

# 历次危机与美元紧缩下，新兴货币贬值中的强势货币分析

## 报告摘要

- ◆ 本文比较历史上四次美元升值或危机阶段中新兴市场货币表现，找出各阶段中表现强势的货币并分析其强势的原因。
- ◆ 美联储货币政策收缩推动的美元升值（2021年6月至2022年9月16日）

这一阶段，多数新兴市场货币兑美元贬值，体现了美元流动性收紧，资本流出的影响。其中，俄罗斯卢布、墨西哥比索与巴西雷亚尔表现强势，2021年6月1日以来兑美元贬值幅度很小或升值，且今年以来兑美元均为升值。2022年2月俄乌冲突爆发后，俄罗斯面临欧美方面的严厉制裁，俄罗斯卢布迅速出现大幅贬值。但3月开始，俄罗斯开启卢布保卫战，通过一系列措施令卢布扭转颓势，开始持续升值。墨西哥比索的强势与经济回暖、较大幅度加息、受益于高油价等因素有关。巴西雷亚尔的强势主要源于其大幅加息和较好的贸易顺差。

- ◆ Taper 恐慌及 2014 年 7 月开始的美元走强阶段（2013 年 5 月 23 日至 2016 年 12 月 31 日）

这一阶段，除港币外，主要新兴市场货币均兑美元贬值，贬值幅度受各自经济体内经济、通胀、利率等多重因素的影响。港币采取兑美元的联系汇率制度，美元与港币的利差可以反映香港市场上的流动性状况，其与港币汇率表现高度相关。期间 LIBOR-HIBOR 持续处于较低水平，反映香港流动性较为充裕，并未出现资金的大幅流出。

- ◆ 金融危机爆发后的新兴市场货币贬值（2008 年 3 月 1 日至 2009 年 2 月 28 日）

这一阶段，除人民币和港币外，其余新兴市场货币均出现不同程度的贬值。人民币在金融危机期间的升值是 2005 年人民币汇改后人民币持续升值过程的延续。同时，我国启动了“四万亿”刺激计划，令经济迅速恢复高增长，也对人民币也形成了显著支撑。港币能在这一阶段实现小幅升值，主要源于 2008 年 9 月开始的一轮大幅升值，当时美联储已经实施开始大规模宽松措施，LIBOR-HIBOR 利差出现持续性的收窄甚至倒挂，推动港币汇率走强。

## 主要数据

|        |            |
|--------|------------|
| 上证指数   | 3122.4058  |
| 沪深 300 | 3932.8361  |
| 深证成指   | 11283.9249 |

## 主要指数走势图



## 作者

董忠云 分析师  
SAC 执业证书: S0640515120001  
联系电话: 010-59562478  
邮箱: dongzy@avicsec.com

符旻 分析师  
SAC 执业证书: S0640514070001  
联系电话: 010-59562469  
邮箱: fuyyjs@avicsec.com

## 相关研究报告

经济弱修复，外部紧缩对国内货币政策制约加大 —2022-09-18  
8 月经济超预期修复，但内外需拉锯考验复苏持续性 —2022-09-17  
金融市场分析周报 —2022-09-14

同时，历史上看，港币走强往往伴随着资金流入中国内地，因此港币汇率的强势也与国际资金相对看好我国经济发展形势相关。

◆ 97 年亚洲金融危机爆发后的新兴市场货币贬值（1997 年 7 月 2 日至 1998 年 12 月 31 日）

亚洲金融危机的影响并未止步于亚洲，也波及了世界其他国家和地区，这一阶段，除亚洲新兴市场外，俄罗斯、南非、巴西等新兴市场货币也出现贬值。这期间表现强势的货币有人民币、港币和阿根廷比索。人民币方面，1997 年亚洲金融危机爆发后，中国政府出于支持香港特区政府应对外部冲击和承担地区大国责任的目的，宣布人民币不贬值，同时通过扩张性财政政策大幅度增加基础设施投资，有效扩大内需，成功应对了亚洲金融危机的冲击。港币在亚洲金融危机期间遭受到了来自海外投机者的猛烈攻击。1998 年 8 月下旬，香港特区政府决定对国际炒家予以反击，开启香港金融保卫战，动用外汇储备支撑港元汇率，最终维系了港币汇率和香港金融市场的稳定。这背后也离不开内地的大力支持，人民币承诺不贬值以及内地庞大的外汇储备规模为香港打赢金融保卫战提供了坚实的底气。阿根廷从 1991 后开始实行比索与美元 1:1 的固定汇率制，在亚洲金融危机期间，因并未处在危机中心，阿根廷比索继续维持固定汇率。

## 正文目录

|                                                                           |    |
|---------------------------------------------------------------------------|----|
| 一、 美联储货币政策收缩推动的美元升值（2021 年 6 月至 2022 年 9 月 16 日） .....                    | 4  |
| 二、 Taper 恐慌及 2014 年 7 月开始的美元走强阶段（2013 年 5 月 23 日至 2016 年 12 月 31 日） ..... | 7  |
| 三、 08 年金融危机爆发后的新兴市场货币贬值（2008 年 3 月 1 日至 2009 年 2 月 28 日） .....            | 9  |
| 四、 97 年亚洲金融危机爆发后的新兴市场货币贬值（1997 年 7 月 2 日至 1998 年 12 月 31 日） .....         | 11 |

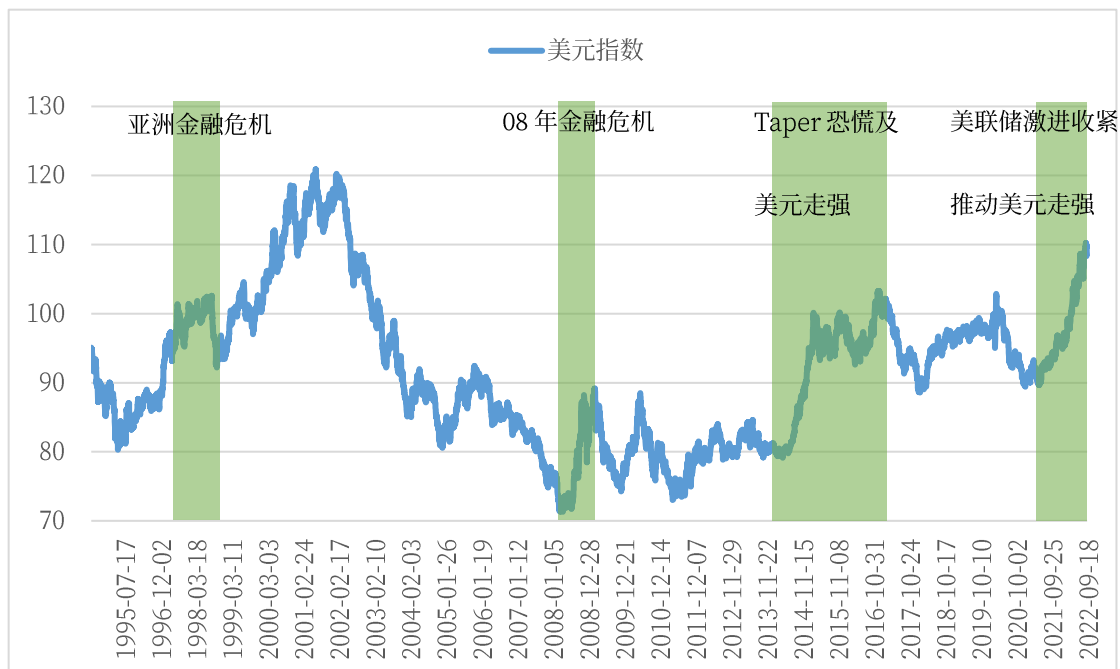
## 图表目录

|                          |    |
|--------------------------|----|
| 图 1 历史上四次美元升值或危机阶段 ..... | 4  |
| 图 2 美元兑俄罗斯卢布 .....       | 5  |
| 图 3 美元兑墨西哥比索 .....       | 6  |
| 图 4 美元兑巴西雷亚尔 .....       | 7  |
| 图 5 巴西贸易顺差维持较高水平 .....   | 7  |
| 图 6 港币汇率与港美利差 .....      | 9  |
| 图 7 港币与人民币汇率走势 .....     | 10 |
| 图 8 美元兑人民币汇率 .....       | 12 |
| 图 9 美元兑港币汇率 .....        | 13 |
| 图 10 美元兑阿根廷比索 .....      | 13 |

|                                                         |    |
|---------------------------------------------------------|----|
| 表 1 截止 2022 年 9 月 16 日的新兴市场货币累计贬值幅度（负值表示货币升值，下同） .....  | 5  |
| 表 2 新兴市场货币贬值幅度比较（2013 年 5 月 23 日至 2016 年 12 月 31 日） ..  | 8  |
| 表 3 新兴市场货币贬值幅度比较（2008 年 3 月 1 日至 2009 年 2 月 28 日） ..... | 9  |
| 表 4 新兴市场货币贬值幅度比较（1997 年 7 月 2 日至 1998 年 12 月 31 日） ..   | 11 |

本文比较历史上四次美元升值或危机阶段中新兴市场货币表现，找出各阶段中表现强势的货币并分析其强势的原因。

图1 历史上四次美元升值或危机阶段



资料来源：Wind，中航证券研究所

## 一、美联储货币政策收缩推动的美元升值（2021年6月至2022年9月16日）

本轮美元升值周期始于2021年6月，一直持续至今。本轮美元升值主要在于美国就业市场恢复较好，同时通胀大幅抬升，倒逼美联储货币政策快速收紧。2021年6月，当时美国CPI同比已经明显高于美联储政策目标（2021年4月美国CPI同比为4.2%，5月为5.0%），市场对美联储宽松货币政策转向的预期开始升温。在2021年6月的议息会议上，美联储大幅上修了2021年经济增长及通胀预期，并上调了2022年加息的概率，进一步推升市场对美联储将开始逐步收紧政策的预期。此后，2021年11月，美联储正式启动Taper，2022年3月美联储完成Taper并开始加息，6月开始启动缩表，美元流动性持续收缩。

统计2021年6月1日以来和今年以来的主要新兴市场货币表现，可以看到多数新兴市场货币兑美元贬值，体现了美元流动性收紧，资本流出的影响。其中，俄罗斯卢布、墨西哥比索与巴西雷亚尔表现强势，2021年6月1日以来兑美元贬值幅度很小或升值，且今年以来兑美元均为升值。

表1 截止 2022 年 9 月 16 日的新兴市场货币累计贬值幅度（负值表示货币升值，下同）

|            | 今年以来    | 2021 年 6 月 1 日以来 |
|------------|---------|------------------|
| 美元兑土耳其里拉   | 36.90%  | 114.70%          |
| 美元兑斯里兰卡卢比  | 80.05%  | 84.74%           |
| 美元兑巴基斯坦卢比  | 35.51%  | 55.49%           |
| 美元兑阿根廷比索   | 39.72%  | 51.50%           |
| 美元兑南非兰特    | 10.84%  | 28.60%           |
| 美元兑韩元      | 16.38%  | 24.98%           |
| 美元兑菲律宾比索   | 12.32%  | 20.32%           |
| 美元兑泰铢      | 11.19%  | 18.31%           |
| 美元兑新台币     | 12.94%  | 13.47%           |
| 美元兑马来西亚林吉特 | 8.85%   | 9.90%            |
| 美元兑印度卢比    | 6.94%   | 9.84%            |
| 美元兑人民币     | 9.90%   | 9.68%            |
| 美元兑新加坡元    | 4.35%   | 6.52%            |
| 美元兑印度尼西亚卢比 | 5.30%   | 5.03%            |
| 美元兑越南盾     | 3.50%   | 2.58%            |
| 美元兑港币      | 0.67%   | 1.14%            |
| 美元兑巴西雷亚尔   | -5.62%  | 0.76%            |
| 美元兑墨西哥比索   | -2.18%  | 0.60%            |
| 美元兑俄罗斯卢布   | -19.69% | -18.60%          |

资料来源：Wind，中航证券研究所

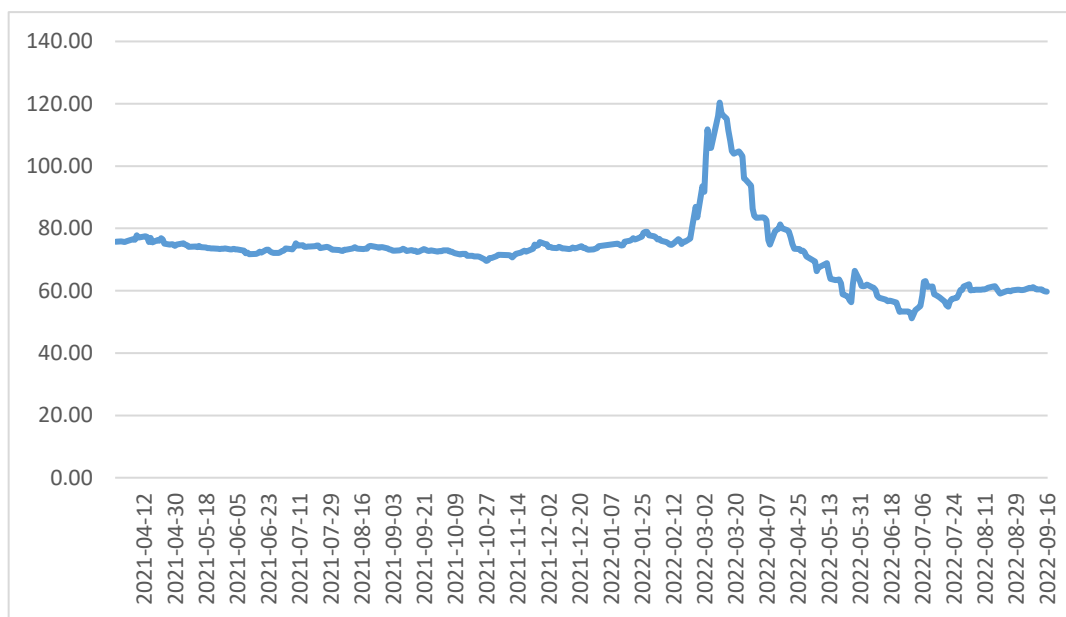
俄罗斯方面，2022 年 2 月俄乌冲突爆发后，俄罗斯面临欧美方面的严厉制裁，俄罗斯卢布迅速出现大幅贬值。但 3 月开始，俄罗斯开启卢布保卫战，通过一系列措施令卢布扭转颓势，开始持续升值。

首先，俄罗斯推出了多项支撑卢布汇率的资本管制措施，包括：强制俄罗斯出口企业把外汇收入的 80%进行结汇；禁止民众携带逾一万美元等值外汇现金出境；俄罗斯居民每人每月汇款至海外金额不得超过 5000 美元等。

其次，俄罗斯央行还大幅提高利率水平。在卢布兑美元汇率暴跌超 21%的 2 月 28 日，俄央行直接加息 1050 个基点，将基准利率从 9.5%翻倍上调至 20%，创下二十年新高，在阻止卢布暴跌的同时，防止大规模银行挤兑的发生。

第三，西方国家对俄罗斯能源出口的限制措施推高了能源价格，但并不能减少能源需求，这反而扩大了俄罗斯的能源出口收入。同时，俄罗斯颁布“卢布结算令”，对于不友好国家，俄罗斯要求用卢布结算天然气和石油，这也增加了国际市场上对卢布的需求量。

图2 美元兑俄罗斯卢布



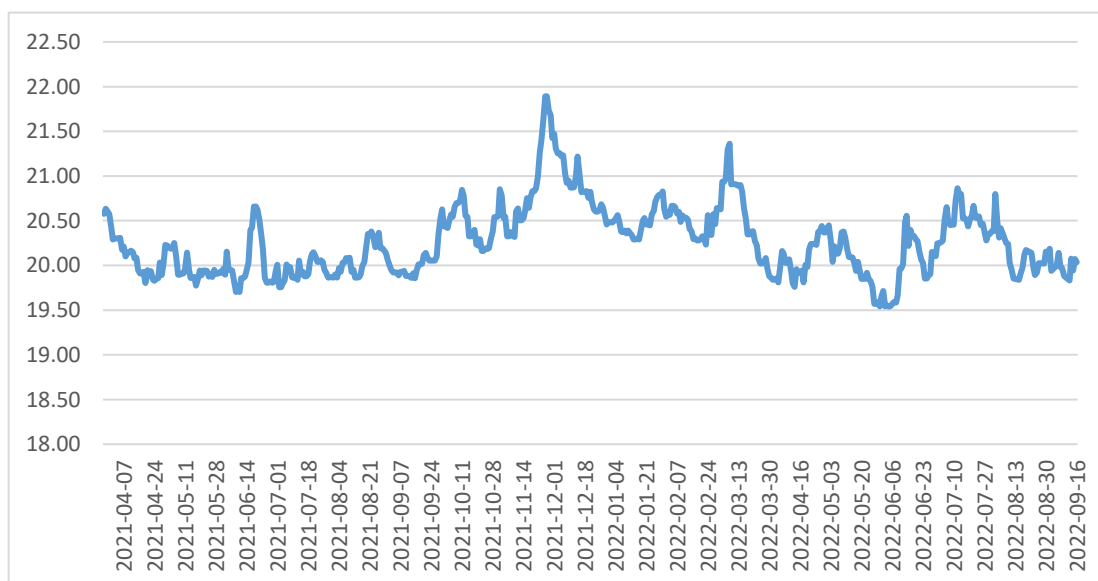
资料来源：Wind，中航证券研究所

2021年6月以来，墨西哥比索和巴西雷亚尔兑美元基本维持了宽幅震荡走势，且今年以来均有小幅升值。

墨西哥经济自2021年开始出现回暖迹象，墨西哥央行2021年6月至今已加息450BP，加息幅度在新兴市场中处于较高水平。同时，墨西哥是产油国，受益于高油价。上述因素对墨西哥比索形成支撑。

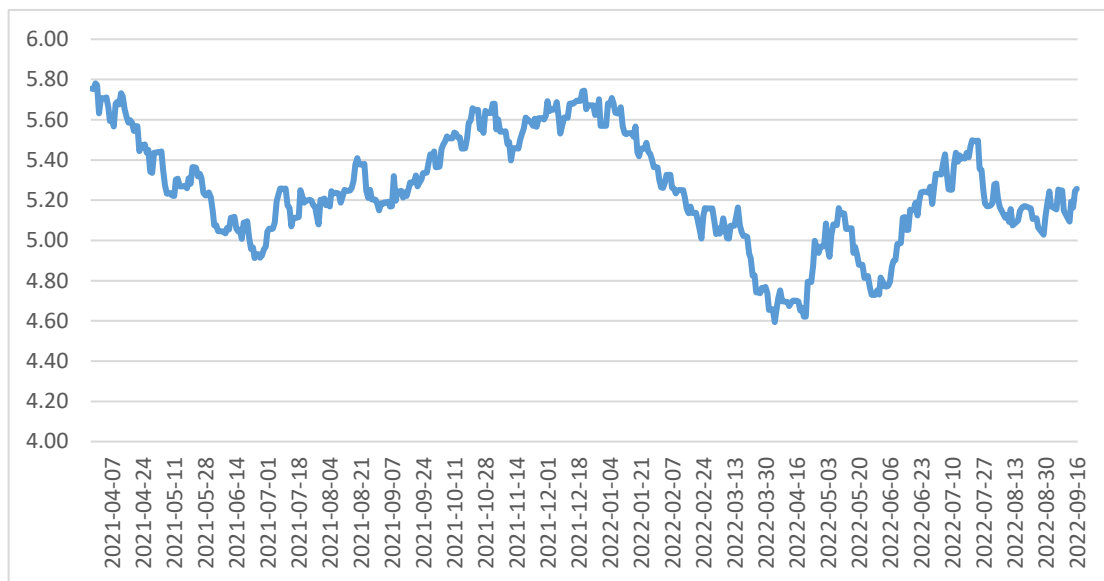
巴西雷亚尔的强势表现一方面源于其国内利率的快速抬升，2021年6月至今，巴西基准利率已经上调了1025BP，在新兴市场中加息幅度居前；另一方面，巴西近两年的贸易顺差处于历史较高水平，助力汇率维持稳定。

**图3 美元兑墨西哥比索**



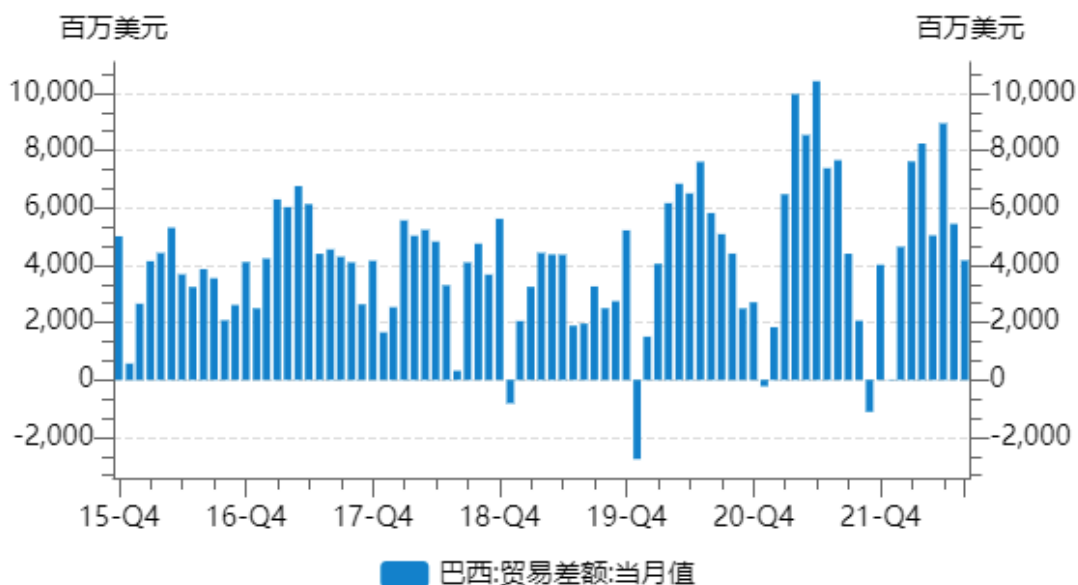
资料来源：Wind，中航证券研究所

图4 美元兑巴西雷亚尔



资料来源: Wind, 中航证券研究所

图5 巴西贸易顺差维持较高水平



资料来源: Wind, 中航证券研究所

## 二、Taper 恐慌及 2014 年 7 月开始的美元走强阶段(2013 年 5 月 23 日至 2016 年 12 月 31 日)

此轮美元指数走强是从 2014 年 7 月开始的, 但更早之前, 在 2013 年 5 月 23 日,

时任美联储主席伯南克在国会听证会上“突然”表示将缩减购债规模，从而引发 Taper 恐慌开始，新兴市场货币就在资本外流的压力下开始了贬值。随后，由于美国经济稳步复苏，而欧洲经济出现下滑，美元指数从 2014 年 7 月初的 80，一路上行至 2015 年 3 月 13 日的 100.15，8 个多月的时间，美元指数涨幅高达 25%。此后美元指数一直维持在高位运行，直到 2016 年年底见顶（最高 103.3）。这一阶段的美元走强，进一步引发了新兴经济体的货币贬值压力。

统计 2013 年 5 月 23 日至 2016 年 12 月 31 日期间，主要新兴市场的货币表现。结果显示，除港币外，主要新兴市场货币均兑美元贬值，贬值幅度受各自经济体内经济、通胀、利率等多重因素的影响。

表2 新兴市场货币贬值幅度比较（2013 年 5 月 23 日至 2016 年 12 月 31 日）

|            | 贬值幅度    |
|------------|---------|
| 美元兑阿根廷比索   | 202.38% |
| 美元兑俄罗斯卢布   | 94.56%  |
| 美元兑土耳其里拉   | 91.25%  |
| 美元兑墨西哥比索   | 66.75%  |
| 美元兑巴西雷亚尔   | 59.03%  |
| 美元兑马来西亚林吉特 | 48.47%  |
| 美元兑南非兰特    | 44.33%  |
| 美元兑印度尼西亚卢比 | 38.23%  |
| 美元兑印度卢比    | 22.64%  |
| 美元兑菲律宾比索   | 20.39%  |
| 美元兑泰铢      | 20.15%  |
| 美元兑斯里兰卡卢比  | 17.44%  |
| 美元兑新加坡元    | 14.54%  |
| 美元兑人民币     | 13.27%  |
| 美元兑越南盾     | 9.25%   |
| 美元兑新台币     | 8.50%   |
| 美元兑韩元      | 8.24%   |

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\\_46351](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_46351)

