



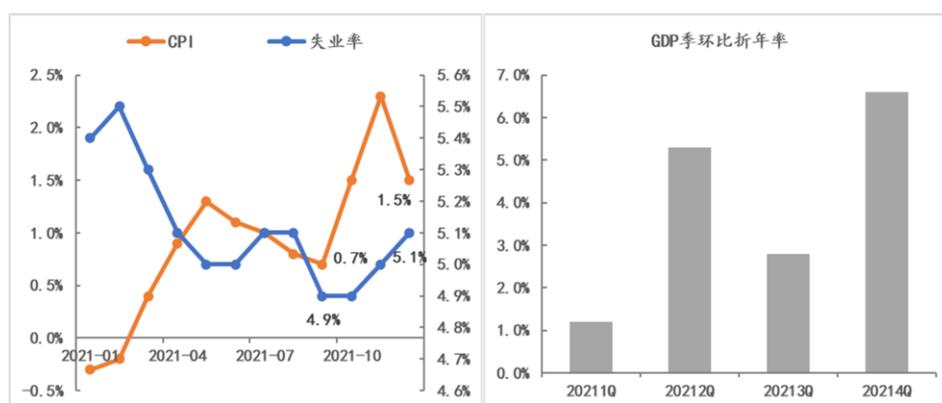
2021 年四季度市场叙事四图



经济基本面：外胀内滞

2021年下半年以来，与外部面临的通胀压力快速攀升不同，中国经济下行压力逐渐显化，进入四季度，“阶段性的外胀内滞”局面进一步显化（参见《“外胀内滞”将难以避免》）。以美国为例，四季度CPI由5.4%升至7%，不仅远高于美联储2%的通胀目标，更是美国几十年来通胀涨幅的新高，失业率则由4.7%降至3.9%；中国CPI则由0.7%升至1.5%，不仅物价曲线的陡峭化程度远低于美国，物价涨幅也大幅低于3%的政策目标水平，但失业率则由4.9%升至5.1%，显示出经济下行压力的上升。从2022年1月份公布中美GDP增速情况来看，四季度通胀和物价数据反映出的经济运行差别继续得到印证，美国的GDP季度环比折年率由第三季度的2.3%升至6.9%，升幅为4.6%，中国的GDP季度环比折年率则是由第三季度的2.8%升至6.6%，升幅为3.8%。

图 1：经济基本面的变化情况



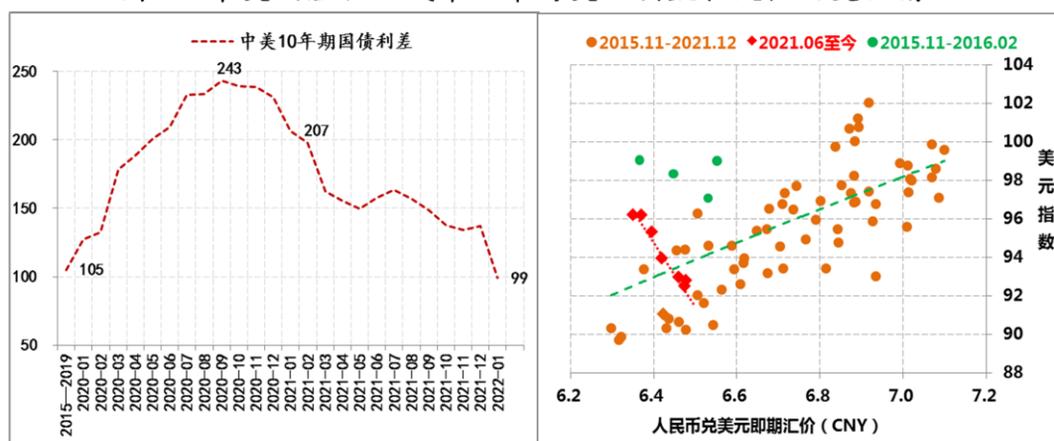
数据来源：Wind

政策取向：外紧内松

受经济基本面变化影响，中国宏观政策取向与外部开始分化。尤其是货币政策层面，在去年感恩节过后，美联储明显开始加快政策调整步伐，包括加快 Taper 节奏，加息周期预期不断提前，并较早开始讨论缩表，相应美债收益率出现了明显的上升。中国人民银行则是针对“需求收缩、供给冲击、预期转弱”的经济下行因素，则适时地降准、降息和提高公开市场操作的灵活性，中国国债收益率也出现了明显下行。受政策分化影响，中美利差进一步收窄，目前已回落至 100BPs 以内，较 2021 年年初大幅回落了 100 多个基点。

但人民币汇率并未受到经济下行和中外利差收窄影响，在四季度美元指数走强的同时，人民币汇率呈现更强走势，走出了一波明显的“脱钩”行情（参见《2021 年金融关键词：自主》），汇率的自主性为人民银行应对经济下行提供了有利因素。

图 2：中美利差、人民币汇率与美元指数相关性的变化情况



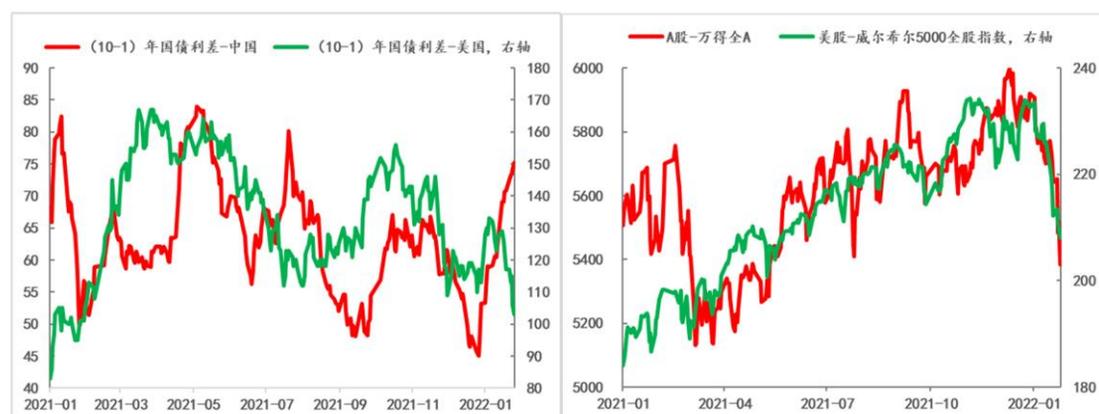
数据来源：Wind

市场情绪：避险抬头

虽然中外在经济基本面和政策取向上存有明显差异，但股票市场的表现则反映出较为一致的情绪变化——避险情绪抬头，尤其是 2021 年 12 月中下旬以来，中美股市均出现了一波明显的下跌，当然背后的原因各有差别，不过从中美股指较高同步性的表现来看，目前市场更为担忧美联储政策调整带来的冲击，虽然中国宏观政策的调整能起到对冲，但能否完全对冲尚待观察。

与股市类似，债券市场也反映出明显的情绪变化。中国国债收益率曲线在政策转松的背景下呈现陡峭化，10 年与 1 年国债收益率利差抬升了 30BPs 左右；而美债则进一步平坦化，10 年与 1 年国债收益率利差则收窄了 30BPs 左右。美债期限利差的快速收窄反映出市场担忧美联储无法实现“软着陆”，而后期利差继续收窄甚至出现倒挂，则预示着美国经济衰退的风险上升；中债期限利差的抬升则表明市场对后期政策继续放松空间存疑，担忧空间有限。

图 3：中外股市和债市



数据来源：Wind

后期关注：不同周期

按照最近美联储会议释放的政策信号，其在 3 月份不仅会如期结束 Taper，而且还会实施加息操作已是“明牌”，因此美联储新一轮加息周期即将开启，为此，市场普遍担忧留给本轮中国货币政策宽松的窗口期十分有限。

新世纪以来，美联储曾实施过两轮加息周期，分别为：2004 年 6 月至 2006 年 6 月，加息幅度共 425BPs；2015 年 12 月至 2018 年 12 月，加息幅度共 225BPs。在美联储 2004-2006 年加息周期，中国政策基本与美国同步；在 2015-2018 年美联储加息周期，中国政策虽然与美国明显分化，且经济也是承受较大下行压力，期间宏观政策寻求经济的“L”型筑底，人民币汇率承受较大贬值压力，资本外流也曾出现阶段性恶化等，但那段时期国内相继实施的“三去一降一补”、“三大攻坚战”对国内金融市场影响则更为明显。

图 4：美联储加息时中债和人民币汇率走势



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_37196

