

## 宏观动态跟踪报告

### 中国货币政策应坚持“以我为主”

#### ■ 核心摘要

2021年6月28日央行货币政策委员会召开二季度例会，引人关注的是在会议通告中加入了“防范外部冲击”和“促进内外平衡”的表述。下半年外部的一大潜在冲击是美联储启动货币政策正常化，那么中国货币政策是否应当跟随以“防范外部冲击”？基于以下新变化，我们认为，下半年货币政策应坚持“以我为主”。“抢跑”固然不必，是否跟随亦需再行观察。而聚焦中国经济的“短板”，维持足够程度的“托底”，应该成为“以我为主”的最主要考量之一。

- 1、美债利率上行的冲击减弱。**今年4月以来，10年美债收益率从1.74%高点震荡回落，截至7月5日下降到1.44%。我们认为，美债收益率回落的原因主要在于，拜登的财政刺激计划无法在两党取得一致，两党反复拉扯后刺激方案规模不断缩水。6月17日美国FOMC议息会议后，美债实际收益率曲线明显平坦化，美债收益率反映的通胀预期也显著回落，表明市场对美国经济的长期信心已经减弱。目前，美债收益率反映的通胀预期已经低于今年3月末时的水平，说明市场更倾向于认为当前美国通胀走高是暂时的，全球经济增长动能需要在中长期逐步恢复。
- 2、人民币汇率可发挥调节作用。**下半年美债收益率开启新一波上行仍是我们的基准预测。不过，我们认为利率上行的速度不会太快。如果年内10年美债利率上行至2%，中国10年国债利率以3%为下限，那么中美利差将压缩至100bp。这仍属于2011年以来的中等偏低水平，本身还是有一定安全垫的。同时，下半年货币政策可以通过允许人民币适当贬值进行调整，而不必亦步亦趋地跟随美联储而动。这也是央行二季度货币政策例会在人民币汇率部分新增的提法“促进内外平衡”。
- 3、融资成本仍有降低诉求。**央行二季度货币政策例会仍然延续了“推动实际贷款利率进一步降低”的说法。当前（至少结构性地）继续降低融资成本的诉求至少来自三个方面：其一，产业链的下游存在明显短板；其二，进一步改善就业从而提振消费，需要给企业注入更强信心；其三，民营企业流动性状况仍有待呵护。在现代货币政策框架下，逆回购利率开始更多与融资成本挂钩，在降低实体经济融资成本的诉求下，短期政策利率不会轻易上调。此外还需指出两点：一是，货币政策收紧应对通胀主要是作用于国内的投资消费需求，因此并不是治理当前高通胀问题的对症之举。二是，尽管今年财政政策呈显著后置，给下半年稳增长预留了空间，但财政拉动基建的空间受到地方政府债务严监管的约束，仍然需要货币政策在“稳增长”中发挥稳定作用。
- 4、局部信用风险仍需警惕。**1) 信用分层特征突出。信用债的尾部风险提高，同时，市场对较高评级信用债的追捧“扎堆”也加大了流动性风险向信用风险传导的能力。2) 信用评级“挤泡沫”可能加速尾部风险暴露。3) 下半年“稳信用”压力不小：一方面，下半年（尤其三季度）信用债到期量仍然不小，部分低评级主体的再融资能力还会受到考验。另一方面，今年是资管新规过渡期的最后一年，同时信托业“两压一降”继续开展，意味着表外资产仍有硬性压降压力。而下半年是表内信贷投放的淡季，在企业债券融资和表外融资存在局部收缩压力的情况下，更加需要稳信用配合。

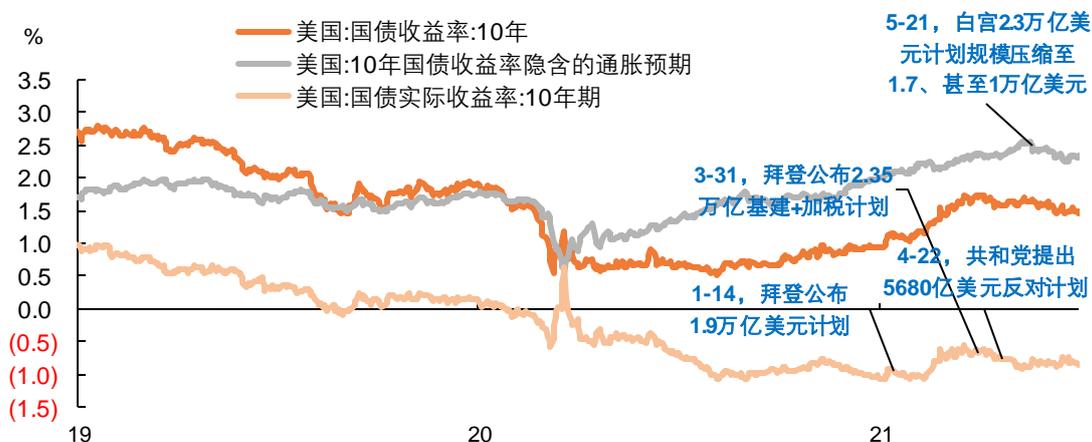
2021年6月28日央行货币政策委员会召开二季度例会，引人关注的是在会议通告中加入了“防范外部冲击”和“促进内外平衡”的表述。下半年外部的一大潜在冲击是美联储启动货币政策正常化，那么中国货币政策是否应当跟随以“防范外部冲击”？当前一种甚嚣尘上的说法是，一旦美联储开始转向，我国央行必然亦步亦趋，甚至可在美联储转向之前率先加息以赢得“先机”。

但基于以下几个新变化，我们认为下半年中国货币政策仍应坚持“以我为主”，“抢跑”固然不必，是否跟随亦需再行观察。而聚焦中国经济的“短板”，维持足够程度的“托底”，应该成为“以我为主”的最主要考量之一（参见我们6月24日的报告《中国经济仍需“固本培元”》）。7月7日，国务院常务会议决定，“适时运用降准等货币政策工具，进一步加强金融对实体经济特别是中小微企业的支持，促进综合融资成本稳中有降”。此举可以说大超市场预期，但进一步彰显了我国货币政策出牌的稳定性和有效性。

## 一、美债利率上行的冲击减弱

今年4月以来，10年美债收益率从1.74%高点震荡回落，截至7月5日下降到1.44%。美债收益率回落的原因主要在于，拜登的财政刺激计划无法在两党取得一致，两党反复拉扯后，刺激方案的规模不断缩水。3月31日，拜登宣布的“基建+增税”组合计划涉及2.35万亿美元支出，预计在未来8年内完成，10年美债利率的年内高点在此时达到。4月22日，共和党却提出了一项规模为5680亿美元、为期五年的基础设施计划，作为对拜登2.35万亿美元计划的反提案，此间美债实际利率显著回落。5月21日，白宫公布新计划，将原2.35万亿美元计划的规模压缩至1.7万亿美元，并表示愿意将支出规模进一步降至约1万亿美元。这意味着拜登政府对财政刺激规模做出妥协，自此美债利率反映的通胀预期开始见顶回落，驱动10年美债利率进一步下行。6月24日，拜登宣布，白宫同两党参议员就改善美国路桥和宽带的重大基础设施方案达成协议，计划基建规模从此前“美国就业计划”中的9820亿美元下调至5790亿美元（缩水约40%），而另外1.37万亿美元的计划方案尚无共识（图表1）。

图表1 拜登基建计划不断缩水，美债利率随之回落

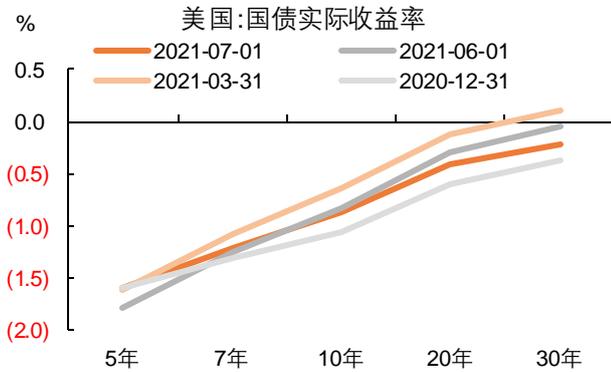


资料来源:wind,平安证券研究所

美联储6月FOMC议息会议后，10年美债实际收益率曲线明显平坦化，美债收益率反映的通胀预期也显著回落，表明市场对美国经济的长期信心已经减弱。6月17日，美国FOMC议息会议的点阵图上，加息预期进一步提前，预计2022年加息至少一次的委员从4位增加至7位，预计2023年加息至少一次的委员从7位增加至13位。这次会议上，美联储还将超额准备金利率和隔夜逆回购利率各上调了5bp，以应对联邦基金利率在政策区间下限运行的问题。其带来的结果是：一方面，短端利率上行，反映政策微调后流动性泛滥状况趋于收敛；另一方面，长端实际利率下行，反映加息预期进一步打压了对美国中长期经济增长的信心（图表2）。

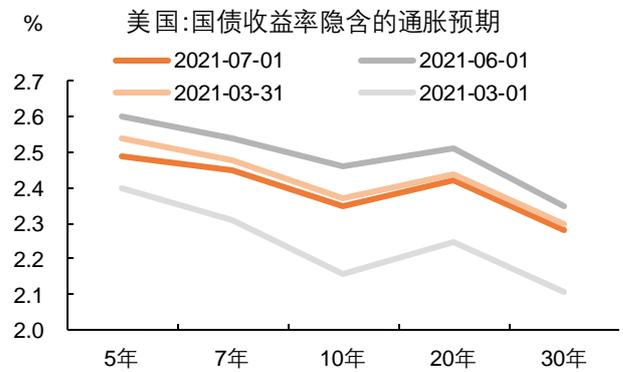
尤其值得注意到是，目前美债收益率反映的通胀预期已经低于 3 月末时的水平，即便当前美国 PCE（5 月为 3.91%）、CPI（5 月为 5%）等物价指标均处于快速攀升阶段，且国际大宗商品价格指数尚无见顶迹象、国际油价不断攀升一度布油突破 76 美元/桶（图表 3）。这说明，市场更倾向于认为当前美国通胀走高是暂时的，全球经济增长动能需要在中长期逐步恢复。

图表 2 6 月美联储议息会议后，美债实际收益率曲线变平



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表 3 目前美债隐含通胀预期回落至 3 月末水平之下



资料来源:wind, 平安证券研究所

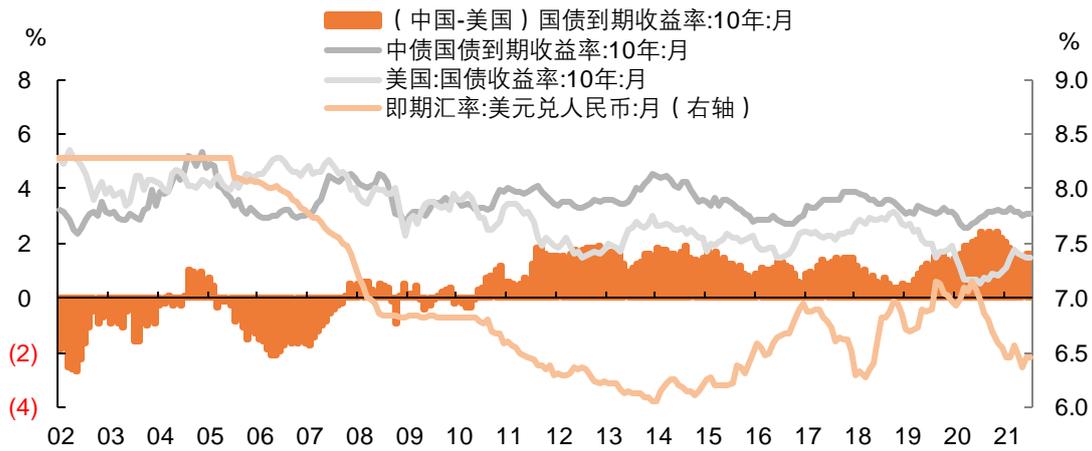
## 二、人民币汇率可发挥调节作用

下半年美债收益率开启新一波上行仍是我们的基准预测。其主要原因是，当前美债实际利率处于负值低位，这要拜美联储新一轮无限量 QE 所赐。截至今年 5 月底，美联储持有的美国中长期国债占美国适销中长期国债的比例达到 29.2%，比新冠疫情之前上升了近 13 个百分点，美联储强大的买盘将美债实际利率压在低位。一旦美联储开始讨论缩减 QE 资产购买，市场会开始反应美债需求减弱，从而触发美债实际利率向疫情冲击前的正值水平回归。

不过，我们认为美债利率上行的速度不会太快，年内或难以突破 2%。主要基于：1) 拜登财政刺激方案缩水后，市场对美国经济的长期信心减弱。拜登若要推动刺激方案通过，需要到 10 月新一财年后动用预算调解程序，而这还面临较大变数，需边走边看。2) 美联储更加注重与市场沟通，鲍威尔表示“会提前释放大量信号”，与 2013 年伯南克削减购债恐慌时大不相同。且目前市场对美联储 7 月会议开始讨论 Taper，年底或明年年初启动 Taper，已经形成一致预期。3) 美债收益率反映的通胀预期都是先于通胀见顶，且美联储货币政策正常化也会压低通胀预期，从而通胀预期走低可以部分对冲实际利率上行。

如果年内 10 年美债利率上行至 2%，中国 10 年国债利率以 3% 为下限，那么中美利差将压缩至 100bp，比目前收窄 60bp。一方面，从 2011 年以来数据看，中美利差 100bp 属于中等偏低水平，本身还是有一定安全垫的。另一方面，人民币汇率与中美利差之间有一定反向相关性，即当中美利差收窄时，可以通过允许人民币贬值来释放部分压力（图表 4）。2020 年下半年以来，由于中国经常项目顺差扩张、证券项下资金流入扩大，叠加美元走弱，人民币对美元汇率累计升值超过 8.2%，这对我国外贸企业产生了可见的冲击。由此人民银行多次通过提升外汇存款准备金率等方式释放政策信号，抑制人民币单边升值预期。下半年在面临美债收益率新一轮上行时，我国货币政策可以允许人民币适当贬值，而不必亦步亦趋地跟随美联储而动。我们理解，这也是央行二季度货币政策例会在人民币汇率部分新提“促进内外平衡”之所指。

图表4 中美利差收窄时人民币汇率有贬值压力，通过汇率可发挥一定调节作用



资料来源:wind,平安证券研究所

### 三、 融资成本仍有降低诉求

央行二季度货币政策例会仍然延续了“推动实际贷款利率进一步降低”的说法。当前（至少结构性地）继续降低实体经济融资成本的诉求至少来自三个方面：

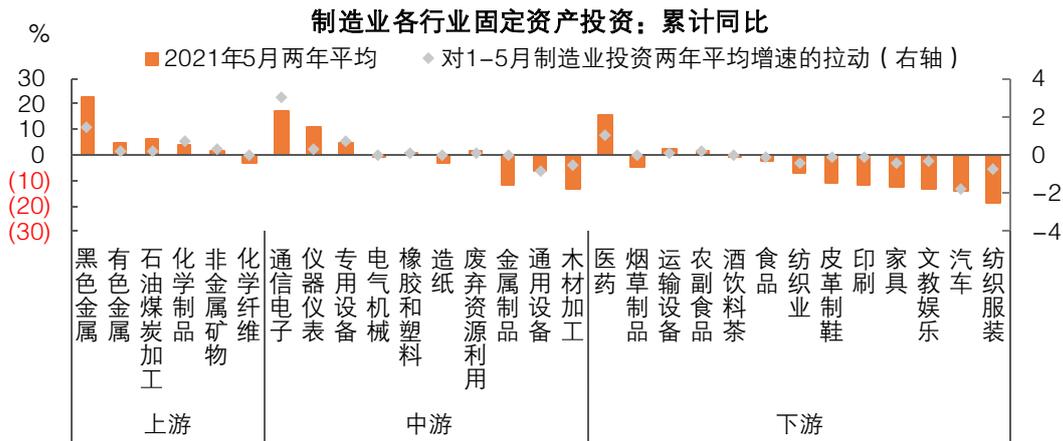
其一，产业链的下游存在明显短板。如我们在此前报告《中国经济仍需“固本培元”》指出的，今年上半年中国经济复苏呈现明显的“高低脚”，虽然出口和工业的两年平均增速已经显著超过新冠疫情之前，但产业链的下游仍呈现出“高库存、低营收、弱盈利、轻投资”的疲软组合，也是拖累制造业投资修复的关键（图表5、图表6）。

图表5 今年以来下游行业利润增速普遍处于历史低位



资料来源:wind,平安证券研究所

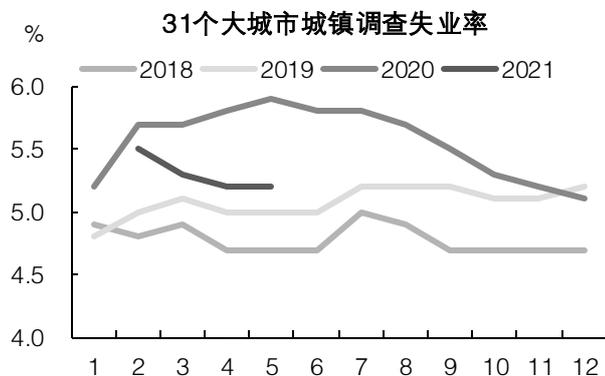
图表6 今年以来下游行业对制造业投资产生更大拖累



资料来源:wind,平安证券研究所

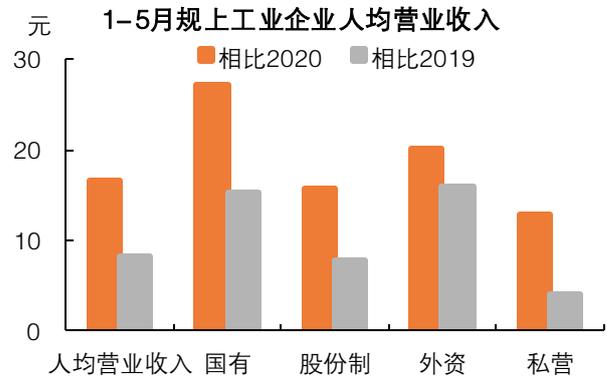
其二，进一步改善就业从而提振消费，需要给企业注入更强信心。截至今年5月，31个大城市城镇调查失业率在连续下降后仍有5.2%，显著高于2018年（4.7%）和2019年（5%）同期。若看两年平均增速则更高，就业层面仍然存在压力（图表7）。今年1-5月工业企业人均营业收入的两年均值达到141.03元，比2019年同期增加8.2元（图表8）。这说明，工业营业收入增长对就业的带动相对较小，企业可能出于担心中美经贸关系不确定性、劳动节约型技术变迁、劳动力摩擦型失业等原因，而较少增加雇佣。

图表7 31个大城市调查失业率仍高于疫情之前



资料来源:wind,平安证券研究所

图表8 今年1-5月工业企业就业扩张相对较缓

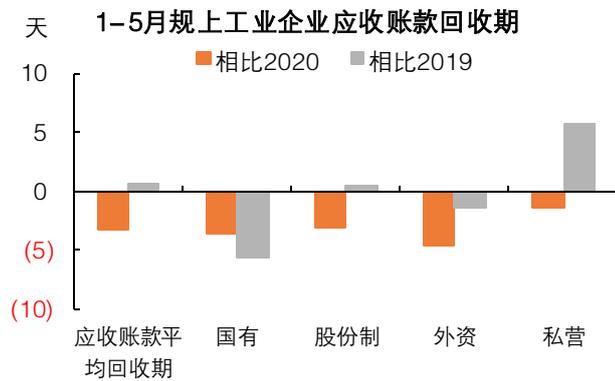


资料来源:wind,平安证券研究所;注:2021年为两年平均增速

其三，民营企业流动性状况仍有待呵护。今年1-5月，工业企业应收账款回收期两年均值为55.62天，相比2019年同期增加0.7天，随着营收状况好转，工业企业资金链紧张状况不断缓解。不过，私营企业和股份制企业仍比2019年同期分别高出5.6天和0.4天，而国企比2019年同期下降5.6天，说明民营企业流动性状况仍有待呵护（图表9）。

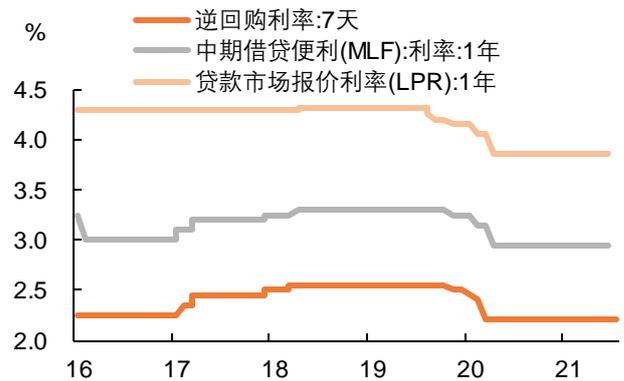
在“现代货币政策框架”下，央行正在打造的货币政策传导机制如下：以公开市场操作利率（逆回购利率）为短期政策利率，以中期借贷便利（MLF）利率为中期政策利率，健全从政策利率（MLF利率）到LPR再到实际贷款利率的市场化利率形成和传导机制。由于MLF利率与逆回购利率同步调整，而MLF利率是LPR定价的“锚”，LPR又是贷款的新基准（图表10）。因此，在央行试图打造完善的现代货币政策框架下，逆回购利率开始更多与实体经济融资成本挂钩。在降低实体经济融资成本的诉求下，央行的短期政策利率不会轻易上调。

图表9 今年1-5月私营企业流动性周转仍显紧张



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表10 LPR改革后,贷款利率与短期政策利率挂钩

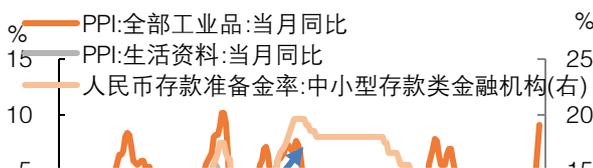


资料来源:wind, 平安证券研究所

此外还需指出两点：一是，货币政策收紧应对通胀主要是作用于国内的投资消费需求，因此并不是治理当前高通胀问题的对症之举。当前，国内通胀水平的上升主要不是来自过于旺盛的国内需求（事实上国内消费颇为疲软，地产、基建等传统动能也缺乏亮点），而主要来自海外大宗商品价格的传导，以及国内双碳目标下的产能控制政策。这点从当前PPI生产资料分项价格飙升而PPI生活资料分项价格相对不彰，以及CPI与PPI的分叉中即可窥见一斑。

二是，尽管今年财政政策呈显著“后置”，给下半年稳增长预留了空间，但财政拉动基建的空间受到地方政府债务严监管的约束。今年上半年地方专项债发行仅完成全年进度28%，比市场此前预期的进度要慢很多（图表12）。财政部6月28日印发《地方政府专项债券项目资金绩效管理办法》，自7月1日起实施，明确地方政府专项债券项目资金绩效管理结果将作为专项债券额度分配的重要测算因素。结合4月23日《国务院关于进一步深化预算管理制度改革的意见》要求，“把防范化解地方政府隐性债务风险作为重要的政治纪律和政治规矩，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”。可以看出，下半年基建投资并不存在“大干快上”的可能性，仍然需要货币政策在“稳增长”中发挥稳定作用。

图表11 货币政策收紧都在发生全局性通胀时



图表12 今年前5个月地方专项债发行仅完成目标的28.3%



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_20603](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20603)

