

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《人民币国际化观察》
- 《国别/地区观察》

作者：邹子昂 中国银行研究院
电话：010 - 6659 2964

签发人：陈卫东
审稿：钟红 边卫红
联系人：王梅婷
电话：010 - 6659 1591

* 对外公开
** 全辖传阅
*** 内参材料

新兴经济体风险研判及应对

——基于国家异质性视角*

在近日结束的杰克森霍尔全球央行年会上，美联储主席鲍威尔表示，如果美国经济发展总体符合预期，美联储2021年或开始缩减QE。这一阐述与近期美联储议息会议中所传达出来的信息一脉相承，充分表明美联储货币政策转向的大趋势已确立，2021年第三季度至第四季度或为美联储货币政策正式转向的关键时间节点。鉴于2013年的“缩减恐慌（Taper Tantrum）”给全球市场，尤其是新兴经济体金融市场带来的巨大冲击。本文基于此轮美联储货币政策即将开始转向的时间节点，研判新兴经济体面临的影响和冲击，并探讨相关应对方案。

新兴经济体风险研判及应对—基于国家异质性视角

在近日结束的杰克森霍尔全球央行年会上，美联储主席鲍威尔表示，如果美国经济发展总体符合预期，美联储 2021 年或开始缩减 QE。这一阐述与近期美联储议息会议中所传达出来的信息一脉相承，充分表明美联储货币政策转向的大趋势已确立，2021 年第三季度至第四季度或为美联储货币政策正式转向的关键时间节点。鉴于 2013 年的“缩减恐慌（Taper Tantrum）”给全球市场，尤其是新兴经济体金融市场带来的巨大冲击。本文基于此轮美联储货币政策即将开始转向的时间节点，研判新兴经济体面临的影响和冲击，并探讨相关应对方案。

一、美国本轮宽松货币政策周期进入尾声

（一）美国经济复苏步伐加快

一是疫情对美国的影响渐弱。2021 年以来，随着疫苗研发与接种进程快速推进，美国新冠疫情形势有所好转。尽管 7 月以来，德尔塔变异毒株感染病例大幅增加，但累计死亡占累计确诊病例百分比由 2021 年初 1.81% 下降至 8 月底 1.64%，新冠肺炎病毒对美国造成的破坏性渐弱。

二是实体经济供需两端复苏势头良好。供给端方面，工业生产表现出强劲复苏，ISM 制造业 PMI 在 2-7 月连续 6 个月录得 59 以上，持续高于荣枯线。Markit 制造业 PMI 在 7 月末和 8 月初分别录得 63.1 和 63.4，连创历史新高。需求端方面，居民可支配收入的大幅上升，消费回暖。4 月以来，美国私人消费支出、外出就餐人数等多项数据已恢复至疫情发生前水平，红皮书商业零售销售环比增长连续 20 周超过 10%，增长势头迅猛。

三是财政刺激政策不断加码，有利于经济加快复苏。拜登上台后，推出了 1.9 万亿美元财政纾困法案，该法案金额约占 2020 年美国 GDP 的 9.1%，相关举措有助于提振社会总需求。同时，美联储维持宽松货币政策，融资成本将持续处于低位，私人投资逐渐反弹。在此背景下世界银行在其 6 月发布的《全球经济展望报告》中将 2021 年美国 GDP 预测值由 3.5% 上调至 6.8%。

（二）美联储货币政策转向意图明朗化

首先，2021年6月以来，美联储前瞻指引言论总体偏向鹰派。在缩减QE预期方面，美联储在7月议息会议纪要和杰克森霍尔年会中一再重申，当前通胀水平已经达到其为缩减QE设定的“进一步实质性进展（Substantial Further Progress）”目标，就业水平接近于目标。在加息时间预期方面，美联储预示加息将提前至2022年。根据6月议息会议点阵图的中值预测，到2023年年底将会两次加息。而根据3月点阵图的预测，则在2023年年底前不会加息。此外，在18名FOMC与会委员中，有7名委员预测2022年年底前至少加息一次，而3月的点阵图显示仅有4人。有13名委员预测2023年年底前至少加息一次，而3月点阵图显示仅有7人。

其次，美联储开始通过小规模货币政策工具调整为货币政策转向做准备。2021年6月，纽约联储宣布将于6月7日开始出售二级市场企业信贷便利（Secondary Market Corporate Credit Facility，SMCCF）工具中的ETF。该工具是新冠疫情暴发后美联储一揽子货币政策工具的一项，旨在保护美国公司债市场。虽然SMCCF在规模上远不及美联储购买的国债以及抵押贷款支持债券（Mortgage-Backed Security，MBS），但美联储已从中透露货币政策转向的动机。2021年7月，美联储宣布新增两项隔夜回购工具常备回购便利（Standing Repo Facility，SRF）和外国央行回购便利（FIMA Repo），旨在为美国境内货币市场参与者和境外货币当局创造临时的美元流动性来源，缓解未来美联储货币政策转向时，可能出现的在岸与离岸美元市场融资紧张的局面。

二、新兴经济体跨境资本流动或承压

（一）美联储货币政策转向影响新兴经济体资本流动稳定性

无论是2013年美联储正式宣布缩减QE，还是疫情期间美联储重启非常规性货币政策，新兴经济体的跨境资本流动动向一直与美联储货币政策动向密切相关。2020年3月，由于疫情恐慌情绪，新兴经济体经历了有史以来最大规模的资本外流，股权和债券组合投资分别流出524亿美元和310亿美元。2020年4月和5月，因美国无限量释放流动性，新兴经济体又经历了短期资本流入、本币升值、资产价格与杠杆率攀升的金融过热局面。2020年，新兴经济体累计证券组合投资流入规模达2224亿美元。

相较于2013年美联储释放“缩减”信号导致的新兴经济体资本大量外流，此次一些新兴经济体已吸取教训，随着美国货币政策转向预期升温，采取提前加息等措施稳定市场。但从近几个月的跨境资本流动形势看，新兴经济体将不排除再次出现资本流入

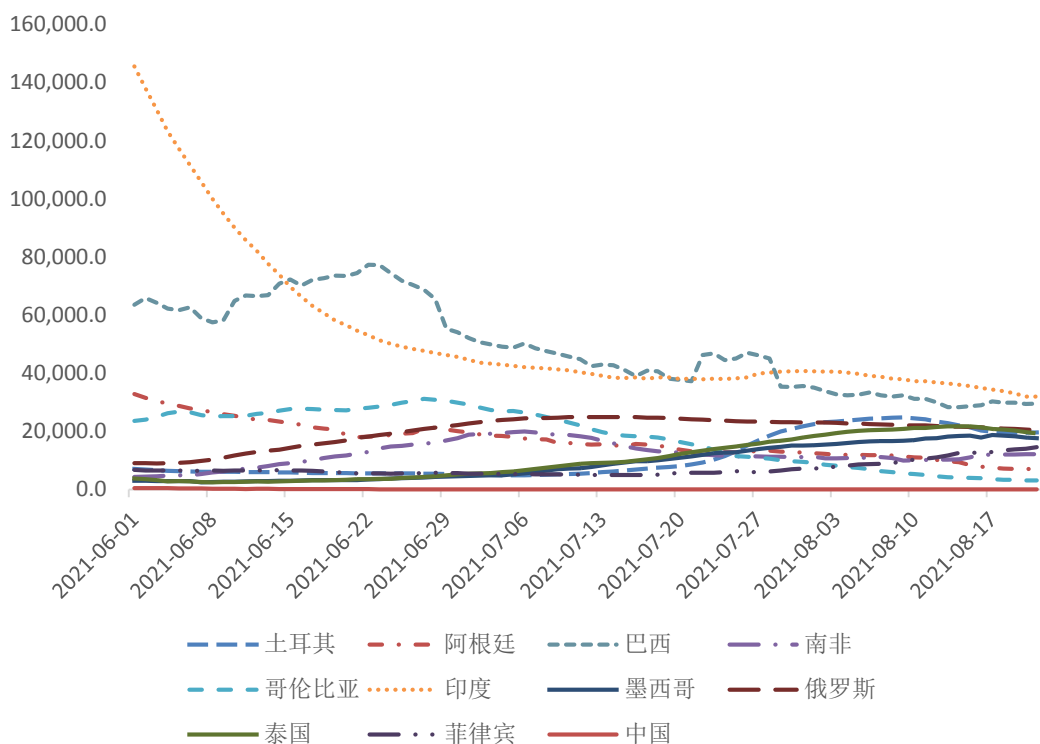
“突停”或“外逃”的可能。2021年3月，受美债收益率以及通货膨胀抬升的影响，新兴经济体出现了短暂的资本外流，3月当月资本流出金额达94亿美元。在美联储政策转向预期有所缓和后，资本又再次恢复流入。未来，一旦美联储缩减购债尘埃落定，新兴经济体资本流动稳定性将很可能再次受到影响。

（二）不同新兴经济体风险暴露存在差异

在跨境资本流动的理论分析中，影响跨境资本流动的因素分为“推动”因素（主要指全球风险偏好、新兴经济体与美债收益率利差等国际因素）和“拉动”因素（主要指资本流入国的经济基本面、金融市场发展程度、资本账户开放程度等国别因素）。当前，由于不同新兴经济体在疫情控制进展、经济基本面、金融市场风险等方面存在一定差异，其跨境资本流动风险也存在异质性。

一是疫情控制风险的国家异质性。其一，新增病例人数（见图1）。目前，大部分新兴经济体的新冠疫情仍未得到有效控制，变种病毒反复出现，新增感染人数居高不下，掣肘经济全面开放和持续快速复苏，也影响了其对美联储货币政策转向的应对空间。其中，印度和巴西每日新增确诊人数近3万人，土耳其、墨西哥、俄罗斯、泰国等国家每日新增确诊人数近2万人。

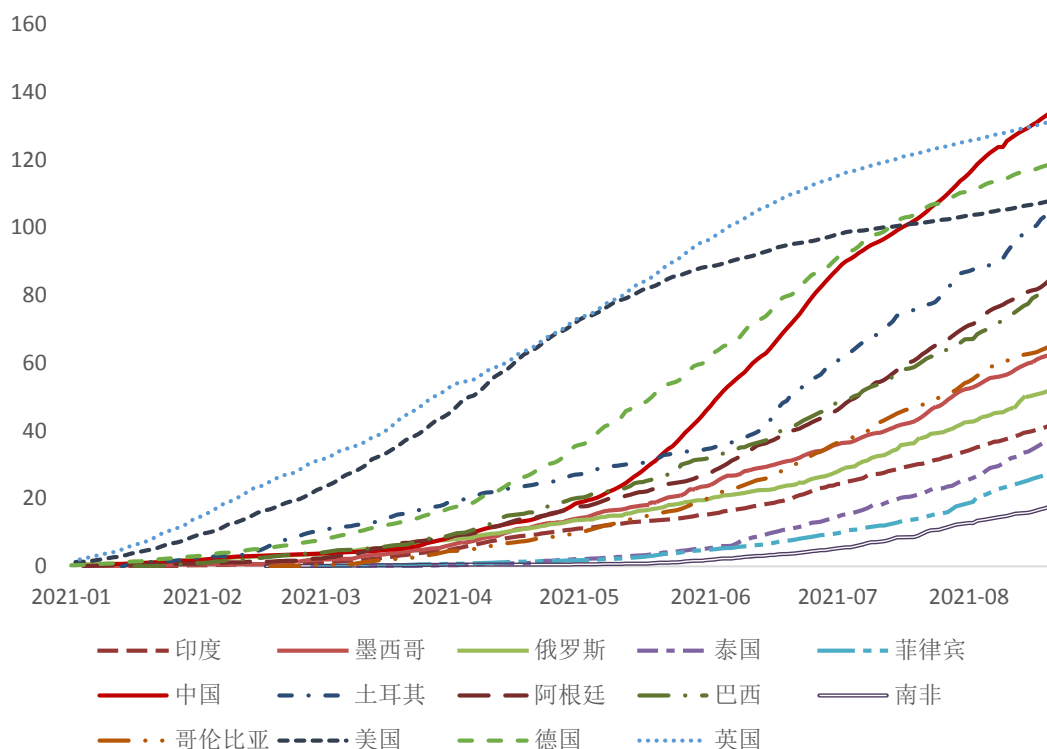
图 1 新兴经济体每日新增确诊人数



资料来源：Wind，中国银行研究院

其二，疫苗接种效率（见图 2）。较高的疫苗接种率有助于一国尽早重启开放，并降低病毒反复冲击该国经济的概率。以中国为代表的新兴经济体在严格的防控措施和充足的疫苗供应下，疫情得到了有效控制。但仍有不少新兴经济体的疫情控制不容乐观，疫苗接种率与发达国家尚存较大差距。目前，除中国和土耳其外，主要新兴经济体每百人疫苗接种剂量均明显落后于美、英、德三国。其中，印度、菲律宾、泰国以及南非等国家的每百人疫苗接种剂量不足 50，成为在新冠肺炎疫情影响下脆弱性较高的新兴经济体。

图 2 主要新兴经济体与发达经济体疫苗接种量对比



资料来源：Wind，中国银行研究院

二是经济风险的国家异质性。其一，经济增长与通货膨胀的差异。从经济复苏进程来看，新兴经济体较发达经济体复苏之路更为艰难，国际货币基金组织在其 2021 年 7 月《世界经济展望报告》上调了对发达经济体增速预期 0.5 个百分点至 5.6%，并下调对新兴市场和发展中经济体增速预期 0.4 个百分点至 6.3%。新兴经济体与发达经济体复苏“温差”逐渐加大的原因除了疫情影响外，另一重要因素是经济刺激政策的持续性难以延续。一些新兴经济体在疫情期间采取的临时性财政和货币政策工具已于 2020 年末到期。巴西、墨西哥、俄罗斯和土耳其等部分新兴经济体已于 2021 年上半年加息，不惜以削弱前期宽松政策对经济增长刺激效果为代价，来防止高企的通货膨胀持续恶化本国经济，并提前为“缩减恐慌”打上预防针。综合考察经济增速、通货膨胀与失业率三项核心指标（见附表），菲律宾、哥伦比亚、墨西哥和阿根廷经济受损较为严重。阿根廷、土耳其和巴西三国通胀高企。南非、哥伦比亚、巴西和土耳其等国失业率较高，国内经济体系较为脆弱。

表 1 主要新兴经济体部分经济指标比较 (%)

国家	GDP (2020 年 4 季度)	CPI (2021 年 6 月)	失业率 (2021 年 6 月)
----	-------------------	------------------	------------------

中国	6.5	1.1	3.9
土耳其	5.9	17.5	12.9
阿根廷	-4.3	43.9	10.2
巴西	-1.1	8.4	14.6
南非	-4.2	4.9	34.4
哥伦比亚	-6.8	3.6	14.4
印度	0.5	6.3	8.5
墨西哥	-4.5	5.9	4
俄罗斯	-1.8	6.5	4.8
泰国	-4.2	1.2	1.5
菲律宾	-8.3	4.1	7.7

资料来源：Bloomberg，中国银行研究院

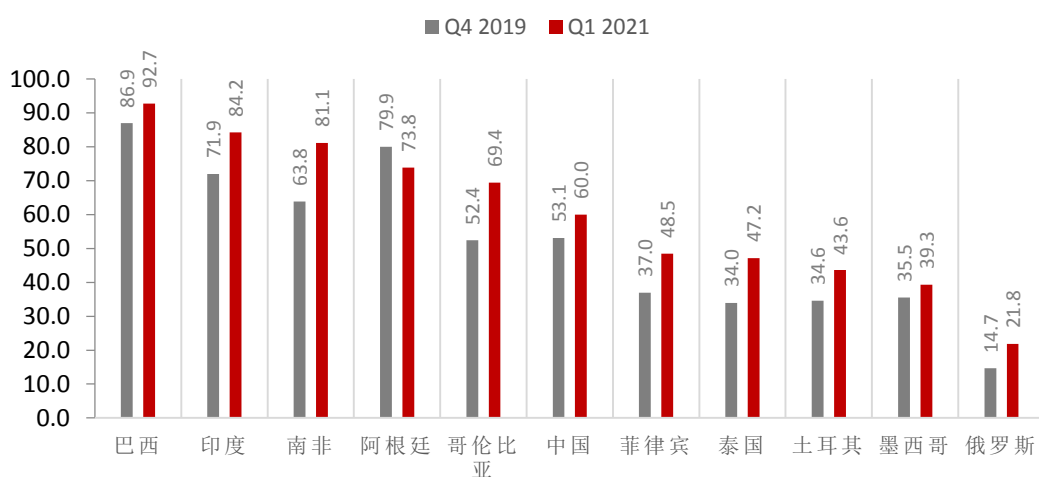
其二，经济结构的差异。以旅游业为代表的密集接触型服务行业在该国 GDP 中的占比将直接影响经济复苏进程。据世界旅游组织（World Tourism Organization）估计，2020 年旅游业萎缩了 74%。另据国际货币基金组织预测，全球旅游业至少需要三年时间才能恢复到新冠肺炎疫情大流行之前的水平，旅游部门的复苏速度将显著慢于经济其他部门。主要新兴经济体中，新冠疫情暴发前旅游业占 GDP 比重超过 10% 的国家包括菲律宾、泰国、墨西哥、土耳其等，这些国家比其他不太依赖旅游业的新兴经济体面临更大的经济复苏风险暴露。

综合经济基本面，阿根廷在经济增长、通货膨胀率、失业率三项指标中表现均不理想，受美联储货币政策转向冲击的风险较大。土耳其、南非、巴西、哥伦比亚等国在其中两项指标中呈现突出风险。菲律宾、泰国和墨西哥由于经济结构性问题突出，短期经济复苏动能不足。这些新兴经济体在未来货币政策抉择上将面临“两难”局面：一方面，国内经济复苏需要持续宽松的货币政策。另一方面，美联储货币政策正常化带来的跨境资本流出压力以及部分经济体面临的国内通胀高企问题，又会加大其跟随美联储加息的压力。这其中，土耳其、巴西等国在今年年内已加息，其后续政策调整空间将进一步受限。

三是金融市场风险的国家异质性。其一，公共债务水平的差异。出于抗击疫情的

需要，大多数新兴经济体的政府支出普遍增加，显著推升公共债务水平（公共债务占GDP百分比）。从增幅来看，南非、哥伦比亚、泰国和印度在新冠疫情暴发后公共债务上升幅度最大（见图3），分别达到17.2%、17.0%、13.2%和12.3%。从存量来看，巴西、印度、南非和阿根廷公共债务总量排名领先，分别达92.7%、84.2%、81.1%和73.8%。随着美联储货币政策转向，全球步入加息周期，美元兑非美货币走强，公共债务（尤其是美元债务）负担较重的新兴经济体偿债压力将同时增大。

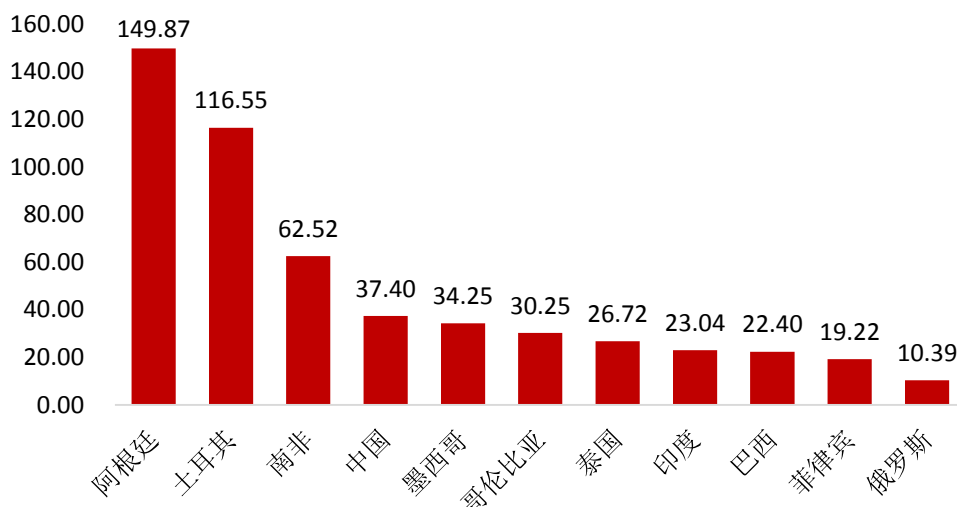
图3 新冠疫情前后新兴经济体政府债务水平（%）



资料来源：IIF，中国银行研究院

其二，对外部融资依赖性的差异。多数新兴经济体依赖于海外融资，其对外部融资环境变化更加敏感。根据世界银行最新更新至2019年年末数据，主要新兴经济体之中，俄罗斯、菲律宾、巴西等国短期债务占外汇储备比重较低，具备较强的外债偿付能力，外部融资需求较低。而阿根廷、土耳其的外部融资需求较高，短期债务规模已超过外汇储备规模（见图4）。一旦美联储货币政策转向，这两个国家或将面临外部融资困境和外汇储备大幅下滑的风险。

图4 主要新兴经济体短期债务与外汇储备比例（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

其三，资本市场对外开放程度。海外投资者参与度较高的经济体，更容易受到资本大幅进出的冲击。以政府债为例，在主要新兴经济体中，墨西哥超过 50% 政府债务为外资持有。一旦出现资本外逃、海外投资者抛售，该国金融市场更可能出现较大震动。

综合上述三方面因素，当前阿根廷和土耳其两国的公共债务水平和外部融资依赖性均相对较高，亟需寻找可持续的外部融资路径，防范美联储货币政策转向急剧推升融资成本。

三、相关政策建议

鉴于新兴经济体在疫情控制、经济复苏、金融市场波动三个维度存在不同程度的风险，相关经济体可从以下几个方面考虑针对性的应对方案。

一是密切关注美联储的前瞻性指引。2013 年 5 月缩减 QE 期间之所以引发“缩减恐慌”的一个重要动因，是时任美联储主席伯南克向市场释放信号之前美联储并未同市场做足够沟通。故美联储在此轮政策调整表现相对稳健，现任美联储官员已多次重申，本轮货币政策转向前将与市场做好充分沟通。因此，一方面，新兴市场应密切跟踪美联储前瞻指引动向，及时针对其向市场公开信息做出积极有效应对。另一方面，应使用综合工具广泛研判美国经济复苏进展，尽力弥合美联储议息会议（FOMC）与经济预测摘要（SEP）公布时间差，争取更多政策应对准备时间。

二是争取提升疫苗接种率，并保障供应链安全。随着德尔塔病毒株出现，部分新兴经济体疫情反复。同时，受制于全球疫苗供应不足，新兴经济体疫苗接种率仅为 11%

左右，新兴经济体普遍存在疫情严重程度与疫苗接种率不匹配的问题，致使其经济脆弱性居高不下。一方面，新兴经济体应在广泛争取疫苗分配，快速提升疫苗接种率，及时控制疫情。另一方面，鉴于新兴经济体对国际大宗商品价格变动敏感性，在疫情得到有效控制前，应积极采取措施保障供应链安全性，减少大宗商品价格上涨对本经济体供应链和产业链的影响。

三是针对风险程度“因地制宜”采取应对策略。其一，经济风险较小的新兴经济体应坚持“以我为主”，同时加强对跨境资本流动的监测。历史经验表明，美联储收紧货币政策对经济基本面良好、金融风险缓和、资本项目未完全开放的新兴经济体溢出效应相对较小。美联储收紧货币政策，这类新兴经济体的货币政策应保持定力和独立性，货币供应量和社会融资规模应着眼于与自身经济增速相匹配，减少美联储政策转向对本国政策的影响。此外，为前瞻性防范跨境资本大进大出的风险，应加强对跨境资本流动的监测和风险预警，特别是在政策转向的关键时间点提升监测频率和时效性。长远来看，可根据国内物价走势和经济形势，以服务实体经济为宗旨，支持创新型、绿色环保型外资进入本国，在提升跨境资本流入结构稳定性的同时，助力国内产业转型升级。其二，部分经济风险高企的新兴经济体应充分利用IMF等国际经济组织支持。新冠肺炎疫情暴发后，以IMF为首的国际经济组织采取了大量行动对低收入国家提供支持，并积极采取债务延期和减免计划。此外，G20和IMF还共同倡议了《暂停债务偿还倡议》（DSSI），旨在向低收入国家提供临时偿债减免。为防范美联储收紧货币政策引发跨境资本大幅外流继而引发债务危机，债务风险较高的新兴经济体应提早做出准备。一方面，呼吁国际组织直接提供流动性支持，将特别提款权主要分配给流动性紧缺且病毒变种应对条件较差的经济体，使得该国家有能力满足基本卫生和社会保障需求。另一方面，应与经济政策多边协调平台加强沟通交流，重新商讨偿债计划（例如，推迟或摊销利息支付、减计债务等），在美联储政策转向之际保持流动性整体宽裕。