

首席观点

2022年4月22日

如何破局？

论美联储加息对我国经济政策的影响

丁安华 招商银行首席经济学家

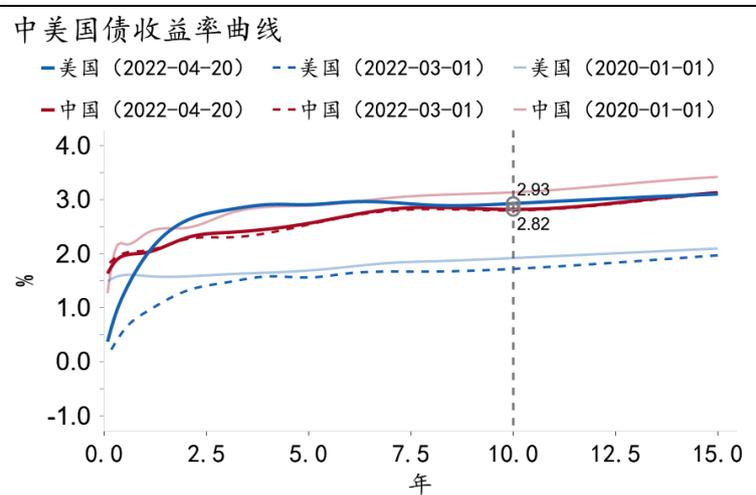
☎ 0755-83146635 ☒ dinganhua@cmbchina.com



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。

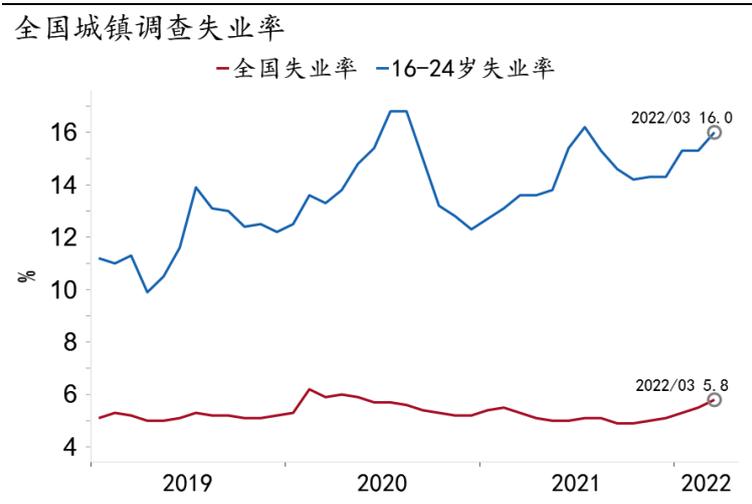
对我国而言，如果不解决自身的“稳增长”问题，不论是美债收益率“熊陡”还是“熊平”，都是不利的。若美国收益率曲线“熊陡”，中美利差持续倒挂，将通过汇率和资本外流渠道冲击我国的金融市场，进而影响实体经济。若美国收益率曲线“熊平”之后经济陷入深度衰退，将通过出口外需渠道冲击中国的制造业。所以，做好我们自己的事情，从来都是应对外界冲击的不二法门。

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

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F (518040)

电话 0755-22699002

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号