

2016年8月5日

中国经济



光大宏观研究报告精萃

宏观报告集萃

过去一年虽然中国经济增速平稳，但实体经济与金融市场却并不平静。经济增长进入新阶段、政策博弈加剧，金融风险层出不穷。面对宏观形势变幻，光大宏观徐高团队坚持在严谨的逻辑框架下，以全面详实的数据为支撑，对重大宏观问题准确而及时的观点，深入而独特的研究往往能给投资者指明方向，既在资本市场中引起广泛反响，也受到监管者和决策层的重视。

为了方便投资者查阅光大宏观近年来做出的研究成果，我们精选了过去一年发布的优秀报告，汇集成册。所有报告按照宏观研究方法，理解中国经济、研判宏观政策，人民币汇率改革，2015年股灾回顾，债市分析以及国际宏观经济专题研究这六个专题进行分类，并重新排版，以方便读者查阅。

六个专题中的前两个专题涉及宏观分析的基础，阐述了我们对于宏观研究方法，以及中国经济深层次运行逻辑的认识。专题一阐述了我们对于宏观研究方法的理解。包括理论与实践两个层面，并从宏观研究的角度梳理了中国宏观经济数据体系，同时针对定量分析流动性指标和中国特殊的春节因素，给出数据层面的处理办法。而“促改革”和“稳增长”是近年经济政策的两大主线，过去一年政策博弈尤为激烈。我们认为对宏观问题认识层次和角度不同，是产生迥异政策选择的根源。专题二汇集了我们关于理解中国经济，研判宏观政策的系列文章。站在高层次看中国经济，我们认为稳定需求政策更为对症。而通过关于稳增长和杠杆率的系列文章，我们力图破除迷思，论证稳增长是一个切实可行的选择。

专题三至专题五是宏观研究方法在中国现实中的应用，着重于中国经济金融方面的热点问题。在专题三中我们解释了2015年“811汇改”的因与果，定量分析了汇率贬值对贸易影响，并对如何稳定人民币汇率给出建议。专题四则汇集了我们对于股灾成因、宏观影响，如何调控A股，调控A股的目标等的思考，力图对“股灾”的形成全面理解。在专题五的两篇文章中，我们阐释了为何债券牛市已经到头，以及债市高杠杆隐含的风险。

最后的专题六是对国际经济的专题研究，包括两篇对于美国劳动生产率和石油美元的研究。

希望以上的研究成功能够为投资者带来价值。未来一年，我们将一如既往地深入研究，继续为投资者创造价值。

分析师：

徐高

010-56513082

gaoxu@ebscn.com

执业证书编号：

S0930512080004

分析师：

杨业伟

010-58452024

yangyewei@ebscn.com

执业证书编号：

S0930516060002

分析师：

崔嵘

021-22167199

执业证书编号：

S0930513080004



关注光大宏观
把握经济脉搏

内容目录

专题一：宏观研究方法	1
唯心世界中的唯物锚——宏观研究方法论	2
上篇 理论篇	2
下篇 实践篇	14
中国宏观经济数据分析入门	24
中国经济流动性状况指数的构建与分析	50
透过春节效应看 1、2 月宏观数据	63
专题二：理解中国经济，研判宏观政策	68
理解中国经济的五层思维	69
客观看待债务率和去杠杆	73
供给侧政策和需求政策，谁更对症	75
稳增长要打持久战	80
稳增长要吸取历史经验教训	81
稳增长无碍调结构	82
专题三：人民币汇率改革	83
新汇改的因与果	84
人民币定价权旁落海外	87
人民币一次性贬值是下策	91
如何稳定人民币汇率预期	93
人民币汇率未到自由浮动时	96
人民币贬值对出口的刺激作用有多大	97
专题四：2015 年股灾回顾	100
A 股如何软着陆	101
股市震荡的宏观影响能有多大	103
调控 A 股要打赢三大战役	109
救市成败不在股指高低	112
专题五：债市分析	114
为什么债券牛市已经到头	115

债市高杠杆之忧	119
专题六：国际宏观经济专题研究	122
美国劳动生产率下降的原因及对大类资产配置的影响.....	123
是什么导致了全球风险资产抛售？人民币？还是石油美元.....	134

图表目录

图 1. 2014 年下半年到 2015 年上半年，上证综指与 PMI 一反常态地明显背离.....	4
图 2. 菲利普斯曲线在美国的消失.....	4
图 3. 主观意识的分类.....	5
图 4. 证券投资研究思维体系.....	11
图 5. 上证综指走势.....	15
图 6. 股指的上涨与利率的下降在时间上并不匹配.....	16
图 7. 2014 年下半年，经济增长状况明显恶化.....	16
图 8. 上证综指与 7 天回购利率.....	18
图 9. 累计值是年初至当月的累计数据.....	25
图 10. 累计同比难以反映短期波动.....	25
图 11. 自然因素造成的水电发电量季节性波动.....	26
图 12. 季节性存在，环比增速失去经济含义.....	26
图 13. 社会活动造成的 MO 季节性波动.....	26
图 14. 来自数据统计方法的季节性.....	26
图 15. 水电发电量同比增长率.....	27
图 16. 同比变化反应滞后——“翘尾因素”.....	27
图 17. 2003-2014 年水电发电量季节性.....	28
图 18. 加法与乘法季调水电发电量季节项.....	28
图 19. 季调后的水电发电量趋势明显.....	28
图 20. 季节调整后计算环比变化才有意义.....	28
图 21. 市场经济循环图.....	29
图 22. 货币金融及政府的引入.....	30
图 23. 生产法 GDP 构成.....	32
图 24. 生产法 GDP 增长率.....	32
图 25. 环比 VAI 更能反映近期走势.....	33
图 26. 出口交货值与出口同比增速.....	33

图 27. PMI 指数需要同时观察季调与非季调两类	34
图 28. PMI 指标体系中还有很多分项指标	34
图 29. 2013 年支出法 GDP 构成	35
图 30. 消费、投资和净出口对 GDP 增长的拉动	35
图 31. 2014 年固定资产投资构成	36
图 32. 分行业固定资产投资增速	36
图 33. 进出口增速	36
图 34. 贸易顺差	36
图 35. 社会零售总额	37
图 36. 消费者信心指数	37
图 37. 收入法 GDP 构成	38
图 38. 收入法 GDP 构成变化	38
图 39. 工业企业利润增长	39
图 40. 工业企业利润率	39
图 41. 城镇平均工资增长率与通胀	39
图 42. 城市劳动力市场调查数据	39
图 43. 农民工人数及月均收入	40
图 44. 城镇新增就业与登记失业率	40
图 45. 财政收入与支出增长	40
图 46. 财政盈余与财政存款变化	40
图 47. 土地出让收入与支出	41
图 48. 财政盈余与财政存款变化	41
图 49. CPI 篮子构成	42
图 50. 过去十多年的 CPI 通胀都是结构性的	42
图 51. 商务部与农业部食品价格指数	42
图 52. 用高频食品价格数据估计低频 CPI 食品分项	42
图 53. 短期通胀预测	43
图 54. PPI 篮子构成	43
图 55. PPI 受原材料价格影响明显	43
图 56. 货币供应示意图	45
图 57. 储备货币构成	45
图 58. 储备货币增长分解	45
图 59. 超额准备金率	46

图 60. 货币市场利率.....	46
图 61. 货币存量.....	46
图 62. 货币增长.....	46
图 63. 人民币贷款是 M2 的主要来源	47
图 64. 次贷危机后中国加杠杆	47
图 65. 利率上浮贷款比例增加一般意味着实体经济流动性趋紧	47
图 66. 票据贴现利率间接反映实体经济流动性状况	47
图 67. 社会融资总量与存量同比	48
图 68. 2014 年社会融资总量结构	48
图 69. 表内信贷与表外流动性	48
图 70. M2、外汇占款与社会融资总量	48
图 71. 人民币兑美元中间价、即期汇率、NDF 远期价	49
图 72. 美元升值往往令人民币面临贬值压力	49
图 73. 货币供应示意图.....	51
图 74. 金融与实体流动性状况指数	57
图 75. 金融与实体流动性状况指数之差	57
图 76. FLCI 与上证综指.....	60
图 77. FLCI 与沪深 300 指数.....	60
图 78. FLCI 与中小板指.....	61
图 79. FLCI 与创业板指.....	61
图 80. FLCI 与中债总全价指数.....	61
图 81. FLCI 与中债净全价指数.....	61
图 82. FLCI 与南华期货综合指数.....	61
图 83. FLCI 与南华工业期货综合指数.....	61
图 84. RLCI 与固定资产投资	62
图 85. RLCI 与固定资产投资资金来源	62
图 86. RLCI 与 GDP	62
图 87. RLCI 与工业增加值	62
图 88. RLCI 与 CPI.....	62
图 89. RLCI 与 PPI	62
图 90. 春节因素对 CPI 影响显著.....	64
图 91. 春节因素对 PPI 影响不大	64
图 92. 春节因素对 PPIRM 并不明显	64

图 93. 春节因素与 1 月 M0 增速有明显抛物线关系	64
图 94. 春节因素对 M1 有显著影响	65
图 95. 春节因素与 M2 相关性有限	65
图 96. 春节因素对新增信贷影响并不明显	65
图 97. 春节因素对社会融资总量影响有限	65
图 98. 春节因素与出口几乎没有相关性	66
图 99. 春节因素对进口影响很显著	66
图 100. 需求引发的波动价量同向变化	76
图 101. 供给引发的波动价量反向变化	76
图 102. 美国 GDP 与 CPI 走势	76
图 103. 美国储蓄率与投资率变化	77
图 104. 美国财政支出与支出占 GDP 比例	77
图 105. 英国 GDP 与 CPI 增速	78
图 106. 英国投资率与储蓄率	78
图 107. 中国经济增速与 CPI、PPI 增速	79
图 108. 人民币兑美元汇率中间价和收盘价	85
图 109. “811 新汇改”之后，人民币贬值压力陡增	88
图 110. 离岸与在岸市场的汇差与利差同步变动	89
图 111. “811 新汇改”后，中国资本流出压力陡增	91
图 112. 亚洲金融危机时，泰铢与韩元的超调	92
图 113. “811 新汇改”之后，人民币加权有效汇率越贬，贬值预期越强	93
图 114. 在不同指数点位建仓的场内融资规模	105
图 115. 不同杠杆率假设下，股指跌到不同点位给券商造成的亏损额估计	106
图 116. 2014 年社会融资总量构成	107
图 117. 从国际经验来看，我国股市融资盘规模明显偏大	110
图 118. 2015 年这次股指下跌速度快于过往	112
图 119. 当前我国融资盘占比仍明显高于国际水平	113
图 120. 当前 10 年期国债收益率已经明显低于经济基本面所对应的水平	116
图 121. 中国经济增长正从“十二五”期间的持续下滑转为“十三五”期间的平稳（L 型底部）	117
图 122. 银行家所感受到的实体经济贷款需求强度已经越过拐点，预示债券收益率的拐点也将到来	118
图 123. 基金公司通过回购融入大量短期资金，支撑其国债持有量快速扩张	120
图 124. 基金公司国债持有量在过去半年大幅增长，与银行和保险公司形成鲜明反差	120
图 125. 1948 年以来美国劳动生产率增速变化	125

图 126. 1948 年以来美国劳动生产率平均增速变化	126
图 127. 美国劳动生产率增速的分项拉动	127
图 128. 单位劳动力成本与劳动生产率负相关	128
图 129. 单位劳动力成本与核心通胀	128
图 130. 美国单位劳动力成本季度环比增速	129
图 131. OECD 对美国劳动生产率增速分行业拆分	131
图 132. 美联储联邦基金利率走势	132
图 133. 美国劳动生产率与标普 500 走势	133
图 134. 美国劳动生产率与美元指数走势	133
图 135. 美国劳动生产率美债 10 年期收益率	133
图 136. 美国劳动生产率与美债收益率差	133

表格目录

表 1. 中国 GDP 主要统计方法	31
表 2. 月度需求面指标与 GDP 中分项需求指标差异	38
表 3. 部分学者和机构流动性状况指数编制情况	55
表 4. 流动性状况指数构建指标选取与权重分配	56
表 5. 不同滞后阶数金融流动性指数 (FLCI) 与各类资产价格相关系数	58
表 6. 不同滞后阶数实体流动性状况指数 (RLCI) 与各经济指标相关系数	59
表 7. 2016 年 2 月各指标预测	67
表 8. 里根供给改革前后美国经济指标变化	76
表 9. 在岸与离岸人民币汇价格兰杰因果性检验结果	88
表 10. 汇率向价格的传导以及贸易的价格弹性	97
表 11. 人民币名义有效汇率对出口和进口回归结果	98
表 12. 美国劳动生产率的变化情形及对大类资产的影响	130

专题一：宏观研究方法

宏观经济错综复杂，正确的方法是化繁为简、客观深入分析、准确理解经济运行规律的基础。本部分从理论、实践、数据分析等多个方面阐述我们对宏观研究方法的理解。《唯心世界中的唯物锚》先从理论角度，对宏观研究在资本市场研究中的位置以及作用进行了描述，而后结合中国实际，对近期资本市场波动从宏观层面进行解读。《中国宏观经济数据分析入门》则是全面介绍中国宏观经济数据指标体系的报告，通过简单介绍经济数据阅读处理基本方法，搭建经济数据体系，成系统的分类介绍各经济指标，力图使读者在形成数据系统框架的基础上掌握各经济指标，并准确运用。而针对缺乏量化分析流动性工具的问题，我们在《中国经济流动性状况指数的构建与分析》构建了中国流动性状况指数，以定量刻画中国金融体系与实体经济两个层次的流动性宽松程度。最后一篇《透过春节效应看 1、2 月宏观数据》则是针对中国特有的春节因素扰动，提出处理方法。

唯心世界中的唯物锚——宏观研究方法论

首次发布于 2015 年 10 月 12 日¹

上篇 理论篇

1. 问题引出：为什么证券投资需要宏观研究？

所谓宏观研究，是资本市场中对“宏观经济研究”的简称。它大量运用学术经济研究的理论及工具，应用到现实中，力图得出对证券投资有价值的分析、判断和预测。

为什么证券投资需要宏观研究？为什么从事证券投资的商业机构（比如买方的基金公司、保险公司，以及卖方的证券公司）需要聘请经济学家，设立宏观研究的专岗？宏观研究对证券投资能有什么帮助？怎样利用宏观研究来提升证券投资的成功率？

作为一位身处喧嚣证券市场之中的宏观分析者，我知道宏观分析师（或是更为广义的，经济学家）并不是一个商业机构聘请过来装点门面的花瓶。卖方机构（券商）宏观分析师的首要任务是利用自己的研究来服务买方机构客户（基金、保险等）以赚取佣金。而在卖方机构的研究部门中，宏观团队是赚取佣金的一个大户。在高度竞争的卖方研究市场，这些投给宏观团队的佣金是客户们的信任投票，代表了他们对宏观研究价值的认可。

但宏观分析的价值绝对不来自于垄断。**在证券投资中，宏观分析师并不是宏观研究的垄断供应者。**策略分析师，一个与宏观分析师界限看上去相当模糊的角色，经常会对宏观经济发表看法。这是因为策略分析师首要任务是分析预测证券市场的走向，而这离不开对宏观经济大势的判断。另一方面，对诸如降息、降准这样货币政策的预判，也是固定收益分析师的核心工作之一。这种研究领域和对象的重叠交叉，在宏观分析师与许多证券投资分析岗位之间都存在。这使得宏观研究的成果似乎很难与别的证券研究泾渭分明地区别开。

但尽管有这样的交叉重叠，宏观研究在整个证券投资研究体系中的角色仍然是独特的、不可替代的。宏观研究的这种独特性来自与其他所有证券分析师都不同的分析理念与方法。我们甚至可以说，**尽管宏观分析师与其他证券投资分析师看上去并没有什么不同，但宏观分析师的研究理念和方法与他们有着根本性的差异。这种不同是证券投资需要宏观研究的最根本原因。**

为了解释这种根本性差异所在，我们需要先做一些铺垫，首先探讨证券投资研究的思维体系。我们从一个证券投资者每天都会碰到的问题开始：怎样给资产估价？有关这一点，著名投资家，橡树资本的创始人霍华德·马克斯在其撰写的《投资最重要的事》一书中有如下精辟论述²：

最古老也最简单的投资原则是“低买，高卖”。看起来再明显不过了：谁不愿意这样做呢？但这一原则的真实含义是什么？同样显而易见——就是字面上的意思。它表示你应该以低价买进并以高价卖出某种东西。但是，反过来又意味着什么呢？什么是高，什么是低？

从表面意思来讲，你可以认为它表示以低于卖价的价格买进某种东西的目标。但是由于卖出行为发生在买进行为之后，因此这样的解释对于解决今天该以什么样的价格买进才合适的问题没有太大帮助。必须有一些“高”和“低”的客观标准，其中最有用的就是资产的内在价值。至此这句话的含义明晰起来：以低于内在价值的价格买进，以更高的价格卖出。当然，在此之前，你最好对内在价值是什么有一个明确的认识。对我来说，对价值的准确估计是根本出发点。

前面的引文引出了证券投资永恒的核心问题：**怎样估计资产的价值？**对这个问题的不同回答，是不同投资理念的分野之处。接下来我们将讨论唯物主义与唯心主义两种思路。这两条思路的不足之处会把我们自然

¹ 本文以光大证券宏观报告形式首次发表在 2015 年 10 月 12 日。

² 霍华德·马克斯，（2011），《投资最重要的事》，中信出版社（2012 年版），第 25 页。

地引向宏观经济分析的理念——构建在理性人假设之上的均衡分析。到那个时候，我们才能清楚地看到宏观分析师在整个证券投资分析体系中的独特之处。

2. 唯物思路及其不足

把经济和市场设想为一台机器，看上去似乎是一种有益的思路。世界最大对冲基金桥水公司（Bridgewater）的创始人 Ray Dalio 就是这么认为的。在一份长达三百多页的报告中，Dalio 详细解释了他所认为的经济机器的运作方式³。

在这种唯物论、或者也可称为机械论的思路看来，经济不过就是由个人、企业、政府等组合起来的一台机器。经济分析无非就是弄清这台机器的内部构造，标定出机器运行的参数。而资产价格无非就是标示机器中某个齿轮或部件（某个资产）运行状况的指示灯而已。因此，要给资产估价，只需要找出描述资产运行状态的一些观测变量，并测定这些观测变量与资产价格之间的数量联系，然后就可以基于这些观测变量和测定的数量关系来给出资产应当的价格了。

这种思路至今仍然被投资业界广泛使用。在 1993 年一篇经典的文章中，2013 年诺贝尔经济学奖得主 Fama 用贝塔（ β ）、市值、以及市净率（Price-to-Book ratio）三个解释变量构造了解释资产价格回报率的“三因子模型”⁴。从那之后，利用不同因子（也就是不同的可观测变量）来分析资产价格就大行其道。

不过，无论是在实践中，还是在理论上，这种机器类比都存在非常严重的缺陷。

在实践中，经济指标之间的数量关系经常破裂。一个近期的例子来自我国股票市场。股市一般被称为经济的“晴雨表”。经济好的时候，上市企业盈利上升，因而股价高涨。因此，股价通常与经济景气正相关。我国也不例外。在 2006—2013 年间，上证综指与表征经济景气度的财新 PMI（过去叫汇丰 PMI）高度同步，同向变化。但从 2014 年下半年到 2015 年上半年，上证综指在财新 PMI 持续下滑的同时大幅上扬，走出了几年都难得一见的大牛市行情。股指与经济景气之前长期稳定的关系就此破裂（图 1）⁵。

另一个更经典的例子是菲利普斯曲线（Phillips Curve）的消失。1958 年，新西兰经济学家威廉·菲利普斯在《1861—1957 年英国失业和货币工资变动率之间的关系》一文中，最先提出在通胀率和失业率之间存在此消彼长的负相关关系。这一数量关系在美国的数据中也被发现。文献中便把这种通胀和失业之间的负相关关系称为“菲利普斯曲线”。菲利普斯曲线的发现让宏观调控者如获至宝。因为看起来，只要付出一定通胀升高的代价，就能把失业率压下去。而站在宏观决策者的角度来看问题，失业显然是更不好的东西。压低失业率更容易让政府获得更高的支持率。因此，在 20 世纪 70 年代，美国开始有意识地通过推高通胀来压低失业率。但是，决策者和经济学家惊讶的发现，当政策开始利用菲利普斯曲线这一数量关系调控经济时，菲利普斯曲线竟然就消失了。推高通胀并没能压低失业率，反而形成了高通胀和高失业并存的“滞胀”（stagflation）局面（图 2）。

³ 桥水公司网站上有这份报告的全文以及相关的介绍视频。报告链接为：

http://bwater.com/Uploads/FileManager/research/how-the-economic-machine-works/ray_dalio_how_the_economic_machine_works_leveragings_and_deleveragings.pdf。

⁴ Fama, E., French, K. (1993). "Common risk factors in the returns on stocks and bonds". *Journal of Financial Economics* 33: 3.

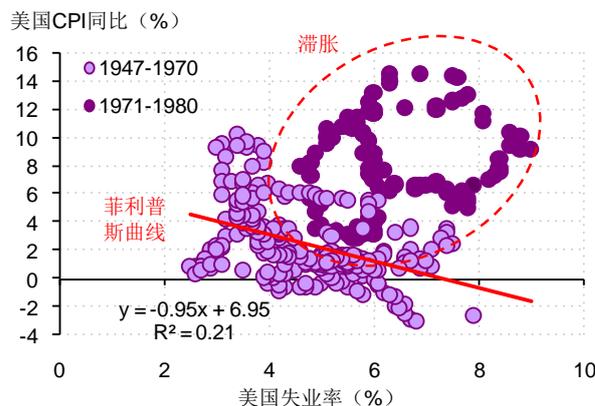
⁵ 在本文的第二部分，我将详细解释上证综指与财新 PMI 走势为什么会在 2014-2015 年大幅背离。

图 1. 2014 年下半年到 2015 年上半年，上证综指与 PMI 一反常态地明显背离



资料来源：Wind

图 2. 菲利普斯曲线在美国的消失



资料来源：Wind

经济指标之间数量关系的易变性，让人认识到机械论认识的局限。无论是经济社会，还是资本市场，都是由具有主观意识，有主观能动性的人所组成的。这与由无生命的、只服从客观物理规律的零部件所组成的机器有本质不同。在重力的作用下，一个铁球不管被扔出去了多少次，都一定会落向地面。在这一过程中，铁球受重力加速作用所表现出来的行为规律不会有任何不同。相应的，我们可以利用重力加速的规律，推断出下一次铁球下落的轨迹。机器也是一样。不管运行了多久，机器都会按照它既定的运行方式运转下去。

但经济社会，以及包含在其中的资本市场不是这样的。客观的物理环境并不是经济及市场演进的充分条件。经济及市场中的人的主观意识也是不可忽略的因素。菲利普斯曲线为什么会消失？是因为当人们认识到政府正在有意识地通过发货币推通胀来压低失业时，人们就不再对经济中越来越多的货币感到兴奋，不会再因此而加班加点工作，而只是将商品的价格往上标一下而已。这样，货币政策就失去了刺激经济增长的效果，而只表现在更高的通胀之上。因此，只是人们的主观认知发生了变化，就导致存在了几十年的菲利普斯曲线就此消失。

因此，如果要把经济市场想象成一台机器，那也是一台非常奇怪的机器：这台机器的内部结构和运转参数会因为操作这台机器的不同方式而发生变化。一个按钮，刚开始按下去的时候可能会让机器正向运行。但如果我们老按这个按钮，再按它可能就会让机器反向运行了。这是因为我们老是按动这个按钮的事实本身，让组成机器的人的意识发生了改变，经济机器的运行机制也就因而不同，让之前本来该正向的运行变成了反向运行。

正是认识到了这一点，宏观经济在上世纪 70 年代发生了一场翻天覆地的革命——理性预期革命（Rational Expectation Revolution）——让宏观经济分析的思维范式发生了根本性的变革⁶。理性预期革命之前，经济学家的任务是构建描述宏观变量之间数量关系的复杂模型，并将其参数标定出来，以作分析经济、设计政策之用。而在理性预期革命之后，经济学家认识到经济变量之间的数量关系都是不稳固的，可靠的经济分析需要构建在微观个体的行为之上——这便是所谓的宏观理论的微观基础。

所以，将经济市场想象成为一台机器的唯物论思路是不可取的。这是因为经济和市场的运行高度取决于身处其中的人的主观意识。这与只受物理规律统辖的客观世界完全不同。

⁶ 理性预期革命发动的标志是所谓的“卢卡斯批评”（Lucas Critique）。1976 年，罗伯特·卢卡斯（Robert E. Lucas, Jr）发表了一篇文章，论证说用观察到的历史数据之间的数量关系来评价经济政策调整的效果是无效的，在历史数据还是高度加总的宏观数据时尤其如此。卢卡斯批评引发了学者对经济研究方法的深层次思考，并最终掀起了一场宏观经济学中的“科学革命”——理性预期革命。卢卡斯批评的原文是：Lucas, Robert (1976). "Econometric Policy Evaluation: A Critique". In Brunner, K.; Meltzer, A. The Phillips Curve and Labor Markets. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 1. New York: American Elsevier. pp. 19-46. ISBN 0-444-11007-0.

3. 唯心思路及其不足

毫不奇怪的，前面的讨论将我们从唯物世界引到了唯心世界。无论是经济还是市场，都是由人组成的。因此，人的主观意识是决定其运行和走向的最重要因素。

资产价格也不例外。所谓资产，是预期在未来会带来经济利益的资源。因此，资产的价值来自它未来能够产生的现金流。由于未来并未发生，决定资产价值的便是人预期之中的未来的现金流。这样一来，资产的价值其实是由人的预期，也就是人的意识所决定。经济变好，股价就会涨吗？不一定。只有经济变好的程度超过人们之前的预期，股价才会涨。如果经济变好的幅度不如预期，股价反而会下跌的。反过来，经济恶化的时候，只要恶化程度没有预期中那么严重，股价反而会涨。

这样，我们就面对着两个世界：一个由看得见、摸得着的物质所组成的客观物质世界；一个由看不见、摸不着的意识组成的主观唯心世界。仅就物质世界来分析经济市场运行是不足够的。在前面谈到的股价变化的例子中，主观唯心世界中的意识才是关键。

为了将讨论引向深入，我在两个维度上将人的主观意识进行分类。第一个维度是形成意识的范围。一个人自我的意识当然由其自身所决定。这样的意识叫做“自我意识”，以表明它是某一个人的意识。显然，每个人都有自己的自我意识。而不同人之间的自我意识可能很不一样。在这一层次之上，还有群体的意识，我将其称为“主流意识”，以反映我们这里关心的是在一定范围内人们所形成的“共识”。这一范围依照我们所关心的问题而界定，可能包含整个社会中的所有人，也可能只包含某个市场中的所有参与者。第二个维度是意识与客观世界的关系。意识一方面会反映客观世界，另一方面又会反作用于客观世界。我将前者称为意识对客观世界的“认知”，后者称为意识对客观世界的“影响”。

依照以上的两个维度，可以将意识分为3类：（1）主流意识对客观世界的认知，称为“主流认知”；（2）自我意识对客观世界的认知，称为“自我认知”；（3）主流意识对客观世界的影响。从逻辑上来讲，应该还有自我意识对客观世界的影响这第四类。不过，除了极个别处于人类社会关键位置的人之外，个人的自我意识对客观世界的影响微乎其微。因此，这里的讨论中排除掉了这一类，而只考虑前述的3类（图3）⁷。

图 3. 主观意识的分类

	主流意识	自我意识
对客观世界的认知	主流认知	自我认知
对客观世界的影响	影响客观世界的 主流意识	——

资料来源：本文作者

这种分类方式对我们讨论证券投资、资产定价的问题是有意义的。利用这种分类的框架，我们可以重述一些著名投资者的理论。

在《通论》的第12章第5节，凯恩斯提出了他著名的“选美”理论。凯恩斯说，做投资就像是在选美，为了得奖，你需要选出的并不是你自己认为最漂亮的那个姑娘，而是那个你认为大多数人认为最漂亮的姑娘⁸。

⁷ 这里我必须声明，以上的这种分类方法只是为了下面的讨论做一个铺垫。这里我无意深入到对意识的哲学或心理学层面的探讨之中，更不声称这里的分类是唯一或是最好的对意识的分类方法。

⁸ Keynes, John Maynard, (1936) "The General Theory of Employment, Interest and Money," London: Macmillan (reprinted 2007). 电子版可见：<http://cas.umkc.edu/economics/people/facultypages/kregel/courses/econ645/winter2011/generaltheory.pdf>。

事实上，凯恩斯选美理论所说的是这么一个简单的事实：决定资产价格的并不是自我认知，而是市场中的主流认知。

一种看似与凯恩斯选美理论相左，但其实一脉相承的投资理论来自霍华德·马克斯。在《投资最重要的事》的这本书中，马克斯认为投资者如果想做出成功的投资（打败市场），必须拥有“与众不同并且更好”的所谓“第二层思维”⁹。马克斯这里所说的是资产价格决定于市场的主流认知，因此跟随主流认知只能获得市场平均的回报率。为了战胜市场，需要拥有比市场主流认知更为准确的自我认知。这种不从众，并且更好的自我认知，便是马克斯所推崇的“第二层思维”。马克斯的理论与凯恩斯并不矛盾。在凯恩斯的选美比赛中，投资者必须先于大众形成主流认知之前，猜出主流认知会是什么样。换句话说，投资者的自我认知需要先主流认知一步。这其实就是马克斯所说的“第二层思维”

而在《金融炼金术》的第1章，索罗斯强调了投资中“反身性”（reflexivity）的重要。索罗斯认为，人对现实的理解，以及人的思维对现实的影响就像两个递归的函数（函数的自变量和因变量在两个函数中的位置相互颠倒），“不会产生均衡的结果，只有一个永无止期的变化过程”¹⁰。索罗斯的反身性说的其实就是主流意识既反映了对客观世界的认知，同时也对客观世界有影响。在这种正反馈循环中，主观偏见都可能会被逐渐放大，从而导致市场不断波动。

从以上的综述中我们可以看见，每种投资理论都会花相当篇幅阐述意识与投资的关系。这不是偶然的。就像我们在前文唯物论思路探讨中所看到的那样，对投资的深入思考必定将思绪引向意识这个唯心领域。人的意识是思考资产价格和价值时不能忽略的因素。

但是，当我们试图从意识的角度来研究资产定价问题时，碰到的最大障碍恰恰是意识本身。意识既具有极大的自由度，又无法为外部所观测。这让意识成为了一个完全不可捉摸、无法打开的黑箱。

在我们谈意识对客观世界认知的时候，并没有对认知方式做出任何限制。而直观来看，也很难给出什么样的限制。一个人对外界的认知受到他智力水平、受教育程度、性格等诸多因素的影响。就算同一个人，清醒和醉酒状态下对世界的感知也会很不一样。因此，同样的客观环境，在不同人看来，或者在同一个人不同时间看来，都有可能很不一样。而如果把意识反过来影响客观世界的可能性也考虑进来，情况就更加复杂。如果说人的认知多多少少还会受到客观世界的左右，那么他主观意识所产生的行为就更加难以预料。一个站在叉路口的人，究竟会往左还是往右，除了他自己谁又能说得清楚。于是，由于意识的极高自由度，客观世界与意识所组成的经济社会也呈现出高度的随意性（注意，不是随机性），因而难以预测。

而意识不光具有高度随意性，还具有不可观测性。心理学在解读人的意识方面已经取得了不小的进展，但距离完全打开意识黑箱还有十万八千里。要通过可观测的指标来跟踪别人的意识是不可能的。还要考虑到，在研究资产定价等经济社会活动时，需要观测跟踪的是由许多人意识综合起来的群体主流意识。这就更是一个不可完成的任务了。

由于意识具有高自由度和不可测性，任何试图以意识来解释其它事物的唯心理论都是空中楼阁，必将沦为套套逻辑——看似言之有理，实则空洞无物。在投资实践中，有人会用所谓的“市场情绪”、又或是“市场风险偏好”等因素来解释资产价格变化。这些名词无非是市场主流意识的别名而已。在投资实践中，时常能听到类似“乐观市场情绪推升资产价格”、“风险偏好上升令资产价格走高”等语句。这些话听上去好像对股价上升给出了原因。但问题是，除了用资产价格来衡量外，我们并没有其它途径来跟踪限定市场情绪、市场风险偏好，又或是市场主流意识。于是，前面的两个陈述就不过是无意义的重言式，等价于“资产价格上升推升资产价格”。正因为此，当有人说“市场情绪将进一步走高，推高股价”的时候，他其实并不是在通过分析推理得出结论，而只是在发表他对未来股价走势的缺乏根据的看法而已。

4. 资产定价的台球比喻

前面的分析显示，就理解经济和市场来说，纯粹唯物思路与纯粹唯心思路都走不通。人的主观意识是决定经济和市场走向的不可忽略的因素。忽略了意识的唯物分析思路是不完整的。但由于人的意识又有太多的

⁹ 霍华德·马克斯，（2011），《投资最重要的事》，中信出版社（2012年版），第9页。

¹⁰ 乔治·索罗斯，（1987），《金融炼金术》，海南出版社（2011年版），第16页。

自由度并且不可测，因此仅仅从唯心的角度来思考也得不到结论。这种研究对象的复杂性在自然科学研究中不会碰到。**怎样既将主观意识结合进分析之中，又克服意识的不可捉摸性，是社会学研究必须要解决的方法论难题。**经济分析正是找到了突破这一难题的手段，利用理性的假设将意识“锚定”在了客观现实上，才让经济和市场变成了可用科学方法加以研究的“类唯物”对象。这是经济分析能够快速发展，并以“经济学帝国主义”之姿侵入其他社会科学领域的最关键原因，也是经济分析的独特之处。

我们以一个具体的例子开启对经济分析方法论的讨论。在《实证经济学方法论》一文中，弗里德曼曾经举过一个台球手的例子来解释经济学的理性假设¹¹。受弗里德曼这个例子的启发，**我设想下面这个台球比喻，来具现思考资产定价问题时碰到的方法论难题，以及经济学突破这个困境的方法。**

很多人都知道斯诺克台球。这是一种并不复杂的台球游戏。开局时，球桌上共有 15 个红球、6 个彩球以及 1 个白色主球。台球手在服从一定规则的前提下，通过击打白色主球来将红球及彩球撞入球桌上的 6 个洞中来得分。只要球手每次击打白球都能让至少一个红球或彩球撞入洞，他就能一直击打下去。如果某次击打白球而没有红球或彩球入洞，球手就失去了再次击打的权利，只能下场等待下次上场的机会。一个球手连续击球一次（直到某次击打一球未进或是所有红球和彩球都入洞）叫做打了一杆。理论上，台球手一杆连续击球，最多可获得 147 分。

现在，想象我们面前有很多张斯诺克台球桌，每张桌上都随机摆放着 1 个白球、15 个红球、以及 6 个彩球。桌旁有许多台球手。每位球手都可以任选一桌来一试身手。球手上桌后，有且只有一杆的机会。球手在这一杆中得到了多少分数，就能获得同等数额的奖金。当然，球手也不能白玩游戏。在每次上桌之前，每位球手都需要购买一张球票。不同球台的球票价格可以不一样。我们还假设球手有很多，且只要球手预期自己获得的奖金数不低于球票，就会愿意买票上桌。

我们的问题是，卖球票的人如果要最大化卖票收益，应该给每张球台的球票标价多少？这实质上是一个资产定价问题。对球手来说，每一张球桌都是资产，能够给他带来一定奖金收入。可能获得的奖金数额就是球手心目中球桌的价值。卖票人要最大化球票收入，就需要把球票价格定到球手所认为的价值上。

很显然，球桌上球的摆放位置会影响球桌的价值。在有些球桌上，红球与彩球可能就在洞口附近，哪怕没什么经验的球手也能轻易将其撞入洞中而得分。而有些球桌上，白色主球可能正好被挤在了角落中，以至于最熟练的球手也无法击球入洞。在球手心目中，那些容易进球的球桌就会比那些不容易进球的球桌有更高的价值。

但是，仅靠球桌上各球的摆放位置也不足以给球桌定价。因为不同的球手可能有不同的技术水平。同样的一桌球，技术高的球手可能可以打出很高的分数，而技术差的人则甚至可能一分不得。更何况，不同球手对自己能力的判断也可能有偏差。有些人可能天生就比较自信，对自己的击球能力信心满满。而有些人则可能比较谨慎，明明自己能打出高分，也信心不足。所以，由于击球水平以及判断认知存在不同，在不同的球手看来，同一球桌的价值完全可能不一样。这便是前面讨论唯物思路时曾碰到过的问题——仅凭唯物的客观环境（在这里是桌上台球的摆放位置）不足以给资产（这里是球桌）定价。

正如试图从分析球手的心理来给球桌定价也是一条死路。怎样知道某个球手对自己击球能力的信心有多足？又怎样知道某位球手上桌后会选择什么样的击球顺序（不同的击球顺序很可能产生很不一样的得分）？又怎么能知道球手们主流的想法，主流的击球方式？这就是在前面讨论唯心思路时遇到的难题——人的意识和认知有无数的可能，完全无法用来给资产定价。

至此，我只是用台球的例子把前面唯物和唯心两条思路的讨论复述了一遍。显然，在这样的思维框架下给资产定价是不可能的。

但如果再加上一个新的条件，一切便会大不一样。如果站在台球桌旁边的并不是一般的球手，而是那些在各个斯诺克台球比赛中一路过关斩将胜出的冠军，是真正的台球“行家”，情况又会怎样？我们可以信赖这些“行家”拥有完美的击球技艺，并对自己的球艺有充分的自信。在某一特定的台球桌上，他们会怎样击球？我们可以假设他们会按照最佳的击球顺序，用最佳的击球技艺，击出在这张桌上可能得到的最高分数。因为

¹¹ Milton. Friedman, 1953, "The Methodology of Positive Economics" In Essays In Positive Economics, University of Chicago Press, pp. 3-43, 第 3 节。

如果他们做不到的话，就算不上真正的台球“行家”。因此，在这些“行家”的心中，某张台球桌的价值，就是在这张桌上可能打出的最高分数。

对于我们这些并非台球行家的旁观者来说，要找出行家们心中球桌的价值也并非难事。我们可以测量台球的初始位置，相互之间形成的角度，利用力学公式预估击球后的各个球的运行轨迹以及停下来后的新位置。这样的计算可以重复下去，直到我们计算出给定台球的初始位置，可能打出的最高分数。这个可能获得的分数，便是台球“行家”们心中对这张球桌的估价。之所以能这样做，并不是因为我们认为这些球手在击球时就这样进行着精密的测量和计算，而是因为我们清楚，如果他们打不出我们计算出来的这个结果，他们就称不上台球“行家”。

于是，我们就用一个“行家”的假设克服了唯物与唯心思路碰到的障碍：**因为“行家”会做到最好，所以行家主观意识所产生的行动并不是任意的，而是那一种能获得最高分的最优击球方式。**这种最优的击球方式，再结合台球在桌上初始分布的唯物客观环境，决定了行家最终能够获得分数。这样，客观唯物世界结合最优的主观唯心行动，就产生出了一个可预测的结果——在一张球桌上可能取得的最高得分——这个结果就是我们想知道的球桌的估价。给球桌定价的问题就此解决。

当然，前面给出的球桌定价高度依赖于“行家”的假设。但这个假设可信吗？基于这个假设所作出的定价多大程度上符合现实？的确，没有这个行家的假设，球桌定价的问题无从分析。但这并不是对行家假设的有效辩护。球桌在现实中怎样都是有价值的。我们的任务是通过逻辑分析推演出它们的价值。没有别的分析方法能够推演出这个价值，并不代表这个基于行家假设的分析就一定符合现实。

但如果台球手们处在不断的竞争之中，那些球技差的选手逐渐被淘汰出了球手行列，情况就不一样了。在这种竞争的压力之下，球手们会不断磨练提高自己的球艺，以免被淘汰。于是，**在竞争之中，球手们的技艺会越来越向行家逼近。**在竞争氛围之下，将球手们假设为行家，就是一个对现实不错的近似。而基于这个假设所得出的资产价值，也就和现实中球手们给出的价值非常接近。所以，与其说我们的假设是球手们都是行家，还不如说我们假设球手之间在进行着持续的竞争。因此，**只要现实中球手之间的竞争确实激烈存在着，我们基于行家假设得到的资产定价就是现实的一个不错近似。**

5. 宏观研究方法论

上一节用很大篇幅介绍了给球桌定价的假想场景，分析了其中的思维难题和解决之道。宏观经济分析（或者更准确地说，建立在理性假设之上的均衡经济分析）之方法论已包含其中。

经济学家面对的是客观物质世界与主观意识世界相互融合所组成的研究对象——经济社会、市场。在这样的研究对象面前，纯唯物与纯唯心的研究思路都不管用。为了让研究变得可能，宏观经济分析引入了“理性人”的假设——假设人都是理性的，会在其可选范围内挑选那个对其最有利的选择。“理性人”假设就像前面台球比喻里的“行家”假设一样，局限了意识的自由度。在没有这个假设之前，人在自由意志之下，在其可选范围内可能做出任意的行为。而在理性人假设之下，人的行为就变成了可选范围内的那一个最优的行为¹²。而基于可观测的客观物质环境，人的最优行为会产生的结果也就可以推知。这样，客观与主观交织的经济社会的运行就变得可以分析和预测。

理性人假设在多大程度上可以被接受？这与前面台球例子中的行家假设一样，取决于现实中人与人之间的竞争有多激烈。激烈的竞争会淘汰不理性的行为与个人，让人逐步收敛向理性。这里的淘汰并不是肉体上的消灭，而是指在市场中话语权的下降。不理性的人在竞争中要么赚得比别人少，要么亏得比别人多，持有的财富会越来越少。而在市场经济中，财富就是一个人表达自己意愿的选票。因此，不理性的人将会在竞争中损失其表达意愿的选票，其对市场的影响就会越来越小，而将其话语权让位给更理性的人。观察真实世界，人与人之间的竞争长期存在着。因此，理性假设与人群的行为相差应当不远。

需要注意，理性人的假设并不是对个人行为的假设。有人可能会说，现实中的人并不像经济学所假设的理性人那样时时做着复杂而冷静的计算，因此理性人假设并不符合现实。这其实是对理性人假设的误解。就

¹² 有些时候理性人的优化问题可能有多个最优解。这时，经济分析并不能告诉我们理性人会从这多个最优行为中选择哪一个，而只能说都有可能。经济学中的多重均衡即与此相关。在本文的讨论中，我们忽略这种情况，而假设所有的选择问题都有唯一的最优解。这并不会损害本文的论证。

像在前面的台球例子中那样，我们之所以可以假设球手会精确测量、仔细计算来击出最高分，并不是因为球手们在现实中就是这样做的，而是因为他们如果不能殊途同归地得到我们计算的结果，他们就不是在激烈竞争中胜出的“行家”。类似的，我们并不认为现实中的人都是冷静计算的理性人，但激烈的竞争会让他们的行为看起来像是理性人的行为。

经济学家怎样分析现实世界？他们从每个人的理性出发，将每个人的行为选择问题转化为在约束条件下求取最优化的问题。当所有人都和谐地实现了他们的最优（也即实现了他们的理性），就达到了所谓的“均衡”。这个均衡就是现实应该的样子。因此，通过对均衡性质的讨论，经济学家就能得到理解现实的洞察。具体来说，他们将每个人的偏好和面临的约束用数学语言表达出来，然后利用优化方法求解出每人的最优行为。所有人的优化行为同时实现时，便是所谓的均衡。因此，当我们看到经济学家在利用复杂而抽象的数学模型讨论现实的问题，可能会觉得反差很大。但这正是思考经济问题的严格而又科学的方法。

前面所讲的这种经济分析方法与投资业界的宏观分析有什么联系？的确，如果我们观察投行经济学家撰写的研究报告，几乎不会看到什么数理模型。许多报告甚至看上去就像是“看图说话”，画出几张经济指标的走势，然后就此展开讨论。但是，一个优秀的投行经济学家的报告会渗透着经过经济数理模型梳理过的严密逻辑，有着强大的说服力。相反，经济学训练没有达标的人所做出的宏观分析，则往往充满着时髦的名词，却读后让人不知所云。另一方面，在量化分析宏观政策、预测经济走势的时候，也需要通过经济的数理模型来进行。目前广为各国央行所使用的动态随机一般均衡模型（Dynamic Stochastic General Equilibrium Model）便属此列。

由于篇幅的关系，我在这里不可能把宏观分析模型尽数介绍一遍，也没法一个个指出这些均衡经济学的数理模型在什么方面帮我们加深了对现实世界的认识。介绍那些内容也不是本文的初衷所在。在有了以上经济学方法论的阐述之后，我们现在总算有了足够的铺垫，可以开始分析宏观研究与证券投资的关系了。

6. 宏观研究与证券投资

6.1 资产价格与资产价值

投资者一般都认为资产价格围绕资产价值波动。德国投资大师安德烈·科斯托兰尼（Andre Kostolany）有一个著名的小狗与主人的比喻¹³。科斯托兰尼认为，股市就像小狗，而经济就是狗主人。小狗有时跑在主人前面，有时又落在后面。但他俩最后会一起抵达目的地。资产价格与资产价值的关系也可被类比为小狗与主人。当霍华德·马克斯说“以低于内在价值的价格买进，以更高的价格卖出”的时候，脑子里想的就是这种关系。

但究竟什么是资产价格，什么是资产价值，他们分别由什么决定的，有什么区别，又有什么联系？这是思考证券投资必须要回答的问题。在前面的讨论中，我并没有严格区分这两个概念，而只是笼统地说“资产定价”。现在我们已经有了足够准备，可以回答这些核心问题了。

我们回到前面的台球例子来思考。现在我们对例子的设定做出两点小的修改，以便让例子更贴近现实中的资产定价问题。第一，每张球桌上台球的初始布局虽然还是随机的，但在每次有人打完一杆（并领取奖金）后，桌上台球的布局会回复到初始状态，等待下一位球手击球。在每次球局开始之前，卖票人会从高到低叫卖击球的球票，直到有人愿意买票上桌击球。第二，现在球桌边上的球手也并不一直都是球技完美的“行家”。因此，即使面对同样的初始布局，不同球手也可能打出不一样的分数。相应的，在不同球手心中，同一个球桌的估价也可能是不一样的。

我们的问题是，在这样的场景中，各个球桌的球票价格会是什么样的走势？相比之前的例子，现在我们面对的是一个更加接近现实的资产定价问题。球票便是各张球桌的价格。而买球票的球手未必都是理想化的“行家”。做为外部的观察者，我们怎样预测球票的价格？

尽管球手不一定是“行家”，但球手之间的竞争还是存在的。他们会相互观察，相互学习，努力磨炼自己的球技，以期获得更多收益（奖金减去球票支出）。假设有这么一张球桌，行家在上面最多能打出100分。刚开始的时候，球手们可能不清楚自己在这张桌上能打出什么样的分数，也可能对自己的球技没什么信心，

¹³ 科斯托兰尼的简介可见：https://en.wikipedia.org/wiki/Andr%C3%A9_Kostolany。

所以球票可能一开始只能卖到 50 块钱。但当有人支付 50 元上桌，而打出高于 50 的分数，因而挣钱了之后，别的球手就会愿意以更高的价格来买票上桌。而当有人过度自信，以 110 元买票上桌，然后亏钱出局后，球手们也相应不大会再愿意出那么高的票价了。买票上桌的过程一直持续下去，球票价格会怎样变化？球手们会越来越清楚在这桌布局下，自己能够打出多少分数。而球手们的球技也会越来越精湛。最后，球票价格会向 100 元收敛，收敛到台球行家心中这张球桌的价值。

所以，尽管在这更加现实的场景中球手并非行家，但行家会给出的球桌估价仍然是非常有用的参考。这是因为在球手之间的竞争之下，球票价格最终会向行家的估价收敛。于是，我们就可以用行家对球桌的估价来预测球票价格变动的方向。在这里，“行家的球桌估价”就是科斯托兰尼所说的“主人”，“球票价格”就是小狗。盯住了主人，就能知道小狗的动向。

类似的，我们可以回答真实世界中的资产价格和价值分别是什么。**资产价格就是市场上资产的交易价格，可以被实时观测到，反映了市场主流意识对资产的评估。**但是，市场主是由活生生的、并不完美的人所组成的，所以市场主流意识也并非时刻对资产状况有着准确的认知。前面例子中的球手们，就对应着真实世界中的市场参与者。球手们未必清楚某一球桌的布局能够打出多少分，就像真实世界中市场主流意识未必清楚资产未来能够产生的现金流一样。但是，市场参与者之间的竞争会让市场主流意识对资产的认知越来越准确，直至收敛到理性人世界中资产的估值。所谓理性人世界，是一个假想的完美世界。其中，所有人都是理性的，都对客观物质世界有准确无误的认知，也都能够做出对自己最有利的选择。**在这样的世界中，理性人会对资产给出的估价，就是资产的价值。**

所以，**资产价值本质上只是一个抽象概念，只存在于我们的想象之中，也只能用建立在理性假设之上的严谨经济分析来加以推算。**但它就像前面台球例子中行家给球桌的估价一样，是我们预测资产价格的有用线索。在证券投资研究中，宏观经济分析就是找出这一线索的方法。

以上的逻辑推演看上去挺不错，但有一个软肋。事实上，我们并没有切实的证据证明在竞争之中，人的行为会向理性人行为收敛。这种收敛是否一定会发生，如果发生的话，收敛的时间有多长，收敛的方式又是怎样的？我们并没有令人信服的证据来给这些问题作答。相反，**竞争中人向理性收敛只是我们的一个信念，正如我们相信（而不是确知）资产价格一定会向资产价值收敛。**不过值得宽慰的是，经济分析的有效性已经在实践中得到了大量证实。这反过来表明现实世界确实处在向理性人世界收敛的过程中。

6.2 证券投资研究的思维体系

现在，我们可以对证券投资研究的整体思维体系做一个概述。正如本文一开始所引述的霍华德·马克思的话：“最古老也最简单的投资原则是‘低买，高卖’”。投资者总是想通过预测资产价格，从而实现低买高卖来获取利润。而资产价格是市场主流意识的反映。要预测资产价格未来的走向，可以有两条路径。其一，直接把握市场主流意识的运动，预判其方向。这是一个纯粹唯心的领域，无法按部就班地运用科学研究方法来实现。其二，通过宏观经济分析找出市场主流预期的收敛方向——理性人假想世界中的主流意识。这样，也就找到了资产价格收敛的方向——资产价值。这是一个可以运用科学研究方法，近乎唯物的来研究的领域。

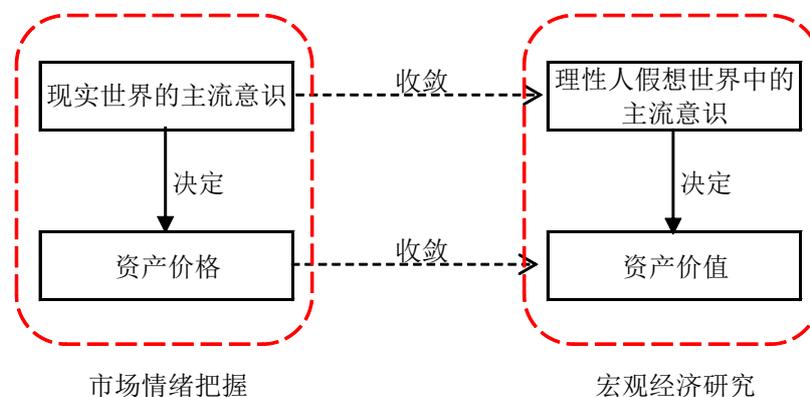
在这里，就出现了投资研究思路的分叉口。**我们既可以唯心地研究资产价格，也可以唯物地研究资产价值。**这就好比在小狗和主人的比喻中，我们如果要预测小狗的行动，一来可以直接观察小狗的行为，并以之做出预测；二来可以观察主人的行动，进而间接推知小狗行动的方向。

资产价格只能唯心地来把握，这并不难理解。资产价格实时反映了市场主流意识。市场主流意识并非不能研究，而只是不能科学的来研究。注意，“不能科学的来研究”不应理解为贬义。要把握市场主流意识，就需要多多参与到市场中，多多与别的投资者交流。这正是所谓的“把握市场情绪”，也是许多投资者日常在做的事情。但是，由于这里研究的对象是投资者的意识，以及投资者意识综合而成的市场的主流意识，所以无法像我们研究自然世界那样，运用从观察到规律、由规律到理论、又由理论到预测的科学研究方法。在这里，并没有需要遵循的机械的步骤，而更多需要依赖投资者自己的灵性和经验。所以，**把握市场主流意识是一门艺术，无法在学校中学到，而只能靠自己在市场中摸爬滚打中体味和感悟出来。**

相反，**资产价值却能够唯物地来加以分析和研究。**这是因为尽管资产价值也是人对资产的一种主观判断。但是，这里做出判断的是理想化的理性人。理性人对最优的追求给其意识施加了额外的约束条件，因而在其判断及行为与客观唯物世界之间建立起了一一的对应。这样，根据客观唯物世界的状况，再结合理性人

的优化决策，我们总能预测理性人的行为和判断。这样一来，资产价值就变成一个可以用严密逻辑推演，依照成熟科学研究方法，按部就班来研究的问题。所以，经济分析方法是一门科学，可以总结在书本上，可以在课堂上传授。

图 4. 证券投资研究思维体系



资料来源：本文作者

6.3 宏观研究是唯心世界中的唯物锚

证券投资分析预测的对象是资产价格。而资产价格又由市场参与者的意识所决定。市场中人的认知、预期、乃至其性格、习惯都对资产价格有影响。因此，资产价格的决定中必然存在唯心的成分，必定包含意识的痕迹。但正如前文所分析的，意识的黑箱无法完全解开，从意识的角度来研究资产价格只能是雾里看花。而意识又具有极高自由度，因而也难以用其给资产价格给出限定。其结果是，用市场情绪似乎能解释一切资产价格的变化，但实则什么也解释不了。此外，沉浸在意识的唯心世界里，还容易迷失在市场情绪的波动中。群体中的个体意识是很容易从众。羊群效应在金融市场中也屡见不鲜。因此，市场主流意识的观察者很容易反过来被主流意识所影响。当观察者自己又是市场参与者时，这种影响就会更大。这样，观察者很难在市场风潮中保持清醒的自我，极有可能随波逐流。

为了不迷失在市场主流意识的浪潮中，投资者需要一个稳固的锚。这个锚，便是宏观经济研究。宏观经济研究分析的对象是理性人假想世界中的主流意识。而理性人是只会做功利计算，冷静得与计算机无异的假设人格。理性人所形成的主流意识虽然也叫意识，但其实并无自由度，而直接决定于客观的物质世界。换句话说，给定一个物质世界的状况，利益最大化的理性人就会相应形成一个对应的意识。在理性人这里，意识和唯物世界有着一一对应的关系。因此，宏观经济研究本质上是唯物的研究。正因为此，所以宏观经济研究与真实世界中市场情绪的起伏绝缘，以自己的客观性保持着自身的冷静。因此，在亢奋的市场中，宏观分析者往往是冷静的，而在恐慌的行情中，宏观分析者往往又是淡定的。这份冷静和淡定，恰恰是宏观研究在证券投资中最大的价值所在。有了宏观研究的锚定，投资者就不至于在市场中随波逐流。从这个意义上来说，宏观研究是证券投资这一唯心世界中的唯物锚。

6.4 证券投资中的宏观研究该怎么做？

从方法论的角度来看，服务于证券投资的宏观研究需要至少做到两点。

第一，宏观研究要主动与市场绝缘。宏观研究既然锚定整个证券研究体系，这个锚就不能扎在流水中。具体而言，宏观研究在做分析，出结论的时候，需要完全忽略掉市场的运行。不管市场是悲是喜，价格是涨是跌，对宏观研究都不应该有任何影响。宏观研究的对象应当只包含宏观经济。资本市场当然也是经济的一部分。但宏观分析师应当只考虑资本市场作为一种融资的渠道，对整个经济的影响，而完全忽略资产价格可能反映出来的市场看法。这是宏观研究之所以被称为“基本面研究”的原因所在。如果宏观研究做不到这一点，那么就容易在证券研究体系中形成循环论证，下面这种荒谬的情况就有可能发生：股价为什么涨了？因为宏观分析师调高了经济预测。宏观分析师为什么调高了经济预测？因为股价涨了。

所以，宏观分析师在整个证券分析师队伍中是最特殊的一群人。宏观分析师是唯一不看市场做研究的证券分析师。这是包括策略分析师、债券分析师、行业分析师、金融工程分析师在内的其他分析师所不会采用，也不能采用的研究方法。

特别的，宏观分析师与策略分析师尽管有些时候看起来会很相似，但二者之间却有着不易察觉，却是根本性的差别。简单来说，**宏观分析师是标定基本面的人，而策略分析师是把握市场情绪的人；宏观分析师是追求真理的人，而策略分析师追求的只是市场中最有利的位置。**前一点差异容易理解，后一点差异则需做些说明。我首先还是要声明，以上只是对两类分析师岗位的特性差异做描述，不带有任何褒贬的色彩。所以说宏观分析师是追求真理的人，是因为他们是试图回答“是什么？”“将会是什么？”这样问题的人。而宏观研究的唯物研究方法也保证了宏观研究至少在理论上能够给这些问题做出确定的答案。但策略分析师的职责是指导投资行为。对他们来说，真理是什么没有那么重要。市场上当前的风向是什么，什么样的位置是在市场情绪变化中最有利的位置才是他们最关心的问题。策略分析师把握市场情绪的本职使然¹⁴。有些时候，宏观分析师也会就资本市场发表看法。但那些看法是从宏观基本面研究结论中导出的推论，是一种“不就市场谈市场”的判断。而策略分析师谈市场的时候，必然会把市场本身作为其结论的重要前提，是“就市场谈市场”。**混淆了宏观与策略研究的界限，宏观研究就容易走偏，让本该不动的锚变成飞舞的风筝。**

第二，宏观研究要有框架。框架对宏观分析师的重要意义有三。首先，框架可以帮助宏观分析师稳固自己的锚。宏观研究需要不受市场情绪起伏的影响，给整个证券投资分析体系打下稳固的锚。但要抵抗市场的影响并不容易。在经济和市场的大变化中，宏观分析师有时会觉得自己进入了新时代，需要用新的逻辑来解释所观察到的一切。在《这次不一样？800年金融荒唐史》一书中，美国著名学者莱因哈特与罗格夫两人通过回顾全球800年金融危机历史得出结论，当我们说“这次不一样”的时候，往往这次并没有什么不同¹⁵。由此可知，当宏观分析师因为经济或市场的变化而试图推翻自己先前逻辑的时候，往往都在犯“这次不一样”的错误。这样的错误，就好像将本来扎在太平洋海底的锚抛到大西洋一样，后果是灾难性的。为了避免这种问题的发生，宏观分析师需要有一个稳定的分析框架，并轻易不对框架做根本性的调整。这个框架的运行惯性将会给宏观的锚更强的稳固性。

其次，宏观经济分析本质上是一般均衡分析，需要把经济的方方面面都统一起来分析。毕竟，整个经济就是一个相互联系的复杂系统。因此，宏观的分析天生就应该是整体性的，需要在一个对宏观经济的整体理解上来分析各个具体的问题。这个整体理解就是宏观分析师的分析框架。只有在一个统一的框架下，对不同问题的见解才能够相互协调，不至于自相矛盾。

再次，宏观分析是一种唯物的科学研究，因此存在知识积累的问题。这是把握市场情绪这种“艺术”中不会碰到的事情。分析框架就是知识的载体。对经济新的理解可以添加到框架中，成为未来分析的工具。而通过框架，也可以回溯错误判断的源头，做出相应的改正，从错误中学习。从这个角度来说，分析框架是宏观分析成功经验和失败教训的累积，是分析师对宏观经济理解的具现，是宏观分析师认识高度和深度的来源。

做到了主动与市场绝缘，并且有自己的分析框架，宏观分析师才能发挥自己应有的锚定作用。从这个角度来看，**评价宏观分析师时，逻辑比结论更重要。相比结论的正确度而言，一以贯之的逻辑更重要。**用错误的逻辑得到正确的结论，比用正确的逻辑得到错误的结论更致命。因为前者结论的正确完全可能是偶然的。而这种结论的暂时正确反而可能增加我们对错误逻辑的信心，令我们在错误的方向上走得更远。相反，正确逻辑得到与现实不符的结论，可能恰恰表明现实正偏离常态，需要投资者小心了。所以，在经济和市场的起伏之后，我们评价一个宏观分析师，除了看他判断的准确性之外，更重要的是观察其逻辑是否稳定不变。逻辑的稳定性决定了锚的稳定性。

¹⁴ 事实上，策略分析师与宏观分析师在研究对象上也有不小差异。宏观研究的对象当然是宏观经济。而策略分析师研究的重点则是资本市场。策略分析师需要了解各类资产的特性，知晓资产之间的相互关系，明了资产与宏观经济之间的联系。有时，资产的划分还会很细，甚至深入到行业细分子行业中。这是宏观分析师一般不会触及的领域。另外，当讨论的投资期限比较长的时候，策略分析师也会较多地从经济基本面来分析问题。但他们同时也会把市场走势做为分析的重要依据。这与宏观分析师完全不看市场研究分析仍有本质不同。

¹⁵ 莱因哈特，罗格夫，《这次不一样？800年金融荒唐史》，机械工业出版社，2010年。

6.5 宏观研究的局限

前面我们已经分析了宏观研究如何是证券投资研究体系中的关键一环。但宏观研究也有它的局限，需要投资者在运用宏观研究时加以注意。

首先，**宏观研究并非证券投资的全部。就像拥有稳固的锚并不代表船就开得好，仅凭宏观研究，也并不足以做出成功的投资。**否则，宏观分析师们就都是投资家了。前文分析过，宏观研究所分析的理性人世界是现实世界收敛的方向。只不过这个收敛过程是怎样的我们并不确知。但确定的是，现实世界并非理性人世界。换言之，在分析现实时，除了研究收敛终点外，收敛过程也很重要。而这收敛的过程，完全在宏观研究的领域之外。对投资来说，搞清资产的价值只是一部分工作。弄清价格围绕价值的运动也是成功投资的重要一环。而这需要通过对市场主流意识的把握来实现。因此，在宏观投资的锚定之外，感受市场的风向、体味市场的热度也非常重要。能够将唯物科学范畴的宏观基本面研究，与唯心艺术范畴的市场情绪把握很好结合起来，是成功投资者的特质。此外，投资者还需要与人性的贪婪与恐惧做斗争。屈从于情绪而“看对做错”的情况在投资界也十分常见。怎样与自身的情感做斗争，从而做出冷静的决策，也不是宏观研究能给出答案的。所以，在“研究基本面——把握市场情绪——与人性做斗争”的投资三环节中，宏观研究远不能包打天下，而只能在第一节给我们一些帮助。

其次，**宏观研究方法还可能局限投资者的思维。**“有效市场”就是最好的例子。有效市场理论认为，资产价格包含了所有可得的信息，因而是对资产价值的最优估价。要想通过发现市场的错误定价来获取超额收益是不可能的。因此，投资者不应试图打败市场，而应该被动投资于一篮子资产，获得市场收益即可。有效市场理论在学界和业界都有大量拥趸。2013年，有效市场理论的旗手之一，尤金·法马（Eugene F. Fama），就获得了诺贝尔经济学奖。而在业界，伯顿·马尔基尔（Burton G. Malkiel）所著鼓吹有效市场理论的《漫步华尔街》一书已出了10版，全球销量超过百万¹⁶。

有效市场当然是非常有用的概念，但如果将其绝对化，认为真实世界中的市场都是有效的，那就犯了错误。从前文介绍的证券投资研究的思维体系来看，认为市场是有效的人，实际上是相信现实世界中的市场主流意识与理性人假想世界中的市场主流意识一致，现实世界中的资产价格时时等于资产价值。换言之，他们相信现实世界中的人就是理性人，没有收敛的过程。既然大家都是理性人，自然会把所有能用到的信息都用到交易中，所以市场价格时时充分反映所有可得的信息。从方法论上来看，有效市场理论混淆了理性人假想世界这个思维基准，和真实世界的关系。真实世界虽然处在向理性人的收敛过程中，但真实世界的人不是理性人。**如果仅仅将自己的思维局限在宏观分析（更具体的，基于理性人的均衡经济分析）的范畴中，就很容易只见有效市场，不见真实世界中市场的无效。**

因此，尽管宏观分析是投资研究中的有益参照，但投资思维也不能仅仅局限于其中。宏观研究确实是一副能够帮助我们看穿许多事物本质的眼镜，但戴上这副眼镜也只能看到理性人所组成的理想世界。在真实世界的投资中，我们还需要时不时取下这副眼镜，把目光投向真实的市场。戴上眼镜和取下眼镜的所见结合起来，方能对真实世界的市场运行有全面深入的理解。

7. 上篇结语

宏观研究是唯心世界中的唯物锚。这个锚钉在了唯物客观世界和理性人假设共同构成的理性人假想世界上。这个假想世界是真实世界收敛的方向。这个假想世界中的资产估价对应着真实世界中的资产价值，是真实世界中资产价格收敛的方向。抓住了宏观研究的锚，就像找准了狗主人一样，能够了解资产价格这条小狗的运动方向。另一方面，证券投资不可避免地要与人的意识，市场情绪这些唯心的东西打交道。在市场情绪的摆动中，宏观研究的锚可以帮助投资者保持清醒，不至于随波逐流。

做好这个锚，便是好的宏观研究应该追求的目标。为此，宏观研究应该力求客观，主动隔绝市场对研究的影响。另外，宏观研究还需要有框架，通过框架的运用来进一步稳固自己的锚定作用。而框架还可用来统合分析者对宏观经济方方面面的看法，并成为认识积累的载体。

当然，宏观研究并非证券投资研究的全部。这与拥有稳固的锚并不一定能开好船是一样的道理。在“研究基本面——把握市场情绪——与人性做斗争”的投资三环节中，宏观研究最多只能在第一环节提供一些帮助。

¹⁶ 伯顿·马尔基尔，《漫步华尔街（第10版）》，机械工业出版社，2012年。

但证券投资研究本身就是一个系统工程。宏观分析师把锚的角色担当好就已经足够了。

下篇 实践篇

在上篇中，我讨论了宏观研究的方法论。这些方法论层面的研讨尽管抽象，但跟宏观分析的实践有直接联系。在本文的下篇中，我将通过我自己的亲身体会来展示前面这些方法讨论的价值。我将向大家介绍我对 14 年到 15 年的 A 股大牛市和随后股灾的分析历程。

这波 A 股大牛市发生在经济增长基本面持续走弱的背景上，打破了股指与经济景气十多年来的正相关关系。这种反常的走势并不能为我原先的分析框架所解释。因此，我在 2014 年相当长的时间内都无法理解这波牛市。但在 2014 年 9、10 月间，当我逐步认识到当时的货币政策“定向宽松”导向正在阻塞货币政策传导路径，导致资金在金融市场积压后，大牛市的真正成因对我来说就显而易见了——金融市场正在形成流动性“堰塞湖”，导致实体经济融资难和金融市场资金泛滥的状况同时发生，令金融资产价格在经济走弱的背景下走强。从那时起，我就确认了这牛市是一个流动性推动的泡沫，并认定了金融市场的资金面是决定股指走向的最重要因素。将这一逻辑添加进我的分析框架后，我的框架更为完善，并帮助我在市场情绪的亢奋中保持住了冷静，并在过去的几个季度中对经济和市场的走势一直做出了正确的判断。但最让我自己感到欣慰的并不是这些判断的准确性，而是我用统一的逻辑框架解释了从牛市到股灾的全历程。

8. A 股牛市和股灾的简单回顾

在介绍我的分析过程之前，先回顾一下从 2014 年下半年到 15 年中的 A 股走势是有益的。这段时间以 2015 年 6 月 12 日上证综指创出 5166 的高点为界，分成了前面的大牛市和后面的股灾两段。而在牛市中，2014 年 11 月 21 日央行的降息，以及 2015 年 3 月的“两会”分别开启了两段股指大幅上涨的时段。

先来看牛市的发展过程。在 2014 年的前 3 个季度，上证综指波动幅度不大，仅从 2013 年年底的 2116 点温和上涨到 2014 年 9 月末的 2364 点。在随后的 10 月及 11 月上中旬，上证综指继续小幅走高，在 11 月 21 日达到 2487 点。真正点燃股市热情的是 11 月 21 日当晚央行公布的降息决策。从宣布降息到 2014 年年底这 1 个多月的时间里，上证综指上涨 30% 至 3235 点。而在随后的 2015 年 1、2 两月中，A 股市场在金融市场利率走高，以及证监会清查场外配资的压力之下小幅震荡，股指基本没有上涨。但随着两会期间高层领导对股市发表乐观言论之后，市场上涨的热情再次爆发。上证综指从 3 月 3 日两会开幕时的 3263 点，一路上涨至 6 月 12 日的 5166 点，涨幅接近 60%。

在 2015 年 6 月 12 日上证综指见顶之后，A 股很快进入了“股灾”模式，股指大幅下滑。在下跌期间，股市内融资盘平仓与股指下跌形成恶性循环，令股指急跌。期间，由于大量股票经常开盘就跌停，再加上很多上市公司主动停牌，股票市场流动性迅速枯竭。基金公司因为无法卖出手中的股票而难以应付基民赎回，面临兑付危机。而券商和银行向股市投资者提供的大量融资，也因为难以平仓而有大幅坏账的可能。在这种情况下，金融体系的稳定都因为股指下跌而受到威胁，因而迫使政府入市干预，强力救市。在诸多措施，尤其是证金公司大举入市买入股票的带动下，股指在 7 月初基本稳定下来。但随着救市政策的逐步退出，上证综指在 8 月 18-26 日又再次大幅下挫，几天内就跌去了 25%。这次下跌被不少人称为“二次股灾”，彻底打消了市场中“牛市复归”的幻想。从那之后，上证综指在政策的托底下，在略高于 3000 点的位置小幅震荡。

图 5. 上证综指走势



资料来源：Wind

9. 对 A 股牛市的理解

尽管宏观分析师的任务是分析预测宏观经济的走势。但在过去的一年多以来，A 股市场就是屋子里的大象，谁也无法不闻不问。市场上的宏观分析师们纷纷对 A 股的上涨提出了解释。在 2014 年，市场上对 A 股走牛的主流解释有两种：无风险利率下降和“改革牛”。但在我看来，这两种逻辑都缺乏根据。

先说无风险利率下降。从 2014 年年初开始，长期债券收益率大幅的下滑。这主要是因为 2013 年 6 月钱荒之后，金融市场资金面大幅抽紧，因而导致债券收益率在 2013 年下半年异常地飙升。在这样的基础上，2014 年债券收益率向其长期均值的复归就形成了收益率大幅回落的格局。10 年期国债收益率从 2014 年年初的 4.6% 大幅下滑到了 2014 年 6 月末的 4.0%。由于债券收益率，尤其是无风险债券收益率，是整个金融资产定价的基础，债券收益率的下滑自然就会给包括股票在内的其他金融资产的价格带来上升动能。因此，不少分析师就将股价的上涨归因于利率的下降。但这个逻辑如果成立的话，我们应该观察到利率下降和股指上升应该同时发生。可事实上，二者并不同步。利率下降得快的时候股指基本上涨幅都不大。而股指上涨的时候利率多半是上升的。因此，无风险利率下降推升股指的逻辑证据不足（图 6）。

“改革牛”的逻辑就更站不住脚了。从 2014 年下半年开始，宏观经济增速明显下滑，经济景气大幅走弱。改革对经济的推升作用不显。而从政府规划的改革蓝图来看，也并不是要继续追求多高的增长。因此，未来几年经济增速仍然会趋势性下降。另一方面，改革的方向是将我国经济结构调整到消费拉动型。这意味着国民经济收入分配将更多向居民倾斜。相应的，企业利润占整个经济的比重会更小。这意味着企业盈利增速的降幅会比经济增速的降幅更大。因此，在可预见的未来，都看不到企业盈利大幅走强的可能。所以，所谓“改革牛”的说法更多是一种良好的愿望，而并非严谨分析得出的结果（图 7）。

图 6. 股指的上涨与利率的下降在时间上并不匹配



资料来源：Wind

图 7. 2014 年下半年，经济增长状况明显恶化



资料来源：Wind

事实上，早在几年前我就已经形成对中国经济分析的系统框架。在我 2012 年 9 月发表的《深度理解消费转型》一文中，我曾经这样写道¹⁷：

消费转型是中国经济结构的重大转型，阻力极大。消费转型的实质是建立起高效运转的金融市场，让资源依照价格信号（消费者时间偏好和投资回报率）在消费和投资间灵活配置，最终在宏观层面形成恰当的消费/投资率。而我国现状距离这一理想还差了很远。所需进行的财富再分配、企业治理改革（国企改革）、银行体系改革无一不是浩大的工程。而在这些看得见的障碍背后，还隐藏着观念变革这一更深层次挑战。

消费转型的前景难言乐观，消费不足的问题会长期存在。给定任务的艰巨和障碍的巨大，消费转型在可预期的未来都难以取得实质性的进展。中国将会长时间面对消费不足带来的内需不足问题。在分析中国经济时，需要从消费不足这个逻辑起点出发。

在消费不足的大背景下，中国经济的增长取决于国内刺激投资政策的力度。而在 2014 年 3 季度，随着稳增长政策力度的减弱，经济景气已经开始下滑。因此，过去 10 年来经济景气与股指的高度正相关性来看，股市的上涨已经开始面临不小的压力。因此，在 2014 年 8 月 19 日，我发表文章《资本市场临近考验时刻》，指出经济增长已经开始减速，股市面临不小风险¹⁸。其后，股市并未像我当时预期的那样走弱，股指反而进一步上扬。不过，那篇文章中的一段话其实已经给出了牛市的成因，只是我当时并未意识到而已。那段话是这么说的：

7 月宏观经济数据中最让人意外的莫过于货币信贷。单月新增人民币信贷不足 4 千亿，不仅大大低于前一月 1.08 万亿的增量，也低于市场预期超过 3 千亿元……究其原因，央行货币政策的略微收紧应该是主要原因……而货币政策“定向宽松”的导向又将地产这样资金需求大户划在了流动性支持对象之外，人为造成了资金需求和流动性投放的错配。从这样的货币信贷现实来看，货币政策与稳增长导向之间的矛盾再次凸显。

“资金需求和流动性投放的错配”是一个关键。当定向宽松的货币政策导向认为阻塞了资金向实体经济的流动，实体经济当然就会碰到“融资难”的问题。在 2014 年 9 月 15 日发表的《中国经济正渴死在海水中》一文里，我写下了这段话¹⁹：

¹⁷ 徐高，深度理解消费转型[J]，金融市场研究，2012 年第 5 期，17-37 页。电子版可见：

http://wenku.baidu.com/link?url=vf9l-nyZ32esVt2e09S52HgxXDJ52dpyzg-05VWSiv_1TEhBMT-aSI7dgYbTf6ftzajtltMxg2DzVlu4QD7KmE5JgWqniSrcXFVDe8_wu1S。

¹⁸ 文章全文请见财新网：<http://opinion.caixin.com/2014-08-19/100718577.html>。

¹⁹ 文章全文请见财新网：<http://opinion.caixin.com/2014-09-15/100728669.html>。

实体经济所面临的严苛融资瓶颈是造成这一切（经济增长衰弱）的主要原因。8月，固定资产投资同比增速再次明显下滑。但即使这样，投资到位资金的增长仍然跟不上已经减速后的投资增速。房地产行业情况更加严峻，其单月投资到位资金再次同比负增长。考虑到8月M2增速的下滑，以及社会融资总量增长的乏力，货币政策在缓解实体经济“融资难”方面显然做得不够。

把以上的逻辑再往前推一步。资金没有流向实体经济，会留在哪里？当然是积压在金融市场了。而金融市场里积压的资金显然会推高金融资产价格，令资本市场在实体经济因为“融资难”而走弱的背景下大幅走牛。到这里，资本市场牛市的原因已经呼之欲出了。但在当时，我还是花了两个多月才想通这一层关系。在2014年12月1日发表的《牛市与流动性堰塞湖》一文中，我已经完全解开了牛市的谜团²⁰。在那篇文章的摘要里，我写下这一段文字：

今年（2014年）下半年，实体经济的“融资难”和金融市场的“不差钱”形成了鲜明反差。这是因为货币政策的定向宽松在金融市场造成了流动性的“堰塞湖”。定向宽松的政策导致了流动性投放与实体经济融资需求之间的错配，人为阻塞了金融市场向实体经济的流动性传导。于是，金融市场的牛市和实体经济增长的疲软同时产生。

从我写下这段文字到今天的差不多一年里，经济和资本市场的运行与基于以上这一逻辑所做的判断高度吻合。这正是过去一年资本市场牛市，以及随后股灾的成因。看清了这一逻辑，这轮股市牛市的泡沫属性也就非常明显了。还是在《牛市与流动性堰塞湖》一文中，我还写下了这段话：

流动性堰塞湖大幅推高了金融资产价格之后，还让金融资产价格泡沫化的风险上升。近几个月快速增加的股市融资余额表明，有大量资金借助于加杠杆的方式进入了股市。次贷危机已经告诉我们，建立在加杠杆之上的牛市注定无法持久。当杠杆率的变化方向发生逆转时，将给股票市场、乃至整个金融市场带来巨大冲击。

半年之后股灾来临，以上判断一语成谶。

10. 基于“流动性堰塞湖”的A股分析

理解了牛市的成因，也就找到了预判牛市变化的方法。A股牛市由金融市场中的流动性“堰塞湖”而生，就会对金融市场里流动性的变化最为敏感。2014年12月22日发表的《强弩近末》一文中，我在摘要部分写下了如下文字²¹：

最近几个月，宽松货币政策向实体经济的传导受阻，导致大量资金在银行间市场淤积，形成了金融市场中的流动性“堰塞湖”。这支撑了金融资产价格的上涨，令股市和债市在实体经济明显走弱的背景下反而走牛。但进入12月以来，因为信贷的加速扩张、资本的外流、以及监管层对金融加杠杆的担忧，堰塞湖里的流动性已经开始趋紧，从而引发了各期限利率的明显回升。由于近期股市的大幅上扬是建立在宽松流动性预期之上的“流动性牛”，堰塞湖的泄洪意味着股市上涨的“强弩”已接近其末端。

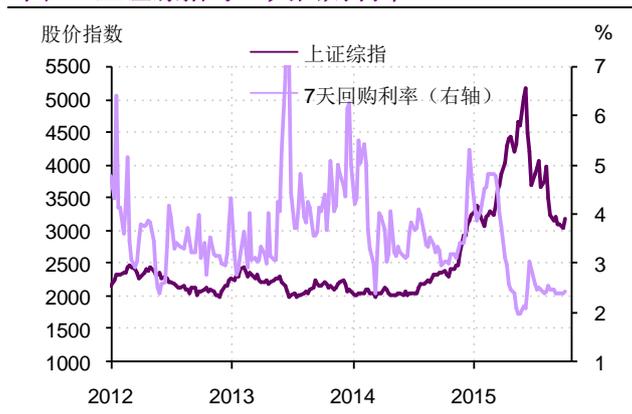
此文发表时，A股正处在央行11月降息之后的亢奋状态，上证综指在一个月里，就从11月21日的2487点上升至12月22日的3127点，涨幅超过25%。而在此文发布之后不久，A股就进入盘整期。从此文发布到2015年3月3日两会开幕，上证综指两个多月累积仅上涨了不足5%。

2015年2季度，两个新的变化极大利好A股市场。其一，高层领导在当年“两会”上对股市释放出了相当明显的善意，令市场情绪再度亢奋。其二，货币政策在银行间市场大幅放水，令银行金融市场流动性泛滥的局面进一步加剧。期间，银行间市场7天回购利率（一个衡量银行间市场短期资金面宽裕程度的重要指标）从3月初的4.8%大幅下滑到了6月初的2.1%。如此充裕的流动性令股市“水牛”进一步膨胀（图8）。

²⁰ 文章全文请见财新网：<http://opinion.caixin.com/2014-12-01/100757383.html>。

²¹ 文章全文请见财新网：<http://xugao.blog.caixin.com/archives/80268>。

图 8. 上证综指与 7 天回购利率



资料来源：Wind

在 2015 年 3 月 27 日发表的《股市与经济的跷跷板》一文中，我分析了这种经济与股市表现反差加大的局面²²。文中，我写道：

流动性“堰塞湖”令金融市场的不差钱和实体经济融资难同时发生。股票指数在经济走弱的背景下大幅走强。股市与经济之间的跷跷板效应随之而生。目前，这种跷跷板效应还在通过两重机制自我强化。

第一重机制从经济作用到股市。在融资难的约束之下，实体经济的增长还在持续下滑，威胁到“稳增长”大目标的实现。而这倒过来又给货币政策带来更大放松压力，因而进一步推高股价。于是，经济越差，股市越好。

第二重机制从股市作用到经济。股市的大幅走牛已经明显分流了实体经济的资金面。2014 年 12 月到 2015 年 2 月这 3 个月中，社会融资总量月均同比多增 1016 亿元，大幅高于 2014 年三季度。尽管如此，最近 3 个月固定资产投资资金来源的月均同比增速仅 5.4%，反而只有 2014 年三季度增速的一半。其背后，明显能看到股市带给实体经济的资金虹吸效应。于是，股市越好，经济越差。

这第二重机制还为银行资金的变相入市所强化。在各路资金跑步进入股市的时候，银行资金也在通过银行理财对接股票类产品的方式大量入市。大致估算应该在万亿元的量级。而银行资金在进入股市时，往往参与结构化产品的优先层，为其他入市资金提升杠杆率提供了条件。

在这样的机制之下，股市走牛和经济走弱正在相互强化。发展下去，股市的泡沫化和经济的失稳是必然结果。

对那些相信“股市是经济晴雨表”的人来说，“经济越差、股市越好”的说法很难理解。但上面的引文已经清楚解释了这种反常背后的机理。在当时的我看来，这种状况发展下去的严重后果——股市泡沫和经济失稳——已经显而易见了。这已经为牛市的终结埋下了伏笔。

金融市场流动性的拐点发生在 2015 年 6 月中旬——7 天回购利率在那时触底回升。但这一拐点的征兆在 2015 年 5 月下旬就出现了。当时，央行在金融机构的请求下，通过定向正回购回笼了千亿规模的流动性。这一货币政策操作意味着金融市场已经落入了“流动性陷阱”。简单来说，就是金融机构钱多得没处花，所以主动请求央行回收资金。在 2015 年 5 月 28 日《金融市场落入流动性陷阱》一文中，我写道²³：

流动性陷阱的出现意味着金融市场的流动性状况已经越过拐点。

一方面，流动性陷阱意味着货币政策宽松预期的减弱。要知道，货币政策的宽松度由两部分组成——已经发生的宽松政策、以及预期中的宽松举措。由于实体经济增长持续低迷，所以尽管货币政策已经相当宽松，市场之前仍预期还会有包括降准、降息在内的更多放松政策出台。但是，流

²² 文章全文请见证券网：<http://www.capitalweek.com.cn/2015-03-27/299725432.html>。

²³ 文章全文请见财新网：<http://opinion.caixin.com/2015-05-28/100814343.html>。

动性陷阱的出现表明，再向金融市场注入更多流动性已经无效。自然，市场对更多宽松政策出台的预期就会明显降低。因此，尽管我们仍相信银行间市场的短期利率水平仍然会处在低位，但预期中宽松度的下降也会起到紧缩效应。

另一方面，金融市场出现了流动性陷阱，也会促使未来宽松政策的重心转向刺激社会融资总量的增长。在向实体经济的流动性投放途径没有打通之前，金融市场的流动性陷阱状况很难消除。因此，为了发挥宽松货币政策对经济增长的托底作用，需要更多地把金融市场的资金引向实体经济。近期我们已经看到了财政部在加快推进地方政府债务的置换、发改委在放松地方政府融资平台的发债、银监会在考虑允许房地产开发贷款展期。这些都是疏导资金进入实体的举措，将会相应抽紧金融市场的资金面。

从这两方面来分析，金融市场未来的流动性状况很难比现在更松，这对由流动性推动的资本市场牛市绝不是好消息。

流动性的变局意味着股市牛市已经尾声。就在 A 股大多数参与者还在亢奋不已的时候，清醒的人已经能看到盛宴正在结束。2015 年 6 月 19 日，在《A 股如何软着陆》一文中，我写道²⁴：

有人可能会用“这次不一样”来为近期 A 股的大幅上涨找原因。毕竟，中国经济已经进入了“新常态”，而各项改革措施的推进也确实提升了市场对未来的预期。但是，这次真的不一样吗？

Reinhart 与 Rogoff 两位世界级的经济学家在研究了过去 800 年的金融危机历史之后，总结出：“普遍存在的‘这次会不一样’的观点，恰恰是这次为什么不会不一样的原因。终究，灾难会再次袭来。”换句话说，这次总是一样的，就像人性总是不变。过高的金融资产价格总是以泡沫破灭而收场。

我的这篇文章在 6 月 19 日上午 9 点 24 分贴上了财新网的主页。当天上证综指以大跌 6.4% 收场。股灾就此来临。

11. 对“股灾”的分析

从 6 月中旬开始，A 股快速地从牛市切换到了股灾模式。这样重大的转折关头，恰恰是体现宏观分析师价值的时候。因为在市场一片恐慌的情绪中，宏观分析师客观冷静的分析能够帮助投资者和决策者看清事态的本质，采取恰当的应对措施。

在 6 月中下旬，A 股中大量杠杆资金的恶果充分体现出来。股指下跌时杠杆资金的夺路而逃进一步放大了波动。在 2015 年 7 月 2 日的《怎样防止融资盘雪崩？》一文中，我写道²⁵：

目前，市场急跌与融资盘平仓相互加强的恶性循环正在形成，融资盘发生雪崩式突变的风险已经很大，急需政策出手来加以制止。

根据对融资盘持仓成本的估算，我发现股市整体雪崩的风险已经很大。在那篇文章中我还写道：

从以上数据来看，上证综指 3400 点附近是融资盘整体雪崩的一个可能临界点。而有预见性的融资盘参与者可能在这之前就提前撤出，因而让雪崩的临界点位比 3400 点更高。由于过去半个月上证综指的日度波动幅度标准差高达 4%，且最新点位已接近 4000 点，在最极端的情况下，我们距离股市中融资盘的雪崩式突变只有几个交易日了。

为了稳定市场，我在文中提了两点建议：

在短期内，需要采取一切必要措施来打消融资盘恐慌性出逃的动机。这可以从以下两方面来实现。

第一、要重振股市的信心。信心丧失是自我实现的预期。也就是说，越是没有信心，市场越下跌，信心就越弱。这时，政府通过一些救市措施来重塑信心十分必要。特别的，政府救市措施的重点其实不在于政府做了什么，而在于市场认为政府会怎么做。上周末，人民银行相当罕见的同时进行了降息和定向降准。这是非常必要的救市之举。但很可惜的是，政府的舆论宣传却有意地淡化了救市的色彩，平白降低了这一举措能发挥的稳定市场之功效。因此，未来政策应更为高调地出

²⁴ 文章全文请见财新网：<http://opinion.caixin.com/2015-06-19/100820832.html>。

²⁵ 文章全文请见财新网：<http://xugao.blog.caixin.com/archives/86773>。

手，做一分，喊十分，这样方能最大程度上发挥政策效力。

第二、应充分发挥政府性资金、以及周期性调控政策的稳定器作用。简单来看，利用政府资金和其他宽松政策来托市似乎有纵容投机者之嫌。而当入市资金涉及到社保、养老这样的老百姓养命钱的时候，可能会更加敏感。但考虑到融资盘雪崩可能会产生的严重后果，事急从权也是无可奈何之举。就连美国那样崇尚市场经济的国家，在 2008 年雷曼倒闭之后、金融体系大幅动荡之时，也出台了规模庞大的救市措施来稳定市场。

此文发表后的几天内，几部委联合救市举措就相继推出。证金公司也手握券商及央行提供的大量资金入市。但尽管有政府的强力救市措施，市场上的恐慌情绪仍然居高不下。甚至有人开始说中国正在走向类似次贷危机那样的金融危机。这正是最需要宏观之锚的时候。

2015 年 7 月 8 日，我发表了一篇 6 千字的长文《股市震荡的宏观影响能有多大》²⁶。文中我估算了股市下跌中券商和银行可能的亏损规模，梳理了股市风险向外传导的可能途径，对股市震荡可能造成的全局性风险度进行了预判。在文章的摘要部分，我写道：

在过去大半个月，A 股因融资盘去杠杆而急促下跌。在股市此番动荡中，融资盘处在核心位置。在我们所做的压力测试中，在非常极端的情况下（上证综指跌到 2000 点，融资盘一直不平仓），融资盘可能给券商带来约 3 千亿美元的损失，给银行带来不超过 4 千亿美元的损失。这还不至于威胁到金融体系的稳定。而从金融风险向实体经济传导的资产负债表和信贷两个渠道来看，股市动荡对实体经济的威胁也不大。简而言之，我国并不会因为股市大跌而产生金融危机、经济危机。

这篇文章发表的时候，A 股市场已单边下跌近一个月。文章发表的 7 月 8 日当天，上证综指还大跌了 5.9%。但在第二天，也就是 7 月 9 日，上证综指大涨 5.8%，并随后创出了一个月来的首个“三连涨”。股灾最危急的时段就此结束。《股市震荡的宏观影响能有多大》这篇文章发表当天的上证综指收盘价，是前后两个月股指收盘价的最低点。当然，这并不是说股灾的结束就是我这篇文章的功劳。没有政府的强力救市措施，股市肯定是稳定不下来的。而我这篇文章只是恰逢其时罢了。但能够在这样关键的时候为稳定市场做出一点贡献，让我这个宏观分析师得到了极大的满足。

至于股灾之后 A 股市场会向何处去，在 2015 年 7 月 6 日发表的《杠杆牛结束》一文中，我已经做出了分析²⁷。文中写道：

展望下半年，推动 A 股走牛的因素正在发生显著的变化，将给 A 股市场带来越来越大的压力。

其一，下半年银行间市场流动性状况难以再像二季度那样宽松。一方面，尽管近期经济增长动能仍然疲弱，但稳增长政策正密集推出。而房地产市场也在持续复苏。因此，预计在下半年经济增长应当会有些起色，降低维持极度宽松货币政策的必要性。另一方面，央行的货币宽松也会由二季度针对银行间市场的短端资金，而更多转向收益率曲线长端，以刺激对实体经济的流动性释放，这也会对短期资金面形成抽紧作用。

其二，降低股市杠杆率，缓释融资盘风险估计会变成下半年股市监管的重点。因此，尽管在短期内为了稳定市场，监管层会出台不少救市的举措，但在更长的时间里，股市融资盘，以及与之紧密关联的银行资金入市都会受到明显挤压。

其三，股市赚钱效应的明显恶化。在过去一年中，流动性之所以大量流入股市，跟股市大幅走牛之后赚钱效应彰显不无关系。尤其是在二季度，各路资金汹涌入市的态势尤为明显，让一些人形成了买股票就是捡钱的错误预期。尽管监管者一直在向投资者提示股市风险，但都比不上这次股市大跌的教训来得深刻。相信此后就算市场回稳，各路资金在买股票时也会谨慎不少。至于此次市场大跌中压力山大的融资盘，应该更会小心不少。这些都会给杠杆牛带来阻力。

当然，我们也能数出不少仍然存在的利好消息。比如改革的持续推进，又比如居民大类资产向股市的配置。但这些逻辑都不足以解释过去一年 A 股出现的大牛市，因而也对预判市场未来走势缺乏指导性。从流动性和融资盘的变化来看，下半年股市大概率会进入震荡的行情。而更加确定的

²⁶ 文章全文请见财新网：<http://opinion.caixin.com/2015-07-08/100826691.html>。

²⁷ 文章全文请见证券网：<http://www.capitalweek.com.cn/2015-07-06/71556750.html>。

是，杠杆牛应该已经走到了尽头。

从该文写就到现在已经过去了3个月，市场的走势无疑已经证实了我之前的判断。

12. 下篇结语

为了展示本文上篇所介绍的方法论怎样运用到现实中，本文下篇中我不厌其烦地罗列了自己过去一年多来有关股市的分析和研究。可以看到，在14年11月我想通了牛市背后的流动性堰塞湖逻辑后，我对股市就有了相当准备的把握。但结论的准确性并不是最重要的，最重要的是得到结论的方法。

在这里，我成功的经验其实就是上篇列出的两条建议：与市场绝缘，有框架。

前文列举的都是我围绕股市所做的研究。但从中可以发现，我在分析股市的时候，完全没有考虑股市的情绪怎样，也没有试图萃取股价变化所包含意味。我所有的研究成果都是基于客观的观察，通过严谨的逻辑推演得到的。这是我能够在亢奋和恐慌的市场中独守本心的一个重要原因。

另一方面，尽管一开始我并不能解释股价在经济走弱背景下大幅走牛的原因，但我并未抛弃自己之前的分析框架，而是试图通过对框架的完善来把新的现象纳入到思考体系中。这样，当我理解了牛市成因之后，我得到了一个涵盖内容更广，对现实更有解释力的分析框架。在这个过程中，我学到了新的东西，并且能够马上使用。

受行业法规的限制，我自己并未入市炒股。但我知道，尽管我对市场的逻辑有不错的把握，真正入市的话，投资业绩也不一定好看。在我理解不了牛市的时候，我不会买入。而当我理解了它，认清了牛市的泡沫本质后，我更不会买入。因此，如果我入市炒股，恐怕大概率会踏空牛市。只从客观唯物的角度来把握经济和市场，自然就会错过唯心层面变化带来的机会。这恐怕是成为宏观分析师，掌握宏观分析方法所必需要付出的代价。

正如本文上篇所说，宏观分析不能包打证券投资的天下。而宏观分析师们，做好沉在海底、安安静静、稳固不动的锚就好了。当资本市场刮起惊涛骇浪的时候，给投资者们提供一个稳定的锚点便是我们的价值所在。

宏观经济错综复杂，各种逻辑线条贯穿其间。但必须要注意到，各种逻辑的适用范围都有限。在某一个时点、某一局部起主导作用的逻辑，在其他的地方就变成了次要矛盾。正因为此，在宏观研究中需要注意分辨不同逻辑的适用范围，不可混淆，否则就可能得出错误的结论。在下面，我们列出尤其需要清楚区分的三点。正如后面大家会看到的。这种区分并不仅仅是出于学术上的需要，在分析目前宏观形势的时候，它们也具有相当的现实意义。

长期的归长期，短期的归短期

不同的经济力量起作用的时间窗口是不一样的。其中如人口结构这些因素，变化虽然很慢，但非常持续。因此，虽然在短期内（几个季度）可能无法明显觉察到它们的影响，但长期（5年以上）日积月累下来，却会决定经济的趋势。同时，还有另一些诸如货币政策扰动、库存变化的因素，在短期内虽主导了经济的波动，但长期的上上下下平均下来却基本是零，对大的趋势没有什么影响。如果在分析中混淆了长期和短期，拿长期趋势性的因素来解释短期的波动，或是用短期的波动性力量来推导长期趋势，都会得出错误的结论。

这方面最好的反面教材就是对“人口红利”这个概念的误用。所谓人口红利，是指一个国家人口中工作年龄人口占比上升的时候，这个国家会因此享受更高的经济增速。这不难理解，一个人挣钱两个人花显然好过一个人挣钱十个人花。人口红利这个理论本身没有任何问题，无论从逻辑还是从实证都是站得住脚的。但是，用这个长期趋势性的因素来解释短期经济周期就犯了错误。

从数量上来看，慢变量解释不了快变量。人口结构变化非常缓慢，只有以5年，甚至10年为单位才能看到明显的不同。相应的，它对于在经济周期维度上（几个季度）的大幅波动就没有什么解释力。这一点通过一个简单的计算就可以看出来。在过去30年中，GDP增长对就业增长的弹性是0.4——就业增速每加快1个百分点，GDP增速上升0.4个百分点（文献中的这类实证研究得到的结果都是类似的）。在2001-2010这十年中，我国就业人数年均增长率是0.5%。因此，这十年GDP的增速中只有0.2（=0.5×0.4）个百分点来自于就业的增加。根据联合国的预测，在2011-2020这十年间，我国的就业增长可能会因为老龄化的影响，

下降到 0.2%（但仍然是正增长）。相应的，就业对 GDP 增长的拉动会下降到 0.08（=0.2×0.4）个百分点。因此，在今后 10 年，我国 GDP 增速会因为人口结构变化而减速 0.12（=0.2-0.08）个百分点——如果仅仅考虑人口结构的变化，2020 年的 GDP 增速会比 2010 年下降 0.12 个百分点。这样平均下来，未来十年每年因人口结构变化带来的 GDP 增速下降是 0.012 个百分点，平均到每季是 0.003 个百分点。而 2012 年 1 季度到 2 季度 GDP 增速下滑了 0.5 个百分点。这一下滑幅度比用人口结构能解释的整整大出了两个数量级。

所以，“人口红利消失令中国潜在产出水平下降”这个逻辑本身并不错，但关键是目前经济下滑的幅度已经远远超过这个逻辑所能解释的部分。因此，就不应该基于“人口红利”的逻辑来断定经济增速下滑是无害的，更不应该因此就认为可以放任经济增速的下滑。

总量的归总量，结构的归结构

宏观分析中还需要注意区分总量和结构。经济作为一个整体，是由不同的部分，以一定的结构而组成的。但这并不意味着总量和结构可以等同，也并不意味着这二者之间会必然存在因果关系——结构的改善未必需要总量增速的高或低为前提，而总量的变化也并不必然带来结构的改善或恶化。

这方面最好的反面教材就是目前普遍存在的，将调结构与经济减速画上等号的错误观点。有不少人以调结构为借口，认为应该放任目前经济增长的下滑，发挥所谓的倒逼机制。更有甚者，将经济增长的减速视为调结构的必要条件，为整体经济的低迷而欢欣鼓舞。这种既错误又危险的思维之所以会出现，就是混淆了总量和结构的因素。

举一个例子，假设有一个水坝围出了一个小水库。从这个水库引出了几条位置高低不一的出水渠道。这个例子里面，水从哪条水渠流出来，是一个结构问题，而水库中水位的高低，是个总量的问题。水往低处走，当然会从位置最低的渠道流出来。我们如果希望改变这种出水的结构，将水引入另外一条更高的水渠，一个看似有效的办法是把较低的渠道都堵上，让水库中的水位上升至目标水渠的高度。这样，就通过所谓总量的倒逼（水库水面上涨）达到了调结构（出水渠道变化）的目的。那些宣称要发挥市场倒逼机制，推动经济结构调整的人，脑子里大致都有这么一幅图景。

不过，如果目标渠道中有一块大石头阻断了水路，那么“总量倒逼”就行不通了。在把这块大石头搬开之前，就算把其他所有水渠都堵死，水也流不进这条水渠。反而，水库会因为出水不畅，水面持续上升而出现漫坝毁库的风险。

回到中国经济的现实，我国投资拉动、工业主导的老增长模式确实有需要调整的地方。而在次贷危机之前那几年的高增长中，原有的增长模式也的确进一步的加强。但这并不意味着调结构就必须与经济增长低迷为前提，更不意味着经济减速是调结构的充分条件。我们国家结构失衡的症结是居民、企业、政府三大部门之间的收入分配出了大问题——居民拿走的太少、企业和政府拿走得太多——这让国内消费不足、储蓄过剩，并在投资、产业结构等方面引出了一系列的失衡²⁸。所以，现在最需要调的是几大部门之间的收入分配结构。而这其中所面临的障碍不是别的，正是政府本身——政府需要将其手中直接或间接掌握的资源返还给居民，才能带来真正意义上的调结构。因此，在收入分配这块大石头没有搬开之前，所谓的总量倒逼并不会真正让结构优化，反而会积聚起越来越多的宏观风险，甚至令社会稳定受到严重威胁。

市场的归市场，政府的归政府

以上的讨论将我们引向宏观分析中的第三个需要区分清楚的地方——市场和政府。应该说，在改革开放三十多年以后，“市场的归市场，政府的归政府”这一观点已被广为接受。但认同归认同，在实际的工作中是否能够将其贯彻下去却是一个大问题。现实中常常看见政府越位，代办那些应该由市场来做的事情。同时，又经常能够看到政府的缺位，将其应该承担的责任推给市场。

还是回到调结构。这个被所有人挂在嘴上的词，意义却十分模糊。从近期领导的讲话来看，高层领导心中的调结构更多的是调生产面的结构、产业的结构²⁹。但这种结构恰恰不应由政府来调。一个国家的产业结构

²⁸ 这方面的详细内容请参见我们于 2012 年 6 月至 9 月期间发表的《消费转型》系列报告。

²⁹ 2012 年 5 月 22 日在江苏考察时，李克强总理曾说：“要发挥市场‘倒逼机制’作用，推进结构调整，积极支持实体经济发展，增强市场竞争力，支持有创新能力的企业发展，推动生产要素向有前景的领域和新兴产业集聚，加快淘汰落后生产能力，

最终决定于各国家的要素禀赋和比较优势。我们的企业之所以在大量生产鞋帽等低端产品，而不太举进入高端行业，不是因为我们的企业家笨，不知道高端行业的利润率更高，而是因为我们国家的技术水平没有到那个位置，在这些行业完全没有优势可言。所以说，我们目前的产业结构是由市场根据我国的优势和劣势所决定出来的最优结构，你可以不喜欢它，但你不可以用行政性的命令去改变它。如果政府基于其主观意志来“引导”产业结构的变化，就是在重走计划经济的老路。

政府应该调的，是需求面的结构。我们目前消费不足，投资过度的失衡结构源于我国失衡的收入分配——企业和政府在国民经济中拿走太多，居民拿走得太少。而这，又是根植于我们从计划经济时代继承下来的企业产权结构，难以被市场的力量所触及。换言之，我们调结构的障碍是计划经济残留下来的大石头。搬开这些石头，疏通市场发挥作用的渠道，才是政府真正应该做的。这方面政府如果不作为，而仅仅是寄希望于市场的“倒逼作用”，只会让宏观风险不断累积，结构问题却依然故我。

结论

宏观分析需要区分不同逻辑的适用范围。一旦混淆，就会带来错误的认识，甚至偏颇的政策。将目前我国经济下滑完全归结为“人口红利”终结所带来的潜在增速下降，是混淆了长期和短期之后产生的错误观点。将调结构与经济减速画等号的错误认识，是混淆了总量和结构的分别。而如果混淆了政府和市场的界限，政策就会放过那些该调的需求结构，反而对不应该干预的生产结构动手。

宏观经济分析要得出正确的结论，必须厘清不同逻辑的使用范围，对症下药——就像《圣经》里说的那样，是上帝的，就交给上帝；是凯撒的，就留给凯撒。

在转型升级中开拓新的市场。”这段话明显指向生产面的结构。

中国宏观经济数据分析入门

首次发布于 2015 年 4 月 29 日³⁰

数据是经济分析的基础。严格的经济理论和预测判断均需要以详实合理的数据做支撑。认识理解经济数据是进行经济研究所需的基本素质。宏观经济涉及多层面庞杂的数据，系统全面的掌握宏观数据体系，以及阅读、处理、分析、判断经济数据对宏观研究至关重要，卓越的经济理论以及准确的经济预测均建立在对数据的准确把控上。特别对于转型时期的中国，宏观数据体系基本上依据市场经济需求建立，但尚未完全摆脱计划经济影响，理解中国经济数据更具复杂性。本文简单介绍经济数据阅读处理基本方法，搭建经济数据体系，成系统的分类介绍各经济指标，力图使读者在形成数据系统框架的基础上掌握各经济指标，并准确运用。然而受篇幅限制，本文在尽量做到对指标全面覆盖的同时，对各指标介绍的深度难免有限。

本文首先介绍宏观经济指标的阅读以及处理方法。宏观指标以时间序列型居多，而宏观数据的变化往往反映经济走势，因而具有更为重要的意义。在转型期的中国，统计技术与资料的限制使得累计值和当月值在月度与季度数据中成为普遍使用的两个概念。寒来暑往，秋收冬藏。生产活动的季节性变化意味着经济指标随季节出现涨落。同比变化率是最为简单的消除季节性的方法，然而存在滞后性。及时有效的分析短期经济走势，需要借助一定技术手段排除季节性因素，得到环比增速数据。

本文第二部分通过构建中国经济数据体系来系统介绍各经济指标。我们以市场经济循环作为分析的起点。从产出面、需求面和收入面构建实体经济指标体系。循环表现为需求决定产出、产出创造收入、收入产生需求。产出面以生产法 GDP 为总量指标，工业增加值、采购经理人指数等均是生产面的不同侧面对经济情况进行描述。而需求面 GDP 以支出法 GDP 为代表，与其三大子项消费、投资和净出口对应的有社会零售总额、固定资产投资以及货物贸易等更为高频的指标。收入法 GDP 是从收入面描述经济的总量指标，包括劳动者报酬、企业盈余、生产税净额以及固定资产折旧四项，企业利润、就业、财政数据等从收入面对经济走势进行了描述。

本文第三部分介绍宏观名义量与实际量区别产生出一般物价指标——通胀指标。而通胀水平变化在价格粘性背景下可能影响实际经济变量。其中 CPI 是最为常用的通胀指标，通胀变化一方面显示实体经济走势，另一方面对货币政策具有指示意义。因而预测通胀变化对市场分析至关重要。

本文第四部分介绍现代经济系统中重要的组成部分——货币循环指标。现代市场经济下货币与金融是市场循环的润滑剂。而央行是调控货币政策的职能部门。央行向商业银行投放或回收货币，商业银行向实体经济投放信贷并形成货币再生创造。这样形成央行与商业银行、商业银行与实体经济两个层次的资金市场。相应的货币总量、资金价格、流动性供应等均存在两个层面的度量指标。一般情况下，商业银行层面的资金供求变化会影响实体经济变化。但在金融体系传导不畅情况下，宽松的银行间市场流动性并不一定能够带来实体经济融资成本下行。

³⁰ 本文首次以光大证券宏观报告形式在 2015 年 4 月 29 日发布。

1. 宏观经济数据概述

1.1 累计值和当月值

宏观指标以时间序列型居多。一般来说，月度与季度指标是对所在当月或当季经济活动的度量。然而在转型期的中国，由于统计资料缺乏和统计技术有限，获得当期数据较为困难，除当月值之外，累计值成为普遍使用的另一指标。我国统计中使用的累计值一般是“年初至今累计值”的简称（year to date, ytd），指的是宏观数据从每年年初至当年各月的累计数值。分行业 GDP 与固定资产投资数据是两类常见的以累计值形式呈现的指标。宏观经济数据采用累计值形式发布的原因一般是该数据所涉及的经济过程持续时间较长、具体进程难以分割，导致精确的确认当月值有较大困难，例如对春播秋收的农产品难以将产出及时的分割至各个季度，再如全社会固定资产投资表现的是一定时期内全社会建造和购置固定资产的工作量以及与此有关的费用的总称，涉及的工程项目建设周期往往较长，难以及时细分至每个月份，故均采用累计值形式发布（图 9. 累计值是年初至当月的累计数据）。

累计值与当月值是两个不同的统计体系，难以直接通过累计值准确计算出当月值。直观感觉，统计部门只要将累计值进行一阶差分，即使用本期累计值减去上期累计值，就可以得到当月或当季值。然而事实并非如此，累计值与当月值对应的是两个不同的统计体系，牵涉到如何将现有完成工作合理分配至各月或各季度的问题，是由统计资料缺失与统计方法落后造成的。由累计值转换至当月值，需要统计体系进行相应的改进。

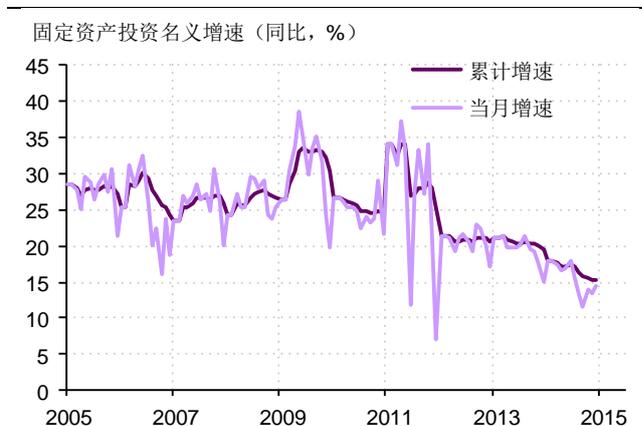
在实际数据使用过程中，由于累计值是年初至当月的累加数，用累计值计算的增长率越到年末越接近全年平均增速。但这一增速难以反映出短期波动，所以需要化成当月值来进行分析。我们可以近似的使用当期累计值减去上期累计值的方法计算当月值（图 10）。使用此方法不可避免的会产生误差，例如固定资产投资中 12 月当月值一般较大，怀疑可能由于统计误差均累计在年末。随着统计方法改进与资料完善，12 月当月固定资产投资占全年比例逐渐下降，这样随着误差部分减少。但这种改进的结果是使用 12 月当月值计算同比会低估当月投资增速。然而受限于现有数据，这是最为有效易用的通过累计值得到当月值的方法。

图 9. 累计值是年初至当月的累计数据



资料来源：Wind

图 10. 累计同比难以反映短期波动

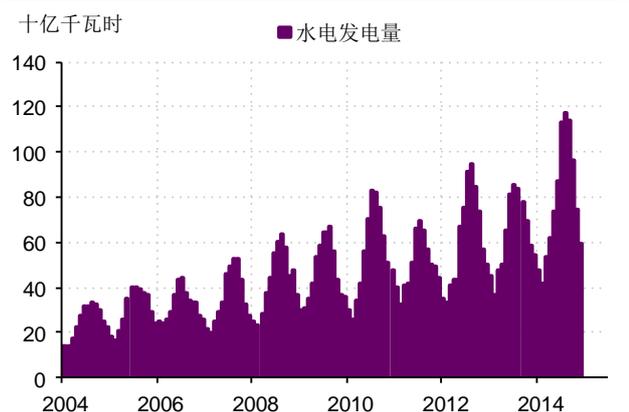


资料来源：Wind

1.2 季节性——分析宏观数据绕不过去的坎

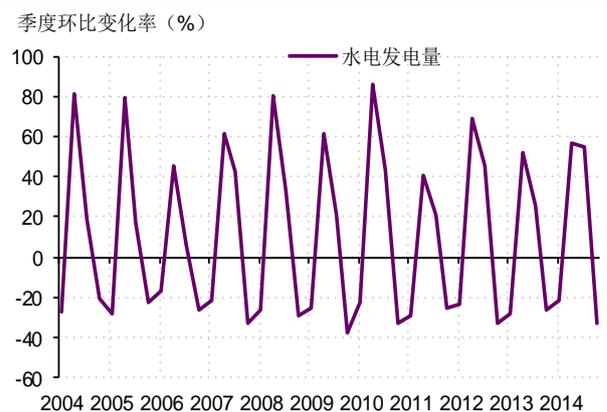
宏观数据通常呈现季节性变化。寒来暑往，秋收冬藏，经济活动会随季节不同而发生周期性变化，相应的宏观数据时间序列也会随季节呈现出周期性的变动。季节性因素导致的宏观数据波动，会掩盖或混淆客观经济活动中我们想研究的真实规律，影响我们的宏观分析。例如江河来水的丰枯令水电发电量数据呈现季节性波动（图 11），此时衡量当月值相对上月值变化的环比变化率将呈现出稳定的周期性震荡（图 12），掩盖了我们想要研究的宏观经济趋势，无法进行有意义的经济分析。

图 11. 自然因素造成的水电发电量季节性波动



资料来源：Wind

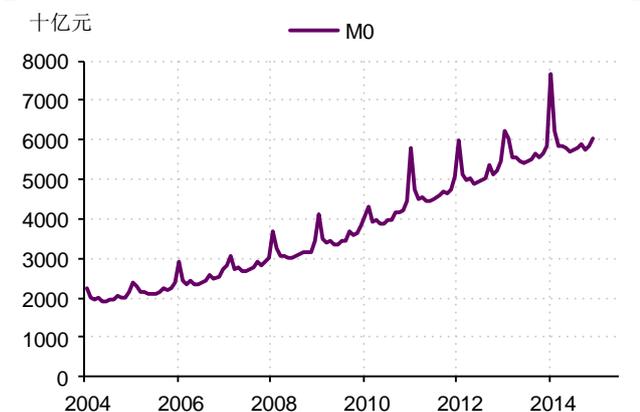
图 12. 季节性存在，环比增速失去经济含义



资料来源：Wind

季节性的来源一般有自然因素、社会活动因素和统计方法因素三种。首先是自然因素（图 11），如前面提到的，江河上游的降雨、融水的季节变动会导致中下游水电发电量的季节波动。其次，社会活动也可能带来季节性波动（图 13），我国现行货币统计制度将货币供应量划分为三个层次，其中流通中现金（M0）为第一个层次，指银行体系以外各个企业的库存现金和居民的手持现金之和，春节期间消费活动旺盛，导致现金持有量出现周期性增加。最后，数据统计方法也有可能是季节性的重要来源（图 14），例如由累计值计算的固定资产投资当月值在每年的 12 月都会明显上升，这可能是统计局将一年的补漏和调整放在年末造成的。这一现象在 2010 年前较为明显，此后年末波动较为平缓。

图 13. 社会活动造成的 M0 季节性波动



资料来源：Wind

图 14. 来自数据统计方法的季节性



资料来源：Wind

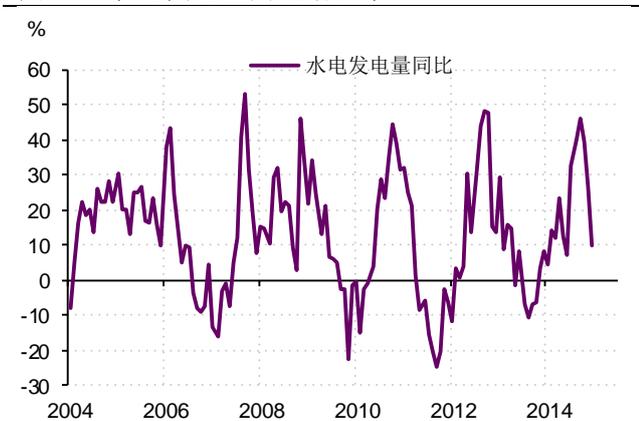
1.3 同比增长率——最简便的去除季节性方法

同比增长率是去除季节性最简便的方法。由于宏观经济时间序列普遍存在季节性因素，所以在分析和使用宏观经济数据时，必须对时间序列中的季节性因素进行消除，才能得到呈现经济指标变化趋势的有效信息。而同比增长率（year on year, yoy, y/y）是最简便的去除季节性的方法。由于同比增长率比较的是前后两年的相同月份（季度），两者具有相同的季节性，在计算变化率的过程中被自然除去（图 15）。由于其使用简单，中国的宏观数据大部分都是以同比变化率的形式发布出来。

然而同比变化率不能及时反映出经济走势的最新动态。由于同比变化率为当期值与去年同期值之比，过去一年经济指标走势均在同比变化率中反应。例如假定 2015 年 CPI 指数绝对水平保持不变，2015 年的同比指

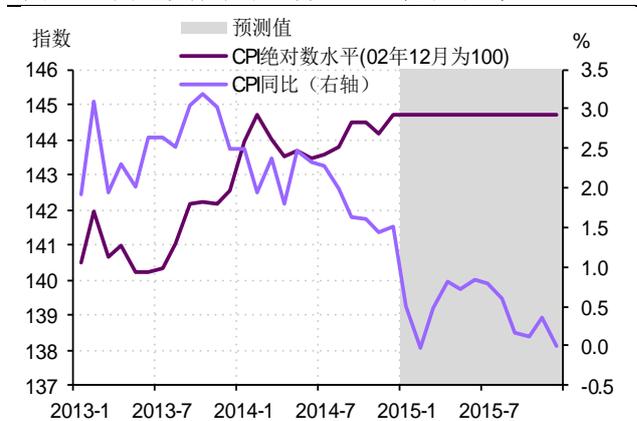
数依然出现明显波动，反应滞后，直至 2015 年末才回归至零增长，表现出显著的“翘尾效应”（图 16）。相对而言，衡量经济指标当期值与上期值的环比增长率更为及时有效。如果 2015 年 CPI 指数绝对水平不变，环比增长率在年初就变为零并保持至年末。然而环比增长率不可避免的会遇到季节性因素的干扰，这就需要对外经济指标进行季节调整，然后基于季调后的数据计算环比增长率，从而及时有效的判断经济指标走势。

图 15. 水电发电量同比增长率



资料来源：Wind

图 16. 同比变化反应滞后——“翘尾因素”



资料来源：Wind

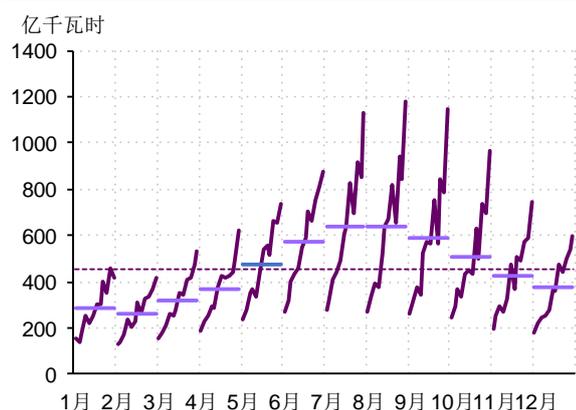
1.4 季节性调整

普遍存在季节性是宏观数据无法回避的问题。在分析和使用宏观经济数据，特别是观察判断短期经济走势时，使用季节性调整的方法消除季节性因素，就显得非常必要。经济变量的季节性表现为在一年中的部分月份周期性偏高，而部分月份周期性偏低（图 17）。季节性调整目的在于从实际变量中剔除这部分由于季节性周期原因而导致的偏高和偏低。变量一般被分解为趋势项、季节项和随机扰动项，季节调整即将季节项剔除的过程。而分解方式主要包括加法与乘法两种，加法分解即将变量分解为趋势项、季节项和随机扰动项之和，而乘法季调则为三者之积。两类分解方式对应加法季调和乘法季调两种方法。季调方法选择一般依据指标性质而定，以指数级数增长的指标使用乘法季调，例如 GDP，而绝对水平较为平稳的使用加法季调，例如每月的降雨天数。

从实际变量中剔除季节性首先需要找到反应季节性偏差的季节项。季节项一般由历史数据估算而得，基本思路为用经济指标在某月的均指与全部样本均值的偏差度量季节项。估计方法同样主要有加法和乘法两种，加法季节性的计算方法为将经济指标在某月的均值减去全部样本的均指得到该月的季节项，而乘法的季节性为经济指标在某月均值除以全部样本均值得到该月季节项（图 18）。例如，2003 年至 2014 年水电发电量月均值为 453 亿千瓦时，而各年 1 月均值为 285 亿千瓦时，则由两者之差计算的 1 月加法季节项为 -168 亿千瓦时，使用两者之比计算的 1 月乘法季节项为 0.63。

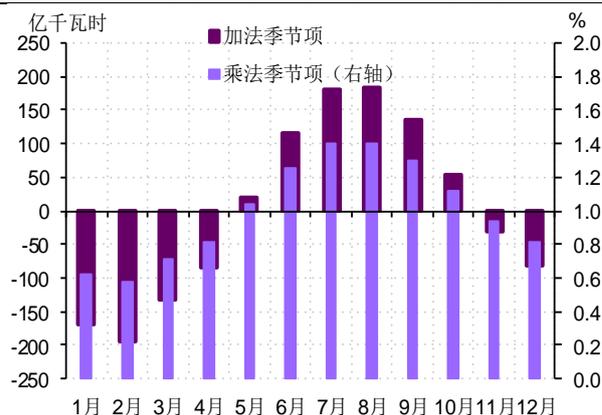
得到季节项后即可从实际变量中剔除季节项得到季调后数据。依据加法与乘法两种方法，加法季调为从实际值中减去季节项，乘法季调为用实际值除以季节项。例如 2013 年 1 月水电发电量为 454 亿千瓦时，加法季调法减去 -168 亿千瓦时的季节项后为 622 亿千瓦时，乘法季调除以 0.63 的季节项后为 721 亿千瓦时。得到季调后数据。

图 17. 2003-2014 年水电发电量季节性



资料来源：Wind。其中深紫色实线为各年当月实际值，浅紫色线为月度均值，深紫色虚线为全部样本均值

图 18. 加法与乘法季调水电发电量季节项



资料来源：Wind

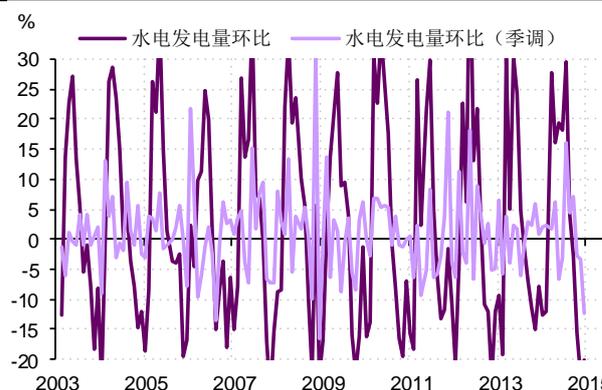
经过季节调整后的数据剔除了季节性波动影响，因而更为稳定，可以显示出明显的短期趋势（图 19）。利用季调后的数据计算环比增长率，可以准确有效的分析短期经济走势（图 20）。Eviews、SPSS 等大部分计量分析软件均可以方便的进行季节调整操作。

图 19. 季调后的水电发电量趋势明显



资料来源：Wind

图 20. 季节调整后计算环比变化才有意义



资料来源：Wind

然而绝大部分计量软件季调程序均基于西方节假日计算。在对中国数据进行季调时，无法处理部分中国节日带来的季节性，特别是春节导致的季节性。简单的方法是将 1 月与 2 月数据合并分析，可以粗略规避春节因素影响。如果追求更为精确的分析与预测，可以通过春节假期在 1 月与 2 月的分布来自己建立季节调整系统，具体方法可以参照央行 2009 年建立的季调系统³¹。

2. 宏观数据体系的逻辑

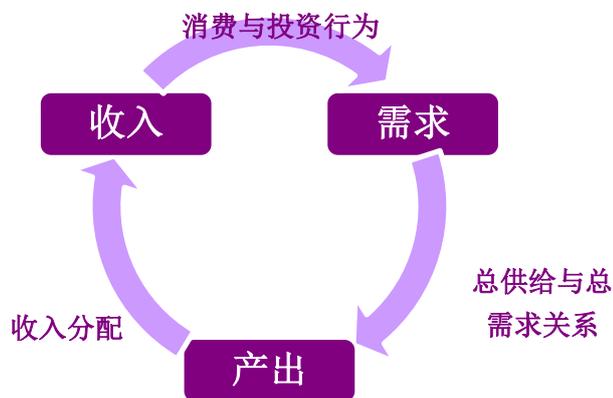
我们以市场经济循环作为分析的起点建立宏观数据体系。市场经济以交易为基础，个人通过出售自己的产出获得收入，而收入用于满足自身需求，自身需求又成为他人产出的决定因素。运转良好的市场经济需要形成良性循环，通过价格调节在三者之间形成均衡机制。

宏观经济研究对象为总量指标，对于经济总量，总产出、总需求以及总收入是从不同角度进行观察，由于

³¹ 中国人民银行曾经在 2009 年建立包含中国节假日的季调软件（方法）——PBC 版 X-12-ARIMA，但使用范围有限。详见：http://www.pbc.gov.cn/publish/diaochaotongjisi/194/2009/20090508170746432326227/20090508170746432326227_.html

衡量的是均衡下的同一对象，所以理论上三者存在恒等关系。宏观经济运行中市场循环体现为需求决定产出，产出创造收入，收入变成需求（图 21）。总供给与总需求是在宏观分析中常用的分析需求与供给关系的指标，而收入分配则决定产出创造收入的结构、方式和效果，收入通过再消费与储蓄之间配置影响需求，开放经济下储蓄进一步在投资和净出口之间进行分配。

图 21. 市场经济循环图

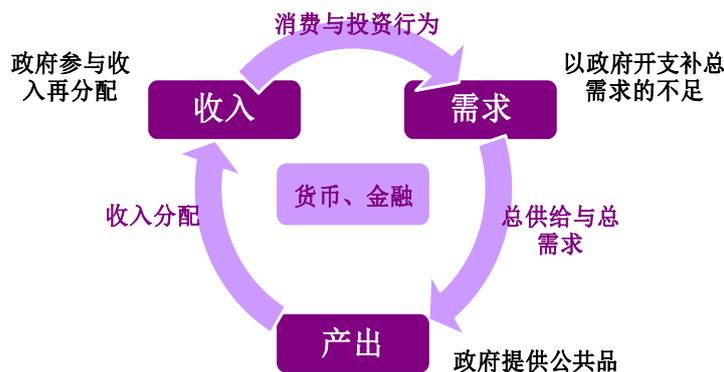


实际经济生活的各部分无不是政府与市场的交织。市场经济作为一种制度的存在，其本身就需要政府保障才能有效运转。即使在西方发达市场经济，政府的影子也存在于市场的方方面面，对于从计划经济向市场经济转型的我国更为如此。一般说来，在生产面，政府扮演提供公共品角色，例如进行公共设施建设、维护社会秩序、提供国防服务等；而在需求面，政府通过财政支出变动调节总需求，这也是财政政策实施的主要方式，例如大萧条时期的罗斯福新政以及较近的我国的“四万亿”；在收入面，政府主导收入再分配，通过转移支付、补贴、以及调节税收等方式缩小收入差距（图 22）。

货币是市场经济不可或缺的部分，是经济循环的润滑剂（图 22）。作为一般等价物的货币在市场经济中承担交换媒介、价值尺度、支付手段以及价值储藏的职能。由于货币的存在，在宏观经济变量上有了名义量和实际量的区别，而名义量与实际量的差别被看做一般价格。如果货币过多，就可能引起一般价格的上涨，即通货膨胀，反之，如果货币过少，一般价格下降，即通货紧缩。即货币学派的名言：“通货膨胀任何时候都是一种货币现象”。而由于价格粘性的存在，货币变化可能对实际变量产生影响，这就产生了货币政策调节实体经济机制。货币减少时，实体经济循环不畅，增长低迷，而货币增多，又可能导致实体经济过热。所以，在宏观研究中，货币总量非常重要，往往作为先导指标。

当今信用货币时代货币发行基本上都由央行负责，央行自然成为调控货币政策的职能部门。然而央行并不直接向实体经济投放货币，央行调节与金融部门的债权债务甚至调控金融产品价格来控制货币总量。金融是货币流通和信用活动以及与之相联系的经济活动的总称，金融部门负责直接向实体经济实现这些职能。因此，研究货币总量不可避免的需要分析金融各部门的资产负债结构以及行为变化。

图 22. 货币金融及政府的引入



3. 中国实体经济指标

3.1 国内生产总值（GDP）

衡量经济总量的 GDP 是最为常用的经济指标，也是观测实体经济状况最为全面有效的指标。由于各类不同的实体经济指标都可以归结为经济总量的某个子项，所以我们从 GDP 开始逐步分类介绍各项实体经济指标。这样既能做到对经济指标成体系的认识，又能尽可能全面的各种指标。

GDP 笼统的可以认为是一定时期内一国净生产的货物和服务的总和。统计局较为严格的定义为“按市场价格计算的一个国家（或地区）所有常住单位在一定时期内生产的最终成果”。国内生产总值有三种表现形态，即价值形态、产品形态和收入形态，分别对应三种国内生产总值计算方法，即生产法、支出法和收入法，三种方法分别从不同的方面反映国内生产总值及其构成（表 1）。

三类 GDP 统计方法从不同侧面衡量经济总量，拥有各自的指标体系。从价值形态角度度量经济总量的生产法 GDP 是我国当前主要使用的 GDP 统计指标，生产法 GDP 以总产出扣除中间投入后的增加值度量经济总量，是从生产面衡量经济总量的指标。在统计过程中，生产法 GDP 以行业增加值为基础，通常在报告 GDP 总量时同时报告三大产业和更为细分行业的 GDP 数据。支出法 GDP 从产品形态角度度量经济总量，即通过货物和服务的最终使用方式，来计算经济总量，是从需求面衡量经济总量的指标。而最终用途包括消费、投资和出口三类，其中由于部分产品来自进口，在计算最终需求时需要在出口中扣除。支出法 GDP 计算方式为“最终消费+资本形成总额+出口-进口”。而所有产出应该形成收入，从收入形态度量经济总量的收入法 GDP 是所有常住单位在一定时期内创造并分配给常住单位和非常住单位的初次收入之和。依据收入形态不同，收入法 GDP 分为劳动者报酬、生产税净额、固定资产折旧和企业盈余。

生产法是我国最为常用的 GDP 统计方法，目前公布的季度 GDP 同比增速和总量数据即基于生产法而得。生产法在我国 GDP 统计中的主体地位是有历史沿革原因的，我国从建国到改革开放初期一直使用的是计划经济国家内的物质产品平衡表统计体系（MPS），该体系以社会总产值核算。自然地，在 1993 年开始从物质产品平衡表体系（MPS）向国民账户体系（SNA）转换过程中，生产法成为 GDP 主要核算方式。生产法 GDP 按季度公布当季值，但分行业 GDP 依然公布累计值，主要是由于一些基础资料目前尚不能获得，特别是难以获得分季度建筑业统计资料和部分分季度价格指数资料。

支出法 GDP 数据公布频率为年度，但统计局按季度公布各分项对 GDP 总体增速贡献率，公布时间稍晚于支出法 GDP 公布时间。支出法是国际使用最为广泛的 GDP 统计方法，我国统计局也从 2000 年开始内部实行季度支出法 GDP 核算，但由于各种原因，导致与生产法 GDP 统计结果差别较大，所以至今未向外公布。而目前支出法各分项对 GDP 同比的拉动是通过各分项对 GDP 增长贡献率乘以生产法 GDP 同比计算而得，所以也不能以此准确推算支出法 GDP 各分项增长率。

收入法 GDP 公布最为滞后，且仅有年度数据。收入法 GDP 有两个数据来源，一个是投入产出表，然而投入产出表仅在年份为 0、2、5、7 的时期编制，公布时间一般滞后两年，时效性较差；另一个是统计年鉴公

布的分地区收入法 GDP 数据³²，可以将各省收入法 GDP 加总得到全国数据。这两种方法得到的收入法 GDP 差距很大，例如投入产出表报告的 2010 年收入法 GDP 为 40.36 万亿元，而加总各省方法得到的收入法 GDP 为 43.70 万亿元，两者相差 3 万亿以上。

表 1. 中国 GDP 主要统计方法

GDP 统计方法	衡量方面	表现形态	定义	计算方法	大类子项	频率
生产法	产出	价值形态	所有常住单位在一定时期内生产的全部货物和服务价值与同期投入的全部非固定资产货物和服务价值的差额，即所有常住单位的增加值之和	总产品-中间投入	三大产业以及各细分行业	季度
支出法	需求	产品形态	所有常住单位在一定时期内创造并分配给常住单位和非常住单位的初次收入之和	最终消费+资本形成总额+出口-进口	消费、投资、净出口	对 GDP 增长拉动为季度，其余为年度
收入法	收入	收入形态	所有常住单位在一定时期内最终使用的货物和服务价值与货物和服务净出口价值之和	劳动者报酬+生产税净额+固定资产折旧+企业盈余	劳动者报酬，生产税净额，企业盈余，固定资产折旧	年度

资料来源：统计局

GDP 并非唯一衡量经济总量的完美指标，存在许多与 GDP 类似但从某些方面观察经济总量更为合理的指标。例如衡量国内总需求更为合理的国内总支出（GDE）指标，衡量国民总收入更为合理的 GNI 指标，或衡量国内总收入的 GDI 指标。对中国来说，由于实际生产法 GDP 统计中没有直接纳入进出口价格，所以贸易条件带来的福利变化并不在 GDP 实际增速中反应，例如近期大宗商品价格大跌对中国带来显著福利改善，导致 GDI 实际增速显著高于 GDP，从福利角度 GDI 指标更为真实。另外，GDP 衡量产出而不反映成本，扣除资源消耗成本和环境损失代价的绿色 GDP 一定程度上在尝试弥补这一缺陷。

3.2 生产面

生产法 GDP

生产法 GDP 从产出角度衡量经济总量。2014 年我国生产法 GDP 为 63.6 万亿元，同比增长 7.4%，其中 4 季度同比增长 7.3%。我国按季度公布生产法 GDP 数据，公布指标包括 GDP 名义总量，实际增速以及分行业累计名义总量和实际增速。季度 GDP 公布行业包括三大产业，以及工业、建筑业、批发零售、交运、住宿餐饮、金融、房地产等部分子行业的累计名义总量和实际增速数据³³。从生产角度看工业行业是我国经济主要行业，2014 年占比为 35.8%（图 23）。而房地产行业虽然在 GDP 中占比仅为 6.0%，但由于其为最终需求行业，决定上游产业链，包括建筑业以及部分工业行业的需求，所以房地产市场变化对我国经济依然至关重要。

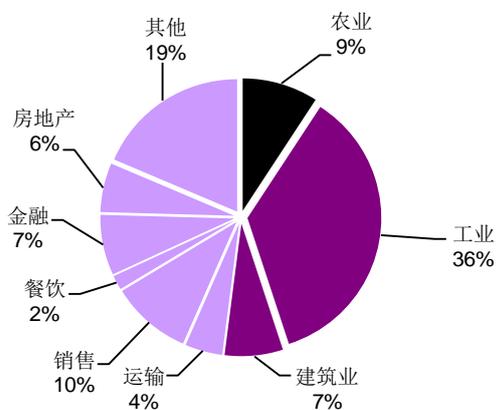
我国经济波动由第二产业主导。第二产业在经济中权重较高，在 40% 以上，同时自身增速波动较大，如 2008 年危机时第二产业下跌最为迅猛，而 2009 年强力刺激政策下第二产业反弹力度最大。所以第二产业对短期

³² 2014 年《中国统计年鉴》并未公布收入法 GDP 数据。

³³ 我国国民经济分类体系中第一产业即农林牧渔业，第二产业可以分为工业和建筑业，而工业可以分为采矿业、制造业、电力、热力和水的生产与供应业，而批发零售、交运、住宿餐饮、金融、房地产等均属于服务业。

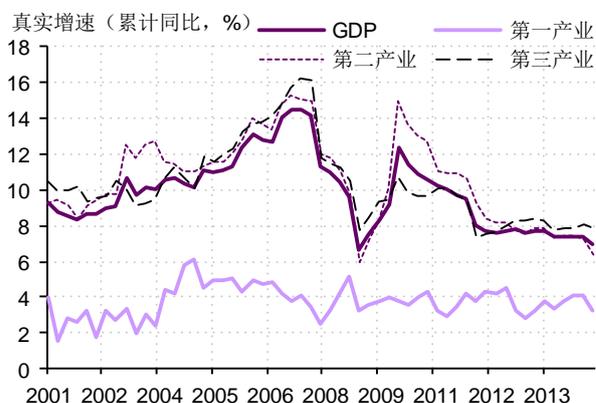
经济增速影响最为显著。第三产业增速较为平稳，而第一产业权重较小，难以对经济增速产生显著影响（图 24）。一般生产面短期指标更为关注第二产业相关指标，通过跟踪工业增加值等更为高频的月度工业数据，来判断经济走势。

图 23. 生产法 GDP 构成



资料来源：Wind

图 24. 生产法 GDP 增长率



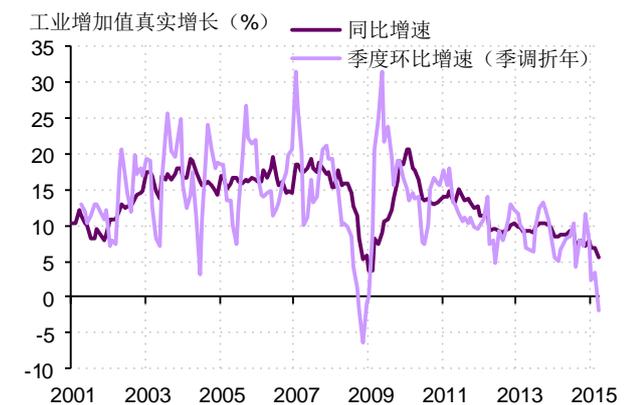
资料来源：Wind

工业增加值

工业增加值是工业企业全部生产活动总成果扣除生产过程中消耗或转移的物质产品和劳务价值后的余额，即工业行业的生产法 GDP。然而统计局公布的月度工业增加值覆盖范围为规模以上企业，并非全部企业。2007 至 2010 年，规模以上工业企业为年主营业务收入 500 万以上企业，2011 年开始，这一标准上调为 2000 万元。统计局结合经济普查数据和规模以上工业企业增加值估计全部工业行业增加值，即工业行业 GDP，一般来看，规模以上工业行业增加值同比增速高于全部工业 GDP 增速，但趋势一致。由于工业在经济中的重要地位，工业增加值对短期经济波动具有显著的先导意义，这也是长期以来通过观察月度工业增加值数据判断经济走势的主要原因。

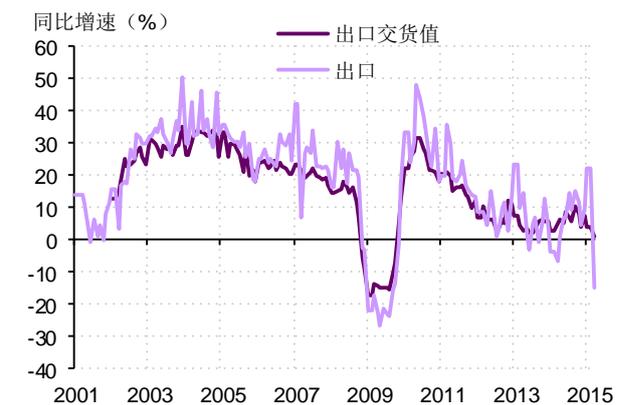
统计局公布的工业增加值数据主要为同比增长率。但同比增速反映的是过去 12 个月的信息，时效性有限，相对来说环比增速更能反映近期走势。统计局从 2011 年开始公布环比增速数据，但时序较短，可以自己利用季调方法计算较为完整的环比数据（图 25）。同时，统计局按月公布分行业工业增加值增速数据，起初公布大类行业分为轻工业和重工业，2013 年 8 月开始，统计局停止此分类方法，按采矿业、制造业、电力、燃气及水的生产和供应业公布大类数据。工业增加值数据中还包含一类按工业产品用途划分数据，即出口交货值。出口交货值是指工业企业由外贸部门收购的或交给出口代理商出口的用人民币结算的产品价值，出口交货值与实际出口有相当一致的相关关系（图 26）。

图 25. 环比 VAI 更能反映近期走势



资料来源：Wind

图 26. 出口交货值与出口同比增速



资料来源：Wind

采购经理人指数（PMI）

采购经理人指数是根据被调查者（采购经理人）对不同方面经济前景的看法，综合计算的扩散指数。采购经理人指数统计方法为通过询问样本企业采购经理人对生产、订单、库存、雇员、配送时间等看法，以上升、持平、下降分别赋予三类数值，再按各项目权重进行加总得到总体 PMI。中国物流与采购联合会与统计局从 2005 年开始共同发布中国制造业 PMI 数据（中采 PMI），每月 1 日公布上月数据。中国 PMI 的另一来源是汇丰银行（本文未经说明的 PMI 均指中采 PMI），在下月初前一周公布当月 PMI 预览值，然后在下月 1 日左右公布当月 PMI 终值。与中采 PMI 相比，汇丰 PMI 调查样本更为偏向中小企业。

反应预期的 PMI 是生产面重要的先导指标，本身是基于对未来看法综合的扩散指数，大于 50 显示经济处于扩张状态，小于 50 显示经济处于收缩状态。表现对经济前景看法的 PMI 是环比指标，在使用前应该进行季调处理。然而由于统计局初始公布 PMI 未经季调，而后开始公布季调后 PMI，但仍包含显著季节性，数据前后差异对降低了季调处理的可行性与准确性，观察 PMI 数据最好同时观察未经季调和季调后两类（图 27）。

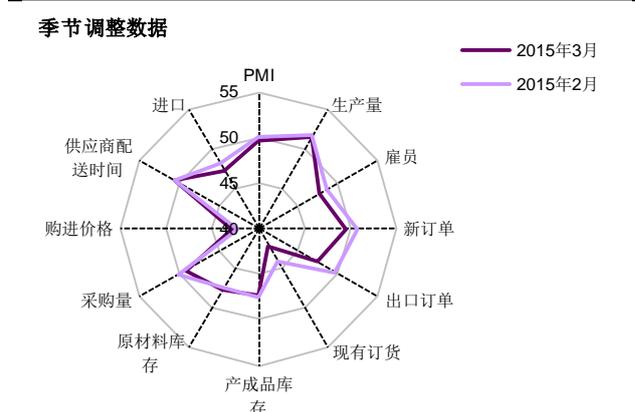
PMI 分项指数各实体经济指标具有重要的先导意义。其中新订单指数反映需求面情况，是 PMI 子项中的领先指标，新出口订单是外需的先导指标，通过新订单与新出口订单指数之差可以估算国内订单指数变化情况。在库存指数方面，原材料库存指数反应企业主动调整库存意愿，上升显示对经济看法改善，指示意义比产成品库存指数更为重要，因为产成品库存指数反应被动调整库存意愿，上升反应对需求前景预期恶化导致库存上升。使用原材料库存与产成品库存指数差是更为有效的主动补库存先导指标。此指标往往与进口呈现较高的相关关系。另外需要关注的是原材料购进价格指数，该指数对 PPI 有显著的领先关系（图 27），经济疲弱情况下购进价格指数也较低。总体来看，新订单与出口订单指数反映需求面，原材料库存与产成品库存指数反映厂商对生产的信心，而购进价格反映物价。另外，周期关系不明显的雇员指数，反映厂商用工意愿，是劳动力市场指标（图 28）。

图 27. PMI 指数需要同时观察季调与非季调两类



资料来源: Wind

图 28. PMI 指标体系中还有很多分项指标



资料来源: Wind

其它生产面指标

除上述较为重要的几项指标外，生产面还具有很多其它经济指标。月度行业指标包括发电量、钢产量、水泥产量、汽车产量等。发电量由于与工业增加值具有高度相关关系，同时具有如日度六大发电集团耗煤量，以及日度发电量等更为高频的数据，所以被用来在更高频率上观察经济运行。水泥由于保存期限短，可以剔除库存变化影响，一度用水泥产量来判断需求面发生的变化。而钢产量、汽车产量等则从不同行业观察经济运行。部分行业高频产能利用率数据也可以观察短期经济运行状况，如钢铁、平板玻璃、PTA 等。

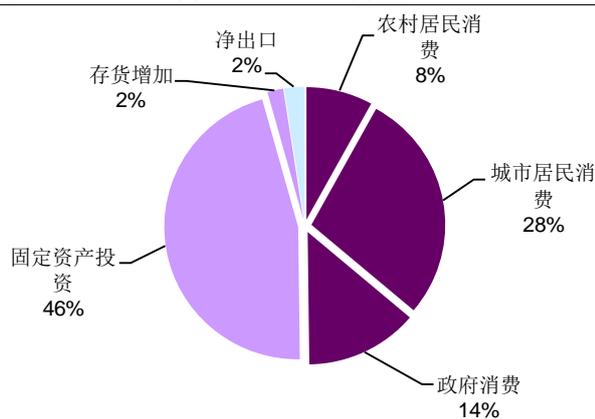
3.3 需求面

支出法 GDP

支出法 GDP 是从需求面观察经济运行的总量指标。支出法 GDP 与生产法 GDP 名义值存在微小误差，2013 年支出法 GDP 为 58.7 万亿元，而当年生产法 GDP 为 58.8 万亿元。支出法 GDP 及子项名义值数据按年公布，通过次年的《中国统计年鉴》发布，但并不公布支出法 GDP 实际同比增速数据。而支出法三大子项消费、投资和贸易顺差对 GDP 增长的贡献率按季度公布，同时公布各项贡献率乘以生产法 GDP 同比增速得到的对 GDP 增速的拉动数。

支出法 GDP 结构显示了我国经济主要需求来源。2013 年占比 46% 的投资显示了我国经济对投资的高度依赖性。居民消费共计占比 36%（图 29），经济呈现消费不足特征。政府消费在 GDP 中占比高达 14% 意味着政府对经济具有相当强的调控力。经济危机后全球再平衡进程下，净出口占 GDP 的比例持续收窄，2013 年仅为 2%，显示我国外部失衡得到显著改善。从经济增长动力看，投资是经济增长第一推动力，投资增速波动是整体经济增速变化的主要来源（图 30）。近几年随着投资低迷，消费对经济增长的贡献与投资达到旗鼓相当地位，但消费增速稳定，对经济增速波动影响有限。随着贸易顺差收窄，净出口对经济增长贡献处于持续下降趋势，危机后贡献持续为负，2014 年内需疲弱导致贸易顺差扩大，净出口对 GDP 增长转至零贡献。

图 29. 2013 年支出法 GDP 构成



资料来源：Wind

图 30. 消费、投资和净出口对 GDP 增长的拉动



资料来源：Wind

固定资产投资

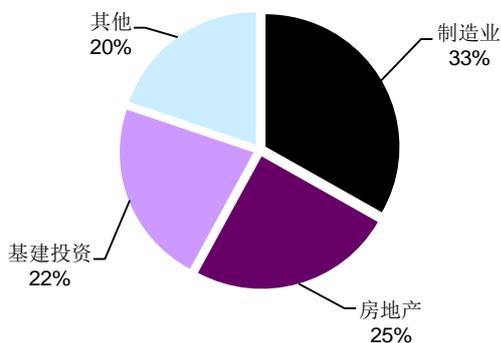
固定资产投资是统计局按月公布的投资面数据，相对按年度公布的 GDP 中投资更为高频，其中 1 月和 2 月合并公布。固定资产投资内容包括城镇建设项目投资、农村非农户建设项目投资和国防、人防建设项目投资。覆盖范围包括计划总投资某一限额以上的建设项目投资和房地产开发投资，该限额 2011 年之前为 50 万元，2011 年之后提高至 500 万元。受统计资料与统计能力限制，统计局公布固定资产投资月度累计名义值和月度累计同比数据，并未公布当月同比增速数据³⁴。统计局同时公布固定资产投资资金来源数据，这是分析固定资产投资获得资金情况的依据，对判断未来投资走势非常重要。

从行业分布看，固定资产投资主要包括制造业、基础设施建设³⁵和房地产三大行业（图 31），三类行业各具特性。其中制造业投资属于生产性投资，投资需求取决于下游行业需求变化。制造业投资波动相对较小，出口对制造业投资具有较为明显的拉动作用，然而近年受制于产能过剩和通缩压力，制造业投资持续下行。基础设施和房地产投资属于消费性投资，是最终需求行业，投资需求由自身需求决定。基础设施投资多由政府主导，投资增速也呈现出明显的逆周期性，政府对基建投资拥有很强的控制力，基础设施投资经常作为政府稳增长的工具。房地产的资本属性使得以往货币扩张形成房地产市场泡沫，导致政府不断对房地产行业进行调控，包括对房地产投资的管控，房地产投资除受自身需求周期变动影响之外，很大程度上还受制于政策调控节奏（图 32）。需要说明的是，虽然月度公布的固定资产投资数据与 GDP 中的资本形成具有很高一致性，但两者依然存在很大不同，这些区别可能导致两者增长趋势出现短暂差异。首先，GDP 中资本形成包括存货和固定资本形成，而固定资产投资仅包括固定资本形成对应部分；其次，固定资产投资中包括土地购置费以及旧设备和旧建筑物购置费，而由于这些不是当年增加值，所以不包含在 GDP 的资本形成中；再次，固定资产投资不包括房地产商的房屋销售收入和房屋建造投资成本之间的差额，而资本形成中包括；最后，固定资产投资不包括 500 万以下的项目投资，而资本形成中包括。

³⁴ 可以通过累计值计算出当月值，进而利用当月值计算当月同比。这儿要注意的问题是，早年 12 月份数据占全年投资比例均很高，特别是 2008 年之前，占比在一半以上，这与实际情况很不相符，怀疑与统计局统计误差累计在年末 12 月相关。而后随着统计技术的改进，12 月投资在全年投资中占比明显下降，近年已趋于正常。这种变化可能会影响利用当月固定资产投资计算同比所得数据的准确性。

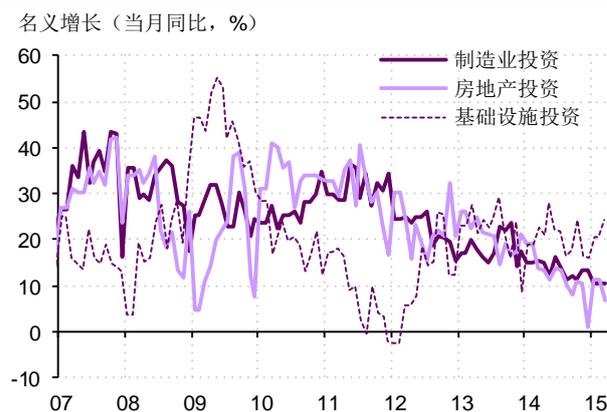
³⁵ 基础设施投资包括交通运输、仓储和邮政，电力、燃气及水的生产和供应业，水利、环境和公共设施管理业。

图 31. 2014 年固定资产投资构成



资料来源：Wind

图 32. 分行业固定资产投资增速



资料来源：Wind

货物进出口

净出口是投资外经济增速波动另一大来源，海关发布的月度货物贸易系列数据是判断外贸走势的主要指标。其中出口增速主要体现外需的走势，进口则主要由国内需求决定（图 33. 进出口增速）。而由于汇率是国内产品相对价格的总体表现，汇率变动同时影响进口与出口。我国对不同贸易伙伴出口呈现不同特性，对发达国家出口以最终消费品为主，而对新兴市场国家出口以中间加工品为主，新兴市场国家产生的最终需求有限。发达国家需求变化通过直接和间接两类渠道影响我国外需。从贸易方式看，一般贸易主要由我国内需决定，而加工贸易由于需求在外，所以贸易量主要由外需决定。而我国汇率体制和货币体制下，出口收入向银行结汇形成外汇占款，导致新增货币供应主要来自贸易顺差形成的新增外汇占款（图 34. 贸易顺差）。但近年随着人民币贸易结算规模扩大、资本账户逐渐开放以及央行购汇意愿下降，贸易顺差与新增外汇占款以及货币供应之间关系有所减弱。

图 33. 进出口增速



资料来源：Wind

图 34. 贸易顺差



资料来源：Wind

海关统计的月度货物净出口与 GDP 中净出口同样存在一些差异。首先，海关统计仅包含了货物贸易，而 GDP 中包含了服务与货物两类贸易，2014 年服务贸易逆差 1971 亿美元，占货物贸易顺差 3825 亿美元的一半左右，影响已不宜忽略。其次，一般使用的海关货物贸易顺差以美元计价，而 GDP 中净出口以人民币计

价。再次，海关货物贸易以到岸价计算，而 GDP 中贸易以离岸价计算。虽然海关统计与 GDP 中贸易数据存在口径差别，但由于两者具有较高的一致性，月度货物贸易数据依然是观察外贸形势的最重要数据。

社会零售总额

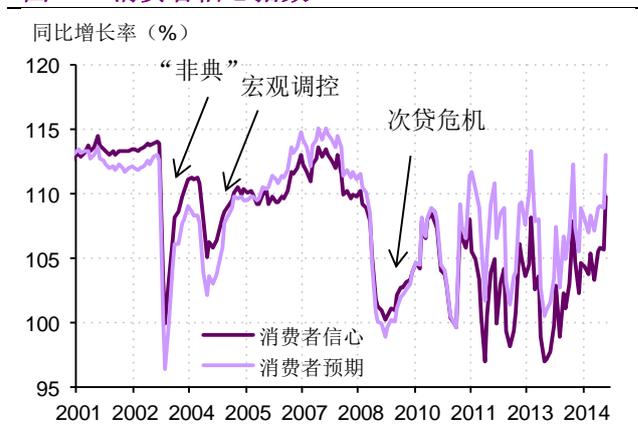
消费是 GDP 中最为平稳的，月度观察消费变化指标包括社会零售总额和消费者信心指数等。社会零售总额是最主要的月度消费指标，统计范围为企业（单位）通过交易售给个人、社会集团非生产、非经营用的食物商品金额，以及提供餐饮服务所取得的收入金额（图 35）。社会零售总额与 GDP 中居民消费并不相同，是居民消费的相近指标。社会消费品零售总额不包括服务消费，而居民消费统计则包括服务消费；其次社会消费品零售总额包括像对企业、事业单位等的销售额，而居民消费中不包括；再次，社会消费品零售额包括向居民销售的建材部分，而居民消费中不包括；居民消费包括农民自产自用品，社会零售额则不包括（表 2）。2010 年以来，社会零售额同比增速从上年末到下一年初屡次出现较大的跌落，怀疑可能与统计误差调整有关。社会零售总额仅可以作为判断消费走势的参考。消费者信心指数是消费的先导指标，在 2011 年之前与消费有较为一致的相关关系，但 2011 年之后波动大幅加剧，已不再具有先导意义（图 36）。

图 35. 社会零售总额



资料来源：Wind

图 36. 消费者信心指数



资料来源：Wind

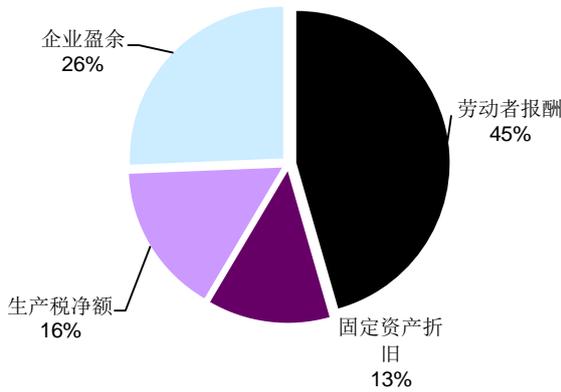
3.4 收入面

收入法 GDP

收入法 GDP 是从收入面观察经济的总量指标。然而我国收入法 GDP 统计是各类 GDP 指标中公布时间最为滞后，质量最差的。收入法 GDP 有两个来源，一个是次年统计年鉴公布的分省收入法 GDP，将各省加总可以得到全国收入法 GDP，而 2014 年《中国统计年鉴》并未公布 2012 年分省收入法 GDP，未来是否继续公布亦不可知。另一个来源是投入产出表，逢年末数字为 0、2、5、7 年份编制的投入产出表提供全国收入法 GDP 数据，但公布时间较为滞后，一般在两年以上。两个来源得到的全国收入法 GDP 相差很大，如 2010 年差距高达 8.3%。考虑到分省数据序列较为完整，所以本文在进行数据分析时均使用分省数据加总得到的收入法 GDP。

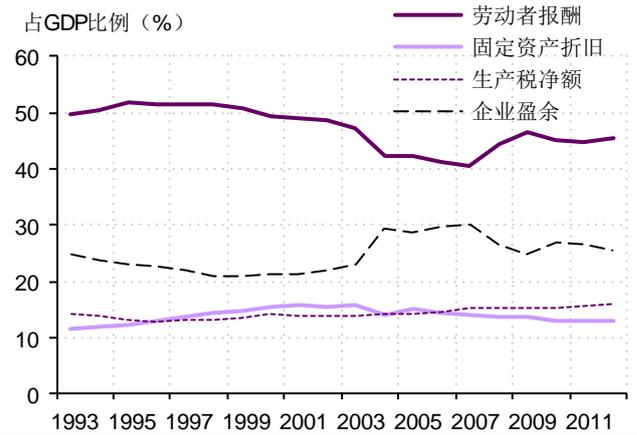
劳动者报酬和企业盈余是收入法 GDP 的主要部分。2012 年收入法 GDP 为 57.7 万亿元，四类分项中劳动者报酬占比 45%，企业盈余占比 26%，而生产税净额与固定资产折旧占比分别为 16% 与 13%（图 37）。从各分项占比变动看，劳动者报酬占比持续处于下降趋势，而企业盈余处于上升趋势，2004 年与 2008 年占比的较大变化是因为统计口径调整。劳动者报酬与企业盈余变化趋势反映过去十多年我国收入分配变化总体格局。固定资产折旧与生产税净额在 GDP 中占比较为稳定（图 38）。

图 37. 收入法 GDP 构成



资料来源: Wind

图 38. 收入法 GDP 构成变化



资料来源: Wind

表 2. 月度需求面指标与 GDP 中分项需求指标差异

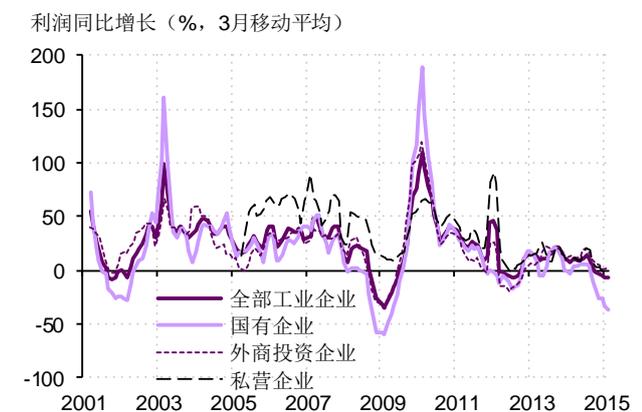
GDP 分项	月度统计指标	两者差异
资本形成	固定资产投资	<ul style="list-style-type: none"> ● GDP 中资本形成包括存货和固定资本形成, 而固定资产投资仅包括固定资本形成对应部分。 ● 固定资产投资中包括土地购置费以及旧设备和旧建筑物购置费, 而由于这些不是当年增加值, 所以不包含在 GDP 的资本形成中。 ● 固定资产投资不包括房地产商的房屋销售收入和房屋建造投资成本之间的差额, 而资本形成中包括。 ● 固定资产投资不包括 500 万以下的项目投资, 而资本形成中包括。
净出口	货物净出口	<ul style="list-style-type: none"> ● 海关统计仅包含了货物贸易, 而 GDP 中包含了服务与货物两类贸易。 ● 一般使用的海关货物贸易顺差以美元计价, 而 GDP 中净出口以人民币计价 ● 海关货物贸易以到岸价计算, 而 GDP 中贸易以离岸价计算。
居民消费	社会零售总额	<ul style="list-style-type: none"> ● 社会消费品零售总额不包括服务消费, 而居民消费统计则包括服务消费。 ● 社会品零售总额包括对企业、事业单位等的销售额, 而居民消费中不包括。 ● 社会消费品零售总额包括向居民销售的建材部分, 而居民消费中不包括; 居民消费包括农民自产自用品, 社会零售额则不包括。

资料来源: 统计局

工业企业利润

规模以上工业企业是我国比较成熟的统计样本, 同样, 在企业盈余层面工业企业利润数据提供了月度的跟踪指标 (图 39)。工业企业利润数据由统计局通过工业企业统计报表制度搜集, 涵盖主营业务 2000 万以上的工业企业, 按月公布国民经济分类两位数行业的经济效益指标, 具体包括主营业务收入、利润总额、资产总额、负债总额、利润率等 (图 40)。由于工业企业利润数据对上市工业企业利润具有先导作用, 所以工业企业利润与证券投资关系密切, 需要仔细关注。

图 39. 工业企业利润增长



资料来源：Wind

图 40. 工业企业利润率

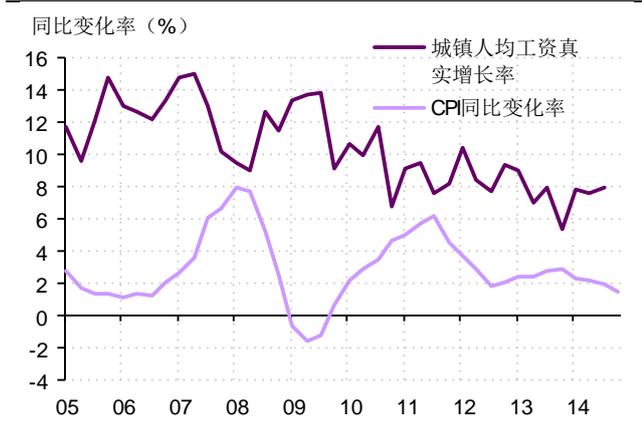


资料来源：Wind

劳动力市场指标

我国劳动市场数据质量较差，现有数据包括统计局按季发布的城镇单位就业人员数量及工资数据（图 41），以及人社部按季发布的城市劳动力市场供求比例数据。城镇单位就业人员工资与就业数据较为滞后，一般在当季后三个月左右公布。人社部发布的求人倍率数据是指职位空缺数与求职人数之比，反映劳动力市场整体供需状况，公布时间同样滞后一个季度左右。近年来该指标持续攀升，显示劳动力城镇劳动力市场供求关系持续趋紧（图 42）。求人倍率指标并不全面，判断整体劳动力市场状况需要综合其他指标情况。我国的二元经济结构下，失业问题在我国并不表现为失业率的上升（图 44），而表现为农村劳动力转移的放缓。2012 年开始统计局公布的季度农民工外出务工数以及平均收入数，是重要的劳动力市场监测指标。政府关心增长背后其实是关心就业，因此就业市场数据分析对分析政策走向有很大意义。近期随着经济增速放缓，外出农民工数同比增速放缓至 1% 附近，而平均收入增速放缓至 10% 以下，经济下行已经对劳动力市场带来较大压力（图 43）。

图 41. 城镇平均工资增长率与通胀



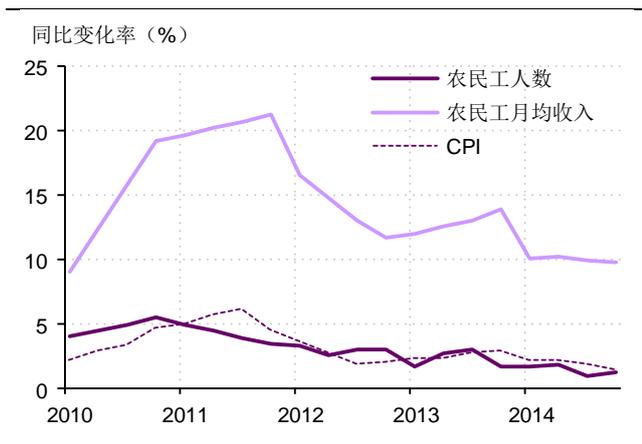
资料来源：Wind

图 42. 城市劳动力市场调查数据



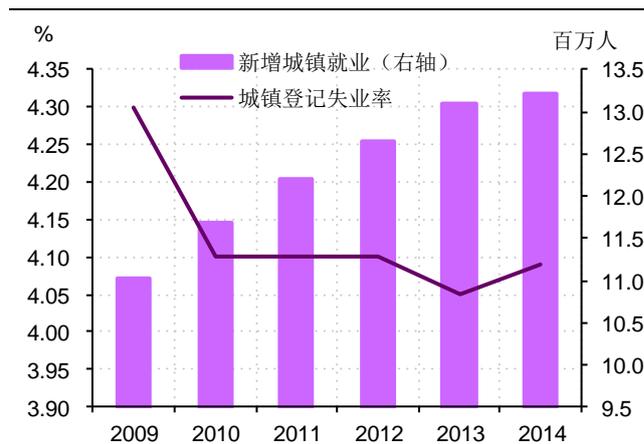
资料来源：Wind

图 43. 农民工人数及月均收入



资料来源: Wind

图 44. 城镇新增就业与登记失业率



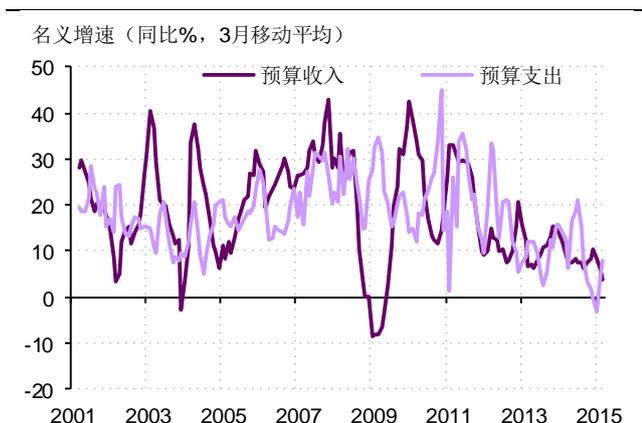
资料来源: Wind

财政指标

除劳动与资本之外, 另一大收入获得方为政府, 而财政收支数据是观测政府收支的主要依据。财政收支数据由财政部按月发布 (图 45), 数据质量好, 其中财政盈余 (赤字) 的变化表现出财政政策立场, 如果赤字扩大, 则反映政府采取积极的财政政策, 反之则是紧缩的政策 (图 46)。广义的财政应该包括政府基金收支, 主要为土地出让金收支。土地出让收入对地方政府财力具有至关重要作用。2014 年地方本级财政收入为 7.6 万亿元, 而当年土地出让收入为 4.3 万亿元 (图 47)。

财政存款数据相比财政收支数据更精确的反映了财政状况。《财政总预算会计制度》规定“总预算会计核算以收付实现制为基础”, 也就是说, 财政部每月公布的收支数据即当期实际发生的财政收入和支出现金数额, 这与“权责发生制”有所不同。而预算内财政收入以及政府基金收入等需要上交国库, 形成财政存款, 并采取收支两条线制度, 所以财政盈余的变化应该与财政存款变动一致 (图 48)。然而由于个别事项可以按照权责发生制计入财政收支项目, 包括中央向预算稳定调节基金调入资金, 以及地方政府年终结转资金等。这些项目并未产生实际支出, 但却以权责发生制计入当期财政支出, 导致财政赤字和财政存款出现差异。因此, 财政存款数据比财政收支数据更精确的反映了财政状况 (图 46)。另外, 国债与地方债发行收入计入财政存款, 但不影响当期财政赤字, 这也会导致财政存款与财政赤字出现差异。

图 45. 财政收入与支出增长



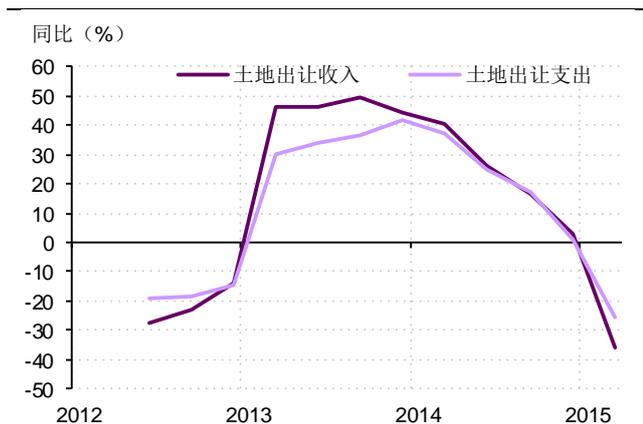
资料来源: Wind

图 46. 财政盈余与财政存款变化



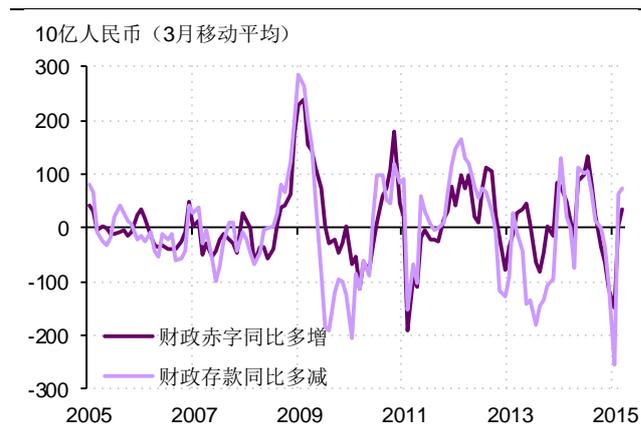
资料来源: Wind

图 47. 土地出让收入与支出



资料来源: Wind

图 48. 财政盈余与财政存款变化



资料来源: Wind

通过以上总结分析,我们从生产面、需求面和收入面构建了跟踪中国实体经济变化的指标体系。在生产面,最为重要的指标是工业增加值和采购经理人指数 (PMI),工业增加值反映工业部门产出变动,因而对经济波动产生最主要影响,而 PMI 是重要的经济先导指标。除此之外,发电量、粗钢产量、水泥产量、货运量等均是需观测的生产面指标。需求分为投资、消费和净出口三类,对应的固定资产投资、对外贸易以及社会零售是最为主要的观测指标,其他城乡居民支出、消费者信心指数等也是判断需求走势的重要指标。而企业利润、工资、财政收入则是从收入面的企业盈余、劳动者报酬以及税收收入等分项判断经济形势的重要指标。

4. 物价指标

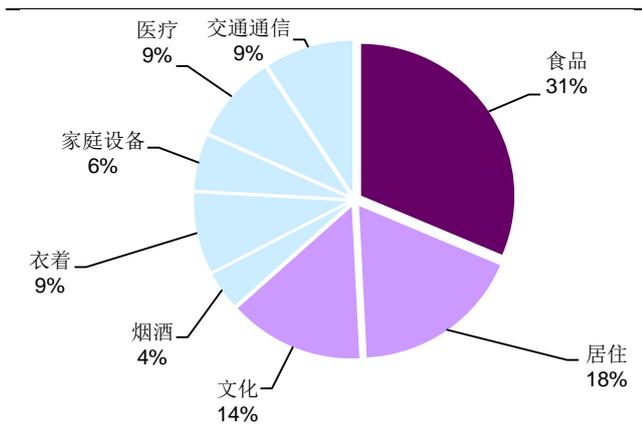
市场在资源配置中发挥决定性作用,意味着价格是决定资源配置的主要变量。价格变动一方面反映供求相对情况,另一方面,价格变动对供需形成调节而达到均衡。不同商品之间的相对价格调节相应行业之间供需与资源配置。而宏观经济关注总量指标,在价格方面体现为一般物价。这种物价反映的是总供给与总需求之间的相对变化,在现代信用货币环境下,与货币总量具有极为密切的关系。

居民消费价格指数 (CPI)

居民消费价格指数 (CPI) 反映一定时期内城乡居民所购买的生活消费品价格和服务项目价格变动趋势和程度,是衡量一般物价最为重要的指标。CPI 是全面覆盖当期最终消费品的价格指数,不同于受未来需求影响的资产价格。由于 CPI 是最为全面反映当期最终需求的价格指数,所以在各类物价指数中,CPI 最受市场与决策者关注。

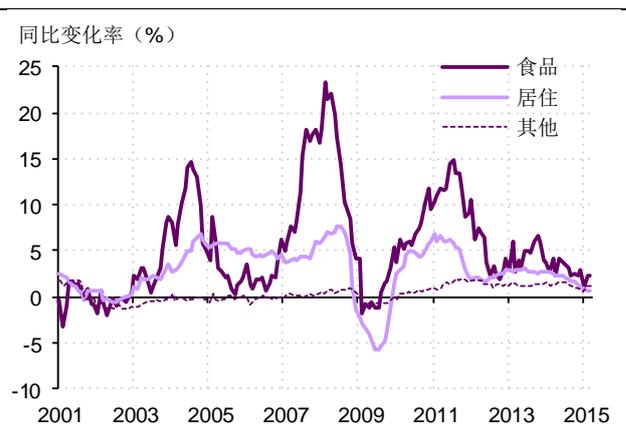
CPI 由统计局按月公布,同时公布一系列分项数据。我国 CPI 篮子中食品类占有相当高的权重,虽然统计局根据居民消费结构变化,对 CPI 分项权重进行过调整,但目前 CPI 中食品权重依然高达 31%,显示我国居民消费结构中食品依然占有相当高的比例。居住在 CPI 中权重仅次于食品,为 17%。其余文教娱乐、交通通信、医疗、家庭设备、衣着、烟酒分别占 14%、10%、10%、6%、9%和 3% (图 49)。由于食品与居住在 CPI 中占有相当高的权重,而这两类商品供给弹性有限,而其它制造业产品生产率快速提高导致价格难以显著上升。形成过去十多年我国的 CPI 通胀的结构性特征,即除食品与居住快速增长以外,其它分类的涨幅均很小 (图 50)。

图 49. CPI 篮子构成



资料来源：Wind

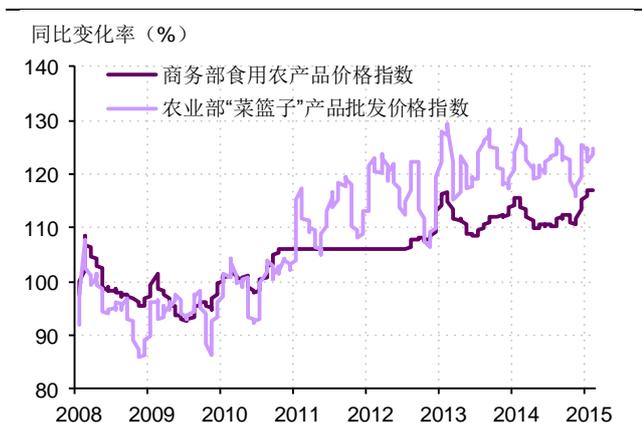
图 50. 过去十多年的 CPI 通胀都是结构性的



资料来源：Wind

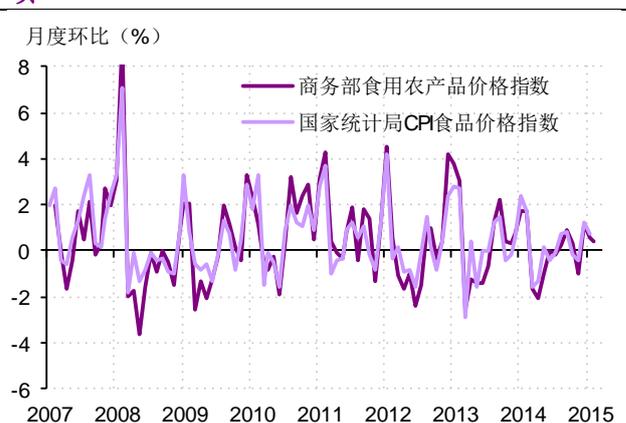
根据过去十多年的历史经验，我国 CPI 通胀主要是由食品价格所推升的结构性通胀，所以，看清食品价格走势即可对通胀前景有大致把握。关于食品价格，目前有诸多高频数据，其中较为重要的包括统计局按旬度频率公布的 50 个城市主要食品平均价格，商务部按周度频率公布的食用农产品价格指数，以及农业部按日度频率公布的“菜篮子”产品批发价格指数（图 51）。统计局旬度食品价格数据本来就是月度 CPI 的一类重要数据来源，利用旬度数据在本月三次抽样平均价格与上月三次抽样平均价格之比计算的食品价格环比增速与 CPI 中食品价格环比增速相当一致，可用来预测 CPI 增速。同时，周度频率的商务部食品价格指数同样可以用来预测 CPI，利用当月四次抽样平均值与上月 4 次抽样平均值之比估算 CPI 环比。结果显示，商务部公布的食品价格指数月度环比与 CPI 中食品分项月度环比具有高度一致关系，显示使用商务部食品数据可以得到较为精确的短期 CPI 预测（图 52）。

图 51. 商务部与农业部食品价格指数



资料来源：Wind

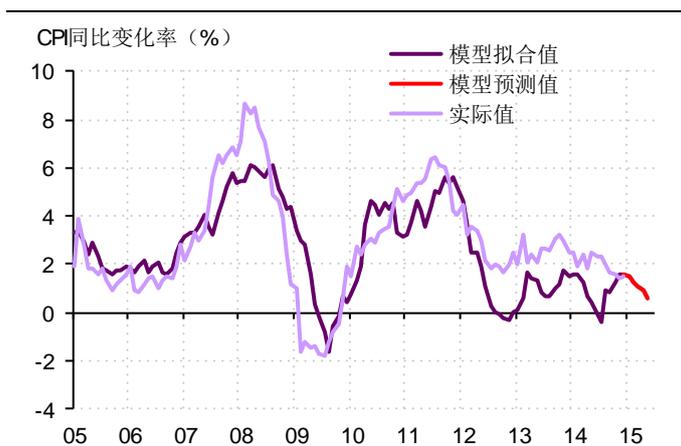
图 52. 用高频食品价格数据估计低频 CPI 食品分项



资料来源：Wind

中长期 CPI 走势判断需要依据宏观层面的通胀决定因素。经济学理论中菲利普斯曲线论述了通胀与经济增长之间的关系。一般认为，经济增长越快，货币增速越高、国际大宗商品价格上涨越迅猛，通货膨胀压力越大。其中经济增速加快和货币增速提高带来的通胀由国内宏观调控解决，而国际大宗商品价格上涨属于输入性通胀范畴。我们用带一定滞后期的货币供应量、工业增加值以及大宗商品价格等作为解释变量，构建 CPI 预测模型，预测结果显示与实际 CPI 具有较高的一致性（图 53）。

图 53. 短期通胀预测



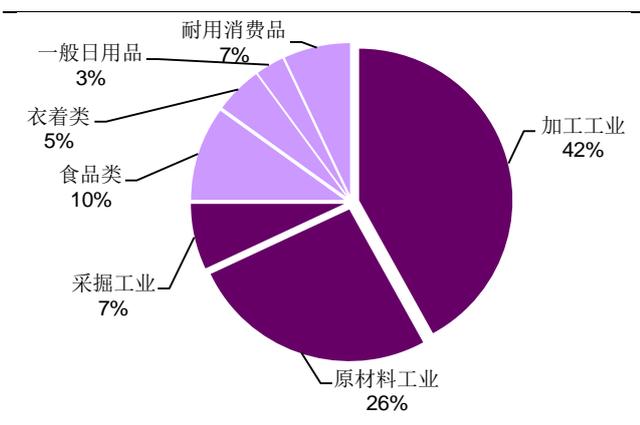
资料来源：Wind

工业品出厂价格指数（PPI）

从工业产品角度衡量物价的工业品出厂价格指数（PPI）是另一重要的物价指标。PPI 是反映一定时期内全部工业产品出厂价格总水平的变动趋势和程度的相对数，包括工业企业出售给本企业以外所有单位的各种产品和直接售给居民用于生活消费的产品。与出厂价格相对应的是工业生产者购进价格指数，是反映工业企业作为生产投入，而从物资交易市场和能源、原材料企业购买原材料、燃料和动力产品时，所进行支付的价格水平变动趋势和程度指标。

PPI 根据行业、部门等可以分为不同子项，按生产资料和生活资料大类划类，生产资料项下可以分为采掘、原材料和加工三类，而生活资料项下可以分为食品、衣着、一般日用品和耐用消费品四类。由于我国工业以制造业为主，加工工业和原材料工业成为 PPI 中权重最大的两个子项，占比分别达到 42% 和 26%，所属的生产资料大类占比达 75%（图 54），生产资料价格波动主导总体 PPI 波动。同时，由于工业在我国经济中的主导地位，PPI 与宏观经济、原材料价格等呈现更高的相关关系（图 55）。

图 54. PPI 篮子构成



资料来源：Wind

图 55. PPI 受原材料价格影响明显



资料来源：Wind

5. 货币金融

货币流通机制

市场经济以交易为基础，而货币又是交易的媒介，货币在市场经济中发挥着不可替代的融通作用。由于货币的存在，宏观指标具有名义量与实际量的区别。在价格粘性条件下，货币量变化可以对经济增长等实际变量产生影响。货币成为现代经济学中至关重要的宏观变量。而作为货币产生和融通的金融体系，资产负债以及业务方式变化直接影响货币供应规模以及结构。

货币供应可以简单的划分为三个部门两个层次(图 56)。三个部门分别是人民银行、商业银行以及实体经济。人民银行是货币的最终发行者和调控者，而发放和调控对象为商业银行，人民银行与商业银行之间构成货币供应的第一层次。过去十多年由于经常项目持续大额顺差，人民银行通过外汇占款向商业银行提供货币。近年随着外部顺差收窄，人民银行更多的借助公开市场操作以及 SLF、SLO、PSL 等货币工具投放流动性，未来降准也可能成为流动性投放方式之一。

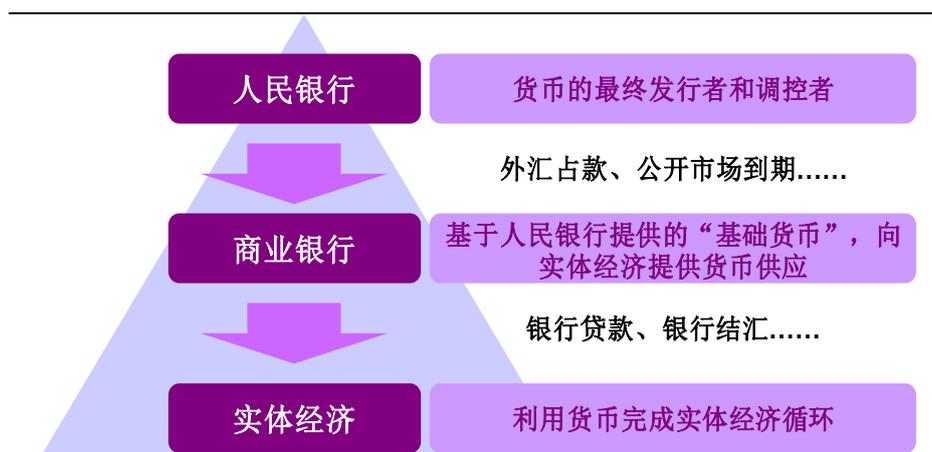
商业银行基于人民银行提供的基础货币，向实体经济供应货币，而实体经济利用货币进行交易，将结余回流金融体系，完成货币循环。商业银行通过银行贷款、结汇、购买债券等方式向实体经济提供流动性，实体经济再以存款的形势将货币回流金融体系，通过不断的循环形成货币创造，实现货币乘数扩张，这是货币供应的第二层次。

由于货币创造的多层次性，对货币总量的度量也存在多个层面。在央行与商业银行层面，货币总量的度量主要通过超额准备金和储备货币。如果超额准备金下降，则意味着银行间市场资金面可能趋紧，反之，则银行间市场资金面宽裕。这个层面的流动性主要来自央行的外汇占款发放、公开市场货币投放以及存款准备金率调整等。银行间市场利率状况反映央行与商业银行层面的资金价格状况，其中以回购利率最为重要，此外商业银行超储率等也具有参考作用。商业银行层面的货币量反映商业银行可以运用的资金总量。

而在商业银行与实体经济层面，货币总量的度量从实体部门资产和金融机构负债层面进行。其中常用指标包括 M0、M1 以及 M2。实体经济层面的流动性主要来自商业银行贷款、商业银行结汇以及购买非商业银行发行债券等。在实体经济层面，资金价格较难观测。一方面，实体经济利率依据不同期限、不同风险主体形成利率光谱，难以用单一利率衡量，另一方面，资源配置有所扭曲，国有企业以及地方融资平台等利率不敏感部门过度占有资源，推高资金价格。即便如此，我们依然可以通过央行按季度公布的贷款平均利率、以及其他来源的票据利率、民间融资利率、信托收益率等不准确的间接观测实体经济层面资金价格状况。

理想的 market 环境下，商业银行层面流动性与实体经济层面流动性具有通畅的传导作用。这也是危机前发达国家通过调节银行间市场利率影响实体经济融资成本的依据。然而危机后普遍出现金融系统传导不畅问题，即金融系统信贷创造能力受阻。在这种情况下，宽松的银行间流动性未必能传导至实体经济，降低实体经济融资利率。基于调节银行间市场资金供求的价格型工具往往成效不足，直接调节对实体经济的信贷供给成为更为有效的办法。

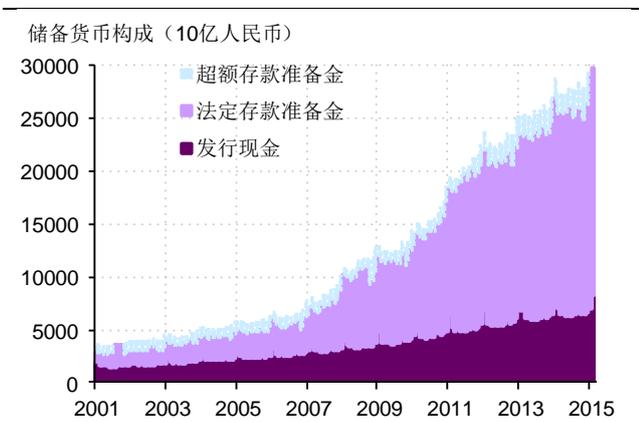
图 56. 货币供应示意图



储备货币（基础货币）

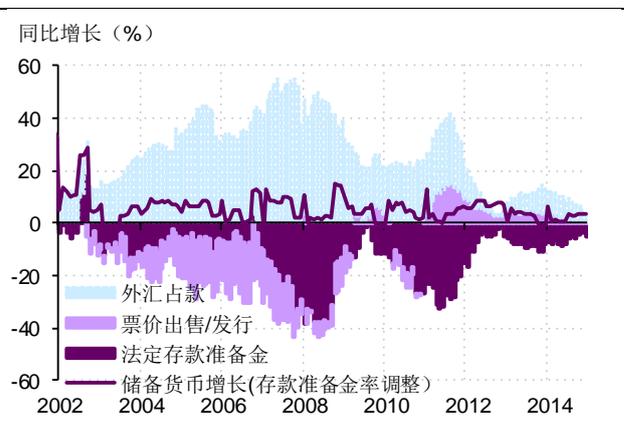
银行间市场流动性总量由“储备货币”衡量，又称基础货币。“储备货币=现金+法定存款准备金+超额存款准备金”。但其中可供商业银行自由动用的流动性仅为超额存款准备金。新世纪初至 2012 年，储备货币供应主要由外汇占款推动（图 57），在贸易顺差与新增外汇占款较高时期，央行需要通过发行央票与提高存款准备金进行对冲。而对央行来说，存款准备金成本远低于央票，逐渐的存款准备金成为了央行负债端储备货币主体。2012 年以后，随着外部失衡收窄和外汇占款下降，储备货币增速显著放缓（图 58）。而之前为了回收流动性而提高的存款准备金率将来需要逐步调降，以实现基础货币投放。

图 57. 储备货币构成



资料来源：Wind

图 58. 储备货币增长分解

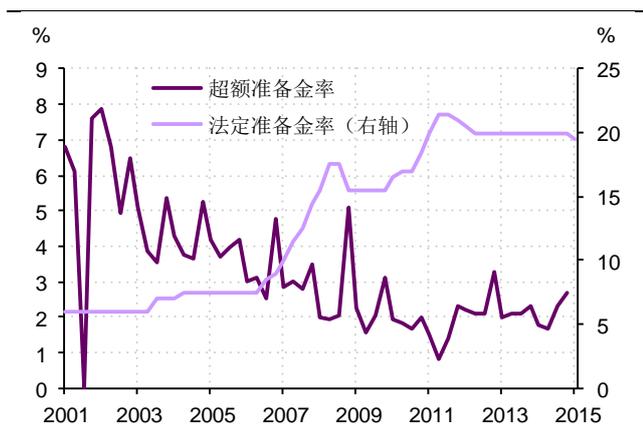


资料来源：Wind

银行间流动性判断指标

银行间资金供求状况主要通过银行间市场利率和超额准备金率判断。超额准备金率越低，显示银行可动用的资金越有限，即流动性越紧（图 59）。而银行间市场（货币市场）利率为完全放开的市场利率，能够自由反映资金供求状况。其中 7 天回购利率是监测短期资金面状况最重要指标（图 60），而 3 个月 SHIBOR 对中期利率最具有代表意义。存款准备金上交、财政存款变化、重大节日前后资金需求变化、季末年末理财产品到期、资本流动以及其他短期冲击均可能影响银行间资金短期价格，而通胀、经济走势决定银行间利率中长期趋势。

图 59. 超额准备金率



资料来源：Wind

图 60. 货币市场利率

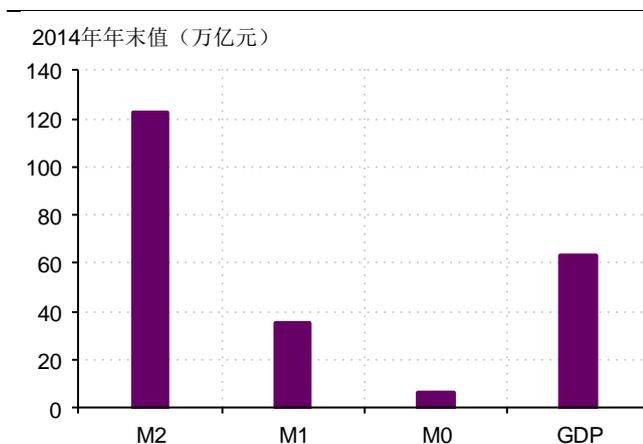


资料来源：Wind

货币总量

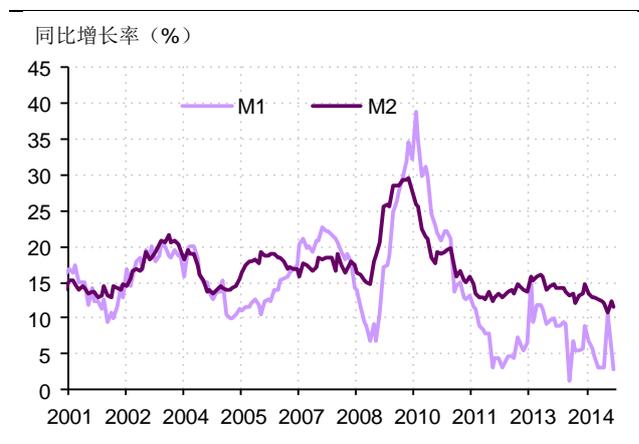
实体经济层面货币总量度量主要通过对实体经济部门不同层次资产和商业银行不同层次负债进行。目前我国主要使用的货币量指标包括 M0、M1 月 M2（图 61），其中 M0 为流动中现金，狭义货币 M1 为 M0 和企业活期存款之和，其中未包含居民活期，这与国外普遍情况不同，而广义货币 M2 为 M1 加企业定期存款和居民储蓄存款。M1 与 M2 的增速差曾被用来判断实体经济强弱，依据是如果实体经济活动变强，企业活期存款上升会推动 M1 增速超出 M2 增速（图 62）。然而近年 M1 增速与 M2 增速差与实体经济指标相关性显著下降。

图 61. 货币存量



资料来源：Wind

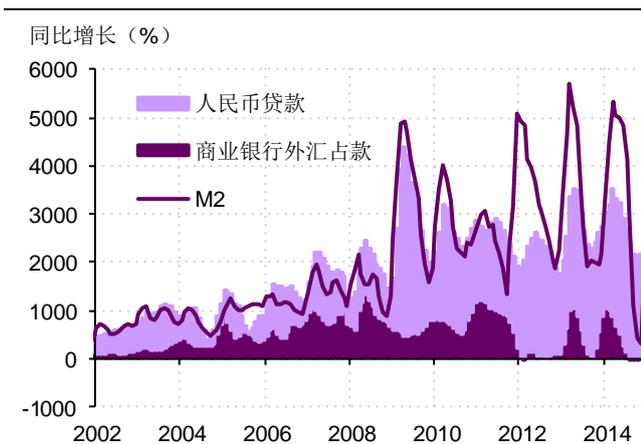
图 62. 货币增长



资料来源：Wind

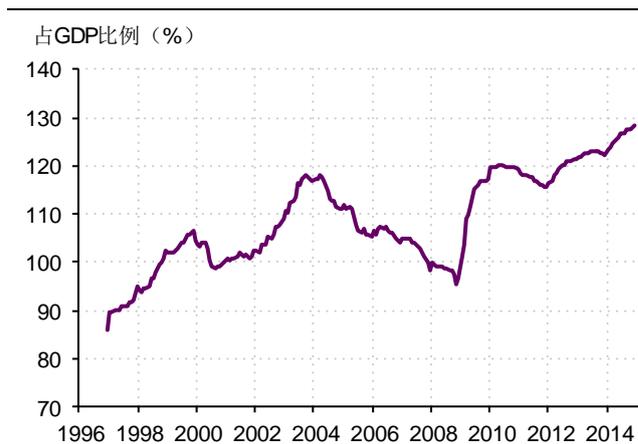
广义货币 M2 是使用最为广泛的货币供应指标。M2 作为商业银行的负债端指标，在资产端主要来对应人民币贷款和银行结汇。近年随着同业存款的快速发展，M2 新增量持续高于新增贷款与外汇占款，主要体现在其他存款性金融机构中计入广义货币的对非银行金融企业负债项。同时由于近年影子银行的发展，M2 对实体流动性衡量的准确性有所下降，与实体经济指标相关性减弱（图 63）。从 M2 存量看，我国货币总量已经处于相当高的水平，M2/GDP 已经接近 200%。其中次贷危机后的天量信贷是货币存量大幅走高的主要因素（图 64）。因此，未来的货币政策应更多的转向盘活存量，而非依靠增量。

图 63. 人民币贷款是 M2 的主要来源



资料来源：Wind

图 64. 次贷危机后中国加杠杆

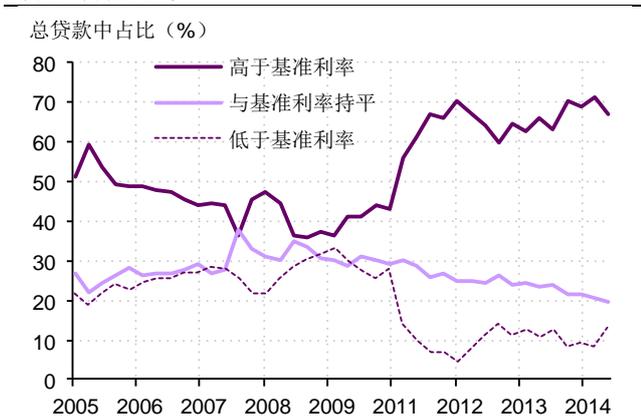


资料来源：Wind

实体经济利率

基准利率依然对实体经济利率有显著影响。虽然央行放开了贷款利率上下限，存款利率上限也放开至基准利率 1.3 倍，但央行对存贷款利率依然具有较大影响甚至管控能力。贷款平均利率变化有限，难以反映资金的供求状况。特别是在通胀大幅变化带来真实利率明显波动的情况下，名义利率反映显著滞后。实体经济利率观察需要通过多种利率进行，其中管制少，市场化程度高的票据贴现利率是间接反映实体经济资金面状况的重要指标（图 66）。此外，平均贷款利率、贷款利率上浮比（图 65）以及民间借贷利率、信托收益率等也能从侧面反映实体经济资金供求状况。

图 65. 利率上浮贷款比例增加一般意味着实体经济流动性趋紧



资料来源：Wind

图 66. 票据贴现利率间接反映实体经济流动性状况



资料来源：Wind

社会融资总量

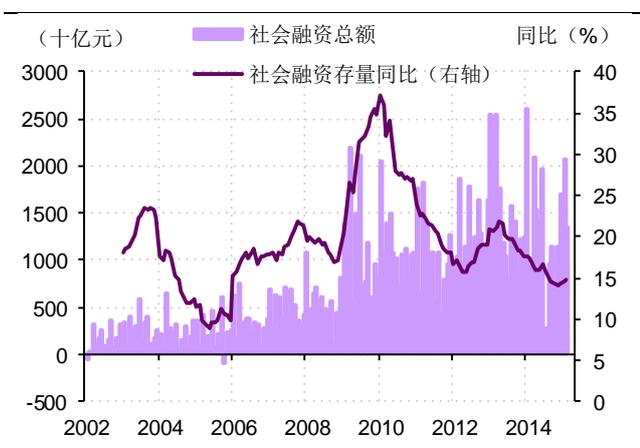
随着表外业务的发展，传统的货币度量指标已经越来越难以衡量实体经济流动性状况。理财产品、信托、债券等的金融产品规模的迅速扩大提出拓展货币度量范围的要求。央行在 2011 年编制并公布了 2002 年以来的月度社会融资总量指标。社会融资总量主要度量非金融企业获得的信用总额，包括新增人民币贷款、外币贷款、委托贷款、信托贷款、未承兑汇票、企业债券、股票发行以及其他项。央行月度公布的社会融

资总量为流量指标，在 2015 年 2 月央行公布了社会融资总量存量。结合月度净增量指标，可以计算得到 2002 年以来社会融资存量指标（图 67）。

2002 年以来随着影子银行的发展，贷款在社会融资中占比持续下降，2013 年最低时降至 51.3%。委托贷款、信托贷款等表外业务融资对象主要是信贷受限的房地产、基础设施建设以及部分产能过剩制造业。2014 年随着对表外业务监管的加强，贷款在社会融资总量中的占比有所回升，达到 59.6%（图 68）。从预测角度看，社会融资总额对短期经济指标的先导关系显著优于信贷以及货币供应量。

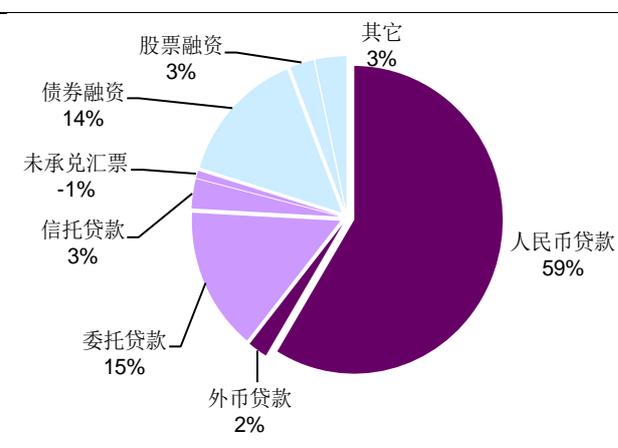
传统表内信贷在衡量经济融资总量方面的不足日益显著。以委托贷款、信托贷款和未承兑汇票之和作为表外流动性度量，和人民币贷款和外币贷款组成的表内信贷相比，两者走势并不相同，在部分时期差异显著。特别是在 2012 年下半年至 2013 年上半年，表外流动性大幅扩张，显示的信用大幅扩张状态难以通过信贷投放监测（图 69）。而表外融资的扩张也通过同业等渠道影响货币总量，推动货币供应上升（图 70）。单独观察信贷已难以有效监测信用扩张程度，需要从社会融资总量、外汇占款等视角综合观察。

图 67. 社会融资总量与存量同比



资料来源：Wind

图 68. 2014 年社会融资总量结构



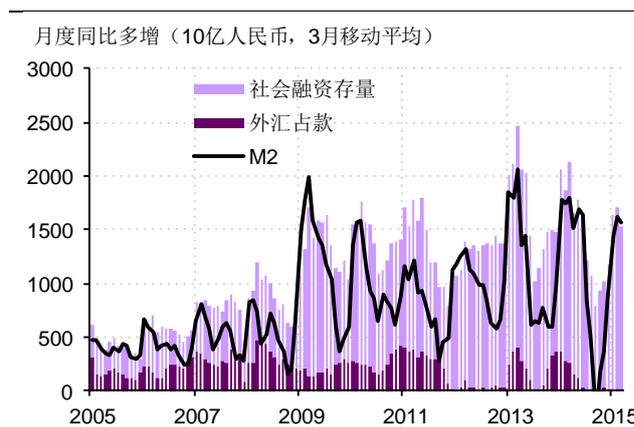
资料来源：Wind

图 69. 表内信贷与表外流动性



资料来源：Wind

图 70. M2、外汇占款与社会融资总量



资料来源：Wind

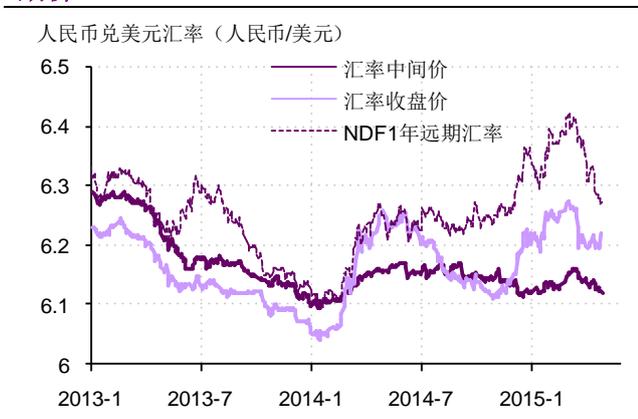
人民币汇率

汇率是不同货币之间的兑换比例，短期与中长期汇率分别由不同的复杂机制决定。我国从 2005 年中开始施行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节的浮动汇率制度。然而事实中，人民币依然很大程度上以美元为锚。人民币汇率交易价格由在中国外汇交易中心进行的外汇交易形成，主要参与者是央行与商业银

行。主要的人民币汇率包括中间价汇率与即期汇率。中间价汇率是由外汇交易中心于每日开盘前向所有银行间外汇市场做市商询价加权平均计算而得，央行授权交易中心在每天交易开市前的9点15公布当日中间价。而即期汇率是汇率实际交易价格，即期汇率被限制在以中间价为中心的一定波动区间内。在改革过程中，人民币汇率波动区间不断放大，从2005年中在中间价上下0.3%附近波动扩大至2007年5月0.5%，2012年4月扩大至1%，而后在2014年3月进一步扩大至2%（图71）。央行通过两个渠道拥有对人民币汇率的强大干预能力。一方面，央行可以控制中间价汇率水平，另一方面，央行作为外汇交易市场最大参与者，可以通过买卖外汇直接影响汇率即期价格。

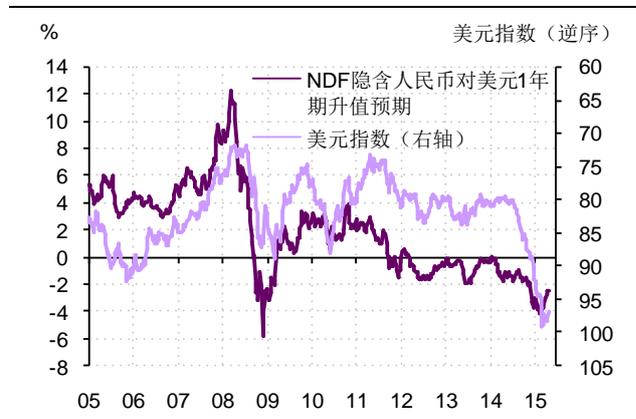
随着资本市场开放与人民币国际化的推进，人民币汇率体系更为丰富与完善。目前除国内在岸外汇市场外，离岸人民币存量的上升催生出离岸人民币汇率价格，由于香港拥有数量最大的离岸人民币存款，目前离岸人民币汇率在香港形成。同时，人民币汇率已经形成较为完整的远期价格。人民币兑美元NDF（无本金交割远期外汇）是使用较为广泛的一类远期汇率价格。然而由于国内外利差通过抛补利率平价影响远期汇率以及其他因素的影响，NDF与即期汇率绝对水平差不宜作为人民币预期升值或贬值指标，但相对变化可以作为人民币升贬值预期的参考（图72）。

图 71. 人民币兑美元中间价、即期汇率、NDF 远期价



资料来源：Wind

图 72. 美元升值往往令人民币面临贬值压力



资料来源：Wind

中国经济流动性状况指数的构建与分析

首次发布于 2016 年 6 月 20 日³⁶

我们构建了流动性状况指数，以定量刻画中国金融体系与实体经济两个层次的流动性宽松程度。与其他机构编制的类似指数相比，我们构造的指数分成了金融与实体两个层次，因而能够更加精准地刻画流动性在两个层次间的分布。我们以 7 天回购利率、10 年期国债利率、10 年期 AA 企业债利率、银行间质押回购交易量以及股市市值占 GDP 比例为金融流动性状况指数基础指标；以信贷同比多增占 GDP 比例、社融同比多增占 GDP 比例、M2 同比、外汇占款同比多增占 GDP 比例、1 年期贷款基准利率和名义有效汇率作为实体流动性状况指数的基础指标。通过主成分分析方法为各指标设定权重，将标准化后的指标进行加权平均构建流动性状况指数。利用我们编制的指数，可以清楚地看到，我国金融与实体的流动性状况在近年来显著负相关态势，呈现出此消彼长的“跷跷板”态势。2014-15 年金融市场的“不差钱”与实体经济的“融资难”并存的现象即来自于此。这是这两年金融资产价格在实体经济疲弱的背景下大幅走牛的最主要原因。我们构建的流动性指数为跟踪金融与实体的流动性状况，以及分析货币政策传导机制提供了新的数据。

³⁶ 本文首次以光大证券宏观报告形式发布于 2016 年 6 月 20 日。

1. 流动性状况指数编制

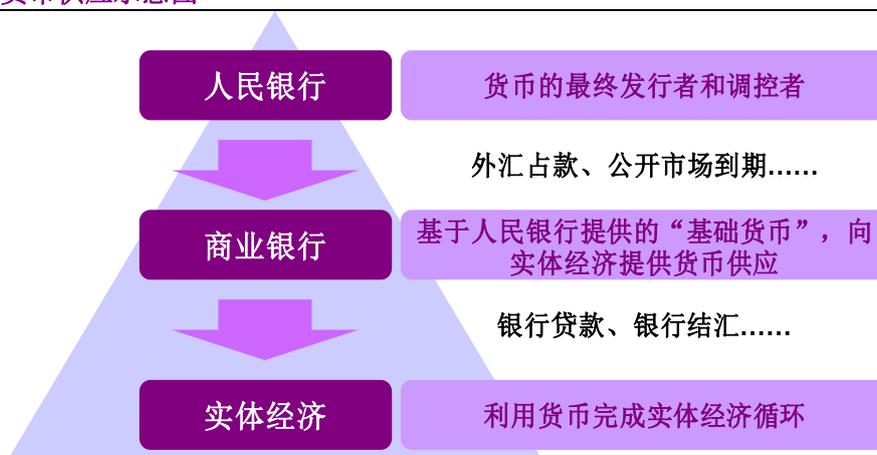
1.1. 流动性状况指数介绍

目前缺乏量化分析流动性环境工具，构建综合的流动性状况指数对客观判断货币环境情况以及宏观预测至关重要。虽然目前我国实体经济和金融市场均存在反应流动性状况的指标，但都不同程度的在时效性、代表性等方面存在不足，不能充分反映实体经济和金融市场面临货币环境的变化。因而构建全面及时的流动性状况指数，是准确判断货币环境的基础。而金融变量对实体经济有较强的预测能力，也反映资金在不同市场的配置情况，客观的流动性状况指数对预判未来货币政策走势，实体经济和金融市场资金面变化至关重要。定量流动性状况指数能够帮助分析讨论摆脱定性研究准确性不足的弊端，为投资提供精确的数据参考。

国外机构近年普遍开始编制使用金融状况指数（Financial Condition Index, FCI），并广泛运用于政府决策和经济预测。金融环境指数是由货币环境指数（Monetary Condition Index, MCI）衍生而来。加拿大等国央行长期监测金融环境指数，并将其作为货币政策制定的重要依据。OECD、彭博、高盛、花旗银行等机构都定期发布各国或地区的金融环境指数。目前针对中国定期发布的金融环境指数较为有限，仅有高盛编制的中国金融环境指数，和国内机构中第一财经也编制的中国金融环境指数。但应用并不广泛。

货币创造机制分为两个层次，一个是央行与商业银行构成的市场，另一个是商业银行和实体经济部门组成的市场（图 73）。央行向商业银行投放基础货币，商业银行通过信贷等方式向实体经济提供货币，而实体经济除持有部分货币进行交易之外，将剩余货币存回商业银行，形成货币循环。其中人民银行是货币的最终发行者和调控者，而发放和调控对象为商业银行，人民银行与商业银行之间构成货币供应的第一层次。而商业银行通过银行贷款、结汇、购买债券等方式向实体经济提供流动性，实体经济再以存款的形势将货币回流金融体系，通过不断的循环形成货币创造，实现货币乘数扩张，这是货币供应的第二层次。

图 73. 货币供应示意图



根据货币创造机制，有必要构建实体经济和金融市场两个层面的流动性状况指数，这与大部分机构仅构建综合的金融环境指数不同。在货币创造的两个机制中，央行和商业银行货币环境对应金融市场流动性状况，而商业银行和实体经济层次的货币环境对应实体经济流动性状况。正常情况下，两个层次流动性具有一致性，传统货币政策通过控制金融市场流动性来引导实体经济流动性变化。因而现有各机构编制的金融状况指数并未区分实体经济和金融市场。然而金融危机后，国内外金融市场流动性与实体经济资金供给均出现明显差异，实体经济融资渠道不畅情况下，宽松的金融市场流动性并不能有效传递至实体经济，甚至对实体经济有虹吸效应。特别是 2014-2015 年中国实体经济持续面临融资困难，而金融市场却流动性泛滥并推升资产泡沫。混合实体经济和金融市场的综合金融状况指数难以反映这种差异。因此，我们分别构建实体经济和金融市场两个层面的流动性状况指数，以更为准确度量实体经济与金融市场资金状况变化。

编制流动性状况指数的关键是确定所选的金融变量及其权重。由于流动性状况指数是将所选取金融变量加权平均的综合指数，因而变量的选择和权重的分配是指数的两大决定因素。最常使用的变量包括利率、货币量、汇率、股价等，随着金融体系与实体经济发展，各机构编制流动性状况指数指标也会定期对所选指标进行相应调整，以更好的反应实际情况。而各金融变量权重在设定之后，一般不随时间频繁变化，但在需要时依然会定期调整。

1.2 流动性变量选取

金融流动性状况指数基于金融市场量价两方面指标进行构建。金融市场流动性表现为多个层次，在市场层面可以分为银行间市场、债市、股市等，而在期限方面可以分为短期和长期，风险方面可以分为无风险利率和风险溢价。我们通过选取覆盖不同市场、期限、风险水平的量和价两类指标，构建流动性状况指数。根据现有指标，我们在价格指标方面选取 7 天银行间回购加权利率表示短期利率，10 年期国债收益率表示长期无风险利率，10 年期 AA 级企业债与国债利差表示风险溢价，为了剔除通胀影响，我们均用当期 CPI 将上述名义利率转为实际利率。而在量方面我们选取银行间质押式回购交易量同比增速作为债市流动性代表，选取股市流动市值占 GDP 比例做为股市流动性代表指标。

- ◆ **7 天回购加权实际利率。**短期利率是各机构在编制金融流动性状况指数时普遍使用的基础指标之一，但具体使用指标不尽相同。加拿大银行选取短期隔夜拆解利率，Michael Holz（2005）使用 3 个月货币市场利率。而在中国金融状况指数编制中，高盛选取了估算得到的 3 个月银行间利率。我们根据银行间市场实际情况，选取最具代表性的 7 天回购加权利率作为短期利率代表。相对于 7 天回购加权利率，3 个月 SHIBOR 等指标反应相对较慢，难以及时反映短期银行间流动性变化。同时，7 天回购是交易量最大的短期利率品种，因而最具代表性。我们通过 CPI 计算得到实际的 7 天回购加权月均利率，作为构建流动性状况指数的基础指标之一。
- ◆ **10 年期国债实际收益率。**反映利率曲线变化不仅需要短期利率，同样需要中长期利率指标。Stephanie（2008）等均在构建金融流动性状况指数时加入了中长期实际利率指标。国债一般被认为是反应中长期无风险利率的最佳指标。目前 10 年期国债存量为 2.3 万亿元，占整个国债存量的两成以上，是最为重要的国债利率品种，我们选取 10 年期国债利率作为无风险利率的衡量指标，并通过 CPI 进行平减得到月均 10 年期国债实际收益率。
- ◆ **10 年期国债与 AA 级企业债利差。**风险溢价通常通过企业债利率与无风险收益率差别来衡量。如高盛使用 BBB 级 15 年以上非金融债券和 10 年期国债利差衡量风险溢价，加拿大银行在编制指数过程中也使用了公司债收益率。我们根据国内债券市场状况，选取存量规模最大的 AA 级债券，期限方面与无风险收益率指标设定相同，即选取 10 年期 AA 级企业债与 10 年期国债利差作为风险溢价度量指标。
- ◆ **银行间质押式回购交易量同比增速。**货币是交易的媒介，金融市场交易量直接反应对货币的需求。然而各机构在构建流动性状况指数时，较少将交易量指标选为基础指标。然而在利率水平降至低位且波动降低后，利率指标已经难以反映金融市场流动性的变化。如 2015 年初我国短期利率降至低水平并保持稳定后，7 天回购利率等利率指标波动显著减小，已难以反映流动性变化。此时交易量能够更好的反应金融市场资金状况，我们选取交易规模最大的质押式回购交易量月均值同比增速作为债市交易量基础指标。
- ◆ **股市流动市值占 GDP 比例。**股市作为重要的资产，交易对货币产生相应需求。因而 Hofmann（2001）、王雪峰（2009）等都将股价作为构建金融流动性状况指数的基础指标，OECD 在构建各国金融环境指

数时选取了股票市场总市值占 GDP 比例。一方面考虑到股价指数与股市市值高度正相关，另一方面市值占 GDP 比例是平稳变量，而股价指数是非平稳变量，因此我们与 OECD 一样选取市值占 GDP 来衡量股市资金面以及对货币需求。不同的是考虑到中国具体情况，我们选取流通市值而非总市值。

选取货币供应、信贷社融、利率以及汇率指标构建实体流动性状况指数。我国央行依然在同时使用数量型和价格型货币政策工具，因而衡量实体经济流动性环境需要同时考虑这两类指标。信贷社融是金融体系对实体经济资金供给量的指标，最为直接的反映了实体经济所获资金支持。而 M2 是货币总量度量指标，是从资产负债表另一端去度量实体经济拥有的货币总量。虽然我国基准利率并不准确反映实际融资成本，但作为政策利率，其变化依然反映实体经济融资成本变化方向。同时作为大的开放经济体，对外价格和资本流动变化均对我国实体经济资金供应产生影响，因而汇率和外汇占款变化也被作为构建实体流动性状况指数的基础指标。

- ◆ **新增贷款同比多增量占 GDP 比例。**贷款是金融体系向实体经济投放资金的主要渠道，同时央行也通过窗口指导等控制信贷规模，因而信贷投放也是重要的货币政策工具。Michael Holz（2005）在构建欧元区金融环境指数时就使用了信贷同比增速。虽然信贷和社会融资总量存在一定重合，但作为重要的货币政策工具，单独的将新增信贷作为基础变量之一，依然很有必要。考虑到指标稳定性和及时性，我们选取新增贷款同比多增量占 GDP 比例作为基础指标之一。
- ◆ **社会融资规模同比多增量占 GDP 比例。**随着利率市场化和混业经营的发展，金融产品越来越多样化，传统信贷在社会融资总量中比重从 2005 年近 80% 水平下降至 2014 年的不到 60%，包括委托贷款、信托贷款等表外融资的社会融资总量成为更为全面的信用衡量指标。高盛（2013）在修改中国金融环境指数编制方法时也将社会融资总量纳入编制。同样，考虑到指标的稳定性和及时性，我们使用社会融资总量同比多增占 GDP 比例来构建实体流动性状况指数。
- ◆ **M2 同比增速。**货币供应量是实体经济持有货币总量的度量指标，在编制流动性状况指数时广泛使用。花旗银行、高盛等在构建各国金融环境指数时均选用了货币总量。对我国来说，由于广义货币口径 M2 是从资产负债表另一侧计算货币总量，因此能够弥补社会融资规模的一些不足，例如社融不包括地方债与国债，以及存在的部分重复计算问题。
- ◆ **1 年期贷款基准利率。**贷款利率是构建流动性状况环境指数时使用最为广泛的指标。花旗银行、王雪峰（2009）、Stephanie（2008）等均在构建金融环境指数时均使用了利率指标。虽然我国 1 年期贷款利率是政策性利率，并不能准确反映融资成本，但是能够反映政策变化方向。同时结合数据及时有效性，我们选取 1 年期贷款基准利率。
- ◆ **人民币名义有效汇率。**全球化环境下实体经济资金状况不仅受国内货币环境影响，对外价格变化同样影响资金供需。Hofmann（2001）、OECD、高盛等在构建金融环境指数时均纳入了汇率指标，且普遍选取有效汇率。同样，为了更为全面的衡量人民币汇率变化，我们选取名义有效汇率同比变化率作为流动性状况指数的构建指标。
- ◆ **新增外汇占款同比多增占 GDP 比例。**各机构在编制流动性状况指数时均未采用此指标，然而我们认为全面衡量实体经济资金状况，外汇占款变化不可忽略。一方面，外汇占款反应境内外资金流动状况，对实体经济资金供给有影响。另一方面，外汇占款与信贷类似，在金融机构信贷收支表中是并列的资金运用方式，是实体经济获得资金支持的重要渠道。近年外汇占款大幅变化，对货币供应渠道和机制均产生深刻影响，在考虑实体经济资金变化时不可忽略。与信贷类似的，我们使用新增外汇占款同比多增占 GDP 比例来构建实体流动性状况指数。

1.3 权重设定与指数计算

我们构建的金融流动性状况指数（Financial Liquidity Condition Index，简称 FLCI）包含 7 天回购加权实际利率、10 年期国债实际收益率，10 年期 AA 企业债与国债利差、银行间质押式回购交易量同比、股市流通市值占 GDP 比例。根据以下公式计算金融流动性状况指数。

$$FLCI = w_1 * repo_7 + w_2 * Govb_{10} + w_3 * Surp_{10, AA} + w_4 * repoV + w_5 * SVG$$

通过主成分分析的方法（专栏 1），我们设定各变量权重分别为 7 天回购加权实际利率（19.3%）、10 年期国

债实际收益率（18.1%）、10年期国债与AA级企业债利差（8.4%）、银行间质押式回购交易量（27.4%）以及流通市值占GDP比例（26.8%）。

同样我们基于M2同比、新增贷款同比多增、社会融资总量同比多增、新增外汇占款同比多增、1年期贷款实际利率、人民币名义有效汇率同比增速等构建实体流动性状况指数（Real-economic Liquidity Condition Index，简称RLCI）根据以下公式计算RLCI。

$$RLCI = w_1 * M2 + w_2 * loan + w_3 * SF + w_4 * Exp + w_5 * ir_{1-year} + w_6 * neer$$

通过主成分分析的方法（专栏1），我们设定各变量权重分别为M2同比（21.8%）、新增贷款同比多增（21.5%）、社会融资规模同比多增（26.1%）、新增外汇占款（3.3%）、1年期贷款基准利率（20.5%）以及人民币名义有效汇率同比（6.7%）。

表 3. 部分学者和机构流动性状况指数编制情况

作者	编制方法	构成指标	备注
Charles Goodhart, Boris Hofmann	需求方程缩减式和基于 VAR 的脉冲响应分析	短期利率, 实际有效汇率, 实际房屋销售价格, 实际股票价格	对美、日、英、法、意、德、加七国使用两种方法构建 FCI, 因此有 14 种不同的权重设置,
Michael Holz	回归分析法	3 个月期货币市场利, 股票市场价格与其估值的偏离, 欧元的广义实际有效汇率指数, 欧元区的信贷增速	编制了欧元区的 FCI
Stephanie Guichard, David Turner	基于 VAR 的脉冲响应分析和需求方程的缩减式	实际短期利率, 实际长期利率, 实际有效汇率, 高收益债券利差	使用两种方法构建了美国的 FCI, 没有明确给出分别的权重
王雪峰	可变参数的状态空间模型	实际利率, 实际有效汇率, 房地产价格, 股票价格	权重动态变化
罗瑞	基于主成分分析	实际短期利率, 实际长期利率, 实际有效汇率, 外汇储备, 对非金融机构存款/对非金融机构贷款, 金融机构各项贷款总额, 国房景气指数, 沪深 300 指数月度收盘价, 布伦特原油现货交易价, 消费价格指数 CPI, 货币供应量 M2	
Bank of Canada (加拿大银行)	宏观经济模型 VAR 脉冲响应分析	房屋价格, 股票市场价格, 实际汇率, 长期国债收益率, 短期隔夜拆借利率, 公司债收益率, 基于调查数据的商业借贷状况	
Bloomberg	简单平均	货币市场, 债券市场, 股票市场	选取三个市场相关变量, 且每个市场各变量的权重也使用简单平均方法来确定
Citi Bank (花旗银行)	回归方程的方法	公司债券收益率, 货币供应量股票市场价格, 按揭利率, 贸易加权货币指数, 能源价格	指数领先宏观经济约 7 个月
OECD	基于产出缺口缩减式方程	真实短期利率, 真实长期利率, 高收益债券的利差, 信贷情况, 真实汇率, 股票市场的总市值占 GDP 的比例	
Goldman Sachs (高盛)	宏观经济模型	短期国债, 长期公司债收益率, 有效汇率指数, 股票市场变量	编制美国、欧洲区、中国等国家或地区的指数
第一财经日报		实际利率, 实际有效汇率, 广义货币 (M2) 增速, 房地产市场指数, 股票市场指数	基于 1998 年以来数据编制金融条件指数

专栏 1: FLCI 与 RLCI 的权重设定

依据模型不同, 流动性状况指数各变量权重确定不尽相同。脉冲响应分析、总需求方程缩减式、主成分分析以及简单平均等都是较为常用的权重确定方法。脉冲响应分析是基于 VAR 或 VECM 模型, 将各金融变量与通胀率作为内生变量, 其它相关变量作为外生变量构建 VAR 或 VECM 模型, 然后通过计算各金融变量 1

单位变化对通胀率冲击确定各变量权重。而总需求方程缩减式是基于 IS 曲线和菲利普斯曲线，通过恢复分析确定金融变量在金融环境指数中权重。另外彭博等机构对选取变量采用简单平均的方法，构建金融环境指数。

其中主成分分析法是从多个变量中提取共同趋势的常用方法。主成分分析也被成为主分量分析法，是利用降维的思想，把多个指标转化为少数几个综合指标，即主成分，从而使分析简单化。获取主成分的方法一般有特征值分解、SVD、NMF 等几类，我们选用特征值分解的方法。并保证所选取主成分特征值和占有主成分特征值和比例不低于 0.85，即选用主成分包含了原指标 85% 以上的波动信息，从而保证了所选主成分包含了绝大部分原指标信息。

我们将变量间的共同趋势作为资金面变化度量指标，并根据主成分分析方法确定流动性状况指数中各变量权重。我们依据主成分分析法得到选取变量的共同趋势，假定这个共同趋势代表流动性状况指数变化。然后根据各变量在共同趋势中权重，设定各变量在流动性状况指数中权重。对金融流动性状况指数，我们对量价两类指标分别使用主成分分析法，即对 7 天回购加权利率、10 年期国债收益率、10 年期 AA 级企业债与国债利差使用主成分分析法得到价格类金融流动性状况指数，对质押式回购交易量同比和股市流通市值占 GDP 比例使用主成分分析法得到数量类金融流动性状况指数，再对两个金融市场流动性状况指数使用主成分分析法得到总的金融流动性状况指数。对实体经济流动性状况指数，我们直接对选取变量使用主成分分析法，得到各变量权重。

由于各指标均值波动率并不相同，因而直接不可比，我们首先将各变量标准化。我们设定 FLCI 和 RLCI 上升表示金融市场流动性趋于宽松，而利率上升表示货币环境趋紧，出于逻辑上的一致性，我们对各利率指标取相反数。

表 4. 流动性状况指数构建指标选取与权重分配

	选取指标	构建指数时符号选择	权重
金融流动性状况指数	7 天质押式回购实际利率	负	19.3%
	10 年期国债真实收益率	负	18.1%
	10 年期 AA 企业债与国债利差	正	8.4%
	银行间质押式回购交易量同比增速	正	27.4%
	股市流通市值占 GDP 比例	正	26.8%
实体经济流动性状况指数	M2 同比	正	21.8%
	新增贷款同比多增占 GDP 比例	正	21.5%
	社会融资总量同比多增占 GDP 比例	正	26.1%
	新增外汇占款同比多增占 GDP 比例	正	3.3%
	1 年期贷款基准利率	负	20.5%
人民币名义有效汇率同比	负	6.7%	

资料来源：光大证券

2. 流动性状况指数的解读

我们构建的流动性状况指数正值表示宽松，负值表示收紧，数值越大，表示金融环境越宽松。我们所构建的流动性状况指数频率为月度。流动性状况指数为正，表示资金面处于宽松区间，流动性状况指数为负，表示资金面处于偏紧区间。指数值越大，表示流动性状况越宽松。流动性状况指数分布均值为零，而取值区间由负无穷到正无穷。

FLCI 是金融市场资金环境的综合反应指标。FLCI 基于债市、股市多个指标构建，覆盖了短期与长期利率以及风险溢价，是全面的金融市场资金环境指标。虽然金融市场资金指标之间具有较高相关性，但走势并非完全一致，特别是资产配置转移时期，观察单一指标可能会对流动性产生误判。如 2015 年初股市牛市对

债市形成明显挤压，单看债券收益率不能反映金融市场极度宽裕的流动性状况。综合的金融流动性状况指数，是客观全面观察金融市场资金状况所需要的。

RLCI 是实体经济资金供给的量价综合度量指标，反映实体经济资金面总体状况。我国处于利率市场化推进过程中，实体经济各类资金指标之间相关性较弱且不稳定。观察单一指标往往难以掌握实体经济资金面变化状况，导致预测出现偏差。构建综合的流动性状况指数是汇总各类实体经济融资量、价和资本流动信息，从而形成全面衡量实体经济资金面的指标。使用实体流动性状况指数，能够弥补利率市场化过程中单一指标效能的下降，全面衡量实体经济资金面状况，为准确预测提供较优质的数据基础。

观察流动性状况需要综合参考金融市场和实体经济流动性状况指数。与高盛、第一财经编制的金融环境指数不同，我们基于货币创造的两个层次，编制了实体经济和金融市场两个流动性状况指数。观察流动性状况变化，需要同时考虑实体经济和金融市场。特别是两者之间的相对变化，显示资金在实体经济和资本市场之间流动情况，往往蕴含更为深层的信息。

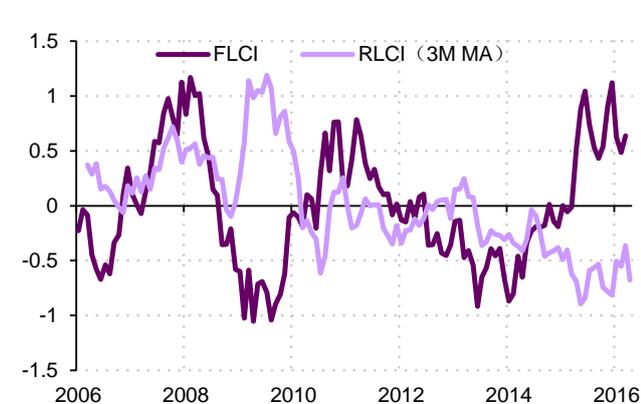
14 年以来金融市场与实体经济存在明显跷跷板效应。14 年初至 15 年底，金融流动性状况指数持续改善，特别是从 15 年初开始，出现大幅攀升，到 15 年中已经接近 2006 年以来最高值。与此同时，实体经济流动性环境却在持续恶化，2014 年中开始实体流动性状况指数进入收缩区间，而后紧缩幅度加大（图 74）。实体经济与金融市场流动性状况指数呈现完全相反的走势（图 75）。

实体与金融流动性状况指数完全相反的走势反映了实体经济持续疲弱和金融资产泡沫化的实际情况。实体经济流动性环境持续收缩导致实体经济融资困难，加剧实体经济下行。实体经济融资需求疲弱导致大量资金配置在金融市场，形成资产价格泡沫。从股市泡沫到债市泡沫，金融市场处于资金推动此起彼伏的加杠杆过程中。

金融市场和实体经济资金的跷跷板效应源于实体经济资金投放机制不畅，形成流动性“堰塞湖”，推高资产价格。由于对信贷投放等行政性管控以及政策变化对实体经济投资意愿的抑制作用，宽松政策向实体经济传导机制不畅，导致大量资金堆积在金融市场，形成流动性“堰塞湖”。金融市场充裕的资金推高资产价格，助涨加杠杆行为，导致资产价格泡沫化。而资本价格上涨又进一步通过虹吸效应对实体经济资金供给形成挤压，加剧实体经济下行压力。而实体经济恶化又进一步迫使货币政策宽松加码，形成恶性循环。

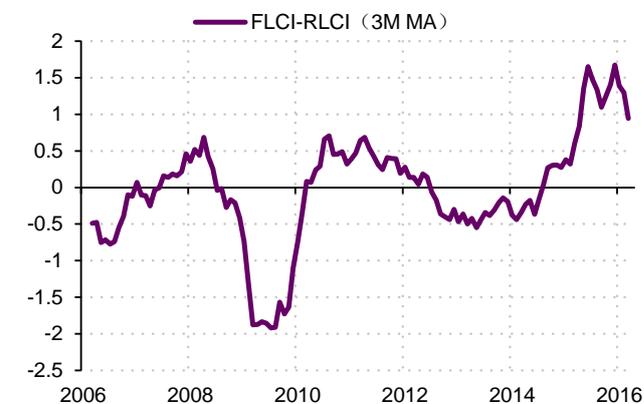
2016 年初稳增长政策下资金出现“脱虚向实”迹象，但持续性有待继续观察。随着政府稳增长政策加码，特别是在今年两会期间将“稳增长”定为政策主基调，实体经济融资意愿显著提升。而信贷社融的快速投放带动资金“脱虚向实”。实体经济流动性状况指数有所回升，而金融市场流动性状况指数则显著下降。但 4 月份开始信贷社融再度放缓，未来走势存在不确定性。资金“脱虚向实”前景面临较大变数。

图 74. 金融与实体流动性状况指数



资料来源：Wind

图 75. 金融与实体流动性状况指数之差



资料来源：Wind

3. 流动性状况指数的应用分析

FLCI 与股指变化高度相关，但领先性不明显。无论是主板、中小板还是创业板，FLCI 均与股指具有高度相关性，同期或领先 1 阶相关系数在 0.5 左右，其中上证综指和沪深 300 相关系数更是达到 0.71 和 0.68，而创业板与中小板略低，在 0.5 左右（表 3）。虽然 FLCI 并未对股指表现出领先性，但高相关性显示资金面是股指变化的重要决定因素。

近年股市走势主要由资金面决定。近年股市走势与基本面完全背离。在实体经济持续下行背景下，股市于 2014 年中开始走出牛市行情。这轮牛市主要由宽松的资金面推动。2014 年中开始，资本市场相对于实体经济的资金宽松程度显著攀升，特别是 2015 年上半年出现急速上升。大量资金流入股市推动水牛行情出现，同时大量杠杆资金进入也加剧股市风险。15 年 6 月开始，随着流动性的变化，股指下挫和杠杆资金平仓形成正反馈恶性循环，导致股市出现快速下跌，酿成股灾。这段时间 FLCI 与股指呈现更为明显的相关性（图 76、图 77、图 78、图 79）。随着资金持续“脱虚向实”和金融市场货币环境持续趋紧，股市将继续面临调整压力。

金融市场与债市相关性不高，但 14 年以来相关性显著攀升。虽然历史数据显示，FLCI 与债券指数相关性较低（表 5）。但 2014 年以来相关性显著攀升，FLCI 与中债总全价指数相关系数上升至 0.68，而与中债净全价指数攀升至 0.65。2014 年初开始随着金融流动性状况指数触底反弹，债券市场开启长达两年的长牛行情。特别是 2015 年以来，随着资金面的持续改善，债券市场在杠杆资金推动下继续走牛，但风险也不断攀升。随着 2016 年初开始资金“脱虚向实”，FLCI 出现下跌态势，因而债市呈现出明显的调整压力（图 80、图 81）。未来随着去杠杆压力的上升，债市依然将面临较大调整风险。

FLCI 对期货价格具有一定领先性，但相关性不强。滞后 3 期的 FLCI 与期货价格综合指数相关性最高，同样滞后 3 期指数与工业期货综合价格指数相关性最高，显示 FLCI 对期货价格具有一定领先性。但由于相关性很低，滞后 3 期金融环境指数与期货价格指数相关系数也仅有 0.1 左右，显示预示作用有限（图 82、图 83）。FLCI 不能很好的预测期货价格变化。

表 5. 不同滞后阶数金融流动性指数（FLCI）与各类资产价格相关系数

FLCI 滞后阶数	-6	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6
上证综指	0.59	0.65	0.69	0.71	0.71	0.71	0.69	0.63	0.53	0.45	0.36	0.28	0.19
沪深 300	0.52	0.59	0.64	0.66	0.67	0.68	0.67	0.61	0.52	0.43	0.35	0.27	0.19
中小板	0.37	0.40	0.42	0.45	0.46	0.48	0.48	0.43	0.34	0.27	0.20	0.14	0.07
创业板	0.53	0.51	0.49	0.49	0.50	0.53	0.52	0.44	0.33	0.24	0.18	0.12	0.07
中债全价指数	-0.05	-0.06	-0.08	-0.08	-0.07	-0.06	-0.04	-0.06	-0.06	-0.07	-0.09	-0.08	-0.05
中债净价指数	-0.05	-0.07	-0.10	-0.12	-0.11	-0.11	-0.09	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.08	-0.03
南华综合指数	-0.01	0.01	0.04	0.06	0.09	0.10	0.11	0.13	0.13	0.14	0.14	0.13	0.09
南华工业品指数	0.03	0.03	0.05	0.06	0.07	0.06	0.06	0.08	0.08	0.09	0.09	0.09	0.05

资料来源：光大证券估算

注：表格中的数字为对应滞后期的 FLCI 与其他指标的相关系数。如果一行中的最大数字出现在滞后为负的列中（如滞后-1 阶 FLCI 与上证综指相关系数为 0.71，是一行中最大的，说明上证综指与未来一个月的 FLCI 最相关），则 FLCI 落后于对应行的指标。

RLCI 对投资具有很好的领先作用。滞后两期 RLCI 与投资当月同比增速相关性最高，相关系数高达 0.58，而滞后两期 RLCI 与投资到位资金同比增速相关性同样最高，相关系数达 0.61（表 4）。显示 RLCI 对投资具有较好的预测作用。投资对实体经济资金面最为敏感，因而投资相关指标与实体经济呈现出较高的相关关系。经验数据显示，RLCI 与固定资产投资和固定资产投资资金来源均具有较高的一致性（图 84、图 85）。

2014-2015 年实体经济融资难导致投资增速持续下行，加大经济放缓压力。随着 2012 年以来固定资产投资增速放缓，RLCI 也逐步恶化。特别是 2014 年初至 2015 年末，随着 RLCI 显著恶化，固定资产投资增速出现了快速下降态势，而固定资产投资资金来源增速出现更为明显的下降，显示实体经济融资难加剧。资金面的恶化是这一时期固定资产投资下滑的重要原因。而随着 2016 年初资金“脱虚向实”，实体经济资金面出现改善迹象，RLCI 出现回升，相应的投资增速和投资到位资金增速均呈现改善趋势。而 5 月份投资增速再度回落，显示信贷和社融在 4 月份开始的回落为未来投资前景带来一定变数。

RLCI 对经济增长指标有一定预示作用。滞后 4 期 RLCI 与 GDP、工业增加值等经济增长指标具有最高相关性，相关系数虽然低于投资指标，但依然有 0.4 以上（表 6），显示 RLCI 对经济增长指标有一定领先型和预示作用。2014 年以来 RLCI 快速下滑，跌入大幅收缩区间，与实体经济增速持续下滑一致。反应融资环境恶化一定程度上导致经济下行压力加大。而从短期看，由于 GDP 波动有限，RLCI 与 GDP 增速相关性不高（图 86），但与工业增加值具有一定相关性（图 87）。

RLCI 与消费品价格相关性较低，对工业品价格有一定预示作用。经验数据显示，我们构建的 RLCI 与 CPI 相关性不高，滞后 6 期金融环境指数与 CPI 同比的相关系数不足 0.1。2012 年以来 RLCI 趋势性下行环境下，CPI 并未出现趋势性回落（图 88）。而 RLCI 与工业品价格具有一定相关性，滞后 6 期流动性状况指数与 PPI 同比相关系数为 0.29。这主要是因为工业需求主要来自投资，投资与货币环境具有较高一致性，因而，货币环境变化一定程度上能够反映在工业品价格方面。2014 年以来货币环境恶化的同时，我们能够看到工业品通缩幅度大幅上升（图 89）。

表 6. 不同滞后阶数实体流动性状况指数（RLCI）与各经济指标相关系数

RLCI 滞后阶数	-6	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	3	4	5	6	
固定资产投资当月同比	0.38	0.39	0.44	0.47	0.50	0.54	0.56	0.56	0.58	0.54	0.55	0.49	0.43
固定资产投资资金来源当月同比	0.33	0.35	0.39	0.41	0.51	0.56	0.60	0.60	0.61	0.61	0.58	0.51	0.45
GDP 同比	0.31	0.25	0.26	0.29	0.32	0.35	0.35	0.41	0.43	0.40	0.45	0.43	0.38
工业增加值同比	0.20	0.17	0.14	0.21	0.24	0.26	0.38	0.39	0.42	0.46	0.47	0.47	0.46
CPI 同比	0.06	0.06	-0.01	-0.04	-0.01	-0.04	-0.03	0.00	0.00	0.03	0.03	0.06	0.09
PPI 同比	0.22	0.18	0.12	0.08	0.06	0.06	0.08	0.11	0.16	0.19	0.22	0.26	0.29

资料来源：光大证券估算

注：表格中的数字为对应滞后期的 FLCI 与其他指标的相关系数。如果一行中的最大数字出现在滞后为正的列中（如滞后 2 阶的 RLCI 与固定资产投资当月同比相关系数为 0.58，是一行中最大的，说明固定资产投资与 2 个月前 RLCI 最相关），则 RLCI 领先于对应的指标。

4. 结论

金融流动性状况指数变化与股市以及流动性推动的债市行情具有较高一致性，因而可以通过预测金融流动性状况指数变化判断资产价格走势。经验数据显示，虽然 FLCI 对资产价格并不具有领先型，但对股票指数，以及 2014 年以来流动性推动的债市行情具有较高的相关性。可以借助判断 FLCI 走势，来预测资产推动的资产价格走势方向。特别是对于近几年流动性波动主导资产价格走势环境下，通过 FLCI 来全面获得金融市场资金面状况并对未来走势作出预测，是判断资产价格走势的重要基础。

实体流动性状况指数对实体经济流动性有很好领先性，因而对投资有很好的预测作用，可以提高经济增长预测准确性。数据显示，RLCI 对投资到位资金具有很好的预测作用，领先时期大致为 2 个月。因而观察 RLCI 变化，可以判断实体经济流动性走势，进而对实体经济投资走势作出预测。我国经济结构以投资为主，需求波动带动的经济周期主要体现在投资变化，观察 RLCI 可以有效的预判需求走势，进而对经济走势做出较为准确的预测。相对于使用单一指标判断经济走势，由于 RLCI 是综合指数，因而预测准确性更高，表现也更为稳健。

FLCI 与 RLCI 的不同走势反应资金在实体经济和金融市场之间流动状况，能够显示货币政策传导渠道是否顺畅，以及有效宽松政策应该采取的方法。货币政策传导机制顺畅时，宽松货币政策通过压低银行间利率，间接引导实体经济融资利率下行，即金融市场和实体经济的流动性出现同向变动，FLCI 与 RLCI 走势会出现一致性。而货币政策传导机制不畅时，宽松的金融市场流动性并不能有效传导至实体经济，甚至可能通过推高资产价格泡沫对实体经济流动性形成挤压作用，FLCI 与 RLCI 可能出现跷跷板效应。这种情况下，宽松货币政策发挥效力，关键在于疏通货币政策传导渠道，增加信贷社融等对实体经济资金投放量，而通过传统货币政策加大对金融市场流动性投放可能会适得其反。

我国金融与实体的流动性状况在近年来显著负相关态势，呈现出此消彼长的“跷跷板”态势。2014-15 年金融市场的“不差钱”与实体经济的“融资难”并存的现象即来自于此。这是这两年金融资产价格在实体经济疲弱的背景下大幅走牛的最主要原因。我们构建的流动性指数为跟踪金融与实体的流动性状况，以及分析货币政策传导机制提供了新的指标。

5. 附录

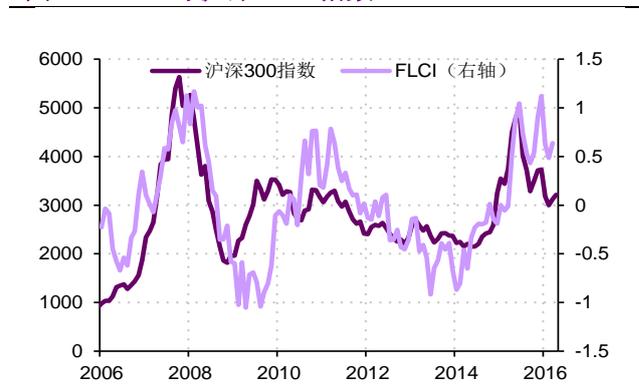
5.1 金融市场指标与金融流动性状况指数

图 76. FLCI 与上证综指



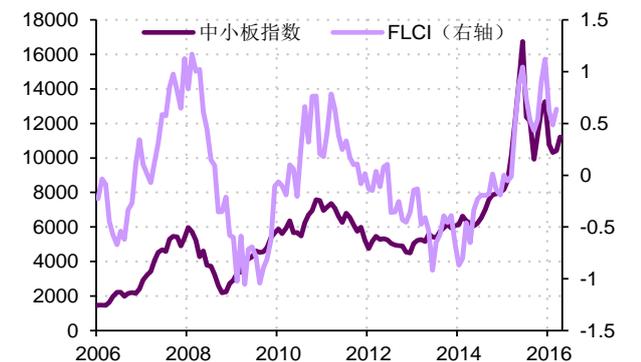
资料来源：Wind

图 77. FLCI 与沪深 300 指数



资料来源：Wind

图 78. FLCI 与中小板指



资料来源: Wind

图 79. FLCI 与创业板指



资料来源: Wind

图 80. FLCI 与中债总全价指数



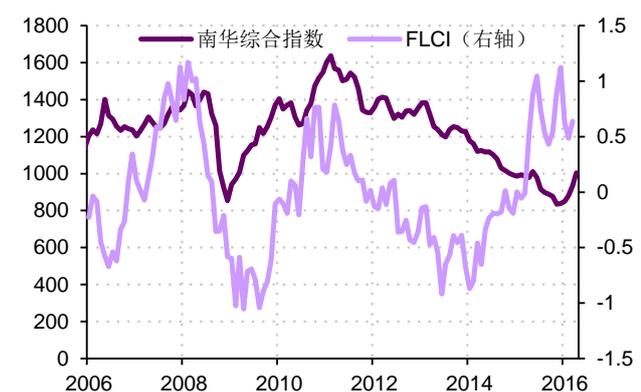
资料来源: Wind

图 81. FLCI 与中债净全价指数



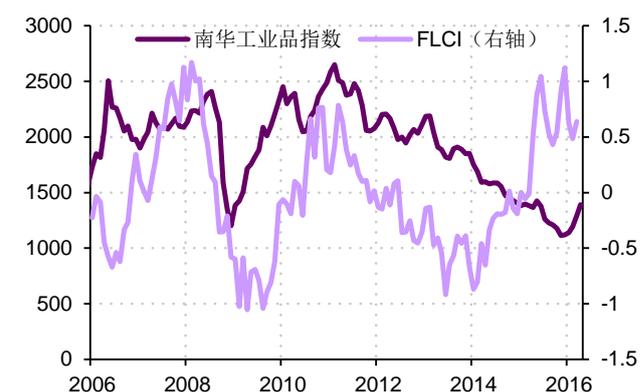
资料来源: Wind

图 82. FLCI 与南华期货综合指数



资料来源: Wind

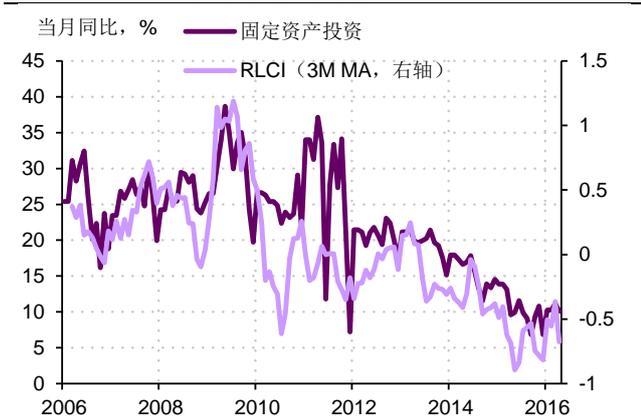
图 83. FLCI 与南华工业期货综合指数



资料来源: Wind

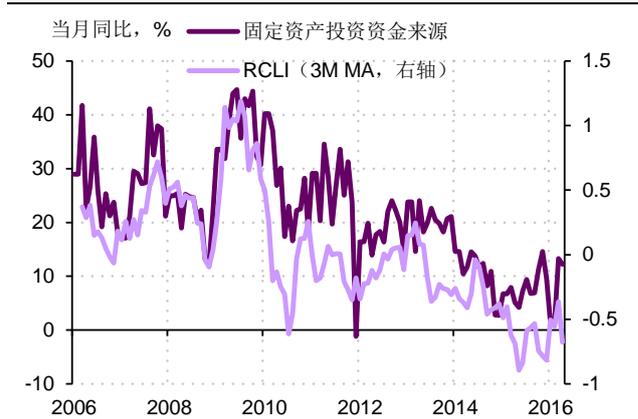
5.2 实体经济指标与实体经济金融环境指数

图 84. RLCI 与固定资产投资



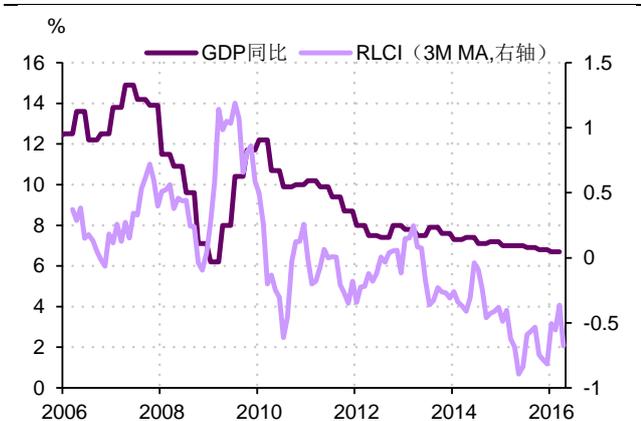
资料来源: Wind

图 85. RLCI 与固定资产投资资金来源



资料来源: Wind

图 86. RLCI 与 GDP



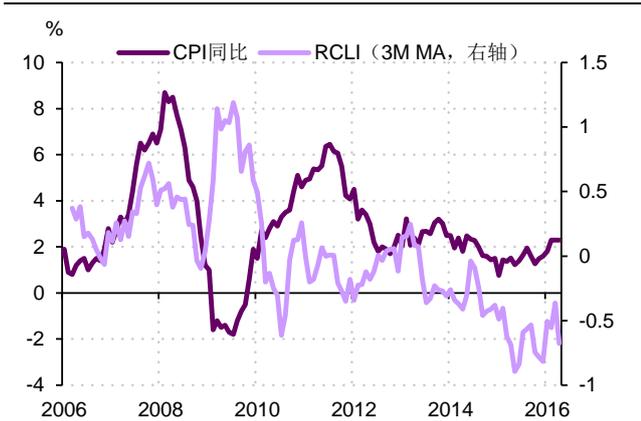
资料来源: Wind

图 87. RLCI 与工业增加值



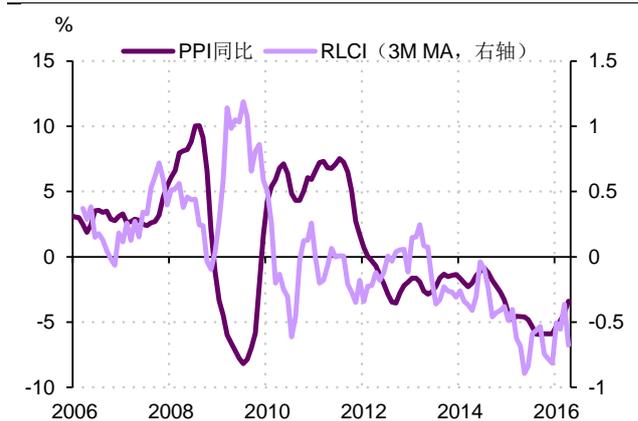
资料来源: Wind

图 88. RLCI 与 CPI



资料来源: Wind

图 89. RLCI 与 PPI



资料来源: Wind

透过春节效应看 1、2 月宏观数据

首次发布于 2016 年 2 月 21 日³⁷

春节因素往往对 1-2 月各类经济数据带来扰动，导致趋势性特征被掩盖。准确判断经济走势，需要从经济数据中剔除春节因素。我们根据春节位置和 1 月数据对 1-2 月均值之间偏离衡量春节因素影响。结果显示，春节因素对 CPI、进口、M0 和 M1 有显著影响，对其它物价、货币信贷和贸易变量影响并不显著。我们结合剔除春节因素后的 1 月份数据和其它因素对 2 月物价、贸易、货币信贷数据做出预测。总体来看，当前经济继续疲弱，内外需均呈现显著下跌态势，1-2 月实体经济数据可能继续低迷。然而 1 月信贷社融出现加速投放，信贷社融同比多增是趋势性的，货币增速受此影响将持续走高。而通胀依然维持弱势，对宽松货币政策并不构成约束。稳增长政策发力环境下经济可能在未来几个月逐步企稳。

由于春节错位的影响，1、2 月份宏观数据难以解读，因而形成了宏观数据的空窗期。每年的 1-2 月普遍被认为是宏观数据的空窗期，一方面是因为统计局将每年前两个月的实体经济数据合并并在 3 月发布；另一方面是由于春节因素扰动，公布的 1 月和 2 月通胀、信贷、贸易等数据波动较大，往往掩盖趋势性特征，影响对经济和政策走势的判断。可以说，正确处理春节因素对宏观数据的影响，是辨识 1、2 月宏观数据信息的前提。目前，包含中国节假日因素的季调软件较少。少数的几个有调节春节效应的计量软件，其处理过程也类似黑箱，不够直观。我们采用了更为简便而形象的方法，在不失有效性的前提下估测春节因素对各变量影响。

我们以各数据 1-2 月均值为基础，根据春节位置和数据对均值偏离之间的关系衡量春节因素影响³⁸。由于春节位于 1 月或 2 月，所以将 1 月和 2 月加总数据不受春节因素影响，因而 1-2 月均值是反应数据趋势走势的变量。而春节所处位置不同影响 1 月和 2 月数据对 1-2 月均值的偏离。因此，根据春节位置和各月数据对均值偏离情况的回归关系，可以得到春节因素的影响。其中，我们使用历年春节晚于 1 月 31 日天数衡量春节位置。

物价数据方面，春节延后对 1 月 CPI 有显著负向影响，但对 PPI 等影响有限。经验数据显示，春节越晚，1 月 CPI 同比增速较 1-2 月均值就越低。回归结果显示，春节每晚一天，1 月 CPI 同比增速将多低于 1-2 月

³⁷ 本文首次发表在 2016 年 2 月 21 日的同名中国经济周报中。

³⁸ 另一个思路是根据春节位置与分别对 1 月和 2 月环比增速进行回归估计春节效应。但由于部分指标环比数据缺失，部分指标各年环比增速波动过大，影响春节效应估计。因此，对 CPI、PPI、贸易、货币等指标，我们选取 1 月和 2 月同比增速对均值偏离估计春节因素，而非使用环比增速估计春节效应。

均值 0.03 个百分点。春节位置对 1 月 CPI 同比增速较前两月均值偏离的解释度达到 48%（图 90），春节因素对 CPI 同比增速在 1-2 月之间的波动具有很好解释力。而春节因素对 PPI 和 PPIRM 影响非常有限，春节每晚 1 天，1 月 PPI 和 PPIRM 同比增速仅多低于 1-2 月均值 0.01 个百分点，而且关系并不显著（图 91、图 92）。显示工业品和原材料价格并不受春节因素影响。

图 90. 春节因素对 CPI 影响显著

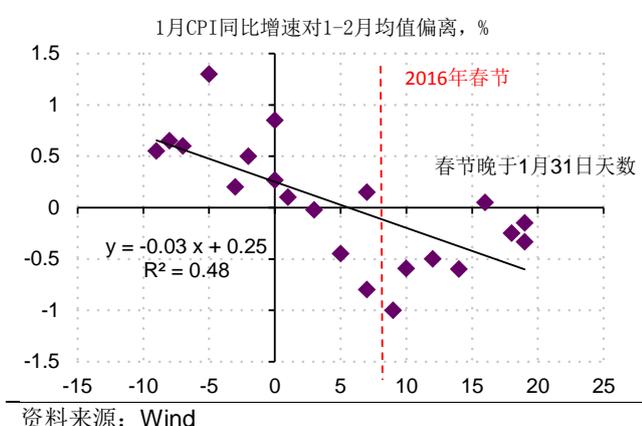


图 91. 春节因素对 PPI 影响不大

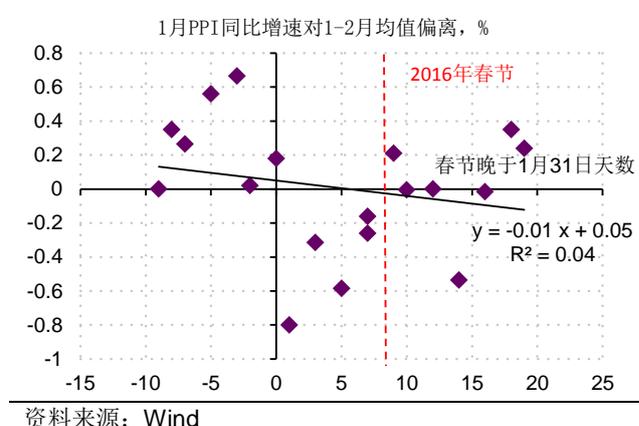


图 92. 春节因素对 PPIRM 并不明显

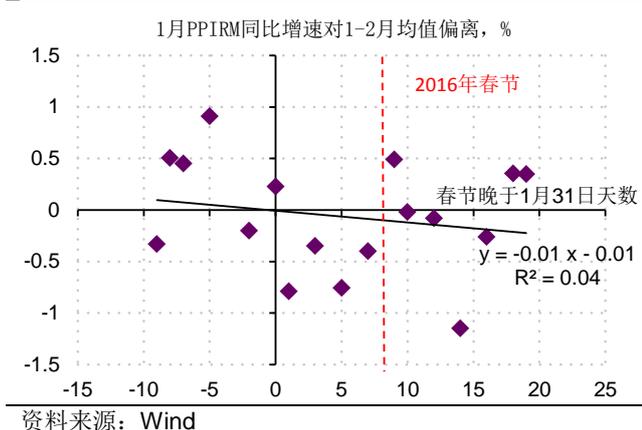
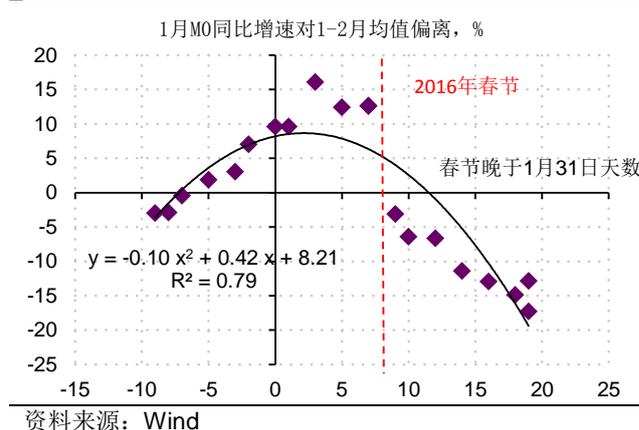


图 93. 春节因素与 1 月 M0 增速有明显抛物线关系

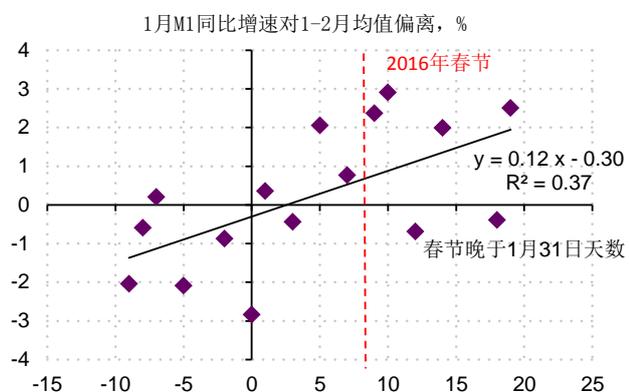


货币数据方面，春节位置与 M0 存在显著抛物线关系，春节延后对 1 月 M1 同比有显著正向影响，但对 M2 等影响有限。M0 数据显示，春节位置与 1 月 M0 增速对 1-2 月均值呈现出非常明显的抛物线关系，即在春节晚于 1 月 31 日 2 天左右时，1 月 M0 增速最高，这也最符合节前大家集中提现的直观理解。抛物线拟合优度高达 79%，显示春节因素解释力绝大部分 M0 在 1 月和 2 月之间的波动（图 93）。而春节因素对 M1 的影响同样显著，经验数据显示，春节越晚，1 月 M1 同比增速较 1-2 月均值就越高。回归结果显示，春节每晚一天，1 月 M1 同比增速将多高于 1-2 月均值 0.12 个百分点。春节位置对 1 月 M1 同比增速较前两月均值偏离的解释度为 37%（图 94），春节因素对 M1 同比增速在 1-2 月之间的波动同样具有很好解释力。而春节因素对 M2 影响非常有限，春节每晚 1 天，1 月 M2 同比增速仅多低于 1-2 月均值 0.02 个百分点，而且关系并不显著（图 95）。显示春节因素仅影响货币结构变化，对货币总量没有明显影响。

春节因素对信贷和社融影响均不显著。经验数据显示，春节因素对信贷影响非常有限。春节每晚 1 天，1 月新增信贷同比仅较 1-2 月均值增加 29.4 亿元，而且关系并不显著（图 96）。显示信贷投放更多依赖货币政策和银行信贷投放节奏，受季节性因素影响有限。同样，春节因素对社融影响也较为微弱。回归结果显示，春节每晚 1 天，1 月社会融资总量同比仅较 1-2 月均值增加 64.1 亿元，而且关系并不显著（图 97）。因此，

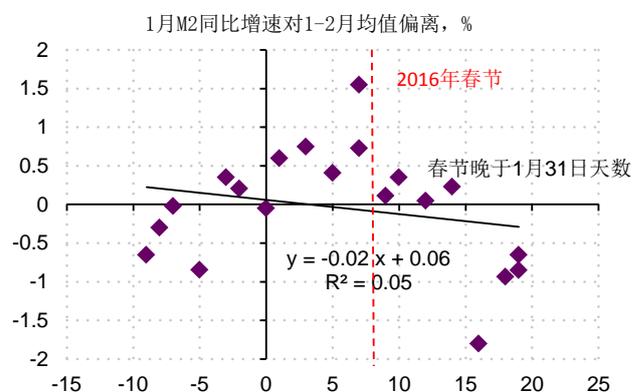
今年 1 月信贷和社融加速投放，创下同期历史高值，并非春节因素原因，而是宽松政策下，稳增长政策发力的体现。因此，未来几个月信贷同比快速增长的态势将延续。

图 94. 春节因素对 M1 有显著影响



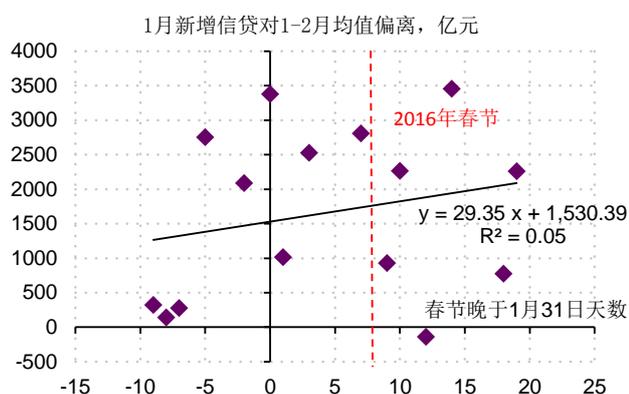
资料来源: Wind

图 95. 春节因素与 M2 相关性有限



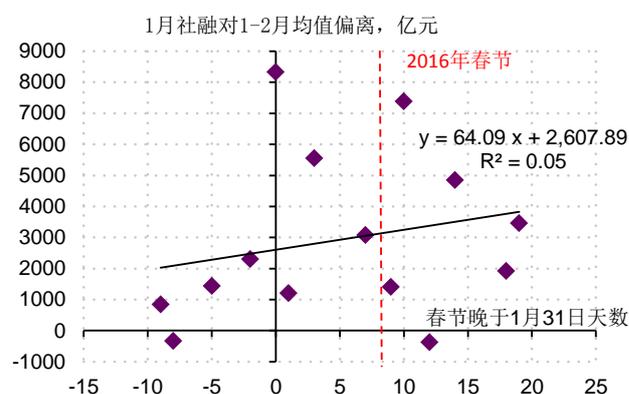
资料来源: Wind

图 96. 春节因素对新增信贷影响并不明显



资料来源: Wind

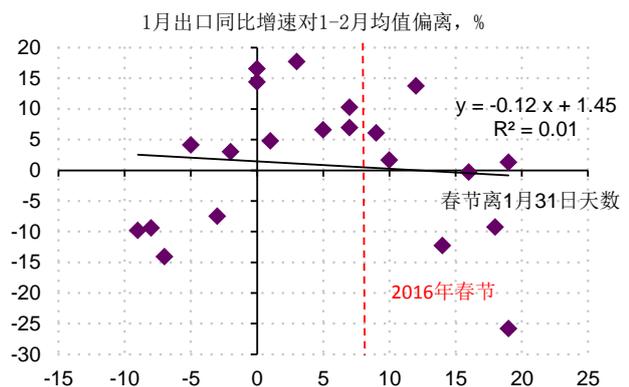
图 97. 春节因素对社会融资总量影响有限



资料来源: Wind

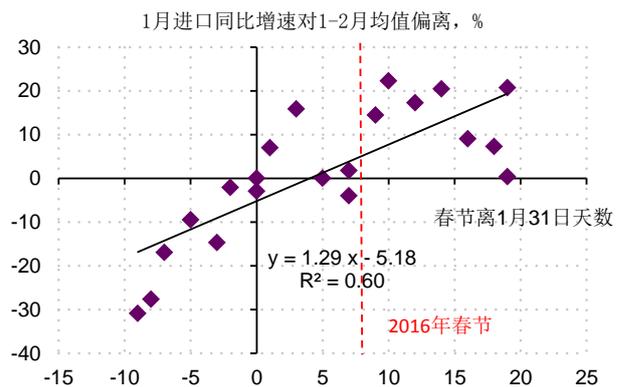
贸易数据方面，春节因素对出口的影响不显著，但春节延后对 1 月进口有显著正向影响。经验数据显示，春节因素对出口影响非常有限。春节每晚 1 天，1 月出口同比增速仅较 1-2 月均值下降 0.12 个百分点，而且关系并不显著（图 98）。显示外需决定的出口并不受春节因素的显著影响。而数据显示春节因素对进口影响显著，春节越晚，1 月进口同比增速较 1-2 月均值就越高。回归结果显示，春节每晚一天，1 月进口同比增速将多高出 1-2 月均值 1.29 个百分点。春节位置对 1 月 M1 同比增速较前两月均值偏离的解释度高达 60%（图 99）。春节对进口的影响符合直观理解，节前消费需求旺盛，进口需求增加，特别是一般贸易进口，对进口增速产生推升作用。

图 98. 春节因素与出口几乎没有相关性



资料来源: Wind

图 99. 春节因素对进口影响很显著



资料来源: Wind

消除春节影响后, 1月CPI冲高主要为食品短期影响所导致, 未来几月通胀将重回弱势。回归结果显示, 今年1月春节位置决定1月通胀增速对1-2月均值偏离不大, 因而今年春节因素对通胀影响较为有限。而1月通胀回升的主要动力是极端天气推动蔬菜价格的上涨, 随着短期冲击推出, 需求总体疲弱环境下通胀将重回弱势, 我们预测2月CPI增速可能回落至1.6%附近。而春节因素对工业品价格影响较为有限, 基数效应和稳增长政策发力可能继续推动PPI同比跌幅有所收窄。

消除了春节影响后, 1月进出口均呈现弱势。经验数据显示, 春节因素对出口几乎没有影响。在美联储加息与人民币显著贬值之后, 全球经济下行压力显著上升, 外需将延续疲弱态势, 出口跌幅难以收窄。而考虑到去年2月份的高基数效应, 2月出口同比增速可能出现较为明显的下行。而今年春节位置意味着1月进口增速对1-2月均值有正向偏离, 因而2月进口增速可能出现更为明显的下跌。在稳增长政策尚未带动内需有效企稳的情况下, 进口同比增速将延续显著下跌态势。

消除春节影响后, 信贷社融加速投放是趋势。信贷和社融受春节因素影响均较为有限。1月份信贷和社融加速投放, 是稳增长政策发力的趋势性行为, 而非短期季节性因素所致。一方面, 稳增长政策发力需要金融机构加大信贷投放, 增加对实体经济资金支持; 另一方面, 作为“十三五”开局之年, 16年大量项目上马新增融资需求, 带动贷款需求上升。在供需同时上升背景下, 信贷和社融自然出现加速投放态势。而在银行调整放贷节奏背景下, 2月份信贷可能有所放缓, 但同比将延续多增态势。信贷和社融放量在今年应该是趋势性的。

信贷社融加速将推动广义货币增速攀升。春节因素推M0和M1影响显著, 1月春节位置与M0增速有显著的抛物线关系, 因此2月M0增速将出现明显回落。而今年春节位置决定1月M1增速对1-2月均值偏离有限, M1同比持续高增长, 显示在信贷大幅投放之后, 企业手持现金增多, 信贷投放能否有效转化为投资需求依然有待观察。而春节因素对M2影响有限, 信贷和社融加速投放推动广义货币增速显著攀升。未来几个月信贷和社融同比多增态势将延续, M2将保持高速增长态势。

表 7. 2 月各指标预测

指标	单位	1月值	1月对1-2月 均值偏差	1-2月均值 拟合	2月拟合值	回归系数 显著性	2月光大 预测终值	2月市场 预测均
CPI同比	%	1.8	0.01	1.8	1.8	***	1.6	1.8
PPI同比	%	-5.3	-0.03	-5.3	-5.2		-4.9	-4.8
PPIRM同比	%	-6.3	-0.09	-6.2	-6.1		-6.0	
出口同比	%	-11.2	0.49	-11.7	-12.2		-15.0	-10.2
进口同比	%	-18.8	5.14	-23.9	-29.1	***	-20.0	-3.1
M0同比	%	15.1	5.17	9.9	4.8	**	4.8	
M1同比	%	18.6	0.66	17.9	17.3	**	17.3	
M2同比	%	14.0	-0.1	14.1	14.2		14.1	13.1
新增贷款	亿元	25100	1765	23335	21570		15000	8000
社会融资总量	亿元	34200	3121	31079	27959		20000	

资料来源: Wind, ***表示在 99.9%的显著度, **表示 99%的显著度.

剔除春节因素后, 我们认为 1 月整体显示经济弱势, 预示宽松政策将持续。经济下行压力持续, 稳增长压力持续加大背景下, 货币政策宽松基调不会改变。虽然汇率依然是短期宽松政策的主要限制因素, 基于维持汇率稳定目的, 短期降准可能性有限。但随着经济下行压力加大, 以及人民币贬值压力下降, 上半年降息降准等宽松政策有望再度推出。除此之外, 加大信贷和社融投放力度依然是最为有效的缓解实体经济资金面的方式, 1 月份大规模信贷投放的效果有望在以后几个月体现。同时政策将通过多种方式引导金融体系资金进入实体经济, 包括加大地方政府债务置换、城投债发行、专项金融债规模等, 改善实体经济资金面。而宽松政策持续和稳增长政策发力将推动实体经济投资需求回升, 虽然高频数据显示 1-2 月经济数据继续低迷, 宽松政策下经济可能在 1 季度末出现企稳迹象, 在 2 季度呈现企稳态势。而基建投资回升将是经济企稳的主要动力。

专题二：理解中国经济，研判宏观政策

对中国宏观经济问题的认识取决于理解中国经济的层次和角度。对于相同的问题，不同的理解层次往往得出不同、甚至相反的判断，进而衍生出迥异的政策选择。

本部分首篇文章《理解中国经济的五层思维》详细阐述了对中国经济理解的五个层次。不同的思维层次在分析问题时，在视野、角度和深度上都有明显差异。思维所站的层次越高，越能透视中国经济的实质。文章以这五层次思维为框架，清晰地梳理了不同观点的脉络，指出当前经济面临的最大风险与应有的政策选择。

延续首篇文章的理解思路，《客观看待债务率和杠杆率》针对争论较大的中国债务风险和杠杆率过高问题，以数据为基础，在全面衡量杠杆率基础上，客观描述了我国杠杆水平。

在深入理解中国经济基础上，本部分最后几篇文章对宏观政策进行了研判。供给改革和稳定需求是今年上半年政策博弈与市场争论焦点，结合当前宏观形势，我们在《供给侧政策和需求政策，谁更对症》中提出通缩压力和经济下行并存环境下，稳增长更为关键。而后用《稳增长要打持久战》、《稳增长要吸取历史经验教训》、《稳增长无碍调结构》等对稳增长政策进行了全面阐述。

理解中国经济的五层思维

2016年6月23日³⁹

对中国经济，各方经常会有不同的理解。这部分是因为中国经济正处转型期，市场经济与计划经济因素相互交织，产生出许多较为复杂的、在其他国家很难见到的现象。但更重要的是，不同观察者往往从不同角度、不同观念出发来看中国经济，有时甚至思考问题的层次都不一样。

为了厘清各种观点，可把对中国经济的不同理解从下到上，归纳为五个层次的思维。不同的思维层次在分析问题，在视野、角度和深度上都有明显差异。思维所站的层次越高，越能透视中国经济的实质。而以这五层思维为框架，也可以比较容易地梳理出不同观点的脉络。

第一层思维：唯 GDP 论

对中国经济最朴素的认识可用“发展是硬道理”这句老话来概括。对中国改革开放几十年所取得的成绩，这句话功不可没。这句话虽然简单，却包含了相当关键的两层意义。第一，它明确了工作方向就是“发展”，从而凝聚了各方力量，形成了合力、减少了内耗。第二，它也为“发展”本身确立了不可动摇的地位，明确了以发展来解决发展中碰到的各种问题的思路，而将“不发展”排除在了政策选项之外。

在实践中，发展这个较为抽象、内涵甚广的词，往往落脚于经济增长——或者更为明确地说——GDP 增长。所谓 GDP，是国内生产总值的缩写，它衡量了一个国家或地区在一定时期内生产的所有最终产品和劳务的市场价值。尽管对 GDP 这个数据的口径和统计方法仍然有一些批评，但它仍然不失为最为全面衡量经济规模、且在国家间最为可比的宏观经济数据。因此，对很多人来说，发展是硬道理最终就落脚到对 GDP 增长的追求之上。

GDP 导向虽然粗糙，但胜在简单明晰，因而容易贯彻实施。中国各个地方政府的 GDP 竞赛是中国快速发展的一个重要原因。而对 GDP 增长的关心也让中国各级政府成为了经济发展的“扶助之手”，而不像很多其他国家的政府一样变成对经济的“掠夺之手”。

从改革开放几十年的实践来看，落脚在 GDP 导向上的发展观给中国带来了丰厚回报。中国世界第二的经济体量，在国际社会举足轻重的地位，以及国内人民群众大幅上升的生活水平，无不来自于此。

第二层思维：空想主义市场化

如果说过去几十年中国经济工作的主要目标是经济增长，那么实现这一目标的主要手段就是市场化改革。可以毫不夸张地说，中国改革开放的历史就是市场化改革不断取得成功的历史。这让市场化的方向深入人心。

目前，国内各方在市场化这一改革方向上没有任何分歧，但对如何推进市场化改革却有不同认识。有人认为，市场化改革应该推得越快越好，市场化程度越高越好。这种人相信，当前中国经济面临的种种问题都可以归结到市场化改革不到位之上。在后危机时代，随着国内经济增长下行压力的加大、结构问题的暴露，这样的看法更是得到了不少人的认同。

这些人认为，既然当前中国经济出现了产能过剩、债务高企等结构性问题，那就应该放开市场，让市场自发去调整。在这一调整过程中，产能过剩、债务高企的“僵尸企业”就会被市场淘汰，而留下那些更有发展前途、更加健康的企业。通过这样的市场出清过程，中国经济就会甩掉结构包袱、轻装上阵。毫不奇怪的，有这样认识的人会对刺激经济增长不以为然。在他们看来，刺激投资这种传统增长引擎只是“走老路”，只会减慢市场化改革的步伐、延缓市场出清的过程，无助于在更长期保持经济增长的稳定。

可以用“空想主义市场化”来概括这种对市场改革的认识。之所以说它是空想主义的，是因为这种思维过于理想化，低估了现实的复杂性。市场出清固然在理论上看起来有吸引力，但它在现实中是否具有可操作性则是一个大问题。事实上，东欧国家之所以在上世纪 90 年代采用“休克疗法”来做经济转型，就是基于这种空想主义的市场化思维，相信短期的阵痛能换来长期更加健康的经济增长。但历史证明了，这种空想主义的

³⁹ 本文为中国首席经济学家论坛约稿。

政策远未取得其预想结果，甚至在某些国家带来了经济灾难。相比之下，中国更加务实的渐进式改革思路取得了更好的绩效。

然而，随着次贷危机的爆发，以及随后“四万亿”刺激政策副作用的显现，国内不少人出于对现实状况的不满，不知不觉中接受了空想主义的市场化思维，希望能够通过快速的市场化改革来摆脱当前的困局。

抱有这种过度理想化思维的人容易把市场看成目的而非手段，用是否市场化来作为评价一切的标准。这样，就与“发展是硬道理”这一导向有了不易觉察、却又含义重大的差距。

第三层思维：现实主义

要看清“空想主义市场化”的偏颇之处，需要再进一层，用“现实主义”的思维来分析问题。这层思维认识到现实与理想之间存在落差。在一些关键条件没有具备的时候，过于理想化的经济政策难以取得其预想的结果。这种现实主义的思维有着坚实的经济学理论基础。1953年 Lipsey 与 Lancaster 两位经济学家所创立了“次优理论”（Second Best Theory），说的就是这个道理。

可以用一个简单例子来说明什么是“次优理论”。假设要治疗某种疾病，一副包含 5 味药的方子最对症。换言之，治疗这种疾病的“最优”（最理想）选择是这副 5 味药的方子。但如果这 5 味药里面有 1 味缺失，怎么也找不到，这时治病的“次优”（第二好）选择是什么？是用能找到的其他 4 味药配起来吃吗？多半不是，因为 5 味药之间有复杂的药理反应，从而能综合产生治病的疗效。而如果只吃 4 味药，有可能病没治好，反而产生了毒性反应。事实上，如果不能把药方中的 5 味药全部配齐，就不能说吃 4 味药的结果一定好于吃 3 味药。有些时候，“次优”的选择可能是剩下的 4 味药一味也不吃，转而寻找其他药方。

市场化改革也是一样的道理。理论上，市场能够形成最优的资源配置状态。但这种最优结果需要一系列前提条件来保证。如果出于一些现实的约束，这些前提条件不能完全具备，那更多的市场化改革、更高的市场化程度未必带来更好的经济状况。这可以在中国的经济调结构和利率市场化中得到印证。

直观来看，要解决中国产能过剩的问题，似乎简单让那些过剩产能企业倒闭就完了——这正是空想主义者开出的药方。但是，我们必须看到，在产能过剩的表象背后存在深层次的结构性问题。中国收入分配格局不利于居民，政府通过税收和国有资产从全社会总收入中切走了很大份额。相应的，居民总收入在经济中的比重就明显偏低。政府收入大量向投资的转化，是中国产能过剩的根本原因。因此，如果要真正实现消费转型的结构调整，中国需要调整收入分配结构，把更多收入导向消费者。在那之前，放任过剩产能企业倒闭并不会自动增加居民消费。相反，企业倒闭会引发工人失业、降低全社会的收入预期和支出意愿，进一步抑制经济中的总需求。而需求的萎缩反过来会让更多企业经营困难，甚至也变成产能过剩企业。这将让中国经济陷入恶性循环，面临严重经济硬着陆风险。

利率市场化改革是另一个例子。中小企业融资难融资贵是中国长期存在的问题。空想主义的人相信，只要放开了利率管制，中小企业就能通过在资金借贷市场上支付较高利息来获取资金，从而让更多金融资源流向它们。然而，这个美好愿景在过去几年利率市场化改革的实践中并未变成现实。在利率管制放松之后，有预算软约束的融资主体（主要为地方政府融资平台）对利率不敏感，反而能够支付高利率来争抢资金，因而在融资市场占据了更大份额，更严重地挤出了中小企业。于是，利率市场化改革反而让中小企业融资环境进一步恶化，加大了金融市场的扭曲。

所以，有必要从“现实主义”（同时也是“次优理论”的角度）的角度来思考问题。要知道市场只是手段而非目的，市场化改革不可太过于理想化。要把市场这一手段用好，需要看清市场面对的现实约束在哪里，实事求是地权衡市场化改革的利弊，仔细规划改革的路径和步骤。在条件不成熟时，不可硬推市场化改革。

因此，在收入分配等结构性障碍未能破除之前，消费转型这种理想化的“最优”结果很难达成，中国经济将在相当长的时间内处于需求不足的状况。此时，通过刺激投资来稳定增长是“次优”的选择，是在现实约束下中国经济能够找到的最好出路。而那种试图通过放任经济增长下滑、市场自动出清来调节经济结构的政策非但不能达成“最优”结果，还极可能让中国滑向经济硬着陆、社会失稳等“次次优”，或是更差的结局。

还值得一提的是，用“现实主义”思维看问题，得出的政策药方往往与“唯 GDP 论”者给出的建议类似。二者都提倡用刺激性的政策来稳定 GDP 增长。但这现实主义的第三层思维是从对中国经济结构问题的分析出发，权衡多种选项后得出结论的。不可将其与盲目追求 GDP 增长的第一层思维混为一谈。事实上，从第一层思维到第三层思维，经历了否定之否定，实现了认识上的螺旋形提升，层次不可同日而语。

第四层：现实主义市场化

“现实主义”的思维虽然看到了市场化所面临的现实约束，但并未给出解决办法。事实上，有些现实约束化解起来困难重重，绝非短期内能够见功。这样看来，理想化市场改革所需的条件在相当长时间内都无法完全

具备。这就让市场化改革陷入了进退两难的境地——不改革则无法解决问题，但推进改革又很可能让情况变得更差。难道中国经济就要被永远锁定在“次优”状况中了吗？

答案是否定的。现实主义并不代表不要市场化。毋庸置疑，市场化改革是中国经济长期的唯一出路。但空想主义地推进市场化改革也要不得。恰当的市场化改革方式——也是中国过去几十年一直采用的方式——是现实主义的市场化。这就进入了第四层的思维。

从第四层思维来看，市场化改革的过程，就是市场面临的现实约束不断暴露，又不断被化解的过程。在中国改革开放的历程中，市场化改革带来短期阵痛的情况屡见不鲜。这些阵痛，其实就是经济状况从“次优”滑向“次次优”的表现。但也正是通过这些阵痛，改革者认识到了制约市场化成功的真正约束所在。这些约束可能一开始看起来似乎不可逾越，但只要改革者实事求是地想办法，总能找出突破的方法。中国过去三十多年就是这么一路走过来的。

从这个角度来看，市场化改革难以避免引发阵痛。但是，需要把阵痛视为改革举措与现实状况不匹配的信号，视为发现核心现实约束的契机，并针对这个约束实事求是地分析和改进改革举措。从而，最终实现改革面临约束的逐步放松，让经济状况逐步走向市场化的“最优”。相反，如果无视阵痛所释放的信号，而只是一厢情愿地认为只要改革持续推进下去，阵痛就会消失，那么阵痛就很可能长期化，甚至最终让改革进程出轨。这便是空想主义市场化和现实主义市场化的最大差别所在。

仍然以利率市场化改革为例。在过去几年放松利率管制的过程中，确实产生了预算软约束主体对中小企业的挤出效应。但也正是这种挤出，让各方清楚地认识到了消除预算软约束对金融改革的重要意义。因此，2014年国务院才会发布43号文来试图清理金融市场中预算软约束的源头——地方政府融资平台。尽管清理融资平台的过程有波折和反复，但这种进二退一正是市场化改革的常态。在各方认识到融资平台这个利率市场化改革的关键约束之后，我们就离利率市场化改革的成功又近了一步。

需要注意，“现实主义市场化”与“空想主义市场化”虽然都以市场化为导向，但二者之间又有一次否定之否定的认识螺旋形上升。现实主义市场化的关键在于实事求是，研究怎样在现实约束下用好市场这种手段，提升经济绩效。而空想主义的市场化则在一定程度上把市场当成目标，脱离实际地来追求理想中的最优。中国渐进式改革的成功是现实主义市场化的成功。而东欧休克疗法的失败是空想主义市场化的失败。

第五层思维：总设计师思维

“现实主义市场化”给出了改革推进的方法，但疑问仍然存在。中国在过去几十年突破了许多关键约束，从而实现了市场化改革的不断深化。但回溯历史，可以发现这些约束的突破都来自一个个偶然事件。可以设想，如果没有小岗村、如果没有加入WTO，中国经济恐怕就会是另外一番光景。看上去，过去几十年中国经济的成功可能只是因为运气好，赶上了这些好事情。

把中国改革开放的成功归结为偶然和运气，显然不能令人满意。必须要看到偶然背后的必然，才算真正触及到了中国成功的精髓。要做到这一点，需要在认识上再上一层，上升到可被称为“总设计师思维”的第五层思维。之所以将这层思维做如此命名，是因为它与中国改革开放总设计师邓小平的思想有共通之处。

这层思维可用下面这个假想例子来引出。想象在一个小山村里，有一个小孩在附近的山林中走失了。为了找回这个小孩，全村人一齐出动，搜遍了附近所有可能的地点。最终终于成功找到这个小孩。在这个故事中，小孩在哪里被找到、又是被哪位村民找到，完全是偶然事件。但是，小孩被找到这个结果是必然的。原因有二：其一，把小孩找到是所有村民非常明确的目标；第二、村民们展开了一项全面而系统的搜索工程，把所有可能的地点都找过了。有了明确的目标，又有了系统的搜索，小孩被找到只是一个时间问题，没有悬念。

回到中国经济，中国过去几十年的市场化改革是一项前无古人的伟大创举，没有前例可循。改革过程中需要突破的约束既有经济层面的、也有社会和政治层面的。之所以这些障碍能够被逐一突破，关键在于两句老话。

第一句，“发展是硬道理”。这句话给各方树立了非常清晰的目标，给出了明确的评价标准，从而能把各种力量往一处引。第二句，“摸着石头过河”。中国的改革过程不是谁设计出来的，而是基层广大人民群众不断摸索、不断试错给找出来的。这种试错过程本身也市场经济分散决策的一种体现。在这个过程中，政府最大的作用在于识别出那些摸索出来的成功经验，将其在全国范围推广。小岗村搞“大包干”是个偶然事件。但有了前面两句话，“大包干”这种更有效率的生产组织形式迟早都会被用起来。没有小岗村先做，也会有其他村来第一个吃螃蟹。

事实上，我们之所以将邓小平尊称为改革开放的总设计师，并不是因为他设计出了中国改革的精确路线图，而是因为他倡导了“发展是硬道理”和“摸着石头过河”，给大家指明了目标，并且在全国范围内形成了摸索出路的系统工程。这是中国过去几十年现实主义市场化改革的成功精髓，是一个个偶然背后的必然。

当前中国经济的最大风险

站在最高的第五层思维，才能看到当前中国经济面临的巨大风险所在——我们正在丧失过去几十年赖以成功的基础。与它比起来，经济增长减速、债务高企、银行坏账等这些人们日常谈论的风险只是癣疥之疾。

一方面，发展这个曾经无比清晰的目标正在变得模糊。后危机时代，稳定中国经济增长的难度越来越大，而稳增长政策（尤其是四万亿刺激政策）所产生的副作用也不可忽视。这催生了对刺激政策的负面态度。还有人用一些似是而非的理论试图论证中国经济增长就应该减速，中国高增长的好日子已经结束。更有甚者，还因为发展所产生的副作用而否定发展本身，将经济增长复苏看成坏事。在这样的氛围中，经济发展这个曾相当清楚的目标正在变得模糊，各方对中国经济增长的信心也不断衰弱，“发展是硬道理”正在变成一句空话。

另一方面，基层试错的空间正在收窄。在中国经济结构性、周期性问题集中爆发的复杂局面中，更需要各方在摸索中找寻中国经济的出路。既然是摸索，就一定既有摸对的时候，也有摸错的时候。过去，我们的评价方法都是看主流，对失误保留相当程度的容忍度。但现在因为种种原因，求全责备的不宽容态势正在明显抬头。这让各方试错的积极性大幅降低，“不作为”大面积蔓延。

很明显，增长目标的淡化正在让各方无所适从，而试错空间的减小也让各方不敢尝试、不敢作为。中国过去几十年辉煌的基础正在被掏空。造成这一切的有多方面原因。在经济层面，最主要的莫过于“空想主义市场化”对于宏观政策思路的干扰。把市场当成目的而非手段，自然就模糊了本应清晰的发展目标。而当不少人过于理想化地分析宏观政策、求全责备时，实务者的试错空间自然就被挤压。这样一来，当空想主义者试图将中国经济引向其理想中的最优时，他们实际上正在侵蚀中国过去几十年成功的基础。

面对这样的巨大风险，当前急需通过三件事来让中国经济重回正轨。

第一，重新强调“发展是硬道理”，再次明晰经济工作的目标。我们当然有必要追求更加可持续、更加惠及民生、更加环境友好的这种高质量增长。这里，增长前面的定语还可以写很多。但是，无论是什么样的高质量增长，都要以经济增长为基础。离开了经济增长，其他都无从谈起。因此，再次强调经济增长的重要性，摒弃漠视增长、甚至敌视增长的错误倾向，是当务之急。

第二，给试错留出更大空间，鼓励各方“摸着石头过河”。在当前复杂的经济局面下，没有什么政策能做到面面俱到，十全十美。任何政策决策都只能是几害相权取其轻。更何况，当前形势不同于过往，很多政策都需要在摸索中找寻恰当的推进方法。在这样的情况下，做评价时更需要看主流，而不能抓住一点错漏而不放。这样才能放开各方的手脚，释放其积极性。

第三，坚持实事求是地设计和评价经济政策。经济政策是在现实中加以运用的，面临着种种现实约束。因此，需要客观地分析不同现实因素之间的相互作用，在现实约束下找寻最优的可行方案。不顾现实而过于理想化地设计政策，多半会南辕北辙。尤其需要摒弃把市场当成目的“空想主义市场化”思维，而从实际出发、实事求是地设计和推进各项经济政策。

客观看待债务率和去杠杆

2016年5月26日⁴⁰

不恰当的高杠杆会引发严重风险。2015年A股市场的异常波动已经充分地体现了这一点。因此，有必要对中国经济中的杠杆风险加以控制和化解。这是供给侧改革将“去杠杆”作为其五大任务之一的原因。

不过，去杠杆是个笼统而模糊的概念。将去杠杆这一政策目标落实到具体政策措施上，需要找对目标，对症下药。如果盲目地见杠杆就压，则不仅会分散政策力量，还容易引发新的风险。我国去杠杆的重点应该放在抑制金融市场中炒作力量所带来的金融杠杆。而对我国全社会总债务规模所对应的这一杠杆，需给其健康有序增长留出空间。

根据社科院的估计，我国2014年全社会总债务占GDP比重已达236%，看上去规模不小，其中又以非金融企业的债务数量最多（其债务占GDP比重达123%）。但从两个方面来分析，我国全社会杠杆率实际上并不高。

第一，从资产负债率来看，我国整体杠杆率仍然较为健康。其实，债务占GDP比重并不是一个衡量杠杆率的恰当指标。因为债务是存量，而GDP则是流量。准确衡量杠杆率的指标应该是资产负债率，即债务存量与资产存量之间的比例。从这一指标来看，我国政府、居民和非金融企业的杠杆率分别为9%、30%与60%。虽然其中企业的资产负债率略高，但也明显低于其2000年前后的水平。从资产负债率的角度来看，我国无论是全社会、还是分部门的杠杆率都不算高，各部门资产负债表都比较健康。

第二，从我国国内储蓄与债务的平衡来看，当前我国全社会债务水平可能是相对合适的。我国长期消费不足，储蓄过剩，国民总储蓄占GDP比重接近50%。在可预见的未来，造成高储蓄的收入分配不合理、社保发展滞后等因素还会继续存在。这些源源不断产生的庞大储蓄有向国内投资转化的动力。而由于我国金融市场以间接融资为主、股权融资尚不发达，所以储蓄向投资的转化势必主要以债权融资的方式推进，因而会形成债务的累积。作为发展中国家，我国人均财富还比较少，而市场空间和投资机会比较多，因此大家在投资时就会更多地依赖借钱，这也会推升债务水平。这些观点，周小川行长在今年年初的有关会议上也阐述过。必须看到，这些债务是国内储蓄的平衡因素，是健康的。这一点也为我国国际收支状况所印证。国际投资头寸表数据显示，截止2015年，我国拥有对外净资产接近1.6万亿美元。换句话说，尽管我国国内债务规模在持续上升，但我国仍然拥有庞大的对外净债权。这表明我国仍然是国内储蓄存量大于国内债务存量。

这样来看，我国全社会债务水平可能并不算高，去杠杆政策不应以降低全社会债务为目标。事实上，过去两年的宏观调控实践已经在这方面留下了教训。在2014-15年，我国出于控制地方政府债务扩张的考虑，收紧了地方政府融资平台的融资。再加上地产调控政策对地产开发商融资的挤压，导致货币信贷长期低增长，引发了实体经济严重的“融资难”。随之而来的经济增长减速令企业经营愈发困难，还款能力下降，一定程度上导致今年债务违约事件的集中爆发。另一方面，如果国内储蓄向实体经济项目的转化不畅，就容易在金融市场形成流动性“堰塞湖”，造成资金脱实入虚的“空转”之势，催生出金融资产价格泡沫。有此前车之鉴，供给侧改革中的去杠杆政策就不应再重蹈紧缩货币之覆辙。

去杠杆应当以金融市场中不恰当的高杠杆为目标，以严重过剩产能和僵尸企业中的高债务为目标。去年，A股市场中借钱炒股之风盛行，股市中杠杆资金规模快速膨胀，推升了股价泡沫。而在股市下跌之时，杠杆资金的平仓压力又和股指下跌形成了相互加强的恶性循环，最终引发严重的异常波动，冲击了金融市场的稳定。而在股市泡沫破灭的过程中，那些借入了大量资金而构建了高杠杆的投资者也损失惨重，投机不成反受损失。因此，金融市场中这种纯粹为投机力量所推升的杠杆，除了放大市场波动、加大整体风险之外，并无太多益处。所以，压金融杠杆理应成为去杠杆的首要目标。

⁴⁰ 本文在2016年5月26日首发于财新网。

总而言之，高杠杆确实会带来风险，我国债务率的较快上升也需引起警惕。但不同国家的经济结构、发展阶段和国情都有差异，不宜作简单比较。不能仅仅因为我国全社会总债务规模不小，就觉得我国全社会杠杆率过高了。近年来大量资金投向基础设施领域，长期有正向溢出效应，但短期盈利能力差，由此会导致短期内债务率上升。当然，一些领域存在软约束和刚性兑付等情况也推高了债务杠杠水平，一些产能过剩企业债务高企也潜藏着一定的金融风险。因此，对债务率这个问题要高度重视，同时也要有耐心，既要充分吸取国际经验，防止过高债务率可能造成的问题，也要寻找一条适合国情的道路逐步来解决。这里面关键是要区分何处是会产生风险的高杠杆，进行仔细识别。毕竟，我国资产负债率可能并不高，而且还在源源不断地产生大量富余储蓄。从防控风险的角度来看，去杠杆应当以金融市场中投机性的高杠杆为目标，并有针对性地解决过剩产能和僵尸企业的高债务问题。

供给侧政策和需求政策，谁更对症

2016年1月3日⁴¹

近期决策层多次提及供给侧结构改革，中央经济工作会议更是较大篇幅的着墨于供给侧改革。然而供给侧改革推进并非意味着需求刺激的启用，从中央经济工作会议表述看，需求刺激政策更为实际。供给侧改革与需求刺激“一虚一实”是由我国当前经济现状决定的。目前我国宏观经济面临问题为需求不足，表现为通缩压力持续。这与美英等国家采取供给侧改革时供给不足的宏观环境存在明显差别。因而，需求刺激对推动当前经济企稳回升更为有效，宏观政策更应着力于在需求面发力。而供给侧改革功效则更多的在于培育长期增长动力。

1.1 供给侧改革理论与适用环境

供给学派与需求管理学派交替发展，趋势上相互融合。供给学派诞生于19世纪，以萨伊定律作为基础，常见的表述形势为“供给创造自己的需求”，即假定价格自由变动保证市场出清。然而大萧条下需求出现严重不足，产能普遍过剩导致人们对市场自动出清产生普遍怀疑。而以价格粘性作为主要基础假定之一的凯恩斯革命提出了新的经济理论，并成为新的经济学显学。20世纪70年代发达国家普遍陷入滞胀为供给学派带来新的发展机遇，这个时期的供给学派开始根据供给理论发展出具体的政策建议。供给学派主张大幅降低税率，减少政府干预来对经济增长进行激励。以供给学派理论为指导的里根经济学和撒切尔改革取得显著成效，带领经济走出滞胀困境。但随着负面效应的逐渐显现，政府再次弃用供给学派政策主张，转向需求管理。而金融危机后全球复苏乏力，各国再次聚焦于供给侧改革。这个时期供给学派的研究已经不仅仅停留于较为局限的手段研究，而是发展为更为全面、更有高度的制度安排及转轨与经济增长的关系（贾康 苏景春 2014）⁴²。

供给学派核心观点是经济增长唯一来源在“供给侧”，主要经济理论包括萨伊定律、拉弗曲线等。供给学派认为资本、劳动以及全要素生产率的提高是经济增长的来源，需求侧刺激难以带来经济长期增长。一方面，宽松货币政策影响最终会在真实价格调整后消失，另一方面，财政刺激政策将对私人部门产生挤出效应。因而需求调控政策能够减小经济波动，但难以提供经济增长动力。

增加投资、增加劳动供给、提高经济效率是增加供给的有效途径。供给学派认为经济增速的提高必须通过增加供给实现，而投资是最为常用的提高供给方式。在外部平衡情况下，提高投资意味着增加储蓄，所以经济增速的提高决定于储蓄率的上升，因而供给学派主张通过各种政策激励居民储蓄。同时，提高劳动意愿，增加劳动力供给也是提高生产的有效方法。金融危机后各国更为关注的是如何通过改革提升经济效率，提高全要素生产率，培育经济长期增长动力。

减税、减少政府干预是较为成熟的供给学派政策主张。由于减税可以提高劳动者积极性，增加储蓄意愿，提高投资报酬率，让劳动者、储蓄者和投资者均受益，因而供给学派主张通过减税来增加经济产出。同时，供给学派更为强调市场机制作用，反对政府过多干预经济。支持减少政府干预以提高经济效率，促进经济增长。而在通过结构改革来提高经济增长方面，理论发展并不完善，因而尚未形成成熟且普适的政策，而只能是各国根据自身情况进行实践探索。

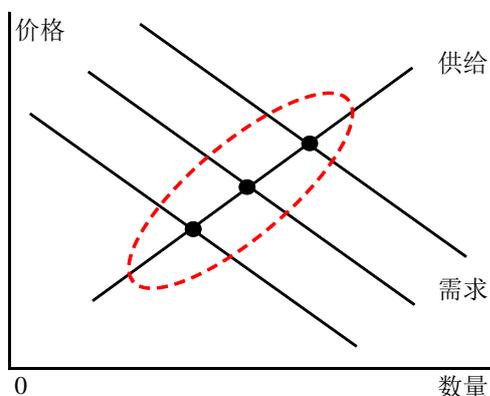
供给改革适用于供给不足带来的经济量价反向变化情况，需求刺激适用于需求不足时经济量价同向变化情况。需求与供给引发的波动在宏观表现上并不相同。需求变化引发的量价同向变化，即经济景气与通胀水平攀升同时发生，经济低迷与通缩持续相伴（图100），大部分经济波动均表示为需求带来供求波动。而供给侧引发的经济波动则表现为量价反向变动，即供给带来的经济收缩却伴随着通胀的高企（图101）。因此，面对经济低迷，需要观察价格指标判断是属于需求不足导致还是供给收缩形成。20世纪70年代发达国家“滞

⁴¹ 本文首次发表在2016年2月21日的同名中国经济周报中。

⁴² 贾康 苏景春（2014）《探析“供给侧”经济学派所经历的两轮“否定之否定”——对“供给侧”学派的评价、学理启示及立足于中国的研讨展望》，《财政研究》，2014年8期

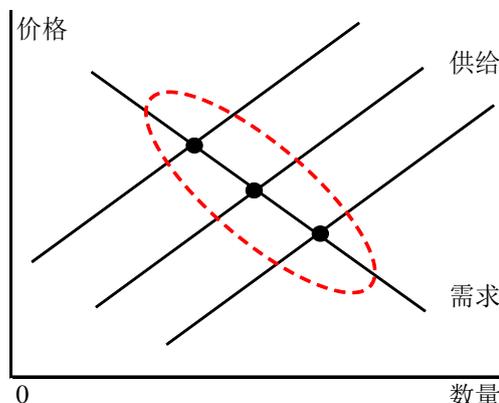
胀”环境下经济低迷伴随通胀高企，是典型的供给引发的经济收缩。而我国大部分经济周期均有需求面主导，表现为经济与物价水平的同向变化。

图 100. 需求引发的波动价量同向变化



资料来源：Wind

图 101. 供给引发的波动价量反向变化

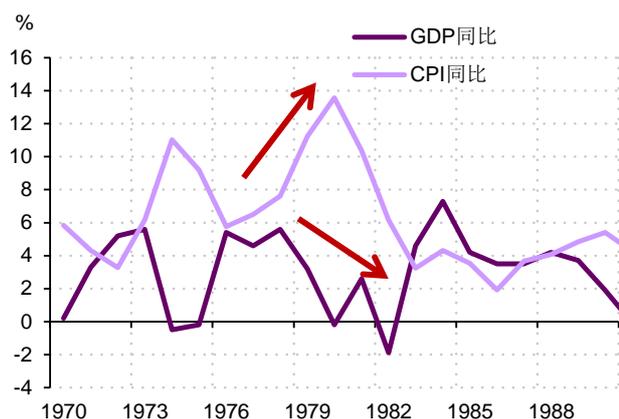


资料来源：Wind

1.2 英美 80 年代供给侧改革

美国 70 年代经济增长与通胀背离显示冲击来自供给面，80 年代里根供给侧改革成功带领美国走出滞胀。美国 70 年代经济增长持续走低的环境下，通胀却出现显著攀升（图 102），显示供给不足导致经济收缩。而里根的经济改革成功改善了美国 70 年代面临的滞胀困境，通过高度紧缩货币政策，将年度 CPI 增速从 1980 年近 13.6% 的水平控制到 1983 年 3.2%。在通胀回落，紧缩货币政策转向之后，经济增速出现回升，GDP 年增速在 1984 年最高攀升至 7.3% 水平，1982-1989 年平均水平较 1971-1981 年高出 0.48 个百分点值 3.63%（表 8）。经济增速回升带动失业率缓慢下降，从 1982 年 9.7% 的水平持续下降至 1989 年 5.3%。

图 102. 美国 GDP 与 CPI 走势



资料来源：Wind

表 8. 里根供给改革前后美国经济指标变化

	1971-1981 年平均	1982-1989 年平均
GDP同比 (%)	3.15	3.63
CPI同比 (%)	8.1	4.0
失业率 (%)	6.5	7.2
储蓄率 (%)	22.2	20.3
投资占GDP比例 (%)	17.6	17.9
制造业占GDP比例年均降幅 (%)	0.32	0.31
信息业占GDP比例年均增速 (%)	0.03	0.01
财政赤字占GDP比例 (%)	2.30	4.10
财政支出占GDP比例 (%)	19.1	21.3

资料来源：Wind

里根经济学供给改革加速了落后产能退出。虽然对总体经济结构改善有限，但由于货币政策高度紧缩以及政府干预减少，落后产能淘汰速度加快。在工业产出持续保持低增长，1982-1989 年均增速仅有 1.8% 的情况下，产能利用率出现明显回升，季调后产能利用率从 1982 年最低时 67.8% 的水平持续攀升至 1989 年初的 85.5%，显示工业产能出现持续淘汰。而初级金属、机械等行业增加值占 GDP 比例分别从 1979 年的 1.70% 和 2.38% 持续下降至 1989 年的 0.78% 和 1.53%，货币政策高度紧缩的 1980-1982 年是降幅最大时期。

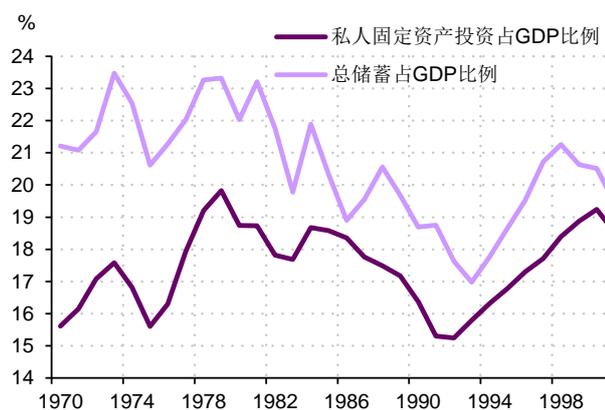
美国供给侧改革下经济结构改善有限。虽然里根经济学以供给学派为指导，然而具体执行结果却显示经济

结构改善有限。根据供给理论，减税与减少政府干预将通过提高储蓄意愿和投资意愿，提高经济产出。然而事实上美国储蓄率与投资率在 80 年代均持续下降，美国总储蓄率从 1979 年的 23.3% 下降至 1989 年的 19.7%，而私人固定资本占 GDP 的比例从 1979 年的 19.8% 下降至 1989 年的 17.2%（图 103）。经济结构并未出现改善，反而出现恶化。而从产业结构看，80 年代美国也并未出现加速调整态势。制造业占 GDP 比例在 1971-1981 年年均下降 0.32 个百分点，在 1982-1989 年下降 0.31 个百分点，两者基本持平。而信息业占 GDP 比例在 1971-1981 年年均提高 0.03 个百分点，而在 1982-1989 年年均提高近 0.01 个百分点。

需求侧政策保证供给改革时期美国经济增速平稳。 供给侧改革没有为美国经济形成明显增长动力，而高度紧缩的货币政策更是加大经济下行压力。为了保证经济平稳，里根政府事实上实施了宽松的财政政策。与里根经济学宣称的不同，里根政府执政期间政府支出并没有削减，反而出现了增加。财政支出占 GDP 比例从 1971 年至 1981 年平均 19.1% 的水平上升至 1982-1989 年平均 21.3% 的水平，在减税导致财政收入下降情况下，财政持续出现明显扩大。平均赤字率从 1971-1981 年 2.3% 的水平显著上升至 1982-1989 年 4.1% 的水平（图 104）。积极的财政政策在供给改革时期保证了美国经济增速平稳，而带来债务负担的上升也成为里根继任者放弃供给改革政策的重要原因之一。

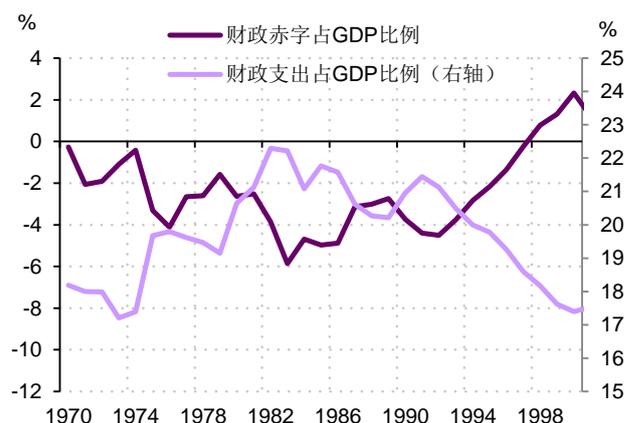
总的来说，以供给学派理论主导的里根经济学有效控制了美国通胀，化解了美国“滞胀”困境中“胀”的问题。从当时需求调节政策长期失效，经济环境恶化情况来看，实施供给改革具有必要性。然而供给改革对与经济结构改善较为有限，储蓄率与投资率并未如供给学派认为的出现提高，产业结构调整也未出现加速。而供给改革时期经济下行压力加大需要需求调节政策发力，来维持整体经济增速平稳。需求刺激政策带来的副作用也成为了里根继任者放弃供给改革的重要原因之一。

图 103. 美国储蓄率与投资率变化



资料来源：Wind

图 104. 美国财政支出与支出占 GDP 比例



资料来源：Wind

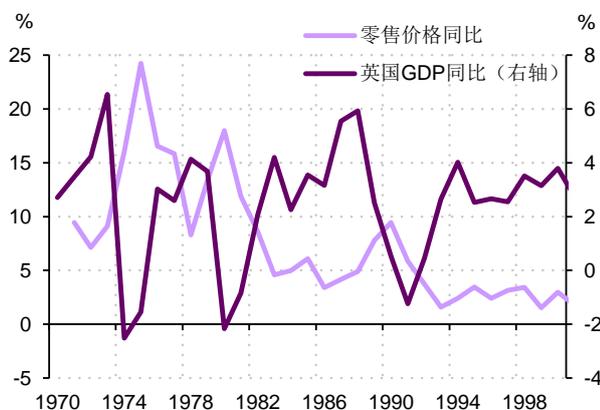
英国 70 年代经济增长与通胀的背离同样显示冲击来自供给面，撒切尔夫人在 80 年代强力推行供给侧改革。 70 年代英国同样陷入高通胀低增长的滞胀困境（图 105）。撒切尔夫人上台后，于 1980 年制定中期金融战略（MTFS），计划逐年缩减 M3 规模，并大幅提高短期利率至历史高点 16%。另一方面，缩减公共领域支出，例如公共住房开支从 78-79 年的 60 亿英镑削减至 86-87 年的 27 亿英镑。同时大幅调降税率，将最高工资税率和投资税率有 83% 和 98% 降至 60%。

撒切尔改革更为显著的政策是推行企业民营化，发挥自由市场机制活力。 撒切尔政府在 1979 年推行“民营化”，掀起西方国有企业民营化浪潮。撒切尔夫人通过交易出售、中长期特许经营、股票上市、附加措施等，将大量国有企业私有化，将国家雇佣工作人员转移到民营部门，瓦解工会实力，减轻了企业负担。显著提高了整体经济活力。

撒切尔政府改革带动英国经济走出通缩，改善了英国经济结构。 与美国类似，高度紧缩的货币政策有效控制了英国通胀，英国零售价格增速从 1980 年的 18.0% 下降至 1983 年的 4.6%。而更为重要的是，“铁娘子”撒切尔夫人的改革有效改善了英国经济结构，英国储蓄率从 1977 年的 20.5% 攀升至 1989 年的 26.3%。特别是强力推行的国有企业民营化改革，化解了经济结构僵化估计，有效的增加了经济活力。重塑了经济长期

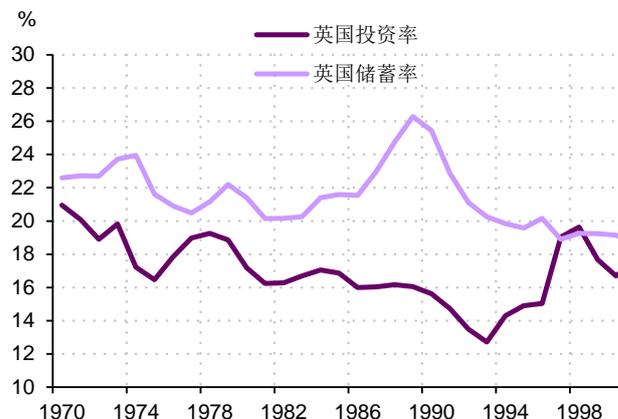
增长动力。

图 105. 英国 GDP 与 CPI 增速



资料来源：Wind

图 106. 英国投资率与储蓄率



资料来源：Wind

1.3 今年稳定中国经济增长需求侧政策更为有效

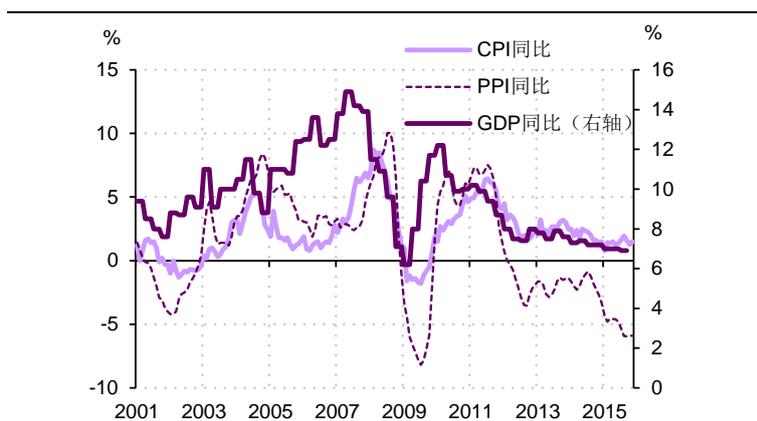
目前中国的主要问题在于需求不足，需通过需求刺激政策稳定经济增长。从总量关系看，与我国目前经济增速不断下行相伴的是，通缩压力不断加大，特别是工业品陷入持续大幅通缩困境中。与 GDP 增速从 11 年 4 季度的 8.7% 持续下行至 15 年 3 季度的 6.9% 相伴的是，CPI 同比增速从 4.6% 放缓至 1.5% 附近，PPI 更是从同比增长 3.1% 持续下降至同比下跌 5.9%（图 107）。显示我国目前宏观经济面临的冲击主要来自需求不足，而供给则是相对过剩。稳定经济增长更为有效的政策是需求刺激政策。

中央经济工作会议在供给改革与需求刺激方面“一虚一实”。中央经济工作会议虽然提出了供给侧改革，但会议内容实际上更加偏向通过刺激总需求扩张来稳定增长，从而实现小康社会这一目标。建成小康社会要求未来五年经济平均增速达到 6.5% 以上。然而 15 年 3 季度，GDP 增速能够保持在 6.9% 的水平主要依赖金融业，当季金融业同比增长 17.0%，而二产增速只有 5.8% 水平。随着 15 年 4 季度至 16 年 2 季度基数效应的快速上升，金融业增速将出现明显下跌，经济增速将逼近甚至突破底线。因此，为了实现小康社会目标，为“十三五”开一个好头，实体经济增速需要明显回升。

基建投资是经济企稳关键，是稳增长政策发力最有效的抓手。消费增速平稳，同时受制于收入分配结构，难以出现明显回升，而全球贸易萎缩态势下出口难以出现显著上涨。投资依然是总需求企稳最可依赖的动力。而房地产在建面积已经达到销售面积的 6.6 倍，受制于高库存压力，房地产投资将延续弱势。制造业投资受制于产能过剩和通货紧缩压力，增速可能持续放缓。因此，基建投资是稳增长政策发力最为主要和有效的抓手，因而也是经济企稳的关键。11 月基建投资同比增速较 10 月大幅提高 10.3 个百分点至 23.2%，显示稳增长政策下基建投资已经开始加速。2015 年共计发行地方债 3.84 万亿元，顺利完成 3.8 万亿元的发行计划。2016 年地方债发行规模将进一步扩大，考虑到在 3 年内完成存量债务置换，全年地方债发行额可能在 5-6 万亿元。同时，城投债发行也将加速，地方政府债务规模的再度扩张将持续改善地方政府资金来源。随着中央稳增长意图日渐清晰，地方政府投资意愿将显著加强，推动基建投资明显回升，发挥主要稳增长作用。

刺激政策继续加码，推动经济企稳回升。中央经济工作会议对供给改革和需求刺激表述“一虚一实”。随着经济下行压力加大，稳增长将成为政府工作实际核心目标，16 年刺激政策将继续加码，推动经济企稳回升。一方面，货币政策将继续保持宽松，除常规降准降息之外，将继续通过地方政府债务置换、专项金融债以及城投债加速发行等推动社会融资总量扩张；另一方面，财政政策将有效发力，财政赤字率将突破 3%。更为重要的是，随着决策层将稳增长作为最重要政策目标的态度日益清晰，刺激政策的穿透力将显著加强，实体经济投资意愿将出现改善，宽松政策传导渠道趋于畅通。

图 107. 中国经济增速与 CPI、PPI 增速



资料来源: Wind

稳增长要打持久战

2016年5月5日⁴³

中国经济在今年年初迎来了“开门红”。尽管1季度GDP增长仅6.7%，略低于去年4季度，但工业增加值、固定资产投资等数据均在近期明显回暖，表明实体经济正在较为强劲地复苏。毫无疑问，经济回暖的背后，稳增长政策是最大功臣。地产去库存政策扭转了地产市场的低迷态势。今年“两会”布置的重点工程建设任务提振了基建投资热情。而宽松的财政和货币政策也彻底消除了实体经济的“融资难”困局。

在经济形势显著改善之时，有关稳增长政策是否应该逐步撤出的讨论逐步浮出水面。毕竟，房价上涨已开始引发各方反弹，而货币信贷的快速增长也让通胀及资产泡沫的担忧升温。

不过，出于以下几个原因，此时撤出稳增长政策是下策。如果这样做，不但会让来之不易的复苏势头就此夭折，还会严重打击国内外各方对中国经济长期稳定增长的信心，危及全面建成小康社会目标的实现。

第一，当前中国经济滑出下限的风险并未消除。目前，实体经济的复苏并未完全对冲金融行业减速带来的下行压力。而考虑到去年2季度股市大泡沫曾大幅推高金融行业增速，给今年留下了很高基数，今年2季度金融业减速的压力会更大。目前，观察者虽普遍预期今年我国GDP增长能超过政府划定的6.5%底线，但这是建立在稳增长政策持续发力假设下的预测。一旦稳增长政策退出，预期就会随之恶化。

第二，各方对中国经济长期的信心尚不稳固。过去几年，我国曾经有数轮稳增长政策的放与收。其后果是经济数次在短期企稳后又再创新低。这已经严重伤害了政策声誉，打击了各方信心，降低了宏观调控的有效性。试问，如果大家都相信政策是“打一枪就跑”，又甚至只是“虚晃一枪”，政策效果能有多大？今年是“十三五”的开局之年，各方正观望政策调控是否会与之前不一样。如果这时再来稳增长政策的快速退出，无异于告诉大家“十三五”将继续重演“十二五”期间经济增长持续下台阶的状况，信心将再度丧失，小康社会目标将无从谈起。

第三，经济结构的调整需要稳增长政策持续稳定发力。许多人错误地将稳增长与调结构对立起来。但事实是，经济结构调整需要稳增长政策提供一个平稳的环境。试想，当企业整日挣扎在破产边缘的时候，会有动力投资于技术进步和产业升级吗？当失业大规模出现，全社会收入预期与支出意愿低迷之时，支撑消费和服务业快速发展的动力何来？因此，尽管某些稳增长政策似乎并不具有直接推动经济结构改善之功，但其营造的平稳经济环境却是结构转型的必要条件。过去几年的经验已经表明了，用撤出稳增长政策的方式来追求经济结构的改善，无异于缘木求鱼。

当然，在保持稳增长政策持续性的前提下，优化稳增长政策的实施是必要的。这方面我们有许多教训可资借鉴。比如，为了避免政策本身加大经济的波动，稳增长不宜被当成短期的权宜之计，而应该成为长期的事业。又比如，为了避免货币过量投放带来的通胀、资产泡沫等副作用，财政政策应该在稳增长中发挥更重要作用。再比如，为避免重蹈四万亿加大产能过剩压力的覆辙，对经济的刺激不宜发力于制造业投资，而应更多依赖基建、地产这样的“消费型投资”。不过，尽管的确有必要吸取过去的教训，尽量减少稳增长政策带来的不利副作用，但这不应成为不做稳增长的原因。

中国经济在稳增长政策的带动下终于迎来了久违的复苏。但形势的改善并不意味着稳增长政策应就此退出。恰恰相反，稳增长是一场持久战。中国经济是否能保持平稳，全面建成小康社会目标能否实现，均取决于我们能否打赢这场持久战。

⁴³ 本文是2016年5月5日发布于《经济参考报》的“四评稳增长”的一部分，同时以光大证券宏观经济评论发布。

稳增长要吸取历史经验教训

2016年5月5日⁴⁴

中国经济在新一轮稳增长政策带动下已明显复苏。但对于稳增长政策是否“走老路”的质疑，对于其可持续性及其副作用的忧虑却未散去。考虑到过去几轮刺激政策的后果，这些质疑和忧虑有一定合理性。为了保证经济的长期稳定，稳增长政策需要针对之前的经验和教训做出相应调整，走出新意。

一讲到稳增长，“四万亿”是个绕不过去的话题。2008年开始的四万亿强力刺激让我国经济从次贷危机的低谷中明显复苏。但这轮强刺激带来的产能过剩加重，通胀及资产价格上涨等副作用也非常明显，因而导致了舆论对刺激政策态度的转向，并在一定程度束缚了后来政策的手脚。为了做好当前的稳增长工作，有必要对四万亿做出客观评价，找出其成功和不足，并在当前政策推进中有针对性地加以改进。

首先需要明确的是，四万亿功大于过。有人因为四万亿带来的种种副作用而诟病稳增长政策。更有甚者，竟然将当前中国经济面临的问题全数归咎于四万亿。这些都是不公平的。必须要看到，次贷危机才是全球经济从繁荣走向衰退的罪魁祸首。我国经济在四万亿的带动下，有效对冲了次贷危机的冲击，实现了稳定增长，在全球经济中的地位进一步增强。而过去两年我国经济持续下滑的现实也让越来越多人认识到，没有稳增长政策托底，我国各种矛盾将集中爆发，经济转型将成为一句空话。

因此，当前我国的政策选择不是要不要刺激的问题，而是在刺激必须要推出的前提下，怎样优化政策，尽量降低其副作用，并兼顾长期的问题。在这方面，四万亿的三条教训可资参考。

第一，稳增长需要持续稳定发力，急放与急收都会加大经济波动。2008年末，四万亿的强力推出很快改善了各方对经济前景的预期。在宽松货币政策的扶持之下，不少企业不仅重新开工，而且还投资扩产。但2010年四万亿的快速退出让之前的乐观预期落空，不少在建产能还未投产就已过剩。而货币政策的迅速收紧更令企业雪上加霜。这种强力刺激政策的快放快收扰乱了市场预期，增加了企业经营的难度，人为增大了经济的波动。有鉴于此，当前稳增长政策需要保持稳定发力态势，既不要一时用力过猛，也不能因为经济短期复苏就急忙撤出。这样方能给各方稳定预期，保证经济增长的平稳。

第二，不可刺激产能进一步扩张。次贷危机长久地降低了全世界的总需求。在这一背景下，我国会在相当长时间内面临产能过剩的压力。四万亿由于不恰当地刺激了我国制造业投资，令我国产能过剩局面进一步严峻，加大了稳定经济的难度。有了这次前车之鉴，当前稳增长就不能再刺激制造业这样“生产型”的投资，而应该更多依赖基础设施、房地产等“消费型”投资。通过减税、完善社保等政策来提振消费也是应有之义。

第三，稳增长需要更多依靠财政政策来进行，以避免货币过快投放产生副作用。四万亿时期，宽松的货币政策是主角。当时，决策者希望通过海量货币信贷来促使企业投资扩产。这种不问实体经济有无投资机会就撒钱的方式，造成了资金大量向虚拟经济漏出，推高了通胀和资产价格。有了这个教训，当前的稳增长政策就需更多依靠财政政策这种不带来货币总量扩张、又能更直接支持实体经济的方法来进行，以避免货币过快增长产生的诸多副作用。

应该说，以上三点都已经一定程度上体现在了当前稳增长政策中。在未来，还需依据这些经验教训进一步优化政策。稳增长需要这样的新意来走得更稳、走得更远。

⁴⁴ 本文是2016年5月5日发布于《经济参考报》的“四评稳增长”的一部分，同时以光大证券宏观经济评论发布。

稳增长无碍调结构

2016年5月5日⁴⁵

中国经济存在结构问题。其中又以消费不足，以及随之而来的内需不足最为明显。为了实现长期稳定增长，中国经济结构需要优化调整。自然而然，调结构与稳增长一起，成了近年来我国宏观政策的主要目标。

事实上，调结构与稳增长相辅相成，并无矛盾。但不少人却不恰当地将其理解为二取一的单选题，从调结构的角度出发而轻视、有时甚至敌视稳增长。这种看法流传甚广，一定程度上影响了稳增长政策的及时有效推出。

从一个例子就能看出为什么有人会将调结构与稳增长对立起来，以及其观点的荒谬之处。想象这么一位身材畸形之人，他右手强壮而左手孱弱，很不对称。一天，这人强壮的右手严重受伤，筋断骨折，血流不止。其伤势之严重，甚至威胁到了这个人的生命。这时，有旁观者却在欢呼，为这人身形得到了改善，左右手变得更加平均而高兴。这旁观者甚至试图阻止医护人员来为右手包扎止血，认为这是在阻碍身体结构的调整。

很容易看出上面这位旁观者的偏颇之处——他混淆了真正意义的调结构与调结构的幻象。真正意义的调结构是通过重塑这人内部的血液循环系统，将更多养分引导至孱弱的左手，让其变得与右手一样强壮。而右手遭遇重创所带来的左右手差距的缩小，只是结构改善的幻觉。

在分析中国经济时，许多人正在犯上面这位旁观者所犯的错误而不自知。我国传统的增长模式依靠投资拉动、出口引导。在这样的模式中，我国实现了经济规模和人民生活水平的快速提升，但同时也让消费不足等结构问题愈发突出。次贷危机的爆发令我国出口行业遭受严重打击，其投资扩产意愿的下降也让国内投资需求明显走低。这让我国经济增速明显下滑，经济形势一度恶化至失稳的边缘。但是，有不少人却为此而欢欣鼓舞，认为这是调结构取得的成绩。还是这些人，往往对扶持投资的稳增长政策持负面看法，认为这阻碍了调结构的推进。

之所以有不少人会如此错误地把稳增长与调结构对立起来，是因为他们错误理解了调结构的内涵，只看到了调结构的幻象。真正意义的调结构是重塑经济内部资源分配的方式，将更多资源导向之前较为薄弱的环节，从而实现弱者变强式的结构改善。真正的调结构需要稳增长在空间和时间上来创造条件。

从空间上来看，资源配置的优化需要在平稳的宏观环境中进行。消费一直是我国经济的短板。要增加消费就需要增加居民的收入。而这要以就业市场稳定为前提。另一方面，产业结构升级，技术进步也需要以稳定的宏观经济为土壤。过去几年我国宏观经济状况已经清晰地表明，经济下行并不会倒逼真正意义上的结构改善，而只会引发各方面的风险。

从时间上来看，调结构就算在朝正确方向推进，也绝不可能一蹴而就。调结构是一个长期的系统工程，其增长红利只能在长期逐步释放，因而不能立竿见影地改善当前的宏观格局。在相当长的时间内，都需要稳增长政策营造一个平稳的宏观环境，从而为调结构的推进争取时间。

当我们正确认识了调结构的内涵之后，可以发现稳增长与调结构并不矛盾。恰恰相反，稳增长是调结构的必要条件。这并不是说稳增长之后经济结构会自然优化——结构优化有赖于结构性的改革政策。但是，那些试图通过退出稳增长政策来促进调结构的设想，无异于缘木求鱼。

⁴⁵ 本文是2016年5月5日发布于《经济参考报》的“四评稳增长”的一部分，同时以光大证券宏观经济评论发布。

专题三：人民币汇率改革

去年 8 月汇改后，人民币汇率经历了几次大幅贬值，而且持续面临贬值压力。汇率波动引发资本市场震荡等连锁反应。而与此同时，对汇率走势市场分歧加大，政策不确定性增强，令投资者无所适从。对此，我们通过系列文章阐述汇率运行和政策变化的逻辑，判断未来汇率走势。

《新汇改的因与果》解释了“8.11”汇改的背景，分析了汇改会产生的后果，并通过《人民币贬值对出口刺激作用有多大》来定量分析人民币贬值对贸易的影响。而随着人民币汇率在去年底再度快速贬值，我们在《人民币定价权旁落海外》中阐述了这轮贬值有离岸市场主导的情况和产生原因。针对当时甚嚣尘上的一次贬值到位观点，我们在《人民币一次贬值是下策》中细述了这种策略的不可取，并在《如何稳定人民币汇率预期》给出正确引导市场预期的建议，而在央行参考多个篮子的汇率定价机制形成后，撰写《人民币汇率未到自有浮动时》对政策选择进行阐释。

新汇改的因与果

2015 年 8 月 12 日⁴⁶

8 月 11 日，人民银行发布了改革人民币兑美元汇率中间价报价方式的声明，推出了新一轮的汇率改革。新汇改极大消除了汇率中间价设定中的行政色彩，令人民币明显贬值。从经济层面来看，新汇改此时推出的理由并不充分。看上去，人民币加入 SDR 的政治考量才是新汇改出台的最主要原因。因此，尽管新汇改不得不做，但它带来的汇率波动和不确定性并非决策者所乐见。汇改之后，央行并不会放任人民币进入贬值通道，而仍然会以稳定为汇率政策的首要追求目标。考虑到人民币贬值预期的加大，以及央行的态度，我们预计人民币兑美元汇率在今年年底会温和贬到 6.4。而为了稳定汇率，央行势必需要在外汇市场买入人民币，从而抽紧国内金融市场资金面。所以国内需要相应投放流动性来对冲。在这样背景下，国内降准的概率已经大为上升。

8 月 11 日上午，人民银行发布了《关于完善人民币兑美元汇率中间价报价的声明》。这则短端声明的核心要点是，人民币兑美元汇率中间价以后会跟随上一交易日的外汇市场收盘汇率而定。这是 2005 年汇改以来人民币汇率机制的最重要改革，可被称为一次“新汇改”。在此次新汇改声明发布之后，人民币兑美元汇率应声而贬，并带动澳元、新台币、新元等货币兑美元明显贬值。

1. 中间价报价方式变化为什么重要？

要了解中间价报价方式的变化为什么会给全球汇市带来这么大的影响，需要首先理解什么是中间价，以及它为什么重要。

所谓汇率中间价，是中国外汇交易中心每天在银行间外汇市场开盘前发布的一个参考汇价。根据规定，每天的外汇市场交易只能在中间价附近一个给定的汇价范围内进行。当前，人民币兑美元汇率日内波动幅度是中间价上下 2%。这意味着每一笔人民币兑美元的汇兑交易成交价格都不能偏离中间价超过 2%，否则交易无法执行。因此，设定了汇率中间价，也就定下市场汇率的大致范围。

根据外汇交易中心发布的《中国外汇交易中心产品指引（外汇市场）》，汇率中间价应当是每日交易之前，全部做市商报价去掉最高和最低后的一个加权平均价格。这是一种在国际上非常常见的市场定价方式。因此，理论上来说汇率中间价应当是一个市场价格。

但是，从过去这些年实际运行状况来看，中间价更像是一个官定的汇率。市场价格应该具有连续性。也就是说，每天开市的价格应当接近上一日的收市价格。但在现实中，人民币汇率中间价却经常性的与上一交易日汇率收盘价有较大偏差。在 2012 年年末，还曾出现过人民币兑美元汇率连续十多日“涨停”（升值幅度触及日内波动上限），汇率中间价却纹丝不动的奇景。从这样的走势来看，汇率中间价并不完全由市场力量所决定，而更多由央行所把控。因此，汇率中间价在过去更多被视为央行汇率政策的信号，其变化对市场情绪的影响力很大。

所以，这次人民币兑美元汇率中间价报价方式的变化非常重要。在央行不长的声明稿中，专门说到设定中间价时会“参考上日银行间外汇市场收盘汇率”。这表明汇率收盘价与中间价之间连续性会大幅增强，中间价将更多地由市场力量所决定。

由于从 2014 年年末以来，人民币汇率收盘价就一直相对中间价贬值，所以此次中间价向收盘价的靠拢自然导致中间价走贬。央行声明发布的当天，人民币兑美元中间价就从前一天的 6.12 贬到 6.23，贬值幅度接近 2%。而由于之前中间价一直官方色彩浓厚，被认为代表了人民银行的汇率态度，此番中间价生成方式的改革，以及中间价本身的贬值，都自然而然地助长了市场上人民币贬值的预期。因此，无论是在岸还是离岸市场，人民币兑美元的汇率都明显走贬。央行声明发布当日，人民币兑美元收盘汇率又相对新的中间

⁴⁶ 本文于 2015 年 8 月 12 日以光大证券宏观经济评论形式发布。

价贬值 2%，跌到了 6.32。这意味着下一天的中间价又会跟着贬 2%。考虑到如此递推的前景，人民币兑美元汇率贬值预期大幅上升（图 108）。

图 108. 人民币兑美元汇率中间价和收盘价



2. 新汇改的经济理由并不充分

央行为何在这个时点推出新汇改，可以从经济和政治两个方面找原因。但就经济层面来看，新汇改的理由并不充分。

的确，人民币的被动升值确实对我国出口有明显负面影响。在过去一年，由于人民币兑美元汇率基本保持稳定，所以强势美元带动人民币升值。期间，人民币对一篮子货币的名义有效汇率累计升值约 13%。因此，看起来似乎有必要通过人民币贬值来缓解出口的压力。

但是，汇率贬值对我国出口的正面带动效应有限。根据荷兰经济政策研究局（CPB）的统计，今年全球出口增长都在减速。在大家出口日子都不好过的时候，我国如果要通过汇率贬值来扩大出口，势必引发全球汇率竞争性贬值，于我国出口的帮助并不大。全球新兴市场国家货币跟随人民币的贬值就反映了这种汇率恶性竞争的前景。

相反，贬值带来的汇率不确定性将打击我国出口企业。在 2014 年 1 季度，人民币兑美元汇率曾经大幅贬值。其负面效应在 2014 年春季广交会上就表现了出来，令广交会成交量大幅萎缩。从媒体报道来看，国内出口企业和外商在面对不确定性的人民币兑美元汇率时，倾向于不签长单，只签短单，因而让成交金额大幅缩水。这表明，在我国出口企业缺乏应对汇率风险能力的当下，汇率波动性加大带给出口的伤害不容低估。

同时，还必须注意到仅仅在 1 个多月之前，A 股市场还曾出现过一次大规模的震荡，以至于需要政府强力介入来救市。目前，股市的情绪还并未完全稳定。这种时候推动新汇改，显然会增加金融市场的不确定性，不利于防控风险。

当然，从完善人民币汇率市场的角度来看，新汇改是早晚都得过的一道坎。但这种长期的必要性解释不了它短期时点的选择。在经济层面其实看不到新汇改的急迫性。这是央行 11 日声明会让市场大吃一惊的原因。

3. 新汇改背后的 SDR 政治考量

看起来，人民币加入 SDR 的政治考量才是新汇改此时出台的最主要原因。今年 8 月 3 日，IMF 公布了题为《SDR 评估方法的回顾——初步考虑》（Review of the Method of the Valuation of the SDR — Initial Considerations）的报告。这份长达 64 页的报告详细分析了人民币纳入 SDR 的方方面面。

其中，第 5 部分“操作问题”（Operational Issues）最为关键。这部分阐述了要将人民币纳入 SDR，在汇率、利率和对冲三方面面临的现实障碍。在这里面，汇率是 IMF 最大顾虑所在。在报告的第 50 段，IMF 说到：“为了估算人民币相对 SDR 的价值，需要一个基于市场的‘代表性’人民币兑美元汇率。目前，这个代表性汇

率是在岸的汇率中间价。但是，这个汇率并非基于实际的市场交易，并可能偏离在岸市场汇率达 2 个百分点之多⁴⁷。”

因此，为了实现人民币今年纳入 SDR 的目标，新汇改势在必行，并且需要尽快推出，以便向 IMF 表现出积极合作的态度。这应当是新汇改此时推出的最主要原因。

4. 新汇改之后的市场前景

之所以要仔细推测新汇改推出的原因，是因为动因不同，新汇改之后市场的走势也会不同。

如果经济层面的稳出口是主要考虑因素，那么在美元下半年持续看涨的前景下，人民币兑美元汇率还会继续贬值。因为只有这样才能够稳定或者降低人民币对一篮子货币的有效汇率。而如果政治因素是主要动因，那么新汇改带来的贬值就应该被视为短期扰动因素，之后人民币对美元汇率还会继续保持稳定。

从前面的分析可知，后一种情景应该更可能发生。我们相信，新汇改带来的汇率波动和不确定性并非决策者所乐见。但为了达到加入 SDR 的政治目标，这又不做不可。因此，在改革了中间价形成机制后，尽快稳定住汇率应当是决策者最急于实现的目标。从人民银行新闻发言人就新汇改所做的答记者问，以及人民银行研究局首席经济学家马骏在新汇改之后的发声中，都能看到这种意图的流露。

因此，此次新汇改与 2005 年的老汇改不同。2005 年那次汇改之后，人民币兑美元汇率进入了延续数年的升值通道。但这次汇改之后，央行并不会放任人民币进入贬值通道，而仍然会以稳定为汇率政策的首要追求目标。

但不可否认的是，这次汇改之后，市场中人民币兑美元汇率的贬值预期已经大为增强，而央行也很大程度上失去了通过设定中间价来行政调控汇率的能力。因此，尽管央行汇率政策未来仍以稳定为主，我们仍然预期人民币兑美元汇率会温和贬值，今年年底贬到 1 美元兑 6.4 元人民币的水平。

与人民币贬值压力相伴随的还有更强的资本流出压力。资本流出会在外汇市场上产生更多人民币的抛盘，从而反过来加大人民币的贬值压力。在这里，资本流出与人民币贬值相互加强的恶性循环有可能产生，从而让外汇市场陷入类似今年 6 月股灾时的状况。

失去了中间价调控手段的央行要想防控这种风险，只能在外汇市场上买入人民币、卖出美元，通过市场化的方式来稳定汇率。考虑到我国目前仍然拥有约 3.7 万亿美元的外汇储备，人民银行有充足的弹药来这么做。所以，人民币大幅贬值的情况不会发生。

但是，央行买入人民币来稳定汇率的时候，事实上也是在从金融市场抽走流动性。所以，不管新汇改之后人民币汇率走势如何，汇率政策都会给国内金融市场带来流动性紧缩效应。为了对冲这种不利于经济增长稳定的影响，央行势必需要通过公开市场操作、降准等方式给金融市场补充流动性。其中，降准的效果又最为直接。因此，在新汇改之后，国内降准的概率会大为上升。

⁴⁷ IMF 报告原文为：“A market-based “representative” RMB rate in terms of the U.S. dollar would be needed to value the RMB against the SDR. The representative rate is currently the onshore fixing rate, i.e., central parity rate, announced daily by the CFETS at 9:15 a.m. However, this rate is not based on actual market trades, and can deviate by up to 2 percent from the onshore market exchange rate.”

人民币定价权旁落海外

2016年1月12日⁴⁸

2015年8月11日人民币汇率形成机制改革（新汇改）之后，在岸与离岸外汇市场上的人民币贬值压力都陡然增加。而从在岸与离岸两个人民币汇率市场的联动性来看，人民币汇率定价权已经在“新汇改”后落入了离岸市场之手，从而加大了我国政府稳定人民币汇率的难度。为了保持人民币汇率的稳定，一方面需要适度调控离岸市场的人民币供给，另一方面人民银行也需要主动引领而非被动迎合外汇市场的预期。

1. 新汇改后人民币贬值压力明显增大

“811新汇改”根本地改变了国内在岸人民币汇率市场的运行机制。在之前，人民币兑美元汇率有一个官定的中间价（middle price）。每天在岸市场的汇率报价只能在中间价上下一个不大的浮动区间中进行。通过设定中间价，人民银行能很容易控制在岸人民币汇率水平。但在2015年8月11日之后，中间价与在岸市场的市场汇率并轨，很大程度上由市场力量决定。人民银行因此失去了利用设定中间价来影响人民币汇率的政策手段。在那之后，人民银行如果要干预汇率，就必须自己入市大量买卖外汇。

这带来了两个后果。第一，与非市场化的中间价调控方式不同，在理论上，人民银行通过直接入市交易来干预汇率的能力不是无限的。特别的，如果人民银行需要将人民币汇率向升值方向托举，就必须卖出外汇、买入人民币，从而会消耗我国外汇储备。尽管截至2015年年末，我国仍然持有3.3万亿美元的外汇储备，看上去很大，但它终究是个有限的数，理论上总有被耗尽的可能。因此可以说，人民银行稳定人民币汇率的能力在新汇改后已经大打折扣了。

第二个后果与之相关。当人民银行只能通过买卖外汇来干预人民币汇率时，它在外汇市场的一举一动都会反应到我国外汇储备数据的变化上。这相当于把人民银行的底牌摊在了市场面前。2015年12月，我国外汇储备下降1079亿美元，创下了20年来最大单月降幅。这既显示了人民币所承受的巨大贬值压力，也让市场对人民银行稳定汇率的能力和意愿产生了更大怀疑。

这两个后果反过来也影响了人民银行的行为。在“新汇改”之后，人民银行在托举人民币汇率时显得有些底气不足，一方面虽然大量用外汇储备购买人民币来提振人民币汇率（外储的快速下降便是明证），但另一方面也不断放任人民币对美元贬值，显出一副“且战且退”的架势。

在这样的变化之下，人民币兑美元汇率表现出越来越强的贬值压力不足为奇。在一定程度上，人民银行在人民币汇率上退守和人民币贬值预期之间甚至形成了相互加强的恶性循环。目前在在岸市场上，人民币兑美元汇率已经贬值到1美元兑6.6元人民币，跌到了2011年年初的水平。

有人可能会认为人民币近期的贬值缘于美元走强。但这并非事实。表征美元汇率强度的美元指数在2014年下半年到2015年年初曾单边上涨接近20%。但同期人民币兑美元汇率并未表现出很强的贬值压力。而从新汇改至今，美元指数一直在水平震荡，高点也就与2015年3月相当。显然，这期间的人民币贬值压力与美元走强没太大关系（图109）。

⁴⁸ 本文于2016年1月12日以光大证券宏观经济评论形式发布。

图 109. “811 新汇改”之后，人民币贬值压力陡增



资料来源：Wind

2. 人民币汇率定价权已落入离岸市场

在近期人民币兑美元汇率的贬值过程中，香港的人民币离岸市场对在岸市场汇价表现出了很强的引领作用。通过数量分析，我们甚至可以发现离岸市场已经抢夺了人民币汇率的定价权。

在经济学中，有大量研究不同市场间定价权归属的文献。基本方法是看不同市场价格之间的超前滞后关系。一般来说，价格领先的市场有定价权。这里面比较常用的是名为“格兰杰因果性检验”的方法。它由 2003 年诺贝尔经济学奖得主克莱夫·格兰杰（Clive W. J. Granger）所创立。

格兰杰因果性检验显示，在 2015 年年初到“811 新汇改”这 8 个多月里，在岸的人民币汇价（CNY）与香港的离岸人民币汇价（CNH）之间有双向因果关系。简单来说，前者既影响后者，也受后者影响。我们用了不同的时间窗口做了检验，发现在新汇改之前，这种双向因果关系长期存在。这意味着在新汇改之前，在岸与离岸人民币市场并不存在定价权被某一市场独占的情况。

但情况在 2015 年 8 月 11 日之后发生了明显变化。运用从那时至今的 5 个月的数据来分析，可以发现尽管在岸的 CNY 已经对离岸的 CNH 不再有引领作用（不能拒绝“CNY 不是 CNH 的格兰杰原因”的原假设），而 CNH 对 CNY 的引导作用却继续显著存在（表 9）。这一计量分析清楚地表明，新汇改之后，人民币汇率的定价权已经落入离岸市场（CNH）之手。

表 9. 在岸与离岸人民币汇价格兰杰因果性检验结果

	2015年1月1日至 2015年8月10日	2015年8月12日至 2016年1月8日
CNY不是CNH的Granger原因	0.78	0.00 *
CNH不是CNY的Granger原因	0.03 *	0.00 *

注：检验所用数据为日度汇率的对数差分，所用滞后期为5期。
表格中的数据是检验的p-值，*代表5%水平上显著。

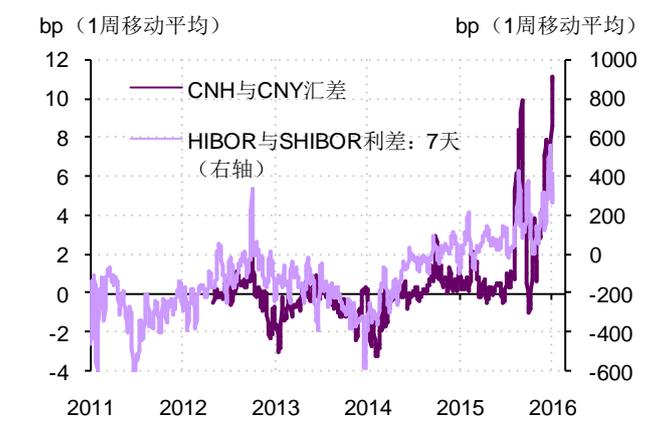
3. 人民币汇率定价权旁落离岸市场的两个原因

人民币汇率定价权归于香港的离岸市场，可能会让有些人感到不可思议。毕竟，在人民币国际化推进了许

久之后，目前香港的人民币存款总量还不到 9 千亿元。但出于两个原因，香港的这点人民币却抢了在岸人民币市场的风头。

第一个原因是离岸市场交易大量运用杠杆，放大了其影响。如果观察离岸与在岸市场的汇差(CNH 减去 CNY)和利差(7 天 ShiboR 减去 7 天 HiboR)，可以发现非常明显的正相关关系(图 110)。这是离岸市场外汇交易大量使用杠杆资金的证据。在香港离岸市场中，看空人民币的投机者可以借入人民币，换成美元；等人民币汇率贬值后，再将其持有的美元换回人民币，偿还贷款。这样，投机者可以用很小的本金赚取很大的人民币贬值收益。这种操作会带来两个后果。第一，离岸人民币汇价 CNH 会因此比在岸汇价 CNY 更贬(CNH 与 CNY 价差拉大)。第二，外汇投机者借入人民币的行为会增加市场上对人民币的需求，因而会导致香港的人民币拆借利率(HiboR)比中国大陆金融市场的拆借利率(ShiboR)更高，从而令离岸和在岸的利差扩张。在最近 1 个多月里，我们看到了离岸在岸汇差和利差的同时创下了历史新高，表明此时离岸市场中运用杠杆资金做空人民币的力量相当强大。

图 110. 离岸与在岸市场的汇差与利差同步变动



资料来源：Wind

定价权旁落离岸市场的第二个原因是人民银行近期的操作方式。前面已经说过，近期人民银行对人民币贬值的容忍度越来越强，在稳定汇率时表现出了“且战且退”的架势。别忘了，我国外汇储备尽管在近期明显下降，也有超过 3 万亿美元的庞大规模。这意味着人民银行是人民币外汇市场（无论离岸还是在岸）中“口袋最深”的玩家。因此，没有投资者会愿意跟人民银行的意图反向操作。而同时，所有投资者也都会愿意顺着人民银行意图“抢跑”。当人民银行弃守人民币汇率的意图越来越明显的时候（2015 年 12 月 11 日 CFETS 人民币汇率指数的发布就是一个信号），就不能怪投资者们会抢着在人民币空头方向上下注了。从这个意义上来说，人民银行未战先怯的行为拱手将人民币定价权交给了离岸市场。

4. 怎样夺回人民币定价权，维护人民币汇率稳定？

人民币汇率决定权旁落离岸市场（尽管这个离岸市场在我国香港）绝不是件好事。尽管从长远来看，人民币汇率的形成机制要更多地市场化，但这一过程必须平稳而可控。人民币汇率的失控将对全球经济带来灾难性的后果。今年元旦之后，全球资本市场的卖出狂潮很大程度上由人民币的贬值所引发。为了维护人民币汇率的稳定，人民币汇率的决定权需要留在在岸市场手中。从前面阐述的定价权旁落离岸市场的两个原因，我们可以推导出重夺定价权的两条对策。

第一，控制离岸市场的人民币供给，在必要的时候紧缩离岸市场的人民币银根。人民币离岸市场的发展是人民币国际化改革的一个必然产物。人民币国际化自然不能走回头路，离岸市场也不可能再关掉它。但是，人民币国际化并不代表我国就要主动放弃对海外人民币的控制权。在海外人民币被用作冲击我国汇率稳定的工具的时候，我国理应要做出应对。只要适当收紧离岸市场的人民币供给，推高其利率，投机者加杠杆的成本就会大大增加，杠杆规模就会大幅下降。在各个离岸市场，都有我国指定的人民币清算行（香港的

是中国银行)，也有我国金融机构大量存在。这些机构可以将中国人民银行的意图传递到对应的离岸市场中，从而有效降低离岸市场给人民币汇率稳定带来的压力。

第二，人民银行需要改变调控汇率的策略，主动引领而非被动迎合市场预期。我国庞大的外汇储备，健康的国际收支状况给了人民银行充足能力来稳定人民币汇率。但有能力是一回事，把这能力发挥出来则是另外一回事。客观的讲，“811 新汇改”之后人民银行发送给外界的信号含混不清。当市场猜不透人民银行要做什么，担心人民银行心中的汇率底线会一降再降的时候，我国庞大外储的威慑作用就发挥不出来，难以起到稳定市场的作用。

调控汇率就像调控其他资产价格一样，引导预期最为关键。要托住人民币汇率，关键不在于人民银行花了多少外储来买人民币，而在于市场相信人民银行敢花多少。当人民银行怯生生的且战且退，甚至通过人民币汇率指数的发布为自己放任贬值找好了退路的时候，市场自然会在人民币贬值上下重注。这样，人民银行储备花得越多，越会让市场担心人民银行是否还坚持得下去，反而会加大贬值预期。“狭路相逢勇者胜”，人民银行应当主动出击，至少阶段性地带动人民币汇率升值，方能有效打消市场中的贬值预期。毕竟，单边贬值并不符合人民银行“双向波动”的汇率政策导向。只有这样，在岸市场才能重新夺回至少一部分人民币的定价权，为我国经济和金融发展营造一个稳定的汇率环境。

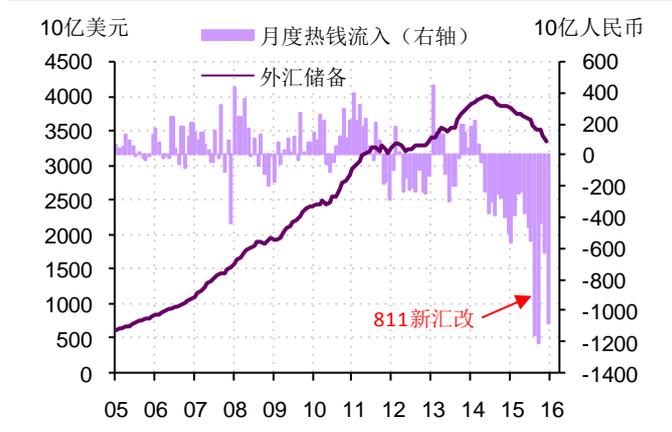
人民币一次性贬值是下策

2016年1月22日⁴⁹

2015年8月11日“新汇改”之后，人民币贬值压力陡然增强，并伴随着我国资本流出规模急剧放大。用“残差法”估算（热钱=储备变化-储备估值调整-贸易顺差-FDI），在2015年8月到12月这5个月里，我国热钱流出量约为4.5万亿元人民币，规模远超过去。

为了稳定人民币兑美元汇率，人民银行正大量在外汇市场上抛售美元、买入人民币。其代价是我国外汇储备的快速消耗。还是在2015年8月到12月这5个月间，我国外汇储备总共减少3209亿美元。其中12月甚至创下了20年来最大的单月外储跌幅（图111）。

图 111.“811 新汇改”后，中国资本流出压力陡增



资料来源：Wind

外储的快速减少让人开始担忧人民银行稳定人民币汇率的干预措施是否能够持续。因此，有观点认为需要让人民币对美元一次性大幅贬值，从而释放市场中的贬值压力。这样，可以在一次性贬值后以较小代价保持人民币汇率稳定。

这种一次性贬值的方案虽然听上去不错，却是调控人民币汇率的下策。因为两个原因，这个方案注定无法成功。在一次性贬值之后，人民币汇率必然会进入大幅震荡状态，既给全球经济带来巨大冲击，也增大我国政府稳定汇率的难度。它对我国全社会信心和政府信誉的伤害更是无法估量。

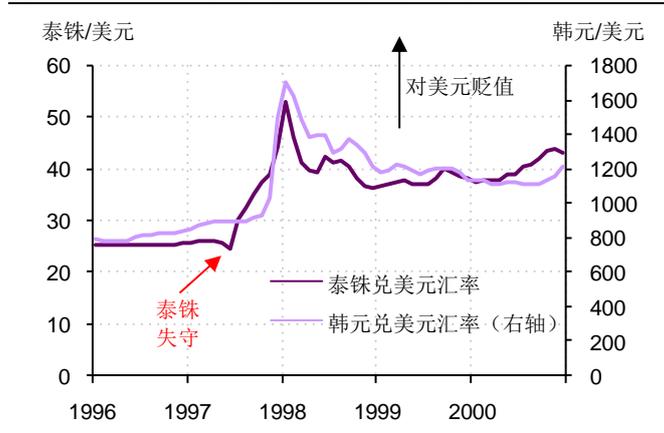
原因之一，谁也不知道人民币应该贬值多少才算合适。学术界对汇率运动有大量研究，其基本结论是在浮动汇率制下，各种宏观变量对汇率走向都没什么解释力，汇率变动表现出极强的随机性⁵⁰。这意味着任何对所谓“均衡汇率”的估算都不准确，存在极大误差。当前市场上各种人民币一次性贬值幅度的建议都不过是一群人拍脑袋的臆测，不能作为政策调控的严肃依据。

原因之二，自由浮动的汇率倾向于“超调”（overshooting），即汇率向某个方向运动总是会先走过，然后再回调。简单来说，就是要贬就先贬过头，要升也先升过头。亚洲金融危机时许多亚洲货币的走势就是如此。在1997年泰铢与美元的固定汇率失守后，泰铢在几个月时间里先贬值超过50%，然后又升值超过20%。类似走势在韩元、马来西亚林吉特等货币身上也能看到（图112）。因此，就算我们真的能知道人民币兑美元汇率的市场均衡水平，一次性贬值到那个位置，汇率也稳不下来，而会继续存在贬值压力。

⁴⁹ 本文于2016年1月22日以光大证券宏观经济评论形式发布。

⁵⁰ 参见《国际经济学手册第3卷》（Handbook of International Economics vol.3）第33章1.4节（1705页）。

图 112. 亚洲金融危机时，泰铢与韩元的超调



资料来源: Wind

除了以上两点之外，一次性贬值对我国政策声誉的伤害，对市场预期的扰乱也必须考虑。“811 新汇改”之后人民币贬值压力的上升，很大程度上是因为市场预期人民银行会放弃对人民币汇率的坚守，从而引发了市场对人民银行的“抢跑”行为——赶在人民银行弃守汇率之前做空人民币。而在最近几个月，包括习主席在内的我国高层领导明确表示“人民币不存在长期贬值的基础”。这样的背景下，如果人民币一次性大幅贬值，我国政策声誉将荡然无存。那时，不仅是海外投机者会加大做空人民币的力量，国内居民也会恐慌性换汇，汇率稳定根本无从谈起。不仅如此，随着声誉受损，我国其他政策调控的效力也会大打折扣，政府对经济的掌控力将大幅丧失。

所以，从稳定汇率和经济的角度来看，一次性贬值是汇率调控的下策。这一政策必将导致人民币汇率的无序波动，给我国经济带来不可控的风险。

维护人民币汇率稳定的上策是“震慑与敬畏” (shock and awe)。目前，我国持有的外汇储备仍然足够。2015 年末，我国外储规模超过 3.3 万亿美元，足以支付我国 20 个月的进口。而 1997 年泰国和韩国汇率失守时，其外储规模仅为同期这两国月度进口量的 6 倍和 3 倍。我国目前还有大规模贸易顺差，与亚洲金融危机时东南亚国家大幅逆差的状况不可同日而语。

坐拥如此之多的外储，人民币贬值压力却愈演愈烈，原因无他，乃是我国汇率调控者“未战先怯”之心已为市场所掌握。汇率调控者反被市场牵着鼻子走，汇率定价权反为离岸市场所夺，汇率前景自然不妙⁵¹。决策者如果能够向市场传递出稳定人民币兑美元汇率的充分决心，而不是像现在这样含混其辞的表示对“一篮子货币”保持稳定，并且适时营造升值走势，人民币的贬值压力就能逐步消退。这里面的关键在于对市场预期的引导。如果调控者表现出不惜消耗大量外储来维护汇率稳定的态度，汇率就容易稳定下来，实际消耗的外储也不会很多。相反，如果因为担心外储流失而畏首畏尾，外储花了也等于白花，人民币汇率就很难稳住。

⁵¹ 参见《人民币定价权旁落海外》(<http://opinion.caixin.com/2016-01-12/100898343.html>)

如何稳定人民币汇率预期

2016年1月28日⁵²

2015年8月11日的“新汇改”是人民币市场化改革必要且重要的一步，但不无代价。

“811 新汇改”将非市场化的中间价与市场收盘价的两率合一，扫清了人民币纳入 SDR 的一个关键性技术障碍⁵³。更加有弹性的汇率也能让人民币逐步与强势美元脱钩，减轻人民币被动升值对我国出口造成的负面影响。而且更加市场化的汇率形成机制也符合我国市场化改革的大方向。

但“811 新汇改”也导致人民币贬值压力大幅上升，汇率稳定遭受威胁。从人民币不可交割远期（NDF）汇价与即期汇率之间的差异可以推算出市场上人民币贬值预期的强度。在“811”前后，人民币贬值预期与人民币加权平均有效汇率（NEER）的相关性由正转负。也就是说，“811”之前，人民币越升值，贬值预期反而越强，给汇率运动带来了负向阻力，因而有利于汇率稳定。而在“811”之后，人民币贬值走势与贬值预期之间形成了相互加强的恶性循环，令汇率失稳（图 113）。

图 113.“811 新汇改”之后，人民币加权有效汇率越贬，贬值预期越强



资料来源：Wind

1. 预期紊乱导致人民币汇率失稳

“811 新汇改”这样一件好事之所以会带来这么大副作用，关键还是决策者与市场的沟通存在不足，令市场中的人民币汇率预期失稳。

沟通之所以重要，是因为它是货币政策引导市场预期、发挥作用的主要途径。当代货币经济学权威迈克·伍德福德（Michael Woodford）在一篇影响极大、题为《中央银行沟通与政策效力》的文章中曾写道：“公众对中央银行行动的理解是非常重要的。这不仅仅是出于合法性的要求——尽管在中央银行家们拥有越来越多的自由度时，这是一个非常好的原因——也是最大化货币政策效果的需要。在目前的状况下，对货币政策来说，预期不仅是重要的，而且几乎是唯一重要的。”⁵⁴

⁵² 本文于 2016 年 1 月 27 日首发于财新网，1 月 28 日以光大证券宏观经济评论形式发布。

⁵³ 参见《新汇改的因与果》，<http://opinion.caixin.com/2015-08-12/100838564.html>

⁵⁴ Michael Woodford, "Central-Bank Communication and Policy Effectiveness,"

正如 IMF 总裁拉加德在今年 1 月 21 日达沃斯世界经济论坛上所说的,我国政府与金融市场的沟通还需加强。“811 新汇改”之后,尽管我国政府多次声明人民币将对一篮子货币保持汇率稳定,不具有长期贬值的基础,但市场仍不清楚政府口中的“稳定”是什么具体含义,也对政府是否会坚守其承诺心存疑虑。而从去年 12 月到今年 1 月初人民币对美元汇率的跌跌不休更加大了市场的紧张情绪。这样一来,不仅国际炒家纷纷盯上人民币(以及与之相关的港元),国内民众恐慌性换汇的情绪也日益增强。

人民币汇率失稳已冲击了全球金融市场,加大了国内稳增长的难度,而且反过来又把汇率政策放入了两难之境。如果继续沿用过去几个月的策略,汇率就难以稳定。但如果像近期这样为了稳汇率而管制资本流动,打击境外离岸市场,又似乎与“811”的初衷背道而驰。

2. 稳定人民币汇率预期的政策选择

面对当前困局,调控汇率中间价、加强资本流动管制这些非市场化措施只是短期权益之计。它们若长期实行下去无疑是开汇率改革的倒车,既不能从根本上解决问题,也会打击我国改革的声誉。真正的出路是找到在汇率形成更加市场化、变化更加灵活的背景下,稳定人民币汇率,抑制过度波动的办法。这其中的关键在于引导和稳定汇率预期。预期稳住了,市场力量就是汇率波动的减震器,能自动起到稳定汇率的作用;预期如果不稳,市场力量就是汇率波动的放大器,将大大增加稳定汇率的难度。

所谓稳定汇率预期,简单来说就是让市场相信人民币不会大幅度贬值。在中国经济不出现系统性危机的前提下(没有经济硬着陆、不爆发金融危机),这主要取决于汇率调控政策。这方面有四点可供决策者参考。

第一、为了稳定汇率预期,决策者需要向市场清晰无误地沟通汇率政策目标。看上去,沟通的时候模糊一点、多一些“神秘感”,可以让决策者保留更多政策灵活性。但博弈论告诉我们,有时只有捆住自己的手脚才能获得更大的自由。当前的人民币汇率调控就是这样。当决策者对自己心中的汇率目标语焉不详时,市场就会以最悲观的方式来揣测政策,哪怕是人民币汇率的微小走弱都会被市场解读为决策者对汇率的弃守,从而导致贬值预期大幅增强。而这反过来又压缩了决策者的操作空间,迫使其只能熨平汇率的所有波动。近几天人民币即期汇率重回几乎不动的状态就是出于这个原因。

所以,只有决策者把自己心中的汇率目标区间告诉市场,才能打消市场对人民币汇率无底线贬值的恐惧,让市场不再成为惊弓之鸟。这样一来,汇率预期才能稳得住。

第二、从稳定预期的角度来看,决策者在向市场沟通了汇率目标区间后,必须要表现出坚守承诺的决心。从引导预期的角度来看,重要的不是决策者做了什么,而是市场预期决策者会做什么。目前我国外汇储备虽有消耗,仍然超过 3.3 万亿美元,足够支付我国 20 个月的进口。而我国国际收支状况仍然相当健康,2015 年货物贸易顺差接近 6 千亿美元。近一段时间我国资本流出规模虽然不小,但那更多是贬值预期的果,而非贬值预期之因。因此,我国维护汇率稳定的政策弹药十分充足。只要决策者表现出维护汇率稳定的坚定态度,市场自然不会愿意与决策者反着做。但是,如果决策者畏首畏尾,态度不够坚决,政策信誉就难以建立,稳定预期就成了一句空话。

第三、政策不能再“出其不意”。出乎预期的政策会对市场带来最明显的影响。但这并不意味着政策者就应该追求让市场意外。事实上,预期之内的政策也会对市场产生影响,只不过那种影响是产生在预期形成之时。而且,那些被市场预期到的政策还会引导市场预期,从而加强其政策效果。就人民币汇率来说,如果现在再来一次性大幅贬值,将带来灾难性的后果,冲击全球经济⁵⁵。

第四、可以提高汇率决策的行政层级,增强我国汇率政策的信誉。尽管我国高层领导有时会就人民币汇率发表看法,但看上去人民币汇率政策的具体决策权在人民银行。而人民银行同时又是外汇市场的一个主要参与者。这样,市场往往会通过央行日度操作的变化来推测货币政策导向是否发生了变化。其结果就是市场预期高度敏感于汇率走势的波动,既不利于汇率稳定,也挤压了人民银行自身的操作空间。如果能把汇率决策权上升,由国务院来发布汇率目标区间,则既能增强目标的可信度,也能把人民银行从市场聚焦的

<http://www.columbia.edu/~mw2230/JHole05.pdf>

⁵⁵ 参见《人民币一次性贬值是下策》, <http://opinion.caixin.com/2016-01-22/100902442.html>

目光中解放出来，从而能更灵活地调控汇率走势。

3. 结语

就像我国其他领域的改革一样，人民币汇率改革开弓没有回头箭。更加市场化的人民币汇率形成机制是大势所趋。从这样的角度来看，“811 新汇改”具有重大意义。但是，这次汇改所带来的副作用也不容小觑。在更加市场化的环境中维护人民币汇率稳定，是我国决策者必须要解决的问题。就汇率来说，稳定汇率预期是关键。为了做到这一点，决策者要清晰地与市场沟通其政策目标，并坚守其承诺。政策操作上要尽量避免“出其不意”。将人民币汇率决策权上升到国务院层面也有帮助。■

人民币汇率未到自由浮动时

2016年5月8日⁵⁶

我国新的人民币汇率运行机制正在逐步成形。在刚刚发布的《2016年第一季度中国货币政策执行报告》中，人民银行辟了一个专栏专门解释了人民币兑美元汇率中间价的形成机制。根据这一机制，每日中间价的设定既参考上一日收盘价，也会考虑人民币对一篮子货币的汇率变动。相比去年 811 汇改后中间价完全跟踪上一日收盘价的方式，新机制增强了人民银行对汇率中间价的影响力，有利于过滤汇率波动中的噪音，维护人民币汇率的稳定。

相比之前，目前这种新的中间价形成机制似乎在汇率自由浮动的方向上退了一步。但这却是更符合实际，更有利于维护经济稳定的方式。因为无论是从道理上来分析，还是从去年 811 之后的实践来看，人民币汇率现在都没到自由浮动之时。

有很多人相信自由变化的价格信号会引导资源做最优的配置，因而认为汇率就应该自由浮动。但他们没有注意到的是，有时资源配置对价格变化并不十分敏感，而有时价格本身会过度波动。在这样的情况下，放任价格自由变动不是好主意。

房价就是个很好的例子。绝大多数人都赞成政府对房价所做的调控。这一方面是因为在现行土地制度下，房产供给对房价变化并不敏感，不会因为房价的上涨而导致房屋供给的迅速扩大。因此，通过供给增加来平抑房价的市场力量并不强。另一方面，房价变化本身容易引发购房需求的追涨杀跌，从而形成放大房价波动的正反馈机制。因此，房价不应追求自由浮动、政府需要对其进行调控是各方的共识。

汇率的道理其实与房价一样。不应高估人民币汇率对国内经济结构的影响。过去曾有一个流行观点认为人民币低估造成了我国消费不足的结构失衡，所以需要通过人民币升值来平衡国内经济结构。而在长时间的主动及被动升值之后，现在人民币已现高估迹象，但消费不足的结构问题依旧存在。又有观点认为人民币汇率高估打击了中国出口，是当前国内经济困境的罪魁祸首。但次贷危机后全球范围内都存在需求不足，并非只发生在我国。那些汇率明显贬值的国家也面临不小经济困局。在国内资源配置未能完全市场化，弹性不够的情况下，自由浮动的汇率能够带来的好处不多。

相反，放任汇率自由波动带来的坏处却是显而易见的。学术界对汇率研究的基本结论是浮动汇率具有极大随机性，并不存在唯一的均衡汇率。而汇率运动与汇率预期之间也容易出现正反馈效应，产生过度波动。在去年 811 汇改之前，人民币兑美元汇率中间价的行政色彩浓厚，经常与市场汇率有明显差距。811 汇改虽然增强了中间价决定中的市场成分，但也明显削弱了我国政府对人民币汇率的影响力，导致了汇率预期失稳，并在汇市中一度引发了危险的异常波动。这已经敲响了警钟。

针对这样的教训，人民银行采取更为折中的汇率中间价形成机制，既考虑市场力量，又兼顾政策影响力，是比较稳妥的做法。维持这种既有一定弹性、又保持基本稳定的汇率状态最有利于我国宏观经济。实事求是的看，现在人民币汇率还远未到自由浮动之时。

⁵⁶ 本文于 2016 年 5 月 8 日首发于《经济参考报》。

人民币贬值对出口的刺激作用有多大

2015 年 12 月 27 日⁵⁷

2015 年 8 月中人民币汇率定价机制改革之后，人民币兑美元汇率出现了显著贬值。在经济疲弱环境下，稳定经济增长被普遍认为是人民币贬值目的之一。然而对汇率贬值能否有效促进经济增长尚存在争议。部分观点认为汇率贬值将提高国内商品的国际竞争力，通过促进出口抑制进口来推升经济增速。而另一类观点则相信汇率贬值将加大汇率波动性，降低贸易商签订订单意愿，进而对出口形成抑制。准确的回答汇率贬值对出口以及经济的影响，是判断汇率贬值目的，预测汇率走势的重要基础。因此，本文试图在国际和国内经验数据的基础上，通过计量分析，得出汇率贬值对经济影响的定量估测结果，力图较为准确的回答人民币贬值对出口和经济的影响。

1.1 利用国际经验分析人民币汇率贬值影响

本部分利用国际经验参数估算人民币汇率贬值对中国出口和经济产生的影响。IMF 近期的研究终利用 60 个国家的经验数据，估计得到汇率贬值对出口和经济影响的参数。将此参数结合中国进出口在经济中占比，估算出人民币实际有效汇率贬值 10% 对中国经济的影响。

IMF 首先分析了汇率变化对出口、进口的影响，然后结合进出口在 GDP 中的占比估算汇率变化对经济增长的影响。在分析汇率变化对出口和进口影响过程中，IMF 分两个步骤进行。第一步分析实际有效汇率变化对进出口价格的传导效应，利用实际有效汇率和控制变量对进出口价格做对数回归得到进出口价格对真实有效汇率的弹性系数；第二步分析进出口价格对进出口量的传导效应，同样通过进出口价格和其它控制变量对进出口量做对数回归，得到出口量对出口价格的弹性系数。而结合汇率对贸易价格的传导效应和贸易价格对贸易量的传导效应，可以估算得到贸易量对汇率的弹性系数。

估计结果显示汇率贬值对出口有明显的促进作用，对进口有显著的抑制作用。IMF 利用 60 个经济体 1980-2014 年历史数据，以 CPI 和 PPI 两种方式计算的真实有效汇率进行了估计。结果显示，汇率贬值对出口价格有显著负向抑制作用，而出口价格对出口量具有明显抑制作用，因而汇率贬值对出口量有促进作用（表 10）。汇率贬值刺激出口而抑制进口，意味着贸易顺差将会明显拉大。

表 10. 汇率向价格的传导以及贸易的价格弹性

	汇率向价格的传导		贸易量的价格弹性		是否满足马歇尔-勒纳条件
	出口价格	进口价格	出口量	进口量	
基于 PPI 的估算					
长期效应	0.552	-0.605	-0.321	-0.298	是
1 年内的效应	0.625	-0.580	-0.260	-0.258	是
基于 CPI 的估算					
长期效应	0.457	-0.608	-0.328	-0.333	是
1 年内的效应	0.599	-0.546	-0.200	-0.200	是

来源：IMF《世界经济展望》第三章。

注：对 60 个经济体单独做回归（1980-2014 年），表中数字为 60 个估算值的简单算术平均。

我们采用 IMF 估计得到进出口的汇率弹性参数来分析人民币汇率贬值对中国经济的影响。选取 IMF 对 60 个国家 1980-2012 年数据估计得到的参数作为中国进出口对人民币汇率的弹性（表 10. **汇率向价格的传导以及**

⁵⁷ 本文首次发表在 2016 年 2 月 21 日的同名中国经济周报中。

贸易的价格弹性), 选取 2012 年中国出口和进口占 GDP 的比重 27% 和 24% 进行估算。结果显示中国的实际有效汇率贬值 10% 可使其净出口增加规模约为 GDP 的 0.91%。即人民币实际有效汇率贬值 10% 将推动经济增速提高 0.91%。人民币汇率贬值对中国经济的促进作用小于全球平均水平。

1.2 利用中国经验数据估测人民币汇率贬值影响

为了更为全面的分析, 本节适用 IMF 分析方法, 结合中国经验数据估计汇率变化对贸易的影响。在估计过程中, 对 IMF 估计方法稍加修改, 主要是将汇率对贸易价格影响以及贸易价格对贸易量影响两步估计合并为一次, 即直接估计汇率变化对贸易额的影响。进而通过进出口在经济中占比估计汇率贬值对经济增速的影响。使用过去 20 年数据估计结果显示, 人民币名义有效汇率贬值 10% 将推高经济增速 0.77 个百分点, 而加入世贸组织后汇率对经济影响显著加强, 汇率贬值 10% 将推动经济增速提高 1.16 个百分点。

利用附录中公式 (1) 回归结果显示汇率贬值对出口增速具有显著推动作用 (表 11)。利用 1995-2014 年的月度数据回归结果显示, 汇率对出口的影响非常显著, 人民币名义有效汇率贬值 1% 将推高出口增速 1.58 个百分点。分时期估计结果显示, 加入世贸组织前, 汇率对出口影响并不显著。而加入世贸组织之后, 汇率对出口促进作用显著增强且非常显著。

表 11. 人民币名义有效汇率对出口和进口回归结果

	export			import		
	1995M1-2014M12	1995M1-2001M12	2002M1-2014M12	1995M1-2014M12	1995M1-2001M12	2002M1-2014M12
neer	-1.58*** (-9.83)	-0.29 (-0.75)	-1.62*** (-9.63)	-1.44*** (-8.52)	-1.42*** (-3.90)	-1.30*** (-7.09)
VAIO(OECD)	0.64*** (4.58)	2.40*** (3.93)	0.07 (0.28)			
VAIO(China)				2.12*** (9.40)	1.58** (2.61)	2.16*** (8.98)
CPI(OECD)	4.03*** (4.14)	0.14 (0.03)	7.27*** (6.06)	2.92*** (4.24)	0.28 (0.08)	4.54*** (3.82)
CPI(China)	0.64*** (2.65)	2.68*** (4.98)	0.30 (0.51)	-0.79*** (-3.55)	-0.69 (-1.42)	0.55 (1.25)
_cons	-54.38*** (-3.54)	-204.88*** (-3.06)	-2.98 (-0.12)	-13.00*** (-3.56)	3.47 (0.26)	-20.44*** (-5.35)
N	240	84	156	240	84	156
R ²	0.396	0.378	0.552	0.579	0.287	0.713

t statistics in parentheses

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

从分析结果看, 人民币贬值将对我国出口带来相当明显的促进作用, 进而推动经济增速回升。在经济下行压力加剧环境下, 决策层并未选择人民币汇率大幅度持续贬值。中国 GDP 增速在 15 年 3 季度下滑至 6.9%, 除去金融业之后的实体经济增速在 3 季度仅为 6.1%, 虽然较 2 季度略有回升, 但依然处于金融危机后最低水平附近。然而经济下行压力之下人民币并未持续大幅贬值, 在 8 月 13 日之后基本维持平稳。决策层不断表态人民币汇率不存在长期贬值的基础, 维持人民币汇率稳定的意图明显。同时, 8 月 11 日以来人民币兑美元汇率最大贬值幅度仅为 4.8%, 而 9 月名义有效汇率与实际有效汇率分别近贬值 1.2% 和 0.9%。

1.3 人民币汇率政策选择讨论

从分析结果看, 人民币贬值将对我国出口带来相当明显的促进作用, 进而推动经济增速回升。在经济下行

压力加剧环境下，决策层并未选择人民币汇率大幅度持续贬值。中国 GDP 增速在 15 年 3 季度下滑至 6.9%，除去金融业之后的实体经济增速在 3 季度仅为 6.1%，虽然较 2 季度略有回升，但依然处于金融危机后最低水平附近。然而经济下行压力之下人民币并未持续大幅贬值，持续在 6.3-6.5 之间震荡。决策层不断表态人民币汇率不存在长期贬值的基础，维持人民币汇率稳定的意图明显。同时，8 月 11 日以来人民币兑美元汇率中间价累计贬值幅度仅为 5.9%，而名义有效汇率较 7 月仅贬值 0.1%，实际有效汇率反而升值 0.1%。

虽然人民币贬值对经济企稳具有显著推动作用，但决策层在使用汇率工具方面依然表现谨慎。人民币汇率贬值在推动经济企稳的同时，也可能带来不可忽视的负面效应。汇率贬值将加大资本流出并制约国内货币政策空间；人民币贬值可能带动周边货币贬值，削弱人民币贬值效果的同时可能带来贸易保护主义抬头以及竞争性贬值发生等；同时，人民币国际化背景下，人民币汇率有必要保持稳定，强势人民币有助于推进人民币国际化，持续贬值的外汇将减少境外居民和机构持有人民币意愿，不利于人民币国际化推进。决策层在人民币贬值方面表现谨慎可能主要出于对贬值负面效应的考虑。

首先，人民币汇率持续贬值可能加强汇率贬值预期，加大资本流出压力，并制约国内货币政策空间。学术界对持续贬值后汇率贬值预期变化有诸多讨论，大部分观点支持贬值预期将因为持续贬值而加强，这将加大资本流出压力。15 年 8 月、9 月外汇占款分别减少 7238 亿元和 7613 亿元，创历史最大降幅。资本的大幅流出很大程度上削弱了信贷和社融加速投放的效果，导致稳增长政策效果有限。从这个角度看，汇率贬值对稳增长具有负面效应。

其次，作为世界第二大经济体和区域性经济大国，人民币贬值将带动周边货币贬值，甚至引发汇率竞相贬值和贸易战。8 月 11 日人民币大幅贬值之后，韩元、林吉特、印尼卢比、巴西雷亚尔等周边国家以及新兴市场国家货币均出现显著贬值。其中 8 月 13 日至 9 月 8 日马来西亚林吉特和巴西雷亚尔的贬值幅度达 7.6% 和 8.4%。周边货币的贬值削弱了人民币贬值效果，人民币名义和实际有效汇率在 8 月仅较 7 月贬值 1.0% 和 0.6%。同时，周边国家也出现诸多反对人民币贬值的声浪。如果人民币继续大幅贬值，不排除出现各国货币竞相贬值和贸易战爆发的可能。

再次，人民币国际化背景下，人民币汇率有必要保持稳定。强势人民币对推进人民币国际化是必要的。人民币国际化需要庞大的人民币离岸市场，而目前离岸人民币规模依然较为有限，离岸市场的扩大需要境外居民和企业有意愿持有人民币，而这需要强势货币作保障。在 8 月份人民币汇率贬值之后，香港人民币存款大幅减少，7 月至 10 月累计减少 1398 亿元至 8543 亿元，9 月单月降幅创有史以来最大。人民币国际化是长期进程，在此过程中人民币汇率需要保持稳定或强势，为人民币国际化提供保障。

中国作为经济大国，人民币汇率的变化将对各方变量产生影响，汇率贬值的总和影响是复杂的，通过进出口对经济产生的推进作用仅仅是其中的一个方面。因而中国决策层对人民币汇率贬值保持谨慎，并未因为汇率贬值能够促进经济企稳就大幅度使用汇率工具，而是在多个目标之间需求平衡，因而人民币汇率总体上维持了平稳格局。

专题四：2015 年股灾回顾

由于信贷投放渠道不畅，经济下行压力下宽松政策加码投放的流动性在金融市场大量堆积，形成流动性堰塞湖，并形成 2014 年下半年至 2015 年的股市“水牛”行情。上涨行情最终在 6 月中开始难以为继，在融资盘推动下开始暴跌行情，广大投资者损失惨重，形成“股灾”。股市上涨过程中大量存在的杠杆资金成为股票市场的最大风险点，不仅在下挫过程中与股票下跌形成正反馈，加速股市下行，同时由于银行、券商等金融机构通过提供融资盘资金卷入股市，导致股市下跌风险向具有系统重要性的金融机构传染。因而救市显得非常必要。但怎么看待“股灾”，如何救市，以及救市目标是什么，成为关键问题。我们通过系列文章，对股灾成因、影响、救市方法以及目标进行了全面分析。

本专题首篇文章《A 股如何软着陆》分析了资金推动的泡沫行情成因；《股市震荡的宏观影响能有多大》则对“股灾”宏观层面的影响进行了深度分析；《调控 A 股要打赢三大战役》对股灾后政策应对的分析；而《救市成败不在股指高低》则提出救市措施以降低市场风险，压缩融资盘规模为目标。因此，调控政策需要股指区间震荡，以免形成单边预期再度推动融资盘规模上升。

A 股如何软着陆

2015 年 6 月 19 日⁵⁸

从股价与宏观经济的明显背离、股票估值的高企、以及股市流入和流出资金的不匹配来看，A 股市场目前的泡沫成分不小。A 股的泡沫化发展已经分流了实体经济资金，加重了“融资难”问题。A 股中大量存在的杠杆资金和银行资金也蕴含很大金融风险。A 股泡沫一旦破裂，将会对我国改革和转型带来长期不利影响。因此，当前应当采取措施让 A 股软着陆。这可以从 4 个方面入手来操作：（1）政府对股市的舆论引导应当保持中性；（2）加快推进注册制，加大股市融资力度；（3）以“稳存量、控增量”为原则，清查股市中的杠杆资金和银行资金；（4）货币政策应继续保持宽松，但同时刺激向实体经济的流动性投放。

泡沫化的 A 股

在资产价格泡沫破灭之前要识别出泡沫来，就算不是全无可能，也是非常困难的。但是，从股价与宏观经济的明显背离、股票估值的高企、以及股市流入和流出资金的不匹配来看，A 股市场目前的泡沫成分不小。

从 2014 年 7 月到今年 5 月，衡量实体经济景气程度的汇丰 PMI 从 51.7% 下降到了 49.2%，表明经济增长动能明显减弱。但同期，上证综指却上涨了 1 倍有余，走出了 2007 年以来的最大一波牛市。在过去十年中，经济景气与股票价格走势如此背离的情况从未出现过。

截至今年 5 月末，剔除银行与石油石化后的 A 股平均市盈率已接近 50 倍，比过去十年的均值高出了 60%。而中小板和创业板的平均市盈率更是达到了惊人的 80 倍和 140 倍，用“市梦率”还形容也不为过。

再来考虑股市资金进出的状况。从 2014 年 7 月到今年 5 月，沪深两市融资余额增加了接近 1.7 万亿元。而以融资交易量占市场总交易量的比重来推算，这段时间股市总的炒股资金存量增长了 10 万亿元以上。而同期，非金融企业通过股市获取的融资量仅有 5 千亿出头，大概只是炒股资金增量的二十分之一。大量资金追逐有限股票供给的态势非常明显。

当然，我们也可以“这次不一样”来为近期股市的大幅上扬找原因。毕竟，中国经济已经进入了“新常态”，而各项改革措施的推进也确实提升了市场对未来的预期。但是，这次真的不一样吗？

Reinhart 与 Rogoff 两位世界的经济学家在研究了过去 800 年的金融危机历史之后，总结道：“普遍存在的‘这次会不一样’的观点，恰恰是这次为什么不会不一样的原因。终究，灾难会再次袭来。”⁵⁹ 换句话说，这次总是一样的，就像人性总是不变。过高的金融资产价格总是以泡沫破灭而收场。

泡沫化 A 股之弊

尽管 A 股的大幅上扬确实在一定程度上刺激了创业，但也给宏观经济和金融体系带来了不容忽视的负面影响。

A 股此番大幅上涨的一个由头是股市的繁荣能够促进直接融资发展，进而化解实体经济的融资难。但在过去半年，直接融资的发展速度实际上却因为股市的亢奋而减速，令实体经济的融资难问题进一步加重。今年头 5 个月，把债券和股票融资全加在一起，非金融企业通过直接融资方式获取的融资量仅 1 万亿元，比去年同期少了 2 千亿多亿。究其原因，是因为债券市场资金向股市转移，令债券发行量大幅下跌。另一方面，当投资者能够在快速上涨的股市中轻易获得不错收益时，自然没有动力将资金再投入实体经济。相应的，实体经济面对的融资成本居高不下。因此，过去大半年股市的大幅走牛非但没有改善实体经济的融资状况，反而令情况恶化，加重了经济增长的下行压力。

⁵⁸ 本文发表于 2015 年 6 月 19 日光大经济评论

⁵⁹ 参见 Reinhart, Carmen M., Kenneth S. Rogoff, (2008), "This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises", NBER Working Paper No. 13882, <http://www.nber.org/papers/w13882>

除此而外，目前股市中大量存在杠杆资金和银行资金。其蕴含的金融风险显而易见。目前仅股市融资余额就已超过 2 万亿。这还只是市场内杠杆资金的一部分。借助了杠杆的投资者固然可以在股价上涨中获得更高收益，但也会在股价下跌中面对更大的损失。相应的，这些投资者会对股价的波动更为敏感，在市场下跌时很可能会夺路而逃，形成踩踏效应，放大市场波动。在股市中还存在数量庞大的银行资金。其总体规模应该接近 2 万亿。这使得银行直接暴露在了股市的波动风险中，容易因为股价的大幅下跌而出现坏账，从而影响银行系统的稳定。

最后，股市的泡沫如果破裂，还将对我国的改革长期进程带来负面影响。当前的牛市被许多人寄予了改革、转型的期望。因此，一旦股市硬着陆，还将打击社会各界对改革推进和经济转型的信心。信心一旦丧失，再要建立起来将十分困难。我国长期的增长前景将因此承受打击。

A 股软着陆之策

A 股需要软着陆。当下，既不能放任 A 股泡沫的进一步膨胀，也需防止股指的崩盘。这听上去很难，做起来更难。毕竟，目前 A 股与实体经济的背离程度已经很大。而大量杠杆资金堆积在市场中，也很容易让幅度不大的市场调整变成一场雪崩。但不管难度有多大，对 A 股软着陆的调控都必须要做。而且越早越好。具体来说，可以从以下几方面入手。

第一，政府对股市的舆论引导应当保持中性。股市涨跌实属正常，政府实在没有必要、也不应当为股市的上涨背书鼓吹。这一方面是因为政府对牛市的宣传很容易撩拨市场情绪，令市场过度亢奋。另一方面，这也容易伤害政府的声誉。股市不可能永远只涨不跌。当把股市牛市与改革联系起来，把牛市解读为“改革牛”的时候，股市下跌的时候政府该如何自处？

第二，加快推进注册制，加大股市融资力度。既然股市里资金泛滥，而实体经济又融资难。那么加大股市的融资力度，让更多企业从股市中募集资金就是一举两得之策。更何况，这也符合股市注册制改革的长期方向。当企业的 IPO 与再融资完全放开，而不是目前这样受到行政的高度调控，股票市场才真正是一个完全的市场。那样的话，过高的股价会自动引发企业融资规模的上升，从而起到为股市降温的作用。

第三，以“稳存量、控增量”为原则，清查股市中的杠杆资金和银行资金。杠杆资金和银行资金蕴含较大金融风险，是股市泡沫化的重要原因。但如果股市中存量的杠杆和银行资金快速流出，也极易导致市场崩盘。因此，对这部分资金，需要一方面稳住其存量，另一方面控制其增量。从现在开始，就要大幅加强券商两融、银行配资的监管，将增量控下来。但对于存量，则不宜采取强制措施，也应等待它们逐步自然到期、主动撤出。

第四，货币政策应继续保持宽松，但同时刺激向实体经济的流动性投放。这轮 A 股牛市背后，金融市场泛滥的流动性功不可没。相应的，市场对流动性的变化尤为敏感。今年 5 月 28 日，仅仅因为人民银行做了定向正回购，从金融市场回笼了 1 千多亿的资金，上证综指就大幅下挫了 6.5%。因此，为了降低对股市的冲击，宽松的货币政策态势还需维持。但在这基础上，央行还需放松对房地产和基建的融资监管，以引导资金更多地从金融市场流向实体经济，从而通过将资金向实体分流的方式减少金融市场的过剩流动性。这样可以较小的冲击抑制股市的泡沫。

以上四点总结起来，其实就是逐步消除政府对于股票市场的干预，让市场机制逐步发挥作用，从而用市场的力量来平抑泡沫。至于类似上调印花税这样的行政措施，在目前的环境下还是不用为宜。

当下，股市已经进入了一个宽幅震荡的时期。但股市过去几个月大幅上涨所产生的惯性一时半会还不会耗尽。而在经济低迷、通缩压力攀升的背景下，货币政策也有足够的宽松空间。这时是调控 A 股软着陆的好时机。如果进一步放任股市泡沫的吹大，下半年上证综指将很容易突破 2007 年 6124 的高点。而在下半年，目前密集推出的稳增长措施也会逐步带动经济增长的复苏，以及通缩压力的减退，从而收窄宽松货币政策的空间。那时，股市泡沫的破裂将很难避免。所以说，当下是恐怕是让 A 股软着陆的最后一个时间窗口了。

股市震荡的宏观影响能有多大

2015年7月8日⁶⁰

【摘要】在过去大半个月，A股因融资盘去杠杆而急促下跌。在股市此番动荡中，融资盘处在核心位置。在我们所做的压力测试中，在非常极端的情况下（上证综指跌到2000点，融资盘一直不平仓），融资盘可能给券商带来约3千亿美元的损失，给银行带来不超过4千亿美元的损失。这还不至于威胁到金融体系的稳定。而从金融风险向实体经济传导的资产负债表和信贷两个渠道来看，股市动荡对实体经济的威胁也不大。简而言之，我国并不会因为股市大跌而产生金融危机、经济危机。但如果此次股市大跌后金融活动趋向萎靡，全社会GDP增速可能因而损失0.6个百分点。】

从今年6月中旬至今，上证综指已经累计下跌了接近30%。中小板和创业板指数更是跌去了近40%。股市暴跌已经让A股市值蒸发了差不多20万亿元，让不少股民亏损惨重。但面对股市大跌，不少人更加担心这只是金融危机、经济危机的前奏，会给中国宏观经济带来巨大冲击。

很显然，这时分析股市震荡对宏观经济的影响就十分必要。它不仅会影响我们对未来的看法，还很大程度上决定着相关政策的走向。

笔者基于股市震荡风险在金融体系内部的传染性，以及金融风险向实体经济的传导路径，估算了在极端情况下股市下跌可能对我国经济的影响。估算结果表明，**股市暴跌虽然会让经济增长略微减速，但整体负面影响有限。由股市暴跌引发金融危机或经济危机的可能性极小。**

1. 股市动荡向实体经济的传导路径

股市动荡向实体经济传导主要有三条路径：一条直接，两条间接。

直接影响很容易估算。由于金融行业本身是宏观经济的一块重要组成部分。如果股市大跌令金融行业萎靡，增长放缓，自然就会拉低整体经济增速。今年1季度，金融行业GDP增速高达15.9%，远高于全社会7.0%的GDP增速。而金融行业增加值又占到了全国GDP的9.7%。因此，如果此次股市震荡让金融行业增速跌回去年全年10.2%的平均增速，那么全社会GDP增长会因此减速约0.6个百分点（ $= (15.9-10.2) * 9.7\%$ ）。

如果把今年1季度7.0%的全社会GDP增速减去0.6个百分点，就只有6.4%了。这听起来好像挺严重，但其实只是数字游戏。因为金融行业增速的放缓，只是让其他行业的疲弱更多体现在了全社会GDP数字上，实质影响不大。而且，就算0.6个百分点是个不小的数，它也只是一个有限的数。

真正需要担忧的是股市动荡向实体经济的传染，令实体经济增长也同时减慢的可能。这种情况下，全社会GDP增速的损失就不是区区0.6个百分点了。这种**金融向实体的感染可能通过“资产负债表渠道”（balance sheet channel）和“信贷渠道”（lending channel）两条路径发生。**

所谓资产负债表渠道，就是股市的暴跌导致持有股票的居民或企业财富缩水，资产负债表受损。这可能产生三重后果。其一，是股市财富缩水带来的负财富效应——股票亏钱——导致居民或企业支出下降，从而压低实体经济总需求。

其二，由于资产负债表中负债方一般比较刚性，很难快速下降，股票财富的缩水还可能导致居民或企业陷入负资产的状况。如果经济中不少主体都落入这种状况，经济就会因为大量居民或企业持续存钱还债而需求萎靡，增长减速。日本在1990年资产价格泡沫破灭、房价和股价大幅下挫之后，就陷入了这种“资产负债表衰退”（balance sheet recession）的状态，经济连续二十多年龟速增长。

⁶⁰ 本文发表于2015年6月19日光大经济评论

其三，如果经济中不少主体以股票为抵押物借钱，那么股价下跌会降低抵押物价值，因而影响相关主体的融资能力，从而对其经济活动带来不利影响。

以上三条，是从实体经济中居民和企业的角度来看的感染路径。另一方面，**股价下跌对金融机构也会造成影响，降低其向实体经济提供融资的能力，从而在实体经济中形成信贷紧缩，拉低经济增长——这就是所谓的信贷渠道。**

特别的，当压力在金融体系内快速蔓延，导致大量金融机构都受到影响的时候，金融体系通过信贷渠道带给实体经济的负面影响就会很大。次贷危机是一个很好的例子。在 2008 年雷曼倒闭之后，美国金融市场陷入恐慌。金融机构为了自保，纷纷停止向外融出资金，并想方设法收回借款。而美国的非金融企业又高度依赖金融市场提供日常的流动资金。这样一来，金融市场一出问题，美国实体经济的融资来源就枯竭，经济活动因而停滞，经济增长急剧滑坡。

要估计我国此次股市震荡可能对整个宏观经济带来的影响，就需要顺着资产负债表和信贷两条渠道，预判会发生的感染程度。但在这之前，必须对股市风险在整个金融体系中的蔓延情况做分析。因为它决定了多少金融机构会受影响，有多少压力会通过信贷渠道传导到实体经济。

2. 股市动荡风险在金融体系内部的传染机制

毫无疑问，**股市中的融资盘（也就是杠杆资金）是此次股市动荡的核心风险因素。**在 2007 到 2008 年，上证综指曾经从 6124 的高点跌到了 1664，累计下跌幅度超过 70%。当时各界对股市的风险并没有那么担心。而今年上证综指不过是从 5178 的高点向下回落了接近 30%，各方就感觉到压力很大。之所以会有这样的反差，是因为这次股市中有大量融资盘，而七、八年前没有。

所谓融资盘，是借钱买股票的头寸。目前，融资盘的资金成本一般都在年息 10% 以上。付着这么高的融资成本，不要说股价跌了，只要这些投资者预期股市一段时间不涨，就会迅速把手中的股票卖掉来偿还融资。另外，融资盘有强制平仓机制。也就是说，提供融资的机构（比如券商）一旦发现投资者手里的股票跌了不少，威胁到了自己借出资金的安全，就会强制把投资者的股票给卖了，从而收回自己借出的资金。这两点让融资盘成为市场波动的放大器。正是融资盘的推波助澜，让此次股市下跌如此迅猛。

更加严重的是，融资盘平仓和股指下跌已经形成了相互加强的恶性循环，令市场下跌的压力愈发加大。而在大家都在卖出股票的时候，融资盘有时就算想卖股票平仓也做不到。这样，融资投资者就只能拿着一把的股票眼睁睁地看着股价下跌，直到自己的本金全部亏掉。在那之后，提供融资的金融机构也不可避免地会遭受损失。

在股市中，提供融资的主力是券商和银行。当市场下跌到让券商和银行都开始损失的时候，这就不仅仅是股票市场的问题，而变成有可能威胁金融体系整体稳定的大麻烦了。

3. 股市融资盘和银行入市资金规模匡算

要判断金融风险有多大，需要估算融资盘可能给券商和银行带来的损失。而这又需要首先匡算融资盘和银行入市资金的规模。笔者估计，在今年 6 月中旬（大跌之前），**市场中的融资盘总量在 4.5 万亿元。其中 2.5 万亿是场内融资，2 万亿是场外融资。而银行入市资金规模大致在 2.5 万亿。**

所谓场内融资，是券商提供给投资者的融资。其中主体是“两融”（融资、融券）中的融资。在今年 6 月中旬，券商融资余额大概有 2.2 万亿。除此而外，券商还通过收益互换的方式给投资者提供了额外约 0.3 万亿的融资。因此，场内融资总计大概 2.5 万亿元。

所谓场外融资，是银行、信托、民间配资公司等机构向投资者提供的融资。这部分游离于监管之外，在过去大半年野蛮生长，风险极大。对于这部分的规模，我们缺乏精确数据，因而只能通过零星的证据来推算。根据证监会在今年 6 月末披露的数据，当前场外通过恒生 HOMS 系统形成的总杠杆资金规模（包含本金和融资两部分）在 4400 亿元。笔者估计，除此而外，还有其他民间配资公司（如 P2P 公司、互联网金融公司等）形成的杠杆资金盘子约 3 千亿元，以及信托公司对机构（主要是私募基金）形成的杠杆资金盘子约 5

千亿。假设这几部分资金的平均杠杆率为 1: 3, 则它们对应的融资余额应当在 1 万亿左右。最后, 上市企业还通过股权质押的方式从券商和银行获取了融资, 其规模在 1 万亿附近。加起来, 场外融资盘 (不包括对应的本金) 大致有 2 万亿。

就像场外融资一样, 银行资金进入股市的规模也缺乏精确数据。这是因为银行资金一旦入市, 就等于把银行直接暴露在了股市波动的风险中, 风险极高。因此, 银行资金入市在我国向来是被严厉打击的对象, 曾被多次被明令叫停。不过, 近些年来随着金融创新的发展, 很多条银行资金变相入市的通路被创设出来。目前, 笔者估计进入股市的银行资金应接近 2.5 万亿元。其中 1 万亿与券商融资对接 (购买券商两融受益权), 剩余 1.5 万亿与场外配资对接。

必须要声明, 由于场外融资和银行入市资金数据的缺乏, 以上的估算都只是一个大概, 恐怕存在不少遗漏和误差 (误差区间大概在正负 0.5 万亿)。但利用这大略的匡算, 已经可以得到金融风险的基本图景。

4. 股市震荡风险在金融体系内部传染性的研判

基于前面对融资盘和银行入市资金规模的匡算, 现在可以估计融资盘带来的亏损额度, 进而研判金融体系的稳定性。估计的方法是先利用高质量的场内融资数据 (我们有日度的精确数据) 来估算场内融资盘可能带来的亏损。然后再假设场外融资建仓节奏与场内融资一致, 但只是杠杆率更高一些, 从而用场内融资盘的亏损来推算场外的亏损。

由于从去年年初至今年 6 月中旬, A 股基本处在单边上涨的格局, 所以我们可以很容易从场内融资余额的变化估算出在不同点位上建仓的融资盘规模 (图 114)。

图 114. 在不同指数点位建仓的场内融资规模



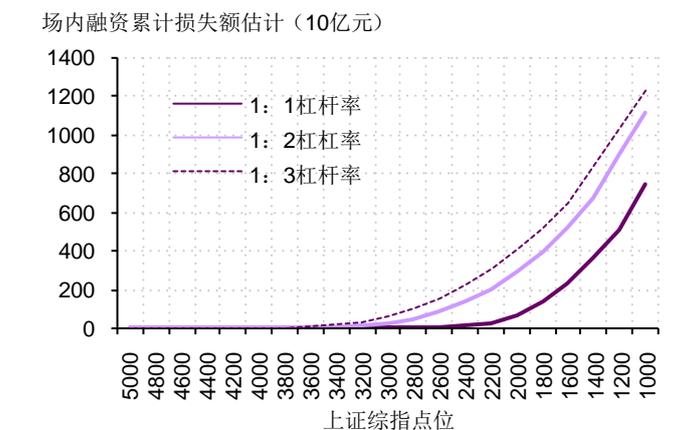
资料来源: Wind

注: 横轴数字表示区间范围。如, 3600 代表 3600~3800。

根据这一场内融资的筹码分布, 我们可以估计当股指跌到某一点位时, 不同建仓成本的融资盘所面临的亏损幅度。如果假设场内融资一直都不强制平仓, 而放任指数下跌带来亏损 (目前有人从稳定市场的角度出发, 已经提出了这样的建议), 那么我们可以估算出在不同杠杆率假设下, 指数跌到不同位置会给券商带来的损失。当然, 在计算中我们需要清楚只有在本金亏完之后, 才会轮到融资部分亏损。

估算的结果呈现在下图中 (图 115)。图中绘出了基于 6 月中旬 2.2 万亿券商融资存量, 在不同杠杆率假设下, 不同上证综指点位对应的券商亏损额。特别的, 如果券商融资杠杆率为 1: 2 (对应过去一年的融资杠杆率均值), 那么, 当上证综指跌回此轮牛市起点 (2000 点) 的时候, 券商的损失大概为 3 千亿元。券商收益互换部分由于规模不大, 带来的损失额应当还没有我们估算误差大, 所以不予考虑。

图 115. 不同杠杆率假设下，股指跌到不同点位给券商造成的亏损额估计



资料来源：Wind

银行损失的估算更复杂一些。前面提到，银行入市资金规模估计在 2.5 万亿。其中 1 万亿是直接借给券商的。这部分资金应当是安全的（因为券商还不会倒）。剩余的 1.5 万亿中，估计一半对接了高风险的场外融资，一半对接了场外融资中风险相对较低的股权质押。从前面的图中可以看出，给定 2.2 万亿的融资规模，如果是 1: 3 的杠杆率，那么当上证综指跌到 2000 点时，损失会在 4 千亿。据此，7 千多亿的银行资金如果对接了高风险的场外融资（杠杆假设为 1: 3），那么亏损应当在 1 千 3 百亿。至于剩下的对接股权质押的 7 千多亿，风险较小，以 10% 的损失率计算，亏损规模也就在 700 亿。两项相加总计为 2 千亿。

所以，尽管可能有 2.5 万亿银行资金进入了股市，当上证综指跌到 2000 点的时候，银行的亏损也就 2 千亿。就算我们的估计有较大误差，**银行入市资金的损失也应该不到 4 千亿。**

必要要说明，以上的计算都是在非常极端的前提假设下做出的，应该被视为券商和银行损失的上限。如果在现实中融资盘及时平仓，又或者是股指下探的幅度没有那么巨大，实际发生的损失会远远小于前面的估计值。所以，这些估算数值应该被视为对金融体系做压力测试的极端值，而非对未来可能发生损失的预测。

券商亏 3 千亿，虽不致命，但伤筋动骨。2014 年，券商行业总资产为 4.1 万亿元，行业净资产 0.9 万亿元。而 2014 年全年，券商总利润才 1289 亿。3 千亿的亏损放上来，虽不至于让券商集体倒闭，但两年多的利润肯定是得贴进去了。

银行亏 4 千亿，九牛一毛。2014 年年末，商业银行总资产 131 万亿元，不良贷款余额 1 万亿，贷款损失准备金 2 万亿。也就是说，银行仅仅动用其贷款损失准备金就足以消化掉入市资金带来的亏损。因此，银行的稳定性不会受到股市动荡的影响。

至于其他如 P2P、信托等参与了场内外配资的金融机构，要么不具有系统重要性，要么可能的亏损额不大，因而不会威胁到整个金融体系的稳定

基于以上的估算，**股市动荡带来的风险在金融体系内部的传染度有限，金融体系的稳定可以保证。**

5. 股市动荡对实体经济的影响

有了金融体系内部风险蔓延的评估，接下来就可以估计股市动荡对实体经济的影响。

首先来看前面提到的“资产负债表渠道”。股市下跌的这大半个月，A 股总市值已经消失了近 20 万亿元。但这对实体经济中消费的影响很小。根据诺贝尔经济学奖得主 Modigliani 所提出的“生命周期—永久收入假说”（Life Cycle-Permanent Income Hypothesis），只有消费者相信收入的增加是永久的时候，才会把增加收入中的大部分消费掉。这容易理解。某人某天捡到了 100 块钱，一定会把其中的大部分存起来慢慢花。只有他

相信每天都能多捡到 100 块钱，才会把这 100 块钱中的大部分当天花掉。

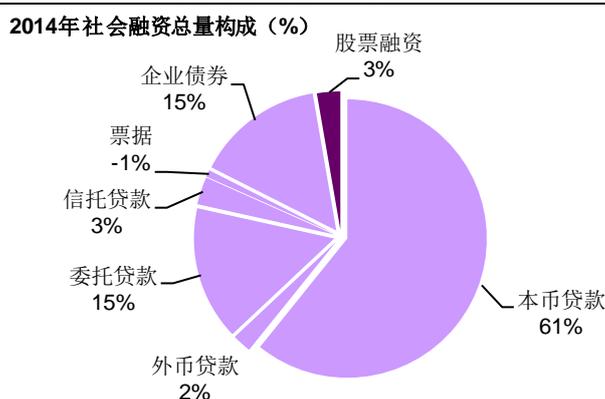
从这个角度来观察过去一年中 A 股的涨跌。很明显，国内居民并未将股市牛市带来的财富增值视为永久性的。在过去一年股指大幅走牛的同时，社会消费品零售总额同比增速却从 2014 年 5 月 12.5% 下滑到今年 5 月的 10.1%。汽车一般被认为是最能体现股市财富效应的商品。但国内汽车销量的同比增速却也从去年 5 月 7.6% 下滑到今年 5 月 2.1%。很显然，在过去一年的宏观经济数据中，找不到股市财富效应的痕迹。究其原因，应当是消费者本就预期此轮股市上涨不可持续，因而并未因为股市财富的增加而提升其消费。相应的，今年下半年我们也应该很难看到股市下跌对消费带来的负面影响。

另一方面，股市下跌过程中，股市融资会快速被平仓掉，而不会让这些债务持续趴在投资者的资产负债表上。因此，尽管股市平仓会带来短期剧烈的市场调整，但它也消除了大量债务持续压迫资产负债表的可能，因而不会让我国陷入像日本那样的资产负债表衰退。

接下来，股市财富缩水确实可能会降低企业利用股权质押获取融资的能力。但股权质押融资规模很小，占社会融资总量的比重应当不超过 1%。因此，股价缩水对实体企业整体融资能力的影响非常微小。

在分析清楚了“资产负债表渠道”后，再来看“信贷渠道”。在社会融资总量中，银行信贷是绝对的主体，2014 年占比超过 60%。而股票融资占比则只有可怜的 3%（图 116）。就算股市接下来一年完全不融资，实体经济的融资也不会受到太大影响。

图 116. 2014 年社会融资总量构成



资料来源：Wind

在这样的社会融资总量格局下，要在实体经济中形成信贷紧缩，一定是银行体系受股市动荡感染，放贷能力被大幅削弱。而根据前面的分析，银行的稳定性并不会受到股市动荡的影响。相应的，银行向实体经济的信贷投放也会继续保持平稳。实体经济不会发生信贷紧缩。

最后，有人可能会认为股市的下跌会通过摧毁信心来影响到实体经济。股市大跌下来，各界对经济前景的预期会更加黯淡，消费投资的意愿可能会因而降低，从而拉低经济增速。这种逻辑有其道理，但很难量化分析。不过，大致想起来其影响也不会太大。还是同样的思路，在过去一年的大牛市中，我们并没有看到宏观经济增长预期因为股市走牛而被调高。经济的实际增速也并未随股市上扬而加快。这本身就说明股市其实对实体经济没有那么重要。因此，在股市下跌的过程中，就算市场预期会因此有所恶化，对实际经济活动的负面影响也会有限。

6. 结论

在过去大半个月，A 股因为融资盘去杠杆和股指下跌的恶性循环而大幅走弱，总市值蒸发近 20 万亿元。在股市此番动荡中，融资盘处在核心位置。我们估算，在非常极端的情况下——上证综指跌到 2000 点，融资盘一直不平仓——融资盘可能给券商带来约 3 千亿美元的损失，给银行带来不超过 4 千亿美元的损失。这一量级还不至于威胁到金融体系的系统稳定性。而从金融风险向实体经济传递的资产负债表和信贷两个渠道来看，

股市动荡对实体经济的威胁也不大。简而言之，我国不会因为股市大跌而产生金融危机、经济危机。但如果此次股市大跌后金融活动趋向萎靡，全社会 GDP 增速可能因此而损失 0.6 个百分点。

由于股市动荡引发系统性金融和经济危机的可能性很小，政策在应对时就需权衡收益和成本，而不应不顾一切的“暴力救市”。相比不惜成本的托举股指，集中资源化解融资盘风险可能是更好的选择。

调控 A 股要打赢三大战役

2015 年 7 月 12 日⁶¹

【摘要：A 股剧烈震荡之后，股市调控需要打赢短期稳市场、中期化风险、长期促改革这三大战役，以构建一个长期健康稳定发展的股市。在政府有力的托底之下，稳定市场之役已看到胜利的曙光。在这之后，还需打赢化解风险的战役，降低股市融资盘数量，并实现救市措施的平稳退出。而在长期，更重要的是吸取此次教训，通过改革来构建健康的股市运行机制，预防危机再次发生。在这第三场战役中，关键目标是实现金融混业监管和 IPO 注册制。】

在过去半个多月里，A 股明显下跌。期间，股市融资盘平仓和股指下跌形成了相互加强的恶性循环，既放大了市场波动，也使得风险向券商和银行（融资资金的主要提供者）传导，威胁金融体系的稳定。

出于防控风险的目的，政府坚决地采取了稳定市场的措施。为了遏制股指的跌势，降息降准、IPO 暂缓、要求上市公司释放利好等救市政策相继出台。特别的，在央行流动性的支持下，证金公司大举购入股票护市，发挥了定海神针的作用。很明显，这些举措已经见效。上周的周四周五两天，股市一扫颓势，上证综指两天累计上涨超过 10%。

但是，现在还不到欢呼胜利的时候。A 股市场之所以会有此次的动荡，是因为在市场运行、金融监管等方面还存在不完善的地方。在这些深层次问题没有解决之前，股市的风险仍然存在，类似过去几周的动荡还有重演的可能。

为了构建一个长期健康稳定发展的股市，调控政策需要打赢短期稳市场、中期化风险、长期促改革这三大战役。

1. 短期稳市场

当市场形成加速下跌的正反馈态势，市场风险向具有系统重要性的金融机构传导之时，阻断恶性循环，抑制风险蔓延是第一要务。这是过去一段时间政府全力救市的关键原因。换句话说，**虽然救市的战术目标是提振股指，但其战略意义在于防控风险。**

目前，如火如荼的救市战役已经看见了胜利的曙光。尽管未来可能会有反复，但取得最终胜利已经没有什么悬念。

2. 中期化风险

在稳定了市场之后，接下来应该进入化解股市风险的第二战役。**这场战役的主要目标是降低股市融资盘数量，次要目标是救市措施的平稳退出。**

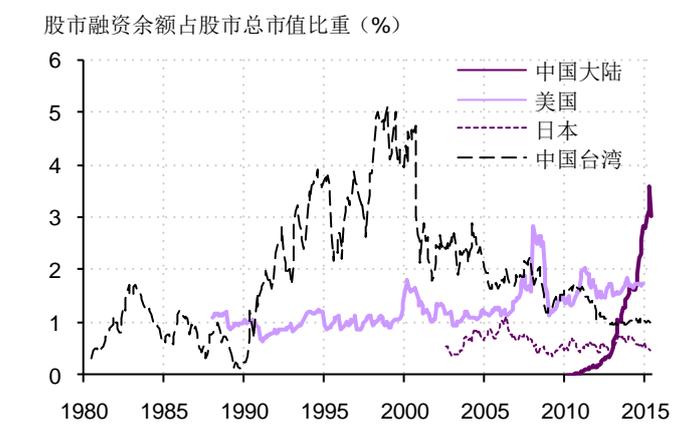
很明显，融资盘是此轮股市动荡的核心风险点。如果不是它们的大量存在，市场不会下跌得那么急促，风险也不至于向券商和银行的资产负债表蔓延。目前，市场下跌虽然已经止住，但只要融资盘数量还没有回落到合理水平，市场内的定时炸弹就未被拆除。

尽管 A 股融资盘数量在过去半个月已经明显减小，但从国际经验来看，**其绝对规模仍然偏高。**从今年 6 月中旬至今，A 股场内融资余额占股市总市值比重已经从 3.5% 下降到 3%。但要注意，这还没有把场外融资计算在内。而在美国，这一比率最高的时候也没超过 3%，而在次贷危机之后则一直不到 2%。在日本，这一

⁶¹ 本文发表于 2015 年 6 月 19 日光大经济评论

比率更是长期低于 1%。而中国台湾虽然曾在 1998 年泡沫高涨时期把这一比率推到了接近 5% 的高位，但在近些年也已回落到 1% 左右。显然，我国目前的融资余额占股市市值比重仍明显高于国际水平（图 117）。而如果考虑到我国股市中还有大概 20% 的非流通市值，我国股市内融资盘比例就更远高于国际平均水平。

图 117. 从国际经验来看，我国股市融资盘规模明显偏大



资料来源：Wind

如果要将 A 股融资余额占市值比重降到美国当前 1.7% 的水平（日本和中国台湾比这更低），那么以上证综指 4000 点所对应的股市市值来计算，融资余额应该为 9 千亿。这一水平要比当前融资余额低 5 千亿。换句话说，为了将融资盘规模调控得与美国股市的水平相当，融资余额还需要再减少大概 1/3。如果上证指数低于 4000 点（意味着股市市值更小），融资规模还需压缩得更多。而如果把场外杠杆资金也加进来，融资盘需要压缩的幅度更大。

融资盘是高度逐利性的资金，稳定性较差。要在不引发市场大幅波动的前提下降低其规模，需要促使其主动有序退出。这只能在震荡的市场行情中实现。因为无论单边上涨还是单边下跌的市场预期，都会为融资盘所放大，带来融资资金的快进或快出，令市场失稳。只有市场波动起伏不断，融资盘内部的预期才能分化，不至于产生具有冲击力的群体性风潮。

要实现降低融资盘规模所需的震荡行情，需要政策对股市做区间调控。在下跌压力比较大的时候托举市场，在市场涨幅较大时主动降温。这种区间调控正好可以与救市措施的退出结合起来。

必须要看到，在过去几周为了稳定股市而出台的救市举措中，有相当部分是权宜之计，对市场运行有负作用。而在救市的过程中，包括证金公司在内的政策性机构也购入了不少股票，在客观上形成了股市内“国进民退”的格局。更加严重的是，救市举措还可能让市场形成政府为牛市背书的预期，更助长投机炒作风气。因此，如果救市举措不能较快地平稳退出，反而会成为市场风险的一个来源。

所以，在市场涨得比较快的时候，政府就应有意识的撤出救市政策，并逐步减持购入的股票。而当市场下行压力较大时，又需要重新托市。在这区间调控中，政策收放不应拘泥于股指点位，而需要以融资盘的动向为主要参照。

在此过程中，还有两项技术性的措施可有助于融资盘风险的化解。

其一，**搜集并发布场内外融资盘的精确数据。**前几周市场情绪之所以紧张，部分缘于各方都没有场外融资的数据，因而难以估算其可能造成的危害。在未知之中，市场更容易变得恐慌。因此，相关部门如能搜集并发布这方面的数据，就能够有效降低市场的不确定性，并为加强监管做好信息上的准备。

其二，**对股市融资进行严格的资本充足率监管。**这次股市震荡已经清楚地表明，股市融资也是一项具有系统重要性的金融业务。换句话说，股市融资有威胁金融体系稳定的潜在破坏力。因此，应该把股市融资当

成具有系统重要性的金融业务来监管，要求提供融资的金融机构为其准备足够的资本金，以便通过资本缓冲来吸收可能的损失，控制风险的蔓延。目前，随着市场的回稳，股市融资规模又出现了反弹的苗头。此时更应该推出这样的监管举措，从源头上抑制融资的增长。如果担心这样的监管会增大市场压力，那至少可以用“新老划断”的方式，从新增融资做起。

只有将股市融资规模控制到合理水平，并稳步退出救市措施，才算打赢了化解股市风险的第二场战役。而这场战役和稳定市场的战役之间并不存在严格分界线。在应对市场下跌时，就要尽量将短期和中期目标结合起来，为最终化解风险做好准备。而在压缩融资盘的区间调控中，市场情况也可能反复，出现过快下跌，需要政策托底的情形。

3. 长期促改革

稳定了市场、化解了风险，只能算完成了对 A 股震荡的应对。但在长期，更重要的是吸取此次教训，通过改革来构建健康的股市运行机制，预防类似危机再次发生。在这调控股市的第三场战役中，**关键目标是改革金融监管体制，并实现 IPO 注册制。**

这次股市震荡凸显了**金融混业经营的发展趋势和金融分业监管的现有模式之间的矛盾**。银行资金炒股的风险早为人熟知，我国在过去也曾多次对其强力叫停。但在近些年，随着金融创新的发展，更加隐蔽的银行资金入市通路又被创设了出来，最终导致数万亿银行资金流入股市，既加剧了股市泡沫的发展，也形成了从股市到银行的风险传导路径。

这种情况之所以会发生，很大程度上是因为当前金融监管体制存在不足。在银行资金入市的各条资金链条上，职司金融监管的三会（银监会、证监会、保监会）分别只能看到其中的一环或几环，而缺乏对全程的掌握。这样，就留下了不少监管的盲点、以及监管套利的空间，从而导致风险不断积累。

既然金融行业已经进入了混业经营时代，监管体制就应顺应这样的潮流，构建混业监管的大一统体制，形成对金融业务的监管全覆盖，不留盲区。

此次股市急速下跌，跟之前股市明显泡沫化也有直接关系。混业监管模式虽然可以减少银行资金入市，但并不足以消除泡沫的可能。从构建长期稳定股市的角度来看，必须要在市场中形成自动平抑股价过快上涨的机制。这个机制的建立有赖于 IPO 注册制的落地。

当上市企业的融资不再受到行政约束，能够市场化地自由进行，股价上涨就能自动引发企业融资增加，从而通过增加股票供给的方法来平抑股价，降低泡沫产生的可能。此外，像其他金融市场一样，股票市场发展的最终目标是为实体经济提供融资支持。而要实现这一目标，也需要放开对上市企业融资的行政干预，把融资决策权交还给市场。因此，**尽管在短期内为了稳定市场而暂缓了 IPO 进程，但从长远来看，IPO 注册制改革还需继续推进，并且宜早不宜迟。**

此次股市震荡已经表明了推进金融混业监管和 IPO 注册制两项改革的急迫性。只有加速推进之，打赢了长期促改革的第三场战役，我们才没有白白经历这次股市震荡的洗礼。

救市成败不在股指高低

2015年7月31日⁶²

【摘要：7月27日，上证综指创下了8年来最大单日跌幅，让人担忧针对A股的救市举措是否失败。不过，救市成败并不取决于股指高低，而在于是否将股市融资盘规模调降到了合理水平。这是因为股市融资盘是此次股市动荡的核心风险点。目前，A股融资盘规模仍然偏高，需要通过震荡的市场走势来引导融资盘主动有序撤出市场。因此，近期股指再次出现明显下跌并不意味着救市失败。恰恰相反，这正是成功实现救市目标所需要的。】

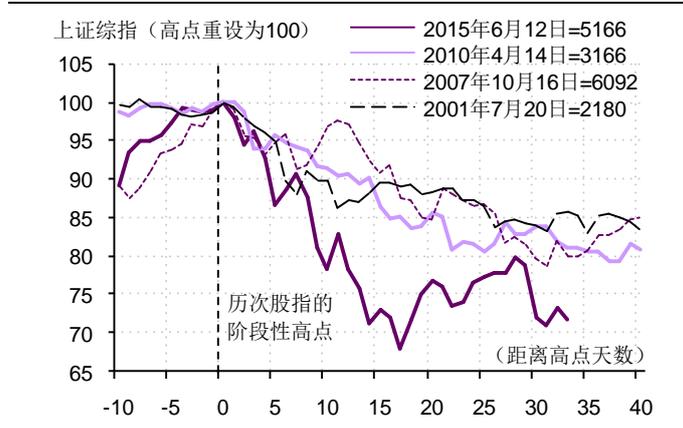
从今年6月中旬到7月初，A股市场曾大幅下跌。而在强有力的救市措施带动下，市场波动已在7月中旬明显减小。但在7月27日，A股一天内下挫8.5%，创下了8年来的最大单日跌幅。这不禁让人担心救市措施是否失败。

不过，救市成功与否并不取决于股指高低，而在于是否将股市融资盘规模调降到了合理水平。因为控制和化解融资盘风险才是此次救市的初衷。

尽管在7月初，救市举措都围绕稳定股价展开，但托升股价并非救市的最终目标。在今年6、7两月，上证综指最多时也就跌了30%。而在过去，A股曾有数次更大跌幅的记录——2007、08两年，上证综指曾累计下跌70%。在历史上这些幅度更大的下跌中，A股市场都没有出现像今年这样需要政府强力救市的危急状况。

A股这次之所以与以往不同，是因为市场中出现了大量融资盘（借钱炒股的杠杆资金），从而产生了两个严重后果。第一，在股市下跌时，融资盘平仓压力和股指下跌形成了相互加强的恶性循环，令市场加速下跌。因此，尽管此次股指下跌幅度还算不上最大，但下跌速度却明显快于过往（图118）。

图 118. 2015 年这次股指下跌速度快于过往



资料来源：Wind

第二，在股市急跌时，融资者手里的股票很难变现，因而很可能无法偿还自己的融资欠款。于是，券商和银行作为融资盘资金的主要提供者，就面临坏账风险。这样一来，股市波动风险就向券商和银行的资产负债表传染，进而威胁金融体系的稳定。

所以，政府救市短期内是为了打破股市内的恶性循环，阻断风险向金融机构的传染，而更长期则是为了调降股市融资盘规模，拆除这颗定时炸弹。因此，是否有序地将融资盘规模压缩到了合理水平，是衡量救市

⁶² 本文发表于2015年6月19日光大经济评论

成败的关键标准。

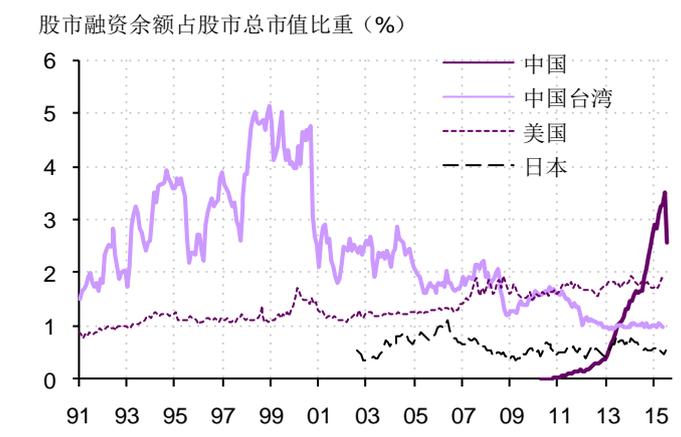
这一目标能否实现并不取决于股指高低。在股市恐慌性下跌时，为了预防风险的集中爆发，必须要稳住股指。但在融资盘规模反弹之时，又需要打压股指，从而给融资资金降温。所以，救市并不需要、也不应该把股指长期托举在某一水平之上。

在今年7月16日到7月23日，A股在连续6个交易日中都收涨。但同期，股市融资余额却累计增加355亿元。这表明当前A股市场中的投机风气仍然很盛，市场向好很容易引发融资盘规模反弹，推升股市整体风险度。所以，为了降低融资盘规模，救市时就不能一味托升股指，反而需要时不时放任市场下跌。期间，救市“国家队”只需要间歇性给下跌踩刹车，预防其演变为恐慌性崩盘即可。从这个角度来看，7月27日A股的大跌是给融资盘降温的必要之举。在那之后，融资盘规模确实又重新开始下降。

7月27日的大跌还可以被视为一次对股市稳健性的压力测试。从大跌的结果来看，市场的内生稳定性仍然不强，融资盘平仓与股市下跌的恶性循环还有卷土重来的可能。所以尽管纵向来看，A股融资盘规模已经下降不少，但其风险度并未充分释放。

而横向来看，当前A股融资盘规模仍然明显高于国际水平。目前，融资余额占A股总市值比重仍然超过2.5%，明显超过美国、日本和中国台湾的水平（美、日、台的比重分别为1.9%、0.5%和1.0%）。如果要让A股融资比例下降到国际平均水平，融资余额还需从目前1.4万亿的水平上再压缩至少5千亿。而如果考虑到A股市值在未来可能进一步缩水，融资盘需要压缩的幅度还得更大（图119）。

图 119. 当前我国融资盘占比仍明显高于国际水平



资料来源：Wind

因此，接下来救市措施还需进一步调降股市融资盘规模，从而逐步释放股市风险。而这只能在震荡的市场中实现。这是因为市场一旦形成单边上涨或下跌的预期，都会为高度逐利性的融资盘所放大，形成急涨或急跌格局，令市场失稳。只有股指的上下起伏才能分化融资盘内部预期，从而促使其主动有序地撤出市场。由此可知，近期股指再次明显下跌并不意味着救市失败。恰恰相反，它正是成功实现救市目标所需要的——如果不通过这种下跌来打击市场中的投机情绪，融资盘风险就难以化解。

总而言之，救市成败不在股指高低，而在是否有效调降了股市融资盘的规模。而为了引导融资盘主动撤出市场，股指阶段性的下跌是必要的。再考虑到融资盘与股指走势高度正相关，在压缩融资盘规模的过程中，股指很可能在震荡中逐步下行。

专题五：债市分析

股市泡沫破裂之后，债市收益率出现大幅下行。资金推动下债市杠杆快速攀升，推动债市利率水平显著偏离基本面支撑，同时也积累了较大的系统性风险。本专题第一篇文章《为什么债券牛市已经到头》以经济增速由过去几年的持续下行转为平稳为基础，结合当前流动性推动的超低债券收益率现状，得到债市面临调整压力的结论。而整压力之下，高杠杆的债市对金融稳定形成威胁，《债市高杠杆之忧》对债市调整风险进行了分析。

为什么债券牛市已经到头

2016年4月4日⁶³

从2014年年初至今，国内债券市场已经走出了一波延续两年的牛市行情。10年期国债收益率从2014年1月份的4.6%一路下降到了现在不足2.9%的水平，降幅超过1.7个百分点。这次国债收益率如此之大的降幅，在过去10多年里仅次于2005年的那波债券牛市。而从收益率下降持续的时间来看，这次债券牛市长于过去10多年来的历次债牛。与国债收益率相一致的，各个信用评级的债券收益率都在过去两年显著下降。

1. 债券收益率与经济基本面现明显落差

但就在债市“一年牛、一年熊、一年平”的老经验逐渐被人淡忘之时，债券收益率从今年年初以来已进入了相当纠结的状态，在今年1季度走出了一波窄幅震荡的行情。一方面，收益率没有再像过去两年那样持续快速下滑。但另一方面，也没有因为近期不利于债市的基本面变化而明显上扬。

而从道理上来讲，过去1个季度国内宏观经济形势的变化理应显著推升债券收益率。在2015年年底的时候，对中国经济前景的悲观预期还曾在国内外普遍存在。而目前，对经济增长短期复苏的前景至少在国内已经成为了共识。此外，今年2月份CPI同比数字已经冲高到2.3%，比去年12月的数字高出了0.7个百分点。相伴随的，是市场的“通缩”一致预期向“通缩——滞胀”预期分化的转化。更为重要的，去年12月各方还普遍担心去产能的强力推进会给2016年经济带来不小的下行风险，经济增长会进一步下台阶；而今年3月“两会”对“小康社会”目标的强调和聚焦却给了各方一颗定心丸，让大家普遍相信中国经济已触到所谓的“L”型底部，经济增速将进入平台期。

毫无疑问，上述三项发生在今年1季度的超预期变化都应该不利于债市，理应推升债券收益率。但国内债市却似乎对此视而不见。这使得债券收益率与经济基本面本已拉开的差距变得更为明显。

从经济规律上来说，债券收益率应当主要决定于经济增长的速度和通胀水平。经济增长越快，通胀水平越高，债券收益率就应该越高。换言之，债券收益率应当与经济基本面（增长、通胀）相匹配。笔者用最小二乘法构建了用经济增速与通胀来拟合10年期国债收益率的计量模型。其中分别用工业增加值（VAI）与CPI的同比数字来代表经济增长和通胀水平。这个计量模型所给出的拟合值就代表了经济基本面所对应的10年期国债收益率的“恰当”水平。对过去10多年的数据，这一模型给出了不错的拟合优度（ R^2 达到了38%）。从这个模型来看，当前10年期国债收益率比经济基本面对应的水平低了超过50个基点以上。如此之大的缺口无法简单用拟合误差来解释（图1）。

当然，我们不能简单把计量模型视为评判债券收益率高低的绝对依据。计量模型只是对过去统计规律的总结。而任何过去的统计规律在未来都可能失效。不过至少从前面给出的这个模型来看，做出如下判断应当是公允的，那就是：如果过去十多年国债收益率与经济增长和通胀水平之间的统计关系仍然成立，那么当前的10年期国债收益率显著地偏低。因此，任何人如果要试图说服我们接受当前10年期国债收益率不算低的论断，必须要令人信服的证明过去十多年国债收益率与经济基本面之间的统计关系已经失效。

⁶³ 本文发表于2015年4月4日光大经济评论

图 120. 当前 10 年期国债收益率已经明显低于经济基本面所对应的水平



注：回归模型被解释变量为 10 年期国债收益率，解释变量为工业增加值（VAI）同比增长率与 CPI 同比增长率。常数项、VAI、CPI 的回归系数分别为 3.30、0.00 与 0.16。三个系数的 t 值分别为 27.9、-0.6 与 9.8。模型 R^2 为 0.38。

2. 未被充分注意的经济大拐点

事实上，观察前面介绍的这个计量模型，确实能发现统计规律失效的情况。这个模型在 2004-05 年、以及 2013-14 年两段时间里出现了较大的拟合误差（实际观测到的收益率长期明显高于模型的拟合值）。这两个拟合误差的产生有其充分的理由。我国在 2003 年从长达 5 年的通缩中走了出来，并在 2004 年一步进入了通胀时期。通缩与通胀之间的快速切换让债市紧张情绪蔓延，债券收益率大幅冲高至恐慌水平。而 2013-14 年债券收益率的高企则直接归因于 2013 年 6 月的“钱荒”及其后遗症。如果能够在今年找到类似走出通缩和钱荒这样的事件，那么当前 10 年期国债收益率的拟合误差是可以被解释，并可能长期存在的。

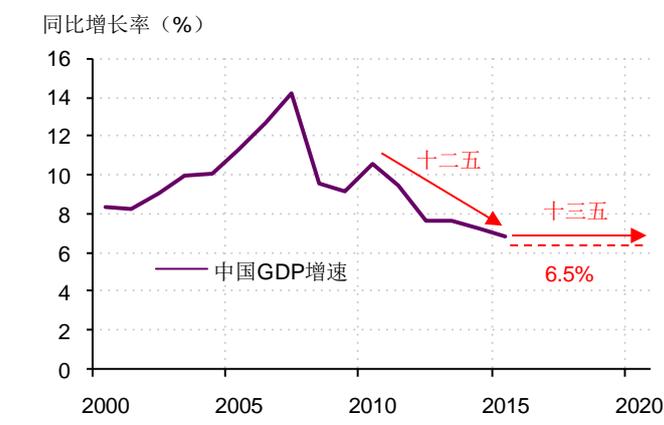
这正是当前不少人继续看多债市的逻辑。在这些人看来，当前中国经济增长正在持续下台阶的过程中，经济状况正不可避免地走向通缩。相应的，他们相信目前正处在债券收益率长期下行的大趋势之中。所以，尽管他们也认同经济短期复苏的判断，但只将其视为下行大趋势中的短期回升，因而认为无需因此修改其对债市的乐观判断。

但这种观点缺乏根据，是对中国长期增长前景的误读。目前，包括债券投资者在内的各方已经基本对国内经济走向复苏的短期拐点形成了共识。但其中的许多人并没有意识到我国长期经济增长也正在越过拐点。“十二五”的 5 年（2011-15 年），是中国经济增长持续放缓的 5 年，GDP 增速从 2011 年的 9.5% 一路降至 2015 年的 6.9%。而如果只看包含实体经济的第二产业（工业加建筑业），其 GDP 增速更是从 2011 年的 10.6% 下滑到了 2015 年的 6.0%。将这样的趋势做线性外推，认为我国经济增长在“十三五”期间（2016-2020 年）还会进一步下沉，滑向通缩，是不少人自觉或不自觉做出的假设。

在这样的背景下再来看今年 3 月的“两会”，就能看出今年政府工作报告的重大意义了。在“两会”政府工作报告中，总理明确说到：“‘十三五’时期经济年均增速保持在 6.5% 以上。”这是政府首次给中国经济增长画出清晰的底线。而政府工作报告中对十三五期间，以及今年的各项经济工作的布置也明显围绕“稳增长”展开。这表明“十三五”期间我国经济增长将进入平台期，在 6.5% 的底线之上保持平稳，进入所谓的“L”型底部。这样一来，当前我们迎来就不仅仅是短期经济增长复苏的拐点，还是长期经济增长趋势从下滑转向平稳的大拐点。在这个拐点之后，中国经济并不是一路走向通缩。自然，就不应当用长期通缩的逻辑来支撑当前债券收益率不算低的论断（图 121）。

因此，尽管我们能够从宏观数据中找出很多当前经济复苏势头不稳固、通胀上升只是短期的证据，但这都不足以成为继续看多债市的理由。因为对债市带来最大威胁的并非经济短期的复苏，而是许多人并未充分认识到其重要性的经济增长长期拐点的到来。

图 121. 中国经济增长正从“十二五”期间的持续下滑转为“十三五”期间的平稳（L 型底部）



资料来源：Wind

3. 此货币宽松非彼货币宽松

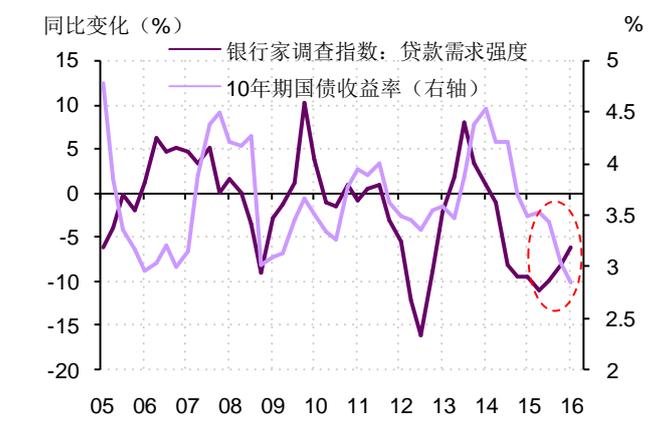
“经济基本面就算是这样也不要紧，我们还有‘央妈’呢，”相信不少债券投资者心里会浮现这样的声音。不错，如果说 2014 年的债牛是债券收益率从高位向基本面回归的话，那么 2015 年的债牛就主要是人民银行宽松货币政策给的。在 2015 年 2 季度，银行间市场 7 天回购利率在人民银行的引导下大幅下降超过 1.5 个百分点，并在不足 2.5% 的低位上保持到现在。享受到充足流动性支持的债券投资者们无不把人民银行亲切地称为“央妈”，在母爱的温暖中拥抱越来越低的债券收益率。

但人民银行的任务是维护经济增长和物价水平的稳定，而不是给债券投资者“发糖吃”。今年 2 月 CPI 同比数字已经上升到了 2.3%，并带动宏观分析师纷纷上修其对今年通胀的预期。就算 CPI 数字在几个月会后下来，今年通缩的风险也已经大为减轻了。而与此同时，当前 1 年期定存基准利率已经下调到了 1.5%，是新中国成立以来的最低水平。就算考虑到商业银行利率上浮的因素，现在的利率水平也绝对是很低的。在这样的低利率水平上，又面临着 CPI 上扬，PPI 跌幅收窄的物价走势，人民银行进一步降息的概率微乎其微。至于降准，相信在今年 2 季度还会至少有一次。但这只是对资本外流的对冲，并不足以带动利率水平下降。

的确，我们如同许多观察者一样，仍然相信今年的货币政策整体基调是宽松的。但是，此货币宽松非彼货币宽松——今年与去年货币宽松的形式是不一样的。事实上，今年的货币宽松对债券市场是不利的。在 2014-15 年，实体经济中两大融资需求大户——房地产和地方政府融资平台——因为行政管制而无法享受宽松货币带来的流动性支持。这导致资金从金融市场向实体经济的流动出现阻塞，从而在金融市场中形成流动性“堰塞湖”，推高包括债券价格在内的金融资产的价格。在资金向实体经济流动的途径未被疏通之前，货币宽松只是推高金融市场中流动性的水位而已，会进一步压低债券收益率。但在今年，地产开发商和地方政府融资平台的融资瓶颈已经完全放开，货币宽松的导向是刺激资金向实体经济的流动。这样的货币宽松等同于给金融市场的流动性“堰塞湖”泄洪，反倒会对债券收益率带来抬升的作用。

事实上，这种货币宽松方式的转变已经为银行体系所感受到。在今年 1 季度人民银行公布的银行家调查指数中可以看到，银行家所感受到的实体经济贷款需求强度已经有所改善。随着银行将更多资金向信贷类资产配置，其配资债券的意愿会相应减低。因此，从过去的经验来看，贷款需求的拐点往往预示债券收益率的拐点。相信这次也不会有什么不同（图 122）。

图 122. 银行家所感受到的实体经济贷款需求强度已经越过拐点，预示债券收益率的拐点也将到来



资料来源: Wind

4. 结论

总结一下。从过去十多年的统计规律来看，当前的债券收益率相比经济基本面来说是太低了。在当前国内经济增长迎来短期拐点的时候，更重要的长期拐点也已经来到——经济增速将从十二五期间的持续下滑转为未来 5 年的平稳（进入 L 型底）。这一宏观长期趋势与当前债券低收益是不相匹配的。再考虑到货币宽松方式从去年有利于债市向今年不利于债市的转换，国内延续两年之久的债券牛市大概率已经走到了尽头，今年将是债市的调整之年。

债市高杠杆之忧

2016年4月10日⁶⁴

金融杠杆是一柄双刃剑。正常状况下，它可以帮助投资者大幅提升其投资收益率。但在不利状况下，杠杆短期内的释放能够让投资者亏损惨重，并且在极端情况下对整个市场都形成严重冲击。2015年6、7月A股市场的异常波动已经充分地展现了金融去杠杆的巨大破坏力。期间，股指下跌与股市中融资资金的去杠杆行为形成相互加强的恶性循环，令A股以远超过往的烈度暴跌，甚至威胁到整个金融体系的稳定性。

就在A股去年异常波动余波未消，去杠杆进程尚未结束的时候，国内债券市场杠杆率已明显攀升。其中又以基金公司杠杆率的上升尤其值得警惕。债市如果像去年A股市场那样进入无序降杠杆的状态，对债券收益率的冲击自不待言，对整个金融体系都会带来不容忽视的冲击。

债券市场加杠杆的通常方式是所谓的“回购养券”。在债券市场中，短期资金拆借主要通过债券回购的方式进行。债券投资者可以将其手中的债券通过回购的方式质押出去，从而借入资金。利用借入的资金买入债券后，可以将新购入的债券再通过回购质押出去，借入更多资金。如此过程可以进行多个循环，可以让投资者购入数倍于自有本金的债券量，建立起很高的杠杆率。在这个过程中，债券投资者收益来自买入的长期债券所产生的收益率，而成本则是通过回购借入短期资金所需支付的短期利率。换言之，投资者可通过回购养券收获了长短期利率之间的利差。

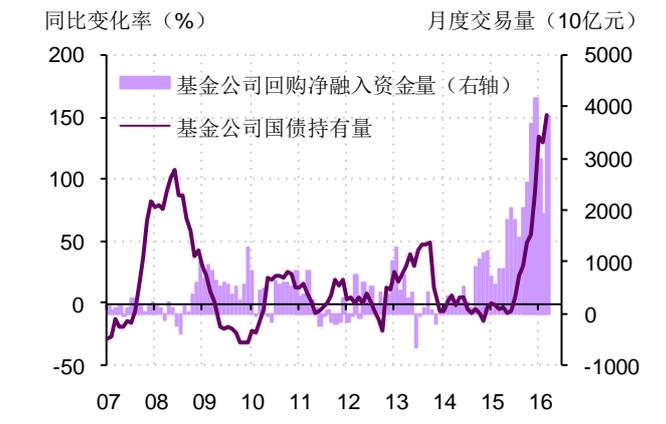
这种做法当然存在风险。在回购养券的过程中，债券投资者用借入的短期资金支撑起了自己在长期债券上的头寸，本质上是通过期限错配来套取期限利差。在这个过程中，如果短期资金利率上升幅度较大，投资者的利润就会迅速减小，从而促使其快速降低杠杆（卖债来偿还短期借款）。在极端的情况下，投资者一方面会大量卖债降杠杆，从而令债券价格跳水，另一方面则会不惜代价的以高利率借入短期资金来接续其资金链，从而令短期利率水平也飙升。

债券托管数据向我们展现了当前基金公司在债市加杠杆的图景。在2015年以前，基金公司通过质押和买断两种回购方式净借入的资金量，一个月最多也不过1.3万亿元（这是交易量的概念）。而在2015年上半年，随着国内金融市场资金的泛滥，基金公司回购净借入资金规模明显上升，到2015年6月达到了2万亿元的水平。但从去年6、7月A股异常波动之后，股市资金大量流入债市，令基金公司借钱变得更加容易，其回购净借入的资金规模也快速增加到2015年12月的4.2万亿。这一数据今年1季度虽有所下降，但在3月仍然达到了3.8万亿之巨。

基金公司通过回购借入的资金支撑了它们债券持有量的大幅扩张。这一点在基金公司国债持有规模上表现得尤为突出。这主要是因为国债无风险，同时流动性又好，因而是优质的回购抵押物。在2015年前半年，基金公司国债持有量还处在同比下降状态。而到2016年3月，其国债持有量的同比增长率已经超过了150%，创下了过去10多年来的最高增速（图123）。

⁶⁴ 本文发表于2015年4月10日光大经济评论

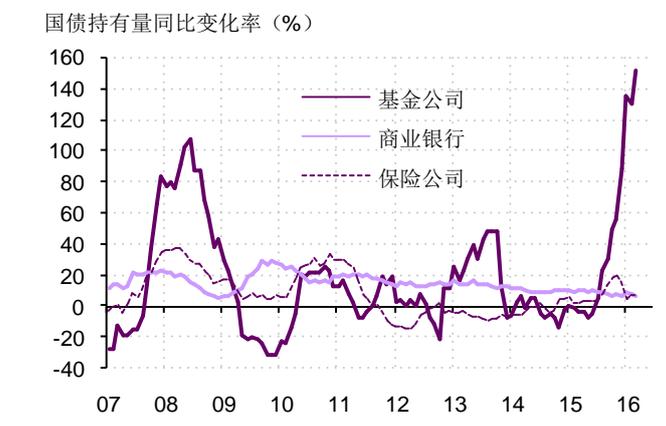
图 123. 基金公司通过回购融入大量短期资金，支撑其国债持有量快速扩张



数据来源：Wind

基金公司的加杠杆行为导致其国债投资行为与其他债券投资机构大幅背离。商业银行与保险公司是国债市场中的配置主力。其中，商业银行又是绝对的大头，其持有头寸占到了市场上所有国债的 2/3。从 2015 年 12 月到 2016 年 3 月，商业银行国债持有量同比增速从 7.1% 小幅下降到 6.9%，保险公司则从 15.9% 下降到了 6.9%。而同期，基金公司国债持有量同比增速却拟前二者之势而大幅上扬，从 89% 上升到 152%。三类机构之间行为如此之大的差异无法用他们观点的差异来解释（债券投资者对国债市场的观点没那么大差别），而只能归因于加杠杆对基金公司行为的影响（商业银行和保险公司回购养券行为相对较少）（图 124）。

图 124. 基金公司国债持有量在过去半年大幅增长，与银行和保险公司形成鲜明反差



数据来源：Wind

尽管基金公司只是债券投资者中的“小兄弟”，占据债券市场的份额有限，但出于两个原因不可低估其加杠杆行为带给整个债券市场的风险。

第一，基金公司持有的债券绝对规模不算少，并且在一些细分债券板块处于重要地位。从托管数据来看，在 2016 年 3 月，基金公司持有的各类债券总量接近 7 万亿元。基金公司持有全部国开债的 17%，全部公司债的 38%。因此，尽管其规模远小于商业银行，基金公司也绝对可算债券市场中具有系统重要性的金融机构。如果基金公司进入快速、甚至无序的降杠杆过程，债市稳定性必然受到冲击。

第二，在去杠杆过程中，杠杆资金对整个市场的冲击力度将远大于其市场占比。以 A 股市场为例。在 2015 年 6 月初，A 股融资买入额占整个市场的交易量比重不过 12%。就算把场外融资加上，股市内杠杆资金的比重也不应该超过 20%。但这不到 1/5 的资金一旦进入快速去杠杆状态，就让 A 股剧烈下跌，并波及其他金融市场。同样的道理，尽管从债券托管量来看，基金公司在整个债市中的占比大概只有 20%，但不能低估其引发债市异常波动的能力。

在债市部分投资主体（主要为基金公司）杠杆率快速上升至高位，而债券价格与实体经济基本面又已拉开差距的时候，债市面临不小潜在风险。正如去年 A 股异常波动所表明的那样，建立在加杠杆之上的泡沫牛市注定难以长久，并且会在杠杆运行方向发生逆转的时候产生巨大冲击。面对债市的高杠杆，监管者或迟或早会认识到其危害性，进而采取措施引导市场降杠杆。而如果调控不及时，未能有效释放其中的风险，那么无序的去杠杆也很可能发生。因此，站在现在这个时点往后看，债市因为去杠杆而调整将是大概率事件，其分别只是去杠杆过程是温和而有序，还是剧烈而无序地进行。我们当然希望发生的是前者，但也必须为后者做好准备。

专题六：国际宏观经济专题研究

本专题两篇文章，第一篇《美国劳动生产率下降的原因及对大类资产配置的影响》分析了美国劳动生产率下降的原因，并对未来劳动生产率走势进行预判，分析了劳动生产率变化对大类资产价格走势的影响。而《是什么导致了全球风险资产抛售？人民币？还是石油美元》对 2015 年 8 月全球风险资产抛售原因进行了分析。

美国劳动生产率下降的原因及对大类资产配置的影响

2016年6月3日⁶⁵

劳动生产率的提升是当前美国经济能否延续扩张的关键。回顾历史，我们发现前三次美国经济长扩张周期基本都伴随着劳动生产率的显著提升，然而本轮美国经济复苏以来劳动生产率却持续下降。未来美国劳动生产率增速是延续下滑态势？还是如1983年或1995年时期那样出现回升趋势？本文主要讨论近年来美国劳动生产率下降的原因，以及未来美国劳动生产率变化趋势可能对美联储货币政策、大类资产配置的影响。

资本深化是2010年以来美国劳动生产率下降的主因。理论上，劳动生产率的变化因素可以拆分为三项：劳动力技能、资本深化和全要素生产率。其中，全要素生产率是影响长期生产率变化的核心因素，而劳动技能和资本深化对长期生产率的影响基本稳定。但是，数据显示，资本深化则是2010年以来美国劳动生产率下降的主因，其拖累2010-2014年劳动生产率0.2个百分点，相对1948-2007年长期均值贡献率更是下滑了1.1个百分点。低利率环境下，资本的长期回报率相对于其现值缺乏吸引力，未来资本支出的门槛较高，企业更愿意通过股票回购等方式来增加当期的盈利。

劳动生产率的下降可能在一定时期内带来通胀上行压力。美国劳工部统计的单位劳动力成本并不是一个绝对的成本数据，而是名义薪资与劳动生产率的比值，反映了名义时薪相对单位小时产出的变化关系，是衡量通胀压力的指标之一。2016年Q1美国单位劳动力成本环比较前季度的2.7%大幅上升至4.1%，其中劳动生产率下降1.0%，名义薪资增长贡献3.0%，即名义薪资增速远快于劳动生产率增速，这导致单位产出的劳动力成本更快速上涨。这也是为什么美联储在生产面数据偏弱情况下依然面临收紧货币政策压力的原因。

未来美国劳动生产率的变化对大类资产配置影响情景分析：未来美国劳动生产率的变化取决于全要素生产率和资本深化中结构性及周期性因素的对比变化。我们分以下几种情形讨论未来美国劳动生产率的可能变化趋势对大类资产配置的影响。①**结构性因素导致美国劳动生产率继续下滑：**美联储可能比市场预期更快更早地收紧货币政策，不过长期经济增速的下移也意味着美联储最终较低的加息幅度；债券市场短端收益率的上行快于长端，收益率曲线更平坦，这将相对不利于股票市场和信用债。②**周期性因素回暖带来美国劳动生产率上升：**美国劳动生产率的周期性回升意味着实际薪资增长加快，长期通胀率将有望保持在相对低位；美联储加息则可能以更为缓慢的节奏进行，只是生产率带来潜在增速的提升意味着美联储最终较高的加息幅度。债券收益率曲线将更陡峭化上移，信用债利差可能收窄。美国企业盈利增长一定程度上能缓解当前美股高估值压力，相对宽松的流动性环境也有进一步维持的基础，美股市场有可能进一步上涨。③**此外，统计误差修正对短期美联储货币政策的影响可能并不大。**我们认为，上述情形中后两者出现的可能性较大。

美国劳动生产率上行可能使美联储加息节奏更为缓慢，美股可能打开进一步上涨空间。我们认为，美联储会在6月或是9月选择加息一次。不过，美国劳动生产率年内出现周期性回升的概率较大，而美国政府在推进科技创新、增加资本支出方面措施的推进将决定了中长期生产率提升的可持续性。劳动生产率的提升将一定程度上缓和名义薪资增长带来的通胀压力，使得美联储未来可以保持较为缓慢的节奏加息。劳动生产率提升带来的企业盈利增长也将有利于美国股票市场进一步上涨。美国劳动生产率相对欧日国家生产率的提升意味着美元资产依然具有较好的投资价值。

美国经济复苏自2009年以来已经步入了第七个年头，成为二战后美国经济第四长的复苏周期（仅次于1991-2001年、1961-1969年和1982-1990年周期），标普500指数也自2009年初的低点最高上涨了220%。回顾历史，我们发现前三次美国经济长扩张周期基本都伴随着劳动生产率的显著提升，然而本轮美国经济

⁶⁵ 本文发表于2016年6月3日光大国际经济评论

复苏以来劳动生产率却持续下降（图 125. 1948 年以来美国劳动生产率增速变化）。随着人口老龄化和就业市场恢复，劳动生产率的提升更是成为当前美国经济能否延续扩张的关键。未来美国劳动生产率增速是延续下滑态势？还是如 1983 年或 1995 年时期那样出现回升趋势？名义薪资增速与劳动生产率的变化会否带来通胀压力上行？进而影响到美联储货币政策节奏？标普 500 指数能否打开进一步上涨空间？本文主要讨论近年来美国劳动生产率下降的原因，以及未来美国劳动生产率变化趋势可能对美联储货币政策、大类资产配置的影响。

劳动生产率对长期经济增长的重要性

劳动生产率是决定一国经济发展的重要因素。劳动生产率是指每单位劳动力投入的实际产出能力，反映了劳动力资源的使用效率。劳动生产率越高的国家，单位劳动力所创造的价值总量就越高。劳动生产率的提升一般通过劳动技能提升、资本深化、科技创新、结构优化等方式来实现，它是一国经济长期可持续发展的源动力，也是其国民生活水平和国际竞争力提高的根本原因。

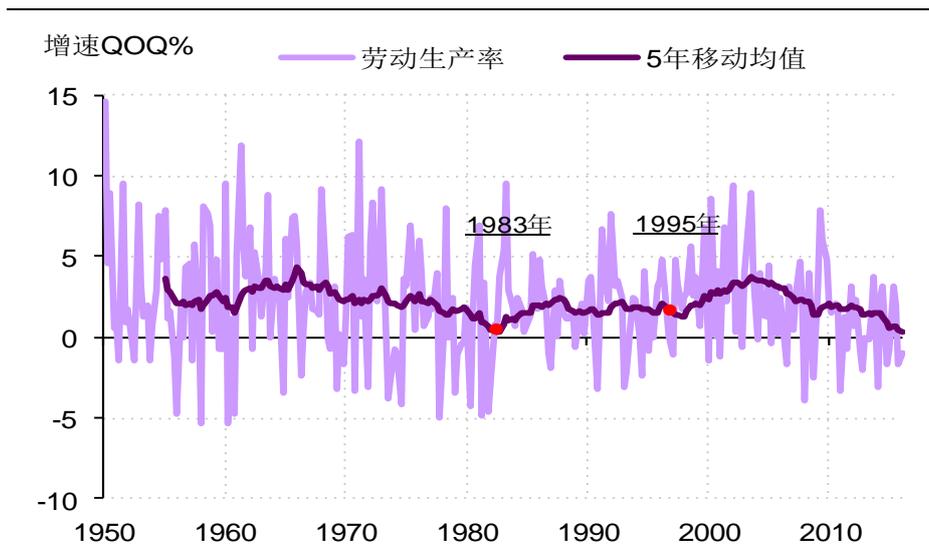
劳动生产率的变化对未来美国经济增长、通胀演变、企业盈利增长尤为重要。自 2008 年金融危机以来，美国经济复苏虽然不算十分强劲，但经济复苏周期依然延续至今。伴随着近年来美国经济数据频繁波动，市场开始关注其经济长期增长前景，而劳动生产率无疑则是决定美国经济长期增长潜力的关键因素。劳动生产率的变化对当前美国经济前景的重要性体现在三方面：

- 1) 在美国人口老龄化和就业市场恢复的趋势下，有效的劳动力总量由过剩转向不足，要维持 GDP 持续增长必须依靠提升单位劳动力产出，劳动生产率就成为未来美国经济增长的重要推动力；
- 2) 劳动生产率决定了中产阶级收入水平，生产率的提升决定了实际薪资会以多快的速度增长，名义薪资的上涨是否带来通胀压力，进而影响到美联储货币政策的方向和路径；
- 3) 劳动生产率决定了企业的盈利能力，高生产率的企业能更好的应对薪资等成本上涨，盈利能力的提升对于化解当前美股估值压力至关重要。

因此，研究美国劳动生产率的变化趋势对把握美国经济中长期前景及货币政策走向意义重大。

美国劳动生产率 2010 年以来进一步加速下滑。劳动生产率通常用人均产出或人均单位小时产出表示。我们采用美国非农商业部门人均单位小时产出来衡量其劳动生产率的变化。数据显示，虽然美国至今依然是全球劳动生产率最高的国家之一，但是其劳动生产率近十年来却呈现明显的下滑趋势，并且这一趋势在 2010 年后进一步加速（图 125）。近几年我们注意到的美国就业市场持续向好而生产面数据疲弱、中产阶级收入下滑的现象也一定程度上反映了美国劳动生产率的下降。2010 年以来，美国经济仅实现了年均 2.1% 的增速，普遍低于经济学家的预期；但失业率的年均降幅达到 0.8 个百分点，又远高于经济学家的预测。在此期间，美国劳动生产率年均增速下降至仅 0.7%，远低于 1948-2007 年 2.3% 的平均增速。未来美国劳动生产率增速是延续下滑态势？还是如 1983 年或 1995 年时期出现回升趋势？

图 125. 1948 年以来美国劳动生产率增速变化



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所
注：美国劳动生产率为季度数据。

美国劳动生产率的历史变化趋势及影响因素

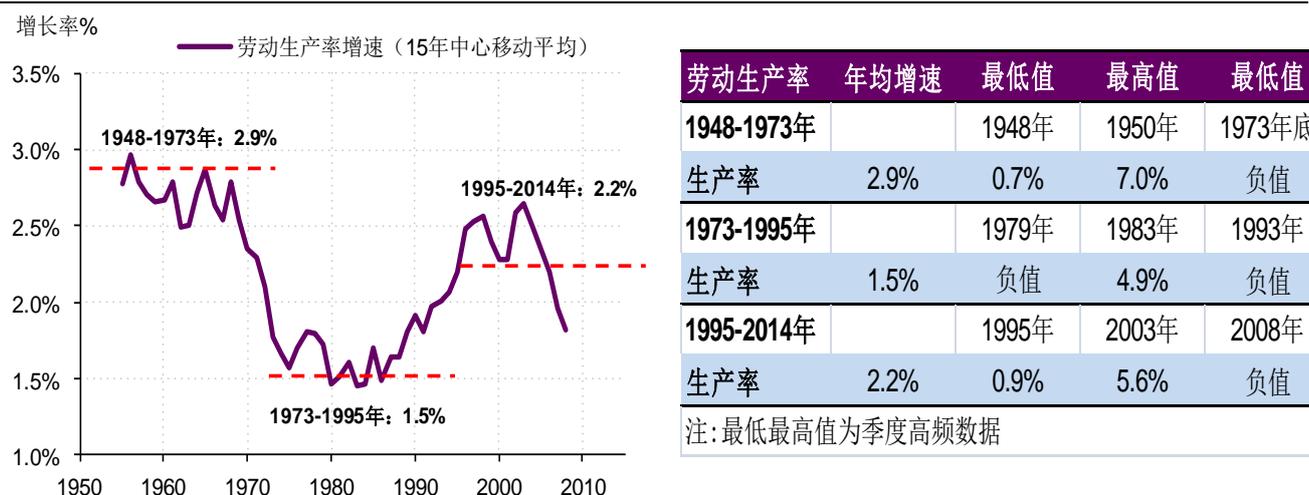
历史上美国劳动生产率大致经历了三个周期变化。1948 年以来，美国非农商业部门的劳动生产率大致经历了三个周期变化（图 126）：

- 1) **1948-1973 年：**二战后美国劳动生产率由 1948 年的 0.7% 大幅提高至 1950 年的 7%，并在之后多年内保持高增长。这主要得益于二战后大量科技创新的兴起和商业化的推广应用，即科技创新的直接和溢出效应（直接效应是指科技发展对新技术产业劳动生产效率提升的直接作用，而溢出效应是指新科技应用向其它产业部门推广扩散带来的生产率提升）。其次，劳动技能的提升、企业设备支出和公共投资的增加（战后重建使得其它二战国资本支出增加更大）都促进了该时期美国劳动生产率的高增长。这一时期美国劳动生产率平均年增速达到 2.9%。
- 2) **1973-1995 年：**随着战后科技创新对劳动生产效率的提升作用逐步减弱，美国劳动生产率在这一时期较前期下了一个台阶，年平均增速仅有 1.5%。七十年代劳动生产率大幅下降的主要原因是科技创新基本停滞，科研发展的费用支出减少。其次，石油危机的爆发导致能源及制造业企业大幅缩减资本支出，企业设备老化导致劳动生产率下降。此外，布雷顿森林体系瓦解对国际资本和贸易自由化的冲击也一定程度上降低了劳动生产率。尽管美国劳动生产率在 1983 年曾出现了一定恢复，最高达到 4.9% 的增速，但之后由于科技创新不足以及企业资本支出的大幅波动，劳动生产率上升的趋势并没有持续太长时间。
- 3) **1995-2014 年：**九十年代中期美国劳动生产率在新经济背景下加速增长，扭转了过去二十多年的低增长状态。这一时期的劳动生产率年均增速提升至 2.2%，虽然不及五十年代接近 3% 的水平，但其在 1995 年后出现了近十年的持续增长。2003 年劳动生产率更是达到了 5.6% 的高增长。究其原因，以计算机和因特网为主导的信息技术革命为劳动生产率提升带来了重要的直接和溢出效应。信息技术发展提升生产效率的同时，计算机价格成本下降刺激企业在软件和信息技术设备上大量投资，从而促进资本深化，对劳动生产率提高起着直接作用。而信息技术应用向其它产业部门的溢出效应更是劳动生产率得以持续多年增长的原因。2001 年美国虽然经历 IT 泡沫破灭，但其劳动生产率不但没有减缓，反而在随后的 2-3 年里进一步加速。研究表明，2001 年之后劳动生产率的提升主要来自非高科技部门。也就是说，科技创新、技术进步的溢出效用存在一定的时滞。此外，八十年代以来政府在提升产业结构、鼓励技术创新、增加固定资产投资、推进全球贸易自由化方面的多项改革措施对劳动生产率的持续提升起到了重要推动作用。

当前美国劳动生产率的下降既有周期性因素也有结构性因素的影响。历史周期来看，导致生产率变化的因

素既可能是周期性的，也可能是结构性的。一般情况下，劳动生产率的变化是顺周期的，即在经济繁荣时上升，经济衰退时下降。在经济衰退期，企业产品的销量大幅下滑，考虑到企业技能培训等招聘成本，产出下降的速度快于劳动力下降，企业闲置产能没有被充分利用，单位小时的资本投入下降，劳动生产率下降；生产率的下降增加了单位劳动力的成本，降低了企业盈利，企业盈利下降又反过来进一步降低了企业资本支出，强化了经济进一步下行的趋势；反之亦然。不过，因结构性因素导致的劳动生产率变化趋势可持续性更强，比如五十年代和九十年代中期，科技变革带来的生产率提升持续了多年。我们注意到，其实早在金融危机之前美国劳动生产率就已经出现了下滑，生产率由2003年的5.6%下降至2015年的0.7%，期间仅在2009年出现过小幅反弹（劳动生产率达5.4%），这说明当前美国劳动生产率的下降既有周期性因素也有结构性因素的影响，这两者又共同决定了未来劳动生产率变化的可持续性。

图 126. 1948 年以来美国劳动生产率平均增速变化



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

注：美国劳动生产率为年度数据；我们采用中心移动平均方法平滑波动率，以使趋势变化更明显。

全要素生产率是美国二战以来劳动生产率变化的主导因素。美国经济经历了2008年的衰退后逐步温和复苏，但是劳动生产率只在2009年短暂提升之后又重回2003年以来的下滑态势（图126. 1948年以来美国劳动生产率平均增速变化）。理论上来看，劳动生产率的变化可以分解为三个因素⁶⁶：

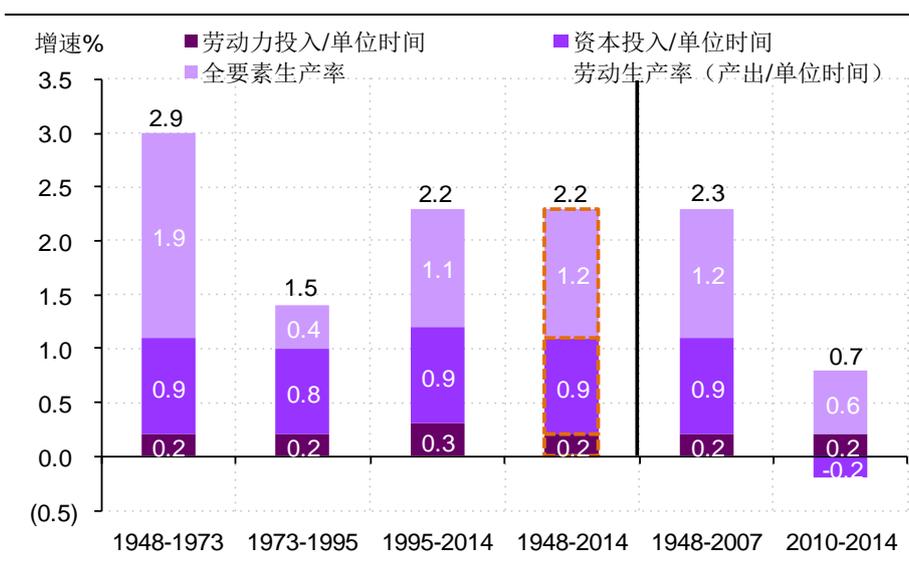
- 1) 劳动力技能 (Labor Quality)：劳动力的技能、教育程度越高，单位时间的劳动力产出效率越高；
- 2) 资本深化 (Capital Deepening)：人均劳动力运用的资本量增长越高（即企业用于单位小时设备软件等固定资本支出越高），劳动生产率就越高；
- 3) 全要素生产率 (Total Factor Productivity—TFP)：TFP反映了技术创新、组织管理、知识产权等因素变化对生产效率的影响，全要素生产率越高，单位时间的劳动力产出效率越高。

$$\frac{\text{产出}}{\text{劳动力}} = \text{劳动生产率} \begin{cases} \text{劳动力技能} & \text{(长期稳定)} \\ \text{资本深化} & \text{(波动大, 但均值回归)} \\ \text{全要素劳动生产率 TFP} & \text{(更粘性)} \end{cases}$$

⁶⁶ 请参见 Jason Furman 《Productivity Growth in the Advanced Economies: the Past, the Present and Lessons for the Future》，2015年7月。

美国劳工部对其劳动生产率按以上三项因素拆分的结果显示（图 127），三者对劳动生产率的提升在不同时期是有区别的。很明显，全要素生产率 TFP 的变化是造成美国二战以来劳动生产率周期变化的主导因素，其分别拉动 1948-1973 年和 1995-2014 年劳动生产率 1.9 和 1.1 个百分点，而在 1973-1995 年对劳动生产率的贡献显著下降至仅 0.4 个百分点。而在这三个周期中劳动技能和资本深化对美国整体劳动生产率的拉动作用基本稳定，二者对生产率的贡献分别维持在 0.2-0.3 个百分点和 0.8-0.9 个百分点。这说明长周期上全要素生产率是影响劳动生产率变化的核心因素，是决定生产率趋势性变化的关键，而劳动技能和资本深化虽然也存在周期性变化的特质，但长周期上对生产率的影响基本稳定。

图 127. 美国劳动生产率增速的分项拉动



资料来源：BLS，光大证券研究所

然而，资本深化下降则是 2010 年以来美国劳动生产率下降的主要原因。上述规律在 2010 年之后出现变化，资本深化（即单位小时的资本支出变化）则是 2010 年以来美国劳动生产率下降的主因，其拖累 2010-2014 年劳动生产率 0.2 个百分点，低于生产率增速低迷时期（1973-1995 年）均值贡献率（0.8%），相对 1948-2007 年长期均值贡献率（0.9%）更是下滑了 1.1 个百分点。全要素生产率 TFP 贡献 2010-2014 年劳动生产率 0.6 个点，虽然较长期均值 1.2 个百分点也下降了 0.6 个点，但其对生产率的拖累不及资本深化。美国劳动力市场虽然也出现大幅的收缩，但劳动技能对 2010 年后生产率的贡献仍维持在长期均值 0.2 个百分点。

科技进步带来的 TFP 提升尚未完全体现，而低利率环境也降低了资本长期回报的吸引力。年度数据显示，2010 年之后 TFP 已经出现小幅改善，然而资本深化则进一步加速下降。二十一世纪初期科技创新带来的生产率提升效应在 2003 年之后逐渐下降，近年来智能科技、云计算等技术创新对生产率的提升似乎尚未体现，我们认为，这一方面是由于新科技进步带来的 TFP 提升尚未计算在统计范围内，另一方面是由于新科技由高生产率部门向低生产率部门传导推广需要时间。企业资本支出的下降除了受能源业变革、共享经济模式（共享经济模式使得服务业部门的资本支出进一步降低）的影响外，低利率环境也一定程度上延缓了企业的资本支出，因为更低的贴现率意味着资本的长期回报率相对于其现值缺乏吸引力。低利率环境下，企业将资金用于未来资本支出的门槛较高，其更愿意通过股票回购等方式来增加当期的盈利⁶⁷。因此，近年来美国劳动生产率增速的下降归因于资本支出不足以及全要素生产率 TFP 下降，其中前者对生产率的拖累远大于后者。

美国劳动生产率与通胀的关系

劳动生产率的下降可能在一定时期内带来通胀上行压力。人们对美国劳动生产率放缓的担忧一方面表现在经济增速下降，另一方面表现在通胀压力上升。长期来看，单位劳动力的产出水平应与其实际薪资水平相

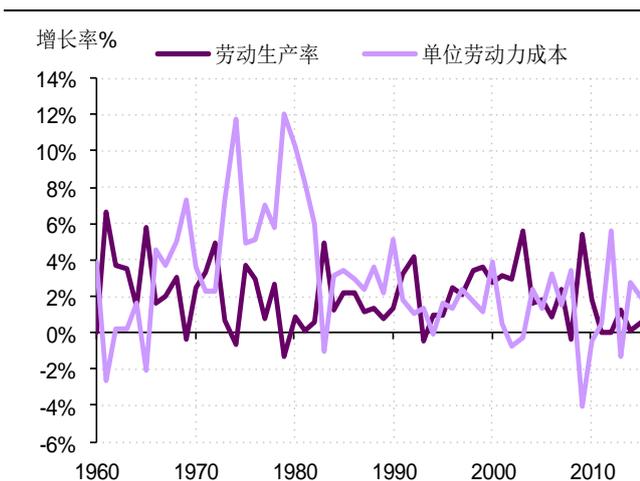
⁶⁷ 请参见 Jason M. Thomas 《QE's Depressing Implications for Investment》，2016 年 3 月。

对应，即劳动生产率的提升意味着实际薪资水平的增长。劳动生产率的提升能够一定程度化解名义薪资上涨带来的通胀压力。美国劳工部统计的单位劳动力成本（Unit Labor Cost）并不是一个绝对的成本数据，而是名义薪资与劳动生产率的比值，反映了名义时薪相对单位小时产出的变化关系，是衡量通胀压力的指标之一。

$$\text{单位劳动力成本} = \text{名义薪资} \div \text{单位劳动力产出（即劳动生产率）}$$

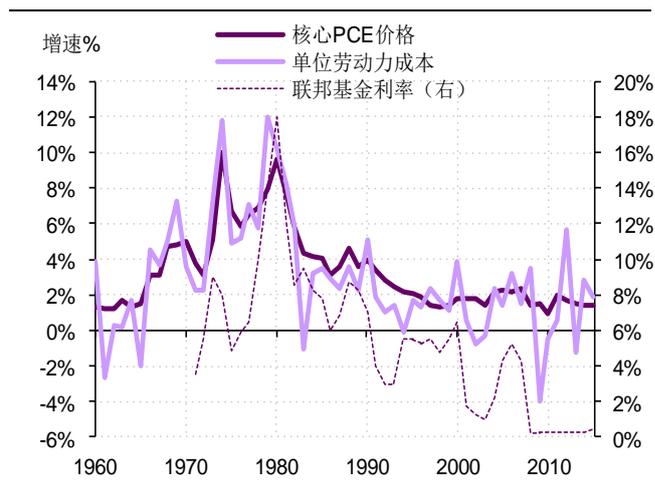
单位劳动力成本与劳动生产率呈反比（图 128）。若名义薪资增速快于生产率增速，则单位产出的劳动力成本会上升；如果名义薪资增速慢于生产率增速，则单位产出的劳动力成本会下降。由于劳动力成本约占总生产成本的 70-75%，单位劳动力成本的上升很大程度上带来整体通胀的上行压力。历史数据显示，虽然短期核心通胀与单位劳动力成本的走势并不完全一致（因通胀还需要考虑生产成本以外的其他因素，如货币供应量等），但二者在长周期上表现为波动同步性（图 129）。短期来看，由于名义薪资的粘性，劳动生产率的下降意味着单位劳动力成本上升更快，为了减轻成本上升对利润的侵蚀，企业可能需要提高产品价格，进而导致一段时期通胀压力上行。尽管长期来看劳动生产率的下降最终将导致薪资增速下行，需求的下降会抑制通胀的上行，但实证研究表明⁶⁸，这一传导时滞也可能在比较长的时期内带来通胀上行。比如，70 年代美国劳动生产率的下降是导致当时美国经济增长停滞以及通胀高涨的原因之一。

图 128. 单位劳动力成本与劳动生产率负相关



资料来源：Wind

图 129. 单位劳动力成本与核心通胀

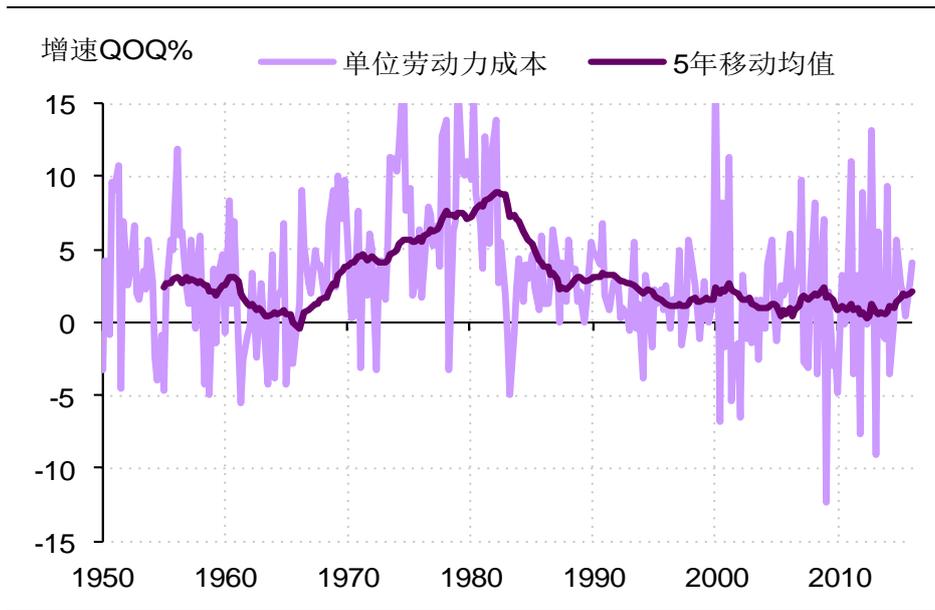


资料来源：Wind

当前单位劳动力成本过快上涨带来美联储收紧货币的压力。美国单位劳动力成本自 2013 年开始逐步抬升，目前其五年均值增速接近 1994 年、2000 年和 2008 年危机之前的水平（图 130）。2016 年 Q1 美国单位劳动力成本环比增速较前季度的 2.7% 大幅上升至 4.1%，其中劳动生产率下降 1.0%，名义薪资增长贡献 3.0%，即名义薪资增速远快于劳动生产率增速，这导致单位产出的劳动力成本更快速上涨。这也是为什么美联储在生产面数据偏弱情况下依然面临收紧货币政策压力的原因。

⁶⁸ 请参见 Janet L. Yellen, 《Productivity and Inflation》, 2005 年 2 月。

图 130. 美国单位劳动力成本季度环比增速



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

美国劳动生产率展望及对大类资产配置的影响

劳动生产率的提高是经济延续增长的关键，但其趋势难以预测。综上所述，劳动生产率的变化决定了经济中长期的增长潜力，其不仅影响到能否化解中短期通胀压力，而且还是企业能否进一步提高盈利能力的根本。但是现实中，劳动生产率增速的变化趋势却难以观测，原因在于：

- 1) 劳动生产率数据的高波动性（图 130. 美国单位劳动力成本季度环比增速）；
- 2) 统计误差较大：产品的同质性是计算劳动生产率的重要假设，我们难以量化新产品的出现以及产品质量的提升对劳动生产率的影响，现有的统计方法低估了劳动生产率的变化。
- 3) 重要贡献项—全要素生产率 TFP 不能直接观测计量：TFP 理论上定义为带来生产率提高的一切非劳动力技能和资本投入以外的因素，即产出中无法用劳动和资本投入增加来解释的部分，准确地衡量全要素生产率本身就比较困难。

学术界关于美国劳动生产率未来的趋势判断存在分歧。悲观者认为全要素生产率的下行是造成了美国（包括其他发达国家）劳动生产率结构性下降的主要原因⁶⁹。他们认为当前全球经济缺乏革命性的技术创新，近来科技进步带来的影响并不能与电力和蒸汽机的发明对生产率的提升相提并论，全要素生产率很难恢复到 50 年代和 90 年后期的高增长。此外，科技进步以及共享经济的发展，改变了原有的商业模式，使得企业固定资产投入下降，这虽有利于提升消费者福利，但按目前计量方法，资本支出的减少意味着劳动生产率的下降。比如，电子商务的发展导致零售部门的劳动生产率下降。未来全要素生产率的提升究竟能多大程度上降低资本支出减少（即资本深化下降）对劳动生产率的拖累是判断整体劳动生产率复苏的难点。

未来劳动生产率变化的三种情形对大类资产配置的影响。长期来看，全要素生产率 TFP 的变化是影响美国劳动生产率变化趋势的主导因素，但 2010 年以来，资本深化的下降是美国劳动生产率下降的主因，其对生产率的拖累显著大于全要素生产率下降带来的影响。因此，未来美国劳动生产率的变化取决于全要素生产率和资本深化中结构性及周期性因素的对比变化。鉴于预测劳动生产率的复杂性，我们分以下三种情形来

⁶⁹ 有研究表明，TFP 的下降是新兴国家经济放缓（除了中国需求下降、大宗商品下跌因素外）的主要原因。

讨论未来美国劳动生产率的可能变化趋势对大类资产配置的影响（表 12）。

表 12. 美国劳动生产率的变化情形及对大类资产的影响

生产率的变化情形	对经济和资产价格的影响					可能性
	经济增长	通胀压力	货币政策（紧缩节奏和幅度）	股市	债市	
结构性下降	↓	↑	加快，但幅度更低	不利	收益率曲线更平坦， 信用利差走扩	
周期性上升	↑	↓	减慢，但幅度更高	有利	收益率曲线更陡峭， 信用利差收窄	√

资料来源：光大证券研究所

- 1) **结构性因素导致美国劳动生产率继续下滑。**这些结构性因素包括当前一些科技领域的进步不及传统产业技术倒退（如电力、能源业）、共享经济下服务业商业模式的变化导致资本支出结构性下降。美国劳动生产率的结构性下降意味着更低的长期经济潜在增速，产出缺口的收窄可能带来更高的通胀压力。在这种情形下，美联储可能比市场预期更快更早地收紧货币政策，不过长期经济增速的下移也意味着美联储最终较低的加息幅度。债券市场短端收益率的上行快于长端，收益率曲线更平坦，这将相对不利于股票市场和信用债。
- 2) **周期性因素回暖带来美国劳动生产率上升。**这些周期性的因素包括企业增加资本支出（资本深化的均值回归）以及新技术应用的溢出效应（向其他产业的传导扩散）。利率的抬升一定程度上降低了企业通过股票回购等方式增加当期盈利的吸引力，企业长期资本支出可能逐步增加。数据显示，TFP 在 2010 年之后已经出现改善，随着新科技的进一步应用推广，美国劳动生产率存在进一步提升的可能性。美国劳动生产率的周期性回升意味着实际薪资增长加快，长期通胀率将有望保持在相对低位。美联储加息则可能以更为缓慢的节奏进行，只是生产率带来潜在增速的提升意味着美联储最终较高的加息幅度。债券收益率曲线将更陡峭化上移，信用债利差可能收窄。美国企业盈利增长一定程度上能缓解当前美股高估值压力，相对宽松的流动性环境也有进一步维持的基础，美国股票市场有可能进一步上涨。
- 3) **统计误差修正带来美国劳动生产率提升。**一些学术文献指出，美国劳动生产率的下降很可能是由于统计误差导致的。现有的统计方法低估了新产品以及产品质量提升对劳动生产率的影响。统计误差修正对短期美联储货币政策的影响可能并不大（如果生产率仅仅由于统计误差导致，则实际经济增速和潜在增速都被低估，而两者的差值—产出缺口不变）。若未来美国经济复苏仍不是非常强劲，通胀压力维持当前水平，则美联储会保持现有的货币政策路线。不过，劳动生产率的上修会影响到美联储对长期经济增长前景的看法。若误差项被逐渐修正，则意味着美国经济会实现比预期高的潜在增速。长期来看，美联储可能认为最终更高的加息幅度是合适的，这意味着美国债券收益率曲线可能陡峭化上移。

我们认为，上述情形中后两者出现的可能性较大。我们认为，2010 年后美国劳动生产率的下滑更多是周期性而非结构性因素造成的。展望未来，短期美国劳动生产率大概率可能出现周期性上行，因为资本深化的负增长可能是暂时性的，反映了需求疲弱、能源业变革、货币和财政政策不确定性的影响；并且科技创新对整体全要素生产率提升的直接效应和溢出效应需要时间。长期劳动生产率改善的可持续性取决于全要素生产率和资本深化的提升幅度，这很大程度上取决于美国政府在科技创新、基建投资、全球贸易等方面的政策导向。具体来看，

- 1) **全要素生产率 TFP 改善和资本深化的均值回归意味着短期劳动生产率可能上行。**一方面，科技创新已经影响到我们生活的多个方面，同类产品的质量和性能有明显的改良，而传统的计量统计并未考虑到这些变化（如移动设备、云计算、生物科技、新材料、清洁能源等，这些技术并没有反映在 TFP 中⁷⁰）。美国用于科研经费的支出不断增长，对经济的技术改造仍在不断加强。年度数据显示，TFP 在 2010 年之后已经出现改善。美国圣路易斯联储运用 UATFP 模型⁷¹剔除劳动力和资本深化的影响后，证实 UATFP

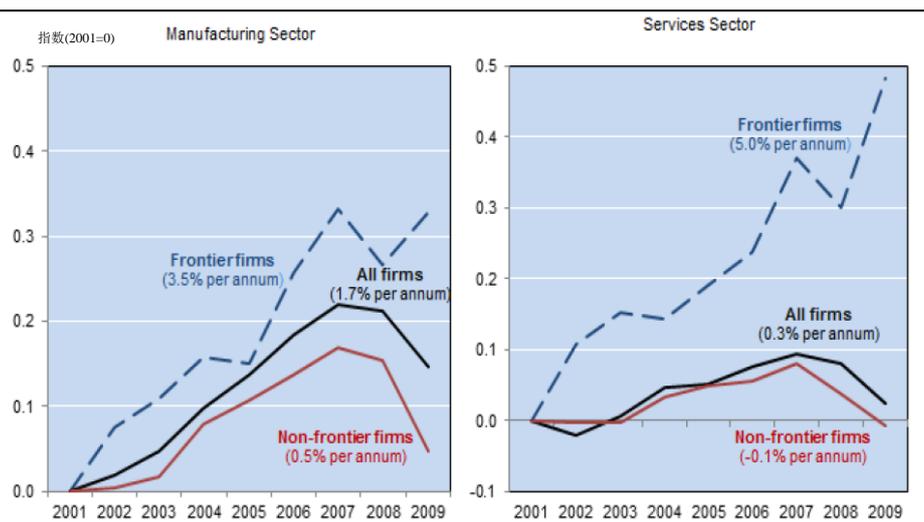
⁷⁰ 请参见 Erik Brynjolfsson & Andrew McAfee, 《The Second Machine Age: Work, Progress, and Prosperity in a Time of Brilliant Technologies》, 2014 年。

⁷¹ 美国圣路易斯联储 Utilization-Adjusted Total Factor Productivity (UATFP) 模型。

已经出现回升。另一方面，全要素生产率 TFP 比资本深化更具有粘性，而资本深化虽然波动大，但长周期上表现为均值回归特性⁷²。当前资本深化已远偏离历史均值水平，未来企业固定资本支出（资本深化）出现周期性回升的可能性更高，并且高频数据显示，企业资本支出已有所恢复。长期以来美国基建投资缺乏，存量资本老化严重，美国非住宅类资本存量平均年限达到 50 年以上，未来替代需求增加很可能带动资本支出增长。

科技创新向更多产业部门推广的溢出效应可能带动劳动生产率的进一步提升。 研究显示，不同产业对全要素生产率增长的贡献在 20 世纪 90 年代前后两个阶段有明显差别：1995-2000 年间，美国 TFP 增长主要来自以信息技术为主的高科技部门（贡献率为 0.73）和流通部门，其他部门的贡献微乎其微；而在 2000-2004 年间 TFP 提高最快的部门是流通部门，其次是金融及商务部门，这些非高科技部门对 TFP 提高的贡献率上升到 0.74，而高科技部门的贡献率下降到 0.26。由此可见，2000 年以来，随着信息技术的成熟和发展，其对其他产业的渗透和带动效应日益增强，一些传统产业（如工业）和服务业（如金融业）的效率快速提高，成为推动劳动生产率持续加快增长的主要力量。另外，OECD 最新研究运用自下而上的企业实证数据分析了不同产业的劳动生产率差异⁷³。其结果表明，尽管整体美国劳动生产率近年来持续下滑，但是很多全球领先企业却在劳动生产率方面获得很大提升。2010 年前后服务业领先企业生产率提升了 50%，而非领先企业生产率仍停留在 2003 年的水平。制造业企业的劳动生产率同样有这种情况出现，并且这种不同产业间劳动生产率的分化在 2008 年危机后进一步加剧（图 131）。因此，目前的科技创新未来向更多产业部门推广的溢出效应可能带动劳动生产率的进一步提升。

图 131. OECD 对美国劳动生产率增速分行业拆分



资料来源：OECD，光大证券研究所

- 2) **未来美国政府在加快劳动生产率方面的政策导向尤为关键。** 80 年代中后期，美国政府和企业把加快劳动生产率增长作为所要解决的重要经济问题之一，从卡特政府提出的“再工业化”战略到里根政府的“经济复兴计划”，都以增加投资、提高劳动生产率、维护美国经济优势为主要目标。1981 年底，美国建立了由专家和劳工代表组成的“全国生产率咨询委员会”，集中研究如何提高劳动生产率。1983 年之后的美国“星球大战”计划以研制激光武器和超高速电子计算机为主体，随着这些技术的突破和在实际领域中的应用推广，90 年代后期整体劳动生产率得到了显著提高。当前美国政府在鼓励技术创新、增加基础设施投资、促进贸易自由化方面也推出了多项改革措施，这是未来劳动生产率持续增长的关键。

美国劳动生产率上行可能使美联储加息节奏更为缓慢，美股可能打开进一步上涨空间。 综上所述，我们认为，短期来看，美国劳动生产率大概率可能出现周期性上行，而美国政府在推进科技创新、增加资本支出方面措施的推进将决定了中长期生产率提升的可持续性。历史上，1983 年和 1995 年后劳动生产率均出现了

⁷² 请参见 Susanto Basu, John Fernald, and Miles Kimball, 《Are Technology Improvements Contractionary?》2006 年。

⁷³ 请参见 OECD 发布的报告《The Future of Productivity》，2015 年。

回升，所不同的是前者生产率只是暂时性回升，而后者劳动生产率的回升趋势持续了将近十年。未来若全要素生产率弱回升，资本支出止跌但增长有限，则可能出现类似 1983 年时的情景；若政府政策在推进全要素生产率改善和资本支出方面成效显著，全要素生产率和资本深化均大幅回升，则可能出现类似 1995 年时的情景(图 125)。1983 年劳动生产率在短暂上行后回落使得当时美联储加息的节奏由缓慢转为加快，而 1995 年之后美联储的加息节奏则相对比较缓慢，对当时美股等资产价格的上涨提供了较好的流动性环境(图 132)。

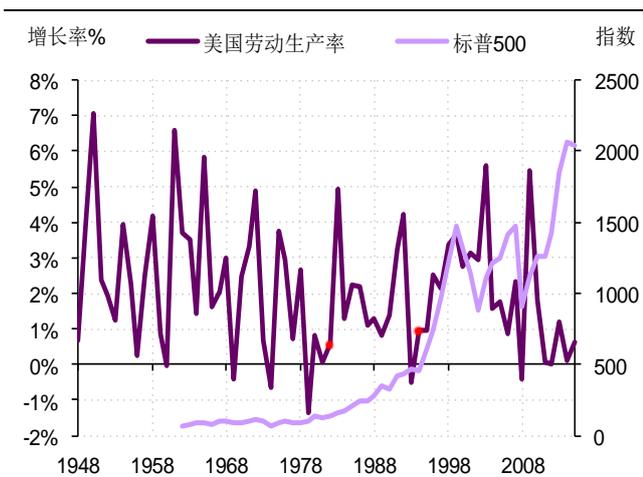
图 132. 美联储联邦基金利率走势



资料来源：OECD，光大证券研究所

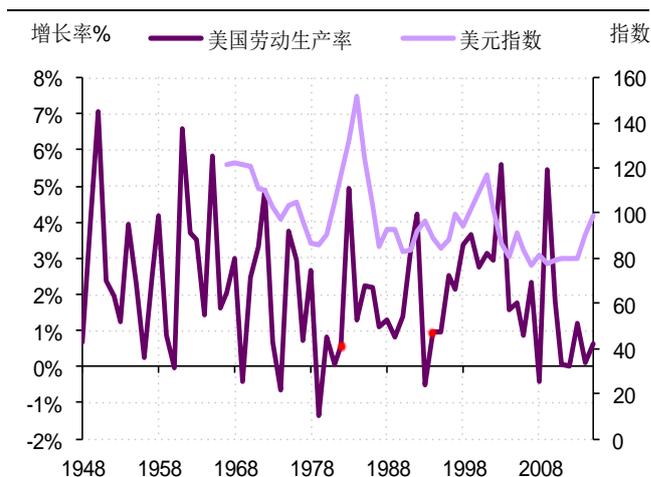
2016 年 Q1 美国名义薪资增速超过劳动生产率增长，意味着短期美联储面临货币政策收紧的压力。我们认为，美联储会在 6 月或是 9 月选择加息一次。若 6 月美联储推迟加息，则 6-9 月间市场加息预期可能很难降温。不过，美国劳动生产率年内出现周期性回升的概率较大，这将一定程度上缓和名义薪资增长带来的通胀压力，使得美联储未来可以保持较为缓慢的节奏加息。劳动生产率提升带来的企业盈利增长也将有利于美国股票市场进一步上涨；美债收益率曲线中期来看将更陡峭化上移，信用债利差可能收窄。美国劳动生产率相对欧日国家生产率的提升意味着美元资产依然具有较好的投资价值。

图 133. 美国劳动生产率与标普 500 走势



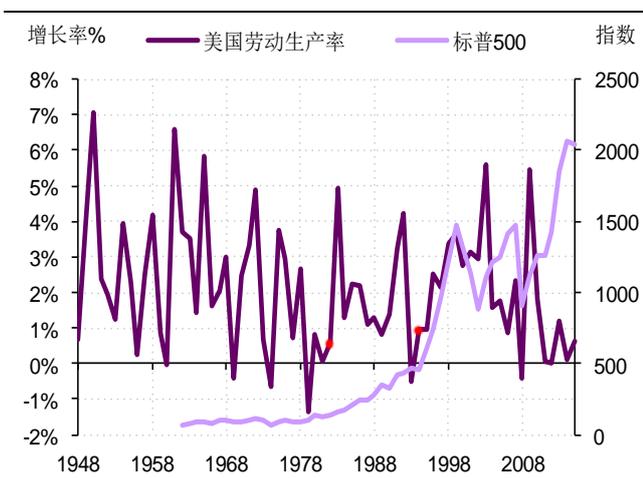
资料来源: Wind

图 134. 美国劳动生产率与美元指数走势



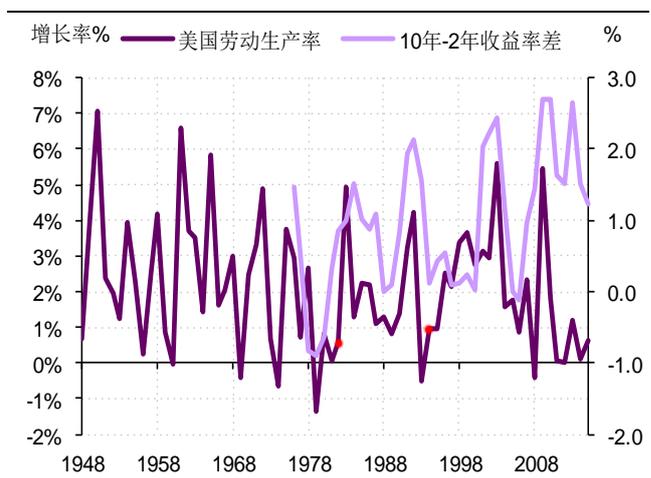
资料来源: Wind

图 135. 美国劳动生产率与美债 10 年期收益率



资料来源: Wind

图 136. 美国劳动生产率与美债收益率差



资料来源: Wind

是什么导致了全球风险资产抛售？人民币？还是石油美元

2015年8月22日⁷⁴

全球风险资产遭遇大幅抛售。近期全球资本市场再度陷入风雨飘摇中，突出的变化是：①全球风险资产遭遇大幅抛售，抛售潮由新兴市场蔓延至发达市场；②人民币8月11日的意外贬值冲击波；③国际油价再度跌破40美元/桶，刷新2014年底低点。各类资产价格表现出一致的避险特征：①黄金和主要国家国债（除了中国、马来西亚、土耳其等少数国家）价格上涨；②股市、商品等几乎所有风险资产价格下跌；③货币中，美元、亚洲货币、商品货币全线走弱，而欧元、英镑和日元上涨。

是什么导致了全球风险资产抛售？人民币？还是石油美元？很明显，导致近来风险资产集体遭抛售的原因是全球风险偏好下降，然而又是什么原因导致风险偏好下降呢？从资产价格走势来看，有两点因素值得关注：①人民币汇率意外大幅贬值导致市场对全球经济前景和通缩的担忧加剧；②油价大幅下跌，导致石油美元流动性下降，进而减少对风险资产的配置。其中前者对风险资产和全球经济复苏的影响可能是暂时的，而后者对资产价格的重估效应可能更加深远。

首先，人民币意外大幅贬值导致市场对全球经济前景和通缩的担忧加剧。市场认为人民币大幅贬值透露出中国经济增长低于预期，同时，中国通过输出以美元计价的更为廉价的商品加剧全球通缩压力（美国TIPS收益率跌至五个月新低）。本周外资投行纷纷下调了人民币汇率中期预测（最多的下调至年底达6.8），引发新一轮货币战争的担忧。本质上，货币战争是一个“零和游戏”，并不会显著拖累全球经济增长，但对局部资产价格并非没有影响。人民币贬值直接导致商品出口国及亚洲贸易往来国（贸易结构相似、出口中国占比大）货币重估，进而导致对负债较高的新兴市场资产重估。

其次，油价持续走低导致石油美元流动性下降，从而减少对风险资产的配置。当然，低油价对全球流动性的影响是双面的：一方面，低油价带来的通胀下行压力可能导致各国央行延续货币宽松更长时间，但另一方面，油价持续走低导致可回归金融市场石油美元减少，对全球流动性产生负面影响。在美联储货币政策没有明显变化的前提下，油价持续下跌将使依靠石油美元支撑的主权财富基金规模大幅缩水，从而减少对风险资产的配置。在避险模式下，这可能导致对收益较为确定的欧美市场资产价格的率先抛售。我们曾在2014年5月27日的报告《全球实际利率上行趋势是否确立？》中提及新兴市场的过剩储蓄（尤其是中国等亚洲国家和石油出口国大量的经常账户盈余）是2000年之后全球长端利率下行的的重要因素，即伯南克所谓的“全球储蓄过剩”。而无论从周期性还是结构性因素来看过剩储蓄未来逆转的可能性较大，对全球实际利率水平构成上行压力，而由此带来的风险资产重估意义可能更加深远。

利率与汇率的关系：长周期同向，且利率领先汇率；短周期有背离。随着人民币汇率市场化程度提高以及贬值预期出现，市场对国内利率走势更为关注。我们仅从欧美利率与汇率走势对此问题提供一定参考。在浮动汇率机制下，

首先，长周期来看，利率与汇率大趋势是同向的，并且利率走势领先汇率，本质上二者都是由经济自身基本面决定的。例如美债10年期收益率与美元走势。背后的逻辑是：利差是决定了全球资本流向的重要因素，而汇率是资本流向最终的结果（表现形式），因此利差的变化决定了汇率的升贬。

其次，上述同向关系在短周期内并不是时时对应的。短期来看，国债收益率的变化可能带来货币升贬的反向变化。比如美债收益率快速上行对应抛售美元资产，美元需求下降，例如2013年6月之后的半年时间，美债收益率上行并没有带来美元走强。

最后，风险溢价抬升也可能导致利率与汇率背离。部分汇率贬值的国家，国债收益率也可能出现大幅上升。因为货币贬值导致该国对外负债成本增加，违约风险上升，风险溢价抬升主权债务利差。例如，欧债危机时期，欧元贬值的同时边缘国家主权债务收益率上升。

⁷⁴ 本文发表于2015年8月22日光大国际宏观周报

综上，我们认为，风险调整后的利差是判断短期汇率走势的重要因素。

美元判断：美元指数可能在 9 月会议后转强。我们维持长周期看涨美元判断，阶段性美元的回落需要等待加息预期兑现后。我们维持 9 月 30%，12 月 70% 加息的概率不变（本周利率期货显示 9 月加息概率也下降至这一水平）。由于风险偏好下降，美债避险需求增加，压低美债相对其他国家的利差，进而解释了近来美元相对其他货币走弱的原因。我们注意到，6 月份之后美元指数的走势在每次货币会议之后走强，反应了加息临近的事实，我们预计美元指数可能在 9 月会议不加息预期兑现后转强。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

徐高，北京大学中国经济研究中心经济学博士，西南交通大学工学硕士、学士。2011年5月加入光大证券，任首席宏观分析师。之前，曾任瑞银证券高级经济学家、世界银行经济学家、国际货币基金组织兼职经济学家及研究助理等职。

杨业伟，北京大学经济学硕士，理学学士。曾任中银国际证券宏观分析师、中银国际控股宏观分析师，2015年1月加盟光大证券研究所，负责国内宏观经济研究。

崔嵘，英国诺丁汉大学金融经济学硕士，2013年8月加入光大证券研究所，拥有九年国际宏观经济和资产配置研究经验，独具全球视野和敏锐洞察力，此前就职于国信证券经济研究所。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	濮维娜	021-22167099	13611990668	puwn@ebscn.com
	计爽	021-22167101	18017184645	jisshuang@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	陈晨	021-22167330	15000608292	chenchen66@ebscn.com
	吕程	021-22169152	18500502917/18616981623	lvch@ebscn.com
	王昕宇	021-22169129	15216717824	wangxinyu@ebscn.com
	北京	黄怡	010-58452027	13699271001
郝辉		010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
杜婧瑶		010-58452038	13910115588	dujy@ebscn.com
深圳	张玮琦	-	18500177850	zhangwq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
国际业务	牟俊宇		13606938932	moujy@ebscn.com
	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22169152	18101889111	qidw@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com