



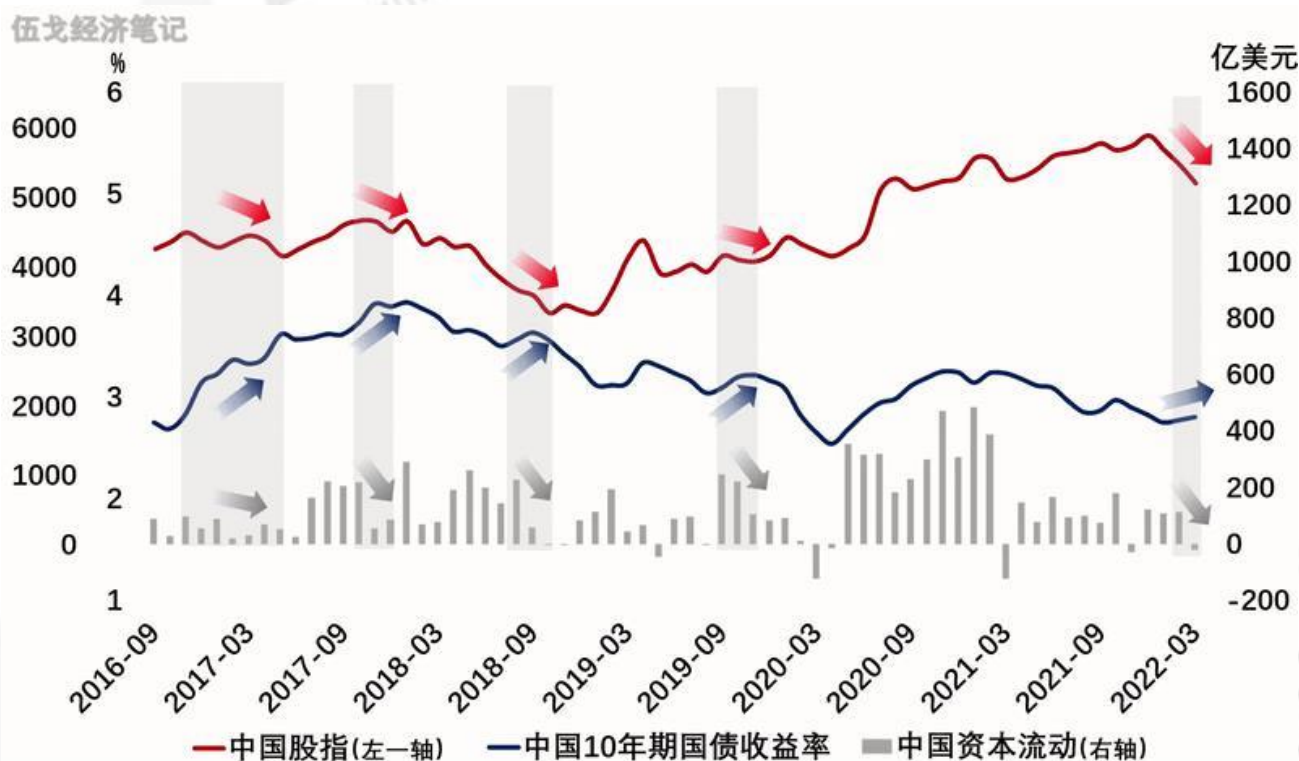
内与外：谁为主？



叶知春秋，鸭识冷暖。金融市场凭借特有的敏感性，往往反映出宏观经济的核心矛盾。年初以来中国市场呈现股债“双弱”格局，历史上这大都发生在国内流动性收缩时期，而此次并非如此。市场究竟折射出了怎样的经济信息，而经济最终又将如何引领金融方向？

如果不能从国内找到股债“双弱”的充分理由，也许可将注意力适当放到海外。事实上，中国历次股债“双弱”时期都伴随有跨境资本的流出。今年3月以来，跨境资本从新兴市场大幅流出。特别地，中国北向资金已净流出超过600亿元，为同期新兴市场之最。

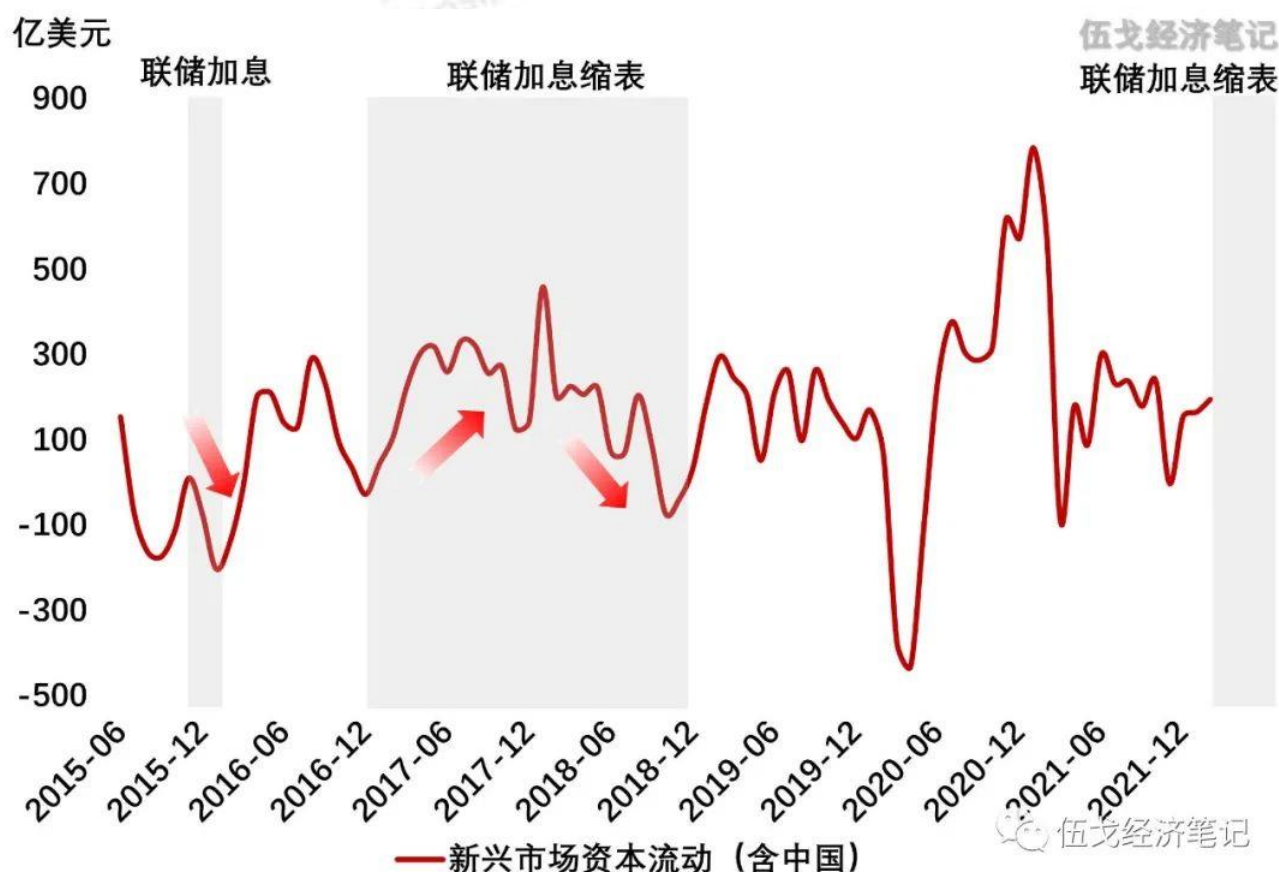
图 1. 股债“双弱”往往伴随资本流出压力



符合逻辑的一个推论似乎是，美联储的加息是近期跨境资本外流的重要诱因。但反常识的是，过去面临联储加息等海外流动性收紧时，中国与

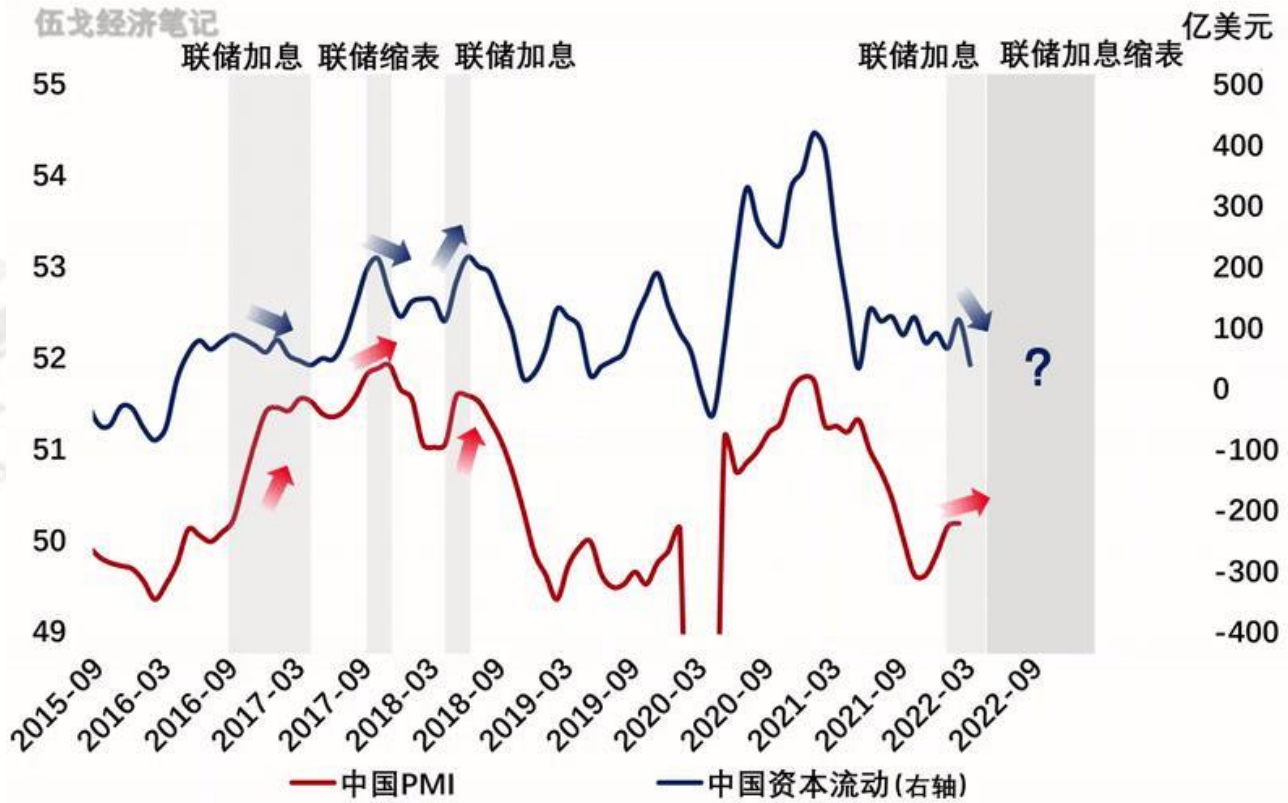
其他新兴市场并不必然都对应着短期资本外流。

图 2. 联储加息不必然导致资本外流



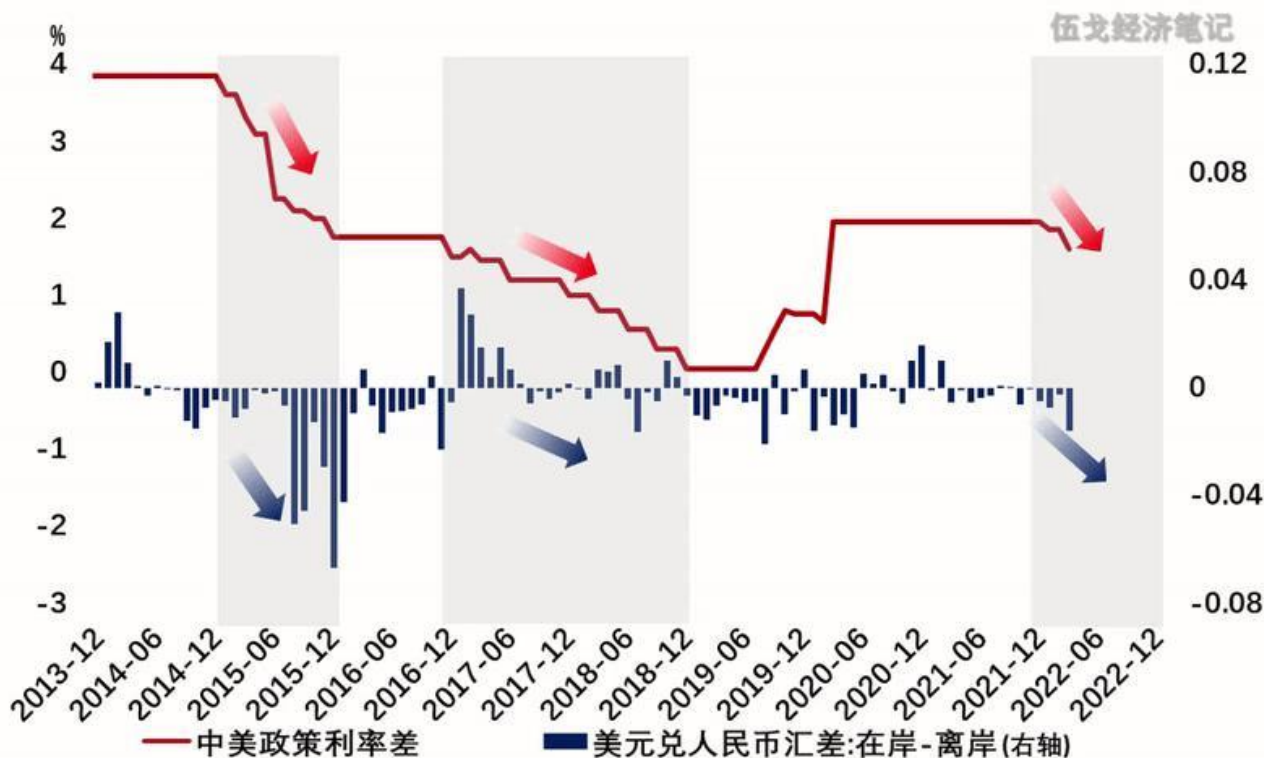
进一步细化历次联储加息过程发现，中国逆周期或稳增长措施能在一定程度对冲资本流出压力。但该对冲力量相较联储加息而言似是有限的，也就是说，联储加息对于中国等新兴经济体资本流动及股债市场的影响不容小觑，其金融市场定价难言“以我为主”。值得一提的是，在联储加息的间歇期，资本流入有可能伴随中国经济上行而呈现阶段性走强。

图 3. 稳增长抵御部分资本外流，但非全部



国际上看，在联储密集加息时期，俄罗斯、印度、巴西、印尼等新兴市场国家逆势降息曾引发明显的资本外流及本币贬值。从中国历史来看，随着中美政策利差持续收窄，人民币汇率往往呈现一定贬值压力；若此时再叠加其它冲击，可能容易加剧相关预期。

图 4. 中美利差收窄预示人民币贬值压力的积累



展望未来，中美政策利差将进一步收窄，这对中国稳增长政策工具的选择提出挑战。结合历史经验，为减少利差收窄的干扰，中国政策发力可能更倾向于以货币数量型工具为主、利率价格型手段为辅的组合来应对内外迥异的环境。

一是如果不能从国内找到股债“双弱”的充分理由，也许可将注意力适当放到海外。事实上，历次股债“双弱”的时期都伴随右跨接迄今这中

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_39753

