



国际货币政策收紧 的成因和影响

 宏观热点洞见



毕马威中国

2022年07月

kpmg.com/cn



行政摘要

美联储自今年3月正式开启加息周期，截至6月份已经加息3次，分别提升联邦基金目标利率25bp，50bp和75bp，将利率推升至1.50%—1.75%。同时，美联储亦于6月1日启动缩表，计划每月减持475亿美元资产（包括300亿美元国债和175亿美元抵押贷款支持证券MBS），并预计在9月增加至每月950亿美元（600亿美元国债+350亿美元MBS）。不过，6月美联储实际只减持了36亿美元的国债和MBS，低于计划目标。

与上一轮美联储紧缩货币政策周期相比，本轮步伐明显加快，其根本原因是快速上涨的通胀。截至5月份美国通胀数据创下四十年来新高，其中，能源、交通运输和食品价格是推升通胀的主要因素。从成因上看，美国此轮通胀飙升既有需求端，也有供给端的原因。从需求端来看，疫情后美国实施超大力度的货币和财政支持政策，居民收入上升，消费旺盛。从供给端来看，疫情期间的封控措施对生产和物流造成干扰，影响全球产业链供应链的正常运转；此外疫情后美国劳动力市场紧张，形成工资-物价的相互推升；同时，地缘政治冲突引发的短期能源和粮食供给压力，进一步推升通胀压力。

自1982年以来，美联储共经历了6轮完整的加息周期。与此前的加息周期相比，本轮加息明显速度更快，幅度更大，目前3个月的时间内已加息3次，加息幅度已达到175bp。7月1日，芝加哥商品交易所显示市场普遍预计2022年底联邦基金利率水平将达到3.25%-3.50%左右，年内累计加息在325bp以上。上次如此强劲的加息还是在70年代末至80年代初的沃尔克时期，一年内大幅升息700bp，将联邦基金利率升至20%的超高位。

此次美联储加速收紧货币政策，引发了市场对美国经济可能出现衰退的担忧，当前数据也显示美国商业投资已经开始放缓，房地产活动也表现疲软。不过，疫情期间美国个人账户积累了大量储蓄存款，二季度家庭消费依然保持韧性。由于家庭消费占美国GDP的70%左右，对美国经济起到了十分关键的作用，消费仍有望在近期内支持美国经济。根据美国国债收益率曲线预测的美国经济衰退风险目前也仍处于相对较低的水平，毕马威美国预计今年美国经济将增长2.4%。不过，美联储快速加息带来的影响也在不断体现，美国经济下行风险显著加大。

美国作为世界最大的经济体，历次美联储货币政策调整都对全球经济和金融市场带来了显著影响。本轮美联储加息和缩表力度明显超出历史以往的步伐，给全球主要经济体的货币政策、国际资本流动、汇率等带来了一系列冲击。

在货币政策上，面对全球通货膨胀水平持续高升、美联储加速收紧货币政策，多国央行也开启了加息周期。我们就全球32个主要经济体的货币政策进行了梳理。今年上半年，9个发达经济体中有7个已经上调了政策利率，平均上调幅度为89个基点。新兴市场经济体方面，23个新兴市场经济体中有18个经济体上调了政策利率，上调幅度相对更大，平均加息291个基点。

国际资本流动方面，根据国际金融协会的数据，自美联储3月下旬正式开启加息以来，今年4-5月，国际资本从新兴市场净流出的总额为94亿美元。同时，疫情后新兴市场经济体复苏进程和通胀水平出现分化，导致各经济体的加息时间和步伐存在一定差异。新兴亚洲经济体是美联储启动加息后主要的资本流出国，拉丁美洲、非洲和中东以及欧洲新兴经济体资本流出较小。整体来看，尽管新兴市场经济体存在一定资本流出，但相比此前美联储加息后带来的资本流动，此次压力相对较小。

外汇市场方面，全球主要经济体的货币汇率波动加大。自美联储3月17日加息以来，美元保持强劲持续升值，截至6月末，美元指数较3月下旬上涨6.2%，与此同时，全球主要经济体货币均出现一定程度的贬值。发达经济体中，日本、英国、澳大利亚、欧元区货币贬值幅度相对较大，而新兴市场的汇率表现则呈现较大差异性，主要与各国经济复苏程度、货币政策、资本流动、地缘政治等因素有关。

全球货币政策收紧将对世界经济复苏带来显著影响，近期多个国际组织下调了全球经济增长预测。在此背景下，我国的货币政策空间也有所缩小。不过从根本上看，我国货币政策“以我为主”，更多的取决于我国经济发展的实际情况，金融体系、国际资本账户稳定性较强。下半年为了推动经济复苏、实现稳增长的目标，我们预期货币政策将继续从总量和结构上双重发力，支持经济增长。



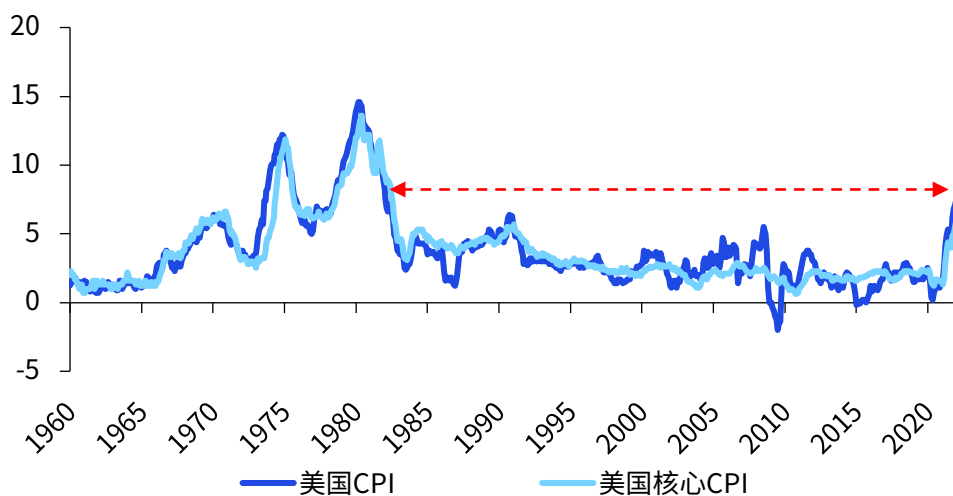


美国面临40年来最高通胀

今年3月开始，美联储正式开启新一轮加息周期，截至6月份已经加息3次，分别提升25bp，50bp和75bp，将联邦基金目标利率区间推升至1.50%—1.75%。同时，美联储于6月1日正式启动缩表，计划每月减持475亿美元资产，包括300亿美元国债和175亿美元抵押贷款支持证券（MBS），9月将增加至950亿美元（600亿美元国债+350亿美元MBS），与上一轮相比，本轮美联储缩表跟进加息的节奏更快。

此次美联储加息与缩表的根本原因是应对持续高企的通胀。5月美国CPI同比升至8.5%，为1981年12月以来的最快增速，核心CPI同比录得6.0%，为1982年8月以来的最快增速（图1）。美联储重点关注的PCE（Personal Consumption Expenditure）和核心PCE价格数据，同样创下四十年来新高，远超平均2%的通胀目标。

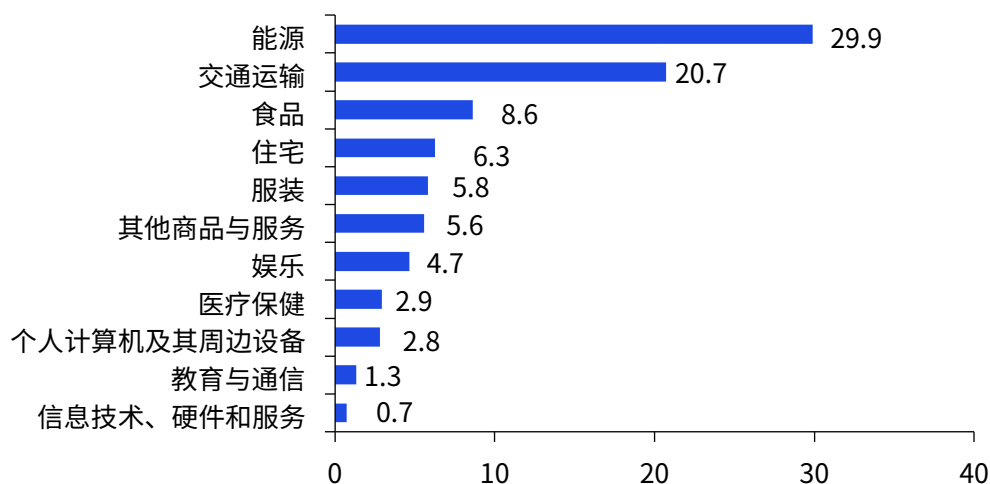
图1 美国通胀水平，当月同比，季调，%



数据来源：Wind，毕马威分析

具体来看，推动美国通胀上升的主要因素是能源、交通运输和食品价格（图2）。今年前5个月，能源价格平均增速大幅领先，达到29.9%，交通运输和食品价格，同比分别录得20.7%和8.6%。

图2 美国2022年1-5月份分行业CPI，当月同比，季调，均值，%



数据来源：Wind，毕马威分析

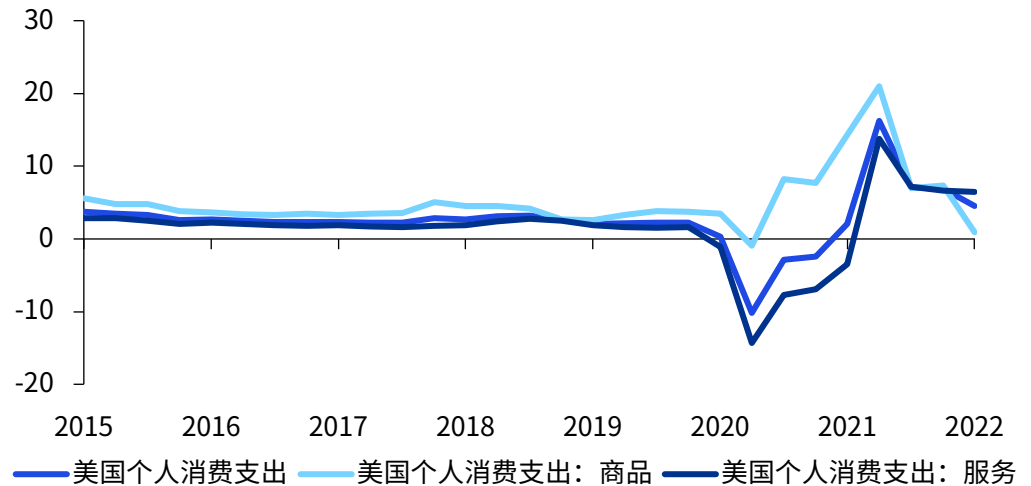
美国通胀高企既有需求端，也有供给端的原因。一方面需求端消费旺盛，另一方面供给端却面临产业链供应链中断、劳动力短缺、大宗商品价格上涨等冲击，使得供给端无法匹配消费者需求，造成供需失衡。具体来看：

第一，疫情后美国实施超大力度货币财政支持政策，刺激居民消费。2020年新冠疫情暴发之后，为避免经济衰退，美联储大规模增加货币供给，两次紧急降息将联邦基金目标利率降至0%-0.25%，并开启大规模资产购买，美联储资产负债表规模由2020年初的4.2万亿美元大幅飙升至近9万亿美元，推升通胀压力。此外，疫情以来，美国国会批准了三轮财政救助计划，其中对美国家庭的直接补贴总额达8671亿美元，占计划总额的16.3%¹，大幅增加居民可支配收入，进而增强居民消费需求，推升通胀走高。

从消费品种来看，疫情初期，由于防疫封锁和社交隔离等因素，居民长期居家生活，对商品的消费需求快速上升。2021年6月份，美国商品消费同比增长21%，创历史最高。随着防疫限制逐步解除，居民消费偏好逐渐由商品转向服务。2022年一季度，美国居民个人消费支出实际增速为4.5%（图3），其中商品消费增速受去年高基数影响，回落至1.0%，服务消费持续恢复，增速录得6.4%。

¹ <https://crsreports.congress.gov/product/pdf/IN/IN11605>

图3 美国个人消费支出，不变价，季调，当季同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

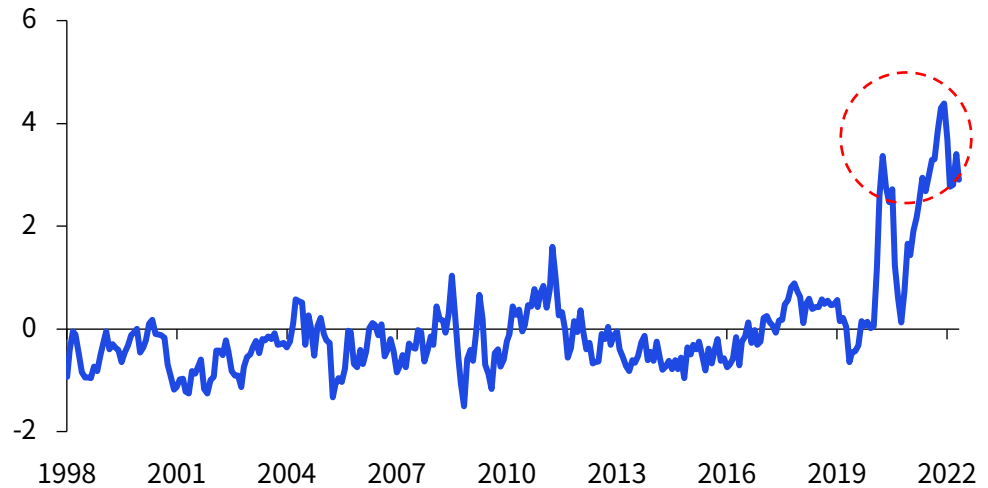
第二，疫情期间的封控措施对生产和物流造成干扰，影响全球产业链供应链的正常运转。纽约联储发布的全球供应链压力指数显示²，疫情之前的2017年至2019年，该指数平均值为0.3，疫情之后该指数迅速攀升，2021年底达到峰值4.4（图4），2022年年初供应链压力才有所缓解，不过受到疫情反弹以及地缘冲突的影响，该指数在今年3月份再次上涨。

供应链压力具体体现在，一方面，物流不畅。例如，疫情期间各国采取封锁措施，导致集装箱、劳动力短缺以及港口拥堵等，带动海运价格不断攀升以及海运时间拉长；另一方面，产能不足。例如，随着疫情在东南亚多国蔓延，芯片交付周期明显拉长，疫情之前芯片交付周期一般不高于15周，而该数据在2022年5月升至27.1周的高位，相当于需要近7个月的时间³。其中，汽车行业受冲击更大，除了整体上的芯片短缺，疫情期间一些芯片供应商将部分汽车行业行业闲置产能转移至电子设备等行业，随着汽车销售反弹，也加剧了汽车芯片面临的短缺问题。

² 该指数包括了全球运输成本相关数据，以及美欧日英中韩台这七个经济体PMI调查中与供应链相关的数据。

³ <https://www.wsj.com/articles/broadcom-can-avoid-the-conglomerate-curse-11654081201>

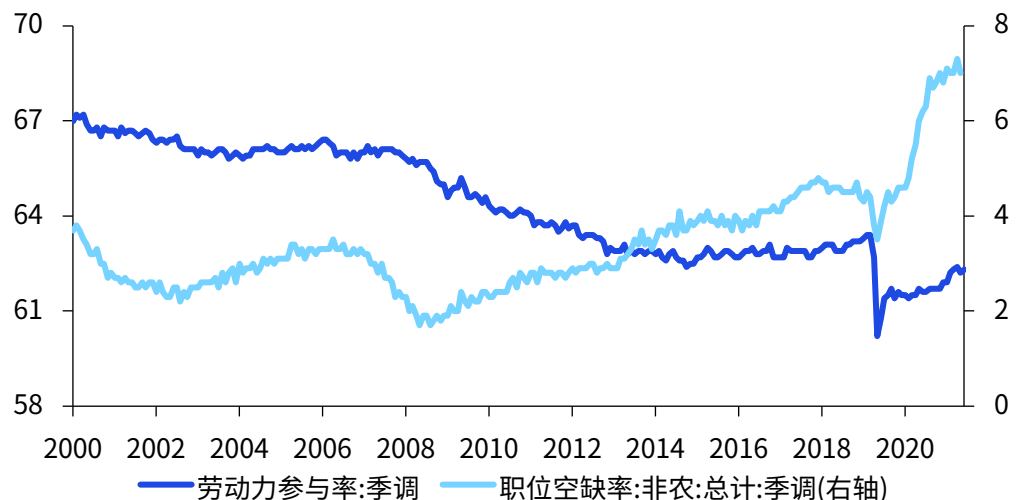
图4 全球供应链压力指数 (GSCPI)



数据来源：美国纽约联储，毕马威分析

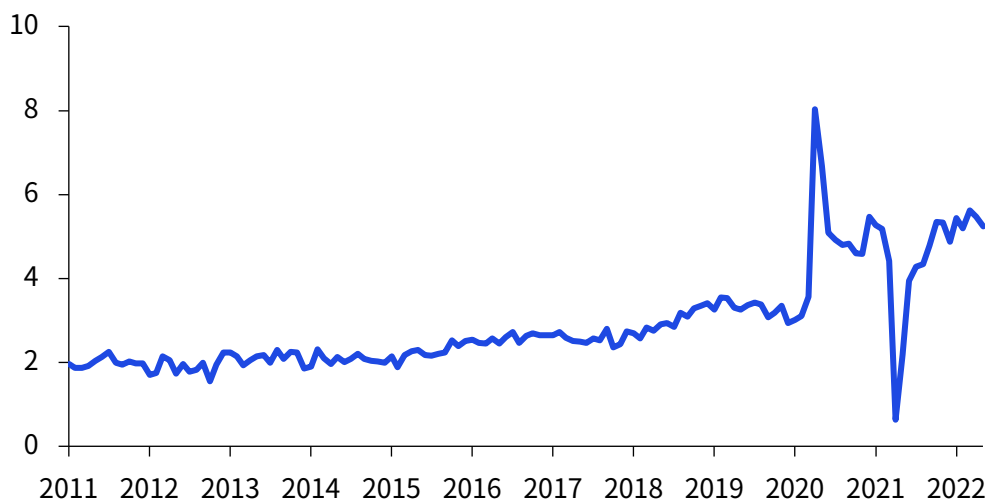
第三，疫情后美国劳动力市场紧张，形成工资-物价的相互推升。出于对疫情的担忧，以及政府提供的救助措施，美国部分劳动力退出就业市场或推迟返回工作，这使得疫后美国劳动力市场出现新的结构问题：一方面，失业率明显好转，截至2022年5月，美国失业率降至3.6%，接近疫情前的历史低位；但另一方面，劳动力参与率大幅下降，企业持续面临劳动力短缺的困境。5月美国劳动力参与率恢复至62.3%，但仍较疫情前降低1.1个百分点（图5）。受此影响，今年美国职位空缺率一直保持在7%以上的历史高位。劳动力市场的供需失衡推升了工资的上涨，2022年5月美国私人非农企业员工平均时薪升至32.0美元，连续11个月增速在4%以上，形成工资-物价的相互推升（图6）。

图5 美国劳动力参与率与职位空缺率，%



数据来源：Wind，毕马威分析

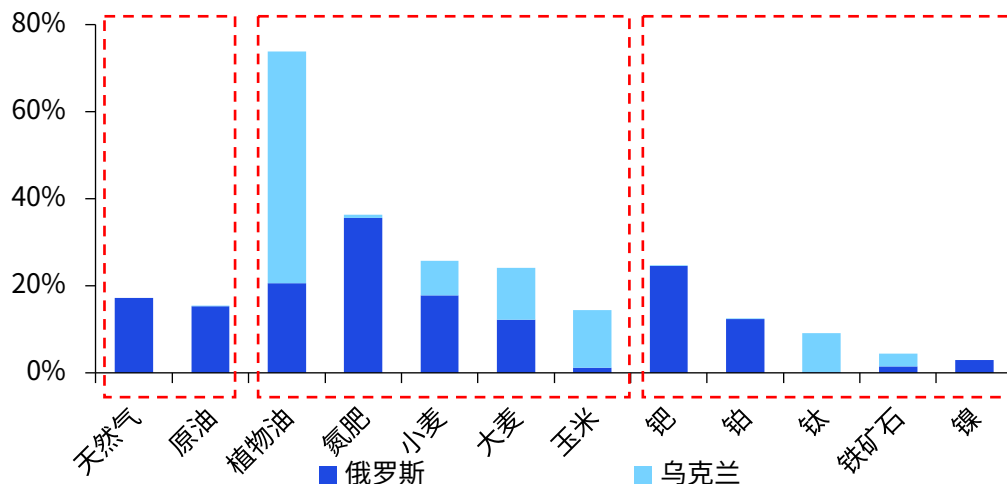
图6 美国私人非农企业员工平均时薪，季调同比，%



数据来源: Wind, 毕马威分析

第四，地缘冲突引发的短期能源和粮食供给压力，推升通胀。俄罗斯是全球主要的油气生产国，石油和天然气出口份额全球占比均在15%以上（图7）。同时俄罗斯和乌克兰均是全球主要粮食、油料作物，以及化肥的生产国和出口国，其中俄乌植物油全球出口份额高达73.7%，氮肥、小麦和大麦出口份额也均在20%以上。此外，俄乌的钽、铂、钛、镍等重要金属原料的出口也占据较大份额。地缘冲突加剧了全球能源、粮食以及重要金属原料的短期供给压力，推升整体通胀趋势，截至2022年5月，布伦特原油价格涨至每桶113.4美元，同比增长64.5%。美国软红冬麦价格涨至每吨522.3美元，同比增长75.7%。

图7 2020年俄罗斯和乌克兰主要商品出口占全球出口的比重，%



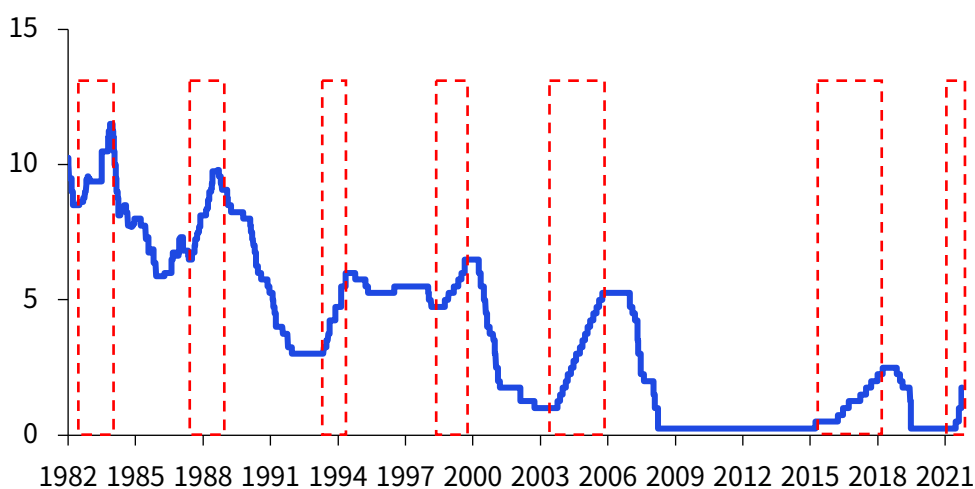
数据来源: UN Comtrade, 毕马威分析



美联储为应对通胀 采取快速加息

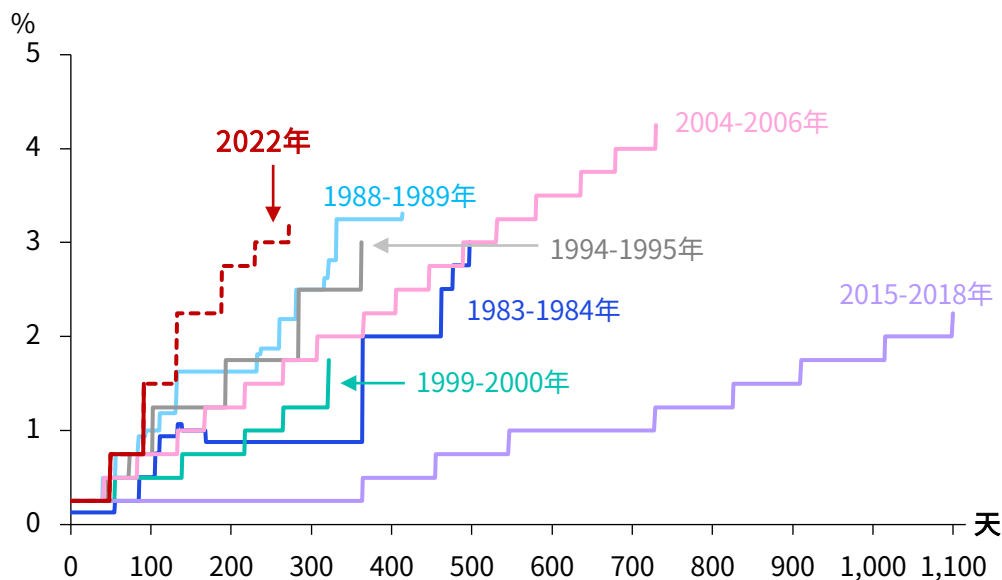
自1982年以来，美联储共经历了6轮完整的加息周期（图8），加息背景普遍是高涨的通胀压力。从加息幅度来看，2004-2006年伴随美国房地产市场空前繁荣，次级贷款市场大幅扩张，推动通胀攀升，为控制通胀和过热的房地产市场，美联储累计加息425bp，加息幅度历次之最，其他5轮加息幅度在175bp-331bp之间不等（图9）。从加息持续时间来看，2015-2018年的加息节奏慢于以往，2014年底随着美国经济逐步企稳，美联储退出QE并进入加息周期，之后因经济增速放缓再次退出加息，加息周期共持续了37个月。与过去6轮加息周期相比，本轮加息明显速度更快，幅度更大，目前3个月的时间内加息3次，加息幅度已达到175bp。7月1日，芝加哥商品交易所显示市场普遍预计2022年底联邦基金利率水平将达到3.25%-3.50%左右，年内累计加息在325bp以上。上次如此强劲的加息还是在70年代末至80年代初的沃尔克时期，一年内大幅升息700bp，将联邦基金利率升至20%的超高位，快速的紧缩政策有效控制住了美国通胀的高企。

图8 联邦基金目标利率上限，%



数据来源：Wind，毕马威分析

图9 1982年以来美联储6轮加息和本次加息比较



数据来源：Wind，毕马威分析

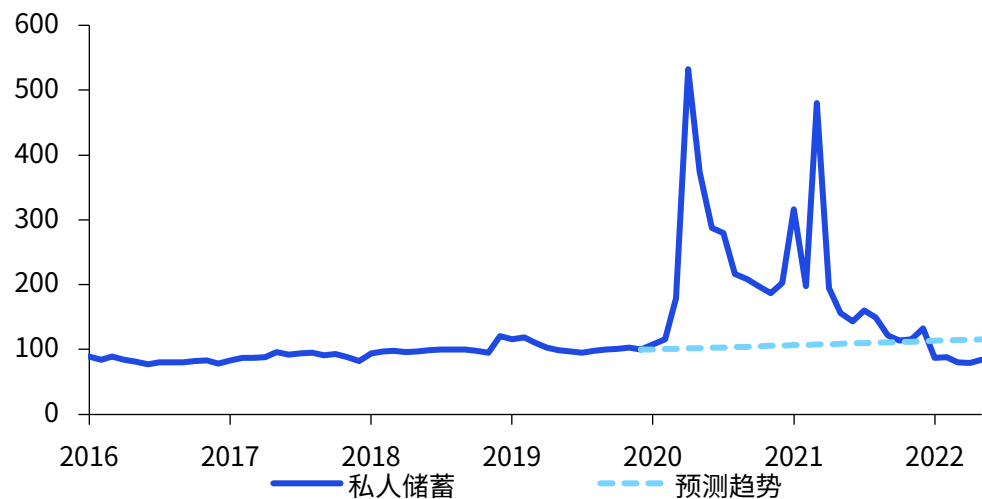
注：横坐标以第一次加息为0天，纵坐标为加息幅度，2022年7月之后的加息情况依据CME在7月1日的市场预期。

此次美联储加速收紧货币政策，也引发了市场对美国经济可能出现衰退的担忧。加息将导致包括抵押贷款和商业贷款在内的借贷成本上升。对于消费者来说，住房贷款利率的上升将导致贷款成本增加，降低购房意愿。对企业来说，利率的增加将导致投资意愿回落，并削弱劳动力市场和经济增长前景。世界大企业联合会（The Conference Board）针对美国首席执行官的调查显示，二季度有60%的CEO表示经济将在未来六个月变得更加糟糕，这一比例远高于一季度的23%。而在资本扩张上，有38%的CEO表示会增加投资预算，低于一季度的48%⁴。

4 <https://www.conference-board.org/topics/CEO-Confidence/>

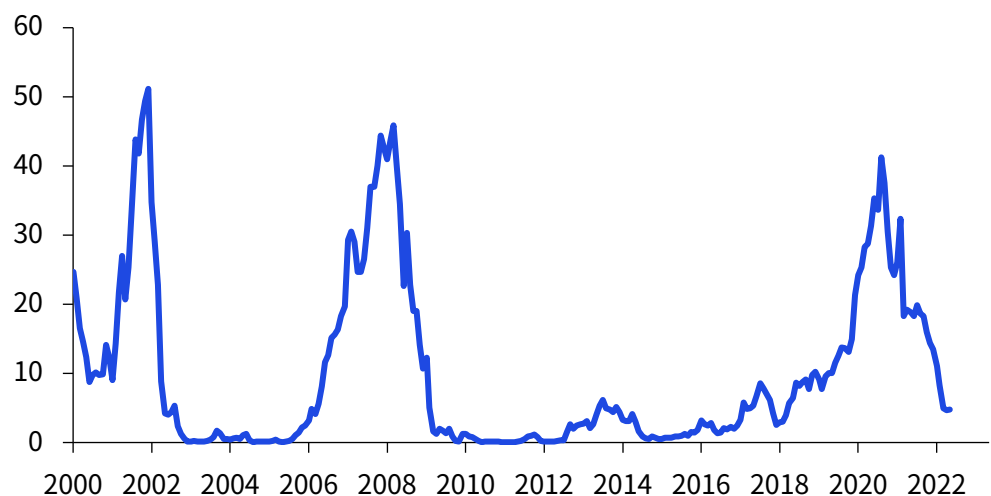
尽管当前数据显示美国商业投资已经开始放缓，房地产活动也表现疲软，值得注意的是，疫情期间美国家庭累计增加了约2.6万亿美元的超额储蓄存款，支持了消费的增长（图10）。由于家庭消费占美国GDP的70%左右，对美国起到了十分关键的作用，消费仍有望在近期内支持美国经济。克利夫兰联储的预测显示，当前美国经济出现衰退的风险保持在较低水平（图11），毕马威美国预计今年美国经济将增长2.4%⁵。不过，美联储快速加息带来的影响也在不断体现，美国经济下行风险显著加大。

图10 美国私人储蓄，季调，十亿美元



数据来源：Wind，毕马威分析

图11 美国经济衰退概率，%



数据来源：美国克利夫兰联储，毕马威分析

5 <https://www.kpmg.us/content/dam/global/pdfs/2022/bad-news-sells-data-tells.pdf>

专栏 美联储货币政策框架演变

二战期间，为了支持美国政府发行国债以应对庞大的战争开支，美联储承诺将国债利率固定在较低的水平。二战结束后，通胀迅速提升，1951年初飙升至21%的水平。在此背景下，1951年3月，美联储和美国财政部达成协议，将货币政策和政府债务管理分离，明确了货币政策的独立性，为现代美联储货币政策打下了基础，此后美联储货币政策框架发生了几次主要变化：

- 1951-1970年代中期，货币政策以凯恩斯主义为理论基础，以充分就业为核心目标，中介目标⁶以联邦基金利率和贴现率为主。
- 70年代后期-90年代初，沃尔克时期面对经济滞胀局面，对货币政策进行改革，理论基础由凯恩斯主义转向货币主义，中介目标转向货币供应量。1977年美国通过《联邦储备改革法案》⁷，美联储以实现“价格稳定和充分就业”为核心目标，将物价稳定明确为2%左右的通货膨胀，接近自然失业率的劳动力市场为充分就业。
- 1994年-2007年，随着美国货币供应量与经济相关关系削弱，美联储放弃M2的中介目标，重新提高利率指标在中介目标体系中的地位，将中介目标确定为联邦基金利率，根据通货膨胀率和失业率调整利率水平。
- 2008年—2020年，次贷危机后，美联储将联邦基金利率降至0区间刺激经济，无法继续降低利率，美联储采取了包括QE在内的非常规货币政策。美联储还开始实行“前瞻性利率指引”等操作，加强与市场之间的政策沟通，来引导市场预期。
- 2020年8月，鲍威尔对美联储货币政策框架进行重大调整，变动点涉及就业与通胀两大主要货币政策目标。第一，由之前2%的通胀目标变为2%的“平均通胀”目标，即允许通胀率在一定时间内超过或者低于2%的水平；第二，美联储更加关注就业率与最大就业之间的“缺口”，而不是之前的“偏差”，意味着美联储将更加注重就业的修复和实现充分就业目标。

⁶ 货币政策中介目标是指在货币政策传导过程中，央行依据事前既定规则，运用政策工具直接予以调控，以此影响最终目标实现程度的中介变量。它是货币政策最终目标（充分就业、价格稳定）和政策工具之间的过渡性指标。

⁷ <https://www.federalreservehistory.org/essays/fed-reform-act-of-1977>

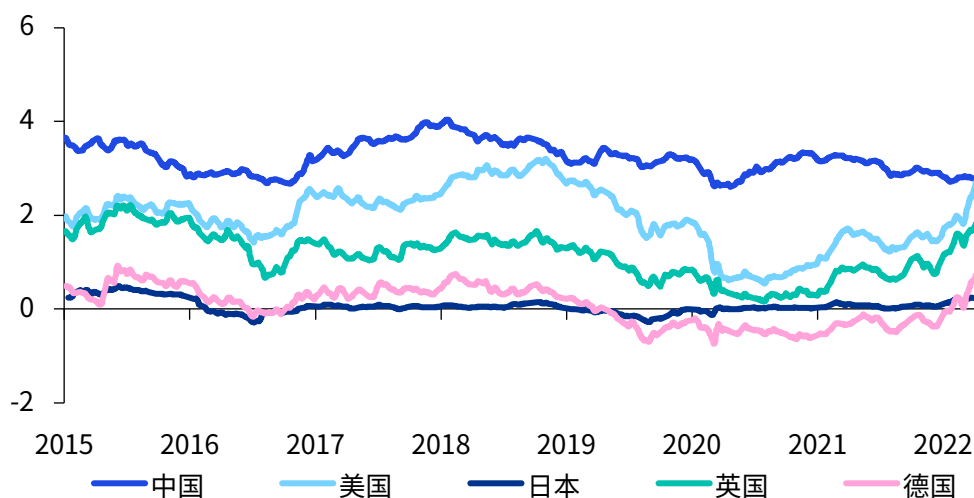


美联储加息带动全球货币政策收紧

美国作为世界最大的经济体，历次美联储货币政策调整都对全球经济和金融市场带来了显著影响。例如，上世纪1980年的拉美债务危机，1994年的墨西哥货币危机，1997年的亚洲金融危机，都和美国货币政策收紧有千丝万缕的联系。2015年底上一轮美联储开始收紧货币政策时，国际资本流出新兴市场经济体，给土耳其、阿根廷、俄罗斯等国汇率带来较大贬值压力，部分经济体甚至出现了短期负增长。本轮美联储加息和缩表力度明显超出历史以往的步伐，预计也将对全球经济带来显著影响。

美联储货币政策收紧，通常通过两条渠道影响国际资本流动。一方面，美国加息将导致持有美元债务的经济体和企业贷款成本增加，加速债务人还款步伐，将外汇置换回美元，加大对美元的需求。另一方面，根据利率平价理论，一国货币实际利率提升，将使得国际投资者抛售相对低收益货币的资产，转而追求更高收益货币的资产。当前美国十年期国债收益率已高于全球主要经济体的相关国债收益率（图12），其扣除通胀后的实际收益率也从去年年底的-1.1%提升至当前的0.7%。此外，一些新兴市场经济体面临高通胀、高债务的局面，货币政策空间有限，经济复苏面临更大的不确定性，叠加地缘政治冲突，国际投资者避险情绪加大，也有可能带动国际资本流入美国。

图12 主要经济体十年期国债收益率，%



数据来源：Wind，毕马威分析

全球主要经济体开启加息周期

面对全球通货膨胀水平持续高升，美联储加速收紧货币政策的大背景下，多国央行也开启了加息周期。美国银行报告数据显示，全球部分央行今年年内加息次数已累计达124次，超过了2021年全年数量。而在2020年，全球央行累计加息次数仅为6次⁸。我们就全球32个主要经济体的货币政策进行了梳理，本轮加息周期以来，10个发达经济体中有8个将政策利率进行了上调，平均上调幅度为112个基点；22个新兴市场经济体中有17个经济体上调了政策利率，上调幅度相对更大，平均加息485个基点。

发达经济体方面，新西兰从去年10月开始4次加息至今年6月的1.75%，为加息幅度最大的发达经济体，此外，韩国和加拿大央行分别将其政策利率提高了125个基点。欧洲地区，为应对物价水平的上涨，英国央行自去年年底开始连续加息了5次，共计115个基点，将政策利率提高至1.25%。由于持续高升的通胀和潜在的债务风险加大，欧洲央行于6月初表示将于7月份开始加息25个基点并从7月1日起停止净资产购买，为欧元区十多年来的首次加息。近期欧洲央行行长拉加德再次表明，将根据中期通胀前景，于9月适当提高加息幅度。值得注意的是，随着欧央行启动加息时间表，日本将成为主要发达经济体中唯一保持政策利率不变的国家。近期日本贸易逆差持续扩大，日元出现快速贬值。但如果日本央行加息，也将推高国债付息和企业融资成本，使已经放慢的日本经济面临进一步衰退的风险。目前日本央行表示仍将维持宽松的利率政策不变，但随着通胀水平的不断抬升，日本货币政策将面临两难的选择。

表1 发达经济体利率变动情况

经济体	开始加息时间	初始利率	当前利率	变化
美国	2022年3月	0-0.25%	1.5-1.75%	1.50%
新西兰	2021年10月	0.25%	2.00%	1.75%
韩国	2021年8月	0.50%	1.75%	1.25%
加拿大	2022年3月	0.25%	1.50%	1.25%
英国	2021年12月	0.10%	1.25%	1.15%
新加坡	2021年10月	0.13%	0.94%	0.81%
澳大利亚	2022年5月	0.10%	0.85%	0.75%
瑞士	2022年6月	-0.75%	-0.25%	0.50%
欧央行*	2022年7月	0.00%	0.25%	0.25%
日本	—	-0.10%	-0.10%	0.00%

数据来源：根据市场公开信息整理，毕马威分析

注：数据截至2022年6月30日。*欧央行在6月9日的货币政策会议上表示，将于7月的会议上加息25个基点。

⁸ <http://www.zqrb.cn/finance/hongguanjingji/2022-06-23/A1655955674714.html>

新兴市场经济体方面，既有应对本国通胀上涨的压力，也有面对美元加息带来的资本流出的压力。一些新兴经济体通胀自去年就开始提升，使得其更早进入加息周期（图13）。此外，在2015年上一轮美联储货币政策收紧的周期中，一些新兴市场经济体遭受了流动性危机，为了更好地应对此次美联储加息，稳定本国货币汇率，预防国际资本外流，尽管当前经济复苏动能仍较为疲软，一些新兴市场经济体也采取了预防性加息的政策。从地区来看，拉美加息幅度相对较大。截至6月末，阿根廷将货币政策利率提升了14个百分点，巴西自去年3月开始累计加息11.25个百分点，智利的政策利率也自去年7月起提高了8.5个百分点。相比之下，亚太新兴地区各国央行加息幅度相对温和。除去哈萨克斯坦累计加息5个百分点之外，印度、菲律宾、马来西亚等经济体的加息幅度均小于一个百分点。泰国、印度尼西亚、越南等国目前尚未开始加息。

表 2 新兴市场经济体利率变动情况

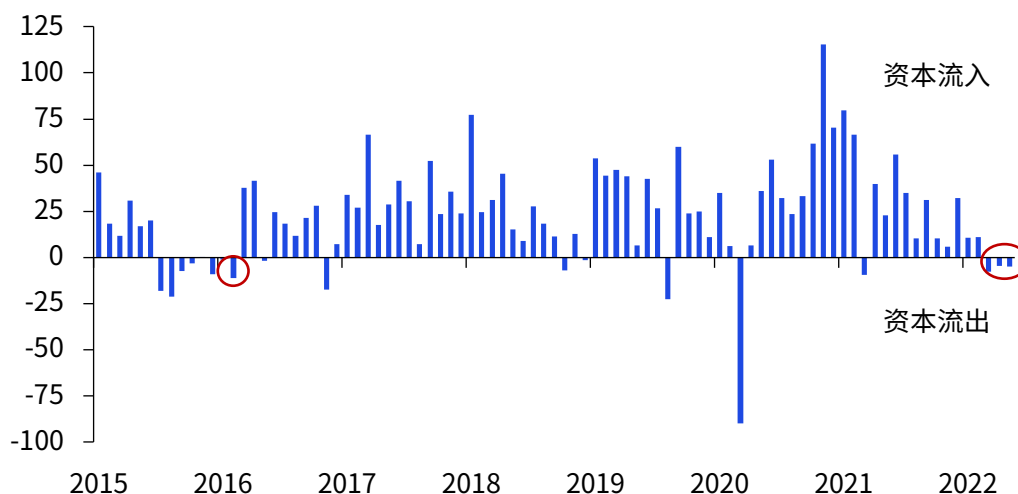
经济体	开始加息时间	初始利率	当前利率	变化
阿根廷	2021年12月	38.00%	52.00%	14.00%
巴西	2021年3月	2.00%	13.25%	11.25%
智利	2021年7月	0.50%	9.00%	8.50%
匈牙利	2021年6月	0.60%	7.75%	7.15%
巴基斯坦	2021年9月	7.00%	13.75%	6.75%
波兰	2021年10月	0.10%	6.00%	5.90%
哥伦比亚	2021年9月	1.75%	7.50%	5.75%
秘鲁	2021年8月	0.25%	5.50%	5.25%
哈萨克斯坦	2021年7月	9.00%	14.00%	5.00%
墨西哥	2021年6月	4.00%	7.75%	3.75%
罗马尼亚	2021年10月	1.25%	4.75%	3.50%
尼日利亚	2022年5月	11.50%	13.00%	1.50%
沙特	2022年3月	1.00%	2.25%	1.25%
南非	2021年12月	3.50%	4.75%	1.25%
印度	2022年5月	4.00%	4.90%	0.90%
菲律宾	2022年5月	2.00%	2.50%	0.50%
马来西亚	2022年6月	1.75%	2.00%	0.25%
印度尼西亚	—	3.50%	3.50%	0.00%
泰国	—	0.50%	0.50%	0.00%
越南	—	4.00%	4.00%	0.00%
伊朗	—	18.00%	18.00%	0.00%
土耳其*	2021年9月	19.00%	14.00%	-5.00%

数据来源：根据市场公开信息整理，毕马威分析
注：数据截至2022年6月30日。*土耳其自2021年9月开始降息。

国际资本流动

根据国际金融协会的数据，今年3月以来国际资本连续3个月流出新兴市场（图14）。自美联储3月下旬正式开启加息，4-5月两个月国际资本从新兴市场净流出94亿美元，而上一轮美联储开始加息后的两个月（2016年1-2月）国际资本流出规模在126亿美元，尽管当前新兴市场经济体存在一定的资本流出，但压力总体相对可控。

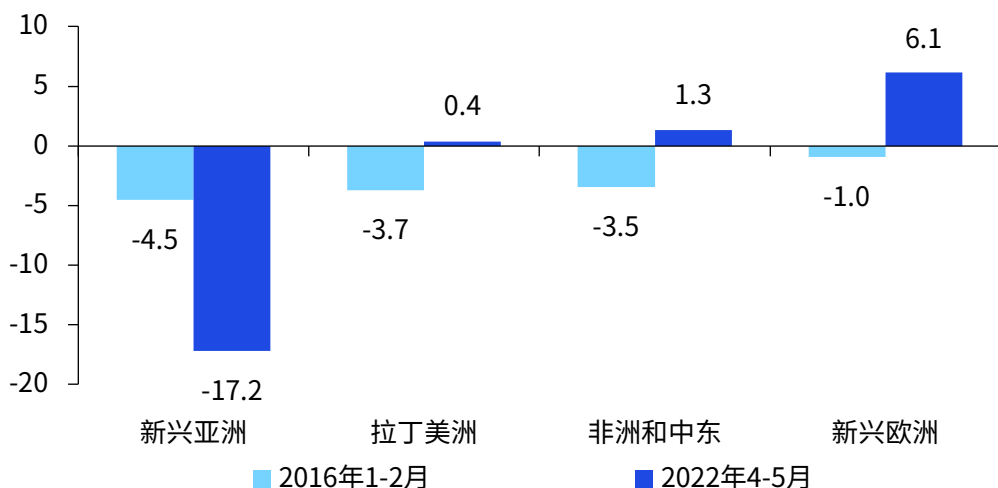
图14 新兴市场经济体资本净流动情况，十亿美元



数据来源：国际金融协会，毕马威分析

由于疫情后新兴市场经济体复苏进程和通胀水平出现分化，导致各经济体加息力度和时间存在一定差异。实际政策利率的不同，在一定程度上决定了国际资本流动的方向。分地区来看，新兴亚洲经济体是美联储启动加息后主要的资本流出国，与上一轮美联储加息相比，资本流出额较大。进入二季度以来，受经济增速小幅回落，通胀抬头，加息步伐相对美联储较缓等因素影响，国际资本从印度、菲律宾、印度尼西亚等经济体流出较多（图15）。而拉丁美洲、非洲和中东、以及新兴欧洲地区的经济体资本流动保持了一定韧性，与上一轮美联储加息后造成的资本流出不同，2022年4-5月这三个地区的国际资本呈净流入态势。

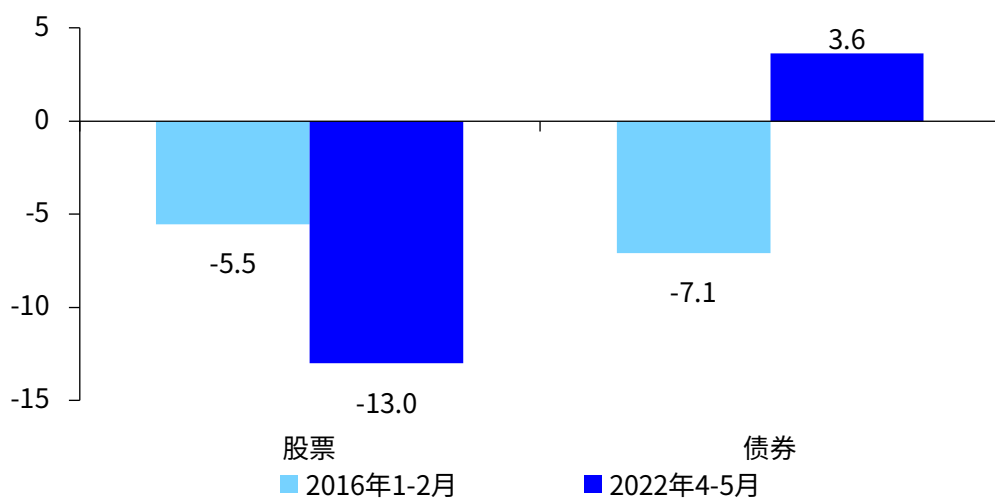
图15 主要地区资本流动情况比较，十亿美元



数据来源：国际金融协会，毕马威分析

从资金类别来看，与2015年底美联储加息相比，国际资本从股票市场流出额大于债券市场的流出额。国际资本在4-5月从新兴股票市场流出的额度达到130亿美元（图16），主要由于印度股票资本流出，达到124亿美元。新兴经济体的债券市场规模则呈现净流入的状态，主要是由于资本在拉美和新兴欧洲经济体的投资有所增加。

图16 两轮美联储加息所对应的新兴市场资本流动，十亿美元

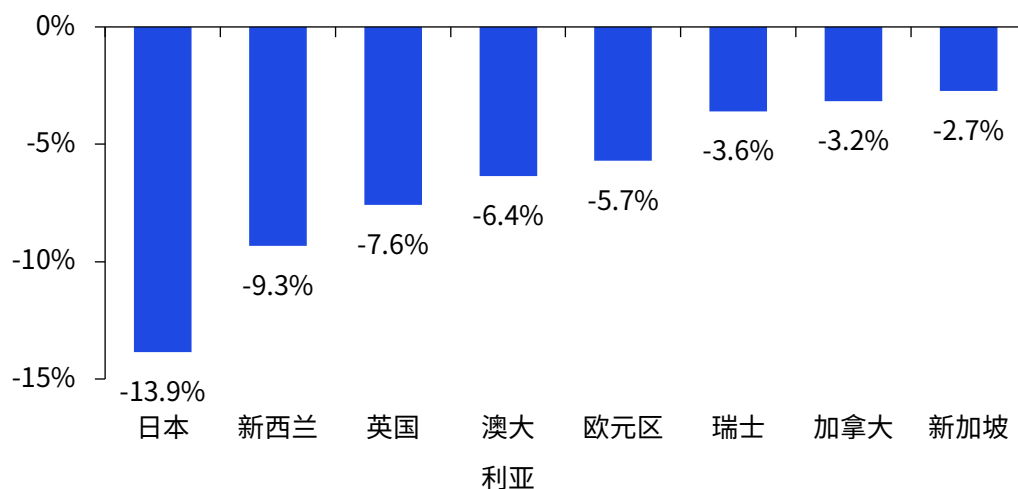


数据来源：国际金融协会，毕马威分析

外汇市场波动加大

自美联储3月17日开始加息以来，美元保持强劲持续升值，截至6月末，美元指数较3月下旬上涨6.2%。受美元强势影响，全球主要经济体货币均出现一定程度贬值（图17）。发达经济体中，日本、英国、澳大利亚、欧元区的货币贬值幅度相对较大，主要与其经济增速放慢、地缘政治等因素有关。英国统计局的数据显示，由于消费者信心回落，需求减少，自今年3月以来，英国GDP已经连续第二个月下降。澳大利亚2022年一季度GDP增速也较上年四季度有所放缓，5月最新的制造业PMI指数也有所回落，结束了此前4个月的增长势头，较上月回落3个百分点至55.7，或与加息导致企业未来投资意愿下降有关。欧元相对于美元汇率的贬值幅度同样处于较高水平，达到了5.7%。欧元区贸易逆差持续扩大、供应链紧张、能源需求不足、叠加地缘冲突或将影响消费和投资信心，进一步拖累经济复苏步伐。美联储较快的加息步伐，将使这些经济体的货币面临一定的贬值压力。

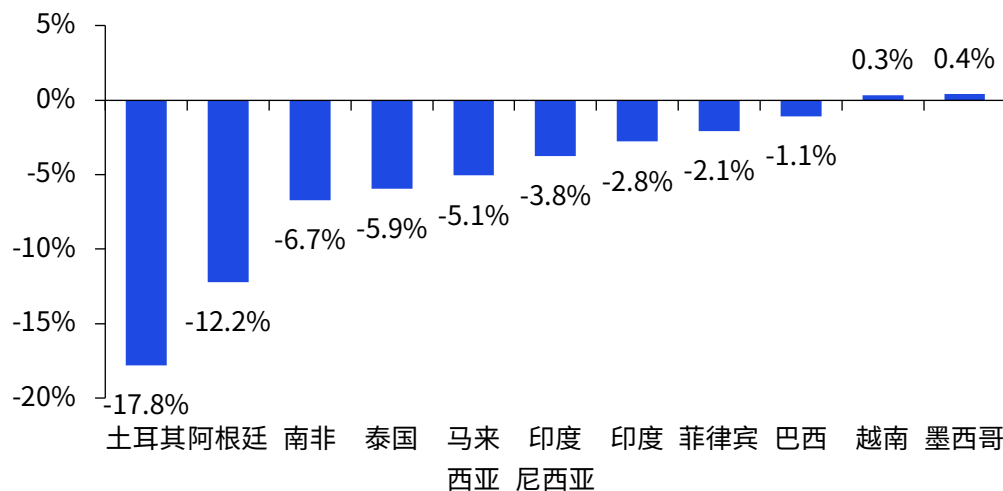
图17 发达经济体自美联储3月份首次加息以来兑美元汇率变化，%



数据来源：Wind，毕马威分析

新兴市场的汇率表现则呈现较大差异性，主要与各国经济复苏程度、货币政策、资本流动等因素相关。尽管土耳其通货膨胀率已从2021年底的20%上升至73.5%，但其央行并未打算抑制当前高企的通胀水平，政策利率在2021年连续4次调降后，今年以来维持不变。今年1-5月，土耳其资本净流出额达到了43亿美元，显著高于2015年底美联储开启加息周期时的资本流出额。3月中旬美联储首次加息以来，土耳其里拉兑美元贬值幅度高达18%（图18）。与之相反，巴西由于前期加息幅度较大，实际利率仍处于较高水平，今年以来国际资本呈现净流入态势，对其形成一定的保护作用，因此巴西雷亚尔兑美元的贬值幅度相对较小，为1.1%。同时，越南、墨西哥等经济体实现了较快的复工复产，出口增速较快，过去几个月兑美元汇率甚至出现了小幅升值。

图18 部分新兴市场经济体自3月17日以来兑美元汇率变化，%



数据来源：Wind，毕马威分析

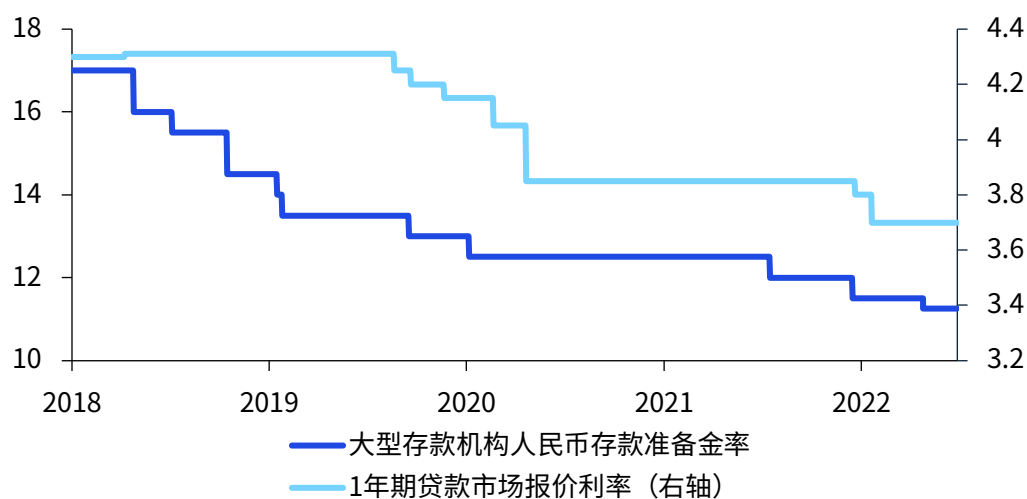
值得注意的是，较低的疫苗接种率使得一些新兴市场经济体在后疫情时代复苏相对滞后，大幅度的加息或将导致这些经济体的企业借贷成本上升，投资、消费、房地产市场面临较大的下行压力，增大经济复苏的不确定性。此外，较高的债务水平或将引发更严重的债务危机。随着此轮全球加息的浪潮，IMF、世界银行等国际组织纷纷将全球经济增速下调。世界银行6月发布的最新世界经济展望将全球经济增速下调了1.2个百分点至2.9%，并将70%的新兴市场经济体的增速进行了下调。未来一段时间，较大力度的加息是否能够缓解全球通胀压力，亦或是给全球经济带来更多下行风险，需要企业重点关注。



国际货币政策收紧 对中国经济的影响

尽管美联储本次快速加息对全球主要经济体的政策利率、资本流出、汇率等产生一系列的影响，但我国的货币政策坚持“以我为主”，保持了相对的独立性。面对今年美联储的3次加息，中国货币政策依然保持了相对较为宽松的态势（图19）。

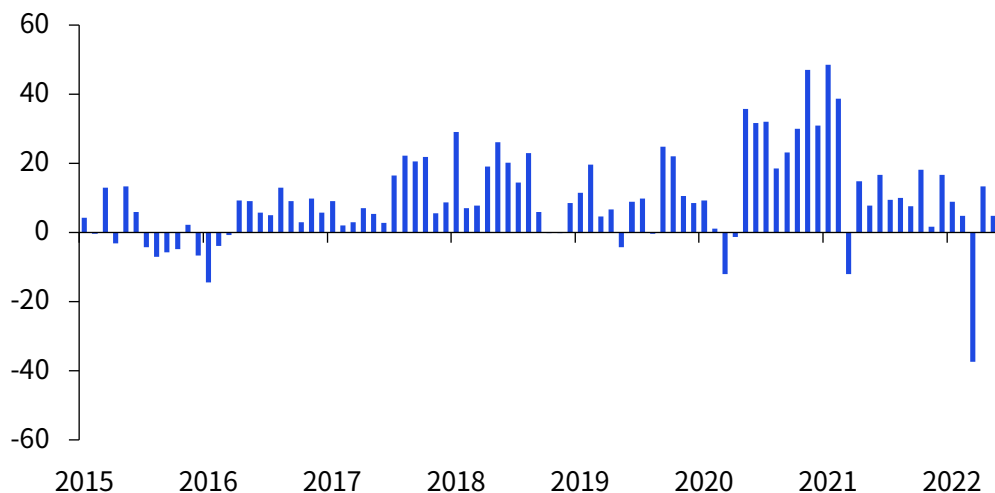
图19 存款准备金率与LPR 1年期利率，%



数据来源：Wind，毕马威分析

资本账户方面，美联储加息叠加3月以来奥秘克戎变异病毒在我国引发新一轮疫情传播，给中国的资本流出带来一定压力。根据国际金融协会的数据，今年3月我国资本流出总额达到373亿美元，创单月资本流出新高，但4、5月随着我国经济的企稳，国际资本再次变为净流入（图20）。我们认为，中国对外资仍有持续的吸引力，国际资本大规模流出的可能性不大。一方面，今年1-5月，中国实际使用外资金额折合877.7亿美元，同比增长22.6%。且外资使用质量继续提升，高技术产业吸引引资明显加快，高技术制造业增长32.9%，高技术服务业增长45.4%，都快于利用外资整体的增速。另一方面，3月以来全球金融市场波动加大，美国标普500指数较年初已经下滑了20%，进入技术性熊市。当前人民币资产估值相对合理，疫情缓解推动复工复产，也使得中国资产对于国际资本具有吸引力，很多国际投资者把目光投向中国，加大对中国的资产配置。7月4日，A股、港股ETF互联互通正式启动，首批87只ETF产品开始交易，也将进一步助力国际资本投资中国市场。

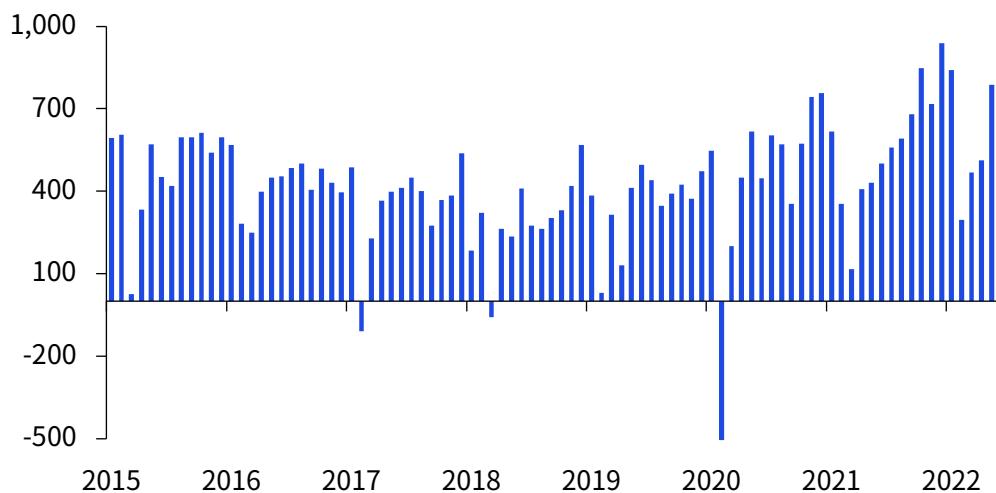
图20 中国的国际资本净流动金额，十亿美元



数据来源：国际金融协会，毕马威分析

经常账户方面，美联储加息对中国进出口贸易也带来影响。一方面，美联储加息导致美元走强，带动人民币相对贬值，有利于中国企业的出口贸易。从海关公布的数据来看，今年5月，我国出口出现反弹，带动贸易差额回升，外贸显现较强的韧性（图21）。但与此同时，美联储开启紧缩周期将影响全球经济复苏的步伐，短期内也可能会带来外需走弱、出口下降的风险。从中长期来看，中国巨大的制造业体量、紧密链接的供应链系统、不断提升的创新力，仍是中国出口的核心竞争力，未来中国对外贸易仍将保持合理的顺差水平。

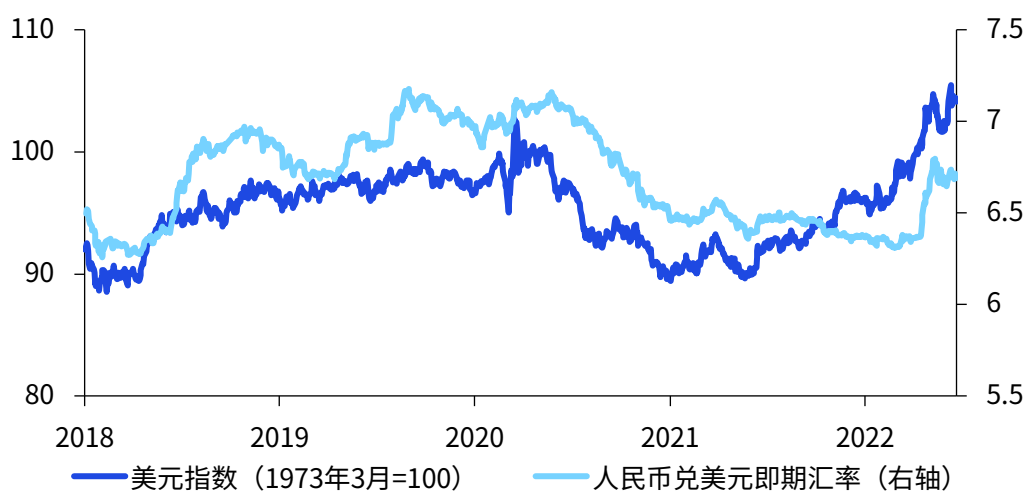
图21 中国货物贸易差额，亿美元



数据来源：Wind，毕马威分析

汇率方面，伴随着美联储快速加息，美元指数持续走强，4月人民币兑美元汇率出现较大幅度贬值。美联储加息带来中美国债收益率出现一定倒挂，也给人民币汇率带来压力。但随着奥密克戎疫情逐渐缓解、中国政府加大推出支持经济政策，我国经济逐渐企稳，6月制造业PMI达到50.2，重返扩张区间。随着经济基本面的改善，人民币兑美元汇率近期维持在6.7元左右（图22）。持续的经济增长叠加良好的国际收支顺差，将在未来一段时间内支撑人民币汇率继续保持韧性。

图22 美元指数和人民币兑美元汇率



数据来源：Wind，毕马威分析

当然也要看到，随着发达经济体加快收紧货币政策，我国的政策空间也有所收窄，央行在助力经济稳增长的同时，也要努力兼顾内外平衡，保持汇率和国际收支稳定。从根本上说，我国货币政策“以我为主”，和我国经济发展的实际情况相匹配，金融体系、资本账户的稳定性较强，美联储的快速加息对中国经济产生的影响可控。下半年为了应对经济下行压力，实现稳增长的目标，我们预期货币政策将继续从总量和结构上发力以支持经济复苏。

联系人



康勇

首席经济学家
毕马威中国

☎ +86 (10) 85087198

✉ k.kang@kpmg.com

研究：曾远, CFA、郑亚男、周琼宇（实习生）、区铭彦（实习生）
设计：朱政

kpmg.com/cn/socialmedia



如需获取毕马威中国各办公室信息，请扫描二维码或登陆我们的网站：

<https://home.kpmg.com/cn/en/home/about/offices.html>

本刊物所载资料仅供一般参考用，并非针对任何个人或团体的个别情况而提供。虽然本所已致力提供准确和及时的资料，但本所不能保证这些资料在阁下收取时或日后仍然准确。任何人士应在没有详细考虑相关的情况及获取适当的专业意见下依据所载资料行事。

© 2022 毕马威华振会计师事务所(特殊普通合伙) — 中国合伙制会计师事务所，毕马威企业咨询(中国)有限公司 — 中国有限责任公司，毕马威会计师事务所 — 澳门特别行政区合伙制事务所，及毕马威会计师事务所 — 香港特别行政区合伙制事务所，均是与英国私营担保有限公司 — 毕马威国际有限公司相关联的独立成员所全球性组织中的成员。版权所有，不得转载。

毕马威的名称和标识均为毕马威全球性组织中的独立成员所经许可后使用的商标。

二零二二年七月印刷