

美国货币政策正常化对拉美和加勒比地区的影响

国家开发银行《格林纳达经济发展战略及中格合作研究》课题组

摘要 美国货币政策回归正常,意味着全球资本流动格局将调整,从而对全球金融市场、货币市场产生冲击。历史上,拉丁美洲和加勒比地区是受美元周期影响最为严重的地区。美联储货币政策正常化将通过汇率、利率和大宗商品价格三个渠道对该地区产生影响。若美联储进一步提高美元利率,资本将会大规模从拉美地区流出,其国际融资成本也会上升,进而加剧出口商品价格疲软的负面影响。由于地区国家与美国经济周期联系存在差异,次区域受到的影响也会有差别。

关键词 拉美和加勒比 美国 货币政策

中图分类号 F827.12

文献标识码 A

文章编号 CN61-1487-(2017)02-0040-03

DOI:10.16721/j.cnki.cn61-1487/c.2017.02.010

2014年10月,美联储结束了资产购买计划, QE 随之退出历史舞台。此后,对美联储加息时间的争论一直存在。有人认为,过早加息会使本就飘摇欲坠的新兴经济体更遭重创,影响全球经济再平衡;也有人认为,如果迟迟不加息将使美联储错过货币政策的调整时机,影响全球经济的复苏进程。2015年底,靴子终于落地,美联储自2006年6月以来首次提高利率。美联储加息所引发的新问题要比其所解决的还要多,因为未来货币政策的变化充满不确定性。

自美联储2013年释放出退出QE政策的预期开始,全球货币流动性便开始调整,全球外汇储备总额开始下降。新兴经济体遭遇的打击最大,反复受到资本外流、储备下降和本币贬值的冲击,拉丁美洲和加勒比地区也未能幸免。2015年以来,拉美新兴经济体货币平均贬值幅度达到32%,大大高于世界上的其他地区。货币贬值使拉美地区一些国家的通货膨胀率升高,造成这些国家在全球经济不景气的大背景下实施货币政策的效果大打折扣。但是,自2015年12月美联储9年多以来首次加息,迄今已经连续7次会议按兵不动,市场对美联储再次加息的预期不断变化。随着特朗普在选举中获胜,美联储未来的加息预期增强,对全球经济也将产生深远影响。

一、美元周期与拉丁美洲

根据历史经验,当美国货币政策发生趋势性改变时,美元走势将受到影响,进而影响国际融资条件,造成国际资本流向的变化。目前,全球56%的国家仍然采用相对固定的汇率制度,且主要以美元为盯住对象。当美元宽松时,向全球提供流动性,各国因本币升值压力被迫宽松,导致泡沫产生;而当美元紧缩时,从全球回收流动性,各国又因贬值压力被迫紧缩,若经济本身有问题,危机就

很可能爆发。此外,紧缩周期时美元指数走强,将会导致大宗商品价格走弱,更使本就脆弱的初级产品出口国雪上加霜。如果将美国货币政策从宽松到紧缩定义为一个“美元周期”,那么该周期对历史上多次金融危机就产生了巨大的推动作用。

经济全球化和金融一体化的发展使各国的经济相互嵌套,尤其对于新兴经济体而言,无论实行何种汇率制度,其货币政策均已没有独立性可言。再加上新兴经济体内部存在结构性经济问题和金融体系较为脆弱的特点,美国货币政策及美元周期造成的全球流动性变化往往成为区域性金融危机的外部条件和导火索,例如上世纪80年代的拉美债务危机和90年代一连串的新兴经济体金融危机。对于拉丁美洲和加勒比国家来说,这种影响程度更为强烈,尤其是南美洲的大宗商品出口国。

世界上,拉丁美洲是受美国影响最大的区域。表1总结了历史上的美联储加息周期对拉美国家的影响。以第一次美联储加息为例,20世纪70年代第一次石油危机之后,美联储开始不断降低利率,增加的流动性外溢到其他发展中国家。同时,金融全球化加速推进,国际资本市场充斥“石油美元”,拉美国家外债规模不断膨胀,例如巴西、阿根廷外债增长速度都一度超过50%。1978年,第二次石油危机爆发,美国为抵御通胀进入加息通道,联邦基金利率从10%以下提升到20%以上,贷款利率也提升至20%以上。利率攀升导致美元债务沉重的拉美国家难以承受,进而陷入债务危机,也因此经历了“失去的十年”。空前严厉的货币政策帮助美国控制了通货膨胀并且进入繁荣期,但是美联储的加息却被认为是拉美地区爆发债务危机最主要的外部原因之一。

此后,无论是90年代中期应对经济过热还是世纪之

交抑制互联网或 2006 年抑制房地产泡沫,美联储每次开启加息周期,都会造成拉美地区的金融动荡。此次全球金融危机之后,得益于大宗商品超级周期的福祉,拉美国家未受到明显的影响。但是,随着全球经济进入“新平庸”,拉美经济增长的前景变得越来越暗淡,众多的结构性问题开始显露出来。

表 1 历史上美联储四次加息周期对拉美经济的影响

时间段	加息原因	事实	对拉美的影响
1977.8-1980.2	石油危机,应对输入性通胀	基准利率 4.75% 提高到 20%,美元升值 20% 减少输入性通货膨胀	大宗商品价格暴跌,以美元计价的外债激增,债务危机
1994.2-1995.2	应对经济过热	90 年代初基准利率从 8% 降到 3%,1993 年 Q4 出现过热,12 个月内 7 次加息,提高了 300 个百分点	墨西哥金融危机
1999.6-2000.5	互联网泡沫	1999 年经济出现泡沫,6 月开始加息,从 4.5% 提高到 6%	金融市场恐慌,阿根廷和巴西金融危机
2004.6-2006.6	房地产泡沫	互联网转向房地产,信贷繁荣,美联储开启长达 24 个月的加息周期,次贷危机	2012 年起开始显现负面影响

二、美国货币政策正常化对拉美国家的影响

美联储通过量化宽松货币政策拯救了危机中的美国经济,在世界范围内引起不小的影响。由于美国货币政策和投资者风险偏好的变化,全球经济存在完整的金融周期。当美国利率较低时,会出现资产泡沫,并向新兴经济体转移,催生流入地区的泡沫;而当美国加息时,资本回流,新兴经济体的资产泡沫破灭,货币贬值,发生危机。美联储作为全球央行并且美元作为世界货币,美国货币政策的调整会产生强大的溢出效应。其中在金融层面,主要体现为全球流动性和国际金融市场的冲击,通过汇率、利率和大宗商品价格等渠道对拉美国家产生影响。

^[1] 由于经济联系和周期性不同,美联储加息对拉美和加勒比地区不同国家和次区域的影响不同,各国对美国货币政策正常化的反应也存在差异。

(一) 传导途径

当前的国际货币体系以信用货币美元为主导,因此无法形成类似于金本位制下的单一且明确的“货币锚”,这就造成美国货币政策能够对国际市场产生冲击,美国的货币政策也就意味着全球的货币政策。^[2] 在当前世界经济高度一体化的背景下,面对风险最不堪一击的或许就是国家边界。^[3] 大国在使用极端宽松的货币政策时,资本流入导致新兴经济体杠杆率大幅飙升;而当美联储开始考虑逐步退出宽松货币政策时,此前的资本流入国又将面临新一轮的波动。美联储货币政策变动将通过汇率和利率两个关键宏观经济变量影响国际资本流动,大

宗商品价格则是对拉美绝大多数国家实现传导的另一条重要渠道。

首先,汇率途径。新世纪之前,拉美大部分国家顺应了全球浮动汇率趋势,通过自愿或危机的形式完成了汇率制度的转型。各国可以不需要再为了维持国际收支平衡而牺牲物价稳定和充分就业。汇率自由浮动之后,拉美国家又通过对中央银行的相关改革,大幅提升了中央银行货币政策的独立性。但是,浮动汇率并没有解决全球汇率的调节秩序问题。根据 IMF 在 2013 年对 193 个成员国家和地区的统计,56% 的国家仍然采用相对固定的汇率制度,且绝大多数盯住美元。即使是实行浮动汇率的经济体,也会频繁干预外汇市场,以保证本国货币对美元的相对稳定。这种体系的结果是各经济体货币政策受限,甚至完全丧失独立性,跟着美国货币政策走。在美元宽松周期时,这些经济体货币有升值压力,资金流入使得其被迫选择宽松,而宽松又导致经济泡沫的产生和杠杆的提升,孕育了危机。美元进入紧缩周期时,这些经济体货币又面临贬值压力,货币政策被迫紧缩,如果本身经济也存在问题,货币攻击、外储流失、泡沫破灭就全都一起袭来,危机爆发。

其次,利率途径。由于各国需要通过外汇市场的干预进行调节,因此其利率政策调整会受到牵制,尤其是实行通货膨胀目标制的国家。美国加息后,为防止货币贬值和资本大规模流出,拉美国家不得不被动加息。作为国际货币,联邦基准利率提高意味着国际利率提高,拉美国家的再融资成本增加,触发债务危机的可能性升高。这会进一步削弱拉美国家的经济增长。对汇率制度灵活性较差的国家而言,这些影响将更为严重。根据国际货币基金组织的研究,由于经济联系较为紧密,与全球其他区域相比,美联储利率政策对拉美和加勒比地区的影响最大。美联储短期利率提高 100 个基点,墨西哥和秘鲁的反应最强,将分别提高 95 和 80 个基点,其余主要拉美国家的反应在 20-40 个基点之间不等,包括阿根廷、玻利维亚、智利、哥斯达黎加和乌拉圭。哥伦比亚的反应接近于零,而巴西的反应将为负。长期利率方面,美国国债收益率提高 100 个基点,新兴经济体和其他发达经济体将分别提高 35 和 50 个基点。而对于拉美国家来说,这一影响更大,巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥和秘鲁五个国家平均将提高 90 个基点。其中,巴西和哥伦比亚将分别提高 130 个 120 个基点,是反映最强烈的国家。^{[4]⁵³}

第三,大宗商品途径。由于大宗商品基本以美元计价,美元指数和大宗商品价格存在显著的负相关关系。

美联储加息将导致美元升值,大宗商品价格面临下跌的压力。拉美地区大部分国家经济严重依赖大宗商品出口,近年来拉美经济动力不足,与国际大宗商品市场量价齐跌有直接关系。美国货币政策紧缩时,美元指数会走强,大宗商品会走弱,而巴西、阿根廷、南非等新兴经济体是大宗商品的重要生产国,会遭受较大的冲击。但是,中美洲和加勒比地区的初级产品进口国则将充分享受到美国货币政策正常化带来的福祉,促进其贸易条件的改善。

(二) 次区域影响

拉丁美洲和加勒比共有 33 个国家和地区,这些经济体在经济总量、资源禀赋、国际经济融入以及经济周期方面存在较大差异。因此,美国经济周期对地区的影响也大相径庭。根据国际货币基金组织的分类,主要可以分为金融融入商品出口国(巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥、秘鲁、乌拉圭)、非金融融入和其他商品出口国(委内瑞拉、阿根廷、厄瓜多尔、玻利维亚、巴拉圭)、中美洲地区(哥斯达黎加、萨尔瓦多、尼加拉瓜、危地马拉、洪都拉斯、巴拿马)和多米尼克、加勒比地区^①四组。其中,除乌拉圭外的第一组国家与全球经济的联动效应最为明显,短期利率的平均相关系数为 0.7,与亚洲金融融入程度较高的国家(例如,新加坡、韩国)大致持平。相反,哥斯达黎加、洪都拉斯和巴拉圭是拉美和加勒比地区与全球短期利率联系最不紧密的国家。^{[4]52} 受美国货币政策影响最大的国家应该是经常赤字较大、美元债务较高的国家,即使其官方储备较为充足。^{[5]17}

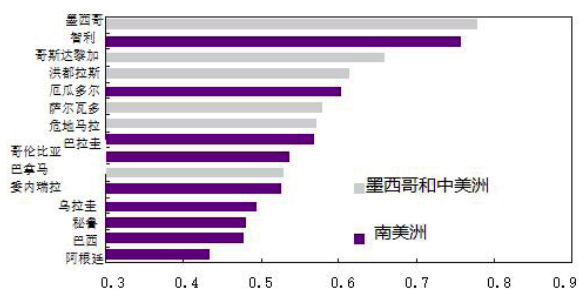


图1 拉美国家与美国的经济周期 (2002-2014)

资料来源 IMF:Regional Economic Outlook:Western Hemisphere, April 2015, p16.

图1是2002年-2014年拉美国家和美国经济周期的契合度。其中,有11个国家的经济周期相关系数超过0.5。墨西哥和中美洲国家与美国经济联动的程度最高,南美洲的智利和厄瓜多尔也与美国经济周期较为同步。美联储加息将使多数拉美国家货币政策面临两难处境。当前,众多拉美国家经济增速下滑且面临通胀压力,美联储加息会导致本币相对美元贬值,这虽然有利出口,同时也会推升通胀。拉美各国政府若想维持币值基本稳定,

势必跟随美联储加息,这将提升国内融资成本,造成信贷萎缩,进而影响经济增长。目前巴西和阿根廷的利率水平相对较高,利率调整空间有限,本币可能面临较大贬值压力。

除中美洲和墨西哥外,所有地区在美元贬值时都经历了非常强劲的国内需求增长。当美元逐渐升值时,其中许多地区的国内需求出现下降。这一事实有力地表明强势美元对拉美各国国内需求购买力的负面影响。疲软的商品价格造成出口的美元收入降低(即收入效应)比国内货币贬值时伴随着商品出口出现的经济活动的增加更加重要。这种情况一般被称为支出转换效应,因为随着以美元计价的国内商品价格变得更加低廉,它会带来更加强烈的外部需求。这一过程对于南美洲的初级产品出口国的影响更加明显。这些国家国内生产专业化程度低,最终消费品、中间投入品和资本都需要进口,因此当美元走强时,收入效应要远远强于支出转换效应。

美元走强将使国际油价继续徘徊在低位,这对于中美洲和加勒比地区的小国来说是一大利好。得益于此,这些国家的运输费用及电力成本将大幅下降,从而缓解通货膨胀的压力,为货币政策创造一定的空间。根据IMF的估计,强势美元将有利于国际原油价格继续处于下降通道,这将为加勒比地区国家平均带来相当于GDP2.3%的收益。^{[5]37} 2015年,巴巴多斯、巴拿马、伯利兹、格林纳达、哥斯达黎加等中美洲和加勒比地区的国家均出现了不同程度的通货紧缩。多米尼克、圣基茨和尼维斯则因总需求急剧萎缩,进入通货紧缩时期。受美元升值和大宗商品价格低迷的影响,中美洲和加勒比地区众多国家的经常项目逆差在2015年收窄,主要有格林纳达、多米尼克、圣卢西亚等。与此同时,这些国家的外汇储备实现增加,其中哥斯达黎加(9.7%)、牙买加(17.1%)和圣卢西亚(31.3%)的表现最为突出。^{[6]73} 因此,中美洲主要国家的主权信贷敞口在2016年下半年以来伴随加息预期的提高而稳步下降(图2)。

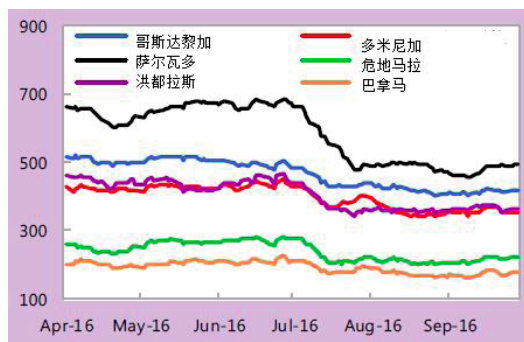


图2 中美洲国家主权信贷敞口

资料来源 IMF, Latin America and the Caribbean: Are Chills Here to Stay? Regional Economic Outlook, October 2016, p16.

尤其是对于加勒比地区的小国来说,美国货币政策正常化意味着其经济复苏,将提振这些国家的旅游业,从而促进经济增长的恢复。以巴巴多斯为例,其旅游业对全国经济增长的贡献达到60%,美国经济复苏和货币政策正常化将极大改善该国的外汇流入和政策空间。^[7]此外,加勒比地区国家的居民可支配收入将得益于支出成本的下降而上升,企业盈利能力、政府财政赤字都将得到进一步的改善。

三、未来与展望

从历次美国加息的情况看,受影响最严重的往往是外债高、外汇储备少的经济体,且前期吸入国际资本越多,加息时承受资本外流的压力就越大。全球流动性风险虽然起源于美国加息,但最终结果可能由新兴经济体承担。事实上,在巴西、墨西哥、委内瑞拉等拉美国家,风险已经显现。这些地区大国都遭遇了不同程度的金融不稳定,体现为本币暴跌、通货膨胀恶化以及经常项目赤字扩大等。

由于美联储采用前瞻性指引而非遵循一定货币政策规则,因此未来货币政策的不确定性将给拉美国家的政策选择及其效果带来制约,美联储提高利率将造成这些国家中央银行刺激政策空间被收窄。拉美国家需要保持汇率政策的灵活,加强政策可信度以及降低美元融资的比重,方能在全球经济“新平庸”中保持一定的政策独立性。

当前,建立流动性管理的全球协调机制和开展区域性金融机构合作是应对全球流动性风险的重要补充机制。拉美地区应该建立外汇短缺应对机制或建立区域资本市场,共同利用区域内的资源抵御外部冲击,避免危机。此外,货币合作可以降低成员国外汇储备持有水平。一方面,对于区域内部的双边贸易,只需在一段时期内计算双边贸易净差额,大大减少为平衡贸易收支而持有的外汇储备;另一方面,当成员国发生货币危机或短期对外清偿能力有困难时,可通过货币互换迅速得到资金,降低为防范金融危机而消耗外汇储备。在正常时期,货币互换可以成为社会融资的一种来源;当危机袭来之时,货币互换则可以提供紧急流动性安排,帮助相关国家抵御国际投机冲击,度过难关。

注 释:

2015年4月,美联储就明确表态将于年内加息。市场据此

强烈预期2015年9月份美国联邦公开市场委员会(FOMC)会议的召开是美联储首次加息的时点。9月份加息预期的落空一度使市场茫然失措。

虽然特朗普没有提出过明确的货币政策,但他曾多次抨击美联储低利率政策带来的扭曲。

Hélène Rey, Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence, 2013.

石油危机导致油价大涨,石油是以美元计价,石油输出国获得大量的美元,他们将美元存入欧洲的银行中,欧洲银行再将美元借给拉美等发展中国家。

Rey, H, “Dilemma not Trilemma: The global financial cycle and monetary policy independence”, paper presented at the Jackson Hole Symposium, August 2013. Available at <http://www.kansascityfed.org/publications/research/escp/escp-2013.cfm> Revised version forthcoming as a CEPR Discussion Paper. 除拉美地区之外的新兴经济体的影响为10个基点以下,其他发达经济体的平均响应为30个基点。

又分为旅游国和初级产品出口国,旅游国包括巴哈马、巴巴多斯、牙买加以及东加勒比货币联盟国(安圭拉、安提瓜和巴布达、多米尼克联邦、格林纳达、蒙特塞拉特、圣基茨和尼维斯、圣卢西亚、圣文森特和格林纳丁斯);初级产品出口国主要是特立尼达和多巴哥。

参考文献:

- [1] 李若愚. 美联储加息对我国货币政策的影响分析[J]. 清华金融评论, 2016(2).
- [2] 易宪容. 美联储量化宽松货币政策退出的经济分析[J]. 国际金融研究, 2014(1).
- [3] 拉古拉迈·拉詹. 竞争性宽松货币政策: 昔日重现吗? [J]. 比较, 2014(4).
- [4] IMF, Regional Economic Outlook: Western Hemisphere, October 2015.
- [5] IMF, Regional Economic Outlook: Western Hemisphere, April 2015.
- [6] ECLAC, Preliminary Overview of the Economies of Latin America and the Caribbean 2015, Santiago, Chile, December 2015.
- [7] DeLisle Worrell, “Economic Growth, Development and Stability in Small Very Open Economies”, Working Paper for ILAS, CASS, 2016.

注: 国家开发银行《格林纳达经济发展战略和中格合作研究》课题组成员: 徐英九、吴志峰、李一君、李嘉、柴瑜、张勇、王飞等。执笔人: 王飞。

(责任编辑: 李直)