

房地产、人民币汇率与民工荒

高善文

2010 年 4 月 26 日

内容提要

本文根据作者在 2010 年 4 月 16 日安信证券 1 季度宏观策略电话会议上的演讲问答部分整理形成，主要讨论了房地产、人民币汇率、一季度经济数据等问题，并涉及对中期之内中国经济发展面临的一些约束和风险的考虑和判断，其中主要是对资产泡沫、通货膨胀、汇率超调和地方融资平台潜在坏帐等问题的观察。

一、对房地产市场的看法

提要：房地产调控政策猛烈，如果相关紧缩政策继续出台，可能成为压垮地产市场的最后一根稻草。

问题：您对国务院对房地产的政策会产生什么样的影响，怎么来理解这个事情？

回答：我个人倾向性的看法是，第一这个是迄今为止针对房地产市场最猛烈的一次调控政策，不排除后续还会有一些税收政策方面的调整。第二，房地产市场、至少在中国一、二线城市的房地产市场，现在可能已经处在泡沫非常靠后的时期。第三，这个政策未见得会对房价和交易量立即产生影响，但是应该说一两个季度以后，对市场交易量和价格的影响会逐步有相当明显的表现。最后，非常重要一点的是，现在出台的政策即便不是压垮骆驼的最后一根稻草，也应该离最后一根稻草距离不是非常远。

在这样的条件下看房地产投资，从一季度的数据来看，房地产投资总量方面增速相对比较高。从行业层面上来看，与房地产相关的一些行业的需求也非常活跃，比如在铝这个行业，可能在一定程度相对比较间接的，在机床甚至在工程机械等领域订单的增长可能都与此有一些关系。但是考虑到 09 年的房地产基数非常低，我们使用 08 年同期或者 07 年同期的数值为基础，再来计算房地产或者新开

工面积的年复合增长率，我们都容易看到这个增速基本处在 15%到 20%之间的水平，这一水平跟它的长期历史平均水平相比，可能还是要偏低一些。

这说明房地产投资本身处在重建存货和向历史均值回归的趋势之中。但就一季度的数据来讲，这个回归力量迄今为止并不算非常强。在这样的背景下，新一轮的房地产调控，在未来一两个季度对房地产的开工和投资应该会逐步产生一些影响。我个人的倾向性的看法是，考虑到房地产企业自身现金流的状况，负债的状况和重建存货的需要等，房地产投资增速在可比的意义上讲，比如跟 08 年同期的基数相比去计算复合增长率，它维持在 10%或者略高增速的话，还是有可能实现的。

二、对汇率问题的看法

提要：低端劳动力工资快速上涨，表明人民币实际有效汇率在快速升值，也暗示中国在低端出口领域的竞争优势正在快速下降。

然而，考虑到目前的政治经济环境，人民币与美元在近期脱钩，并重新步入缓步升值的通道，这样的可能性仍然非常大。

问题：最近也跟一个搞宏观的聊天，他观察美国的劳动生产率和中国的劳动生产率，他就发现有一个趋势，美国劳动生产率从 09 年下半年有一个上升的趋势，中国劳动生产率呈现一个往下走的趋势。因为汇率最终要由劳动生产率来决定，

他认为美元有升值的趋势，而人民币长期来看并没有一个明显升值的可能性，所以我也想听听对这个有什么看法。

回答：这个问题问得非常好，首先第一个问题，09年下半年以来，美国劳动生产效率快速的的增长，从我个人对数据的解读来看，我认为这是一个短周期的现象，就是在经济周期从底部向上恢复的过程之中，由于需求的快速增长和企业产能利用率的快速提升，同时就业又没有同步放大，在这个背景下，所计算出来的劳动生产效率就会有快速的的增长，但是这个增长本身是不可持续的。

等到经济周期恢复到一个相对比较平稳的阶段以后，随着就业开始逐步扩大起来，这种劳动生产率的增长基本上就会停下来，所以目前我们看到的美国的劳动生产率增长，是经济在周期性恢复的早期所呈现出来的一个周期现象，很难理解它像90年代后期一样，是一个长期的结构性的趋势。这个是对劳动生产效率的解读。

第二个，如果劳动生产效率的恢复是周期性的话，美元汇率在前一段时间的反弹也是在这样一个背景下所呈现出来的周期性的恢复。因为美国经济比市场预期恢复得更快，所以带动了美元汇率在一段时间之内快速走高。但是从70年代到现在接近四十年的时间来看，美元汇率本身只有两个半周期，而美国经济和美联储货币政策的周期显然要更多。所以这说明从美元汇率长期趋势来看，短周期的因素对它的影响是可以基本忽略的，而影响美元汇率长周期的因素实际上是剔除掉短周期因素以后的结构性的劳动生产效率的快慢。另外当然还有货币政策的影响，即货币供应的总体松紧程度。从这些因素来看的话，认为美元汇率系统性的反转，证据并不非常充分。

最后，涉及到人民币汇率问题，我同意这样一个看法，大概从 08 年以来、至少是 09 年 3 季度以来，在中国的劳动力市场，至少在非常低端的市场上，工资正在呈现非常快速增长，并且这种工资快速增长在今年以来很可能在加速。我们并不认为同期中国的劳动生产率有同样快速增长。

实际上，我们倾向于认为在这段时间，中国的一部分产品和产业的国际竞争力正在明显被削弱。从三月份的数据来看，低端产品的出口增长出现了很大的滑坡，轻工业用电量出现非常大的收缩。另外在中国沿海地区用工荒已经到了相当紧张的程度，企业没有足够勇气去承接长期的定单，也没有足够把握能以比较合适的工资招到足够多的工人。这些草根层面的证据清楚地表明，工资快速增长正在对中国一部分出口行业的竞争力造成非常大的压力。

这意味着从长期来看，即使人民币相对于美元的名义汇率不升值，人民币自身的实际有效汇率也在快速升值。所以从中期来看，认为人民币对美元汇率还有很大的升值空间，这样的判断可能是不成立的。

但是如果我们从短期的角度来看问题，由于国际政治经济的原因，不排除人民币汇率在未来三到六个月会与美元脱钩，并重新缓步升值。。

关于人民币对美元汇率的判断，我们一直以来倾向性的看法是中国政府在对美外交问题上一般不结城下之盟。但是容易注意到近来中美关系表面上的缓和，以及美国财政部推迟发布汇率评估报告。

这可能显示，关起门来以后中美的双边磋商应该非常密集，中国政府目前所承受的压力可能空前地大。看起来政府对汇率政策进行调整，所需要等待和选择的主要是时机，这也许会在三个月之内，但应该不会拖到年底。

从三月份以来的数据来看，在 NDF 市场上隐含的人民币升值的压力陡然增强。另外，外汇贷款的增速非常高，与外汇存款相比，呈现一个剪刀型的裂口。再次，从一季度数据来看，外汇占款口径中资本流入也有一些非常明显的增强。把这些因素合并在一起，我们倾向于认为，市场对人民币升值的预期在这段时间在重新增强，而且这种增强带动了比较大的资本流入。

在这种背景下，我们还看到了资产市场另外一个发展，即纪念金币的价格结束了去年九月份以来的盘整格局，3 月底突然出现了非常急速的拉升，并且价格已经创出历史新高。

票据直贴利率三月下旬以来高位盘整，最近出现一些下降。民间利率的扩散指数在整个三月份是基本稳定的，近来也有一些下降。把所有这些因素合并在一起来看，我们认为，这可能与人民币升值压力的显著增强有关，并正在造成流动性供求平衡的阶段性的松动。

三、交通运输体系对中国的经济影响

提要：交通运输体系的完善扩展了市场的物理范围，促进了竞争和要素的合理配置，从而加快了经济增长。从中国目前沿海和内部地区劳动力市场的相对工资差距来看，由于过去持续的市场整合和近些年内陆地区经济的迅速追赶，高铁等基础设施的进一步完善对产业转移和经济增长的推动作用应该比较有限。

问题：您好，非常有幸参加这个报告会，我想提一个问题，就是中国高速铁路，高速公路网在不断完善的过程中，这对我们的经济会带来哪些方面的影响？

回答：从理论上说，交通通讯等基础设施的发展，主要的影响是市场的物理范围在扩大，交易的半径在延长。这无疑会促成更激烈的竞争，从而加快经济的增长；此外市场物理边界的扩大还有利于资源在更大范围内的配置和整合，这可以更充分地发挥各地区的比较优势，促成分工的深化，从而也有助于加快经济增长。

从非常宏观的角度来看，上世纪七十年代以来，全球经济增长的加速以及全球金融一体化的加速，与全球通讯技术、全球航空运输、远洋运输非常快速的发展，与这些领域成本快速下降是密切联系在一起的。如果没有这种成本下降的话，我们很难理解跨国公司会在全球范围内去管理自己的生产链和供应链。

一个生动的例子就是 2001 年的 911 恐怖袭击。911 以后没几天，我们看到美国的大街小巷都挂满了美国的国旗，美国民众以此来显示他们对美国的热爱。但是我们要知道，当时 911 以后在大街小巷所挂的很多美国国旗都是中国制造的。这就是说，在“911”事件发生以后，面对国旗需求的急速增长，中国企业在很短时间内接到大量的定单，并且在很短的时间内，以很低的成本生产出来大量的国旗，然后通过航空运输输送到美国。

可以理解的是，如果没有交通运输和电子通讯领域技术的高速进步的话，这一切都是不太可能的。

所以交通体系的发展在理论上的影响是相对比较容易理解的，就是市场范围扩大，竞争的加剧和资源的优化配置。

那么对中国现在来讲，高铁的快速发展，包括公路网的一个快速发展的影响是什么？我觉得这个问题提出来非常有意义。

在前一段时间，我们讲到中国可能面临着刘易斯拐点的问题，可能中国沿海面临竞争力下降的问题。很多市场参与者持有的一个看法和反驳意见是，中国有广阔的中西部地区，中国可以伴随着交通运输体系的完善，把沿海地区的生产过程源源不断向中西部地区去转移。这样一个看法从表面上来讲是非常有吸引力的。

但是我个人对这种转移的空间有多大是抱有比较多的怀疑的。非常关键的证据是：目前中国中西部地区民工工资已经非常接近东部地区的水平；就产业由东部向西部转移来节约劳动力成本而言，这方面的空间已经不大了。

在市场整合的条件下，也就是说交通运输网络已很好发展起来，整个资源配置和竞争都在全国范围内展开的条件下，跨地区的自由流动的民工工资的水平应该还是比较接近的。地区之间经济发展水平差距很大，基础设施的落后又造成很大的市场分割，那么低端劳动力工资在沿海和内陆之间就应该存在比较大的差距。所以民工工资的差距可以在一定程度上衡量东西部地区市场的割裂程度。因为在低端的民工市场，劳动力是可以自由流动的。

我们现在看到的情况是，中国中西部地区民工的月工资水平跟沿海地区的水平相差不到 10%，绝对水平已经非常接近。这表明由于过去的基础设施发展等原因，中国的市场整合过程已经取得了非常好的效果。

在这个意义上讲，也许运输网络的进一步发育，可能会进一步压低工资的差异，但是工资的差异在绝对水平上来看，已经不是非常大。如果一个沿海地区的工厂搬迁到了内陆地区，它在工资层面上的节约应该不会超过 20%；但是由于离

市场更远，离港口更远，它一定要支付额外的运输成本，这还没有考虑产业配套不完整带来的制约。所以，对比劳动力成本的节约和运输等成本的增加，可以认为产业由东部向西部地区转移的空间应该已经不大。

那么，为什么中西部的工资水平现在会处在这么高的一个水平呢？一个很重要的原因是中西部地区经济的加速发展。

仔细梳理一下中西部的数据可以看到，从 03 年到现在，中国中西部的平均经济增速比沿海地区实际要更高，这个情况是改革开放以来没有出现过的。

此外，在这段时期，中国中西部地区的物价水平的平均涨幅比沿海地区也要高。在过去七年的时间里，所有中西部的省份 CPI 的平均增速是 2.9%，而整个东部沿海地区的 CPI 的增幅只有 2.4%。物价更快增长本身也清楚表明中西部经济增长更快，这创造了更多的就业机会，带来工资水平的更快增长。

那么中西部地区在过去六七年的时间里面，为什么经济增长会这么快呢？我个人倾向性的猜测是经济结构变化。

这一轮的经济增长非常重要的一个结果，就是大宗商品和基础能源价格的大幅度上升，这带动了巴西、俄罗斯、印尼、澳大利亚等国的发展。

中国是一个幅员辽阔的国家，在中国自身的地理边界范围之内，大量的基础商品和能源是蕴藏在中国的中西部地区，而不是在沿海地区，这可能是过去七年中西部地区经济加速追赶的关键原因。一个形象的证据是，内蒙的第一大城市从包头变成了鄂尔多斯。

四、中国经济增长趋势

提要：劳动力工资的快速上涨和正在到来的人口负债增强了中国结构性通货膨胀的压力，也暗示着经济的高增长过程可能正在结束；如果进一步考虑到目前的房地产泡沫、地方融资平台的潜在坏帐、以及出口竞争力下降和汇率可能出现的超调，沿着悲观的思路来看，在未来 3 - 5 年的时间内，需要警惕出现一定程度的经济危机的风险。

问题：中国经济增速是否会下降，经济增长的潜在风险在哪里？

回答：先算一个简单的算术。现在北京地区的一个保姆的月工资大概是在 1600 块钱附近，这个工资水平在过去 6-7 年的平均年增幅是 16%。

今后十年，青壮年劳动力供应将明显下降，这与计划生育政策密切联系。不考虑其他因素，这意味着如果经济继续维持现在的增长速度和现在的增长方式，未来十年保姆工资的年增速不会低于 16%，甚至要更高。

如果保守地假设未来的增速也是 16%，那么到 2020 年的时候，在北京地区一个保姆至少一个月要有七千块钱的工资。如果这一增速是 20% - 25%，保姆的月工资大概就会在一万到一万五千块钱的水平，这大约比现在菲佣的工资水平要贵一倍。

我们的猜测是 2020 年保姆的工资也许无法达到这么高的水平，那么这将暗示未来十年的经济增长速度和经济增长方式需要很大的调整。

实际上，经济增长不外乎资本积累、劳动投入和技术进步三个部分。考虑到人口结构的原因，未来十年的劳动投入及其贡献将显著下降；考虑到目前非常惊人的资本积累速度和未来储蓄率的下降，资本积累的贡献也将明显放慢；过去三十年中体制变革、私有化和加入世界贸易组织等制度因素都带来了更快的技术进步，未来十年的制度红利可能也将下降，这些因素都意味着经济增速的系统性下降只是个时间问题。

从近来劳动力市场的表现、种植和养殖业以及低端制造业的压力发展、以及未来人口结构变迁的大体时间跨度看，这一增速转折的拐点可能正在到来，也许就在未来的 3-5 年之内。

那么这一转折是否可能行云流水一样自然顺畅？是否会发生一定程度的经济危机？

我们的看法是，后一前景的可能性也许更大，甚至十分必要。

之所以必要，是因为经济增长目标增速和增长方式的转变需要积累和建立共识，需要全社会各层面都认识到、并且认同以前的增速和方式无法维持，真正的转变才可能发生。否则，各地区、各部门都习惯性地比速度、赶进度，都习惯性地沿用以前高积累、高投入、高发展的模式，经济的转型就难以实现。

之所以认为后一前景可能性也更大，是因为在未来的中期时间跨度内，沿着悲观的思路去看，许多风险因素都正在、或即将暴露出来，例如：

第一个是严重的房地产泡沫。房地产市场，至少在中国的一、二线城市的房地产市场，现在可能已经处在泡沫非常靠后的时期。国务院近期出台了一系列针对房地产市场的调控政策，这些政策即便不是压垮骆驼的最后一根稻草，也应该

离最后一根稻草距离不是非常远。短期内房地产泡沫的破裂可能主要表现为“慢撒气”，但长期的风险也还是要警惕的。

第二个是地方融资平台带来的大量潜在坏账。这个问题短期内也许捂得住，但是未来一旦发生不利冲击的话，它显然会构成加剧危机的一个重要的催化剂。

第三个就是在低端市场上，从种植到养殖，农民系统性地转移到制造和服务业的压力正在表现出来。过去几年的猪肉价格波动与此有关系，目前猪肉市场处在周期的低谷位置，但未来一旦出问题，麻烦也许不比上次小。目前这方面的问题应该说正在孕育。这个方面一出问题，大的通货膨胀就来了。

第四个就是汇率出问题。汇率有没有可能出问题呢？沿着悲观的角度来看也完全可能。首先，在中国比较低端的市场上出口部门正在快速失去竞争力，例如沿海地区的低端制造业竞争力优势下降已经是一种趋势。

其次，中国有大约两万四千亿美元的外汇储备。这么多的外汇储备里面不排除有很多是投机性的资金，也不排除在汇率发生比较大问题的条件下，在短期内会有很大资本外逃的压力。我国外汇在资本项下的管制总的来讲越来越松，而且是越来越难管。这也意味着未来汇率一旦出问题，会有大量资本流出，短期之内外汇储备可能会快速下降，这是央行在短期内难以控制的。

此外，未来美元汇率一旦反转，对人民币的压力就会逐步形成；这还不考虑目前的人民币升值有可能形成超调的局面。

如果这些方面的风险因素纠结在一起集中爆发，经济危机的局面就基本上形成了。

五、短期数据中的亮点

提要：近期人民币升值预期的加剧使得市场流动性转入阶段性的宽松状态；民间投资复苏也是目前宏观经济的一个亮点。

问题：大家听到的观点都比较负面，如经济增速系统性的下降，股市没有机会等。实际上短期还是有一些积极性的因素在变化。能否就这方面谈一谈？

回答：从去年九月份一直到今年三月份，金币价格一直都是走平的，同期股票市场的价格总体上也是走平的。短期的票据贴现利率在这段时间也是经历了一段时间的上升后保持平稳。加上对一些经济基本数据，如经济增长率，信贷总量等的解读，我们认为，这段时间资金面总体上是一个相对比较平衡的格局。在这个格局下，我们对市场看得相对谨慎一些。

但是在三月下旬以来，市场上发生了一些很明显的变化，这些变化我们在四月初才注意到。

首先，金币价格在三月底出现了非常急速的拉升，并且价格创出了新高。第二，就是在票据贴现市场上，利率维持稳定，并在近来出现一些下降。第三、三月份的外汇占款的数量激增，资本流入数量可能非常大。

把这些因素合并在一起，我们倾向性的看法是，人民币升值预期近来突然增强，这带来套利资金的大量流入，打破了前一段时间流动性供求相对平衡和僵持的局面，使流动性朝着相对比较宽松的局面演化。在这个条件下，可能包括房地产市场，包括股票市场等总体上都获得了一些动量。

那么现在我们如何来看待这个动量呢？我个人的看法是，在短期之内，由于房地产价格的上升，中央对房地产市场出台了非常密集的调控政策，政策的不确定性重新有一些上升。市场还需要时间去消化这些政策对整个房地产，以及对整个经济走势的影响。

随着这些政策不确定性被市场逐步吸收，在未来人民币升值和利率调整前后，由于资金面可能出现阶段性的松弛，资产市场可能会有一些阶段性的机会。

从行业和板块角度来看，盈利符合预期或超预期行业可能会成为驱动市场非常重要的力量。

在这个背景下，我们特别想讨论的是在机床领域，在过去三个月出现了订单非常急剧的增长。我们认为这对于理解未来一段时间的经济趋势有一些帮助。

如果去调查相关的生产企业，企业也没有想到新年伊始，订单就像潮水一样涌来，而且一些企业到现在为止订单都接不过来。

这些订单从哪里来的呢？是否可以持续呢？我对此提出三个猜测性的解释：

第一个猜测就是，民间投资活动经过 08 年、09 年连续两年的压制，在今年以来随着经济逐步回到正常状态，出现了一个爆发性的增长，是一次“补涨”。从长期来看，这种需求的强度很难维持，但总的来说这个领域的需求处在一个恢复趋势之中。

第二个猜测是：为什么订单集中在机床等少数领域呢？我们的看法是在经济上升和扩张的时候，企业的主要行为是铺摊子，主要是外延式的扩张；在经济收缩和调整的时候，企业的行为主要是技术改造、降低成本，主要是内涵式的增长。

所以我们把这段时间以来，私人部门需求在这一领域的爆发理解经济收缩过程中，企业内涵式增长的爆发。这种内涵式的增长在过去两年本来就应该出现，但是因为金融危机等原因被抑制住，现在这个力量突然爆发出来。

事实上，从 1998 年到 2000 年的经济收缩过程中我们也可以看到这种现象，即技术改造投资占整个固定资产投资的比重在逆势上升。如果这里的猜测是正确的，其含义是：这种需求从爆发到回归平静后，需求的增速会明显下降，但仍然会处在一个相对不错的水平。

第三个猜测是，企业在用机器替代人工。在劳动力市场越来越紧张的背景下，一些企业在积极考虑和布局用机器替代人工以降低成本，这会导致对机械需求的增加。

如果这里的解释大体是正确的，在宏观层面就意味着目前私人部门的需求应该已经出现了相对不错的、比较强劲的、向正常状态恢复的过程，这个恢复过程也意味着抓紧进行财政政策的退出，甚至在房地产市场上采取一些相对比较紧的调控措施是可行的，这也意味着经济已经大体摆脱了危机的影响，恢复到基本健康的状态。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司宏观研究团队撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司宏观研究团队所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券宏观研究团队，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司宏观研究团队对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
黄方祥	上海联系人	南方	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	panlin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558268	ligr@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn