

如何破局？

论美联储加息对我国经济政策的影响

- 今年以来，在美联储激进加息姿态的驱动下，美债收益率快速上行，中美两国收益率曲线出现“双重倒挂”：一是美债收益率曲线局部倒挂；二是中美收益率曲线出现大范围倒挂，2-10年期中美国债利差迅速转负。在此背景下，3月份陆股通下外资净流出461亿元，托管数据显示外资净卖出我国债券1,125亿元。进入4月份，人民币兑美元也出现贬值。
- 高通胀下，美联储对今年加息的中位数预测达到7次175bp，至明年中达到2.5-3%的本轮加息周期高点，而市场机构的预期更加进取。不过，美联储本轮加息周期，在短期冲刺之后，政策路径仍然存在较大不确定性。第一，作为需求管理工具的货币政策难以应对地缘政治冲突导致的供给冲击。第二，美国收益率曲线的期限利差出现倒挂，是预示经济衰退的强烈信号，势必制约后续加息节奏。第三，加息可能使得美联储史无前例出现亏损。第四，大幅加息将使得美国公共财政承压。美联储有可能在下半年放缓加息节奏，等待地缘政治冲突结束、全球供应链内生修复。
- 相对而言，我国货币政策的放松节奏表现克制。可能有三方面原因：一是资金面处于合理充裕状态。二是当前经济下行压力主要来自生产停顿及供应链受损，货币宽松无能为力。第三，我国货币政策受到了美联储激进加息的外部制约。
- “三重压力”叠加疫情冲击下，实现全年5.5%的增长目标的难度上升，应该如何破局？首先，当务之急是尽快恢复经济社会生活。其次，要妥善化解房地产行业发展难题。第三，允许人民币汇率从当前的位置适度贬值。最后，也是最困难的，是要通过积极的政策举措跨越“宽货币”到“宽信用”的鸿沟。从根本上讲，只有做好我们自己的事情，才能更好地应对外部环境的冲击。我们迫切需要进一步解放思想、实事求是，重新回到市场化改革这一主题，坚持发展经济的硬道理，稳定经济社会大局。

丁安华，首席经济学家

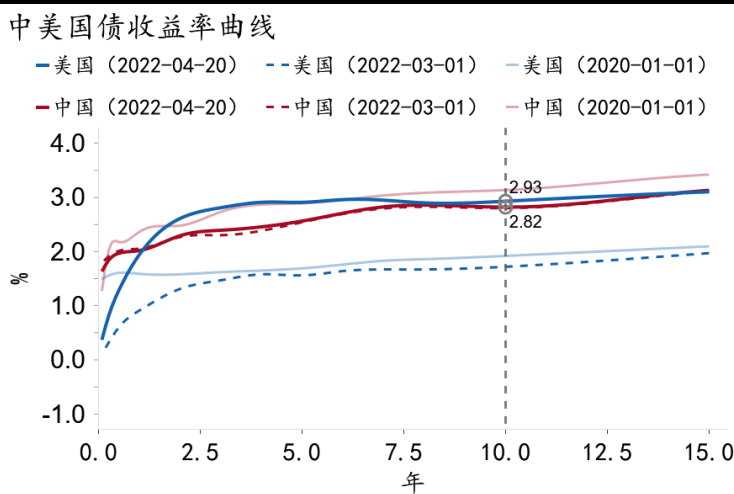
(852) 3761 8901

dinganhua@cmbi.com.hk

今年以来，在美联储激进加息姿态的驱动下，美债收益率快速上行，中美两国收益率曲线出现“双重倒挂”：一是美债收益率曲线局部倒挂，部分期限利差转负；二是两国之间的收益率曲线出现大范围倒挂，2-10年期中美国债利差迅速转负（图1）。在此背景下，3月份陆股通下外资净流出461亿元，托管数据显示外资净卖出我国债券1,125亿元。进入4月份，人民币兑美元出现贬值，港币兑美元汇率逐步逼近弱方保证位置，均表明我国出现一定规模的资本流出。

从10年期国债看，截至4月20日美债收益率较3月初上行121bp至2.93%，而我国国债收益率在此期间小幅波动2bp至2.82%。由此可见，两国收益率曲线的相对变化，更多由美国进取的加息态度所驱动，中国的货币政策处于守势，客观上受到了一定的制约。

图1：中美收益率曲线出现“双重倒挂”



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

一、中美货币政策加速分化

高通胀下，目前美国实际利率深度为负，为美联储短期内快速加息提供了空间。以1年期国债收益率与1年期通胀预期（密歇根大学消费者调查）之差计，当前美国实际利率为-3.46%。美联储对今年加息的中位数预测达到7次175bp，至明年中达到2.5-3%的本轮加息周期高点。而市场机构的预期更加进取，CME联邦基金利率期货隐含的全年加息预期达到10次，至明年联邦基金利率达到本轮加息周期峰值3.3%。

相对而言，我国货币政策的放松节奏表现克制。4月15日降准25bp，幅度相较以往减半，低于预期。4月20日，市场对于LPR利率调降的预期再次落空。国债收益率波动不大。究其原因，可能有三方面：一是从金融体系内部看，资金面处于合理充裕状态，信贷需求不足并非完全由货币政策所引致。二是当前经济下行压力主要来自防疫导致的生产停顿及供应链受损，货币宽松无能为力。第三，不容否认，我们的货币政策受到了美联储激进加息的外部制约。

二、美联储加息路径：短期冲刺后仍存不确定性

不过，我认为美联储本轮加息周期，在短期冲刺之后，政策路径仍然存在较大不确定性。原因如下：

第一，作为需求管理工具的货币政策难以应对地缘政治冲突导致的供给冲击。俄乌冲突下紊乱不堪的大宗商品供应链，不是美联储加息可以解决的。货币政策的能力有限，不能包打天下。

第二，美国收益率曲线的期限利差出现倒挂，是预示经济衰退的强烈信号，这是美联储要着力避免的前景，势必制约加息的节奏。

第三，美联储可能出现史无前例的亏损。2021年美联储公开市场账户（SOMA）的收益率约1.48%。若加息超过150bp，将面临资产收益率和负债成本之间的倒挂。当前SOMA账户余额约8.4万亿，每25bp的额外加息意味着超过200亿美元的浮亏。而“缩表”将使得浮亏兑现，迫使美联储向国会寻求拨款，用纳税人的钱弥补央行亏损。

第四，大幅加息将使得美国公共财政承压。美国政府债务占GDP的比重已经突破135%，远超二战时期104%的峰值水平。加息背景下，财政付息压力陡然上升。

所以，我认为美联储有可能在下半年放缓加息节奏，等待地缘政治冲突结束、全球供应链内生修复。当前美联储释放的激进收紧信号，其目的在于抑制通胀预期，防患于未然。英文谚语有云，“吠犬从不咬人”（a barking dog never bites），一个攻击的姿态本身就可以降低后续行动的必要性。预期管理的要领，是通过强硬的措辞，替代实际行动的必要。

三、对我国经济运行的影响

加息背景下，后续美债收益率曲线的形态，有两种可能的演化方向。一是“熊陡”，即随着通胀预期回落或是增长预期改善而陡峭化，期限利差由负转正。实现这一乐观前景的必要条件是俄乌冲突缓和、供应链修复，经济增长预期改善。二是“熊平”，通胀预期“脱锚”失控或是增长预期恶化，收益率曲线由局部倒挂发展为全面倒挂，美国面临经济衰退的悲观前景。

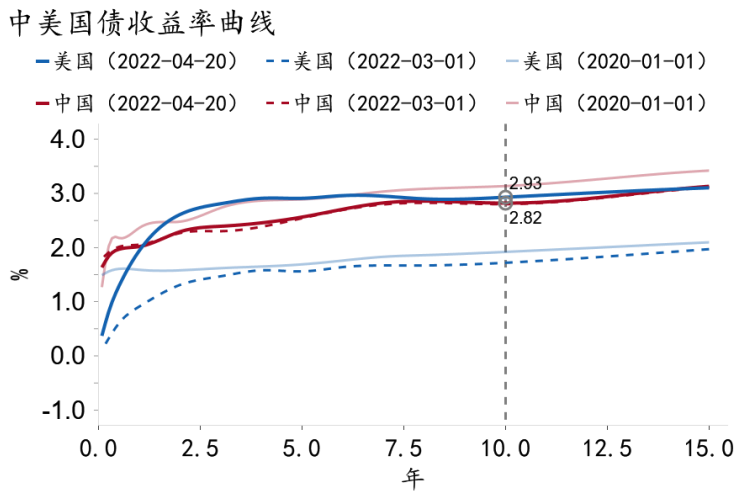
对我国而言，如果不解决自身的“稳增长”问题，不论是美债收益率“熊陡”还是“熊平”，都是不利的。若美国收益率曲线“熊陡”，中美利差持续倒挂，将通过汇率和资本外流渠道冲击我国的金融市场，进而影响实体经济。若美国收益率曲线“熊平”之后经济陷入深度衰退，将通过出口外需渠道冲击中国的制造业。所以，做好我们自己的事情，从来都是应对外界冲击的不二法门。

从这个意义上讲，外部环境恶化，并非矛盾的关键。将当前中国经济面临的困难归结于外部环境的恶劣，是一种肤浅而懒惰的借口。内因，始终是事物发展的根本；外因，无论作用多大，也必须通过内因才能起作用。我坚定地认为，只有一条路可以化解当前的经济困局，那就是做好我们自己的事情，真正坚持市场化改革，稳定市场预期，推动经济发展。

四、中国经济：如何破局？

一季度我国 GDP 实现 4.8% 的同比增长，较去年四季度上行 0.8pct，展现了一定的韧性。不过，有几个信号更值得关注：一是一季度环比增速较去年四季度下降 0.2pct 至 1.3%；二是 3 月份主要经济数据全面恶化，增长动能显著减弱；三是就业压力加大，城镇调查失业率连续上涨五个月至今年 3 月的 5.8%（图 2），其中 16-24 岁年龄段失业率逆季节性升至 16.0%。四是 4 月开始部分核心城市封控管理趋严，复工复产进展缓慢，对经济的拖累还可能加剧。实现全年 5.5% 的经济增长目标的难度上升，稳增长压力进一步加大。如何破局？

图 2: 3 月失业率显著超出政府目标



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

首先，当务之急是尽快恢复经济社会生活。防疫强度与经济社会生活是一对矛盾。防疫强度加大虽可有效隔断流行病的传播，但是限制人际交往又会造成经济活动停顿、生活品质下降。过于严厉的防疫政策，将大量挤占公共资源，导致经济运转失序，失业人口增加，不利于“稳民生”“稳大局”。一个政府的治理水平高低，不在于滴水不漏的控制力，而在于平衡防疫强度与经济生活的能力。

其次，要妥善化解房地产行业发展难题。当前市场主体对房地产行业未来发展方向的想法分歧，购房者惜购、银行惜贷，进一步加剧房企流动性困局和地方政府财政压力，市场机制陷入无法有效运行的负向循环。目前监管部门正在对此前过于严厉的房地产政策纠偏，但各项政策并未有效形成合力，房地产信用风险并未出现实质性改善，形势仍然严峻。部分地区已放松了限购、限贷和按揭贷款利率政策，但 3 月全国商品房销售金额同比跌幅 (-26.2%) 仍在进一步扩大。房企融资状况也在持续恶化，3 月到位资金同比收缩加剧 (-23%)，其中新增开发贷 1,420 亿，同比下降近三成，接近历史最低水平。如何激活居民合理的购房需求，实质性缓解房企的流动性困局，仍需政策的积极行动。

第三，允许人民币汇率从当前的位置适度贬值。这有两方面的好处：一是在“不可能三角”下，为我国央行独立于美联储的货币政策提供空间。二是有助于提高我国出口商品在国际市场上的竞争力，对冲出口的下行压力。

最后，也是最困难的，是要通过积极的政策举措跨越“宽货币”到“宽信用”的鸿沟。当前的核心问题，是信心崩盘导致的民间信贷需求不足。这不是单靠“宽货币”就能够解决的。如何纠偏？3月16日金融委会议要求有关部门“积极出台对市场有利的政策，慎重出台收缩性政策”。但在实际工作中如何做到这点，知易行难。

从根本上讲，只有做好我们自己的事情，才能更好地应对外部环境的冲击。我们迫切需要进一步解放思想、实事求是，重新回到市场化改革这一主题，坚持发展经济的硬道理，稳定经济社会大局。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

| | |
|-----|------------------------------|
| 买入 | : 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15% |
| 持有 | : 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间 |
| 卖出 | : 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10% |
| 未评级 | : 招银国际环球市场并未给予投资评级 |

招银国际环球市场行业投资评级

| | |
|------|--------------------------|
| 优于大市 | : 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标 |
| 同步大市 | : 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若 |
| 落后大市 | : 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标 |

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构属制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。