

首席经济学家：任泽平

首席宏观研究员：罗志恒

研究员：贺晨、梁珣

导读：2019年以来全球近30家央行降息，新一轮全球货币宽松开启。美国自7月以来已3次降息，欧央行9月进一步下调负利率水平，日本央行修改前瞻性指引为未来降息打开大门。中国、印度、土耳其、智利、墨西哥等央行均已开始降息。本文旨在全面系统地研究新一轮全球货币宽松开启的深层次原因，并结合历史分析宽松政策的影响及可能空间。

摘要：

当前全球经济见顶回落：中美库存周期共振下行；全球朱格拉周期进入下行期，投资下滑；全球贫富差距拉大压制消费；全球贸易摩擦升级压制贸易。中美欧日印俄澳等央行纷纷放“鸽”，2019年以来全球宣布降息的央行已近30家。1) 发达经济体方面，美欧日经济增速下行。美国经济增速放缓，投资、出口需求走弱，消费短期仍有韧性但薪资增速持续下行，库存、产能周期向下，企业杠杆率创历史新高，领先指标PMI和OECD综合指数下行，经济放缓态势确立，三季度GDP同比2%，创2017年1季度以来新低；欧盟经济增长基本陷入停滞，主因全球贸易摩擦升级，德国经济失速，二季度经济增速零增长，工业生产指数连续14个月负增长，英国脱欧负面影响显现。日本、韩国受外需疲软影响，出口暴跌、制造业持续疲软。2) 新兴经济体发展分化，东南亚地区相对平稳，拉美地区经济下滑。以越南为代表的东南亚地区，受益于全球供应链转移而出口大增，9月越南出口同比达12.2%，较2018年同期提高6.2个百分点。拉美地区经济持续疲软，失业率居高不下，汇率大幅贬值。巴西8月出口同比-13.5%，创2016年6月以来新低。中国内外需疲软，经济下行压力加大，三季度GDP6%，创1992年来新低，迈向“5”时代。

当前与2008年金融危机后的全球宽松周期有共同的时代背景，即全球经济下行压力加大、贫富差距过大。但两轮宽松周期在全球合作、传导机制、经济下滑程度和货币政策空间四大方面存在明显区别。1) 从全球合作来看，两轮全球货币宽松期间全球产业分工均出现一定调整，但不同的是金融危机时期经济全球化紧密程度较高，而当前逆全球化和民粹主义抬头。2) 从传导机制来看，金融危机时期的全球经济衰退主要诱因是次贷引发的金融市场泡沫破灭，并通过流动性紧缩传导至实体经济，而本轮经济放缓主要是经济周期性放缓叠加全球贸易摩擦对实体经济的冲击。3) 从经济下滑程度来看，金融危机时期全球进入危机模式、经济衰退，而当前全球经济放缓，下行压力加大，但暂未陷入衰退。4) 从货币政策空间来看，当前全球货币政策空间较金融危机时期有所压缩，部分经济体已经实施负利率和长期的低利率。

全球货币宽松将对实体经济、资产价格和收入分配产生一系列影响：没有配套改革措施的货币宽松将利好资本市场，但对实体经济的促进作用有限，且将进一步加剧贫富分化，因此，更重要的是通过改善社保福利、加强低收入人群的职业培训、改善营商环境、深化改革、与财政政策合理搭配，全球经

济才可能避免步入深度衰退。第一，货币宽松短期可部分对冲经济下行压力，但促进作用有限。当前世界经济处于长期债务周期顶部，全球贸易摩擦重塑产业链并打压了投资者信心与预期，割裂全球经贸体系。第二，货币宽松将在一定程度上提振资产价格。股票市场方面，持续宽松的政策有利于推动股市整体上涨，房地产市场方面，宽松货币政策将带动广谱利率下行，将在一定程度上提振地产融资与居民房贷需求，在没有其他特定政策的扰动下，房地产景气度将有所回升。第三，没有配套改革措施的货币宽松将进一步加剧贫富分化。美国历史上的5轮降息周期中，每轮降息幅度均达到或超过前期加息幅度，因此总体上利率呈下降趋势，对实体经济促进效应边际递减，并拉大贫富差距。2008年美国收入前20%家庭的收入占全美收入的50%，2018年进一步上升至52%，其中前5%家庭收入占全美收入比重为23.2%。与此对应的是2018年美国最低20%的低收入群体收入占全美收入比重仅为3.1%，较2008年下降0.3个百分点。第四，货币宽松将推动全球杠杆率继续上升，孕育新的金融危机。

发达经济体降息空间有限，或将更加依赖扩表和創新政策工具箱，新兴经济体货币政策持续分化。1) 发达经济体利率下行空间受限、扩表能力承压。本轮宽松周期开启前，美国联邦目标基金利率上限为2.5%，不及金融危机前基准利率上限的一半，欧元区和日本常年负利率，受银行储存现金成本限制，进一步下行空间不大。2) 经济发展阶段欠发达、综合国力不强的经济体，倾向于继续加杠杆对冲经济下行压力。2008年金融危机后全球货币宽松，发达经济体向新兴市场提供流动性加杠杆，导致当前新兴经济体的外债和杠杆均处于高位。但大部分发展中经济体综合国力不强，叠加高外债发展模式，因此与发达经济体货币周期联动性强，倾向进一步加杠杆对冲经济下行压力。本轮宽松周期开启后，泰国、马来西亚、巴西、墨西哥等新兴经济体均已开始降息。3) 中国货币政策空间相对充裕，并在预调微调的基础上，通过推动改革实现经济发展与转型。在全球央行开启降息周期的背景下，中国货币政策保持定力，实施“不一样的宽松”，并通过推动改革来实现向高质量经济发展转型的目标，通过降准降息和利率市场化降融资成本，TMLF、定向降准等中长期结构性工具缓解流动性分层和实体融资难题。

当前猪周期带动CPI上行，但PPI持续为负，物价形势的主要矛盾是通缩而非通胀，不会掣肘货币政策。未来随着中美贸易摩擦冲击、经济下行加大，PPI通缩企业实际利率上升，货币政策宽松的空间已经打开，控制好节奏和力度，配合好财政金融等宽信用政策，降低实体经济融资成本。不要把正常降息降准的宏观逆周期调节简单等同于大水漫灌。我们建议：1) 多次小幅降低MLF等政策利率引导实际利率下行。11月5日，央行开展1年期MLF操作，利率从3.3%下调至3.25%，为2016年以来首次下调MLF利率。目前MLF利率仍处于历史高位，降息空间充足。“改革式、市场化、渐进式、结构性”的降息有利于减少利率调整对市场的冲击，同时可根据实际效果及时微调。2) 加大金融供给侧结构性改革，继续打通宽货币到宽信用的信贷渠道、利率渠道、资产价格渠道以及预期渠道。3) 中央对房地产的定调是“三稳”，不是“三松”也不是“三紧”，老成谋国是时间换空间，当前一方面要防止货币放水带来资产泡沫，另一方面也要防止主动刺破引发重大金融风险，用时间换空间、寻找新的经济增长点、扩大改革开放、调动地方政府和企业积极性。

风险提示：全球贸易摩擦升级、政策推动不及预期等

目录

1 全球货币宽松背景与过程.....	6
1.1 发达经济体：美欧日经济增长集体放缓.....	6
1.2 发展中经济体：东南亚地区整体平稳，而拉美地区经济下滑.....	8
1.3 贸易摩擦加速全球经济下行，美欧和新兴经济体纷纷降息，新一轮货币宽松开启.....	9
2 本轮宽松与 2008 年金融危机时期的比较.....	11
2.1 两轮宽松时期的相同点.....	11
2.2 两轮宽松时期的不同点.....	11
3 全球货币宽松的影响.....	14
3.1 经济方面：短期部分对冲经济下行压力，但促进作用有限.....	14
3.2 金融市场方面：货币宽松将在一定程度上提振资产价格.....	15
3.3 收入分配方面：贫富差距进一步扩大.....	16
4 未来全球宽松空间有限.....	18
4.1 发达经济体：利率下行空间、央行扩表能力均有限.....	18
4.2 新兴经济体：货币宽松政策分化.....	20
4.2.1 大多数新兴经济体跟随宽松.....	20
4.2.2 中国货币政策空间相对充裕.....	21

图表目录

图表 1: 美国库存周期下行	6
图表 2: 美国固定资产投资同比持续下滑	6
图表 3: 美国净出口及私人投资同比持续低迷	6
图表 4: 美国 OECD 领先指标持续下行	6
图表 5: 2018 年以来德国经济增速持续低于欧盟	7
图表 6: 出口占德国经济主导地位	7
图表 7: 德国出口自 2018 年 2 季度开始下滑	7
图表 8: 英国自 2016 年起陷入滞胀	7
图表 9: 日本出口下行	8
图表 10: 日本消费逐步下行	8
图表 11: 韩国经济对出口依赖度较高	8
图表 12: 韩国出口暴跌, 制造业景气度低迷	8
图表 13: 越南出口维持高景气	9
图表 14: 越南 PMI 自 2018 年来高于全球平均水平	9
图表 15: 巴西、墨西哥出口回落	9
图表 16: 比索、雷亚尔贬值	9
图表 17: 全球降息潮开启	10
图表 18: 自我们 8 月 15 日提出“该降息了”后, 8-11 月三次降息	10
图表 19: 两轮宽松开启, 美债均出现利率倒挂	11
图表 20: 美国前 10% 家庭收入占全美收入比重	11
图表 21: 金融危机期间 PMI 指数下滑程度更深	1342
图表 22: 金融危机期间失业率更高	1342
图表 23: 当前美国基准利率下调空间有限	13
图表 24: 经济增速放缓, 政策对冲效果有限	14
图表 25: 技术创新下的美国长波周期	1544
图表 26: 历史上美联储 5 轮加息周期结束后, 均迎来部分资产价格上涨	1645
图表 27: 历史上美联储 5 轮降息周期导致基准利率中枢不断下移, 基尼系数不断提高	1746
图表 28: 美联储当前降息空间不足上轮一半	18
图表 29: 联邦基金利率突破 IOER	18
图表 30: 欧元区负利率降至 -0.5%	18
图表 31: 日本长期维持负利率政策	18
图表 32: 央行持有资产处于历史高位	19
图表 33: QE 对冲经济下行边际效果递减	19
图表 34: 美欧日政府部门杠杆率高企	20
图表 35: 政府利息支出挤占其他支出空间	20
图表 36: 欧元区赤字率日益缩减	20
图表 37: 欧元区债务率下行	20
图表 38: 新兴经济体跟随美国保持宽松措施	21
图表 39: 金融危机后, 新兴国家杠杆率提升	21
图表 40: 准备金总水平的国际比较	22
图表 41: 降息空间充足	22

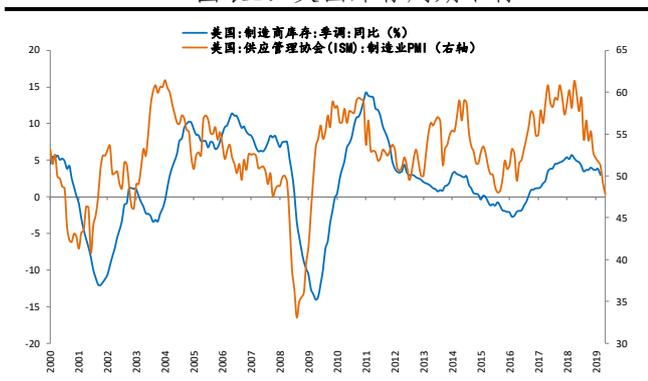
1 全球货币宽松背景与过程

2019 年全球经济下滑压力加大,美欧日增速下行,新兴经济体分化。本轮世界经济下滑既有周期性因素,也受到全球贸易摩擦升级带来的负面冲击影响。当前全球经济正加速下行,未来经济衰退可能性上升,欧美等主要央行纷纷降息,全球宽松周期开启。

1.1 发达经济体: 美欧日经济增长集体放缓

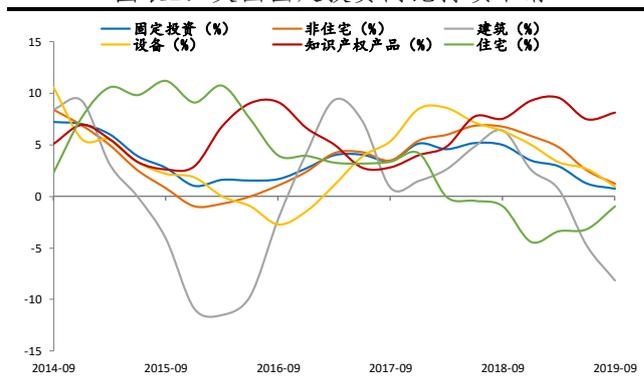
美国经济增速放缓,投资、出口走弱,库存、产能周期向下,领先指标 PMI 和 OECD 综合指数下行,美国经济下行态势确立;但伴随美联储降息逆周期调节经济,预计房地产投资将有所企稳,叠加政府部门基建投资、消费韧性、居民部门杠杆率较低,美国经济整体放缓但仍有一定支撑。1) 从三大需求看,美国出口、投资均走弱,中美贸易摩擦对美国经济的负面影响显现。8 月美国商品出口同比-0.2%,连续 5 个月负增长,为 2016 年 7 月以来低位,1-8 月出口累计-0.9%。消费当前支撑美国经济但可持续性有限,9 月零售销售环比-0.3%,为 7 个月来首次转负。2) 从经济周期看,美国库存周期、产能周期均向下,受利率水平下行影响,房地产景气度略有回升。3) 从就业看,美国失业率处于五十年的低位,但平均工时及时薪增速有所下降。9 月美国失业率 3.5%,非农平均时薪增速 2.9%,较 8 月下降 0.3 个百分点。平均每周制造业工作时间一年以来持续下降,9 月为 41.5 小时/月。4) 从领先指标看,美国制造业 PMI 和 OECD 领先指数均显示美国经济仍处下滑区间。其中,2019 年 9 月美国制造业 PMI 指数为 47.8%,创 2009 年 6 月以来新低。

图表1: 美国库存周期下行



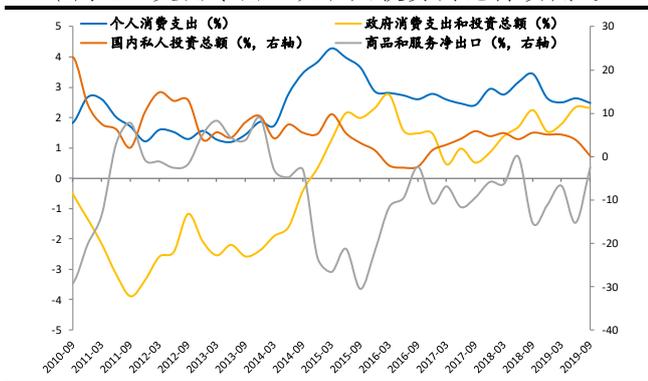
资料来源: Wind, 恒大研究院

图表2: 美国固定投资同比持续下滑



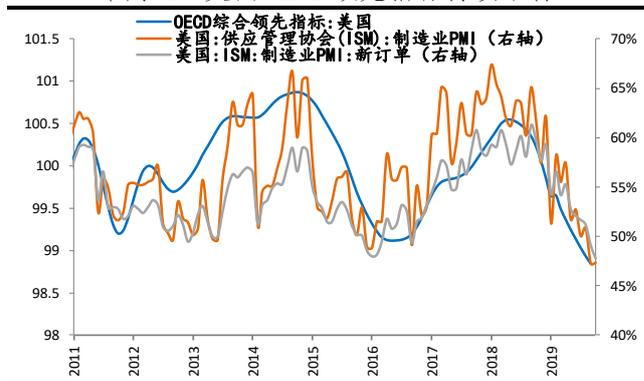
资料来源: Wind, 恒大研究院

图表3: 美国净出口及私人投资同比持续低迷



资料来源: Wind, 恒大研究院

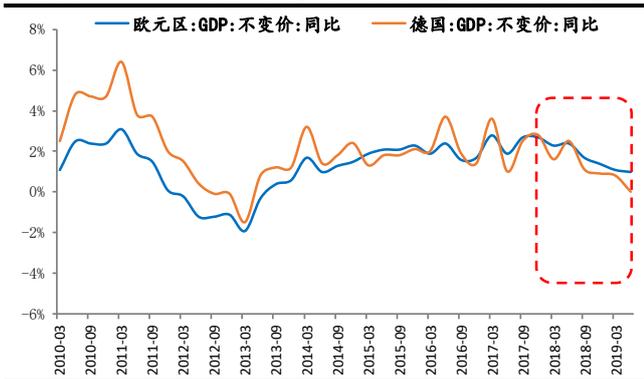
图表4: 美国 OECD 领先指标持续下行



资料来源: Wind, 恒大研究院

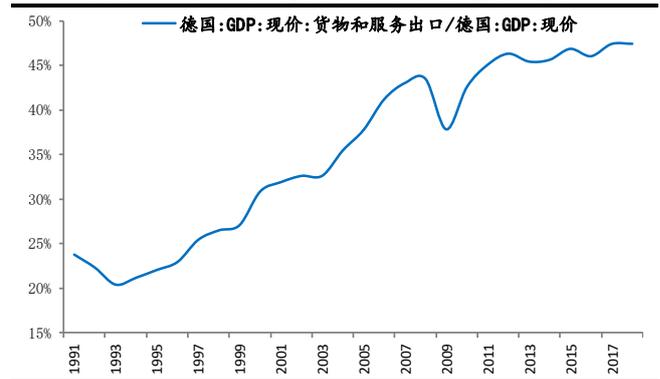
欧盟经济基本陷入停滞，主因全球贸易摩擦升级，以德国为代表的欧盟“火车头”经济失速，英国脱欧的负面影响显现。1) 德国出口下滑，工业生产持续放缓，经济同比增速自2018年以来持续低于欧盟整体增速。与2011年欧债危机不同，本轮欧盟经济下滑主要由德国经济火车头失速造成。德国经济制造业发达，服务于出口贸易，2018年德国商品及服务出口占GDP比重达47.4%。在全球贸易摩擦升级的背景下，德国自2018年以来经济压力加大，工业生产指数持续放缓，9月德国制造业PMI 41.7%，连续9个月位于荣枯线之下。2019年2季度德国实际GDP同比0.03%，较一季度下降0.8个百分点，创2013年一季度以来新低。其中，德国与欧盟经济增速差进一步扩大至-1%，创金融危机以来新低。2) 英国脱欧进程反复不断，拖累英国及欧盟经济。自2016年6月英国公投通过脱欧以来，由于英国在脱欧费用、在英的欧盟公民权利、爱尔兰边界三大问题上与欧盟出现分歧，“硬脱欧”不确定性提高避险情绪，并对消费者与投资者信心造成打击，叠加英镑贬值，英国经济陷入滞胀。一方面，英国经济增长放缓，其中GDP分项中居民消费及固定资本形成总额同比自2016年四季度见顶回落，英国GFK消费者信心指数自2016年6月以来持续转负，2019年一季度回落至-14%，创2013年12月以来新低。另一方面，英国通胀自2016年6月以来持续上升，CPI一度上涨至3.1%，较15年提高3.2个百分点。3) 意大利、希腊等政府债务过高，且财政难以支持高福利体制，意大利等国的民粹主义进一步抬头。

图表5：2018年以来德国经济增速持续低于欧盟



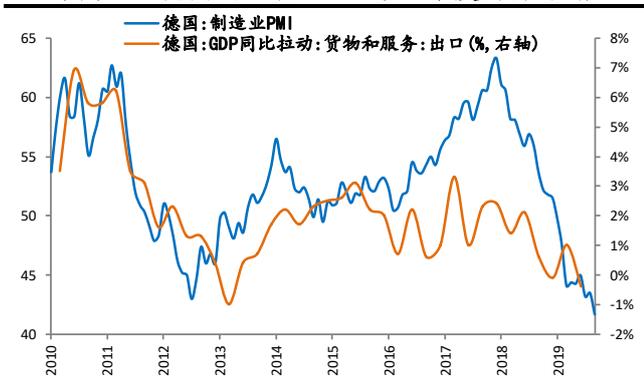
资料来源：Wind，恒大研究院

图表6：出口在德国经济中占据重要地位



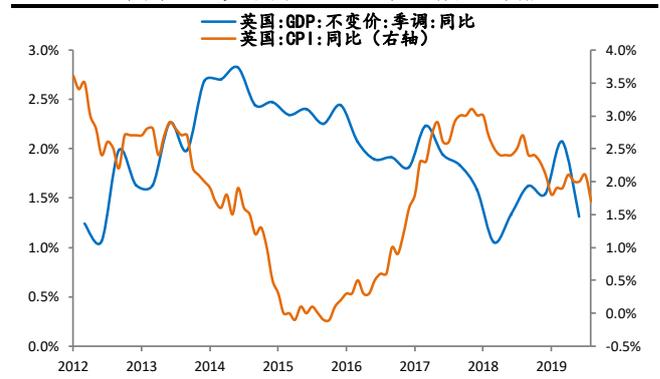
资料来源：Wind，恒大研究院

图表7：德国出口自2018年2季度开始下滑



资料来源：Wind，恒大研究院

图表8：英国自2016年起陷入滞胀



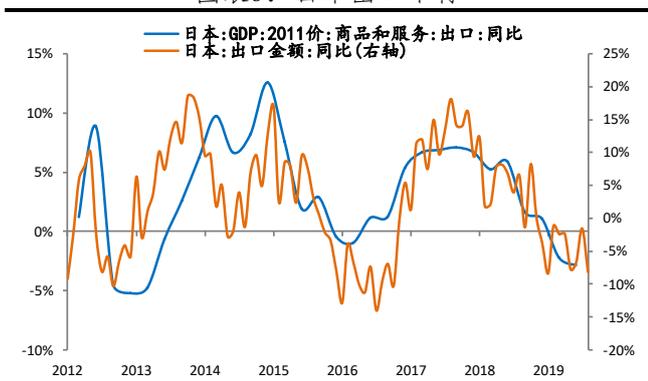
资料来源：Wind，恒大研究院

日本受外需疲软、提高消费税影响，经济下行压力加大。1) 从三驾马车看，受全球贸易摩擦影响，日本投资及出口下行，二季度日本出口及私人设备投资对GDP的同比拉动均减弱。2019年8月日本出口同比

-8.2%，连续9个月负增长。此外，10月日本消费税税率从8%上调至10%，对消费造成负面冲击，日本经济下行压力进一步加大。据 Nowcast 数据测算，10月消费税提高后，日本10月第一周零售额较2018年同期下滑10%-20%。2) 从领先指标看，日本 OECD 领先指标对日本经济具有较好预示性，当前 OECD 领先指标已连续7个月下行，表明日本经济下行压力较大，在未来1-3季度内出现回暖的可能性较低。

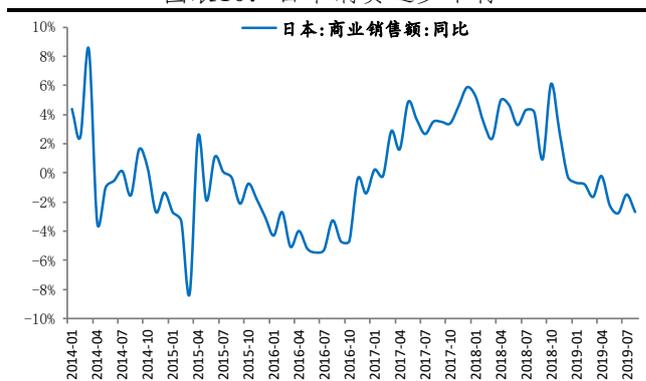
韩国出口暴跌、制造业持续疲软，经济下行压力加大，主因外需疲软及贸易摩擦。韩国作为出口导向的国家，出口金额占其 GDP 总额的40%-43%。其中，半导体、汽车及石化制品为韩国主要出口产品。中美贸易摩擦及全球需求疲软导致韩国出口大幅下降，日韩贸易摩擦使得日本对韩国出口的三种生产半导体和显示器的关键材料进行更严格的限制，导致韩国制造业雪上加霜。2019年9月韩国对外出口同比-11.7%，已连续10个月下滑。9月韩国制造业 PMI48%，连续5个月位于荣枯线以下。

图表9：日本出口下行



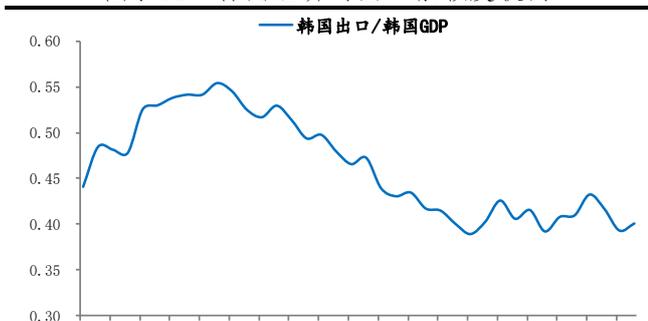
资料来源：Wind，恒大研究院

图表10：日本消费逐步下行

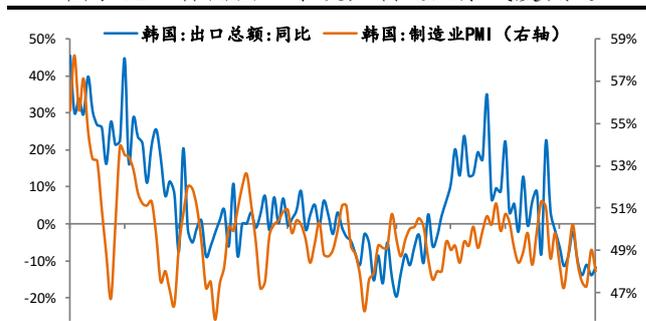


资料来源：Wind，恒大研究院

图表11：韩国经济对出口依赖度较高



图表12：韩国出口暴跌，制造业景气度低迷



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_8746



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn