



中国债券论坛 2017

新时代：债券市场回归本源

国家金融与发展实验室

2017 年 12 月 23 日

中国债券论坛 2017

新时代：债券市场回归本源

钟正生

财新智库莫尼研究董事长

兼首席经济学家

钟正生：

今天想讲的主题是“不要漠视，甚至浪费有利的时间窗口”。主要想讲美元和美债。

第一，美元。

展望明年，美元指数全年是振荡偏弱格局。为什么有这样的判断？

第一个原因是，特朗普税改差不多“靴子”落地。基于特朗普在当选时提出的施政纲领，所以可以看出来美元指数一度窜到 103 的高位，大家对特朗普的施政寄予太高的希望。我当时写了一篇文章“特朗普能带来强美元么？”，指出特朗普竞选纲领中的内在冲突，认为特朗普不能带来强美元。随着特朗普施政节节败退，美元指数一路跌到 93 左右的位置。我当时又写了一篇文章“逐一反驳美元下跌论”，认为随着特朗普税改日益临近，年内美元指数可能有一波反弹。这两个节点上我的判断都没有太大问题。可是现在特朗普税改已经尘埃落定了，下一步的美元究竟怎么走？

我发现一个很有意思的现象，在国内看特朗普税改时，大家总是有兵临城下、诚惶诚恐的感觉，甚至还指责特朗普减税太不负责任。但是在海外，尤其在美国，

大家对特朗普减税似乎有更理性的看待；首先，美国经济已经在平稳复苏，所以这个时候加大财政刺激力度，会不会诱发未来经济过热的风险；其次，一旦增支减税“靴子”落地之后，美国财政赤字会增加，政府债务水平会增加，这会对未来债务的处置滚动带来风险；其三，减税主要减富人的税，而不是减中产和穷人的税，所以会加剧美国社会的撕裂程度，会对未来美国政经生态修复带来更多的挑战。所以，在这样一种情况下，“靴子”落地之后，特朗普施政预期给美元带来的上行动能差不多就要告一段落了。

第二个原因是，我们做了一下历史梳理，当美联储加息进入中后期时，或比较快速时，美元指数往往都是掉头往下的。有几个特殊时期，当美联储持续不断加息时，美元指数仍然在上行，但这几个特殊时段无一例外都是发生了重大的经济金融危机。简言之，由于美联储过快加息，造成一些地方爆发了金融危机，金融危机一旦爆发之后，避险资产的需求上来了，所以美元指数这个时候也能获得上涨。假设明年不会爆发重大的经济金融危机的情况下，我们还是相信历史规律，当美联储加息加到中后期时，美元指数可能还要往下走。

第三个原因是，汇率，尤其是两国之间的汇率是一个货币政策相对强势的体现。现在看来，美联储的货币政策正常化正在如火如荼的进行，但是不能忽视另外两股力量：欧央行，欧央行明年大概率重新进入紧缩阵营；日本央行，货币宽松幅度事实上已在下降。美国的紧缩步子按部就班，但是欧洲和日本两个地区的央行紧跟其后。所以美国货币政策紧缩的相对强势会发生一些变化，这种变化可能会造成明年欧元相对美元、日元相对美元有更强的表现，从而也压制了美元指数的表现。

折射到人民币汇率上，明年人民币汇率就是振荡偏强的格局。这是外围的因素。内部的因素，大家可以看到，从年初至今，人民币兑美元升值超过 5%。

而且现在外汇市场上，人民币汇率的预期已经比较双向，单边贬值预期基本没有，但单边升值的预期也没有形成，现在就是双向波动的预期。这应该是我们货币当局最喜闻乐见的一种状况。所以，如果明年人民币系汇率还是振荡偏强格局，双向波动的情形可能会更加常见。

人民币汇率的企稳对国内货币政策调控，以及金融监管推进创造了非常有利的条件。打个比方，中国在宏观调控上不太可能同时打赢两场战争，外部汇率在波动，国内经济金融还要调整。现在汇率稳定下来，就为国内经济金融失衡的调整创造了空间。

第二，美债。

明年美债收益率整体上上行幅度不会那么大、那么快。先考虑大的背景。美债收益率很大情况下是跟通胀预期走的，但是美国现在最头痛就是整体通胀水平起不来，可能全球通胀水平都没怎么起来，除了中国明年通胀水平可能会起来一点之外。

为什么出现这样的状况？美国劳动力市场持续收紧，但通胀水平一直比较低，大家怀疑“菲利普曲线”是不是有问题。我们研究发现，美国的菲利普斯曲线是弱有效的，只要就业市场表现足够好的话，通货膨胀迟早会来，但明年会不会来得那么快，这是需要考虑的问题。

明年美债收益率大幅上行还有三个具体层面的原因：

第一，不同发达经济体货币政策态势不同。现在美联储开始加息缩表，可是欧央行还在购债，只是购买幅度减少；日本央行做国债收益率控制，其实有无限购债承诺在里面。所以这边在缩，那边在买。大家有没有注意到一个有意思的现象，即美债收益率与德债收益率、与日债收益率有不小的利差。我一

直在怀疑，这边持续不断地缩，那边持续不断地买，会不会有一些资金打了一个转，绕了一个圈，又进入美债市场。所以，如果有这种打转绕圈资金持续不断进入美债市场的话，可能会压制美债收益率往上走。

第二，现在美联储点阵图对明年加息给的是要加三次，但是市场没这么多，为什么会出现偏离？我一直觉得，美联储对未来加息节奏的判断，是基于对美国经济恢复程度的一种认知，可是市场对美国经济的认知跟美联储的认知往往是不一样的，所以两者有了偏离。有了偏离后，究竟是市场把美联储带下来，明年加得更慢些？还是美联储把市场给抬上去，明年加得更快些？这是需要去观望的。在调整过程中，也有可能美联储被市场给带下来了。

第三，如果明年新兴市场能够强劲反弹的话，可能我们看到的就不是美元回流，而是美元“出走”，这时候会看到美债收益率可能有上升压力。我刚才说过，美国在全球复苏阵营里走在领头位置，现在欧洲差不多紧随其后：今年欧洲经济表现非常好，明年会一如既往地表现好。新兴市场经过 2015、2016 年深度调整之后，现在还处于恢复状态，所以新兴市场还不太可能走得非常风光，造成美元“出走”的现象。所以，现在更多担心的是美元回流问题。这种情况下，如果没有资金大幅“出走”的话，美债收益率上行幅度也是受到抑制的。进一步地，如果美债收益率上行不是那么大、那么快的话，其实中美利差仍然有保护，这对明年的中国债券市场是个好事，对明年中国货币政策的腾挪也是个好事。

把美元和美债总和到一块，现在遇到了一个非常有利的外部环境，我们恰恰可以进一步推动改革的事情。比如国有企业法人治理结构的完善，混合所有制改革的进一步推进；地方财政纪律的整肃，央地财政关系的重新梳理；资产管理回归本源，金融杠杆的拆降等等。等到把这些事情都做好之后，我有一个

判断：有了改革的“新启动”，才有中国经济的“新周期”，才有人民币资产的“新周期”，才有一个蒸蒸日上的“新时代”。

所以，不要漠视甚至浪费这个有利的改革时间窗口。谢谢大家！

主持人 殷剑峰：

谢谢！认为美元指数未来一年会震荡走弱。三大原因：1、对特朗普减税的预期已经充分反应；2、欧洲和日本复苏的态势超出市场预期；3、人民币由单边贬值预期走向双边波动。对于美债收益率上扬，正生认为不会那么强，其中背后一个最关键原因就是菲利普斯曲线变异。现在美国就业复苏非常快，但通胀上不去，背后是工资上不去，而工资上不去背后是劳动生产率上不去，反映美国潜在 GDP 增长依然比较低。

总结：

钟正生：

2018 年海外环境比较有利，国内经济金融环境也在往有利的方向演变。但是提示一下，我个人有点担心的是，明年财政紧、货币紧、监管紧、环保紧等等叠加，会不会在某些时段造成一个较大的冲击，就是刚刚各位所讲的共振。在政策搭配上可能需要有一些预案，需要有应急办法。