

分析师：

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

2014年国际经济及外汇、贵金属市场展望

一、欧美经济复苏，但货币政策分道扬镳

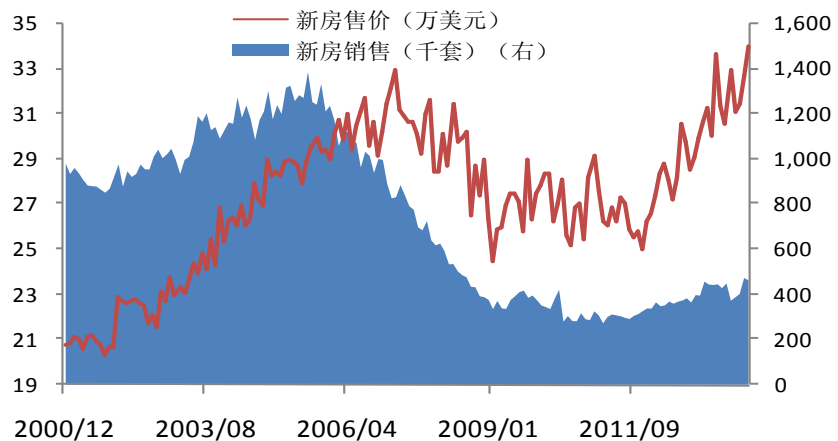
1、美国良好复苏形势有望延续

美国经济在2013年经历了显著而积极的变化，房地产市场全面回暖，投资对经济的拉动作用明显增强，就业市场的持续改善亦带动了消费的回升，美国政府关门风波也没有能阻挡4季度经济的强劲增长。目前来看，美国经济正处于2008年金融危机以来最好的时期，而且这一向好势头有望在2014年全年延续。

美国房地产市场正经历全面回暖，尽管失业率尚未回落至理想位置，且美国住房抵押贷款利率已经出现了大幅跳升，但房屋销量，特别是成屋销量正经历持续增长，而新房售价则大幅攀升，甚至已经超越了2005年的历史高位。在房屋销量不断增长的趋势下，美国房屋空置率已经大幅下降，较低的空置率将会进一步刺激新屋开工数据飙升。

房地产市场的繁荣不但带动了上下游行业的景气程度，而且财富效应也激励民众增加消费开支，对经济构成有力拉动。

图1：美国新房销量和均价 来源：Wind、招行



投资对美国经济的拉动作用令人瞩目，自2013年以来投资对GDP的贡献持续攀升，在3季度GDP环比增幅中，几乎有70%都是由投资贡献。在页岩气革命和高素质劳动力的推动下，高端制造业和新型制造业回流美国的趋势仍在持续，预计投资对美国经济的推动作用将持续较长时期，从而改变美国多年来消费独大的局面。

图2: 美国现房销量和均价 来源: Wind、招行

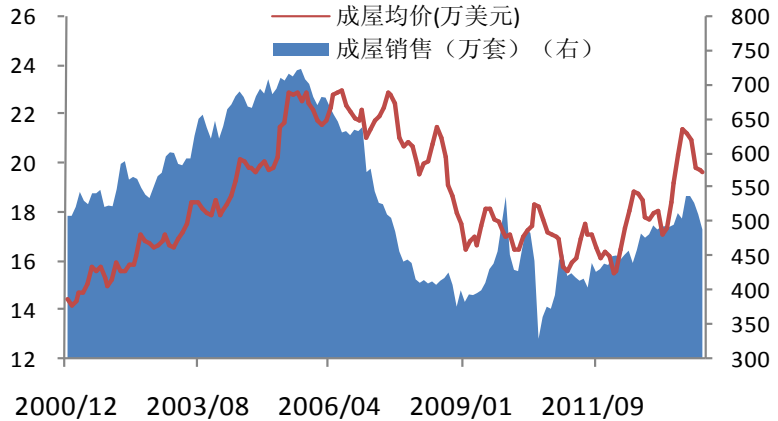


图3: 美国房屋空置率 来源: Wind、招行

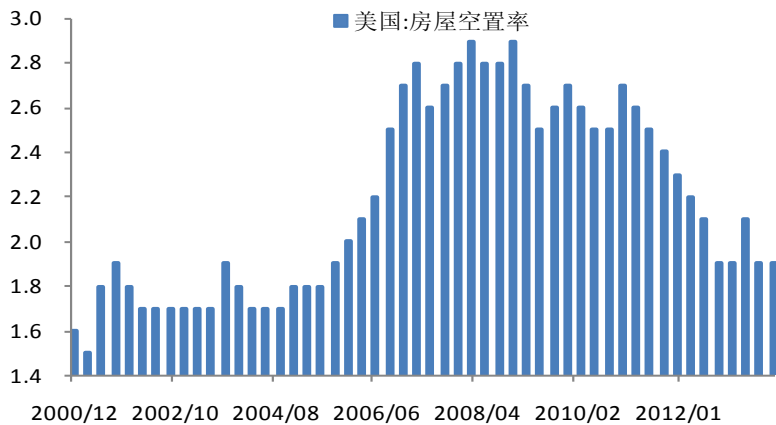
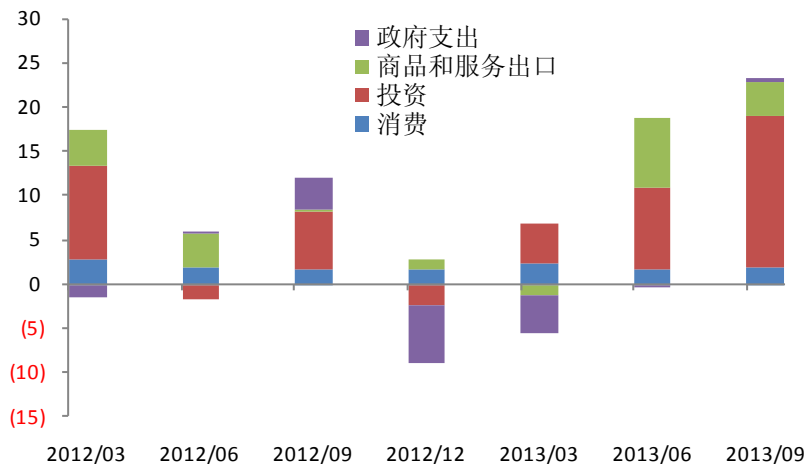


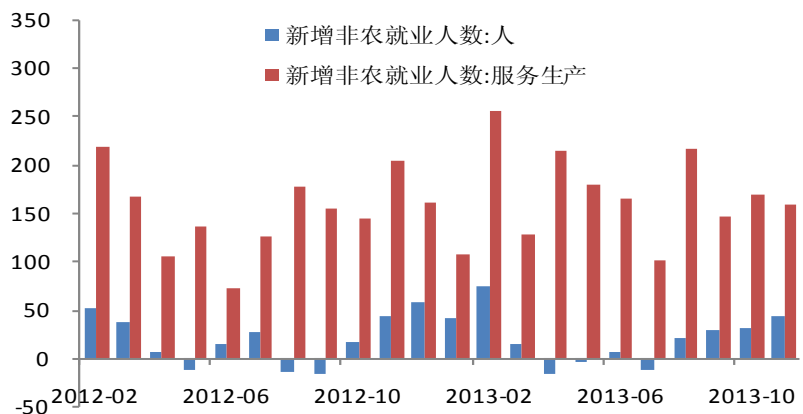
图4: 各板块对美国GDP的拉动（环比折年率） 来源: Wind、招行



不过，在技术进步的作用下，新增加的制造业投资所带来的新

增就业岗位低于预期（但与其他发达经济体相比，美国的制造业就业已经实现了扩张），服务业对就业的带动作用更为明显，预计美国就业市场改善的势头将会继续，进而持续推动消费回升。

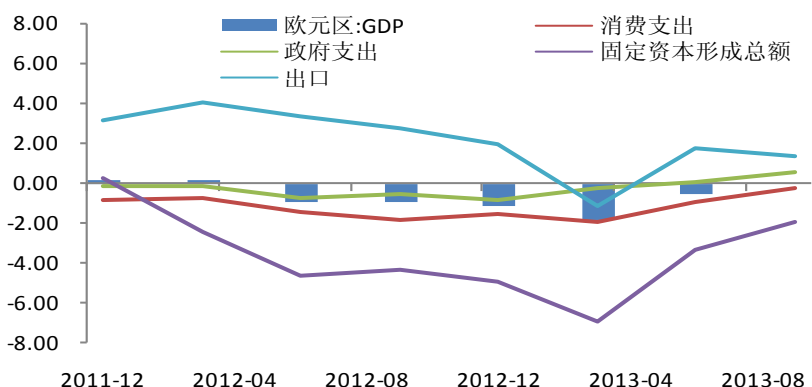
图5：美国就业市场 来源：Wind、招行



2、欧洲经济有所复苏，但继续分化

在年初塞浦路斯危机之后，欧洲的形势逐渐稳定下来，持续3年的欧债危机似乎已经渐行渐远，虽然类似塞浦路斯危机这样的尾部风险依然存在，但欧洲再次发生系统性风险的概率已经大为降低，经济表现出初步复苏的迹象，这从中国对欧洲出口的快速回升中也能窥见一斑。

图6：欧元区GDP 来源：Wind、招行

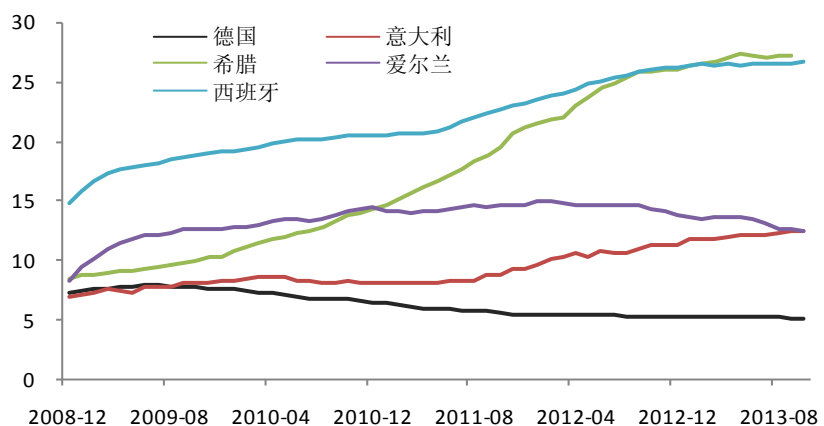


经过激烈的政府去杠杆，欧洲重债国的政府部门负债已经出现明显好转，政府支出对经济的拖累已经跨过拐点。然而，在高企的失业率压力下，消费以及投资尚不活跃，当前唯一能明显对经济构成拉动作用的是出口部门。预计欧洲经济的全面复苏仍有赖于就业

形势的好转，特别是重债国高失业率的明显下降。

但是欧洲内部的分化也是明显的，优质核心国德国的失业率不仅很低，而且还在逐渐走低，但重债国情况则各有不同，希腊和西班牙、意大利的经济衰退尽管有所改善，但失业率却在继续攀升，希腊和西班牙逼近令人惊讶的接近30%，而爱尔兰的复苏情况非常良好，失业率已经跨过拐点开始下降。

图7：欧元区失业率 来源：Wind、招行



整体而言，尽管欧洲经济有所复苏，但欧洲内部经济分化的局面仍会持续，这给欧洲央行带来了考验，尽管美国已经开始退出QE，但如果欧洲过早开始收紧政策，那么重债国可能会重新陷入危机状态，可以说，除了德国之外，其他经济体仍然需要一个宽松的货币环境来刺激经济。

3、欧美货币政策分道扬镳，美元有望保持强势

在欧美经济分化的局面下，欧美的货币政策也已经分道扬镳，伯南克在5月份即暗示可能会启动退出QE，尽管此后有关退出QE的预期一波三折，但美联储最终在12月以略微提前市场预期的姿态启动了退出QE；而欧洲央行在2013年仍实施了降息，而且不排除进一步放松政策的可能。

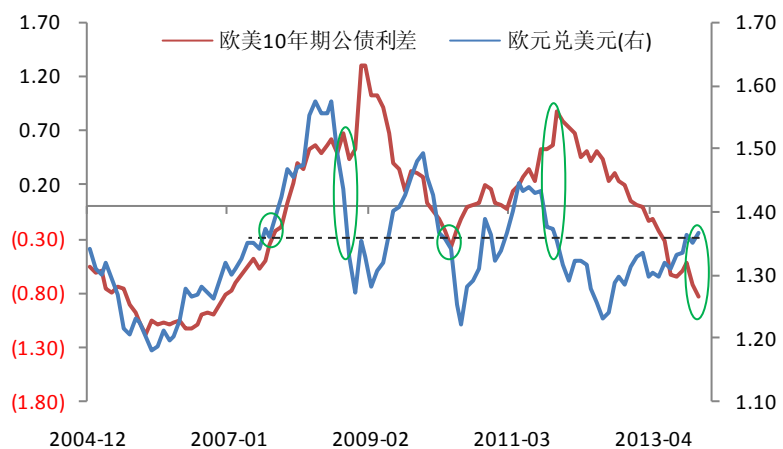
预计欧美货币政策的差异局面将会在2014年继续，美联储将继续逐步温和的缩减QE规模，甚至有可能在2014年底完全结束QE，而欧洲央行即使不再降息，在年内也看不到任何改变货币政策立场的可能性。

一紧一松，必然会提高美元资产的回报率，使得美元市场利率

享有利差优势，带来全球资金涌向美元资产的效果，进而促成美元升值。预计美元在 2014 年将主要受到美联储货币政策的驱动，兑欧元等多数非美货币将保持强势。

实际上，以当前的欧美利差而言，欧元在 4 季度存在明显的高估嫌疑，我们认为除非欧元区公债收益率出现大幅上升，否则欧元未来进行价格修正将是大概率事件。

图8：欧美利差与欧元汇率 来源：Wind、招行



二、汇改将小步慢走，人民币升值趋势不变

1、为何央行会允许人民币持续升值？

人民币汇改即将在 2014 年进入第十年，打破单向升值，进入双向浮动的要求正日益迫切，但我们并不期待汇改在 2014 年会取得突破性进展，而在央行将更多定价权让渡给市场之前，人民币升值的势头将不会出现变化。

随着人民币在年底再次出现一波急升，有关升值正在侵蚀出口竞争力的担忧再起，质疑央行为何会允许人民币继续升值的声浪也不时出现。但我们认为，目前升值幅度仍在决策层容忍的范围内，中国经济对升值的弹性也较预期要大的多。

对升值持怀疑态度的最主要理由是，升值会侵蚀中国的出口竞争力，造成出口企业倒闭，进而引发就业压力。这种担心不无道理，但事实是，自 2005 年汇改以来，人民币兑美元已经升值了约 36%，迄今却并没有发生大规模的出口企业破产倒闭潮，贸易顺差反而从 2005 年的 1021 亿美元，上升至 2342 亿美元（截至 2013 年前 11 个月），这表明，中国出口部门对汇率的抗压性比想象中要强的多。

当然，随着汇率的升值，部分劳动密集型和低附加值出口企业确实遇到了困难，存在关停现象，但需要注意到，就业市场并未恶化，一个重要的原因是，中国人口结构的变化已经对就业市场产生了实际影响力。

要考察中国的就业情况比较困难，统计局公布的失业率缺乏波动，参考意义不大，我们建议以中国人力资源市场信息监测中心公布的“求人倍率”进行分析，该指标已在2010年4季度戏剧性的跨越了1.0，并且仍在上升，意味着劳动力已从供过于求转变为供不应求。该指标说明，即使有出口企业倒闭释放出失业人员，也很快会被其他企业或行业所吸收，这也很好的解释了为什么在经济低迷的上半年，就业市场依然保持稳定。

另一方面，加入世贸后中国外需市场的急速扩张，引发了对出口部门投资的高增长，不仅仅是对厂房、设备、原料投资的高增长，也带动了为支持出口的上下游行业的投资，包括钢铁、能源、交通等基础设施。而在2008年后，外需市场持续低迷，国内的高投资带来的产能过剩、污染等问题日益严重。从某种意义上讲，人民币持续升值，在一定程度上起到了消灭过剩产能的效果，试想，假如人民币至今仍维持在7.0，产能过剩的局面必定会更为严重。

因此，既然升值并不会引发失业压力，还能对过剩产能进行压制，同时又可以避免引发主要贸易伙伴的政治压力，那么人民币依然有升值空间。

2、政策目标与均衡汇率

但是，持续升值的本身并没有意义，汇率政策的终极目标应该是寻找到最优均衡汇率，并以均衡汇率对国民经济各部门进行调节，达到提高经济增长质量的目的。过低的汇率显然会刺激出口部门独大，占用过多国内资源满足外需市场，并以贸易和资本账双顺差的形式带来过多的外部资金流入；但过高的汇率则会压制出口，使制造业出现萎缩，并刺激资产泡沫，带来“虚幻的繁荣”。

问题是如何寻找到均衡汇率？在目前“有管理的”汇率机制下，这很可能是一个无法达成的目标，而且在人为干预下，汇率超调的风险将会大于汇率低估的风险。

通常而言，贸易顺差占GDP的比重是衡量汇率是否失衡的观察指标，但在中国这很可能带来误判。原因在于过去30年，全球中低

端制造业已经有相当部分产能集中到中国来，“世界工厂”的地位意味着，不可能将贸易顺差压缩至较低的水平，高贸易顺差将会长期存在，这一特点在制造业大国日本、德国也有明显体现。而当汇率超调发生时，有可能带来产业空心化，即原有的中低端制造业转移至其他生产成本更低的地区，但却没有新的中高端产业转移进来。

要避免汇率超调，就有必要对现行的汇率形成机制进行改革，“凡是能由市场形成价格的都交给市场”，由市场来发现均衡汇率，并在市场波动中自然起到调节经济的杠杆作用。

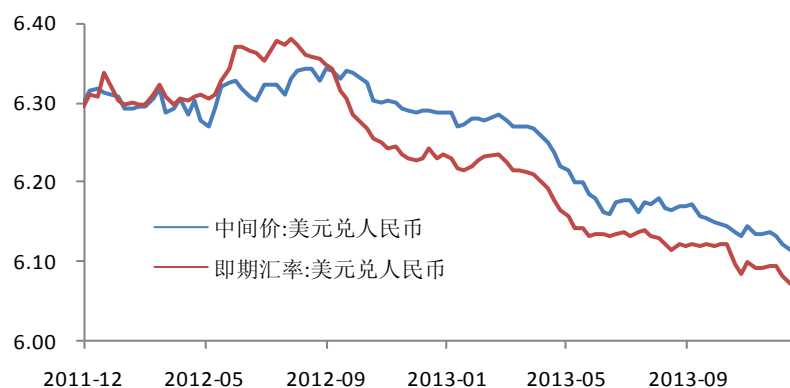
3、人民币汇改难见急行军

汇率市场化显然是人民币汇改的方向，但我们并不期望汇改在2014年会有突破性进展，原因是利率市场化应当先于汇率市场化，而且当前的决策层也正在按照这一节奏来推进改革，在利率市场化大体完成时，全面汇改的时机才会成熟。

不过对中短期而言，有限度的政策修正和调整仍然是可以期待的，比如近期央行表现出逐步退出干预市场的姿态，我们认为这一信号相当重要，因为央行退出对价格的干预，是其他重大改革措施推出的前提。

当然，我们不认为央行会彻底退出干预，这种退出将会是渐进式的，并且央行会保留在价格出现极端波动时平稳市场的权力。预计这种渐进式的退出将会持续半年左右甚至更久，以便给央行提供观察市场行为的窗口，也给商业银行留出适应的时间。

图9：人民币中间价与即期汇率 来源：Wind、招行



如果在退出干预期间没有意外发生，央行下一步可能将会放宽

波幅。但我们一直强调，如果不配合对中间价形成机制的改革，单纯放宽波幅是没有意义的，因为中间价已经“锚定”了当日的方向和区间，而目前2%的波动区间也可以满足绝大多数情况下的汇率变动，超过3%的波动区间仅对危机期间的极端波动适用，但这种极端状态显然不是央行希望看到的。

因此，削弱中间价的政策信号意义，将其由政策信号灯转变为市场信号灯，将是汇改的关键性步骤，这意味着央行必须将定价权在一定程度上让渡给市场，其所带来的调控压力以及市场风险都将是全新的，我们甚至认为，这一步改革在2014年出现的几率并不大。

在市场具备更多的定价权之前，人民币持续稳定升值的势头将不会出现逆转，波动区间也不会出现明显放大，在明年上半年的某个时刻，突破6.0关口将是大概率事件，而在明年年底，人民币可能会升至5.8-5.9区间。当然，假如央行对汇改的推进超出了我们的预期，那么上述判断可能需要重新审视，但这种风险目前来看不大。

三、贵金属将继续承压

迄今为止，金价已从2011年创下的高点回落了约700美元，相当于跌去了36%，而以2000年黄金牛市启动后的涨幅来计算的话，金价回调幅度已超过38.2%。

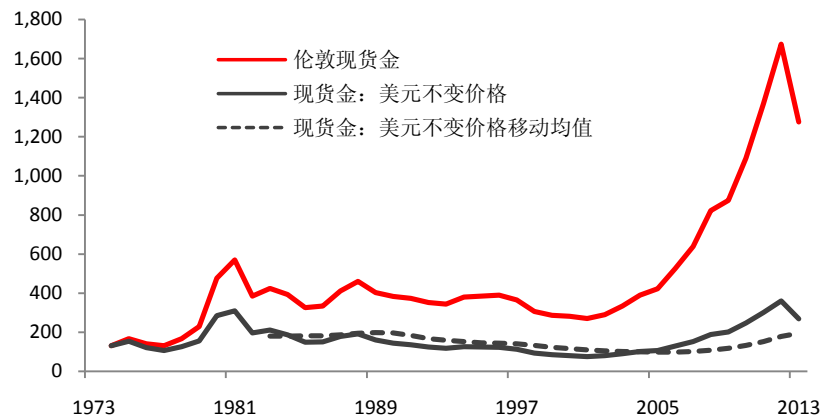
那么，黄金的底部会在哪里呢？要回答这个问题非常困难，因为市场的底部是运行出来的而不是猜出来的，但我们不妨以长周期的眼光对黄金底部进行尝试性的探讨。

首先我们依然要强调一点，就是黄金并不存在对抗通胀的功能，这已经被历史数据所证实，鉴于此前已经反复提及，在此不再赘述。但是，由于美元的超发，美元购买力的贬值过去在发生，未来也会发生（其实多数信用货币都是如此），因此在较长的历史时期内，剔除短期波动后，所有以美元计价的商品和劳务价格都是上涨的，黄金也不会例外，这一点毋庸置疑，从这个角度而言，长期看好黄金的多头人士，其观点也并非完全错误。但关键是金价会以多快的速度上涨，如果其涨势过于超前，那么向历史均值水平回落将是不可避免的。

当然，给黄金估值十分困难，因为黄金并不产生任何利息和现金流收入，只能通过金价的历史表现来进行推断。因此，我们将黄

金价格自1973年自由浮动以来的表现,剔除美元购买力贬值因素后,构建了一条美元不变价格的黄金走势曲线。

图10: 美元不变价格的黄金价格 来源: Wind、招行



市场利率的持续下降,必然意味着长期内资金的过于充沛。90年代后,随着中国和东欧、俄罗斯等新兴市场加入国际分工,特别是2001年中国加入世贸组织后,大量廉价劳动力进入国际分工,劳动力对资本的替代作用日益显现,这直接压低了市场利率,导致全球资金充裕,进而推动黄金进入牛市。

黄金在2011年见顶的一个很重要的原因是,全球廉价劳动力供给出现拐点,东欧、俄罗斯的人口资源本身就有限,中国人口红利也趋于结束,沿海地区出现用工荒,劳动力对资本的替代开始趋于弱化,流动性由偏松向中性过渡,即使美联储等央行推行量化宽松政策,也难以扭转这一趋势,这从近几年全球通胀的温和表现也可以得到印证。

而在美联储即将退出QE的大背景下,全球流动性显然将难以进一步宽松,这对缺乏内在价值,单纯依靠资金流入的黄金而言不啻于釜底抽薪。

预计2014年黄金将继续承受下行压力,以振荡下行为主,年内有跌向1000-1100美元的风险,而之后是否会出现反弹,则要视资金是否会重新流入黄金市场而言。

招银专题分析报告

2013年12月26日
总第107期

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归本公司所有，未获得本公司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本公司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“招商银行”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

本公司可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析师的不同设想、见解及分析。为免生疑，本报告所载的观点并不代表招商银行，或任何其附属或联营公司的立场。本公司以往报告的内容及其准确程度不应作为日后任何报告的样本或担保。本报告所载的资料、意见及推测仅反映编写分析师于最初发布此报告日期当日的判断，可随时更改。

招商银行版权所有。保留一切权利。