

人民币汇率的“蜜月期”， 金融监管的“窗口期”

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

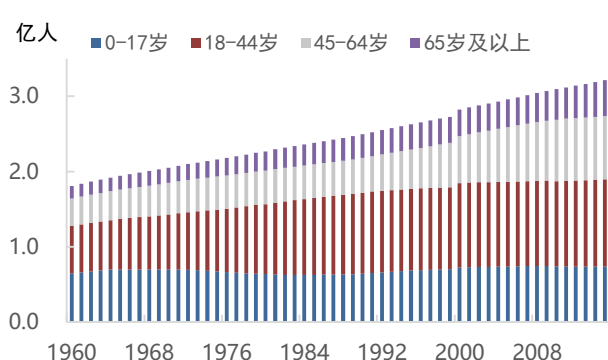
注：此文为财新智库莫尼塔研究董事长兼首席经济学家钟正生博士在 2017年4月21日国家金融与发展实验室一季度中国债券论坛“美元加息周期与中国利率调整”上的发言。

谢谢国家重点金融与发展实验室的邀请。讨论的时点非常的及时，现在正处于一个对宏观形势的看法分歧非常大的时期，其实对资产配置的策略也会有影响。我想先说一个方面，就是美联储加息的情况下，美国的长期国债收益率今年年底能走到多高。刚刚大家也说了，中美的利差，十年期国债利差的平均水平是70-80bp，现在是超过100bp。

彭博最新的一次预测，找到56个华尔街的基金经理和分析师，预测到今年年底美国十年期国债的收益率到多少。其中只有13位觉得今年年底美国的十年期国债收益率能超过3%。我们前期也看到，美国十年期国债收益率两度达到2.6%，然后很快就下来，一直就冲不上去。不管美联储加息的预期多么浓厚，美国长债利率就是一直冲不上去。关于为什么美国长债利率好像反映得不是那么快，我想提供几个观察的视角。

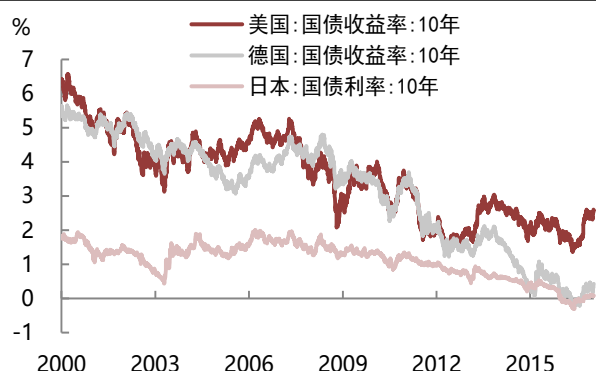
第一个视角是说我们要看一看美国的人口年龄结构，美国人口结构的趋势很有意思。去年以来美国老年人口的比例达到历史新高。大家可能会问，这个跟债券收益率有什么关系？其实从中长期趋势看有很大的关系。简单地说，当一个人退休之后，他的第一选择是配置债券，而不是购买股票，也就是他的风险偏好会降低。所以，人口老龄化加剧之后，它整个债券配置的需求是放在那里的。这一块可能会带来持续的压制，让美国债券收益率不会上得太快。这是我观察的第一个视角。

图 1：美国老龄化不断加剧



来源：Wind，莫尼塔研究

图 2：美德、美日国债利差很大



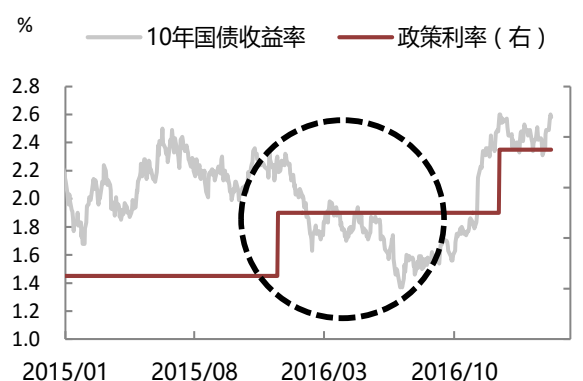
第二个视角也很有意思，我非常赞同李扬老师说的，长期利率其实是一个实体经济的现象，所以利率能走到多高，取决于美国经济体质究竟是强还是弱。这块我们分析最多的就是，美国的就业市场非常稳健，但是这只是量的方面，质的方面就是生产率的增长一直是非常缓慢的。与生产率增速缓慢相关的有两种解释：一种是长期停滞理论，即有效投资需求不足。这个认识慢慢改了，私人的有效投资需求虽然不足，但现在政府的财政刺激已经出来了，所以这种解释力慢慢地在下降，大家似乎不太谈这个事情了。但是，有一个假说是非常值得重视的，即美国的生产率增长为什么放缓。写《伟大的博弈》那本书的作者约翰·戈登，在他新写的一本非常畅销

的经济学专业书籍《美国经济增长的兴衰》中给了解释。其中解释说，美国实际上是一个创新的国度，它的创新的勃发，创新的涌现比其他国家都要快。但是现在美国诞生的创新跟之前的创新不一样，不一样就在于它对于经济增长的拉动效应降低了。不管你有什么样的创新，可能你的经济增长的中枢就是不会太高，这种情况使得长期国债收益率也上不去。

第三个我想说的视角是，经济周期的分化错位造成了货币政策分化。现在美国货币政策正常化看起来速度在加快，欧洲和日本的货币政策正常化好像大家也开始谈了，但实际上还没启动。这里面就有一个很有意思的资金循环。现在每月欧洲央行和日本央行量化宽松的规模大概在1800亿美元，但是我刚刚已经说了美国十年期国债的收益率大概不到2.4%，而德国十年期国债收益率不到30bp，日本十年期国债收益率在10bp左右。这么大的利差的结果就是，欧日央行量化宽松的钱，转了一圈之后又去了美国的债券市场。这就会持续地压制美债的收益率，因为有一个持续不断的买盘。所以，这又是一个观察的视角。什么时候欧美日货币政策的分化程度减弱了，那可能美债收益率上行的压力会大一点。但短期之内或者说半年之内，欧日很难完全启动货币政策的正常化，所以这种资金环流还会持续压制美债收益率。

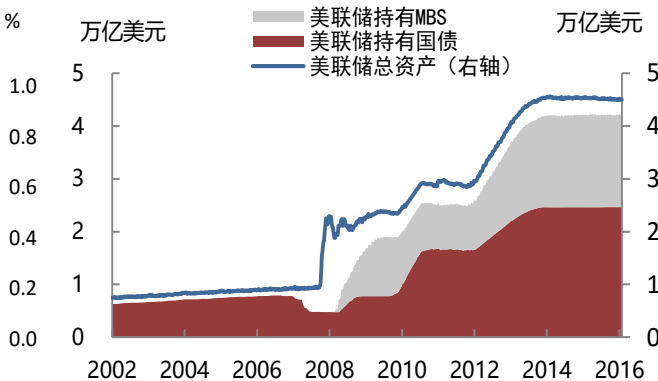
第四个视角我觉得也蛮有意思，就是为什么短期利率上去了，而长期利率上不去甚至往下走，也就是为什么收益率曲线会变平的问题。我之前在财新专栏上写过一篇文章，《“格林斯潘之谜”会再现么？》。2004年的时候，格林斯潘把美国短期利率往上打，可长期利率就是上不去。简单来说，美联储认为美国经济走得很好，所以它把短端利率往上调，但是市场并不买账，认为美国经济没那么好，所以长期利率起不来。现在美国也出现了这样的状况，长短期利差在收敛，收益率曲线在变平。

图 3：2015 年首次加息后又出现“格林斯潘之谜”



来源：Wind，莫尼塔研究

图 4：美联储承诺不会主动抛售 MBS



那市场为什么认为美国经济没那么好？打个比方来说，这有点相当于现在我们看中国的房地产市场一样。为什么开年过后很多人说中国的房地产投资不会回落得那么快？其中有一个理由，就是说这一轮财政货币的宽松后，房地产销售起来得很快，但投资起来得比较慢。所以等严厉的房地产调控来了之后，销售回落得比较快，但投资未必就回落得很快，因为两者的弹性不一样。

这个问题说明什么呢？次贷危机之后，美国实行了极度宽松的货币政策，资产价格的反应是最快最多的，实体经济的扩张是后来才慢慢有的。所以一旦货币政策正常化启动之后，资产价格的调整也是最快最多的，两者的弹性也不一样。但这个恰恰可能是制约美联储加息节奏的一个因素。我觉得市场可能也从这个角度去想这个问题。这样就会造成美联储加息节奏的放缓。当然，现在市场特别关注美联储“缩表”。但缩表其实市场现在不是那么担心，包括美联储的第二副主席也说，现在美联储缩表跟 2013 年当时所谓的削减购债恐慌（taper tantrum）环境不同，可能对新兴市场的冲击没有那么大，而且如果美联储先缩减的是国债，而不是 MBS 的话，冲击也没那么大。因为差不多是在五年内缩表，其实每年按照既定的节奏，就不会有太强的冲击。但如果

缩的是MBS的话，对美国的房地产市场的冲击就会比较大。这是第四个视角。

我说的意思是什么呢？年初讨论的时候，有种说法是如果美国的10年期国债收益率马上到3%，中国的10年期国债收益率就要到3.7%、3.8%了。那这个调整你就完了，债券市场就一点希望都看不到。但如果美国的国债收益率上得没那么快，中美利差缩得没那么快，那么中国的资本外流压力，人民币汇率压力就会减弱很多。这段时期，也许只能维持半年左右，所以是人民币汇率的“蜜月期”。

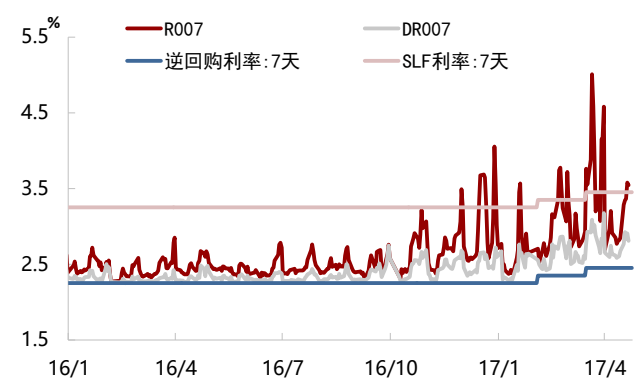
但是我由此得出一个推论是，人民币汇率的“蜜月期”又意味着什么？大家都知道“不可能三角”。如果外部失衡没那么紧迫，那中国就可以安心地处理内部事务；如果汇率不再那么动荡，那央行可以腾出更多的精力来做金融监管的事情。所以我觉得**蜜月期不仅仅是汇率的蜜月期，从监管的角度来说，也是加强监管的蜜月期。**

我们可以设想一个情境，现在的人民币汇率也没什么问题。以前大家每天炒股买债的时候，总要先看看人民币中间价定在什么位置，现在也不看了。其实未来一段时间可能还是随着美元的一个阶段性走弱，人民币汇率还会阶段性的震荡走强。一季度中国经济数据已经是过去时，我们要往前看。目前高频的经济数据是有一些转弱的迹象，但是也有一些分歧，还有说新周期启动的，但至少统计数据上不会下降的很快。通胀边际上不会有太不利的变化，PPI拐点已经出现了，CPI也许要到下半年才起来。所以，这个时点从任何方面来讲的话，其实都是一个加强金融监管的好时点。别等到下半年美国特朗普刺激效应慢慢起来了，美国经济突然打了一点鸡血，那时候比如说人民币汇率的压力又来了，国内经济下行的压力又来了，还有房地产价格到时可能还不知道怎么调，那个时候宏观调控的局面会更加复杂。所以现在这个时点其实是比较好的加强监管的窗口。

由此衍生的一个问题，就是**怎么理解现在的监管态势？**我觉得有两点：**第一点，央行也是在试错，它也是在学习。**举个例子来说，大家回头看看8-11汇改。现在没有人说央行当时汇改的方向错了，但很多人都觉得汇改的时点不对。如果早一点，在2015年的1季度改会不会更好呢？那时候还没有股灾的事情，还没有中国经济严重下行的压力啊。所以我想央行可能也在实践中学学习，觉得早调整比晚调整要好。从去年开始，如果央行看到债券市场加杠杆加得很猛，金融机构加杠杆加得很猛。如果看到了问题，看到了失衡，我觉得央行会想，早调整比晚调整要好，不要等到所有的风险出现之后，一下子点燃这个火药桶，那会造成一个不可收拾的局面。所以我觉得央行也是有记忆的，它调控的思路是一致的。这是我理解的第一点。

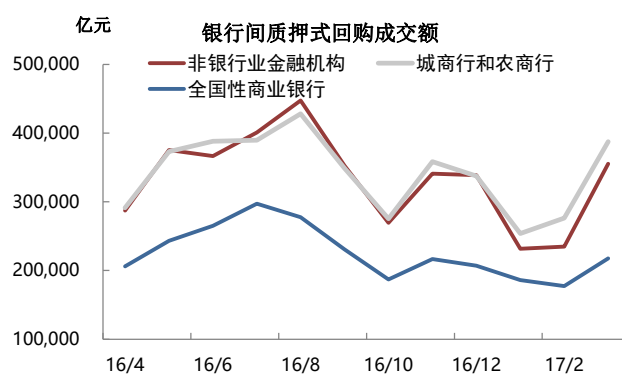
第二点我想说的是，其实流动性是分层的。近期有大行赎回委外的消息，然后中小银行就开始坐不住了，非银金融机构开始更加坐不住了。整个来看的话，流动性其实是分层的，或者说各个金融机构对流动性收紧的感知是不一样的。央行是在往金融体系里放钱，但是各个金融机构感觉不一样，因为他本身资金链条的紧张程度不一样。大家可以看到，央行现在做利率调控的时候稍稍似乎有点区别对待。之前易纲副行长接受采访的时候说过，R007是作为央行政策利率的指示意义越来越强了。其实我想，央行是不是也在考虑DR007作为一个政策利率。DR007就是银行之间相互拆借资金的利率；R007是所有金融机构之间相互拆借资金的利率，可能是中小银行向大银行借钱的利率，非银金融机构向银行借钱的利率，R007是资金价格的一个综合体现。而且现在DR007这块的交易要超过整个回购交易的百分之五十。流动性分层从哪看出来呢？现在在R007波动特别大的时候，其实DR007是非常稳定的。这意味着，也许非银机构，甚至一些中小银行鸡飞狗跳的时候，大银行其实相安无事。从货币政策调控的角度来说，把最大的盘子稳住之后，剩下的调整也许就是金融去杠杆必须付出的代价。从来没有那么轻松写意的去杠杆，去杠杆一定会带来伤害，关键是谁来承担这个调整的代价。从新的流动性分层的角度来看，应该是外围来承担，内核要稳定。所以我觉得**央行的货币政策收紧是有底线的，底线就是银行流动性别出问题，这个确实是货币政策调控的关键。**

图 5：DR007 有望被培育为政策利率



来源：Wind，莫尼塔研究

图 6：存款类机构回购成交额占比过半

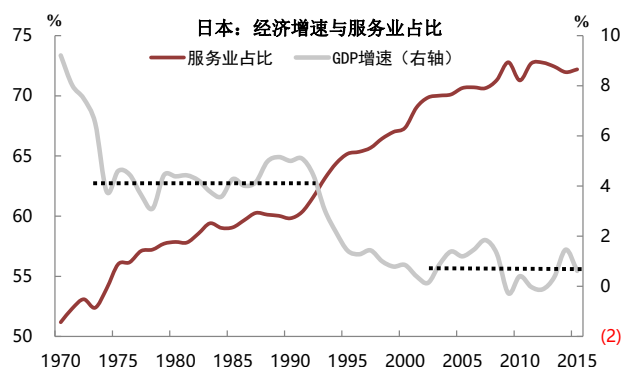


大家不要低估这一轮紧监管的力度和持续性。对现在的监管态势有两种截然不同的反应，可能也会体现到投资策略上。一种是侥幸心理。比如说银监会去银行检查，一检查发现水这么深，算了还是别趟这摊浑水了。这是把历史经验惯性类推，2013年发生过“钱荒”，所以现在不敢整了。我们确实看到央行调控的侧重点和思路发生了一些变化，但你绝不能拿历史机械类推。一种是谨慎心理。监管层在摸清楚情况之后，就能更好地出手了。我觉得这种情况是更加可能的。现在考虑到大的宏观环境，金融监管的力度和持续性，大家不要低估。外部环境现在很稳定，内部环境现在也没有太多恶化，所以在这种情况下监管的底气是比较足的。还要考虑到刚刚说的不同部门监管赛跑、监管竞争的因素。监管竞争的话，那就是运动式的调控，这样更加容易造成一些擦枪走火的事情。

关于当前中国经济究竟处于什么样的阶段。我们资本市场总爱研究周期，短周期，中周期，长周期，一大波一大波的周期绕来绕去，头都绕晕掉了。但精准预判每个拐点，其实非常困难。我是昨天参加一个商品圈的讨论。其实，做商品投资的人对宏观经济的感受是非常真切的，他必须非常关注产业层面的变化，量价信号的实时变动都特别关注。交流下来，大家觉得现在对短周期的变化是有把握的。从库存周期的角度来说，中国经济已经从主动补库存阶段转向被动加库存阶段了。简单的说，因为工业品价格还在高位，企业生产热情可能还是很高。但是其实终端需求已经走弱了，所以这个时候你的产品库存可能会被动增加。至于说中周期，最多的就是大家说的朱格拉周期，就是我们看到的一波一波的投资周期，就是设备是不是到了大规模更新换代的时候了。我们做过一个梳理，最早也要到明年才会有新一轮朱格拉周期启动。所以说新周期，至少要到明年才能看到。新周期的说法无法证伪，因为新周期还没来呢。今年中国经济可能还处在寻底的阶段，不太确定的是下行得是快还是慢。这是我对当下中国经济处于什么位置的判断。

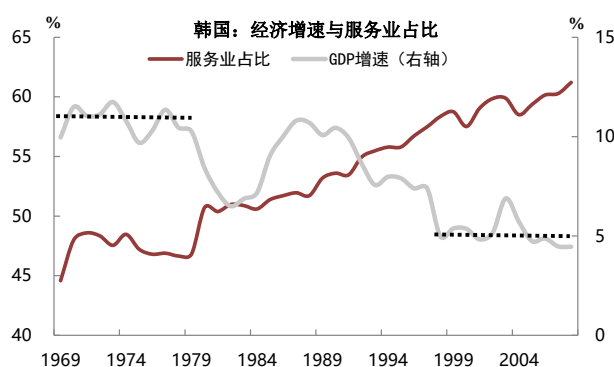
最后再补充一下，就是大家讨论新周期，旧周期的时候，不要忘记一个简单的经验事实。中国从2013年的时候，第三产业在国民经济中的占比就超过第二产业，表明有更多的资源从制造业转向了服务业。这个转变意味着什么呢？我们看了一下德国、英国、美国、日本、韩国等国家，当三产占比超过二产占比的时候，一个共性就是这个国家的潜在增长率要往下走。为什么往下走呢？因为三产的生产率比二产的生产率要低。以前中国很多的农村剩余劳动力转移，从农业转到工业，因为二产的生产率明显比一产的生产率要高，资源重新配置的净效应是正的。现在更多的资源从制造业转向服务业，资源重新配置的净效应是负的了。没有哪个国家能逃过这样的一个规律，经济从二产往三产迁移的时候，它的潜在增长率往下降。往下降以后，实际增长的中枢可能也是往下降的，但会有波动。人为的财政货币的扩张可以短期使它偏离潜在增长率，但最终肯定还是会有一个均值回归的过程。所以大家在看各种各样周期的时候，其实可以把这个经验事实放在脑子里，大的背景就是这样的一个轨迹。

图表 7：日本经济转型后 GDP 增速中枢下移



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 8：韩国经济转型后 GDP 增速中枢下移



来源：Wind，莫尼塔研究

对中国经济，今年我觉得没有那么乐观，中长期看其实也没有那么悲观。说起来有点像套话绕话，但我确实是这么相信的。从国际经验来看，也有成功经济转型的先例。增速中枢低一点没关系，如果在新的增速中枢上，哪怕是4%的增速中枢上再稳定的增长多年，也可以。我们是世界第二大经济体了，完全可以把质的事情看得重一点，把量的问题摆在次要。一个利好就是，这届政府的执行力非常好。所以如果真的下定决心去做一些事情的话，会收到一些脱胎换骨的效果。如果政府高层真的是看清了形势，如果真的执行下去，中国经济的一个提质增效的过程还是能够看到的，所以我不是那么悲观。

现在很多海外机构其实都想配置中国，投资中国。我们的资产收益率还是不错的，虽然国内一度有什么“资产荒”的说法，但跟国外比我们的资产收益率已经很高了。之所以这个走进来的步伐没有那么快，一是因为外国朋友看中国似乎总是带着一副眼镜，看得不那么清楚和真切，总觉得中国要爆发一次金融危机，不爆发金融危机，他就不能来抄底，而我们偏偏一直就没有爆发；第二个与现在的阶段性的资本管制加强有关系，钱进来之后担心出不去。所以就这两个因素拖累了海外资本进入中国的步伐。但我觉得，等阶段性的资本管制有所松动之后，海外配置中国、投资中国的效应会逐渐彰显出来，这其实是一个非常积极的因素。

谢谢大家！我就讲这么多。

近期报告

- 2017年05月08日 海外宏观周报 再论黄金
- 2017年05月07日 国内宏观周报：收益率曲线继续“熊平”
- 2017年05月04日 “2017年货币政策的逻辑”系列专题二：“金融去杠杆”向何处去？
- 2017年05月03日 经济“阴跌”，是喜是忧？——4月中国经济数据前瞻
- 2017年05月02日 海外宏观周报：特朗普税改的“可行”与“不可行”
- 2017年05月01日 国内宏观周报：上游行业景气逐渐退潮
- 2017年04月27日 中游景气逆势改善——3月工业企业利润数据简评
- 2017年04月27日 拿什么拯救你，欧洲银行业
- 2017年04月26日 中国经济周期之辩：制造业复苏的故事有多真？
- 2017年04月23日 国内宏观周报：金融监管风声鹤唳
- 2017年04月23日 海外宏观周报：“两个大选”带来的“危中之机”
- 2017年04月18日 6.9%背后的“强”与“弱”——1季度经济增长数据点评
- 2017年04月17日 海外宏观周报：注意黄金短期回调风险
- 2017年4月16日 工业品价格持续下挫——国内宏观周报

免责声明

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

上海 (总部)

地址：上海市浦东新区花园石桥路
66号东亚银行大厦7楼702室。
邮编:200120
电话：+86 21 3383 0502
传真：+86 21 5093 3700

北京

地址：北京市东城区东长安街1号东方
广场E1座18层1803室
邮编：100738
电话：+86 10 8518 8170
传真：+86 10 8518 8173

纽约

地址：纽约市曼哈顿区第五大道535号
12楼
邮编：10017
电话：+1 212 809 8800
传真：+1 212 809 8801

<http://www.cebm.com.cn>

Email:cebmservice@cebm.com.cn