

每周酷图与思考 | Chart and Idea |

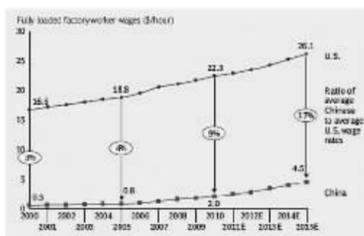
美国制造复辟 中国制造转型

江亚琴

美国消费、中国制造，是过去十年来全球经济最为主要的特征。而随着中国劳动力成本迅速上升，美元持续弱势，以及危机后美国制造业劳动生产率的迅速提升，中国制造相对于美国成本优势将出现大幅减少。在全球进入再平衡的过程中，这个趋势将出现扭转，美国制造复辟以及中国制造升级将成为较长时间的投资主题。

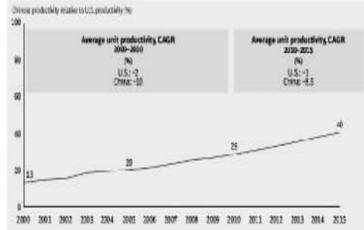
我们运用 BCG 对这个问题的量化分析。在过去 10 年中，美国劳动力成本上升幅度稳定在 2%-4% 之间，而我国的劳动力成本上升幅度由 2000 年~2005 年的 10% 上升到 2005 年~2010 年的 19%，导致其单位劳动力成本占美国单位劳动力成本由 2000 年的 3% 迅速上升到 2010 年的 9%。如果假设美国在 2010 年~2015 年劳动力成本上升速度为 3%，中国为 17% 的话，到 2015 年，中国单位劳动力成本将占美国的 17%，上升幅度接近 100%。

中美制造业劳动力成本对比



另外需要考虑的是劳动生产率的变化。过去 10 年间，中国的劳动生产率每年提高约 10%，美国约为 2%。从 2000 年到 2010 年，中国的劳动生产率由占美国的 13% 到占美国的 29%。假设未来 10 年中国劳动生产率每年提高约 8.5%，美国提高 1% 的话，则到 2015 年，中国劳动生产率大概为美国的 40%。虽然相对 2010 年增长速度超过 30%，但其增长速度并不能弥补单位劳动成本的上升速度。

中美制造业劳动生产率对比



做一个简单的比较，假设一个汽车零部件的厂商需要做一个是否在中国建厂的决定，按照前面的假设，计算出来的结果是：2000 年，中国劳动力成本比美国便宜 65%，2010 年，中国劳动力成本比美国便宜 39%。如果考虑到劳动力成本只占汽车零部件制造成本的 1/4，那么 2015 年，在中国的制造成本比在美国的制造成本便宜 10%。如果再考虑其他的如运输等费用，中国的优势可能就极其微弱了。

中美制造业成本对比

Table comparing manufacturing costs between the U.S. and China. It lists factors like labor, materials, and productivity, and provides a summary of cost differences.

因此，基于成本优势的中国制造相对于美国制造的竞争力将逐渐减弱。

对资本市场意味着什么呢？“美国制造复辟、中国制造转型”将成为较长时间的投资主题：1、美国在未来一段时间内，制造业相对竞争力增强，而消费在居民去杠杆化过程中难有较快增长。因此，投资美国本土制造业股票将是一个更好的选择。2、中国制造公司的成本优势正在逐渐削弱，加入 WTO 后的黄金十年已然结束。制造业公司将出现分化，优秀公司必然是如 70 年代日本的丰田、80 年代韩国的三星以及如今台湾地区的 HTC 一样成功转型的公司。

(作者系国泰君安策略分析师)

联系我们

本版文章如无特别声明，纯属作者个人观点，不代表本报立场，也不代表作者供职机构的观点。如果您想发表评论，请打电话给 0755-83517114；发电邮至 tanshu@zqsbs.com。

全球经济保增长 货币政策正递次宽松

王虎 薛鹤翔 姜超

在通胀趋势向下，经济增长放缓的大背景下，全球央行政策将转向宽松。这一观点已经得到近期一系列央行降息或数量宽松行动的印证。

美国经济：复苏尚稳健 数据在低位

美国经济复苏尚属稳健，但经济数据自探底回升以来目前在较低水平开始震荡，没有继续上升，目前不能观察到加速复苏。

11月1日~2日美联储公开市场操作委员会召开本年度第七次议息会议。得出的关键结论是：三季度以来经济增长势头有所增强，但劳动力市场仍然疲软。消费支出最近几月增速加快，设备和软件投资持续扩张，但非住宅建筑投资依然增长偏弱。住宅市场依旧不振。由于大宗商品价格已从高回落，通胀压力渐趋温和。由此，美联储公开市场操作委员会年度第七次议息会议决定，维持扭转操作不变；维持 0%-0.25% 的低利率环境至少至 2013 年中期的利率政策不变；Evens 投出反对票，他支持额外的刺激政策；联储下调经济增长率预测，上调失业率预测，下调通胀率预测，预测 2012 年经济增长率 2.5%~2.9%、失业率 8.5%~8.7%、PCE 通胀率 1.4%~2%。

我们认为，1、通胀高企以及近期经济数据好转是联储没有推出更为激进的货币政策 QE3 的主要原因，未来联储政策仍然是依数据而定。如果 2012 年上半年经济出现二次探底式衰退，那么 QE3 依然是必选的政策工具。2、近期美国经济转强主要源于长期利率大幅下降，扭转操作的作用必须肯定，但如果经济出现大幅下滑，扭转操作力度仍然不够，QE3 仍需

推出。3、美联储保持货币政策立场不变，而澳洲联储、巴西央行等新兴市场央行纷纷降息、欧洲央行面对经济衰退风险与欧债危机高涨而有降息预期，因此美元相对其他货币仍将保持强势，维持美元指数在 75~80 之间强势震荡的判断不变。

欧洲经济：局势反复多变

2011 年 11 月 3 日，欧洲央行议息会议决定下调基准利率，即主导再融资利率、存款便利利率、边际贷款便利利率分别下调 25 个基点至 1.25%、0.5% 和 2%，再融资利率与存贷款利率之间宽度为 75 个基点的利率走廊仍然维持，利率决议自 11 月 9 日生效。欧洲央行降息的主要动机在于经济衰退风险以及欧债危机导致的金融体系不稳定。

其实在利率政策变动之前，欧洲央行的资产购买计划 (SMP) 在 8 月已经悄然重启，主要是在二级市场购买西班牙和意大利等国国债。截至 10 月 21 日所在一周，累计购买国债达到 1865 亿欧元，即相当于每月购买 700 亿欧元的国债，大大超过美联储在 QE2 时每月购买 750 亿美元国债的规模。

随着欧洲央行重启资产购买计划，欧元区货币增速正在加快，9 月 M3 增速达到 3.73%，高于 8 月的 3.17%。

10 月，英格兰央行议息会议决定实行第二轮量化宽松，仅 10 月英格兰央行资产增长了 131.6 亿英镑，其中其他资产增长了 134.2 英镑，英格兰央行的量化宽松购买全部体现在其他资产项目中。

罗马尼亚央行 (Romania's Central Bank) 11 月 2 日意外宣布降息，下调基准利率 25 个基点至 6% 的记录低点，超出多数经济学家的预测，主要是因为通胀放缓给

决策者在欧债危机中刺激经济复苏提供余地。

日本经济：央行已入市干预

日本财务大臣安住淳 10 月 31 日表示，已干预外汇市场，将采取果断措施应对投机操作，并表示干预是单方面的行动，但安住淳没有对干预规模置评。

日本首相野田佳彦同日表示，为避免日元不断上涨给日本出口导向型经济造成破坏，日本政府采取了汇市干预行动，尽全力应对投机性及无序波动，以确保日本经济不会出现下行风险。外汇市场的过度波动给经济和财政稳定造成负面影响。

日本央行在 8 月斥资 4.5 万亿美元入市干预，将美元兑日元汇率推升 320 点。10 月 31 日，同样由于日本政府干预汇市，打压强势日元，美元兑日元上涨 420 点。从价格走势的角度判断，10 月 31 日当天日本入市干预规模或在 7 万亿美元以上。

日本 10 月基础货币同比增长 17%，高于 9 月的 16.7%，基础货币自 3 月以来增速大幅提高，原因在于地震核子灾难爆发后，日本央行实行量化宽松，向金融体系注入大量流动性所致。

名家 | Columnist |

美国推出 QE3? 明年 6 月或揭晓

扭曲操作效果是美联储采取进一步行动的观察指标

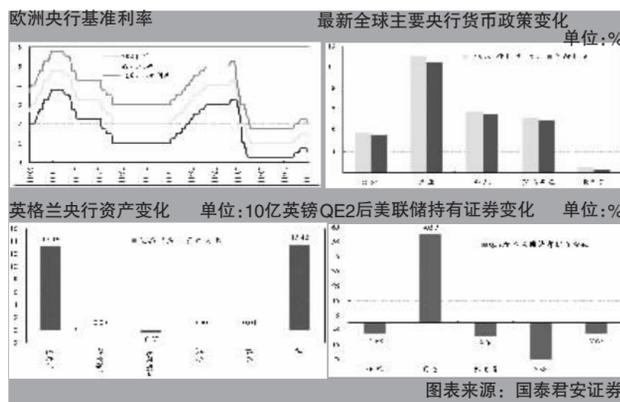
托马斯·加拉克尔

10 月底，日本央行展开了新一轮量化宽松；印度储备银行一如市场预期提高了利率，但同时淡化了市场对未来加息的预期；坦桑尼亚加入其他东非中央银行的行列开始收紧流动性，以解决高通胀和货币贬值问题。

11 月初，澳洲储备银行降低了其现金目标利率 25 个基点。上周四，欧洲央行第一次与新主席德拉基 (Mario Draghi) 的会晤。尽管经济数据日益恶化和欧元区面对经济衰退风险，预计欧洲央行不会降低 1.5% 的再融资利率(这些期望主要基于欧央行没有发出任何加息信号)，市场的注意力将转向 12 月份的会议。

在所述背景下，美国联邦公开市场委员会在月初已经召开会议。尽管某些联邦公开市场委员会委员对新一轮量化宽松发表了诸多意见，特别针对购买按揭证券 (MBS)，我们认为这并不会成为美联储下一步的政策。美联储可能要评估过去两次会议的影响，即零利率承诺和实施扭曲操作，为下一次沟通策略作筹备。

沟通策略主要有两部分。第一部分是美联储将阐述通胀目标，以及工



新兴市场国家：澳大利亚、印尼降息

澳大利亚联储 11 月议息会议决定下调基准利率 25BP 至 4.5%，这是澳洲联储自 2009 年 4 月以来首次降息，也是一年以来的首次利率变动。澳洲联储降息主要是为防范经济增速放缓的风险，同时通胀也低于预期水平，为宽松政策留出了操作空间。

2011 年三季度 CPI 同比增长 3.5%，低于预期。澳元贸易加权指数年初至今上涨了 1.1%。

印尼 10 月 CPI 同比增长 4.42%，

低于 9 月的 4.61%，也低于市场预期的 4.76%。本周四晚，印尼央行宣布将基准利率下调 50 个基点，这使得印尼央行基准利率降至 6%，创出近几年的新低。

我们认为，未来将有更多国家货币政策转向宽松，包括与欧洲央行关系密切的其他欧盟非欧元区国家，例如瑞典等北欧国家、瑞士、类似罗马尼亚的东欧国家、新西兰等资源国家，以及与印尼类似的亚洲国家，包括中国 (信贷政策很可能在 11 月放松)、韩国等。

(作者系国泰君安宏观研究员)

中国：财政调控部分替代货币政策

牛鹏云

我们注意到，在中国政府适时地启动货币政策“微调”后，结构性减税作为一种逐步在常态化财政政策调控的方式，正逐步产生替代货币政策的作用和效果。

增值税营业税调高税基

财政部、国家税务总局决定对《中华人民共和国增值税暂行条例实施细则》和《中华人民共和国营业税暂行条例实施细则》的部分条款予以修改。

(一) 将《中华人民共和国增值税暂行条例实施细则》第三十七条第二款的增值税起征点修改为：(1) 销售货物的，由原先的月销售额 2000 元~5000 元，改为月销售额 5000 元~20000 元；(2) 销售应税劳务的，由原先的月销售额 1500 元~3000 元，改为月销售额 5000 元~20000 元；(3) 按次纳税的，为每次 (日) 销售额 150 元~200 元，改为每次 (日) 销售额 300~500 元。

(二) 将《中华人民共和国营业税暂行条例实施细则》第二十三条第三款修营业税起征点修改为：(1) 按期纳税的，为月营业额 1000 元~5000 元，改为月营业额 5000 元~20000 元；(2) 按次纳税的，为每次 (日) 营业额 100 元，改为每次 (日) 营业额 300 元~500 元。

这次税基的上调，是财政部在推行国务院支持小型和微型企业发展的政策措施的继续，是继国务院推出支持小型和微型企业发展的金融、财税政策的新九条后的又一项措施。此税基的调整，在一定程度上可以改善小微企业，尤其是小微企业的税收负担。但考虑到小微企业在所有应税企业中占比较小，对财政税收的影响不大。

资源税

未来征收办法或由量转价

财政部部务会议和国家税务总局局务会议修订通过《中华人民共和国资源税暂行条例实施细则》，自 2011 年 11 月 1 日起施行。本次资源税应税资源品从石油与天然气进一步扩大到原煤、其他非金属矿原矿、固体盐 (海盐原盐、湖盐原盐和井矿盐) 和液体盐 (卤水) 等。政府在十二五规划中提出，坚持把建设资源节约型、环境友好型社会作为加快转变经济方式的重要着力点，而资源税的征收可以在一定程度上通过价格杠杆促进能源的合理利用。资源税属于地方税，按照修改后的资源税计征方法，西部资源较为丰富的地方财政收入将会增加。从税收再分配作用来看，在资源税征收后，一些资源性大企业尤其是央企，将通过税收增加的方式把部分利润截留在当地。这也对当地的环境破坏起到一定的补偿作用。无论资源税从价征收还是从量征收，税收的转嫁能力勿庸置疑，这将在一定程度上推升原材料价格水平，对我国物价水平的上移起到一定的推动作用。从长远来看，资源税未来调整的方向可能有两个：一个是税基的提升，尤其是油气的税基；另外是资源税从量征收改为从价。

沟通策略主要有两部分。第一部分是美联储将阐述通胀目标，以及工

资上涨与失业率的关系。美联储很可能在其季度预测中强调这些问题。第二部分是关于美联储何时加息的指导。目前，美联储承诺有条件地维持零利率到至少 2013 年年中。联邦公开市场委员会 9 月的会议记录显示，许多成员都对这样的承诺感到不安，原因是假设时限不适用了，美联储很可能要不断修改目标日期。许多委员希望修改零利率的承诺条件：把维持至 2013 年年中的时间窗口修改为达成一项或两项经济状况条件 (例如失业率和通胀率)，以此作为开始加息周期的基础。芝加哥主席埃文斯 (Evens) 表示，美联储可以声明利率会一直维持，直到失业率降低到 7.5%，同时通货膨胀预测不会升至 2% 以上。假如美联储成员无法在彻底改变指导意见上达成一致意见，也可以简单地保持零利率承诺由维持至 2013 年中改变成维持至 2013 年底。无论是哪种方案，都会进一步温和地压低利率。

影响美联储何时改变维持零利率承诺条件主要基于两个因素：1、委员之间何时达成共识；2、委员认为经济是否需要更多的刺激政策。九月的会议记录虽然显示委员之间有较大争议，可是根据最近的经济数据，美

联储未有太大需要采取行动。

联储是否会改变零利率的承诺条件或日期？我们认为或许在明年一月份的会议上会采取行动。因为一月份伯南克可以在新闻发布会上更有效地阐述美联储的政策。后期根据经济趋势 (假如非常负面)，美联储可能在 2012 年年中之前推出 QE3，购买按揭证券。理想情况下，美联储会偏向等到扭曲操作结束才采取进一步行动，可是等到 6 月后才推出 QE3，未免太接近总统大选。

(作者系莫尼塔塔投资特聘顾问，曾任美国参议院预算委员会经济学家)

联储未有太大需要采取行动。

联储是否会改变零利率的承诺条件或日期？我们认为或许在明年一月份的会议上会采取行动。因为一月份伯南克可以在新闻发布会上更有效地阐述美联储的政策。后期根据经济趋势 (假如非常负面)，美联储可能在 2012 年年中之前推出 QE3，购买按揭证券。理想情况下，美联储会偏向等到扭曲操作结束才采取进一步行动，可是等到 6 月后才推出 QE3，未免太接近总统大选。

(作者系莫尼塔塔投资特聘顾问，曾任美国参议院预算委员会经济学家)

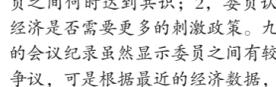
联储未有太大需要采取行动。

联储未有太大需要采取行动。

联储是否会改变零利率的承诺条件或日期？我们认为或许在明年一月份的会议上会采取行动。因为一月份伯南克可以在新闻发布会上更有效地阐述美联储的政策。后期根据经济趋势 (假如非常负面)，美联储可能在 2012 年年中之前推出 QE3，购买按揭证券。理想情况下，美联储会偏向等到扭曲操作结束才采取进一步行动，可是等到 6 月后才推出 QE3，未免太接近总统大选。

(作者系莫尼塔塔投资特聘顾问，曾任美国参议院预算委员会经济学家)

美国经济意外指数已经转正



图片来源：彭博

欧洲央行：下一次降息将很快到来

Stephane Deo

意外之举

欧洲央行 11 月 3 日出乎市场意料之外地下调利率 25 个基点。此次降息完全在意料之外：在彭博调查中，55 名经济学家中只有 6 名预计会降息。其中 2 名经济学家预计降息幅度为 50 个基点，4 名预计 25 个基点。

还会再降息一次

我们此前的预计是会降息的，但却错判了降息幅度——我们预计降息幅度为 50 个基点。我们仍然认为欧洲央行将总计下调利率 50 个基点。对我们来说，近期内欧洲央行再次降息的可能性几乎是 100%。唯一的问题是何时再降息。

整体而言，我们认为未来一个月不太可能出现会使经济前景发生重大转变的事项。因此，整体而言我们认为欧洲央行不会在 12 月再次降息。我们认为下一次降息将出现在明年一季度，而 1 月份的可能性最大。不过，欧洲央

行官员将在下一次会议上发布预测，这将给下一次降息定下基调。由此，我们认为 12 月降息 (尽管不是我们的基准情景) 也存在很大的可能性。

为了说明这一问题，我们可以回顾以往的情况。上一轮降息周期始于 2008 年 10 月，结束于 2009 年 5 月。欧洲央行在 7 个月的时间里进行了 7 次降息，即从 10 月到次年 5 月的时间里每个月都降息一次 (除 2 月份以外)。这就意味着连续降息不仅是可能的，而且也非常符合欧洲央行的一贯作风。不过，如果把目光投向新一轮降息周期，即 2001 年 5 月~2003 年 6 月，那么结论就不是很容易做出。此次降息周期横跨 25 个月，共降息 7 次，平均每 3.6 个月降息一次，连续两个月降息的情况只出现过一次。

好消息? 作用还不大

市场对此降息并没有做好准备，所做的反应是正面的。不过，我们认为尽管此次降息算是一则利好，但作用并不大。

首先，计量经济模型表明国内生产总值 (GDP) 对回购利率具有 20%~40% 的弹性。换言之，25 个基点的降息只会使明年 GDP 增幅增加 0.1 个百分点。当然，能够增长总是好消息，不过显然这不会扭转局面。实际上我们还可以得出进一步的结论：欧洲央行的降息空间已经不足以在较大程度上刺激实体经济的增长。

因此，非传统措施就显得非常重要，以往我们一直都在强调这一点。目前为止采取的非传统措施 (回购操作延期到 12 个月、美元掉期等) 已经给银行融资市场的下滑设置了底线。不过这还不足以使市场恢复健康的基础。更为重要的是，这些措施仅侧重于收益率曲线的短端，而目前似乎长期融资的问题更为突出。这也就是为什么更长期限的回购操作 (比如 2 到 3 年) 已经被提上日程。

资产担保债券购买计划的重启也是针对银行融资曲线的长端，在这方面还可以大有作为。

(作者系瑞银证券欧洲经济研究主管)