

全球货币政策的两个新变化

报告摘要

● 全球货币政策的两个新变化

上周全球央行的货币政策出现了两个新变化：一是12月19日，瑞典央行加息25BP至0%，结束了近5年的负利率政策；二是12月19日，印度央行宣布于23日通过公开市场进行买长卖短的扭曲操作，规模为1000亿卢比。对此我们简评如下：

1、瑞典央行结束负利率政策

12月19日，瑞典央行加息25个基点至0%，结束了实行近五年的负利率政策，并且预计利率将在较长时间内维持不变。从数据上来看，瑞典的经济形势并没有明显改观：实际GDP增速比2015年还要更差；CPI尽管比2015年稍高，但依然低于2%的央行目标；PPI近期出现了十分明显的下滑，经济依然面临着通缩的压力。按照传统的经济学理论，在经济表现不佳的情况下，央行不应该加息，但是瑞典央行却选择在此时加息，表明负利率政策已经对经济产生了比较大的影响：比如负利率相当于对商业银行征税，会影响到商业银行的利润水平；再比如负利率导致资产价格越来越高，给金融体系带来风险。实际上，近期除了瑞典央行以外，美联储和欧央行的许多官员都表达了对负利率的反对，美联储在10月份的议息会议上，所有委员都否决了负利率，并且认为不仅在经济良好的情况下不会采用负利率，对经济陷入衰退时采用负利率也深表怀疑。因此，此次瑞典央行的加息可能意味着一个发达市场货币政策的转折点，负利率政策在实行了7年之后，对经济和金融反而可能起到了负面的作用，如今已经迎来了央行的再审视。

2、印度央行实行扭曲操作

12月19日，印度央行表示，将于12月23日通过公开市场进行买长卖短操作，以6.45%的票面利率购买2029年到期的长期票据1000亿卢比，并出售等量明年到期的短期票据。这实际上就是美联储在2011-2012年实行过的扭曲操作，主要目的在于通过买长卖短，压低长期借款成本，并刺激银行放贷。金融危机后，美、欧、日发达经济体开始实行“第二代货币政策”，主要工具是量化宽松、扭曲操作、分层利率、收益率控制等；而新兴市场国家仍然在实行“第一代货币政策”，主要工具是降息，今年以来，新兴市场的降息幅度也很大。在今年5次降息、以及政府宣布推出百万亿的基建投资计划的情况下，印度央行仍然进一步加码宽松政策，采用扭曲操作来降低长端利率。因此，此次印度央行的扭曲操作可能意味着一个新兴市场货币政策的转折点，即在常规工具仍有空间、且没有发生危机的情况下，新兴市场的货币政策正开始转向“第二代”。而发达市场是在常规工具没有空间、且发生金融危机的情况下，货币政策才转向的“第二代”，对比而言，这实际上也是新兴市场经济金融脆弱性的一种表现。

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

姚世泽

szyao@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究：

莫尼塔研究是财新集团旗下的一家独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。



目录

一、主题评论：全球货币政策的两个新变化.....	3
二、海外重点事件追踪.....	5
1、英国下议院通过脱欧协议法案.....	5
2、美国众议院投票通过对总统特朗普的弹劾案.....	5
3、美、欧、英公布 PMI 数据.....	5
4、美国房地产市场继续向好.....	6
5、美国众议院通过新预算案.....	6
6、日本批准创纪录 102.7 万亿日元年度预算.....	6
三、大类资产走势回顾.....	6
1、汇率：美元指数回升至 97.69.....	6
2、商品：原油价格继续上涨.....	7
3、股债：全球股市继续上涨.....	7
四、海外央行观点追踪.....	8
1、美联储主要官员表态追踪.....	8
2、欧央行主要官员表态追踪.....	8
3、日央行主要官员表态追踪.....	8
4、其他央行主要官员表态追踪.....	8
五、海外市场机构观点追踪.....	9

图表目录

图表 1：全球实行负利率的国家.....	3
图表 2：瑞典的实际 GDP 增速比 2015 年还更差.....	3
图表 3：瑞典的 CPI 和 PPI 表现也并不好.....	3
图表 4：主要新兴市场国家降息幅度.....	4
图表 5：上周美元指数回升至 97.69.....	7
图表 6：上周英镑出现大幅下跌.....	7
图表 7：上周原油价格继续上涨.....	7
图表 8：上周黄金价格小幅下跌.....	7
图表 9：上周全球股市继续上涨.....	8
图表 10：上周美德、美日利差均上升.....	8

一、主题评论：全球货币政策的两个新变化

上周全球央行的货币政策出现了两个新变化：一是12月19日，瑞典央行加息25BP至0%，结束了近5年的负利率政策；二是12月19日，印度央行宣布于23日通过公开市场进行买长卖短的扭曲操作，规模为1000亿卢比。对此我们简评如下：

1、瑞典央行结束负利率政策

12月19日，瑞典央行加息25个基点至0%，结束了实行近五年的负利率政策，并且预计利率将在较长时间内维持不变。在此次加息之前，全球共有5家央行实行负利率政策（图表1），按照时间先后，丹麦央行于2012年7月实行负利率政策，目前的利率为-0.75%；欧洲央行于2014年6月实行负利率政策，目前的利率为-0.5%；瑞士央行于2014年12月实行负利率政策，目前的利率为-0.75%；瑞典央行于2015年2月实行负利率政策，2019年1月加息25BP到-0.25%，本次再次加息25BP到0%；日本央行于2016年2月实行负利率政策，目前的利率为-0.1%。

图表 1：全球实行负利率的国家



来源：Sina，莫尼塔研究

从数据上来看，瑞典的经济形势并没有明显改观：实际GDP增速比2015年还要更差（图表2）；CPI尽管比2015年稍高，但依然低于2%的央行目标；PPI近期出现了十分明显的下滑，经济依然面临着通缩的压力（图表3）。根据瑞典国家经济研究院发布的预测，瑞典经济已经进入一个明显放缓的阶段，预计2019年GDP增速为1.1%，2020年GDP增速为1.0%；通胀也将继续保持在低位，预计2019年通胀率为1.7%，2020年通胀率为1.6%，而且在2024年之前都达不到央行的目标水平。

图表 2：瑞典的实际 GDP 增速比 2015 年还更差 图表 3：瑞典的 CPI 和 PPI 表现也并不好



来源：Wind，莫尼塔研究



来源：Wind，莫尼塔研究

按照传统的经济学理论，在经济表现不佳的情况下，央行不应该加息，但是瑞典央行却选择在此时加息，表明负利率政策已经对经济产生了比较大的影响。就负利率政策的效果来看，负利率刺激信贷的效果并不是特别大，反而对经济可能产生许多不利因素：比如负利率相当于对商业银行征税，会影响到商业银行的利润水平；再比如负利率导致资产价格越来越高，给金融体系带来风险。实际上，近期除了瑞典央行以外，还有许多国家央行表达了对负利率的反对：（1）美联储官员多次表示负利率并非经济健康的标志，在10月份的议息会议上，美联储所有委员都否决了负利率，并且认为不仅在美国经济仍在增长的情况下不会采用负利率，对经济陷入衰退时采用负利率也深表怀疑；（2）欧央行内部对是否应该继续推进负利率分歧非常大，今年9月欧央行将利率从-0.4%下降至-0.5%，但许多委员对此均持有反对意见，比如意大利央行行长维斯科表示不鼓励在负利率方向继续深入，欧央行管委霍尔茨曼表示负利率对保险公司和养老基金构成很大的风险。

因此，此次瑞典央行的加息可能意味着一个发达市场货币政策的转折点，负利率政策在实行了7年之后，对经济和金融反而可能起到了负面的作用，如今已经迎来了央行的再审视。

2、印度央行实行扭曲操作

12月19日，印度央行在一份声明中表示，将于12月23日通过公开市场进行买长卖短操作，以6.45%的票面利率购买2029年到期的长期票据1000亿卢比，并出售等量明年到期的短期票据，以期令收益率曲线的长端利率有所下降。这实际上就是美联储在2011-2012年实行过的扭曲操作，主要目的在于通过买长卖短，压低长期借款成本，并刺激银行放贷。

金融危机后，美、欧、日发达经济体开始实行“第二代货币政策”，主要工具是量化宽松、扭曲操作、分层利率、收益率控制等；而新兴市场国家仍然在实行“第一代货币政策”，主要工具是降息。今年以来，新兴市场的降息幅度也很大，主要国家中，印度降息135BP、巴西降息200BP、俄罗斯降息150BP、南非降息25BP（图表4），相比较于发达市场而言，新兴市场的降息空间更高，降息对经济的传导效果也更好，因为其利率并不在流动性陷阱之中。

在今年5次降息、以及政府宣布推出百万亿的基建投资计划的情况下，印度央行仍然进一步加码宽松政策，采用扭曲操作来降低长端利率。因此，此次印度央行的扭曲操作可能意味着一个新兴市场货币政策的转折点，即在常规工具仍有空间、且没有发生危机的情况下，新兴市场的货币政策正开始转向“第二代”。而发达市场是在常规工具没有空间、且发生金融危机的情况下，货币政策才转向的“第二代”，对比而言，这实际上也是新兴市场经济金融脆弱性的一种表现。

图表 4：主要新兴市场国家降息幅度



来源：Wind，莫尼塔研究

二、海外重点事件追踪

1、英国下议院通过脱欧协议法案

12月20日下午，英国议会下议院以358票赞成、234票反对的结果通过了脱欧协议法案，相较于今年10月份的法案，本次新通过的法案还禁止了延长2020年后的脱欧过渡期。按照流程，1月7日、8日和9日下议院将对《脱欧协议法案》进行辩论，并在1月9日之前，完成英国脱欧协议在下议院获批的全部立法流程；随后《脱欧协议法案》会被提交给上议院，并最终交由女王批准。按照惯例，英国上议院和女王都不会阻挠下议院的立法，因此《脱欧协议法案》最终通过只是时间问题。因此，英国将在明年1月31日正式脱欧，英欧关系进入过渡期，暂时维持现状，随后双方就脱欧后全面贸易关系达成协议，过渡期定于明年12月31日结束。

本次脱欧协议法案通过存在两个方面的影响：一方面，从正面的角度说，约翰逊进一步展现了他的脱欧决心，打消了外界对他是否会转向“软脱欧”立场的猜测，有助于推动英欧双方抓紧时间达成贸易协议；另一方面，该法案意味着英国需要在11个月内与欧盟达成新的贸易协定，这一谈判涉及贸易、渔业、安全和外交政策合作等方面，难度并不小，届时如果未能达成协议，双方将退回到世界贸易组织框架下进行贸易，这对互为重要贸易伙伴的英国和欧盟将是一个两败俱伤的结果。而欧盟近年来与其他经济体达成自贸协定的谈判过程基本不少于3年，因此许多官员并不看好能在11个月内达成协议，包括金融市场也是，在法案通过后，英镑出现了大跌，无协议脱欧的概率也有所上升。

不过我们认为，大选结束后，保守党占据了议会的绝大多数，实际上鲍里斯已经没有了任何阻力，因此过渡期延不延期都是鲍里斯说了算，此次《脱欧协议法案》只是在逼迫欧盟尽快达成贸易协议，如果2020年12月31日还不能达成协议，继续拖延的可能性仍然还是较高些。

2、美国众议院投票通过对总统特朗普的弹劾案

12月19日，美国众议院投票通过对总统特朗普的弹劾案，弹劾总统特朗普滥用职权和阻碍国会。此次众议院通过的弹劾案包括两项条款。第一项滥用职权条款，指控总统特朗普滥用职权，要求乌克兰调查其竞争对手、前副总统拜登。第二项阻碍国会条款，指控总统特朗普阻碍国会对其实施调查。此两项指控均获得众议院多数通过。

后续可能进展：参议院通过概率相对较低。后续该弹劾案将正式提交至参议院审议，但要获得通过需参议院三分之二多数赞成。目前美国参议院100席中共和党占据53席多数。因而，要获得三分之二（即67票）赞同难度较高。从民调看，当前美国民众在是否弹劾总统特朗普上分歧较大。90%共和党选民反对弹劾，83%民主党选民反对；中间选民中，50%赞同，44%反对。另外，特朗普总统的工作支持率依然有43%，在美国历史上总统任期同期看并不低。

3、美、欧、英公布 PMI 数据

北京时间12月16日下午，欧洲公布12月Markit PMI数据，欧元区12月Markit PMI为45.9，前值46.9，预期值47.3；德国为43.4，前值44.1，预期值44.6；法国为50.3，前值51.7，预期值51.5。这个月欧洲的制造业数据出现了一定的回落，有一定的圣诞节的因素在，我们对欧洲经济2020年的表现仍然持看好的态度，主要的原因还是在于外需和出口的向好。英国12月Markit PMI为47.4，前值48.9，预期值49.2，可能与12月12日大选前的不确定性有关系。目前大选已经结束，保守党获得了议会多数席位，英国几乎可以肯定将于2020年1月31日正式协议脱欧，这对英国经济和英镑汇率是个很大的利好。

北京时间12月16日晚间，美国公布12月Markit PMI数据，数值为52.5，前值和预期值均为52.6，总体上看变化不是很大。我们对美国制造业是比较看好的态度，原因包括：（1）Markit PMI相比

较ISM PMI的可信度更高；（2）美国制造业企业去库存的速度正在放缓，部分企业已经开始补库存；（3）美联储在11月27日的经济褐皮书里表示：“尽管大多数地区仍然没有增长，不过本次报告期的扩张地区数量比前一期有所增加”。

4、美国房地产市场继续向好

北京时间12月17日晚间，美国公布11月营建许可与新屋开工数据。其中营建许可环比增长1.4%，低于前值5%，但高于预期值-2.9%；新屋开工环比增长3.2%，低于前值4.5%，但高于预期值2.3%。同时12月NAHB房产市场指数为76，远超前值和预期值70，升至1999年以来的最高水平，是自2017年底以来的最大月涨幅，同时该指数今年累计攀升20点，这是自2012年以来的最大年涨幅。同时NAHB的潜在买家流量指数上升4点至58，达到1998年以来的最高水平；NAHB的当前销售指标升7点至84，是自1999年以来的最高水平。这些数据都预示着住房市场可能进一步走强。对于美国的房地产市场，我们认为至少在明年上半年，抵押贷款利率的下降仍会对房地产市场起到刺激作用，但到下半年，如果美联储不继续降息的话，这种作用可能会降低。

5、美国众议院通过新预算案

美国国会众议院当地时间17日通过了2020财年1.4万亿美元预算案，以避免政府在20日午夜关门。在该预算案中，在共和党关注的国防预算方面，同比增长220亿美元，但该预算案并未满足美国总统特朗普要求的86亿美元修建边境墙费用，建墙费用维持在现有的13.7亿美元。民主党要求的民生方面预算也有所提高，包括教育、环境等方面。联邦政府工作人员工资上涨3.1%。此外，民主党还获得了2500万美元预算用于反枪支暴力研究，这是近20年来该领域研究首次获得联邦资金支持。此外，该预算案还包含多项附加条款，包括全国法定购买烟草制品年龄由18岁上调至21岁；废除前总统奥巴马时期对高额医疗保险征税；对已退休煤矿工人提供保障等。接下来，该预算案将在参议院进行表决。有消息称，特朗普已表示同意签署该预算案。

6、日本批准创纪录 102.7 万亿日元年度预算

12月20日，日本内阁批准了2020/21财年预算案，规模达到102.7万亿日元（约合9390亿美元），较本财年增加1.2%，创历史纪录。这是日本预算连续第二年突破100万亿日元，包括教育免费化等在内的社会保障费增加5.1%，推高了整体财政预算。财政支出持续膨胀的最主要原因是占总额35%的医疗和养老金等社会保障费增加，与本财年相比增加1.7302万亿日元，达到35.8608万亿日元。与此同时，日本2020/21财年国防预算将增加1.1%，至5.3133万亿日元，连续6年创历史新高，将增加用于强化太空、网络和电磁波等新领域防卫体制的必要经费。而文教和科学振兴预算将减少1.5%，至5.5055万亿日元。由于提高消费税，预计税收将创历史新高，日本政府预计下财年税收将比本财年增加1.6%，至63.513万亿日元。不过距离筹措财政支出仍很遥远，财政运营依赖借款的情况将持续下去。

三、大类资产走势回顾

1、汇率：美元指数回升至 97.69

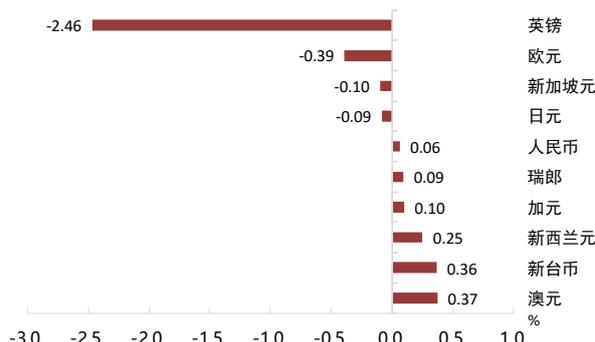
上周美元指数从97.18回升至97.69（图表5），上周美国公布的营建许可、新屋开工、NAHB指数等数据均较好，对美元指数起到了支撑作用。英镑和欧元出现了明显的下跌，主要原因在于12月20日下午，英国议会下议院通过了脱欧协议法案，禁止了延长2020年后的脱欧过渡期，这使得英国无协议脱欧的风险出现了一些回升。其他主要货币中，澳元上升0.37%、加元上升0.10%、人民币上升0.06%、日元下跌0.09%（图表6）。

图表 5：上周美元指数回升至 97.69



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 6：上周英镑出现大幅下跌



来源：Wind，莫尼塔研究

2、商品：原油价格继续上涨

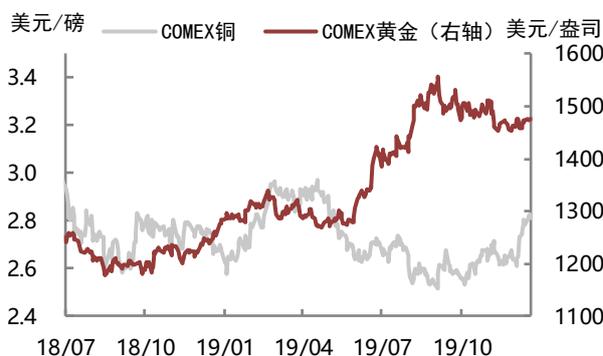
上周布伦特原油价格上涨0.88%，至60.81美元/桶，WTI原油价格上涨0.77%，至60.44美元/桶（图表7），主要原因在于需求端美国经济的超预期，欧佩克和俄罗斯同意从2020年1月开始每天额外再减产50万桶也继续有推动作用。上周黄金价格上升0.46%，铜价上涨1.02%（图表8）。

图表 7：上周原油价格继续上涨



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 8：上周黄金价格小幅下跌



来源：Wind，莫尼塔研究

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_8189

