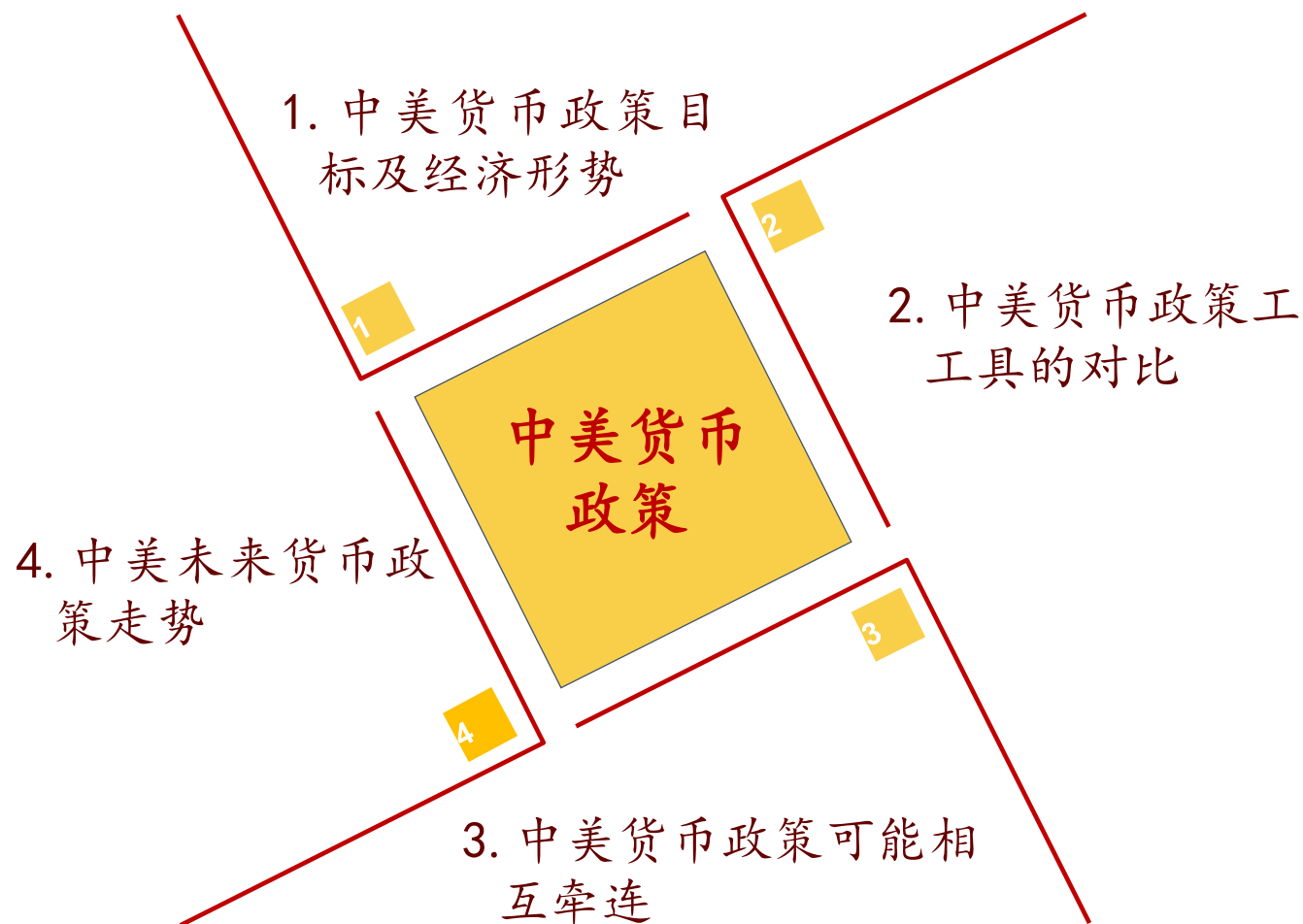


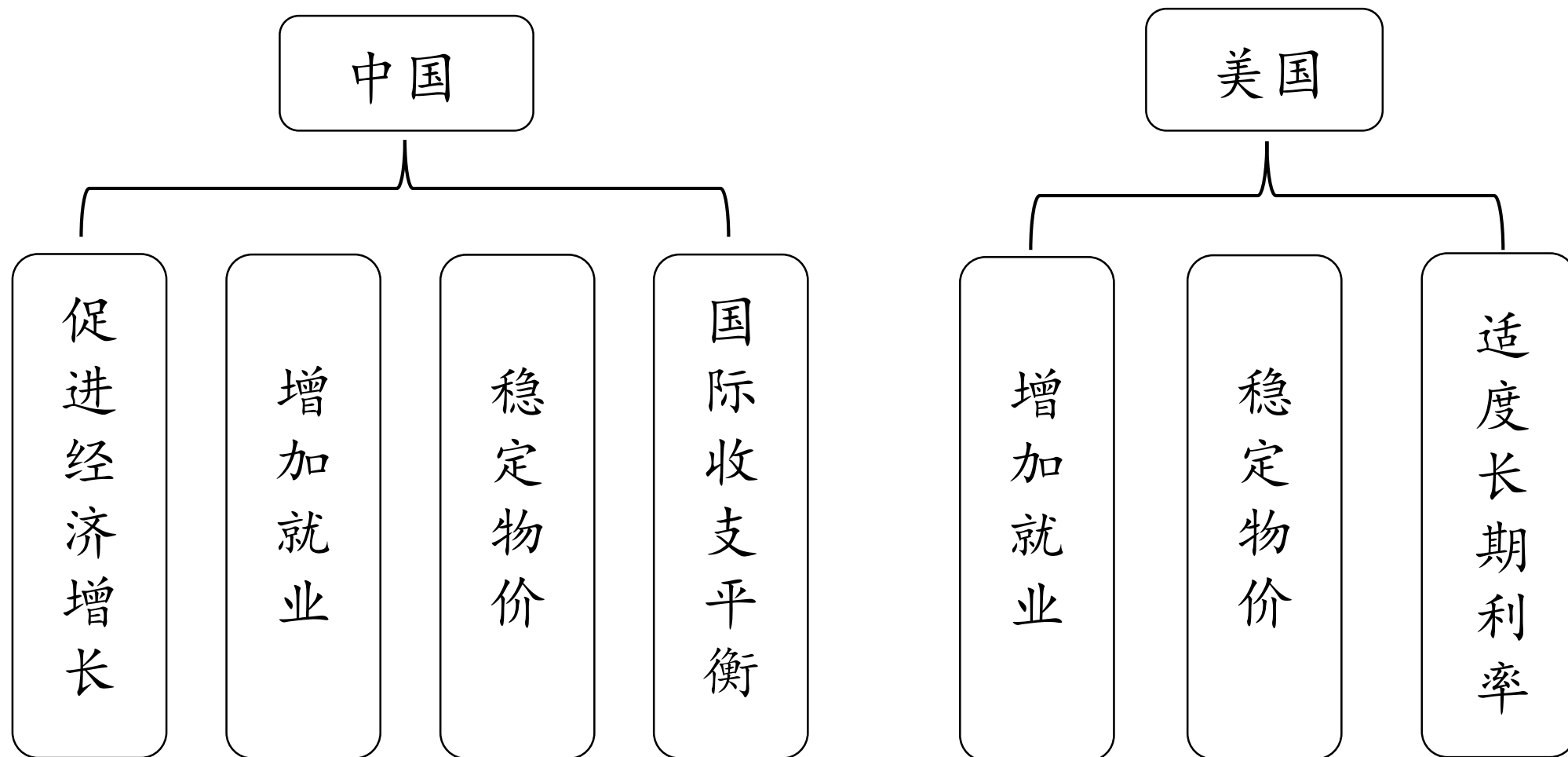
宏观经济研究报告之

中美货币政策比较及趋势

小组成员：赵晴，刘子溢
张璐，顾嘉芸

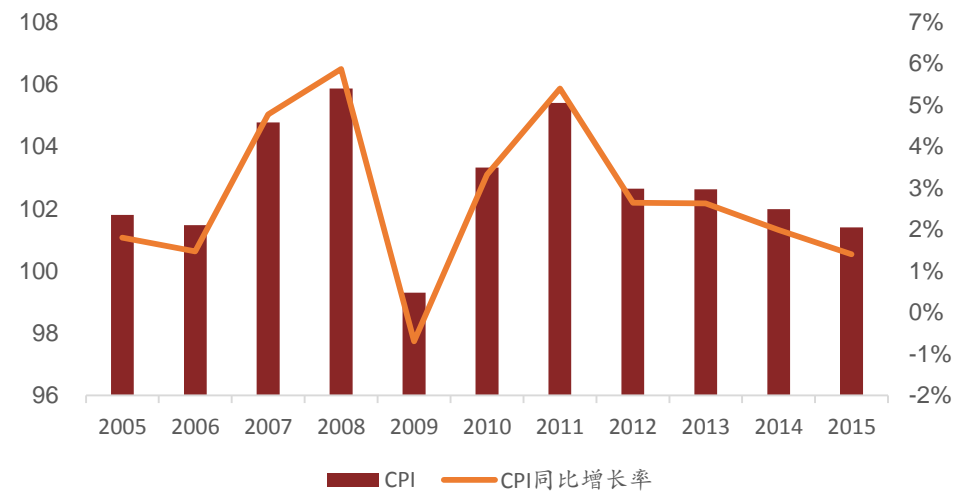
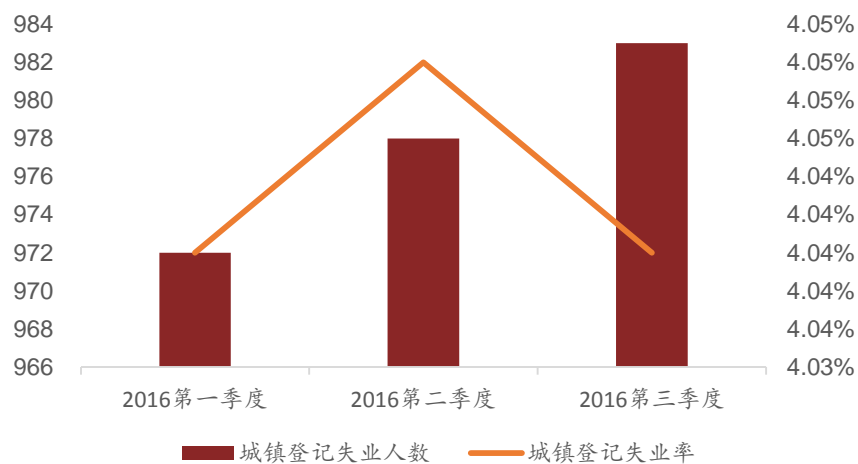
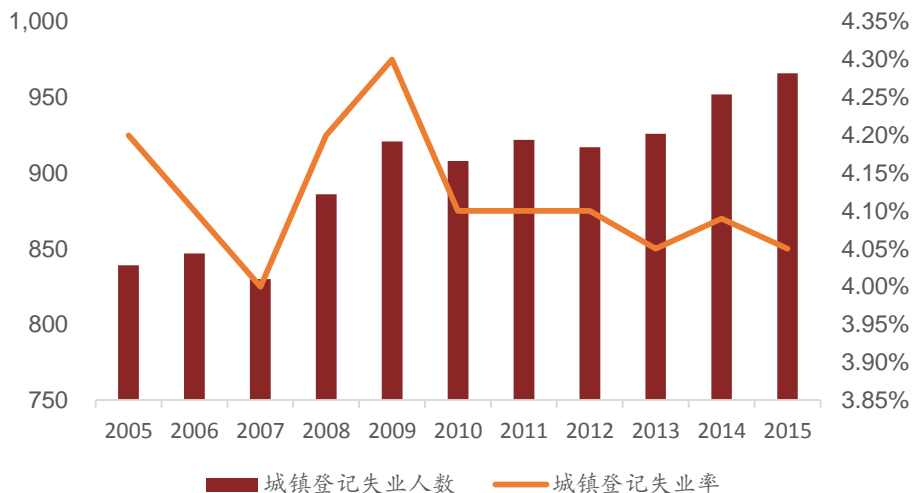
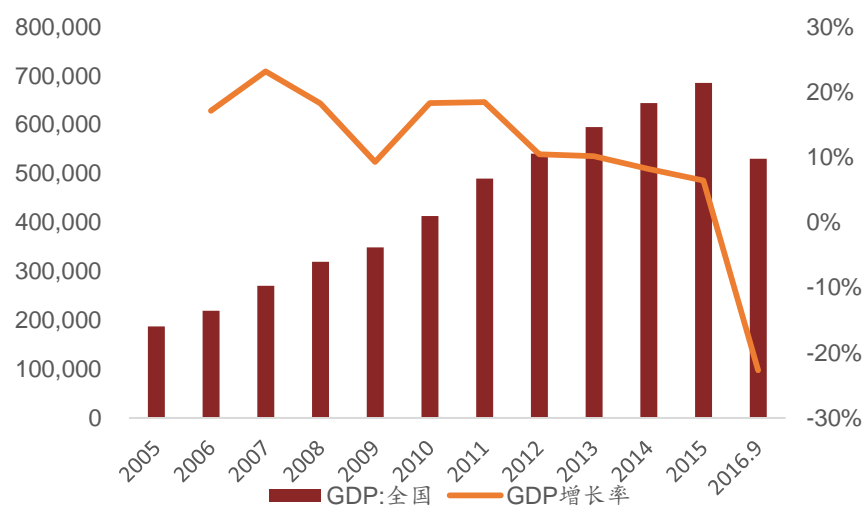


一. 中美货币政策目标及经济形势



一. 中美货币政策目标及经济形势

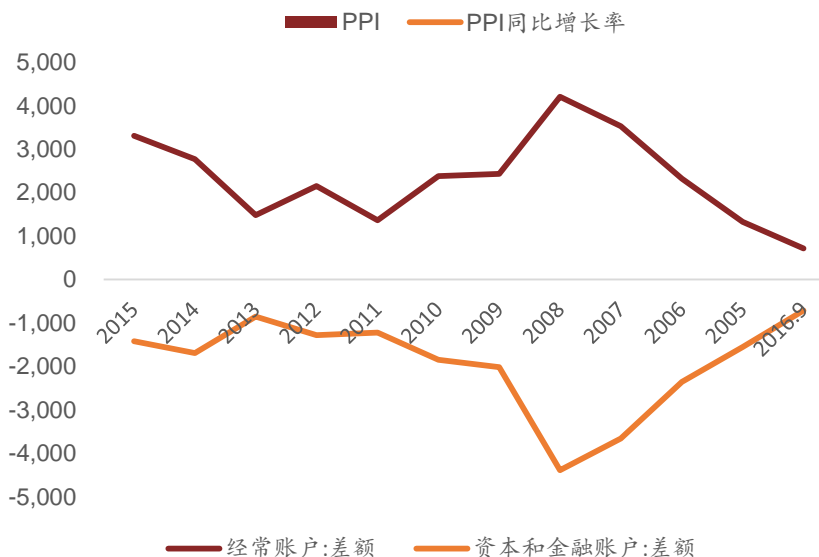
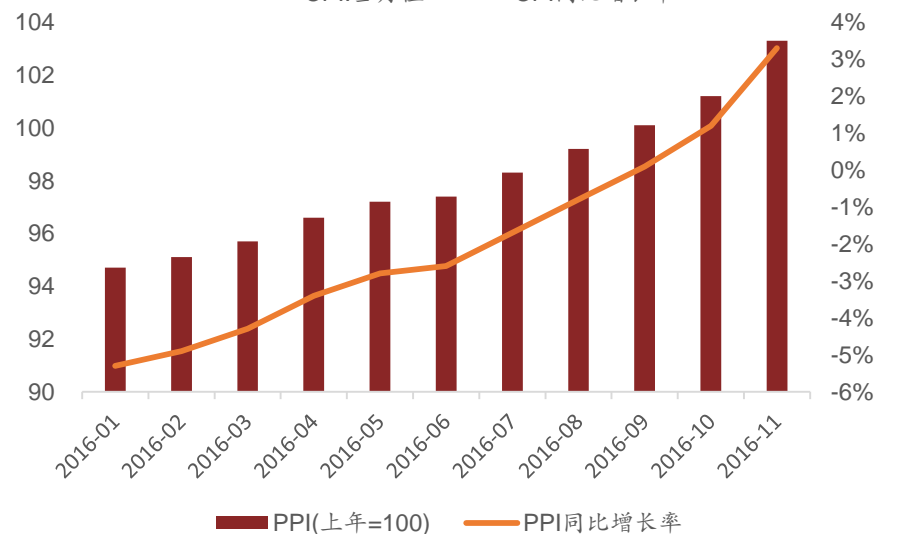
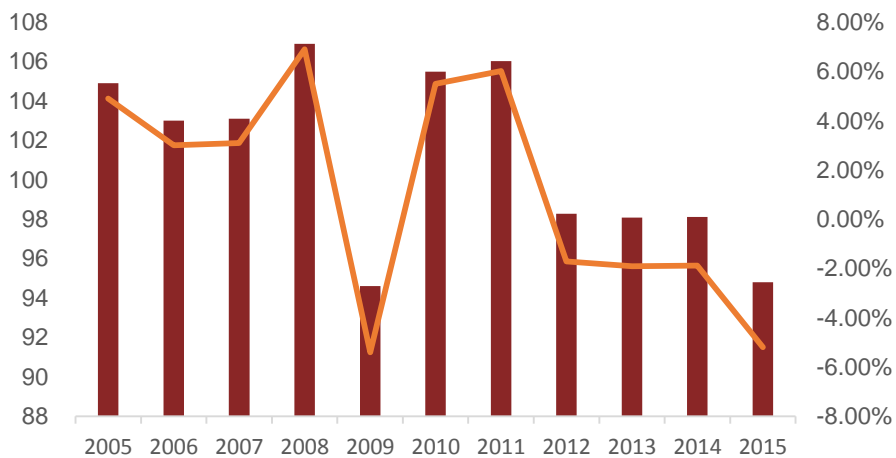
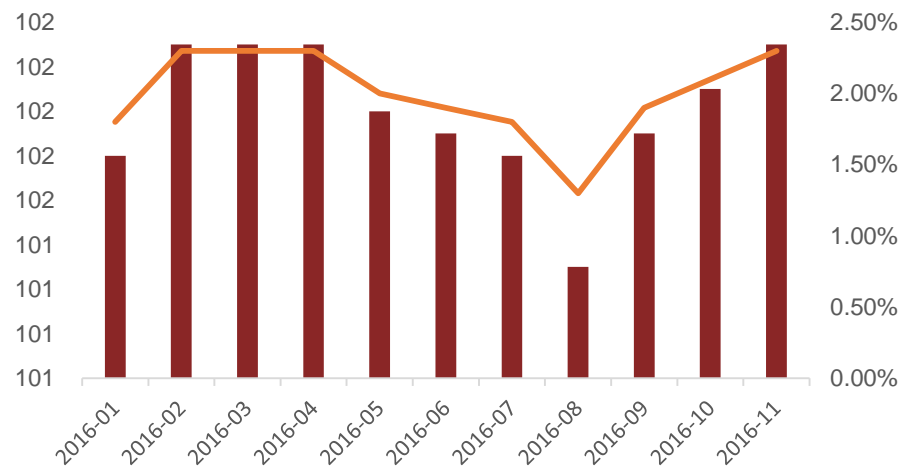
图表1-4: 中国宏观经济形势



资料来源: Wind

一. 中美货币政策目标及经济形势

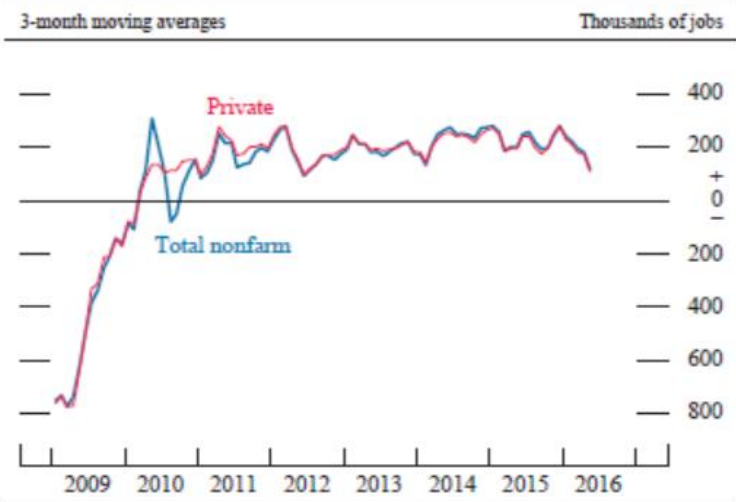
图表5-8: 中国宏观经济形势



资料来源: Wind

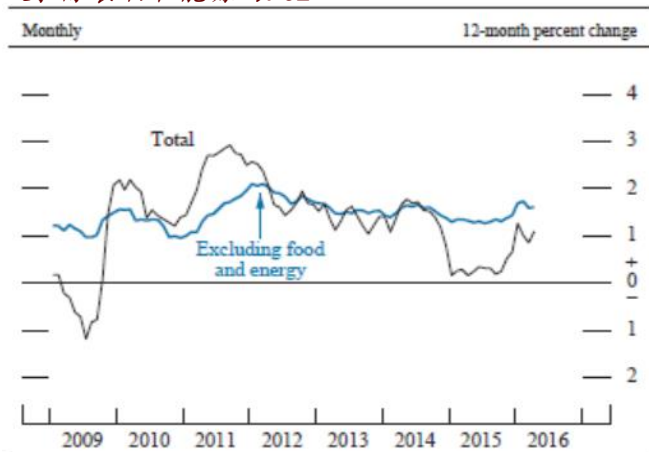
一. 中美货币政策目标及经济形势

图表9: 美国2009-2016年6月私营企业 & 非农企业的就业人数增量



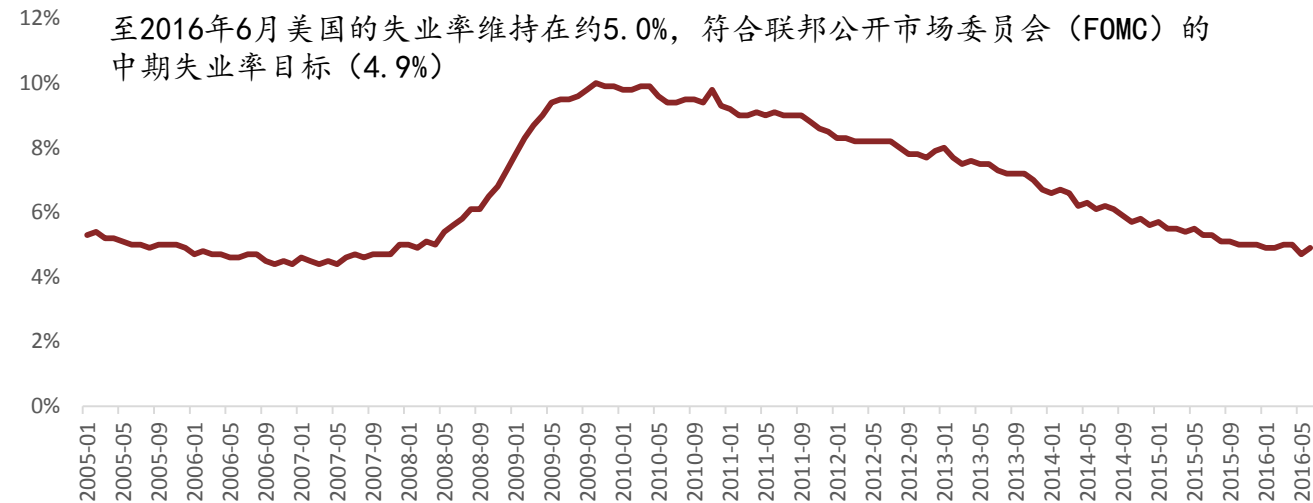
资料来源: Monetary Policy Report, July21, 2016

图表11: 美国2009-2016年6月个人消费平减指数PCE及扣除食物和能源的PCE



资料来源: Monetary Policy Report, July21, 2016

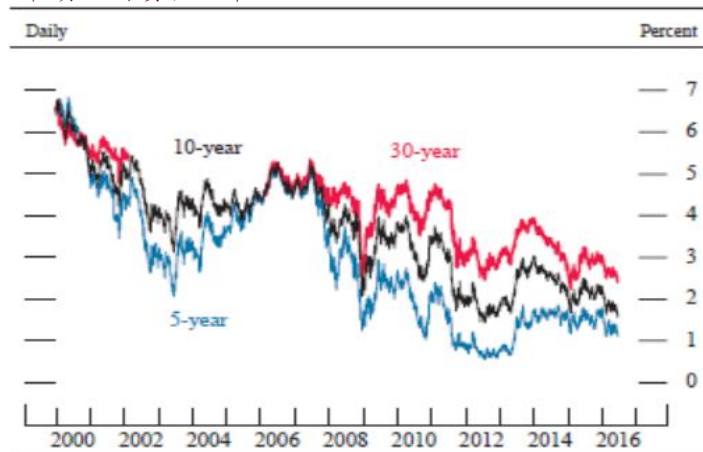
图表10: 美国2005-2016年6月失业率 (季调)



至2016年6月美国的失业率维持在约5.0%，符合联邦公开市场委员会 (FOMC) 的中期失业率目标 (4.9%)

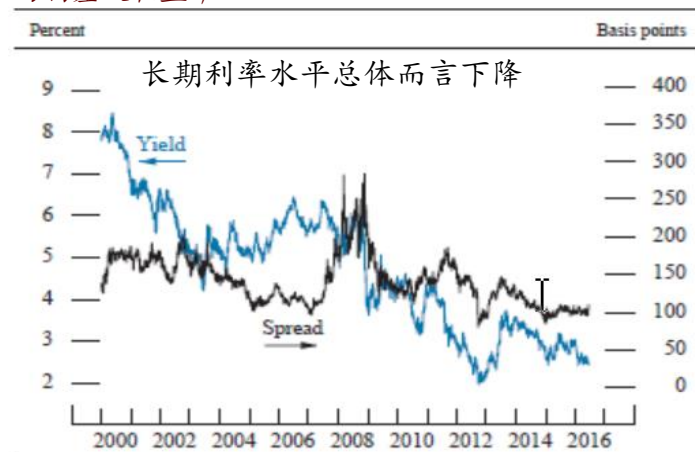
资料来源: Wind

图表12: 美国2000-2016年6月五年期、十年期和三十年期的国债收益率



资料来源: Monetary Policy Report, July21, 2016

图表13: 美国2000-2016年6月抵押支持证券 (MBS) 的利差及收益率




资料来源: Monetary Policy Report, July21, 2016

长期利率水平总体而言下降

二. 中美货币政策工具的对比

美国货币政策工具：联邦基金利率

有关联邦基金利率，你需要知道：

- ✓ 美联储更多依赖价格调控，在金融危机期间的使用了一些非常规货币政策工具，目前正逐步向危机前的利率调控回归；
- ✓ 2015年12月，美联储宣布将联邦基金利率目标区间由0-0.25%提高到0.25%-0.50%的水平，维持至今；
- ✓ 美联储使用**超额存款准备金率（IOER）**和**隔夜逆回购（ONRRP）利率**使联邦基金利率保持在其目标范围内，两者分别为联邦基金利率的**上下限**  Why?
- ✓ **逆回购协议**是美联储主要的货币政策工具，以此来吸收货币市场的流动性——当美联储想要提高利率的时候，通过逆回购工具可以吸收市场上的流动性，理论上其为抵押贷款设置的利率将成为市场基准利率。

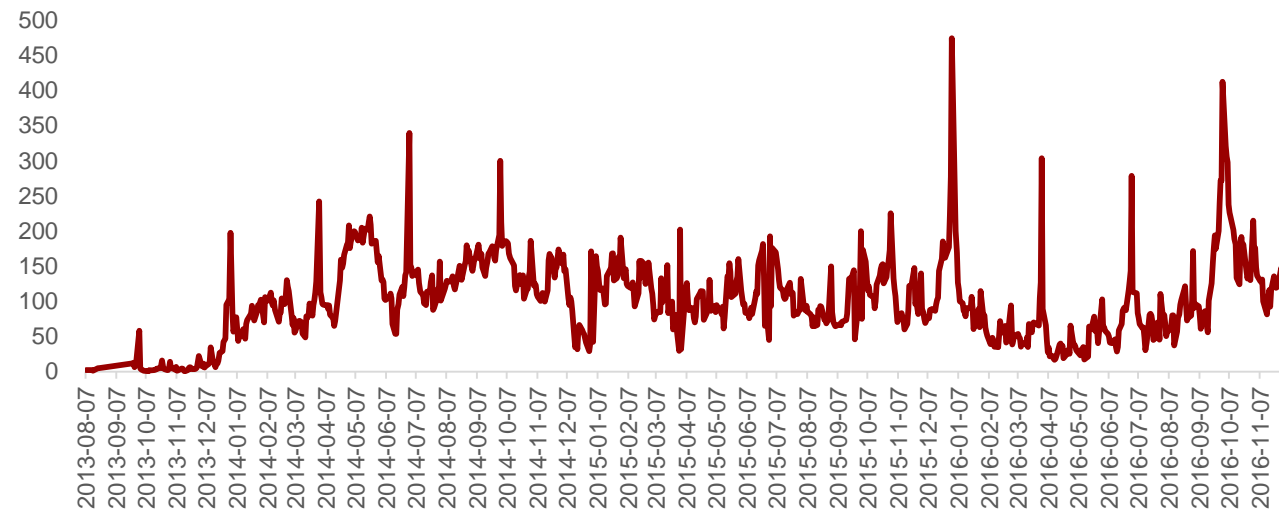
二. 中美货币政策工具的对比

美国货币政策工具：联邦基金利率

自引入ONRRP以来：

- ✓ 联邦公开市场委员会（FOMC）在各项货币政策报告中一直明确表示，该设施的性质是暂时的，一旦联邦基金利率回复到正常水平就可能不再是使用该设施。
- ✓ 但2016.11月的纪要显示美联储在这一问题上的观念有所转变。
- ✓ 美联储董事认为，ONRRP的使用时间将比想象的长，因此，可能在设定货币政策方面继续发挥重要作用。比如可能盯住一个隔夜美国国债回购协议利率。

图表14: Domestic ON RRP (Billion \$)



资料来源: Wind

图表15: Reverse repurchase agreements held by the Federal Reserve: All Maturities (Million \$)



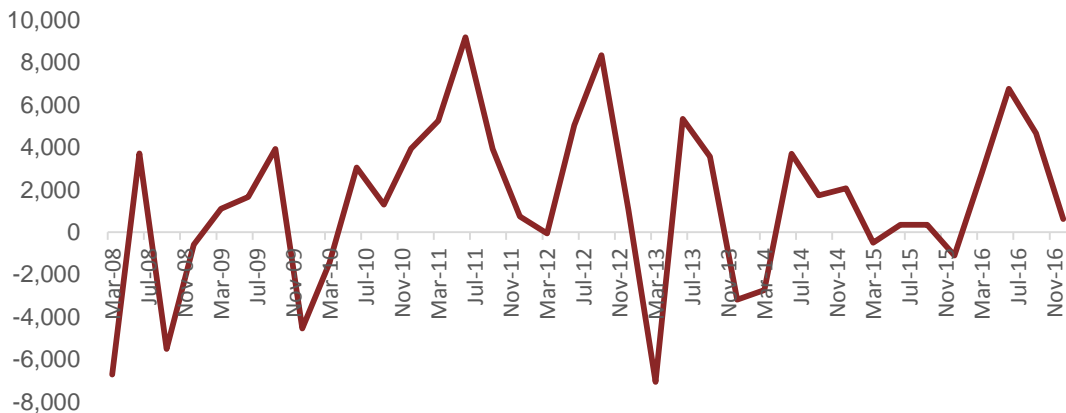
资料来源: Wind

二. 中美货币政策工具的对比

中国货币政策工具1：逆回购

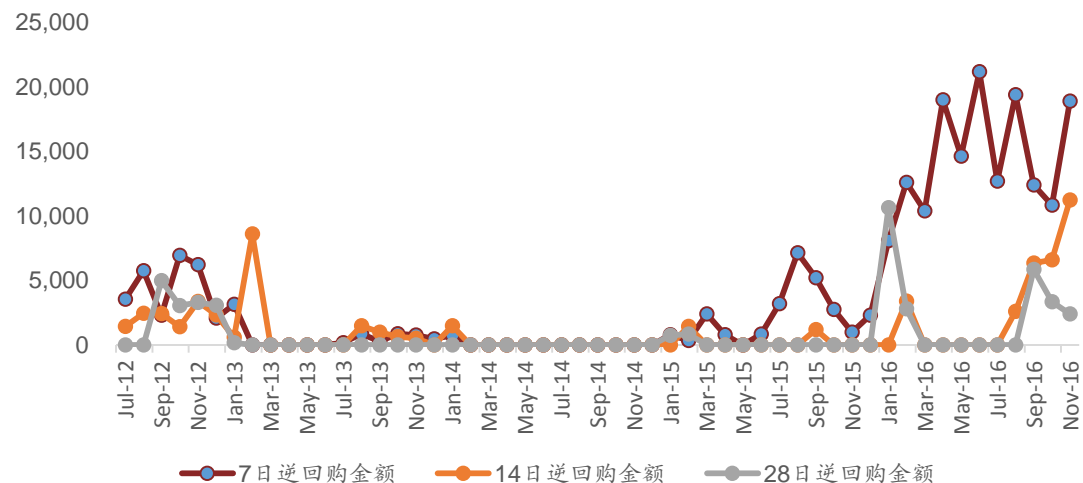
- ✓ 2015年主要通过降低法定存款准备金率供给流动性；
- ✓ 2016年，央行主要通过公开市场逆回购、中期借贷便利以及抵押补充贷款等政策工具供给流动性；
- ✓ 逆回购本质上是央行向市场注入流动性。目前以7天期逆回购为主，灵活搭配14天和28天期逆回购。

图表17：货币净投放量（亿元/季）



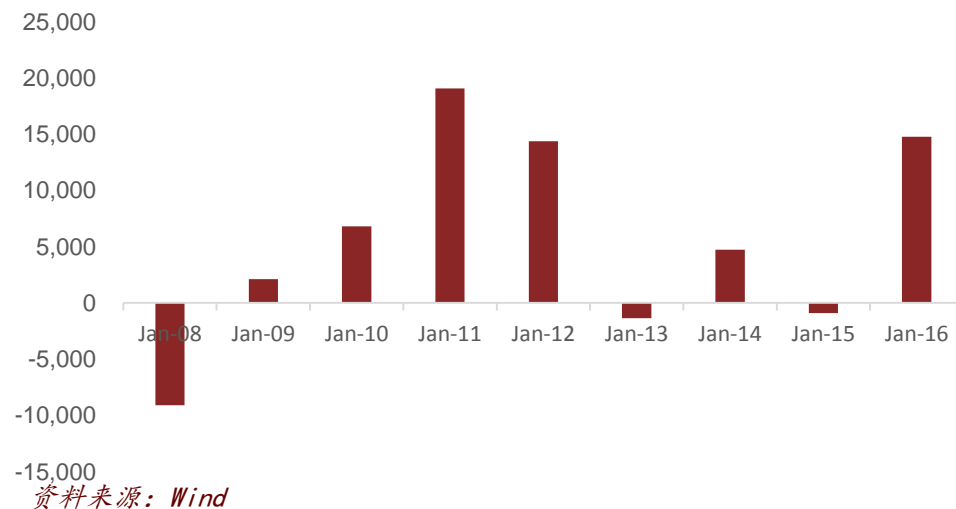
资料来源：Wind

图表16：人民银行月度逆回购金额（亿元）



资料来源：Wind

图表18：货币净投放量（亿元/年）



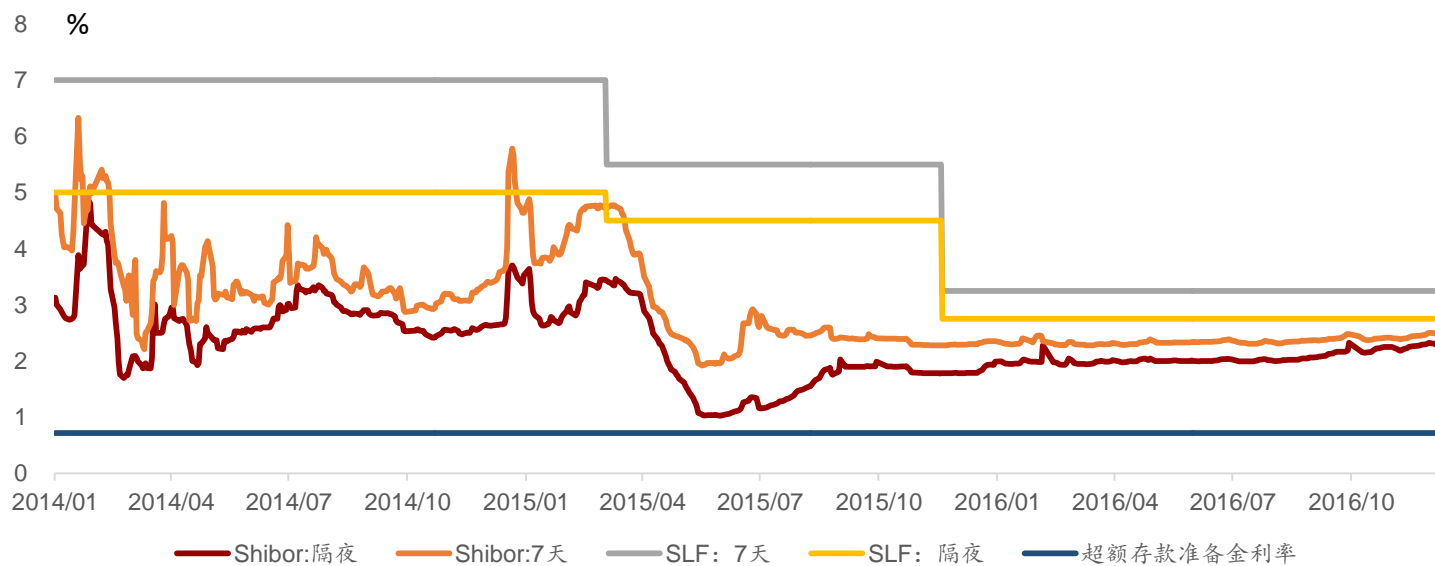
资料来源：Wind

二. 中美货币政策工具的对比

宏观经济研究报告 10/22

中国货币政策工具2：利率走廊

图表19：2014-2016利率走势



资料来源: Wind

- ✓ 人民银行对符合宏观审慎要求的机构隔夜、7天的常备借贷便利利率分别调整为2.75%、3.25%。
- ✓ 上限：发挥常备借贷便利利率作为利率走廊上限的作用；
- ✓ 下限：最适合作为利率走廊下限的政策利率工具是超额存款准备金利率。我国超额存款准备金利率为0.72%。

二. 中美货币政策工具的对比

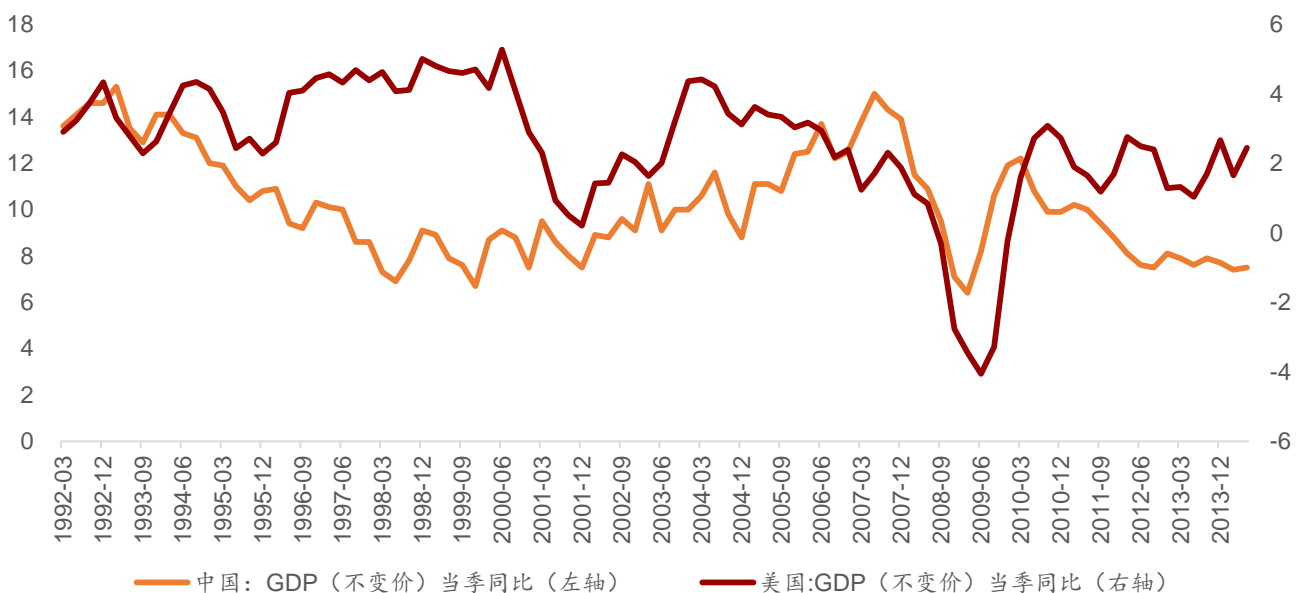
中国货币政策工具3：“特色”——导向性

- ✓ 人民银行在提供中期借贷便利的同时，引导金融机构加大对小微企业和“三农”等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；
- ✓ 支持国民经济重点领域和薄弱环节：开办扶贫再贷款，支持三家政策性银行棚改、重大水利工程的抵押补充贷款；
- ✓ 发挥窗口指导和信贷政策的结构引导作用：“去产能”，发展涉农和小微贷款，发展绿色金融，“因城施策”调控房地产市场；

三. 中美货币政策可能相互牵连

在过去中美名义GDP增速出现的四段背离的阶段，从没有出现过利率政策之间的背离。

图表20: 1992年以来中美经济基本面走势 (%)



资料来源: Wind

图表21: 中美基准利率走势

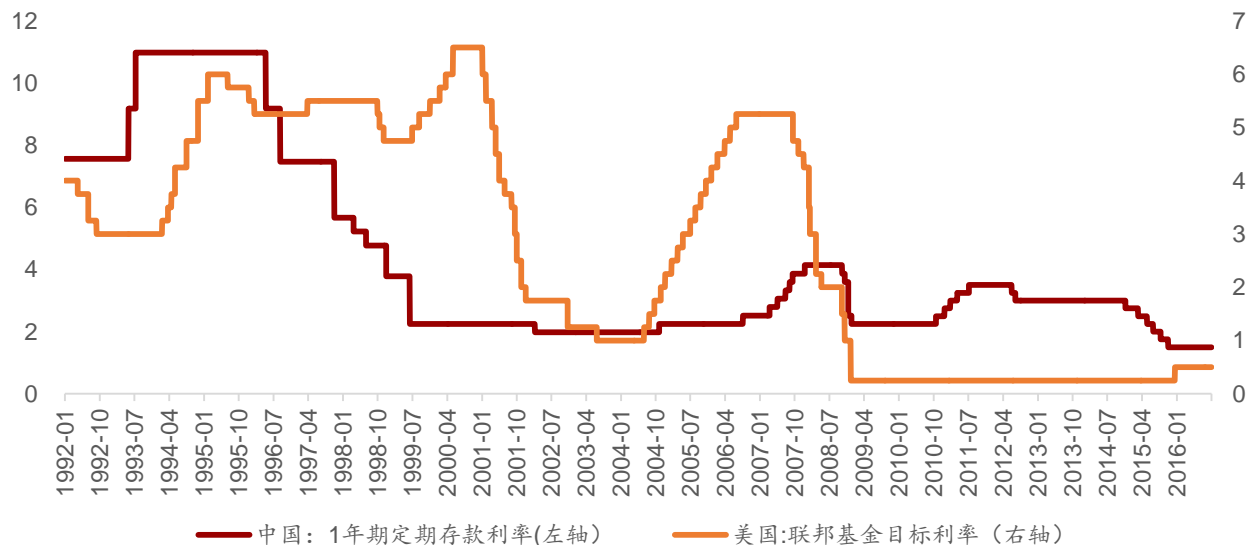
	中国基准利率走势	美国基准利率走势
1995.12-1999.9	11.00% → 2.25%	5.50% → 5.25%
2005.6-2007.9	2.25% → 3.87%	3.25% → 4.75%
2010.9-2011.9	2.25% → 3.50%	0.25% → 0.25%
2013.12-2014.9	3.00% → 3.00%	0.25% → 0.25%

资料来源: Wind

三. 中美货币政策可能相互牵连

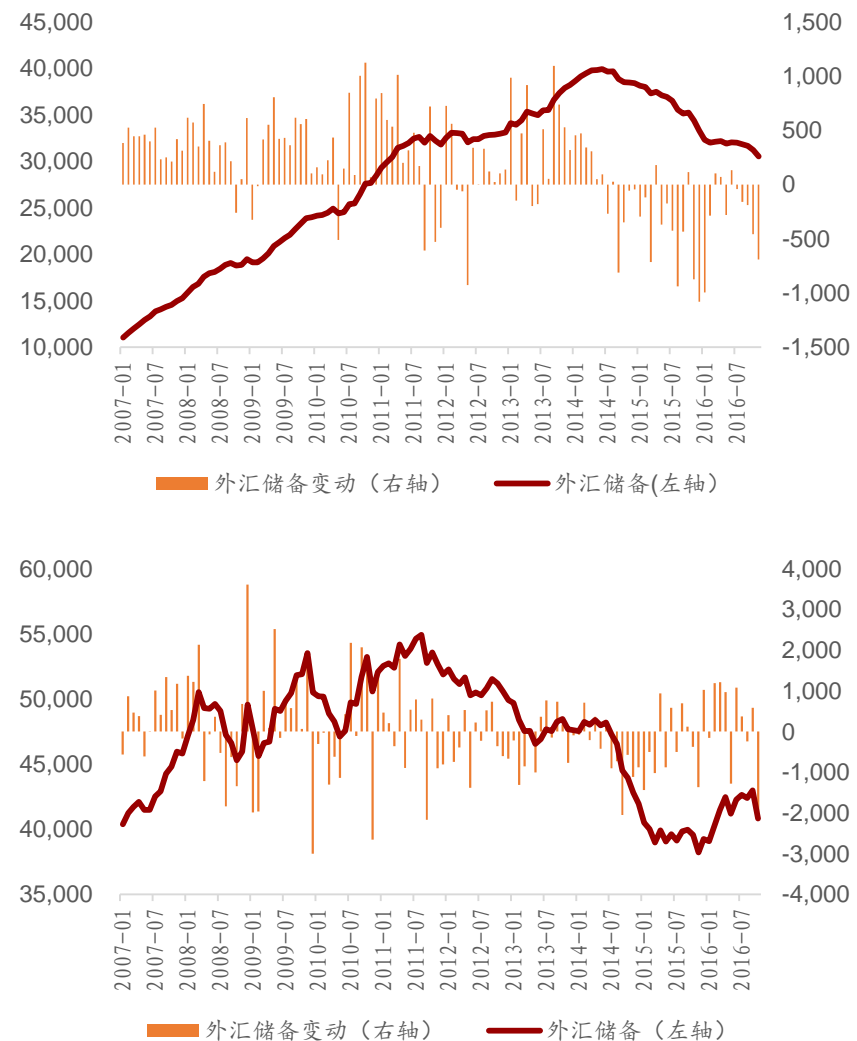
外汇流出和人民币贬值压力使得利率工具使用有限

图表22: 1992年以来中美基准利率走势 (%)



资料来源: Wind

图表23-24: 中美外汇储备余额及变动 (亿美元)

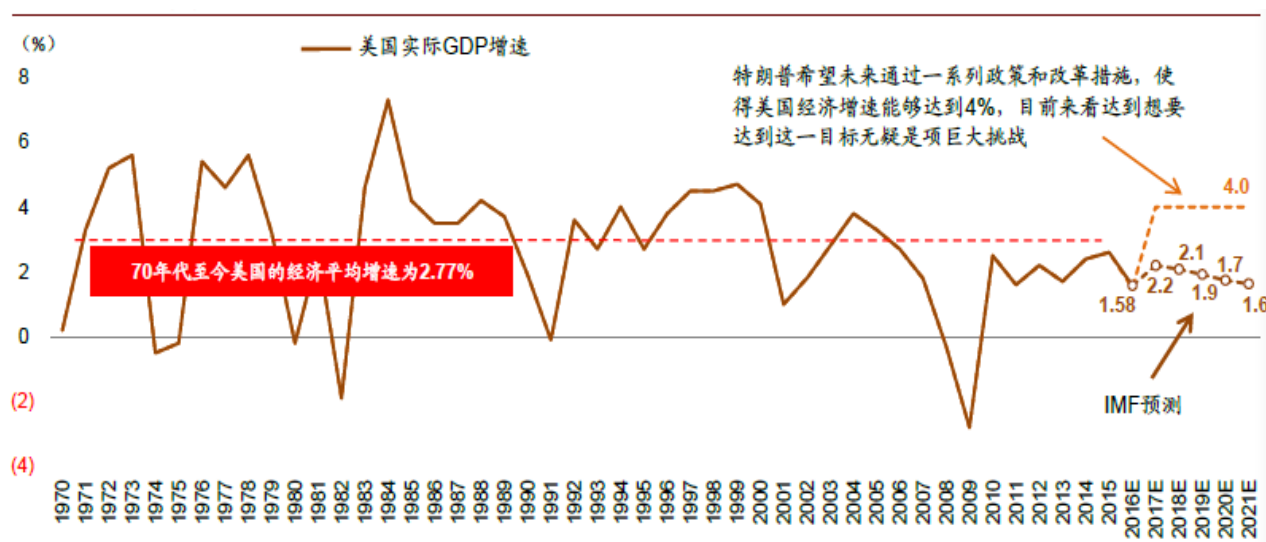


资料来源: Wind

美国——货币政策新增变量“特朗普”

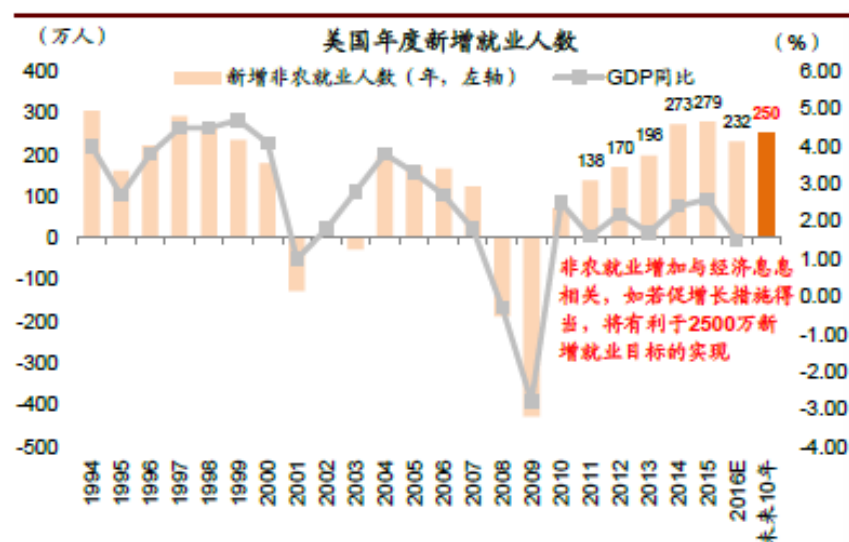
- ✓ 经济增长总目标：“促增长”；
- ✓ 货币政策总基调：低利率环境面临变数，“再通胀”预期升温；

图表25：特朗普希望未来美国经济增速能够达到4%



资料来源：Wind, CEIC

图表26：促增长措施旨在创造2500万的新增就业目标

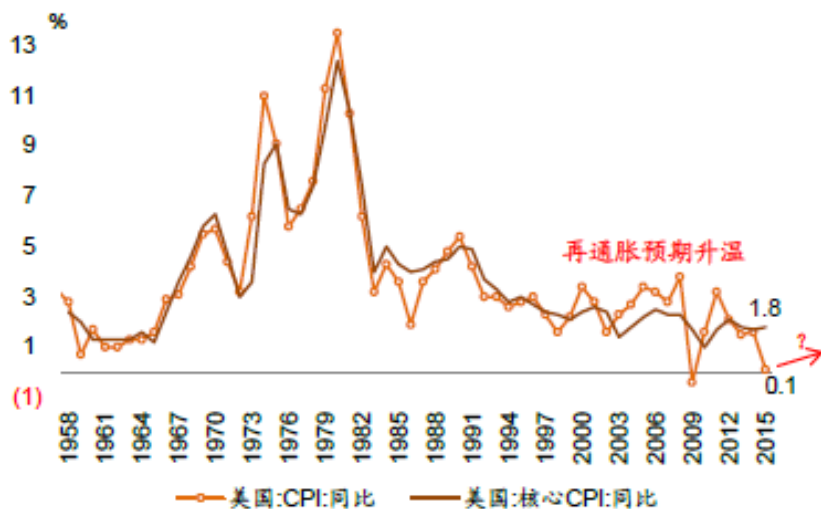


资料来源：Wind

美国——货币政策新增变量“特朗普”

- ✓ 特朗普当选之后，美国货币政策及美联储主席的前景在未来一段时间仍将会被激烈讨论；
- ✓ 考虑到促增长的目标更为重要，预计货币政策即使继续推出也不会出现大幅偏离的情况；
- ✓ 在再通胀政策主导预期下，通胀水平预期有望回升，美国十年国债收益率在今年7月份也可能已经见到历史大底（1.35%）。

图表27：促增长计划提升再通胀预期



资料来源：Wind

图表28：在通胀预期下，美国十年期国债收益率今年7月可能已见历史大底，低利率环境也面临一定变数



资料来源：Wind, CEIC

美国——落实到货币政策的实施

✓ 以修订的泰勒规则作为利率目标决策的基础；

传统泰勒规则以通货膨胀、经济增长为变量；符合美联储的法定长期双重政策目标。美联储后继的规则框架也均是在泰勒规则上作出的一些修订。我们相信，随着加息进程的推进，美联储的利率决策方式将越来越向泰勒规则靠拢。

✓ 通过基于经济数据的前瞻指引来引导市场预期；

美联储可能不会完全回归传统的泰勒规则，2008年金融危机以来的美联储创新元素将可能被传承。这包括，更加灵活的通货膨胀目标，而非2%的恒定目标；采用经济的预期数据来代替历史数据，使得决策更具备动态性与前瞻性。

✓ 货币框架的改革不会有太多的讨论；

伯南克在IMF第三度Rethinking Macro Policy会议上讲话时提及了未来美联储货币政策框架的改革方向。第一，采用工具化规则。第二，保持基于目标的路径，但改变目标。

✓ 联邦基金利率仍是主要政策工具；

在货币政策正常化（缓慢升息）过程中，利率下限为零并不会制约美联储；金融危机之后的一些创新工具将逐渐被雪藏，比如购债计划、对未来基准利率的预测报告。事实上，目前点阵图对利率预期的引导已经远远落后于市场预期，并不利于美联储公信度的维持。而对于美联储庞大的资产负债表，美联储目前似乎没有成熟的定论；但可以肯定的是，未来几年其规模不会回到危机前的水平。

中国——货币政策导向

侧重防范风险、去杠杆，但不会采取全局性的紧缩措施

- ✓ 主基调上增加“在保持流动性合理充裕的同时，注意抑制资产泡沫和防范经济金融风险”的提法，未来一段时间政策整体的思路会重视风险防范；
- ✓ 信贷投向将长江经济带与京津冀协同发展，更强调信贷对产业结构调整的作用，删除了创新支持三农、小微、大众创业、万众创新等具体方向的表述；
- ✓ 金融市场发展方面，淡化创新，强调金融服务实体；
- ✓ 金融风险监管方面，突出强调对重点领域的风险排查，强调对股票市场异常波动、保险资金运用、资产管理业务的风险监测，加强高风险金融机构的监测，完善金融机构市场化退出机制，规范民间融资，加大非法集资打击力度。

中国——落实到货币政策的实施

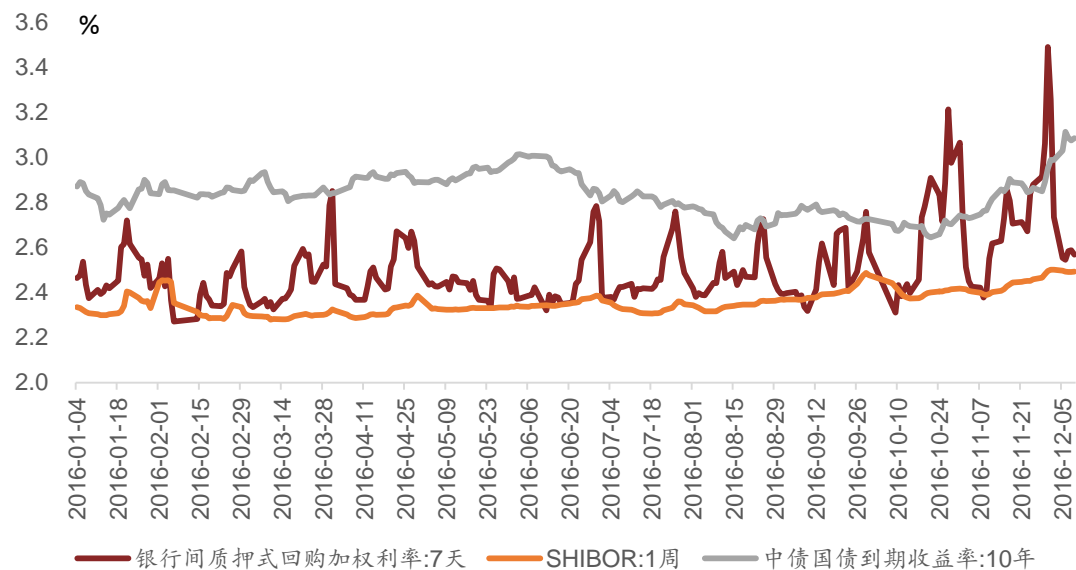
(1) 衡量银行流动性松紧程度更应关注利率指标，注重利率走廊的建设

2016年下半年以来：

- ✓ 央行的公开市场操作——微妙。
- ✓ 丰富了操作品种——以7天逆回购为主，分别于8月24日和9月12日重启14d逆回购和28d逆回购。

在各期限回购利率不变的情况下，“锁短放长”会带来逆回购加权平均利率的上行，从而引导市场利率中枢小幅抬升，起到政策小幅收紧的作用。

图表29:短期利率波动较大,有抬升迹象

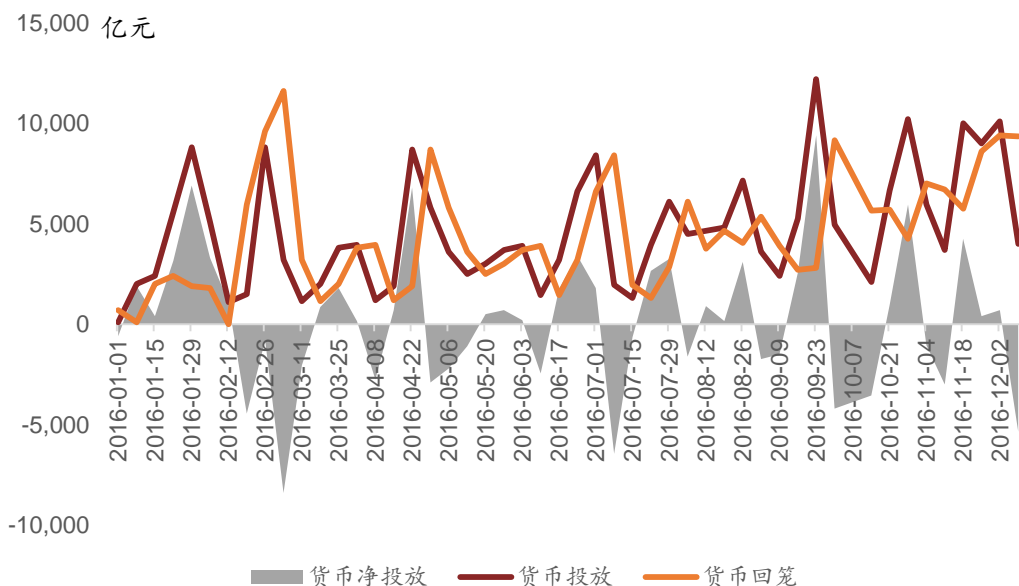


资料来源: Wind

中国——落实到货币政策的实施

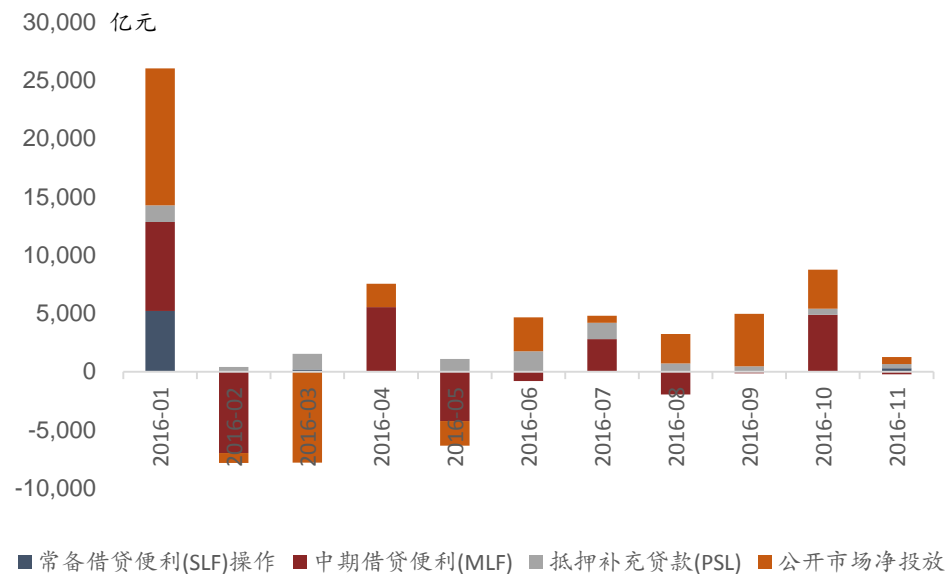
(2) 丰富公开市场操作的品种，也是完善利率走廊的关键

图表30: 公开市场操作量有上升趋势



资料来源: Wind

图表31: 央行流动性净投放: MLF净投放比重增加



资料来源: Wind

央行强调，“当前货币政策调控正处在从数量型为主向价格型为主逐步转型过程中，更加注重稳定短期利率、探索构建利率走廊，稳定市场预期，疏通传导机制。”

中国——落实到货币政策的实施

总结：

由于经济仍处于下行之中，但又要兼顾抑制资产泡沫和防范经济金融风险的需要。

估计未来逆回购利率会保持稳定，而更多通过调整各期限的逆回购操作量的方式，来微调逆回购的加权平均利率，进而小幅来引导利率变化。

那么...

问题来了...

12月16日美国真的真的会加息吗？

复旦证券研究所宏观团队（基金班）倾情出品

感谢大家投我们一票！

0(∩_∩)0