2020 年 11 月 29 日

宏观经济

新时代证券 New Times Securities

从自然利率来理解中美货币政策

——宏观经济周度观察

投资周报

自然利率是货币政策利率的基准，货币政策利率低于自然利率会刺激经济，反之则会抑制经济。很多人认为自然利率是长期的，但是要想更好地理解疫情发生后的货币政策，有必要将自然利率分为长期自然利率、短期自然利率。影响长期自然利率的是技术进步、人口等因素，影响短期利率的则有临时冲击带来的消费、投资变化，以及财政政策等因素，这些会短期内改变资金的供给和需求。

疫情发生后，经济活动冷却，消费、投资减弱，这意味资金供给增加的同时资金需求下降，短期自然利率下降。为了稳定经济，需要将货币政策利率降至自然利率之下。美联储快速地行动，将联邦基金利率降至接近 0，但是为什么没必要实行负利率？即使短期内自然利率可能为负，但是疫情对经济的一部分影响是临时的，比如经济封锁、心理恐慌情绪，随着经济封锁解除、人们逐渐适应疫情，经济活动自然会恢复一些，短期自然利率也就会上升到 0 以上，因此，美国是没有必要实施负利率的。我们确实看到，疫情发生后美国个人储蓄率快速上升，但是随后逐渐下降。之所以欧洲、日本实施负利率，是因为技术进步、人口等因素导致的长期自然利率非常低，货币政策利率需要长期为负。但是美国的技术进步速度高于欧日，人口增速和结构也好于欧日，美国的长期自然利率是高于欧日的。

虽然美国短期自然利率会触底回升，但是疫情可能会拉低美国的长期自然利率，美国货币政策利率有必要长期保持低位，即使未来加息也可能回不到疫情前。首先，疫情将使美国预防性储蓄进一步增加。其次，疫情更利于数字经济的发展，这将一方面导致垄断能力增加进一步提升储蓄率，同时，数字经济将减少投资需求。再次，此次危机美国企业没有去杠杆，相反杠杆率大幅提升，这意味未来美国企业加杠杆的空间也不会很大。然后，除非疫苗大规模应用，否则疫情将长期增加经济运行的摩擦。最后，低利率导致经济“僵尸化”，以及“磁滞效应”下，越来越多劳动力退出市场。

疫情发生后，中国短期自然利率同样也是先下降后上升。中国货币市场利率、金融机构贷款利率、各期限债券收益率 5 月开始回升，货币政策逐渐正常化，这背后的原因是疫情基本得到控制，人们的恐慌情绪缓解，经济活动逐渐活跃，不仅私人部门的消费和投资开始修复，政府部门投资更是快速增加，这些都提升了短期自然利率。短期自然利率上升，货币政策利率也需要随之调整，如此既可以防范金融风险，也不至于抑制经济。

长期自然利率受经济增速、储蓄率、资本收入份额、产业结构等因素影响。中国长期自然利率影响因素比美国更复杂，由于中国没有完成利率市场化，中国长期自然利率不会像美国一样主要受经济增速影响。中国债券收益率长期呈现“箱体运动”。次贷危机之后，虽然中国经济增速整体在下滑，但是利率市场化不断推进，这拉升了自然利率。利率市场化，一方面体现在民营企业融资自由化，另一方面体现在国企预算软约束逐渐打破。很不幸，近期的国企违约是利率市场化的一种表现。

自然利率和经济增速的关系取决于利率市场化进程（不考虑其他因素），如果利率市场化较快，则自然利率可能上升，如果利率市场化较慢，则自然利率可能下降，如果利率市场化进程适中，自然利率中枢可能不变。如果考虑其他因素，未来货币政策利率、债券收益率走势更加复杂，对待这个问题我们要谦卑，避免“盲人摸象”。

- **风险提示：政策落实不及预期；海外疫情长期化**

刘娟秀（分析师）
liujuanxiu@xsdzq.cn
证书编号：S0280517070002

邢曙光（分析师）
xingshuguang@xsdzq.cn
证书编号：S0280520050003

相关报告

投资周报：变凹的美元微笑曲线 2020-11-22

投资周报：被忽视的通胀风险溢价 2020-11-15

投资周报：出口屡超预期 2020-11-8

投资周报：经济仍在爬坡 2020-11-1

投资周报：2021 年经济增速怎么看 2020-10-25

投资周报：2021 年通胀怎么看 2020-10-18

投资周报：美国财政刺激才是关键，市场逐渐计价拜登当选 2020-10-11

投资周报：ZLB 约束下的美股风险溢价 2020-9-27

投资周报：如何正确地理解盈亏平衡通胀率 2020-9-20

目 录

1、 从自然利率来理解中美货币政策.....3
2、 国内高频数据观察.....5
2.1、 生产指标上升.....5
2.2、 商品房销量同比回落.....6
2.3、 物价普涨.....7
2.4、 货币市场利率上行.....8
2.5、 美元指数下降.....8

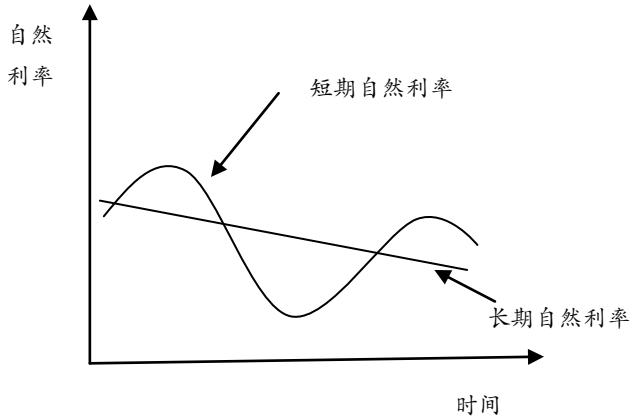
图表目录

图 1: 长期自然利率与短期自然利率.....3
图 2: 疫情导致美国个人储蓄率先上升后下降.....3
图 3: 货币政策事实上正常化.....4
图 4: 自然利率与经济增速的关系.....5
图 5: 高炉开工率持平.....5
图 6: 全国焦化企业开工率上升.....6
图 7: 汽车全钢胎、半钢胎开工率上升.....6
图 8: 商品房周销量同比回落.....7
图 9: 猪肉价格略升.....7
图 10: 原油价格上升.....8
图 11: 货币市场利率上行.....8
图 12: 美元指数下降.....9

1、 从自然利率来理解中美货币政策

自然利率是货币政策利率的基准，货币政策利率低于自然利率会刺激经济，反之则会抑制经济。很多人认为自然利率是长期的，但是要想更好地理解疫情发生后的货币政策，有必要将自然利率分为长期自然利率、短期自然利率。**影响长期自然利率的是技术进步、人口等因素，影响短期利率的则有临时冲击带来的消费、投资变化，以及财政政策等因素，这些会短期内改变资金的供给和需求。**

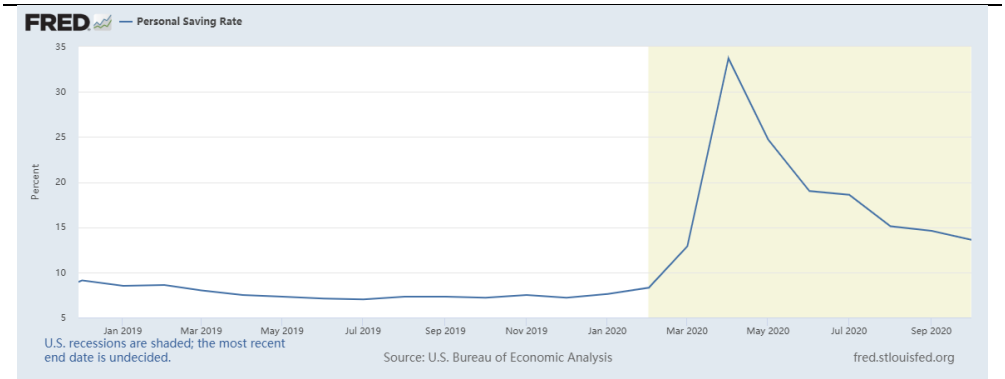
图1： 长期自然利率与短期自然利率



资料来源：新时代证券研究所

疫情发生后，经济活动冷却，消费、投资减弱，这意味资金供给增加的同时资金需求下降，短期自然利率下降。为了稳定经济，需要将货币政策利率降至自然利率之下。美联储快速地行动，将联邦基金利率降至接近 0，**但是为什么没必要实行负利率？即使短期内自然利率可能为负，但是疫情对经济的一部分影响是临时的，比如经济封锁、心理恐慌情绪，随着经济封锁解除、人们逐渐适应疫情，经济活动自然会恢复一些，短期自然利率也就会上升到 0 以上，**因此，美国是没有必要实施负利率的。我们确实看到，疫情发生后美国个人储蓄率快速上升，但是随后逐渐下降。之所以欧洲、日本实施负利率，是因为技术进步、人口等因素导致的长期自然利率非常低，货币政策利率需要长期为负。但是美国的技术进步速度高于欧日，人口增速和结构也好于欧日，美国的长期自然利率是高于欧日的。

图2： 疫情导致美国个人储蓄率先上升后下降



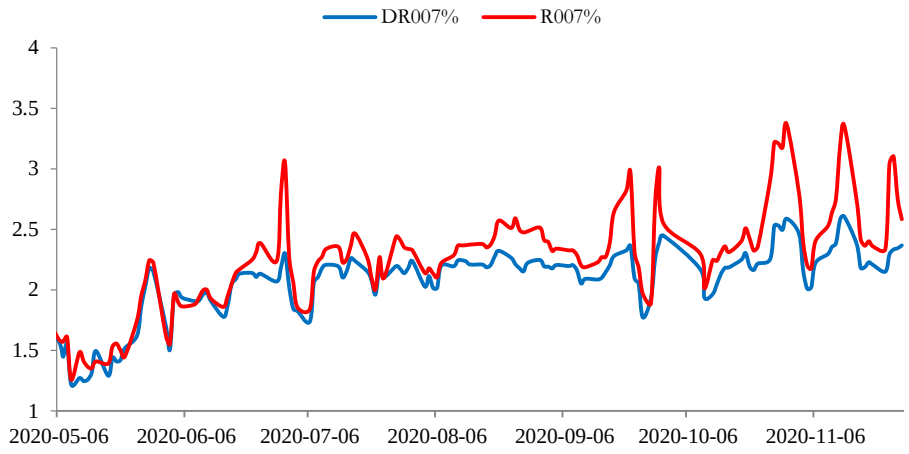
资料来源：FRED，新时代证券研究所

虽然美国短期自然利率会触底回升，但是疫情可能会拉低美国的长期自然利率，

美国货币政策利率有必要长期保持低位，即使未来加息也可能回不到疫情前。首先，疫情将使美国预防性储蓄进一步增加。其次，疫情更利于数字经济的发展，这将一方面导致垄断能力增加进一步提升储蓄率，同时，数字经济将减少投资需求。再次，此次危机美国企业没有去杠杆，相反杠杆率大幅提升，这意味未来美国企业加杠杆的空间也不会很大。然后，除非疫苗大规模应用，否则疫情将长期增加经济运行的摩擦。最后，低利率导致经济“僵尸化”，以及“磁滞效应”下，越来越多劳动力退出市场。

疫情发生后，中国短期自然利率同样也是先下降后上升。中国货币市场利率、金融机构贷款利率、各期限债券收益率 5 月开始回升，货币政策逐渐正常化，这背后的原因是疫情基本得到控制，人们的恐慌情绪缓解，经济活动逐渐活跃，不仅私人部门的消费和投资开始修复，政府部门投资更是快速增加，这些都提升了短期自然利率。短期自然利率上升，货币政策利率也需要随之调整，如此既可以防范金融风险，也不至于抑制经济。

图3： 货币政策事实上正常化

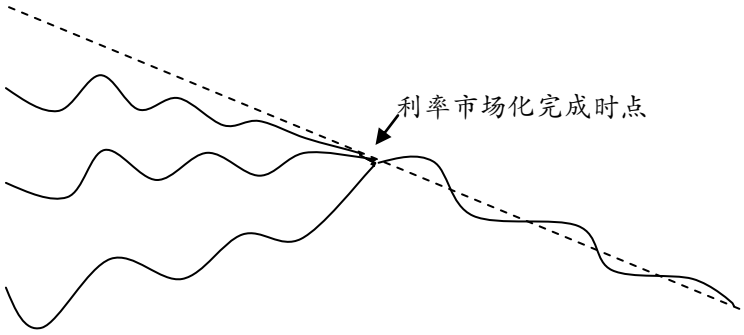


资料来源：Wind，新时代证券研究所

长期自然利率受经济增速、储蓄率、资本收入份额、产业结构等因素影响。中国长期自然利率影响因素比美国更复杂，由于中国没有完成利率市场化，中国长期自然利率不会像美国一样主要受经济增速影响。中国债券收益率长期呈现“箱体运动”。次贷危机之后，虽然中国经济增速整体在下滑，但是利率市场化不断推进，这拉升了自然利率。利率市场化，一方面体现在民营企业融资自由化，另一方面体现在国企预算软约束逐渐打破。很不幸，近期的国企违约是利率市场化的一种表现。

自然利率和经济增速的关系取决于利率市场化进程（不考虑其他因素），如果利率市场化较快，则自然利率可能上升，如果利率市场化较慢，则自然利率可能下降，如果利率市场化进程适中，自然利率中枢可能不变。如果考虑其他因素，未来货币政策利率、债券收益率走势更加复杂，对待这个问题我们要谦卑，避免“盲人摸象”。

图4： 自然利率与经济增速的关系



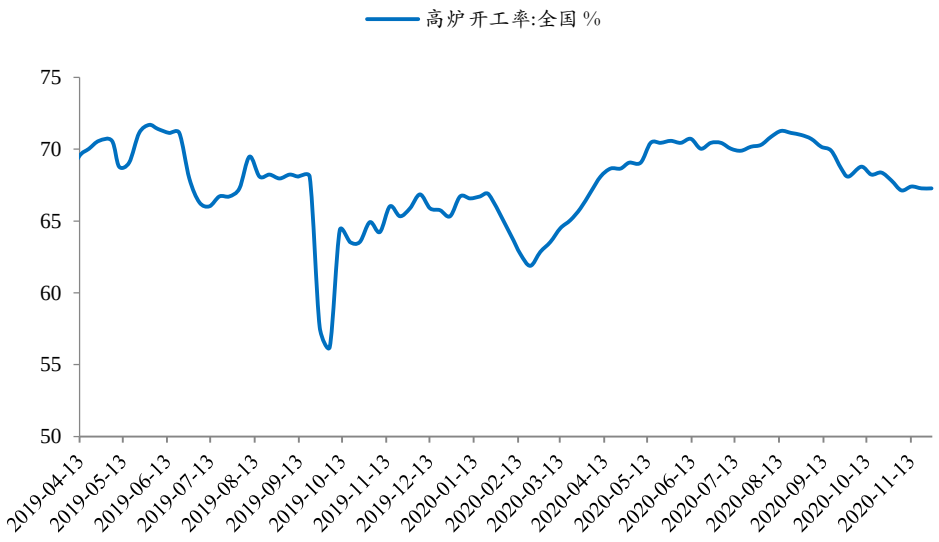
资料来源：新时代证券研究所；注：实线是自然利率，虚线是经济增速

2、 国内高频数据观察

2.1、 生产指标上升

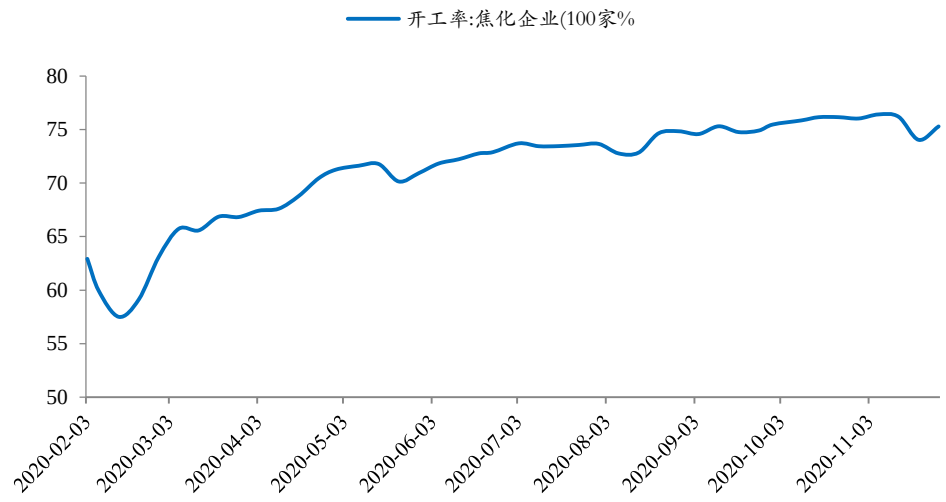
上周，生产指标上升。高炉开工率持平于 67.27%，全国 100 家焦化企业开工率上升 1.69%，汽车全钢胎与半钢胎开工率分别上升 2.5%、1%。

图5： 高炉开工率持平



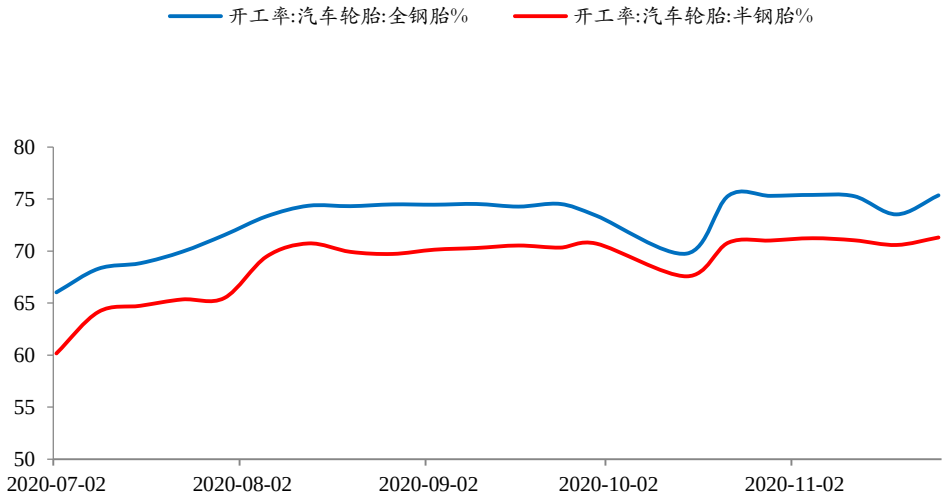
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 全国焦化企业开工率上升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 汽车全钢胎、半钢胎开工率上升

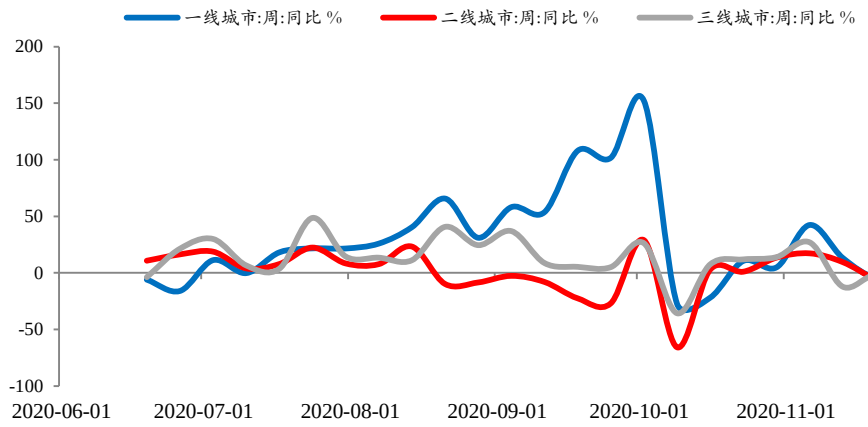


资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.2、 商品房销量同比回落

上周，30 大中城市商品房日均成交面积为 52.73 万平方米（前一周六至周五为计算周期），较前一周 48.55 万平方米上升。但是同比数据下滑，30 大中城市商品房成交面积同比下降 16.19%，其中，一二三线城市商品房销售面积分别同比下降 0.99%、21.99%、14.7%。

图8： 商品房周销量同比回落

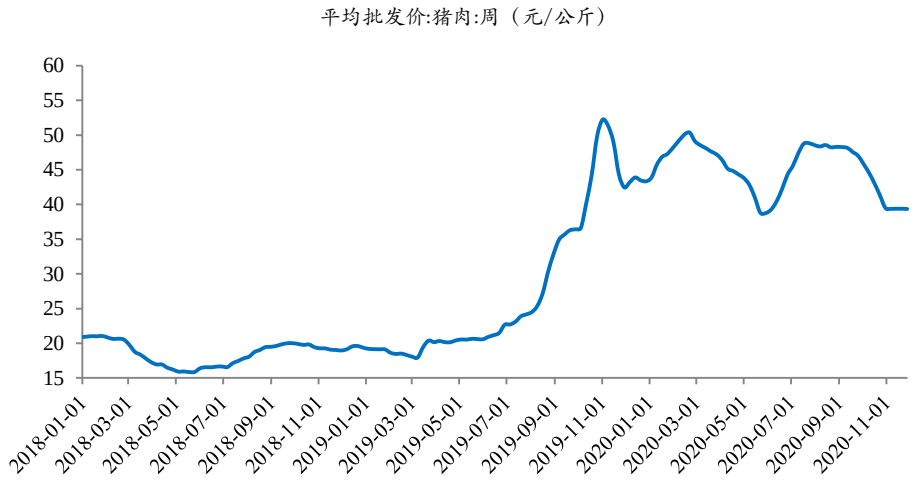


资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：前一周六至当周五为周计算周期

2.3、 物价普涨

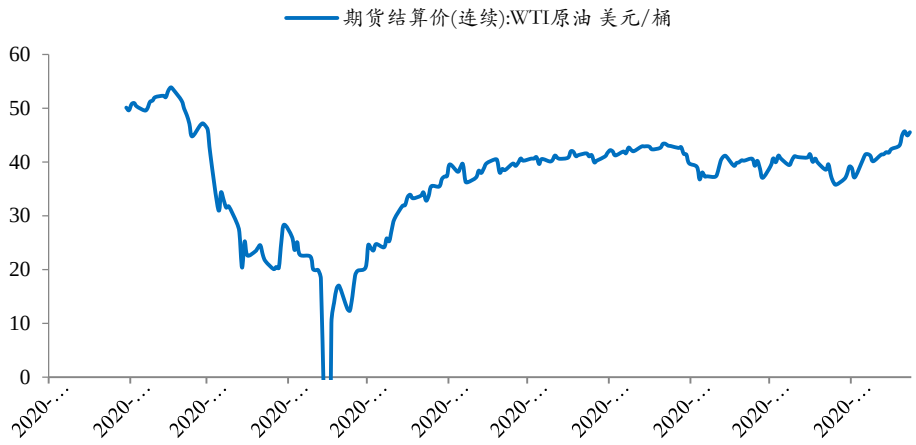
上周，28 种重点监测蔬菜价格环比上涨 0.81%，7 种重点监测水果价格环比上升 0.46%，猪肉批发价环比 0.02%。原油价格上升，WTI 原油价格环比上涨 7.33%，布油价格环比上涨 7.16%。

图9： 猪肉价格略升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10： 原油价格上升

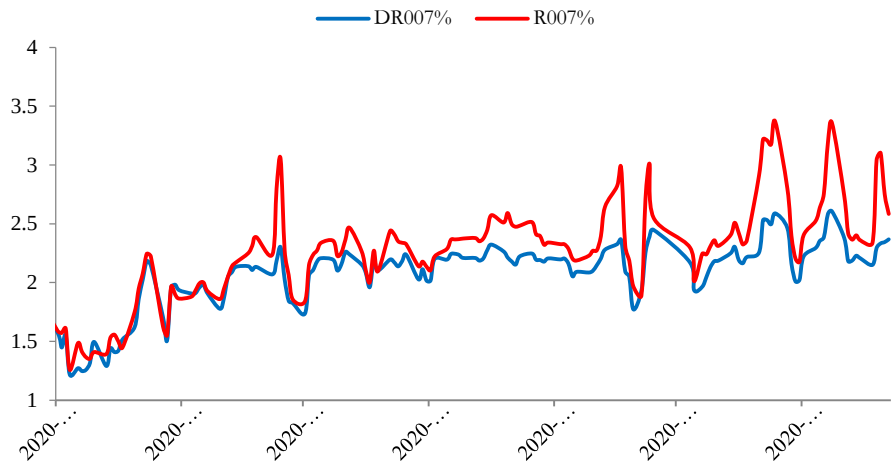


资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.4、 货币市场利率上行

上周，虽然央行回购市场净投放资金 1300 亿元，但月末效应下货币市场利率有所上升，DR007 一周上升 16BP，R007 一周上升 22BP。

图11： 货币市场利率上行

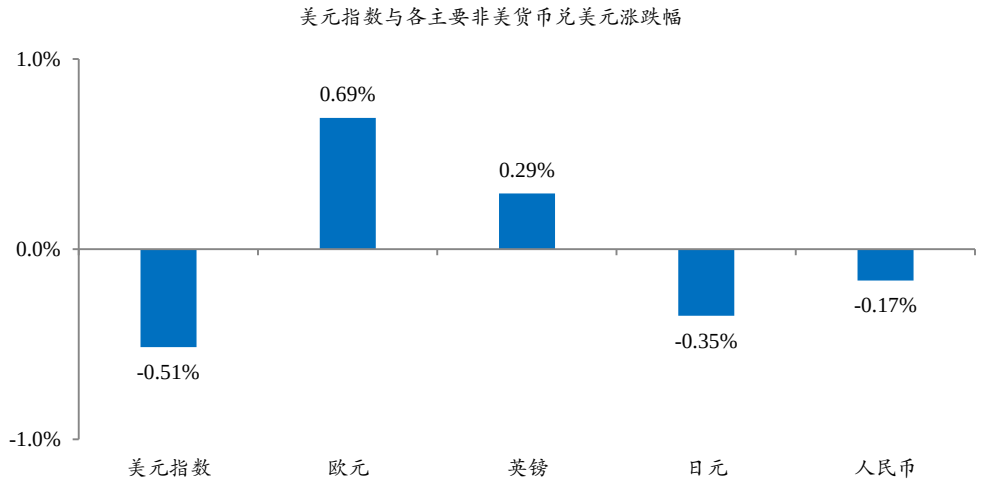


资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.5、 美元指数下降

上周，美元指数下降 0.51%至 91.78，欧元、英镑兑美元分别升值 0.69%、0.29%，日元、人民币兑美元分别贬值 0.35%、0.17%。

图12： 美元指数下降



资料来源：Wind，新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

刘娟秀，宏观团队负责人，首席宏观分析师，英国格拉斯哥大学经济学博士，多年国际、国内宏观经济研究工作经验，先后就职于光大证券、中国银河证券研究部，任宏观分析师。

邢曙光，资深宏观分析师，厦门大学经济学博士，北京大学经济学博士后，丹麦哥本哈根大学访问学者，曾任北京大学经济研究所助理研究员，2018 年加入新时代证券研究所。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖 销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕荻琪 销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓 销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层 邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼 邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室 邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/