**短期汇率政策及行业发展热点分析**

2016年3月15日，由中国发展研究基金会下属北京博智经济社会发展研究所主办，国泰君安证券公司协办的“博智宏观论坛”第六次月度例会召开。到场嘉宾来自政府部门、学术研究机构和金融市场机构。嘉宾从不同角度对**中国的货币政策**和**短期经济形势**进行了分析和判断。国务院发展研究中心原副主任、中国发展研究基金会副理事长刘世锦担任会议主持。财新智库董事总经理、首席经济学家何帆、国务院发展研究中心研究员许伟受邀在本期主讲。

## 一、短期货币及汇率政策难点

**何帆首先从理论上梳理了开放条件下的宏观三难选择：**在开放条件下，一个国家在货币政策的自主性，汇率稳定和资本的自由流动三者中只能选择其中两者。

**这个分析框架大体符合国际货币体系发展的历史经验，在不同历史时期体现出不同表现。**国际货币体系主要经历过三个阶段的变化： 19世纪末到20世纪初的国际金本位制选择固定汇率和资本自由流动，但没有货币政策的自主性，导致各国经济波动非常大。一战后出现了布雷顿森林体系，选择固定汇率制度和货币政策的自主性，放弃资本的自由流动。但直到70年代后期，资本流动越来越多脱离了管制。到了后布雷顿森林体系，大部分国家选择浮动汇率和货币政策自主性，放松资本管制。放松资本管制后扩大了国际资本流动。

 **三难选择下，现实中的政策选择有争议，很难有适合所有国家的汇率政策。**发达国家经验显示，浮动汇率加上资本管制下货币政策自主空间最大。开放市场下的浮动汇率和封闭条件下的固定汇率也能保证一定程度的货币政策自主性。开放条件下的固定汇率制度最易受到攻击。人民币目前面临的问题是，选择完全固定或完全浮动的汇率制度，还是走中间道路，如新加坡模式，在资本管制时选择一个预警区间？最近的一些研究（如斯蒂格利茨）显示，在国际资本自由流动的条件下，即使是浮动汇率制度也没有完全的货币政策自主性。

**因此，尽管资本管制的有效性不断下降，仍需要进行一定程度资本管制（宏观审慎政策）。**此外，也可以选择国际协调。国际协调曾经比较有效，如G7，但现在20国集团有发达国家也有新兴国家，国际协调非常困难。若考虑政治因素，全球化下还有一个三难选择，即世界经济一体化，民族国家和大众政治。这三个目标看起来都很好，但是很难同时都实现。中国在九十年代末加入WTO时选择的是世界经济一体化和民族国家，放弃的是大众政治。如果选择大众政治、世界经济一体化，很可能要让度一部分的主权给超主权的国际组织，比如货币政策可能要让渡给国际货币基金组织。还可以选择民族国家、大众政治，那必须放弃世界经济一体化，这是在全球金融危机之后看到的的封闭主义。何帆认为必须给民族国家更多的自主权，让他们有一个缓冲外部冲击的机制。

 **中国银行国际金融研究所所长陈卫东指出，多种因素表明目前人民币汇率基本稳定**，包括外汇储备减少在下降、结售汇逆差缩小、香港离岸市场和国内在岸市场汇率价差缩小，人民币贬值投机的势力出现离场迹象等。资本管制方面，现在外部环境较为有利，IMF以及美国近期都未对中国的资本管制政策提出异议。但中国货币总量政策的调整应小心进行。需要考虑的问题有：第一，目前的名义利率已达09、10年之后的最低点，实际利率对名义利率水平的下降有限制；第二，房地产1-2月开工较高，国家希望去三四线城市库存，去库存目标与实际开工率提升有矛盾；第三，贷款增长速度快，目前的审批政策已经非常宽松，反映出需求不足。因此不应对货币政策赋予太多使命。接下来，除了调整货币政策，如何为优质中小企业提供合理的融资环境和融资条件是宏观调控政策的关键，仍然有优秀的中小企业感受到融资难、融资贵问题。

**国务院发展研究中心金融研究所综合研究室主任陈道富认为目前中国经济主要面临的问题是：货币没有跟实体经济形成良性互动。**近期包括房地产、汇率在内的不少问题，实际上仍然是货币问题，而背后又是预期与信任的问题。货币政策的效果更多体现为资产的重估，在资产和货币之间形成循环，而没有延伸到实体经济去，因此起不到供给侧改革预期的目标。近期的数据企稳更多是货币现象或短期因素所致，他对中国经济今年后半阶段的走势持谨慎态度。

**新华资产投资总监张弛也认为近期资产荒现象愈发明显。**短期看，受汇率政策使得资金充裕，有机会冒险，未来一两个季度市场博弈和投机会较为明显。他对中长期经济形势比较悲观，认为过去货币过量发行早晚要引起危机爆发，未来几年可能要进行资产的防御。

**中国社会科学院世界政治与经济研究所研究员张斌认为中国对货币“三难问题”的处理不是最优选择。**三难选择的角点解是稳定解，而目前的选择是汇率不完全固定、资本不完全放开、货币政策不完全独立的中间状态，是不稳定状态。目前制度下，死守汇率能守得住，但给市场一种不好的暗示。市场化改革中起到资产配置作用的最重要的两个价格是利率和汇率。如果这两个价格不对市场做反应，将会给资源配置带来潜移默化的损失**。**汇率对收入分配和产业结构有很深的影响。因此，中国尽早采取浮动汇率制度。

## 二、基于行业研究的经济形势分析

**国务院发展研究中心研究员许伟介绍了基于GFP分析框架的行业研究应用。**GFP（Gross Final Product）是指GDP中不再直接计入下一个生产过程的终端产品，不包含生产性投资。GFP体现了生产的最终目的，它的变化带有始动性，通过投入产出的层层传导，引起存货变动、价格变动，进而引起产能利用率的调整，再带动投资活动。基于GFP分析框架，可以构建起70个行业对应的最终需求指数（实质是每个GFP分项的组合，每个行业权重不同）。 GFP曲线与实际增加值曲线之间存在领先，反映了生产决策的滞后性。应用此模型框架，可以对每一行业未来几个月的终端需求做出预测，从而给生产者提供更前瞻性的决策指导，也可以为判断中国经济长期增长趋势提供依据。

**在场嘉宾对于GFP框架研究进行了讨论，多数嘉宾给予了较高评价。**北京大学经济学院国际经济与贸易系主任王跃生认为，GFP思想框架与全球价值链中利用全球投入产出表计算贸易增加值的方法相通，供给侧改革和需求管理的有效性或可通过GFP进行判断。工银瑞信投资总监认为，GFP研究方法可以把经济需求更及时地体现出来，很有意义，如果可以加入2-3个更长周期的走势，应用的把握性更强。中国发展研究基金会研究一部主任俞建拖认为，多尝试不同数据频度，可能有助于稳定预测的期间和准确度。

**对于中国近期各行业的发展走势，中国社会科学院经济所副所长张平认为近期经济活跃度上升主要在于货币和房地产活跃度的回升。**但衰退性顺差逐步下降，会给汇率造成压力。长期来看，中国的产业升级跟消费升级之间联系非常弱。目前消费和供给面过窄，带有公共产品性质的现代服务业发展不足，使得最终需求难以释放。所以虽然短期资产活跃度提升很快，却不能据此认定整体经济结构转型已有大的进展。 **工银瑞信投资总监江明波认为，外贸出口、地产投资和汽车消费都处于下滑阶段。**尤其是房地产领域，去库存压力大，而新开工面积仍处于高位，所以未来几年房地产投资将会继续下行。从这个角度说，目前中国经济尚未探底。**富国基金首席经济学家袁宜推测，今年下半年宏观方面风险偏大。**他认为短期经济在基建和房地产的拉动下出现稳定期，甚至轻微回升，但后半年可能的风险包括物价上涨、美联储加息、以及贸易顺差下降给汇率带来的压力。中期来看政策能发挥的空间相对较小。判断中期经济是否见底，需要观察三个指标：第一，房地产去库存是否完成；第二，制造业去产能是否完成；第三，逆周期的基建投资增速是否下降，即各级政府的杠杆率是否回到可持续的水平。**国际金融业协会首席代表、首席中国经济学家郭丰介绍，国际投资者关心的中国问题**，一是人民币问题，二是股市问题，其他还包括公司债务和房地产问题。国外机构普遍认为过去两个月房地产火爆难以理解，市场仍然处于“一管就死，一放就乱”的模式，虽然短期爆发系统性金融风险的可能性不大，但是经济仍会下行。

 **中国发展研究基金会秘书长卢迈和刘世锦主任最后进行总结。**卢迈秘书长认为，中国沿海省份加上三个直辖市，经济占GDP一半，亮点很多，难题都在东北到中部这部分，无论从人口流动，还是产业解困，难题都非常大。**现在发展中很大一部分瓶颈问题在于处理真正的城市化**，尤其是沿海省份的外来人口问题，包括打工的流动人口和大学毕业生等。刘世锦主任针对经济形势的判断，提出了值得注意的两个关键点：**（1）经济数据的不准确性。（2）经济如何触底的过程。**其中几个不确定因素有待观察和分析，包括房地产投资走势、金融业风险、和服务业的投资趋势。

**博智宏观研判论坛是聚焦中国经济中长期发展的研究型论坛，旨在跟踪中国宏观经济走势，判断短期经济形势，预估中长期经济态势，对中国经济的重大战略性问题进行研判。通过连通政策、市场与学界的共同关切，为政府和市场机构做出决策参考**。

**博智宏观论坛以月度研判例会为主，同时还将结合对重大问题的长期跟踪和深入调研，以半年度视频会、年度研讨会等形式组织研讨。研讨成果和专题研究，以月度简报、季度专题报告和年度综合报告等形式，定期送论坛与会专家和相关单位参阅。**

**北京博智经济社会发展研究所是中国发展研究基金会下属研究单位，遵循基金会“支持政策研究、促进科学决策、服务中国发展”的宗旨，在社会治理和经济发展领域开展研究工作，组织社会实践，服务首都和全国发展。**

**博智宏观论坛**

**主办：北京博智经济社会发展研究所**

**协办：国泰君安证券有限公司研究所**

**召集人：国务院发展研究中心原副主任、中国发展研究基金会副理事长刘世锦**

**负责人：中国发展研究基金会秘书长、北京博智经济社会发展研究所理事长卢迈**

**中国发展研究基金会副秘书长、北京博智经济社会发展研究所所长方晋**

**协调人：许伟、俞建拖、郝景芳**

**项目组成员：陈浩、陈诚、张荆、张纯**