



## 国际环境：再平衡下的国际博弈

### 研究逻辑：

全球经济失衡及其再平衡归根溯源是以美元为主导的国际货币体系、中心-外围共生模式。主要立足国际货币体系和全球失衡的现实图景，讨论失衡产生的根源及再平衡的理论途径。

基于美元霸权和失衡的结构性，讨论全球经济再平衡的现实可能，特别是在中心-外围体系中以及全球产业链不同环节的经济体所应当承担的责任。

现有国际货币体系具有不对称的特性，再平衡中中心-外围国家内部调整可能导致反馈效应的出现，使得再平衡变得更加复杂。特别是中心国家美国以及重要外围国家中国会是什么样的图景？

### 主要结论：

**失衡是结构性的，再平衡调整是长期的。**全球经济失衡时与美元主导的国际货币体系以及中心-外围共生模式下的全球产业链相关的，失衡是具有结构性的，再平衡根本之策在于改变美元本位主导的国际货币体系和全球生产链布局，为此再平衡将是一个长期而复杂的过程。

**2011 年全球经济再平衡难有实质性进展。**现实再平衡进程只能从数量和结构两个层面小幅修正全球失衡，整体调整效果十分有限甚至止步不前，特别是 **2011 年中期之前，国际博弈纠结。**三季度美国政策或有实质性变化，再平衡或以相对均衡方式在中心-外国中展开，但难有实质成果，不过多层次博弈可能相对缓和。

**美国不可能出台主动性的再平衡政策，自我博弈不断升级。**美国政策基础是国内经济而非全球失衡，美国将进行痛苦的自我博弈：在忽视流动性陷阱后或在 2011 年中期出现通胀迹象、赤字导致的去杠杆可能使得 2011 年总需求处在不足的泥潭中，美国或遭遇短暂的“准通缩”。美联储政策退出的风险和成本加大，**2011 年中期是政策方向的时间窗口。**美国还必须在一个不可避免的贬值趋势中，保卫“强美元”，2011 年美元指数仍将大幅波动。

**外围将被迫承担更多的再平衡责任。**这些责任更多是美国非审慎政策的外溢效应所致。欧洲和日本可能被迫延长刺激政策，2011 年第一季度或是重要的观察窗口。新兴经济体将遭遇资本和贸易双重冲击，资源品价格高位震荡加剧，资本流动更加频繁而紊乱，本币升值压力将持续，这个格局在 2011 年中期可能无法改变。

**中国面临一种人质式的困境。**在再平衡的不对称关系中，中国将被美元主导的货币体系绑架，外汇占款冲击货币供给、通胀面临内生和输入双重压力、被动升值与主要增强弹性并行、结构调整和价格体系改革被加速，以及总需求的小幅下调，或现“准滞胀”。

## 投资策略

### 周金涛

zhoujintao@csc.com.cn

010-85130831

执业证书编号：S14402010010422

### 郑联盛

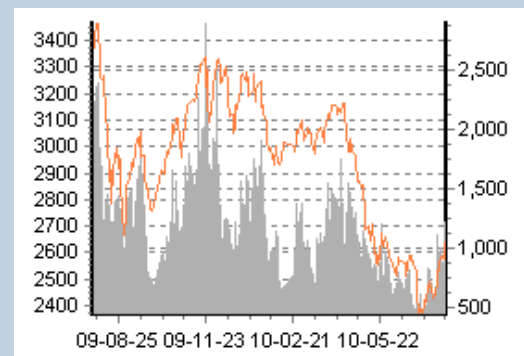
zhengliansheng@csc.com.cn

010-85130208

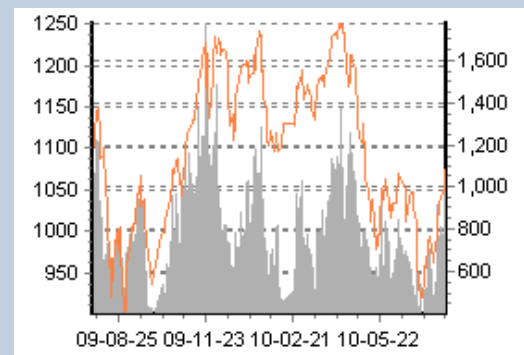
执业证书编号：S1440110030044

发布日期：2010 年 12 月 10 日

### 上证指数走势图



### 深证指数走势图





## 目 录

|                          |    |
|--------------------------|----|
| 一、引言 .....               | 1  |
| 1、全球经济新常态 .....          | 1  |
| 2、新常态下的再平衡 .....         | 1  |
| 3、新帝国主义-货币之争 .....       | 1  |
| 4、中美的博弈：结构与汇率 .....      | 2  |
| 5、研究的逻辑 .....            | 2  |
| 二、危机下的混沌：2010 的图景 .....  | 3  |
| 三、全球经济失衡的根源及再平衡的路径 ..... | 4  |
| 1、后布雷顿森林体系 .....         | 4  |
| 2、储蓄投资缺口 .....           | 5  |
| 3、储蓄过剩论 .....            | 6  |
| 4、全球分工 .....             | 6  |
| 5、特里芬难题与金融危机 .....       | 7  |
| 6、再平衡的情景分析与现实路径 .....    | 8  |
| 再平衡的情景 .....             | 8  |
| 再平衡的现实路径：缺口收敛 .....      | 9  |
| 四、新常态与再平衡：中心外围的博弈 .....  | 10 |
| 1、全球经济新常态 .....          | 10 |
| 2、新常态下的再平衡：一个僵局 .....    | 11 |
| 3、升值或不改失衡格局 .....        | 12 |
| 4、美国不会主动出台再平衡举措 .....    | 13 |
| 5、欧洲和日本承担更多的被动责任 .....   | 14 |
| 6、新兴经济体：通胀与升值 .....      | 16 |
| 五、美国：自我的博弈 .....         | 18 |
| 1、自我博弈之一：流动性陷阱 .....     | 18 |
| 2、自我博弈之二：“地主”的自危 .....   | 19 |
| 3、自我博弈之三：达摩克利斯之剑 .....   | 20 |
| 4、自我博弈之四：美元的强弱 .....     | 21 |
| 5、自我博弈之五：虚实之间 .....      | 21 |
| 六、中国：“人质”之困 .....        | 23 |
| 1、货币政策被绑架 .....          | 23 |
| 2、强化紧缩应对通胀 .....         | 23 |
| 3、被迫接受升值与主动增加弹性 .....    | 25 |
| 4、总需求的小幅调整 .....         | 27 |
| 5、结构调整与要素价格改革加速 .....    | 29 |



## 图表目录

|                                               |    |
|-----------------------------------------------|----|
| 图 1: 后布雷顿森林体系下的中心国家与外围国家.....                 | 4  |
| 图 2: 石油出口国和亚洲是最大的盈余方.....                     | 5  |
| 图 3: 外汇储备主要集中在亚洲和中东.....                      | 5  |
| 图 4: 美国整体债务不断累积, 储蓄率不足.....                   | 5  |
| 图 5: 中国消费不足导致储蓄投资正缺口.....                     | 6  |
| 图 6: 全球产业链及其相关性 .....                         | 7  |
| 图 7: 石油出口国也是重要的盈余方.....                       | 8  |
| 图 8: 盈余国的贸易失衡调整路径 .....                       | 9  |
| 图 9: 发达经济体风险系数在 2012 年最大.....                 | 10 |
| 图 10: 家庭债务收入比: 英美小幅下降, 但仍借贷过活 .....           | 11 |
| 图 11: 家庭储蓄率: 美国仍然难以明显上升.....                  | 11 |
| 图 12: 经常项目失衡的全球图景: 不会有实质性改善, 甚至东亚顺差继续扩大 ..... | 12 |
| 图 13: 广场协议没有改变日本顺差格局.....                     | 12 |
| 图 14: 大幅升值后误差项上窜下跳: 热钱汹涌澎湃.....               | 12 |
| 图 15: 广场协议马克大幅升值不改德国顺差.....                   | 13 |
| 图 16: 汇率拐点, 热钱汹涌 .....                        | 13 |
| 图 17: 美国重振制造满足内需 .....                        | 13 |
| 图 18: 2010 年美国经常项目逆差持续扩大.....                 | 14 |
| 图 19: IMF 预计三大经济体的政策利率预期走势.....               | 14 |
| 图 20: IMF 预计新兴经济体将持续紧缩 .....                  | 14 |
| 图 21: 实际有效汇率: 日元主要承担了危机以来的升值责任.....           | 15 |
| 图 22: 欧元区财政收支和国际收支总体堪忧.....                   | 16 |
| 图 23: 希腊、爱尔兰和葡萄牙等主权风险较大.....                  | 16 |
| 图 24: 大宗商品和食品价格全面上扬, 并预计保持高位.....             | 16 |
| 图 25: 新兴经济体通胀压力持续高位.....                      | 17 |
| 图 26: 东亚新兴经济体的资本流入持续上扬.....                   | 17 |
| 图 27: 主要新兴经济体对美元升值幅度: 2010 年 07 月-10 月.....   | 18 |
| 图 28: “零”利率时代 .....                           | 19 |
| 图 29: 美联储的资产负债表扩张路径.....                      | 20 |
| 图 30: 全球众多国家需求去杠杆: 美国、英国、希腊、爱尔兰等为最 .....      | 20 |
| 图 31: 美国信贷仍在负区间徘徊 .....                       | 21 |
| 图 32: 美国房地产市场仍然低迷 .....                       | 22 |
| 图 33: 住房抵押贷款仍然历史低位 .....                      | 22 |
| 图 34: 美国物价指数维持较长时间的低迷状态.....                  | 22 |
| 图 35: M0 小于外汇占款: 人民银行一直在冲销 .....              | 23 |
| 图 36: 热钱流入、CPI 走高、负利率持续存在, 加息既充分又必要.....      | 24 |
| 图 37: 不同层次货币供给和贷款的同比增速明显下降.....               | 25 |
| 图 38: 远期汇率揭示人民币汇率将继续升值.....                   | 26 |



|                                           |    |
|-------------------------------------------|----|
| 图 39: 德国马克升值与德国物价水平.....                  | 26 |
| 图 40: 社会消费品零售总额增速相对平稳.....                | 27 |
| 图 41: 中国设备投资在金融危机之后仍然低迷, 而房地产“意外”飙升 ..... | 28 |
| 图 42: 工业增加值已经处在一个下跌的通道中.....              | 28 |
| 图 43: 新开工项目数目同比减少, 固定资产投资累计增速持续下滑 .....   | 29 |
| 图 44: 要素变化和成本优势丧失凸显投资和技术的重要性.....         | 30 |
| 表 1 再平衡的不同情景.....                         | 8  |
| 表 2 2011 年全球经济前景仍然堪忧 .....                | 10 |



## 一、引言

### 1、全球经济新常态

在全球经济长波周期的演进中，美国次级住房抵押贷款问题引发的金融危机成为周期大拐点，宣告了长达20多年的长波复苏和繁荣时代的终结，世界经济面临的就是一个相对较长时期的衰退和萧条阶段。根据我们对长波运行中经济特征的研究，在未来的数年中，全球经济增长总量的边际递减是不可抗拒的，**全球经济将进入一个增长中枢下移的“新常态”**。

金融危机爆发之后，在这个全球经济增长边际递减的过程中，全球经济增长结构将发生深刻的变化。2009年以来，以美国、欧洲和日本为主导的发达经济体的经济增长贡献将降低，而以中国、印度、巴西、南非等为代表的新兴经济体对全球增长的贡献将持续上升，全球经济增长格局将向新兴经济体倾斜，相应地在国际政治体系和国际金融货币体系都将得到体现。这是全球经济体系新常态的另一个表现形式。

### 2、新常态下的再平衡

全球经济失衡一般是指国际收支的失衡，特别是美国经常项目逆差和传统制造大国、东亚新兴经济体、石油输出国等的经常项目顺差。更广泛意义的全球经济失衡，还包括资本项目的不均衡，比如新兴经济体成为国际主要贷款人。

基于开放条件的宏观经济学，国际收支失衡是与储蓄投资缺口相关，为此全球经济再平衡的政策框架必然包括失衡双方储蓄投资缺口的调整，比如盈余方应该提高消费，降低出口或（和）增加进口，降低储蓄；赤字方应该减少消费，增加出口，增加储蓄。从这个意义上说，**全球经济再平衡应包括内部平衡和外部平衡两个互为表里相辅相成的部分**。

具体而言，**全球经济再平衡的调整过程，大致可以分为结构型和数量型调整两个部分**。对于中国，结构型调整的重要性和必要性更强，这关系到经济增长模式的转换升级，是一个大结构问题；对于美国而言，是一个小结构概念，主要是基于数量型调整。在相互关系上，美国将寻求重振装备制造和出口，增加设备投资之余的政策选择是弱美元，是加大对出口国家的贸易谈判，为此外围国家或将承担升值的责任和更大的贸易摩擦压力。

### 3、新帝国主义-货币之争

再平衡归根溯源的基础实际上是以美元为主导的国际货币体系，如果说要让全球经济重新回归至平衡，那美元的地位或将发生根本的动摇，而美国将会死死捍卫美元的霸权。从这个意义出发，再平衡的过程是一个针针见血的残酷进程，就像英国银本位下的英镑霸权以及怀特方案与凯恩斯方案的比拼，其中都是利益和权力的相争，如果上升一个层面就是货币主导权。这是帝国主义权力之争的核心。

对于美国而言，不知不觉成为全球最大的债务人，特别是其国际投资净头寸在金融危机之后创出历史新高，加上美国机构债券的系统性风险，美元的主权信用开始动摇，支撑帝国主义大厦的基石开始松动。为此，在一个不可避免的美元贬值过程中，将会出现强美元的保卫战。“强美元符合美国利益”不是冠冕堂皇的说辞，而是美国核心利益之所依，只是美国现在的资产负债状况无法承受强美元之重。美国是和自我的战斗。



对于外国国家的货币主导权之争，就不是一个人的战斗了。一方面，外围国家将对美国的货币主导权发起质疑或攻击，另一方面，外围国家之间的货币之争也是不可避免的。人民币、日元、韩元其实是在追逐亚洲货币的主导权，而人民币、卢布、卢比和雷亚尔则暗中较劲，试图成为新兴经济体的货币之王。不管是欧洲、日本，还是中国、俄罗斯、印度、巴西都明白：新的帝国需要货币的霸权。为此，货币战争将是一个长期的景象。

## 4、中美的博弈：结构与汇率

对于中国而言，是一个高速增长的生产型经济体，处在全球生产链的低端，中国的出口大幅降低是违反全球生产网络的现实，为此，**增加进口和提高消费是中国缓解外部经济失衡的主要途径**。而对于提高消费，对中国而言，是一个结构问题，而且这个结构性问题具有系统重要性，是一个大结构的变化。

美国是一个成熟的消费性经济体，是全球最大的消费市场所在，大幅减少进口也是不现实的。对于美国而言，**增加出口和缓解过度消费是美国主要的政策选择**。在美国民主的社会氛围下，通过强势政策降低消费，比如增加税收或大幅加息，可操作性很小，对经济复苏也是不利的。当然，政府部门降低负债率似乎是一个缓解内部失衡一个更加可行的行为。而从外部平衡而言，美国更重要的政策主张会是增加出口。在美国的政策框架下，竞争力是出口的决定因素，而竞争力取决于质量（技术）和价格，美国的价格对于外围国家就是汇率问题。

更值得注意的是，美国重振出口的过程就是一个政策放松持续的过程，美国定量宽松的货币政策在通胀没有明显压力的条件下仍将持续，这或许维持 6 个月或更长的时间。也就是说，未来一段时间内，全球经济再平衡的背景是继续实行宽松政策的美国经济。对于一个没有汇率政策的国家，美国的货币总是外围国家的问题。定量宽松的货币政策将导致流动性的进一步泛滥，资本寻求更高的回报率，流向中国等外围国家的可能性极大，或许造成通胀压力的持续上升；热钱流入加剧同时，人民币将承受更大的升值压力。

## 5、研究的逻辑

美国在不断扩大流动性的同时，又必须降低杠杆率，并要求盈余方承担再平衡的责任（实际上盈余方没有拒绝的权利），或许是在制造一个更大的问题解决之前的次贷危机。如果经济运行的规律要来一次清算的话，那有可能是发达经济体政府的债务危机。

对于结果而言，全球再平衡一定程度上是一个伪命题，至少未来 3 年之内都是如此；但是，对于过程而言，它对全球经济特别是失衡的双方造成的影响却又是真实的，至少对于中国内在的大结构的调整压力是真实而巨大的。整体而言，我们研究全球再平衡及其相关的货币问题实际上主要是为了研究明年中国经济面临的外部环境的大致景象，也对主要经济体的经济形势做一个评估。我们研究的主要内容将包括：

一是**全球经济失衡的根源及其再平衡的理论路径**，主要从美元主导的国际货币体系的现实出发，讨论投资储蓄缺口及其全球产业链的关联，来判断全球失衡具有结构性，再平衡将是一个漫长的过程。

二是从全球经济运行的现实角度出发，结合再平衡的趋势以及现实的图景，来分析**中心国家与外围国家在再平衡过程中的地位和责任**，特别是从全球生产链资源国-生产国和消费国之前的关联。

三是分析中心国家**美国的再平衡路径及其对中国的影响**，并描绘两个经济体在未来一段时间内的经济景象，特别是增长、物价、汇率和结构特征等。



## 二、危机下的混沌：2010 的图景

在现行的国际货币体系下，美元主导的格局是最根本的特征。货币霸权是任何国家都想享有的特权，从资本主义发展的历史上看，货币霸权无不产生于物质生产的霸权，而在虚拟经济不断膨胀的过程中，货币霸权还表现于金融产品的生产和价格的确定。美元的霸权地位实际上就是来自美国强大的物质生产和更为强大的金融产品生产，但是，在 2008 年的次贷危机之后，美国高度过剩的金融产品产能出现一个去产能的过程。在这个以国家货币作为国际货币和最大消费市场为支撑的经济体，进行一个实质性的去杠杆，势必带来巨大的外溢效应。美国的自我调整，也是全球的自我调整，当然对于外围经济体，可能是一次被动的变革过程。

2010 年全球实际上经历了一个不平凡甚至有些动荡起伏的年景。从全球经济稳定性和均衡性的视角出发，2010 年是危机的时代，是一个失衡的年代，也是一个危险的时代。但同时，2010 年似乎又是重构全球经济秩序新格局的起始之时。

2010 年美国、欧洲和日本仍然生活在危机的时代。美国在经济在 2010 年上半年出现了难得一见的“通缩”，失业率水平仍然保持在历史的高位，超过 9%。更重要的是，美国政府的政策并没有多大效力，美联储别无选择地出台了第二轮量化宽松的刺激政策。在这个过程中，美国财政赤字和公共债务水平持续攀升，标普首次警告美国其主权评级承受压力。欧洲同样在债务问题上难以自拔，希腊债务危机揭开了“欧猪五国”的债务黑洞，欧盟 27 国有 20 个国家的债务问题承受压力，欧洲债务危机风起云涌。日本的债务水平占 GDP 比重接近 200%，创下了主要发达国家之最，但经济仍然陷在深深的泥潭之中。但是，随着风险的累积，美、欧、日或将加强自我救赎，2011 年主要发达经济体的经济波动或将平静一些。

全球经济失衡再次成为众人的焦点。进入 2010 年之后，失衡再度重归历史的舞台，而围绕再平衡的种种政策举措和政治博弈如火如荼。以中国为代表的东亚经济体的贸易顺差持续扩大，而美国的贸易逆差则急转直下，中美两国的 G2 斗争开始升级。而在失衡的版图中，还有德国、日本和石油出口国等重要分子，同样成为美国博弈的重要对象。再平衡下的多层次博弈，或将在 2011 年进一步深化，特别是在 2011 年上半年。

2010 年货币与汇率成为无可争辩的核心。在“普遍性”债务问题冲击下，欧元却经历了一次持续升值。日本在最为暗淡的经济前景下，日元却创出了历史新高。本币升值的典型国家还有澳大利亚、新加坡、越南、土耳其等。而美国不顾其巨大的负面溢出效应，祭出第二轮量化宽松货币政策，则遭致了不负责任的集体性指责，被欧洲人耻笑为毫无用处的愚蠢之举。但是，货币和汇率的问题其实是以美元为主导的货币体系的集中反映，美元指数在 2010 年也是大幅起伏。货币博弈将在 2011 及其后的岁月中激化，这是新帝国主义的必然。

新兴经济体似乎成为世界的救星，国际合作机制在积重难返中踟蹰而行、矛盾重重。如果从 G20 峰会的机制化来说，金融危机之后的全球经济秩序在 2010 年开创了新的一个历史篇章，反映了世界经济力量格局的变化。在纵横跌宕的国际秩序中，中心-外围国家的博弈像是一种短兵相接的大比拼，当然更多的是比划比划，最后的结果是美国向后退了一步，即便如此外围国家的日子仍然是不好过的。

在这个美元霸权的世界里，美国拥有的是“吸星大法”，外围国家一旦受控于美国的手掌之中，中伤的基本是外围国家。在整个所谓的再平衡过程中或将是如此，这是后布雷顿森林体系中外围国家的宿命。次贷危机的演进就是最好的例证。不过，如果美国在明年三季度之后政策出现方向性变化，比如退出刺激政策，那再平衡过程在 2011 年三季度之后或有亮点出现，或将以相对均衡而对称的方式在中心-外围中展开。



### 三、全球经济失衡的根源及再平衡的路径

#### 1、后布雷顿森林体系

现行的国际经济体系，虽然被贯称为“牙买加体系”，实际上是一个没有体系的体系，牙买加协议是对布雷顿体系崩溃之后无序状态的承认与合法化。但是，这个体系是一个不对称的系统，大致可以称为中心—外围共生模式，中心国家是美国，被 Dooley 等（2003）认为是后布雷顿森林体系（the Revived Bretton Woods System）。

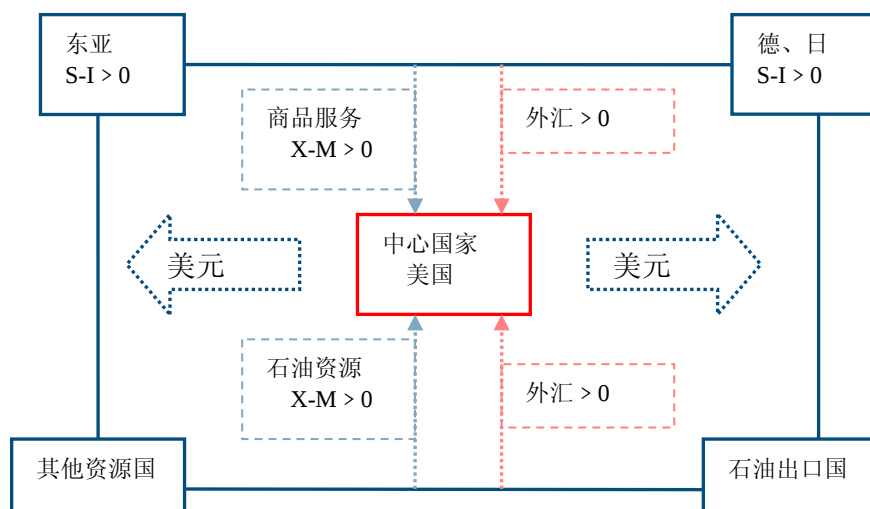
在这个不对称的体系中，一个最主要的特征是中心国家利用美元本位“垄断”了国际货币的发行，为了提供全球清算支付、储备货币输出美元的同时，全球的资源、商品和服务源源不断向美国流入，外围国家成为美国的“打工仔”。一旦一个国家的货币成为国际货币，它就有义务向全球输出流动性和清偿力，但同时它也就有权利获得全球的资源、商品和服务。为此，**全球经济体系的博弈核心实际上是国际货币的主导权。**

在货币主导权的博弈过程中，几乎涉及到国家交往和较量的所有方面。一般而言，一个货币成为主导货币必须遵循以下次序：贸易结算货币、计价货币和储备货币。为此，一个国家的货币要成为国际货币将必须是一个贸易大国，掌控商品定价权、持续稳定发展的经济基本面和具有系统重要性的经济规模。

Dooley 等(2003)认为，现行的中心—外围体系与布雷顿森林体系相似，仅仅是外围国家发生较大变化，该体系是可以持续发展的。因为外围国家不会放弃出口导向策略，必然要向消费型经济体，特别是美国输出商品和服务，获得美元之后，又投资美国的金融市场。美国通过资本流入来为经常项目逆差融资，维持了贸易逆差和外围国家的贸易顺差。这样，全球经济的表现形式就是外围国家的经常项目顺差和美国的经常项目逆差，以及相应的资本项目表征。

为此，以美元为本位的现行国际货币体系是全球经济失衡的根本之所在。不管是储蓄投资缺口、过剩储蓄率还是全球生产网络的形成，与没有体系的货币体系是内在相关的。

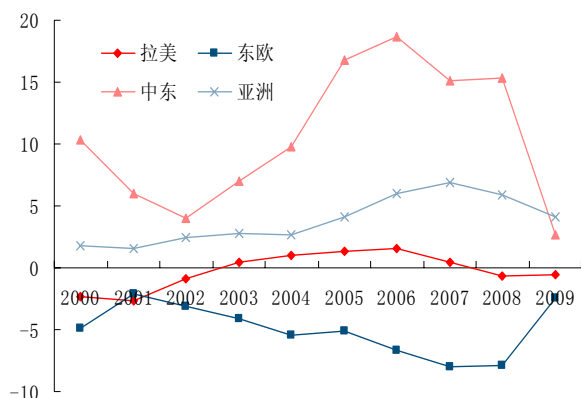
图 1：后布雷顿森林体系下的中心国家与外围国家



资料来源：钱纳里、杜雷等，中信建投研发部

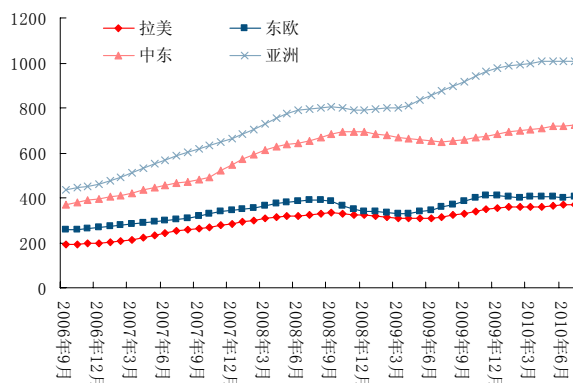


图 2：石油出口国和亚洲是最大的盈余方



资料来源：IFS

图 3：外汇储备主要集中在亚洲和中东



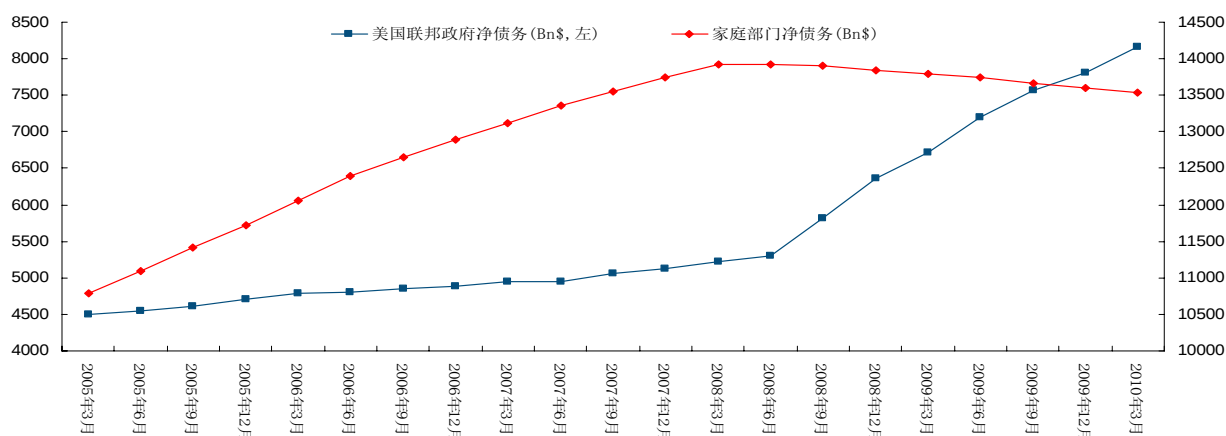
资料来源：IFS

## 2、储蓄投资缺口

从开放条件下的宏观经济恒等式看，一个经济体的储蓄投资缺口必然等于贸易头寸，当储蓄大于投资，就表现为贸易顺差；当储蓄低于投资，就表现为贸易逆差。在这个规范下，中国是储蓄投资正缺口，美国是储蓄投资负缺口，分别具有贸易顺差和贸易逆差。当然，投资储蓄缺口与国际收支失衡的因果渊源似乎是双向的（Feldstein, 1983；余永定，2003，2006）。

理论上，储蓄投资缺口是非常好理解的。以美国为例，美国的储蓄率是非常低，就代表了其国民收入的大部分用于消费，具有强劲的消费能力，但是由于美国消费率很低，其国内潜在的实体投资水平就是低水平的，那相对于膨胀的消费规模而言，美国的产能是不足的，为此需要外部产能（及所形成的产品或服务）来弥补美国国内商品服务供给的不足，就需要从国外进口，显而易见，贸易逆差就产生。

图 4：美国整体债务不断累积，储蓄率不足



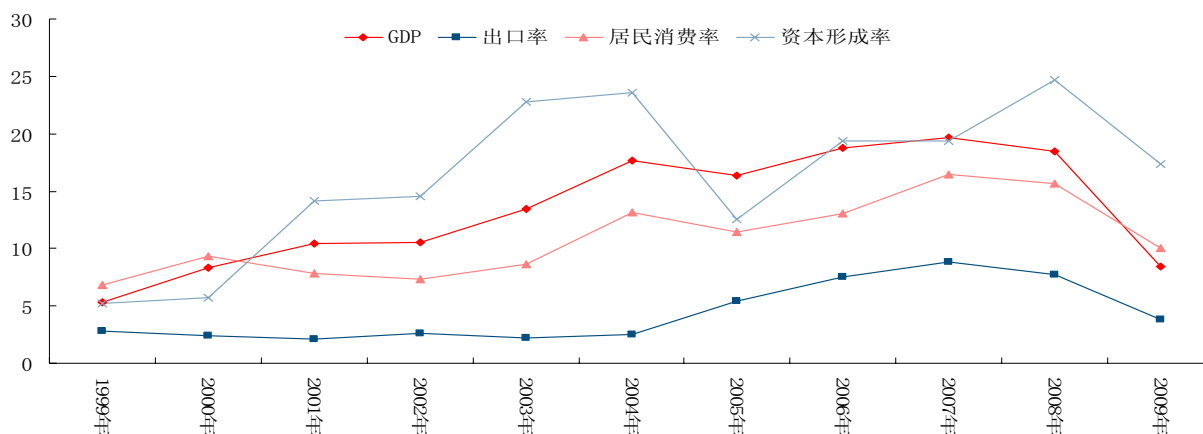
资料来源：Bloomberg

再以中国为例，中国的投资率在全球都是很高水平的，但是，中国的储蓄率更高。高投资的过程就是一个产能累积的过程，但是由于中国的储蓄率太高、消费不足，这样就产生产能过剩，必须向外输出产品和服务，而美国等消费市场是产能相对不足的，中国的出口正好可以填补这个缺口，这样，中国就表现为贸易顺差，即



储蓄投资正缺口产生经常项目顺差。

图 5：中国消费不足导致储蓄投资正缺口



资料来源：国家统计局

储蓄投资缺口理论作为基于宏观经济学的分析框架，得到广泛的认同，大部分全球失衡的缘由和政策应对都是基于这个逻辑。

### 3、储蓄过剩论

在金融危机之前，东亚经济体和石油出口国家得益于全球经济的繁荣和大宗商品价格的上涨累积了大量的外汇储备，这些储备以美元资产为主。特别地，对于东亚经济体，虽然内部投资率很高，但是，很高的投资率仍然无法吸收极高的储蓄水平，就表现为储蓄过剩（saving glut）。为了适当处置这些储蓄，东亚经济体等就成为全球的贷款人，大肆输出资本。

具有发达金融市场的美国，成为全球过剩储蓄的首选。源源不断的资本流入，美国就获得了巨大规模的资本项目顺差。资本的流入使得美国流动性大大提升，资产市场节节攀升，带来了股票市场和房地产市场的极度繁荣，居民财富效应极大地提升。居民储蓄取决于储蓄、当期收入和预期收入，财富效应放大了美国居民的预期收入和边际消费倾向，从而美国居民过度消费，美国国内产能又无法满足，故美国必须维持经常项目逆差。

过剩储蓄论是美联储主席伯南克的观点。他的分析逻辑对美国资本项目盈余具有极大的解释能力，但是对于经常项目逆差的解释被广泛地认为是本末倒置，是美国逃脱全球经济失衡责任的说辞。因为在中国等东亚经济体没有成为储蓄者和资本输出者之前，美国就具有经常项目逆差。但是，由于这是美国政府的观点，势必在全球经济再平衡的过程中产生实质性的影响。

### 4、全球分工

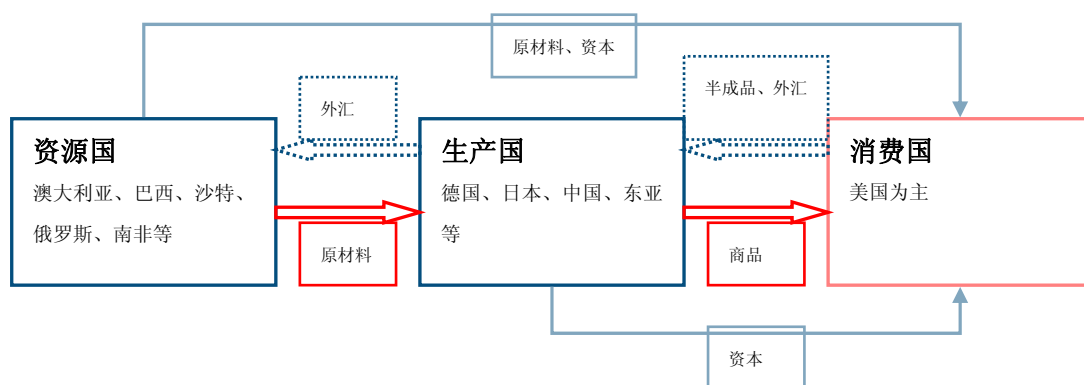
在信息革命的带领下，全球化不断升级，这带来了要素在全球的配置，造就了一个世界性的经济运行产业链。在这个经济生态中，大致可以分为三个层次：处于上端的资源型国家、处于中游的制造中心和处于最底端的消费市场，中间的制造中心可以划分为传统型制造中心（德国和日本）以及新兴制造业中心（以中国等为代表的东亚经济体）。



实际上，全球产业链的不同分工是基于资源禀赋和具有比较优势的专业化。美国、英国等赤字国擅长生产金融产品和服务，实体部门相对“空心化”，特别是金融危机之前。传统的制造业国家由于积累了人力资本和技术，已经转型为高端的制造业中心；新兴的制造业中心则是基于劳动力成本和资源成本低廉，主要生产相对低端的产品。资源国则在于其资源的禀赋。

由于分工的不同，生产不同的商品，但是在国际收支中，商品将被计入不同的项目中，一般的商品和服务则归于经常项目，而金融产品则归入资本项目。这就必然带来制造业国家的贸易顺差和消费型国家美国的贸易逆差，以及制造业国家的高储蓄、资本流出以及美国的资本项目盈余。

图 6：全球产业链及其相关性



资料来源：中信建投证券研究部

全球分工基于资源禀赋和比较优势来解释全球经济的失衡，具有一定的合理性。这从一个侧面解释了全球经济再平衡从本世纪初期以来几乎没有实质性进展，也解释了 2005-08 年人民币升值 21%但中美贸易顺差却持续扩大。从这个逻辑出发，全球经济再平衡将是一个长期的结构问题。因为全球分工是一个结构性的概念，则结构往往具有刚性，只有在相关各方的经济结构发生根本性改变才可能逆转，比如中国成为一个消费大国而非制造大国。这也是我们一直指出，中国的结构是一个大结构的概念之所在。

## 5、特里芬难题与金融危机

后布雷顿森林体系仍然没有解决国家货币作为国际货币的根本性难题，全球金融体系的不稳定性不断累积。由于美国“垄断”了全球流动性和清偿力的供给，它必然要求对其他国家总体保持贸易逆差，才能输出流动性。但是持续的贸易逆差将造成美元币值的贬值压力，美元信用将受到质疑，其国际货币的地位存在压力。这样，美元的国际货币义务和美元的币值稳定存在矛盾，这就是所谓的“特里芬难题”（Triffin, 1960）。

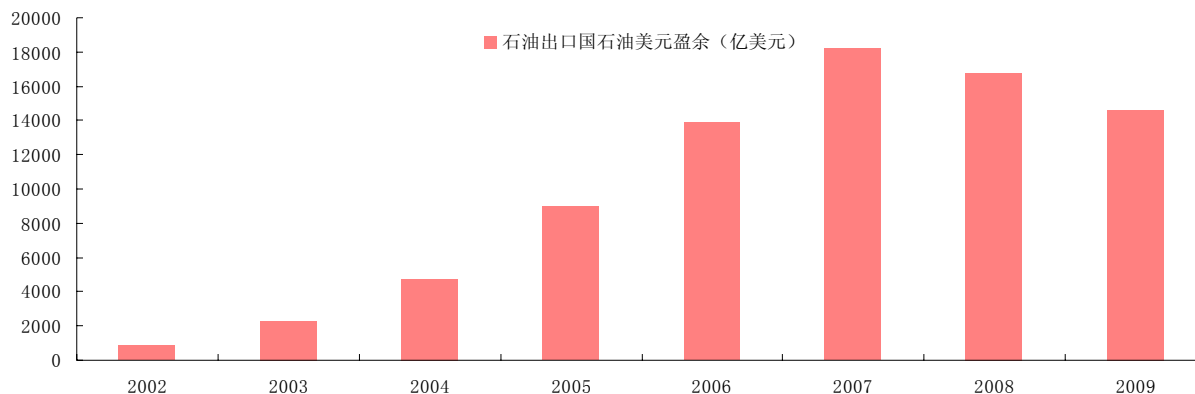
“特里芬难题”在上世纪 60 年代就提出来，并预测了布雷顿森林体系将会崩溃的宿命。布雷顿森林体系崩溃之后，国家货币作为国际货币的两难境地并没有改变，但是以美国为中心国家的全球经济体系运行良好，迎来了新一轮的长波繁荣。

上世纪 90 年代以后，由于东亚经济体的崛起，特别是出口大幅增长和大量外汇储备的累积，使得外围国家的格局发生变化，德国和日本的重要性降低。在本世纪初期以来，石油等大宗商品价格大幅上涨，又引爆了石油美元的大量累积，2007 年石油美元规模净增约 5000 亿美元，石油出口国也成为重要的外围国家。这样，德



国日本、东亚等新兴经济体和石油出口国成为后布雷顿森林体系的外围国家，维系了整个体系的脆弱平衡。

图 7：石油出口国也是重要的盈余方



注：石油出口国包括沙特、俄罗斯、科威特、挪威、阿联酋、加拿大、卡塔尔、委内瑞拉、阿尔及利亚、利比亚、伊朗与尼日利亚等

资料来源：IFS

但是，21 世纪初期以来，随着美国对外围国家贸易逆差的扩大和东亚经济体、石油输出国贸易顺差的不断累积，开始有专家预测这个体系将遭遇严重的危机（Roubini and Seter, 2005）。因为中心国家美国的货币发行没有约束，美国为了自身的经济目标（就业与增长）将无限制地发行货币，流动性经过外围国家的投资输入美国，最后将造成美国和全球流动性泛滥，将以危机作为结局。

美国的主要问题在于，将国内失衡问题，即储蓄不足，包括居民和政府部门，通过美元的中心地位转嫁给外围国家，而这些责任对外围国家是莫须有的。美国通过大量发行货币来解决国内失衡，促进经济增长和就业，但是过度宽松的货币政策的后果却是全球性的。遗憾的是，Roubini 教授的危机论成为现实，他被称为“末日博士”，名声大噪，但是，全球经济体系的失衡仍然没有根本性调整。全球经济再平衡，将是一个长期而复杂的议题，但是再平衡的不同路径，将极大地影响相关的各个经济体。

## 6、再平衡的情景分析与现实路径

### 再平衡的情景

全球经济再平衡的过程，是对现有国际收支失衡的修复，是一个赤字方和盈余方储蓄投资缺口的动态调整过程，也是全球需求结构和风险分布的变化过程。为此，全球经济再平衡的不同方式，将深刻改变不同参与方的经济增长、经济结构和内外平衡的进行。

表 1 再平衡的不同情景

| 情景 | 美国    | 中国    | 再平衡    | 经济绩效                           |
|----|-------|-------|--------|--------------------------------|
| 1  | 储蓄率上升 | 消费率上升 | 走向均衡   | 双方稳定增长，全球失衡风险释放。               |
| 2  | 储蓄率上升 | 没有变化  | 美国走向均衡 | 美国风险释放，稳定增长；<br>中国产能过剩，外部压力扩大。 |



|   |              |                  |                         |                                  |
|---|--------------|------------------|-------------------------|----------------------------------|
| 3 | 储蓄率上升        | 消费率上升；<br>海外投资提高 | 美国走向均衡；中国走<br>向内外均衡     | 美国稳定增长；中国持续增长，内外风险基本释放。          |
| 4 | 储蓄率小幅<br>上升  | 消费率小幅上<br>升      | 两国失衡适度缓解                | 美国消费缺口仍大；中国产能过剩，外部压力仍大，过剩储蓄小幅减少。 |
| 5 | 储蓄率不变<br>或降低 | 小幅提高，或<br>大幅提高   | 美国失衡；中国走向均<br>衡；但全球仍然失衡 | 美国风险累积；中国风险释放；全球风险再分布。           |
| 6 | 储蓄率不变<br>或降低 | 消费率不变或<br>降低     | 美国失衡、中国失衡更<br>严重        | 美国、中国和全球风险扩大。                    |

资料来源：周小川（2009），中信建投研究部

## 再平衡的现实路径：缺口收敛

根据开放条件下的宏观分析框架，储蓄投资缺口的收敛是失衡双方解决国际收支失衡的主要途径，上文已经提及储蓄投资缺口变化及其对全球经济失衡的调整作用。更重要的是，储蓄投资缺口收敛是如何实现的，这对于考察再平衡的过程更具现实意义。大致而言，我们认为，**缺口收敛主要有数量型和结构型两种方式**。

对于数量型调整，主要是基于出口和进口规模而言的。比如，对于美国，降低失衡水平的数量型调整行为：一是降低进口，二是提高出口，两者都能改变美国经常项目逆差的格局。但是，对于进口和出口两个方向而言，出口促进更具有操作意义，一方面政府可以通过贸易融资、出口补贴等行政手段来直接促进出口，另一方面政府可以通过改变关税水平和汇率水平等价格手段促进出口。当然，价格手段对于降低进口也有一定的作用，比如汇率贬值对进出口作用是双向的。

图 8：盈余国的贸易失衡调整路径



资料来源：中信建投证券研究部

对于结构调整，主要是基于储蓄与投资缺口的相对变化。投资在经济体中一般更具周期特征，所以更加具有刚性；而储蓄虽然长期而言是一个相对稳定的变量，但储蓄的增量却是一个短期变量，受边际消费倾向所决定，所以如果能影响短期的边际消费倾向，就能影响储蓄的流量，从而改变储蓄的存量规模，最后导致储蓄投资缺口的收敛，失衡水平缓解或消失。



## 四、新常态与再平衡：中心外围的博弈

### 1、全球经济新常态

全球经济增长总量的边际递减将在未来较长时期体现出来。美国金融危机的爆发、升级和深化，是康德拉基耶夫长波周期从繁荣走向衰退和萧条的大拐点，全球经济将不可避免地要走入一个总量边际递减的过程，也就是一个增长中枢下移的过程。只是新兴经济体的强劲增长，掩盖了全球经济相对的疲态。2010 年全球经济“强劲”增长实际是一个基数效应而已。

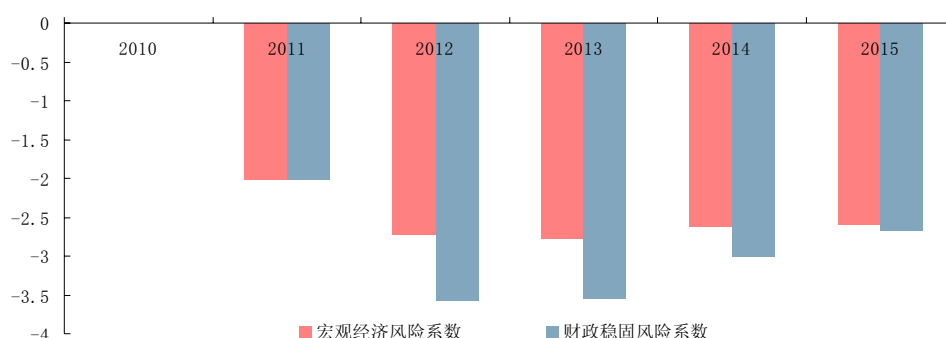
全球经济格局将向新兴经济体倾斜。新兴经济体作为重要的外围国家，通过贸易和资本项目的往来与中心国家“挂钩”，从而维系整体全球经济系统的运行。金融危机的爆发之后，引领全球经济增长的主力成为新兴经济体，但这不代表两个主体的“脱钩”。相反地，两个主体的关系并没有根本性的变化，只是新兴经济体的系统重要性提升，美国仍然最具系统重要性，因为它能提供最大的消费市场。格局的变化，最根本的是取决于消费市场的大小及其对外部产能的吸收能力，如果中国市场无法扩大，系统重要性难以提升。

表 2 2011 年全球经济前景仍然堪忧

| 经济体   | 2008 | 2009 | 2010 (E) | 2011 (E) |
|-------|------|------|----------|----------|
| 全球经济  | 2.8  | -0.6 | 4.8      | 4.2      |
| 发达经济体 | 0.2  | -0.6 | 2.7      | 2.2      |
| 美国    | 0.0  | -2.6 | 2.6      | 2.3      |
| 欧元区   | 0.5  | -4.1 | 1.7      | 1.5      |
| 德国    | 1.0  | -4.7 | 3.3      | 2.0      |
| 日本    | -1.2 | -5.2 | 2.8      | 1.5      |
| 英国    | -0.1 | -4.9 | 1.7      | 2.0      |
| 新兴经济体 | 6.0  | 2.5  | 7.1      | 6.4      |
| 中国    | 9.6  | 9.1  | 10.5     | 9.6      |
| 印度    | 6.4  | 5.7  | 9.7      | 8.4      |
| 巴西    | 5.1  | -0.2 | 7.5      | 4.1      |

注：2010 和 2011 为预测值。资料来源：IMF

图 9：发达经济体风险系数在 2012 年最大



资料来源：IMF



主要经济体更加关注内部平衡，外部平衡基本都是基于内部平衡。以美国为例，其内部失衡主要体现为储蓄率过低，那家庭部门和政府部门都需要提高储蓄，降低负债，进行一个去杠杆的过程，如果说美国有外部平衡的政策的话，那也是内部平衡的一个结果，而不是一个触动。对于中国而言，至少大部分决策主体不愿意看到出口的大幅下滑，贸易顺差迅速消失，因为出口仍然是增长的主要动力，是解决增长和就业问题的重要所倚，但是，与美国不同的是，外部平衡不得不成为中国内部平衡的一个要素，从这个层面讲，中国面临的再平衡难度要远远高于美国，中国没有外围国家可以转移再平衡的压力，即面临内部再平衡以及外部再平衡的双重任务。

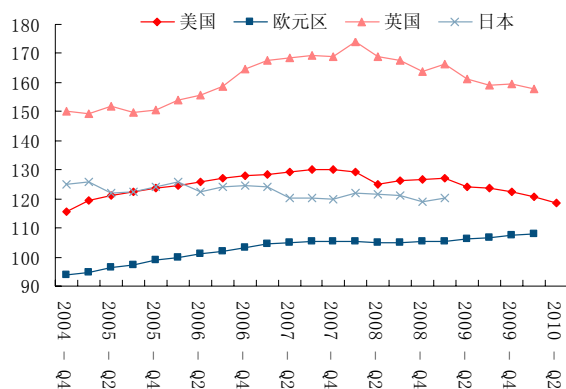
## 2、新常态下的再平衡：一个僵局

上文已经提及，全球经济再平衡的六种方式及其对经济的影响。但是，经济失衡的全球调整实际上就是一个失衡双方持续博弈的过程，实际上的调整方式可能更多更为复杂。

最好的均衡方式是逆差国储蓄率上升，财政状况逐渐改善；顺差国则储蓄率下降，本币升值，国内消费增加；同时世界其他地区的投资也随之增加。顺差国的消费与世界其他地区的投资增加额弥补了逆差国需求的减少。世界范围内资源的扭曲得以调整，失衡最终由于顺差国对出口依赖的减少和逆差国贸易逆差的减少而得到调整，内需的增加给了顺差国更加持久和健康的成长潜力，不断收缩的赤字有助于逆差国的经济扩张。世界经济重心出现一定程度的转移，在全球总需求没有减少的情况下最终实现再平衡，世界经济朝着更加均衡和稳定的方向发展。但是，这种良好的情景可能短期内难以实现，特别是政府部门。

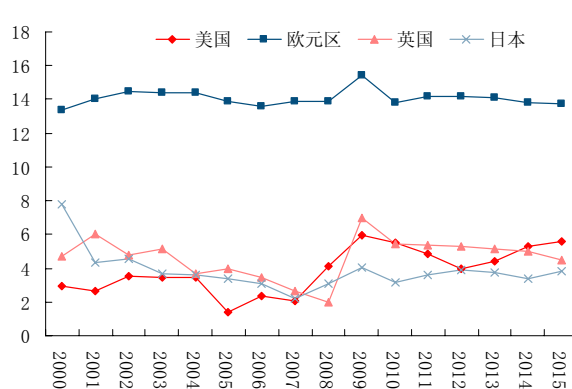
最可能的景象是逆差国储蓄率略有上升（甚至不会上升），但仍然坚持实施扩张性财政政策，财政状况难以实质性改观，同时还将持续放松货币政策，货币面临贬值压力；顺差国则储蓄率下降，国内消费小幅度增加，但是短时期内由于复杂的国内形势而拒绝本币的大幅度升值（小幅升值更为可能），贸易顺差未能实现大幅度调整，外需与内需的不平衡仍然存在。

图 10：家庭债务收入比：英美小幅下降，但仍借贷过活



资料来源：IMF

图 11：家庭储蓄率：美国仍然难以明显上升



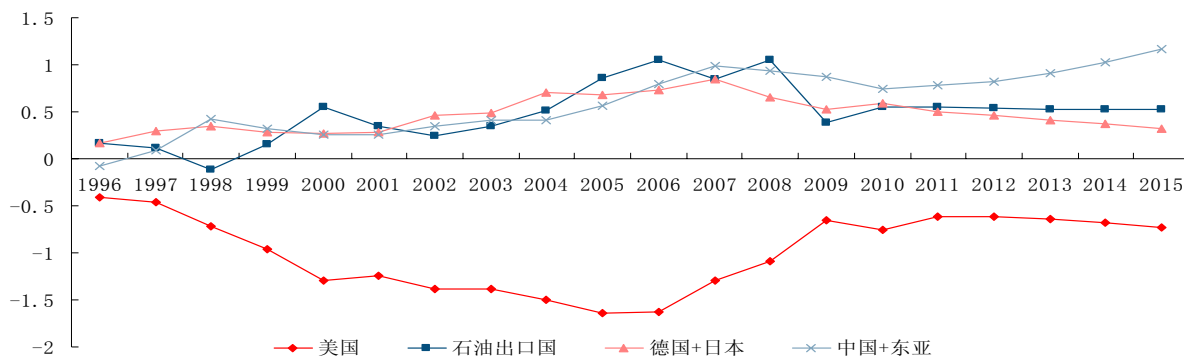
资料来源：IMF

国际博弈将常态化，并有所升级。美国众议院通过惩罚性议案是对人民币施压和国际化博弈升级的极致表现。金融危机之后，美国对人民币施压呈现“一边倒”格局，并迅速升级。实业部门、国会议员和美国政府基本处在一个“战壕”，轮番指责人民币汇率低估。美国国会众议院9月29日高票通过了《汇率改革促进公平贸易法案》：如果一个国家的汇率被认定为低估，美国政府有权利对来自该国的商品征收惩罚性关税。发起该议案的议员认为，人民币兑美元的汇率被低估25%至40%。类似的博弈将在中长期存在。



但是，我们认为，虽然增长中枢下移、美国等更加关注国内平衡、国际博弈升级，甚至有贸易战和汇率战，但是，全球产业链的格局并没有发生根本改变，全球贸易和资本流动的模式并没有发生根本改变。在新常态下，以内部平衡为主导的全球经济再平衡过程，对需求结构不会产生实质性影响。中国的出口可能不会想象中那么差，贸易顺差不会大幅下降，反而可能会持续扩大，对中国出口过度悲观可能是没有必要的，只是会出现更多的“战争”噪声而已。

图 12：经常项目失衡的全球图景：不会有实质性改善，甚至东亚顺差继续扩大

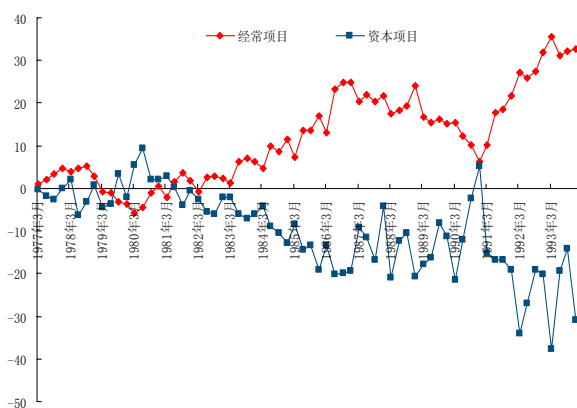


资料来源：IMF

### 3、升值或不改失衡格局

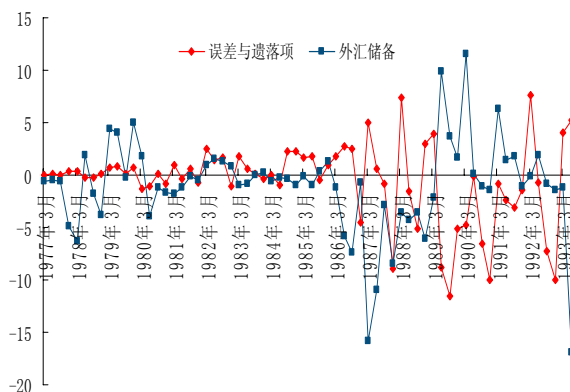
升值可能是讨论最热烈的再平衡手段，但是，从升值与贸易顺差的关系看，升值可能不是改变贸易顺差的有效途径。在全球化之后，特别是“中心-外围”体系中，资源国、生产国和消费国分处产业链的不同位置，生产国更容易产生贸易顺差，作为其内部要素的回报，比如人口红利、资源回报等。为此，贸易顺差往往具有结构性。而结构问题一般都是长期问题，汇率作为一种相对价格工具，可能难以有效地解决结构问题。

图 13：广场协议没有改变日本顺差格局



资料来源：CEIC

图 14：大幅升值后误差项上窜下跳：热钱汹涌澎湃

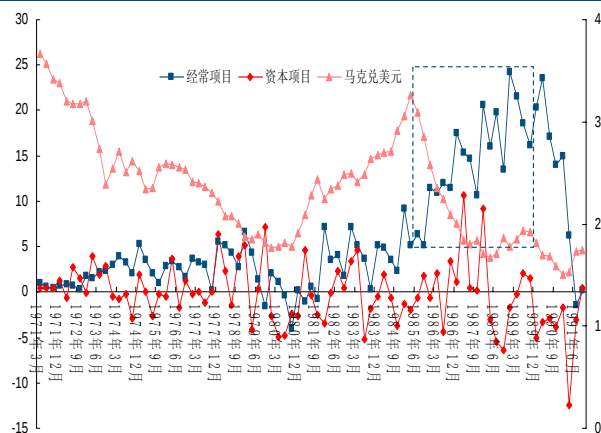


资料来源：CEIC

德国在 70 年代初，马克基本处在升值的过程中（升值超过 50%），其经常项目基本处于顺差的状态，而其 80 年代前期，马克大幅贬值超过 70%，德国“遵循”国际收支理论取得长期贸易顺差，但是，在广场协议之后，马克大幅升值超过 60%，贸易顺差却一路高涨。可以说，升值对德国贸易失衡没有明显改善的效力。升值并没有明显改善国际收支失衡。

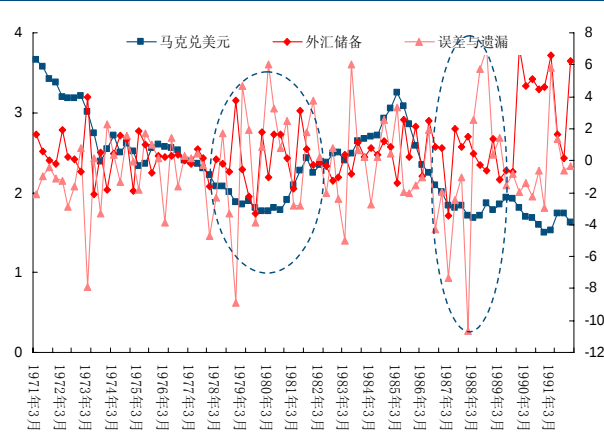


图 15: 广场协议马克大幅升值不改德国顺差



资料来源: CEIC

图 16: 汇率拐点, 热钱汹涌



资料来源: CEIC

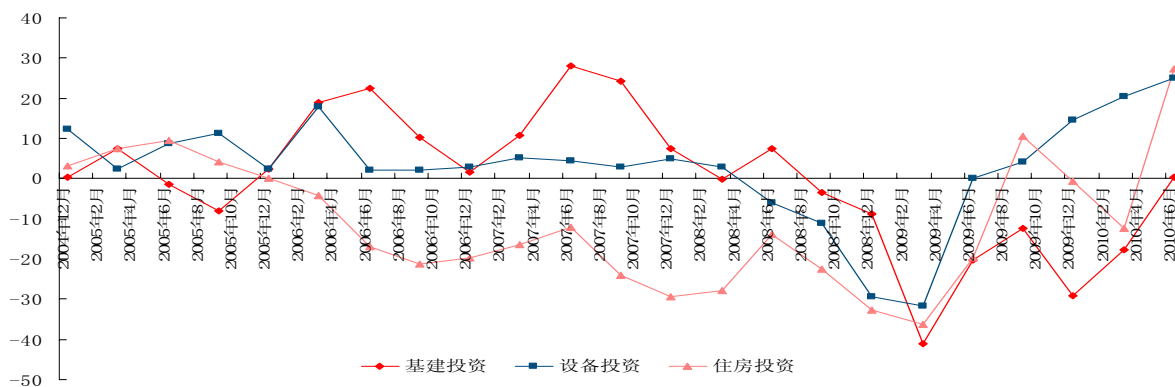
不过, 值得注意的是, 70 年代末期-80 年代初期德国马克从升值进入贬值区间、广场协议之后日元和马克贬值到接近最低点时候, 两国国际收支项目中的误差与遗漏项出现明显的大幅波动, 显示热钱的流动频繁, 这个时点是国际短期资本逐利的转折点。

## 4、美国不会主动出台再平衡举措

作为中心国家, 美国是全球再平衡最为重要的一方, 但是, 由于美国经济政策的内生主导性, 决定了美国在短期内不可能以再平衡作为政府政策的基本目标。鉴于金融危机之后的经济复苏的不力和失业的持续历史高位, 促进经济增长和就业是 2011 年美国经济的基调, 而再平衡仅仅是其政策效果的体现之一。

目前, 美国政策仍然是扩张性的财政政策和极为宽松的货币政策。但是, 预计在赤字压力下, 美国财政扩张空间有限, 将是一种总量小幅萎缩和结构性扩张相结合的方式, 制造业、出口部门和新兴产业可能得到更多的政策支持, 制造业繁荣和出口振兴或有一定的发展。美国财政总量小幅紧缩, 对于提高储蓄水平是有助的, 将从结构层面利于再平衡。但是美国去杠杆不是基于再平衡的考虑, 而是基于其内部财政体系的稳健性。结构型扩张的财政, 将使得美国的实体经济获得更好的发展前景, 这对于虚拟经济的过度膨胀以及对全球资本的过度需求可能有所放缓, 将间接地给美国经常项目赤字的融资带来压力, 为此, 也是有利于全球再平衡的进程。

图 17: 美国重振制造满足内需

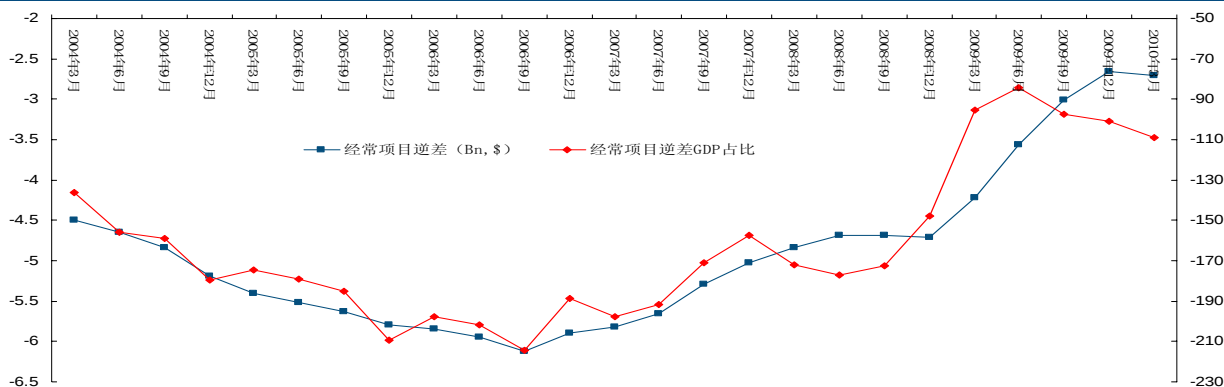


资料来源: Bloomberg



但是，这个进程是否有效是存在疑问的，目前看，并没有明显的趋势。美国的财政赤字和经常项目逆差并没有明显的下跌趋势，特别是经常项目逆差在 2010 年还不断扩大，显示美国过度消费的状况并没有明显的改善，甚至可能在 2011 年继续恶化。

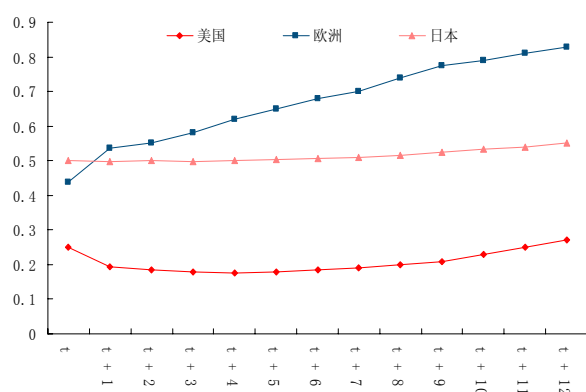
图 18：2010 年美国经常项目逆差持续扩大



资料来源：Bloomberg

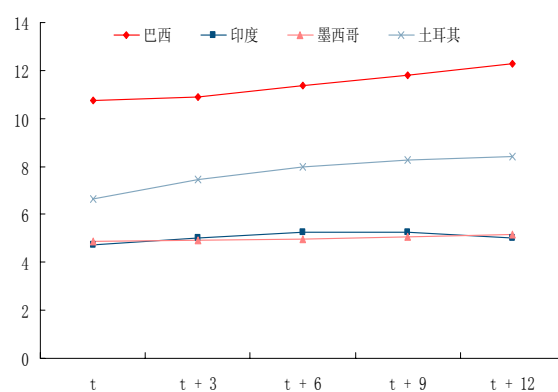
值得注意的是美国的货币政策，在美元体系中，美联储的政策具有极大的外溢效应。美国在量化宽松的过程中，其收益主要为国内的经济增长和就业的促进，而币值调整压力、通货膨胀和资产泡沫等风险将主要外溢至国外，为此，美国经济政策的成本收益是不对称的。从这个意义出发，在量化宽松的环境下，全球经济再平衡的调整压力更多会体现在外围国家，特别是数量型调整的压力。目前，美国二次量化的政策将持续到 2011 年第二季度末，为此，这个格局至少将持续到 2011 年中期。

图 19：IMF 预计三大经济体的政策利率预期走势



注：2010 年 9 月 23 日作为基期，月度计，资料来源：IMF

图 20：IMF 预计新兴经济体将持续紧缩



## 5、欧洲和日本承担更多的被动责任

在美国量化宽松的政策中，以及美国再平衡举措的相对有限的条件下，欧洲（特别是德国）和日本将被迫承担更多的责任。作为典型的生产国，德国和日本兑美国同样持有长期的贸易顺差，从国际收支决定出发，货币将有升值的压力。

虽然，2010 年来，欧元和日元兑美元有不同程度的升值，特别是日元已经创出历史的新高。从日本的考察



中，可以看出日元被动承担再平衡的责任被放大，日元走势似乎已经偏离了日本和美国经济的相对基本面。在美联储持续宽松的环境下，日本将不得不采取跟随政策，实际上日本已经先于美国进一步放松货币政策，10月5日日本央行将基准利率从0.1%下调至0-0.1%，正式进入零利率时代。虽然11月中旬日本公布的数据显示，其第三季度经济增长环比增长0.9%，同比增长3.9%，超出市场预期，但同比大幅增长更主要在于基数效应，而环比仍然处在较低增长水平。日本政府将超出市场预期的因素归结为“消费支出的临时性扩大”，日本政府仍然认为由于亚洲整体产出正在下滑，日本出口和消费持续疲弱，以及主要经济体的复苏担忧和日元的被动升值，日本经济景气远景存在下行风险。我们认为，日本经济在2011年2季度之前可能难有起色，但日元可能仍然要被动承担美元贬值的对手责任，这个趋势在2011年中期可能难以逆转，日元将被被动保持强势，只是将随着美元波动性增强而扩大振幅而已。

图 21：实际有效汇率：日元主要承担了危机以来的升值责任

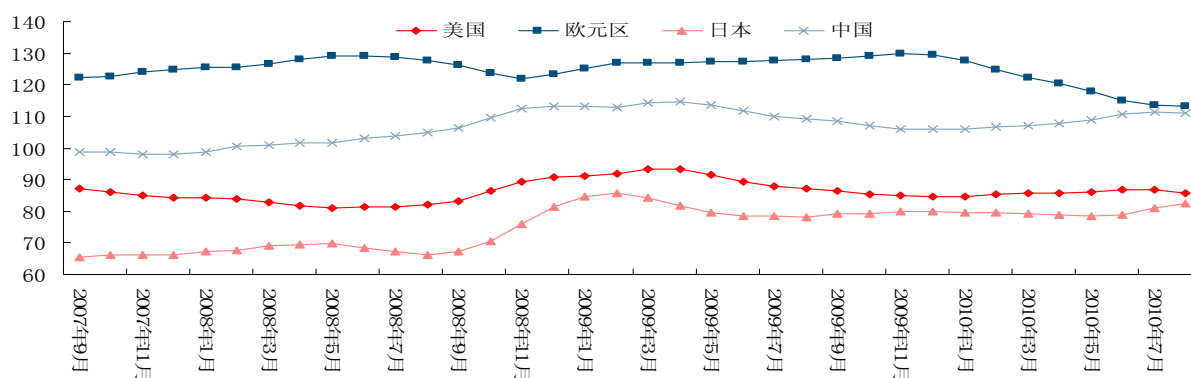
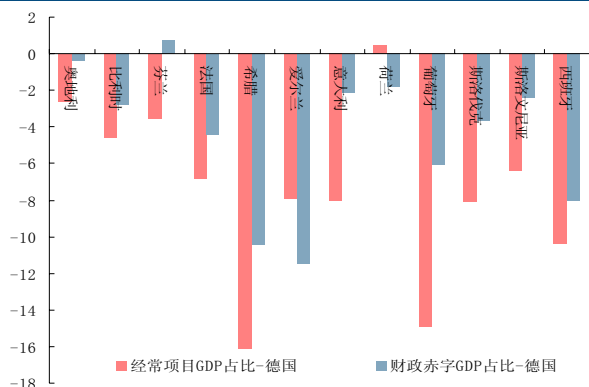


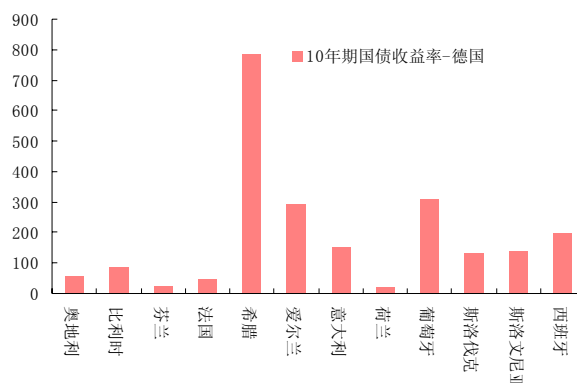


图 22：欧元区财政收支和国际收支总体堪忧



资料来源：IMF

图 23：希腊、爱尔兰和葡萄牙等主权风险较大



资料来源：IMF

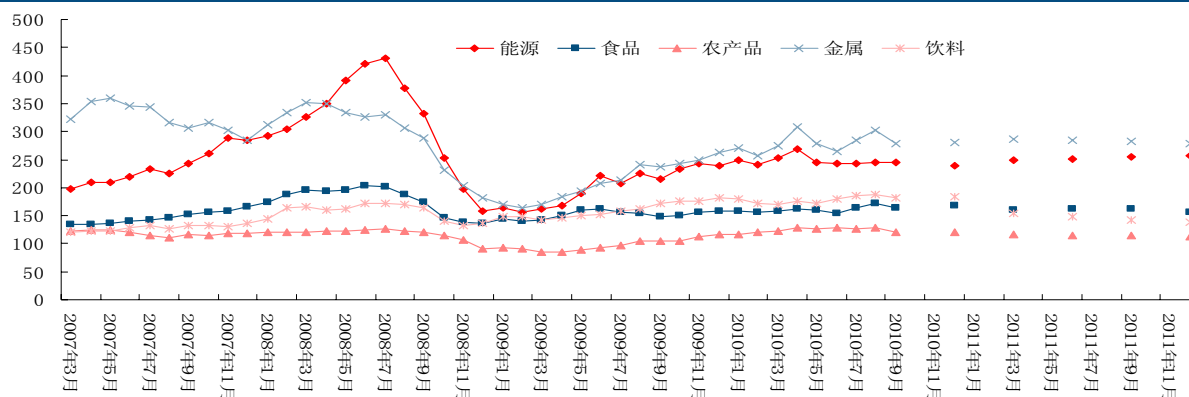
不过，我们认为，欧洲债务问题演化为系统性风险的可能性很小，特别是欧元区中心国家德国和法国的经济形势相对向好，“欧猪五国”等债务问题可能不具有系统冲击性，不过债务问题始终是个隐患，这决定了：一是欧洲财政扩张的空间相对有限，欧洲也需要去杠杆；二是欧元的波动性将更加敏感。欧元区更大的可能是沿着其严格的通货膨胀目标制来采取货币政策，欧洲政策退出的时间或早于美国，物价水平的高低决定了欧洲退出时机的早晚，我们预计，欧洲的刺激政策退出可能在 2011 年第一季度末就出现。

## 6、新兴经济体：通胀与升值

在现行的国际货币体系下，新兴经济体一般都是处在外围的资源国和生产国，将直接受到美国政策外溢效应的冲击，但是，对于资源国和生产国，美联储宽松政策的外溢效应冲击是不一样的。

对于资源国，以巴西、俄罗斯、沙特、印尼等为代表，其与中心国家美国的关系主要为资源品贸易，美联储宽松货币政策将使得美元面临更大的中长期贬值压力，资源品价格可能迎来新一轮上涨，这对于资源国而言是有利的。但是，第二轮定量宽松政策工具主要是美国国债，美联储通过购买美国国债可以降低国债收益率，提高国债价格，即美元及美元资产价格。在金融产品和资源产品的替代中，部分资金将会选择国债，为此资源产品价格反而可能下跌，特别是美元计价的大宗商品价格短期内可能下跌。为此，量化宽松政策对资源国的影响短期内可能是不明确的，但中长期可能有利于其资源品价格的高位。

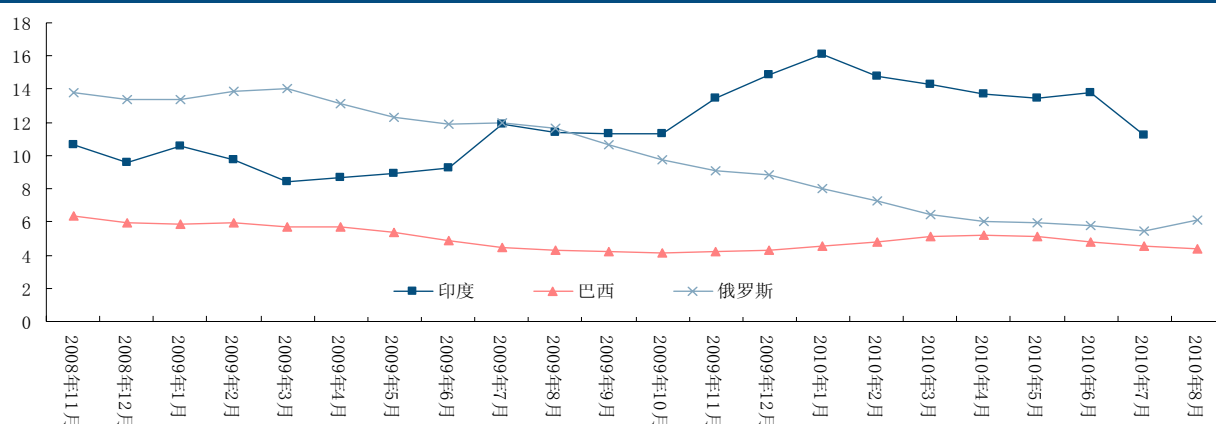
图 24：大宗商品和食品价格全面上扬，并预计保持高位





对于生产国，以中国、印度、韩国、越南等东亚经济体为主，其与中心国家的关系更为复杂。从贸易方面讲，生产国往往对消费国持有贸易顺差，这主要是全球分工的结构所决定的，但是从国际收支角度看，持有贸易顺差就代表本币具有升值压力，一旦美国继续维持宽松货币政策，那美元中长期贬值压力将上升，长期拥有贸易顺差的经济体将面临更大的升值压力。而且，从美国政策的本意看，宽松政策也是为了提振出口，外围生产国还要面临更大的贸易纠纷压力，即保护主义的冲击。在资本项目上，生产国将持有的贸易顺差投资美国金融市场，主要是债券，而弱美元将使得这些资产的购买力下降，即生产国的外汇储备贬值。更重要的是，弱美元将使得国际短期资本进出新兴经济体的状况变得更加复杂而嬗变，对于这些经济的资产价格和金融稳定都将挑战。为此，外围生产型经济体，将面临贸易和资本两个层面的复杂冲击。

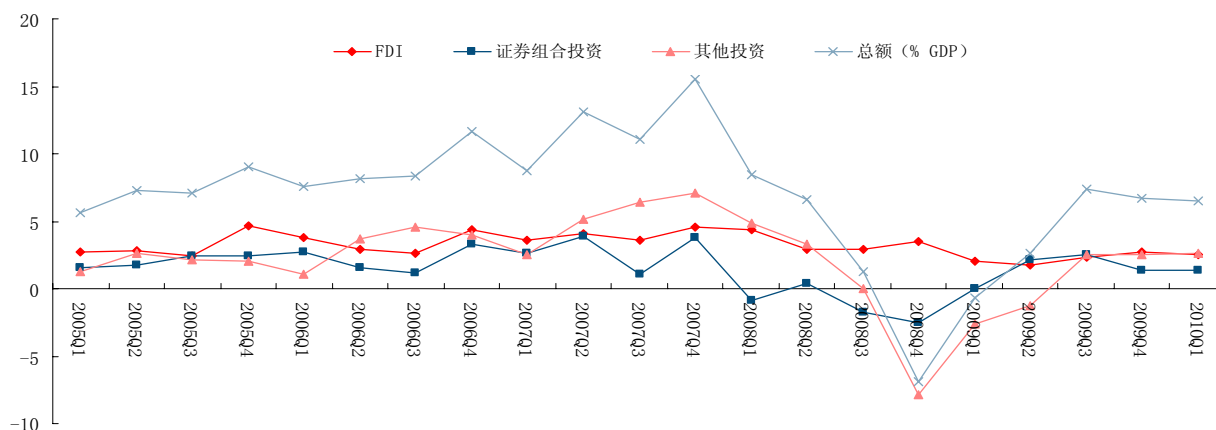
图 25：新兴经济体通胀压力持续高位



资料来源：IMF

美国既定政策下，在全球再平衡的框架中，对于新兴经济体而言，具有两个重大的共同点：**通胀和升值**。一是**资产价格和物价上涨压力加大**。资本流入将更加汹涌而嬗变，其潜在的效应就是大宗商品价格和资产价格上涨甚至是资产泡沫，而且在物价的传导中，将向下游传统，即消费者物价水平上涨，为此，我们认为，不管是资源型还是生产型经济体，**资产价格泡沫和通货膨胀压力将是再平衡过程中的短期的经济压力**，虽然大部分经济体都出台了紧缩措施，但这个趋势在 2011 年中期之前可能难以改变。

图 26：东亚新兴经济体的资本流入持续上扬

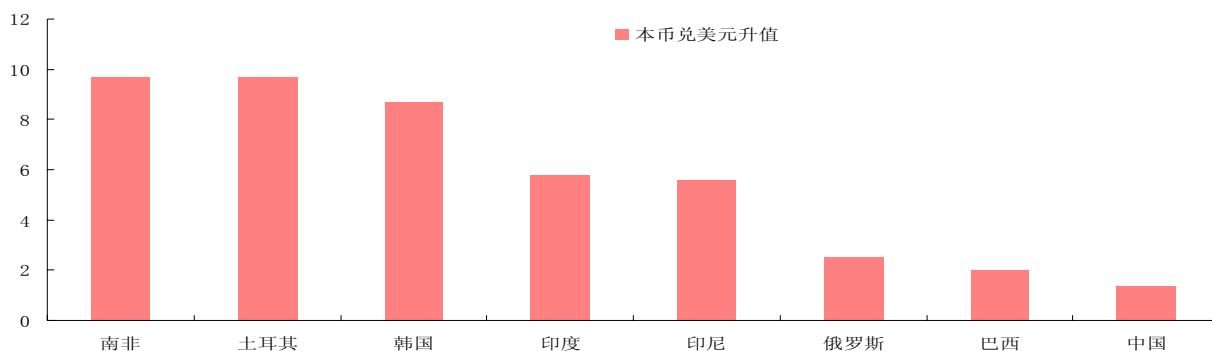


资料来源：IMF



二是本币升值压力被迫加大。结构型再平衡过程是一个投资储蓄关系的再调整，是一个漫长的过程，而再平衡的趋势下，特别是美国持续宽松的条件下，外围新兴经济体本币必然被迫升值。2010年以来，升值已经是一个趋势，仅2010年7月至10月底，南非、土耳其、韩国、印度、俄罗斯、巴西等新兴经济体货币兑美元明显升值。我们预计，即使很多国家干预外汇市场，外围新兴经济体升值趋势还将持续到2011年中期。

图 27：主要新兴经济体对美元升值幅度：2010 年 07 月-10 月



资料来源：Bloomberg

## 五、美国：自我的博弈

上文已经提出，在全球经济再平衡中，顺差方和逆差方的国际收支调整其实可能是缓慢的，但是对于相关两方在内部的调整可能是更为实际而重要，为此，在全球经济再平衡下，内部平衡的过程及其对经济增长模式、经济结构等的影响或是实质性的。

### 1、自我博弈之一：流动性陷阱

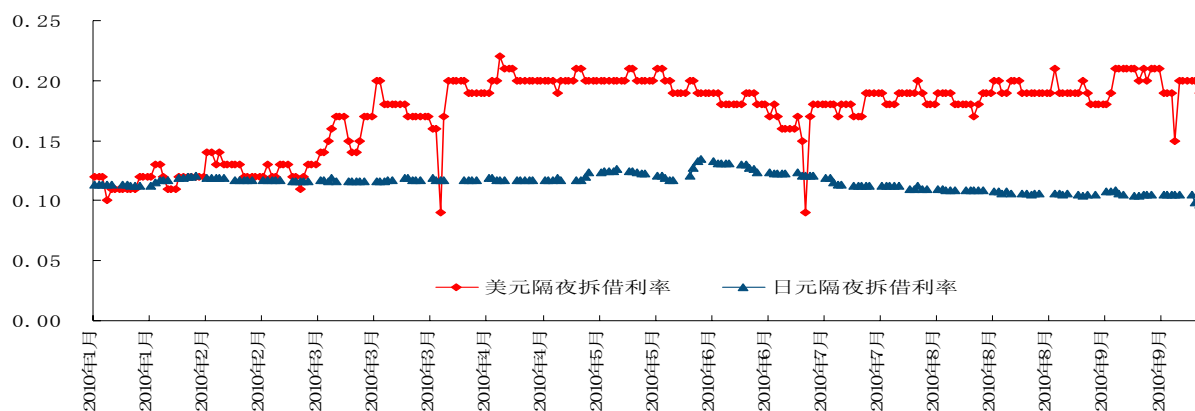
作为中心国家的美国，其全球经济失衡的调整责任实际上是隐性的，美国不会因为失衡而实质性地调整其经济结构，只能是做出一些数量型的调整，美国没有大结构的问题，为此，全球经济再平衡对美国而言并非是一个主要的政策变量。

国内经济增长和就业仍然是美国政策框架的核心。金融危机之后，宣告了长波繁荣的结束和增长边际增量递减时代的到来，作为核心国家，没有无法摆脱这个宿命，为此，美国维系经济增长和就业的压力将要更大。在这个压力下，美国政策仍然是扩张性的财政政策和宽松的货币政策。

最值得注意的是，美国的货币政策。现在，美联储维持着史无前例的零利率水平，并进行了巨量的定量宽松操作。但是，从物价水平看，美国持续放松的货币政策并没有明显拉升物价水平，也就是货币供应部分被“窖藏”起来，美国或进入一个流动性陷阱，货币政策的边际效用基本为零，虽然能给市场带来些许的兴奋，但是对于实体经济而言已经失效。



图 28：“零”利率时代



数据来源：Bloomberg，中信建投研发部

在美国进入流动性陷阱之后，过度的货币发行无疑会使得部分资本流出美国，在全球的市场进行配置，新兴经济体和国际商品市场或是投资的标的所在。为此，**新兴经济体的通胀压力、资产泡沫以及国际大宗商品市场的高价运行，或将持续一段较长的时间**，或许在催大一个泡沫。这个状况的逆转需要等待美国货币政策的转向，或是市场的内生性调整，前者可能是和平的进程，或者将是一个暴力的清算。这样的风险是值得美国 and 全球警惕的，将对通胀、资本流动以及资产价格等带来实质性冲击。

## 2、自我博弈之二：“地主”的自危

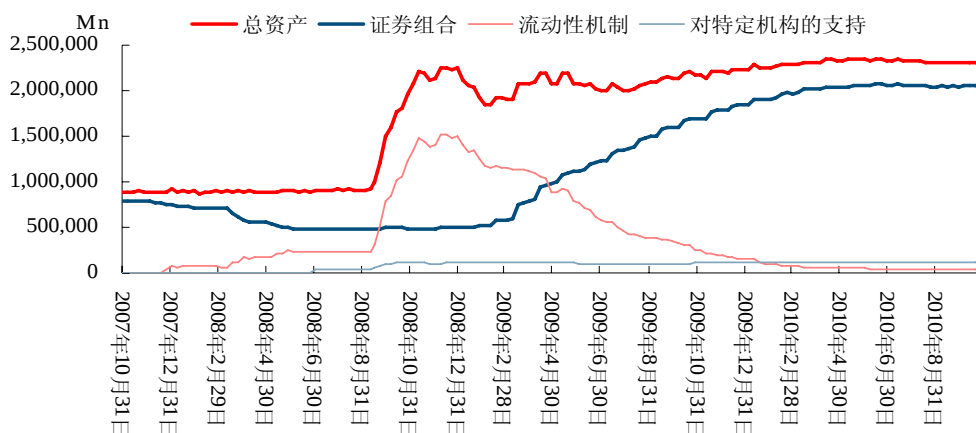
在全球经济再平衡中，美国可能与多个国家成为对手甚至“敌人”，但是美国最大的敌人是自己。美国经济面临着两个巨大的挑战，就是政府刺激政策退出和政府部门去杠杆，美国其实更主要的是要和自己博弈与厮杀。

美国政府史无前例的救援导致了财政赤字和零利率陷阱，这就必然导致政府去杠杆和政策的退出。政策退出主要含义在于货币政策，因为财政政策对需求产生直接影响，虽然也走向了债务的高台，这主要在去杠杆中讨论。

对于美联储而言，零利率是个大问题，而量化宽松货币政策可能是更大问题。量化宽松政策的结果是美联储积累了大量的长期金融资产，这些资产的流动性更差，比如美联储持有的“两房”MBS高达1.1万亿，这是一个烫手山芋，特别是“两房”因为股价长期低于1美元，从纽交所退市转至OTC市场。QE2完成之时，近3万亿的资产，使美联储成为美国金融行业的“地主”，同时也将分散的金融风险集于一身。

美联储是最大的自我博弈者。美联储必须为经济增长和解决就业问题继续采取宽松的货币政策，包括量化宽松政策，但另一方面又需要防范过度放松的政策带来负面冲击，特别是窖藏货币的发威及其带来的巨大的通货膨胀压力。**如果物价水平上扬至2%以上，美联储政策可能转向**。为此，我们认为2011年中期是美联储观察政策走势的重要时点。但是，美联储内部对此分歧较大，有部分大区联储认为2012年才可能是退出的时点。

图 29: 美联储的资产负债表扩张路径



资料来源: Bloomberg 中信建投研发部

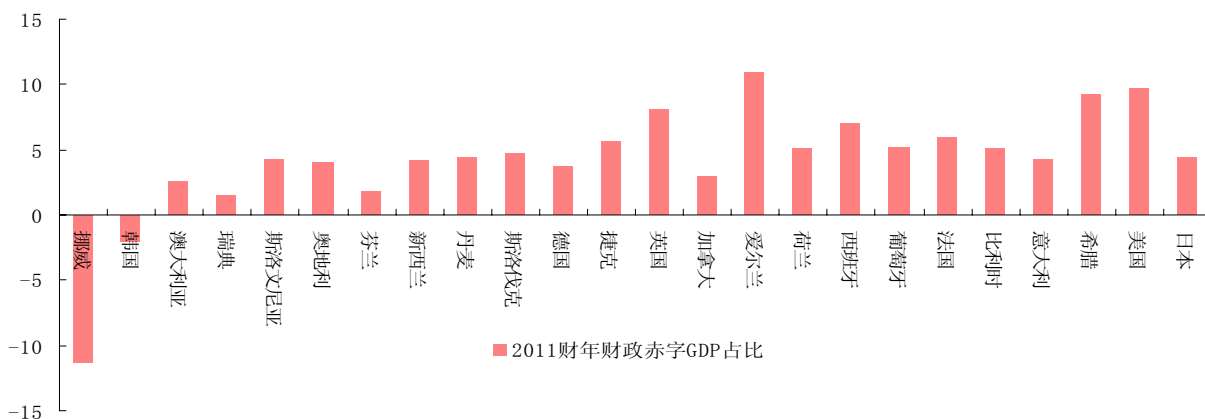
### 3、自我博弈之三：达摩克利斯之剑

11月初，美联储已经决定实施二次定量宽松，规模将持续扩大 6000 亿，且全面用于购买长期国债。第二轮定量宽松主要工具是长期国债，美联储实际上在为财政赤字融资，暂时填补了国债的需求缺口，却纵容了赤字财政。实际上，美国的债务问题是“达摩克利斯之剑”。我们现在看到的美国财政赤字和公共债务水平，都是美国联邦政府的，而高达 10% 的赤字率和接近 90% 的公共债务水平已经远远超过国际警戒线 3% 和 60% 的水平。

更值得注意的是，美国与中国一样，同样存在“地方债务”和“隐性债务”问题，这并为全球所熟知。比如美国联邦储蓄保险公司（FDIC）面临中小银行破产的风险，将付出 600 亿美元的损失，FDIC 由于损失持续扩大最后无法履约，那最后贷款人将是美国财政部；再如，美国地方政府的债务水平也很高，加州赤字超过 600 亿美元，州长施瓦辛格表示，加州债务问题不亚于“欧猪五国”。标准普尔已经将加州信用评级调为 BBB-，据标普表示，美国有 39 个州面临与加州相仿的信用评级压力。

去杠杆将成为美国政府难以逆转的趋势，因为美国明白以更大的赤字接近原有的赤字是危险的。即便如此，预计 2011 年仍是美国财政赤字创出高点之年，但财政整固可能在下半年有明显进展。

图 30：全球众多国家需求去杠杆：美国、英国、希腊、爱尔兰等为最



资料来源: IMF



## 4、自我博弈之四：美元的强弱

对于美国目前的失衡状况以及再平衡的路径看，弱美元是美国一个非常重要的政策选择。其一，宽松货币政策下的弱美元在国内实际上是一种对内贬值的政策，即随着政策的放松，将可能出现一个物价上扬的过程。其二，弱美元有利于美国提高全球竞争力，利于出口的复苏和增长，有助于改善贸易失衡；其三，美国具有巨大的国际债务，通过弱美元，可以有效地降低债务负担，即赖掉一部分债务。

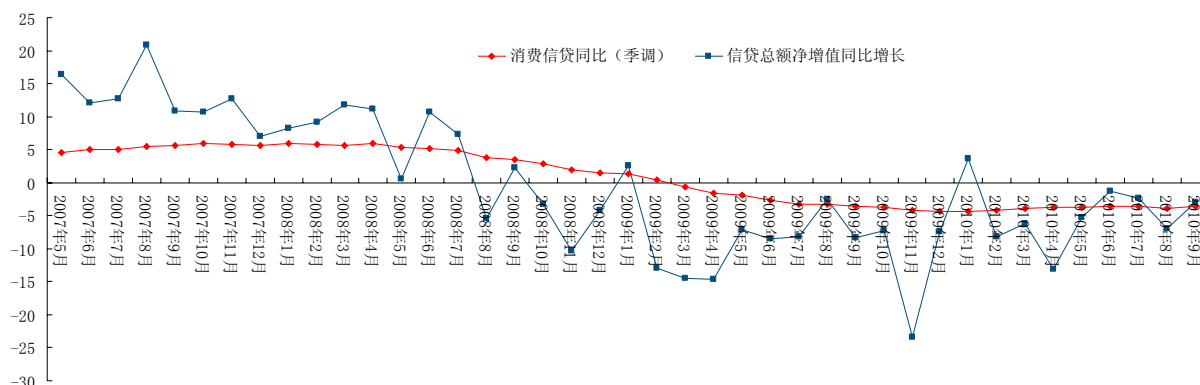
但是，弱美元不可能是一贯的走势，美国还必须通过“强美元”来维系资本的流入，为贸易逆差和财政赤字融资。如果美元持续贬值，将导致盈余国持有的外汇储备急剧缩水，这些国家可能被迫抛售美元资产，从而引发美国长期利率上升。为此，**美国将走在一个弱美元的趨勢中，但将不时地出现强美元的景象，美元指数将更加动荡。**实际上，这是美国在和自己博弈，还是在和全球的盈余国博弈，更重要还是和新帝国主义的博弈。

## 5、自我博弈之五：虚实之间

金融危机的爆发，根源之一就是美国虚拟经济过度的膨胀，特别是金融行业和房地产行业。当然，金融和地产的繁荣与全球经济失衡下的源源不断的资本流入是相关的。金融危机的清算和对资本流入的依赖使得美国政府意识到重归实体经济的重要性。

经济仍然处在一个去杠杆的过程。从居民部门看，美国消费信贷以及信贷总额净值的增长处在低位，消费信贷同比仍然萎缩 5% 左右，即居民部门仍然处在一个去杠杆的过程。从政府部门看，极高的赤字率和公共债务水平逼迫美国政府必须实行去杠杆。从房地产市场看，房地产止赎案居高不下，房屋销售价格持续低迷，房地产中短期失去了对经济增长的拉动，据统计，今年前 5 个月，美国新增房屋止赎案 160 万件，全年数字很可能超过 2009 年创纪录的 280 万件。而金融部门资产负债表整固仍将持续，大致仍有 1 万亿美元的问题资产需要处置，金融机构的盈利水平仍没有实质性恢复。

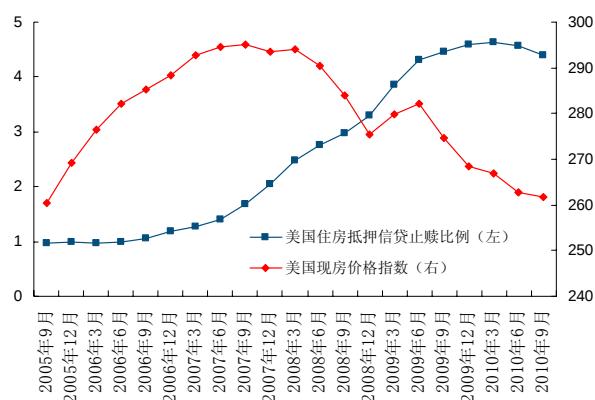
图 31：美国信贷仍在负区间徘徊



数据来源：Bloomberg，中信建投研发部



图 32：美国房地产市场仍然低迷



资料来源：Bloomberg

图 33：住房抵押贷款仍然历史低位

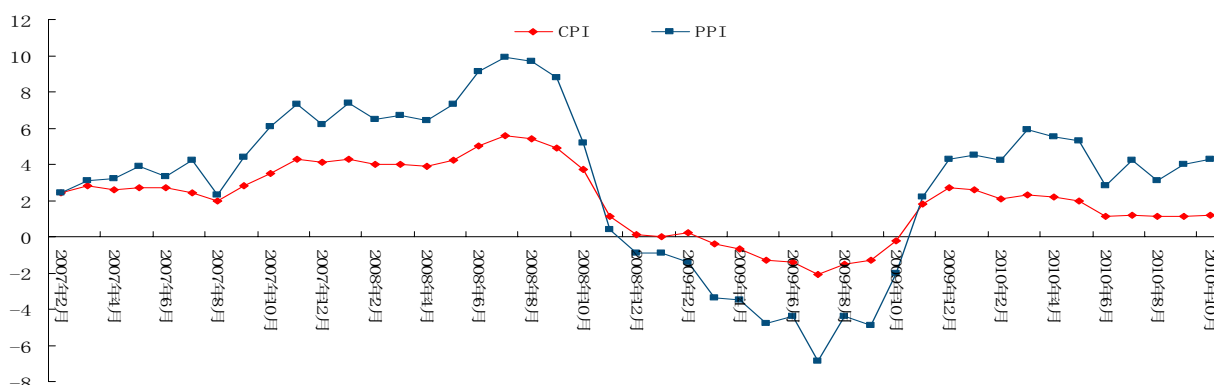


资料来源：Bloomberg

制造业繁荣和出口振兴是美国政府重归实体经济之所倚。在看到房地产行业和金融行业的现状之后，政府已经意识到短时间内触发这两个行业的快速复苏的难度很大，政府可便宜行事的空间更多集中在制造业部门，以及出口促进等方面。美国在基础研究和技术水平占有绝对的优势，在政府的指引下，可以有效地转化为制造业的中兴，并提高出口竞争力。所以，在美国的投资结构中，设备投资的增长水平远高于基础设施投资、房地产投资等，这也是美国为何到处引发贸易战和汇率战的根源所在。一定程度上，制造业中兴和出口的促进可以冲淡金融部门和房地产部门带来的萧条景象。

奥巴马政府极力推崇新兴产业和制造业振兴，但是仅靠占比极小的新兴产业以及竞争力较差的制造业振兴是无法引领美国经济走上高增长道路。从物价上，美国较低的物价水平，至少会维持到2011年的第一季度末，美国仍将处在短暂的类通缩压力之中。

图 34：美国物价指数维持较长时间的低迷状态



资料来源：Bloomberg



## 六、中国：“人质”之困

### 1、货币政策被绑架

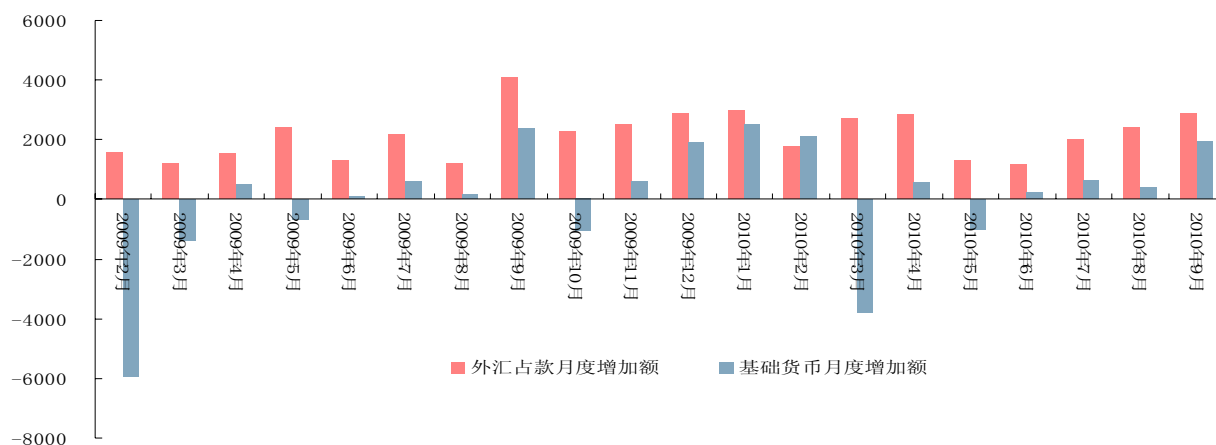
在国际经济学中著名的“不可能三角”理论，决定了中国货币政策的独立性将受到固定汇率制度的牵绊。“不可能三角”理论指出，一个经济体的货币政策独立性、资本自由流动与汇率稳定这三个政策目标不可能同时达到。克鲁格曼在发展这个理论中认为，一个经济体只能在三个目标中最多选择两个，即所谓的三难选择问题。

在固定汇率制度下，官方储备是由货币当局购买并持有的，其在货币当局账目上的对应反映就是外汇占款，外汇占款的增加直接增加了基础货币量，再通过货币乘数效应，造成了货币供应量的大幅度增长，使得流通中的货币迅速增多。这就是外汇的货币创造，即外汇占款。

对于中国而言，我们实行的是固定汇率制度（目前的汇率制度是中间汇率制度，实际上更像是固定汇率制度），为了保持货币政策的独立性（这是大国经济体的必然选择），那只有放弃资本自由流动，即实行资本管制。但是，实行资本管制最后的结果就是外汇储备的不断累积，中央银行实行强制结售汇，在获得外汇储备的同时，必然导致货币的发行，这就是外汇占款的由来。

如果简单的以名义超发货币的看，中国货币超发已经非常严重。但是，巨额的外汇占款才是货币供应量不断攀升和货币超发的主要原因。目前我国外汇储备达到 2.6 万亿美元，比 2000 年末增加了 24827 亿美元，按 7：1 的加权平均汇率计算，超过 17 万亿元人民币，约占 M2 总量的四分之一。而从年度新增的角度看，外汇占款的主要贡献集中体现在 2004 年至 2008 年，在此期间，外汇占新增 M2 的一半左右。2010 年以来，外汇占款再度飙升，成为左右货币增长的主要力量。中国货币政策独立性被国际货币体系的绑架，中国成为美元的“人质”。

图 35：M0 小于外汇占款：人民银行一直在冲销



资料来源：人民银行

### 2、强化紧缩应对通胀

从货币主义的教条出发，由于全球经济失衡导致的外汇占款扩大，及其相关的超发货币会导致通货膨胀的产生。另外一个方面，由于中国投资收益率高于大部分经济体，特别是发达国家，为此，热钱流入将是一个长



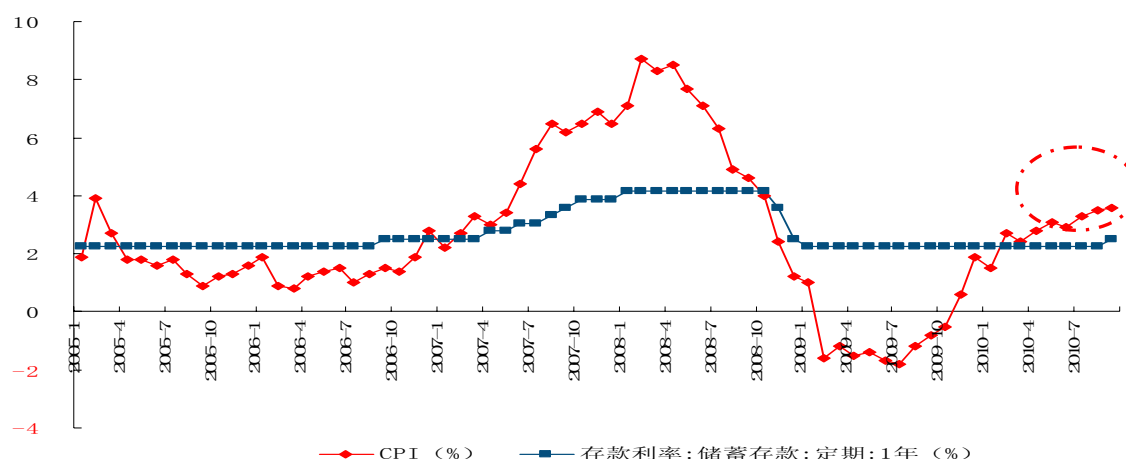
期趋势，这又进一步增大中国的通胀压力。另外，从通胀的成因结构看，在失衡的环境下，美国持续的量化宽松政策将导致大宗商品和原材料处在高位水平，而中国作为一个加工环节的制造中心，必将承受外来的成本压力，从而导致输入性通胀的产生。

从我们的现实来看，长期以来，中国都是处于货币超发的状态，不过，中国并没有发生严重的通货膨胀，甚至几乎没有超过 10% 的物价上涨。2009 年以来，在天量信贷和几乎是历史最高水平的货币投放速度下，中国的股市却没有迎来新的高潮，这很是让市场人士大为困惑。这问题就是 90 年代以来，一直在中国持续的“流动性之谜”，或“迷失的货币”（Missing Money）。早在上世纪 90 年代末，流动性之谜就得到一定的关注。新世纪以来，尤其是最近几年中国的流动性一直处在较为充裕的情况，如此之多的流动性到底去哪里了？此前，易纲、王建等研究人员都对这个问题进行了卓有成效的基础研究。总结之前的研究，迷失货币有三个解释：一是物价低估；二是实体经济的资本化程度提高；三是货币窖藏。

但是，我们倾向于认为，在全球失衡没有实质性进展，外汇占款和热钱不断流入和国内货币超发如此巨大规模的条件下，如果外围经济表现相对良好和稳定，国内经济复苏持续有力，那迷失货币的效力将会充分体现，超发货币的负面效应将极大地表现出来，即通胀的压力将不断扩大。在全球失衡难以明显快速调整和外汇占款持续增加的大背景下，在房地产价格没有明显调整的条件下，流动性泛滥以及迷失货币带来的通胀压力和明显的通胀预期将是政府应对的重大问题。

当然，物价上涨可以表现在商品市场（CPI），或者资产市场（房地产市场或股票市场）。结合美欧经济复苏和美元走势，以及国内要素价格的变化，我们认为，2011 年物价的压力将集中在商品市场，也就是说中国的通胀压力或是中期事件，甚至将成为主导 2011 年中国经济的走势，特别是上半年。但是，我们相信中国政府的能力可以将通胀控制在月度最高 6% 的水平之下，即中国将进入一个紧缩周期，至少从货币政策是如此的。为此，相对而言，这样的通胀水平仍然是温和的。从总需求与物价的关系看，中国物价水平整体没有大幅上扬的基础。

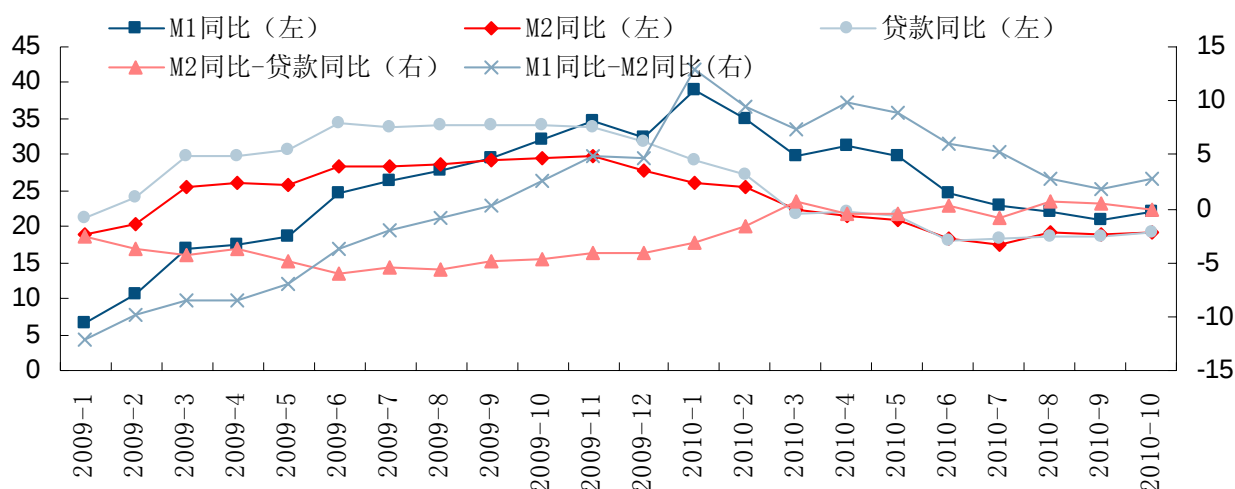
图 36：热钱流入、CPI 走高、负利率持续存在，加息既充分又必要



数据来源：CEIC，中信建投研发部



图 37：不同层次货币供给和贷款的同比增速明显下降



资料来源：wind，中信建投研发部

加息周期的到来，是中国应对内部经济失衡的主动举措，也是应对外部失衡的一个被动选择。在全球失衡的条件下，美国货币政策持续宽松，负面的外溢效应不断深化，“我们的货币，你们的问题”使得布雷顿森林体系下的外围国家或者全球生产链的资源国和生产国都不得不动用应对中心国货币霸权的负面冲击。目前，澳大利亚、巴西等资源国和中国、印度等生产国都进入了加息周期。

在美国没有明显紧缩之前，外围国家或将面临持续的通胀压力，我们认为，这个趋势或将持续到美国物价水平开始明显上扬之前（核心通胀率达到 2%），这个时点预计要到 2011 年第三季度前后。对于中国而言，美国的零利率和量化宽松将逐步成为一个内化的影响因子，成为货币政策应对无法回避的一个难题。

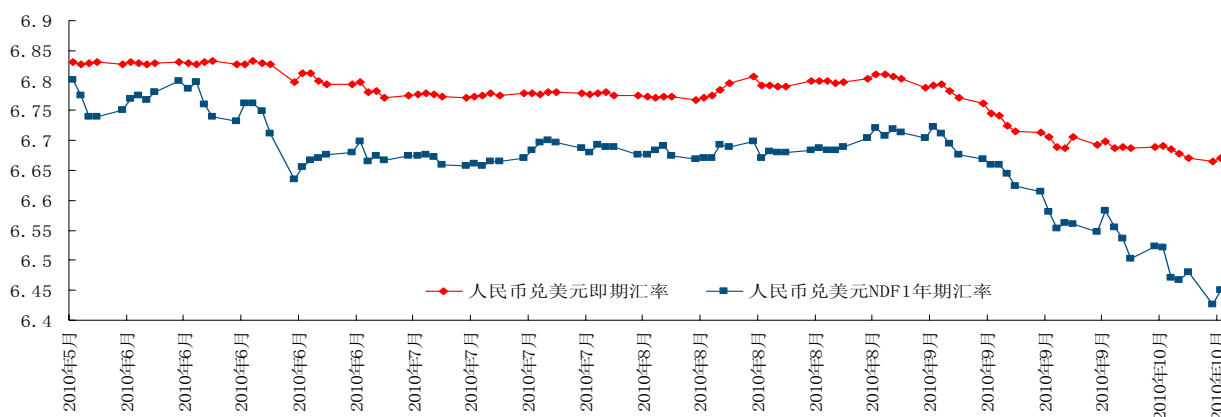
### 3、被迫接受升值与主动增加弹性

从购买力平价出发，由于美国物价水平要高于中国，如果中美两国要实现购买力平价，要么中国物价水平上涨，要么中国本币升值。在向购买力平价收敛过程中（实际上也是两国货币不断收敛于均衡汇率的过程），通胀和升值具有替代效应。如果中美物价缺口较大，而人民币升值幅度不大，那决定了中美走向均衡的过程必然是一个长期的过程。

我们简单地汉堡包汇率计算，在美国巨无霸汉堡包是 3.1 美元，而中国巨无霸汉堡包 10.5 元，根据购买力平价 1 美元应该等于 3.39 元。如果以 2005 年 7 月人民币兑美元中间价 8.24 计算，人民币低估 59%。但是，这种计算过于简单甚至错误，因为没有考虑非贸易品的情况（Wei, 2005）。如果将汉堡包的成本分为可贸易部分和不可贸易部分，比如 5: 5，那人民币兑美元的汇率大致低估 30%，均衡汇率大致为 5.77。如果以 2010 年 11 月 18 日汇率中间价 6.645 计，人民币低估大致 13%。当然，这个计算方面是非常简单而粗糙，更详细的计算方面应该是基于巴萨效应下的一般均衡模型。



图 38：远期汇率揭示人民币汇率将继续升值



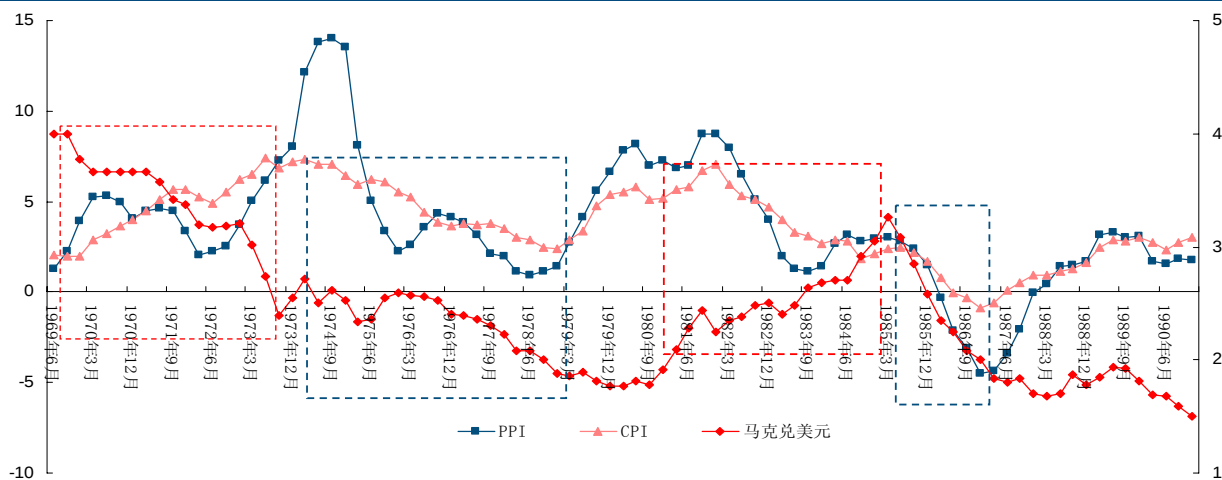
资料来源：Bloomberg

由于均衡汇率仅仅是一个概念，我们根本不知道人民币兑美元的均衡汇率到底应该是多少。我们认为，从目前全球经济失衡的现实出发，人民币仍然有升值空间。但是，美国等国家认为的 25-40% 的低估未必是正确的。我们认为，未来 2-3 年，每年升值 3-5% 可能是比较现实的路径。这是中国在中心-外围国家博弈中一个被迫的选择。

此前提及，在收敛购买力平价过程中，升值和通胀具有替代效应。如果中国不愿意大幅升值，那可以采取通胀的方式来缓解；当然如果选择大幅升值，那通胀压力相对降低；第三种方式就是采取温和通胀与缓慢升值的组合措施。

但是，历史证明，采取通胀来代替升值是危险的，是不可取的。德国在 1972 年，曾经一度纵容物价上涨，物价水平上升至 5% 之后，特别是工资水平大幅上涨，带来了整体性的“成本推动型”通胀，给经济稳定带来巨大压力。德国最后在 1973 年 3 月 2 日实行马克自由浮动，让马克升值。虽然，其后由于石油危机，德国通胀上扬，但是，马克升值和自由浮动为德国其后的通胀目标政策框架打下了制度基础。

图 39：德国马克升值与德国物价水平



资料来源：CEIC



对于中国现有的中间汇率制度，实际上与新加坡的中间汇率制度相似，都是一种 BBC 汇率制度，即有一个货币篮子（Basket），一个浮动区间（Band），一个蛇形中间平价（Crawl），在这个框架下，一次性大幅升值，比如 10%，哪怕是 5%，可能性极小。即是说，**人民币一次性重估的概率不大。**

对中国更重要的是，完善汇率形成机制，扩大其弹性，人民币汇率政策应该是中国政府用于稳定宏观经济以及实现国际收支平衡的政策工具，而汇率形成机制的弹性对于防范热钱的单边博弈和打破人民币单向升值预期更为重要。为此，政府将在汇率弹性做更多的工作，也将更加主动提高其弹性。我们甚至期待 2011 年政府扩大人民币汇率波动区间的可能性。**建立一个具有弹性的汇率制度，对于人民币国际化和人民币新帝国是必须的。**

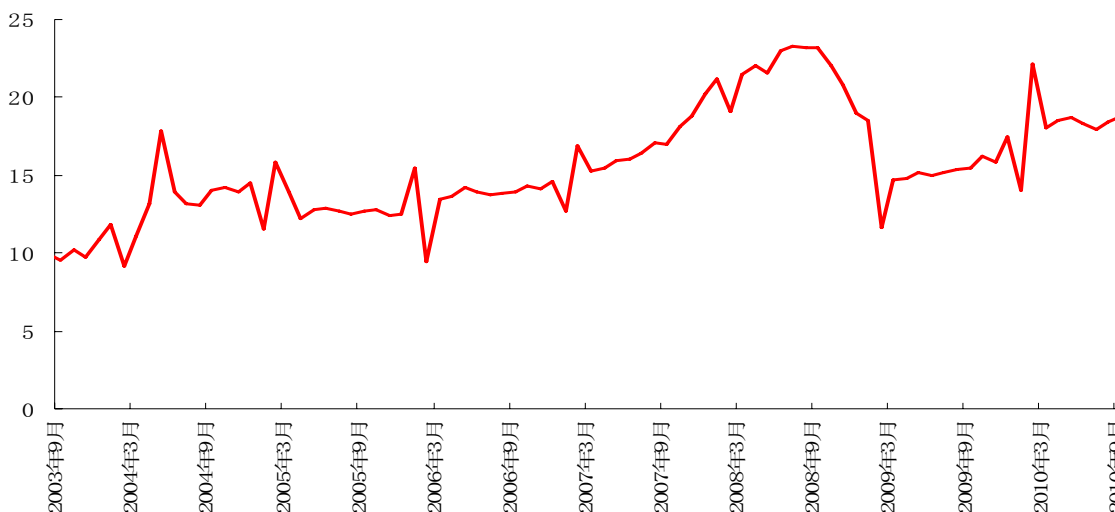
面对一个失衡和霸权的世界，对于中国，现实的选择可能是温和通胀与缓慢升值的现实组合。升值一定程度上又抑制通胀的效应。理论上，从直接效应而言，升值将会导致出口价格提高，进口价格相对下降，净出口的规模减小，从而带来一定的紧缩作用，即是总需求下降的一个过程。从间接效应看，由于出口受阻，出口型企业将会受到冲击，其投资水平会下降，失业问题就会显现，从而降低消费需求水平，这对于总需求又是一个紧缩效应。因此，从货币升值的效应看，总需求下降，物价水平应该是降低的，这是“升值对冲通胀”的逻辑。

#### 4、总需求的小幅调整

从总需求的内外部分看，我们认为，外部需求将小幅下降，从而整体降低中国的总需求水平。不过，我们倾向于认为，**外部需求的下降程度是有限，我们虽然对外需保持谨慎，但我们更愿意是一种谨慎中的乐观。**在全球失衡调整的过程中，我们认为需求不会出现跳跃式的下跌，相反地，美国和欧洲的需求将是一个缓慢回升的过程，的确无法快速拉动中国的出口需求，但也没有理由怀疑出口的稳定。为此，中国经济整体将呈现增长小幅下降、物价温和通胀、本币小幅升值的态势。

在内部结构看，消费将稳步增长，而且通胀预期对消费起到一定积极作用。2010 年下半年以来，随着自然灾害频发，食品价格快速上涨，人们的通胀预期得到强化，这在一定程度上够刺激消费增长。宽裕的货币投放也对消费增长有拉动作用，消费普及与消费升级是消费市场的重要特点。

图 40：社会消费品零售总额增速相对平稳

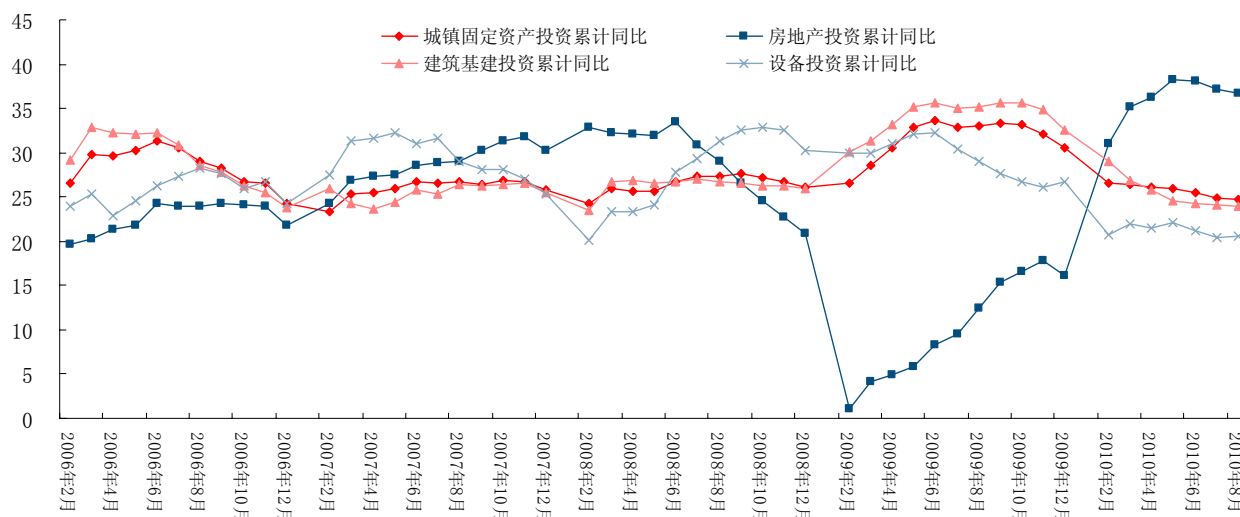


资料来源：wind，中信建投研发部



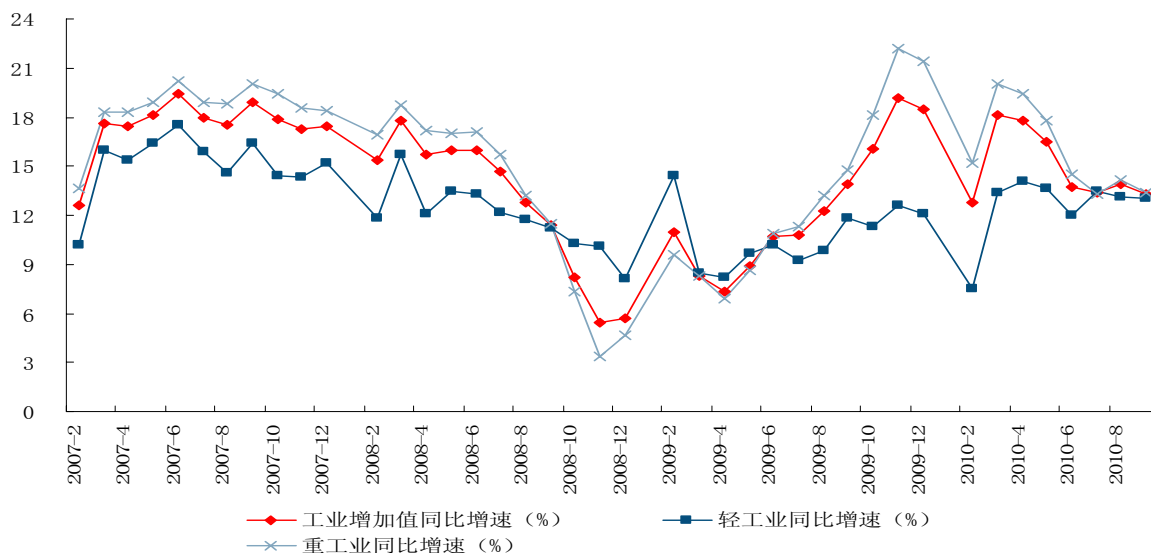
但是，投资或将小幅下跌。固定资产投资以基建投资、房地产投资和设备投资等部分最为重要，从今年的情况，房地产投资出乎意料地维持高速增长态势，而基建投资在政府的主导仍然保持较高水平，但设备投资并没有启动，保持较低的水平。我们认为，基建投资将有所下降，房地产投资也将小幅下跌，但设备投资可能出现相对较大的增长。整体而言，投资水平略有下降。

图 41：中国设备投资在金融危机之后仍然低迷，而房地产“意外”飙升



资料来源：CEIC

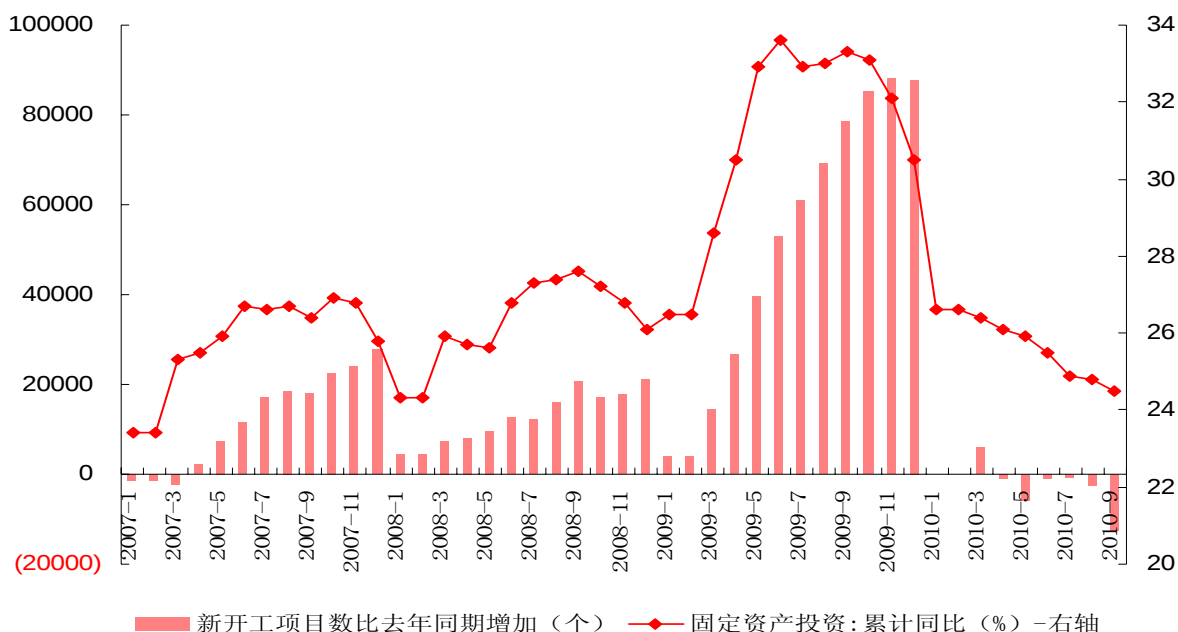
图 42：工业增加值已经处在一个下跌的通道中



数据来源：国家统计局，中信建投研发部



图 43： 新开工项目数目同比减少，固定资产投资累计增速持续下滑



数据来源：国家统计局，中信建投研发部

## 5、结构调整与要素价格改革加速

中国经济增长模式、投资结构以及产业结构的变迁必将进入新的阶段，特别是消费的重要性将不断提高。特别是以社会保障体系建设和公共产品投资为主的降低储蓄率的努力，将在 2011-2012 年升级，为此，在公共卫生、医疗服务、教育、文化等方面的相关行业或迎来更加良好的发展机会。这是中国大结构变化的必然。

长期以来，中国生产要素价格尤其是劳动力价格的低估导致了国民收入分配过程中，劳动收入相对弱势而企业利润和政府税收相对强势，企业利润和政府税收的强势导致了企业投资和政府投资主导经济增长，而消费相对于投资和产能不足。产能的过剩和消费的不足必定导致企业扩张外需，出口导向的模式以及贸易顺差和升值压力就此形成。在这种模式下，资源必定朝向投资品行业和贸易品行业配置，这决定了国家的产业结构。

更重要的是，劳动力、能源、土地等生产要素的低估刺激企业在要素选择偏好上更倾向于物质投入而不是技术投入，从而纵容了企业高耗能、低附加值的粗放经营模式，阻碍了产业通过技术和管理投入提高全要素生产率，从而导致产业结构的低级化。

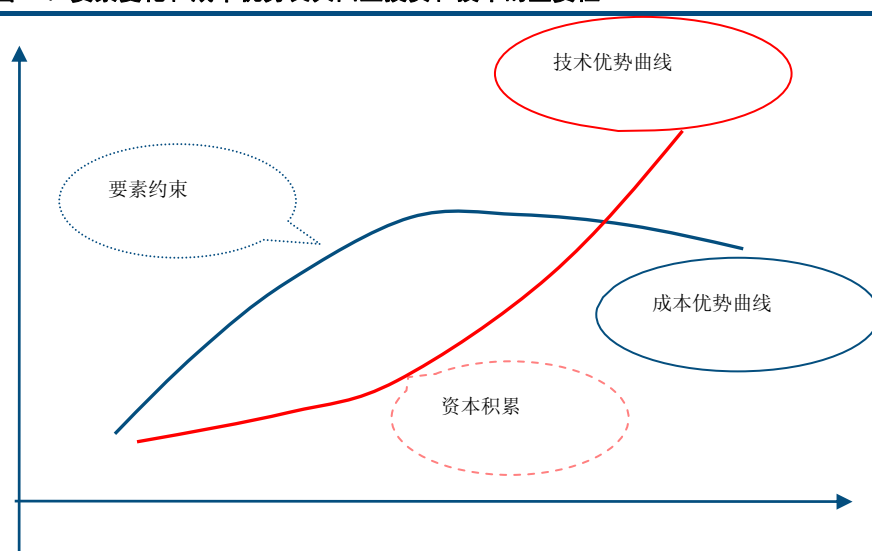
要素结构的变化将导致投资结构的内在调整的必然。生产要素价格低估是中国现有经济增长模式，以及经济内外失衡和产业结构低级化的结症。然而，一旦生产要素价格开始重估，上述的一切都将发生逆转。包括劳动力、土地等资源在内的中国生产要素价格重估即将深化。

中国可能会在 2011-12 年加速国内要素价格的市场化改革，这既包括能源与大宗商品价格与国际水平进一步接轨，也包括利率市场化改革与劳动力市场改革，还包括加大节能减排力度以及对污染的治理，特别是资源税。未来中国国内要素价格的整体趋升将会在汇率政策之外促进经常账户失衡的改善。



而且，生产要素价格重估将引起企业要素选择偏好发生改变，资本、技术和管理投入将增多，全要素生产率可望不断提高，产业开始从劳动密集型产业向资本和技术密集型产业转变，产业结构升级速度加快，代表着中国工业结构升级方向的与消费兴起和产业升级相关的机械装备工业面临史无前例的发展机遇，为此高端制造业、中游及中游偏下行业将迎来繁荣的基础。

图 44：要素变化和成本优势丧失凸显投资和技术的重要性



资料来源：中信建投研发部



## 分析师介绍

**周金涛：**南开大学经济学硕士，现任中信建投证券研究部执行总经理，行政负责人。长期从事宏观策略研究，并在中国的工业化国际比较和经济周期研究、虚拟经济与实体经济关系等方面形成了独特的逻辑框架和思维体系。2008 年、2009 年连续两年获得新财富最佳策略分析师第三名。

**郑联盛：**中国社会科学院经济学硕士，策略分析师。主要从事宏观经济与市场趋势分析，在金融危机历史、货币政策传导与流动性变化、金融监管以及金融市场微观结构等有较为深入的研究。

## 基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhuly@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn 任威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn 周李 0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

## 中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

## 地址

北京 中信建投证券研究发展部

上海 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

中国 上海 200120

朝内大街 188 号 4 楼

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8610) 8513-0588

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8610) 6518-0322

传真: (8621) 6880-5010

## 重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，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收到任何形式的补偿。