



全球央行转向之后



全球经济增速下滑、通胀疲软令各国央行逐渐停止紧缩步伐，政策宽松的消息（或猜测）接连释出。现阶段全球货币政策转向的预期基本达成，未来我们关心的问题有二：一是各国央行的操作空间还有多少，二是转向可能的后续发展。

全球央行转向之后

主要观点:

- ◆ 全球经济增速下滑、通胀疲软令各国央行逐渐停止紧缩步伐，政策宽松的消息（或猜测）接连释出。现阶段全球货币政策转向的预期基本达成，未来我们关心的问题有二：一是各国央行的操作空间还有多少，二是转向可能的后续发展。
- ◆ 次贷危机之后的全球复苏是有史以来最弱的一次，这也令货币政策正常化的推进非常迟缓，以致于当2019年全球经济再次面临下行压力时，发达国家央行能提供的政策缓冲较危机前更加薄弱。
- ◆ 这不意味着发达国家央行已经技穷。日本央行已经作为先行者，给出了未来其他发达国家央行可能进行的刺激方式；美联储官员也给出了许多备选，3月会议纪要提及官员正在对此进行考量。
- ◆ 从年初至今的风险资产价格走势与经济同步指标表现的分化可以看出，央行态度的转变对市场情绪的鼓舞几乎是立竿见影的，但我们对当下资产价格走势的持续性存疑。未来可能的走势包括：一是需求不足，企业业绩被证伪；二是需求反弹，通胀以较快的速度攀升。前者将导致风险资产的重新定价，后者可能将美联储重新引到利率正常化的路径上来，对风险资产仍是利空。
- ◆ 货币政策选择困难的最大症结仍是通胀，如果经济真的到了供需严重失衡的地步以致离通缩越来越近，那么更加超常的政策选项也将被摆上桌面，这就意味着即使有短暂的通胀超调，政策利率也将长久稳定地维持在低位。因此，未来通胀走势以及6月美联储主题为“策略，工具以及沟通实践”的研讨会是我们关注的重点。

分析师

周耀丽

TEL: 15502160710

EMAIL: zhouyunli@xinhua.org

相关研究

2019-02-02

《需警惕全球债务风险累积》

2019-02-14

《美股风险或尚未完全释放》

2019-02-25

《新兴债市的机与危》

2019-03-20

《中国经济增长变奏对世界意味着什么》

2019-04-01

《美债收益率曲线倒挂之预警》

目录

一、增长趋弱、通胀疲软迫使央行转向.....	3
二、央行操作空间还有多少?	4
三、全球未来经济增长仍具不确定性	6

图表目录

图表 1: 过去半年全球 PMI 快速下探.....	3
图表 2: 各国工业产出同比增速不容乐观	3
图表 3: 油价同比增速在 0 附近徘徊.....	4
图表 4: 全球通胀迟迟不见起色	4
图表 5: 发达国家实际利率水平非常低	5
图表 6: 日本货币政策的演化.....	5
图表 9: 一季度风险资产走牛.....	7
图表 10: 标普 500 企业业绩下滑明显	7

全球经济增速下滑、通胀疲软令各国央行逐渐停止紧缩步伐，政策宽松的消息（或猜测）接连释出。印度央行于4月4日将基准回购利率调降25BP至6%，这是其年内的第二次调降；3月美国私人部门时薪增速由前值3.4%意外降至3.2%，特朗普再次呼吁美联储停止QT并降息，利率期货显示年底前降息概率达56.1%；欧央行9月将推出TLTROs，并将加息时点再次延后，且开始考虑分级利率政策，这或意味着利率正常化遥遥无期；3月22日至4月1日，澳大利亚10年-3月期国债利率倒挂，从历史上看这往往意味着澳联储即将开始降息，目前市场押注年内降息概率为64.1%；新西兰央行大概率将在5月会议上降息，这可能是第一个降息的发达国家央行。

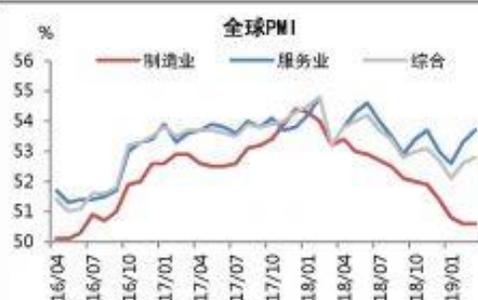
一、增长趋弱、通胀疲软迫使央行转向

全球经济增长在过去的六个月内明显降温。2018年四季度，G20国家中土耳其、印尼、阿根廷和意大利GDP季环比增速为负，德国经济增长停滞，大部分国家增速下滑。

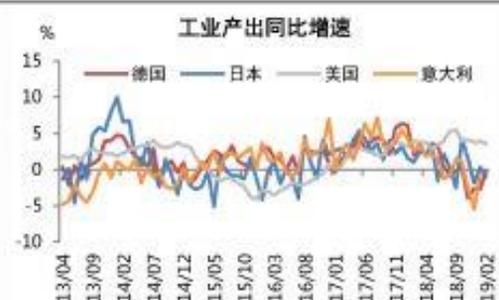
进入2019年，全球制造业PMI继续下探（图表1），以德国、日本、意大利为典型的主要经济体工业产出增速低迷，而美国工业产出增速也已见顶（图表2）。包括中国、日本、德国在内的贸易大国进出口增速大幅下跌，反映内外需双双走弱。各国零售销售增长整体趋势向下，汽车销售更显著退坡，欧洲、日本消费者信心指数、商业信心指数等软指标读数亦不尽如人意。

综合各指标表现，一季度全球经济增长延续了去年底动能流失的趋势，中美贸易摩擦、欧洲政治风险频发与新排放标准推行、美股暴跌引发金融市场动荡等因素掀起的逆风逐步扩散，各央行不约而同地调低了本国经济增长预期。

图表 1：过去半年全球 PMI 快速下探



图表 2：各国工业产出同比增速不容乐观



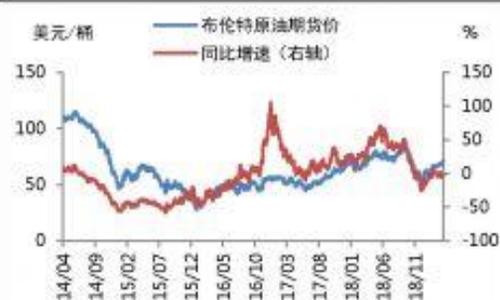
来源：Bloomberg, WIND, 新华财经

各国通胀亦未出现明显起色。一方面，能源价格同比增速为负缓解了整体通胀压力（图表3），此前劳动力市场紧缩对核心通胀的推升作用被经济活动放缓、产能限制松绑抵消，导致各主要经济体通胀仍处于不温不火的状态（图表4）。

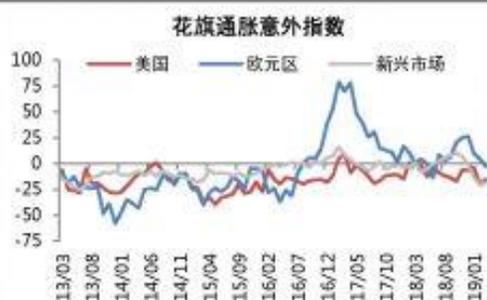
另一方面，结合近期数据分析可知，来自就业市场的通胀压力也变得不那么显著。加拿大、意大利等国失业率有回升的迹象，表明增长疲软和预期不明朗等因素殃及劳动力市场供需。大部分国家薪资增速平稳，美国3月非农新增就业人数回升，但私人部门时薪增速

较前值意外下降0.2个百分点。以就业市场的紧缩状态看，美国、欧元区时薪增速仍有上行空间，从而将在中长期推升核心通胀，但目前其传导受经济波动影响而有所迟滞，因而通胀过热暂时不构成货币政策的约束条件。

图表 3：油价同比增速在 0 附近徘徊



图表 4：全球通胀迟迟不见起色



来源：Bloomberg, WIND, 新华财经

经济增速下滑和通胀压力不明显的现状，使得各央行纷纷释放转向信号。美联储3月点阵图对本年加息次数的预测由去年12月的2次下调为0次，并将于5月起渐进退出QT；欧央行承诺年内保持利率不变并将于9月重启TLTROs，德拉吉在4月10日欧央行议息会后称已做好准备依据形势对政策作出必要调整；加拿大央行在3月会议上承认经济表现不佳，并称“未来加息时间的不确定性增加”，未再次强调加息的必要性；新西兰联储表示利率的下一个方向“更有可能”是下降，市场预测5月会议官方现金利率将下调25BP至1.5%。

现阶段全球货币政策转向的预期基本达成，未来我们关心的问题有二：一是各国央行的操作空间还有多少，二是转向可能的后续发展。

二、央行操作空间还有多少？

同行之中，政策更具弹性、操作空间更大的当属新兴市场央行。中国央行2018年降准250BP，2019年1月再降100BP；印度央行已于年初至今降息两次至6.0%，回吐了上年跟随美联储加息的升幅。新兴市场实际利率和通胀率较高，央行通过调控名义利率能够有效地压低实际借贷成本，进而促进投资和消费。但随着实际利率向0靠拢甚至低于0，其相对名义利率的敏感度将下降，并很难再进一步压低，这是次贷危机后发达国家央行面临的问题——单靠降息已经不足以刺激经济（图表 5）。

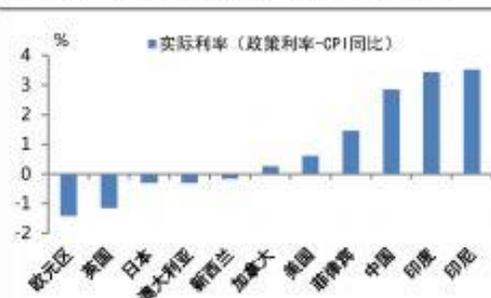
随后，美联储、欧央行、英央行首次推出了超常规的资产购买计划，通过购买国债等方式压低中长期市场利率，通过降低无风险利率刺激经济活动。以美欧日英为代表的央行资产负债表快速膨胀，同时也导致了资产价格的长期上涨。货币政策正常化诉求使得美联储于2015年开始加息、2017年开始缩表，欧央行在去年12月停止QE，日央行资产购买力度也稍有放缓。但次贷危机之后的全球复苏是有史以来最弱的一次，这也令货币政策正常化的推进非常迟缓，以致于当2019年全球经济再次面临下行压力时，发达国家央行能提供的政策缓冲较危机前更加薄弱。

但这不代表发达国家央行已经技穷。日本央行作为先行者，已经给出了未来其他发达

国家央行可能进行的刺激方式（图表 6）：

- 1) 扩大资产购买范围，不仅限于通过购买政府公债或不动产抵押债券进行货币创造，还直接购买股市ETF等其他标的，由QE（Quantitative Easing）扩展至QQE（Quantitative and Qualitative Easing）；
- 2) 将政策利率降至负值（Negative Interest Rate Policy, NIRP）；
- 3) 控制收益率曲线形态（YCC, Yield Curve Control），锁定长短端利率波动区间。

图表 5：发达国家实际利率水平非常低



图表 6：日本货币政策的演化



来源：Bloomberg, WIND, 新华财经

除此之外，美联储官员给出了许多备选，3月会议纪要也提及官员正在对此进行考量：伯南克2017年提出，在通胀后劲不足、通缩愈发临近的时代，将以通胀为目标的货币政策框架临时替换为以价格水平为目标的框架也未尝不可。这意味着为形成稳定的预期，利率将在长期维持于低位（Lower for longer, L4L），这样即便在经济衰退期产出和通胀下滑程度也不会太大。高物价时期与低物价时期对冲，长期来看价格仍保持平稳。

纽约联储主席威廉姆斯则提出了平均通胀目标框架，可以看做是价格目标框架的姊妹版本。他指出，当政策利率高于0%时，允许通胀超调（高于2%的目标）将有助于保持通胀预期的稳定。

货币政策选择困难的最大症结仍是通胀，如果经济真的到了供需严重失衡的地步以致离通缩越来越近，那么就应了美联储3月会议纪要提到，“当前仍将保持耐心，部分官员认为年内有加息的可能”。因此，去年通胀走低以及日本美联储主题为“政策、汇率以及通胀

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_32105

