

经济预测分析

第 40 期

国家信息中心

2021年09月26日

防范美联储货币政策退出引发的溢出效应冲击

内容摘要：8月以来，美联储逐步释放年内将开启缩减购债计划的信号，这意味着新冠肺炎疫情爆发以来，美联储实施的非常规货币政策即将落幕。从历史经验看，美联储将先后按照开展市场沟通、缩减购债规模、提高基准利率再到缩减资产负债表的步骤逐步实现货币政策正常化，在此期间将产生显著的政策溢出效应，全球股市、汇市、债市及大宗商品市场都将随美联储政策调整进程出现明显的波动。对此，需要未雨绸缪，提前布局应对。

9月22日，美联储在议息会议后发布的政策声明中称，如果经济复苏进程大致符合预期，可能很快就会放慢购债步伐。美联储主席鲍威尔在随后的讲话中指出，如果经济继续与预期一致，那么最早可以在下次议息会议后开始缩减购债规模。此前鲍威尔在8月27日的杰克逊霍尔全球央行年会上也曾明确表示年内可能开始缩减购债规模。目前来看，美联储启动退出量化宽松政策的时点已经渐行渐近。

一、美联储退出非常规货币政策的条件日渐成熟

自去年5月开始分阶段重启经济以来，叠加财政货币政策助力，美国经济从疫情冲击下的谷底持续反弹，通胀压力显著上升，就业市场逐步改善，美联储启动货币政策正常化进程的条件日渐成熟。

（一）经济复苏渐趋稳固

进入2021年，随着疫苗接种范围逐步扩大，疫情趋缓带动美国经济持续恢复。同时，拜登上任后先后公布了“美国援助计划”“美国就业计划”和“美国家庭计划”等庞大的财政刺激方案，进一步推动了美国经济的复苏势头，一季度GDP环比折年增长6.3%，GDP规模超过2019年四季度时的水平。二季度GDP增速进一步提高至6.6%，工业产能利用率回升至75.2%，仅略低于2019年四季度的76.6%。而且从PMI等先行指标看，美国经济持续增长态势较为稳固，8月ISM制造业和非制造业PMI分别为59.9和61.7，依然处于较快的扩张区间。

（二）通胀压力逐步加大

今年以来，由于去年基数较低，疫情解封后需求迅速复苏，供应链遭遇瓶颈以及大规模财政货币刺激等影响，美国通胀率大幅攀升，3月后CPI同比涨幅持续保持在2%以上，6、7月份达到5.4%，创下2008年8月以来最高涨幅；7月核心CPI同比涨幅达到4.3%，处于上世纪90年代以来的高位。美联储更为关注的核心PCE同比涨幅7

月份也达到了 3.6%，创 1991 年 5 月以来新高。对此，7 月份美联储议息会议纪要显示，部分联储官员认为，由于高通胀现象可能比预期的持续时间更长，缩减购债规模应该相对较快地开始。

（三）就业市场稳步恢复

美国 8 月非农失业率下降至 5.2%，尽管仍远高于疫情暴发前的 3.5%，但已经较去年 4 月创纪录的 14.8% 实现了大幅下降。非农业部门新增就业人数 6、7 月份保持在 90 万以上，7 月达到 105.3 万人，达到近一年高位。而且，美国政府的失业救济补助一定程度上延缓了劳动力重返就业市场的速度。劳工部数据显示，劳动力市场的岗位空缺数量在 6 月跃升至超过 1000 万个，创下历史新高，已经超过登记的失业人口总数。所以，美国就业市场未达到美联储“实质性进展”标准的一个重要原因是高额的失业补助导致失业人口不愿工作而非缺乏就业机会。

当前，虽然德尔塔变种病毒的传播导致美国防疫形势再度恶化，将对消费和供应链恢复造成一定干扰，但美国经济继续扩张的趋势仍将延续。根据美国卫生计量与评估研究所（IHME）预测，美国新增病例数将在 9 月后逐步回落。而且，拜登政府在国会假期结束后将继续推进新一轮财政刺激措施，失业救济金政策在 9 月份到期后将加速就业市场修复。根据 IMF 最新的预测，2021 年美国经济将增长 7%，2022 年增速也将保持在 4.9% 的较高水平。美国经济“取得实质性进展”进而触发美联储放缓资产购买计划的时点已经日益临近。

二、美联储“四步走”推动货币政策正常化

根据历史经验，美联储货币政策正常化并非一步到位，而是逐步推进，大致可以分为以下四步：

（一）开展市场沟通，释放政策退出信号

美联储上一轮货币政策退出始于 2013 年年中。在当年 5 月的议息会议上，美联储向市场释放了将“根据经济前景变化来提高或减少资产购买规模”的信号，为政策调整进行预热。6 月下旬，时任美联储主席的伯南克进一步明确了缩减购债的节奏，表示“美联储可能在今年晚些时候放缓购买资产的步伐，明年上半年继续减少购买量，直至明年年中结束”。在此后的 5 个月中，美联储官员一直在围绕开始缩减购债的时点、规模等问题进行讨论。12 月 19 日，在年度最后一次货币政策会议后，美联储正式宣布将于 2014 年 1 月起将每月购债规模从 850 亿美元削减至 750 亿美元。今年以来，关于美联储将缩减购债规模的预期日渐升温，尽管目前美联储尚未明确表示将启动缩减购债规模，但从 7 月的会议纪要看，美联储已经对何时以及如何减少购债规模进行了正式的讨论。近期，鲍威尔及其他多位联储官员发表支持年内开始缩减的言论，市场对于政策退出的预期也明显提前，美联储可能最早在 11 月份宣布启动政策退出的消息。

（二）缩减量宽规模，购债数量递次归零

2014 年 1 月，美联储正式迈出削减 QE 的步伐，并宣布自 2 月起将 QE 规模再削减 100 亿至 650 亿美元。伴随着美国经济的稳定复苏，此后美联储基本按照每次议息会议削减 100 亿美元购债规模的节奏退出 QE。在 9 月举行的议息会议上，美联储除了将下月 QE 规模缩减至 150 亿美元外，还公布了《货币政策正常化原则和计划》，提出了美联储推进货币政策正常化的基本步骤，即美联储将通过提高联邦基金利率开启货币政策正常化进程，然后停止将所持到期证券本金进行再投资的政策，逐步缩减资产负债表规模。10 月，美联储议息会议后宣布于 2014 年 11 月起停止购买债券，这就意味着历经十个月的量宽缩减进程正式结束。当前美联储每月购买 800 亿美元国债和 400

亿美元抵押贷款证券 (MBS)，相比 2014 年，如今美国经济增速更快、通胀率更高，此次退出时间可能更短，如果 12 月开启缩减购债，美联储可能按照每月减少购买 100 亿美元的国债和 50 亿美元的抵押贷款支持证券的速度缩减 QE 规模，整个过程将于 2022 年 7 月结束，用时 8 个月。

(三) 提高基准利率，回归自然利率水平

在完成缩减 QE 之前，美联储一直维持着联邦基金利率接近于零的水平。2014 年 12 月美联储议息会议后发布的点阵图显示，17 位委员中有 15 位倾向在 2015 年加息。不过，2015 年初受冬季严寒天气及西海岸港口的劳资纠纷影响，美国经济表现并不理想，一季度 GDP 初值仅环比折年增长 0.2%。由于担忧过早收紧货币政策会干扰来之不易的经济复苏，美联储对加息保持谨慎，加息预期从年中推迟到 9 月甚至更晚。此后随着美国经济复苏势头渐趋稳固，当年 5 月，美联储主席耶伦表示准备在 2015 年内提高短期利率。12 月，美联储宣布将联邦基金目标利率上调 25 个基点到 0.25% 至 0.5% 的水平，正式开启加息周期。至 2018 年 12 月，美联储通过 9 次加息，以每次加息 25 个基点的幅度，将联邦基金目标利率区间提升至 2.25%—2.5%，基本回升至自然利率水平。根据今年 9 月议息会议后公布的利率点阵图，美联储最早可能在 2022 年开启加息政策。

(四) 减少到期资金再投资，资产负债表逐步瘦身

加息步入正轨后，缩表也逐步提上美联储的日程。2017 年 6 月，美联储宣布年内将开始实施资产负债表正常化计划，并发布了《政策正常化原则和计划》附录，阐释了缩表的方式和步骤。起始缩减规模为每个月 100 亿美元，包括每个月减少国债再投资 60 亿美元、MBS 再投资 40 亿美元。此后将按照每三个月一次的频率，每次递增 100 亿美元的幅度，到达每月最高缩减 500 亿美元购债规模的上限，这意

味着从起步到达到最终上限将耗时 12 个月，之后年缩表规模最大达到 6000 亿美元。2017 年 9 月，美联储宣布自 10 月起启动缩表计划。至 2019 年 8 月，美联储资产负债表规模从 4.46 万亿美元降至 3.76 万亿美元，缩水约 7000 亿美元。当前，美联储总资产规模已经超过 8 万亿美元，如果明年结束新增购债，届时资产负债表规模或将超过 9 万亿美元，根据加息时点，缩表启动时间可能要在 2023 年。

三、美联储非常规货币政策退出的溢出效应显著

美联储货币政策调整具有显著的政策溢出效应。在全球疫情仍未得到有效防控以及各国经济复苏步调分化的情况下，如果美联储年内启动货币政策正常化进程，将极大增加全球经济运行面临的不确定性和复杂性。从上一轮美联储货币政策正常化期间国际金融市场的表现看，全球股市、汇市、债市及大宗商品市场都将随着美联储政策调整进程出现明显的波动。

（一）全球股市震荡加剧，国内股指共振调整

退出非常规货币政策意味着流动性回收，对股市造成阶段性下行压力。在 2013 年年中至首次缩减 QE 期间，美国股市尽管总体有所上涨，但震荡开始加大，道指在 2014 年年初一度下跌千点，降至 2013 年年中时的水平。2015 年下半年至 2016 年初美联储首次加息前后，美股波动显著加剧，纳斯达克指数在 2016 年 2 月上旬降至 2014 年 10 月后的新低。从新兴市场看，2015 年下半年，随着美联储加息时点的临近，新兴市场股市大幅震荡，MSCI 新兴市场指数半年时间内跌幅近 30%。2018 年至 2019 年初，美联储持续加息和缩表的累积效应逐步显现，加之特朗普政府不断升级全球贸易争端导致经济增长前景恶化，全球主要股指再度出现大幅调整。在美联储释放退出 QE 信号以及启动加息后，我国股市也受到了美国货币政策溢出效应的影

响，沪深股指出现了阶段性的回调。

（二）美元升值施压非美货币，人民币贬值和资本外流加剧

美联储退出非常规货币政策提升了美元升值的预期，对非美货币形成贬值压力。在上一轮美联储货币政策退出期间，美元指数自 2014 年下半年起进入快速上升的通道，从最低时的不到 80 点，一度升至 2015 年 3 月时的接近 100 点，9 个月内上涨达 25%。美联储开启持续加息后，美元指数在 2016 年底进一步升至 103.3。与之相对应的是欧元、日本以及新兴市场货币的普遍贬值，2014 年年中至 2016 年底，欧元、印度卢比、巴西雷亚尔以及南非兰特对美元分别贬值 23%、13%、48%、29%。在此期间，人民币汇率也受美元走强的影响，由对美元单边升值转为单边贬值，从 2014 年年初的接近 6:1，贬值至 2016 年底的接近 7:1。期间资本流出加速，我国证券投资账户出现连续 5 个季度资本外流。

（三）加息抬升美债收益率，国内资金利率联动上行

由于美联储缩减 QE 时维持基准利率不变，直到 2015 年 12 月启动首次加息之前，美国金融市场短期利率变化不大，但十年期国债收益率则从 2013 年底最高时的 3% 降至 2014 年 7 月初的 1.4% 左右。2015 年底加息启动后，美国短期国债利率先于长期利率做出反映，3 个月国债收益率从零附近抬升至 2018 年年底的 2.4% 左右。长期国债收益率在 2016 年下半年也开始掉头上行，但上升幅度不及短期利率，导致收益率曲线趋于平坦。2008 年国际金融危机之后，中美长期国债收益率联动性显著增强，2016—2017 年美联储加息期间，美债收益率走高强化国内市场利率上升预期，流动性趋紧，对国内利率上行增加了一定的压力。

（四）大宗商品价格显著下挫，生产者价格跌幅扩大

由于国际大宗商品主要以美元标价，所以大宗商品价格走势与美

元指数的变化高度负相关。在美联储缩减 QE 前期，美元指数变化相对较小，CRB 大宗商品期货价格指数在 2014 年上半年还有所上升。进入下半年，随着美元快速升值，国际大宗商品价格大幅下挫，CRB 指数从 2014 年 6 月底的 310 点持续下跌至 2016 年 2 月时的 160 点附近，跌幅超过 90%，比如北海布伦特原油期货价格从最高时的每桶 150 美元最低跌至近每桶 27 美元；LEM 铜价格从每吨近 7200 美元跌至 4300 美元。在此期间，国际大宗商品价格暴跌对俄罗斯、巴西等资源型出口国家的经济及货币汇率造成严重冲击，我国工业生产者价格（PPI）同比降幅也进一步扩大，2015 年 9 月时最低降至-5.95%，导致国内上游行业利润增速持续下降，投资低迷，加剧了经济下行压力。

针对美联储货币政策正常化期间可能引发的市场波动和金融风险，一是加强对美国金融市场和国际金融市场、跨境资金流动的跟踪监测，提高对跨境资金流出风险的预警能力；二是增强人民币汇率弹性，保持人民币汇率在合理均衡水平上双向浮动；三是加强货币政策的国际协调，联合新兴市场国家敦促发达国家提高货币政策退出决策信息的透明度，降低政策外溢效应对其他国家的冲击；四是维持适度合理的流动性环境，保持市场利率水平平稳波动，加强与市场沟通，引导和管理好预期；五是引导企业有序降低美元债务，合理利用外汇市场工具规避汇率波动风险。

（执笔：赵硕刚）

编辑部地址：北京三里河路58号国家信息中心预测部
联系电话：68557142，68557122
电子邮箱：gxfx@sic.gov.cn

邮编：100045
传真：68558210