

宏观点评 20210711

中美货币政策再分化—如何演绎？有何影响？

2021 年 07 月 11 日

观点

- 本周五央行的全面降准不仅意味着其货币政策正转向宽松，也标志着中美货币政策又一次迎来了分水岭。我们认为经济下行压力加大是央行祭出全面而非定向降准的一个重要因素，这应该在下周公布的 6 月经济数据上得到体现。但较之于中国经济复苏的拐头向下，美国经济的复苏尚未见顶（图 1），这也使得美联储正走在撤出宽松的道路上。那么，这一次的中美货币政策分化后，对全球经济乃至资产价格又将产生怎样的影响？
- 历史来看，中国央行宽松、美联储撤出宽松这种货币政策分化不乏先例。最近的两次分别是 2014 年和 2018 年（表 1）：
- 2014 年 11 月，中国央行时隔两年后首次降息（下调存贷款基准利率），随后一年多的时间内又分别进行了 5 次降准和降息；而彼时的美联储刚刚结束 taper，并在一年后的 2015 年 12 月开始加息。这一轮中美货币政策的分化持续到了 2016 年 3 月，当时美联储宣布暂停加息（图 2），中美货币政策的立场不再对立。
- 2018 年 4 月，伴随着中美贸易摩擦的升级，中国央行以全面降准转向货币宽松；而当时美联储仍处于连续加息和缩表的紧缩道路上。这一轮中美货币政策的分化一致持续到 2019 年 7 月，美联储宣布降息并停止缩表（图 3），中美货币政策立场才趋于一致。
- 上述中美货币政策分化的原因，是金融危机后中国在经济周期上领先美国。如图 4 所示，由于金融危机后中国对全球经济增长的拉动超过了美国，因此中国经济的复苏的见顶往往要早于美国。随着中国复苏的见顶，中国央行往往率先在货币政策上转向宽松，此时美联储对经济周期性向上的反应则是撤出宽松或收紧。然而，这之后中国经济下行向全球的传导会逐渐影响到美国经济，从而制约美联储此前的步伐，并最终迫使其转向。
- 下半年美联储会如何应对中国的全面降准？美联储已经开始讨论 taper（缩减资产购买规模），6 月议息会议更是超预期透露了提前加息的信号。结合 2014 年和 2018 年的经验，我们预计美联储对待加息会更趋谨慎，更多采取风险管理的模式；不过，随着美国疫情的控制和就业的改善，taper 进程所受的影响相对较小。这一政策微调对于市场最直接的影响就是下半年美债收益率上行动力不足，尤其是当 taper 遭遇中美和美欧货币政策分化的情况下（图 5）。
- 中美货币政策再分化，资产表现怎么看？2021 年上半年美国货币政策向中国收敛，下半年则出现分化，除了美债之外，这对于其他资产意味着什么？
 - 美元：短期有上行压力，但是空间不大；一旦中美政策重新收敛，美元指数将贬值。参考 2014 年和 2018 年，当前美元大幅升值的两个条件并不具备：美联储尚处于政策转向的初期而欧央行持续按兵不动，分化不如此前明显；在 taper 实质落地之前全球美元流动性仍将保持宽松（图 6 至 8）。
 - 中国国债：全面降准利多债市，中美利差不构成下限约束。即使考虑 10 年美债收益率到达 2% 的极端情况，中国 10 年期国债收益率在 2.5% 以上依旧合意（图 9，参考 2018 年 8 月央行开始采取措施限制人民币贬值预期时的利差）。
 - 人民币汇率：短期贬值压力将上升，但不是当前的主要矛盾。贬值的“边界”是不助涨大宗商品输入型通胀压力。
 - 股市：全面降准背后有两层含义：经济短期下行压力上升；政策取向宽松。因此久期更长的成长股短期会更受益，从中美来看短期内创业板可能跑赢纳斯达克，但由于美国复苏基本面更好，纳斯达克表现可能后来居上。
- 风险提示：通胀过热导致货币政策收紧；病毒变异导致疫情反复

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

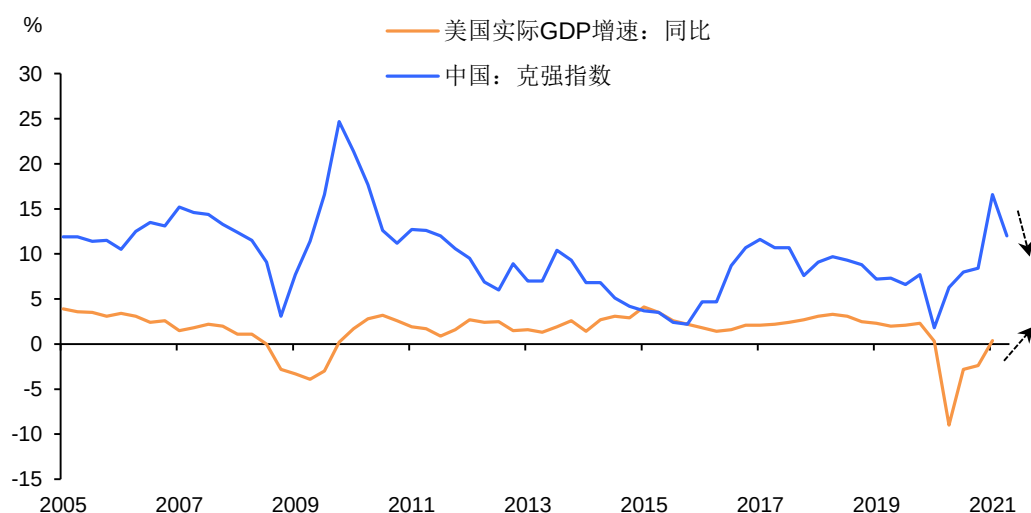
研究助理 邵翔

shaqx@dwzq.com.cn

相关研究

- 1、《宏观点评 20210622：广东疫情对近期出口的影响有多大？》2021-06-22
- 2、《宏观点评 20210617：不急 taper 想早加息，美联储有何深意？》2021-06-17
- 3、《宏观点评 20210616：经济放缓的压力有多大？一点评 5 月经济数据》2021-06-16
- 4、《宏观点评 20210616：美联储用嘴 taper，难下手》2021-06-16
- 5、《宏观点评 20210615：股债的相关性是否正在变盘？—美国篇》2021-06-15

图 1：中国经济复苏已经拐头向下，但美国经济复苏尚未见顶



数据来源：Wind，东吴证券研究所

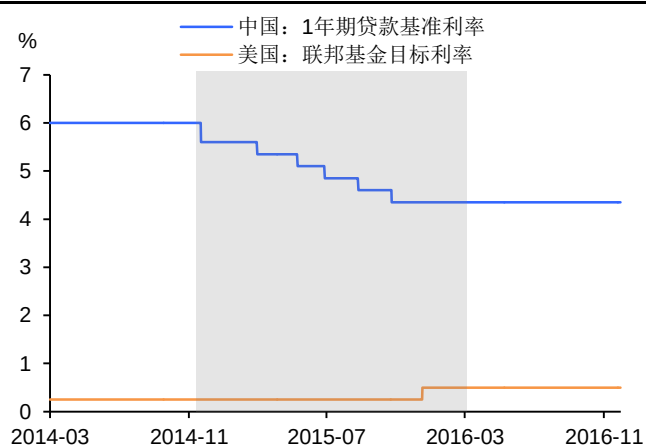
表 1：金融危机后的中美货币政策背离（中国宽松、美国撤出宽松或收紧）时期

开始时间	开始时间	结束时间	结束事件	持续时间
2014 年 11 月	中国央行降息	2016 年 3 月	美联储暂停加息	16 个月
2018 年 4 月	中国央行降准	2019 年 7 月	美联储降息+结束缩表	15 个月

注：2014 年 4 月央行进行了定向降准操作，但是释放的流动性有限，不作为中国货币政策转向宽松的标志。

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

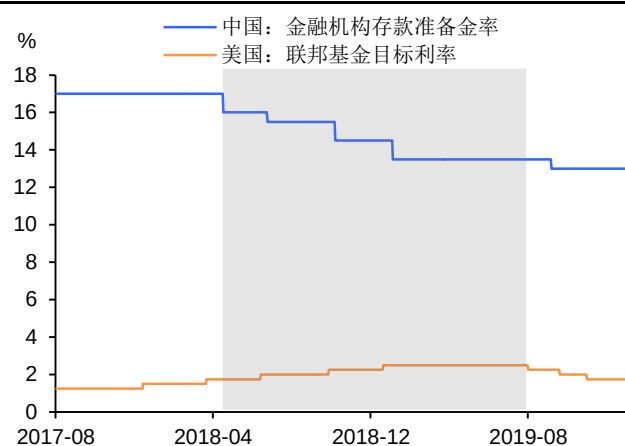
图 2：2014 年 11 月至 2016 年 3 月中美货币政策分化



备注：阴影部分为中美货币政策分化时期

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

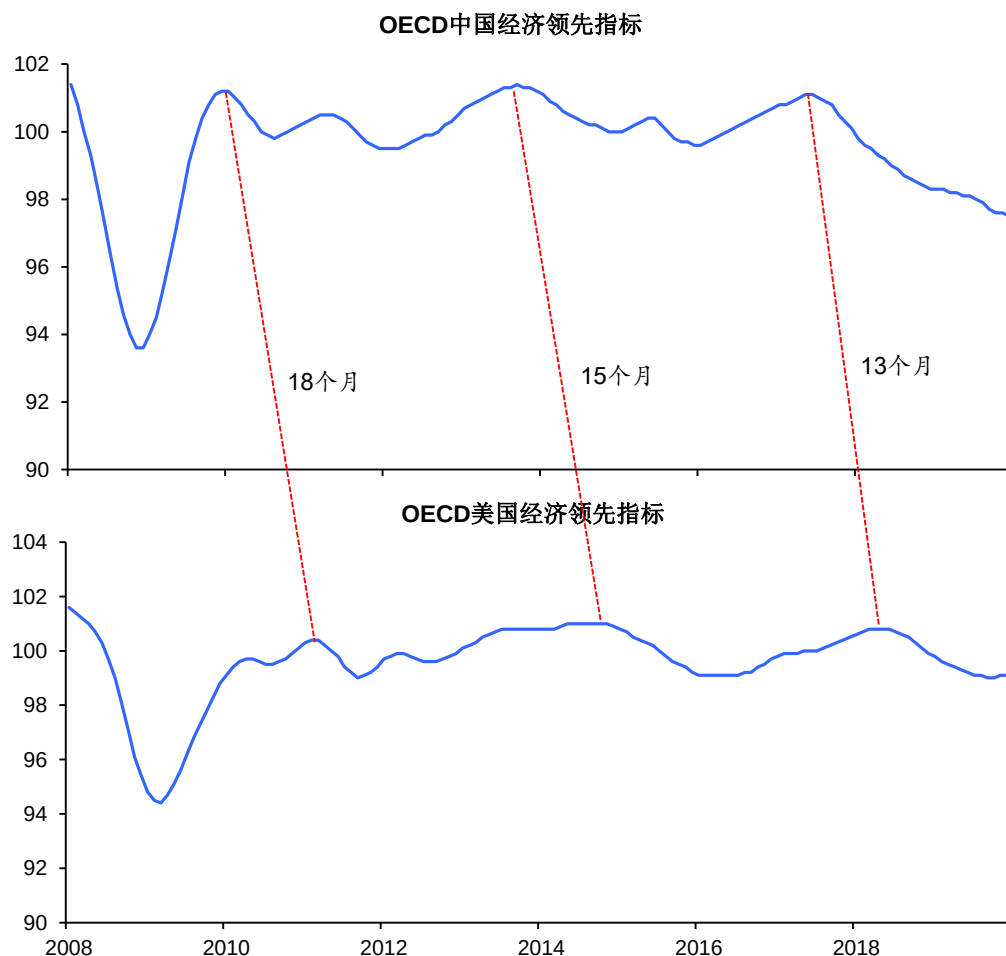
图 3：2018 年 4 月到 2019 年的中美货币政策分化



备注：阴影部分为中美货币政策分化时期

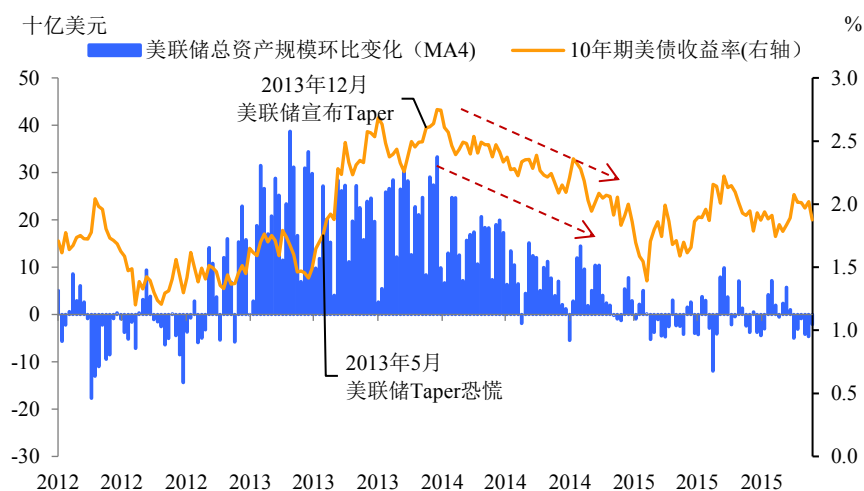
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 4：金融危机后中国经济复苏的周期性见顶要领先于美国经济



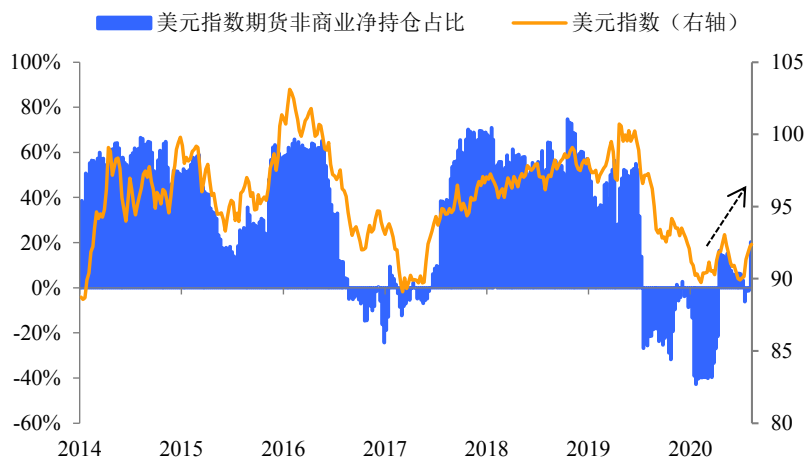
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5：Taper 会拖累长端美债收益率



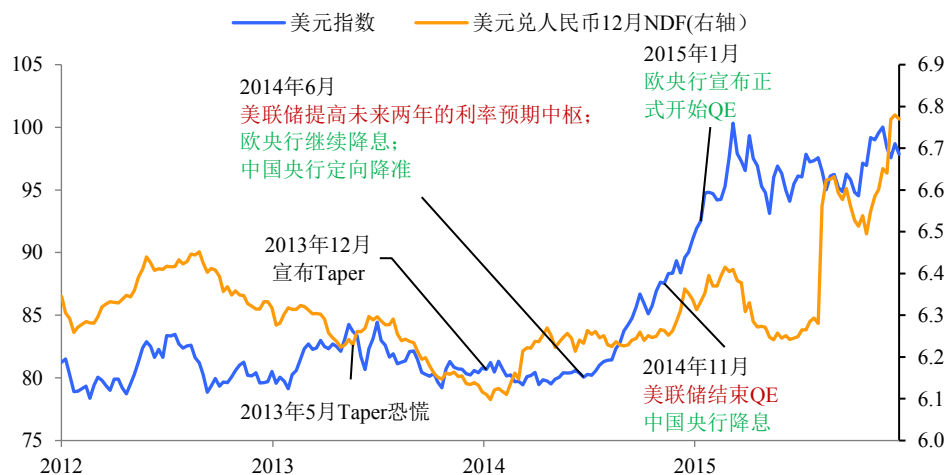
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 6：非商业净持仓由净空头逐步转向多头支撑美元指数



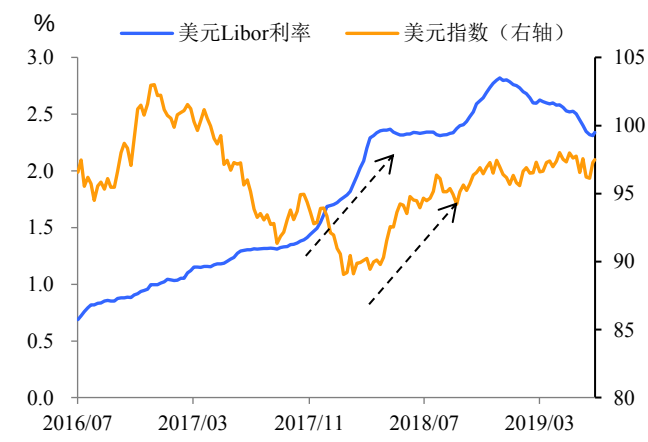
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 7：2014 年美国和中国、欧元区货币政策明显分化是美元指数上涨的重要原因



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 8: 2018 年第一季度离岸美元流动性紧张是美元指数升值的重要原因



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 9: 中美合意利差尚不会约束 10 年期国债收益率



注: 央行提高外汇风险准备金是为了限制市场非理性的贬值预期。

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

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_20635

