



大公国际：美元加息周期对新兴市场和发展中经济体货币政策调整及债务风险的影响分析

刘金贺 | 技术研究部（研究院） | liujinhe@dagongcredit.com

2022年10月31日

在疫情和地缘政治冲突等多重因素的共同作用下，当前包括美国在内的不少经济体都面临着通胀和衰退的双重威胁。美联储为应对国内的通货膨胀步入快速加息周期。鉴于美元在国际结算和储备中的主导地位，美联储货币政策对全球经济和金融市场产生巨大扰动，很多国家尤其是新兴市场的货币政策也面临着被动调整的压力。此外，由于各国政府近两年为应对疫情采取了宽松的货币政策和财政救助，加之近期全球能源和粮食价格的攀升，在加剧国内通胀局势的同时也使政府、企业和家庭的债务迅速积累。今年以来美联储的连续加息，使美元对全球其他主要经济体的货币快速升值。由于庞大欧洲美元市场¹的存在，美元加息刺激了全球资本的跨境流动，并对其他非美经济体央行的货币政策和政府债务产生巨大影响。对新兴市场和发展中经济体（EMDEs）而言，汇率贬值、被动加息及债务高企等因素叠加货币紧缩周期全球经济的下行压力，不但加剧了其国内金融和债务风险，而且限制了其货币和财政政策的调整空间。

从通胀趋势和就业市场表现等指标看，短期内美联储加息的方向不会改变。而基于美联储持续加息的前景上判断，美元持续强势仍将延续较长时间。主要的经济指标显示，支持美联储持续加息的因素仍在积累，预计美联储11月份和12月份会继续维持前几轮加息的力度。从劳动市场的表现来看，10月初美国劳工部公布的数据显示9月份美国国内就业市场改善，具体的数据上，9月份失业率3.5%，低于预期的3.7%，也低于8月份的3.7%；同时平均时薪稳步上升，9月平均每小时工资同比增5%。一般正常情况下就业数据的改善是经济复苏的良性标志。但在目前通胀依然高企的情况下，就业市场改善及工资上涨也意味着美联储进一步强化其加息抑制通胀的决心。对投资者而言，表现良好的经济数据加大了11月份美联储继续加息75个基点的可能性，因而反成了利空的消息，这也部分解释了为什么就业数据出炉后美国股市出现了大幅下挫。而从物价指标来看，美国9月CPI同比8.2%，剔除食品和能源后的核心CPI同比6.6%，双双高于市

¹欧洲美元市场是经营欧洲美元买卖、借贷等业务的市场。它随欧洲美元的出现而形成和发展。20世纪60年代后，随着其他境外货币的出现，该市场扩展为欧洲货币市场，其贸易中心延伸到欧洲、亚洲和美洲的一些地区，但仍习惯上称之为欧洲美元市场。该市场在国际信贷与贸易活动中起着重要作用，但同时又是冲击资本主义国民经济、触发美元危机、传播通货膨胀和加剧国际金融动荡的重要因素。



市场预期,其中后者同比更是重新回到了 40 年的高位,反映了本轮通胀的顽固性。而从美联储决策时更看重的美国商务部经济分析局 (BEA) 所编制的个人消费成本价格指数 (PCE) 上, 尽管该指数同 CPI 篮子中商品和服务的权重有所差异, 两者反映出了一致的价格走势。数据表明美联储前几次加息并没有遏制住通胀的势头, 从而增大了美联储年内最后两个月继续大幅加息的可能, 全年联邦基准利率上限有望触及 4.5% 左右的水平。

持续加息虽是目前控制通胀有效和直接的方式, 但同时也加大了经济衰退的风险和联邦政府债务的付息压力。综合目前各种因素的考虑, 继续维持加息节奏和力度对美国自身而言是更好的选择。从不利的方面看, 加息对美国自身经济的负面冲击也在逐步显现, 美国评级机构惠誉 (Fitch Ratings) 在其近期发布的报告中, 调低了美国今明两年的经济增长预测, 并对美联储加息有可能使美国经济陷入 1990 年式的衰退风险提出了警告。从联邦债务方面, 最新公布的数据显示, 目前美联邦政府债务累计已逼近 31.4 万亿美元的债务上限, 加息无疑意味着更高的债务付息压力。从另一角度看, 债务高企虽然会影响全球其他国家对美元的信心, 但目前美元的结算和储备地位难以替代, 即便美元的信用因债务问题被弱化, 其国际金融市场上广泛应用而产生的网络效应已使其异化为一种“流动性商品”, 全球市场和各国央行无论主观意愿如何都不得使用它。故债务问题虽然是掣肘美联储加息的因素之一, 但当前显然不是决定性的因素。债务上限问题当前难以阻止美联储的继续加息。

再看当前美联储加息对美国经济有利的一面。首先, 强势美元有利于抑制美国国内通胀, 这也是美联储加息的主要目标。美元升值大幅度降低了美国商品和服务的进口成本, 国际能源如石油和天然气价格虽仍处于高位, 但美联储连续加息后价格趋弱也呈明显态势, 这有利于美国国内通胀的下行。其次, 加息后吸引了大量国际资本和部分产业向美国国内市场回流, 有利于增强美国经济长期发展的内生动力。从美国财政部 9 月份公布的最新国际资本流动数据可以看出, 7 月份资本和金融账户盈余 1535 亿美元, 高于 6 月份的 223 亿美元, 资本回流趋势明显。同时由于美元升值和本国能源价格的上升, 迫使部分欧盟国家开始将部分产业向美国转移。从目前美国经济数据看, 尽管通胀依然维持高位且美联储加息的预期依然较强, 但其经济增长动能并未明显减弱, 且因本币升值引起的资本和产业流入为美国未来的经济增长提供了动力。

美联储货币政策的出发点更多是着眼于加息对美国经济自身利弊的权衡上,



但美元在国际金融市场的主导地位决定了美元升值对全球经济尤其是新兴市场和发展中经济体债务产生的负面影响将是一个十分现实的问题。上世纪 70 年代美国前财部长康纳利曾说过，“美元是我们的货币，却是你们的问题”，可以说概括了美国政府和机构对美元波动所造成市场影响的漠然态度。事实上，当前的美元升值周期加剧了世界经济衰退的风险。在 10 月份更新的《世界经济展望》(WEO) 报告中，国际货币基金组织 (IMF) 再次下调了明年全球的 GDP 增速预期，预计今年全球 GDP 增长率将从 2021 年的 6.0% 降至 3.2%，2023 年增速进一步降至 2.7%。对新兴市场和发展中经济体而言，美元升值除加大了其以美元计价债务的成本压力和输入性通胀压力外，也限制和挤压了其他经济体货币政策应对经济下行风险的回旋空间。具体来说，美元升值对新兴市场和发展中经济体将产生如下影响：

第一，美元升值限制了新兴市场和发展中经济体货币政策实施的空间。按照一般的经济学理论，在开放经济条件下，一个经济体货币政策的实施受其汇率政策和资本市场开放程度的制约。按照蒙代尔不可能三角理论² (Impossible trinity)，一个经济体无法同时实现独立货币政策、维持汇率稳定和资本自由流动三个目标，或者说三者之中必然有一个目标无法实现。对不少经济体而言，为应对本轮美联储加息而不得不采取跟随加息的做法以防止汇率的过度贬值以及由此带来的输入型通胀。就许多新兴市场和发展中经济体包括我国在内当前的情况而言，由于疫情等因素的影响，国内经济复苏状况尚不稳定，需要独立宽松的货币政策环境，独立货币政策的现实也决定了汇率和资本流动短期内压力会有所增大。从美联储进入本轮加息周期后全球央行的反应上看，包括发达经济体在内的绝大多数采取了跟随加息的政策，以维持资本流动开放情况下汇率的相对稳定。目前，阿根廷、菲律宾、巴西、印度尼西亚和南非等发展中经济体以及瑞典、瑞士、英国和挪威等发达经济体都相继跟随着美联储的节奏被动或者主动应对加息。近期世界银行的一份研究报告显示，在当前全球主要经济体经济放缓叠加通胀的宏观经济环境下，绝大多数经济体财政和货币政策协同收缩的情况在过去 50 多年都没有出现过。美元加息周期在未来一段时间将继续制约新兴市场和发展中经济体的货币政策取向。

第二，美元加息促使国际资本回流和加剧新兴市场和发展中经济体的输入型

² 不可能三角理论 (trilemma, or impossible trinity)，亦称三元悖论，是上世纪 60 年代由加拿大经济学家罗伯特·蒙代尔 (Robert Mundell) 和英国经济学家马科思·弗莱明 (Marcus Fleming) 提出。理论的核心是，在开放经济条件下，本国货币独立性、汇率稳定性和资本完全流动性三个目标只能取其二。



通胀，加大了新兴市场经济衰退的风险。美元加息今年无论从节奏还是力度上，都对新兴市场的货币政策跟随构成压力，政策的时间和力度上的错配使国际资本离开新兴市场向美国市场回流，进一步加剧了新兴市场和发展中经济体的汇率压力。今年以来新兴市场债券和权益类投资资本总体上呈现出逐月流出的趋势。国际金融协会（IIF）的8月份的数据显示，今年自3月份以来连续5个月从新兴市场股票债券撤离资金高达逾380亿美元，创下2005年以来的最长资金流出时间，其中仅7月份海外投资者从新兴市场股票债券撤离就高达约105亿美元。另外，依据国际货币基金组织（IMF）10月份发布的《世界经济展望》的预测，全球通胀率或从2021年4.7%上升至今年的8.8%。其中，今年发达经济体通胀率或达到7.2%，新兴市场和发展中经济体通胀率则可能会达到9.9%。由于资本流动和货币对美元贬值造成的严重输入通胀的双重影响，相对于目前美国依然较强劲的经济增长和就业市场，新兴市场经济增长前景就没那么乐观了。前者可以在经济放缓通胀走弱时停止加息，而后者在目前经济下行压力较大的情况下被动跟随加息，其货币政策在稳定经济增长方面面临的挑战无疑要更为严峻。

第三，美元升值加剧了新兴市场和发展中经济体的国际收支失衡并诱发债务风险。美元升值和本币走弱，在通常国际贸易状况下会改善本国的贸易状况，即本币贬值通过刺激本国的出口，从而改善了本国的贸易收支状况。这一现象通常被称为货币的“缓冲机制”（Buffering mechanism）。但本轮美元升值有其特殊性，由于全球经济普遍放缓，货币贬值的缓冲机制并没有发挥应有的作用，不足以抵消因美元升值而导致的石油、粮食和医药等基础进口产品的成本飙升，很多新兴市场和发展中经济体的收支状况因此出现了恶化。国际金融研究协会（IIF）最近给出的数据显示，31个新兴市场包括政府、家庭和企业的债务自去年6月份触及90万亿美元的历史高点后，到今年6月份进一步累计达到了98.8万亿美元，为其GDP总和的2.5倍。由于新兴市场自身货币国际化程度较低，国际债务多以美元结算，强势美元更进一步加剧了这些经济体的偿债压力。

美元升值的另一个效应是随着投资美国国债等市场收益率的提高，资本开始向美国市场回流，间接加大了新兴市场债务的抛售压力，进而进一步推升了新兴市场的资金借贷成本。这一幕可以从上世纪的几次新兴市场的债务危机中找到影子。上世纪80年代出现的拉美债务危机，就是拉美国家在两次石油危机后大量借贷低成本资金，而随后欧美等资本输出国又由于对通胀的误判进入快速加息周期，还款成本的提高导致拉美国家出现债务危机，随后该地区经济陷入长期衰退，



被经济史学家称为“失去的十年”。本为资源国的拉美地区反而成了两次石油危机后的最大受害者。再如,1994年发生在墨西哥的龙舌兰危机(Tequila crisis),也是源于美联储加息后,为应对美元资本外流,维持住该国的爬行钉住(Crawling peg)汇率制度(有点儿类似于有管理的浮动汇率制度),墨西哥政府发行了以美元计价的短期债券(Tesobonos),但随着美元资本持续流出和外汇储备的枯竭,比索大幅贬值,政府的大量美元债务出现违约。

由上述案例也不难看出,新兴市场和发展中经济体的债务危机很多情况下是由流动性危机造成的,而流动性危机背后常常是国际金融市场变化和主要经济体货币政策收紧所导致的汇率波动加剧。从包括拉美债务危机到1997年亚洲金融危机等事件背后一个共有的特点就是因汇率变化造成的流动性危机,从而扩大成为严重的金融危机和债务危机。由于众多新兴市场和发展中经济体无法用本币进行债务清偿,故金融市场和经济环境的变化造成的本币汇率贬值,造成流动性和债务偿还困难。美国经济学家艾肯格林(Barry Eichengreen)将这一现象称之为发展中经济体货币的“原罪”(Original sin),显示了现行国际货币体系下新兴市场和发展中经济体在国际资本借贷中所面临的制度性困境。

美元升值周期下新兴市场和发展中经济体应在通胀控制、外债管理和货币政策选择等方面结合自身经济金融状况进行综合考虑。在通胀控制方面,货币政策向市场传递信号应当具有明确性和可预期性,以便市场参与主体做出相应的准备。通胀的形成自身具有较为明显的自我实现(Self-fulfilling)的特点,因此在通胀的管理中防止通胀预期的形成关键就是央行货币政策应该向市场传递明确的方向,避免突然转向,这方面美联储的做法值得借鉴。在外债管理方面,应维持国际收支的相对平衡,尝试增加美元以外贸易和投资结算。目前由于美元的储备和结算地位,许多新兴市场和发展中经济体的货币互换(SWAP)等措施实际操作上还是围绕以美元为中心进行,这无形中进一步强化了美元的主导地位,同多数经济体寻求结算多元化和货币风险分散化的初衷相悖离。为解决这一问题,新兴市场和发展中经济体之间应加强政策协同,加大彼此之间在结算和投资中非美货币的使用以及各国央行之间的货币互换等汇率避险操作力度。

报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论



和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。