

# 五大关键问题影响明年的经济走势

□瑞穗证券首席经济学家 沈建光

当前国内对明年经济运行普遍比较乐观，但从今年经济的回顾来看，有很多超出年初预判的情况。国内方面，年初还担心新常态下中国经济下行压力较大，但在积极财政政策和稳健货币政策的支持下，三季度中国经济指标便实现大幅反弹，11月PMI超预期反弹，显示年内完成稳增长任务不足为虑；年初还担忧的房地产库存过高，年中演化为房地产市场泡沫。海外方面，年中英国脱欧给欧盟一体化之路增加困扰，这不仅使得英国金融市场受到冲击，外溢性效果也持续显现，欧盟其他国家的反一体化趋势均有所抬头；11月的美国大选，特朗普最终胜出，共和党取得国会参众两院的多数席位，其后华尔街与金融市场态度的急剧反转，一路乐观态势也让人始料未及。

可以看到，2016年海内外形势的变化，势必会给明年的经济工作任务带来新的考虑。如何看待明年中国经济增长与政策走势？大宗商品持续攀升之下，明年通胀是否会成为威胁？特朗普上任后对中国政策如何演变，如何影响中美贸易与汇率？供给侧改革又会从哪些方面发力？寻找上述问题的答案无疑是本次中央经济工作会议的焦点。

## 2017年经济能够保持稳定吗

今年三季度以来，中国经济数据持续向好。11月PMI数据已经反弹至51.7%，创下至2014年7月以来的新高。11月首个经济数据的出炉显示了当前普遍恢复的经济动能。而这种向好态势也在一些主要微观数据上得到了验证。比如，工业生产方面，10月规模以上工业企业利润同比增长9.8%，规模以上工业发电量同比增长8.0%，上述两项去年年底的数据还是负增长；10月全社会货运量增速达到6.3%，创下19个月以来新高，其中，铁路货运量同比增长11.2%，为2010年5月以来的历史最高。

消费方面，仍然保持两位数增长，在双十一带动下，线上消费继续攀高。仅天猫一家“双十一”全球狂欢节全天交易额便达到1207亿元，而国美在线、京东上交易额同比均大幅提升，预示着11月消费或将大增；投资方面，1—10月固定资产增速同比增长8.3%，扭转了前期的下滑局面实现反弹，而除去辽宁同比下降63.7%的异常值，今年固定资产投资增速已经超过11%，大大好于当前投资数据的表现。

上述指标显示，今年达成稳增长的目标没有问题。展望明年，增长或许比今年有所回落，主要不确定性体现在房地产市场。可以看到，今年经济增长主要得益于房地产市场的火爆，而伴随着10月初政策密集出台，近两周的房地产市场销售已经逐步遇冷。当然，销售对房地产投资指标有滞后作用，今年1—10月，房地产开发投资仍处于上行区间，同比名义增长6.6%，增速比1—9月继续提高0.8个百分点，这或许意味着房地产对经

济的制约作用可能会在明年下半年体现。

除去房地产以外，基建投资仍然是稳增长的重点。铁路、机场、市政道路与建设、公共服务建设都是基建投资的热点领域，而京津冀一体化等区域热点也将带动投资提升。与之相对，积极的财政政策、专项建设基金、PPP模式等模式将继续支持基建获得资金来源。整体来看，预计2017年基建将成为拉动增长的主要动力，而2017年经济增速会比2016年有所放缓，但仍然维持6.5%的较高水平。

## 2017年通胀是否会成为威胁

今年通胀并未引起担忧，但行至年底，通胀有上升趋势。例如，截至10月，CPI重回2%以上，反弹至2.1%，而PPI则也在结束54个月通缩之后反弹至1.2%，根据11月的高频数据，11月PPI有望反弹至2%以上；此外，11月PMI指数中购进价格指数持续攀高至68.3%；OPEC限产导致油价走高，大宗商品价格仍在上行，经济企稳背景下，通胀是否会成为2017年的威胁？

在笔者看来，2017年中国通胀水平会比今年有所提升。主要源于以下几点因素：一是来自于美国特朗普冲击下的输入性通胀压力。考虑到特朗普上任后会采取以下三方面政策：一是减税，二是对金融体系放宽规制，三是加大基础建设投资。而这些政策的实施将会拉动大宗商品需求，支持大宗商品价格上涨，进而在全球范围内推升通胀。

二是房价飙升推高租金价格。今年以来国内房价飙升，直至国庆期间决策层密集出台房地产调控措施，快速上涨的房价才有所缓解。数据显示，10月北京、上海、深圳、广州四个一线城市房价同比增长在20%至30%。而二线城市中，南京、杭州、厦门、合肥房价涨幅均超过30%以上。与之相对，租金价格上涨滞后，预计明年房价上涨对租金的提升作用将有所增加，而这也无疑会使得整体生活成本和生产成本上升。

三是劳动力供给的持续减少。中国的劳动力人口在2011年时到达峰值，其后劳动力人口呈现下降态势。而从农村转移劳动力的情况来看，中国也已经跨过刘易斯拐点，这意味着未来工资上升速度将高于生产力提高速度。工资上

涨逐年提升，对通胀水平的影响也不可小觑。

四是结构性改革推动服务业价格升高。不难发现，服务业CPI的上升对整体CPI贡献度已有所提升，如10月教育文化和娱乐CPI以及医疗保健CPI都创下5年来新高，这与服务领域的结构性改革不无关系。如从医疗改革方面，近年来医疗改革持续推进，由早前“以药养医”的畸形体系，转向更加市场化的定价机制，挂号费、门诊费均有所上升，推高医疗保健方面的支出。

在笔者看来，上述因素均会提高通胀压力，预计2017年通胀水平会高于今年，全年或将达到2.5%，但整体来说，风险可控。

## 2017年宏观经济政策的空间何在

今年积极财政与稳健货币政策均得到充分体现。货币政策方面，今年前10月社会融资规模累计增加14.35万亿元，同比增加1.78万亿元。而人民币贷款累计发放10.6万亿元，同比多增1.05万亿元。其中，大量资金进入房地产领域，居民按揭贷款是信贷增长的主要来源。

展望未来，出于对通胀和资产价格风险的担忧以及明年美国加息频率上升，预计明年货币政策会从宽松转向中性。事实上，中国人民银行发布的《2016年第三季度货币政策执行报告》中，罕见的七提防止泡沫风险，已经意味着明年货币政策宽松的空间有限，而央行进一步完善对商业银行的MPA考核，尤其是同业存款账户的清理和将表外理财产品纳入表内监管，也将导致非银行业金融机构存款将有所减缓。

相对而言，财政政策方面明年会更加积极，以抵消货币政策收紧的负面影响，支持经济增长。其中，除了延续今年的债务置换、大力推广PPP、加大专项建设基金支持等，预计明年财政赤字也会进一步提升至3.5%，而减税降费的空间仍然存在，且与财政改革政策共同推进。根据11月29日的国务院常务会议，今年积极财政已经取得了一定效果，明年会继续加大。如今年全年营改增减税规模超过5000亿，预计2017年有望继续大规模，或将达到7000亿元。同时，个税改革也有望推进，而个税综合税率的调整也将进一步考虑教育、养老、房贷等作为抵扣，有助于降低中产阶级税负。

展望2017年，虽然美联储加息预期增加，但美国经济能否承受过高利率和强势美元尚待考验，对于未来美元走势与美国经济预判仍有分歧。

笔者早前在美国拜访机构投资者，投资者明显分为两派，有观点认为当前美国经济复苏可以持续，国债收益率会突破3%，支持美元强势上涨趋势，也有观点认为，未来不确定性较强，包括特朗普和共和党的关系，以及基建和减税能否快速落实，都是很大的不确定性，强美元态势不可持续。

展望2017年，虽然美联储加息预期增加，但美国经济能否承受过高利率和强势美元尚待考

验。若不出意外，预计12月的中央经济工作会议，去库存政策不会再被提及，反而需要反思。实际上，今年的去库存政策在执行中超出预期，实践中逐步演变为北上广深以及周边城市的房地产泡沫，但一些内陆城市，特别是东北城市房价并未上涨甚至有所下跌，确实是年初始料未及的。

## 2017年改革有何期待

去年12月的中央经济工作会提出“三去一补一降”，但去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板是平衡稳增长与调结构的理想愿景，在落实的过程中难免会存在矛盾。比如，去杠杆不可避免会对经济造成冲击。

确实，今年去杠杆进展缓慢，导致金融风险增加。例如，今年前三季度，新增贷款超过10万亿，其中大部分资金进入房地产市场，且考虑到各类理财产品绕道进入房地产市场，房地产企业加杠杆非常突出，当前房企整体负债率已达76.9%。而展望明年，在稳增长压力降低的背景下，预计政策会向防风险与调结构倾斜，降低杠杆任务会进一步落实。

去产能方面，当前矛盾是上半年去产能任务落实较慢，煤炭、钢铁产业去产能在三成左右。然而，进入三季度，去产能突然加速，前三季度钢铁和煤炭去产能已完成全年目标任务的80%以上。同时，企业利润明显改善，造成这种现象的一大背景即是同期大宗商品价格的持续攀高。而后由于担忧冬季煤炭供应不足、价格过快上涨，去产能任务面临困境，亟待先进产能进一步释放。在笔者看来，去产能政策面临困境与执行中行政化色彩过重有关，供给抑制与对当前需求回暖、产量不足、价格上涨形成制约，预计明年政策或降低过度行政一刀切，增加灵活性与市场化在去产能过程中的体现。

降成本仍然是明年的一项重要任务，预计与财税改革结合将是一个重要的发力点。例如，一是继续营改增对减少企业税负的作用；二是降低制度性交易成本，降低行政事业性收费，为企业投资，特别是民间投资创造一个有利于创新的良好软环境；三是鼓励PPP的同时，避免政府在吸引民间资本过程中，即充当裁判员又充当运动员的角色。

若不出意外，预计12月的中央经济工作会议，去库存政策不会再被提及，反而需要反思。实际上，今年的去库存政策在执行中超出预期，实践中逐步演变为北上广深以及周边城市的房地产泡沫，但一些内陆城市，特别是东北城市房价并未上涨甚至有所下跌，确实是年初始料未及的。

在笔者看来，这背后与当地经济与制度环境密切相关。为确保房地产市场平稳，预计明年房地产政策仍会延续分地区调控的政策思路。而针对一线城市以及其周边部分二线城市，甚至是周边三线城市房价上涨与资源均等地化程度不均等现象，预计新型城镇化、京津冀一体化战略或成为缓解大城市病的重要方向。

# 黄金储备是人民币国际化“压舱石”

□交通银行首席经济学家 连平

从世界货币史来看，在全球主要的国际货币形成过程中，黄金储备都发挥了十分重要的作用。英镑是第一个称霸世界的货币，而英镑的基础就是金本位制。第二次世界大战之后，美元走向全球霸主地位，它依靠的也是美国政府手中占全球70%的黄金。战后初期，英国和美国都提出了各自的战后货币体系方案。而美国以其强有力的黄金储备以及政治经济及各方面的优势，最终赢得了谈判，建立了所谓的布雷顿森林货币体系。这个体系跟金本位制不同，是金汇兑本位制。但美国拥有足够多的黄金，它敢于向全世界承诺：35美元兑换1盎司黄金，这个体系运行了二十多年。

上世纪60年代后期到70年代初，随着美国财政赤字和国际收支逆差的不断扩大以及美元贬值，布雷顿森林货币体系最终走向崩溃。其中，关键一点是美国政府取消了35美元兑换1盎司黄金的承诺，因为如果不这样做，美国的黄金储备可能在较短时间内以35美元兑1盎司黄金的价格被清空。在这之后，尽管美元依然是全球主要的国际货币，但美国的黄金储备却逐步减少，从最高时的2万多吨降至目前的8133吨。不过，如果按美元计，当初的2万多吨的市场价格和现在的8133吨的市场价格已不能同日而语。可见，黄金储备是支撑美元价值和国际地位的重要因素。

欧洲货币体系是在70年代逐步建立起来的，1973年欧洲货币合作基金成立，它集中了各成员国20%的黄金储备和外汇储备，作为发行欧洲货币单位的准备。之后，欧盟成立了欧洲中央银行，又要求各成员国交出15%的黄金作为欧洲货币体系的准备。直到现在，这些多边金融机构依然把黄金作为重要的货币基础。总之，在英镑、美元以及后来的欧元形成以及持续的过程中，黄金一直发挥着举足轻重的信用支撑和保障作用。

布雷顿森林货币体系解体后，黄金逐步走向非货币化。但为什么黄金还能在主要的国际货币形成和存续过程中发挥如此重要的作用，或者说十分关键的作用？这要从货币的职能说起。货币有三大职能：交换媒介、价值标准和价值储藏。在金本位制条件下，黄金基本上具备上述三项职能，尤其是具备交换媒介的功能，因为金币在市场上是可以流通的。但到了金本位制

黄金储备对于人民币国际化的发展具有十分重要的意义。拥有适度的黄金储备有助于人民币国际化的稳步推进。拥有适度黄金储备使得人民币有了比较好的价值基础。

保持适度的黄金储备有助于改善央行的资产负债结构。我国央行的资产负债结构的多元化程度跟欧美等国相比差距较大，黄金所占的比重很低。未来黄金储备的比重适度提高将有助于进一步优化央行的资产负债结构，进而对央行的信誉具有很好的提升作用，这无疑对人民币国际信用的提高是有好处的。

未来市场出现巨大风险或剧烈波动的时候，干预汇率是有必要的，而此时黄金也可以发挥很好的作用。811汇改后至今年初，人民币汇率曾出现过两次剧烈的波动，央行均利用外汇储备进行了干预。笔者认为，将来黄金也是一个市场干预的可供选择手段。

后期，由于劣币驱除良币，最终金币就退出了流通市场。所以它作为交换媒介的功能事实上在金本位制的后期就已经没有了。

在布雷顿森林货币体系的条件下，黄金的价值标准也是存在的，黄金与美元这个主要货币之间有明确的比价，即35美元兑换1盎司黄金。但后来这个联系被切断之后，黄金就随行就市，它本身就像大多数商品一样，受供求关系、市场预期等因素影响，价格不断的波动，所以很难说它能够发挥价值标准的职能。

货币的三大职能中，最主要的就是交换媒介和价值标准。但现在这两条黄金基本上都不复存在了，所以大家公认它没有了货币职能。但马克思在《资本论》中有句名言：货币天然不是金银，但金银天然就是货币。为什么呢？因为黄金具有贵金属特质，这种特质作为货币职能多多少少还会继续存在。黄金开采的成本较高，价值较高，品质比较稳定，而且非常均匀，容易分割。这些特性使它作为贵金属具有很好的储藏价值，又具有不错的流动性。当然，不止黄金有储藏价值，土地、房产、股票、债券、艺术品等都有储藏价值，但这些东西的储藏价值跟黄金的储藏价值不可同日而语。因为黄金具有很重要的特性，长期以来，黄金在工业、装饰中大量地采用，已被公认为财富的象征。众所周知，一块手表是否涂上黄金，其价值是不一样的，因为黄金是一种特殊的商品。正是由于黄金有了这些特质，或者说它最终还有一定作为货币的功能，即储藏功能，同时它还有不错的流动性。刚才提到的很多资产也有流动性，股票、债券的流动性

比较好，但房产和土地的流动性则受到了制约。虽然黄金在不同的市场有不同的价格，但基本上是全球统一的。正是这种普遍的可接受性，使得黄金在国际货币的形成发展过程以及存续过程中还会发挥非常重要的价值基础作用。

黄金储备对于人民币国际化的发展具有十分重要的意义。拥有适度的黄金储备有助于人民币国际化的稳步推进。拥有适度黄金储备使得人民币有了比较好的价值基础。正如我们所提到的，很多类型的资产都有储藏价值，但黄金显然不同于其他资产，它有鲜明的特点，即作为财富的全世界普遍可接受性。所以，保持适度的黄金储备将为人民币不断走向国际化提供了很好的价值基础，有助于增强全球市场对人民币的信心。

保持适度的黄金储备有助于改善央行的资产负债结构。我国央行的资产负债结构的多元化程度跟欧美等国相比差距较大，黄金所占的比重很低。未来黄金储备的比重适度提高将有助于进一步优化央行的资产负债结构，进而对央行的信誉具有很好的提升作用，这无疑对人民币国际信用的提高是有好处的。

黄金是一种重要的国家避险工具。作为经济体，国家也需要规避全球性的风险，尤其是金融风险。而黄金由于其价值较为稳定，尤其是在全球经济金融动荡时期往往具有很好的保值和增值功能，很自然地成为规避全球性风险的重要手段。我国拥有适度的黄金储备，也表明我国货币当局具有较好的避险能力，从而可以提升全球人民币持有者的安全感。

最近一系列的迹象表明市场上对黄金的需

求在上升。笔者认为这跟当前的全球经济金融环境有很大关系，即全球避险情绪在上升，风险偏好在下降。最近市场对于再度爆发全球经济危机的担忧有所上升。回顾战后世界经济史可以发现，全球性、大规模的金融或经济危机基本上每十年左右爆发一次，最近一次是2008年全球金融危机。照此推算，2017—2019年前后是爆发危机的敏感期，所以有些人对于未来的世界经济形势忧心忡忡。

2008年全球金融危机以来，美、欧、日等国央行推行了极度宽松的货币政策，先后实施了零利率甚至负利率政策。当然这个负利率不是理论上的负利率，它是中央银行的基准利率为负，这对全球经济的长远影响不可低估。如此宽松的货币政策持续时间如此之长，将来会不可避免地带来通货膨胀，所以这也是各国货币当局比较担心的问题。

回顾黄金价格的历史走势可以发现，上世纪70年代至今的四十多年，黄金价格共出现过两次大幅上涨。第一次是70年代，黄金价格与美元的稳定关系被切断之后，从35美元1盎司涨了十几倍到近600美元1盎司。之后二十年左右大体在一个箱体内徘徊，没有太大的变化。2000年以来，黄金经历了第二波大幅上涨，从2000年底的不足300美元1盎司，涨到最高将近1900美元1盎司，尤其在2008年的金融危机很短时间内足足涨了1000美元。这说明当世界经济发生重大危机的时候，避险情绪会急剧上升，而这个时候长期以来积累的需求就会迸发出来，黄金价格四十多年整体运行态势呈现的就是这个特

点。所以说黄金是一个很不错的避险工具。人民币逐步走向国际化，国际市场的可接受性会逐步提高，但与此同时，汇率的波动幅度一定会加大。最近的人民币汇率波动，从长远来看不算什么，这还是波动加大的初始阶段，未来人民币汇率波动幅度肯定会进一步加大。现在每天上下的波动是2%，将来条件成熟了会逐步扩大到3%甚至更大。到那时，汇率肯定会出现某些阶段性的剧烈波动。央行具有稳定汇率的职责，作为主要的国际货币和主要的经济体货币，汇率的剧烈波动会影响到全球经济。比如说人民币出现大幅度贬值，我们的贸易对象、市场投资者等各方面都可能感到不可接受，所以这个时候需要干预。此时IMF等全球机构也会乐意看到干预，因为维持汇率稳定是全球经济所需要的，也是一个大国货币当局应有的责任。维持人民币汇率在均衡水平上保持基本稳定也是我国央行在人民币加入SDR时对IMF做出的承诺。

未来市场出现巨大风险或剧烈波动的时候，干预汇率是有必要的，而此时黄金也可以发挥很好的作用。811汇改后至今年初，人民币汇率曾出现过两次剧烈的波动，央行均利用外汇储备进行了干预。笔者认为，将来黄金也是一个市场干预的可供选择手段。中国的黄金交易规模如此之大，对全球市场的影响一定会不断扩展，将来上海金的人民币定价一定会对全球的黄金价格带来重要影响。因此，我国有必要保持适度的黄金储备。将来我国必要时干预人民币汇率不仅可以继续运用外汇储备，还可以运用黄金储备。所以，在人民币国际化的发展过程中，黄金储备的支撑作用和保障功能会持续不断地显现出来。

那么，适度的黄金储备究竟是多少为好呢？这需要进一步深入研究。目前来看，尽管最近增幅较大，但我国的黄金储备还是太少。2016年我国的黄金储备比2015年增长了74%，目前达到1800多吨。但按绝对量来看，我国现在的黄金储备排名第五，在美国、德国、意大利和法国之后。美国现在是8000多吨，我国的黄金储备大约是美国的1/5多一点。目前中国的经济规模是美国的60%多，考虑到我国经济增长速度较快，我国的黄金储备至少应该逐步增长到5000吨以上。未来三到五年，我国的黄金储备在现有的基础上再翻一番是必要的。