

经济强货币强：美联储紧缩下半场暨 2023 年中国宏观经济及政策展望

尽管 2022 年美联储紧缩上半场，中国遭受金融冲击，但人民币汇率保持韧性，宏观政策从始至终坚持以内为主。随着美联储紧缩下半场到来，外需冲击逐渐显现。人民币汇率能否再接再厉，关键看中国经济基本面。

- 上半场，美联储紧缩对中国的贸易传导相对有限。得益于人民币汇率双向波动的市场化程度提高，市场主体保持相对理性，“低买高卖”的汇率杠杆调节作用正常发挥。美联储紧缩并未像过去那样造成中国跨境资本的单边预期积累。回头看，紧缩的冲击主要在金融市场，股市造成信心传染，债市始终“牵挂”美联储紧缩的掣肘，汇市利空集中爆发如期调整。
- 下半场，伴随着金融动荡，美联储激进紧缩对中国经济冲击的效果逐渐显现。美联储在不同的“通胀+失业”的组合下可能存在三种政策路径：一是“高通胀、低失业”的超预期紧缩，美国经济从“长期停滞”到“长期滞胀”；二是“高通胀、高失业”的典型衰退式降息；三是“低通胀、高失业”的金融危机式降息。
- 如果再现 2019 年预防性降息，美元并不见得必然贬值，尤其是美强欧弱的格局并未改变。此外，中国依然保持外向型经济，外需冲击会进一步加重内需稳增长的压力。需要警惕市场重新定价基本面前景，预期和现实的比较可能会加大人民币汇率波动，既有可能重现 2020 年下半年快速升值的情形，也有可能无法像市场预期的那么乐观。
- 货币政策是兼顾内外平衡的核心，需要做好不同情形下的应对之策，加强与财政政策的协同作用。积极的财政政策是实现经济强劲复苏的重要抓手。财政用的好用的巧，既能解放货币政策，也能缓解汇率政策调整的压力。只要经济好，所有问题终将迎刃而解。
- 风险提示：中国疫情超预期，国际通胀和货币紧缩超预期，地缘政治风险。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：管涛

tao.guan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520100001

证券分析师：付万丛

wancong.fu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030001

目录

一、美联储紧缩上半场对中国主要是金融冲击	4
二、美联储紧缩下半场的三种演进场景.....	7
2.1 第一种情景是美国继续一枝独秀（高通胀+低失业）	7
2.2 第二种情景是美国经济显著衰退（高通胀+高失业）	9
2.3 第三种情景是美国经济深度衰退伴随着金融危机（低通胀+高失业）	10
三、美联储紧缩下半场对中国的溢出影响	12
四、中国宏观经济及政策展望.....	16
4.1 关于经济增长目标.....	16
4.2 关于财政政策	19
4.3 关于货币政策	20
4.4 关于人民币汇率走势	22
五、主要结论	23

图表目录

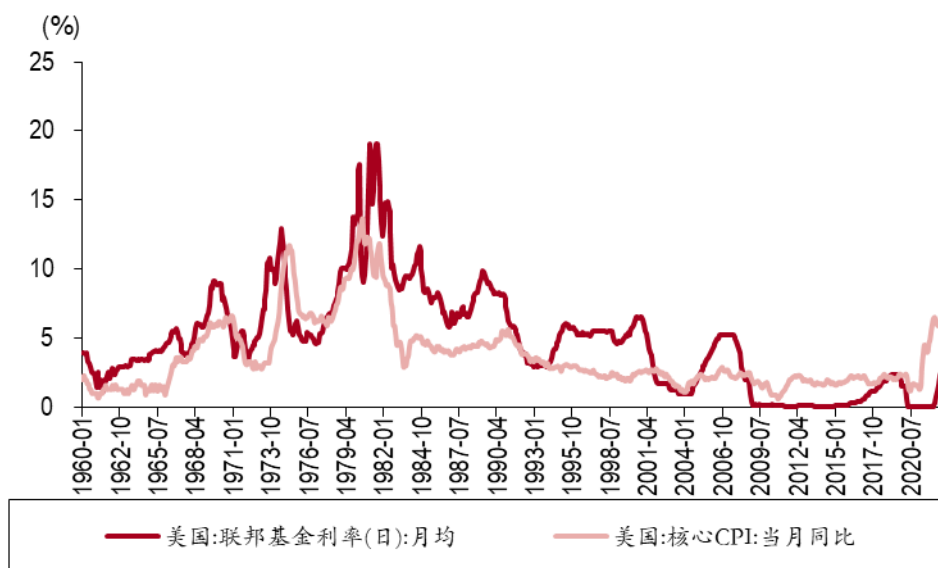
图表 1. 美联储政策利率与核心 CPI	4
图表 2. 外需对中国 GDP 的贡献和拉动	5
图表 3. 中美 10 年期国债收益率及利差	6
图表 4. 银行代客结售汇情况	6
图表 5. 美联储加息与美国经济表现	7
图表 6. 美国失业率和岗位空缺率	8
图表 7. 美国私人非农时薪和核心 CPI 季调指数	8
图表 8. 美国失业率与新建私人住宅许可	9
图表 9. PCE 拆解	10
图表 10. 美元周期与债务危机	11
图表 11. 标普 500 和沪深 300 市盈率	12
图表 12. 美债 10 年期收益率和联邦基准利率	13
图表 13. 标普 500 在历次经济衰退期间的表现	13
图表 14. 中国出口金额增速与美国制造业 PMI 新订单指数	14
图表 15. 联邦基金利率与 OECD 综合领先指标	15
图表 16. 中国进出口增速与全球实际经济增速	15
图表 17. 美国商品、服务消费与新增病例	17
图表 18. 新加坡餐饮服务、零售消费与新增病例	17
图表 19. 中国劳动参与率	18
图表 20. 房地产投资结构构成	19
图表 21. 全国政府性基金收支累计同比增速	19
图表 22. M2 和社融存量同比增速	20
图表 23. DR007 和 7 天逆回购利率	21
图表 24. 美元指数年均值和同比增速	22

2022 年全球金融市场最大的话题是美联储“加到哪、怎么加”。史无前例的“加息+缩表”紧缩进程推动美元指数和美债收益率较 2021 年底显著上涨，构成 2022 年人民币汇率承压的主要因素之一。随着美联储紧缩对经济滞后作用逐渐显现，中国外需压力最大时期可能即将来临，进一步凸显内需稳增长的重要性。当然，美联储自身的紧缩也将驶入“金融动荡、经济承压”的矛盾尖锐期。2023 年，美国各种政策路径和“通胀+失业”经济组合都可能出现。未来一段时间，“外需不足内需补”，通过做好自己的事情来应对外部不确定性将是中国的最优策略选择。

一、美联储紧缩上半场对中国主要是金融冲击

由于明显落后于曲线，2022 年以来，美联储不得不实施了自 1980 年代“沃尔克时刻”以来最为激进的货币政策紧缩进程，到 11 月份六次 FOMC 会议加息 375 个基点，并于 6 月份启动缩表（见图表 1）。金融市场总会抢跑，导致美联储紧缩上半场以金融冲击为主。2022 年市场对美联储紧缩预期也是一波三折，股债汇资产价格经历了一季度乐观紧缩、二季度质疑紧缩到三季度确信紧缩。年初至今（12 月 5 日），全球风险资产风向标的标普 500 指数下跌 16%，带领 MSCI 全球指数下跌 14%；美债经历了一场史诗级的“大屠杀”，美债收益率曲线大幅上移，10 年期美债收益率上行近 208 个基点至 3.6%；美元几乎横扫一切，最多上涨近 20%，欧元跌破平价，日元和英镑跌回上世纪八九十年代，人民币也跌到十四年前的水平。

图表 1. 美联储政策利率与核心 CPI



资料来源：万得，中银证券

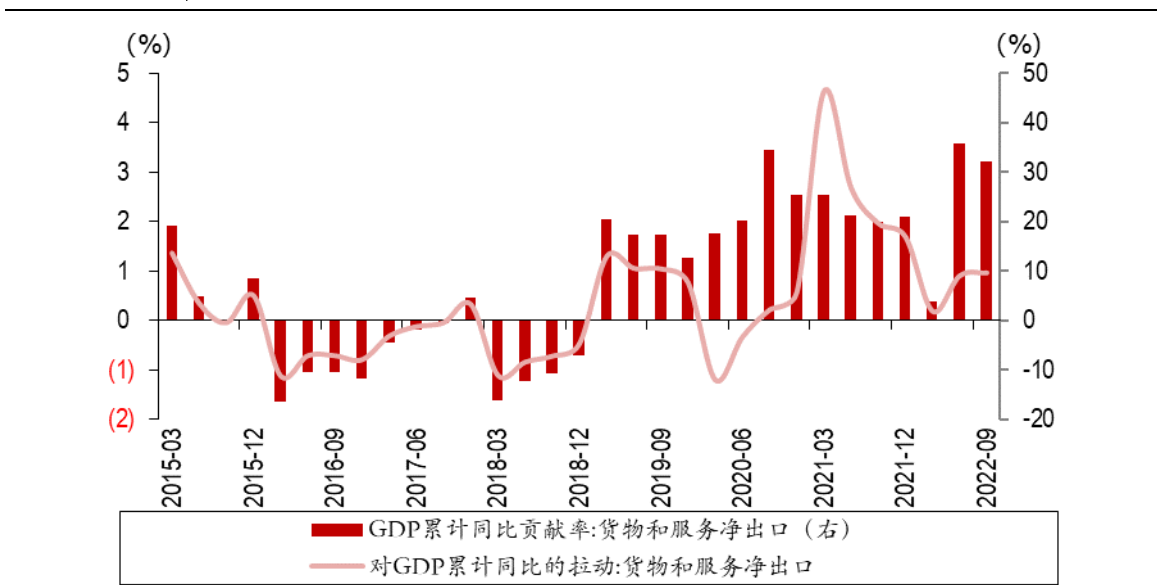
如此激进的美联储紧缩并非不可预见。2022 年初，人民银行《2021 年四季度中国货币政策执行报告》提出，未来仍存在疫情形势、通胀走势和发达经济体宏观政策三个不确定性，需要警惕发达经济体宏观政策退坡会通过贸易往来、金融市场和资本流动三个渠道对新兴经济体产生明显外溢效应。据此，我们提出未来美联储的紧缩演绎会呈现“四种场景或阶段”¹，第一是美联储温和有序紧缩，中国外资流入放缓，人民币延续强势但升值放缓；第二是美联储更加激进加息甚至同时启动缩表，导致中国阶段性资本外流和人民币波动加剧；第三是美联储紧缩力度超预期，全球金融风险加剧，中国将难以独善其身；第四是危机之后美联储重回宽松，如果中国能继续保持经济复苏在全球的领先地位，就可能重现资本回流，人民币汇率会重新走强。

¹ 详见文 3 月 22 日的财经智库文章《发达经济体货币紧缩对中国的溢出渠道及应对》。

2022 年以来美联储紧缩演进基本与前两阶段相符。具体分析，前两阶段美联储紧缩对中国的溢出影响主要体现在以下三个方面：

一是贸易往来渠道。根据世界贸易组织（WTO）的最新数据，2022 年上半年，中国商品出口的全球市场份额为 14.09%，同比回落了 0.47 个百分点，主要受海外国家复工复产和能源价格飙升挤出效应等影响。当然，出口市场份额下降不等于中国外需拐点，不影响外需对经济增长的拉动作用。2022 年前三季度，中国外贸出口（美元计值，下同）累计同比增长 12.5%，贸易顺差 6452 亿美元，规模为史上同期最高。外需对同期经济增长的贡献率为 32%，虽较上半年回落 3.8 个百分点，但仍大幅高于 2015 年一季度至 2019 年四季度的均值 0.1%。此外，前三季度外需拉动 GDP 增长 1 个百分点，较上半年上升 0.1 个百分点，甚至略好于投资对 GDP 的拉动作用（见图表 2）。

图表 2. 外需对中国 GDP 的贡献和拉动

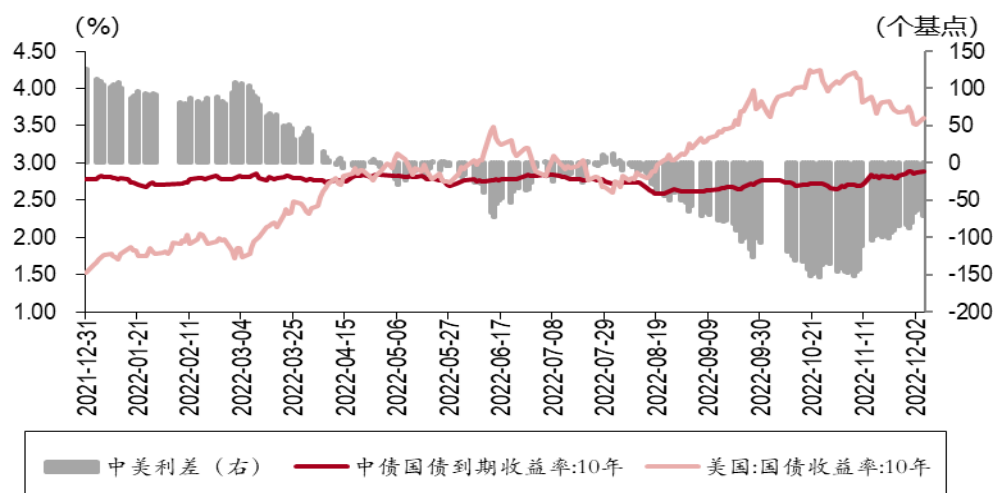


资料来源：万得，中银证券

二是金融市场渠道。这是美联储紧缩对中国的最主要溢出渠道。从股市看，尽管 2022 年国内货币政策持续宽松，但是美债实际利率上行显著压制全球风险偏好，通过信心渠道影响中国风险资产。至 12 月上旬（12 月 5 日），沪深 300 与标普 500 分别累计下跌 20% 和 16%，但陆股通净流入 764 亿元，说明外资并未大规模撤离中国市场。反而是，善于学习的内资往往将外资流量变化当成风向标，例如外资回流救美股的说法，构成信心传导的途径之一。2022 年 1 月中旬国内货币政策宽松加码，市场憧憬 A 股新一轮估值扩张开启，但 A 股依然被美股带着“杀估值”。从债市看，美债收益率上行是中美利差走扩的主要贡献来源。至 12 月上旬，10 年期中美国债收益率差扩大 197 个基点，其中 10 年期美债收益率上升 208 个基点，而 10 年期中债收益率不降反升 11 个基点，最大降幅也不及政策降息力度，表明市场对中美货币政策背离的“极限”存有疑虑²（见图表 3）。正如韩国央行行长在 2022 年 8 月份杰克逊霍尔上所表示的，没有央行能完全独立于美联储。从汇市看，人民币与美元走势呈现较强的“跷跷板现象”。人民币汇率已经从持续单边升值的第一阶段转入了有涨有跌、双向波动的第二阶段。随着美元兑人民币汇率接连跌破多个关键点位，市场逐渐弥漫汇率掣肘货币政策的担忧。

² 中美利差反向收敛，美债受宽松预期影响回落，人民币国债受复苏预期影响回升，历史罕见的中美货币政策背离继续演绎。

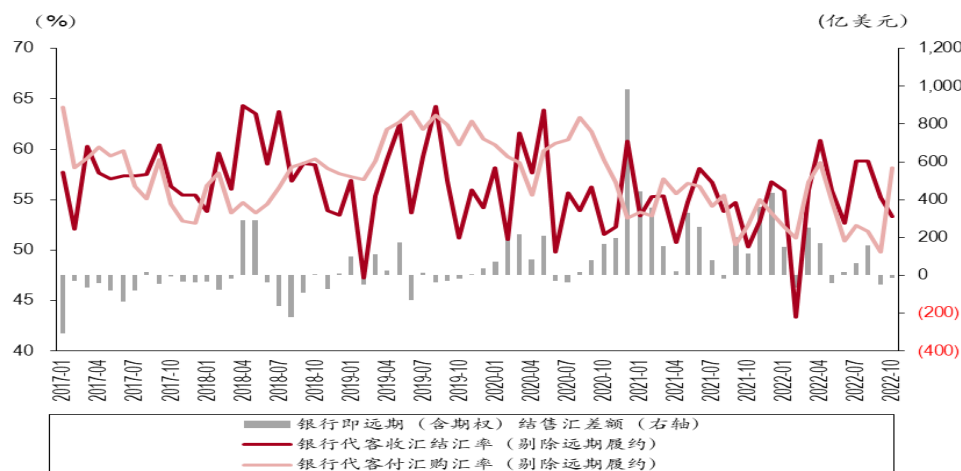
图表 3. 中美 10 年期国债收益率及利差



资料来源：万得，中银证券

三是资本流动渠道。国际收支数据显示，2022 年前三季度中国经常账户顺差 3104 亿美元，同比增长 56%；资本账户（含净误差与遗漏）逆差 2527 亿美元，增长 3.8 倍，两者在规模上依然较为匹配。资本外流增加主要来自外来组合投资的减少。2022 年前 10 个月，债券通（中央结算公司+上清所）净流出 6250 亿元，其中 2 至 10 月连续 9 个月净流出，这与中美负利差走阔有关。从这个意义上，外资人民币资产调仓是人民币汇率波动的原因，而不是反之。汇率灵活性的增加，减轻了中国当局对于行政干预手段的依赖，增强了国内货币政策的自主空间，反而提振了投资者的信心。6 至 10 月份，债券通与股票通项下跨境资金合计月均净流出 873 亿元人民币，较 2 至 5 月份月均净流出规模减少了 33%。值得注意的是，3 月初以来人民币汇率冲高回落，到 10 月底累计调整 10% 以上，但境内外汇供求基本平衡，“低买高卖”的汇率杠杆调节作用继续正常发挥。3 至 10 月份，银行即远期（含期权）结售汇顺差累计达 562 亿美元，其中仅有 5 月、9 月和 10 月份出现了少量逆差，其他月份均为顺差；剔除远期履约额之后，银行代客收汇结汇率和付汇购汇率均值，较 2020 年 6 月至 2022 年 2 月（人民币升值期间）均值分别上升 2.5 和回落 1.7 个百分点（见图表 4）。可见，目前美联储紧缩对资本流动渠道的影响也在可控范围内。

图表 4. 银行代客结售汇情况



资料来源：万得，中银证券

总体上看，前两阶段美联储紧缩对中国的溢出影响以金融市场冲击为主，实体经济的反应并不突出，国际收支和外汇收支基本平衡，市场主体也保持了相对理性。中国平稳渡过了美联储紧缩的前两个阶段。

二、美联储紧缩下半场的三种演进场景

随着 2022 年 9 月份美联储再次加息 75 个基点，联邦基准利率正式进入美联储所谓的紧缩区间，即高于 2.5% 的长期预期值。这也意味着美联储过度紧缩的风险会越来越高。未来美联储货币紧缩演绎存在三种宏观场景。

2.1 第一种情景是美国继续一枝独秀（高通胀+低失业）

短时间大幅加息情况下，美国经济软着陆的希望尚存，但概率越来越渺茫。自 1965 年来，11 次美联储加息周期出现 8 次美国经济衰退，且 3 次软着陆的加息幅度均小于这一轮周期，速度也没这一轮周期快（见图表 5）。其中，1996 年的美国经济软着陆令人印象最为深刻，直接推动美元再次走强，间接引爆了亚洲金融危机。

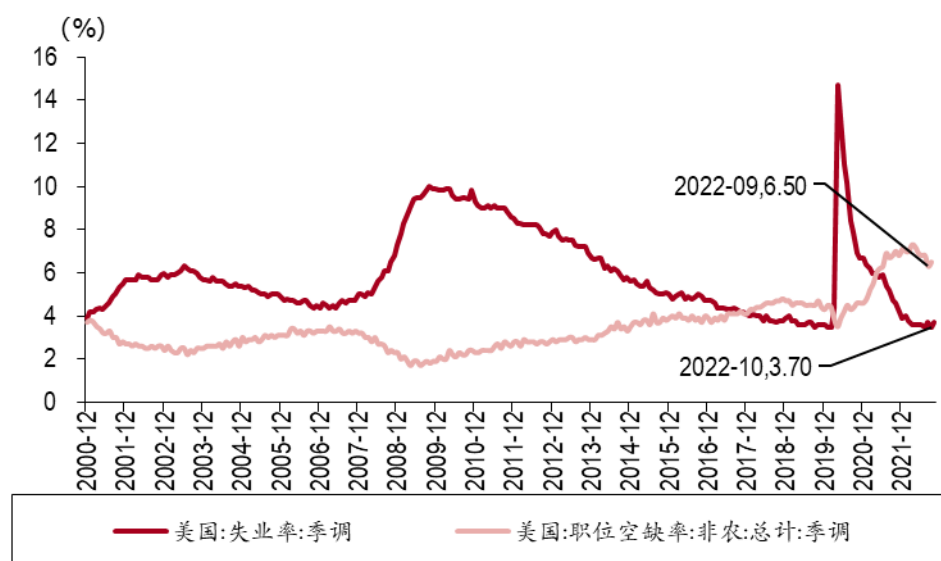
图表 5. 美联储加息与美国经济表现

紧缩周期	持续月数	加息幅度（个基点）	NBER 首次衰退时点	实际 GDP 降幅	经济评估
1965/09 至 1966/11	15	175	无	无	1966 年经济放缓
1967/07 至 1969/08	26	540	1970 年 1 月	-0.60%	持续 5 个季度，3 个季度负增长
1972/02 至 1974/07	30	960	1973 年 12 月	-2.70%	持续 7 个季度，5 个季度负增长
1977/01 至 1980/04	40	1300	1980 年 2 月	-2.20%	持续 2 个季度，2 个季度负增长
1980/07-1981/01	7	1000	1981 年 8 月	-2.10%	持续 6 个季度，4 个季度负增长
1983/02-1984/08	19	315	无	无	增长较好
1988/03-1989/04	14	325	1990 年 8 月	-1.40%	持续 2 个季度，2 个季度负增长
1993/12-1995/04	17	310	无	无	完美软着陆
1999/01-2000/07	19	190	2001 年 4 月	-0.10%	持续 3 个季度，2 个季度负增长
2004/06-2006/06	25	425	2008 年 1 月	-3.80%	持续 6 个季度，5 个季度负增长
2015/10-2019/01	40	225	2020 年 3 月	-10.10%	持续 2 个季度，2 个季度负增长
2022/03-2023/03?	13?	500 左右?	?	?	?

资料来源：Alan Blinder (2022)，中银证券

不过，即便美国经济衰退，美国基本面综合前景可能依然会领先其他发达经济体。在全球“比丑”方面，美国拥有得天独厚的国际货币储备地位和独立自主的内政外交政策，有能力在自身陷入危机前拖垮其他经济体。2022 年 10 月 11 日，IMF 更新年度经济预测，大幅下调 2023 年欧元区经济前景，美国再次领先欧元区。此外，美联储既会避免再犯 1970 年代治通胀的错误，也会避免美国金融动荡演变成金融危机。政策利率是针对更为广泛的实体经济，在通胀稳定前难以掉头。由于疫情期间大量劳动力人口退出劳动市场，美国存在较为明显的劳动力短缺。10 月，即便美国岗位空缺率处于历史高位，但劳动参与率较 2019 年底下滑了近 1 个百分点，相当于少了 100 多万劳动供给（见图表 6）。

图表 6. 美国失业率和岗位空缺率



资料来源: 万得, 中银证券

美国劳动力市场的持续过热导致价格粘性显著上升。10月, 美国核心CPI季调指数较2019年底上涨12.7%, 低于同期的私人非农时薪14.8%的涨幅。疫情前期增加的实际购买力过高, 导致核心CPI可能还未涨够(见图表7)。尤其是, 2022年前10个月美国时薪月度环比平均增速仍有0.4%, 折年率高于4%。在劳动成本推动和消费者购买力支撑下, 通胀很难回到3%以下。但流动性工具可以缓解金融系统紧张。而且, 金融监管强化使得美国银行业抗风险能力远超2008年金融海啸时期。如果未来出现金融系统性危机的苗头, 美联储可能会率先停止缩表, 甚至转向扩表。此前景下, 美联储继续维持利率政策不动摇, 过度紧缩的持续时间可能超预期³。9月和11月份议息会议之后的新闻发布会上, 美联储都一再强调了, 目前做的太多的风险远小于做的太少。如果过度紧缩, 我们可以用政策工具给经济提供支持(如疫情初期所做的那样), 而如果做的太少, 通胀变得根深蒂固, 未来需要再度紧缩, 就业的代价也会更高。因而, 美元可能重演1980年代初的二阶段上涨趋势, 危机预期上涨一次和经济韧性上涨一次。

图表 7. 美国私人非农时薪和核心CPI季调指数

(2019/12=100)

年份	美国私人非农时薪 (2019/12=100)	美国核心CPI季调指数 (2019/12=100)
2019-12	100	100
2020-12	115	110
2021-12	120	115
2022-12	125	120

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_49939

