

长期低利率环境下的货币政策新框架

——新时代视野下的国际经济及大宗商品周察 第73期 (2019.07.15-2019.07.19)

宏观定期

潘向东 (首席经济学家) 刘娟秀 (分析师)

证书编号: 010-83561312

S0280517100001 liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号: S0280517070002

邢曙光 (联系人)

18046221202

xingshuguang@xsdzq.cn 证书编号: S0280118040021

证书编号: S0280118060007

钟奕昕 (联系人)

18070182515

证书编号: S0280118040021

证书编号: S0280118060007

● 长期低利率环境下的货币政策新框架

1980年代以来,美国等主要发达经济体利率经过趋势性下滑之后,长期维持低位。由于货币政策利率长期受有效下限的约束,市场也会预期央行货币政策有效性减弱,从而预期通货膨胀长期低迷,居民会要求增加工资的动机减弱,这也会导致企业预期到工资上涨幅度不大,而不会上调商品价格,最终低通胀自我实现。加上,过低的通胀不利于消费、投资、生产的扩张,央行将通胀恢复到目标值的困难也会增加。对于这种困境,央行将更多地借助前瞻指引、量化宽松、利率曲线管理等非常规货币政策,但这不能抵消传统货币政策效果减弱带来的负面影响。另外,现在学界讨论比较多的是通过对传统通货膨胀目标规则进行修正,来增加货币政策的有效性。

一些学者提出了基于补偿原则的价格水平目标规则、通货膨胀目标规则。价格水平目标规则关注长期内物价围绕一定速度增长。如果由于前期物价增速低于目标值,即使通货膨胀达到目标值,但整体上仍不会实现通胀目标,仍要继续维持货币宽松,这会提升市场的货币宽松预期。Evans (2012)、Bernanke (2017)在价格水平目标的基础上提出了临时价格水平目标规则。该规则和价格水平目标规则的区别在于,只有当利率面临零利率、利率有效下限时才开始实施价格水平目标规则。这样在经济衰退时可以提升市场的货币宽松预期,当临时价格水平目标完成之后,就恢复一般的通货膨胀目标规则,也避免了价格水平目标规则的缺陷。但是临时价格水平目标同样也有很大的缺陷。价格水平目标规则和常规通货膨胀目标规则的转换让市场无所适从,而且由于临时价格水平目标规则的期限很有弹性,市场未必相信央行的承诺,从而使临时价格水平目标规则失效。

平均通货膨胀目标规则克服了临时价格水平目标规则缺陷 (Svensson, 2019)。平均通货膨胀目标制承诺在某个期限内 (比如3年),实现某个通货膨胀目标 (比如2%)。如果期限很长,平均通货膨胀目标规则就是价格水平目标规则。相比临时价格水平目标规则,平均通货膨胀目标规则的期限是固定的,央行承诺更加可信。和常规通货膨胀目标机制相比,平均通货膨胀目标规则的自动稳定机制效果更强。当经济衰退、通货膨胀长期低于目标值时,市场会预期央行将在未来很长一段时间内将保持通货膨胀高于目标值,这会刺激经济的扩张以及通胀的自我实现。同样地,当经济过热、通货膨胀长期高于目标值时,市场会预期央行将在未来很长一段时间内将保持通货膨胀低于目标值,这会刺激经济自我收缩。

平均通货膨胀目标规则的缺陷也是,如何让公众相信央行会遵守这一规则。当经济复苏、通货膨胀已经比较高时,央行为了实现平均通货膨胀目标,而放任通货膨胀,以及后续为了补偿以前通货膨胀高于目标值,不惜以经济衰退为代价,强制将通货膨胀降至目标值以下,这种承诺确实有点匪夷所思,难免让公众怀疑。从这个角度来看,似乎临时价格水平目标又比较合理,因为后者更加强调在衰退时强化公众货币宽松预期,而在经济复苏时会停止实行,从而避免了公众的货币紧缩预期。

总之,基于补偿的价格水平规则、通货膨胀目标规则的核心思想是,在利率降无可降时,加强市场的货币宽松预期,但是预期很难捉摸,预期管理一门艺术,每个方法都有优缺点,效果也是不确定的。在低利率环境下,不管怎么修正货币政策规则可能都无法使其效果恢复到常态。

● 美国零售销售超预期增长,制造业产出有所企稳

受美国家庭加大对汽车和商品的购买,6月美国零售销售环比超预期增长0.4%,表明消费者支出强劲,为二季度美国GDP打下坚实的基础。美国持续低迷的制造业出现企稳迹象,制造业产出环比超预期增长0.4%,已连续两个月实现正增长。制造业产出回暖主要受汽车业复苏的支撑,6月汽车及零部件产值环比增长2.9%。

● 美国经济基本面强于欧洲,美元指数回升

美元指数上周上行0.31%收至97.1245。尽管美联储释放鸽派信号,但美国经济基本面仍好于欧元区,美元兑欧元、英镑上涨,美元指数走强。截至7月19日,美元兑人民币即期汇率收至6.8765,一周下行18BP;美元兑人民币汇率中间价收至6.8635。

● 商品指数多数上行

美联储官员鸽派表态,令美联储在降息预期再度升温,贵金属价格上涨。受环保预期支撑,螺纹钢价格表现偏强。焦炭及钢厂焦炭库存回落,利多焦炭价格。电厂日耗回升,煤炭库存有所回落,利多煤炭价格。美伊关系有所缓解,叠加美国原油库存降幅不及预期,利空油价。近期豆粕成交量有所增加,豆粕库存消化,利多豆粕价格。

● 风险提示:美联储货币政策超预期

相关报告

国际经济及大宗商品:美联储考虑设置SRF,解决降息技术问题

2019-07-14

国际经济及大宗商品:美国非农数据良好,市场预期降息幅度下降

2019-07-07

国际经济及大宗商品:下半年美国经济展望

2019-06-30

国际经济及大宗商品:美联储降息的一个技术性问题

2019-06-23

国际经济及大宗商品:辩证地看美国消费增速低迷

2019-06-16

国际经济及大宗商品:美国非农数据不佳,市场降息预期进一步加强

2019-06-09

国际经济及大宗商品:美债收益率倒挂,市场降息预期增加

2019-06-02

国际经济及大宗商品:政府汇率管理工具箱里有什么?

2019-05-26

国际经济及大宗商品:央行通过离岸市场调控人民币汇率的机制及方式

2019-05-19

国际经济及大宗商品:美联储利率调控体系未来可能的演化方向

2019-05-12

国际经济及大宗商品:美联储短期内加息降息可能性都不大

2019-05-05

国际经济及大宗商品:超预期的美国经济可能没那么好

2019-04-28

国际经济及大宗商品:美联储货币政策对美股的影响

2019-04-21

国际经济及大宗商品:美联储前瞻指引面临困境

2019-04-14

目 录

1、 长期低利率环境下的货币政策新框架.....	4
2、 国外经济形势一周综述.....	5
3、 汇率走势一周综述.....	8
4、 商品价格走势一周综述.....	9
4.1、 商品指数多数上涨.....	9
4.2、 黄金价格走高.....	10
4.3、 金属价格全面上涨.....	10
4.4、 能源化工产品价格多数下行.....	12
4.5、 农产品价格涨跌不一.....	14

图表目录

图 1: 美国零售销售环比增速 (%).....	6
图 2: 美国工业产出指数环比增速 (%).....	6
图 3: 美国营建许可 (千套).....	6
图 4: 美国新屋开工 (千套).....	6
图 5: 美国密歇根大学消费者信心指数.....	6
图 6: 美国进口物价指数环比增速 (%).....	6
图 7: 欧元区 CPI 同比增速 (%).....	7
图 8: 欧元区 ZEW 经济景气指数.....	7
图 9: 南华商品指数周度涨跌幅.....	9
图 10: 上周黄金价格走势.....	10
图 11: 美元指数走势.....	10
图 12: 高炉开工率 (%).....	11
图 13: 当周螺纹钢库存 (万吨).....	11
图 14: 全国主要钢材品种库存 (万吨).....	11
图 15: 铁矿石港口库存 (万吨).....	11
图 16: 全国主要钢厂螺纹钢当周产量 (万吨).....	11
图 17: 上期所阴极铜库存(吨).....	11
图 18: 焦化企业开工率 (%).....	12
图 19: 独立焦化企业焦炭总库存 (万吨).....	12
图 20: 港口焦炭库存 (万吨).....	13
图 21: 国内样本钢厂焦炭库存(万吨).....	13
图 22: 下游发电集团煤炭库存 (万吨).....	13
图 23: 6 大发电集团日均耗煤量 (万吨).....	13
图 24: 6 大发电厂煤炭库存可用天数.....	13
图 25: 港口煤炭库存 (万吨).....	13
图 26: 国际原油期货价格走势 (美元/桶).....	13
图 27: 布伦特原油-WTI 原油价差 (美元/桶).....	13
图 28: 全国豆粕库存 (万吨).....	14
表 1: 主要汇率及汇率指数一周概览 (2019.07.15-2019.07.19).....	8
表 2: 商品指数总览 (2019.07.15-2019.07.19).....	9
表 3: 黄金价格走高 (2019.07.15-2019.07.19).....	10
表 4: 金属价格全面上涨 (2019.07.15-2019.07.19).....	10

表 5: 能源化工产品价格多数下行 (2019.07.15-2019.07.19)	12
表 6: 农产品价格涨跌不一 (2019.07.15-2019.07.19)	14

1、长期低利率环境下的货币政策新框架

1980年代以来，美国等主要发达经济体利率经过趋势性下滑之后，长期维持低位。前几轮加息进程中，美国联邦基金利率均能达到5%以上，而此次只有2.5%。受限于零利率约束（ZLB），次贷危机时，美联储有5个百分点的降息空间，如果目前发生危机，美联储只有2.5个百分点的降息空间，而欧洲、日本更是没有任何降息空间，这意味着通过降息刺激经济的强度弱于以前。由于持有纸币具有成本，虽然利率有效下限（ELB）有些会略低于零利率下限，但不会低得太多。

由于货币政策利率长期受有效下限的约束，市场也会预期央行货币政策有效性减弱，从而预期通货膨胀长期低迷，居民会要求增加工资的动机减弱，这也会导致企业预期到工资上涨幅度不大，而不会上调商品价格，最终低通胀自我实现。加上，过低的通胀不利于消费、投资、生产的扩张，央行将通胀恢复到目标值的困难也会增加。

对于这种困境，央行将更多地借助前瞻指引、量化宽松、利率曲线管理等非常规货币政策，但这不能抵消传统货币政策效果减弱带来的负面影响。另外，现在学界讨论比较多的是通过对传统通货膨胀目标规则进行修正，来增加货币政策的有效性。央行可以设定更高的通货膨胀目标，这一方面经济危机时有更多的降息空间，另一方面，在利率已经降到有效下限时，高的通货膨胀目标可以提升市场的通胀预期，这两方面均有利于增强货币政策应对经济衰退的效果，但也会导致市场预期混乱，并带来新的不确定性，比如金融市场波动，从而不具有可行性（Bernanke, 2017）。

一些学者提出了基于补偿原则的价格水平目标规则、通货膨胀目标规则。第一种是价格水平目标规则（price-level targeting）（Svensson, 1999; Gaspar et al., 2007; Williams, 2017）。和常规通货膨胀目标制的一个区别是前者并不特别关注某个时期的通货膨胀，价格水平目标规则关注的是长期内物价围绕一定速度增长，比如2%。如果由于前期物价增速低于2%，即使通货膨胀达到了2%，但整体上仍不会实现2%通胀目标，仍要继续维持货币宽松，这会提升市场的货币宽松预期。但是当经济遭受供给冲击，价格增速上升时，货币政策将按照规则收紧，使后续的价格增速远远低于目标价格增速，这会导致经济衰退。由于供给冲击时收紧货币政策的效果不大，如果是一般的通货膨胀目标，货币政策可能不会那么机械地收紧，而是根据不同的冲击类型相机抉择。

Evans（2012）、Bernanke（2017）在价格水平目标的基础上提出了临时价格水平目标规则（temporary price-level targeting）。该规则和价格水平目标规则的区别在于，只有当利率面临零利率、利率有效下限时才开始实施价格水平目标规则。这样在经济衰退时可以提升市场的货币宽松预期，当临时价格水平目标完成之后，就恢复一般的通货膨胀目标规则，也避免了价格水平目标规则的缺陷。但是临时价格水平目标同样也有很大的缺陷。价格水平目标规则和常规通货膨胀目标规则的转换让市场无所适从，而且由于临时价格水平目标规则的期限很有弹性，市场未必相信央行的承诺，从而使临时价格水平目标规则失效。

一部分市场主体可能认为央行在通货膨胀一达到常规目标就收紧货币政策，这会导致经济衰退时市场的货币宽松预期不高。同时，还有一部分市场主体可能会高估央行的货币宽松意图，从而加剧金融市场波动。长期低利率环境本身容易导致资产价格泡沫，如果市场是完全理性的，在通胀超调时，能够预期到货币政策将回归正常，但是市场并非完全理性的，在通货膨胀高于通常的目标时，市场会预期央行

可能永远放任通胀，加剧了货币宽松的预期，进而引起更加严重的资产价格泡沫。

平均通货膨胀目标规则 (average inflation targeting) 克服了临时价格水平目标规则缺陷 (Svensson, 2019)。平均通货膨胀目标制承诺在某个期限内 (比如 3 年)，实现某个通货膨胀目标 (比如 2%)。如果期限很长，平均通货膨胀目标规则就是价格水平目标规则。相比临时价格水平目标规则，平均通货膨胀目标规则的期限是固定的，央行承诺更加可信。和常规通货膨胀目标机制相比，平均通货膨胀目标规则的自动稳定机制效果更强。当经济衰退、通货膨胀长期低于目标值时，市场会预期央行将在未来很长一段时间内将保持通货膨胀高于目标值，这会刺激经济的扩张以及通胀的自我实现。同样地，当经济过热、通货膨胀长期高于目标值时，市场会预期央行将在未来很长一段时间内将保持通货膨胀低于目标值，这会刺激经济自我收缩。

平均通货膨胀目标规则的缺陷也是，如何让公众相信央行会遵守这一规则。当经济复苏、通货膨胀已经比较高时，央行为了实现平均通货膨胀目标，而放任通货膨胀，以及后续为了补偿以前通货膨胀高于目标值，不惜以经济衰退为代价，强制将通货膨胀降至目标值以下，这种承诺确实有点匪夷所思，难免让公众怀疑。从这个角度来看，似乎临时价格水平目标又比较合理，因为后者更加强调在衰退时强化公众货币宽松预期，而在经济复苏时会停止实行，从而避免了公众的货币紧缩预期。

总之，基于补偿的价格水平规则、通货膨胀目标规则的核心思想是，在利率降无可降时，加强市场的货币宽松预期，但是预期很难捉摸，预期管理一门艺术，每个方法都有优缺点，效果也是不确定的。在低利率环境下，不管怎么修正货币政策规则可能都无法使其效果恢复到常态，此时财政政策更加重要。

2、国外经济形势一周综述

北京时间 7 月 18 日凌晨，美联储公布经济褐皮书。褐皮书显示，自 5 月中旬到 7 月初，美国经济活动总体继续以温和的速度增长 (expand at a modest pace)，通胀略有下降，消费者支出有所增长。尽管贸易相关问题的不确定性仍存，但未来几个月的前景总体上是乐观的，预计经济将继续温和增长。在大多数地区，零售商品的销售总体上略有增长，非金融服务业活动进一步增加，旅游业整体表现稳健，房屋销售有所回升，制造业生产总体持平或略有回升。

就业增长速度温和 (grew at a modest pace)，略低于前一个报告期间。劳动力市场依然紧俏，劳动力供给难以填补空缺职位。在大多数行业，特别是建筑、信息技术和医疗保健领域，工人持续短缺。薪酬增长幅度适中，但有部分入门级员工的薪资水平有了显著提高。大多数地区还指出，雇主扩大了福利计划，以应对紧张的劳动力市场状况。

美国零售销售自 4 月、5 月稳健增长后，6 月超预期增长，表明消费者支出强劲，为二季度美国 GDP 打下坚实的基础。受美国家庭加大对汽车和商品的购买，6 月美国零售销售环比超预期增长 0.4%，前值小幅下修至 0.4%；核心零售销售环比超预期增长 0.4%，前值小幅下修至 0.4%；零售销售同比增长 3.4%，高于预期 3.1%。

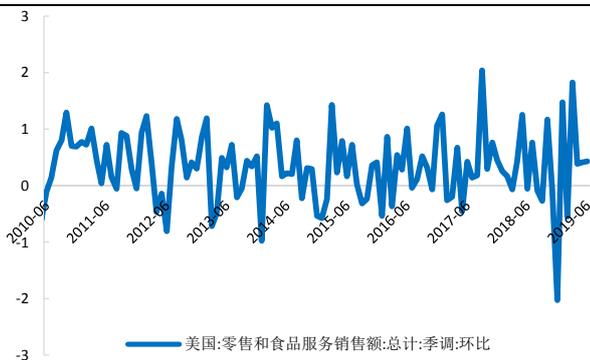
美国持续低迷的制造业出现企稳迹象，美国 6 月工业产出指数环比持平，同比增长 1.3%，均不及预期，但制造业产出环比超预期增长 0.4%，已连续两个月实现正增长。制造业产出回暖主要受汽车业复苏的支撑，6 月汽车及零部件产值环比增长 2.9%，石油和煤炭产品、以及计算机和电子产品等行业的产值也有所增长。美国 6 月进口物价指数环比录得 -0.9%，创去年 12 月以来最大降幅，主要是由于石油

和其他商品的成本下降，这意味着进口通胀仍然低迷。

美国房地产市场表现依旧不佳，美国新屋开工数据连续2个月下跌，营建许可数据跌至2年来新低，均不及预期。美国6月新屋开工总数年化125.3万户，不及预期126.1万户和前值126.9万户；美国6月营建许可总数122万户，不及预期130万户和前值129.9万户。表明尽管随着美联储加息周期暂缓，抵押贷款利率有所降低，但房地产市场仍未见明显起色。

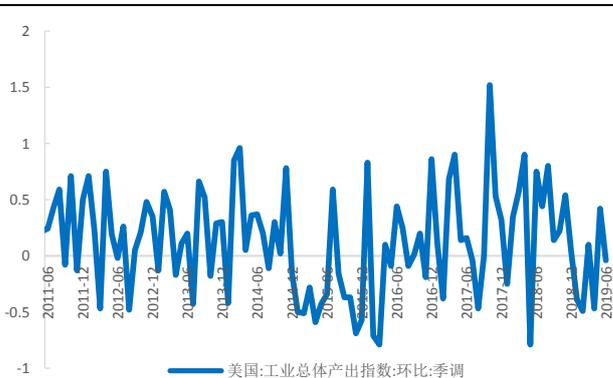
欧元区通胀回升快于预期，但欧元区通胀仍远低于欧洲央行2%的目标水平。欧元区6月CPI环比增长0.2%，高于预期和前值的0.1%；欧元区6月CPI同比增长1.3%，好于预期和前值的1.2%。此外，欧元区ZEW经济指数表现也较为疲弱，欧元区7月ZEW经济景气指数录得-20.3，不及前值-20.2；德国7月ZEW经济景气指数为-24.5，不及前值-21.1和预期-22.3。

图1: 美国零售销售环比增速 (%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图2: 美国工业产出指数环比增速 (%)



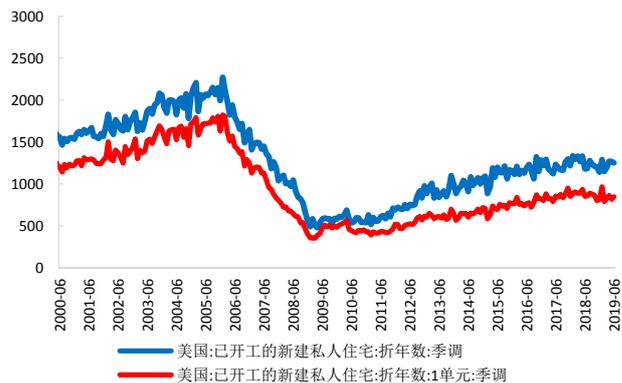
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图3: 美国营建许可 (千套)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图4: 美国新屋开工 (千套)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图5: 美国密歇根大学消费者信心指数

图6: 美国进口物价指数环比增速 (%)

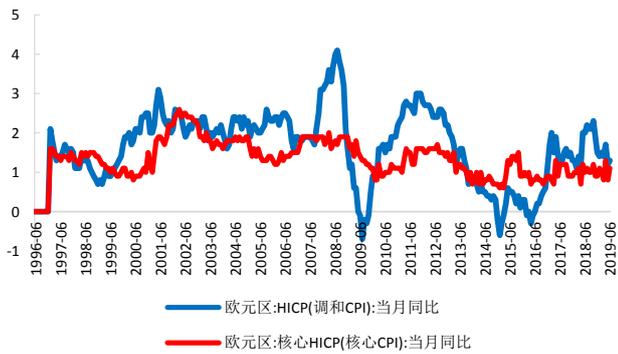


资料来源: Wind, 新时代证券研究所



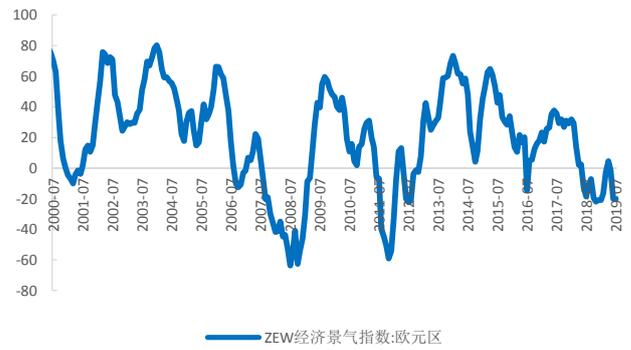
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图7: 欧元区 CPI 同比增速 (%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图8: 欧元区 ZEW 经济景气指数



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

3、汇率走势一周综述

表1: 主要汇率及汇率指数一周概览 (2019.07.15-2019.07.19)

名称	上周收盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅	涨跌方向
美元兑人民币中间价	6.8662	6.8827	6.8635	6.8635	-0.0393	↓
美元兑离岸人民币	6.8789	6.8865	6.8712	6.8834	0.0654	↑
美元兑日元	107.91	108.38	107.21	107.725	-0.1714	↓
欧元兑美元	1.127	1.1287	1.12	1.1221	-0.4348	↓
英镑兑美元	1.2576	1.2579	1.2382	1.2503	-0.5805	↓
美元指数	96.8225	97.4533	96.6475	97.1245	0.3119	↑
CFETS 人民币汇率指数	92.92			93.17	0.2690	↑
人民币汇率指数(SDR 货币篮子)	93.27			93.48	0.2252	↑
人民币汇率指数(BIS 货币篮子)	96.37			96.6	0.2387	↑

资料来源: Wind, 新时代证券研究所 注: 人民币汇率指数时间区间为7月5日-7月12日。

美元指数上周上行 0.31% 收至 97.1245。尽管美联储释放鸽派信号, 但美国经济基本面仍好于欧元区, 美元兑欧元、英镑上涨, 美元指数走强。上周欧元兑美元下行 0.4348%, 收报 1.1221; 英镑兑美元下行 0.5805%, 收报 1.2503。

人民币汇率有所升值。截至 7 月 19 日, 美元兑人民币即期汇率收至 6.8765, 一周下行 18BP; 美元兑人民币中间价收至 6.8635, 较前一周下行 27BP; 美元兑离岸人民币汇率收至 6.8834, 较前一周上行 45BP; 12 个月期美元兑人民币 NDF 收至 6.9156, 较前一周下行 170BP。

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_11256

