

美联储激进加息及对中国债券市场的外溢效应

中国社会科学院金融研究所研究员 彭兴韵
国家金融与发展实验室副主任
中国社会科学院大学应用经济学院 毕 静

摘要：2022年3月以来，美联储持续加息对全球金融市场造成极大影响，美债收益率上升，诸多币种纷纷贬值，大宗商品价格剧烈波动，美国股市动荡。作为全球第二大经济体的中国，人民币汇率有所下降，境内居民加大债券资产配置规模，境外机构配置人民币债券量由升转降，反映了美联储激进加息的外溢效应。但是，作为一个具有深度、日益开放的全球化市场，中国债券市场仍将是国际机构多元化资产配置的重要场所。

关键词：美联储加息 外溢效应 中国债券市场

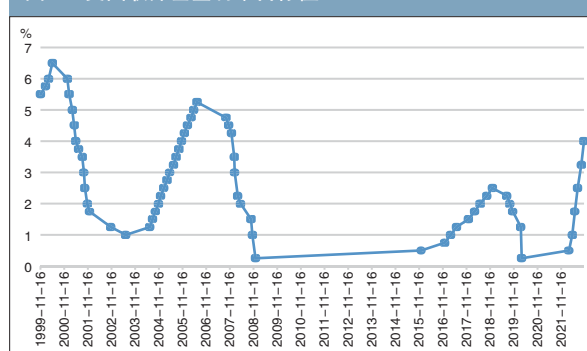
美联储激进加息及对美债市场的影响

全球经济持续受到新冠肺炎疫情冲击，俄乌冲突又让原本脆弱的全球经济雪上加霜，但面对持续升温的通胀，美联储毅然开启货币紧缩的进程。仅从2022年3月中旬至11月初，在不到9个月的时间里，美联储先后6次提高联邦基金利率，而且从6月起的4次加息，每次加息幅度均高达75个基点，完全不同于美联储以往“谨慎有序”的货币政策操作风格。本次激进的加息进程在美联储的货币政策操作史上也是罕见的（见图1）。

美联储提高联邦基金利率的政策举措，带动美国国债、公司债券和其他债务的利率一同攀升。与联邦基金利率关系最密切的1个月期美国国债到期收益率从2022年1月中旬的0.05%左

右升至11月上旬的3.78%左右；10年期美国国债收益率则从年初的1.7%左右升至11月上旬的4.22%左右；穆迪Aaa评级的企业债券收益率在11月初已经升至5.23%左右，较2021年末上升约2.5个百分点；美国5—7年期企业债券收益率

图1 美国联邦基金利率目标值



资料来源：Wind

已从 2021 年末的 2.16% 左右上升至 2022 年 11 月初的 6.1% 左右。总之，美联储的持续加息使得背负沉重债务的美国经济融资成本大幅上升。这令许多人担心美国将会进入新一轮经济衰退。

美联储为何如此激进地加息和紧缩货币？在进行货币政策决策时，美联储最关注的两个影响因素是就业和通胀。目前美国劳动力市场表现十分强劲，失业率在 2020 年 4 月突破 14% 的高位后逐步回落，至 2022 年 11 月已至 3.6% 左右的历史低位，这使得美联储在加息抑制通胀时不必投鼠忌器。从过去美国联邦公开市场委员会的多次声明中可以看出，短期内美联储主要关心的还是高企的通胀率。如 11 月 2 日美联储声明，美国的支出和生产均呈现温和增长态势，失业率处于低位，但通胀率仍在不断上升。为了实现充分就业，并使长期通胀率保持在 2% 的水平，美联储于 11 月 2 日将联邦基金利率的目标值提高到 3.75% ~ 4%。

美联储激进加息搅动全球金融市场

作为全球影响力最大的中央银行，美联储持续激进加息对全球金融市场影响较大。

（一）迫使一些经济体跟随加息

为弥补本地货币与美元之间的利差缺口，全球经济体出现新一轮“加息潮”。特别是本币与美元直接挂钩的经济体，不得不亦步亦趋地跟随美联储的步伐和幅度而加息。比如实行联系汇率制的中国香港，跟随美联储以相同幅度提高香港贴现窗口的基本利率，该利率从 2022 年初的 0.75% 升至 11 月 2 日的 4.25%。全球利率网¹的信息显示，截至 11 月末，已有超过 20 家央行跟随美联储加息，其中包括欧洲央行、英格兰银行、南非央行等。

（二）直接搅动全球外汇市场

美联储高频、大幅的加息行为促使资本回流

美国，助推美元大幅升值，从而带动其他经济体货币进入贬值的通道。

受联邦基金利率持续走高的影响，美国国债收益率上行势头明显，大规模的海外资本纷纷涌入美国国债市场，激发了全球对美元日益强劲的需求，美元币值越发坚挺，汇率持续走强。美国财政部的数据显示，截至 2022 年 8 月末，2022 年美国的国际资本流入规模已高达 11501 亿美元，仅 8 月流入净值就达到 2756 亿美元，9 月国外私人部门对美国证券新增投资就达 1166 亿美元。

此外，美元指数上涨趋势明显，由年初的 95.6536 攀升至 11 月 9 日的 109.6736，升值幅度高达 14.7%。与此相对应，其他国家货币面临着日益加剧的贬值压力。如在日本央行施行“负利率 + 量化质化宽松政策”的影响下，美日利差持续扩大，日元不断贬值。相较 2022 年初，2022 年 11 月 9 日日元对美元汇率跌幅高达 27.2%。此外，欧洲地区饱受能源危机、政治地缘冲突与严峻的滞胀风险等因素影响，在美联储激进加息后，英镑与欧元币值持续走弱，汇率贬值幅度分别达到 15.35% 与 12.1%。新兴市场经济体汇率水平同步承压，但货币贬值压力明显弱于发达经济体，90 多个发展中国家的货币汇率出现了不同程度的下行迹象，其中仅有约三分之一的国家汇率贬值幅度高于 10%。

（三）全球大宗商品价格明显回落

美联储加息主要通过四种方式对大宗商品价格形成负反馈。一是美联储“鹰派”式加息后，美元币值不断走强并维持高位，而全球绝大多数大宗商品均采用美元计价，故同等价值的大宗商品价格呈现迅速大幅下跌态势。二是美联储加息导致全球流动性收紧，尤其是离岸市场美元流动性收缩，这会大幅削弱大宗商品市场中的金融投机行为，从而带动价格逐步回归至由基本面因素决定的均衡水平。三是利率水平持续上行将加剧

经济衰退的风险,抑制企业及居民的消费与投资,需求端受到利空压力进一步压低了大宗商品价格。四是美联储开启此轮加息周期旨在应对持续上行的通胀压力,在此背景下,公众的通胀预期较为稳定,由恶性通胀导致大宗商品溢价的情况消失殆尽。

事实表明,在美联储加息后,全球大宗商品价格呈逐步回调态势。其中,国际原油价格急剧下跌。截至2022年11月9日,美国轻质原油WIT价格为88.91美元/桶,较年初76.08美元/桶下降16.9%。同期英国布伦特原油期货价格下降20.6%。黑色系大宗商品价格普遍下行。截至2022年11月10日,铁矿石、焦炭、煤炭和螺纹钢距年初价格水平分别下降12.0%、14.0%、11.7%和16.2%,降幅均已超10%。此外,自2022年3月美联储大幅加息以来,伦敦铜、伦敦铝和伦敦锡等有色金属类大宗商品价格承压并大幅下行,至11月上旬跌幅分别达17.4%、25.1%和49.1%。随着美联储加息节奏的持续推进,全球大宗商品牛市终结。

(四) 全球金融市场遭受冲击

作为在国际货币体系中据有重要地位的美国,其货币当局政策调整影响着全球经济金融体系。美联储的激进加息政策对全球金融市场产生了较强的外溢性冲击,促使跨国资本回流美国,加剧新兴经济体债务负担。随着加息进程的不断深化,世界各国与美国利差持续扩大,国际资本在逐利性的驱使下,将大规模集聚于美国金融市场,这将导致流动性在全球范围内收紧。国际金融环境恶化,叠加经济与地缘风险及能源危机,其他国家尤其是经济基本面较脆弱的新兴经济体流动性面临不足。而美元持续升值致使这些国家的融资成本不断上升,价格压力和生活成本增加,债务负担日益沉重,容易引发主权债务风险。2022年上半年,30余个新兴国家的债务总额已达99万

亿美元,是其国内生产总值的2.5倍。

此外,美联储加息令全球流动性收紧,股价面临持续下行压力。从2022年初至11月10日,纳斯达克指数、道琼斯指数与标普500指数跌幅分别达34.6%、11.13%与21.8%,如在11月2日,受美联储加息公告等因素影响,上述三类指数跌幅均超1%,其中纳斯达克指数跌幅高达3.36%。

美联储激进加息对中国债券市场的外溢效应

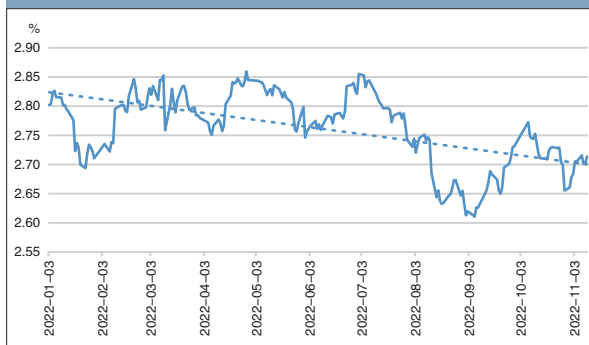
美联储激进加息搅动全球金融市场,对中国金融市场产生外溢效应。其中较为显著的是中美利差反转产生的资产再配置效应。

(一) 债券成为居民避险资产

在美国持续激进加息背景下,我国基于国内情况,为应对疫情影响,稳健的货币政策灵活适度,保持流动性合理充裕,债券市场收益率总体在徘徊中下行。2022年,中国人民银行两次下调中期借贷便利(MLF)利率,带动贷款市场报价利率(LPR)相应下降。中国1年期国债收益率从2022年初的2.25%左右下行至11月上旬的1.75%左右,同期10年期国债收益率由2.8%左右下行至2.7%左右(见图2)。

美联储持续加息对风险相对较高的权益类市场产生较大冲击,基于避险需求,投资者对相对安全的债券类资产的配置需求相对增加。根据上

图2 中国10年期国债收益率走势



资料来源: Wind

上海交通大学上海高级金融学院发布的《中国居民投资理财行为报告》，2022 年我国居民投资比例最大的三类资产分别是银行存款、基金与债券。其中，债券类资产占比为 21%，较 2021 年末的 15% 提高 6 个百分点，一举超越股票成为配置规模位居第三的大类资产。

（二）中美利差倒挂

美联储的激进加息与中国的利率水平的低位徘徊形成合力，促使中美利差（中国 10 年期国债收益率 - 美国 10 年期国债收益率）出现反转。以国债收益率为例，在 2008 年次贷危机发生后，中国 10 年期国债收益率一度超过美国同期限国债收益率。随后，欧洲主权债务危机迫使美国采取进一步量化宽松措施，以及疫情后美联储采取超低利率政策，中美利差逐步扩大，并达到较高水平。而后，随着美国国债收益率的逐渐上升和中国国债收益率的趋势性下行，中美利差逐渐收窄。2022 年，美联储加息和缩表促使美国国债收益率大幅攀升，超过中国国债收益率，逆转了中美利差近 10 年一直为正值走势（见图 3）。

（三）境外机构资产再配置效应显现

在套利机制的驱动作用下，资本具有天然的逐利属性，会由低利率国家转移至高利率国家，

以赚取额外的利差收益。在中国利率高于美国利率时期，境外机构持续增加对中国资产的配置。随着中国债市对外开放不断推进，2022 年 1 月末，境外机构对境内债券持仓规模达到 4.07 万亿元，占比创 3.47% 的历史高位。境外机构对境内人民币债券增持量的变化与中美利差有着极为明显的趋势性正相关关系（见图 4）。

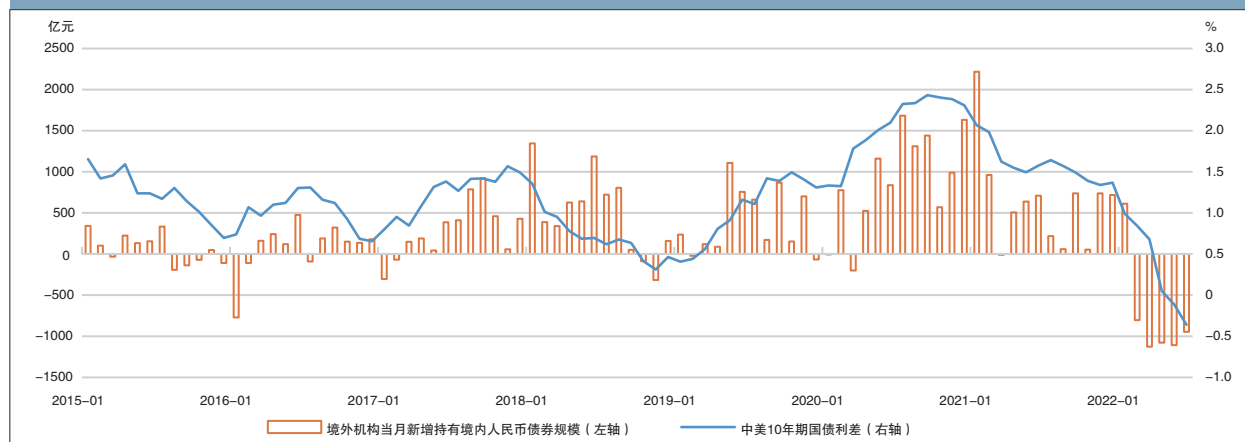
虽然美联储激进加息导致外资从中国债市回流至美国，但由于外资持仓量在中国债市的占比不足 3%，且外资流出净额相对较小，故其影响较为有限。此外，中国仍在坚定、有序地推动金融开放，中国债券市场的基础设施在不断完善，市场在不断深化，债券品种日益丰富，中国债券已

图 3 中国与美国 10 年期国债收益率走势



资料来源：Wind

图 4 境外机构新增持有境内人民币债券规模与中美利差走势



资料来源：Wind

图5 中美利差与人民币汇率走势图



资料来源: Wind

被纳入多个国际债券指数,因此中国债券仍将是境外机构进行全球配置的重要资产。

(四) 人民币汇率与中美利差正相关

美联储的激进加息和中美利差反转给人民币汇率带来短期贬值压力,这是美联储加息带动非美元货币贬值的一部分。在欧元、英镑、日元大幅贬值的国际大气候下,人民币对美元贬值在所难免。如图5所示,人民币对美元即期汇率与中美利差具有很强的正相关关系。中美利差自2022年4月12日出现倒挂后,人民币汇率贬值趋势明显。不过,随着美联储接下来加息步伐的逐渐放缓,人民币所承受的压力将大幅减弱,并在双向波动中实现动态均衡调整。

未来展望

2022年美联储前所未有地激进加息,对全球金融与大宗商品市场产生了极大的影响。尽管境外机构逐步减持人民币债券,国际资本外流有所显现,人民币短期的贬值压力加大,但这并不会改变中国债券市场深化开放的基本趋势。

党的二十大报告指出,加快构建新发展格局,着力推动高质量发展,强调推进高水平对外开放。包括债券市场在内的金融开放,是中国高水平对外开放的重要组成部分,也是进一步推进人民币国际化的制度保障和条件。因此,尽管2022年美联储的激进加息极大地改变了全球利率环境,随着未来疫情对经济冲击的减弱,以及地缘冲击对全球供给侧冲击的减弱,美国上升的通胀率已得到遏制,美联储加息步伐将逐渐放缓。事实上,自11月上旬起,美国1年期国债收益率已大幅高于其10年期国债收益率,这种倒挂的美国利率期限结构表明,美国进一步加息的空间已十分有限。

伴随着中国持续深化的对外开放和美联储加息放缓,中国债券市场仍将是国际资本配置资产的重要场所,人民币汇率也将在不断深化的市场机制下和双向波动中实现动态均衡调整,短期的趋势性贬值压力也将随着美联储加息放缓而极大地减弱。

注:

1. 网址为 www.global-rates.com/en/。

编辑: 李波 廖雯雯 刘颖