

# 中国首席经济学家胡一帆表示 建立利率走廊打造货币政策目标

首席记者 连建明

## 城人物简介

胡一帆博士拥有美国乔治城大学经济学博士学位，中国浙江大学经济学学士学位。胡一帆博士于 2015 年 11 月加入瑞银，担任瑞银财富管理大中华区首席投资总监及中国首席经济学家，工作地点在香港。

胡博士自 2007 年以来在多家金融机构担任过首席经济学家一职。加入瑞银之前，她在海通国际任研究部主管及首席经济学家，负责 H 股研究。她于 2013-2014 荣获《机构投资者》中国“最佳研究钻石奖”以及“大中华区最佳经济学家”。此前她在中信证券任首席经济学家，在法国法盛银行任中国经济学家，以及美银美林亚洲任股票研究策略师。

► 胡一帆博士

本报记者 胡晓芒 摄



## 明年全球经济温和向好

格的下滑最主要还是由于供给过剩。现在从中东，尤其在沙特也都出现了一些缓和的口气，愿意在供给端控制供给，可能给油价一个上行的空间，但是上行空间是比较温和的。

在这个背景下，胡博士认为 2016 年全球经济温和提速，总体向好。全球经济 2016 年增速从 2015 年的 3.1% 增长到 3.4%。美国还是当前全球经济的引擎，美国增长比较强劲，2016 年增长率会从 2015 年的 2.5% 提高到 2.8%。美国增长主要来自于消费拉动，因为就业继续向好，而且房地产市场也在恢复。欧洲经济区的增速也会加快，受货币政策的刺激，同时宽松的融资条件也继续支持资本的投资。

中国经济增速可能还会继续放缓，经济增速预测从 2015 年的 6.9% 下降到 2016 年的 6.2%，但出现硬着陆的风险很小。当然由于政

府政策的支持，也有可能中国的经济会比预期的要好，最后可能会在 6.4% 到 6.5% 之间。

中国经济在转型过程当中，现在提出供给侧改革，供给侧改革一个核心思想是要大规模减税，也就是说让企业自己配置，减少政府的干预，大规模的减税，让企业有积极性来调节企业的生产，并且让市场配置最优的资源，我们拭目以待，尤其在大规模的减税上面希望看到有比较具体的措施。

财政政策要有更积极的作用，首先财政赤字今年可能负 2.3%，中央财政要更加发力，“十三五”计划应该把中央财政赤字推到 3%，这样中央财政会更为积极。其次，希望看到大规模的减税让实体经济有更多的积极性来推动生产。第三，财政政策和产业政策的导向、配合，对一些新兴经济的提升推动非常重要。财政政策在今后 5 年中，可能会对新兴制造业有很大的

促进提升。

货币政策明年继续在稳增长、金融稳定方面发挥比较大的作用，明年应该还是继续保持一个比较宽松、积极的状态，预期明年降息 1 到 2 次。

明年全球经济温和提速，通胀率比较低，全球的流动性保持非常充裕的状态，在这种环境下，胡一帆认为整体利于风险的偏好，从全球战术配置来看，建议超配股票，明年股票投资会有比较好的收益。就全球来看，整体推荐超配欧元区的股票。日本股票 2015 年表现非常好，2016 年受益于日元贬值可能还会有比较好的表现。对于美国股票，胡一帆提出标配，因为美元整体走强，估值已经比较高了，整体上行空间有限。

在亚洲股票当中，胡一帆还是比较看好中国股票。一方面现在整体估值比较低，另一方面中国经济没有硬着陆的风险，此外中国流动性还是比较充裕的。所以，整体下行的风险比较小，上行有空间，当然波动性也比较大。

## 需要一个货币政策目标

市得到很大发展。

人民币入篮会不会出现大幅贬值？胡一帆认为这个可能性比较小。一方面，国内继续保持宽松的货币政策以稳增长，人民币面临一定的下行压力。另一方面，随着人民币国际化，人民币成为储备货币，国际机构会增持人民币资产，使得人民币有上行压力。同时会进一步开放资本市场，胡一帆认为开放资本市场之后，会增加资本的双向流动，市场会有更多的波动性。她认为明年人民币贬值压力还是有，主要是美元上升以及中国经济增速下滑，但贬值的幅度会比较小，可能在 6.6 和 6.8 之间。从中期看人民币会保持稳健，毕竟中国经济在转型之中，没有硬着陆的风险，全球还是比较看好人民币的资产。

另外，人民币挂钩一篮子 10 种货币，央行已经在加入 SDR 之前透明化公布了，但没有公布权重。瑞银计算，最有可能的权重是美元占 60% 到 70%，这与中国在贸

易中以美元计价相关。随着人民币国际化，人民币在贸易当中发挥更多的作用，可能美元在一篮子货币中的权重会下降，下降可能会导致人民币的波动性加剧，这是 2016 年潜在的人民币的风险。

胡一帆强调要特别关注利率走廊，利率走廊是 2014 年 5 月周小川行长第一次提出，中国要慢慢实现利率走廊，11 月份央行首席经济学家马俊提出利率走廊要三步走。大家都在寻找下一个央行调控的目标，因为利率市场化之后，存款利率已经慢慢失效，包括贷款银行有相当的自主权发放贷款，今后央行怎么调控，需要一个货币政策目标。

美联储有货币政策利率，我们一直没有一个明确的货币政策目标。建立利率走廊最终的目的就是要打造货币政策目标，并且将央行的货币政策目标传导到市场上。我们货币政策利率现在没有明晰，将来随着利率走廊明晰化，货币政策

走廊也会明晰。胡一帆认为，中国利率走廊上线可能就 SLF——央行常备借贷便利，商业银行在市场上在同业之间借不到钱可以向央行借，这个利率就是 7 天 SLF，这个利率 3 月份是 5.5%，在马俊文章出来降到 3.25%，现在基本上是利率走廊的上限。

下限最有可能是超额存款准备金利率。中国是给存款准备金付利率的，美国不付利率，超额存款准备金现在利率 0.72%，在 0.72% 与 3.25% 这个上下限之间构成了 150 个基点的走廊。中间货币政策利率最有可能是 7 天回购利率，现在是 2.32%，胡一帆说：“我们觉得 7 天回购利率最有可能作为中国的货币政策目标。中国实行真正的利率走廊，我觉得还有非常漫长的阶段，因为从利率走廊传导到市场利率，要靠无差异曲线，债券的无差异曲线，从 7 天到一个月、三个月的传导，但现在市场上面实际上也没有办法画一条完整的无差异曲线，有很多缺失，有一些是有价无市，当然这要比较长的时间，但明年我觉得这是一个方向。”

说到股市，胡一帆总体看好明年全球股市，认为应该超配股票。瑞银对股市回报做了一个 5 年的判断，新兴国家 5 年中平均每年 10% 的回报率；美国和欧洲的股票平均每年回报率 6% 到 8% 之间；日本 6% 到 7% 之间。总体上平均回报率在 7% 到 8%。

瑞银的报告里，建议全球来说超配欧洲股票、日本股票。标准配置里面是美国和新兴市场股票。亚洲市场看好中国和新加坡股票，为什么看好中国和新加坡呢？实际上新加坡和中国都有一个特点，明年经济还是下滑，货币都会相对美元贬值，但其他货币相对美元贬值更多，这两个国家相对经济比较稳定，虽然经济下行，但风险不大，不会出现大起大落，H 股在国际市场比较估值也比较便宜。总体判断中国股票，下行风险有限，上行有空间，当然有一些波动。至于 A 股，胡一帆判断跟港股差不多，流动性很充裕，但波动比较大，这个还是要谨慎。

眼下中国有资产配置荒的说法，胡一帆说，百姓有投资需求，但现在一些市场遇到问题，像房地产大家不去投资，除刚性需求，房地产作为投资来看，可能已不是一个很好的标的。对于房地产市场，她认为将持续调整软着陆，2003 年房地产市场在中国迅猛发展之后，这个行业还没经过真正的整合和调整，中国房地产整合调整才刚刚开始。去库存还在继续进行，一二线城市不担心，三四线城市确实存在比较大的忧虑。明年房地产可能价量一起下行。其次中国债券市场不是很发达，因为中国老百姓很难参与债券市场。第三，银行理财产品，但这些产品最不透明，并且销售的时候，风险也没有完全提示，信托的不确定性更高，现在也不敢买了。最后只剩下股票了，但今年股市大幅震荡之后很多受伤，大家都在观望。

因此，看起来市场上品种很多，但对老百姓来说，没办法选择。所以我们资产市场要更加多元化，中国应该大力发展债券市场，因为只有债券市场能给大家提供一个相对比较稳定的收益。实际上全民买股票肯定是有问题的，因为股票是风险资产，提供高收益的时候也有高风险，要有多元化的渠道。中国资产现在收益性非常好，但波动性很高，资产多元化还是要做一个全球资产的配置。大家有条件的可直接在国外配置，推出 QDII2 后投资渠道会更多，中国资本市场会越来越双向开放，像沪港通，未来还有深港通，及伦港通，可以给大家提供更多渠道。

不过，胡一帆认为，中国这么多年发展下来还是一个散户市场，经历了今年市场高峰之后，散户占有率从 80% 增加到 85%，这也是一个不太成熟市场的表现，会大起大落。她认为资产多元化之后，投资品种更多，普通百姓投资还是应该交给基金公司等专业人员，基金有公募，还有各种私募，她建议让专业人士管理专业的资产。

中国股票下行风险有限