

编者按：2016年12月2日，由中国世界经济学会、《国际经济评论》编辑部、中国银行间市场交易商协会、《金融市场研究》联合举办的“动荡中的分化：美国与中国经济”主题研讨会在北京举行。著名经济学者、专家与会，围绕特朗普当选总统后的美国经济与政策走势以及十九大前后中国经济与政策走势两个议题阐述了研判观点。现刊出经发言者本人审定的现场发言整理稿。

动荡中的分化：美国与中国经济

卢 锋 殷剑峰 钟 伟 汪 涛 黄海洲 邢自强 朱海斌 崔 厉
刘元春 鲁政委 陈兴动 伍 戈 洪 灏 程 实 张 斌 张 明

特朗普的经济主张

卢 锋（北京大学国家发展研究院教授）

特朗普内外经济政策诸多观点主张大致可概括为三方面内容。一是大幅调整财政政策，包括大规模减税和结构性支出调整。二是金融政策上放松监管，其货币政策并非反对低利率，而是反对美联储低利率政策在选战期间客观上有利于执政的民主党。三是经贸、移民、气候变化等涉外政策主张尤其凸显保护主义与单边主义取向，某些内容突破美国传统政策立场甚至具有某种颠覆性。

重大经济政治现象产生，其根源必然深植于特定历史阶段的经济环境演变之中。特朗普能以其另类政策主张赢得大选，除了他选战策略选择与个人风格影响之外，至少有三方面基本面条件发挥了关键助推作用。一是长期潜在增速大幅回落使长期居于霸主国地位的美国深感忧虑失落；二是中国等新兴国家追赶派生全球格局演变使美国焦虑感倍增；三是美国国内收入差距扩大、移民压力等经济社会矛盾发酵，引发美国社会不满情绪上升助推潮流转向。

奥巴马主政八年，美国经济弱势复苏，目前面临下行周期转变背景。特朗普上台初期，各方造势可能某种程度提升市场预期信心，使2017年经济增速维持与近年大体接近状态。如大幅减税、放松管制、投资基建等政策能顺利通过相关法律程序并得以实施，有可能使美国经济增速在2018年前后有所回升。

然而特朗普新国会受到几方面机制性因素制约。一是加大经济刺激可能会面临劳动市场、通胀等短期宏观周期变量走势制约；二是会在中长期面临“双赤字”加剧派生的约束；三是可能面临被迫加快升息的政策调整约束，尤其是对外保护主义和封闭取向政策会帮倒忙。因而实施特朗普现有的政策主张难以提升美国长期经济增长速度，“让美国再次伟大”口号也难以兑现。

美国经济持续反弹是大概率事件

殷剑峰（对外经贸大学金融学院教授、浙商银行首席经济学家）

我的基本观点是，美国家庭部门资产负债表已经修复，美国经济完全走出危机的阴影，主要资产价格如利率会出现逆转。

十年前的金融危机是美国家庭部门负债过多的结果，因此，家庭部门资产负债表的状况决定了美国当前的经济态势。从美国家庭部门、企业和政府部门的负债增速看，危机后联邦政府负债高速增长，而企业和家庭部门的负债增速下降很快。但是，从2016年一季度开始，负债结构发生变化，似乎已经回到了危机前的正常状态：家庭部门的负债在加快，企业部门其次，联邦政府的债务增速在迅速下降。

美国家庭部门资产负债表正在修复，危机前负债资产比曾达到峰值的31%，目前已经下降到20%左右，这是1986年以来的最低水平。同时，家庭部门的净值已经提高到三十年以来的最高水平。所以，现在美国家庭部门资产负债表处于历史最好状态。进一步从杠杆率来看，以美国家庭部门的负债流量和投资之比来计算杠杆率，在次贷危机前，这个指标的最高值是70%，即投资的70%依靠负债。目前这一指标已经下降到10%，同样也是几十年来的最低水平。总之，美国家庭部门的资产负债表修复已经完成。对比中国居民的负债流量和投资之比，数据截至2013年，中国的居民家庭正在加杠杆。

从家庭部门的负债端来看，负债已经回升，不过按揭贷款的规模依然低于次贷危机之前，且按揭贷款的规模占到负债的比重从74%下降到64%，按揭贷款的

比重显著下降。比较家庭部门两类负债的主要增速，按揭贷款和消费信贷，消费信贷增速非常强劲。消费信贷反弹的背后，反映的是总需求的迅速反弹。私人部门的投资，从负增长到2016年迅速反弹，令人吃惊的是美国的出口增速已经达到10%，非常强劲。

从家庭部门的资产端看，市场敏感性资产（包括投资于机构如共同基金、公司股权、非公司股权的资产）占比75%左右。可以看到，家庭资产负债表的修复主要得益于市场敏感性资产大幅增值，尤其是占比20%的权益类资产增值非常快。补充一点，机构投资中的30%~40%会反过来投资股权。总体来看，美国居民资产负债表的大约40%为股票，因此股市对于家庭部门资产负债表的修复非常重要。近两年美国股票市场，美国的非金融上市公司在赎回股票，股票的供给靠的是金融部门。从公司股权发行结构来看，金融部门正在退出，家庭部门迅速增加成为新多头。美国股票市场发行主要依靠金融部门，交易型开放式基金指数（ETF）股权发行规模每年都在1500亿~2000亿美元。ETF股权发行后，反过来会回到股票市场购买股票，2011—2015年每年大约购买1000亿~1500亿美元，这是形成了再买股权的正反馈效应。2016年前两个季度，ETF股票购买额已经出现了大幅下降。另一个重要影响是非金融上市公司的融资行为。量宽政策以后非金融公司负债迅速增加，公司股权迅速减少，反映的是非金融上市公司用便宜的债务融资取代股权融资。如果美联储加息，会对非金融上市公司的上述行为产生重要影响。因此，从资本市场来看，美联储加息也不会有剧烈的动作。

影响美国家庭部门的长期因素是收入分配。观察前0.1%最富有人群财产占全部财产比重的变化，大萧条时期下降，之后上升。研究发现，美国收入分配差距扩大是大萧条和次贷危机的重要因素。分析目前的收入分配变化，从住房消费来看，低收入群体改善，已经超过了2003年的水平，特别是最低收入群体已经达到了2003年的1.5倍。收入分配的改善有利于美国经济的长期恢复。就长期美国资本市场影响来看，比较美元的汇率指数和股指，两者关系不太稳定。如果用黄金度量，两者呈现明显的周期关系。2000年后，美元弱美股弱。如果继续延续，尽管现在美元衡量的美股处于历史高位，不过从黄金的角度看会出现持续的反弹。

美国利率，回顾1919年至今的公司债收益率水平的趋势变化。趋势差不多就是三十年下降、三十年上升、三十年下降。如果美国公司债收益率能够反映整个趋势，那么接下来是不是进入三十年上升的通道？至于人民币汇率，近期贬值

与美元指数走强有密切的关系。

总之，美国家庭部门资产负债表的修复意味着美国已经走出了危机，美国经济的持续反弹是大概率的事件。

全球治理碎片化 中美经济有韧性

钟 伟（北京师范大学经济与工商管理学院金融系教授）

世界经济仍在动荡中分化，全球治理有碎片化征兆，作为重债富国的欧洲和日本进一步暴露脆弱性，美中经济仍将持续呈现韧性。全球经济是否到了整体复苏的拐点？这种判断仍为时过早。中国经济得益于较低利率，通胀改善和楼市趋暖，预期经济整体上加速回稳，抑制资产价格泡沫和防范债市局部风险不可忽视。人民币汇率有惊无险，为维持货币政策独立性和外汇储备的雄厚稳定，淡化参考货币篮子，逐步从汇率走廊管理，转向清洁浮动管理宜提上议事日程。

世界经济：仍将在动荡中分化，而非整体复苏

第一，重债富国限制了减税刺激空间。在以往的全球债务问题研究中，更多地是在讨论重债穷国（HIPC_s），但次贷危机以来，主权债务重组领域，日本和欧洲的债务问题似乎更引人关注。如果我们将一国央行所发行的M₂和中央财政的债务负担率加总，得到的新指标也许可以视为中央政府的信用透支程度或广义债务比例。我们不难观察到，日本广义债务比例高达400%，欧元区约200%，美国在170%，广义债务使得财政赤字加速货币化，在当下的西方国家讨论货币政策独立性意义已不大。推动减税措施，必然意味着债务上限的再突破。但未必有效刺激复苏，里根时期如此，特朗普所宣布的5万亿美元减税措施恐怕也同样如此。更进一步地，考虑到跨国公司的长足发展，西方住户部门贫富分化的悬殊性，减税除了导致政府债务增长之外，多大程度能够刺激增长复苏，我个人对此存疑。从过去30年主要经济体的经济增速和税负率来看，两者之间似乎没有特别明确的关系。

第二，增长和债务制约利率上行。如果我们将名义利率分为无风险利率和信用溢价，那么按伯南克的阐述，无风险利率主要地取决于货币政策的松紧，信用溢价主要取决于实体经济的风险收益率，和利率政策关系不显著。总体而言名义利率和经济增速，和通胀水平呈大致的顺周期关系。那么我们不得不问，未来美国经济增长和通胀回升究竟有多强劲？卢锋教授已指出，二战以来美国经济增速

从约4%不断下行到仅约2.5%的平台。欧日增速也低迷。通胀预期已经打足。与此同时，广义债务和储蓄率低下的问题不得不予以关注，西方经济体储蓄率通常在15%~20%，而日本住户部门储蓄率已经为负。以日本近4倍GDP的广义债务，搭配低迷的增长和储蓄率，其在多大程度上能够承受利率上行的沉重压力？在我看来，不是经济复苏预期在呼唤利率加速上行，而是利率上行本身就足以加剧增长和汇率的分化，并给欧日经济带来重压。增长和债务已使大多数经济体无力承受利率持续上行之痛。

第三，全球化还是碎片化的拐点临近。与其说当下面临全球经济复苏的拐点，不如说面临全球治理碎片化的风险。人类在面临困境时往往更多地不是合作分担，而是孤立自保，这导致了增长的包容性和可持续性更为脆弱。美国优先策略一定程度上折射出对他国重大利益关切的后置。欧洲也面临同样的挑战，在政治领域，意大利宪改公投已被否，极右翼和执政联盟的得票率差异在收缩，德法和荷兰都面临大选。在金融领域，欧元区银行不良率高达6%，其中意大利银行业不良率接近20%，德意志银行也处于困境中，人们在担心英国脱欧（Brexit）之后，意大利会不会也有脱欧危险（Quitaly）？这种碎片化征兆使全球经济承受美国优先下的强势美元和刺激措施的能力趋弱。

第四，特朗普冲击的不确定性。戏剧性的是，特朗普在赢得大选前后，市场的解读几乎发生了颠覆性的变化，当下对“特朗普冲击”的乐观情绪掩盖了其带来的巨大不确定性。例如特朗普反复强调的人民币汇率问题以及美财政部随后可能的操作，特朗普声称的对华45%惩罚性关税和贸易摩擦问题，西方经济体履行其与中国加入WTO协议中给予中国市场经济地位的国际义务等问题，这些不确定性明显存在。

第五，刚性泡沫膨胀和估值泡沫收缩。自2016年11月以来突然出现的乐观情绪，在我们看来，并不意味着美国引领全球经济的拐点，而是人们更多地将复苏的期望建立在基建刺激、减税效应和股市泡沫膨胀之上，或者说，这种乐观情绪本质上是对以政府背书为基础的经济干预的期待。如果我们比较优步（uber）和美国前三大航空公司的估值，比较空中住宿（air b&b）和洲际、万豪等酒店管理集团的估值，以及已经在全球发生的P2P等估值泡沫坍塌现象，也许在2017年，以“互联网+”为代表的估值泡沫可能会加速收缩。

看起来，人们对2017年美国经济增长、美元指数和股市的乐观预期，落空的可能性大于落实。在美国已发生的社会政治氛围的变迁，在未来欧洲可能复

制。动荡中的分化仍是未来全球特征。

中国经济：增速持续韧性回稳，而非加速下行

第一，经济增速。市场一致预期是2016年中国经济增速可能就是6.7%，而2017年经济增速在6.2%~6.7%之间。人们通常用所谓大的下行周期嵌套小的上升周期来解释经济回稳。而这种解释显然无法令人满意。在对2017年经济增速并无太大争议的同时，大多数宏观报告并未给出全年四个季度增速的具体形态分布，一些学者认为全年增长可能呈现前高后低的态势。在我们看来，考虑到过去四年官方GDP统计的特征，每年第一季度的同比增长率将决定全年基调，而第一季度同比增速和上年第四季度的同比增速会有一定差异，然而全年四个季度的增速差异极小，季度环比增速不再有明显规律和解释意义。

第二，物价走势。2016年全年CPI逐步稳定在约2%，而PPI则摆脱了连续54个月的负增长，在2016年3季度开始恢复正增长。显示物价回稳，尤其是大宗商品价格推动了工业品出厂、购进和原材料价格指数的回升。市场的一致预期是2017年CPI大约在2%~2.5%的区间，而PPI则在约2%，这显示物价温和回升将持续，但不足以构成挑战。究竟是什么推动PPI回升？是大宗商品价格反弹？是去产能化还是需求回升？是通胀预期？似乎缺乏明晰解释。

第三，投资增速。回顾2016年，固定资产投资增速大约在8.5%，市场的一致预期是，2017年投资增速可能稳中偏弱。大多数宏观报告指出，在2017年，房地产投资增速可能维持在5%，较之2016年略降温，民间投资和工业投资增速在2016年均约3%，随着民间投资信心增强，以及工业总体效益的改善，相信上述投资在2017年会有温和改善。但在2016年基建投资增速接近20%，基建投资能否强劲高速成为影响投资增速的主因。

第四，实体经济。市场的一致预期是，从短周期看，似乎2014或2015年中国实体经济触底，从2016年初开始，实体经济的利润总额和净利润率逐渐改善，到2016年第三季度，规模以上企业主营业务税后净利润率已回升到接近5.8%，利润总额增速加快。从A股上市公司的权益资本收益率（ROE）来观察，非金融企业的ROE维持在约6.5%，企业存款在2016年前3季度同比增长逾30%。尽管中国企业资产周转率和企业债务违约仍未改善，但人们依然相信，在2017年，中国实体经济有可能延续温和复苏。

第五，财政货币。市场的一致预期是，持续宽松的货币政策类似“推绳子”，其政策效能在边际上已弱化，再考虑到社会融资总额以及M₂/GDP的规模，

货币政策在2017年将维持中性稳健。这种政策基调决定了市场利率水平可能整体抬升，由于美联储加息和特朗普冲击，美元指数的走势也给人民币汇率带来了压力，但市场反应和调整仍是理性的。大多数研究者倾向于认为2017年财政政策将更积极，但即便赤字率提高0.5%，也仅多增预算赤字约3400亿，也许持续的减税政策效果更强和余地更大。

第六，资产价格。市场的一致预期是房价相对稳定，涨幅放缓，市场活跃度下降。同时，由于风险偏好的上升，有可能呈现股牛债熊的格局。股市稳中有升在于上市公司业绩改善和投资者乐观情绪上升，事实上2016年全年A股已在持续温和修复之中。债市存在结构性风险的原因在于境内外物价和利率环境走势不利于债市，且2016年企业债务违约有所恶化，至2017年债市也许会隐藏风险。而通胀回升和美元强势则给黄金价格上升带来了双重障碍。大多数研究者对2017年大宗商品的价格表示乐观，但未给出令人信服的理由。

看起来人们对2017年的中国经济温和乐观。那么是什么导致了中国经济逐渐企稳？其一，利率下行，明显纾缓了实体经济的财务压力。回顾次贷危机以来的中国利率水平，先后经历了利率市场化改革、影子银行系统膨胀、互联网金融盛行等冲击，使利率波动不已。直到2014年下半年利率才逐步下降，考虑到中国近200万亿的金融资产总额，市场利率即便下行1个百分点，也将给实体经济节约逾2万亿的财务成本。2016年全年，银行业利润增速的低迷和实体经济盈利能力的改善证实了利率下行给金融和实体带来的不同影响。同时，地方债存量债务置换和一系列减税政策也给实体经济注入了新动力。

其二，物价搭配改善。中国通胀走势通常呈现这样的特点，当CPI和PPI双双向下，且两者之间的叉口扩大时，意味着经济不景气状况加剧；当CPI和PPI双双向上，且两者之间叉口缩小时，意味着经济加速回暖。2016年全年中国物价走势显示了经济回暖，这背后是实体经济主要财务指标的改善，以及工业投资有可能回升。

其三，楼市回稳。2014年初，房地产投资开始剧烈下行；到2015年初，楼市无论是投资，还是销售量价都逐步稳定；2016年全年一线城市和重点城市楼市火爆：这在一定程度上有利于稳定经济增长。2017年楼市投资仍大致稳定。

看起来，低利率、温和通胀和楼市回稳这三大动力都会继续推动中国经济增长的稳定和市场预期的乐观。也许在2017年，尽管外围存在美国特朗普冲击、欧洲大国政治选举等不确定性，中国经济增长仍有可能呈现相对独立的、稳健的

强劲运行状态。

人民币汇率：从构建汇率走廊转向清洁浮动

第一，人民币汇率和增长L型预期相符。人民币汇率实际上是国际国内投资者对中国经济增长和转型的预期。有学者指出“十二五”之前的差不多20年，中国潜在增长率约为10%，“十二五”和“十三五”期间潜在增长率则分别为7.6%和6.2%，因此无论转型成功与否，中国经济很难回到之前的增长平台。人民币汇率的持续调整，与其从购买力角度解释，不如说大致反映了中国经济增长L型的调整预期。更为关键的是，公众预期是从政府的政策宣誓及其可信度当中不断自我学习和修正所形成的结果。如果公众相信汇率政策是可信的，并从中获益，那公众对政府政策的信心将自我强化。反之，公众将会怀疑和修正，并最终选择有利于自身利益的市场预期。而目前央行采取的中间价形成机制既考虑隔日收盘价，又考虑货币篮子的做法，有些过于透明，未能释放波动性和双向预期。

第二，多目标的内在冲突凸显二元悖论。政府要守住的是汇率、储备还是资产价格？政府总是面临多目标的选择和冲突，总是只能诸害相权择其轻。回顾东亚危机时，泰国耗尽了外汇储备，汇率最终仍失守并陷入危机。回顾近期俄罗斯受到西方制裁时，守储备舍汇率，虽然卢布一度严重动摇，但如今迎来了多重转机。回顾过去两年，中国外汇储备持续缩水，外储从2014年6月巅峰时的接近4万亿美元逐渐回落，2016年底估计能险守3万亿美元，但看将来，2017年上半年中国外储将有可能跌破3万亿美元的大关，届时汇率也将承压。公众预期并没有那么复杂，他们可能并不关注中国外汇交易中心、国际清算银行或SDR等货币篮子指数，而只是单纯地关注人民币兑美元指数的强弱。从中长期看，中国面临的并非传统的克鲁格曼三元悖论，而是货币政策独立性和汇率清洁浮动之间的二元悖论，资本管制只能是一种暂时选择。货币政策的独立性，以及维持外汇储备的稳定雄厚，最终将制约和引导汇率政策的选择，而资本管制的强弱只是延缓或加速选择汇率清洁浮动的速率。

第三，资产配置型的理性外流逐渐成为主流。储备减少意味着资本外流，外流的主因可能并非情绪恐慌而是资产配置。2014年中至今，中国减少了约9000亿美元外汇储备，而2014和2015年中国货物贸易顺差则分别为2.35万亿和3.69万亿人民币，估计2016年外贸顺差和2015年大致持平。三年累计贸易顺差约1.4万亿美元，结合储备本身的投资收益和估值损益，在非贸易和资本账户项下的资本流出规模，可能显著大于外汇储备的减少。这究竟是基于理性的资产配置需

求，还是处于恐慌的资本外逃？我倾向于认为前者占据了上风。

从外资企业、中资企业和住户部门的资产配置进程观察资本外流。估计目前在华FDI余额可能在1.6万亿美元，外资企业在华的“两未利润”规模很可能四五千亿美元，人民币汇率的变化使得这些外资利润留存加速流出。从中资企业的情况看，估计中资企业的海外资产余额约在2.5万亿美元，可见中国企业在加速进行资产的全球配置。从住户部门的情况看，国人海外置业、投资和留学的购汇用汇，每年很可能规模也在五百至数千亿美元。外资、中资企业和中国住户部门正在将原来集中配置于中国境内的资产，逐步转向相对均衡的全球配置之中。

为什么投资者不再热衷于将中国视为淘金热土？关键因素可能在于在华投资的风险收益率的下降。以外资企业为例，IMF和中国学者相关的研究报告指出，FDI的在华年化投资收益率，曾达到约13%~18%的水平，但随着中国市场竞争日趋激烈，投资收益率可能已显著降低。例如目前中国A股全部上市公司的ROE约为11%，剔除金融部门之后的非金融企业的ROE已不足7%，无论从整体还是分行业的ROE看，A股已不及美股。看起来理性的配置型需求，是中国资本外流的主因，过去两年人民币汇率的走势极大地强化了这一趋势，而情绪恐慌导致的外流，还不是主角。

如何看待人民币汇率的未来选择？第一，汇率走势受美元影响较大。目前市场一致的预期为，美元指数将在2017年处于105~110的区间，目前离岸市场的2017年底远期人民币汇率约为7.2。但是我仍对所谓强势美元说信心不足，过去30年，美元持续走强需要或者美国经济转型取得明显成效，或者美联储走上持续加息通道这两个条件中的至少一个，但当下这种条件并不具备。第二，预期2017年中国经济回稳，将可稳定市场预期；而特朗普冲击等则可加剧市场波动。第三，建议中间价形成机制淡化参考货币篮子，逐步转向日内波幅管理的汇率走廊制；同时考虑渐进稳储备和放汇率的必然选择，也许在未来两年左右，人民币汇率有望从汇率走廊制，逐步走向清洁浮动。

特朗普政策对中国影响偏负面，担心资本外流和贬值压力

汪涛（瑞银亚洲经济研究联席主管）

美国经济展望

瑞银研究团队预计美国经济继续复苏，2017年可能会明显提速，加上一定的

财政刺激，GDP增长由2016年的1.7%提高到2017年的2.4%，带动全球经济增长略有提高。拖累美国经济2016年增长的几大因素有望在2017年明显舒缓，包括资本开支有所加快，石油价格反弹推动相关行业回暖，特朗普政策也可能在整体上会小幅提振美国经济增长。我们预计美联储在2017年会加息两次。相反，欧元区经济可能在2017年有所放缓，例如通胀回升制约居民实际收入增长和消费购买力，货币条件有可能在边际上收紧，英国脱欧不确定性持续发酵。

特朗普上台对美国到底有什么影响，目前还有很大的不确定性。在竞选期间特朗普提出了许多的政策主张，主要包括大幅减税、增加基建投资、废除奥巴马医疗改革措施、大幅放松监管、降低美国贸易赤字、严厉对待非法移民等等，其中有一些是互不兼容的。最后到底执行什么样的政策，还很难说，因为他的团队也还在组建中，而且有些政策需要取得国会同意。

财政政策上，特朗普在竞选时称要在10年减税6万亿美元，其中测算企业减税大约在1.7万亿~2.6万亿美元，居民减税大约在3.4万亿~4.5万亿美元。不过，共和党把持的国会，理论上会倾向小政府，财政上相对保守，不愿意债务膨胀过快。因此，6万亿美元的减税规模大概率不会全部兑现。目前估计减税能实现1/4已经不错了。减税对经济增长的拉动作用到底有多大取决于其乘数效应。瑞银美国团队的测算是，企业减税的乘数效应只有0.1，个人所得税的减免其中3/4是给高收入人群，1/4给低收入人群，鉴于高收入人群的边际支出较低，这一部分的乘数效应也只有0.1，低收入人群的减税乘数效应是0.3。政府支出的乘数效应较大，但是否能有1万亿美元的基础建设投资具有高度不确定性。因为共和党的国会可能不会同意如此规模的扩张，而且项目准备上也需要时间。总之，特朗普财政刺激可能减税部分大于支出增加部分，而且乘数效应相对较小，实施起来对经济的拉动作用也有限，估计拉动美国经济增长0.2个百分点，而且估计是下半年开始。

美联储政策和利率的变化。特朗普当选后，市场普遍认为美联储加息的节奏至少不会放慢，反而有可能加快。目前市场已经百分之百认为美联储在2016年12月份会加息，美国十年期国债收益率大幅上升，美元也已经明显升值。一来特朗普的政策，不管财政刺激对经济的拉动有多大，都明显会增加财政赤字，市场认为增加国债的供应，利率肯定上升。二来市场的通胀预期也发生了大幅转变，不管是财政刺激带来更高的增长还是增加关税会带来美国国内价格上涨，都会导致通胀的上升，国债收益率因此上升。三来特朗普当选可能只是一个催化

剂，助推市场调整之前过于悲观的情绪。虽然美国长期国债收益率在最近大幅攀升，但是对比2016年年初上升幅度非常有限。这是因为夏天英国脱欧公投后的市场过度悲观，市场并不认可美联储一再的示意，而是认为利率会长期低迷，包括著名经济学家都在大讲结构性停滞。也许特朗普的政策不会对美国经济起到很大的拉动作用，但是财政政策因为国会参众两院和总统都由一党把持而重新放到工具箱里，货币政策不再是独木难支，对货币政策的压力一下子减小，很大程度上改变了市场对未来的整体预期。美联储没有多大顾忌来推进加息、收紧本已作用不大的货币政策。一旦将来有需要，预留了减息空间。

外贸政策。候选人特朗普威胁要推翻北美贸易协定、退出跨太平洋贸易协定的谈判、把中国定为汇率操纵国并对中国产品征收高达45%的关税。这些是他“让美国再次强大”纲领的一部分，主要的出发点是降低美国外贸赤字、让失去的就业岗位重回美国，是其赢得中西部工业州选票的重要原因。当选后特朗普没有立即重复其贸易政策的许多主张，但提到了退出TPP。有分析认为特朗普当选后可能先致力于减税、放松监管等共和党全面支持的国内政策主张，而在外贸上（共和党大都支持自由贸易）可能并不会坚持。不过，美国总统在外交和外贸政策上的权限远远大于国内政策。而且，特朗普的竞选口号是美国再次强大，但是承诺采取的财政刺激、利率上行和强势美元，一般来说会进一步压制美国的出口、造成贸易赤字扩大。而且其国内经济措施的影响可能短期难有成效。届时特朗普变本加厉指责贸易伙伴国、采取贸易战的可能性会增加。

特朗普经济政策对中国的影响

特朗普经济政策对中国的影响，主要有几个渠道传导：财政刺激、美国利率和贸易政策。财政刺激如果拉动美国经济更强劲地增长，进而带动全球经济加速，会增加中国的外需，有利于中国的出口（如果没有新增关税和贸易壁垒的话）。财政刺激的另一个影响是美国利率上扬，美元走强。

美国利率上升、美元走强对中国的影响已经开始显现。美元大涨，对人民币贬值的压力明显增加。从海外市场来看，这是美元升值而不是人民币贬值，所以并不是特别担心。不过过去一段时间人民币兑美元的被动贬值的行爲，会使得国内企业和居民的贬值预期增强。现在央行面对的不是海外对冲基金，而是国内的居民和企业。面对贬值预期的强化，如何引导和应对成为央行的挑战。目前美国经济复苏，通胀预期上升，美元利率一定上扬，而中国经济面临下行压力，此时大幅收紧货币政策，可能对中国不是特别合适的时机。在维持汇率稳定的政策背

景下，中国的三难——三元悖论问题更加突出。特朗普当选后，中国的国债收益率也在上行，这也是央行有意为之，与国内去债市的杠杆和防资产泡沫有一定的关系，没有注入更多的流动性，不过与汇率和资本流出的压力也有关系。

特朗普对中国的贸易施压是一定的，贸易保护主义的方向明确，不过方式还不太明确。可能的政策选项包括如下几种。

第一，指责中国为汇率操纵国。这个可能性不低，不过这一定位本身并不自带惩罚性关税，对贸易的打击不见得是实质性的。主要的影响是美国政府采购会排斥中国产品、美国在进入新的贸易谈判时会对中国有所歧视性（不过目前来看美国短期内不会启动新的多边贸易谈判）。

第二，在WTO保护框架下，证明中国行为给某些行业或者产品造成实质性破坏，美国总统可以施加临时关税，再向WTO申请裁决。比如奥巴马时期的中美轮胎特保案。这一概率相当大，一些产品如钢铁等可能首当其冲，其对特朗普获胜的关键的中西部地区的群体有一定意义。或是压迫中国采取某些产品自动出口限制。整体经济影响可能有限，但是政治上可能得分。

第三，对中国出口全面征收关税。候选人特朗普说要征收45%的关税，目前普遍认为可能是15%，而且这相当于全面贸易战，政策概率并不是很高。

如何判断对中国出口的影响？具体要看最后特朗普采取什么措施。目前我们的基准预测是不会爆发全面的贸易战，但是会有针对性的关税。我们的预测就是在模型中调低了中国出口对美国经济复苏的弹性。

事实上，过去几年全球贸易没有与全球经济同步预期复苏，贸易增速远远低于过去的均值水平。瑞银的研究表明，全球贸易弱，2/3的原因依然是增长不够强劲等周期性因素：发达国家经济的复苏并不是投资拉动，而投资的进口弹性系数较高，消费的进口弹性弱。美国增长的恢复也是消费拉动，投资较弱。这样看来，如果发达国家一旦投资反弹，那么会带动全球贸易反弹。1/3的原因在于增长结构的改变（比如中国降低对投资的依赖）、全球生产链的萎缩（以往供应链的放大加速了全球贸易的扩张，包括中国加入WTO，与全球和东亚的生产链连接起来）、保护主义势力抬头等。目前来看，贸易保护主义的加强对全球贸易的影响还比较小，但是将来如果美国作为全球最大的进口国，全面走向保护主义，全球许多国家都可能出现类似局面。

中国经济展望和人民币汇率

2017年，相对于全球经济面对的诸多不确定性，比如欧洲主要国家的大选、

英国脱欧谈判、特朗普政策的出台和冲击，我们预测中国经济将基本平稳运行。2017年影响中国经济的两大主要变数是房地产和基建。房地产估计2017年转弱，有一些向下的调整，但是调整幅度不大。这是因为一来政策不是全面打压，而是有针对性地“因城施策”；二来前两年房地产建设已经经过深度调整，去库存有了相当的进展，比2014—2015年低很多；三是房地产建设，作为房地产对整体经济传递的主要渠道，2016年其实复苏温和，新开工、房地产投资并没有随销售和价格大幅增长。总体看来，房地产2017年下行空间有限。关于2017年的基建，我不是特别担心资金供应问题，虽然对地方政府债务有所管制，但是其他准财政渠道也开辟出来了，比如PPP和特别建设基金。中国这两年的经济增长都有赖于准财政发力。2017年我们判断基建投资能够基本抵消房地产下行的压力。全年GDP增长从2016年6.7%减速到2017年6.4%。但是由于PPI转正，名义增长会比2016年快一些。

我们对通胀并不特别担心。PPI目前基本是原材料价格尤其是煤炭价格拉动。我们估算煤价上涨可能给PPI的反转贡献了1/3。原材料价格大涨有需求回暖、明显高于年初预期和2015年同期的因素，也有供给端去产能和限产的因素。这里不应该把去产能和减产混淆起来。减产量也可以提高产量——高价之下，发改委已经要求部分煤炭企业增产。当然，短期内可能复产不会很快，因为具体的一些情况，比如矿山检修、年底冬天不想出生产事故等。但是2017年复产很有希望，煤价相应会下降。2017年我们判断钢铁、煤炭的需求不会特别旺，而供给能增加，所以不是特别担心价格继续攀升。我们判断PPI因为基数原因，2017年一季度在4%以上之后回落，全年平均2.5%。消费价格增长预测比2016年高，2017年年均2.3%。贬值带来的进口价格上升有一定的影响，但更重要的是石油，但是石油在整个能源消费中的占比较低，而且主要是通过汽油方面的消费传导到CPI，汽油消费大约是中国石油消费的1/3，因此对CPI的影响也相对有限。2016年猪肉价格已经往下走，2017年还会处于这一周期，不会有大的变化。

事实上，经过四五年的下跌，生产价格指数回升对企业是利好——销售收入、利润上升，现金流增加。尤其是近两年亏损严重、债务负担沉重的钢铁、水泥、煤炭等上游行业，形势得以明显好转。

2017年最担心的还是资本外流和汇率压力。从经济基本面和国际收支平衡的角度来看，我们认为人民币汇率不存在大幅高估。中国贸易顺差和经常账户顺差

依然可观，长期经济和生产率增速远超大多数贸易伙伴，外债规模有限，且外汇储备也足以应对外债偿付和进口支付需求。从这个角度看，即便央行停止干预外汇市场，人民币也应不存在大幅贬值的基础。但是，均衡汇率和模型对汇率变动的解释力或预测力向来都很差。短期而言，对汇率影响最大的因素一般是资本流动，而这常常是资产配置需求和汇率预期所决定的。虽然外国资本离开中国市场的潜在规模有限，但国内居民和企业的资本流出的潜在规模可能非常大。

最近资本外流的压力来自于以下几个方面。

——中国经济已连续多年繁荣增长、而资本账户相对封闭，国内企业和居民积累了大量的资产，对配置海外资产的需求大幅上升。最近，其对国内资产泡沫的担忧升温；

——近年来大力推进“走出去”战略和人民币国际化，鼓励企业对外投资、为资本流动提供种种便利，这在客观上使资本外流更加容易；

——最近美国利率上升、美元走强，增加了人民币贬值预期，而当前的人民币渐进贬值策略和中间价定价机制则进一步强化了贬值预期。

下一步应该怎么做才能稳定预期，降低相关的风险？首先，无论采取哪种汇率政策，我们认为决策层都应当收紧资本管制来稳定市场预期。即便在完全浮动汇率的机制下，大规模的资本流动也会削弱国内宏观政策的有效性，特别是在外部环境存在巨大的不确定性、国内经济存在脆弱性的情况下。这就是学术界说的“三难”已经变“两难”的问题。现在中国经济的运行周期与美国经济相比正好是相反的方向，为了争得国内宏观政策的独立有效，必须加强资本管制。

在汇率机制方面，中国应该怎么做？有主张是一次性贬值较多、释放贬值压力，然后增加汇率波动幅度，可以弱化进一步贬值的预期。从理论上这个想法可行，不过从市场反应上来讲，效果可能适得其反。目前贬值的预期和资本流出的压力主要不是来自海外机构投资者或者国外客户，他们非常理解基本面贬值到位、双向预期的逻辑。现在资本流出和贬值的压力主要来自国内居民和企业。而国内居民和企业不太受基本面分析的影响，其看重的是观察以往人民币兑美元的走势，受市场动态影响巨大。从央行和海外客户的角度来说，中国过去半年的汇率政策管理很成功，有所贬值又不引人注目，而且守住了外汇储备。但是国内居民和企业看的是人民币兑美元汇率从6.5贬值到6.8~6.9，虽然一再强调基本面而贬值一直在持续。大幅贬值后是否能够改变预期？事实上市场不知道均衡汇率是多少、底到底在哪儿。到时很有可能市场出现恐慌性抛售，汇率严重超调，影响

实体经济比如进出口企业。而大幅贬值后如果加大波幅，那么市场上的居民和企业的行为很可能类似熔断机制。

另一种风险较小的选择，央行可以在较短的时间段内允许人民币加快贬值步伐、在外汇储备消耗规模较小的情况下释放部分贬值压力，同时大幅加强对中间价的机动调整，让中间价定价机制不那么透明。现在的问题是定价机制太透明，每天都会存在机械化的贬值预期。加强对中间价的机动调整意味着市场很难预测第二天汇率调整的方向和速度，至少降低机械性贬值预期的强化。现有的外汇机制执行起来可以有相当大的灵活度，央行可以在中间价中增加一个干扰因子，或是减少篮子和昨日收盘价的权重。在干预外汇市场时更为出其不意，同时加强对外汇流出的管制。

这种方法的挑战在于央行需要说服市场和国际机构相信此举是在现有框架下的预期管理行为，并非偏离其长期以来增加汇率灵活性的政策目标，更不是要重新建立某种固定汇率机制。我们认为要做到后者，央行可以不时地允许人民币加快贬值步伐后，允许人民币兑美元汇率加大双向波动。

美国经济大转折 全球市场大拐点

黄海洲（中国国际金融股份有限公司董事总经理）

今天的闭门会议是个很好的场合，与会者中既有做政策研究的，也有不少业界的同仁，大家各抒己见，对全球经济和市场的分析和判断可以异而不同。我今天的发言，希望能够抛砖引玉，激发大家对相关问题的进一步讨论和辩论。

2008年金融危机至今已经过去八年，全球经济还是处于“三低”陷阱之中。“三低”指的是低增长、低通胀和低利率——今天全球经济增长不振，通胀水平偏低，不少国家还面临低利率和负利率。2016年7月，英国脱欧公投的结果对市场造成了较大的冲击和困扰，美国十年期国债收益率跌到1.32%的历史最低点。上一次的低点二战后1945年11月的1.55%。2016年前十个月美国十年期国债收益率的平均值为1.74%。

欧洲不少国家负利率严重，德国2016年发行过利率为负的国债，荷兰和德国各有一家公司2016年也发行过负利率的公司债。这些都是人类出现货币以来未曾有过的现象，表明市场对增长前景非常担忧，由于没有其他的投资渠道，愿意交保护费而放弃收益。

到2016年10月底，全球不少发达国家面临低利率、零利率或负利率问题，通缩压力严重，经济复苏乏力，还在“三低”陷阱里。2008年以来，表现尚好的国家，其增长大约是2008年危机之前的2/3，比如中美两国，中国从危机前的10%到危机后的7%，美国从危机前的3%到危机后的2%。表现一般的国家，其经济增长只有危机前的1/3~1/2。表现差的国家甚至陷入衰退，比如巴西和俄罗斯等新兴市场国家。

全球经济到2016年10月底仍然面临严重的“三低”陷阱。著名经济学家萨默斯教授2013年在IMF的演讲中认为，全球经济正在从1990年代的大稳健（great moderation，表现为较高增长和较低通胀）走向长期停滞（secular stagnation），称之为“萨默斯低增长”魔咒。伴随着长期停滞的是长期低增长、低利率和低通胀，即“三低”陷阱，以及投资低回报。一些市场知名人士，如桥水对冲基金（Bridgewater Associates）创始人达里奥（Ray Dalio）2016年10月之前极力反对美联储加息，认为美联储加息可能导致全球金融市场发生新一轮系统性危机，并触发全球经济重回大萧条。我本人并不认同萨默斯教授的这一类观点，详情参见2014年5月的《财经》文章“不可轻言全球经济长期停滞”。

美国金融市场从2016年11月中旬，即在特朗普当选为新任美国总统之后，开始出现极其重要的变化，提示了一种全新的可能性——美国经济大转折和全球市场大拐点的到来。从市场表现出的大拐点来看，特朗普不仅将打破美国经济“萨默斯低增长”魔咒，而且就其任期内对美国经济增长的影响而言，将可能超过里根总统，成为影响美国经济增长长周期和结构转型的每四十年一遇的美国政治人物。

我2016年在《国际经济评论》上发表的“全球货币体系第三次寻锚”一文中分析了全球金融长周期，美国十年期国债收益率呈现完美的倒V型，从1945年11月的最低点1.55%，之后一路震荡上行，涨到1981年9月的15.8%；之后掉头震荡下行，2016年7月跌到1.32%的历史最低点。1945—1971年是布雷顿森林体系，之后美元与黄金脱钩，开始全球货币系统第二次寻锚，美国经济出现了严重的滞胀问题，美国十年期国债收益率开始飙升。1981年9月，美国十年期国债收益率达到15.8%。为了遏制通胀，美联储当时的新任主席沃尔克1979年和1981年两次大幅度加息，把联邦基金利率提升到20%的前所未有的极高水平。之后美国十年期国债收益率掉头，一路震荡下行，直到1985年达成广场协议和1987年达成卢浮宫协议，全球货币系统第二次寻锚之旅才完成。从此，美国十年期国债

收益率进一步下行，美国经济和全球经济增长上行，全球化开始发力，全球经济开始大放异彩。中国有幸赶上了这一轮的全球经济增长行情。2008年全球金融危机之后，美国十年期国债收益率进一步一路下行，全球经济开始掉进“三低”陷阱。

2016年7月美国十年期国债收益率已跌到1.32%的历史新低，而2016年前十个月美国十年期国债收益率的平均值为1.74%，还可能会持续走低或进一步走低吗？金融市场已经给出了相当明确的答案，我相信1.32%就是本次调整最低点，美国十年期国债收益率将从1.32%开始震荡上行，虽然在震荡上行的过程中仍然可能局部回调。

特朗普2016年11月初当选总统后，至今（2016年12月2日）并未完成组阁，更未开始施政，但基于市场预期，美国十年期国债收益率从11月8日到12月1日就往上拉了近60个基点，到了2.44%。我认为美国国债收益率将继续震荡上行，在2017年三季度之前上升到3.0%，再往上拉60个基点。美国国债收益率在未来十年将继续震荡上行，从趋势上看可对比1945年之后的十年周期。1945年开始的美国国债收益率震荡上行周期持续了35年，直至1981年美国国债收益率达到历史新高的15.8%。美国经济将快速离开“三低”陷阱和打破“萨默斯低增长”魔咒，走向较高增长、较高通胀和较高利率。

判断美国走向较高增长有两点重要理由。第一是基于美国四大部门资产负债表的杠杆水平分析。2008年后美国认真去杠杆，金融系统杠杆水平回到2001年前后的水平，负债占GDP比已经低于80%，负债水平很低。欧洲金融系统的负债占GDP比重为140%，2008年之后没有明显变化，仍然在去杠杆过程的早期阶段。美国居民的负债从1990年占GDP的60%拉到2008年的100%，现在已经降到低于80%，与更为节省的欧洲居民负债水平相当，这是很多年都没有出现过的情况。美国企业的负债率非常低，占GDP的比略微高于60%。

第二是基于对特朗普上台后的经济政策分析。预计特朗普上台后美国政府将围绕大力推进减税、加大基建和政府财政投入，以及为金融业松绑和修改《多德—弗兰克法案》开展工作。金融业杠杆和政府杠杆的提升，其条件必须是共和党总统以及共和党掌控参众两院。共和党总统要减税，还需国会通过；更大的财政赤字，也需要国会通过。奥巴马也想采取更大的财政赤字，但搞不了；克林顿执政期间由于得不到共和党把持的国会的批准，其预算久未落实。从这个角度讲，特朗普总统集美国的天时地利人和，众议院参议院都是共和党把持。

可以期待，金融业松绑和修改《多德—弗兰克法案》将促进金融业杠杆迅速上拉；有基建、就业和增长帮助，居民杠杆将提升；减税效应将支持企业增加投资。美国三大部门杠杆都将从目前的水平快速往上拉，这已经很了不得。而在特朗普任期内美国政府的杠杆也会往上拉！美国四个杠杆齐发力是非常罕见的现象，美国经济的发动机油门在未来几年将全力加速。

预期美国2017年增长率为2.5%~3%，2018年是3%~3.5%，2019年会在4%。在特朗普的第一任期内，会有一年甚至两年的经济增速在4%或以上，离特朗普竞选时承诺的GDP增长速度达到5%不远。美元汇率也会往上拉。

里根在1980年就任美国总统时，美国十年期国债收益率为16%左右，面临的最大问题是滞胀，即低增长和高通胀，CPI达到15%。里根进行结构性改革，希望根治滞胀问题，与此同时美联储的主要任务是强力紧货币。在里根的第一个任期，美国经济增长乏善可陈，以经济衰退开始，老百姓相当不满。经济增长在里根的第二个任期中略微改善，但里根的继任者老布什，由于当时美国的经济形势不佳，在连任竞选时输给了克林顿，来自一个小州的州长。由里根开始的艰难、痛苦和漫长的改革，其红利由克林顿收割。

特朗普开始就任的时机好得不能再好，可以在低利率、低通胀下放心大胆地提升通胀和财政赤字，放心大胆地促使企业和金融系统加杠杆。特朗普对美国经济增长和全球经济、金融市场的短期和中期影响将可能远远超过里根。

这将对全球经济和金融市场起到重要影响。美元走强，美国拉动全球通胀和全球利率。全球经济将经历深刻洗牌，两类国家受害比较大。其一是发达国家，承受不住利率上升和通胀上升。比如日本，其国债存量占GDP比重超过250%，假如美国在未来两三年将全球利率往上拉动2%~3%，拉动日本利率1%~1.5%，会大幅度增加日本的国债利息支付。日元会因之大幅贬值，回到126日元兑换1美元的水平。但日本不太可能发生金融危机，而日本经济会进一步严重衰退。还有欧元区里的意大利和希腊等国家，假如不离开欧元区，就没有贬值的可能，经济将进入严重衰退。其二是受到汇率影响较大的发展中国家。从2011年以来，新兴国家货币指数兑美元贬值40%左右，而特朗普当选后还没执政，这一指数就兑美元贬值10%。底在哪里取决于两个：美元升值拉升的空间；新兴市场国家的自身改革和增长的能力，能否维护汇率预期。关键在于能否有效地真正改革，改革红利能否及时释放并成功管理市场预期。

未来三四年比较确定的是美国从“三低”陷阱走向“三高”。对于美国高增

长，现在的估计面临的重要风险是低估。美国四大杠杆齐发力，特朗普的强执行力和他作为商人的行为模式的效果都不可低估。特朗普总统对全球经济和市场的影响及其不确定性因之也可能严重低估。

我们要密切关注美国经济大转折和全球市场大拐点所带来的深刻影响，积极应对，抓住此次全球大调整中的重大机遇。

美国经济将小幅受益于新总统的财政刺激政策

邢自强（摩根士丹利中国区首席经济学家）

我们的美国经济学家团队分析了2017—2018年特朗普担任总统后各种政策实施的可能性、力度，以及会对经济产生的影响。主要关注的三个政策包括财政政策、贸易政策和货币政策。我们将分析对中国经济、出口贸易、人民币汇率、资本流动的潜在影响。

预计美国经济将小幅受益于新总统的财政刺激政策

在特朗普当选之前，美国经济已经处于本轮上升周期的末期。如果没有新的刺激政策，经济增速可能会逐渐放缓。特朗普当选后，若能部分实施其在竞选期间所提及的财政刺激方案，将会对短期经济增长有一定的推动作用。财政政策方面，减税政策相对比较容易实施，但基建支出的规模面临一定的不确定性。我们认为可能实现的基建支出规模在未来五年或将达到5000亿美元（即每年1000亿美元）。宽松的财政政策将在2017和2018年分别提振GDP 0.3个百分点，也将给货币政策正常化提供空间。我们预期美联储在未来两年加息六次，包括2016年12月份一次，2017年两次，2018年三次。我们的全球外汇策略团队预计，美元强势之路2017年还将持续，美元指数有可能上升5.5%。

虽然我们估计美国在未来五年将有约5000亿美元的基建投资规模，但由于项目准备的关系，具体实施时间也可能要等到2018年。因此，2017年财政政策的主要焦点在减税政策的实施。具体时点上，预计2017年二季度和四季度将分别出台对企业和个人的减税方案。

财政刺激的成本就是美国财政赤字和联邦政府债务的上升。以赤字率为例，2015年是这一周期的低点，仅占GDP的2.5%，甚至低于中国。我们预计该比率在2018年将会上升到GDP的5.9%。联邦政府债务占GDP的比率目前略高于70%，但在2018年将有可能超过80%。

虽然我们预计更积极的财政刺激，但它对美国经济增长的贡献也并非长期持续。其一，我们判断美国目前的经济增长已经处于周期尾部。财政刺激仅仅是拉长周期。其二，美国劳动生产率的增速不大可能有质的改变，除非出现长期对固定设备投资的改善。

贸易保护主义政策：不确定性上升

在贸易政策方面，特朗普是否上任后立即将中国列入汇率操纵国，并征收惩罚性关税呢？从权力上讲，美国总统完全可以做到。但是我们认为特朗普采取这种惩罚性关税的可能性未必很高，因为如今中国和全球经济的融合度更高，和美国的联系也更为紧密。中国出口确实依赖美国市场，其对美国的出口占总出口比率接近 1/5，中国的贸易顺差也有接近一半来自美国的贡献。但具体分析中国对美国出口的产品，占比最大的是电信通信设备，其一年出口到美国的金额达 560 亿美元。这里面有相当一部分是美国跨国公司的产品，在中国完成组装，一旦征收关税，美国企业也会遭受损失，贸易摩擦可谓是令中美两国双输的。经我们测算，如果美国对中国征收 45% 的关税，中国的总出口会下降 13 个百分点，打击不小，也可能加速人民币汇率贬值。但这仅仅是情景性分析，最终未必发生。

美国货币政策加速正常化，人民币继续面临压力

基于财政刺激，我们预计未来两年美国的个人消费支出（PCE）物价指数达到 1.9%，这将给美联储加息提供空间。预计在美联储六次加息后，名义利率将达到 1.75%~2.00% 的水平，与通胀预期基本吻合。同时，我们的全球汇率团队预计联储局的广义美元指数可能在 2017 年升到 135，显示广义美元指数还有 5.5% 的升值空间。根据人民币在过去两年的策略推断，央行通常在美元升值时，允许人民币兑美元适当贬值，以此维持人民币兑一篮子货币的相对稳定。因此，我们预期 2017 年人民币可能兑美元再贬值 4.5%，2017 年底至 7.3 兑 1 美元的水平。

人民币汇率贬值的成因

从贸易的角度，人民币并没有被高估，也没有长期持续大幅贬值的基础。中国的贸易顺差相对较大，经常账户顺差依然达 GDP 的 2.5%。同时，中国以出口份额衡量的贸易竞争力在过去十年也一路上升，即便在人民币升值期间也不例外：中国占全球出口的比率已从十年前的 8% 上升到目前的 14%，高于日本、德国等贸易大国的历史高点。这主要由于中国产业链的升级，抵消了人力成本上升带来的负面影响。因此，人民币没有必要通过贬值刺激出口竞争力。

但是资本外流是人民币贬值的主要驱动因素：自 2014 年年中以来，资本的

持续外流已给人民币带来了贬值的压力。最近监管部门出台了新的资本管制政策，主要针对人民币跨境项目下的流出，中国企业的海外直接投资等。这些政策短期内或许能够减缓资本外流速度，但也不排除仍会出现新的漏洞。有必要时可能会出台新的资本管制措施，以管住漏洞。

从基本面来说，有两个因素导致了资本持续外流的压力：一是国内的资本回报率在下降。上市公司的投资回报率（ROE）自2012年以后明显低于美国上市公司，而且二者差距扩大。二是由于中美经济周期不同所造成的中美利差缩窄。如今中美两国十年期国债收益率的利差已经跌到5年来的最低点，且随着美国十年期国债收益率的继续上行，两国利差可能进一步缩窄。

在资本回报率下降与美国加息周期的背景下，中国资本往外走的压力依然存在，虽然短期可以采取相应对策来减缓这种压力，但是长期来讲，中国资本往外走的潜力依然巨大：中国私人部门（剔除官方外汇储备）持有的海外资产比例为25%。对比之下，日本、台湾地区和韩国在过去几十年积极发展全球投资，私人部门的财富也进行全球配置，目前这些经济体的私人部门持有的海外资产，占其GDP的平均比重达到150%。这对中国来说是很好的启发。

国内经济无近忧，有远虑

在国内经济增长方面，从2015年下半年到2016年10月份，中国经济增长出现了非常强劲的反弹。虽然官方的GDP增速在过去三个季度一直持平在6.7%，但我们测算的大摩经济指数（一个基于主要微观数据编制的经济综合观察指标），从2015年年中的1.5%上升到目前7%左右的水平。这主要来自于货币和财政双刺激：一方面，社会融资总量（包括了地方债置换）的同比增速目前维持在16%左右的水平，是最近两年来的高点；另一方面，财政方面力度很大，包括准财政刺激（譬如专项建设债等）。两因素叠加带动了经济的周期性反弹。

我们预计2017年经济出现温和降速，从2016年的6.7%增速下降至6.4%，但不会出现大幅回落。预计会继续通过准财政刺激支持基建投资。但这并不代表着经济增长已在中长期反弹，相反，结构性的压力依然存在：首先，在过去一年半的经济反弹中，经济整体杠杆率更高，债务的GDP占比已从2015年的260%上升到目前的276%；其次，投资回报率在下降。譬如目前PPP项目很多集中在中西部城市，而不是东部沿海人口密度高的富裕省份。由于中西部人口密度低，人均收入不高，将来能否支撑这些项目获得比较高的回报存在不确定性。总的来讲，杠杆率持续上升和投资回报率下降这两个问题短期并没有得到解决，也使得长期

的经济增长仍然面临挑战，需要通过结构性改革来应对。

不能忽视美国指责中国是汇率操纵国的可能性

朱海斌（JP 摩根中国区首席经济学家）

对美国 and 全球最近出现的一些变化，我也有一些困惑。黄海洲博士提到，特朗普当选后，什么都还没开始做，可是市场心态、预期、对特朗普本人的评价都发生了翻天覆地的变化。从基本面研究的角度，难以理解现在这么大的变化。我也讲三方面，美元利率、美元汇率和对中美贸易前景的看法。

关于美元利率，市场共识是美联储的加息步伐会加快。在特朗普当选之前，美国谈了三四年只加息了一次。预计 12 月会第二次加息，2017 年再加息 2~3 次，这是新的市场共识。与 11 月 8 日之前相比，市场加息预期在强化，其一跟特朗普的政策表述变化有直接关系，美国财政会更加积极，在共和党掌控参众两院的政治背景下，减税的空间要大得多。在大选之前，市场没有预期到共和党同时掌控总统和参众两院，上一次出现是艾森豪威尔总统时期。特朗普的国内财政刺激包括减税和提高基建投资，因此 2017 年国内需求会上升，预测经济增速在 2% 左右，而 2016 年预计 1.5%。2017 年的关键词之一是通胀回归（reflation），这是一个重要的变化。全球金融危机后，发达国家普遍存在通胀远低于政策目标的问题，严重制约了货币政策的空间。如果 2017 年通胀回归到正常区间 2%~3%，美联储的加息空间会加大。其二，与资产配置相关。目前市场看多股市看空债市，这与利率攀升的预期有一定关系。我的困惑是是否会出现货币政策持续性的大转向。我对此有所怀疑，因为债务与利率的关系。我个人判断，在未来五到十年，债务仍是全球的头疼问题。全球金融危机后，美国的家庭、企业的资产负债表修复都非常成功，但是政府债务上升。美国整体债务水平在全球金融危机之后并没有出现非常明显的下滑，还是 GDP 的三倍左右。欧元区、日本的整体债务水平仍然上升。中国在未来三年内的债务和 GDP 的比率可以达到三倍。全球金融危机之后，许多新兴市场国家也存在与中国类似的企业部门加杠杆的问题。无论是发达国家还是发展中国家，都面临债务的较大压力。如果利率急剧上行，债务负担的后果将非常严重。根据中国官方的数据，非金融部门的债务目前约为 GDP 的 2.5 倍，与美国和欧洲相比还有些距离。为什么目前对中国的债务关注度要远远高于对欧美的关注度？一个重要的原因是中国利率水平高于欧美。虽然央行已

经把一年期的存款利率降到1.5%，但中国贷款利率远高于欧美。按照目前银行部门5.2%的平均贷款利率测算，中国非金融部门债务每年的利息支出量相当于每年新增社会融资规模的50%左右。为什么每年新增社会融资规模增速一直高于名义GDP增速，杠杆降不下来，很重要的原因是贷款利率高企使得利息支出的占比比以前高出很多。同样的逻辑应用到美国或日本，在3~4倍债务/GDP比率的情况下，如果未来五到十年的中长期利率明显提升，债务问题可能会被引爆。因此，我对美国利率上行的幅度和可持续性存在疑问。

关于美元汇率。目前的共识是美元在2017年会持续走强。市场判断美元指数的高点大约是104~105，还会升值5%。美元强势一方面取决于对美国经济基本面的判断，2017年财政刺激以后美国经济提速，美联储加息，美国货币政策步伐会步入正轨。另一方面是对美元回流的判断。从最近几年看，有判断认为美元回流主要来自欧元区，而新兴市场至今资本外流没有先前预期得那么显著。不过特朗普当选后，可能会有一个新的因素影响新兴市场，即对美国跨国公司在海外现金的税收政策。为了吸引美国投资回归，新政策中对跨国公司的海外现金寄回美国的税收要比滞留海外低20个百分点，是15%与35%的区别。这可能导致在未来一两年，相当一部分美国跨国公司的现金由海外持有转向流回国内。目前的统计海外现金持有约2.5万亿美元，数字非常大。假设会有40%的资金回流，那就是1万亿美元，而且很可能来自在新兴市场的跨国企业。回流资金一方面会支持美元强势，另一方面会带来新兴市场资本流出的冲击。我们判断2017年美元兑新兴市场货币会走强，不过主要储备货币之间会有波动，主要是美元兑欧元。目前欧元从高点跌到1.06左右，其实欧洲经济的基本面并没有明显恶化。包括英国脱欧后，欧洲的经济增速基本维持在相对较好的水平，失业率也回到10%以下。欧洲基本面表现并不差，欧元走软有美元走强的原因，也有市场对欧元区未来的担心。未来一系列可能的黑天鹅事件，如意大利公投，奥地利选举，意大利、德国、法国大选等，市场担心欧元区的离心倾向会加剧，甚至面临解体的风险。目前判断，市场的担心会持续到2017年二季度法国大选，而在2017年9月德国大选后对欧元区的担心可能会消除。因此我们预计2017年三四季度可能会出现欧元兑美元的反弹。美元对主要储备货币的强势未必会一直持续下去。在目前的人民币汇率体制下，假定美元指数DXY升值5%左右，那么人民币兑美元会突破7，但整体贬值的空间并不大。但是一旦出现美元指数DXY升值10%以上，那么人民币机制是否要做调整，中国政府对于人民币兑美元在现有机制下贬值的

容忍度，可能都将面临考验。

第三，贸易问题。我个人感觉目前国内远远地低估了特朗普上台后可能的中美贸易冲突、指责中国为汇率操纵国的风险。目前国内通行的判断依据，其一是特朗普当选以后的致辞与其竞选期间的语言有很大差别，更多关注美国国内经济政策如减税和基建等，而对贸易政策并未提及。其二，特朗普是商人，商人总是可以谈判的，而中美之间贸易利益交叉较深，贸易关系再差也不会差到哪里去。在汇率操纵国这一问题上，我的判断是发生的可能性要大于不发生的可能性。从目前美国财政部关于汇率操纵国的三条技术标准来看，毫无疑问中国不应该被列入汇率操纵国，因为中国只满足对美贸易顺差这一条，而在整体经常项目顺差、人为操纵汇率市场以防止货币升值这两条并不满足。但是，在汇率操纵国这一事情上，更多的是一个政治决定而非经济决定。美国总统有权力修改目前的三条标准，甚至动用总统权力直接让财政部定义中国为汇率操纵国。回顾上一次中国被定义为汇率操纵国，是在1992—1994年的克林顿总统任期。当时与现在的情况类似。彼时中国汇率双轨制下官方汇率远远低于黑市汇率。恰在当时，在官方汇率被高估（而非低估）的情况下，中国被定义为汇率操纵国。而1994年1月1日中国实行汇改，官方汇率从5.8到大幅贬到8.7，反而在当年摘掉了汇率操纵国的帽子。因此，汇率操纵国可能更多由政治层面决定，可能被特朗普当做兑现竞选承诺的一个策略。当然，中国被定义为汇率操纵国与实际的中美两国贸易冲突是两码事，汇率操纵国并不意味着美国马上会对中国发起贸易制裁，立即会受影响的是美国政府对中国企业的政府采购，而这一比例相对较小。不过汇率操纵国对美国财政部有些后续要求需要采取行动，而这中间有个缓冲期，将是中美贸易谈判的一个时间窗口。从中期来看，基于中美贸易的重要性，中美贸易关系会步入正常。不过短期在2017年的过渡成本可能会非常高，不排除美国在关税、出口限额、市场准入、产权保护等方面对中国施加更多的压力。我的担心是国内对这些方面可能出现的压力缺少足够的认识，也缺少谈判方案的设计和准备。

美国经济基本面存在三大不确定性

崔 历（建银国际董事总经理、宏观研究主管）

分析美国经济和市场未来的走势，可以从经济学家和市场策略师两个不同的角度来看。经济学家多看基本面，市场策略师需要分析预期。两者相辅相成：虽

然短期市场预期会影响风险溢价和市场价格，长期来看预期需要被证明或证伪，市场还要回到基本面。

特朗普当选后，从预期来看确实有很大的变化。市场认为特朗普上台后会有很大的财政刺激。金融危机以来，发达国家一直靠货币政策支持经济，而由于各国政治力量的分裂，在财政政策方面没有达成共识，因此财政政策对经济的支持一直非常有限。现在特朗普当选为美国总统，共和党也掌控了参众两院，因此市场预期财政政策，包括特朗普提的减税和基建政策，都可以大幅推进。这是市场目前比较乐观的看法。增长预期和通胀预期都有提升。

如果身份换位到经济学家，分析经济基本面和政策实施的可能性，会看到三个不确定性，因此对经济走势更为谨慎一些。首先减税的幅度究竟有多大，带来多大的影响。市场看好美股的主要原因是预期对企业减税，这会提升现金流量表。共和党掌握的国会其实相对比较保守，通常寻求财政中性的政策。因此可能一方面给某些企业减税，另一方面可能在其他方面废除税收优惠。特别是美国目前联邦政府债务占比已经将近80%，这与里根上台时的情形完全不一样，当时联邦债务不到GDP的30%，财政保守派对于里根减税没有太大的担心。因此，现在对于能减税多少、带来多大的财政刺激还很难讲。另外不确定性会持续。财政政策的细则要到2017年下半年才公布，2018年才有预算，所以一段时间内都要琢磨其中的不确定性。

其次是美联储加息的步伐和长端利率的走势。市场预期通胀上行，因此美联储要加息，而且可能加速加息。如果看美国居民的资产负债表，这段时间很漂亮，居民部门去杠杆。而看美国企业的负债率，负债率已达到高点，不过每年利息支付的偿债率很低，因此企业债务负担轻，偿债率低的主要原因是低利率环境。将来如果利率提升，那么企业的偿债负担会加重，是不是利息上升可以这么快？在增长本身没有提升的情况下，如果加息走到前面，是否会触发债务危机，是不是对市场或者经济本身的自我否定？

最后是经济本身的动能。美国经济缓慢复苏的步伐主要由消费和就业带动，特别是2016年第三季度的数字走强。房地产投资也恢复得好，经济好像回到了2005—2006年的感觉，消费和房地产等周期性因素回归。但是没有复苏的是企业投资，企业的中长期投资始终没有回来，第三季度的数字低于预期，继续走软。也就是说，美国经济短期上升势头猛，但是中长期动力较小。因此美联储一直比较鸽派，原因在于目前投资不足，那么未来资本深化会受阻，中长期劳动生产率和

潜在经济增长速度本身不会太高。特朗普当选，能否刺激企业投资，增强长期增长潜力，仍有很多不确定性。短期加大了一些负面因素：包括利率上升，美元走强等。在贸易保护主义相关的不确定下，企业投资会进一步受到阻碍。房地产市场在利率上升的情况下是否也会受到阻碍？因此，近期的发展对美国经济的周期性复苏可能有负面影响。

总体看，通胀上升周期是相对确定的。因为特朗普上台前通胀已在上升，劳动力市场恢复，工资上升，大宗商品市场触底回升。不确定的是增长。在通胀上升、增长势头不定的情况下，美联储加息的节奏能有多快？我自己的判断是不会太快。耶伦也说，要让经济足够热起来，不能因为一加息就浇灭了经济增长的势头。高增长、高通胀情况下才会有较快的加息。如果增长相对不确定，而通胀回升，那么美联储的应对上不会加息太快。我们的判断是2017年可能加息两次。

关于美元，近期支持美元走强的因素很多。比如2016年12月底前的加息，美元相对其他货币的避险作用，特别是欧洲现在不明朗。如果意大利公投或者法国大选有变数，第一反应还是拥抱美元，因此美元的避险因素很重要。但如果美国经济增长乏力，2017年美元预计一段时间内会维持高位，但是恐怕无法维持强势。尤其等特朗普的刺激计划出台以后，如果没有预想得那么乐观，美元可能走弱。

分析长期决定汇率均衡的因素，其一是贸易顺差，其二是国别间的劳动生产率差异。中国作为新兴市场国家，劳动生产率仍强于美国。当然现在中国有周期性的疲软，特别是上游行业有退出压力。中长期的中美劳动生产率一定存在差别。因此人民币相对一篮子货币在未来缺乏大幅贬值基础。

因此人民币是否相对美元会大幅贬值，还是取决于美元的变化。如果美元大幅升值，人民币不想跟着升值，那么人民币适当贬值。汇率自由浮动很重要。人民币汇率近期相对美元有一定的贬值压力，但是中长期我的判断并不悲观。

2017年中国经济存在风险因素，投资增速维持成最大不确定变量

刘元春（中国人民大学经济学院教授）

我对美国经济在2016年触底的批判是，美国经济在2015年已经触底。梳理判断触底的参数会发现，触底以后的故事可能并不是很多人想象的就是反弹。2014年三季度美国经济增速已经达到3.2%，全年已经达到2.6%，到现今的增速

下降与加息有关联。讨论中国经济也一样，情绪和政策的变化，是否会对基本面等基础参数的变化产生作用，这是重要的判断基点。2016年中国经济出现6.7%季度超稳定状态，对此分歧很大。有人认为这是底部，我的判断是刚开始触底。因为稳增长的核心力量依然是政策性因素，无论是10万亿的财政支出，还是4万亿的货币政策等。这就决定了2017年要延续态势，就取决于两种力量。一是政策能否高调持续，二是市场能否接住政策性稳定的接力棒。

第一个因素，2017年要维持非市场性的投资增速在18%~20%会很难，而2016年投资增速接近9%的两个重要核心原因是国企投资增长近20%，基础建设投资超过18%。目前投资占比接近40%，国有企业和政府类投资的规模总量是24万亿左右。2017年，非市场性的投资要维持20%增速，那么国有企业和政府类投资要新增4万亿。新增4万亿从哪里来？存量20万亿又从哪儿来？有人建议财政赤字可以从目前的3%提升到3.5%，按照预算法，0.5个百分点赤字增加带来的债务量也就是4000亿。另外，大规模发行政策性金融债券，2016年的文章已经做足了，加总大约2万亿，那么2017年的空间还有多大？汇总来看，由于地方政府和央企的财务约束，2017年要达到20%的非市场性投资增速成为不可能。

第二个因素，市场能否接过政府的接力棒。第一个是民间投资，主要板块是制造业、房地产、服务业。从对房地产业中长期的判断，目前房地产经历确定的小周期调整，投资增速调整确定。关于制造业，1-10月份盈利有所改善，而改善的基础和结构特别是工业领域同比增速超过7%，但也记住2015年的三四季度是最糟糕的时期。分析9、10月份利润产生的根源，部分是上游企业和生产资料企业，要关注2017年PPI上涨对于利润的改善具有结构性效应，即上游行业将得到较好的增长，但是成本会被转嫁到服务业和生活类资料品。特别是生产资料出厂价格参数上升势头很猛的时候，估计2017年生产资料价格将上扬3%左右，这将是较大的冲击。总体盈利状况并不是2016年的三四季度改善一定意味着2017年的改善，判断逻辑还不成熟。2016年企业家信心指数在二季度达最低点，三季度有所反弹，六中全会开完后又会稍微安心几许。判断其中还有变数，比如资本外逃的规模。我们团队的研究认为，2016年12月份到2017年1月份的区间非常重要，依据是市场不确定性的动荡信息会密集爆发，比如美联储加息、英国脱欧实质性谈判、债券等。债券在此期间会是较高的还款点，可能又是违约的高峰期。以上因素的叠加汇总，汇率贬值预期加上国内因素、有可能会使得资本外逃规模超预期。中国民间投资增速下滑、国有企业增速的上扬以及资本外逃规模，

三者之间的关系度非常强烈。总体来看，民间投资接过政府投资的接力棒是不太可能的，尤其是政府投资与民间投资的关联度越走越远。2017年，回落是根本因素，特别是投资角度。

再谈贸易，很多人判断世界经济触底和美国经济触底，因此中国贸易在2017年会出现反转，很多贸易参数会出现变化。我们团队对上述的线性思维并不认同。判断依据如下：第一，从指标看，美国经济已经在2015年触底，而中国的对美出口在1-10月份表现尚可增长6%，但是按美元计价的总体增速为负7%，中国对欧洲和新兴经济体的贸易变化较大。中国的最重要出口集中在机电行业，目前世界各国的投资增速没有出现任何反弹。是不是国外的积极财政政策刺激会对中国的投资品出口起到拉动作用？2017年的答案也是否定的。积极财政政策和基建投资刺激的传导机制在其他国家不会高效迅速；各国的储蓄率略微回升，尤其是双赤字国家，其储蓄率上升造成自我投资，将对中国全球布局状况产生冲击，美国经济复苏对中国经济的实质传导效应要强烈得多。目前美国贸易增速高于发达国家，发达国家高于世界平均水平，世界贸易增速高于新兴国家增速，这一趋势持续了很多年，并在2015年表现最为明显，2017年也会持续。

2017年的共识是高风险年，需要关注传递逻辑和突破点。目前地方投融资平台从2014年46号文开始调整，做了很多事情，某种程度上是靠政府背书。虽然财政部也发文切割，但是实践上不能操作。按照严格的市场逻辑，投融资平台的债务危机已经爆发。46号文出台，新老划账，债务置换，已经宣告债务不可持续。问题已经显现，只不过进行了机制转换，从市场机制转化为行政性机制。如果市场型债券市场的违约情绪和风险情绪高涨，将会对再融资产生较大影响。目前债券市场总量约为70万亿，还本付息占比已经超过60%。因此市场情绪性冲击会很猛烈。现在最头痛的是，由于资本市场开放比较畅通，正如2016年1月份所看到的股市和汇市联动，在2017年1-2月，需警惕出现债市和汇市的联动。需要高度关注，因为市场化程度已经很高，难以控制。毕竟股市规模要远小于债市，融资数目不在一个数量级。不仅要关注浮在面上的汇市变动，还要关注下一阶段的债市。从对风险的考虑看，这是很重要的点。

汇率的调控首先取决于对于目标的确定，而目标的确定来自利益权衡。现在的汇率目标很多，比如市场的稳定、实体经济的稳定、储备资产的稳定、资金链的连续性、人民币国际化的收益。有观点认为，人民币一定要稳住，依据是在全球货币锚效应缺失的背景下，人民币稳住会产生吸引力，享受到额外收益。这种

算法可能有错误。其一，对外收益和对内的市场深度和结构性质相关。其二，储备资产的收益性质与实体经济的收益性质如何权衡？外汇储备的积累不易的观点是对的。但是外汇储备产生的价值到底是什么？在外汇储备减少的过程中，损失的到底又是什么？因此要算细账，而不是把终极目标绝对化。其三，市场稳定的基础。在汇率市场中，理论上的研究是千万不要相信理性预期。按照行为金融在外汇理论的最新进展，不存在理性预期。政治溢价高于套利、套汇收益，政治风险在外汇市场的定价不完全。关键是本国的自身扰动而不是国际收支的锚定。现在套汇、套利的关键主体来自国内，因此得出的结论会与传统结论不一样。

L型寻底与区间增长

鲁政委（兴业银行&华福证券首席经济学家、兴业研究公司副总裁）

我讲两个方面的问题：第一个问题是关于特朗普当选及其对中国可能的影响，第二个问题是对当前中国经济形势的认识。

首先谈第一个问题，特朗普当选及其对中国可能的影响。从目前媒体的报道来看，新提名的美国财政部长对于是否会给人民币贴上“汇率操纵”的标签并没有松口。实际上，自1994年以来，中国再也没有被贴过“汇率操纵”的标签，主要原因是每一次都让美国财政部长给挡住了。虽然汇率政策隶属贸易政策，而贸易政策归属美国国会，但是作为认定“汇率操纵”法源的《1988年综合贸易和竞争力》法案，把认定“汇率操纵”的权力转移给了财政部，因此，财政部长很关键。1994年之后相当长的时间里，美国国会一直相当鹰派，希望通过法案的形式认定中国汇率操纵，迫使人民币升值。但美国财政部长则希望通过中美之间的对话来迫使中国满足美国的诉求。此次特朗普上台后，人民币汇率被贴上“操纵”标签的可能性很大，因为这是行政单方面就可以决定的事情，而财政部长必然会和总统的主张保持一致，一旦财政部认定，在国会那边就不可能存在任何障碍。美国财政部曾在2015年提出了“汇率操纵”的三个标准，但这三个标准是可以更改的，而且并不需要经过任何法律步骤。

从历史看，一旦被贴上了汇率操纵的标签，怎样才能脱身呢？1988—1989年韩国被三次贴上汇率操纵标签，台湾地区也被贴上过两次，其背景是韩元和台币都还在升值通道中。可是贴上不久，由于日本泡沫经济崩盘，形势逆转，韩元和台币也开始贬值，自此之后反倒再也没有被贴上汇率操纵的标签。加拿大当年也

曾被贴上汇率操纵的标签，其最终也是通过汇率的完全市场化而得以脱身的。

在1994年汇改之前，中国曾经五次被贴上了汇率操纵的标签，然而令人感兴趣的是，1994年人民币汇率官价和黑市价“两率并轨”大幅贬值50%以上，在当年10月份的美国财政部报告中却写道“中国在汇率政策方面取得重大进展”，没有认定人民币汇率操纵。美国思维是寻求不再干预汇率的永久机制，而不是一时一利。同样是新兴经济体，为什么美国对墨西哥没有拿操纵汇率说事而找了移民这一事由？因为墨西哥是自由浮动汇率。因此，中国的对策应该是加快汇改，争取尽快实现自由浮动，这是2015年加入SDR时候的承诺。

其次谈第二个问题，对当前中国经济形势的认识。有共识认为中国经济正处于L型增长的水平区间，我们认同这种判断。但主要不是基于经济的内生增长动力，而是对于政府有能力维稳的信心。

回顾2016年政府部署的重要任务，确保2016年过剩产能调整和房地产去库存，企业成本上涨和工业品价格下跌势头得到遏制。现在回顾起来，上述目标的确基本上得到了实现：从房地产来看，房地产开发投资增速很低，但销售增速很高，不管库存消化在不同的地区是否均匀，但总库存肯定是减少了；从企业成本来看，2016年企业财务成本同比负增长6%，为有数据以来历史最大同比降幅；从工业品价格来看，PPI转正，工业品价格下跌势头得到了遏制。

面对物价和工业企业利润回升，市场争论焦点是：当前是经济的反弹还是复苏？我本人的看法比较谨慎：当前经济很可能是呈现出了更为明显的“滞胀”特征。比如，2016年涨幅最高的大宗商品煤炭，动力煤、焦煤的产量已都被压低到了2009年的水平，那时是危机刚发生刺激还没起来经济最悲观时刻的煤炭消费水平。虽然不排除房地产投资出现回升、钢铁需求增加从而对煤炭的需求增加，但如果要找主要矛盾，恐怕还不是在需求方的扩张而更主要的是供给的突然萎缩。供给的突然萎缩造成产出增速放缓和价格上涨，这是典型的“滞胀”，与1970年代美国出现的情况非常相似。如果经济是真的复苏，短期的表现应该是总需求曲线的外移，外移带来经济增速加快和价格上涨；长期则是供给侧改革取得成效，供给曲线扩展，潜在增长率上升即总供给曲线外推，经济增速加快而价格下降，比如1990年代的新经济奇迹。现在显然两者都不是。因为数据显示，2016年的中国工业企业产能利用率不足73%，而在过去正常时期应该是在80%左右；虽然PPI为正，但是第二产业增速低于整体经济增速，并构成了经济整体增速较低的主因。如果经济的表现呈现的是“滞胀”特征，那么，这就意味着经济

的内生动力依然有待增长，还不能轻言复苏。

现在市场普遍对特朗普上台后全球外部环境的改善寄予了很高期望，主要是特朗普许诺上台后会增加基础设施投资。然而，考察美国的历次总统更迭年的经济表现，在上一个党派连任之后，换上另外一个党派的当年，经济都是跌的。所以，讨论特朗普的基建，三年之后或许会起到一定作用，但是在2017年可能还不会有那么强的效果。基建需要征地，而美国私有土地制度使得征地很困难，美国必须通过特别法案来解决征地问题。因而，短期内基建投资的效果不会明显，减税没问题，大家都会高兴，但是减税在短期内对经济的刺激效果较小。

对于中美贸易争端，毫无疑问会加剧，特别是在农产品（禽肉）和制造业方面，这会对中国经济造成不利影响。观察数据，奥巴马的美国再工业化的确取得了进展，耐用品行业产值占GDP的比重在回升。家具、金属、机械、计算机、汽车及其零配件、设备制造这些都可能是未来中美贸易争端最激烈的领域。我们之前的研究报告系统梳理了美国所有国会议员的对华贸易政策言论，大部分国会议员提到了禽肉，因此，农产品肯定首当其冲成为中美开战的领域。特朗普讲到加强对中国的贸易执法，而中国现在存在大量大而不当但却授人以柄的言词纰漏，比如，地方招商引资的优惠政策有些就与WTO“双反”规定不一致。尤其是之前被美国起诉并在WTO仲裁中予以认可的中国国有银行向贸易商贷款，由此裁定贸易商享受了构成补贴的低成本资金，美国方面的主要理由就是《中华人民共和国商业银行法》“第三十四条 商业银行根据国民经济和社会发展的需要，在国家产业政策指导下开展贷款业务”，由此认定国有商业银行不是商业机构而是公共部门，其提供的资金成本低于市场价格，构成补贴。由此，我们应该立即对上述法规进行修改。总体来看，我们目前对特朗普上台之后的准备，重视程度似乎不够，我们需要对相关规章、成文表述进行合规性审核。

中国经济2018年迎来逐渐反弹

陈兴动（法国巴黎银行中国首席经济学家）

今天讨论会的共识成果很多，我不再赘述。我想分享三个问题：第一，特朗普当选美国总统使外部的不确定性增加，也加大了中国经济下探的压力。但是相比过去两年，2017年中国经济下探深度可能比2016年、2015年或2012年以来要小得多。第二，站在市场的角度观察，我认为2017年中国经济走势应该是做实

底部，并在2018年迎来经济的逐渐反弹，这一过程经济走势可能会呈现出趋势向上的L型。2017年中国的宏观政策仍将维持稳定增长。要保证这一点需要有做实的政策配套。投资要增长，更多的还是有赖于财政政策。第三，2017年将会是人民币在未来五年最后一次贬值的机会。2018年下半年人民币可能会调头升值。

第一，关于经济增长。用生产法得出的2016年中国前三季度GDP增速6.7%的数字，在支出法上得不到验证。多年来我一直试图用支出法来验证生产法的GDP数据，即准GDP概念：把实物部门的投资、社会商品零售和贸易盈余三项加总，作为准GDP的实际增长概念，再计算与前一年通过生产法得到的GDP增速的比例。假定承认前一年统计局公布的算法准确，用此来估算当年用生产法和支出法分别核算的准GDP概念数字。当然我的这种测算肯定是不准确的，因为生活服务业的增长速度肯定比实物生产部门要快。假设生活服务业占服务业总量的50%，即生活服务业占差不多25%的支出法核算GDP，测算出来的前三季度的GDP增速不会超过6%。

GDP增速6.7%是官方公布数据，在实际给投资者做决策咨询的时候，我希望投资者将决策模型中的增速降为5.8%。2017年经济增速会继续下降，但是下降幅度应该不会很大。这主要来自以下几点考虑：其一是美国政策变化将加大中国的压力。特朗普当选后，世界仿佛突然发生了变化。虽然绝大多数人持怀疑观望的态度，不过有一点可以肯定，特朗普一定会有所行动。特朗普经济学中积极的财政政策表现为三个方面，减税、扩大基建投资、增加赤字。深入分析我们可以发现，真正实施起来会困难重重，例如基础设施投资还有些障碍亟需解决。特朗普上台后不仅需要与民主党进行政治协调，在党内也要进行协调。由此，我们团队的整体判断是在2017—2018年的短周期内，特朗普政策一定会对美国经济有正面作用，美国经济会出现增长，但是对中长期正面作用持怀疑态度。美国经济在触底之后会加力，2017年美国经济增速预期将在原基础上调0.4%，达到2.2%。预计2018年美国经济增速将会达到2.8%。美国经济增长加速，美国的通货膨胀率上升，美元利率上升，这对中国产生的首要影响将是资本外流的压力加大。美国一定会采取办法，要求美国跨国企业将在海外的存款部分调回国内，这更将加强美元升值的压力。其二是出口的增长为负。即便人民币累计贬值超过6%，2017年中国出口增长的不确定性仍肯定上升。特朗普执政后，美国在贸易上一定会拿中国开刀，至于幅度是20%还是40%目前并不确定。2017年中国出口增长面临压力，增长预期在原来的基础上下调2.5%，也就是0~1%的增长，甚至

可能是零增长。这是中国经济增长的减速项。其三是投资增速放缓。首先看房地产业，2016年房地产投资增速在6%~7%左右，2017年预期增速肯定不会超过2016年，预测为3%~4%，增幅放缓。其次是基础设施投资，2016年增速约是20%，2017年预测略降为15%。房地产业和基础设施投资也都是2017年投资增长的减速项。2017年投资增长的加速项，预测是在工业企业和采掘业的更新改造投资。判断依据首先来自2016年4月和8月国务院发布的《装备制造业标准化和质量提升规划》和《消费品标准和质量提升规划》两份文件，推动工业企业、机械制造、装备制造业的产业升级和对工业消费品提升的一系列政策出台；其次是标志性事件即2016年11月发布的关于完善产权保护制度的指导意见。过去的四年中国经济持续下行，有结构性和周期性原因，也还有对政治安全性的担心，对资产保护力度的担心，这导致许多投资者缩手缩脚不敢做。我在美国波士顿碰到一些国内的企业家，他们将生意留在国内，人却在海外生活，其意不在于再赚更多的钱，而是确保已有的资产安全。决策者已认识到这一趋势，随着对产权制度保护力度的逐步加强，也会对投资起到提振作用。但总体来看，民间投资在装备制造业等领域的产业升级，依然不能抵消房地产业和基础设施投资减弱带来的影响，投资增速会整体减慢。最后是消费增长，居民收入增长并没有加速的情形，消费增长也不大可能加速。

综上，2017年经济增速会继续下降。但是下降不会很厉害。利好因素中我们还看到投资增长中PPP加快和提速，2016年采取的很多财政刺激政策还没有全部用起来，减税效应还未充分体现。为了营改增，2016年1-4月份对企业追税实际导致企业税负大幅增加。这从财政收入的统计数字上可以反映出来。总体而言，我预测2017年经济增速将进一步放缓，大约为6.2%。

第二，站在市场的角度观察中国。2008年以来，中国始终在采取扩张的货币政策，但是至今对于货币政策是宽松还是紧缩的判断还是不太一致。 M_2 和 M_1 的观察视角不同，得出的结论也不一样。中国人民银行前副行长盛松成司长就讲到，中国企业是不是进入了流动性陷阱？我对2017年整体的货币政策判断是中性偏紧。2015年12月份的中央经济工作会议部署了五项任务，其中一项就是房地产去库存。到2016年4月份，市场观察到房地产库存并不是全国性问题，只是某些城市的问题。对于一线和二线热点城市，需要的反而是增加房地产供应。真正房地产库存主要出现在二线城市的中下层、三线城市、四线城市等，因此政策上有许多相应的调整。由于房地产库存问题的全国性分化，货币政策施行因城市

不同而各有差别，这导致了货币政策的一致性更差。与此同时，央行也一直在讲，要增加居民户的杠杆率，这一政策的直接后果是针对居民户的抵押贷款规模增加，这应该正是2016年房地产价格上涨的额外推动力。因此，如果一线和二线热点城市房价上涨过猛过快，信贷政策是有责任的。2017年在全球积极财政政策的背景影响下，中国的政策空间相对较大，2017年中国更多的可能还是采取积极的财政政策。按照狭义的政府债口径，中国政府债务占GDP比60%~70%，我们还有大规模上升的空间。我同意余永定老师的看法，财政政策不是最好的选择，但是现在没有别的更好的办法了。

2017年经济触底后，2018年会有一轮新的增长的趋势，市场信心会加强。在11月份的伦敦一次国际投资论坛上，我对主要是买方投资人的与会者作了一次现场调查，询问大家对中国经济增长以及人民币汇率的看法。结果很有意思：担心中国会出现大规模经济下滑和债务危机硬着陆的比例只有8%，而2016年5月份在香港调查时的比例为68%，说明全世界对中国经济的信心已经相对加强。当然伦敦和香港客户有地区和结构差异，但是也能反映出市场情绪。特朗普胜选后，很多人认为2017年中国的希望在于中国强势的领导力。中国政治体制，对于经济增长本身具有强有力的推动作用。而且，国内投资机会不足也导致中国现在面临资本过剩问题。十九大以后，中国将出现许许多多的结构性投资机会。宏观层面上，经济走弱，但是结构性机会非常多。我大概归纳为三个方面。其一是城镇化新战略。过去中国走的是小城镇建设之路，我个人对此一直持异议。中国应该实行东部地区城市带，中西部地区则以中心城市为核心向外扩张形成都市圈。中国现在正在这条发展路线上逐步走着。接下来是人的城镇化，让农民工进城，进城后定居。由于中心城市房价太贵，我们要考虑的是依靠高速交通分流至卫星城市，从而逐渐减少对中心城市房地产的需求，使得房价上涨动力削弱。许多年轻人没有必要在北京城区居住，可以往周边发展，毕竟京津冀有十四个城市可以发展。这是对中国未来的展望，当下还要慢慢调整。其二是工业升级。其三是资本下乡，农村土地制度改革。随着财产制度保障的加强，许多富起来的人希望到农村买座房子，这是未来很好的机会。现有十亿多平方米的小产权房问题，总要找个机会解决。农村宅基地不能交易，现在很多城里人已经到农村买了房子，但是没有产权，得不到法律保障。如果解决好小产权房问题，让农村宅基地可以交易，让农民可以进城，城市资本可以下乡，这将会带来中国经济新一轮的内生增长。在这方面，重庆已经创新试行了宅基地交易的模式，对于其他

地区也有借鉴意义。为什么十八届三中全会的决议迟迟没有实行？不言自明，因为过去的四年不存在条件。随着产权制度保障法案的推进，在必要性的基础上，机会也已存在。然而这一切的实现，最终还需要积极的财政政策配合，即基础设施的投资。

第三，人民币在2017年会是未来五年的最后一次贬值的机会，贬值幅度大约是5%~6%。汇率自由化和资本账户管制之间的逻辑是：如果资本账户受到管制，那么外汇市场就没有交易，人民币就不会贬值，汇率也就无法自由化。2017年中国要在三者之间取得平衡：允许人民币一定幅度的贬值，外汇储备不会大规模减少，加强资本管制。我不赞同推动人民币国际化的提法，人民币国际化应该是顺势而为，创造条件倒逼改革，但是大规模推动就有问题。中国可以利用2017年特朗普上台后美国可能给中国的压力，重新审视人民币国际化的战略和具体实施步骤。我预期2018年人民币升值有四个理由。其一是经济增长信心和势头回升，在十九大前后推出的政策利好，会给中国的未来带来机会。其二是中国推动资本项目下开放，可以将更多资本引进来。其三是中美之间的协调。特朗普上台后经过一年的左冲右突，会意识到中美关系的复杂性，对中国的贸易和人民币打压太过严重无益于美国利益，最终特朗普会进行妥协协调。中国方面，市场也会意识到人民币贬值到7.4左右就是过度贬值。待条件成熟后，政府就可以放弃干预汇率市场，让人民币汇率自由浮动。其四走出去的资本会回流国内，民营投资的积极性会在2018年得到很大释放。

2017年中国经济前高后低，或迎来某个时点的汇率转机

伍 戈（华融证券首席经济学家）

第一，中国经济以及全球经济此轮往上走的动能来自何方？分析其动能的性质和持续的时间对于我们研判未来趋势是重要的。中国经济和世界经济的关系紧密，不管存在资本管制与否。2010年以来经济持续下滑，中国和世界完全同步，而最近的经济反转两者也是高度同步。在最近的反弹进程中，重要的变量之一一是PPI转正，投资者认为转正的PPI意味着未来上游、中游和下游企业的复苏。根据观测到的数据，我们可以进一步分析PPI趋势性反转的时间点。其实2014年以来，钢铁等行业已经步入了去产能、去库存的过程趋势，无论所有制性质是国有还是民营。2016年的价格飙升与2015年底中央提出的去产能或有

关。不过有意思的是，中央定的去产能目标与企业目前能够去的产能不在一个数量级。中央定的去产能目标，只是产能“金字塔”中很小的部分。对于微观企业如钢铁企业而言，中央的去产能目标不会对其生产数量产生实质性影响。煤炭和钢铁价格出现剧烈上涨，但是从需求来看，房地产、基建等投资方面没有大的反弹迹象。需求方起到托底作用，供给方受中央去产能目标的数量级影响却相对较小，因此我们怀疑是去产能过程中的预期对于价格起到很大的作用。中国的经济走势不是完全由宏观政策决定的，企业哪怕是国有企业对财务和利率也很敏感，具有自我发展的动能。我对2017年经济不悲观的依据是，不管是上游、中游还是下游企业，目前似乎都处于相对紧的平衡点。上游的煤炭行业平衡，中上游的钢铁业平衡，下游的房地产调控这样下去一二线城市甚至在2017年可能无房可卖。这对购房者不是好消息，但对宏观经济可能是好消息，意味着只要经济一放松，未来的投资动能巨大。

市场会预期经济增速，不过对于宏观部门而言，确确实实取决于中国想要什么，想要多大的经济增速。货币和财政有非常强烈的内生性，就看政府的设定目标，就看希望用多少政策“子弹”实现这一目标。我的看法是不悲观，去产能已有相对较紧的情形，不排除经济会出现波动，如2017年增长前高后低，房地产的动能会推动往前走一段时间，但消耗完这一动能后房地产可能会有较大的下挫，但定量很难。

第二，对于货币和汇率，预期很重要。至于这一轮的人民币贬值预期，我的观察是一些国内企业的海外配置及其贬值预期可能要早于2015年的“811汇改”，甚至早在2013、2014年就考虑海外投资了。我当时对此并不相信，在经常账户顺差规模很大的情况下，怎么会有贬值预期呢？传统的理念是，经常账户余额决定了国际收支账户的主要部分，也就决定了汇率的主要部分，资本项目只是补充。不过后来我发现该理念是错的。市场是很敏感的，投资人很敏感，货币价值的高估或低估他们心中更有数。展望未来，我感觉一旦市场对汇率的预期产生分化，那么出现市场的实际拐点可能不会太远了。对人民币汇率而言短期或有三道槛：其一是2016年12月份的美联储加息；其二是特朗普2017年1月份的就任，就职演说及其班子，他过去竞选说的和他当了总统要做的未必一样。美元的快速升值对于美国经济复苏和美联储的利率提升空间产生制约。在我看来，从就业和通胀的目标来看，美国不需要财政刺激，因为美国已经在复苏的路上。当然政治家可能有其考虑，但是宏观层面上美国财政刺激对美元的影响不可持续。其

三是2017年1月份个人5万美元换汇额度的重新开启。2016年我们面临的最严重一次贬值压力，及其与股市熔断机制交织的恐慌来自年初1月份，也就是当时个人使用5万美元额度换汇的时候。近期人民币贬值很厉害，但是市场似乎没有那么恐慌，例如中国的股票市场还在企稳上涨。2017年经济增速可能略低于2016年，但是中国有充分的财政和货币政策空间，金融风险暴露或者债务展期等问题可能拖到十九大之后。在全球较为动荡的情形下，2017年人民币贬值预期犹存，但或迎来某个时点的转机。

处于历史性的拐点

洪 灏（交银国际首席策略师）

我主要做宏观策略，与经济学家的视角稍微不一样，主要关注的是市场价格如何反映一系列变化，变化是否在价格中得到完全确切反映，以及市场价格和预期的偏离。

大家对于增长的前景存在分歧，对通胀前景也是有一定的分歧。因此，国内和国外市场价格出现了剧烈的史诗级别的波动。举个例子，在美国大选前，美国标普指数史无前例地连涨9天，这是有数据以来的三四十年来从未发生过的情况。竞选当天，标普指数的单日波动达到6%。接下来，又出现连续16个交易日的上涨。从市场价格观察，现在正处于历史性的拐点。

而中美经济和金融市场越来越畅顺的传导机制，也使得两个市场的关键的经济指标趋于同向变化。市场未来最关键的几项变化是什么，这些变化如何在价格中得到反映，相应地我们应该如何配置资产？请看我们对2017年的展望分析。

加息的可能

中国央行提供市场流动性的资金基准成本以7天回购利率为代表。自2015年6月中国股市泡沫破灭之后，这个利率一直被人为地抑制，以平缓股票市场系统性去杠杆期间的波动。随后，资金从股市流出，进入债市。由于融资成本稳定，交易者开始加杠杆买债券以赚取更大的利差。随着越来越多的资金漫漶了债市，债券收益率渐渐下降，交易员不得不延长其投资组合存续期，并越来越多地利用短期融资来挤出正利差——直到利差消失。曾经一度，超过90%的银行间拆借是隔夜的。

自2016年年初以来，中国十年期国债收益率与7天回购利率之间差距的缩小

经历了历史上最长的一段时间。交易员纷纷悲叹“资产荒”，并在已经高企的杠杆上增加了更多的杠杆。之前中国的债券收益率为2.4%以下，当时市场直接看到2%以下，更极端的看法是负利率。当时流行一句话：债券交易员的职业生涯只剩下20个基点，市场一片沮丧。

实际利率历史新低滋生了资产泡沫：在经过商品、服务和房地产价格上升压力的调整之后，中国的实际利率已经下行到了历史新低。这种历史性的低利率鼓励了不负责任、不计风险的交易，也导致了住房、债券和商品泡沫。最近，中国央行开始逐渐增加较长期回购的比例，旨在阻止债券交易员过度缩短借款的期限以博取正利差的那些不稳定交易。然而，随着房地产和大宗商品价格不断飙升，实际利率下降速度远快于这些公开市场操作提升利率成本的速度。加息，或是房地产调控加码，甚至是双管齐下，看来是必要的了。

与市场共识相反，房地产调控意味着流动性紧缩，并将拖累股市：市场共识认为房地产调控将“迫使”原本投资在房地产市场的资金流入股市。我们不能苟同。历史经验表明，在房地产调控措施开始之后，股票回报率都不尽人意，严重时甚至导致市场暴跌。这些从2007年9月、2010年1月、2010年4月、2011年1月和2013年2月房地产调控实施之后中国股票市场的表现可以观察出来。市场共识未能认识到房地产市场的成交其实有着货币乘数的效应，还可以加快货币流通的速度。因此，任何遏制房地产价格和交易增速的政策都将导致流动性紧缩，进而拖累股票市场表现。

债券市场的波动性将加剧

过去三十多年里，长端收益率下行和通胀结构性下行的根本原因是劳动者不断被剥削。虽然劳动生产率不断在提高，但是从经济增长得到的分红增速不及产出增速。债券的长期牛市也因此而生。这种趋势何时反转，一直是萦绕在投资者们心中的难题之一。

民粹主义的崛起体现着劳动者阶层集体对公平分配经济果实的诉求，英国脱欧、特朗普的当选和意大利修宪公投失败都突显了这个问题。实际上，劳动者薪酬和劳动生产率之差与长端收益率运行的方向也出现了前所未有的背离。这预示着通货膨胀的回归和债券泡沫的终结。长端收益率很可能已经完成了其历史低位构筑。

2013年，美联储宣布缩小QE，5月份中国市场出现了钱荒，6月20日到达钱荒高点，隔夜利率是40%~50%。这是美国利率水平对中国国内利率水平影响的

传导机制。特朗普当选后，美国长端收益率飙升，已经从2%上升了60个基点。中国再次面临资金紧张的局面，国债收益率亦突然上涨，增加了80个基点。

最近，中国十年债收益率两次未能收低于历史低点，形成了双底的技术态势，并开始升穿了其长期移动平均线。对于交易员来说，这是做空债券的积极信号。历史上，只要十年债收益率升穿其长期的移动平均线，随后它往往至少持续上升几个月。

因此，即使中国央行在资产泡沫和通胀压力加剧的情况下拒绝加息加准，市场利率已经开始不断地攀升，以补偿明显缺失的货币政策调控，并开始影响资产价格。即使利差收入应该有所扩大，长期收益率上升对债券价格的冲击也将更加明显，导致许多本金的损失。目前尚不清楚这些损失是否会导致保证金追缴和强平。毕竟，加了杠杆的债券头寸是建立在稳定的融资成本的前提下的。无论如何，随着融资的紧张，债券市场的波动性将会上升，并最终将外溢。

人民币的贬值压力

如果选择利率稳定以熨平去杠杆期间的市场波动，那么人民币汇率将不得不承受经济调整的重担。最近，人民币迅速贬值至7附近，远远超出了人民币升值最后阶段开始时的6.8~6.83的范围。由于资本账户改革仍在进行中，快速下跌的实际利率与通货膨胀压力的上升使汇率贬值难以避免。如果贬值的压力加剧，我们很可能将看到对跨境资本流动更严格的控制，以减缓由人民币贬值引发的资本流出。

即使在岸人民币可以在一个逐步隔离的环境里贬值，离岸人民币（CNH）市场仍然是一个挑战。在岸/离岸人民币市场受着类似、但不完全相同的因素影响。如果在岸人民币贬值的节奏被调控，那么离岸人民币将面临着反映经济基本面的压力。这将导致离岸、在岸汇率开始分歧。当然，央行可以通过减少离岸人民币供应，并在离岸市场上提高短期人民币借贷利率进行干预。然而，这样的举措又将会导致在岸/离岸市场利率的背离。当这种背离超过一定程度时，最终还是触发其他资产类别价格的波动，例如股票市场。尽管汇率维稳，这另一个微妙的平衡将是一大难题。

2015年8月和2016年年初的行情不一样。最近新一轮的人民币贬值并没有引起市场恐慌。市场共识认为，人民币调整已经反映经济的基本面，那么其他资产价格就不用反映了。共识还认为人民币汇率对于资本市场的影响类似于日元。这种看法并不完全正确。与日元不同的是，日本在海外拥有大量投资，而中国人的

资产配置仍然是单一的人民币配置为主。贬值的日元将使日本的海外投资更有价值，但人民币贬值对中国资产价格的影响并不一定可以如此类推。

外汇储备的积累曾是中国最重要的货币创造渠道。2014年以来，中国的储备从4万亿美元下降到目前约3万亿美元，造成人民币贬值和资本流出的压力。只有当珍贵的外汇储备没有被用来干预汇率市场，宏观流动性没有被消耗的时候，人民币贬值才不会太影响股票。如果央行没有其他形式的流动性补充，如常备借贷便利（SLF）和中期借贷便利（MLF）等，外汇储备的消耗就意味着宏观流动性紧缩。汇率改革最终是要让市场决定人民币汇率的水平。从最近的情况来看，这个目标正在被快速地实现。美元的投机性多头头寸的建立也预示着美元将进一步走强。由此对应的应该是人民币弱势。

通胀正在抬头，且被低估

市场价格在告诉我们，对通胀的预期发生了极端的变化。虽然常规的通胀衡量指标，比如美国核心CPI和个人消费支出价格指数，描述出一幅温和通胀的画面，但是利用美国经济周期研究所（Economic Cycle Research Institute, ECRI）通胀预期指数，涵盖商品、房价和服务业指数，都在上拉，即使是核心CPI也从历史低点回升。而中国的PPI在通缩区间徘徊四年多后，已迅速攀升至通胀区间。

事实上，各国政府一直都在调整他们官方的CPI计算方式，以编织出一个低通胀的假象。例如在里根时期，租金支出取代了1982年一篮子商品中的买房支出，以便计算出更低的通胀和更高的经济增长。布什时期推出了享乐质量调整法（Hedonic Adjustment）。而在中国的2011年早期，国家统计局减少了食品在CPI计算中的权重。巧合的是，食物通胀，尤其是猪肉价格上涨，占据了2011年6月CPI增长的70%。若没有前期的调整，中国的CPI可能远远高于当时公布的6.4%。此外，历经多年QE后，各国央行已显倦怠，资产负债表亦停止扩张。如果央行的购债计划是压制长端利率的推手之一，那么现在这股压制力正逐步减弱。

持续攀升的通胀将意味着全球债券配置模式的转换。通胀很可能已接近我们目前所处周期的拐点，但结构性的通胀在中国确有发生的可能。现今中国的巨额储蓄自身就是未来长期通胀的重要推手之一。从交易的角度出发，通胀上升的可能性是确定的，但是增长的可能性不确定，因此经济增长可能出现滞胀，所以要更新资产配置。

中国经济延续L型轨迹，市场波动幅度大

自2009年复苏开始以来，中国经历了经济周期的不同阶段。然而，自2012年以来，中国经济似乎卡在了再通胀和滞胀之间，这个路径类似于“权威人士”讨论的“L型”增长阶段。

这两个经济阶段对资产配置有不同的含义。在再通胀阶段，经济往往出现利率下行，股票和商品价格上涨。但当滞胀时，外汇储备下降，货币条件紧缩以及房价下跌将更常见。回想在过去四年中，中国确实经历了所有这些现象。这几年的实际观察也支持着我们模型的结论。因此在过去几年里，中国股市一直受困于一个交易区间，并不时发生大幅波动。

随着流动性条件收紧和债券收益率上升，市场将越来越不愿意为股市每个单位的净利润赋予更高的估值倍数。换句话说，股票估值的倍数可能不能够足够快地扩张，以抵消债券收益率上升的影响。因此，中国股市的前景将远逊于许多市场专家根据流动性扩大的假设条件而做的强烈看多的预测。

我们的股债收益率EYBY模型估算2017年（今后12个月）上证综指可能的合理交易范围为 3300 ± 500 ，虽然好于12个月前估计的2016年的 2900 ± 400 区间，但2017年波动幅度将更大——反映资产重新配置中市场波动性的上升。此外，在我们模型估算的可能的情景里，有2/3的结果低于目前的指数约3300点的水平。因此，我们还是不能盲目乐观。由于互联互通计划的扩容和人民币贬值，尽管美元走强，南向资金流动也应该有助于抵消香港地区要面对的资金流出的压力。

2017年注定是一个充满着史诗级的变化和波动的一年。大宗商品价格上涨，美元升值，长端收益率回升，人民币走弱，股市上升空间有限，下行空间很大。在此背景下交易员要留意下行风险。应该关注那些具有类期权收益的、非对称性回报的交易，并考虑不同情景出现的概率，而非沉湎于那些永恒而又徒劳的多空之辩。上半年，金融、材料、能源、工业、技术和可选消费板块应有机会。即便没有增长，买新兴市场国家的货币贬值和债务危机，也是有效对抗通胀的措施。

未来五年中产阶级崛起必定带来消费崛起

程 实（工银国际研究部主管）

补充一个对于美国的观点。非常同意汪涛博士的观点，特朗普上台后为什么

美国股市大涨，不在于其政策多好，主要有两个逻辑。其一是特朗普的赤字财政，这会给债券市场带来困难，通胀率上升，债券吸引力在下降；其二，宽松的货币政策对于过去的美国有利，而对于现在的美国是坏的。特朗普当选后，耶伦的态度转向，变得更加鹰派。美国经济的现状是，产出缺口接近消失，美国的劳动力市场已经恢复到自然率水平。如果进一步搞宽松的货币政策，其后果是劳动力市场更多的结构性失业，此时适时的货币政策紧缩对于2017年美国有利。这是市场看好特朗普的原因，确实特朗普给耶伦施加了特别大的压力，从结果来看耶伦确实发生了改变，而这一改变对于美国经济的稳健复苏有好处。从美国劳动力市场、贝弗里奇曲线来看，已经进入到需要更快加息的阶段。

补充两个对于中国的观点。第一个是关于中国经济的周期。我的个人判断是中国经济处于三期叠加状态，三期指的是三种不同的经济周期。其一是短周期，大约2~3年，看重的指标是季度经济增长。短周期来看，中国经济处于反弹状态，2016年下半年的季度GDP增长企稳甚至在四季度可能出现反弹。这不是来自供给侧改革的实际增长，而是前期尤其是2015年四季度的财政和货币政策刺激的成效。对中国而言，财政政策和货币政策的综合时滞大约是2~3个季度，因此反弹出现在下半年。经过测算，对中国经济的短期判断是，2016年四季度、2017年一季度会到达这轮短周期反弹的高峰。其二是长周期。中国的长周期是5~10年，三个推动要素包括劳动力、资本和全要素生产率。中国的劳动力处于人口红利消失阶段，资本边际报酬递减，唯一可期的是全要素生产率。唯一的希望在于供给侧结构性改革，但是目前仍处于顶层设计阶段，还不到效果显现阶段，所以中国的长周期仍在下行。我对2017年经济增速的看法是6.5%。从长周期的视角，五年间的平均增速是6.5%，2016年基本定为6.7%，那么未来的一两年内还会出现增速低于6.5%的情形。关于L型，指的是经济长周期，不是季度经济增长，而是年度经济增长。6.7%还不是底部，我的预测是底部可能出现在2018年。其三是超长周期，大约30~50年。我对目前的经济判断是：短周期的反弹，长周期的下行，超长周期的崛起。中国的改革开放带来了非常好的微观经济，未来依旧相信中国处于崛起过程之中。

再谈对中国中长期的看法。在境内开会，讨论较多的是中国经济的风险，在经济基调比较好的基础上喜欢强调风险；而在境外，与客户开会时，基本上不需要聊风险，他们对中国经济的风险看得比较多，因此要强调中国经济的希望和看点。如果在境外讲中国经济值得的看点，除了国企改革、供给侧结构性改革外，

还可以讲的是中国未来五年必然会发生的一个变化，即人口结构的推进，70、80、90后将取代50、60后成为中产阶级的主力。对于中国来讲，这是别于其他国家最为关键的一点。中国这两代人之间，子辈与父辈之间的差距非常大，而欧美、日本的代际人群的差异并没有这么大。过去三十年，中国的成长环境完全不一样。中国正在经历有特色的中产阶级崛起，这意味着中国的边际消费倾向会有相对于欧美、日本更为明显的提升。这就注定了未来五年，中国经济必然出现微观崛起带来的消费崛起，这是中国经济最值得投资的看点。

最后讲关于人民币的观点和看法。人民币和中国正处在最困难的阶段，在外汇市场的感受非常深切。现在已经出现了人民币贬值的心魔，2016年10月份以来人民币兑美元贬值可以百分之百用美元升值予以解释，甚至贬值比例只有美元指数升值的一半。但是，贬值预期已经面临失控。人民币有两条底线，其一是人民币兑一揽子货币的有效汇率不能和均衡汇率偏离太多，而目前的人民币有效汇率依旧处于高估状况，测算结果显示从2014年四季度以来一直高估。2016年10月份以来，由于美元指数升值幅度高于人民币贬值幅度，所以人民币兑一揽子货币高估的压力非但没有减小反而在进一步扩大，底线之一正在受到冲击。其二是人民币兑美元的双边汇率不能出现挤兑式外流。贬值心魔带来了挤兑风险。第二道底线也正在受到冲击，人民币兑美元的贬值预期正在偏向失控。对于人民币来说，双层底线都受到了冲击，因此没有办法去做长期中正确的事情，因为无法忍受短期阵痛。人民币贬值预期必须管理。

可怕的是贬值预期而非贬值

张 斌（中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员）

关于人民币贬值预期的心魔。人民币贬值预期为什么突然这么大，市场上对此有几种说法。其一是人民币的货币超发。2000年之后的很多年里， M_2 的增速超过20%，高的时候接近30%，但当时是升值预期。现在 M_2 的增速快速回落，比以前低了很多，为什么反而出现人民币贬值。其二是资产价格泡沫。看日本的经验，1980年代中期到1990年代中期日本经历了房地产价格泡沫和泡沫破裂，泡沫起来的时候日元升值，泡沫破灭后日元也在升值，这说明什么问题？这些市面上流行的解释人民币贬值的原因缺少具体机制的分析，说服力不足。

我认为一边倒的贬值预期来自当前的汇率形成机制。人民币至今仍是官价。

过去一段时间，美元升值时人民币贬值，而美元贬值时人民币不升值。为什么会这样？人民银行对于人民币汇率定下了主基调，即三目标原则：以市场供求为基础，参考篮子汇率，人民币兑美元相对稳定的中间价形成机制。按照三目标原则，就会理解人民币的汇率变化。在2016年三四月份美元贬值时人民币不升值，因为市场供求因素不支持人民币升值，尽管按照篮子汇率人民币应该升值。现在人民币贬值，按照市场供求要贬值，因为美元走强，按照篮子汇率也要贬值。

按照现行的人民币中间价形成机制，结果就是人民币兑美元间歇性贬值。如果人民币渐进贬值，那么对于愿意持有人民币的人都是一次机会损失。贬值预期根本上来自定价机制存在问题。

关于放开后会不会大贬值。自从布雷顿森林体系后很多国家开始采取浮动汇率后，我们找出一年超过15%的所有大贬值，样本中有发达国家也有新兴市场国家。外汇市场基本面主要看经常项目和通货膨胀。如果一个国家的经常项目没有严重的赤字，也没有严重的通货膨胀，150多次大贬值筛选后剩下9次。如果再剔除遇到全球金融危机或者外部经济环境动荡的例子，排除后的结果是9次中只有2次，而且都发生在日本。日元大贬值的背景是之前日元升值40%~50%，因为前期过度升值，所以后期出现大贬值。再看新兴市场国家，如果没有经常项目贸易赤字，没有通货膨胀，没有全球金融危机的外部环境，那么迄今为止没有找到一年贬值超过15%以上的例子。如果非要用新兴市场国家的例子来看，反而不用担心中国。从历史经验归纳来看，放开后没有那么大的担心。

大家都讲到担心资本外逃。看国际收支的基本数据，个人换汇5万美元相对于中国的整体国际收支而言不是大钱。短期来看，大钱的流出是非居民资金，“811汇改”前后一年相比有将近3000亿美元的净资本外流。非居民这么做的原因之一是对汇率预期敏感；之二是有通道。对汇率敏感的还是企业和境外投资者，国内大妈的反应相对比较慢。如果现行的渐进贬值策略继续下去，时间一旦拉长，就逼着人们换汇，不换也得换。这里要区分一个概念：可怕的是贬值预期，可怕的不是贬值。贬值对经济的正面效应更大，而管理贬值预期则是最重要的。现行的渐进贬值策略催生了贬值预期。

张明（中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员）

我讲三个小问题：对2016年第三季度的国际收支表有两个疑惑，及对汇率的看法。

第一，如果从月度银行结售汇数据和月度外汇储备数据来看，之前大家感觉似乎2016年第三季度的资本外流压力有所减轻，人民币贬值预期似乎有所削弱。但是三季度非储备性质的金融账户逆差超过2000亿美元，这是迄今为止规模最大的外流。外汇储备数据有两个来源，一是国际收支表上的流量数据，二是央行每月公布经过市场价值调整的外汇储备数据。三季度国际收支表上的外汇储备缩水规模要比央行公布的外汇储备缩水规模整整高出1000亿美元，由于美元升值带来的汇率变动，对央行外汇储备数据的市场价值有向下的估值压力。按理说，应该是央行的数据要比国际收支表上的数据低，这个问题我目前还没有找到答案。

第二，2016年以来，有些数据表明人民币的净流出规模很大，比如说高盛根据外管局数据的计算表明，某些月份的人民币净流出甚至超过外币的净流出，而这些数字不能在国际收支表中得到反映。有趣的是，每月都有人民币的净流出，但是离岸的人民币规模不升反降，比如香港地区的人民币存款规模不断下降。那么流出去的人民币到哪里去了？是不是又通过某些管道回到了国内？这是我的第二个疑惑。

第三，分享与张斌一样的观察。2016年以来的人民币汇率变动大致可以分为两段，一段是1-6月；另一段是7月到现在。1-6月，人民币钉住美元，兑篮子货币贬值；7月到现在，人民币钉住篮子，而兑美元贬值。这背后与美元指数有关。上半年美元指数走弱，因此钉住美元、兑篮子贬值；下半年美元指数走强，因此钉住篮子、兑美元贬值。我将此称之为非对称性的贬值策略。这个策略非常要命，相当于告诉市场：只要买美元卖人民币就是只赚不赔的买卖。等到2017年美元指数重新走弱时，央行的行为会非常重要。我个人觉得美元不会一直走强，高点大约在105。而当美元指数走弱时，届时央行是否还会延续2016年的策略，钉住美元而兑篮子货币贬值呢？这样的策略非常危险，给市场制造出只赚不赔的贬值预期，那么所有人都会去换汇。如果届时人民币钉住篮子而兑美元升值，那么这就会使得中间价形成机制更可信，也可在一定程度上遏制人民币的单边贬值预期。■