

## 利率，因何而动？

### 核心观点：

1. 大国经济，应以我为主。放眼过往数十年，中外经济周期基本趋同，相应地，逆周期政策也大致同步。然而，近年来分化特征明显，客观上增加了宏观调控难度。未来美联储降息的概率显著增大，是否有助于我国政策空间的打开？

2. 直观而言，联储降息必然引致美元贬值。但这经不起数据的检验，诸多历史时期的结论甚至是相反的。特别是降息发生在美大选年份，美元往往呈现升值。其背后原因或是，大选及政策不确定性加剧避险需求，从而支撑美元汇率。

3. 过往史实来看，当我国经济增速呈现同比和环比回落的时期，实现年度 GDP 目标往往成为短期主要任务，逆周期政策将有所加码。利率也会出现一定调整，但幅度确实受到外部汇率等因素的影响，尤其是在美元持续走强的阶段。

4. 展望未来，尽管上半年实现了 5% 的实际 GDP 增长，但考虑二季度以来的趋缓现实及潜在惯性，若要实现年初预期的经济增速目标，逆周期政策加码或是应有之义。当然，如果要真正摆脱价格的低位，政策力度也许要超出常规范畴。

### 正文：

放眼过往数十年，中外经济周期基本趋同，相应地，逆周期政策也大致同步。然而，近年来分化特征明显，客观上增加了宏观调控的难度。未来美联储降息的概率显著增大，是否有助于我国政策空间的打开？

#### 一、若联储开启降息？

直观而言，联储降息必然引致美元贬值。但这经不起数据的检验，诸多历史时期的结论甚至是相反的。特别是降息发生在美大选年份，美元往往呈现升值。其背后原因或是，大选及政策不确定性加剧避险需求，从而支撑美元汇率。

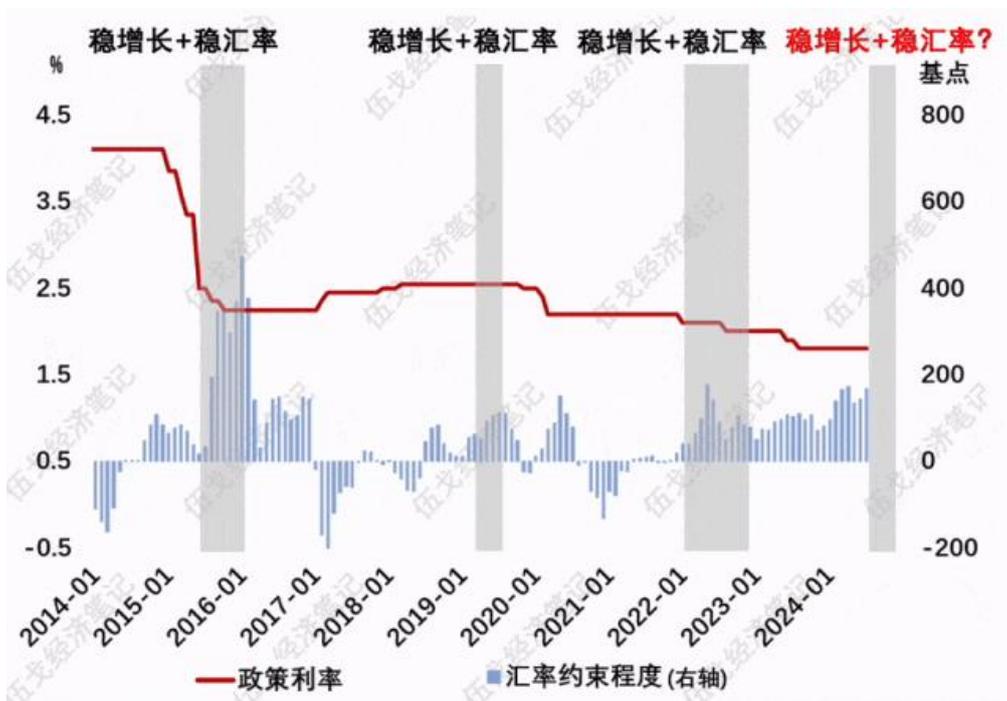
图 1. 联储降息=美元贬值？



来源：WIND，笔者测算

过往史实来看，当我国经济增速呈现同比和环比回落的时期，实现年度 GDP 目标往往成为短期主要任务，逆周期政策将有所加码。利率也会出现一定调整，但幅度确实受到外部汇率等因素的影响，尤其是在美元持续走强的阶段。

图 2. 利率空间能否打开？



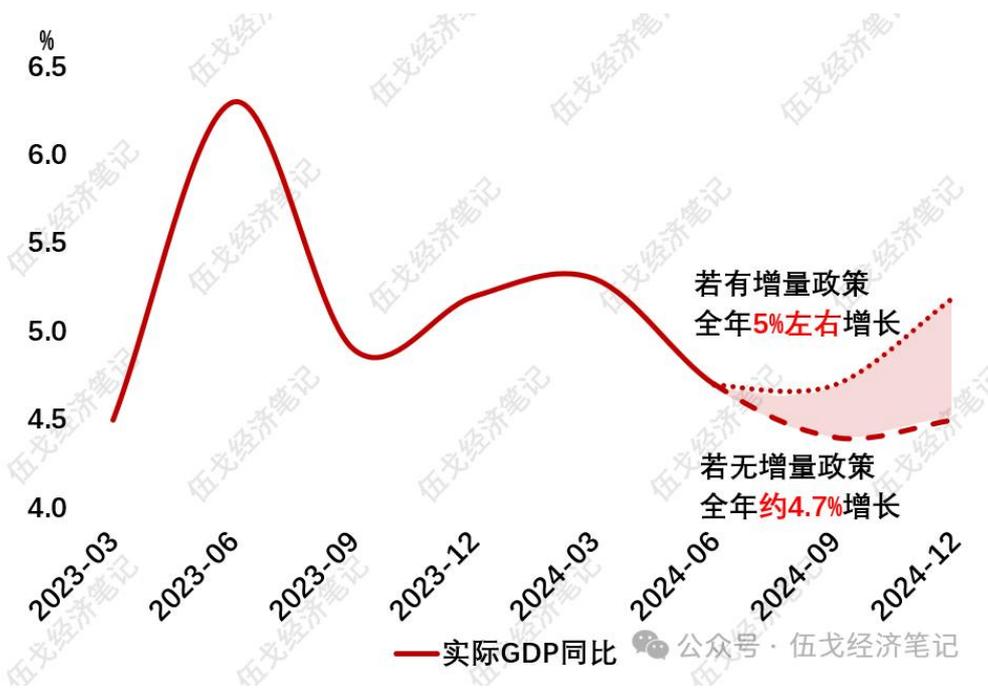
来源：WIND，笔者测算

注：政策利率为 7 天逆回购利率。汇率约束程度为美元兑人民币的离岸价与在岸价之差。

## 二、国内均衡在何处？

尽管我国上半年实现了 5% 的实际 GDP 增长，但二季度 GDP 季调环比回落至除 2020 年至 2022 年以外时期的有数据以来的最低值。若消费、投资等无增量政策支持，经济趋缓的潜在惯性之下，下半年 GDP 将与 5% 左右的年度目标存在缺口，逆周期政策加码或是应有之义。

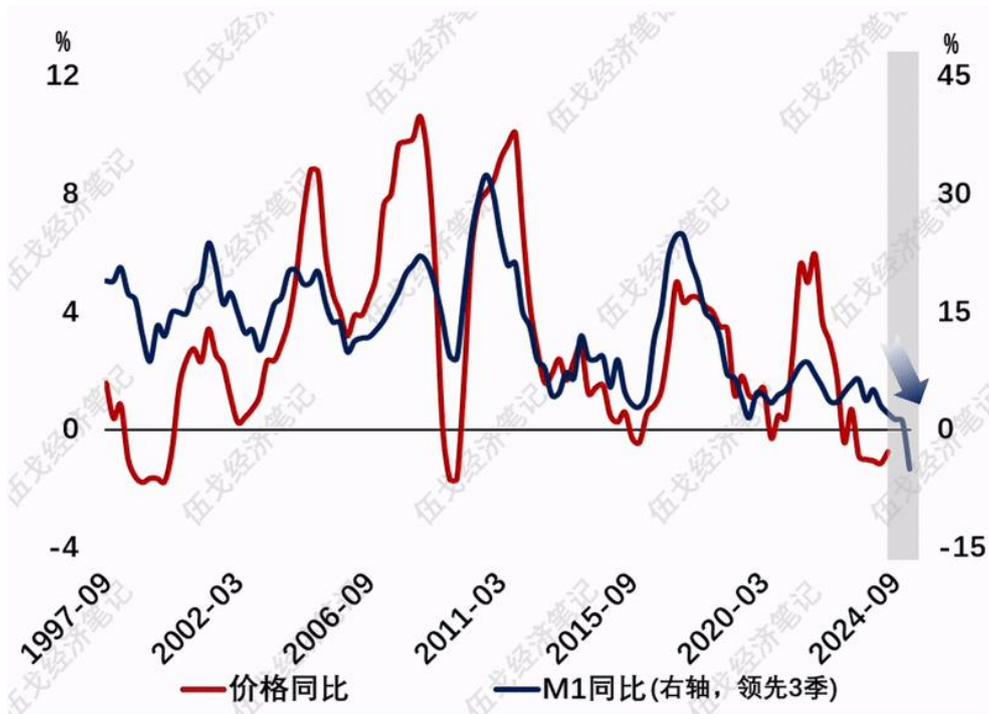
图 3. 稳增长：下半年的压力与动力



来源：WIND，笔者测算

值得一提的是，鉴于 M1 等货币指标的领先性，预计以 GDP 平减指数为代表的物价短期仍难摆脱低位，下半年或在-0.5%-0%的区间徘徊。若要真正摆脱价格低位，政策力度也许要超出常规范畴。

图 4. 走出价格低位：预期与现实



来源：WIND，笔者测算

注：价格为 GDP 平减指数。

**风险提示：**预期非线性变化。

### 【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，获浦山政策研究奖、刘诗白经济学奖，远见杯经济预测冠军。

**曹海巍、俞涛、高童：**长江证券研究员。

### 【近期研究】

- 1.经济，觅周期，2024年7月7日
- 2.财力之力，2024年6月26日
- 3.重估经济，在年中，2024年6月16日
- 4.经济，重在落实，2024年5月23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