

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

张璐

lzhang@cebm.com.cn

# 中美货币政策还会“完美联动”么？

北京时间6月15日凌晨，美联储将召开6月FOMC议息会议。尽管资本市场早已打满了本次美联储加息25bp的预期，但对中国投资者来说，本次会议还蕴含另一悬念：3月16日凌晨美联储宣布加息后，中国央行当天即全线上调了SLF、MLF及逆回购利率；这一次，中国央行还会重新演绎亦步亦趋、“完美联动”的一幕么？

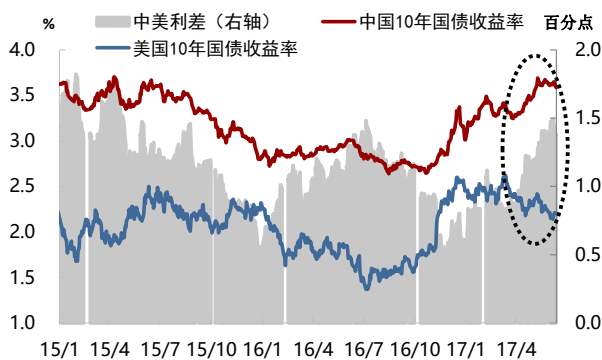
今时不比往昔！经过近三个月“监管风暴”的洗礼后，中美利差已然拉开；金融去杠杆取得了看得见摸得着的积极成效；金融监管从央行主导下的温和倒逼，演变为一行三会愈益强化的监管协调；中国经济也在稳中向好之后确立了周期下行的拐点。这些都意味着，6月中国央行再度上调公开市场操作利率的必要性已大为减弱。从中国实体经济和金融去杠杆的现状出发，进一步边际收紧货币政策可能造成的“冲击”，似乎已明显高于其中的“助益”。

特别是，当前美国核心通胀低迷不振，生产率增速迟滞难起，市场已有更多讨论本月的美联储加息会否就是今年美联储利率调整的“绝唱”。至少此时此刻，中国央行似乎不必太多担心美联储加息车轮会滚滚向前。“敌不动我不动”，“敌乱动我亦可不动”！

## 演变1：中美利差已然拉开

“中美利差”收窄及与此相关的人民币汇率贬值压力，是3月中国央行跟随美联储加息的直接动因。3月中旬，中国央行“准加息”背景是：美国长债收益率经过特朗普当选总统后的快速拉升，维持高位震荡；而中国长债收益率虽也经历了较大幅度的调整，但一直未能显著拉升与美国之间的利差（图1）。在中美利差保护偏弱的情况下，当时人民币汇率的贬值压力犹存：一方面，尽管经过春节后的快速升值，人民币兑美元汇率脱离了行将“破7”的高压位置，但依然保持在6.9的较高水平上；另一方面，反映人民币贬值预期的离岸人民币期权波动率的风险逆转指标，也维持在2016年7月以来的较高水准上，市场情绪还算不上稳定（图2）。

图 1：央行 3 月跟随加息后中美利差大幅拉开



来源：Wind，莫尼塔研究

图 2：人民币贬值预期也得到了进一步缓解



来源：Wind，莫尼塔研究

而在当前时点，中美利差已经拉大到一个较为健康的水平上；人民币汇率经过5月下旬以来的大幅升值，也已回到一个较为安全的区间。从这一角度来讲，中美货币政策联动的必要性已明显下降。

美国方面，3月中旬以后，基建和税改两大政策裹足不前，特朗普又相继陷入“泄密门”和“通俄门”，市场的失望情绪与日俱增，“特朗普行情”迅速降温。一个重要体现就是，3月美联储加息后，美国长债收益率反而步入震荡回落区间，“格林斯潘之谜”再度浮现。这体现出美联储货币政策的指向，与市场对美国经济的判断之间呈现明显分歧。中国方面，4月上旬银监会监管风暴骤然来袭，导致债券市场剧震，长债收益率走出了新一波快速上行的行情。就在中美长债利率“一升一降”的过程中，中美利差得到明显修复。

不仅如此，5月下旬，外管局针对人民币汇率“升值乏力”的状况，宣布在人民币中间价设定中加入“逆周期因子”，并迅疾触发了人民币兑美元汇率近千点的升值。经过这一轮快速升值，人民币汇率回到了6.8左右的相对安全区间，期权市场所反映的人民币贬值预期也下降到了“8-11”汇改以来的新低。人民币汇率这一外部失衡的缓解，无疑为中国货币政策的独立性提供了更大空间。

## 演变2：金融去杠杆成效初现

通过提升金融机构的资金获取成本，以倒逼金融机构去杠杆，这是3月中国央行跟随美联储加息的核心考量之一。4月银监会高调介入之后，金融去杠杆进程明显加快。时至今日，金融机构实施杠杆套利的冲动已得到了有效遏制，这体现在两个方面：

其一，银行间市场上的隔夜资金成交占比已降至较低平台。隔夜资金成交占比由2015年4月-2016年8月的近90%，到2017年3月以来稳定在82%左右（图3）。这反映出，在央行货币投放持续偏紧和货币市场利率波动加大的情况下，金融机构获取稳定便宜资金的难度大大增加，不再能够大肆进行隔夜资金的滚动拆借，去支持最大限度的杠杆套利。

其二，信用利差迅猛飙升，目前信用利差已较3月中旬央行跟随加息时拉大超过30bp（图4）。过去两年，信用利差一度被压缩至历史低位，这既是金融机构实施杠杆套利的结果，也在不断加强着金融加杠杆的必要性。目前，信用利差已恢复到2015年8月的水平，金融机构更有条件在不加杠杆的情况下满足投资的收益率要求，同时也反映出随着杠杆套利的难度上升，市场对信用风险的定价趋于理性。

此外还需注意，在信用利差快速走阔过程中，期限利差却在不断冲破新低。也就是说，我们前面提到美国正遭遇的“格林斯潘之谜”，在中国似乎也出现了同样的演绎：主要由金融去杠杆导致的利率上行，与经济基本面的情况出现了分歧。面对“平得不能再平”的收益率曲线，结合宏观经济趋于放缓的现状，央行进一步上调公开市场利率实则很难缓解曲线过平的问题。

图 3：隔夜资金成交占比已明显下降



来源：Wind，莫尼塔研究

图 4：信用利差与期限利差已不可同日而语



来源：Wind，莫尼塔研究

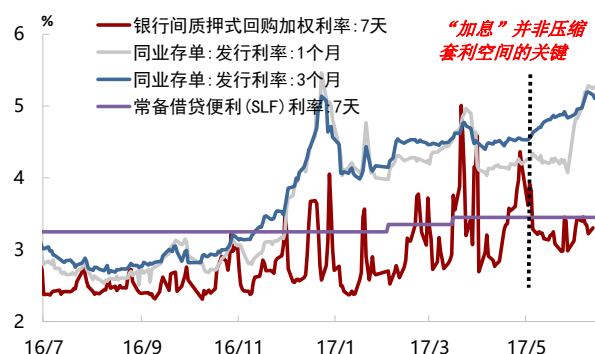
### 演变3：监管协调成为新基调

不同于3月中旬时央行主导下的温和去杠杆，4月银监会的高调介入，对央行“稳货币”提出了更高诉求。此前央行主导的金融去杠杆，是以2016年8月重启14天逆回购为起点的。央行最初只是通过拉长资金投放的期限，间接提升杠杆套利的成本。直到2017年2月，央行才首次上调公开市场操作利率，3月中旬又再次上调。从政策力度和资本市场的反应来看，央行倒逼金融机构“温和去杠杆”的意图较为明确，步伐较为渐进。但4月上旬，银监会“三套利”、“三违反”、“四不当”等监管文件可谓疾风骤雨，直指要害，很快掀起资本市场的“股、债、商”三杀。

资本市场的恐慌、金融机构资金融出意愿的随之减弱、流动性相应的骤然抽紧，大大增加了央行进行流动性管理的难度。在中央提出“加强监管协调”的背景下，央行出于守住“不发生系统性风险”的底线，有必要适度减弱其倒逼去杠杆的力度，以“不松不紧”的货币政策操作进行适度对冲。因此，我们近期看到央行频繁发声安抚市场情绪，且5月以来R007一直未再突破利率走廊上限。在此情况下，再度“准加息”释放偏紧的货币政策信号，似乎并不符合央行近期的调控节奏。

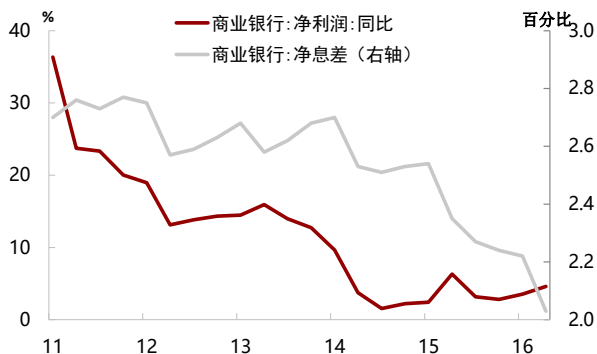
不仅如此，当前同业存单发行利率对市场的边际影响已然超过了逆回购利率，央行“准加息”对市场的影响或许有限，但对商业银行的盈利压力却是“雪上加霜”。5月以来，R007一直保持在利率走廊内部，短期资金面相对松弛，但3个月和1个月同业存单发行利率却先后大幅攀升至近2年多来的新高，资金利率曲线高度陡峭化（图5）。这反映出，随着金融去杠杆的推进，金融机构负债的核心已不再是吸收短期资金，支持杠杆套利，而更多是吸收长期资金，平稳度过MPA考核，及为尚未到期的同业资产续命。如果说3月央行跟随加息有减少R007与同业存单之间套利空间的考量，那么目前这一套利空间的拉大与持续，意味着央行再度上调逆回购利率并不会对市场产生明显的边际影响。相反，进一步提升银行获取资金的成本，对其叠创新低的净息差和低迷不振的净利润增速却可能构成更加沉重的打击（图6）。

图 5：“准加息”对压缩套利空间作用甚微



来源：Wind，莫尼塔研究

图 6：“准加息”对银行盈利却是雪上加霜

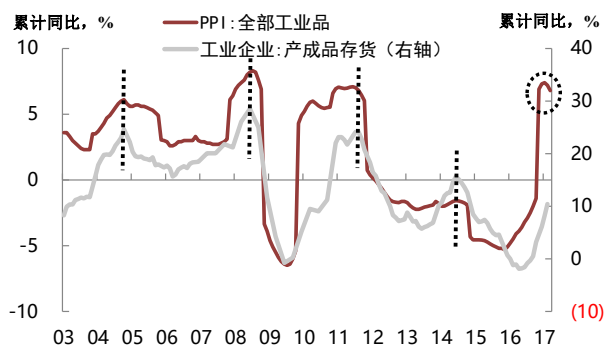


来源：Wind，莫尼塔研究

### 演变4：中国经济确立下行拐点

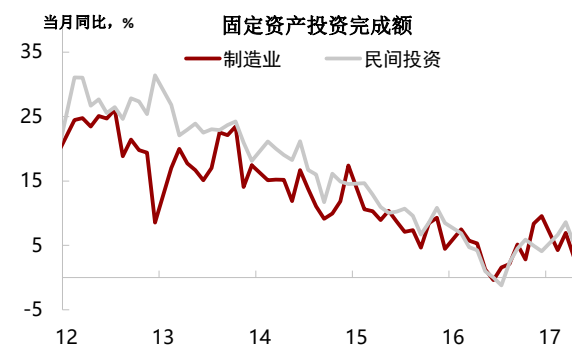
最后需要指出的是，当前中国经济状况同样有别于3月央行跟随加息之时。3月16日，1-2月中国经济数据刚刚发布，尽管没有此后公布的1季度GDP数据那般亮眼，但中国经济至少保持住了去年四季度以来的较高景气，工业企业尚处于主动补库存阶段，市场上亦不断涌起“新周期崛起”的声音。央行在当时情境下“加息”，并不会对实体经济造成太大压力。相反，4月以来，PPI见顶回落、制造业投资震荡下滑、工业进入被动补库存阶段，中国经济转弱迹象逐渐增加，“新周期崛起”之声似乎也已沉寂（图7、图8）。随着1年期Shibor利率上行突破贷款基准利率，市场开始更加担心金融去杠杆对实体经济的潜在冲击（参见我们此前报告《2013年“钱荒”没有告诉我们什么》）。因此，当前情境下，央行再度跟随美联储“加息”，与中国经济的走向似乎也是存有分歧的。

图 7：PPI 累计同比预示工业去库存将至



来源：Wind，莫尼塔研究

图 8：制造业复苏的故事已被证伪



来源：Wind，莫尼塔研究

## 近期报告

- 2017年05月21日 国内宏观周报：何妨降准？
- 2017年05月18日 金融监管风暴来袭：银行如何参与应对——金融监管专题调研纪要
- 2017年05月16日 那些已获证实的和仍需警惕的——4月经济增长数据点评
- 2017年05月15日 央行传递的新信号——2017年1季度《中国货币政策执行报告》点评
- 2017年05月12日 监管风暴下的信用紧缩——4月金融数据点评
- 2017年05月10日 CPI同比暂时步入“1时代”——4月物价数据简评
- 2017年05月09日 外贸减速压力犹存——4月外贸数据简评
- 2017年05月07日 国内宏观周报：收益率曲线继续“熊平”
- 2017年05月04日 “2017年货币政策的逻辑”系列专题二：“金融去杠杆”向何处去？
- 2017年05月03日 经济“阴跌”，是喜是忧？——4月中国经济数据前瞻
- 2017年05月01日 国内宏观周报：上游行业景气逐渐退潮
- 2017年04月27日 中游景气逆势改善——3月工业企业利润数据简评
- 2017年04月26日 中国经济周期之辩：制造业复苏的故事有多真？
- 2017年04月23日 国内宏观周报：金融监管风声鹤唳
- 2017年04月18日 6.9%背后的“强”与“弱”——1季度经济增长数据点评

## 免责声明

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

## 上海 (总部)

地址：上海市浦东新区花园石桥路66号  
东亚银行大厦7楼702室。  
邮编:200120  
电话：+86 21 3383 0502  
传真：+86 21 5093 3700

<http://www.cebm.com.cn>  
Email:cebmservice@cebm.com.cn

## 北京

地址：北京市东城区东长安街1号东方广  
场E1座18层1803室  
邮编：100738  
电话：+86 10 8518 8170  
传真：+86 10 8518 8173

## 纽约

地址：纽约市曼哈顿区第五大道535号  
12楼  
邮编：10017  
电话：+1 212 809 8800  
传真：+1 212 809 8801