

以我为主：常识与反常识

核心观点：

1.常识未必都是事实。美联储加息之下，为应对资金外流和货币贬值，新兴市场国家不敢放松甚至可能收紧货币政策，这似是习以为常的逻辑。但历史与现实果真如此吗？目前联储加息周期在即，国内稳增长亟需政策发力，海内外经济迥异之下能否做到“以我为主”？

2.反常识的是，联储加息并不必然意味着美元升值和新兴市场货币贬值。1974年以来的21轮联储加息周期中，仅出现8轮美元明显升值。此外，在过往联储加息周期中，新兴市场还呈现经常账户顺差越大、其货币贬值幅度越小的规律，当前人民币具备类似特征。

3.尽管如此，与其他新兴经济体不同，即便在联储加息期人民币贬值压力不大，面对经济下行压力，我国政策利率仍鲜有下调，这在一定程度会掣肘贷款利率和信贷扩张。但我国采用更多的是非利率的逆周期手段，国有投资率先扩张进而带动其它利率更敏感部门。

4.展望未来，面对相较过往可能更快的联储加息，我国仍将“以我为主”稳增长。但在工具选择方面，未必倚重政策利率的显著调整。加之在“珍惜正常的货币政策空间”思路下利率对经济的弹性近来已明显递减，诸多非利率政策有望综合发力促进信用扩张和经济企稳。

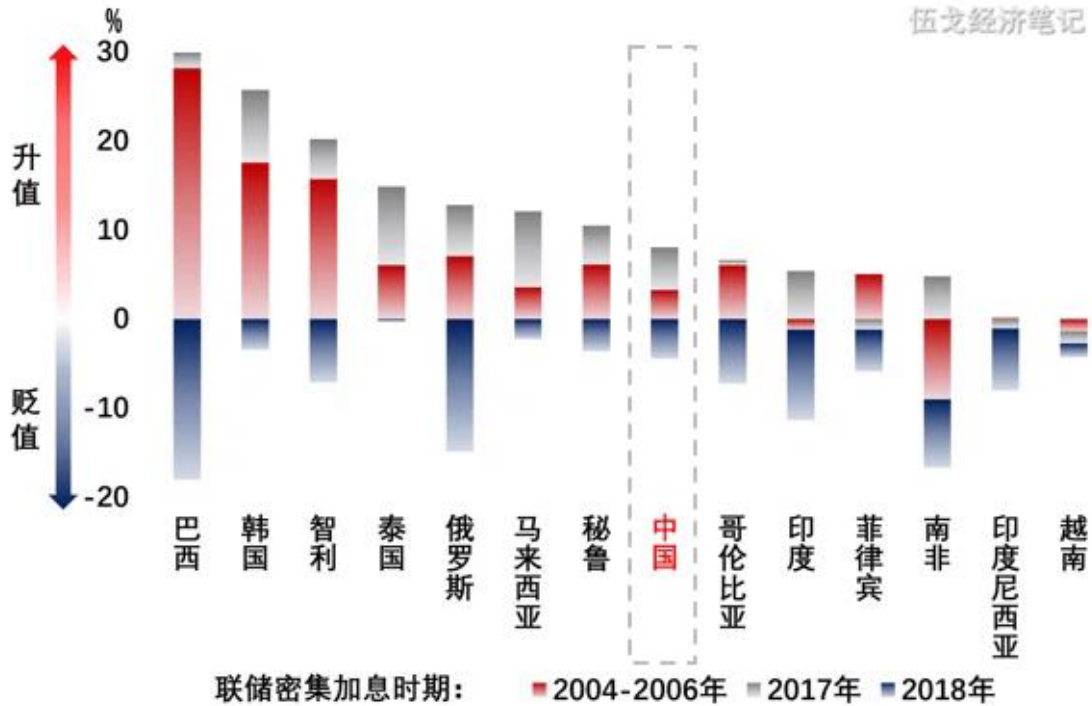
正文：

常识未必都是事实。美联储加息之下，为应对资金外流和货币贬值，新兴市场国家不敢轻易放松甚至可能收紧货币政策，这似是习以为常的逻辑。但历史与现实果真如此吗？目前联储加息周期在即，国内稳增长亟需政策发力，海内外经济迥异之下能否做到“以我为主”？

一、联储加息预示人民币贬值？

历史上联储开启加息周期后，并不必然意味着美元升值和新兴市场货币贬值。自1974年以来的21轮加息周期中，联储首次加息后的6个月内仅有8轮美元出现升值。这揭示出汇率决定的复杂性，利率只是其中的一个因素而已。

图 1. 联储加息时新兴市场货币未必贬值



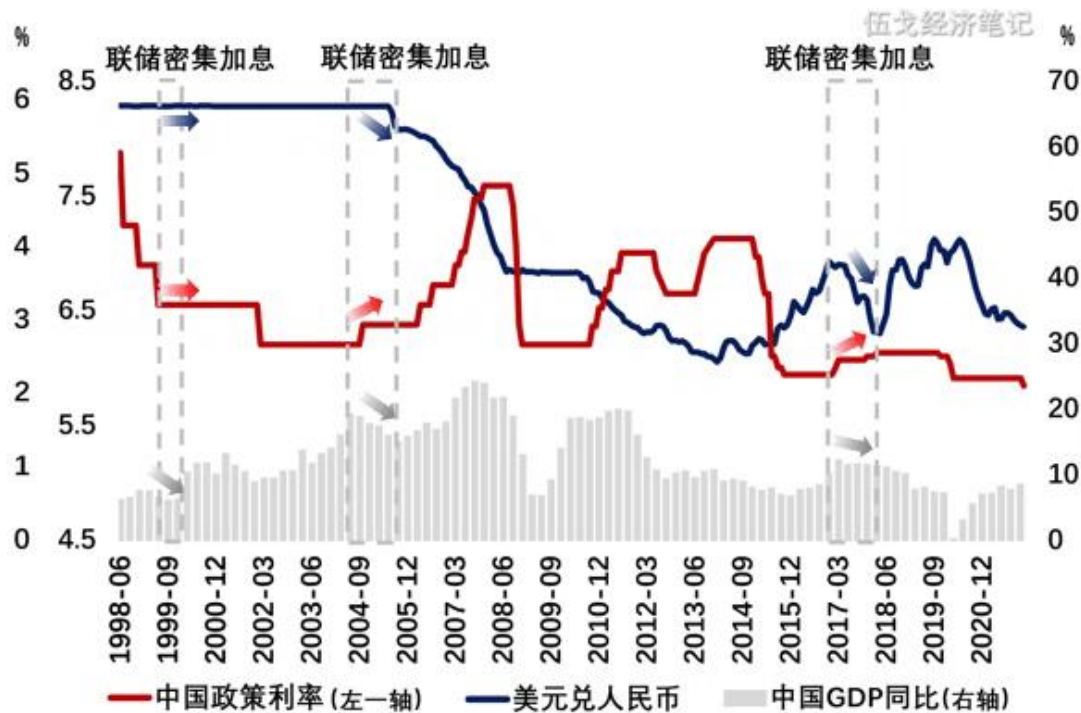
来源：CEIC，WIND，笔者测算

在过往联储加息周期中，即使新兴市场国家货币贬值，其贬值幅度还呈现出经常账户顺差越大、其货币贬值幅度越小的规律。疫情以来，我国出口份额显著抬升，经常账户顺差仍处高位。从这个视角来看，短期人民币即便出现贬值或许幅度也不会太大。

二、联储加息掣肘我国利率空间？

与其他新兴经济体不同，即便在联储加息期人民币贬值压力不大，面对国内经济下行压力，我国政策利率鲜有下调。尽管我国仍有资本流动的宏观审慎管理，但政策利率似也顾及了联储加息等外部因素。

图 2. 即使人民币无贬值压力，政策利率似也顾及联储加息



来源：WIND，笔者测算

注：政策利率 2012 年后为 7 天逆回购利率，之前为 1 年期贷款基准利率。

三、政策利率稳定是否掣肘稳增长？

历史看，在联储加息且我国稳增长的情形下，尽管我国国内政策利率保持相对稳定，但贷款利率往往也会随着融资需求不振而下降。但与政策利率能灵活调整的时期相比，贷款利率的降幅以及信贷扩张的程度确实会受到一定程度的限制。

图 3. 政策利率不调，影响贷款利率下行及信贷扩张幅度



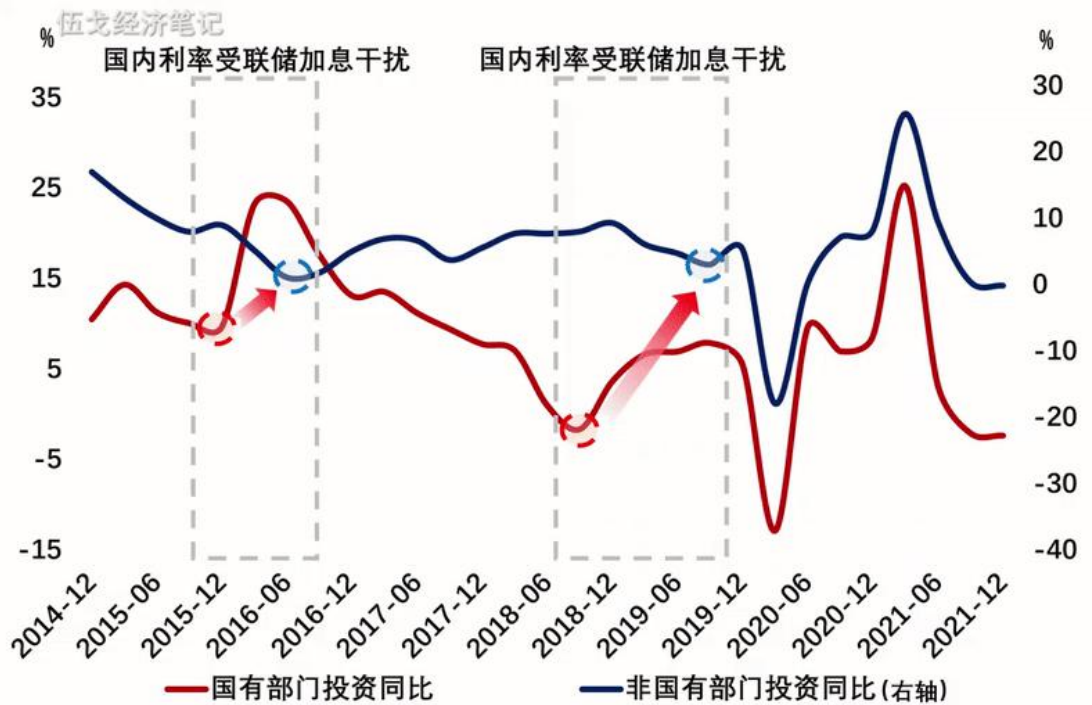
来源：WIND，笔者测算

注：鉴于数据可得性，政策利率以 7 天逆回购利率表征。

值得一提的是，在“珍惜正常的货币政策空间”思路下，利率对经济的弹性近年来已明显递减。对比几轮经济下行期，2015 年我国实际 GDP 增速相较前一年下降 0.4 个百分点，贷款利率下降 1.5 个百分点，利率对经济弹性约 3.75；而 2018 年下半年 GDP 同样下行 0.4 个百分点，贷款利率只降低了 0.3 个百分点，弹性降至 0.75；疫情期间，弹性更是降至 0.04 的低位。

事实上，近年来我国似乎更多的是通过非利率的手段来稳增长，如降低准备金率、加大信贷投放以及出台产业政策等。在此过程中，国有投资受利率影响相对较小，往往率先扩张进而带动其它利率更敏感部门。

图 4. 国有投资率先扩张，受利率影响较小



来源：WIND，笔者测算

注：国有部门指国有及国有控股单位。

展望未来，面对相较过往可能更快的联储加息步伐，我国仍将“以我为主”稳增长。但在工具选择方面，未必倚重政策利率的显著调整。加之“珍惜正常的货币政策空间”思路下利率对经济的弹性已明显递减，诸多非利率政策有望综合发力，从而促进信用扩张和经济企稳。

四、基本结论

一是常识未必都是事实。联储加息不必然预示美元升值和新兴市场货币贬值。多轮联储加息周期中，仅有少数时期美元出现明显升值。此外，在过往联储加息周期中，新兴市场还呈现出经常账户顺差越大、其货币贬值幅度越小的规律，当前人民币具备类似特征。

二是与其他新兴经济体不同，即便在联储加息期人民币贬值压力不大，面对经济下行压力，我国政策利率仍鲜有下调，这在一定程度会掣肘贷款利率和信贷扩张。采用更多的是非利率手段进行逆周期调节，国有投资往往率先扩张进而带动其它利率更敏感的部门。

三是展望未来，面对相较过往可能更快的联储加息，我国仍将“以我为主”稳增长。但在工具选择方面，未必倚重政策利率的显著调整。加之“珍惜正常的货币政策空间”思路下利率对经济的弹性已明显递减，诸多非利率政策有望综合发力促进信用扩张和经济企稳。

【作者】

伍戈：博士，长江证券首席经济学家。曾长期供职央行货币政策部门，并在国际货币基金组织担任经济学家。孙冶方经济科学奖获得者，曾获浦山政策研究奖、刘诗白经济学奖，蝉联“远见杯”中国经济预测冠军。

曹海巍、俞涛、高童：长江证券研究员。

徐睿、余吉双、王鑫鑫：长江证券实习研究员。

【近期研究】

1. [当稳增长遭遇加息潮](#)，2022年2月15日
2. [政策不仅是预期](#)，2022年2月6日
3. [稳地产，稳增长](#)，2022年1月24日
4. [政策此岸，到经济彼岸](#)，2022年1月13日
5. [逆周期归来](#)，2022年1月3日

更多内容请长按二维码关注：

伍戈经济笔记



伍戈经济笔记