



宏观研究

# 【粤开宏观】解析美联储加息冲击与新兴市场危机

2022年03月27日

**分析师：罗志恒**

执业编号：S0300520110001  
电话：010-83755580  
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

**分析师：方堃**

执业编号：S0300521050001  
电话：010-83755575  
邮箱：fangkun@y kzq.com

## 近期报告

《【粤开宏观】本轮大宗商品价格暴涨的原因、影响及应对》2022-03-10

《【粤开宏观】经济实现开门红，但仍有风险挑战：1-2月经济数据解读》2022-03-15

《【粤开宏观】美国流动性盛宴结束：2022年3月美联储议息会议点评》2022-03-17

《【粤开宏观】1-2月财政收支的四大特征》2022-03-20

《【粤开宏观】稳地产就是稳经济：房地产数据背离的真实含义》2022-03-22

## 摘要

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，严重情况下还引发了拉美债务危机、东南亚金融危机、土耳其货币危机等。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？

### 一、美国加息对新兴市场的风险传导有哪些渠道？如何产生危机？

#### （一）美国加息可能通过五个渠道冲击新兴市场经济体，可能引发汇率贬值、出口收缩、外债违约、资产价格大跌、经济增长转弱五大风险。

1、资本流动渠道：汇率贬值风险。美联储加息后，全球美元流动性收紧，新兴市场美国的利差收窄，资本从新兴市场回流美国，新兴市场汇率贬值。

2、商品贸易渠道：出口收缩风险。美联储加息后，发达经济体的商品需求可能转弱，新兴市场经济体商品出口减少，拖累国内制造业的需求。

3、对外融资渠道：债务违约风险。新兴市场债务融资成本上升，对外融资更加困难，短期外债占比高的新兴市场可能出现技术性违约。

4、金融市场渠道：资产价格大跌风险。美联储加息后，美债利率大幅上行，会导致全球风险偏好下行，权益资产估值收缩引发大跌。

5、货币政策渠道：经济增长转弱风险。美联储加息后，新兴市场经济体货币政策空间受阻。而跟随加息后本币债务融资成本上升，可能打压企业与居民需求，本国经济增长将会放缓。

#### （二）美国加息周期多重风险叠加，新兴市场经济体如果应对不当，可能直接导致汇率危机、外债危机、金融危机。

1、汇率危机：主要是由于资本大量外流、国际收支状况恶化，汇率贬值预期持续强化，产生汇率危机。例如2018年土耳其货币危机，同时遭遇美元加息周期和贸易摩擦，2018年8月土耳其里拉汇率贬值超30%。

2、外债危机：主要是由于外债成本上升，但经常账户难以改善，外储不能覆盖短期外债偿付要求，产生外债危机。例如1982年拉美外债危机，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%。

3、金融危机：主要是由于金融市场波动、资产价格泡沫破裂，叠加国际资本做空，引起更大范围的金融危机。例如1997年亚洲金融危机，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%，8月泰国股市SET指数当月下跌20%，土地价格指数也从1997年6月至1999年6月累计下跌40%。



## 二、本轮美联储加息周期，哪些新兴市场经济体风险大？

当前新兴市场爆发大范围危机的可能性不高，鉴于多数新兴市场经济处于复苏阶段，很多央行已经提前加息，加强对资本跨境流动的监管，金融资产高估值压力也有所缓解，新兴市场整体风险不大。

但不同新兴市场受美联储加息风险的冲击程度不一。美国加息将导致全球流动加快收紧，俄乌冲突将加剧全球经济放缓趋势，脆弱的新兴市场经济体内外形势更加严峻。

1、今年美联储加息叠加俄乌冲突影响，土耳其、阿根廷、俄罗斯汇率跌幅居前三，可能面临汇率危机，尤其是双逆差、国际收支压力大的土耳其。

2、土耳其、阿根廷短期外债高、外储不足，可能面临外债危机。土耳其（148%）、阿根廷（108%）短期外债与外储比值指标排名前两位，外储不足以覆盖短期外债偿付，加息容易引起外债危机。

3、警惕阿根廷、土耳其股市偏离基本面，高资产价格是潜在的金融风险。脆弱市场汇率危机、外债危机、资产泡沫可能连锁冲击，演变为新的金融危机。

## 三、对中国有哪些外溢效应：关注四个压力

今年我国发展面临的风险挑战明显增多，发达经济体宏观政策转向是重要的外部不确定性。整体而言，我国国家资产负债表十分稳健，货币政策维持流动性合理充裕，国内通胀水平温和，充足的外储是人民币汇率的压舱石。

**需未雨绸缪警惕四个压力：**一是美国加息后外需放缓，国内稳增长压力增大。二是资本流出影响国际收支平衡，增大汇率贬值风险。三是避险情绪导致投资者风险偏好降低，国内金融市场风险资产价格下跌。四是个别行业基本面和融资条件变差，会引发美元外债偿债风险。

**政策建议：**一是要加大政策力度稳增长，落实稳外贸工作。二是统筹疫情防控与经济增长，保障供应链稳定。三是稳定金融市场预期，防范化解市场风险。四是维持汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

**风险提示：**美联储连续加息引发美元超预期走强；新兴市场疫情失控导致经济增长不及预期；个别脆弱市场发生债务违约引发流动性风险蔓延。



## 目 录

一、美联储加息向新兴市场风险传导渠道和危机产生机制.....	4
(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.....	4
(二) 或引发三大危机：汇率危机、外债危机、金融危机.....	6
二、本轮加息周期，哪些新兴市场经济体的风险较大？.....	9
(一) 汇率危机：关注地缘冲突和国际收支.....	9
(二) 外债危机：关注短期外债压力.....	10
(三) 金融危机：警惕金融风险蔓延.....	11
三、本轮加息周期对我国的外溢效应与风险应对.....	12
(一) 美联储加息对我国的外溢效应.....	12
(二) 中国该如何应对.....	14

## 图表目录

图表 1：2021 年新兴市场资金净流入已经开始放缓.....	4
图表 2：新兴市场整体外债压力处于高位.....	5
图表 3：美联储加息导致美股美债波动率上升，全球风险偏好下行.....	5
图表 4：新兴经济体纷纷提前加息.....	6
图表 5：美元加息叠加美元走强周期，新兴市场出现危机.....	6
图表 6：2018 年以来土耳其本币汇率持续贬值.....	7
图表 7：1982 年拉美国家短期外债占外汇储备的比重达到峰值.....	8
图表 8：东南亚新兴市场汇率贬值压力大，被迫放弃固定汇率制.....	9
图表 9：俄罗斯、土耳其、阿根廷三大新兴市场今年汇率贬值幅度大.....	9
图表 10：土耳其双逆差，国际收支压力大.....	10
图表 11：短期外债高的新兴市场经济体爆发危机的可能性大.....	11
图表 12：2021 年以来新兴市场股票指数已经持续向下调整.....	11
图表 13：2022 年 2 月债券通境外机构持仓大幅流出.....	13
图表 14：2022 年一季度外资从 A 股大幅净流出（截至 3 月 25 日）.....	13
图表 15：地产美元债季度发行和到期金额.....	14



## 一、美联储加息向新兴市场风险传导渠道和危机产生机制

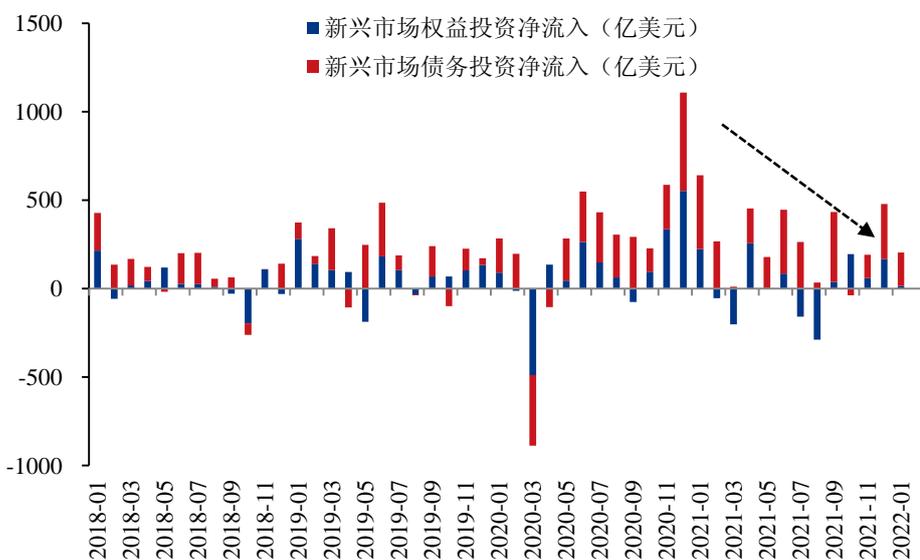
新兴市场经济体对外贸易依赖度高、对外融资依赖度高,容易受到外部环境的影响。美联储货币政策影响全球利率、汇率、债务周期,美联储加息对新兴市场的经济和金融稳定构成挑战。本轮美国加息周期将更加激进,加息次数更密集,加息幅度更大,3月美联储正式加息后,美债10年期收益率连续上行突破2.5%。市场担忧新一轮的新兴市场危机是否即将来临,有必要分析加息对新兴市场的风险冲击渠道和危机生成机制。

### (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

美国加息周期如何向新兴市场传递风险?具体分为资本流动、商品贸易、对外融资、金融市场、政策协调五个渠道。

**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。

图表1:2021年新兴市场资金净流入已经开始放缓



资料来源:IMF、粤开证券研究院

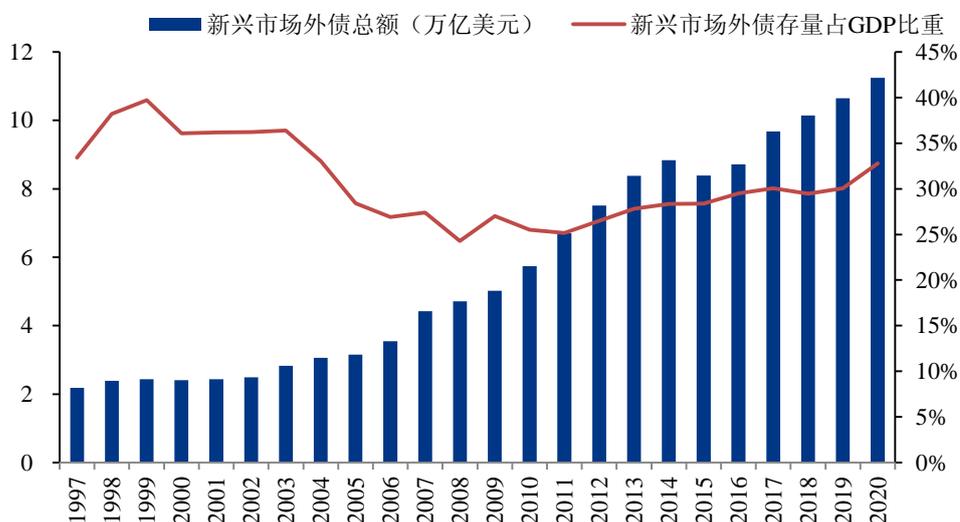
**2、商品贸易渠道:美国加息导致商品贸易放缓,外需转弱将对新兴市场构成风险。**2022年全球贸易将显著放缓,欧美经济体接近群体免疫,在线的宅经济相关商品消费将减少,而线下服务消费的需求将恢复,这将导致作为制造国的新兴市场经济体的外需转弱、出口减少。2022年加息周期将进一步导致全球贸易收缩。一是美元加息会降低居民消费意愿,居民减少对商品消费的需求,对耐用品消费品的进口需求可能大幅退坡。二是如果美元加息无法抑制通胀预期,未来持续普遍性的高通胀持续也将冲击消费意愿。

**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



级下调，加剧外部融资条件恶化，出现外债违约风险。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。

图表2：新兴市场整体外债压力处于高位



资料来源：IMF、粤开证券研究院

**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 疫情爆发初期，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出现杀跌，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增长放缓，成长性股票盈利的冲击大。

图表3：美联储加息导致美股美债波动率上升，全球风险偏好下行

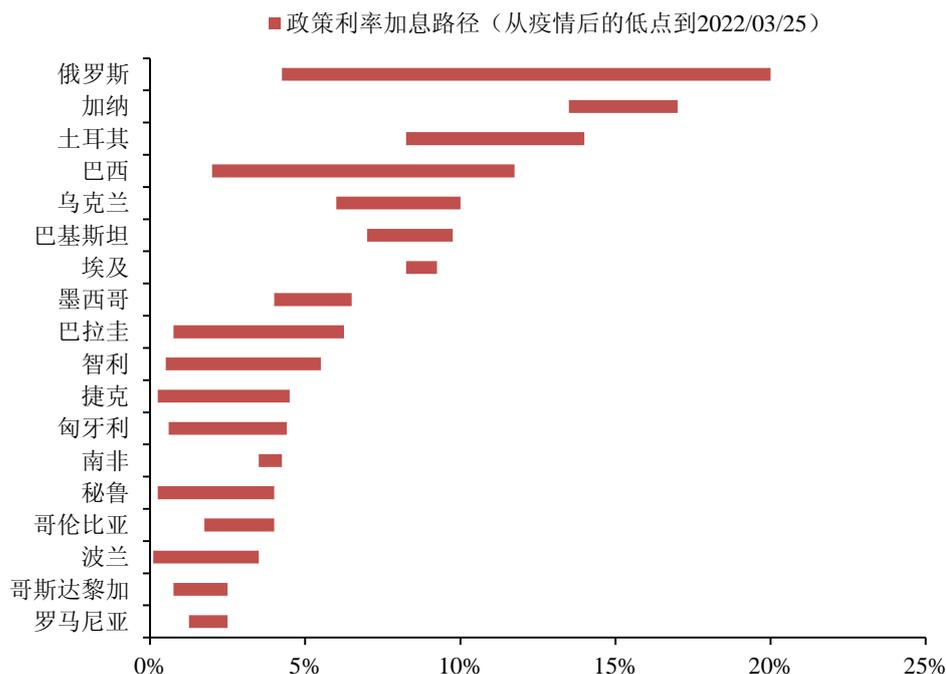




资料来源：IMF、粤开证券研究院

**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。

**图表4：新兴经济体纷纷提前加息**



资料来源：IMF、粤开证券研究院

## （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、金融与实体的不均衡。

**历史经验显示，美国加息周期，新兴市场容易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以逃离资本外流、汇率贬值、债务违约的连锁反应，进而引发多种危机。

**图表5：美元加息叠加美元走强周期，新兴市场出现危机**



资料来源：wind、粤开证券研究院

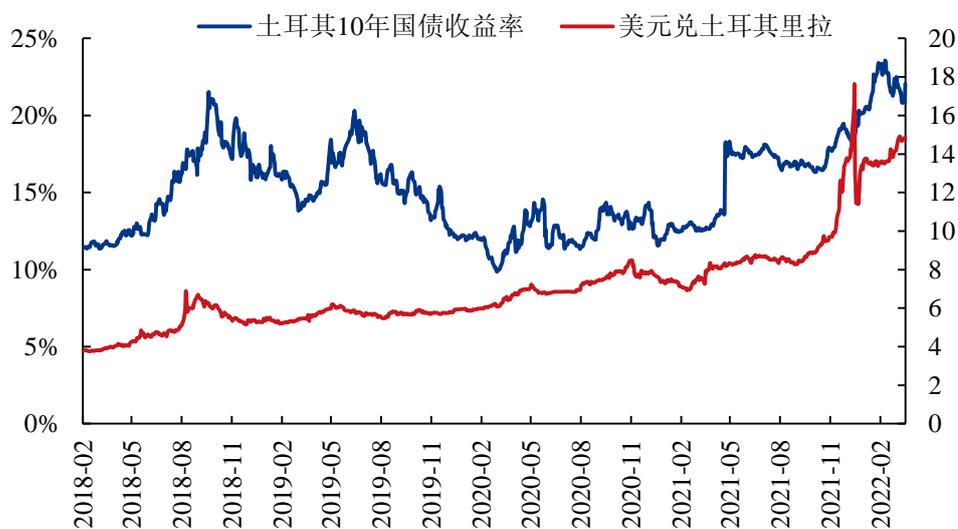
**1、汇率危机：**主要是由于资本大量外流、经常项目逆差、国际收支状况恶化，汇率贬值预期持续强化，产生汇率危机。典型案例是土耳其货币危机。

**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 21.53%，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，随后土耳其实施了一系列资本管制措施。

**图表6：2018 年以来土耳其本币汇率持续贬值**



资料来源：wind、粤开证券研究院

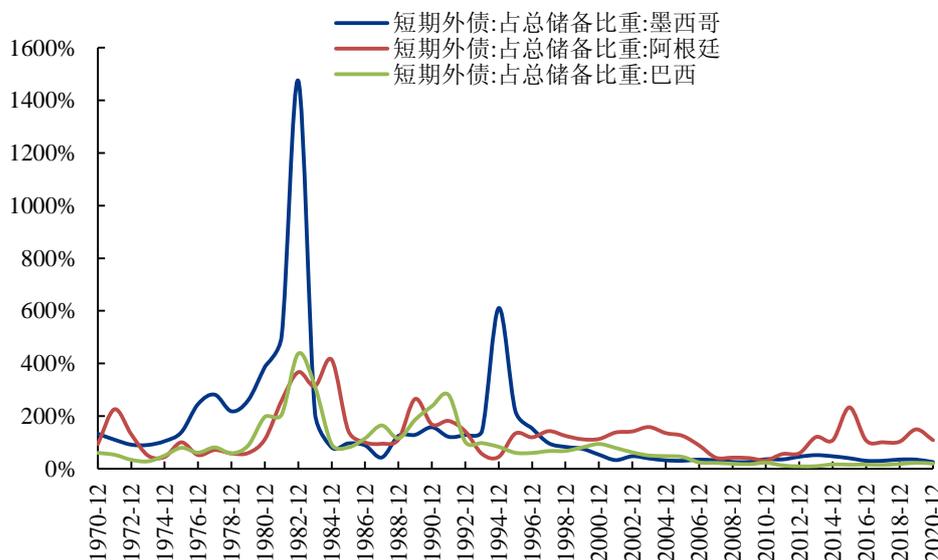


**2、外债危机：**主要是由于本币贬值，外债成本上升，但国内产业竞争力不足，经常账户难以改善，外储不能覆盖短期外债偿付要求，产生外债危机。典型案例是 1980 年代拉美债务危机。

**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：**1980 年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。

**图表7：1982 年拉美国家短期外债占外汇储备的比重达到峰值**



资料来源：wind、粤开证券研究院

**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。

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\\_39785](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39785)

