

## 盘点当前中国经济的热点问题

2019年是中国70周年国庆的重要年份。年初至今，国际经济局势令人眼花缭乱；中国经济也经历了一些反复，但大致保持稳中有进。进入第四季度，我们就以下五个公众热议的问题展开探讨：一是中国物价趋势，以及猪肉价格如何扰动物价？二是央行推动利率并轨，是否会制约房地产的继续扩展？三是中国继续采取主动对外开放措施，尤其是在金融和外贸领域举措尤多，会给中国股市带来利好吗？四是面对主要货币汇率的变动，人民币贬值对中国经济是好还是坏？五是国人似乎有些难觅优质资产的“资产荒”忧虑，那么黄金是否值得中长期配置？

钟伟：感谢两位参与本期的“圆桌”讨论。今年以来，中国物价走势虽在调控范围之内，但也颇不平静。就PPI而言，有色金属的价格此起彼伏，近期国际油价也有异动。就CPI而言，猪肉、果蔬价格也是波动不已。其中猪肉价格走势尤其令人关注。在两位看来，这一轮猪周期要走到猪肉价格稳中有落的拐点还需要多长时间？而2019年7、8月份是否已到了年内物价的高点？货币政策应当对猪肉价格异动做出应对吗？

张明：7、8月份应该不是CPI同比增速的高点，今年后4个月CPI增速仍将上升，不排除年内破3%的可能性。猪肉价格上涨已经处于中后期，但年内拐点难现，预计要到2020年上半年，猪肉价格同比增速才有望明显回落。当前货币政策不应当对猪肉价格异动做出反应。第一，货币政策主要是对核心通货膨胀率的显著变化做出反应，而核心通货膨胀率是剔除了食品价格与能源价格之后的物价指数。从中国的核心CPI来看，其增速今年以来一直在下行；第二，当前虽然CPI增速在温和上行，但PPI增速已经跌至负区间；第三，2020年中国经济可能迎来CPI与PPI增速双双下滑的局面。因此，当前中国经济的主要矛盾不是通货膨胀，而是总需求不足。货币政策不但不应该收紧，反而应该继续放松。

周道传：本轮猪周期起码要持续到2020年年底，才可能真正出现猪肉价格稳中有落的拐点。自2000

年以来，我国已经历过四轮完整的猪周期，每一轮猪肉价格从最低点到最高点大约需要2—3年的时间。本轮猪周期大致从2018年6月开始，据此推算，最早也要到2020年下半年才能到达本轮价格的最高点。虽然8月21日国常会后，各部委先后出台取消养殖限制、恢复运输“绿色通道”、提高贴息贷款和保险力度、提高规模化养殖场补贴力度等20多项政策措施，但在生猪供应明显回升前，猪肉价格应该还会维持高位运行。

猪肉权重在CPI篮子里占比并不高，2019年以来基本稳定在2.1%—2.5%。其他影响CPI的因素还包括牛羊肉、蔬菜、水果和原油价格等。目前看，其他因素还会保持相对稳定，需要重点关注未来油价和猪价可能会在某些时候形成短暂共振，导致CPI突破3%。

除非通胀出现大幅上升，目前货币政策不需要对猪肉价格异动做出应对。欧美主要央行目前都迫于经济下行压力纷纷放松货币政策，在全球降息潮开启、中美贸易局势持续紧张的情况下，中国货币政策应该会继续以“稳增长”为主要目标。

钟伟：央行始终在致力于深化利率市场化改革，在聚焦LPR（贷款市场报价利率，即 Loan Prime Rate）之后，又推出了普遍降准和定向降准等措施。一些研究者认为，央行和监管部门通过这些组合拳，意在保证货币政策的定向精确和引导信贷分层。尤其

主持人



钟伟

《中国外汇》副主编

嘉宾



张明

社科院世经政所研究员、  
平安证券首席经济学家



周道传

前云锋金融研究及策略总监、  
董事总经理

是要有效抑制房地产行业对流动性的吞噬，以进一步降低实体经济，特别是中小企业的融资成本。在两位看来，利率并轨对疏通货币政策传导渠道会发挥何种作用，又会给房地产行业带来怎样的影响？

张明：近期贷款利率市场化的实质是所谓“两轨并一轨”，也即要打通货币市场利率与贷款市场利率之间的传导通道。最新的利率政策是：LPR利率参考MLF利率进行制订，而银行贷款利率参考LPR利率进行制订。和过去的贷款基准利率相比，LPR的波动率更强，会在更大程度上受到货币市场利率变化的引导。这就能够更好地打通货币市场利率与贷款市场利率之间的传导通道，更有效地降低实业融资成本。考虑到目前房地产市场风险依然较大，核心城市房地产价格依然面临供求矛盾造成的上涨压力，央行与银保监会对房地产企业贷款是单独对待的，要求银行既不能降低房地产开发企业的贷款利率，也不能降低住房抵押贷款的利率。如果这一政策取向持续较长时间，那么中国房地产市场将面临显著调整。

周道传：我国长期存在的“利率双轨制”，导致货币市场和信贷市场两套利率不统一。一方面，金融机构在货币和债券市场的利率基本以市场化方式决定；另一方面，央行公布的存贷款基本利率，则成为金融机构制定信贷利率的重要参考。2018年以来，央行的各项政策使得货币市场利率大幅下行，但信贷利率却保持相对稳定，实体经济融资成本居高不下。

LPR改革是央行推进利率市场化的重要举措。其原理在于，各银行在新发放的贷款中主要参考贷款市场报价利率（LPR）来定价，并在浮动利率贷款合同中采用LPR作为定价基准，要求报价行以MLF加点形成的方式进行报价。中期借贷便利利率反映了银行平均的边际资金成本，加点幅度则主要取决于各银行自身的资金成本、市场供求、风险溢价等因素，这样一来，中期借贷便利利率的变动将很容易反映到信贷市场上，也就更好地实现了从政策利率向信贷利率的直接传导。

值得注意的是，此次央行将LPR利率期限品种扩大到1年期和5年期以上两个品种，各银行1年期和5年期以上贷款将分别参照相应期限的LPR定价。1年期LPR利率将根据市场化利率定价，而居民房贷大多属于长期限贷款，应采用5年期以上的LPR利率作为基准。在当前“房住不炒”的政策背景下，5年期以上的LPR利率很可能依然要接受窗口指导，这样就可以更加灵活地调节房贷利率，甚至有可能为以后给房贷定向加息铺路。因此，房地产相关贷款将难以从本次利率并轨中获益。

钟伟：年初以来，国内外金融政策不断分化。20多个国家纷纷采取了降息举措，负利率所有蔓延；而中国仍在不断主动深化对外开放，包括自贸区覆盖面的不断扩大，以及金融领域的加速开放，如金融业对

外开放、沪深股市市场化改革等。国家外汇管理局也在资本和金融交易账户方面不断推出主动改革举措。鉴于中国债市和股市相继被纳入国际主流的股债指数，外资流入热情空前。两位如何看待中国沪深股市日益增强的韧性和机会？

张明：针对外国投资者的加快开放，短期内的确可能带来增量资金的流入；但不容忽视的是，跨境资本流动的国际经验表明，国内资本与国际资本的流动方向未必是相反的，在很多时候很可能是相同的。这就意味着，金融开放的加速一方面固然能够带来新的投资机会与增量资金，但另一方面也会带来更大的市场波动性与脆弱性。

周道传：今年，全球经济增长疲弱，很多经济体衰退迹象明显，主要央行纷纷开启降息潮，负利率债规模再创新高。在此背景下，中国宏观政策保持定力，特别是在金融领域不断深化改革、扩大对外开放，客观上有助于增强沪深股市的韧性，提高对外资的吸引力。特别是下半年以来，各项改革开放措施重磅推出：先是7月份央行出台11项举措，进一步扩大金融业对外开放；随后的8月份，证监会研讨细化资本市场改革总体方案，聚焦市场化、法治化、提高监管效能和对外开放等方面；9月份，国家外汇管理局更是取消了QFII和RQFII的投资额度限制。

与此同时，MSCI、富时罗素、标普道琼斯三大国际指数公司，先后将A股纳入或提高纳入比重，海外资金开始加速布局A股市场，外资流入势头已经越来越猛。

这些海外进入的资金基本上都是中长期机构投资者。长远来看，这将逐渐改变传统A股市场以散户主导的投资者结构。此外，A股的估值定价体系也会发生变化，长期ROE稳定性的估值权重将提升，短期业绩增速爆发力的权重将降低。这些都有助于增强沪深股市的韧性，再考虑到当前A股整体估值处于历史中位数以下，沪深股市的长期配置价值将更加凸显。

钟伟：国际经济环境的不确定性，尤其是中美贸易摩擦，给人民币汇率带来了不小的扰动。在两位看来，中美贸易摩擦至今，是否已出现一些相向而行的征兆？按照惯性思维，人们总是会从经常项目看人民币贬值的种种好处，但如今中国国际收支结构发生了

很大变化。在这一形势下，两位如何评估人民币升/贬值对中国经济的多重影响？

张明：中美贸易摩擦近期的确出现了一些向好的迹象。但过去一年半时间的多次反复提醒我们，不要对此过于乐观。中美双边摩擦注定会长期化与复杂化，注定不会仅仅停留在贸易领域。中国的国际收支正在发生结构性变化：经常账户顺差的规模在逐渐缩小，未来可能转为逆差；而金融账户的波动性则在持续增强。这就意味着，未来在特定形势下有可能出现双赤字的风险，进而导致人民币汇率的波动性进一步增强。未来一段时间内，人民币兑美元汇率仍将面临波动中下行的压力。人民币贬值对中国经济的影响是多方面的：其一，有助于缓解实体经济面临的下行压力；其二，可能导致中国金融资产面临卖压；其三，可能导致输入型通胀压力上升。

周道传：中美贸易摩擦已经成为近两年全球经济发展中最不确定的因素。中、美作为全球最大、共生互补的两大经济体，以双方互加关税为主要手段的贸易摩擦将不可避免地导致全球产业链的重置，相关产品生产和交易成本将明显上升，进而严重影响全球经济增长的前景。

当前正值中美双方均处于经济发展的关键期。美国经济已经历了十年疲弱复苏阶段，经济下行压力上升，特朗普总统又面临连任挑战；而中国也正处于产业升级转型、经济结构调整、供给侧改革的关键历史时期。其实，双方都有尽快达成协议的客观需求，近期也显示出一些微弱的相向而行的信号。

在全球主要汇率体系里，人民币可以算是汇率最稳定的货币之一。人民币贬值对于整体宏观经济是有利有弊：一方面，它确实有助于缓冲关税大幅上升对相关出口行业的负面冲击；但另一方面，如果过度贬值，也会引发市场恐慌情绪，导致资本外流，不利于经济金融稳定。在现阶段，如果中美双方贸易摩擦依然处于可承受的范围，人民币汇率维持相对稳定对于整体经济是最好的。

钟伟：年初至今，无论是机构投资人还是普罗大众，都在议论有吸引力的优质资产越来越难以寻觅；但同时，国际金价却一路向上，突破了1500美元/盎司，给投资人带来了可观收益。此外，比特币等数字

资产也有所表现。在两位看来，未来几个季度，有哪些资产可能成为值得配置的“优质资产”？

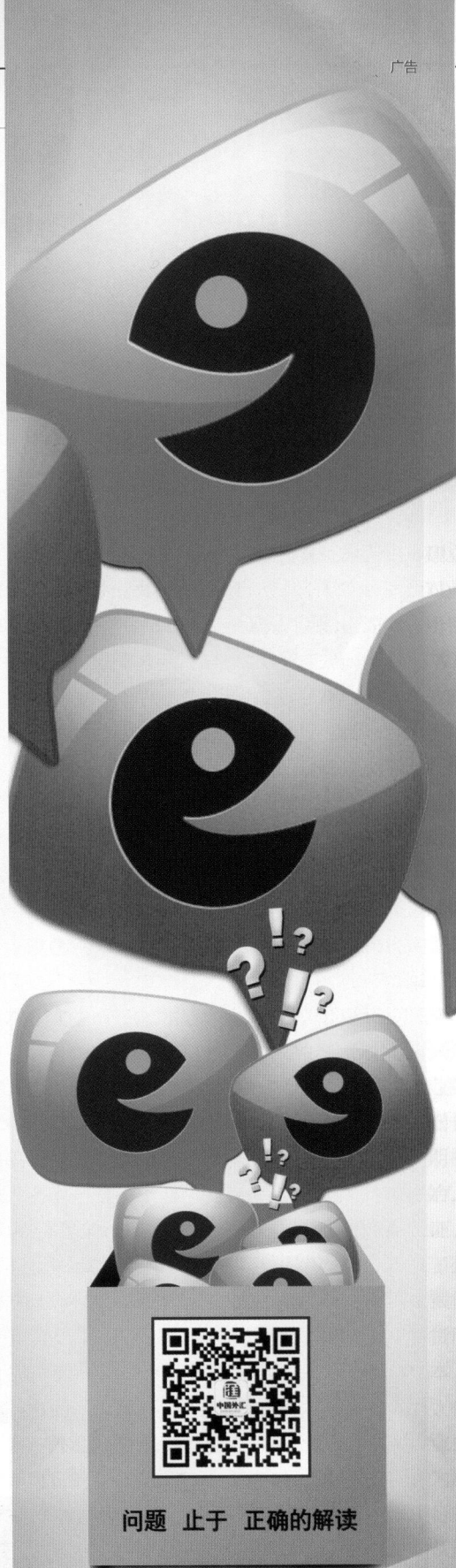
张明：近期，国际经济、金融及政治形势的不确定性均有所上升，持有美元、黄金、瑞郎、日元等避险资产，有助于对冲市场波动性的上升。就国内资产配置而言，我一是看好利率债，因为目前经济下行压力依然较大，通胀难以持续上升，因此未来无风险利率仍有一定的下降空间；二是看好估值偏低、收益率真实较高、位于行业龙头的蓝筹股。相比于美国股市，中国股市的调整已经比较到位，外国投资者未来有望增加对中国股市的配置，房地产市场持续调整也可能导致存量资金从房市流向股市。未来，中国股市蓝筹股具有较大的成长潜力，且波动性可能显著低于成长股。

周道传：年初以来，各国央行纷纷被迫再次实行超宽松货币政策，全球主要资产价格继续呈现泡沫化趋势，负利率债规模再创历史新高，有吸引力的优质资产越来越难以寻觅，全球“资产荒”比起2015—2016年有过之而无不及。

很显然，目前货币政策的边际刺激效应已经明显减弱，经济下行压力上升，而通胀依然保持相对稳定，全球经济已经进入“类滞胀”状态，甚至可能在未来一两年进入真正的滞胀状态。在这一宏观背景下，欧美发达市场的股票和债券等核心资产都很难有表现机会，而以黄金为代表的贵金属配置价值则凸显。

此外，作为全球第三大债券市场，中国债券也具备相对较高的配置价值。目前中国各类债券利率水平基本都高于欧美可比债券。特别是相比欧洲和日本的负利率债，中国债券市场的估值优势非常明显，对外资来说更加具有配置价值。在严格把控个别标的信用风险的前提下，中国债券依然是近期值得配置的“优质资产”。

钟伟：感谢两位的精彩分享。两位都指出，CPI目前尚难言见顶，猪肉可能要到2020年下半年才会出现真正的价格拐点。两位对MLF+LPR的紧密关联，及其对贷款利率的影响表示乐观，而我倾向于认为利率并轨有无显著实效还有待观察。两位都指出，中美贸易磋商呈现出了微弱的“窗口期”，人民币贬值对中国经济的影响是多重的，并非汇率越低越好。最后，大家都看好黄金和中国利率债的配置价值，同时对A股市场也持有相当信心。■



问题 止于 正确的解读

电话征订：

请拨打 010-68402101 010-68530288