

宏觀

貨幣政策分化，中美利差走向何方？

經濟緩慢回升，美聯儲加息縮表。2017年美國經濟繼續穩健復蘇，失業率再創歷史新低，11月失業率已經降至4.1%，甚至低於金融危機爆發前的水準。但就業市場的收緊並未明顯帶來通脹壓力，核心通脹仍偏低。不過也有不少學術研究指出，只有當失業率水準下降到一定程度後，核心通脹的變動才會對勞動力市場的收緊更加敏感。減稅政策也將對美國短期經濟和通脹有一定的刺激作用，預計明年美國核心通脹中樞或仍將上移，根據美聯儲的預測，2018年美國核心PCE同比將達到1.9%。只要經濟和通脹都在復蘇通道上，美聯儲仍然會偏向於漸進加息和縮表。從歷史規律來看，每一輪美聯儲的貨幣緊縮週期，都會帶來市場利率的上行，資金成本的抬升向金融市場和實體經濟逐步傳導。且今年美聯儲還開啟了縮表進程，縮表相當於直接減少了長端資金的供給，對利率的影響會更大一些。

去杠杆經濟承壓，制約中國央行緊縮。過去兩年中國經濟回升，主因在於居民和政府加杠杆刺激了地產和基建領域的增長。但政策刺激的結果是，17年3季末的全社會債務杠杆率為242%，比16年末提升6%，比14年末增加40%，系統性風險仍高。本月中央經濟工作會議提出要打好三大攻堅戰，其中放在首要位置的就是防範化解重大風險，而在之前的政治局會議上更是明確提出要控制宏觀杠杆率，這也意味著貨幣政策難以放鬆，明年金融監管也會繼續。但是在今年貨幣緊平衡的背景下，實體貸款利率大幅走高，非標融資受限，明年國內經濟會面臨重新回落的壓力，限制央行進一步緊縮的空間。從操作上看，央行提供的基礎貨幣的數量才是決定市場利率的關鍵，而基礎貨幣的供給價格並不是重點。未來央行在公開市場仍有可能加息，但主要在於糾正操作利率與市場利率的偏差，以及形式上傳遞穩定匯率的信號而已。要判斷央行貨幣政策態度有沒有變化，還是需要關注基礎貨幣數量的變化和DR007等市場利率的走勢。

貨幣政策分化，中美利差走向何方？首先我們需要明確一點，美聯儲本輪加息和以往的加息週期有著本質的區別。08年之前，美聯儲每一次上調聯邦基金目標利率，只需要賣出短期國債、收緊基礎貨幣供給，利率水準就會上行。但本輪加息最大的不同是經歷了三輪QE的“洗禮”後，金融機構都不缺準備金了，所以現在美聯儲加息並不是通過收緊“銀根”來實現，而是人為的提高金融機構存入美聯儲資金的收益率，以此來抬升市場利率水準，但在此過程中，基礎貨幣供給反而可以保持不變。所以我們認為10年期美債收益率未來會上行，但幅度可能弱於以往的加息週期。一方面，金融機構在美聯儲存有大量的超額流動性，在長端利率上行較多的時候，這些流動性可能成為長端資產配置的力量；另一方面，儘管美聯儲縮表會減少長端資金的供給，但縮表的效果也會受到過剩流動性的“對沖”。此外，海外投資機構也可能成為美債的重要配置力量。綜合來看，我們測算如果美聯儲明年加息三次，美國10年期國債收益率有望上行至接近3%的位置。從國內來看，我們認為當前國內10年期國債收益率已經處於超調的狀態，明年國內經濟甚至有下行壓力，國債收益率易下難上。這也意味著中美利差明年會縮窄，人民幣會有一定的貶值壓力。但從歷史情況來看，當前中美之間150BP的利差已經處於高位，明年即使有所收窄，對人民幣匯率也會有一定的保護作用，人民幣貶值風險可控。此外，央行對匯率波動容忍度也在提高，預計人民幣匯率因素對央行貨幣政策的影響也將有限。

免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第 571 章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團 – 海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，雇員或代理人在法律上均不負責任人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並(如適用)諮詢閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去的表現不一定是未來業績的指標。某些交易(包括涉及金融衍生工具的交易)會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及/或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具(如有)持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。