

美联储加息和缩表的影响与对策

在全球经济向好和新兴市场基本面强健的背景下，美联储本轮加息对新兴经济体的影响较小。从中期角度看，随着加息常态化和缩表进度加快，美联储退出量化宽松政策将新兴市场的经济金融形势显著影响，一些经济增长动能不足、经常项目长期逆差、外债负担沉重、高度依赖大宗商品出口的新兴经济体将遭受严重的负面冲击。美联储进入加息周期对中国的冲击有限，主要体现在缩小中美利差、抑制出口需求和影响海外投资收益。作为大型开放经济体，中国既要通过实施针对性货币金融政策、有序对外开放来化解直接冲击，又要通过加强国别风险识别和预警、调整海外资产结构等方式来缓解间接影响。

一、美联储货币政策的走向及决定因素

目前，美国已进入加息周期。6月14日，美联储宣布加息25基点，联邦基金利率从0.75%~1%调升到1%~1.25%。这是美联储年内第二次加息，也是美国2008年金融危机以来的第四次加息。市场预计，美联储在今年下半年将加息一次，在2018年和2019年将分别加息2~3次。若每次加息25个基点，美国联邦基金利率在2019年底将升至2.25%~2.50%或2.75%~3.00%的水平。

同时，美联储公布了缩减资产负债表计划，预计今年开始实施。缩表采取逐步减少到期证券的本金再投资规模的方式：初期每月分别缩减60亿美元国债、40亿美元抵押支持证券（MBS）；缩表规模每季度增加一次，直到每月分别缩减300亿美元国债、200亿美元MBS为止。公告表示，美联储最终资产规模将大幅低于当前水平，但高于危机前的水

平。美联储的合意资产规模预计为 2.5~3 万亿美元。今年 4 月底，美联储的资产规模 4.47 万亿美元，其中国债 2.47 万亿美元，MBS 1.77 万亿美元。市场人士估计，美联储的缩表过程将持续 5~7 年。

美联储加息和缩表的进度取决于美国实体经济、金融市场和通货膨胀等诸多因素。促进因素主要有：一是美国经济复苏强劲，就业形势向好。美联储将 2017 年的 GDP 增长预期从 2.1% 上调至 2.2%，将失业率预期从 4.5% 下调至 4.3%。二是全球经济增长稳健，欧元区经济恢复增长常态，新兴经济体增速加快。三是美国房价股价创历史高点。Case-Shiller 全国房价指数已连续七年上涨，目前已高于金融危机前水平；标普 500、道琼斯等主要股票指数连创新高。四是美元近来走势呈现颓势，而美元贬值有利于减轻美联储加息和缩表的压力。今年上半年，美元指数下跌了 5.86%，美元兑欧元贬值了 8.14%。

阻碍因素主要有：一是特朗普新政面临重重阻力，税收减免法案谈判环节漫长，基础设施建设的资金来源不明确，缺乏州政府配合，基建投资难以落实，从而特朗普新政对美国经济的刺激效应低于预期。二是美国通货膨胀与核心通胀指标在今年一季度达到高点之后，均已开始回落。美联储将个人消费支出通胀（PCE）、核心 PCE 的预期分别从此前的 1.9%、1.9% 下调至 1.6%、1.7%。

二、美联储加息和缩表对新兴经济体的影响

鉴于美元在全球外汇储备、国际支付、外汇市场交易和大宗商品市场中的绝对优势地位，美国货币政策的变化必将对全球金融市场产生显著影响。新兴经济体对美国经济、美元债务依存度高，最易遭受美国货币政策的负面冲击。当美元利率下降时，资本流出美国，为缓解本币升值压力，新兴经济体被迫追随美联储的宽松货币政策，并借低利率环境增加美元外债，导致经济过热和资产泡沫。当美元利率上升时，资金回流美国，为避免资本过快流出，抑制本币贬值，新兴经济体被迫加息，导致国内经济紧缩，投资者信心受挫，资产泡沫破裂。

历史经验表明，美联储加息不一定对新兴经济体产生负面冲击。体现在：一是影响方向取决于美联储的加息节奏，新兴市场与美国的经济基本面、估值水平的对比情况；二是美国长期利率升幅与新兴市场危机爆发概率的相关性较高，但二者受经济基本面及预期的影响，且前提是新兴市场基本面脆弱；三是在加息周期内，美元汇率不一定会走强，取决于美国和其他发达经济体、新兴经济体的经济基本面强弱对比。

美联储本轮加息对新兴经济体的影响平稳，货币和股票市场的变动微小，未发生大规模资本外逃现象。美元指数在加息次日有轻微上涨，但此后数日连续下跌，在 7 月初已低于加息前的水平。在加息次日，美元兑人民币、印度卢比、马来西亚林吉特、南非兰特、泰铢分别升值 0.25%、0.54%、0.21%、2.22%、0.35%，而兑印尼盾、巴西雷亚尔分别轻

微贬值 0.03%、0.07%。今年 6 月 8 日-7 月 7 日期间，MSCI 新兴市场股票价格指数下跌了 1.31%，其中 MSCI 金砖四国股票指数下跌了 1.41%，MSCI 新兴亚洲指数下跌了 0.88%。原因在于：一是新兴经济体增长潜力显现，基本面明显改善，抵御外部风险能力有所上升；二是新兴经济体资产估值较低，相对于发达国家资产具有较高的投资收益率优势；三是美联储的加息节奏较慢，且与各国的央行、投资者作了较充分的沟通，减轻了加息对市场的冲击；四是美元已大幅升值，且美联储加息预期被市场所消化，加息难以提振美元汇率。

随着美联储加息的常态化和缩表进程的加快，美国退出量化宽松对新兴经济体的总体影响将增大。目前，尽管新兴市场总体表现不俗，但内部存在明显分化。那些经常项目持续盈余，外汇储备较充足，汇率制度较为灵活，资本项目开放适度，财政支出控制良好的新兴经济体面临的负面冲击较小；而那些经常项目长期逆差，外汇储备规模低，外债负担沉重，经济结构单一，高度依赖资源出口的新兴经济体遭受的负面影响将非常显著。印度、印尼、马来西亚、泰国等东盟和南亚新兴经济体具有强劲的增长动力，外债水平总体可控，对国际资本具有较强的吸引力，抵御美联储加息的能力较强。南非和巴西经济对大宗商品出口依赖度较高，经济增长前景疲软，抵御外部风险能力较弱。马来西亚、阿根廷、智利、印尼、俄罗斯、巴西等国外债占外汇储备比重均在 100%以上，债务风险值得高度警惕。美联储加息将打压国际大宗商品价格，对俄罗斯以及巴西、委内瑞拉等一些拉美大宗商品出口国的经济构成明显的负面冲击。

三、美联储加息和缩表对中国的影响

鉴于中国持续的经常项目顺差、巨额的外汇储备、外债负担较低，以及资本项目尚未完全开放，美联储加息和缩表虽会压缩中美之间的利差，鼓励资本流出，对人民币汇率构成一定的压力，但对中国实体经济和金融系统的直接影响有限。同时，作为中国巨额外汇储备的最主要投资对象，美国国债等证券资产的收益率和价格将受联邦基金利率变动的影 响，进而中国外汇储备的投资收益率和市场价值也会发生相应的变化。

首先，从中期角度看，美联储加息和缩表将导致美元利率明显上升，中美利差将显著压缩，加大人民币贬值压力。美联储的加息和缩表将是一个渐进过程，美元资产利率在短期内不会明显上升。但从中期角度看，美元利率将会有个显著上升。据估计，美国联邦基金利率在 2019 年底将升至 2.25%~2.50%或 2.75%~3.00%的水平。这接近或超过目前中国银行间同业拆借（隔夜）利率 2.5%左右的中枢水平，从而，中美两国的利差将很可能大幅压缩甚至由正转负。这显然将鼓励国际资本从中国流向美国，对国内证券市场和房地产市场构成负面冲击，加大人民币贬值压力。

其次，美联储加息将对中国进出口贸易产生复杂的影响，净影响方向难以判断。体现在：一是美联储加息对美元汇率有支撑作用，有利于中国增加对美出口，但在特朗普保护主义贸易政策下，中国对美出口增加效益应不明显；二是一些经济较脆弱的新兴经济体将遭受美联储加息的负面冲击，对中国商品的进口需求能力下降；三是美元升值将有助于抑制大宗商品的价格，作为全球大宗商品的最大需求国，中国的资源能源进口成本得到明显节约。

最后，美联储加息和缩表对于中国外汇储备美元资产的收益率与价值产生正负双重影响。正面效应表现为美元升值、通货膨胀风险下降和投资收益率上升，而负面冲击体现在收益率上升导致债券价格下跌。正面效应体现在：一是美联储加息表明其愿意实行一种审慎、负责任的货币政策，从而，美国主权债务货币化和美国长期通货膨胀的风险有所下降；二是美国在发达经济体中率先退出量化宽松政策，有利于美元维持相对强势地位；三是美国债券收益率的上升，将会提高中国对美国债券市场增量投资的名义美元收益率。负面效应主要表现为对利率上升对债券价格的负面冲击。鉴于中国持有美国长期债券的规模巨大，中国不可能在短期内迅速调整外汇储备资产结构。

四、对策建议

作为一个大型开放型经济体，在应对美联储加息和缩表引发的影响时，中国应保持战略定力，坚持以我为主，既要通过实施针对性货币金融政策、有序对外开放来化解直接的负面冲击，又要通过加强国别风险识别和预警、调整海外资产结构等方式来缓解间接的负面影响。

首先，实施稳健的货币金融政策，把握“去杠杆”政策的合理节奏，维持合理的中美利差。为抑制国内资本外流，需提高国内资产的回报率，途径有：一是维持国内实体经济和金融市场的稳定，增强投资者对中国经济的信心；二是短期内维持基准利率的稳定，不宜降息，应通过降低法定准备金率，以及运用逆回购、SLF、MLF等流动性工具来调节利率；三是合理把握金融“去杠杆”的节奏，避免因操作节奏失当引发局部性或系统性金融风险；四是加快国有企业改革，便利投资环境，鼓励大众创业和万众创新，提高国内投资的效率与回报。

其次，稳妥有序推进资本账户开放，防范资本外逃风险。中国应合理安排资本账户开放推进的重点、节奏和步骤，审慎有序推动资本账户自由兑换，特别在设计沪港通、深港通等双向开放机制时，避免开放步伐过急过快。加强对境外投资行为的审核，重点监测大额非主业投资、有限合伙企业对外投资、“母小子大”投资以及“快设快出”投资，限制国内企业借道跨国并购加快资金转移和资本外逃的行为。

第三，加强对受加息冲击较大新兴经济体的投资风险的识别与预警，制定相应的应急机制和预案。密切监测俄罗斯、巴西、南非、土耳其、阿根廷等新兴市场国家风险的变化趋势，制定有针对性的应对措施和预案，及时调整对部分国家的风险敞口，提早预防危机冲击。中资机构应密切关注相关国家客户的资产质量、盈利状况，着力做好合规经营，切实防范各类风险。

最后，中国货币当局应客观评估形势，沉着冷静，制定出长、中和短期相结合的外汇储备投资方案，稳步推进外汇储备资产的多元化进程。体现在：一是渐进稳步调整外汇储备资产结构，避免引发美国国债市场震荡。二是美元资产比重占外汇储备的比例宜维持稳定，应加大对美国股票、不动产和企业债券的投资力度。三是调整美国国债资产的期限结构，减持到期时间较长的国债，适当增持到期时间较短的国债和通货膨胀保护国债 TIPS。四是适当增持黄金储备、战略物资储备和先进技术设备。

（作者系中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员）

IIS 简介：国际投资研究系列（International Investment Studies）是中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室的研究成果。该室的主要研究领域包括跨境直接投资、跨境间接投资、外汇储备投资、国家风险、国际收支平衡表与国际投资头寸表等。国际投资室的成员为张明、王永中、张金杰、李国学、潘圆圆、韩冰与王碧珺，定期参加国际投资室学术讨论和报告写作的成员还包括姚枝仲、高蓓、陈博、刘洁、刘一璇与赵奇锋。我们的主要产品包括：中国跨境资本流动季度报告、中国对外投资季度报告、国家风险报告、工作论文与财经评论等。

责任条款：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室所有。未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。本报告仅代表研究人员的个人看法，并不代表作者所在单位的观点。