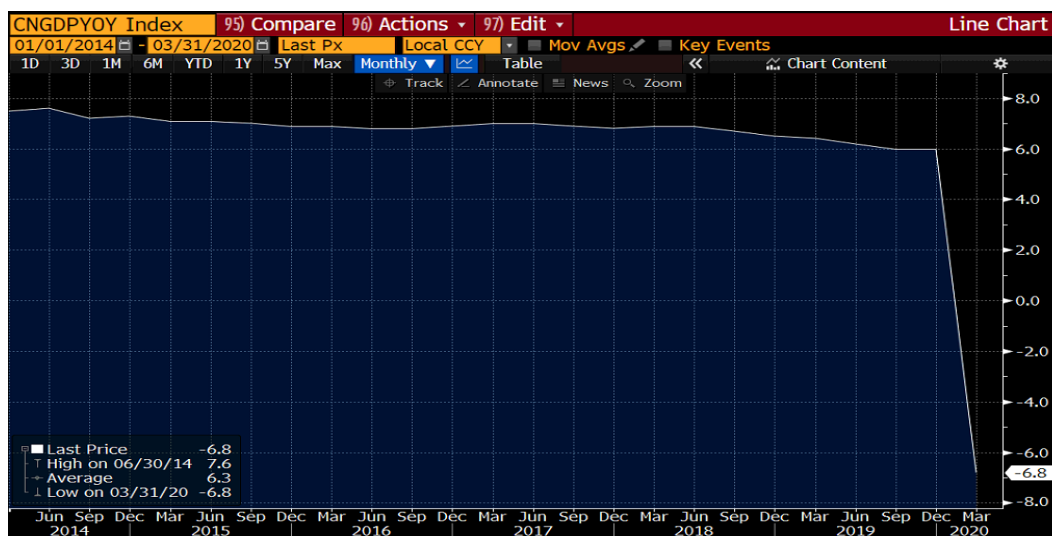


中国经济自从 2018 年经济复苏预期消退之后就陷入了缓慢下降的走势，主要表现为 GDP 逐年下降同时 PPI 快速回落，同时人民币价格也从 18 年开始出现了明显的贬值趋势。直到今年疫情开始中国经济指数快速崩溃幅度和力度远超当年的 SARS，经历了 18-19 年的贸易战之后中国的进出口双双回落，但是当我们看到最近的贸易情况时候却发现贸易的变动幅度超预期的好，居然还在顺差，表现为出口下降的同时进口大幅更大幅下降。这是一种典型的衰退型贸易顺差环境，直接让我们想到了 2015 年时候的环境，下面我们来做一个简单地回顾看看衰退型贸易顺差下面大类资产变动有哪些规律。

首先，我们肯定一点目前的中国经济处在一个衰退周期问题只是到底是快速衰退（硬着陆）还是缓慢衰退（软着陆）。我们都知道不管是经济的硬着陆还是软着陆最终都会反映在资产价格上面，到底是快速下跌还是缓慢的均速下跌。可以简单地将一个国家的资产大类分成以下几种：原材料、消费品、地产、股市和债市。不同的经济活动产生不同的影响对应着不同的资产价格变化快慢和先后顺序。下面选用 GDP、上证指数和国债价格指数给出历史经济的概括。



图一、中国 GDP 变化率

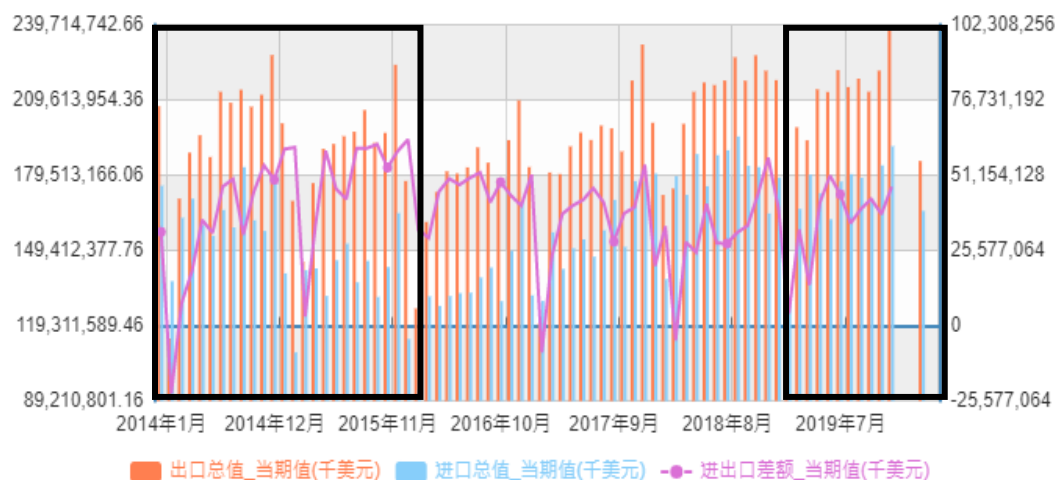


图二、上证指数

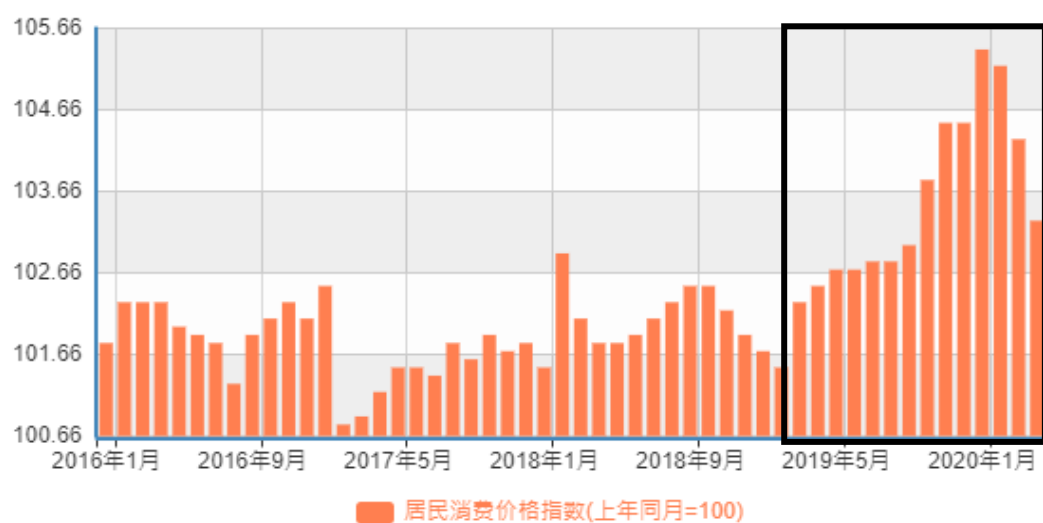


图三、十年期国债利率

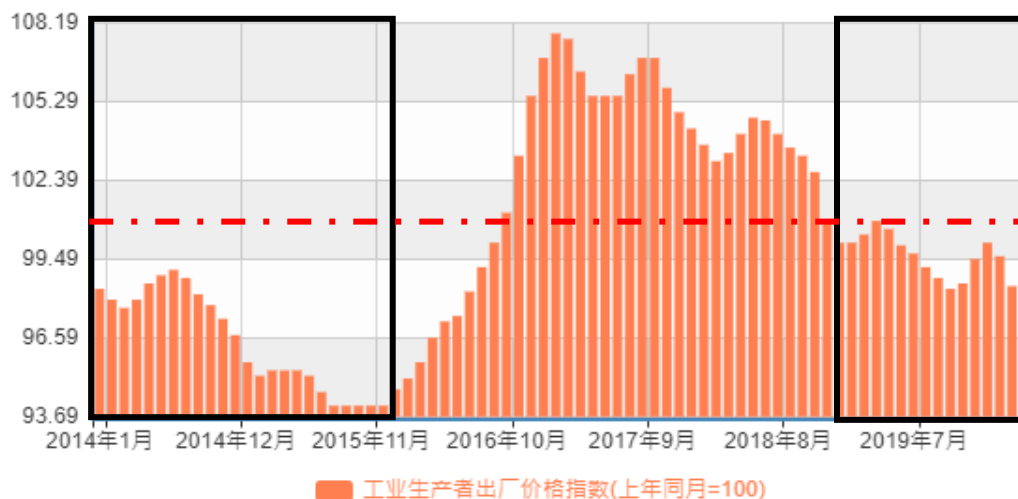
从上图可以明显看到中国经济最近几年一直都是处在下行周期的，尽管 2015 年出现了包括供给侧改革在内的一系列政策但是下行的脚步并没有实质的改变。股票市场从 2015 疯牛之后就没有多大起色，债券市场长期处在超买市场，说明经济未来预期很悲观。下面我们进入正题：最近一年连续出现的贸易顺差伴随着经济下行形成了衰退型顺差给人一种类似于 2015 年的感觉，但是实际情况是这样吗？下面我们看看 2019-2020 年对比 2015-2016 年的贸易走势和 CPI、PPI 对比图：



图四、中国进出口当期值和净出口当期值



图五、CPI 同比



图六、PPI 同比

我们都知道从 2012 年开始中国经济确定进入下行轨道之后一直到 2015 年末期可以说市场一片哀鸿遍野大多数商品价格由于需求端的疲软甚至跌出了历史最低价位。但是从 2016 年初开始受到供给侧改革影响强行进行旧产业出清商品市场大反弹甚至带领出了经济有可能周期复苏的预期。从上图的进出口贸易差可以看出 2015 年时候尽管经济已经一片狼藉国内的看空热情达到了史无前例的高点，但是贸易依然能够维持弱顺差基本盘。进口大幅下挫抵消了跟随下挫的出口影响。同时人民币在 2014-2015 年开始确立了长期贬值的趋势，这里需要说明一下人民币的价值主要还是受到政府的影响的由于人民币并不是自由流通货币，基本上使用范围仅在中国国内，人民币贬值可以很好的抵消逐年上涨的加工产业链成本。我们都知道中国经济主要依然低端制造业为主，是最大的代加工工厂，那么代加工主要的利润产生环节就是低价成本价格抢占市场。我们可以将成品价格做如下拆分=原材料价格+工资+利息+租金+利润。由于中国央行连续发行过量的人民币同时大搞基建项目来扶持农民工的基本生活水平，由于挤出效应造成了普遍的低技能劳动力的价格上涨。同时房屋价格的上涨又造成了租金价格的上涨。于是乎基本的恒等式成本端大幅上行抵消了中国出口的价格优势导致三驾马车的重要一环缺失了。那么怎么办呢？央行决定开始控制汇率让人民币贬值对冲不断上涨的出口成本价格，这里可以用一个小小的技巧：人民币贬值应该大概相当于产业链附加值中的工资上涨幅度和租金上涨幅度的总和。我们简单地用 CPI-PPI 可以大概看出这个变化的比率。（由于 CPI 是包含了劳动力和租金之后的消费品价格，但是 PPI 是商品原材料端的价格变化。）某短时间内 CPI 上行伴随着 PPI 下行不仅说明了原材料萎缩同时成品需求萎缩还说明了在产业链附加值过程中的劳动力和租金的上涨。当然这并不是一个准确的数字只是我们可以从这种变化中看出经济走势的一些端倪同时也给出我们人民币贬值想要抵消掉上涨的劳工和地租价格上涨的最小值。

我们可以看到这里由于国家统计局没有发布 2016 年以前的 CPI 数值我们暂且认为之前的 CPI 也在 2%左右因为之前的民生数据一致显示着基本消费品和民生必需品价格没有明显下跌迹象。可以看到 14-15 之间 PPI 大幅回落连年负增长，同时 CPI 还能维持稳定水平（假定），形成过一次 CPI 与 PPI 的剪刀差，这个差值我们之前分析的会直接导致人民币的贬

值来对冲劳工成本和资本成本的上涨。同时在 19 年初开始 PPI 再次进入负值区间，同时 CPI 从 19 年初开始分离狂飙，这次形成的剪刀差要比 14-15 年的更为凶猛，说明人工成本的资本成本上升速度和力度都是前所未有的。那么就需要更大量的人民币贬值来对冲这种成本上行。所以如果国家还需要保护出口的话，人民币的贬值相对幅度应该至少是从 14 年开始的到 16 年结束的那种程度下面我们来看看当时人民币贬值了多少。



图七、人民币走势 2014-2020

从上图可以看到当时的人民币从 2014 年的相对高位 6.2 左右一路贬值到了 2016 年初的 6.8，中间给出了 10%左右的贬值幅度来对冲我们 CPI-PPI 的剪刀差。再看这一阶段 CPI-PPI 的剪刀差大概有多少假定 CPI 大概在 2%左右浮动，我们看到 2014-2015 年的 PPI 从-0.5%一路跌到了 2015 年后半段的-6%，总的看来假定 PPI 的综合变化-3%左右那么 CPI-PPI 的剪刀差同比就有大概 5%，累积两年下来给出了人民币 10%的贬值空间似乎刚好符合了我们的基本逻辑 $2 \times 5\% = 10\%$ 。所以按照同样的逻辑推理过来就有整个 19 年的 PPI 综合变化-0.5%，同时 CPI 在 19 年全年综合变化 3%，那么人民币就需要对应贬值大概 3.5%来对冲成本端带来的劣势。从 19 年初的人民币价格在大概 6.7，走到目前的大概 7.1 左右基本符合贬值的需要。后市人民币走势大概率还是取决于 PPI 和 CPI 的相对变动。经过疫情影响之后可以估计后市 PPI 会持续下行同时 CPI 会继续维持高位运行，那么剪刀差短期内看不到任何弥补可能，导致的后果就是劳工和资本成本进一步上升，人民币必须贬值来对冲成本端的劣势。央行在缓解了资本外逃压力之后似乎也给人民币贬值流出了一定空间。之后的贬值预期大概会小幅高于 19 年的整体贬值幅度，也就是再给出大概 5-10%左右的人民币贬值空间，预计汇率会走到 7.5-8.0 之间再次形成平衡。

我们说人民币贬值是目前中国政府最想做的事情之一，原因很简单：首先目前没有了资本外逃压力（2015 年左右出现了明显的资本外逃压力使得央行和政府不得不采取强力管控来防止可能会出现政府破产。）然后本币贬值直接抵消了债务可以让地方政府的债务压力缓解，同时本币贬值再次提高出口优势可以帮经济转型赢得一定的时间。但是发达国家目前不乐意看到人民币贬值，日本和美国目前最不能忍受人民币贬值不然贸易逆差额将会不断扩大导致本国实体产业雪上加霜。那么中国政府可不可以不让人民币贬值呢？基本上

是不可以的！因为目前政府所做的就是想方设法的拖延经济转型的时间使得经济能够平稳的过渡到中高端产业支柱为主的模式中去。那么为了维护内部的经济稳定是必须要维持现有的经济引擎不熄火：出口+投资+消费。目前来看投资是政府主导的个重大基建项目已经基本上耗尽了可能的模式，地产也不敢再次大力开发，老一套的“铁公机”能修的都快修完了，外商也在 15 年之后大批撤离。消费只能靠拉动内需但是内需有被地产套牢，拉起来很费劲。那么出口就不能被废掉，不然硬着陆实属必然。那么为了维持出口稳定给出一定火力输出就需要考虑我们之前分析的出口相对优势。那目前来看劳工工资和地租都在不断上涨，优势大幅减少，本币不贬值的话没看到可能的道路可以走。

你可能会问了为什么劳工工资不断上涨怎么不控制一下呢？这个问题其实牵扯到了地产的基本逻辑，地方政府乱用土地财政推高了低价同时也推高了农民工工资，而农民工涨工资其实是政府希望看到了，不然就像上面那样如此高涨的 CPI 势必导致底层农民不聊生，政府完全直到底层如果乱了是啥后果。所以超发的货币流入地产地产在分出一部分给底层民众这样确保了底层民众的生活开支。这一点从目前中国的种地农民越来越少但是外出务工人员急剧增加就能看得出来。这么一来导致一个大问题就是地产开发的高工资溢价对别的行业特别是低技能加工制造业产生冲击，使得他们的工资不断上涨不然一个身强力壮的劳工完全可以选择去更多油水的地方工作。但是不这么做又不能帮助底层对冲掉一路飞涨的 CPI。那么中层人民就被无情地牺牲掉了，主要就是让所有中层人民的存款变成了厕纸。于是看到这个趋势的中层人民就急着找到救命稻草：贷款投资房地产。因为超发货币带来的副作用就是抵消债务压力，因为当所有的存款都变成厕纸以后所有的债务也就跟着变成厕纸了。于是这个经济大循环如火如荼的展开了：底层兴高采烈地外出务工不进行粮食生产，中层争先恐后的贷款买房生怕被屠杀，高层因为第一手资金优势拿到最低成本的资金根本不需要工作。

现在的环境像极了 2014-2015 年的时候，供给侧改的价格红利消失 CPI 和 PPI 的剪刀差回到当时的水平，整体经济再次迎来明显的下行压力。供给端的收缩已经大幅拉低了库存现在轮到需求端大幅收缩了。随着出口贸易受阻，需求端情况目前来看只能更差，那么接下来的走势就成了供给端基本上是弱势不变的定局，需求端随着产业出清逐步减少，这像极了 2014-2015 年的大环境悲观预期时候的走势。只是当时的环境是供给端处在高位并且暂时不变，需求端开始从高位大幅下行，形成了供过于求的关系。而现在呢？供给端处在低位，需求端从之前的低位在进一步收缩，再次形成了供过于求的局面。相对关系上是一致的，但是绝对数量上一个在高位一个在低位仅此而已。所以下行基本还是定局。

后市大概率会怎么演变呢？我们之前说了资产价格出发点都在两个率：利率和汇率。目前来看要保住经济不崩盘出口一定要保护，那么人民币明面上对外承诺不贬值，内部也要悄悄贬值，而且央行明显已经在这么行动了。后市汇率大概率会阶梯性的贬值一直到 7.5 以上。那么受到外汇影响主要的商品就要上涨，主要的进口必需品势必要涨，所以农产品看涨。主要的出口产品在人民币汇率贬值对冲成本端劣势之后会开始和汇率走势脱钩，基本上会震荡下行为主。黑色系受到政府对地产的调控力度影响资金分流到产业层面会减少，需求端进一步下行会开始回吐供给侧改革带来的价格红利，如果你看过黑色系产业链的总体企业应收毛利率就会发现他们大多有 30+%这是完全不符合市场经济的，后市需求

端进一步下降来匹配被供给侧改革砍掉的供给端输出，最后肯定要回吐这部分超额利润，所以预计会跌回合理的价格水平修正企业的超额利润。有色金属是明显的工业景气度风向标，后市 PPI 恐怕很难有起色，所以整体来讲有色还是震荡下行趋势为主的。现在看来寻找合适的机会多农产品，等待有色和黑色反弹之后做空是比较合适。债券市场受到 PPI 持续下行影响还是要接着涨的，不然楼市开始熄火股市不温不火资金没有更多的地方可以去了，最后还是形成和日本美国一样的逻辑：买什么都不放心只好放进债券市场了。这么一来市场利率会接着下行，这一衡量指标包括黄金-铜和黄金-白银的相对价差会维持在高位或者走出新高。同时债券市场维持强势叠加人民币贬值会打消外资热情，内盘股市继续存量博弈，涨起不来。国人看到股市涨不动会分钱出来继续买房，所以地产的存量周转还是会一直持续的只是新增项目不会好过。

总结一下：这是典型的衰退式顺差环境，为了维稳必须保护出口让人民币悄悄的缓慢的贬值，市场利率受到经济下行预期继续下跌，依赖进口的必需品势必涨价，那么 CPI 近期也很难下去。受到供给侧改革错配的供需开始回归，前两年的超高贸易率随着需求端大幅下行开始回吐，那么 PPI 还是很难起来。剪刀差估计还是会存在，继续挤压人民币贬值。最后通胀预期起不来地产价格也下不去，差预期伴随着贬值压力和债券市场超买导致股市基本上不会有任何起色，商品市场会严重分化。