

汇率低估并不严重，升值幅度或小于预期

——人民币升值专题报告

要点:

- **2010年升值幅度不会很大。**顺差和较快的外资流入往往是名义汇率升值的现实驱动力，除了来自外部的政治压力之外，今年顺差和外汇储备膨胀带来的升值压力并不是很大。2010年的外贸环境仍然面临欧美经济复苏根基不稳，贸易保护增多等复杂环境，为了保持国内经济增长和就业市场的复苏成果，决策者也不太愿意用较大幅度的升值来伤害出口部门。我们认为相对较快的货币扩张和通货膨胀仍然是修复人民币实际汇率低估的主要路径，在贸易顺差缩小和外资流入压力相对温和的条件下，今年人民币兑美元升值的幅度不会超过3%。
- **人民币存在某种程度的低估。**巴拉萨效应认为经济发达地区的物价水平应该高于落后地区，劳动力、土地等不可流动要素在不同地区边际产出和价格的差异，是造成不同经济体之间物价差异的主要原因，落后地区的经济赶超过程，必然伴随着劳动力、土地等不可流通要素边际产出和价格的上升，从而出现实际汇率升值，物价差距收窄的经济规律。新千年以来人民币实际有效汇率没有跟随国内生产率提高出现显著升值，这意味着从纵向角度来看，人民币确实有被低估的嫌疑。根据可取到的最新数据测算，中国兑美元的汇率水平在08年存在小幅的低估（大约14%），低估的程度要小于韩国、印度、越南等亚洲经济体。
- **信用扩张是实际汇率升值的主要驱动力。**由于中国有着较为特殊的经济体制和金融体系，资本的投资回报率水平不能约束一些经济主体的信用扩张和投资行为（比如政府投资和国企的粗放扩张），使得国内的货币膨胀速度一直要明显高过实体经济的增速。这种发展模式的一个结果是经济发展对信用、投资和资产价格的依赖度越来越高，调控政策可作用的空间越来越小，另一个结果是较高的信用扩张和要素价格上升推动潜在通胀和实际汇率水平趋于上升，汇率低估问题不必依赖名义汇率升值也可以得到较好的修复。现实中最有可能的路径选择是在实际汇率水平没有修复到可以完全放开资本管制之前，国内继续保持相对较快的货币扩张和通货膨胀，再加上名义汇率的渐进小幅度升值，共同推动国内实际汇率（物价）的提升。
- **升值对国内资产价格的影响不如货币政策。**升值将带来非贸易品部门和服务业发展的契机，有助于国内经济结构的调整。但从升值推动资产价格的角度来看，我们认为本币大幅升值推动资产价格的逻辑基础在于两个方面：一是较为自由的外资流动带来国内的流动性泛滥；另一个是本币升值使得资金由实业流向不动产和资本市场。中国的资产价格主要受到自身经济周期和政策调控的影响，国内的基础货币对流动性总量的影响相对较小，政策的调控方向仍是决定货币环境和资产价格的主导因素。今年是国内政策相对紧缩的年份，小幅度的升值和外资流入只能够部分抵消货币紧缩对资产价格的负面影响，资产价格的表现仍受制于国内的紧缩政策，升值推动资产价格上升的动力并不会有人想象得那么强。

分析师

吴士金:

☎0755-83516212

✉wtj@cgws.com

PCN: S1070109031294

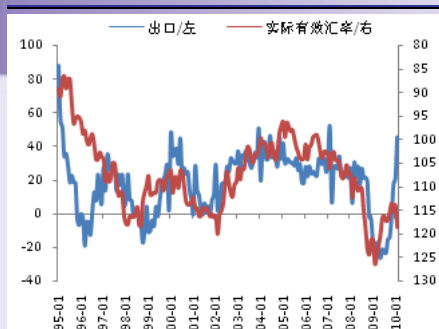
腊博:

☎0755-83516230

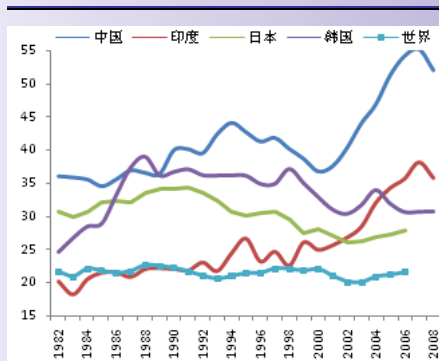
✉lab@cgws.com

PCN: S1070208070272

中国出口增速，RMB实际有效汇率走势



各国总储蓄率走势，%GDP



相关报告

2010年04月15日

《GDP 环比增速回落至 10%，资产泡沫调控压力大增》

2010年04月02日

《紧缩政策呼之欲出，长期通胀堪忧》

2009年01月22日 四季度宏观数据点评

《增长高峰已过、通胀抬头、货币向下、投资萎缩》

2009年12月03日 年度宏观年度报告

《总量好治，结构难调——从西药到中医》

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。



目录

汇率低估并不严重，升值幅度或小于预期	3
一、 人民币汇率问题的背景与分歧	3
二、 人民币存在某种程度的低估	5
1. 实际汇率升值的逻辑基础和纵向比较	5
2. 从横向比较看汇率低估	7
三、 信用扩张是实际汇率升值的主要驱动力	8
四、 2010 年升值幅度不会很大	11
五、 升值对国内资产价格的影响不如货币政策	13



汇率低估并不严重，升值幅度或小于预期

一、人民币汇率问题的背景与分歧

08 年美国的房地产泡沫破灭和金融危机让美国决策层认识到依赖民间信用扩张和资产的财富效应带来的繁荣是不可持续的，过度负债和依靠外国储蓄维持本国的高消费蕴含着很高的失衡风险。正因如此，金融危机之后奥巴马政府一方面通过扩张公共信用和维持极低利率来提振国内需求，另一方面对外大打全球“再平衡”危机牌，中美之间的收支失衡问题首当其冲成了全球再平衡的焦点。

美国一些研究机构和经济学家认为人民币低估程度高达 15-40%，3 月 15 日美国国会的 130 位议员联名向财长盖特纳和商务部长骆家辉提交了一封信，信中说：“不能低估中国操纵汇率对美国经济的影响，保持其被低估的汇率相当于为中国企业提供补贴，并让与之竞争的外国企业处于不公平的劣势”。据报道，这 100 多名议员在信中还敦促美国商务部同意对所谓的“汇率操纵国”征收反补贴关税。他们要求财政部在 4 月 15 日的主要贸易伙伴国汇率制度报告中，正式给中国贴上汇率操纵国的标签。虽然两国之间的博弈最终促使美国推迟了公布人民币汇率问题报告的时间，但不可否认的是中国正在遭受着巨大的人民币升值政治压力。国际货币基金组织 (IMF) 总裁卡恩也表示，人民币在很大程度上仍被低估。世界银行发布报告也建议中国当局通过加息及人民币升值以对抗通胀压力，该行称，汇率升值也有助于推动中国经济平衡增长。从长期看，更加灵活的汇率可以确保中国货币政策相对于美国经济周期的独立性，“而这正越来越成为必须”。

胡锦涛主席在 4 月 12 日会见美国总统奥巴马时强调，中方推进人民币汇率形成机制改革的方向坚定不移，这是基于中国自身经济社会发展的需要，具体改革措施需要根据世界经济形势的发展变化和中国经济运行情况统筹加以考虑，尤其不会在外部压力下加以推进。同时也表态认为人民币升值既解决不了中美贸易不平衡问题，也解决不了美国的就业问题，中方无意寻求对美贸易顺差，愿采取进一步措施增加自美进口，促进两国贸易平衡，尤其希望美方尽快放宽对华高技术产品的出口限制。

中美两国在汇率问题上纷争和僵持的同时，金融市场已经从中看出了人民币升值的苗头，目前机构普遍认为随着外部升值压力的增大，二三季度开始人民币兑美元升值进程会逐步启动，2010 全年升值幅度会达到 3-5% 的水平，而名义汇率的升值有助于修正当前的汇率低估情形，减少输入型通胀的压力，并对全球再平衡和人民币国际化有较好的推动作用。尽管汇率问题已经成为当前中美经济领域的一大纷争，也正遭受着来自美国的较强政治压力，但与市场普遍观点所不同的是，从人民币汇率政策的现实路径选择来看，我们认为较高的货币扩张和通货膨胀仍然是修复人民币实际汇率低



估的主要路径，在贸易顺差缩小和外资流入压力相对温和的条件下，今年人民币兑美元升值的幅度不会超过 3%，升值对国内资产价格的影响较小。

表 1: 各机构对人民币汇率升值的看法

	升值时间	升值方式及幅度
摩根士丹利	最早 3 季度初	一次性升值 2-3%，然后渐进升值，全年 4-5%
高盛	下半年	不排除一次性升值，全年 5%
UBS	最早 6 月份	渐进式升值，全年 5%左右
高华	2 季度	渐进升值，不排除一次性小幅升值，一年 5%
中金	最早 4 月份	渐进式升值，全年 3-5%
中信	2-3 季度	渐进升值，全年 3-5%
安信	2-3 季度	一次性升值后小幅渐升，全年 2-3%
中银万国	5 月份	渐进升值，全年 3-5%
国泰君安	无	一次性升值，幅度较小

二、 人民币存在某种程度的低估

1. 实际汇率升值的逻辑基础和纵向比较

关于汇率升值最为大家接受的理论是著名的巴拉萨-萨缪尔森假说，这一假说认为在经济增长率越高的国家，工资实际增长率也越高，实际汇率（价格水平）会表现出上升趋势。当贸易产品部门（制造业）生产效率迅速提高的时候，该部门的工资增长率也会提高，国内无论哪个产业，工资水平都有平均化的趋势，所以尽管非贸易部门（服务业）生产效率提高并不大，但是其他行业工资也会以大致相同的比例上涨，这会引起非贸易产品对贸易产品的相对价格上升。如果给定外部贸易品的价格，这种非贸易品相对价格的上升在固定汇率的条件下，会引起总体物价水平的上涨；如果为了稳定国内物价而采取浮动汇率的话，则会引起名义汇率的上升，无论那种情况都会促使实际汇率升值，本国相对国外的价格水平会出现上升。通俗来讲，我们可以将巴拉萨效应理解为经济发达地区的物价水平应该高于落后地区，在欠发达地区经济追赶的过程当中，落后地区和发达地区的物价差距会逐渐收窄，这种价格收敛现象既反映在劳动力几乎完全分割的国家与国家之间，实际上也反映在一个经济体内部的不同地区之间，比如城市的物价水平要显著高过农村地区。显然，劳动力、土地等不可流动要素在不同地区边际产出和价格的差异，是造成不同经济体之间物价差异的主要原因，发展中国家的经济赶过程，必然伴随着劳动力、土地等不可流通要素边际产出和价格的上升，从而出现实际汇率升值，物价差距收窄的经济现象，我们在现实经济中可以很好地接受这个现象，也应当承认这一经济规律。从实证的角度也可以观察到很多经济追赶过程当中本币实际汇率升值的例子，典型的包括日本、韩国、新加坡、台湾等东亚经济赶超的例子。

图 1. 美国-日本人均 GDP 之比, 日本 REER 走势

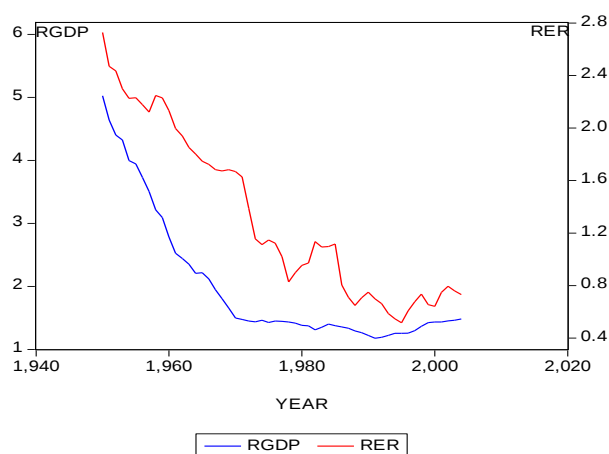
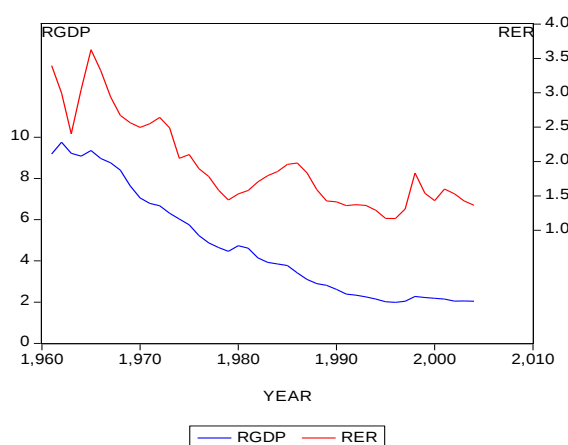


图 2. 美国-韩国人均 GDP 之比, 韩国 REER 走势



数据来源: WDI, 长城证券研究所

图 3. 美国-新加坡人均 GDP 之比, 新加坡 REER 走势

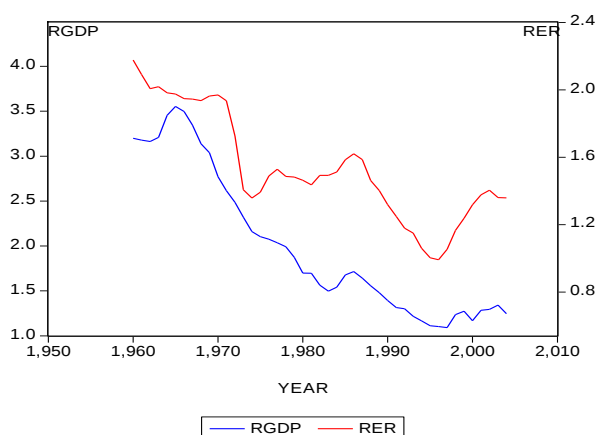
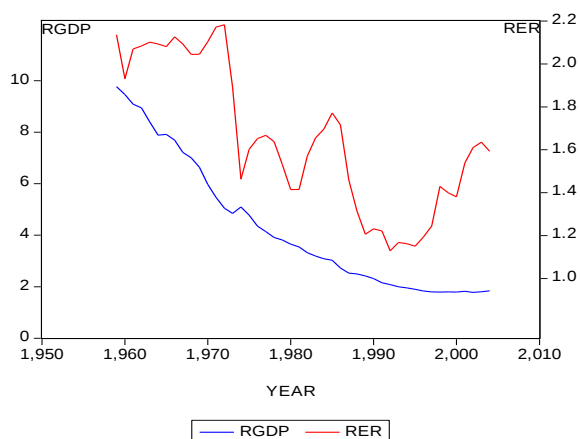


图 4. 美国-台湾人均 GDP 之比, 台湾 REER 走势



数据来源: WDI, 长城证券研究所 注: RGDP 表示美国-该国人均 GDP 之比, RER 代表该国实际汇率

改革开放以来, 中国成为新的出口导向型赶超国, 无论是按汇率还是按购买力平价折算的人均 GDP 水平都一直在以较快的速度上升, 到 2008 年为止, 按购买力平价计算的美国人均 GDP 为 4.67 万美元, 中国也达到了 6000 美元的水平, 两者之间的差距已经从改革开放初期的 50 倍缩小到了 8 倍以下。人均产出的提高意味着改革开放以来, 中国的劳动力和土地等不可流通要素的产出效率和价格水平已有大幅提升, 正如巴拉萨效应所预示的那样, 生产率的提升预示着中美两国之间的物价差距也应该出现较大幅度的收窄 (实际汇率升值), 虽然现实生活感受告诉我们国内的一二线城市这种物价“超英赶美”的趋势正在变得越来越明显, 但从整体物价水平和实际有效汇率的统计数据来看 (国际清算银行有效汇率指数), 由于人民币盯住美元的汇率安排, 新千年以来人民币实际有效汇率升值幅度相对较小 (下图), 这意味着从纵向演化来看, 人民币确实可能存在被低估的现象。

图 5. 中美人均 GDP，购买力平价计算人均 GDP 之比

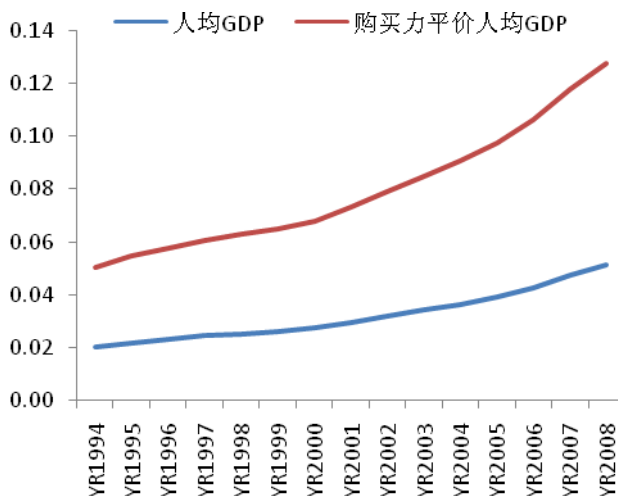
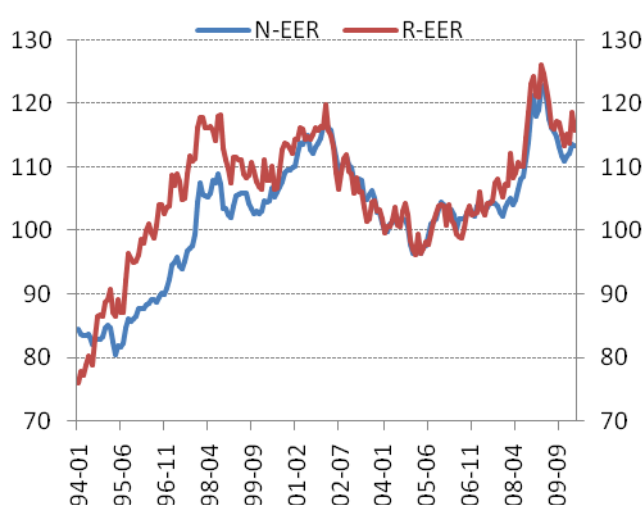


图 6. 人民币名义有效汇率，实际有效汇率指数

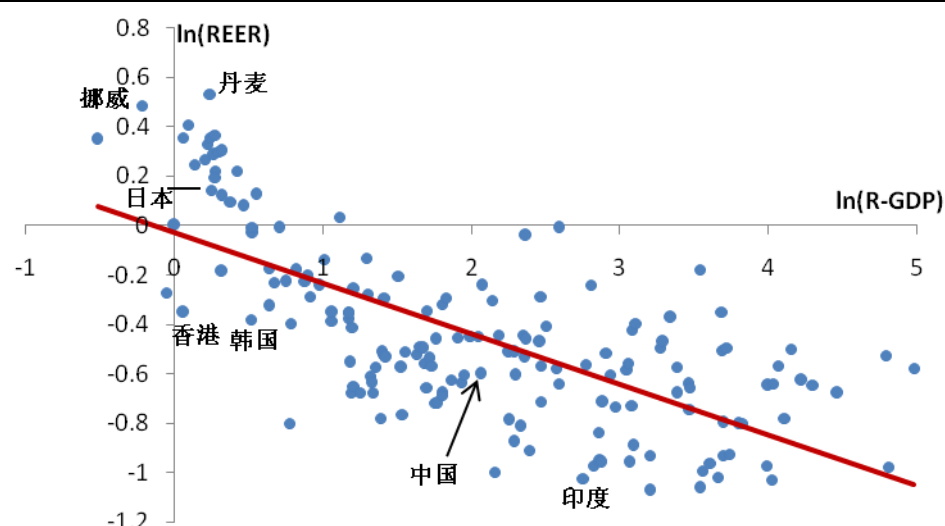


数据来源： WDI, BIS, 长城证券研究所

2. 从横向比较看汇率低估

理论上我们承认两国之间的物价差异主要取决于经济发展水平（主要是劳动生产率），经济追赶带来实际汇率升值经济规律，从实证的角度我们以美国为参照系，可以观察到各个经济体的相对物价差距和相对人均 GDP 水平，确实存在显著的线性关系，表现出经济发展水平相对美国差距越大，其相对美国的物价水平也越低的特征（下图）。如果从不同经济体横向比较的角度出发，我们选用 2008 年可以获得的 167 个经济体数据样本，单纯根据两个变量之间的趋势线来判断本国相对美元的汇率偏离情况，可以发现亚洲劳动力丰富的出口导向型国家其价格水平往往处在趋势线之下，某种程度上可以认为其本币汇率时遭到低估的，而北欧高福利国家往往出现在趋势线的上方，也可以在某种程度上认为其汇率是高估的。如果以此为标准，可以认为中国的实际汇率水平在 08 年存在小幅的低估（大约 14%），而低估的程度却要小于韩国、印度、越南等亚洲经济体。而且从动态的角度来看，我们需要更多地关注中国货币膨胀速度较快的先天特征，较高的货币扩张和通货膨胀正在逐步修正汇率低估的程度。

图 7. 人均 GDP 相对水平与相对价格差距（以美国为参照系）

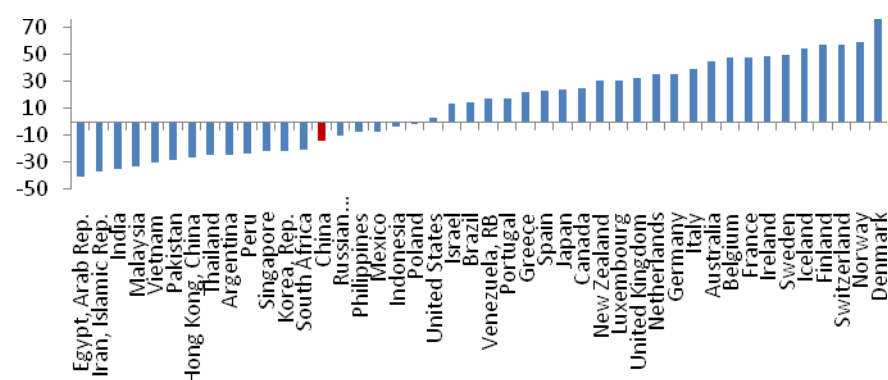


数据来源：WDI，长城证券研究所

注：R-GDP 为美国/该国按购买力平价测算的人均 GDP 之比；REER 为相对美国的价格水平（实际汇率）

上文的逻辑分析表明，一国的外贸政策和劳动力充裕程度可能影响其劳动力的边际产出和实际汇率水平，较为有趣的是，我们确实在这个简单的实证分析当中发现，包括印度、马来西亚、越南、香港、泰国、新加坡、韩国、中国和菲律宾等亚洲劳动力充裕的出口导向型国家，其实际汇率都处在相对较低位置，而丹麦、挪威、瑞士、芬兰、冰岛以及欧洲 PIGS 四国的实际汇率都处在偏高的水平。这个现象从另一个侧面印证了劳动力边际产出和相对价格主导实际汇率的推论，更为有趣的是，金融危机之后濒临破产的冰岛，面临主权债务危机的欧洲 PIGS 四国（葡萄牙、意大利、希腊和西班牙），竟然在这个实证比较当中早已被“认定”为汇率高估国家。

图 8. 按横向对比测算的各国实际汇率偏离度，%



数据来源：WDI，长城证券研究所

三、信用扩张是实际汇率升值的主要驱动力

除了名义汇率在经济追赶过程当中出现升值趋势之外，较高的信用扩张和通货膨胀往往构成实际汇率升值（相对物价差距缩小）的另一大驱动力。同样以日本为例，



在 90 年代之前，日本经济一直处于赶超美国的高速增长进程当中，在名义汇率不断升值的同时，日本也有着较高的货币增速和通货膨胀；直至近二十年来日本经济持续低迷，日元名义汇率升值的进程开始放缓，货币扩张和通货膨胀逐步趋于停滞，实际汇率升值的趋势才得以被打破。

图 9. 日本 M2, GDP 平减指数和日元兑美元汇率

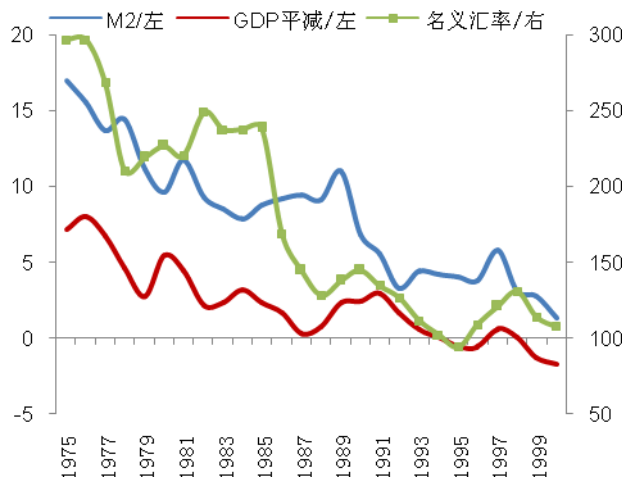
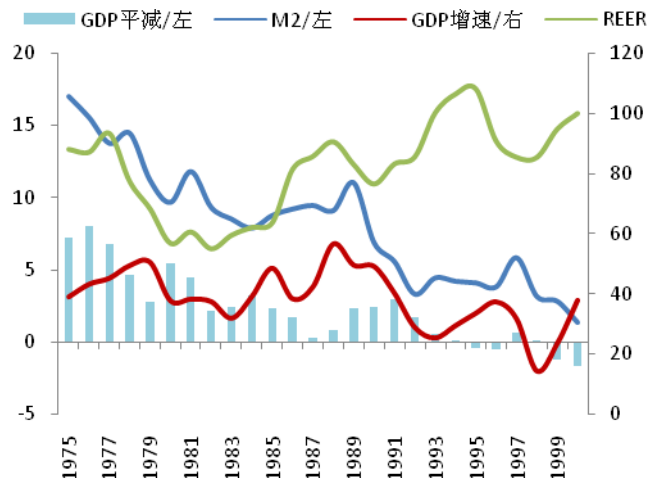


图 10. GDP 平减、M2、GDP 增速和日本实际有效汇率



数据来源：WDI，长城证券研究所

由于中国有着较为特殊的经济体制和金融体系，资本的投资回报率水平不能约束一些经济主体的信用扩张和投资行为（比如政府投资和国企的粗放扩张），使得国内的货币膨胀速度一直要明显高过实体经济的增速。近些年国内的投资回报率和自然利率水平已经出现了显著的下降，单位固定资产投资对应的 GDP 已经从 90 年代超过 3 的水平下降了一半，A 股市场的 ROA 水平也从过去两位数的水平下降到了 2%，房价的飙升也反映了国内资产平均收益率大幅下降的趋势。但与市场经济资本回报率下降会反过来制约信用和投资扩张的反馈机制所不同的是，国内很多投资主体对利率仍不敏感，信用规模膨胀过快的局面并没有得到实质改善。过去十年中国的货币平均增速为 17.5%（相当于信用规模四年翻一番），广义货币从 90 年代初期的 1.5 万亿膨胀到了目前 65 万亿的水平，货币增速大概是实际经济增速的两倍，09 年保增长更是带来了近 10 万亿的新增信贷和近 30% 的货币增长（新增信贷的 40% 被认为进入到了地方融资平台），市场经济供给过剩和回报率下降导致信用和投资放缓的反馈机制并未在中国出现，固定资产投资扩张的速度一直远高于居民可支配收入和消费的增长，投资在整个 GDP 当中的比重不断攀升已经超过了一半。

图 11. 广义储蓄率, GDP 和 M2 增速, %

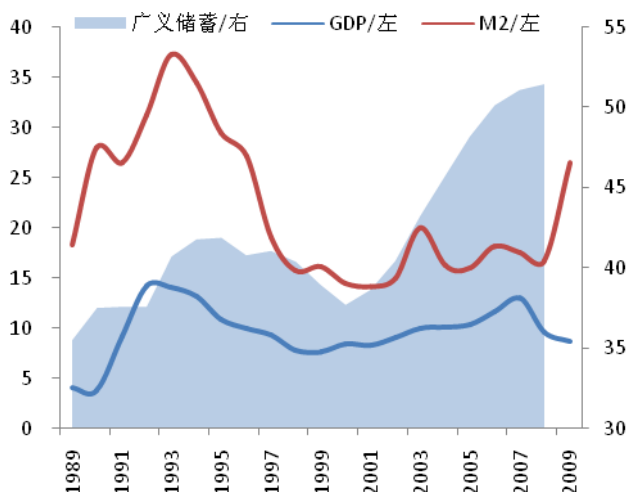
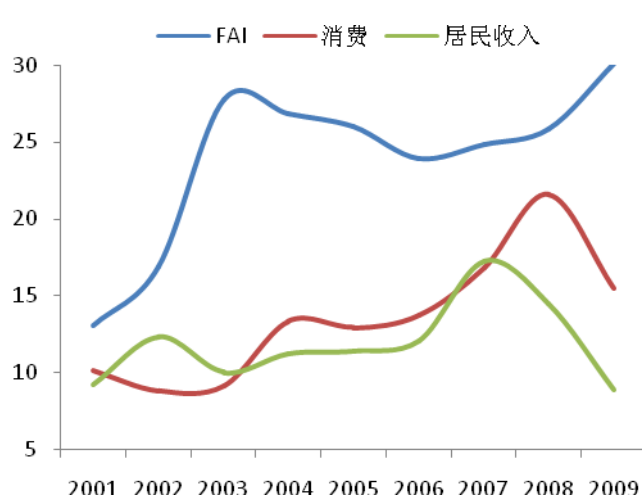


图 12. 固定资产投资、消费、居民可支配收入增速



数据来源：Wind，长城证券研究所 广义储蓄率为投资和净出口占支出法 GDP 的比重

中国特殊的货币、投资体系赋予政策在危机时期很强的调控能力，粗放的货币和投资扩张带来了储蓄率的不断上升，经济增长对投资和出口依赖度日益上升的格局，目前中国的总储蓄率水平超过 50%，相当于是世界平均水平的 2.5 倍，也远高于日本、韩国、印度等亚洲出口导向国。经历过 09 年的宽松政策之后，中国面临着货币超额发行，储蓄和投资比重持续攀升，劳动力相对价格恶化，经济结构失衡趋于严重的挑战。如果不能扭转信用和投资粗放扩张，劳动力真实工资下降，以及产出分配失衡继续加剧的趋势，未来信用和投资主导经济扩张，货币和资产膨胀维持繁荣的增长旧模式还会延续下去，中国经济将在宽松-紧缩的政策循环当中越走越远，其必然出现的一个结果是经济发展对信用、投资和资产价格的依赖度越来越高，调控政策可作用的空间越来越小，较高的信用膨胀和内外要素价格上升也将推动潜在通胀和实际汇率水平趋于上升，汇率低估问题不必依赖名义汇率升值也可以得到较好的修复，甚至最后走向另一个极端——汇率高估。现实中最有可能出现的升值路径是在实际汇率水平没有修复到可以完全放开资本管制之前，国内继续保持相对较快的货币扩张和通货膨胀，再加上名义汇率的渐进小幅度升值，共同推动国内实际汇率（物价）的提升。

图 13. 世界各国总储蓄率走势，%

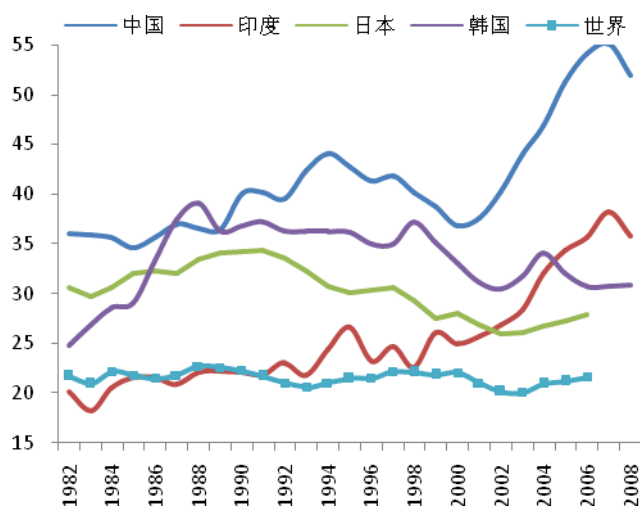
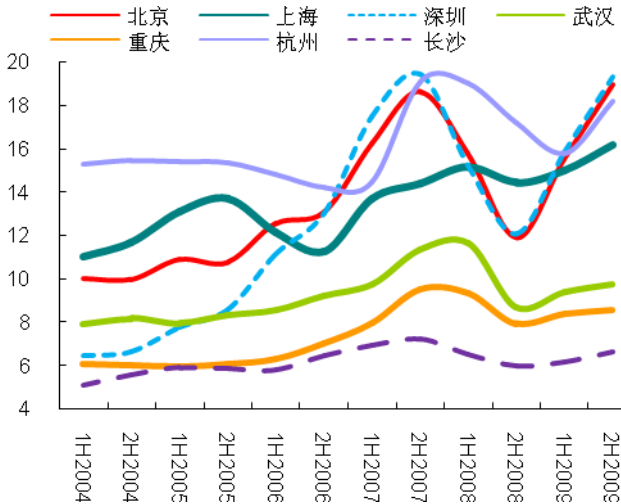


图 14. 国内城市房价/收入之比



数据来源：WDI，长城证券研究所

四、 2010 年升值幅度不会很大

低估的汇率必然在现实经济当中表现出特定的信号，显著的贸易顺差和庞大的外汇储备被认为是本币低估的标准信号。从现实的政策路径来看，在顺差增大、外资流入导致外汇储备和基础货币膨胀的情形下，央行面临着外汇储备规模过于庞大，本国货币扩张过快引发通胀的现实压力，因此，顺差和较快的外资流入往往成为本国名义汇率升值的现实驱动力，这也是汇率低估时期经济系统自身负反馈的有效手段之一。从金融危机以来，一方面，09 年以货币扩张和投资为主导的内需强劲扩张使得中国的总体顺差和对美国顺差都有显著下降，3 月份更是出现了 72 亿美元的单月逆差；另一方面，外商直接投资（FDI）虽有所回升，但以外汇储备增速为指标的外资流入压力尚

处在较为温和的水平。因此，从顺差和外汇储备膨胀的角度来看，可以认为目前内在的升值压力并不是很大，从中美息差、资产收益率的角度来看，虽然目前两国息差较大，短期限产品收益率差距相对较高，但中美十年期国债收益率基本持平（中国 3.4% 低于美国的 3.7%），再考虑到国内流动性极端泛滥，房地产等实体资产估值过高，租金回报率很低，以及美国民间信用体系尚未完全恢复的客观情形，我们认为 2010 年外资流入的情形不会有 07 年那么强烈，经济层面的升值压力也会相对较小。

图 15. 总贸易顺差、RMB 升速、NDF 升值预期

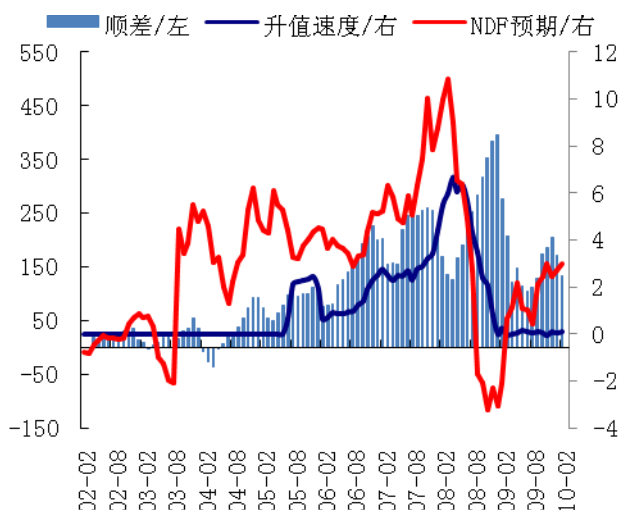
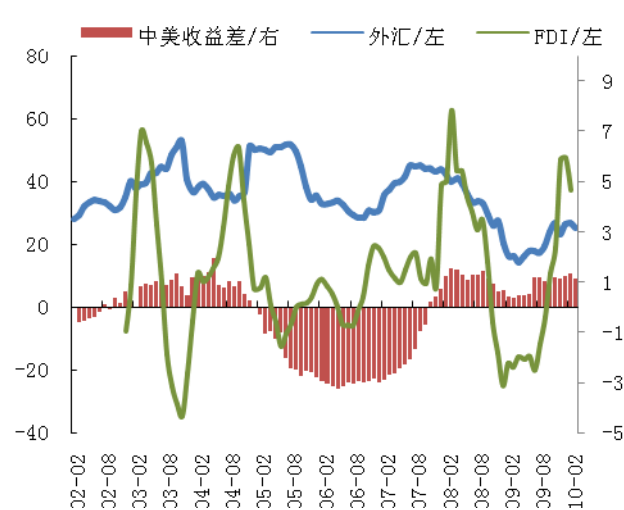


图 16. 中美一年期国债收益差、外汇储备、FDI 增速



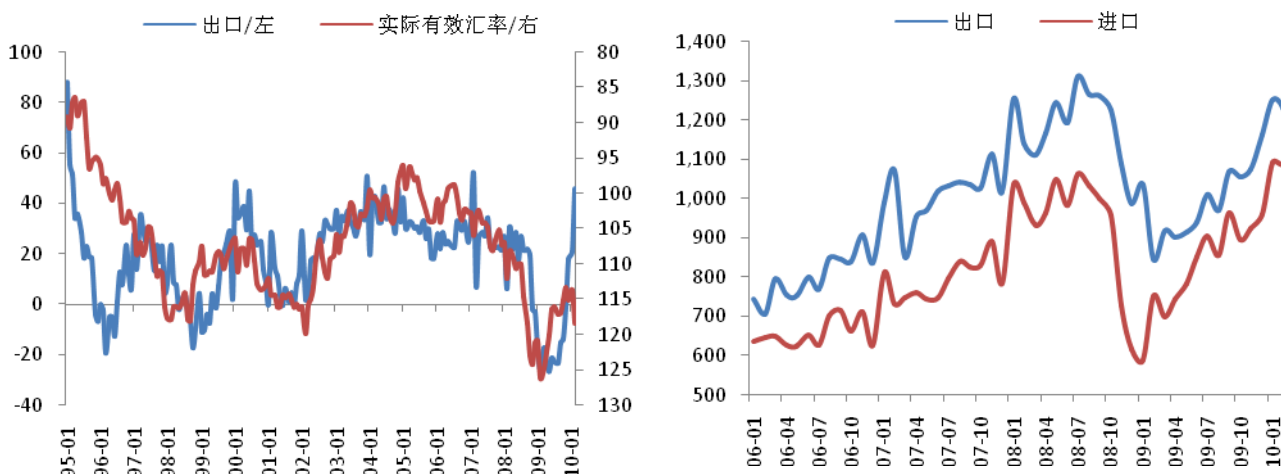
数据来源：Wind，长城证券研究所

注：贸易顺差单位为亿美元，RMB 升值速度=过去 6 个月人民币兑美元汇率升值幅度

从国内出口形势来看，过去经验表明人民币有效汇率的升值往往和出口的回落关联在一起（下图），在出口部门利润率较低的情形下，名义汇率的升值将直接对低附加值的出口部门和就业市场造成显著影响，近期的升值压力测试也显示，若人民币短期内升值 3%，可能导致家电、手机、纺织服装等生产企业利润大幅下降。尽管 09 年以来国内的外贸格局出现了 V 型的回升，但 3 月份单月的出口额出现了明显回落，同比增速也从前两个月 31.3% 的水平回落到了 24.3%，2010 年的外贸环境仍然面临欧美经济复苏根基不稳定，贸易保护增多等复杂环境，在这种情形下，为了保持国内经济增长和就业市场的复苏成果，决策者也不太愿意用较大幅度的升值来伤害出口部门。

图 17. 中国出口增速与人民币实际有效汇率指数

图 18. 中国当月进出口额（季调），亿美元



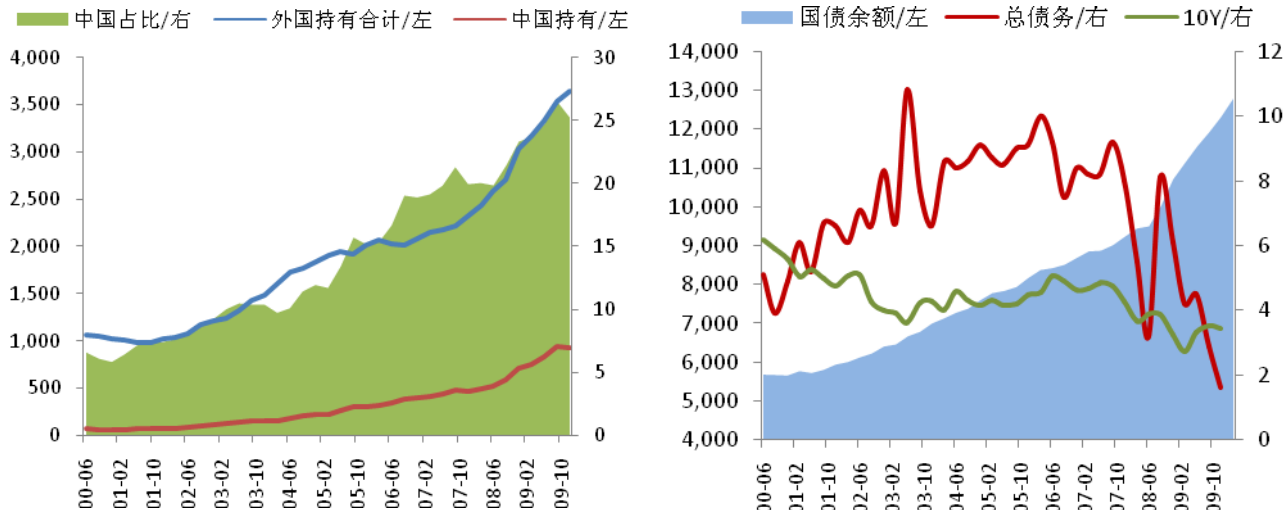
数据来源：Wind，长城证券研究所

注：实际汇率倒坐标，向下表示升值

从美国政府对人民币升值政治压力的角度来看，中美两国已经成为密不可分的经济伙伴，两国在外贸、金融方面有很高的互补性，尽管美国有很强烈的意图通过人民币升值来扩张本国出口和降低负债，但中国持有大量的美国国债，是维持美国金融市场低利率的重要主体，这也是人民币汇率博弈的重要筹码，两国之间关于人民币汇率的博弈不存在恶化的可能，最有可能出现的结果仍然是中国在汇率、贸易政策方面作出适当的让步，美国也逐步淡化在人民币汇率问题上咄咄逼人的态度。

图 19. 外国持有的美国国债、中国持有规模及占比

图 20. 美国国债余额，总债务增速，十年国债收益率



数据来源：Wind，长城证券研究所

注：美国国债规模单位：十亿美元

五、 升值对国内资产价格的影响不如货币政策

80 年代中后期日元、台币大幅升值，日本、台湾曾出现急剧膨胀的资产泡沫，泡沫破灭后日本、台湾都进入到经济低迷、信用扩张放缓的长期消沉期。这些例子被普遍用于印证本币升值将带来资产价格上升的观点，我们认为本币大幅升值推动资产价



格的逻辑基础在于两个方面：一是较为自由的外资流动环境带来境外资本的大举进入，使得国内出现货币膨胀、流动性泛滥格局；另一个是本币升值损害了出口部门的竞争力，制造业领域的投资回报率下降，资金出现由实业转向不动产和资本市场的趋势。实际上，应该看到 80 年代日本、台湾资产大泡沫的形成必须具备三个条件：(1) 本币大幅升值，85-89 年日本、台湾升值幅度都接近 40%；(2) 较为宽松的资本流动环境促使外资大量流入，推动本国货币较快增长；(3) 较高的经济增长率。

图 21. 日元兑美元汇率、日经指数 (NKY) 走势

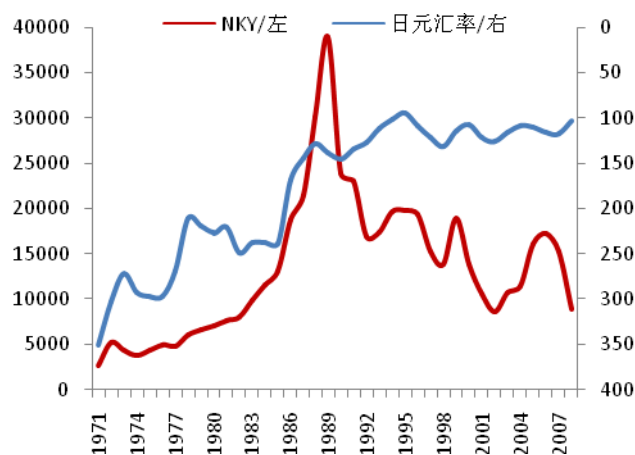
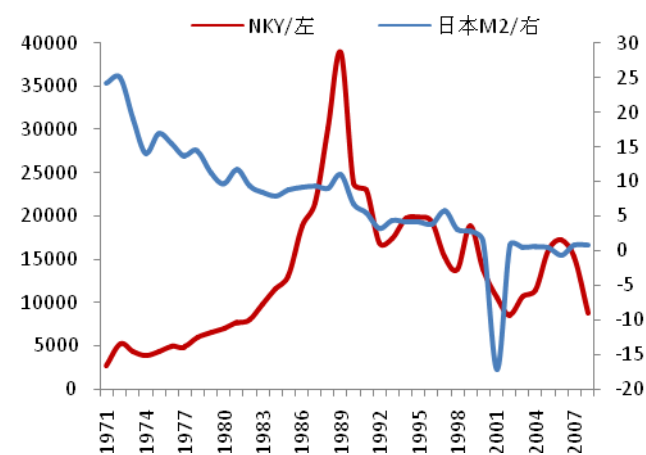


图 22. 日本 M2 增速、日经指数 (NKY) 走势



数据来源: WDI, 长城证券研究所 注: 汇率走势为倒坐标, 走势向上表示名义汇率升值

图 23. 台币兑美元汇率、台湾股指加权走势

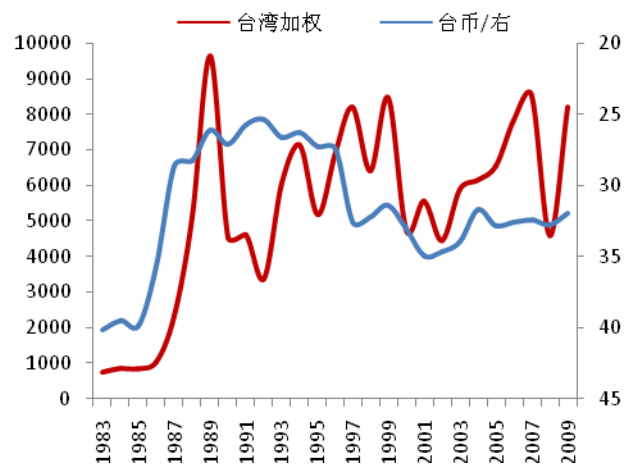
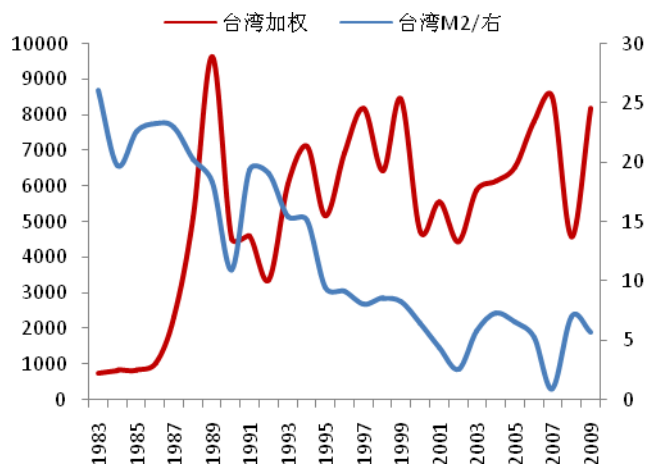


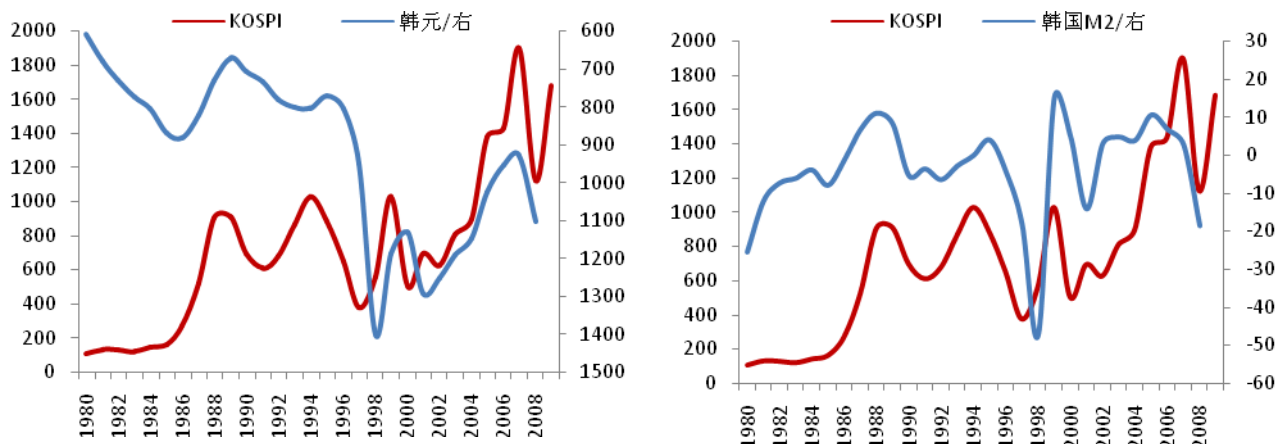
图 24. 台湾 M2 增速、台湾股指加权走势



数据来源: WDI, 长城证券研究所 注: 汇率走势为倒坐标, 走势向上表示名义汇率升值

图 25. 韩元兑美元汇率、韩国股票指数走势

图 26. 韩国 M2 增速、韩国股票指数走势

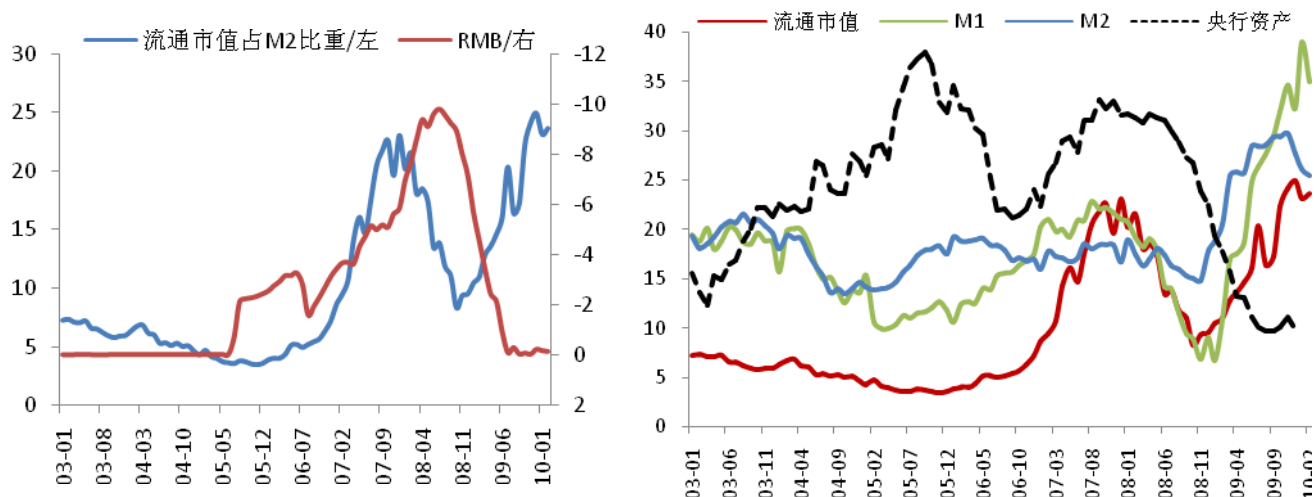


数据来源： WDI，长城证券研究所 注：汇率走势为倒坐标，走势向上表示名义汇率升值

由于当前中国的资本项目并未完全开放，国内的政策调控对货币和投资扩张又占有绝对的主导地位，基础货币对流动性环境的影响并没有其他经济体那么大，因此，国内的货币环境和资产价格主要受到自身经济周期和政策调控的影响，升值及其带来的外资流入会对国内的货币基础造成一定作用(表现在央行资产规模的扩张速度上)，但国内金融体系的基础货币对流动性总量的影响相对较小，政策的调控方向仍是决定货币环境和资产价格波动的主导因素。在 06-07 年那样的人民币升值周期，本币升值与经济、货币上升周期同时出现，从而出现资产价格大幅膨胀的现象，而今年是国内货币相对收紧的年份，小幅度的升值和外资流入只能够部分抵消货币紧缩对资产价格的负面影响，但整体的货币环境和资产价格演变方向仍需取决于国内的宏观调控力度，升值推动资产价格上升的动力并不会有人想象得那么大(实际上 04、05 年的升值预期和外资快速流入对资产价格的影响也不大)。

图 27. 股市流通市值占 M2 比重、RMB 兑美元汇率

图 28. 流通市值占比、M1、M2 和央行总资产增速



数据来源： WDI，长城证券研究所

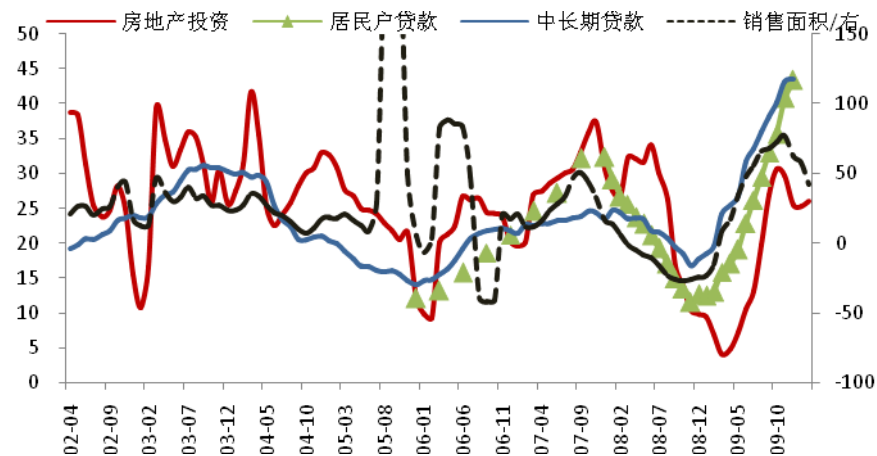
从国内房地产行业的景气周期来看，房地产行业景气度的变动与宏观调控的方向高度相关，而与人民币是否升值的关联度相对较弱。在政策较为宽松的经济上升周期，居民按揭购房增多，银行信贷明显扩张，经济高景气 and 流动性扩张共同推动房地产销



售和投资步入上升通道，房地产行业迎来快速膨胀；经济过热之后，过高的通货膨胀和房价上涨又促使宏观政策由宽松转向紧缩，货币扩张速度放缓，居民购房需求相对减弱，房地产步入价量下跌的调整周期。由此我们可以认为，由于中国自身特有的经济、货币体制，国内的股票、房地产等资产价格波动与调控政策的方向关联较大，而汇率升值对资产价格的影响相对较小，尤其是在判断今年人民币升值幅度较小的条件下，我们认为今年国内的资产价格主要面临紧缩政策的抑制效应，并不存在大幅上扬的客观条件。



图 29. 房地产投资、销售面积、居民户贷款、中长期贷款同比增速，%



数据来源：Wind，长城证券研究所

六、 升值对产业结构的影响

90年代初以来，美国依赖于日本、中国等亚洲经济体的出口产品供应和低利率，在透支和信用扩张的基础上实现了资产价格和国内消费的持续繁荣，但在房地产泡沫破灭和金融危机之后，美国依赖负债维持消费繁荣的模式变得难以为继，在庞大的债务规模和经常项目逆差压力之下，未来几年美国势必通过汇率、贸易政策等多种方式调整自身在全球贸易跷跷板中的逆差地位。换句话说，中国的出口高增长将会在汇率、贸易保护等多个方面遭到美国的压制，外需和顺差对中国经济的拉动作用会相对减弱，中国经济未来的增长动力将更多体现出内外需共同驱动的特征，本币实际汇率升值的趋势将给中国的外需增长带来阻力，贸易品部门的扩张速度相应会放缓。

有助于非贸易品部门和服务业的发展。从目前的格局看来，人民币实际有效汇率的升值是一个较为确切的趋势，这一升值的内在原动力在于国内生产效率的提高，其直接动力一方面来自于人民币对美元、欧元等主流货币名义汇率的升值；另一方面则更多来自于国内相对较快的货币扩张和要素成本上升带来的高通胀，尤其是在大宗原材料价格上升，国内劳动力稀缺度提高的情形下，原材料和劳动力要素成本的上升将显著推高中国出口产品的价格，进而起到实际汇率升值的效果。这种再平衡的压力表现在产业结构上，会呈现出贸易部门（制造业）的发展受到抑制，资源向非贸易品部门转移的特征（例如近几年资源从制造业向房地产的转移），目前国内的城镇化和服务业占比还处在较低水平，09年第三产业占GDP比重为42.6%，截止08年底第三产业就业人数占比33.2%，出口部门吸引力的相对下降为国内推动城镇化、大力发展服务业带来了契机。

图 30. 美国债务、财政和经常项目赤字占 GDP 比

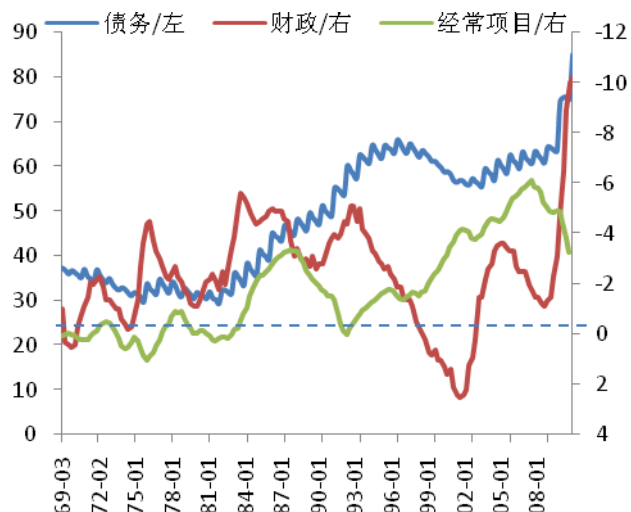
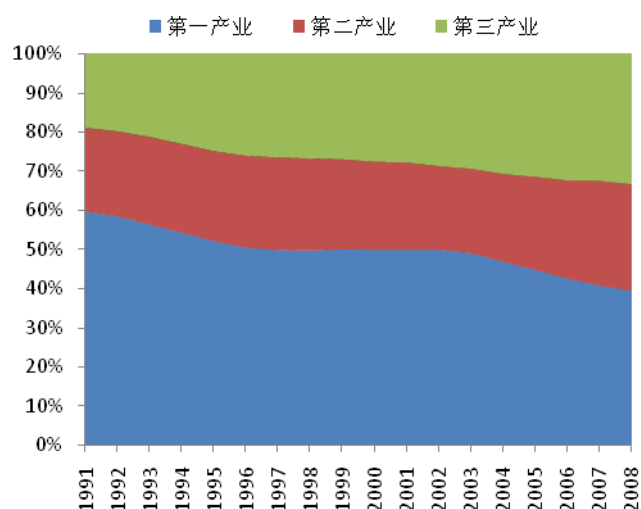


图 31. 国内三大产业就业人数占比

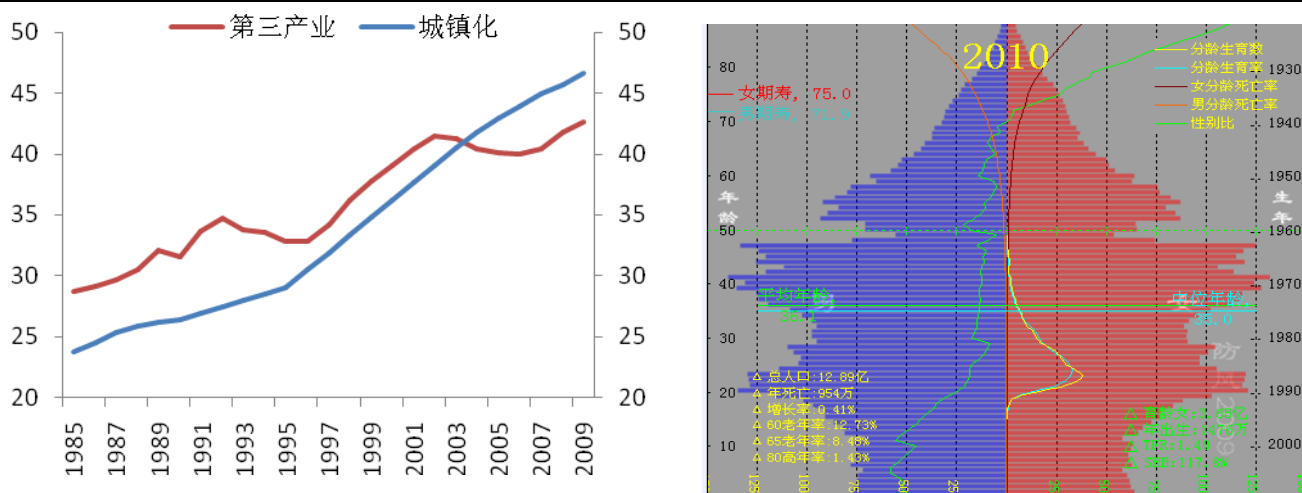


数据来源：Wind，长城证券研究所

城镇化和服务业发展主导经济增长。生产效率提升和内需扩张是经济中长期增长的核心动力的，发达国家的城镇化水平一般都超过 70%，第三产业占比一般达到 60-70%，而 2009 年我国人口城镇化比重仅有 46.6%，第三产业占 GDP 比重为 42.6%，都还处在一个较低水平，未来城镇化水平的提升，尤其是大都市圈的形成以及人口向中小城镇的聚集，将带来生产效率的提升和服务业的继续提升。一方面，农业人口继续向城镇地区的转移，将带来生产率的提升并释放出很大规模的内需潜力，有助于内需型经济结构的形成；另一方面，城镇化将带来服务业和就业市场的膨胀，而当前劳动力供应高峰的逐步消退将促使劳动力变得稀缺（今年沿海地区“用工荒”的加剧，隐含着 1985-1990 年出生高峰带来的中低端劳动力高峰正在消退的事实，而在 2015 年左右，中国将迎来劳动力总量的高峰），劳动力供需格局的转变将带来真实工资水平的上升，如果未来的经济政策能够在一定程度上打破过去信用和投资超速增长的机制，劳动报酬比例的提高会对居民消费形成积极影响。因此，城镇化、发展服务业将成为未来较长一段时期中国经济保持总量较快增长，调整经济结构的基本方向。

图 32. 中国第三产业占 GDP 比、城镇人口比重

图 33. 当前中国人口结构特征



数据来源: Wind

当然,我们也注意到“人口红利”消退给经济增长带来的负面效应,从中国的人口结构金字塔大致可以看出,中国当前的人口结构特征与90年代初期的日本较为相似,中青年劳动力高峰集中于20-25、40-48岁两个年龄段,确实面临着人口红利衰减的问题。尽管新增劳动力的减少有助于改善当前劳动报酬偏低、收入分配差距不断拉大的失衡局面,但人口老龄化带来的社会负担,以及劳动力价格上升对中国产品竞争力和通货膨胀的影响,都将会逐步显现出来,大宗商品和劳动力要素价格的上升,将会放大信用和投资过度扩张所带来的通胀风险,中国同样面临着改变依赖信用扩张和资产价格泡沫旧模式的急迫需求,如果无法打破这一格局,2011年开始中国经济会重新进入财政、货币宽松的调控宽松期。

图 34. 2024 年中国人口金字塔

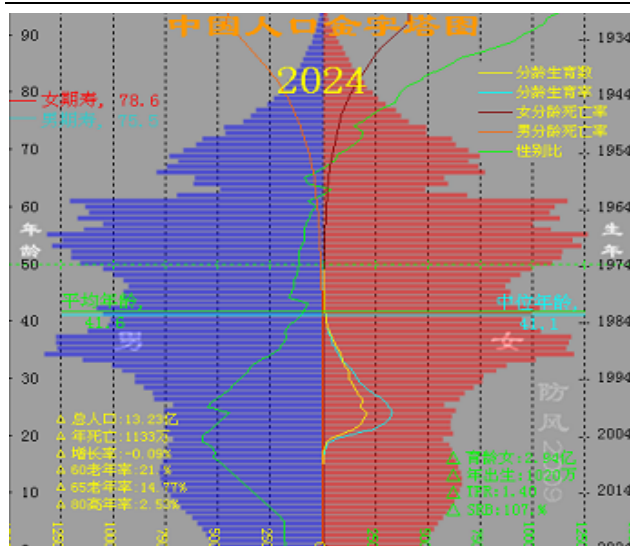
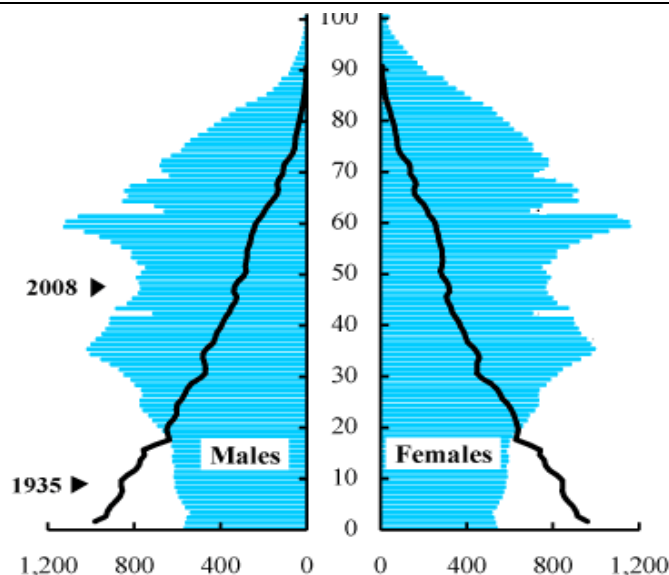


图 35. 2008 年日本人口金字塔



数据来源: 互联网、日本统计局

(完)



研究员介绍及承诺:

吴士金: 北京大学理学学士, 香港中文大学经济学硕士, 2008 年加入长城证券, 任宏观分析师。

腊博: 新西兰梅西大学金融学学士 (Honours)、金融学硕士 (Distinction), 曾在新西兰金融机构任货币和股票策略分析师, 2008 年 5 月加入长城证券研究所任策略分析师, 主要从事 A 股投资策略、欧美经济、汇率、和国际大宗商品市场的研究。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司 (以下简称长城证券) 向其机构或个人客户 (以下简称客户) 提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券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进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券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。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券有限责任公司
GREATWALL SECURITIES CO.,LTD

长城证券研究所

地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16、17 层

邮编: 518034

传真: 86-775-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编: 100044

传真: 86-10-88366650

网址: <http://www.cgws.com>