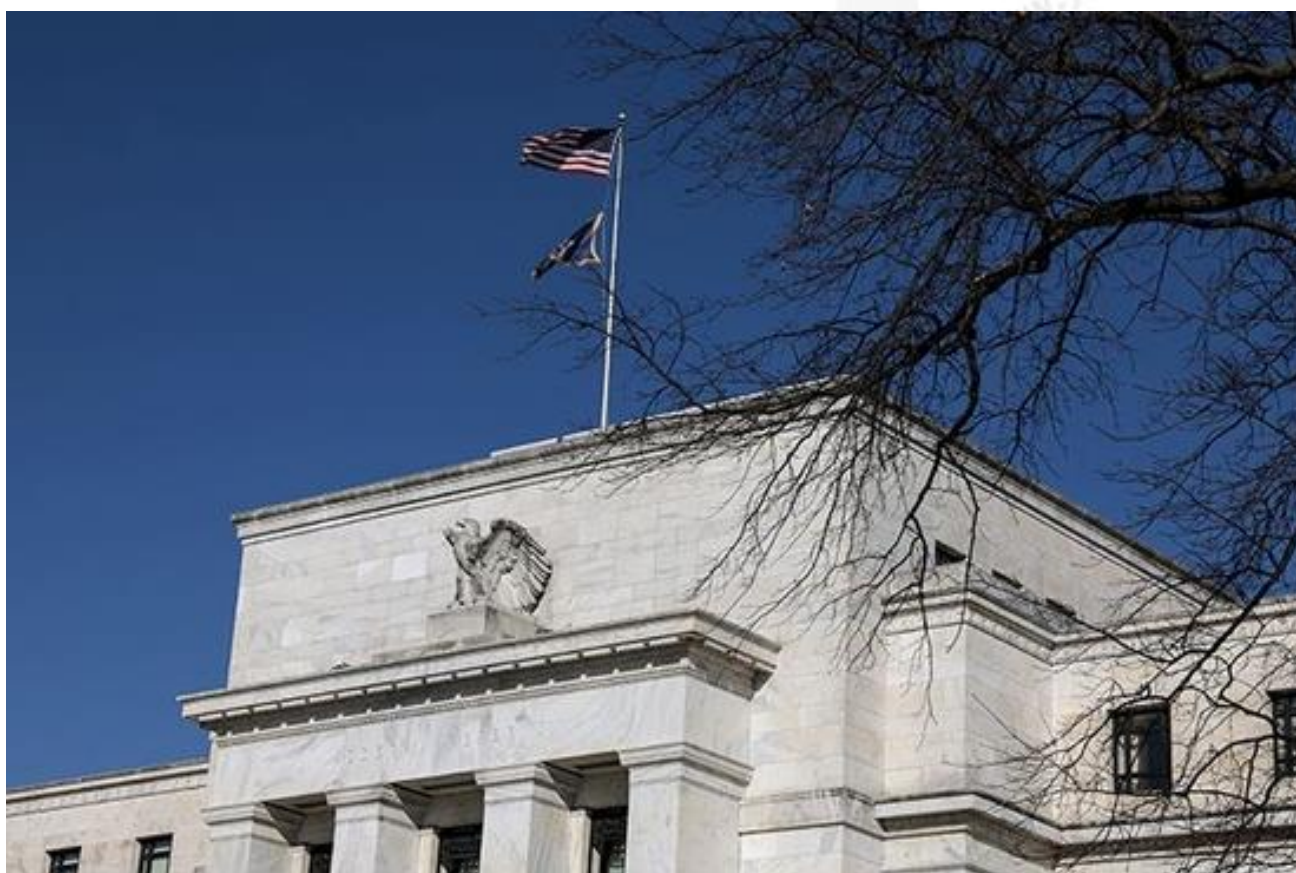




李迅雷：为何美联储收紧货币让新兴经济体更受伤



本周美联储议息会议决定上调联邦基金目标利率 0.5 个百分点，同时决定从 6 月份起缩表。这意味着美联储的货币政策已经全面收紧。收紧货币通常意味着经济增速放缓，因为利率上行，投资和消费意愿下降。但从历史数据看，美联储收紧货币不仅让美国经济降速，债市、股市和楼市经受考验，而且会给新兴经济体带来更多伤害。本文分析这轮加息-缩表周期对中国和其他新兴经济体的经济与资本市场带来怎样的影响。



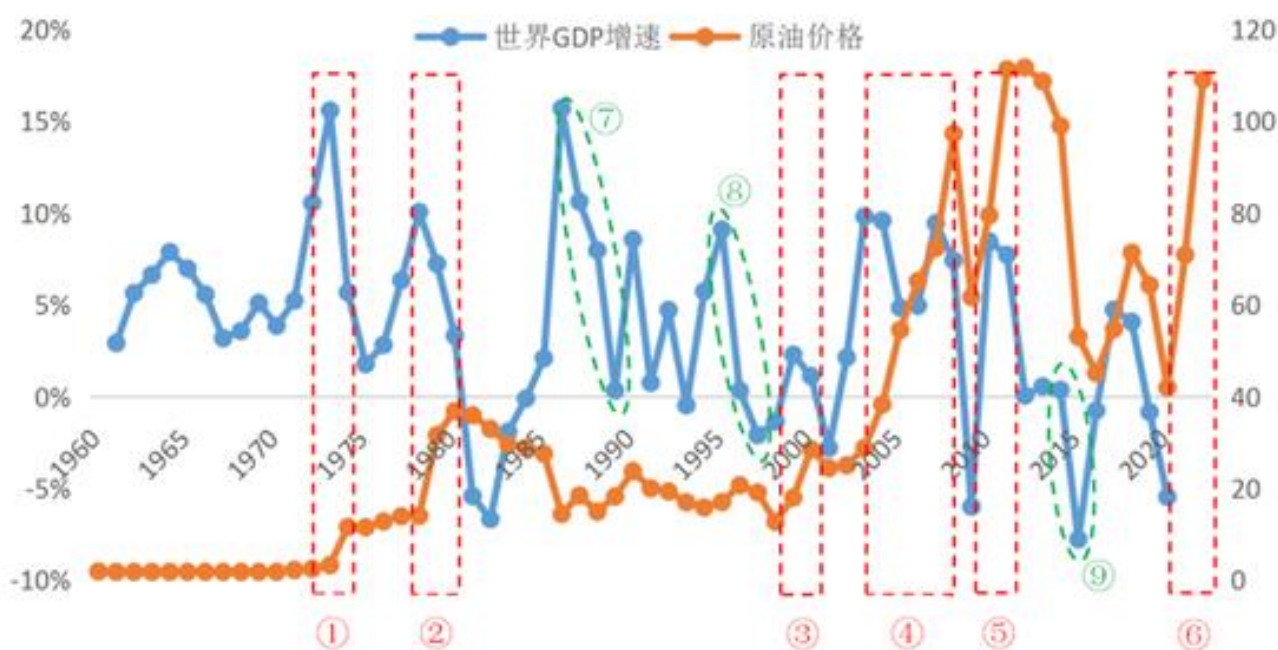
从历史数据看——

原油价格大幅上涨加剧经济衰退风险

当前全球经济都受到高油价带来的高通胀困扰，这也是美联储开始加息-缩表的原因。回顾历史，发现油价大幅上涨容易导致全球经济增速下行。

从 1960 年以来，原油价格涨幅超过 100% 的情形出现过六次。而每次油价大涨的背景和直接原因皆有不同：第一次（1970-1974 年）和第二次（1978-1980 年）与中东出现了战争和地缘政治事件有关；第三次（1998-2000 年）主要是因为亚洲金融风暴后发生后，油价从低位快速反弹；第四次（2003-2008 年）属于全球经济持续快速发展并出现过热，引发需求大增；第五次（2009-2012 年）与美国次贷危机后推出 QE 政策和
中国大规模基建刺激政策有关。

六次原油价格上涨导致全球 GDP 增速下行



来源：WIND，中泰证券研究所

从前面五次原油大涨来看，虽然其直接原因各不相同，但油价大涨后都出现了全球经济增速大幅下滑。

原油价格涨幅超100%时对应全球经济增长变化

区间	油价涨幅	世界GDP增速的变化
① 1970-1974年	543%	从1973年的15.6%下降到1975年的1.8%
② 1978-1980年	163%	从1978年的10%下降到1982年的-6.7%
③ 1998-2000年	124%	从1999年的2.3%下降到2001年的-2.8%
④ 2003-2008年	350%	从2007年的9.4%下降到2009年的-6%
⑤ 2009-2012年	225%	从2010年的8.4%下降到2012年的0附近
⑥ 2020年-现在	220%	?

来源：WIND，中泰证券研究所

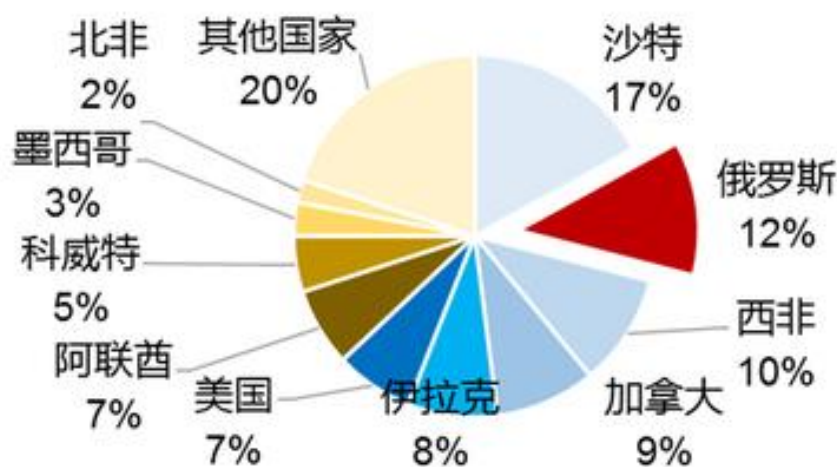
那么，为何为什么原油价格波动对全球经济的影响如此之大呢？首先，原油作为最重要的工业原材料，且直接影响各类运输成本，与实体经济的各个环节都关系紧密。

其次，原油作为最重要的能源，能反映全球经济的总需求。同时，原油价格的涨幅又能反映总成本和物价的上涨压力。油价大幅上涨引起的成本和物价上涨会抑制有效需求和引起货币政策收紧。因此，原油上涨往往代表着总体需求在扩张，而在上涨周期的尾声，油价开始滞涨甚至掉头时，往往意味着总需求收缩和经济下行周期的开启。

第三，原油更贴近实体经济，其对反映经济的“晴雨表”功能更为直接，而股票指数可能更多是货币放水和资产泡沫的晴雨表。

从这轮原油价格持续上涨背后的原因看，前期受疫情影响导致的供给不足，中期受美国等西方国家经济强刺激影响，进一步加剧了供需矛盾，如今由于俄乌冲突的持续化，导致原油价格进一步走高。因为俄罗斯是全球原油的第二大出口国。

全球原油主要出口国家及比重 (%)



从美国今年一季度的季调环比年化的 GDP 增速看，已经出现了-1.4% 的增长，同时 CPI 又维持在 8%以上的高位。为了打压通胀，美联储今年第二次加息 0.5 个百分点，同时准备从六月份开始缩表，这引发了人们对经济衰退的担忧，欧美股市持续走弱，其中纳斯达克指数连续五周下跌，创了最近十多年来下跌时间最长的纪录。

从我国公布的一季度数据看，也明显存在经济下行压力。例如，我国一季度的 GDP 增速为 4.8%，尽管好于预期，但与美国的一季度 GDP 同比 4.3%已经很接近，其中消费和房地产的数据均不乐观。从以往历史看，在全球经济衰退之时，中国经济往往一枝独秀，而这轮与以往显著不同。中国经济增速不再像过去那样，是美国的两倍以上。

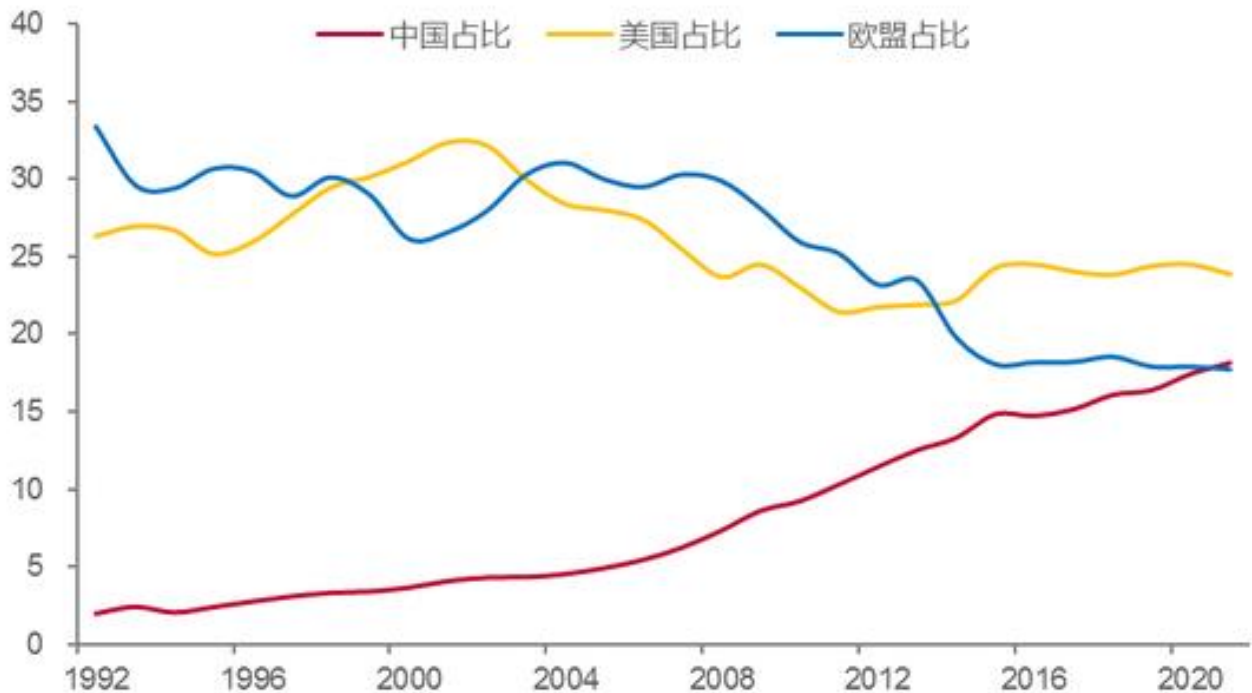
总体上看——

新兴经济体仍处全球从属地位

按 GDP 总量排序，全球前十的国家中，只有中国和印度属于新兴经济体，其他八国均属于人均 GDP 超过 3 万美元的发达经济体。但印度主要是因为人口基数大，GDP 的规模大约只有中国的五分之一。如果按 2021 年的全球 GDP 数据，中国、欧盟的 GDP 分别占全球的 18%左右，而美国则超过 24%，三大经济体占全球的 GDP 比重超过 60%。

因此，二战结束至今，除中国之外的新兴经济体在全球的影响力，总体看没有显著提高，除了亚洲四小龙崛起之外，其他新兴经济体的地位总体提高不多。其中中国在改革开放后的崛起，成为改变世界经济格局的主要因素。例如，60 年前（1962 年），美国 GDP 在全球的份额为 39%，而中国只有 3%，如今，中国 GDP 在全球的份额提高了 15 个百分点，而美国则下降了 15 个百分点。

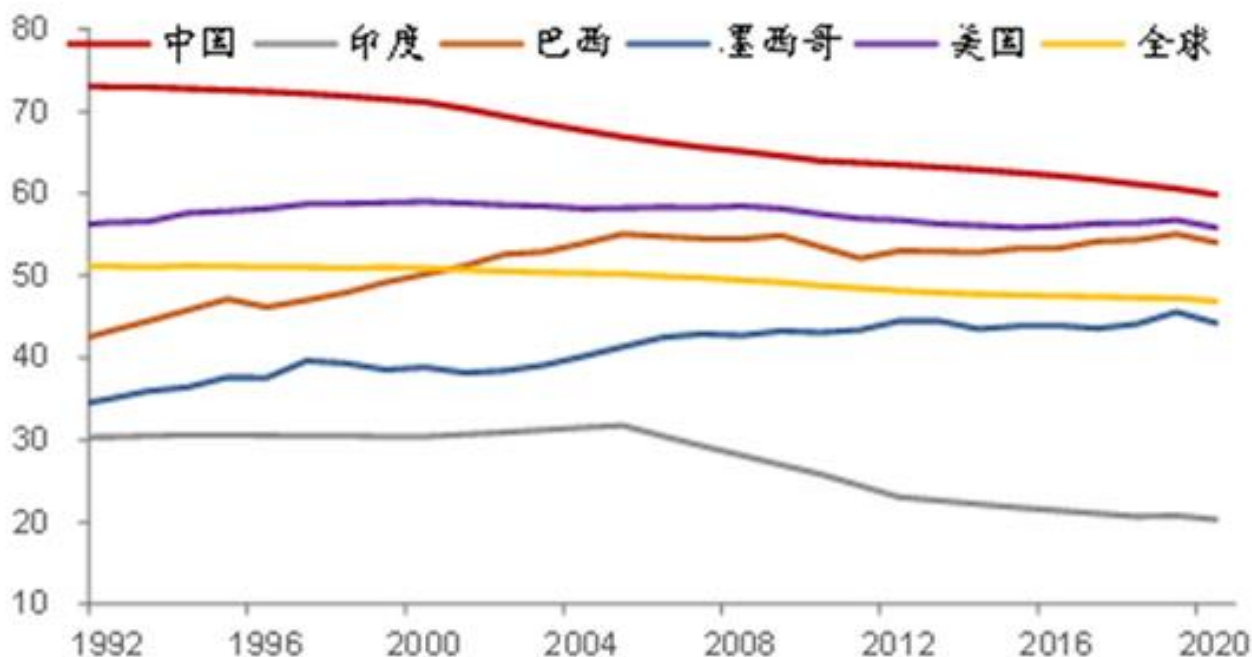
美国、欧盟、中国 GDP 占全球份额变化



从全球产业链的架构看，发达经济体大多处在产业链的高端，中国则处在中低端，其他新兴经济体则多处在低端。这就决定了大部分新兴经济体都处在全球分工的不利地位，其经济不仅体量较小，而且也没有形成自身健全的产业体系。要么是作为上游资源品的供给方，受全球经济周期的影响比较大；要么依附于西方国家的产业链中，从事加工业，可替代性较强。

例如，印度的劳动力的平均年龄大约比中国小十岁，理论上比中国更具有人口红利，但为何就业人口数量低于中国呢？核心原因是劳动参与率过低，尤其是女性参与率更低，如下图。这说明，绝大部分新兴经济体之所以从二战至今都难以崛起，除了美欧的霸权地位难以撼动之外，还与本土传统文化、宗教等价值观有关。

全球 15 岁以上女性劳动参与率比较 (%)



由于这些新兴经济体与发达国家有较大的依赖性，美国货币政策放松或收紧，都会对这些国家带来很大影响。例如，在 1986-1989 年、1995-1998 年和 2014-2015 年这三个时期，都是美国以外的国家增速明显下滑，尤其是中国除外新兴经济体，而美国经济增速较高且较稳定。

进一步分析，可以发现新兴经济体这三次经济走弱都发生在美国收紧货币的时候。

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_41407

