

作者：冯祖涵 王祎凡  
邮箱：research@fecr.com.cn

## 加息背景下新兴经济体面临的经济金融风险

### 摘要

2021年3月起，巴西、俄罗斯与土耳其三个新兴经济体率先加息。截至目前，巴西央行已连续两次加息，俄央行为遏制通胀已连续三次升息，土耳其央行则一次性加息200个bp，加息幅度超出市场预期。

本轮新兴经济体加息主要由通胀压力以及跨境资本流动大幅波动驱动。当前新兴经济体面临的通胀压力一方面来自美国超宽松货币政策与全球大宗商品价格上涨导致的输入型通胀，另一方面来自疫情期间多国采取的经济刺激政策导致全球流动性过剩。而跨境资本流动大幅波动则是受到市场对美联储货币政策转向预期的影响。

新兴经济体在尚未从疫情中完全恢复的情况下，迫于通胀与资本外流压力升息，将导致借贷成本上升，从而影响其经济复苏前景。而且多数新兴经济体因疫情冲击，面临双赤字走阔与债务扩张，加息将增加其债务偿付压力，加剧了其经济与金融的脆弱性。

但新兴市场国家的基本面不同，各国所面临的经济金融风险出现分化。关键的基本面要素主要包括经济复苏进程、通胀水平与货币政策以及经常账户收支。而土耳其与阿根廷在以上方面均表现较差，经济金融风险尤为突出。阿根廷于去年出现第九次主权债务违约，主权信用风险较高，而土美关系降温与里拉币值震荡也导致土耳其经济风险加剧。

#### 相关报告研究：

1. 《美联储维持宽松货币政策，预期加息时点提前——美联储6月议息会议详解》，2021.06.22
2. 《土美关系降温叠加汇率动荡，土耳其政经风险加剧》，2021.04.28
3. 《印度疫情急剧恶化，复苏进程将受到冲击》，2021.04.23
4. 《美国实施大规模经济制裁对俄罗斯的影响分析》，2021.04.16

2021年3月以来，多个新兴经济体率先加息，且加息幅度超出市场预期。巴西央行于3月17日宣布，将基准利率提高75个基点至2.75%，这是巴西自2015年7月以来首次加息；5月5日，巴西央行宣布二次加息，将基准利率从2.75%上调至3.5%。俄罗斯央行也于3月19日宣布，将基准利率提高25个基点至4.5%，这是自2018年以来俄央行首次加息；4月23日，俄罗斯央行宣布了年内的第二次加息，将基准利率从4.5%提高到5%；6月11日，为遏制通胀，俄央行进一步将基准利率提高50个bp至5.5%。土耳其央行则于3月18日将利率一次性提升200个bp至19%，升息幅度达到市场预期的两倍。除巴西、俄罗斯和土耳其等已加息的经济体外，市场预期印度、马来西亚、泰国、南非、尼日利亚等新兴经济体也有加息的可能性。

## 一、新兴经济体加息的驱动因素

2021年巴西、俄罗斯与土耳其等新兴经济体率先加息，主要是由通货膨胀压力与跨境资本流动大幅波动这两大因素驱动。新兴经济体面临的通胀压力加剧一方面是由于受到输入型通胀影响，另一方面也是由于疫情期间多国采取的经济刺激政策导致全球流动性过剩；跨境资本流动大幅波动则与美联储的货币政策及市场预期紧密相关。

### 1. 新兴经济体通货膨胀压力显著

2021年以来新兴经济体普遍面临通胀压力增加的问题。以已加息的巴西、俄罗斯与土耳其为例（见图1），三个新兴市场国家自2020年第四季度以来消费者物价水平迅速上涨，进入2021年后通胀水平仍居高不下。具体来看，2020年11月俄罗斯CPI同比上涨4.42%，超出4%的俄央行目标通胀水平，随后通胀水平持续上涨。同月，巴西广义消费者物价指数（IPCA）同比上涨4.31%，超出央行调控目标中值<sup>1</sup>，之后通胀率持续攀升。土耳其常年面临高通胀问题，2020年末里拉大幅贬值、信贷快速扩张与供给侧持续的通胀压力导致土耳其通胀率陡增。当前，新兴经济体所面临的通胀高企主要是受输入型通胀与经济刺激政策导致的全球流动性过剩影响。

<sup>1</sup> 巴西国家货币委员会设定的2021年通胀率管理目标中值为3.75%，允许上下浮动1.5个百分点。

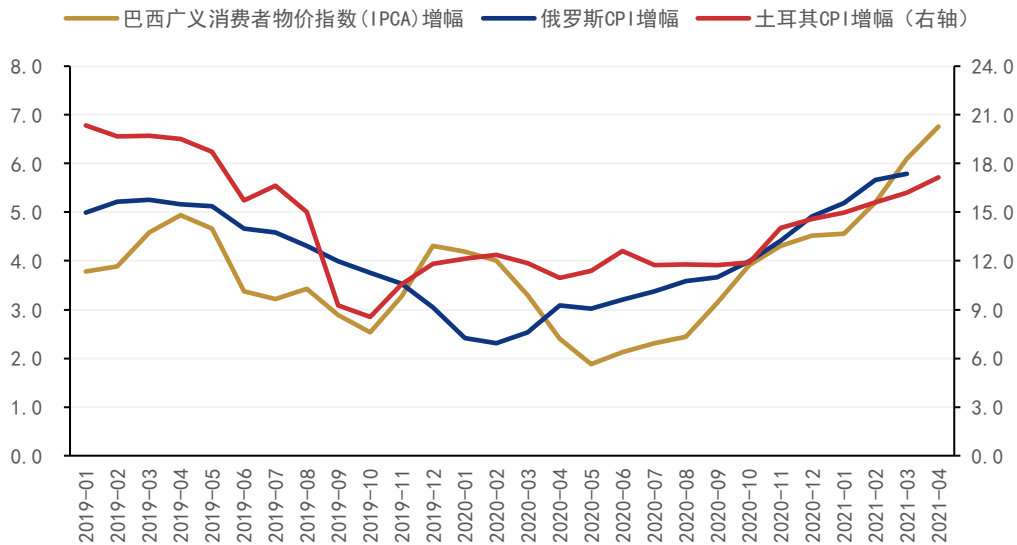


图1: 巴西、俄罗斯与土耳其通货膨胀水平 (单位: %)

数据来源: Wind, 远东资信整理

### (1) 输入型通货膨胀压力加剧

新兴经济体所面临的输入型通货膨胀压力主要来自美联储的超宽松货币政策与国际大宗商品价格上涨。一方面, 美联储实施的超宽松货币政策导致流动性过剩, 推高了美国通胀预期, 并进一步通过短期跨境资金的投资组合将通胀风险溢出至新兴经济体。当前美联储维持0%-0.25%的联邦基金利率不变, 同时维持每月1200亿美元的购债规模不变。超宽松货币政策推动美国通胀水平自2020年下半年逐步回升, 2021年3月伴随疫苗接种取得进展、经济复苏进程加快, 美国CPI同比增幅与核心PCE物价指数同比增幅分别快速上涨至2.6%和1.8%。4月, 基数效应与供求缺口继续推动CPI同比增幅与核心PCE物价指数同比增幅分别上涨至4.2%和3.1%的历史高位水平。5月, 美国CPI同比增幅跃升至5%, 为2008年8月以来的最大年度涨幅, 通胀压力显著。美国的通胀压力进一步通过跨境投资组合传导至新兴经济体。2020年第四季度, 在美国大选导致美国投资不确定性增加的背景下, 新兴经济体吸引了大规模的证券投资组合流入, 11月新兴经济体的证券投资组合流入规模达到765亿美元, 创两年以来最高水平。受此影响, 新兴经济体的输入型通胀压力加大, 通胀水平迅速抬升。

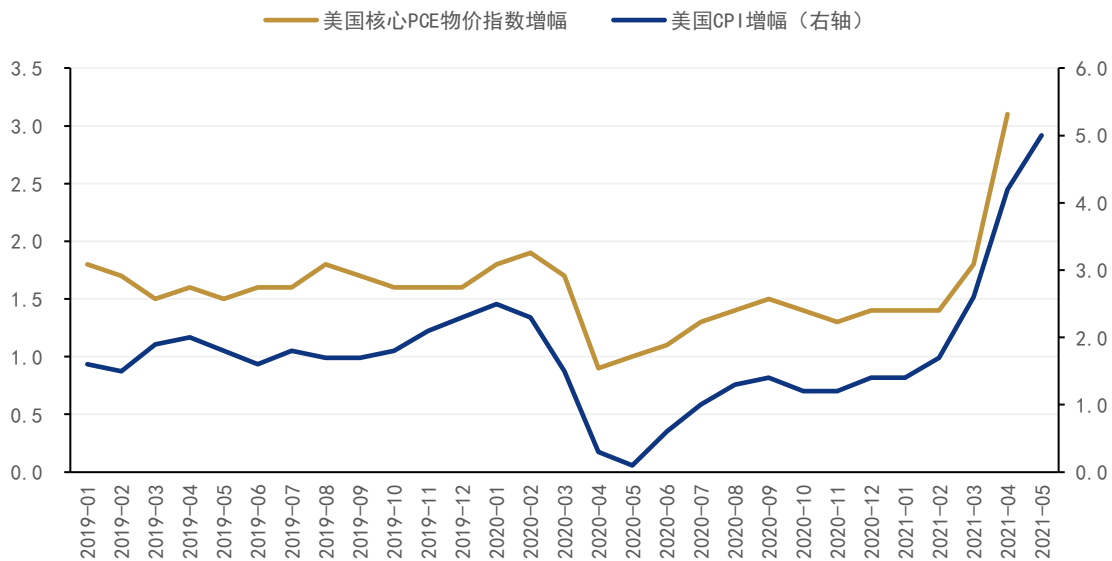


图 2: 美国通货膨胀水平 (单位: %)

数据来源: Wind, 远东资信整理

另一方面, 全球供需缺口推动大宗商品与基础原材料价格上涨。国际商品指数 CRB 指数 6 月 20 日报 205.86 点, 年初至今涨幅达 22.68%; 布伦特原油期货结算价 6 月 18 日报每桶 73.51 美元, 年初至今涨幅逾 43.88%; 伦敦期铜 6 月 18 日报每吨 9230.00 美元, 年初至今涨幅约 16.38%。此外, 5 月联合国粮农组织食品价格指数升至 127.1 点, 环比上涨 4.8%, 同比上涨 39.7%; 食品价格指数连续第 12 个月上涨, 达到 2011 年 9 月以来最高水平。大宗商品价格上涨是由于主要经济体疫情基本得到控制, 居民消费反弹, 市场普遍预期总需求将趋于旺盛; 而处于供给端的部分新兴经济体则受到疫情形势反复制约, 供给端复苏进程不及需求端。大宗商品与基础原材料价格持续上涨, 为新兴经济体带来输入型通胀, 粮食价格上涨会为依赖粮食进口的欠发达国家带来风险。

## (2) 经济刺激政策导致流动性过剩

此外, 在新冠肺炎疫情冲击全球经济的背景下, 各国普遍采取了宽松的货币政策, 广泛使用了多种货币政策工具, 导致全球流动性过剩。从 8 个主要经济体 2020 年所使用的货币政策工具 (见表 1) 中, 可以发现各国广泛使用利率政策与贷款工具, 资产购买构成发达经济体应对危机的主要政策工具之一, 而新兴经济体还使用了准备金政策。以巴西、俄罗斯与土耳其的利率政策为例 (见图 3), 三个新兴经济体都曾于 2020 年大幅削减基准利率。巴西与俄罗斯在 2020 年内累计降息幅度分别达到 250bp 与 200bp; 土耳其则在 2020 年前三季度累计降息 300bp, 但通胀高企与土耳其里拉大幅贬值迫使土央行快速升息 875bp。全球过剩的流动性与本国宽松的货币政策刺激消费与信贷迅速增长, 需求回升叠加货币宽松环境下资产价格上涨带来的财富效应, 共同推动物价水平上行。

表 1: 2020 年主要经济体货币政策工具概览

货币政策工具	具体措施	发达经济体				新兴经济体			
		美国	欧盟	日本	英国	中国	印度	土耳其	巴西
利率政策	降低基准利率	√			√	√	√	√	√
贷款政策	流动性补充	√	√	√	√	√	√	√	√
	针对性贷款	√	√	√	√	√		√	√
资产购买	政府债券	√	√	√	√		√	√	
	商业票据	√	√	√	√				
	公司债券	√	√	√	√				
	其他资产		√	√					
外汇政策	美元掉期交易		√	√	√				√
	掉期						√		√
	外汇干预						√		
准备金政策	准备金利率					√	√		
	法定准备金率	√				√	√		√
	合规情况								√

数据来源: BIS, 远东资信整理

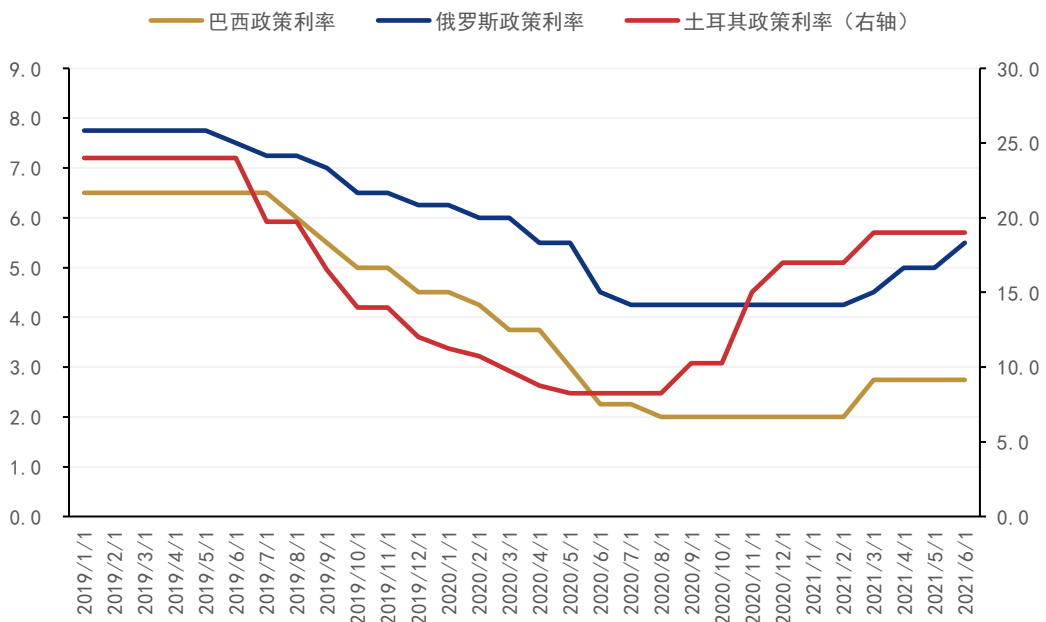


图 3: 巴西、俄罗斯与土耳其政策利率变动 (单位: %)

数据来源: BIS, 远东资信整理

## 2. 新兴经济体跨境资本流动大幅波动

新兴经济体加息的另一主要原因是在美联储货币政策及相应的市场预期影响下, 今年以来新兴经济体资本流动

出现大幅波动，资本外流风险加剧。从新兴经济体证券投资组合净流入情况来看，2021年1月在全球流动性过剩、疫苗生产进程加快以及投资者风险偏好增加的背景下，新兴经济体吸引了535亿美元资金净流入；但随后长期美债收益率持续走高使新兴市场承压，流入新兴市场国家的资金规模持续缩减；3月，新兴市场证券投资组合净流入放缓至近一年来的最低水平（101亿美元），除中国外的新兴市场国家资金净流入骤减；4月，在美联储维持超宽松货币政策不变的背景下，新兴市场国家风险偏好增强，债券市场流入强劲，新兴市场国家流入资金激增至455亿美元；5月，全球范围内通胀压力的累积影响了新兴市场的资金整体流入情况，除中国外的新兴市场国家股票市场资金外流严重，仅中国股票市场资金流入仍保持强劲。

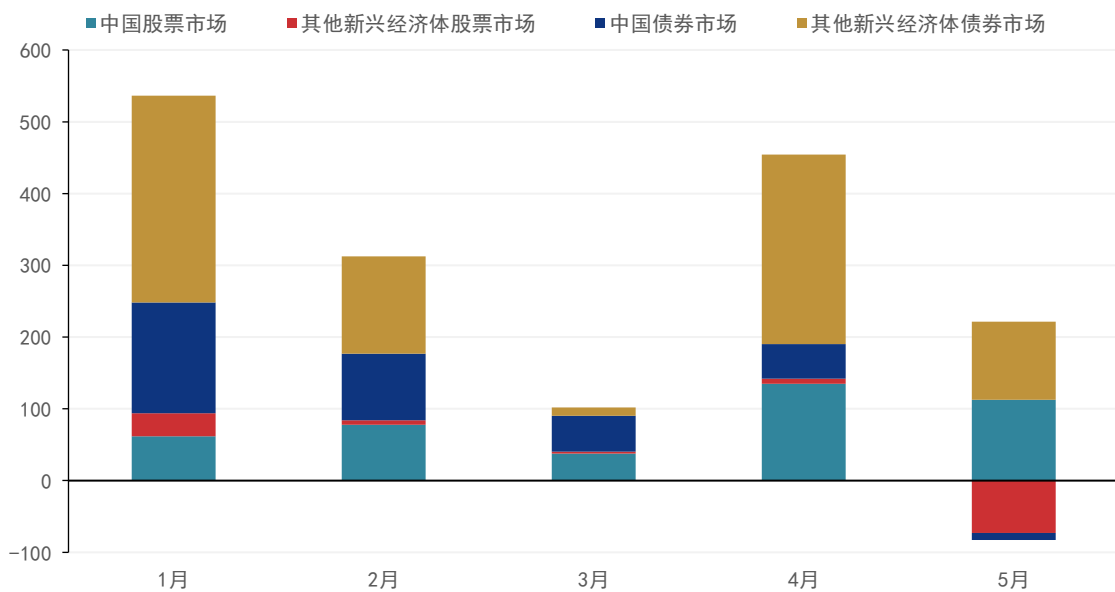


图 4: 2021年1-5月新兴经济体证券投资组合净流入 (单位: 亿美元)

数据来源: IIF, 远东资信整理

美联储的货币政策主要通过利率、汇率以及风险偏好等三个主要传导路径影响新兴经济体资本流动，而具体新兴市场国家受冲击的程度还取决于其自身的基本面情况，尤其是经常账户收支、通胀水平以及货币政策空间。

### (1) 利率路径

2021年以来，虽美联储继续维持超宽松货币政策，但美国经济复苏预期升温带动美国股价上扬，市场对通胀预期增大并担忧美联储宽松货币政策转向，新兴经济体对跨境资本的吸引力大幅下降。自2021年2月起，十年期美债收益率迅速攀升，并于3月31日触及1.74%的一年来的最高水平。受此影响，美国国债与新兴经济体国债收益率之差收窄，新兴经济体资本流入放缓。3月，除中国外的新兴市场国家资金净流入骤减，新兴市场证券投资组合净流入环比下降67.31%至101亿美元，触及近一年来的最低水平。

在4月FOMC议息会议维持超宽松货币政策<sup>2</sup>的背景下，美债收益率基本维持稳定，在1.6%左右浮动。而6月的FOMC议息会议继续维持联邦基金利率与资产购债规模不变，但美联储整体上对经济风险的评估更显鹰派。多数美联储官员对加息时点的预测也由2024年提早至2023年，美联储也正式承认开始“提及讨论”缩减购债。穆迪、美国银行、摩根大通等多家机构预测正式缩减计划或在明年初开启。6月16日当天美国国债收益率飙升，10年期美债收益率由前一日的1.51%上行至1.57%，创下3月初以来最大涨幅。但6月17日长期美债收益率大跌，回吐前日全部涨幅，10年期国债收益率跌回1.52%。究其原因，美联储提前加息的预期削弱了通胀前景，从而导致长债国债收益率下跌，收益率曲线走平。但未来市场对美联储收紧货币政策的预期强化还将导致美债收益率攀升，新兴市场资产吸引力下降，资本外流压力增加。



图5：美国十年期国债收益率（单位：%）

数据来源：Wind，远东资信整理

## (2) 汇率路径

自2021年初至3月，美元指数随美国经济复苏实现了低位反弹，截至3月31日美元指数较年初上涨了3.68%。相应地，新兴经济体货币相对贬值，从而降低了新兴经济体的投资吸引力，并加重其对美元债务的还款负担。截至3月底，土耳其里拉相对美元较年初贬值11.64%，巴西雷亚尔相对美元较年初贬值9.47%。货币贬值也为新兴经济体维持国际收支平衡与币值稳定带来挑战，而新兴经济体应对这一风险的能力主要取决于其经常账户收支情况、外汇储备以及汇率制度。

4月以来，超宽松货币政策与大规模财政刺激措施削弱了美元的吸引力，令持有美元寻求避险的投资者转向其

<sup>2</sup> 2021年4月29日，美联储4月FOMC会议决议全票通过维持联邦基金利率区间在0%-0.25%水平不变，维持超额存款准备金利率（IOER）在0.1%不变，同时维持每月1200亿美元的购债规模（800亿美元国债和400亿美元MBS），以及CMBS购买和回购操作等不变。预计美联储将继续将联邦基准利率维持在近零水平，直至劳动力市场条件符合最大就业评估以及长期通胀率在2%左右（并有望在一段时间内超过2%）。

他货币，美元指数走弱。因美联储多次重申鸽派立场，且美国非农就业数据<sup>3</sup>不及预期，市场对美联储加息预期下降。此外，3月31日美国总统拜登公布了追加的3万亿美元经济刺激计划，大规模财政支出在支持经济的同时也削弱了美元。美元指数持续回落，于5月24日录得89.8363，接近年初水平。在弱势美元的背景下，新兴经济体货币出现不同程度的升值。5月底人民币升值势头明显，人民币兑美元汇率突破6.4的关口频创三年新高。为此中国央行采取了一系列干预措施<sup>4</sup>，使人民币结束了持续过快升值，重回理性。

6月FOMC议息会议显示出美联储立场转鹰，推动美元走强。美元指数继16日当天上涨接近1%后，17日继续上涨约0.56%至91.9096，触及两个月高位。未来美国经济强势复苏带动美元走强、美联储货币政策收紧、全球疫情得到控制和供应能力恢复等因素将导致新兴货币币值承压。



图 6：美元指数

数据来源：Wind，远东资信整理

### （3）风险偏好路径

自2021年以来，反映市场对未来30天波动性预期的VIX指数与新兴市场国家证券投资基金净流入量大致呈

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\\_20383](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20383)

