

当通货膨胀邂逅本币升值

核心观点

- 目前劳动力成本上升、货币供应量偏大，这是和中国经济发展阶段相吻合的，是“成长的烦恼”；资产泡沫是未来中国五到十年内最大的宏观风险。伴随着人民币升值，单纯从生活成本的消费价格指数，并不存在通货膨胀的系统性风险。
- 输入型通胀被夸大。由于国际市场竞争，出口工业产出的价格有粘性，涨价比较困难，进口原材料和大宗商品涨价会压缩国内生产链的利润，不会迅速带来国内同类产品涨价，产能积累造成的出口商“内销国内市场”的替代策略，带来国内工业产出价格的下降。
- 货币供应量未过度。用中国、欧盟、美国和印度的“M2 和 GDP 比率”来比较，考量过去十年该比率的变化，发现中国从 2000 年到 2010 年该比率增速是四个国家（或地区）中最慢的，基本趋势与美国和印度一致，而增速最快的是欧盟。
- 人民币将保持兑国际主要货币总体升值态势，本币升值可以提升本国劳动力价值，有利于整体物价结构的均衡。中国未来五到十年内，基本的生活必需品的价格上涨空间有限，工业制造品的价格甚至会降低，而劳务价格面临上涨。
- 未来宏观经济政策的关键点，是当国际需求不足、国内经济面临衰退、国内货币乘数偏高，中国应该吸取日本上世纪 90 年代的教训，避免以过度宽松的货币政策，孕育全面的房地产泡沫，最终陷入流动性陷阱。

相关报告

- 1.《国都证券-宏观经济研究-宏观专题研究-贝尔斯登两周年祭》 2010-06-04
- 2.《国都证券-宏观经济研究-宏观专题研究-完美货币与完美经济》 2010-05-12
- 3.《国都证券-宏观经济研究-宏观专题研究-伊斯兰金融的未来》 2010-02-05

研究员：许维鸿

电话： 010-84183203

Email: xuweihong@guodu.com

执业证书编号： S0940209110170

联系人：吴昊

电话： 010- 84183146

Email: wuhao@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。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。

图表目录

图 1: 中国过去十五年消费价格指数	3
图 2: CBOT 和大连商品交易所黄豆期货价格	3
图 3: 各国 M2/GDP	4
图 4: 各国 M2/GDP 变化, 2000=100	4
图 5: 美元指数与人民币兑美元汇率	5
图 6: 中国 20 到 60 岁人口比例	5
图 7: 中国吸收国际直接投资 FDI	5

近来财经术士们对中国通货膨胀的风险，危言耸听得越来越有技术含量了。先是“独立经济学家”旁征博引地论证中国“两位数”的通货膨胀率前景，继而是国内主流分析师从货币供应量角度佐证通货膨胀的潜在压力。他们得出的结论是一致的，那就是中国经济面临全面通货膨胀风险，且资产泡沫风险日益加大。

对于以上这些唱空中国的言论，我不敢苟同。我认为中国目前存在劳动力成本上升、货币供应量偏大的现象，但是这是和中国经济发展阶段相吻合的，是正常“成长的烦恼”；而资产泡沫确实是未来中国五到十年内最大的宏观风险，但是伴随着人民币升值，单纯从生活成本的消费价格指数，并不存在通货膨胀的系统性风险。所谓唱空中国的言论，不是别有用心，就是对中国经济的实际情况不了解，我们不妨逐一拆解。

1、输入型通胀隐忧

首先说目前流行的词汇——“输入型通胀”，就是夸大中国对原材料和能源的进口需求，甚至延展到“泛农产品”的范畴。中国经济过去三十年走的是外向型发展路径，进出口增速举世无双，造就了“两头在外”的外贸生产现状。由于国际市场竞争，出口工业产出的价格有粘性，涨价比较困难，进口原材料和大宗商品涨价会压缩国内生产链的利润，却不会迅速带来国内同类产品涨价，反而产能积累造成的出口商“内销国内市场”的替代策略，带来国内工业产出品价格的下降，例如国内的所谓“出口转内销”服装的库存倾销。

回首过去二十年中国经历的三次通货紧缩，分别源于 1997 年亚洲金融危机、2001 年美国 911 恐怖袭击和 2008 年美国次债危机，都是出口转内销带来的“输入型通货紧缩”（图 1）。我赞成有些学者提出的中国宏观经济“中周期”概念，把 2001 年中国加入 WTO 后的九年，定义为一个“出口导向型”发展中国家基础设施建设和财富积累周期。随着中国劳动力成本的提高、国内财富积累、特别是人口结构的变化，未来几年我们将或早或晚地看到中国经济的转型。

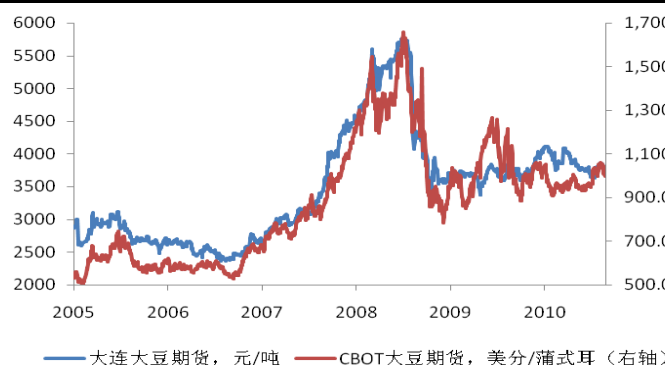
中国具有战略意义的农产品进口，品种仅限于黄豆，美国进口转基因的黄豆不但没有拉高市场价格，反而因为压榨出油率高，对国产大豆价格造成了冲击，拉低了豆油的价格（图 2）。粮食安全战略一直是中国首要国策，目前热议“对东北黄豆产区进行价格补贴”就是基于此，因为单纯从通货膨胀率角度，国家应该鼓励进口美国黄豆。最近对大蒜、生姜、绿豆等经济作物的价格炒作，解决之道并不是国家干预，而是应该彻底放开小品种经济作物的流通市场，形成合理的市场价格机制。

图 1：中国过去十五年消费价格指数



资料来源：wind，国都证券

图 2：CBOT 和大连商品交易所黄豆期货价格



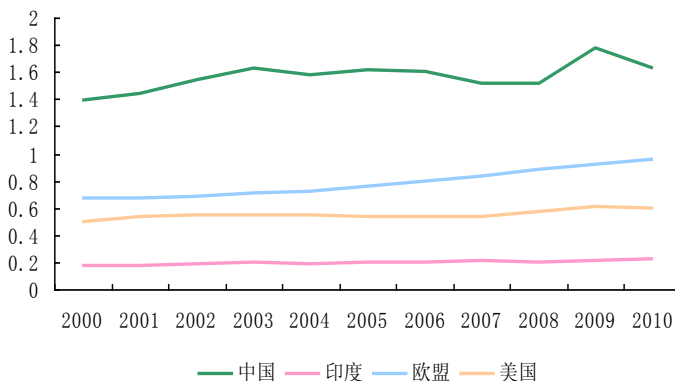
资料来源：wind，国都证券

2、货币供应量的边际变化

所谓“过度”的货币供应量，具有代表性的是近期很流行的“M2（广义货币供应量）和 GDP（国民生产总值）比率”问题。一些分析师比较了中国、欧盟、美国和印度的“M2 和 GDP 比率”，得出结论说中国货币供应量脱离了实体经济环境，存在巨大的通货膨胀风险（图 3）。乍一看颇有经济学见地，其实是没有全面分析问题，误导市场！

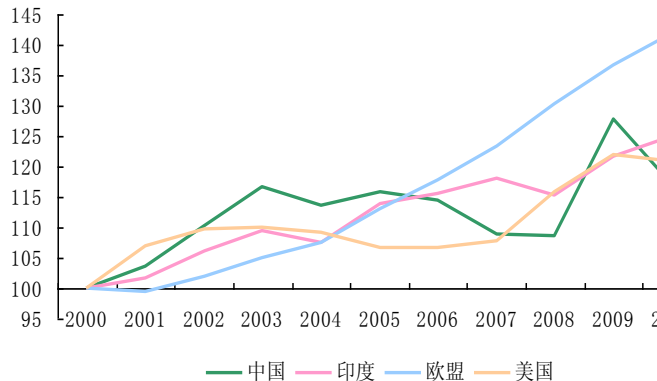
经济学分析中，除了看绝对数值的比较，更重要的是看“边际变化”的趋势，就是比率的增速。虽然不是很科学，我们还是沿用中国、欧盟、美国和印度的“M2 和 GDP 比率”来比较，考量过去十年该比率的变化，就会发现中国从 2000 年到 2010 年该比率增速是四个国家（或地区）中最慢的，基本趋势与美国和印度一致，而增速最快的欧盟（图 4）！

图 3：各国 M2/GDP



资料来源：wind, 国都证券

图 4：各国 M2/GDP 变化，2000=100



资料来源：wind, 国都证券

结论很意外，道理并不复杂——欧元的使用造就了欧元区（比“欧盟”的概念更符合经济学）货币供应量增加快于世界平均水平，而经济全球化使得各国的货币政策趋于一致，任何一国难以脱离实体经济片面调整货币供应量。中国人感到货币增加快于其他国家，是因为中国的产出水平增加快，并不是我们央行印钞机的功劳。

如果要拷问为何在绝对数值上，中国 M2/GDP 比率高，那就要从中国的“发展中国家”经济特征来分析。这是个持续十年、甚至更长时间维的宏观问题，不是最近几年才出现的。我认为中国 M2/GDP 比率高可以从两方面来解释，一方面是中国 GDP 的计算存在低估，特别是服务业产出和非银行体系资金流转的统计；另一方面是中国经济发展阶段决定了，基础设施建设靠投资拉动发展，高储蓄率又催生了低利率环境，间接融资比例高早就了经济体内资金使用效率低且偏向产能扩张。

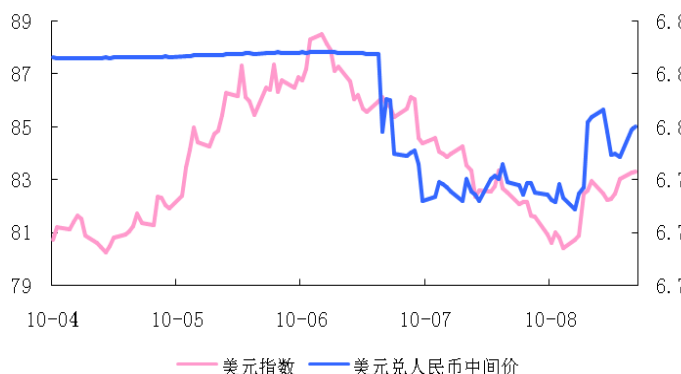
我们看到的表象，就是过去二十年中国经济周期的衰退期，就是重复建设和落后产能的淘汰期。持续的是高储蓄率下投资欲望强烈，造成低货币乘数下资本积累在银行体系；消费升级是货币积累到一定阶段才能发生，国内消费增长难以消化过剩产能，传统意义上的通胀不是由货币供给决定的。

3、本币升值与资产价格

“本币升值”——所谓“资产泡沫”的邪恶之源，牵扯到人民币汇率机制改革问题，是2010年中国宏观经济政策最核心的问题。国际投行唱空中国的最好办法，就是把未来五年的中国，拿“广场协议”后的日本进行类比，辅之以过去五年中国迅速上涨的房地产价格为佐证。我绝不否认中国未来“资产泡沫”的风险，而且中国的资产价格风险只会大于二十年前的日本、甚至两年前的美国。但是可恨的是，以本币升值为背景谈资产泡沫的经济学家，反过来又用通货膨胀吓唬投资者。

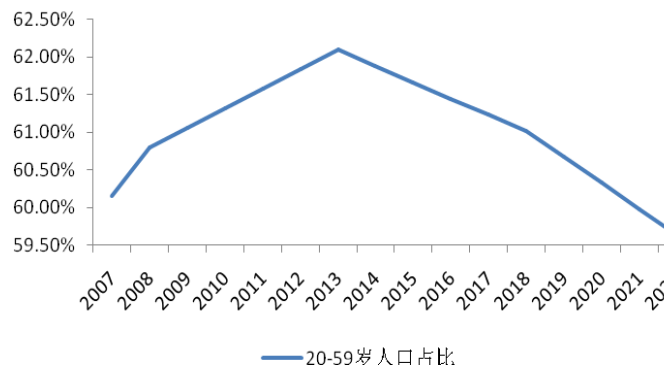
2010年6月，中国如约宣布了新一轮的人民币汇率机制改革，其后三个月人民币汇率并没有像上一轮改革一样“单边上涨”，而是伴随着美元指数的变化波动（图5）。这一方面打破了某些别有用心政客不切实际的幻想，另一方面也显示出人民币国际化带来的汇率风险。毕竟以往是政府承担了汇率变化的风险，以后中国的进出口行业要开始关注国际汇率变化；拴住美元的人民币汇率，要逐渐开始市场化了。

图 5：美元指数与人民币兑美元汇率



资料来源：wind, 国都证券

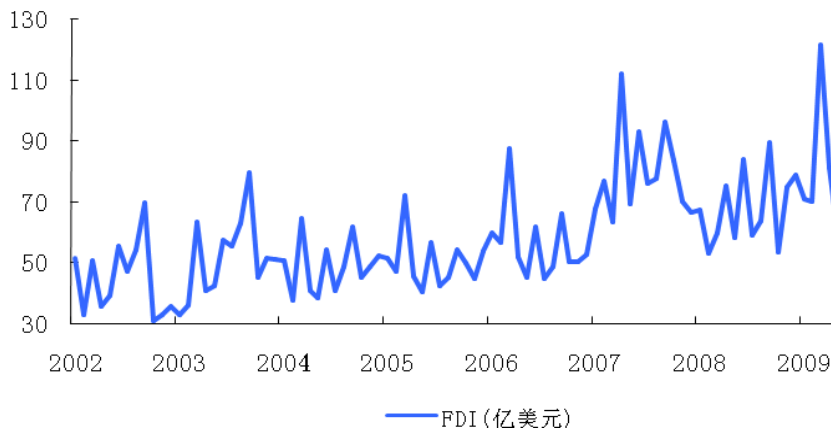
图 6：中国 20 到 60 岁人口比例



资料来源：wind, 国都证券

我认为，从三到五年的经济周期看，中国人口结构中还会有更大比例的劳动人口（图6）；中国社会还将保持高储蓄率、进而保持贸易顺差；国内生产要素资本继续积累、进而国内生产效率增长速度快于国际水平；中国市场化改革继续，更多开放的行业继续吸引国外投资（图7）。总之，人民币将保持兑国际主要货币总体升值态势。

图 7：中国吸收国际直接投资 FDI



数据来源：wind, 国都证券

经济学上讲，本币升值可以提升本国劳动力价值，有利于整体物价结构的均衡，而不是单纯地以物价水平来衡量。通俗地讲，就是中国未来五到十年内，基本的生活必需品的价格上涨空间有限，工业制造品的价格甚至会降低（相对于使用功能），而劳务价格面临上涨。对百姓而言，柴米油盐酱醋茶价格稳定上涨，但尚能接受；服装、手机、电脑、汽车价格稳定，功能越来越强；保姆、医疗陪护等劳务价格显著上涨，值得注意。

值得国家注意的是资产价格的上涨。本币升值背景下的消费领域通货膨胀，是结构性的、复杂的、需要国家策略性干预的。如果能把政策干预的范围局限在国家战略安全品种，主要依靠市场机制的调整，未来五到十年内中国不存在全面的消费价格通胀风险。但是，未来十年内中国一定会有资产泡沫的风险，国际资本的流动更会推波助澜。

摆在中国货币当局面前的是一个具有历史意义的挑战，一方面人民币国际化有利于中国经济转型、有利于中国劳动力价值的认可、有利于国家长远利益；另一方面人民币国际化会带来更自由的国际资本流动，不利于对国内资产泡沫的控制。我认为，未来几年宏观经济政策的关键点，是当国际需求不足、国内经济面临衰退、国内货币乘数偏高，中国应该吸取日本上世纪 90 年代的教训，避免以过度宽松的货币政策，孕育全面的房地产泡沫，最终陷入流动性陷阱。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com
刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com	傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装	liyun@guodu.com	吕爱兵		lvaiying@guodu.com
姚小军	基金	yaoxiaojun@guodu.com	陈薇	衍生品	chenwei@guodu.com
苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
赵荣杰	衍生品	zhaorongjie@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com