

对市场短期走势切勿过于乐观

近期，市场上涌动着两股乐观情绪。

其一，3月份美联储议息会议宣布维持联邦基金利率不变。这强化了投资者乐观情绪。美元汇率指数走低、大宗商品价格反弹、新兴市场再度迎来资本流入。

其二，中国2016年前两个月的宏观经济数据表现相对不错。2月份外汇占款外流数据明显下降。近期离岸与在岸人民币兑美元汇率上升。甚至有学者开始认为2016年中国将再度迎来资本流入与人民币升值压力。

我们真的该如此乐观吗？

首先，美国经济真的像我们认为的那么糟糕吗？其实，当前的美国经济数据好坏交杂，你可以拿出一些数据来看空美国经济，你也可以拿出另一些数据来看好美国经济。至少，美国劳动力市场的数据近期表现依然强劲，去年四季度的GDP数据也相当不错。目前笔者预测美联储在2016年依然有两次加息。第二季度一次，第四季度一次。那么，是不是到了今年第二季度时，投资者的情绪将再度由乐观转为悲观呢？届时美元指数是否会再度走强？大宗商品价格是否会再度回落？新兴市场国家是否会

再度面临资本外流与本币贬值压力？周期故事是否会再度由盛转衰？答案是，很可能。

其次，中国经济真的如一些分析人士认为的那样触底反弹了吗？房地产投资增速的确略有上升，但不要忘记全国范围内还有海量商品房库存。一线城市的房地产越来越具有金融品的特征，未来的波动性将会显著增强。如果我们继续选择通过居民部门加杠杆来帮助房地产行业去库存，这可能埋下新的金融隐患。如果 2016 年去库存与去产能推动推进过快，由此产生的失业压力可能超过我们事先的估算，这又会使得中国政府不得不再度出台大规模刺激计划。企业部门去杠杆、房地产市场下行，再加上去产能与去库存，银行体系内部的不良资产浪潮正在发酵，真实的不良率可能远远超过账面数据。随着利率市场化的推进，高收益影子银行产品违约的概率可能显著上升。

再次，人民币贬值压力真的消失了吗？的确，近期随着美元指数走弱，短期资本流出压力有所下降，外汇储备消耗量相对降低。但我们也应看到，如果大宗商品价格反弹，中国进口增速可能明显反弹，从而导致中国贸易顺差显著下降。在这种情况下，短期资本外流规模可能依然超过经常账户顺差，外汇市场上美元供不应求的状态可能依然存在。人民币贬值预期短期内可能有所缓和，但如果美联储二季度重新加息，如果国内增长率继续走弱、特别是金融风险进一步显性化，那么居民与企业的换汇行为很可能再度强化。笔者认为，2016 年下半年，人民币兑美元汇率的贬值压力可能超过上半年。

总之，莫为浮云遮望眼。市场情绪总是为短期波动所牵扯，让人容易忽视中长期趋势。如果您认为，在未来相当长一段时间内，美国经济的表现相对于其他经济体要更好一些。如果您认为，中国国内的国企、土地改革由于各方面的阻力与不确定性，推进的速度不会很快。如果您认为，在实体改革相对较慢的前提下，金融改革单兵突进可能带来新的潜在隐患。如果您认为，私人部门杠杆率不可能只升不跌。那么，您就不会对短期的形势过于乐观了。

当下，智者应惑，仁者应忧，勇者应惧。

（笔者为中国社科院世经政所研究员、盘古宏观经济研究中心高级研究员）

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。