



全球加息周期与中国降息： 原因及影响



疫情后全球经济增长有别、通胀普遍，全球加息周期启动。疫情反复和政策差异导致全球复苏错位，中美引领全球复苏，其他发达市场和新兴市场复苏较慢。全球正在经历极端天气、能源转型、疫情导致的供应链瓶颈，出现了罕见的高通胀。一方面，全球货币宽松，带动大宗商品价格大涨，提振资源出口国贸易。另一方面，供需错配带动中下游商品价格涨价，通胀预期在资源国、生产国、需求国不断发酵。2021年11月，经合组织成员整体CPI达到5.8%，是1996年以来的新高，而G7发达经济体通胀更是创1982年以来的新高。2021年四季度，美联储加息预期开始发酵，全球已有超过30个经济体央行开始加息，新兴市场资本外流风险加剧，俄罗斯、巴西、墨西哥等经济对外依赖度高的国家连续多次加息。

（一）美国：通胀高、就业强、疫情可控驱动加息

2022年开年以来，市场对2021年12月美联储政策转向的担忧进一步升温。从Taper提速、加息提前，甚至到缩表预期，美联储一系列的政策工具的组合拳，同时被市场预期所计入。2022年市场对美联储开启加息周期已不再有疑问，而美联储何时加息几次加息，或成为金融市场博弈的焦点。

究其原因，美联储收紧的驱动力来自于通胀高、就业强、疫情可控三大方面。

持续的通胀预期是推动美联储加息预期的第一大驱动力。美联储关注的11月个人消费支出价格指数PCE同比5.7%，12月CPI同比7%，均

创 1982 年 6 月以来新高。而美国 CPI 权重最高的住房租金 CP 同比 12 月升至 4.2%，推动美国核心 CPI 同比升至 5.5%。2022 年 1 月，原油需求在疫情下仍具有韧性，库存紧张、供不应求推动原油价格触及近七年新高，加剧了通胀压力。若能源、房租等涨价压力持续，通胀高企将迫使美联储提前加息。

接近充分就业是推动美联储加息预期的第二大驱动力。12 月美国失业率降至 3.9%，为疫情暴发以来的最低值，已经十分接近美联储预测值 3.5%，2022 年实现充分就业的前景进一步强化。12 月 ADP 全国就业指数显示，此前持续修复偏慢的服务业就业大幅提升，可能表明近期 Omicron 疫情蔓延对就业的拖累有限。放眼 2022 全年，充分就业是在增长复苏的重要支撑，将转化为美联储坚定加息的动力。

工资上涨引发了工资-通胀螺旋担忧，更加强化加息预期。美国劳工部的 JOLTS 数据显示，职位空缺数在历史高位运行，劳动力市场的供不应求，短期会加剧工资导致的通胀压力，美联储加息势在必行。12 月非农就业时薪季调环比 0.6%，仍处于年内的高点，不仅反映出劳动力市场摩擦，还进一步加强了市场的通胀预期。分结构看，服务业招工紧张是推动工资上涨的来源。12 月服务生产类行业的时薪环比 0.7%，创疫情以来新高，特别是商业服务、教育和医疗服务类的工资上涨加快。

疫情对经济的影响缓解，是推动美联储加息预期的第三大驱动力。美国冬季疫情还在加快传播，但本轮疫情尚未对医疗体系造成明显冲击。

2021年12月以来 Omicron 病毒在欧美地区快速传播，圣诞和新年假期相关的人员流动和聚集，进一步扩大了病毒的传播范围。美国全国日均新增新冠确诊病例远远超过前两轮疫情峰值，美国日均新增确诊的全球占比上升至 30%。但本轮疫情 Omicron 病毒的致病率和致死率相对较低，近期美国新冠肺炎的住院率和死亡率不升反降。临床研究数据也显示，Omicron 病毒感染者的住院比例和死亡比例均大幅低于 Delta 病毒感染者。按照目前的传播速度和防疫政策，美国有望在一季度实现对 Omicron 病毒的群体免疫。在没有致病性更强变种病毒的情况下，经济活动和生活逐步回归正常，疫情对货币政策收紧的干扰或不足为虑。

(二) 其他发达经济体：英国、挪威、韩国央行加息控通胀，欧、日央行按下不表

伴随通胀压力问题日益严峻，发达经济体央行的加息路径逐渐清晰。2008年金融危机后，很多发达经济体央行逐渐改变了既有的通胀单一目标，新增了金融稳定等多目标体系。作为全球经济“金丝雀”的韩国，兼顾通胀和金融稳定，2021年8月开始率先加息至 0.75%，并于 11 月和 1 月继续加息两次至 1.25%。韩国作为外向型经济体，不仅需要对抗国内通胀和防范资产价格泡沫，还需要保证国际收支稳定、降低跨境资本流出风险。而英国、挪威央行仍采用的是通胀稳定的单一目标制。挪威央行 2021 年 9 月、12 月加息两次，英国央行于 2021 年 12 月加息一次，都是由于通胀接近 5%，持续高于 2% 的政策目标。

欧央行受到财政可持续性、金融稳定、经济偏弱三方面制约，货币政策加息节奏偏慢。欧央行特殊性在于要综合考虑单一货币区内部各国的财政差异，未来加息需要综合考虑财政可持续性和金融稳定因素。首先，希腊、意大利、葡萄牙等南欧国家的政府负债率在疫情后攀升，政府融资依赖欧央行的量化宽松，若欧央行终止宽松并加息，将增加这些国家的利息负担，导致财政压力大增。其次，若政府主权债务评级下调，类似欧债危机期间，可能引发大规模国债抛售，从而威胁金融稳定。再次，欧元区本轮经济复苏强度弱于美国。疫情后欧元区财政刺激主要针对企业保就业，而非直接补贴居民，对需求的刺激效应不及美国。德国工业生产受到供给的制约较强，2021年四季度GDP陷入衰退，从而拖累货币政策滞后。如果欧元区2022年供应侧有明显改善，可能加快短期经济动能，欧央行将加快缩减购债规模。

日央行受制于需求不足、低通胀，货币政策加息节奏偏慢。日本央行维持超宽松政策，根源是需求不足。长期以来，日本人口负增长，老龄化率全球第一，经济增长停滞，消费意愿低迷，CPI长期处于通缩，远低于其2%的目标。2021年日本通胀抬升也有限，一是需求弱使得日本价格粘性高，企业在消费品领域议价能力较低，供给瓶颈已经导致日本PPI-CPI剪刀差持续扩大，但PPI向CPI传导不足。二是服务业低迷，进口能源价格高企带动商品消费CPI同比已经突破3%，但日本CPI篮子里权重超40%的服务CPI为负值，持续拖累通胀。但是，2022年日本通胀存在超预期的可能：一是日本财政支出扩大，岸田政府上任后力推日本史上最大规模财

政刺激，有助于带动内需，通胀上行；二是通信服务对 CPI 的拖累将缓解，2021 年 4 月手机话费大幅降价导致通信服务同比大幅负增长，2022 年通信服务的一次性因素对 CPI 同比的影响消退后，服务 CPI 将恢复正增长。长期来看，通胀中枢将从低位逐步抬升，也将加快日本央行退出量化宽松，并试探性讨论加息。

展望 2022 年，发达经济体央行加息周期或有差异。部分国家央行选择全力抗击通胀，则另一部分将专注于经济增长。高通胀对全球生产、消费信心产生负面作用。加息一定程度应可削弱需求，但无助于解决当前供给瓶颈引发的通胀。疫情不断反复，全球供应链问题短期难以缓解，未来通胀难以回归低位。美联储料 3 月启动首次加息；英国、挪威、加拿大可能加快加息进度；欧洲央行和日本央行，维持低利率按兵不动以保住经济增长，但是下半年或将加快退出宽松政策。

（三）新兴经济体：复苏不充分，加息防风险

2021 年四季度以来，随着美联储开始退出宽松，经济对外依赖度高的新兴经济体加快推动加息，意图不仅要对抗输入性通胀风险，还要防范资本外流、汇率贬值、外债等金融风险。从历史上来看，在美元加息和缩表过程中，全球风险偏好下降，新兴市场容易出现恐慌，资金从新兴市场流出，股票、债券、外汇市场均受到冲击。

一是新兴市场经济复苏弱，面临输入性通胀压力。新兴市场疫苗接种偏慢，政策刺激力度不及发达市场，疫情给新兴经济体带来的疤痕效应更

加明显，多数新兴经济体难以恢复疫情前趋势增长。疫情后东亚、东南亚地区新兴经济体依靠外需积累了贸易顺差，但是拉美地区新兴经济体普遍贸易逆差严重，在大宗商品周期中面临较大的输入性通胀压力。2021年，G20经济体中，俄罗斯、巴西、墨西哥、阿根廷等新兴市场均已抢跑开启加息进程，应对输入性通胀压力。未来发达经济体政策退出，新兴市场经济体复苏。

二是新兴经济体迎接美元强周期，面临本币贬值风险。美元加息预期推动美元强周期，2021年美元呈现出阶段性走强，多数新兴市场货币都出现了大幅贬值，资本大量外流，本国货币迅速贬值。新兴市场央行一方面抛售美国国债获取美元，以干预汇率市场、稳定本币；另一方面加息减缓资本外流，对冲美国货币政策的溢出效应。

三是新兴经济体外债高，面临的金融风险大。新兴经济体多依赖于海外融资，疫情冲击导致新兴经济体外债占GDP比重达32.6%，2020年较2019年提升2个百分点，特别是欧洲、拉美新兴经济体外债提升幅度更高。外债主要由国际金融机构参与，国债市场持有者结构中，秘鲁、阿根廷、墨西哥等拉美地区新兴市场的外资占比很高。2008年金融危机后，多数新兴市场的海外投资者占比均有所提升，新兴市场国债对全球波动的敏感性提升，资本外流、汇率贬值带来的不确定更大，央行将被迫加息防风险。

展望2022年，新兴市场整体风险更大、分化更加严重，货币政策在保障经济复苏与防风险之间艰难权衡。一是对外融资需求高、贸易和财政

双赤字的新兴市场，受到美国加息周期外溢效应的冲击加大，股债汇金融风险提升，加息将更加密集。二是通胀水平稳定、贸易顺差高的新兴经济体面临的压力相对较小，货币政策空间较大，谋定而后动，马来西亚、印尼等东南亚经济体 2022 年大概率将跟随美国加息。

(四) 中国：经济周期错位，货币政策“以我为主”

尽管美国收紧预期的担忧愈演愈烈，中国货币政策坚持“稳字当头、以我为主”，中美货币政策错位，根本在于经济周期的错位。中国选择稳增长、美国选择抗通胀，无论中美政策诉求差异如何，出发点都在考虑经济形势的变化。

实际上，疫情以来，中美货币政策已经经历了两阶段错位。中国得益于疫情防控全球领先，经济率先复苏，并率先实现货币政策正常化转向。

第一阶段背离开始于 2020 年 7 月，中美“一紧一松”。中国经济快速恢复，人民银行重新定调货币政策重新回归中性。而此时美国经济陷入技术性衰退，仍在加码财政货币宽松计划。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_36706

