

No. 1902

研究报告



IMI 宏观经济月度分析报告（第二十期）

IMI



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆 國際货币网

<http://www.imi.org.cn/>



目 录

一、国内外经济金融形势研判.....	1 -
(一) 海外宏观.....	1 -
1. 全球主要经济体经济走势分析.....	1 -
2. 2019 年汇率展望：美元趋弱 人民币先贬后升.....	2 -
(二) 国内宏观.....	4 -
1. 经济：投资增速小幅回升，消费进出口回落.....	5 -
2. 通胀：CPI 延续下滑走势，PPI 继续下行趋势.....	7 -
3. 金融：社融延续下滑，M2 维持低位.....	9 -
(三) 商业银行.....	5 -
1. 中央经济工作会议指导银行工作.....	12 -
2. 2018 年 11 月货币金融数据分析.....	12 -
(四) 资本市场.....	15 -
1. 股市：震荡走低，PMI 降至荣枯线.....	16 -
2. 债市：短期拥挤交易，调整空间有限.....	16 -
二、宏观经济专题：中美大国货币政策双向溢出效应比较研究. -	19 -
(一) 内容摘要.....	19 -
(二) 引言.....	19 -
(三) 中美大国货币政策双向溢出效应模拟.....	20 -
(四) 结论及政策建议.....	25 -
三、主要经济数据.....	27 -

图表目录

图 1 : 进出口增幅双回落.....	- 7 -
图 2 : PPI 下行之势不改.....	- 9 -
图 3 : M2 增速及社融增速已趋势下行至历史低点.....	- 10 -
图 4 : M2 维持低位, M1 同比历史新低.....	- 11 -

表格目录

表 1 : 11 月 M2 增量的结构.....	- 14 -
表 2 : 经济数据一览.....	- 27 -

一、国内外经济金融形势研判

(一) 海外宏观¹

1. 全球主要经济体经济走势分析

2018 年第三季度，美国经济增速放缓，欧元区及日本实际 GDP 增速大幅回落，其中欧元区实际 GDP 增速滑落至 2013 年 6 月以来最低值 0.6%，日本滑落至 2014 年 6 月以来最低值-2.5%。2019 年外资行对美国经济放缓预期一致，欧元区机遇与风险并存：家庭消费提高，工资水平上涨都将继续推动欧元区强势增长，但政策风险及贸易压力仍在。而日本上调消费税对经济增长的影响并不明朗，这也将成为影响明年日本经济增长重要的因素。

(1) 美国经济增长放缓 通胀符合预期但持续走低

美国经济增长放缓：2018 年第三季度美国 GDP 增长速率为 3.5%，相较于 2018 年第二季度 4.2% 的增长率明显放缓。三季度美国经济放缓主要源于净出口的大幅下降，净出口对经济增速的贡献率为-2.52%。从生产端看，美国 11 月制造业 PMI 回升，但并不足以支撑美国经济持续保持较高的增速；

通胀符合预期，但持续走低：11 月 CPI、核心 CPI 符合预期（11 月 CPI 同比 2.2%，预测同比 2.2%；核心 CPI 11 月同比 2.2%，预测同比 2.2%），但低于前值（10 月 CPI 同比 2.5%）。

失业率居于低位，非农人口变动低于预期：11 月失业率为 3.7%，

¹ 撰写人：IMI 研究员张瑜

处于历史低位。11月非农业就业人口变动达到15.5万，远低于市场预期（19.8万）和前值（23.7万）。美联储12月FOMC会议宣布加息25个基点，加息节奏放缓（2019年加息次数从3次下调至2次，中性利率水平调降至2.75%），并下调了今明两年的GDP增长和通胀预期，维持失业率预期不变。美联储维持缩表计划，但随着时间的拉长和预期的稳定，后续缩表冲击或会逐渐弱化。如果美国经济或资本市场大幅波动，不排除美联储缩表中止的可能性。

（2）欧元区经济增速大幅下降，通胀有所回落

欧元区经济增速大幅下降：三季度GDP增速环比折年率修正为0.6%，远低于第二季度经济增速1.7%。全球贸易疲软以及贸易战或为欧洲经济放缓的主要原因。从生产端看，欧元区制造业PMI指数持续走低，11月制造业PMI下跌至51.4，服务业PMI下跌3.75%至51.4，不足以支撑欧元区经济增长。

通胀回落：11月HICP为1.9%，较上月下降了0.3%。核心HICP为1.0%，较上月下降了0.1%。**失业率维持低位：**10月失业率维持在8.1%的低位水平。

（3）日本经济增速大幅回落，失业率维持新低

日本经济增速大幅回落：2018年第三季度日本GDP增速环比折年率修正为-2.5%，较二季度下跌189%。从生产端来看，11月日本制造业有所回落，下跌了1.32%至52.2。

通胀大幅缩减：11月CPI同比回落，下跌了0.6%至0.8%，核心CPI回落至0.9%。

失业率维持新低：10月失业率为2.4%，维持在新的历史低点。

2. 2019 年汇率展望：美元趋弱 人民币先贬后升

(1) 美元：加息周期进入尾声预期下 美元将趋弱

金融市场对于同一事件的重复定价是趋于弱化的，目前市场已经产生加息周期趋于结束的预期，加息对美元的影响逻辑趋于反转（在加息周期要结束的预期下，美元或走弱）。

首先，加息对美元的影响是逐渐趋弱的：2014 年的第一轮紧缩预期美元从 80 升至 100、2015 年 10 月中旬对 12 月加息预期较高时美元从 94 升至 100、2016 年第二次加息落地由于特朗普因素的交通才再一次扩大弹性，从 95 升至 103、2017 年三月和六月的两次加息落地都并没有再明显提振美元。2018 年前两次加息，美元分别提升了 0.19% 和 1.07%，美元的上涨更多来自于上半年美国经济的加速上行。随着下半年，市场对美联储加息次数预期的下行，美联储第三次加息（9 月）就对美元失去了提振作用，美元走弱，从 95.47 降至 94.77。

其次，市场已经产生加息周期将结束的预期：金融市场对于同一事件的重复定价是趋于弱化的，随着美债收益率曲线趋于倒挂，市场已经产生加息周期趋于结束的预期（详细观点请见《2019 年美欧日货币政策怎么走？影响如何？——全球央行双周志第 16 期》），届时加息对美元的影响将呈现相反的方向（在加息周期要结束的预期下，美元或走弱）。

美元难找支撑动能 静待中枢下移：短期看，逐渐扁平化的利率

曲线将抑制加息节奏，加息后半程对美元无法形成强支撑。由于美国经济（本轮复苏拐点渐近）、货币（加息进入下半程）、通胀（通胀温和）三轮动能不足，叠加欧元的修复动能，本轮美元短期反弹并非反转。美元阻力位明显：在拐点压制期里，如果没有特别好的消息很难对美元提升形成很强的提振，静待美元定价中枢下移。

（2）人民币：先贬后升 受贸易谈判干扰较大

明年汇率走势受中美经济演变节奏影响，2019年上半年我国经济以下行惯性为主导，下半年以政策效果显现为主导。由于美国利率曲线拐点和资产拐点大概率将在2019年下半年发生，因此明年上半年大概率是美平我弱，下半年是美拐我稳。汇率上下半年的定价核心也会有所不同，上半年核心是国内经济下行斜率加速度兑现程度，下半年是美国经济和资本市场波动程度，对应到人民币汇率的走势就是先贬后升。

但值得注意的是，汇率的真实压力是否能兑现到客观价格上与中美贸易谈判有较大相关性，汇率可能成为中美贸易谈判中连带的考虑因素，因此汇率能否走出先贬后升的形态受中美贸易谈判干扰较大。

（二）国内宏观²

11 月份工业增加值行业分化明显，高新技术制造业投资对制造业投资的支撑有所减弱；11 月进出口增幅双回落，贸易顺差扩大，主要是由于进口不及预期。G20 峰会后中美达成和解，美延迟对中国 2000 亿美元商品加征关税至 25%，但由于前期出口抢跑等原因，明年一季度出口或无明显好转，工业生产依然承压。信贷结构仍未改善，企业新增中长期贷款依然萎缩，同时 M2 和 M1 剪刀差继续扩大，表明企业融资未明显改善，宽信用有待疏通。12 月以来的政治局会议及中央经济工作会议表明改善民企融资环境是明年政府关注重点之一，明年政策仍将发力，需更加关注政策对经济、金融数据的影响。

1. 经济：投资增速小幅回升，消费进出口回落

（1）工业增加值行业分化，采矿相关行业增幅明显

11 月工业增加值同比增长 5.4%，较 10 月的 5.9% 小幅上行 0.5 个百分点。分行业看，矿产相关行业增速回升明显，11 月其他采矿业同比增速为 16.3%，较 10 月提高 24.2 个百分点；开采辅助活动同比增速为 24%，增速提高 12.3 个百分点。此外，有色金属冶炼及压延加工业增速达到 12.8%，增速抬高至三年以来的最高点；铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业同比增速达 12.7%，相比 10 月增幅扩大 7.7 个百分点。增幅下降的行业中，废弃资源综合利用业同比增速 6.6%，回落了 5.9 个百分点；纺织服装、服饰业同比增速为

²撰写人：IMI 研究员孙超

2.2%，回落了 4.2 个百分点。整体上看，11 月部分国家重点支持行业如计算机、通信和其他电子设备制造业、专用设备制造业、高技术产业等增速仍然达到两位数，但同比增速相比于 10 月明显放缓；部分高污染、高耗能行业如煤炭开采和洗选业、黑色金属矿采选业等同比增速更低或持续为负。同时，也需关注部分增速较高的行业如开采辅助行业、其他采矿业等行业的增速在未来能否持续，以及对相关产业、环境的影响。

(2) 投资小幅回升，关注完成额代表的景气预期

1-11 月固定资产投资同比增长 5.9%，增速比 1-10 月份回升 0.2 个百分点；11 月同比增长 7.79%，增速环比略有回落。1-11 月固定资产投资完成额同比增长 0.2%，大幅低于 1-10 月同比增速 5.9%。分行业看固定资产投资完成额，1-11 月文化、体育和娱乐业、卫生、教育、生态保护与环境治理等行业同比增速大幅下滑甚至有正转负；管道运输业、水上运输业等行业同比增速大幅上升甚至由负转正。考虑到固定资产投资转化为产能及有效供给需要时滞，因此固定资产投资完成额可以反映行业对未来景气的研判。因此，接下来的几个月中需关注可选消费如传媒、教育等板块投资额变动趋势。此外我们注意到，家具制造业在 1-11 月同比增速由正转负，而家具制造业作为大房地产产业链的末端，对供求敏感度高而产能规划灵活性相对较强，这警示我们关注房地产投资及开工的变化。

(3) 消费增速同比回落

11 月社会消费品零售总额同比增长 8.1%，相较于 10 月下降 0.5

个百分点，主要源于汽车零售额同比下降 10%，下降幅度较 10 月明显扩大。11 月电商促销导致家电销售增幅明显提升，但可以预见 12 月家电家具销售增幅或有所回落。

(4) 进出口增幅双回落，关注顺差扩大和国际贸易变化

按美元计价，中国 11 月出口金额同比增长 5.38%，显著低于 10 月同比增速；进口金额同比增长 3.01%，为近两年的最低同比增速。贸易顺差有所扩大，达到 447.05 亿美元，同比增幅 16.32%，主要源于进口金额不及预期。从出口地区来看，11 月我国对美国出口额同比增速为 9.79%，增速已有所下滑；对美进口金额同比下降 24.96%，综合看对美贸易顺差同比增长 27.52%。进口上看，11 月对美国、欧盟和日本的进口同比增速均显著下调，既受到去年高基数的影响，又源于内需不振对进口的抑制作用。出口方面，1-11 月高新技术产品出口同比增速下降至 14.8%，低于 1-10 月同比增速 1.6 个百分点，表明在外需较弱、国际贸易争端频繁、政策预期变化的情况下，通过出口培育国内高新技术产业遇到阻碍，未来仍需继续关注不确定条件下中国高新技术产品出口的核心竞争力及面临的政策环境变化。

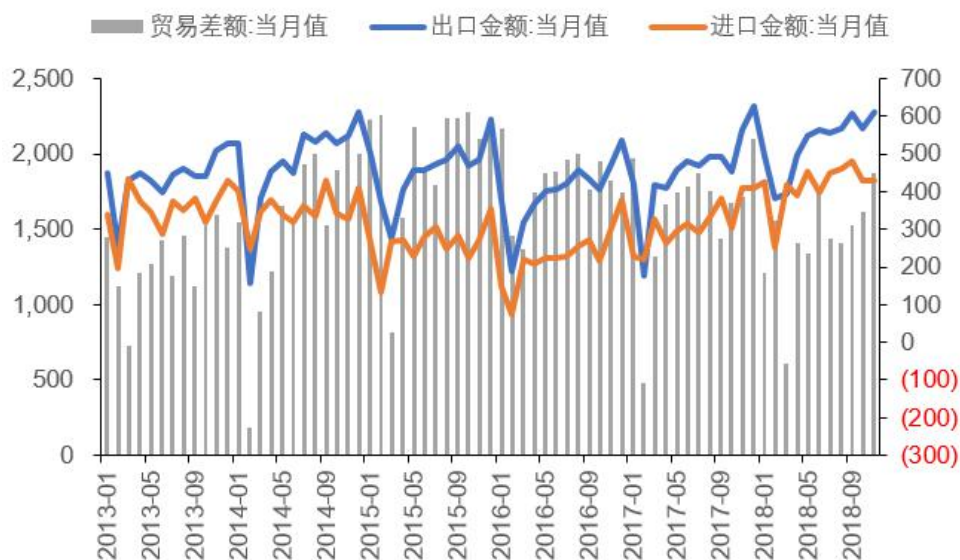


图 1：进出口增幅双回落

数据来源：Wind, IMI

2. 通胀：CPI 延续下滑走势，PPI 继续下行趋势

(1) CPI 延续下滑走势

11 月 CPI 同比增长 2.2%，较上月回落 0.3%。分项上看食品价格下跌是 CPI 回落的主要原因，11 月蔬菜供应充足，价格环比大幅下跌 12.3%，猪价由涨转跌，环比降 0.6%，因猪疾病持续加快出栏影响；非食品项受油价下跌影响环比下降 0.1%，11 月发改委三次下调成品油价，CPI 中交通工具燃料环比下降 4.8%。。由于国庆假日后进入出行淡季，机票、旅游和宾馆住宿价格分别下降 5.0%、3.3%和 2.3%。高频数据显示 12 月气温下降影响下蔬菜供给减少，猪肉需求增加，蔬菜、猪价均有上涨，但上涨是季节性因素，同比涨幅或有限，同时油价持续处于低位，非食品项上行受阻，预计 12 月 CPI 同比增速仍将处于低位。

（2）油价低位震荡，PPI 仍将下行

11月PPI同比增长2.7%，环比下降0.2%。去年基数较高及原油等大宗商品价格大跌是本月PPI环比转负的主因。11月生产资料价格环比下降0.3%，从细分行业来看，采掘工业方面石油和天然气开采业大幅下降7.5%；原材料加工业方面，石油煤炭及其他燃料加工业大幅下降3.3%，化学纤维制造业、黑色和有色金属冶炼和压延加工业环比均有所回落。12月以来原油价格低位震荡，月初OPEC+达成减产协议，高于市场预期，但油价并未明显上涨，同时工业品价格去年基数较高，PPI同比预期仍将回落。

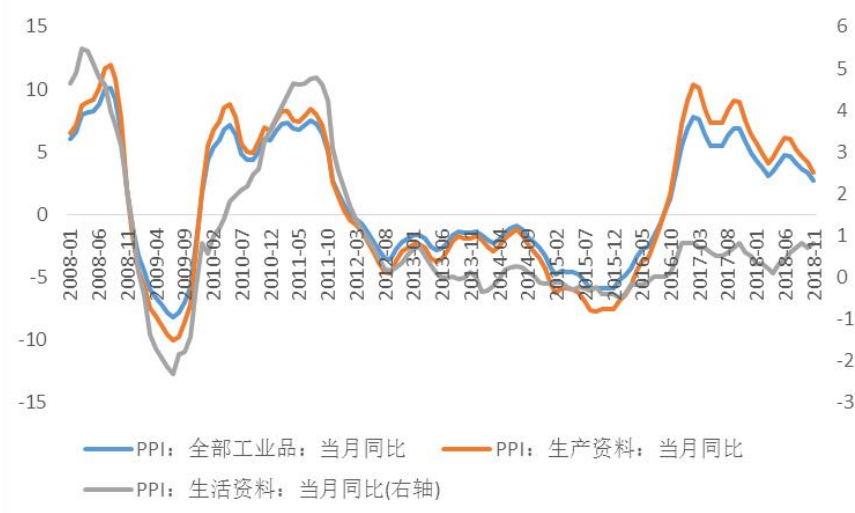


图2：PPI下行之势不改

数据来源：Wind，IMI

3. 金融：社融延续下滑，M2 维持低位

（1）信贷改善有待观察

11月新增人民币贷款1.25万亿元，同期多增1300亿元，好于预期。其中企业贷款回升明显，新增企业贷款5764亿元，表明11月以

来利好民企融资政策或已取得一定成效,但同时中长期贷款新增 3295 亿元,较去年同期少增 980 亿元,而票据融资增加较多,11 新增票据融资 2341 亿元,较去年同期多增 1442 亿元。表明票据融资仍为贷款增长主要驱动因素,银行对民营企业放贷意愿依然较弱。12 月 19 日央行宣布创设 TMLF 以解决民企融资难、融资贵问题,TMLF 要求资金需用于增加小微和民营企业贷款,最长使用年限是 3 年,且利率比 1 年期的 MLF 低 15bp,未来企业中长期贷款有望好转。

(2) 社融存量增速创历史新低

11 月新增社会融资 1.52 万亿,比去年同期少增 3948 亿元,社融存量同比增长 9.9%,首次降至两位数以下,主要拖累还是来自于非标融资的收缩,11 月新增表外融资规模为 -1904 亿元,比上年同期多减 3633 亿元。新增直接融资规模有所回升,11 月新增企业债券和股票等直接融资为 3363 亿元,其中新增企业债融资规模回升明显,达 3162 亿元。央行行长易纲 13 日在“新浪·长安讲坛”上表示,央行正在逐渐从数量调控为主向价格调控为主转变,同时表示影子银行是必要补充,但要规范经营。市场普遍认为,易纲行长的讲话表明央行对影子银行态度可能有所转变,不排除未来非标收缩放缓可能。同时 12 月 21 日结束的中央经济工作会议提到“要提高直接融资比重”,意味着明年政策会进一步支持股权和债券融资,未来企业融资环境将有所改善。

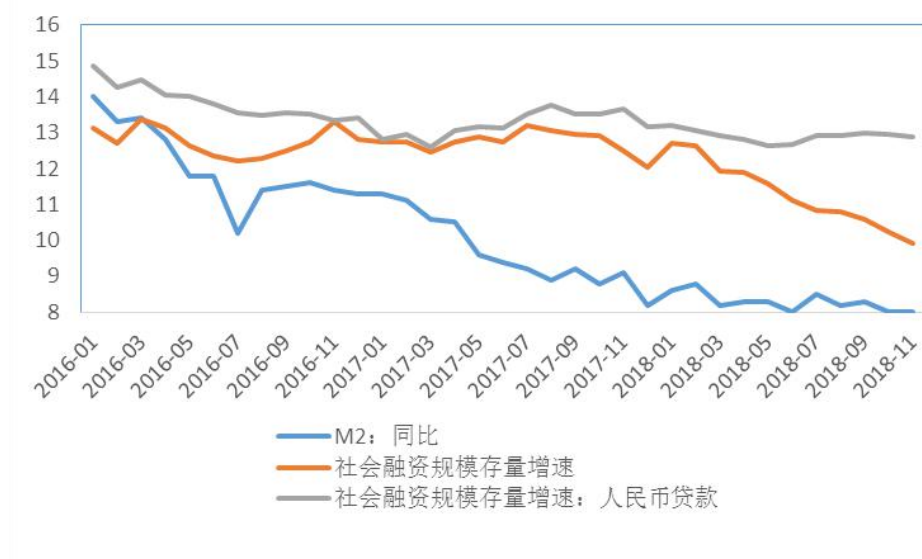


图3：M2增速及社融增速已趋势下行至历史低点

数据来源：Wind，IMI

(3) M2-M1 剪刀差持续扩大

广义货币M2同比增速8%，与上月持平，仍处于历史低位。M1同比增速为1.5%，比上月低1.2个百分点，M2-M1剪刀差持续扩大，显示货币活化程度仍在下降，商业银行风险偏好还未明显改善。M1大幅下滑的主因是企业活期存款大幅下降，从存款分项来看，和上年同期相比，企业存款多增154亿元，居民存款多增5951亿元，非银存款少增1247亿元，财政存款少增6265亿元，表明财政存款投放继续发力。M2同比维持在低位，表明宽货币向宽信用传导依然存在阻碍，中央经济工作会议强调强化逆周期调控，更加注重疏通传导渠道，M2有望企稳回升。

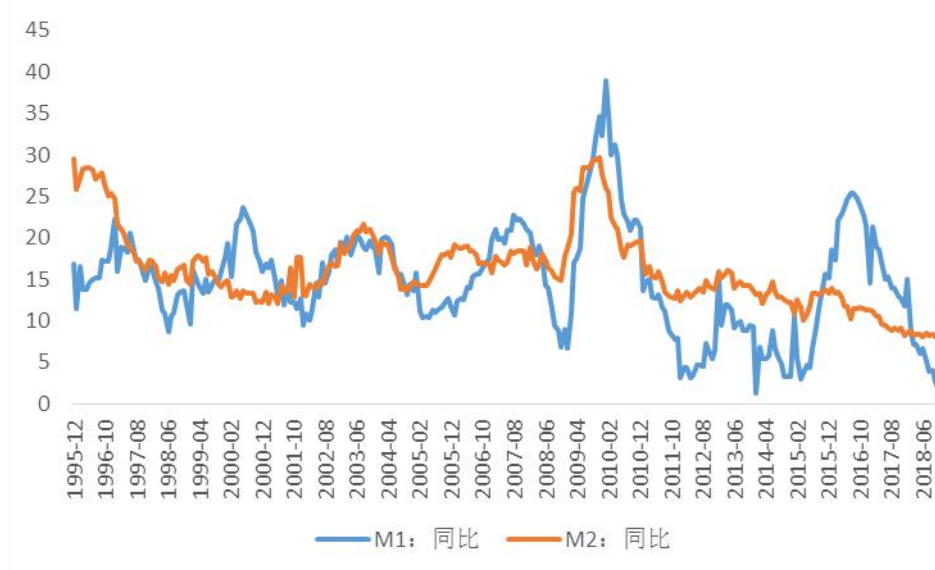


图 4：M2 维持低位，M1 同比历史新低

数据来源：Wind, IMI

10月社融数据表明贷款结构仍未改善，表内外融资双双下滑，M1和M2均再创新低，企业投融资意愿不强。10月以来陆续出台的改善民企融资环境政策效果还有待显现，同时可期待更大力度政策的落地。

（三）商业银行³

1. 中央经济工作会议指导银行工作

据新华社 12 月 21 日电，中央经济工作会议 12 月 19 日至 21 日在北京举行。会议定调了 2019 年政策主基调，包括“继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策”，并要求“适时预调微调，稳定总需求”。货币政策方面，明确要求“稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕，改善货币政策传导机制，提高直接融资比重，解决

³撰写人：IMI 研究员王剑

好民营企业和小微企业融资难融资贵问题”。

在此主基调下，明年的银行业将处于整体压力较大，但有重点领域突破的关键时期。首先，从目前掌握的情况来看，明年银行业面临较大的资产荒压力，有效信贷需求不足，导致贷款定价下行，进而引致息差下行。如若再考虑到经济增速下行，则有可能在部分银行的资产质量方面也形成一定压力。因此，2019年将是全行业压力较大的一年。

会议要求畅通货币政策传导，合使流动性尽快传导至企业端。而目前，有效信贷需求不足则是行业共同面临的问题。事实上，在过去几年中，随着我国经济结构调整，部分实体经济处境不佳，信贷需求不振，所以很多银行均把业务重心放到地方政府举债等领域。然而，目前地方政府负债正在受到严厉管控，这一领域的信贷需求迅速衰竭，甚至还在偿还存量贷款。因此，地方政府项目的信贷需求也突然滑落，银行需要寻找新的信贷投向。

会议上，作为“回忆经济体制改革”任务的一部分，要求“要以金融体系结构调整优化为重点深化金融体制改革，发展民营银行和社区银行，推动城商行、农商行、农信社业务逐步回归本源。”其实已经为新的信贷投向指明方向，并且已不是首次提及此要求。但是，从目前行业情况来看，大部分银行，尤其是大中型银行，长期浸淫于传统业务，主要就是大型企业和政府背景项目，已不具备对小微企业、民营企业进行金融服务、风险定价的能力，也不具备相应的团队或架构。但仍然有一批中小银行，长期耕耘于小微企业等领域，收效良好。

因此，按照此次会议精神，重点仍然是推动小型银行深耕实体、小微、民企等客群，包括民营银行、社区银行、城商行、农商行、农信社等。短期内，它们仍然是开展小微金融的主力。而大中型银行随着传统客群的流失，将来也会慢慢转入这一领域。

2. 2018 年 11 月货币金融数据分析

2018 年 11 月末，基础货币余额为 30.58 万亿元，全月大幅增加 7668 亿元，其中，银行存放央行的准备金增加 5420 亿元，非金融机构存款（支付公司的客户备付金）增加 2490 亿元。截止 11 月末，支付公司的客户备付金余额已达 1.24 万亿元，可能集中交存工作已接近尾声。

与往年相比，今年 11 月有几个操作较为罕见：（1）央行回收了“对其他金融性公司债权” 1317 亿元，回笼了相应金额的基础货币（同时也回笼 M2），估计是前几年央行救市时投放的再贷款，目前仍在陆续偿还。（2）财政支出投放了基础货币，约 4058 亿元，而往年一般是 12 月财政大额支出，今年在积极财政政策的导向下，支出时间有所提前。

其他渠道还投放了约 3100 亿元的基础货币，可能包括前期正回购到期带来的基础货币投放。

11 月末的 M2 余额为 181.32 万亿元，突破了 180 万亿元大关。剔除货币基金后的老口径为 178.31 万亿元，同比增长 6.8%，增速继续创出新低。以下分析基于老口径。

全月 M2 增加 1.62 万亿元。从来源来看，信贷是派生 M2 的主力，达到 1.23 万亿元，此外财政净支出投放了约 5656 亿元 M2，而其他渠道在小额回笼 M2。

表 1：11 月 M2 增量的结构

余额增量结构		来源增量结构	
M0	457	外占	-429
单位活期	2,914	债券	-1,269
单位定期	1,375	贷款	12,302
个人	7,409	财政	5,656
非银	4,000	其他（非银、非标等）	-105
合计	16,154	合计	16,154

10 月信贷投放为 1.23 万亿元（不含投放非银）。因 11 月是信贷的季节小月，所以该数字略超预期。其中值得关注的是，对公长期贷款经历了几个月的不佳后，基本回到一个大致正常的水平，但依然同比少增。同时，票据贴现增加略多，但全年来看，今年票据贴现量不算异常（去年特别低属于特殊情况）。

企业贷款和票据贴现双高，显示出行业内可能已有分化，对公长期主要受基建等影响（年底开工淡季，不太会是工业信贷），说明部分银行的项目储备仍较充裕。而同时部分银行信用需求不足，进行票据贴现。因此，银行获取信贷项目的能力开始出现明显差异，预计后续还会加大分化。

（四）资本市场⁴

1. 股市：震荡走低，PMI 降至荣枯线

（1）A 股低位震荡不改

进入 12 月，A 股先是受中美贸易摩擦谈判取得进展的利好刺激而高开高走，但随后受美股下跌以及华为事件的拖累而下跌。目前受美股等外围股市持续震荡走弱、市场成交量能整体收缩等因素影响，A 股市场整体继续维持近一个月以来的横向盘整格局。

（2）经济重返下行，PMI 降至荣枯线

经济下行趋势不改，经济主体积极性有待调动：11 月金融数据的持续下行体现出“宽信用”政策的传导仍需时间，实体融资需求疲软，金融机构风险偏好较低。投资、消费和进口共同指向国内需求偏弱。这其中既有经济下行周期中的惯性作用，也愈发表现出经济主体的预期、能动性和积极性对经济现状产生的二次反馈作用。10 月基建投资增速有所提振，11 月又再次下滑，反映出地方政府在（广义）财政发力的态度上仍存迟疑，在“严格去杠杆”和“补短板力度”之间不好把握方向。进入 12 月，工业经济开局依然偏弱。从中观高频数据情况看，经济或在供需两弱中收官：地产和汽车销量增速双双下滑，意味着终端需求疲弱的态势恐难有所改观；发电耗煤降幅收窄，但前期贡献较大的钢铁行业，开工率已连续三周下滑，京津冀大气污染再现，也将令其后续生产存在回落风险，因而年底工业生产或稳中

⁴ 撰写人：IMI 研究员芦哲

趋缓。

(3) 政策方面

政治局召开会议，分析 19 年经济工作，不仅重提“合理区间”，也淡化去杠杆和楼市调控。从政治局会议表述看，19 年稳增长的核心是稳就业，将通过促进公平来保障和改善民生，战略机遇将来自于推动高质量发展、促进形成强大国内市场、加快体制改革和推动全方位对外开放等三个方面。此外，深圳市印发文件更大力度地支持民营经济发展，提出给企业年减负降成本 1000 亿元以上等举措。考虑到各地经济发展和财政状况差异，地方层面出台企业减税政策的普及或存在难度，中央层面更大力度的减税政策更值得期待。

2. 债市：短期拥挤交易，调整空间有限

(1) 12 月债市面临的基本面因素仍偏正面

债市短期拥挤交易加不利信息引发的调整空间有限。市场对此已经有了较为一致的预期，目前收益率曲线已经降低至历史中位之下，风险、收益比已经有所弱化，进入趋势仍在（胜率）、估值弱化（赔率）的阶段，此阶段仍建议保持略偏长久期，但需要提高对边际变化的敏感度，提高操作灵活度。短期市场存在有一定的拥挤交易，加上消息面的超级月来临、年底博弈心态明显，在房地产政策可能放松等担忧下出现了一定调整，这种调整为明年留出些许空间，但基本面惯性加上小型资产荒仍在，调整空间有限。

(2) 资金面方面

央行依旧不开展逆回购操作，已经是央行自 10 月 25 日开展了 1000 亿元 7 天逆回购操作后，连续多日暂停逆回购操作。整个 11 月份，央行仅在 11 月 5 日等量续作中期借贷便利（MLF）4035 亿元，市场对短期流动性有一定担忧，但总体来看海外美国加息预期减弱，虽然可能 12 月加息，但 2019 年加息次数可能减少，这对国内利率的压力在一定程度上减小，国内宽信用还是会建立在宽货币的基础上，整体流动性还是会保持合理充裕。

（3）政策方面

12 月份是消息面上的“超级月”，中央经济工作会议、改革开放四十周年纪念大会等传递出来的政策信号值得仔细品味。美联储加息预期方面，继鲍威尔鸽派言论后市场普遍对于明年加息次数有所减少，未来加息幅度要视经济数据而言。预计 CPI 涨势维持在 2% 目标左右，而就业数据可能到达顶峰后下滑，因此 11 月非农不及预期使得未来加息基础有所减弱，印证了关于明年加息次数减少的猜想。

二、宏观经济专题⁵：中美大国货币政策双向溢出效应比较研究

（一）内容摘要

伴随着中国经济总量的强大，中美经贸和金融关系相互依存的同时，摩擦也日益频繁，因此，比较研究中美大国货币政策双向溢出效应显得必要而迫切。本文通过构建两国 DSGE 模型，嵌入一价定律缺口与资本不完全流动条件，对中美大国货币政策双向溢出效应的方向与程度进行了比较研究。数值模拟结果显示：第一，中美货币政策确实存在双向的溢出效应，但具有不对称性；第二，中美两国数量型货币政策的溢出影响程度皆要强于其价格型货币政策；第三，美国货币政策对部分中国经济变量的溢出影响程度甚至要强于对美国本国经济变量的政策效果，而中国货币政策效应仍以惠及本国经济为主。

（二）引言

21 世纪以来，中美经贸和金融关系一直是世纪经济增长的重要引擎之一。中国以出口导向型增长方式推动经济增长和就业，美国则依赖从中国进口实现高消费和低储蓄，中美经济之间的这种“共生”关系通过“斯蒂格利茨”式的双边资本循环得以维持（项卫星和王冠楠，2014）。然而，随着中国经济的不断崛起，美国对中国的经济遏制战略愈加明显。尤其是 2008 年金融危机后，美国为了自身国家利益，不断实施“损人利己”的量化宽松货币政策，导致中美之间的货

⁵撰写人：中国社会科学院世界经济与政治研究所助理研究员杨子荣；中国社会科学院世界经济与政治研究所，经济发展研究室主任，研究员徐奇渊；中证资本市场运行统计监测中心，经理王书滕。
本版本与最终发表版本有细微差别

币政策冲突频繁发生。但是，伴随着中国经济总量的强大、中美经贸关系和金融关系的辅车相依以及人民币国际化与影响力的日益彰显，中国货币政策调整是否也会对美国经济和金融变量产生溢出影响？

基于以上分析，本文通过构建两国 DSGE 模型，有逻辑地回答了以下问题：美国货币政策的实施对中国经济和金融存在何种程度与方向的溢出效应？中国货币政策的实施是否也对美国经济和金融存在溢出效应？如果存在，中美货币政策双向溢出效应的方向是否相同、程度有无差异？本文的边际贡献主要表现在以下四个方面：第一，比较研究中美两国货币政策的双向溢出效应，为重新审视新兴大国与守成大国之间货币政策的国际博弈与协调奠定了理论基础；第二，在两国模型中，放弃了国际风险共担和资本完全流动的传统假设，引入了一价定律缺口和预期超额收益，使得模型与中美两国现实经贸和金融关系更为贴切；第三，将货币政策分为价格型和数量型，并区别设定中美两国的货币政策规则，丰富了货币政策研究的内涵与范畴；第四，从三个维度比较分析了中美大国货币政策的溢出效应，分别是中美货币政策溢出效应程度的比较、价格型与数量型货币政策溢出效应程度的比较、以及货币政策溢出效应程度和惠及本国经济政策效果的比较。

（三）中美大国货币政策双向溢出效应模拟

1. 参数校准与贝叶斯估计

本文构建了中美两国 DSGE 模型，模型中包含了大量的外生参数，这些参数没有统一的赋值。为了准确捕捉到中美两国经济的内在运行

规律，本文先借鉴现有经典研究，对模型参数进行校准，再对参数进行贝叶斯估计。

与经济结构参数不同，中美两国的货币政策规则具有很强的异质性，应该分别估计。基于研究的严谨性考虑，本文根据 2005 年第三季度至 2015 年第二季度的季度数据，使用 GMM 方法对中国的价格型货币政策规则、中国的数量型货币政策规则以及美国的数量型货币政策规则进行估计。由于 2008 年金融危机之后，美国的利率陷入流动性陷阱，因此，本文参考 Bekiros and Paccagnini (2015) 设定的美国价格型货币政策规则。在参数估计和校准的基础上，本文仍利用 Bayes 方法对其后验信息进行估计。

本文根据 2009 年至 2014 年中美两国名义 GDP 数据，发现中国经济规模平均为美国的 49%，因此设定 n 为 0.33。以进出口贸易总额占 GDP 比重表示贸易开放度，本文计算出中美两国的贸易开放度分别 0.45 和 0.29。由于统计口径的差异，中国的可贸易消费品用食品、衣着和家庭设备及服务之和近似替代，美国的可贸易消费品用能源产出和服务之和近似替代，基于此计算出中美两国可贸易消费品占其总消费的比重分别为 0.49 和 0.13。以非建筑安装工程占固定资产投资比重表示可贸易投资品占总投资品比重，本文计算出中美两国可贸易投资品占总投资品比重分别为 0.35 和 0.85。以行业来划分，我们认为农林牧渔业、采矿业和制造业为可贸易部门，其它为不可贸易部门，再根据 2009 年至 2014 年年度数据，以算术平均值衡量，本文得到中国可贸易品部门产出占其 GDP 比重为 0.46，美国可贸易品部门产出

占其 GDP 比值为 0.84。运用同样方法，本文计算出中国居民消费占中国可贸易部门产出比重为 0.81，美国居民消费占中国可贸易部门产出比重为 3.17，中国投资占中国可贸易部门产出比重为 0.97，美国投资占中国可贸易部门产出比重为 0.86，中国消费占中国不可贸易部门产出比重为 0.68，中国投资占中国不可贸易部门产出比重为 0.82，中国政府支出占中国不可贸易部门产出比重为 0.25，中国可贸易部门产出占中国总产出比重为 0.46，中国不可贸易部门产出占中国总产出比重为 0.54；与之相对应，美国居民消费占美国可贸易部门产出比重为 4.34，中国居民消费占美国可贸易部门产出比重为 1.14，美国投资占美国可贸易部门产出比重为 1.19，中国投资占美国可贸易部门产出比重为 1.37，美国居民消费占美国不可贸易部门产出比重为 0.81，美国投资占美国不可贸易部门产出比重为 0.22，美国政府支出占美国不可贸易部门产出比重为 0.19，美国可贸易部门产出占美国总产出比重为 0.16，美国不可贸易部门产出占美国总产出比重为 0.84。

2. 参数校准与贝叶斯估计

本文基于价格型和数量型货币政策工具两大维度，对中美大国货币政策的双向溢出效应进行模拟分析。

给定美国利率水平 1 个单位的正向冲击，紧缩性的货币政策会使得美国的消费和投资减少，美国的产出水平下降。伴随着美国国民收入的减少，美国自华进口和对华直接投资也会减少，导致中国的产出水平相应下降。面对经济下行压力，中国货币当局倾向于降低利率水平，实行适度宽松的货币政策以刺激经济增长，而利率水平的下降又

会诱导居民减少储蓄和增加消费，进而导致预期通货膨胀率上升。此外，资本实际成本上升和实际工资水平下降导致企业的劳动力投入减少。由于资本不完全流动，中美利差扩大会导致中国的预期超额收益率为负，而实际汇率先短暂上升后下降，又会相应导致一价定律缺口短暂为正后即转为负数，贸易条件也随之先恶化后改善。比较中美经济变量对美国价格型货币政策冲击的响应程度，可以发现中国经济变量的响应程度仅略低于美国经济变量，这意味着美国价格型货币政策调整对中国经济存在明显的溢出效应。

给定美国货币供应量增速 1 个单位正向冲击，扩张性的货币政策会使得美国产出水平上升，而美国国民收入增加又会通过贸易和投资渠道拉动中国经济增长。由于出口增加与产出缺口扩大，中国可贸易部门通货膨胀率小幅上升，但由于不可贸易部门通货膨胀率下降幅度更大，导致中国 CPI 通货膨胀率下降。面对产出增加而通货紧缩压力，中国的投资增加，消费则先减少后增加。此外，资本实际成本先上升后下降以及实际工资先下降后上升，导致企业的劳动力投入先增加后减少。由于资本不完全流动，美国实施宽松性的货币政策，导致中国的预期超额收益为正，贸易条件先改善后恶化。比较中美经济变量对美国价格型货币政策冲击的响应程度，可以发现中国经济变量的响应程度更高于美国经济变量。

给定中国利率水平 1 个单位正向冲击，紧缩性的货币政策使得中国的消费和投资减少，中国的产出水平下降。中国国民收入减少，意味着中国自美国进口和对美国直接投资减少，这导致美国的产出水

平也下降。面对经济下行压力，美联储倾向于降低利率水平，采取适度宽松的货币政策以稳定经济增长，而利率水平的下降又会驱使居民减少储蓄和增加消费，同时，经济下行压力和利率小幅下降，导致美国的通货膨胀先下降后上升。此外，资本实际成本下降和实际工资水平上升，使得企业使用更多的资本以替代劳动力，导致劳动力投入减少。由于资本不完全流动，中美利差扩大导致美国的预期超额收益为负，而实际汇率先上升后下降，相应导致一价定律缺口先为正后转为负数，贸易条件也随之先恶化后改善。比较中美经济变量对中国价格型货币政策冲击的响应程度，发现虽然美国经济变量存在符合理论预期的响应方向，但美国经济变量的响应程度远远低于中国经济变量，这表示中国价格型货币政策调整会对美国经济产生溢出效应，但溢出效应程度有限。

给定中国货币供应量增速 1 个单位的正向冲击，扩张性的货币政策在刺激中国经济增长的同时，还会通过贸易和投资渠道推动美国经济增长，进而导致其通货膨胀率上升。此外，资本实际成本上升和实际工资水平下降，诱使企业以更多的劳动力替代资本，导致企业的劳动力投入增加。由于资本不完全流动，中国实施宽松性的货币政策，导致美国的预期超额收益为正，实际汇率先下降后上升，而一价定律缺口也相应的先为负后转为正数，贸易条件则先改善后恶化。比较中美经济变量对中国数量型货币政策调整的响应程度，不难看出，中国数量型货币政策调整也会对美国经济产生显著的溢出效应，但溢出效应程度同样极为有限。

（四）结论及政策建议

本文通过构建两国 DSGE 模型,对中美大国货币政策的双向溢出效应进行模拟分析,得出以下主要结论:

第一,虽然美国货币政策调整会对中国的经济和金融变量产生显著的、较强的溢出效应,但是,中国货币政策调整也会对美国的相应经济和金融变量产生显著的、一定程度的溢出效应,这意味着中国已不再是美国货币政策效应外溢的简单接受者,中美货币政策之间确实存在双向溢出效应,但具有不对称性;

第二,通过将货币政策分解为价格型和数量型货币政策两种工具类型,本文发现美国数量型货币政策的溢出效应程度明显强于其价格型货币政策的溢出效应,这可能主要源于美元的世界货币地位,与之相对应,中国数量型货币政策的溢出效应程度也明显强于其价格型货币政策的溢出效应,这可能与中国货币政策更为强大的政策效果有关;

第三,比较货币政策的溢出效应与其对本国经济的政策效果,本文发现美国货币政策在影响美国经济的同时,溢出效应非常明显,其对部分中国经济变量的溢出影响程度甚至要大于对美国自身经济变量的影响程度,与之不同的是,中国货币政策虽然也会对美国经济产生溢出效应,但溢出影响程度明显弱于其对中国自身经济变量的影响程度,这意味着美国货币政策的实施在惠及美国经济的同时,具有强大的外溢效应,而中国货币政策仍以影响本国经济为主。

以上结论寓意着,在中美大国货币政策博弈中,一方面中国货币政策已经在一定程度上具备了主动反制美国货币政策负溢出效应的

能力,另一方面中国货币政策在与美国货币政策博弈中仍处于相对弱势地位。基于以上分析,本文提出以下政策建议:第一,在美元本位体制下,面对美国货币政策强大的效应外溢,中国货币当局应充分研究美国货币政策对中国经济和金融溢出效应的机理和渠道,评估和衡量不同经济环境下,美国货币政策对中国经济和金融的溢出程度与方向;第二,鉴于中国已不再是美国货币政策效应外溢的简单接受者,中国货币当局应该考虑在与美国货币政策的博弈中,如何发展和丰富自己“战略性货币政策库”;第三,鉴于中美货币政策存在交互影响,中国与美国货币当局应展开经常性沟通,立足于国际货币政策协调,避免大国货币政策冲突,维护国际经济金融环境的稳定。

三、主要经济数据⁶

表 2：经济数据一览

指标名称	类别	18-May	18-Jun	18-Jul	18-Aug	18-Spt	18-Oct	18-Nov
CPI	同比	1.8	1.9	2.1	2.3	2.5	2.5	2.2
PPI	同比	4.1	4.7	4.6	4.1	3.6	3.3	2.7
制造业 PMI	同比	51.9	51.5	51.2	51.3	50.8	50.2	52.8
工业增加值	累计增长	6.9	6.7	6.6	6.5	6.4	6.4	6.3
规模以上工业企业利润总额	累计同比	16.5	17.2	17.1	17.2	14.7	13.6	11.8
固定资产投资完成额	累计同比	6.1	6.0	5.5	5.3	5.4	5.7	5.9
社会消费品零售总额	同比	9.5	9.4	9.3	9.3	9.2	8.6	8.1
进出口总值	当期值 同比	18.5	12.5	18.8	14.3	14.4	18.2	9.1
M2	同比	8.3	8.0	8.5	8.2	8.3	8.0	8.0
社会融资规模	存量(百亿元)	18214	18327	18745	18880	19730	19789	19930
金融机构新增人民币贷款	当月值(亿元)	11500	12915	14500	13038	13800	6970	12494

⁶撰写人：IMI 助理研究员孟源祯

免责声明

本文件由中国人民大学国际货币研究所(以下简称“IMI”)制作, 仅供派发予特定收件人, 不得作为业务招揽或相关商业活动之用。本文件的版权为IMI所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

本文件中的信息均来源于我们认为可靠的公开资料, 但 IMI 对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文件中的信息、意见等均仅供收件人参考之用, 而不应视为出售要约、订购招揽或向浏览人士提出任何投资建议或服务。该等信息、意见并未考虑到获取任何人的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。对依据或者使用本文件所造成的一切后果, IMI 及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

《IMI 宏观经济月度分析报告》简介

《IMI 宏观研究月报》是中国人民大学国际货币研究所(IMI)推出的系列性月度分析报告。与现有宏观研究报告不同, 本报告更加侧重宏观分析的学术性。报告包括宏观分析、专题分析和数据汇览三大板块。其中, 宏观分析板块包括海外宏观经济金融形势研判、国内宏观经济金融形势分析、商业银行经营情况和金融市场分析等四个部分。专题分析是本报告的特色, 主要针对一些具有重大现实意义的经济金融问题进行深入的理论分析, 提高了本报告的学术内涵。本报告由 IMI 研究员倾力打造, 由各位资深学术委员倾情指导, 是 IMI 的主要学术产品之一。

编 号	名 称	作 者
IMI Report No.1901	信用融冰：2019 年银行业资产负债配置展望	王剑
IMI Report No.1820	2018 年第四季度宏观经济运行预测	刚健华、张劲帆、唐赫
IMI Report No.1819	IMI 宏观经济月度分析报告（第 19 期）	IMI
IMI Report No.1818	政策“暖风”不断——中国大类资产观察	孙超、徐翔
IMI Report No.1817	“滞胀”或仅表象——中国大类资产观察	孙超、徐翔
IMI Report No.1816	IMI 宏观经济月度分析报告（第 18 期）	IMI
IMI Report No.1815	2018 年第三季度宏观经济运行预测	刚健华、张劲帆、唐赫
IMI Report No.1814	IMI 宏观经济月度分析报告（第 16 期）	IMI
IMI Report No.1813	人民币国际化战略与未来展望	IMI
IMI Report No.1812	经济增长持续放缓，宏观政策有所调整	王彬
IMI Report No.1811	IMI 宏观经济月度分析报告（第 15 期）	IMI
IMI Report No.1810	2018 人民币国际化报告（中文发布稿）	IMI
IMI Report No.1809	IMI 宏观经济月度分析报告（第 14 期）	IMI
IMI Report No.1808	IMI 宏观经济月度分析报告（第 13 期）	IMI
IMI Report No.1807	2018 年第二季度宏观经济运行预测	刚健华、张劲帆、唐赫
IMI Report No.1806	IMI 宏观经济月度分析报告（第 12 期）	IMI
IMI Report No.1805	2018 年第一季度宏观经济运行预测	刚健华、张劲帆、唐赫
IMI Report No.1804	IMI 宏观经济月度分析报告（第 11 期）	IMI
IMI Report No.1803	IMI 宏观经济月度分析报告（第 10 期）	IMI
IMI Report No.1802	IMI 宏观经济月度分析报告（第 9 期）	IMI
IMI Report No.1801	金融大监管强化银行特许价值	王剑
IMI Report No.1719	IMI 宏观经济月度分析报告（第 8 期）	IMI
IMI Report No.1718	扼守闸门：货币史诗 2007-2017	王剑
IMI Report No.1717	货币沉浮：2018 年银行业资产负债配置展望	王剑
IMI Report No.1716	《中国财富管理发展指数》报告	IMI
IMI Report No.1715	IMI 宏观经济月度分析报告（第 7 期）	IMI
IMI Report No.1714	天府金融指数报告（发布稿）	IMI
IMI Report No.1713	IMI 宏观经济月度分析报告（第 6 期）	IMI
IMI Report No.1712	IMI 宏观经济月度分析报告（第 5 期）	IMI



中国人民大学国际货币研究所

INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn