

美联储货币政策转向与新兴经济体 风险研判

钟红 赵雪情 邹子昂

摘要: 在 2021 年 9 月议息会议上, 美联储已明确释放 Taper (缩减 QE) 信号, 货币政策转向大势已确立, 最早于 2021 年 11 月启动缩减购债, 2022 年或将开始加息进程。考虑到 2013 年“ 缩减恐慌 (Taper Tantrum) ” 给全球金融市场带来的巨大负面冲击, 本文在美联储货币政策转向预期升温背景下, 分析新兴经济体面临的影响和冲击, 以及对我国的外溢影响, 探讨相关应对方案。

关键词: 货币政策转向 ; Taper ; 新兴经济体

中图分类号: F831 **文献标识码:** A

一、美国本轮宽松周期进入尾声, Taper 在即

(一) 美联储货币政策转向节点将至

第一, 疫情对美国经济影响渐弱。尽管 2021 年 7 月以来, 德尔塔变异毒株感染病例大幅增加, 但美国政府并未重启疫情初期的严格管控与封锁措施, 防控重心放在疫苗研发和推广上。美国疫情形势有所好转, 新冠肺炎疫情死亡率显著下降。截至 2021 年 9 月 8 日, 美国累计死亡人数占累计确诊人

数之比降至 1.64%, 较 2020 年 3 月高峰 7.26% 下降约 78% (见图 1)。同时, 随着疫苗研发与接种进程快速推进, 美国接近实现群体免疫目标, 18 岁以上成年人疫苗接种率 (至少一剂) 达到 75%。疫情对美国社会经济的破坏性总体呈减弱态势。

第二, 美国实体经济逐步修复。一是供给端持续好转。ISM 制造业 PMI 和非制造业 PMI 指数在 2021 年 8 月分别为 59.9 和 61.7 (见图 2)。其中, 制造业 PMI 在 2—8 月连续 7 个月在 59 以上, 非制造业 PMI 在 3—8 月连续 6 个月超过 60, 持续高于荣枯线。二是需求端已接近恢复至疫情前水平。美国居民消费总体延续增长态势。2021 年 4 月以来, 美国私人消费支出、外出就餐人数等多项数据已恢复至疫情前水平 (见图 3), 红皮书商业零售销售环比增长连续 20 周超过 10%, 增长势头迅猛。在此情形下, 美国实际 GDP 增速已由 2021 年第一季度的 0.4% 上行至 2021 年第二季度的 6.5%。美国 2021 年全年经济增速预期得到上调。国际货币基金组织将 2021 年美国实际 GDP 增速预测值由 1 月的 5.1% 上调至 10 月的 6.0% ; 世界银行预测值由 1 月的 3.3% 大幅上调至 7 月的 6.8%。

作者简介: 钟红, 中国银行研究院副院长; 赵雪情、邹子昂, 中国银行研究院。

① 本文是根据作者于 2021 年 9 月 18 日在横琴智慧金融论坛 (2021 年第三季度) 暨中国国际金融学会专题研讨会“全球产业链重塑与琴澳产业金融深度融合”上的主题发言整理而成。

图1 美国新冠肺炎疫情累计死亡与累计确诊人数之比

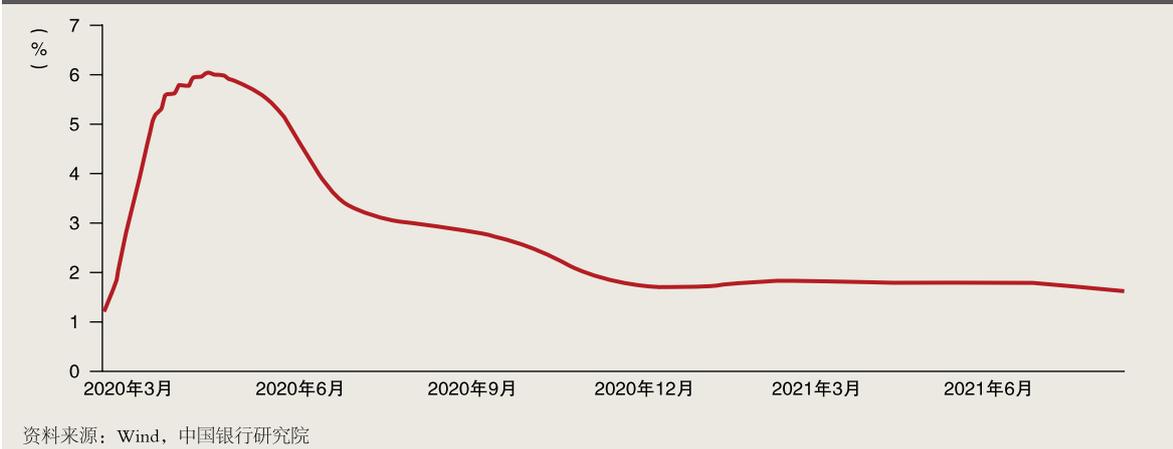


图2 美国ISM制造业和非制造业PMI指数

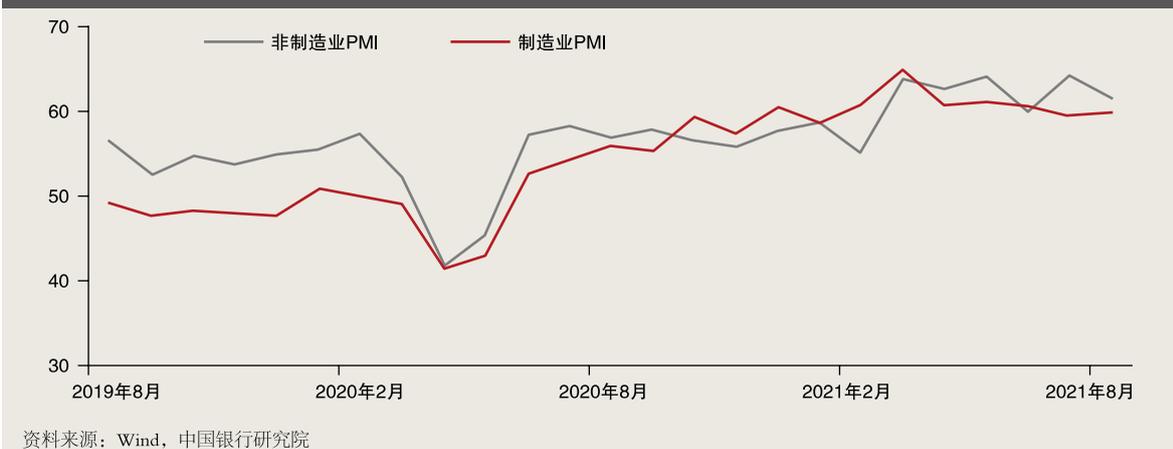
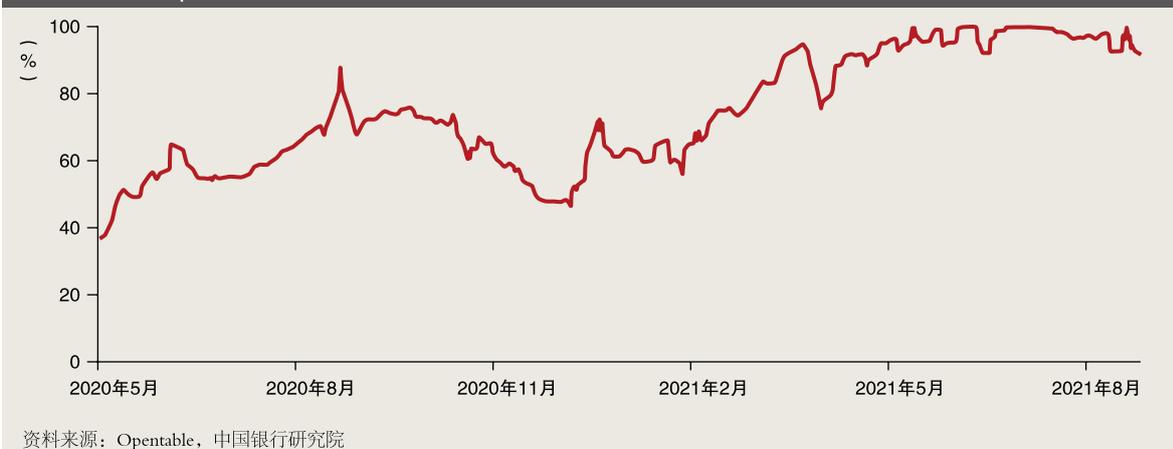


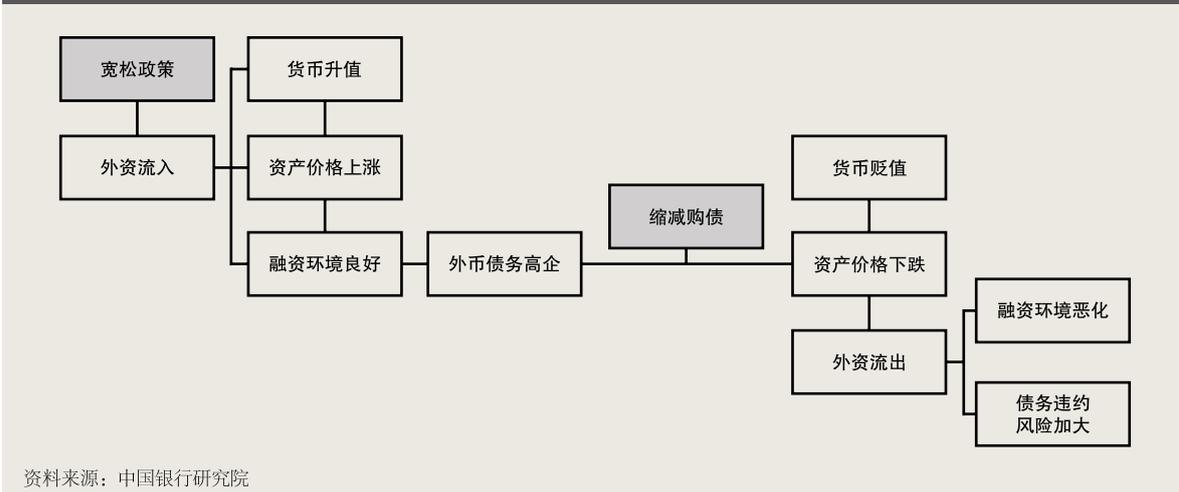
图3 美国Opentable外出就餐数据



第三, 美联储已明确释放 Taper 信号, 并传达了 Taper 大致节奏的指引。2021 年 9 月议息会议声明进一步确认美联储主席鲍威尔在杰克森霍尔会议上的表述“如果经济持续修复, 美联储将在年内启

动 Taper”, 强调“如果经济恢复持续朝着政策目标取得进展, 委员会判断, 可能很快会适度地调整资产购买速度”。鲍威尔在会后新闻发布会上, 对是否满足 Taper 条件、Taper 大致节奏做了明确回应。

图4 新兴经济体“缩减恐慌”风险传播路径



美联储确认启动 Taper 条件接近达成。

（二）美联储货币政策转向操作路径

回顾上一轮货币政策正常化周期，美联储收紧操作历经近七年，总体分为三个阶段。第一阶段，2013年—2014年10月，美联储实施增量缩减，在宽松货币政策基本立场下仍然进行资产购买，但逐渐减少购买规模；第二阶段，2014年11月—2019年7月，美联储开启加息进程，收紧货币政策；第三阶段，2015年12月—2019年7月，美联储实施缩表，调整并缩减资产存量。

本轮美联储货币政策转向与上一轮操作既有共性，也存在一些不同之处。在市场预期引导上，美联储将吸取2013年缩减恐慌的经验教训，进行足够的市场沟通与准备，预计美联储官员将发表讲话、接连“放风”，最终在FOMC会议上正式讨论和宣布。在总体节奏上，美联储已调整政策框架，从价格稳定向充分就业倾斜，紧缩货币政策将是一个相对缓慢的过程。在基本流程上，美联储将按照缩减QE-加息-缩表的基本顺序，部分操作存在交叉重叠。在具体步骤上，缩减QE与加息之间没有关联，美联储将分开予以考虑，加息门槛要高于缩减QE。与此同时，每项紧缩措施的侧重点存在差异，加息对控制通胀的作用更大，缩表对降低流动性的作用更大，美联储将在实际操作中有所权衡。

当前，美联储货币政策转向预期不断升温，但其长期政策走向仍存在不确定性，并面临诸多挑战。

一是通胀的暂时性、局部性论断存在争议，货币政策转向抑制需求，可能加剧滞胀风险；二是贫富差距不断分化，货币政策在结构性问题上不仅捉襟见肘，更容易成为“帮凶”；三是货币政策独立性下降，缩减QE和加息面临财政支出、政府债务等多方面阻力；四是金融资产估值处于历史高位，货币政策转向可能影响金融稳定，进而干扰双目标的真正实现。

二、美联储货币政策转向对新兴经济体影响深远

（一）新兴经济体风险传播路径

2021年2月以来，美联储缩减购债预期导致新兴经济体经历了一定程度的货币贬值与市场震荡，外资流入总体减少，风险暴露程度有所分化。从传播的途径来看，美联储宽松货币政策是造成资产价格回报率超出经济基本面的重要原因。美联储货币政策转向将导致新兴经济体资产价格下挫震荡。投资者出现“缩减恐慌”情绪使新兴经济体投资吸引力减弱，带动货币贬值和资产价格下跌，引发外资流出新兴经济体，流动性紧缩最终导致融资环境趋紧、融资成本升高和债务违约风险加大（见图4）。

① 包含市场沟通与实际实施时间，以下同。

图5 新兴经济体货币指数与美元指数



图6 新兴经济体证券组合投资净流入情况



(二) 本轮货币政策转向预期下新兴经济体主要风险点

第一，货币贬值。在美联储货币政策转向预期上升期间，新兴经济体货币相对美元汇率显著下跌。2021年2月，美国通货膨胀数据飙升，市场对美联储货币政策转向的预期迅速升温，美债长期收益率呈现大幅上升态势，新兴经济体货币快速向下震荡。类似地，2021年6月，美联储在议息会议中表态转向鹰派，新兴经济体货币指数再次下挫（见图5）。

第二，股市与债市下跌。新兴经济体股市和债市已从2021年年初开始提前消化美联储货币政策转向预期。自2021年2月美联储货币政策转向预期升温以来，新兴经济体股市与债市均呈现不同程度的下行态势。股市方面，MSCI新兴经济体股市下跌幅度达11%，而债市方面，彭博巴克莱新兴经济体本币债券ETF下跌幅度达3%。

第三，资本外流风险上升。2021年3月，受

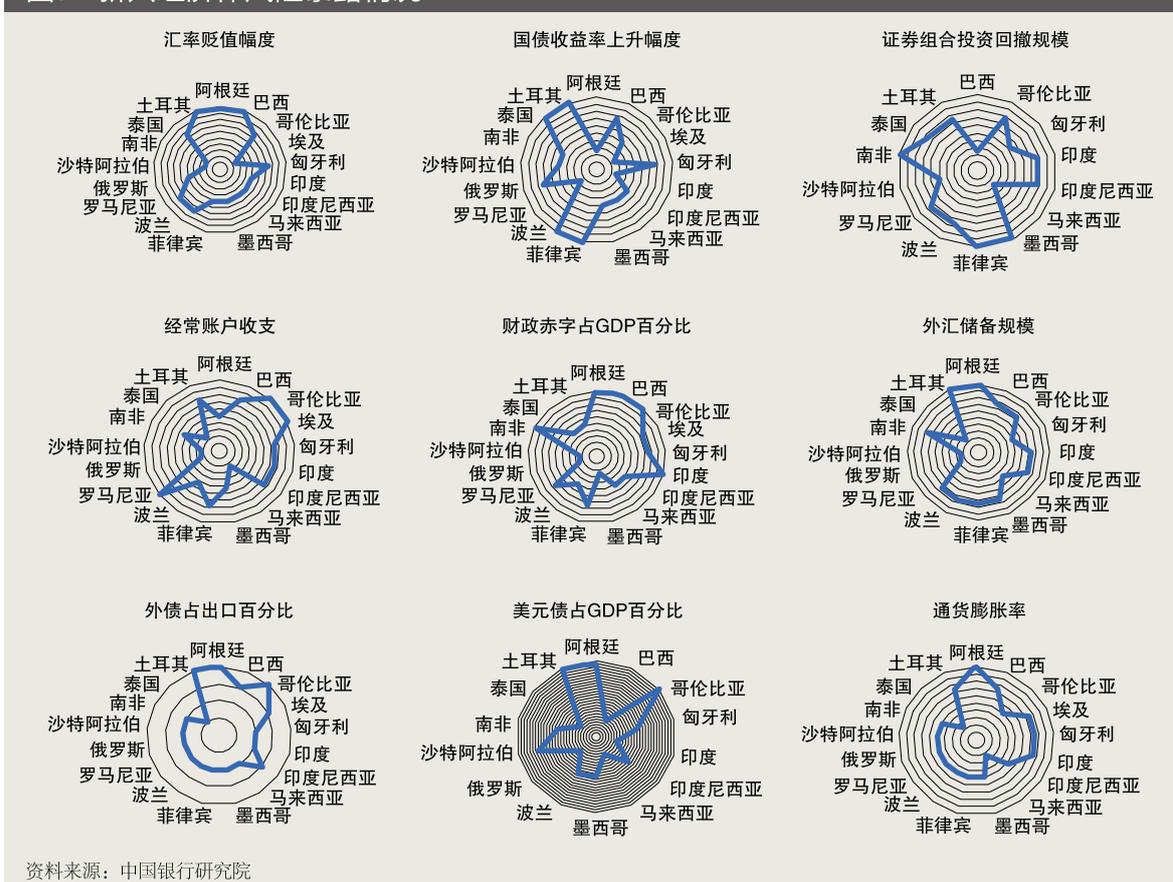
美债收益率以及通货膨胀抬升的影响，新兴经济体出现了短暂的资本外流，当月资本净流出金额达94亿美元；在美联储政策转向预期有所缓和后，资本又再次恢复流入；一旦美联储Taper尘埃落定，新兴经济体资本流动将再次受到冲击。

第四，外债融资压力增大。新兴经济体债券收益率上涨导致融资成本升高，同时，新兴经济体即将到期的美元债在未来两年分别为2599亿美元和3714亿美元。至2027年年底，新兴经济体即将偿还债券总额达17万亿美元，美元债金额达1.8万亿美元。

(三) 新兴经济体风险暴露程度分化

本文根据新兴经济体潜在“缩减恐慌”传播链条所涉及的风险指标，对各个国家给予全面的风险测评。指标选取上，新兴经济体金融风险指标以及与金融风险的相关性包括汇率贬值幅度（+）、国债收益率上升幅度（+）、证券组合投资回撤规模（+）

图7 新兴经济体风险暴露情况



经常账户收支 (-) 财政赤字占 GDP 百分比 (+)
 外汇储备规模 (-) 外债占出口百分比 (+) 美元
 债占 GDP 百分比 (+) 通货膨胀率 (+)

比较新兴经济体指标与整体均值、标准差，根据正负相关关系，进行风险程度赋值，分别为低风险（1分）、中低风险（2分）、中高风险（3分）和高风险（4分）。

综合来看，新兴经济体当中处于风险比较高的第一梯队的国家是土耳其和阿根廷，第二梯队的国家是巴西、哥伦比亚、印度、南非，第三梯队是风险相对较低的国家，包括沙特阿拉伯、马来西亚等。高风险的新兴经济体表现为受国外货币政策等因素冲击影响严重，内部脆弱性凸显（见图7、图8）。

（四）新兴经济体未来趋势情景分析

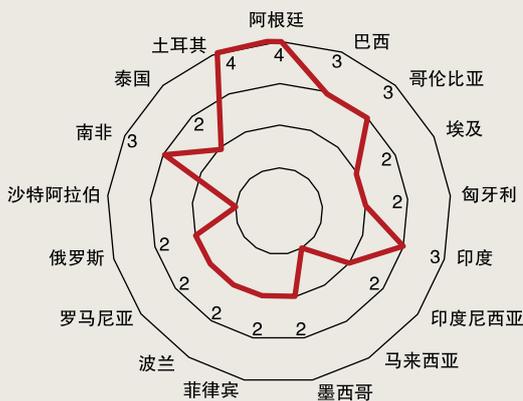
基于以上分析，结合上一轮新兴经济体“缩减恐慌”的历史经验，预计在本轮美联储货币政策转向背景下，新兴经济体或将面临以下情景。

情景一：新兴经济体不会重现“缩减恐慌”。一方面，美联储为避免市场出现错误预判，进行清晰而频繁的沟通，按照缩减购债-加息-缩表的顺序安排货币政策未来走向；另一方面，部分新兴经济体基本面强劲，汲取了2013年“缩减恐慌”经验，对美联储缩减购债提前预判与应对，市场短期震动缓解并可控。这一情景基于美联储对市场预期管理效率较高，并且新兴经济体国家充分汲取了上一轮“缩减恐慌”教训的基础上实现。

情景二 新兴经济体面临比2013年“缩减恐慌”更严峻的态势。如果美联储无法做到2021年年底缩减购债规模，流动性持续宽松和疫情反复导致新兴经济体总体通胀上涨。实体经济、出口贸易、旅游业低迷，新兴经济体将面临比“缩减恐慌”更严峻的结构性问题。这一情景基于德尔塔病毒的影响持续扩大，美国疫苗有效率不及预期的基础上实现。

情景三：部分新兴经济体出现“缩减恐慌”问题。美联储收紧流动性时，个别内部脆弱性凸显的

图8 新兴经济体金融风险国别总风险指数



资料来源：中国银行研究院

新兴经济体财政赤字与外债问题爆发。从国别分析结果来看，土耳其和阿根廷将面临最严峻的金融风险，或导致国内金融危机全面爆发。相对而言，沙特阿拉伯、马来西亚等新兴经济体受美联储缩减购债影响相对温和，出现“缩减恐慌”的概率较低。

三、美国货币政策转向对我国的外溢影响

近期，我国经济呈现稳定复苏态势，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，金融风险得到有效防控。总体上，美国货币政策转向对我国经济金融体系带来的外部冲击有限，但需要重点关注以下四个方面。

第一，人民币从强势周期进入双向波动阶段。人民币汇率作为相对价格，2020年5月以来的强势表现更多源于境内外在疫情防控、经济复苏、货币政策走势以及资产回报率方面的分化。未来一段时期，随着美国货币政策转向，美元流动性泛滥情况有所收敛，美元指数低位反弹，人民币汇率持续升值趋势将显著缓和，双向波动加大，外汇管理政策要“双向流动，促进均衡”。

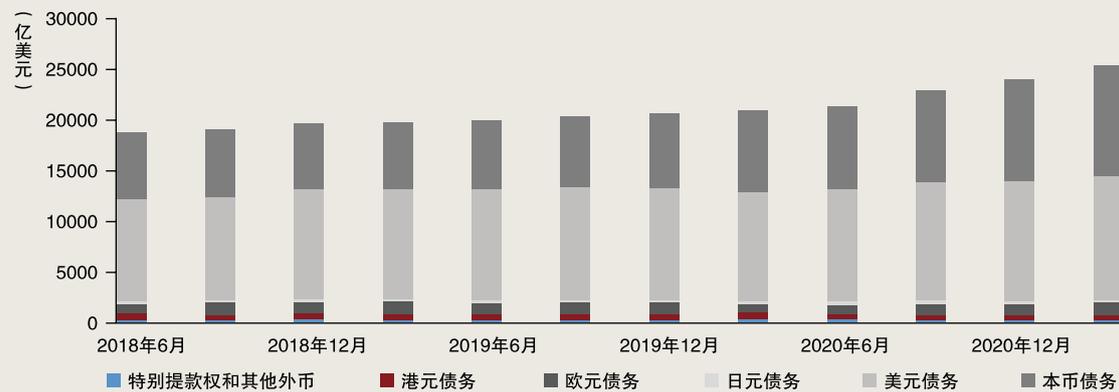
第二，跨境资本流入放缓，甚至转为流出。回顾上一轮美联储货币政策正常化阶段，国内市场主体加快海外资产配置，对美直接投资激增，企业通过提前偿还美元贷款、增加进口预付款比例等手段调整资产负债结构。受此影响，我国连续三年资本净流出，2015年和2016年非储备性质的金融账户

资本净流出规模均超过4100亿美元，外汇储备余额从4万亿美元高点降至3万亿美元左右。疫情以来，我国国际收支总体稳健，证券投资项下大规模资金流入。未来一段时期，国内外周期转换，美联储货币政策转向，资金流入有所放缓，可能出现短期资本外流风险。

第三，外债成本上升，中资美元债市场风险不容忽视。近年来，随着我国深度融入全球市场，资本账户双向开放，外债规模不断扩张。截至2021年第一季度，我国外债余额为2.53万亿美元，其中，约48%的债务以美元计价（见图9）。特别是在中美利率、汇率以及监管等因素影响下，中资美元债市场日趋活跃，并呈现期限短期化、房地产行业为主体、评级两极分化等特征。在国内融资环境收紧、境外融资面临兑付高峰、融资成本上升等背景下，多数发债企业依赖“借新还旧”模式，部分实力较弱的企业资金链将面临较大压力。许多中资美元债持有机构同时也是中资美元债发行主体，各机构之间形成了一条不断叠加的债务链条，面临系统性债务风险。

第四，美国货币政策转向对我国宏观经济各部门的影响存在差异。在投资方面，美联储政策转向导致部分资本回流，增加中资企业融资成本，叠加大国博弈加剧，可能对我国投资及产业发展带来不利影响。在消费方面，美联储货币政策转向致使进口商品价格上升，一定程度抑制居民消费，但美元走强带动大宗商品价格相对回落，将部分减轻输入性通胀压力。在出口方面，美联储政策转向意味着美国经济恢复较好，其需求将拉动我国外贸增长，

图9 中国外债规模及币种结构



资料来源: 国家外汇管理局

总体影响偏正面。

四、我国应对建议

面对美国货币政策转向风险,我国要积极防范与应对,平衡好内外部发展之间的关系。

第一,保持宏观政策连续性、稳定性,为经济持续恢复提供必要支持力度。货币政策要保持定力,灵活精准、合理适度,坚持“以我为主”的思路,确保货币、社会融资增量维持在一定规模,为企业提供足够的融资支持。考虑适时通过结构性货币政策工具,为金融机构提供人民币流动性支持,缓解人民币资金约束。维持再贷款、再贴现等政策稳定性,加大对涉农、小微、民营企业的资金支持力度,压实两项直达实体经济货币政策工具的作用。

第二,持续推动经济高质量发展,提高自身应对外部风险的能力。我国要继续提高国内产业竞争力,既要防止产业空心化,又要促进产业高端化。加快与亚太、东北亚、欧盟等地区相关国家的经贸谈判,构建更牢固的东亚“三角贸易”生产链和更紧密的亚太产业链,加快在新型制造、人工智能、医疗技术、5G等科技领域的合作。加快培育国内庞大需求市场,进一步推动市场准入负面清单制度的完善和落实,加快形成统一透明、规范有序的市场环境。

第三,完善宏观审慎政策框架,夯实抵御风险的根基。进一步完善宏观审慎政策框架,提高逆周期调节能力,及时丰富政策工具储备,保证金融市场平稳运行,防范资产价格泡沫以及国际投机资本

追涨杀跌。加强短期资本流动监测与管理,强化对跨境资本流动规模、动机和流向的跟踪监测,重点关注企业、银行等主体涉外业务。树立风险中性理念,完善金融市场建设,丰富风险管理工具,进一步加强投资者教育与保护。

第四,注重预期引导与管理,推进人民币外汇市场建设。在外汇管理上,更加注重预期引导与管理,放松对外贸易与长期投资交易限制,丰富实需内涵,有效满足市场主体套期保值与风险管理需求。丰富外汇交易产品与设施,推出外汇期货,打造开放、有竞争力的外汇交易中心,完善做市商制度,提高外汇市场流动性。

参考文献:

- [1] 谭小芬、殷无弦、戴鞞. 美国量化宽松政策的退出公告对新兴经济体的影响[J]. 国际金融研究, 2016 (7): 18-32
- [2] 吴立元、赵扶扬、王钊、龚六堂. 美国货币政策溢出效应、中国资产价格波动与资本账户管理[J]. 金融研究, 2021 (7): 77-94
- [3] 尤阳、马理、何云. 以邻为壑: 为什么“吃亏”的总是发展中国家——美国货币政策转向的差异化溢出效应与风险防范研究[J]. 金融经济研究, 2020 (4): 3-18
- [4] 钟红、刘家琳. 疫情冲击下新兴经济体跨境资本流动特征及趋势[J]. 债券, 2021 (1): 15-20
- [5] 邹子昂、赵雪情. 警惕美国货币政策转向的外溢效应[J]. 国际金融, 2021 (7): 57-60

(责任编辑:冯天真)