



宏观研究

# 【粤开宏观】新兴市场债务危机再度来袭

2022年07月22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】3000亿开发性金融债券对基建投资的拉动》2022-07-06

《【粤开宏观】拾级而上：下半年中国宏观经济展望》2022-07-07

《【粤开宏观】美国对华关税之变：动机与时机》2022-07-15

《【粤开宏观】二季度经济实现正增长，下半年将回归潜在增速》2022-07-15

《【粤开宏观】本轮房贷断供风波：根源、影响及应对》2022-07-20

## 摘要

今年欧美发达经济体加息、国际能源和粮食危机对新兴市场造成冲击，部分脆弱的新兴市场或将面临资本外逃、本币贬值，进而产生债务危机。今年5月斯里兰卡宣布债务违约，加剧了投资者对新兴市场的担忧。7月IMF总裁表示，目前30%的新兴市场和发展中经济体、60%的低收入经济体正处于或接近债务困境。

本文分析美国加息引发新兴市场债务危机的具体机制，研判本轮加息周期新兴市场债务风险，以及对中国的外溢影响。

**风险提示：**美国加息引发全球经济衰退、美元流动性危机



## 目 录

一、美元加息引发新兴市场债务危机的机制 .....	
二、当前新兴市场的债务风险研判 .....	
三、我国需要防范美联储加息的外溢效应 .....	

## 图表目录

图表 1：今年 3 月以来新兴市场证券投资连续净流出 .....	
图表 2：新兴市场外债规模逐年攀升 .....	
图表 3：美联储加息导致美股美债波动率上升 .....	
图表 4：新兴市场抬高政策利率应对资本外流风险 .....	
图表 5：亚洲地区发展中经济体贸易顺差扩大 .....	
图表 6：斯里兰卡疫情后国际游客锐减，外储快速消耗 .....	
图表 7：今年多数新兴市场货币对美元汇率大幅贬值 .....	
图表 8：土耳其双逆差，国际收支压力大 .....	
图表 9：短期外债高的新兴市场经济体爆发危机的可能性大 .....	
图表 10：今年我国出口国际份额或将下滑 .....	
图表 11：今年 2 月以来债券通境外机构持仓大幅流出 .....	
图表 12：中资地产美元债季度发行和到期金额 .....	10

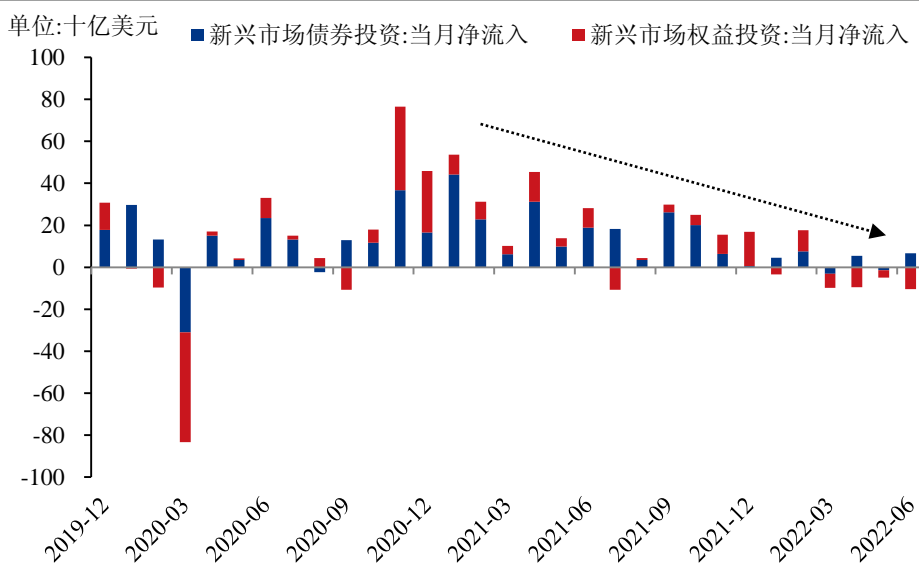


## 一、美元加息引发新兴市场债务危机的机制

历史上，美国加息周期、美元走强周期往往是新兴市场债务危机的导火索，典型案例如 1980 年代拉美债务危机、1997 年亚洲金融危机。通常而言，美元加息周期启动，将通过加剧资本外流、抬高融资成本、冲击贸易收支、加大市场波动、掣肘货币政策五个渠道诱发新兴市场债务危机。

一是资本流动渠道，利差收窄与货币贬值加大资本外流压力。今年上半年由于美元指数走强、美债利率上升，新兴市场证券资产对海外投资者的吸引力减弱，国际资本从净流入转向净流出。根据国际金融协会，今年 3-6 月，新兴市场股票连续 4 个月出现国际资本净流出，合计超 300 亿美元。

图表1：今年3月以来新兴市场证券投资连续净流出

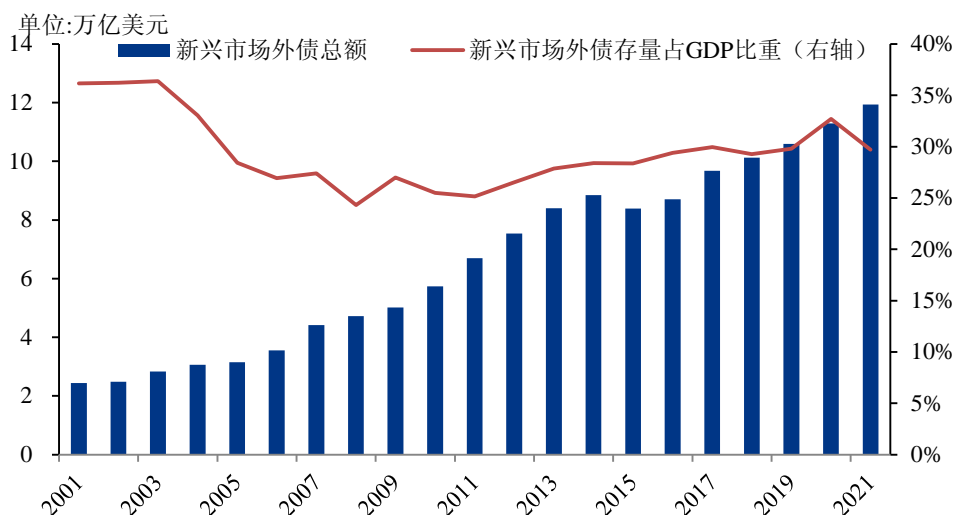


资料来源：国际金融协会 IIF、粤开证券研究院

二是债务融资渠道，美国加息抬升新兴市场经济体融资成本。美元加息后，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，外部融资条件恶化。据 IMF 统计，2021 年新兴市场经济体外债总额达 11.9 万亿美元，同比增长 5.8%，外债占 GDP 比重达 29.7%。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，考虑到当前外债存量高，未来融资成本抬升或将加大再融资压力，高债务的新兴市场风险较大。



图表2：新兴市场外债规模逐年攀升

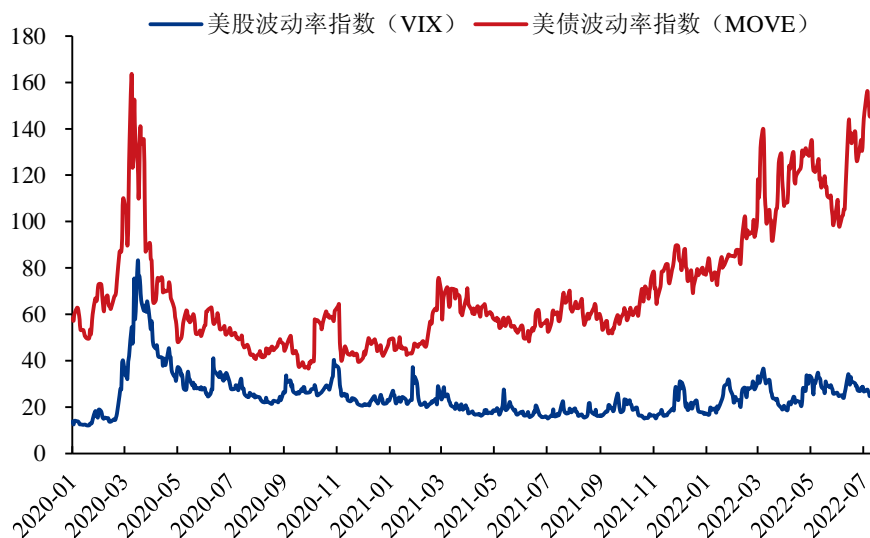


资料来源：IMF、粤开证券研究院

**三是商品贸易渠道，出口需求走弱与贸易条件恶化将冲击国际收支。**一是美国加息抑制总需求，外需转弱将冲击新兴市场的商品出口，欧美经济衰退预期，可能进一步导致全球贸易收缩。二是国际大宗商品价格大涨，部分发展中经济体是能源和粮食进口国，进口商品价格涨价幅度高于出口商品，面临贸易条件恶化，贸易逆差可能扩大。两方面因素使得新兴市场贸易账户国际收支状况变差，或将导致偿债能力下降。

**四是金融市场渠道，全球资产价格波动引发流动性风险。**美联储加息使得金融市场风险偏好下行，美国股债波动加剧，并对外输出波动率，新兴市场资产价格大幅波动，加大国内金融不稳定性，容易出现流动性风险。今年美债波动率指数最高接近 2020 年疫情爆发时期，美债 10 年期收益率最高突破 3.5%。无风险利率上升压制估值，叠加全球经济衰退预期冲击盈利，新兴市场权益资产或将大幅杀跌。

图表3：美联储加息导致美股美债波动率上升



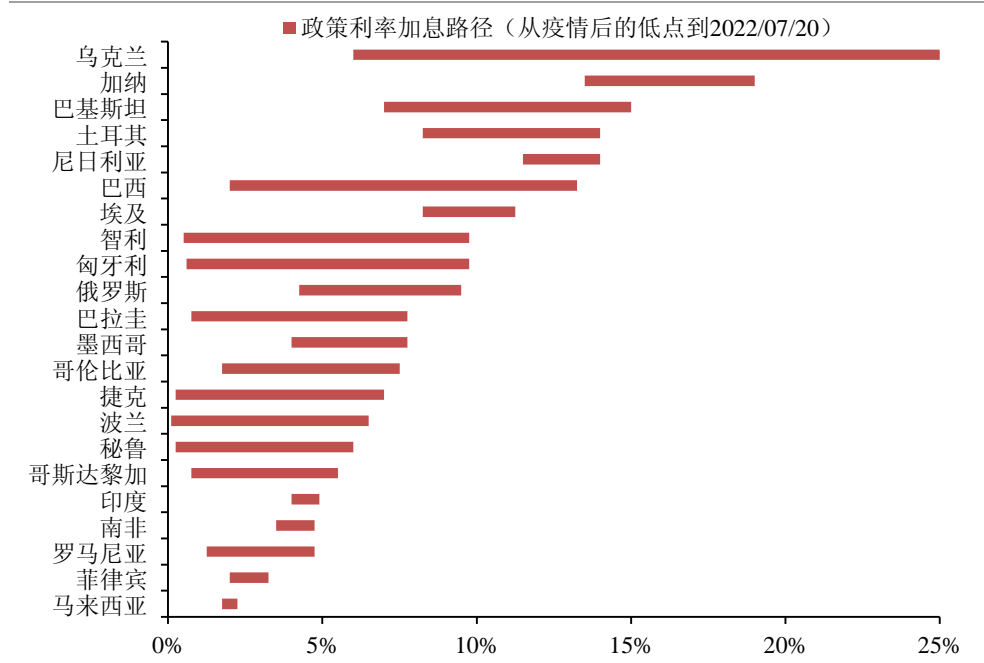
资料来源：wind、粤开证券研究院

**五是货币政策渠道，新兴市场经济体被动收紧货币加大经济金融风险。**根据“不可能三角”理论，小型开放经济体无法同时实现汇率稳定、资本自由流动和货币政策独立。



美联储加息会掣肘新兴市场货币政策空间，新兴市场为了减少资本外流、支撑汇率，将被迫放弃货币政策独立性。今年以来，已有 22 个新兴市场密集加息，政策利率较疫情前的低点已经大幅提升。新兴市场被迫收紧货币可能会导致经济增长放缓，国内企业融资环境恶化，高杠杆行业与企业难以偿付债务，可能连带金融体系出现风险。

图表4：新兴市场抬高政策利率应对资本外流风险



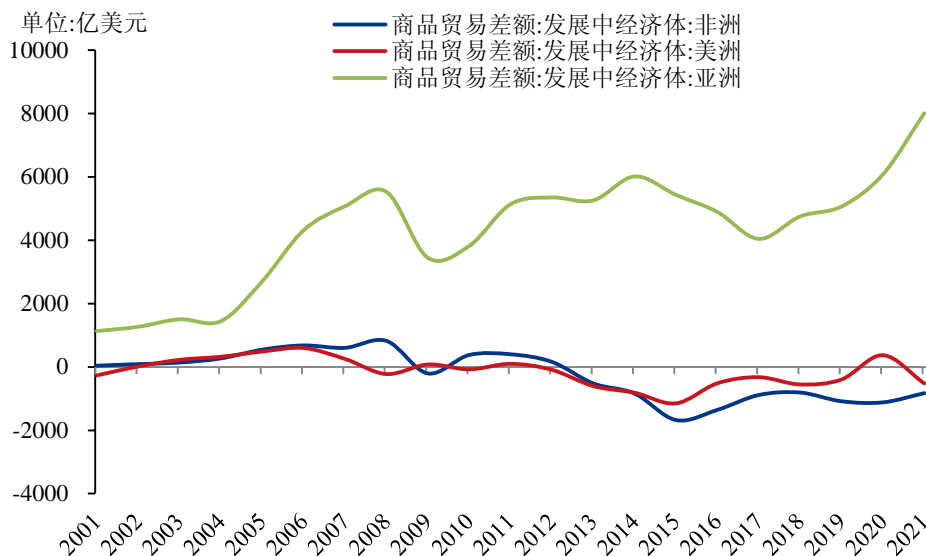
资料来源：wind、粤开证券研究院

## 二、当前新兴市场的债务风险研判

冰冻三尺非一日之寒，新兴市场债务危机往往是内外因多重风险交织后的结果。外因包括美联储加息、美元升值、资本外流、地缘冲突爆发等。内因主要是经济结构失衡、贸易赤字和高外债等。新兴市场本身可以通过加快经济结构转型、改变融资结构、宏观政策协调等手段增强国内经济金融体系韧性，降低美联储加息引发的债务风险。预计本轮新兴市场债务风险将出现明显的分化。

一方面，受益于大宗商品上涨和国际贸易产业链转移的经济体，出口增长和国际收支改善增强偿债能力，如石油输出国、东盟地区主要国家的债务风险较低。加上部分国家强化了财政纪律，减少财政赤字，降低外债融资，提前加息应对潜在的资本外流风险。

图表5：亚洲地区发展中经济体贸易顺差扩大

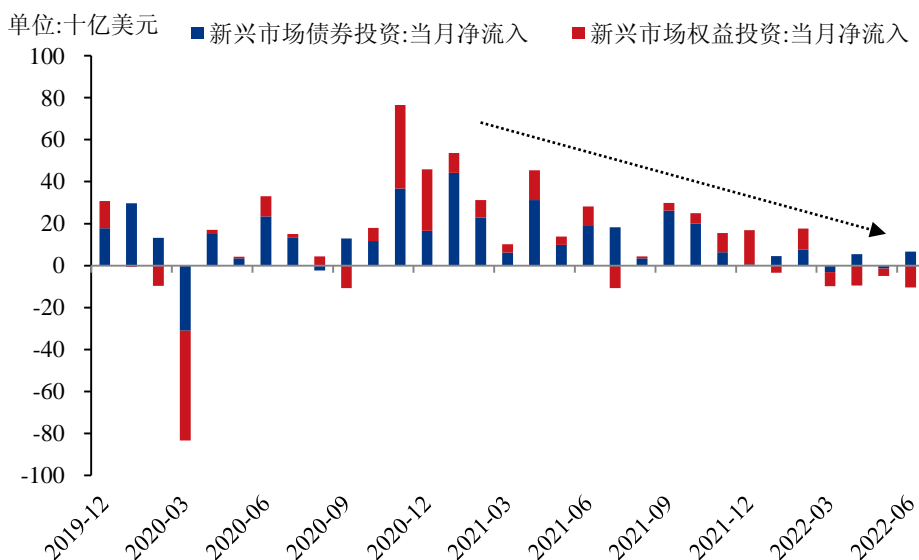


资料来源：UNCTAD、粤开证券研究院

另一方面，全球能源危机和粮食危机冲击，大宗商品净进口国面临的债务风险较高。国内经济脆弱、汇率贬值幅度较大、国际收支失衡、短期债务较高、政局不稳定的新兴市场爆发债务危机的风险持续提升，尤其是阿根廷、土耳其，东欧地区的匈牙利、波兰以及中东地区埃及等非产油国的风险较高。

一是国内经济薄弱、产业结构单一的新兴市场偿债能力不足，容易发生债务危机。斯里兰卡成为今年首个主权债务违约的发展中国家。究其原因，首先是经济内增动力不足。斯里兰卡国内产业结构单一，国内经济主要依赖旅游服务业，受到疫情严重冲击，国际游客锐减，经济增长乏力。其次是粮食能源供应不稳定。斯里兰卡粮食和能源自给率很低，全球粮食危机和能源危机导致输入性通胀严重，今年6月国内CPI同比高达54%，上半年美元兑卢比汇率累计贬值超76%。最后是融资结构不合理。斯里兰卡严重依赖外债，2021年末外债总额超507亿美元，较2011年翻了一番，而国际储备规模不到20亿美元，偿债能力不足。

图表6：斯里兰卡疫情后国际游客锐减，外储快速消耗

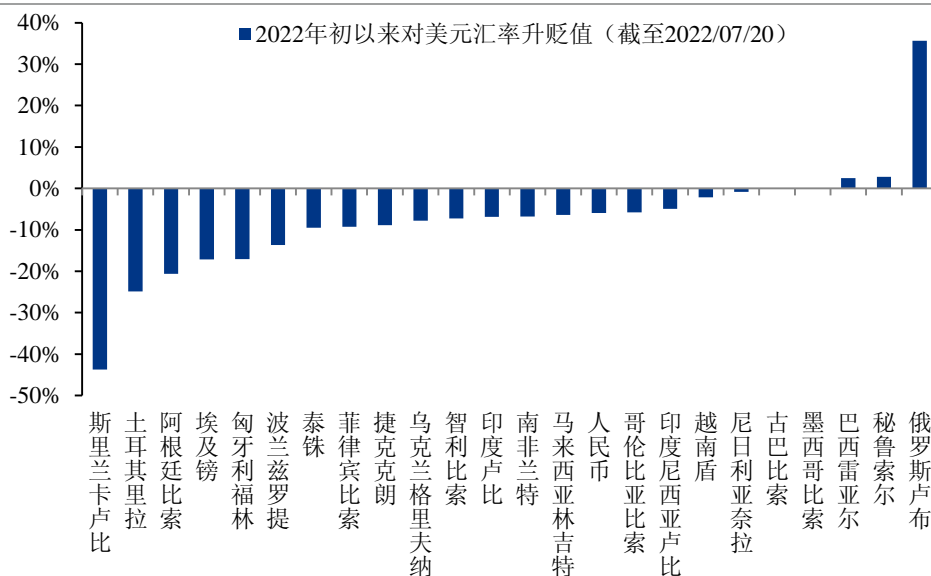


资料来源：wind、粤开证券研究院



二是汇率贬值幅度较高的新兴市场发生债务危机概率较高。当美元开启加息周期，本币贬值预期上升，引发资本外流，资本项目恶化使得外储减少，而外储减少进一步加大贬值压力，陷入恶性循环。汇率暴跌使得企业外债成本骤增，往往是债务危机的前奏。今年新兴市场的汇率表现明显分化，多数新兴市场货币对美元汇率出现大幅贬值，截至7月20日，今年斯里兰卡卢比累计跌幅超40%。阿根廷比索、土耳其里拉累计跌幅均超20%。地缘冲突下的东欧国家波兰、匈牙利，不仅面临外资撤出，还要应对高油价高食品价格的拖累，汇率贬值幅度较大。

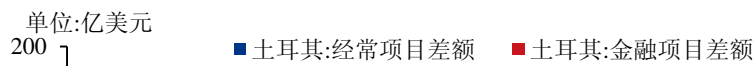
图表7：今年多数新兴市场货币对美元汇率大幅贬值



资料来源：同花顺、粤开证券研究院

三是国际收支长期不平衡的经济体外债风险较高。根据国际收支平衡表，外储变动等于经常项目下的流量和资本项目下的流量之和。如果经济体国际收支不平衡，经常项目与资本项目长期维持双逆差，外汇储备持续下降，将严重损害外债信用和主权信用。土耳其作为典型的石油净进口和消费国，长期维持经常账户和金融账户双赤字。美联储加息后，全球需求放缓导致贸易收缩，叠加高油价会加大净进口国的贸易赤字，金融项目下资本流出压力大，对外举债融资的难度更大。

图表8：土耳其双逆差，国际收支压力大



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\\_44321](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_44321)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>