



徐奇渊：中美利差收窄无碍货币宽松



文/意见领袖专栏作家 徐奇渊、杨子荣



中美利差显著收窄，但人民币汇率没有遵循利率平价出现贬值。这种偏离的主要原因是中美金融市场风险的相对形势发生了变化。受此支撑，中国货币政策的空间仍然较大。

2022年初以来，美国通胀压力持续超预期，美联储宽松货币政策退出、加息进程陡然提速，同时中国不断释放稳增长的政策信号。

在此背景下，中美 10 年期国债利差已经从 2021 年最后一个交易日的

125个基点，迅速缩小到了2022年2月18日的88个基点。甚至在2月10日，利差一度收缩到了70个基点。

中美利差已经降到了历史低位，稍高于2015年以来的几个历史低点。再结合利差的下行方向，当前情况与2015年12月中旬、2016年11月初、2018年8月中旬等时期相似。

而在这几个时间段，中国都曾经面临资本外流、汇率贬值的较大压力。这也引发了担忧：中美利差降至低位，是否会出现资本外流风险，是否会成为货币政策宽松的掣肘？

数据来源：WIND 金融终端，作者计算。

01

风险因素是理解当前汇率走势的重要角度

当前，中美利差缩小至历史低位，但人民币汇率却持续走强，屡创2018年以来的新高。如何理解人民币汇率对利率平价的偏离，这种偏离是否可持续？

对于这种偏离的回答，一般的解释因素有：资本管制、外汇市场干预、风险因素。

近年来，人民币汇率的弹性显著上升，没有证据表明外汇市场干预对汇率产生了影响。同时，自2018年以来金融开放明显扩大，跨境资本流

动的便利性也在上升。

事实上，前两个因素都有助于汇率向利率平价趋近。因此，要理解近期人民币汇率对利率平价的偏离，只有从风险因素角度入手。

02

美国“坏”的加息，市场风险在上升

从美联储加息的角度来看，基于加息原因，可以将美联储的加息事件分为“好”的加息、“坏”的加息。

“好”的加息，是在就业改善、经济持续增长背景下出台的加息政策。

“好”的加息虽然也是紧缩政策，但是伴随着基本面持续景气，金融市场也会呈现出比较乐观的走势。例如美联储在 2016 年到 2017 年的操作就是“好”的加息。

而“坏”的加息，是在基本面差强人意的基础上，迫于通胀上行压力而被动推出的加息政策。“坏”的加息可能对美国金融市场本身产生一定负面冲击。

与上一轮“好”的加息形成对比，这次美联储正在推动“坏”的加息。

2021 年，美联储反复强调通胀是“暂时的”，到后来改口认为通胀还将持续一段时间，美联储对市场预期的引导在一定程度上失败了。

但是与此同时，美国的通胀率还在屡创新高，2022 年 2 月 CPI 同比

增速高达 7.5%，创 40 年新高。其他关键指标，如核心 PCE 通胀率、以及经过剔除异常值处理的 PCE 通胀率都创下了历史新高。

当前，推升美国通胀的因素中，供应链、能源的因素有所缓解，但是食品、工资、租金的推动作用在上升。

“坏”的加息的另一个重要背景，是美国增速预期的显著下调。

2022 年 1 月的最新预测中，IMF 将美国 2022 年增速下调至 4%，较 2021 年 10 月的 5.2% 大幅下调了 1.2 个百分点，在所有发达经济体中的调降幅度最大。IMF 调整的原因是，美国推出的“重建美好未来”财政刺激法案难产、美国提前退出货币宽松政策以及持续的供应链中断。

同时，国际投行也纷纷下调 2022 年美国增速预期，当前市场预测均值为 3.8%。高盛甚至将预测值下调到了 3.2%，这也是去年 7 月以来，高盛第六次下调美国经济增长预期。此外，从 2022 年一季度增速来看，根据亚特兰大联储的 GDPNow 模型的最新预估，美国 GDP 环比折年率将降至 0.1%，高盛的预测为 0.5%。

市场主流观点认为 2022 年美联储可能加息 4 次-6 次，而截至 2022 年 2 月 11 日，美国 10 年期-2 年期国债收益率利差仅剩 0.42 个百分点，这意味着市场预期美联储可能冒国债收益率曲线倒挂和经济衰退的风险而持续加息以应对通胀压力。

当前，美国通胀压力持续上升、联储对市场预期的引导失败，同时增

长动能渐弱。在此背景下，美联储迫于形势，不惜可能的代价而推出“坏”的加息。这进一步增加了美国金融市场的风险，截至 2022 年 1 月美股标普 500 席勒市盈率进一步上升至 39.63，接近 2000 互联网泡沫危机时的水平。美联储的政策平衡术正走在一条十分狭窄的独木桥上。

03

中国“好”的宽松，市场的风险在下降

反观中国，紧缩性的宏观政策和金融监管政策大致在 2021 年 9 月达到顶峰，之后政策的一系列调整和纠偏使得国际投资者重拾信心。

尤其是 2021 年 12 月召开的中央经济工作会，再次强调“以经济建设为中心”，强调 2022 年“经济工作要稳字当头、稳中求进”，“各方面要积极推动有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前”。

对于去年经济工作中出现的合成谬误和分解谬误，经济工作会议还重点强调了五个方面的“正确认识和把握”，对共同富裕、资本规范健康发展、碳达峰碳中和等问题的认识进行了纠偏，澄清了一些误解。

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_39038

