



高善文：对近期经济金融形势的观察与研判





中国货币政策总体上具有自主性

首先分享下我对全球长期国债利率、各国汇率、主要权益市场指数的观察，并重点分析我国金融市场在过去几个月的表现。

近期美元一篮子指数大幅上升，美国十年期国债利率一度突破 3%，涨幅非常大，在此背景下，德国、法国、意大利十年期国债利率也显著上升。其中意大利涨幅最大，其次是法国，德国也从负利率上行到接近 1% 的利率水平。日本目前基本没有通货膨胀压力，央行货币政策也没有紧缩的苗头或倾向，但日本十年期国债利率上升幅度超过 20BP，从零利率或负利率上涨到 0.25%-0.3% 的利率水平。相应地，欧元对美元明显贬值，但

日元对美元贬值的幅度显著更大。

从全球主要市场来看，欧洲、日本的经济周期与美国很不同步，特别是日本与美国经济周期的差别更大。同时，日元的自由浮动和大幅贬值也给本国金融市场提供了缓冲和保护，尽管日本央行对长期国债利率也做出了强有力的承诺，但日本长期国债利率仍上升了 20-30BP。

回到中国，近期人民币对美元汇率从 6.3 左右开始贬值，最低点甚至接近 6.8，应该说也出现了短时间较为剧烈的贬值。考虑到中美经济周期和货币政策取向的差异，这并不意外。但值得注意的是，近期中国长期国债利率大体稳定，中短端利率，包括七天回购利率、一年期国债利率的下行趋势则非常明显。

需要进一步考虑的因素是地缘政治风险导致资本从中国债券市场流出的冲击。俄乌冲突后的一段时间内，中国债券市场出现了一定程度的外资净流出现象。在其他因素不变的条件下，这无疑倾向于抬高中国的利率水平。换句话说，如果没有俄乌冲突，尽管发生了美联储加息和人民币贬值，中国债券市场利率的下行应该更明显。

从全球来看，人民币贬值在一定程度上受到美联储加息的影响。但从国债利率走向来看，相比日本、德国、法国和意大利，中国国债利率的变化与自身经济变化的联系可能更加紧密。

对此，一个重要的解释是，中国金融市场开放度还不太高，再加上人

人民币汇率自由浮动所提供的保护，货币政策具有较强的自主性，因此在全球主要市场利率上行时，人民币国债利率不仅没有随美元利率上升，而且短端利率还出现明显下沉。

这也进一步反映出，本轮人民币贬值在一定程度上反映着中国经济景气下行的影响。

疫情反复导致储蓄率上升

居民投资倾向趋于保守

其次是对疫情下储蓄率变化及储蓄流向的观察。

2020 年和 2022 年两次疫情均带来居民储蓄率的大幅上升。其中一部分来自非意愿储蓄的上升，因为疫情会阻碍消费；另一部分则来自预防性储蓄的上升，这体现出居民对不确定性的担忧。

2020 年居民部门户调储蓄率上升最高一度达到 5%-6%，2022 年这一数值迄今可能接近 3%。值得关注的是，储蓄率上升后，多余的储蓄资金会流向何处？

2020 年疫情暴发，市场经历了一个月的短暂恐慌后，储蓄主要流向了股票和房地产市场，直接结果就是股票在短暂下跌后，快速、大幅地上升；房地产市场也出现购销两旺的局面，房价显著上升。

迄今为止，本轮疫情下的储蓄似乎有三个主要流向：一是储蓄存款，

表现为 M2 的快速上涨。二是固定收益和固定收益+市场。因此，近期在基本面没有明显变化的情况下，信用利差开始缩小，信用债涨幅较好，各等级市场的信用风险溢价都在下行。三是减少负债。居民部门将储蓄用于削减自身负债，通过提前偿还、加大住房贷款偿还量等方式，降低自身杠杆。

这种情况与 2020 年形成了鲜明对比，反映出居民对就业安全和未来收入的信心出现动摇。

提振市场主体长期信心

保持政策预期的稳定性

最后是对中国权益市场的观察。

从全球权益市场指数来看，目前纳斯达克指数跌幅超过 30%，标普指数跌幅超过 20%，中国创业板、沪深 300 指数的跌幅与之相比大体接近。但是如果把中国股票市场放在自身历史和全球金融市场的大背景下，有两个问题十分突出。

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_42434

