



## 美联储退出量化宽松政策的路径及其影响分析

### 要 点

金融研究总监：詹向阳

国际宏观经济研究团队：

樊志刚 马素红 程实 宋玮

王婕 郭可为 罗宁 吕振艳

执笔：王婕

jie.wangcsjr@icbc.com.cn

相关研究：

2013/7/30 《有关美联储计划退出 QE 而引发的市场震荡的几点看法》

2012/8/30 《美联储QE退出计划冲击国际金融市场——2013年8月国际金融市场走势述评》

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供我行内部参阅，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

- 在美国经济持续复苏背景下，美联储将于今年晚些时候着手退出量化宽松政策（QE）基本已成定局，这成为影响今年乃至未来几年全球市场最关键的因素。
- 本报告在简要回顾危机以来所实施的 QE 政策基础上，详细梳理了美联储退出 QE 的可能路径。由于当前美联储的政策天平已明显偏重于促进就业，所以 QE 的退出路径将是逐步的、平缓的，并随经济走势而相机调整。
- 美联储退出量化宽松政策将促使美国收益率曲线呈陡峭化发展，但其国内流动性依然充足。在 QE 可能退出的影响下，国际金融市场近几个月来动荡不断，国际资本大范围撤出新兴市场、回流美国已成趋势，这给新兴经济体带来严重的流动性压力，拖累其经济增长，甚至可能升级为局部货币危机。同时，美国货币政策转向将对其他货币当局产生示范效应，全球货币政策博弈将更趋复杂。但另一方面，如果 QE 退出不改美国经济增长趋势，由此给全球经济复苏带来的正溢出效应将可能超越负面冲击。
- 值得注意的是，QE 退出也会给中国带来一定资本外流的压力，并进一步增大我国外汇储备管理的难度，但总体风险可控，我国应把握机会加快推进金融体制改革。

目 录

一、危机以来美联储量化宽松政策的简要回顾..... 1

二、美联储逐步退出量化宽松政策的路线..... 4

    （一）启动退出QE的时点选择 ..... 4

    （二）退出非常规货币政策的路径 ..... 5

三、美联储退出量化宽松政策的影响..... 7

    （一）美国国债收益率曲线呈陡峭化发展，但市场流动性依然充足..... 7

    （二）QE退出引发国际金融市场动荡，并促使资金回流美国..... 8

    （三）美国货币政策转向将对其他经济体的货币当局产生示范效应，全球货币政策博弈将更趋复杂 ..... 9

    （四）如果QE退出不改美国经济增长趋势，将从长期给全球经济走出低谷带来正溢出效应 ..... 10

    （五）中国也将受到一定冲击，但总体风险可控，应把握机会深化内部金融改革 ..... 11

图目录

图 1 美联储的资产构成..... 2

图 2 CRB指数和美元指数变动趋势..... 11

表目录

表 1 金融危机以来的美联储非常规货币政策..... 2



自美联储首次推出量化宽松政策（QE）至今，历时已近五载，它在助推美国走出危机漩涡方面发挥了重要作用。而今美联储计划逐步停止量化宽松政策的公开表态让已经习惯于享受充裕流动性的市场产生强烈震荡，这成为影响今年乃至未来几年全球市场走向最关键的因素。本报告在简要回顾危机以来所实施的 QE 政策基础上，详细梳理了美联储退出 QE 的可能路径。由于当前美联储的政策天平已明显偏重于促进就业，所以 QE 的退出路径将是逐步的、平缓的，并随经济走势而相机调整。新兴经济体将因 QE 的退出而受到严重冲击，中国所受直接影响虽然有限，但也应保持高度警惕，并应把握机会，深入推进国内金融改革。

### 一、危机以来美联储量化宽松政策的简要回顾

自 2007 年美国次贷危机爆发以来，基于对经济走势的判断，美联储实施了一系列超宽松货币政策来帮助美国摆脱金融危机的困境，并推动经济逐步走向复苏。以三轮量化宽松为代表的非常规货币政策无疑是美联储对抗经济危机中采用的最耀眼的政策工具。在 2008 年 12 月联邦基金利率目标被降至 0-0.25% 的下限后，常规货币政策已处于失效状态，面对经济形势的恶化，美联储不得不转向非常规货币政策。分别于 2009 年 1 月、2010 年 11 月、2011 年 9 月和 2012 年 9 月推出 QE1、QE2、扭转操作和 QE3（见表 1）。

经过三轮量化宽松政策，美联储持有的资产规模显著扩张，从 2008 年末的 2.24 万亿美元增至 2013 年 8 月 14 日的 3.65 万亿美元（见图 1）。如果美联储真如预期在 2014 年中完全停止资产购买，则彼时其总资产规模将达到近 4 万亿美元的水平。与此同时，美联储持有的资产结构也发生明显变化，2008 年末时，国债、机构 MBS 和机构债务三项在美联储总资产中的占比只有 22%，到 2013 年 8 月中旬，三者占比已达到 92%。

表 1 金融危机以来的美联储非常规货币政策

非常规货币政策	时间区间	主要政策内容
QE1	2009 年 1 月 -2010 年 3 月	——购买 2000 亿美元三大住房抵押贷款公司（房利美、房地美和联邦家庭贷款银行）的直接债务； ——购买 1.25 万亿美元由房利美、房地美和政府国民抵押协会担保发行的 MBS； ——购买 3000 亿美元长期国债（上述三者合计 1.75 万亿美元）
QE2	2010 年 11 月 -2011 年 6 月	以每月 750 亿美元的速度购买美国长期国债，总增持量为 6000 亿美元
扭转操作	2011 年 9 月 -2012 年 6 月	——延长持有债券的平均久期，买入总计 4000 亿美元的剩余期限在 6-30 年的长期国债，同时出售等额的剩余期限在 3 年以下的短期国债； ——将到期的机构债券和机构 MBS 的本金继续用于购买机构 MBS
QE3	2012 年 9 月-现在	——以每月 400 亿美元的速度额外购买机构住房抵押贷款支持证券（agency MBS），直至就业市场出现“实质性改善”； ——维持原有扭转操作计划和再投资计划不变，在该计划 2012 年底到期后，于 2013 年 1 月开始每月购买 450 亿美元的长期国债（截至 2013 年 7 月末，总资产购买量约为 7380 亿美元）

资料来源：根据美联储议息会公布的会议纪要整理。

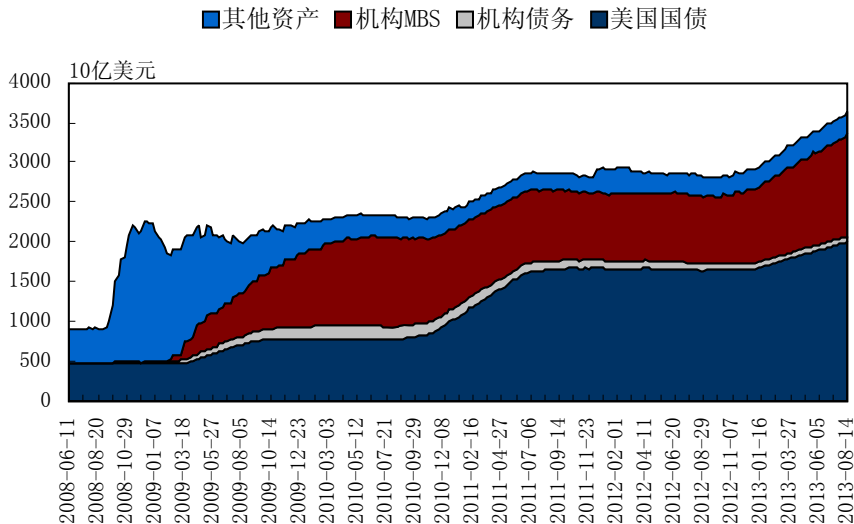


图 1 美联储的资产构成

数据来源：Wind 资讯，Bloomberg，中国工商银行城市金融研究所数据库，除特别注明外，下同。



这一系列非常规货币政策可谓是美联储货币政策史上的创新之举。正如伯南克自己所言：“在这条路上，包括美联储在内的全球发达国家的中央银行都只能摸着石头过河、边做边学，没有太多的历史经验可以借鉴。”美联储大胆推行非常规货币政策最核心的目的在于摆脱流动性陷阱的束缚。在利率降至下限而银行体系信用扩张功能失效的情况下，美联储借助大规模的资产购买行为来绕过银行部门直接向实体经济增加货币供给，达到助推实体经济复苏的目的。具体来看，三轮量化宽松政策在以下几方面作用明显：

第一，大幅度压低了长期利率水平。通过资产购买行为降低市场对未来联邦基金利率水平的预期，从而促使真实长期利率下行，以保护美国国内资产市场（包括股票市场、债券市场等）价格。相关实证研究显示，美联储的资产购买计划，包括扭转操作一起，共拉低10年期国债收益率的80-120个基点。与此同时，量化宽松政策也在一定程度上推动了美国资本市场的繁荣，从2009年初到2013年7月末，美国标准普尔指数共计上涨96.5%，并在今年5月突破了危机前的高点。由此带来的财富效应也促进了私人消费的改善。

第二，通过大规模购买住房抵押贷款公司的债务和MBS，一方面压低房屋抵押贷款利率，另一方面为抵押贷款公司提供资金支持，从而有利于按揭贷款市场进而房地产市场的复苏。

第三，美联储通过大规模资产购买行为向市场发出了积极信号，引导市场预期与其政策意图保持一致，增强了市场信心。

第四，美联储大规模的资产购买行为在美国国内财政赤字急剧扩大、国内金融市场萎缩的背景下，为联邦政府到期债务置换和新债务发行节省了大量利息成本。2008-2012年美联储的总资产额扩张了近2万亿美元，其中三分之二左右为联邦政府债券。美联储的购买行为有效压低了长期国债利率，并替代其他金融机构为财政赤字提供了融资。这种对财政的支持对于维持国内外公众对美国联邦财政体系的信心至关重要，同时在很大程度上帮助美国政府降低了主权债务风险。

## 二、美联储逐步退出量化宽松政策的路线

考虑到当前美国经济整体复苏态势良好，且伯南克将于 2014 年 1 月末结束任期，美联储在今年剩下的几个月中开始着手降低资产购买规模基本已成定局。梳理 QE 实施以来的议息会会议纪要过后，我们认为美联储在如何退出 QE、如何从非常规货币政策过渡到常规货币政策的问题上已确立明确的原则和路线，最核心的原则就是“动态平稳退出、被动缩小资产负债表规模、最小化对经济的负面冲击”。而究竟选择哪个时间点启动退出计划，主要看最近一段时间的经济金融数据。

### （一）启动退出 QE 的时点选择

在 2013 年剩下的几个月中，美联储还将分别在 9、10 和 12 月举行三次议息会，其中 9 和 12 月的议息会后安排有新闻发布会。目前市场上的主流观点是美联储会在 9 月的议息会上宣布逐步退出 QE。近期发布的几个重要经济数据也进一步强化了上述预期，包括美国 7 月零售销售数据连续第四个月上升，8 月第二周的首次申领失业救济人数降至 32 万，为 2007 年 10 月以来的最低，以及 8 月的全美住宅建筑商协会（NAHB）/富国银行住房市场指数上升到 59，显示建筑商信心膨胀。我们的观点与市场主流观点存在一定差异：

首先，我们认为美联储在这三次议息会上都有可能宣布削减 QE，三次会议时间间隔共计相差三个月，无论选择哪个时点都不会产生经济走势上的实质性差异。

其次，9 月未必是最理想的时点。当前美联储最关心三方面的经济数据——就业市场、通胀走势和美国财政政策对经济的负面拖累情况，所以美联储倾向于选择一个这三方面乐观预期都较为明确的时点。上述三个时点最大的不同在于，美国新的财年将在 10 月 1 日开始，当前美国两党围绕财政问题的纷争在不断升温，特别是美国政府最快可能会在 10 月再次触及国债上限，值此当口，美联储需要判断财政紧缩对美国经济复苏的拖累是否能如预期般在下半年减弱，因此更全面的三季度经济数据对美联储做出准确判断至关重要，由此来看 10 月和 12 月会是更稳妥的选择。





第三，美国 7 月 CPI 同比上涨 2%，市场不少声音认为这已趋近美联储设定的长期通胀目标，支撑美联储尽快开始退出 QE。然而，美联储的通胀目标是根据 PCE（个人消费支出）设定的，两个通胀指标虽然走势非常相近，但 PCE 指数的同比增速往往较 CPI 低 0.2-0.5 个百分点，6 月 PCE 仅同比上涨 1.3%。7 月 CPI 涨幅走高预示 PCE 也将进一步走高，但较美联储设定的需收紧货币政策的 2.5% 的通胀上限仍有明显距离。而美联储也特别在 7 月的议息会政策声明中强调通胀率一直低于 2% 的长期目标也会给经济带来风险。所以，当前美国 CPI 的走高是美联储乐于见到的，给美联储制定下一步货币政策创造了空间。

第四，市场很多分析认为由于 10 月的议息会后未设有新闻发布会，所以不适于发布退出 QE 此类重大的政策变动。但追溯前几次量化宽松政策的发布，“扭转操作”就是在一次没设新闻发布会的议息会上推出的，所以 10 月并非是一个不可能的时点。

综上所述，从当前美国经济走势来看，美联储在 9、10、12 月份宣布缩减资产购买规模的可能性都存在，各自的概率分别为 40%、30% 和 30%。

## （二）退出非常规货币政策的路径

美联储早在 2011 年 6 月的议息会纪要中就披露了未来非常规货币政策的退出策略原则。结合今年以来美联储议息会纪要和美联储官员的公开讲话，我们认为美联储倾向于因循以下路径逐步退出非常规货币政策，转而主要通过调整联邦基金目标利率和远期利率指引来实施货币政策。具体每个环节的时点选择和持续情况将取决于经济运行走势和金融市场条件。

**第一步：温和地逐月降低资产购买规模。**目前美联储每月的资产购买规模是 400 亿美元的机构 MBS 和 450 亿美元的长期国债。预计将会逐月平稳地减少购买规模，具体的减持幅度将会根据经济走势和金融市场的波动情况加以调整。根据美联储的初步预期，如果经济走势符合预期，会在 2014 年年中，即利用大概半年的时间逐步停掉新资产的购买。以此估算，第一次宣布的缩减规模可能将在 100 亿美元左右。为了最小化负面冲击，降低抵押贷款利率抬升对房地产市场的负面影响，我们认为最初缩减的对象应是国债。虽然具体缩减节奏取决于经济走

势，但较为明确的是，在美联储完全终止资产购买时，失业率应已降到 7% 以下，通胀率接近 2% 的长期目标。在此阶段，美联储依然会带来新增债券需求，只是新增规模逐步缩小。

**第二步：持有债券到期，不主动出售存量资产。**在停止资产购买后，美联储仍会继续持有已购入的国债和机构证券存量，直至它们到期，同时还将在一定时间内继续将到期证券的收益再投资。预计再投资的标的将主要集中于长期国债，以持续压低长期利率。这意味着在美联储停止购买资产后，其资产负债表规模不会很快收缩，虽然不会再给市场带来新增债券需求，但原有需求规模不会减少。

**第三步：调整远期利率指引，进而上调联邦基金目标利率。**接近于零的联邦基金目标利率和现行远期利率指引在停止资产购买以后仍将继续相当长一段时间。从目前情况来看，为了提供经济持续复苏所需要的宽松货币环境，在失业率降至 6.5% 以下，且以 PCE 衡量的通胀率接近 2.5% 之后，美联储才会考虑加息的必要性。2013 年上半年美国劳动人口和新增非农就业的均值分别为 1.55 亿人和 19.2 万人。预计未来劳动参与率将有所提高，同时新增非农就业有望维持在过去三年的平均水平，因此我们假设未来一年美国的劳动人口将达到 1.58 亿人，月均新增非农就业人数达到 15.5 万人。以此估算，美国失业率要降至 6.5% 至少还需要约 10 个月的时间，也就是最快要到 2014 年中，美联储才会开始考虑是否有必要加息。结合美国通胀走势预期，美联储最早可能在 2015 年上半年提高联邦基金目标利率。自此，美联储将再次回到主要依靠联邦基金目标利率等常规货币政策工具的轨道上来。为了配合收紧货币政策，美联储会借助提高存款准备金利率、定期存款工具、回购协议等来控制回收流动性的期限和节奏。

**第四步：逐步停止到期证券本金的再投资，被动缩减美联储资产负债表。**伯南克在国会听证会上已表示“收缩资产规模不会在加息之前开始”。因此，美联储将可能在首次加息过后着手逐步停掉到期证券本金的再投资，在降低对债券现有需求的同时减少超额存款准备金的水平，被动缩减资产负债表规模。

**第五步：有选择地出售持有的机构证券。**在停止本金再投资以后，美联储可能会根据经济走势需要，开始逐步、平稳地出售持有的机构 MBS，具体节奏将根





据经济形势和金融条件加以调整。整个出售过程将会历时数年，出售结束时，美联储将以持有国债为主，并实现资产负债表的正常化。

### 三、美联储退出量化宽松政策的影响

自2007年美国次贷危机爆发以来，美联储是欧美发达经济体中 fastest 做出反应，并连续推出一系列超宽松货币政策的央行。当下，美联储又是发达经济体中第一个提出退出非常规货币政策的央行，其标志性意义显而易见。历史经验表明，在世界经济复苏基础较弱的情况下，大国货币政策的调整往往会对全球经济和国际金融市场产生重大影响，对此我们应保持高度重视。

#### （一）美国国债收益率曲线呈陡峭化发展，但市场流动性依然充足

美联储逐步停止资产购买行为将会降低市场对长期国债和机构 MBS 的需求，从而抬升美国的实际长期利率，但短期利率在2015年之前仍将继续稳定在目前的超低水平（当前的超低利率指引期限为2015年中），由此导致未来两年内美国国债收益率曲线将会陡峭化。受美联储可能退出 QE 影响，今年5月以来，美国10年期国债收益率大幅蹿升，已突破2.8%的两年以来的高点，涨幅达到67%，但与过去十年的平均收益率3.58%相比仍有明显差距，未来进一步走高的预期依然强烈。同时，由于退 QE 的最终时点尚未确定，国债收益率的波动性增大，经济数据的非预期变动或是美联储官员的某个讲话都会引起国债收益率的大幅波动。

收益率曲线陡峭化将给美国带来以下影响：其一，增加美国政府和企业的融资成本。如前文所述，美联储的购债行动为美国政府节省了大量利息成本，如今退出则会带来反向效应。所幸根据美国财政部公布的最新再融资声明，美国政府的长期市场化债务需求将在今年四季度大幅下降，较去年同期降幅达30%，这为退出 QE 扫除了重要障碍。此外，在长期国债收益率走高的带动下，美国企业债收益率也同步走高，穆迪评级 Aaa 的企业债收益率已从今年5月初的3.64%蹿升到8月19日的4.71%，由此给企业融资形成压力。其二，按揭利率上升会对美国房价涨势和需求增长形成一定抑制，但不会改变房地产市场整体繁荣的大趋势。自今年5月以来，30年期按揭利率已上涨0.9个百分点，这会对购房需求

形成打压，进而抑制房价上涨。但现实情况来看，实际的整体影响并没那么大。一方面，二季度以来房地产市场的各方面数据增长良好，未表现出受利率走高的影响。全美住宅建筑商协会（NAHB）/富国银行住房市场指数持续走高，并在6月达到59这一2005年以来的最高水平，预示建筑商对未来市场充满信心；新屋销售也连续三个月环比正增长，6月达到8.28%。另一方面，陡峭的收益率曲线有助于增加银行净息差，从而增强银行放贷意愿。根据国际清算银行的测算，如果2-10年期的利率上升1个百分点，银行的净息差会增长0.82个百分点。在当前房地产市场复苏态势良好，房贷违约率持续下降的大环境下，净息差的扩大将刺激银行的房贷意愿，贷款可获得性的提高将对冲按揭利率上涨的负面影响。

虽然QE退出会抬升长期利率，但我们不认为美国超宽松的货币环境会在短期内受到影响。首先，自去年9月QE3推出后，美国广义货币供给M2的环比增速保持相对平稳，并未出现明显增加，预计QE的逐步退出亦不会引致货币供给的明显减少。其次，美联储的资产负债表上已积累了天量的超额存款准备金（截至2013年6月末为1.9万亿美元），这为美联储调控货币宽松环境提供了充足的弹药，如果形势需要，美联储完全可以通过降低超额准备金利率来诱使银行将资金注入实体经济。第三，美国银行业的放贷意愿明显回升。去年以来美国银行业贷款余额稳步增长，今年金融机构的中报亦显示坏账损失都已大幅降低，这意味着在经历了过去几年的去杠杆和信用收缩后，美国银行业的信用扩张能力已经恢复。此外，近两次的议息会纪要都显示多数委员都认为资产购买决策和利率政策应当分割开来，区别对待。因此，美联储逐步退出量化宽松的举动会拉升美国的长期资金价格，但短期内不会改变美国国内经济运行中宽松的货币环境。

## （二）QE退出引发国际金融市场动荡，并促使资金回流美国

自今年5月以来，QE退出预期不断强化，加之部分别有用心心的金融机构、国际炒家借此题材大肆炒作，全球金融市场动荡不断。受预期影响，美债遭到抛售，收益率一路上行；美元指数大幅震荡，经历过山车行情，先是从5月初的81.48快速飙升至5月22日的84.35，随后又连续下挫，跌至6月18日的80.61，此后又直线上升至7月9日的84.6，达到过去三年来的高点，而后又震荡下挫



至8月20日80.9；以美元标价的大宗商品价格的波动幅度均较年初显著提升，现货黄金一度跌至1200.67美元/盎司的三年最低水平，两个月的跌幅达到8.2%，此后又震荡反弹至8月20日的1367.23美元/盎司，较之前低点上涨14%。更重要的是，新兴市场遭遇了严重的跨境资金流出，新兴经济体资本市场普遍承压，MSCI新兴市场指数四个月来大跌9%，部分市场遭遇股、债、汇市“三杀”。以巴西和印度为例，5月初至8月20日，巴西雷亚尔和印度卢比分别对美元贬值19.2%和17.5%，同期巴西和印度的十年期国债收益率分别飙升1.89和1.18个百分点，巴西圣保罗证交所指数和印度NIFTY指数分别大跌8.7%和9%。

从全球来看，美联储退出QE给新兴经济体造成的影响明显大于发达经济体。仅国际资本大幅回流美国就将从资本市场、流动性等多个方面给增速普遍放缓的新兴经济体带来压力。导致国际资本撤出新兴市场国家的重要原因在于过去几年中美联储实行的超宽松货币政策使得美元成为重要的套利交易货币。投资者以极低的成本借入美元，然后投资于高利率或高收益的新兴市场国家以赚取高额回报。而现如今美联储退出QE在即，美元真实利率趋于上行、美元汇率走强，套利交易难以为继，加之部分新兴经济体自身也存在严重的结构性问题，促使国际资本撤出新兴经济体，一旦这种预期和趋势形成，则会加剧资本外流的恶性循环，且短期难以出现反转。受此冲击，部分新兴市场经济体不仅在短期内将承受本币兑美元汇率大幅贬值、资产价格骤降、融资成本迅速提升之痛，甚至可能升级为局部货币危机，而且将面临经济增长外部资金助力减少的中长期困境。而过去几年中对外部资金依赖越大、股市上涨越多、资本管制越松的新兴经济体遭遇的打击也就越大。近期印尼和印度市场的惨烈走势恰是佐证。根据IMF的预测，2013年和2014年，流入新兴市场的国际资本恐将同比下降3.04%和5.85%，其中流入新兴股市的国际资本预计将下降27.03%和21.21%。

### **（三）美国货币政策转向将对其他经济体的货币当局产生示范效应，全球货币政策博弈将更趋复杂**

美联储退出量化宽松政策将从两个方面对全球货币政策带来影响。一方面，美联储作为发达经济体中第一个开始进行货币政策转向的货币当局，它的行为具

有强烈的象征意义和示范效应。虽然欧洲和日本的现实条件决定了它们不可能在短期内也收紧货币政策，但美联储的行动依然会给其他发达经济体央行的决策带来影响，全球央行释放流动性的力度将趋减弱。另一方面，当前新兴经济体正普遍经历经济增速放缓过程，美联储退出 QE 将使新兴市场的货币当局面临两难处境，一方面经济减速需要相对宽松的货币政策支持，另一方面低利率政策只会加剧资本外流和本币贬值。正是在这种困局下，巴西、印度等新兴经济体货币当局先后推出了加息政策。可以看出，当前各国货币当局呈现三个方向——主动收紧（如美国）、继续维持宽松（如欧元区和日本）和被动收紧（如部分新兴经济体），而大家所处的经济周期阶段又各有不同，如此显著的政策需求差异将使得国际政策协作的困难有所加大。

#### **（四）如果 QE 退出不改美国经济增长趋势，将从长期给全球经济走出低谷带来正溢出效应**

虽然美联储退出量化宽松政策会令新兴经济体承压，加大全球复苏的不确定性。但同时也应看到，退出非常规货币政策的前提是美国内生经济增长动力的增强，如果美联储在政策退出上操作得当，使得美国经济增长轨迹不因此而发生改变，由此为全球经济复苏带来的正溢出效应将可能超越负面冲击。首先，超宽松货币政策的转向将缓解未来全球市场的通胀压力，并减轻资产泡沫。其次，QE 退出将从趋势上确立美元的强势地位，有利于抑制大宗商品价格的上涨，进而推动全球制造业的复苏。如图 2 所示，危机以来，美元指数的每一次趋势性变动都伴随着追踪 19 种大宗商品行情的 CRB 指数的反向变动。未来，美联储向常规货币政策转变将在几年内完成，预示强势美元的地位将有所巩固，从而抑制大宗商品价格的上涨空间，这虽然不利于俄罗斯、巴西等资源出口型国家收入的增长，但却有利于其他更广泛的资源进口型国家降低成本，加快制造业的复兴。第三，美国经济的持续增长将释放对全球商品的需求，加之强势美元的配合，新兴经济体出口有望得到改善。根据 IMF 在《2013 溢出效应报告》中的情景测算，在 QE 退出+美国经济平稳增长的情境下，世界各国从中获得益处将超过金融条件紧缩带来的冲击（特别是与美国有紧密贸易联系的国家），全球产出将因此额外增长





1%。



图 2 CRB 指数和美元指数变动趋势

#### （五）中国也将受到一定冲击，但总体风险可控，应把握机会深化内部金融改革

量化宽松政策的退出将会通过多种渠道对我国产生一定影响，集中表现在以下几方面：

第一，会给我国带来一定资本外流的压力。衡量资本流动的重要指标——外汇占款在 6-7 月连续两个月环比减少，显示我国也在承受资本外流的压力。外汇占款是我国货币创造的重要途径，当前连续下降的趋势可能会加剧国内的流动性压力。但不同于其他新兴经济体，我国的资本账户尚未完全开放，且近 3.5 万亿美元的外汇储备和较低的外债水平为我国应对此类外部冲击搭建了有利的“防火墙”，因此整体影响有限。5 月以来人民币兑美元保持相对稳定，且小幅升值，同期十年期国债上升 0.55 个百分点，沪深 300 指数下跌 9.5%，整体所受影响轻于多数新兴经济体。值得注意的是，在适应我国经济发展需要的同时还要合理对冲上述流动性压力的现实，也给央行灵活调控货币政策提出了更高的要求。

第二，美债收益率的持续走高，将对我国外汇储备市场估值造成一定影响，并加大我国外汇储备管理的难度。截至 2013 年 6 月末，中国持有的美国国债已



达 1.276 万亿美元，占中国外储总量的 36%。考虑到美债收益率将进入中长期的上升区间，当前的外汇储备结构将面临较大的贬值风险。而如此庞大的外储规模也加大了结构调整的难度，如何多元化资产组合、确保资产安全将是我国外储管理面临的重要挑战。

**第三，为我国深化金融改革创造了较好的空间和条件。**一是人民币升值压力阶段性纾缓，过去五年间，人民币兑美元累计升值超过 10%，未来强势美元的确立有助于改变人民币单边上行的状态，为进一步增强人民币汇率弹性，深化人民币国际化发展创造了条件；二是国际资本回流美国将减少未来“热钱”对我国市场的扰动，加之前期外汇管理政策的全面落实，未来一段时间我国金融市场受海外资金投机炒作的影响减少，为进一步推动利率市场化改革创造了较好的市场空间。

综上，美联储退出非常规货币政策的可能在给我国带来一定冲击的同时，也为深化金融改革创造了有利的空间。但我们不能因此而放松警惕，要知道，印尼、巴西等新兴经济体之所以受冲击最大，根本原因还在于其内部的经济结构失衡以及债务比例过高，而中国当前面临的产能过剩和地方债务高企问题与此也有着类似之处，需要我们尽快修炼“内功”，增强抵御外部侵扰的能力。