



证券研究报告 • 宏观深度 • 2012 年投资策略报告会 • 海外篇

美元破百 冲击中国

货币强弱周期

长波创新周期中，主导国货币与其他货币强弱关系会呈现周期波动，波长约为 15 年。一个长波包含 3 个货币周期。

美欧经济对比

中期策略报告美国篇《房价见底 经济寻底》准确地判断出三季度是美国库存周期低点，此后短周期力量向上；而 2012 年开始，美国中周期力量恢复。在中、短周期力量促使下，经济上行。同时，利用周期理论，可以判断出 2012-2013 年，英国、德国、法国经济中周期尚未启动。世界经济格局，美强欧弱。

美元指数升值的经济基础已经具备

从风险折减收益率平价理论出发，真实利率持续高于其他国家是美元升值的充分非必要条件；扣除风险的 GDP 增长持续多年高于其他国家已经是美元升值的充分条件。目前美元指数升值的经济基础已经具备。

购买力平价理论支持美元即将升值

西方经济的一体化足够紧密，美国价格水平相对于外部价格水平几乎不具有灵活性。经过汇率折算后各国货币购买力比值在小范围内波动。这个关系长时间保持稳定，比如美元与英镑，该规律在 150 年内都存在。目前，美元相对于欧元的购买力，处于历史波动区间的最下端，美元有升值的内在要求。

美元升值时点与幅度

在欧元区组建之前，英镑和欧洲货币单位（ECU）对美元走势基本一致。1992 年后，走势不再相同。从 1993-2002 的经验看，欧元的调整滞后于英镑 4 年左右。英镑从 2009 开始贬值，到 2012 年是 4 年，如果未来两年英镑与欧元走势弥合，那么欧元将在未来下跌 20% 以上，从而导致美元指数突破 100。

美元升值在两到三年内对美国经济有利无害

J 曲线效应导致本币升值，三年内经常项目差额不受影响。而资本流入有利于美国复苏。

美元升值会加速我国经济的去泡沫过程

海外宏观

周金涛

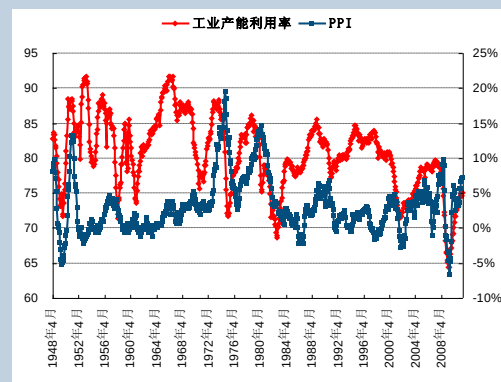
zhoujintao@csc.com.cn

010-85130831

执业证书编号：S1440510120017

发布日期：2011 年 12 月 15 日

美国的增长与通胀



相关研究报告

- | | |
|------------|--------------------------|
| 2011.7.13 | 《房价见底、经济寻底》 |
| 2011.8.05 | 《美国进入二次去库存加速期》 |
| 2011.8.10 | 《点评联邦基金利率至少维持到 2013 年中期》 |
| 2011.8.18 | 《美国债务货币化与通货膨胀》 |
| 2011.9.19 | 《2013 美元升值猜想》 |
| 2011.9.19 | 《等待与孕育》 |
| 2011.10.18 | 《过渡期，数据好坏参杂》 |
| 2011.11.1 | 《杜绝过于乐观的幻想》 |
| 2011.12.3 | 《内生动力 VS 外部冲击》 |



目录

前言：货币体系的倾斜与纠正	1
2012 美强欧弱	1
美国中、短周期上行	1
2011 年三季度为库存周期底部	1
风险考验在明年一季度	3
美国经济增长数据预测	3
英国、德国、法国经济增速缓慢	4
2012-2013 美国年	4
美元指数简介	5
美元升值的经济基础已经具备	5
真实利率持续高于其他国家是充分非必要条件	6
扣除风险的 GDP 增长高于其他国家也是充分条件	8
美元将要升值的其他证据—购买力平价角度	9
美元升值的时点与幅度—英镑贬值领先于欧元	11
两年内美元升值对经济复苏利大于弊	12
J 曲线效应	12
吸引资本流入	13
美国升值 冲击中国	13



图表目录:

图 1:	库存投资对 GDP 拉动率先行指标预示库存见底回升.....	1
图 2:	私人库存投资对 GDP 的拉动率 (%)	2
图 3:	汽车行业的产能利用率	2
图 4:	英国与法国经济增速对比 (4 年环比折年率平均值)	4
图 5:	美元指数呈现周期特征	5
图 6:	美元真实利率持续高于其他货币时段与美元升值时段重合	6
图 7:	2010 年以来美元、英镑、欧元的真实利率.....	7
图 8:	真实利率应该围绕 GDP 增速波动.....	7
图 9:	美国与其他国家 GDP 增速的比较.....	8
图 10:	美元相对于英镑的购买力变化区间波动.....	9
图 11:	美元相对于日元的购买力变化区间波动.....	10
图 12:	美元相对于欧元的购买力变化区间波动.....	10
图 13:	英镑、欧元对美元的汇率	11
图 14:	94 年前英国、欧元区货币增速.....	12
图 15:	当前英国、欧元区货币增速	12
图 16:	美元升值后的两年内经常项目逆差没有明显扩大.....	13
表 1:	美国未来 5 个季度的 GDP 预测 (%)	3

前言：货币体系的倾斜与纠正

在我们研究的长波创新中，国际货币体系成员强弱格局会随之变动，从而形成了一种目前为止没有引起广泛关注的货币强弱周期。长波繁荣前期，主导国货币会处于强势，比如 1950-1955 年、95-2000 年。而在长波衰退期、复苏期，主导国与其他货币之间的强弱关系会发生倾斜，而这之后，主导国货币会出现纠偏，重新确立强势货币地位。

从掌握的数据看，35 年之后罗斯福采用弱势美元政策，因而可以把 35 年看作美元的一个强势高点；50-55 年繁荣前期，美元高点；数据显示 70 年是美元强势高点，同时 85 年、2000 年附近都是美元高点。观察这个序列，会发现，美元强弱呈现一个时长约为 15 年的周期。如果这个规律延续，美元下个高点应该在 2015 年前后。而由于美元升值阶段一般要经历 5-7 年的时间，所以 2011 年之后，美元将进入升值周期。这就是我们研究美元升值问题的初因与灵感。

美元升值，牵连之广，影响之巨不需要多言。在分析货币体系强弱之前，需要首先分析各国的经济条件。

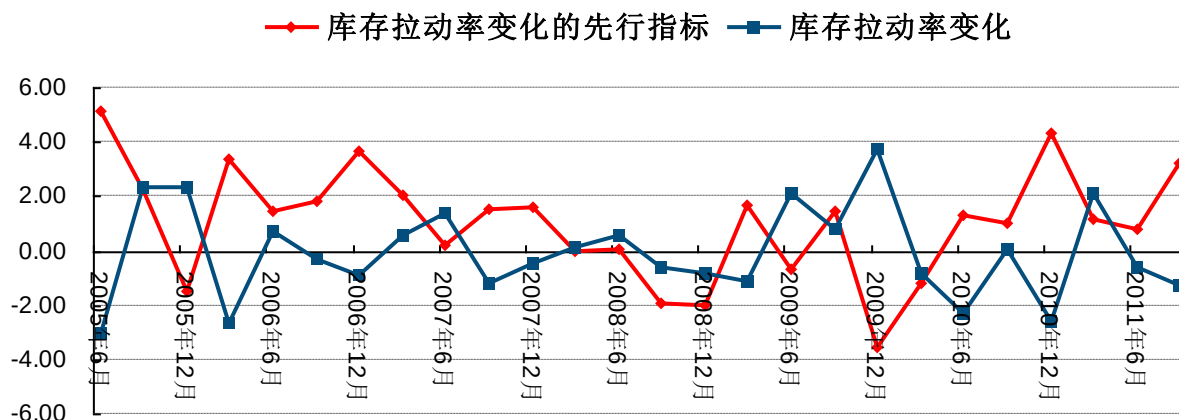
2012 美强欧弱

美国中、短周期上行

2011 年三季度为库存周期底部

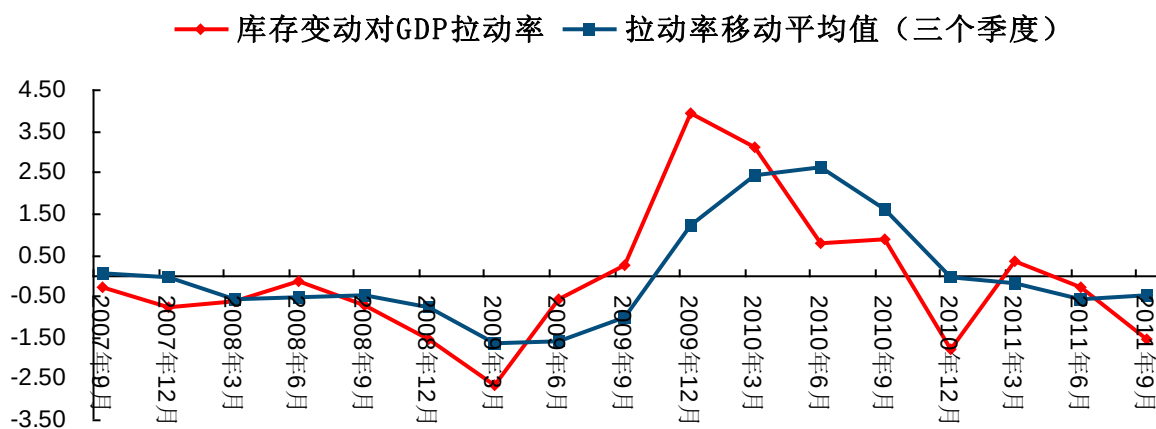
根据我们的研究，库存对 GDP 拉动率变化先行指标大于 3 时，拉动率变化为正的的概率约为 90%，先行指标小于零时，拉动率变化为负的概率也约为 90%。从图 1 可以看出，美国库存投资拉动率在经历了多个季度的负增长之后，将出现方向性变化。这证明了我们在 7 月份中期策略报告美国篇《房价见底，经济寻底》等一系列报告中的判断：9 月份附近是库存周期的底部。这之前，私人库存投资对于经济增长持续形成向下的力量。这之后，如果不出现外部的价格和需求冲击，库存投资本身将对经济增长起到向上的拉动。（图 2）

图1： 库存投资对 GDP 拉动率先行指标预示库存见底回升



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图2: 私人库存投资对 GDP 的拉动率 (%)



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

在之前一些报告中, 讨论产能利用率时, 我们讨论过利用早周期行业判读周期运行的方法: 低点看汽车、高点看纺织。纺织行业、汽车行业产能利用率从 2011 年 3 月份出现显著下滑, 这标志着短期去库存进入了加速阶段^①。在这之后, 汽车行业产能利用率呈现盘整态势, 而 10 月份产能利用率运行到前期高点附近, 这显示了短周期力量开始出现方向性变化。从 10 月份开始, 居民部门补库存, 在 20 个月的时间跨度内美国短周期力量为正。

图3: 汽车行业的产能利用率



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

根据对中周期的研究, 如果房地产周期无法启动, 那么美国复苏所经历的是弱势中周期。但中周期力量是向上的, 其力主要来自产能扩张。到目前为止, 美国建筑业周期还没有启动迹象, 但房价早已企稳, 成交量也不再萎缩, 这都是建筑业周期力量由负转正的先兆。而如果未来房租持续上升、资本流入, 建筑业周期也有启动的可能。

^① 去库存初始阶段在 2010 年 6-9 月份已经开始, 参看图 2。

但毋庸置疑的是美国经济在未来两三年内会持续恢复。我们预测，2012 年美国 GDP 增速约为 2%，而 2013 年高于 2012 年。当然，这并不是说美国的经济复苏是一帆风顺的，其间必然受到各种考验。目前可以预见的风险将出现在明年一季度。

风险考验在明年一季度

经济运行于外部环境之中，必然受到各种外力的作用，当外力不大时，正反两个方向的力相互抵消，不会改变经济自身的运行态势。但如果出现大的冲击，或者出现某个方向的持续冲击，那么经济运行轨迹将受到影响。所以在经济分析中，必须考虑巨大冲击产生的可能性。尤其当经济自身动力回复的初期，要非常警惕外部冲击。目前美国经济面临两大风险：第一、欧洲债务危机超预期恶化；第二、美国工资税减税等政策到期对居民消费的负面影响。

欧洲债务危机冲击

到目前为止，欧元区各国的所有努力，的确可以帮助一些银行缓解融资压力，而且可以向市场表明政府救市的决心，有助于延缓欧债危机的爆发。但到目前为止，这些措施对于改善欧洲各国的财务状况没有多大用处，尚且无法挽回欧债爆发的趋势。欧债问题从本质上讲，是一个财政问题，在有效的财政改革政策出台之前，欧债问题将继续深化。明年 2 月份，意大利到期债务再融资数量是 2012 全年峰值，这是一个不可忽视的风险点。

虽然我们仍然乐观地认为，最终欧债问题可以得到解决，但目前还不是欧洲债务危机最坏的时刻。美国明年一季度的 GDP 增速必然受到欧洲问题的影响。

工资税和紧急失业救济政策到期

2011 年 12 月 16 日将看到工资税减税和紧急失业救济政策是否能够延期。鉴于超级委员会令人失望的表现，我们觉得美国两党之间难以达成共识。所以我们判断，这两个政策不会同时延期。当然，这两个政策的退出会改善政府债务状况，但政府债务改善对于经济正面影响的释放需要时间，而退出导致的居民消费下降等负面效果将马上显现，所以，这将拖累经济增长。工资税减税退出会拖累美国一、二季度的 GDP 环比折年数约 0.4 个百分点，而失业救济将拖累美国一、二季度 GDP 约 0.3 个百分点。

困难是暂时的，2012 年第一季度后，美国经济会重拾升势。

美国经济增长数据预测

下表预测的基本假设是：工资税减税政策得以延期，而紧急失业救济没有；并且美国没有出台新的经济刺激计划（从当前条件看，党派斗争使得大选前出台刺激政策的可能性很小）。鉴于美国经济 11 月份良好的表现，调高我们对 2011 年 4 季度 GDP 环比折年率预测 0.5 个百分点。在未来五个季度里，2012 年 1 季度是风险最高的时段。具体预测数值见表 1。

表1： 美国未来 5 个季度的 GDP 预测（%）

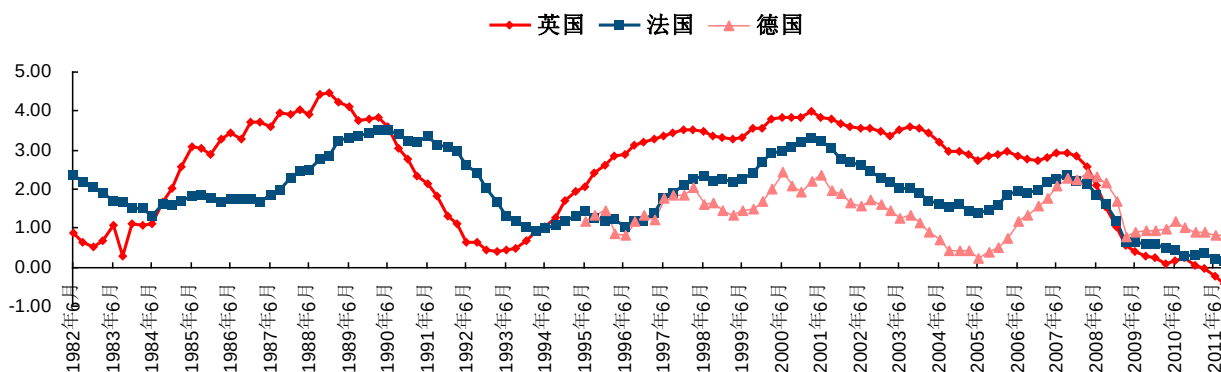
	2011 年 4 季度	2012 年 1 季度	2012 年 2 季度	2012 年 3 季度	2012 年 4 季度
GDP 环比折年率	2.5	1.2-1.5	1.8-2.1	2.2-2.5	2.4-2.7

资料来源：中信建投证券研究发展部

英国、德国、法国经济增速缓慢

英国、德国、法国本次短周期调整起始点略滞后于美国，但由于债务危机形成的持续冲击，其调整幅度将大于美国、调整时间也将更长。从历史上看，英国与德法经济增速之间是非常一致的。图 4 显示，英国在中周期下行阶段，表现会略逊于法国、德国，但在上行阶段会好于他们。总体来讲，英国、德国、法国的 GDP 平均增速相处无几。

图4： 英国与法国经济增速对比（4 年环比折年率平均值）



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

中周期的力量来自于产能扩张，目前英、德、法中周期在 2 年内无法启动，预计英国、德国、法国在 2012 年的 GDP 同比增速在 0.5%-0.8%之间。

2012-2013 美国年

虽然美国经济中还存在很多不确定因素，但我们认为 2012-2013 是美国年。美国经济相对于金砖四国或者灵猫六国、欧元区国家、以及资源国，将表现的相对稳健。

2011 年 7 月份，我们在《房价见底 经济寻底》正确地指出了美国房价在 6 月份已经出现了历史大底；2011 年 9 月份，在高盛、克鲁格曼等对美国将要二次衰退充满悲观情绪的时候，《等待与孕育》强调美国国内需求依然健康，美国没有衰退之忧，而且预测 QE3 今年内不会出台；在 3 季度美国 GDP 初值为 2.5%公布之后，《拒绝过于乐观的想象》指出，不要过于乐观，真实值应该在 2%附近。这一切成绩都归因于对于经济周期的理解与把握。

今年即将结束，在新旧交替之际，我们讨论这个极其重大的话题：美元升值。

本文探寻美元升值的基础、证据、动力。美元即将进入升值周期，估计，2012 年冲破 90，2013 冲破 100。这个判断的基础是美国与其他国家（主要是欧元区国家）的周期运动特点。2012-2013 年全球经济增速下滑，资源国货币相对于美国必然走弱，下文不做过多分析。主要分析美元相对于欧元的走势，因为欧元在美元指数中占比最大（为 57.6%），其走势基本上决定了美元指数的变化。

美元指数简介

美元指数（USDIX）来自纽约棉花交易所（NYCE）。该交易所建立于 1870 年，是纽约最古老的商品交易所。1985 年，纽约棉花交易所成立了金融部门，推出了美元指数期货。USDIX 中使用的外币、权重与美联储的美元交易加权指数一样。USDIX 由 1973 年 3 月份十几种主要货币对美元汇率变化的几何平均加权计算而来，并以 100.00 点为基准来衡量其价值。比如，106.30 点，是指其相对于 1973 年 3 月份，其价值上升了 6.30%。

1973 年 3 月份被选作参照点，是因为当时是外汇市场转折性历史性时刻，从那时起主要的贸易国容许本国货币自由地与另一国货币进行浮动报价。即史密斯索尼安协议（Smithsonian agreement）代替了布雷顿森林体系。在 1999 年 1 月 1 日欧元推出后，USDIX 的参照从 10 个国家减少为 6 个国家，欧元成为了最重要、权重最大的货币，其所占权重达到 57.6%。因此，欧元的波动对 USDIX 的强弱影响最大。其他币种以及权重如下：日元 13.6%、英镑 11.9%、加拿大元 9.1%、瑞典克朗 4.2%、瑞士法郎 3.6%。

美元指数呈现出一定的周期特征，1980-1985 年升值，1985-1995 年贬值，1995-2002 年升值，2002 年到 2011 年贬值。升值时间 5-7 年，贬值时间大约为 10 年。以美元指数到达 85 做为升值起始点，第一次升值幅度为 68%，第二次升值幅度为 39%。从图 5 可以看出，目前美元指数处于底部区域。

图5： 美元指数呈现周期特征



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

美元升值的经济基础已经具备

货币市场参与者，可以根据需求在各种货币之间做出选择。如果随着经济发展，越来越多的参与者期望持有美元，那么美元相对于其他货币就会升值，从而美元指数上涨。我们下面来分析，为何在未来两年内，经济发展会使得越来越多的人愿意持有美元。

如果不考虑交易成本，参与者持有某种货币或者与这种货币相联系的资产，最关心的是风险折减后的收益

率^①。投资者更愿意持有风险折减收益率高的货币，从而导致该货币升值，最终使得各种货币的风险折减收益率相同。这就是风险折减收益率平价理论，其他购买力平价理论、无风险利率理论等等都是以上理论在某种假设下的变体。所以，我们需要证明的是：随着时间推进，货币市场参与者越来越确信，持有美元的风险折减收益率会高于其他货币。风险折减后的收益可以来自于持有货币的真实利率^②，也可以来自于以该货币为媒介的其他投资收益^③。如果来自于真实利率，那么只要参与者预期到美元真实利率在几年内持续高于其他货币的真实利率就会促使美元升值；如果来自其他投资收益，那么该国的经济增长和环境风险^④的加总就要在几年内持续优于其他国家。

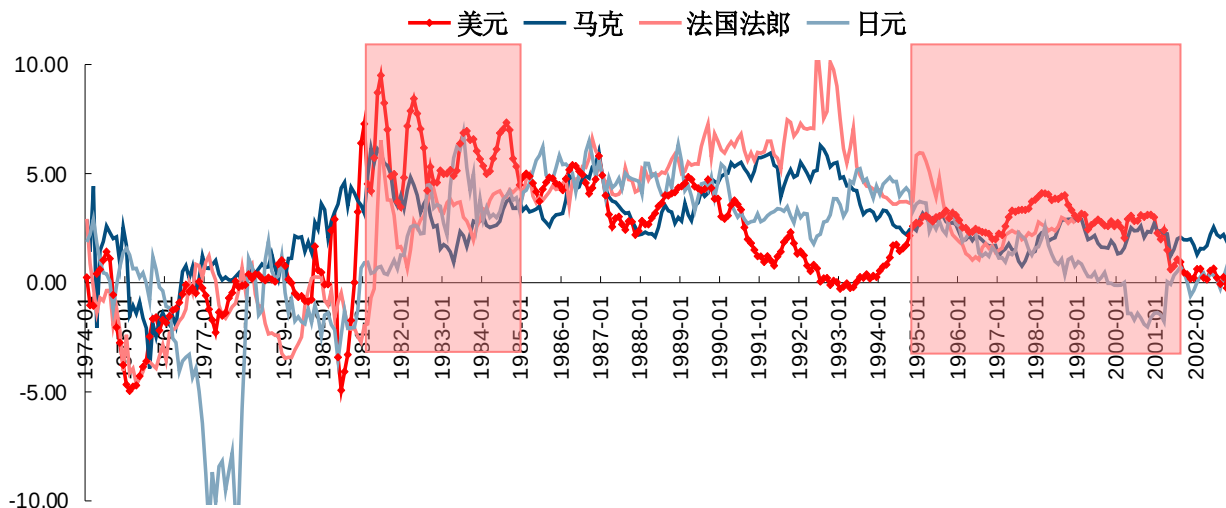
真实利率持续高于其他国家是充分非必要条件

不考虑交易成本，风险可以忽略的条件下，当投资者预期到某国家的真实利率持续高于其他国家时，就会导致这种货币的升值。

从历史来看，1980 年以前，由于高通胀，美元处于弱势。1980 年底，沃尔克把美国联邦基金利率提高到 20% 以上。从 1980 年底到 1984 年底，美国的真实利率持续高于德国、法国、日本等国家，此时美元升值（图 6，左面阴影）。1995 年之后美国经济持续景气，真实利率也高于其他国家，此时美元也经历了升值。

但是要注意，真实利率持续多年高于其他国家，是美元进入升值周期的充分非必要条件。因为真实利率不一定能够良好反应全社会平均的风险折减收益率情况。

图6： 美元真实利率持续高于其他货币时段与美元升值时段重合



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

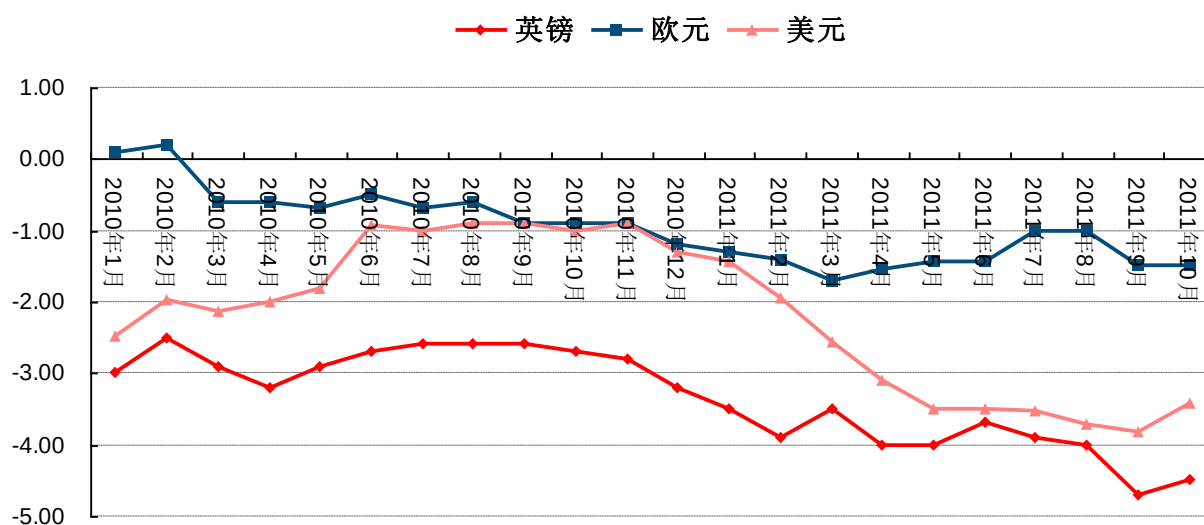
^① 下文简称为风险折减收益率。

^② 可以用联邦基金利率减去通货膨胀率近似代替。

^③ 由于参与者众多，其平均收益率就和货币所属国的经济增速直接相关，所以从总体来看，这个值可以近似用 GDP 减去投资风险近似。

^④ 可以用 GDP 减去国债收益率近似代替。

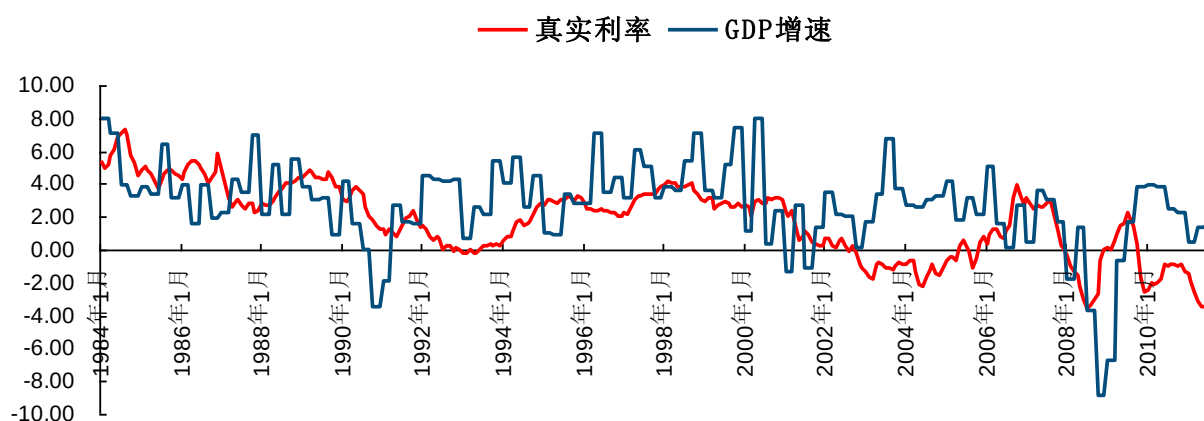
图7: 2010年以来美元、英镑、欧元的真实利率



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

在正常条件下, 真实利率应该围绕 GDP 增速波动 (图 8)。但政府为了到达调控目的, 可以人为地把真实利率大幅提高到 GDP 增速之上, 或压低到其之下。如果 GDP 增速不高于其他国家, 但当真实利率持续高于其他国家之时, 也提供了一种风险折减收益率高于其他国家的情况, 美元就会升值。但当压低真实利率之时, 即使真实利率低于其他国家, 也不表明美国其他投资方式的平均风险折减收益率低于其他国家。

图8: 真实利率应该围绕 GDP 增速波动



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

虽然图 7 显示, 美国目前的真实利率低于欧盟, 但因为目前在美国投资的风险显着低于其他国家, 如果按照 GDP 增速水平比较, 美国的风险折减收益率就会高于其他欧盟、英国、日本等国家。所以, 目前美元已经具备了升值条件。

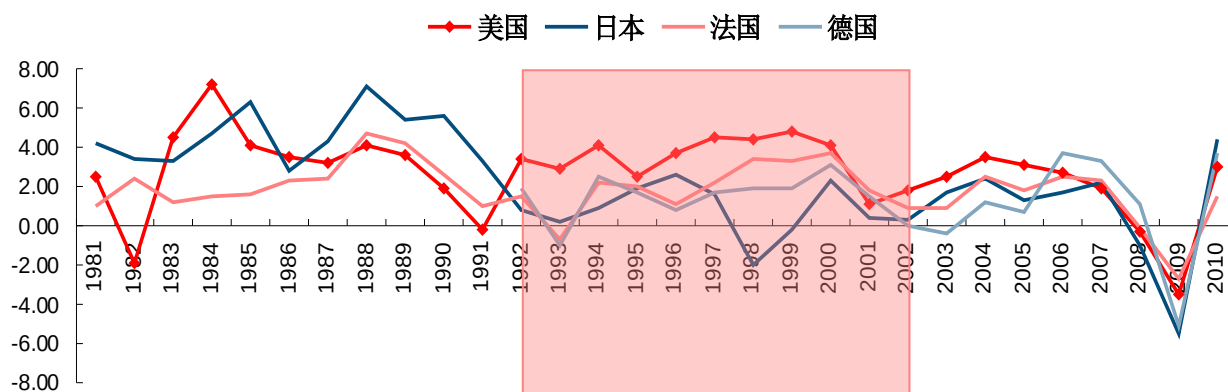
扣除风险的 GDP 增长高于其他国家也是充分条件

1995-2002 年美元升值的经济基础也可以解释为：美国经济增长好于日本、欧洲等国家，那时投资于美国资产会取得更好的平均收益（也就是以美元作为媒介会获得更高的风险折减收益率）。有学者认为，这次升值主要是由于美国主动干预。的确，当时美元在国际外汇储备中的比重从比较稳定的 60% 降至 50% 的边缘，1995 年美国联合其他国家进行了五次大规模市场干预。这个阶段之后，美元在国际外汇储备中的比重回到 70% 之上。但应该认识到，即使升值的直接原因是市场干预，但干预成功的基础仍然是美元的风险折减收益率高于其他货币。（经济环境更好，或者真实利率高于其他国家。）

实际上，扣除风险之后，如果美国 GDP 增长持续高于其他国家，就是美元升值的充分条件。因为在这种条件下，从参与者总体看，美元的风险折减收益率必然高于其他国家。也许美国这种基本面情况不会马上刺激升值过程，但积累一段时间后，升值却必然发生（当然，有可能是在货币等政策的刺激下）。这是因为当投资获利机会越来越确定，就会有越来越多的参与者发现这种机会，并且利用这种机会。其结果就是美元的升值。图 9 显示，从 1992 年开始，美国 GDP 增速高于其他国家，美元相对于英镑的升值发生在 1992 年，而美元相对于欧元的升值发生在 1995 年。

目前，美国经济增长的不确定性风险小于欧盟，而美国经济增长在未来 2-3 年内都要好于欧盟国家。实际上，2010-2011 年美国 GDP 增速已经高于欧盟国家。2009 年开始美元对英镑已经明显升值。而从经济环境上看，欧元区国家平均水平并不好于英国，所以，美元相对于欧元也将升值。欧元升值之所以缓慢，一方面由于欧元区货币政策调整缓慢，另一方面由于投资者目前仍然存在欧元幻觉^①。

图9： 美国与其他国家 GDP 增速的比较



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

^① 欧元幻觉指的是，当很多国家凑成一个整体时，好像抗击风险的能力更强，这好像符合风险分散的理论。但实际上，当经济发生中周期调整时，这些国家却几乎会同时变差，因而不具有分散风险功能。

美元将要升值的其他证据—购买力平价角度

弗里德曼在《美国货币史 1867-1960》中讨论过：“尽管我们习惯于将美国看作一个自给自足的国家，但是由于当时整个西方经济的一体化足够紧密，所以当用同一种货币计价时，美国的价格水平相对于外部价格水平几乎不具有灵活性。”而且，不难推断，内部物价变动、以及汇率变动是相对价格调整的重要机制。

经过汇率调整之后，弗里德曼研究了美国对于英国的物价变动。他发现从 1870-1960 年，这个相对价格基本在 0.84 到 1.11 之间波动。这之间经历了两次世界大战，而这种关系却能基本得以保持^①。利用近年的数据，发现这个规律目前仍然存在，也就是说，这个规律在 150 年来没有大变化。

图10： 美元相对于英镑的购买力变化区间波动



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

从图 10 可以看出，购买力变化周期波动，波动中枢约为 1.05，当该值低于中枢后，就有向上波动的趋势。此时，要么英镑贬值，要么美国相对于英国通货膨胀。通过数据可以看出，2008 年该值回复主要来自于英镑的贬值。

只要两个国家联系足够紧密，他们的货币之间就会有以上这种关系。再来看美元与日元。在研究时间内，日元相对于美元升值了近 70%，但这种关系却是稳定的。波动中枢在 1.15 附近。由于美元对日元目前在中枢附近，所以通过图 11，难以确定日元相对于美元未来的走势。

^① 在 1950 年以后，随着英国国际地位的下降，以及统计方法的改变，这个变化范围变为 0.8-1.4。

图11: 美元相对于日元的购买力变化区间波动



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

下面看看欧元与美元。这个关系也保持稳定, 波动中枢在 1.0-1.2 之间。上次向上波动对应的是美元在 1995-2002 年的升值。

图12: 美元相对于欧元的购买力变化区间波动



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 12 中, 数值处于底部区域, 可以使其向上的因素有: 美元相对于欧元升值, 或者美国通胀程度高于欧盟。未来两年内, 美国通胀程度大大高于^①欧盟的可能性不大。所以, 这幅图显示, 美元购买力低估, 美元相对于欧元有升值潜力和趋势。美元的低估来自于 QE 之后通胀预期下催生的弱势美元, 但实际上, 美国未来 2-3 年通胀

^① 所谓大大高于, 指的是: 如果要使数值在 3 年内达到 1.3 的水平, 美国必须 3 年内通胀速度超过欧盟 30% 以上。

是可控的。美联储放出去的钱是可以收回的，这一点和我们国家有巨大不同^①。当经济转好时，美联储可以用当初购买的 MBS、ABS 等回收流动性。

美元增值的时点与幅度——英镑贬值领先于欧元

从图 13 可以看出，在欧元区组建之前，英镑和欧洲货币单位（ECU）相对于美元的走势基本上一样，不仅波动方向一致，变化幅度也相同。从 1992 年，欧元被马斯特里赫特签订的《欧洲联盟条约》所确定。从此，欧元与英镑相对于美元的走势不再一致。

图13： 英镑、欧元对美元的汇率



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

这并不是因为，欧洲各国凑在一起经济实力得到了提升（因为就算能提升，1993 年也显现不出效果）。其原因可能是两个：

第一、很多国家凑在一起之后，由于各国情况不同，由于更加繁琐的议事日程，货币政策调整更加缓慢。图 14 显示，1992 年 6 月，在英镑相对于美元大幅快速贬值（其实也是英镑相对于欧元的贬值）之前，英镑的 M2 增速^②一直大幅高于欧元。这种货币增速效果的积累会引发货币的贬值。而图 15 显示，从 2007 年，英镑的 M2 增速^③也一直大幅高于欧元，这是英镑走软的重要原因。然而，在债务危机的压迫下，欧洲央行将开始长时间释放货币的过程，欧元对美元走势会在某个时点与英镑大体黏合。

^① 我国投入的钱，很多以低效率投资转为个人所有，这部分钱就成为通胀的隐患。

^② 这里的 M2 增速利用的是四年增速，这样更能表现货币的积累效果。

^③ 这里的 M2 增速利用的是四年增速，这样更能表现货币的积累效果。

图14: 94年前英国、欧元区货币增速

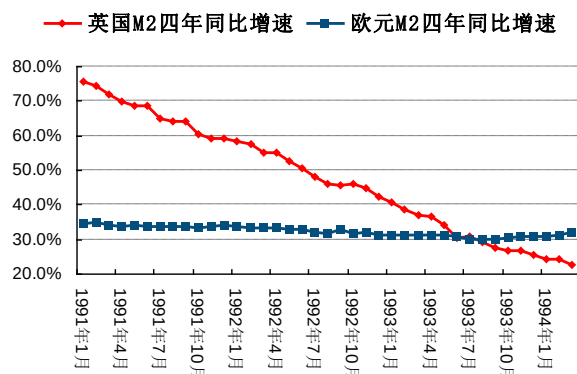
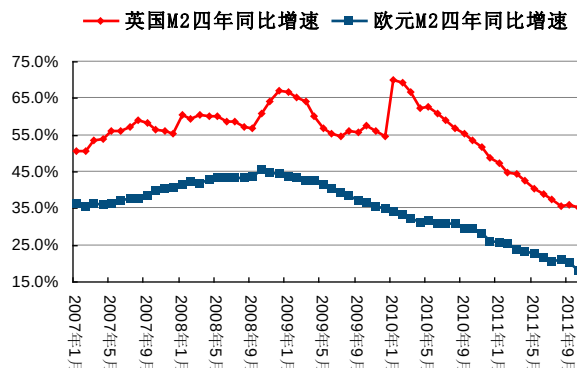


图15: 当前英国、欧元区货币增速



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

第二、当很多国家使用同一种货币时，会使得持有该货币更有吸引力。（这是因为，人们觉得很多国家使用同一种货币可以分散风险，因为不会很多国家一起变坏。当然，真正的情况是，当经济调整之时，所有国家的确都会变坏，只是有先后。比如欧猪五国先变坏，然后意大利、然后法国和德国。欧元区平均来讲，其经济情况并不比英国好，只是由于原因，导致了欧元幻觉。）

不管是以上哪个原因，都使得欧元相对于美元的调整更慢。但随着真实情况的暴露，最终的调整幅度会与英镑基本相同（图 12 中 1993-2002 年）。从 1993-2002 的经验看，欧元的调整滞后于英镑 4 年左右，这之后英镑与欧元相对于美元开始同步。英镑从 2009 开始贬值，到 2012 年也是 4 年，而欧债危机还会加速欧元的调整过程，这也从侧面支持美元明年升值的判断。我们认为 2012 年是美元相对于欧元趋势性升值的起点。从可以预见的未来 2 年中，英镑相对于美元没有升值理由，而如果欧元与英镑走势弥合，那么欧元将在未来下跌 20% 以上。（从 1.4 降到 1.2 以下。）从而推动美元指数破百。

两年内美元升值对经济复苏利大于弊

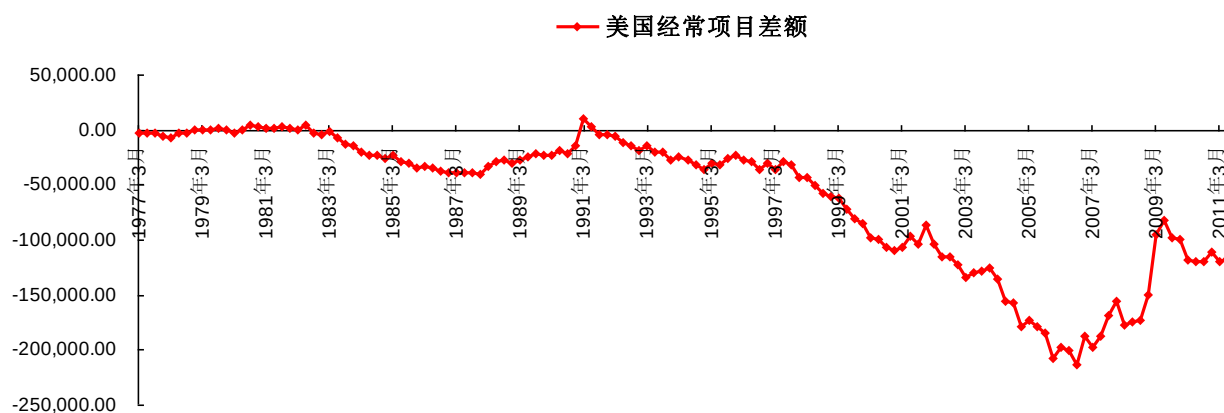
很多人担心，美国会主动阻止美元升值，因为美元升值会损害美国的出口，从而损害美国的经济复苏。实际上，从 2 年的时间尺度看，美元升值对于美国有利无害。这有两点原因：第一、J 曲线效应；第二、吸引资本流入。

J 曲线效应

由于“J 曲线效应”，升值初期经常账户不会马上受到影响。而出现影响时，美国经济可能已经恢复。图 13 显示，1980 到 1983 年，以及 1995-1997，美元大幅升值的前三年，经常项目差额并没有扩大。

但长期升值会损害工业竞争力，所以升值过程一般不会过长，因为升值本身会减弱升值的基础。

图16: 美元升值后的两年内经常项目逆差没有明显扩大



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

吸引资本流入

由于连年赤字, 美国政府难为无米之炊, 而美国净储蓄在零以下, 整个社会都处于资本极度匮乏状态中。美元升值会吸引大量资本进入, 这是美国政府希望看到的。升值可以获得外部资金流入, 促进实体经济发展、增加就业。所以升值对于出口的影响不是美国当前最关心的问题。

而且现代贸易, 越来越由资源禀赋差异决定的, 价格的影响越来越不明显。比如, 从理论上, 顺差国的本币大幅升值之后, 出口产品价格下降, 其贸易顺差将会收窄。但是, 从日本和德国的历史经验看, 日元和马克的大幅升值并没有改变日本和德国的长期贸易顺差, 甚至在广场协议之后的快速大幅升值, 也仅仅是带来贸易顺差的脉冲性调整, 基本没有改变两国贸易格局。

美国升值 冲击中国

从历史上看, 每次美元大幅升值都要影响一些国家。1980-1985 年的升值伤害了拉美, 九十年代的升值拖累了日本。我国有大量的外汇储备, 在正常条件下, 美元短时间, 低幅度的升值对于我国经济冲击不大。但如果我国本身处于增长中枢下移的去泡沫过程中, 美元长时间、较大幅度的升值可能引发共振, 加速我国经济中泡沫的破灭。

资本的本质是增值, 货币是资本的一种形态。如果世界各地都没有好的投资机会, 货币不会形成方向性流动。以前, 虽然我国经济中存在的风险相对较高, 但较高的收益率还是留住了很多资本。但当我国去泡沫, 经济前景堪忧之时, 美元的持续升值, 必然吸引资本向美国流动。这就会导致资产价格下降, 加速去泡沫的过程。

即使那时人民币采取跟随美元走势的策略, 因为投资美国的风险明显小于中国, 海外资金也会选择流向美国而不来中国。而原来待在中国的, 也会有部分资金选择去美国。所以, 如果美元升值与中国去泡沫过程共振, 中国经济在未来两年内的情况会非常不乐观。



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。

报告贡献人

刘建中 85156320 liujianzhong@csc.com.cn

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

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

李冠英 021-68825003 liguanying@csc.com.cn

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



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。

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