



彭文生：美联储加速紧缩， 如何影响资产价格





迫于通胀压力，英国央行于 12 月 16 日超市场预期加息，美联储会是下一个么？美国长期通胀预期虽然目前仍被一定程度锚定，然而预期本身也是一个动态调整的过程，与实际通胀相互反馈，因此长期预期“脱锚”的风险不可忽视。一旦“脱锚”，物价与工资、通胀及其预期形成正反馈螺旋，那么美联储、中美股债汇以及新兴市场将如何反应？

从货币财政组合以及劳动力短缺引致的较持续工资压力两个维度，我们判断 2022 年美国通胀尤其核心通胀压力巨大，后者全年或在 4.0% 横盘。基准情形中，我们预计美联储将于 2022 年 5 月首次加息，全年共计 2-3 次加息。激进情形中，美联储或将于 3 月首次加息，全年至少 4 次，不排

除提前缩表的可能。在两种情形中，作为从价（政策利率）和量（QE）综合衡量美元流动性和货币政策松紧的指标，影子利率将不同程度走高，带动金融条件收紧，进而抑制需求。

影子利率在后金融危机时代对大类资产有着重要作用。伴随美元流动性对资产价格的边际影响愈发显著，影子利率的趋势变动深刻左右着大类资产的价格走势。根据影子利率的概念和构建方法，在 Taper、加息及缩表过程中，影子利率往往显著升高，进而收紧金融条件。此时，除了美元和中国国债等少数资产，大多数全球主要资产将不同程度承压。

在基准情形中，美债利率很可能前高后低，美元上半年或将小幅走强，美股面临调整风险。在激进情形中，美债利率前高后低的幅度或将放大，美元可能将大幅走强，美股或遭遇盈利和估值双杀。新兴市场将遭受明显冲击，这里提示关注其内部的分化。根据我们构建的宏观金融风险动态监测面板，我们认为泰国、秘鲁、菲律宾、韩国风险较低，中国、印度、印度尼西亚风险相对可控，而东欧国家、土耳其、阿根廷、巴西、南非面临较大风险。

面对美联储货币紧缩，中国股债汇相对有较强的韧性，更多由我们的经济基本面和央行资金面来决定。相对 A 股和国债，由于更大程度上受跨境资本流动和套利交易影响，人民币汇率更为敏感。在全球股市方面，对影子利率的敏感性由弱到强依次是：A 股 < 港股 < 道琼斯指数 < 欧洲斯托克指数 < 纳斯达克指数。在基准情形下，股债汇更多“以我为主”。在二季度

往后信贷脉冲陡峭上行及经济企稳回升的背景下，A 股可能存在指数机会。在美联储激进紧缩的情形下，避险情绪升温，美股动荡，市场情绪和流动性加速紧缩也会冲击港股。对 A 股的影响有可能更多从市场情绪传导，在此情况下，A 股也将受到一定冲击，但我们预计仍有可能跑赢美股。过去十年中，在全球 risk-off 期间，中国国债往往有不错表现，流出债市的外资规模也相对克制。国债正在成为避险资产并且国债的海外持有具有韧性和粘性，并且未来几年无论从主动投资还是被动配资的角度，海外将趋势增持国债。因此，2022 年，国债更多取决于中国的经济基本面和央行资金面，因此国债利率仍有可能走出前低后高的行情。面对美联储激进收紧，人民币汇率或于二季度走弱至 6.8（基准情形下 6.6），但对一揽子货币或保持稳定甚至升值。

（本文作者介绍：中金公司首席经济学家、研究部负责人）

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_31743

