

我想分享的一个观点就是汇率对资产价格是有影响的，而汇率对资产价格的影响主要是通过汇率的预期来影响资产价格，或者汇率的升值，或者汇率贬值，进而影响资产价格。

汇率波动与资产价格

■ 王庆 上海重阳投资管理有限公司总裁、合伙人,博士

利用这个机会插播一下关于金融市场的讨论，新供给论坛关注中国经济增长的前景和动力，尤其是改革，但是我们对短期的问题也要关注。我想分享的一个观点就是汇率对资产价格是有影响的，而汇率对资产价格的影响主要是通过汇率的预期来影响资产价格，或者汇率的升值，或者汇率贬值，进而影响资产价格。

第一个案例，升值过程中汇率和资产价格的关系。自 2005 年汇改以来，汇率和房价的轨迹很像，拐点不一样，房价的拐点提前汇率的拐点一年到一年半的时间，这是一个观察。

另外一个观察。在 2005 年 7 月份人民币汇改开始，7 月 22 号人民币开始升值，这个过程首先是我们股票市场做出了比较强烈的反应。2005 年人民币升值压力是比较大的，升值预期比较强烈，普遍认为要升百分之三四十的。在资本市场里，预期本身是要以某种方式实现的，如果预期汇率升值的话，那就意味着以人民币计价的资产价格换成美元的话都是要升值的。所以，这是一个预期。这个预期在实践中如何实现呢？正常的是汇率升值，然后所有的东西都值钱了，这就实现了。但是我们汇率没有一次性升值，相反是渐进性的升值，这使升值预期得以进一步强化。所以，这个预期就会体现在中国资产的人民币价格的快速上升。由于股票市场的流动性比较强，反应比较快，所以，我们看股票市场实际上在 2005 年汇率开始升值之后快速上涨。所以，解读 2006 年、2007 年的股市泡沫的触发因素

应该是人民币汇率升值预期的加强。

股票市场流动性比较强，总是要超调的，刚开始涨百分之三四十，随后就是泡沫的生成和破裂的过程。由于股票市场对汇率预期的提前调整，在 2009 年之后汇率的波动几乎跟股票市场没关系了。但是房地产市场流动性不如股票市场，它的反应要慢一些。

我这里面做一个可能具有争议性的判断，如果没有 2005 年以来人民币的渐进性的升值的话，很可能中国房地产市场的繁荣不会持续这么长时间。所谓中国房地产价格的泡沫也不会这么大，也可能不至于出现与房地产相关的所有产业链的如钢铁、建材等行业产能过剩的严重状况。我想强调的不是说汇率本身这个因素有这么大的决定作用影响中国房地产市场的整体趋势，以及整个行业的变化，但是它发展到这样一个极致的状态，这个极致状态本身是与汇率和汇率的升值预期是有关的。如果没有汇率的因素，房价会涨，股价也会涨，但是可能不会出现 2006 年、2007 年泡沫性质的股票上涨，也不会出现这么长时间的房价的持续上涨，以及房地产相关行业的严重的产能过剩。所以，汇率预期对资产价格波动的影响，这是我们升值过程中的一个观察。

上海的房价表现得跟全国不一样，它在 2005 年到 2014 年这个阶段是一个整体的趋势，跟全国趋势是一样的，但是随后就会有分化。中国房地产市场就跟刚才刘主任讲的，中国房地产市场已经到了一个阶段，这个阶段就是拐点，拐点之后它的主题是分化，一线城市的房价的变化将会跟全国其他地区不一样，这是讲的第一点——用过去升值过程的汇率和资产价格的关系来试图说明汇率的预

期与资产价格的波动。

用最近的变化来帮着理解一下，在汇率贬值的情况下对资产价格的影响。汇率贬值对资产价格的影响从机理上讲和升值对资产价格的影响是一样的，只不过方向是不一样的。人民币汇率，以及中国上证综指之间的关系，简单说中国股票市场从 2014 年下半年开始涨起来——我们判断经历了三个阶段：第一个阶段 2014 年下半年。2014 年首次降息之后市场形成了货币政策宽松预期以及利率下行的非常强烈的预期，经过 2014 年一次降息，2015 年五次降息之后，利率下行触发风险资产价格的重估，从 2000 点涨到 3500 点以上的过程可以简单理解成“利率下行引起风险资产价格的重估”。随后股票市场会形成泡沫——泡沫的特征就是高估值和高杠杆——股票市场 5000 点的时候创业板的平均市盈率高估值的现象是比较突出的。既然是资产价值泡沫它就会破，什么原因引起它的破裂反而不重要了。从 2015 年 6 月中旬到 7 月中旬市场股市泡沫的破裂这个过程就是降估值、降杠杆的过程。

实际上股票市场调整从 5000 点之后有三波调整，第一波是泡沫的破裂——市场在 2015 年 7 月中旬到 8 月上旬期间稳定在 3400 点到 3900 点期间；随后还有另一波的调整——8 月份市场的调整，又出现了 30% 的下跌；还有今年年初的调整超过 20% 的调整。继系统性风险在中国股票市场上的集中释放，系统性风险的触发因素是汇率的异动。2015 年 8 月 11 日那一周，人民币汇率短期出现比较快速的将近 4% 的贬值，年化贬值率超过了 70%。为什么用年化贬值率？当时大家不知所措，汇率长期以来一直稳

定，甚至升值，突然贬值不知所措，于是资本市场做一个线性外推——年化贬值率一定反映市场的预期，所以，股票市场有这样一个调整。

再次回到汇率跟市场的关系，是汇率贬值的预期对资本市场的影响。因为我们小幅的汇率贬值没有消除贬值的预期，反而强化了贬值的预期，我们的股票市场就会像当年升值一样做出超调，而这个超调的另外一个原因就是中国股票市场是中国金融市场体系中唯一没有刚性兑付的市场。所以，中国经济或者中国金融体系任何的风吹草动或者系统性风险的上升或者资本市场对于系统风险的重新定价都集中过度地反映在股票市场。

我们第三次也很像——机理上很像。今年初测算一下那段时间的年化贬值率是 55%，加上股票市场熔断机制启动的影响，市场跌了超过 20%。需要提醒的是，9 月中旬到去年底这段时间，人民币汇率也是在贬值的，但是它的年化贬值只有 3%。所以，股票市场对它已经免疫了，没影响了，股票市场反而在涨。所以，汇率的变化，汇率贬值或者汇率升值本身对于资产价格的影响是相当有限的，但汇率的升值或贬值预期对资产价格的影响是非常大的。这点对我们分析资本市场的变化是和重要的。

这里面很重要的一个前瞻的判断，姚所也做了阐述，我们现在从政策组合上讲已经表现出比较明显的特征，就是我们汇率要维稳。汇率要维稳，资本账户管制要加强。同时，如果汇率稳定，这种贬值对于经济的支撑作用就不能得以充分发挥，这种情况下国内的财政货币政策只能作为补充来支持内需——大概这样一个特征。实际上我们回头

看，这个特征过去出现过。2008 年夏天到 2010 年夏天人民币兑美元是稳定不变的——尽管在一个长期的升值过程中有一段时间汇率兑美元是不变的，那段时间正好国际市场动荡，会对人民币当时也有一些压力的。所以，我们就会稳定人民币汇率，进而稳定系统性风险的预期。经过一段时间以后再回正常。所以，我们判断经过前两次调整之后，汇率形成机制调整之后未来相当长的时间汇率会保持稳定——这个稳定要持续相当长的时间，很重要的保证就是充裕的外汇储备。所以其变化是特别值得关注的。因为如果汇率有贬值压力的话，要么表现出汇率的贬值，要么表现出外汇储备的减少，两者必有其一发生。这方面可喜的变化，我们经过去年底与今年初外汇储备的迅速下降之后，实际上外汇储备下降的速度已经迅速收敛，2 月份外汇储备减了 280 亿美元，中国的 3 月份外汇储备甚至增加了 100 多亿美元。所以，这对稳定预期会有帮助。再加上其他方面的措施，我们判断汇率会在未来相当时间内，也许今年之内甚至未来到明年都有可能保持稳定。根据刘主任的分析，如果我们在 2016 年下半年或 2017 年上半年经济增速触底，甚至出现稳定的话，这两年期间会发生很多积极的变化，包括国际市场美国联储和其他一些主要央行的行为。所以，我们通过以时间换空间的方式获取一个有利的时间窗口稳定，从而为我们的供给侧改革争取了时间。所以，这是我如何理解汇率政策变化对资本市场的影响，进而对我们中长期经济增长和改革进程能够带来的一些积极的帮助。

短期回升还是触底

■ 刘世锦 国务院发展研究中心原副主任，中国新供给经济学 50 人论坛主任

(上接 01 版)

2009 年、2010 年的时候，我们做一个研究中国经济将会下一个比较大的台阶，当时很多人不相信，因为那时候认为高增长理所当然的，但是现在反过来，我们不要太悲观，中国经济已经非常接近底部了；一季度的变化很难确认，我们还是要进一步确认。当然，触底以后是怎么一个状况？有人说触底了不会大幅度反弹，不会的。触底的含义就是不会更低了，它将来最可能的形态就是一个大的 L 型，L 型的底部有一个小的“W”型，就是一些小的波动。如果能进入这样的平台以后，这个平台维持 5—10 年的时间，这样我们中长期发展目标还是有一个比较好的。

这里面强调供给侧改革。触底成功一个必要的条件就是去产能，去产能是供给侧改革的首要任务，必须在一两年内见效。供给侧的改革真正解决中国经济的深层问题，我们提升信心很大程度上是你开始面对问题准备改革。所以，对中国经济的评估要考虑这些因素。

供给侧改革是长期繁荣稳定的根本之道

■ 姚余栋 中国人民银行金融研究所所长，中国新供给经济学 50 人论坛副秘书长

(上接 01 版)

还有很重要的一点，现在国务院已经开始在推动债转股，银行股也将会触底反弹。在这里，我强调一定要债转股优先股。我们以前担心银行，实际上坏账率是完全可以控制的，补充资本金，包括企业去杠杆，这是一个大招，一石三鸟，既帮助企业去了杠杆，也相当程度上化解了未来银行体系积累的风险，还有帮助我们丰富了整个资本市场。

总体想跟大家汇报的就是，我们从一季度将进入两年期的新常态繁荣，而且这个新常态繁荣不一定是 GDP 每个季度都高，不一定是这样的，但它就是带有一定的正反馈形势的。人民币参考一揽子基本稳定，我们资本市场发展也不错，互联网金融整治也将开始。经过这次整治，两年之后一定是我们互联网金融行业非常好的。我们服务业的生产率也在提高，房地产投资已经触底了。

总体来说，每个人心中都应该有一个“新常态繁荣”，就像每个人理解的哈姆雷特都是不一样的，但是“新常态繁荣”可不要忘了我们要干什么，“不忘初心，方得始终”。我们初心就是落实中央供给侧改革，我们一定要汲取日本的经验教训，在上世纪 80 年代的时候，忽略了供给侧改革，90 年代就完了，今天它是进入 QQE3 还是不搞 QQE3？多么艰难的抉择。所以，供给侧改革是我们长期繁荣稳定的根本之道，把中央的供给侧改革落到实处才能让新常态繁荣持续更久时间。

(完)

经济形势预测与供给侧改革

■ 管清友 民生证券研究院院长、博士

我跟大家分享四个方面：对短期的判断、中长期的判断与 2002—2007 年的对比、资产轮动的新逻辑新特征、关于供给侧改革的一些观察和判断。

第一，短期的判断。现在经济学界对经济企稳、略有反弹是有共识的，对于三季度、四季度是不是会持续反弹是有分歧的。一季度我们看到经济数据没有表现出来，但是在信贷数据上已经表现出来，有钱，但不太任性。尽管 2 月份银行做了一定的控制，新增信贷大幅回落，但是 1—2 月份新增信贷仍然创出了历史新高。但是我们在一季度看到与实体生产关系比较强的水泥价格并没有明显的反应，实体经济也没有明显的反应，主要是有一个时间差，钱都去哪里了？钱在路上。一季度新增信贷的放量不完全是季节因素，也不完全是银行抢贷，包括美元债务人民币化的反应，更主要的还是实体融资环境改善了，地方投融资平台松动，专项建设基金下放，PPP 项目持续落地，去年四季度以来 PPP 项目签约率出现了一个比较大幅度的上升。

今年政府项目下放，以及银行放款的速度明显加快，项目开工主要体现在二季度。所以，我们现在基本的结论是，从经济增长指标的角度来看，可今年年内二季度可能是一个高点。一季度大家看到经济还有下行压力，汇率还有贬值预期，包括通胀上行。到二季度应该说是一个难得的窗口期，经济企稳反弹，汇率企稳。通胀我们也不是特别担心。房地产大家看到是一个趋稳反弹的表现。

我讲一点担心就是关于汇率，我不是特别同意现在在汇率就企稳的判断，当然从官方的角度是必须这么说的，即便我们考虑到经济，按照刘主任刚才讲可能在 2016 年下半年或者 2017 年上半年能够企稳反弹触底，再加上美联储汇率的判断，但是我们必须考虑到一个因素，最近这几年来，其他国家有非常详细的一些研究，它们的汇率贬值程度是比較大的，现在在人民币还是有贬值压力的。下半年还有小幅回落的可能，经济的后劲是不足的。通胀可能会有所回落。美联储加息下半年可能成为一个比较重要的观察点，房地产投资再次回落。为什么二季度反弹？高频和领先指标确实显示在反弹，主要是项目开始开工了。

重点讲一下融资的问题。有钱了，项目开工了，专项建设基金在 2016 年第一批 4000 亿已经下放，未来可能面向市场发行，全年可能接近 20000 亿的规模。PPP 从财政部推出的项目库角度来看可能有 8.3 万亿——二季度应该进入项目开工的旺季。专项建设基金现在也不仅仅是进入 PPP，实际上通过不同的形式给了很多上市公司，通过企业扩大再投资的方式去启动投资，这应该是今年一个新的方式。

二季度我们想在不发生其他变化的前提下汇率是一个比较稳定的窗口期，我们现在在做金融市场监管研究不能想当然，我们现在也在担心货币当局借助比较稳定的窗口期进一步释放我们汇率贬值的风险，什么时候发生也不知道，也有可能不发生，我们有这种担心。通胀大可不必太过担心，短期的反弹，包



方式和选择。经济周期被人为地拉长，所谓以时间换空间，流动性几乎以快于经济一倍多的速度增长，资产轮动非常快速，而且非常难以找到特点。我们不妨梳理一下 2012 年以来资产轮动的情况。2012 到 2013 年信托市场非常火爆，2013 年打击金融机构非标业务，以至于引发了 2013 年五六月份大家都知道的银行间市场流动性短缺，也就是老百姓说的钱荒。其实 2013 年开始股票市场中小板、创业板的牛市启动，2014 年应该说在中国资本市场非常刻骨铭心的一段经历 2014 年 7 月份到 2015 年 6 月份股票市场杠杆牛市，随后 2015 年 6 月中旬开始股灾，泡沫破灭。股市泡沫破灭之后，紧接着而来的是债券市场的泡沫化牛市，从 2015 年 7 月份，应该说持续半年，一直到现在整个债券市场出现了一个比较大的杠杆市或者更大各一个牛市。我们看到的股票市场是场外投资非常兴盛，债券市场杠杆也是非常明显的。从 2015 年四季度开始到 2016 年一季度房地产市场甚至都泡沫化、杠杆化，这一轮很重要的特点是杠杆化，也就是流动性太过充裕，不停地在不同的资产中轮动。轮动实际上是一个重性词，就是瞎炒。

现在大家看到资产轮动的新逻辑，速战速决，因为预期不明朗，投资者行为短期化，再加上杠杆资金。所以，导致各类流动性在各类资产中快速的轮动，找个理由就过去了，很多是借助政策松动的理由，可能借助预期的理由，可能借助一个说着说着自己都信了的理由。流动性在流向所有的价值洼地，并迅速地将其覆盖。这种时候在投资的领域里会发现，等抢到的时候已经到了高点；很多机构也好，投资者个人也好，特别容易充当接盘侠的角色，这是资产轮动的特点。

传统的池子还能不能承载流动性，可以用 M2 规模，银行理财资金的规模刻画，无论哪种，现在能承载流动性的几个基本的池子空间有多大。第一，房地产。房地产存量是 200 万亿的规模，但是我们知道增量不大，特别值得投资的增量不大。股票市场市值是证券化率还是偏低的，但是我们在中小板、创业板估值是偏高的，主要是因为我们特定的发行制度，现在还是核准制。在推进注册制的过程中，我们又发现在存量 A 股市场上如果生硬地推动注册制可能会带来一系列问题，因此现在也比较谨慎。再就是债券市场容量还是不够的，新三板市场会成为一个增量，总体上它的规模比较小。PPP 也是一个新的池子，但是现在容量也不大。艺术品市场容量大小，