



美联储加息引发新兴市场风 暴？中国如何应对？



2022年，美联储加息预期升温，叠加地缘冲突，全球避险导致新兴市场剧烈波动。3月美联储正式加息后，美债10年期收益率连续上行突破2.5%。历史经验显示，美联储进入加息周期时，新兴市场面临多重压力叠加，严重情况下引发了拉美债务危机、亚洲金融危机、土耳其货币危机。本轮美元加息周期又将如何影响新兴市场？目前哪些新兴市场可能发生危机？本轮加息周期会对中国产生哪些外溢影响、该如何应对？

新兴市场经济体对外贸易依赖度高、对外融资依赖度高，容易受到外部环境的影响。美联储货币政策影响全球利率、汇率、债务周期，美联储加息对新兴市场的经济和金融稳定构成挑战。本轮美国加息周期将更加激进，加息次数更密集，加息幅度更大，3月美联储正式加息后，美债10年期收益率连续上行突破2.5%。市场担忧新一轮的新兴市场危机是否即将来临，有必要首先分析加息对新兴市场的风险冲击渠道和危机生成机制。

（一）五大传导渠道：资本流动、商品贸易、债务融资、金融市场、货币政策

1.资本流动渠道：美元加息周期启动，新兴市场经济体面临利差收窄、资本外流、汇率贬值。根据IMF统计，2021年上半年流入新兴市场的资金规模每月约290亿美元，而到了下半年降至每月185亿美元。预计美国加息后，新兴市场资金流入可能转为流出。一是美联储加息周期导致美债收益率迅速攀升，使得新兴市场经济体同美国国债的利差收窄，投资者对新兴市场经济体资产的需求边际转弱，资金流入将会减少。二是美联储加

息预期推动美元强周期，多数新兴市场货币都会出现大幅贬值，资本大量外流，本国货币迅速贬值。

2.商品贸易渠道：美国加息导致商品贸易放缓，外需转弱将拖累新兴市场经济增长。2022 年全球贸易将显著放缓，欧美发经济体接近群体免疫，在线的宅经济相关商品消费将减少，而线下服务消费的需求将恢复，这将导致作为制造国的新兴市场经济体的外需转弱、出口减少。2022 年加息周期将进一步导致全球贸易收缩。一是美元加息会降低居民消费意愿，居民减少对商品消费的需求，对耐用品消费品的进口需求可能大幅退坡。二是如果美元加息无法抑制通胀预期，未来持续的高通胀也将冲击消费意愿。

3.债务融资渠道：美国加息抬升融资成本，新兴市场经济体面临外债风险。美元加息后，全球资金的风险偏好下行，新兴市场经济体的融资成本上升，易发生主权信用评级下调，加剧外部融资条件恶化，出现外债技术性违约风险。据 IMF 统计，2020 年新兴市场经济体外债总额达 11.25 万亿美元，占 GDP 比重达 32.8%，较上年提升 2.8 个百分点。新兴市场经济体多依赖于海外融资，近两年是新兴市场偿债高峰期，外债存量高且外债短期化的风险将集中暴露。

4.金融市场渠道：美国加息导致全球波动率上升，而风险偏好下降，新兴市场容易出现恐慌性杀跌。疫情以来，美联储零利率加上量化宽松，推动金融资产价格上涨。当美联储加息预期发酵初期，美国股债波动加剧，而美国市场向外输出波动率，推动新兴市场资金流出。3 月美债波动率指

数 MOVE 突破 100，最高接近 2020 疫情暴发初期，美债 10 年期收益率突破 2.5%，创 2019 年以来的新高。新兴市场权益资产往往大幅杀跌，一是由于加息后无风险利率将会快速提升，资产价格面临重估，风险偏好下降，估值高的权益资产受冲击大；二是市场担心美联储过快加息使得全球经济衰退，成长性股票盈利的冲击大。

5. 货币政策渠道：美国加息产生的外溢效应导致新兴市场经济体被动收紧货币。根据“不可能三角”，小型开放经济体无法同时实现汇率稳定、资本自由流动和独立的货币政策，美联储加息会掣肘新兴市场货币政策空间。新兴市场经济体被迫加息可能导致经济增长放缓。对于新兴市场经济体而言，加息可以抑制通胀、减少境外资本的外流、支撑本币汇率，全球掀起加息潮。但是加息降低通胀、稳定汇率的同时，可能会导致需求放缓、经济增速放缓。

（二）或引发三大危机：汇率危机、外债危机、金融危机

新兴市场危机往往是以上各种风险的组合，是内因和外因多重风险交织后的最终结果。外因主要是美联储加息、美元升值、资本外流，外部融资成本上升，全球风险溢价提升，资产价格下挫；内因总结起来是经济结构的不均衡，产业结构不合理，体现在贸易和财政赤字、高通胀高外债、金融与实体的不匹配。

历史经验显示，美国加息周期，新兴市场容易出现不同范围和不同程度的金融危机。2022 年美国开启加息周期后，预计美国经济增长仍将领先

于其他发达经济体，支持美元维持强势。新兴市场经济体如果应对不当，经济金融体系脆弱的市场依然难逃资本外流、汇率贬值、债务违约的连锁反应，进而引发多种危机。

1.汇率危机：主要是由于资本大量外流、经常项目逆差、国际收支状况恶化，汇率贬值预期持续强化，产生汇率危机。典型案例是土耳其货币危机。

危机背景：土耳其长期维持经常项目、资本项目双赤字，汇率长期处于贬值趋势。2017 年末，土耳其经常项目和金融项目合计逆差接近 900 亿美元，GDP 占比超过 10%。

危机过程：2018 年美联储加息节奏提速，美元走强是土耳其里拉大幅贬值的大环境，而当时土耳其和美国贸易摩擦则是诱因。2018 年 8 月，美国宣布对土耳其钢铁和铝产品进口进一步加征关税，8 月土耳其汇率大跌超 30%，土耳其 10 年期国债收益率飙升至 21.5%，最终导致土耳其大量资本外逃，从而引发了货币危机。

后续影响：土耳其并未吸取经验，国际收支依然脆弱，国内通胀严重。2021 年四季度土耳其货币危机再度来袭，美元加息预期升温，导致土耳其国际收支进一步恶化，美元兑里拉汇率从 8.9 最多贬值到 17.5，随后土耳其被迫实施了一系列资本管制措施。

2.外债危机：主要是由于本币贬值，外债成本上升，但国内产业竞争

力不足，经常账户难以改善，外储不能覆盖短期外债偿付要求，产生外债危机。典型案例是 1980 年代拉美债务危机。

危机背景：1970 年代末开始，工业化浪潮和产业转移兴起，拉美国家国内投资不足，通过积极开放资本账户，借助外债外资发展国内制造业。1979 年伊朗伊斯兰革命引发石油危机，油价飙升导致全球通胀。

危机过程：美联储主席沃克尔上任后果断抬高政策利率，大幅减少货币供应量，开启加息周期和美元升值周期。此时墨西哥、巴西、智利、阿根廷等国已经累积了大量的美元计价的外债，且短期债务和浮动利率债务占比高，短期偿债压力大，1982 年墨西哥短期外债占外储的比重超过 1400%，巴西超 400%、阿根廷超 300%。1982 年 8 月，墨西哥因无法偿还到期的外债本息，被迫宣布无限期暂停偿付外债，构成实质性违约。随后巴西、阿根廷、智利等国也相继暂停偿付外债。

后续影响：拉美国家产业发展陷入停滞，而国内高通胀和货币贬值，经济增长乏力，巴西、智利的国内经济在 1981 年开始连续 4 年陷入衰退。后来在 IMF 流动性资金支持下，拉美国家开启漫长的债务重组，国内经济转型发展缓慢，拉美多个经济体纷纷跌入中等收入陷阱。

3.金融危机：主要是由于金融市场波动、资产价格泡沫破裂，叠加国际资本攻击，外汇储备不足，引起更大范围的金融危机。典型案例是 1997 年亚洲金融危机。

危机背景：全球新一轮产业转移转移到东亚和东南亚地区，新兴市场经济体利用外资的需求更强。泰国、马来西亚依靠借入外债、吸引外商直接投资等补充国内投资缺口，但同时维持着经常项目逆差和财政赤字，外汇储备不足。在汇率政策方面，泰国等国在扩大金融自由化、取消资本管制的同时，仍然维持固定汇率制，在国际投机资本冲击下较为脆弱。

危机过程：1994 年美国经济开始强劲复苏，美联储提高联邦基金利率以应对可能的通胀风险，美元步入强势周期。而 1996 年前后南亚国家出口显著下滑，经常账户加速恶化。采取固定汇率制的南亚国家货币被迫升值，出口竞争力削弱。1997 年泰铢、菲律宾比索、印尼盾等先后成为国际投机资本的做空对象，资本大量流出。7 月泰国货币当局被迫放弃固定汇率制，货币大幅贬值超 30%，股市受到重创，8 月泰国股市 SET 指数当月下跌 20%，土地价格指数从 1997 年 6 月至 1999 年 6 月累计下跌 40%。随后房地产泡沫破裂，银行坏账剧增，金融机构和企业大规模破产，逐步演变为大范围金融危机。

后续影响：经济方面，东南亚国家出现衰退，汇率贬值伴随高通胀；金融方面，东南亚国家吸取教训，加强宏观审慎管理，对国际短期资本流动的监管，控制国际热钱流入数量，进而实现稳定币值和金融市场的目标。

不同新兴市场受美联储加息风险的冲击程度不一。国内经济稳定、国际收支稳定的新兴市场经济体面临的压力相对较小。而对外融资需求高、贸易和财政双赤字的新兴市场受外溢效应的冲击较大。

考虑到多数新兴市场经济处于复苏阶段，很多经济体已经提前加息，对资本跨境流动的监管加强、资本市场高估值的压力已有释放，新兴市场大范围爆发危机的可能性不高。

从不同危机类型出发，我们筛选了不同经济指标，识别脆弱的新兴市场经济体。需要密切关注美联储加息后，土耳其、阿根廷有可能发生汇率危机、外债危机、金融危机。

（一）汇率危机：关注地缘冲突和国际收支

2022 年新兴市场汇率危机需要考虑两条线索。一是地缘冲突下的俄罗斯，避险需求推动外资大幅撤出，以及东欧国家，高油价高食品价格抑制需求，拖累经济基本面，进而导致汇率大幅贬值。二是美联储加息后，增长乏力、国际收支本就脆弱的土耳其面临的资本外流压力更大，可能出现汇率危机。今年 1-2 月，俄罗斯、土耳其、阿根廷本币对美元汇率贬值幅度排名居前。

尤其是土耳其双逆差，国际收支压力大，汇率贬值压力大。土耳其作

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_39831

