

从自然利率来理解中美货币政策

——宏观经济周度观察

投资周报

自然利率是货币政策利率的基准，货币政策利率低于自然利率会刺激经济，反之则会抑制经济。很多人认为自然利率是长期的，但是要想更好地理解疫情发生后的货币政策，有必要将自然利率分为长期自然利率、短期自然利率。影响长期自然利率的是技术进步、人口等因素，影响短期利率的则有临时冲击带来的消费、投资变化，以及财政政策等因素，这些会短期内改变资金的供给和需求。

疫情发生后，经济活动冷却，消费、投资减弱，这意味资金供给增加的同时资金需求下降，短期自然利率下降。为了稳定经济，需要将货币政策利率降至自然利率之下。美联储快速地行动，将联邦基金利率降至接近 0，但是为什么没必要实行负利率？即使短期内自然利率可能为负，但是疫情对经济的一部分影响是临时的，比如经济封锁、心理恐慌情绪，随着经济封锁解除、人们逐渐适应疫情，经济活动自然会恢复一些，短期自然利率也就会上升到 0 以上，因此，美国是没有必要实施负利率的。我们确实看到，疫情发生后美国个人储蓄率快速上升，但是随后逐渐下降。之所以欧洲、日本实施负利率，是因为技术进步、人口等因素导致的长期自然利率非常低，货币政策利率需要长期为负。但是美国的技术进步速度高于欧日，人口增速和结构也好于欧日，美国的长期自然利率是高于欧日的。

虽然美国短期自然利率会触底回升，但是疫情可能会拉低美国的长期自然利率，美国货币政策利率有必要长期保持低位，即使未来加息也可能回不到疫情前。首先，疫情将使美国预防性储蓄进一步增加。其次，疫情更利于数字经济的发展，这将一方面导致垄断能力增加进一步提升储蓄率，同时，数字经济将减少投资需求。再次，此次危机美国企业没有去杠杆，相反杠杆率大幅提升，这意味未来美国企业加杠杆的空间也不会很大。然后，除非疫苗大规模应用，否则疫情将长期增加经济运行的摩擦。最后，低利率导致经济“僵尸化”，以及“磁滞效应”下，越来越多劳动力退出市场。

疫情发生后，中国短期自然利率同样也是先下降后上升。中国货币市场利率、金融机构贷款利率、各期限债券收益率 5 月开始回升，货币政策逐渐正常化，这背后的原因是疫情基本得到控制，人们的恐慌情绪缓解，经济活动逐渐活跃，不仅私人部门的消费和投资开始修复，政府部门投资更是快速增加，这些都提升了短期自然利率。短期自然利率上升，货币政策利率也需要随之调整，如此既可以防范金融风险，也不至于抑制经济。

长期自然利率受经济增速、储蓄率、资本收入份额、产业结构等因素影响。中国长期自然利率影响因素比美国更复杂，由于中国没有完成利率市场化，中国长期自然利率不会像美国一样主要受经济增速影响。中国债券收益率长期呈现“箱体运动”。次贷危机之后，虽然中国经济增速整体在下滑，但是利率市场化不断推进，这拉升了自然利率。利率市场化，一方面体现在民营企业融资自由化，另一方面体现在国企预算软约束逐渐打破。很不幸，近期的国企违约是利率市场化的一种表现。

自然利率和经济增速的关系取决于利率市场化进程（不考虑其他因素），如果利率市场化较快，则自然利率可能上升，如果利率市场化较慢，则自然利率可能下降，如果利率市场化进程适中，自然利率中枢可能不变。如果考虑其他因素，未来货币政策利率、债券收益率走势更加复杂，对待这个问题我们要谦卑，避免“盲人摸象”。

● 风险提示：政策落实不及预期；海外疫情长期化

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

邢曙光（分析师）

xingshuguang@xsdzq.cn

证书编号：S0280520050003

相关报告

投资周报：变凹的美元微笑曲线

2020-11-22

投资周报：被忽视的通胀风险溢价

2020-11-15

投资周报：出口屡超预期

2020-11-8

投资周报：经济仍在爬坡

2020-11-1

投资周报：2021 年经济增速怎么看

2020-10-25

投资周报：2021 年通胀怎么看

2020-10-18

投资周报：美国财政刺激才是关键，市场逐渐计价拜登当选

2020-10-11

投资周报：ZLB 约束下的美股风险溢价

2020-9-27

投资周报：如何正确地理解盈亏平衡通胀率

2020-9-20

目 录

1、 从自然利率来理解中美货币政策.....	3
2、 国内高频数据观察.....	5
2.1、 生产指标上升	5
2.2、 商品房销量同比回落	6
2.3、 物价普涨	7
2.4、 货币市场利率上行	8
2.5、 美元指数下降	8

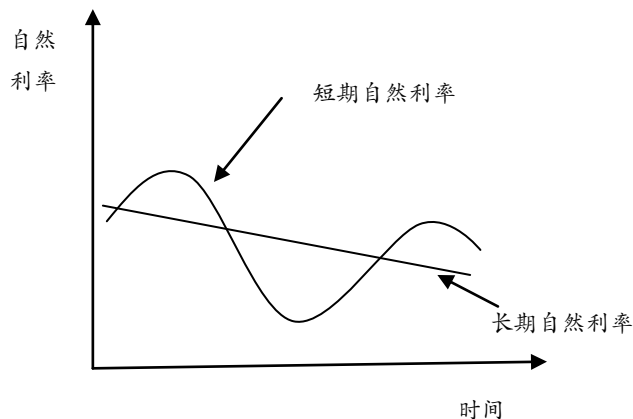
图表目录

图 1: 长期自然利率与短期自然利率	3
图 2: 疫情导致美国个人储蓄率先上升后下降	3
图 3: 货币政策事实上正常化.....	4
图 4: 自然利率与经济增速的关系	5
图 5: 高炉开工率持平	5
图 6: 全国焦化企业开工率上升	6
图 7: 汽车全钢胎、半钢胎开工率上升	6
图 8: 商品房周销量同比回落.....	7
图 9: 猪肉价格略升.....	7
图 10: 原油价格上升	8
图 11: 货币市场利率上行	8
图 12: 美元指数下降.....	9

1、从自然利率来理解中美货币政策

自然利率是货币政策利率的基准，货币政策利率低于自然利率会刺激经济，反之则会抑制经济。很多人认为自然利率是长期的，但是要想更好地理解疫情发生后的货币政策，有必要将自然利率分为长期自然利率、短期自然利率。影响长期自然利率的是技术进步、人口等因素，影响短期自然利率的则有临时冲击带来的消费、投资变化，以及财政政策等因素，这些会短期内改变资金的供给和需求。

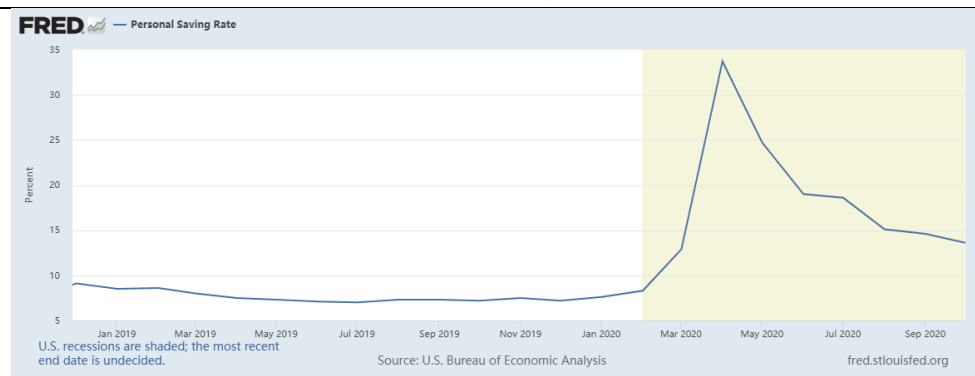
图1：长期自然利率与短期自然利率



资料来源：新时代证券研究所

疫情发生后，经济活动冷却，消费、投资减弱，这意味资金供给增加的同时资金需求下降，短期自然利率下降。为了稳定经济，需要将货币政策利率降至自然利率之下。美联储快速地行动，将联邦基金利率降至接近 0，但是为什么没必要实行负利率？即使短期内自然利率可能为负，但是疫情对经济的一部分影响是临时的，比如经济封锁、心理恐慌情绪，随着经济封锁解除、人们逐渐适应疫情，经济活动自然会恢复一些，短期自然利率也就会上升到 0 以上，因此，美国是没有必要实施负利率的。我们确实看到，疫情发生后美国个人储蓄率快速上升，但是随后逐渐下降。之所以欧洲、日本实施负利率，是因为技术进步、人口等因素导致的长期自然利率非常低，货币政策利率需要长期为负。但是美国的技术进步速度高于欧日，人口增速和结构也好于欧日，美国的长期自然利率是高于欧日的。

图2：疫情导致美国个人储蓄率先上升后下降



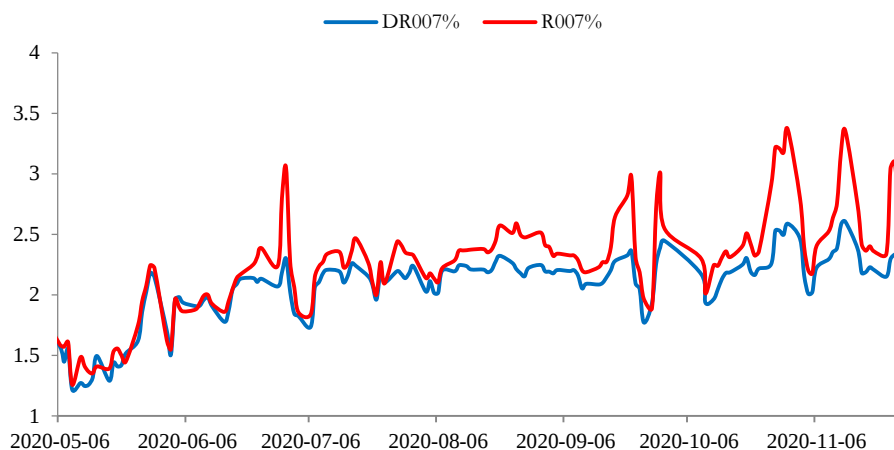
资料来源：FRED，新时代证券研究所

虽然美国短期自然利率会触底回升，但是疫情可能会拉低美国的长期自然利率，

美国货币政策利率有必要长期保持低位,即使未来加息也可能回不到疫情前。首先,疫情将使美国预防性储蓄进一步增加。其次,疫情更利于数字经济的发展,这将一方面导致垄断能力增加进一步提升储蓄率,同时,数字经济将减少投资需求。再次,此次危机美国企业没有去杠杆,相反杠杆率大幅提升,这意味未来美国企业加杠杆的空间也不会很大。然后,除非疫苗大规模应用,否则疫情将长期增加经济运行的摩擦。最后,低利率导致经济“僵尸化”,以及“磁滞效应”下,越来越多劳动力退出市场。

疫情发生后,中国短期自然利率同样也是先下降后上升。中国货币市场利率、金融机构贷款利率、各期限债券收益率5月开始回升,货币政策逐渐正常化,这背后的原因是疫情基本得到控制,人们的恐慌情绪缓解,经济活动逐渐活跃,不仅私人部门的消费和投资开始修复,政府部门投资更是快速增加,这些都提升了短期自然利率。短期自然利率上升,货币政策利率也需要随之调整,如此既可以防范金融风险,也不至于抑制经济。

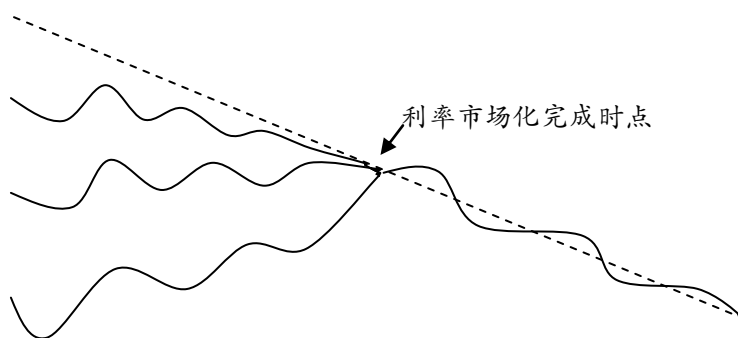
图3: 货币政策事实上正常化



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

长期自然利率受经济增速、储蓄率、资本收入份额、产业结构等因素影响。中国长期自然利率影响因素比美国更复杂,由于中国没有完成利率市场化,中国长期自然利率不会像美国一样主要受经济增速影响。中国债券收益率长期呈现“箱体运动”。次贷危机之后,虽然中国经济增速整体在下滑,但是利率市场化不断推进,这拉升了自然利率。利率市场化,一方面体现在民营企业融资自由化,另一方面体现在国企预算软约束逐渐打破。很不幸,近期的国企违约是利率市场化的一种表现。

自然利率和经济增速的关系取决于利率市场化进程(不考虑其他因素),如果利率市场化较快,则自然利率可能上升,如果利率市场化较慢,则自然利率可能下降,如果利率市场化进程适中,自然利率中枢可能不变。如果考虑其他因素,未来货币政策利率、债券收益率走势更加复杂,对待这个问题我们要谦卑,避免“盲人摸象”。

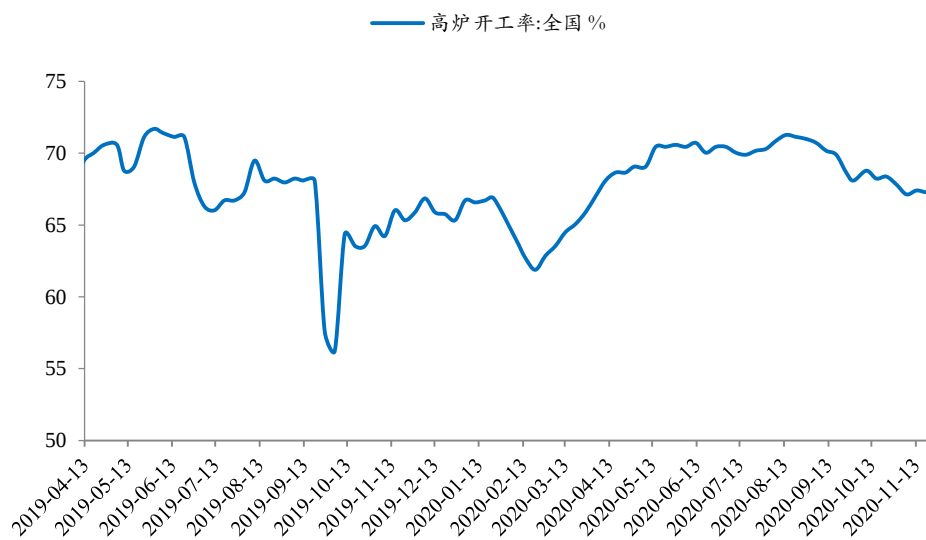
图4： 自然利率与经济增速的关系

资料来源：新时代证券研究所；注：实线是自然利率，虚线是经济增速

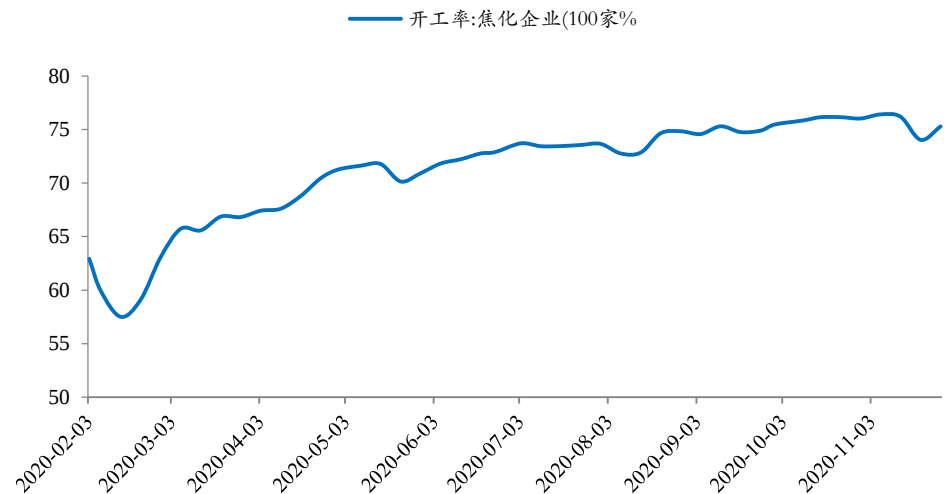
2、 国内高频数据观察

2.1、 生产指标上升

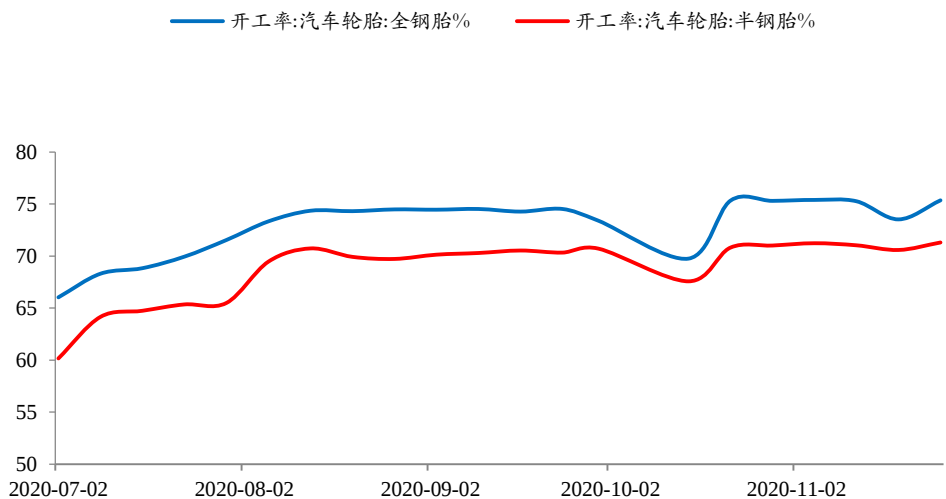
上周，生产指标上升。高炉开工率持平于 67.27%，全国 100 家焦化企业开工率上升 1.69%，汽车全钢胎与半钢胎开工率分别上升 2.5%、1%。

图5： 高炉开工率持平

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 全国焦化企业开工率上升

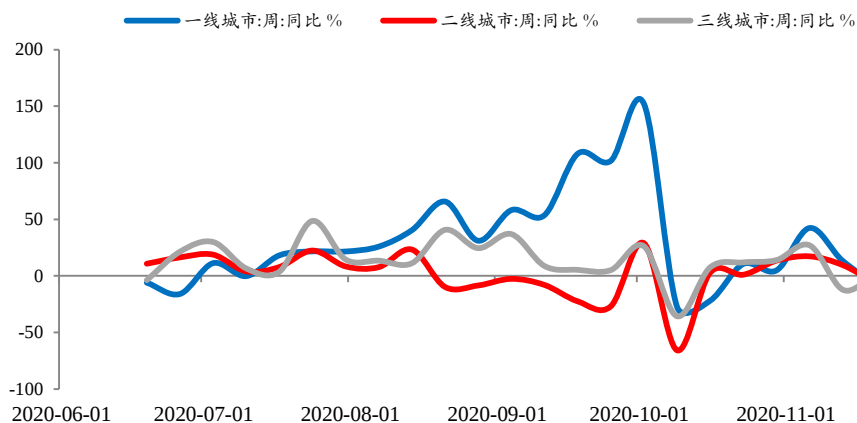
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 汽车全钢胎、半钢胎开工率上升

资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.2、商品房销量同比回落

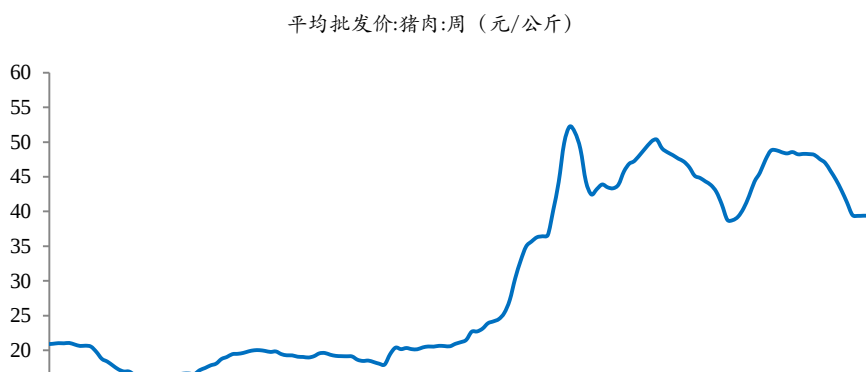
上周，30 大中城市商品房日均成交面积为 52.73 万平方米（前一周六至周五为计算周期），较前一周 48.55 万平方米上升。但是同比数据下滑，30 大中城市商品房成交面积同比下降 16.19%，其中，一二三线城市商品房销售面积分别同比下降 0.99%、21.99%、14.7%。

图8： 商品房周销量同比回落

资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：前一周六至当周五为周计算周期

2.3、 物价普涨

上周，28种重点监测蔬菜价格环比上涨0.81%，7种重点监测水果价格环比上升0.46%，猪肉批发价环比0.02%。原油价格上升，WTI原油价格环比上涨7.33%，布油价格环比上涨7.16%。

图9： 猪肉价格略升

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_1235

