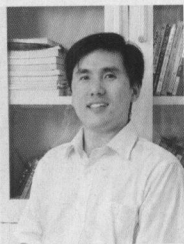


美联储加息是新兴市场金融危机的主因吗

文 / 曹永福



曹永福
经济学博士，
中国社科院世界
经济与政治研究所
副研究员

近年来，美联储加息似乎成了新兴市场的达摩克利斯之剑。这是因为，从历史经验看，美联储启动加息进程后新兴市场容易出现经济波动甚至金融危机，投资者担心历史会重演。

理论上讲，美联储加息将提高资金成本，使资本有回流美国的动力。但资本流动更多取决于各国实体经济吸引力、资产回报率以及经济风险的对比，美国政策利率只是影响资本流动的诸多因素之一。而且，资本流动是否触发金融危机还取决于更多内因和外因，不宜盲目断言美联储加息必然引发金融危机。

美联储加息与新兴市场金融危机之间的因果机制剖析

20世纪80年代以来美联储经历三轮加息进程：1980~1982年、1994~1995年和2004~2006年。从时间上看三轮加息大致分别对应拉美债务危机、墨西哥货币危机和2008年国际金融危机。然而，两个事件时间上的对应并不代表其间必然的因果关系，其中的传导机制需深入剖析。

20世纪80年代初美联储为遏制通胀而采取激进的加息措施，仅在1980年下半年联邦基金利率就从9.0%飙升到19.1%。当时拉美国家外债以浮动利率的银行贷款为主，加息迅速提升拉美国家的还本付息负担；而且加息使1981~1983年美元名义有效汇率升值30.1%，更是雪上加霜。墨西哥、巴西、智利等国不堪重负先后停止外债偿付，这引起资本流入逆转，拉开债务危机序幕。这次美联储加息直接加重了拉美国家的债务负担，可以看作是拉美债务危机的主因。

1994年美联储启动加息，年底墨西哥爆发货币危机，但这次事件的细节值得探讨。1994年2月联储第一次加息，墨西哥金融市场并未出现剧烈波动；但后来总统候选人科洛西奥、劳动制度党书记马谢乌先后遇刺身亡，墨西哥政局动荡引发投资者的恐慌情绪，资本加速外逃，这恐怕是引发货币危机更直接的诱因。所以很难将1994年墨西哥货币危机的主因归咎于美联储加息，危机至少是外部资金成本提高、国内政局动荡综合作用的结果。

2004~2006年美联储加息并没有改变资本持续流入新兴市场的局面，本轮美联储加息也引发了金融危机，但危机震源在美国自身，加息刺

破次级贷款支撑的美国房地产泡沫并引发次贷危机，危机传导到各个国家酿成全球金融危机。因此本轮美联储加息和新兴市场金融危机之间有一个关键因果链环节，即美国次贷危机。

总之从历史经验看，美联储加息有时构成新兴市场金融危机的主因，但有时只是间接或次要原因，不宜片面地将加息和危机直接联系起来。2015年美联储再次启动加息进程，对本轮加息的影响需要结合多种因素做综合分析。

本轮美联储加息影响的前瞻

经济运行的逻辑是相似的，但历史进程中经济逻辑的具体表现却不断演化。本轮美联储加息与过去相比至少有两点重要区别。首先，美联储的加息节奏更加缓慢。1980年联邦基金利率在半年内飙升10个百分点；1994~1995年、2004~2005年，在一年内则分别提高3个、2个百分点；而2016年6月美联储预测，到2018年联邦基金利率将每年约提高0.7~0.8个百分点，加息节奏将明显低于前三轮加息，因此资金成本的提高将相对缓慢，资本回流的动力不会很强。其次，美联储的预期管理日益完善。20世纪80年代初沃尔克任美联储主席时激进加息，格林斯潘则喜欢采用含混的语言让投资者难以捉摸其真实意图，货币政策操作经常出人意料，容易引起市场动荡。而近年来美联储日益强调前瞻性指引，强调与金融市场充分沟通，投资者可以提前做出政策预期并调整投资组合，这可以平缓资本流动的冲击。因此，美联储相对缓慢的加息节奏、良好的预期管理有助于降低新兴市场爆发金融危机的概率。

从根本上讲，国际资本之所以流向新兴市场国家，是因为后者较高的经济增长率和投资回报率，但近期受多种因素影响，新兴市场经济增速普遍下滑。2015年亚洲新兴市场GDP增速只比美国高2个百分点，这是20多年来正常经济扩张期的最低差值；2015年拉美新兴市场国家的经济增速甚至低于美国。这种力量对比变化使新兴市场对国际资本的吸引力下降，这种自身因素对资本流动的影响更是不容忽视。所以，尽管强调美联储加息的负面影响可以赢得政治上的主动，但新兴市场必须重视自身经济增长活力的恢复，防范金融风险的积累，这才是更客观、更辩证的态度。