

低利率时代下的 A 股不变回暖趋势

日期：2019 年 4 月 9 日



分析师：胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyuxiao@shzq.com

执业证书编号：S0870510120021

报告编号：

相关报告：

- 《美元强弩之末 人民币稳中趋升》
(2018 年 7 月 16 日)
- 《货币退出路径：选择与比较》
(2018 年 3 月 22 日)
- 《“去杠杆”下的股市趋势分析》
(2018 年 2 月 12 日)
- 《中国主权债务为何保守？》
(2017 年 7 月 5 日)
- 《中国经济新常态中步入新周期》
(2017 年 4 月 20 日)
- 《“资金荒”的前世与来生》
(2017 年 5 月 15 日)
- 《风险、杠杆与紧货币》
(2017 年 7 月 20 日)

■ 主要观点：

2008 年金融危机开启负利率时代

2008 年金融危机发生后，为拯救金融体系，西方国家主要央行的主要政策利率先后被降至零，甚至为负。随着零利率政策（ZIRP: zero interest rate policy）的普及，西方社会就进入了负利率时代。负利率时代的常在，很大程度上应该是全社会风险偏好普遍下降、以及资本边际报酬下降的结果。危机后的低资本回报率和风险溢价率，极大地压低市场利率水平，使得货币政策 ZIRP 成为了常态。

负利率时代的政策效应

持续多年的 ZIRP，造成了事实上的负利率时代。长期实施 ZIRP，并没有促使商业银行等金融机构的更加积极放贷，相反造成了金融机构的日趋保守。长期实行 ZIRP，导致的最直接后果，就是央行资产负债表的过度扩张。ZIRP 实际上也难以有经济刺激效果。负利率使得投资者的风险偏好更低，资本收益下降，从而财产性收入降低，在经济景气平稳的情况下，居民的消费倾向减少、节俭倾向增加，全社会的需求更加下降。ZIRP 最为受益的是金融机构，但负利率时代也谈不上金融机构的黄金期（ZIRP 下的金融机构扩张并不踊跃）。ZIRP 显然最有利于金融体系机能的回复，ZIRP 总是伴随有量化宽松，因而金融体系可以借“低利率+宽数量”的货币环境，修复自身在危机期间受损的资产负债表。负利率时代资本市场的一个显著变化，是去股权化趋势的持续。危机后美国股市的持续上涨，以及欧洲股市的平稳，靠的是“缩股”，而不是复苏的经济。

中国 A 股持续回暖趋势不变

中国股市的运行主要由国内因素决定，走势相对独立。即使美股下行中有剧烈震荡，中国股市的持续回暖趋势也不会改变。有投资者担心科创板施行后的市场“扩容”冲击，实际上，从海外实践看，注册制下并非没有扩容节奏控制；另一方面，从近几年的规模上看，对市场规模真正形成冲击的是二次增发，近 5 年增发融资和 IPO 筹资的规模比在 5-10 之间。而随着监管部门对相关行为的规范，以及市场变化，增发的扩容压力已基本消除。经济运行前景的稳中偏暖态势，为中国资本市场的平稳运行，奠定了坚实基础。展望未来，资本市场能走多远主要取决于经济回升预期能否确立。随着 G20 上中美达成新一轮经济协商的共识，中美贸易发展将迎来一段确定的平稳期，中国国内的改革进程也将继续推进。随着中国经济走出“底部徘徊”阶段迹象的愈发呈现，中国资本市场慢牛格局的趋势将愈发明显。

目 录

一、 ZIRP 未曾远去	1
1. 2008 年金融危机开启负利率时代	1
2. 负利率时代的延续和发展	3
二、 负利率时代的政策效应	5
1. 普遍的 ZIRP，持续的负利率	5
2. 负利率推升央行报表规模	5
3. 负利率降低社会风险偏好	6
4. 如何终结 ZIRP	7
三、 负利率时代的去股权化发展趋势	2
1. 负利率、融资次序和去股权化	2
2. 欧美去股权化趋势未变	4
四、 中国 A 股的不变回暖趋势	6
1. 美股韧性犹存	6
2. 中国 A 股持续回暖趋势不变	8

图

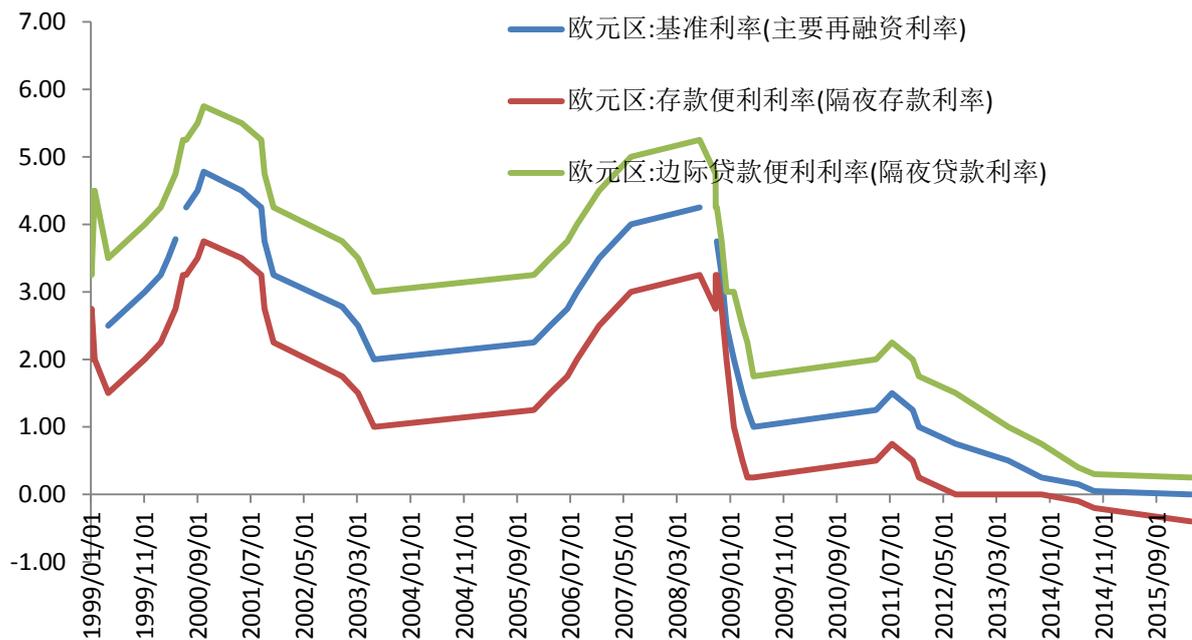
图 1 欧洲央行的的基准利率下降态势（同比，%）	1
图 2 FED 基准货币利率变动（变动日，%）	2
图 3 美国基准利率带动货币市场利率变动态势（%）	2
图 4 美流动性变化和 QE 的出台（%）	3
图 5 2008 危机后欧洲经济的二次探底态势	4
图 6 负利率时代持续的逻辑	4
图 7 全球主要央行货币乘数的变化	5
图 7 全球主要央行资产负债表规模的变化（2006=100）	6
图 9 日本 Sentix 投资信心指数危机后持续低迷	7
图 10 日本的通货膨胀变化（同比，%）	1
图 11 美国联邦支出结构比重的变化.....	2
图 12 “去股权化”趋势的形成和发展	3
图 13 美国上市公司家数和市值占比变化（%）	4
图 14 美国股指的持续上涨态势	5
图 15 美国国债收益率的变化（YTM-10Y,%）	6
图 16 FED 的资产构成的中长期化趋势（%）	7
图 17 美国股市波动率的变化（当月）	7
图 18 中国股市融资规模的变化（当月）	8

一、ZIRP 未曾远去

1. 2008 年金融危机开启负利率时代

在现代信用货币体系下，在利率市场化早已完成的西方金融体系，货币政策的操作利率是指准备金市场上的利率，即基础货币的成本，如美国的联邦基金利率、欧洲央行的主要再融资利率和存款便利利率、日本央行的无担保隔夜拆借利率。2008 年金融危机发生后，为拯救金融体系，西方国家主要央行的主要政策利率先后被降至零，甚至为负。随着零利率政策（ZIRP: zero interest rate policy）的普及，西方社会就进入了负利率时代。自 2009 年瑞典央行率先实施负利率以来，全球主要央行也先后跟进：2008 年末，FED 将联邦基金目标利率降至零；2011 年和 2014 年，ECB 将存款便利利率先后降至零和负值；而日本央行则在上世纪泡沫破灭后，零利率政策是其常态。

图 1 欧洲央行的的基准利率下降态势（同比，%）



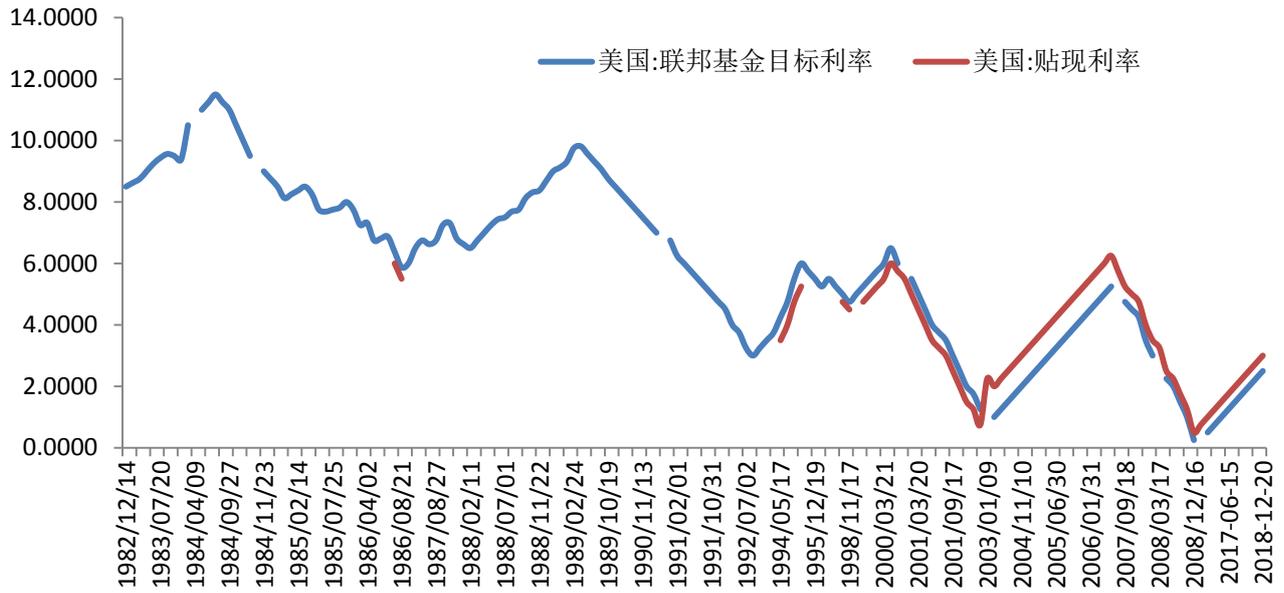
数据来源: Wind, 上海证券研究所

2012 年德拉吉执掌 ECB，向市场发出“不惜一切代价”拯救金融市场的宣示信号，并于 7 月 11 日首先将央行的隔夜存款利率（存款便利利率）降至 0；2 年后的 2014 年 6 月 11 日，降至零下方，正式进入负利率时代。

期间，其它基准货币利率当然也跟随下降至近零水平。

2008 年金融危机发生后，美联储快速将基准利率下调，联邦基金目标利率由年初的 4.75，快速下降到年末的 0.5，下降速度史无前例。

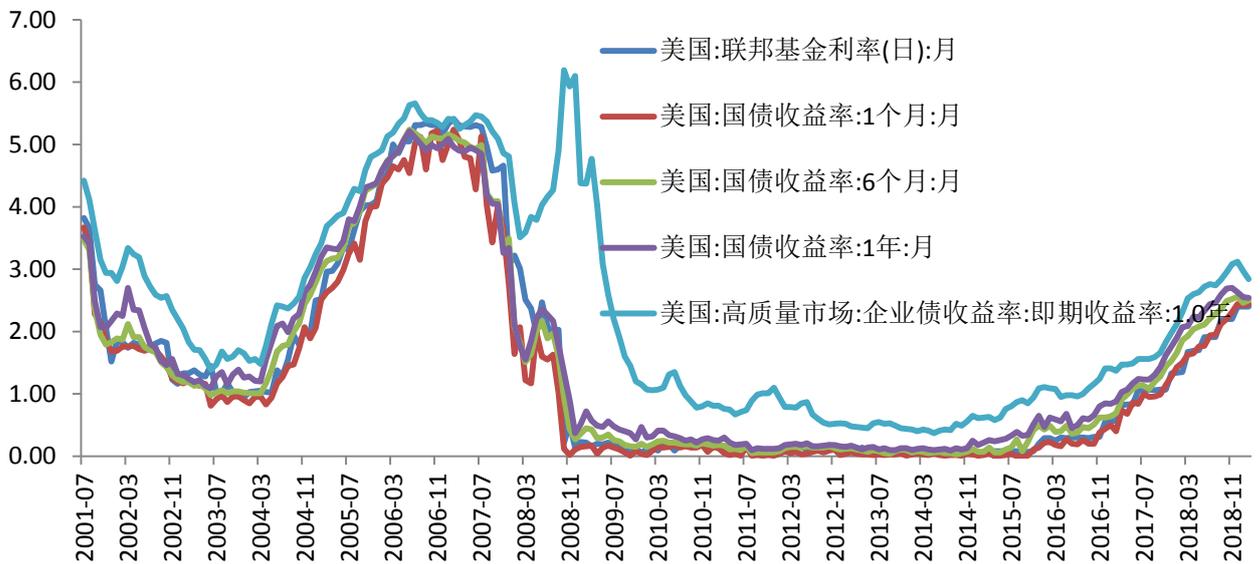
图 2 FED 基准货币利率变动 (变动日, %)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

联邦基金利率的下行, 直接带动了货币市场利率的下行, 有效缓解了金融市场的压力。

图 3 美国基准利率带动货币市场利率变动态势 (%)

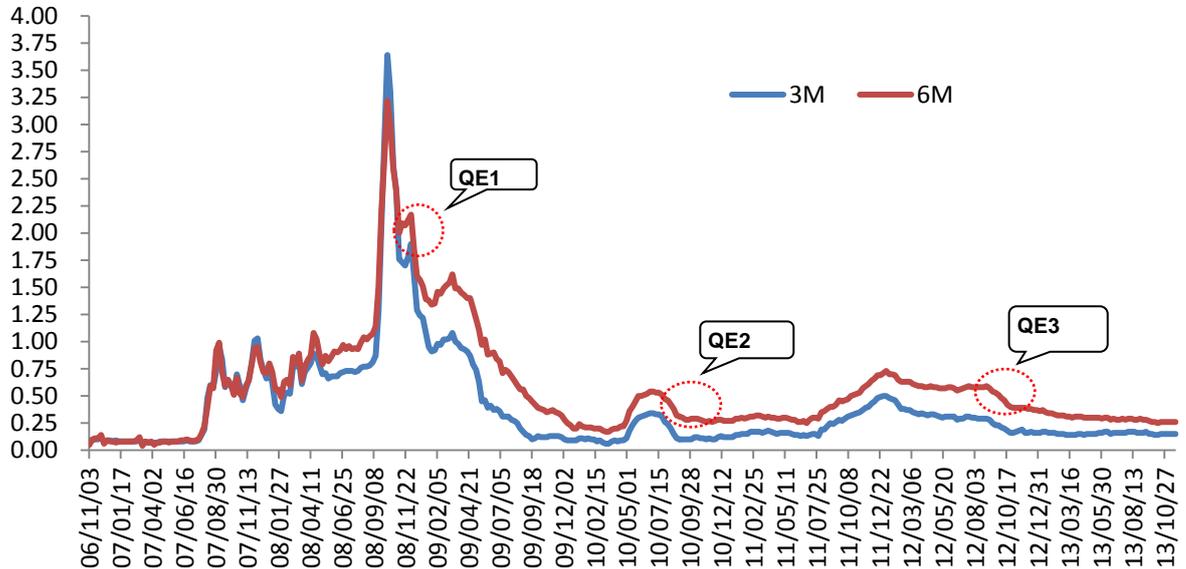


数据来源: Wind, 上海证券研究所

美国金融市场的流动性紧张状态也因货币市场利率下降而大为好转。金融危机带来的流动性冲击得到有效缓解。从衡量美元流动性的指标 LOBOR-OIS 间的利差 (3 月期和 6 月期) 走势看, 流动性紧张增加了金

融体系压力，逼出了 QE。从这个角度看，美国量化宽松政策主要是为了救金融体系，是为了稳定金融。从效果上看，FED 的政策也是有效的，每轮 QE 出台之后，美元的流动性紧张程度都得以大缓解。

图 4 美流动性变化和 QE 的出台 (%)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

2. 负利率时代的延续和发展

就如危机后 10 年世界经济仍未能走出危机阴影，出乎市场意料的是，负利率时代至今未有离开迹象：欧洲央行和日本央行的负利率政策一直未有变动，美联储虽然进行了数轮加息，但利率仍远离正常化水平，而经济和金融等已对再加息形成严重拖滞。西方货币退出不仅面临停滞，而且还越来越多地呈现了再宽松的迹象。美联储最新的议息政策会议(2019 年 3 月 20 日)宣布，终止持续三年的货币政策紧缩行动，停止升息并预测年内不再升息，9 月停止缩表。欧洲央行则再度推迟货币收紧政策计划，将危机后首次加息指引再延后至最早 2020，并启动了第三次定向长期再融资计划 (TLTRO III)。

就经济效应而言，按照“流动性陷阱”理论，不用说负利率政策，就是低利率政策，也是无效的，因而也不应该出台。2008 年危机后的量化宽松，其实也是利率降低空间消失后的无奈选择。现实中负利率政策出现、普及，并长期持续，说明负利率时代的形成，有着另外的成因。一般认为，经济持续低迷和危机后风险偏好的下降，以及低通胀、低资本边际收益的局面，造成了负利率时代的持续。从实际情况看，持续的低通胀、甚至通货紧缩，在日本之外的地区并不常见，美国经济在经历了危机期

间的短暂萎缩后，很快恢复正常；欧洲经济虽然因欧债危机引发了2012-2013两年的“二次探底”，但也很快回升至正常；欧美物价除了在2015-2016年间表现低迷外（轻微通缩），大部分时间都在正常区间偏低位置运行。

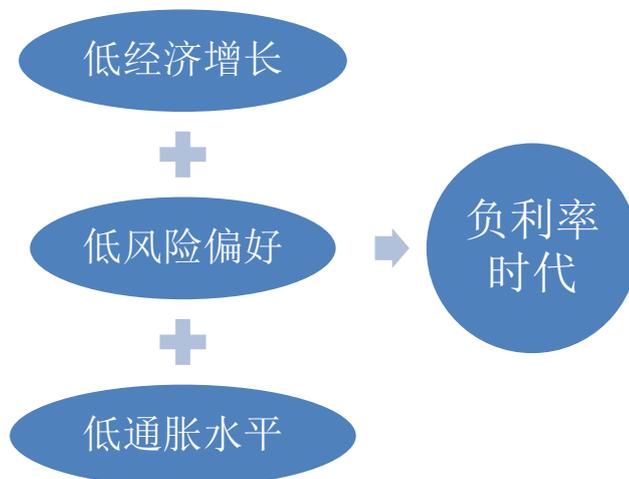
图 5 2008 危机后欧洲经济的二次探底态势



数据来源：上海证券研究所

可见，经济和物价并不足以使 ZIRP 成为常态。负利率时代的常在，很大程度上应该是全社会风险偏好普遍下降、以及资本边际报酬下降的结果。危机后的低资本回报率和风险溢价率，极大地压低市场利率水平，使得货币政策 ZIRP 成为了常态。

图 6 负利率时代持续的逻辑

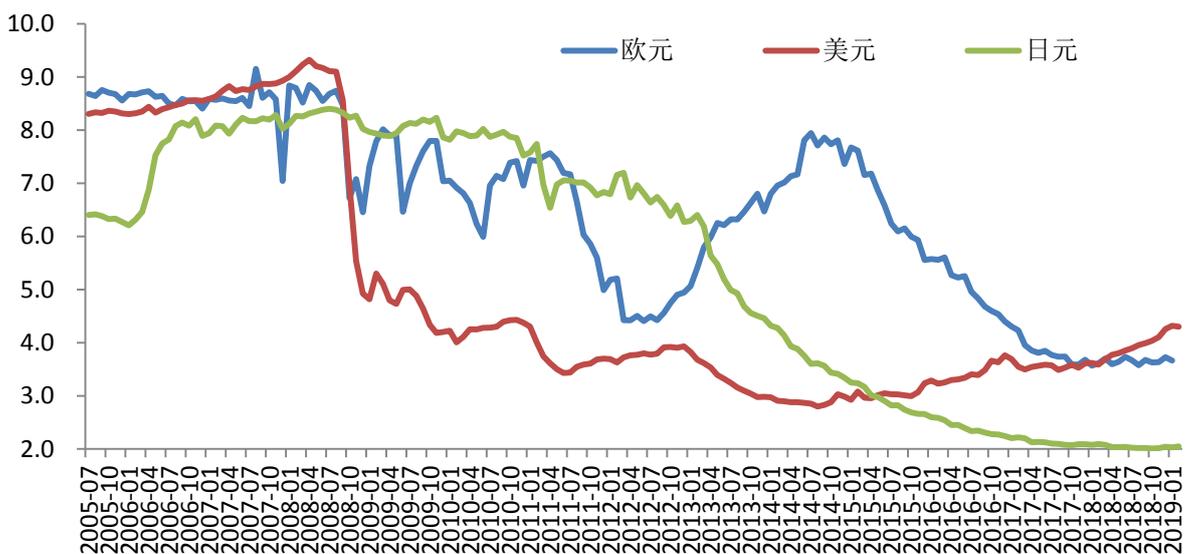


二、负利率时代的政策效应

1. 普遍的 ZIRP，持续的负利率

持续多年的 ZIRP，造成了事实上的负利率时代。长期实施 ZIRP，并没有促使商业银行等金融机构的更加积极放贷，相反造成了金融机构的日趋保守。金融危机对欧美金融体系机能造成了极大的伤害，金融放贷能力下降，衡量金融体系信用创造能力的货币乘数降低，FED、ECB 的货币乘数降低到了危机前约 1/3 的水平，日本央行则降低到了 1/4。可见，西方实行量化宽松是尤其必要性的，而中国金融体系并未收到冲击，以反危机的名义行货币过度扩张之实，必然带来后续过高宏观杠杆、高资产泡沫等一系列问题，使得本已艰巨的经济转型任务，又增加了政策消化一项艰巨内容。ZIRP 并没能有效提升金融机构扩张意愿的事实，说明凯恩斯的“流动性陷阱”理论，是确实存在的。

图 7 全球主要央行货币乘数的变化



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_13279

