



证券研究报告·策略深度

人民币研究之升值萧条

——基于日本和德国的观察

升值对 GDP 影响不明显

在日元和马克升值的过程中，日本和德国的经济增长都是保持高速发展的态势。从 GDP 增长与升值的关系看，升值与 GDP 增长没有明显相关性。从 1969-73 年，马克大幅升值，GDP 基本处在 8-9% 的中枢。整体而言，日本和德国的经验表明，本币连续小幅升值，对 GDP 增长并没有显著的负效应，特别是汇率弹性显著阶段，经济增长中枢相对稳定。

快速升值有脉冲式冲击

本币大幅迅速升值，对 GDP 增长有明显冲击，德国、日本遭遇 3-5 个季度的衰退，即出现短暂的“升值萧条”。“广场协议”之后，马克大幅急速升值，但 GDP 只出现短暂的 2-3 个季度下跌。“广场协议”之后，日本经历了 5 个季度的萧条，被称为日本“升值萧条”，与德国一样，大幅快速升值对总需求萎缩的效果在广场协议后是十分显著的。不过，升值萧条的冲击是脉冲性的，在 3 个季度左右之后，日德基本恢复至冲击前的增长水平。

升值萧条中的行业弹性：新主导产业胜出

整体而言，日元升值对出口价格的冲击并不明显，对日本国内工业品价格指数的影响更加有限。电气、机械、汽车、精密仪器等正是日本从工业化起飞走向工业化成熟的重要主导产业，是日本 70 年代之后升级的方向。这些行业受日元升值的冲击相对有限，而纺织、化工、有色金属、造纸等冲击较大。新主导产业相对独立于升值压力。

升值萧条的政策超调

日本和德国都实行极为宽松的货币政策来应对升值萧条。在广场协议之后，日本和德国都是通过降低利率来应对“升值萧条”，日德实行宽松的货币政策时间都超过 12 个季度。日本对升值萧条的反应更加敏感，政策力度更大。日本在 5 个季度将基准利率降至 2.25%，德国采取的是“阶梯式”降息的方式，在 10 个季度内将基准利率降至 2.5%。德国的政策放松相对审慎，在最低利率水平的持续时间只有 3 个季度，日本则是 9 个季度。

政策超调的后果：通胀的分析

整体而言，长期升值具有使得物价缓慢下行的压力，但德国的经验没有日本明显。由于过度的货币释放，日本面临了较为明显的通胀压力，其通胀中枢维持在 5% 左右。德国较快地紧缩了货币政策，德国将通货膨胀控制在 2.5-3% 的水平，政策及时的适度的收缩使得德国避免了较大的通胀压力。

投资策略

郑联盛

zhengliansheng@csc.com.cn

010-85130208

执业证书编号：S1440511080001

发布日期：2011 年 9 月 2 日

上证指数、沪深 300 走势图



相关报告

2011.8.17 《人民币之均衡汇率：巨无霸汇率的视角》

2011.8.23 《人民币之真实汇率：名义汇率与通货膨胀的消长》

2011.8.29 《人民币之再平衡：经常项目和资本项目的分析》



目 录

一、引言	1
二、升值萧条：日德的观察	1
三、升值萧条中的行业弹性：日本的分析	3
四、“升值萧条”的政策应对	7
五、过度政策刺激的后果：基于通胀的分析	9

图表目录

图 1：马克升值与德国经济增长	2
图 2：日元升值与日本经济增长	3
图 3：马克名义汇率贬值不改真实汇率升值	3
图 4：日元真实汇率一路向上	3
图 5：70 年代电气、机械、汽车、仪器等独立于油价起伏	4
图 6：广场协议后仪器、机械、汽车等出口价格相对稳定	4
图 7：日本工业成品价格受升值影响相对有限	5
图 8：有色金属产品价格波动最为明显	5
图 9：纺织、化工、造纸和石化出厂价格较低	6
图 10：垃圾处理价格最高，并成升值受益者	6
图 11：电气是升值最大受害者，但出厂价格仍最高	6
图 12：日本货币政策敏感性高	7
图 13：日本货币供应量	8
图 14：德国货币政策更加稳健	8
图 15：德国货币供应量	9
图 16：日元升值与日本物价指数	10
图 17：德国马克升值与德国物价水平	10

一、引言

上个月中旬，人民币兑美元的名义汇率升值的速度正在加速。8月11日人民币兑美元触及汇改以来新高的6.3991，汇率亦创了17年来的新高。两日内连续突破6.43-6.40四道关口，升幅高达0.5%，至此人民币兑美元今年以来累计升值3.5%，逐步逼近我们年初预测今年升值5%的水平。

人民币兑美元的升值趋势是否会持续，这个趋势对经济增长、通货膨胀、外部失衡及再平衡、人民币资产的估值效应等会产生如何的影响？

对此，我们将进行一个系列的研究：

人民币之均衡汇率：巨无霸汇率的视角

人民币之真实汇率：名义汇率与通货膨胀的消长

人民币之再平衡：经常项目和资本项目的观察

人民币之升值萧条：基于日本和德国的分析

人民币之估值效应：基于资产市场的分析

二、升值萧条：日德的观察

上世纪50年代以后，德国和日本经济基本从第二次世界大战中恢复过来，日本于1956年基本恢复到战前水平，德国稍晚也达到了二战前的最高水平。此后，两个国家都进入了一个高速发展阶段，成为二战之后黄金时期最闪亮的两个经济体。

上世纪60年代末，由于美元遭遇“特里芬难题”，布雷顿森林体系的维系日益困难，日元和马克的升值压力凸显，尤其是马克在1969年率先对美元升值。1971年8月5日，美国尼克松政府正式宣布停止美元和黄金的兑换，布雷顿森林体系的美元-黄金支柱倒塌，其他货币兑美元开始明显升值。1973年初，美国政府宣布美元贬值，其他国家不得不放弃与美元的挂钩，纷纷实行浮动汇率制度，布雷顿森林体系的美元-其他货币支柱倒塌，战后建立的全球货币体系彻底垮台。

日元于1973年2月14日兑美元自由浮动，马克于1973年3月2日与美元正式自由浮动。但是，实行自由浮动汇率制度之后，日元和马克并没有兑美元立即大幅升值，相反地，汇率走势呈现震荡格局，显示出自由浮动的市场定价双向性，甚至在1975年之后马克和日元还出现贬值。

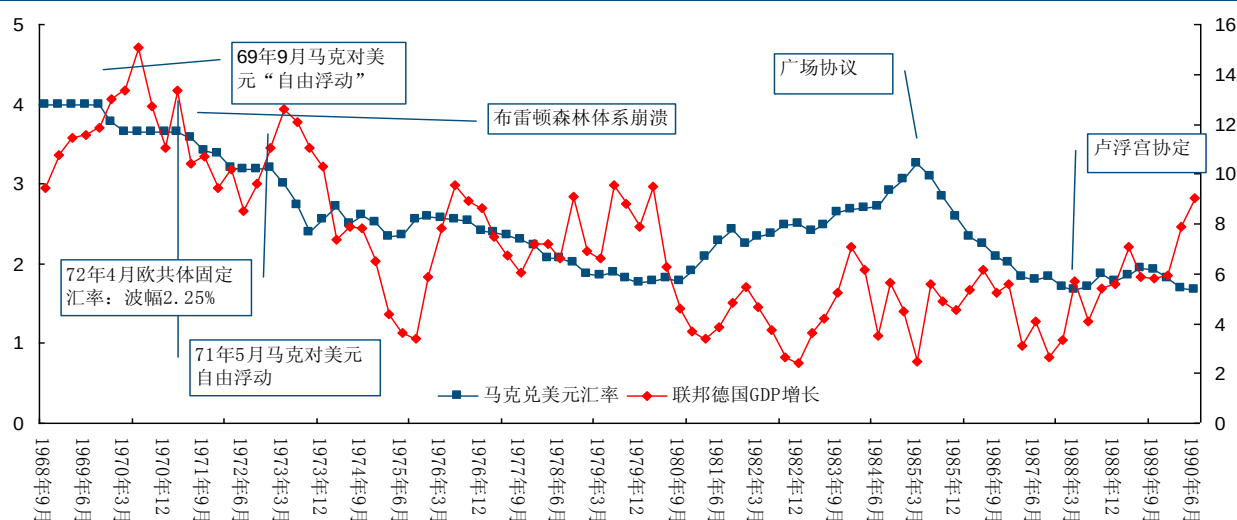
在70年代末期之后，日元和马克兑美元还出现趋势性贬值的情况，特别是马克兑美元贬值特别明显，从1980年初至1985年初，马克贬值超过80%。直到1985年9月，广场协议之后，马克和日元兑美元大幅升值，在其后一年内，马克和日元升值超50%。

整体而言，在日元和马克升值的过程中，日本和德国的经济增长都是保持高速发展的态势。从GDP增长与升值的关系看，升值与GDP增长没有明显相关性。从1969-73年，马克大幅升值，GDP基本处在8-9%的中枢，

但是，在 73-76 年由于石油危机，德国 GDP 增长下滑，其后马克持续升值，GDP 却保持在 7-8% 的增长中枢直至第二次石油危机。第二次石油危机之后，德国增长中枢下降至 3-4%，德国马克贬值。

“广场协议”之后，马克大幅急速升值，但 GDP 只出现短暂的 2-3 个季度下跌，其后一路上扬，增长中枢回升至 4% 之上。东西德统一之后，德国再次迈入高速增长行列，不过由于数据统计的差异，不再讨论东西德统一之后升值与增长的相关性。

图 1：马克升值与德国经济增长



资料来源：CEIC

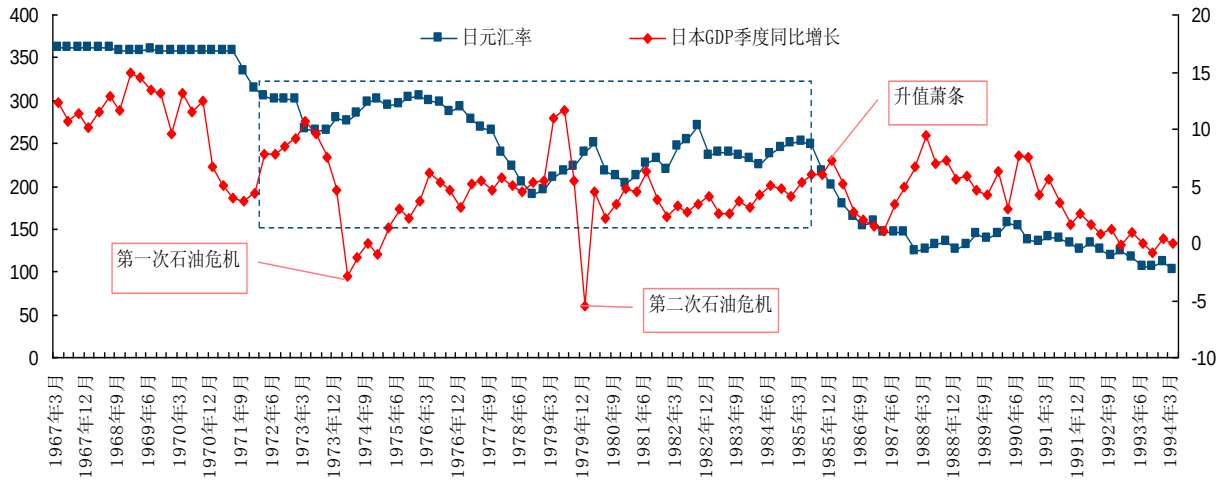
“广场协议”之前，日本经济增长与汇率没有特别明显的相关性，70 年代两次石油危机使得日本经济陷入衰退，但是汇率并没有发生明显的变化，浮动汇率制度实行之后至“广场协议”之前，日本增长与日元汇率的关系处在稳定的不相关中。日本经济波动更多受制于资源价格的变化。

“广场协议”之后，日本经历了五个季度的萧条，被称为日本“升值萧条”，与德国一样，大幅快速升值对总需求萎缩的效果在广场协议之后是十分显著的。不过，随着日本政策的放松，日本经济再 1987 年下半年开始复苏，并进入 5% 的增长区间长达 15 个季度。但是，与德国不一样的是，1991 年之后，日本经济增长中枢大幅下移，基本接近零增长。值得注意的是，1987 年之后日元汇率升值幅度相当有限。

整体而言，日本和德国的经验表明，本币连续小幅升值，对 GDP 增长并没有显著的负效应，特别是汇率弹性显著阶段，经济增长中枢相对稳定。但是，本币大幅迅速升值，对 GDP 增长有明显冲击，德国、日本遭遇 3-5 个季度的衰退。



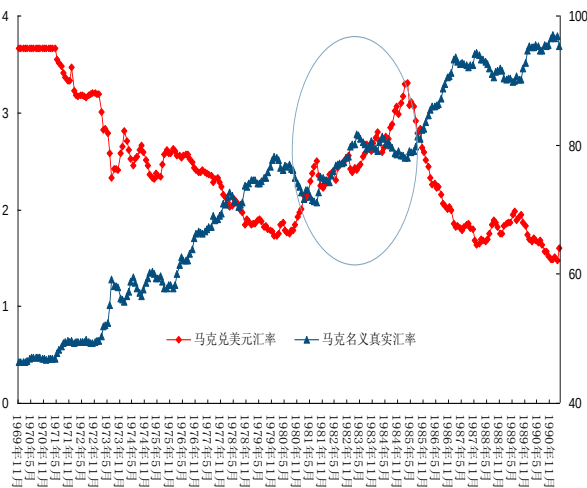
图 2：日元升值与日本经济增长



资料来源：CEIC

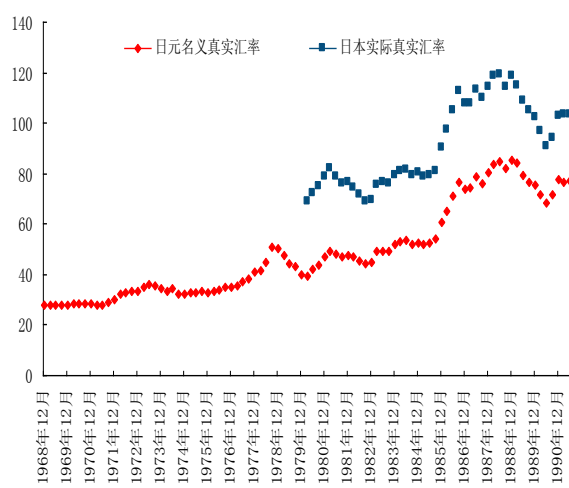
不过，值得特别注意的是，虽然日元和马克兑美元的名义汇率升值过程中，出现了反复，特别是马克甚至出现了长达数年的贬值趋势，但是，反映经济基本面的真实汇率水平却一路向上，体现了德国和日本经济的高速发展，和竞争力的相对提高。

图 3：马克名义汇率贬值不改真实汇率升值



资料来源：CEIC

图 4：日元真实汇率一路上升



资料来源：CEIC

三、升值萧条中的行业弹性：日本的分析

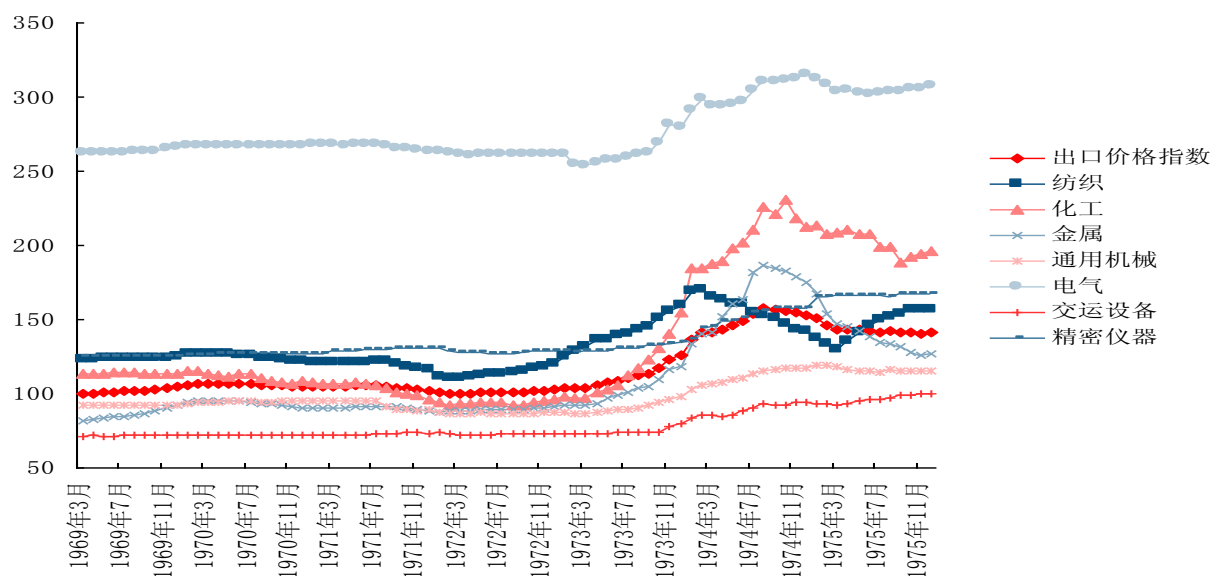
在上世纪 70-80 年代，德国和日本基本完成了工业化起飞阶段，国民经济的产业结构已经非常完整。与此同时，也是两个国家向工业化成熟的过渡期以及工业化成熟阶段，也就是产业结构的升级和转型期间。

在这个阶段，升值是经济体系的一个外部压力，不同行业对升值的消化吸收能力是不一样的。不同行业的表

现实际上是经济结构的升级和转型的体现。这里以日本作为一个分析的基础。

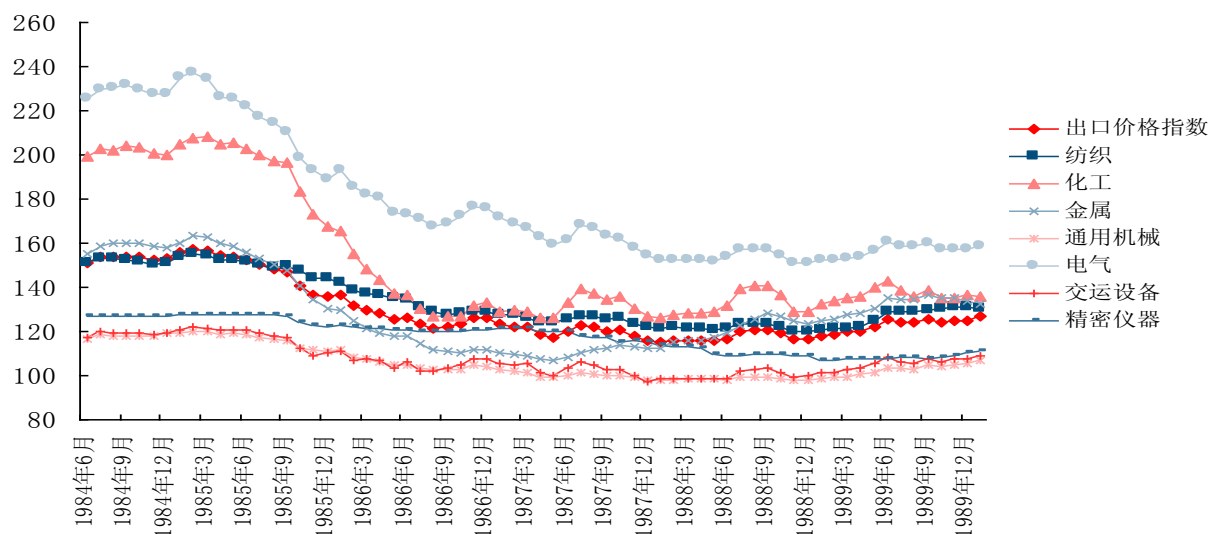
日本在日元升值过程中，纺织、金属、化工等在 70 年代中期受到的负面冲击最大，不过这个时候是第一次石油危机的深化期，我们认为，升值的影响相对有限，而电气、机械、汽车和精密仪器等独立于出口价格指数的变化，独立于石油价格和日元升值的冲击。在广场协议之后，电气、化工、金属等受日元大幅升值的冲击巨大，出口价格下跌明显，而机械、汽车等出口价格稳定，精密仪器出口价格持续稳定。虽然电气产品出口价格变化较大，但仍然是最贵的出口品。

图 5：70 年代电气、机械、汽车、仪器等独立于油价起伏



资料来源：CEIC

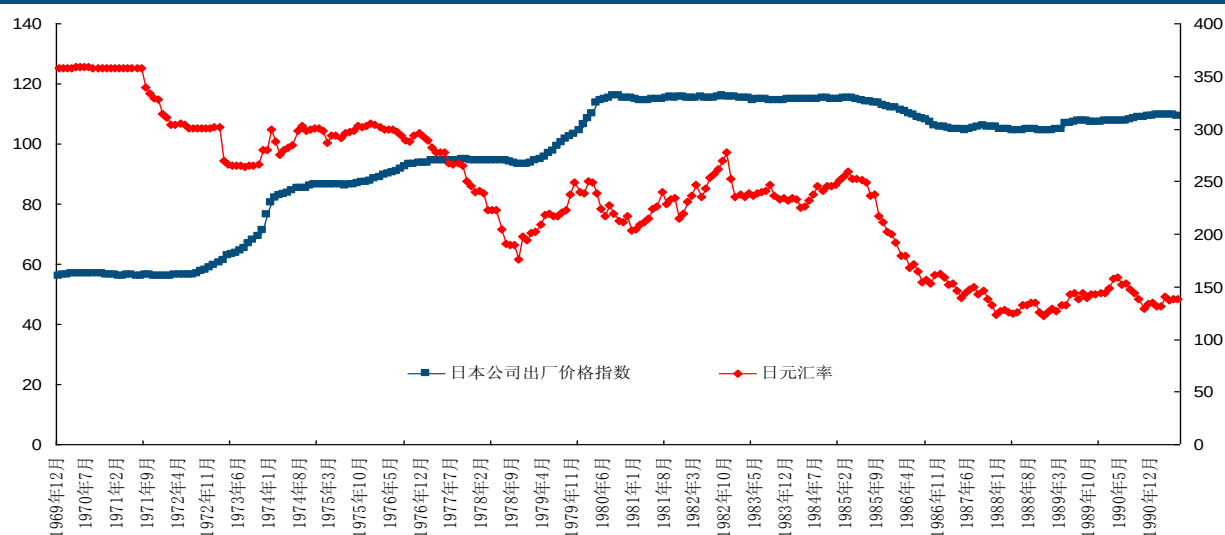
图 6：广场协议后仪器、机械、汽车等出口价格相对稳定



资料来源：CEIC

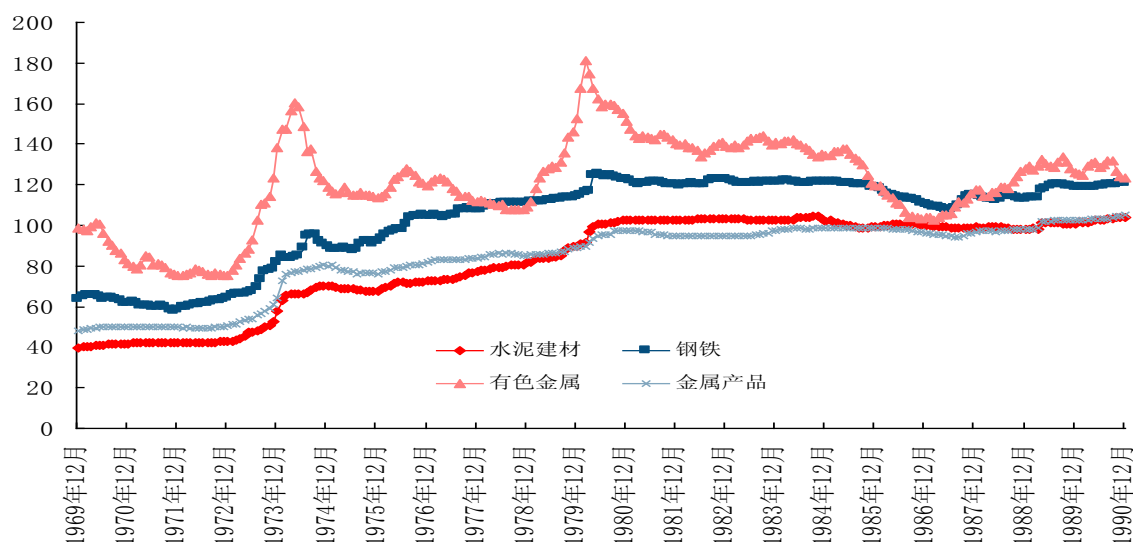
日本出口产品价格的变化，也可以日本国内工业产品价格结构得到体现。整体而言，日元升值对出口价格的冲击并不明显，对日本国内工业品价格指数的影响更加有限。电气、机械、汽车、精密仪器等正是日本从工业化起飞走向工业化成熟的重要产业，是日本 70 年代之后升级的方向。这些行业受日元升值的冲击相对有限，而纺织、化工、有色金属、造纸等冲击较大。也就是说，新主导产业相对独立于升值压力。

图 7：日本工业成品价格受升值影响相对有限



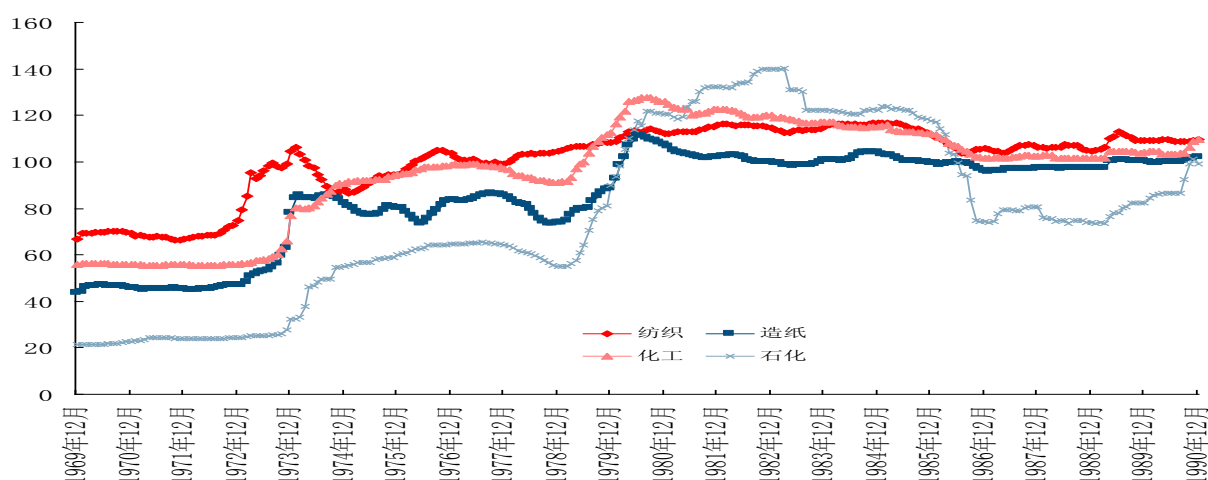
资料来源：CEIC

图 8：有色金属产品价格波动最为明显



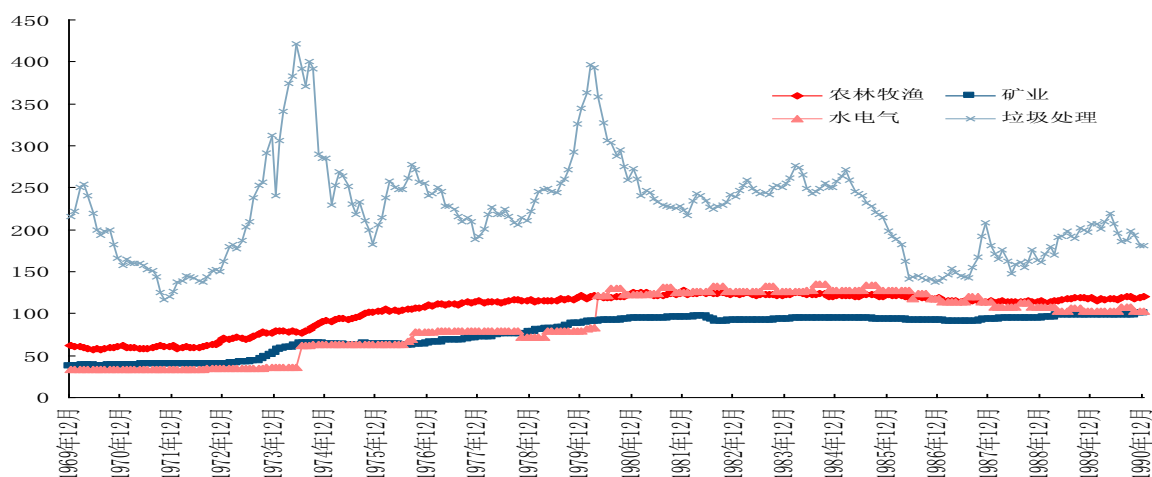
资料来源：CEIC

图 9：纺织、化工、造纸和石化出厂价格较低



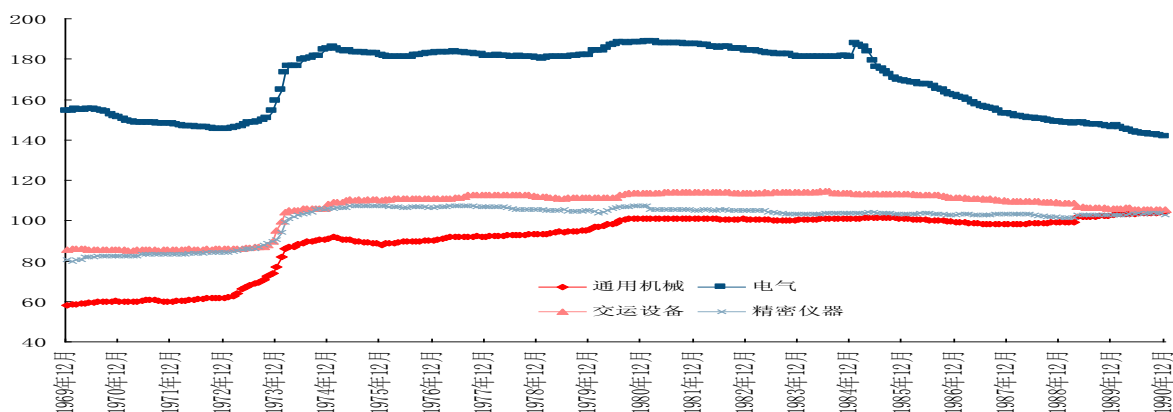
资料来源：CEIC

图 10：垃圾处理价格最高，并成升值受益者



资料来源：CEIC

图 11：电气是升值最大受害者，但出厂价格仍最高



资料来源：CEIC

四、“升值萧条”的政策应对

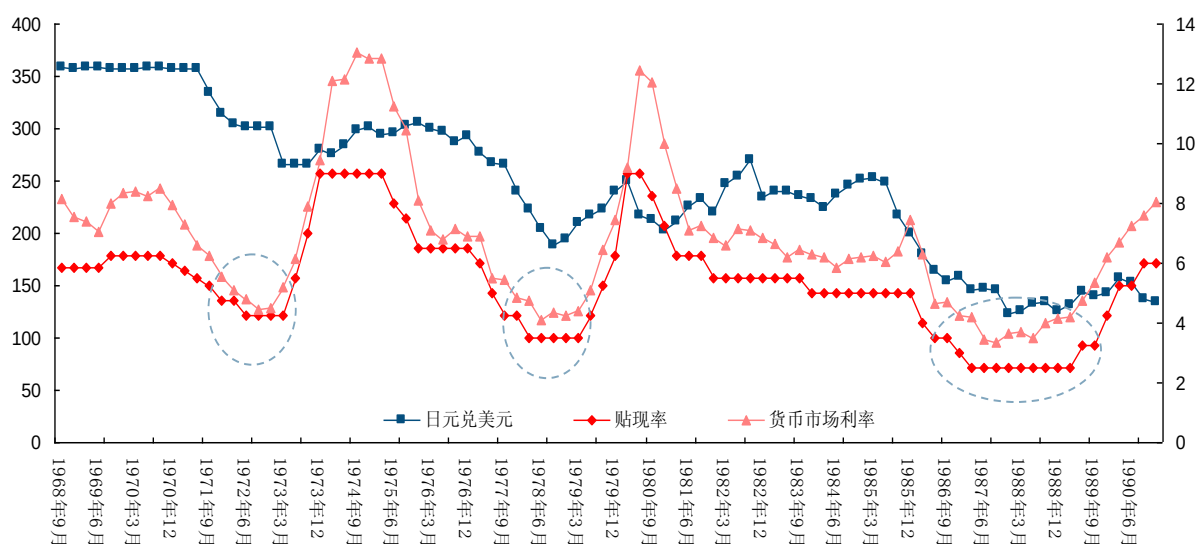
理论上，从直接效应而言，升值将会导致出口价格提高，进口价格相对下降，净出口的规模减小，从而带来一定的紧缩作用，即是总需求下降的一个过程。从间接效应看，由于出口受阻，出口型企业将会受到冲击，其投资水平会下降，失业问题就会显现，从而降低消费需求水平，这对于总需求又是一个紧缩效应。

升值之后，当总需求下降时，政府会出台刺激政策，来弥补升值的“萧条”效应。一般的，财政政策主要集中在出口部门的税费补贴，以降低税率来减少升值带来的利润压力，货币政策主要是采取降息等放松手段。低利率一方面可以促进总需求的复苏，另一方面可以缓解升值压力，是最好的政策选择。

从日本的情况看，日本对日元大幅升值的紧缩预期反应十分敏感。在布雷顿森林体系崩溃之前，日元兑美元就开始升值，这个趋势直到日元自由浮动之后才有所改变。在这个过程中，日本基准利率不断降低，并在阶段性低位 4.25% 持续了 4 个季度。随后，由于第一次石油危机带来的巨大通胀压力（CPI 接近 25%），使得日本中央银行快速提高基准利率至 8% 以上，日本进入滞胀阶段。随着石油价格下跌和日元升值趋势再次形成，日本有快速下调基准利率，在 1978 年第一季度后维持 5 个季度的 3.5%。

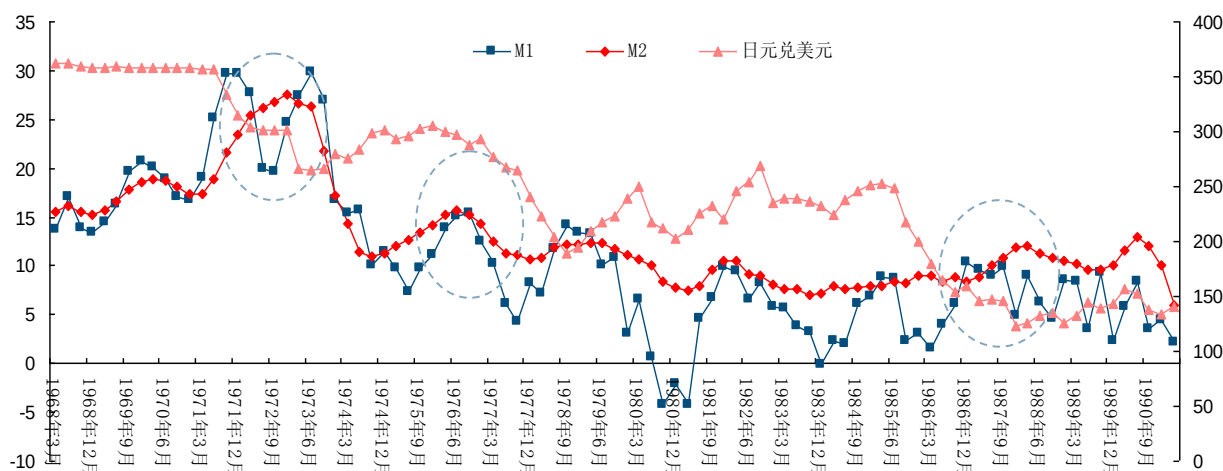
在广场协议之后，日本央行将基准利率降低至 2.25%，并持续 9 个季度，日本进入二战以后最长的低利率阶段。可以看出，日本在日元大幅升值之后，一般是减低利率加以应对。日本政府认为，降息是应对升值萧条的重大举措。2.25% 的利率水平也是日本战后最低的利率水平，同时，低利率持续的时间也是历史性的。日本当时认为，低利率还可以通过利率平价降低日元的升值压力及其经济冲击。

图 12：日本货币政策敏感性强



资料来源：CEIC

图 13：日本货币供应量



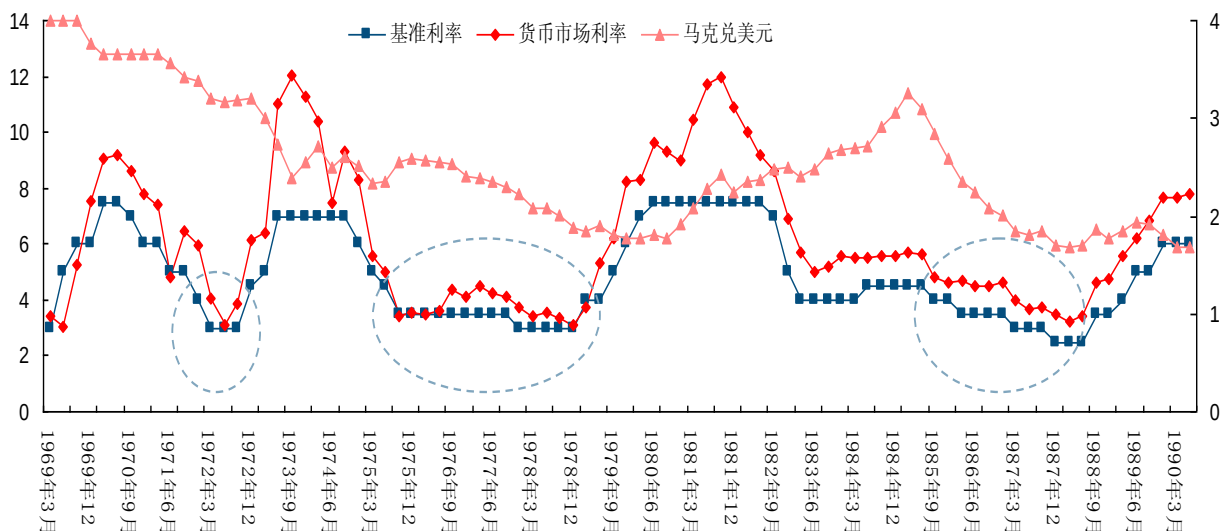
资料来源：CEIC

德国货币政策紧缩持续时间要长于日本。布雷顿森林体系崩溃之后，马克大幅升值，基准利率也是大幅降低，以应对升值带来的紧缩压力。两次石油危机中，德国政府也是以降息来加以克服。但是，与日本不一致的是，德国在两次石油危机造成的通胀压力下，较长时间地维持高利率，以管理通胀。

在广场协议之后，德国也是通过降低利率来应对“升值萧条”，但是德国采取的是“阶梯式”降息的方式，日本在 5 个季度将基准利率降至 2.25%，德国是在 10 个季度内将基准利率降至 2.5%。

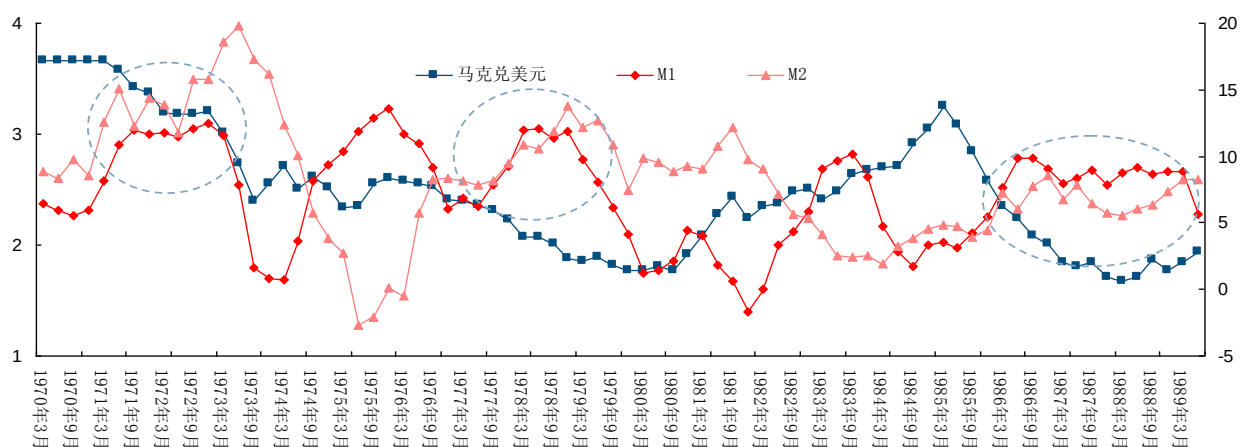
相对而言，德国采取的宽松政策的时间比日本还更长一些，但是，德国的政策放松相对更加缓和而长期，但是，在最低利率 2.5%水平的持续时间相对也较短，只有 3 个季度，而日本维持低利率水平 2.25%的时间长达 9 个季度。

图 14：德国货币政策更加稳健



资料来源：CEIC

图 15：德国货币供应量



资料来源：CEIC

五、过度政策刺激的后果：基于通胀的分析

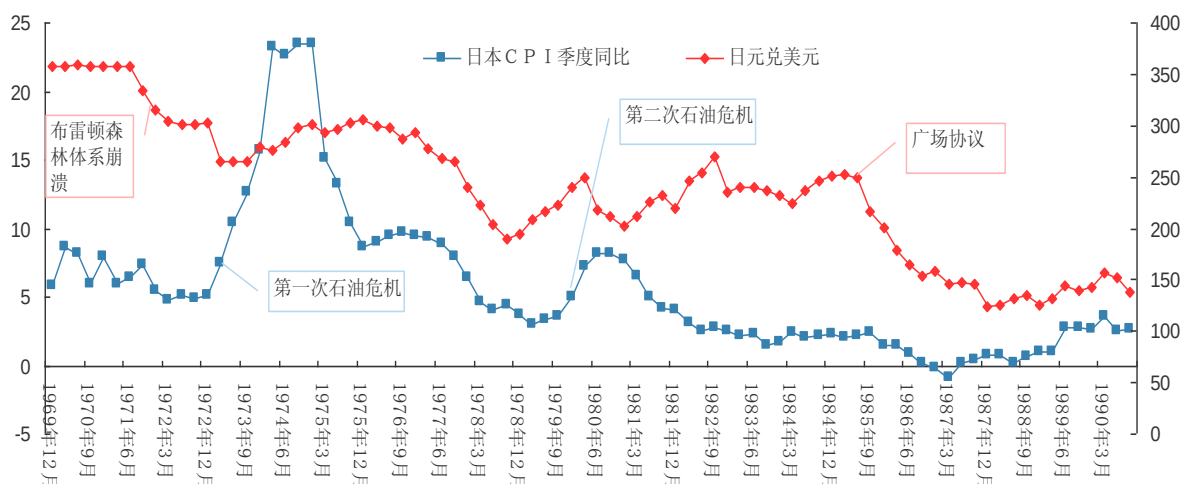
从货币升值的效应看，总需求下降，物价水平应该是降低的，这是“升值对冲通胀”的逻辑。但是，很多历史经验表明，本币升值之后，物价水平不一定下降，因为政府是一个典型的逆向决策者，上一个小节已经将政府应对的货币政策给予阐述。

降息等货币政策作为一种价格型工具，必然对物价水平产生影响，物价具有上升的潜在动力。为此，升值萧条带来的紧缩效应和政策应对带来的扩张效应的叠加结果，决定了物价水平的走势。整体而言，政策的放松带来了较大的通胀压力。

从日本的经验看，二战之后日本经历了两次较为严重的通胀，分别在第一次石油危机和第二次石油危机，特别是第一次石油危机期间物价水平接近 25%。但是，这两次通胀的主导因素是石油价格，相当于是外部的冲击，同时货币过度释放也是重要的根源。

在日元升值的初期，物价指数一直持续在 4-5% 的水平，是一种温和通胀的体现，持续了 6-7 个季度。而在大幅急速升值阶段，物价水平是下行的。整体而言，长期升值具有使得物价缓慢下行的压力，升值初期物价水平 5-6% 的中枢，80 年代就降低至 2-3% 的水平，广场协议带来的物价下降效应更加明显。不过，要看到升值之后的货币释放，使得通胀的中枢维持在较高的水平。日本在广场协议之后，经历了较为明显的升值萧条，但是通胀中枢仍然维持在 5% 左右，究其根源，货币政策的责任是难以逃脱的。

图 16: 日元升值与日本物价指数

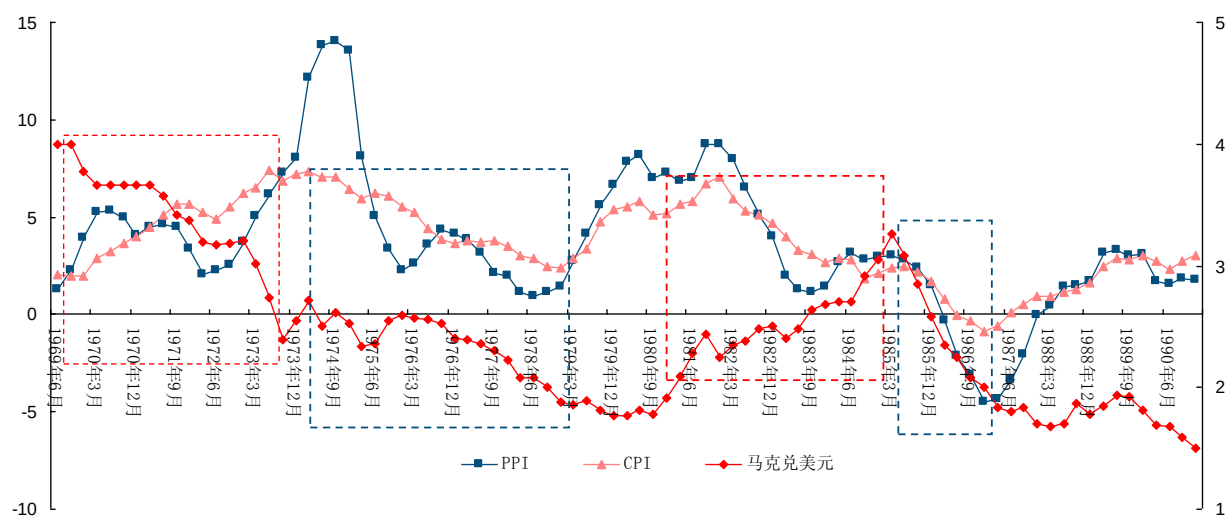


资料来源: CEIC

从德国的经验看，德国经历两次较为严重的通胀也是在两次石油危机期间。在马克升值的前期，德国物价水平持续上升，也大致持续了 6 个季度，中枢为 4%。与日本不一样的是，德国的 CPI 上涨幅度相对较少，在第一次石油危机期间，德国 CPI 季度同比大约在 7% 左右，远远低于日本 25% 的水平。升值与 CPI 的关系并不显著。不过值得注意的是，在广场协议之后，马克急速贬值，物价指数确实大幅走低。从德国的经验看，大幅长期升值也有使得物价水平下移的趋势，但是，没有日本明显。

同时，由于德国宽松货币政策实行的时间较短，特别是维持低利率的时间较短，只有 3 个季度，随后较为明显地紧缩了货币政策，德国将通货膨胀控制在 2.5-3% 的水平。为此，政策及时的适度的收缩使得德国避免了较大的通胀压力。

图 17: 德国马克升值与德国物价水平



资料来源: CEIC



分析师介绍

郑联盛：中国社会科学院经济学博士，策略分析师。主要从宏观经济与市场趋势研究，在经济周期波动、产业结构变化以及工业化理论等方面有较为深入的研究和理解，同时在经济史、货币政策以及金融稳定机制等领域具有浓厚兴趣。

研究服务

董事总经理 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

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@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

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本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，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时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任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，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。

股市有风险，入市需谨慎。