从余初心文章看货币政策边际收紧的变化
——当前货币政策的若干焦点问题

序言：6 月 29 日，余初心发表文章《正确认识应对非常事件的货币政策》，态度相当严厉。文章内容与 5 月以来货币政策操作的边际收紧变化是比较吻合的。我们认为余初心并非央行或者政策执行内部人士，而是在货币政策方面具有深入研究的资深学者，不一定代表央行观点，后续货币政策的走向取决于经济等情况的变化。

一、本轮货币政策边际收紧是宽松总基调下的正常调整，会动态变化

- **5 月以来货币政策没有再度宽松，呈现边际收紧的状态，这是宽松总基调下的正常调整，这种调整具有高度灵活性，会动态变化。**当前货币政策已经渡过应对危机时期，提供流动性已经不是主要任务，政策落脚点在于降低实体经济融资成本的同时，避免流动性过于宽松造成可能的金融市场风险。
- **当前观察货币政策变化的重要时间窗口是 8 月份**：一方面，地方专项债发行规模较大；另一方面，失业率存在阶段性上升的可能。

二、货币政策难以持续边际收紧的四点理由

- **PPI依然呈现通缩状态。**从通胀的角度来看，货币政策相对更加关注 PPI。预计 PPI 将继续改善（Q3 和 Q4 PPI 同比分别为-1.7%和-1.4%），但全年依然呈现负增长状态，PPI 并不存在通胀压力。
- **资金空转已经有所缓解。**当前，企业债券收益率逐步回升，企业债券与理财利差相对收窄，资金空转状况得到明显缓解。
- **中美关系存在不确定性。**疫情发生以来，中美之间的冲突有所升温，中美关系的不确定性是未来需要关注的重要风险点。当前货币政策要为中美关系的异常变动，预留相应的政策空间。
- **货币政策需引导资金成本下调。**从降低实体经济融资成本角度来看，货币政策要引导资金成本的下调，因此不会主动收紧。此外，落实金融对实体经济让利，也需要货币政策引导实体经济融资成本的降低。

三、未来货币政策如何看？从当前紧到略松的可能性

- **会降息吗？**会降息，MLF 降息，但逆回购利率将保持不变；且不会出现加息的状况。
- **会降准吗？**会降准，预计对中小银行再定向降准一次，幅度 50bp。
- **货币量的宽松仍将比较明显。**预计全年新增社融 32-35 万亿元（去年 24.2 万亿元）。社融存量同比 13%左右。

四、当前货币环境下，人民币汇率将温和升值

- 预计人民币汇率将温和升值至 6.9 左右，不会对货币政策的调整形成制约。

五、关注中美可能的金融战：全面制裁不太可能，局部制裁可能性大

- 中美发生全面金融战的可能性相对较低，因此不会对货币政策造成根本制约，但存在美国对中国局部金融制裁的可能性。金融制裁的未来升级可能性比较大，中长期需要注意由此引发的金融风险。

风险提示：国内外疫情发展存在不确定性；政策应对措施和方法不当等

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

邸鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

内容目录

序言：余初心文章传递了什么信号？ 4
一、本轮货币政策边际收紧是宽松总基调下的正常调整，会动态变化 4
二、货币政策难以持续边际收紧的四点理由 6
（1）货币政策难以持续边际收紧：PPI 依然呈现通缩状态 6
（2）货币政策难以持续边际收紧：资金空转已经有所缓解 7
（3）货币政策难以持续边际收紧：中美关系存在不确定性 8
（4）货币政策难以持续边际收紧：需引导资金成本下调 9
三、未来货币政策如何看？从当前紧到略松的可能性 9
（1）未来货币政策从现在紧到略松的可能性：会降息吗？ 9
（2）未来货币政策从现在紧到略松的可能性：会降准吗？ 10
（3）未来货币政策从现在紧到略松的可能性：货币量的宽松仍将比较明显 11
四、当前货币环境下，人民币汇率将温和升值 11
（1）预计人民币汇率将温和升值至 6.9 左右，不会对货币政策的调整形成制约 11
（2）我国货币政策空间相对更足，也是支持人民币汇率温和升值的重要因素 12
（3）近年来，人民币汇率与新兴市场货币相关度明显提高 13
（4）美元荒得到解决，我国货币政策自由度明显加大 14
五、关注中美可能的金融战：全面制裁不太可能，局部制裁可能性大 15

图表目录

图表 1：今年以来我国货币政策的调节（%） 5
图表 2：失业率存在阶段上升可能 6
图表 3：8、9 月份地方专项债发行量加大 6
图表 4：预计 PPI 将继续改善，但全年依然呈现负增长状态 7
图表 5：资金空转套利空间有所收窄 7
图表 6：结构性存款规模上升 7
图表 7：近期中美冲突有所加剧 8
图表 8：货币政策需引导资金成本下降 9

图表 9：我国利率走廊机制 10
图表 10：我国货币政策工具箱相对丰富 10
图表 11：预计再定向降准一次，幅度 50bp 10
图表 12：预计全年新增社融 32-35 万亿元 11
图表 13：预计全年社融存量增速 13%左右 11
图表 14：中国经济复苏节奏、力度相对强于美国（%） 12
图表 15：中美利差相对处于高位（%） 12
图表 16：今年美联储资产负债表迅速扩张 13
图表 17：我国央行资产负债表保持相对稳定 13
图表 18：人民币与新兴市场货币相关性提高 14
图表 19：TED 利差回归正常水平 15
图表 20：中美金融战可能的领域 16

序言：余初心文章传递了什么信号？

6 月 29 日，余初心发表文章《正确认识应对非常事件的货币政策》，关于货币政策重点传递了以下信号[1]：

政策的灵活调节是为了防范金融风险，避免资金空转。“4 月份以来，伴随国内疫情防控形势持续向好，经济数据呈现好转态势。同时，个别金融领域出现杠杆率回升和资金空转现象，金融风险苗头隐现。人民银行根据经济金融形势的变化，也灵活调整了政策操作，积极防范金融风险并提前考虑政策工具适时退出，其目的是为经济金融长期持续稳定健康运行夯实基础。”

一季度为非常事件，货币政策处于特殊时期，不可持续。“今年以来人民银行在特殊时期采取的特殊政策达到了政策预期效果。站在市场观察者的角度看，市场机构还是需要正确认识特殊政策的阶段性特征，秉承理性投资、价值投资、长期投资的理念，不能靠短期投机一条路走到黑。人民银行也应该在防范金融风险的基础上，加强与市场的沟通，稳定市场预期。”

需要预防宽松政策的后遗症。“经济数据回暖、金融风险苗头隐现，对预防刺激政策‘后遗症’和防范金融风险提出新要求。随着形势逐步向好的方向转变，刺激政策的力度是否需要提前做好调整，避免相关后遗症影响今后经济稳定运行成为重要考虑。”

适时退出不意味着货币政策收紧。“‘适时退出’并不意味着‘急踩刹车’收紧货币，目的是为了‘退空转’，更好服务实体经济。从近期的调整看，DR007 回归至接近 2.2%的政策利率水平，利率债中短端品种在接近年初的水平停止上行趋势，作为市场‘压舱石’的长期品种在全过程未发生大波动。”

我们认为，余初心文章，与 5 月以来货币政策操作的边际变化是比较吻合的。我们认为余初心并非央行或者政策执行内部人士，而是在货币政策方面具有深入研究的资深学者，不一定代表央行观点，后续货币政策的走向取决于经济等情况的变化。

一、本轮货币政策边际收紧是宽松总基调下的正常调整，会动态变化

资金空转问题一直存在，但直至 5 月份才引起决策层关注，主要是与危机不同阶段货币政策侧重点的转变有关。当前来看，货币政策已经渡过应对危机时期，提供流动性已经不是主要任务，政策落脚点在于降低实体经济融资成本的同时，避免流动性过于宽松造成可能的金融市场风险。由于新冠疫情为非常事件，所采取的货币政策也是针对特殊时期的经济发展状况的，并不具有可持续性。

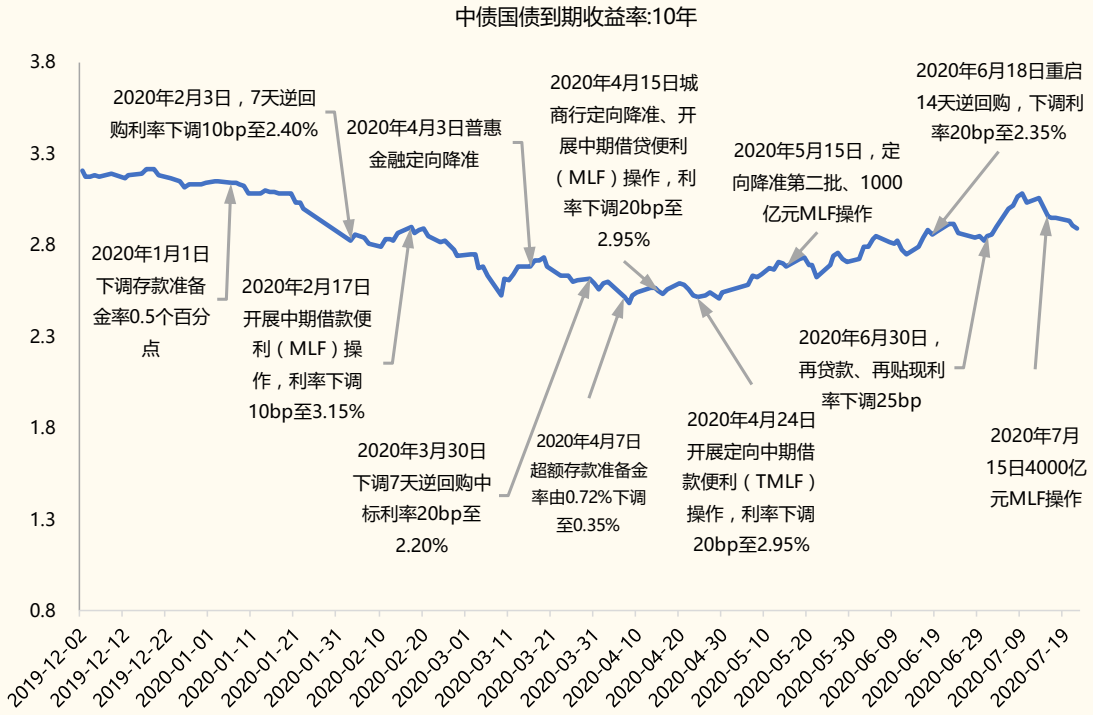
近几个月来，市场利率中枢逐步上升，压缩金融空转套利的空间。近期市场利率中枢逐渐上行向政策利率靠拢，不断压缩金融空转套利空间，与此同时，央行不断推出和强化各类结构性“直达”工具，加大其对商业银行的吸引力，强化金融资源向中小微企业的定向输送力度，促使宽信用对宽货币的依赖程度下降。从 4 月 7 日起，中国人民银行决定将超额存款准备金利率从 0.72%下调至 0.35%。这是央行 12 年来首次调整超额存款准备金利率。**IOER 利率的下调，并不是像**

[1] 引号中内容为《正确认识应对非常事件的货币政策》原文引用

市场所预期的那样，打开了利率下降的空间。央行的目的是加大商业银行贷款的投放，从而使经济能有效地进入实体经济，改善资金空转的问题，为经济发展和稳企业保就业提供有利条件。

总的来说，5 月以来货币政策没有再度宽松，呈现边际收紧的状态，但不会主动紧缩。从政策基调来看，这种调整属于货币政策的动态变化，具有高度的灵活性，货币政策总基调依然呈现宽松态势。

图表 1：今年以来我国货币政策的调节（%）



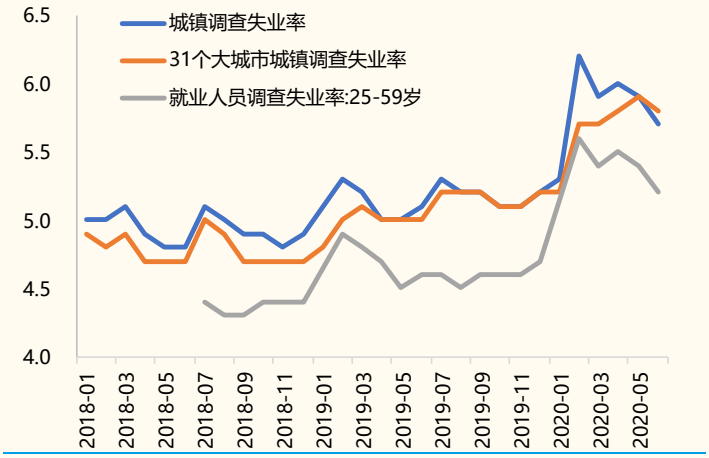
来源：Wind，国金证券研究所

当前来看，观察货币政策变化的重要时间窗口是 8 月份，主要基于两方面考虑：

一方面，随着高校学生毕业，失业率会有所攀升。6 月份，全国 20—24 岁大专及以上人员调查失业率为 19.3%，分别比上月和上年同期上升 2.1、3.9 个百分点。就业压力的阶段性提升，可能意味着会实施就业优先政策，货币政策需要边际宽松。

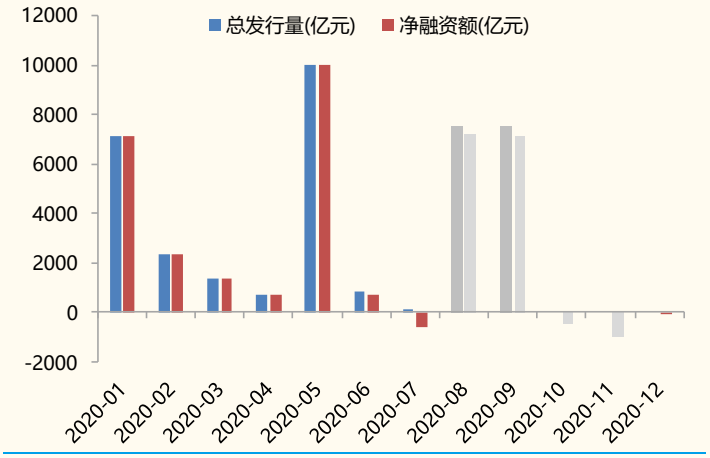
另一方面，地方政府专项债发行力度也将明显增大。今年新增地方政府专项债 3.75 万亿元，按照当前发行进度，还剩余 1.5 万亿元地方专项债额度需要发行。预计 8、9 月份地方专项债的发行力度将明显加大，需要货币政策适当边际调整，以避免与此引发的流动性被动收紧。

图表 2：失业率存在阶段上升可能



来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：8、9 月份地方专项债发行量加大[2]



来源：Wind，国金证券研究所

二、货币政策难以持续边际收紧的四点理由

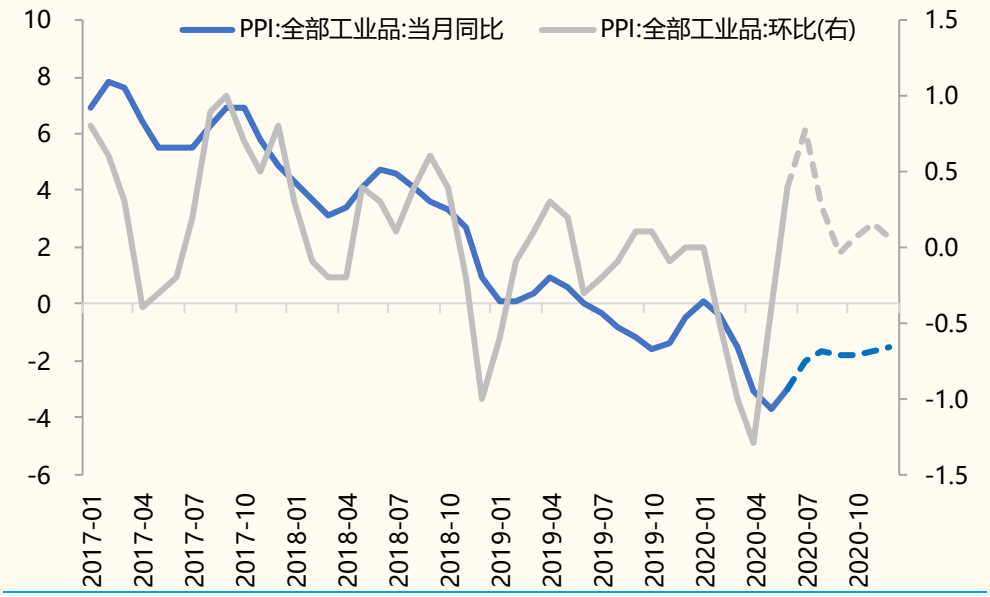
（1）货币政策难以持续边际收紧：PPI 依然呈现通缩状态

在当前经济弱复苏的背景下，财政、货币双宽松的格局将保持不变。4 月以来我国经济复苏明显，但增长动能依然偏弱。疫情冲击下，政策的应对组合与历史上 1998-2001 年类似，先是财政货币双扩张，随后政策重心转向财政扩张，货币保持相对稳定。总体来看，当前经济弱复苏背景下，财政、货币双宽松的格局将保持不变。

从通胀的角度来看，货币政策相对更加关注 PPI。2020 年上半年，PPI 保持下降走势， PPI 由去年同期上涨 0.3%转为下降 1.9%，降幅比一季度扩大 1.3 个百分点。具体来看，1 月份，PPI 环比持平，同比上涨 0.1%；受疫情因素影响，2 月份起，PPI 环比和同比转降，环比降幅从 0.5%扩大至 4 月份的 1.3%，同比降幅从 0.4%扩大至 4 月份的 3.1%。随着疫情防控形势趋稳向好，复工复产进度加快，需求有所改善，5 月份 PPI 同比触底回升，6 月份，PPI 环比止降转涨，上涨 0.4%，同比降幅收窄至 3.0%。**预计 PPI 将继续改善，但全年依然呈现负增长状态，PPI 并不存在通胀压力。**（我们预计 Q3 和 Q4 PPI 同比分别为-1.7%和-1.4%。）

[2] 8、9 月为预测数据

图表 4：预计 PPI 将继续改善，但全年依然呈现负增长状态



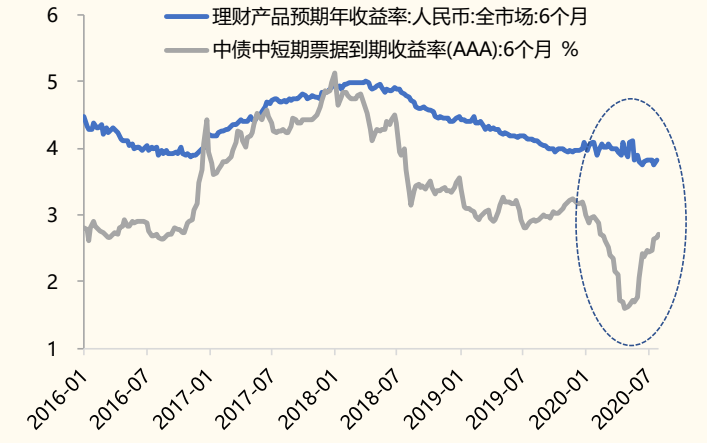
来源：Wind，国金证券研究所

（2）货币政策难以持续边际收紧：资金空转已经有所缓解

疫情冲击下，债券市场利率大幅下行，与此同时理财产品利率相对刚性，这就造成了企业债券与理财利差不断扩大，伴随着套利空间的扩大，资金空转问题有所加剧。到四、五月份时，企业债券与理财产品利差大幅扩大，利差超过了 2%，部分企业通过发行债券的方式获取资金，进而购买理财、结构性存款等产品，资金空转套利程度有所加大。

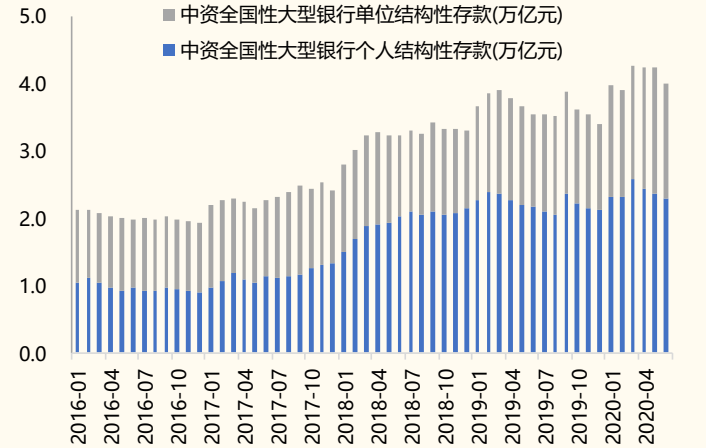
当前，企业债券收益率逐步回升，企业债券与理财利差相对收窄，资金空转状况得到明显缓解。在 5 月份的政府工作会议上，李克强也指出要加强对资金“空转”套利的监管，创新直达实体经济的货币政策工具，推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行。

图表 5：资金空转套利空间有所收窄



来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：结构性存款规模上升



来源：Wind，国金证券研究所

（3）货币政策难以持续边际收紧：中美关系存在不确定性

年初，中国和美国签署中美第一阶段经贸协议，延续近两年贸易冲突暂告一段落。当前全球经济总体延续复苏态势，但贸易摩擦、地缘政治、主要发达经济体货币政策异常等加大了全球经济和金融市场的不确定性，外部环境发生明显变化。自中美贸易战爆发以来，持续升级的贸易摩擦给中美两国甚至全球经济发展带来很大的不确定。2020 年 1 月 15 日，中国和美国签署中美第一阶段经贸协议，延续近两年贸易冲突暂告一段落，美方将履行分阶段取消对华产品加征关税的相关承诺。

但疫情发生以来，中美之间的冲突有所升温，特别是在香港国安法通过以后，美国在多方面对中国施压，对中国实行运输以及涉港官员签证等多方面进行限制。从长期看，如果中美贸易摩擦继续升级并持续下去，势必对我国产业链、就业、经济增速等带来长期且深远的影响。

中美关系的不确定性是未来需要关注的重要风险点。因此，从货币政策角度来看，当前货币政策要为中美关系的异常变动，预留相应的政策空间。

图表 7：近期中美冲突有所加剧

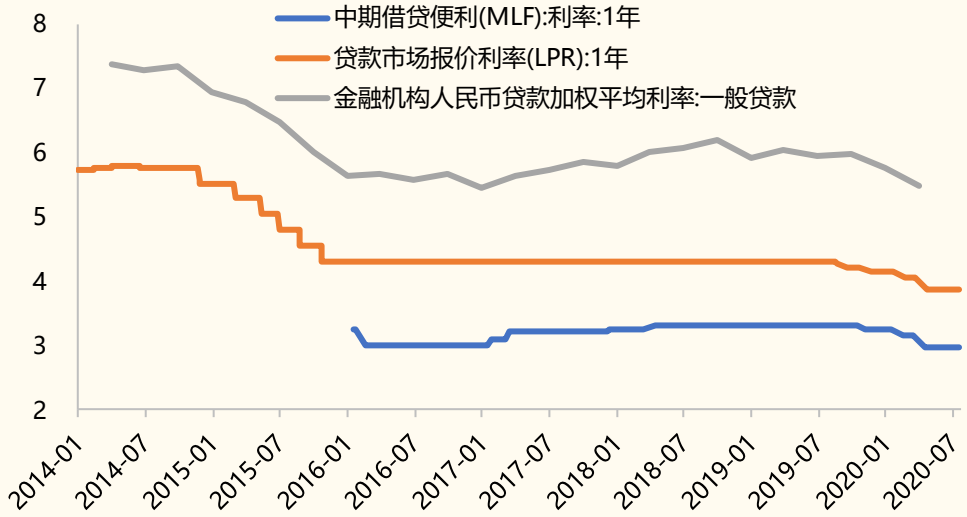
日期	中美关系
2020年7月14日	美国总统特朗普在白宫玫瑰园举行的新闻发布会上宣布已签署“香港自治法案”
2020年6月26日	美国国务院宣布对中方有关涉港官员等实施签证限制
2020年6月3日	美国运输部宣布，自6月16日起暂停所有中国航空公司往返中美的客运航班，后修改为每周运营两班。
2020年5月12日	中国国务院关税税则委员会公布第二批（600亿美元商品）对美加征关税商品第二次排除清单。
2020年4月24日	美国联邦通信委员会（FCC）向“中国政府拥有”的4家通信公司，发出“自证”命令。
2020年3月6日	美国贸易代表办公室(USTR)公布了对3000亿美元加征关税商品清单项下的产品第一批排除公告
2020年2月21日	中国国务院关税税则委员会公布第二批（600亿美元商品）对美加征关税商品第一次排除清单。
2020年2月1日	中国国务院关税税则委员会宣布按照防控新型冠状病毒感染的肺炎疫情进口物资免税政策；已加征税款予以退还。
2020年1月15日	签署中美第一阶段经贸协议，即《中华人民共和国政府和美利坚合众国政府经济贸易协议》

来源：Wind，国金证券研究所

（4）货币政策难以持续边际收紧：需引导资金成本下调

货币政策需进一步引导资金成本的下降。当前来看，货币政策已经渡过应对危机时期，提供流动性已经不是主要任务，政策落脚点在于降低实体经济融资成本的同时，避免流动性过于宽松造成可能的金融市场风险。从降低实体经济融资成本角度来看，货币政策要引导资金成本的下调，因此不会主动收紧。此外，6 月 17 日国务院常务会议明确部署“推动金融系统全年向各类企业合理让利 1.5 万亿元”。属于从银行角度（即信贷供给方）主动向实体经济的让利，但最终让利结果能不能具体落实，还需要实体企业（即信贷需求方）有相应的融资需求。落实金融对实体经济让利，也需要货币政策引导实体经济融资成本的降低。

图表 8：货币政策需引导资金成本下降



来源：Wind，国金证券研究所

三、未来货币政策如何看？从当前紧到略松的可能性

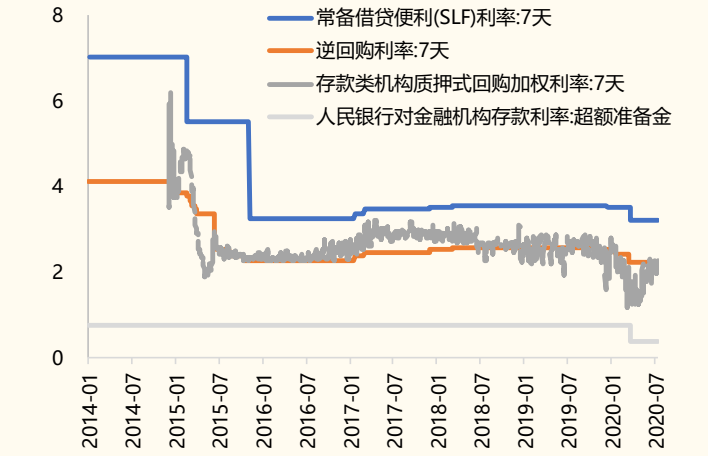
（1）未来货币政策从现在紧到略松的可能性：会降息吗？

会降息，MLF 降息，但逆回购利率将保持不变。此外，不会出现加息的状况。

我国货币政策工具箱相对丰富。2014 年以来，随着国际收支趋向平衡，外汇占款流入放缓，我国央行货币政策操作的主动性明显增强。2013 年初，央行创设了短期流动性调节工具（SLO）和常备借贷便利（SLF），2014 年，分别创设了中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）。我国于 2014 年开始初步建立利率走廊，其中常备借贷便利构成利率走廊上限，下限则为超额准备金利率，近年以来利率走廊在调控货币市场利率方面已逐步开始发挥作用。2019 年初，创设央行票据互换工具（CBS），为银行发行永续债提供流动性支持。

当前经济弱复苏的背景下，货币政策将继续引导实体经济融资成本的下降。预计 MLF 利率存在 5bp 左右下降空间，相应的 LPR 利率也将有所下调。但逆回购、SLF、IOER 利率下调可能性相对不大。过去逆回购利率的调整具有部分随行就市特征，当前货币市场利率估计围绕逆回购利率小幅波动，因此，逆回购利率下调的可能性相对较低。

图表 9：我国利率走廊机制



来源：Wind，国金证券研究所

图表 10：我国货币政策工具箱相对丰富

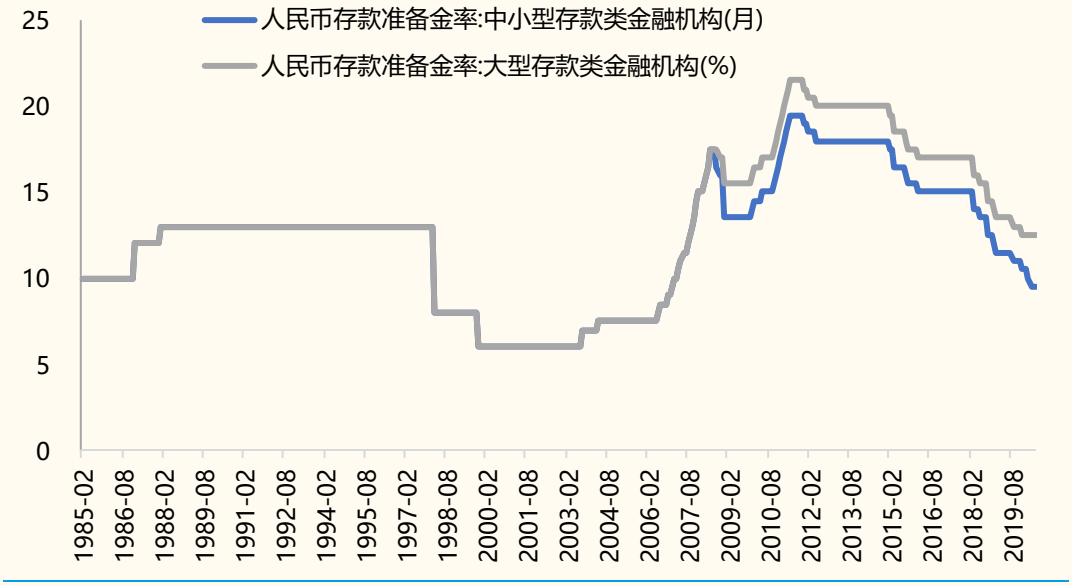
货币政策操作	央行资产方	央行负债方
逆回购，MLF，SLF，TMLF	对其他存款性公司债权	准备金
再贷款、再贴现	对其他存款性公司债权	准备金
CBS	对其他存款性公司债权	央行票据
存款准备金率	不变	准备金结构变动

来源：Wind，国金证券研究所

（2）未来货币政策从现在紧到略松的可能性：会降准吗？

预计对中小银行再定向降准一次，幅度 50bp。从政府政策表述来看，重点在于“六稳”和“六保”，其中就业均处在第一位（“稳就业”、“保居民就业”）。从就业主体来看，小微企业在经济发展、创造就业活动中起着非常重要的作用。改革开放以来，中小企业、小微企业发展到 2000 多万法人，此外还有 6000 多万的个体工商户。小微企业贡献了全国 80%的就业，60%以上的 GDP 和 50%以上的税收。我们预计三季度将预计对中小银行定向降准一次，幅度 50bp。以增加中小银行支持实体经济的稳定资金来源，通过银行传导有促进降低小微、民营企业贷款实际利率，直接支持实体经济。此外，考虑到 8、9 月份地方专项债发行规模相对较大，降准也可以避免专项债发行导致流动性被动紧缩。

图表 11：预计再定向降准一次，幅度 50bp



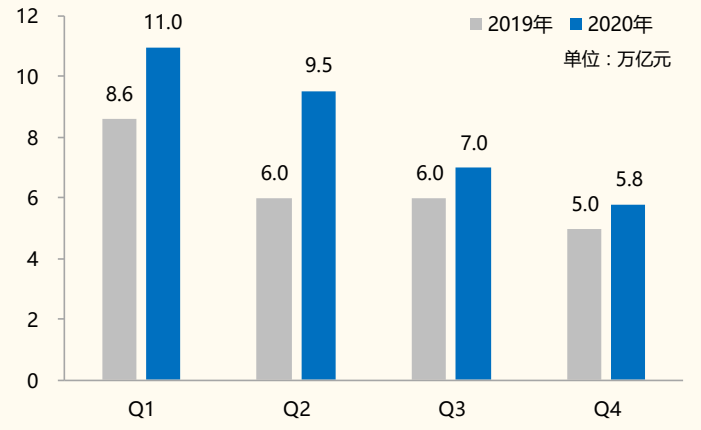
来源：Wind，国金证券研究所

（3）未来货币政策从现在紧到略松的可能性：货币量的宽松仍将比较明显

货币量的宽松仍将比较明显。6 月 18 日央行行长易纲在陆家嘴论坛，讲到“货币政策还将保持流动性合理充裕，预计带动全年人民币贷款新增近 20 万亿元，社会融资规模增量将超过 30 万亿元”。此前上一次提到信贷、社融数量目标是在 2017 年政府工作报告，此后，政府工作报告、货币政策当局都已经不再提出具体的货币数量目标。易纲行长重新对信贷、社融数量目标的说明，实际上传达了货币政策的总基调依然是宽松的。因此，货币量的宽松仍将比较明显。

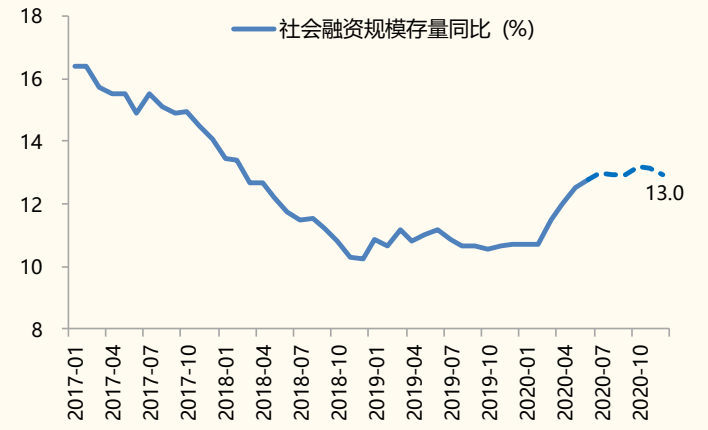
我们预计全年新增社融 32-35 万亿元（去年为 24.2 万亿元）。社融存量同比 13%左右。回顾危机以来的货币政策，危机初期，我国货币政策的取向非常清晰，短期重点在于提供流动性、稳定金融体系，中期则着眼于降成本、且“量”的宽松非常明显。实际上，货币量与价是一个硬币的两面，伴随着量的扩张，信贷价格也将保持相对低位，也有助于实体经济融资成本的降低。今年上半年新增社融 20.5 万亿元（去年为 14.6 万亿元），虽然下半年信贷扩张将有所放缓，但全年来看，货币量的宽松依然是比较明显的，我们预计全年新增社融 32-35 万亿元（去年为 24.2 万亿元）。社融存量同比在当前水平仍将继续上升，此后小幅回落，预计全年增速 13%左右。

图表 12：预计全年新增社融 32-35 万亿元



来源：Wind，国金证券研究所

图表 13：预计全年社融存量增速 13%左右



来源：Wind，国金证券研究所

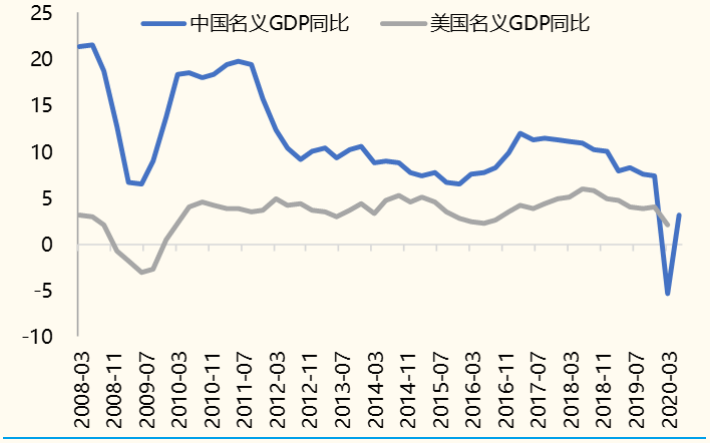
四、当前货币环境下，人民币汇率将温和升值

（1）预计人民币汇率将温和升值至 6.9 左右，不会对货币政策的调整形成制约

一方面，中国的经济稳步复苏，经济景气度相对较好。上周召开的中央政治局会议强调以“六稳”、“六保”为主要基调，推动经济高质量发展，维护社会稳定大局，坚持以供给侧结构性改革为主线，政策基调利好经济。同时，中国二季度 GDP 同比增长 3.2%，恢复正增长，基建板块和互联网 5G 等疫情中的新经济产业增长强劲，中国内需外需同步修复；7 月制造业 PMI 回升至 51.1，连续五个月位于荣枯线之上。IMF 预测 2020 年全球经济水平将下降 4%，但中国经济预计增长 1%。而美国疫情反复，经济复苏缓慢，避险情绪再度升温。美国二季度 GDP 同比下降 9.5%，环比下降 32.9%，比去年同期缩水了约三分之一。截止至 7 月 25 日当周，初次申请失业救济金的人数已升至 143 万。**从中美经济基**

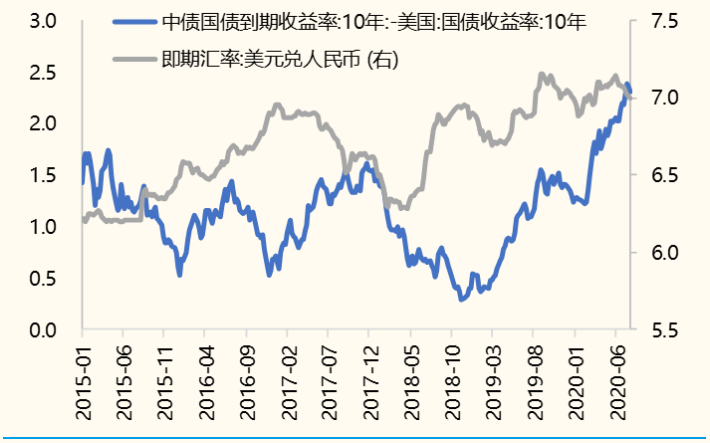
本面来看，我国疫情冲击相对更早，经济复苏节奏和力度相对优于美国，是支撑人民币温和升值的因素之一。此外，当前中美利差保持相对高位，也是支持人民币汇率温和升值的重要因素。

图表 14：中国经济复苏节奏、力度相对强于美国（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 15：中美利差相对处于高位（%）



来源：Wind，国金证券研究所

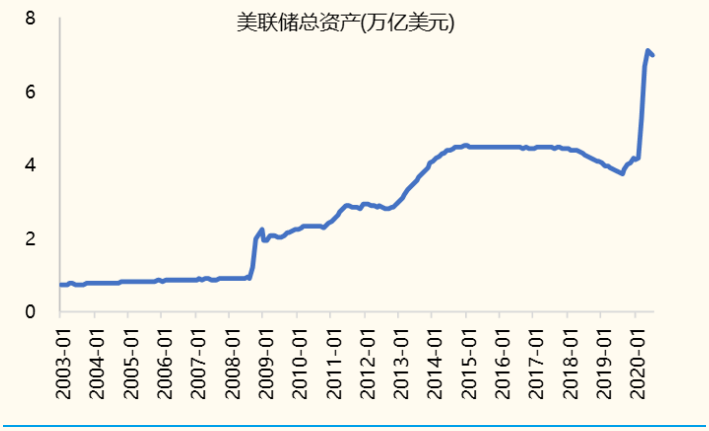
（2）我国货币政策空间相对更足，也是支持人民币汇率温和升值的重要因素

应对危机过程中，美联储资产负债表规模迅速扩张。为应对疫情冲击，3 月疫情爆发之后，美联储重启 QE，迅速将基准利率将为零。为了缓解信贷市场的压力，美国引入了支持信贷流动的工具，如 MMLF，向市场提供融资和贷款，同时建立了薪金保护项目流动性便利(PPPLF)，为工资贷款提供流动性；为了给市场注入流动性，美联储推出 1 万亿美元刺激和领取失业金等政策。在 6 月的 FOMC 会议上，美联储甚至将零利率的前瞻指引扩展到 2022 年，且购买资产的规模没有明显缩减。这一系列政策美联储资产负债表规模大幅扩张，从 4.2 万亿美元扩张至 7 万亿美元。

与之相对比的是，我国央行资产负债表规模相对稳定。反观我国，央行一直采取稳健适度的货币政策，不搞“大水漫灌”，资产负债表规模保持相对平稳，基本稳定在 36 万亿元左右。同时我国货币政策没有一味的宽松，3-4 月极度宽松的政策过后，5 月以来，各类经济指标边际改善，央行逐步调整货币政策，使得银行间利率从疫情时的极低水平逐步向政策利率靠拢。

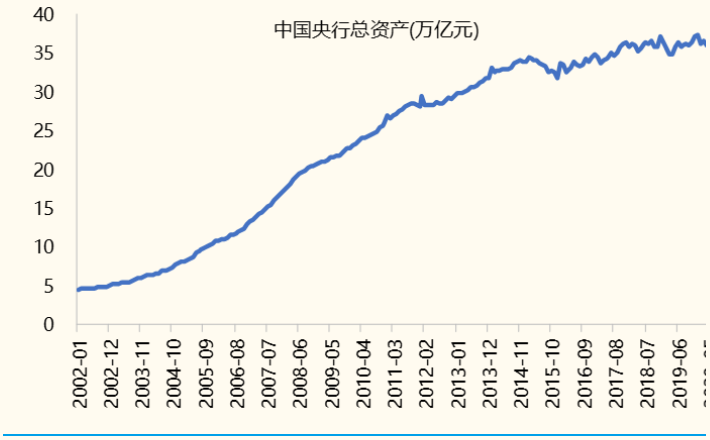
这背后的逻辑在于，中美货币政策应对存在差异，美国由于政策利率已经降至零，只能通过 QE 的方式压低长端利率；我国货币政策空间相对更足，一方面通过降准、逆回购释放流动性，另一方面，通过降息降低资金价格。降准释放的流动性恰恰提高了货币创造能力，而央行“扩表”和“缩表”的金额大体相当，使得资产负债表规模稳定，政策空间充足。

图表 16：今年美联储资产负债表迅速扩张



来源：Wind，国金证券研究所

图表 17：我国央行资产负债表保持相对稳定



来源：Wind，国金证券研究所

（3）近年来，人民币汇率与新兴市场货币相关度明显提高

随着中国经济实力的增强和中国金融市场逐渐开放，人民币国际化进程有所加快。IMF 在 7 月 2 日发布的资料中，2020 年第一季度各个经济体央行所持有的外汇储备中，人民币资产总量为 2214.8 亿美元，占全球官方外汇储备资产的 2.02%，而这一数字在 2019 年第四季度为 1.96%，创下 2016 年 10 月以来全球官方人民币储备资产的新高。这一提升反映了人民币的逐渐国际化，也意味着中国境外资产的国际认可度逐步增强。新冠疫情爆发至今，美国已成为全球疫情最严重的国家，IMF 在 6 月预测今年美国经济将萎缩 8%。2020 年 5 月，美元在国际支付市场所占的比例从 3 月份最高值 44.1%降至 40.88%。**同时，中美贸易摩擦背景下，中国去美元化乃至世界各国去美元化都有所加深，一定程度上为人民币国际化创造了空间。**

与此同时，全球经济一体化背景下，中国对全球经济的带动作用显著。中国对新兴市场国家的影响表现在两个方面：一是中国对相关国家资源品进口的加大；二是中国经济的扩张对全球经济的带动作用，进而影响新兴市场国家。中国宣布将持续不断的进口伊朗的石油，而中国也不断地从新兴市场国家进口其他能源性、资源性产品，如铁矿石、天然气、煤炭、粮食等。另一方面，中国经济的向好会带动他国经济的增长。相较美国的经济和金融市场的不确定性给新兴市场带来的不稳定情绪，我国经济重新企稳为世界经济增长提供了前景，而工业体系的重启和上游生产的恢复也维护了国际产业链的稳定，同时，内需释放弥补了全球疫情带来的需求缺口，带动了相关产品的进口需求。中国经济回升所带来的对商品市场的需求以及对全球经济的贡献，对新兴市场国家经济具有很大的影响力。

图表 18：人民币与新兴市场货币相关性提高



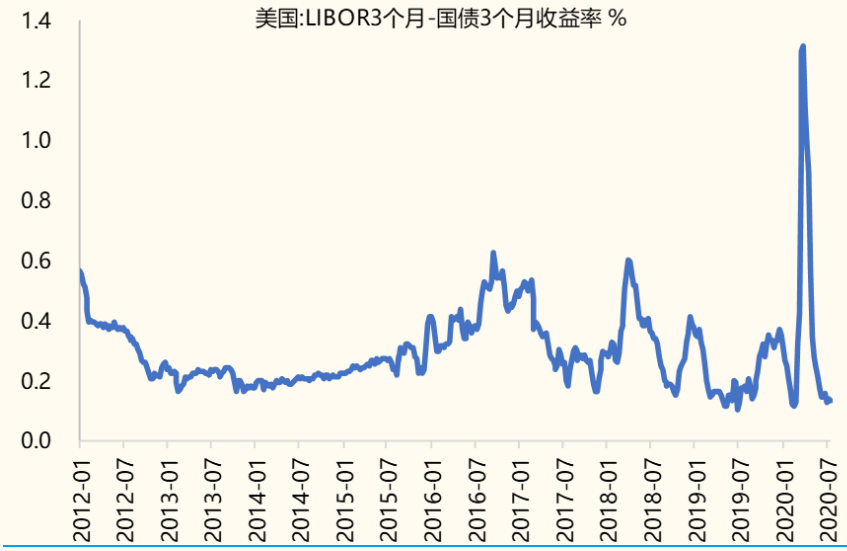
来源：Wind，国金证券研究所

（4）美元荒得到解决，我国货币政策自由度明显加大

年初全球疫情冲击下，金融市场剧烈动荡。3 月份美股持续下跌，美债收益率上行，黄金价格剧烈调整，VIX 恐慌指数明显上升。伴随着美元指数的走强，这意味着美元流动性在大规模紧缩，TED 利差从 3 月初开始（3 个月 Libor 与 3 个月国债收益率之差）大幅飙升，升至 2009 年以来的高位。悲观的预期使得投资者争相抛售手中的风险资产以换取美元的流动性，美国国债也遭到大额抛售，产生了“美元荒”的现象。在这样的干扰下，3 月和 4 月人民币兑美元的汇率跟 1 月比分别贬值了 1.37%和 2.19%。

美元荒得到解决，我国货币政策自由度明显加大。美国迅速施展货币政策应对疫情，随着美联储扩张资产负债表，3 月末 VIX 指数有所回落，TED 利差开始缩窄，美元流动性压力逐渐得到了一定的缓解。**当前美元流动性已经恢复到正常水平，因美元荒所导致的人民币被动贬值压力已经不复存在。**随着疫情的逐步控制和各国货币政策的实施，全球风险偏好有所回暖，投资者信心修复，市场对美元流动性需求降低，而美元指数走弱也对人民币汇率产生了积极的影响，有助于扩大货币政策地施展空间。

图表 19：TED 利差回归正常水平



来源：Wind，国金证券研究所

五、关注中美可能的金融战：全面制裁不太可能，局部制裁可能性大

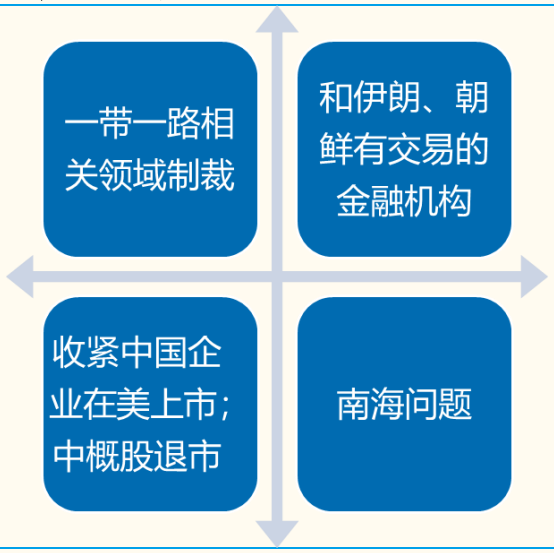
中美发生全面金融战的可能性相对较低，因此不会对货币政策造成根本制约，但存在美国对中国局部金融制裁的可能性。美国不太可能对我国实施全面金融制裁。历史上全面制裁针对的是伊朗和朝鲜。美国过去四十年几乎一直在不间断制裁伊朗，禁止美国与伊朗的一切贸易和投资，两国之间是长期的争斗和博弈。另一个被美国长期制裁的是朝鲜。**中国不是伊朗也不是朝鲜，简单粗暴的金融封锁没有可行性，反而会造成毁灭性的后果，所以无需过度担心。中美金融战可能以一个程度较低，时间较长的大国博弈的方式展开。**我国金融业的开放加大了中美经济利益的交集，使得美国的金融制裁是牵一发而动全身的，“伤敌一千，自损八百”，更难发挥其威力。现阶段中国在维护好和东盟伙伴的关系的同时，要积极加强与欧洲的联系，大力推动人民币国际化，在全球的去美元化的浪潮下，让逆全球化的美国受到限制。

美国对中国更可能的是部分的金融制裁，如对股份制银行进行制裁，而对国有银行制裁会比较慎重。值得注意的是，香港问题是本次制裁的切入点，也是新冷战的标志，主要体现在香港的金融制裁。7 月 15 日，美国总统特朗普签署《香港自治法案》，并签署一项行政命令，终止香港的特殊待遇，并将对与执行国安法的有业务往来的银行进行制裁，阻止相关银行通过美国机构进行美元清算。这一法案导致所有与中国国内银行有关的美元结算、外汇兑换等业务都面临风险。中国五大国有银行正在制定紧急计划以应对制裁。

金融制裁的未来升级可能性比较大，中长期需要注意由此引发的金融风险。美国随时可能对中国的高科技企业（比如华为）采取 SWIFT 系统的制裁，将中国的高科技产业禁足于国内。同时，美国也会想方设法干扰“一带一路的建设”，通过金融制裁和技术封锁，阻挠一些中小国家与中国的合作。美国也有可能专门针对中国部分和伊朗、朝鲜有交易的金融机构。另一方面，美国参议院在 5 月 20 日通过了《外国公司担责法案》，要求证券发行人证明其不受外国政府的拥有或控制，意味着中国企业只有符合美国审计要求才能获准上市，或将让在美上市的中概股公司受到负面影响。金融制裁的未来升级可能性比较大，中长

期需要注意由此引发的金融风险。

图表 20：中美金融战可能的领域



来源：Wind，国金证券研究所

风险提示：

1、 疫情扩散速度和范围远超预期，导致经济和社会活动受到重大影响；

2、 政府应对措施和方法不当，导致恐慌性情绪和预期混乱；

3、 部分行业受到负面影响远超预期。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH