日期：2020 年 09 月 07 日

宽松已成西方央行“鸦片”

分析师： 胡月晓
Tel： 021-53686171
E-mail： huyuexiao@shzq.com
SAC 证书编号： S0870510120021

报告编号：

相关报告：

《中国货币变革现状和调控变化》（2020 年 6 月 4 日）

《高房价的成因、影响和治理》（2020 年 5 月 20 日）

《大宗商品价格决定当前汇率走势》（2020 年 3 月 24 日）

《海外“新冠”疫情对中国经济、市场影响》（2020 年 3 月 15 日）

《期限结构波动中缓降趋势明了》（2020 年 1 月 13 日）

■ 主要观点

通胀在经济周期中的核心信号已异化

通胀在宏观经济管理中之所以重要，是由于它曾经的经济周期“显示器”作用，自从上世纪 90 年底进入“新经济”时代以来，通货膨胀的变化逐渐脱离了经济周期，进入新世纪后经济周期中的“菲利普曲线”早已被公认为失效！货币扩张以及相应的债务增长，已积累到金融部门和实体部门流动性分布越来越呈“两张皮”，资本和资产的金融属性增强，和实体运行状态的相关性减弱。

金融稳定成为货币政策决策核心

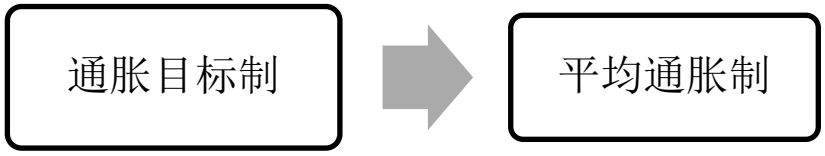
从西方各国的实践看，决定货币政策变化的核心因素实际上早已转向了金融稳定，FED 更是这方面实践的急先锋，通胀早已成为了西方央行可以取舍的为货币政策辩护的旗帜。各国持续存在的高宏观杠杆事实，也从另一个侧面验证了货币和通胀之间关系的弱化。扩张的货币大部分将集中于金融部门，宽松货币只会激发身份商品的活跃：股市繁荣和楼市泡沫！

过松货币将由水变“毒药”

按照基准货币利率的标准，西方主要经济体实际上都已进入或接近进入了“负利率”状态。负利率当然无助于宏观整体杠杆的下降，只会带来转杠杆的效果，在西方现有的资本主义制度下，以美国为首的西方货币过度扩张的结果，只会进一步加深美国企业“保守主义”在西方的扩张——为了维护股价，企业不愿做长期性投资，倾向于回购注销和高分红决策。除了带有高度“行会”性质的、垄断型医疗行业和少数行业外，美国的长期投资不足弊端实际上已渐露端倪，但美国政客却不去检讨自家企业在国际市场上竞争力下降的原因，却只希望重塑对其有利的国际经济交往规则！西方无限期延长当前的货币宽松状态，虽然短期有助于维护股市繁荣和金融平稳，但却让企业更趋保守，“宽松瘾”成为不折不扣的政策“鸦片”。

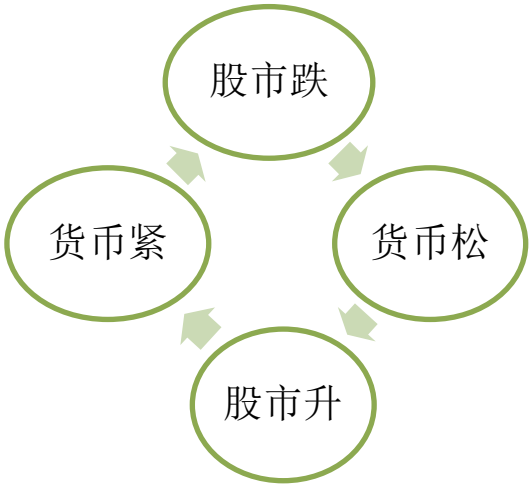
在杰克逊霍尔全球央行年会上，美联储主席鲍威尔对外宣布，将调整货币政策框架，引入“平均通胀制”，即并不严格限定通胀目标线，实际通胀暂时高过传统 2%的目标线，并不会引起政策改变，只要在中长期限内平均通胀不突破目标即可。这意味着现实通胀率对货币政策的制约被大大解除，FED 即使在通胀回升趋势和预期形成，且突破 2%的情况下，也可以以未来将回落为理由，继续维持宽松货币政策。通胀目标制的调整，实际上为 FED 持续实行宽松，放宽了条件和增加了实施便利性。

图 1 FED 政策框架的变化



从西方央行规模扩张历史看，宽松货币已成为一致选择，并愈来愈上瘾。西方货币之宽松，不仅制止了金融危机的恐慌，稳定了市场，而且还“制造”了资本市场的“繁荣”，如美国股市——但是，就如鸦片让人精神短暂振奋一样，上瘾只会更加掏空一个人的健康。宽松货币就如西方经济发展的鸦片，虽则知其无助实体经济复苏，但既已上瘾，药又易得，戒掉何易？

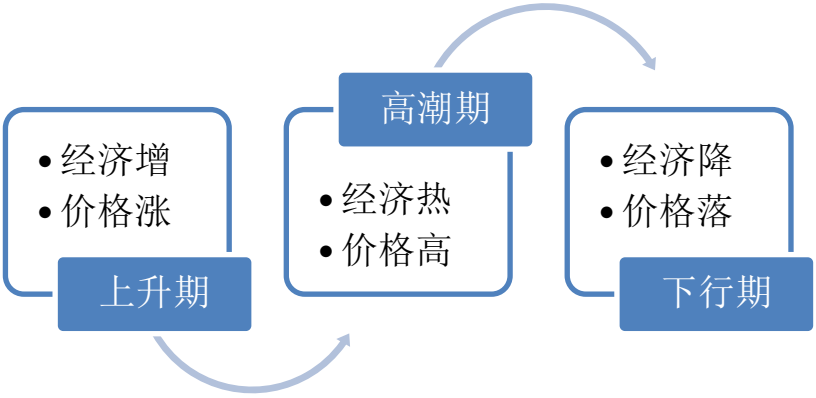
图 2 FED 货币宽松和股市表现的互动



1. 通胀在经济周期中的核心信号已异化

通胀在宏观经济管理中之所以重要，是由于它曾经的经济周期“显示器”作用，经济上行期由于供求两旺、价格会逐渐上行，而在经济周期的繁荣期则因需求旺盛而价格上涨亦达到高潮，由于通胀的更可观察性、直接性、高频性，所以通胀通常被直接和宏调政策挂钩，如泰勒规则之类的。经济繁荣时期物价通常上行，因此通货膨胀也被认为是一种经济周期现象——随着经济景气度的上升，需求普遍上行，因而物价逐渐上升直至伴随周期逆转而下降。对通胀在经济周期中的核心作用，“菲利普曲线”经验规则是更为一般的经济学分析。

图 3　通货膨胀和经济周期的传统表现



“菲利普曲线”虽然表示为失业和物价之间逆向变动的，但也可引申表示为经济和物价之间的同向变动关系。

然而，经济不是简单的循环，每一次经济进步都会带来生产率的提高，因而单位生产成本下降，从而带来价格下降。自从上世纪 90 年底进入“新经济”时代以来，通货膨胀的变化逐渐脱离了经济周期，进入新世纪后经济周期中的“菲利普曲线”早已被公认为失效！对“菲利普曲线”失效的一般解释是，作为新兴产业的信息产业有超高规模经济效应，因而传统向上倾斜的供给曲线转为了向下。随着传统产业的信息化推进，全社会的全要素生产率普遍持续提高，各行各业的生产率都提高，单位生产成本下降，实体经济领域的价格长期下行趋势建立。按照通胀在经济周期中表征作用变化，显然通胀的观察视角和重心经历了以下三个阶段的变化：

第一阶段，食品价格关注阶段。面包和肉贵了，其它需求就会下降，宏观经济管理的一个重点就是要维护农产品价格稳定。从资本主义

经济体系出现直到“二战”，通胀的关注点一直在食品价格；彼时国际贸易中农产品进出口的管理，是周期管理中一项不可更缺的重要内容。

第二阶段，核心价格关注阶段。随着生产的进步，食品等基本需求已完全满足，至少在发达资本主义世界整体上已过剩，生活中恩格尔系数已显著下降，其价格的波动已不取决于需求而受制于生产，而供给冲击被认为是非周期性的，因而“二战”后西方观察通胀的关注点纷纷转向了核心通胀，其背后的逻辑是：核心价格变化提供了乘数-加速数作用下的周期波动观察视角。“二战”后直至上世纪 90 年代“新经济”的兴起，是通胀的核心价格观察时期。

第三阶段，菲利普曲线失效阶段。上世纪 90 年代“新经济”兴起后，特别是信息技术渗透带来信息化进展，技术进步带来的成本下降作用比以往上升；另一方面，货币扩张以及相应的债务增长，已积累到金融部门和实体部门流动性分布越来越呈“两张皮”，资本和资产的金融属性增强，和实体运行状态的相关性减弱；经济体系中的货币越充裕，流动性（货币和债务）分布于房地产和股票等股权类金融资产等身份商品市场的就越多；虽然身份商品市场运转越来越呈现封闭性，但却决定着宏观流动性的变化，典型的如 FED 货币政策的变动。

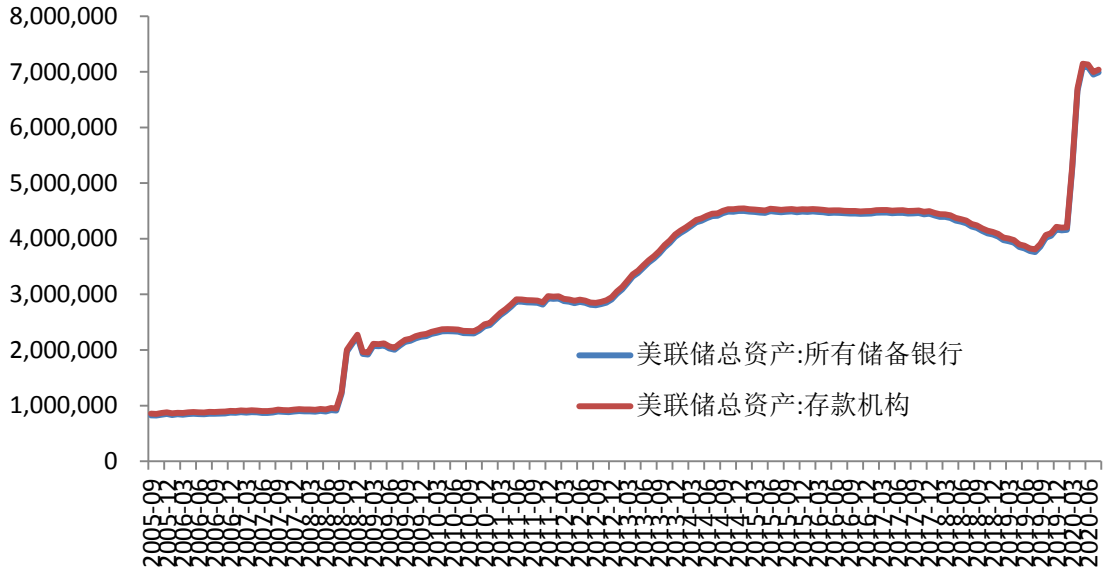
图 4 通货膨胀关注阶段的变化



2. 金融稳定成为货币政策决策核心

从西方各国的实践看，决定货币政策变化的核心因素实际上早已转向了金融稳定，FED 更是这方面实践的急先锋，通胀早已成为了西方央行可以取舍的为货币政策辩护的旗帜。各国持续存在的高宏观杠杆事实，也从另一个侧面验证了货币和通胀之间关系的弱化。

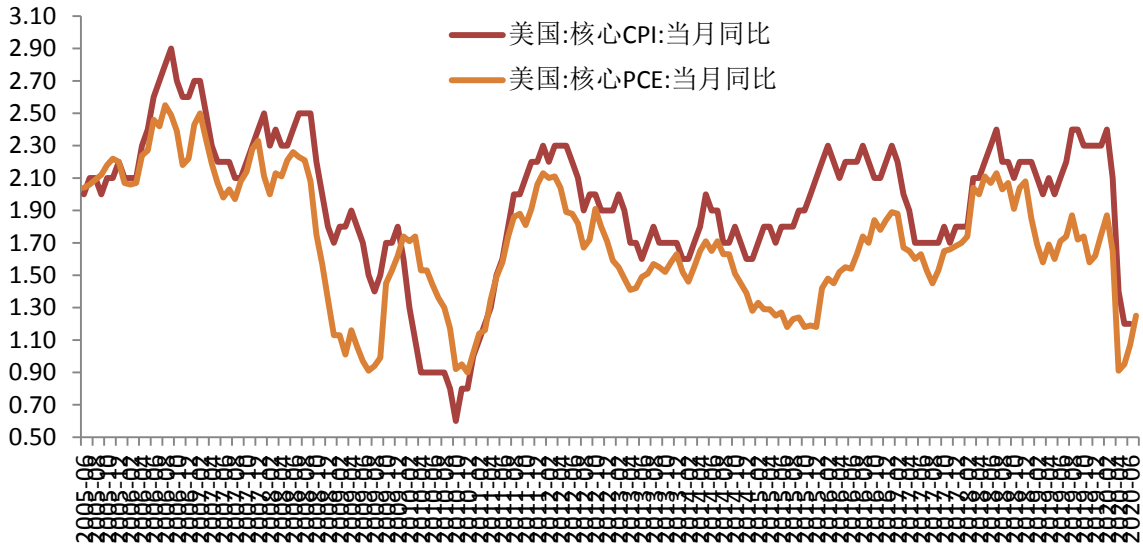
图 5 美联储报表规模快速上涨态势



数据来源： Wind，上海证券研究所

在亚当•斯密时代，货币影响消费和商品价格；在凯恩斯时代，货币影响投资和资本价格；上世纪 90 年代后新经济以来的信息经济时代，货币直接影响的是资产价格！信息经济时代，现代信用货币制度开始大规模扩张开来，货币发行的约束不复存在。随着资本市场的进步和发展，货币分布的分层特征越来越显著，宏观流动性在金融部门和实体部门间分布的结构变化，开始超越货币总量，成为货币决策需要考量的因素，金融稳定取代价格稳定成为货币政策的核心。

图 6 美国通货膨胀形势的变化



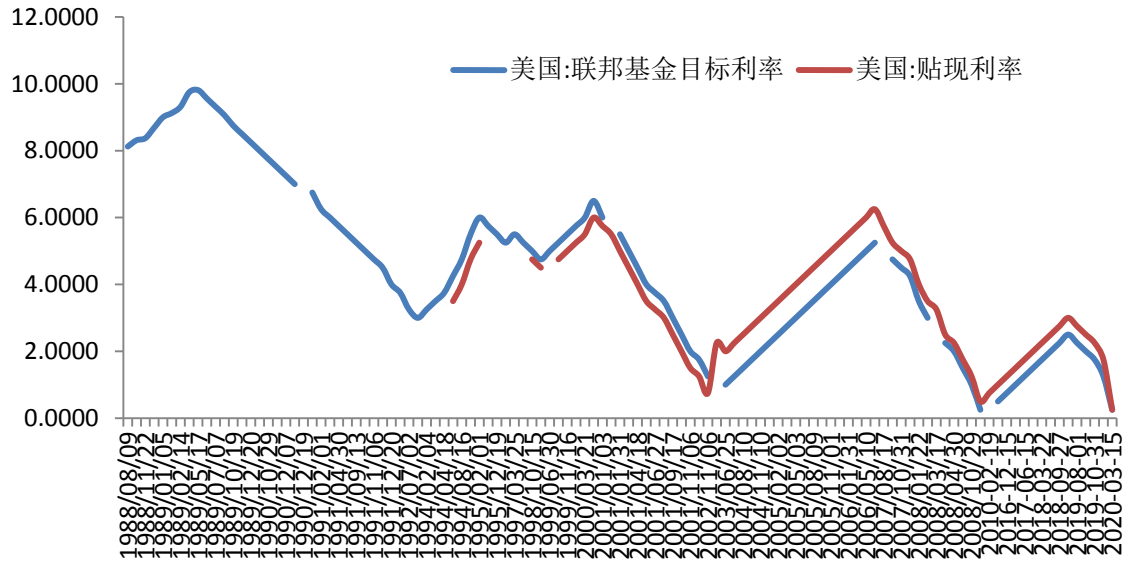
数据来源： Wind，上海证券研究所

通常认为，金融不稳定是导致 20 世纪 30 年代“大萧条”的一个重要原因。笔者也一直强调，FED 的 QE 并不是为救经济，而是救金融，也没有流动性扩张。因此，在经济发生针对性有效结构改革前，经济低迷局面仍将延续，因需求低迷而来的低通胀也将存续——不论货币扩张与否。扩张的货币大部分将集中于金融部门，宽松货币只会激发身份商品的活跃：股市繁荣和楼市泡沫！

3. 过松货币将由水变“毒药”

由于对“负利率”的界定在市场上还未有一致公认性，市场对“负利率”状态的判断还不统一。按照基准货币利率的标准，西方主要国家央行实际上都已进入或接近进入了“负利率”状态。ECB 存款便利利率(隔夜存款利率)自 2014 年 6 月期就进入了负值状态，且持续扩大；日本央行的政策目标利率(无担保隔夜拆借利率)自 2016 年 2 月起进入负值状态。负利率当然无助于宏观整体杠杆的下降，只会带来转杠杆的效果，通常是金融部门杠杆下降，政府部门和实体部门，尤其是政府部门杠杆上升，集裁判和运动员双重身份与一身的政府，其加杠杆的结果自然又会进一步延长负利率时长。

图 7 美国基准货币利率的变化



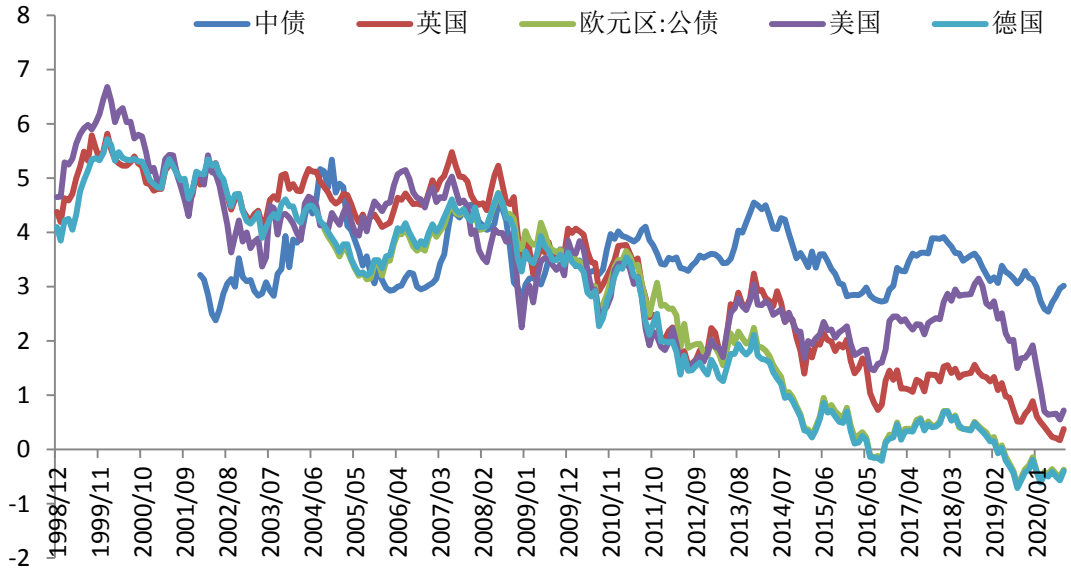
数据来源： Wind，上海证券研究所

在西方现有的资本主义制度下，以美国为首的西方货币过度扩张的结果，只会进一步加深美国企业“保守主义”在西方的扩张——为了维护股价，企业不愿做长期性投资，倾向于回购注销和高分红决

策。与中国提高证券化的改革方向不同，欧美自 2003 年起就进入了“去股权化”时期。除了带有高度“行会”性质的、垄断型医疗行业和少数行业外，美国的长期投资不足弊端实际上已渐露端倪，但美国政客却不去检讨自家企业在国际市场上竞争力下降的原因，却只希望重塑对其有利的国际经济交往规则！西方无限期延长当前的货币宽松状态，虽然短期有助于维护股市繁荣和金融平稳，但却让企业更趋保守，“宽松瘾”成为不折不扣的政策“鸦片”!

中国是全球主要经济体中唯一实行货币政策正常化的国家，稳健政策和中性货币环境，虽然不利于资本市场“升火”，却有助于经济和金融市场在平稳中全面实现结构改善。在通胀观察新阶段，面对经济和金融的新变化，中国货币当局创新地将货币政策结构化，改变了传统认为货币政策是总量工具的看法，显然是对货币理论与实践的创新，后人必将逐渐认识到中国货币新实践对货币经济学理论的这一重大贡献!。

图 8 主要经济体市场利率比较（10 年国债 YTM）



数据来源： Wind，上海证券研究所

分析师声明

胡月晓

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

债券投资评级：

从安全性、收益性、流动性的三个角度，我们对债券投资价值的分类评级如下：

附表：上海证券债券投资价值评级分类

类型 内容	两全级	配置级	投资级	回避级
安全性	高	高	全分布	低
收益性	高	高	高	低
流动性	高	低	高	全分布

资料来源：上海证券研究所整理

按照我们的投资评级定义，由于机构投资特性的差异，不同债券的投资评级是适应不同机构需求的，对应关系有：

两全级--全序列机构：银行、保险、基金、券商、专业投资者；

配置级--配置主需求型机构：银行、保险；

投资级--收益主需求型机构：基金、券商、专业投资者。

投资评级基准：

安全性判断--主体评级+债项评级，经营、财务前景前瞻

收益性判断--市价与中债估值差距、STW。

流动性判断--融资适当性、交易规模（市场深度和广度）。投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。