



# 毛振华：从共振到分化的中美货币政策



文/意见领袖专栏作家 毛振华



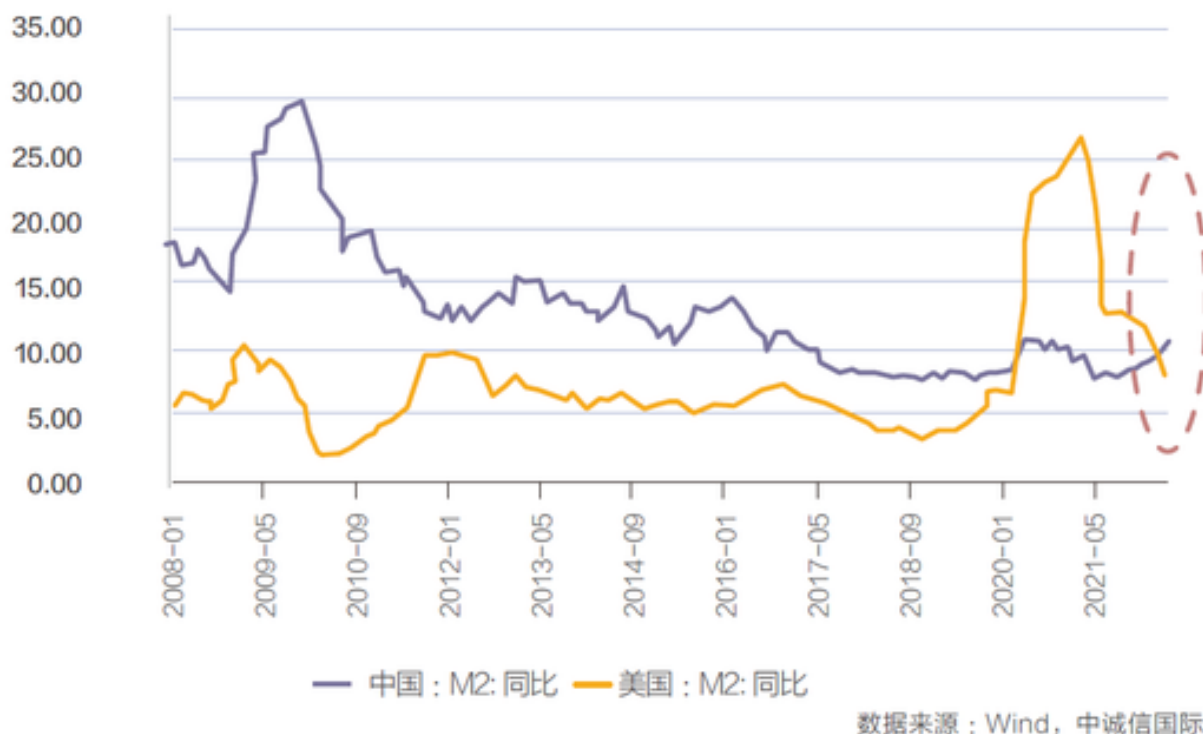
## 2022 年以来中美货币政策取向呈现出显著分化

2022 年一二季度新冠疫情先后冲击了广东、上海、北京等经济重镇，经济下行压力之下中国货币政策坚持持续推动宽货币、宽信用，加大对实体经济的支持力度，这与美国以加息缩表为主轴的货币政策操作出现明显分化，与国际金融危机以来中美货币政策长期“共振”的情况有着明显不同。

中国货币政策在坚持总体稳健基调的同时边际宽松，持续宽货币、宽信用将是短期货币政策主线。在总量政策方面，央行 1 月下调 MLF 利率和公开市场逆回购操作利率各 10 个基点，4 月全面降准 0.25 个百分点，为

实体经济提供有力支持。在结构性政策方面，再贷款类型不断丰富、规模持续增加，针对房地产市场低迷的情况，于 5 月宣布将首套住房商业性个人住房贷款利率下限，调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减 20 个基点。除此之外，货币政策与财政政策加强了协调联动，3 月 8 日央行公告决定将向中央财政上缴结存利润总额超过 1 万亿元，截至 5 月底已上缴 8000 亿元，主要用于留抵退税和增加对地方转移支付，支持助企纾困、稳就业保民生。5 月 25 日，全国稳住经济大盘电视电话会议强调“把稳增长放在更加突出位置”。为更好实现稳增长、保就业、稳物价的目标，货币政策层面将持续加大宽信用力度，多方举措缓解实体经济面临的困境，强化对重点领域和薄弱环节的信贷支持，如果二季度经济增速回落过快，6 月或 7 月中国央行仍有实施降准、降息操作的可能性。与宽松的货币政策操作相对应，1 月至 5 月中国 M2 同比从 9.8% 上升至 11.1%。

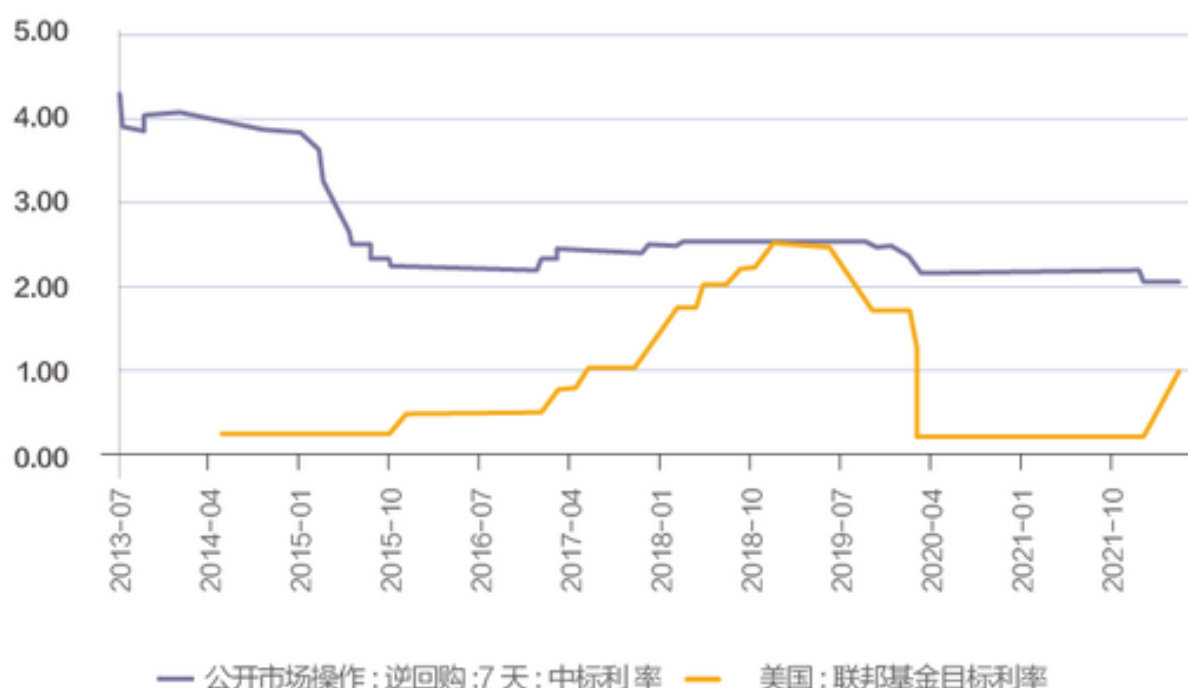
图 1：中美 M2 走势出现分化 %



与中国宽货币、宽信用的政策基调相反，美国等主要发达经济体的货币政策均呈现边际收紧态势。从 2021 年下半年释放 Taper 信号开始，美联储的货币政策收紧进程便不断加速。至 2022 年 5 月，美国联邦基金目标利率上限已经从 2021 年的 0.25% 上调 3 次至 1%，同时宣布从 6 月开始启动缩表进程，初始阶段每月最高减持 300 亿美元的美国国债和 175 亿美元的机构债券和机构抵押贷款支持债券 (MBS)，三个月后最高限额提高至 600 亿美元国债和 350 亿美元机构债券和 MBS，并视情况可能主动出售 MBS。从缩表方式上看，美联储以采取减少债券到期再投资的被动式缩表为主，以避免抛售美国国债等主动缩表措施对于市场流动性的大幅干扰。欧元区整体经济反弹力度不及美国，欧洲央行退出量化宽松政策的意愿较低。面临着不断攀升的通胀压力，欧洲央行宣布了近十年以来的首次加息

计划，并从7月1日起停止净资产购买。此外，今年以来澳大利亚、韩国等央行也采取了加息措施。

图2：中美货币政策利率走势分化 %



数据来源：Wind，中诚信国际

总体上看，欧美各国有意无意受 MMT 理论的影响，在应对疫情冲击过程中采取了无限量宽松政策，此时则在通胀压力下不得不进行某种程度的拨乱反正。相比之下，中国基于自身的经济周期阶段与结构特征，与欧美诸国在货币政策操作上采取了不同的政策取向。

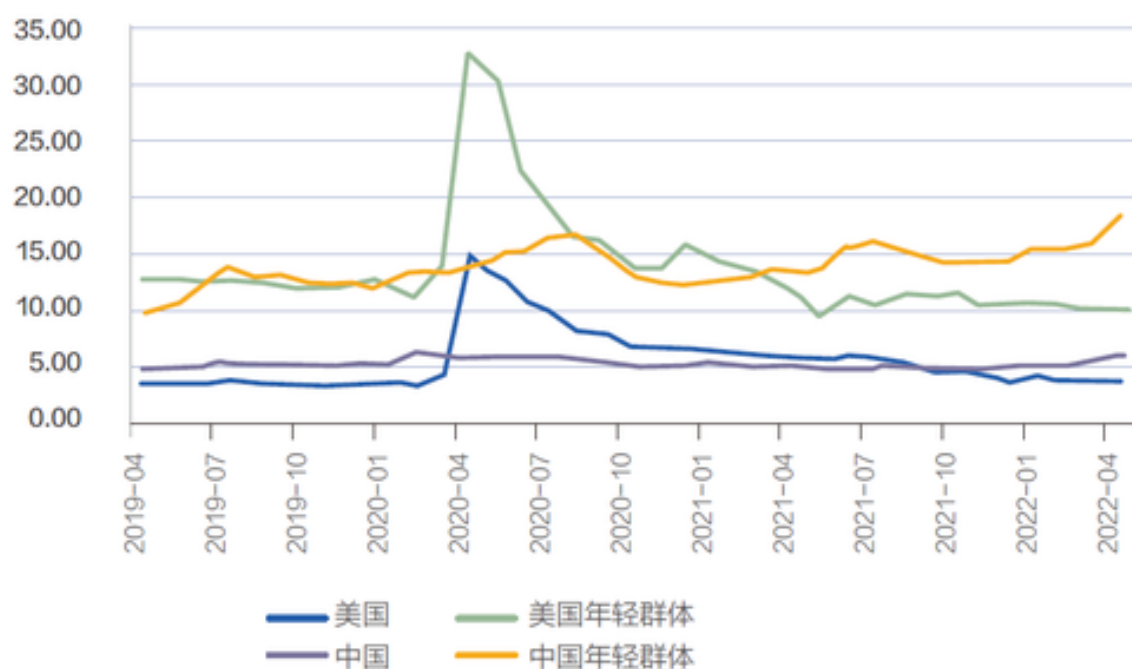
### 中美货币政策分化源于多重因素

中美货币政策的分化是两国央行基于本国国情的自主选择，与两国经济基本面、政策空间等密切相关。具体分析，中美货币政策分化主要有以

下三方面的原因：

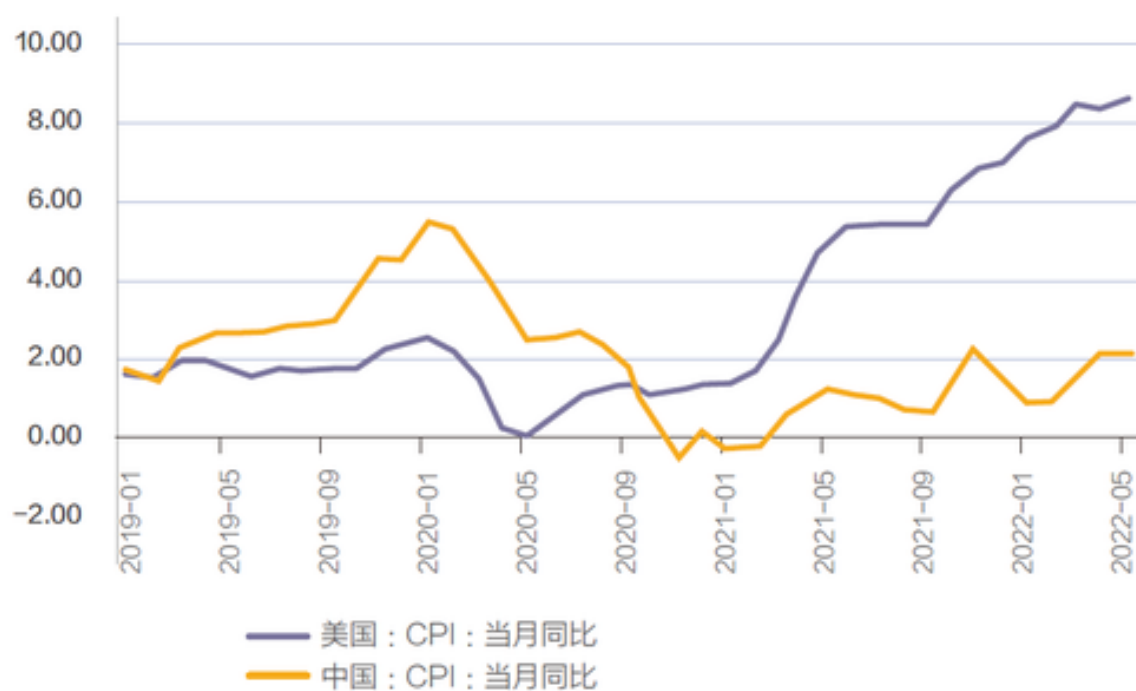
一是中美两国经济基本面走势分化。疫情对经济的负面影响趋于缓和，就业压力趋缓，前期大规模的经济刺激导致通胀压力飙升，是美联储开启加息缩表的主因，美国劳工部统计数据显示，美国 5 月 CPI 同比升 8.6%，创 1981 年 12 月以来新高，同期欧元区通胀率按年率计算达 8.1%，创下欧元区成立以来的新高。与欧美的情况相反，受终端需求疲弱影响，中国 CPI 虽有所上涨但仍处于 3% 以内，核心 CPI 更是低至 1% 附近。总体上看，2022 年以来，受疫情反复和俄乌冲突影响，中国经济发展所面临的“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力进一步加大，全年实现 5.5% 的预期目标的难度加大。在经济下行、微观主体修复面临多重困难的背景下，国内就业压力明显加大，4 月份全国调查失业率攀升 0.3 个百分点达到 6.1% 的高点，高于美国等发达经济体的失业率，其中 16 至 24 岁年龄段的青年群体的就业压力尤为突出，其调查失业率高达 18.4%。无论是按照凯恩斯主义的理论，还是按照 MMT 理论的观点，中国经济当前皆存在着有效需求不足和就业不充分的突出问题。

图 3：中美失业率对比 %



数据来源：Wind，中诚信国际

图 4：中美 CPI 对比 %



数据来源：Wind，中诚信国际

二是中国此前应对疫情的宽松政策相对克制，为当前货币政策调整预留了相对充足的空间。2020 年，为了对冲新冠疫情的负面影响，全球主要经济体均采取了空前的政策措施稳定经济，美联储迅速将联邦基金利率降至 0%-0.25% 的低位区间，并开启了无上限约束的量化宽松计划，美联储资产负债表大幅扩张，2020 年资产同比增长 77%。2021 年美联储扩表幅度有所放缓，但在上年高基数的背景下同比增幅依然高达 19%。中国也采取了一系列逆周期政策，将赤字率提高至 3.6% 以上，新增地方专项债额度增加至 3.75 亿元，发行了上万亿特别国债，半年之内累计三次降准操作以推动货币乘数抬升，共释放长期资金 1.75 万亿元，下调逆回购利率以及 MLF 等政策利率，并创设了普惠小微企业信用贷款支持计划等政策工具助力宽信用。但相比之下，中国扩张性政策带来的支出增长并没有超过当年 GDP 的 10%<sup>2</sup>，而美国同期四轮财政救助计划合计达 5.9 万亿美元，约达 GDP 的 26.9%。特别是在 2020 年下半年，中国货币政策在全球率先向常态化回归，M2 增速开始逐步回落，2020 年至 2021 年两年央行资产同比增速均未超过 5%。从利率调整来看，2020 年美国联邦基金利率下行幅度接近 150BP，而中国 LPR 下行幅度未超过 30BP。2020 年中国相对克制

**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\\_43784](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43784)

