

2022年“中国宽松、美国收紧”的演绎与市场影响

2021年12月02日

- 2022年中国经济复苏的不确定性虽然较2021年明显加大，但从内外部环境来看，有一点是可以基本确定的，即中美货币政策的分化。虽然2021年大部分时间内中美货币政策都处于宽松的状态，但“胀”的压力已经导致美联储货币政策在年底转向，并且有望在2022年加快收紧的步伐；而“滞”的风险下中国央行很可能在2022年延续货币宽松。本文试图探讨“中国央行松、美联储紧”这一特殊的政策环境的演绎和资产配置的影响。
- “中国央行松、美联储紧”并不常见，自21世纪以来，这种中美货币政策的分化只出现过两次。如表1所示，这两段时期分别始于2014年和2018年。
- 2014年4月，面对经济下行压力加大，中国央行以定向降准开启宽松周期，随后一年多的时间内又分别进行了7次降准（含2次定向降准）和6次降息；而彼时的美联储已经开始了taper，并在一年后的2015年12月开始加息。这一轮中美货币政策的分化持续到了2016年3月，当时美联储宣布暂停加息（图3），中美货币政策的立场不再对立。
- 2018年4月，伴随着中美贸易摩擦的升级，中国央行以全面降准转向货币宽松，随后又进行了4次降准（含一次定向降准）；而当时美联储仍处于连续加息和缩表的紧缩道路上。这一轮中美货币政策的分化一致持续到2019年7月，美联储宣布降息并停止缩表（图4），中美货币政策立场才趋于一致。
- 上述两段时期，中国央行的宽松方式和国内资产的走势有一些共性值得总结：
 - 1) 当美联储进入加息周期后，中国央行在宽松上是慎用降息的。在第一段时期，中国央行的6次降息均发生在美联储加息前，当2015年12月美联储首次加息后，中国央行的宽松只有一次降准；在第二段时期，由于美联储持续的加息，中国央行的宽松仅体现为连续的降准。
 - 2) 当市场预期美联储持续加息时，中国央行的宽松会加剧人民币的贬值。比如从2015年三季度开始，由于市场对美联储连续加息有着强烈的预期，人民币汇率随着中国央行的宽松快速贬值，直到2016年2月市场不再预期美联储加息才稳定下来（图5）；又如2018年4月之后，美联储一直保持着每季度加息一次的节奏，人民币汇率随着中国央行的连续降准一路贬值，直至美联储结束加息才企稳反弹（图6）。
 - 3) 中国国债收益率的走势并不受美联储加息的影响。在上述两个阶段，随着中国央行持续宽松，中国国债收益率保持下行，直至中国央行停止宽松，而美联储货币政策收紧并不构成中国国债收益率下行的制约（图7-图8），可见主导中国债市的因素依然是中国经济基本面。
 - 4) 美联储加息叠加中国央行宽松，人民币汇率和A股的正相关性会显著提升。虽然2015年和2018年A股的动荡均发生在“中国央行松、美联储紧”时期（图9-图10），但主要受股市去杠杆和中美贸易战这两个事件的影响。值得关注的是，在美联储加息和中国央行宽松时期，人民币汇率与A股的相关性会显著提升（图11），即人民币的贬值伴随着A股的下跌。
- 回到当前，与上述两个时期“美联储先紧、中国央行后松”不同，当前则是“中国央行先松、美联储后紧”。这是因为新冠疫情后美联储在货币政策调控上有意让经济过热以确保就业最大化的实现，但这也意味着2022年一旦美联储开始加息，面对高企的通胀压力，很可能在步伐上比上述两个时期更为激进。鉴于此，我们对2022年中国央行的货币政策和国内的资产配置有如下展望：
 - 一是2022年上半年很可能是国内货币政策宽松的主要窗口期。下半年如果美联储迫于通胀而开始加息，中国央行进一步宽松（尤其是降息）的空间将十分有限。
 - 二是中国国债利率的走势不大可能受美联储加息的影响。我们认为其下行的空间主要取决于政府出台的稳增长措施能在多大程度上对冲房地产的降温。
 - 三是需关注人民币汇率贬值对A股的冲击。我们认为2022年人民币汇率将存在阶段性的贬值压力，尤其是在二三季度，很可能受美联储加息预期发酵和节奏加快的影响，并且很可能通过跨境资金流动放大A股的波动。
- 风险提示：全球疫情反复延缓供给修复，美联储过早加息遏制经济复苏

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dzwzq.com.cn

研究助理 段萌

duanm@dzwzq.com.cn

1、《宏观月报 20211130：PMI 触底反弹释放了怎样的信号？》

2021-11-30

2、《宏观月报 20211129：观察 2022 年中国出口的三条线索》

2021-11-30

3、《宏观周报 20211127：南非新变种毒株的由来、发酵与市场影响》

2021-11-27

4、《宏观周报 20211126：美联储加快 taper 是否意味着提早加息？》

2021-11-26

5、《宏观周报 20211125：美国库存重建对 2022 年中国出口的影响有多大？》

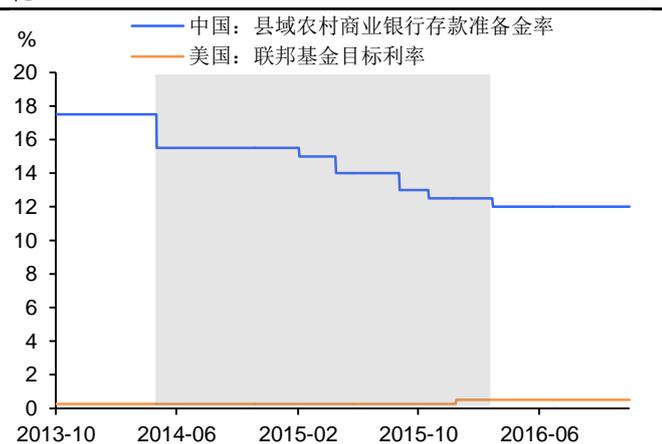
2021-11-25

表 1: 21 世纪中美货币政策背离 (中国宽松、美国撤出宽松或收紧) 时期

开始时间	开始事件	结束时间	结束事件	持续时间
2014 年 4 月	中国央行定向降准	2016 年 3 月	美联储暂停加息	23 个月
2018 年 4 月	中国央行降准	2019 年 7 月	美联储降息+结束缩表	15 个月

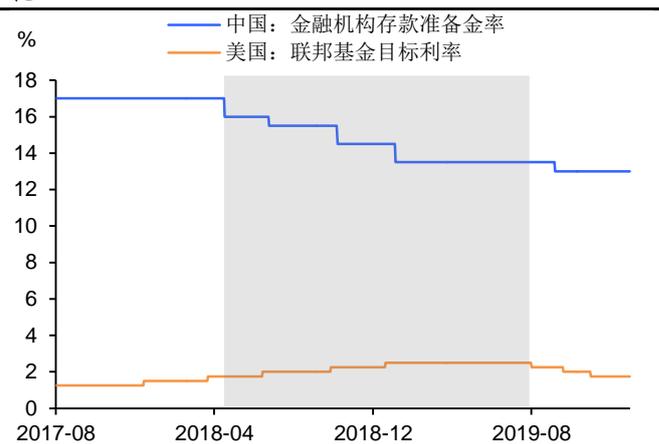
数据来源: 人民银行, 美联储, Wind, 东吴证券研究所

图 1: 2014 年 4 月央行定向降准后中美货币政策走向分化



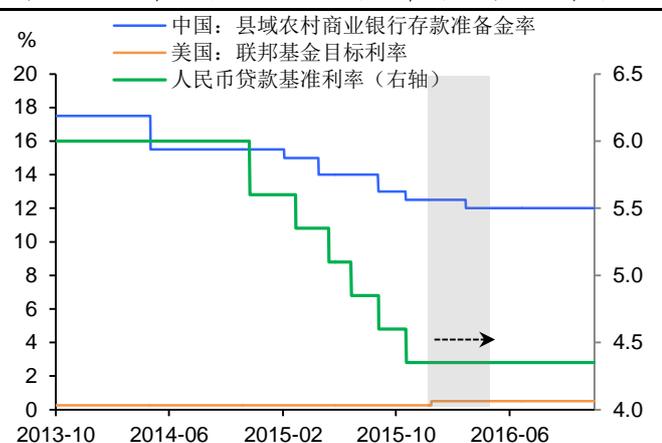
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 2: 2018 年 4 月央行全面降准后中美货币政策走向分化



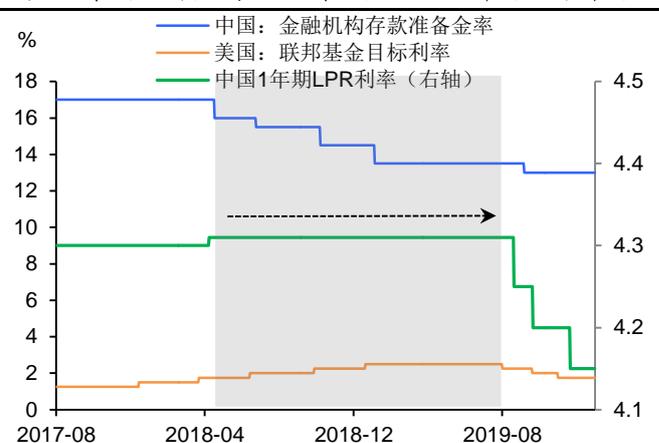
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 3: 2015 年 12 月美联储加息后中国央行不再降息



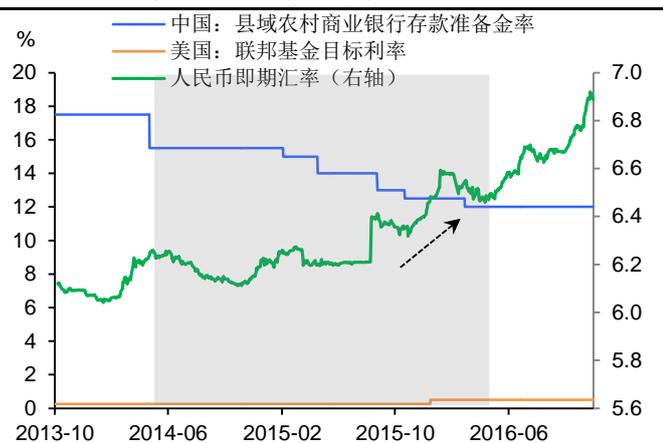
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 4: 中国央行直到 2019 年 7 月美联储降息后才降息



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 5: 2015 年美国加息中国降准令人民币快速贬值



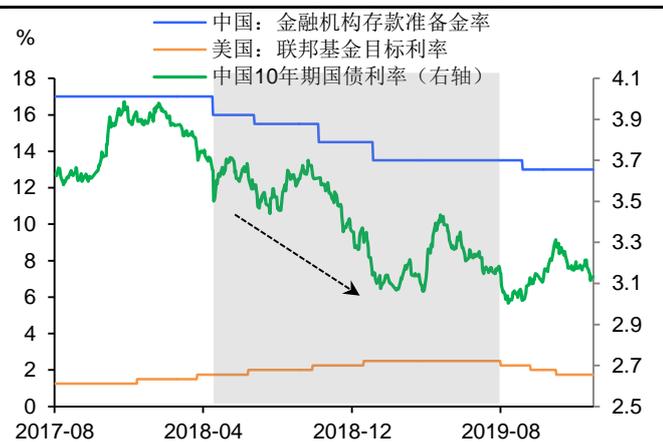
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 6: 2018 年中国降准和美国加息令人民币快速贬值



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 7: 2015 年美联储加息并未抑制中国国债利率下行



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 8: 2018 年美联储加息并未抑制中国国债利率下行



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 9: 2015 年 A 股下跌恰逢“中国宽松, 美国收紧”



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 10: 2018 年 A 股下跌恰逢“中国宽松, 美国收紧”



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 11: 在美联储加息和中国人民银行宽松阶段, 人民币汇率与 A 股的正相关性显著提升



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

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_30494

