

宽松政策退出风险系列研究

第三篇：美联储加息落地，这次有何不同？



2022 年 03 月 17 日

联合资信评估股份有限公司

电话：010-85679696

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

邮箱：lianhe@lhratings.com

传真：010-85679228

PICC 大厦 17 层

网 址：www.lhratings.com

宽松政策退出风险系列研究

第三篇：美联储加息落地，这次有何不同？

联合资信评估股份有限公司 主权部

主要观点

- 本轮美联储货币政策收紧的背景与 20 世纪 70 年代末-80 年代初相似，均面临前期货币政策长期宽松、局部战争爆发导致石油价格攀升以及通胀压力大幅走高等问题，在相似的时代背景下，本次美联储选择收紧货币政策正当其时
- 本轮美联储加息节奏与 20 世纪 70 年代末-80 年代初不同，本次美联储面临更为严峻的债务杠杆以及资产泡沫压力，如果强势加息或令经济陷入硬着陆风险，同时考虑到俄乌战争加剧市场紧张情绪以及经济复苏动力不足，美联储采取较为温和的加息策略
- 美联储以首次温和加息 25 个 BP 的方式正式开启本轮加息模式，这是自 2018 年以来的首次加息；超过 75% 的官员预计今年将再加息 6 次，明年或将再加息 3 次，预计 5 月将开始缩表，但不会通过主动抛售来强势回收流动性，以保障经济和就业的稳定
- 美联储货币政策的调整主要通过货币供给传导、信贷成本传导以及国际资本流动传导三种路径实现，本轮美联储加息很难在短期内通过第一条路径抑制通胀，更多是通过第二、三条路径直接抬升信贷成本以及加速国际热钱流动，进一步加剧全球资本市场的短期波动
- 美联储货币政策对全球主要央行起到锚定作用，预计在本次美联储正式加息以后，将会有更多的央行加入加息浪潮，对部分外债压力较大或偿付能力不足的新兴经济体，美联储加息或加剧其债务违约风险

前文回顾

在后疫情时代全球主要国家央行货币政策逐步回归常态化的背景下，我们推出《宽松货币政策退出风险系列研究》，通过把握美联储货币政策的转向节点、探究多国央行加息的开启逻辑以及剖析加息对全球经济的影响，来深入研究本轮货币政策周期调整所带来的风险与机遇。我们在《[宽松政策退出风险系列研究第二篇：通胀压力之下全球多国开启加息步伐](#)》中综合考量不同国家货币政策的转向节奏，认为美联储基于自身经济指标转好以

及变异毒株可能影响较小等因素考量，会继续保持原有节奏甚至加快加息步伐，以上分析目前已基本得到事实验证。

当地时间 2022 年 3 月 16 日，美联储货币政策委员会投票后决定，将联邦基金利率的目标区间上调 25 个 BP 至 0.25%-0.50%，这是美联储自 2018 年 12 月以来的首次加息。预计在今年仍将有 6 次加息，明年在此基础上可能再加息 3 次，此外美联储暗示最快今年 5 月开始缩减负债表的规模（“缩表”）。为此，我们推出《宽松政策退出风险系列研究第三篇：美联储加息落地，这次有何不同？》，通过对比具有相似背景的 20 世纪 70 年代末-80 年代初美联储加息，来分析本轮美联储加息的节奏力度、传导路径以及可能产生的影响。

正文内容

本轮美联储货币政策收紧的背景与 20 世纪 70 年代末-80 年代初相似，均面临前期货币政策长期宽松、局部战争爆发导致石油价格攀升以及通胀压力大幅走高等问题，在相似的时代背景下，本次美联储选择收紧货币政策正当其时

1970 年以来，美国经历了多轮货币政策调整周期，其中 70 年代末-80 年代初的美联储加息周期与当前情况较为相似。一方面，70 年代初美联储采取宽松的货币政策，并将联邦基金利率长期下调至 2%-3% 区间，导致美元流动性过剩，1972 年美国 M2 相当于 GDP 的比值上升至 62.8%，较 1969 年末开启货币宽松时上涨约 8 个百分点。另一方面，1973 年爆发了第四次中东战争¹，随着战争进一步发酵，中东石油生产商切断对美国和其他西方国家的石油供给，导致全球石油供不应求，国际油价从每桶不到 3 美元上涨到接近 12 美元，触发二战之后最严重的全球经济危机。再者，1979 年 2 月伊朗停止输出石油 60 天，致使国际原油价格暴涨，同年的伊朗“人质危机”²和次年爆发的“两伊战争”再度推动国际油价走高。油价高企使得成本飙升以及通胀走高，进一步加剧经济衰退的风险，1980 年三季度美国经济增速下探至-1.6%，通货膨胀率则大幅飙升至 12.9%，美国经济陷入严重的“滞胀”危机。

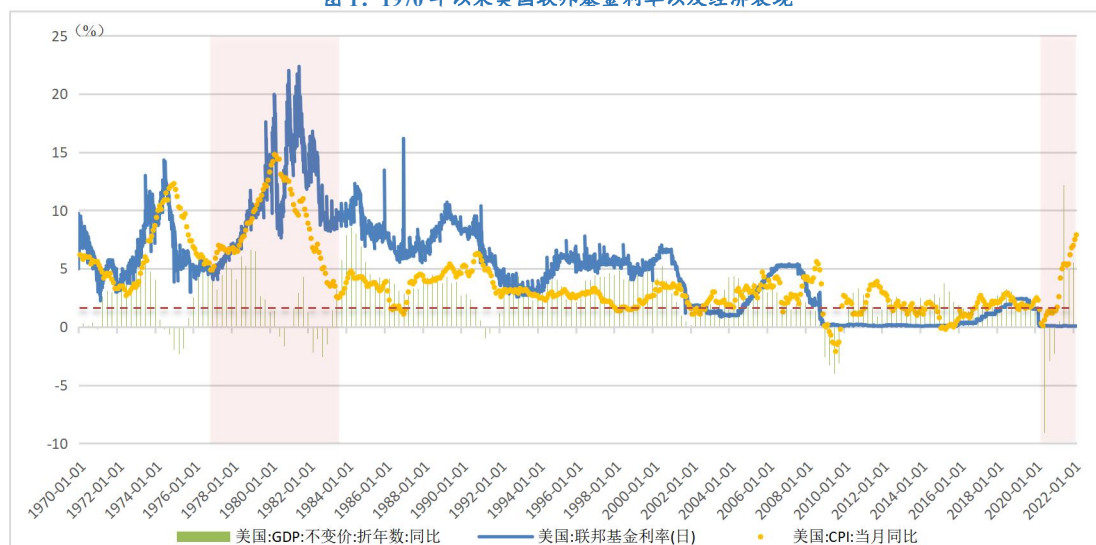
本轮美联储的加息背景也主要是基于前期宽松的货币政策以及能源价格上涨。一方面，新冠疫情暴发后，全球主要国家通过采取宽松的货币政策而释放出空前流动性，流动性进入股市、地产以及商品市场并推高通胀走高。美国 M2 供应量由 15.4 万亿美元（2020 年 2 月）飙升至 21.7 万亿美元（2022 年 1 月），短短两年间涨幅超过 40%。另一方面，俄乌战争爆发成为扰动全球经济的黑天鹅事件，再加上欧美等西方国家对俄罗斯采取前所未有的

¹ 埃及和叙利亚分别攻击被以色列占领的西奈半岛和戈兰高地，后随着大国势力干预使战争不断扩大，埃及和叙利亚得到阿拉伯国家以及前苏联的军备支持，而以色列也得到欧美国家的大力支持。

² 伊朗伊斯兰革命后，美国大使馆被占领，52 名美国外交官和平民被扣留为人质的一次危机，该危机始于 1979 年 11 月 4 日，一直持续到 1981 年 1 月 20 日。

制裁举措，涉及金融、能源以及军事在内的多个核心领域，不仅加剧了国际能源、粮食、工业原料等大宗商品价格上涨，还加剧了多国股票市场波动，导致通胀压力和战争恐慌情绪在全球蔓延，2022 年 2 月美国 CPI 增幅接近 8%，创近 40 年以来新高。整体看，美联储这两轮加息均面临前期货币政策长期宽松、局部战争爆发导致石油价格攀升以及通胀压力大幅走高等问题，在相似的时代背景下，本次美联储选择收紧货币政策正当其时。

图 1：1970 年以来美国联邦基金利率以及经济表现

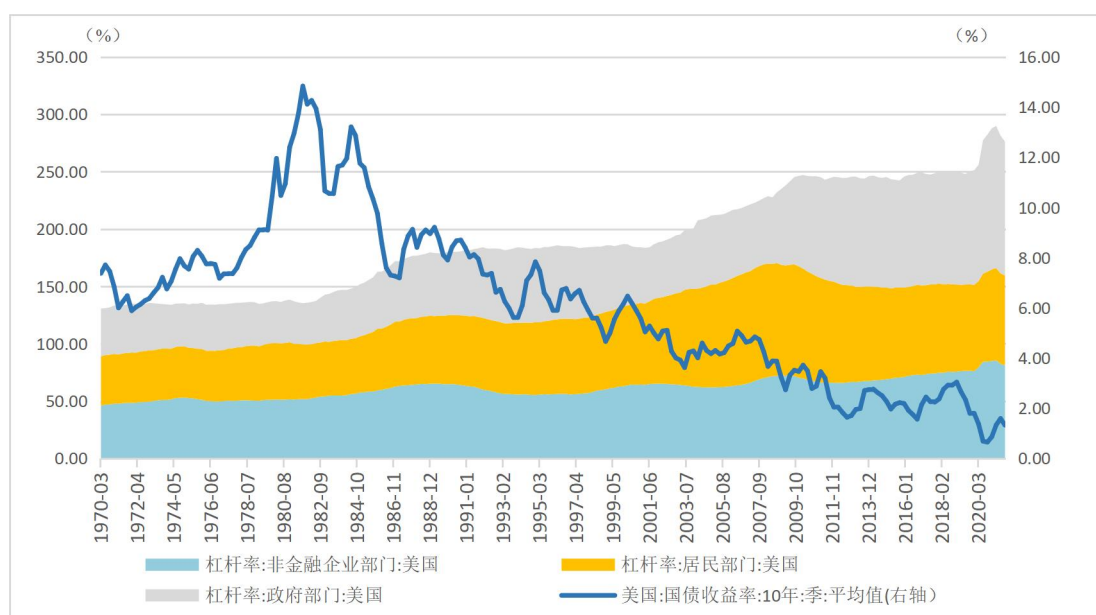


数据来源：Wind，联合资信整理

本轮美联储加息节奏与 20 世纪 70 年代末-80 年代初不同，本次美联储面临更为严峻的债务杠杆以及资产泡沫压力，如果强势加息或令经济陷入硬着陆风险，同时考虑到俄乌战争加剧市场紧张情绪以及经济复苏动力不足，美联储采取较为温和的加息策略

20 世纪 70 年代末-80 年代初，在美国经济陷入“滞胀”的背景下，时任美联储主席保罗·沃尔克开启了强硬的货币紧缩之路。一是美联储扩大银行准备金缴款范围，起到降低货币乘数以及收缩广义货币供应量的作用，1980 年美国 M2 相当于 GDP 的比值回落至 56.2%，逐步实现了 M2 增速与经济增速相一致的目标；二是美联储提升基准利率，将联邦基金利率由 7.65%（1980 年 8 月）多次上调至 22.00%（1981 年 7 月），涨幅高达 1,435 个 BP，密集且急速的强势收紧货币政策起到抑制通胀的作用；三是严格控制资产负债表规模，70 年代末-80 年代初美联储信贷资产规模相当于 GDP 的比重在 4.5%-6.0% 之间窄幅波动，绝对规模不超过 1,600 亿美元，起到防止美联储信用无序扩张的作用；四是美联储启动“特别信贷限制计划”，禁止银行进行投机性贷款，有助于降低信贷扩张速度。在沃尔克强势的货币紧缩政策下，美国自 1983 年起经济逐步走出“滞胀”，一季度通货膨胀率下降至 4% 以内，实际 GDP 增速也转为正增长（1.4%）。

图 2：1970 年以来美国宏观杠杆率以及长期国债收益率变化情况



虽然现任美联储主席杰罗姆·鲍威尔在3月3日出席参议院银行委员会的半年度听证时承诺，美联储会不惜一切稳定物价，但鲍威尔与沃尔克的加息节奏存在显著差异。一是**鲍威尔面临更加严峻的高债务杠杆**。20世纪70年代的高通胀主要是受到两次石油危机的影响，宏观杠杆率变化不大，截至1979年6月末（首次加息时间），美国宏观杠杆率为135.2%，较1973年9月末（第一次石油危机爆发前夕）仅上升了0.6个百分点；但美国在疫情后采取空前的经济刺激方案，令美国的宏观杠杆率上升至276.3%（截至2021年9月末），较疫情爆发前（2019年末）跳升了25个百分点；其中，政府部分杠杆率也由78.8%（截至2009年末）上涨37.9个百分点至116.7%（截至2021年9月末）。在宏观杠杆激增的背景下，提高基准利率将增大居民、企业以及政府的债务偿付压力，进一步对消费以及投资造成阻碍，因此鲍威尔的加息空间远低于沃尔克。二是**鲍威尔面临更加严重的资产泡沫**。2022年末美国OFHEO房屋价格指数攀升至557.7，较1975年末增长近8倍；2021年12月房屋价格指数涨幅达到17.9%，创1975年有数据统计以来的最大涨幅。此外，2021年美国股票市场总市值与GDP的比重超过200%，按照巴菲特估值指标³来看，美国股市处于严重泡沫阶段，而1975年该指标仅不足40%。因此，鲍威尔加息将面临更大的资产泡沫破裂风险，如果强势加息或令经济陷入硬着陆风险。三是**本次通胀受到全球产业链紧张的影响**。沃尔克时期的通胀主要是流动性过剩叠加能源成本推动型通胀，但本次鲍威尔面临的还有全球供应链紧张问题，受新冠疫情停工停产以及俄乌战争影响，部分产业链中断（如芯片短缺导致汽车供不应求）导致价格商品上涨，即便加息也很难缓解产业链压力。四是**鲍威尔加**

³ 当股市市值比GDP在50%~60%时，表示股市具有极大的投资价值；当股市市值比GDP在100%~120%时，表示股市达到泡沫阶段。

息的时间节点更为敏感。沃尔克时期强势加息是基于多次中东战争以及石油危机的螺旋式影响，通胀压力已经突破 10%，而经济增速也受到成本走高的反噬而陷入衰退；本轮加息开启时间与俄乌战争爆发时间较为接近，尤其是在市场情绪紧张以及经济复苏动力不足背景下，美联储货币政策相比而言采取首次加息 25 个 BP 的温和方式。

美联储以首次温和加息 25 个 BP 的方式正式开启本轮加息模式，这是自 2018 年以来的首次加息；超过 75% 的官员预计今年将再加息 6 次，明年或将再加息 3 次，预计 5 月将开始缩表，但不会通过主动抛售来强势回收流动性，以保障经济和就业的稳定

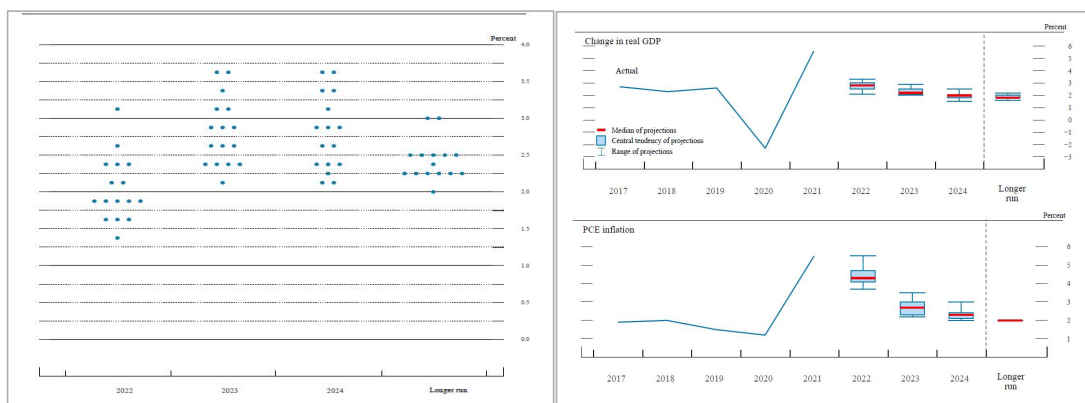
从美联储点阵图来看，全部美联储官员（16 名）均预计今年基准利率将超过 1.25%，那未来至少要再加息 4 次⁴；其中 15 名美联储官员预计今年基准利率将超过 1.25%，12 名美联储官员预计今年基准利率将超过 1.75%，表明超过 75% 的官员预计今年将再加息 6 次；共有 7 人预计今年利率将超过 2%，即超过 40% 的官员预计今年还将再加息 7 次。从长期来看，占比将近 70% 的美联储官员（共 11 人）预计 2023 年利率将超过 2.5%，意味着在今年共加息 7 次（年末利率升至 1.75%）的前提下，多数官员预计明年还将加息 3 次。从缩表情况来看，美联储预计在将要到来的一次会议上，开始削减对美国国债证券、机构债券和机构 MBS 的持仓，意味着美联储将在 5 月的下次议席会议上开始缩减资产负债表。美联储公布的减持美债方式主要是，调整再投资系统公开市场账户（SOMA）所持证券收到本金款项的金额，而非主动抛售债券，意味着不会出现强势回收市场流动性的问题。

从美联储经济预测数据看，美联储希望通过本轮货币政策收紧来逐步缓和通胀压力，预计 PCE 通胀中枢将在 2022 年回落至 4% 左右，较 2021 年回落 1 个百分点；2023 年 PCE 通胀中枢可回落至 3%，2024 年 PCE 通胀极大值则有望回落至 2%，2025 年后 PCE 通胀中枢便可回落至 2% 的通胀目标。与此同时，美联储预期本轮货币政策收紧对经济增长以及就业带来的影响较小，预计 2022 年美国经济增长中枢将达到 3%，2023 年以后美国经济恢复每年 2% 左右的匀速增长；2022 年失业率中枢约为 3%，未来几年小幅走高，预计到 2025 年上涨至 4% 左右。整体看，美联储预期（在无较大黑天鹅事件的影响下）本轮货币政策紧缩周期或为 2022-2024 年，第一年大概率共计加息 7 次，第二年或加息 3 次，第三年逐步退出加息。而本次货币政策收紧需要以保障经济平稳增长以及失业率小幅走高为前提，预计会采取相对温和的方式，比如单次加息 25 个 BP、非主动抛售债券缩表等方式。

图 3：2022 年 3 月美联储点阵图

图 4：2022 年 3 月美联储经济数据预期

⁴ 按照每次加息 25 个 BP 计算，以下同。



数据来源：FED，联合资信整理

数据来源：FED，联合资信整理

美联储货币政策的调整主要通过货币供给传导、信贷成本传导以及国际资本流动传导三种路径实现，本轮美联储加息很难在短期内通过第一条路径抑制通胀，更多是通过第二、三条路径直接抬升信贷成本以及加速国际热钱流动，进一步加剧全球资本市场的短期波动

借鉴沃尔克加息后的传导效应，总结出本次美联储货币政策调整的主要传导路径：一是**基准利率调整向货币供给的传导**，该路径主要是通过美联储上调联储基金利率，再贴现率以基准利率做参考而随之走高；由于货币乘数与再贴现率呈反比，相应货币乘数有所下降，至此美联储便可通过加息降低对美元的流动性供给，起到抑制流动性过剩以及缓解通胀压力的作用。本轮美联储加息很难在短期内通过第一条路径抑制通胀，主要是因为通胀压力主要来自于能源等大宗商品价格上涨以及房屋价格居高不下，具有较强的结构性因素，需要根据地缘政治风险态势趋稳以及房屋价格回落而逐步缓解。相反，缩减流动性可能会削弱经济的活跃度，进而令美国经济复苏承压。

二是**基准利率调整向信贷成本的传导**，由于长期美债收益率是在基准利率的基础上浮动上调，本次美联储加息直接带动 10 年期美国国债收益率走高至 2.15%（截至 3 月 16 日），创 2019 年 5 月以来新高；目前，美国政府债务规模已经突破 30.5 万亿美元，基准利率走高将进一步增大政府债务的利息偿付压力；此外，基准利率走高还会传导至企业以及居民的贷款利率，会对居民消费能力以及企业投资能力形成一定挤出效应，高负债贫困家庭或企业的债务违约风险进一步走高。美联储货币政策收紧削弱了持有政府债券的吸引力，3 月 16 日欧元区、澳大利亚、日本等 10 年期国债收益率分别上涨至 0.38%、2.44%以及 0.22%，纷纷创疫情暴发以来的新高。各国长期国债收益率走高会增大政府、企业以及家庭的债务偿付压力，美联储加息通过第二条路径向全球传导。

三是**基准利率调整向国际资本流动的传导**，美联储加息不仅会提升美元价值，还会收窄对美国债利差，相应加速国际投机热钱回流美国市场。自美联储加息预期增强起，流入美国的金融资产净获得（不包含金融衍生品）规模由 2,369.5 亿美元（2021 年二季度）逐步攀升至 4,940.7 亿美元（2021 年三季度），涨幅超过 108.5%；对比 2008 年金融危机时，

美联储于 2003 年-2006 年连续 17 次上调联邦基金利率 425 个 BP 至 5.25%，流入美国的金融资产净获得从 3,711 亿美元攀升至 1.3 万亿美元，因此本轮美联储加息会带动更多资金回流美国。比如，在 3 月美联储紧缩升温的背景下，截至 3 月 15 日收盘，北向资金净流出 160.24 亿元，过去 7 个交易日共计净流出 667.5 亿元；人民币对美元即期放量收跌至三个半月新低，离岸人民币对美元早盘逼近 6.41 关口，创四个半月新低；仅在 3 月 15 日，欧洲以及亚太地区的 ETF 流出均超过 14 亿美元，美联储加息通过第三条路径向全球传导。

整体看，本轮美联储加息很难在短期内通过第一条路径抑制通胀，短期内传导效果更明显的主要是第二条以及第三条传导路径，加息会直接抬升信贷成本以及加速国际热钱流动，加剧全球资本市场的短期波动。

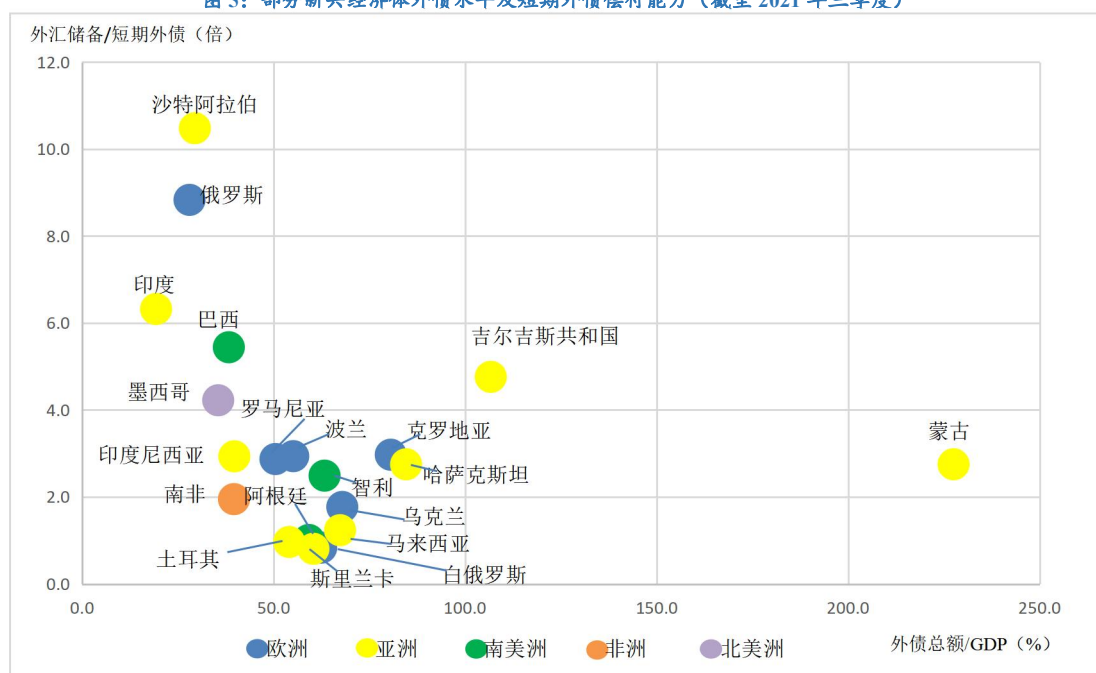
美联储货币政策对全球主要央行起到锚定作用，预计在本次美联储正式加息以后，将会有更多的央行加入加息浪潮，对部分外债压力较大或偿付能力不足的新兴经济体，美联储加息或加剧其债务违约风险

美联储货币政策对全球主要央行起到锚定作用，虽然在美联储 3 月正式加息前，全球已经有近 30 个国家央行累计加息超过 70 次，其中发展中国家占比超过 80%，但在本次美联储正式加息以后，预计将会有更多的央行加入加息浪潮。当地时间 3 月 16 日，巴西央行宣布加息 100 个 BP，将该国基准利率从 10.75% 上调至 11.75%，为 2021 年 3 月以来的连续第 9 次加息；3 月 17 日，香港金管局宣布将基准利率上调 25 个 BP 至 0.75%；英国央行也将于本周公布利率决议，大概率会与美联储保持一致而上调 25 个 BP，这也是英国连续第三次加息。

对于新兴经济体而言，由于部分经济体存在外债压力较大或偿付能力不足的问题，美联储加息或加剧其债务违约风险。以 20 世纪 70-80 年代为例，当时拉美国家正处于经济起步阶段，但由于国内银行储蓄水平较低，掣肘政府和企业的投资规模并限制其资本积累，因此拉美国家多采取对外举债的方式来发展本国经济，墨西哥、阿根廷以及巴西等拉美国家借入大量以美元计价的政府债务。1970-1989 年，拉美地区债务总额相当于 GDP 的比重由 20.8% 上升至 62.4%，增幅高达 41.6 个百分点，表明拉美地区外债杠杆率过高且短期债务偿付压力快速上升。1980 年沃尔克上台后强势加息，将联邦基金利率在短短一年多时间内，由 7.65% 多次上调至 22.00%，美联储急速收紧货币政策导致拉美地区债务偿付成本增大，每年支付的外债利息从 70 亿美元（1972 年）上升至 1,330 亿美元（1981 年）。1982 年 8 月，墨西哥因外汇储备已下降至危险线以下，无法偿还到期的 268.3 亿美元公共外债本息，不得不宣布无限期关闭全部汇兑市场并暂停外债偿付，墨西哥爆发主权债务违约。继墨西哥之后，巴西、委内瑞拉、阿根廷、秘鲁和智利等国也相继发生还债困难，纷纷宣布终止或推迟偿还外债，最后蔓延至将近 40 个发展中国家要求进行债务重组。

虽然美联储本轮加息预计较沃尔克时代更为温和，但在后疫情时代叠加俄乌战争爆发的背景下，部分新兴经济体的经济、金融结构缺陷将愈加明显，导致其抵御外部风险冲击的能力较差，因此本轮美联储加息或放大新兴经济体的脆弱性。一方面，疫情后新兴经济体的外债压力不断走高，尤其是以蒙古、吉尔吉斯斯坦、哈萨克斯坦等为代表的“高负债穷国”，由于本国融资能力有限以及外汇储备严重匮乏，转通过举借外债的方式补充资金，导致疫情后外债压力大幅走高，三国外债水平均超过 80%。本轮美联储或在 2022 年-2024 年间累计加息 10 次，上调超过 200 个 BP，直接加重这些“高负债穷国”的外债再融资压力。从外汇储备对短期外债的保障程度来看，截至 2021 年三季度，斯里兰卡和白俄罗斯的外汇储备对短期外债的保障程度仅约 80%，土耳其和阿根廷的外汇储备仅足够支付其短期外债，未来外债偿付面临较大的不确定性。另一方面，美联储加息后带动国际资本回流美国，在推高美元币值的同时加剧新兴经济体的汇率风险，尤其是本币较为脆弱的土耳其以及处于欧美制裁中的白俄罗斯，这两国本币兑美元汇率分别较年初下跌 10.1% 和 9.8%，进一步加大了新兴经济体的外部风险敞口。

图 5：部分新兴经济体外债水平及短期外债偿付能力（截至 2021 年三季度）



数据来源：World Bank、IMF，联合资信整理