



CF40 研究部：中美货币政策没有必须同步的理由 消费领域可尝试财政激励



意见领袖 | 中国金融四十人论坛

本文作者： 闪辉（CF40 理事单位代表、高盛首席中国经济学家）



2021 年下半年以来，中美经济和政策周期已经出现一定程度的错位，而 12 月联储会议纪要暗示美联储可能会更加激进地加息和缩表。美联储货币政策变化将如何影响中国经济增长和政策调控节奏，成为市场关注热点。

中国金融四十人论坛（CF40）理事单位代表、高盛首席中国经济学家闪辉认为，美联储加息的不确定性可能会对我国下一步政策宽松的时间点有所影响，需要观察美联储 3 月加息会否造成剧烈的市场波动。如果出现剧烈的市场波动，政策决策者可能会等市场平息下来再做下一步决定。

但是总体而言，中国和美国的货币政策并没有一定要同步的理由。中国宏观政策要考虑的最重要因素还是在国内，而国内经济面临的最大的风险

仍然在于疫情能否得到有效控制。

“奥密克戎变种病毒现已进入我国部分城市，新冠疫情也在多个省份出现了社区传播，越来越多的地方政府也在最近几周显著收紧防疫措施。”闪辉认为，2022年中国经济增长可能受奥密克戎变种病毒导致多省封锁和房地产“软着陆”等风险因素所累。

除此之外，中国经济现在最主要的问题在于私人部门需求不足。这种情况下，最需要的是创造需求，财政政策应该是最重要的推动者，因为其作用更直接，中央财政也有发力空间。货币政策则应协助财政政策，为政府发债提供适宜流动性环境。

1月17日，央行宣布将逆回购（OMO）和中期借贷便利（MLF）政策利率各下调10个基点，基本符合高盛1月11号的有关央行将在上半年降息10个基点的预测。闪辉预计，中国央行还将降准一次，若3月疫情有所稳定，届时可能会是一个通过降准释放流动性和出台更多经济支持政策的合适时点。

1月18日，美元兑人民币即期汇率在以6.3459开盘后，盘中最低触及6.3368，创下2018年5月以来的新低。闪辉认为，2022年人民币仍有升值基础，只是升值速度将有所放缓，预计2022年底美元兑人民币汇率将达到6.2。

原因在于，前期支撑人民币升值的市场力量仍然存在：一方面，中国

出口有望继续受益于全球经济复苏下的需求增长；另一方面，海外投资者有望继续增持人民币资产。具体包括：股债纳入国际指数带来的被动资本流入、海外央行增加人民币储备，以及在发达国家央行加息大背景下，中国国债因其风险分散作用可能会更受部分海外投资者青睐。

房地产市场方面，虽然环比可能有所改善，但在“房住不炒”的基调下预计不会出现反转，其对 GDP 的增长或将产生一个百分点的拖累。

与此同时，在政策不搞“大水漫灌”和强刺激的情况下，需求不会过强。只要供给端不出现极端限制的情况，中国就不会像其他国家一样出现持续高通胀。预计 2022 年中国 PPI 增长将从现在两位数的水平（12 月 PPI 同比增长 10.3%）逐渐下降，实现全年增长 4.5%，CPI 全年将增长 2.7%。

2022 年人民币仍有升值基础

出口依然有望保持较高增长

Q: 2021 年以来，特别是 8 月之后，在美元指数上升、非美元指数普跌的背景下，人民币汇率呈现持续升值的独立行情，您对背后原因有何分析？

闪辉：人民币去年走强，特别是在美元指数从 90 上升到 96 的背景下仍在走强，主要是受到贸易顺差和跨境资本流动的影响。

2021 年中国出口表现强劲，始终保持较高的贸易顺差。再看人民币资产，特别是固收方面，海外投资者增持中国国债，带来持续的资本流入。

只要有资本净流入，无论是来买人民币资产还是中国生产的商品，肯定都会给人民币带来升值压力。

Q：您对 2022 年人民币汇率走势有何预期？随着美联储开启加息周期，人民币升值格局会面临较大的逆转风险吗？

闪辉：如果问我们是不是担心未来美联储加息后人民币会贬值，我们认为不会。梳理去年人民币升值的原因：

首先，出口方面，我们对中国出口仍然比较乐观。按美元计价，2021 年中国货物出口增长了 29.9%，我们预测 2022 年还会再增长 12%，一部分原因来自于价格上升，但是在数量层面，我们认为在全球经济增长仍然比较稳健的情况下，虽然其他国家生产可能逐步正常化，但需求也会增长，中国出口将持续受益。

第二，我们认为海外投资者对中国国债的需求还会继续走强。比如，人民币资产纳入国际主要指数会带来被动的资本流入；更重要的是，各国央行对人民币债券的增持在未来几年也会产生一些资本流入。全球央行储备规模高达 12.8 万亿美元，这是一个相当大的数字，而现在人民币在其中占比只有不到 3%。随着中美关系的复杂化和世界格局的变化，国外央行如果慢慢增持人民币储备，形成的资本流入规模将十分巨大，这在 2022 年仍然会对人民币汇率提供支持。

而且我们最近研究发现，与其他国家资产相比，中国国债对于海外投

投资者来说具有分散风险的作用，特别是在全球主要央行开始加息的大背景下，出于多元化配置的考虑，部分海外投资者反而会更青睐中国国债。

对于海外投资者增持人民币资产来说，一个主要的负面影响因素来自利差。2020年和2021年，中美利差走阔吸引资本流入中国，驱动人民币升值。若2022年美联储加息四次，中美利差将缩小，但是与贸易顺差和海外对中国资产的整体增持趋势相比，我们认为利差缩窄的影响相对较小。

所以我们的看法是，2022年人民币还将继续升值，只不过升值的步伐相比过去两年可能有所放缓。我们预测2022年底美元兑人民币汇率将达到6.2。

Q：您对2022年中国经济走势有何预期？投资、消费、出口“三驾马车”中，谁会成为2022年的主引擎？

闪辉：总体而言，我们认为2022年的经济走势确实面临下行压力。虽然宏观政策有一定的宽松，特别是财政政策有一定支持力度，经济走势因最近奥密克戎病毒传入中国而引发新一轮的防疫措施、房地产“软着陆”等因素承压。但政策的底线是不搞“大水漫灌”，同时房地产仍然坚持房住不炒的长期调控。

疫情不确定性方面，我们的基本假设是奥密克戎导致多地封锁，多省受影响，对经济增长产生一个百分点的拖累。房地产市场环比可能有所改善，但预计在房住不炒的基调下不会出现戏剧性反转，这对GDP的增长可

能还会产生一个百分点的拖累。

在经济增长的“三驾马车”中，我们对 2022 年的出口比较乐观，认为还会继续实现较高的增长。投资可能有所减速，即使新基建和绿色投资有很高的增速，但其现在的体量可能还不足以完全弥补房地产投资减速带来的负面影响。消费偏谨慎。现在的消费仍然比较弱，虽然有空间继续上升，但短期面临不小的阻力：一方面，消费复苏受到疫情反复的影响，而疫情发展是非常不确定的；另一方面，消费复苏需要建立在经济企稳的基础上，因为消费最终就是收入和储蓄之差。假如储蓄意愿不变，则收入要增长才能够增加消费空间。

总结我们的预测，需要采取更积极的政策让经济保持一定的增速，这样才能增加居民收入进而有益消费。如果没有奥密克戎，在消费平稳或改善与出口相对乐观两者叠加下，政府有空间进行房地产长期调控，经济增长有望接近 5% 的水平。现在奥密克戎已经进入中国，而且有极强的传染性，即使我国防疫措施不断完善，宏观政策有所放松，全年经济增长也面临更大不确定性。

中美货币政策没理由必须同步

疫情仍是扰动经济的最大风险

Q: 2021 年下半年以来，中美经济和政策周期已经出现一定程度的错位。12 月联储会议纪要暗示了美联储可能会更加激进地加息和缩表。这会

给中国经济增长和政策调控节奏带来怎样的影响？

闪辉：我们认为，中国和美国的货币政策并没有一定要同步的理由。因为中美两国都是很大的经济体，经济的主要驱动力均来自国内需求。

从新兴市场的角度来讲，有些新兴市场国家特别是开放经济体会有一些制约，比如有的国家欠了很多外债，在美联储加息的大背景下可能面临较高的资本流出风险，热钱可能从外债渠道对资本账户造成压力。但是中国仍保持着一定的资本账户管制，且债务结构以内债为主而非外债，所以在这方面也不存在很强制约。

就像前面所说，人民币现在不是太弱而是太强。中国金融状况指数在近段时间的收紧很大程度上是人民币升值造成的。从对经济支持的角度来讲，作为决策者，如果想要稳增长，其实是需要人民币弱一些以支持出口和经济增长。所以如果美联储开始加息或者快速缩表，美元可能会升值，其他货币相对美元贬值，只要速度不是太快，对于中国来说其实是一件好事。

中国央行强化货币政策 “以我为主” 五国中的问题且需求了口 六

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_36305

