



高瑞东：理解三季度货政报告的两条主线



文/新浪财经意见领袖专栏作家 高瑞东



三季度货政报告主要聚焦于两条主线。一是，海外货币政策转向，已由新兴经济体延伸至发达经济体，央行判断发达经济体政策转向或将对新兴经济体产生明显的外溢冲击，但对中国的影响较为有限。二是，国内经济恢复发展仍然面临一些阶段性、结构性、周期性因素的制约，保持经济平稳运行的难度加大。我们预计，在经济增速下行压力依然较大，通胀开始触顶回落的形势下，中国仍将保持稳健偏宽松的货币环境，结构型工具将是货币政策发力的主要途径。

一、货币转向由新兴市场延伸至发达市场

2021 年三季度，货币政策转向开始由新兴市场延伸至发达市场。

2021 年二季度，为了应对通货膨胀、资本外流、汇率贬值等压力，以及考虑到发达市场或将开始边际收紧货币环境，部分新兴市场国家开始加息。2021 年上半年，俄罗斯和巴西央行分别加息 4 次和 3 次，吉尔吉斯斯坦、塔吉克斯坦、格鲁吉亚等国央行加息 2 次，墨西哥、土耳其、智利等国央行加息 1 次。

与此同时，主要发达经济体继续维持宽松货币政策立场。2021 年上半年，美联储维持政策利率目标区间和购债规模不变，仅在 6 月议息会议时讨论了缩减购债事宜；欧央行维持政策利率不变，重申将加快购债速度，修订货币政策框架并将通胀目标调整为“中期 2% 的对称目标”；日本央行维持现行货币政策不变。

2021 年三季度，为了应对通货膨胀、资本外流、汇率贬值等压力，以及考虑到发达市场或将开始边际收紧货币环境，部分新兴市场国家延续加息趋势。其中，10 月俄罗斯和巴西央行均做出年内第六次加息的决定，今年以来累计加息幅度分别达到 325 个和 575 个基点。

与此同时，主要发达经济体货币政策开始调整。美联储 11 月 3 日的 FOMC 会议决定，将于 11 月和 12 月每月递减 150 亿美元的资产购买规模，未来可能保持上述递减节奏，必要时也可进行调整。欧央行 9 月 9 日议息会议后表示，四季度抗疫紧急购债计划（PEPP）下的购债速度适当低于之前两个季度即可维持宽松融资环境，释放出放缓资产购买节奏的信号。

市场普遍预期，美联储将于明年年中完成资产购买缩减，并于明年加息两次。

在 11 月 3 日 FOMC 会议宣布正式 Taper 后，市场普遍预期，美联储将于 2021 年 11 月至 2022 年 6 月，每月缩减资产购买规模 150 亿美元，并于 2022 年底前至少加息两次。通过联邦基金利率期货隐含的联邦基金利率分布，可以看到，有近 69% 的市场投资者押注美联储将于 2022 年 6 月前至少加息一次，有近 83% 的市场投资者押注美联储将于 2022 年 12 月前至少加息两次。

那么问题来了，主要发达国家货币政策会对新兴市场国家，尤其是中国产生怎样的外溢冲击，以及中国是否还能以我为主，保持稳健略偏宽松的货币环境呢？人民银行在三季度货政报告中专门利用了一个专栏来阐述这个问题。

本轮发达经济体放松货币政策较上一轮节奏更快、强度更大，开始调整后，推动美元指数上涨、美债收益率上升，并可能对新兴经济体产生影响。美联储货币政策调整可能将支撑美元升值，推动美债收益率上升，引发国际资本回流美国。虽然主要发达经济体央行本轮政策调整更注重市场沟通和预期引导，以期缓解对金融市场和其他经济体的溢出影响，但由于新兴经济体疫苗接种率低于发达经济体，对疫情抵御能力有限，经济复苏面临更大的冲击和不确定性，部分经济基本面较差的新兴经济体可能受影响更大，主要可能表现在资本流出、汇率贬值和金融市场联动效应。

当前中国面对的内外环境与上轮相比有明显不同，发达经济体政策调整对我影响有限。主要基于两个方面的考量：

一则，2020 年新冠肺炎疫情暴发以来，中国率先实现复工复产、率先实现经济正增长，经济持续稳定恢复，就业形势总体稳定，进出口贸易增势良好。

二则，疫情后，中国货币政策率先实现正常化。伴随着经济增速在 2020 年第四季度回归至潜在产出附近，货币政策的力度也在 2020 年 5 月以后逐步回归常态。

那么，如何定量地衡量美国货币政策对新兴市场国家（尤其是中国）的外生冲击呢？美联储基于不同原因对货币政策进行的调整，对新兴市场的外溢冲击是一样的吗？美联储给我们提供了一个有趣的视角，在此基础上，我们进行了以下研究。

首先，美联储对货币政策进行调整，一般会基于两个因素，通胀或者增长（就业），而这两个因素对于股市和债市的影响一般是呈现负相关关系。因而，若 FOMC 会议结束当日，美国股市和债市呈现反向变动关系，我们将其定义为，美联储基于通胀因素对货币政策的调整；若 FOMC 会议结束当日，美国股市和债市呈现同向变动关系，我们将其定义为，美联储基于增长因素对货币政策的调整。

其次，基于上述定义，我们对 2010 年以来，美联储进行的 95 次 FOMC

会议当日的美股和美债变动情况，进行了梳理分类，并以此将 FOMC 会议分为通胀驱动型和增长驱动型。

然后，为了对基于 FOMC 会议计算出的数据进行交叉验证，同时，考虑到就业数据借助菲利普斯曲线，也可以分为通胀驱动型和增长驱动型。因而，我们用同样的处理方式，对美国劳动部公布就业报告当日的美国股市、债市表现进行了分类，并将 2010 年以来的 143 份就业报告发布日，分为通胀驱动型和增长驱动型。

随后，通过对上述 238 个交易日，11 个新兴市场国家的股市、债市以及外汇市场进行分析，我们可以得到以下结论：

- 1) 若美联储是基于通胀因素调整货币政策，则将对新兴市场国家的股市、债市和外汇市场产生明显负面冲击。
- 2) 若美联储是基于增长因素调整货币政策，则将对新兴市场国家的股市、债市和外汇市场产生较小的负面冲击，甚至是正面增益。
- 3) 无论是基于通胀，还是基于增长，触发的美联储货币政策预期变动，

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_29882

