

## 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》

作者：蒋效辰 中国银行研究院  
电话：010 - 6659 2419

签发人：陈卫东  
审稿人：钟红 边卫红  
联系人：叶银丹  
电话：010 - 6659 6874

\* 对外公开  
\*\* 全辖传阅  
\*\*\* 内参材料

## 美联储缩减购债预期

## 及新兴经济体面临的风险\*

近期，美联储重申维持宽松政策的承诺，但可能在加息前缩减购债，不会允许通胀“显著超标”。2021年2月以来，新兴经济体金融风险逐步显现，复苏进程出现分化，部分内部脆弱性凸显的新兴经济体可能面临严峻处境。回顾2013年5月，美联储在正式公布退出量化宽松计划前，时任美联储主席伯南克（Ben Bernanke）在国会上透露即将缩减购债的意图，引发了“缩减恐慌”。当前，美联储再次面临疫情危机后缩减购债规模的需要，以及努力弥合市场预期与美联储预期不一致的问题，新兴经济体“缩减恐慌”是否重演值得关注。

## 美联储缩减购债预期及新兴经济体面临的风险

近期，美联储重申维持宽松政策的承诺，但可能在加息前缩减购债，不会允许通胀“显著超标”。2021 年 2 月以来，新兴经济体金融风险逐步显现，复苏进程出现分化，部分内部脆弱性凸显的新兴经济体可能面临严峻处境。回顾 2013 年 5 月，美联储在正式公布退出量化宽松计划前，时任美联储主席伯南克（Ben Bernanke）在国会上透露即将缩减意图，引发了“缩减恐慌”。当前，美联储再次面临疫情危机后缩减购债规模的需要，以及努力弥合市场预期与美联储预期不一致的问题，新兴经济体“缩减恐慌”是否重演值得关注。

### 一、美联储量化宽松政策转向呼之欲出

美联储表示，2023 年前不会加息，但可能提前缩减购债规模。美国经济强劲反弹和美债收益率上行，导致市场提前预判美联储将缩减购债规模，是潜在“缩减恐慌”的诱因。

**第一，美国通胀与就业复苏态势强劲。**2021 年 3 月，通胀方面，美国核心 PCE 通货膨胀率为 2.32%，较年初增加 95 个百分点。就业方面，美国失业率为 6%，已连续下降 11 个月。与此同时，消费者预期经济指标刷新历史记录。通胀方面，2021 年 3 月，美国消费者对一年期和三年期的 3 月份通胀预测分别达 3.2% 和 3.1%，为 2014 年以来最高点。就业方面，美国失业率在一年内增长的概率降至 34.4%，创疫情以来最低水平。

美联储曾表示，不会允许美国实际通胀长时间或大幅超过 2%，否则美联储将使用政策工具，应对通胀上涨。由于通胀和就业率显著上升，市场普遍认为，美联储将提前缩减购债规模。

**第二，疫苗接种成为美联储缩减购债的必要条件之一。**圣路易斯联储主席布拉德曾表示，若 75% 的人口接种了疫苗，将标志着新冠疫情危机结束。当前，疫情是经济复苏的主要障碍，美国疫苗接种率已达 35.9%。美联储表示，美国经济朝实现目标方

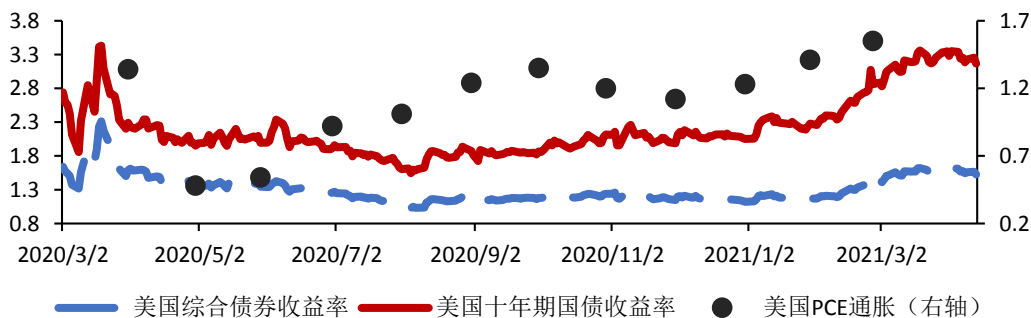
向取得进一步进展时，美联储将减少资产购买。市场普遍认为，疫情控制情况将是美联储政策转向的必要条件之一。

第三，美联储虽称将维持低利率至2023年，提前加息预期有所上升。美联储此次公布的点阵图<sup>1</sup>显示，美联储预期联邦基金利率为0.1%，长期联邦基金利率为2.5%，均与上一次公布的预期相同。然而，4名官员预测在2022年加息一次，上一次点阵图显示为1名官员；7名官员预计在2023年至少加息一次，上一次点阵图显示为5名官员。

第四，美债收益率激增后缓慢下行。2021年第一季度，美国国债等避险资产遭抛售，美国10年期国债收益率最高飙升至1.74%，较2021年第一季度初上涨79.6%；期限利差走阔，10年期与2年期国债收益率差由第一季度初的0.82%升至第一季度末的1.58%。然而，进入2021年4月份，美债收益率转向下行态势。截至2021年4月中旬，美国综合债券指数收益率与10年期国债收益率分别较4月初下降了3.7%和9.8%。

2021年年初，美国通胀上行带动国债收益率等避险资产遭抛售，因此，市场预判美联储可能出现政策转向。当前，美国国债收益率下行调整，可降低美国财政融资成本，伴随美国经济进一步复苏和实行扩张性财政政策，美国国债收益率可能仍存在上行空间（图1）。

图1：美债收益率与PCE通胀



资料来源：Bloomberg，中国银行研究院

<sup>1</sup> 自2012年1月起，美联储每三个月更新“点阵图”，此次点阵图公布时间为2020年3月。点阵图是美联储货币政策预测的重要线索来源之一。

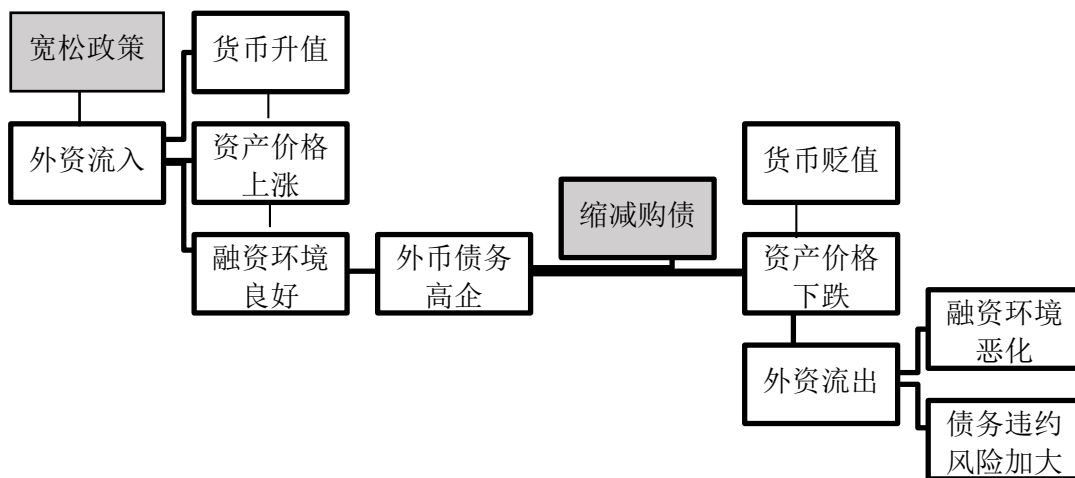
## 二、新兴经济体面临的风险

2021 年 2 月以来，美联储缩减购债预期导致新兴经济体经历了一定程度的货币贬值与市场震荡，外资流入总体减少，风险暴露程度有所分化。

### （一）美联储缩减购债预期对新兴经济体风险传播路径

市场普遍认为，美联储宽松货币政策是造成资产价格回报率超出经济基本面的重要原因。美联储缩减购债预期带动市场参与者认为，新兴经济体资产价格将回降至与经济基本面相匹配的水平。投资者出现“缩减恐慌”情绪使新兴经济体资本吸引力减弱，带动货币贬值和资产价格下跌，引发外资流出新兴经济体，流动性紧缩最终导致融资环境趋紧、融资成本升高和债务违约风险加大（图 2）。

图 2：新兴经济体“缩减恐慌”风险传播路径



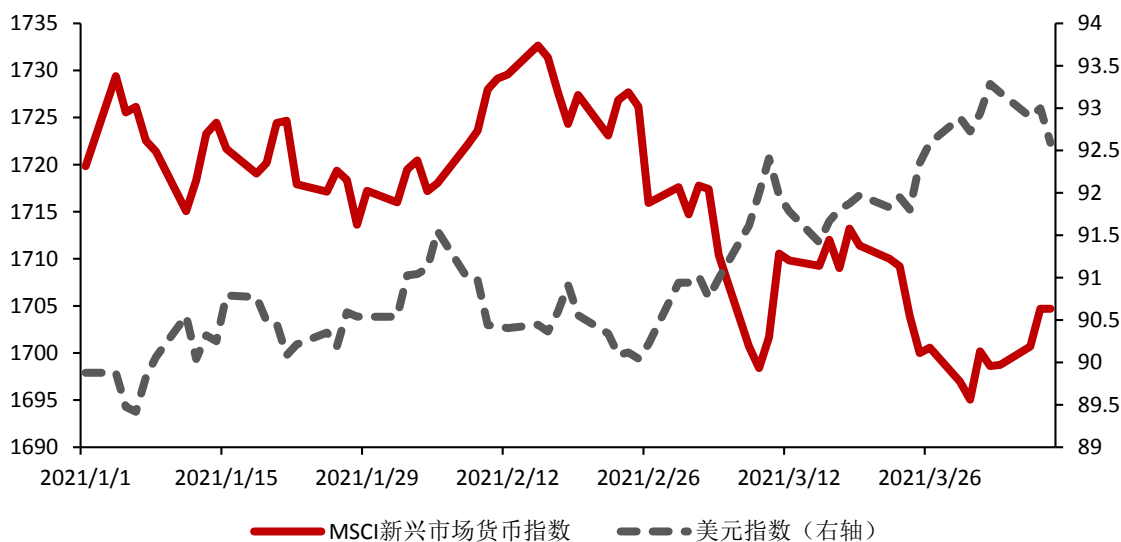
资料来源：作者根据公开资料整理

### （二）当前新兴经济体主要金融风险

**第一，货币贬值。**2021 年以来，新兴经济体与美元货币走势大致分为两个阶段：第一阶段为 2 月中旬前。新兴经济体与美元货币均呈现小幅上升态势，JP Morgan 新兴市场货币指数、MSCI 新兴市场货币指数和美元指数较年初分别增长 0.37%、0.67% 和 0.54%。第二阶段为 2 月中旬后。新兴经济体货币走弱，美元指数上涨，JP Morgan 新

兴市场货币指数、MSCI 新兴市场货币指数和美元指数较 2 月中旬分别下降 2.68%、下降 1.54%和上涨 2.46%<sup>2</sup>（图 3）。

图 3：新兴市场货币指数与美元指数

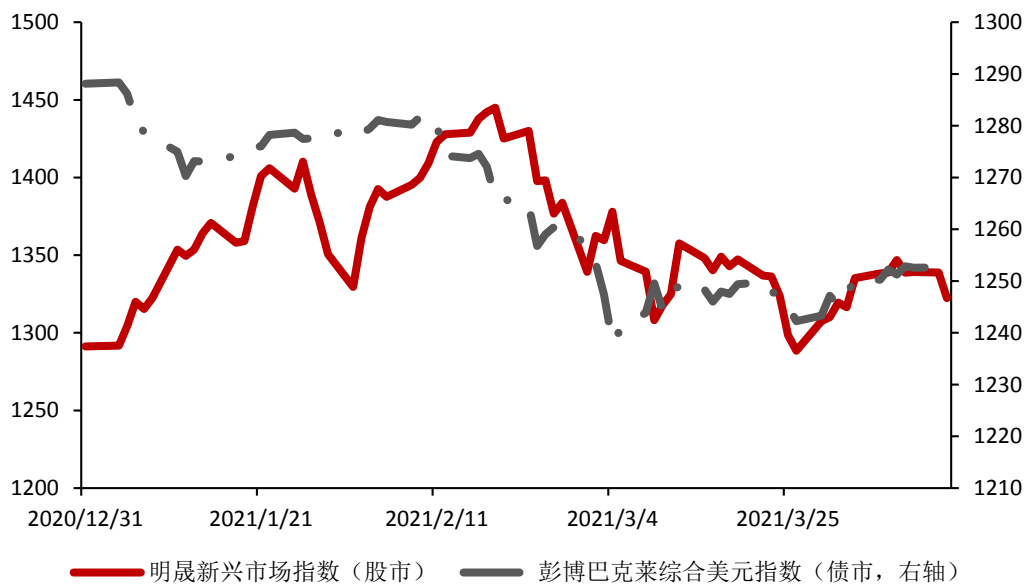


资料来源：Bloomberg，中国银行研究院

第二，股市与债市均出现下滑。股市方面，2021 年以来，新兴市场股市走势分为两个阶段：第一阶段为 2021 年 2 月中旬前。全球股市走势同步上涨，MSCI 新兴市场股市涨幅达 11.9%。第二阶段为 2021 年 2 月中旬后。MSCI 新兴市场股市下跌 7.9%。债市方面，债券价格降幅趋陡，2021 年 2 月前，新兴市场彭博巴克莱综合美元债券指数和本币债券指数价格分别较年初下跌 0.6%和 2%，2 月后分别下跌 2.7%和 3.8%（图 4）。

<sup>2</sup> 数据截至 2021 年 4 月 15 日。

图 4：新兴市场股市与债市走势

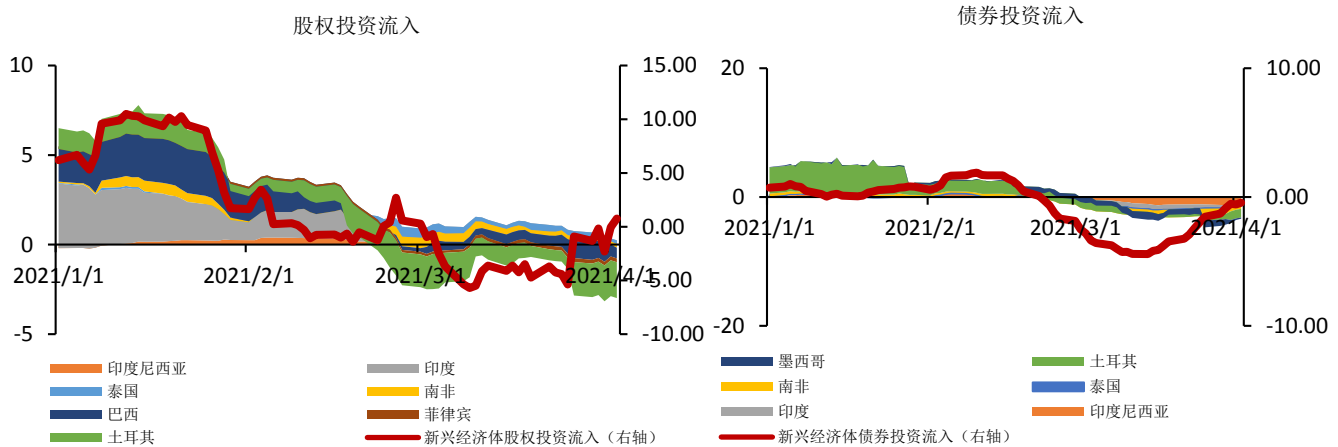


资料来源：Bloomberg，中国银行研究院

第三，外资吸引力总体下降，资本流动波动加大。以证券组合投资为例，2021 年 2 月以来，不包含中国在内的新兴经济体证券组合投资流入由 1 月的 205 亿美元降至 2 月的 84 亿美元，3 月呈现 25 亿美元资本外流。然而，2021 年 4 月，新兴经济体证券组合投资流入量反弹至 272 亿美元，跨境资本流动波动加大，未来可能存在资本再次外流的风险。

其中，土耳其、印度和菲律宾在股权投资方面，南非和墨西哥在债券投资方面资本外流严重，2 月后由资金净流入逆转为较大规模流出（图 5）。

图 5：主要新兴经济体证券组合投资流入量（十亿美元）



资料来源：IIF，作者计算

第四，融资环境恶化，到期美元债规模增加。一方面，债券收益率上涨导致融资成本升高。新兴经济体综合美元与本币债券收益率分别较 2 月中旬上涨 14% 和 13.5%。另一方面，新兴经济体即将到期的美元债在未来两年呈增长态势。截至 2027 年年底，新兴经济体即将偿还债券总额达 17 万亿美元，美元债达 1.8 万亿美元，其中，美元到期债券由 2021 年底的 3277 亿美元升至 3605 亿美元。

未来 1-2 年，新兴经济体可能面临流动性收紧、融资环境恶化风险。然而，新兴经济体美元到期债务增加，再融资需求加大，或将导致违约风险。

### （三）新兴经济体风险暴露程度分化

从新兴经济体国别分析<sup>34</sup>可得出，汇率贬值严重的国家包括土耳其、阿根廷和巴

<sup>3</sup> 本文新兴经济体样本包括：阿根廷、巴西、哥伦比亚、埃及、匈牙利、印度、印度尼西亚、俄罗斯、罗马尼亚、马来西亚、墨西哥、泰国、土耳其。

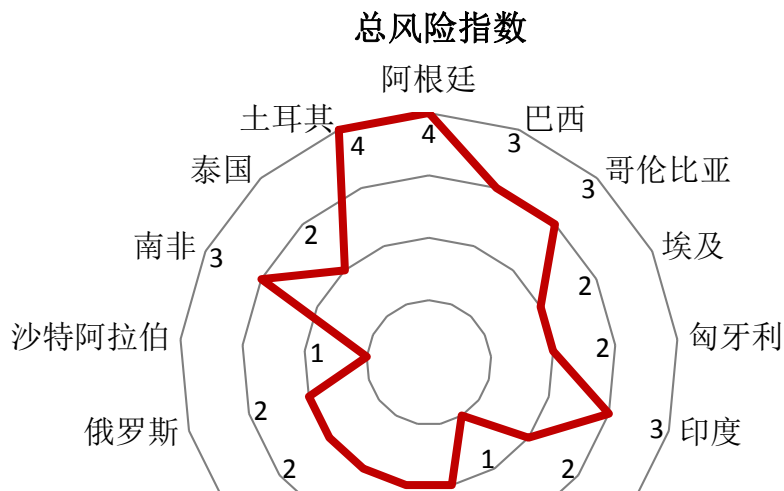
<sup>4</sup> 根据新兴经济体潜在“缩减恐慌”传播链条所涉及的风险指标，对个别国家给予全面的风险测评。指标选取上，新兴经济体金融风险指标以及与金融风险的相关性包括：汇率贬值幅度（+）、国债收益率上升幅度（+）、证券组合投资回撤规模（+）、经常账户收支（-）、外债占出口比（+）、外汇储备规模（-）、财政赤字占 GDP 比（+）、美元债占 GDP 比（+）、通货膨胀率（+）。测算方法上，假设指标遵循正态分布，计算各经济体指标数值后，将得出新兴经济体全部样本的均值和标准差，并将个别国家的数值与样本（均值±标准差）进行比较，根据变量与风险的正/负相关关系，评定样本中新兴经济体的风险大小，并将风险按照程度分为低风险（1 分）、中低风险（2 分）、中高风险（3 分）和高风险（4 分）。



西。债券收益率上涨导致融资成本加大的国家包括巴西、土耳其、泰国、菲律宾和俄罗斯。证券组合投资外流严重的国家包括土耳其、印度、菲律宾、南非和墨西哥。经常账户余额不足的国家包括土耳其、哥伦比亚、埃及和罗马尼亚。外汇储备不足的国家包括阿根廷和土耳其。外债和美元债高企的国家为土耳其、阿根廷和哥伦比亚。政府赤字严重的国家包括阿根廷、巴西、哥伦比亚、印度和南非。阿根廷和土耳其面临严峻的通胀风险，而马来西亚和泰国面临通缩风险。

综合来看，当前，新兴经济体面临风险第一梯队国家包括土耳其和阿根廷；第二梯队国家包括巴西、哥伦比亚、印度和南非；风险较低的第三梯队国家是沙特阿拉伯和马来西亚。高风险的新兴经济体表现为受国外货币政策等因素冲击影响严重，内部脆弱性凸显（图6）。

图6：新兴经济体金融风险国别分析



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\\_19614](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19614)

