

央行如何应对疫情下半场

货币政策研究

疫情上半场，国内宏观政策以较小成本实现了稳增长目标。相较美联储我国央行言行更偏鹰派，导致政策收紧预期不断升温。当前国内外通胀相对温和，主要央行预计在较长时间维持低利率，加上汇率灵活性提升，我国货币政策仍有较大调整空间。况且，不确定不稳定因素尚未证伪，疫情下半场货币政策需保持稳定性和连续性。

- 疫情可控是我国经济复苏的前提，同时为节约政策空间提供坚实基础。相较欧美等发达国家，我国货币和财政保持克制，通过提高直达性和有效性为“六稳”和“六保”提供支持，同时避免因过度刺激而积累过多的系统性风险。我国经济增速率先转正，复苏节奏领先其他主要经济体，证明国内应对疫情的策略和政策是正确的。不过，经济局部复苏不足和增长动能尚未成功转换仍值得注意。
- 与美联储相比我国央行言行更偏鹰派。外松内不松的局面，我国央行言行更容易被解读为偏紧信号。这也带来三点困惑，即何为跨周期调节、如何定义流动性，以及如何看防风险。当前，国内外通胀较为温和，经济尚未看到过热迹象。发达国家央行预计在较长时间维持低利率，我国央行资产负债表稳定，加上汇率灵活性提升，我国货币政策仍有较大空间。
- 经济总体向好，但不可忽略国内外不确定不稳定性因素。国内仍有消费需求疲软、投资缺乏内生动能和出口局部复苏不足等问题；国外风险点更多，疫情后国际形势可能更加错综复杂。这一次刺激较为克制，退出也无需过快。当经济处于复苏时，多做也比少做好。疫情下半场我国央行货币政策宜多看少动，加强与财政政策的协调性。
- **风险提示：海外疫情超预期，跨周期调节不确定性，经济恢复不及预期。**

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

证券分析师：管涛
tao.guan@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300520100001

联系人：付万丛
wancong.fu@bocichina.com
一般证券业务证书编号：S1300120090034

目录

一、疫情上半场中国以较小成本恢复了经济正增长 4

二、与美联储相比中国央行当前言行给市场更偏鹰派的预期 6

三、中国央行仍拥有较大的正常货币政策空间 11

四、疫情下半场央行货币政策宜多看少动 13

4.1 内部不确定不稳定性因素尚未落地 13

4.2 外部不确定不稳定性因素更多 13

4.3 保持宏观政策的连续性和稳定性 14

五、主要结论 15

图表目录

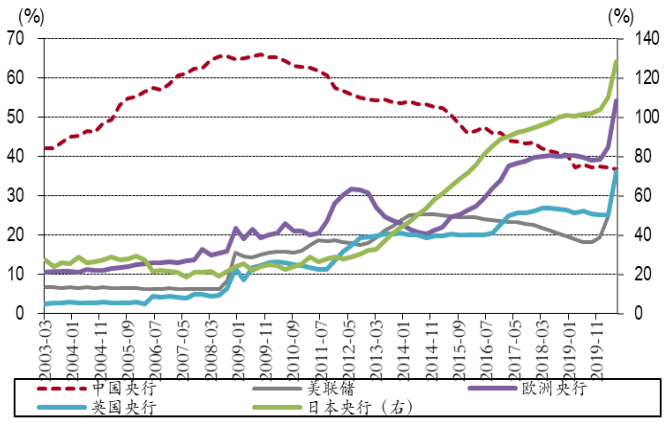
图表 1. 央行总资产/名义 GDP 年化值（%）.....4
图表 2. M2/名义 GDP 年化值（%）.....4
图表 3. 人行两会前保持定力，两会后借用国债发行吸收流动性，打压宽松预期...5
图表 4. 6 月 IMF 财政追踪（财政/gdp 比值，%）.....5
图表 5. 美联储在衰退期间的降息空间和实际利率下降幅度（1960-2020）.....6
图表 6. 实际 GDP 与危机前高点的比值（%）.....6
图表 7. 就业人数与危机前高点的比值（%）.....6
图表 8. 二季度美国货币流动速度同比创纪录下滑.....7
图表 9. 美联储宣布购买企业债后，票据利差、信用利差和 TED 利差显著收窄.....8
图表 10. 今年 10 月、4 月和去年 12 月国债收益率曲线（下图重做）.....9
图表 11. 近期国内关于货币政策的讲话内容.....9
图表 12. 社融/名义 GDP 环比变化从二季度开始回落，预示宏观杠杆率将趋稳.....10
图表 13. 未来 GDP 平减指数可能显示中国既无高通胀也无通缩.....11
图表 14. 中间品贸易规模大幅高于最终品贸易规模.....12
图表 15. 美国贸易赤字/名义 GDP（%）.....12
图表 16. 中美利差处于近 20 年高位，人民币面临升值压力.....12
图表 17. 巴菲特指数创下历史新高.....14
图表 18. 美元兑新兴经济体的汇率仍强于年初水平.....14
图表 19. 中美金融条件差值与人民币兑美元汇率存在一定负相关.....14

一、疫情上半场中国以较小成本恢复了经济正增长

疫情可控是保障经济复苏的重要前提。虽然新冠疫情对经济的短期冲击更甚于 2008 年金融危机，但是“敌人”较为明确，控制疫情即可为经济“止损”。因而，在尊重疫情防控规律、尊重科学的前提下，行政效率和执行力度在疫情面前可能比两大宏观政策更为有效。当海外疫情 8 月份以来强烈反弹之时，我国国内疫情总体呈零星散发的常态化特征。而货币和财政政策在一季度以配合疫情防控为主，进入二季度后将重点转向支持复工复产和经济复苏。工业生产率先恢复，4 月份工业增加值同比增速由负转正，便于三季度达到去年同期水平。服务业生产指数同比增速于 5 月份转正，实现连续六个月回升。出口在全球贸易前景悲观的情况下持续超预期，三季度平均增速达到 8.9%，大幅高于去年同期水平。

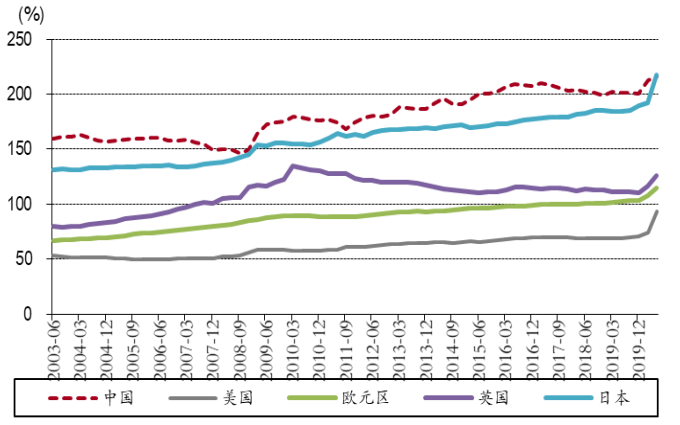
中国央行在海外货币大放水之际仍保持定力。在疫情上半场，人行一共降准 3 次和降息 2 次，并开展 3000 亿元专项贷款和 1.5 万亿元再贷款、再贴现度，6 月初还创设了两个直达实体经济的货币政策工具，既保持了流动性合理充裕，又实现了精准滴灌。相反，由于疫情形势严峻和经济复苏不确定性较大，其他主要央行只得不断加大货币刺激、释放宽松预期，实施零利率（负利率）+量化宽松（无限量宽），选择性“忽略”金融系统的脆弱性（见图表 1，2）。海外主要央行的超宽松一度刺激了中国货币进一步宽松的预期。从 2 月初至 5 月份，中国市场利率 DR007 呈现单边下行走势，带动债券市场收益率一路下行。然而，国内疫情可控和经济稳定复苏为中国货币稳定提供了最为坚实的基础。另外，两会政府工作报告表示加强监管，防止资金“空转”套利。中国央行一边继续保持定力，一边借用国债发行吸收流动性，推动 DR007 于 5 月底开始向政策利率回归（见图表 3）。

图表 1. 央行总资产/名义 GDP 年化值（%）



资料来源：Wind，中银证券

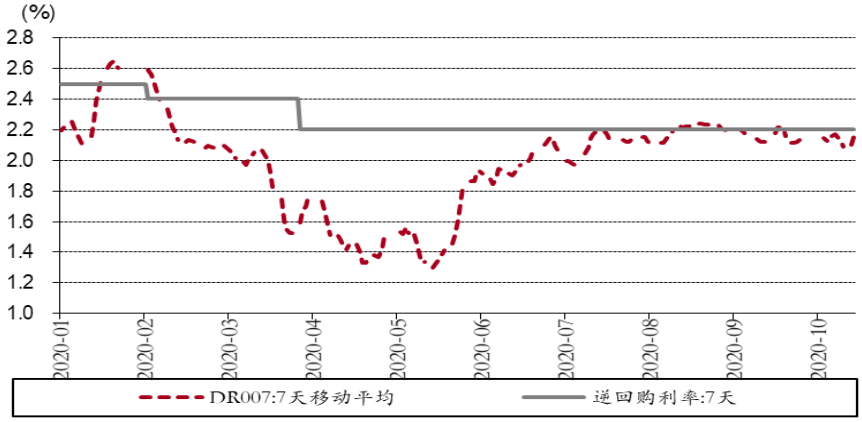
图表 2. M2/名义 GDP 年化值（%）



资料来源：Wind，中银证券

注：美国和日本的名义 GDP 为季调年化值，中国、欧元区和英国的名义 GDP 年化值为往前 4 个季度滚动求和值。央行总资产和 M2 为季末值。各国 M2 统计口径存在差异。根据费雪货币交易方程式，M2/GDP=1/V，即货币流通速度的倒数。货币逆周期意味着货币供给增加，但是实体经济尚未恢复，导致储蓄率上升和交易活动减弱。这一点在文章后面的美国货币流动速度有所体现。

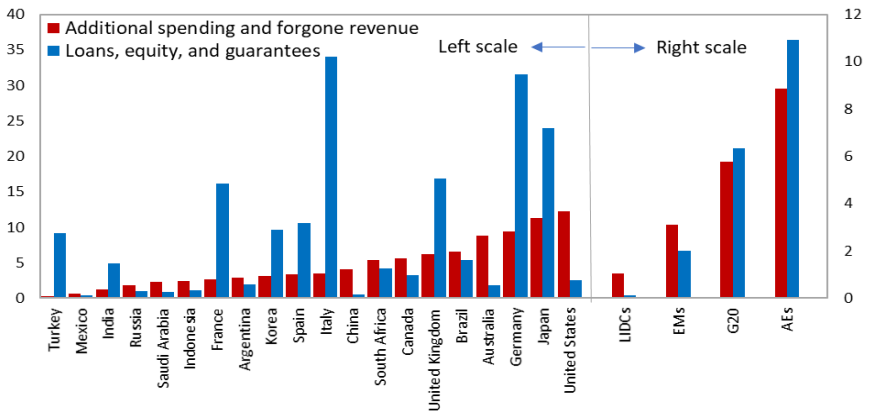
图表 3. 人行两会前保持定力，两会后借用国债发行吸收流动性，打压宽松预期



资料来源：Wind，中银证券

中国财政刺激政策同样保持克制。根据 6 月 12 日 IMF 统计显示，中国新增财政支出和减税在 GDP 中的占比约为 4.1%，在主要经济体中排名中游；财政担保债务仅有 0.5%；两者合计落后于大部分发达国家，但领先于发展中国家（见图表 4）。历史比较下，这次财政刺激也大幅弱于 2008 年。2008 年 4 万亿元基建计划在全球仅次于美国的 7000 亿美元 TARP，规模相当于 2009 年国内经济总量的 13%左右。不过，这次中国财政政策更加注重针对性和直达性，围绕做好“六稳”工作、落实“六保”任务，加大减税降费力度，对冲企业经营困难，加大转移支付力度，对冲基层“三保”压力。前三季度，一般公共财政收入受新冠疫情冲击同比下降 6.4%，导致财政支出压力有所上升，一般公共预算支出同比下降 1.9%。各级响应中央过紧日子的号召，积极压减非急需性支出，有力保障重点支出领域。其中，一般公共服务、城乡社区支出分别下降 7.3%、31.3%。同时，与疫情防控直接相关的公共卫生支出增长 66.1%，扶贫、住房保障、社会保障和就业支出分别增长 14.3%、9.4%、8.2%。财政的支出作用在稳就业上更为突出，包括拓宽就业资金补助渠道、基建投资吸收农民工及鼓励大学生创业等。9 月份，国内新增就业人数 898 万人，基本上完成两会新增就业 900 万人的目标；失业率从 2 月 6.2%下降至当前的 5.4%，仅高于去年同期 0.2 个百分点。由于中国经济复苏和疫情防控形势双双造好，当前外界对宏观政策退出的预期有所加强。

图表 4. 6 月 IMF 财政追踪（财政/gdp 比值，%）



资料来源：IMF，中银证券

二、与美联储相比中国央行当前言行给市场更偏鹰派的预期

美联储执行货币政策 3.0（MP3），担忧“财政悬崖”再现。从 1960 年开始，美联储在每次衰退前有平均约 8.6%的降息空间，衰退期间平均降息 5.3%，而实际利率则下降更多（见图表 5）。当这次衰退爆发时，美联储仅有 1.5%的降息空间，货币政策空间极为有限。在降息有限（MP1）和量宽（MP2）效果减弱后，美联储只得彻底倒向财政主导的宏观调控，通过无限量宽来实施赤字货币化（MP3）。这种策略的前提是获得财政的配合。由于道德风险等因素，财政政策在效率上较慢，而且存在较大政治争议。在 2009 年民主党中期选举失利后，奥巴马只得接受财政平衡的建议，实质上退出了财政对经济的支持。这直接引发 2013 年美国“财政悬崖”。当财政政策到期后，政策迅速退出将引发公共支出大幅缩减，从而导致经济动能大幅收缩。美国学术界普遍认为，财政过早退出是上一轮经济复苏远慢于前四轮复苏周期的主要原因之一。美国经济产出在 2011 年二季度达到前期高点，一共耗时 14 个季度；就业人数在 2014 年 9 月达到前期高点，一共耗时近 7 年（见图表 6，7）。

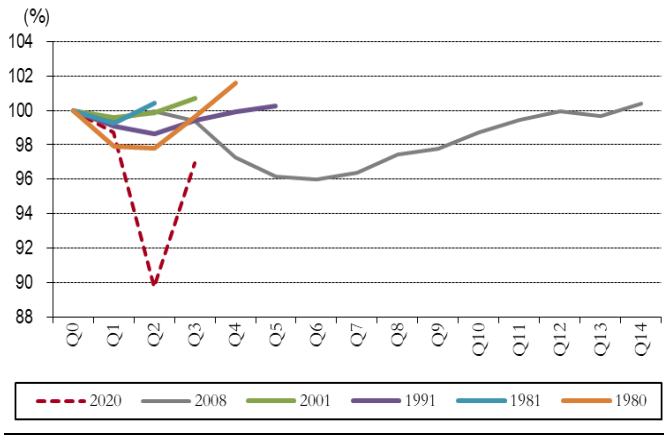
图表 5. 美联储在衰退期间的降息空间和实际利率下降幅度（1960-2020）

	名义利率(%)			实际利率(%)		
年份	衰退开始	衰退结束	下降	衰退开始	衰退结束	下降
1960	3.9	1.2	2.7	1.9	-0.1	2.0
1970	5.6	3.5	2.1	4.5	-0.9	5.4
1974	11.0	4.8	6.2	6.4	-1.6	8.0
1981	20.0	9.5	10.5	8.7	-0.1	8.8
1990	7.8	3.0	4.8	5.5	0.1	5.4
2000	6.5	1.0	5.5	4.8	-0.4	5.2
2007	5.3	0.0	5.3	3.3	-1.1	4.4
2020	1.5	0.0	1.5	0.0	-	-
平均	**8.6**	**3.3**	**5.3**	**5.0**	**-0.6**	**5.6**

资料来源：NBER，美联储，劳伦斯·萨摩斯（2018），中银证券

注：实际利率使用美国 CPI 指数，而非 PCE 指数。

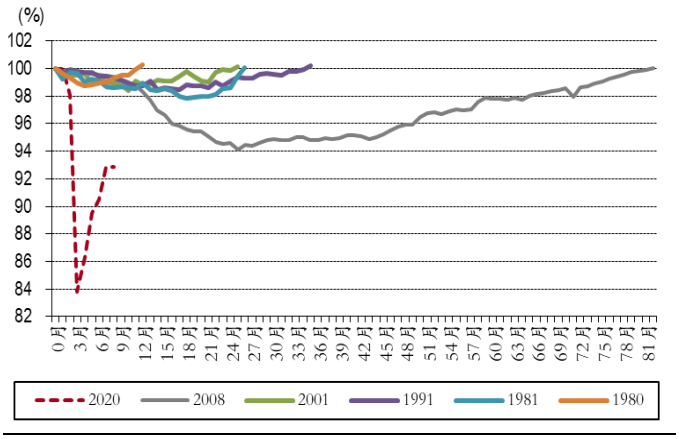
图表 6. 实际 GDP 与危机前高点的比值（%）



资料来源：Wind，中银证券

注：2020 年三季度 GDP 环比增速（32%）来自亚特兰大联储预测值

图表 7. 就业人数与危机前高点的比值（%）

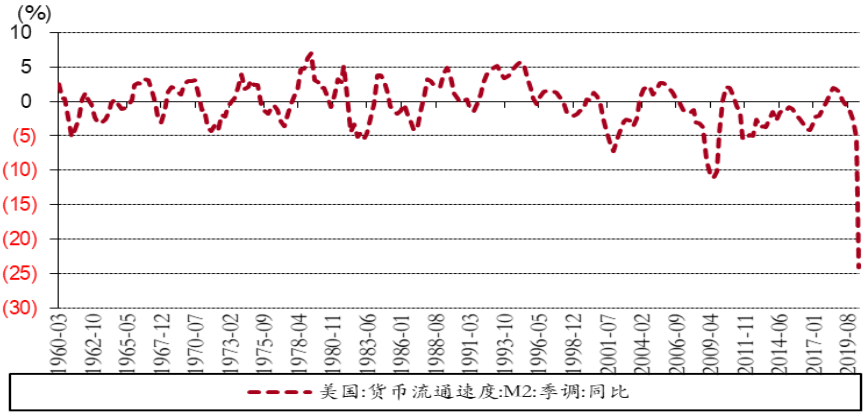


资料来源：Wind，中银证券

目前，美联储一边呼吁财政继续加码，一边三线出击营造超宽松货币条件。第一线“平均通胀目标（AIT）”：新冠疫情和经济衰退推动美联储修改货政框架。“平均通胀目标”的具体是将过去 2%固定通胀改为 2%通胀中枢，并且允许 PCE 温和高于 2%目标值。传统上，央行政策基本上会忽略历史，只关注未来趋势，例如可能就会在明年高增长时忘记今年的经济损失。**新框架最大的不同是美联储需兼顾历史与未来。**过去通胀疲软需要未来高通胀来弥补；相对的，通胀高位运行后也需维持一段时间的低通胀。目前美国经济处于低通胀状态，所以美联储能通过新框架来强化中期宽松预期。但是，这在未来可能产生两个问题：（1）美国通胀不达预期，美联储可能不得不长期维持零利率政策，相应地提高对金融资产泡沫的容忍度；（2）美国通胀“意外”走高，例如供给侧冲击导致物价高位运行，美联储可能需要维持高利率来达到通胀平衡。用低通胀来弥补高通胀可能会受到来自白宫的巨大压力。

第二线无限 QE：隐性收益率曲线控制。虽然货币互换到期导致美联储资产负债表在 7 月份出现收缩，但是美联储依旧按照计划持续购入国债和机构债，并且逐渐拉长久期。美联储史无前例的购债速度导致货币流通速度大幅下降，过度宽松可能引发流动陷阱（见图表 8）。当前，美联储多次公开承诺宽松的效果已经显现，美国国债收益率曲线处于历史低位。另外，如果下一轮财政出台，美联储可能将加大购债力度。财政支出提升通胀也符合“平均通胀目标”的本意。如果通胀过于疲软，美联储可能会陷入与欧央行一样的窘境。至于财政供给冲击过快推高无风险利率的问题，无限量宽的功能近似于收益率曲线控制，只是没有明确收益率目标以便未来更好退出。

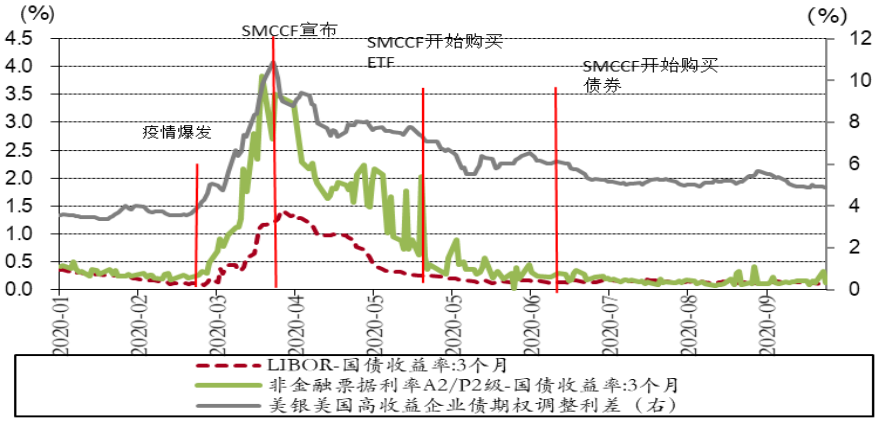
图表 8. 二季度美国货币流动速度同比创纪录下滑



资料来源：Wind，中银证券

第三线购买企业债：间接融资效果不佳，直接融资成本普降。美联储在 4 月初出台了两大直达实体的流动性便利：针对中小企业的主体街贷款项目和针对大型企业的债券购买项目。基于道德风险的考虑，主体街贷款项目需要银行承担 5%的贷款风险。这打击了银行的积极性，而符合条件的企业本就可以从政府的薪酬保护项目（PPP）获得资助，最终导致主体街贷款项目几乎无人问津。相反的是，美联储在购买企业债券时选择忽视道德风险，鼓励投资者提升风险偏好。尽管美联储一再宣称该计划无法保证企业能否生存，市场坚信“美联储看跌期权”的保护，迅速将信用利差收窄至疫情暴发前水平（见图表 9）。由于缺乏控制银行信用投向的有效工具，美联储对间接融资影响相对较差，货币政策更多作用在直接融资上。而中国央行既有行政干预，又有 MPA 考核信贷投向，在推动贷款投向和支持中小微企业上更为得心应手。

图表 9. 美联储宣布购买企业债后，票据利差、信用利差和 TED 利差显著收窄

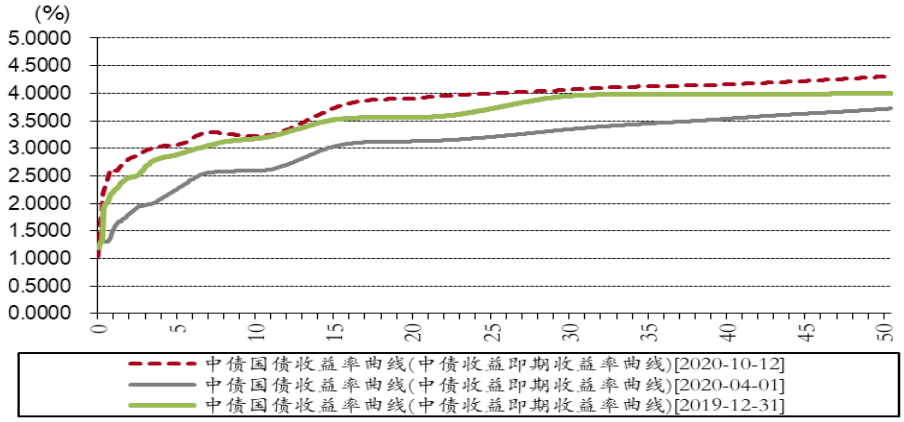


资料来源：Wind，中银证券

资产负债表凸显人行的警觉性。流动性的源泉是央行。经济增长需要相匹配的货币增量。因为货币乘数不会无限上升，所以最终需要提高基础货币量。央行需适当扩张资产负债表来稳定与 GDP 总量的比例。美联储经验证明，资产负债表扩张容易，收缩困难。这种不对称是因为货币收紧不当可能会导致经济意外收缩。人行对资产负债表管理更为严格：在当前结构性工具尚有空间的情况下维持资产负债表稳定，避免释放过于宽松的信号。除了 9 月扩表近一万亿元，今年人行资产负债表绝大部分时间较去年年末有所收缩。到 9 月末，人行资产负债表与年化名义 GDP 之比为 37.4%，持续低于本世纪初上轮资本流入启动之初的水平（见图表 1）。另一边，美联储和欧央行分别较去年末扩张约 3 万亿美元和 2.1 万亿欧元，约相当于各自 2019 年经济总量的 14%和 18%。最后，人行并未对资产负债表做出任何承诺。如果再贷款、再贴现等工具在到期后不再续作或关闭，人行可能重现过去两年“降准置换 MLF”的缩表现象。

美联储“鸽声”不断，人行谨言慎行。当美联储在 3 月至 7 月大肆扩表时，人行不仅明确不搞赤字货币化，而且也没有如外界预期般地通过降准释放流动性来支持国债发行。货币财政政策的错位使得“政府融资让利实体融资”。从 6 月开始，由于流动性边际收紧，国债收益率曲线逐渐回归至 2019 年 12 月水平，意味着直接融资成本也随之回归常态（见图表 10）。今年以来，美联储的坚定宽松立场令人侧目：鲍威尔表示“经济过热好于经济永久性损失”；几乎全部美联储官员表示将不再先发制人地加息。在外松内不松的大背景下，国内关于货币政策的表态可能更容易被解读为偏紧的信号（见图表 11）。另外，今年人民银行会同相关部委推出了两项直达实体经济的货币政策工具，即 4000 亿元零成本资金支持 3 月至 12 月新发放的 1 万亿元小微信用贷款和 400 亿元激励 3.7 万亿元贷款延期。根据人行数据显示，截至 8 月末，银行业金融机构已对 3.7 万亿元贷款本息实施了延期；3 月到 8 月，银行业金融机构累计发放普惠小微信用贷款 1.89 万亿元，比上年同期多发放 6279 亿元。不过，小微信用贷款支持工具仅有一年的期限。按照特殊政策工具完成使命就退出的惯例，这可能会是一次 4000 亿元的缩表。

图表 10. 今年 10 月、4 月和去年 12 月国债收益率曲线（下图重做）



资料来源：Wind，中银证券

图表 11. 近期国内关于货币政策的讲话内容

时间	地点	人物	主要内容
6 月 18 日	陆家嘴论坛	刘鹤副总理	稳健的货币政策更加灵活适度；服务实体经济，促进经济转型升级；坚持“建制度、不干预、零容忍”，加快发展资本市场；**风险应对要走在市场曲线前面**；深化改革开放。
		易纲行长	要注意政策设计，要激励相容，防范道德风险，要关注政策的后遗症，**总量要适度，并提前考虑政策工具的适时退出**。
7 月 10 日	国新办	郭凯副司长	货币政策的立场仍然是稳健的，货币政策更加灵活适度，我们现在**更加强调适度**这两个字。今年疫情以来我国货币政策有两个主线，第一个主线就是**正常的货币政策逆周期调节**，第二个是针对疫情出台的一些**特殊的、阶段性的**货币政策工具。**当政策设定的情形不再适用的时候就自动退出了。**
		阮健弘司长	当前宏观杠杆率上升是逆周期政策调节，支持实体经济复工复产、复商复市，在这个过程中应当**允许宏观杠杆率有阶段性上升**。
8 月 17 日	国常会	李克强总理	进一步强化宏观政策针对性有效性，放水养鱼，保住和培育市场主体。**保持流动性合理充裕但不搞大水漫灌**，而是有效发挥结构性直达货币政策工具精准滴灌作用，确保新增融资重点流向实体经济特别是小微企业。深化市场报价利率改革，引导贷款利率继续下行。
10 月份	《中国金融》	易纲行长	**尽可能长时间实施正常货币政策**，保持正常的、向上倾斜的收益率曲线；既保持流动性合理充裕，**促进货币供应量和社会融资规模合理增长**，又坚决不搞“大水漫灌”，**将经济保持在潜在产出附近**，减少经济波动；广义货币供应量（M2）增速，从 2016 年末的 11%左右降至 2019 年末的 8.7%，与反映潜在产出的名义国内生产总值（GDP）增速基本匹配。
10 月 14 日	国新办	孙国峰司长	**衡量流动性水平更多的还是应当看像银行间市场存款类金融机构回购利率等市场基准利率指标**，对超额准备金水平、超额准备金率等数量指标不宜过多关注。
10 月 21 日	金融街论坛	刘鹤副总理	一是坚持稳健的货币政策灵活适度。始终根据市场形势和经济增长需要，保持流动性合理充裕，**保持政策稳定**；二是大力发展多层次资本市场；三是构建多层次银行机构体系；四是注重发挥金融科技的作用；五是继续推进全面对外开放。
		易纲行长	在今年抗疫的特殊时期，宏观杠杆率有所上升，**明年 GDP 增速回升后，宏观杠杆率将会更稳一些**。货币政策需把好货币供应总闸门，**适当平滑宏观杠杆率波动**，使之在长期维持在一个合理的轨道上。

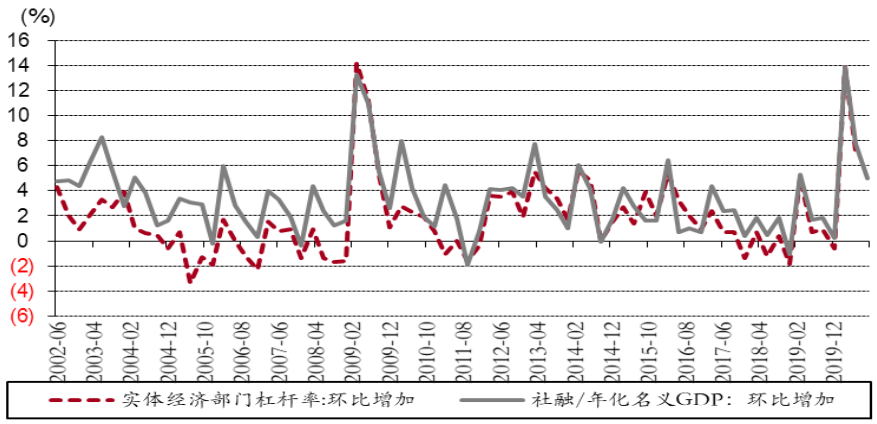
资料来源：国务院，人民银行，新华社，中银证券

人行的“模糊”言论给市场带来三点困惑。第一点困惑是何为跨周期调节。我国经济增长目前仍处于潜在产出下方，表现为负缺口。明年经济增长在低基数效应下大概率为正缺口。按照传统逆周期调节的经验，当产出缺口为正时，货币会适当收紧，防止经济过热。加上近期人行强调防风险的重要性，市场更会容易用经济复苏便收紧的逆周期思维来理解跨周期调节。本文理解的跨周期调节应是一个横跨经济下行期和复苏期的调控，从更长时期来考察经济周期的波动，即会适当考虑复苏期的部分增长来自于下行期的损失。10 月 IMF 预测中国今明两年经济增速分别为 1.9%和 8.2%。两年均值为 5%，可能还略低于潜在增速。不过，人行并未对跨周期调控进行详细说明。

第二点困惑是政策立场正常化将如何定义流动性措辞。现在的情形与 2008 年金融危机下半场较为相似。未来的流动性表述可能会对“合理充裕”适当调整。鉴于目前 DR007 已经围绕政策利率中枢 2.2%运行，人行在不调整逆回购利率的情况下如何向市场解释流动性措辞。如果让 DR007 在区间上部运行，中枢就没有意义，而且有突破上限的风险。如果仅强调适度而不改流动性措辞，这或许表明人行在国内外疫情未彻底根除的局面下保留灵活性，但短期内难以再宽松。**类似的困惑也出现在宏观流动性（M2 和社融）如何匹配反映潜在产出的名义 GDP 增速。**我国潜在产出的高低在学术界一直有争议。不同假设、分析方法和数据会给出不同的潜在产出水平。加上通胀不确定性的影响，M2 增速与名义 GDP 增速的匹配区间就更为模糊。易纲行长在《中国金融》上使用一个 4 年期限的匹配例子来解释合理的货币供给。那么，货币供给将更为灵活。今年名义 GDP 增速与 M2 增速的负缺口是否可以用两到三年的正缺口来缓慢化解？这也意味着明年 M2 不需要大幅下滑。本文在此处仍尝试做了一个明年 M2 增速的推测。根据徐忠和贾彦东（2019）的测算，2019 年至 2024 年潜在产出增速为 5.5%。今年三季度 GDP 平减指数累计同比为 0.69%。如果明年通胀回升至 2%-3%，M2 增速匹配区间可能为 7.5%-8.5%。鉴于社融增速通常会高于 M2 增速 3%左右，社融区间可能为 10.5%-11.5%。

第三点困惑是未来需要靠货币政策来完成防风险任务吗？ 10 月 21 日，人行副行长潘功胜在金融街论坛上表示“做好宏观审慎政策与其他政策的协调配合，加强宏观审慎政策和货币政策、微观审慎监管政策的协调配合”。但正如伯南克（2015）在布鲁金斯论坛上所说，央行货币政策的法定义务是服务实体经济，而金融资产泡沫往往存在于局部领域。如果刻意收紧货币政策来防风险，可能会产生更严重的副作用，即经济意外收缩迫使货币政策再次大幅转向，政策立场飘忽不定。同时，我国还需要进一步明确货币政策与宏观审慎“双支柱”金融调控的框架，避免政策叠加作用，造成用力过猛的风险。今年上半年，国内低利率引发资金空转的部分原因是财政货币政策错位。我国财政政策需要两会审批，5 月份以后才开始大规模政府发债，而货币政策相对灵活，1 月底就进入抗疫模式。由于今年两会受疫情影响而推后，上半年货币政策释放的流动性并未惠及到政府融资。反而，人行借用国债大规模发行来吸收基础货币，从而打击金融套利。另一个关注点是宏观杠杆率。GDP 增速大幅下滑对今年杠杆率较快上升做了不少贡献。因为银行资产端的社融（不含贷款核销）可以近似作为实体部门的债务，我们以社融相对名义 GDP 增速的偏离来分析未来实体宏观杠杆率的走势。如果未来信贷增速合理增长，GDP 增速回升将显著缓解杠杆过快上升的担忧，宏观杠杆率同比变化可能在明年一季度显著下滑（见图表 12）。今年宏观杠杆率上升是逆周期调节的结果，而不应是导致货币转向的主要矛盾。

图表 12. 社融/名义 GDP 环比变化从二季度开始回落，预示宏观杠杆率将趋稳

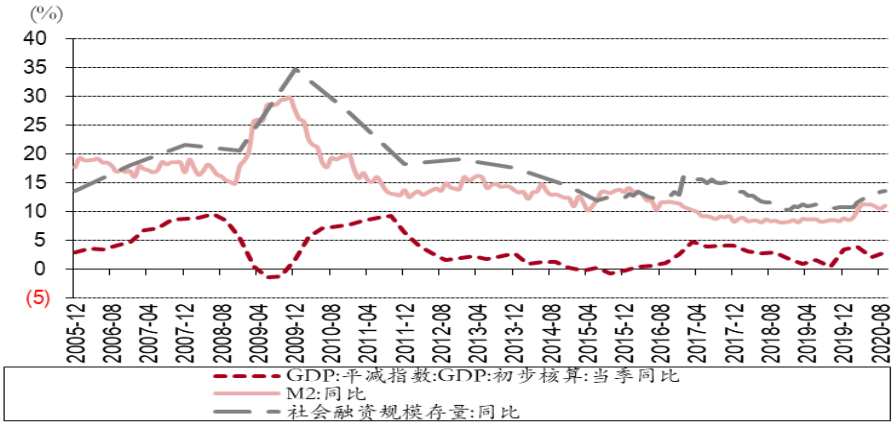


资料来源：Wind，中银证券

三、中国央行仍拥有较大的正常货币政策空间

国内通胀压力相对温和。9 月份 M2 和社融增速已经趋于稳定并可能在四季度接近回落拐点。根据易纲行长今年 6 月在陆家嘴论坛的讲话，全年社融增速可能会略低于 9 月份的 13.5%。四季度，剩余 3.3 万亿元左右的贷款增长目标和 1-2 万亿元的政府债券能够支撑社融增速不会显著下滑。相较受基数影响较大的 GDP 增速，明年通胀可能更适合作为经济运行的观察指标。虽然信贷和货币增速上升可能在未来一段时间内带来再通胀压力，但是通胀回升力度应不足以迫使货币收紧，尤其是这一轮逆周期调节坚持不松房地产（见图表 13）。另外，随着猪肉供给恢复，CPI 将平稳；国内投资温和复苏，PPI 也缺乏大幅回升的动力。明年顺周期的再通胀压力更多是对今年上半年通胀下行压力的补偿，其持续性仍有待观察。如果通胀在合理区间运行，人行应更多引导信贷流向和采用定向工具，配合产业政策和国企改革，来调整债务结构。

图表 13. 未来 GDP 平减指数可能显示中国既无高通胀也无通缩

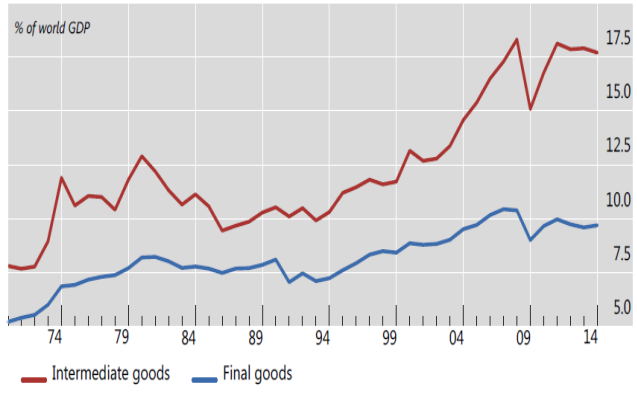


资料来源：Wind，中银证券

主要央行货币宽松远未到退出时候。根据 10 月份点阵图显示，美联储在 2023 年以前不会考虑加息。量化宽松方面，由于经济复苏势头有所放缓和疫情反弹，美联储可能会通过提高购债规模来对冲经济二次探底的风险。美国需求端表现更多折现的是通胀动力不足。截至 8 月份，美国就业总数仍旧低于年初约 1000 万人，永久性失业人数持续上升至约 375 万人，仍高于前两轮经济危机最高水平。在就业人数未恢复至疫情前水平，美国居民总收入始终有缺陷。同时，就业恢复呈现不对称特征，低收入就业人数仅达到疫情前的八成水平。这无疑会加剧美国贫富悬殊。由于疫情搬家需求和超低贷款利率，房地产市场持续火热，加上潜在的财政刺激，明年上半年通胀可能会有所强化。不过，美联储官员均表示不会以退出宽松来应对“短暂的”通胀上行，更加关注长期通胀趋势。而且，欧洲通胀前景较为悲观，可能会压制美国通胀。

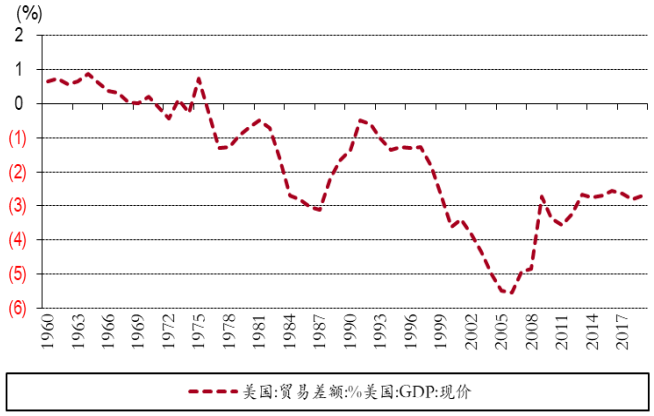
发达国家的长期通胀可能仍趋于疲软。全球化、科技创新和老年化是发达国家通胀疲软的三大主要原因。其中，前两者的作用可能更为突出。全球商品市场竞争和科技创新压低成本使得产商没有加价动力。另外，在金融全球化和资本自由流动的带动下，欧洲和日本的悲观通胀预期恐使美国难以独善其身。如果以中间品贸易在全球 GDP 的占比作为贸易合作指标，该指标在 2000 年以后加速上升，数值远远高于最终商品占比（见图表 14）。尽管近年来中美贸易摩擦有所加剧，美国的贸易逆差并未改善，表明逆全球化短期内难以实现（见图表 15）。美国低收入者薪资增速缓慢，更需要外部进口的低价商品来满足大众的需求。未来，美国企业更有可能向越南、马拉西亚和印度等东南亚国家转移工厂。跨国企业的政治影响力也可能减缓美国政府的逆全球化过程。

图表 14. 中间品贸易规模大幅高于最终品贸易规模



资料来源：BIS，Claudio Borio(2017)，中银证券

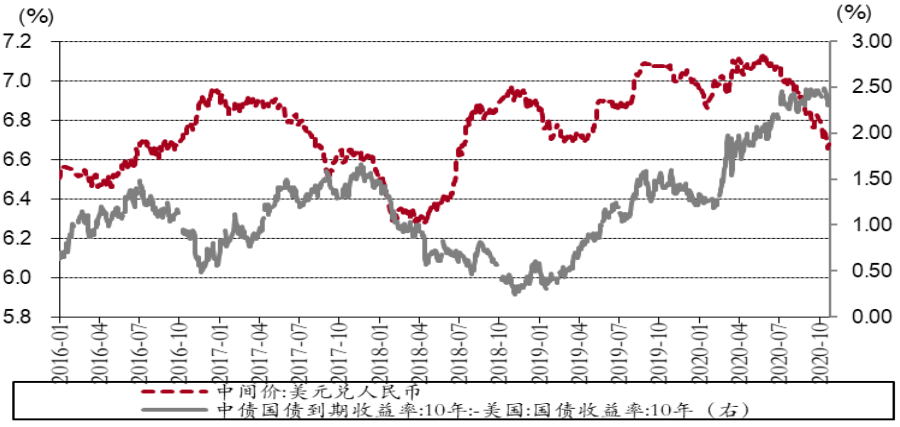
图表 15. 美国贸易赤字/名义 GDP（%）



资料来源：万得，中银证券

我国货币工具仍有较大空间。今年我国央行的克制和中国经济的稳步复苏为我国货币政策省下了宝贵的空间。今年 3 月美联储和英国央行分别紧急降息 150 个和 65 个基点至零利率区间，欧央行和日本央行政策利率维持在-0.5%和-0.1%。主要新兴市场国家央行也同步降息，二季度巴西、俄罗斯、印度、韩国分别累计降息 200 个、150 个、115 个和 75 个基点至历史低位。相比之下，中国央行降息 30 个基点。政策立场反差是中美利差处于历史高位的主因。中美 10 年期国债收益率差在 10 月份仍维持在 240 基点左右；考虑到发达国家国债几乎没有收益，中国国债吸引力显著上升，使得人民币汇率面临较大升值压力（见图表 16）。中美利差高位减轻了货政调整对汇率影响的担忧。

图表 16. 中美利差处于近 20 年高位，人民币面临升值压力



资料来源：Wind，中银证券

四、疫情下半场央行货币政策宜多看少动

4.1 内部不确定不稳定性因素尚未落地

内部仍要耐心等待经济增长动能切换。当前最大的问题之一是消费需求依然疲软，没有出现预想中的报复性反弹。名义和实际社零增速分别在 8 月和 9 月才实现年内首次正增长。今年零售全年负增长将是大概率事件。至于疫苗上市带动信心修复和消费全面复苏的设想，同样存在两个不确定性，一是明年疫苗普及问题，二是效果问题。况且，从疫苗到消费全面复苏的传导还受就业、收入、投资和贸易等多重因素影响。三季度居民收入增速和失业率改善，不少应归功于失业补助和减税降费等财政支持。但是，由于财政货币政策错位，政府融资成本已经不低。如果失去财政的支持，就业市场复苏可能会大打折扣。另一方面，投资仍是以建筑系投资拉动为主。从二季度初开始，建筑活动快速复苏，较大缓解了就业压力。但是，房地产投资维持高位与房控政策趋严显得格格不入。制造业投资距离正增长仍有差距，内部结构分化显著。高技术制造业维持高投资是好事，但难以大量吸收劳动力。

贸易超预期可能掩盖了出口复苏不平衡和不充分的风险。疫情的不同步和经济复苏的不同步导致今年出口数据频频超预期。但是，细究出口结构就可以发现过半数的商品尚未恢复至去年同期水平。今年前三季度出口同比正增长（人民币计价）的 HS2 分类商品，总计有 37 章，占到总章数的 38%，相关商品出口额合计占到同期出口总额的 72%，远低于 2017 至 2019 年出口恢复时，正增长商品章数占比八成左右、相关出口额占比九成左右的水平。另外，以内为主的发展路线短期内难以改变我国制造业是出口加工导向的事实。疫情二次冲击可能继续利好我国出口贸易。不过，疫情累积的政治和政策风险可能在明年才显性。这将考验我国从疫情商品出口到全球需求复苏带动总体贸易复苏的切换。

4.2 外部不确定不稳定性因素更多

疫情后的国际形势更加复杂，疫情二次冲击不可轻视。虽然美国大选即将落定，但是无论是谁入主白宫，对我国的政策可能难有大幅转向。10 月 6 日皮尤研究中心调查数据显示，73%的美国受访者对华不友好，而且有向其他 13 个西方国家蔓延的趋势。另一个调查结果尤其值得警惕，尽管受调查的 14 个国家正遭受疫情的第二波冲击，61%受调查者认为我国对疫情防控并不好。未来，国际形势可能更加错综复杂。目前，欧洲的疫情反弹势头有所扩大，加上冬季流感到来提高防控难度，欧洲政府只得重新采用部分社交隔离措施。疫情二次冲击可能会引发欧洲经济的二次探底。美国也正经历相似的状况。如果医疗系统告急，美国地方政府可能不得不暂时舍弃经济复苏来保护人民的生命安全。

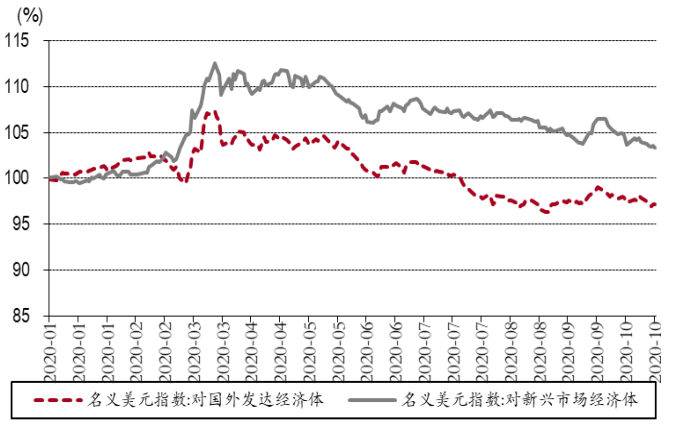
美联储大放水导致资产价格虚高，全球经济重启可能短期轮不到发展中国家。只有美联储才能做到，当美国就业市场损失一千多万工作的时候，美股指数还能录得正增长。截至 10 月 26 日，巴菲特指数（股票总市值/名义 GDP）仍在 180%左右震荡，明显高于 2000 年互联网泡沫水平，表明美股总市值已经明显偏离经济基本面（见图表 17）。美联储 3 万亿美元流动性的投放和长期低利率的承诺是美股强势反弹的最大助力。但是，如果宏观基本面无法追上资产价格虚高，未来可能会有更大的风暴。另一方面，IMF 特别提醒，发达国家依靠巨额财政赤字来弥补经济“黑洞”的模式在发展中国家难以实施。发展中国家既没有金融资源，也没有疫苗优先获得权，明年经济复苏强度可能会弱于发达国家。外汇市场也认同这一点，美元对新兴市场经济体的汇率指数仍高于年初水平（见图表 18）。

图表 17. 巴菲特指数创下历史新高



资料来源：Bloomberg，FRED，中银证券

图表 18. 美元兑新兴经济体的汇率仍强于年初水平



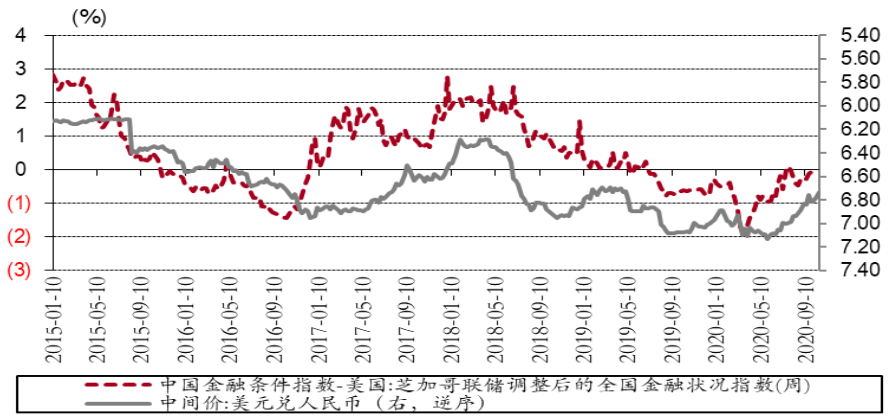
资料来源：万得，中银证券

4.3 保持宏观政策的连续性和稳定性

避免政策大幅转向，加强财政政策相协调。2008 年危机应对有两大教训，一个是刺激用力过猛，另一个是政策收手过快。这一次我国刺激较为克制，退出也无需过快。2014 年 IMF 发表了一篇针对金融危机期间的政策评估报告。该报告总结，鉴于发达国家，特别是南欧国家，在 2008 年金融危机后复苏疲软，IMF 在 2010-2011 年支持财政紧缩并依赖货币刺激的看法是不成熟的。今年 10 月份，IMF 在最新一期财政观察报告中重提此事，再次建议财政不宜过快退出。如前所述，今年我国货币财政错位。当货币政策率先正常化后，财政融资才开始发力。成本上升将挤出部分可用资金，从而减弱财政效应。如果未来实质性收紧，财政可能也得退出。

改善货币传导，关注金融条件变化。我国仍然存在事实上的“双轨制”，即市场化的债券和货币市场以及部分管制的存贷款基准利率。债券收益率和资金利率能较快反应货币政策的边际变化，但是信贷传导较为缓慢。目前，同业存单收益率已经高于去年底今年初水平，银行负债成本不断上升。但是，资产端的贷款利率仍在下行，导致净息差不断压缩，抑制银行下调贷款利率的空间。如果银行负债成本持续上升，可能还会引起贷款利率反弹。降成本与收紧货币难以同时出现。另外，货币预期收紧也是近期人民币面临升值压力的诱因之一。反过来，人民币汇率升值又可能引发国内金融条件进一步收紧，两者有可能相互强化（见图表 19）。中国央行需适当释放可松可紧的信号，避免政策大幅转向，导致金融条件持续趋紧而形成单向预期。

图表 19. 中美金融条件差值与人民币兑美元汇率存在一定负相关



资料来源：Wind，第一财经研究院，芝加哥联储，中银证券

五、主要结论

疫情上半场我国以较小成本实现了稳增长目标。二季度以来，经济指标稳步回升，积极因素不断积累，整体形势稳中向好。不过，复苏仍有美中不足之处，存在经济局部复苏不足和经济内生动能尚未完成切换等状况。这一次刺激较为克制，退出也无需过快。当经济处于复苏时，多做也比少做好。我国货币仍然有较大空间，过快撤出政策可能打断前期建立的复苏动能和市场信心。况且，稳宏观杠杆率可以通过提高经济增长来实现，不能一味靠压降债务。防范化解金融风险仍是当前核心任务，但要避免片面追求防风险损害了经济增长的内在活力。另外，稳定的货币金融条件也为施展财政政策提供空间。财政具有货币欠缺的支出和补贴等功能，对调控经济结构和稳定就业具有重要作用。今年货币财政错位，产生资金空转。打击金融套利也提高了政府融资成本，一定程度压缩了财政空间。未来仍需继续提高货币与财政的协调能力。

我国经济正逐步转向高质量发展阶段，此次疫情爆发前经济仍面临下行压力。明年经济高增长主要受高基数影响，并非来自潜在产出的上升。相较 GDP 同比增速回升，三季度环比季调增速已经由二季度 11.7%回落至 2.7%，表明经济复苏最快时期已经过去。明年不稳定不确定性因素仍较多，尤其是中美关系和疫情后国际形势可能更加复杂多变。另外，实体降成本和拆解隐性债务等金融供给侧改革需要稳定偏宽松的货币环境，谨防监管趋严和货币收紧双重紧缩，导致金融市场大幅波动影响到实体经济运行。未来仍需完善宏观审慎管理机制，处理好总量和结构的关系，改善货币传导。

由于我国经济复苏更快和中美利差高位，人民币资产吸引力上升，导致汇率升值预期有所升温。中美利差高位既有货币立场差异，也有中美基本面差异，两者互成条件。如果货币维持相对偏紧，这可能会加速基本面收敛，同样会减少利差。人民币汇率形成机制改革要增强人民币汇率弹性，更好地发挥汇率在宏观经济稳定和国际收支平衡中的“自动稳定器”作用。新形势下的人民币国际化，可在坚持市场主导的基础上，进一步完善对本币使用的支持体系，为市场作用的发挥创造更好的环境和条件。

风险提示：海外疫情超预期，跨周期调节不确定性，经济恢复不及预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371