

美联储暂停加息缩表不意味着新兴市场货币贬值压力缓解

——兼评土耳其股债汇三杀

宏观点评

潘向东（首席经济学家）证书编号：S0280517100001 刘娟秀（分析师）证书编号：S0280517070002

邢曙光（联系人）证书编号：S0280118060007

钟奕昕（联系人）证书编号：S0280118040021

● 近期土耳其货币危机的原因

近日土耳其资本市场出现大幅波动，3月27日土耳其更是上演“股债汇三杀”。此次土耳其里拉暴跌的导火索在于，摩根大通于3月22日发布看空土耳其里拉的报告称，土耳其里拉存在贬值风险，进而导致土耳其里拉兑美元汇率暴跌超过5%。随后，土耳其银行业监管机构和资本市场监管机构分别表示，摩根大通看空里拉的研究报告包含“误导和操纵性”内容，并将对摩根大通启动调查。土耳其总统埃尔多安则警告称那些看空里拉的投资者将付出非常沉重的代价。从政治层面来看，埃尔多安希望避免里拉过度贬值，进而能够帮助其赢得3月31日的市政选举。

从经济基本面来看，3月以来土耳其外汇储备大幅下降，引发市场对土耳其偿债能力以及经济前景担忧。土耳其长期通胀高企，尽管土耳其央行不断上调利率试图抑制里拉的跌势，但效果并不理想，通胀的走高和货币的贬值并未有效遏制，还引发投资者对土耳其央行政策产生质疑，进一步加剧资本外流、里拉贬值。土耳其资本市场大幅波动的深层次原因是自身经济的结构性问题。土耳其一直以来都存在贸易逆差，对外贸易的入不敷出则由借外债来弥补，但外汇储备远远不足以偿付大量的外债。连年的贸易赤字，叠加土耳其外汇储备不足，市场对土耳其偿债能力产生质疑，极易引发资本外逃。

● 2019年新兴市场贬值压力仍存

2019年欧洲央行重启货币宽松，美联储暂缓加息缩表，但是新兴市场货币贬值压力恐难根本缓解，主要原因在于一些新兴市场的结构性问题短期难以解决，同时，还将面临世界经济增速下滑带来的出口下行压力。

2018年以来，在强美元周期下，新兴市场货币面临巨大的贬值压力。虽然2019年，美国暂停加息、缩表，有利于缓解新兴市场货币危机，但是不排除以后重启加息的可能性。城市层面的经验研究表明，菲利普斯曲线依然有效，目前美国实际经济增速远高于潜在经济增速，如果这种情景长期维持下去，美国的通胀迟早会起来。美联储目前只是暂缓加息，加息周期尚未结束。

新兴经济体自身存在结构性问题，而这些问题短期内难以解决。由于新兴经济体经济贸易结构相对单一，严重依赖对外贸易，在全球经济增速放缓，以及贸易摩擦存在不确定性情况下，新兴市场出口可能会受到严重影响，进而使新兴市场货币贬值压力长期存在。目前一些主要经济体的增长速度或已触顶，全球经济衰退意味着需求的减弱，将影响全球对新兴市场出口的需求。出口需求的减弱将对主要依靠出口红利新兴市场国家的经济造成严重影响。

● 中美欧经济博弈下的人民币汇率走势

相较于其他新兴经济体来说，中国面临货币危机的可能性较小。这主要是由于中国不存在上述新兴经济体存在的问题。全球主要国家经济周期趋同，对人民币汇率的影响是复杂的。但是由于人民币汇率中间价特殊的形成机制，欧洲经济也会通过影响美元指数，来影响人民币汇率。因此，最终人民币汇率的走势取决于中美欧经济形势、货币政策的博弈。

虽然美联储暂停加息、停止缩表，短期内有利于人民币对美元，但中期来看，还要看欧洲经济形势以及欧洲央行的行动。如果未来欧洲经济形势进一步恶化，欧洲央行进一步货币宽松，美元可能走强，这会通过中间价和市场两个渠道，增加人民币对美元的贬值压力。近期数据显示，欧洲经济略有好转，如果美国经济相比欧洲经济差，美元指数将面临拐点，人民币对美元可能持续升值。不过，也要看到，这种逻辑是中短期的，虽然中美欧都是经济周期向下，但是美国是实际经济增速高于潜在经济增速，而中国实际经济增速可能是低于潜在经济增速的，或者实际经济增速和潜在经济增速都在快速下滑，这也意味着美国还有加息可能性，而中国可能长期保持流动性“合理充裕”，这就决定了人民币对美元贬值压力的长期存在。

● 风险提示：美国、欧洲货币政策超预期

相关报告

国际经济及大宗商品：为什么中国国债收益率远低于经济增速？

2019-03-17

国际经济及大宗商品：货币宽松能解决欧洲经济问题吗？

2019-03-10

国际经济及大宗商品：为何美国经济增速超预期？

2019-03-03

国际经济及大宗商品：美国菲利普斯曲线“失效”了么？

2019-02-24

国际经济及大宗商品：未来美联储缩表走势如何演绎？

2019-02-17

目 录

1、 近期土耳其货币危机的原因	3
2、 2019 年新兴市场贬值压力仍存	4
3、 中美欧经济博弈下的人民币汇率走势	5

图表目录

图 1: 美元兑土耳其里拉汇率	3
图 2: 土耳其 CPI 同比增速 (%)	4
图 3: 中美欧经济周期相对位置	6
表 1: 中美欧经济博弈下的人民币汇率走势	6

在欧央行、美联储表态相继“偏鸽”的情况下，土耳其资本市场再度出现震荡，这让我们意识到，美联储暂停加息缩表、欧央行重启 TLTRO，并不意味着新兴市场的贬值压力得以缓解。货币政策条件固然对新兴市场货币有所影响，但新兴经济体大多存在结构性问题，短时间内难以解决，这也导致其货币贬值压力长期存在。

1、近期土耳其货币危机的原因

近日土耳其资本市场出现大幅波动，3月27日土耳其更是上演“股债汇三杀”：土耳其里拉兑美元汇率单日跌幅超过2.6%；土耳其10年期国债收益率涨至18.28%，创近五个月来新高；土耳其 BIST100 指数暴跌近 6%，创 2016 年 7 月份以来最大单日跌幅。

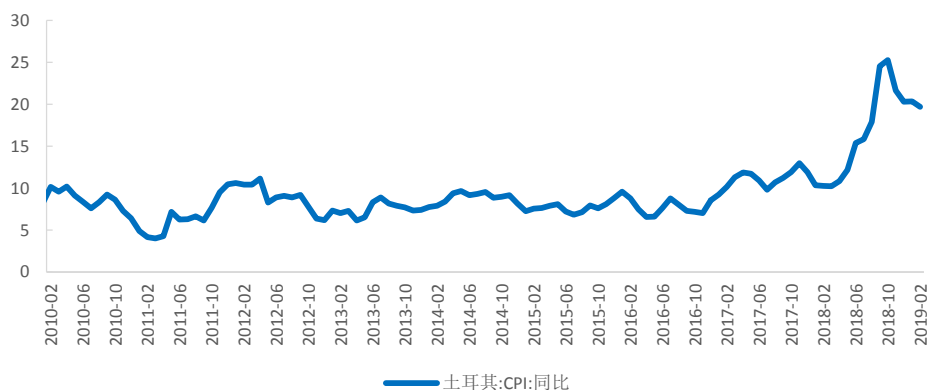
图1：美元兑土耳其里拉汇率



资料来源：Wind，新时代证券研究所

2018 年 8 月，土耳其里拉的暴跌引爆过一轮新兴市场货币危机，现如今时隔半年之久，土耳其里拉再度暴跌，引发新兴市场货币再度走弱，令资本市场出现动荡。此次土耳其里拉暴跌的导火索在于，摩根大通于 3 月 22 日发布看空土耳其里拉的报告称，土耳其里拉存在贬值风险，进而导致土耳其里拉兑美元汇率暴跌超过 5%，创 2018 年 8 月以来最大单日跌幅。随后，土耳其银行业监管机构和资本市场监管机构分别在 3 月 23 日表示，摩根大通看空里拉的研究报告包含“误导和操纵性”内容，引发市场波动、损害土耳其银行业的声誉，并将对摩根大通启动调查。土耳其总统埃尔多安则在 3 月 24 日发出警告，那些看空里拉的投资者将付出非常沉重的代价。从政治层面来看，埃尔多安希望避免里拉过度贬值，进而能够帮助其赢得 3 月 31 日的市政选举。土耳其财政部长贝拉特·阿尔巴伊拉克认为，土耳其里拉的波动是为了影响选举结果而“人为操纵的”。

从经济基本面来看，此次土耳其里拉暴跌的重要原因在于，2019 年 3 月以来土耳其外汇储备大幅下降，引发市场对土耳其偿债能力以及经济前景担忧。土耳其 2018 年四季度 GDP 同比增速仅为-2.98%，并且土耳其长期存在通胀高企的问题，2018 年 CPI 同比增速高达 16%，2019 年前两个月 CPI 同比增速更是高达 20%。尽管土耳其央行不断上调利率试图抑制里拉的跌势，但效果并不理想，通胀的走高和货币的贬值并未有效遏制，还引发投资者对土耳其央行政策产生质疑，进一步加剧资本外流、里拉贬值。

图2：土耳其 CPI 同比增速 (%)

资料来源：Wind，新时代证券研究所

土耳其资本市场大幅波动的深层次原因是自身经济的结构性问题。土耳其一直以来都存在贸易逆差，2018 年贸易逆差高达 500 亿美元以上，对外贸易的入不敷出则由借外债来弥补，2018 年 3 季度末土耳其外债总额接近 4500 亿美元，是该国外汇储备的 6 倍以上，外汇储备远远不足以偿付大量的外债。连年的贸易赤字，叠加土耳其外汇储备不足，市场对土耳其偿债能力产生质疑，极易引发资本外逃。

2、2019 年新兴市场贬值压力仍存

2019 年欧洲央行重启货币宽松，美联储暂缓加息缩表，但是新兴市场货币贬值压力恐难根本缓解，主要原因在于一些新兴市场的结构性问题短期难以解决，同时，还将面临世界经济增速下滑带来的出口下行压力。

2018 年以来，在强美元周期下，新兴市场货币面临巨大的贬值压力，土耳其里拉、阿根廷比索等多国货币曾遭遇大幅贬值的“危机”。次贷危机之后，美国实行“量化宽松”非常规货币政策，以促进美国摆脱通缩、恢复经济增长。而美国的 QE 则对新兴市场资金流向产生了较大影响。一方面，在“量化宽松”政策实施之时，由于西方主要国家央行利率趋于零，而新兴市场国家的利率相对较高，大量套利资金主动流入新兴市场，寻求高回报资产；另一方面，由于美元借债成本相对较低，新兴经济体则举借大量外债以刺激本国经济增长，导致债务规模膨胀。

随着美国经济持续复苏，美联储于 2015 年底再度开启加息进程，并于 2017 年下半年缩减资产负债表，美元资产收益率不断上升，促使资本从新兴市场国家回流美国，美元走强的同时，新兴经济体面临货币贬值压力。由于本币相对美元贬值，曾举借大量外债的新兴经济体还债成本增高，并且由于新兴市场国家外汇储备往往不足，债务违约压力增加，这会进一步导致资本外流，从而引发货币危机。

虽然 2019 年，美国暂停加息、缩表，有利于缓解新兴市场货币危机，但是不排除以后重启加息的可能性。在美国经济持续复苏的情况下，美国通胀低迷的原因是多方面的，比如技术进步、全球化、通胀预期管理、工人工资溢价能力弱。但是城市层面的经验研究表明，菲利普斯曲线依然有效，目前美国实际经济增速远高于潜在经济增速，如果这种情景长期维持下去，美国的通胀迟早会起来。那么，美联储目前只是暂缓加息，加息周期尚未结束。

除此之外，新兴经济体自身存在结构性问题，历史经验表明，发生货币贬值危机的国家往往存在高外债、高通胀、高赤字、贸易逆差严重、经济结构单一、政局

不稳，以及地缘政治风险较大等问题。而这些问题往往不是一朝一夕就能解决的，随着全球货币政策正常化的延续，存在上述问题的国家货币面临的贬值压力将会更大。

由于新兴经济体经济贸易结构相对单一，严重依赖对外贸易，在全球经济增速放缓，以及贸易摩擦存在不确定性情况下，新兴市场出口可能会受到严重影响，进而使新兴市场货币贬值压力长期存在。目前一些主要经济体的增长速度或已触顶，全球经济衰退意味着需求的减弱，这将影响全球对新兴市场出口的需求。出口需求的减弱将对主要依靠出口红利新兴市场国家的经济造成严重影响。

3、中美欧经济博弈下的人民币汇率走势

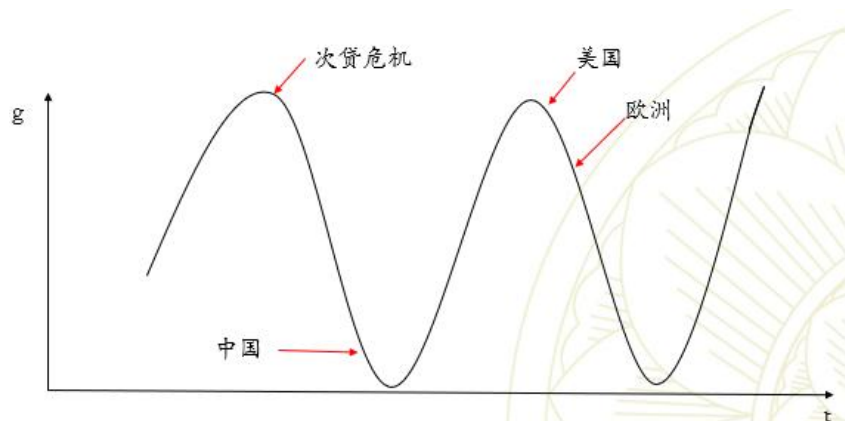
相较于其他新兴经济体来说，中国面临货币危机的可能性较小。这主要是由于中国不存在上述新兴经济体存在的问题。总体来看，中国经济基本面较为稳定，经济结构相对较好，工业体系较为完善，对进出口贸易的依赖相对较低，抵御外部不确定性的能力较强；中国外债风险总体可控，目前中国的债务率、负债率和偿债率均低于国际公认的安全线，并且外汇储备较为充足，有足够的抵御外部冲击；此外，中国作为全球最大的新兴经济体，在深化供给侧改革、扩大对外开放带动下，经济结构性问题已得到部分改善。

但是由于人民币汇率中间价特殊的形成机制，欧洲经济也会通过影响美元指数，来影响人民币汇率。因此，最终人民币汇率的走势取决于中美欧经济形势、货币政策的博弈。

次贷危机之后，中国先后经过企业、政府、居民加杠杆，加上我国特有的制度安排，市场一直没有完全出清，2019 年政府可能继续小幅加杠杆，但是企业内生投资动力依然不足，经济周期继续向下。美国、欧洲经济经过去杠杆、市场出清之后，先后复苏，2018 年下半年以来，受中国经济下行、美国经济扩张放缓等因素影响，欧洲经济先行调整，再次进入下行通道。欧洲央行在 3 月议息会议表态超预期“鸽派”，不仅修改利率前瞻指引、大幅下调经济和通胀预期，还宣布将于 2019 年 9 月开启新一轮长期再融资计划。

美国在积极财政政策减弱、企业杠杆拖累下，也可能跟随欧洲进入经济周期的下行阶段。出于对未来经济形势的担心，美联储 3 月议息会议的表态比市场预期更“偏鸽”。

全球主要国家经济周期趋同，对人民币汇率的影响是复杂的。由于人民币特殊形式机制决定的，人民币对美元汇率，不应只看中美两国的经济表现，还应关注欧洲经济，因为欧洲经济相对美国的好坏，会通过影响美元指数，而影响人民币汇率。

图3：中美欧经济周期相对位置

资料来源：新时代证券研究所

美元指数不包括人民币，美元指数下滑对人民币汇率的影响主要通过两个渠道。一是人民币汇率中间价形成机制。从人民币中间价形成机制来看，目前的人民币兑美元中间价变化=（上个交易日收盘价-上个交易日中间价）+保持人民币对一篮子货币稳定所需的汇率变化+逆周期调节因子。“保持人民币对一篮子货币稳定所需的汇率变化”即体现上期美元指数对人民币中间价的直接影响，是为了维持人民币对一篮子货币稳定主动进行汇率调整，不是市场力量导致的。假设人民币钉住的一篮子货币由美元、欧元、英镑、日元组成，这个机制可表示为：

$$\begin{aligned} \text{RMB} &= \text{RMB/USD} + \text{RMB/EUR} + \text{RMB/GBP} + \text{RMB/JPY} \\ &= \text{RMB/USD} (1 + \text{USD/EUR} + \text{USD/GBP} + \text{USD/JPY}) \end{aligned}$$

当美元指数上升时，欧元、英镑、日元对美元贬值，即 USD/EUR、USD/GBP、USD/JPY 上升，为了维持人民币对一篮子货币稳定，需要使人民币兑美元中间价调贬值，即 RMB/USD 下降。反之则反。

二是市场渠道。虽然美元指数中不包含人民币，但是美元指数下滑，意味着国际市场对美元需求下降，这会间接影响人民币对美元的汇率。

未来中美欧经济大概率是都差，但是如果某个经济体更差，那也会导致汇率市场波动。假设中美欧经济各有两种状态：差、更差，那么中美欧经济状态组合将有八种，这八种状态对人民币汇率的影响不同（见表1）。

表1：中美欧经济博弈下的人民币汇率走势

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_13464

