元汇率的实际升值反而是促进日本经济调整的因素。由此可见，日本的资产泡沫更多是内生的，不当的货币和信贷政策才是日本泡沫经济膨胀的主因。不然，如何解释从 90 年开始到 95 年，日元对美元仍然持续升值到 80 元，而同期日本股市却大幅下挫呢？又如何解释从 1971 年至 1985 年，日元对美元已经从 360 升值 240 左右，而日本并未出现严重的资产泡沫呢？（[图表 7](#)）可见，**日本泡沫经济的产生，是实体经济、资产价格、政策导向、汇率预期、大众预期循环作用的结果。汇率升值并不必然会导致资产价格泡沫，而是不当的财政货币政策，制造了过于宽松的货币条件，导致资产价格脱离基本面自我强化，泡沫膨胀到极致**。而同样在“广场”协议压力下升值的德国，较灵敏的调整了利率，不仅成功避免了资产泡沫和恶性通胀，而且在升值期间保持了出口与经济增长。

虽然今天的中国与 20 世纪 80 年代的日本的确有很多明显相似之处，但也存在很多重大不同。首先，所处的发展阶段不同。日本在 80 年代工业化程度已经很高，城市化率超过 75%，劳动力成本大幅上升，在许多制造业领域丧失了竞争力。而中国目前仍处于工业化和城镇化加速发展阶段，城市化率还不到 50%，近年来劳动力成本虽有所上升，但与其他新兴市场国家相比，尚没有一个国家（地区）的制造业能够同时在劳动力成本和劳动生产率两个方面同时取得对我国的竞争优势，个位数的升值幅度应不会导致我国制造业丧失竞争优势。其次，宏观调控的政策取向有很大的不同。我国目前采取的货币政策与 20 世纪 80 年代的日本正好相反，中国经济正在强劲增长，后危机时期央行将会产生逐步收紧的货币政策。因此，人民币升值不会进一步推高资产价格，反而有可能与紧缩的货币政策一道成为挤压资产泡沫的政策组合。再次，经济增长潜力不同。日本在 80 年代不仅总体已经达到世界最富裕国家行列，而且除东京外，各地区人均 GDP 相差不大，即使最富裕的东京较最贫穷的奈良人均 GDP 仅高出 3 倍。而中国当前的地区间差异明显高于当时的日本，东西部地区发展差异仍相当悬殊。最富裕地区较最贫穷地区人均 GDP 差异高出 5 倍。这些意味着我国产业转移还有很大空间，有更大潜力消化人民币升值带来的冲击。日本国内企业当时被迫将生产基地转移至海外，导致产业空心化，而我国出口企业则可以转移至内陆省份，从而使我国制造业能继续保持竞争优势。2005 年以来，汇率的持续升值已促使许多企业从沿海地区逐渐转移到内陆地区，带动了内陆地区的经济发展，出现内陆地区追赶沿海的现象，同时还解决了返乡民工的就业问题。而且，人民币汇率调整还有利于降低资产泡沫风险。因为随着中国生产力的增长，国内物价将面临上涨压力。如果人民币汇率是有弹性的，物价压力将体现为人民币升值。而如果人民币汇率是固定的，国内贸易品价格将在国际价格影响下保持低位，令物价上涨压力不得不集中于非贸易品上。中国房价的大幅上涨和出口价格的下降体现了这一效应的影响。人民币越被低估，房价面临的上涨压力就越大。而且，僵硬的汇率体制还会引发对未来升值的预期，可能导致资本流入和流动性的过度供应，从而进一步吹大资产泡沫。如果恢复人民币汇率弹性，就可以通过人民币汇率的适当调整消除这种资产价格上涨的压力。可见，人民币汇率的适度调整不仅不会进一步吹大资产泡沫的消极因素，反而是消除泡沫风险的积极因素。



图表 7：广场协议签署后日元汇率与股指的变化

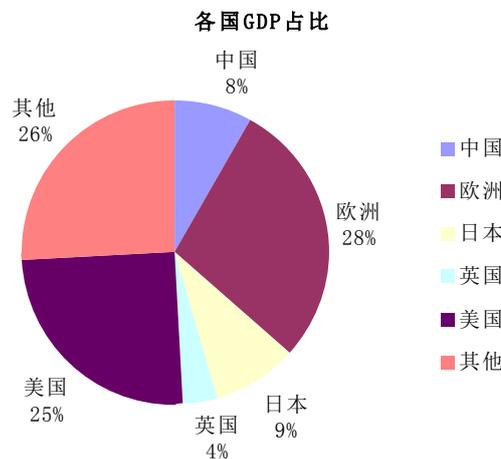


资料来源：WIND

（四）人民币汇率弹性的提升有助于人民币进入SDR货币篮、成为储备货币

目前 SDR 货币篮由美元、欧元、日元和英镑组成。挑选 SDR 货币需考察两个因素：其一，一个国家国际贸易的规模；其二，其货币是否可自由兑换。从经济规模和在国际贸易中的重要性来看，中国的重要性已经明显超过了英国（[图表 8](#)、[图表 9](#)）。随着人民币汇率弹性的增加以及在国际市场中可兑换性的提高，人民币有望成为 SDR 货币，并在不久的将来成为主要储备货币之一。

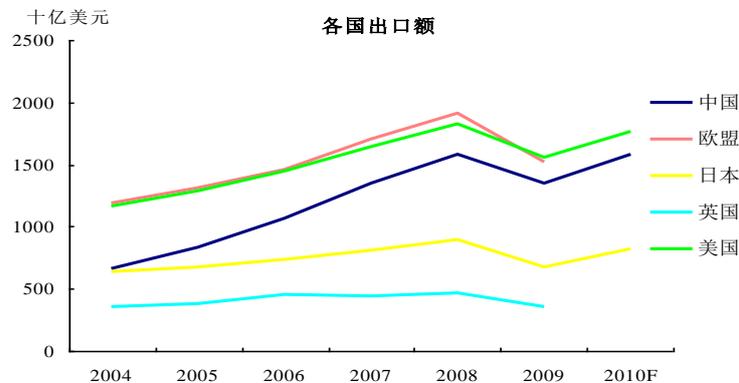
图表 8：主要经济体在全球 GDP 中占比



资料来源：CEIC, Globalinsight



图表 9：中国与 SDR 货币国家出口额



资料来源：CEIC, Globalinsight

四、人民币升值对行业影响的具体分析

人民币升值将通过成本/收入、资产/负债和技术升级三个方面对企业产生影响。首先看成本/收入的影响，人民币升值对以外币计算的企业成本与收入产生影响。这是最重要的一个方面，使得人民币升值可以对诸多行业立即产生影响。其次看估值和海外扩张的影响，对目前或将持有外币资产/负债的企业产生影响。虽然多数企业并不存在大量美元计价资产/负债，但部分企业正在拓展海外业务，未来将有大量的外汇敞口。最后看技术升级的影响，依赖研发和进口设备的企业对国外技术的购买力将随着人民币升值而提升，其技术升级步伐将加快。长期来看，这是一个重要的方面，但影响完全体现可能需要时间。

(一) 成本/收入渠道的影响

从成本/收入角度来看，人民币升值将导致以美元计算的成本上升，对企业出口产生负面影响，但同时有助于国内市场的销售，因为人民币升值会降低原材料的进口成本。对成本/收入进行全面衡量需要综合考虑人民币升值对出口和国内销售的影响。人民币升值对行业成本的影响可以做如下测算：

$$\text{升值受益} = \text{升值幅度} \times \text{产品内销率} \times (1 - \text{产品国产率})$$

$$\text{升值受损} = \text{升值幅度} \times \text{出口依存度} \times \text{产品国产率}$$

$$\text{升值影响净值} = \text{升值受益} - \text{升值受损}$$

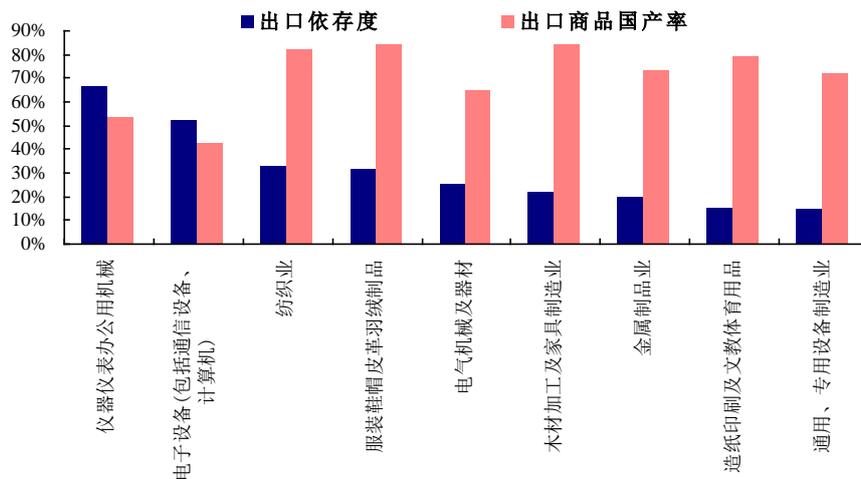
上述公式指出，人民币升值导致以人民币计算的原材料进口成本下降，因而有利于国内市场销售；同时人民币升值后以外币计算的出口价格上升，出口因此遭受损失。对一个行业的总体影响应该把国内销售的受益与出口的损失加总计算。需要指出的是人民币升值对某一行业的益处（或产生的成本）取决于两个因素：出口依存度（出口在总产出中的占比）和产品国产率（国内成本在总成本中的比重）。出口依存度和产品国产率高的行业（如纺织服装制造业）可能由于人民币升值而承受更多损失，而出口依存度较低、更多依赖进口原材料的行业（例如大宗商品加工行业）将更能受益于人民币升值。市场和媒体报道把焦点放在了人民币升值对出口行业成本的影响上，而淡化了对进口行业的潜在益处。



出口方面，出口依存度较高的行业有办公设备、电信设备与计算机、纺织、服装和电子设备，其出口与总产出比率分别为66%、52%、33%、31%和25%（**图表10**中蓝色柱）。在这些行业中，纺织服装行业出口商品的国产率明显高于其它行业（**图表11**中红色柱）。测算显示，人民币升值5%将使纺织服装行业以美元计算的出口成本上升4%。

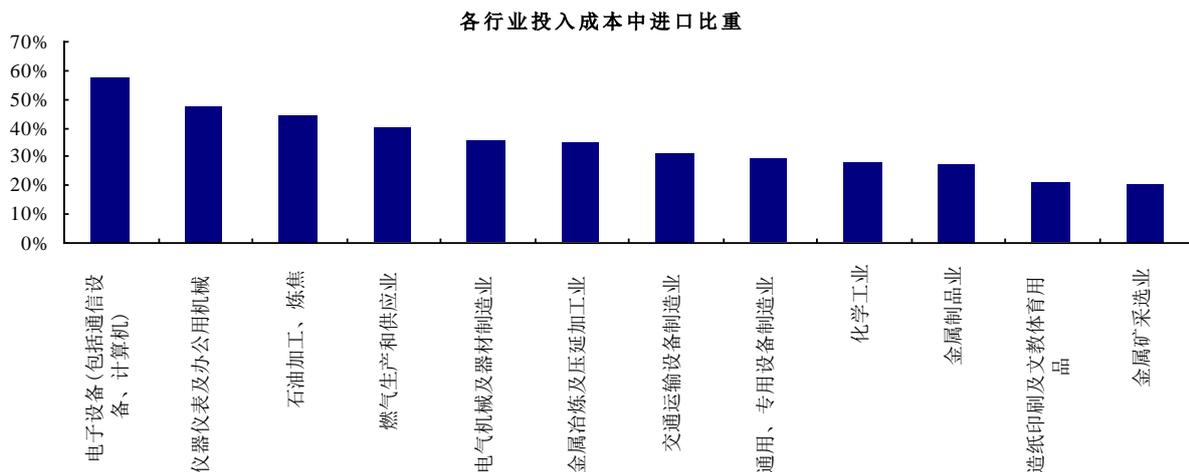
人民币升值亦影响企业的国内销售成本，因为内销商品含有进口中间产品。我们估计以下这些行业的国内销售最有可能从人民币升值中获益，因为它们更依赖于进口原材料：电子设备，办公设备，石油加工，天然气生产和电气设备。

图表 10：各行业出口依存度



资料来源：CEIC，中国统计年鉴、中国 2007 年投入产出表
注：未列出出口依存度低于10%的行业

图表 11：进口原材料占总成本比重



资料来源：CEIC，中国统计年鉴、中国2007年投入产出表
注：未列出出口依存度低于10%的行业



综合对出口和国内销售的影响，模拟人民币升值 5%情况下各行业利润变化，可以得出若干结论：

人民币升值的赢家是依赖大宗商品进口的重工业。人民币升值5%将降低石油加工和天然气生产行业、金属加工行业、交通运输设备和金属采矿行业的成本各2%、1.3%和1%。这些行业将受益于进口原材料购买力的提升及较低的出口依存度。

办公设备行业和纺织服装行业将受损。人民币升值5%将使办公设备行业和纺织服装行业的成本各上升1%和0.8%，主要由于这些行业更依赖于出口和/或其供应链主要在国内。

与传统观点相反，电子产品制造商、电气设备行业和通用、特种设备行业小幅受益于人民币升值，这是由于它们原材料的很大一部分来自进口，因此国内销售受益程度大于出口受损程度。

实际上，受益于人民币升值的行业多于受损的行业。这一结论并不符合人民币升值令中国企业普遍受损的传统观点，这是因为升值对中国出口的不良影响在争论中占据了主导地位，而来自贸易条件改善的益处被低估了。

已有讨论的焦点集中于传统的出口依存度指标上，而进口中间产品的影响基本被忽视。以计算机为例，对于中国出口的每一台计算机，CPU来自美国，主板来自台湾，内存条来自韩国，硬盘来自泰国，在中国内地发生的成本（国内增值）仅仅是计算机出口总值的一小部分。根据投入产出表，估计国内增值只占中国计算机出口总值的42%。人民币升值5%只会增加以美元计算的计算机成本2%，可以轻易地通过中国在其他环节的竞争优势（如物流效率和工人素质）予以抵消。这也是为什么人民币2005年开始升值后，中国计算机出口仍持续大幅上扬的原因之一。

图表12：人民币升值的收益和损失

行业	利润变动幅度，%
石油加工、炼焦及核燃料加工业	2
燃气生产和供应业	2
金属冶炼及压延加工业	1.3
交通运输设备制造业	1
金属矿采选业	0.9
化学工业	0.8
电力、热力的生产和供应业	0.8
通用、专用设备制造业	0.7
非金属矿物制品业	0.5
非金属矿及其他矿采选业	0.5
电气机械及器材制造业	0.5
水的生产和供应业	0.4
煤炭开采和洗选业	0.4
食品制造及烟草加工业	0.4
金属制品业	0.3
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	0.3
造纸印刷及文教体育用品制造业	0.3
石油和天然气开采业	0.3
农林牧渔业	0.2
废品废料	0
工艺品及其他制造业	-0.1
木材加工及家具制造业	-0.3
纺织业	-0.7
纺织服装鞋帽皮革羽绒及其制品业	-0.8
仪器仪表及文化办公用机械制造业	-1

资料来源：CEIC，中国统计年鉴、中国2007年投入产出表

注：表中数字表示人民币升值5%带来的行业利润百分比变化。正数表示利润上升



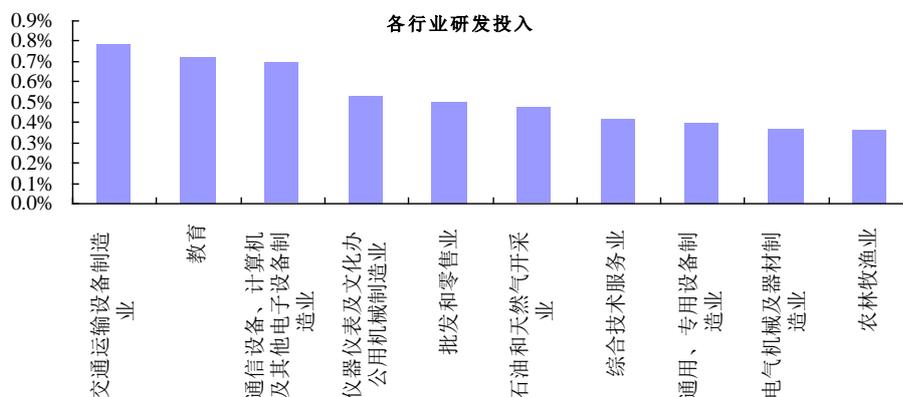
（二）估值和海外扩张的影响

人民币升值将导致估值变动，影响持有外币资产/负债公司的资产负债表。背负外币债务的企业将受益而持有外币资产的企业将受损。量化外汇敞口并非易事，即使上市公司也是如此，因为有关方面并不要求它们披露相关信息。由于企业取得外汇敞口（通过债券、股票或贷款）需要获得批准，因此相对于整个企业部门的负债而言，外币资产/负债的规模较小。银行业可能比其他行业有更多的外汇敞口，但关于银行资产/负债货币构成的资料并未披露。估计银行净汇率风险相对于总资产而言并不大，但考虑到银行和保险公司正积极拓展海外业务，人民币升值将有助于它们未来的扩张。

（三）对产业升级的影响

人民币升值对出口固然会有一定不利影响，但长期依赖低廉的资源和劳动力换取外汇也不是长久之计。中国工业生产的技术含量部分依赖于从发达国家进口的设备和技术。人民币升值将增强企业购买外国技术的能力。因此，从长期而言，人民币升值对于促进企业技术进步，促进资源在可贸易部门和非贸易部门之间的合理配置，加速产业结构调整。最可能受益的行业包括交通运输设备、教育、电子设备、办公设备和石油天然气勘探，因为这些行业中研发在中间投入的比重较高（[图表 13](#)）。

图表 13：研发依赖程度较高的行业



资料来源：CEIC，中国统计年鉴、中国2007年投入产出表

五、结论与政策建议

（一）基本结论

在关于人民币汇率问题的争论中，国内方面较多关注人民币汇率变动，尤其是人民币升值对国内经济的负面影响，却忽视了人民币汇率形成机制改革对我国经济长远发展的益处。很多对于人民币汇率升值方面的担心，如担心人民币升值会损害出口和就业、会重蹈日本当年覆辙等等既得不到数据支持，从理论上讲也尚需探讨。西方国家希望通过政治施压的方式要求人民币升值固然有其经济和政治目的，针对国际上的一些不实指责，回击是必要的。但也不应过分强调“阴谋论”，而应从经济复苏、国际经济再平衡、推动我国经济转型和长期可持续发展的角度综合考虑人民币升值问题。决策层需要从我国更长远的经济利益



出发冷静思考人民币汇率体制改革问题,应根据国际经济金融形势的变化逐步退出盯着美元的汇率机制,抓住较好的时间窗口重启人民币汇率体制改革,形成更富弹性的汇率形成机制。

(二) 政策建议

关于汇率改革的方式。尽管我们在报告中分析了人民币升值对经济运行的影响,但我们并不主张人民币一定要升值。实际上,我们既不赞成所谓“一次性”大幅升值到位也不赞成所谓小幅持续单向升值。前者对经济的震动过大,处理不好有失控的可能。近期欧元对美元贬值已经推动人民币名义有效汇率上升。从年初至4月末,虽然人民币对美元汇率保持不变,但人民币对欧元的月平均汇率已经升值6.03%。人民币一次性大幅升值将使人民币对欧元和其它货币升值幅度过大,在欧洲主权债务危机已经对我国向欧盟出口产生负面影响的情况下,这样做无异于雪上加霜,将会对我国出口和经济复苏势头形成较大打击,显然不可取。而后者则会形成持续升值预期,可能会导致国际套利资本大量流入。我们的主张关键在于加大汇率弹性,而不是一定要使人民币升值。扩大汇率弹性,使汇率形成机制更加市场化,人民币汇率就可根据内外需状况调节升贬。如此,既能消除人民币汇率调整的外部压力,又可打破人民币单边升值预期,防止国际套利资本的大量流入。

关于重启汇率改革的时机。当前由于欧洲主权信用危机的确导致市场对人民币汇率升值预期发生变化。很多人认为现在人民币升值的压力已经大为减轻,人民币汇率调整的必要性已不大。但我们认为,当前恰恰是重启人民币汇率改革的较好时机。首先,此时重启人民币汇率改革,扩大人民币汇率弹性区间,正好可以打破市场对人民币的单边升值预期。在中国出口增长强劲、贸易顺差规模较大的情况下启动人民币汇率形成机制改革,一个较大的顾虑是,如果扩大汇率弹性区间,会造成人民币单向升值的局面,进而会吸引豪赌人民币升值的国际资本大量流入,对国内经济金融的稳定造成负面影响。而在当前欧洲主权信用危机恶化的情况下,由于欧元连续贬值,中国向欧盟地区的出口增速下降,贸易顺差规模降低,人民币升值的外部压力明显缓解,同时国际大宗商品价格上涨势头受到抑制,也使得中国政府通过人民币升值遏制输入性通胀的动力变小,由此市场对人民币升值的预期明显下降。此时顺势扩大人民币弹性区间,在美元避险需求较强劲的情况下,极有可能在短期内出现人民币对美元一定幅度贬值,继而再升值的情形,这样可以大大降低恢复汇率弹性后人民币单边升值预期,使人民币汇率能根据国际经济金融形势的变化有升有贬。其次,当前我国正在对房地产市场实施调控,房地产和股市价格正处于盘整期,资产价格对国际投资者的吸引力不大,此时重启人民币汇率改革,即使人民币对美元名义汇率出现小幅升值,也不会导致国际投机资本大量进入国内,这也可以消除人民币升值将会导致国内资产泡沫扩大的担忧。此外,当前是人民币升值的外部压力较小的时期,此时启动人民币汇率改革,我国处于主动地位。如果等欧洲国家成功遏制主权信用危机之后,注意力重新回到促进出口、刺激经济复苏方面,加上美国年底就要开始国会选举,美、欧国内的贸易保护主义势力会重新抬头,对人民币汇率施加压力,那时,我国面临的外部环境将会显著恶化,实施汇率改革将会非常被动。从这个角度看,如果我们抓住这个有利时机,主动、有序地推进汇率形成机制改革,可能会在今后重大国际关系的处理中掌握更多主动权。基于此,我们认为2010年三、四季度是启动人民币汇率形成机制改革的较好时间窗口。

报告说明

北京大学汇丰金融研究院 (The HSBC Financial Research Institute at Peking University, 缩写 HFRI) 成立于 2008 年 12 月, 研究院接受汇丰银行慈善基金会资助, 致力于加强国内外著名高校、金融研究机构以及知名金融学者之间的交流, 构建开放的学术、政策交流平台。北大汇丰金融研究院旨在通过这个平台, 提高中国金融理论与政策的研究水平, 促进学术繁荣与发展, 加强与政府决策部门的联系与合作, 为政府决策提供参考意见, 为国际金融体制改革和中国金融业的发展做出贡献。北京大学副校长海闻教授担任研究院院长, 香港大学宋敏教授担任执行院长。

北京大学汇丰商学院 (Peking University HSCB Business School, 原北京大学深圳商学院) 创办于 2004 年, 是集教学、研究和社会服务于一体的学院, 由北京大学副校长海闻教授担任院长。北京大学汇丰商学院旨在利用深圳独特的创新环境和毗邻香港国际大都会的有利条件, 充分发挥北京大学的科研优势, “立足深圳、面向世界”, 进一步密切内地与香港、中国与世界的联系, 致力于为政府决策部门、研究机构、企业以及各类金融机构培养具有扎实理论基础、较强实际工作能力的高级经济研究与管理人才。

此系列报告为北京大学汇丰金融研究院和北京大学汇丰商学院联合推出, 旨在对现今中国宏观经济形势和金融市场热点问题进行探讨, 促进学术交流, 加强业界合作, 并为政府和投资者提出可行性意见或者投资建议。此研究报告仅提供一般公开信息, 所持观点为研究机构所持, 请参考使用。