

日期：2018 年 3 月 22 日

货币退出路径：选择与比较



分析师：胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyuexiao@shzq.com

执业证书编号：S0870510120021

报告编号：

相关报告：

《“去杠杆”下的股市趋势分析》

(2018 年 2 月 12 日)

《风险、杠杆与紧货币》

(2017 年 7 月 20 日)

《中国主权债务为何保守？》

(2017 年 7 月 5 日)

《“资金荒”的前世与来生》

(2017 年 5 月 15 日)

《中国经济新常态中步入新周期》

(2017 年 4 月 20 日)

■ 主要观点：

货币退出决策的影响因素

经济复苏力度的强弱，显然是货币退出决策时首先要考虑的因素。通货膨胀是 FED（美联储）为升息给出的最主要理由，FED 最早是将失业率作为货币政策退出的最主要条件的。金融流动性将决定货币当局退出的节奏，货币乘数代表的金融体系机能是否恢复，将决定“缩表”与否。宏观风险状况和吸引国际资本竞争力等，也是货币退出不可缺的考量因素。当危机状态过去、经济恢复正常、金融机能复苏后，非常态的超宽松货币政策终将退出，各国央行有三种退出途径可供选择：先升息后缩表；先缩表后升息；升息、缩表同步，即边升息边收缩。选择哪种退出路径，主要取决于上述几种因素的综合影响。

西方货币退出的步伐存差异

先前实行超级宽松货币政策的四大主要经济体，目前货币退出的动机都不是很强烈，日本央行的表态，仅仅是为未来的退出做好准备，ECB 则是放弃宽松倾向，两国都表示要防止货币收缩妨碍经济复苏。比较而言，只有美国有弱退出的动机和需求；导致 FED 退出的影响因素，决定了 FED 只能选择价格手段。

升息后的“缩表”前景

在可预见的将来，FED 不会对市场发出“缩表”的预期。除美国外，其他西方主要经济体的货币退出紧迫程度目前还不强。英国货币退出条件还远未具备，即使未来有升息举动（或出于提振市场信心、汇率管理等目的），也不意味着货币退出。日本在西方经济体中是最晚施行 QE 的，因为日本危机前就已陷入了流动性陷阱 20 多年。日本跟随施行超级宽松货币政策的目的是，主要是为了走出通货紧缩状态。QE 实际上使得日本信用创造能力被动下降。

中国“去杠杆”不是货币退出

首先，“去杠杆”不是中国的逆周期管理政策，而是新时代下中国经济转型升级的需要。其次，中国货币并未经历超级量化宽松过程。第三，从金融机能变化看，中国金融体系的信用创造能力并未受到危机冲击。第四，中国央行升息主要为规范机构经营行为。第五，“去杠杆”环境下，维持适度的报表扩张，是中国央行的艰巨任务。

海外货币退出不改中国资本市场平稳向上趋势

海外货币退出并不是应对经济过热的逆周期政策，而是为了防止超级量化宽松货币政策负效应的过度积累。只要利率水平上升到突破流动性陷阱水平，升息步伐就将放缓，甚至暂停。FED 在 2018 年的升息节奏，在 2019 年绝不会出现。加息有顶，短期顶部应该已接近；2018 年升息预期落空的概率不能排除。在现实世界中，利率平价公式不成立是更为常见的状态。国内因素决定中国资本市场发展趋势。

目 录

一、货币退出决策的影响因素.....	1
1. 经济复苏力度	1
2. 通货膨胀水平	2
3. 就业水平	3
4. 流动性状况	5
5. 金融机能	6
6. 宏观风险	7
7. 国际资本流动及其它	8
二、货币退出的路径选择.....	9
1. 不对称的货币退出方式	9
2. 各国货币退出的动机	10
3. 负利率时代的迷惑	12
三、海外货币退出与中国的“去杠杆”	13
1. 升息后的“缩表”前景	13
2. 中国“去杠杆”不是货币退出	15
四、海外货币退出对中国资本市场的影响.....	17
1. 海外货币退出对中国资本市场的影响因素和途径	17
2. 国内因素决定中国资本市场发展趋势	19
3. 中国资本市场平稳向上趋势不变	20

图

图 1 美国经济增速下台阶后早已企稳 (GDP:不变价:折年数:同比) ...	1
图 2 欧洲经济二次探底后也已企稳 (:GDP:不变价:当季同比)	2
图 3 菲利普曲线再度失效的逻辑	2
图 4 西方国家核心 CPI 变动平稳的走势	3
图 5 美国就业水平到达充分就业状态 (失业率, %)	4
图 6 欧洲就业市场接近恢复正常 (失业率, %)	4
图 7 美元流动性变化 (libor-ois) 和 QE 推出时点	5
图 8 “大萧条”的逻辑	6
图 9 美国 QE 下货币增长平稳	6
图 10 中国货币乘数保持稳定	7
图 11 美国股市 QE 期间持续上涨	8
图 12 欧洲股市 QE 期间表现平稳	8
图 13 分化的各国货币政策方向	9
图 14 美欧差异的货币乘数变化	10
图 15 美国物价和指数间的关系	11
图 16 超级量化宽松带来全球央行规模扩张 (2006=100)	13
图 17 美国货币乘数仍在底部	14
图 18 中国去杠杆的逻辑和思路	15
图 19 中国央行报表扩张速度趋向下降化	16
图 20 中国基础货币投放结构中外占逐渐下降趋势	17
图 21 海外货币退出对中国影响的渠道和作用	18
图 22 受政策利率左右的美国市场利率已上升到正常 (%)	18
图 23 海内外金融市场利率变化 (YTM-国债 10 年,%)	19

表

表 1 QE 实施经济体货币退出影响因素评价	11
------------------------------	----

一、货币退出决策的影响因素

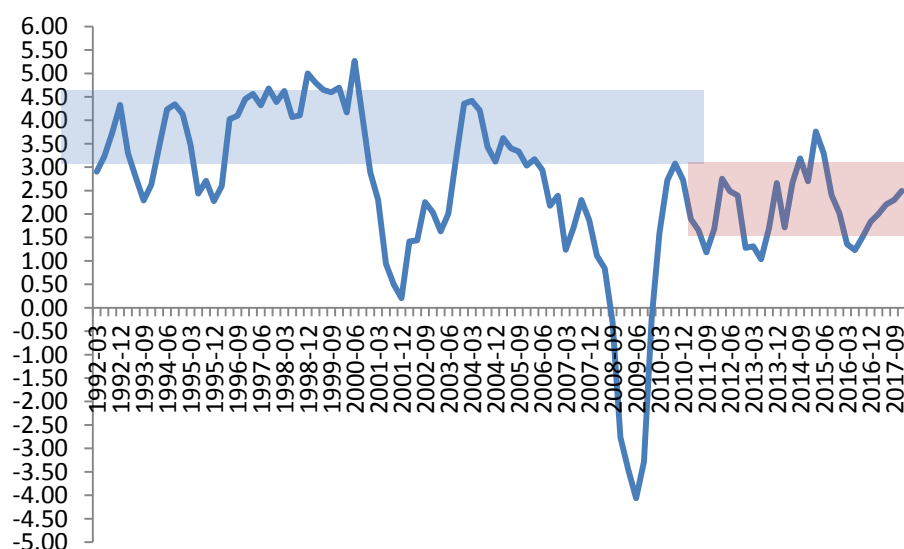
1. 经济复苏力度

经济复苏力度的强弱，显然是货币退出决策时首先要考虑的因素。经济持续疲软，意味着危机的影响还未过去，货币应该缓退出、或干脆不退出而维持宽松。从此次危机对经济的冲击表现看，实际上各国经济普遍在危机 2 年后即恢复平稳！危机发酵期间（经济下滑时期），实行货币宽松政策是反危机的常用手段。

然而从主要经济体的货币实践看，经济企稳后的很长时期内，超宽松的货币政策都得到了继续维持、甚至加码：2010 年 9 月，美国开启 QE2；2012 年 9 月，QE3 开始；2014 年 9 月和 2015 年 1 月，ECB（欧洲央行）2 次拓展了购债方式、延长了时间、扩大了规模。

作为危机肇源地的美国，其国民经济增长实质上在危机过后的 2 年，即 2010 年就恢复了正常：GDP 增长 2010-2016 期间平稳运行在 1.5-2.9 间，平均为 2.2，虽然比危机前 20 年的均值 3.0 左右的水平略低，但波动减少。

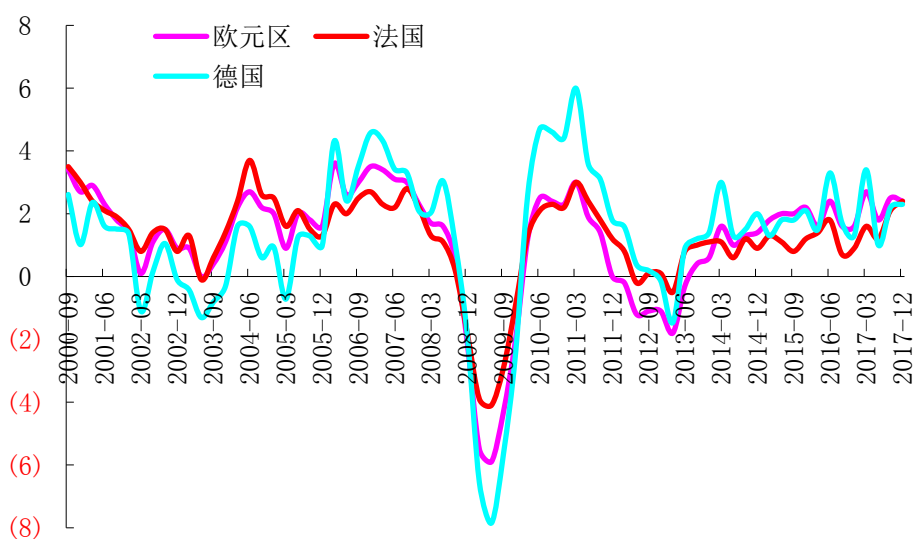
图 1 美国经济增长下台阶后早已企稳（GDP:不变价:折年数:同比）



数据来源：Wind，上海证券研究所

从欧洲情况看，2008 年全球性金融危机后欧元区经济经历了 2 次探底：2009 年受金融危机影响，经济增长急速下滑至负增长状态；2012-2013 年间因受主权债务危机和银行业危机（即欧债危机）的双重影响，欧元区经济再度进入萎缩状态，但 2014 年后经济运行也恢复了平稳：经济增长在略低于危机前均值的水平上企稳、波动下降。

图 2 欧洲经济二次探底后也已企稳 (:GDP:不变价:当季同比)

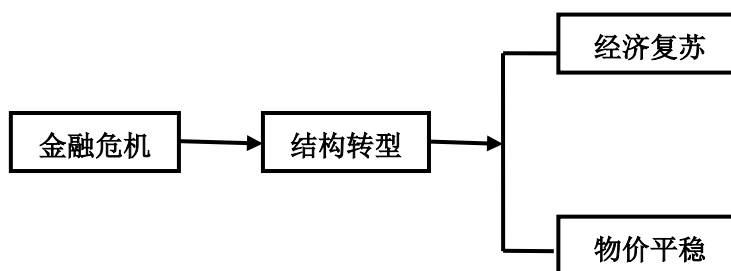


数据来源: Wind, 上海证券研究所

2. 通货膨胀水平

现在看来, 通货膨胀是 FED (美联储) 为升息给出的最主要理由。从金融危机前后, 世界主要经济体的通货膨胀变化形势看, 金融危机对各国通货膨胀实际上并无显著影响。综合各国经济运行环境的变化看, 各国通货膨胀的变化, 更多的是受到了其它因素的影响, 而非反映了经济周期的变化, 这意味着经济运行中与价格水平相关的传统菲利普曲线, 已越来越多地呈现了失常状态。

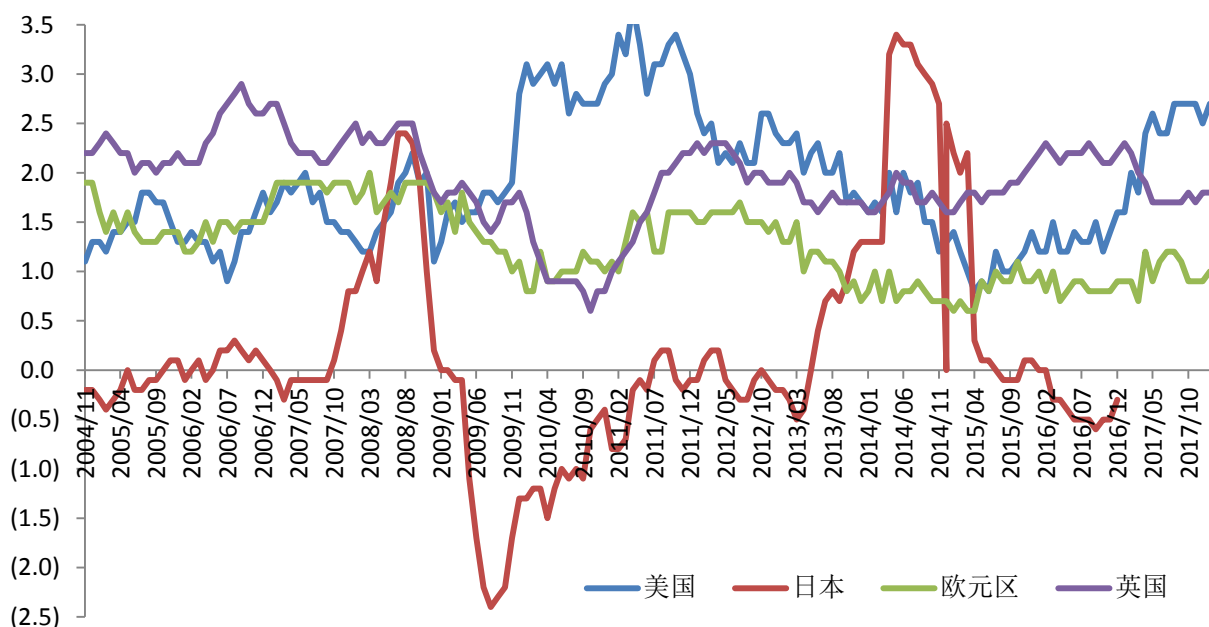
图 3 菲利普曲线再度失效的逻辑



从西方主要经济体 CPI 的走势看, 价格变化主要受石油为核心的大宗商品价格变动的影响。从实践看, 对货币政策等宏观政策有重要影响的是核心 CPI。核心 CPI 是剔除了食品和能源商品后的篮子商品和服务价格; 通常认为, 食品和能源受供给面波动的影响较大, 而经济周期主要受需

求变化的影响。从核心 CPI 看，除日本看，美国、欧洲、英国等西方主要经济体的价格变化，在危机前后都比较平稳，波动不大。以核心 CPI 的标准，当前美国的物价水准已恢复到了危机前经济繁荣时期的水平，而其它国家则仍处低位，但除日本外，也都不存在通缩压力。

图 4 西方国家核心 CPI 变动平稳的走势



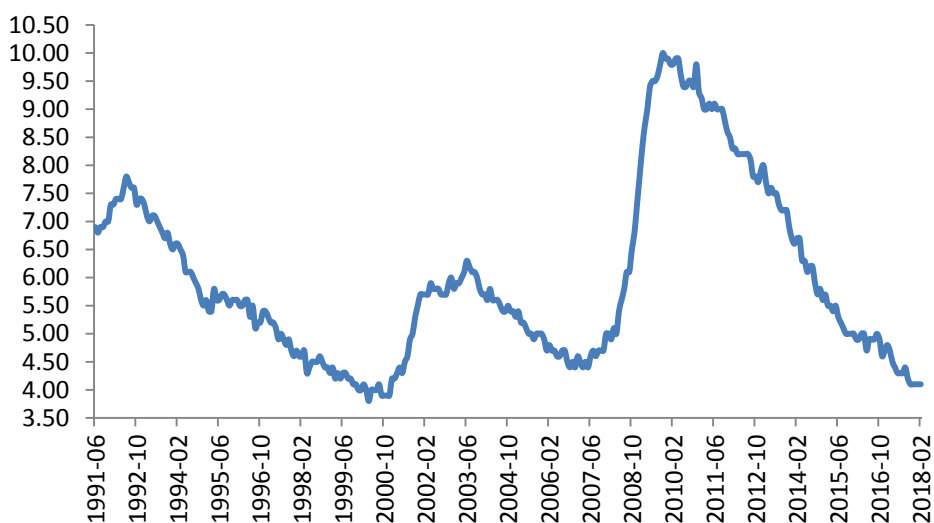
数据来源: Wind, 上海证券研究所

3. 就业水平

FED 最早是将失业率作为货币政策退出的最主要条件的。2012 年后，美国经济已显示企稳迹象，但失业水平仍较高，市场和联储官员普遍认为，美国失业率非 4-5 年不能降到 6% 下方，因此为巩固经济复苏成果，需要维持宽松货币政策直到失业率降到 6% 下方。将就业增长作为货币政策的主要考量，实际上是认为就业水平和经济增长、通货膨胀等宏观经济变量之间，存在着菲利普曲线关系。

在 2008 危机前，5% 被认为是美国的自然失业率，失业率跌破 5% 被认为是经济过热的重要信号，6% 的失业率是经济运行于正常区间对应的水平。美国失业率自 2009 年 10 月达到危机后的最高点 10% 后，随即掉头向下，2014 年 3 季末跌破 6%，并继续下滑，2016 年初破 5% 后仍未停止下降态势，截止 2018 年 2 月，美国失业率已连续 5 个月维持在 4.1% 的地位。可见，美国失业率跌破 6% 并在 6% 下方运行了一年多后，失业率下降 6% 下方态势才得到官方确认，FED 才开始启动标志货币退出的升息动作。

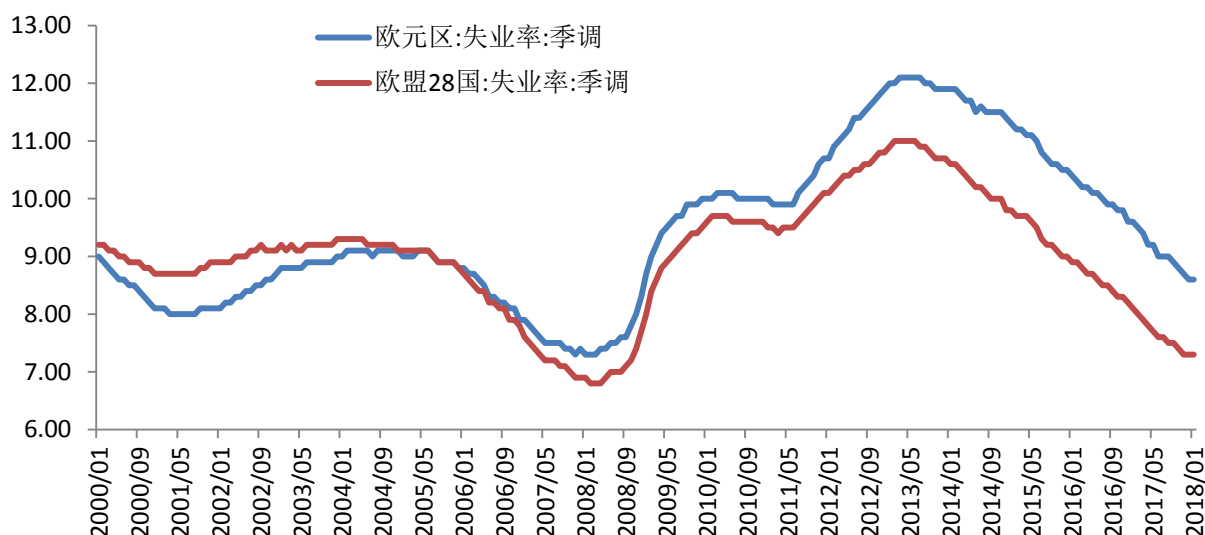
图 5 美国就业水平到达充分就业状态（失业率，%）



数据来源: Wind, 上海证券研究所

欧元区经济的失业率在欧债危机期间达到峰值，2013 年欧元区经济的失业率达到到了两位数的水平，高达 13%，之后逐渐下降，2016 年末跌破 9%，最新数据 2018 年 1 月份显示为 8.6%，显然处于显著高于美国失业率的水平。不过从历史比较角度，欧洲的失业率一直要显著高于美国，经验看高 3-4% 为正常状态。这或与欧洲有着较为完善的福利制度和较长期的福利社会传统有关，也说明欧洲经济存在着较大的结构改革和社会转型压力。

图 6 欧洲就业市场接近恢复正常（失业率，%）



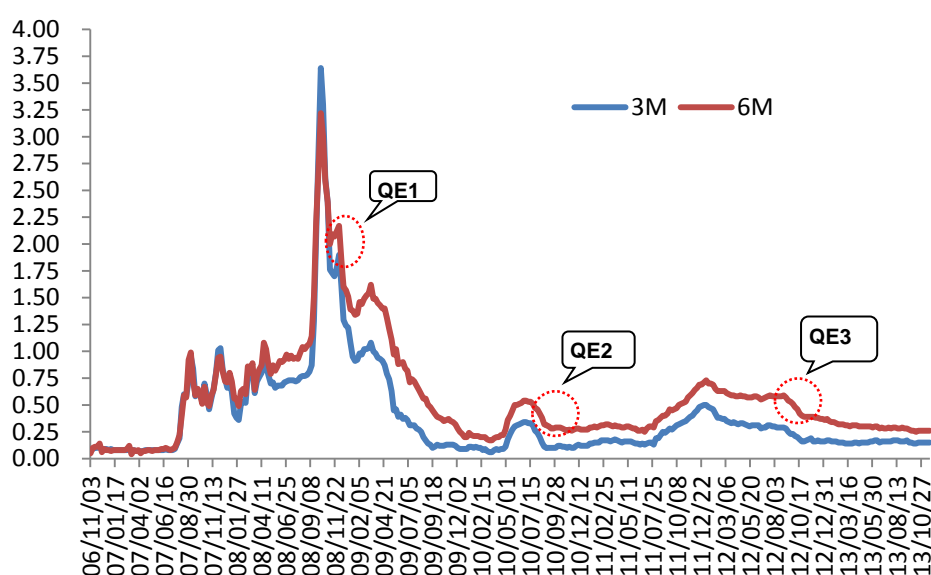
数据来源: Wind, 上海证券研究所

4. 流动性状况

这里的流动性并非货币总量的概念(宏观流动性),也不是商品变现的便利程度(商品流动性),而是指银行在主要货币市场上融资的便利程度(金融流动性)。在国际金融领域,言指流动性总是指金融流动性;流动性的通用衡量指标是利差,衡量美元流动性的利差指标是 libor-ois (3月、6月),即3月期或6月期的伦敦同业美元拆放利率(libor)与隔夜美元利率互换(ois)间的息差。这个利差指标上升,表明美元流动性紧张程度上升,银行业融资成本上升,下降则相反。

金融市场运行平稳时期,流动性状况通常正常,因而衡量货币流动性紧张程度的利差指标也保持稳定。货币当局的调降基准利率的行为,不会影响利差指标大小的剧烈变化(仅具有可以忽略的微小影响),就如商品市场上正常市况下出厂价变动会影响最终销售价格,但中间差价率(如批零差价等)基本不变的情况类似。流动性利差指标的剧烈变动仅发生金融市场的异动时期。对美元流动性而言,这个指标正常值为8-10(BP),金融危机后剧烈波动,危机前期一度上升至400BP, QE1后下降至正常,后受欧债危机的影响再度上升,引发 QE2,再下降、再上升,再 QE3。可见,由流动性变化和 QE 出台的进程看,流动性状况深刻影响着货币当局的决策。流动性正常与否,是货币当局政策是否有效,或是否应该做出反应的金融市场第一观察指标。若流动性紧张程度上升,即利差上升过速,那么意味着货币政策刹车过猛;利差持续高位,表明需要加大货币宽松力度;若利差持续低位,则表明流动性正常,或金融市场处于较为宽松格局。

图 7 美元流动性变化 (libor-ois) 和 QE 推出时点

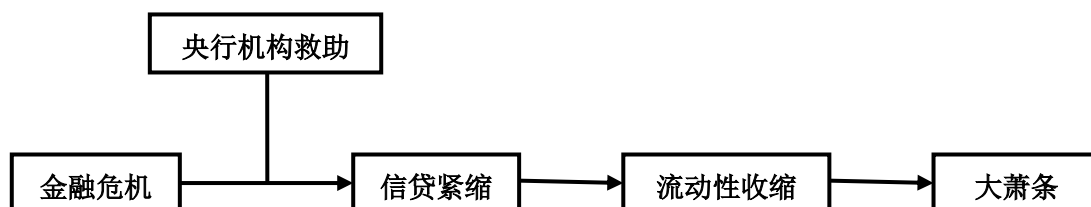


数据来源: Wind, 上海证券研究所

5. 金融机能

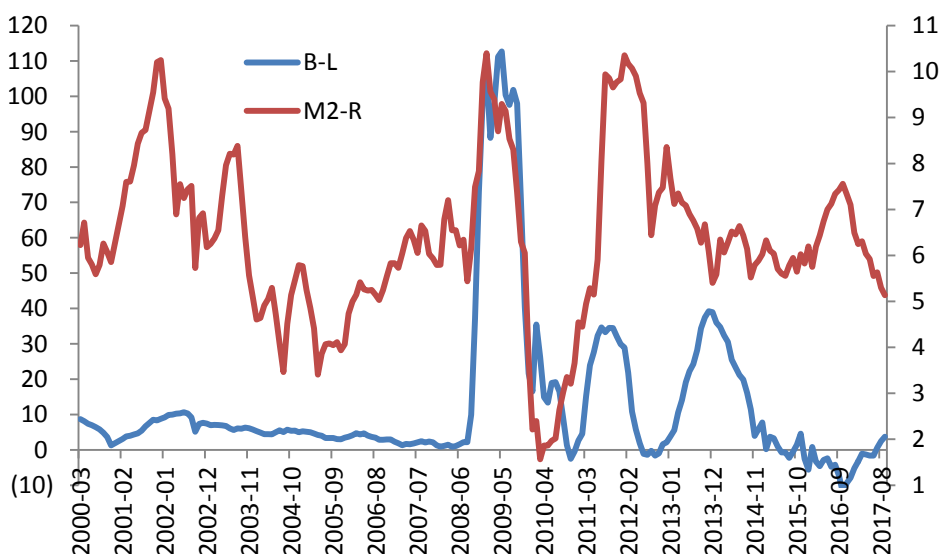
现代信用体系下，金融体系的核心机能是创造信用、提供流动性。金融危机发生时，金融机构往往出于自身经营风险的考虑，大幅度收缩规模，使得全社会流动性（这里指宏观流动性）收缩，从而对经济正常活动产生冲击，并通过资产价格的自反馈机制，使金融危机演变为全面的经济危机。各国央行从上世纪 30 年代的“大萧条”中学到的教训就是：仅担任“救火队长”、充当最后贷款人而四处救火是不够的，决不能听人货币和金融紧缩，必须使全社会的宏观流动性保持正常甚至逆周期扩张。此时，不仅需要央行出手扩张货币，并且扩张的力度必须达到完全对冲金融收缩而产生的信用下降还有余。

图 8 “大萧条”的逻辑



2008 年的金融危机自然对欧美国家的信用创造能力都受到了影响。最能说明各国信用创造能力的指标是货币乘数，从各国的货币乘数变动看，金融危机使美国的货币创造能力下降到仅有危机前的 1/3，ECB 下降到 2/3，因此美欧的超级量化宽松并不会使自身货币泛滥，且很有扩张的必要性。显然，海外每轮 QE 的目的都是为了制止住货币增长的下滑。

图 9 美国 QE 下货币增长平稳

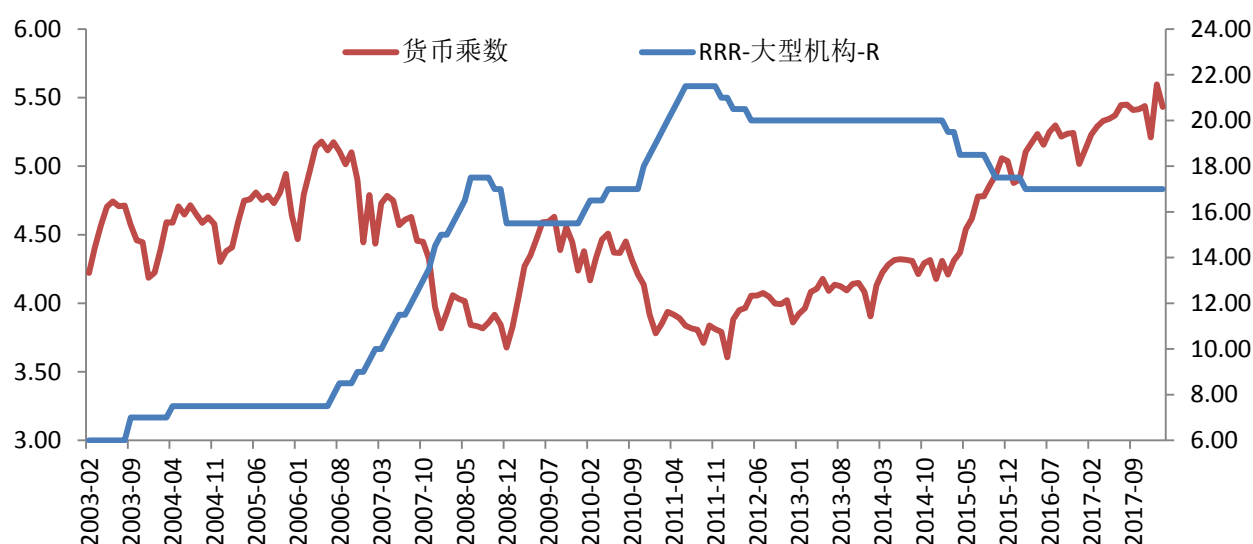


数据来源：Wind，上海证券研究所

反观中国，中国金融体系运作正常，银行扩张动力强劲，金融体系过度强劲信用创造动能一直是货币当局监控的对象；海外发生金融危机后莫明奇妙地率先开始大扩张，不仅大错特错，而且过度抬高了中国的宏观杠杆水平，增加了后续宏观调控的难度。量化宽松政策之所以一而再、再而三的退出，就是因为金融机能持续衰弱带来的信用创造能力不断下降，表现为货币乘数的不断降低。

中国货币乘数一直保持平稳和可控，2007-2008 年间的下降，主要是 RRR 提高的结果，即主要是为了对冲外汇占款的过快增长而造成的货币被动投放过多，亦中国货币当局宣称的发挥准备金“池子”功能。中国在金融危机发生时货币乘数的下降，并非金融体系受损，而是央行主动调控的结果。

图 10 中国货币乘数保持稳定



数据来源：Wind，上海证券研究所

6. 宏观风险

量化宽松虽然带来了央行资产报表的扩张，但由于金融机能下降带来的信用创造能力下降，全社会的宏观流动性依然保持了平稳。在现代信用货币体系下，宏观流动性就代表着实体部门的总债务，因此宏观流动性即货币总量的变动，在经济运行平稳的情况下，就直接决定了宏观杠杆水平的变化。宏观杠杆率正是观察宏观经济运行整体风险的基本指标之一，中国当前正在进行的“去杠杆”，其重要出发点之一，就是宏观杠杆率过高带来了潜在的高宏观风险压力。

货币总量代表着的宏观流动性变化，不仅受央行报表调整的影响，也受金融机构信用扩张能力的影响，实体部门企业和家庭部门的活动也影响着金融体系的信用扩张能力。金融部门和实体部门的行为不仅受货币总量影响，而且也受资金价格即利率的影响，而利率在很多情况下又是货

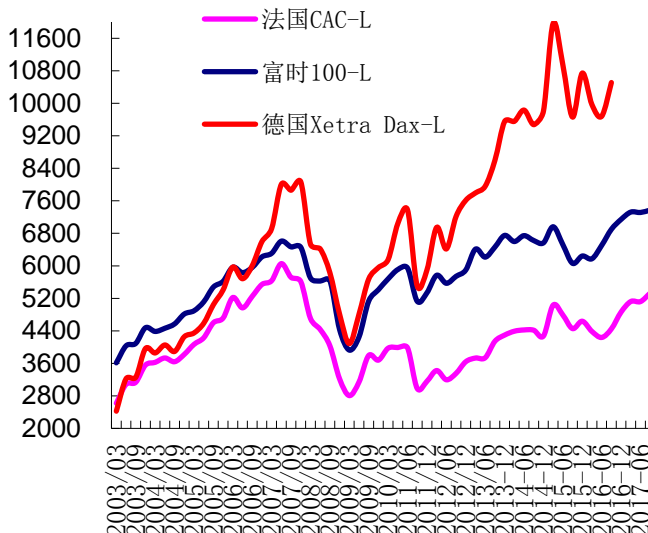
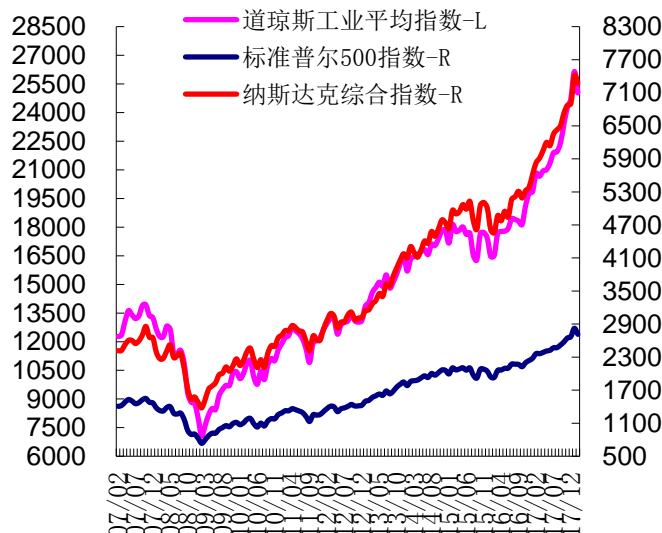
币当局可以直接调控的工具；在大多数时期，实体部门活动受利率变动的影响更直接。实体部门的行为变化，通过影响宏观杠杆率的分子，影响宏观杠杆率变动。

宏观杠杆变动主要通过影响资产价格而产生宏观风险。宏观风险管理最主要和核心的任务，实际上就是避免资产价格的大起大落。金融危机影响首先表现为资产价格的快速回落，进而信贷紧缩，从而冲击经济；因此货币扩张的首要目的就是为了制止资产价格的下降。这意味着，货币退出不能使各类资产价格，发生过大的波动。

从欧美股市的变动看，美国股市已比危机前高点翻翻有余，而欧洲股市则仅略超出危机前高点，显然美国资本市场对货币退出的冲击更敏感，累积的泡沫也更大。

图 11 美国股市 QE 期间持续上涨

图 12 欧洲股市 QE 期间表现平稳



数据来源：Wind、上海证券研究所

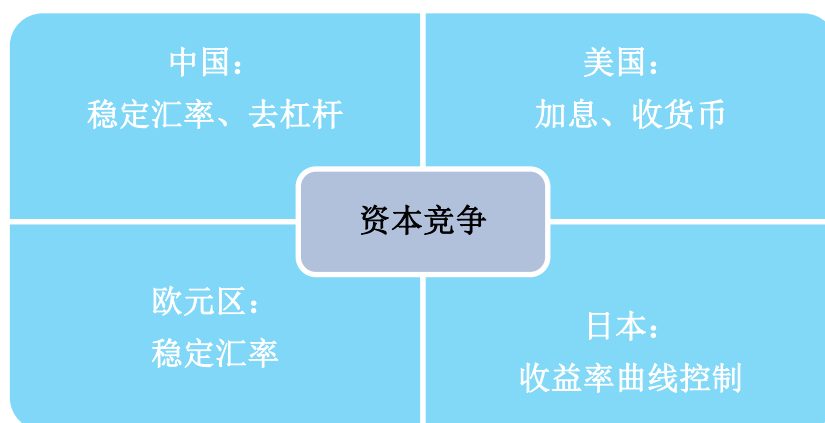
数据来源：Wind、上海证券研究所

7. 国际资本流动及其它

近 30 年在国际经济和金融领域发生的最大变化，就是国际竞争的重点由商品（服务）的市场竞争，转向吸引资本的竞争。国际经济和国际金融领域的这种变化，是经济全球化和金融一体化发展的结果。由于跨国公司的发展和经营的全球布局，贸易竞争为资本竞争所取代。由于不同经济体的金融体系差异、发展阶段不同，对不同类型的资本需求也就不同。例如直接融资为主的市场型金融体系国家如美国，对金融资本的持续流入就比较关注；而间接融资为主的银行型金融体系国家如中国、德国等，对绿地资本就比较欢迎。货币政策调整对不同类型国际资本流动的影响

是不一样的，因此不同国家采取的货币退出方式和时机选择，也存在差异。美国作为典型的市场金融体系国家，保持对国际资本流入的吸引力，是 FED 货币政策调整时，必须考虑的因素。尤其在当前美国经济地位趋弱、国际贸易逆差持续的情况下，吸引国际资本的持续流入，是 FED 必须要完成的目标。对欧元区经济来说，由于经济结构、金融体系和国际贸易的差异，对吸引国际资本流入的重视程度，明显要低得多。由于各国间经济发展和金融市场间的差异，不同国家间对吸引资本采取的政策侧重点也不同，国家间政策协调超越了政策竞争，比如以贬值为表现形式的货币战争，在此次全球性金融危机中就没有出现，这也是经济一体化和金融全球化发展带来的必然结果。

图 13 分化的各国货币政策方向



二、货币退出的路径选择

1. 不对称的货币退出方式

尽管金融危机已过去 10 年，但市场普遍感到金融危机的影响，至今仍未完全消除——经济仍处在消化危机阶段。自 2015 年 12 月美国开始危机后的首度加息以来，在市场的怀疑和分歧声中，全球量化宽松政策终于开启了退出步伐。从各国的退出实践看，“维持整体宽松情况下的收紧”成为政策一致选择。既言“宽松”，何又“收紧”？从实践看，“宽松”意味着货币并不退出，“收紧”只是提高了货币的价格，即升息。

当危机状态过去、经济恢复正常、金融机能复苏后，非常态的超宽松货币政策终将退出，各国央行有三种退出途径可供选择：先升息后缩表；先缩表后升息；升息、缩表同步，即边升息边收缩。选择哪种退出路径，主要取决于上述几种因素的综合影响。

从实践看，与当初 QE 推行的力度相比，当前的退出相当缓慢和犹豫；从方式上看，危机发生后各国迅速下降了利率，基本上一步到位地降到

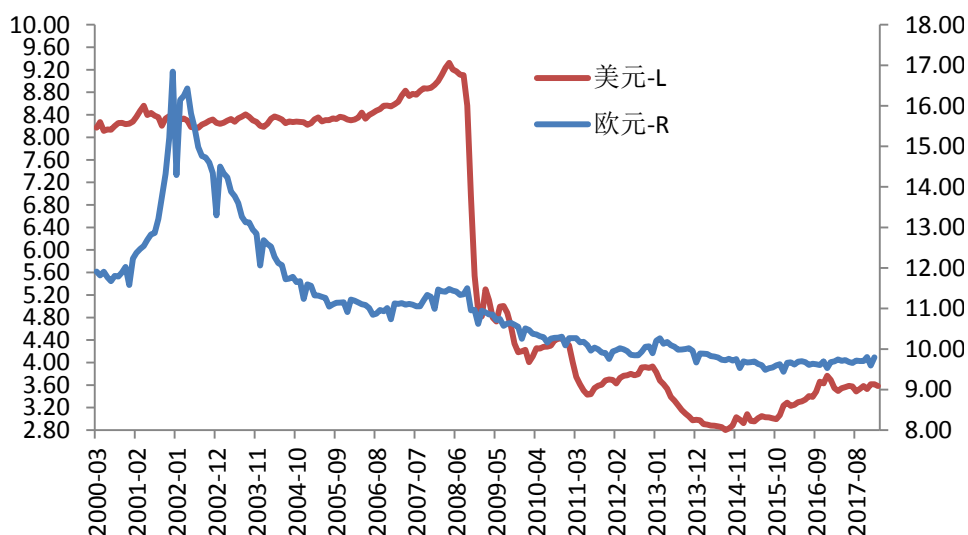
了极限，即零或流动性陷阱的利率水平，随后又开启了量化宽松，并进一步发展到了负利率；而当前的货币退出，各国间的步伐很不一致，先行退出的美国，主要采取了缓慢升息的方式。

2. 各国货币退出的动机

金融危机后持续的量化宽松政策，使得各国货币环境普遍进入了零利率、甚至负利率状态，央行报表甚至扩张到了5倍。金融危机发生时，作为危机应对的货币扩张，首先是利率首先下调，各国很快将基础货币指标利率下降到了近零水平、甚至负利率状态；随着危机的持续发酵，西方主要经济体先后实施了量化宽松政策，即超常规地扩张央行的资产负债表。

货币退出有二种含义：宏观流动性即货币总量的下降，即降低广义货币增长；收缩央行报表规模。收缩央行报表规模和降低货币增长之间，既有联系又有区别，简单地说就是，由于货币乘数的变动，两者之间不存在一一对应关系。由于危机期间的量化宽松政策，维持住了广义流动性的平稳，因此货币退出在货币增长领域的目标，是在金融体系信用扩张能力复苏情况下，维持宏观流动性的平稳。此时货币退出的力度，就取决于金融体系机能复苏力度，即货币乘数增长情况；从欧美货币乘数的变化差异看，FED可以开启退出步伐，但ECB只能撤出QE，退出还需等待。

图 14 美欧差异的货币乘数变化



数据来源：Wind，上海证券研究所

影响货币退出的各项因素组合，按其对货币退出由小到大的作用强度，给予1-5的分值，1分为类危机时刻状态、需要货币宽松，5分为宽松货

币退出必要性显著时刻。全球实行量化宽松政策各主要经济体的得分状况如下：

表 1 QE 实施经济体货币退出影响因素评价

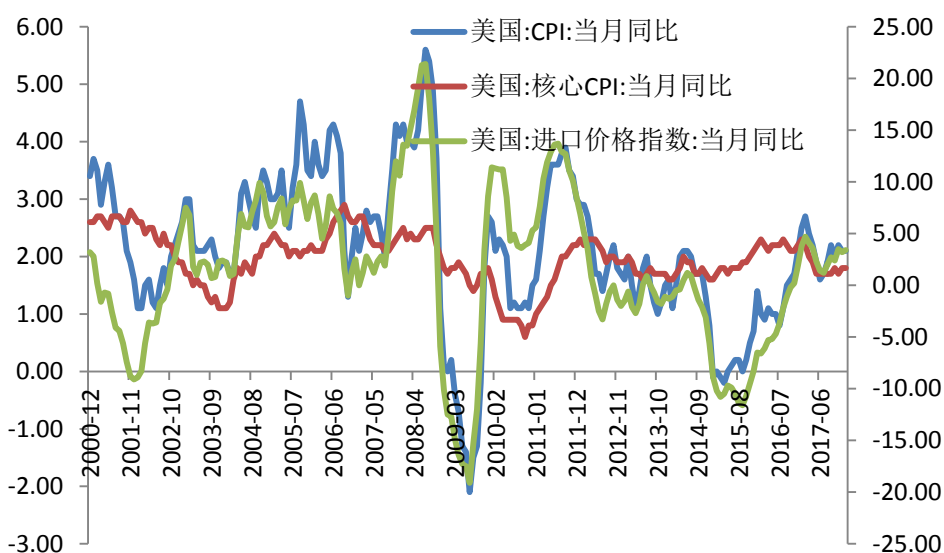
	经济	通胀	就业	流动性	金融机能	宏观风险	资本流动	总分
美国	3	3	4	2	3	4	4	23
欧元区	4	2	3	4	1	3	3	20
日本	3	1	4	3	3	2	2	18
英国	2	4	4	3	3	3	3	22

数据来源：上海证券研究所

可见，在全球实行量化宽松的主要经济体中，美国的退出必要性是最强的。但是，值得注意的是，FED 宣称升息必要性的最大理由通胀，实际上并不是货币退出的真正理由，笔者比较研究后认为，就业好转、宏观风险上升及吸引国际资本流入的需要，是 FED 货币退出，并在退出方式上实行价格手段的最重要影响因素。

就通胀而言，美国目前的物价水平处于正常区间下部且运行稳定；从美国通胀表现看，美国核心 CPI 在偏低的水平上表现平稳，CPI 自 2015 年末期起大幅回升后企稳。从美国 CPI 的走势看，其回升显然受进口商品价格回升推动，主要是美元贬值的结果，而非国内需求和薪资上涨所致。

图 15 美国物价和指数间的关系



数据来源：Wind，上海证券研究所

美国的宏观风险主要体现在资本市场上金融资产价格过高，FED 扩张的货币都进入了金融体系，用于修复各类金融机构的资产负债表，实际上美国金融的“脱实向虚”要远比中国严重。笔者一直认为，美国 QE 是为了救金融，正是基于此。为了吸引海外资本流入，FED 有提高国内利

率水平和实行强美元的动机。但美元指数能否回升，还受其他对外经济政策的影响。

综合来看，先前实行超级宽松货币政策的四大主要经济体，目前货币退出的动机都不是很强烈，日本、欧元区甚至低于评分中位数(21)，因此，目前日本央行的表态，仅仅是为未来的退出做好准备，ECB 则是放弃宽松倾向，两国都表示要防止货币收缩妨碍经济复苏。比较而言，只有美国有弱退出的动机和需求；导致 FED 退出的影响因素，决定了 FED 只能选择价格手段。

3. 负利率时代的迷惑

2008 年危机发生不久，继 FED 将联邦基金目标利率降到零值附近后，个别央行甚至将基准货币利率降到了零值下方，2009 年 7 月，瑞典央行将超额存款准备金利率下降到-0.25%。2014 年 6 月，ECB 将维持了 2 年之久零利率的隔夜存款利率下降到-0.1%。主要经济体将基准货币主要指标利率下调到零下方，被认为是开启了负利率时代，2014 年被配变认为是负利率开启之年。2016 年 1 月，日本央行将存款准备金实施分层管理，将准备金分为基础准备金、宏观附加准备金、额外（政策利率）准备金，分别实施 0.1%、0%和-0.1%的利率；2016 年 9 月，日本央行将无担保隔夜拆借利率也下调到-0.1%。2016 年，虽然 FED 已于 2015 年末进行了首次加息，但全球主要经济体央行的货币政策表明，全球负利率时代已然延续。2018 年，在经历了 FED 于 2017 年的 3 次加息后，全球负利率时代是否翻过去？面对主要央行货币退出步伐和政策表述的差异，市场对此充满着分歧和疑惑！

理论界和实务界曾经对负利率时代是有着坚定的预期的，并认为负利率时代将延续较长时期。货币政策为经济服务，未来长期的经济运作特征实际上决定了利率的运作状态。市场认为的负利率时代，还不仅仅是央行对基础货币实行的负利率，而且还是实体部门中市场利率存在的持续负值压力。经济行为，尤其是投资活动，和资金利率密切相关，投资等经济行为和利率间的关系就是托宾关系：

托宾 $Q = MPK / (i + \sigma - \pi)$ 。

当经济运行平稳和市场进入均衡状态时， $Q=1$ ， $MPK = (i + \sigma - \pi)$ ；

因此有：资本的边际报酬(MPK)=名义利率(i)加上风险升水(σ)减去通货膨胀率(π)；

金融危机后经济低迷延续时间明显超长，被认为是经济长周期现象，因而市场预期经济潜在增长水平已全球性下降，在 50 年的长周期下，未来较长时期内，主要经济体都将面临经济低迷状态，因而社会中的资本边际报酬也面临长期下降，甚至无限接近于零。此时风险偏好也面临无限下降，企业变得非常谨慎，就如日本企业，很少在国内投资。

当风险贴水也下降时， $i=\pi$ ；当通货紧缩发生时，市场利率就均衡于负利率。

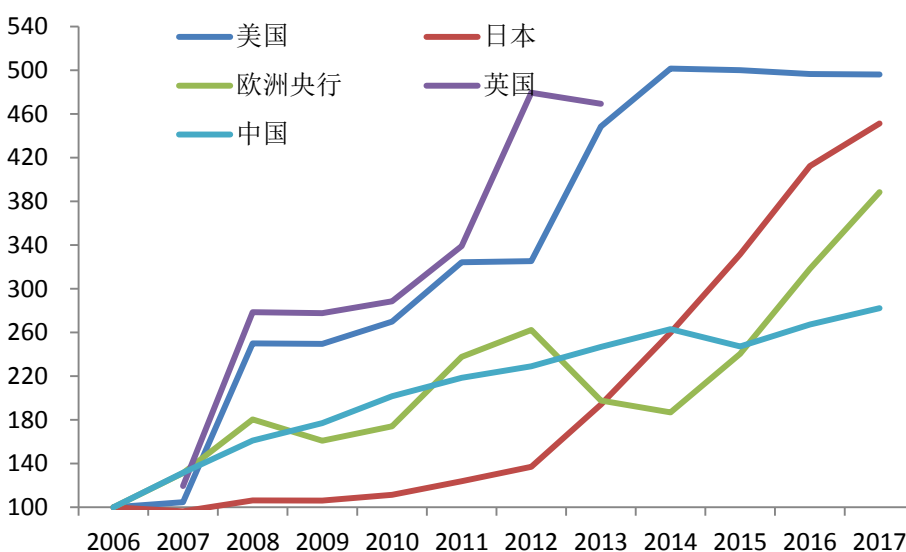
简言之：社会失去了创新精神，企业家精神培育不足，那么风险贴水就会下降；当货币政策陷入流动性陷阱、发生通货紧缩时，负利率就会发生。这样看来，某些国家和地区的负利率时代阴影是仍然存在的，这样央行也无跟随退出宽松货币的动力。

三、海外货币退出与中国的“去杠杆”

1. 升息后的“缩表”前景

持续量化宽松，使得西方主要经济体央行的报表规模在短时期内都扩张了数倍，因此市场一直存在着对央行“缩表”的高度预期，但从实践看，各国对“缩表”都采取了谨慎的态度。这种情况表明，各国金融体系实际上仍未完全复苏，信用扩张能力还没逆转，金融体系还只是发展到了货币当局不输血也可正常运转的地步。

图 16 超级量化宽松带来全球央行规模扩张（2006=100）

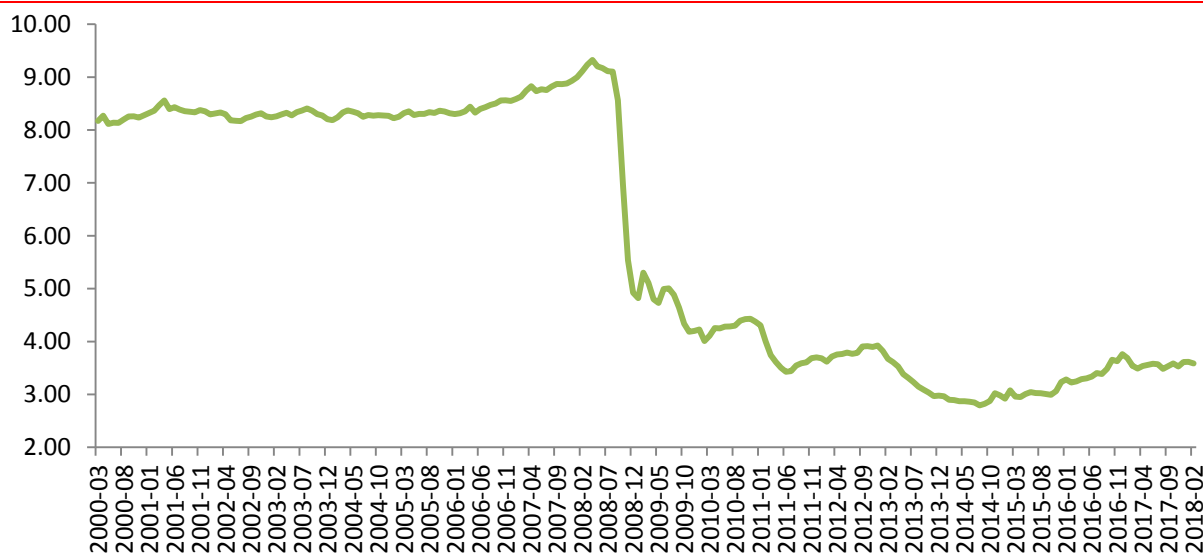


数据来源：Wind，上海证券研究所

尽管 FED 选择了升息为货币退出首选手段，而不是市场所担忧的“缩表”。FED 暂不缩表，显然是货币退出的影响因素决定的。在上述分析的影响货币退出的主要影响因素中，流动性和金融体系机能是两项与基准货币数量最相关的因素，尤其是后者，对缩表进程起着“开”（on）或“闭”（off）的影响。基准货币是央行能直接调控的对象，且对广义社会流动性有重要影响。历史上看，美国流动性平稳时期的正常息差值（libor-ois）为 8-10BP，当前为 40bp；金融机能指金融体系的信用创造能力，目前显然还只是下降企稳，还处在“底部徘徊”状态，远没有走上上升通道。

这种情况下，贸然缩表会引发经济增长受阻和金融市场动荡的风险。更为一般的，缩表与否实际上基本上取决于金融体系的信用创造能力，即货币乘数变化制约着央行报表的变化；就影响程度而言，金融流动性状况对缩表进程只有节奏的影响。因此，升息后货币退出是否会切换到“缩表”，或者进入边收缩边升息的强力退出状态，要取决于影响货币退出决策的各项因素变化，尤其是金融体系信用创造能力和流动性状况的变化。就美国的经济、金融状况而言，在 FED 进行了 5 次升息后，缩表的必要性仍然非常脆弱，表明信用创造能力变化的货币乘数回收相当缓慢；银行体系间金融流动性的持续偏紧状态说明，未来货币乘数回升不会加速。在可预见的将来，FED 不会对市场发出“缩表”的预期。

图 17 美国货币乘数仍在底部



数据来源：Wind，上海证券研究所

除美国外，其他西方主要经济体的货币退出紧迫程度目前还不强。影响其货币退出的各项因素变化，将决定它们开始实施货币退出时，将采用的路径。

就欧洲经济而言，欧元区银行体系信用创造能力才刚刚结束下降，能否维持底部徘徊状态还不能就此断言；就欧元区流动性而言，流动性状况是平稳和充裕的，这点不构成货币退出的制约。从欧元区经济运行情况，经济增长平稳度甚至好于危机前水平，制造业产能利用率也已高于危机前状态；决定宏观风险的宏观杠杆水平和资产价格，前者保持平稳，后者只是从危机冲击的低谷走出，并没有美国那样的高估。从欧元区薪资水平仍然低于危机前较多情况看，欧元区通胀风险也不大。综合来看，欧元区即使进入货币退出，会以“弱缩表”为主，以经济好转而非利率提高，来吸引国际资本。从央行报表规模的变化看，FED 的“弱缩表”

实际上目前也是存在的。

对英国来说，受脱欧影响，经济和欧、美要弱，但就业和物价增长方面压力不大，风险也较低，但金融方面压力明显较大：英镑疲软，对国际资本吸引力下降，信用创造能力的下降还没有企稳迹象。种种迹象表明，英国货币退出条件还远未具备。即使未来有升息举动（或出于提振市场信心、汇率管理等目的），也不意味着货币退出。

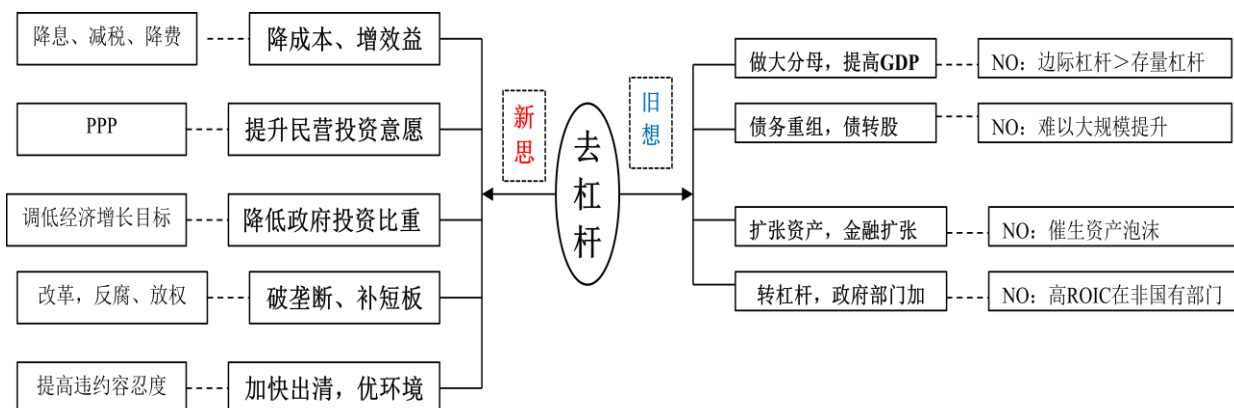
日本在西方经济体中是最晚施行 QE 的，因为日本危机前就已陷入了流动性陷阱 20 多年。日本跟随施行超级宽松货币政策的目的，主要是为了走出通货紧缩状态。从实际效果看，超级宽松货币政策对日本通胀只有临时影响：仅在 2013-2014 年，日本物价有明显反弹，随后再度回落到围绕 0 值波动的低迷状态。从日本金融体系的信用创造能力看，量化宽松货币政策是时候，货币乘数不断下降，QE 实际上使得日本信用创造能力被动下降。日本在经济政策上的跟随，显然无助于日本经济结构的改善。

2. 中国“去杠杆”不是货币退出

中国“去杠杆”决定了中国货币政策在较长时期内都将偏紧。但中国的“去杠杆”并非货币退出，而是中国经济实现升级换代的时代要求和阶段任务。

首先，“去杠杆”不是中国的逆周期管理政策，而是新时代下中国经济转型升级的需要。中国的“紧货币”政策基调，并非来自于经济过热、通货膨胀等经济周期调控需求，而是出于结构调整、产业升级的经济转型需求，是供给侧改革的内在需要和不可分割部分。偏紧的货币政策提高了商业环境的竞争程度，因而也是中国经济进入追求质量阶段后的必然选择。中国“去杠杆”的长期性，也决定了因此而采取偏紧货币政策的长期性。

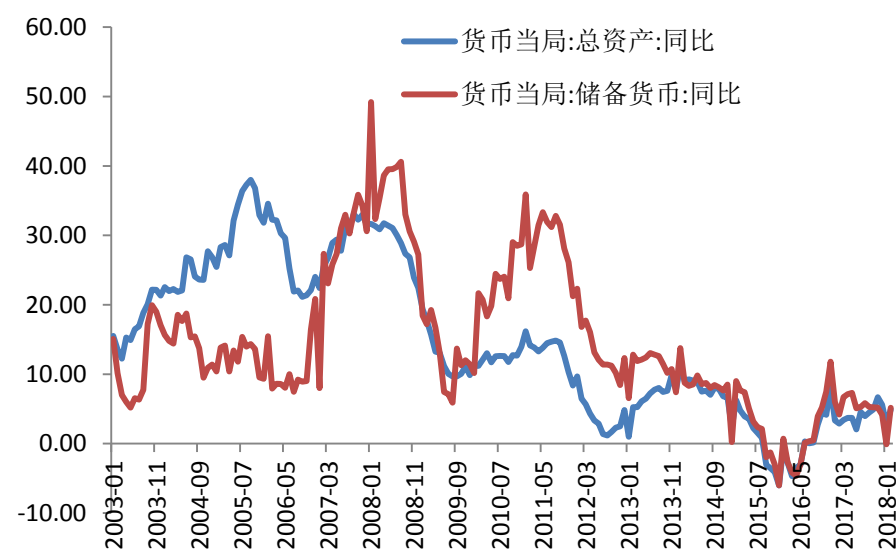
图 18 中国去杠杆的逻辑和思路



其次，中国货币并未经历超级量化宽松过程。虽然中国在 2009 年货币过度扩张，但和历史相比，力度并未有明显增加。中国经济过度货币深化，并不是 2009 年扩张过度造成的，而是中国经济不断融入世界经济而带来外汇占款不断增长的结果，即中国货币过分充裕的情况具有被动增长的特征，中国过去不断提高的存款准备金率 (RRR)，正是为了对冲央行报表被动扩张带来的全社会宏观流动性被动增长。

第三，从金融机能变化看，中国金融体系的信用创造能力并未受到危机冲击。与实行 QE 的央行相反，危机后中国央行报表的扩张速度一直在下降。危机前 (2003-2007)，中国央行的报表规模扩张速度在 (12,33) 之间，危机后迅速下降到约 10%，短暂企稳后再下台阶，2015 年前后甚至进入收缩状态，2016 年下半年后有所回升，目前约在 5% 左右。按中国经济的潜在增长水平和通胀变化，当前央行报表扩张的速度，显然对维持中性偏紧的货币增长，实际上是偏低的，对 M2 维持当前水准的增长，存在着较大的制约。

图 19 中国央行报表扩张速度趋向下降化



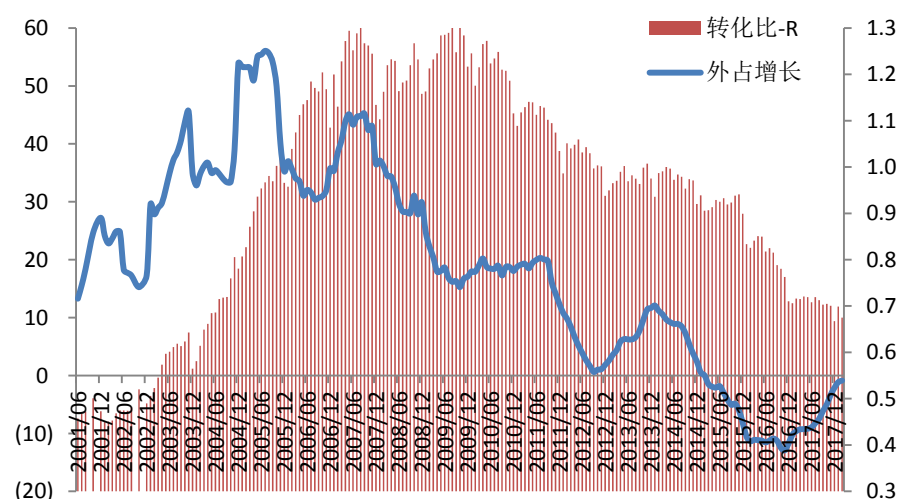
数据来源: Wind, 上海证券研究所

第四，中国央行升息主要为规范机构经营行为。过去几年中国金融机构通道等非标类表外业务过度扩张，不仅导致金融“脱实向虚”，而且使得许多机构的经营行为脱离了监管视线；资金空转过度还带来了风险积累的增加。因此，货币当局在完善监管、强化规范的同时，也采用了市场化手段(随行就市的“升息”)，以期引导机构在经营中自动压缩过高的经营杠杆。

第五，“去杠杆”环境下，维持适度的报表扩张，是中国央行的艰巨任务。处于维持经济平稳的需要，中国仍然需要维持适度的广义货币增长；由

于中国的货币乘数并未收缩，因而也无大幅扩张可能。因此，中国央行绝无“缩表”可能；相反，由于报表扩张方式变化，中国央行甚至还存在着较大的扩张压力。2014年起，中国基础货币的投放主渠道（即央行报表扩张方式），有外汇占款转向信贷、贴现窗口和公开市场（OM），由于抵押品限制（主要是国债发行的深度和广度不够，央行在2017年4季度的最新货币政策报告中，还以专题形式阐述了这一话题），央行报表的扩张受到了较大制约，并推升了货币利率。利率体系中，基础货币利率是核心。由于央行的基础货币投放，越来越多地由零成本的外占转向带成本的OM、MLF、SLF等新型工具，基础货币投放结构变化，相当于每年升息30-50BP。

图 20 中国基础货币投放结构中外占逐渐下降趋势



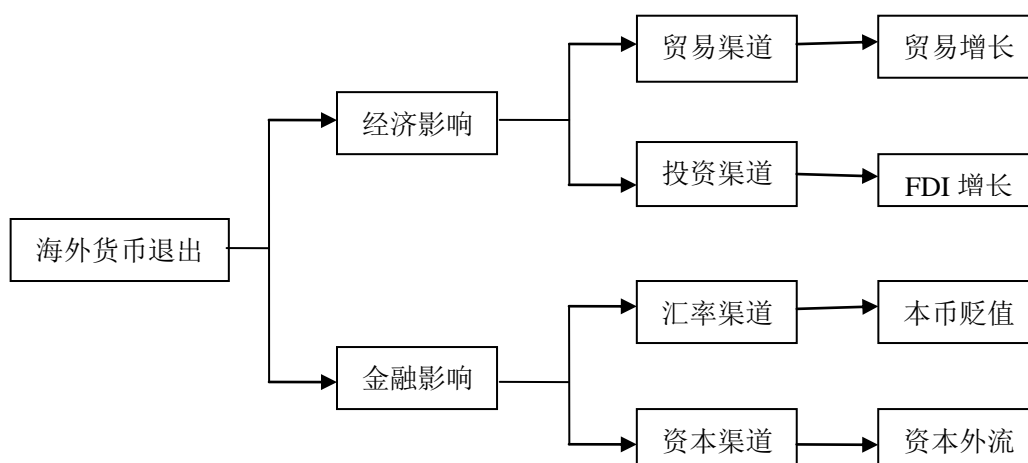
数据来源：Wind，上海证券研究所

四、海外货币退出对中国资本市场的影响

1. 海外货币退出对中国资本市场的影响因素和途径

海外货币退出对中国的影响，通过经济和金融2个领域、4个渠道发生。由于资本项目的未开放，海外货币退出对中国资本市场的直接影响主要在于心理预期；更深层次的影响在于经济层面，即海外货币退出对全球经济格局的变化影响，并进而影响到中国资本市场的中长期趋势变化。由影响海外货币退出的因素分析可知，海外货币退出意味着海外经济的复苏和改善，意味着国际经济将重新趋于活跃，全球贸易和海外投资重新趋于改善，这将为中国经济的可持续增长创造良好的外部环境。

图 21 海外货币退出对中国影响的渠道和作用

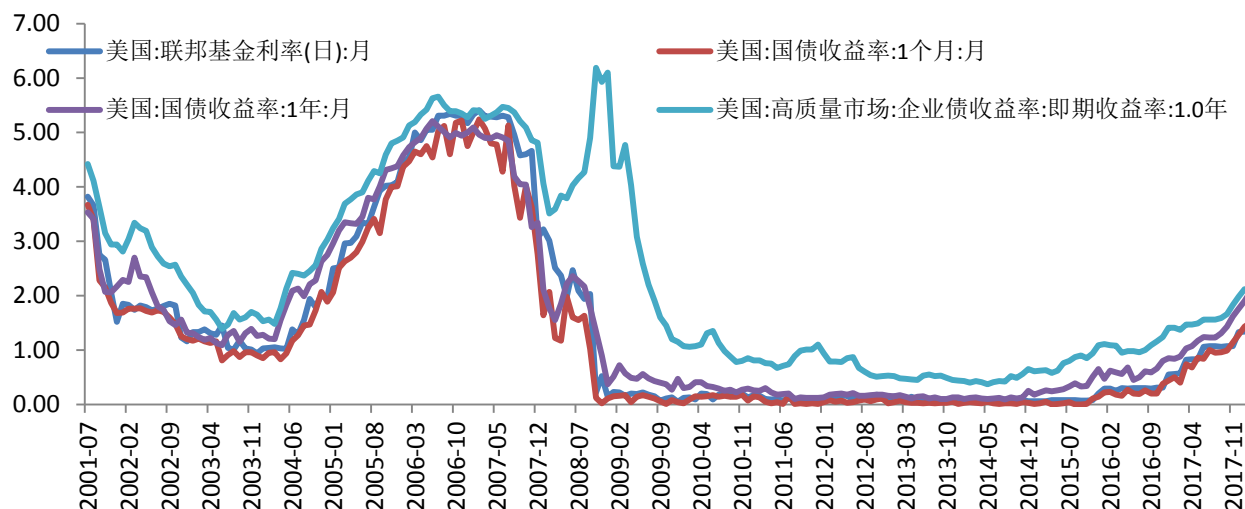


世界经济和国际金融的这大大势发展过程中，特兰普政府为国内局部和选战考虑，而发起的系列逆潮流反贸易措施，将更多地损坏美国经济，将使美国的自由市场经济思想传统受到打击，美元的信心受到影响；贸易争端短期上虽然对中国外贸发展不利，但美元信心的受损，将有助于人民币国际化发展，人民币稳中趋升的币值管理目标更容易实现，“一带一路”更容易获得进展，从而增强中国对海外资本的吸引力。

更为重要的，海外货币退出并不是应对经济过热的逆周期政策，而是过度宽松的非正常时期特殊政策的常态化，主要是为了防止超级量化宽松货币政策负效应的风险爆发，如通货膨胀、货币贬值等。我们预期，只要利率水平上升到突破流动性陷阱水平，升息步伐就将放缓，甚至暂停。

FED 在 2018 年的升息节奏，在 2019 年绝不会出现。加息有顶，短期顶部应该已接近；2018 年升息预期落空的概率不能排除。

图 22 受政策利率左右的美国市场利率已上升到正常 (%)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

2. 国内因素决定中国资本市场发展趋势

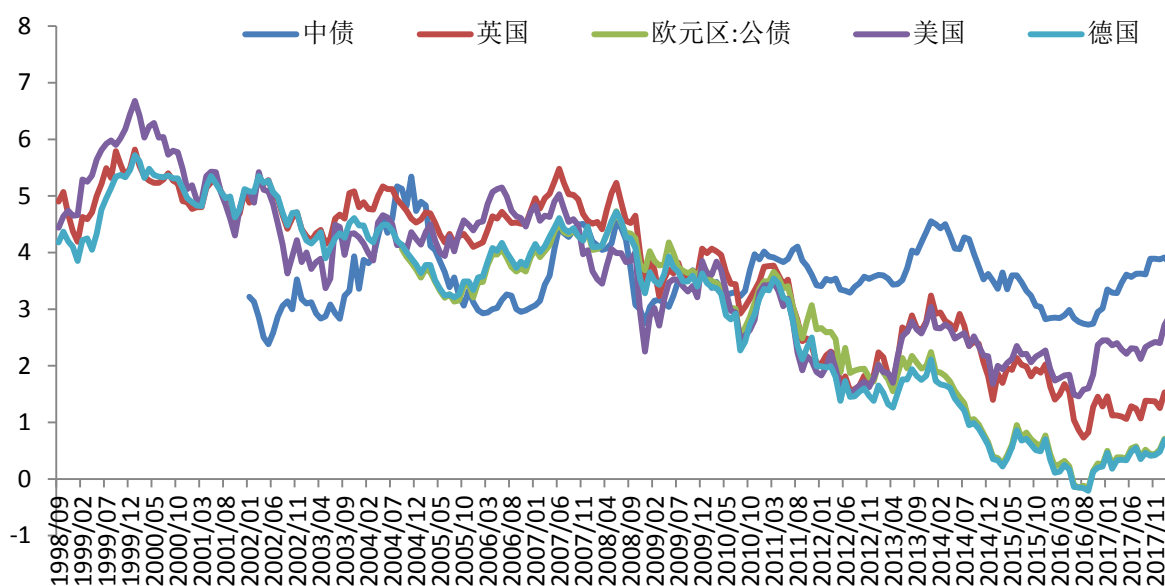
当前海外退出先采用了升息的方式，但升息即将见顶。海外货币退出对中国经济的影响是不明显的，海外经济走出危机影响的需求复苏才是影响的主流。

海外货币退出对中国金融市场的影响，主要是通过改变利率预期实现。市场认为，海外加息带来了海外利率水平的提升，在维持固定的海内外利差惯性下，中国利率水平也将提高。

在现实世界中，即使在资本项目开放的条件下，利率平价公式不成立是更为常见的状态，说明汇率的中长期趋势不取决于利率变化，而是利率变化背后的经济和金融基本面的变化。

在先行加息的美国金融市场上，受政策利率左右的短期市场利率均已上升到了正常区间。美国高质量企业债 1 年期即期收益率已回升到 2.0 上方；在危机前的 2003 年，为了抵消“911”事件对美国经济的冲击，美国曾将该利率压低于这个水平之下。由此可以判断，美国利率水平应已上升到正常，再上涨将会给经济增长带来影响。

图 23 海内外金融市场利率变化 (YTM-国债 10 年,%)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

随着中国经济在世界经济中地位的上升，以及经济开放度的不断提高，人民币的国际地位也不断提高，人民币稳中趋升是一个长期趋势；人民币的管制地位则决定了人民币汇率短期波动的可控性。维持中美利率和国债市场的固定利差，根本不存在着基本面上的支撑因素。因此，人民币利率和汇率间的利率平价关系在历史上没有成立，在可预见的将来也不会成立。回头看，中国和海外金融市场上指标利率间的利差，一直处在动态的变化中！说明海内外市场利率变化相对独立：金融危机前，中

国利率低于海外利率是常态；金融危机后，受西方超级量化宽松利率的影响，西方市场指标利率水平普遍低于中国，货币退出显然将缩小海内外利差水平，而不是维持相对不动。

3. 中国资本市场平稳向上趋势不变

海外货币退出并不会加速国内“加杠杆”的行为，中国“去杠杆”在货币政策方面的重点，是数量增长控制，即让货币增长低于名义 GDP 的增长。在由于在“去杠杆”的同时，保持经济平稳也是重要目标，因此货币增长过分落后的局面不会出现，中国的“去杠杆”历程，必将是一个长期过程。

资本项目有限开放，是中国货币政策保持独立性的保证。即使海外仍将进一步加息，中国金融市场利率也能保持相对稳定。整体而言，中国金融市场利率将以稳为主，既难以下行，但也无再上涨动力。从货币机制看，当前中国的货币投放新机制仍在转变过程中，准备金市场的重要性日益提高，央行的报表结构也在转变，直购资产越来越成为不可避免的选择。按照笔者的货币“二分法”分析框架，未来货币政策利率基准已转向准备金市场，“紧数量、低利率”将是中国货币政策的可行组合。未来中国债市的趋势性机会，要看央行在基础货币投放上，在多大程度上引入直购资产方式。

对股市而言，利率高是否对股市产生压制性的影响，要看其对经济和资金流向的影响方向及力度。更为一般的，市场认为海外加息释放了经济好转的明确信号。加息往往意味着经济前景改善，因而也抵消了无风险利率上行对股市估值下降的影响。显然，中国当前过度投放的货币大都堆积于房地产领域，在当前的楼市发展环境下，调控政策实际上在致力于从中挤出资金；而资产管理市场在经历了前期的高速扩张后，目前正处规范整理时期，规模增长大幅度放缓甚至停滞。此时从地产挤出的资金，大部分将流向股市。

从最新的经济运行数据看，未来中国经济延续“稳中偏升”态势更趋明朗：作为经济第一增长动力的投资走出低谷回升，货币增长平稳、流动性底部形成，工业价格回升带来的工业经济效益回升已成普及态势，效益回升带来了经济活力和回升。PPP 主导下的基建投资增长后劲逐步体现，投资稳中趋升的逻辑逐步印证，经济增长基础愈加巩固；经济回升+效益改善，将带来未来股市的持续向上行情。经济稳中趋升和工业经济效益回升前景，未来资本市场整体将延续逐渐回暖、波动回升格局，市场底部或将逐步抬高。

分析师承诺

胡月晓

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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	两全级	配置级	投资级	回避级
内容				
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。

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。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，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。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。