

中美货币政策及引致的金融市场变局

宏观专题报告

2019年09月25日

报告摘要:

2019年9月5日,中国人民银行决定实施“全面降准+定向降准”;9月17日,中国人民银行缩量续作MLF但MLF利率与上期持平,维持货币政策稳健基调。9月20日,1年期LPR4.20%,较上月下降5bp;5年期以上LPR4.85%,与上月持平。利率市场化稳步推进。与此同时,美联储在今年8月1日宣布了近11年以来的首次降息,并于9月议息会议再次调降联邦基金利率25bp,但点阵图显示,预计今年仅降息2次,且预计2020年、2021年将按兵不动。未来中美货币政策将如何演化,对金融市场有何影响?

● 创新周期萧条期催生贸易保护主义

世界经济已经进入创新周期的萧条阶段。创新对经济增长的推动力逐渐消失,经济增速下降使得实际利率下行,贫富差距扩大等问题凸显催生了民粹主义和保守主义,世界经济政治不确定性大幅提升。

● 中国加强逆周期调节但不改货币政策稳健基调

供给侧结构性改革的核心在于提高投资效率。中国经济的问题根源不在于融资限制了投资总量,而是投资效率不足。尤其是房地产投资拖累了中国全要素生产率提升。受猪周期发力影响,预计12月中国CPI将达到3.0%。但央行主要关注扣除食品和能源价格的核心CPI。即便后续食品价格对CPI造成较大影响,也不会引起货币政策的收紧。

降准可以为专项债发行提供长期流动性,叠加9月中旬税期,MLF续作维持流动性合理充裕,既有利于保障专项债顺利发行,也不改货币政策稳健基调。8月经济数据不及预期,而本次MLF续作利率仍然持平,也彰显了政府坚持结构性改革的决心与定力。

降息的作用在于以消费减少为代价,促使更多资源流向高效企业。降息无法解决投资低效率问题,反而可能加剧产能过剩和高杠杆。利率市场化有助于提高投资效率,MLF利率下降应待LPR应用得到落实,四季度或是一个较好的时间窗口。

● 美联储开启降息周期难阻经济衰退

美国经济进入本轮周期尾声,下行压力加大。美债期限利差倒挂叠加美股Shiller市盈率处于高位,美国经济或于2020年陷入衰退,美股面临下行风险。

随着美国经济进一步放缓乃至衰退,美联储继续降息甚至重启QE是大概率事件。美联储降息产生的财富效应虽然在短期内可能使得美国经济维持扩张。但是,树不能长到天上去,再分配机制终有尽头,逆周期调控也无法阻挡经济衰退。

● 中国有望迎来股债双牛

美联储开启降息周期,有利于促进全球资产价格上涨。中国经济仍有望维持较高增速,外资有望随着中国资本市场的健康发展加速流入。另一方面,当前中国家庭大部分资产配置在房地产上,金融资产占比远低于美国。随着房价刚性上涨预期被打破,资金流入金融市场,无风险利率有望下行。倘若坚持改革开放,中国有望迎来股债双牛。

● 风险提示:

中美贸易摩擦加剧,油价大幅波动,经济金融危机爆发。

民生证券研究院

分析师:解运亮

执业证号: S0100519040001

电话: 010-85127730

邮箱: xieyunliang@mszq.com

研究助理:毛健

执业证号: S0100119010023

电话: 021-60876720

邮箱: maojian@mszq.com

相关研究

- 1、全面降准可期,降息尚待四季度——
国务院常务会议点评 20190905
- 2、为什么MLF利率下调不必急于一时
20190917

目录

一、创新周期萧条期催生贸易保护主义	3
二、中国加强逆周期调节但不改货币政策稳健基调.....	4
(一) 供给侧结构性改革的核心在于提高投资效率	4
(二) 猪周期发力不会导致货币政策收紧	4
(三) 逆周期调节不改货币政策稳健基调	4
(四) MLF 利率下降尚待四季度.....	5
三、美联储开启降息周期难阻经济衰退	5
(一) 美国经济或于 2020 年陷入衰退	5
(二) 美国股市面临下行风险	7
(三) 降息难阻美国经济衰退	7
四、中国有望迎来股债双牛	8
风险提示.....	8

2019年9月5日，中国人民银行决定实施“全面降准+定向降准”；9月17日，中国人民银行缩量续作MLF但MLF利率与上期持平，维持货币政策稳健基调。9月20日，1年期LPR4.20%，较上月下降5bp；5年期以上LPR4.85%，与上月持平。利率市场化稳步推进。与此同时，美联储在今年8月1日宣布了近11年以来的首次降息，并于9月议息会议再次调降联邦基金利率25bp，但点阵图显示，预计今年仅降息2次，且预计2020年、2021年将按兵不动。未来中美货币政策将如何演化，对金融市场有何影响？

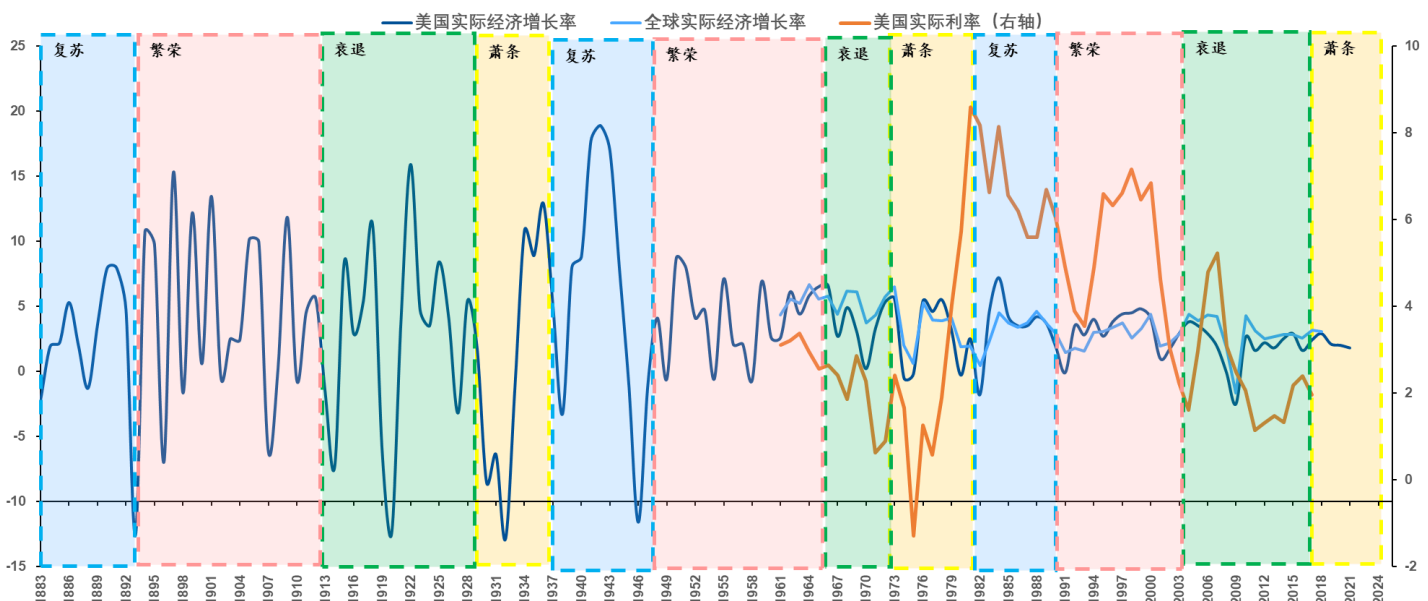
一、创新周期萧条期催生贸易保护主义

当前，世界经济已经进入创新周期的萧条阶段。创新对经济增长的推动力逐渐消失，生产率增长缓慢，实际利率下行。与20世纪30年代和70年代类似，实体回报率较低使得资源由实体经济转向虚拟经济加剧资产价格泡沫，贫富差距扩大等问题凸显催生了民粹主义和保守主义，世界经济政治不确定性大幅提升。

20世纪30年代，美国总统胡佛将《斯姆特-霍利法案》签署为法律，对2万多种外国产品加大关税。20世纪70年代美国带头实施贸易保护主义，《贸易改革法案》赋予总统对他国贸易行使报复的权力，美日经贸摩擦加剧。特朗普上台后，逐一兑现了其竞选承诺，退出了TPP，宣布中国为汇率操纵国，全球贸易摩擦尤其是中美贸易摩擦加剧。

9月11日中国公布第一批对美加征关税商品第一次排除清单，9月12日美方宣布推迟10月1日加征关税，中美贸易摩擦有所缓和。9月24日美国财政部长姆努钦表示，与中国副总理刘鹤的谈判将于10月7日当周举行，美国农民在中国贸易磋商中很重要，但知识产权是最重要的问题。鉴于中美双方之间仍存在较大分歧，短期内经贸谈判恐难达成协议。

图1：世界经济进入创新周期萧条期



资料来源：民生证券研究院整理

二、中国加强逆周期调节但不改货币政策稳健基调

（一）供给侧结构性改革的核心在于提高投资效率

中国经济自 2014 年开始步入新常态。新常态的主要特点有三个：经济增速从高速增长转为中高速增长；经济结构不断优化升级；经济增长动力从要素驱动、投资驱动转向创新驱动。中国经济增速存在下行压力，这其中既有周期性因素，但更多是结构性、体制性因素。根据徐忠和贾彦东（2019）的《中国潜在产出的综合测算及其政策含义》，近年来中国潜在产出增速的趋势性放缓主要源于高投资并未形成有效资本，进而导致有效资本投入对潜在产出的拉动力持续走低。而投资专有技术进步放缓，投资调整成本上升，资本形成效率快速下降，是有效资本投入不足和潜在产出放缓的深层次原因。中国经济的问题根源不在于融资限制了投资总量，而是投资效率不足。尤其是房地产投资拖累了中国全要素生产率提升。因而，供给侧结构性改革的核心在于提高投资效率。

（二）逆周期调节不改货币政策稳健基调

由于全球经济增速放缓，2019 年以来，印度、马来西亚、新西兰、澳大利亚等国先后降息以应对经济下行压力，美联储也开启降息周期。外部宽松叠加核心 CPI 回落，使得中国货币政策仍具有一定操作空间。但是，具体问题应当具体分析。与其他国家不同，中国经济的问题根源在于投资效率不足，而非投资总量不足，投资低效率需要依靠利率市场化解决。因而，中国货币政策取向应当是以我为主，货币政策应当保持定力，坚持稳健的取向和加强逆周期调节，坚决不搞大水漫灌。

中国的逆周期调控需要积极财政政策发力，在公共财政收入和土地出让收入增速较低的情况下，专项债是重要的资金来源。国务院常务会议明确提出，今年限额内地方政府专项债要确保 9 月底前发行完毕，而降准可以为专项债发行提供长期流动性，叠加 9 月中旬税期，MLF 续作维持流动性合理充裕，既有利于保障专项债顺利发行，也不改货币政策稳健基调。

LPR 旨在通过利率市场化降低高效企业的实际利率，而非降息。随着货币政策调控从数量型向价格型转变，准备金的信号作用下降。而利率并轨也使得 LPR 取代存贷款基准利率，成为事实上的贷款基准。在 LPR 采取 MLF 加点报价的形式下，MLF 的货币政策信号作用大大增强。在 9 月份央行已经决定全面降准的情况下，CPI 超预期上涨使得 MLF 不具备下调条件。

8 月经济数据不及预期，而本次 MLF 续作利率仍然持平，也彰显了政府坚持结构性改革的决心与定力。正如不将房地产作为短期刺激经济的手段一样，政府也不会通过扩大无效投资规模来稳增长，进而损害中长期经济增长潜力。而引导银行降低贷款利率在 LPR 基础上的加点符合利率市场化的改革方向，银行业让利实体经济也是中国经济健康发展的需要，我们预期 1 年期 LPR 将多次小幅下调；而 5 年期 LPR 下调需与房地产调控政策配合，不宜向市场传递房地产调控将会放松的预期。

（三）流动性保将维持合理充裕

猪周期发力不会导致货币政策收紧。2019年8月，中国CPI同比上涨2.8%，PPI同比下降0.8%。受猪周期发力影响，预计12月中国CPI将达到3.0%。全球经济放缓，PIRM价格回落，工业品价格上涨动能不强，叠加未来几个月PPI基数较高，预计PPI将进一步回落。从央行的立场而言，央行主要关注扣除食品和能源价格的核心CPI，且环比数据能更为灵敏地反映短期经济变化。8月份不包括食品和能源价格的CPI环比上涨0.1%，同比增速回落0.1个百分点至1.5%。而PPI也持续处于负区间，因而，即便后续食品价格对CPI造成较大影响，也不会引起货币政策的收紧。

流动性保持合理充裕。2019年以来，公开市场7天期逆回购操作利率保持在2.55%，有效引导银行间市场存款类机构以利率债为质押的7天期回购利率（DR007）在合理水平平稳运行，稳定了市场预期。四季度，资金压力相对较小。央行将继续实施稳健货币政策，适时适度逆周期调节，综合运用结构性的定向降准、SLF、MLF等多种政策工具保持银行体系流动性合理充裕，引导货币市场利率平稳运行，促进央行政策利率传导，降低实体经济尤其是小微企业融资成本。

（四）MLF 利率下降应待 LPR 应用得到落实

降息无法解决投资低效率问题。货币政策本身并不能创造财富，只能对财富进行再分配。降息一般会损害储蓄者和消费者的利益，使政府和生产者获益。根据熊彼特的创新理论，信贷的作用在于高效率的企业获得资源，通过生产做大蛋糕。因而，降息的作用在于以消费减少为代价，促使更多资源流向高效企业。倘若资源流入低效率企业，虽然短期内可以提高GDP，中长期内却会加剧产能过剩，使得问题更加严重。全面降息虽然降低了企业的融资成本，但是低效率的企业可能由于刚兑获得更多银行资金，增大杠杆；而盈利能力强的中小企业却被挤出，无法获得贷款。

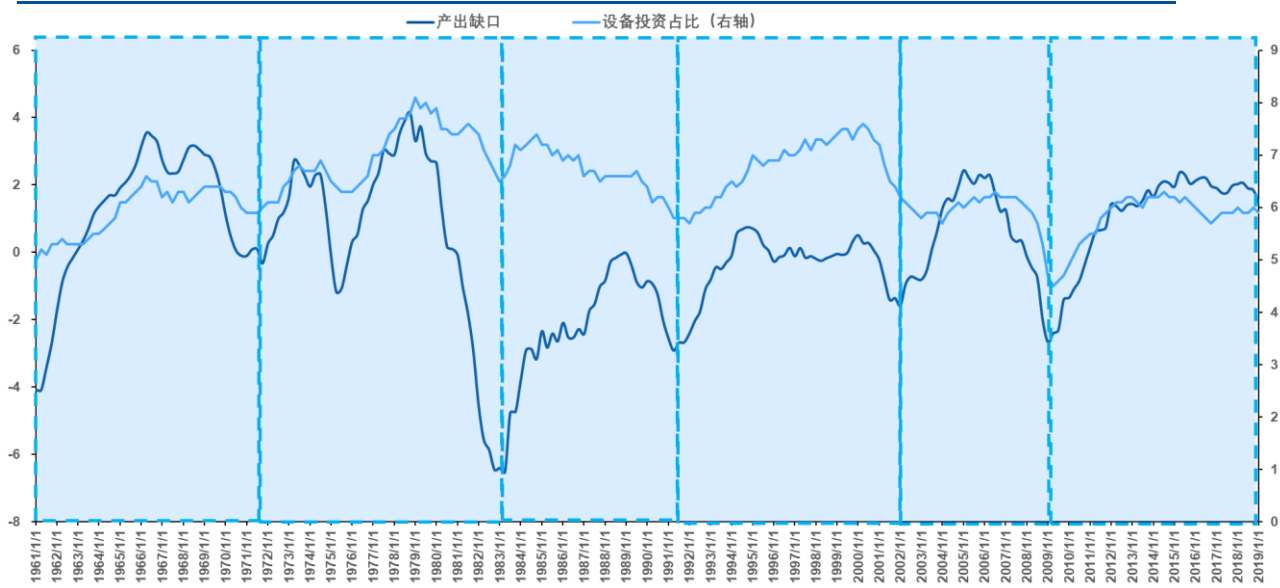
利率市场化有助于提高投资效率，MLF利率下降应待LPR应用得到落实，四季度或是一个较好的时间窗口。新LPR的核心在于贷款利率市场化，即根据企业的风险水平和盈利能力等因素决定贷款利率，从而打破刚兑。在LPR机制下，中小企业的贷款利率将会上升，而大企业的贷款利率将会下降，从而使得给中小企业融资承担的信用风险得到补偿，缓解其融资约束。

三、美联储开启降息周期难阻经济衰退

（一）美国经济或于2020年陷入衰退

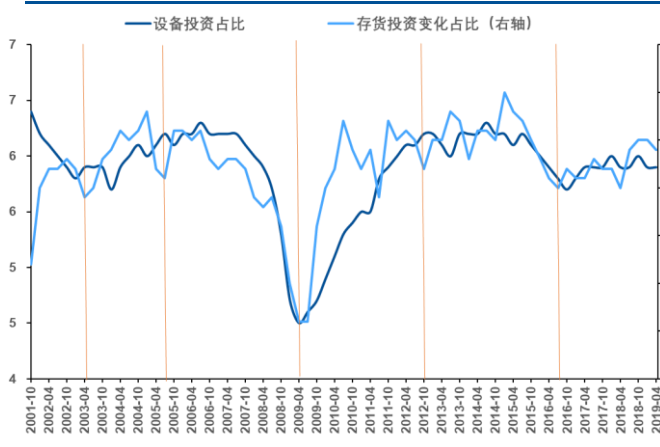
美国产出缺口、设备投资占GDP比重、存货投资变化占GDP比重、住宅投资占GDP比重均开始回落，库存周期即将触底。虽然失业率仍处于低位，但领先指标制造业平均工时已经开始回落，美国失业率拐点已经出现，开始进入上行周期。失业率触底回升是企业债务负担触顶的领先指标，其上升趋势形成领先债务负担顶点三个季度左右。十年来大量增发的BBB级债券已为危机埋下种子，预计美国企业债务周期将在2020年触顶。叠加个人消费增速受到个人收入增速回落制约，美国经济面临下行压力。

图 2：美国产出缺口与设备投资占 GDP 比重



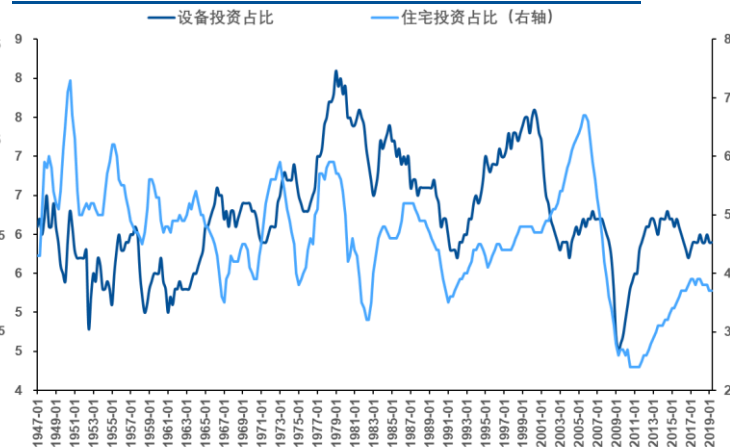
资料来源：圣路易斯联储，纽约联储，民生证券研究院

图 3：美国设备投资与存货投资变化占比



资料来源：Wind，圣路易斯联储，民生证券研究院

图 4：美国设备投资与住宅投资



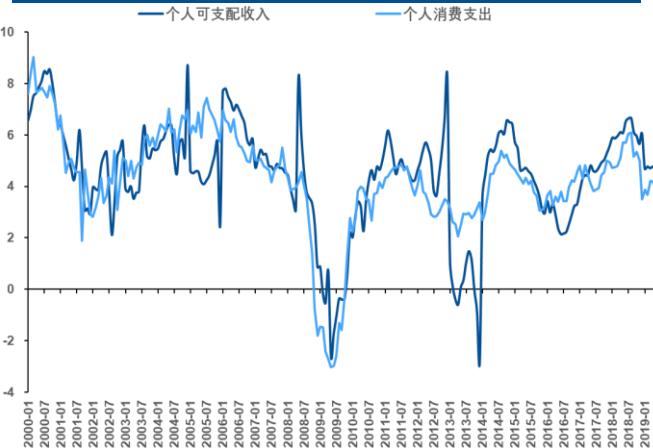
资料来源：Wind，圣路易斯联储，民生证券研究院

图 5：美国制造业平均工时与失业率



资料来源：Wind，圣路易斯联储，民生证券研究院

图 6：美国个人收入增速回落制约消费增长



资料来源：Wind，圣路易斯联储，民生证券研究院

(二) 美国股市面临下行风险

标普 500 的 Shiller PE 比率虽然较 2018 年 1 月的 33.31 有所回落，但 2019 年 8 月依然达到 28.91，处于历史相对高位。2019 年 7 月底的议息会议，美联储时隔 11 年再次降息，但是 10 年期美债与 2 年期美债依然于 8 月 14 日发生倒挂。由于预期自我实现机制的存在，虽然风险中性期限利差为正，期限利差倒挂依然预示美国衰退风险上升。

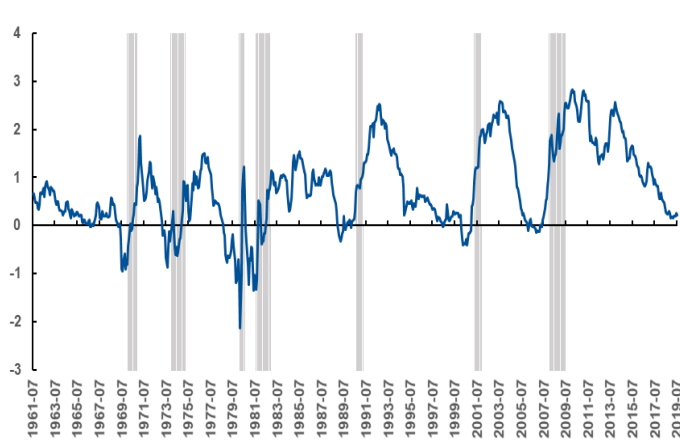
历史表明期限利差倒挂预示着经济衰退和美股下跌。自 1961 年 7 月以来，美国历史上共出现了八次 10Y-2Y 国债期限利差倒挂的现象，其中七次在之后 6-24 个月后发生了经济衰退，1966 年发生期限利差倒挂后，经济未在 2 年内陷入衰退。但是，1967 年美国实际 GDP 增长率却大幅下降。在八次倒挂中，七次股市是下行，仅有一次由于推行 401 (k) 计划，新资金入市推动了美国股市继续上涨。

图 7：标普 500 的 Shiller PE 比率依然处于高位



资料来源：www.multpl.com，民生证券研究院

图 8：美国 10Y-2Y 国债期限利差倒挂预示经济衰退



资料来源：圣路易斯联储，民生证券研究院

(三) 降息难阻美国经济衰退

货币政策作用于实体经济可以有多种传导机制：其一是生产机制，通过利率下降减少消费促进投资，通过资源流向高效率的企业扩大产出，通过做大蛋糕促进经济增长。其二是再分配机制，通过利率降低刺激资产价格上涨，再通过财富效应促进消费增长。譬如，房地产价格上涨可以通过财富效应、流动性约束缓解效应和信心效应促进私人消费，也可以通过预算约束效

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_9943



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn