

# 宽松政策退出风险系列研究

## 第二篇：通胀压力之下全球多国开启加息步伐



2021 年 12 月 02 日

**联合资信评估股份有限公司**

电话：010-85679696

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

邮箱：lianhe@lhratings.com

传真：010-85679228

PICC 大厦 17 层

网 址：www.lhratings.com

## 宽松政策退出风险系列研究

### 第二篇：通胀压力之下全球多国开启加息步伐

联合资信评估股份有限公司 主权部

#### 主要观点

- 全球通胀持续走高催生货币政策转向，2021 年四季度美联储如期缩减购债，当下已经有 26 个国家宣布加息，当前的货币政策调整主要是由各国通胀压力走高以及预防资本外逃等内生因素主导，而非外部跟随效应。
- 考虑到美联储收紧货币政策可能会加剧发展中国家的币值波动、带来更为严重的输入性通胀、缩窄发展中国家的对美利差以及加速国际投机资金回流美国等因素，发展中国家多提前采取防御式加息。
- 经济周期和金融周期的不一致是后疫情时代所面临的主要难题，部分发达国家存在结构性经济发展过热的问题，本次以挪威、韩国以及新加坡为代表的发达国家货币政策转向，主要是调整式加息。
- 本次多国加息处于全球加息潮的初级阶段，表现为欧美国家小步慢走，其他国家提前防御的特点；受变异毒株风险再起以及国际油价压力暂缓因素影响，未来全球加息进程存在一定不确定性，如果加息节奏失衡可能会进一步增大新兴市场国家的风险敞口。

#### 前文回顾

在后疫情时代全球主要国家货币政策逐步回归常态化的背景下，我们推出《宽松货币政策退出风险系列研究》，通过把握美联储货币政策的转向节点、探究多国央行加息的开启逻辑以及剖析加息对全球经济的影响，来深入研究本轮货币政策周期调整所带来的风险与机遇。我们在《[宽松政策退出风险系列研究第一篇：美联储货币政策拐点将至](#)》中综合考量美国经济基本面和货币政策周期，认为美联储已经处于货币政策调整边缘，预计可能会在 2021 年四季度或 2022 年一季度开启缩减购债计划，但鉴于本轮通胀压力可能会在较长的一段时期内存在，美联储不会采取急速加息的方式，而会循序渐进推进货币政策正常化，以防止出现经济硬着陆风险，以上分析目前已基本得到事实验证。《宽松政策退出风

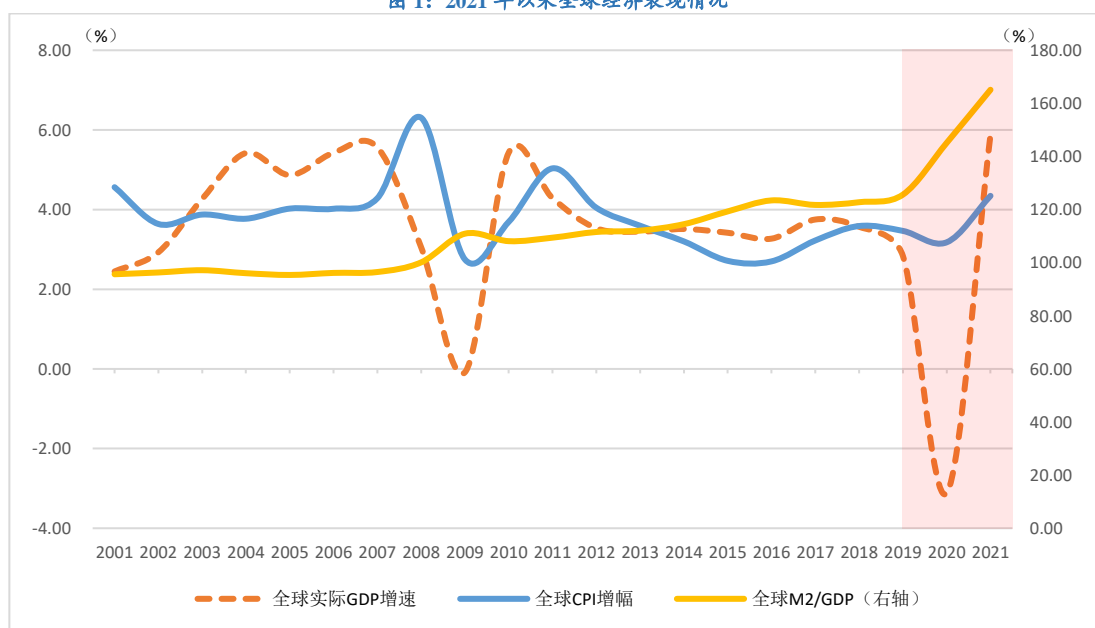
险系列研究第二篇：通胀压力之下全球多国开启加息步伐》会进一步探究在美联储货币政策转向的作用下，本轮全球加息潮的开启逻辑以及未来走向。

## 正文内容

全球通胀压力走高催生货币政策转向，2021 年四季度美联储如期缩减购债，当下已经有 26 个国家宣布加息，当前的货币政策调整主要是由各国通胀压力走高以及预防资本外逃等内生因素主导，而非外部跟随效应

2021 年以来，全球通胀压力大幅攀升，预计全年全球 CPI 增幅（约 4.5%）将创近 20 年以来新高。具体来看，2021 年 10 月，美国 CPI 增幅走高至 6.2%，创近 30 年以来新高；欧盟 27 国调和 CPI 增幅也上升至 4.4%，创 2008 年 6 月以来新高；俄罗斯 CPI 增幅上升至 8.1%，创 2016 年以来新高。本轮通胀大幅走高，是新冠疫情环境下全球货币市场和商品市场双失衡的产物。货币市场方面，新冠疫情暴发后，全球主要国家均采取空前宽松的货币政策和积极的财政政策，货币供给端释放空前流动性而造成货币超发，预计 2021 年全球 M2/GDP 将会上涨至历史新高（165%左右），全球货币市场供过于求。商品市场方面，随着全球主要国家疫苗接种的推进以及生产生活的恢复，预计 2021 年全球实际 GDP 增速将回升至 6%左右，商品需求显著复苏；但考虑到全球部分供应链断裂以及生产动力不足，商品市场供需缺口进一步走扩。因此，在全球货币供给流动性过剩背景下，全球粮食、铜以及石油等大宗商品水涨船高，导致成本推动型通货膨胀压力进一步传导至各行各业，助推市场的通胀预期进一步走高。

图 1：2021 年以来全球经济表现情况

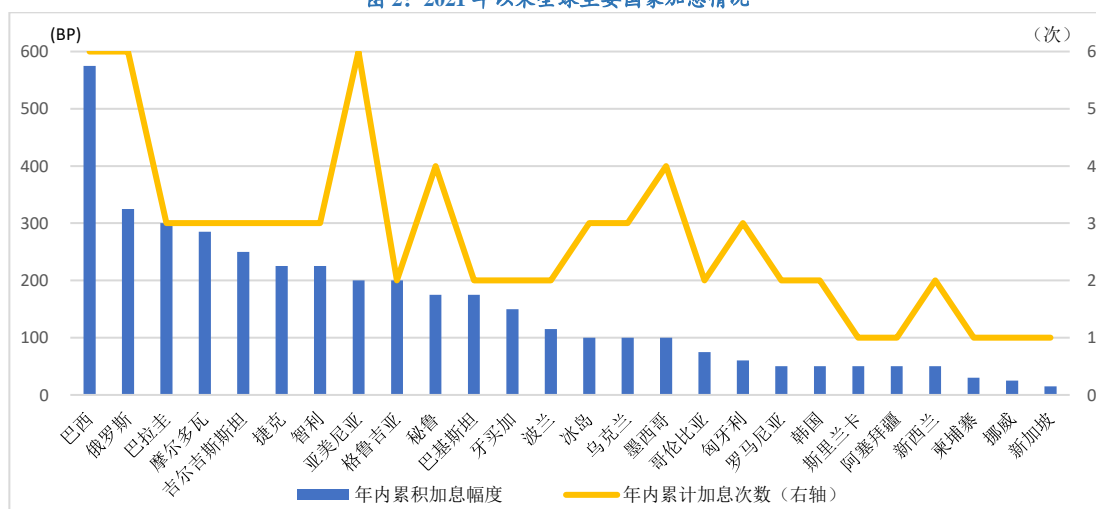


数据来源：IMF，联合资信整理

2021 年下半年以来，美国 10 年期通胀保值债券（TIPS）的收益率维持在-1.00%左右，但美国 10 年期国债收益率在 1.45%~1.68%区间内波动，中间通胀溢价部分创历史新高，市场对美联储缩减购债（Taper）预期大幅增强。2021 年四季度美联储如期调整货币政策，美联储 11 月议息会议后宣布将在本月开始削减购债（Taper）。联储货币政策委员会表示在维持当前 0%~0.25%联邦基准利率不变的前提下，开始每月减少资产购买力度，具体表现为每月减少购买 100 亿美元的美国国债和 50 亿美元的机构住房抵押贷款支持证券（MBS）。本次美联储货币政策转向，奠定了全球货币政策调整的方向。

今年以来，全球已经有多国央行开启加息步伐。根据 Trading Economics 的最新数据显示，截至 2021 年 11 月 30 日，全球已经有 26 个国家累计加息超过 70 次，单个国家平均加息约 155 个 BP。发展中国家是本币加息潮的主力军（约占 80%），平均加息幅度高达 175 个 BP，其中巴西是全球首个开启加息的国家，也是加息幅度最大的国家，年内累计加息 6 次，累计加息幅度高达 575 个 BP；有全球经济“金丝雀”之称的韩国成为首个加息的发达国家，8 月韩国央行货币政策委员会宣布将基准利率从 0.5%上调 25 个 BP 至 0.75%，随后新西兰、捷克、挪威纷纷加入加息阵营。

图 2：2021 年以来全球主要国家加息情况



注：统计数据截至 2021 年 11 月 30 日

数据来源：Trading Economics，联合资信整理

当前全球加息潮具有一些新特点：一是多数国家加息时间早于美联储 11 月正式公布 Taper 的时间，说明当前的货币政策调整主要是由各国通胀压力走高以及预防资本外逃等内生因素主导，而非外部跟随效应；二是当前货币政策调整基于不同的原因诉求，发展中国家则是为了预防币值波动以及资本外逃，发达国家主要是为了预防通胀对经济所造成复苏的阻碍；三是当前货币政策调整处于初期阶段，随着美联储货币政策明确转向，预计未来会有更多国家加入全球货币政策调整浪潮。



考虑到美联储收紧货币政策可能会加剧发展中国家的币值波动、带来更为严重的输入性通胀、缩窄发展中国家的对美利差以及加速国际投机资金回流美国等因素，发展中国家提前采取防御式加息

2021 年以来，在美联储持续释放鹰派信号、市场对美联储加息预期不断提前的背景下，多个发展中国家选择提前采取防御式加息举措。主要是考虑到一旦美联储收紧货币政策，则意味着发展中国家币值被动贬值，进而带来更为严重的输入性通胀。此外，美联储加息会缩窄发展中国家的对美利差，可能会加速国际投机资金回流美国，对发展中国的资本市场以及外汇市场造成一定冲击。

1998 年亚洲金融危机具有一定借鉴意义，1995 年美联储重回加息周期，促使美元币值逐步走高，导致大量短期资本撤离亚洲资本市场，加剧了各国的金融市场动荡和实体经济恶化。在股市泡沫和地产泡沫被刺破后，泰国、印尼、马来西亚上市公司市值分别下跌 83.7%、56.4% 和 56.4%。在经济大幅下滑的背景下，各国币值高估问题愈加明显，1997 年索罗斯的量子基金在外汇市场狙击泰铢，泰国政府为保证泰铢币值稳定而动用美元外汇储备购买泰铢，但由于外汇储备有限，不得不放弃固定汇率而改成浮动汇率制度，最终导致泰铢大幅贬值将近 60%。随后金融危机在东南亚和东亚国家间蔓延，泰国宣布实行浮动汇率后，亚洲其他国家也不得不改固定汇率为浮动汇率，导致货币价格纷纷下跌，马来西亚林特以及菲律宾比索在同一时期分别大幅贬值 46% 和 41%。不难看出，美联储货币政策收紧可能会增大金融基础薄弱国家的外部风险敞口。

图 3：1994—2001 年东南亚国家汇率情况

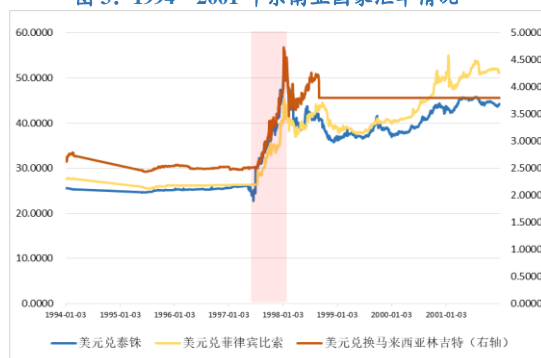


图 4：2013 年部分新兴市场国家汇率涨跌幅



数据来源：Wind，联合资信整理

2013 年欧洲危机后的缩减恐慌（Taper Tantrum）也具有一定借鉴意义，欧债危机后，发达国家自 2013 年二季度后迎来了经济共振增长，随着经济走向稳步复苏，市场预期美联储的宽松货币政策可能进行调整。2013 年 5 月，时任美联储主席伯南克突然释放削减量化宽松信号，大大早于市场预期，引发市场对美联储“缩减购债”的恐慌，导致美债收益率飙升而美股价格下跌，全球金融状况明显收紧。恐慌情绪蔓延至新兴市场，造成股、债、

汇三杀局面。2013 年 6 月末，MSCI 新兴市场指数较年初大幅下跌 13%；新兴市场综合债券收益率较年内高点大幅下跌 5.5%；2013 年 5 月后印度卢比、俄罗斯卢比、南非兰特、墨西哥比索以及巴西雷亚尔纷纷大幅贬值超过 10%。不难看出，美联储突然缩减购债会引发市场恐慌情绪，新兴市场国家面临较大金融市场波动风险。

为防止东南亚金融危机以及缩减恐慌的再度上演，2021 年已经有 20 个发展中国家提前开启加息步伐。其中，巴西央行年内已累计加息 575 个基点，是目前新兴市场上加息幅度最大的经济体，其基准利率上调至 2017 年以来最高水平。巴西央行频频加息主要为应对国内上行的通胀压力以及抵御美国货币政策后的资本市场波动。一方面，以美国、欧洲为首的发达经济体持续施行宽松货币政策导致原材料价格飙升，给巴西等经济体带来输入性通货膨胀；同时巴西自身受到供应中断、需求回升和天气异常的影响，食品、交通和住房成本均大幅上涨，物价持续高企。另一方面，美联储声明逐渐向加息倾斜，导致美债收益率呈现抬升走势，巴西股票市场、债券市场出现国际资金净流出的情况，对本国金融稳定性造成一定影响。

俄罗斯年内累计 6 次加息同样是出于抑制通胀和预防资本外流的考量。一方面，由于全球经济复苏和临近西方节假日，俄罗斯居民消费需求继续走高，而供应端的中断、原材料价格的上涨和能源价格的激增都将使通胀持续高位运行。2021 年 10 月，俄罗斯的通胀率为 8.1%，远高于央行 4% 的通胀目标。值得注意的是，俄罗斯轻工业发展滞后，生活必需品进口价格上涨进一步加剧国内成本推动型通货膨胀。另一方面，随着美国经济逐步复苏，投资者风险情绪渐长并推动美股上涨，而面对疫情带来的不确定性，投资者也倾向于购买美国国债进行避险，双重压力下俄罗斯金融市场资金外流的压力加剧。

智利面临内忧外患，亟待加息以预防金融风险。2021 年 10 月智利央行启动近 20 年来最大幅度的加息，将隔夜利率上调 125 个 BP 至 2.75%，并结束美元外汇购买计划，智利此次加息主要受到国内通胀和汇率贬值的双重压力。一方面，自疫情暴发以来，智利政府推行的经济刺激政策不断推高通胀水平，2021 年 10 月智利 CPI 增幅上升至 6%，创近十年以来最大增幅，远超央行 3% 的调控目标。另一方面，2021 年智利总统大选受“潘多拉文件”数据泄密影响，多位总统候选人涉嫌利用离岸公司隐瞒资产并逃税，现任智利总统皮涅拉因此被智利国会众议院批准弹劾，政局稳定性遭到削弱，使智利比索本年度持续大幅下跌，截至 2021 年 11 月末，美元兑智利比索上涨至 836.7，智利比索较 4 月大幅贬值超过 20%。

经济周期和金融周期的不一致是后疫情时代所面临的主要难题，部分发达国家存在结构性经济发展过热的问题，本次以挪威、韩国以及新加坡为代表的发达国家货币政策转向，主要是调整式加息

全球经济发展往往伴随着金融周期和经济周期的相互轮动，金融周期主要关注“虚拟变量”，而经济周期更关注“实体变量”。一方面，新冠疫情暴发后，全球主要国家通过采取宽松的货币政策而释放出空前流动性，流动性进入股市、地产以及商品市场，催生出股市和楼市的虚拟泡沫，带来了一场全球的资本盛宴，全球金融周期处于攀升阶段。但另一方面，全球实体经济始终处于供需失衡的困境，在疫情暴发初期受隔离政策影响，需求端断崖式萎缩，而当时货币宽松政策的本质是需求拉动供给型经济增长；随着疫情得到一定控制，被压抑的需求得到释放，但受全球供应链断裂以及基础能源价格上涨等因素影响，供给端生产动力不足，供求失衡使得经济周期复苏动力不足。因此，经济周期和金融周期的不一致是后疫情时代所面临的主要难题，部分发达国家存在结构性经济发展过热的问题，本次以挪威、韩国以及新加坡为代表的发达国家货币政策转向，主要是调整式加息。

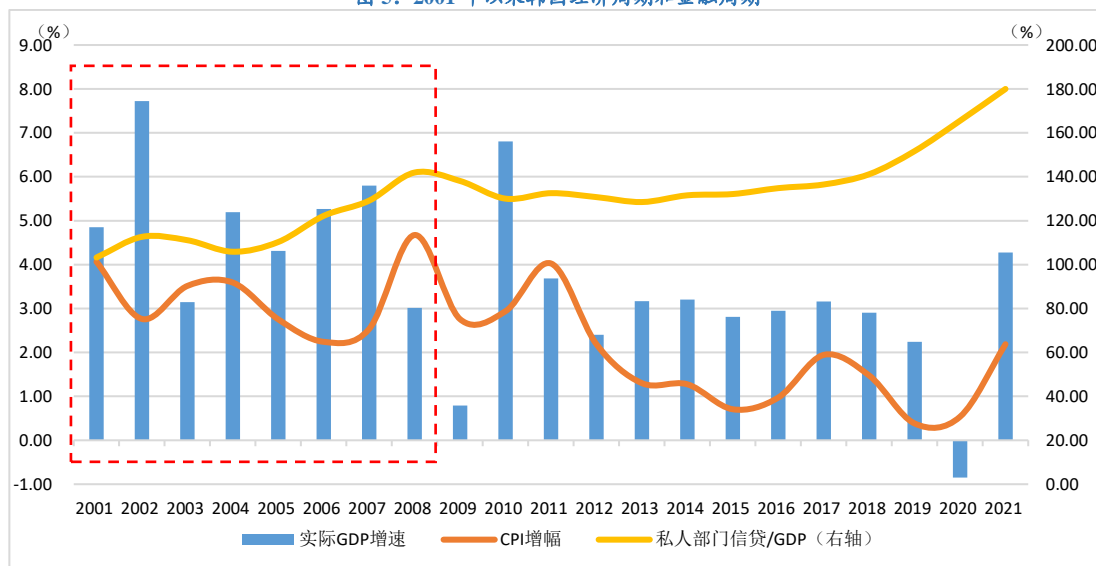
对能源依赖型发达国家而言，金融周期和经济周期的不匹配可能会加大通胀的传导压力。2021 年 9 月挪威央行上调基准利率 25 个 BP 至 0.25%，一是因为挪威经济的主要支柱是油气产业，受益于能源价格走高，挪威经济稳步复苏；二是挪威政府拥有全球规模最大的主权财富基金（资产管理规模高达 1.4 万亿美元），为政府提供了强大的资金支持，使得挪威的货币政策更具灵活性。挪威本次加息可以兼顾经济周期和金融周期的平衡，不仅可以提前抑制因能源价格上涨而传导的通胀压力，还可以有效缓解家庭债务和房价高企等金融失衡问题。

对高杠杆发达国家而言，金融周期和经济周期的不匹配会放大实体经济的结构性问题。2001—2008 年韩国经济周期和金融周期高度一致，私人部门杠杆率的表现趋势与实际 GDP 增速呈正比，与 CPI 增幅呈反比。但在 2008 年全球金融危机后，经济周期和金融周期的一致性遭到破坏，私人部门杠杆率一路直上，家庭债务压力跃居全球前列。主要是因为韩国家庭债务结构主要以住房抵押贷款为主，2008 年以来韩国房价连续上涨，导致家庭负债一路走高，不仅抑制了国内消费的增长，还对韩国整体金融系统的稳定性产生不利影响。尤其是新冠疫情后，充足的流动性进入地产行业进一步推高房屋价格，家庭信贷压力也相应水涨船高。截至 2021 年二季度末，韩国家庭信贷总额达到 1,806 万亿韩元，同比增长逾 10%，增速创 2003 年以来的最大增幅。韩国央行本轮加息主要是为了避免资产泡沫进一步膨胀，起到调整家庭负债以及保护实体经济的作用。

对外部依赖型发达国家而言，金融周期和经济周期的不匹配会增大其外部风险敞口。新加坡金管局于 10 月发布货币政策声明，表示收紧新元货币政策，将新元名义有效汇率区间升值坡度从零略微调高，波动范围及中心轴则保持不变，这是新加坡三年来首次收紧货币政策。新加坡是小型开放经济体，经济对外贸有较大依赖性，因此新加坡采取新加坡元兑一篮子货币的加权汇率的货币政策。本次新加坡收紧货币政策主要是因为其经济增长趋

势可能超过预期，2021 年已经连续三个季度处于扩张态势，再加上国内外成本增加推升新加坡的通胀压力，收紧货币政策将有利于新加坡元汇率保持稳定，对其贸易及整体外债偿付形成有力支撑。

图 5：2001 年以来韩国经济周期和金融周期



数据来源：IMF、World Bank，联合资信整理

本次多国加息处于全球加息潮的初级阶段，表现为欧美国家小步慢走，其他国家提前防御的特点；受变异毒株风险再起以及国际油价压力暂缓因素影响，未来全球加息进程存在一定不确定性，如果加息节奏失衡可能会进一步增大新兴市场国家的风险敞口

虽然本次加息潮已经有 26 个国家开启加息步伐，但全球依旧处于加息潮的初级阶段，表现为欧美国家小步慢走，其他国家提前防御的特点。美联储于 11 月宣布 Taper，同时也表示将继续促进信贷流入家庭和企业以促进经济复苏，表明货币政策宽松依旧是 2021 年的主基调；欧洲央行虽然在 9 月的货币政策会议上，宣布从四季度起放缓紧急抗疫购债计划（PEPP）的购债速度，但继续维持三大关键利率不变（再融资利率为 0%、边际借贷利率为 0.25%、存款机制利率为 -0.5%）；11 月英国央行公布利率决议，表示维持当前 0.1% 的市场利率和资产购买总规模 8,960 亿英镑不变，将基于未来劳动力市场表现和经济情况，在“未来几个月”考虑加息的可能性；10 月加拿大央行宣布维持基准利率在 0.25% 不变，同时将于 11 月结束量化宽松（QE）计划，并将加息预期最早提前至 2022 年二季度，并且在结束 QE 后会进入再投资阶段，仅购买足额债券以取代到期债券，不再增加央行的债券持有规模。

未来一段时期内，全球货币政策转向的进程取决于新冠疫情发展情况以及通胀压力变化情况。一方面，变异毒株再起或影响全球经济复苏进程。11 月 26 日，南非发现



“奥密克戎（Omicron）”变异毒株，短短四天全球已经有 19 个国家和地区出现该毒株，奥地利、比利时和荷兰等国已宣布实施全面封锁或宵禁措施。从短期看，变异毒株激起了全球投资者的恐慌情绪，全球主要大类资产价格短期内出现剧烈波动，以美国国债为代表的避险资产受到追捧，风险资产和大宗商品则出现较大跌幅。从中长期看，变异毒株阻碍了全球经济联动复苏的进程，发达经济体和新兴市场的经济增长差距或将再度走扩，全球供需矛盾更加突出，预计 2022 年全球加息节奏会适当放缓。

另一方面，能源价格回落令通胀压力得到一定缓解。11 月 23 日美国白宫宣布，美国能源部将从战略石油储备中释放 5,000 万桶原油，以缓解经济从新冠疫情中复苏时出现的石油供需不匹配问题并降低油价；11 月 24 日日本政府宣布，将配合美国为平抑油价而释放战略石油储备的行动，在不违反石油储备法的前提下释放国家过剩石油储备。国际油价受供给端增量以及需求端恐慌情绪走高（奥密克戎变异病毒）等因素影响，IPE 布油期货收盘价连续三天下跌至 70.2 美元/桶（截至 11 月 30 日），创近三个月以来新低。能源价格回落有助于缓解成本推动型通胀在各行各业的蔓延，也可以适当减轻全球央行因通胀走高而调整货币政策的压力。

整体看，虽然 2022 年全球加息依旧是大势所趋，但受变异毒株风险再起以及国际油价压力暂缓因素影响，未来全球加息进程存在一定不确定性。值得注意的是，未来全球加息节奏存在失衡的可能：如果美联储基于自身经济指标转好以及变异毒株可能影响较小等因素考量，会继续保持原有节奏甚至加快加息步伐，但新兴市场国家抗风险能力薄弱，可能会趋缓加息步伐，加息节奏不一致可能会进一步增大新兴市场国家的风险敞口。