

2021年07月09日

深度报告

宏观研究

研究所

证券分析师：
021-61981316
联系人：樊磊 S0350517120001
fanl@ghzq.com.cn
方诗超 S0350121030003
fangsc@ghzq.com.cn

汇率弹性，金融周期与联储货币政策正常化

——2021年下半年宏观经济展望

相关报告

《基于宁波地区出口调研成果：中国出口部门新动向》——2021-05-18

《印度疫情对全球经济的影响分析：疫情冲击无需过度担忧》——2021-05-10

《工业企业利润怎么看？：工业企业利润超高速增长的可持续性存疑》——2021-04-01

摘要：市场对于联储货币政策退出对中国货币政策和市场利率的影响莫衷一是。我们教科书般的解释了中国汇率的改革叠加一定资本管制使得中国央行可以在绝大多数情况下不太考虑联储流动性收紧的直接影响。但是全球风险偏好波动所代表的金融周期在中国资本市场扩大开放之后对国内资产价格的影响正在持续上升。

- **联储货币政策退出会从三个方面影响全球金融稳定和资产价格：**美国无风险利率的上行，事件性和区域性避险情绪的上升，以及全球风险偏好趋势波动所代表的全球金融周期滞后联储利率调整。采用浮动汇率的发达经济体可以大体屏蔽美国无风险利率上行和全球风险偏好下降过程中本国汇率风险的上升，但是国内权益风险溢价、信用利差等风险溢价仍然受到全球风险偏好波动的影响。新兴市场在汇率弹性有限的情况下，货币政策独立性不足，政策利率可能要比联储上升更多以补偿汇率风险，而风险资产受到的冲击则更大。
- **中国汇率制度改革和资本管制在维护中国货币政策的独立性的同时降低了金融稳定的风险。**过去几年间，与资本管制配合，人民币在绝大多数情况下可以通过波动实现外汇市场大体的供求出清，并且不引发市场恐慌，汇率弹性显著增强。像上一轮联储货币政策正常化显著冲击中国金融稳定的事件不太可能再度发生。如果联储平稳退出，全球金融周期 risk on 的风格或仍将持续，中国资产市场受到的影响可能类似于发达国家。然而，如果因为通胀超预期等因素联储激进退出引发美国经济衰退预期、全球避险情绪急剧升温 and 人民币汇率市场恐慌，2018年四季度的历史经验显示投资需要对国内资产市场受到的冲击保持警惕——特别是金融市场更开放的情况下。
- **三季度末中国经济复苏动能或减弱，政策调整已经有所显现。**当前的经济复苏是一季度疫情冲击缓解需求自然回升的结果。然而，与财政支出偏弱、地产调控等因素有关，社融增速持续放缓，出口订单也有下行迹象，我们预计三季度末本轮复苏动能将减弱。国常会有关降准的部署显示政策调整或已逐步开始。
- **资产配置：**联储平稳退出的基准假设下我们看多利率债，受益于无风险利率下行和全球风险偏好改善的核心资产，成长风格强于周期和金融。联储激进退出的风险场景我们建议投资者做好防御。

风险提示：美国货币收紧超预期；国内经济下行不及预期引发政策收紧；

中美关系、疫情超预期恶化

内容目录

引言：美国货币政策正常化对中国冲击几何？	6
1、 联储货币政策正常化影响全球资产价格和金融稳定的渠道	8
1.1、 无风险利率上行与风险偏好阶段性、区域性下行	8
1.2、 风险偏好的趋势波动——全球金融周期的影响	10
1.3、 不可能三角、风险溢价与非美国国家的资产价格和金融稳定	13
2、 人民币汇率弹性增强与资本管制的影响	18
2.1、 人民币的汇率弹性够吗？	18
2.2、 资本管制的影响：2018 年 4 季度的案例分析	21
2.3、 联储货币政策正常化对中国资产市场冲击几何？	24
3、 复苏的尽头：2021 年下半年宏观经济展望	26
3.1、 疫情复发扰动复苏节奏，一季度经济有所承压	26
3.2、 二三季度经济弱反弹	27
3.3、 三季度后期经济或重新下滑	33
3.4、 社融收缩：主动还是被动	35
3.5、 通胀与政策展望	36
4、 资产配置的建议	38
4.1、 基准情形	38
4.2、 美国通胀超预期，联储剧烈紧缩的情形	38
5、 风险提示	39

图表目录

图 1: 中国的外汇储备.....	6
图 2: 引发 VIX 较大波动的历史事件	9
图 3: VIX 指数月平均变动与标普 500 指数月收益率有明显负相关.....	9
图 4: 全球各个不同区域、不同类型的总资本流入在绝大多数情况下正相关	10
图 5: 全球各个不同区域、不同类型的总资本流出也在绝大多数情况下正相关.....	11
图 6: 单一全球因素与 VIX 指数有密切的关联.....	11
图 7: VIX 指数的波动周期似乎滞后于联储货币政策周期数个季度	12
图 8: 外债/GDP 越高的国家越容易出现恶性汇率贬值	15
图 9: 外债/GDP 越高的国家越容易出现严重经济衰退	15
图 10: 美国联邦基金利率和香港政策利率在 1997 年下半年出现背离	16
图 11: 2013 年缩减恐慌期间的发达经济体股票市场也一度出现下跌	16
图 12: 3 个月贷款平均利率与 3 个月国债利率之差与 VIX 指数正相关	17
图 13: 2013 年缩减恐慌期间土耳其市场股债汇三杀	17
图 14: 2013 年缩减恐慌期间墨西哥股债汇三杀.....	17
图 15: 人民币对美元和一篮子货币汇率	19
图 16: 2017 年下半年以来中央银行在外汇市场的而直接干预显著下降	19
图 17: 人民银行 7 天回购利率与联邦基金利率	20
图 18: 人民银行 7 天回购利率与 DR007 利率	20
图 19: 中国的外债余额和占 GDP 的比重.....	21
图 20: 2018 年四季度中美股票市场都出现了明显的调整	22
图 21: 利率平价的偏离 (UIP deviation) 与 VIX 指数正相关.....	23
图 22: 中国无抛补利率平价偏差在 2018 年四季度较明显的维持负值	23
图 23: Wind 可选消费月回报 vs 月均 VIX 指数环比变动 (2010-2016)	24
图 24: Wind 可选消费月回报 vs 月均 VIX 指数环比变动 (2017-2020.6)	24
图 25: 中国经济复苏轨迹.....	26
图 26: 当日新增确诊病例 (人)	27
图 27: 受 1-2 月疫情反复影响, 一季度第三产业 GDP 增速仍弱于长期趋势.....	27
图 28: 服务价格近期较快回升.....	28
图 29: 交通通信服务价格 2 月以来回升明显.....	28
图 30: 教育娱乐服务价格近期回升迅速	28
图 31: 餐饮服务 2 月以来复苏有所加速	29
图 32: 航空服务近期加速恢复.....	29
图 33: 铁路客运服务近期快速回升	29
图 34: 疫情仍是全球经济面临的重大不确定因素	30
图 35: 疫情爆发后中国收入分配差距进一步恶化.....	30
图 36: 制造业投资同比 (剔除基数效应) 和制造业 ROE(ttm, 以 2019 年为基期).....	31
图 37: RJ/CRB 商品价格指数自 2020 年 Q2 起持续上涨	31
图 38: 工业行业毛利率 (经季调) 与 RJ/CRB 商品价格指数相关度	32
图 39: 全口径财政赤字规模	32
图 40: 基建投资整体仍然偏弱.....	33
图 41: 地产投资剔除基数后已有下行.....	34
图 42: 出口新增订单有所回落.....	34
图 43: 今年 2 月以来, 社融增速持续回落	35
图 44: 票据利率与银行存单利率没有发生明显的背离	35

图 45: 信托利率未出现明显上行	35
图 46: 承兑汇票存量同比增速大幅下滑	36
图 47: 企业债券发行增速放缓.....	36
图 48: PPI 同比及其预测	36
图 49: CPI 同比及其预测	36

未找到图形项目表。

引言：美国货币政策正常化对中国冲击几何？

2021 年 5 月美联储公布的议息会议纪要显示，一些与会者建议“如果经济继续朝着委员会的目标取得快速进展，在即将召开的会议上的某个时候开始讨论调整资产购买步伐的计划可能是合适的。”这表明伴随着当前美国的疫情逐步得到控制和经济持续复苏，逐步缩减非常规货币政策的刺激并推动货币政策正常化已经进入了议事日程——市场普遍预计美联储会在今年秋季前后正式宣布对 QE 缩减的安排。

从缩减 QE 到加息缩表，上一轮（2013 年-2018 年）美联储货币政策正常化的进程对全球经济特别是新兴市场经济体产生了很明显的冲击和影响¹，包括中国在内。实际上，在上一轮联储货币政策的正常化过程也中，中国的经济增长、金融稳定和人民币汇率受到了一定影响，甚至为稳定金融体系还付出了相当的代价：

在时任联储主席伯南克 2013 年 5 月 22 日一定程度上“意外”的表示会考虑缩减和退出 QE 在全球引发“缩减恐慌”之际，中国的股票市场也出现了调整；而 2013 年 6 月爆发的银行间市场“钱荒”也被广泛的认为部分的与缩减恐慌引发的资本流出²有关。此后美联储的持续紧缩最终推动美元指数走强，而在中国经济和美国经济周期不同步中国有货币宽松要求的情况下，人民币汇率出现了明显的高估。2015 年“股灾”央行降准救市之后，高估的程度进一步扩大。人民币汇率高估的问题最终在 2015 年 8 月的 811 汇改之后被释放出来。不仅仅人民币汇率明显贬值，股票市场也一度经历了动荡，在此后的一年多时间里，因为持续的资本流出，中国的外汇储备也下降了近 1 万亿美元。政府对资本管制的措施也大幅加强——甚至公安部门直接参与了对地下钱庄等非法资本外流渠道的打击。此后，2017 年联储持续加息之际，人民银行似乎也有跟随加息的举措。

图 1：中国的外汇储备



资料来源：Wind，国海证券研究所

在当前美国货币政策再度开始正常化的进程之际，历史会重演吗？

¹ 一些研究表明美国 QE 对于新兴市场的溢出效应甚至大于在美国本土的影响。如 Qianying Chen, etc, “Financial Crisis, US unconventional Monetary Policy and International Spillover”, *BIS Working Paper*, March 2015

² 参见杨燕青，《还原 2013 年“钱荒”事件：一场定义未来的“去杠杆”博弈》，《华尔街见闻》，以及 http://www.gov.cn/gzdt/2013-06/25/content_2434044.htm

我们认为当前中国经济、金融市场与世界经济、金融市场的融合体制已经与上一轮美国货币政策正常化时期发生了两项重要的变化：一是伴随着中国财政、金融体制更加健全、乃至金融参与者更加成熟，人民币汇率弹性显著增强；二是资本管制虽然没有取消，但是港股通、债券通等的开通使得中国资本账户的开放也有了一定的提高。在著名的蒙代尔不可能三角中间，从保持一定程度货币政策的独立性的角度看看，中国在汇率和资本账户制度的选择方面已经由原来的更偏重于汇率稳定和资本管制的组合，向汇率浮动和资本账户开放的组合有所转向。在这种情况下，简单参考历史经验评估中国经济和金融市场面对的冲击可能存在“刻舟求剑”之嫌。

一般而言，资本管制的力度有所下降，外部金融环境对国内金融市场的影响会变得更加直接，但是汇率弹性的增强（极限是自由浮动汇率）又可能有效的缓解甚至隔绝外部冲击对国内金融市场的影响。那么，中国当前的汇率弹性（叠加仍然存在的一些资本管制）足以阻隔美国货币政策的影响吗？在美国货币政策正常化的进程中，投资者又该关注些什么呢？

1、联储货币政策正常化影响全球资产价格和金融稳定的渠道

虽然联储货币政策的正常化会通过美元升值和贸易渠道对于全球其他主要经济体构成一定支撑，但是市场一般更关注政策紧缩对于全球资本流动、资产价格和金融稳定的影响。就我们看来，联储货币政策的收紧会从美国无风险利率上行、全球风险溢价阶段性的上行和全球金融周期三个渠道对其他经济体的金融市场和金融稳定产生冲击。理论上浮动汇率可以化解外部金融条件变化对国内金融体系的大部分冲击，但是现实中仅有采用浮动汇率的发达经济体才能做到这一点。

1.1、无风险利率上行与风险偏好阶段性、区域性下行

众所周知，美联储货币政策的正常化首先会提升美国的无风险利率。然而，在一些情况下，美联储货币政策的紧缩还会使得全球风险偏好阶段性的下降，甚至在一些区域引发投资者风险偏好的额外下行。

- 首先，联储货币政策的变动，例如 QE 政策中联储对住房抵押证券（MBS）购买规模的决策会直接影响美国债券市场的信用利差，并且可能通过信心的渠道影响其他国家金融市场风险溢价³。
- 其次，在一些情况下，例如联储出现超预期的收紧甚至被认为要进行超预期的紧缩，都可能引发全球风险偏好阶段性的下降，例如 2013 年 5-6 月全球陷入 QE “缩减恐慌”的时期，以及 2021 年 2 月美国财政刺激超预期、通胀超预期引发联储紧缩超预期，推动美债利率超预期上行的阶段。

这种风险偏好的波动可以通过 VIX 指数来观察。由于全球避险情绪的波动一般与股票市场的波动密切相关，大量学术研究使用芝加哥期权交易所根据标普 500 指数期权中所蕴含的隐含波动率计算的 VIX 指数作为衡量全球金融市场风险溢价的指标⁴——该指数反映出投资人对于未来标普 500 指数波动的预期。从历史上来看，VIX 指数的显著上升当然与一些重要的政治经济事件如石油危机、金融危机、2008 年的雷曼破产、欧洲债务危机等⁵，但

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_20696

