2019 年 11 月 24 日

证券研究报告•宏观报告

全球央行追踪第 14 期

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

美国 2020 年或有一轮弱补库

摘要

- **近期全球制造业 PMI 修复回升，短期全球经济放缓压力减轻。**在全球央行“放水”带来的宽松金融条件支撑下，近期全球制造业 PMI 出现触底回升迹象。摩根大通全球制造业 PMI 从 7 月 49.3 小幅回升至 10 月的 49.8。德国 PMI 从 9 月的 41.7 回升至了 11 月的 43.8，日本制造业 PMI 和美国 ISM 制造业 PMI 在 10 月出现回升。需要关注的是 PMI 回升能否持续，以及回升的幅度如何。但总体判断是全球经济下行压力短期有所缓解。IMF 在 10 月份最新的全球展望报告中对 2020 年全球实际 GDP 增速预测为 3.4%，较 2019 年回升 0.4 个百分点，也体现了相对乐观的情绪。

- **美国存货投资跟金融条件有明显的相关性，2018 年 BAA 信用利差扩大带动 2019 年存货投资下降，但 2020 年存货投资将小幅反弹。**纽约联储最新的报告显示，存货投资与金融条件的关系紧密。用 BAA 利差（穆迪评级为 Baa 级的公司债收益率与 10 年期美债之间利差）来衡量金融条件，则上一个季度 BAA 利差的变化与当季存货投资呈现明显的负相关，上一季度 BAA 息差扩大 100 个基点意味着本季存货对 GDP 增长的贡献下降约 65 个基点。这意味着，金融条件变化对未来经济活动的影响在很大程度上是通过库存调整来传导的。但过去 5 个季度 BAA 利差变化与当季存货投资明显正相关。这意味着，尽管前一年金融条件收紧会导致当年库存投资大幅下降，但往往会在后年促进库存投资反弹。

- **美国在 2020 年或有一轮弱补库，存货对 GDP 的贡献将提高 0.2 个百分点。**2018 年信用利差扩大约 45 个基点，这将使得 2019 年存货对 GDP 的贡献降低约 20 个基点，但 2020 年存货对 GDP 的贡献将提高大约相同的幅度。从以往经验来看，库存投资与美国经济增速基本同步，这意味着美国经济在 2020 年可能依然会有韧性，出现衰退可能性有限。

- **美债的三个决定因素：货币政策立场、美国中性利率、全球中性利率。**旧金山联储最近的报告认为，利率并不完全由央行决定，央行货币政策只能解释不到一半的利率变化。除了在 1975-1994 高通货膨胀期间大部分利率变动是货币政策的结果以外，在其他时候，利率变动则受全球和国内中性利率的基本趋势所支配。近期，全球因素变得比以往任何时候都更加突出。总的来说，货币政策立场只能解释大约一半的利率变化。人们通常认为央行有很大的自由裁量权来决定利率，这可能夸大了央行的作用。

- 中国人民银行近期召开金融机构货币信贷形势分析座谈会，与去年底的信贷形式分析座谈会主要强调加大对小微和民企企业信贷支持力度不同。今年信贷形式会议更多强调的要加强逆周期调节，增强信贷对实体经济的支持力度，保持社融稳定增长。同时强调要发挥好 LPR 对贷款利率的引导作用，促进实际贷款利率下行。**我们认为央行货币政策将保持偏宽松的状况，并将继续支持、鼓励信贷投放。**

- 风险提示：全球经济超预期下行。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟

执业证号：S1250517050001

电话：010-57631229

邮箱：yyw@swsc.com.cn

分析师：张伟

执业证号：S1250519060003

电话：010-57758579

邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

相关研究

1. 央行呵护流动性，稳增长依然有必要 (2019-11-24)
2. 普查调整 GDP 数据，增长任务压力会因此减轻吗？ (2019-11-23)
3. 从央行角度来理解本次 OMO 利率下调 (2019-11-18)
4. 央行稳定市场预期，经济延续企稳态势 (2019-11-17)
5. 稳定预期，调整结构——2019 年 3 季度《货币政策执行报告》解读 (2019-11-17)
6. 数据短期有扰动，经济依然在企稳 (2019-11-15)
7. 实体融资小月更应该看结构 (2019-11-12)
8. 供需保持平稳，通胀压力边际缓和 (2019-11-10)
9. 是一般物价上涨吗？如果不是，货币政策无需应对 (2019-11-10)
10. 决定出口走向的是全球经济，而非中美贸易摩擦 (2019-11-09)

目 录

1《实际存货减速》--纽约联储 1
2《暴风雨中的骑手》--旧金山联储 4
2.1 决定利率的因素 4
2.2 美国利率的三个驱动因素 5
2.3 如何解释利率的变化？ 6
3《人民银行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会》--中国人民银行 7
参考文献 8

图 目 录

图 1：下降的存货销售比 1
图 2：经济下行区间存货投资也减少（存货对 GDP 贡献，四季度移动平均） 2
图 3：BAA 利差变化对 GDP 组成部分的影响 2
图 4：2020 年美国或将有一轮弱补库 3
图 5：2020 存货投资对美国经济的贡献或将提高 0.2 个百分点 3
图 6：中性利率的估计:全球与美国 5
图 7：货币政策立场高度同步 6
图 8：各国的经济周期步调一致 6
图 9：由货币政策解释的利率变化比例 6

1《实际存货减速》--纽约联储[1]

存款投资在经济周期波动中起着核心作用。本文研究了存货投资是否会放大或抑制金融环境紧缩后的经济波动。我们找到了支持放大机制的证据。**这一分析表明，存货累计今年将拖累经济活动，但在 2020 年将提振美国经济。**

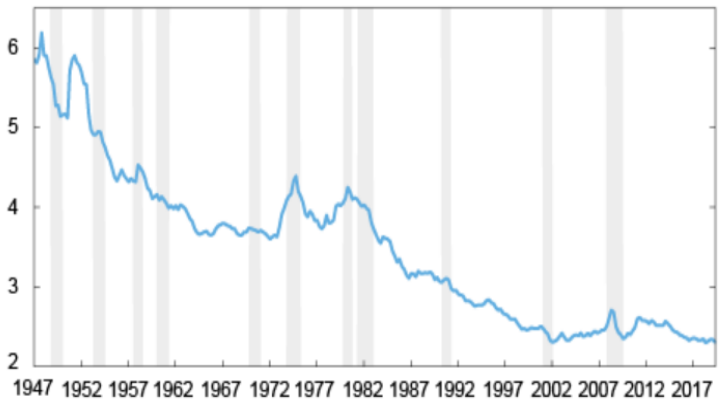
存货投资是指私人企业持有存货的变动。其中的存货包括待售商品、在产品以及原材料等。除存货投资外，国内生产总值的其他组成部分，如个人消费支出，都记录了某一特定时期内的最终销售额，而不论这些货物是否是在较早时期生产的。

存货投资的一个主要理论是所谓的缓冲存货，根据这一理论，企业维持存货，以使生产免受销售大幅波动的影响。**这一理论意味着存货会随着销售的意外下降而增加，而生产基本上不受影响（对于规模有限的冲击）。**

另一种理论，即固定存货销售比假说（constant inventory-sales ratio），该理论认为企业试图将存货相对于销售保持在一个特定的水平。因此，当销售下降时，存货会向下调整，以保持与销售的比例不变。结果，**存货不但没有抑制经济波动，反而扩大了经济波动，**因为生产下降不仅是对销售下降的反应，而且还会导致存货减少。作为回归分析的预览，我们发现，最终销售和存货投资在二战后的样本中显示出轻微的负相关，在大缓和期间变得更强。这一证据与缓冲存货假说相一致。

如下图所示，自 20 世纪 50 年代以来，存货与销售的比率显著下降。**存货与销售比的下降通常归因于存货管理技术的改进。**如准时制，它允许企业以较少的存货维持业绩。在 20 世纪 80 年代中期之前，存货与销售的比率在衰退期间急剧上升；此外，衰退往往伴随着大量的存货调整（所谓的“清算衰退”）。除了大萧条期间外，在大稳健时期，这种现象（存货与销售比的急剧上升）似乎不太明显。

图 1：下降的存货销售比

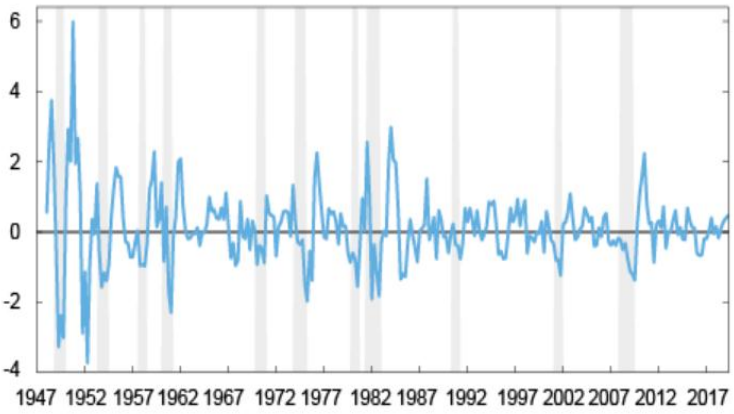


数据来源：纽约联储，西南证券整理

[1] 1. Richard K. Crump, David O. Lucca, and Casey McQuillan, “Real Inventory Slowdowns”

下图通过展示存货投资对实际 GDP 增长的四个季度滚动平均贡献，更详细地说明了存货的周期性变化。NBER 衰退（阴影区）是存货下降的时期，但存货投资反弹并在经济衰退后持续向好。值得注意的是，**存货存量下降的时期也可能发生在衰退之外，例如 2015 年经济放缓期间。**

图 2：经济下行区间存货投资也减少（存货对 GDP 贡献，四季度移动平均）



数据来源：纽约联储，西南证券整理

为了研究私人企业存货对经济冲击是起放大作用还是缓冲作用，我们着重研究它们如何应对金融环境的紧缩，特别是存货投资对穆迪评级为 Baa 级的公司债券收益率与 10 年期美国国债之间利差（BAA 利差）的冲击反应。学术研究表明，金融冲击是经济周期的一个重要驱动力，而 BAA 息差的变化是这些金融冲击的一个很好的代理变量。这可能是因为投资者正确地预测了经济活动的放缓，从而要求对持有风险较高的证券进行补偿，同时信用利差扩大。另一方面，金融市场冲击会推高息差，从而通过增加企业的资金成本来降低经济活动。我们估计了季度实际 GDP 演变的一个简单模型，衡量存货投资和最终销售的对经济增长的贡献。除了滞后一季度和滞后 5 个季度的 BAA 价差变化外，作为解释变量，我们还考虑了滞后一个季度的存货投资和最终销售对 GDP 的贡献。

图 3：BAA 利差变化对 GDP 组成部分的影响

The Impact of a Change in BAA Spread on Components of GDP			
	Contribution of Final Sales to GDP Growth	Contribution of Inventories to GDP Growth	GDP Growth
One-quarter lagged contribution of inventories to GDP growth	0.22* (0.10)	-0.32*** (0.05)	-0.10 (0.10)
One-quarter lagged contribution of final sales to GDP growth	0.27*** (0.08)	0.12* (0.05)	0.39*** (0.10)
One-quarter lagged 4-quarter change in BAA spread	-0.36 (0.30)	-0.63*** (0.17)	-0.99** (0.34)
Five-quarter lagged 4-quarter change in BAA spread	-0.09 (0.27)	0.53*** (0.16)	0.44 (0.27)
Observations	256	256	256
Sample start date	Q2-1955	Q2-1955	Q2-1955

数据来源：纽约联储，西南证券整理

在讨论滞后 BAA 利差变化的参数估计值之前，请注意，**虽然过去较高的最终销售额会促进当前销售额、GDP 和存货积累，但过去高存货投资会导致当前存货投资下降。**这表明，企业在增加了存货投资后又会减少存货，**这与存货作为经济周期放大器的概念是一致的。**

而在与信贷条件的关系上，BAA 息差扩大 100 个基点意味着存货对 GDP 增长的贡献下降约 65 个基点。这是一个非常大的影响，几乎是 BAA 息差扩大拉低最终销售额对 GDP 增长贡献两倍。事实上，这些结果表明，BAA 对未来经济活动的预测在很大程度上源于库存调整。如前所述，根据缓冲理论，对未来经济活动的冲击部分应通过存货来缓冲。然而，与缓冲理论相反，存货投资的系数是负的而不是正的。

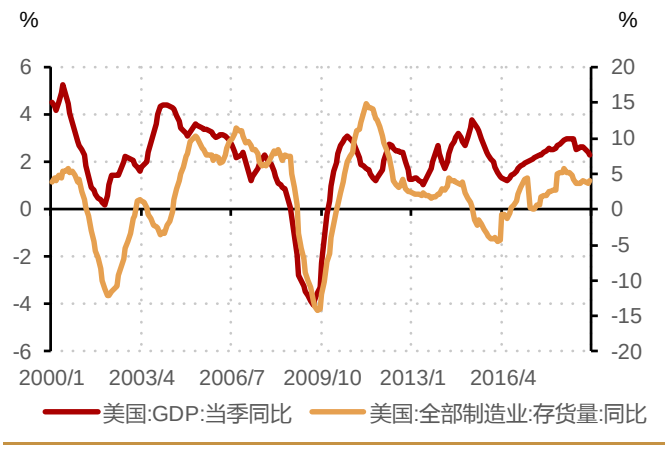
滞后 5 个季度的 BAA 息差变化系数实际上是正的（3 列，5 行），几乎与滞后一个季度的 BAA 价差变化系数的大小相同（3 列，4 行）。这意味着，尽管在前一年金融形势趋紧时，存货累积量急剧下降，但后一年往往会反弹。根据缓冲理论，人们应该预期存货会先上升后下降。因此，研究结果表明，存货投资放大了金融冲击。

将这些结果与近期数据对比，2018 年信贷利差扩大约 45 个基点。**我们的简单回归模型表明，这将使得 2019 年存货对 GDP 增长(Q4/Q4）的贡献降低约 20 个基点，并在 2020 年将支持大约相同幅度的增长。**

图 4：2020 年美国或将有一轮弱补库

数据来源：纽约联储，Wind，西南证券整理

图 5：2020 存货投资对美国经济的贡献或将提高 0.2 个百分点



数据来源：纽约联储，Wind，西南证券整理

2《暴风雨中的骑手》--旧金山联储[2]

一个国家的利率往往不仅反映其央行的政策立场。全球中性利率和国内中性利率的变动也发挥了重要作用。来自日本、德国、英国和美国的国际模型的估计显示，**中央银行的政策解释了不到一半的利率变化。**其余时间，央行则在追赶由生产率增长、人口结构和其他无法控制的因素所决定的趋势。

世界各地的经济体并非孤立运行。中央银行的利率决定对国际金融市场有直接的影响。从中长期来看，人口趋势、技术进步和地缘政治力量限制了央行进一步制定货币政策的能力。如冲浪一样，各国央行必须顺应全球和国内的趋势来设定利率，以满足应对通胀和达到充分就业的要求。

我们从日本、德国、英国和美国这四个发达经济体的近代历史中寻找证据，来解决有关货币政策运行的基本问题。货币政策的驱动因素是什么，我们应该如何衡量它们？他们主要是国内的还是国际的？这种混合力量对货币政策的影响是什么？换句话说，不同的中央银行彼此之间的独立性如何？我们的分析表明，**利率波动既取决于国内货币政策立场，也取决于央行控制范围之外的全球因素。**

2.1 决定利率的因素

要对各国央行的货币政策立场进行国际比较，我们需要解释“从紧”或“宽松”货币政策的含义。这就需要确定用于比较政策利率的基准均衡利率。基准利率是中性利率，正如它的名字的一样，它可以被普遍认为是使价格保持稳定的均衡利率。但是，中性利率，有时被称为 r 星（r-star），是不能直接观察到的，必须用统计方法推断。

基本上有两种不同的方法。一是建立一个统计模型，解释一个经济体的商业周期的演变，其衡量标准是产出相对于潜力的变化，即产出缺口；通货膨胀的动态及其未来价值预期；以及相对于中性水平的利率变动。或者，可以从金融市场数据中提取中性利率。

前一种方法对我们达到目的更有吸引力。它为我们调查的四个国家提供了一个符合其整体经济的基准模型。这在检验所有隐含的经济关系是否在内部一致并在推广到国际上时非常有用。不同经济体的中性利率值差异对其中期汇率有影响。从短期来看，不同经济体之间货币政策立场的分歧，可能会给一个高度一体化的金融体系带来压力，因为在这个体系中，资本可以自由流动，正如我们所考察的国家的情况一样。

考虑一下从长期来看，也就是当摩擦基本上消失时，可能会发生什么，也是有帮助的。这是对我们四个经济体的一个很好的实际描述，因为汇率是自由浮动的，资本在很大程度上不受阻碍地跨境流动。投资者将能够自由地跨境交易，从而利用利率的任何差异，迅速形成独特的全球中性利率。从我们的模型中对特定国家的中性利率进行估计，使我们能够构建这个全球中性利率的潜在值。

因此，一个国家的利率可以被认为是由三个组成部分的总和决定的。第一个组成部分是长期的全球中性利率，它是由全球人口因素、国际生产率增长、经济体之间日益增强的金融一体化以及其他几个经济和地缘政治因素决定的。

[2] 2. Jordà, Òscar, and Alan M. Taylor. 2019. “Riders on the Storm.”

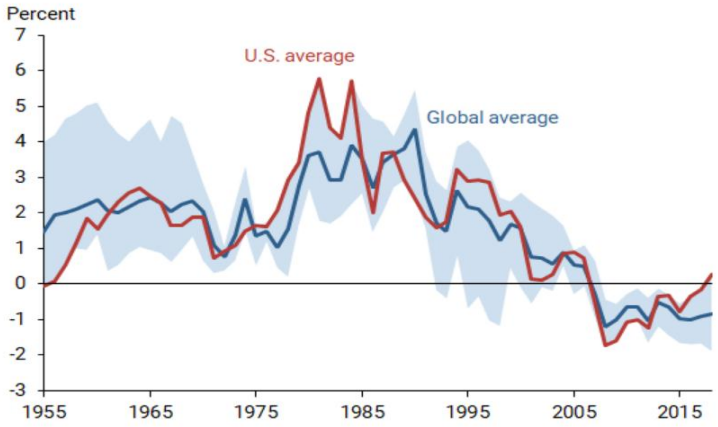
第二个组成部分是国内中性利率和全球中性利率之间的中期缺口。本地中性利率的驱动因素与全球中性利率的驱动因素相同。

第三个组成部分是衡量货币政策立场的短期指标，即当前政策利率与国内中性利率之差。重要的是，央行只能影响这三个组成部分中的最后一个。

2.2 美国利率的三个驱动因素

美国的利率可以用这三个部分来描述。下图显示了对全球和美国中性利率的估计，以及样本中四个国家在任何给定年份的中性利率范围。

图 6：中性利率的估计:全球与美国



数据来源：旧金山联储，西南证券整理，注：阴影区域反映了样本中四个国家的最低和最高中性利率的范围

图中显示，从 20 世纪 60 年代开始，美国的中性利率(红线)相对稳定在 2%左右。在高通胀时期，它又攀升了一段时间，然后回落。然而，自上世纪 80 年代中期以来，美国的中性利率一直在稳步下降，而大衰退加剧了这一趋势。图中蓝色阴影区域显示，与前几十年相比，在大衰退期间，美国中性利率与全球利率的差值(蓝线)明显缩小。这种差异在最近时期似乎有所扩大，但与较早时期相比仍然相对有限。该数据还显示，美国的中性利率与全球的中性利率密切相关。

同样，我们可以把货币政策的立场描绘成一个给定国家的实际利率和中性利率之差。下图显示了四个国家的这一信息，方法是显示差值的范围(蓝色阴影区域)以及四个国家的平均

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_8809