



# 管涛：发达经济体货币紧缩 对中国的溢出渠道及应对



意见领袖 | 管涛（中银证券全球首席经济学家）



2021 年以来，几十年一遇的高通胀，迫使发达经济体央行由“鸽”转“鹰”。除日本央行、欧洲央行仍在观望外，以美联储为代表的大部分主要央行均已改口“通胀暂时论”，加快退出疫情大流行期间货币宽松的步伐。

中国人民银行在最新的货币政策执行报告中，明确将发达经济体宏观政策调整与疫情形势、通胀走势并列为当前三大外部不确定性。而 2021 年下半年以来，中国人民银行在继续发挥结构性货币工具作用的同时，全面降准降息，加大金融支持实体经济的力度。预计 2022 年中外尤其是中美货币政策分化将进一步加大。本文拟分析在此背景下，海外货币紧缩对

中国特别是中国跨境资本流动、人民币汇率走势的溢出影响渠道、场景并提出对策建议。

## 1、七大溢出渠道

在前述货币政策执行报告中，人民银行分析指出，发达经济体宏观政策总体退坡，不仅可能伴生资产价格震荡调整的金融风险，还会通过贸易往来、资本流动、金融市场等渠道对新兴经济体产生明显外溢效应。具体到对中国的溢出效应，可以细化为以下七个渠道。

渠道一：收敛中外利差，减缓外资流入。2020年初中国暴发新冠肺炎疫情，人民银行领先全球央行进入抗疫模式。随着本土疫情传播基本得到控制，抗疫金融支持政策到期自然退出，中国货币政策也实现了“先进先出”，5月份以来市场利率逐步走高。而美联储自3月底起实施“零利率+无限量宽”的超级货币刺激，并于8月份引入了“平均通胀目标制”新框架，誓言维持货币宽松，直至经济和就业复苏取得实质性进展。到年底，日均10年期中美国债收益率差达到231个基点的高位。全球低利率、负收益债券盛行，进一步凸显了人民币资产的吸引力，当年境外净增持境内人民币债券首次过万亿元。2021年，受通胀上行、货币紧缩预期影响，美国主要市场利率走高，而中国通胀温和、流动性充裕，市场利率走低。到年底，日均10年期中美国债收益率差同比回落94个基点，全年境外净增持人民币债券较上年减少30%。2022年1月，前述利差进一步收敛38个基点，同期境外净增持人民币债券环比减少5%，同比减少70%。到2月，

该利差又收窄了 10 多个基点，跌至所谓“舒适区”的下限 80 个基点附近（见图 1）。

图1: 境内外利差影响境内人民币债券吸引力



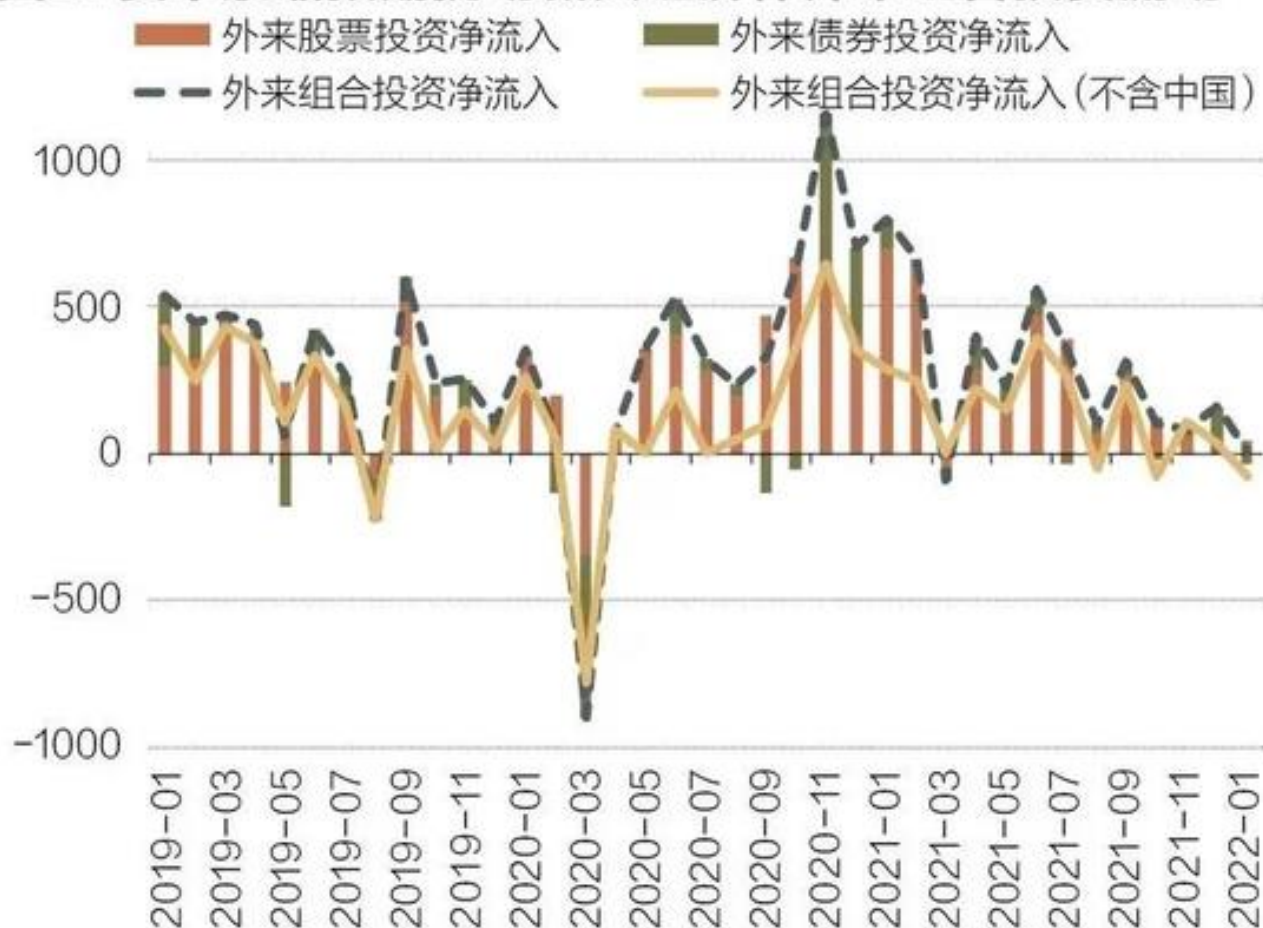
单位: 亿元人民币; BP

资料来源: 美联储、中央结算公司、上清所、Wind、中银证券 制图: 颜斌

渠道二: 刺激资本回流, 新兴市场承压。2021 年, 美元指数不跌反涨, 就是因为美国经济复苏和货币政策领先其他发达经济体, 吸引外资回流。若 2022 年美联储加快退出宽松货币政策, 美指进一步走强, 将加大人民币汇率回调压力。当然, 若其他发达经济体经济也加快货币政策转向, 这将抑制美指涨势, 却会加速国际资本回流成熟市场。2021 年 8 月-12 月, 新兴市场外来组合投资净流入月均 155 亿美元, 较 2020 年 4 月-2021 年

7月均值减少67% (同期, 中国月均外来组合投资净流入减少58%)。2022年1月, 净流入锐减至11亿美元, 剔除中国后, 变为净流出77亿美元, 是过去六个月来第三次净流出 (见图2)。2022年1月底, 美联储编制的广义名义美元指数较2020年底升值2.0%, 对新兴经济体名义美元指数更是上涨3.8%。全球负利率债券规模大幅回落, 2022年1月底降至4.54万亿美元, 2020年和2021年末分别为18.38万亿美元、11.31万亿美元。包括中国在内的新兴市场资产吸引力降低。

图2: 货币紧缩预期扰动新兴经济体外来组合投资流动

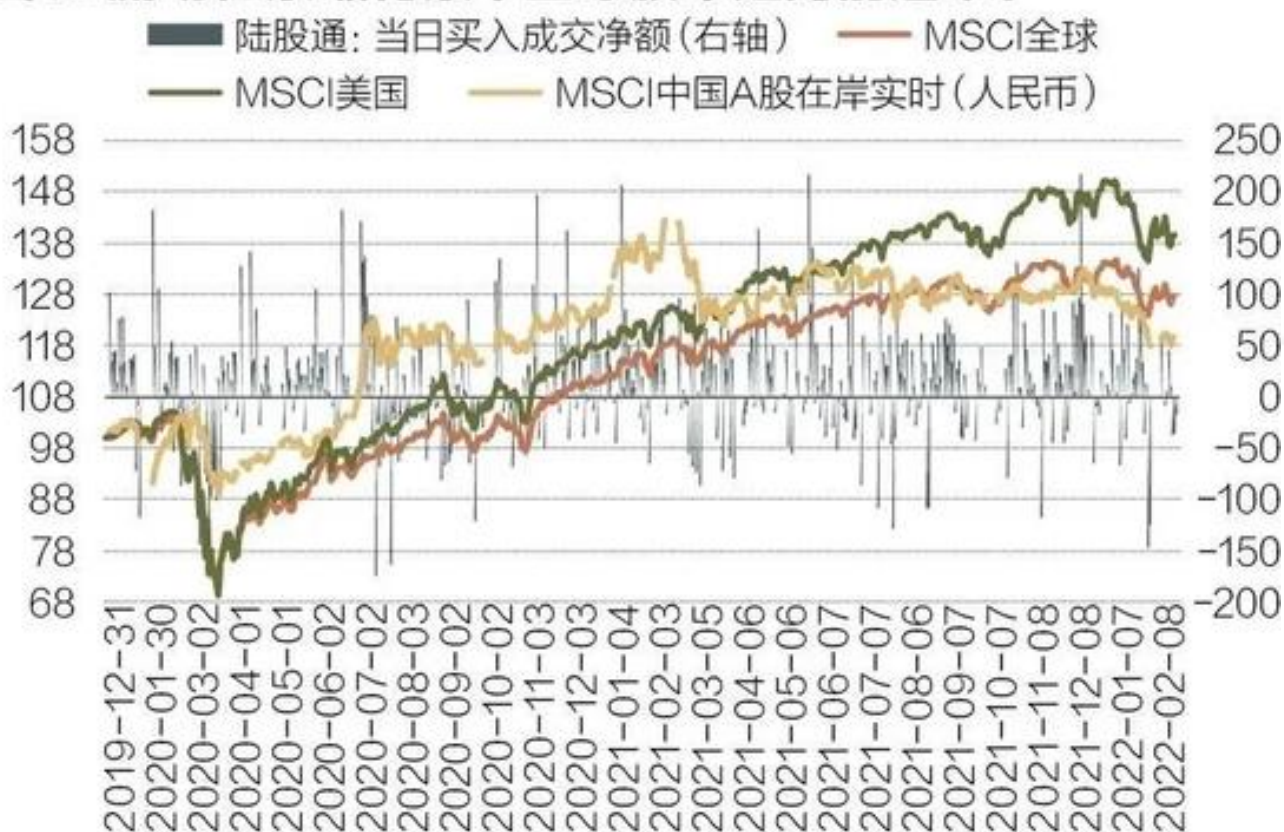


单位: 亿美元

资料来源: 国际金融协会 (IIF)、Wind、中银证券

渠道三：风险资产调整，避险情绪上升。疫情大流行期间，全球低利率、宽流动性，推动了本轮以美股为代表的风险资产价格飙升。但随着主要央行货币政策转向，特别是全球无风险资产基准——10年期美债收益率飙升，将加剧全球风险资产价格波动。2021年以来，美联储、国际货币基金组织在金融稳定报告中均已多次预警货币宽松不如预期可能导致的市场调整风险。继2021年3月美债收益率飙升、美股巨震之后，2022年1月受类似因素影响，美国三大股指再度齐跌。由于外围市场动荡的传染效应，同期中国股市也震荡走弱，陆股通累计净买入成交额环比下降81%，同比减少58%（见图3）。目前中国境外持有境内人民币金融资产已突破十万亿大关（约合1.70万亿美元），其中近四分之三是股票和债券。若市场风险偏好下降，境外持有人集中套现离场，将加剧中国境内股市、债市和汇市波动。

图3: 流动性紧缩背景下全球股市走向前途未卜



单位: 2019年12月31日=100; 亿元人民币

资料来源: 明晟指数公司 (MSCI)、上交所、深交所、Wind、中银证券

渠道四: 减缓全球复苏, 抑制中国出口。对发达经济体来讲, 不仅货币政策转向, 财政刺激也将退坡。IMF 预计, 美国、欧元区、日本、英国的赤字率将从2021年的10.8%、7.7%、9.0%、11.9%降至2022年的6.9%、3.4%、3.9%、5.6%。这将进一步弱化发达经济体经济复苏动能。同时, 2022年初, IMF 再次警告, 美联储加快加息或会扰乱金融市场, 收紧全球金融条件, 这可能伴随着美国需求与贸易放缓, 并加速新兴市场的资本外流和货币贬值, 通胀压力较大或经济较为疲弱的新兴市场国家应为潜在的经济动荡做好应对准备。最近, 国际货币基金组织、世界银行、经合组织 (OECD) 等均下调了2022年全球经济增长预测值。世界经济复苏势头弱

化，将减少全球对中国商品的进口需求，加速中国出口高景气拐点的到来（见图4）。

**图4：中国外贸出口的高光时刻还能延续多久**



单位: 亿美元

资料来源: 国际货币基金组织、Wind、中银证券

渠道五：金融条件趋紧，影响海外筹资。与2008年金融危机时相比，

**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\\_39949](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39949)

