



2019 CHINA
ANNUAL SYMPOSIUM

货币政策颠覆性蜕变 及其对利率与资本市场的影响

王家春

中国保险行业协会首席长期利率专家

13, 6, 2019



一、凯恩斯经济学理论逻辑要点



- ◆资本主义制度不存在根本性缺陷，经济周期之所以难以避免是因为有效需求不足具有必然性
- ◆有效需求不足的必然性源于：
 - ✓边际消费倾向递减
 - ✓边际资本收益率递减
 - ✓流动性偏好
- ◆弥补有效需求不足最好的办法是扩大政府财政赤字（最直接、最快捷）

- ◆ 只要政府不灭亡，其负债规模可以无限扩大
- ◆ 为支持政府赤字和债务扩张，央行应扩大货币发行、降低利率
- ◆ 因为会出现“流动性陷阱”，单纯的货币扩张对于刺激经济，效果很有限

二、凯恩斯理论的先天不足



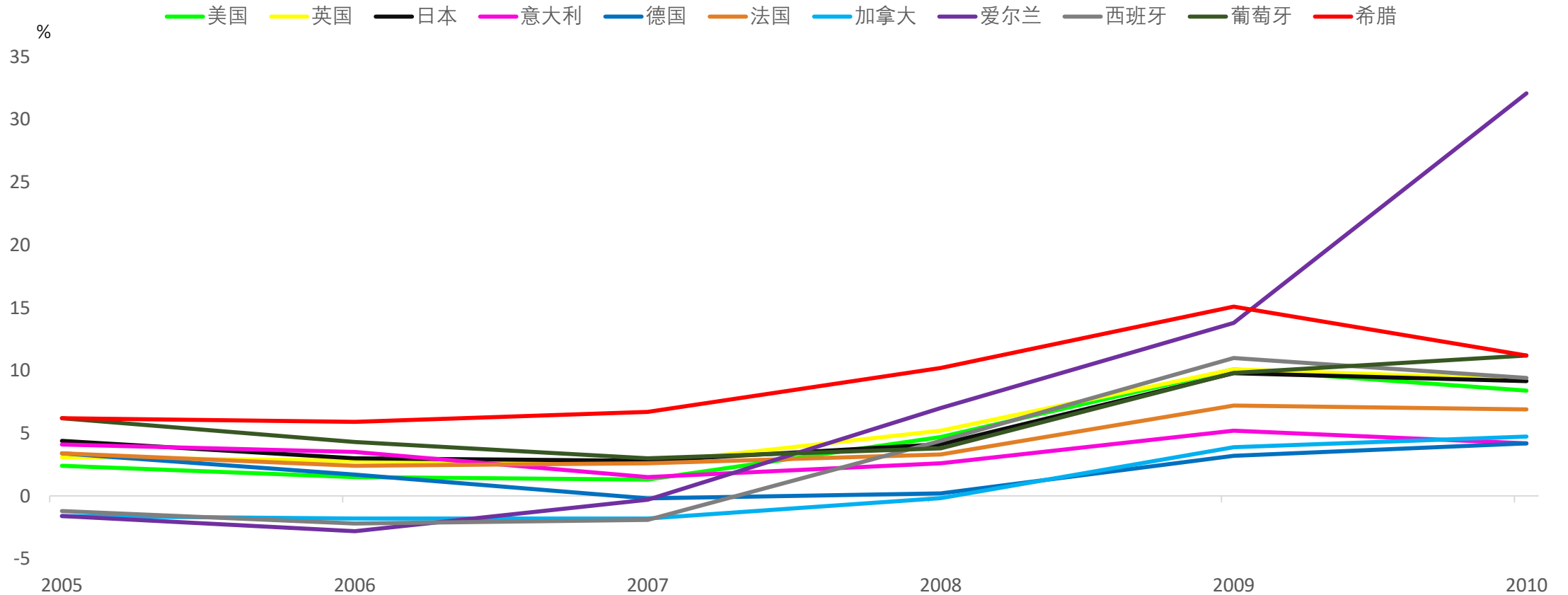
- ◆ 凯恩斯宏观经济模型实际上是一个“封闭”的经济模型，没有考虑到：
 - ✓ 国际产业分工细化和世界经济一体化会导致需求与供给跨越各国政府的权力边界，进而导致宏观政策在某种程度上“失灵”（包括但不限于刺激效应漏出、贫富差距扩大）
 - ✓ 非国际货币发行国，其对外债务具有较高的脆弱性
- ◆ 凯恩斯宏观模型也没有考虑到，即使是内债，政府债务率或宏观债务率应该有一个合理限度，无限扩张的最终结果是走向灾难（对于国际货币发行国和非国际货币发行国都是如此）
- ◆ 忽视了资本“唯利是图”的本性，尤其是其在全球范围内追求最大商业利益，可能损害母国客观与长远利益

三、现实困境迫使凯恩斯主义 悄然“蜕变”

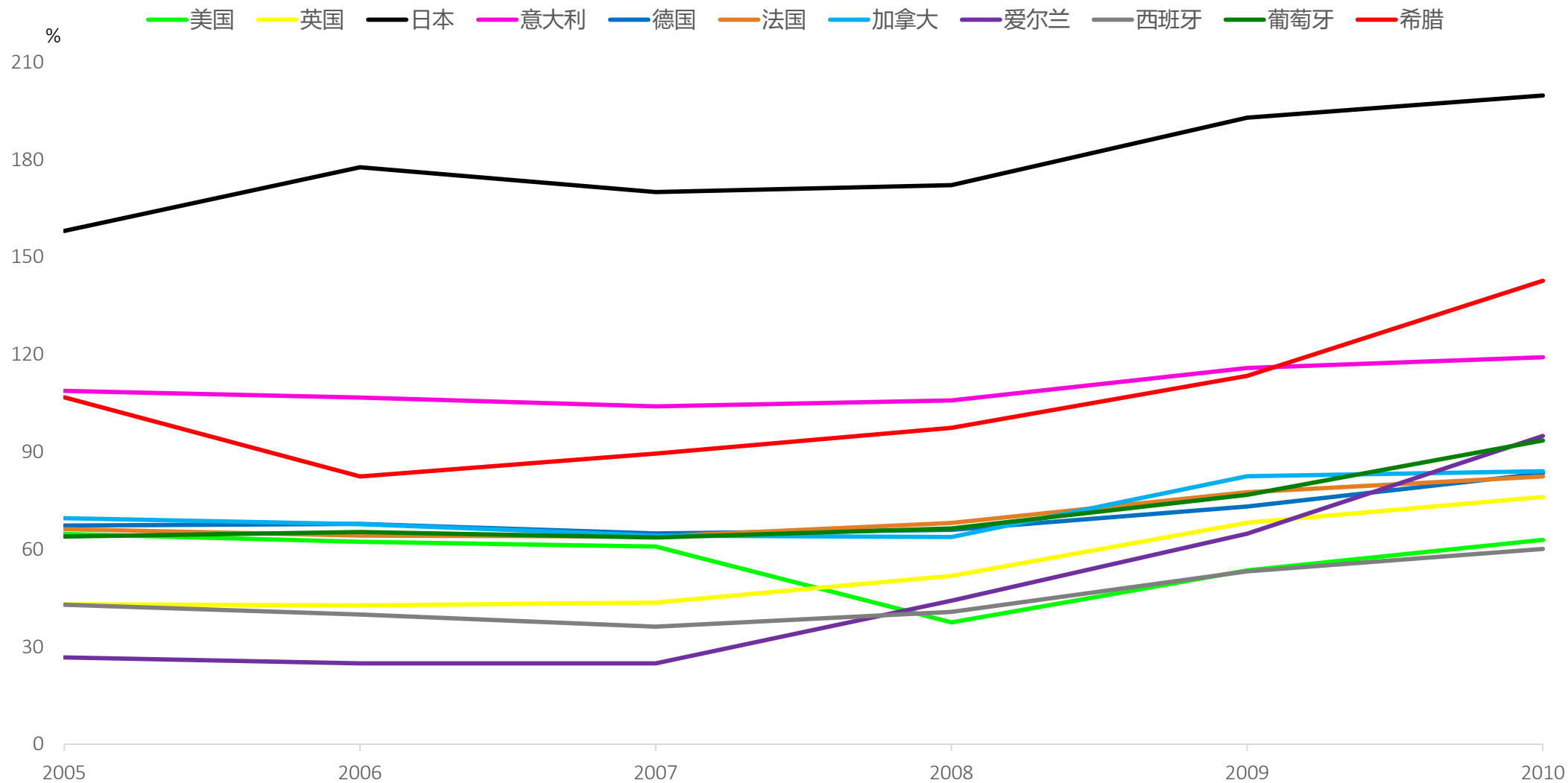


◆ 2009年的强刺激是凯恩斯主义在全球范围内最后一次大面积狂舞

图：2005-2010年G7+PIIGS政府财政赤字率变化

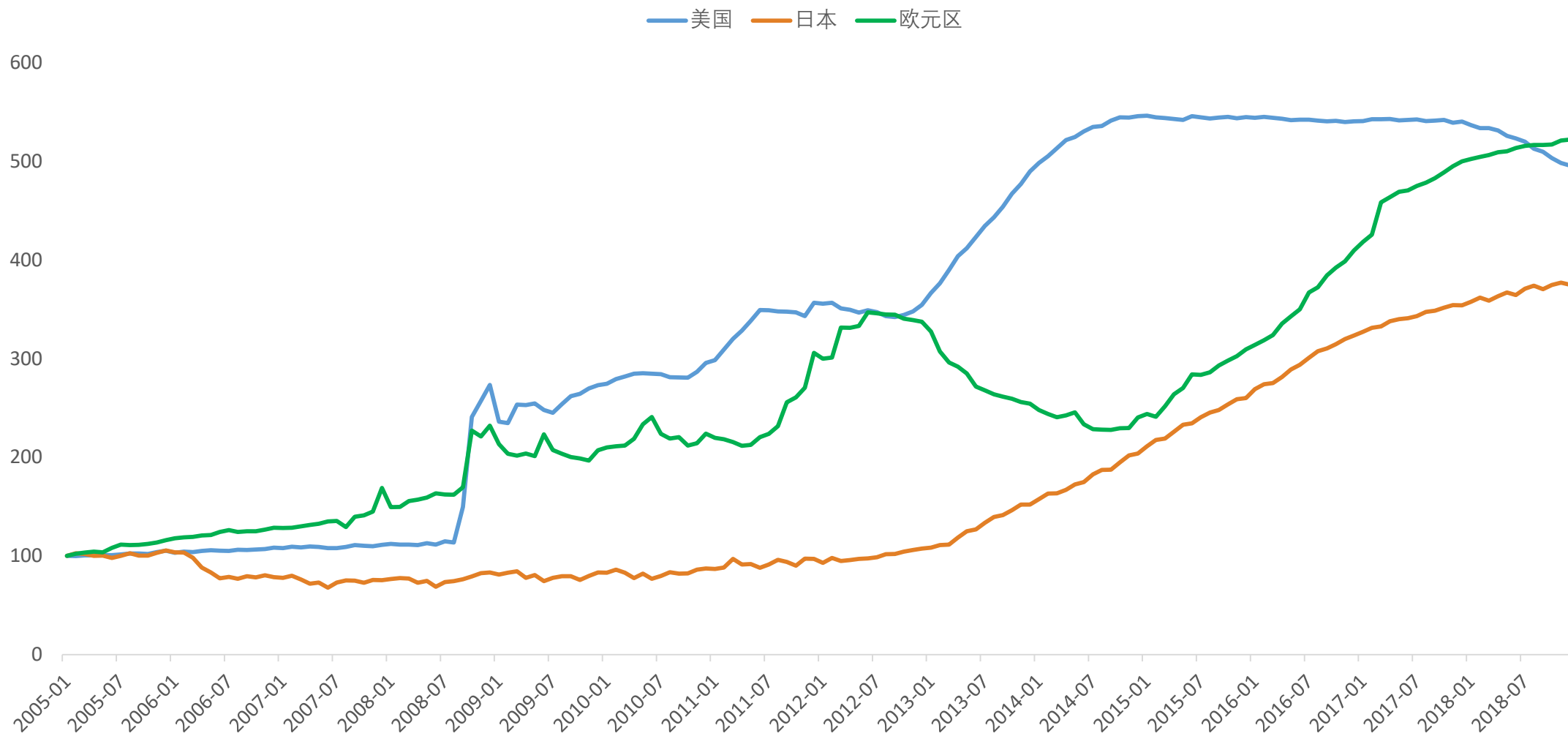


图：2005-2010年G7+PIIGS政府债务率变化



◆从2010年开始，全球主要经济体因政府显性或隐形债务率过高，无力继续仰仗财政政策应对宏观风险，被迫转向主要依靠中央银行进行宏观维稳。这意味着，经典凯恩斯主义沿着干预主义路线“蜕变”为凯恩斯本人未必乐见的“货币凯恩斯主义”

图：2005-2018年美日欧元区央行资产负债表规模变化
(标准化, 2005年1月=100)



图：1987-2000年美日10年期国债利率和美国联邦基金利率变化



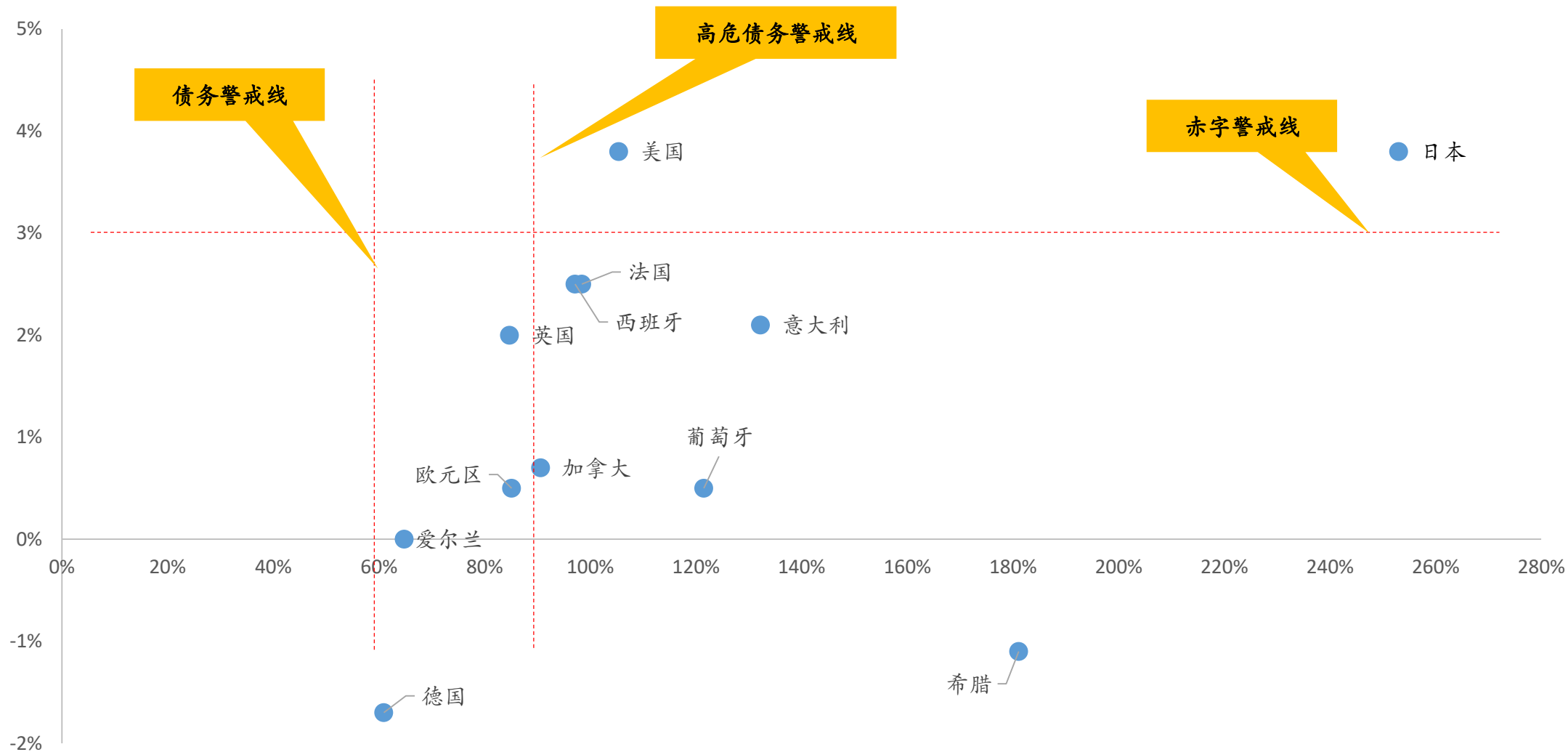
图：2000.01-2019.04月底美日德法意10年期国债利率和美国联邦基金利率变化



◆货币凯恩斯主义的基本特点是：

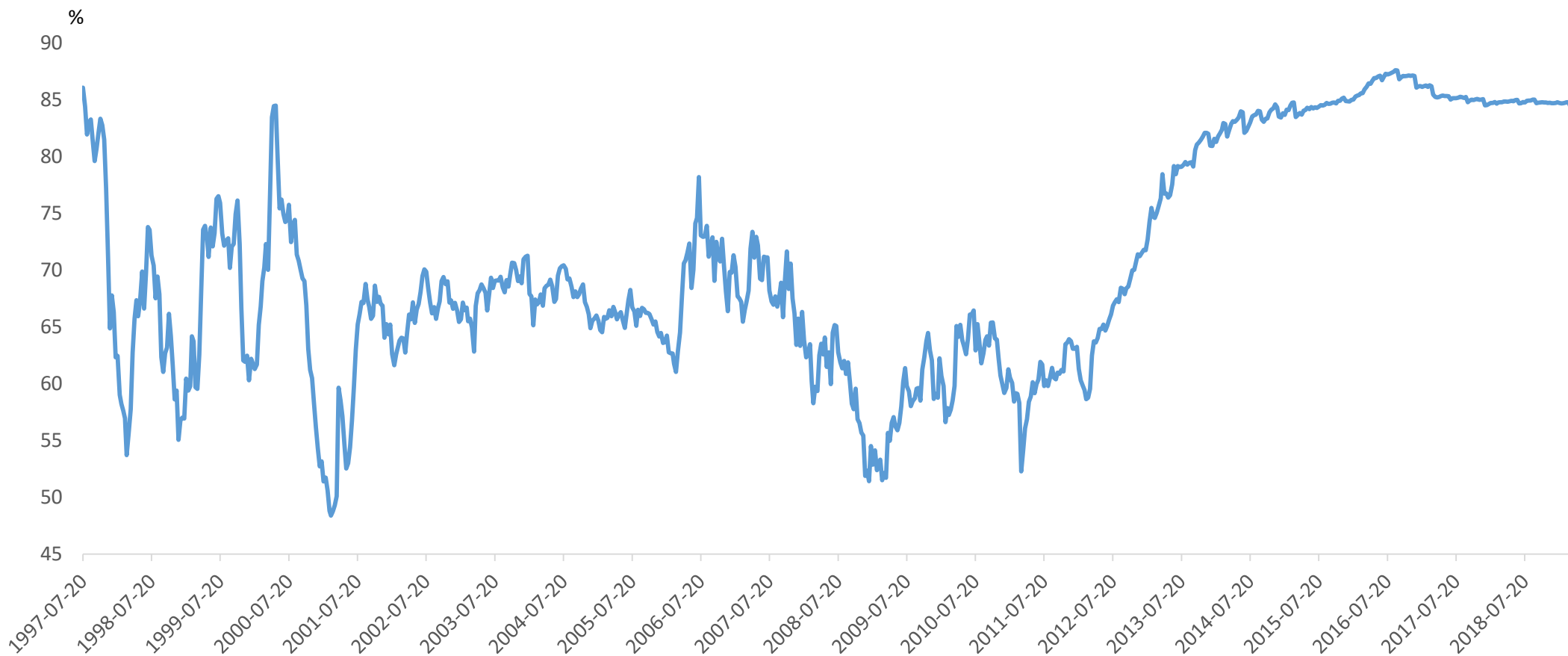
- ✓货币政策成为宏观经济管理的优先乃至主要工具
- ✓央行采取直接购买资产、接受金融机构更多的资产抵押、降准、降息、干预汇率等一切手段来减轻实体经济、金融体系和财政体系面临的风险
- ✓财政体系由原来的宏观风险“主治医师”，变成一个主要的“病人”

图：2018年底主要发达国家政府财政赤字率和债务率



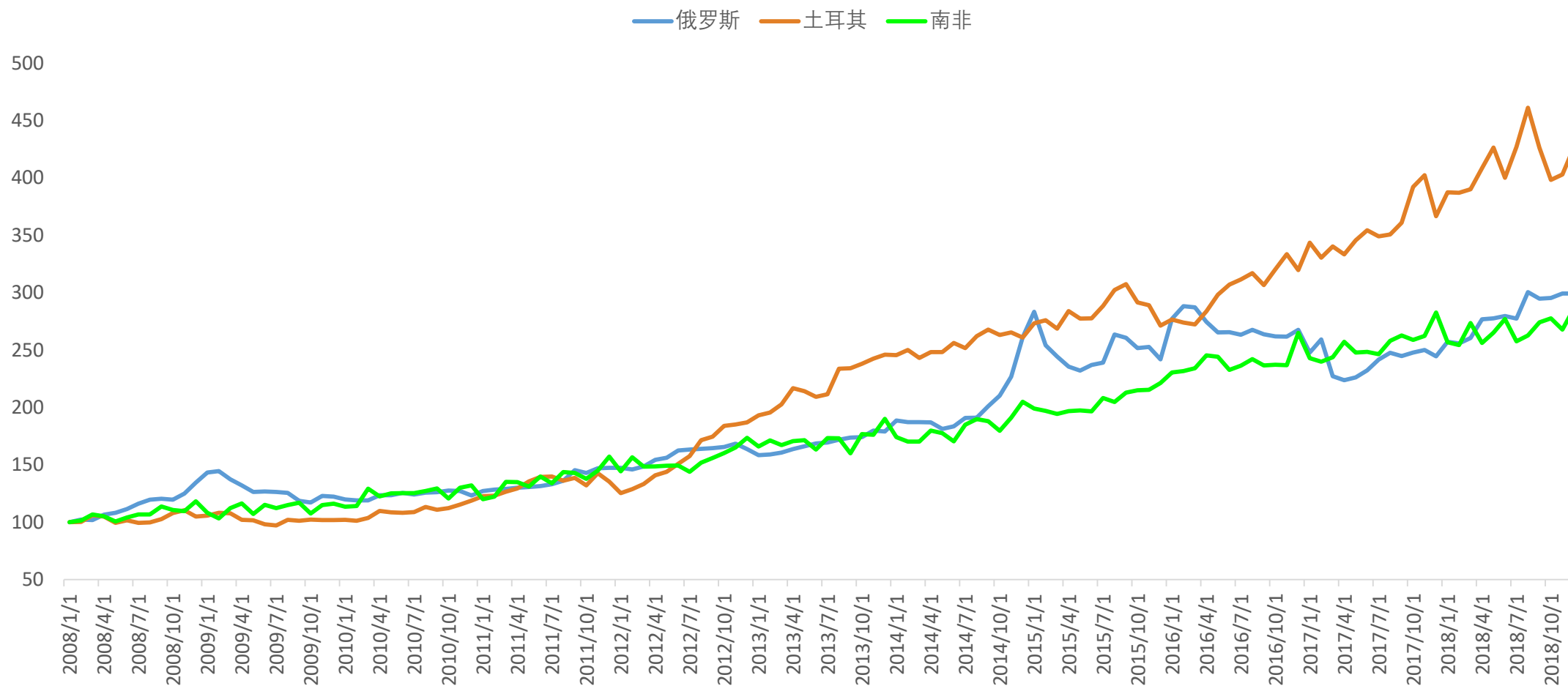
✓ 央行及其货币政策在很大程度上因被各种宏观风险绑架而失去“独立性”，并且在事实上沦落为（回归为）广义财政工具

图：1997年至今日本央行持有政府债券在其总资产中所占比重变化



图：俄罗斯、土耳其和南非2008-2018年央行资产负债表规模变化

(标准化, 2008年1月=100)



- ✓ 国际政治博弈的短期化和尖锐的内部矛盾，导致各大经济体普遍不乐见本币升值和贸易逆差扩大。这在某种程度上助长主要央行之间的“宽松竞赛”，导致其在“囚徒的困境”之中越陷越深

四、货币凯恩斯主义本质上是毒品， 但是毒瘾只会越来越大



- ◆如果央行不以足够宽松的货币政策予以支撑，随时可以破产的政府和随时可以硬着陆的经济比比皆是
- ◆对于非国际货币发行国而言，尽管货币扩张的终极买单者是大众，但相比于“宏观垮塌”，大众还是宁愿接受“温水煮青蛙”
- ◆对于国际货币发行国而言，其货币宽松是由全球买单的，除非其国际货币地位丧失
- ◆国际政治格局的演变方向是大国博弈趋于激烈。在此趋势下，各个大国倾向于无限推迟宏观风险的爆发
- ◆经济全球化在某种程度上逆转也是大势所趋，这将给大部分经济体带来“额外”的痛苦和风险，也会把央行及其货币政策更深地绑架

五、利率政策机理及其实证



政府作为债务人
(希望尽可能低的名义及实际利率)

生产性债务人
(希望名义利率小于ROA)

净负债家庭及个人
(希望尽可能低的名义利率)

汇率升值压力

实体经济衰退的压力



持有净资产和现金类资产较多的风险厌恶型家庭及个人
(希望名义利率高于名义及实际通胀率)

汇率贬值压力

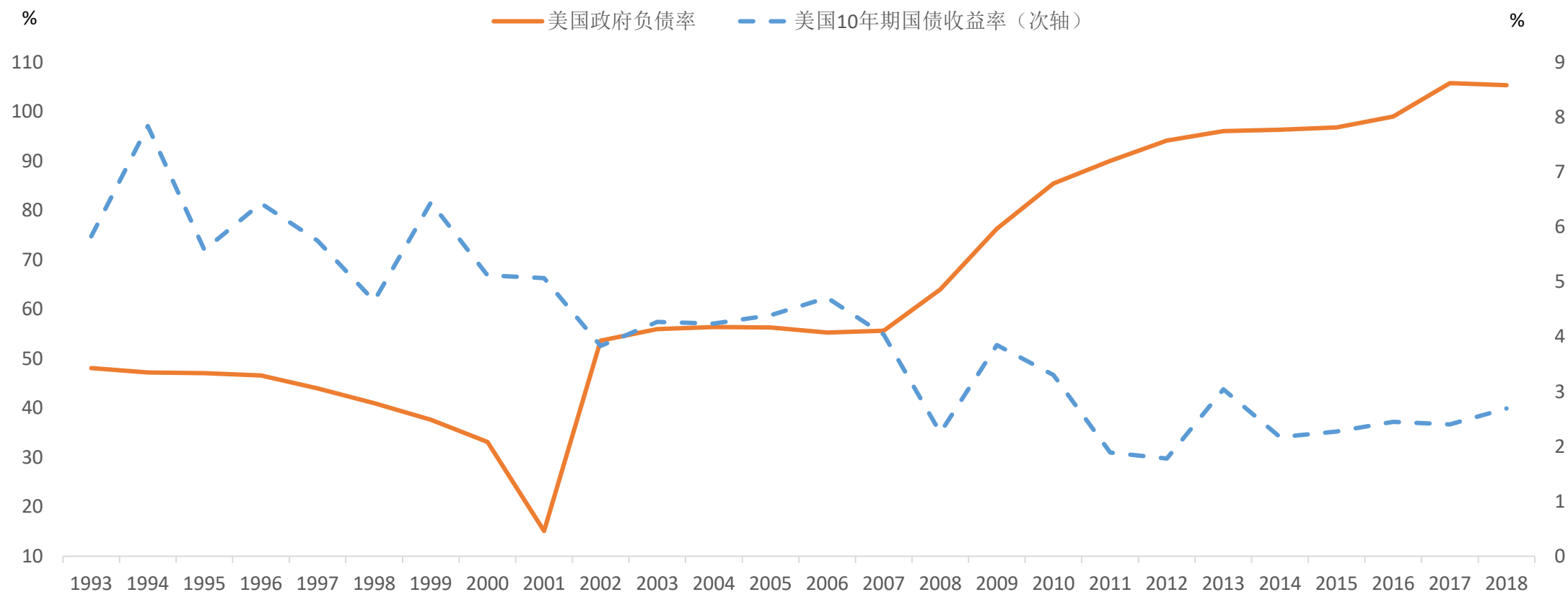
实体经济过热的压力



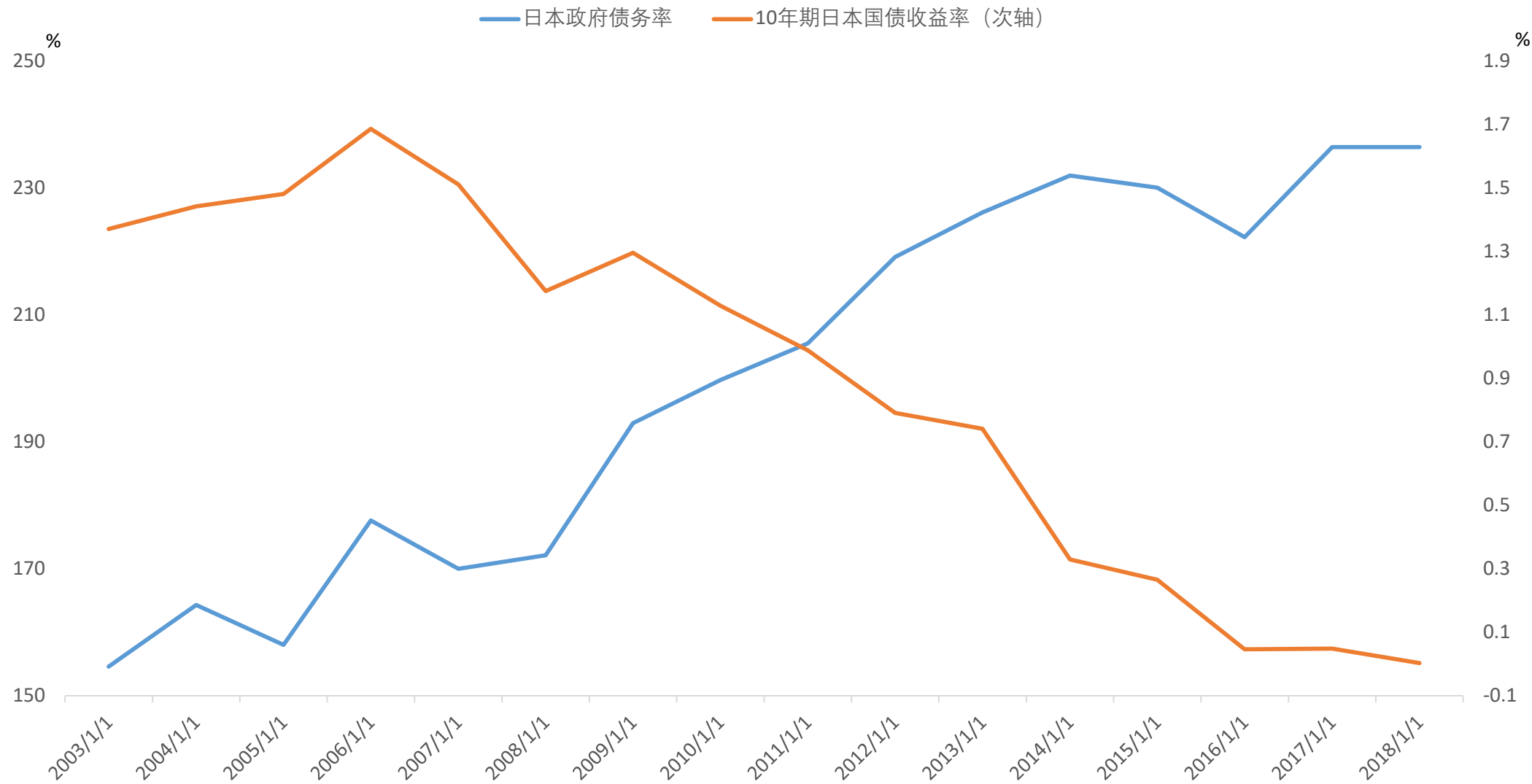
中央银行利率政策

◆表面看，利率由央行操控；但本质上，或者说大趋势上，是债权债务体系、国际收支和实体经济中的主要矛盾及其演化决定

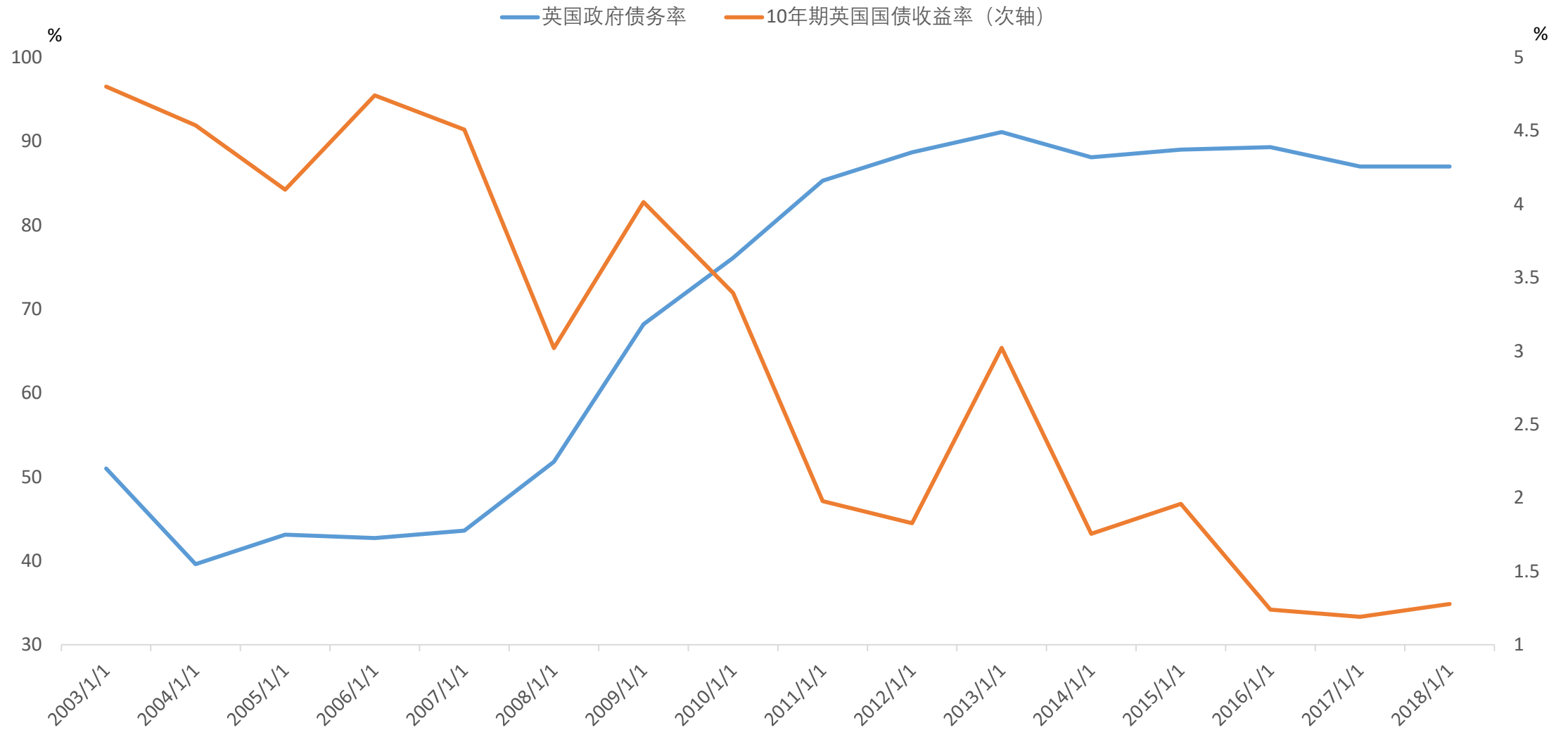
图：政府债务率与国债收益率



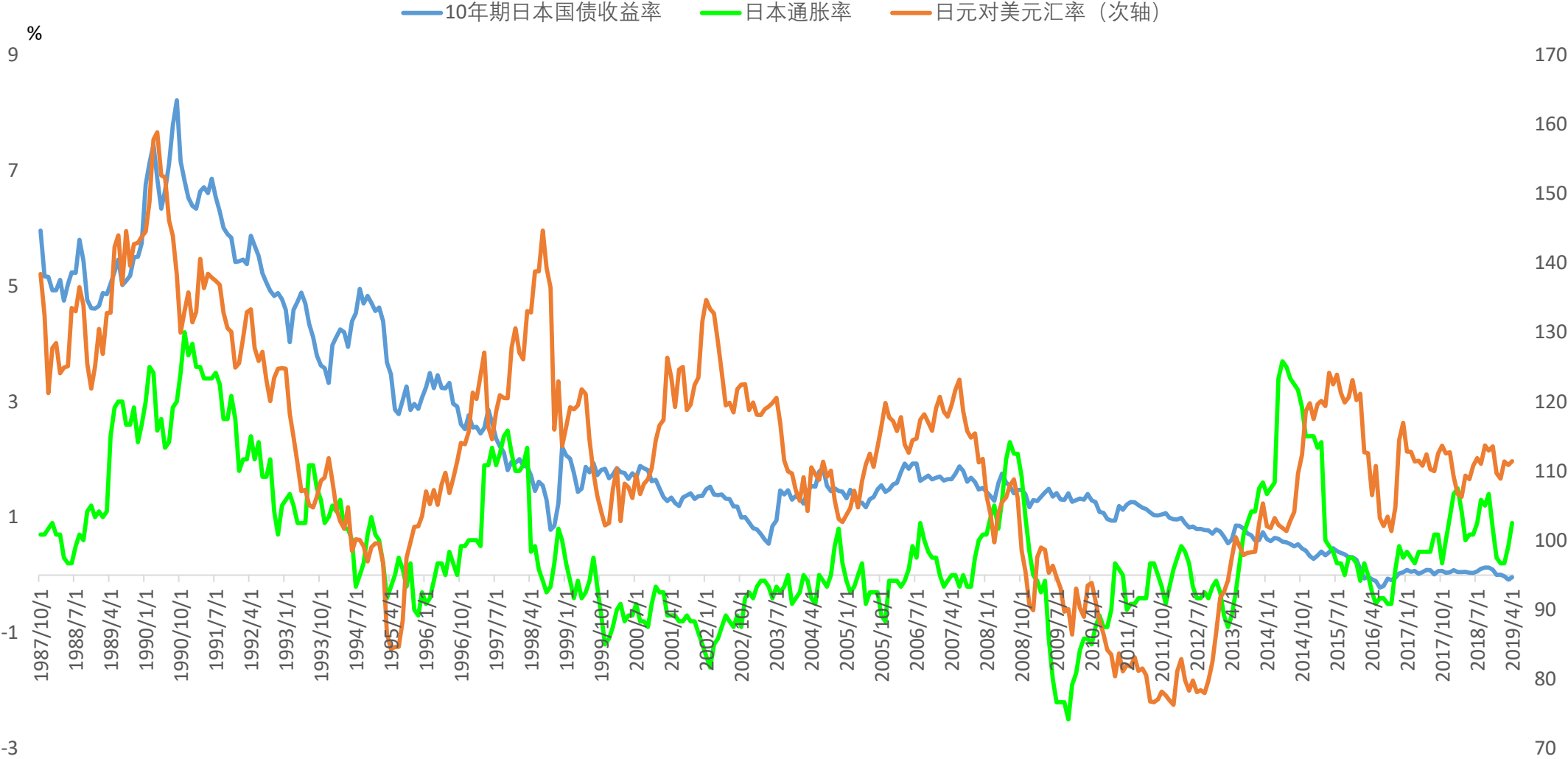
图：政府债务率与国债收益率



图：政府债务率与国债收益率



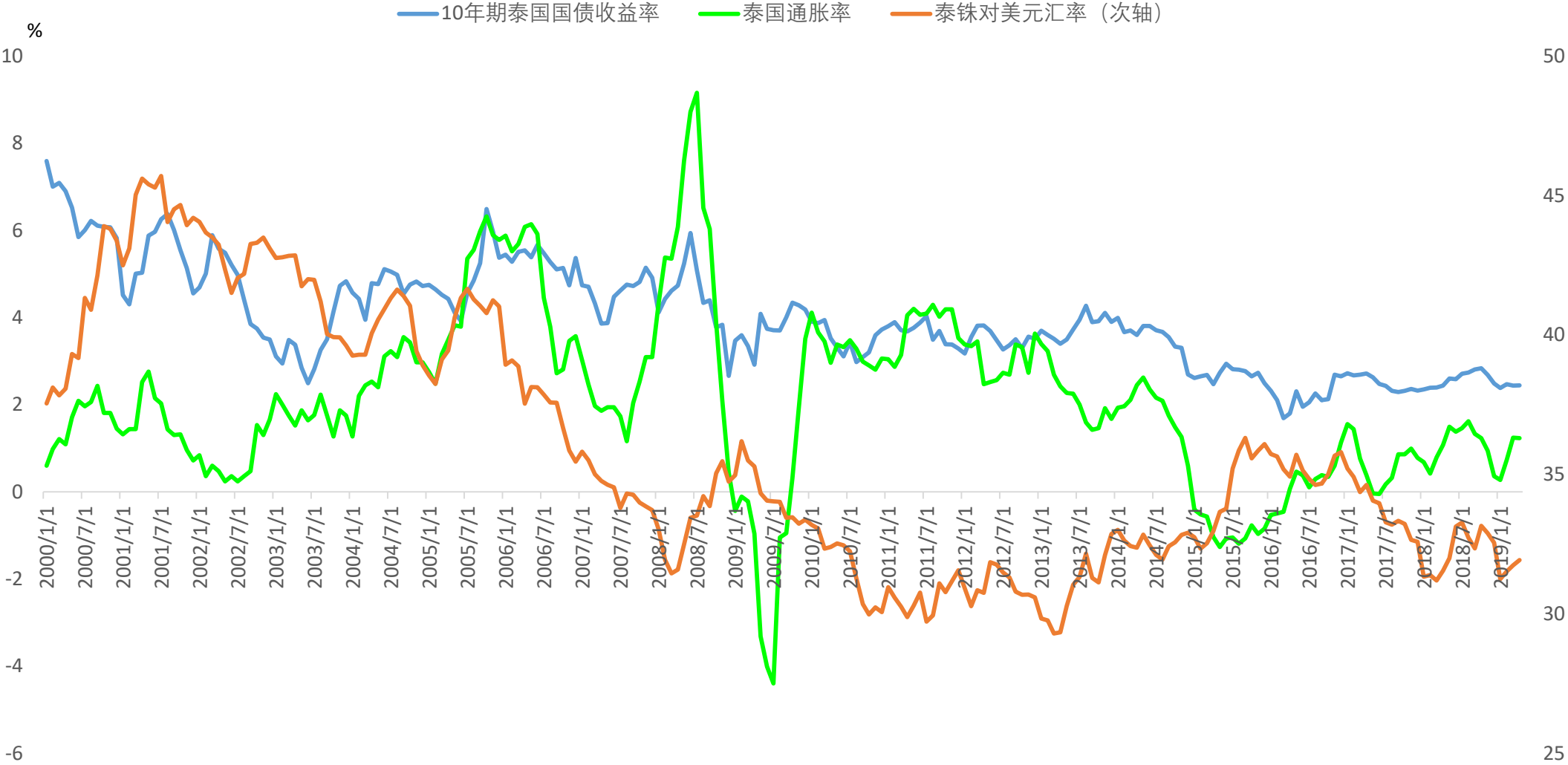
图：国债收益率、通胀率与汇率



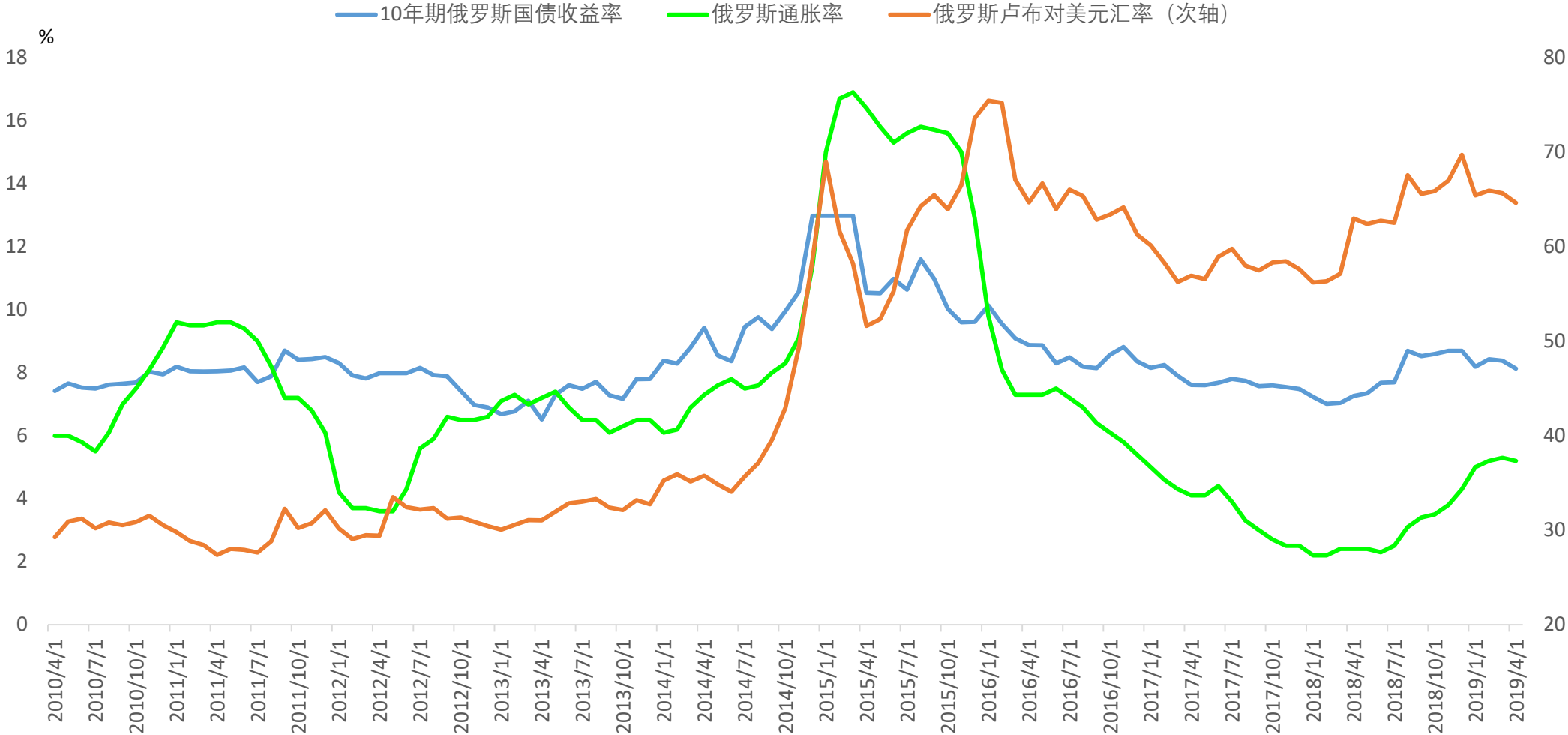
图：国债收益率、通胀率与汇率



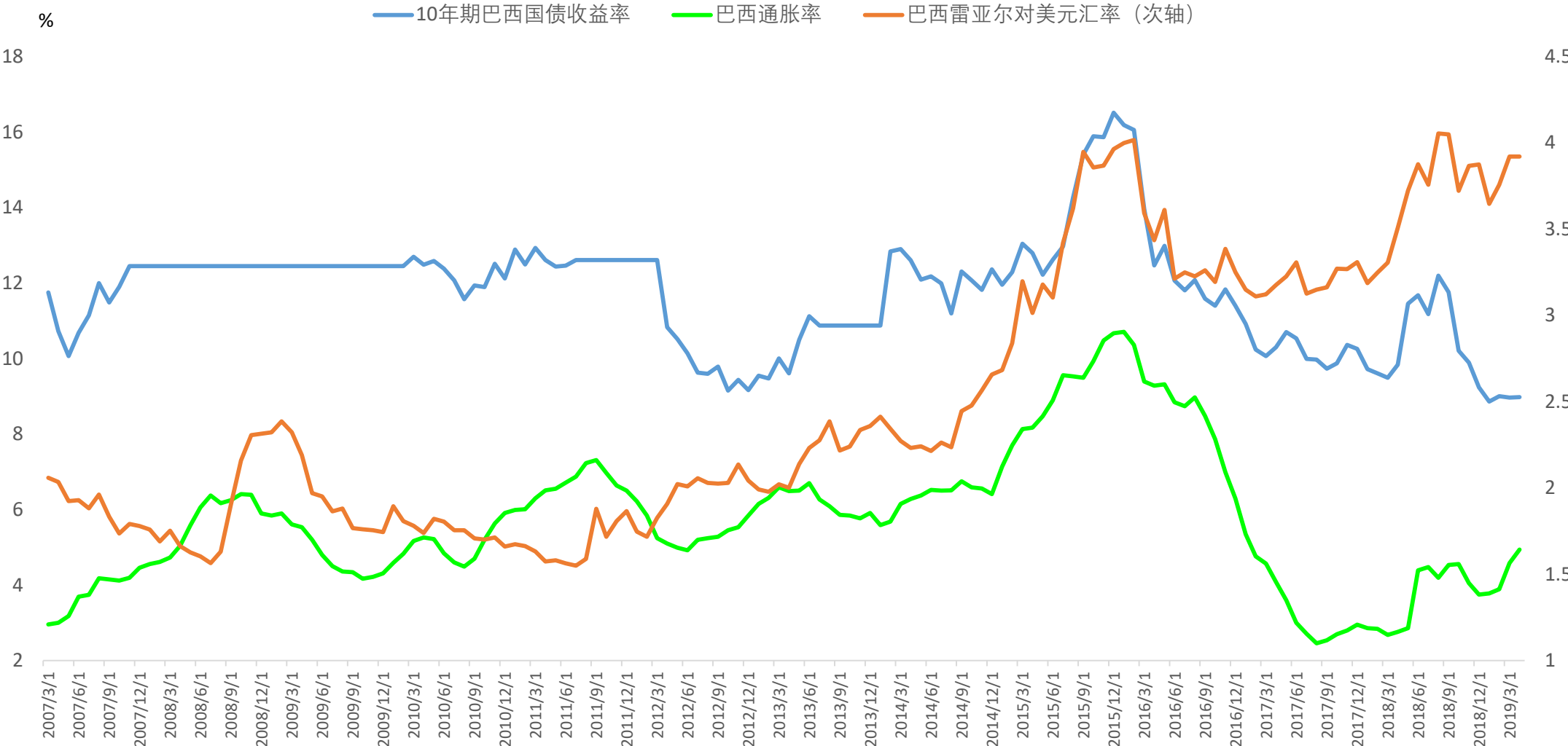
图：国债收益率、通胀率与汇率



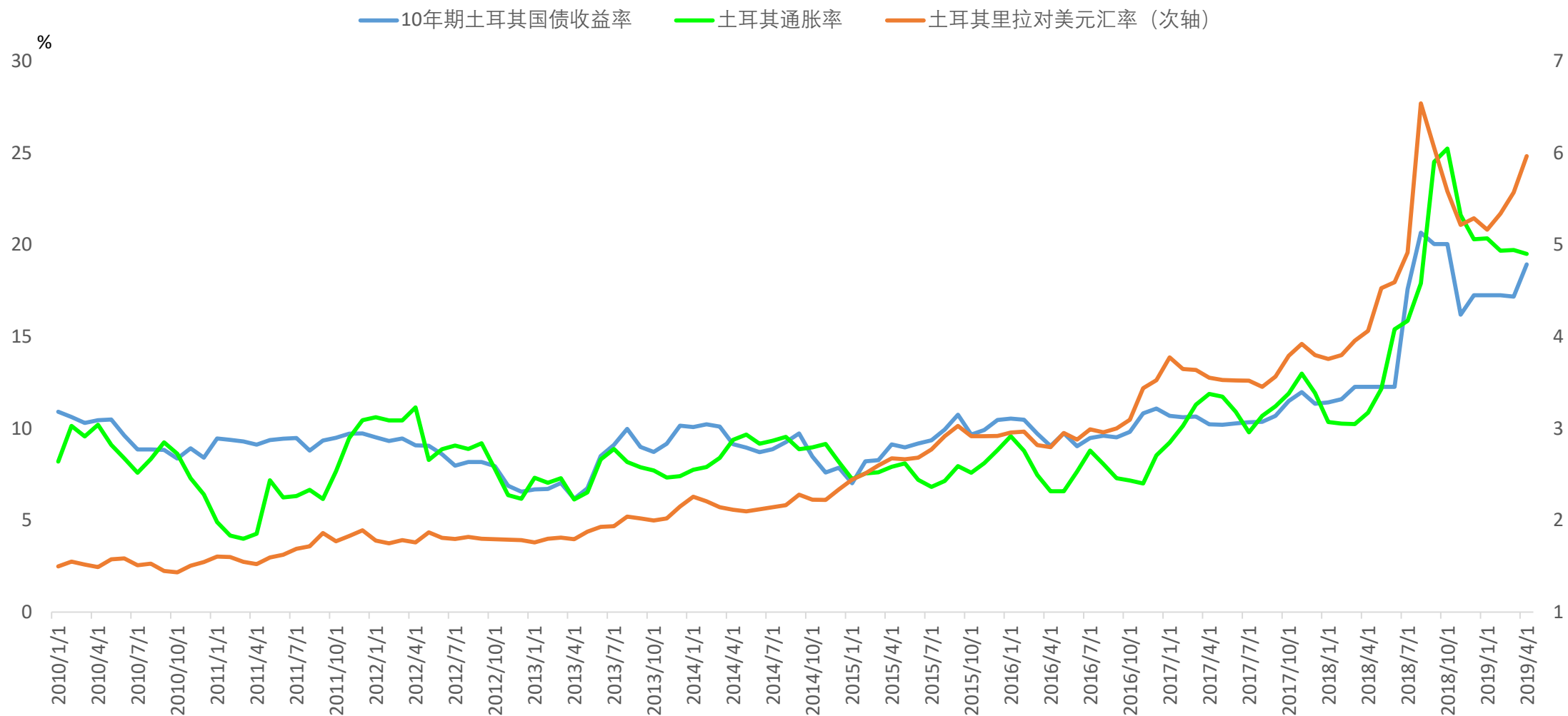
图：国债收益率、通胀率与汇率



图：国债收益率、通胀率与汇率



图：国债收益率、通胀率与汇率

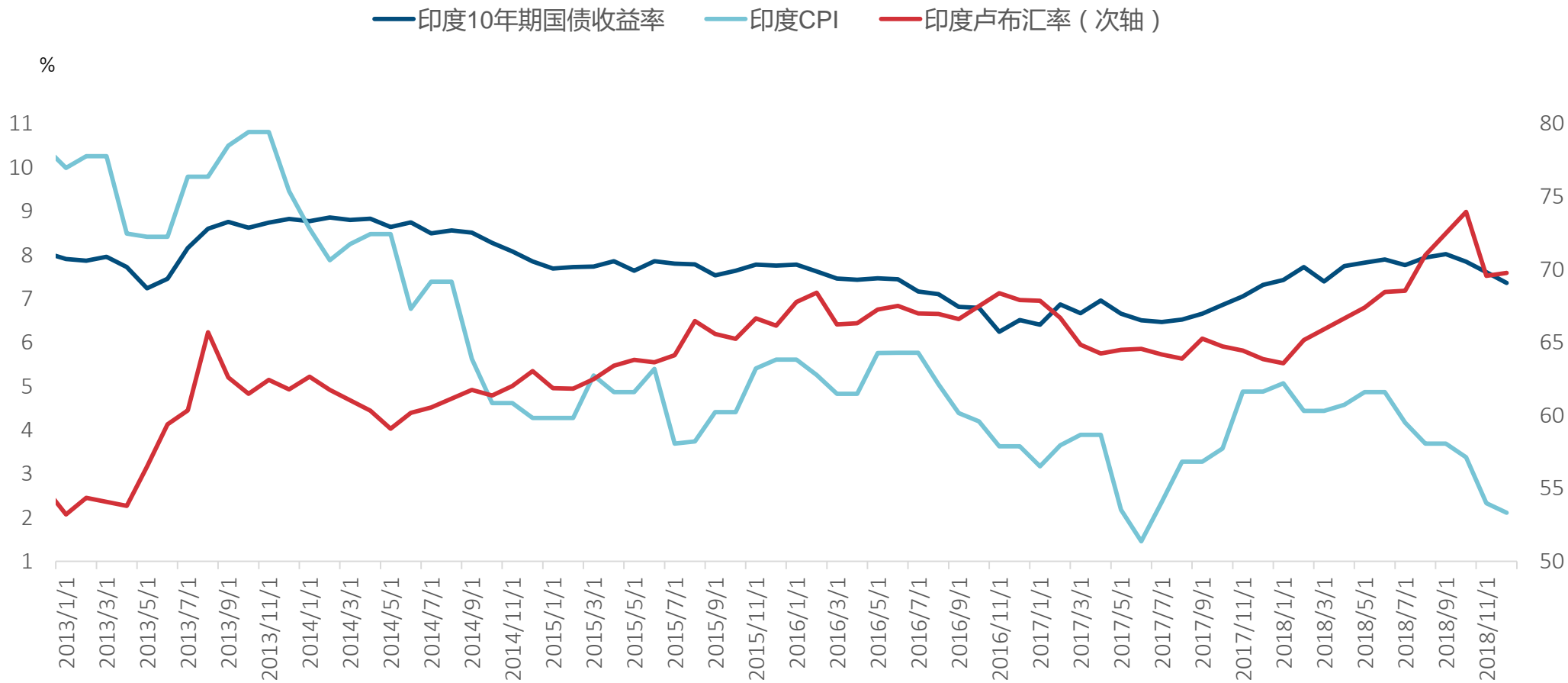


六、货币凯恩斯主义对央行利率政策 取向和股市的影响

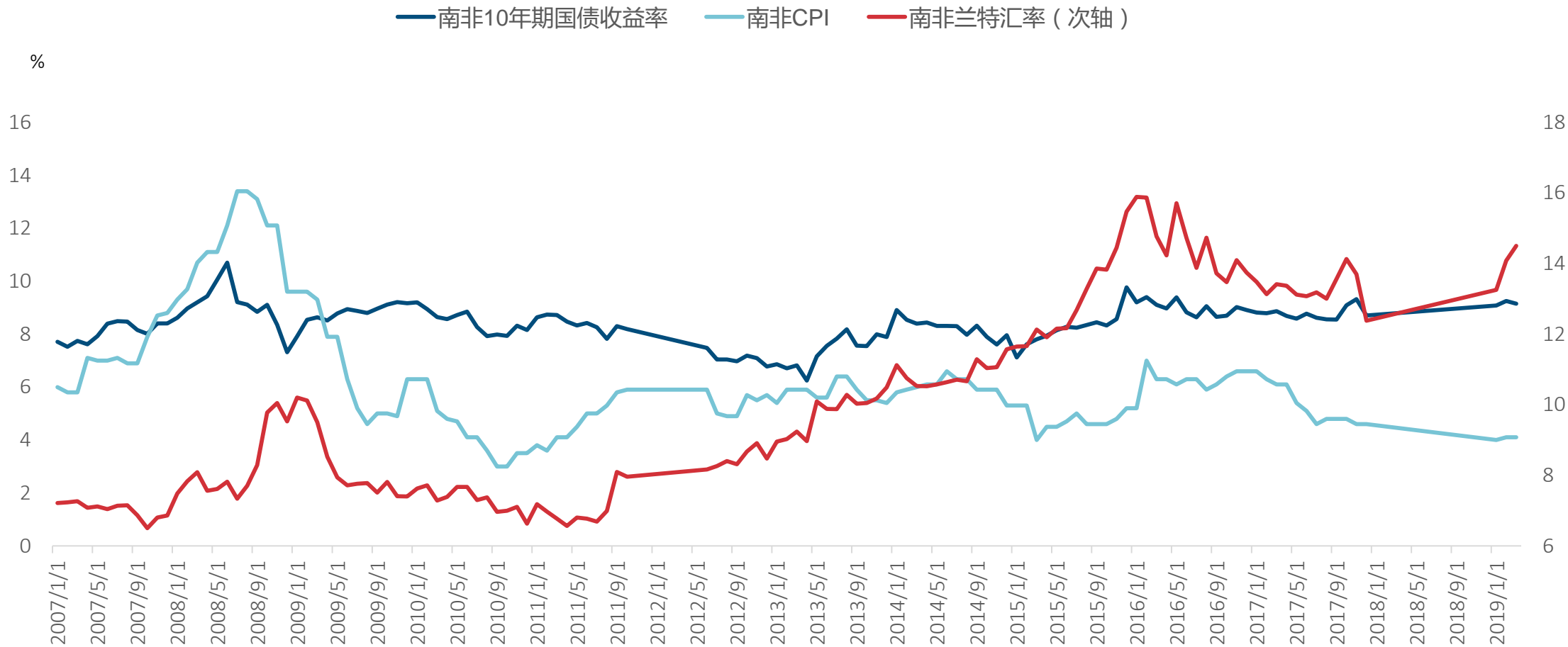


- ◆从现实环境看，如果撇开国际收支及本币对外升值压力，由于政府、生产部门负债率偏高或过高（尤其是政府负债率过高），且家庭部门净储蓄集中于少数富裕家庭，全球主要央行都自然倾向于选择低利率，乃至零利率、负利率
- ◆把汇率因素纳入考量，那些汇率贬值失控的经济体不得不提高名义利率（但依旧维持较高绝对值的实际负利率），以减轻资本外逃压力和通胀压力。但并不面临失控性汇率贬值压力的经济体，普遍缺乏以利率上升支撑汇率上升的动因

图：印度货币对美元的汇率、通胀率和国债利率变化

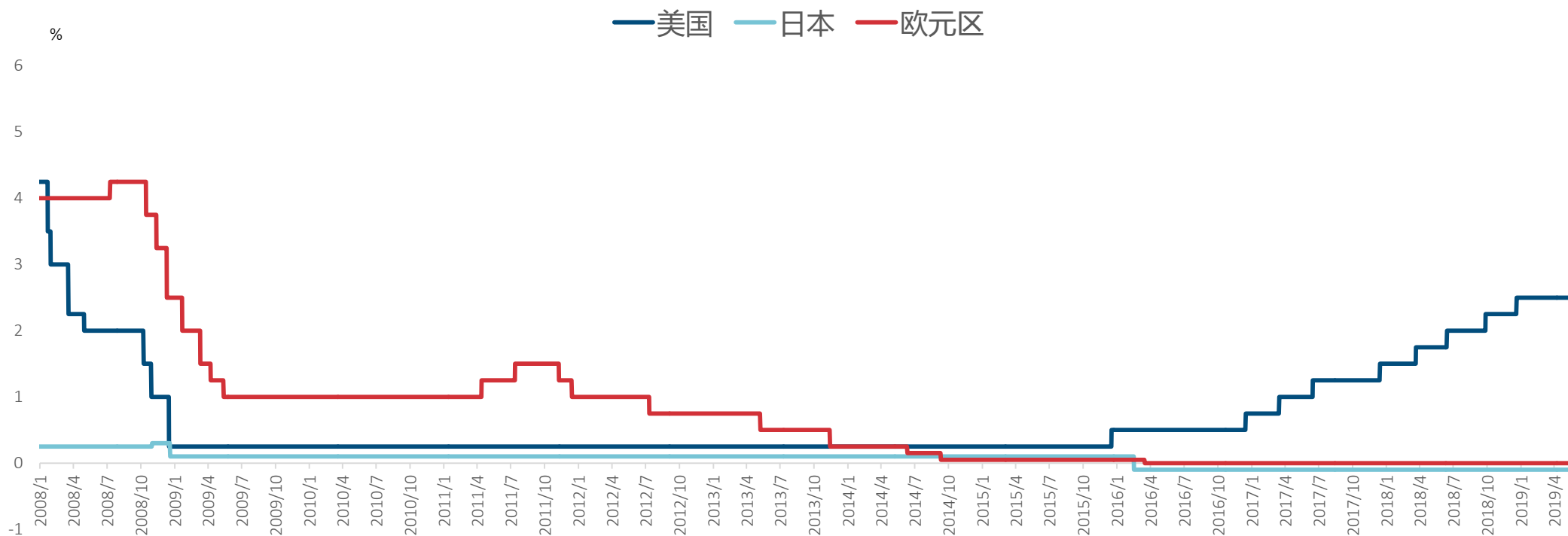


图：南非货币对美元的汇率、通胀率和国债利率变化



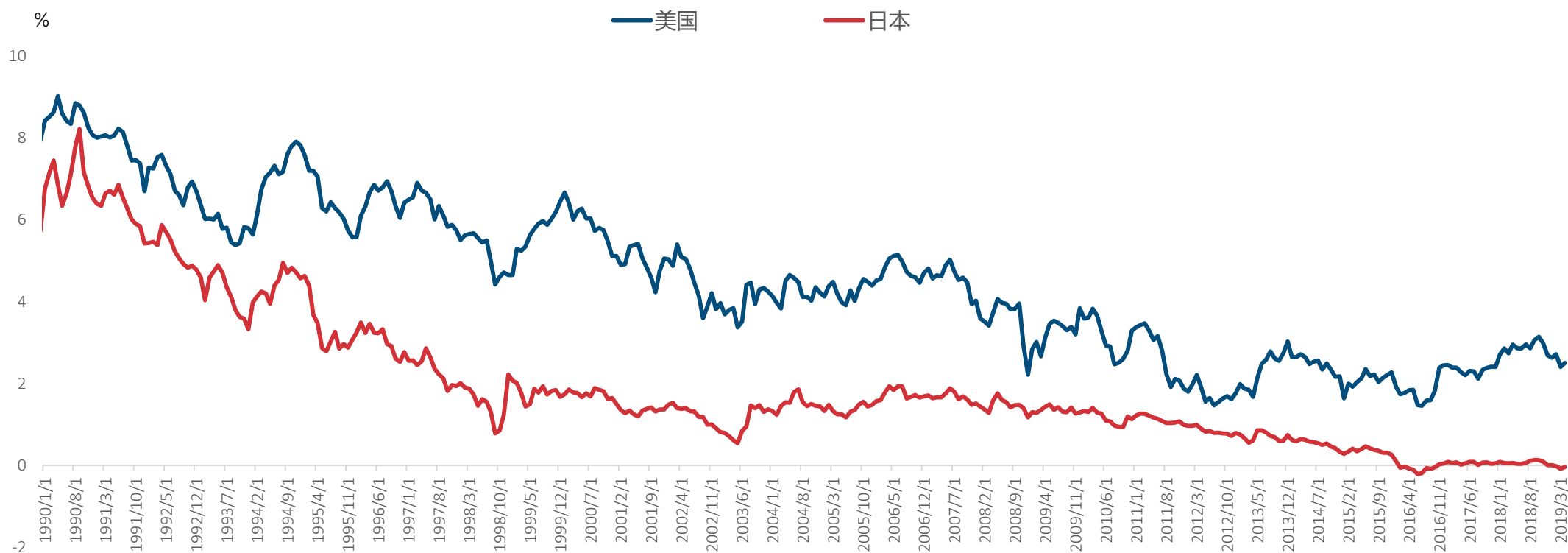
◆ 2015年12月至2018年12月，重量级央行之中只有美联储在加息。这在部分程度上是因为这段时间美国经济基本面在全球一枝独秀，也在部分程度上是因为美联储想要为下一轮降息制造空间。可以说，这是一个寿命不长的“非典型加息周期”

图：2008年以来美日欧央行基准利率变化



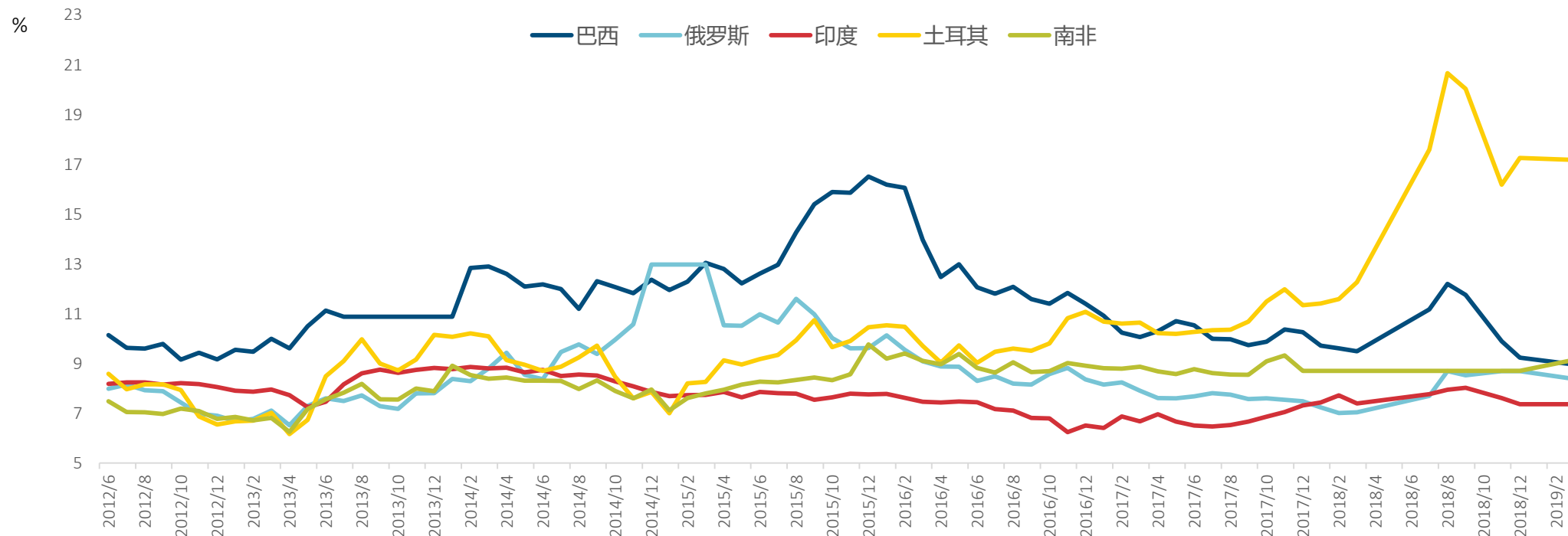
◆以长远眼光看，由于人口老龄化不断加重将不断推高西方大国的债务率，1990年以来日本央行利率的走向可能代表各西方大国名义利率的大趋势

图：1990年以来日美10年期国债利率变化

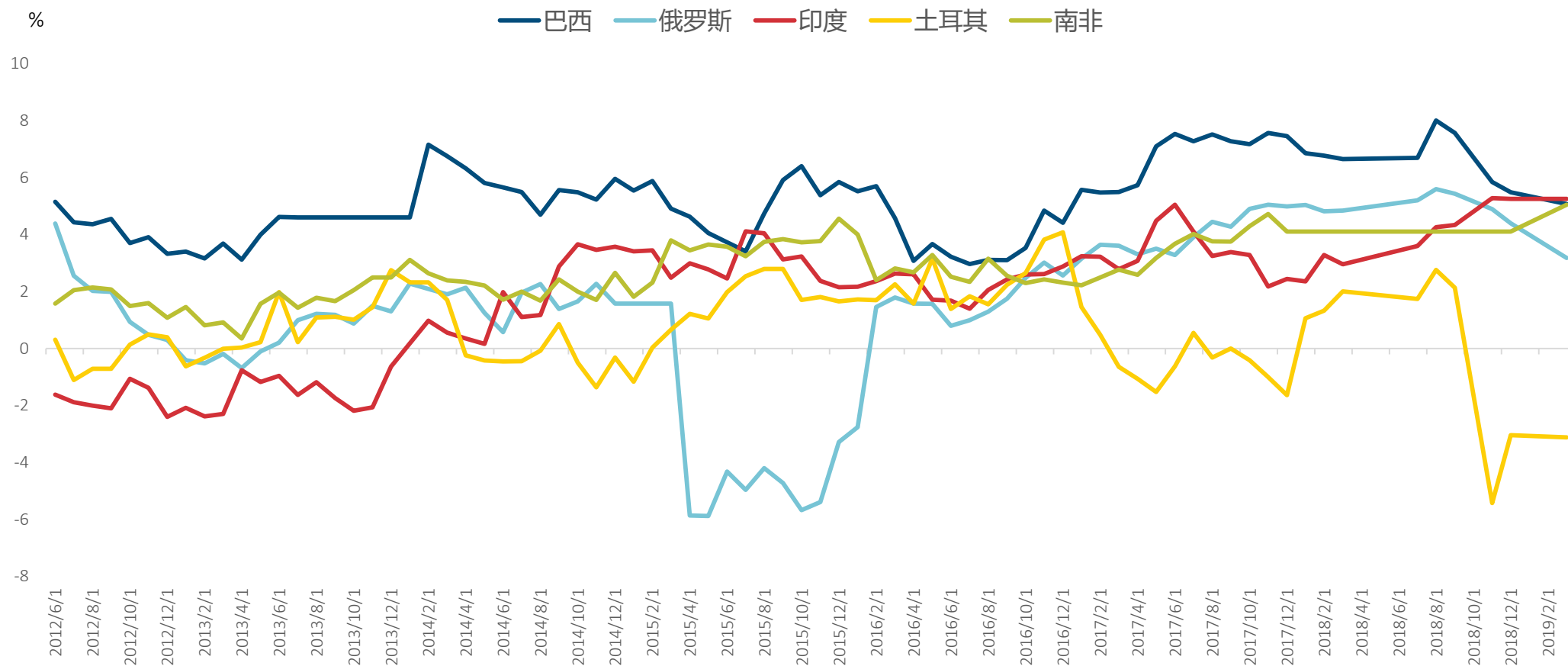


◆对于非国际货币发行国而言，在货币超发和汇率贬值等因素带来通胀率显著上升的情况下，其央行不得不提高名义利率，但仍会倾向于压低实际利率；除此，其利率政策基本取向很可能是名义利率和实际利率双压

图：土耳其、巴西、印度、南非、俄罗斯10年期国债收益率



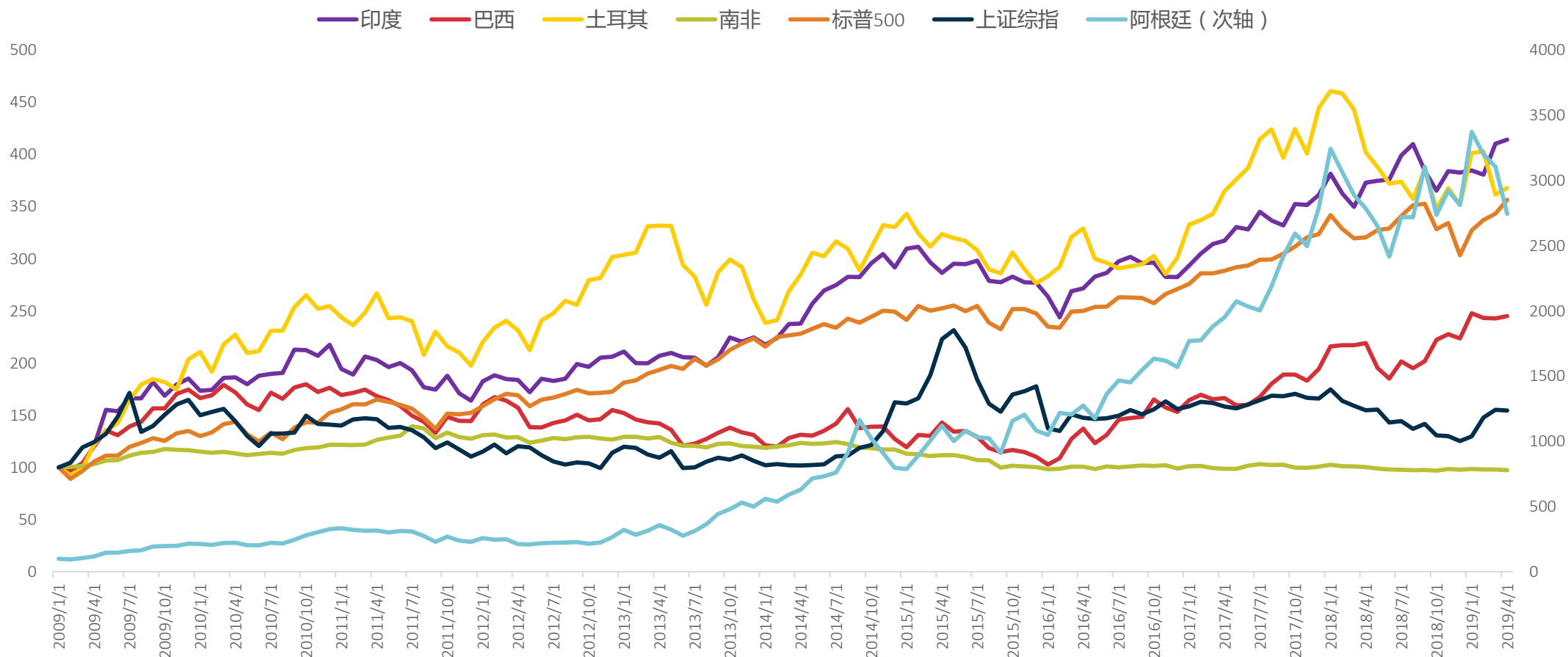
图：土耳其、巴西、印度、南非、俄罗斯10年期国债收益率-CPI同比



◆在货币凯恩斯主义之下，严重的基本面风险反倒对应着坚挺乃至疯狂的股市。背后的主要机理是：

- ✓恶劣的基本面带来过剩产能出清和行业集中度提升，幸存的企业因此获得较强的定价权
- ✓过剩产能大幅度降低后，货币与信贷扩张可以在较大程度上转化为幸存企业的盈利增长
- ✓即便名义利率是上升的，但其上升速度是偏慢的，且实际负利率绝对值是扩大的。在此背景下，股票变成了保值功能最强的一类资产

图：2009年以来阿根廷、巴西、南非、印度、土耳其股指
以及标普500和上证综指（标准化，2009年=100）

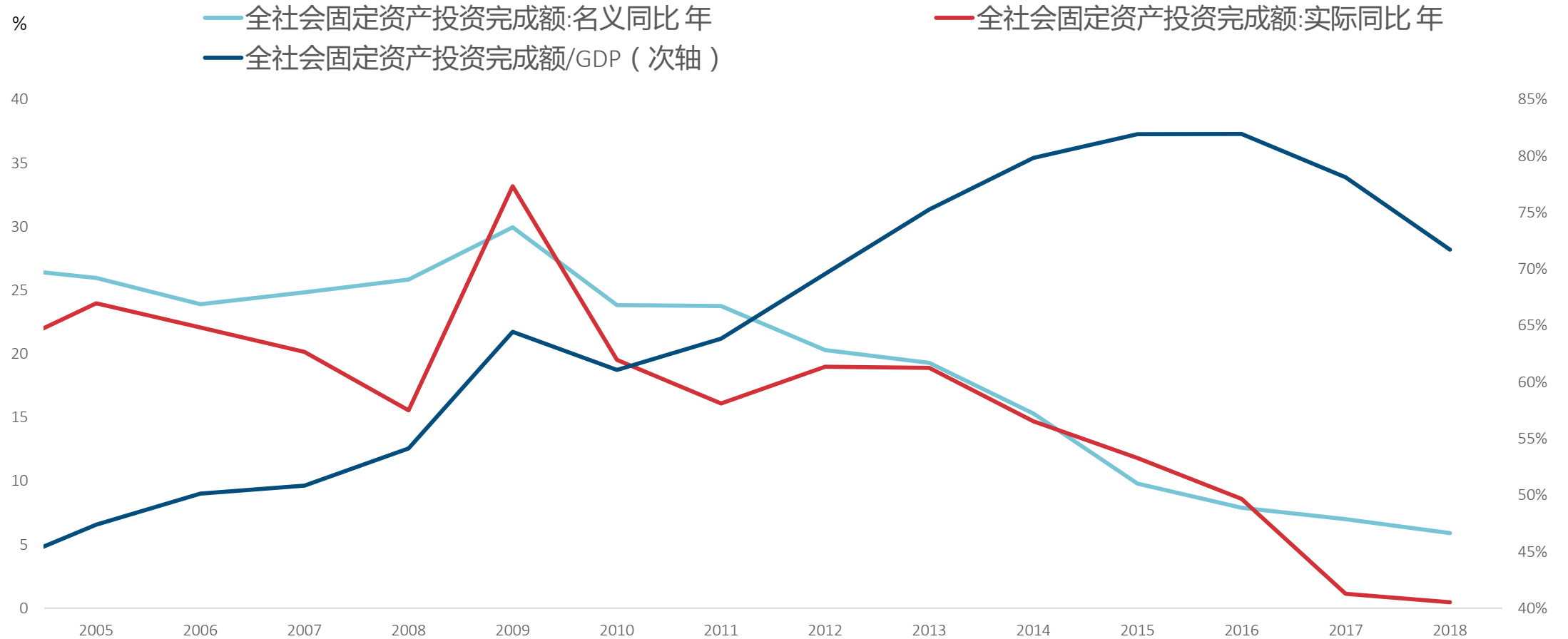


七、中国经济基本面、宏观政策取向 以及保险机构之应对



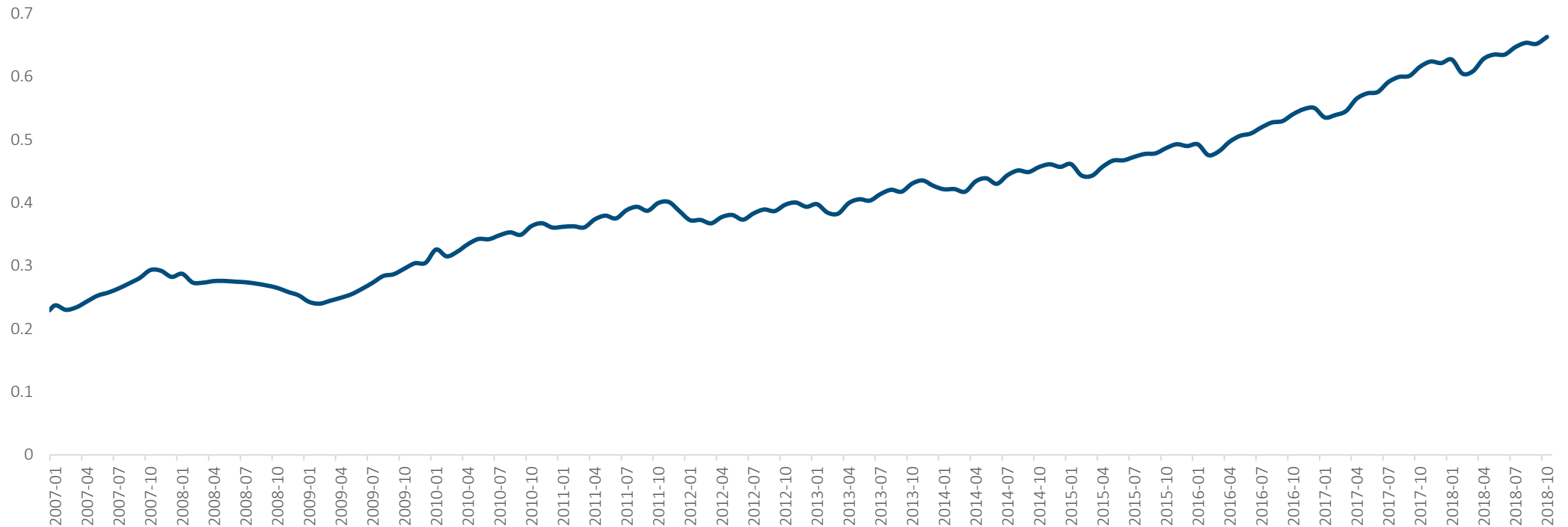
- ◆外部因素给中国经济带来的冲击和下行压力是历史罕见的，资本外流、出口下降、失业率上升都难以避免
- ◆由于固定资产投资基数过大，铁公基建设剩余空间有限，基础设施投资增速不仅很难进入又一个强劲的上升周期，而且也有下行压力

图：2005年以来固定资产投资/名义GDP和固投增速变化

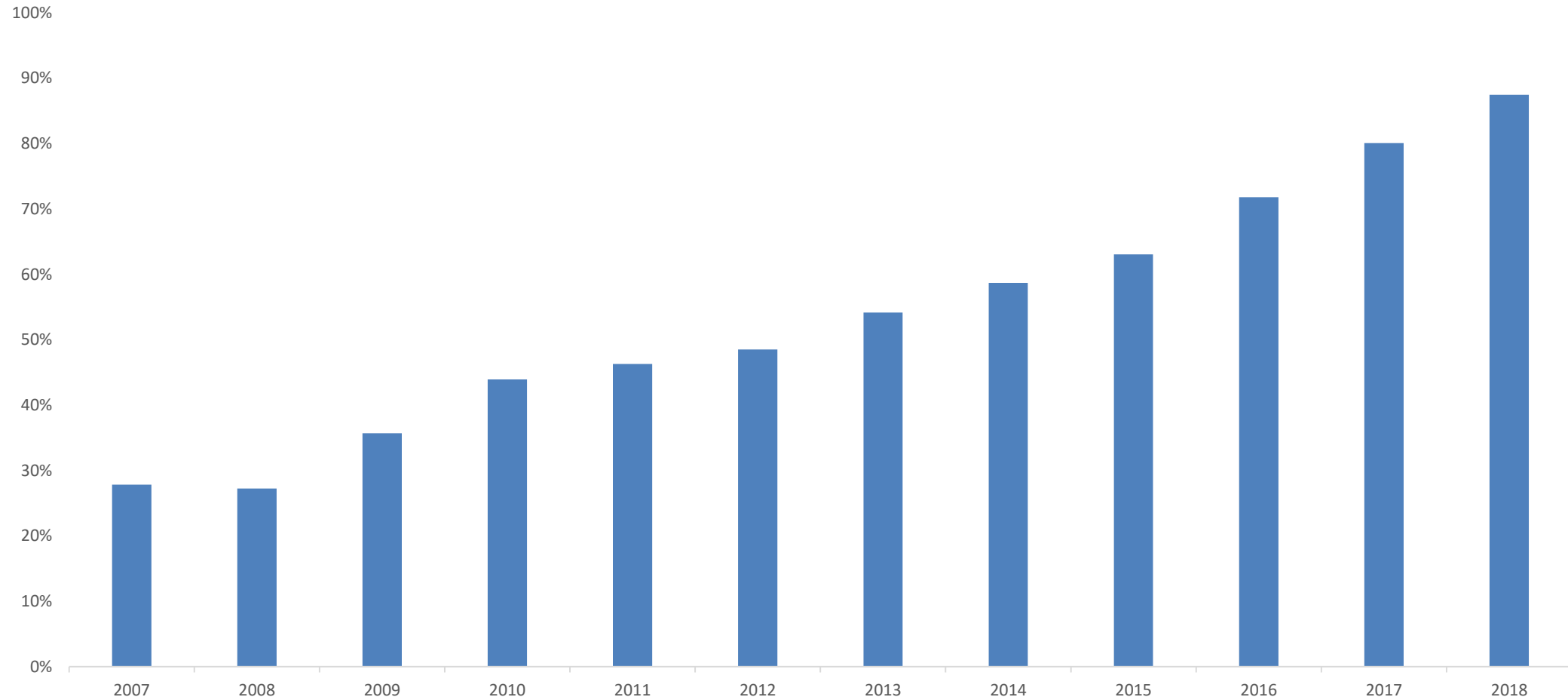


◆家庭部门负债率过高、房价过高，以及“房住不炒”的战略定调，意味着房地产市场有降温压力（但政府可能以行政手段阻止房价大幅度下降）。消费需求也有继续降温的压力，除非向民众大规模发放消费券或大幅降低个人所得税

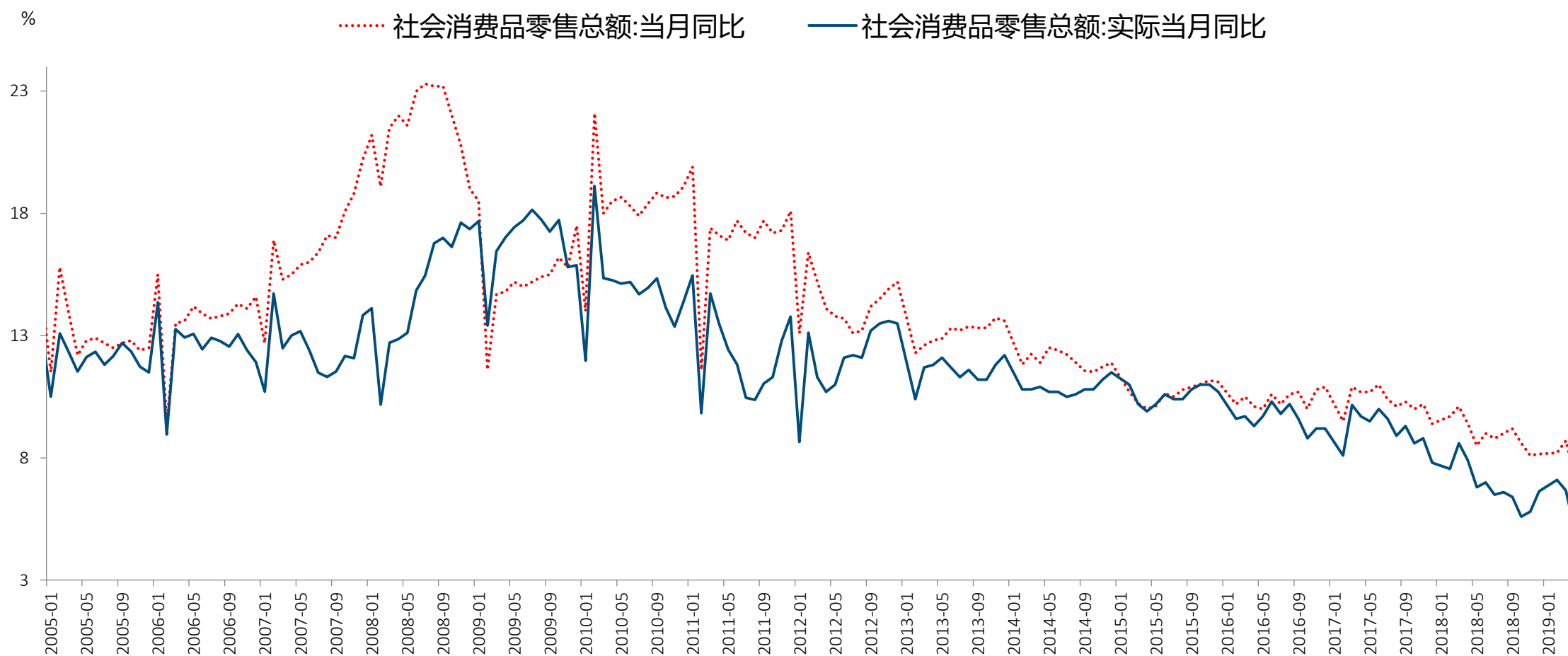
图：2007年以来住户部门贷款余额/存款余额



图：2007年以来住户部门贷款余额/可支配收入



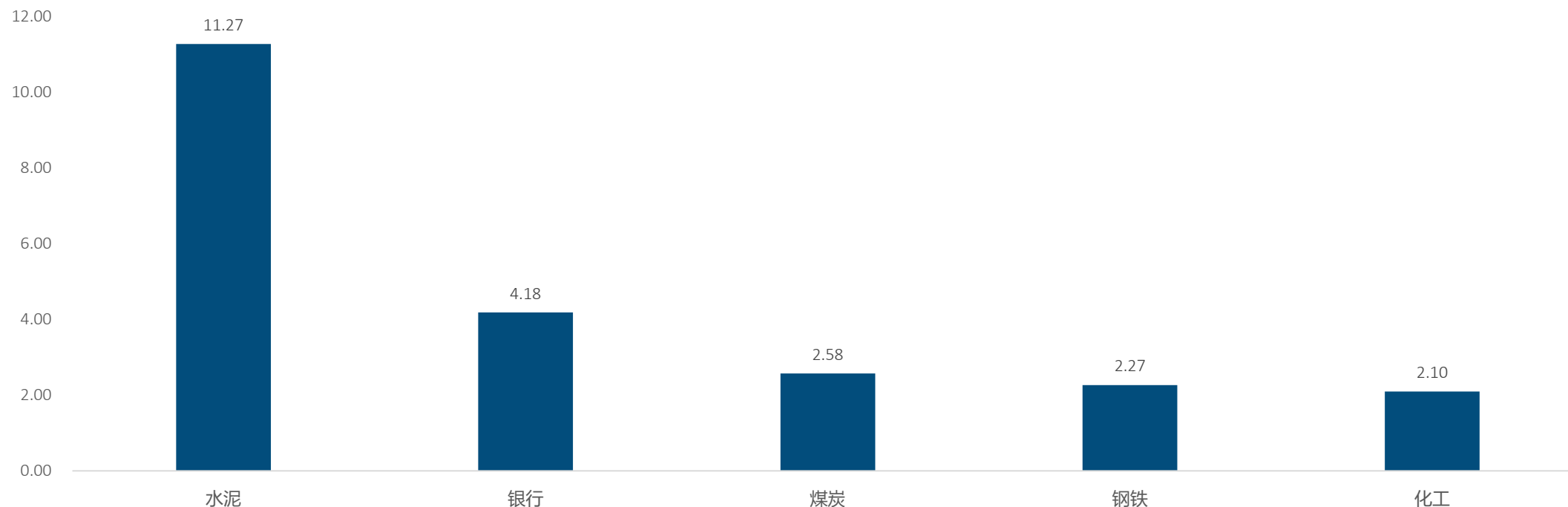
图：2005年以来社会消费品零售总额增速变化



◆中期角度，预估宏观政策基调是：以货币与信贷政策为主，财政政策为辅，撑住宏观不塌。很可能出于降低企业负债率、支持薄弱产业发展、增强财富效应等目的，对股市进行刺激。货币政策方面可能包括进一步降准，也有可能存贷款利率同降。对房地产市场可能以限制交易来维护“稳定”，不至于再次把它搞热，因为这样做害处太大。可能允许RMB汇率“温和”贬值，但通过限制资本外流，压缩服务贸易逆差，全面推进关键设备、部件和材料的进口替代，继续扩大RMB在国际贸易结算中的比重等多条路径抑制汇率风险的上升

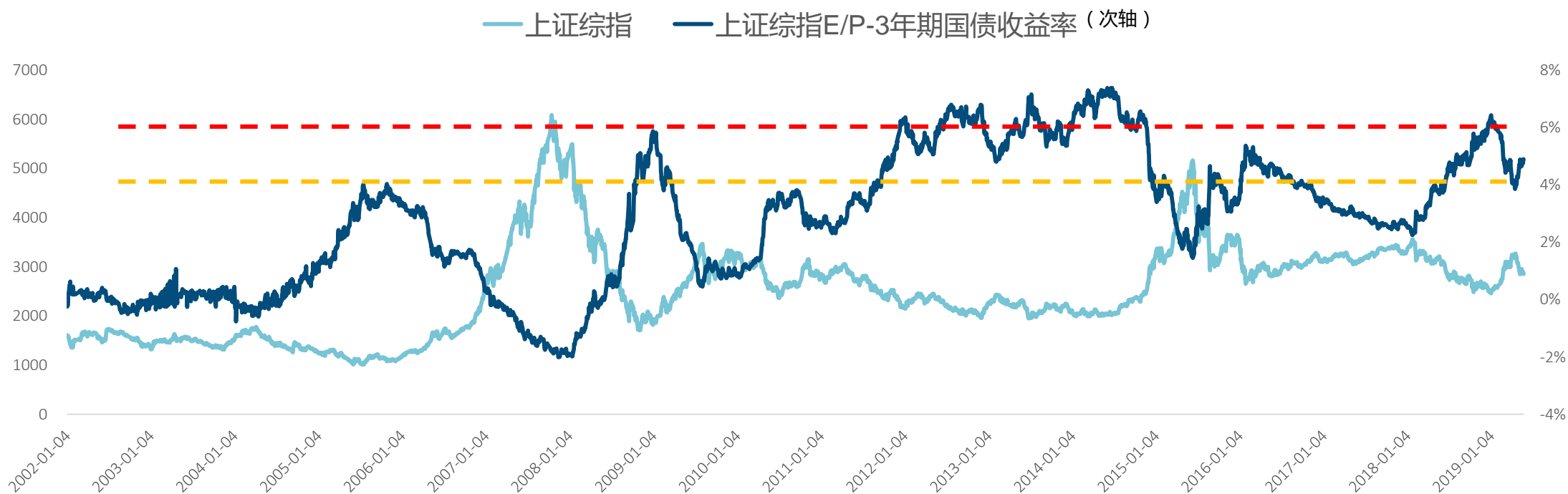
◆进一步降低企业和居民税负、向民众发放消费券，以行政手段降低煤炭、钢材、水泥、化学制品等上游价格从而减轻下游产业的痛苦，这些政策可以想象，但不一定能成为现实

图：2018年部分行业上市公司盈利相当于2007年的倍数柱状图

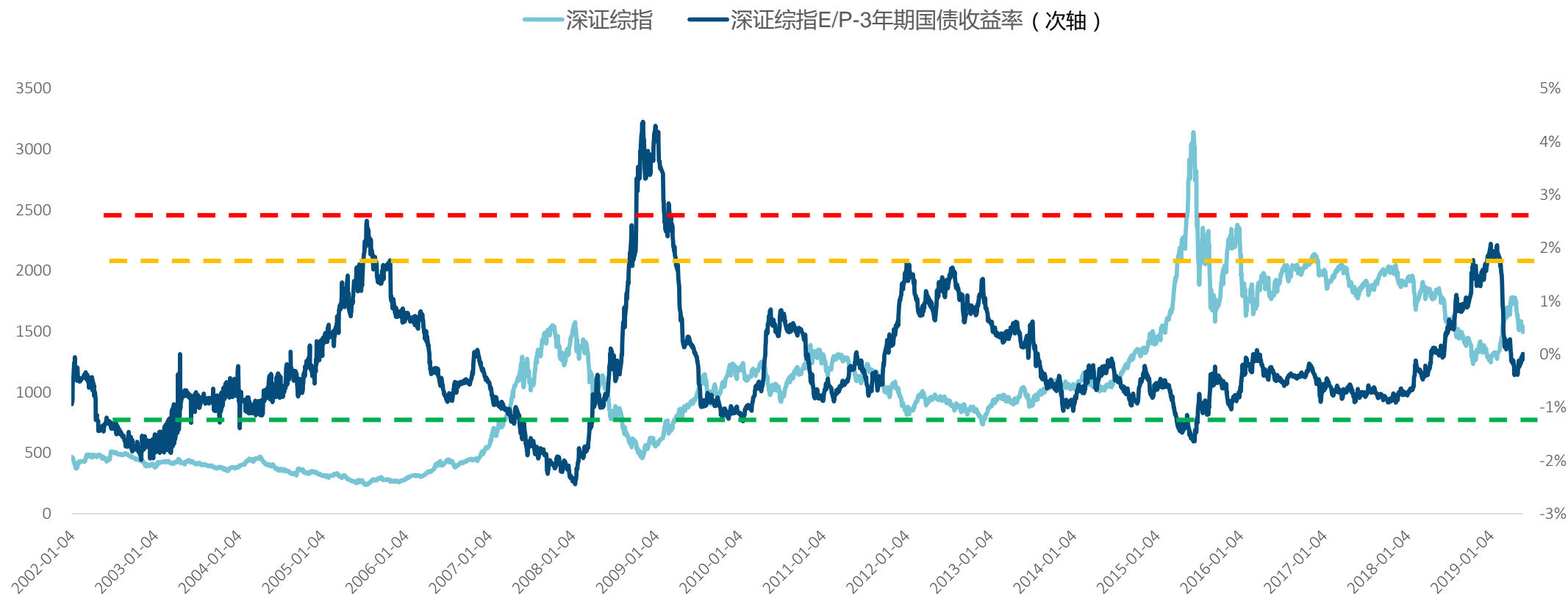


◆基于对中期角度宏观政策的基本预判，结合A股市场以往的大级别波动周期，以及当下A股市场的估值水平，预估A股新一轮牛市随时到来

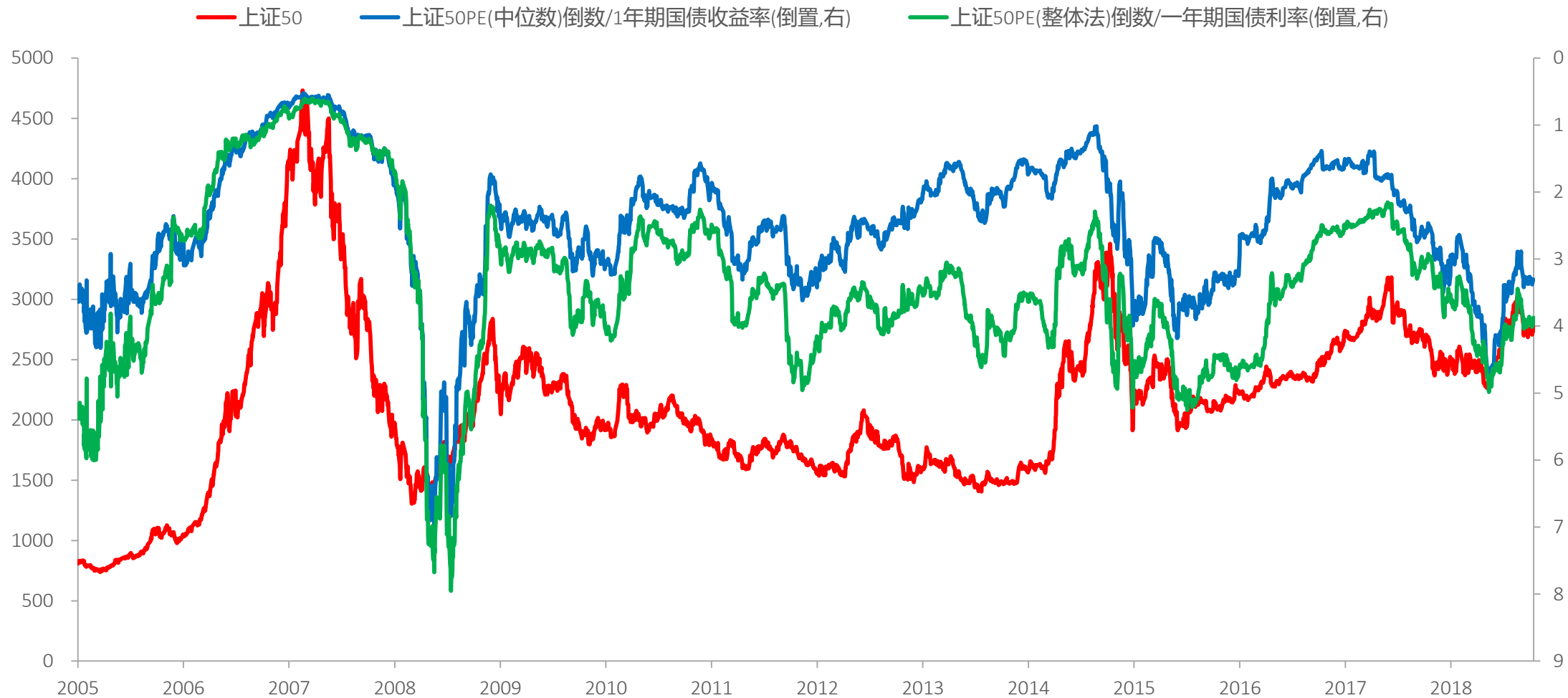
图：2002年以来上证综指叠加E/P减去3年期国债收益率



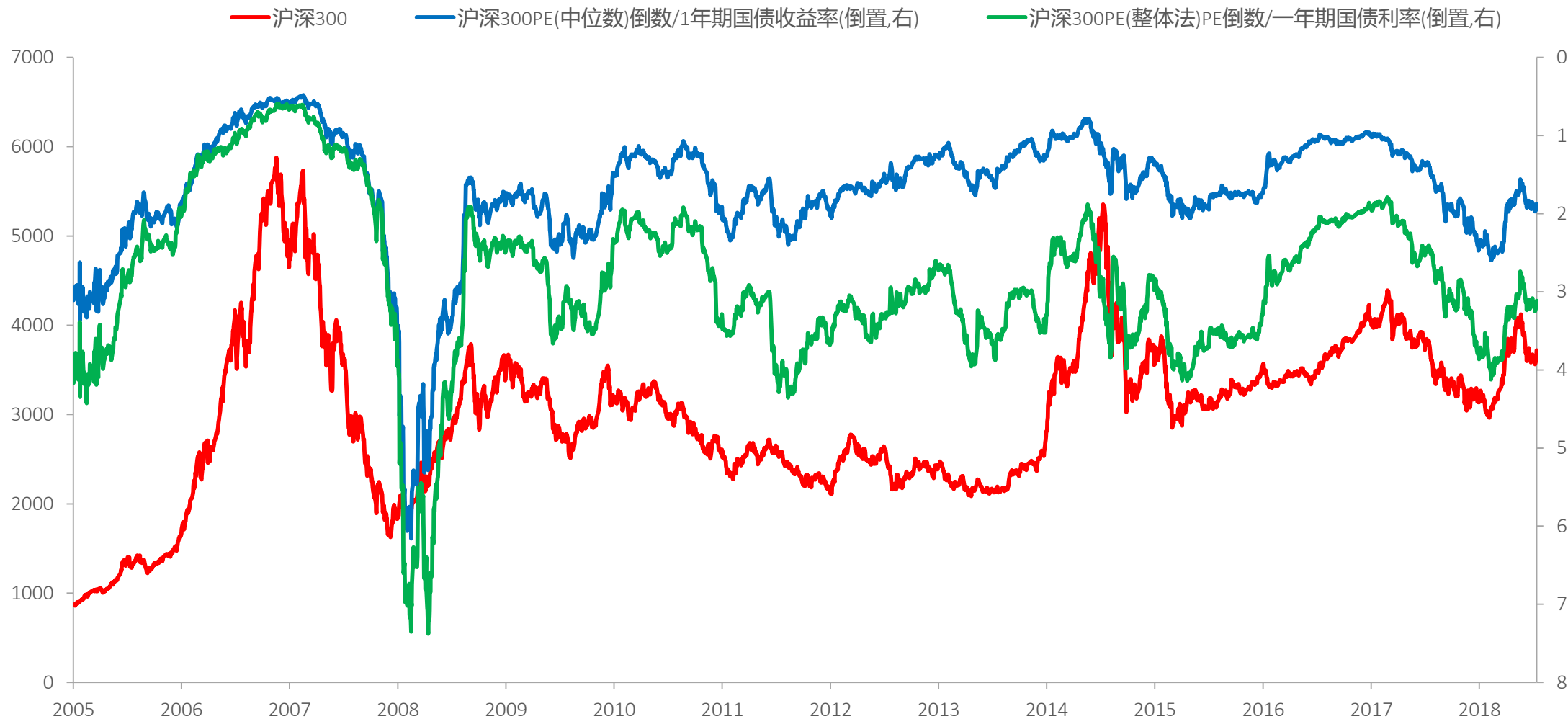
图：2002年以来深圳综指走势叠加E/P减去3年期国债收益率



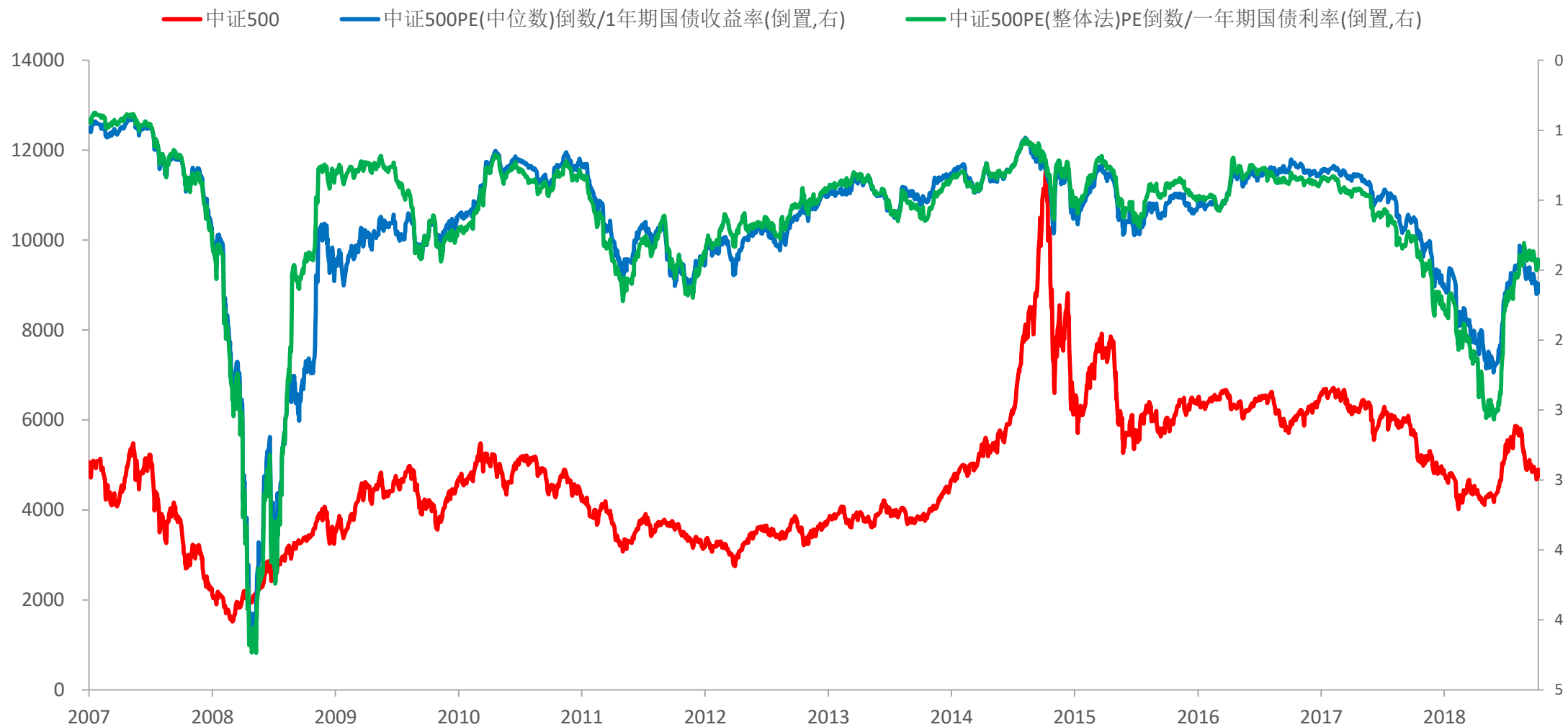
上证50PE中位数倒数/ 1年期国债收益率



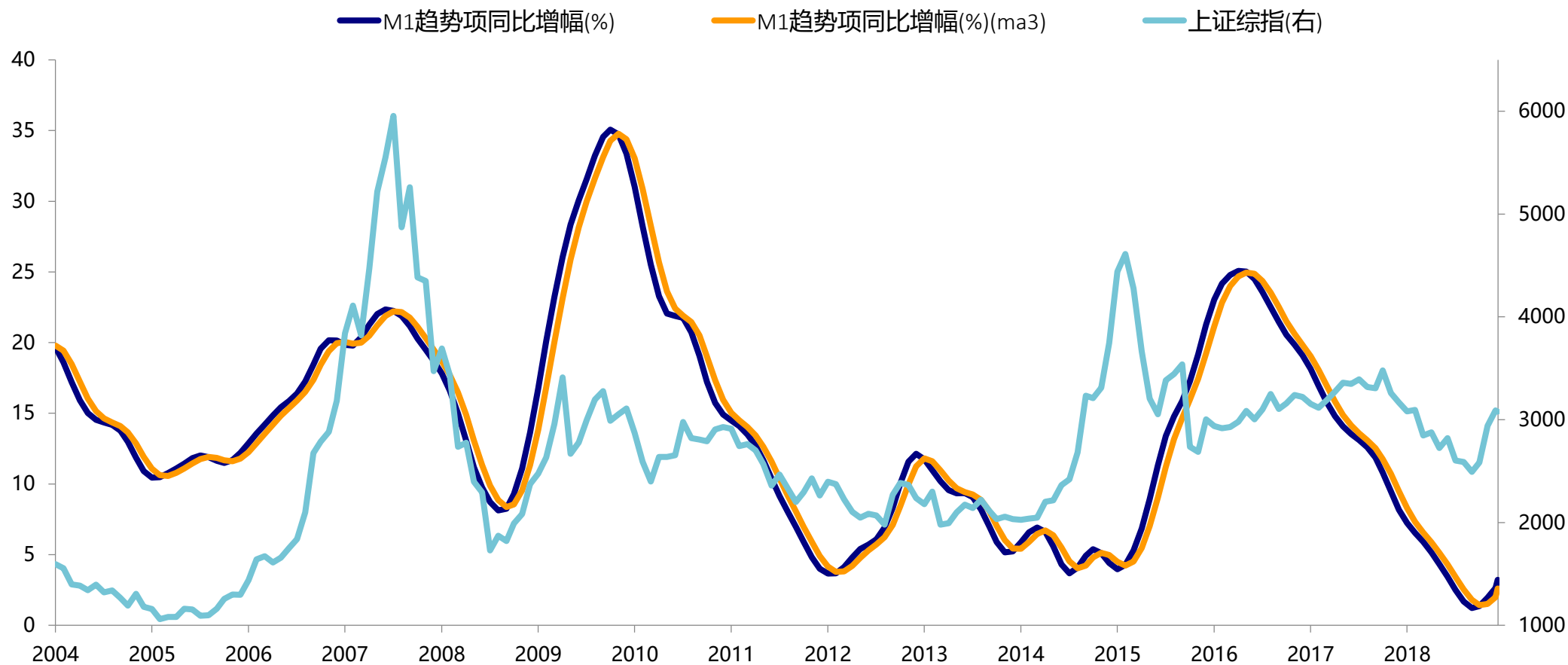
沪深300PE中位数倒数/ 1年期国债收益率



中证500PE中位数倒数/ 1年期国债收益率



图：2004年以来M1趋势项同比增幅



- ◆ 尽管中期角度很可能是名义利率、实际利率同降，但是长期利率趋势取决于RMB能够在多大程度上成为进口支付工具。如果这方面不能取得突破，甚至被迫逆转，那么长期名义利率就有上台阶的压力（当然，实际利率仍将下行）
- ◆ 保险机构在负债和资产两端，需要同时考虑中期角度利率趋势较高的确定性和长期角度汇率与利率趋势较高的不确定性。就资产端而言，无论在中期角度，还是在长期角度，关键点都是提高权益类资产配置，只是具体结构应有差别而已

谢谢！

