



管涛：货币政策“以我为主” 是总基调



意见领袖 | 管涛（中银证券全球首席经济学家）



日前，人民银行发布了《2021年第四季度中国货币政策执行报告》（以下简称《报告》）。市场按照惯例字斟句酌地对《报告》进行了解读，试图从中发掘出央行货币政策的新动向。这次市场的一个重大“发现”是，《报告》对“以我为主”的表述不再放在基调位置，而只在汇率部分提及，即由三季度的“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，以我为主，稳字当头”调整为“以我为主，以市场供求为基础，增强人民币汇率弹性”。部分市场人士认为，这或许意味着人民银行对美联储政策外溢影响的关注上升，言下之意，美联储货币紧缩政策将掣肘中国货币政策的操作空间。对此，笔者不敢完全苟同。

货币政策“以我为主”是应对此次疫情的中国底牌

长期以来，市场总喜欢用美联储来套路中国人民银行的货币政策操作。但这次大不一样。面对突如其来的新冠肺炎疫情冲击，中国货币政策领先全球央行进入抗疫模式，成功实现“先进先出”，现在又在低通胀环境下重新偏向稳增长。

从2020年1月底起，人民银行通过数量和价格工具、总量和结构性措施，保持流动性合理充裕，引导市场利率走低，支持防疫和企业复工复产。受此影响，人民币兑美元汇率冲高回落，重新跌破7比1。到当年5月底，叠加地缘政治因素，人民币汇率一度跌至2008年9月全球金融海啸以来的新低，但是当月银行即远期（含期权）结售汇顺差208亿美元。随着本土疫情传播基本得到控制，国内经济持续稳定复苏，阶段性金融支持政策到期自然退出，推动下半年境内市场利率逐步走高。

美联储在2020年3月才随着疫情全球大流行转入抗疫状态，采取了“零利率+无限量宽”的货币大放水模式。为支持美国国内经济和就业恢复取得实质性进展，面对疫情多次反复、经济重启受阻，美联储维持超级宽松的货币政策，并引入了“平均通胀目标制”新框架，导致中美利差不断走阔。到2020年12月份，日均10年期中美国债收益率差达到231个基点的历史高位，同比上升了100个基点。

在2021年，受经济复苏、通胀上行的影响，尽管美联储矢口否认通胀的可持续性，但货币政策紧缩的预期推动美国市场利率不断走高。直到

2021 年底，因通胀数据持续“爆表”，美联储才改口“通胀暂时论”，并在 11 月份正式启动缩减购债规模后，于 12 月份议息会议上又接着讨论加快缩减购债及缩表的问题。而中国货币政策按照灵活精准、合理适度的要求，前瞻性、稳定性、针对性、有效性、自主性进一步提升，主要市场利率继续走低，金融对实体经济的支持力度更加稳固。到 2021 年 12 月，日均 10 年期中美国债收益率差为 137 个基点，较上年底收敛了 94 个基点，基本回到了疫情暴发前的水平。

2022 年新年伊始，因 CPI 同比增速连续多月刷新 40 年来的新高，美国国内全面通胀风险持续升温。面对持续高涨的通胀压力，美联储新年首次议息会议就释放了年内加息并缩表的信号，并表示未来每次会议都可能讨论加息问题。美联储加快货币紧缩进程已经成为了市场共识。市场预期美联储 3 月份加息 50 个基点的概率在 50% 以上，年内有可能加息 4 至 5 次，甚至不排除议息会前紧急加息的可能。

而在中国的货币政策执行方面，去年 7 月份，中央政治局会议就提出增强宏观政策自主性，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。之后，人民银行多次强调货币政策的自主性。如央行行长易纲在去年底接受媒体专访时表示，2021 年以来，人民银行坚持以我为主、稳字当头，货币政策的前瞻性、有效性、精准性进一步提升，金融对实体经济支持力度进一步加大。再如，去年四季度货币政策委员会例会指出，2022 年，稳健的货币政策要灵活适度，增强前瞻性、精准性、自主性，发挥好货币政策工具的

总量和结构双重功能，更加主动有为。

在此背景下，得益于国内供给充足、CPI 通胀温和，人民银行在继续发挥结构性工具定向支持作用的同时，去年下半年两次全面降准，年底定向和全面下调政策利率各一次，今年初又一次全面下调政策利率。

中美货币政策重新错位的负面影响有限

如前所述，去年以来，受中美货币政策重新分化的影响，中美利差快速收敛。2021 年全年，10 年期中美国债收益率差收窄了近百个基点。其后果主要体现在两个方面，一个是降低了人民币资产的吸引力，另一个是推高了美元指数。但这对中国来讲，目前都不算是坏事情。

去年，受中美利差收窄的影响，境外投资者净增持境内人民币债券 7487 亿元，较上年减少了 30%。即便同期沪深港通项下累计净买入成交额较上年翻番，但债券通和沪深港通项下北上资金合计净流入量为 1.18 万亿元，仍较上年下降了 7%。只是在当前形势下，外来证券投资净流入量减少，反有助于促进外汇供求平衡，支持人民币汇率基本稳定。

去年，受美国经济率先复苏及通胀上行、紧缩预期等方面的影响，美元指数止跌反弹，全年累计上涨 6.7%。根据现行人民币汇率中间价报价机制，这遏制了人民币兑美元汇率持续单边升值的势头。去年全年，人民币汇率中间价仅上涨了 2.3%，远低于上年的 6.9%，从而缓解了国内企业出口“增收不增利”的财务冲击。

去年，境内外汇市场走出了美元强、人民币更强的独立行情。这主要是受到货物贸易大顺差、直接投资净流入的市场供求刚需驱动。同期，银行代客货物贸易和直接投资结售汇顺差合计 4122 亿美元，同比增长 49%，贡献了银行结售汇总顺差的 150%。

值得注意的是，经历去年下半年以来多次降准降息的操作后，人民币强势不改。今年初，在全面降息且中美利差收敛到 80 至 100 个基点的舒适区以内后，人民币汇率中间价和境内外交易价还创下 2018 年 4 月以来的新高。到 1 月底，尽管人民币汇率中间价较去年 6 月底仅上涨 1.3%，但中国外汇交易中心口径的人民币汇率指数涨了 5.5%。

中美货币政策进一步分化将考验中国金融韧性

今年，美联储迫于全面通胀压力将加快货币政策紧缩步伐，而人民银行为稳增长需要将坚持跨周期与逆周期调节有机结合，综合发挥货币政策工具的总量和结构双重功能。因此，中美货币政策分化加大将是大概率事件。

此外，美联储作为全球最具影响力的央行，其货币政策调整将对全球金融市场产生深远影响。

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_37365

