

学术支持:
清华大学新经济与新产业研究中心
中央财经大学中国改革和发展研究院
高级顾问:张文台(全国人大环资委第十一届副主任)
编委:管益忻 陈宇 刘涛雄 黄文夫 启文 赵红
李千 吴明伏 白卫星
编委会主任:管益忻
副主任:陈宇 刘涛雄 丁茂战
主编:管益忻
常务副主编:启文 副主编:白卫星
编辑部副主任:刘立华
主编助理:方芳



学术顾问:(按姓氏拼音排序)

巴曙松	蔡继明	陈东琪	陈栋生	陈全生
程恩富	迟福林	戴圆晨	范恒山	樊纲
高尚全	顾海兵	葛志荣	贺茂之	洪银兴
黄范章	贾康	江春泽	金碚	李成勋
李江帆	李文文	李维安	刘诗白	刘伟
茅于軾	任玉岭	宋洪远	宋守信	宋聃
谭崇台	王东京	卫兴华	魏志东	吴澄
徐长友	晏智杰	杨家庆	杨启先	张曙光
张晓山	张卓元	赵人伟	郑新立	朱铁臻
周叔莲	周天勇	邹东涛		

第180期(总第292期) 2016年12月30日 星期五 丙申年十二月初二 投稿邮箱:jxjzb@163.com 地址:北京市海淀区大慧寺路8号 邮编:100081 电话:010-62135959 本刊订阅方法:网易“云阅读”搜索“经济学家周报”即可订阅。本报所刊载文章系作者观点,均不代表本报意见

人民币贬值压力并非凭空而来,而是中国经济基本面与美国相比弱化所致,而基本面因素远比预期因素重要。

人民币汇率:2016年回顾与2017年展望

■ 张明 中国社科院世经政所国际投资室主任

2016年人民币汇率走势回顾

2015年12月31日至2016年12月19日,人民币兑美元汇率中间价由6.4936下降至6.9312,贬值约6.7%。2015年12月至2016年11月,人民币兑美元、欧元与日元的月度汇率分别贬值了6.0%、5.1%与19.4%。同期国内国际清算银行计算的人民币名义有效与实际有效汇率均贬值了6.6%。与2015年12月31日相比,截至2016年12月16日,中国人民银行公布的人民币兑CFETS、BIS与SDR货币篮的汇率指数各自贬值了5.9%、5.3%与3.1%。不难看出,贬值,是2016年人民币汇率的最重要关键词。

人民币贬值压力从何而来:基本面议比预期重要

很多学者都在强调,中国经济增速依然在全球名列前茅,中国依然有着规模庞大的经常账户顺差,因此,人民币兑美元汇率没有持续贬值的基础(“人无贬基”已经成为2016年热词)。因此,人民币之所以兑美元贬值,完全是人民币贬值预期惹的祸。而目前业界有两种消除贬值预期的建议:一是降低或取消央行干预,让汇率在更大程度上由市场来决定。这意味着在当前的环境下可能有一次性大幅贬值,而在此之后,持续的贬值预期将会消失;二是重新在当前水平上盯住美元,通过央行的强烈干预来稳定预期。笔者并不否定汇率预期的重要性,事实笔者完全赞同上述消除贬值预期的第一种建议。然而,笔者试图指出的是,人民币贬值压力并非凭空而来,而是中国经济基本面与美国相比相对弱化所致。在判断人民币贬值的方向上来看,基本面因素要远比预期因素重要。

研判汇率有很多模型。笔者喜欢用一个三因素框架来判断双边汇率的走势,也即短期看两国利率之差,中期看两国通胀率之差,长期看两国投资回报率之差。在短期内,利差扩大将会推动高利率货币升值,而利差缩小将会推动高利率货币贬值。在中期内,通胀率更高的货币将会面临贬值压力。在长期内,投资回报率下降的国家将会面临贬值压力。

如果我们考虑中美3个月银行间市场利率,那么该利差在2009年之后迅速扩大,最大时差距超过6个百分点。在这一背景下,一定会有大量的主体在境外借入美元,并通过各种途径将美元资金输送回中国境内套利。这种套利交易将造成国内外市场上美元供过于求,从而推动人民币兑美元升值。然而,从2014年至今,一方面随着中国宏观经

济增速的下降,中国央行开始不断降息降准,中国国内银行间市场利率水平显著下降;另一方面随着美国退出量化宽松与步入新的加息周期,美国国内银行间市场利率水平显著上升。中美利差的显著收窄无疑会导致上述套利交易的逆转,也即投机者开始卖出人民币买入美元,并将美元资金输送到境外偿还相关贷款。这种套利交易的逆转将会导致国内外汇市场上美元供不应求,从而推动人民币兑美元贬值。

过去10年间,除个别时期外,中国CPI同比增速持续高于美国CPI同比增速。这意味着,从购买力角度来看,人民币在中国国内购买力的缩水速度要快于美元在美国国内的购买力缩水速度(从商品的视角来看如此,从资产尤其是房地产的视角来看更是如此)。换言之,在购买力平价方面,人民币兑美元汇率持续面临贬值压力。

过去10年间,中国投资回报率持续高于美国,这是推动中长期资金流入中国,进而推动人民币兑美元升值的重要动力。然而,近年来随着劳动力成本的上升、制造业过剩产能的凸显、真实融资成本的上升以及金融风险的显性化,中国的投资回报率显著下滑。如果用上市公司的ROE来衡量,目前中国上市公司的投资回报率已经低于美国上市公司。投资回报率的下滑是造成人民币兑美元汇率贬值的深层次原因。

综上所述,短期内中美利差的收窄、中期内中国通胀率显著高于美国、长期内中国投资回报率的快速下降,是人民币贬值压力之所以形成的基本面方面的原因。展望未来,其一,2017年美联储有望加息2-3次,而中国货币政策将会大致维持中性,这意味着利差将会继续收窄;其二,2017年中国通胀率将会继续高于美国,而M2/GDP超过200%意味着未来如果管理不善,中国通胀率可能显著上行;其三,如果结构性改革依然知易行难,在中国国内难以被推动,那么人口结构的老化、产能过剩与储蓄率下降可能继续导致国内投资回报率下滑。

上述分析意味着,除非十九大中国政府能够推出令市场振奋的结构性改革方案,否则人民币兑美元汇率仍将持续面临贬值压力。

中间价定价新规稳住预期了吗?没有

在2015年811汇改之前,中间价管理一直是中国央行得心应手的汇率维稳工具。为了让人民币更快地加入SDR,中国央行在811汇改初期一度放弃了中间价管理,而让人

民币兑美元汇率中间价直接等于前一日收盘价,这实际上意味着人民币汇率已经实现了自由浮动。然而,811汇改之后人民币兑美元汇率在短期内的大幅贬值,使得央行不得不调整中间价定价模式。

从2016年起,中国央行开始实施新的人民币汇率中间价定价模式。当做市商向中国外汇交易中心报价时,其中间价报价需要同时参考两个目标。第一个目标是前一日收盘价,第二个目标是为了维持人民币兑篮子货币汇率在过去24小时保持不变所需要的人民币兑美元变动幅度。从央行向市场给出的案例来看,央行事实上赋予了这两个目标各自50%的权重。

回顾2016年全年人民币兑篮子汇率的运动,我们可以清晰地将它划分为两个阶段。第一个阶段是上半年,人民币兑篮子汇率显著贬值;第二个阶段是下半年,人民币兑篮子汇率大致保持不变。笔者将此概括为人民币的“非对称性贬值”模式。换言之,人民币汇率变动,在很大程度上取决于美元汇率变动。当美元指数显著升值时,人民币会选择盯住篮子货币,而对美元贬值,这就是2016年下半年发生的情况。反之,当美元指数显著贬值时,人民币会选择盯住美元,而对篮子货币贬值,这就是2016年上半年发生的情况。

为什么人民币汇率在2016年会呈现出这种“非对称性贬值”的走势呢?笔者的猜测是,中国央行认为,人民币兑CFETS货币篮的初始值(100)水平过高,以至于人民币有效汇率存在高估,因此需要在市场环境适宜(美元走弱)的背景下,通过人民币兑篮子货币的贬值来释放贬值压力。

然而,这种“非对称性贬值”的最大问题,在于给市场主体营造了一种无风险套利机会。试想,在上述非对称性贬值的背景下,买入美元卖出人民币的交易将会是只赚不赔的。当美元指数走弱时,这种交易不赔不赚,而当美元指数走强时,这种交易获利不菲。换言之,人民币在2016年的“非对称性贬值”现象非但不能稳定人民币汇率预期,反而会加剧市场上的贬值预期以及做空行为。

最后,在2016年下半年,由于美元指数持续走强,中国央行选择人民币盯住篮子货币,而让人民币兑美元的双边汇率显著贬值。换言之,2016年下半年的人民币兑美元贬值,的确可以基本上用美元指数的升值来解释。但是反过来说,如果中国央行选择维持现状,那么只有2017年美元指数继续走强,那么市场自然就会预测人民币兑美元汇率将会继续持续贬值。

笔者认为,当前以“收盘价+篮子汇率”为特征的人民币中间价定价新规的根本问题,在于将“自由浮动”与“盯住一篮子”这两种截

然不同的汇率制度,用各自50%的权重生硬地捆绑到一起。这种混合型制度的好处在于可以使得市场主体预测短期的中间价变得非常困难,能够在一定程度上造成预期分化。但是,这种制度的最大坏处在于,它缺乏经济学理论的支撑,也没有国际先例可循。一般而言,“自由浮动”汇率制度的好处在于可以出清外汇市场,消除持续的本币高估或低估,“盯住一篮子”汇率制度的好处在于可以稳定对外贸易。而当前“收盘价+篮子汇率”的中间价定价新规,在特定情形下,可能既难以出清外汇市场,也难以稳定对外贸易。对中国这样的大型开放经济体而言,最终我们必然会选择“自由浮动”的汇率制度,因此“收盘价+篮子汇率”的中间价定价新规很可能只是过渡时期的权宜之计。

保汇率,保资产价格,还是保储备?

在2016年,中国市场上流行一种一种说法,也即中国央行在保汇率与保资产价格(特别是保房价)之间首鼠两端、难以抉择。一方面,如果要保汇率,中国央行需要提高国内利率水平,而这可能导致房价崩盘;另一方面,如果要保房价,中国央行需要降低国内利率水平,而这可能导致本币汇率加速贬值。

笔者并不同意这种说法。主要原因包括:第一,无论是房价还是汇率都受到多种因素的影响,利率只是多种因素之一,而且在很多情形下都未必是最重要的因素;第二,在特定情形下,汇率与房价的运动方向是相同的。例如,如果市场上存在持续的人民币贬值预期,由此驱动的资金大规模外流将会同时造成本币汇率贬值与房价暴跌。

不过,笔者认为,在保汇率与保储备之间,倒是存在一个替代关系。一方面,如果要在基本面存在问题的前提下维持汇率在当前水平上保持稳定,那么市场上将会存在持续的本币贬值预期,由此驱动的资本外流将会造成外汇储备水平下降;另一方面,如果要维持外汇储备规模大致不变,就需要消除持续贬值预期,这就意味着要降低央行对市场的持续干预,而在当前环境下,这就意味着人民币兑美元汇率可能面临一次性大幅贬值。

基于如下原因,笔者认为,保储备应该成为当前中国货币当局的选择:第一,中国4万亿外汇储备的绝大部分,是中国过去通过持续的贸易顺差积累起来的,对于我们通过出口宝贵资源换来的外汇储备,我们理应有更加合理的用途,例如进口大宗商品、先进技术、人力资本等,而不是在外汇市场上简单地通过公开市场操作卖掉;第二,迄今为止中国

央行出售的9000亿美元左右的外汇储备,只有很少一部分是由国内普通居民购买的(这可以说是藏汇于民),而很大一部分则为套利投机者所购买或本国富豪用于资金跑路,不能一律用“藏汇于民”来解释并合理化;第三,数万亿美元外汇储备有助于在M2/GDP比率超过200%的前提下稳定市场对中国金融体系与人民币汇率的信心,其快速损耗很可能加剧国内信心的恶化,从而驱动资本外流与国内金融风险暴露的恶性循环。

事实上,为了节约外汇储备的消耗,中国央行已经从各方面收紧了资本外流的管制,这有助于从源头上降低换汇规模。然而,更加治本的方式,是中国央行降低甚至取消对外汇市场的干预,让人民币汇率在更大程度上由市场供求决定,这样才能从根本上消除人民币持续贬值预期。当然,利用十九大的时间窗口释放推动结构性改革的信号,也有助于成功地稳定市场预期。

2017年人民币汇率走势展望

如前所述,2016年下半年,人民币兑美元汇率的大幅贬值,很大程度上可以用美元指数一路走强来解释。因此,对美元指数的判断,对判断人民币汇率的未来走势非常重要。笔者认为,2017年的美元指数很难复制2016年下半年的强势上升态势,而是可能在100左右上下波动。这是因为,市场似乎对特朗普冲击过于乐观了,特朗普政府究竟能够出台多大程度的宽松财政政策,美联储究竟能在2017年加息几次,目前都面临较大不确定性。笔者认为,105与110将成为美元指数上行的两道重要阻力线。

考虑到利差收窄、投资回报率下降、金融风险显性化等因素,笔者认为,2017年人民币兑美元汇率依然会面临贬值压力。不过,考虑到美元指数上升空间有限,笔者认为,到2017年年底,人民币兑美元汇率可能贬值至7.3%左右,这意味着2017年人民币兑美元汇率仍有6%左右的贬值空间。

当然,笔者做出上述预测的前提是,中国央行不会改变“收盘价+篮子汇率”的中间价定价模式。其实,笔者比较期待的是,当美元指数在2017年开始回落时,人民币兑美元双边汇率将会如何变动。如果届时人民币兑美元汇率开始升值,这将有助于提振市场主体对于中国央行维持人民币兑篮子货币汇率稳定的信心。而如果届时人民币再度盯住美元,而对篮子货币贬值,这将进一步强化人民币“非对称性贬值”模式,从而将会继续强化市场上的人民币兑美元单边贬值预期。人民币汇率何去何从,让我们拭目以待。

展望2017年,中国债市面临的影响因素大体可分为三类,不利的、有利的和不确定的,其中不利因素居多。

2017年中国债市形势展望

■ 蔡浩 中国首席经济学家论坛高级研究员

不同于2015年的大牛市,2016年中国债市的走势大体可以分为两个阶段:前三季度在流动性较为宽松的情况下,债市收益率虽有起伏,但整体波动不大,利率债和信用债大都位于各自均衡点位上下徘徊;而自三季度开始,央行出于降杠杆的目的,对流动性采取锁短放长措施,随着四季度金融体系流动性有所收紧,美联储加息概率增大继而于12月中旬加息靴子落地,债市收益率陡升,10年期国债收益率一度较年中低点高出近60bp,已经步入技术性熊市。

在内生和外生因素的影响下,附有较高杠杆的中国债市也于年末呈现出其脆弱的一面,美联储加息并附加的流动性预期的变化引发了国内债市暴跌,国内债市暴跌引发了技术性违约和萝卜章事件,一度有引发中国债市代持危机的迹象,随后监管机构果断出手干预和调停,债市于年终暂时恢复平稳。展望2017年,中国债市面临的影响因素大体可分为三类,不利的、有利的和不确定的,其中不利因素居多,这些因素的叠加将影响2017年的债市走向。

四大不利因素

首先是宏观经济政策的影响。在12月中旬结束的中央经济工作会议上,中央政府提

出“要把防控金融风险放到更加重要的位置,下决心处置一批风险点,着力防控资产泡沫,提高和改进监管能力,确保不发生系统性金融风险”,与前两年的会议公告相比,将防风险、特别是防范金融风险放到了更加重要的位置,房地产泡沫风险和债市高杆杆风险首当其冲,这势必会影响央行货币政策的施策重心。而在降成本方面,今年中央经济工作会议强调的是“要在减税、降费、降低要素成本上加大工作力度”,这与去年会议专门提到的“要降低企业财务成本,金融部门要创造利率正常化的政策环境,为实体经济让利”侧重点明显不同。

而对货币政策和流动性的表述上,今年是“货币政策要保持稳健中性,适应货币供应方式新变化,调节好货币闸门,努力畅通货币政策传导渠道和机制,维护流动性基本稳定”,去年则是“稳健的货币政策要灵活适度,为结构性改革营造适宜的货币金融环境,降低融资成本,保持流动性合理充裕”,今年的描述偏紧的意味明显,也与上文所述防风险和降成本的政策变化倾向相一致。自今年8月中国经济呈现持续好转的态势以来,有理由相信,央行货币政策的重心将由稳增长向防风险转移,因此降低融资成本也就不再是这个阶段的重要目标,在其他约束条件不发生重大变化的情况下,预计2017年货币政策和流动性呈现中性略偏紧的可能较高,对债市而言,这无疑是最大的不利因素。

其次,12月美联储加息靴子落地,前前后后对中国债市收益率产生了巨大影响,加息后首个工作日10年期国债期货和5年期国债期货更是一度创纪录跌停。这其中除了受美债下跌带动之外,更多的是对流动性紧张预期的反映。11月下旬以来,央行出于防风险和降低金融机构杠杆的目的,对金融市场的流动性采取了紧平衡的举措,公开市场连续出现净回笼或零投放的操作。美联储加息后,在强势美元的冲击下,对人民币贬值会带动新一轮资本流出的预期,形成了对国内流动性收紧的恐慌,导致流动性较好的国债、政策性金融债被大量抛售,形成暴跌局面。随着美国就业市场不断向好,通胀指标向美联储所定目标不断趋近,12月的美联储议息会已经将2017年降息预期调整为三次,虽然由于特朗普财政政策具有较大不确定性,加息靴子未必能全部落地,但仍将对债市和流动性产生不利影响。

再次是央行将银行表外理财纳入宏观审慎评估体系(MPA)的新规。这项新规将从2017年一季度开始实施,将对理财规模的增量产生限制。由于目前表外理财中有相当一部分是由债券委外投资构成,这毫无疑问将减少银行对债券投资的需求,从增量需求层面对债市带来不利影响。

最后,正如前文所述,债市的高杠杆增加了债券市场的脆弱性,而央行正试图降低债市杠杆。美联储12月的加息靴子落地,虽然

导致美债、美股、原油等商品应声大跌,但其跌幅都远未达到中国债市国债期货创纪录跌停的地步,中国债市的脆弱性在外部冲击面前暴露无疑,而这种脆弱性正源自金融机构在债市的高杆杆投资操作。美国加息,加剧了资本外流的预期,对国内流动性产生冲击,对国内高杆杆投资的金融机构而言,流动性难以维系,就只能通过卖债、降杆杆的紧急操作补充流动性,造成债券市场大跌,资金成本攀升,继而又触发了很多代持机构的止损线,于是要求终止代持,抛售代持债券,从而导致债市进一步暴跌,流动性面临枯竭。这是由外部冲击和内部市场高杆杆引起的资产价格螺旋式下跌过程,至于萝卜章和代持信心危机,都只能算作此轮风险爆发的并发症。而央行决定为金融机构去杠杆,也是出于防范此类金融风险引发系统性金融风险考虑。随着中央经济工作会议的定调,央行为了防范系统性金融风险,加强金融体系的强健性,会继续为债市去杠杆而努力,货币政策可能呈现中性偏紧的态势(若经济运转良好,加息都并非不可能),而这无疑将利空债市。

一个有利因素

2016年12月22日,财政部发布《关于明确金融、房地产开发、教育辅助服务等增值税政策的通知》。乍一看与债市似乎没有多大关系,其实不然,其第一条就强调了“金融商品持有期间(含到期)取得的非保本的上述收益,不属于利息或利息性质的收入,不征收增值税”。这有什么含义?这表明债券和绝大部分非贷款类金融商品(都具有非保本的属性)将免收增值税。笔者在银监会主办的《金融监

管研究》期刊发表的论文《银行业营改增的必要性、当前影响和未来演进》(2016第三期)中曾预判,后续一定会有金融业营改增的补充政策出台,而这次的补充政策无疑是最有力的一个。它将大幅提高债券相对于贷款产品的吸引力,扩大金融业对债市的投资需求,对债市将形成持续利好。

不确定因素

在经历了2016年的多只黑天鹅之后,2017年中国面临的外部不确定性因素增多。最明显的一个就是特朗普上台后,美国将会如何对待与中国在贸易、经济、外交、政治等领域的合作。虽然笔者并不认为商人出身的特朗普会真的与中国进行一场贸易战,但一旦贸易争端开启,无疑将会损害两国的经济利益,而中国近几个月来向好的经济形势也将面临挑战。若中国经济增速出现超预期放缓的情景,在6.5%的底线经济增长目标的压力下,宏观经济政策的重心可能会重新偏向稳增长,降低融资成本的分目标也可能被重提,货币政策也不会随之出现微调。此外,汇率因素也是不得不考虑的因素。如果美国在特朗普财政政策刺激下,经济表现强劲,加息势头难以遏制,人民币汇率不可避免将受到严重冲击,央行为了稳定汇率,会避免采取有利宽松的强力工具(比如降准),对债市难以形成利好。

经历了2014和2015年的债市牛市,以及2016年债市的波动、转折,2017年的债市会延续2016年四季度以来的熊市吗?还是会再次出现波动转折?让我们拭目以待。