



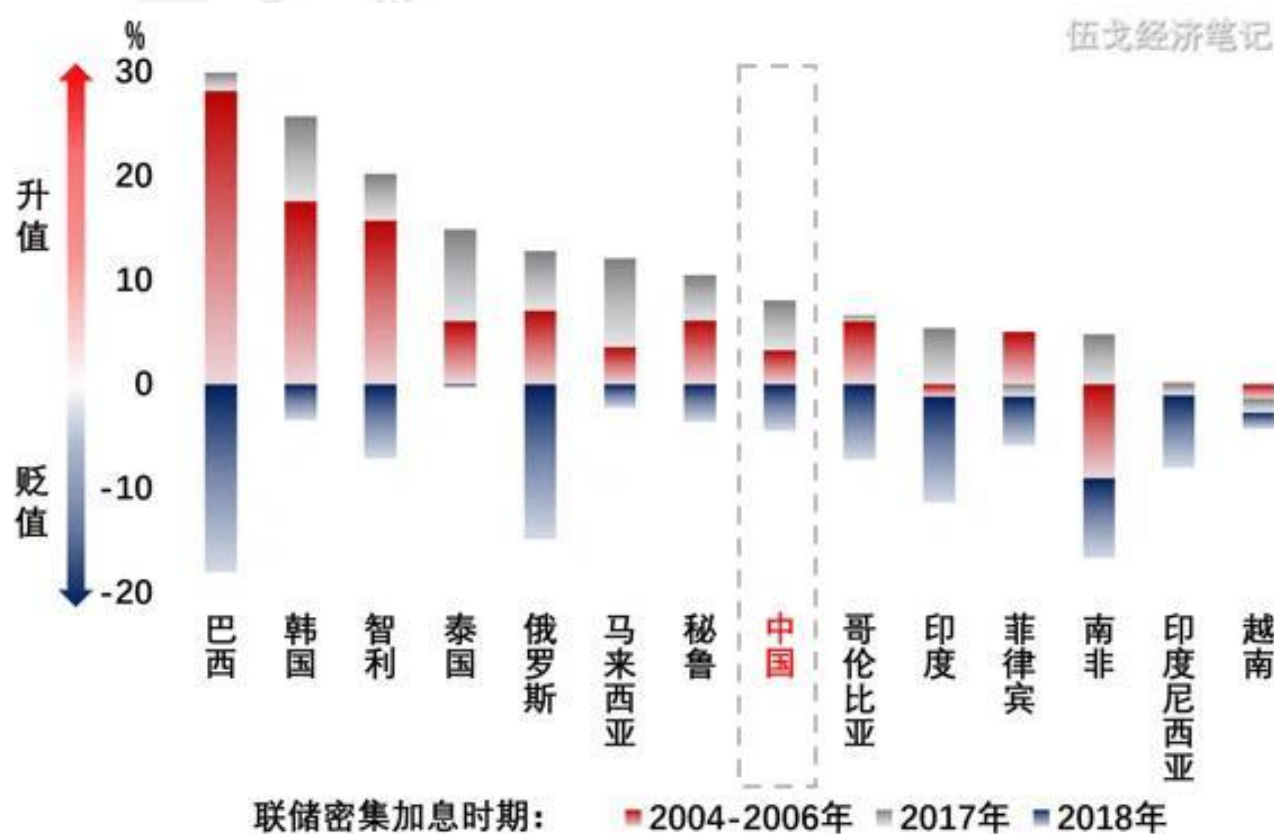
美联储加息：常识与反常识



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”？

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

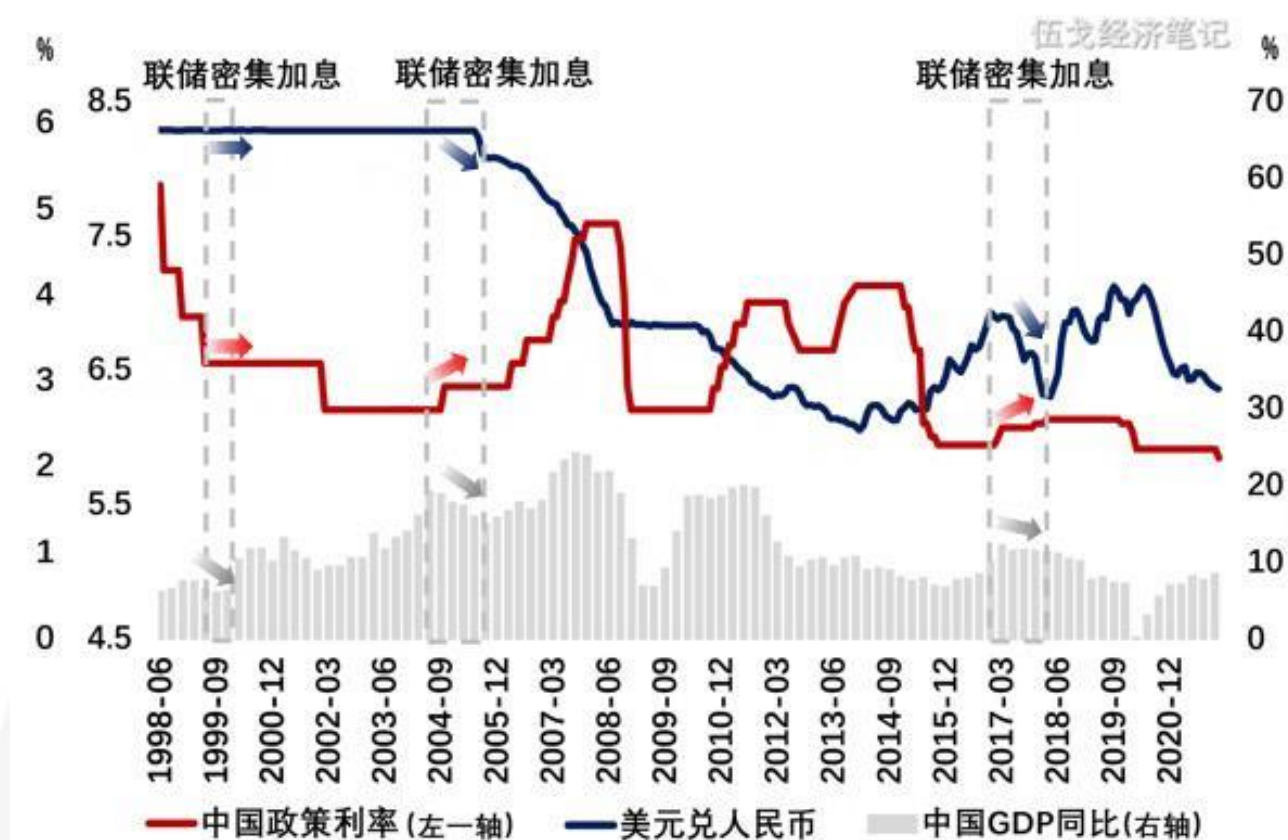


来源：CEIC，WIND，笔者测算

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，中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。

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，中国政策利率鲜有下调。尽管中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。

历史地看，在联储加息且中国稳增长的情形下，尽管中国国内政策利

率保持相对稳定，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 年中国实际 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，近年来中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的部门。

图 4. 国有投资率先扩张，受利率影响较小



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_38254

