

■ 聚焦人民币汇率

今年人民币料大概率保持升值态势

□京东数字科技首席经济学家 沈建光



视觉中国图片

美元贬值促人民币走强

最近一段时间，美元出现震荡下行态势，成为人民币企稳回升的重要因素。自2018年11月12日美元指数触达97.69以后，出现回落态势，截至1月14日已回落至95.6,下跌超过2%。展望2019年，美元仍将整体呈现贬值态势，支持人民币保持升值态势。

回顾2018年，美元指数曾在4月到11月中旬出现持续走高的态势，主要有两方面的原因：一是美国税改带来的短期利好，使得居民现金收入增加，企业盈利改善，提振美国经济；二是美联储的持续加息。然而，预计2019年支持美元强势的这两点基础都将动摇。

经济增长方面，当前美国经济已出现见顶回落的态势。例如，2018年美国经济数据逐季回落，二季度的4.2%是高点，三、四季

度分别下滑至3.5%、1.3%。与此同时，美国ISM制造业指数作为经济领先指标也已经出现下滑态势，11月为59.3,12月下降到54.1,创下了2008年10月金融危机以来最大降幅和特朗普当选总统后的最低。美联储传递出对2019年经济降温的预期。2018年12月美联储议息会议的会后声明中，美联储将2018年、2019年GDP的增速分别下调至3%和2.3%。

影响2019年美国表现的主要有以下几方面因素：首先主要与减少所得税红利带来的企业盈利改善、低失业率和居民薪酬上涨拉动消费支出增加密切相关。2019年不会重复减税，此外刺激过后还有一些后遗症。伴随着美国税改红利的消退，美国经济

增长可能会放缓。

二是美国经济中的结构性问题未得到改善，也预示着美国经济强劲势头或难以持续。当前美国失业率已接近新低，与此同时，美国基础设施较差制约了企业投资。虽然前期美国个人消费强势带动经济增长，但制造业占GDP的比重却持续下滑。

三是美国国内政治形势对经济复苏形成掣肘。因两党就边境修墙计划的拨款问题未达成一致，美国政府已于2018年12月22日正式部分关门，预计今后特朗普政策推行将遇到更大的阻碍。2019年两党博弈加剧，将导致美国经济政策不确定性增加，特朗普基建政策的推行也将遭到更大的阻力和掣肘。

当然，除了经济上的不确定性，美联储加息趋缓也将支持美元走弱。可以看到，自2015年美联储缩表以来，美联储已经加息9次，其中仅2018年就加息4次。然而，近期在特朗普的不断施压和美国经济基本面放缓的作用下，美联储表态开始转向鸽派。例如，当前美联储货币政策委员会中至少有7位成员呼吁谨慎加息，其中4位有2019年投票权。而此前美联储主席鲍威尔发表鸽派谈话表示美国经济会持续稳步增长，失业率低，通胀接近2%，利率“略低于”中性区间，并多次强调美联储在决定未来是否进一步升息时能够保持耐心。因此，伴随着加息进程减慢以及美国减税、基建赤字率的推升，预计2019年美元大概率会呈现贬值趋势，支持人民币企稳。

政策发力助人民币企稳

尽管当前国内经济仍在下滑，但外贸不确定因素的缓释、宏观调控政策发力也使得市场恐慌情绪有所消退。在预期趋稳的背景下，人民币走出了一轮升值态势。

可以看到，面对经济的下行压力，中国宏观逆周期调节工具加速出台，开年后财政政策与货币政策明显发力，预示着政策底的出现，有助于缓解经济下行压力。例如，货币政策方面，与去年稳健中性的表态相比，今年中央经济工作会议取消了“中性”的表述，而结合早前TMLF定向降息、央行降准、支持小微企业与民营企业融资等情况来看，货币政策微调态势十分明显。

1月4日，央行开年后即全面降准1个百分点，彰显稳定实体经济的决心，接下来的

降准力度或超出以往，预计2019年仍有2-3次降准，银行资金压力会得到大大的缓解，进而引导资金利率下行，起到降息的效果。

积极财政政策也明显加大力度。1月9日，国务院常务会议决定针对小微企业推出普惠性减税措施，三年内减税6000亿元。此次针对小微企业的减税政策是今年加大减税降费举措力量的重要一环。从时点来看，此次减税落地时点早于一般预期的两会前后。在2019年开年便迅速推出政策“大礼包”，反映了经济下行阶段，逆周期经济政策会明显加强的趋势。

当然，在积极财政政策方面，一直以来，基建与减税被予以要义。近期除减税外，铁路、地铁、水利、工业互联网等基建项目的推进也明显加快。然而，考虑到2018年11月财政

收入下降5.4%，未来财政空间将受到制约。基建的作用应该重在托底经济，考虑到目前某些“短板”项目经过几轮基建潮后可能已不再“短”，继续加大投入或将拉低边际效益，且面临政府债务负担约束，未来基建投资应该注重节奏，结合需要，而非大干快上。

相对而言，减税是积极财政的重点。以减税来帮助资金更好地流入居民和企业部门，能够更加直接地增加居民可支配收入，增强企业的再投资能力，促进消费和有效投资的增长，既能做到切实藏富于民，也对经济产生明显的拉动作用。2018年全年减税达到1.3万亿元，预计2019年的减税力度将有望无减，有望达到1.5万亿-2万亿元。从减税方向来看，除支持小微企业外，继续推动个税改革并落

实个税抵扣、加大力度落实增值税、企业所得税减税、降低进口综合税负等都将成为重点。除此之外，加大国企分红以补充社保、进一步降低社保费率也很可能发生。

综上所述，近一段时间人民币出现的升值态势并非昙花一现。展望2019年，预计美元在美国经济增速放缓、美联储加息偏鸽派的背景下，大概率会结束强势周期。中国经济在外贸不确定因素缓释的背景下，货币政策与财政政策双重保驾护航给经济将带来转机。预计2019年人民币走势将与2018年的整体贬值态势有别，大概率会保持升值，年底人民币对美元或升值至6.5。未来更多减税措施的落地、经济结构性问题得到改善，有助于稳定人民币汇率。

人民币汇率年内或先强后稳

□民生银行研究院分析师 任亮

2018年，人民币兑美元汇率走势总体可以概括为先稳后贬、双向波动。2019年以来，人民币兑美元汇率出现一波涨势，单周涨幅创2005年汇改以来新高，为全年稳定打下良好开局。预计2019年人民币汇率或延续2018年特征，呈现先强后稳、双向波动，总体稳定态势。

回顾2018年，人民币兑美元先稳后贬，全年累计贬值5.0%。一季度受益于美元指数阶段性走弱、国内经济基本面表现稳健等多重利好因素影响，人民币汇率从上年末的6.5120一路升至6.35左右。4月中下旬后，美元指数处于相对高位，外贸不确定因素增加、国内经济增长持续承压、中美货币政策边际分化等因素使得人民币兑美元汇率持续承压下挫，至8月中旬贬值至约6.9左右。进入四季度，美元指数低位反弹，叠加中美利差收窄、国内经济基本面转弱等影响，人民币汇率贬值压力再次加大，10月末跌至6.98附近，一度引发市场对汇率破7的担忧情绪。11月初，支持民企多项措施的集中推出以及外贸不确定因素有所缓和，在一定程度上提振了市场信心，人民币汇率有所企稳，年底人民币中间价报收6.8632，在岸即期汇率收于6.8658。

2019年以来，人民币汇率出现了一波涨势，前8个交易日在岸即期汇率累计上涨幅度超过1.7%，1月9日至11日期间在岸即期汇率累计涨幅更是超过1000bp，单周涨幅创2005

年汇改以来新高。总体来说，这一波上涨属于修复式反弹，主要受到三方面因素推动：

首先，美元指数回调仍是主要原因。美联储公布的2018年12月议息会议纪要显示，美联储官员对于进一步加息的态度较此前的政策声明更加谨慎，并表示美联储对进一步收紧政策保持耐心，这使得市场对美联储加息预期骤然降低，继而打压美元指数。其次，我国外部经贸环境正向边际改善的方向发展，提振了市场信心。第三，交易性因素对人民币汇率的上涨也起到了一定的助推作用。一方面，年初属于季节性结汇高峰，相关企业出于财务核算、海外利润汇回、发放员工年终奖等需求，需要大量结汇用于运营开支；另一方面，随着人民币汇率持续上涨，大量投资机构迅速回撤止损，结清人民币空头头寸，同时买涨人民币，这也迫使不少企业不得不抛售美元结汇以缓解汇兑损失，进一步助推了人民币涨势。

可以看出，目前推动人民币汇率上扬的因素多属于消息提振，但利好逐渐被消化后，市场情绪极易逆转，人民币汇率尚未形成稳定升值趋势。从1月10日开始，离岸人民币即期汇率收盘价已连续多日低于在岸人民币汇率收盘价，同时，1年期以内人民币NDF市场远期外汇合约也连续下跌，反映出投资者对未来人民币汇率走势的判断仍较为谨慎。

展望下一阶段，就短期而言，考虑到目前人民币的升势只是修复性反弹的开始，若采取

适当措施对市场情绪加以引导，保证人民币反弹到位，将为人民币汇率创造出充分的缓冲区间，保障人民币汇率全年整体波动维持在合理均衡区间。当前，短期内外部因素也为支撑人民币汇率继续上升创造了有利条件。

从外部来看，美国经济增长逐渐显现放缓迹象，美联储加息节奏不确定性较高，叠加政府停摆、金融市场动荡等不利因素持续发酵，市场近期对美国经济的看空情绪较为浓厚，人民币汇率外部压力有所缓解。从内部来看，一是中美利差有所走阔，资本流出压力缓解。以5年期国债收益率为例，相比于去年11月初出现的19bp的最低利差，目前中美国债收益率差已回升至37bp。中美利差再度走阔主要得益于美联储近期频繁释放鸽派信号，使得美国长端收益率下行。中美利差的短期企稳对人民币汇率反弹形成有效支撑。

二是中国外汇储备连续两个月正增长，国际收支平衡趋于稳定。2018年一季度后人民币汇率持续贬值压力，导致我国跨境资本流动总体呈现流出迹象，2018年外汇储备全年下降672.37亿美元。但2018年11月以来，外汇储备连续两个月正增长，在一定程度上对冲了央行降准对人民币汇率造成的贬值压力。

三是国际经贸关系转暖，市场信心修复。从中长期来看，人民币汇率可能仍面临一定下行压力。一方面，强势美元周期趋于见顶，但急转直下的可能性较低，预计年内维持区间震荡的概率较高。美国经济继续维持领先表现，非美地区不确定因素仍然较

多；欧元区加息预期仍在，英国脱欧风波尚未平息，日本经济前景存疑。近日，路透社社的一项调查显示，针对2019年美元走势，约三分之二受访者认为美元的涨势基本结束，但调查同时显示，其他主要货币2019年最好情况也不过是收复2018年失地，2019年美元下跌或其他主要货币上涨的幅度都将有限。

另一方面，今年我国经济下行压力较大，经济增速料将进一步放缓。外贸不确定性叠加全球需求放缓将使出口增速明显放缓，“房住不炒”的楼市严监管以及居民杠杆率上升空间有限压制房地产市场，经济基本面并不支撑汇率反弹。同时，面对下行压力，政策将从逆周期调节与加快改革转型角度发力，货币政策的微调也将导致人民币汇率中期内面临一定压力。

自“8·11”汇改以来，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度”的人民币汇率框架逐渐成型，汇率弹性的增加为货币政策独立性留出了更大空间。目前人民币汇率已突破6.80的重要心理关口，是自去年8月以来的首次。政策层面应顺势而为，借助过去积累的多样化调节手段和丰富的操作经验，通过加强离岸流动性管理等措施，加大对市场预期的引导，稳定住人民币汇率的上升势头，为后期可能受到的冲击储备一定的缓冲区间。整体来看，2019年人民币汇率或重演类似2018年的倒“V”型走势，呈现先强后稳、双向波动、总体稳定的态势，全年维持在6.5-6.9之间宽幅震荡。

房地产税改革

多个重点难点待解

□东北证券首席宏观分析师 沈新风

房地产税不同于房产税，是一个综合税收体系概念，涉及开发、保有和交易各个阶段。长期以来，房地产税受到广泛关注，政府近年对其推出也积极表态，但在实际操作过程中进展却相对缓慢。2018年市场就曾热议房地产税将加快审议甚至出台，进入2019年，市场又有观点认为房地产税会在年内推出。笔者认为，房地产税改革是一个长期目标，未来肯定要推出，但从操作层面上看，年内可能加快立法，但落地以及执行依然基本没有可能性。

改革有其必要性

长期来看，房地产税必然会推出，这是因为我国房地产税改革有其必要性，具体来看有扩展地方财源、调控房地产市场、优化收入分配几方面作用。

第一，房地产税有望成为地方政府的主要税源，有助于促使政府职能转变、经济健康发展。一直以来，由于地方财源支柱缺失，我国地方政府普遍依赖土地批租和土地财政收入，并产生了大量的隐性政府债务，经济系统性风险不断累积。开征房地产税可以为地方政府带来相对稳定的税收，降低其对土地财政和隐性债务的依赖，并赋予其改善当地居住条件与环境的动力，从而形成税收与社区健康发展的良性循环。数据显示，2013年，美国州和地方政府财政税收占其总财政收入比重约13.3%，而2017年中国房产税收入占地方本级财政收入比重仅2.85%。

第二，有助于建立房地产市场长效机制。房地产税制度设计会体现“房住不炒”的政策导向，未来房地产税应会设立免征面积。对于刚需购房者而言，居住条件在平均水平以下的居民在保有环节上将缴很少的税甚至无需纳税，再加上综合税制下房地产交易环节税费的大幅清理或废止，中低收入水平居民将会实质受益，一定程度上有助于刚需型需求的实现。对于投资型需求而言，房地产税会增加其持有住房的成本，并边际上迫使其出售或出租所持有的空置房产，从而抑制其投机需求，在增加二手房供给的同时减少住房空置率。对于改善型需求而言，房地产税也会增加其对中小户型的偏好，从而提高社会土地的集约化利用水平。

总体而言，房地产税的推出会改变需求端偏好，这也将倒逼供给端为了适应市场而推出更多中小户型，使资源配置更加合理，从而降低房价波动率、抑制地产泡沫，实现住房的居住功能。但是，房地产税虽然一定程度上会抑制房价泡沫，但不是调控房价的工具。美国、日本、韩国等国际经验表明，长期看房产税并不影响房价，这一方面是由于随着经济的发展，房价上涨有其基本面因素；另一方面是由于房产税也提高了地方政府改善居住环境、提供更多服务的积极性，使该社区教育、医疗、安保、环境发生积极变化，这些价值反过来也会反映到房地产价格上面。

第三，有利于优化收入再分配和财产配置，抑制贫富差距扩大。房地产税的作用主要就是调节收入分配，特别是个人财富的集聚，起到促进社会公平的作用，同时筹集财政收入，用来满足政府提供公共服务的需求。有专家表示，房地产税作为直接税，除了筹集政府收入，特别重要的作用是“抽肥补瘦”的调节效果。可见，我国的房地产税设计的原则是既能够起到筹集财政收入的作用，又能够起到调节收入分配、促进社会公平的积极效应。

当前时机不成熟

尽管房地产税改革具有上述必要性，但从立法程序、立法难点和逆周期调控几个方面考虑，笔者认为2019年推出房地产税并不具有操作性。

第一，按照已经立法通过的几个税种的立法流程经验看，税法立法从初次审议到正式施行普遍超过一年时间。

根据立法先行的原则，房地产税改革的第一步必然是房地产税立法。从已经立法的税种来看，房地产税的立法需要经过一个完整的流程，这意味着房地产税立法从送审稿到正式施行至少需要一年时间。然而房地产税牵涉众多，立法难度远非一般小税种可比，从2015年到2018年，房地产税立法连续四年止步在全国人大常委会预备审议立法项目的日程之外。

第二，房地产税立法上存在一些技术难点。首先，多数国家是在土地私有制前提下开征房产税，我国实行土地公有制，房价包含土地的价格。对此，笔者认为从理论上需要经过充分研究。

其次，开征房地产税需要完善的不动产登记与房价评估制度作为配套，我国不动产登记已经起步，但房价评估体系亟待完善，否则计税基数难以确定，则无从谈论征收。

最后，产权归属模糊会影响此后的房产登记和评估环节，正式开征房产税时需要有新的设计。我国住房市场经历了福利分房到市场化的转变，造成了多种形式住房共存的现象，包括但不限于房改房、小产权房、经济适用房等。此前沪渝的试点将这些类型排除在外，没有触及重点和难点。

第三，从今年经济的基本面来看，2019年也不是房地产推出的最佳窗口期。2018年我国受去杠杆政策影响，社会融资规模、广义货币M2同比滑落至历史低位水平，民金融资难问题凸显，国内经济面临下行压力，多项经济指标回落。同时，外部环境日渐复杂严峻，人民币对美元汇率曾一度逼近7，国际经济显现颓势，外需走弱局面基本确立。

当前各项前瞻指标都反映出今年我国经济下行压力依然较大，稳定是2019年的主要任务。去年12月召开的中央经济工作会议强调，今年要继续坚持稳中求进的工作总基调，主要依靠减税降费、补短板等更加积极的财政政策和稳健的货币政策，加强逆周期调节。今年“房住不炒”总体方向不变，房地产销售及投资均面临下行压力，如果今年刻意加快推进房地产税立法落地，可能进一步削弱房地产市场信心，导致价格波动加大。因此，从上述角度看，不适宜在今年推出房地产税。