中航证券金融研究所
所长　董忠云
证券执业证书号：S0640515120001
证券分析师　符旸
证券执业证书号：S0640514070001
电话：010-59562469
邮箱：fuyyjs@avicsec.com

货币政策易松难紧，宽松需相对克制

宏观经济点评报告　　2020 年 6 月 21 日

核心观点

6 月 18 日，第十二届陆家嘴论坛在上海举行，中国人民银行党委书记、中国银行保险监督管理委员会主席郭树清针对目前疫情冲击下的全球货币政策发表了观点，可概括为六点：第一，大型经济体应当自觉平衡好自身政策的内外部影响，如果美联储货币宽松仅从其自身经济角度出发，可能侵蚀全球金融稳定的基础并透支美元和美国的信用；第二，财政金融刺激应三思而行，为今后预留一定的政策空间，中国不会搞大水漫灌，更不会搞赤字货币化和负利率；第三，世界上没有免费的午餐，央行无限量印发货币已有历史教训，开出空头支票也必须付出代价；第四，国际股市的高歌猛进很难让人理解，国际金融市场与实体经济背道而驰，这样的扭曲已经空前显著；第五，在各国持续刺激需求之下，通货膨胀仍有可能卷土重来；第六，大规模刺激政策要考虑将来如何退出，2008 年的“量化宽松”刺激政策到现在为止还未完全消化。同时，在当天的论坛上，央行行长易纲表示疫情应对期间的金融支持政策具有阶段性，要注意政策设计要激励相融，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。我们充分认同上述观点，参考美国金融危机后的经验，以及结合我国各方面实际情况来看，我国并不具备进一步实施大规模货币宽松的必要性和可行性，因此维持相对克制的政策刺激力度，守好短期和长期发展之间的平衡，是目前最理想的选择。

从必要性来看，经济已经在现有刺激措施的推动下逐步修复，现阶段抑制经济的主要因素依然是全球疫情的发展，疫情后制约经济的主要矛盾将回归到结构性因素，而我国货币政策进一步的宽松无助于解决全球疫情和改善内部结构性问题，只会消耗有限的政策空间，必要性不强，我们需要将政策空间更多的用在提升经济应对外部冲击的韧性上。

从可行性角度来看，多项因素对我国货币政策空间形成制约，令我国效仿美联储的宽松力度会面临高昂的成本和代价，可行性较低。首先，我国在评估宽松政策影响时，需要更加重视通胀风险的考量。其次，今年一季度，疫情的冲击和相应采取的刺激措施令实体经济部门杠杆率大幅攀升，在这种状况下，如果为了刺激短期经济增长而进一步推高经济杠杆率，将对长期增长造成较大损害，得不偿失。最后，如果我国不加节制用尽货币宽松的空间，不但会在政策退出时面临与美联储同样的困境，对国内经济和金融市场带来冲击，同时在面临美联储货币政策退出时产生外部效应时，也会失去政策回旋和对冲的能力，只能被动跟随美联储的步伐，失去了针对国内实际情况开展货币政策的主动性。

股市有风险入市须谨慎

中航证券金融研究所发布　证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航资本大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传真：010-59562637

6 月 18 日，第十二届陆家嘴论坛在上海举行，中国人民银行党委书记、中国银行保险监督管理委员会主席郭树清针对目前疫情冲击下的全球货币政策发表了观点，可概括为六点：第一，大型经济体应当自觉平衡好自身政策的内外部影响，如果美联储货币宽松仅从其自身经济角度出发，可能侵蚀全球金融稳定的基础并透支美元和美国的信用；第二，财政金融刺激应三思而行，为今后预留一定的政策空间，中国不会搞大水漫灌，更不会搞赤字货币化和负利率；第三，世界上没有免费的午餐，央行无限量印发货币已有历史教训，开出空头支票也必须付出代价；第四，国际股市的高歌猛进很难让人理解，国际金融市场与实体经济背道而驰，这样的扭曲已经空前显著；第五，在各国持续刺激需求之下，通货膨胀仍有可能卷土重来；第六，大规模刺激政策要考虑将来如何退出，2008 年的“量化宽松”刺激政策到现在为止还未完全消化。同时，在当天的论坛上，央行行长易纲的发言也提到了货币政策退出的问题，他表示疫情应对期间的金融支持政策具有阶段性，要注意政策设计要激励相融，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。

我们充分认同上述观点，参考美国金融危机后的经验，以及结合我国各方面实际情况来看，我国并不具备进一步实施大规模货币宽松的必要性和可行性，因此维持相对克制的政策刺激力度，守好短期和长期发展之间的平衡，是目前最理想的选择。

理论和实践经验都显示，央行在危机出现时，有必要通过实施宽松政策来稳定经济和金融市场。从美联储在历次危机后的表现来看，其危机应对越来越及时，刺激力度也越来越强力，如本次新冠疫情爆发后，美联储大幅放宽货币政策，降息和扩表的速度史无前例，目前美联储总资产规模已经超过 7.2 万亿，较疫情前迅速扩张了 70%。近期全球疫情形势仍不乐观，美国每日新增确诊病例数出现反弹的迹象，而美联储将疫情发展作为其政策决策的重要依据，这意味着宽松还将继续。美联储在 6 月的货币政策会议上明确表示未来几个月将至少按目前的节奏增持国债与 MBS，并预计将维持当前低利率水平至少到 2022 年。美联储的积极应对，一方面及时阻断了美元流动性危机的进一步发酵，另一方面为助力美国企业和居民部门度过疫情危机提供了有力的融资支持，其积极作用值得充分肯定。

但另一方面，不能忽视的是，危机中的货币宽松刺激应该是阶段性的，在危机结束后，货币政策也应该回归正常化，但美联储在金融危机后的货币政策正常化实践并不成功，大幅扩张的资产负债表规模不但未能按计划收缩，反而对内对外产生了一系列负面的冲击和影响。经济影响方面，2008 年金融危机后美联储长期的宽松政策令经济对货币宽松形成了强烈的依赖，一旦货币政策从宽松转向收紧，经济增长动能往往迅速衰减，这导致美联储的货币政策易松难紧，其背后的深层次原因是美国经济结构问题愈发严重，贫富分化、债务问题等制约了经济的内生增长动能，而货币宽松无助于解决这些结构性问题，甚至会令其进一步恶化。金融市场影响方面，标普 500 指数从 2009 年开始步入了十年长牛，但在美联储各轮 QE 结束或缩表期间，指数均发生了较明显的阶段性回撤。如标普 500 指数从 2018 年 10 月初至圣诞节前，在不到三个月的时间里累计下跌了 20%，原因是美联储的持续缩表和加息引发投资者对流动性的担忧，这导致美联储在次年 1 月份的会议纪要中承认金融市场波动性有所上升，融资条件总体趋紧，并将提

前结束缩表提上了日程。对全球的影响方面，由于美元是世界货币，因此无论是美联储的 QE 操作大量释放美元流动性，还是此后的退出缩表，都对全球产生了明显的外部效应，特别是新兴市场经济体在这一过程中受到了明显的冲击。全球美元流动性泛滥，新兴经济体面临本币升值、资本涌入和资产泡沫等方面的压力。而当 QE 退出，美联储开始加息并缩表回收流动性之后，大量资金开始流出新兴经济体，相关国家货币面临严重的贬值压力。而为应对货币的严重贬值，部分央行被迫大幅加息，这又对国内经济造成了负面冲击，甚至触发危机。如在美联储缩表阶段，土耳其、阿根廷都爆发了货币危机，虽然危机的出现存在各国国内债台高筑、货币超发导致通胀失控等内因的影响，但不可否认的是，美联储不断收紧流动性是诱发部分新兴市场货币危机的主要外因。

上述多方面的影响制约了美联储的货币政策正常化，美联储资产负债表规模从 2017 年 10 月开始缩表时的 4.5 万亿美元以上收缩至 2019 年 8 月底的 3.8 万亿美元，仍远远高于 08 年金融危机前的不足万亿美元的水平。同时，从 2019 年三季度开始，美联储再次开始购买国债，重新开启了扩表，虽然美联储表示这仅是支持有效实施货币政策的技术性措施，并不代表其货币政策立场的任何变化，但我们认为这至少充分反映了经济体的“货币宽松依赖症”。本次疫情过后，美联储将再次面临宽松政策退出的困境，届时如果全球主要经济体债务问题、贫富差距等问题没有解决甚至进一步恶化，且在没有出现新一轮技术革命的情况下，美联储从宽松政策中退出将再次形成对美国乃至全球经济和金融市场的冲击。

对各国来说，如何在有限的时间内，尽量增强自身经济的韧性和政策空间，以便有更多的主动性来防范和抵御潜在的外部冲击，考验各国政府的经济调控能力。从这一角度出发，结合美联储的经验和我国的实际情况，我们认为我国并不具备进一步实施大规模货币宽松的必要性和可行性。

从必要性来看，本轮疫情最早在我国爆发，随后在全球蔓延，我国在疫情实现有效防控和经济恢复上领先于海外各国。目前我国疫情发展处于长尾阶段，常态化防控机制能够有效兼顾疫情控制和经济恢复。从近几个月的经济数据来看，2 月经济数据形成了疫情冲击下的低点，此后三个月主要经济指标快速修复，工业增加值已经回升至正增长，需求端虽然相对偏弱但也在持续改善，二季度 GDP 增速有望恢复至正值。**可见，经济已经在现有刺激措施的推动下逐步修复，现阶段抑制经济的主要因素依然是全球疫情的发展，疫情后制约经济的主要矛盾将回归到结构性因素，而我国货币政策进一步的宽松无助于解决全球疫情和改善内部结构性问题，只会消耗有限的政策空间，必要性不强，我们需要将政策空间更多的用在提升经济应对外部冲击的韧性上。**

从可行性角度来看，多项因素对我国货币政策空间形成制约，令我国效仿美联储的宽松力度会面临高昂的成本和代价，可行性较低。首先，在通胀方面，由于美元对应的是全球的商品购买力，美国能够利用美元国际货币地位，将发行的美元在全球范围内稀释，以此缓解本土通胀的压力。而人民币国际化水平依然不高，人民币大量发行后，大部分只能对应国内的商品购买力，此时大量货币追逐少量商品就会迅速带来通胀压力，因此我国在评估宽松政策影响时，需要更加重视通胀风险的考量。其次，在经济杠杆率方面，前些年我国货币发行速度长期超过名义经济增长，M2/GDP 从 2015 年开始升到了 2 以上，而

同期美国这一指标的水平只有不到 0.7。大量的货币投放和信用扩张推高了房价，并延缓了大量过剩产能和僵尸企业的退出，阻碍了经济结构的调整，降低了长期经济发展动能。在这种情况下，我国政府从 2016 年开始大力推进“去杠杆”，此后又逐步转向“稳杠杆”，试图为经济减负并控制金融风险，此后几年 M2 增速明显压降，M2/GDP 维持在 2 左右的水平没有进一步提升，社科院计算的实体经济部门杠杆率也基本实现了高位平稳运行。我国稳杠杆政策取得了一定的成效，但并未有效驱动宏观杠杆率的回落，居民部门杠杆率甚至在持续较快速地攀升，未来我国政策上去杠杆的理想路径是在控制债务增长的同时，通过经济的持续增长来逐步消化杠杆率。今年一季度，疫情的冲击和相应采取的刺激措施令实体经济部门杠杆率大幅攀升，从 2019 年末的 245.4%升至 259.3%，创出新高。虽然一季度杠杆率的大幅走高很可能只是阶段性的，但杠杆率走高对应的风险提升依然需要警惕，在这种状况下，如果为了刺激短期经济增长而进一步推高经济杠杆率，将对长期增长造成较大损害，得不偿失。最后，从宽松政策退出的角度来看，如果我国不加节制用尽货币宽松的空间，不但会在政策退出时面临与美联储同样的困境，对国内经济和金融市场带来冲击，同时在面临美联储货币政策退出时产生外部效应时，也会失去政策回旋和对冲的能力，只能被动跟随美联储的步伐，失去了针对国内实际情况开展货币政策的主动性。

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

增持　：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性　：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持　：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

董忠云，SAC 执业证书号：S0640515120001，金融学博士、中航证券首席经济学家，金融研究所所长。
符旸，SAC 执业证书号：S0640514070001，首席宏观分析师，经济学硕士。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析员个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。