

美联储“强收缩”政策进展及对宏观经济的影响分析

中国金属矿业经济研究院 李晓杰

摘要：自今年3月正式启动加息以来，美联储开启了“加息+缩表”的“强收缩”进程，力度和节奏显著快于历史阶段和预期水平，特别是近期超预期通胀数据再度引发市场对于美联储激进加息的担忧，对全球经济带来重大冲击，也使得我国宏观经济、重点产业、宏观政策面临一定干扰。

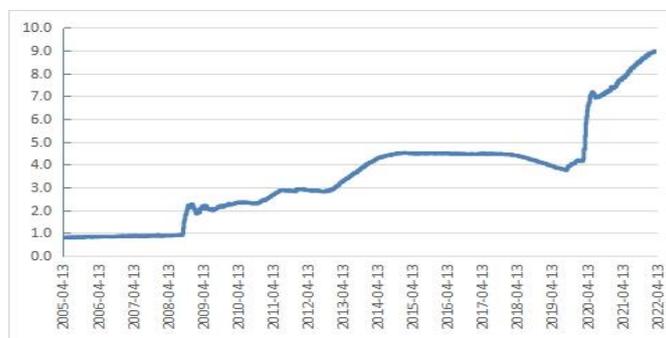
一、为对抗创历史的通胀，美联储采取超预期“强收缩”政策

（一）疫情以来，美联储多次调整其政策重点

围绕国内的经济发展状况及需要，美联储决策的相机性越来越强，从疫情暴发之初对抗冲击，进入复苏阶段关注就业，随着物价上升关注通胀。

疫情暴发之初，为对抗美股暴跌、金融市场流动性危机等冲击，美联储大幅放宽货币政策，将利率降至0%、推出无上限QE等，全方位投放流动性，到2022年4月13日，美联储资产规模高达8.97万亿美元，远超次贷危机后的4万亿美元。

图 1：美联储资产规模急剧攀升（万亿美元）



资料来源：Wind，五矿经研院

进入复苏阶段，为解决劳动参与率骤降、恢复过程相对缓慢的问题，美联储确立新货币政策框架，以实现最大化就业为首要目标，推出所谓平均通胀目标制，允许一段时间内通胀率超过2%。

图 2：疫情后美国失业率一度处于较高水平（%）



资料来源：Wind，五矿经研院

随着物价走高，2021年以来，美国通胀数据超预期攀升，特别是在当年3月后持续超过2%的目标水平，5月后连续16个月达到或超过5%，2022年6月更达到9.1%，创近40年来高位，加剧货币政策转向压力。在此背景下，通胀再次成为美联储首要目标，甚至不惜以经济放缓为代价。

图3：通胀已成为美联储最主要关注因素



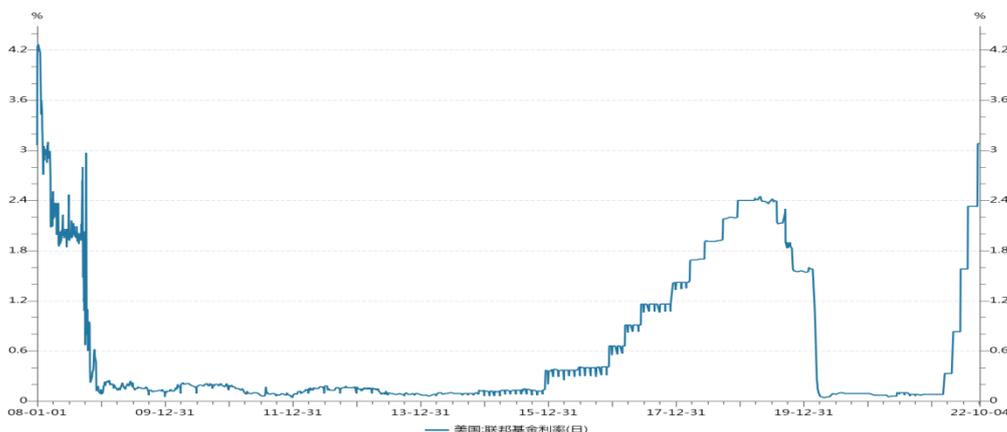
资料来源：Wind，五矿经研院

由此来看，随着美国国内疫情缓解，劳动就业出现实质改善，美联储货币政策调整的重点已经重回“对抗通胀”，这将是当前及今后一段时期美联储的工作重点。

（二）美联储正推进超预期“强收缩”政策

2022年3月，美联储正式宣布加息25个基点，将联邦基金利率从0%抬升至0.25-0.5%的区间，拉开本轮货币政策紧缩大幕。截至9月底，美联储共加息5次、共累计300个基点，尤其是连续三次加息75个基点，创1981年以来最大密集加息幅度，是40多年来最激进的一轮加息周期。目前，美国联邦基金利率目标区间已上调至3-3.25%。根据美联储会议表述及官员表态，加息或将持续到2023年，联邦基金利率目标区间或将达到4.5-4.75%的水平。同时，从2022年6月开始，美联储开启缩减资产负债表（即缩表）计划，预计未来一年半将缩减1.3万亿美元，节奏显著快于上一轮。

图4：今年以来美联储五次上调联邦基金利率（%）



资料来源：Wind，五矿经研院

图 5：美联储缩表节奏预估

2022年美联储缩表节奏预估			
时间	国债（亿美元）	MBS（亿美元）	总计
2022年6月	300	175	475
2022年7月	300	175	475
2022年8月	300	175	475
2022年9月	600	350	950
2022年10月	600	350	950
2022年11月	600	350	950
2022年12月	600	350	950
2023年
总计	3300	1925	5225

资料来源：腾讯网，五矿经研院

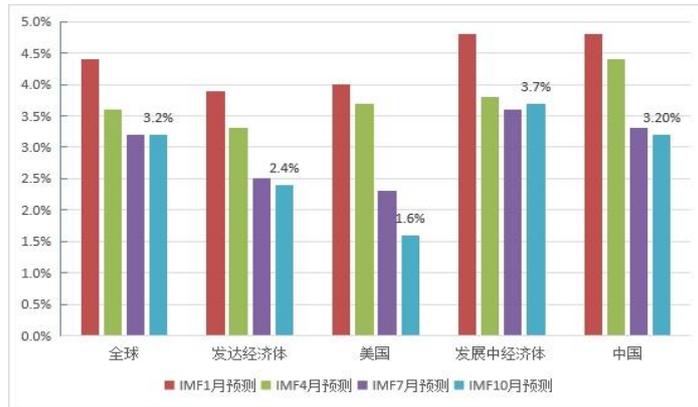
二、美联储“强收缩”政策将对全球经济带来重大冲击

作为全球第一大经济体，美国经济复苏无疑有利于全球经济恢复，但其宽松货币政策“强收缩”将对全球经济带来极大外溢效应和冲击。

（一）全球流动性收紧，实体经济将面临冲击

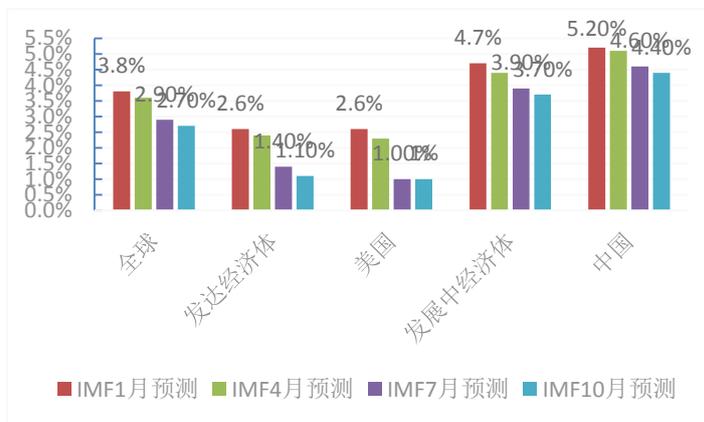
当前，全球经济复苏分化，且不及预期，国际货币基金组织（IMF）在今年10月发布的《世界经济展望报告》中，2022年全球经济增长预期为3.2%，与7月预测持平，其中，发达经济体增速为2.4%，较7月预测下降0.1个百分点；新兴市场和发展中经济体增速为3.6%，较7月预测上调0.1个百分点；2023年全球经济增长预期为2.7%，较7月预期下调0.2个百分点，其中，发达经济体增速为1.1%，较7月预测下调0.3个百分点，新兴市场和发展中经济体增速为3.7%，较7月预期下调0.2个百分点。背后的原因除了新冠疫情冲击、地缘政治冲突、全球供应链不畅之外，美联储的“强收缩”是最主要因素。特别是其激进加息、快速缩表将带动全球主要央行提前或者跟随操作，进而导致全球流动性收缩，推动各部门主动或被动去杠杆。国家层面，财政赤字较高的国家将面临较大压力，扩张性财政政策受阻，特别是部分疫情严峻、经济脆弱、财政困难的国家将面临严重冲击。企业层面，融资成本将普遍增加，特别是中小企业、低评级企业再融资成本增加，信用违约与破产风险迅速加大。总之，美国货币政策转向的成本和风险将向全球转嫁和外溢，加剧全球经济复苏难度与分化局面。

图 6：今年以来 IMF 对 2022 年世界经济增速预测逐月下调



资料来源：IMF，五矿经研院

图 7：今年以来 IMF 对 2023 年世界经济增速预测逐月下调



资料来源：IMF，五矿经研院

（二）利率中枢抬升，全球金融市场震荡调整

随着美国宽松货币政策退出，全球市场流动性将从极度充裕逐步转变为充裕或中性，虽然长期看有利于控制通胀、挤出部分资产价格泡沫，但短期内将使利率中枢快速上移，全球金融市场将面临重大调整，乃至动荡。从债券市场来看，美国宽松货币政策退出意味着全球低利率大周期触底，去年以来，美债收益率已大幅上行，同时随着收缩力度不断加码，长端利率将显著回升，或将导致全球债务问题集中爆发。从外汇市场来看，参考历史上美国货币政策正常化经验，随着加息、缩表操作持续，美元指数迎来周期性逆转机会，英镑、欧元、日元等非美元货币面临回调压力，今年以来多数都有相当幅度贬值。从股票市场来看，随着美联储持续推进加息、缩表，全球股市风险可能急剧放大，甚至不排除较大幅度、较长时间调整。从商品市场来看，美联储“强收缩”整体上利空大宗商品价格，今年第二季度以来，多数金属商品价格已较前期高点大幅回调，特别是部分金融属性较强的商品，将持续面临价格大幅调整风险。

（三）国际资本流动转向，部分市场缩减恐慌

2020 年全球疫情暴发以来，随着美国超宽松货币政策释放了海量流动性，新兴市场经历了短期资本流入、本币升值、资产价格与杠杆率攀升的金融过热局面，累计证券组合投资净流入超过 7000 亿美元。尽管诸多新兴经济体吸取 2013 年“缩减恐慌”的教训，但随着美联储“强收缩”，新兴市场仍然不可避免成为

“惊弓之鸟”，证券组合投资净流出压力增加。国际金融协会(IIF)数据显示，今年7月，新兴市场已连续第5个月遭投资组合资本流出，创下2005年以来净流出时间最长纪录。尽管自2021年以来，智利、巴西、俄罗斯、墨西哥等新兴市场经济体提前加息，并采取措施稳定市场，但仍不可避免地面临资本流出、本币贬值、资产抛售、外债压力加剧、急速去杠杆的“缩减恐慌”的挑战，特别是对于部分疫情反复、经济基础薄弱、短期外债占比偏高的国家，面临货币大幅贬值的风险，甚至可能面临局部金融危机。

三、美联储“强收缩”政策将使中国经济面临一定影响

目前，我国外汇储备规模充裕且相对稳定，以及资本账户开放度相对较低，美联储“强收缩”对我国的直接冲击较小；但由于国内经济受疫情冲击等影响，经济面临需求收缩、供给冲击、预期转弱“三重压力”，美联储“强收缩”外溢风险也会使我国宏观经济、重点产业、宏观政策面临一定干扰和冲击。

（一）对我国对外贸易产生双重影响

美国退出宽松货币政策将导致美元短期内升值，特别是在地缘冲突加持下，美元指数一度突破114.78点，创下2002年5月以来的新高。作为与美元关联的人民币汇率，短期内可能对美元出现贬值，今年6月以来，人民币一直保持着对美元贬值，10月中旬以来，人民币中间价跌破7.1关口，离岸人民币汇率再度跌破7.2的关口。但由于近年来人民币汇率的形成更加市场化，不会出现与美元正相关或负相关的简单线性强关联，在对美元贬值的同时，对英镑、欧元、日元等一篮子货币基本稳定。一方面，对美元的适度贬值将扭转人民币的升值压力，特别是在我国出口“拐点”已至的背景下（8月中国以美元计价的出口同比增长7.1%，同比大幅回落且弱于市场预期），适度贬值将稳定并提高中国外贸出口的竞争力；另一方面，从更长远看，美国宽松货币政策“强收缩”或导致美国自身及全球经济陷入“衰退”，不利于中国出口。值得注意的是，由于国际大宗商品价格与美元挂钩，美元升值一般会使大宗商品价格下降，利于我国的进口，将缓解能源资源价格上涨推升的国内通胀。2022年9月，我国PPI环比降幅较8月收窄1.1个百分点，同比涨幅较8月回落1.4个百分点，一个重要方面就是国际油价下跌带动石油和天然气开采业、化学原料和化学制品制造业、化学纤维制造业等相关行业价格下降。

（二）导致短期内国际“热钱”流出

美国退出货币宽松政策，全球资金总体将呈现流向美国的趋势，或将使北上资金的风险偏好发生变化，短期内面临流出压力。随着国内国际不确定性因素再度交织共振，今年第三季度，北上资金增配A股的步伐再度放缓，共计净流出196亿元。但整体上，我国涉及相对规模快进快出的“热钱”主要集中在资本市场，实体领域的外资投资关联相对较少。因此，“热钱”流出的影响主要是对资本市场的短期冲击，导致国内资本市场承压。

（三）可能加剧我国国内流动性压力

美国宽松货币政策退出也会加剧我国国内市场流动性压力。中国人民银行行长易纲在《金融研究》2021年第9期刊发文章《中国的利率体系与利率市场化改革》，其中指出：“近年来中美两国国债收益率的相关性有所上升。以10年期国债收益率为例，2010年-2015年两者相关系数为0.3，2016年以来相关系数为0.67。中美国债收益率利差是各种因素的综合反映。”美联储“强收缩”将会对中国货币政策造成一定压力，在预期外部压力增强的背景下，央行的货币政策或

将会选择内外兼顾、以稳为主，谨慎使用利率工具，避免带来更大的货币贬值压力。在缺乏宽松货币政策支持，又缺少市场主体投资和信贷需求的背景下，流动性将偏紧。

（四）对我国外汇储备产生双重影响

近年来，我国外汇储备基本在 3 万亿美元以上，其中，美元资产占较大份额。美联储退出宽松货币政策将会对我国的外汇储备产生双重影响。有利方面表现为随着美元升值，我国外汇储备资产购买力与投资回报增加；不利方面主要是美国债券收益率上升将导致我国持有的长期债券资产价格大幅下跌，使外汇储备“缩水”，比如在美联储上轮退出 QE 的过程中，我国外汇储备从 4 万亿美元左右降至 3 万亿美元，付出了较大的代价。今年以来，我国外汇储备规模已由年初 3.25 万亿美元降至 9 月底的 3.02 万亿美元左右，缩减近 2300 亿美元。