

增长与利率分歧的国际经验

——货币市场与流动性周度观察 2019 年第 25 期

摘要

延续此前发布的报告《经济放缓必然带动利率下行吗？》的分析思路，结合数据可得性本文进一步选取美国、日本及韩国 GDP、10 年期国债收益率及物价水平数据进行分析发现，经济增速下移并不一定带来利率下行，且利率变动对通胀变动更为敏感。同时，各经济体在实行通胀目标制后，其利率中枢平坦化。

上周央行进行 3000 亿元逆回购操作和 4000 亿元 MLF 操作，银行间流动性边际收紧。货币市场利率曲线整体上移。

本周资金面有望保持平稳，3 个月 NCD 利率水平可能出现震荡。

关键词：SHIBOR 3M, 10 年期国债收益率

宏观研究部

蒋冬英

分析师

电话：

021_22852639

邮箱：

jiangdongying@cib.com.cn

何帆

分析师

电话：

021-22852680

邮箱：

hefan@cib.com.cn

鲁政委

兴业银行 首席经济学家

华福证券 首席经济学家



扫描下载兴业研究 APP
获取更多研究成果

图表目录

图表 1	美国实际 GDP 与美国 10 年期国债收益率	3
图表 2	美国实际 GDP 与美国 10 年期国债收益率（趋势项）	4
图表 3	美国 10 年期国债收益率与核心 CPI 趋势项	4
图表 4	美国 10 年期国债收益率回归方程	5
图表 5	日本 10 年期国债收益率与实际 GDP 增长趋势项	5
图表 6	日本 10 年期国债收益率与 CPI 趋势项	6
图表 7	日本 10 年期国债收益率回归方程	6
图表 8	韩国 10 年期国债收益率与实际 GDP 增速趋势项	7
图表 9	韩国 10 年期国债收益率与 CPI 增速趋势项	7
图表 10	韩国 10 年期国债收益率回归方程	8
图表 11	通货膨胀目标制的国家	8
图表 12	实施通货膨胀目标制经济体名义利率变动	9
图表 13	美国 10 年期国债收益率	9
图表 14	上周央行操作及债券发行到期情况（亿元）	10
图表 15	央行逆回购投放与回笼	10
图表 16	央行逆回购余额走势图	10
图表 17	央行逆回购加权平均操作期限与利率	11
图表 18	上周主要货币市场及相关投资品种利率变动情况	错误!未定义书签。
图表 19	主要货币市场基准利率走势	错误!未定义书签。
图表 20	资金利率曲线形态变化图	错误!未定义书签。
图表 21	流动性分层	错误!未定义书签。
图表 22	各类投资工具收益率比较	错误!未定义书签。
图表 23	同业存单净融资额与发行利率走势图	错误!未定义书签。
图表 24	主要票据利率走势图	错误!未定义书签。
图表 25	3 个月理财收益率（分机构）	错误!未定义书签。
图表 26	主要利率互换品种收益率走势图	错误!未定义书签。
图表 27	本周各类工具到期一览（亿元）	15
图表 28	本周主要流动性影响因素前瞻	15

一、核心观点综述

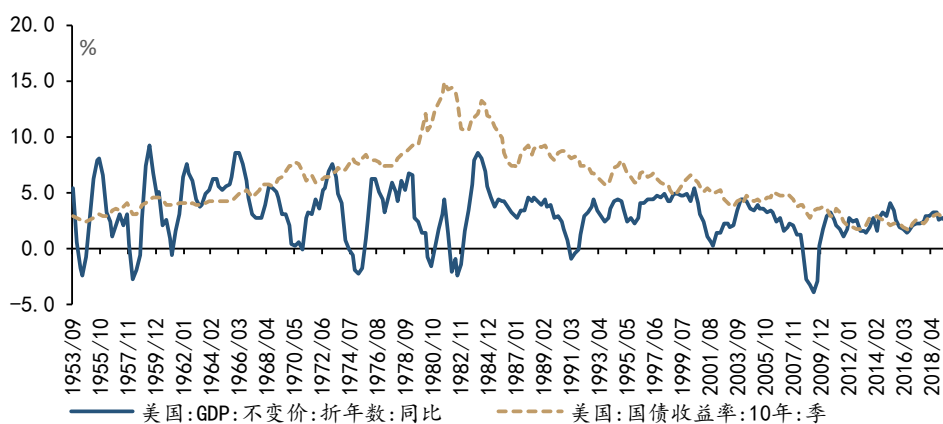
市场主流观点认为，长期来看利率走势应与经济走势基本一致。我们在 2019 年 7 月 21 日发布的报告《经济放缓必然带动利率下行吗？》指出，中国的经验显示经济潜在增速与利率中枢时有背离，相比于经济增速，通货膨胀对利率中枢的解释力度更强，因此经济增速走低不一定带来利率下行。那么，这一结论的国际经验验证如何？

1、经济增长与利率：国际经验借鉴

在进行研究之前，本文首先需考虑样本选择如国别选择及利率数据选择等。在经济体的选择上，本文综合考虑数据可得性及对中国可借鉴性，最终选取出美国、日本及韩国为代表样本；在利率数据选择上，根据我们 2019 年 7 月 21 日发布的报告《经济放缓必然带动利率下行吗？》，考虑到数据可得性及数据长度问题，10 年期国债收益率为更优选择。同理，考虑到各经济体货币市场发展程度不一且不同经济体货币市场利率数据可比性较差，本文延续我们前篇的思路，仍选择国债收益率考察不同经济体经济增长与利率之间的关系。

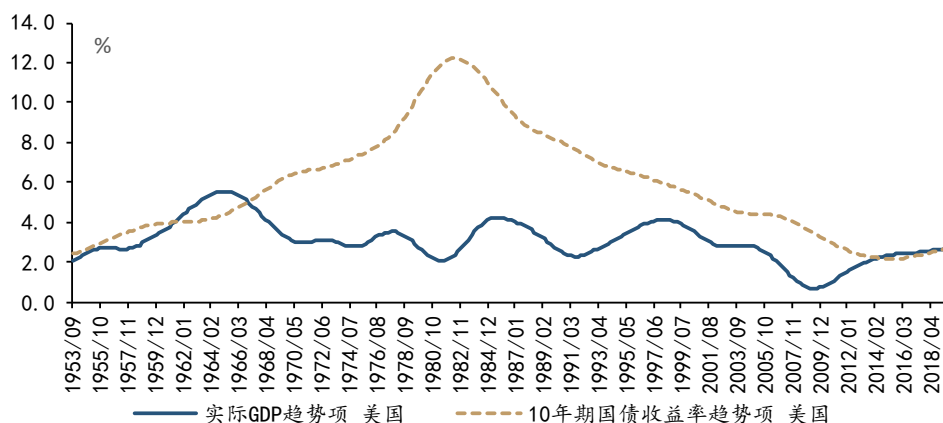
首先，从美国看，美国 10 年期国债收益率与实际 GDP 时有背离。1950 年至 1980 年美国 10 年期国债收益率持续上行而实际 GDP 则经历了多轮波峰低谷周期；1980 年至今，美国 10 年期国债收益率进入长期下降趋势而其实际 GDP 则经历了多轮周期性变动，参见图表 1。本文进一步运用 HP 滤波法对美国实际 GDP 与 10 年期国债收益率滤波，比较二者的趋势项不难发现背离时常发生，且从绝对值看目前 10 年期国债收益率正向实际 GDP 增速收敛，参见图表 2。

图表 1 美国实际 GDP 与美国 10 年期国债收益率



资料来源：WIND，兴业研究

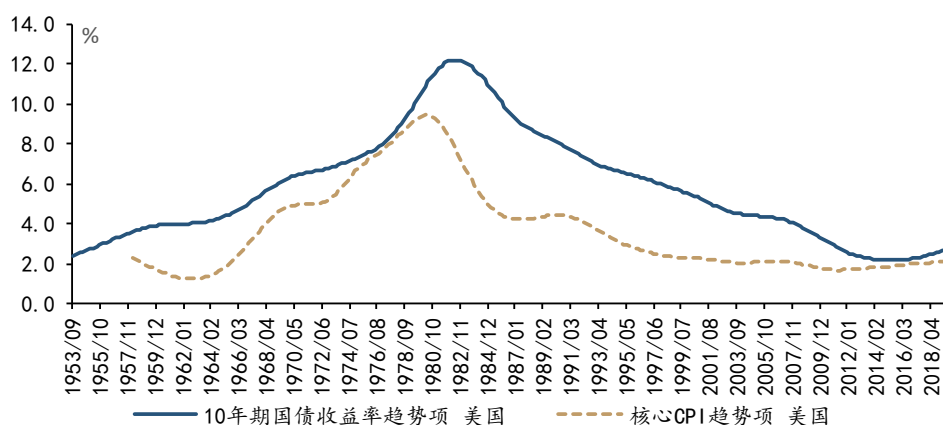
图表2 美国实际 GDP 与美国 10 年期国债收益率（趋势项）



资料来源：WIND, 兴业研究

除经济基本面外，美国国债收益率同样受通货膨胀影响。数据显示，与实际 GDP 增速相比，美国 10 年期国债收益率与通货膨胀走势更为一致：从方向上看，二者趋势一致且核心 CPI 同比峰值领先于 10 年期国债收益率；从绝对水平看，10 年国债收益率始终高于核心 CPI 同比值且呈收敛状，参见图表 3。具体可分为两个阶段，20 世纪 60-80 年代，原油价格上涨推升全球通胀，美国核心 CPI 同比由 1965 年 4% 的水平一路飙升至 1981 年 14% 的水平。80 年代后，高企的通货膨胀迫使美联储实施紧缩的货币政策，通过控制 M1 的增速及提高利率来控制通货膨胀，随后 10 年期国债收益率伴随通胀水平回落。

图表3 美国 10 年期国债收益率与核心 CPI 趋势项



资料来源：WIND, 兴业研究

进一步地，本文以美国 10 年期国债收益率趋势项为被解释变量，以核心 CPI 趋势项及实际 GDP 增速趋势项作为解释变量，量化分析美国 10 年期国债收益率趋势项的决定因素。从回归结果来看，通胀对国债收益率的解释力度显著高于实际 GDP 增速，是解释长期收益率趋势的主要因素，参见图表 4。

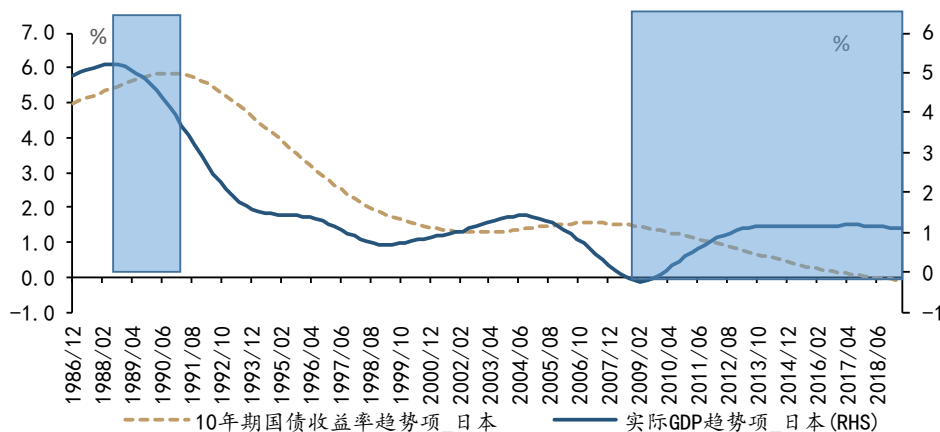
图表4 美国 10 年期国债收益率回归方程

解释变量	系数	T 值	P 值	R 方
GDP	.50	5.93	0.000	0.742
CPI	1.03	25.90	0.000	

资料来源：WIND，兴业研究

其次，从日本看，尽管日本 10 年期国债收益率与实际 GDP 增速同呈下降趋势，但二者的阶段性背离时有发生，如 20 世纪 80 年代末 90 年代初，实际 GDP 增速趋势项由 1988 年的 5.2% 下降至 1990 年的 4.2% 而 10 年期国债收益率则由 1988 年的 5.4% 上行至 1990 年的 5.8%；金融危机以后日本 GDP 潜在增速一度跌入负值区间随后缓慢回升，然而其 10 年期国债收益率却一路跌入 2018 年的负值，参见图表 5。

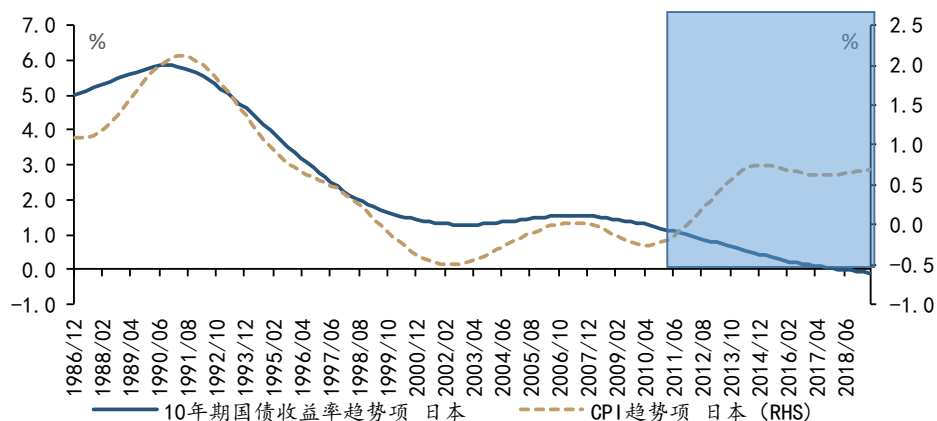
图表5 日本 10 年期国债收益率与实际 GDP 增长趋势项



资料来源：WIND，兴业研究

日本的货币政策侧重于稳定物价和国际收支平衡，在经历了 1973-1974 年的恶性通货膨胀后，日央行开始以稳定物价作为贯彻货币政策的首要目标。但是 20 世纪 90 年代经济泡沫破灭以来，通缩问题始终萦绕日本。为对抗通缩顽疾，日央行以宽松货币政策来应对，先是实行量化宽松政策以提升通胀水平，随后于 2016 年 1 月在量化宽松货币政策加入负利率政策。数据显示，以日本央行量化宽松政策为分水岭，10 年期国债收益率与 CPI 走势开始背离，参见图表 6。

图表 6 日本 10 年期国债收益率与 CPI 趋势项



资料来源：WIND，兴业研究

同样，为考察日本国债收益率的决定因子，本文以日本 10 年期国债收益率趋势项为被解释变量，日本的实际 GDP 增速趋势项与 CPI 趋势项为解释变量进行线性回归，回归结果表明 CPI 对 10 年期国债收益率解释力度显著高于实际 GDP 增速，参见图表 7。

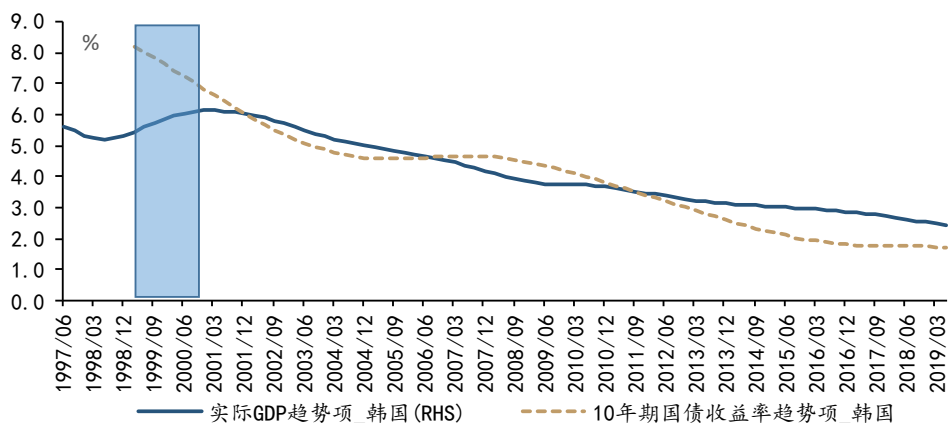
图表 7 日本 10 年期国债收益率回归方程

解释变量	系数	T 值	P 值	R 方
GDP	.66	6.98	0.000	0.695
CPI	1.02	5.70	0.000	

资料来源：WIND，兴业研究

最后，从韩国的经验看，亚洲金融危机以来韩国国债收益率与其实际 GDP 增速均进入下行通道，其国债收益率围绕实际 GDP 增速波动下降，由 1999 年的 7.9% 下降至 2018 年的 1.8%。需要注意的是，观察 1999 年以来的数据可知，韩国 10 年期国债收益率与实际 GDP 增速曾于 90 年代末 20 世纪初出现背离，即其经济增速在 1998 年衰退后走出低谷而其 10 年期国债收益率持续下行，参见图表 8。

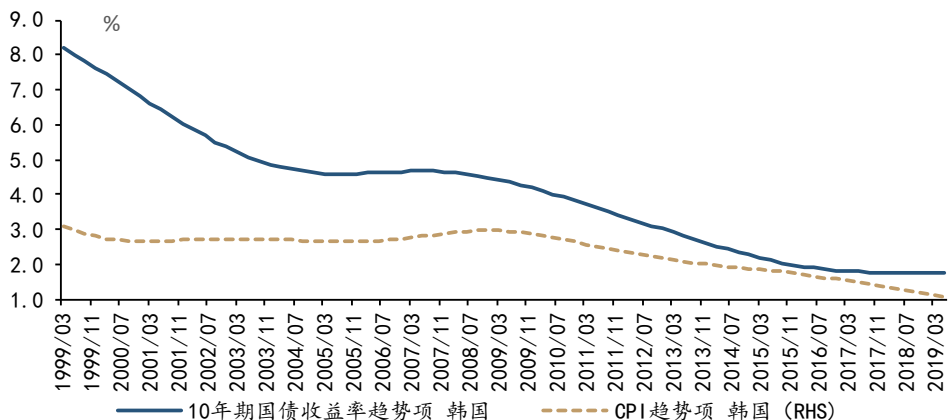
图表 8 韩国 10 年期国债收益率与实际 GDP 增速趋势项



资料来源：WIND, 兴业研究

亚洲金融危机后，通胀目标制的货币政策框架在亚洲国家推崇，韩国于 1998 年 9 月宣布采用通货膨胀目标制。数据显示，在货币政策实行通货膨胀目标制后，韩国通货膨胀维持了较长的稳定期。具体而言，韩国物价经历了 1999-2009 年的物价稳定期及 2009 年后温和下降期，期间物价中枢由维持在 2.8% 左右转为温和下降至 2018 年的 1% 附近，与此同时韩国 10 年期国债收益率经历了 1999 年至 2004 年下降期后，在 2008 年金融危机前基本维持稳定，随后于 2009 年后下行，参见图表 9。

图表 9 韩国 10 年期国债收益率与 CPI 增速趋势项



资料来源：WIND, 兴业研究

进一步地，本文以 10 年期国债收益率为被解释变量，物价及实际 GDP 增速为解释变量进行线性回归。与美国及日本经验不同的是，韩国经济增速对其 10 年期国债收益率变动的解释力度显著高于物价，参见图表 10。

图表 10 韩国 10 年期国债收益率回归方程

解释变量	系数	T 值	P 值	R 方
GDP	1.07	13.79	0.000	0.906
CPI	.90	5.45	0.000	

资料来源：WIND，兴业研究

综上，国际经验表明国债收益率中枢并不一定随着经济潜在增速下移而下移，其中枢更易随着通胀中枢变动而同向变动。这意味着，稳定物价目标制下，国债收益率中枢将平坦化，具体而言：

20 世纪 90 年代通货膨胀目标制的货币政策框架开始盛行，该政策框架的特点主要为抑制通货膨胀为中央银行的唯一政策目标，且政策当局事先确定一个目标通胀水平并向全社会公布，同时通货膨胀目标实现与否成为评价货币政策绩效的首要标准，由此导致中央银行货币政策主要根据通胀预期及通胀预测偏离与否而定。整理实行通货膨胀目标制国家不难发现，其通胀目标设置区间多在 0%-3.5%，参见图表 11。同时，在实行通货膨胀目标制后，各国名义利率绝对值及波动值均较实行通货膨胀目标制前下行，参见图表 12。

图表 11 通货膨胀目标制的国家

国家	实施日期	目标通货膨胀值 (%)
新西兰	1990 年 3 月	0-2
加拿大	1991 年 2 月	1-3
英国	1992 年 10 月	1.5-3.5
瑞典	1993 年 1 月	1-3
芬兰	1993 年 2 月	2 左右
澳大利亚	1993 年	2-3
西班牙	1994 年 11 月	小于 2

资料来源：《通货膨胀目标制的理论与实践：十年回顾》 兴业研究

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_10595

