

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《国际金融评论》
- 《国别/地区观察》

作者：熊启跃 中国银行研究院
赵雪情 中国银行研究院

电话：010 - 6659 6865

签发人：陈卫东
审稿：钟红 边卫红

联系人：吕昊旻
电话：010 - 6659 4016

* 对外公开
** 全辖传阅
*** 内参材料

发达经济体紧缩货币政策周期

研判、外溢渠道与对策*

当前，全球通货膨胀压力凸显，主要发达经济体货币政策呈现收紧、分化态势。2022 年，美联储全面收紧货币政策，加息节奏或呈现前急后缓趋势；欧洲央行将逐步减少资产净购买规模，年内启动加息概率不高；日本央行将维持宽松基调，继续实施资产购买和收益率曲线控制；英格兰银行加息的中期目标为 1.5%，年内大概率开启缩表。俄乌冲突将一定程度影响发达经济体货币政策收紧节奏和步伐。

发达经济体紧缩货币政策周期研判、外溢渠道与对策

当前，全球通货膨胀压力凸显，主要发达经济体货币政策呈现收紧、分化态势。2022年，美联储全面收紧货币政策，加息节奏或呈现前急后缓趋势；欧洲央行将逐步减少资产净购买规模，年内启动加息概率不高；日本央行将维持宽松基调，继续实施资产购买和收益率曲线控制；英格兰银行加息的中期目标为1.5%，年内大概率开启缩表。俄乌冲突将一定程度影响发达经济体货币政策收紧节奏和步伐。

全球货币政策收紧节奏加快，将造成债务可持续性下降，中国外债结构性风险上升；跨境资本回流发达经济体，中国的证券投资和其他投资变动幅度可能加大；全球金融资产价格重估，人民币汇率承压；全球经济复苏不确定性提高，通货膨胀的化解效果整体有限。面对发达经济体货币政策的收紧分化趋势，我国要未雨绸缪，谋划应对预案，积极化解其外溢效应。

一、发达经济体货币政策步入紧缩分化周期

（一）美联储将全面收紧货币政策，加息节奏前急后缓

美联储货币政策以充分就业与物价稳定为双重目标。2020年8月，美联储调整货币政策框架，将就业目标双向偏离修改为单向缺口，引入平均通货膨胀目标制，长期通货膨胀水平围绕2%对称波动，这意味着美联储更加重视就业目标，提高了通货膨胀容忍度。然而，随着经济反弹，特别是通货膨胀率的攀升，美联储启动并加速缩减购债计划（Taper），预计2022年3月结束Taper，步入加息周期。

美联储加息条件已经成熟，甚至滞后于政策目标演变，政策收紧步伐将快于上一轮周期。从就业指标来看，2022年1月，美国失业率处于4%的历史低位，新增非农就业46.7万人，显著高于疫情前水平，劳动参与率步入上行轨道。美国经济趋热，制造业、非制造业PMI指数连续20个月处于50的荣枯线以上，产出缺口已由2020年的-5.44%收敛至2021年的-1.98%，预计2022年将进一步回升至-0.21%。从通货膨胀指标来看，2022年1月美国CPI同比增长7.5%，创1982年以来最高水平，核心CPI增速也高达6%。基于过往经验来看，美国经济与通货膨胀表现已经远超政策目标水平以及历次加息启动条件（表1）。根据2022年1月议息会议纪要，如果经济形势发展符合预期，美联储本轮加息周期以及紧缩节奏将快于2015年。

表 1：历次美联储加息周期指标回顾¹（%）

	GDP 增速	失业率	CPI	核心 CPI	加息次数及幅度
1983-1984	-1.44	10.3	3.6	4.7	1983 年 6 次，1984 年 4 次
1988-1989	4.48	5.7	3.9	4.3	1988 年 11 次，1989 年 5 次
1994-1995	2.61	6.6	2.5	2.8	1994 年 6 次，1995 年 1 次
1999-2000	4.82	4.5	1.7	2.2	1999 年 3 次，2000 年 3 次
2004-2007	4.35	5.6	3.3	1.9	2004 年 4 次，2005 年 8 次，2006 年 4 次，2007 年 1 次
2015-2018	2.18	5.0	0.7	2.1	2015 年 1 次，2016 年 1 次，2017 年 3 次，2018 年 4 次
2022.01	5.53	4.0	7.5	6.0	2022：预计 3 月启动加息

资料来源：作者根据公开资料整理

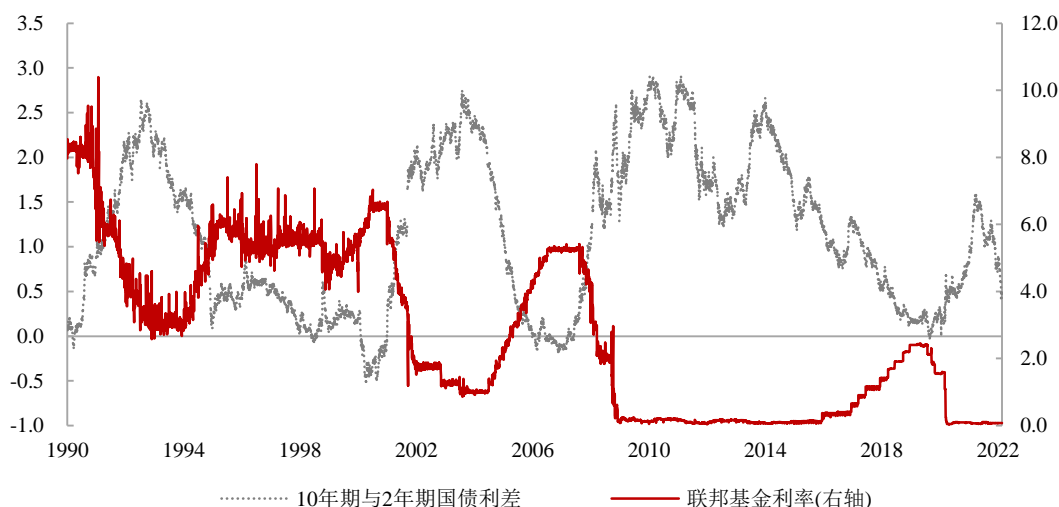
经济金融环境具有高度不确定性，美联储加息节奏料将前紧后缓。2022 年上半年，通货膨胀目标“优先”，美联储加息节奏更加急迫。美国通货膨胀上行主要由国内供给需求严重失衡推动。美国供给方面受到能源价格上涨、全球供应链受损等因素影响。美国需求复苏强劲，在财政政策与货币政策的刺激下，2021 年个人消费支出同比增长 7.9%，二手车、房租、食品等价格均呈现快速上涨态势。同时，物价上涨已传导至工资端，1 月非农平均时薪同比增长 5.7%，处于历史高位，短期内美国 CPI 易升难降，美联储加息压力加大。

2022 年下半年，稳增长、稳市场“优先”，美联储加息节奏将有所放缓。当前，市场对于美联储加息已充分，甚至过度解读。联邦基金利率期货显示，预计 2022 年美联储将加息 6-7 次；Bloomberg 分析师预测，2022 年联邦基金利率将升至 1.25%；高盛、美银、摩根大通、瑞银分别将 2022 年美联储加息预期上调为 7 次、7 次、6-7 次和 6 次。但是，考虑到地缘政治风波再起、通货膨胀与经济前景，美联储加息难以保持“激进”节奏。随着供应链稳定与库存回升，供需缺口逐渐收窄。同时，加息负面效果滞后显现，国债收益率曲线倒挂，往往反映出经济衰退预期，加息操作在国债收益率曲线趋平，甚至倒挂时必须踩下刹车（图 1）。截至 2022 年 2 月 22 日，美国 10 年期与 2 年期国债收益率利差已加快收窄至 0.38%，美联储连续多次加息的空间相对有限。预计 2022 年美联储将加息至少 3 次，并监控市场变化，启动缩表，调整公开市场操作账户（SOMA）投资组合，以抑制通货膨胀。

¹ GDP 增速为首次加息前一个季度数据；失业率、CPI、核心 CPI 为首次加息当月数据。

近期，多位美联储官员表示俄乌冲突不会影响美联储货币政策收紧立场。俄罗斯、乌克兰占美国进出口比例较低，对其经济增长影响有限，但会进一步推升美国通胀，一定程度上加剧未来前景的不确定性。短期内，俄乌冲突不会影响美联储加息进程，但3月加息幅度将大幅下降。

图 1：美国国债收益率期限价差与联邦基金利率（%）



资料来源：美联储

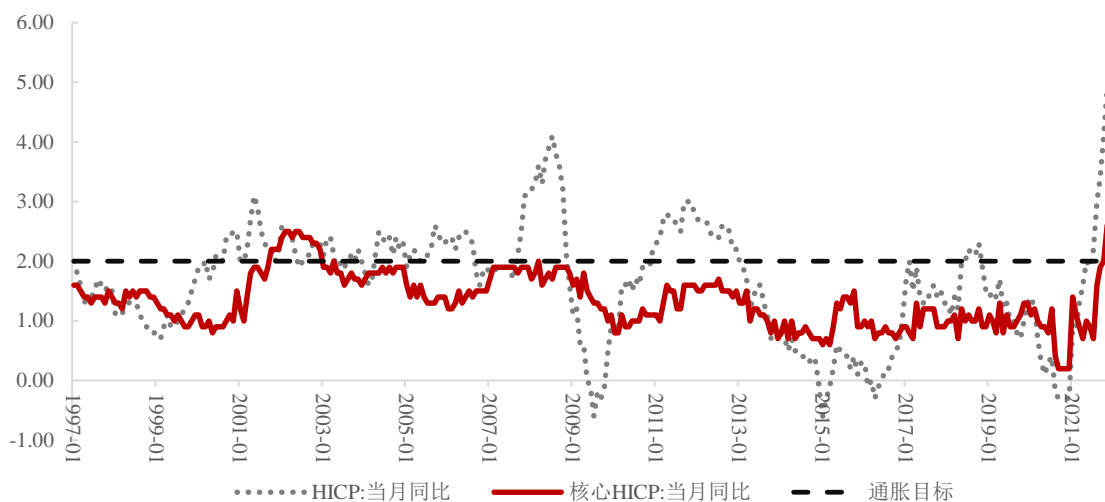
（二）欧洲央行将逐步减少资产净购买规模，年内启动加息概率不高

2021年7月，欧洲央行调整了货币政策策略，将调控目标由原来的通货膨胀率“低于但接近2%”变为“2%”。在此基础上，欧洲央行坚持通货膨胀率中期调控，允许短期通货膨胀水平偏离2%的目标，强调财政政策与货币政策的合力效果。与此同时，在实现物价稳定的基础上，货币政策还应兼顾经济增长、环境质量改善以及政策协调等目标。

欧元区经济复苏平缓，输入型通货膨胀压力上升。2021年四季度，欧元区GDP同比增速为0.3%，失业率降至7%。与此同时，欧元区通货膨胀压力凸显。2022年1月，欧元区调和消费者价格指数（HICP）同比增长5.1%，而核心HICP同比增速仅为2.3%。HICP与核心HICP同比增速的大幅背离，反映出通货膨胀压力主要来自未纳入核心HICP的能源价格上涨推动。通货膨胀率是影响欧洲央行货币政策的核心变量。一方面，2022年受地缘政治等因素影响，原油和天然气价格快速上涨压力攀升。另一方面，随着生产的恢复，欧元区实体经济供需失衡缺口将缩小。与美国不同，欧元区尚未呈现明显的“工资-通货膨胀”螺旋效应。此外，2020年税收政策调整造成的基数效应已被

消化。2022 年欧元区保持高通货膨胀率水平，大概率将呈现前高后低走势，中期向 2% 收敛。

图 2：欧元区 HCPI 和核心 HCPI 同比增速（%）



资料来源：Wind

欧洲央行将逐步减少资产净购买规模，年内加息概率不大。欧洲央行已针对通货膨胀采取减少资产净购买计划。2022 年 3 月底，欧洲央行将把疫情紧急购买计划²（PEPP）的净购买规模降至零，并将在 2024 年底缩减存量 PEPP 购买规模。2022 年二季度，欧洲央行将把资产购买计划³（APP）的每月净购买规模上调至 400 亿欧元，三季度降至 300 亿欧元，2022 年 10 月起规模降至 200 亿欧元。政策协同是欧洲央行货币政策操作需要考量的重要因素。欧洲央行表示，当利率处于“下限”时，财政扩张政策效果往往能充分发挥。新冠疫情期间，欧元区实施了新一轮财政扩张政策，部分成员国债务压力凸显。加息会弱化资产购买计划政策效果，同时加剧部分欧元区成员国的主权债务负担，是影响欧洲央行加息决策的重要因素。2022 年，欧洲央行加息概率不高，将根据通货膨胀情况调整资产购买节奏。考虑到欧元区对俄罗斯能源依赖度较高，俄乌冲突对欧元区通货膨胀及经济增长走势将产生一定影响。欧洲央行也在紧密跟踪通货膨胀和经济增长的变化，如果通货膨胀率快速攀升，不排除提前加息的可能。

（三）英格兰银行加息目标为 1.5%，年内或将开启缩表

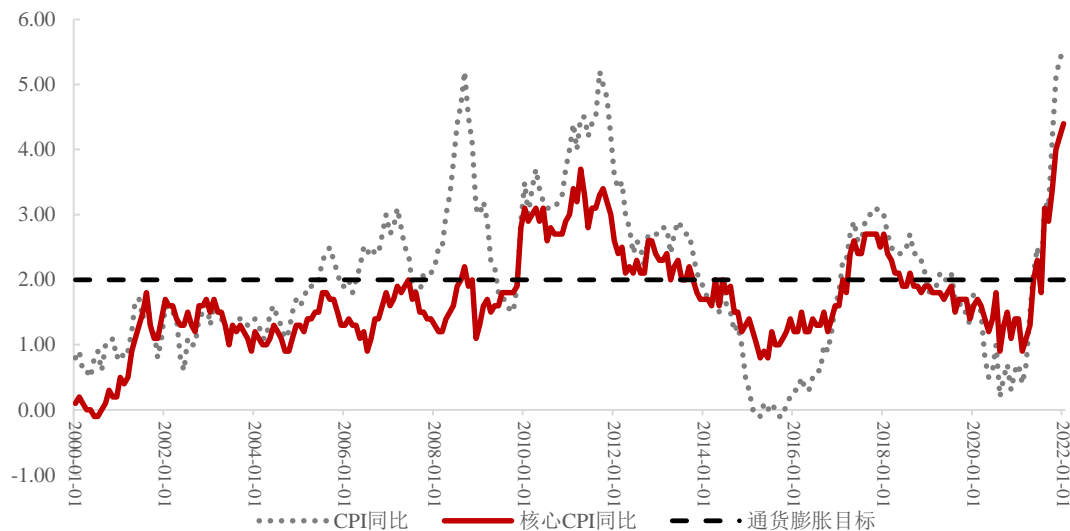
² 2020 年 3 月，为应对新冠疫情暴发可能对货币政策传导带来的负面影响，欧洲央行推出 PEPP 计划。该计划总规模达 18500 亿欧元。

³ 2014 年中期，欧洲央行启动资产购买计划，主要由公司部门购买计划、公共部门购买计划、资产支持证券购买计划等。资产购买规模是反映负利率环境下欧洲央行货币政策调整的重要指标。

英格兰银行货币政策遵循 2%对称通货膨胀目标制，在实现稳定物价基础上，兼顾经济增长和充分就业目标。CPI 同比增速是英格兰银行的通货膨胀监测指标。与欧洲央行和日本央行不同，英格兰银行对通货膨胀率偏离目标值的容忍度较低，当通货膨胀率偏离目标值幅度超过 1%时（即通货膨胀率高于 3%或低于 1%时），英格兰银行必须向英国政府说明原因，并阐明下一步调控措施。

通货膨胀率大幅偏离目标，需求端是主要驱动因素。2021 年以来，英国通货膨胀率持续快速上升，已大幅超过 2%的调控目标。2022 年 1 月，英国 CPI 同比增速为 5.5%，核心 CPI 同比增速为 4.4%，分别较去年同期提高了 4.8 和 3 个百分点（图 3）。英国核心 CPI 与 CPI 偏离度较低。需求快速上涨叠加供应链瓶颈是英国通货膨胀率快速上升的主要原因。2021 年 12 月，英国家居用品价格同比上涨 9%。同时，服务价格指数也由于医疗业增值税调整产生的基数效应快速上升。英国经济复苏态势良好。2021 年 10-12 月，英国 GDP 同比增速分别达到 4.9%、7.5%和 6.0%。

图 3：英国 CPI 和核心 CPI 同比增速（%）



资料来源：Wind

英格兰银行中期利率目标为 1.5%，2022 年或将启动缩表。为应对通货膨胀压力，2021 年 12 月，英格兰银行已将基准利率提升 15 个基点至 0.25%，并保持 200 亿英镑投资级公司债和 8750 亿英镑英国国债的存量持有规模。2022 年 2 月，英格兰银行继续提高基准利率 25 个基点至 0.5%。英格兰银行预测，2022 年 4 月英国的通货膨胀率将上升至 7%的高点，随后逐步降低，全年通货膨胀率预计为 3.25%。为平抑通货膨胀压力，英格兰银行认为，2023 年中期应将基准利率提升至 1.5%。按照每次 25 个基点的加息幅

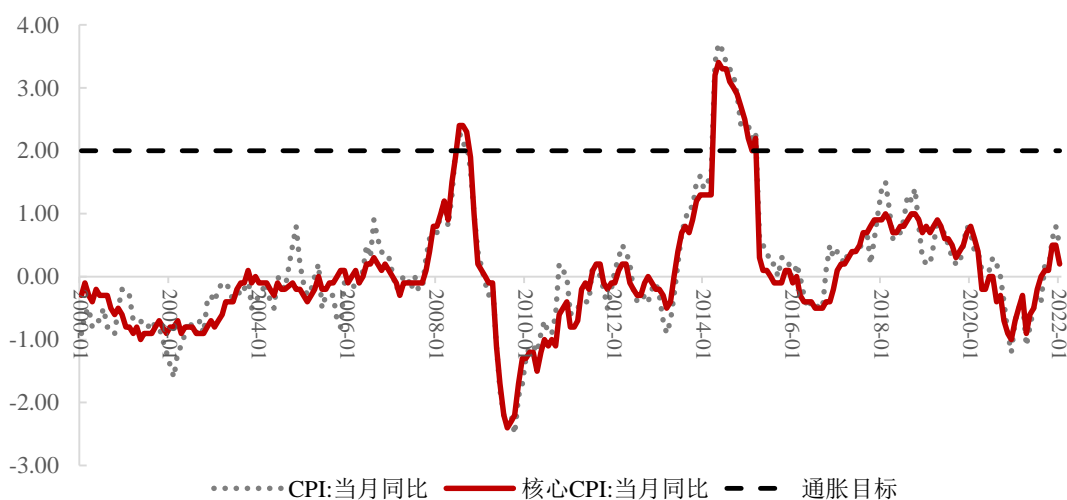
度，还应加息 4 次。对持有的存量公司债券，英格兰银行计划于 2023 年底前完全出售；对持有的存量英国国债，英格兰银行认为，应至少在基准利率提高至 1% 后出售。2022 年下半年，英格兰银行或将启动缩表。受俄乌冲突影响，英国经济和通货膨胀走势可能会发生波动，不排除英国央行放缓加息和缩表的可能。

（四）日本央行将继续实施资产购买和收益率曲线控制

日本央行的货币政策操作遵循 2% 通货膨胀目标制。CPI 同比增速是通货膨胀的核心监测指标。只有当通货膨胀水平稳定地超过 2% 时，才会考虑调整货币政策立场，该机制类似于欧洲央行的中期目标调控。

日本经济复苏基础并不牢固，通货膨胀处于温和水平。2021 年二、三、四季度，日本实际 GDP 同比增速分别为 7.3%、1.2% 和 0.7%，逐季下降，经济复苏的基础并不牢固。与此同时，日本通货膨胀率仍处于温和水平。2022 年 1 月，日本 CPI 同比增速为 0.5%，较 12 月回落 0.3 个百分点，距离 2% 的通货膨胀目标仍存在较大差距。核心 CPI 与 CPI 同比增速存在明显偏离（图 4），反映出能源和生鲜食品价格上涨是推高通货膨胀率的主要因素。

图 4：日本 CPI 和核心 CPI 同比增速（%）



资料来源：Wind

日本央行将延续资产购买和收益率曲线控制操作。日本央行预计，2022 财年日本实际 GDP 增速将在 3.3%-4.1%，CPI 同比增速将在 1%-1.2%。2022 年，日本央行维持原有政策操作的概率较大。一是实施收益率曲线控制。对短端利率，维持金融机构超额准备金账户利率为-0.1%。对长端利率，通过无上限购买 10 年期日本国债将其收益率

维持在特定水平⁴。二是实施资产购买计划。除购买国债外，日本央行将继续购买交易所交易基金（ETFs）和日本房地产投资信托（J-REITs），购买上限分别为12万亿日元和1800亿日元，并计划将两类资产余额分别增加6万亿日元和900亿日元。同时，日本央行还将购买商业票据和企业债券，购买上限为20万亿日元。三是延续新基金准备措施（New Fund-Provisioning Measure）。继续向合格交易对手提供最长期限为1年的零息抵押贷款。抵押资产主要为金融机构发放的政府项目贷款和中小企业纾困贷款。考虑到经济增长和通货膨胀走势，俄乌冲突对日本货币政策走向影响较小。

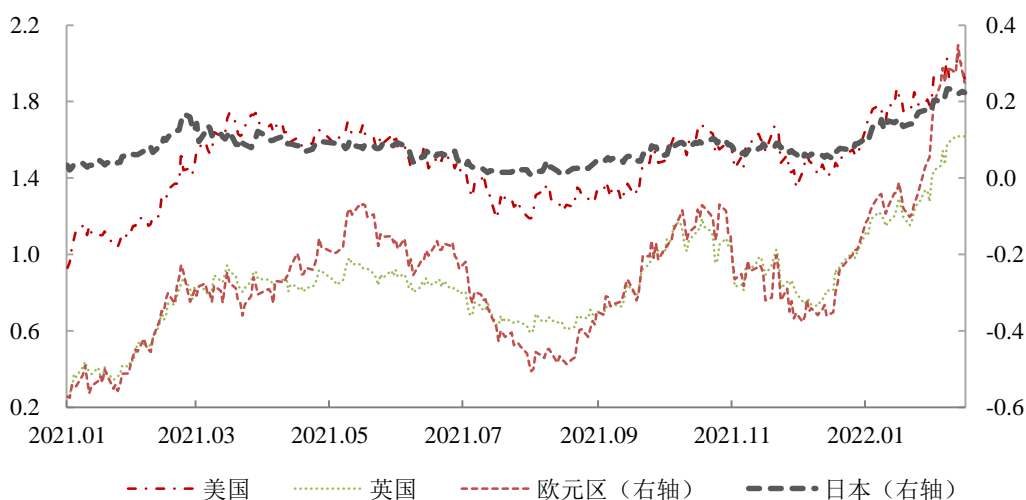
二、发达经济体货币政策调整分化带来的影响

主要发达经济体货币政策周期的转变及分化带来的经济金融外溢影响不容忽视，全球将进入新一轮金融动荡周期。

（一）全球债务可持续性削弱，中国外债结构性风险上升

全球利率水平加速抬升。截至2022年2月18日，美国、欧元区、英国、日本十年期国债收益率分别为1.92%、0.25%、1.62%和0.21%，较2021年年初上涨1.0个百分点、0.8个百分点、1.4个百分点和0.2个百分点（图5）；全球负利率债券规模回落至4.5万亿美元，较上年末下降60%。

图5：主要经济体10年期国债收益率（%）

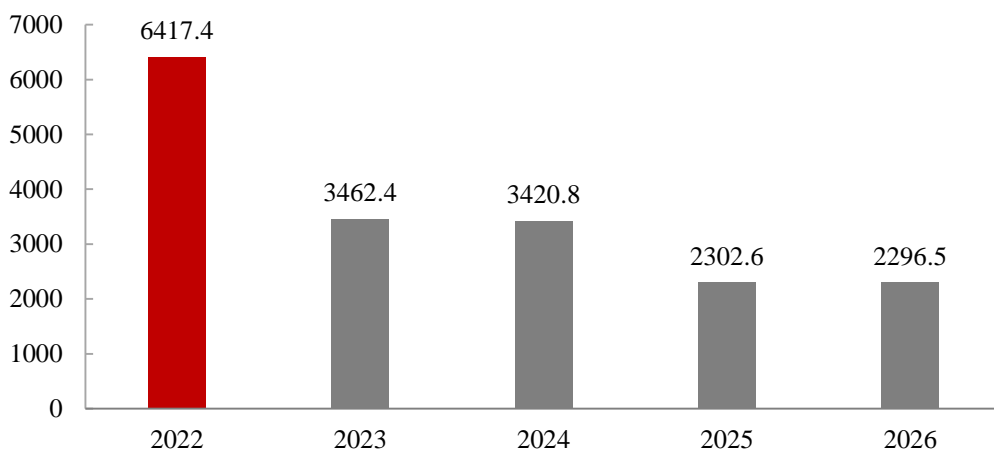


资料来源：Wind

⁴ 日本央行设置的目标是将10年期国债收益率控制在零。2022年2月14日，日本央行已将10年期国债招标利率调整至0.25%。

疫情以来，全球债务增幅创二战以来新高。根据国际金融协会（IIF）报告，截至2021年第三季度，全球债务总额达296万亿美元，约占全球GDP的比重为350%。未来一段时期，利率水平延续上行趋势，短期利率敏感性与攀升幅度更高，将进一步加剧全球债务风险。第一，高收益债违约率或将攀升。2021年，美欧高收益债发行量超过2020年峰值，80%未偿还公司债评级等于或低于BBB级。2022年，企业债将面临评级下调、债务成本加大的压力。第二，新兴市场债务违约风险上升。截至2021年第三季度，新兴市场宏观杠杆率为211%，接近历史最高水平，未来五年将有17.9万亿美元债券及贷款到期（图6）。以土耳其、阿根廷、智利等为代表的部分新兴市场，政经风险交织，国际收支失衡，在全球加息背景下，可能爆发债务危机。

图6：未来五年新兴市场债务到期规模（十亿美元）

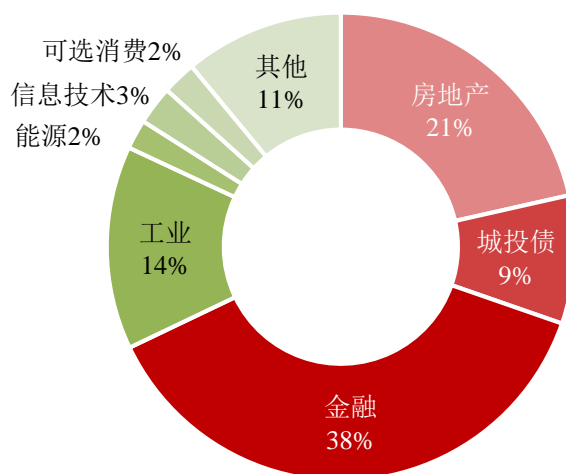


资料来源：IIF

中国外债结构性问题需要高度关注。2021年三季度末，中国全口径外债规模2.7万亿美元，偿债率、负债率、债务率均在国际公认安全线以内。主要经济体货币政策收紧，对于中国外债的冲击相对有限，但应重点关注以下两个方面的结构性风险。一是中资美元债风险上升，房地产与城投领域为薄弱环节。截至2022年2月16日，中资离岸债券存量9335亿美元。其中，房地产债与城投债余额分别为2007亿美元和827亿美元，占比分别为21.4%和8.9%（图7）。当前，我国房地产企业的债务偿付压力较大，其发行的离岸债券的融资成本较高且面临较大到期偿付压力。在美元流动性收紧背景下，外币偿付压力可能会向境内进行传导。二是中资金融机构美元流动性承压。2021年9月，中国银行业的对外外币金融资产与负债分别为1.35万亿美元和0.91万亿美元，呈0.44万亿美元净资产状态。其中，美元净资产规模达到0.47万亿美元。为满足资产

配置需要，银行业需要通过发债等批发性融资或汇率远期、掉期等衍生品交易筹措外币资金，这些资金利率敏感性较高。随着发达经济体货币政策收紧，中资金融机构的外币资金融资条件收紧、成本上升，或将面临流动性冲击。

图 7：中资离岸债券行业结构



资料来源：Wind

（二）跨境资本回流发达经济体，中国的证券投资和其他投资波幅可能加大

2008 年金融危机以来，跨境资本流动的驱动因素和结构特征发生了深刻变化，金融账户对国际收支的影响持续增强，而货币政策日渐成为跨境资本流动的重要驱动因素。理论上，货币政策收紧会抬升无风险利率，改变不同货币间的汇差和利差，吸引资本由低利率、弱势币种向高利率、强势币种流动。与此同时，无风险利率的抬升会改变市场主体风险偏好，增加无风险资产配置比例。

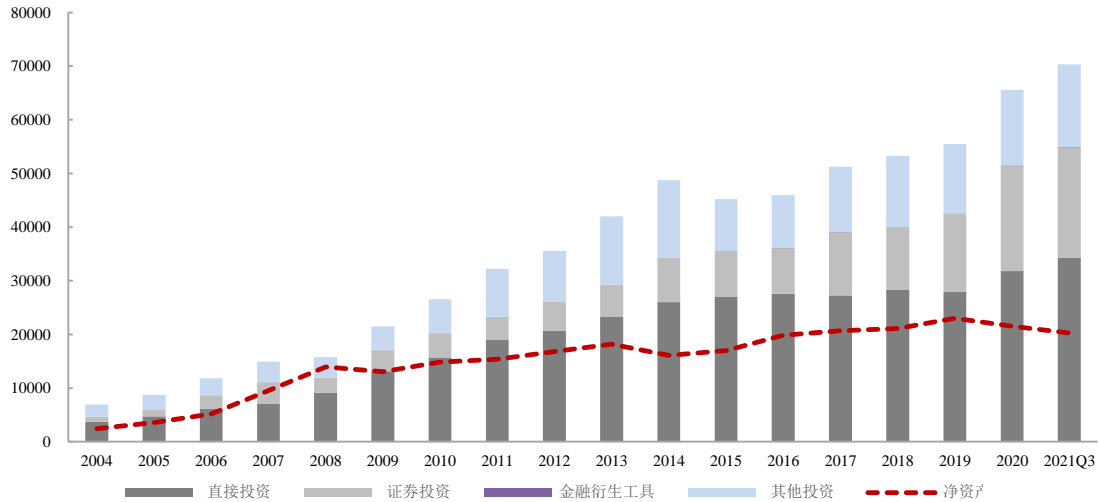
在 2013-2019 年的美联储货币政策正常化期间⁵，美联储减少资产购买、提高联邦基金利率、缩减资产负债表的对全球跨境资本流动产生了显著影响。第一，大量资本回流发达经济体。2013-2019 年，美国国际投资头寸中负债规模由 29.51 万亿美元升至 40.34 万亿美元，增幅达 36.7%，而同期美国国际投资头寸资产增速仅为 20.6%，净负债规模由 5.38 万亿美元升至 11.23 万亿美元。第二，新兴经济体资本外流压力明显加大。以土耳其为例，2013-2019 年，土耳其的国际投资头寸中负债规模由 6360.02 亿

⁵ 主要分为三个阶段。第一阶段，2013 年至 2014 年 10 月，美联储实施增量缩减，在宽松货币政策基本立场下，仍然进行资产购买，但逐渐减少购买规模。第二阶段，2014 年 11 月至 2019 年 7 月，美联储开启加息进程，收紧货币政策。第三阶段，2015 年 12 月至 2019 年 7 月，美联储实施缩表，调整并缩减资产存量。

美元降至 5805.60 亿美元，降幅达 8.7%，而同期土耳其的国际投资头寸资产增速为 10.7%，净负债规模由 3913.72 亿美元降至 3404.50 亿美元。呈现类似特征的国家还包括俄罗斯（2013-2019 年间）、巴西（2013-2015 年间）等。第三，证券投资和其他投资受货币政策立场影响较大。2013-2019 年，美国国际投资头寸负债增长了 10.83 万亿美元，其中，证券投资和其他投资分别贡献了 55.6% 和 12.0%。同期，土耳其国际投资头寸负债缩减 554.41 亿美元。其中，证券投资和其他投资分别减少 311.81 亿美元和 336.93 亿美元。

回顾美联储政策调整引发的“缩减恐慌”期间，中国也曾出现资本短期集中流出现象。2014-2015 年，中国国际投资头寸负债规模减少 3492.45 亿美元，其中，其他投资减少了 4758.98 亿美元。资本外流对我国金融市场和实体经济造成显著冲击。当前，随着我国对外开放步伐不断加快，中国国际投资头寸负债规模不断攀升，净资产规模不断下降，对外负债的结构也发生了明显变化。2021 年三季度末，中国国际投资头寸负债规模达 7.03 万亿美元，证券投资和其他投资占比分别为 29.2% 和 22.0%。随着美国等发达经济体货币政策收紧，中国面临的资本流出压力上升，证券投资和其他投资流出风险值得高度关注。近年来，我国证券投资规模快速攀升，资管机构是驱动证券投资快速增长的主体，这些机构的资本金相对不足、期限错配程度更高，同时大规模采用被动投资和量化交易等策略。其投资偏好易受到市场资金环境的影响，加剧风险的跨市场传染。

图 8：中国国际投资头寸负债结构（亿美元）



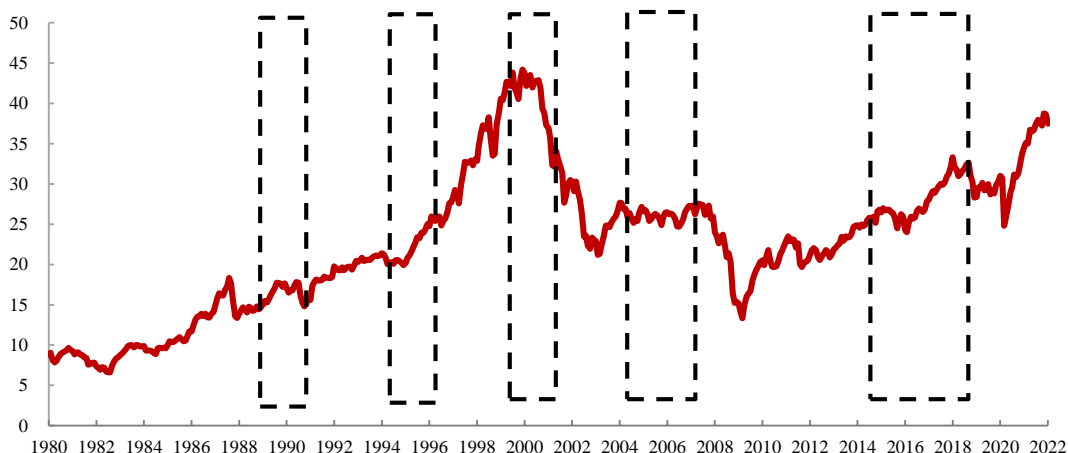
资料来源：Wind

（三）全球金融价格重估，人民币汇率承压

随着基准利率抬升，流动性收紧，全球金融价格面临重估。

全球股市将出现较大幅度调整。历次加息周期中，股票市场普遍出现不同程度回调。2021年以来，MSCI全球指数累计上涨11%，多国股指屡创历史新高，标普500指数席勒市盈率为37.5，估值处于历史区间高位并高于历次加息周期估值均值（图9）。随着全球流动性退潮，经济增长动能减弱，无风险利率上行与盈利贡献下行相叠加，股市存在下跌调整压力。2021年11月以来，VIX指数总体上行，一度突破38水平，投资者预期偏向悲观。从行业表现来看，价值股将优于成长股，高估值科技股、投机性概念股将受到冲击。从区域表现来看，美股面临减仓压力，欧洲、日本以及部分增长前景稳定的亚洲国家股市将受到青睐。

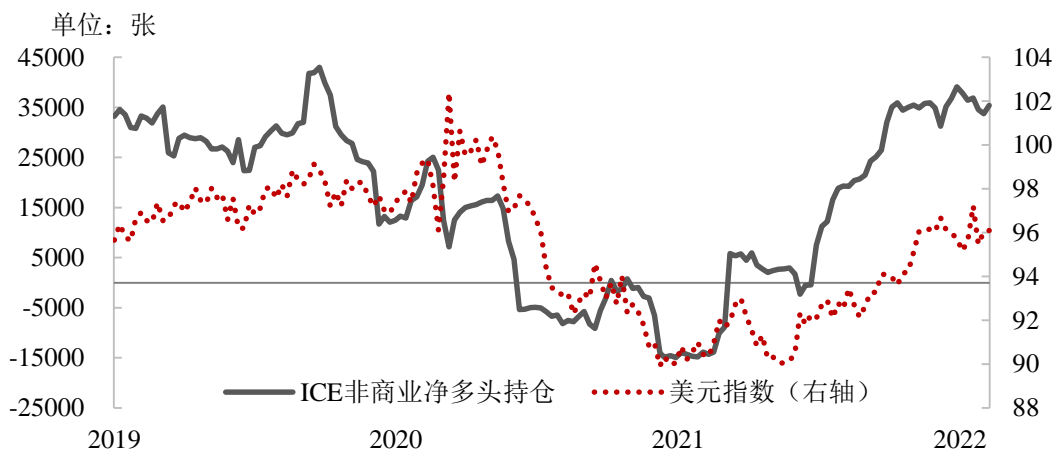
图 9：美国标普 500 指数席勒市盈率及以往加息周期表现



资料来源：Wind，中国银行研究院

美元指数总体保持强势。近期，ICE 美元指数非商业净多头持仓量创 2019 年 10 月以来最高水平（图 10）。在美国经济相对强劲以及加息周期下，美元汇率将呈现中枢抬升、宽幅震荡的态势。特别是 2022 年上半年，美欧加息节奏分化，将支撑美元指数被动升值。部分新兴市场基本面脆弱，可能出现汇率贬值、资本外流与金融市场暴跌的联动效应。不同货币的基准利率水平抬升并分化，将进一步加大全球外汇市场波动。

图 10：ICE 美元指数期货持仓量与美元指数走势

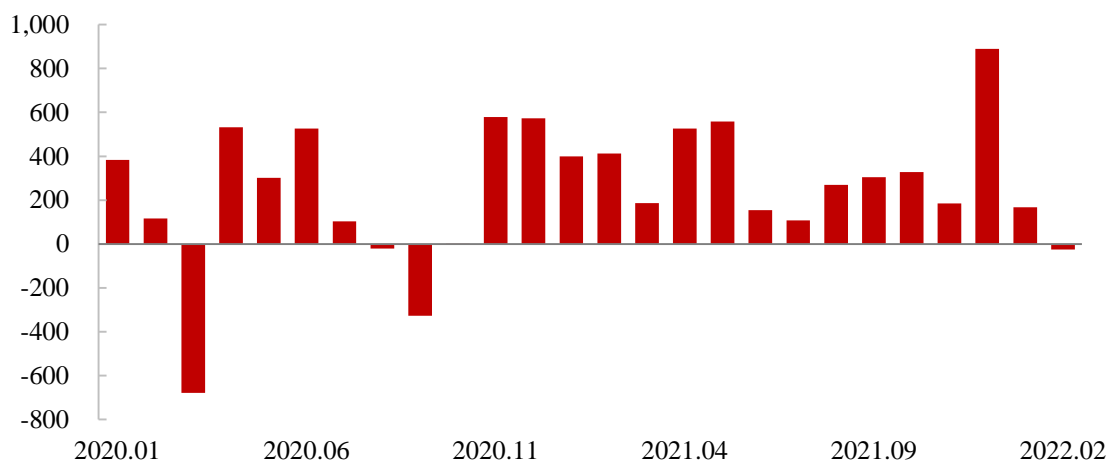


资料来源：美国商品期货交易委员会，Wind

中国股市受到外部冲击有限，沪深港通北上资金净流入放缓。中国股市表现更多地依赖于国内经济与货币环境。近期，中国推出一系列“稳增长”政策，加大跨周期调节力度，维持宽松金融环境，利好股票市场。截至 2021 年末，沪深 300 指数企业利润率为 10.04%，处于历史较好水平，估值相对较低，大幅下跌的空间有限。但是，外

资将阶段性回撤，将一定程度上影响市场信心与居民投资意愿。2022 年以来，沪深港通北上资金净流入显著放缓，1 月净流入 167.8 亿元，较 2021 年月度均值减少 53.4%，2 月进一步转为净流出 25.2 亿元（图 11）。人民币汇率则由强势上涨转向中性趋贬。2020 年 6 月以来，人民币对美元汇率累计上涨 12.4%，对欧元、日元分别累计上涨 10.3% 和 20.9%，对 CFETS 一篮子货币累计上涨 11.9%。后疫情时期，随着经常账户顺差回落，境内外利差收窄，人民币对美元汇率承压，对欧元、英镑以及部分新兴市场货币也存在一定贬值压力，汇率波动幅度将进一步加大。

图 11：沪深港通北向资金净流入⁶（亿元）



资料来源：Wind

（四）经济复苏不确定性加大，化解通货膨胀效果有限

从主要经济体近年来货币政策实施效果看，货币政策对经济增长的影响效果趋弱且影响主要在短期。发达经济体货币政策的收紧，短期内会强化本国（地区）居民储蓄动机，提高借贷成本，在资本市场产生负财富效应，降低消费和投资需求。同时，也会使本币升值，一定程度恶化贸易条件。当前，全球经济经济复苏仍面临较大不确定性。2022 年 1 月，IMF 将 2022 年全球 GDP 的增速下调 0.5 个百分点至 4.4%。发达经济体货币政策的收紧，将一定程度增加全球经济复苏的不确定性。发达经济体货币政策的收紧有利于改善我国的贸易条件，刺激出口。但也会增加金融体系的不稳定性，对实体经济产生拖累。

⁶ 2022 年 2 月数据截至 2022 年 2 月 22 日。

货币政策是总需求政策，对于影响消费、投资和进出口需求端因素具有一定效果。当前，造成主要发达经济体通货膨胀的因素较为复杂。其中，地缘政治风波、供应链中断、生产原材料成本飙升以及劳动力短缺等供给端因素不可忽视。货币政策发力对抑制需求有一定作用，但无法解决供给端矛盾，其对全球通货膨胀压力的抑制效果相对有限。

三、对策建议

当前，地缘政治风险攀升叠加发达经济体货币政策收紧，国际经济金融环境的复杂性、不确定性增强。我国应未雨绸缪，谋划应对方案，积极化解发达经济体货币政策调整分化产生的外溢效应。

第一，货币政策“以我为主”，财政政策重点发力。当前，中国经济面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，要求货币政策提供“稳增长”支持。但是，海外货币政策加速收紧，一定程度上压缩了国内货币政策扩张空间。未来一段时期，中国货币政策要坚持“以我为主”，灵活适度，处理好内部均衡与外部均衡的关系。加大跨周期调节力度，把握海外加息预期与实施不同阶段，扩大公开市场基础货币投放，通过结构性政策工具，确保货币、社融增量维持在合理充裕规模，满足金融机构流动性需求与实体经济融资需求。加大对重点领域和薄弱环节的金融支持，引导资金增加普惠小微贷款和制造业中长期贷款，压低企业综合融资成本。加快专项债发行进度，提高财政支出及时性和有效性。积极支持新型基础设施建设，推进重点行业与领域技术改造，消除长期发展瓶颈。进一步减税降费，延长部分制造业、服务业企业缓税政策，完善政策性担保机制，做好大宗商品保供稳价工作，降低企业生产与融资成本。

第二，加强汇率风险管理，做好债务风险防范与处置工作。增强人民币汇率弹性，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能。完善外汇市场建设，推出外汇期货等产品，丰富汇率风险管理工具，更加注重市场预期引导，降低人民币外汇交易费率。引导企业聚焦主业，提高汇率风险防范意识与能力。引导金融机构降低汇率风险管理服务成本，加大本币金融业务推广力度。未来一段时期，随着美元利率、汇率上行，发债企业倾向于集中偿债，将加剧资本流出与汇率贬值，房地产等领域美元债违约风险加大。我国要加强部门协同与本外币一体化管理，完善外债资金流动监测机制，全面实施全口径跨境融资宏观审慎管理，引导市场主体调整举债币种与期限结构。完

善外债风险的事前、事中和事后管理机制，加强国际监管合作，针对外国投资者建立妥善的债务处置机制。加大房地产逆周期政策力度，考虑推出房地产行业逆周期资本缓冲机制。

第三，加强跨境资本流动监管。适度保持经常账户顺差，为平衡资本项目逆差创造有利条件。稳妥有序推进资本项目高水平开放，以市场化方式逆周期调节跨境资金流动，动态调整、更新宏观审慎监管框架和相关参数，严厉打击外汇违法违规活动。关注证券投资和其他投资资金监测，防范国际资产管理的流动性、高杠杆及关联性风险向境内传导。加强外汇储备管理，保障外汇储备安全、流动、保值增值。加强非银机构交易对手风险识别与排查，优化资管机构杠杆管理，将杠杆管理下沉到产品层面，引导资管机构使用总名义风险暴露、调整总名义风险暴露、净名义风险暴露等监管监测指标。厘清资管机构股权结构，加强关联交易监管，防范特定情形下资产集中抛售与交易踩踏行为。夯实资本市场内生稳定机制，拓展中长期资金入市，壮大机构投资者，培育价值投资理念。

第四，夯实银行业资产负债和风险管理。充分利用发达经济体货币政策收紧契机，提升海外业务净息差。优化资产结构，增配（减持）利率敏感性较高的银行账户资产（负债），缩小（增加）资产端（负债端）重定价周期，形成与货币政策走势相匹配的利率敏感性缺口以及重定价策略。要综合运用各种手段，加强对金融市场极端波动的风险管理。积极运用远期、期权、期货以及掉期等衍生工具对风险敞口进行套期保值。厘清集团层面的风险敞口，开展必要的情景分析和压力测试。加强外币流动性管理，针对批发融资和衍生品筹集的外币负债额度，建立足够的流动性缓冲。在坚持风险中性原则的基础上，适度缓解外币资产负债的错配压力。加强特定领域的信用风险管理。加强对外债规模较大客户的信用风险管理，特别是房地产、地方政府融资平台客户。防范部分新兴市场国家可能出现的主权、公司以及金融机构信用风险。适度压降货币错配较为严重的新兴市场国家的授信比例，如阿根廷、土耳其、智利等；防范财政压力较大国家的主权债务风险，如意大利、西班牙等。