

不必过于担忧下半年通胀压力

——2018年8月份CPI预测

连平 唐建伟

8月份CPI预测：进入8月份以来，猪肉疫情、山东寿光洪灾及天气因素等多种因素叠加，导致食用农产品价格出现上涨。分品种来看，8月份以来，蔬菜和肉类价格都出现小幅上涨。根据以上分析，预计8月份食品价格环比将延续上月的上涨趋势，涨幅有所扩大，预计上升幅度在1个百分点左右。同期国内非食品价格整体平稳，8月份国内成品油价格经历一次非常小幅的下调，但8月份一线城市房租价格的上涨对居住类CPI有所抬升，预计8月份非食品价格与上月相比基本持平于2.4%。同时，8月份翘尾因素为0.97%，比上月下降0.42个百分点。综合以上因素，初步判断2018年8月份CPI同比涨幅可能在2%-2.2%左右，取中值为2.1%，CPI同比相比上月基本持平，连续两个月维持在2时代。

未来趋势判断。近期因为猪肉、菜价及房租价格接连上涨，更叠加猪肉疫情、寿光洪灾等事件驱动，使得市场对于下半年通胀上行的预期持续升温。但仔细分析这些因素，笔者认为下半年物价运行仍将整体平稳，通胀压力并不明显。主要原因如下：一是猪肉疫情并不能改变猪肉价格，疫情虽然可能短期内影响猪肉供给，导致猪肉价格上涨，预计三季度、四季度猪肉价格可能企稳回升，也许会带动食品价格小幅上升。但难以改变整个经济总需求放缓主导的



制图/王琳

猪周期运行态势。二是菜价从来不是一轮通胀的主导因素。历史上，菜价与CPI同比走势的相关性非常弱。历史经验也表明，即使受灾面积更大的水灾对菜价的影响也不具备持续性，因为灾害性天气导致全国性菜价暴涨的情况更是从来没有出现过。因此，笔者认为目前全国菜价的回升主要是季节性因素，进入秋季菜价涨幅就可能平稳

下来。三是房租并不会形成全国性上涨趋势。目前看主要还是北京等一线城市的房租出现了短期集中性上涨，但并不是全国性上涨，从今年前七个月的数据来看，居住类价格整体平稳，涨幅相比去年同期略有回落(7月份同比2.4%，去年同期2.52%)。最后，在国内需求稳中趋缓、狭义货币M1增速持续走低以及PPI下半年可能有所回落的

背景下，未来CPI缺乏显著反弹的动力。从翘尾因素来看，7月份之后将显著回落，因此下半年通胀大幅上涨的可能较小。笔者维持全年CPI同比上涨2%左右的预测。物价水平维持在较低水平运行，也为国内货币政策提供了宽松的操作空间。(连平系交通银行首席经济学家、唐建伟系交通银行金融研究中心首席宏观分析师)

货币政策并未转向 央行后续操作更趋稳健

梁斯

在7月底8月初呈现快速下行后，货币市场利率已逐步回升，市场关于货币政策收紧论再起。关于货币政策的讨论有助于澄清一些误解，以令市场更加准确地理解央行的政策取向。结合目前市场运行以及央行政策操作，笔者主要有以下几点看法：

首先，货币市场利率稳步回升，前期大幅下行只是小概率事件。在前期货币市场利率快速下行后，目前的货币市场利率已逐步回升至7月中旬时的水平。8月29日，隔夜、7天期的银行间质押回购加权利率(R)分别为2.40%、2.76%。隔夜、7天期的存款类金融机构质押回购加权利率(DR)分别为2.37%、2.63%。相较前几日有所下降，主要是受到月末财政支出加大的影响。但8月初流动性供给超量的情况已经逆转，货币市场运行基本保持稳定。目前的货币市场利率水平应当

处于央行认定的合理区间，后续可能会出现波动，但不会出现太大偏离。考虑到利率快速单向变化不利于央行对预期进行管理，容易带来利率信号的混淆，如果没有意外情况的干扰，货币市场利率再次出现单向大幅波动的可能性较低。

其次，流动性供求受多方因素影响，货币政策并未转向。市场近期经常出现关于货币政策收紧或是宽松的讨论。从央行资产负债表观察，影响市场流动性(超额准备金)的因素可以概括为三方面：一是央行资产端科目变动，主要包括外汇及其他存款性公司债权；二是负债端科目的结构调整，主要是其他存款性公司存款与政府存款之间的调整；三是准备金账户的内部调整，即法定准备金和超额准备金之间的转换，主要受法定存款准备金率及M2数量的影响。从央行资产负债表7月份的数据看，资产端外汇占款小幅增加108.17亿元，对其他存款性公司债权增加1283.05亿

元。负债端政府存款增加7200.42亿元，其他存款性公司存款下降7867.54亿元。从数据上看，影响流动性供给的资产科目并未显著增加，导致流动性数量下降的政府存款科目显著上升。在其他存款性公司存款科目大幅下降的情况下，市场利率也同步呈现快速下行，原因可能主要来自法定准备金超额准备金的增加：一是7月5日央行采取的定向降准释放了大约7000亿元的流动性；二是强监管导致商业银行资产端下降对信贷资产后，会使得超额准备金数量增加。同时由于贷款投放存在时滞，M2存量增加并不十分显著，央行试图刺激商业银行增加信贷的效果可能尚未达到预期，因此超额准备金并未相应转为法定准备金。两方面因素导致流动性供给出现超量。随后央行连续多日未展开公开市场操作，等待市场利率回升。这说明货币政策没有放松意图，市场利率过快下行并非央行乐意见到的结果。

再次，央行后续操作将更加稳健，稳健中性基调不会发生变化。在去杠杆政策不变的背景下，货币政策稳健中性的基调不会发生变化。“削峰填谷”保持流动性合理充裕仍是央行的主要操作手段。每月中旬的集中收税，月末集中支出以及季初的收税、季末的支出会对流动性总量带来较大影响，货币市场利率在这些时点有所波动属正常现象，不影响稳健中性的基调。现阶段央行的政策操作重在预期管理，“稳健中性”保持流动性合理充裕“能够稳定金融结构的流动性需求和经营预期。任何单向的操作都可能会导致市场预期出现单向变化，发出错误的政策信号，进而引发市场波动。在后续阶段，如果国内物价水平出现明显上升，或者美联储再次加息，政策利率和货币市场利率均存在一定上行空间。但这仅是政策本身的边际变化，并不意味着货币政策转向。(作者单位：中国银行国际金融研究所)

一家之言

“三档并两档”：进一步优化增值税税率结构的探讨

刘和祥

当前，增值税是我国的第一大税种，其收入约占税收总收入的45%，征税范围已覆盖国民经济的各个行业。2018年4月4日，财政部、国家税务总局印发《关于调整增值税税率的通知》规定，自5月1日起，纳税人发生增值税应税销售行为或者进口货物，原适用17%和11%税率的，税率分别调整为16%和10%，预计全年可减税2400亿元。目前，我国增值税有16%、10%、6%三档税率，5%、3%两档征收率，一个出口零税率。

一、当前增值税多档税率结构复杂多档税率增加了征管和遵从成本。在国际上所有施行增值税的国家中，OECD和欧盟大多数成员国实行的增值税税率都不超过3档，拉美15国、金砖5国、上海合作组织6国以及中国周边20国中，大多数国家实行的增值税税率都不超过2档。我国目前增值税率为三档，外加5%和3%两档征收率，与发达国家相比，我国的增值税税率结构还是比较复杂的。多档税率并存的情况，导致税制较为复杂，可能引发“高征低扣”和“低征高扣”的现象，抑制了增值税中性作用的发挥。另外，由于多档税率之间存在的一些模糊边界问题，增值税法也难以进行明确，给税收征管和纳税遵从带来很大的麻烦。增值税只对增值额征税，从理论上讲，当生产和流通等各个环节税率相同时，各环节不会有税负差异，税收也就基本上不会干扰纳税人正常的生产经营活动。但是，过于复杂的增值税税率结构会扭曲生产和消费决策，干扰市场对资源的配置，不利于行业、企业间的公平竞争。为此，我国增值税的税率结构应该越简单越好。

二、进一步优化增值税税率结构探析“三档并两档”，助力供给侧结构性改革。税率是增值税最基本的税制要素之一，直接决定了纳税人的税收负担程度。一般情况下，单一税率结构最有利于发挥增值税的中性作用，但增值税在税负承担上又具有累退性特征，为此世界上大部分国家在避免设置多档税率结构的同时，又对农产品、基本生活用品等设计低档税率，以弱化增值税的累退特性。另外，我国周边国家的增值税标准税率大部分都不超过15%。2018年《政府工作报告》明确指出要进一步减轻企业税负，改革完善增值税，按照三档并两档方向调整税率水平，重点降低制造业、交通运输等行业税率。出于发挥我国增值税中性作用并兼顾弱化其累退性方面的考虑，当前，增值税改革应在降低标准税率的基础上，简并多档税率，科学合理设定税率水平。本文综合考虑适当降低间接税比重、财政承受能力以及其他相关因素，探析“三档并两档”的可能性方案如下：

第一种，“拆中间并两头”方案。适当降低16%的标准税率，税率调整空间在16%-10%之间，保留6%的低档税率，取消10%的中间档税率。将适用10%税率的行业进行拆分，农业和民生领域等可并入到6%的低档税率，剩余的部分执行标准税率。此方案的优点是形成高低两档税率，税率结构比较简洁。缺点是部分10%的服务行业税率上调，税负可能会上升，标准税率波动的幅度比较大，减税对财政收入的影响较大。

第二种，“中低档合并”方案。16%的标准税率小幅下降，降幅为1个百分点至2个百分点，10%中间档税率和6%低档税率合并，合并后的税率调整空间在10%-6%之间。此方案的优点是

更好地维护我国增值税抵扣链条的完整性，有利于规范税制公平税负。有利于降低征管和遵从成本。优化增值税的税率结构，会提高税务机关的税收征管效率，同时，也会降低纳税人的税收遵从成本，顺应增值税的中性特征，顺畅增值税抵扣链条，与国际通行做法相一致。促进供给侧结构性改革。合理下调增值税收入规模，在税收总量平衡略有下降的基础上更精准地、更有针对性地进行结构性减税，利于降低企业税负，改善民生，提高人们的生活质量。目前，我国直接税占税收总额的比重偏低，间接税占比偏高。优化增值税税率结构，降低一些行业的增值税税率，使增值税收入规模占国内生产总值的比重保持在合理的范围之内，就可以在一定程度上减少流转税所占税收总额的比重。“三档并两档”进一步优化增值税税率结构，将会减轻制造业税收负担和弱化低收入阶层的累退性，也将促进企业增加投资和居民扩大消费，“三档并两档”的减税红利最终将有利于整个经济社会的发展。

本文的优化增值税税率结构，税率的有升有降会影响到部分行业的增值税收入，进而会在一定程度上影响我国的税收收入的稳定性。但是，降低增值税税率会使众多企业减税，在很大程度上会提高企业的利润率，企业能够赚钱，就会把资金投入到有利的方向。今后，随着个人所得税和房地产税改革的逐步推进，直接税收入占比会有所提升。综合考虑，进一步优化增值税税率结构，短期对我国税收收入有一定影响，但从长远来看，可以涵养税源，增强企业发展后劲。(作者单位：国家税务总局税收科学研究所)

热点关注

人民币汇率仍具稳定基础

邓黎明

今年以来，人民币呈现出“先升后贬”的走势。4月份以来人民币汇率结束了前期的强势升值趋势进入贬值通道。人民币的不断走弱引起了市场的关注，国际上不乏看空人民币的声音。但笔者认为人民币汇率仍具稳定基础，短期可控，长期汇率稳定仍取决于经济下行、市场风险、贸易摩擦的进展等因素。

人民币兑美元汇率主要受双方物价水平、利率水平、经济增长、市场供求、政策调整因素和心理因素等六个因素的相对变化影响。目前中国经济仍保持相对高速增长。中美10年期国债利差绝对值回升至均值，7月份外汇储备小幅增加，这些因素为人民币维稳提供了空间和条件。

政策调整因素方面，近期汇率走势可依政策分为几个阶段。

一是自由落体阶段(6月中旬-7月2日)。这一阶段央行未就外汇政策做大的调整，其逻辑依据在于贸易战大背景下，人民币一定程度上的贬值或有助于推动出口，助力经济增长。

二是人民币汇率维持稳定阶段(7月3日起)。人民币经过前期贬值或有助于推动出口，但人民币对美元汇率是国民财富第一道堤坝，在人民币国际化及一带一路倡议的背景下，人民币币值仍需保持稳定。中央经济工作会议、新一届金融委首次会议等重大会议多次提到将维持汇率稳定作为防范金融风险的重点。7月31日召开的中央政治局会议中，汇率稳定也作为“六个稳”中“稳预期”的一部分内容被提及。在上述背景下，7月3日起，汇率走势进入了央行采取多种调控手段维持人民币汇率稳定的阶段。这一阶段的动作还可依据央行所采取的措施量级分为如下几个方面。

一是预期管理。人民币汇率预期管理，就是管理层通过对政策工具的界定、对政策调整时机所应具备条件的解释，以及定期举行会议并公布纪要等，使政策在某种程度上可被预见，以有效引导、协调和稳定公众对人民币汇率的预期。6月中旬，人民币兑美元快速贬值，贬值幅度超过美元指数的升值幅度。6月14日至7月3日，短短14个交易日人民币汇率从6.4贬值至6.7，贬值幅度达到4.7%。7月3日，人民银行召开新闻发布会，就近期汇率问题发表看法，表示央行将继续实行稳健中性的货币政策，有信心保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。两位行长力提起到了干预市场预期效果，当日人民币汇率大幅反弹。截至7月3日晚间，离岸人民币兑美元再度收收6.65关口，日内涨幅超800点。从央行7月3日进行预期管理的

措施量级分为如下几个方面。一是预期管理。人民币汇率预期管理，就是管理层通过对政策工具的界定、对政策调整时机所应具备条件的解释，以及定期举行会议并公布纪要等，使政策在某种程度上可被预见，以有效引导、协调和稳定公众对人民币汇率的预期。6月中旬，人民币兑美元快速贬值，贬值幅度超过美元指数的升值幅度。6月14日至7月3日，短短14个交易日人民币汇率从6.4贬值至6.7，贬值幅度达到4.7%。7月3日，人民银行召开新闻发布会，就近期汇率问题发表看法，表示央行将继续实行稳健中性的货币政策，有信心保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。两位行长力提起到了干预市场预期效果，当日人民币汇率大幅反弹。截至7月3日晚间，离岸人民币兑美元再度收收6.65关口，日内涨幅超800点。从央行7月3日进行预期管理的

措施量级分为如下几个方面。二是预期管理。人民币汇率预期管理，就是管理层通过对政策工具的界定、对政策调整时机所应具备条件的解释，以及定期举行会议并公布纪要等，使政策在某种程度上可被预见，以有效引导、协调和稳定公众对人民币汇率的预期。6月中旬，人民币兑美元快速贬值，贬值幅度超过美元指数的升值幅度。6月14日至7月3日，短短14个交易日人民币汇率从6.4贬值至6.7，贬值幅度达到4.7%。7月3日，人民银行召开新闻发布会，就近期汇率问题发表看法，表示央行将继续实行稳健中性的货币政策，有信心保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。两位行长力提起到了干预市场预期效果，当日人民币汇率大幅反弹。截至7月3日晚间，离岸人民币兑美元再度收收6.65关口，日内涨幅超800点。从央行7月3日进行预期管理的

土耳其之后 新兴市场全面危机概率不高

付立春 蒋喆

今年7月份，土耳其通胀已经达到了15%以上。随着流动性变化，土耳其正式进入了“本币贬值→银行业流动性危机→银行收缩资产规模→资产质量下降→融资环境恶化→本币进一步贬值”的路径。在土耳其的发展路径上，笔者又一次看到了债务类融资工具的刚性兑付特征和金融市场的羊群效应。

为了更好地理解新兴市场危机爆发的深层次原因，有必要总结前几次新兴市场危机爆发的成因。

一是1982年拉美债务危机。此次危机以墨西哥为主，国家主权遭遇债务危机，由于拉美国家在发展过程中举借大量外债，但在资金使用上并未提升国家经济实力，在债务到期时，政府宣布无力偿还，导致被迫关闭外汇市场汇兑业务，市场一片恐慌，促使大量资金外流，国际收支恶化，进而导致巴西、阿根廷、委内瑞拉、智利等拉美国家陷入危机。主要原因是石油危机导致拉美国家国内通胀率上升，短期贷款规模过大，国际信贷紧缩、美国实行高利率政策等。

二是1997年亚洲金融危机。1997年国际投机资金对泰铢进行投机攻击，造成泰国国内大恐慌，泰铢被迫放弃固定汇率。泰国外汇储备大量流失，国内利率暴涨，外债压力增大，国内金融资产泡沫破灭。主要原因是固定汇率制度下金融调控方式单一；短期外债居多，外汇波动风向大；金融资产泡沫化严重，彼时东南亚国家虽然经济高速增长，但工业部门大量生产力过剩，盈利能力低，大量资金转入房地产和证券市场。

新兴市场危机发生前，外部环境为美元指数下行或海外美元宽松政策催生经济表面繁荣。在此期间，资金面宽松，海外资本流入新兴市场国家，支撑经济增长。但是，大量外债没有进入实体经济部门，而是流入消费、基建等领域，使用效率低下，过度举债问题突出；或者流入金融、地产等部门，泡沫性极强。危机

汇率点位可以看出，6.7的汇率水平达到了央行进行预期管理的心理位。

二是交易管理。交易管理是指央行从微观角度干预市场主体的交易行为，以影响人民币汇率。央行交易管理动作的汇率点位反映了央行密切关注的关键汇率关口。8月15日夜间，在岸和离岸的人民币汇率快速下探。离岸人民币兑美元跌破6.95关口，跌超500点，单日跌幅近0.8%。在岸人民币兑美元收报6.9350，较上一交易日收盘跌514基点。次日，央行进行政策干预，禁止各银行通过同业往来账户向境外存放或拆放人民币资金，收紧离岸人民币的流动性，增加做空人民币成本。可见，6.95关口已经超过了央行进行交易管理的目标点位。

三是规则管理。规则管理是指央行通过改变市场规则影响人民币汇率。8月3日，人民币兑美元中间价报6.8322元人民币兑1美元，贬值380个基点。离岸人民币兑美元盘中跌破6.89，刷新2017年5月份以来新低。当日，央行宣布自8月6日起，远期售汇业务外汇风险准备金率从0调整为20%，此举提高了投资者购汇成本，有助于抑制利用离岸和在岸人民币汇率价差进行套利的行为，在一定程度上起到了稳定汇率波动的作用。

8月24日晚间，中国外汇交易中心发布公告称，绝大多数中间价报价行已经对“逆周期系数”进行了调整，预计未来“逆周期因子”会对人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定发挥积极作用。“逆周期因子”重启后，人民币中间价两日累计涨幅已达658基点。28日，中国人民银行授权中国外汇交易中心公布数据显示，人民币兑美元中间价报6.8052，较上一交易日大幅上调456点，这一涨幅也创14个月来新高。

经过央行调控，当前人民币汇率已回归央行汇率心理目标区间。8月29日离岸人民币汇率收于6.8195，在岸人民币汇率收于6.8218。

针对上述央行调控汇率的动作，国际上一些反对声音认为中国操纵汇率。这一观点的错误之处在于操纵汇率是在IMF规则特定语境下的定义，不等于一国主权范围内的调整汇率。汇率操纵国是指一个国家人为地操控汇率，使它相对于地低，令其出口价看似便宜，或会引起进口贸易伙伴批评其为汇率操纵国。而我国央行近期的动作是防止人民币不合理贬值，和这一定义中的方向相反，自然也就不属于操纵汇率的范畴。

综上，笔者认为人民币汇率短期内稳定可控，但汇率的持续稳定仍取决于经济下行压力、贸易战、股市债市动荡等现实问题的有效解决。(作者系民生加银资管首席分析师)