

2017 年是风险年,但也不必过于悲观

■ 余永定



“中美之间的货币战恐怕难以避免。如何抓紧时机,化解这一冲突,是对我们智慧的一次重要考验。”

首先来看一下 2017 年的世界经济形势。2017 年,世界形势可谓充满了各种不确定性,原来只是一只黑天鹅,现在不知道飞出了多少只黑天鹅。

最大的不确定性来自于哪儿呢?来自于即将上任的美国总统特朗普。我这里引用的是牛津经济研究所的一段话:“特朗普当选可能意味着现在这个时代是最好的时代,也可能是最糟糕的时代。但是,确实是没有人知道事情将会向哪个方向发展,是向好的方向发展呢?还是向最糟糕的方向发展呢?”

我自己感觉到特朗普对全球政治经济秩序的威胁不可低估。特朗普这个人,我在 40 年前就知道。在我学英语的时候,我看大概是《时代》周刊,其中有一篇文章专门介绍一个美国大佬在闹离婚,当时是一条花边新闻。我记得他的第一个老婆是个捷克人。我的记忆可能有误,大家可以去查查。我想说明一点,40 年前我就知道这个人,但不是因为他有什么政治家潜质的表现,而是制造了沸沸扬扬的花边新闻。

这样一个人居然当选美国总统,这确实说明了一些问题——他的崛起应该说是美国国内各种矛盾尖锐化的产物;在这其中,中国因素也不可低估。在 1980 年的时候,中国的 GDP 只是美国的 5%,现在已经超过了 60%,这种情况对于习惯做老大的许多美国人来讲是难以接受的。所以,特朗普当选是不是有点中国因素?我认为可能是有点中国因素。不管事实如何,“中国崛起、美国衰落”,美国人的失落感——应该是特朗普当选的重要原因。

特朗普虽然还没有正式执政,但从他目前一系列的言论中可以看到他试图在改变尼克松以来的对华政策和全球战略。尼克松当时的想法是“联中抗苏”,这样一种国际战略的基本格局持续了几十年。在最近几十年,随着中国的崛起,在逐渐地变化,但还没有发生转折,然而转折迟早要发生的。

在特朗普任期内,有可能发生这种转折。他不断地对普京示好,为什么呢?在美国部分精英看来,中国已经成为美国世界霸权的主要挑战者,而俄罗斯是个衰落的国家。虽然俄罗斯有核武器,但从长远说俄罗斯不构成对美国的威胁,而中国却是个崛起的国家,因而应该“联俄抗中”。这样一种战略转变正在变为现实。这种转变对中国构成了严重威胁。如何化解这种威胁,维持一个和平的发展环境,将是中国今后相当时间内所面临的最严重挑战。

中国经济对外战略需要调整

在过去三十年,中国之所以取得了巨大的成绩,一定意义上,有很大的偶然性。这个偶然性是指我们经历了三四十年的和平。在过去三四十年,世界没有大的战争,中国更没有被卷进战争中去——第二次世界大战以来到现在没有大规模的世界性战争。从 60 年代到目前,没有涉及到主要国家的大规模的常规战争。回顾历史,在过去几百年间,这种长期的和平局面是很少有。这种和平的环境对中国的崛起起到非常重要的作用。特朗普是不是会改变这样一种局面?

我们不知道特朗普打的什么算盘,也可能他根本没有算盘,他是一个不按常理出牌的人,我们也不能替他设计。我们过去习惯于说现在是改革开放的战略机遇期。这种所谓“战略机遇期”的说法,我们说了三十多年,现在是不是还处在这种机遇期呢?很难说。

针对这种重大的国际形势转变,我们中国也应该对自己的国际战略进行调整。从经济学的角度来讲,我们的对外经济战略应该做相应的调整。唯其如此,我们才能使自己立于不败之地。

特朗普还没有上台就威胁说要对中国展开贸易战,显然,我们中国的出口会受到冲击。同时,特朗普也一定会采取一系列的措施,妨碍中国到美国去兼并、收购,以国家安全为由把中国拒之门外。

前段时间,大家看到一些新闻,美国的金融管理当局惩罚了中国的金融机构,说中国

的金融机构违背了美国的一系列的法律等等。很多人不自觉地认为确实我们自己有问题。据我了解,实际情况并不是这样,实际上是美国在鸡蛋里挑骨头,在想方设法地遏制许多中资机构的发展。对这样一些充满了不确定性,会带来很多问题的一种新的变化,我们应该做好充分的准备。

牛津经济中心采访了大量的金融机构、精英人士,对 2017 年的全球风险进行了民意测验。测验结果是:全球的第一大不确定性,就是特朗普将发动贸易战,占到 30%的不确定性;第二大风险是中国经济进一步下滑;第三大风险是地缘政治紧张;第四大风险是美国持续升息对发展中国家经济造成冲击。投票给前三项风险的人还是比较多的。但是,大家对风险的评估是比较分散的。这说明 2017 年是充满了不确定性的。

2017 年有什么好事要发生呢?根据牛津经济中心的民意测验,第一项是特朗普的财政刺激政策将导致美国经济的强劲增长,这种增长将有利于全球经济的发展。第二项是全球财政宽松政策,第三项是全球劳动生产率会上升。总而言之,尽管 2017 年是风险年、挑战年,但也不必过于悲观。

具体再看美国的货币政策、财政政策,特别是货币政策。一个非常重要的事实就是在 2017 年美联储要加息,而且大概要加三次息,加息的幅度比我们原来的预期要大一些。美联储加息对全球经济会产生什么影响?

上世纪 80 年代以来,美联储四次连续加息,每次加息之后都以程度不同的危机告终。1986 年—1988 年的加息之后是日本泡沫经济的崩溃;1995 年—1996 年加息之后是亚洲金融危机;1999 年—2000 年加息之后是 IT 泡沫的崩溃;2004 年—2006 年的加息的一年多之后是次贷危机的大爆发。始于 2015 年底的本轮美联储加息,还仅仅是开始。美联储加息对中国和全球经济的冲击恐怕还要等待一段时间。到目前为止,加息还未造成更严重影响,但我们必须保持高度的警惕性,做好预案。

当前美国经济还有一个重要的特点:在联邦基金利率(隔夜拆借利率)有所上升的同时,美国长期国债利率的大幅度上升。这意味着美国的无风险收益率曲线斜率发生了变化,变得更为陡峭了。美国无风险受收益率曲线的陡峭化肯定会对全球资产的配置产生重要影响,到底是什么影响?在座各位比我更清楚。

第三个问题就是美元指数上升。很难说明美元指数为什么会上升,也很难预期美元指数的走向。所有汇率的变化都是难以预测的,找出一般性规律几乎不可能——存在着各种各样的可能性,否则世界就太平淡无奇了。2002 年到 2004 年美元指数的下跌是美国经常项目逆差急剧增加造成的。2006 年到 2008 年“里曼兄弟”之前,在美国利率未发生变动的同时,美国经常项目逆差继续扩大应该是美元指数下跌的主要原因。2008 年全球金融危机爆发后的一段时间里美元指数不但没有下跌反而上升,是美元作为避险货币的独特性质造成的。此后的美联储的 QE 政策对美元的作用则是多方面,互有抵消的。2013 年 6 月开始,当伯南克吹风 QE 要退出,发展中国家货币马上贬值。2014 年以后美元指数的上升主要是 QE 退出预期所致。最近特朗普因素又对美元指数的上升起到了推动作用。

现在的一个大问题是:美元指数上升会维持多长时间?一般国外投行认为,至少今年前半年美元指数还会维持上升的势头。也有

人认为升值的时间可能更长。这个问题现在还难以判断,因为美国经济中既有促使美元指数上升的因素,同时也导致美元指数下降的因素。世界其他地方的经济状况对美元走势也会有影响,特朗普的财政刺激计划将刺激美国经济增长。当投资者看好美国经济的时候,资本流入美国,会推动美元指数的上升。但另一方面,宽松的财政政策会导致美国财政赤字和经济项目逆差的增加,这种情况下又可能使美元指数下跌。美元指数会上升到什么样的程度、在什么时候可能会逆转,我们不太清楚。

总之,2017 年美国的经济金融形势大致可以总结几点,应该是没有争议:

一是美国的经济增长速度将会提高,从目前 2%左右水平上进一步提高。

二是联邦基金率上升。

三是长期国债收益率上升,也就是收益率曲线变陡,导致美国和全球资产配置发生变化。

四是美元升值。

五是美国的通货膨胀和资产泡沫可能会有所发展。美联储之所以决定要提高利率有两个重要的理由,一个是美国经济已经运行在潜在经济增长速度之上了。与此相关的是美国的通货膨胀、美国的资产泡沫可能会恶化。这是特朗普之前推动美联储决定提高联邦基金利率的主要理由。

这些变化对中国有些什么影响呢?我觉得最明显的就是美国经济向好对中国的出口会有正面作用。同时,特朗普挥舞贸易保护主义的大旗,对于中国的出口又可能造成严重影响。两者相抵消,到底情况如何,现在还很难下结论。我倾向于认为,特朗普会对中国下狠手。尽管中国经济和美国经济息息相关,有理性的政治领导人不会一意孤行,我们不敢肯定特朗普是这样的政治领导人。中国资本外流的压力会继续存在,人民币的贬值压力会继续存在,这种压力到底会持续多久,现在还很难判断。中国目前大大加强了资本管制,这种加强十分必要,但资本管制的必然结果就是使人民币国际化进程中断、倒退,“一带一路”也可能会因资本管制和外汇储备下降而受阻。

中国一方面要坚持坚持改革开放的方针;另一方面,必须我们的对外开放战略做出某种调整。比如,中国应该继续捍卫贸易自由化、坚决反对贸易保护主义,充当贸易自由化旗手。中国应该继续推动 FTA、RECP,在 WTO 中发挥更大作用。中国还应该坚持国际货币体系改革,推进 IMF 改革,推进区域经济合作等等。但是,面临着新形势和特朗普因素,中国在执行对外开放战略的时候,必须量力而行、实事求是,不要动辄就说我们面临着“新的战略机遇期”、急于充当种种领军人物。我们现在首先要把国内的事情做好。在贸易方面,我们要进一步促进贸易结构的改善和产业升级,人民币自由化和资本化的进程要暂时休息,整顿好以后再重整旗鼓、重新出发。现在我们应该接受某种停滞、某种倒退;海外投资也是这样,要量力而行,要尊重市场规律。

我想提一次 SDR。大家认为加入 SDR 是非常好的事情,我也同意。但是,它也给未来中国经济政策的选择形成了某种制约。比如,CNH、CNY 的汇率差可能有所扩大,这对于人民币作为一篮子货币的构成部分是不利的。要想成为 SDR 一揽子货币中的构成部分就必须满足一个条件,就是“可自由使用”。而加强资本管制是与“可自由使用”的承诺背道而驰的。但从中国目前的情况来讲,我们又不得

不加强资本管制。这就会同我们加入 SDR 要承担的义务可发生某种冲突。对于所有这些问题,我们都必须未雨绸缪。

中国经济还有进一步提高增长速度的空间

简单谈一谈我对中国经济的看法。前几天,我们同吴敬琏老师讨论中国国内经济形势,吴敬琏老师提出一个非常重要的问题,中国经济现在到底是运行在潜在经济增长速度之上还是之下?这是判断中国经济形势非常重要的问题,也是决定我们政策建议的一个非常关键的问题。

现在中国经济学家是分成两部分人,一部分人认为中国现在的实际经济增长速度已经运行在潜在经济增长速度之上。另外一部分人认为在潜在增长速度之下,还存在着产能过剩、有效需求不足的问题。我自己倾向于中国现实的经济增长速度运行在潜在经济增长速度之下。也就是,我们还有进一步提高经济增长速度的空间,也就是我们还需要采用扩张性的财政政策,或者是支持性的货币政策,使经济增长速度保持在潜在经济增长速度的水平上。这也就是所谓的“保底线”。

当然,经济增长速度到底有多少?这是可以进一步争论的。我自己认为 2017 年中国 GDP 的增长速度会进一步下滑。2017 年的增长速度可能低于 2016 年,可能在 6%—6.5% 之间,但不会有硬着陆的危险。

首先是因为房地产增速下降,甚至是负增长,有人甚至认为负增长的程度将会比较严重。房地产投资在中国 GDP 中的比重大概超过 15%,如果出现负增长,将严重拖累中国的经济增长;基础设施投资是中国经济增长的重要推动力,但基础设施投资的增长速度已经达到 20%以上,很难再进一步提高;出口由于各种因素的影响很难有非常好的表现。事实上在过去几个月,中国的出口增长都是负的。总之,从有效需求的角度来看,中国的经济增长速度在 2017 年可能会进一步下滑。

除如何保住经济增长底线外,防范各类的金融风险是 2017 年另一严重挑战。企业杠杆率过高确实是中国经济稳定发展的重要挑战,我们需要去杠杆,但去杠杆的速度应该会比较谨慎的,事实上在 2016 年也是比较缓慢的。我们自己做了一些模拟,如果过去一些重要变量的基本趋势不变,到 2020 年,企业债务对 GDP 的比重还会进一步上升。居民和政府的杠杆率不高。2017 年政府肯定是要加杠杆的,2017 年的财政赤字对 GDP 的比重肯定比 2016 年更高,公共债务占 GDP 的比重肯定会进一步提高,但和其他国家相比,即便考虑到地方政府债务,中国的公共财政状况比世界其他主要国家还好。日本经验告诉我们,如果过于担心财政状况,而采取不当紧缩政策,反倒会加速财政状况的恶化。

我对各个市场的研究非常肤浅,不敢有更多评论。我觉得股市在今年应该不会有太大的风波,不会暴涨也不会暴跌,会蓄势待发;很多人预期今年的房市价格会下跌,也有个人认为不会下跌,我自己倾向于它会上跌,但不会暴跌。政府抑制房价的决心是非常巨大的。在这种情况下,地产价格会延续 11 月份以来的环比逐渐下跌的趋势。但是,我也不认为会出现房地产泡沫崩溃。

在金融风险中,最值得关注的是银行体系,银行贷款在社会融资总额中所占比重是最大的。应该说中国的银行体系基本上还是健康的,虽然不良债权会进一步增加,但是,不良债权还远远没有达到造成严重金融风险的程度。

债市的问题可能多一些,大家比较担心债市的泡沫。应该说债市像过去的那种好日子是没有了。但是,由于中国债市的结构特点,风险的管控做得还是比较好的。2017 年会出现一些违约现象,但不会造成系统性的风险。

总而言之,各种风险存在,而且各种风险正在积累。但是,我相信 2017 年不会发生特别大的事情。

2017 年中国面临的最大挑战还是由于资本外流和外逃压力加剧,人民币贬值压力进一步上升。我觉得汇率本身不是特别大的问题,关键是用什么政策加以应对。如果政策应对得当,我们比较可以比较容易的渡过这个难关。如果政策应对不当,会出现问题。

我在去年做了一些调研,深深感到中小企业融资贵、融资难的问题没有解决。这个问题在 2017 年恐怕也会十分突出。我觉得有关方面一定要想尽办法,通过改革的方法、通过

调整政策的方法,使中小民营企业能够克服融资贵、融资难的问题,使它们能够健康发展。我感到中小企业家、中小企业的工作人员的日子是非常艰难的,他们是在苦苦支撑,国家应该对他们提供帮助。

2017 年的宏观经济政策,肯定是稳增长、不求高速度,但要保底线。财政政策肯定是更为积极的,以支持基础设施投资。政府应该增加国债的发行。货币政策,官方的提法是“中性”,我也不大理解“中性”是怎么回事。我自己感觉今年的货币政策当然不能非常宽松,但也似乎不应该比去年紧很多,应该差不多,甚至要宽松一点,只有这样才能支持扩张性的财政政策,才能稳定经济增长。但是有一个很重要的限制条件,中国中性的货币政策可能会同我们的外部环境发生冲突,因为美国在升息。这个时候只有两个办法,一个办法就是加强资本管制。但资本管制的漏洞肯定会有很多。这是,就应该让汇率有更大的灵活性。汇率的灵活性增加了,资本管制的压力就会相应减少。

人民币汇率贬值的底线在哪里?我们的政策不能仅仅集中于所谓的打消贬值预期。中国当前汇率政策的思路似乎是稳定汇率打破贬值预期消除贬值压力稳定汇率。应该看到,并不是因为人民币贬值才出现了资本的外流。当然,作为因果关系的一个环节,这个预期也是很重要的,但我们不能认为这个预期是源头。汇率贬值预期确实是导致资本外流和外逃的重要原因,但不是主要原因、更不是全部原因。即便没有贬值预期,由于结构性原因、周期性原因、资本项目原因、经常项目原因、非经济原因、外部原因、更广义的信心原因,都会导致国际收支状况的恶化,特别是资本项目的恶化,从而形成贬值压力,使贬值预期挥之不去。人民币贬值压力继续存在是大概率事件。当然,不排除出现黑天鹅事件,导致贬值压力突然消失。但寄希望于黑天鹅的出现不应成为我们决策的基础。维持汇率的缓慢贬值,可能是所有政策中最糟糕的政策。因为这种政策坐实了贬值压力的存在,强化了贬值预期,刺激资本外流、外逃,同时降低了外流、外逃成本,方便了外流、外逃。我们现在大大加强了资本管制,但资本管制肯定不是百分之百有效的,肯定还有许多漏洞,很多资金会通过经常项目、贸易项目、资本项目外流。这种情况下,怎么解决这种压力?就是停止干预外汇市场。

过去我讲“三选二”:汇率稳定、外汇储备和货币政策独立性三者中保外汇储备和货币政策独立性。现在我要讲“四选三”:汇率稳定、外汇储备、货币政策独立性和国家信用四者中我们要保什么答案应该是很清楚的。在加强资本管制的情况下,人民币国际化的进程肯定受阻,这是没有办法的事情。但是,如果我们允许汇率浮动,资本管制的负担就会减轻,人民币国际化的成果就可以尽可能多的保留下来。

对于汇率,我非常欣赏钟伟教授说的一句话,汇率只不过是价格,外汇储备是我们国家的储蓄,是我们的国民财富,用掉了就没有了。随着外汇储备的逐渐减少,我们干预外汇市场的能力越来越低,资本外逃的速度可能更快。我们不应该害怕贬值,中国直到现在都是世界上贸易顺差最大的国家,我相信贬值的幅度不是没有边际的,更何况我们有资本管制,停止外汇市场的干预之后,贬值是不会失控的。如果当局担心贬值幅度过大会导致金融危机,除进一步加强资本管制外,央行可以设立一个秘而不宣的底线。例如,不能让汇率贬值超过 25%。不要过早入市干预。因为汇率贬到比较低的水平,再想把人民币换成美元的成本就会相应提高。正如股市从 5000 点掉到 3000 点,下行的压力就比较低了。敌军长途跋涉,当他们打到你城门下的时候,你还未发一枪。你有充足的弹药完全可以对劳师远征之敌聚而歼之。底线是要保住的,但不要“御敌于国门之外”,为了稳定一、两个百分点的汇率而消耗我们的弹药。

美联储可能希望美元走强,因为对于美联储来说,抑制通胀和资产泡沫是优先目标。但特朗普一定希望美元走弱,以便推动美国的出口。在美国利率上升的同时如何使美元走弱呢?唯一的办法是强迫其他国家货币升值。特朗普可能会对中国发动一场攻势,像当年对日本和德国那样,要求人民币升值。而这是中国所无法答应的要求,中美之间的货币战恐怕难以避免。如何抓紧时机,化解这一冲突,是对我们智慧的一次重要考验。

(注:此文为作者在财经中国 2016 年会上发言)