



伍戈：加息潮中的“以我为主”



不管大家对于海外怎样判断,美联储加几次息,态势还是非常明显的。国内态势也很明显,稳增长不仅仅是经济问题,也是政治问题。海内外的经济主线都是非常清晰的。

稳增长相对而言能够提升大家对未来经济的看法,特别是对风险的偏好;但如果美联储收缩的话,按传统理解,很可能导致新兴市场国家资本外流、本币贬值、国内面临很多收缩压力。

“以我为主”听起来很长信心和志气,我们是大国,当然以我为主,但是话说回来,我们也是一个开放型的大国,这意味着未必能够独善其身,除非是封闭。如果开放的话,或多或少还是得融入到世界,考虑到世界经济和金融的形势发展,特别是像美国作为全球最主要货币发行国的变化。

所以,在全球加息过程中,怎么以我为主,或者说,能不能做到以我为主?要做到以我为主有几个简单的方式:第一个方式,彻底封闭,资本项下全部封闭,钱不出去,这显然不行;第二,汇率足够灵活,当外部遇到紧缩性或者各方面政策时,通过汇率国内灵活调整,本币贬值是放松政策;第三,利率调整,以利率为代表的政策出现明显的、以国内为主的下降调整。这些途径都是可以的。

在我们脑海中间,是不是联储加息之后一定是这样一个逻辑——美元加息、资本流出、本币贬值,各国政策受到干扰?常识归常识,我们看过去美联储加息的情况,其实并没有发现联储加息时候新兴市场国家货币一定贬值,甚至在更多的时期,新兴市场国家的货币是升值的,而且升值的

概率似乎比贬值的概率还要大，这是反传统的，反教科书的。

问题出在哪儿？在于美联储加息是不是会引发新兴市场国家资本外逃，取决于包括美元货币升值。这个问题复杂在哪儿？整个世界经济运行不是唯利率论，比如说我们之所以认为人民币会贬值，很大程度认为加息时美元会升值，但是美联储加息，美元是不是一定升值呢？其实不是必然。因为除利差之外还有很多重要因素，比如说美元指数中 60%是欧元，所以联储加息过程并不是美元一定升值，还取决于美欧之间的经济状况，这个问题变得非常复杂。

当然对于中国或者其他亚洲经济体而言，还有一个好消息。在 2018 年美国急剧加息缩表时期，顺差比较大的国家即使出现阶段性的本币贬值，贬值幅度也往往非常小，其实有点类似于我们现在。过去两年，中国成为疫情当中的顺差者，顺差明显增加，最近一段时期，美国升值预期很强，人民币并没有贬值，甚至人民币还升值。

在货币政策方面能不能以我为主，更关键的问题是什么？新兴市场国家往往非常担心资本外流，特别是担心联储加息之后本币贬值、资本外流。大家看历次美联储密集加息，哪怕人民币那时候没有贬值压力，人民币还处于升值状况，和其他的新兴市场国家经济体相比，中国的决策者都更为审慎。当经济处于下行期，人民币处于升值状态，这种情况下我们会不会跟着美国变化呢？大概率还是会顾及美联储变化的。中国政策非常审慎。我们的利率政策很审慎，还有一个事实，中国这几年潜在经济增速是下降

的，但是动利率的手段非常小，在新冠疫情那么严重的时候，贷款利率只下降 0.54%，还不到 1%，这跟美联储加息可能没有关系。这体现什么思路？这个思路就是也许中国决策者非常在乎不重蹈西方国家零利率陷阱，慎用货币政策空间。

这个事实有好处也有坏处。坏处是什么？如果政策利率不调整的话，商业银行的贷款利率调整非常温和，贷款利率如果下降很慢，在很大程度上会掣肘市场化贷款增速提升，这个意义上讲不是特别逆周期、稳增长。

但是也要看到，中国这样一个国情，在稳增长过程中，我们不是依赖于利率的敏感性，今年以来包括过去大半年社融触底回升，很大一部分动力不是贷款，而是一些对利率不是太敏感的，包括专项债、政府一般债。在专项债和政府债大量发行过程中，利率没有多少变化，发债量也上去了，某种意义上说具有强烈的政府行为和财政行为色彩。

它的好处是什么？好处在于，中国即使受到外围利率约束，哪怕过去几年我们非常在乎利率下降的空间，但是中国经济往往也能够逆周期调整，因为对利率不敏感的部门也能逆周期发力，带动对利率敏感的部门。所以

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_38708

