

厦会财经研报

2022年
第2期
(总第10期)



厦门国家会计学院
XIAMEN NATIONAL ACCOUNTING INSTITUTE



“一带一路”财经发展研究中心
RESEARCH CENTER FOR THE BELT & ROAD FINANCIAL AND ECONOMIC DEVELOPMENT

2022年3月28日

俄乌局势下美通胀风险加剧致全球普遍通胀 我宜以稳制变化危为机

摘要：近期，俄乌局势进一步加剧了美欧等经济体的通胀风险问题。据国际货币基金组织（IMF）1月预计，高通胀压力或将持续更长时间。针对此国际经济形势变化，“一带一路”财经发展研究中心研究人员分析了2022年俄乌局势下美国通胀居高不下的诱发因素以及美国收紧货币政策对全球产生的溢出效应。报告指出，我应警惕俄乌局势下美收紧货币政策的可能影响，包括全球通胀引起全球经济滞涨，各国宏观经济政策转向滋生金融风险，以及美政策对我国跨境资本流动和汇率造成的局部风险等。同时，俄乌局势将向全球带来金融市场动荡和输入性通胀等影响。政策建议上，我宜识变制变，化危为机：一是未雨绸缪，妥善应对发达国家长期通胀隐患；二是在全球产业链上强链补链，以应对全球通胀风险；三是采取灵活的宏观政策，稀释全球宏观政策转向对我国的冲击。

俄乌局势下美通胀风险加剧致全球普遍通胀 我宜以稳制变化危为机

洪祥骏¹

3月10日，美国劳工统计局公布2月份CPI同比上涨了7.9%，创1982年以来最大涨幅。自2021年5月以来，美国CPI涨幅已连续九个月达到或高于5%。俄乌局势加剧了美欧等经济体的通胀风险问题。国际货币基金组织（IMF）1月预计，高通胀压力或将持续更长时间。2022年发达国家CPI同比增长将达到3.9%，较此前预测上调1.6个百分点，新兴市场和发展中国家CPI同比增长将达到5.9%。自2020年年中以来，以美国为代表的全球通胀问题引发世界关注。全球商品消费需求快速复苏，而疫情引发的生产中断、劳动力短缺等问题严重制约全球供给，供需失衡不断加剧，推动通胀压力持续攀升。这使得2021年全球宏观经济呈现了共同复苏却不均衡、不平等的态势。据此，本文将分析2022年俄乌局势下美国通胀居高不下的诱因以及美国为此收紧货币政策对全球产生的溢出效应，并研判俄乌局势向全球带来金融市场动荡和输入性通胀等影响，以加深对全球通胀内在规律的理解。政策建议上，我宜提高警惕，识变制变，采取灵

¹ 洪祥骏：厦门国家会计学院“一带一路”财经发展研究中心教师

活稳健的宏观政策；化危为机，防变应变，深化经济领域改革，强化全球金融风险防控体系韧性。

一、俄乌局势对西方国家通胀风险的影响

当前，全球经济下行风险犹存，全球供应链中断，能源、食品和大宗商品价格攀升，就业市场工资水平上涨等因素导致通胀全球化趋势更加凸显，全球经济面临着越来越大的滞涨风险及更严重的衰退风险。石油输出国组织秘书长巴尔金多 3 月 8 日强调，当前全球产能无法填补俄罗斯停止石油出口空白。高盛 3 月 7 日发布报告指出，若俄罗斯完全停止向欧洲和美国出口每日 430 万桶的石油，2022 年全球 GDP 增速预计将减少 3 个百分点。

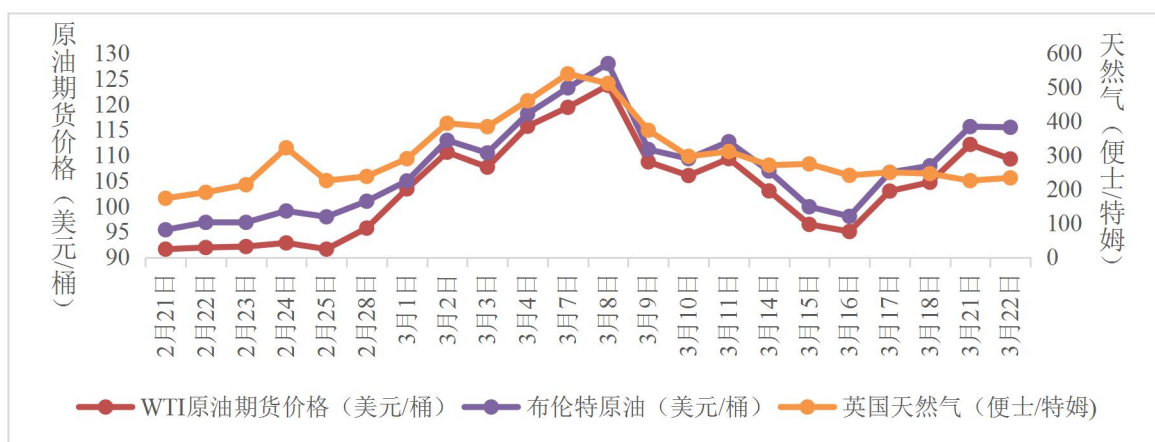


图 1 原油和天然气价格走势

一是地缘政治和供需缺口推动全球能源和物资供应紧张、油价飙升，推高通货膨胀。美国西德克萨斯轻质中间基原油（WTI）期货价格从 2 月 23 日 92.10 美元/桶一路上涨，3 月 8 日收盘价达到近期峰值 119.65 美元/桶；伦敦洲际交易所（ICE）英国天然气期货价格上涨幅度超过 100%，从 2 月

23 日 214.16 便士/特姆涨至 3 月 7 日的 539.53 便士/特姆，但受天气转暖和供应稳定等因素影响，3 月 15 日跌回 274.4 便士/特姆。大宗商品市场动荡加剧（图 1）。2022 年 3 月第一周，反映全球大宗商品价格的 CBR 指数、标普-高盛商品指数（S&P GSCI）、彭博商品指数（BCOM）、罗杰斯商品指数（RICI）分别较 2 月底增长 22%、18%、14%和 17%，纷纷达到近 10 年峰值水平。

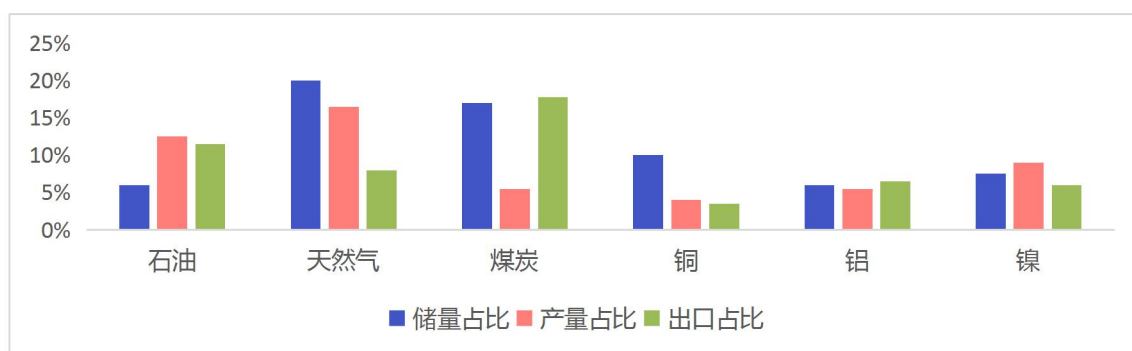


图 2 俄罗斯能源与矿产品的生产和出口量

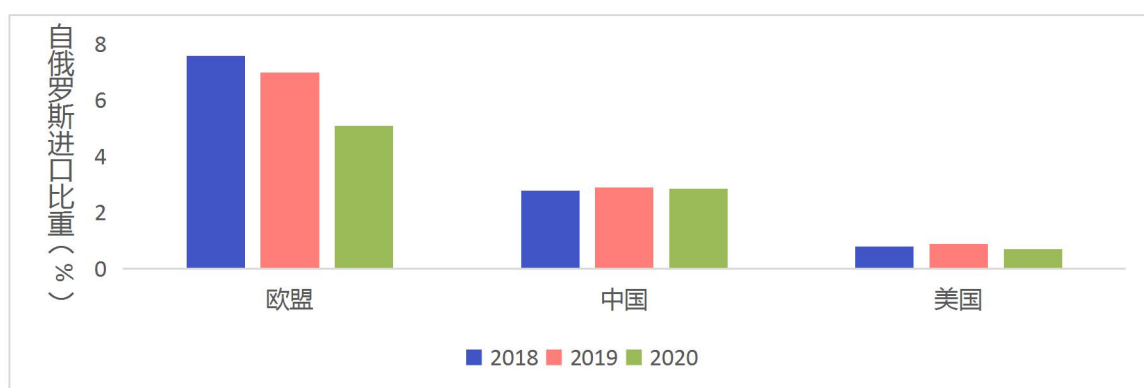


图 3 主要经济体对俄罗斯贸易依存度

二是俄乌局势加剧了欧洲能源危机。俄罗斯是能源与矿产品的“生产和出口大国”（图 2），欧洲对俄罗斯能源的依存度高。欧盟国家是进口俄罗斯贸易品的主要经济体，虽然近

年来进口比重不断下降，但 2020 年欧盟向俄罗斯的进口量占其总进口量仍达约 5%，远高于美国的 0.6%（图 3）。欧盟向俄罗斯的进口主要集中在石油原油及制品（33%）、烟煤（约 40%）、金属钽（约 50%）、天然气（约 16%）和连铸板坯（约 62%）等，欧盟进口的天然气和石油有大约 40%和 30%来自俄罗斯（图 4）。欧美国家对俄罗斯的制裁或使俄拒绝向实施制裁的国家供应油气，推动能源价格上升，导致欧洲家庭消费能力下降和企业拉闸限电，让欧洲陷入经济衰退。

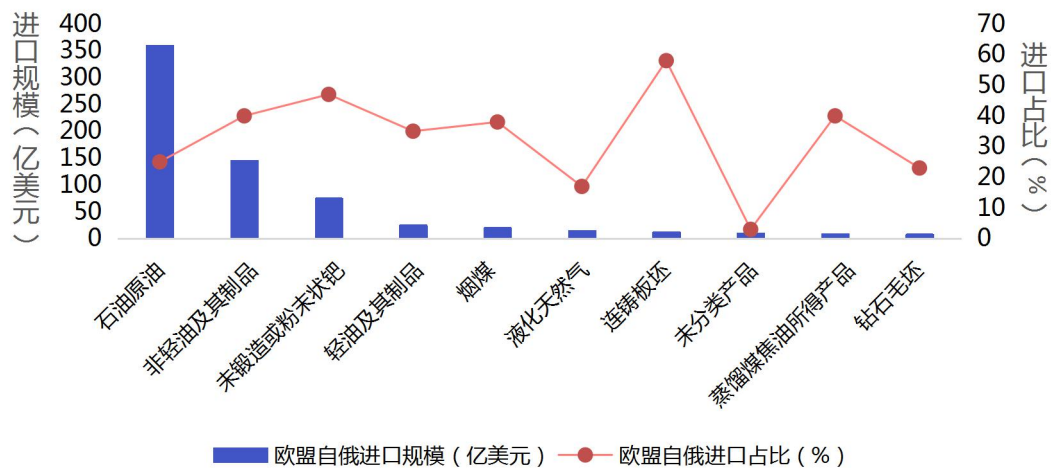


图 4 欧盟从俄罗斯进口的产品类别

三是俄乌局势加剧全球通胀风险，导致主要国家货币政策紧缩。俄乌局势爆发后，美通胀压力进一步攀升。受石油和能源价格上涨影响，美国 2 月 CPI 同比上涨 7.9%。远超 1 月份 CPI 同比增长水平（7.5%），为 1982 年 6 月以来最大同比涨幅。在 3 月 16 日刚刚结束的议息会议上，美联储如期加息 25 个基点，预期年内加息 7 次并将在 5 月启动缩表。美联储货币政策对全球主要央行起到锚定作用，预计将会有

更多央行加入加息浪潮，导致国际金融市场收缩。事实上，在美联储 3 月正式加息前，全球已经有近 30 个国家央行累计加息超过 70 次，其中发展中国家占比超过 80%。但在本次美联储正式加息以后，预计将会有更多的央行加入加息浪潮。当地时间 3 月 16 日，巴西央行跟随美联储宣布加息 100 个基点，将该国基准利率从 10.75% 上调至 11.75%，为 2021 年 3 月以来的连续第 9 次加息；3 月 17 日，中国香港金管局宣布将基准利率上调 25 个基点至 0.75%；英国央行也将于本周公布利率决议，大概率会与美联储保持一致而上调 25 个基点，这也是英国连续第三次加息。

二、俄乌局势下美国通胀问题最新情况及动向

2021 年以来，美国经济增速在经历了三季度触底后开始反弹。在扣除通胀因素后，四季度 GDP 同比增速为 6.9%，全年 GDP 同比增速最终达到 5.7%，美国已累积了严重的通胀风险。美国 2 月 CPI 大幅攀升主要受石油、食品和房租价格上涨影响，油价涨 38%，食品成本上涨 8.6%，住房成本环比上涨 0.5%，自住房租金环比上涨 0.6%，为 1987 年以来最大涨幅。美联储认为，俄乌局势导致的不确定性推高了能源价格，近期美国仍将面临通胀上行压力。为此，美联储下调 2022 年 GDP 增速预期 1.2 个百分点至 2.8%，核心通胀预期上调 1.4 个百分点至 4.1%。

2021 年至今，美通胀呈现四大特点：第一，财政政策与

货币政策共进退。美政府为了应对疫情在2020年3月到2021年10月间共发起总额高达5.7万亿美元的财政刺激，主要集中在就业纾困和医疗救助资金，并发行国债筹集。第二，消费需求受到财政补贴的刺激。2020年美联储大量新发行的货币主要通过财政刺激形式直接流入居民和企业等实体经济部门。本轮货币政策更接近财政政策，直接刺激了美国居民消费能力，叠加疫情导致产能不足，引发供不应求，通胀盛行。第三，通胀上升利好美国企业利润，导致货币政策迟迟不紧缩。2021年的通胀促使美国企业利润不断提升，标普500指数成分股中，超过70%的公司净利润高于2019年。由于居民获得巨量现金补贴，消费实力增加，导致CPI不断提升，企业产品量价齐升，利润上扬。第四，从美国的进出口价格指数变化来看，美国出口价格指数涨幅大于进口价格指数涨幅，美国产生输入性通胀的同时，也在向全球输出通胀。

三、五大因素导致美国通胀风险

2021年以来，美国通胀问题主要受货币宽松政策、能源价格普遍上涨、供给受阻与需求恢复形成产出缺口、劳动力成本提升和经济刺激计划产生债务风险等多方面因素影响。

第一，疫情暴发以来，美国不计后果拉抬经济，推行宽松的货币政策，累计“放水”超过5万亿美元。美联储实施的举措主要包括两个方面：一是降低市场主体融资成本，将联邦基金目标利率降到最低；二是增加市场流动性，恢复量化

宽松政策 (QE)，购买国债等中长期债券，向市场注入大量流动性资金。在财政赤字货币化推动下，央行大幅扩表，财政和货币政策空前协同。

第二，拜登政府推行环保政策限制国内化石燃料生产，石油对物价影响显著。俄乌局势带来的供给冲击推动油价上涨，推高通货膨胀。WTI 原油期货价格从 2 月 23 日 92.10 美元/桶到 3 月 8 日累计涨幅近 30%；欧洲天然气价格也出现了暴涨，荷兰所有权转让中心 (TTF) 基准天然气期货价格 7 日盘中涨幅达到 60%。与此同时，欧美国家对俄罗斯经济制裁将冲击全球能源供应，对能源进口国产生不利影响，使能源出口国受益，影响全球去化石能源进程，加剧原材料价格上涨压力，压低消费者实际购买力。

第三，供不应求引发的产出缺口持续存在。首先，疫情导致产业链供应链断裂和供给不足是高通胀的重要原因。近日美欧经济体对俄罗斯的制裁也将加剧供应链压力。其次，需求侧拉动作用放缓，高通胀叠加政策退出推动消费需求回落。俄乌局势也将全球食品价格再次推高，依据联合国粮食及农业组织 (FAO) 的数据，2022 年 2 月全球食品价格指数持续上涨，高达 140.7，比 1 月上涨 5.3。最后，美国制成品进出口价格不断走高，1 月份进口指数达到 10.8，出口指数达到 15.1，催生自身的输入性通胀也向全球输出通胀，加剧全球供需不平衡。

第四，美国就业市场供需结构失衡问题不断凸显。劳动

力成本上升是导致 2021 年通胀的根本原因。美国由于面临人口老龄化问题，2 月工资上涨速度达 5.1% 也无法吸引劳动力，导致非农就业恢复较少。2022 年 2 月美国失业率从 1 月的 4% 下探到 3.8%，但劳动参与率为 62.3%，远低于疫情前的 63.4%。制造业和服务业工资结构性上涨，抬高物价，引发“工资-价格螺旋”，使美国陷入供应链中断和“用工荒”窘境。

第五，美国为经济刺激法案不断发债，债务风险累积。

3 月 10 日，美众议院通过 1.5 万亿支出法案，包括 136 亿美元与帮助乌克兰有关的支出。此前，美国拜登政府出台了 1.2 万亿美元的基础设施投资和就业法案，以及 1.75 万亿美元的“重建美好未来”法案。它将导致 2022 至 2024 年美国平均通胀率额外上升 0.3%。由于增税的掣肘，资金主要来自政府不断发债，美联储发行货币购买长期国债，压低债券收益率。但自去年 10 月份以来，美国国债面临债务上限问题；今年 1 月 31 日，美国国债高达 30.01 万亿美元，创历史新高，逼近债务上限，资产价格普遍上涨，形成更大通胀风险。

四、俄乌局势下美收紧货币政策，需警惕对我国影响

从俄乌局势下美国高通胀背后的诱发因素可见，美国经济隐忧犹存，供给瓶颈叠加需求拉力减弱，结构性经济问题导致鲍威尔近期放弃了“通胀暂时论”，遏制通胀成为目前美联储的首要目标。随着地缘政治紧张和通胀超预期，美国强化加息预期，导致全球通胀水平快速升高，一些国家甚至将

出现严重的通货膨胀和物价上涨，金融经济动荡不定。

一是以美国通胀为代表的全球通胀，可能会引发全球经济出现滞胀。国际货币基金组织（IMF）今年 1 月份预测，发达经济体通胀率将由 2021 年的 3.1% 升至 2022 年的 3.9%；新兴市场和发展中经济体通胀率将由 2021 年的 5.7% 升至 2022 年的 5.9%。鉴于疫情变化捉摸不定，短期内美国通胀走势存在不确定性。一旦疫情明显恶化，美联储将以加息和缩表方式遏制通胀，并限制财政扩张，对经济复苏带来挑战，全球金融市场也将出现剧烈的波动，面临经济衰退的风险。

二是各国宏观经济政策转向，滋生金融风险。美联储最新议息会议表明，3 月份将终止购债，美联储对冲新冠肺炎疫情的此轮量化宽松政策将结束，引发全球货币政策正式转向。近日，中国人民银行发布《2021 年第四季度中国货币政策执行报告》指出，疫情暴发以来，全球资产价格较快上涨，市场主体债务负担加重，金融脆弱性上升，导致发达经济体宏观政策总体退坡，全球供需不平衡加剧。疫情推动下，2021 年各国政府债务占 GDP 比重平均 64.4%，较两年前增长 10 个百分点。如处理不当，这可能引发经济下行并加剧金融市场动荡，通过贸易往来、资本流动和金融市场等渠道产生明显外溢效应，对我国造成重要外部不确定性。

三是美国通胀导致的货币政策转向对我国跨境资本流动和汇率影响总体可控，但局部风险仍需关注。美国货币政策调整将使我国面临较大的资本外流和金融市场波动压力。

投资机构对新兴经济体资本市场的预期将会改变，人民币汇率、债券市场和股票市场产生波动。但考虑到目前我国国际收支状况较好，经常账户保持较大顺差，跨境资本流动合理有序，若市场预期稳定，美国货币政策调整对我国跨境资本流动特别是外商直接投资的影响有限。汇率方面，人民币汇率在出口较快增长的支持下，与美元的独立性明显增加。目前中美利差尚存，能较好缓解美国货币政策调整对汇率的影响。

五、俄乌局势加剧全球金融市场动荡，向我国传导市场不确定性和输入性通胀

（一）地缘政治冲突导致国际金融市场不确定性加大。

年初至今，全球恐慌指数（VIX）上涨了 75.55%，投资者的风险偏好严重分化。一是激进的市场做多行为和做空行为加剧金融产品价格波动；大规模交易产品保证金不足，导致流动性紧缺。二是避险资产一度受追捧，随后价格暴跌。3月8日 COMEX 黄金价格出现了最高 3.8% 的涨幅，至 3月15日持续下跌 7.17%。美国 10 年期国债收益率从 2月23日的 1.99% 下降至 3月4日的 1.74%，但随着乌克兰愿做出适当妥协，金融市场避险情绪下降，3月15日收益率上扬至 2.15%。三是全球风险资产价格大幅下跌。年初至今，全球主要股市普遍下跌 7%-35%，纳斯达克指数下跌幅度达 17.2%。由于金融市场的联动性，中国金融市场容易受到拖累，很难置身事外，届时中国资本市场及人民币汇率也将受到波及。比如

近期全球金融市场的大幅下跌过程中，此前一直净流入的北向资金，3 月已开始出现持续大幅流出。在全球风险资产价格持续下跌过程中，美元指数开始上升，人民币汇率或将短期承压。

（二）全球金融市场收缩加剧外债压力较大或偿付能力不足的新兴经济体债务违约风险。国际清算银行数据显示，2021 年三季度新兴经济体外债总额超过 3 万亿美元，同比增长 8.8%。在疫情冲击叠加俄乌局势背景下，部分新兴经济体抵御外部风险冲击的能力不断下降。一是疫情后新兴经济体的外债压力不断走高，尤其是以蒙古、吉尔吉斯斯坦、哈萨克斯坦等为代表的“高负债国家”。由于本国融资能力有限以及外汇储备严重匮乏，上述三国转而通过举借外债的方式补充资金应对疫情，导致外债压力大幅走高，外债水平平均超过 80%。美联储加息周期直接加重这些“高负债国家”的外债再融资压力。二是外汇储备不足以应对短期外债。截至 2021 年三季度，斯里兰卡和白俄罗斯的外汇储备对短期外债的保障程度仅约 80%，土耳其和阿根廷的外汇储备仅够支付其短期外债，未来外债偿付面临较大的不确定性。三是美联储加息带动国际资本回流发达国家，推高美元币值的同时加剧新兴经济体的汇率风险。资本外流的影响对本币较为脆弱的土耳其以及处于欧美制裁中的白俄罗斯尤为明显。这两国本币兑美元汇率分别较年初下跌 10.1%和 9.8%，反映出美联储加息加大了新兴经济体的外部风险敞口。

（三）俄乌局势对我国影响主要集中在能源和大宗商品的输入性通胀。一是国际原油、天然气和农产品等价格大涨，能源 PPI 向 CPI 传导已经开始显现。2 月我国 CPI 同比增长 0.9%，环比增长 0.6%，涨幅扩大。全球大宗商品涨价导致我国进口原材料、中间品和下游产品生产成本抬升。二是输入型通胀风险对我国积极财政和货币政策形成掣肘，考验财政和货币政策的适度和精准投放。自 2021 年四季度以来，我国货币宽松空间打开、经济下行、物价回落、降准降息，需防止通胀预期脱锚风险。三是全球能源市场动荡下，中国能源供应安全存在较大不确定性。2 月中下旬俄罗斯曾宣布将和中国签订 1 亿吨煤炭供应协议，并向中国输送多达 500 亿立方米天然气。若美欧制裁范围扩大，恐影响俄对我国供应能源。但鉴于我国自去年四季度以来持续加大大宗商品和能源保供稳价力度，经济稳步增长，俄乌局势对我国输入性通胀影响相对有限。3 月 15 日，国家统计局发布的 1-2 月主要经济指标中，原煤产量同比增长 10.3%，发电量同比增长 4%。我国经济仍稳定运行。

六、政策建议：我宜以稳制变，正确识变，灵活防变，化危为机

俄乌局势下，美国的通胀问题及其政策走向将会对我国经济产生较大外溢性影响，加大我国经济运行风险并影响我国宏观调控的政策空间。建议我国采取稳健的宏观经济政策，

稳增长防风险，加强关键产业链韧性，推动我国经济领域改革，以开放的姿态实现发展与安全平衡。

第一，面对主要发达国家长期通胀隐患，我应未雨绸缪，妥善应对。我宜保持宏观政策定力，“稳”字当头。提高识变能力，系统评估对我国外部负面影响，加强风险防控，做好趋势研判和应对预案。一是深化对外财经交流合作，凝聚共识，加强国家间政策沟通。与主要经济体就宏观政策的目标、力度、节奏加强协调，推动主要发达经济体采取负责任的宏观经济政策，避免对发展中国家造成严重冲击。二是合理引导市场预期，密切关注美国加息周期可能带来的叠加效应，警惕全球市场避险情绪导致国内资本市场非理性波动，提前预判资本外流对国内市场带来的扰动。三是完善应变方法，探索适应新形势的财政和货币政策框架。短期内通胀走势取决于供给端情况，我应实施积极的财政政策以提高效能，推出及时、精准、可持续、有利于经济稳定的减税降费政策，加强需求引导等方式以平抑价格波动，避免削弱复苏前景。与此同时，鉴于我国 1 月份中长期新增贷款同比增长为负，货币政策应“小步多次”积极推进降息降准。

第二，在全球产业链上，我应强链补链以应对全球通胀风险。全球宏观政策转向，一些国家货币紧缩叠加财政补贴相继退坡，加剧全球化倒退、全球贸易投资减速和供应链产业链收缩等潜在风险通过供应链、资本流动和大宗商品向我国传导。建议坚持以我为主，立足国内，加快构建“双循环”

新发展格局，根据实际需求稳定内需，提高经济发展自主性和可持续性。一是增强关键供应链韧性，抓紧研判半导体等关键产品供应链风险。积极拓展多元化进口渠道，坚持创新驱动和制造业自主可控。二是调整资产结构，增加期限较短的资产。支持构成全球供应链主干的中小企业，降低全球供需失衡。三是做好国内大宗商品保供稳价工作。能源、金属、粮食等大宗商品对外依存度高。建议精准调控，稳定供给，防范国际大宗商品价格上涨带来输入性通胀。

第三，正确识变，采取灵活的宏观政策来稀释全球宏观政策转向对我国冲击。利用当下百年未有之大变局来推动我国经济领域改革，以开放的姿态实现发展与安全的平衡。一是妥善运用宏观金融稳定框架进行风险管理。深化推行结构性政策以注入确定性和分担风险，对冲美国通胀风险。二是保持积极的财政政策取向。在支出规模和政策力度上兼顾稳增长和防风险需求，合理确定赤字率和地方政府专项债券规模。三是保持流动性合理充裕的稳健货币政策。增强逆周期调节力度，防止经济运行滑出合理区间，推动人民币国际化，倡导构建全球金融安全网络以提高全球金融体系韧性。