

联储 VS 市场：谁更懂美国经济

摘要

- **美联储对经济的预测更为有效，但市场预期根据美联储经济预测进行调整会对美联储货币政策形成掣肘。**旧金山联储在其最近的报告《美联储是否更了解美国经济》中指出，对于两个季度以内的 GDP 走势预测，市场比联储要更准确，但是对于 1 年左右的 GDP 走势预测则联储则要更加准确。此外，市场往往会从联储的政策申明中推断联储对经济的看法，并修正自己的预测。市场的这种预测修正会影响货币政策的有效性。比如美联储在未来几个月加息的迹象令市场感到意外时，市场会向上修正对 GDP 增长的预测，这意味着未来收紧货币对经济影响减弱。而如果联储释放未来超预期的降息指引，则市场将感知到联储对未来经济的悲观预期，并进而做出反应，这可能导致经济放缓的意外后果。
- **日央行货币政策委员会委员片冈刚士在最近的报告中分析了德国的产业政策。**他认为德国“工业 4.0”的成功是因为建立了公共、私营、学术等领域的广泛合作，这提升德国产业的附加值，同时德国非常重视创新型企业的发展。德国的中小企业寻求在海外拓展业务，以寻找新的市场，为德国带来了众多的“隐形冠军”企业。日本和德国的共同特点是制造业在所有产业中占比较大，并且都面临出生率下降和人口老龄化。日本需要借鉴德国的做法，提高本国制造业附加值，以应对由新兴市场崛起带来的全球制造业竞争加剧的情形。
- **德国央行行长魏德曼表示，2019 年德国经济将保持在潜在产出增速 1.5% 以下，IMF 的预测的是 0.8%。汽车行业的生产问题，以及出口和私人消费的减少是拖累经济的主要原因。**德国经济已经步入“疲软期”，这意味着经济将暂时放缓一段时期，但在此期间经济不会陷入衰退。预计德国经济在暂停增长后将再次提速。
- **IMF 在其 4 月的《世界经济展望》报告中再次下调 2019 年全球经济增速至 3.3%。**虽然 2019 年初的经济增长疲软，但预计下半年增速将会回升。报告认为可以从商品价格周期的一致性来预测经济走势。可以发现，与全球工业生产周期最契合的是基本金属，其次是能源和化肥。食品饮料与全球 GDP 的同步性高于工业产出。商品价格的同步性反应了相对于供给或商品特定的需求因素之外，全球需求因素对商品价格拉动有多少。可以尝试使用商品价格一致性来预测经济周期的转折点。由于全球工业生产发布滞后两个月，而 GDP 发布滞后一个季度，因此利用商品价格一致性预测全球经济是很有用的指标。
- **中国人民银行近期召开了一季度例会，相比与 4 季度例会来说，最大的变化是重提把好货币供给总闸门，并强调“不搞大水漫灌”，同时保持流动性合理充裕，广义货币 M2 和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配。”**在 1 季度社融增速明显回升，经济逐步企稳的背景下，预计央行货币政策发力的节奏将放缓，流行性宽裕的情况或将减弱。但这并不意味着央行货币政策基调转向紧缩，经济只是初现企稳的迹象，依然需要宽松货币政策的支撑。
- **风险提示：全球经济下行超预期。**

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn
联系人：张伟
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

相关研究

1. 如何分析预测季度 GDP：生产法的角度——数据挖掘系列（二）（2019-04-16）
2. 融资回升经济乐观预期强化，政策发力节奏存在放缓可能（2019-04-14）
3. 实体融资持续回升的经济影响及政策启示（2019-04-14）
4. 季节性因素推升出口，外需依然总体疲弱（2019-04-14）
5. 通胀如期回升，但无需过度担忧（2019-04-12）
6. 全球流动性分析框架（2019-04-09）
7. 经济弱平稳，贸易谈判顺利推进（2019-04-07）
8. 地方政府隐性债务管控“欲速则不达”（2019-04-07）
9. 美债利率曲线倒挂预示经济衰退？这次或不一定（2019-04-01）
10. 季节性因素推升 PMI，经济继续弱平稳（2019-03-31）

目 录

1 《美联储是否更了解美国经济？》--旧金山联储	1
1.1 比较美联储与私营部门的预测	1
1.2 货币政策声明提供信号了吗	2
1.3 对货币政策的影响	3
1.4 结论	3
2 《日本经济、物价与货币政策》--日央行货币政策委员会委员片冈刚士	4
3 《德国经济活动显著放缓》--德国央行行长魏德曼	5
4 《商品价格与经济形势》--2019 年 4 月 IMF 全球经济展望	6
5 《货币政策委员会召开 2019 年第一季度例会》--中国人民银行	9
6 参考文献	10

图 目 录

图 1: 两种预测结果的比较	2
图 2: 对于货币政策意外变动而修正私营部门预测	2
图 3: 德国“工业 4.0”框架	4
图 4: 德国和日本的异同	5
图 5: 咖啡价格与全球 GDP	6
图 6: 棉花价格与全球工业产出	6
图 7: 铜价与全球工业产出	6
图 8: 布伦特原油价格与全球工业产出	6
图 9: 商品价格周期统计学描述	7
图 10: 商品价格与经济周期一致性（高一致性商品）	7
图 11: 商品价格与经济周期一致性（低一致性商品）	7
图 12: 商品价格周期一致性与全球工业生产	8
图 13: 提取的主成分与经济周期	8

1 《美联储是否更了解美国经济？》--旧金山联储

美联储是否更了解美国经济？也就是说，美联储的预测是否比其他预测包含了更多的信息？如果是这样的话，由于美联储的预测无法立即实现，公众是否能够从美联储的政策声明中推断出美联储对经济的看法，进而得到经济走势的更有效判断？

这些问题的答案不仅从预测的角度看很有趣，对于理解货币政策的实际运作也很重要。如果市场认为美联储的政策声明包含内幕信息，从而改变了他们的观点，那么这会是另一种货币政策影响经济的方式。例如，出乎金融市场意料的加息举措，就可以表明美联储对经济前景持有乐观的看法。从某种意义上来说，紧缩的货币政策对经济来说实际上是一种利好消息，与加息的典型效果相反。

旧金山联储近期的文章《美联储是否更了解美国经济？》使用了 1980 年至 2013 年的数据，验证了美联储与私营部门的预测。结果显示，对于短期的 GDP 的预测，私营部门的预测接近美联储的预测，但美联储对于 GDP 的长期预测往往更准确。

私营部门的预测者们试图从美联储的政策声明中更多的了解其观点。金融市场通常会修正他们对于美联储发布加息公告后利率走势的预期。该文分析了短期利率在不同水平上发生意外变化之后，私营部门预测是否会出现系统性的修正。可以发现，私营部门在预期未来短期利率上升之后，对于 GDP 的预期也会上升。也就是说，通过收紧货币政策利率，美联储可能含蓄地表示，它对经济走向的看法更为乐观，从而对 GDP 的商业预测更为积极。相对于当前的经济状况，美联储对未来 GDP 走势拥有更多的洞见，该文章也讨论了这些结果对货币政策的潜在影响。

1.1 比较美联储与私营部门的预测

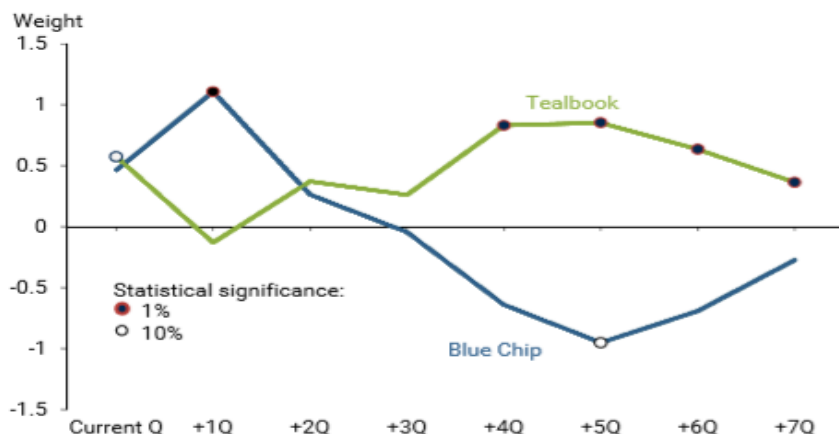
在每次联邦公开市场委员会（FOMC）会议前，联邦储备委员会的工作人员都会计算对于美国经济的预测。这些预测收集在 Tealbook 中，然而这些预测只有在该次会议五年后才公布。

除了美联储的预测，还有许多不同私营部门的预测。本文研究重点在于蓝筹股经济指标（Blue Chip Economic Indicators），这是来自包括金融市场数位参与者在内的不同机构专业预测者们所做出的月度调查。特别的是，本文分析了蓝筹股调查公司对当前季度的平均 GDP 增速的预测，被称为及时报告，以及对未来 7 个季度的预测。

将 Tealbook 预测与蓝筹股预测进行比较，蓝筹股预测是在 Tealbook 预测编制后一个月提交。这就给了私营部门一个微小的时间优势。通过评估未来季度实际国内生产总值(GDP)增长与 Tealbook 和蓝筹股中的预测之间的统计关系。实证结果将两种预测的准确性都描述为权重。权重为 1 表示可以完全信任特定的预测，权重为 0 意味着预测可以被忽略，权重为负表示预测结果相反。

从当前季度到最多两个季度的区间来看，蓝筹股经济指标的预测权重为正，即私营部门预测效果可以信任。在未来的一段时间内，私营部门预测的权重变为负，即不可信任。相比之下，尽管美联储在短期预测上处于劣势，但在未来四至五个季度内，美联储的预测权重为 0.85，接近于完全可信任水平。因此，与私营部门未来几个季度的预测相比，美联储对于 GDP 的预测提供了更有价值的信息。

图 1：两种预测结果的比较



数据来源：Paul(2019)，西南证券整理

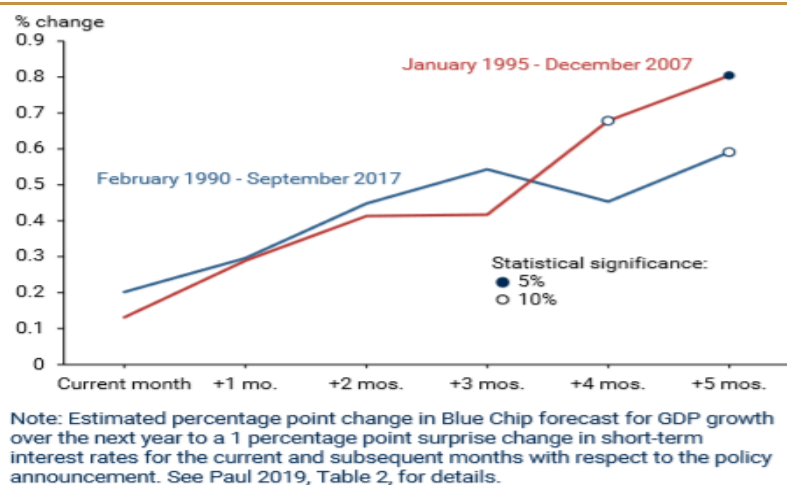
正因美联储 Tealbook 的预测并不能立即为公众所知，商业预测者们也不可能简单地将美联储的观点纳入自己的预测中去。后边，该文章测试了私营部门的经济预测是否会试图从美联储的政策声明中推断联储的观点。

1.2 货币政策声明提供信号了吗

为了检验私营部门是否吸收了美联储的预测，可从通过货币政策的意外变动来观察。这是由联邦公开市场委员会(FOMC)公告发布后，在一个短期窗口内衡量的短期利率的未来合约价格变动得出的。因此，它们反映了预期短期利率在回应 FOMC 公告中发布的消息时出现的意料之外的变动。

通过货币政策的意外因素来衡量短期利率从当前月份到未来 6 个月的不同水平。观测的是私营部门对未来一年 GDP 的预测，是如何与每一次货币政策的意外因素相关联的。

图 2：对于货币政策意外变动而修正私营部门预测



数据来源：Paul(2019)，西南证券整理

对于近期的短端利率，估计系数较小且不显著。然而，对于政策宣布几个月后的利率意外因素，这些系数是正的，显著的。这些发现表明，当美联储在未来几个月加息的迹象令金融市场感到意外时，私营部门的预测者会向上修正他们对 GDP 增长的预测。

这些结果似乎与货币政策效果的标准理论相矛盾，该理论认为，未来货币政策的收紧与 GDP 增长预测的下降有关。而本文的调查结果与以下观点一致，也即联邦公开市场委员会 (FOMC) 的声明公布了有关美联储观点的信息，私营预测机构也相应地改变了他们对经济活动的预期。

1.3 对货币政策的影响

这些结果对货币政策的效果以及如何与公众沟通有着重要的影响。

首先，利率政策的影响取决于美联储是否在发布有关其政策信息的同时发布有关经济状况的信息。美联储的前瞻性指引尤其如此，它会改变市场对未来利率的预期。如果加息与积极的经济前景乐观同步，公众可能会对紧缩政策和新信息做出反应。

其次，当美联储的观点与公众的观点严重背离时，可能会出现政策行动与信息发布的潜在权衡，这可能会改变利率决策的最佳时机。例如，如果美联储对经济前景出现负面预测，并降低利率以提供一些经济刺激，公众可能会推断出此举背后的意图，并对这种解释做出反应，而不是对利率本身做出反应；这可能导致经济放缓的意外后果。

最后，从更广泛的意义上讲，美联储发布的任何有关经济未来状况的信息——例如，通过季度经济项目摘要发布的长期观点——都可能影响公众的观点。因此，这些释放的信息可被视为影响预期和经济走势的工具。

1.4 结论

美联储对未来偏中长期的 GDP 走势的预测可能比私营部门的预测更为准确。然而，由于美联储的这些预测并不为公众所知，人们试图从其政策声明中了解美联储的观点。当美联储出乎市场意料地预测未来利率将上升时，它发出的信号是，它预计经济增长将更加强劲。从这则消息中，预测者修正了他们对未来 GDP 增长路径的预期。这种预测修正影响了货币政策的有效性，对实证研究货币政策的效果提出了挑战。

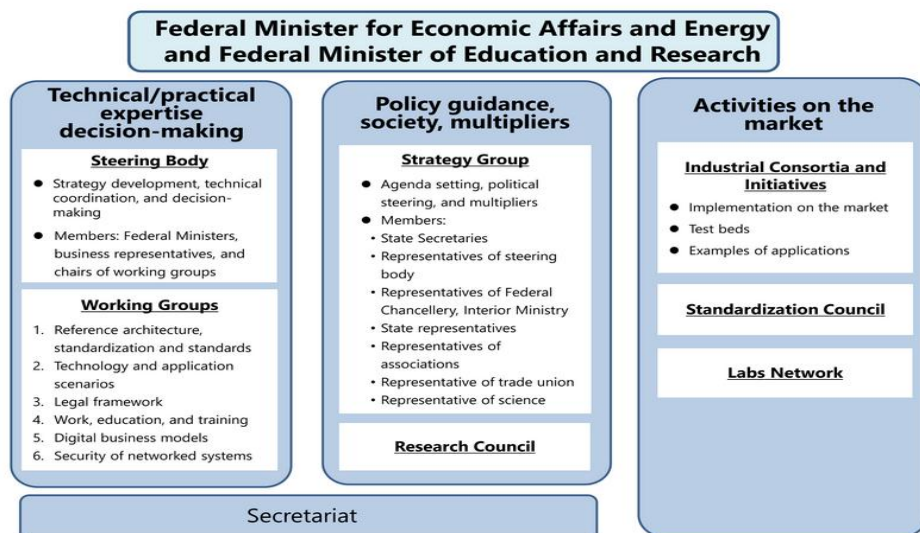
2《日本经济、物价与货币政策》--日央行货币政策委员会委员片冈刚士

德国的产业政策及其对日本的启示

“工业 4.0”是德国联邦政府于 2011 年提出的一项国家战略，德国联邦政府在执行这项政策方面发挥了主导作用。“工业 4.0”的框架包括政府参与，联邦政府部长担任主席，以及一个从管理层到实操层面，包括企业家、工会、和研究机构，都在鼓励公共、私营、学术等每一个领域的广泛合作。换句话说，政府不仅起草基础性战略和促进政策，还建立了一个将中小企业的观点和概念集合起来的结构，为了将政策的效果传播至每一个价值链的末端。

此外，公共、私营和学术部门之间稳固合作的良性循环成为可能，部分原因是德国国家政府的经济事务部长往往高度专业化，并且大学等机构的研究人员非常希望将他们的研究成果用于商业。

图 3：德国“工业 4.0”框架



数据来源：德国联邦经济事务和能源部《工业 4.0 平台结构》，西南证券整理

除了联邦政府的“工业 4.0”，德国地方政府也积极支持初创企业作为促进工业发展的手段。在创业的整个过程中，从产生商业想法和制定商业计划的早期阶段，到筹集资金和推销产品，直到企业最终能够自立，知识、技能和资金都是必不可少的。在每一个阶段，地方政府都代表自己对新企业给予相当大的支持和投资，积极发挥催化剂的作用，鼓励对新企业的投资。

日本和德国的共同特点是制造业在所有产业中占比较高、出生率下降和人口老龄化。虽然德国中小企业管理者的老龄化速度比日本要慢，但是企业的顺利传承和新企业的发展也是德国的重要任务。另一个共同的挑战是，日本和德国都需要提高本国制造业的附加值，以应对新兴经济体崛起导致的全球制造业竞争加剧。

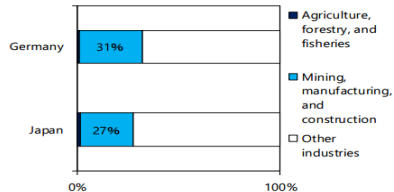
另一方面，日本和德国之间也有差异。一个特别显著的差异是，德国中小企业在海外拓展业务和出口产品方面比日本中小企业更为积极。因此，德国有许多“隐形冠军”，即那些拥有全球市场份额、在特定细分业务领域处于领先地位的企业。

考虑到出生率下降和人口老龄化，日本可以从德国的产业政策和中小企业中吸取很多教训。德国产业政策的目标是通过公共、私营、学术等领域的广泛合作，提升国内产业的附加值，重视支持创新型企业。德国的中小企业寻求通过自己的力量在海外拓展业务，以寻找新的市场。而日本的情况则不同，日本的海外业务扩张通常取决于其所属的企业集团。日本和德国有着许多共同的特点，通过加强合作，可以扩大彼此的商业机会。

图 4：德国和日本的异同

Similarities and Differences between Germany and Japan

(1) Industrial distribution

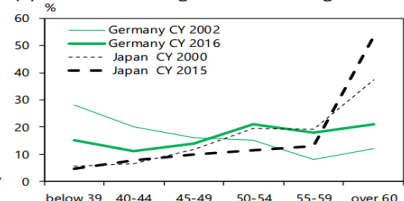


Note: Figures are as of CY 2018 for Germany and as of FY 2017 for Japan.

Sources: Statistisches Bundesamt, "National accounts"; Cabinet Office, "Annual Report on National Accounts for 2017."

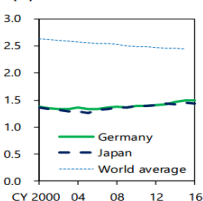
(2) Declining birthrate and aging population

(a) Distribution of ages of SME managers

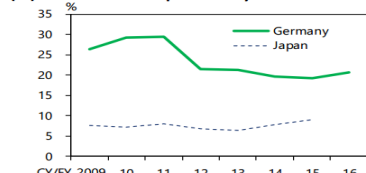


Sources: KfW; The Small and Medium Enterprise Agency, "White Paper on Small and Medium Enterprises in Japan"; World Bank.

(b) Birth rates



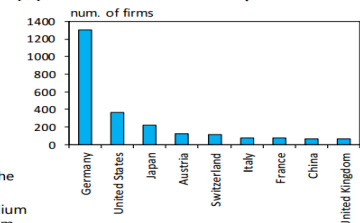
(3) Share of exports by SMEs



Note: Horizontal axes are CY for Germany and FY for Japan. The latest figure available for Japan is for fiscal 2015.

Sources: OECD, "Exports by Business Size"; The Small and Medium Enterprise Agency, "White Paper on Small and Medium Enterprises in Japan."

(4) International comparison of "hidden champion"



Note: The three criteria to be considered a "hidden champion" are the following: (a) the firm is among the top three in the global market or is number one for a particular niche business area on the continent where the firm is based, (b) the firm has less than 5 bil. euro in revenue, and (c) the firm is little known to the general public.

Source: Hermann Simon, *Hidden Champion of the 21st Century*.

数据来源：日本央行，西南证券整理

3 《德国经济活动显著放缓》--德国央行行长魏德曼

德国经济活动明显放缓，2019 年的经济增长可能远远低于 1.5% 的潜在产出增长。国际货币基金组织预测的 2019 年德国 GDP 为 0.8%。从目前指标看，微弱增长也是合理的。

德国经济活动在 2018 年下半年显著放缓，迄今为止没有任何全面改善的迹象。汽车行业的生产问题，以及出口和私人消费的减少拖累经济的主要原因。不过，私人消费将从疲弱的状态中复苏，并为经济增长提供支撑。今年头几个月，零售业录得增长，家庭机动车注册量也有所增加。但整体来看，德国经济的增长前景依然黯淡，所谓的“隐形冠军”企业也面临挑战。

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_13094

