



Committed to Improving  
Economic Policy.

## Research Note

2017.12.14(Y-Research RN17-248)

刘昕/第一财经研究院

liuxin@yicai.com

[www.cbnri.org](http://www.cbnri.org)

研究简报

宏观与央行

### 比加息本身更重要的事

北京时间 12 月 14 日，美联储加息 25 个基点，中国人民银行随后分别提高逆回购利率与中期借贷便利（MLF）利率 5 个基点。

美联储联邦公开市场委员会（FOMC）在此次会议中大幅提高了对明年美国经济增速的预测，从 9 月的 2.1% 上升至 2.5%，并下调失业率预测至 3.9%。即使如此，FOMC 对通胀和未来加息路径的判断几乎与此前无异。我们认为，在较为疲软的通胀预期下，美联储依然会维持温和、渐进的路径；未来更值得关注的则是美债收益率曲线的正常化，无论这个过程是出于市场自身的风险认知调整还是由于美联储在退出金融宽松过程中的政策调整。

此次人民银行提高公开市场操作利率与 MLF 利率的原因主要有三方面：一是维持中美利差，缓解美联储加息所带来的对人民币汇率和资本外流的压力；二是呼应前段时间所颁布的资管新规，重申金融机构去杠杆、严监管的立场；三是随行就市缩短逆回购利率与同业拆借利率之间的利差，消除套利空间。我们认为在金融去杠杆、打破刚兑的背景下，人民银行愈发依赖公开市场操作维持市场流动性，一个示意货币政策立场的基准利

率是必要的，并且银行系统也需要依此确立市场化的存贷款利率来更好地进行零售融资。

### 美联储——收益率曲线有望正常化

北京时间 14 日凌晨 3:00，美联储公布 12 月利率决议，确定再次加息 25 个基点，符合市场预期。从利率决议公布到新闻发布会结束的一个半小时内，美元指数从 93.83 下跌至 93.46，美国十年期国债收益率从 2.374 下降至 2.358，三大股指基本保持稳定，市场表现说明联储决议和耶伦的态度都未有任何超预期的紧缩出现。

诚然，此前利率期货数据显示市场已经充分消化了此次的加息预期，而此次联储会议的一大看点则是在参众两院公布税改计划之后，联邦公开市场委员会（FOMC）对未来美国经济的预测以及是否会提高加息频率。

与 9 月相比，FOMC 此次对经济的预测更为乐观。2017 年实际 GDP 增速的预测中位数从之前的 2.4% 上升至 2.5%，2018 年 GDP 增速的预测中位数从 2.1% 大幅上升至 2.5%，2019 年 GDP 增速的预测中位数从 2.0% 上升至 2.1%；2017 年失业率的预测中值从此前的 4.3% 下降至 4.1%，2018 与 2019 年失业率的预测中值则从 4.1% 下降至 3.9%。这些预测的变化显然在很大程度上已将税改计划对就业和企业资本支出的正面影响考虑在内。

然而，与经济增速和失业率形成鲜明对比的是 FOMC 并未对通胀预测作出显著改动，仅小幅提升今年的 PCE 通胀预期从 1.6% 至 1.7%，而对于明后两年的政策利率点位也维持了此前的判断，即分别加息三次。低通胀在美国经济稳健复苏的背景下一直是一个谜团，恐怕联储自身也未必能完全搞清

楚目前低通胀的形成机理。但从耶伦会后的表态来看，FOMC 依然充满信心地认为紧张的劳动力市场将在未来抬升工资增速并进一步传导至通胀，而联储在通胀未达标的情况下渐进加息也是为了预防未来出现通胀过热、急剧加息的局面。值得注意的是，此次会议中由于通胀低迷而反对加息的 FOMC 成员增加到了两位，而耶伦在其最后一次的新闻发布会上也表示让通胀尽可能达到联储 2% 的对称目标应是下一届联储主席的优先事项。所以只要低通胀的现象仍然存在，联储温和加息的路径就不会改变。

温和加息不代表联储不会通过其它方式进一步紧缩金融环境。美国经济的稳健复苏毋庸置疑：新增非农就业稳固，劳动参与率上升的同时失业率已突破此前学界估算的自然失业率；金融系统变得更为稳健，由资产价格调整而触发金融危机的可能性在变小；特朗普政府的财政刺激计划虽然在未来经济下行时期会限制财政政策的空间，但从短期来看对经济的影响还是非常正面的。如果说至今美债平坦的收益率曲线部分反映的是市场对于未来美国经济复苏还存在犹豫怀疑的话，那今年联储圆满地完成三次加息“任务”并且此次 FOMC 大幅上调 GDP 增速预期则是给出了一个非常积极的信号，我们预期明年市场自身对于风险偏好的修复会使收益率曲线变得更为陡峭。另一方面，目前长期收益率被压制很大程度上是由于危机后联储量化宽松（QE）政策所产生的价格扭曲，9 月开启的“缩表”计划不仅是为了货币政策正常化，也是为了抬升被人为压制的期限溢价以实现收益率曲线的正常

化。如果明后两年美国的经济表现依然在发达国家中一枝独秀并且税改计划正式落地导致更多资本流向美国，在这样合意的情景下，联储有可能会加大“缩表”力度来逐渐消除金融宽松。

综上所述，美联储的加息进程依然会视

通胀表现而采取温和、渐进的路径；未来更值得关注的则是美债收益率曲线的正常化，无论这个过程是出于市场自身的风险认知调整还是由于美联储在退出金融宽松过程中的政策调整。

#### 美联储对美国经济的判断：

	2017.6.14 会议声明	2017.9.20 会议声明	2017.12.13 会议声明
<b>经济活动</b>	经济温和扩张	经济温和扩张	经济增速稳健
<b>家庭支出</b>	家庭支出增长	家庭支出温和增长	家庭支出温和增长
<b>企业固定资产投资</b>	企业投资持续扩张	企业投资增长在近几个季度上扬	企业投资增长在近几个季度上扬
<b>劳动力市场</b>	劳动力市场持续改善，新增就业温和但依然稳固，年初以来失业率下降。	劳动力市场持续改善，年初以来，新增就业保持稳固，失业率保持在低位。	劳动力市场持续改善，平滑飓风影响后可以看到，新增就业依然稳固，失业率进一步下降。
<b>通货膨胀</b>	总体通胀率的指标近期下降，核心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。	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。

#### 中国人民银行——应尽快确定市场化的基准利率

就在凌晨美联储公布加息 25 个基点之后，今晨人民银行进行了 500 亿元人民币的逆回购操作，其中 7 天期 300 亿，28 天 200 亿，并且中标利率分别上涨 5 个基点至 2.5% 和 2.8%；人民银行同时进行了 2880 亿元的 1 年期的中期借贷便利（MLF），中标利率

也上涨 5 个基点至 3.25%。

虽然人民银行提高公开市场操作与 MLF 利率并不能简单地等同于加息，毕竟目前人民银行的政策利率依然是存贷款基准利率，但提高金融机构在央行的借贷成本也会逐渐传导至实体经济。

此次人民银行提高公开市场操作利率与 MLF 利率的原因主要有三方面：一是维

持中美利差，缓解美联储加息所带来的对人民币汇率和资本外流的压力；二是呼应前段时间所颁布的资管新规，重申金融机构去杠杆、严监管的立场；三是随行就市缩短逆回购利率与同业拆借利率之间的利差，消除套利空间。

与今年前两次分别抬高公开市场操作利率、短期借贷便利（SLF）、MLF 利率 10 个基点相比，此次“加息”幅度较小，恐怕也是为了在去杠杆的背景下呵护市场情绪，遵守牢牢守住不发生系统性风险的底线。

我们认为，比起提高逆回购利率更重要的是人民银行应尽快确定价格型的货币政策中介目标，即市场化的基准利率。考虑到监管层对于打破刚性兑付的坚定决心，未来银行理财产品将逐渐转化为净值型产品，这对于银行系统的零售融资来说会是一个不小的打击。考虑到不发生系统性风险的底线

思维，未来在金融严监管下，人民银行会越来越倾向于通过公开市场操作来维持市场流动性，而一个示意货币政策立场的基准利率是必要的。此外，银行系统也需要一个基准利率来确定市场化的存贷款利率以吸收社会储蓄和发放贷款。

同样地，我们不认为人民银行未来会提高存贷款的基准利率。一方面，中国现在并无显著的通胀风险，而更重要的是，自 2015 年 10 月人民银行宣布不再对存款利率设定上限之后，中国的利率管制已基本放开，如果再对存贷款基准利率进行调整的话无异于走利率改革的回头路。自从人民银行确认 SLF 为上限之后，中国货币政策的利率走廊已大致建成，或许我们离一个市场化的基准利率并不太远。

