CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

CMF中国宏观经济专题报告（第52期）

美国加息对我国和国际金融市场的影响及我国的应对

主办单位：
中国人民大学国家发展与战略研究院
中国人民大学经济学院
中诚信国际信用评级有限责任公司

承办单位：
中国人民大学经济研究所

2022年9月

CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

CMF宏观经济热点问题研讨会　第52期

美国加息对我国和国际金融市场的影响及我国的应对

主办单位：中国人民大学国家发展与战略研究院、中国人民大学经济学院、中诚信国际信用评级有限公司
承办单位：中国人民大学经济研究所

CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

美国加息对我国和国际金融市场的影响及我国的应对

报告人：何青

2022年9月14日

一、热点背景：通胀+经济低迷=滞胀

1.1 近来美联储政策表述

1.2 经济高度不确定性下，全球高通胀的持续

1.3 美国：无奈之举or经济软着陆

通胀预期不断上修，货币政策持续收紧

FOMC会议时点	通胀看法	货币政策
2021年09月	• 通胀主要反映了暂时性因素	• 可能很快开启Taper • 维持联邦基金利率目标区间（0%-0.25%）
2021年11月	• 通胀主要反映了预计是暂时性的因素	• 开启Taper • 维持联邦基金利率目标区间（0%-0.25%）
2021年12月	• 与大流行和经济重新开放相关的供需失衡继续导致通货膨胀水平上升	• Taper加速 • 维持联邦基金利率目标区间（0%-0.25%）
2022年01月	• 与大流行和经济重新开放相关的供需失衡继续导致通货膨胀水平上升	• 维持Taper速度，3月初结束 • 预计将很快上调联邦基金利率的目标区间

资源来源：美联储，作者整理

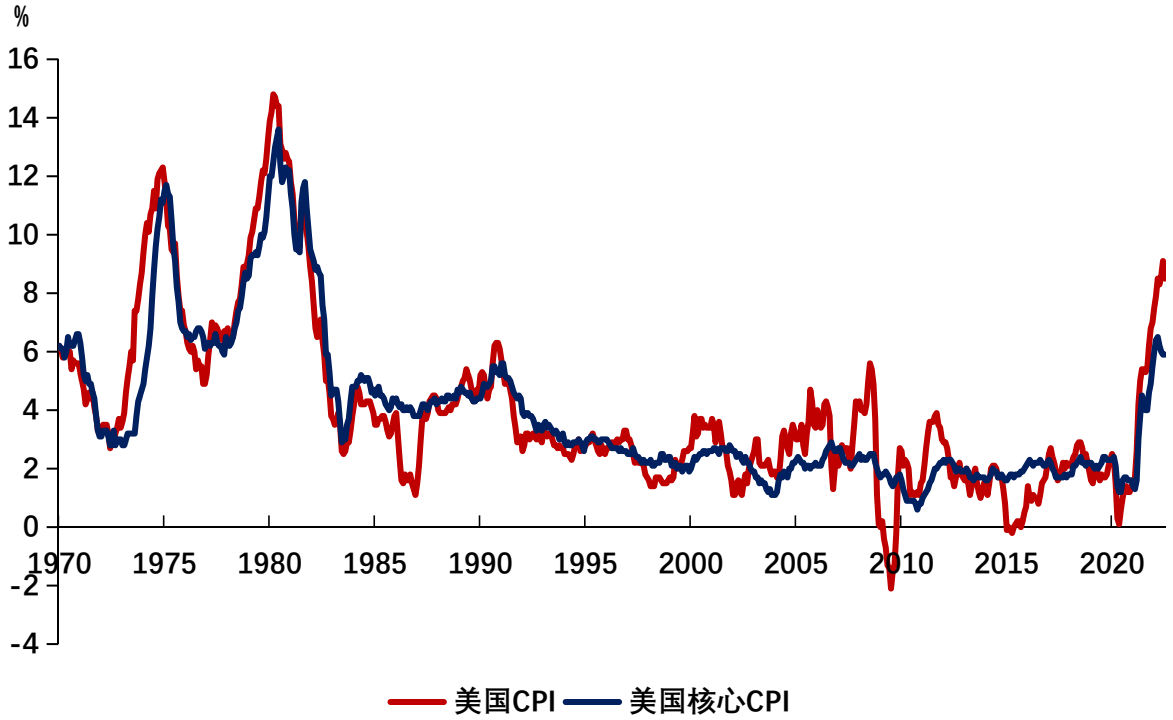
通胀预期不断上修，货币政策持续收紧

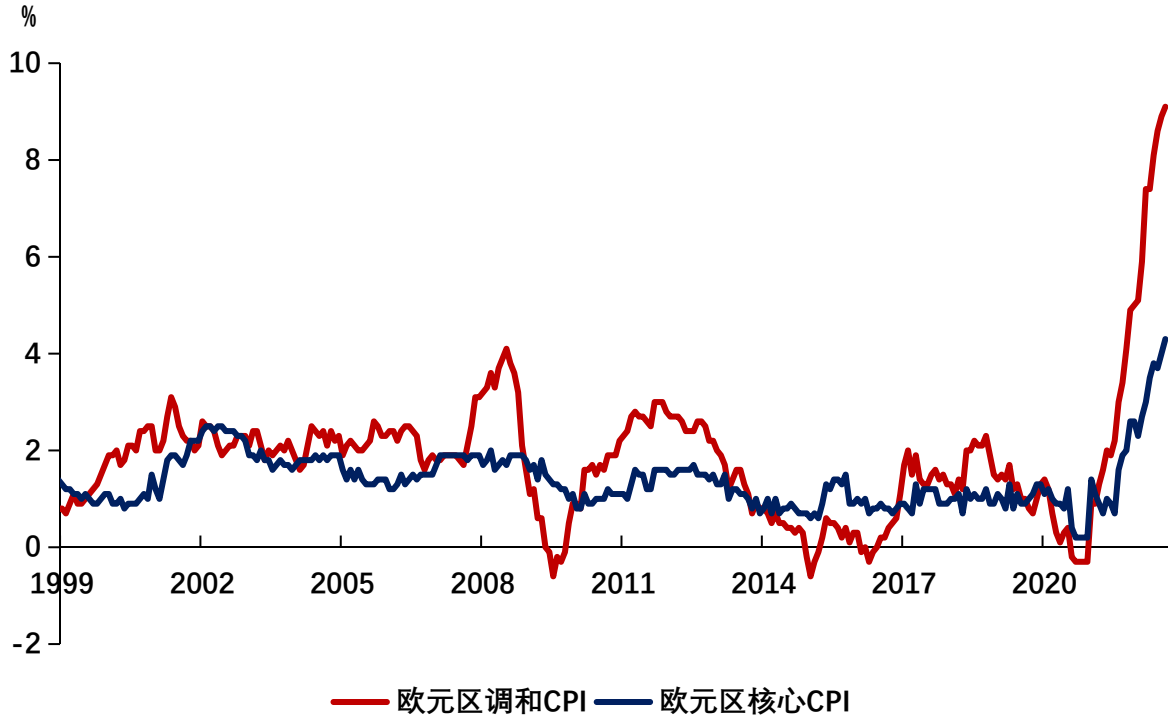
FOMC会议时点	通胀看法	货币政策
2022月03月	• 通货膨胀率仍然居高不下，反映出与大流行、能源价格上涨和更广泛的价格压力相关的供需失衡 • 俄乌冲突和相关事件可能对通胀造成额外的上行压力	• 加息25bp，联邦基金利率目标区间变为0.25%-0.5% • 预期在下次FOMC会议开启缩表
2022年05月	• 通货膨胀率仍然居高不下，反映出与大流行、能源价格上涨和更广泛的价格压力相关的供需失衡 • 俄乌冲突和相关事件可能对通胀造成额外的上行压力 • 中国的疫情可能会加剧供应链中断	• 加息50bp，联邦基金利率目标区间变为0.75%-1% • 6月正式开启缩表
2022年06月	• 通货膨胀率仍然居高不下，反映出与大流行、能源价格上涨和更广泛的价格压力相关的供需失衡 • 俄乌冲突和相关事件可能对通胀造成额外的上行压力 • 中国的疫情可能会加剧供应链中断	• 加息75bp，联邦基金利率目标区间变为1.5%-1.75% • 维持缩表路径
2022年07月	• 通货膨胀率仍然居高不下，反映出与大流行、能源价格上涨和更广泛的价格压力相关的供需失衡 • 俄乌冲突和相关事件可能对通胀造成额外的上行压力	• 加息75bp，联邦基金利率目标区间变为2.25%-2.5% • 维持缩表路径

资源来源：美联储，作者整理

欧美高通胀仍在持续

- 2021年“暂时性通胀”，两大央行落后于经济基本面。初始通胀率越高，所需政策力度和成本越大。如果出现工资-价格螺旋式上升，容易形成强大惯性，通胀预期将嵌入劳动合同和工资谈判中，因此需要更强烈地削减总需求，从而提高失业率，才能降低高通胀（BIS，2022）
- 2022年叠加俄乌冲突和我国疫情，供应链受阻，带来新的通胀上行压力（特别是对欧洲）
- 共同冲击和特殊冲击的溢出效应导致全球通胀的同步（Vienna，2022）





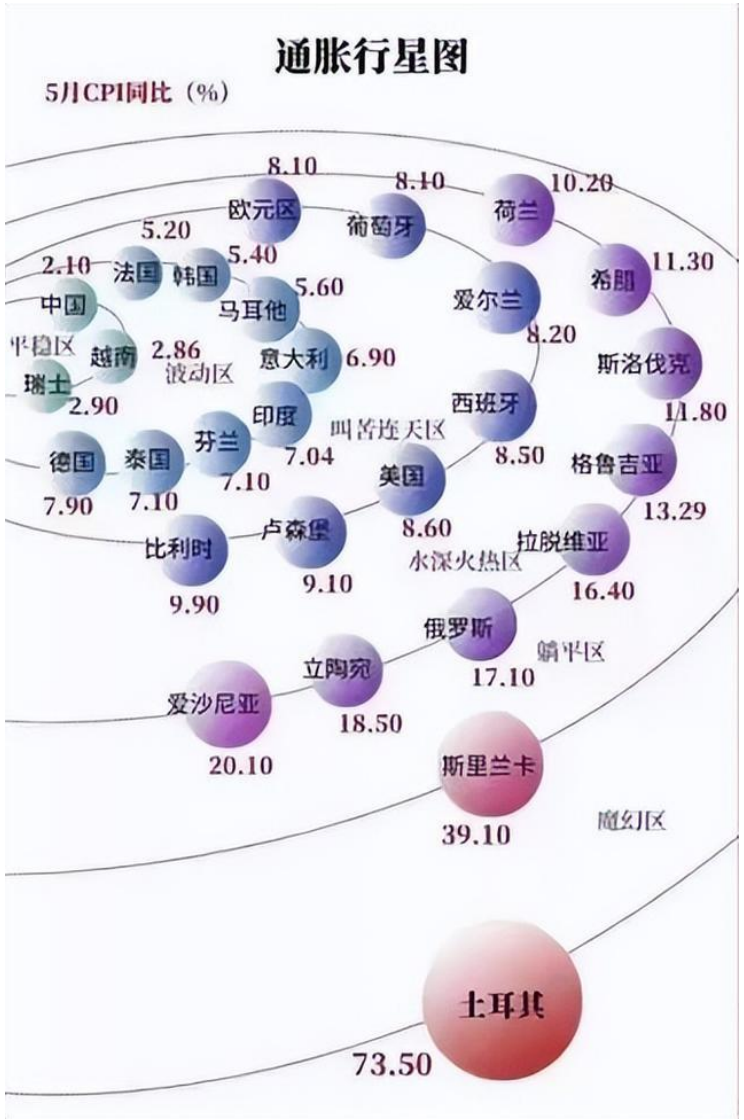
资源来源：Wind

低通胀时代还会重来吗？

- 全球化
  - 全球供应链下，跨国公司寻找最便宜的地方和工人生产产品，有效降低了成本
  - 全球范围内的竞争也压低了商品价格
  - 疫情和俄乌冲突后，供应链的安全变为更为重要，抬升了产品生产流程的成本
- 劳动力市场
  - 20世纪90年代以来低通胀的一个重要原因是亚洲和东欧的低成本劳动力
  - 全球劳动力过剩时代或将过去，步入劳动力紧缺的新时代
- 能源价格
  - 过去10年，能源公司没有大规模的资本开支和大幅的产能扩张
  - 在需求不断扩张的情况下，可能产生持续性的供给不足风险
  - 全球气候的变暖，带来能源价格更大不确定性

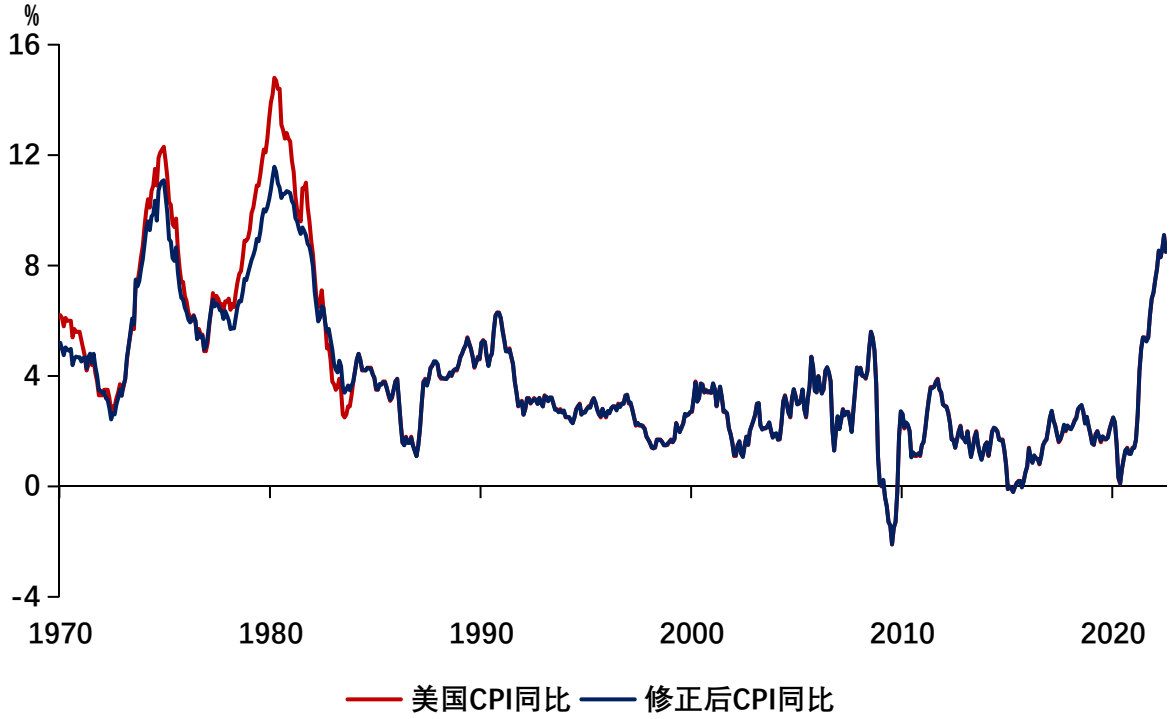
全球通胀现状

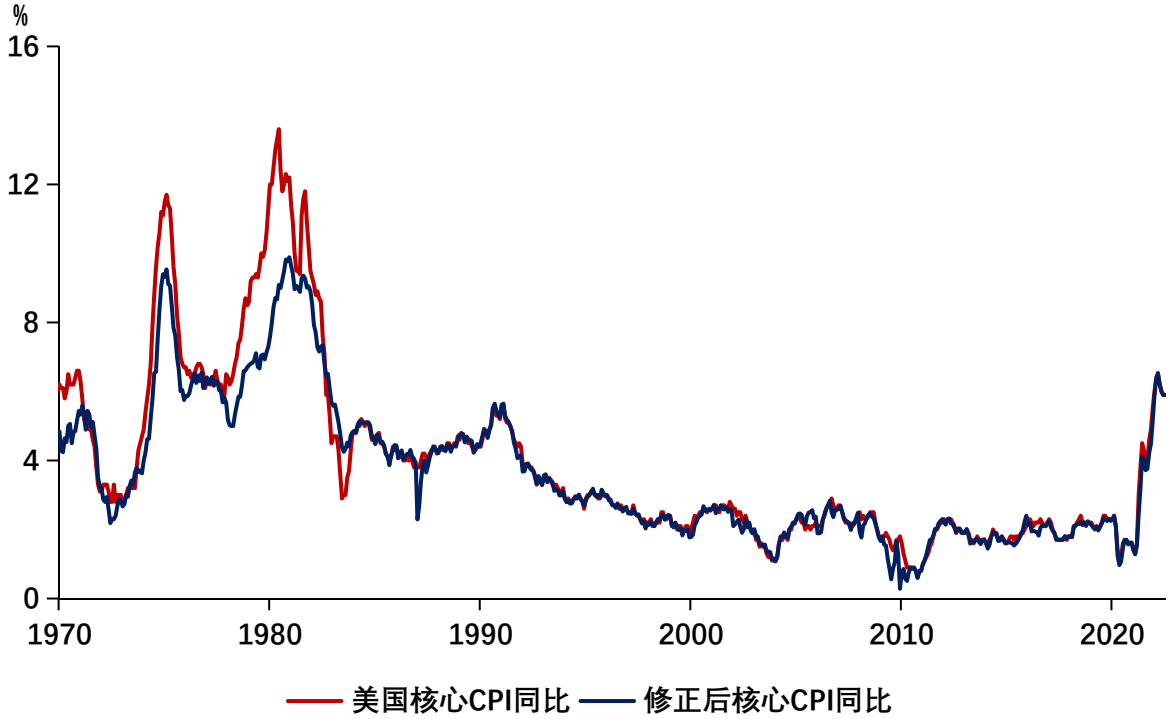
按照CPI指数高低，从外到内进行层层排列



40年未有之大通胀，比想象中更接近于80年代峰值

- 本轮美国CPI同比峰值为9.1%，核心CPI同比峰值为6.4%，二者分别为20世纪80年代峰值14.8%和13.6%的六成和五成。
- 住房通胀衡量存在差异。按照现有CPI统计方法，Bolhuis等（2022）计算了修正后的CPI。结果显示：80年代CPI和核心CPI峰值分别变为11%和9.9%，当前通胀水平约为当时的八成和六成。

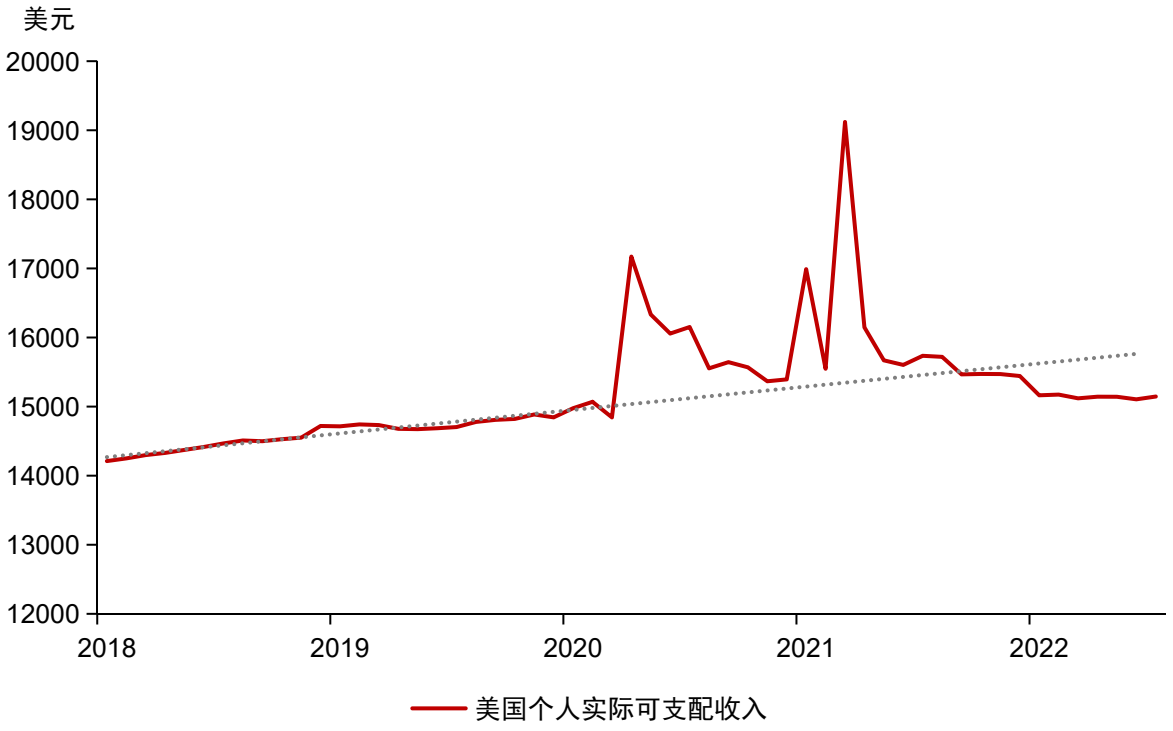


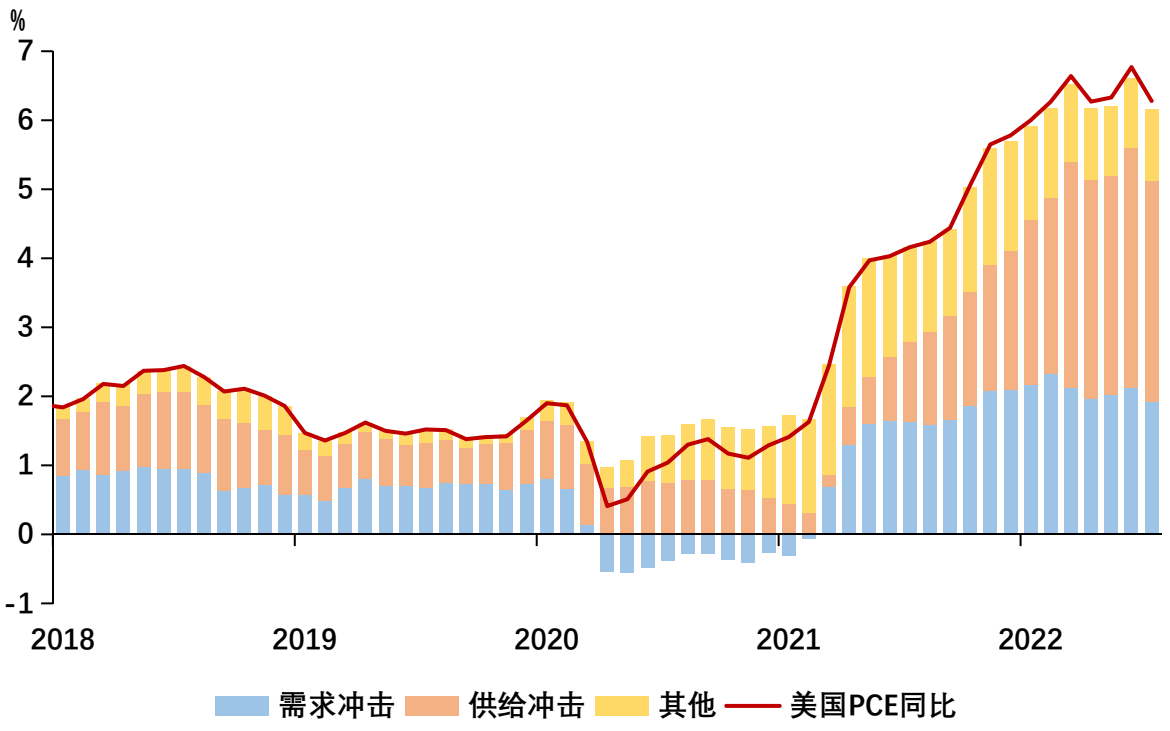


资源来源：Wind，Bolhuis等（2022）

刺激政策叠加供给冲击，共同导致本轮通胀

- 三轮大规模的财政刺激显著增加了美国个人的实际可支配收入，叠加2020年的低基数，经济迅速复苏，带来通胀的需求冲击。随着刺激政策的逐步退出和经济转弱，需求冲击在2022年2月后缓慢回落。
- 供应链约束下的供给冲击在2021年4月后迅速抬升，是本轮通胀急剧攀升的主要原因。

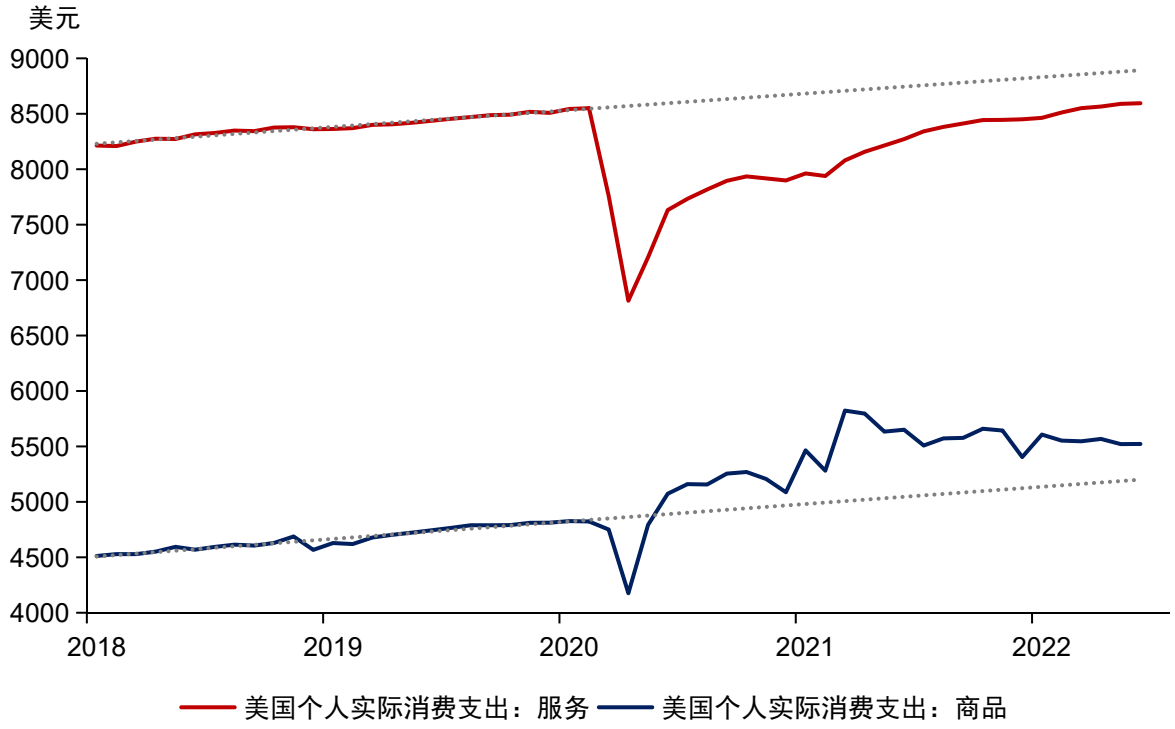




资源来源：Wind，Shapiro（2022），趋势线为2018年1月至2020年2月数据的对数线性回归

疫情下消费偏好从服务转向商品，再缓慢回归

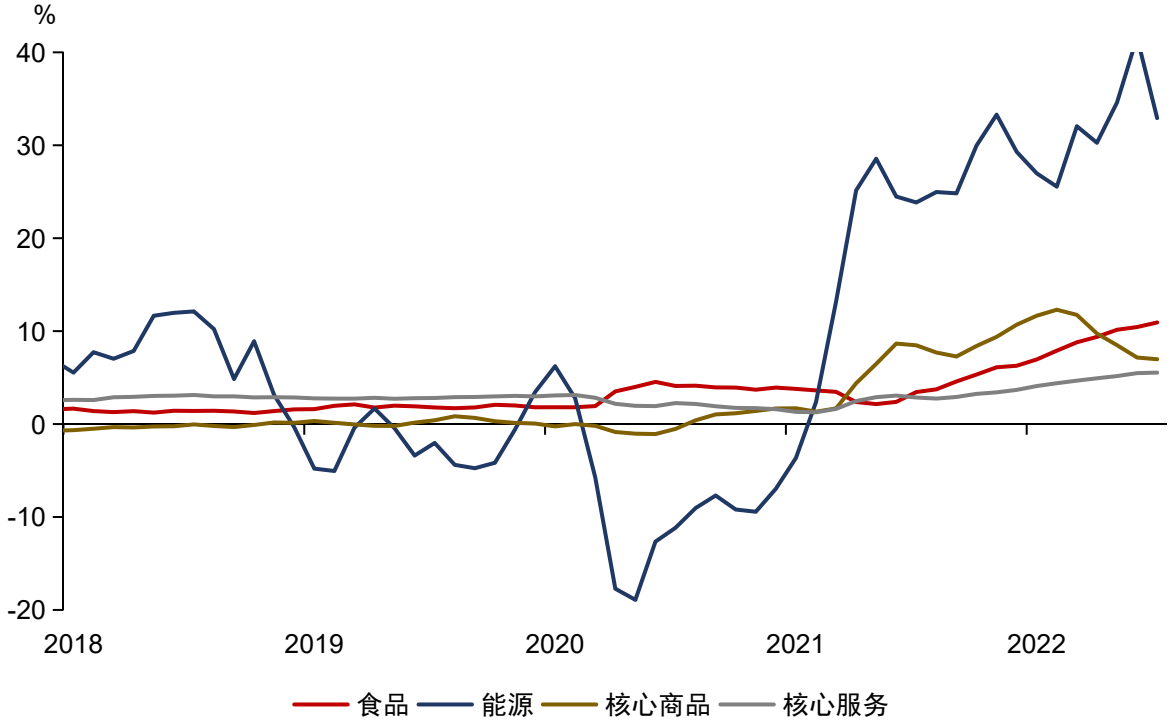
- 受疫情影响，商品消费和服务消费分化
- 商品消费迅速回升并高于疫情前趋势线水平，但已开始回落
- 服务消费持续恢复，仍低于趋势线

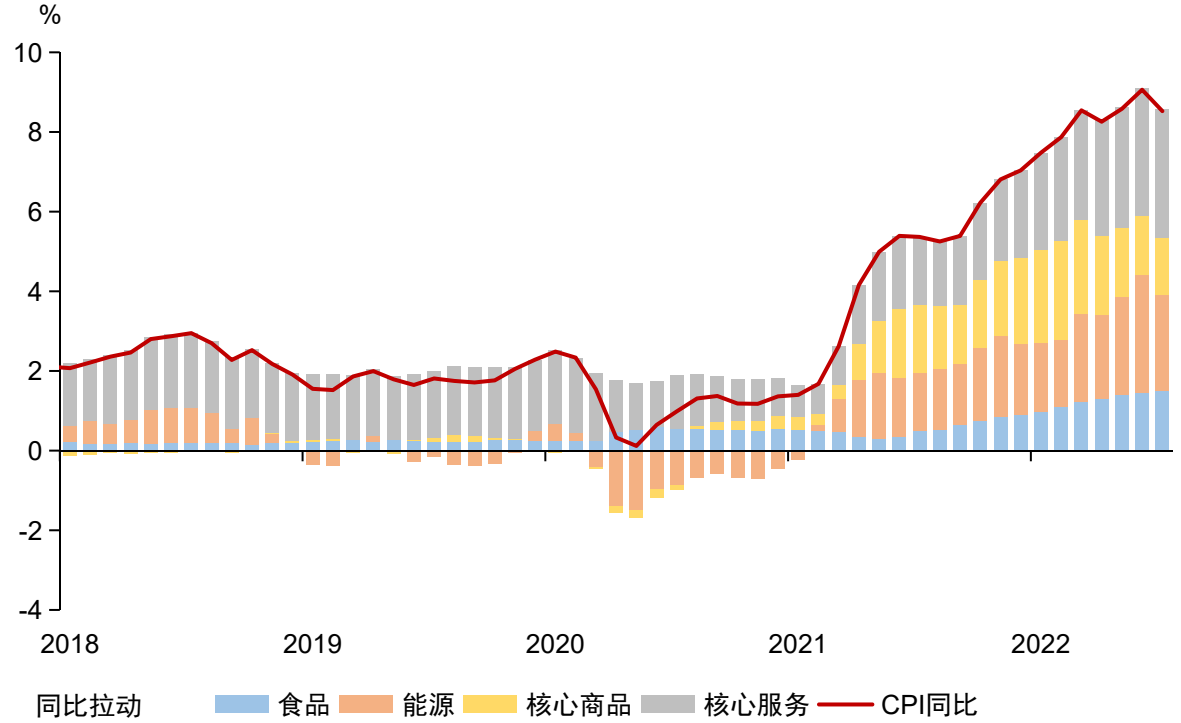


资源来源：Wind，趋势线为2018年1月至2020年2月数据的对数线性回归

美国通胀现状

- 各分项CPI仍显示出广泛的物价上涨
- 食品同比持续上升，创40年来新高。能源同比有所下降，但绝对水平仍较高，拉动总体CPI同比约三成，远高于其权重。核心商品同比继续下行，核心服务同比小幅抬升，对总体CPI同比的拉动在三分之一。





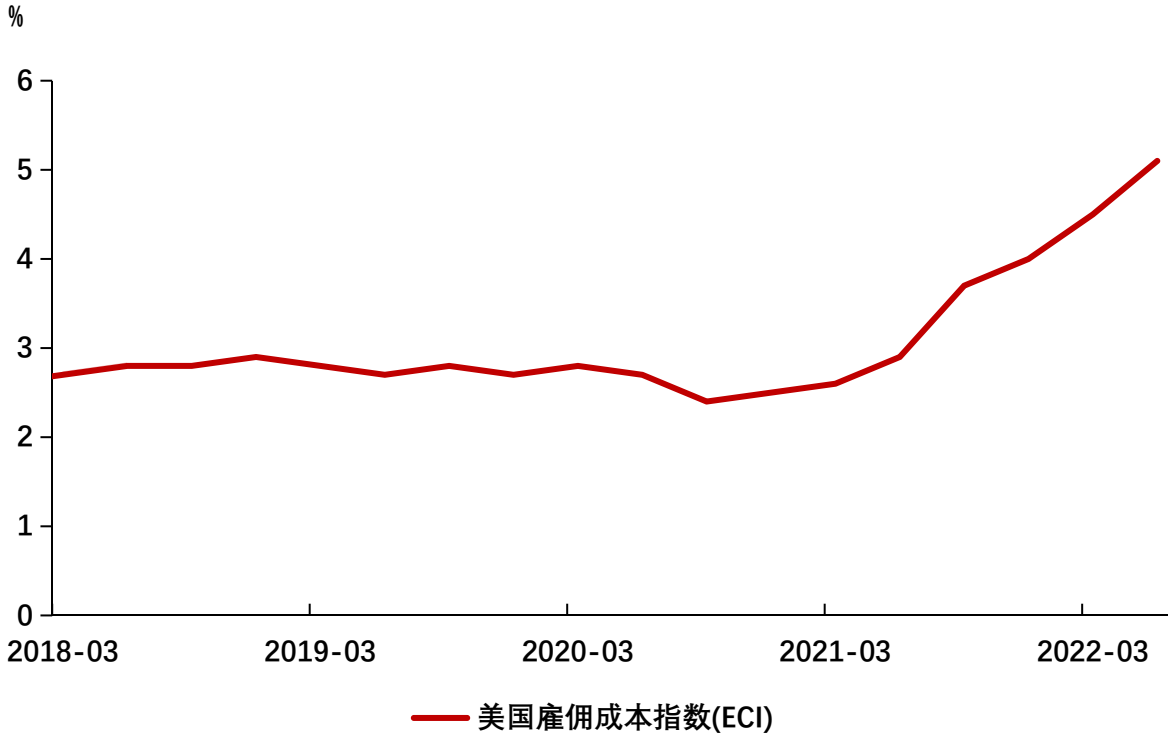
资源来源：Wind

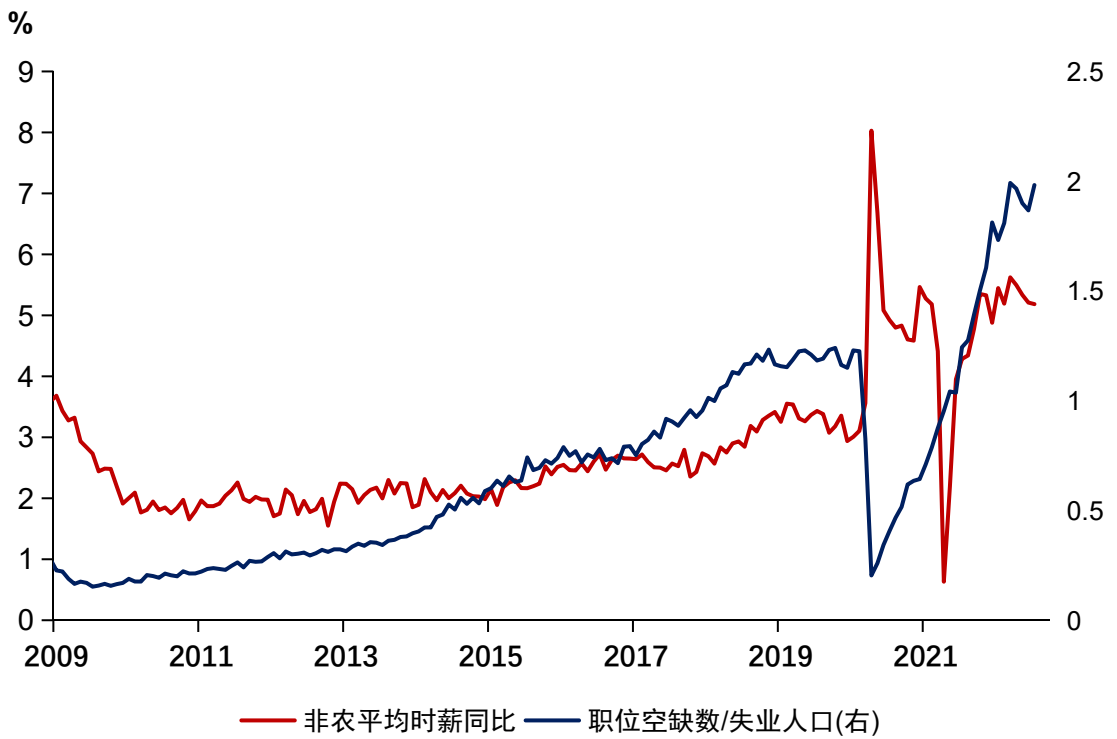
美国通胀前景

- 通胀从商品向服务轮动，核心商品通胀回落，核心服务通胀走强，尤其是房租通胀
- 加息和缩表政策下，房地产市场降温，劳动力市场紧张程度有望缓解
- 地缘政治冲突和供应链问题持续影响原材料供给
- 企业定价能力增强，可能导致PPI向CPI传导

政策转向，或是工资-物价螺旋下的无奈之举

- 2021年3季度雇佣成本的过快上涨，引发工资-物价螺旋上涨的担忧，是美联储通胀判断改变和政策转向的重要原因
- 联储3月加息后，职位空缺数已经连续三个月下降，很多大型科技公司也宣布放缓招聘，劳动市需求处于缓慢回落状态

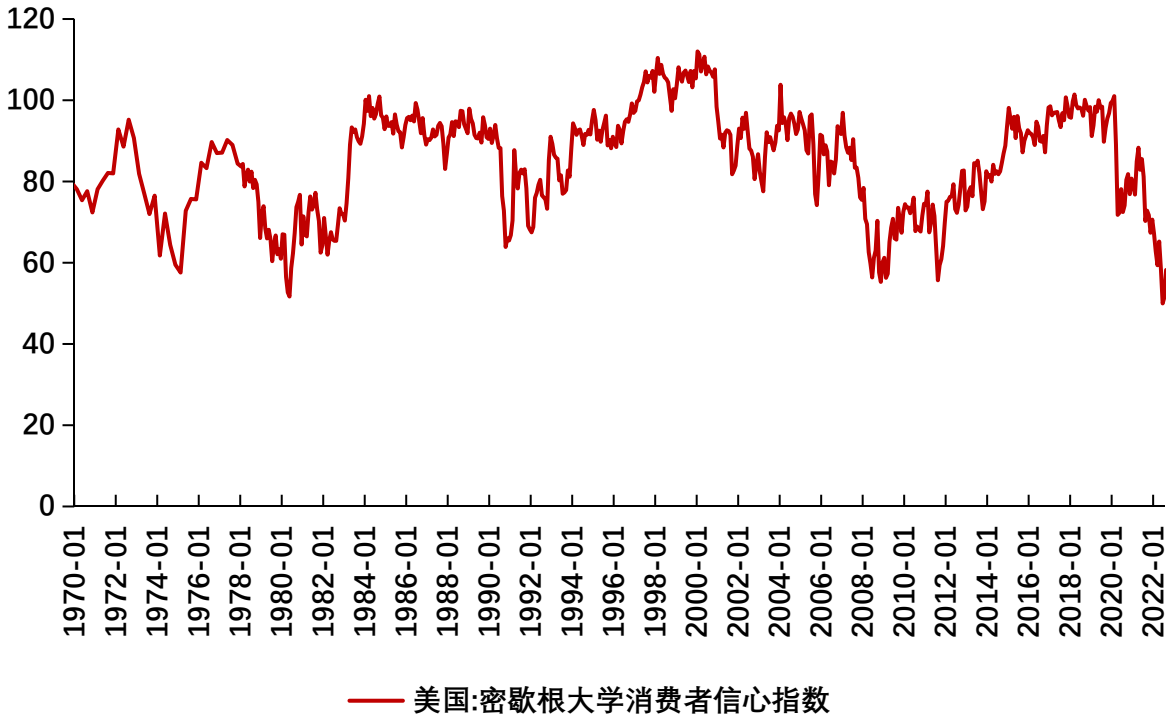


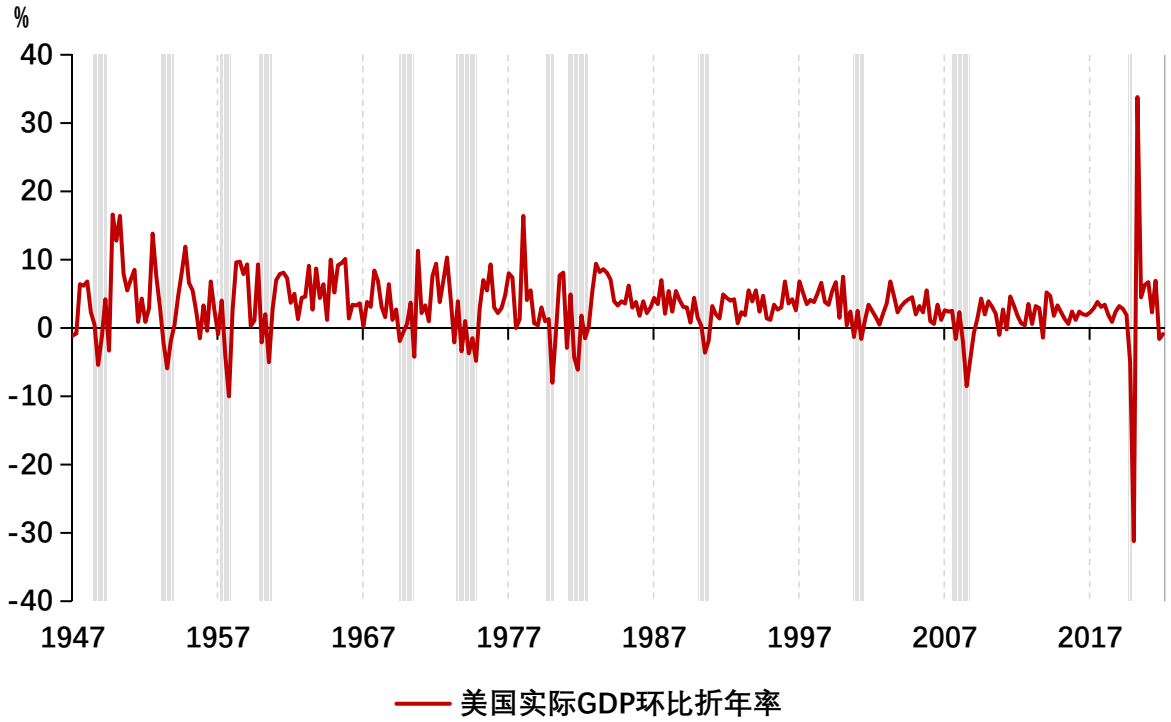


资源来源：Wind

高通胀下，经济恐难软着陆

- 6月22日鲍威尔在美国国会听证会上就半年度货币政策报告作证词陈述：“实现软着陆非常具有挑战性，存在经济衰退的可能性”
- 美国密歇根大学6月消费者信心指数读数为50，为历史最低点；7月小幅回升，读数为51.5；8月继续回升，读数为58.2。
- 美国实际GDP环比折年率已经连续两个月为负，预示着美国经济已经进入技术性衰退。





资源来源：Wind，阴影部分为NBER定义的衰退期

二、热点聚焦：国际金融市场的非对称影响

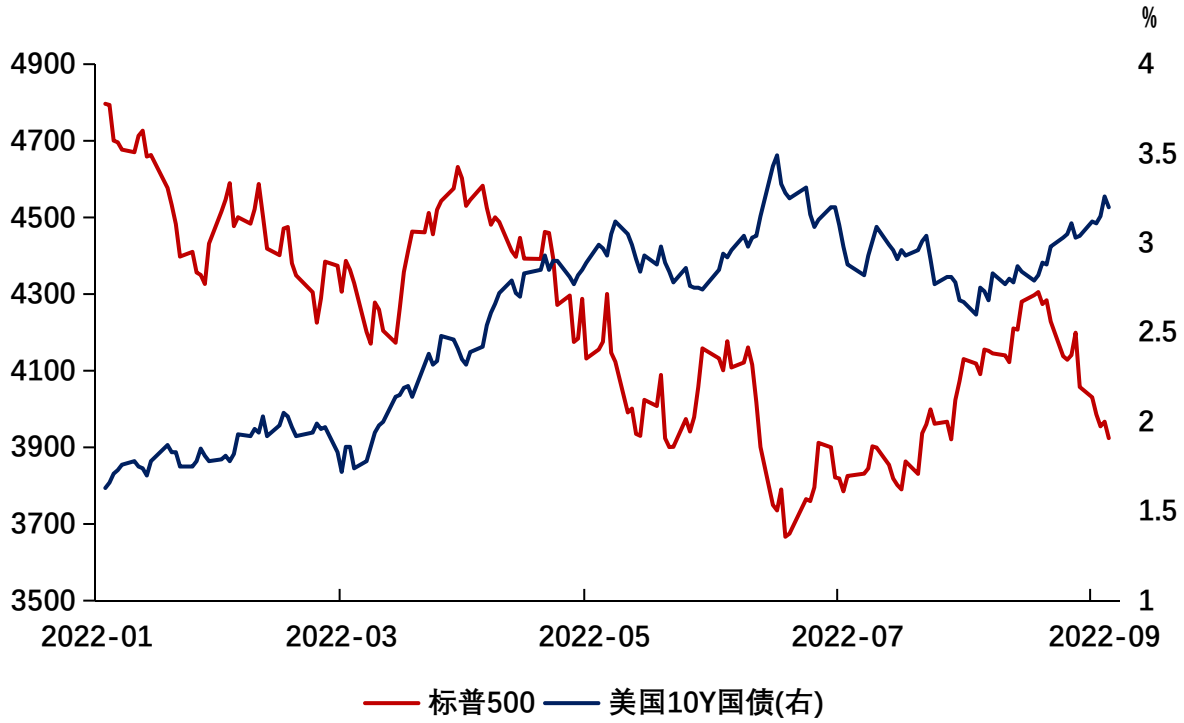
2.1 欧美市场：波动增加

2.2 新兴金融市场：危机的加剧

2.3 中国的机遇和挑战

欧美市场波动增加

- 高通胀背景下，欧美市场波动增加
- 前期通胀不断创新高，美联储紧缩政策持续超预期，股指向下，10年国债收益率向上
- 随着市场对欧美中央银行鹰派立场预期的变化，欧美股债市场又发生大幅变化





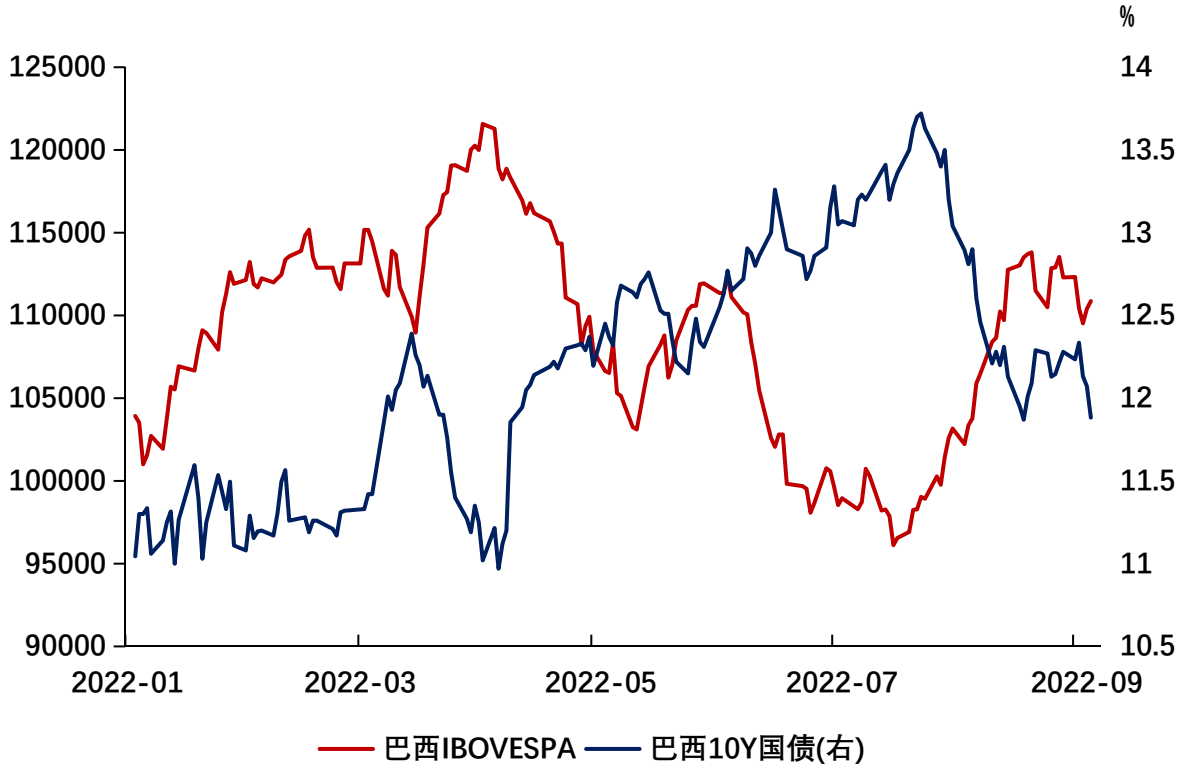
资源来源：Wind

美联储货币政策对新兴市场的冲击

- 全球金融周期下，资本管制or货币政策独立性（Rey，2015）
- 不跟随美联储加息（土耳其），跨境资本流出，本币大幅贬值。并传导至股票市场
- 跟随美联储加息，经济周期错位下本国经济基本面可能进一步恶化，同样可能导致本币的贬值
- 美联储加息下，美元倾向于升值。计价货币升值所导致的大宗商品价格下跌，使得原材料出口国经常账户恶化

新兴市场危机初显

- 新兴市场国债受全球利率影响更大
- 股票市场更大幅度得波动



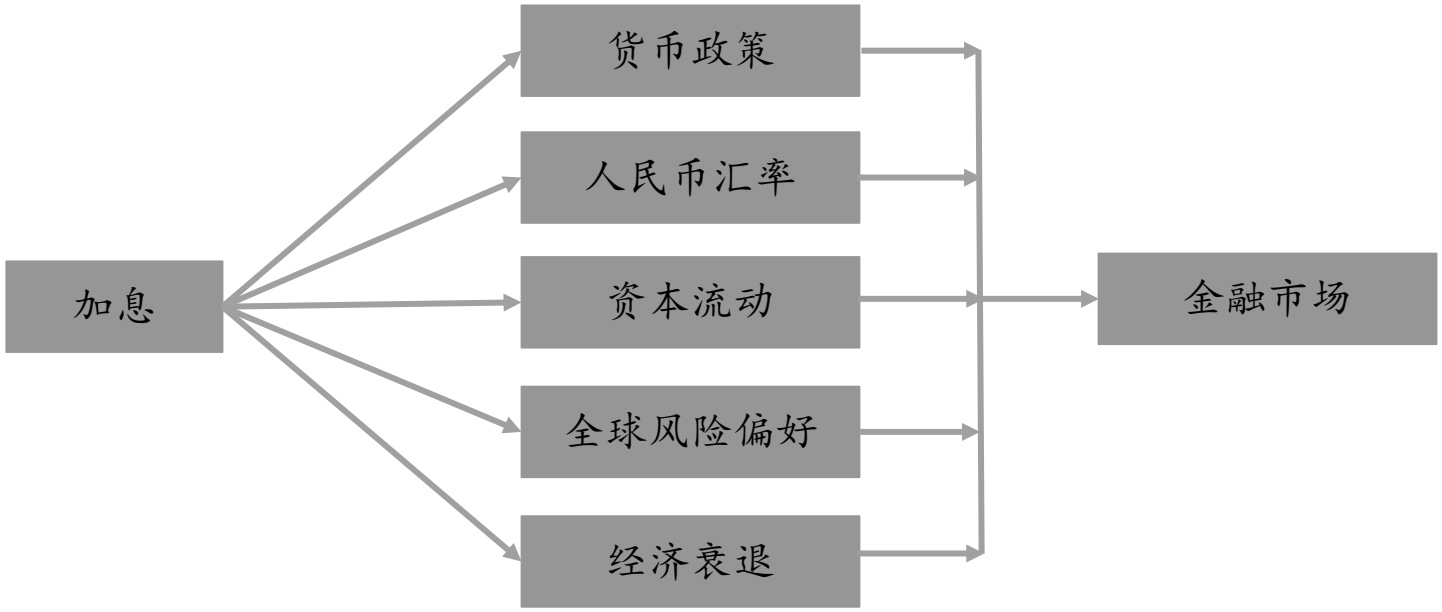


资源来源：Wind

中国的机遇与挑战

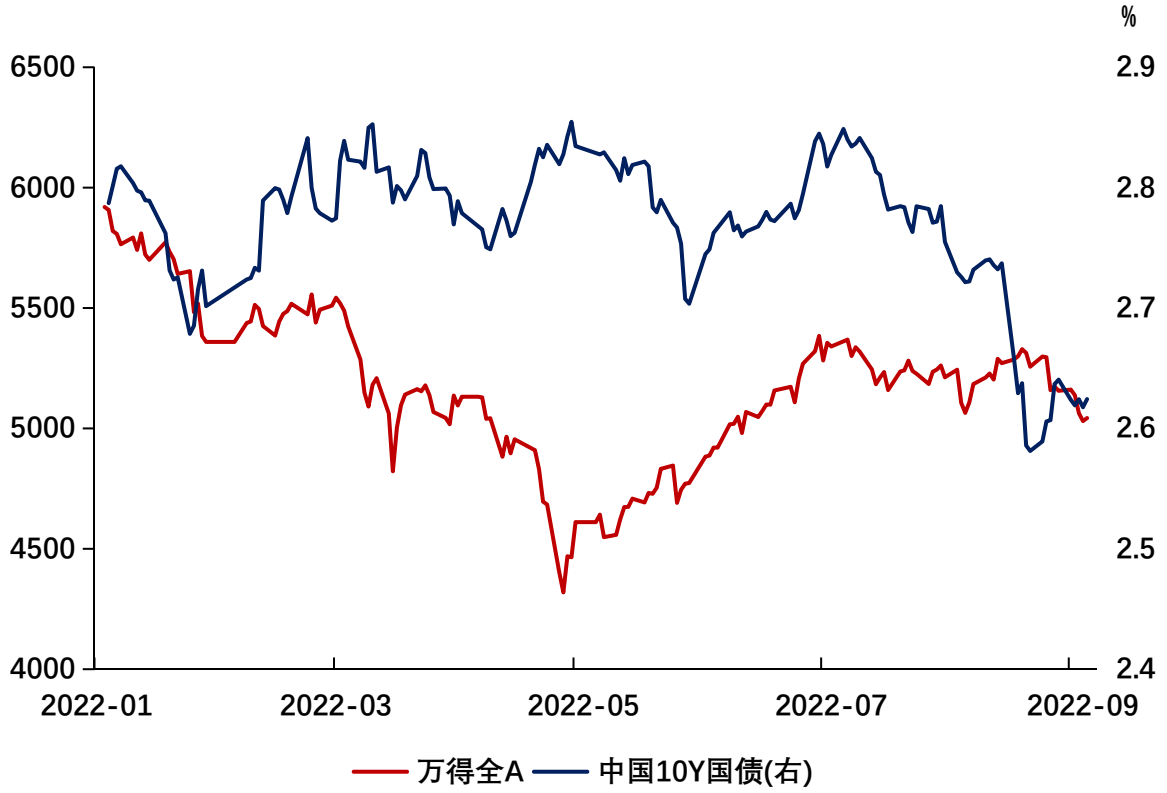
- 中国外债占比较低，对外依赖度也相对较低，货币政策独立性更强
- 中国主要进口大宗商品，出口制成品，大宗商品下跌对中国并非坏事
- 2020年与2021年期间，欧美宽松货币政策带来高需求，我国出口表现良好。欧美加息抑制需求后，我国出口受到影响，经济内循环更为重要。
- 奥密克戎疫情极大冲击了社会生活和生产，后续经济能否保持常态运行?

美联储货币政策对中国的影响路径



中国市场表现“以我为主”

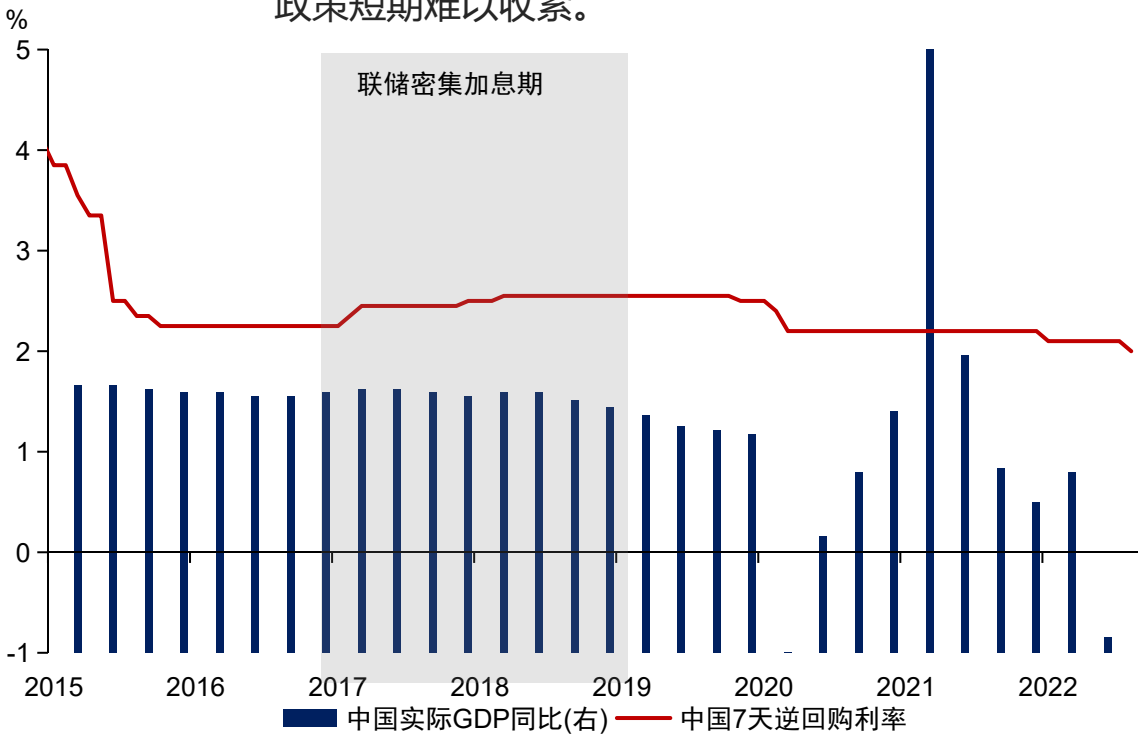
- 中国金融市场“以我为主”，定价我国经济运行状态
- 对于全球投资者风险分散化有重要意义

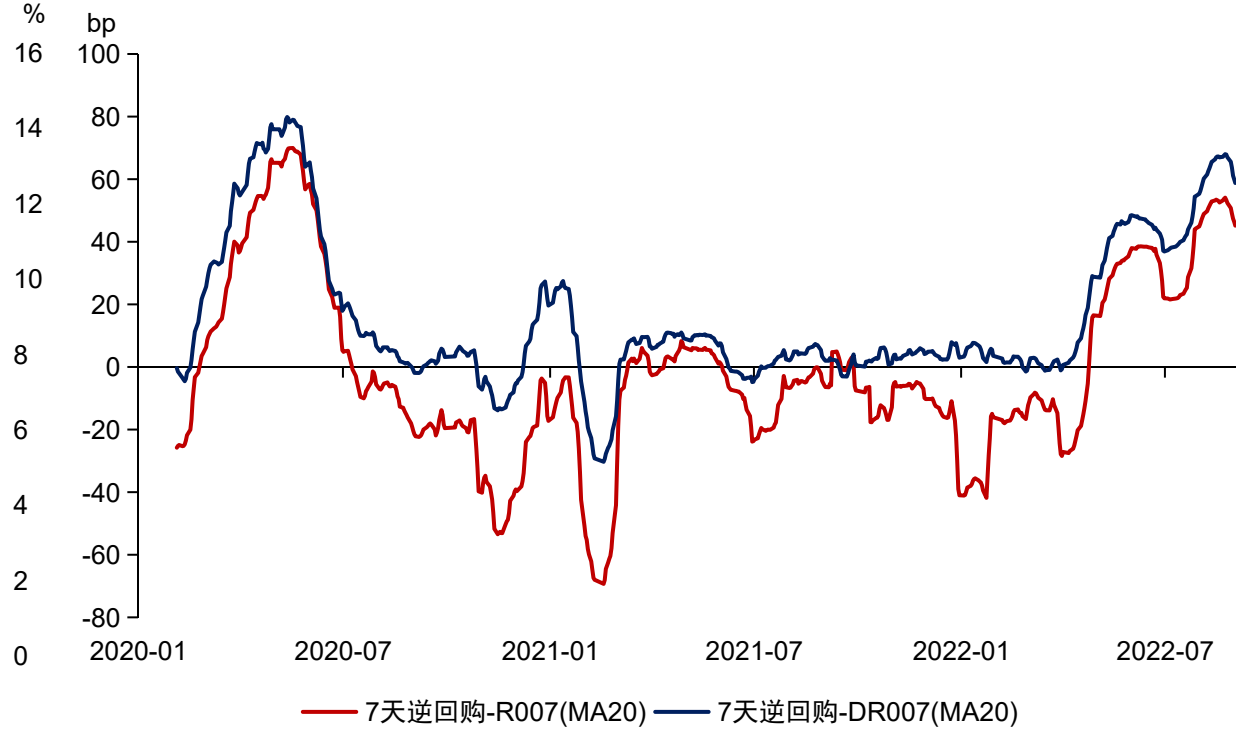


资源来源：Wind

货币政策“以我为主”，短期难收紧

- 虽然2017至2018年我国央行曾跟随美联储加息，但都发生在经济基本面运行良好的时期。受疫情影响，我国二季度经济表现不佳。“以我为主”背景下，货币政策更关心内部经济运行状况，发力稳增长。
- 8月公开市场操作利率调低10BP，货币市场资金面呈现流动性宽松状态。在经济复苏尚不稳固的情况下，货币政策短期难以收紧。

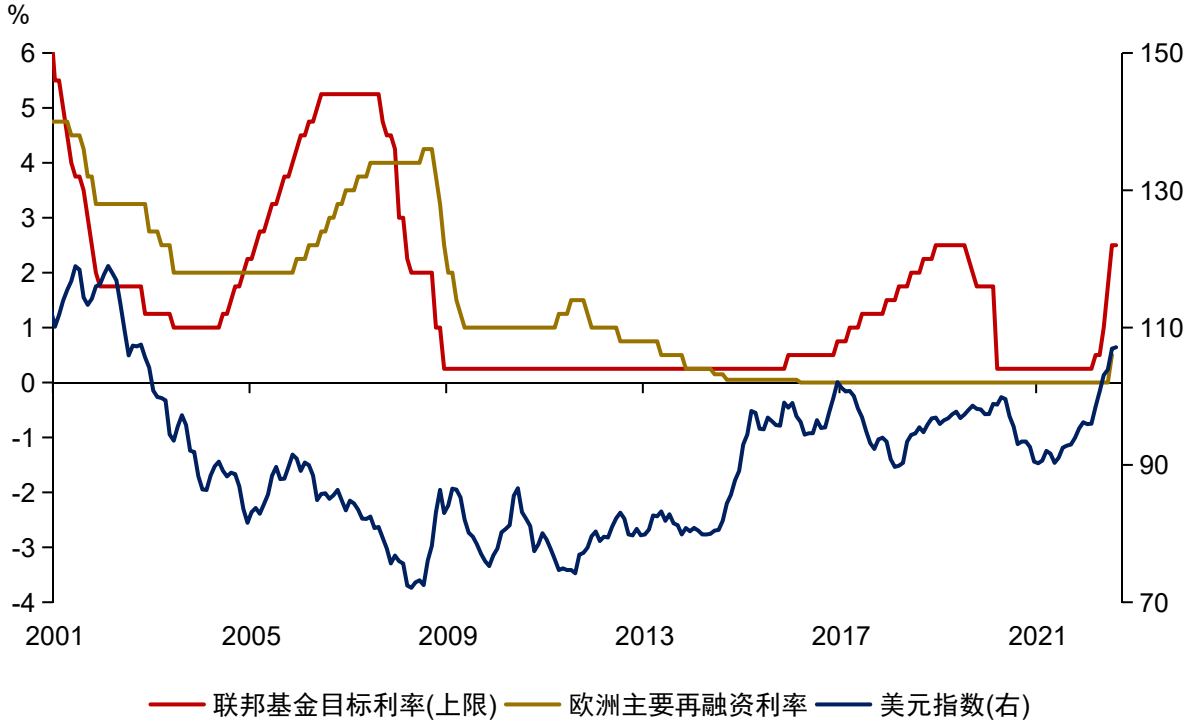


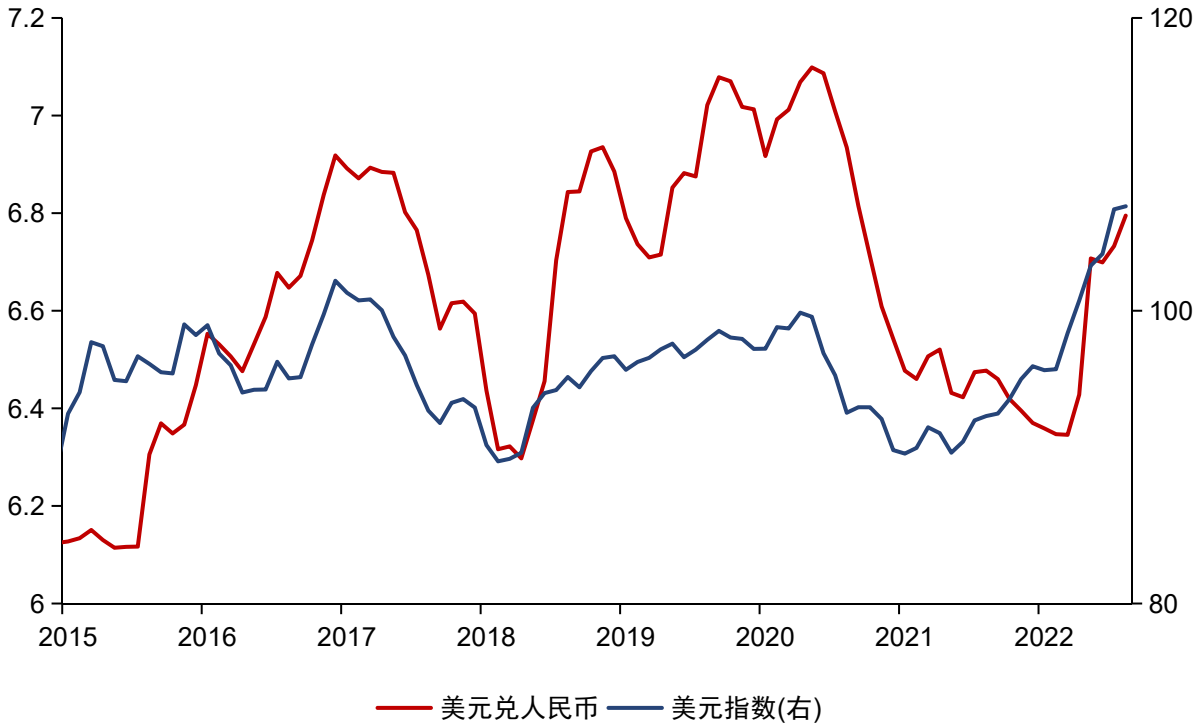


资源来源：Wind

美元指数上行空间有限，人民币贬值空间亦有限

- 美国加息不意味着美元的持续走强。从最近两次加息周期看，美元走强通常发生在加息周期前几个月。随着美联储加息逐步进入末期，美元指数上行空间有限。
- 美元兑人民币走势与美元指数大致相同，且叠加下半年中国经济恢复和央行稳汇率政策（9月15日起下调金融机构外汇存款准备金率1个百分点），人民币贬值空间有限。

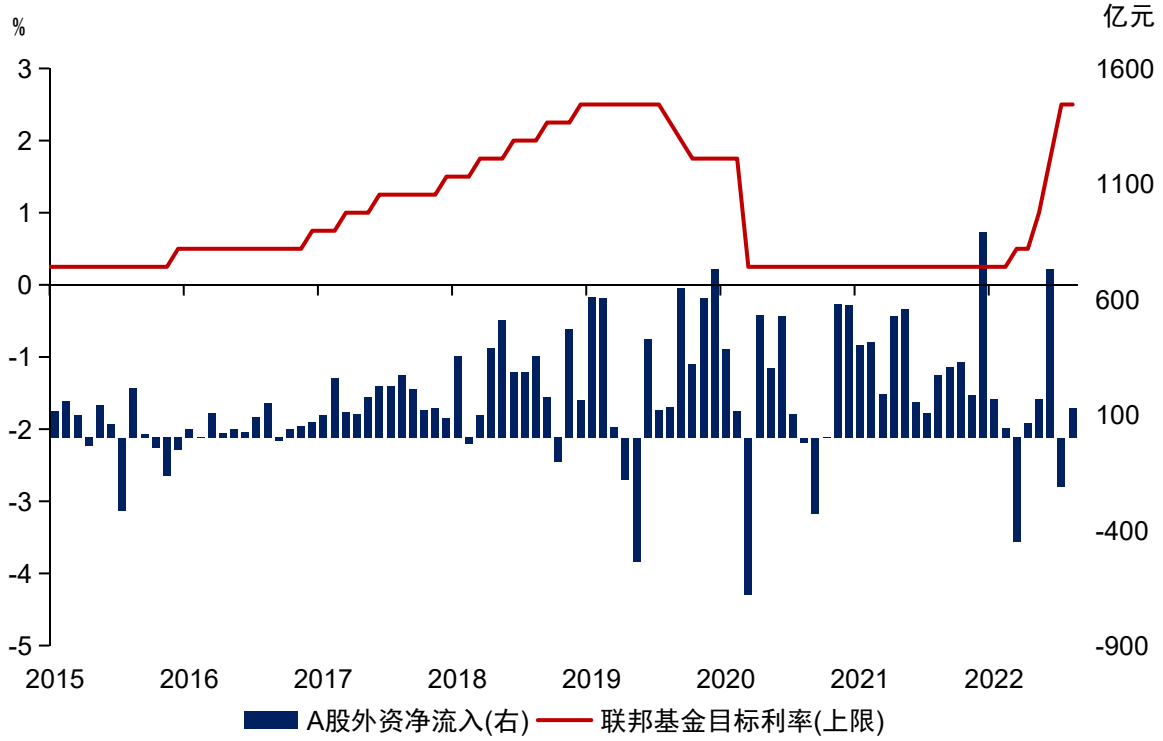


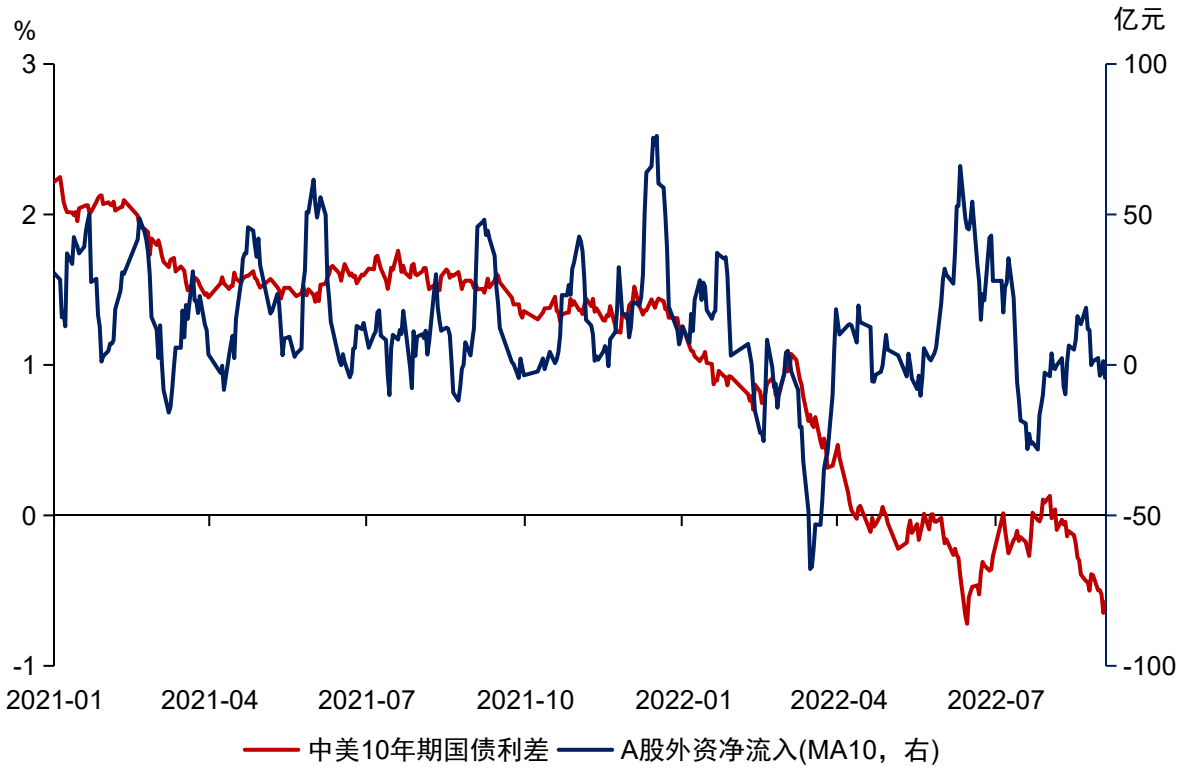


资源来源：Wind

美国加息对A股市场外资流入影响较小

- 2016-2018年美国连续加息时，外资流入受影响较小。历史来看，导致外资大幅流出的事件主要和A股以及中国经济运行状况有关，且持续期较短。
- 从10年期国债的角度出发，也可发现3月中旬以来，中美利差并不是外资流动的主要影响因素。

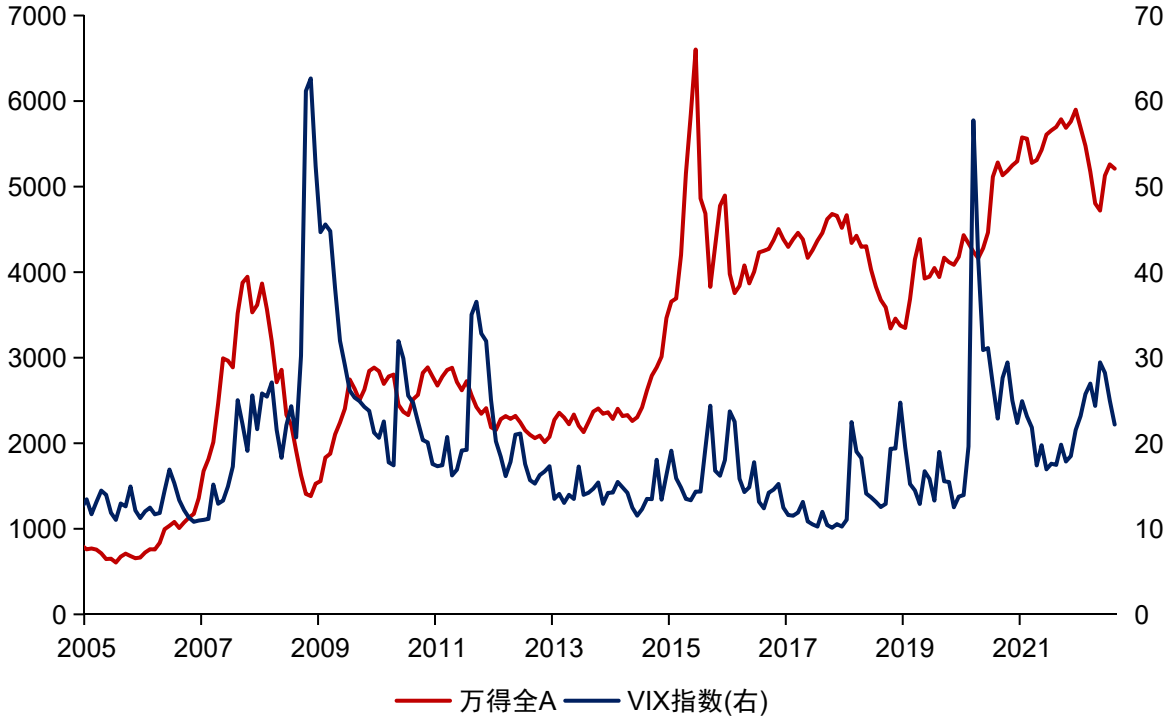


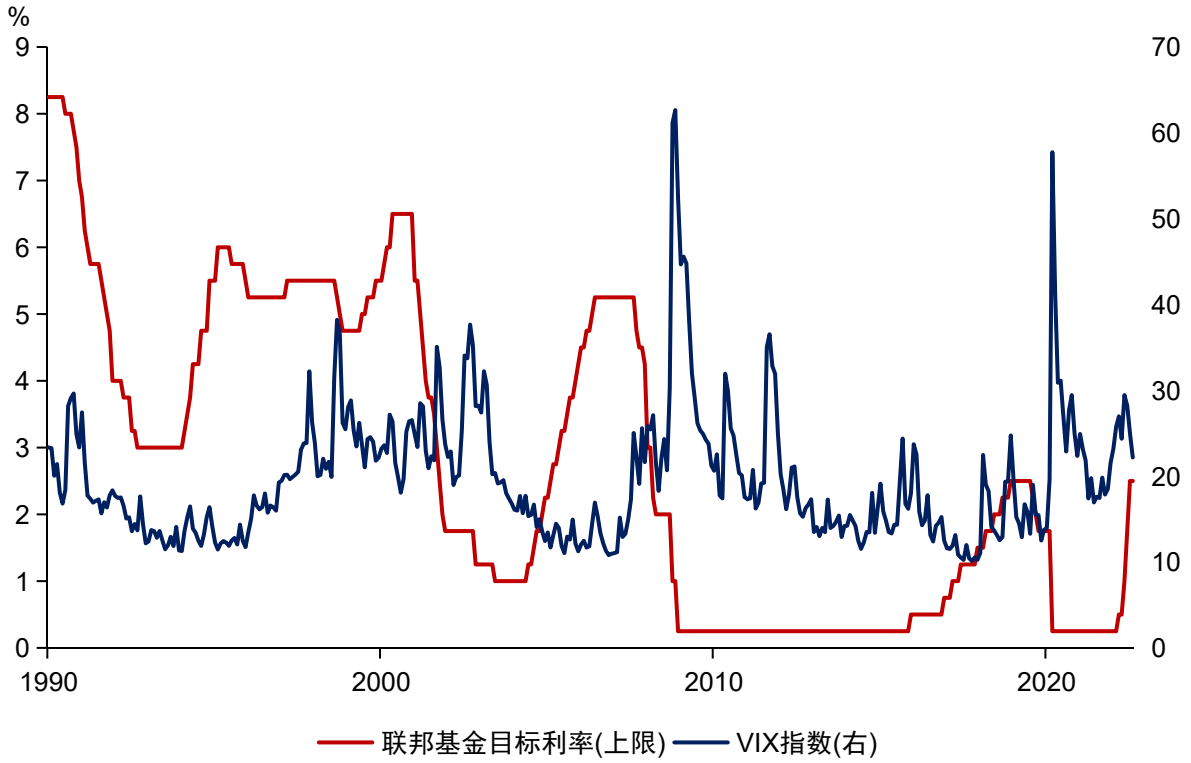


资源来源：Wind

全球风险偏好回暖，对A股的压制减弱

- 全球风险偏好确实会影响A股走势。当VIX大幅上升，避险情绪会对A股等风险资产的走势形成压制。
- 但观察之前的美联储加息时期，并没有发现VIX指数的大幅上升。今年VIX的大幅上升主要是由于地区性冲突、疫情和紧缩政策预期，目前已经处于下行通道。

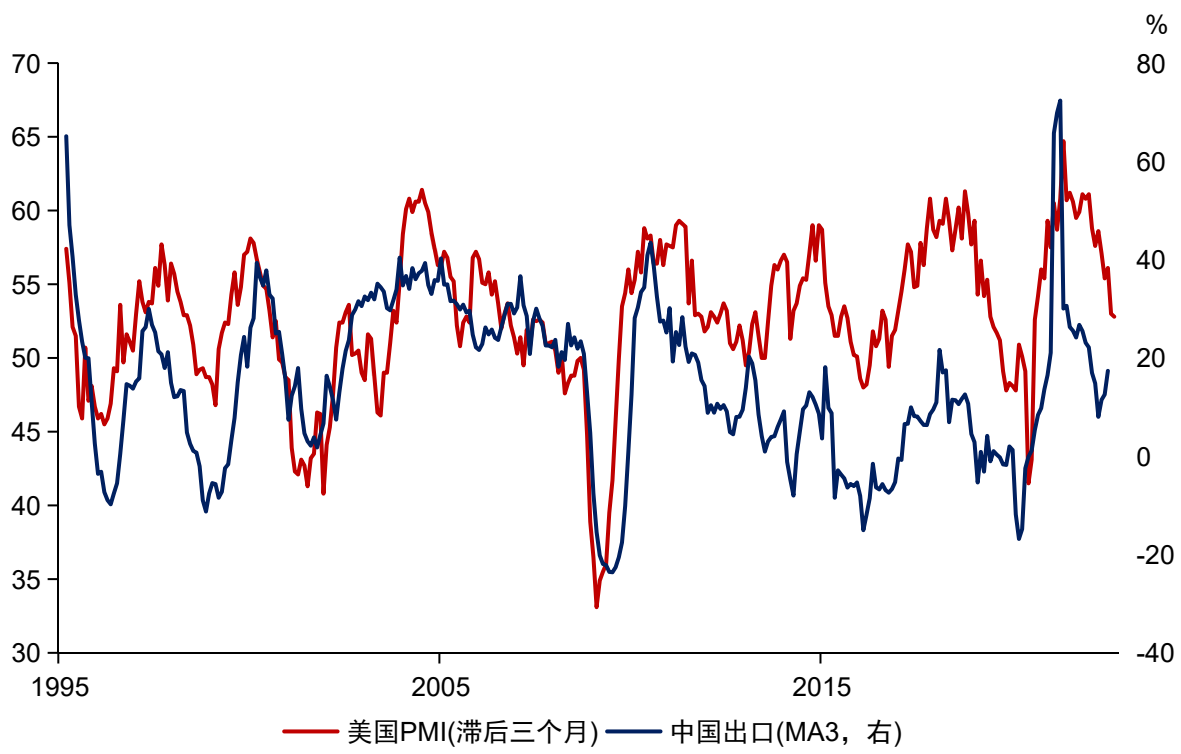


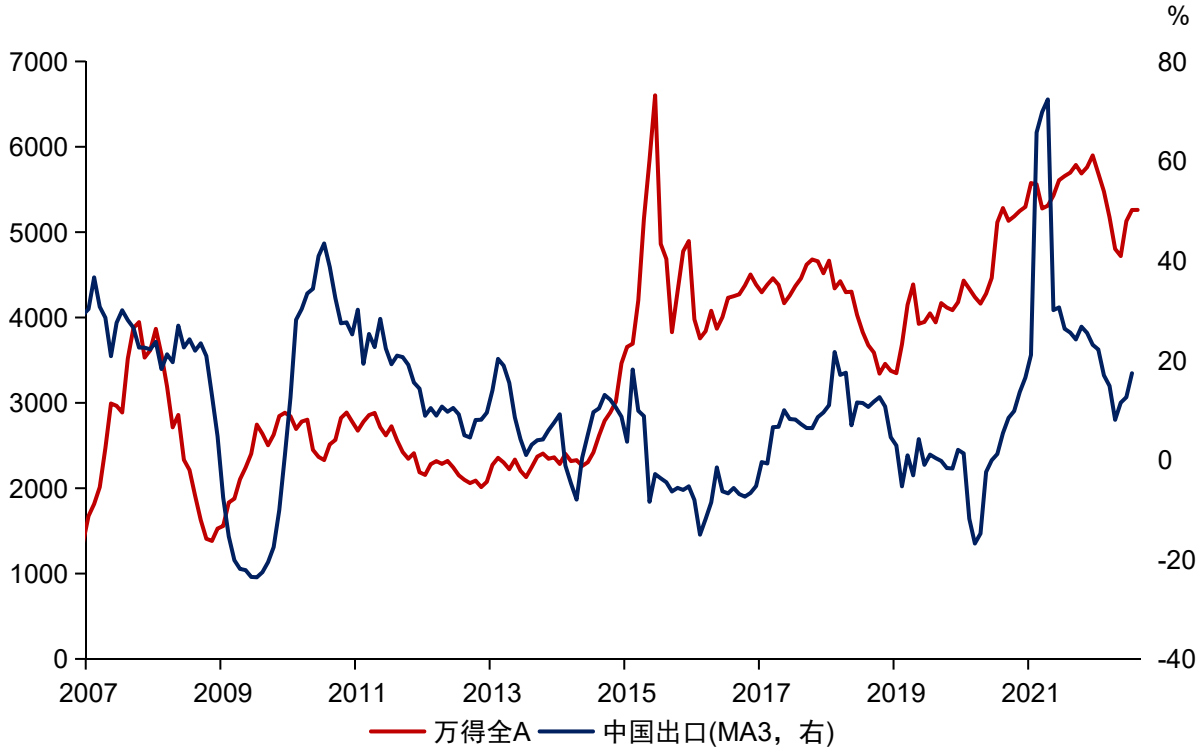


资源来源：Wind，灰柱为VIX大幅上升时期

美国经济下滑抑制中国出口，影响A股市场

- 无论是软着陆还是硬着陆，下半年美国经济下滑是确定性事件，海外需求收缩会抑制中国出口。
- 经济动能放缓，企业盈利下降对A股市场有一定影响





资源来源：Wind

美国经济下滑时内需相关行业表现更好

- 最近两次衰退期以及2015年11月至2016年2月（美国PMI处于处于荣枯线以下）时期，地产和消费相关行业表现更好，能源和外需相关行业表现较差。
- 当下地产行业尚未恢复，经济重点更可能是基建和消费

美国衰退期A股表现汇总			
行业	前10净次数	行业	后10净次数
建材	3	石油石化	2
医药	2	电力及公用事业	2
食品饮料	2	钢铁	2
农林牧渔	2	轻工制造	2
房地产	2	机械	2
综合	2	交通运输	2
		传媒	2

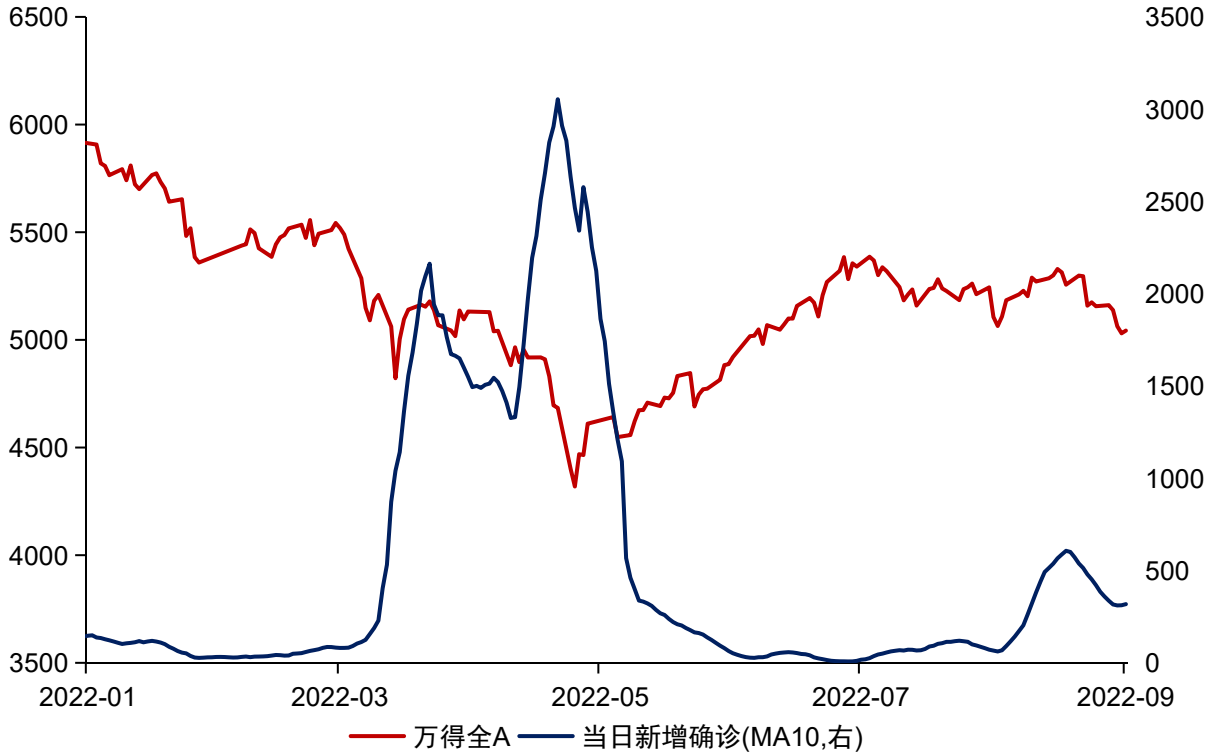
美国衰退期A股表现前10行业					
2007-2009	收益率(%)	2015-2016	收益率(%)	2020	收益率(%)
电力设备及新能源	3.5	煤炭	-7.6	农林牧渔	20.9
医药	-3.3	有色金属	-7.8	建材	14.3
建筑	-6.9	银行	-7.8	食品饮料	11.0
家电	-10.4	房地产	-9.9	医药	9.0
农林牧渔	-11.8	消费者服务	-11.2	消费者服务	6.8
建材	-13.4	家电	-11.2	计算机	4.4
综合	-13.8	食品饮料	-12.3	国防军工	1.6
房地产	-13.9	综合	-14.9	电力设备及新能源	0.3
通信	-15.5	建材	-15.0	通信	0.1
商贸零售	-17.3	非银行金融	-15.2	商贸零售	-0.1

美国衰退期A股表现后10行业					
2007-2009	收益率(%)	2015-2016	收益率(%)	2020	收益率(%)
消费者服务	-25.7	钢铁	-23.5	汽车	-6.9
电力及公用事业	-26.3	电力设备及新能源	-24.2	电子	-7.0
机械	-27.4	商贸零售	-25.4	银行	-7.1
银行	-28.1	机械	-26.6	家电	-7.2
轻工制造	-29.1	电力及公用事业	-26.9	传媒	-7.6
非银行金融	-34.4	建筑	-27.4	轻工制造	-7.7
钢铁	-34.9	传媒	-28.5	非银行金融	-8.4
有色金属	-36.4	计算机	-30.2	煤炭	-10.4
石油石化	-42.7	交通运输	-30.8	有色金属	-10.5
交通运输	-44.1	国防军工	-33.8	石油石化	-13.8

资源来源：Wind

疫情扰动下，金融市场表现较差

- 上半年国内金融市场的波动很大程度上是因为疫情扰动
- 疫情再起，成为中国经济和金融市场新的挑战



资源来源：Wind

三、政策建议：如何“抓住”窗口期，增强国际影响力

3.1 金融政策调整与国际政策协调

3.2 扩大内需、优化产能和产业结构调整

金融政策调整与国际政策协调

- 欧美这次高通胀的根源在于货币政策和财政政策的过度扩张，且紧缩政策晚于经济基本面。
- 欧美近乎MMT的刺激政策不仅导致了国内高通胀，更损害了国际货币体系。作为国际货币体系的中心国，欧美货币政策具有强大的溢出效应，国际政策协调缺失下，边缘国可能受到更大影响。
- 相比之下，我国货币政策和财政政策更为稳健，未引致高通胀。
- 我国稳健的货币政策使得人民币资产更具吸引力，中国或成为全球资金“避风港”。

优化产能和产业结构调整

- 我国经济的高质量增长是金融市场增强影响力的前提。优化产能和产业结构调整是经济高质量增长的保证。
- 以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局带来国内消费结构升级的机遇，将从需求侧助力产业结构调整和升级。
- 科技创新驱动是产业结构调整的核心。在新一轮科技革命孕育兴起的大背景下，科技革命和产业变革机遇将从供给侧推动产业结构调整和升级。
- 优化产能和产业结构调整最终需要实现产业安全、增加产业国际竞争力、助力产业绿色低碳发展。

CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

聚焦“美国加息对我国和国际金融市场的影响及我国的应对”，CMF中国宏观经济专题报告发布

9月14日，由中国人民大学国家发展与战略研究院、经济学院、中诚信国际信用评级有限责任公司联合主办的 CMF 宏观经济热点问题研讨会（第52期）于线上举行。**百度财经、网易财经、新浪财经、搜狐财经、WIND、同花顺财经、证券时报、中证金牛座**等多家媒体平台线上直播，同时在线观看人数近**五十万**人次。

本期论坛由中国人民大学一级教授、经济研究所联席所长、中国宏观经济论坛（CMF）联席主席**杨瑞龙**主持，聚焦**“美国加息对我国和国际金融市场的影响及我国的应对”，**来自学界、企业界的知名经济学家及行业专家**余永定、刘元春、曹远征、管涛、何青**联合解析。

论坛第一单元，中国人民大学财政金融学院教授、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员**何青**代表论坛发布 CMF 中国宏观经济专题报告。

报告围绕以下三个方面展开：

第一，热点背景——通货膨胀叠加经济低迷的滞胀时代；

第二，热点聚焦——国际金融市场的非对称影响；

第三，政策建议——中国如何“抓住”窗口期，增强国际影响力。

一、热点背景：通货膨胀叠加经济低迷的滞胀时代

（一）美联储近期政策梳理

新冠疫情暴发以来，欧美国家广泛采取了量化宽松政策，引发许多通货膨胀问题。自2021年9月起，美联储不断调整市场预期。在2021年之前，美联储以量化宽松、扩大资产负债表规模的方式增加货币供应；自2021年9月起，美联储议息委员会慢慢开始调整预期，可能很快开

启 Taper，以温和渐进的方式减缓央行资产负债表的扩张。在此背景下，2021年9月、11月，美联储慢慢减少扩表。2022年1月，美国“与大流行和经济充分开放相关的供需失衡继续导致通货膨胀水平上升”，即美联储判断疫情流行的情况下，大规模的货币供给导致需求急速上升，而供给落后，致使产品价格持续上升。2022年1月，美联储宣布开始上调联邦基金利率目标。2022年3月、5月、6月、7月美联储升息的速度和频率大幅上升，3月加息25个基点，5月加息50个基点，6月加息75个基点，7月份加息75个基点。根据最新公布的数据，9月13日美国8月通胀率达到8.3%。市场预期美联储在9月20日一定会加息，只是提升幅度暂未确定，可能为75个基点或100个基点，这导致美国三大指数急速下滑。

自2022年开始，持续的通货膨胀成为美联储必须要面临的一大问题，特别是3月、5月、6月，俄乌冲突加剧影响到全球供应链。与此同时，作为全球最大产品出口国的中国，其出口受到了新冠疫情的严重影响。美国需求持续旺盛，而供给出现问题，这导致通胀预期不断上行。因而，市场判断在2022年9月美联储应该会采取加息政策，只是提升幅度是75个基点还是100个基点暂未确定。

（二）经济高度不确定性下，全球持续较高的通货膨胀

自2021年开始，央行极度扩张性的货币政策落后于经济基本面，即在经济仍未复苏的情况下，货币大量发行，导致工资和价格螺旋上升。通货膨胀的流行具有明显惯性，且工资具有黏性，可以单向上升，但很难下降。因而，工资和价格的螺旋上升意味着持续的通货膨胀。美国 CPI 及核心 CPI 与欧元区的 CPI 及核心 CPI 在2022年均出现急速上升。国际清算银行及美联储共同认为，只有剧烈缩减总需求才能降低通胀，这在一定程度也表明了欧美通胀的持续性。**在过去大规模扩张的货币政策背景下，实体经济发展落后于货币供应，此外再叠加俄乌冲突及供应链失衡，致使大量国家进入了高通胀时代。**因而，目前的一个基本判断是：在经济高度不确定的背景下，全球高通胀将持续一段时间。该判断基于以下几个方面：

第一，逆全球化。从80年代开始，全球共享低通胀的原因是，过去四十年较为强调全球化经济过程。在经济全球化的背景下，各大厂商可以充分配置资源，在全球范围内寻找最便宜的产品，使得资源得以优化配置，产能急速上升，从而控制了通货膨胀。然而，自中美贸易冲突和俄乌冲突以来，一些逆全球化趋势出现，供应链成本急速上升，供应链安全受到影响，这可能意味着低成本时代的结束。

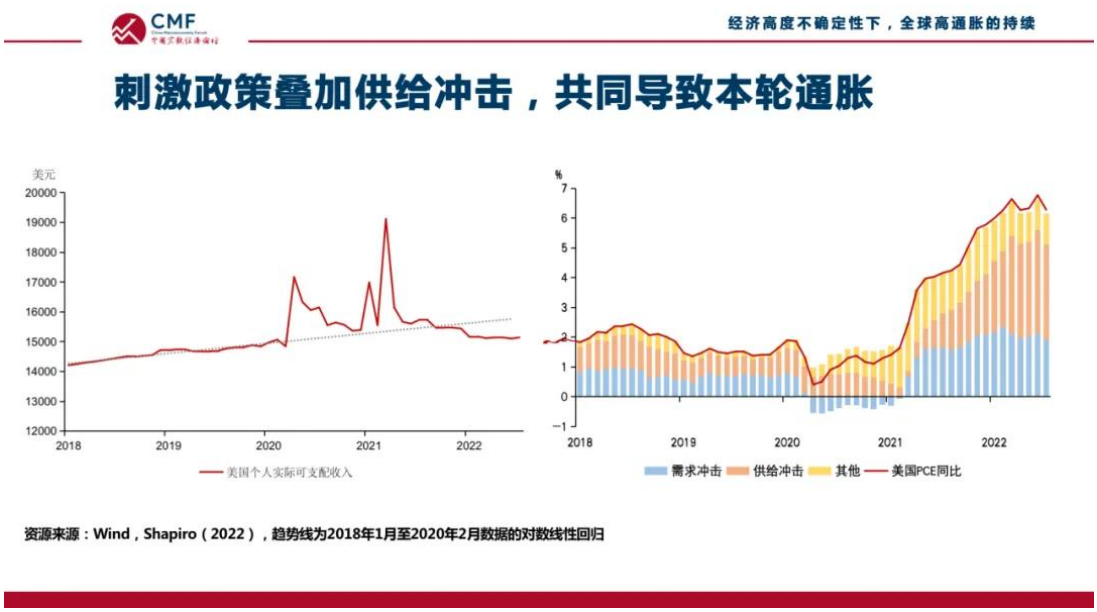
第二，劳动力市场短缺。在全球加速老龄化的过程中，全球劳动力过剩的时代已经基本结束，劳动力紧缺时代来临。过去，以每月2000元至3000元的工资可以较为容易地雇佣到一名工人，但是现在，工厂无法以低成本招聘到工人。从劳动力角度来看，劳动力价格不具有下降趋势。

第三，能源价格的不确定性加大。在过去十年中，能源公司没有进行大规模的资本开支和大幅度的产能扩张。在需求不断扩张的情况下，持续性供给不足的风险绝对存在。此外，地缘政治冲突给能源价格带来了极大的不确定性，且全球气候变暖使得能源价格的不确定性进一步增强。在今年的7、8月份，四川及其他地区出现了电力供应不足的现象，这在一定程度上体现了气候变化对能源供应和能源价格的重大影响。

基于上述三个方面的分析，我们判断经济在短时间内很难回到低通胀时代。

全球通货膨胀的始作俑者是美国的加息政策和通货膨胀。**美国的通胀可被称为四十年未有之大通胀，2020年的通胀水平更是接近于80年代的峰值。**本轮美国 CPI 同比峰值为9.1%，核心 CPI 同比峰值为6.4%，二者分别为20世纪80年代峰值14.8%和13.6%的六成和五成，美国已经切实进入了大通胀时代。

通货膨胀可大体分为需求推动型通胀、供给推动型通胀以及其他因素推动型通胀。本轮通胀是由政策叠加和供给冲击导致的。自2020年开始，新冠疫情在美国蔓延，美联储采取了扩张性的货币政策予以应对。在这一阶段，天量货币的投放刺激了居民需求，推动着物价持续上涨。随着美联储加息时代的来临，通货膨胀的主要因素演变为供给冲击，具体体现在对于原材料和大宗商品的冲击上。供给不足和需求旺盛的叠加导致了本轮通胀的加速。对于美国而言，更为棘手的问题在于，2021年美国采取了大范围的刺激活动，这使得美国个人实际可支配收入，在物价较为稳定时期可呈上升态势，而在通胀持续上行时期则趋于降低。



在新冠疫情背景下，消费偏好呈现从服务转向商品，再缓慢回归的态势。疫情来临时期，商品和服务需求急速下滑。在美国采取宽松货币政策后，居民对商品的需求和商品价格首先恢复。由于服务业需要人与人接触，因而服务业处于缓慢恢复过程。在可预期的未来，美国对于服务的需求会呈现持续上升的态势。

美国这一轮通胀是多层次、多方面的，并不只是食品、能源或服务单方面产品的驱动，而是出现了轮动性驱动现象。从走势图可知，美国起初展现了对食品旺盛的需求，此时食品价格上涨推动通货膨胀。而当食品价格回落后，美国对服务的需求呈现上升趋势，核心服务近期对于通胀的影响进一步提升。在持续性的能源冲击背景下，虽然能源价格近期较为平稳，但能源驱动比例已占达三分之一左右。美国通胀呈现食品价格驱动演变为服务业价格驱动的现象。2022年9月13日公布的通胀数据显示，对住房房地产的需求是美国当前通胀的重点所在。



综上所述，美国通胀的前景不容乐观。第一，通胀从商品向服务轮动，核心商品通胀回落，核心服务通胀走强，尤其是房租通胀明显。第二，加息和缩表政策下，房地产市场降温，劳动力市场紧张程度有望缓解。第三，地缘政治冲突和供应链问题持续影响原材料供给。第四，美国企业定价能力增强，美国企业可以把原材料和生产品价格完全转移到 CPI 上。**从这几个方面来看，美国通胀前景不容乐观，这使得美联储在9月20日左右的加息政策已成为定局，只是具体加息幅度暂未确定。**

（三）美国：无奈之举还是经济软着陆

美联储希望经济软着陆，一方面要控制通胀，另一方面要防止经济紧缩政策给就业和经济增长带来过大压力。从目前情况来看，一方面，整体就业市场表现尚可，劳动力市场的需求在逐渐缓慢回落，但是通胀很高；另一方面，信息指数下降以及连续两个月经济增长率（美国实际 GDP）为负，意味着美国经济可能进入技术性衰退。引用美联储前主席耶伦的讲话，“想要美国经济软着陆，在控制通胀时对就业要产生比较小的影响”。欲达到该效果，需要美联储具有高超的技巧，同时也需要一些运气。

我们判断，美国加息确实是一种无奈之举，控制通货膨胀的必要性很高。如果不控制通胀，美国居民承受的经济影响会更加严重。美联储现在仍存一定操作空间，但时间紧迫——美国经济还未下滑到十分严重的程度，同时职位空缺数虽然在下降，但是劳动力市场还处在缓慢回落的状态。所以，加息政策是必须的。只是应该在哪个时点加息才能将对经济的负面

影响降到最低，是美联储需要考虑的重点问题，稍有不慎则可能会导致经济的硬着陆，即以实体经济的需求端急速下降为代价来抑制本轮通胀。

二、热点聚焦：国际金融市场的非对称影响

（一）欧美市场：波动增加

在欧美市场高通胀背景下，美联储加息是必然之举。作为“美国老牌盟友”的欧洲，也相应受到了美联储加息的影响，主要表现为股票市场加剧波动。如以十年期国债收益率作为判断市场稳定与否的依据，欧洲十年期国债收益率呈现稳定向上的趋势。因而，我们判断美联储加息对欧美市场的影响相对较弱，只表现为市场波动性的增加。



（二）新兴金融市场：危机的加剧

美联储加息对新兴市场冲击较为严重，具体影响到以下几类国家：

第一，不盯住美元、采取浮动汇率制度的国家。该制度意味着美国加息，而此类国家不加息。以土耳其为例，美联储加息意味着美国资产变得更加有吸引力，使得土耳其货币被大量抛售，大量资本回流美国。跨境资本的大量流出，致使本币大幅贬值，最终传导到股票市

场，使得股票大幅下跌。因而，土耳其的通胀率非常高，其主要原因在于美元加息导致大量资本从土耳其逃离，导致土耳其货币急速下跌。

第二，跟着美联储加息的国家。美联储加息后，美国资产更加昂贵，这对新兴市场国家货币产生了很大影响。为了与美元高昂的收益率抗衡，此类国家选择加息。由于此类国家的经济本身就不景气，进一步的加息会使得国内经济形势进一步恶劣，最终导致本币更大幅度的贬值。

第三，能源国家，比如中东等国家。美联储加息意味着美元指数和美元价值上升，导致以美元标价的大宗商品价格下降，这使得原材料出口国的经常账户恶化。

综上所述，美联储加息收割了全球利益。当前，新兴市场危机初显。如果美联储进一步加息，新兴市场危机的态势就会从初显演变为爆发。以巴西和印度为例，这两个国家的股票波动更为剧烈，巴西的十年期国债收益率已经超过了10-12%，印度的国债收益率已达到7%，蕴含着极大的危机因素。9月20日，美联储如果更大幅度加息将会使全球金融市场经历更大规模的波动。



（三）中国的机遇和挑战

中国面临的第一个机遇，是中国的经济结构已经发生了较大变化，外债占比较低。自2020年中美贸易冲突爆发后，我国外贸占经济总量的比例在逐渐下降，经济发展逐渐转向内需方向，这意味着中国现在的货币政策相对独立。

中国面临的第二个机遇，是中国主要进口大宗商品，出口制成品，因而大宗商品下跌对中国并非坏事。

中国面临的第三个机遇，是欧美宽松货币政策显示出了通胀率很高，但生产能力相对有限的弊端，而我国的生产能力是非常强大的。在2020年以来的较长一段时间，我国的出口表现相对较好。其原因在于，虽然欧美加息抑制了总需求，但欧美需要大量的进口中国产品来平抑物价水平，这使得我国的出口表现相对良好。

中国面临的最大挑战，是新冠疫情冲击对社会生活和生产的挑战，以及经济是否能够保持正常运行的挑战。目前我国外需仍会受到美国需求下降的影响，但是由于我国是大型经济体，刺激我国内需尤为重要。目前我国面临的最大问题是新冠疫情对我国社会生产力的影响。美联储货币政策对中国的影响路径课具体分为以下几个方面：

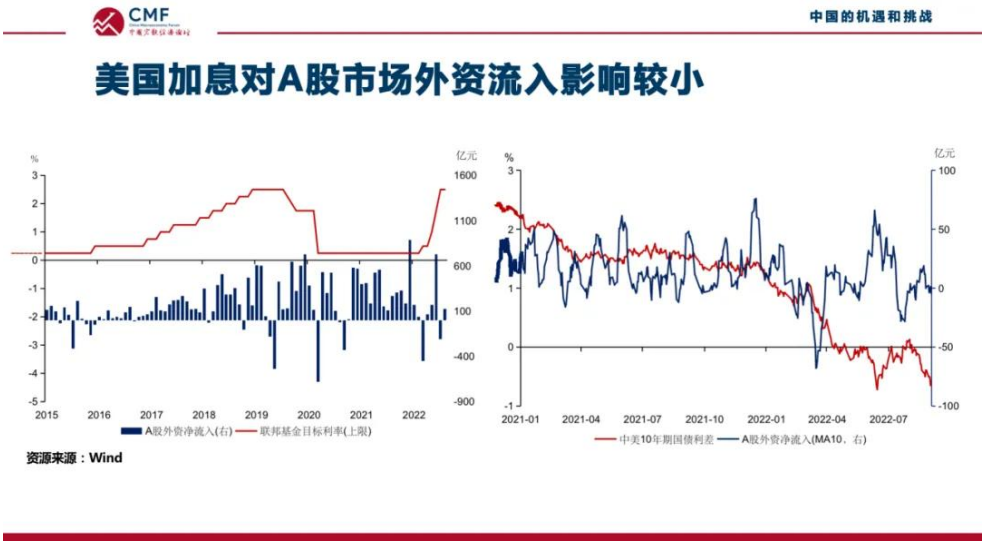
第一，货币政策。随着中国成为第二大经济体，我国市场表现已经呈现“以我为主”的状态。美联储加息后，中国股票市场波动相对稳健，且国债收益率也相对较低，中国资产是全球配置风险资产的优良选择。由于全球资产都会受到美国的影响，中国资产的相对独立性使得分散风险极为重要。中国并没有跟随美联储在本轮加息。在2017年至2018年，我国央行曾跟随美联储加息，但是其加息的出发点依然是基于中国经济基本面。受新冠疫情影响，我国第二季度经济表现不佳。在“以我为主”的背景下，货币政策更关心我国内部经济运行状况，发力稳增长。8月，我国公开市场操作利率调低10BP，货币市场的资金面呈现流动性宽松状态。在经济复苏尚不稳固的情况下，我国货币政策短期难以收紧。

第二，人民币汇率。目前，关于“人民币汇率破七”的讨论在市场上广泛出现。从2015年以来的数据来看，人民币合适的表现应该是在均衡水平上变得更富弹性。2015年以前，市场似乎十分担心人民币升值，2015年之后，市场又十分担心人民币贬值，但从长期来看人民币已呈现了一定的韧性，同时投资者和居民对于人民币较大幅度的波动已经逐渐具备了一定的承受能力，这说明适度的人民币贬值甚至有利于我国的出口和结构改善。另一方面，美国加息并不意味着美元的持续走强。从最近两轮加息周期来看，美元走强通常发生在加息周期

前几个月。**随着美联储加息逐步进入末期，美元指数上行空间有限，人民币贬值空间亦有限。同时，在本轮美元加息的情况下，全球货币贬值纯粹源于美元指数上升。**除美元之外，人民币相对一篮子货币呈现出短暂持续升值的态势。**所以，我们并不需要担心人民币大幅度贬值，适度贬值体现出人民币更加富有弹性和韧性。**



第三，资本流动。新兴市场国家往往担心美联储加息引发的资本流出。经过几十年的摸索和管理，我国的外汇市场管理已具有策略性及韧性，市场并不会由于中美利差而调整资本流动。2016年至2018年美联储连续加息时，外资流入受影响较小。从历史的角度来看，导致外资大幅流出的事件主要与 A 股以及中国经济运行状况有关，且持续期较短。从十年期国债的角度来看，3月中旬以来，中美利差并非外资流动的主要影响因素。



第四，全球风险偏好。全球风险偏好会影响 A 股走势。当恐慌指数 VIX 大幅上升时，避险情绪会对 A 股等风险资产的走势形成压制。但观察以往的美联储加息时期，我们并没有发现恐慌指数 VIX 指数的大幅上升，相反出现了恐慌指数 VIX 指数相对平滑和减弱的情况，即风险偏好对 A 股的压制没有产生影响。今年恐慌指数 VIX 指数的大幅上升主要是源于地区性冲突、新冠疫情和紧缩政策预期，目前 VIX 指数已经处于下行通道。

第五，经济表现。首先，美国经济下滑抑制中国出口，影响 A 股市场。一方面欧美经济体通胀较高，需要中国的产能；另一方面，欧美加息抑制总需求上升，可能会对中国出口产生一定影响。2021年欧美疫情盛行的情况下，中国出口一枝独秀，美联储加息后还依然保持着出口的正增长。但2022年8月的数据显示，中国出口也受到了美联储加息的较大影响，这说明了美国经济的持续下滑会对中国的出口产生影响，从而对 A 股市场产生影响。**其次，美国经济下滑时，我国内需相关行业表现良好。**通过比较2007年至2009年、2015年至2016年、2020年以及衰退期的前十个行业和后十个行业的股票，我们发现在美国经济下滑时期，所有内需型股票，比如医药、建材、房地产、食品、农林牧副渔食品等，都表现良好；而与出口相关的产业，比如轻工业、电力、传媒等，都出现了大幅下滑。在美国经济下滑和美国持续加息的情况下，经济重点在于基础设施建设和消费。**第三，新冠疫情扰动下，金融市场表现欠佳。**美联储加息政策对 A 股市场表现的影响并不大，新冠疫情扰动才是影响金融市场表现的最主要因素。2022年上半年，我国整个 A 股市场走势与新冠疫情完全负向相关，这成为当前中国经济面临的最大挑战。

三、政策建议：如何“抓住”窗口期，增强国际影响力

（一）外功：利用好金融政策调整与国际政策的协调

本轮高通胀来源于欧美国家货币政策及财政政策的过度扩张，而后货币政策的紧缩又迟于经济基本面，从而造成了目前的失衡状态。欧美接近于现代货币理论 MMT 的刺激政策不仅导致了国内高通胀，还损害了国际货币体系。作为国际货币体系的中心国，欧美货币政策具有强烈的溢出效应。国际政策协调缺失的背景下，边缘国可能受到更大影响。

上述问题对中国提出了较大的挑战。中国既不是边缘国，也不是国际货币体系的中心国。**首先，需要我国更大程度地参与到国际货币体系中。**目前华人在高级别的国际组织中的比例

较低，因而需要我国人才更多参与到如世界银行、国际货币基金组织 IMF 等国际组织之中。**其次，需要我国在“一带一路”国家和金砖国家推行人民币的使用。**由于此类国家的经济和我国经济形成互补关系，我国需要在国际政策协调下鼓励此类国家持有更多的人民币资产，从而减少美联储加息对此类国家的影响。在美联储加息的情况下，我国依然表现出货币政策的吸引力，尽管我国货币相对美元贬值，但相对大部分货币呈现升值态势。我国得以成为全球经济的避风港，也是“一带一路”国家和欠发达经济体的避风港，以此增强我国和全球欠发达经济体的纽带作用。同时我国应与发达国家保持适度合作，融入国际货币体系，增强人民币使用份额。

（二）内功：扩大内需、优化产能和产业结构调整

1、我国经济的高质量增长是增强金融市场影响力的前提。优化产能和产业结构调整是经济高质量增长的保证。

2、以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局给我国带来了消费结构升级的机遇，这将从需求侧助力产业结构调整和升级。

3、科技创新驱动是产业结构调整的核心。在新一轮科技革命孕育兴起的大背景下，科技革命和产业变革机遇将从供给侧推动产业结构调整和升级。

4、优化产能和产业结构调整最终需要实现产业安全、增加产业国际竞争力、助力产业绿色低碳发展。

论坛第二单元，结合 CMF 中国宏观经济专题报告，各位专家围绕“对未来美国通胀走势、货币政策走势以及加息周期的预判；美国加息对世界以及中国的金融市场的影响；相应的政策安排”等问题展开讨论。

上海财经大学校长，中国人民大学原副校长、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人**刘元春**认为要分析清楚加息对中国经济的影响，关键要认清美国经济在这几年发生了什么样的变化。一方面，美国经济在过去长期停滞的状态下，在过去四五年，特别是特朗普时代和拜登时代，发生了一系列的结构性变化，很重要的一点是美国的菲利普斯曲线发生了重大的调整。**加息带来的通胀效果将比预期的水平差，这可能是因为美国经济结构同相应的传统法则参数的变化间具有强烈的不确定性，引来的加息政策的不确定性。**另一方面，美国金融市场中，

美元、房地产市场以及股票也产生了一些变化。**因此，在本轮全球调整过程中，特别是本轮全球滞胀产生的影响与传统滞胀具有很大的差别，它所内生的一些结构性的新现象可能对于我国抓住未来的战略机遇具有很重大的作用。**

中国社会科学院学部委员**余永定**认为**美国通胀基本见顶，今后虽然可能会有所波动，但不会进一步严重恶化。美国经济增长应该会持续下降，但也可能不会陷入严重的经济萧条。**首先，**他认为判断美国加息产生的影响要首先建立在对美国货币政策正确理解的基础上，**而我国国内学术界或理论界、政策面上的人对于美国货币政策存在误解，没有准确理解 QE 与 OMO 的不同点、美国逆回购量增加的内涵。其次，美国的加息内涵是联邦基金利息率的一种调整，**根据历史经验分析，最近几次加息同历史相比水平较低，所以不能夸大加息对美国及世界经济的影响。**再次，他进一步研究中国利率体系的调整框架，对其中一种调整框架提出了不同意见，他提出**“央行不应跟着市场走，而是应该引导市场”**等基本观点。最后，他讨论了美元指数变动同利息率之间的关系，以及美元和人民币汇率间的关系。**他认为美国加息对中国经济存在挑战，但我国应该办好自己的事情，集中精力解决自己的问题。**

中银国际研究有限公司董事长**曹远征**认为**这次美联储加息是国际经济格局变动在美国货币政策中间的体现，应该从更宽泛的角度观察这个问题，并做好应对。**首先，**美国加息原因是今年以来通货膨胀增长速度远超人们预期。**同时，由于菲利普斯曲线扁平化，通货膨胀利率增长和失业率增长的关系越来越模糊，加息必然会引起美国经济的衰退。其次，**美联储短期大幅加息隐含了国际格局调整的过程。**俄乌冲突是否会导致世界经济长久化地由过去规则治理的体系走向地缘政治安排值得关注。再次，**美元指数的变化和加息的关系并不是很密切，但和国际格局的变化非常密切。**美元指数的未来走势主要取决于今年冬天欧洲经济的变化，要高度关注俄乌冲突对欧洲经济的影响。俄乌冲突中受损最大的是乌克兰，其次是整个欧洲。如果今年经济非常困难，欧元是否还能维持本就是个问题。最后，**美元指数大幅变化或将带来国际经济重大调整。**当前尽管美元指数在升高，但美元使用率在下降，其他货币的替代率在大大提高。从这个意义上看，这次美元指数上升，很可能意味着国际货币体系的重组。随着 RCEP 的建立，清迈机制可能会带入 RCEP 中，人民币使用率扩大，用人民币进行结算也逐渐增加。

中银证券全球首席经济学家**管涛**通过大量数据表明**无需对汇率波动过度恐慌，要有自信做好自己的工作。**一方面，人民币汇率纠偏如期而至。人民币汇率出现加速调整，一个很重

要的背景是美元指数再度走强，导致人民币加速贬值。另一方面，四年前面临过更严峻的局势，而对外经济部门比四年前更加具有韧性。他认为美联储紧缩有三种可能路径：一是市场预期路径，加息至4.0%左右，明年降息；二是美联储透露路径，加息至4.0%左右，明年保持，等待通胀回落；三是“沃克尔时刻”，加息至4.0%以上，与通胀收敛。对于人民币汇率而言，目前短期来看是偏空因素占上风，但一些利多影响也在逐步显现。对此，**当务之急是在经济恢复的紧要关头，更加高效统筹防疫和经济社会的发展，抓紧落实一揽子稳增长政策措施，稳固经济复苏的基础，增强经济发展的后劲。**对于企业来讲，强项是做好主业，在金融方面建立财务纪律，管理好货币错配和货币敞口。对于政府来讲，一方面要继续改进服务，引导金融机构加强对企业的金融服务，另一方面要适时地加强汇率预期管理和调控，防止出现顺周期羊群效应和汇率超调。

人民币汇率纠偏如期而至，无需过度恐慌

管涛　中银证券全球首席经济学家

以下观点整理自管涛在 CMF 宏观经济热点问题研讨会（第52期）上的发言

一、人民币汇率纠偏如期而至

1、双向波动是常态，合理均衡是目标

人民币从2020年6月开始升值，今年是进入升值的第三个年头。特别是去年美元升值，人民币对美元还在升值。在去年年底、今年年初时，大家对人民币看涨情绪比较多，还有人执着地认为今年人民币会破“6”。但是，我去年底在公司年度策略会上，根据央行于全国外汇市场自律机制第八次工作会议提出的汇率偏离程度同纠偏力量成正比，提示今年要警惕市场政策力量引发的汇率纠偏，特别点出了跌多了会涨，涨多了会跌，没有只跌不涨或者只涨不跌的货币。

2、溢出影响大致分为四个场景/阶段

今年年初预警了美联储紧缩可能带来的风险。2月份以来，在各种场合我都讨论了美联储紧缩对中国的溢出影响，当时就提出了溢出影响可能有四种场景或四个阶段的判断。特别在4月16日参加2022年清华五道口全球金融论坛时，我讲到中国已平稳渡过第一个阶段，正在进入第二个阶段。

1）第一个阶段

美联储温和有序地紧缩。美联储缩减购债，导致中美利差收敛，外资流入减缓，但人民币继续在升值，只是升值放慢。

2）第二个阶段

美联储更加激进地加息甚至缩表。这会引发全球经济金融出现动荡，导致中国出现阶段性资本外流，人民币汇率有涨有跌开始双向波动，即人民币不会再升值了，可能会出现宽幅震荡行情。所以在4月16日我提到现在正在进入第二个阶段，实际上在4月底5月上旬的时候，人民币出现了第一波快速调整。

3）第三个阶段

美联储紧缩超力度，可能会刺破资产泡沫，引发经济衰退。这种情况下，中国难以独善其身，有可能会像2018年金融海啸那样重新承压。

4）第四个阶段

在发生资产泡沫破灭、经济衰退后，美联储大概会重回货币宽松。如果中国经济能够保持经济复苏在全球的领先地位，就可能会重现资本回流，人民币汇率会更加强势。

3、内外综合因素导致人民币汇率快速调整

从4月份以来，人民币汇率经历了两波快速调整，一波是4月底到5月上中旬，第二波是8月中旬以来。无论是4、5月份的这一波调整还是最近的这一波调整，美国通胀走高，**美联储紧缩预期加强，中美利差收敛甚至倒挂都是一个重要的原因。**

4月18日-22日，由于美联储官员发表了一系列的鹰派表态，该星期美元指数站稳100以上，这是人民币贬值重要的一个促发因素。同样在这一周，由于中国国内个别城市疫情蔓延得到有效控制，经济循环畅通的问题更加突出，加重了市场对国内经济复苏和出口前景的担忧。特别在美国时间4月19日，IMF 下调中国经济增长预测值，第二天人民币汇率跌破6.40；5月中旬中间价/收盘价较年内高点最多各自下跌7.2，盘间跌破过6.80，两个月时间下跌了7%，创下自2020年10月份以来的新低。

8月中旬的这一波调整也是一样。8月15日央行下调7天逆回购和一年期中期借贷便利之后，人民币汇率出现加速调整，一个很重要的背景是美元指数再度走强。从8月15日到9月9日期间，美元指数上涨4.1%，人民币对美元无论是中间价还是收盘价都跌了2%以上，但人民币汇率指数基本持平。**所以，人民币贬值主要原因还是美元太强了，被动贬值。**到9月9日为止，万得人民币汇率预估指数比去年年底只跌了0.3%，美元指数上涨了14.5%。当然外因通过内因起作

用，也有原因是中美货币政策分化，中美负利差倒挂进一步加深，一年期美元对人民币远掉期贬值，比8月1日-12日的平均水平上升38%。加上7、8月份以来国内疫情又出现反复，经济反弹受阻，也让4、5月份市场的担心又卷土重来。**所以，美联储紧缩对中国的影响特别是对外汇市场的影响还在进一步演进。**

二、外汇市场承受能力增强，无需对汇率波动过度恐慌

1、四年前曾面临相似甚至更严峻的局势

在今年3月初的时候，人民币汇率创了自2018年5月以来的新高，升到6.30元附近，但是到今天人民币汇率又跌破6.90元，市场在讨论人民币汇率会不会再破关键整数位及其可能的市场后果。以史为鉴，其实，这种调整我们四年前就经历过。

在2017年时，人民币止跌反弹，不但没有跌破“7”，反而升了将近7%；外汇储备没有破3万亿，反而涨了1000多亿。在这样的背景下，2018年一季度人民币延续了升值的行情，单季涨将近4%，破6.30，升到6.28左右。但是4月份以后，随着中美货币政策分化、美元指数反弹、经贸摩擦升级，人民币震荡下跌，到10月底跌破6.9，又跌到“7”附近。那时候大家又在讨论保汇还是保储备，7个月人民币累计下跌10%。今年这波是6个多月的时间，人民币跌了9%左右。所以，类似的调整在四年前是经历过的。

身处这种级别的调整，我们摆数据而不是讲故事，看看当时发生了什么事情？2018年年初的时候，人民币继续升值，但一季度各月银行结售汇仍然是逆差。反而是4、5月份人民币开始贬值后，连续两个月每个月顺差两三百亿美元，6-9月份变为逆差，10月份又转为顺差。但是，4-10月份贬值期间，累计顺差70亿美元，外汇收支基本平衡，略有盈余。

为什么是这样？有一个很有意思的情况，从2017年初以来，人民币汇率震荡升值，一直升到2018年4月初，在前期压抑了比较多的结汇需求。4、5月份人民币开始贬值后，前期被压抑的结汇需求突然集中释放，不含远期履约的银行代客收汇结汇率，比2017年初至2018年3月（升值期间）的均值跳升7个百分点，付汇购汇率反而下降3个百分点。

6月-10月人民币继续贬值，虽然收汇结汇率有所下降，但仍然高于前期升值期间的均值2.3个百分点，付汇购汇率与前期均值基本持平。相信，当时身边有些人可能看到人民币贬值

很焦虑，要去抢购和囤积外汇。然而，总量数据告诉我们，在这种级别的宽幅震荡行情中，逢高（贬值）结汇，逢低（升值）买汇的汇率杠杆调节作用正常发挥，即人民币升值的时候买外汇的多卖外汇的少，贬值的时候卖外汇的多买外汇的少。现在，外汇市场对人民币汇率波动的承受和适应能力大大增强。

之后，在2018年11月至2022年7月的45个月期间，银行结售汇逆差的月份有11个，其中仅有2019年6月逆差过百亿，达到133亿美元，其他逆差月份规模均为两位数。特别是人民币破“7”的2019年8-12月份和2022年2-7月份的11个月中，有5个月为结售汇逆差，平均逆差29亿美元，其他6个月均为顺差，平均顺差103亿美元。其中，2020年5月人民币跌破7.10，跌至十二年来新低，当月录得结售汇顺差208亿美元。

今年外汇市场的表现与2018年类似。3月初之前人民币还在升值，3月份以后到3月中旬人民币快速调整，把前期涨幅全部抹掉，4、5月份人民币加速调整，8月份又是一波调整。今年3、4月份人民币刚开始调整，银行结售汇连续两个月都是较大顺差，顺差合计423美元，同比增长1.41倍，反而是前两个月合计顺差仅有84亿美元，同比下降89.5%。同期，银行代客收汇结汇率均值为58.4%，较2020年6月-2022年2月（升值期间）均值跳升4.5个百分点；付汇购汇率为57.7%，下降2.2个百分点。

5-7月份，人民币汇率继续走弱，从6.50进入6.70时代。同期，银行结售汇除5月份40亿美元少量逆差外，6、7月份继续顺差，3个月累计顺差42亿美元，仍属于基本平衡、略有盈余；收汇结汇率虽然有所回落，但比前期升值期间上升1.9个百分点，付汇购汇率下降了3.0个百分点。

如前所述，到目前为止，这波人民币汇率调整的幅度和2018年4-10月份的幅度类似，市场反应和2018年也是类似的。

2、对外经济部门更加具有韧性，外汇市场承受能力增强

1）基础国际收支强劲

由于国际收支是低频数据，所以我们这里用了银行代客涉外收支数据。今年前七个月经常项目+直接投资（我们称之为基础涉外收支）是顺差2000亿美元，同比增长了69%，而2018年全年是净流出1480亿美元。证券投资和其他投资项下合计净流出1473亿美元，去年同期净

流入804亿美元，2018年为净流入556亿美元。银行代客涉外收付总体顺差723亿美元，虽然同比下降了65.1%，却远好于2018年全年逆差858亿美元。从短期资本流动来看，现在比2018年情况要严峻，但基础国际收支状况比2018年更加强劲。当时，那么困难的情况下市场都没有出现恐慌。

2）对外金融脆弱性改善

更为关键的是对外金融部门的脆弱性明显改善。到今年3月底，民间对外净负债14292亿美元，与年化名义 GDP 之比为7.8%，较2020年6月底分别增加5619亿美元，上升1.5个百分点。但是对外净负债增加的5600亿美元的主要原因是人民币升值，比如 FDI 股权投资、人民币外债（包括境外持有的人民币债券）、境外持有的人民币股票等等。2020年6月底至2022年3月底，人民币汇率累计升值了11%，前述对外人民币负债折美元增加产生的正估值效应贡献了民间对外净负债增加额的85.1%。反过来讲，如果人民币汇率能够有弹性，反向调整，按照3月底的基数计算，二季度由此导致的负估值效应就有2760亿美元。这就是为什么金融开放、货币国际化必须要有一个灵活的汇率政策。我们一直说美元嚣张霸权，通过美元升贬值进行“所谓暗物质的操作”。实际上任何货币国际化的发行国都可能会享受这方面的好处。当然，前提是国内的经济金融体系健康。

即便当前民间对外净负债规模和占比较2020年6月底有所增加，但较“8.11汇改”前夕仍有明显改善。较2015年6月底规模减少9440亿美元，占比下降14.0个百分点，显示汇改以来我国对外金融脆弱性明显好转。

3、本次汇率调整市场影响小于4-5月

今年8月份以来这一波人民币汇率调整，市场影响明显小于4-5月份那一波调整。一方面是看银行间市场外汇交易的情况，8月15日-9月13日期间，银行间市场日均的即期询价成交比8月1日-12日的成交量增加4.8%，4月20日-5月16日比4月初到19日增长了58%，也就是说市场预期还是很平稳的。一般市场情绪如果出现波动，成交都会放量。

另一方面，CNH 和 CNY 境内外差价持续在偏贬值方向，但8月15日-9月13日日均偏离只有145个 BP，4月20日-5月16日日均偏离是300个 BP，差3分钱，现在只差1分多钱。所以，虽然依旧是离岸市场驱动的人民币调整，但这一波境内外差价比上次有所收敛。

再一方面，同期，一年期NDF隐含的人民币贬值预期日均是0.85%，4月20日-5月16日日均是1.11%。也就是说，尽管当前也有贬值预期，但这次的贬值预期比4月份那波也要小些。

4、汇率弹性增加，有望提振市场信心

大家很担心外资流出汇率贬值会形成恶性循环，但实际情况是，8月15日-9月19日，国内A股发生了调整，但跌幅小于4月20日-5月16日那一波，万得全A只跌了2.4%，上次下跌了4.4%。与此同时，上次陆股通项下外资净卖出股票100亿，这次为累计净买入54亿。

为什么会这样？因为对于外资来讲，在境外投资天然要承担汇率波动的风险。他们担心的不是当地货币汇率的涨跌，而是担心由于汇率僵化不得不求助一些资本外汇管制手段，由此导致的不可交易的风险。**反而是汇率有弹性以后，增加了货币政策的自主性，同时减轻了对行政手段的依赖，有助于提振境内外投资者市场信心。**

三、对人民币汇率的前景展望

1、美联储紧缩的三种可能路径

1）市场预期路径：加息至4.0%左右，明年降息

这是最近美联储官员鹰派表态和8月份美国经济通胀数据出台前的市场预期路径，好处是缓解下行压力，金融条件继续宽松，缺点是通胀韧性可能超预期。

2）美联储透露路径：加息至4.0%左右，明年保持，等待通胀回落

这有助于宽松预期自我实现，提高通胀回落的成功率。虽然现在美联储连续四次加息到2.5%附近，但这只是一个中性利率水平，在历史上类似的通胀水平下，目前的政策性利率或者基准利率还是偏低水平。只有提到2.5%以上，才符合货币政策紧缩的立场，有助于抑制防止通胀预期的脱锚。但缺点是有可能会增加经济衰退的风险，导致市场金融条件明显的紧缩。

3）“沃克尔时刻”：加息至4.0%以上，与通胀收敛

优点是能够产生足够的通缩力量，加速通胀回落，缺点是有可能刺破债务资产泡沫，导致经济金融危机的风险。

现在看起来**第二种情形的概率比较大。**这是当前美联储设计的路径。

2、人民币汇率影响因素多空交织，美联储紧缩的后续影响有可能由金融渠道向实体经济部门传导

任何时候，影响汇率升贬值的因素是同时存在的。对于人民币汇率来讲，**目前短期来看是偏空因素占上风，但一些利多影响也在逐步积累和显现。**

1）利空因素

从利空来看，中国国内的疫情反弹，金融风险释放，经济恢复放缓，海外激进紧缩，全球经济滞胀，国际金融动荡，地缘政治冲突。如果线性外推这也是大家认为人民币汇率会继续调整的重要原因，但同时不要忽略，任何时候影响汇率升贬值因素同时存在，利好因素也在逐步积累。

2）利好因素

一方面美国经济有可能在下半年见顶回落，我们不说今年年底会出现衰退，但见顶回落是大概率事件。中国二季度是底部，三四季度尽管不一定像2020年那样的V型反弹，但有可能逐步抬高，美国可能会在三四季度开始回落，在这种背景下中美增速差异会重新扩大。同时，海外紧缩的预期也会发生变化。目前市场确实在对美联储紧缩立场重新定价，但是在重新定价的过程中，肯定会出现市场超调。一旦美国经济出现一些实质性放缓信号，比如说就业、销售、增长等等，就业如果出现一些实质性放缓的迹象，紧缩预期也会减弱。当然，这不意味着美联储会立即出现货币政策调整，但预期对美元指数走势，对于美债收益率走向也会产生很大的影响。

另一方面，中国的**“稳增长”还有政策空间。**5月底六方面“33条措施”，8月底“19条”接续政策，这些政策逐步发力，发挥组合拳作用。随着国内经济逐步企稳对提振市场信心，改善市场预期会发挥积极的作用。再有就是**行业监管政策的调整，特别对房地产市场调控政策下一步会不会出现优化，这也是市场期待的。**更大潜在的利好是防疫政策的进一步改善。

如果说能够更加高效的统筹疫情防控和经济社会发展，对于改善中国经济增长的前景，提振市场信心是非常重要的。

当然大家注意到，人民币汇率实行的是有管理的浮动。这种情况下，央行不干预是原则，干预是例外。但如果市场出现顺周期“羊群效应”和超调风险，央行还是有很多的工具适时进行预期管理和调控的。比如4月份、9月份各自出台了一次下调金融机构外汇存款准备金率的政策，就向市场释放了汇率维稳的信号，对于汇率预期、外汇交易、外汇收支活动都会有一些影响。

3）美联储紧缩可能由金融冲击演变为实体冲击

如果看得更长远一些，随着美联储紧缩进一步深化，**明年美联储紧缩对中国的影响特别是对外汇市场的影响，可能会由金融冲击逐渐演变成对实体经济的冲击。**今年主要是从稳金融市场、资本流动影响人民币汇率走势，明年美联储进一步紧缩可能会影响美国及全球经济走向，这可能对中国的贸易渠道以及我国经济带来影响。如果我们进入第三个阶段，能否在第四个阶段争取一个好的前景，实际上还是取决于国内稳增长的政策。

4）“平均通胀目标制”让美联储难以在不损害经济的情况下抑制通胀

8月底，鲍威尔在杰克逊霍尔央行年会上表示，要汲取七八十年代反通胀的教训，用坚定的立场扼制通胀，让市场重新对美联储货币政策进行定价。特别是昨天发布了最新的8月份通胀数据，虽然增速环比有所回落，但回落低于市场预期，显示了美国通胀韧性还是比较强的。近期市场不断调整预期，对美联储紧缩进行定价，是导致金融市场动荡的主要原因。但在通胀既有供给又有需求方面原因的情况下，美联储的货币政策只能作用于需求端，难以作用于供给端。这种情况下，美联储为了防止通胀脱锚，不得不采取偏紧的政策来冷却需求，收敛供需缺口抑制通胀。一定程度上我们认为，美联储前期在通胀问题上出现失误，后期不排除它在把握通胀与增长的平衡方面也出现失误的可能性。

5）世界经济前景仍存在巨大不确定性

实际上，7月份国际货币基金组织年内第三次下调全球经济增长预测值，尽管明年经济增长还是在3%左右的水平，但是国际货币基金组织明确指出世界经济前景风险是压倒性的，偏向下行，我个人归纳为六个方面的不确定性。

一是发达国家的货币过度紧缩；

二是对俄制裁加剧全球能源危机；

三是新冠疫情持续冲击影响全球产业链、供应链和劳动力市场的修复；

四是脆弱性新兴市场持续承压带来一些溢出效应；

五是主要国家政策空间狭窄，要在增长、金融稳定、物价稳定之间“走钢丝”，稍有不慎可能就会出现大的问题；

六是大国互信合作严重缺位，将影响对危机的及时应对。

3、结论和政策建议

1）人民币汇率快速调整是市场自发的纠偏

今年3月份以来人民币汇率快速调整是多方面因素共同作用的结果，是市场自发的纠偏。市场到目前为止初步经受了急跌倒的考验，预计今年四季度仍然是多空交织，短期看仍然有继续调整的风险，但稍微看长一点，特别到年底对明年可能会有新的一些政策展望和新的政策出台，不排除人民币汇率可能会出现反弹，总体维持双向波动的宽幅震荡走势。

目前这一波人民币汇率调整的情形四年前就经历过。当时外汇市场保持了平稳运行，之后多次经受了汇率破“7”的考验。当前外汇市场的韧性比四年前更强。最近这一波人民币汇率调整，个人认为会小于4、5月份那一波。

2）汇率弹性增加有助于提振市场信心

无论汇率涨跌都各有利弊，没有说升值是好事，调整是坏事，所以大家没有必要大惊小怪。汇率灵活性增加，无论是涨是跌，都有助于及时释放压力，避免预期积累，有助于发挥汇率吸收内外部冲击的“减震器”作用。显然如果现在人民币汇率还在6.3元，市场面临的压力一定比目前人民币在6.9元的水平要更大。恰恰是汇率灵活之后，货币政策能够以我为主，同时到现在为止也没有出台新的外汇资本管制的措施，提振了市场信心。

3）坚持经济稳增长政策，强化汇率预期管理

经济稳金融稳，经济强货币强。当务之急是在经济恢复的紧要关头，更加高效统筹防疫和经济社会的发展，抓紧落实一揽子稳增长政策措施，稳固经济复苏的基础，增强经济发展的后劲。特别是考虑到明年如果随着发达经济体货币政策的集体转向，世界经济下行风险加大，在这种情况下，外需有可能转弱，如果我们不能很好地实现内外需增长动力的及时切换，明年的困难会更大。但如果我们能够做好这方面的工作，实际上人民币汇率稳定还是有基础的。

对于企业来讲，要进一步强化风险中性意识，没必要关心一些专家学者炒作的某个水平。对于企业来讲，强项是做好主业，在金融方面建立财务纪律，管理好货币错配和货币敞口；对于政府来讲，一方面要继续的改进服务，引导金融机构加强对企业的金融服务，另一方面要适时的加强汇率预期管理和调控，防止出现顺周期“羊群效应”和汇率超调。

分析美国加息影响需关注近年来美国经济结构与金融市场的调整变化

刘元春　上海财经大学校长，中国人民大学原副校长、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人

以下观点整理自刘元春在 CMF 宏观经济热点问题研讨会（第52期）上的发言

美国加息产生的影响实际上是一个非常宏大的问题。一是美国加息的路径具有不确定，二是美国经济自身调整的模式更具有不确定性。所以，我们在回答这个问题上，表面上是要回答美国通胀的路径以及美国加息的路径，但事实上却要回答新冠疫情后美国经济的增长态势与结构转化。因此，要分析清楚加息对中国经济的影响，最关键的要认清美国经济在过去几年和未来几年发生什么样的变化。

一、菲利普斯曲线调整导致实体经济结构性变化

美国经济在过去长期停滞的状态下，特别是“川普”时代和拜登时代，发生了一系列的结构性变化。其中最为突出的体现就是，美国的菲利普斯曲线发生了重大的调整——长期停滞时期出现了菲利普斯曲线扁平化，即无论美国失业率如何变化，美国的通货膨胀率对产出缺口和失业不敏感；而在新冠疫情期间出现了菲利普斯曲线陡峭化，即价格水平在俄乌冲突和供应链瓶颈等因素的作用下开始对失业率的变化高度敏感。菲利普斯曲线的这种变化意味着在疫情和全球化体系的多重冲击下已经发生了深层次的变异，很多学者和央行官员没有注意到这种结构性变化，导致大家坚信在天量货币冲击下，美国依然难以摆脱低通货膨胀的困境，从而导致美国学术界没有预测到在疫情期间和疫情后美国通货膨胀率会快速上扬。到2021年底，美联储也一直坚信通胀是暂时的。但从目前各类参数来看，美国通胀不是暂时的，已经中期化，同时存在长期化的可能。**美国通货膨胀中期化和长期化最直接的原因在于两个方面：一是疫情所带来的供应链重构和供应链瓶颈现象中长期化，在后疫情时期不仅没有得到全面延缓，反而有进一步深化的可能；二是俄乌冲突和俄乌冲突所带来的各国国防开支成本**

大幅上扬，从而引发一些基础能源价格的结构性变化。但是，美国通货膨胀中期化的深层次原因在于，美国经济结构，特别是美国产业结构带来的劳动力供需结构发生了巨大调整。

从美国国内的状况看，美国劳动力市场在这一轮中强劲坚挺。最新数据美国失业率已经达到二十多年的新低（3.5%）左右，7、8月份新增就业水平均超预期，使得美国25-54岁年龄段的劳动力参与率升至82.8%，升幅创2020年6月以来最大水平，直接引发劳动力工资水平平均周薪上扬5%-7%，导致劳动力成本快速上扬。

由于工资成本的上扬以及服务价格、耐用品价格的持续上涨，导致美国通货膨胀预期出现持续攀升，直接使市场主体对美联储通货膨胀盯住制产生疑虑。物价-工资螺旋机制的形成以及通货膨胀预期水平的上移是美国通货膨胀中期化最为本质的机制。

因此，要深入刻画美国 GDP 的调整模式、美国通胀的调整模式以及美国劳动力市场调整的模式。在思考这个问题上，可能要注重几个问题。

一是，美国劳动力市场是否具有一些新特征。美国劳动力市场虽然集体工资谈判的因素急剧下降，但是民粹主义的上升是否会影响到美国劳动力市场？

二是，美国的结构调整。大量制成品市场的就业，进一步转向劳务市场、服务业，在这种转变过程中，是否会导致美国的菲利普斯曲线出现结构性变化？

三是，在通胀预期中，工资物价螺旋机制是否已经形成？

四是，疫情后菲利普斯曲线会持续陡峭还是会出现新一轮的扁平化。由于工资水平黏性，以及美国经济结构性的变化，很可能使得菲利普斯曲线重新回归扁平化的趋势，这就意味着要降低同样幅度的通货膨胀率所带来的就业水平下降会更大，这就导致美国在通胀调整中必定会带来更大的代价。目前美国通胀路径和失业率的调整，在疫情中出现结构性变化，在未来一段时间是否出现进一步的变化，的确具有很强的不确定性。

这几个问题是研究美国在未来强劲加息过程中出现软着陆还是硬着陆的核心。因为从目前来看，美国政府不承认美国经济已经出现技术性疲软，大家认为以往特别是 NBER 关于萧条的指标体系已经失灵，要求用“山姆法则”来替代原来的法则，通过就业率下降来定义美国的萧条问题。

很多学者认为，目前这些方法都没有给出确定的答案。比如，从传统的泰勒规则来看，美联储加息范围必须要达到7%以上，才能解决目前8%以上的 CPI 通胀，以及核心 CPI 在5.9%左右的通胀水平。如果达到7%左右，对美国实体经济和金融市场的影响是非常深度的，美联储前期承诺的通胀盯住制只是希望在短期能够锁定通胀预期，并不是真正的、持续的高水平激进加息，也就是说市场并不是简单地相信美联储的这种行动。**因此，加息本身带来的通胀效果将比预期的水平差，这可能是因为美国经济结构同相应的传统法则参数的变化间具有强烈的不确定性，引来的加息政策的不确定性。**

二、美国金融市场的结构性变化：美元、房地产市场与股票

美国实体经济结构发生一些变异，美国金融市场也发生了很多的变异。

一是，美元“微笑指数”比传统的上翘幅度还要大。但是在美元指数持续上扬的过程中，美元在世界的交易额占比开始持续下降，已经跌破了我们认为历史上公认的60%的分界线，目前只有59%。这一指数和美元使用率间的分化，是一种新现象。而美国交易额占比的下降，并不是由日元、欧元和英镑这些货币的上升带来的，而是由其他类货币占比达到接近10%这样的一个比重来进行替代的。实际上，这里就表明未来的汇率格局和货币格局已经发生了重大的变异。因此，传统美元引领性作用发生了一些变化。

二是，在激进加息的过程中，美国房地产市场以及全球房地产市场到底会出现什么样的变化，这是决定世界实体经济变化的核心。在过去四五年的过程中，全球房地产指数并没有像中国这样做出调整，而是出现了持续的上升，尤其是美国凯斯-席勒指数大大超过了2006年的历史高点。分析美国房地产信贷市场的结构发现和以往有很大的差别，一个简单的加息很难击破房地产市场的资产负债结构，但如果持续激进的加息导致房地产贷款成本的急剧上扬，会不会引发新一轮流动性问题及资产价格出现的激进调整，这是大家很疑惑的问题。

三是股票。目前左右全球未来发展的一是美国科技股，二是中国的房地产。美国的科技股从今年以来已经调整接近20%的水平，是一个前奏还是调整结束、迎来新一轮景气，这也是大家存在很多分歧的地方。但是，美国作为任何一次大调整中各类风险资产的避风港的这种特性是否还会再次展现，取决于美国经济的硬着陆及美国金融市场调整的路径。由此产生的

很重要的话题，也就是中国作为全球制造业的中心在全球滞胀持续过程中所发挥的战略性作用。

美国作为风险资产避风港的属性与中国作为价值洼地的这种特性是否相互冲突，会不会发生一些极端的变异，这也是需要进一步思考的话题。**所以，我认为在本轮全球调整过程中，特别是本轮全球滞胀产生的影响与传统滞胀具有很大的差别，它所内生的一些结构性的新现象可能对于我们抓住未来的战略机遇具有很重大的作用。**

美国联邦基金利息率的决定、传递机制和美联储升息对中国的影响

余永定　　中国社科院学部委员

以下观点整理自余永定在 CMF 宏观经济热点问题研讨会（第52期）上的发言

美国通胀基本见顶，今后虽然可能会有所波动，但不会进一步严重恶化。美国经济增长应该会持续下降，但应该不会陷入严重的经济萧条，经济增长速度要低于2008年到最近这段时间的平均数。需求虽然可以控制，但供给方面的许多冲击恐怕难以控制。所以，想达到2%的通胀目标恐怕很困难。总体上看，美国的通胀率要高于2%，经济增长速度会低于2%。这是我对美国经济的基本看法，在近期，美国经济应该不会发生什么特别具有戏剧性的变化。

一、美国的利息率体系和调控框架

1、美联储的传统政策目标和工具

美联储货币政策的最终目标（final objectives）是充分就业和物价稳定；中间目标（intermediate targets）是联邦基金利息率，即银行间货币市场的隔夜拆借利息率。

传统的美联储货币政策工具包括：公开市场操作(OMOs)、准备金率(Reserve Requirements 或 Cash Reserve Ratio)、联储贴现率(Bank Rate 或 Discount Rate)。美联储最常用的货币政策工具是公开市场操作，准备金率和联储贴现率这两种政策工具则很少使用。准备金率长期不变，商业银行一般也不会使用贴现窗口向联储借钱。所谓公开市场操作就是美联储通过买卖美国国债来影响联邦基金利息率。需要指出，美联储使用公开市场操作的目标是改变联邦基金利息率，而不是通过改变基础货币来控制广义货币 M2。很长时间以来，美国不再以 M2为货币政策中间目标，甚至不再定时公布 M2的数量。

还需要注意的是公开市场操作有两种类型：一种是永久性的买进或卖出国债，从而使准备金规模发生永久性（或长期）的变化；一种是临时性的买进或卖出国债，以便对准备金存量做临时性调整。后一种操作一般是通过回购的形式进行的。

2、新的货币政策工具

在全球金融危机爆发后不久，美联储推出量化宽松（QE）：美联储在二级市场大量购入美国国债和 MBS。经济学界曾有讨论：QE 到底和公开市场操作有何不同？很多人认为没什么不同，QE 并未创造新资产，就是公开市场操作，只不过是规模大一些而已。我认为，QE 和 OMOs 有很大不同。虽然形式上都是在二级市场买卖国债，但目的和规模都存在不同。而且，QE 与美国赤字财政并存，并非不涉及新资产的创造。QE 是联储购买国债+MBS，传统的 OMOs 只购买国债。所谓目的不同是指 OMOs 是调整联邦基金利息率；QE 是压低国债收益率，驱使投资者购买风险较高的资产、提高资产价格（美国股市持续上涨）从而创造“财富效应”。财富效应促使消费者增加消费，托宾“Q 效应”则鼓励企业增加固定资产投资。与此相关，OMOs 是联储买卖短期国债，QE 是联储购买长期国债（一年以上）。

所谓规模不可同日而语是指 OMOs 涉及的准备金变动有限，而 QE 则使得联储准备金大幅度增加。联储资产规模由原来的9000亿美元增长到近9万亿美元；尽管已经开始缩表，时至2022年8月联储资产规模依然高达8.8万元美元（图1）。

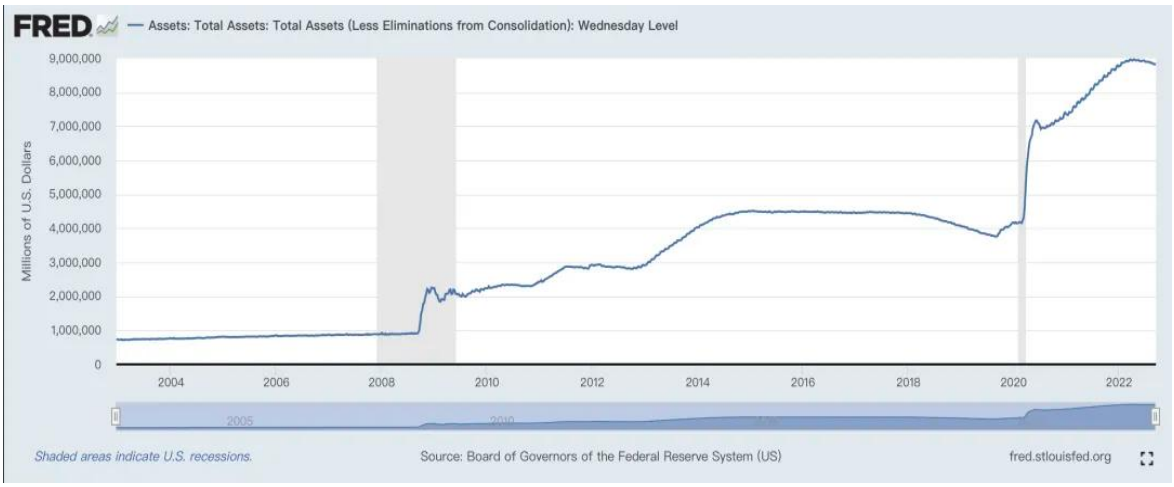


图1　美联储资产规模

在全球金融危机之前，美联储的负债主要是现金，其次是准备金。现金+准备金为0.9万亿美元。相对于现金，准备金数量微不足道。QE 推出后，伴随联储的扩表，准备金数量飙升，时至2017年底商业银行存放在联储的准备金数量接近3万元美元，是现金的近两倍。不难想象，当准备金数量（相对而言）很少时，OMOs 可以通过买卖数量不多的国库券影响联邦基金利息率。但现在再通过 OMOs 来控制联邦基金利息率就变得十分困难了。而且，为了调节联帮基金利息率买进或卖出大量国债，其结果可能会同其他宏观经济政策目标发生冲突。我认为，美联储的两个新货币政策工具正是在这种背景下推出的。

1）准备金（余额）利息率(IORB, Interest Rate On Reserve Balance)是美联储为商业银行在联储的存款（准备金）支付的利息率。这个政策工具是在2008年开始使用的。在2015年后的货币政策正常化期间，调节超额准备金利息率(IOER)是联储控制联邦基金利息率的主要工具。从2021年7月29日开始，美联储取消了超额准备金利息率和准备金利息率(IORR)之间的区别，统一为准备金余额（RB）支付利息。

2）隔夜逆回购报价利息率(ON RRP rate, The overnight reverse repurchase offering rate)。隔夜逆回购（ON RRP）是美联储对非银行金融机构进行的一种临时性 OMOs。ON RRP 利息率是美联储针对非银行金融机构隔夜存款制定的利息率。而非银行金融机构在美联储的存款则是它们向联储出售债券的所得。这个政策工具在2013年开始试行，在2015年正式成为美联储控制联邦基金率的辅助性工具。在过去，虽然非银金融机构（如房利美和房地美）可以在联储账户中持有存款，但联储不为这些存款支付利息。

这两个利息率是所谓“管理的利息率”（administrated rates），是由联储决定的利息率。它们同联邦基金利息率不同。后者并不是“管理的利息率”，而是作为联储调控目标的市场利息率。作为货币政策工具，这两个“管理的利息率”形成联邦基金利息率的上限和下限，迫使联邦基金利息率在这两个利息率构成的上限和下限之间波动。

简言之，美国过去是通过 OMOs 控制联邦基金利息率，现在是通过同时改变准备金余额利息率和隔夜逆回购报价利息率控制联邦基金利息率。欧洲一直有所谓利息率“走廊”，但欧洲利息率“走廊”的构成和套利机制同美国新建的“走廊”完全不同。

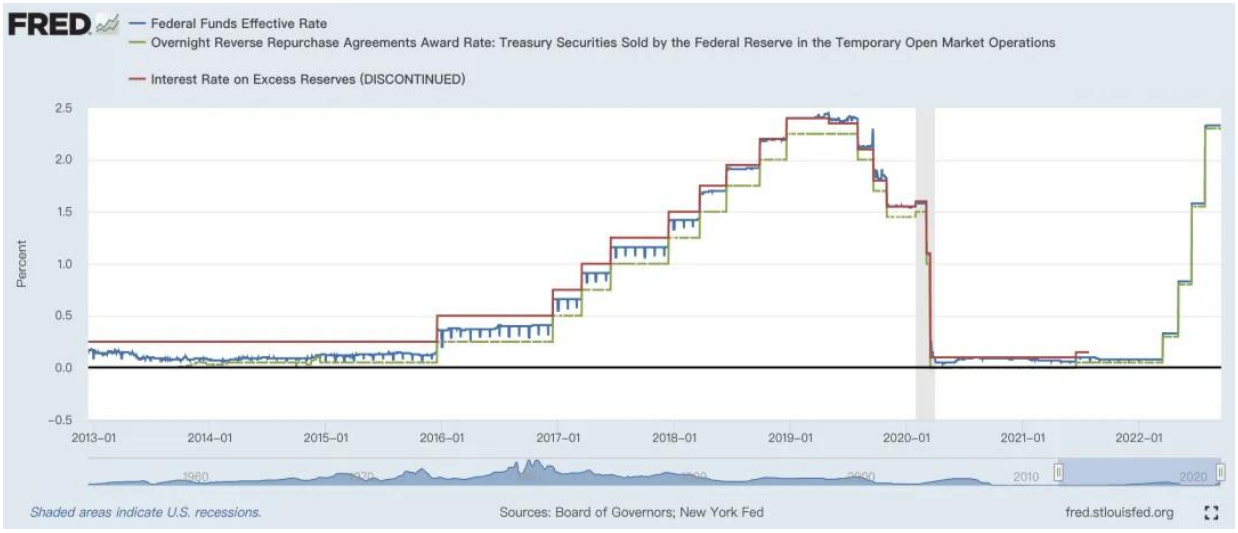


图2、联邦基金利息率和利息率走廊

IORB 利息率是上限，在准备金极其充裕、联邦基金利息率极低的前提条件下，IORB 利息率定的高一些，货币市场上有多余资金的银行就会把多余资金存入联储而不是借给其他银行，这样，联邦基金利息率就会因随 IORB 利息率的上调而上升。在一般情况下联邦基金利息率不会超过 IORB 利息率（但在准备金存量较少时会出现例外）。ON RRP 利息率是下限，如果联邦基金利息率低于 ON RRP 利息率，非银金融机构就会把通过隔夜逆回购获得的隔夜资金存入联储为它们开设的专门账户，而不是通过银行间货币市场将多余资金借给银行。这样，由于套利活动，联邦基金利息率就不会低于 ON RRP 利息率。图2显示 IORB 利息率和 ON RRP 利息率是同向等幅调整的。例如，2015年12月，联储把联邦基金利息率的目标区从0-0.25%提高到0.25%-0.5%，为此，美联储把 IORB 利息率和 ON RRP 利息率分别定在0.5%和0.25%。

在图2，红线和绿线都是直线线段说明 IORB 利息率和 ON RRP 利息率都是政策利息率，美联储决定它们是多少就是多少。与此相对比，图中的联邦基金利息率是上下波动的，无法控制在某一点上，它的波动范围是靠 IORB 利息率和 ON RRP 利息率控制的。美联储非常有把握地说，不用进行 OMOs，仅通过这两个“管理的利息率”就可以把联邦基金利息率控制在一个给定的范围内，例如，现在联邦基金利息率的目标范围是2%-2.5%，而联储决定的 IORB 利息率和 ON RRP 利息率两个点利息率基本保证了联邦基金利息率的波动范围确实是在2%-2.5%之间。

3、美联储逆回购量增加是货币紧缩而非放松

中国学界对美国逆回购量最近增加的含义有一些误解。在中国，增加逆回购是指央行向银行间拆借市场注入流动性，意味着放松货币政策。美国现在要收缩，怎么联储的逆回购量反而增加了呢？这里是不是有什么阴谋，或者美联储另有打算？按定义，逆回购（“reverse repo”）是一种证券（securities）交易协议（agreements）。对于“逆回购协议”中出售证券并约定以后回购证券的一方而言，协议是回购协议（repurchase agreement or repo）。对于“逆回购协议”中购买证券并约定以后出售所购证券的一方而言，协议是逆回购协议。在定义上，在中美两国，对逆回购概念的理解是一致的。但在讨论货币政策工具的使用时，我们往往对美联储的“逆回购”的性质产生误解。按美联储的定义，美联储进行隔夜逆回购操作是指美联储向合格交易对手出售证券并许诺第二天将该证券购回。联储的逆回购相当于联储以证券为抵押向金融机构借款。可见美联储和中国人民银行对“逆回购”的定义正好相反。美联储设立“隔夜逆回购便利”（ON RRP facility）是为了方便非银行金融机构通过回购协议（repo）向美联储提供隔夜贷款（或到联储存款），或是为了方便联储吸收非银行金融机构的存款，而不是为了向银行间货币市场投放流动性。

隔夜逆回购量（严格说是“隔夜逆回购便利”存款）增加是 ON RRP 利息率提高的结果而非联储以商业银行为对象加大逆回购的结果。特别值得注意的是，在美国，隔夜逆回购并不改变联储负债数量，但可以改变联储的负债结构，即减少变联储负债中的商业银行准备金规模，增加非银行金融机构隔夜逆回购便利（ON RRP facility）规模。

准备金利息率是针对商业银行的，隔夜回购利息率是针对非银行机构的，提高 IORB 利息率和 ON RRP 利息率都是中央银行回收流动性的方式。ON RRP 利息率提高后非银行金融机构会把本来计划存入商业银行的钱存入中央银行。中央银行资产负债表中的负债因此会增加一笔非银行金融机构存放的隔夜存款。另一方面，由于商业银行的资金来源减少了（本来非金融机构要把多余资金存在商业银行，但央行提高了 ON RRP 利息率后，多余资金存入美联储），商业银行会相应减少在美联储的准备金。这样，一方面联储负债中银行准备金账户上的存款减少；另一方面，“隔夜逆回购便利”账户上的存款增加。美联储的负债结构发生变化，但负债总量没有变化。货币政策的松紧程度受准备金而非“隔夜逆回购便利”规模的影响。所以，至少在理论上，如果负债总额未变，伴随“隔夜逆回购便利”规模的增加和准备金规模的减少，相应的货币政策应该是紧缩而不是放松。

这种情况可以通过图3说明。图3中的左图是美联储负债及主要成分的绝对量，右图是以GDP为分母的相对量。两个图的意义是一样的，只是表达方式不同。右图的蓝色部分是准备金余额，赭石色部分代表“隔夜逆回购便利”存款余额（我们所说的“逆回购量”）。2021年以后“隔夜逆回购便利”存款大幅度增加，原来数量微不足道的“隔夜逆回购便利”存款到2022年3月份增长到1.8万亿美元。从图3可以看出，赭石色部分的增加同蓝色部分的减少是同时发生的。两者在一定程度上对冲了。所以，联储资产负债表上的负债总量并没有因为“逆回购量”的增加而增加。但由于负债总量中商业银行准备金余额的减少，对应的货币政策，至少在理论上，是紧缩而不是放松。

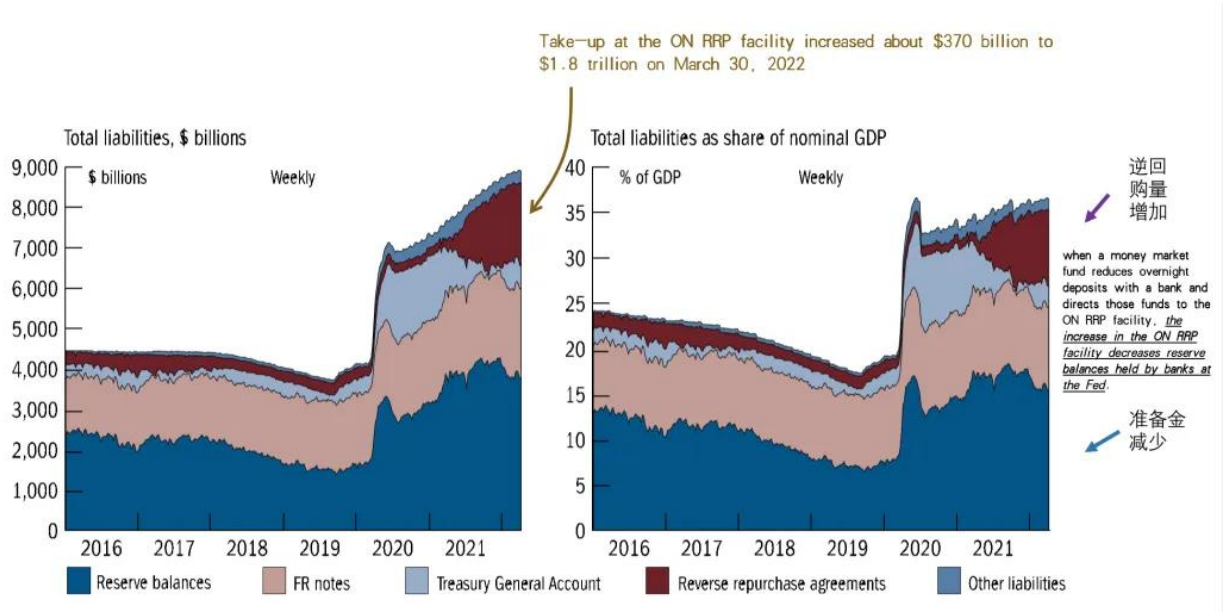


图3、美联储负债结构的变化

简言之，由于美联储资产-负债表规模的急剧膨胀和准备金余额的飙升，美联储很难通过OMOs（公开市场操作）控制作为唯一货币政策中间目标的联邦基金利息率。于是美联储转而使用两个新的货币政策工具IORB利息率和ON RRP利息率。到目前为止，美联储称，这两个政策工具对于控制联邦基金利息率是有效的。

二、联邦基金利息率仍处于历史低位

1、相比历史水平，美国实际利息率仍然较低



图4、上世纪50年代以来美国联邦基金利息率

2022年，美联储已经四次升息。但相比历史水平，美国联邦基金利息率仍然非常低，再考虑目前美国的通货膨胀率已经超过8%，其实际利息率更低，希望大家注意这一点。到目前为止，美联储升息对美国经济的影响似乎还不能过高估计。

2、联邦基金利息率变动导致一系列利息率“随风而动”

理论上，联邦基金利息率变化，其他重要的利息率也会发生相应变化。但在实践中，联邦基金利息率的变化同其他利息率的变化之间的关系可以变得相当复杂。例如，一年期国债收益率的变动同联邦基金利息率的变动有很强的相关性，但十年期国债收益率的变动同联邦基金利息率变动的相关性就比较差。我们还记得当年格林斯潘就曾声称美国国债收益率的扁平化是中国等国家购买美国国债造成的，因为美联储只能影响短期利息率而无法影响长期利息率。

一般而言，首先，如果市场预期联邦基金利息率将会上升，所有久期的利息率都会上升。其次，各类市场利息率是根据联邦基金利息率上升预期调整利息率的。所以在联邦基金利息率（目标）正式上调的当天，各类市场利息率不会发生激烈变动，因为市场早已跟据预期调整了利息率。再次，在联邦基金利息率上调的一年中，由于预期的作用，短期利息率的调整幅度会大于长期利息率的调整幅度。

随着联邦基金利息率的上调，Ameribor（American interbank offered rate，美国银行间拆借报价利息率）和 SOFR（Secured Overnight Financing Rate，有抵押隔夜融资利息率）都在上升。其中 Ameribor 是基于美国金融交易所(AFX)进行的无抵押、短期贷款交易计算的利息率；SOFR 是基于国库券回购市场进行的回购交易计算的利息率。两者都是美国的重要市场基准利息率。由于 SOFR 即将完全取代 LIBOR，在中国更为知名。其他重要市场利息率，如十年期国债收益率（尽管出现倒挂）和美国优惠贷款利息率等都随联邦基金利息率的上调而上升。

三、中美利息率调控体系对比

根据易纲行长，中国的利息率体系和调控框架如图5所示。

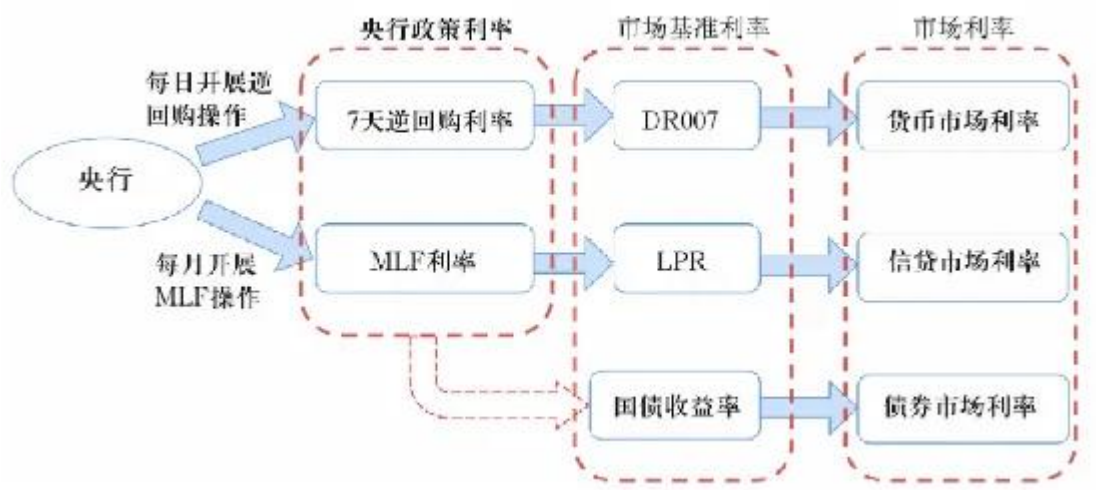


图5、中国利息率体系和调控框架

我的同事肖立晟和栾希撰文指出，中国货币市场利息率完全市场化决定，但波动相对发达经济体货币市场利息率较大，且时常偏离利息率走廊的中枢（逆回购利息率）。当前，央行7天逆回购利息率为2%，而8月 DR007的周平均利息率已经降至1.3%-1.45%区间，远远低于利息率走廊的中枢。这就有点奇怪了，因为在美国，最低的市场利息率是联邦基金利息率，其他利息率由于种种原因要高一些。而我们这里市场基准利息率低于央行政策利息率，我以为他们实际提出了一个问题：市场跟央行走，央行跟市场走，抑或各走各的？我以为应该是市场跟央行走，但现在似乎是各走各的。商业银行根据多种约束条件和自己的目标函数决定

了市场利息率，但它们所决定的利息率却与央行的调控目标相脱离。问题出在哪里？央行设计的利息率调控体系还有不完善之处？或者商业银行和其他金融机构必须服从的约束条件太多？如果方程组中只有五个变量却有10个方程式，如何确定这五个变量？两点决定一条直线，如果我们要过三点或四点，如何画出一条直线？

四、美元指数与美联储升息关系复杂

一般认为美联储升息，美元指数也会自然上升。从历史上看，情况不完全是这样，有时甚至完全相反。这里仅给大家举几个例子。



图6、美国的联邦基金利息率、美元指数、十年期国债收益率以及经常项目逆差占 GDP 的比值

1、第一个例子：2002年2月-2008年6月，联邦基金利息率上升但美元指数走弱

美元自2002年之后经历过一波长期贬值过程，美元指数由2002年初的120下降到2008年6月的73。值得注意的是自2004年3月到2007年7月，联邦基金利息率由1%上升到5.4%。但由于美国国际收支状况的不断恶化，联邦基金利息率的大幅度上升并未能阻止美元指数的大幅下跌。

2、第二个例子：2007年年中-2009年4月，美联储大幅降息但美元指数持续回升

2007年年中，为了避免资产泡沫崩溃导致金融危机和经济危机，美联储开始大幅降息，2009年初联邦基金利息率跌倒0.2%，但美元指数在2008年中到2009年4月之间持续回升。在这段时间，导致美元指数上升的主要原因应该是危机中的“避险天堂”效应。

目前美元指数的走强固然离不开美联储的升息，但也应看到，本轮美元指数的回升从2021年6月就已经开始。在当时，美联储并未表示要改变货币政策，美国的国际收支状况也处于持续恶化过程中。

五、中国宏观经济政策

面对复杂的外部经济形势，中国应该坚持稳增长的宏观经济政策目标，坚持执行扩张性的财政、货币政策。在美联储升息的背景下，坚持汇率浮动，坚持跨境资本流动的有效管理。

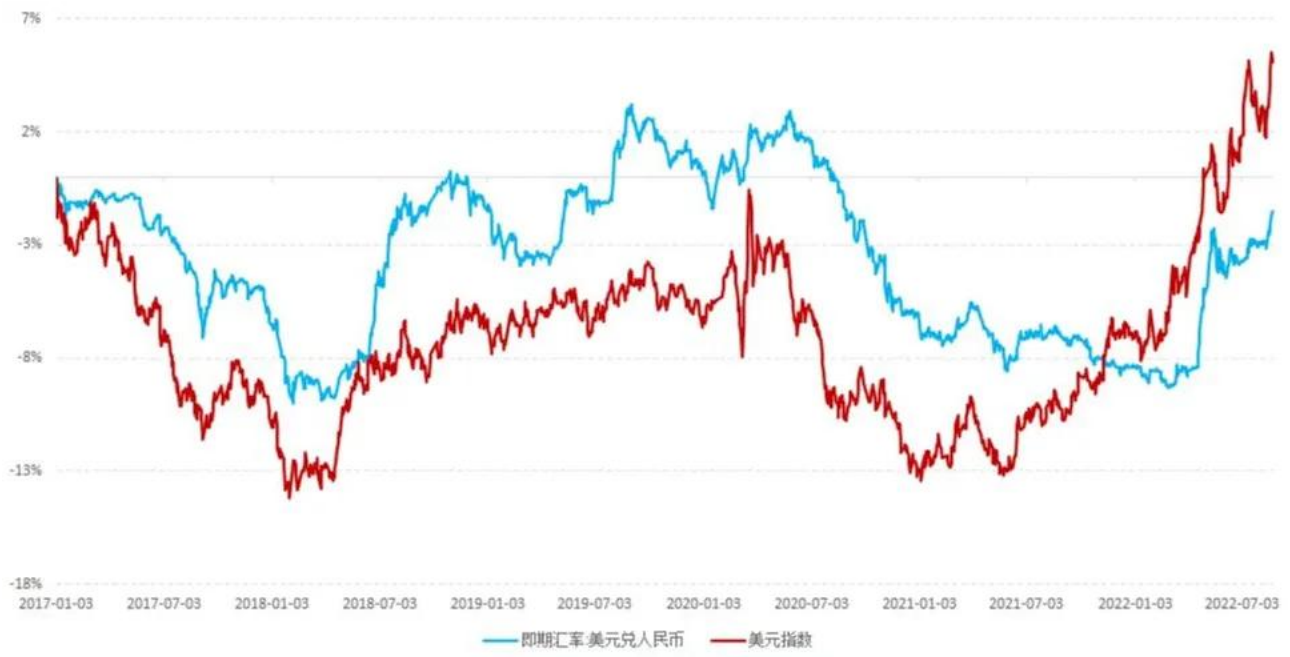


图7、人民币汇率和美元指数

从图7可以看到，人民币虽然对美元有较大贬值，但由于出口状况良好，人民币相对大多数货币还是表现很好的。目前美元的升值，特别是美元对人民币的升值是短期现象。人民币对美元的汇率并没有什么特别值得关注的点位，如破7之类。下注美元短期走势是一件风险极大的事情，下注美元兑人民币汇率也是如此。我们只能是以不变应万变：最大限度维持人民币汇率的灵活性，并继续维持资本跨境流动的管理。人民币兑美元贬值本身利弊参半，对汇率变动我们大可不必过多萦怀。应该想到（虽然不一定马上可以从统计数字中看到），中国的资本外逃现象应该是比较严重的，但严重程度难以判断。要从根本上解决资本外逃问题，中国必须要深化体制改革。但在从根本上解决这个问题之前，资本跨境的管理不能放弃。美联储升息，对中国的宏观调控造成了一定压力，但从根本上，中国宏观调控的挑战来自内部。

美元加息是国际政治经济格局变动的先兆，高度关注区域经济一体化，区域金融本币化进程

曹远征　　中银国际研究有限公司董事长

以下观点整理自曹远征在 CMF 宏观经济热点问题研究会（第52期）上的发言

一、美联储加息的宏观经济可能后果

自今年3月美元加息以来，加息频率在提高，幅度也在扩大，经过四次的逐步升级，目前联邦基金利率已达2.25%，预计到这个月的20日还会加息一次，至少在75个点以上，并有可能会创新高，达到100个基点。为什么会出现如此急促的大幅度加息？原因很简单，**就是今年以来，通货膨胀的增长速度远远超过人们的预期，**迅速上升到8%以上，并持续维持。根据9月13日公布的数字，美国8月份通货膨胀仍高达8.3%，于是再次大幅加息势在必然。市场认为，如果通货膨胀依然维持现行态势，美联储就要维持加息态势，依此，联邦基金利率在明年初可能会升到4%以上。换言之，今年四季度仍有加息的可能。

然而，需要指出的是，区别于此前，因通货膨胀的高企并持续，美联储反通胀的加息操作已成为确定性事件，市场已形成预期并不再讨论。反而不确定的是加息是否会触及衰退，成为市场的新担心。过去认为美国经济衰退可能会出现在明年，现在担心因加息会使衰退提前至今年四季度发生。

之所以这么说，是因为美国货币政策和财政政策组合已明显不同于过去。过去的货币政策和财政政策是分离的，这次疫情后货币政策和财政政策“穿一条裤子”，形成准 MMT 的操作，央行通过发货币来购买国债，用开动印刷机的办法为财政融资，以对付疫情，防止衰退。这就形成了货币政策与财政政策同进同退的局面。加息既表明市场利率的提高，更预示着央行资产负债表的收缩，这意味着在货币政策收紧的同时，财政政策也在收紧，而货币和财政政策同时收紧，很可能成为引发经济衰退的导火索。如若如此，今年九月的加息将是最后一次，随后有可能转向降息，至少不再加息。

目前美国经济环比已有下行态势，是否会出现衰退取决于菲利普斯曲线的下一步变化。美联储今年以来持续大幅加息，除通货膨胀高企外，**很重要的一点是因为菲利普斯曲线发生了变化，通货膨胀率增长和失业率增长的交替关系越来越模糊，成为美联储放心加息的重要原因。**但是这种关系是彻底模糊化了，还是只是一个短期现象？这还是个疑问，并成为市场现在高度关注的问题。由此，对美国经济未来的前景也就有了不同的判断。有预测认为未来会有衰退，但这种衰退很可能是像1946年衰退一样，是比较浅的。与此同时，也有预测认为，现有的菲利普斯曲线很可能要发生重大变化，衰退将在今年发生，而且是比较深的。

二、世界经济是否进入高通胀进而滞胀年代？

今年元月，美联储在解释其货币政策转向时，指出“与大流行和经济充分开放相关的供需失衡继续导致货币膨胀水平上升”时期原因。其蕴藏的重要含义是，在疫情情况下，因供给不能响应需求，进而形成了成本推进，成为这轮通货膨胀的主要形式。尤其在今年二月底俄乌冲突爆发以来，成本推进日益明显且强烈。如同美国一样，欧元区和英国的 CPI 都出现了快速上升，目前均已超过9%，迫使其央行不得不频繁大幅加息。欧央行7月和9月分别加息50和75个基点，两次共计125个基点，英格兰银行也从去年12月以来加息六次，前五次分别为25个基点，后一次为50个基点，共计加息175个基点，均为历史罕见。

需要指出的是，这是因为这种发生在供给端的成本推进型通货膨胀，不同于需求端需求拉上型的通货膨胀，是一种结构型的，不仅使作用于需求端的总量紧缩性财政货币政策因药不对症，效果如隔靴搔痒，而且因结构调整的缓慢性，从而使较高的通胀水平会持续维持，并有可能形成工资-物价的螺旋上升。

通常认为，自2008年金融危机后，世界经济进入新常态，出现了低增长、低通胀、低利率、高杠杆的状态。如果较高的通胀水平会持续维持，意味着这种新常态发生了改变，出现了高通胀率、高利率和低增长的新组合。如此，高杠杆能否维持也成为疑问。一旦形成这种状况就与四十年前的世界经济状况很相似了。上世纪八十年代，在石油危机冲击下，发达经济体一方面经济停滞，另一方面，通胀却维持在较高水平，出现了前所未见的所谓“滞胀”问题。于是，可以合理想象，这次俄乌冲突所导致的能源价格持续上涨，对发达经济体，尤其对西欧冲击巨大，在生产成本快速提高的同时，经济增长却难以提高，于是滞胀问题就会出现并可能会长期化。

因此，我们特别注意到 CMF 中国宏观经济专题报告所提出的“高通胀的年代可能出现”的命题。这次 CMF 报告中指出了形成高通胀进而“滞胀”的三个因素：

1、全球化逆转

特别是俄乌冲突后，各国都考虑供应链安全，于是不按照效率最高、成本最低的方向来进行全球化，反而从安全的角度来考虑，从而提高了生产成本。

2、劳动力成本提高

由于过去作为生产中心的东亚人口老龄化等种种原因，劳动成本在提高，生产制造成本也在提高。

3、能源价格上升

特别是俄乌冲突、全球气候变暖等导致能源价格持续高涨，这种情况下生产成本也会提高，使成本推动型的高通胀持续维持。

然而，从学理上讲，上述三个因素仅是形成滞胀的外部条件，而问题的关键在于形成滞胀的内在机制是否成熟。换言之，是否工资-物价螺旋上升已成气候，推动着菲利普斯曲线持续向右上方倾斜。市场目前虽未看到这种螺旋，但已有端倪，德国柏林已有示威活动。也正是出于对这一螺旋的担心，成为美欧央行冒着衰退风险持续大幅加息的原因。此举能否阻止或打断工资-物价螺旋上升，也为市场所高度关注。我们认为，世界经济，尤其发达国家经济进入高通胀，进而滞胀的年代是有可能性的。但这种可能性的实现取决于世界经济结构是否会发生深刻的调整，特别是取决于以俄乌冲突为标志，世界政治经济格局是否会长久化地由过去以规则为基础的多边治理转向地缘政治经济的“团团伙伙”安排。

三、高度关注俄乌冲突所带来的世界政治经济格局变动

从全球的情况看，目前作为全球三大经济体之一的欧洲，因俄乌冲突所带来的能源危机已踏入“滞胀”泥沼。一方面通胀高企，另一方面经济已开始衰退。更为严重的是，能源价格的结构性上涨，正深刻挑战着其制造业的竞争力。当前，欧洲天然气价格飙升到极高水平，

相当于油价每桶超过了350美元，德国法国的年度电价已是正常水平的10倍左右。TTF 期货显示，直到2024年，欧洲天然气将维持在2015-2019年平均水平的5倍以上。按热量计算的煤和天然气价格均比同热量单位的油价高2倍以上，其中煤和油的比价关系首次出现反转，即煤贵于油。欧洲，尤其德国，以化工为代表的能源密集型工业是其制造业竞争优势。目前这一优势正受到削弱，构成德国出现贸易逆差的重要原因。市场担心，如果能源形势得不到缓解，今年冬天以后，工资-物价螺旋式上升的局面将会形成，欧洲制造业竞争优势将会受到永久性伤害，全球重化工业产业链将会重组，从而将不可避免地对欧元和英镑前景构成压力。

今年以来，美元指数一反常态，出现了快速上升，正是与俄乌冲突为标志的世界政治经济格局变化相关。美元指数是相对于其他货币的价格，其中欧元占到57.6%，英镑占到11.9%，日元占到13.6%，其余为加元（9.1%），瑞典克朗（4.2%），瑞士法郎（3.6%），如果看欧洲货币，欧元、英镑、瑞典克朗和瑞士法郎就达到77.1%比重。俄乌冲突导致能源价格变化，使欧洲经济陷入严重困难，使欧洲货币，尤其英镑、欧元都大幅贬值。而欧洲货币的急剧贬值，尤其欧元、英镑兑美元汇率均到了历史的低点，相应地带来了美元指数的升高。因此，美元指数上升，不仅仅是美联储加息，更重要的是其他货币的贬值，俄乌冲突引起的国际政治经济格局变动是其主要成因。

从这个角度观察人民币的汇率，也可以得到同样的结论。**目前人民币只是相对美元有所贬值，但相对其他货币都在升值之中。而对美元贬值是因为美元指数持续走高。这一结论与去年讨论人民币升值的结论是一致的。去年人民币大幅升值的主要原因是美元指数下滑，曾经一度下探89，今年人民币大幅贬值的主要原因又是美元指数上升，美元指数上摸到110。美元指数在一年间出现了20个基点的波动，十分罕见。**下一步，美元指数还会继续升高吗？市场认为，主要还是取决于今年冬天欧洲过得怎么样，如果过得不好，欧洲货币，尤其欧元、英镑还会继续贬值，美元指数还会继续升高；相反，如果欧洲能够平稳渡过今年冬天，美元上涨的态势也就会基本终止，人民币相对美元贬值的态势也由此会发生变化。从这个意义上讲，要高度关注俄乌冲突对世界政治经济格局的影响，其中欧洲是关键变量，今冬明春是转折节点。

之所以说欧洲是关键变量，除了前所述及的世界高通胀进而滞胀问题外，从金融角度观察，则涉及到与包括英镑在内的欧洲货币，尤其欧元相关的国际货币体系的结构调整问题。美元指数是1973年布雷顿森林体系崩溃，即美元与黄金脱钩后才出现的。此后，美元指数共

出现过三次大幅上升与下降的过程，并且每次都是世界经济格局与国际货币体系结构调整的先兆。

第一次是1985年前后，1985年3月美元指数涨到历史的高位，达到163.85，结果导致当年9月“广场协议”的产生。通过美日德英法五国联合干预外汇市场，抛售美元，促使日元和马克的大幅升值，进而诱导美元指数下行，形成了国际货币结构的一次重大调整。广场协议后，日元与马克在国际储备货币地位日趋上升，甚至超越英镑和法郎，成为重要货币。

第二次是世纪之交。上世纪九十年代，受“新经济”的推动，美国经济景气持续了106个月，并形成了良好的国际收支状态，于是，美元指数也于2001年上升到120。然而随着高科技泡沫的破灭及911事件的出现，美元指数又开始下跌，不仅催生了欧元，而且完备了欧元成为仅次于美元并与其竞争的国际货币的条件。

这次俄乌冲突后，美元指数快速上升是第三次。目前看到的情况是：尽管美元指数在升高，但美元的国际使用率在下降，已经下降到60%以下。相形之下，其他货币的替代率却在提高，特别是在俄罗斯卢布结算令后，卢布不仅在世界贸易中的使用份额在提升，而且成为唯一对美元升值的货币。与此同时，人民币在全球外汇储备的占比也再创新高。根据 IMF 今年6月30日最新发布的“官方外汇储备货币构成”的数据，截至2022年一季度末，该指标已达到2.88%。根据目前的态势，预计该指标还会有所上升。目前，人民币已成为第五位的外汇储备货币，开始与 SDR 篮子中五种货币之一的身份相符。

需要强调指出的是，今年以来，随着 RCEP 的建成，清迈机制开始逐步带入到 RCEP 中，与此同时，上海合作组织也在扩容之中，并强调加强成员国之间的经济金融合作。由此，客观形成一种趋势，即 RCEP 的低成本制造业竞争优势通过中国正与上海合作组织低成本的资源能源竞争优势相结合，进而会形成新的更强大的竞争优势。而形成这一新的竞争优势的指向不仅仅是区域经济一体化，而且是区域金融本币化。换言之，中国作为联结这个区域的地理中枢，将日益发挥其经济金融枢纽作用。从这个意义上看，这次美联储的加息及随着美元指数的上升，不是孤立事件，反而是一连串事件开启的先兆，既预示着全球宏观经济表现的反转，也预示着国际政治经济格局的变动。应该从全球的视野观察和理解这一问题，从而才能做出正确的应对。

CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

把脉中国经济　传递中国声音
Taking Economic Pulse, Forcasting Economic Future

地址: 北京市海淀区中关村大街59号 中国人民大学立德楼1105
Add: 1105, Lide Building, Renmin University of China,
59 Zhongguancun Street, Haidian District, Beijing, PR.China

网站：http://ier.ruc.edu.cn/

微信公众号：