



# 伍戈：当稳增长遭遇加息潮



意见领袖 | 伍戈（长江证券首席经济学家）

核心观点：

1. 外紧而内松。当前海外高通胀货币收缩在即，国内稳增长政策发力可期。大国经济固然以我为主，但开放世界实难独善其身。海内外经济周期显著错位之下，国内政策是否真能我行我素？金融市场又将如何映射这般时空强弱的变化？

2. 与历史相比，美联储的行动似已明显落后经济基本面。其失业率近乎疫前，通胀再创历史高峰，联储 Taper、加息、缩表的节奏将显著快于过往。值得一提的是，随着海外疫情的逆转，诸多发达经济体甚至已领先“领头羊”美联储加息。

3. 海外流动性收紧往往发生在全球经济相对较好的时期，从实物指标来看，并不直接冲击我国实体经济。但确实可能对我国利率等政策形成一定制约。历史上，美联储密集加息时我国鲜有降息，且国内市场的风险偏好容易波动甚至降低。

4. 展望未来，我国稳增长预期及纠偏措施在春节后可能强化。但考虑到疫情管控、需求强度以及利率空间等现实，信用和社融的扩张预计相对温和。综合对比海内外力量，本轮美联储收缩的幅度频率或更易主导我国金融市场的风险偏好。



正文：

大国经济固然以我为主，但开放世界实难独善其身。当前海外高通胀货币收缩在即，国内稳增长政策发力可期。海内外经济周期显著错位之下，本轮国内政策是否可能我行我素？当国内稳增长遭遇海外紧缩，二者孰强孰弱，金融市场又将如何映射这般时空强弱的变化？

### 一、海外流动性紧缩将多快？

与历史相比，当前美联储的行动似已明显落后经济基本面。近期其官方失业率回至 2018 年初的水平，尽管受疫情影响劳动参与率仍有缺口，但劳动力市场已接近“就业最大化”。在此情形下，薪资环比增速远超历史同期，核心 CPI 环比创 31 年来同期新高。若考虑基数效应，本轮通胀同比增速或于一季度见顶后回落，但仍将持续大幅高于联储 2% 左右的政策目

标。

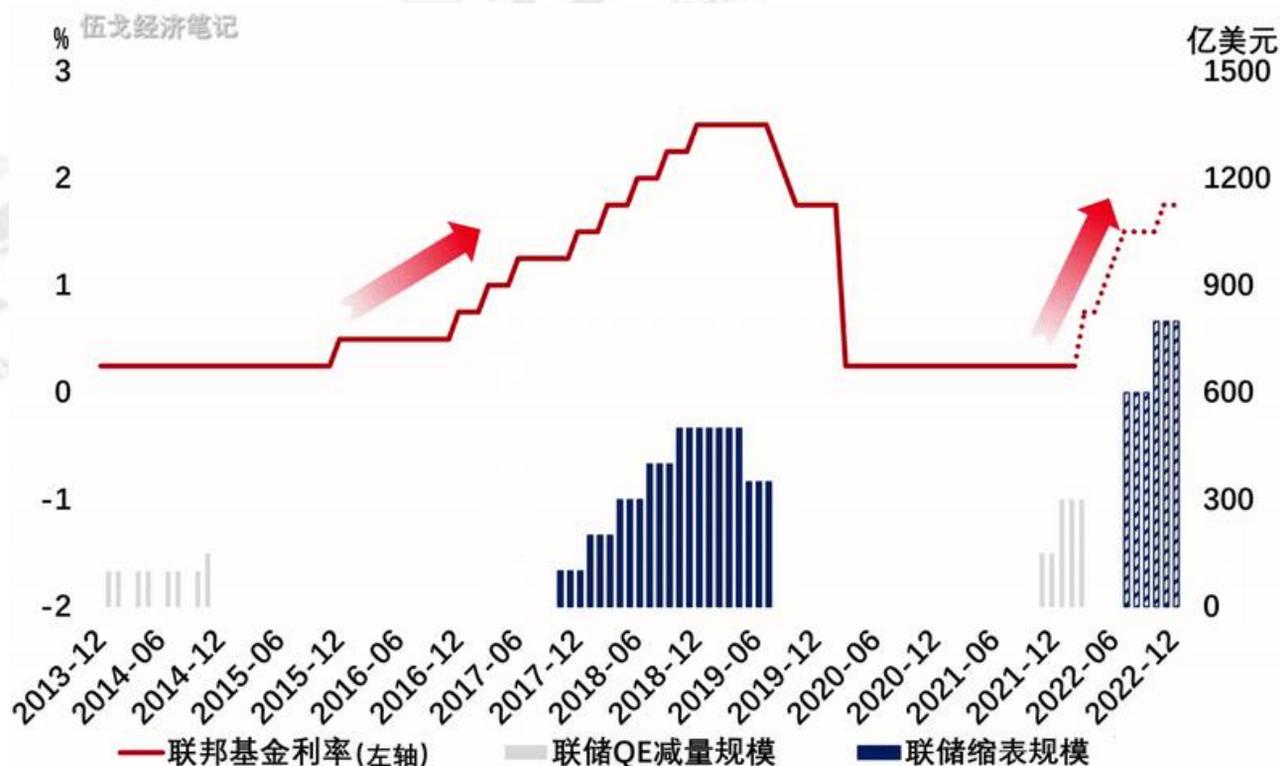
图 1. 美联储行动落后经济基本面



来源：WIND，彭博，笔者测算

未来美联储的收缩步伐或将显著快于过往。节奏上，本轮美联储行动更紧凑，年内 Taper、加息、缩表大概率先后实施，三者间隔将远短于上轮周期中 1-2 年的间隔。幅度上，无论是当月的 QE 减量规模还是缩表规模，均将高于上轮周期；特别是，从联储官员讲话和市场预期看，3 月加息 50bp 的可能性或高于 60%，而最近一次加息 50bp 需追溯至 2000 年。与过往不同，美联储并非本轮发达经济体货币紧缩的“领头羊”。英国、韩国、挪威、新西兰等已加息至少 2 次，欧央行亦不再坚持今年加息“非常不可能”的表态。

图 2. 美联储收缩或明显快于过往

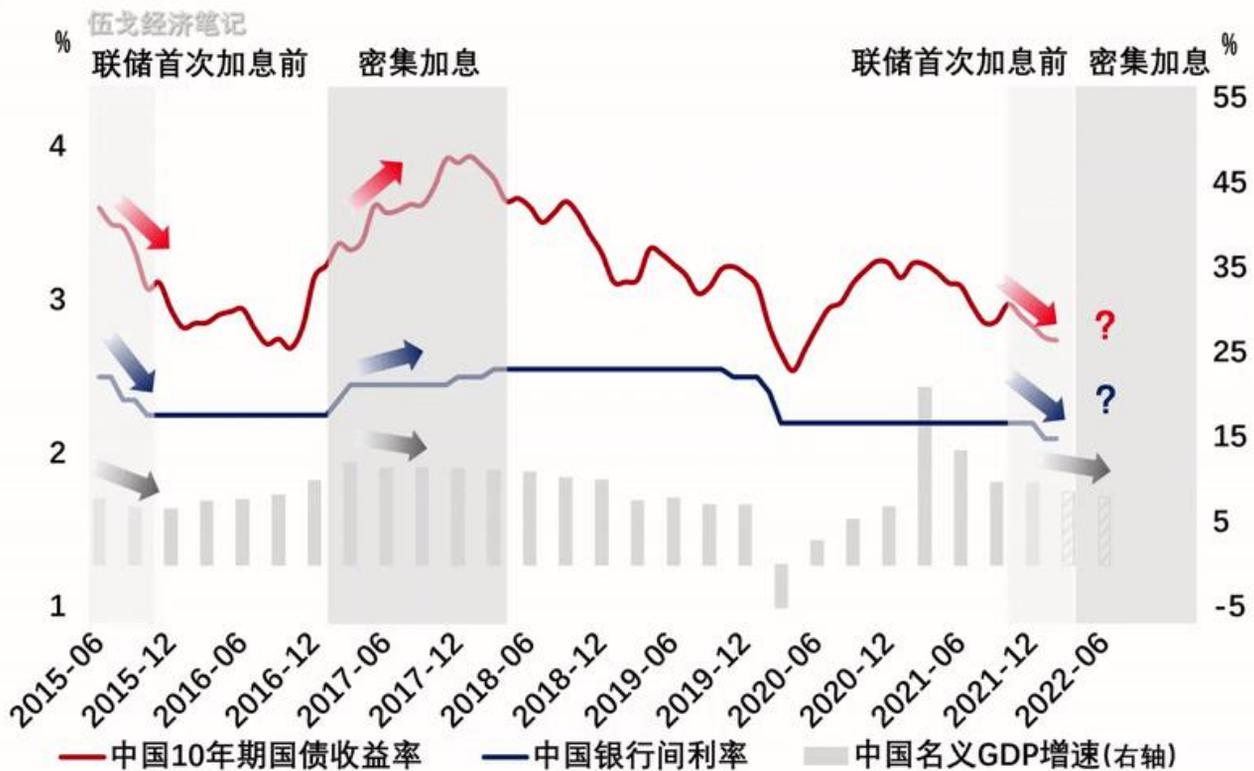


来源：WIND，彭博，美联储，笔者测算

## 二、稳增长可否对冲外部紧缩？

海外流动性收紧往往发生在全球经济相对较好的时期，从实物指标来看，并不直接冲击我国实体经济。尽管政策仍“以我为主”，但外部流动性收紧确实可能对我国利率等形成一定制约。历史上，美联储密集加息时我国鲜有降息，国债收益率受外部的影响往往会更大些。不过，2020年以来，由于持续贸易顺差人民币积累了较大升幅，其灵活波动能为未来我国利率政策提供一定缓冲空间。

图 3. 国内利率能否“以我为主”？



来源：WIND，笔者测算

回溯上轮加息周期，目前我国金融市场面对的情形与 2015 年末美联储首次加息前夕有些相似。当时，国内稳增长之下社融增速已从底部回升，但股市等为代表的风险偏好似乎受海外流动性收缩的影响更为明显。考虑到本轮海外紧缩将强于过往，未来我国金融市场的风险偏好短期内或更易

由动甘不降/任

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\\_37360](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_37360)

