



宏观专题

# 强美元周期下，新兴市场风险几何？

## 海外流动性&金融条件特辑#1

证券分析师

芦哲

资格编号：S0120521070001

邮箱：luzhe@tebon.com.cn

联系人

张佳炜

资格编号：S0120121090005

邮箱：zhangjw3@tebon.com.cn

相关研究

### 投资要点：

- **核心观点。**在限制性货政大概率维持较长久期而经济衰退预期渐浓的宏观背景下，不同经济体将面临不同程度的流动性冲击与金融风险。汇率波动性及外债负担是新兴市场遭受外部冲击的关键和薄弱环节，美元融资成本的上升则是强美元周期下新兴市场面临的最主要冲击和困境。通过对比主要新兴市场近年来在外债规模和结构中的变化，以及在2020年疫情以来的变动，我们认为在加息和强美元周期进入尾声的今年，新兴市场内部爆发大规模债务危机的风险相对较小，但同时也需要关注个别高债务与高汇率波动并存的国家的债务风险。进一步地，我们发现多数新兴市场在此轮强美元周期中相对稳健的表现得益于其外汇储备充裕度的显著提升和疫情期间有效的外汇干预。尽管如此，由于新兴市场的外部融资在很大程度上依赖于美元融资，融资成本的显著抬升叠加全球体系下美元融资系统的复杂性增加了这一体系的不稳定性。另一方面，新兴市场在参与全球资本流动、积累外国资产以便于外汇市场干预的同时，也无形中积累了以外汇掉期形式存在的“隐性”债务。
- **新兴市场的外债与美元融资成本。**从结构看，2015年至今，新兴市场的外债总量持续攀升的同时，债务结构出现了整体向好的变化，但这一趋势在疫情期间有所改变。2022年以来的强美元周期下，汇率贬值与外债负担共同给新兴市场带来压力和风险。对比不同国家本币汇率贬值幅度与外债总额/GNI的组合发现，亚洲的斯里兰卡、老挝，马尔代夫、柬埔寨，拉丁美洲的阿根廷，欧洲&非洲的埃及、土耳其、乌克兰、格鲁吉亚等国家面临较高的债务风险。就美元融资成本来看，反映一国在国际市场融资成本的代表性新兴市场国家主权CDS与美元兑新兴市场汇率指数走势的相关性表明，美元的走强往往推高新兴市场在国际市场的借贷成本，强美元带来的美债吸引力的提升也将弱化新兴市场债券在市场上的表现。
- **新兴市场的外汇干预与汇率稳定。**新兴市场在疫情期间的表现相对稳健，这部分得益于“领先于曲线”的货币政策操作以及危机期间及时而有效的外汇干预。自2008年金融危机之后，主要新兴市场经济体进一步加强宏观审慎管理以应对外部风险，抗风险能力大幅提升。此轮强美元周期中，主要新兴市场国家由于采取了灵活有效的货币政策，以及充足的外汇储备给汇率稳定带来的保障，在维持汇率稳定的同时提高了应对流动性冲击的能力。
- **非银金融机构与外汇掉期市场的“隐性”债务。**新兴市场在外部融资上依赖美元债务的同时，在对外投资上往往也倾向于持有美元资产。新兴市场美元融资体系的复杂性意味着，任何一个环节潜在风险的爆发都有可能带来瞬时的流动性紧张和融资体系的停摆。从外债持有者结构来看，非银金融机构是新兴市场主权债务外国投资者中的主力军，非银金融机构自身具有杠杆化程度高、监管严格程度低、资产负债透明度相对较低等特点，容易成为风险的藏匿点。从资产端来看，由于深度参与外汇干预，新兴市场央行往往还面临着外汇掉期市场带来的“隐性”美元债务。据BIS的研究测算。截至2022年4月，全球市场约有总规模达80万亿以外汇掉期形式存在的短期美元债务，而这部分债务未体现在资产负债表上。
- **风险提示：**美联储紧缩周期持续过久造成金融条件过度收紧；美国衰退过早到来；全球供应链修复延后。

## 内容目录

1. 强美元周期下的新兴市场债务与金融稳定 .....	5
1.1. 新兴市场的外债结构变化 .....	5
1.2. 强美元周期、融资成本与新兴市场金融稳定 .....	6
2. 疫情以来新兴市场的政策操作与汇率稳定 .....	8
3. 新兴市场的美元融资与“隐性”债务 .....	10
3.1. 外债持有者中的非银金融机构 .....	10
3.2. 外汇掉期——外汇市场的“隐性”债务 .....	11
4. 风险提示 .....	12

## 图表目录

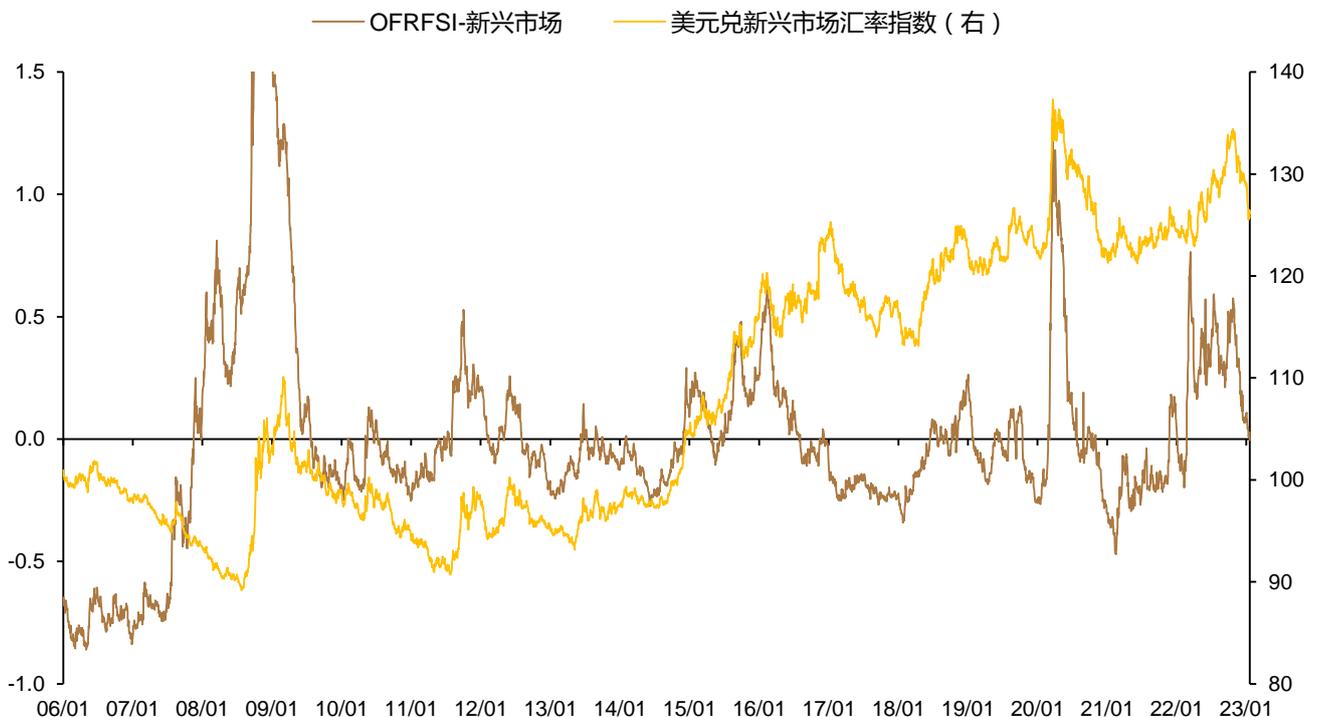
图 1: 美国金融研究办公室新兴市场金融压力指数与美元兑新兴市场汇率指数 .....	4
图 2: 新兴市场与发展中国家的外债总额与结构 .....	5
图 3: 新兴市场与发展中国家的短期外债占外债总额比重 .....	5
图 4: 新兴市场与发展中国家的本币与外币外债占比 .....	6
图 5: 主要新兴市场的偿债比率 .....	6
图 6: 2022 年主要新兴市场的汇率贬值幅度与外债相对水平对比 .....	7
图 7: 各国主权 CDS 与美元兑新兴市场汇率指数 .....	7
图 8: JPM 核心新兴市场债券指数与美元兑新兴市场汇率指数 .....	7
图 9: 主要新兴市场汇率贬值幅度 .....	8
图 10: 主要新兴市场加息次数及政策利率变化 .....	8
图 11: 主要新兴市场外汇储备与出口比值变化 .....	9
图 12: 主要新兴市场外汇储备与短期债务比值变化 .....	9
图 13: 拉丁美洲主要新兴市场外汇储备月度变化 .....	9
图 14: 亚洲主要新兴市场外汇储备月度变化 .....	9
图 15: 新兴市场的美元融资体系 .....	10
图 16: 主要新兴市场主权债务的外国持有者占比 .....	11
图 17: 主要新兴市场主权债务的外国持有者构成 .....	11
图 18: 主要新兴市场外汇掉期交易额 .....	12
图 19: 主要新兴市场外汇掉期交易中非银金融机构占比 .....	12

2022 年以来全球主要央行史诗级的货币政策紧缩带来了全球范围的流动性紧张和金融条件收缩，新兴市场亦难以幸免（图 1）。进入 2023 年，发达经济体通胀筑顶意味着紧缩周期开始步入后半场，但货政紧缩与经济后周期所引申出的衰退预期则日益强化。在限制性货政大概率维持较长久期而经济衰退预期渐浓的宏观环境下，流动性冲击与金融风险的叙事尚未结束。

新兴市场经济体由于其长期以来的外债和汇率问题，在历次货币紧缩和强美元周期中经常遭受不同程度的流动性冲击乃至债务危机。在当前环境下，关注新兴市场的金融条件与风险具有更重要的意义：一方面，全球金融联系的深化和大宗商品重要性的提升使得新兴市场的波动越来越对发达市场产生显著的外溢效应<sup>1</sup>；另一方面，新兴市场（尤其是亚洲）与中国贸易往来的重要性日益突出，除传统的加工贸易中间品外，中国也更多地从新兴市场进口最终消费品。新兴市场的经济和金融稳定对中国的经济复苏有重要意义。

汇率波动性及外债负担是新兴市场遭受外部冲击的关键和薄弱环节，美元融资成本的上升则是强美元周期下新兴市场面临的最主要冲击和困境。通过对比主要新兴市场近年来在外债规模和结构中的变化，以及在 2020 年疫情以来的变动，我们发现新兴市场间的个体差异较大，爆发大规模债务危机的风险相对较小，但同时也需注意个别高债务与高汇率波动并存的国家债务风险。进一步地，我们发现多数新兴市场在此轮强美元周期中相对稳健的表现得益于其外汇储备充裕度的显著提升和疫情期间有效的外汇干预，在维持汇率稳定的同时提高了应对流动性冲击的能力。尽管如此，由于新兴市场的外部融资在很大程度上依赖于美元融资，融资成本的显著抬升叠加全球体系下美元融资系统的复杂性和债务持有者的结构特征（非银金融机构是外国投资者中的主力军），增加了这一体系的不稳定性。此外，新兴市场在参与全球资本流动、积累外国资产以便于外汇市场干预的同时，也无形中积累了以外汇掉期形式存在的“隐性”债务。对新兴市场资产与负债两方面的剖析有助于我们更好地认识和理解新兴市场的潜在风险点。

图 1：美国金融研究办公室新兴市场金融压力指数与美元兑新兴市场汇率指数



资料来源：彭博，美联储，德邦研究所

<sup>1</sup> Arezki, Rabah, and Yang Liu. "On the (Changing) asymmetry of global spillovers: Emerging markets vs. advanced economies." *Journal of International Money and Finance* 107 (2020): 102219.

## 1. 强美元周期下的新兴市场债务与金融稳定

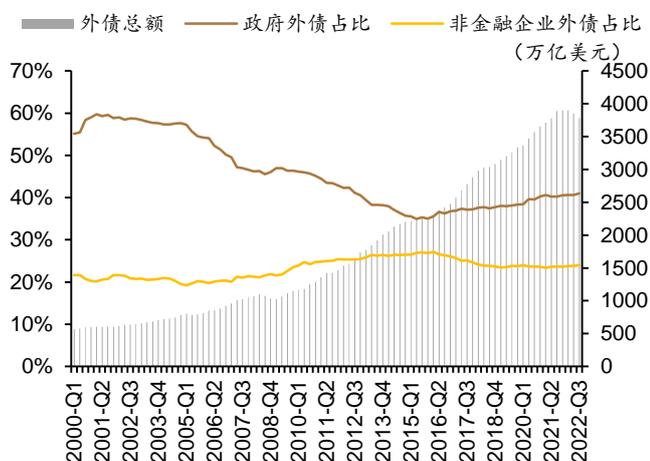
2020 年疫情爆发以来，新兴市场经济体普遍扩大了财政赤字和举债规模。这些在货币宽松时期积累的债务迅速迎来了 2022 年史诗级的全球央行紧缩周期，偿债压力大幅攀升。而在此轮强美元周期下，更多依靠外债的新兴市场经济体则面临实际债务负担加重的多重压力。经对比我们发现，强美元背景下主要新兴市场经济体的融资成本和脆弱性显著攀升，但考虑到：①当前大多数新兴市场的外债水平尚在可控范围内，且外汇储备状况在近年来有大幅改善；②2022 年在美元走强带来的汇率波动下，许多新兴市场进行了大规模的外汇干预，与具有前瞻性的货币政策相配合，在一定程度上维持了汇率稳定。因此，一方面，在加息和强美元周期进入尾声的今年，我们认为新兴市场内部爆发大规模债务危机的风险相对较小，但同时也要注意个别高债务与高汇率波动并存的国家的债务风险。另一方面，由于新兴市场往往深度参与外汇市场进行外汇管理，以外汇掉期形式存在的规模巨大的“隐性”美元债务或将成为潜在风险点。

### 1.1. 新兴市场的外债结构变化

近年来，主要新兴市场提高了对宏观审慎政策和外债管理的重视和实践，以应对全球金融危机后资本大量流入带来的巨额外债负担。从结构看，2015 年至今，新兴市场和发展中经济体<sup>2</sup>的外债总量持续攀升的同时，债务结构出现了整体向好的变化，但这一趋势在疫情期间有所改变：第一，政府部门外债占比在经历了持续下降后稳定在 40% 以下，但 2020 年疫情期间各国的财政刺激再次显著推升了政府外债占比；第二，短期外债占比整体趋于下降，有助于缓解短期中的偿债压力，但短期外债比例在疫情期间有所抬升；第三，以本币发行的外债在经历了增长后期后占比有所下降，美元外债占比则持续上升，表明尽管存在债务的货币错配风险，但相对更低的融资成本、更高的流动性使得美元外债仍然是新兴市场发行外债最重要的选择，而这反过来在强美元周期下加剧了新兴市场的实际债务负担。

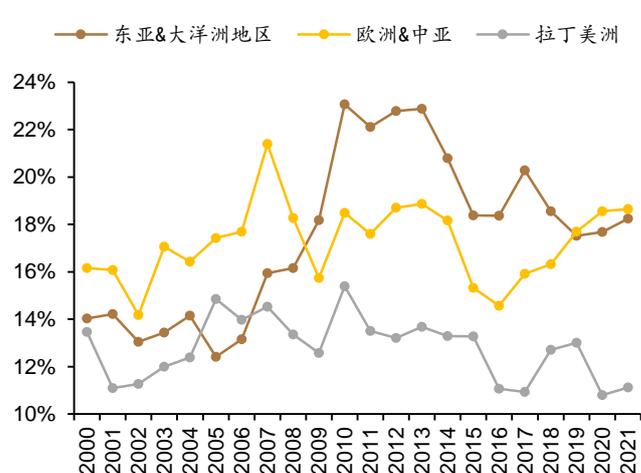
跨境资本的流入在积累外债的同时，往往也通过增加流动性供给、降低利率等方式带来国内信贷的增长和繁荣。图 5 显示，以偿债比率（债务本息/收入）衡量，主要新兴市场的整体债务负担在经历了金融危机后的持续攀升之后，自 2015 年左右开始出现波动下行，但疫情期间的债务增长和经济增速放缓再次带来偿债比率的快速抬升，表明主要新兴市场确实面临更为严峻的债务压力。

图 2：新兴市场与发展中国家的外债总额与结构



资料来源：BIS，德邦研究所

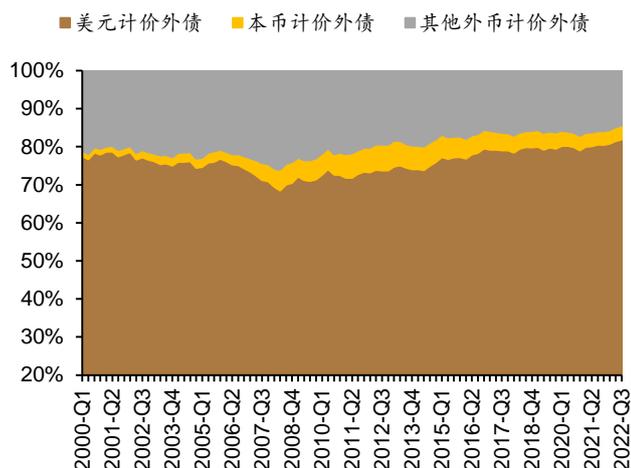
图 3：新兴市场与发展中国家的短期外债占外债总额比重



资料来源：BIS，德邦研究所；数据不包括高收入国家，东亚&大洋洲地区不包括中国大陆

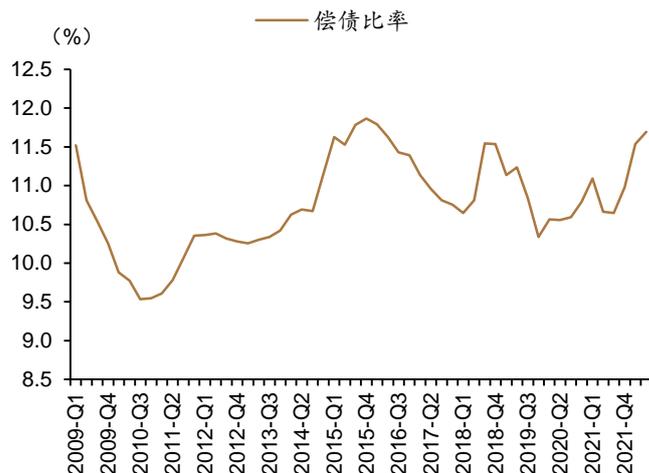
<sup>2</sup> BIS Debt securities statistics 中的划分标准

图 4：新兴市场与发展中国家的本币与外币外债占比



资料来源：BIS，德邦研究所

图 5：主要新兴市场的偿债比率



资料来源：IMF，德邦研究所；样本国家（巴西、匈牙利、印尼、印度、墨西哥、马来西亚、波兰、俄罗斯、泰国、土耳其、南非）的均值

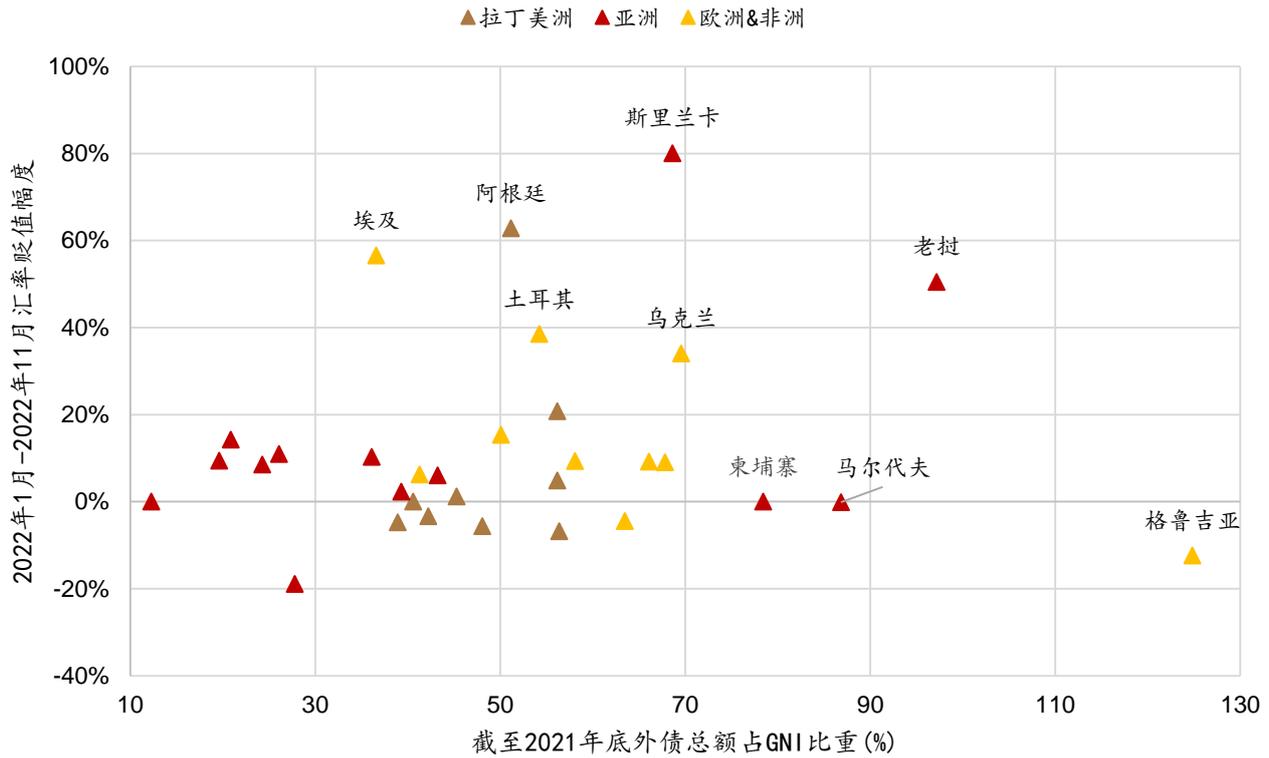
## 1.2. 强美元周期、融资成本与新兴市场金融稳定

截至 2023 年 1 月中旬，美元指数自 2021 年 5 月的低位已上涨 15%，距去年 9 月 114 的高点有所回落，美联储加息放缓和美国衰退预期渐浓是美元走弱的内部原因；非美发达经济体货币紧缩预期强化（如日央行 12 月意外放大 YCC 区间）与经济衰退预期的弱化（欧洲多国 PMI 触底回升）是美元走弱的外部原因。尽管美联储紧缩周期已步入后半程，但考虑到限制性利率水平“higher for longer”的风险以及美国经济在居民部门仍有韧性，美元大概率虽已过高位但仍将在较高水平维持较长时间。

历史上美元汇率的走强往往引发新兴市场的震荡，如 1980 年代拉美债务危机、1980 年代末日本房地产泡沫破裂和 1998 年亚洲金融危机等。从作用机制看，美元升值将通过吸引资本流出、实际外债负担上升等渠道给新兴市场的外部融资带来更高的成本和偿债压力。此外，由于当前强美元主要源自本轮美联储历史性的加息周期，货币政策外溢性和本币贬值压力使得新兴市场大多选择跟随加息，而这也推高了国内企业融资成本，带来金融市场的不稳定性。

图 6 统计了主要新兴市场和发展中经济体在 2022 年间的本币汇率相对于美元的贬值幅度与截至 2021 年外债总额/GNI 的不同组合。一方面，汇率贬值幅度越高，以美元计价的实际负担越重；另一方面，较高的外债水平也会加剧新兴市场的应对外部冲击的脆弱性。因此，外债总额/GNI 更高或经历了更大幅度汇率贬值（或者二者兼有）的经济体，将面临更高的债务风险，如亚洲的斯里兰卡、老挝，马尔代夫、柬埔寨，拉丁美洲的阿根廷，欧洲&非洲的埃及、土耳其、乌克兰、格鲁吉亚等国家。其中，斯里兰卡在 2022 年 5 月就因到期未能偿还 7800 万美元票息而首次宣布主权债务违约。

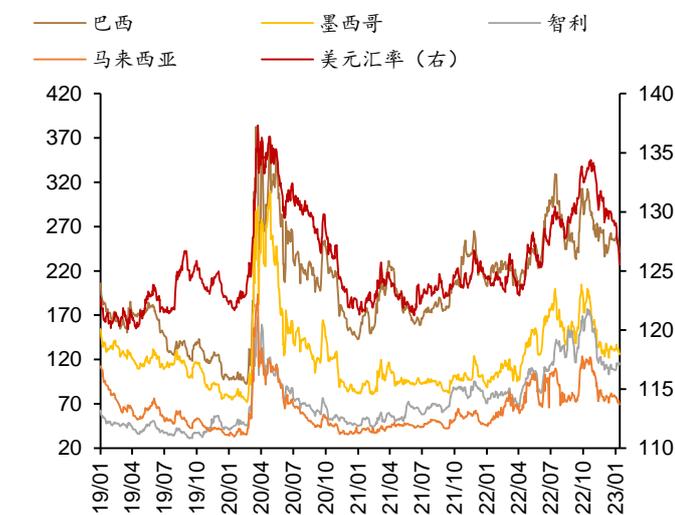
图 6：2022 年主要新兴市场的汇率贬值幅度与外债相对水平对比



资料来源：BIS, IMF, 德邦研究所

图 7 中可用来反映一国在国际市场融资成本的新兴市场国家主权 CDS 与美元兑新兴市场汇率指数走势的相关性表明，美元的走强往往推高新兴市场在国际市场的借贷成本。图 8 中衡量债券表现的 JP Morgan 核心新兴市场债券指数与美元汇率整体呈负相关，同样反映了强美元带来的美债吸引力的提升将弱化新兴市场债券在市场上的表现，增加新兴市场债券融资的难度。短期内美元快速走强和新兴市场本币贬值带来的融资成本迅速攀升和资本大规模外流，不仅将使得新兴市场政府和企业主体面临偿债成本上升、发债困难的困境，更会通过资产和抵押品价值缩水进一步收紧发债主体的信贷约束，使之被迫提前偿还债务，进而带来投资下滑、经常项目恶化和国内经济快速衰退，而这也是 20 世纪 80-90 年代至 21 世纪初墨西哥、阿根廷、巴西等拉丁美洲国家债务危机的普遍特征。

图 7：各国主权 CDS 与美元兑新兴市场汇率指数



资料来源：彭博, 德邦研究所

图 8：JPM 核心新兴市场债券指数与美元兑新兴市场汇率指数



资料来源：彭博, 德邦研究所

## 2. 疫情以来新兴市场的政策操作与汇率稳定

尽管面临疫情前期的全球流动性危机和 2022 年以来的全球货币政策紧缩和强美元周期，新兴市场在疫情期间的表现整体相对稳健，这部分得益于“领先于曲线”的货币政策操作（如巴西、墨西哥）以及危机期间及时而有效的外汇干预（如印度）。吃一堑长一智，自 2008 年金融危机之后，主要新兴市场经济体进一步加强宏观审慎管理以应对外部风险，抗风险能力大幅提升，使得上世纪末期经常发生在新兴市场的资本外流和债务危机出现的频率和深度均有显著降低。我们选取阿根廷、巴西、智利、墨西哥、印度、印度尼西亚、马来西亚、泰国、沙特阿拉伯、波兰、土耳其、匈牙利、南非这 13 个国家作为新兴市场经济体的代表，分析新冠疫情以来在全球流动性危机、加息和强美元周期背景下新兴市场的表现、应对措施和潜在风险。

图 9 可见，除墨西哥以外，主要新兴市场本币兑美元汇率自疫情以来均经历了不同程度的贬值，其中 2022 年的贬值幅度普遍较大，而这正是美联储开启加息和美元快速走强阶段。对比可以发现以下几个现象：第一，亚洲国家本币贬值幅度普遍较小，这或与这些国家更多在外汇市场开展外汇干预有关；第二，巴西和墨西哥本币在 2022 年兑美元升值，其中墨西哥自 2020 年 3 月以来本币兑美元总体升值，其原因在于：①两国央行均较早在国内开启了加息进程；②巴西作为原油、豆类等大宗商品重要出口国，在 2022 年经历了出口和贸易顺差的大幅增长，贡献了充足的外汇储备和良好的国内基本面；第三，阿根廷和土耳其本币对美元汇率大幅贬值，前者因为其国内超高的通胀和糟糕的经济基本面，后者则由其至今仍保持宽松的货币政策和国内超高的通胀导致。

图 9：主要新兴市场汇率贬值幅度

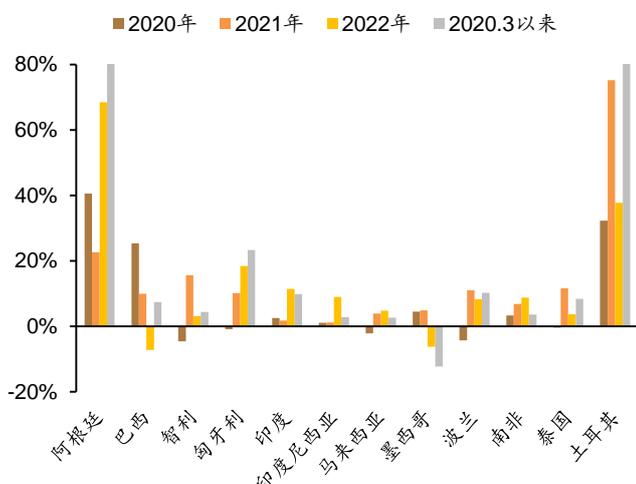
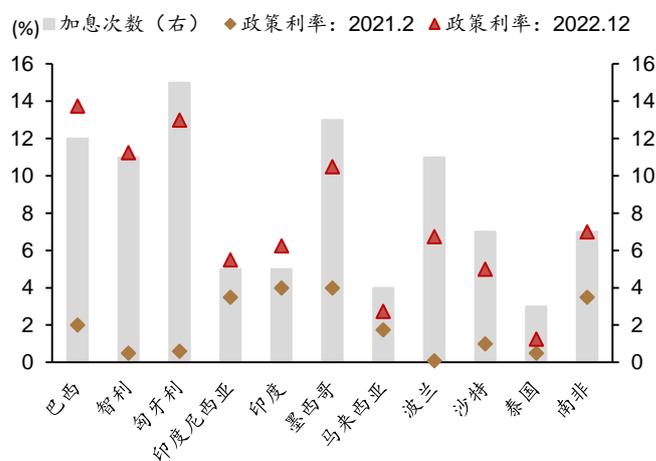


图 10：主要新兴市场加息次数及政策利率变化



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\\_51644](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_51644)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn