

研究报告

2017 年第 76 期

2017.6.28

执笔：马素红

suhong.ma@icbc.com.cn

中美货币政策，联动还是分化？

要点：

- 由于经济融合带来周期共振、中国资本账户开放导致金融互动加深等原因，中美货币政策联动性增强，这既体现在中美长债收益率的相关性增强，也突出体现在自去年底以来中美加息节奏趋同。
- 但中国央行 6 月份未跟进美联储脚步加息，主要由于去杠杆政策导致市场广谱利率明显上升；国内需求端二次探底，宏观经济环境不支持货币政策继续收紧；中美利差得到明显修复，资本外流压力有所改善，人民币汇率保持稳定。
- 综合中美两国经济情况来看，两国货币政策未来均趋于紧缩，但再次同步加息的可能性不大，主要是由于两国货币政策的目标和方式不同。美联储加息和缩表是趋势性的。而中国则更多地是利用经济阶段性回暖的契机挤泡沫、强监管、降风险、去杠杆。
- 中国货币政策目标力求取得以下平衡：保证“金融去杠杆”但避免市场超调引发流动性恐慌，抑制资产价格泡沫但避免对实体经济回暖构成打压，在实现上述两项对内目标的基础上兼顾“人民币汇率稳定”的对外目标。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

6月15日，美联储再次将联邦基金利率提高25个基点，与3月、1月中国央行跟随美联储加息脚步采取“准加息”措施不同，本次央行并未提高货币政策工具操作利率。这是否意味着打破了年初以来中国央行跟随美联储步伐同步加息的规律？央行为何此前跟随美联储提升国内的公开市场操作利率？6月份为何按兵不动？下一阶段中美利率走势的联动性是否会继续保持？笔者尝试对以上问题进行分析解答。

一、中美货币政策联动性增强：表现及原因

近年来，中美货币政策联动性增强，既体现在以长期国债利率为代表的市场利率，也体现在货币当局直接调节的政策利率方面。

1. 中美市场利率走势高度联动。近年来，中美两国以10年期国债收益率为代表的市场利率走势联动性增强。2008年之前，中美国债利率的走势并不一致。随着中国资本管制的逐步放松，中美国债利率走势联动性明显增强。其中，2007年8月，外管局允许境内机构自行保留其经常项目外汇收入，是资本管制放松的一个标志性事件。据测算，2008年之前，中美国债利率的相关系数仅为0.11，2008年至今中美国债利率的相关系数为0.33，而2014年至2017年期间，中美国



债利率走势的相关系数迅速上升至 0.81。中国国债利率多数时间高于美国，但相对于美国长债利率变化往往滞后 1-3 个月。

2. 本轮中美加息节奏趋同。3 月 16 日，在美联储上调联邦基准利率 25 个基点之后，中国央行紧随其后，也宣布上调公开市场操作（OMO）利率和隔夜常备借贷便利（SLF）利率，实行“准加息”。此前，2016 年 12 月 15 日美联储加息 25 个基点，一个多月后的 2017 年 1 月 24 日央行首次上调中期借贷便利（MLF）操作利率，紧接着在 2 月 3 日上调 OMO 和 SLF 利率。

3. 为何中美会同时步入新一轮的加息周期？

一是在全球融合的大趋势下，中美经济周期不断趋同。2000 年加入世贸组织后，中国与全球的贸易流、资金流极大拓展，经济基本面与美国等主要经济体的同步性增强。近年来的突出表现在：一是 2008 年国际金融危机不仅给发达经济体带来显著冲击，也导致中国经济增速出现大幅下滑。二是自 2016 年下半年以来，美欧日等发达经济体的经济向好，通过贸易、投资等渠道溢出到新兴经济体，中国经济也呈现筑底回升迹象。对比两国，可以看出，中美经济体均面临着实体经济向好同时伴随资产价格持续上涨的局面，虽然中美

实体经济和资产价格泡沫的侧重点略有不同。因此，在美国货币政策收紧的背景下，中国紧随其后，同向而行。

二是中国推进资本账户开放使得中美两国的金融互动加深。历史经验表明，在新兴市场国家加快资本账户开放的过程中，国际大环境特别是美国货币政策周期的变化极易导致一国资本流动的激增与收缩。从中国的实际情况来看，本轮美国启动货币政策正常化的历程，导致中国资本外流和人民币汇率贬值压力加大。截至 2017 年 5 月，衡量跨境资本流动情况的外汇占款已经连续 19 个月持续下降，表明跨境资本流出的压力仍然未有根本缓解。与此同时，人民币兑美元汇率 2016 年全年贬值了 6.84%，为连续第三年贬值。为了缓解资本外流压力，以及稳定人民币汇率，央行在一季度采取调节公开市场操作利率的方式间接引导利率上行，以增加中美利差。

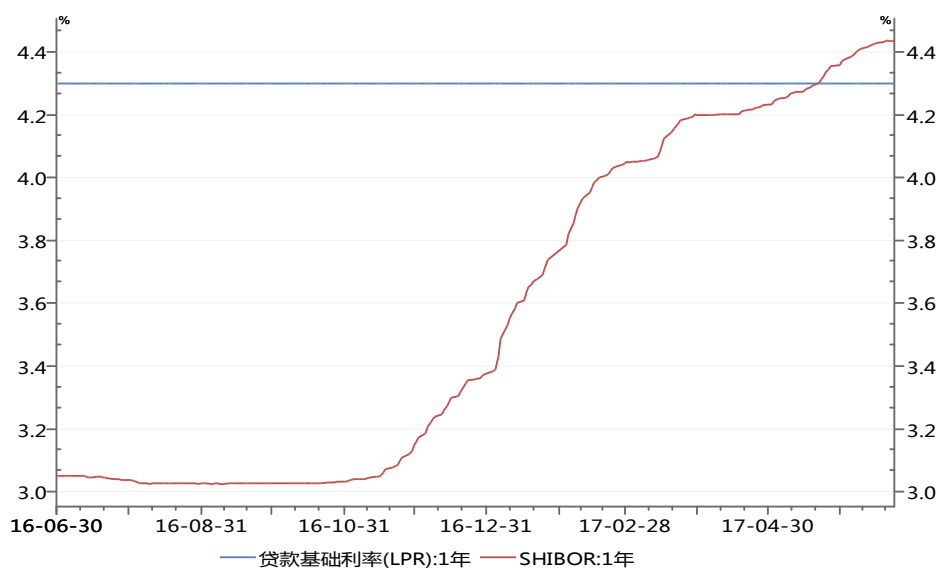
二、中国央行为何 6 月份未跟进加息？

美联储 6 月加息之后，中国央行并未如 3 月和 1 月一样跟进加息，而是维持公开市场操作利率不变。这是由于综合考虑内外部环境的最新变化之后，再度跟进加息的必要性已经下降。



一是去杠杆政策导致市场广谱利率明显上升。随着去杠杆政策下货币紧平衡及一系列监管政策生效,各期限 Shibor 利率、国债收益率都已上升至 2015 年年初水平。例如,近期我国银行间货币市场利率大幅波动且不断抬升,自 5 月下旬以来,1 年期 SHIBOR (上海银行间同业拆放利率) 持续高于 4.35% 的 1 年期 LPR (贷款基准利率)。在利率倒挂 (银行负债端利率超过资产端利率) 的影响下,市场利率抬升向实体经济融资成本抬升的传导效应开始显现。

图1 1年期 SHIBOR 与 1年期 LPR 走势图



数据来源:Wind资讯

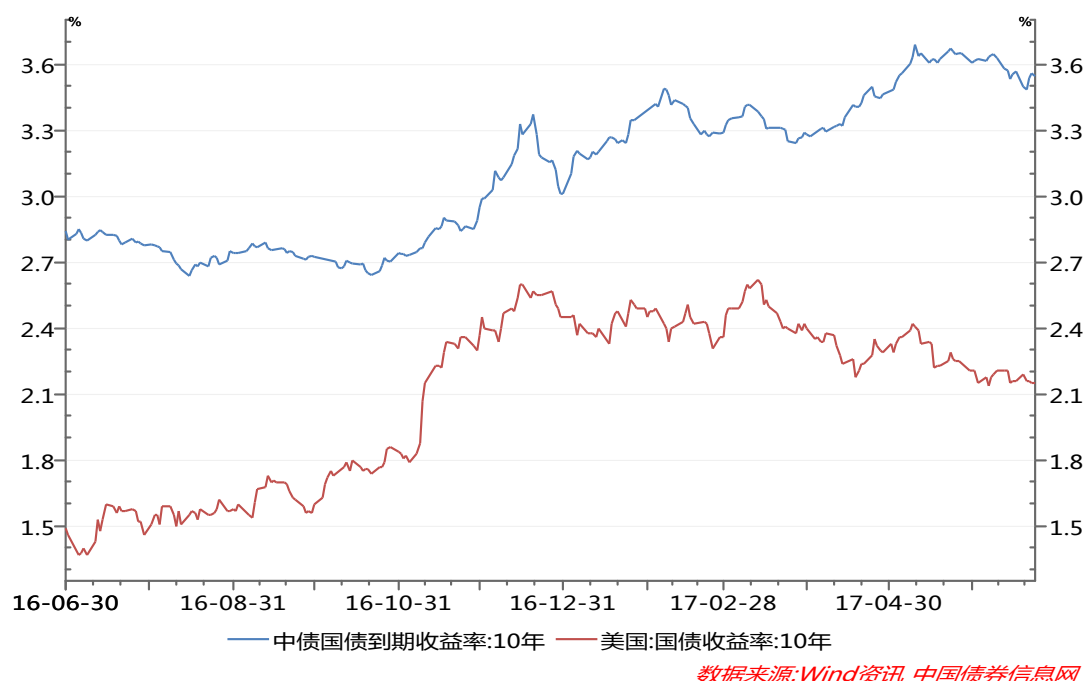
二是国内需求端二次探底,宏观经济环境不支持货币政策继续收紧。5 月份的中国固定资产投资、工业增加值的同比、环比增速均出现回落, PPI 环比连续两个月负增长, 这

些均预示下半年稳增长的压力较大。在这种背景下，继续跟随美联储上调利率或缩表不但无益于金融去杠杆，还可能造成市场流动性恐慌和进一步抬升实体经济融资成本，对全年经济增长目标带来较大压力。

三是中美利差得到明显修复，资本外流压力有所改善。自今年年初以来，中国资金市场利率大幅攀升，带动 10 年期国债收益率上升到 5 月 10 日 3.69% 的阶段高点。同期，美国金融市场对特朗普的政策预期日渐恢复理性，美元 10 年期国债收益率也出现了较大的回落。5 月末以来，中美利差水平维持在 140 个基点左右，处于去年 7 月以来的高点。中美无风险利差保持在较高水平，对于跨境资金外流起到抑制作用。外汇占款和外汇储备的近期变化也印证了这一点。中国 5 月外汇储备达到 30535.7 亿美元，为连续第四个月上升，创 2014 年 6 月以来最长上升周期。外汇占款虽仍在减少，但降幅已经在不断收窄。



图2 中美10年期国债收益率走势图



四是人民币汇率保持稳定。自今年3月以来,人民币对美元汇率稳中有升,年初破7的预期已经烟消云散。从外因看,美元的“特朗普行情”终结,美元指数步入回调盘整阶段;从内因看,今年年初的人民币汇率预期管理有效打破了贬值的共识,阻止人民币汇率非理性超调。从汇率形成机制看,央行5月底宣布在人民币对美元中间价形成机制公式中加入逆周期因子,用于对冲市场波动对于汇率的影响。以上三大因素为人民币汇率长期稳健走势奠定了基础,通过加息保汇率的必要性有所下降。

图3 人民币汇率中间价走势图



数据来源:Wind资讯

三、中美货币政策同向收敛，但继续联动加息的概率下降

美联储下半年继续加息应是大概率事件，并可能于年底缩表。从中美货币政策此前的联动来看，一是今年一季度中美几乎同步加息，二是在美联储强化缩表预期之际，中国央行一季度率先缩减资产负债表规模达万亿。那么，中国央行是否会同步跟随美国的加息及缩表步伐？

笔者认为，综合中美两国经济情况来看，两国货币政策未来均趋于紧缩，但再次同步加息的可能性不大，主要是由于两国货币政策的目标和方式不同。



美联储加息和缩表是趋势性的。美国经济内生增长动力强劲、就业市场稳步向好、特朗普上台后引发市场对其财政扩张的乐观预期、以美股为代表的风险资产价格持续上涨，都反映出美国经济存在由复苏走向过热的风险，美联储未来持续加息及缩表，既是防止经济增长由强劲转为过热，也是提前调控通胀预期，防止通胀预期转化为实际的高通胀。因此，未来 2-3 年美联储将持续加息，直至达到美联储长期利率正常化的 3% 目标。

而中国则更多地是利用经济阶段性回暖的契机挤泡沫、强监管、降风险、去杠杆。这意味着中国的货币收紧是阶段性的，恐不会像美国那样持续。例如，2007 年 1 季度，多项指标显示中国经济开始企稳回升，但房地产市场依然高烧不退，大宗商品价格快速反弹。在上述背景下，中央的宏观调控重心从稳增长转向防风险和促改革，而央行则通过货币市场工具的组合和期限调整，实现适应经济形势和流动性状况的渐进式去杠杆的政策目标。然而，自 5 月份以来，国内经济数据出现阶段性回落，市场利率显著抬升。与此同时，资金外流压力缓解，人民币汇率企稳回升。经济出现的最新情况不支持中国再次与美国同步加息。

从下半年情况来看，由于面临金融“去杠杆”、抑制房

价和大宗商品价格泡沫等压力，我国货币政策将持续处于紧平衡的状态下。但应当指出的是，中国作为经济大国保持着货币政策的独立性，货币政策的决策主要是基于国内经济基本面、金融市场流动性的情况而做出的，因此，下半年是否会再次与美国同步加息，将视国内经济数据走向、金融市场流动性及市场利率走势等因素决定。总之，中国货币政策将力求取得以下平衡：保证“金融去杠杆”但避免市场超调引发流动性恐慌，抑制资产价格泡沫但避免对实体经济回暖构成打压，在实现上述两项对内目标的基础上兼顾“人民币汇率稳定”的对外目标。