



管涛：美联储紧缩令新兴市场感受寒意，但中国不一样



意见领袖 | 管涛（中银证券全球首席经济学家）

新兴市场和发展中国家在债务、汇率敞口和对外部门方面的脆弱性使其非常惧怕美联储紧缩，但是，并非所有国家都会受到相同的影响。



2021年5月，巴西东南部小城赛拉纳的一家口罩生产企业。美联储紧缩及引发的潜在金融动荡，给新兴经济体带来一定的压力。

美联储紧缩：新兴市场感受寒意，但中国不一样

疫情以来的大部分时间里，美联储一直用“暂时性”通胀来搪塞外界对其的紧缩呼吁。直到通胀数据爆表、劳动力市场异常紧俏和通胀预期节节攀升，美联储不得不抛弃“暂时性”通胀措辞，并在2022年首次议息会议后发表“鹰派”宣言：不排除每次议息会议都加息的可能，需要大规

模缩表。即便大家知道货币洪水早晚会退去，但是新兴市场国家总会遭受更多的“伤害”。新年伊始，国际货币基金组织（IMF）就再次提示新兴市场和发展中国家做好应对美联储紧缩的准备。不过，中国属于“特殊”的新兴经济体，有能力兼顾美联储紧缩和国内稳增长。

美联储加息时点已较为落后

美联储的利率决策函数遵循泰勒规则，主要目标是物价稳定和就业最大化。新冠疫情暴发初期，美联储迅速降息至零区间，同时实施无限量宽。为进一步强化宽松预期，美联储采用了“平均通胀目标”的新型货币政策框架，即允许通胀在一段时间内超过 2% 通胀目标，这直接导致了加息时点会晚于传统泰勒规则的测算结果。货币洪水泛滥的结果，要么是通胀快速升温，要么是资产价格居高不下，要么是二者兼而有之。其在 2020 年主要表现为美股暴涨和房价飙升，去年 4 月份以来则表现为通胀持续“爆表”。最新公布的美国 CPI 和 PCE 通胀增速均创下近 40 年的新高，彻底吓坏了美国国会和白宫。

美国劳动市场的紧俏让美联储再也坐不住了。如果说超低利率环境是通胀滋生的土壤，那么薪资增长是通胀成长的养分。而且，薪资增长会让通胀更具韧性。非农数据显示，今年 1 月美国劳工小时薪资同比增速达到 5.7%，创近 20 年来新高。尤其是，历史级别的高离职率和用工紧张使得劳工薪资谈判更具优势。快速上升的通胀也会成为劳工要求涨薪的绝佳理由，两者形成“工资—价格”的螺旋式上涨。虽然现在距离 1970 年代的

恶性通胀仍有距离，但是居民通胀预期已经显著高于疫情前水平，1 年期和 5 年期通胀预期均大幅高于美联储目标值 2%。美联储绝对不会让通胀预期脱锚，出现预期和价格自我实现的通胀现象。

美联储的经济前景预期完全指向紧缩路径。去年 12 月公布的美联储经济前景预期显示，未来三年美国失业率（3.5%）均低于国会预算局估计的美国潜在失业率，实现所谓的就业最大化；2022 年 GDP 增速仍高于潜在增速；PCE 通胀可能在 2024 年才会接近美联储目标值。现实也确实如此，虽然今年 1 月份非农失业率小幅上升至 4.0%，但是依然低于潜在失业率，劳动参与率则显著上升至 62.2%，说明刺激政策退出和紧俏的劳动市场在吸引美国劳工重返就业市场，就业市场存在过热风险。因而，控制通胀成为美联储当务之急。市场预计今年美联储加息 4 次以上，最快三季度开始缩表。美东时间 2022 年 2 月 10 日美国 1 月份 CPI 数据发布后，市场认为 3 月份加息 50 个基点的概率超过了 75%。

新兴经济体对美联储紧缩不得不防

新兴市场和发展中国家在债务、汇率敞口和对外部门方面的脆弱性使其非常惧怕美联储紧缩。但是，并非所有国家都会受到相同的影响。而且，部分新兴经济体已经提前加息以应对即将到来的美联储加息。据 Central Bank News 网站统计，若不算津巴布韦，自去年年初以来，33 个发展中国家累计加息 84.55 个百分点。只不过因历史成绩糟糕，IMF 依然警告新兴经济体需要作好抉择，加息可能抑制经济复苏和加重债务负担，不加息

就得承受“异常”的资本流出。

新冠疫情暴发以来，新兴经济体的宏观杠杆率升幅高于发达国家。疫情初期，新兴经济体缺乏足够的金融资源支持经济正常运行；有疫苗之后，新兴经济体又无法自主建立免疫屏障，推动经济活动正常化，这也导致新兴经济体经济复苏晚于发达国家。根据 BIS 统计数据显示，截至 2021 年二季度，新兴经济体非金融部门杠杆率较 2019 年底上升 30.2 个百分点至 231.9%，高于发达国家的 26.5 个百分点。

此外，新兴经济体对外部门的韧性有所加强。发达国家的物资短缺和不生产，加上大宗商品价格暴涨，直接让新兴经济体的出口贸易赚得盆满钵满。据联合国贸发会（UNCTAD）和世界银行数据显示，2020 年新兴经济体经常账户盈余占 GDP 比值较 2019 年上升 0.7 个百分点至 1.3%，即便剔除中国的超强出口后也是显著上升。而巴西一直处于经常账户赤字状态，加上国内高通胀，提前加息也是情有可原。另外，外汇储备消耗可能也是个别国家提前加息的原因之一。根据 IMF 数据显示，2020 年巴西、南非和土耳其的外汇储备均较 2019 年有不同程度的下降，而俄罗斯和泰

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_37319

