

人民币国际化利于汇率中长期稳定

□摩根士丹利华鑫证券首席经济学家 章俊

关于人民币汇率，上周闭幕的中央经济工作会议提出，“增强汇率弹性的同时，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”，相对于去年会议文件中“完善汇率形成机制”的表述，可以看出中央对明年人民币汇率的重视程度有很大的提升，除了在机制方面要增强弹性，汇率本身的基本稳定也是重点。但即便如此，“增强汇率弹性的同时，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”这样的表述在央行的各类文件和报告中十分常见，并无特殊之处。笔者认为，要理解中央在本次会议中关于人民币汇率的表述，需要结合本次会议文件中关于防范金融风险的表述“要把防控金融风险放到更加重要的位置，确保不发生系统性金融风险”，并且要联系关于货币政策立场的表述“货币政策要保持稳健中性”一起来看，才能理解中央对明年全球经济预判的前提下人民币汇率政策取向。

上周美联储在12月议息会议上如期加息，这是美联储自2015年3月以来的十年内的第二次加息。考虑到美国经济基本面不支持连续加息，加上美联储本身也需要时间评估本次加息的影响，笔者认为短期内全球资本的风险偏好会有所回升，资本回流新兴市场，从而使中国在内新兴市场本币贬值和资本外流的压力下降。

换而言之，短期内可能会复制去年3月份美联储加息前后的情形：加息之前新兴市场包括人民币贬值压力较大，加息之后出现反弹，并维持平稳。虽然加息符合市场预期，但美联储在12月会议上表现出来的鹰派立场令市场颇感意外，根据目标利率预测点阵图显示，美联储预期2017年底的联邦基金利率可能达到1.4%，而2018年和2019年底分别会达到2.1%和2.9%，这意味着美联储在未来三年中将每年升息3次。部分市场人士认为美联储的鹰派立场只是当下预期管理的手段，就像去年显示美联储今年要加息四次那样，落地的概率不大。但笔者认为美联储在本次会议中表现出来的鹰派立场并非空穴来风，如果特朗普团队关于减税和增加基建投资等一揽子财政刺激政策在他入主白宫后可以落地的话，美国的失业

率会继续下行逼近自然失业率，从而推动工资水平进一步上涨，而工资水平的上涨将核心通胀率推升至2%以上，从而打消美联储长久以来担心物价水平低迷的忧虑，为加息扫清障碍。

从历史上来看，全球新兴市场国家经历的历次金融危机大部分都是发生在美联储加息周期，例如拉美债务危机、俄罗斯债务危机、东南亚金融危机等。这些国家在美联储加息周期启动前期，过度宽松的货币政策导致国内资源错配和经济结构失衡，同时存在不同程度的资产价格泡沫。而美联储加息导致的资本外流和本币贬值压力成为金融危机的导火索，为了抑制本币过度贬值而采取的货币紧缩政策，除了刺破资产价格泡沫之外又引发了国内经济深度衰退。而在这个过程中，汇率扮演了至关重要的危机传导中介角色。

笔者认为，中央经济工作会议上提出的“要把防控金融风险放到更加重要的位置，确保不发生系统性金融风险”的外部背景就是明年美联储加息可能会对包括中国在内的全球新兴市场国家造成冲击。在此过程中，除了加强国内金融监管和处置一批风险点之外，考虑到人民币汇率的大幅波动可能会对国内资产价格造成负面影响，进而通过金融市场实施积极的财政政策来作为缓冲。目前向实体经济传导形成宏观风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定也显得尤为重要。此外，笔者认为中央提出的关于人民币汇率的基本稳定是针对一揽子货币基础上的基本稳定，而非美元。考虑到明年美国经济在特朗普元年将会上升，人民币国际化才是人民币汇率在中长期上行平稳的重要因素。

债市风险对权益市场影响不大

□国开证券研究部 王鹏

美联储议息会议纪要超市场预期催化了我国债券市场的加速下跌。10年期国债期货开盘跳空低开1%，随后迅速下行至跌停，随后央行公开市场操作进行1450亿元净投放，虽然国债期货价格打开跌停，但持续维持在94.7附近，收盘至94.55%，全天跌幅1.81%，几近跌停。这是国债期货自1995年关闭之后重新上市以来的首次跌停。现货市场上，10年期国债现货收益率收于3.33附近，当日大幅上行12BP，市场危机中的期现市场恶性循环特征在我国债券市场再次体现。

虽然央行通过15日和16日公开市场操作连续净投放1450亿和3940亿，以缓解市场恐慌情绪，国债期货与现货市场大幅反弹，流动性危机解除，但市场风险造成的下跌幅度较大，现货10年期国债收益率高达3.33%。未来央行在保证不出现流动性危机的情况下，允许市场自动去杠杆进行出清，因此，预计10年期国债收益率在通胀预期和债市风险的影响下，未来数月将维持在高位震荡。

债市风险发展与预判

对于债市泡沫可能引起的经济后果，笔者认为，一旦因通胀预期上行或经济增长企稳，使利率收缩预期强化的情况下，出现金融机构在债市投资上的违约风险并相互传染，引致流动性消失，进而引发流动性危机，这正是危机的前兆表现。对于实体而言，金融机构危机导致的流动性危机，将使一级市场融资功能失灵，好的情况大幅提高融资成本，增加企业财务负担，将企业资金链的困难延后，坏的情况直接导致市场无法发行。

经济基本面稳定与通胀的上行，使得央行对于货币市场7天质押回购利率上行的容忍度逐步提升。加之，债市泡沫可能导致的金融风险，央行自8月15日重启14天逆回购询价开始，通过提高负债端成本，延长负债久期，调整机构负债的期限结构，缩短放长，引导金融机构去杠杆。

去杠杆的手段主要有两种：一是抬高金融机构负债端成本，即“隐形加息”；二是改变金融机构期限错配的不合理比例。具体来看：抬高金融机构负债端成本，即“隐形加息”。在我国经济企稳、通胀预期角度来看，这个利差高点位置是130BP，中心

位置是90BP，低点位置是50-60BP。从经验来看，如果7天回购利率不动，整体经济下行、通胀下行，那么十年期国债利率将处于一个极低的位置，也就是50-60BP。如果经济形势较好，通胀也在上行，那么十年期国债利率将达130BP的上限位置。可以看出，在当前7天回购利率上行的情况下，该经验有些不合时宜。但鉴于央行7天逆回购并未做调整，所以可以据此推断，按照当前7天定盘回购的移动平均利率水平在2.7%附近，按照未来3个月增长和通胀上行的假设，加130BP，则10年期国债利率中枢应上行至4%以上。

从美国国债收益率的角度来看，美国国债收益率易上难下导致我国债券市场环境偏空。如果能够确定美国国债收益率的中枢，加上中美利差的历史平均经验，也可以从外围环境对我们的影响角度来看国债收益率的中枢。截至12月15日，美国国债收益率2.6%，中国国债收益率3.3335%，利差约70BP。70BP的利差水平在两国利差的历史上来看处于低位，而历史均值是在130BP左右。综合美联储对美国2017年基本面（包括通胀预期、增长预期）、欧元央行的政策取向、美元指数等因素，笔者认为美国国债收益率将保持在3%以上，除非发生超预期事件，比如欧洲、日本出现较大问题，否则美国国债收益率易上难下。而按照130BP利差均值，则国债收益率水平可达到4.3%。当然，这个水平只是说明外围环境对我国国债收益率的影响。

对权益市场影响不大

上半年债市出现信用风险，下半年年末出现流动性风险。这两类债市风险对权益市场影响如何？2016年4月下旬，在信用债刚性兑付打破的情况下出现了股债双杀的局面，当时人们对信用债风险对股市的影响给予了极大的关注。那时，对比2011年城投债风波以及2013年“钱荒”，提出“本轮信用债的刚性兑付的打破对股市造成的危害比2011年弱比2013年强”的观点，并分析认为，我国政府会在利率债的情况下实现信用债刚性兑付的有序打破，并预测最多影响至6月底至7月初。之后，在5月初利率债走出一波小牛市，债券市场的压力解除。

财政政策和稳健的货币政策，但在具体阐述中有“财政政策要更加积极有效；货币政策要保持稳健中性”的表述。对此，笔者理解明年宏观政策立场可能会更加倾向于财政政策来为经济托底，而货币政策更多的是配合积极财政政策的推进。中央在货币财政政策组合内部的微调，在一定程度上可能也是考虑到明年美联储进入加息通道，以及欧洲和日本也存在货币政策收紧的风险之后，人民币汇率将面临更大的压力，从而提前在政策层面作出相应调整。偏“中性”的稳健货币政策在为经济增长托底的同时，可以降低人民币汇率的贬值压力，从而确保国内资产价格平稳，有助于守住不发生系统性金融风险的底线。

明年主要经济体宏观经济政策转向必定会给全球经济带来很大的不确定性，再加上地缘政治方面可能带来的“黑天鹅”事件，全球避险情绪较高。虽然中国经济明年面临推进结构性改革挑战，但在积极财政政策和稳健货币政策托底的前提下，国内经济基本面的下行风险可控，从全球视角来看确定性较高。笔者认为这使得人民币有可能成为全球主要避险资产之一，资本外流压力并不会如想象中那么严峻。从中长期看，美国转向贸易保护主义以及去全球化政策的立场将会削弱美元在全球经济中的地位，这将为正在大步伐推进国际化的人民币提供机遇。

放眼全球，日本地域和人口决定了其市场容量和经济规模很难有所增长，而欧元区一体化的努力目前看来困难重重，这也在一定程度上侧面解释欧元和日元为何从长期来看很难成为比肩美元的全球性货币。中国作为世界上最大的工业品制造国，最大的大宗商品进口国，以及最大的单一消费市场的三位一家的国家，这是除美国以外任何一个国家所不具备的优势。这导致中国完全具备在与其它工业制造国以及大宗商品出口国的贸易中以人民币结算，并且以中国经济的体量而言足已在一定程度上驱动全球的经济增长。此外，近年来中国企业跨境投资规模飞速，政府鼓励使用人民币向境外进行贷款和投资，也是人民币国际化的重要策略。长期来看，人民币国际化才是人民币汇率在中长期上行平稳的重要因素。

8月份以来，随着央行流动性持续收紧，金融机构去杠杆行为随着时间的延长而越发严重，金融机构行动的一致预期导致流动性紧张程度逼近极限，直至美联储会议纪要的超预期成为债市风险暴露的催化剂。比照2011年和2013年的经验（2011年债市发生信用违约事件，债市连续下跌4个月，而股市自4月开始持续下跌至2012年1月；2013年6月债市发生流动性风险，债市连续下跌6个月，而股市仅下跌一个月即企稳），债券市场12月的流动性风险对权益市场的影响不大。因为流动性风险首先造成的是金融机构交易性金融资产的去化，随着时间的延长才影响到可供出售的金融资产，只有时间拖得足够长才能最终影响到持有到期金融资产，而持有到期的金融资产一旦受到影响则说明企业的信用风险暴露，而债市信用风险的暴露与权益市场的风险是一致的。因此，随着流动性风险的解除，由流动性传导至信用风险领域的概率不大，由此可得对股市的影响也不大，而由于未来流动性稳中偏紧，债市的资金面不会再像过去一年半的宽松情形，因此债市受流动性的影响较权益市场更甚。

任何金融危机的前兆均是各国央行被迫式提高利率压制通胀、资产价格泡沫（代表通胀预期）或者挽救汇率做出的，因此，需要警惕今年在日本加入欧洲的负利率阵营后，多达10万亿美元的负利率债券的风险敞口。就日本来说，最大的风险在于货币政策被收紧风险。如果日本明年不进行财政赤字的扩大以增加国债发行额度，则日本央行面临无债购买的境地，则长端收益率就会被迫上行，从而令负利率的资产风险暴露；就欧洲来说，最大的风险在于汇率风险。欧洲明年的诸国大选可能导致欧元剧烈下跌，欧央行的利率政策就要将汇率因素重点考虑，而为了挽救汇率通过提高利率的手段容易导致海外债券市场负利率资产的崩盘，如果欧洲央行因为汇率急剧下跌而被迫提高利率，这可能会是欧洲金融机构危机的前兆。而一旦欧洲爆发危机，

作为中国，虽然相对独立，但是在出口方面将受到影响，因此，一旦欧洲爆发危机，在全球资产配置方面，受益者将是以美元为计价的避险资产。因此，2017年债券市场需要重点关注海外利率被动上行的风险，以备不时之需。

加强监管力度 防范三大领域风险

□中国社科院金融研究所副研究员 郑联盛

中央经济工作会议将防控金融风险放到更重要的位置，是及时而且必要的。过去1-2年我国金融风险日益显化，呈现的是从高风险环节向低风险环节传递风险的态势，从表面风险最高的P2P到低等级的信用债，再到高等级信用债直至利率债甚至国债。但是，表面意义上的低风险环节比如金融债、国债市场及其相关的银行间市场与银行部门才是本质上的系统性风险环节。

目前，国内存在着产能过剩、房地产泡沫、影子银行体系、地方政府债务以及内外风险共振等风险环节，甚至可能存在潜在的系统性风险，这些领域都值得重点防范。并且，风险的处置需要有差异化的视野。2016年以来的信用违约、国债期货下跌以及银行间市场拆借利率及其结构变化等已隐约显示出金融风险的传染已经渗入到具有系统性重要性的金融市场和金融部门。从监管层面，将防控金融风险放到更重要的位置是极其必要的。

房地产部门是目前亟待解决的风险领域。房地产部门是去库存的重点方向，在房地产去库存过程中，主要采取刺激需求的方式来进行。在房地产部门去库存政策实施上，中央政府和地方政府积极性高，政策方向高度一致。中央和地方政策的刺激下，房地产部门需求较快回升，房地产部门库存持续下降，去库存取得了积极进展。

房地产去库存取得成效的同时引发了副作用，即房地产市场价格暴涨及其风险问题。2016年10月，百城房价指数同比增长18.2%，一线城市同比增长26.2%且均价已超4万元每平米。这带来四个重大风险：一是宏观经济进一步房地产化，经济由实入虚。2016年7月扣除居民住房按揭贷款，对实体经济新增人民币贷款为负数。二是房地产部门风险加速累积，形成了高价格、高库存、高杠杆、高度金融化和高度关联性等“五高”风险特征。三是房地产部门成为一个系统性风险潜在引爆点。由于高度金融化和高度关联性，可能导致金融机构资产质量恶化，引发地方财政扭曲甚至系统性金融风险。最后是政策调控弱化了政府公信力。居民看到房地产政策频繁变更同时“房价越调越高”，对政策满意度和政府公信力大大降低。

中央经济工作会议强调了住房的必需品属性，要求加快建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，这对于稳定房地产市场、缓解其中的金融风险是重要的政策保障。不过，在政策的实践中需要注重结构性和差异性，比如在房地产领域，一线城市是典型的供不应求、供给不足的问题，限购政策是暂时限制需求之举而非积极扩大供给之策；三四线城市是典型的供给过剩问题，库存去化压力仍然明显。对于一线城市，大量增加土地供应还是缓解供求扭曲的基本之策。

影子银行部门是另一个具有潜在系统性风险的领域。从经验看，以美国次级债、信用违约掉期、信用担保凭证及其衍生品为代表的复杂金融产品创新及影子银行体系的形成，深刻改变了美国的金融结构，使得影子银行成为与商业银行等量齐观的“平行银行体系”并使得金融体系成为一个跨界融合的风险综合体。在监管不足的条件下，美国影子银行体系最后爆发了大萧条以来最为严重的金融危机。

国内的影子银行体系可能比美国的影子银行体系更加复杂。中国影子银行体系可能具有四个重要的特征：一是跨界性。跨界的金融创新导致的金融风险实际上是扩大了金融体系的复杂性，在分业监管体系下，跨界的综合经营将会弱化监管有效性，出现分业监管与跨界经营的制度性错配。二是关联性。我国的影子银行与银行部门紧密相连，影子银行更大程度上是“银行的影子”，这种关联性使得影子银行的风险极易传导至在我国金融体系内具有系统性重要性的银行部门。影子银行还与房地产、基础设施甚至地方政府融资等紧密相关。三是杠杆性。部分影子银行业务是在杠杆操作中发展和壮大起来的。在带杠杆的操作中，随着信用的扩张和交易的过度，金融机构更加倚重短期的批发市场，一旦期限错配导致流动性风险将使得机构最基本的风险管理策略遭到破坏，自我强化的去杠杆将产生系统性风险。四是从属性。由于我国金融市场的微观结构更加散户化，这使得整个体系可能更加脆弱。比如，在部分理财领域上由于金融机构的创新使得部分私募产品呈现公募化特征，使得本来应该以机构为主的市场最后呈现散户化。特别是当这些散户或零售型金融产品出现挤兑时，金融机构期限错配导致的流动性危机将是最大的风险。

经过近几年的快速发展，我国的债券市场已经成为全球第二大债券市场，在多层次资本市场发展和金融支持实体经济的发展中发挥了重要的作用。但是，相对于全球第二大经济体的金融市场发展和资源配置需求，以债券市场为核心的直接金融机制较为缺乏，居民和企业的金融选择权和定价权相对缺失，严重制约了储蓄-投资转化机制的顺畅性，甚至导致债市一定程度的“自娱自乐”以及相关的空转、杠杆等问题。

由于监管体系的“五龙治水”，债券市场至今仍有较多的分割性，阻碍了债券市场的统一性和协调性，导致市场定价机制相互分割甚至存在套利，而市场收益率曲线不能充分反映供求关系。更重要的是，在债券市场中，投资者数量数以千家，但是，投资者主要是金融机构投资者，比如在银行间市场八类投资者中只有一类占少数的非金融机构。我国债券市场主要由政府、金融机构以及平台公司等作为发起人发行债券，主导的是国债、政策性金融债、普通金融债、企业债等，而在市场交易环节中，又主要是金融机构投资者作为最主要的买家。一定程度上，我国债券市场存在金融机构的“自娱自乐”，金融很大程度上在为自己服务。这导致了债券市场出现一定的杠杆化趋势以及信用利差降低的情况。

2016年以来，债券市场的违约在加速出现，刚兑的打破使得信用利差的定价出现改善，监管部门监管趋严使得债券市场的风险开始“水落石出”，信用违约、国债期货跌停、批发市场流动性紧张等成为日益显性的风险。债券市场去杠杠过程中也是银行和非银行金融机构资产负债表以及表外业务的调整过程，特别是非银行机构在交易所市场的风险暴露可能要显著大于银行间市场，而且非银行机构对于流动性风险的处置能力要显著弱于银行机构。

值得注意的是，债券在银行资产中的占比具有重要位置，截至2016年10月末，银行业投资类资产规模仅60万亿元，其中债券投资33.6万亿元，股权及其他投资为25.4万亿元，其中股权等投资中也有部分是明股实债。更重要的是，债券市场的调整导致非银行机构的资产负债调整可能会直接（银行间市场）或间接（交易所市场）引发银行机构的资产负债表以及表外业务的调整，在银行与非银行合作的理财产品期限短期化的情况下（比如上半年封闭式理财产品期限平均只有4个月），银行部门的期限错配及其相关的流动性风险是更值得关注的。

总而言之，我国的实体经济和金融部门都呈现一种风险日益显性的态势，特别是房地产部门泡沫化风险、影子银行关联性风险以及债券市场信用利差降低以及流动性风险，可能都是重要的系统性风险环节，是2017年以及未来一段时间值得重点警惕的领域。强化金融机构的风险管理水平，加强金融体系的监管力度，宏观审慎与微观监管双管齐下，主动挤出部分风险，对于金融体系的稳定性是有益的。