

流动性研究系列（第2期）

部分新兴市场加息，中国货币政策如何？



■ 核心摘要

第一，近日，巴西、土耳其、俄罗斯三国央行相继加息，巴西央行的前瞻指引表示5月可能会继续加息。三国加息的主要原因在于抑制不断攀升的通胀和缓解本币的贬值压力。随着美国经济的继续复苏，美债收益率仍有继续上行的空间，美元指数表现维持强劲，脆弱的新兴市场经济体为了避免将来出现本币贬值和资本外流的恶性循环，不得不被迫提前进行加息。

第二，那么，在此背景下，中国的货币政策又将如何？我们认为中国的货币政策仍将保持总量平稳，大概率不会采取降息或者加息的举措，针对短板领域将更多的采取结构性宽松的定向货币政策工具。

首先，我国的通胀压力整体可控，不存在持续的高通胀。面对输入性通胀，采取加息的举措难以抑制，反而会增加经济下行压力。本轮通胀的上行主要源于全球大宗商品价格上涨，由于低基数效应，二季度国内将看到通胀上行。不过，通胀的持续性和全面性都远不如2010年。从需求、供给以及金融属性来看，大宗商品的价格目前已经进入高价区，继续大幅上涨的概率不大。从CPI来看，目前增速仍然较低，尤其是核心CPI增速，猪肉价格的下行周期也会一定程度上对冲PPI对CPI的传导。

其次，从汇率变化来看，2021年人民币汇率双向波动增强，但不存在大幅贬值的基础。从历史来看，在美元走强期间，新兴市场通过加息只能在短期缓解本币贬值压力，并不能改变贬值的趋势。加息一旦抑制了经济复苏，反而会强化资本外流和本币贬值的循环。而且，即便人民币汇率出现了持续贬值预期，中国仍有较多的手段进行管理，如启用逆周期因子、通过跨境资本宏观审慎管理加强资本外流管制等。因此，中国央行不必因为未来可能的汇率变化来进行加息操作。

再次，2021年上半年信用债到期量较大，非金融企业偿还债务的压力较大，这需要货币政策给予一定程度的支持。事实上，在信用风险相对较高时期，反而是博弈货币政策可能会再次短暂转向宽松。此外，在全年宽信用拐点已至，信用环境逐渐收缩的背景下，也需要货币政策保持短端流动性略微宽松，来确保信用环境不会出现快速的收缩。

最后，从3月21日，人民银行行长易纲在中国发展高层论坛圆桌会的讲话可知，中国货币政策既要关注总量，也要关注结构，加强对重点领域、薄弱环节的定向支持。

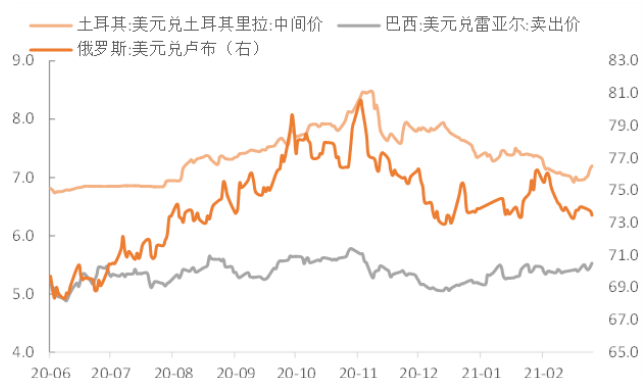
近日，巴西等新兴市场三国央行相继加息。巴西央行3月17日宣布，将基准利率从2%上调至2.75%，高于此前市场上50个基点的加息预期，这是巴西央行自2015年7月以来首次加息。巴西央行还给出前瞻指引：“除非通胀预测或风险平衡出现重大变化，否则可能在5月的货币政策会议中再次加息相同幅度”。3月18日，土耳其央行将基准利率自17%提高至19%，这是土耳其央行自2020年9月以来的第4次加息，主要目的是应对国内日益显著的通胀压力。2020年9月以来，土耳其政策利率已经累计上调875BP。3月19日，俄罗斯央行宣布，将基准利率提高0.25个百分点至4.5%，并指出：“虽然经济正在复苏，但通胀风险却在增加，将开始恢复中性货币政策”，这是俄罗斯央行2018年12月以来首次加息。

图表1 巴西、土耳其、俄罗斯宣布加息

国家	时间	加息背景
巴西	3月17日, 巴西央行将 Selic 利率由 2%提高至 2.75%。	- 加息的主要原因在于通货膨胀。委员会认为, 该决定反映了其预期通货膨胀的基本情况, 风险变化高于平常, 同时, 这与 2021 年和 2022 年货币政策中对通货膨胀率的控制目标相一致。 - 从全球情况来看, 一些发达国家的新财政刺激措施和 COVID-19 免疫计划的发展促进经济复苏, 但发达经济体的货币刺激政策为新兴经济体的通货膨胀率带来了挑战。 - 从巴西国内经济上看, 虽然巴西 2020 年第四季度经济恢复了增长, 但潜在风险对经济增长的不确定性仍然产生重要影响。
土耳其	3月18日, 土耳其央行宣布将基准利率由 17%上调至 19%。	- 加息的主要原因在于通货膨胀的上升以及累计成本上升。 - 新冠肺炎疫情得到缓解, 但经济活动的不确定性仍然存在。 - 累积成本效应 (特别是汇率)、国际食品和其他商品价格的上涨以及高通胀预期继续对定价行为和通胀前景产生不利影响。 - 由于某些部门的供应限制, 工资和管理价格调整在中期通胀前景中仍然很重要, 尽管人们预期货币紧缩对贷款和内需的放缓影响将更加明显, 但最近信贷增长的上升趋势和进口成本的增加延迟了需求和成本因素的逐步改善。
俄罗斯	3月19日, 俄罗斯央行决定将关键利率由 4.25%提高至 4.50%。	需求的迅速恢复和通货膨胀压力的加剧, 促使人们需要恢复货币中立。 - 第一季度居民消费价格的增长率高于俄罗斯银行的预测。 - 国内需求的复苏正在增强, 并且进展快于先前的预期, 超过了许多部门的产出增长速度。 - 在一些国家采取额外的预算支持措施以及人口疫苗接种率上升的背景下, 外部需求预期也在改善。 - 人口和企业对通货膨胀的期望仍处于较高水平, 风险的平衡已转向通货膨胀风险。

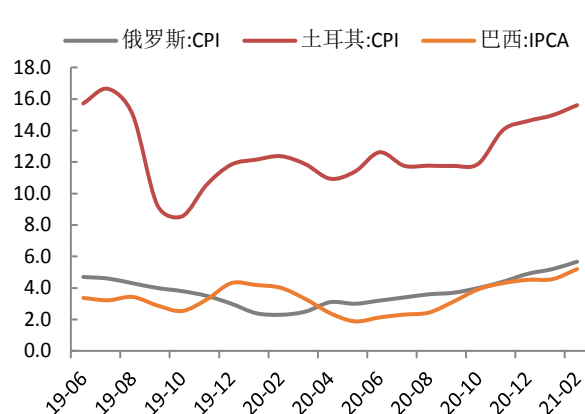
资料来源: WIND, 平安银行, 平安证券研究所

图表2 巴西、土耳其、俄罗斯的汇率变化 (%)



资料来源: WIND, 平安银行, 平安证券研究所

图表3 巴西、俄罗斯、土耳其通胀走势 (%)



资料来源: WIND, 平安银行, 平安证券研究所

可以看出, 巴西、俄罗斯和土耳其纷纷加息的主要原因在于抑制不断攀升的通胀和缓解本币的贬值压力。一方面, 自 2020 年 5 月份以来, 三个国家的 CPI 同比增速持续攀升, 俄罗斯 CPI 同比从 3.0%上升到最近的 5.67%, 巴西的广义 CPI 从 1.88%上升到目前的 5.2%, 土耳其的 CPI 同比一直超过 10%, 最近上升到 15.6%; 另一方面, 三个国家的汇率从 2020

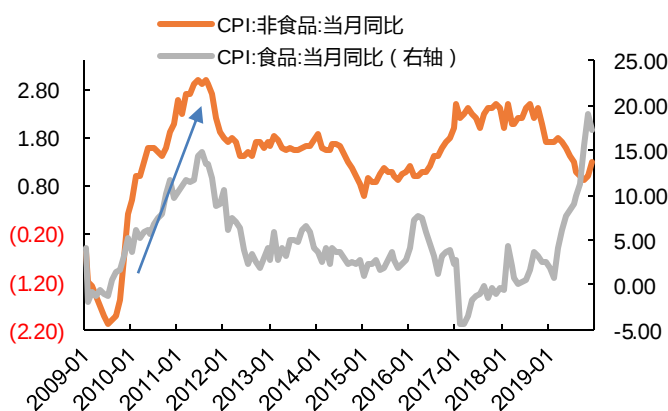
年11月份以来整体处于震荡贬值。自2020年11月份以来，俄罗斯卢布兑美元贬值8.8%，土耳其里拉兑美元贬值14.1%。随着美国经济的继续复苏，美债收益率仍有继续上行的空间，美元指数表现维持强劲，脆弱的新兴市场经济体为了避免将来出现本币贬值和资本外流的恶性循环，不得不被迫提前进行加息。

那么，在此背景下，中国的货币政策又将如何？我们认为中国的货币政策仍将保持总量平稳，大概率不会采取降息或者加息的举措，针对短板领域将更多的采取结构性宽松的定向货币政策。具体来看，

第一，我国的通胀压力整体可控，不存在持续的高通胀。面对输入性通胀，采取加息的举措难以抑制，反而会增加经济下行压力。回顾2010年历史可以发现，通胀只有表现为持续的全面的上涨时，央行才可能会采取加息抑制通胀。2010年通胀上行是全面的，食品分项同比增速自2009年11月以来跳升，并在2010年11-12月达到了两位数的增速；而非食品分项的同比增速也自2010年起转正，尤其是居住价格对CPI的拉动十分明显。此外，2010年通胀持续时间较长，7月以来，CPI同比增速连续22个月高于3%，直到2012年年中才重回3%以下。除了抑制通胀预期，央行2010年加息还存在以下两点考量：1) 大幅攀升的房价；2) 持续高增的信贷增速^①。

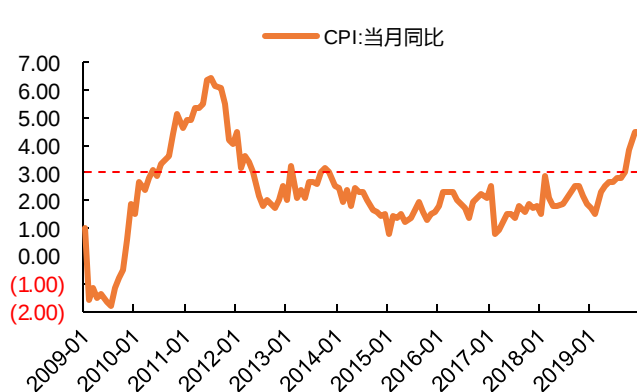
本轮通胀的上行主要源于全球大宗商品价格上涨，由于低基数效应，二季度国内将看到通胀上行，估计5月PPI同比增速将至少达到5.1%，CPI同比增速也将抬升至1.8%。不过，**通胀的持续性和全面性都远不如2010年。从需求、供给以及金融属性来看，大宗商品的价格目前已经进入高价区，继续大幅上涨的概率不大。**这主要是由于：1) 需求端，中国经济复苏上行空间不大，疫苗对欧美国家经济的修复更多的体现在服务业，这对大宗商品需求拉动有限；2) 供给端，疫苗的逐渐推广会逐步缓解新兴市场资源国的大宗商品供给；3) 美元指数短期继续大幅走弱的概率较低。从CPI来看，目前增速仍然较低，尤其是核心CPI增速，猪肉价格的下行周期也会一定程度上对冲PPI对CPI的传导。最后，从房价和信贷来看，央行更倾向于采用针对性更强的金融监管政策来调控，如“三道红线”、“贷款集中度管理”以及“集中供地”等，而非采取加息这样的总量调控举措。

图表4 CPI中的食品项和非食品项同步上涨(%)



资料来源：Wind，平安银行，平安证券研究所

图表5 CPI连续高于3%持续了22个月(%)



资料来源：Wind，平安银行，平安证券研究所

第二，从汇率变化来看，2021年人民币汇率双向波动增强，但不存在大幅贬值的基础。从历史来看，在美元走强期间，新兴市场通过加息只能在短期缓解本币贬值压力，并不能改变贬值的趋势，国内经济基本面才是支撑汇率的决定性因素。**加息一旦抑制了经济复苏，反而会强化资本外流和本币贬值的循环。**2021年中国经济虽然不再全球一枝独秀，但中美利差仍在高位，中国资产对海外资金仍具有较大吸引力，中国大概率不会出现本币持续贬值和资本外流的强化反馈。而且，即便人民币汇率出现了持续贬值预期，中国仍有较多的手段进行管理，如启用逆周期因子、通过跨境资本宏观审慎管理加强资本外流管制等。因此，中国央行不必因为未来可能的汇率变化来进行加息操作。

第三，2021年上半年信用债到期量较大，非金融企业偿还债务的压力较大，这需要货币政策给予一定程度的支持。2021年信用债的到期主要集中在1月份和3-5月份，信用债的大量到期容易引致信用风险的爆发，尤其是在货币政策偏紧的环境中。如果任由信用风险在一季度爆发，将可能会影响全年的信用债发行，从而加剧宽信用走向紧缩。因此，恰恰相

^① 平安证券债券组，“通胀来了，利率将如何演绎”。2021年3月21日。

反，在信用风险相对较高时期，反而是博弈货币政策可能会再次转向宽松。此外，在全年宽信用拐点已至，信用环境逐渐收缩的背景下，也需要货币政策保持短端流动性略微宽松，来确保信用环境不会出现快速的收缩。

第四，从 3 月 21 日，人民银行行长易纲在中国发展高层论坛圆桌会的讲话可知，**中国货币政策既要关注总量，也要关注结构，加强对重点领域、薄弱环节的定向支持。**在保持流动性总体合理充裕的基础上，货币政策能在国民经济重点领域、薄弱环节和社会事业等方面发挥一定程度的定向支持作用。**货币政策需要在支持经济增长与防范风险之间平衡。**中国的宏观杠杆率基本保持稳定，在为经济主体提供正向激励的同时，抑制金融风险的滋生和积累。在碳中和约束条件下，**气候变化会影响金融稳定和货币政策，需要及时评估、应对。**在政策框架中全面纳入气候变化因素，正在研究通过优惠利率、绿色专项再贷款等支持工具，激励金融机构为碳减排提供资金支持。因此，我们看到中国货币政策在总量操作上依然相对稳健，更多的通过结构性政策工具来定向发力。

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_18782

