


美联储双紧缩政策对中国进出口贸易的影响

■ 金英姬

关键提示

- ▶ 通过我国金融政策的自主性,美联储缩表加息通过利率机制和汇率机制对货币市场和金融市场产生的负向溢出效应基本可控。但由于资本市场的结构问题,美联储双紧缩政策将通过全球资本再配置机制对我国的资本市场产生一定影响。
- ▶ 在流动性收紧的情况下,资金供给减少,企业投资成本增加,再投资和扩大投资意愿降低。同时,股市承压,一旦投资者收益下降,将给美国消费者带来负向财富效应,消费萎缩,加上加息可能带来经济增长放缓,会导致进口需求减少,牵制我国出口。同理,美国的紧缩政策对其他国家也会产生传递效应,影响对我国出口产品的需求,冲击我国的出口以及出口连带的进口。



突如其来的新冠肺炎疫情已经持续了两年。在全球新冠疫情不断蔓延和反复的情况下,我国抗疫取得了举世瞩目的成效,经济表现也远远好于绝大多数国家。2020年,我国国内生产总值(GDP)为101.6万亿元,同比增长2.3%,成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家;2021年,我国GDP达到114.37万亿元,同比增长8.10%,两年平均增长5.11%。

良好的宏观经济表现背后的一个重要因素,是出口对我国经济的拉动作用提升。海关总署进出口数据显示,2021年全年我国进出口贸易总额为39.1万亿元,同比增长21.4%。其中,出口增长29.9%,进口增长30.1%。中国前三大贸易伙伴依次为东盟、欧盟和美国,中国与这些贸易伙伴之间的贸易额均增长20%左右,中国对拉丁美洲的出口更是增长了惊人的40%。截至2021年,中国已连续13年是世界第一大出口国。在外贸高景气度的带动下,工业生产、制造业投资等指标也表现较好。

那么,2022年我国的外贸表现还能延续去年的良好态势吗?今年可预见并确定的影响因素中包括美国联邦储备委员会的缩表和加息的双紧缩政策。缩表的标准说法为资产负债表正常化,目的是缩小资产负债表规模。2022年1月底,美联储在货币政策会议后发布“缩表原则”,表示维持联邦基金利率0~0.25%不变,并暗示将在今年上半年结束缩减购债规模

并加息。

在高通胀持续的背景下,美联储的“鹰派”紧缩政策将对美国 and 全球经济带来不小影响。**从历史数据来看,美联储每一次货币政策都会对其他国家经济具有溢出效应:有的国家在美联储缩表一年后物价大幅上涨,有的在一两年后经济大幅下滑,有的三年后资本外流大幅增加。**

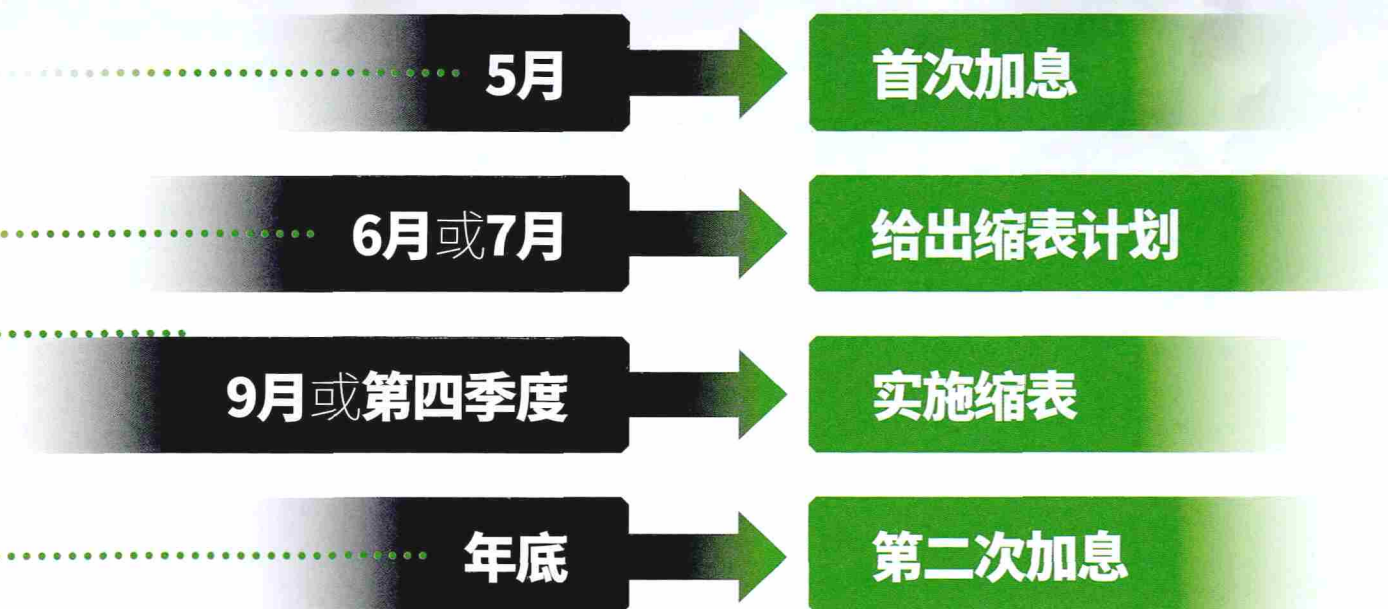
中国与世界的经济联系越来越紧密。2021年,中国的贸易顺差前五大来源依次是美国、香港地区、荷兰、印度和英国;贸易逆差的前五大来源依次是台湾地区、澳大利亚、韩国、巴西和日本;中国成为世界最大的芯片进口国、铁矿石进口国、原油进口国和粮食进口国,中国与世界紧密相连,无法分割。

鉴于美联储缩表加息的双紧缩政策对美国 and 全球货币市场、金融市场以及国民经济的溢出效应,有必要关注这些措施对我国进出口贸易直接或间接的影响。

往期美联储双紧缩政策的溢出效应回顾

我们首先需要回顾一下美联储近期的缩表加息情况以及市场表现。2008年,爆发全球性金融危机之后,美联储实施了四轮量化宽松政策。随着美国经济的好转,为了防止危机的再次

一些人士推测,本次美联储加息和缩表的时间点大致为:



如果美国疫情明显缓和,有可能提前加息和缩表。

发生,美联储自2014年开始退出量化宽松,于当年9月提出了货币政策正常化的原则和计划,以加息和减少证券持有量为主要方式,力图实现利率正常化和资产负债规模正常化。2015年底美联储开启了加息进程。美联储的每一次货币政策调整都对其经济体尤其是新兴市场国家的金融市场产生了显著溢出效应。彼时美国货币政策的转变引发了国际资本的大规模流动,阿根廷、土耳其、巴西、乌克兰等国家受到了严重冲击。

我国也不可避免地受到冲击。2014年11月,美联储转变货币政策,开始退出量化宽松。之后,美国居民收入减少引发的负向财富效应导致进口产品需求减少,冲击到我国的出口市场。2015年和2016年,中国进出口总额和出口额锐减,连续两年进出口和出口保持低迷且持续下行,两年都呈现出负增长,进而影响了中国制造业的产出。

最近一次缩表是在2017年。在公布缩表计划后,美联储加息时间间隔由之前的3个月延长到6个月。从纽约联储调查来看,2017年的缩表并未大幅超出市场预期,资产价格中长期走势也未受到明显影响。

从当时缩表后的市场表现来看,美股仅短期有过小幅调整,整体保持上涨趋势;10年期美债收益率从2017年3月开始持续下行,到2018年初开始掉头上行;至2018年4月,美元指数持

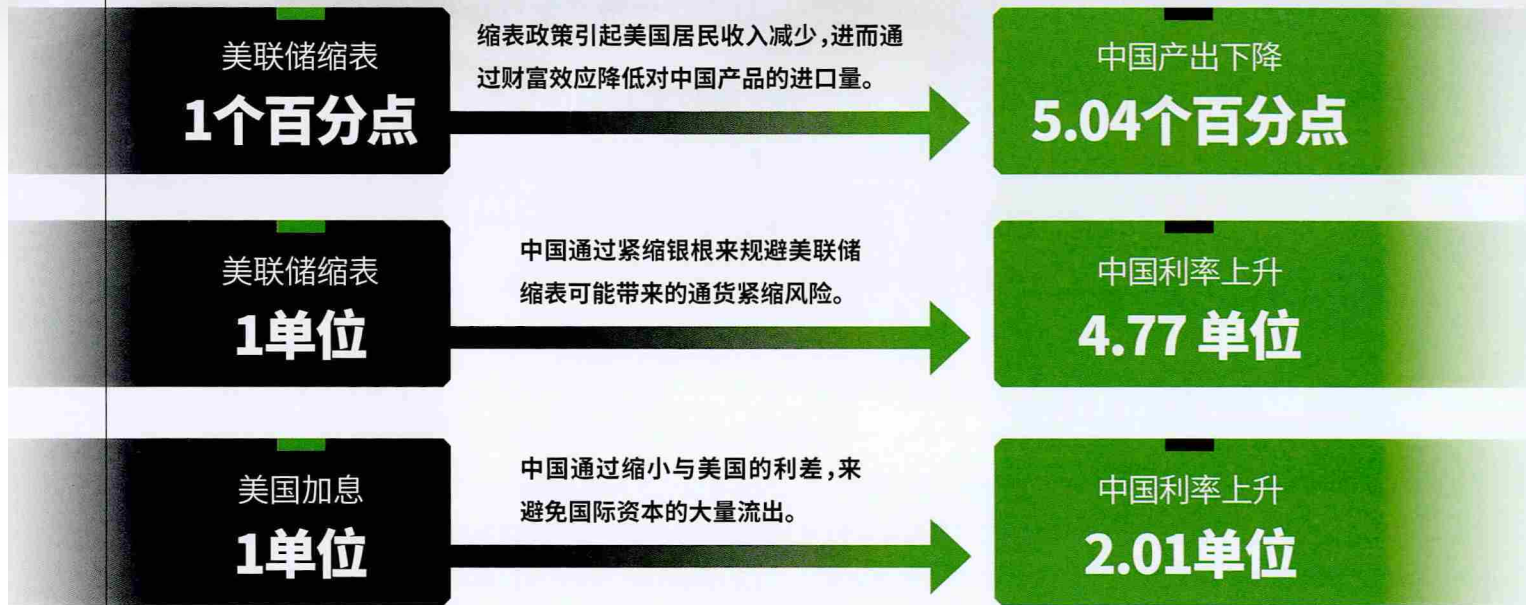
续下跌,黄金震荡上扬。缩表对金融市场资产价格中长期走势的负向效应有限,但这种表现的原因还包括当时美国经济一度向好、通胀抬升、特朗普减税等其他因素。

理论上缩表的紧缩力度相当于加息一次,缩表+加息会导致短期内流动性紧张。但美联储保持了缩表规模能够快速应对市场变化的敏感性。这一轮缩表对股市产生了短期冲击,通过推动美债长端利率快速加大美国与其他国家的利差,吸引了一些资金流出其他国家流入美国。

对本轮双紧缩政策的预测

我们需要对本轮缩表和加息进行预判。一些人士推测,本次美联储加息和缩表的时间点大致为:5月首次加息、6月或7月给出缩表计划、9月或第四季度实施缩表、年底第二次加息。如果美国疫情明显缓和,有可能提前加息和缩表。美联储有可能继续保持“鹰派”紧缩政策,金融市场上美股调整压力加大,美股预计以震荡调整为主,难以延续之前的高斜率涨势;美债名义利率可能温和下行,而实际利率上行,美债收益率预计保持高位;美元指数大概率走强。如果美国通胀明显出现拐点,经济逐步趋暖,美联储加息有可能降温。

一项对2008年以来美联储缩表加息对中国经济的溢出效应进行计量分析的研究结果表明:



资料来源:陈琼、付一婷、刘悦:《美国量化宽松政策“溢出效应”测度与影响分析》,载《金融经济研究》2021年第1期,第29~30页。

从今年年初到2月下旬,人们的关注点是美联储加息的次数,瑞银、高盛、摩根大通分别预测年内可能加息6次、7次甚至9次。2月下旬,华尔街有些人士开始探讨2023年以后的降息次数。从目前的情况来看,国际形势和美国国内经济状况是较大的变数,如果地缘政治局势突变,美国经济持续放缓,那么今年加息次数可能会减少。

本轮美联储双紧缩政策对中国进出口贸易的影响

在这种回顾和预判的前提下,需要分析美联储本次缩表加息对中国进出口贸易的直接和间接影响。

1. 美联储的缩表加息最直接且最先传导的是货币市场和金融市场,这将间接地影响进出口贸易的供给端和需求端。美联储很快就要执行缩表加息措施。理论上,这将通过利率、汇率和资本再配置等三大机制对我国的货币市场、金融市场和国民经济产生影响。但是从历史经验和上一轮美联储缩表加息双紧缩货币政策对中国经济的影响来看,三大机制的溢出效应在很大程度上取决于我国自身的经济金融状况。在上一轮缩表期间,因中美货币政策周期错位使中美利差大幅收窄,但没有引

发资本严重外流,主要原因是我国经济增长存在较高韧性,我国开放金融市场吸引外资流入,同时我国货币政策也保持了较高的独立性,因此美联储双紧缩政策对我国货币政策以及债券利率影响有限。

当前,我国利率和汇率水平比较合理,汇率管理能力较强。我国货币政策从2018年开始从去杠杆转变为稳杠杆。理论上,缩表与加息将缩窄中美利差,但在我国宽松的货币政策背景下,预计在此轮缩表期间我国利率大体呈现下行趋势,而我国经济稳步增长的预期将继续吸引外资流入,因此,美联储本轮缩表和加息对我国货币政策、债券利率上行压力的影响以及对资本外流的驱动作用有限。通过我国金融政策的自主性,美联储缩表加息通过利率机制和汇率机制对货币市场和金融市场产生的负向溢出效应基本可控。但由于资本市场的结构问题,美联储双紧缩政策将通过全球资本再配置机制对我国的资本市场产生一定影响。

2. 一项对2008年以来美联储缩表加息对中国经济的溢出效应进行计量分析的研究结果表明,美联储缩表1个百分点,将引起中国产出5.04个百分点的下降,这是因为缩表政策引起美国居民收入减少,进而通过财富效应降低对中国产品的进口量;美联储缩表1单位,会引起中国利率4.77单位的上升,这是

新兴经济体、发展中国家等本身财政和货币问题较多。因此，美联储双紧缩政策将给这些经济体带来更大、更持久的冲击。而缩表加息的溢出效应对其他国家的影响又会传递到中国，进而对中国的进出口贸易及宏观经济产生直接和间接的影响。

中国经济体量大，经济增长稳定，资源调配和政策具有内生性和独立性。而今年政府财政支出的加大将进一步促进我国经济稳步向前。经过两年的疫情，全球经济也有望逐步走出疫情阴霾缓慢复苏，为我国进出口贸易保持景气助力。

因为中国需要通过紧缩银根来规避美联储缩表可能带来的通货紧缩风险。而**美国加息1单位会引起中国利率2.01单位的上升**，因为中国需要通过缩小与美国的利差，来避免国际资本的大量流出。美国缩表主要通过产出渠道影响中国的宏观经济，加息则主要通过中国利率的变动影响我国的宏观经济。^①

3.国际货币基金组织在最新《全球经济展望报告》中指出，**美联储加息会给新兴市场和发展中经济体货币和汇率带来压力，导致全球范围的货币贬值以及输入性通胀增加。**缩表加息的双紧缩政策会导致利率攀升，高利率将使企业借贷成本升高，给相关行业和企业带来一定的资金压力，增加企业的运营成本和货币成本，进而影响企业的产出和再投资并使公共财政趋紧。投资、消费、出口一般被视为拉动GDP增长的“三驾马车”，三个要素相辅相成，互相紧密相连。在流动性收紧的情况下，资金供给减少，企业投资成本增加，再投资和扩大投资意愿降低。同时，股市承压，一旦投资者收益下降，将给美国消费者带来负向财富效应，消费萎缩，加上加息可能带来经济增长放缓，会导致进口需求减少，牵制我国出口。同理，美国的紧缩政策对其他国家也会产生传递效应，影响对我国出口产品的需求，冲击我国的出口以及出口连带的进口。

结语

目前，美国的通货膨胀率仍远高于美联储设定的2%长期目标，缩表加息的双紧缩政策表达了美联储对抑制通胀的强硬态度，宣告美国的货币宽松时代暂时告一段落。在世

界各国经济互相紧密联系的情况下，作为当下全球第一大经济体，美国的这一货币政策通过货币市场、金融市场、制造业供应链、对外贸易的需求端和供给端等各种传导机制对美国以及包括中国在内的其他国家产生溢出效应。

这种溢出效应已经在一些新兴经济体有所显现。除了新冠疫情使国际合作受阻，新兴经济体、发展中国家等本身财政和货币问题较多。因此，美联储双紧缩政策将给这些经济体带来更大、更持久的冲击。而缩表加息的溢出效应对其他国家的影响又会传递到中国，进而对中国的进出口贸易及宏观经济产生直接和间接的影响。

2022年，我国的经济目标是稳增长。研究美联储货币政策的溢出效应对我国及时调整和制订相关的货币政策、金融政策和经济政策来应对外部的变化具有重要意义。**为了摆脱或最大限度地降低外需拉动和外部市场对中国进出口贸易及宏观经济的牵制和冲击，中国急需扩大内需，促进“双循环”有序进行，并加大产业结构调整 and 升级力度。**

积极的因素是，中国经济体量大，经济增长稳定，资源调配和政策具有内生性和独立性。而今年政府财政支出的加大将进一步促进我国经济稳步向前。经过两年的疫情，全球经济也有望逐步走出疫情阴霾缓慢复苏，为我国进出口贸易保持景气助力。**(作者系中国社会科学院亚太与全球战略研究院副研究员)**

^① 资料来源：陈琼、付一婷、刘悦：《美国量化宽松政策“溢出效应”测度与影响分析》，载《金融经济研究》2021年第1期，第29~30页。

Federal Reserve double tightening policy on China's import and export trade

Through the independence of China's financial policy, the negative spillover effect of the Fed's shrinking balance sheet and raising interest rate on the money market and financial market through interest rate mechanism and exchange rate mechanism is basically controllable. But because of the structure of the capital market, the tightening policy will exert a certain influence on China's capital market through the global capital reallocation mechanism. Under the circumstance of liquidity tightening, capital supply decreases, enterprise investment cost increases, and the willingness to reinvest and expand investment decreases. At the same time, the stock market is under pressure. Once investors' returns decline, it will bring negative wealth effect to American consumers. Consumption will shrink. Similarly, the tightening policy of the United States will also have a pass-through effect on other countries, affecting the demand for China's export products, and impacting China's export and its associated imports. **P28**

The nine keywords for 2022 energy transportation industry

U.S. crude oil exports have declined to some extent under the impact of the epidemic, but the decline is not significant, and it is expected to maintain a steady recovery in 2022. In 2021, the share of U.S. crude oil exports to the entire Asia region will increase to 47.4% from 44.9% in 2020, indicating that U.S.-Asia crude oil exports will continue to support the demand for long-distance ton-mile transportation in 2022. It is estimated that the global LNG ton-nautical mile transportation demand will grow by more than 3 trillion ton-nautical miles at a compound annual growth rate of 8.1% from 2021 to 2026. In 2022, the support from the demand side of the international crude oil market may be weaker than that from 2021, but the impact from the supply side will be strengthened. Russian crude oil production and exports play a significant role in global crude oil supply. Escalation of the conflict will increase the volatility of global energy prices, global inflationary pressure, and many commodity prices, including oil, will see a large backwardation. With the increase of energy conservation and emission reduction in China and the increase of the proportion of new energy, multi-energy oil and renewable energy, it is expected that the growth rate of China's crude oil import will continue to slow down year by year in the future. Once the U.S. and Iran reach a new nuclear deal, Iranian crude oil will return, which will have an impact on the oil market. Developed countries such as Europe and the United States will gradually shrink their refining capacity, which will restrain the long-term growth of oil trade. Expansion of refining capacity in China, India and the Middle East will bring new transportation demand. **P46**

