信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

如果美联储政策调整，中国央行怎么应对？

2021 年 7 月 02 日

解运亮
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮　　箱：xieyunliang@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮　　宏观分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮　箱：xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

如果美联储政策调整，中国央行怎么应对？

2021 年 07 月 02 日

摘要：美联储政策何时转向，是后疫情时代关系全球经济和市场走势的重大问题。以史为鉴，我们回顾了过去十年间美联储政策调整对中国的影响，以期对理解未来中美货币政策演变有所启示。

- **美联储缩减购债大概率从 2022Q1 开始实施，讨论这一行动的时间将会更早，大概率于 2022 年底至 2023 年上半年开始加息。**美联储今年上半年面临高通胀，迟迟不缩减资产购买，是由新的货币政策框架导致：将就业放在第一位，稳定通胀放在第二位。2020 年 8 月鲍威尔公布货币政策新框架，框架转变的原因有：（1）长期低通胀和低利率环境，提高了通胀容忍度；（2）菲利普斯曲线逐渐失灵；（3）疫情爆发，经济受挫，美联储侧重稳定就业。随着美国就业继续修复，失业率进一步降低，美联储将不可避免地开始收紧。

- **2009-2011 年：中国相对美国货币政策表现出较强独立性，尽管美联储持续宽松，但在国内经济过热和通胀高企背景下果断收紧。**2009 年底，国内较高的通货膨胀显现，投资需求旺盛，贷款加权平均利率开始上行。2010 年 10 月，在美联储持续宽松背景下，中国央行开始上调存贷款基准利率，受此影响，市场利率也加快了上行的步伐。该时期，我国工业增加值、固定资产投资和房地产行业投资高位回落，经济过热势头得到遏制。

- **2017-2018 年：美联储加息，国内核心 CPI 和 PPI 共同突破 2%，中国央行政策利率“随行就市”上行。**在美国经济实现充分就业后，尽管通胀保持温和，并未出现通胀高企现象，美联储仍然坚定推进货币政策正常化进程。同期，国内固定资产投资增长稳中略缓，基建投资和房地产下滑，但该时期政策重心是去杠杆和防风险，而非稳增长。

- **未来美联储缩减购债，中国PPI向核心CPI逐渐传导，核心CPI水位逐渐抬升，央行的货币政策预计易紧难松。**但考虑到全球疫情演变不确定性仍大，经济恢复不均衡、基础不稳固的问题仍然存在，预计货币政策总体仍然以稳为主。

- **风险因素：**政策调控力度超预期；海外疫情超预期。

目 录

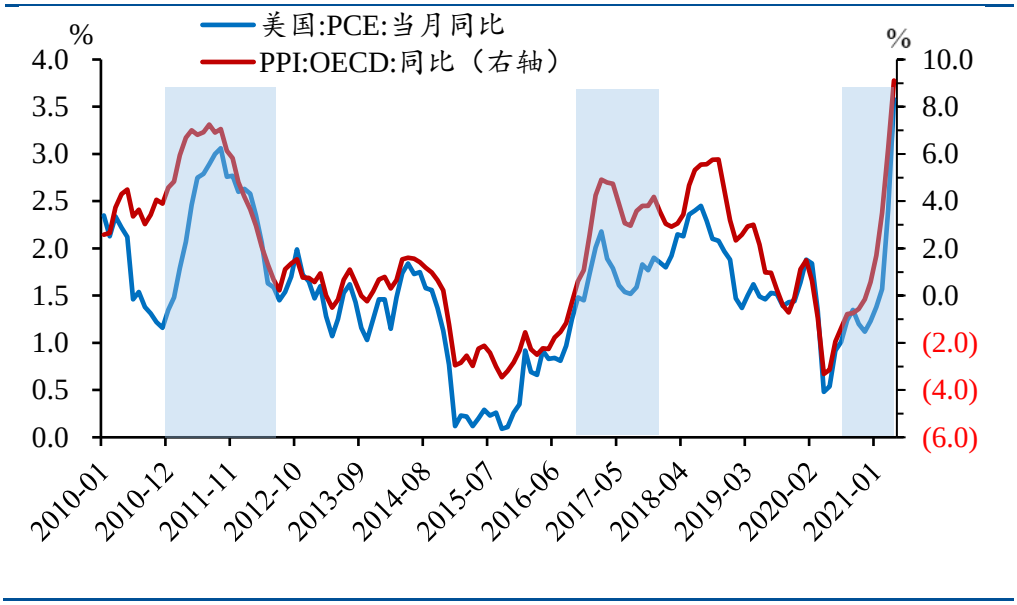
一、此次美联储政策调整节奏的预判 3
1.1 美联储货币政策新框架，为其保持更长时间宽松创造了条件 4
1.2 美联储货币政策转变的原因——菲利普斯曲线逐渐失灵 4
1.3 按照失业率测算，美联储大概率在明年一季度缩减资产购买规模 7
二、2009-2011 中国央行相对于美联储表现出较强独立性 11
2.1 面临高失业率和高通胀，美联储选择了延续宽松货币政策 11
2.2 中国央行在国内经济过热和通胀高企背景下果断收紧 12
2.3 工业增加值和固定资产投资走弱，并未影响同时期我国货币政策收紧 16
2.4 同期外需减弱，并未影响我国货币政策收紧 17
三、2017-2018 美联储处于加息周期，中国央行政策利率“随行就市”上行 18
3.1 低失业率环境下，美联储在核心 PCE 将要突破 2%时上调联邦基准目标利率 18
3.2 中国央行政策利率“随行就市”上行 19
2.3 固定资产投资增长稳中略缓，并未影响同时期我国收紧货币政策 21
四、未来美联储进入紧缩周期后，中国货币政策易紧难松 23
风险因素 25

图 目 录

图 1：2021 年以来全球工业品价格和美国通胀预期明显走高 3
图 2：美联储缩减资产负债表，美国股市波动加大 3
图 3：历史上美联储多次进行前瞻式加息 4
图 4：美国上世纪 90 年代至疫情前核心 PCE 中枢不断下沉 5
图 5：美国失业率与通货膨胀率的关系呈现平坦化特征 6
图 6：主要发达经济体的 10 年期国债收益率 6
图 7：美国的自然利率、联邦基金利率和 10 年期国债收益率 7
图 8：美联储资产负债表的同比增速 8
图 9：美国的就业率水平 8
图 10：2021 年 6 月美联储会议中对未来利率水平的预期 9
图 11：美国市场机构对美联储加息的预测 9
图 12：美国市场机构对美联储缩减购债的预测 10
图 13：美国市场机构对美联储缩减 MBS 购买的预测 10
图 14：2011 年 6 月美国面临高通胀，美联储缩减资产购买规模 11
图 15：2011 至 2013 年美国失业率高，美联储并未加息 12
图 16：2011 年 6 月美联储第二轮 QE 结束 12
图 17：2019 年底，2010 年初我国通货膨胀开始显现 13
图 18：金融机构人民币贷款加权平均利率上行 14
图 19：2010 年第四季度上调存贷款基准利率 14
图 20：存款准备金率频繁操作 15
图 21：外汇占款数量在 2011 年 9 月减少 15
图 22：2011 年至 2013 年工业增加值和固定资产投资同比下滑 16
图 23：2010-2011 我国房地产行业贷款和销售同比下滑剧烈 16
图 24：自美联储 2010 年第三季度收紧后，外需开始减弱 17
图 25：美国核心 PCE 指标 18
图 26：美联储联邦基金目标利率与失业率 18
图 27：美联储 2017 底开始缩减资产负债表 19
图 28：中国通货膨胀指标的走势 19
图 29：美联储联邦基金利率上调，中国 7 天逆回购利率跟随上行 20
图 30：央行 2017 年 1 月 24 日上调中借贷便利 MLF 约 0.1 个百分点 20
图 31：2017 年初至 2018 年上半年贷款加权平均利率明显上行 21
图 32：2017 年固定资产投资和房地产投资都有放缓 21
图 33：2017-2018 年金融部门杠杆率降低 22
图 34：外汇占款数量在 2017 年之后相对比较稳定 22
图 35：当下 PPI 和核心 CPI 的走势 23
图 36：当下固定资产投资和房地产投资有所下滑 24

一、此次美联储政策调整节奏的预判

图 1：2021 年以来全球工业品价格和美国通胀预期明显走高

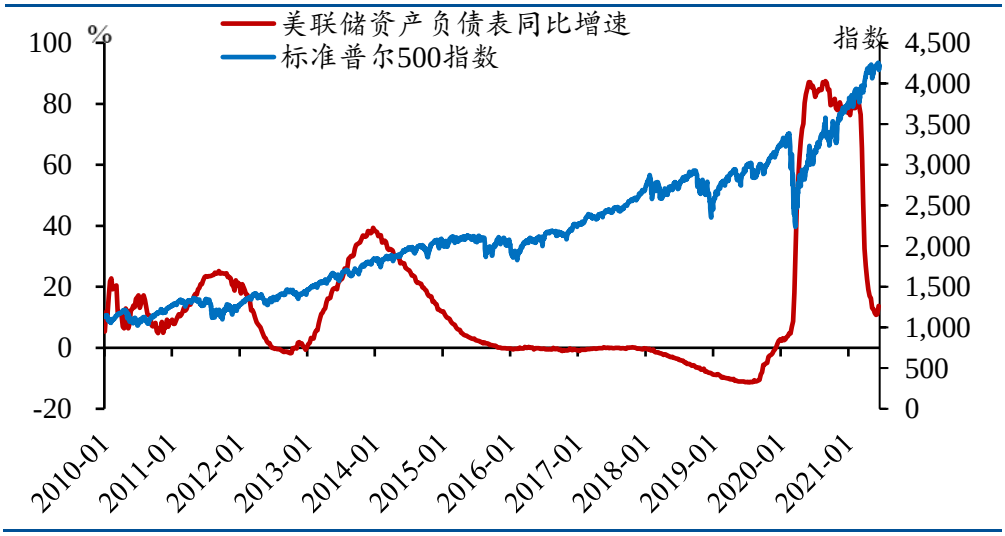


资料来源：万得，信达证券研发中心

去年下半年以来，美国通货膨胀预期不断上行（见图 1），美联储声明多次表示，允许暂时性的高通胀水平。面对高通胀，今年上半年美联储为何迟迟不缩减资产购买规模，以及，美联储到底何时会开始讨论缩减购债，什么时间会实施，这些都是是当下需要关注的问题。

我们认为美联储今年上半年面临高通胀，迟迟不缩减资产购买规模，主要是由新的货币政策框架导致的，即把就业放在第一位，通货膨胀放在第二位。我们认为美国的通货膨胀并不是暂时的，很可能由于大宗商品上涨周期叠加经济复苏预期而持续一段时间。随着美国经济持续复苏，美联储终将开始讨论缩减购买债券规模。历史上，美联储收紧会加大美股以及房地产市场的波动（见图 2 是美联储资产负债表同比增速及美国股市相关走势），因此此次美联储大概率不会猛烈收紧，货币宽松政策的退出应该会缓慢以及有一定规划性地进行。美联储收紧货币政策，也会导致大量资本回流美国，新兴市场国家由于债务高企，很可能会遭遇本国资本流出而面临币值和金融市场风险。

图 2：美联储缩减资产负债表，美国股市波动加大



资料来源：万得，信达证券研发中心

1.1 美联储货币政策新框架，为其保持更长时间宽松创造了条件

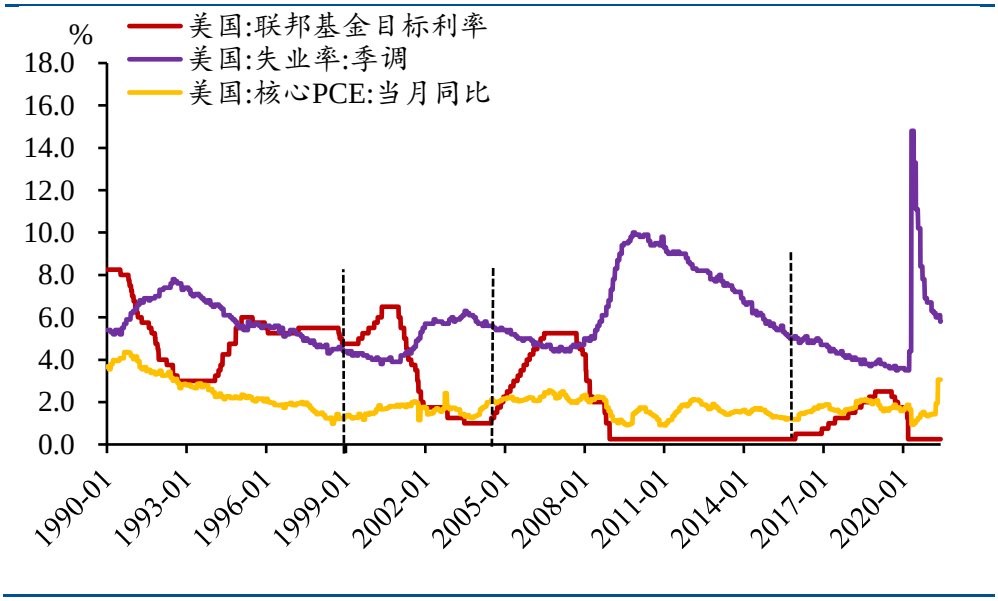
疫情后美联储警惕就业的不足，鲍威尔于 2020 年 8 月宣布施行货币政策新框架，重新评价了失业与通货膨胀的关系，提高了通胀的容忍度，强化了对于“充分就业”的支持，美联储货币政策新框架为其保持更长时间的宽松政策创造了条件。这导致了上半年虽然美国通货膨胀预期高，但由于就业数据并未完全修复，所以货币政策仍然在相当一段时间内保持了宽松，这也是美联储此次相较历史，面临高通胀没有及时收紧货币政策的根本原因。

新的货币政策有两大特点：

（1）实行通胀目标制，适度容忍通胀率超过 2%。美联储货币政策新框架从 2%的通胀目标转为“在一定区间内将通胀平均水平保持在 2%”，即允许相当一段时间通货膨胀率高于 2%，这样可以避免长期通胀低迷而导致的平均中长期物价偏离 2%的目标。

（2）更加重视劳动力市场，把就业目标放在首要位置。原框架以失业率与通胀率负相关的菲利普斯曲线为指导，当失业率“接近”自然失业率时，美联储因担心通胀率上行而“提前”收紧货币政策，属于“前瞻式调控”（见图 3）。然而随着经济发展以及经济结构性转变，传统的菲利普斯曲线逐渐失灵（见下文），美联储也逐渐转变了原货币政策的框架。根据美联储货币政策新框架，强劲的劳动力市场并不必然引发高通胀，无需对失业率下行做出超前反应，因而控制物价的优先级相对弱化，而更加重视就业。

图 3：历史上美联储多次进行前瞻式加息



资料来源：万得，信达证券研发中心

1.2 美联储货币政策转变的原因——菲利普斯曲线逐渐失灵

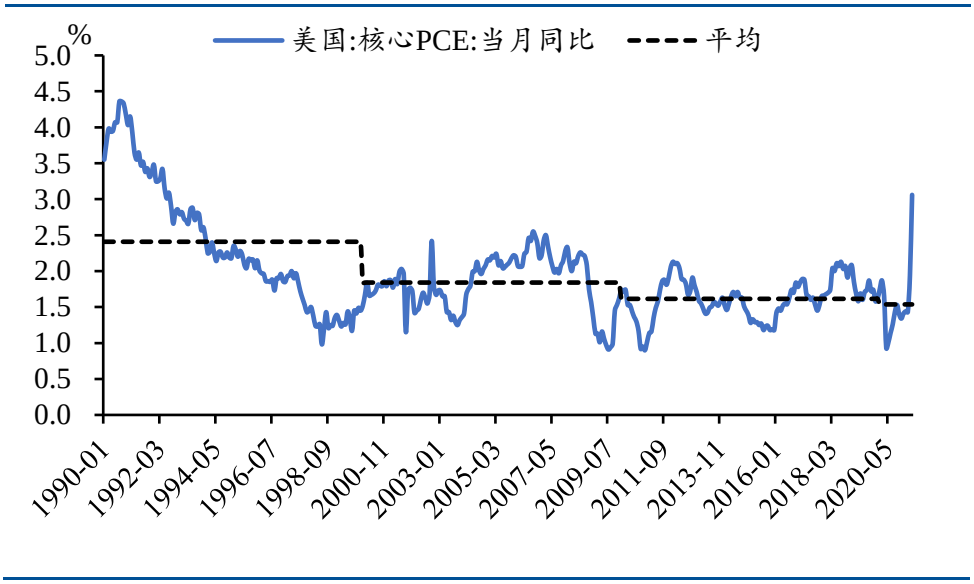
本质上来讲，美国货币政策的转变，主要是由宏观背景、人口和产业等结构性因素的调整推动的：

（1）长期的低通胀是弱化物价调控、提高通胀容忍度的根本原因。1990 年以后，美国通胀率中枢持续下滑。1990—1999 年、2000—2009 年、2010—2019 年美国核心 PCE 的平均值分别为 2.41%、1.84%、1.61%（见图 4）。2010 年到 2019 年，仅仅有十分之一的时间通货膨胀率达到了 2%的通胀率目标。长期的低通胀导致了通胀预期下行，2020 年至今的通货膨胀平均水平是 1.54%，较此前平均通货膨胀率仍略微有下沉。

低通胀现象的成因既可能是暂时性、周期性因素导致，也可能是经济的结构性转变而引起的长期趋势。我们分析经济中的不同板块，可以发现：一是全球价值链的发展与技术进步因素可能带来价格下行压力。技术的进步和传播使单位生产成本不断减小，推动产品和服务价格下降，从而抑制了通胀，这在技术密集型产业中十

分显著；二是本世纪人口老龄化问题。人口老龄化降低了消费和投资，造成总需求不足，给通胀带来了下行压力。三是近年来主要经济体货币政策大多转向以通胀为目标，并对外明示了通胀目标水平，通胀预期被锚定在通胀目标之下，间接导致了通胀低迷。

图 4：美国上世纪 90 年代至疫情前核心 PCE 中枢不断下沉

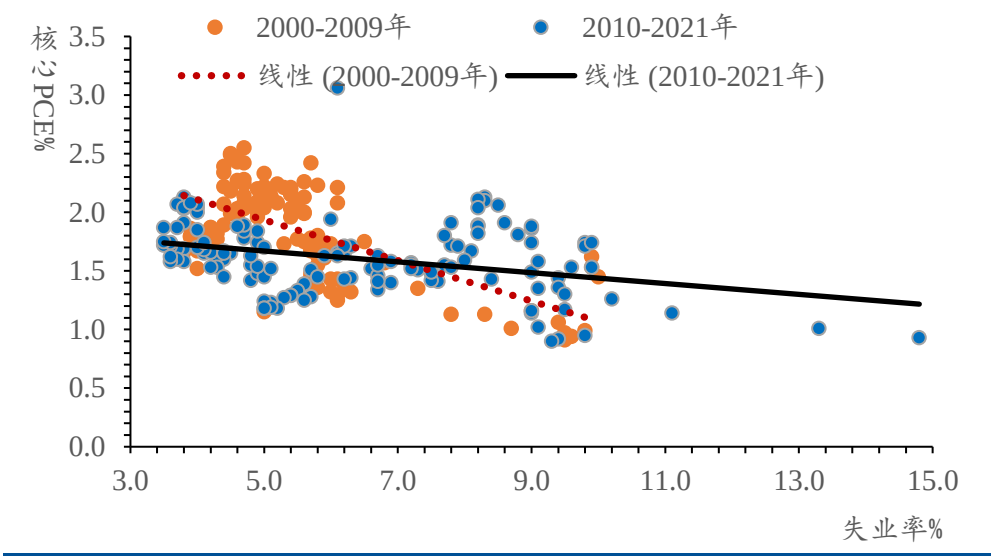


资料来源：万得，信达证券研发中心

低利率趋势，主要是由于经济发展的结构性转变，以及货币政策传导低效率导致的。经济发展的结构性转变，体现之一是社会贫富分化加剧带来的消费端疲软。占总人口的 82%的中产阶级（年收入在 3 万到 20 万美元）的边际消费倾向要远远高于富有家庭，致使持续扩大的贫富分化抑制了居民部门消费率，而这种结构性问题无法通过美联储持续放水的货币政策加以解决，进而造成了美国通胀预期持续偏低，经济长期走弱。**其次，在供给侧，科技进步提高了生产能力，新兴国家进口到美国，压低了美国的物价水平。**2012—2019 年，不可贸易商品的价格累计上涨 19.8%，而可贸易商品的价格下降了 14.3%，全球自由贸易压低了部分商品价格。**最后，在货币政策传导方面，美国充足的流动性未能大量流入实体经济，而是不断地推高了资产价格。**2019 年末美国广义货币（M2）的存量规模较 2009 年增长 83%，但 M2 的流通速度却下降了 18%，同时期标普 500 指数大幅上涨近 300%，股市的财富效应进一步加大了贫富差距。

（2）菲利普斯曲线（失业率和通货膨胀负相关）失灵，通胀率对失业率不敏感，美联储强化就业支持。通胀率对失业率不敏感，致使美联储宽松的货币政策支持强劲的劳动力市场，而不引发高通胀。2000—2019 年，美国失业率每下降 1 个百分点，通胀率仅上升 0.087 个百分点，二者的关系逐渐呈现平坦化特征（见图 5）。**通胀率对失业率不敏感，主要是因为薪资水平上涨向物价传导的渠道被弱化：强劲的劳动力市场未能大幅提升薪资水平。**2019 年美国失业率已降至近 50 年以来的低位，劳动力市场强劲，但当年的时薪增长率仅为 3%左右，低端岗位被科技进步替代、项目实行海外外包等，削弱了雇员的议价能力，降低了工资增幅。因此失业率下降，但是薪资水平没有上涨相应的幅度，薪资水平上涨并未传导到物价水平，因此通货膨胀未显现。

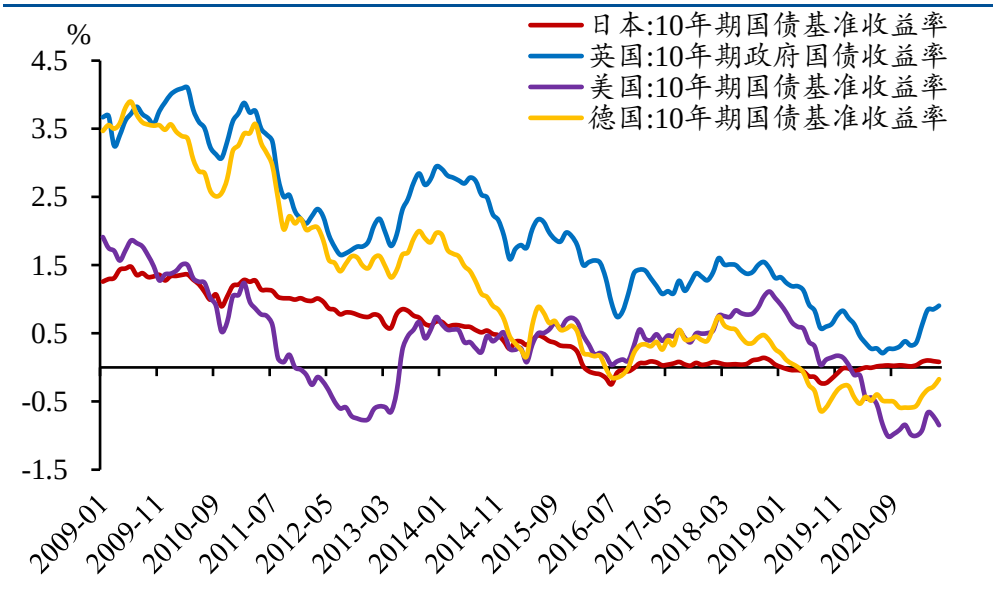
图 5：美国失业率与通货膨胀率的关系呈现平坦化特征



资料来源：万得，信达证券研发中心

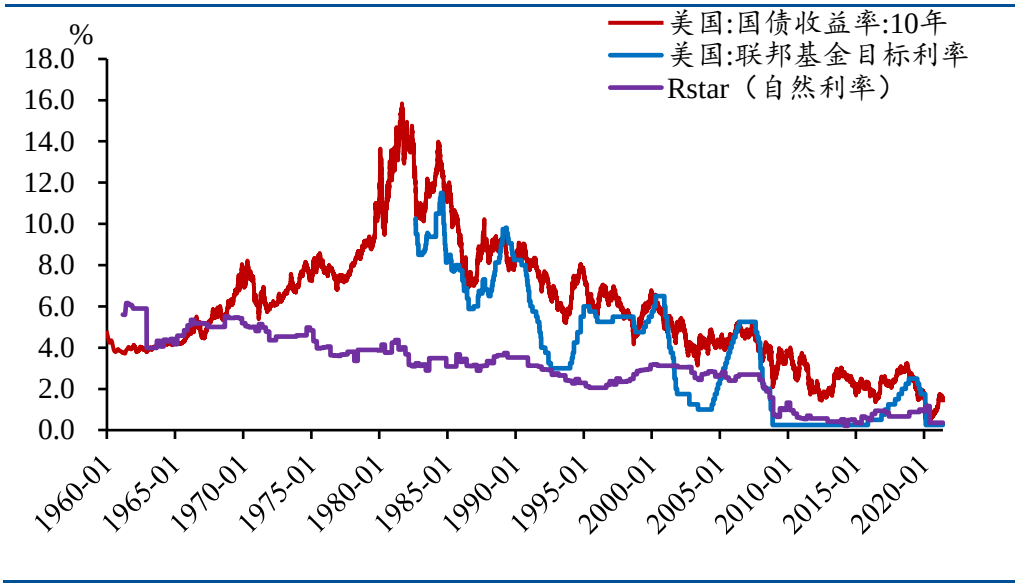
（3）低利率环境导致政策空间不足，美联储增加了量化宽松手段。1990 年之后，美国以及主要发达国家的利率水平在持续下滑（见图 6）。如图 6，在低利率环境下，美联储缺乏充足的降息空间以应对经济下行。2020 年 3 月，美联储实施两次降息便触及零利率，美联储只能依赖量化宽松等非常规手段，来对经济进行调节，即通过购买债券，向市场投放流动性。

图 6：主要发达经济体的 10 年期国债收益率



资料来源:万得，信达证券研发中心

图 7：美国的自然利率、联邦基金利率和 10 年期国债收益率



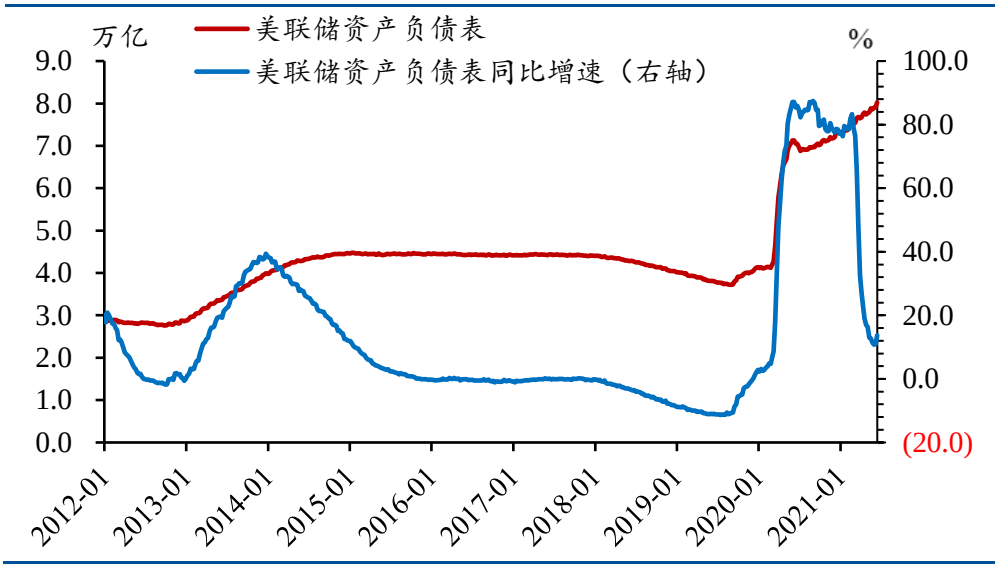
资料来源：万得，信达证券研发中心

1.3 按照失业率测算，美联储大概率在明年一季度缩减资产购买规模

正如前文所陈述的观点，美联储不会突然大幅度收紧，会按照一定计划安排缓慢退出宽松政策，从讨论是否“开始讨论资产退出购买计划”——“退出资产规模购买计划”——“加息”，是一连串缓慢和有计划安排的收紧政策。此前 2013 年美联储退出资产购买计划，是在就业水平恢复到此前 90%，通货膨胀在 1.6%时进行。**按照当下就业率每月增长 0.1 个百分点的速度，恢复到疫情前 90%的水平，我们预计在 6-9 个月左右，因此我们可以得出结论，美联储缩减购买债券规模大概率是在明年的一季度。参照历史经验，讨论缩减购债一般会提前几个月，因此我们认为讨论退出资产购买规模最早在今年的三季度。**

第一，美联储一定会有计划性地缓慢退出资产购买规模。此次 6 月议息会议上，美联储也提出“QE 退出的沟通一定会是充分，且提前管理预期的，目前距离真正减量还有相当距离（“aways away”），目前美联储是处于“讨论”“是否要开始去讨论”缩减 QE 这件事的阶段（“talking about talking about tapering”）。

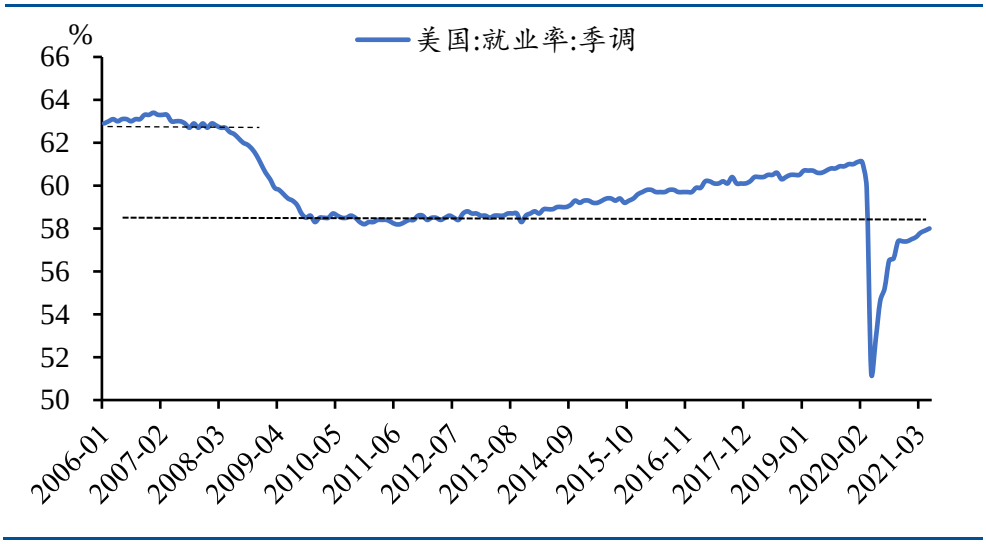
图 8：美联储资产负债表的同比增速



资料来源：万得，信达证券研发中心

第二，更加照顾到实现充分就业水平。近期美联储依然强调，要等到经济修复进一步取得重大进展“substantial further progress”再行动。如果当下就业率以平均每月 0.1 个百分点的速度上行，恢复到疫情前的 90%的水平或许更加充分，可能需 6-9 个月的时间，所以美联储很可能在明年的一季度缩减资产购买债券规模，讨论退出资产购买规模最早在今年的三季度。

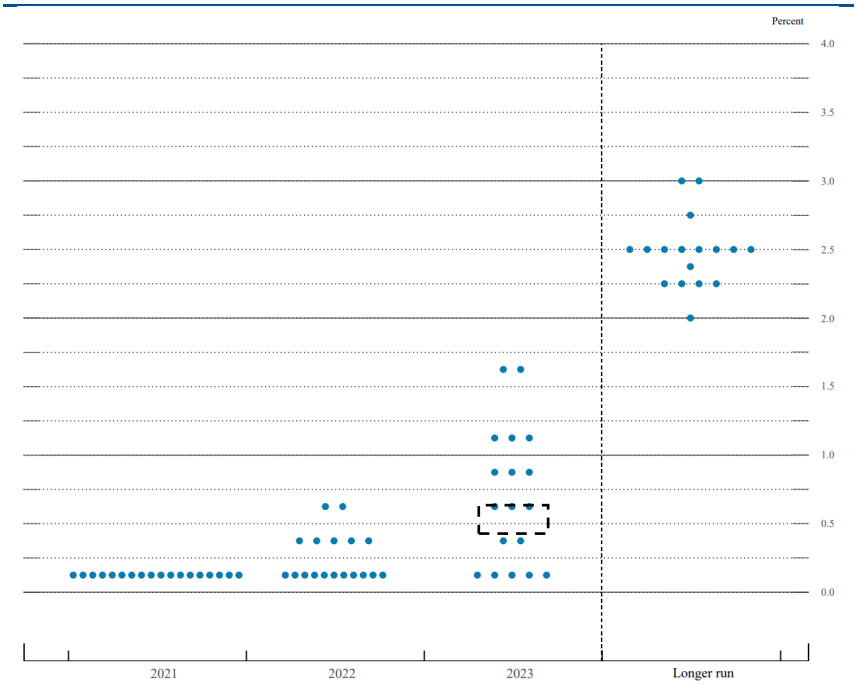
图 9：美国的就业率水平



资料来源：万得，信达证券研发中心

第三，随着经济预期上调，加息的时间点可能前移。6 月会议上，美联储 18 个委员们对未来利率节奏预期的中位数有所前移（见图 10，目前由点阵图来看，隐含的首次加息时点为 2023 年），为了应对近期流动性异常充裕，美联储此次还技术性上调了利率走廊的上下限 IOER 和 RPR 水平 5BP，也显现了收紧意味。

图 10：2021 年 6 月美联储会议中对未来利率水平的预期



资料来源：万得，信达证券研发中心

第四，纽约联储统计了美国市场机构对美联储政策调整的预测。美联储以公开市场业务一级交易商为主要交易对手，以及交易商的筛选标准较为严格，主要为机构业务能力、市场表现、财务状况、监管合规、操作保障机制、内控制度以及提供市场信息和政策评估能力优秀的交易商，目前一级交易商数量仅 23 家，均为银行和券商类机构。如图 11 至 13，是纽约联储统计的一级交易商的最新预测，**美联储交易对手预计美联储从明年第一季度开始缩减购债，预计 2023 年的第二季度加息。不排除随着经济修复和预期上调，出现美联储加息提前至 2022 年底的可能。**

图 11：美国市场机构对美联储加息的预测

	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4
25th Pctl	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%
Median	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.38%	0.38%
75th Pctl	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.38%	0.38%	0.63%
# of Responses	24	24	24	24	21	21	21	21

	2024	2025	2026	2027
25th Pctl	0.63%	1.38%	1.88%	2.13%
Median	1.13%	1.75%	2.00%	2.38%
75th Pctl	1.63%	2.38%	2.50%	2.63%
# of Responses	19	19	19	19

资料来源：纽约联储，信达证券研发中心

图 12：美国市场机构对美联储缩减购债的预测

Net purchases of U.S. Treasury securities ($ billions)							
	Apr. 2021	May 2021	Jun. 2021	Jul. 2021	Aug. 2021	Sep. 2021	2021 Q4
25th Pctl	80	80	80	80	80	80	240
Median	80	80	80	80	80	80	240
75th Pctl	80	80	80	80	80	80	240

	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4
25th Pctl	180	98	15	0	0	0	0	0
Median	190	145	90	25	0	0	0	0
75th Pctl	220	180	120	73	0	0	0	0

资料来源：纽约联储，信达证券研发中心

图 13：美国市场机构对美联储缩减 MBS 购买的预测

Net purchases of agency MBS ($ billions)							
	Apr. 2021	May 2021	Jun. 2021	Jul. 2021	Aug. 2021	Sep. 2021	2021 Q4
25th Pctl	40	40	40	40	40	40	120
Median	40	40	40	40	40	40	120
75th Pctl	40	40	40	40	40	40	120

	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4
25th Pctl	83	38	0	0	0	0	0	0
Median	95	65	40	8	0	0	0	0
75th Pctl	108	85	58	25	0	0	0	0

资料来源：纽约联储，信达证券研发中心

二、2009-2011 中国央行相对于美联储表现出较强独立性

我们主要回顾近 10 年历史中美联储政策调整对中国央行货币政策的影响。我们此前在报告《神奇的 2021 年:通胀预期像 2010 年，政策预期像 2017 年》中探讨过，今年的宏观环境和货币政策与这两段时间有相类似的地方。因此本文也将对 2010 年和 2017 年前后进行重点探讨。

2.1 面临高失业率和高通胀，美联储选择了延续宽松货币政策

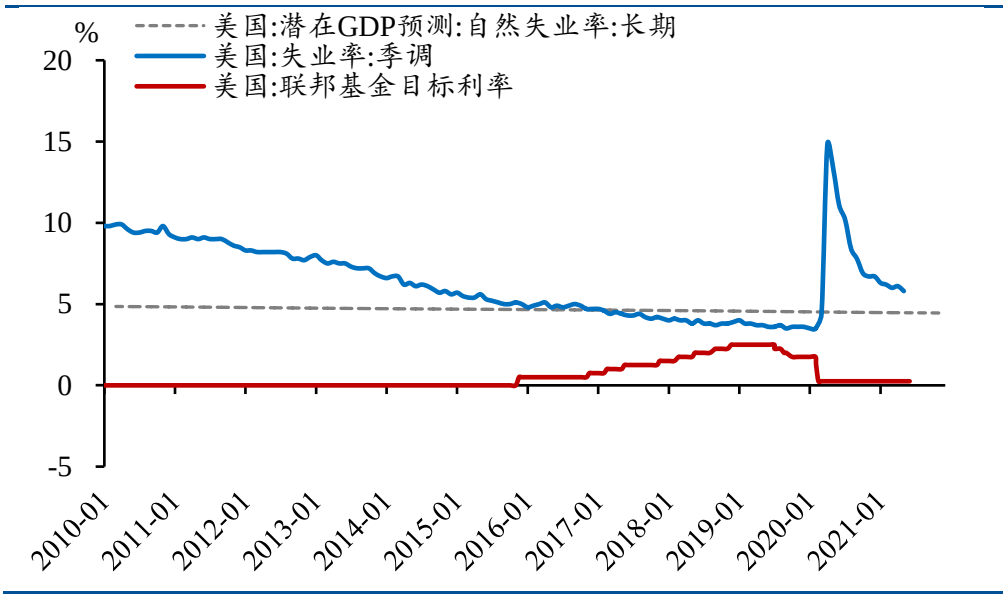
美国面临高通胀和高失业率，美联储加大了通胀容忍度，更加重视就业目标。2008 年金融危机后，美国实施了第一轮量化宽松（2009 年 3 月至 2010 年 3 月）后，2009 年第三季度的美国 GDP 在金融危机连续四个季度下滑后首次出现正增长。但美国经济复苏仍然缓慢，为了刺激经济，美国从 2010 年 11 月至 2011 年 6 月进行了第二轮 QE，每个月购买 750 亿美元的长期美债，其资产负债表规模再次扩张 6000 亿美元。**类似 2020 年新冠疫情后，美国实施大规模的量化宽松来提振经济，此后通货膨胀预期越来越高**（见图 14），但是考虑到当时美国的失业率较高，美联储并未加息（见图 15）。

图 14：2011 年 6 月美国面临高通胀，美联储缩减资产购买规模



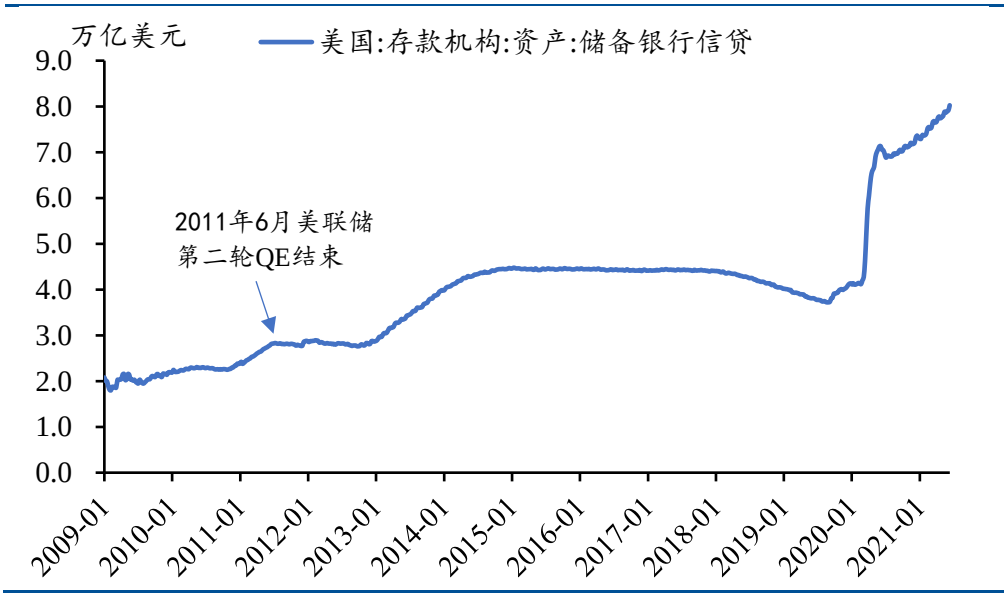
资料来源: 万得，信达证券研发中心

图 15：2011 至 2013 年美国失业率高，美联储并未加息



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 16：2011 年 6 月美联储第二轮 QE 结束

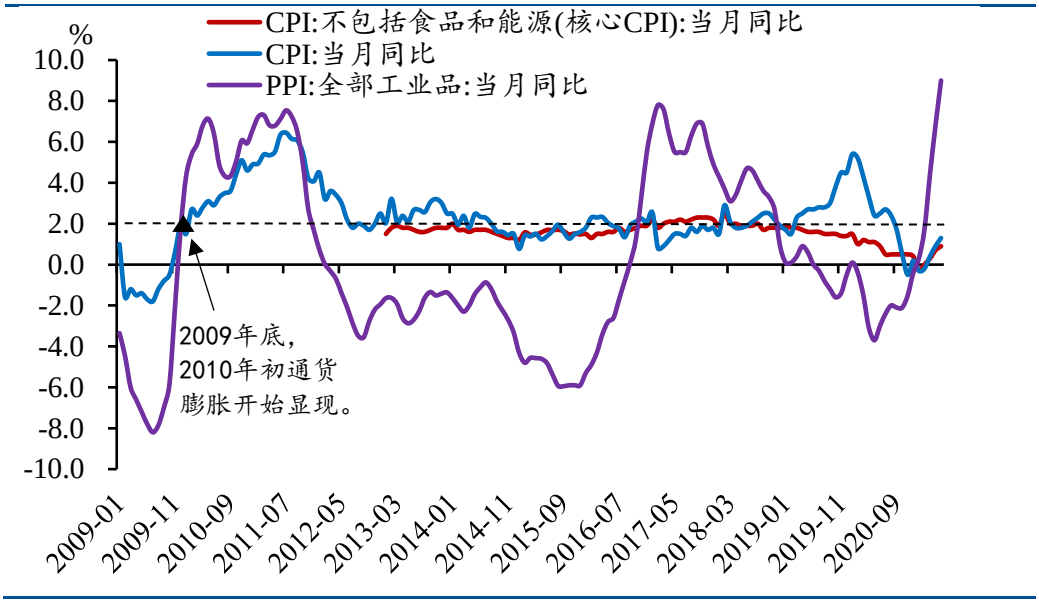


资料来源：万得，信达证券研发中心

2.2 中国央行在国内经济过热和通胀高企背景下果断收紧

金融危机爆发后，我国迅速出台四万亿计划，在主要经济体中最早实现复苏。自 2009 年以来国内通胀不断上行（见图 17）。类比当下的宏观环境，我国也是疫情后在主要经济体中最早开始复苏，在 2020 年实现主要经济体中唯一正增长。

图 17：2019 年底，2010 年初我国通货膨胀开始显现



资料来源：万得，信达证券研发中心

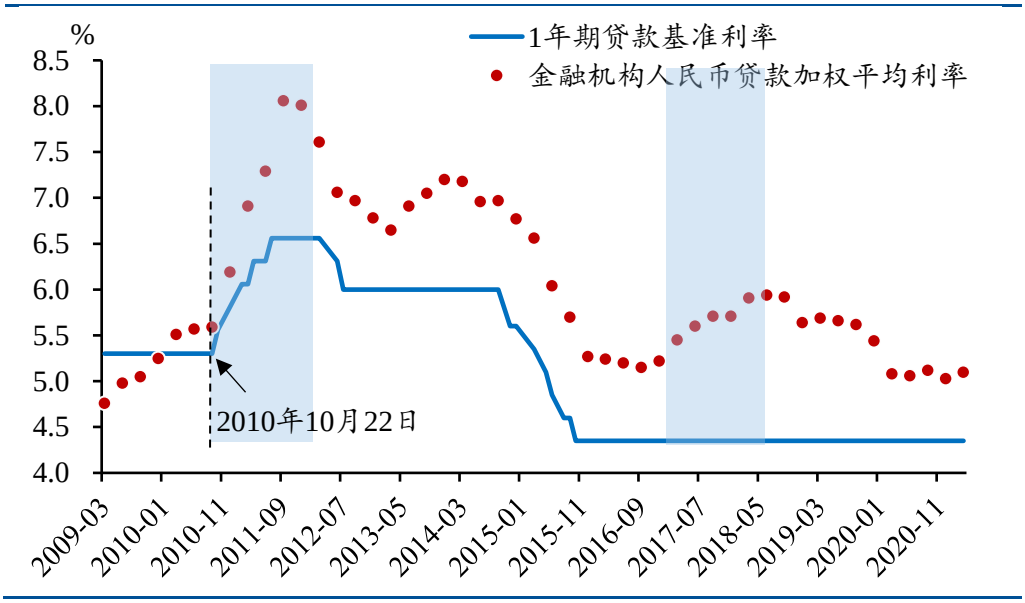
分析 2009-2010 年我国通胀预期显现的主要原因，主要有：一是世界主要经济体为应对危机普遍实施了超宽松的货币政策，全球货币环境宽松，特别是美元等主要货币利率超低推动了全球的通胀预期，表现为国际初级产品（大宗商品）价格大幅反弹，类似 2020 年新冠疫情后，世界主要经济体实施低利率和量化宽松，大水漫灌；二是从国内来看，2009 年以来，为应对国际金融危机，我国信贷总量快速增长，一定程度上推动了社会公众对未来价格水平上涨的预期，类似于我国去年疫情爆发后信贷和社会融资规模飙升；三是部分大宗商品、服务价格以及房价等资产价格明显上涨，**也非常类似今年 2021 年初经济复苏时的我国宏观环境。**

中国 2009 年初开始，伴随国内 CPI 和 PPI 上升，人民币贷款加权平均利率也开始逐步升高（见图 18）。根据“费雪方程”公式，名义利率-通胀=实际利率。若名义利率不变，通胀上行将意味着实际利率走低。若名义利率和通胀同向变化，实际利率有望保持稳定。

2010 年四季度，央行上调存贷款基准利率，市场利率加快上行步伐。2010 年 10 月 22 日，央行上调存贷款基准利率，此后截至 2011 年 7 月，几次上调存贷款基准利率（见图 19）。贷款基准利率上调后，贷款加权平均利率也加速上升（见图 18）。**随后，2010 年底，中央经济工作会议明确，货币政策基调从适度宽松转向稳健。**

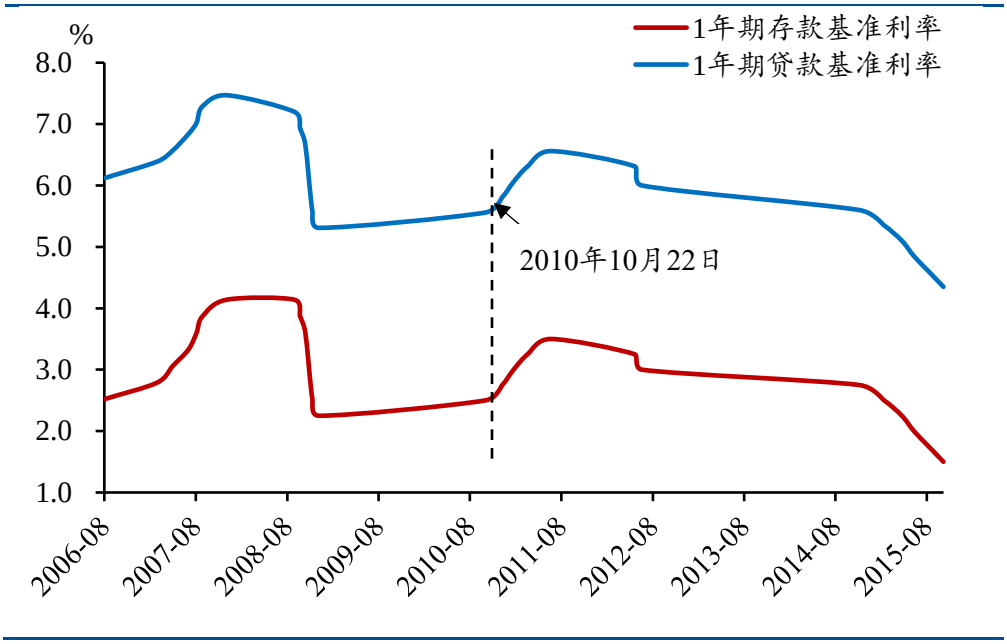
综上所述，中国相对美国货币政策表现出较强独立性，尽管美联储持续宽松，但在国内经济过热和通胀高企背景下果断收紧。2009 年底，国内较高的通货膨胀显现，投资需求旺盛，贷款加权平均利率开始上行。2010 年 10 月，在美联储持续宽松背景下，中国央行开始上调存贷款基准利率，受此影响，市场利率也加快了上行的步伐。

图 18：金融机构人民币贷款加权平均利率上行



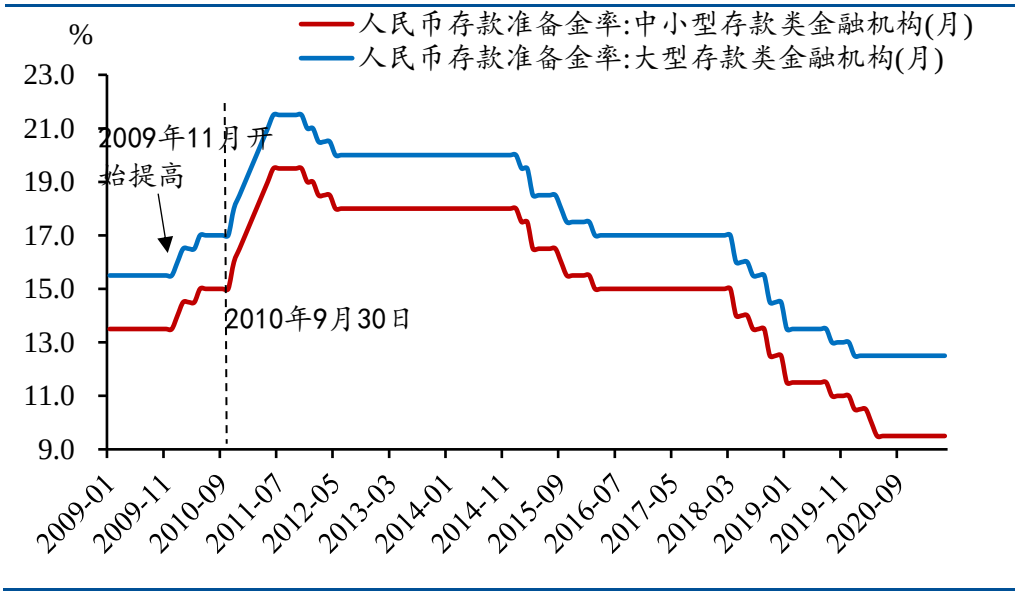
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 19：2010 年第四季度上调存贷款基准利率



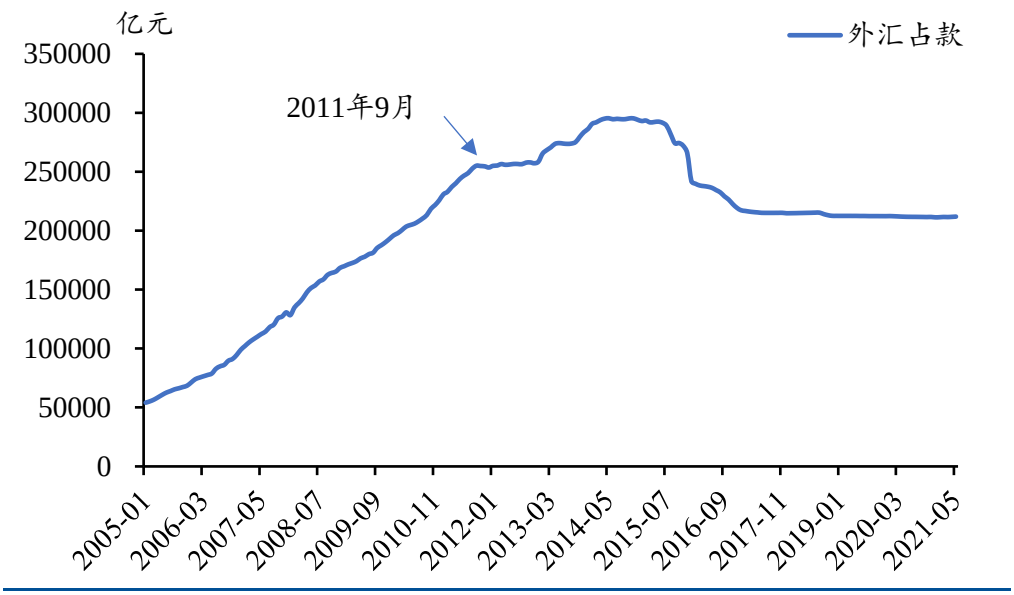
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 20：存款准备金率频繁操作



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 21：外汇占款数量在 2011 年 9 月减少



资料来源：万得，信达证券研发中心

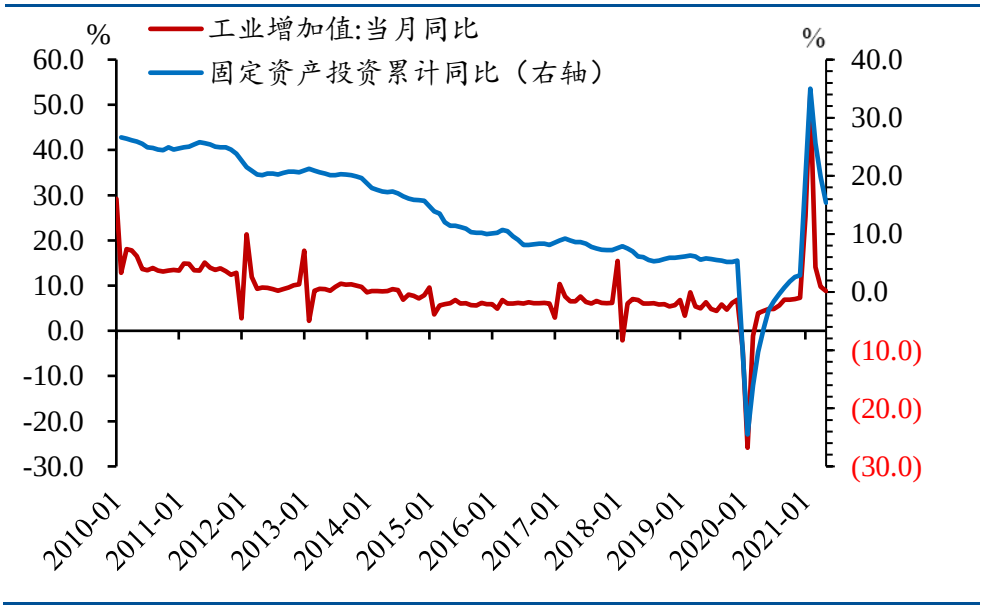
由此可见，中国货币政策相对美国较为独立，落脚点在维持国民经济持续平稳发展，考虑国内外的综合情况，内部稳定通货膨胀，外部参考美国货币政策，基准利率调整择机实施。2011 年的货币政策从适度宽松转向稳健，主要是“防止通货紧缩，也包括防止通货膨胀，在防范金融风险的前提下，保持货币供应量适度增长，支持国民经济持续平稳健康发展。”此段时间内，国内的货币政策主要“盯住通货膨胀”，打击过热可能造成贫富差距的行业，扶持中小企业和国民经济的发展，坚持“有扶有控”的信贷政策。但需要注意，央行在考虑外部环境（美联储收紧）的同时，也保持了“适度的流动性”，便于需要帮助的企业的融资和贷款。

当时新兴国家为了应对通货膨胀和资本过热，从 2010 年第二季度开始加息，非常类似当下的宏观环境。从 2010 年第二季度国际形势来看，多数新兴和发展中经济体继续强劲增长，但仍面临抑制通胀和防止短期跨境资本大幅波动的挑战。多数新兴经济体为应对跨境资本大幅波动和经济过热等风险，主动收紧了宏观政策，经济增速有所放缓，也非常类似当下巴西印度加息，防止美国收紧后资本流出，叠加债务高企，导致国内金融风险。

2.3 工业增加值和固定资产投资走弱，并未影响同时期我国货币政策收紧

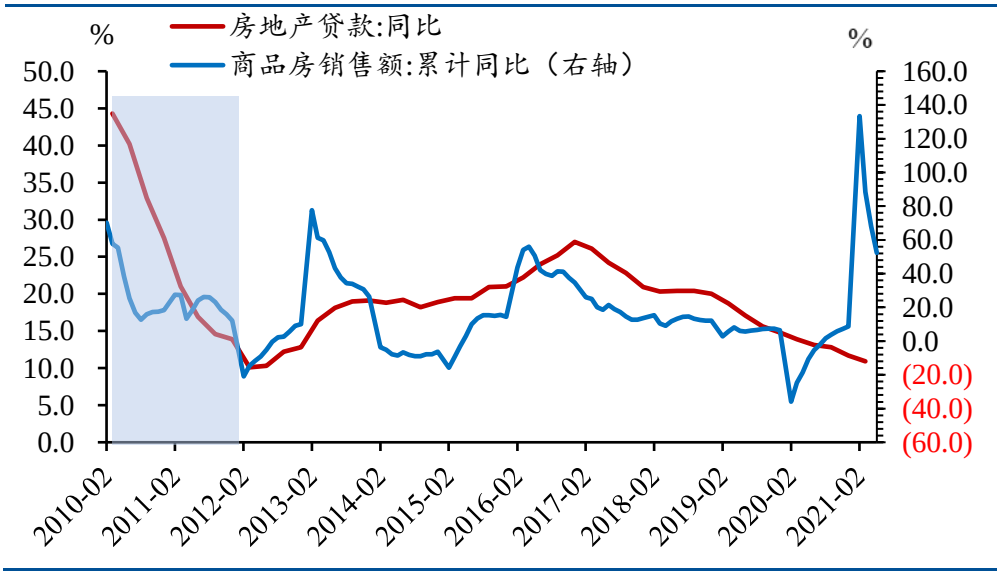
我国同时期工业增加值、固定资产投资和房地产行业下滑，并未影响货币政策的持续收紧（见图 21 和 22）。随着各项调控政策的贯彻落实和全国房地产市场的变化，全国房地产贷款余额增速自 5 月份以来持续回落。2010 年前三季度，全国商品房销售回落，房价增幅趋缓，主要金融机构房地产贷款增速也随之放慢，商品房销售增幅回落。

图 22：2011 年至 2013 年工业增加值和固定资产投资同比下滑



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 23：2010-2011 我国房地产行业贷款和销售同比下滑剧烈

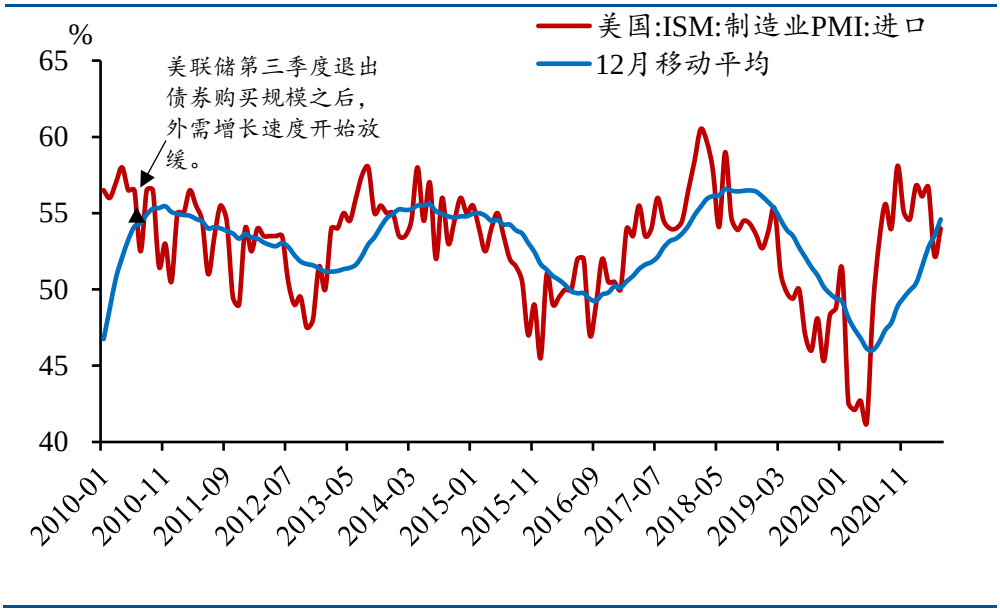


资料来源：万得，信达证券研发中心

2.4 同期外需减弱，并未影响我国货币政策收紧

同期中国外需增长速度开始放缓，但并未影响我国货币政策收紧，中国 10 月仍然有大幅度加息（见图 24）。因此，我们认为，如果未来美联储退出量化宽松，叠加外需已经恢复到前期的高点，央行的货币政策也可能会逐步收紧。

图 24：自美联储 2010 年第三季度收紧后，外需开始减弱



资料来源：万得，信达证券研发中心

三、2017-2018 美联储处于加息周期，中国央行政策利率“随行就市”上行

3.1 低失业率环境下，美联储在核心 PCE 将要突破 2%时上调联邦基准目标利率

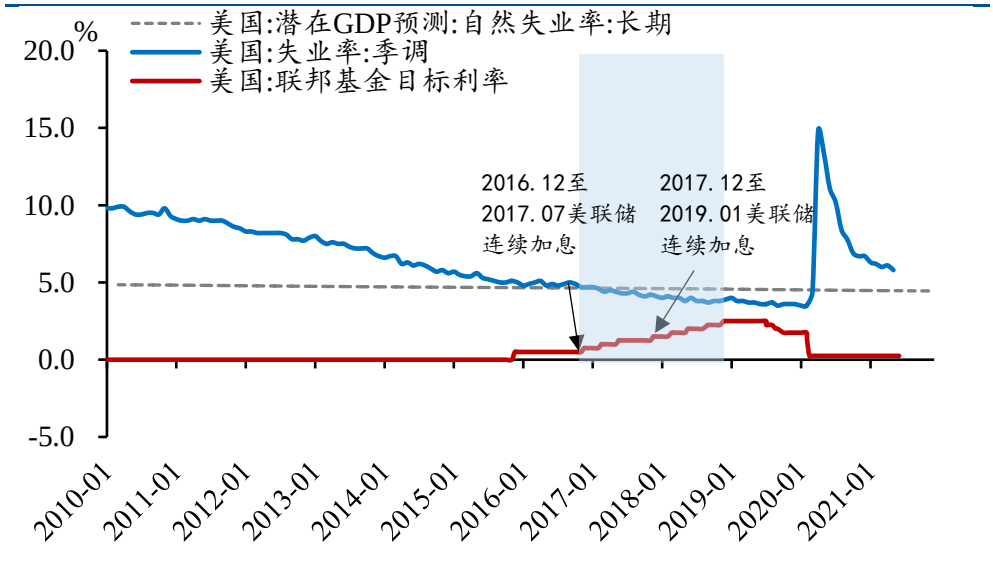
美联储在低失业率环境下，两次（2016 年底和 2017 年底）在通货膨胀将要突破 2%时加息。观察图 25 和图 26，2016 年美联储在低失业率环境下（失业率 4.7%接近自然失业率 4.64%），面对通货膨胀（美国核心 PCE）在 1.73 将要突破 2%时（2017 年 1 月达到了 2.01%），实施了加息，美联储此次 2016 年 12 月 15 日提高了联邦基金目标利率，符合美联储兼顾失业率和通货膨胀的双重调控目标和前瞻性策略。第二次，2017 年底核心 PCE 在 1.87%将要突破 2%时，美联储再次在 2017 年 12 月 14 日进行了第二轮加息，周期为 2017 年 12 月到 2019 年 1 月。除了加息之外，美联储也进行了缩减资产负债表的紧缩政策，2017 年 10 月 18 日，美联储资产负债表规模为 4.47 万亿美元，截至 2019 年 1 月 25 日，已缩水到 4.047 万亿美元，美国国债、MBS 持有量分别为 2.22 万亿、1.63 万亿美元（见图 27）。

图 25：美国核心 PCE 指标



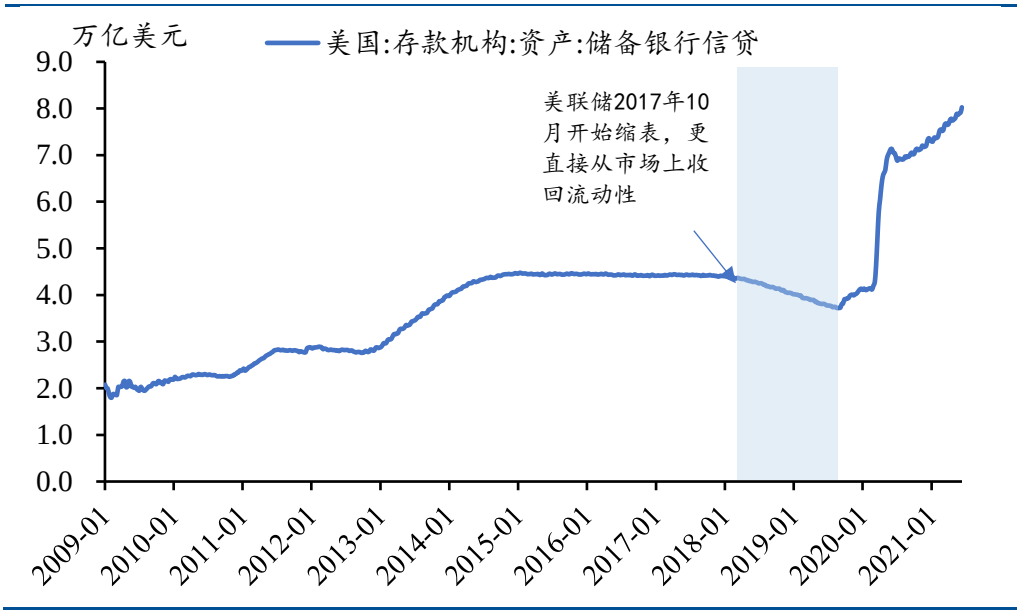
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 26：美联储联邦基金目标利率与失业率



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 27：美联储 2017 底开始缩减资产负债表



资料来源：万得，信达证券研发中心

3.2 中国央行政策利率“随行就市”上行

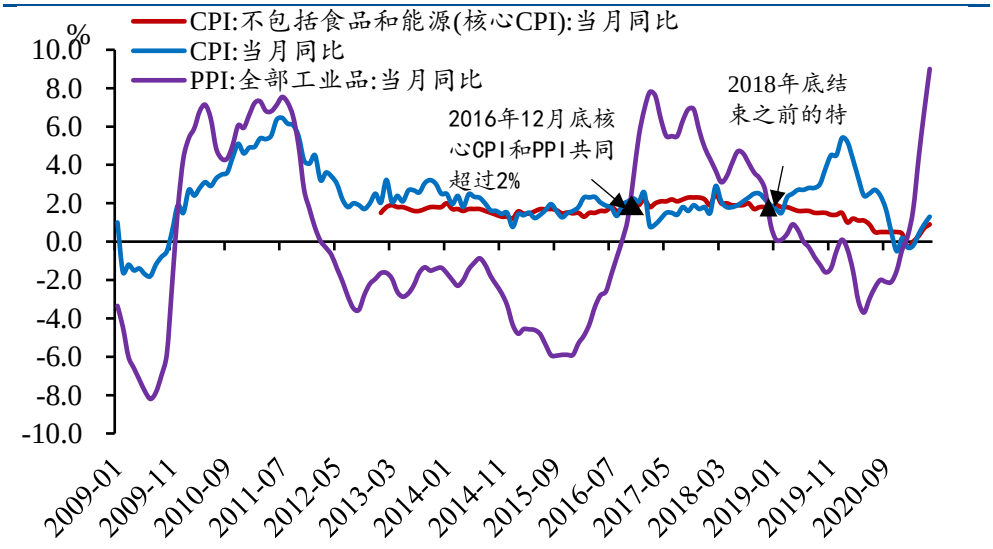
我们结合图 28 和图 29 进行观察，**在 2016 年 12 月底，美联储提高联邦基金目标利率，2017 年初中国货币市场利率 DR007 也出现上行，同期中国核心 CPI 和 PPI 都超过 2%。到 2019 年美国退出紧缩的货币政策转为降息，中国 DR007 也随美国基准利率出现下行，中美两国利率上行或下调时间有高度一致性。**

以史为鉴，我们判断，此次 2021 年央行货币市场利率中枢的上行，也可以参考：

(1)美联储政策调整的时间。央行的政策利率 MLF 和市场利率 DR007 和美国的联邦基金目标利率有一致性。

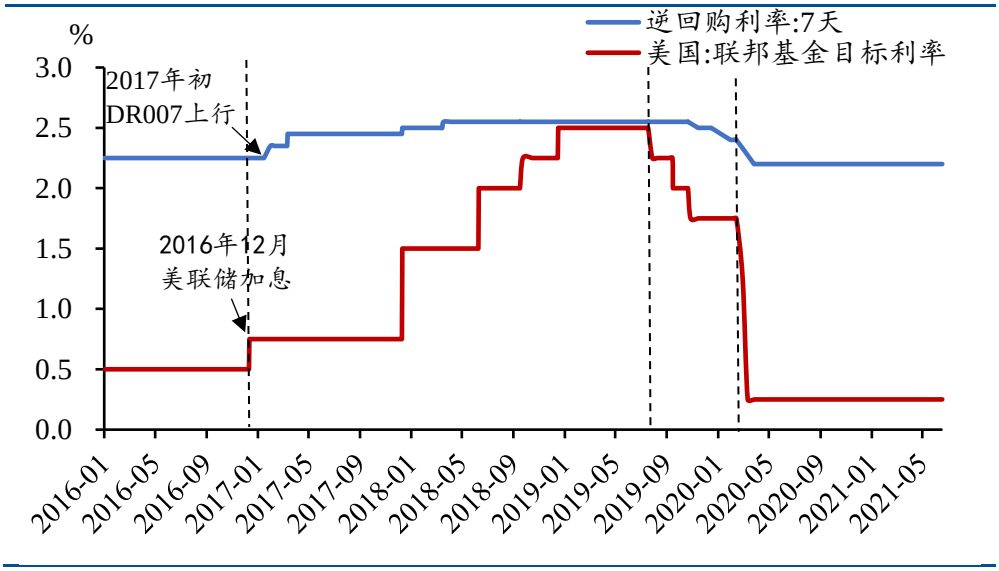
(2)中国核心 CPI 和 PPI 共同都超过 2%的时点。

图 28：中国通货膨胀指标的走势



资料来源：万得，信达证券研发中心

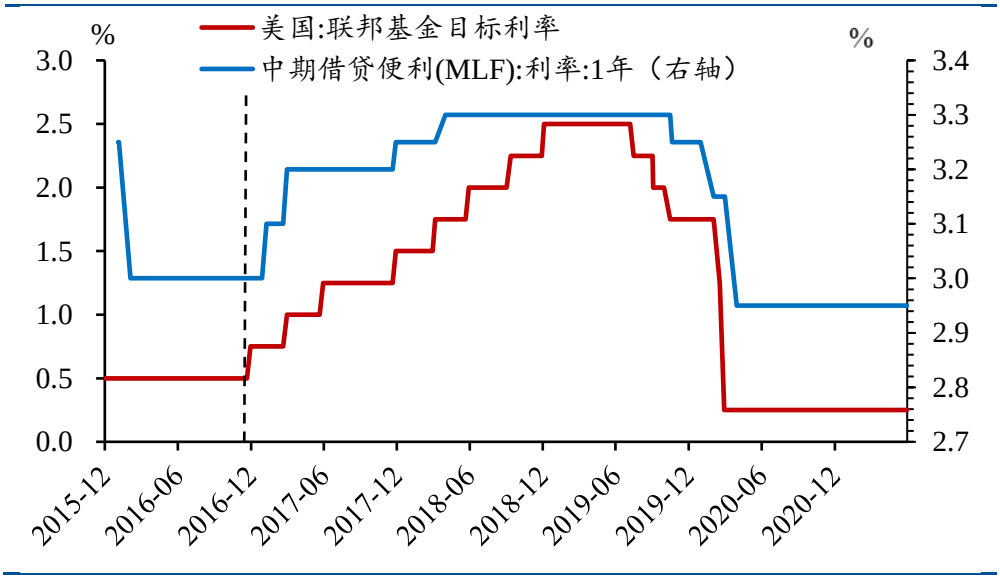
图 29：美联储联邦基金利率上调，中国 7 天逆回购利率跟随上行



资料来源：万得，信达证券研发中心

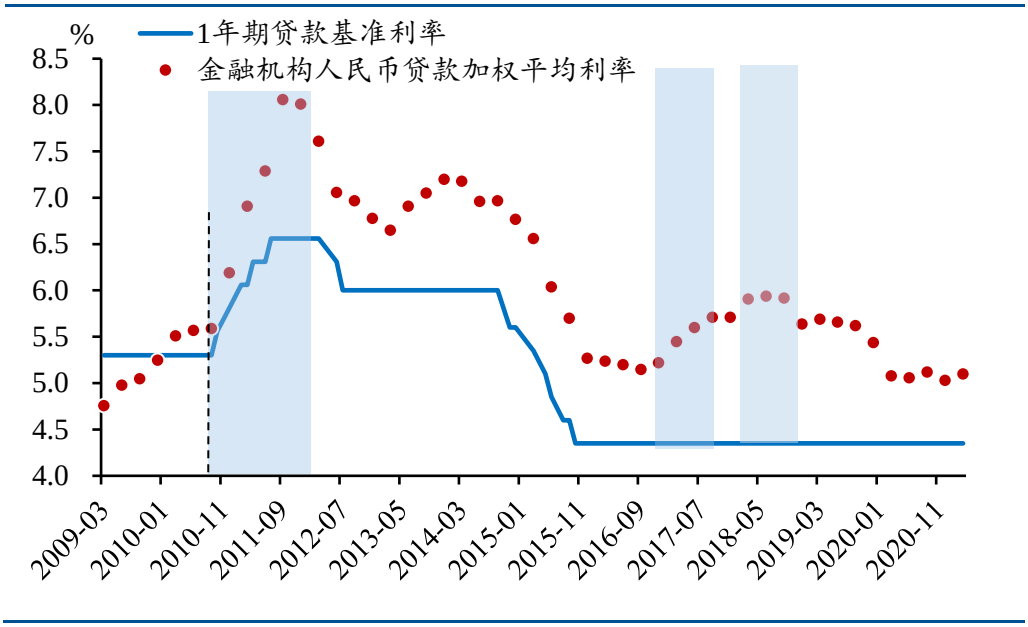
跟随美联储加息，市场利率上行，央行“随行就市”上调政策利率。2017 年 2 月 3 日、3 月 16 日、12 月 14 日，美联储加息后，2016 年底**央行政策利率 MLF** 均上调，前两次为 10BP，第三次 2018 年 3 月为 5BP，和美联储收紧的时间有一致性（见图 30）。央行称，政策利率上行后，客观上有助于去杠杆、抑泡沫、防风险。该阶段，贷款加权平均利率也明显上行（见图 31）。

图 30：央行 2017 年 1 月 24 日上调中借贷便利 MLF 约 0.1 个百分点



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 31：2017 年初至 2018 年上半年贷款加权平均利率明显上行

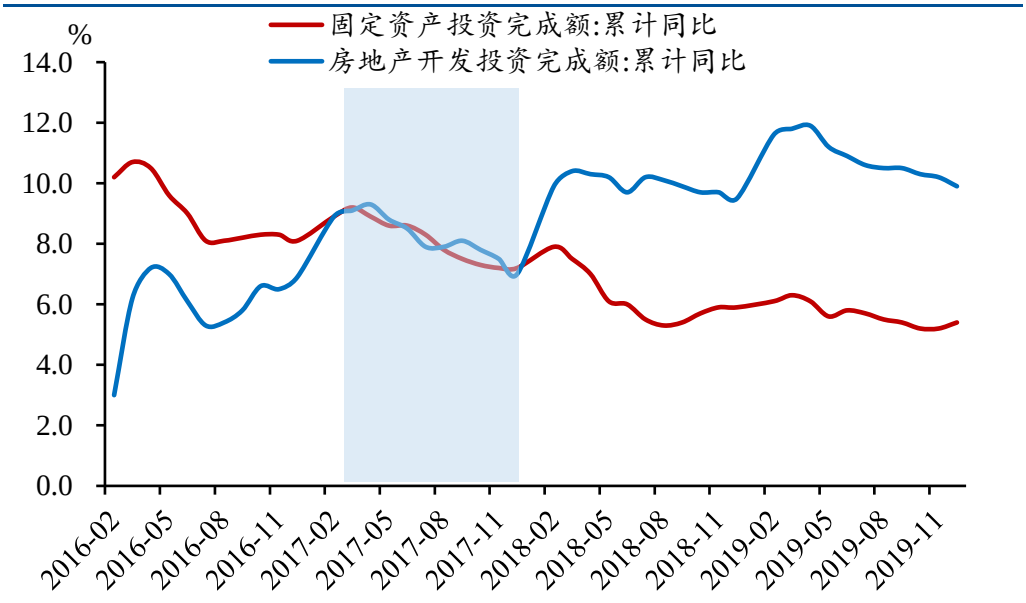


资料来源：万得，信达证券研发中心

2.3 固定资产投资增长稳中略缓，并未影响同时期我国收紧货币政策

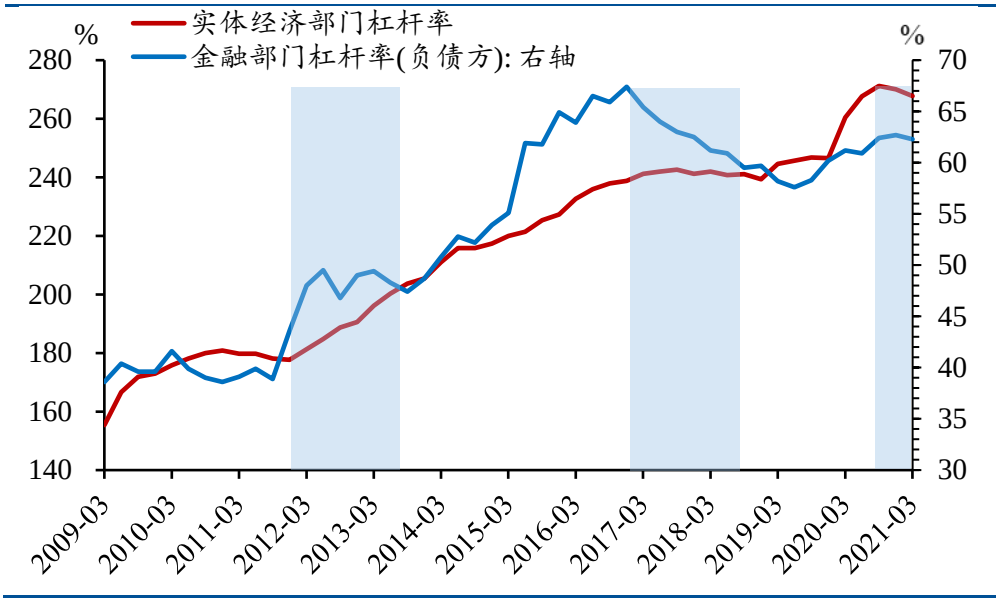
固定资产投资增长稳中略缓，同时期也出现基建投资和房地产的下滑（见图 32），但并未影响中国的货币政策收紧（见图 33）。如图 32，2017 年前三季度，全国固定资产投资（不含农户）45.8 万亿元，同比增长 7.5%，增速比上年同期回落 0.7 个百分点，并呈现以下几个特征：一是高端制造业和企业技术改造投资较快增长，高耗能行业投资增长放缓。高技术制造业、装备制造业和制造业技术改造投资，前三季度同比分别增长 18.4%、8.3%和 12.1%，高耗能制造业投资同比下降 1.9%。二是民间投资增速有所回升。前三季度民间投资同比增长 6%，比上年同期高 3.5 个百分点。三是基础设施投资增速前三季度为 19.8%，比上年同期加快 0.4 个百分点。

图 32：2017 年固定资产投资和房地产投资都有放缓



资料来源：万得，信达证券研发中心

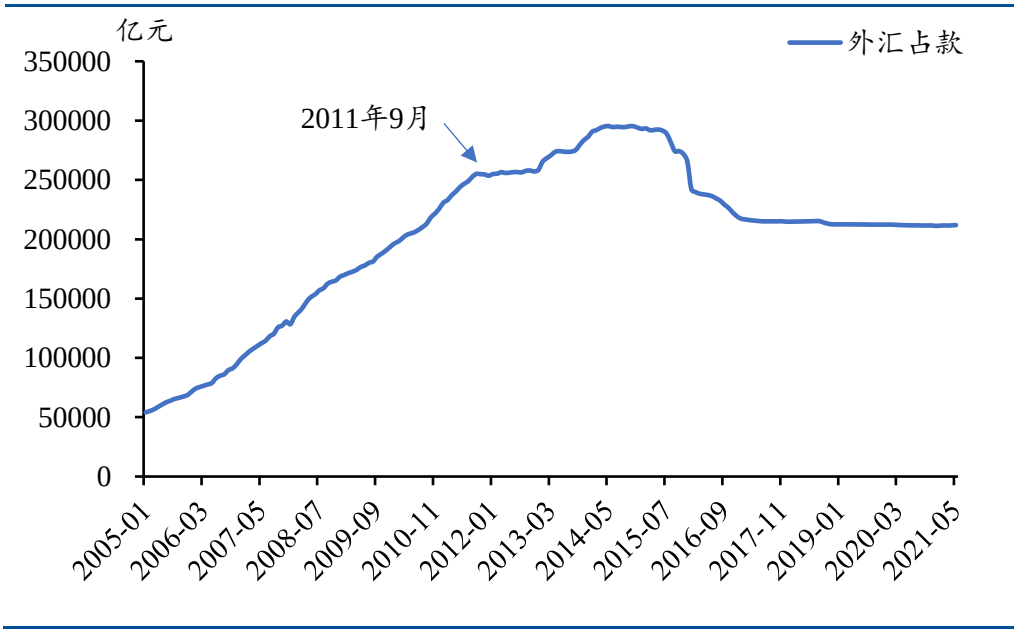
图 33：2017-2018 年金融部门杠杆率降低



资料来源：万得，信达证券研发中心

2017 年以及此后的外汇占款几乎没有改变，因此我们认为此时间段后，外汇占款的影响较小（见图 34）。

图 34：外汇占款数量在 2017 年之后相对比较稳定



资料来源：万得，信达证券研发中心

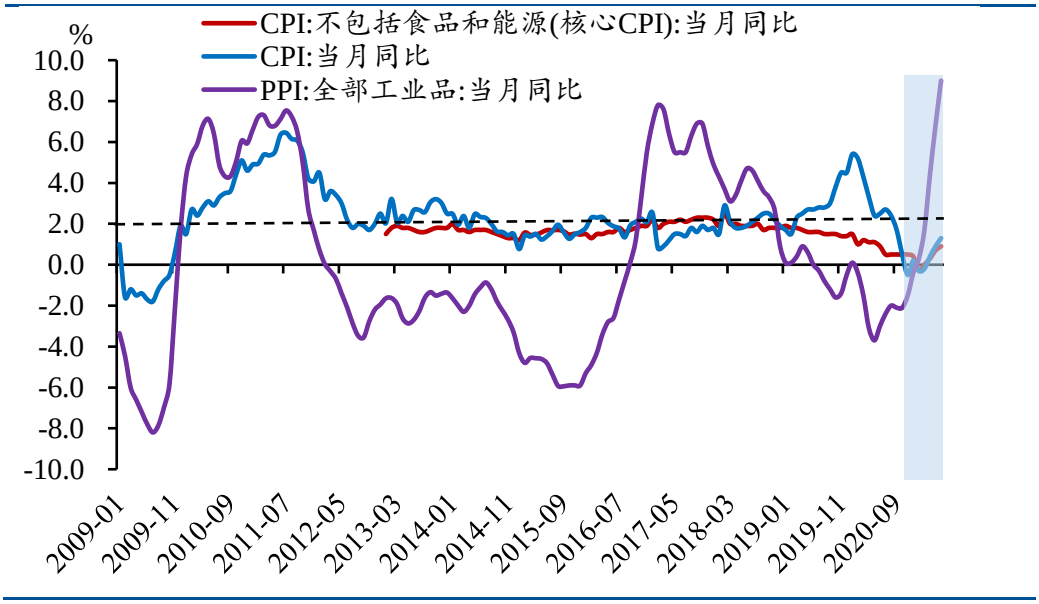
四、未来美联储进入紧缩周期后，中国货币政策易紧难松

未来美联储缩减购债，中国PPI向核心CPI逐渐传导（图35），核心CPI水位逐渐抬升，央行的货币政策预计易紧难松。但考虑到全球疫情演变不确定性仍大，经济恢复不均衡、基础不稳固的问题仍然存在，预计货币政策总体仍然以稳为主。

鲍威尔表态较为鸽派，提到现在还不是讨论缩减购债的时候。在看到经济取得“实质性进一步进展”之前，仍然会保持当前的资产购买速度，认为持续的疫苗接种能够使经济在今年后续回归正常情况，如果进行缩减购买债券规模，会提前很多和市场进行沟通。值得注意的是，鲍威尔在本次会议上，首次明确承认美国资本市场存在泡沫，并且间接承认资产价格泡沫与货币政策操作有关，但住房方面尚不至于构成金融稳定问题。所以当下宽松仍然没有结束。

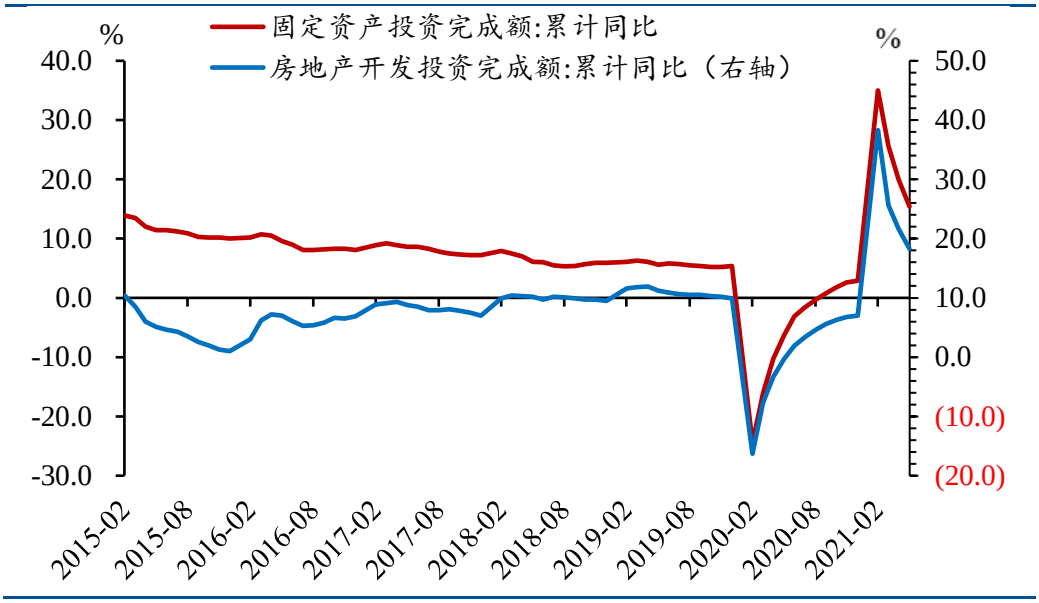
美联储一旦进入紧缩周期后，中国央行的货币政策易紧难松。中国的货币政策报告表明，货币政策要坚持要连续性、稳定性和可持续性，保持流动性合理充裕，既要应对短期问题，也要为应对未来的不稳定性留出政策空间，特别是要防范美联储政策调整可能带来的外部冲击，做好应对预案。因此，美联储进入紧缩周期之后，中国的货币政策整体易紧难松。

图 35：当下 PPI 和核心 CPI 的走势



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 36：当下固定资产投资和房地产投资有所下滑



资料来源：万得，信达证券研发中心

风险因素

政策调控力度超预期；海外疫情超预期。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21 世纪最佳预警研究报告”得主。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北副总监（主持工作）	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东副总监（主持工作）	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称"信达证券")具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）；时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：**股价相对强于基准 20%以上；	**看好：**行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准 5%～20%；	**中性：**行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5%之间；	**看淡：**行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。