



管涛：本轮全球货币大放水对新兴市场资本流动的影响分析





要点

在新冠肺炎疫情的冲击下，美国、欧元区、日本等国家和地区纷纷采取了超级宽松货币政策，央行资产负债表大幅扩张。参照 2008 年金融危机的经验，这被认为会造成全球流动性泛滥，新兴市场或重现资本回流压力。然而，事实并非如此。本文分析了新兴市场总体未遭遇大规模资本流入的三个现象，并探讨了其背后可能的四个主要原因。

2020 年年初，新冠肺炎疫情突然暴发并演变成为全球大流行。以美联储为代表的主要央行纷纷采取了史无前例的货币刺激政策，以应对疫情造成的经济大衰退、金融大动荡的严重冲击（刘东，2021）。

2020年，美联储两次紧急降息到零并实施无限量化宽松，全年总资产规模扩张3.20万亿美元，而在2008年危机后实施三轮量化宽松政策的六年中（2009—2014年），美联储总计才扩表2.39万亿美元；美联储总资产规模与名义GDP之比上升了15.8个百分点，而上次危机后六年才上升10.5个百分点。相比之下，此次欧洲央行与日本银行也不遑多让，在维持负利率不变的同时，2020年，其总资产与名义GDP之比分别上升22.5和28.2个百分点，超过美联储的扩表速度（见图1）。参照2008年金融危机的经验，这被认为会造成全球流动性泛滥，新兴市场或重现资本回流压力。然而，事实并非如此。



一、三维度显示迄今新兴市场总体并未出现过大规模资本流入

第一，从全球外汇储备变动看，本轮危机以来增加有限。据国际货币基金组织（IMF）的统计，上次危机三轮量化宽松之后的2009年年初至2014年年底，全球外汇储备增加4.26万亿美元，年均增加7100亿美元。

其中，已披露币种构成的全球美元储备增加 1.75 万亿美元，年均增加 2911 亿美元，占已披露币种构成外汇储备新增额的 67%。

而这次危机发生后，到 2021 年 3 月末，全球外汇储备余额达到 12.57 万亿美元，较 2019 年年底增加 7436 亿美元，年均增加 5948 亿美元，较 2009—2014 年年均增加额少增 16%。其中，已披露币种构成的全球美元储备增加 2653 亿美元，年均增加 2122 亿美元，较 2009—2014 年年均增加额少增 27%，占到已披露币种构成外汇储备新增额的 40%（见图 2）。



第二，从国际收支口径看，发达国家为资本内流而新兴经济体为资本外流。2020 年，发达国家经常项目顺差 1758 亿美元，较上年增长 49%；储备资产（剔除含估值影响，下同）增加 3035 亿美元，增长 3.58 倍；资本项目（含净误差与遗漏，下同）由上年逆差 2759 亿美元转为顺差 1277 亿美元。

相比之下，2009—2014年，经常项目顺差年均715亿美元，储备资产年均增加2896亿美元，资本项目年均顺差2180亿美元（见图3）。同期，新兴经济体经常项目顺差1962亿美元，较上年增长2.76倍；储备资产增加854亿美元，减少50%，资本项目由上年顺差1189亿美元转为逆差1107亿美元。而2009—2014年，经常项目顺差年均2614亿美元，储备资产年均增加5298亿美元，资本项目顺差年均2684亿美元（见图4）。

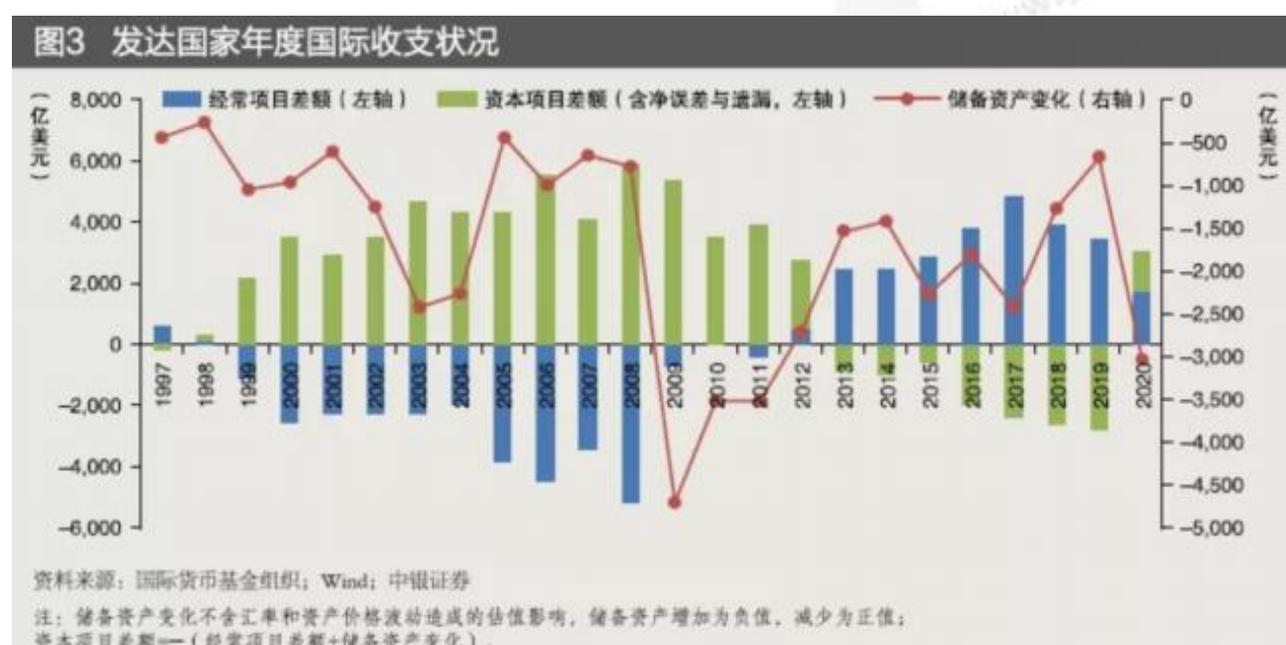


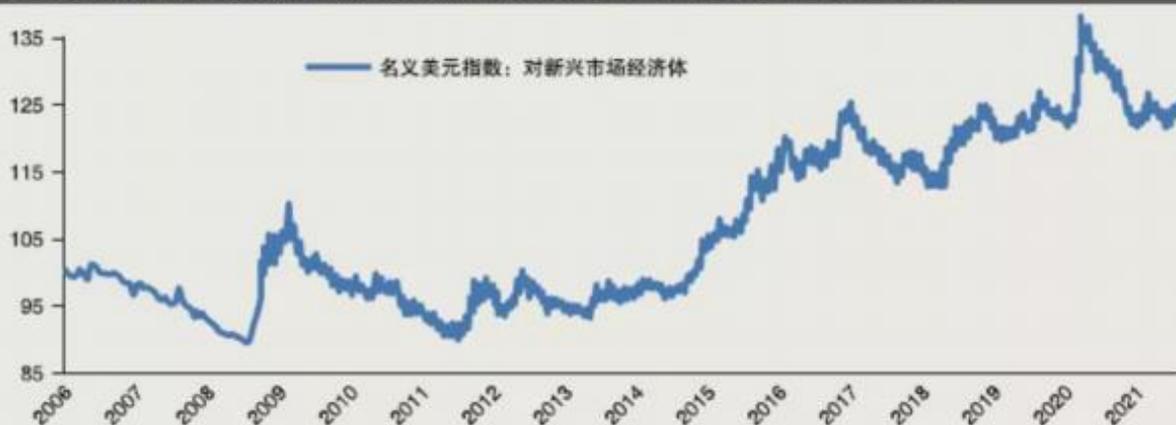
图4 新兴市场和发展中国家年度国际收支状况



第三，从美联储编制的美元指数看，疫情暴发以来新兴市场货币总体走弱。到2021年8月底，对新兴经济体的名义美元指数虽然较2020年3月底的高点下跌10.0%，却较2019年年底仍升值1.7%（见图5）。这主要是因为2020年年初以来，美元兑人民币、兑中国台湾新台币等亚洲货币虽有所走弱，但兑阿根廷比索、巴西雷亚尔、土耳其里拉、俄罗斯卢布等货币却大幅走强。

由双边汇率变动看，韩元、新加坡元和马来西亚林吉特在2020年较为强势，但到2021年有所回调，抹去了2020年的所有涨幅；印度卢比虽然走势偏弱，但印度央行2020年年初至2021年3月底累计新增外汇储备1419亿美元。因此，如果要评估新兴市场面临的资本流动压力，应该是亚洲新兴市场面临资本流入（陈卫东等，2021），而其他新兴市场遭遇资本外流（见表1）。

图5 美联储编制的对新兴市场货币名义美元指数（2006年1月=100）



资料来源：美联储；Wind；中银证券

表1 美元兑部分新兴市场货币汇率变动

	2018年	2019年	2020年	2021年前8个月	2020年年初至2021年6月底
巴西雷亚尔	17.2%	3.6%	29.2%	0.0%	29.3%
中国人民币	5.7%	1.3%	-6.3%	-0.8%	-7.0%
印度卢比	9.0%	2.6%	2.3%	0.6%	3.0%
马来西亚林吉特	2.1%	-0.9%	-1.8%	4.2%	2.3%
墨西哥比索	0.0%	-3.9%	5.5%	1.6%	7.1%
新加坡元	1.9%	-1.3%	-1.7%	1.8%	0.1%
南非兰特	16.2%	-2.8%	4.8%	0.5%	5.4%
韩国韩元	4.3%	3.8%	-6.0%	7.0%	0.6%
中国台湾新台币	3.3%	-2.3%	-6.1%	-0.7%	-6.8%
泰国泰铢	-0.8%	-7.9%	0.9%	8.4%	9.4%
土耳其里拉	38.1%	12.9%	23.6%	13.9%	40.7%
俄罗斯卢布	20.6%	-10.9%	19.3%	0.2%	19.5%
阿根廷比索	101.4%	58.4%	40.5%	15.9%	62.9%

资料来源：美联储；土耳其央行；俄罗斯央行；阿根廷央行；Wind；中银证券

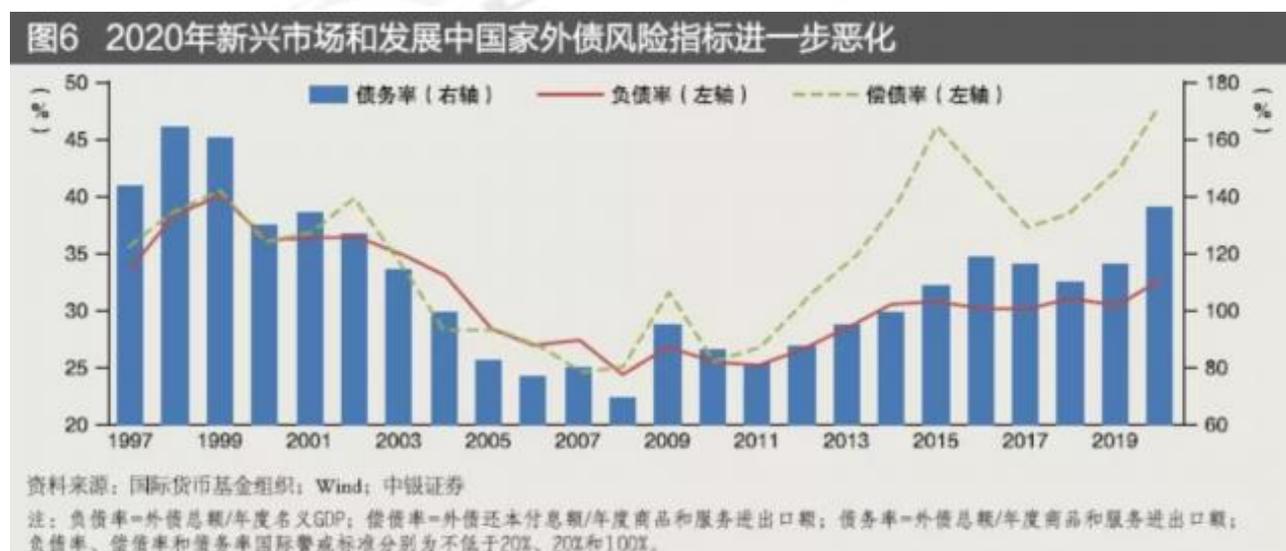
注：除土耳其里拉、俄罗斯卢布和阿根廷比索外，美元兑其他货币汇率数据均来自美联储；根据直接标价法，正值代表该种货币兑美元贬值，负值代表升值。

二、四因素导致发达经济体宽松货币政策对新兴市场的影响不及预期

第一，这次疫情对新兴市场和发展中国家负面影响更大。这些国家和地区一方面基础医疗体系薄弱，疫苗接种率较低，防疫能力落后，经济重启较慢；另一方面，经济金融体系脆弱，政策空间较小，供给缺乏弹性。此外，大部分新兴经济体商品和服务出口创汇品种单一，受全球经济停摆、人员交往停滞的冲击较大。2020年，新兴经济体外债总额温和增长5.1%，

较 2009—2013 年平均增速低了 7.1 个百分点，较 2016—2019 年低了 1.0 个百分点。但由于商品和服务出口及经济负增长，同期新兴经济体的债务率、负债率和偿债率分别上升了 19.9、2.2 和 6.1 个百分点（见图 6）。

2021 年 4 月底，IMF 调高了 2021 年全球经济增长的预测值，但表示发达国家经济修复要快于除中国以外的其他新兴经济体。7 月底，IMF 再次上调了 2021 年发达国家经济增长预测值，却下调了新兴经济体经济增长预测值，同时指出，全球经济复苏的断层扩大。



第二，对外部门强劲的亚洲新兴经济体汇率政策更加灵活。相对而言，

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_28342

