

# 在彼河侧：全球视角下我国货币政策的走向

## 摘要

- **全球货币政策节奏之于中国。**欧美经济增长放缓初现，但情况有所不同，美国二季度企业去库存拖累 GDP 增长，消费和出口仍有正向贡献，欧洲尽管二季度经济环比增长，但居民消费已放缓，随着新冠疫情后经济重启效应的消退，能源危机、高通胀和货币政策收紧等多重压力下经济衰退隐忧或加重。当下海外货币政策主要考虑因素除了通胀外，经济增速放缓更需要纳入考虑，基于此欧美未来货币政策主要有两个可能：第一个可能性基于欧美经济短中期不会陷入衰退的假设下，短期为了控制通胀，货币政策收缩幅度仍然较强，中期四季度考虑到经济增速放缓以及通胀的回落，加息幅度或逐渐放缓；第二个可能性基于欧美后续经济面对的压力更大，如果陷入衰退中，可能迫于经济下行压力，加息节奏放缓明显甚至出现提前停止加息的情况。从历史的角度看，美联储货币政策对于我国有一定的溢出效应，金融危机后主要的背离有两次，与 2022 年中美货币政策背离更有可比性的是 2014-2016 年间，海外货币政策主要通过资本流动及汇率两个方面对我国货币政策产生影响。
- **疫后货币政策方向重点之结构性政策。**从近年央行政策看，数量调控与价格调控都在发挥作用，相较于数量调控，价格调控的重要性逐渐升高，我国结构性货币政策的快速发展是在 2014 年之后，值得注意的是，疫情之后结构性政策的重要性逐渐凸显。首先，疫情对于某些领域，尤其是中小微企业以及服务行业等造成冲击较大，需要定向支持的政策引导资金流向需要扶持的领域；其次，我国与其他主要国家复苏进度及货币政策周期不同，我国采取较克制的方式，结构性货币政策在疫后的效果更直接；第三，今年财政提前发力，结构性政策相配合更加契合。下半年预计货币政策维持稳中偏松基调，主要发力点仍为结构性货币政策工具，继续支持财政扩大内需，长期随着疫情因素的逐渐减弱、经济恢复稳定，结构性货币政策工具将在更多重点产业发展中发挥作用。
- **我国货币政策变化的可能性及对资产的影响。**通胀方面，下半年受海外紧缩政策及需求增长放缓等影响全球通胀或整体回落，输入型通胀压力也将有所回落，通胀压力或整体仍处于可控区间，对国内货币政策影响相对有限；海外政策方面，当下我国受外部因素影响的程度小于 2014-2016 年间，但大于 2018 年的程度。若海外货币政策维持短期加息力度仍大，下半年加息力度循序渐进放缓的节奏，人民币或有继续小幅贬值的可能，且外汇储备规模可能较当前位置有所下降，若跌破 3 万亿美元对于国内货币政策掣肘作用加大，建议重点关注 9 月欧美的货币政策节奏。从之前经验看，金融危机后，我国货币政策受海外影响逐渐降低，相较于其他新兴市场国家，国内经济运行情况是决定货币政策的更重要因素。从资产表现看，中美货币政策背离期间，人民币汇率整体贬值，国债收益率有所下行，大宗商品价格出现下跌，股市表现分化，受政策支持领域及疫后恢复领域表现或较好。
- **风险提示：**海外疫情控制不及预期，国内复苏不及预期等

## 西南证券研究发展中心

分析师：叶凡  
执业证号：S1250520060001  
电话：010-57631106  
邮箱：yefan@swsc.com.cn  
联系人：王润梦  
电话：010-57631299  
邮箱：wangm@swsc.com.cn

## 相关研究

1. 三重因素下超预期增长，可否持续？——7 月贸易数据点评 (2022-08-08)
2. 国内经济回升需巩固，欧美衰退风险再升温 (2022-08-05)
3. PMI 转“冷”，复苏后劲如何看？——7 月 PMI 数据点评 (2022-08-01)
4. 国内多发“绿色”政策，海外鲍威尔报之以“鸽” (2022-07-29)
5. 稳中有进，所宜坚守——7.28 中央政治局会议解读 (2022-07-29)
6. 加快构建“双循环”，海外焦点在欧洲 (2022-07-22)
7. 结构性调整下，细说房地产对经济的影响 (2022-07-18)
8. 半程交卷，基建、消费有亮点——二季度经济数据点评 (2022-07-16)
9. 国内基建布局深化，海外加息浪潮蔓延 (2022-07-15)
10. 三个关键词主导：疫情、价格、政策——二季度贸易数据点评 (2022-07-14)

## 目 录

<b>1 全球的货币政策节奏之于中国</b> .....	<b>1</b>
1.1 欧美货币政策节奏预判.....	1
1.2 探寻海外货币政策对于我国的影响.....	3
<b>2 疫后货币政策方向重点之结构性政策</b> .....	<b>5</b>
<b>3 我国货币政策变化的可能性及对资产的影响</b> .....	<b>9</b>

2022 年上半年货币政策配合财政政策提前发力，流动性相对充裕，面对三重压力，货币政策主动应对、充足发力、精准发力、靠前发力。目前，我国货币政策面临两大制约因素：下半年通胀或有所上行、海外货币政策紧缩加快。本文从全球视角出发，梳理海外货币政策历经阶段及对国内政策的影响，展望未来货币政策的主要发力点，并阐述其对于市场和投资的意义。

## 1 全球的货币政策节奏之于中国

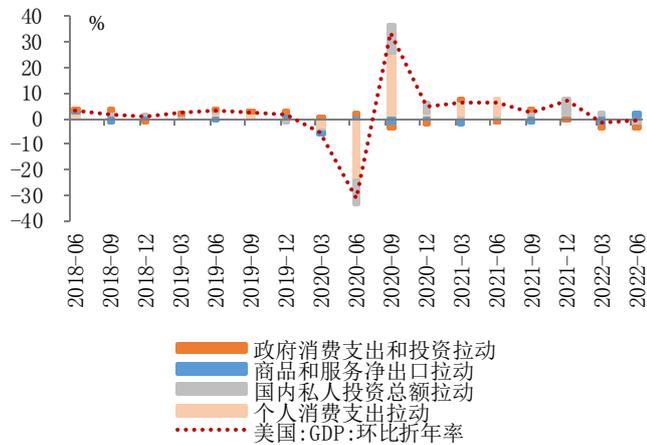
2022 年 7 月，美国已在今年第四次加息，欧元区也开启加息进程，主要的发达市场（除日本）及大多主要新兴市场都在经历紧缩浪潮，但我国的货币政策仍“以我为主”，保持稳健基调。在本部分我们聚焦欧美未来政策节奏将如何演变？中国会受到海外政策变化怎样的影响？

### 1.1 欧美货币政策节奏预判

欧美经济增长放缓初现，但情况有所不同，货币政策均在收紧。美国方面二季度企业去库存拖累 GDP 增长，国内消费和出口仍有正向贡献。美国二季度 GDP 环比折年率下滑 0.9%，继一季度下滑 1.6% 之后再次萎缩，大幅低于彭博一致预期 0.7%；二季度 GDP 同比增长 1.6%，也低于预期和前值，美国 GDP 环比增速已连续 2 个季度陷入负增长，已进入“技术性衰退”；从分项数据看，二季度经济的主要拖累项为私人投资，拖累 2.73 个百分点，其中私人库存投资对 GDP 环比拖累 2 个百分点；个人消费支出二季度的拉动为 0.7 个百分点，较一季度下滑 0.54 个百分点；商品和服务净出口对 GDP 环比的拉动为 1.43 个百分点，较二季度明显回升 4.66 个百分点；政府消费支出和投资二季度拖累为 0.33 个百分点，较一季度缩窄 0.18 个百分点。个人消费支出、私人投资、商品和服务出口及政府消费支出和投资二季度环比折年率分别为 1%、-13.5%、18% 和 -1.9%。从分项数据可看出，美国内外需仍在复苏中，内需增长放缓，出口在国内生产端有所恢复、欧元区受俄乌冲突供应链拖累更多等因素的作用下恢复明显，但私人投资和政府消费支出和投资在本季都表现不佳。值得注意的是，个人消费支出中商品消费支出二季度环比减少 4.4%，继续在上月环比下滑 0.3% 降幅继续扩大，居民商品消费继续放缓。7 月 26 日，IMF 发布《世界经济展望报告》更新内容，将美国 2022 年和 2023 年经济增长预期调整为 2.3% 和 1.0%，分别比 4 月份的预测大幅下调 1.4 个和 1.3 个百分点。通胀方面，6 月份美国 CPI 飙升至 9.1%，涨幅创近 41 年新高。在通胀仍高的影响下，7 月美联储加息 75 个基点，将利率目标区间上调到 2.25% 至 2.5%，会后鲍威尔在新闻发布会上表示，货币政策方面，另一次超常规的大幅加息将取决于数据，未来在某个时间点放慢加息节奏可能会是适宜的。欧洲方面，尽管二季度经济环比增长，但居民消费已放缓，随着新冠疫情后经济重启效应的消退，能源危机、高通胀和货币政策收紧等多重压力下或经济衰退隐忧加重。在基数效应及需求拉动的作用下，二季度欧元区 GDP 环比增长 0.7%，欧盟 GDP 环比增长 0.6%；从分项数据看，与美国不同的是，欧元区居民消费下滑，库存表现较好，二季度欧元区居民消费、政府消费、固定资本形成总额、存货变化、货物和服务出口对 GDP 环比的拉动分别为 -0.11、0.1、0.31、0.45 和 0.4；分国家看，疫后放开伴随旅游消费回暖推动西班牙和意大利经济反弹，二季度两国 GDP 增速分别环比增长 1.1% 和 1%，但德国和法国二季度 GDP 环比增长 0% 和 0.5%。通胀方面，7 月欧元区通胀率按年率计算达 8.9%，超出市场预期，再创新高。当地时间 7 月 21 日，欧央行公布利率决议，将三大关键利率上调 50 基点，超过市场预期 25 个基点为欧洲央行 11 年以来首

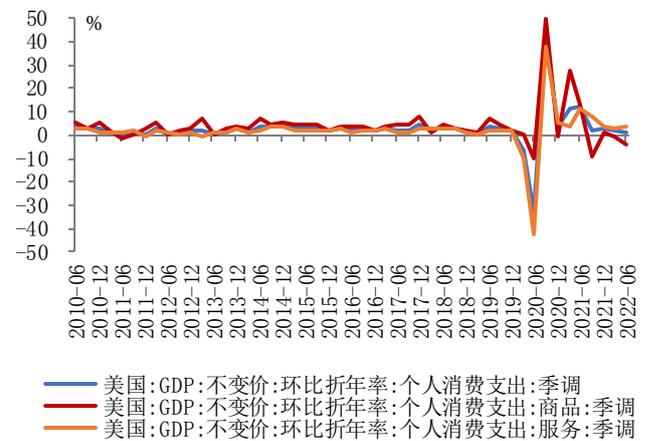
次加息。欧央行货币政策新闻发布会上，欧央行行长拉加德继续放鹰，能源价格短期内将保持高位，价格压力正在向各个行业扩散。

图 1：不同分项对美国 GDP 的拉动



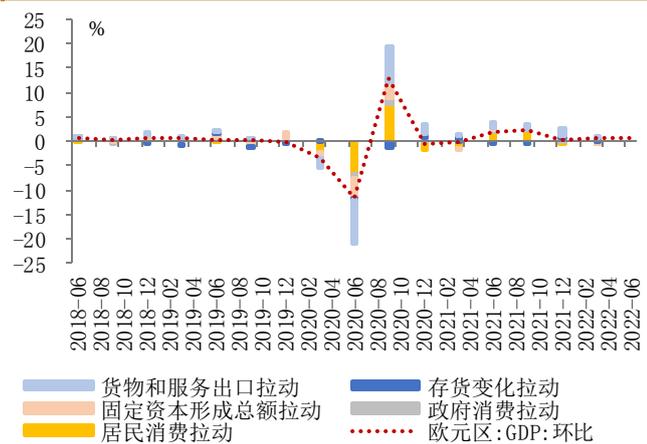
数据来源：wind、西南证券整理

图 2：美国居民商品消费持续放缓



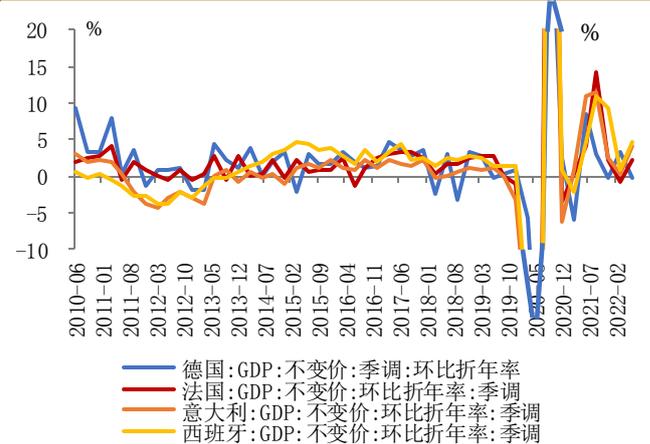
数据来源：wind、西南证券整理

图 3：不同分项对欧元区 GDP 的拉动



数据来源：wind、西南证券整理

图 4：欧洲不同国家复苏有所分化

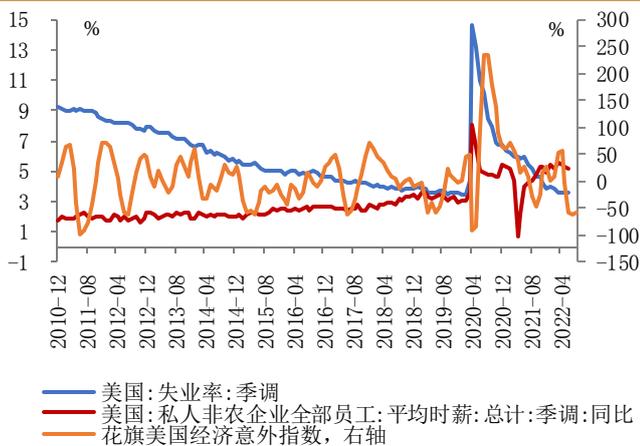


数据来源：wind、西南证券整理

当下海外货币政策主要考虑因素除了通胀外，经济增速放缓更需要纳入考虑，基于此欧美未来货币政策主要有两种可能性。第一种可能性，基于欧美经济虽然增长放缓，但短中期不会陷入衰退的假设下，在这种情况下，短期为了控制通胀，货币政策收缩幅度仍然较强，中期四季度考虑到经济增速放缓以及通胀的回落，加息幅度或逐渐放缓。从力度看，货币政策调整整体更加循序渐进。在第一种可能性下，政策对于经济和市场的作用更加平稳，对于通胀控制的考量放在更加重要的位置。第二种可能性，基于欧美后续经济面对的下行压力更大，或陷入衰退中，且通胀回落的趋势较符合政策制定者的预期，在这种情况下，加息节奏放缓明显甚至出现提前停止加息的情况。这种可能性对于市场的影响或更大，海外发达经济体对于保经济的考虑更加优先。根据以上对于欧美经济的分析，可以看出，美国当下居民需求仍处于环比正增长中，但受到财政补贴效应消退及通胀高企的影响，个人商品消费支出持续走低。从就业数据也可以看出相似趋势，至 2022 年 6 月，美国失业率已连续 4 个月为 3.6%，6 月非农就业人数新增 37.2 万人，增量较多为服务性就业，如专业和商业服务、休闲酒店业私人非农就业人员的平均时薪增长了 10 美分（0.3%）至 32.08 美元，其中除了制造业（耐

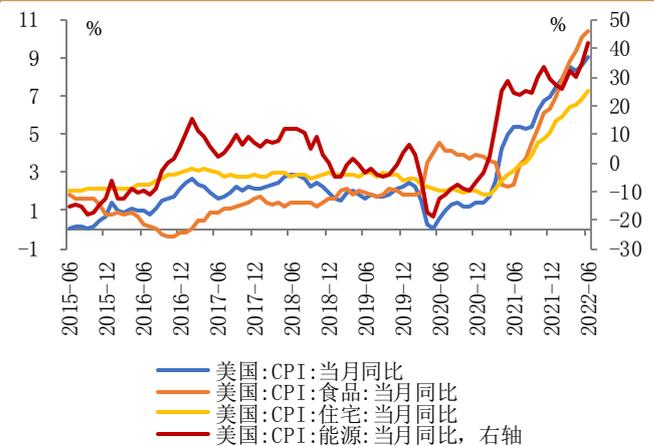
用品生产)、运输仓储业 6 月平均时薪环比下降外, 其他主要行业的平均时薪环比均上涨; 平均时薪同比增长 5.11%, 虽然增速较前值回落 0.23 个百分点, 但仍在高位。从美国的就业及个人消费支出数据看, 制造业、商品消费相关的放缓已显露出, 未来趋势或延续; 服务业方面, 美国 7 月 Markit 服务业 PMI 初值为 47%, 创 26 个月新低, 加息对其负面的影响将逐渐显现。通胀方面, 后续随着俄乌冲突影响的减退及商品需求变化, 再加上近期大宗商品价格的调整, 拉动通胀攀升的最主要分项能源及食品价格或高位回落, 住房价格虽然韧性较强, 但加息引起的抵押贷款利率上升使得居民购房热情下降, 未来美国房价也将逐渐回落。所以, 综合看来, 美联储在紧盯通胀数据的同时, 经济的变化预计将更被纳入考虑中, 这也是鲍威尔强调逐次根据数据调整政策的原因。

图 5: 美国个人平均时薪同比增速回落



数据来源: wind、西南证券整理

图 6: 美国通胀及主要分项情况



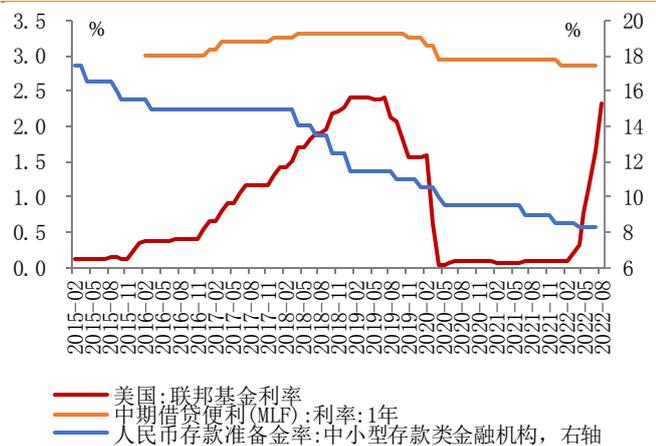
数据来源: wind、西南证券整理

## 1.2 探寻海外货币政策对于我国的影响

从历史的角度看, 美联储货币政策对于我国有一定的溢出效应。受金融危机影响, 美联储 2009 年至 2013 年间开启三轮量化宽松政策, 共计购买资产规模超过 3 万亿美元, 期间在货币政策宽松的带动下美股上涨, 长期国债收益率下降, 美元贬值出口增加, 美联储资产负债表由 8000 亿美元上升到 4.48 万亿美元。随着经济的改善, 出于货币政策正常化的考虑, 美联储从 2014 年 1 月开始逐月削减资产购买规模 (开启 Taper), 10 月退出量化宽松, 并于 2015 年 12 月开启加息, 将联邦基金利率上调 25 个基点至 0.25%-0.5% 的区间, 之后直到 2016 年 12 月, 美联储再次加息 25 个基点至 0.5%-0.75% 区间, 此后分别在 2017 年 3 月、6 月及 12 月, 2018 年 3 月、6 月 9 月及 12 月共加息 7 次。我国货币政策在美联储开启缩表至第一轮加息之前与美联储政策形成背离。我国从 2014 年 11 月至 2015 年 10 月连续六次降息, 2016 年 2 月下调 MLF 利率, 2015 年 2 月至 2015 年 10 月四次降准。此阶段主要受制于国内经济稳内需的要求, 我国仍维持宽松的货币政策, 但美国退出量化宽松驱动美元走强、美债收益率上升, 部分资金从新兴市场国家流向美国, 并使得全球通货紧缩的压力增大。需要考虑的是, 这个阶段一方面美国收紧的速度较为克制, 另一方面央行于 2015 年 8 月 11 日宣布调整人民币对美元汇率中间价报价机制, 人民币贬值周期开启时间不长。然而, 2016 年人民币汇率贬值明显, 较准备金工具, 央行更多地借助公开市场操作、常备借贷便利 (SLF)、中期借贷便利 (MLF) 以及抵押补充贷款 (PSL) 具, 并推动货币政策向价格型调控为主转型, 增强价格杠杆在资源配置中的作用; 完善央行利率调控和传导机制

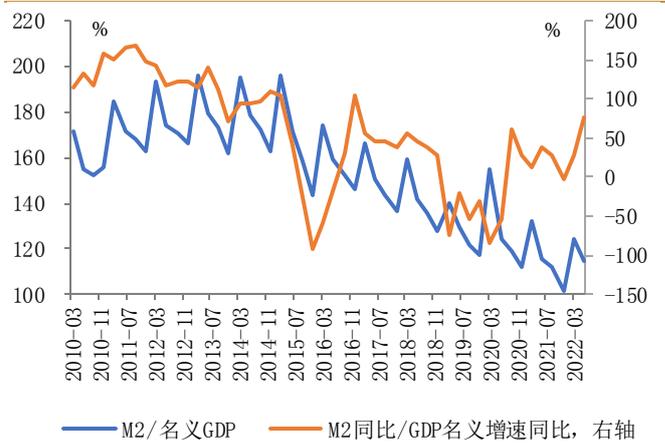
率上，增强对美元双边汇率弹性。在美联储于 2016 年第二次加息后，我国货币政策也逐渐向稳健适中或稳中偏紧转变，与之前相比背离程度明显降低。2016 年 8 月 24 日，央行时隔 6 个月重启 14 天逆回购；2016 年 9 月 13 日，央行重启 28 天逆回购；2017 年 1 月，央行对 22 家金融机构开展 MLF 操作共 2455 亿元，MLF 利率较上期上调 10 个基点，这是 MLF 利率首次被上调，从价格端释放出央行调控贷款增速及去杠杆的信号。2015 年中央经济工作会议提出“去杠杆”工作任务；2016 年 8 月，国务院出台去杠杆的纲领性文件《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》；2016 年 8 月，央行通过适度收紧流动性，拉长 OMO 期限，提高逆回购、MLF 等政策利率的方式开启去杠杆周期；2017 年监管部门相继出台了一系列金融严监管政策，缩小影子银行规模、整治互联网金融。2018 年，受新旧动能转换、国内金融严监管资金需求上升、中美贸易摩擦等影响，货币政策坚持稳健中性的基调不变，采取了一系列逆周期调节措施，央行通过四次降准和增量开展中期借贷便利（MLF）操作等措施提供中长期流动性 6 万亿元，货币政策导向由“中性偏紧”微调至“中性偏松”，此时中美货币政策出现再次明显背离。

图 7：中美货币政策在金融危机后疫情前主要有 2 次背离



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：我国 M2/GDP 比值大致呈下降趋势

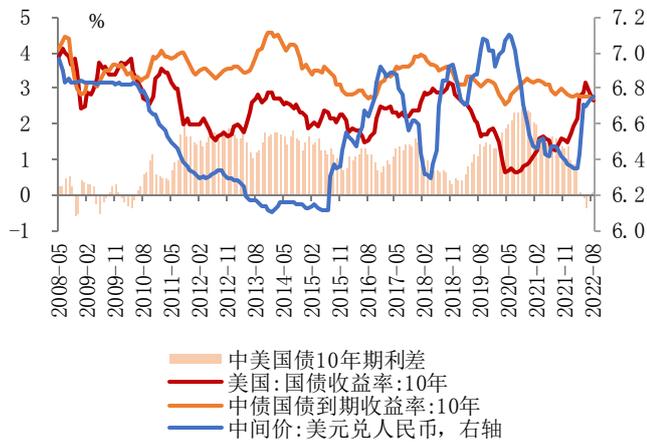


数据来源：wind、西南证券整理

从金融危机后的中美货币政策看，主要背离有两次，与 2022 年中美货币政策背离更有可比性的是 2014-2016 年间，海外货币政策主要通过资本流动及汇率两个角度对我国货币政策产生影响。从汇率和中美利差看，金融危机后中美利差宽幅波动，到 2011 年 9 月 22 日，中美 10 年期国债利差达到 235 个基点，到 2014 年美联储开启 Taper 之前，中美 10 年期国债利差基本在 100 至 200 个基点区间波动。在美国退出量化宽松开始，中美两国货币政策背离，中美利差下行明显，低点达到 45 个基点。中美利差一定程度上反映了市场对于本币升值或贬值的预期。从利率平价理论的角度，当利率与汇率变化之间达到某种均衡，利差和汇率基本保持在某个水平波动，但如果没有达到均衡，利差和汇率也会发生变化。2014-2016 年，中美货币政策背离，尤其是 2015 年美联储开启加息后，美债收益率升高，中美利差走低，资本也更多地流入美国，增加了人民币的贬值压力。从汇率和出口来看，人民币名义有效汇率指数的同比变化领先出口同比约一个季度左右，汇率波动较大也会对出口产生不利影响。除汇率之外，海外货币政策也可以通过资本流动的角度对我国货币政策产生影响。资本流动性对汇率变化的敏感性较高，一般来看，人民币汇率贬值带来明显的资本流出，伴随我国外汇储备规模有所下滑。2014 年 6 月至 2017 年 1 月，我国外汇储备持续下滑，从接近 4 万亿美元规模下滑至约 3 万亿美元，此外 2018 年至 10 月也出现下滑，但下降幅度明显减小，这两个时期都分别对应两次中美货币政策背离。储备是链接本币政

策和外币政策的纽带，当汇率波动较大，外汇市场供求失衡时，央行进行汇率政策干预，此时外汇储备、外汇占款也会随之变化，而这也影响基础货币的投放，从而对本币政策有所影响。

图 9：中美利差与汇率之间互相作用



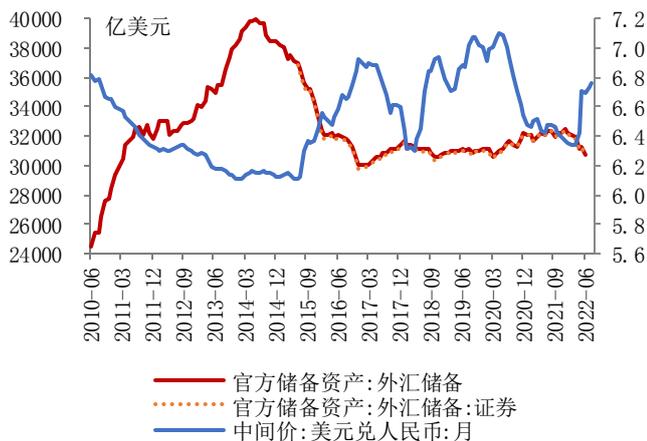
数据来源：wind、西南证券整理

图 10：出口与人民币汇率之间有同向变动关系



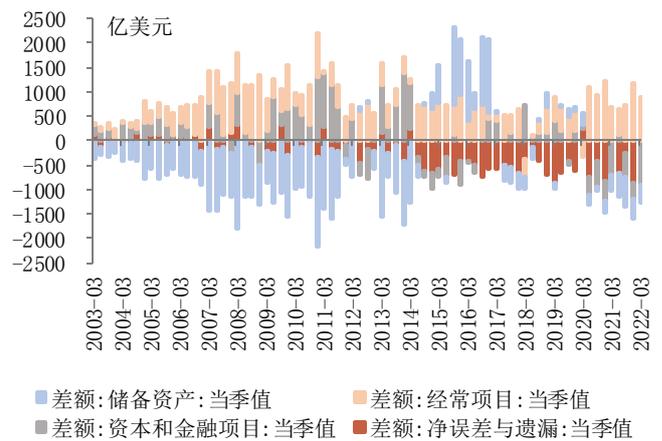
数据来源：wind、西南证券整理

图 11：外汇储备与美元兑人民币汇率呈反向关系



数据来源：wind、西南证券整理

图 12：国际收支平衡表中不同分项变化



数据来源：wind、西南证券整理

## 2 疫后货币政策方向重点之结构性政策

除数量调控与价格调控外，结构性货币政策以其灵活性和定向性也受到关注。央行在 2017 年二季度货币政策执行报告中指出，“综合运用价、量工具和宏观审慎政策加强预调微调，适应货币供应方式变化和金融创新发展；随着市场深化和金融创新，影响货币供给的因素更加复杂，M2 的可测性、可控性以及与经济的相关性亦在下降，对其变化可不必过度关注。”暗示了央行不再盯住基础货币情况，而对政策利率给予更多关注，货币政策正在逐步从以数量调控为主向以价格调控为主转变；2016 年和 2017 年，委托贷款和信托贷款增加较多，但 2018 年以来委托贷款和信托贷款都为负增长，表外融资增长的下降伴随着基建投资同比下滑，针对经济运行中出现的变化，2018 年以来货币政策进行了前瞻性的预调微调，央行四次降低法定存款准备金，释放资金合计 3.65 万亿元，同时通过提供流动性新

增 1.76 万亿元，对冲周期性的收缩效应，保持经济平稳运行；2019 年 8 月，央行决定改革完善市场报价利率（LPR）形成机制，深化利率市场化改革，提高利率传导效率，LPR 形成机制的改革完善，是货币调控手段从数量调控向价格调控转变过程中的重要一步，是贷款利率市场化改革的重要突破。相较于数量调控，价格调控的重要性逐渐升高，从近年央行政策看，数量调控与价格调控都在发挥作用。**但值得注意的是，疫情之后结构性政策的重要性逐渐凸显。**结构性货币政策是央行为了促进经济的快速有效协调发展，所采取的不同于统一货币政策的有差异化的货币政策，在调控过程中实现央行的结构引导意图。结构型货币政策主要有三大优势，首先可以在市场流动性紧张时充当危机救助，较总量工具而言更有针对性、灵活性，最典型的是美联储在金融危机后推出商业票据融资工具（CPFF）、定期贷款拍卖（TAF）和定期资产支持证券贷款工具（TALF），缓解市场流动性紧张情况，提升投资者信心；其次定向引导资金、引导信贷流向，海外例子如 2014 年 6 月欧央行宣布了一揽子宽松政策，包括引入定向长期再融资操作（TLTROs）等，引导银行资金流向非金融私人部门；再次结构性政策引入了激励相容机制，如 2012 年 7 月英格兰银行和英国财政部联合推出的融资换贷款计划（FLS），解决实体经济特别是家庭和中小企业部门的融资难题。

**疫情之后，结构性货币政策工具的重要性更加凸显。**我国结构性货币政策的快速发展是在 2014 年后。1984 年，央行设立了再贷款和再贴现两类结构性货币政策工具；1999 年，设立支农再贷款工具；2014 年创设支小再贷款、定向降准、抵押补充贷款（PSL）和中期借贷便利（MLF）；2015 年创设扶贫再贷款；2017 年开启普惠金融定向降准；2019 年创设定向中期借贷便利（TMLF）；2020 年开始，为应对疫情冲击，各种新型的结构性货币政策工具层出不穷，2020 年出台 1.8 万亿元支农支小再贷款和再贴现政策、推出两项直达实体经济的货币政策工具；2021 年推出碳减排支持工具和支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，做好两项直达实体经济的货币政策工具接续转换工作；2022 年 4 月推出科技创新和普惠养老两项专项再贷款工具。5 月初，人民银行又增加支持煤炭清洁高效利用专项再贷款额度 1000 亿元。从政策频率上看，2020 年后，结构性货币政策使用更加频发，且金额较大。一方面，因为疫情对于某些领域，尤其是中小微企业以及服务行业等造成冲击较大，需要定向支持的政策引导资金流向需要扶持的领域；另一方面，我国与其他主要国家复苏进度及货币政策周期不同，货币政策在 2020 年后保持稳健灵活，在提供较充裕的流动性外，没有像主要发达国家一样无限放水，采取较克制的方式，考虑到自身情况，结构性货币政策在疫后的效果更直接；第三，今年财政提前发力，结构性政策相配合更加契合。

**表 1：2014 年以来，实行的结构性货币政策工具**

日期	工具	细则	效果

**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\\_44867](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_44867)

