

# 货币宽松，适可而止

## ——来自资本流出的制约

分析师：陈兴

执业证书编号：S0740521020001

邮箱：chenxing@r.qlzq.com.cn

研究助理：谢钰

研究助理：马骏

### 相关报告

1 宏观专题 20220105：开年宏观经济与市场十大预判

2 宏观专题 20220111：就业为何难以拖住美国加息脚步？

3 宏观专题 20220116：缩债还有缩表，美债由谁来买？

4 宏观专题 20220125：地方经济工作焦点何在？

5 宏观专题 20220207：应该担心人民币汇率贬值么？

6 宏观专题 20220213：美国劳动参与率能恢复到什么程度？

7 宏观专题 20220220：战火之下，大类资产有何表现？

8 宏观专题 20220301：“两会”需要关注什么？——全国“两会”前瞻

9 宏观专题 20220305：5.5%的经济增长如何实现？——《政府工作报告》九大看点

10 宏观专题 20220308：防疫放松需要满足什么条件？

11 宏观专题 20220315：持而盈之，不如其已——宏观经济和资本市场春季展望

12 宏观专题 20220329：高油价一定会带来高通胀么？

13 宏观专题 20220407：金融稳定保障基金如何运行？

### 投资要点

- **宏观交流与思考：货币宽松，适可而止——来自资本流出的制约**
- **降息仍可能来，幅度或有缩水。**央行官宣降准落地，但本次降准的力度史上最低，即便考虑到存款基准利率上限的调整，本次货币宽松释放的资金量或也小于50BP的全面降准。目前市场更为关注降息的可能性及其时间。去年存款基准利率调整给出两点启示：**第一，MLF利率的调降并不是降息（LPR）的先决条件。**据此后面应该会有降息操作的跟随；**第二，降息在幅度上恐怕会有所缩水，和存款基准利率的调整并不对称。**
- **宽松渐行渐止，警惕汇率变化。**我们认为，以降准、降息手段为标志的货币政策宽松可能已经渐行渐止。在发达经济体货币政策收紧的前提下，持续降准降息的空间并不具备，资本流出压力或是政策的不能承受之重。我们的邻国日本已经做出了先行示范，结果汇率大幅贬值，资金也有明显流出。当前中美利差已经出现倒挂，接下来更值得关注的将是人民币汇率的走势。中美利差（不论是从名义利差还是实际利差的角度）其实和汇率之间的关系并不稳定，出口增速对于汇率走势才具备决定性的意义。3月我国出口增速已略显乏力，而在4月疫情蔓延的情况下，封控措施持续对生产和物流产生影响。我国大陆发往美国的集装箱3月同比增速录得-2%，是22个月来首次低于上年水平，出口回落或拖累人民币汇率走贬。
- **流出有所加剧，制约宽松空间。**汇率的贬值预期在资本流动上其实已经有所体现。根据国际金融协会的统计，3月新兴市场投资组合净流出中我国首当其冲，也是自2020年9月以来，我国股市首次出现资本流出的情况。如果货币宽松力度持续加码，或将进一步加剧汇率贬值预期，使得资本外流的压力加大。短期来看并不存在持续降准降息的空间。从以往的经验来看，虽然我国历史上有过和美联储货币政策相向而行的时期，也都很快收尾，货币宽松普遍适可而止。
- **通胀压力抬头，也是宽松顾虑。**也需要注意到的是，近期通胀压力有所抬头。疫情封控带来物流压力，助推物价增速走高。我们预计，4月CPI增速很可能突破2%。物价增速虽还不至于成为货币政策的主要掣肘，但若继续宽松毕竟对此有所顾虑。
- **债市谨慎为上，权益赢在消费。**降准对于资本市场短期确有利好，但如果这意味着货币宽松要暂告一段落，则切记不可贪恋。一方面，对于债券市场而言，没有MLF利率调整的LPR利率变动对于资金成本的作用有限，而如果疫情态势好转，加上海外美债利率水平有进一步走高的可能，**债市依然建议谨慎为上**；另一方面，权益市场的表现仍可期待，但主角可能并非过去受益于降准降息更多的成长板块，当前政策扶持方向已由供给逐渐向需求端切换，如果疫情态势见顶回落、稳增长仍是政策诉求，则**消费可能才是年内的机会所在。**
- **一周扫描：**
- **疫情：国内疫情快速上升，美国新增确诊抬头。**截至4月15日，我国大

陆及港澳台地区一周新增确诊病例分别超 1.3 万例和 5800 例。当前，全国新增本土确诊病例仍集中在上海、吉林两地。上海疫情处于快速上升期，社区传播尚未得到有效遏制，且外溢多省多市。吉林省疫情总体呈下降趋势，正逐步放开社会面。最近一周，全球新冠肺炎一周新增确诊病例录得约 645 万，相较前一周下降 20.3%。日本新增确诊创新高，美国疫情持续上行。全球新冠肺炎新增死亡病例约 2.1 万人，较上周下降 12.9%。德国、泰国新增死亡持续上行。日韩首现新变种毒株感染病例，美国收紧口罩禁令，韩国取消新冠防疫措施。各经济体加强针接种回落，辉瑞或推出针对 Omicron 多变体的新冠疫苗。

- **海外：美国 CPI 增速“破 8”，欧央行加速退出 QE。**随着美国物价持续处于“失控边缘”，美联储大多数官员都对 5 月会议加息 50 基点持开放态度。美联储票委布雷纳德表示，美联储将尽快就缩表作出决定，缩表或在 6 月开始。美联储巴尔金表示，如果面临更长的通货膨胀期，美联储将需要比以往更多地收紧政策。日本依旧维持货币宽松。欧央行加速退出 QE，多国央行加息抗击通胀。欧洲央行会议纪要显示，许多成员认为当前的高通胀水平及其持续存在，要求立即采取进一步措施，实现货币政策正常化。欧美加大对俄制裁力度。俄乌谈判陷入僵局，俄罗斯总统普京表示，基辅已脱离此前共识。美国 3 月 CPI 增速“破 8”，创 1981 年 12 月以来新高。美国 3 月零售销售增速创 13 个月新低。
- **物价：农产品批发价格回落，国际油价上行。**本周农业部农产品批发价格指数环比下行，28 种重点监测蔬菜均价下行、7 种重点监测水果均价上行。本周布伦特原油和 WTI 原油均价环比均有所上行，国内动力煤均价稳定，螺纹钢均价回落。
- **流动性：短端资金利率下行，美元指数回升。**本周短端资金利率下行，DR001 周度均值环比下行 17.5bp，DR007 周度均值环比下行 10.1bp；3 个月 Shibor 利率和 3 个月存单发行利率周度均值均下行。票据利率下行，国股银票 1 个月、6 个月和 1 年转贴现利率周度均值回落。本周央行公开市场共进行了 600 亿元逆回购和 1500 亿元 MLF 操作，本周央行公开市场累计有 400 亿元逆回购、1500 亿元 MLF 和 700 亿元国库现金定存到期；下周央行公开市场将有 600 亿元逆回购到期。本周美元指数回升，人民币微跌。
- **大类资产表现：A 股有所回落，国债收益率上行。**本周全球股市多数下跌，其中纳斯达克领跌，A 股市场主要指数均下跌，其中中小板指和创业板指下跌幅度最大。本周国内股票涨幅前三的行业分别为煤炭、食品饮料和商业贸易。本周 10 年期国债收益率周度均值上行 1.4bp，10 年期国开债收益率周度均值上行 0.5bp。

**风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。**

## 内容目录

|                                       |      |
|---------------------------------------|------|
| 1. 宏观交流思考：货币宽松，适可而止——来自资本流出的制约 .....  | 5 -  |
| 2. 疫情：国内疫情快速上升，美国新增确诊抬头 .....         | 8 -  |
| 3. 海外：美国 CPI 增速“破 8”，欧央行加速退出 QE ..... | 11 - |
| 4. 物价：农产品批发价格回落，国际油价上行 .....          | 13 - |
| 5. 流动性：短端资金利率下行，美元指数回升 .....          | 16 - |
| 6. 大类资产表现：A 股有所回落，国债收益率上行 .....       | 18 - |

## 图表目录

|                                      |        |
|--------------------------------------|--------|
| 图表 1: 东京证券交易所外资卖出 (十亿日元)             | - 6 -  |
| 图表 2: 我国出口增速与人民币汇率                   | - 6 -  |
| 图表 3: 3 月新兴市场资本流出我国首当其冲              | - 7 -  |
| 图表 4: 中国大陆及港澳台地区本土每日新增确诊 (七日移动平均, 例) | - 8 -  |
| 图表 5: 各经济体每日新增确诊病例数量 (七日移动平均, 万例)    | - 9 -  |
| 图表 6: 各经济体近每日新增死亡数量 (七日移动平均, 例)      | - 9 -  |
| 图表 7: 近两周各国送检样本中各变种毒株比例 (%)          | - 10 - |
| 图表 8: 各国疫情管控指数 (七日移动平均)              | - 10 - |
| 图表 9: 各经济体人口流动性情况 (七日移动平均)           | - 10 - |
| 图表 10: 各经济体每日加强针接种量 (七日移动平均, 万剂)     | - 11 - |
| 图表 11: 各经济体加强针接种率 (%)                | - 11 - |
| 图表 12: 各经济体 CPI 同比增速 (%)             | - 13 - |
| 图表 13: 美国零售细分项环比增速 (%)               | - 13 - |
| 图表 14: 农产品批发价格 200 指数                | - 14 - |
| 图表 15: 食用农产品价格指数                     | - 14 - |
| 图表 16: 22 个省市猪肉平均价格 (元/公斤)           | - 14 - |
| 图表 17: 牛羊肉、蔬菜、水果和鸡蛋价格 (元/公斤)         | - 15 - |
| 图表 18: 布伦特和 WTI 原油价格 (美元/桶)          | - 15 - |
| 图表 19: 螺纹钢价格 (元/吨)                   | - 16 - |
| 图表 20: 动力煤平仓价 (元/吨)                  | - 16 - |
| 图表 21: R001 和 DR001 利率 (%)           | - 16 - |
| 图表 22: R007 和 DR007 利率 (%)           | - 16 - |
| 图表 23: 3 个月 shibor 和存单发行利率 (%)       | - 17 - |
| 图表 24: 国股银票转贴现收益率 (%)                | - 17 - |
| 图表 25: 央行公开市场操作 (亿元)                 | - 17 - |
| 图表 26: CNY 即期汇率和 NDF 远期汇率            | - 18 - |
| 图表 27: 美元指数                          | - 18 - |
| 图表 28: 全球主要股指表现 (%)                  | - 18 - |
| 图表 29: 申万行业表现 (%)                    | - 19 - |
| 图表 30: 国外主要商品期货表现 (%)                | - 19 - |
| 图表 31: 国内主要商品期货表现 (%)                | - 20 - |
| 图表 32: 10Y 国债和国开债收益率 (%)             | - 20 - |
| 图表 33: 10Y-1Y 国债和国开债期限利差 (%)         | - 20 - |

## 1. 宏观交流思考：货币宽松，适可而止——来自资本流出的制约

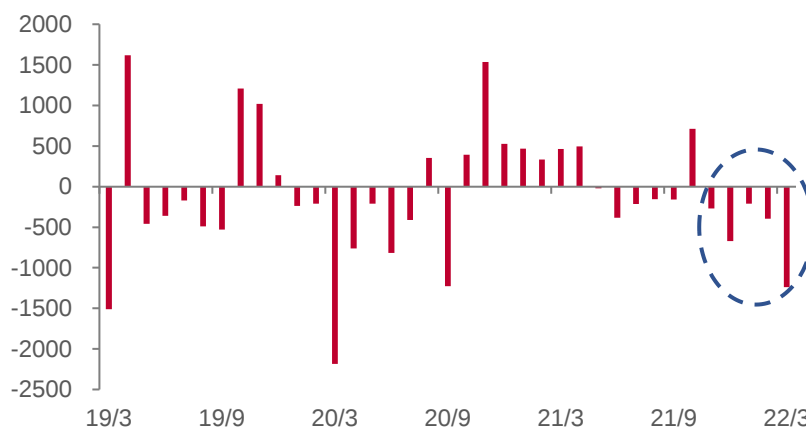
**货币宽松加码，力度有所收敛。**在国常会释放信号之后，央行官宣降准落地，但本次降准的力度史上最低，全面降准和定向降准均仅有 25BP，未及此前市场的期待。与此同时，市场利率定价自律机制召开会议，鼓励中小银行存款利率浮动上限下调 10BP，并或将其与 MPA 考核挂钩。央行两大货币宽松举措均指向银行负债端成本的降低，事实上起到互为补充的作用，非金融企业和居民部门的存款约占到商业银行总负债的六成，存款基准利率调整带来的影响也有几千亿元的规模，但即便考虑到这部分调整，本次货币宽松释放的资金量或也小于 50BP 的全面降准。

**降息仍可能来，幅度或有缩水。**在降准落地之后，事实上，市场更为关注降息的可能性及其时间。去年 6 月市场利率定价自律机制优化了存款利率自律上限的确定方式，由倍数改为加点，也形成了银行负债成本降低的效果。而在调整过一段时间之后，去年 12 月底央行在没有降低 MLF 利率的前提下，将 1 年期 LPR 利率下调了 5BP。由此我们可以得出两点启示：**第一，MLF 利率的调降并不是降息（LPR）的先决条件。**既然本次货币宽松给银行负债端带来切实的降成本效应，那么，根本目的依然在于使其“加大对实体经济的支持力度”，据此应该会有降息操作的跟随；**第二，降息在幅度上恐怕会有所缩水，和存款基准利率的调整并不对称。**上次存款利率的报价改革，给银行带来的负债成本下降幅度要略大于后续降息的幅度，银行资金结构稳定才有助于其作用的发挥，因此降息或不及存款利率上限调整的幅度。

**宽松渐行渐止，持续空间受制。**不过，需要特别引起注意的是，以降准、降息手段为标志的货币政策宽松可能已经渐行渐止。从近期国常会的表态上来看，扶持政策由供给转向需求，下一阶段货币政策或也将着力于打通融资需求偏弱导致的信贷增长堵点，这已非仅靠降准、降息等举措能够解决，而需要的是各部门政策的紧密协同、形成政策合力。更为关键的是，在海外以美国为代表的发达经济体货币政策趋于收紧的前提下，持续降准降息的空间并不具备，资本流出压力或是政策的不能承受之重。

**日本先行示范，货币大幅贬值。**首先，我们的邻国日本已经做出了先行示范。开年以来日本的出口增速显著回落，而在全球通胀高企的情况下，日本的 CPI 增速还仅有 0.9%，核心 CPI 增速也仅仅是 0.6%，均不到 1% 的水平。这也使得日本选择了和主要发达经济体截然相反的货币政策取向，维持了其一直以来的宽松状态，甚至继续实施 QE、“无限量”购债，这也使得一个月内日元对美元贬值幅度超过了 8%。从资金的流向上来看，今年前两个月日本证券投资项下资金流出超过 1.1 万亿日元，而从去年 11 月以来，东京证券交易所外资就呈现出净卖出的状态。

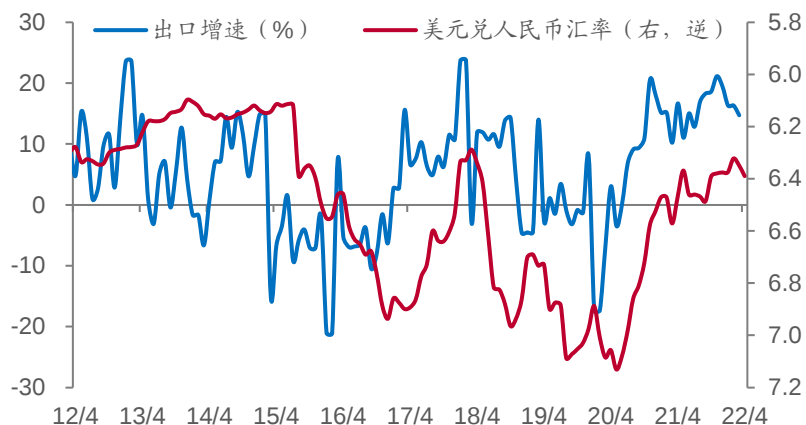
图表1：东京证券交易所外资卖出（十亿日元）



来源：CEIC，中泰证券研究所

出口支撑汇率，各国情况皆然。其次，我们的政策选择对于资本流出已然形成一定的压力。当前中美利差已经出现倒挂，接下来更值得关注的将是人民币汇率的走势。自去年四季度以来，我国人民币汇率处于偏强状态，在美元强势的背景下逆势升值，这得益于我国较强出口增速的支撑。从过往经验上来看，中美利差（不论是从名义利差还是实际利差的角度）其实和汇率之间的关系并不稳定，出口增速对于汇率走势才具备决定性的意义，今年以来全球主要经济体的汇率变化对此也有进一步的印证。

图表2：我国出口增速与人民币汇率



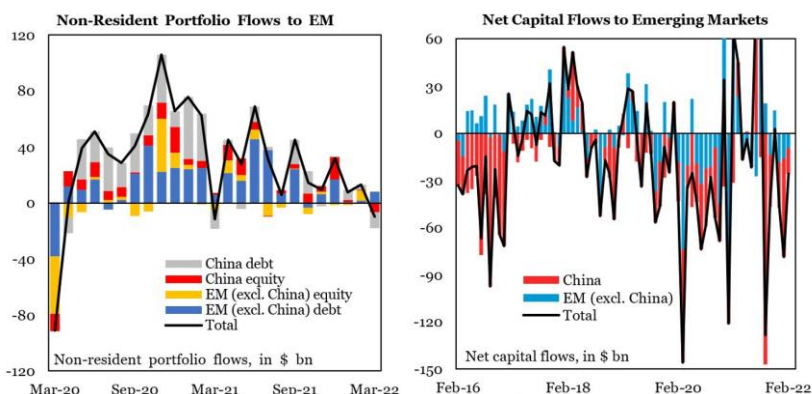
来源：WIND，中泰证券研究所

警惕疫情影响，汇率反被拖累。3月我国出口增速略显乏力，只不过由于去年同期基数较低，带来一定的提振效果，而在4月国内本土疫情蔓延的情况下，封控措施持续使得生产和物流都受到了不小的影响。一季度央行企业家问卷中出口订单指数显著回落至40.9%，而Descartes Datamyne发布的数据也显示，受新冠疫情影响，我国大陆发往美国的集装箱3月同比增速录得-2%，是22个月来首次低于上年水平。由于去年我国出口在全球份额继续抬升，今年再度冲高的难度较大，因此全年来看出口增速回落的风险偏高，进而人民币汇率可能会受此拖累而趋于走贬。

流出有所加剧，制约宽松空间。汇率的贬值预期在资本流动上其实已经有所体现。根据国际金融协会的统计，3月新兴市场投资组合净流出98亿美

元，而我国首当其冲，在 3 月录得 112 亿美元的债券和 63 亿美元的股票资金的净流出，这也是自 2020 年 9 月以来，我国股市首次出现资本流出的情况。除去我国之外（不包括俄罗斯），3 月新兴市场债市净流入 82 亿美元，股市少量流出不到 4 亿美元。如果货币宽松力度持续加码，或将进一步加剧汇率贬值预期，使得资本外流的压力加大，因而短期来看，并不存在持续降准降息的空间。

**图表 3：3 月新兴市场资本流出我国首当其冲**



来源：Bloomberg，中泰证券研究所

**可以相向而行，但要较快收尾。**从以往的经验来看，虽然我国历史上有过和美联储货币政策相向而行的时期，但在金融危机之后，海外货币政策收紧的情况下，我国宽松政策持续的时间往往较短，比如上一次美联储加息周期，美联储开启加息之后我国降准降息等宽松操作很快收尾，仅在美联储加息末期才又重启。据此我们预计，本轮降准降息可能也已步入收尾阶段，货币宽松适可而止。

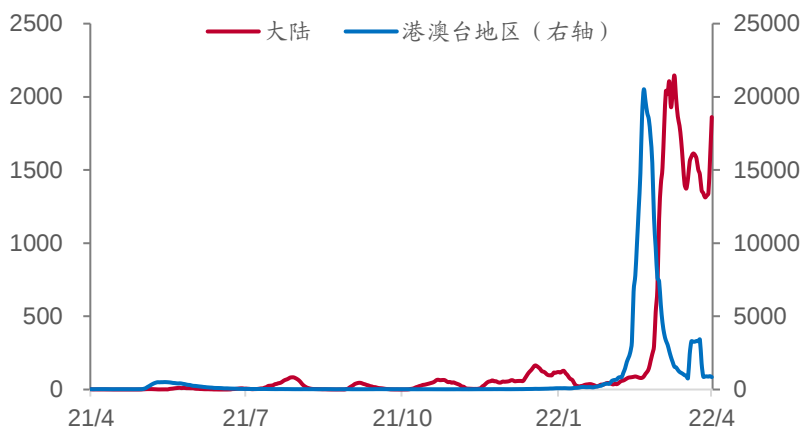
**通胀压力抬头，也是宽松顾虑。**最后，也需要注意到的是，近期通胀压力有所抬头。由于疫情扩散下封控措施趋严，给交通运输带来了很大压力，一定程度上也助推了物价增速的走高。比如近期蔬菜价格存在逆季节性的升势，创下历年同期新高，这同部分地区物流的阻塞密不可分。3 月 CPI 同比增速由 2 月的不足 1% 显著跃升至 1.5%，我们预计，4 月 CPI 增速很可能突破 2%。物价增速虽还不至于成为货币政策的主要掣肘，但若继续宽松毕竟对此有所顾虑。

**债市谨慎为上，权益赢在消费。**总结来看，降准乃至接下来有可能实施的降息，对于资本市场短期确有利好，但如果这意味着货币宽松要暂告一段落，则切记不可贪恋。一方面，对于债券市场而言，没有 MLF 利率调整的 LPR 利率变动对于资金成本的作用有限，而如果疫情态势好转，加上海外美债利率水平有进一步走高的可能，债市依然建议谨慎为上；另一方面，权益市场的表现仍可期待，但主角可能并非过去受益于降准降息更多的成长板块，当前政策扶持方向已由供给逐渐向需求端切换，如果疫情态势见顶回落、稳增长仍是政策诉求，则消费可能才是年内的机会所在。

## 2. 疫情：国内疫情快速上升，美国新增确诊抬头

**国内疫情快速上升。**截至4月15日，我国大陆及港澳台地区一周新增确诊病例分别超1.3万例和5800例。除我国港澳台地区外，现存208个中高风险地区。国家卫生健康委疾控局副局长雷正龙12日在国务院联防联控机制新闻发布会上表示，3月1日至4月11日，31个省（自治区、直辖市）和新疆生产建设兵团累计报告本土感染者超32万例。当前，全国新增本土确诊病例仍集中在上海、吉林两地。上海市连续8天报告新增感染者数超过1万例，疫情处于快速上升期，社区传播尚没有得到有效遏制，且外溢多省市，预计未来几日新增感染者人数仍将处于高位。吉林省疫情总体呈下降趋势，已连续三天新增感染者降至千例以下，正逐步放开社会面，恢复群众生产生活秩序。中国香港地区疫情得到有效遏制，林郑月娥宣布从4月21日起分阶段放宽现行的社交距离措施。

**图表4：中国大陆及港澳台地区本土每日新增确诊（七日移动平均，例）**



来源：WIND，中泰证券研究所

**日本新增确诊创新高，美国疫情持续上行。**截至4月15日，全球新冠肺炎一周新增确诊病例录得约645万，相较前一周下降20.3%。欧洲本周新增326.2万，较上周大幅下降20.6%。美国本周新增约21.5万，较上周持续上行7.3%。亚洲方面，《日刊现代》11日报道，因奥密克戎亚型毒株BA.2疫情蔓延，日本全国多地新冠感染人数创历史新高，或迎来有史以来最大规模的第七波新冠疫情。日本本周新增34.8万，较上周上升6.4%。韩国疫情

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\\_40469](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_40469)

