



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。



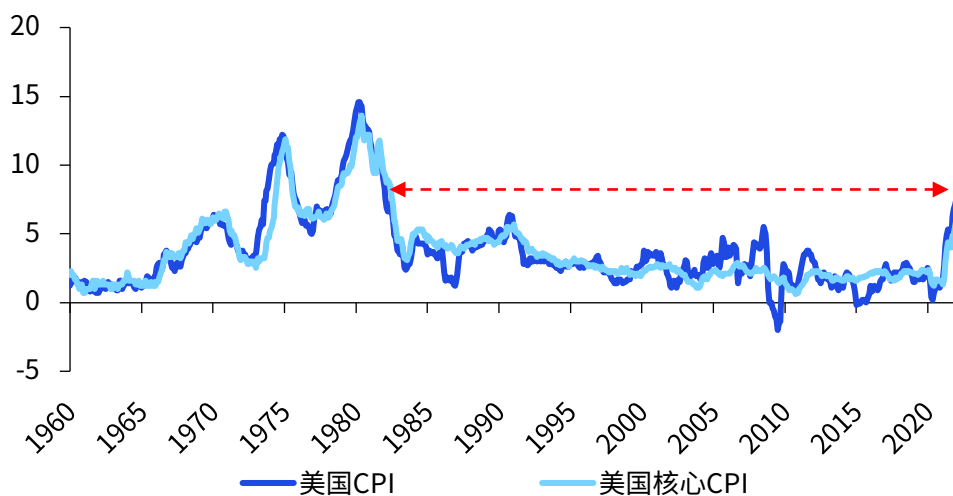


美国面临40年来最高通胀

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。

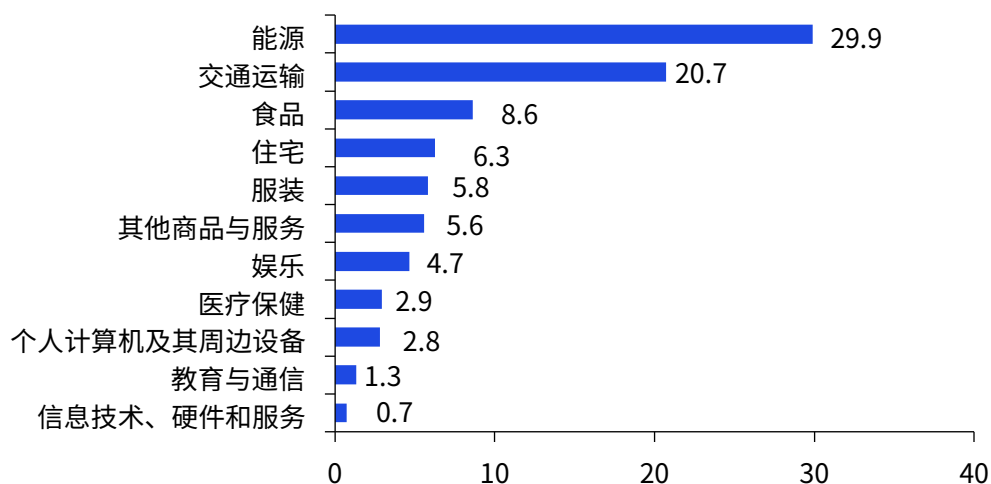
图1 美国通胀水平，当月同比，季调，%



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

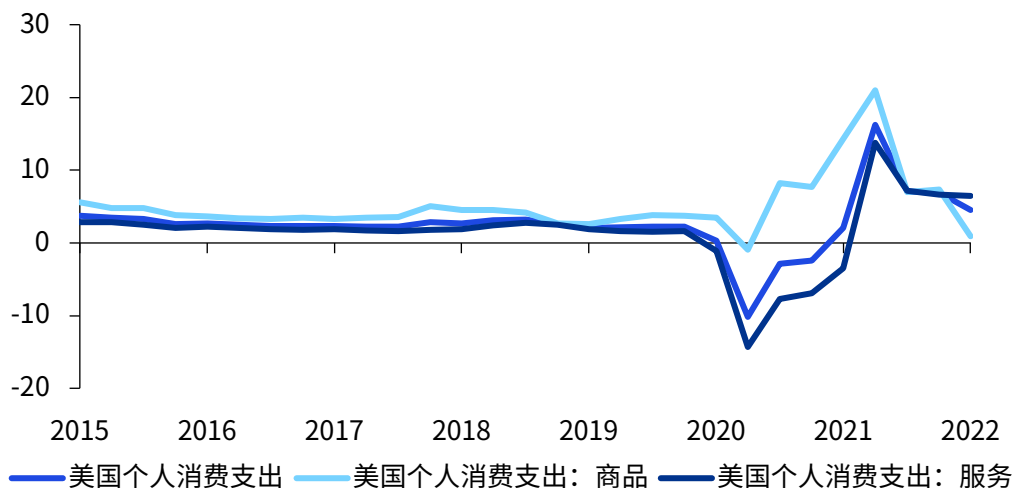
美国通胀高企既有需求端，也有供给端的原因。一方面需求端消费旺盛，另一方面供给端却面临产业链供应链中断、劳动力短缺、大宗商品价格上涨等冲击，使得供给端无法匹配消费者需求，造成供需失衡。具体来看：

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

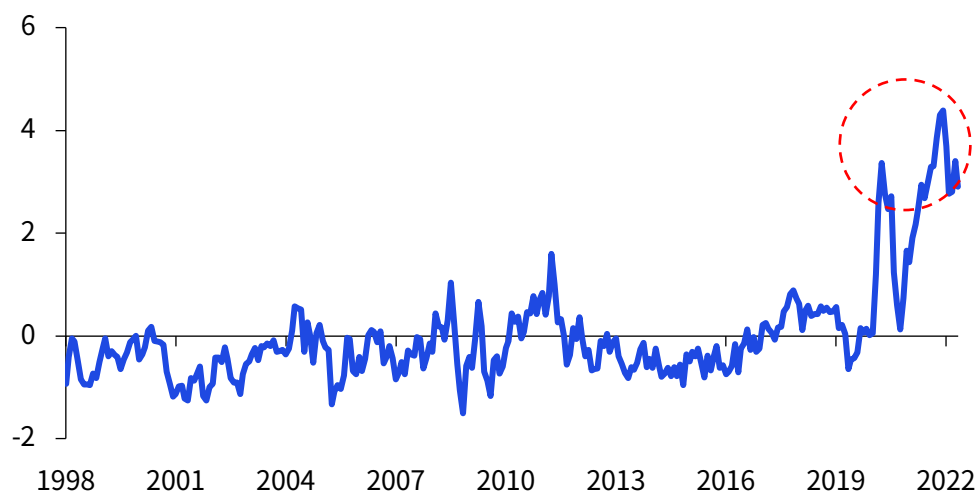
第二，疫情期间的封控措施对生产和物流造成干扰，影响全球产业链供应链的正常运转。纽约联储发布的全球供应链压力指数显示²，疫情之前的2017年至2019年，该指数平均值为0.3，疫情之后该指数迅速攀升，2021年底达到峰值4.4（图4），2022年年初供应链压力才有所缓解，不过受到疫情反弹以及地缘冲突的影响，该指数在今年3月份再次上涨。

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>

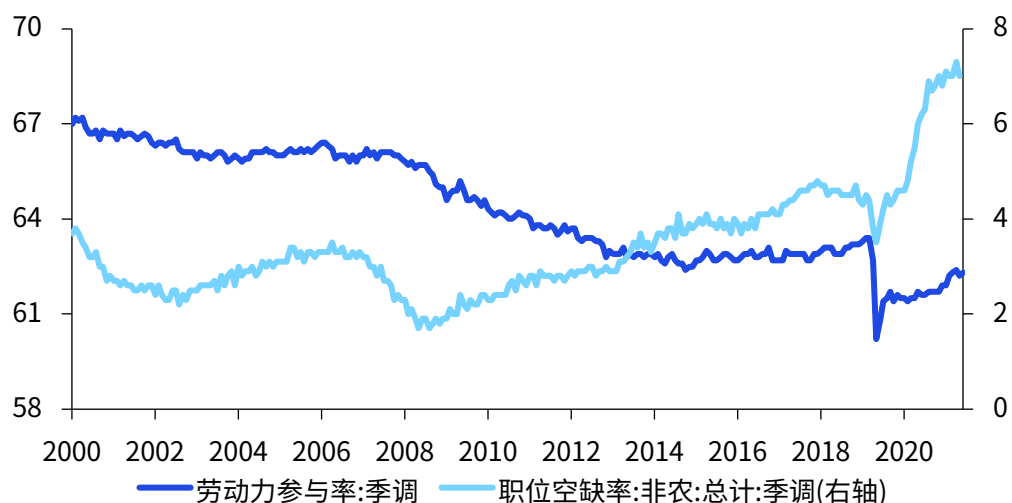
图4 全球供应链压力指数 (GSCPI)



数据来源：美国纽约联储，毕马威分析

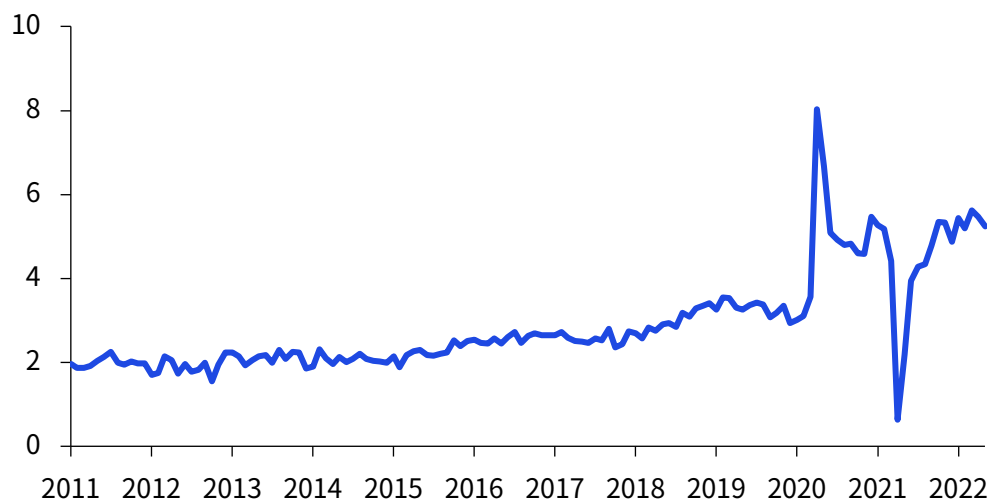
第三，疫情后美国劳动力市场紧张，形成工资-物价的相互推升。出于对疫情的担忧，以及政府提供的救助措施，美国部分劳动力退出就业市场或推迟返回工作，这使得疫后美国劳动力市场出现新的结构问题：一方面，失业率明显好转，截至2022年5月，美国失业率降至3.6%，接近疫情前的历史低位；但另一方面，劳动力参与率大幅下降，企业持续面临劳动力短缺的困境。5月美国劳动力参与率恢复至62.3%，但仍较疫情前降低1.1个百分点（图5）。受此影响，今年美国职位空缺率一直保持在7%以上的历史高位。劳动力市场的供需失衡推升了工资的上涨，2022年5月美国私人非农企业员工平均时薪升至32.0美元，连续11个月增速在4%以上，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



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43900

