



Committed to Improving
Economic Policy.

Research Note

2017.7.27 (Y-Research RN17-176)

作者：刘昕 阚明昉 吴越 何啸/第一财经研究院研究员
liuxin@yicai.com

www.cbnri.org

研究简报

宏观与央行

通胀走弱无阻“缩表”步伐

——7月海外央行会议总结

虽然在7月的议息会议中，美联储、欧央行和日本央行均按兵不动，但三大央行所释放出的信息却不少。我们对三次会议的总结如下：

- 美联储九月公布“缩表”计划几成定局，通胀走弱不会阻碍美联储的“缩表”步伐。若未来通胀持续走弱，我们很可能会看到降息与“缩表”并行的情况。
- 欧元兑美元的强势表现除了由于欧元区自身经济表现超预期之外，此前大量套利交易的欧元头寸平仓也起到了不小的推动作用。债券市场并未显示明显紧缩，整体金融环境宽松，欧央行在12月后暂停资产购买的可能性较大，资产负债表将继续作为欧央行的活跃政策工具。
- 日本国债的收益率曲线达到史无前例的平坦，经济主体或更倾向于参与短期经济活动而非长期。由于通胀疲弱，日本短端实际利率比美国与欧元区更高，继续下探负利率恐怕将是日本央行未来不得已的选择。

美联储：通胀走弱无阻“缩表”步伐

美联储七月会议声明的修辞与六月相比并无太多变化，值得注意的重点有两个：一是确认目前总体通胀与核心通胀处于2%目标下方，联储将紧密关注未来通胀走势；二是称将较快（relatively soon）开启资产负

债表正常化进程，九月公布“缩表”计划几成定局，三周后公布的会议纪要或对此提供更多线索。

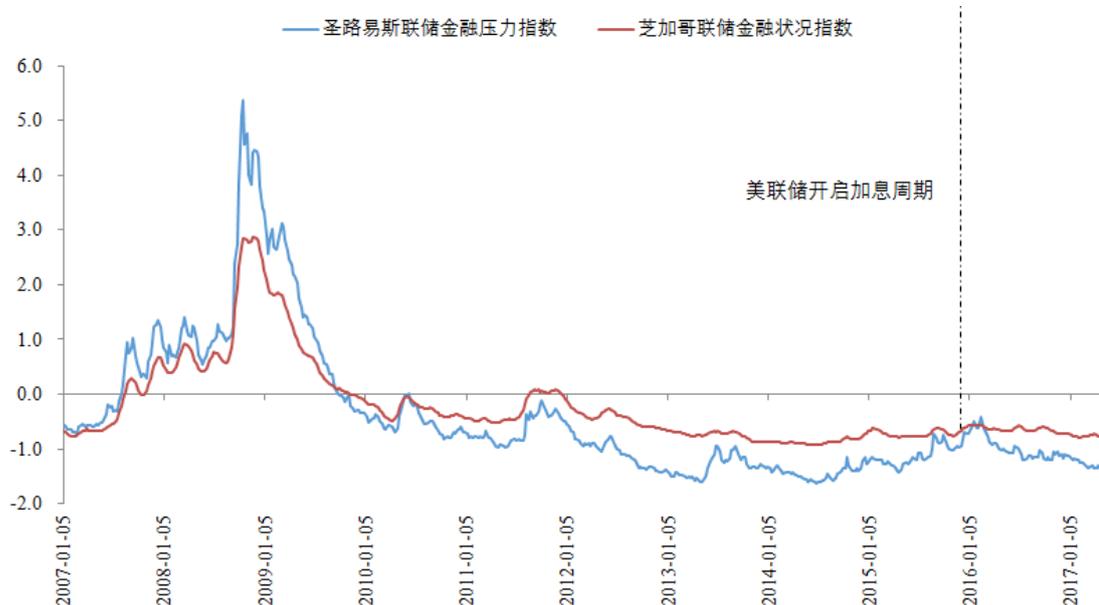
考虑到美联储遵循的是对称的通胀目标，目前通胀持续低于2%对于联储来说是一个顾虑，但并不会成为阻碍“缩表”的因

素。在六月的议息会议中，美联储进一步明确了设定联邦基金利率区间是能够反映货币政策立场的主要政策工具，而资产负债表不是，只有当未来经济前景极度恶化时，联储才会考虑对所持有的证券本金与利息进行再投资。目前联邦基金利率区间为 1% 至 1.25%，联储已为未来放宽货币政策留出一定的政策空间，若未来通胀持续走弱，我们很可能会看到降息与“缩表”并行的情况。

融状况不紧反松，这一定程度上是由于海外美元回流所导致的。在美联储正式开启“缩表”之后，若海外美元进一步回流，这将部分抵消“缩表”所带来的紧缩效果。此外，资产负债表政策与通胀之间的联系一直存疑。毕竟，在金融危机爆发后的几年中，各大央行实行的量化宽松政策一直被诟病无法实质性助推通胀，那现在我们也担心“缩表”对通胀的拖累。

自美联储开启加息周期以来，美国的金

图 1 美国金融状况依然宽松



数据来源：圣路易斯联储

美联储对美国经济的判断

	2017.5 会议声明	2017.6.14 会议声明	2017.7.26 会议声明
经济活动	经济增速放缓	经济温和扩张	经济温和扩张
家庭支出	家庭支出温和增长	家庭支出增长	家庭支出持续增长
企业固定资产投资	企业投资稳固	企业投资持续扩张	企业投资持续扩张
劳动力市场	劳动力市场持续改善，近几个月来，新增就业稳	劳动力市场持续改善，新增就业温和但稳固，年初	劳动力市场持续改善，年初以来，新增就业保持稳

固，失业率下降。

以来失业率下降。

固，失业率下降。

通货膨胀

总体通胀正接近于 2% 的长期目标，3 月核心通胀较上年同期的增幅下降；总体通胀依然维持在 2% 的目标下方；基于市场价格的通胀预期依然处于低位，基于调查的长期通胀预期保持稳定。

近期总体通胀较上年同期的增幅下降，除去能源和食品价格的通胀在大体上持续低于 2%。基于市场的通胀补偿指标仍处低位，基于调查的较长期通胀预期总体而言几乎未变。

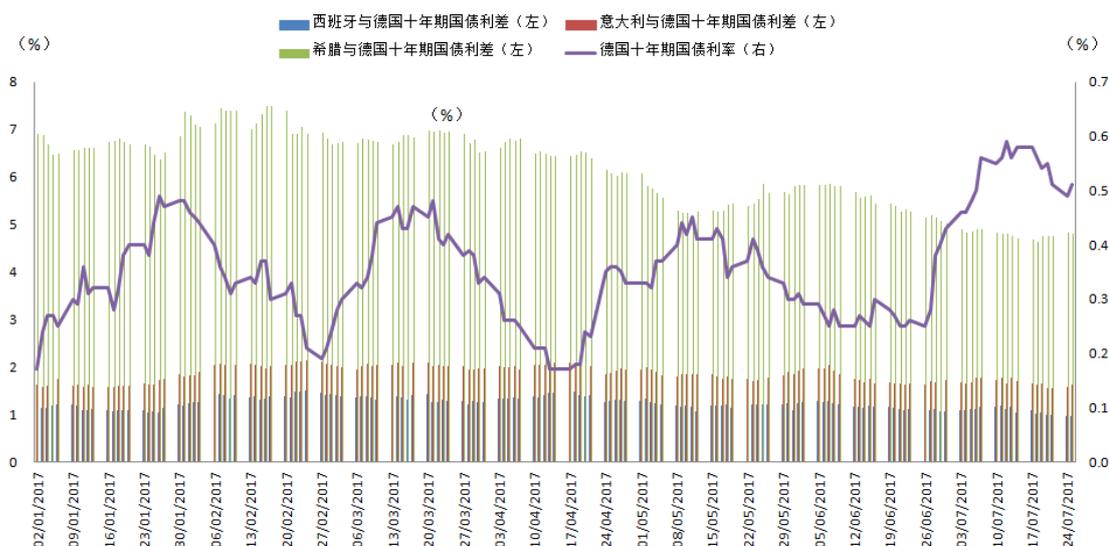
总体通胀与核心通胀均较上年同期的增幅下降，维持在 2% 的目标下方。基于市场的通胀补偿指标仍处低位，基于调查的长期通胀预期总体而言几乎未变。

欧央行：12 月大概率暂停资产购买计划

欧央行行长德拉吉（Mario Draghi）在七月议息会议后的新闻发布会上尽可能地保持了“鸽派”的姿态。正如他所言，欧元区正在经历稳健的经济复苏，等待工资和价格增速起来需要耐心和坚持，而现在欧央行政管理委员会最不希望看到的就是不必要的金融紧缩（unwanted tightening of financial conditions）。与美联储不同，欧央行现在仍处于极宽松货币政策周期的末端，资产负债表仍是欧央行达成通胀目标的活跃工具。

今年以来，欧元兑美元汇率已升值超过 10%。这其中固然是受到欧元区经济表现超预期的影响，但考虑到今年美元指数的疲软态势，之前大量套利交易的欧元头寸平仓也起到了不小的推动作用，因此中期来看欧元走强对欧元区通胀的负面影响很小。另一方面，债券市场并未显示明显紧缩。德国十年期国债收益率呈震荡上行走势，部分纠正了长期以来德债的扭曲定价，而欧元区的边缘国家与德国国债之间的利差反而在缩小，这对欧央行来说不得不说是个好消息。

图 2 欧元区金融环境未显著收紧



数据来源：CEIC

拜负利率与资产购买计划所赐，与其它

发达国家相比，欧元区无论是短端还是长端

的实际利率都很低，金融状况可以说是非常宽松。欧央行目前的资产购买计划将进行至12月，德拉吉也在发布会上称将在秋季对欧元区未来的资产购买计划进行调整，无论是停止还是削减资产购买额度都是可能的选项。虽然欧元区下半年依然要面临政治上以

及美联储“缩表”所带来的风险，但如果下半年欧元区的经济数据依然稳健、金融状况依然宽松，我们认为12月后欧央行暂时停止新增资产购买的可能性很大，毕竟一个失控的资产负债表也是央行所不愿看到的。

欧央行对欧元区经济的判断

	2017.4.27 会议声明	2017.6.8 会议声明	2017.7.20 会议声明
经济状况	2016年第四季度实际GDP环比增长0.5%，三季度为0.4%；预期未来经济增长将更稳固、更广泛。	2017年第一季度实际GDP环比增长0.6%；预期未来经济增长将更稳健、更广泛。	2017年第一季度实际GDP环比增长0.6%；2016年第四季度为0.5%；预期未来经济增长将更稳健、更广泛。
	有利的融资环境和企业盈利能力改善促进投资恢复。	有利的融资环境和企业盈利能力改善促进投资恢复。	有利的融资环境和企业盈利能力改善促进投资恢复。
	就业增长支持居民实际可支配收入和私人消费。	就业增长支持居民实际可支配收入和私人消费。	就业增长支持居民实际可支配收入和私人消费。
	全球复苏增强；全球贸易增长。	全球复苏进一步支持贸易和欧元区出口。	全球复苏理应进一步支持贸易和欧元区出口。
	结构性改革步伐缓慢，尤其在商品部门，部分部门资产负债表持续调整。	结构性改革步伐缓慢，尤其在商品部门，部分部门资产负债表持续调整。	结构性改革步伐缓慢，尤其在商品部门，部分部门资产负债表持续调整。
	风险趋于平衡。	风险广泛平衡。	风险广泛平衡。
		对实际GDP2017、2018、2019的预测分别为1.9%、1.8%、1.7%，与前次相比，预测上调。	
通货膨胀	受油价、非加工食品和服务价格增长放缓影响，HICP同比增速在2月升至2%后在3月回落至1.5%。	受油价、复活节期间服务价格短期上涨影响，HICP同比增速从3月1.5%、4月1.9%回落至5月1.4%。	受油价油价低增长影响，HICP同比增速从5月1.4%回落至6月1.3%。
	核心通胀依旧处于低位；仅在中期或逐步上升。	核心通胀依旧处于低位；仅在中期或逐步上升。	核心通胀依旧处于低位；仅在中期或逐步上升。

基于目前石油期货价格，整体通胀 4 月或上涨并维持至年末。

受油价影响，整体通胀将在短期内保持在目前水平。

受油价影响，整体通胀将在短期内保持在目前水平。

对 HICP2017、2018、2019 的预测分别为 1.5%、1.3%、1.6%，与前次相比，预测下调。

货币政策

M1 同比增速 2 月 8.4%，与 1 月持平；M3 强劲增长，同比增速 1 月和 2 月分别为 4.8% 和 4.7%。

M1 同比增速从 3 月 9.1% 上升至 4 月 9.2%；M3 强劲增长，同比增速 4 月为 4.9%，3 月为 5.3%。

M1 同比增速 5 月 9.3%，与上月持平；M3 强劲增长，同比增速 5 月为 5.0%，4 月为 4.9%。

非金融企业贷款同比增速从 1 月 2.3% 降至 2 月 2.0%。

非金融企业贷款同比增速从 3 月 2.3% 升至 4 月 2.4%。

非金融企业贷款同比增速 5 月 2.4%，与上月持平。

居民贷款同比增速 2 月 2.3%，与 1 月持平。

居民贷款同比增速 4 月稳定在 2.4%。

居民贷款同比增速从 4 月的 2.4% 升至 5 月的 2.6%。

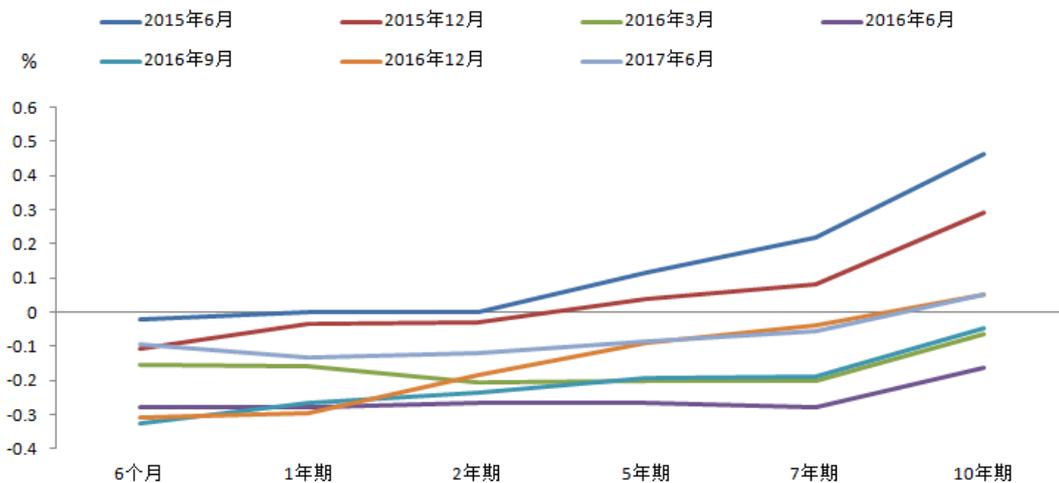
日本央行：收益率曲线平坦呈常态

日本央行对收益率曲线的控制是成功的，但对通胀的掌控就是另一回事了。在七月的议息会议上，日本央行将对通胀达到 2% 的预期时间推迟至 2019 年。

虽然日本央行承诺通胀超调，即在一整个经济周期内维持通胀平均水平为 2%，但是在疲软的通胀面前，日本央行针对通胀的承诺是无力的。而与深陷通缩的 2016 年相比，今年日本月均通胀率为 0.4%，市场却已预期日本央行在短端利率上不会进一步宽松。

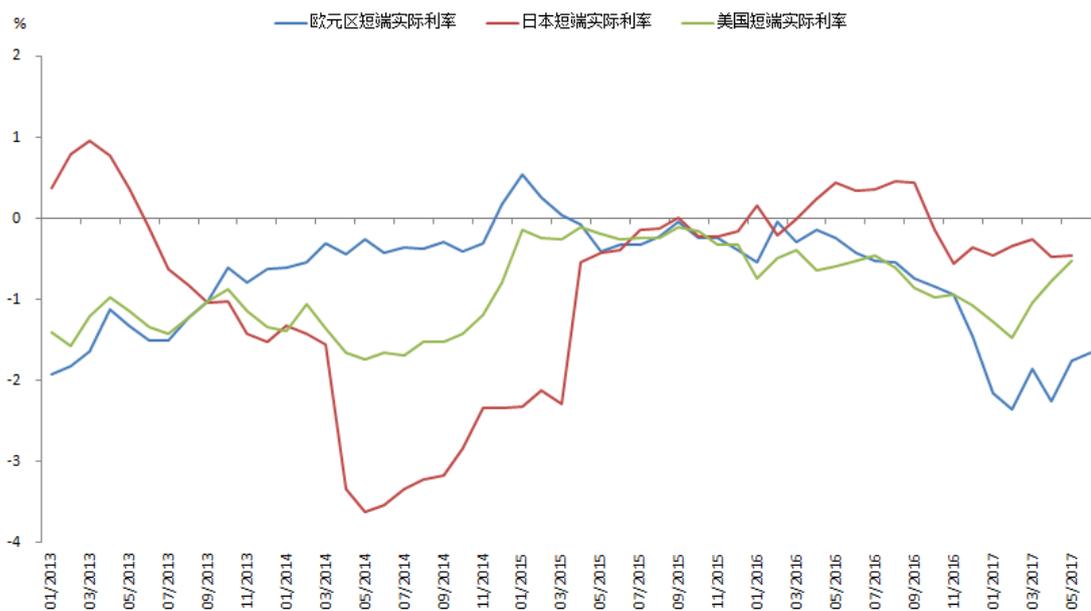
日本国债的收益率曲线达到史无前例的平坦，六个月国债收益率与十年国债收益率之间的息差仅为 10 个基点，这对金融中介的破坏是显而易见的，而经济主体在这样的情况下也会更倾向于参与短期经济活动而非长期。更糟糕的是，与其它发达国家相比，由于通胀无力，日本短端的实际利率要比已处于加息周期的美国、处于极宽松周期末尾的欧元区更高。如果日本通胀迟迟不现身，继续下探负利率恐怕将是日本央行未来不得已的选择。

图3 日本国债收益率曲线极度平坦



数据来源：CEIC

图4 日本短端实际利率较美国与欧元区更高



注：各国短端利率均为银行间隔夜回购利率。

数据来源：CEIC

日本央行对日本经济的判断

2017.4.27 经济活动与价格展

2017.6.16 货币政策申明

2017.7.20 经济活动与价格

望

展望

经济活动	经济温和扩张，国内需求维持上升趋势。	经济开始转向适度扩张。	经济温和扩张。
企业固定资产投资	随着企业利润及商业情绪在更广泛的行业中得到改善，企业固定投资温和增长。	随着企业利润的提高，企业固定资产投资温和增长。	随着企业利润及商业情绪在更广泛的行业中得到改善，企业固定投资温和增长。
工业生产	工业生产呈上升势头。	受国内外需求上升的影响，工业生产有所上升，劳动力市场逐步趋紧。	受国内外需求上升的影响，工业生产有所上升，劳动力市场逐步趋紧。
私人部门	收入持续增长，私人消费温和增长，房地产投资维持平稳。	收入持续增长，私人消费温和增长，房地产投资维持平稳。	收入持续增长，私人消费温和增长，房地产投资维持平稳。
公共部门	公共投资基本保持不变。	公共投资基本保持不变。	公共投资有所上升。
出口	海外市场改善，日本出口持续温和增长。	总体而言，海外市场持续改善，日本出口保持温和增长。	总体而言，海外市场持续改善，日本出口保持温和增长。
劳动力市场	劳动力市场愈加紧张，空缺岗位与求职者比值（job openings-to-applicants ratio）接近“资产泡沫期”的高点。失业率下降至 2.5%-3% 区间，工资水平温和上升。		劳动力市场愈加紧张，空缺岗位与求职者比值（job openings-to-applicants ratio）接近“资产泡沫期”的高点。失业率下降至 3% 以下。
价格水平	部分耐用品及服务价格走势疲软，除食品外 CPI 同比增长为 0% 上下。	除食品外 CPI 同比增长为 0% 上下。	除食品外 CPI 同比增长为 0-0.5%。
金融环境	金融环境保持高度宽松。	金融环境保持高度宽松。	金融环境保持高度宽松。
产出缺口	产出缺口保持在 0% 上下。预计产出缺口将在 0% 以上进一步扩张。		预计 2018 年产出缺口将在 0% 以上进一步扩张，2019 年将继续保持正值。
增长预期	增长预期保持不变。2017 财年实际 GDP 增长的预期中位数为 1.6%，2018 财年为 1.3%。		增长预期保持不变。2017 财年实际 GDP 增长的预期中位数为 1.8%，2018 财年为 1.4%，2019 财年为 0.7%。

通胀预期

2017 财年除食品外 CPI 增长的预期中位数为 1.4%，2018 财年为 1.7%.

通胀预期仍然疲弱。

2017 财年除食品外 CPI 增长的预期中位数为 1.1%，2018 财年为 1.5%.

