

相关研究

《经济恢复几成?》2022.05.22

《利率和增长:为何背离?——利率研究
专题一》2022.05.12

《全球粮价:还会上涨吗?》2022.05.10

美元的“收水”周期:新兴风险在哪里? ——美元流动性研究系列三

投资要点:

- 近期,随着美联储的持续加息,海外开启了加息潮,而新兴经济体早在去年就开启了新一轮的加息周期。那么,新一轮加息周期开启背后的原因是什么呢?发达经济体和新兴经济体面临的困境有何不同?又将对哪些经济体造成更大的冲击?本篇专题拟对这些问题进行梳理分析。

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@htsec.com

证书:S0850520120001

分析师:李俊

Tel:(021)23154149

Email:lj13766@htsec.com

证书:S0850521090002

目 录

1. 海外开启加息潮：新兴已先行	4
2. 加息背后：高通胀+汇率贬值	5
3. 美元“收水”：谁能安然？	7

图目录

图 1	海外主要经济体累计加息幅度 (BP)	4
图 2	欧央行加息预期	5
图 3	美国通胀为近 40 年来新高 (%)	5
图 4	欧元区主要分项对通胀的拉动率 (%)	5
图 5	部分发达经济体的通胀水平 (%)	6
图 6	主要新兴经济体通胀水平 (%)	6
图 7	主要新兴经济体货币兑美元变化幅度 (%)	7
图 8	新兴市场连续 2 个月资本净流出 (亿美元)	7
图 9	IMF 口径下各国汇率政策 (%)	8
图 10	全球外汇储备中主要币种份额 (%)	8
图 11	主要新兴经济体外债风险情况	8
图 12	土耳其历史上多次发生主权债务违约 (1800 年-2010 年)	9
图 13	土耳其、阿根廷以及智利外债占外汇储备倍数	9
图 14	主要新兴经济体陷入滞胀的风险在上升	9
图 15	主要国家对乌克兰和俄罗斯小麦进口依赖度 (%)	10
图 16	经济呈现下行趋势 (%)	10
图 17	主要国家对乌克兰和俄罗斯玉米进口依赖度 (%)	10

1. 海外开启加息潮：新兴已先行

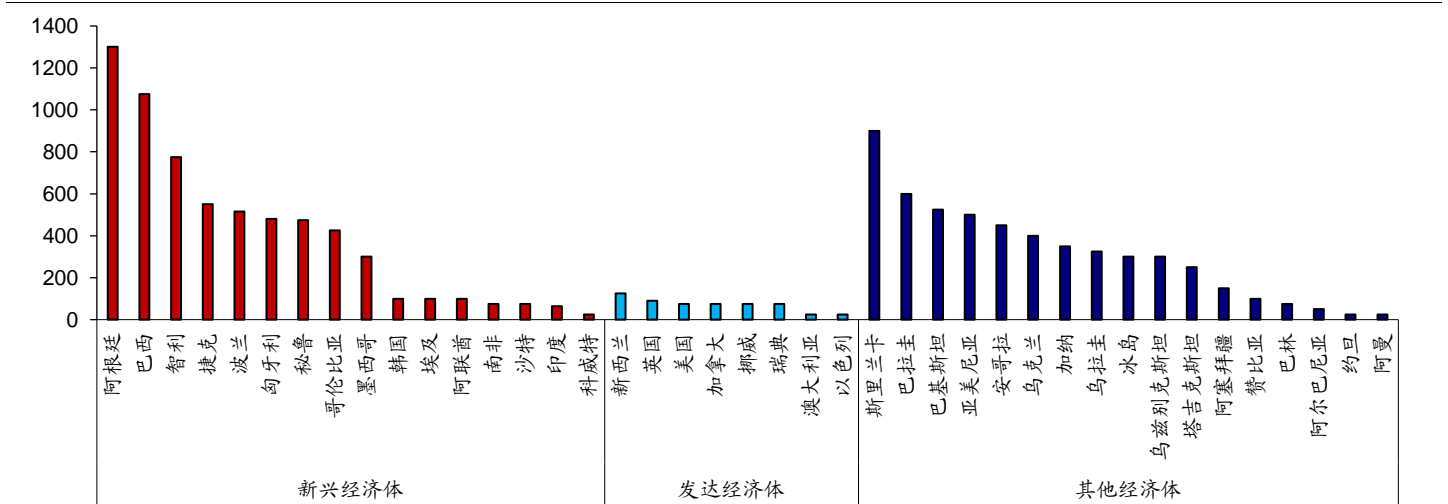
美国开启新一轮加息周期。自 3 月宣布加息 25BP 以来，美联储在 5 月再度宣布加息 50BP。考虑到当前美国通胀压力依然较大，年内或将持续加息，美国已经开启新一轮加息周期。

除美国外，新西兰、英国、挪威以及瑞典等发达经济体也纷纷加息，累计加息幅度均在 75BP 及以上。尤其是英国基准利率已经回升至 2009 年以来新高。

而新兴经济体早已先行。相比主要发达经济体，新兴经济体早在去年年初便开启加息周期，累计加息幅度也远超发达经济体。例如，阿根廷最早在 2020 年 11 月加息，此后维持到今年 1 月再度加息，累计加息 1300BP，是所有经济体中加息幅度最高的；巴西自去年 3 月开始加息，累计加息 1075BP，仅次于阿根廷。智利、捷克以及波兰等累计加息幅度均超 500BP，匈牙利、秘鲁以及哥伦比亚等累计加息幅度均超 400BP。

同时，其他多数中等收入经济体也纷纷开始加息，累计加息幅度也较高。例如，截至 5 月 13 日，斯里兰卡累计加息幅度高达 900BP，巴拉圭、巴基斯坦以及亚美尼亚等累计加息幅度也均在 500BP 及以上。

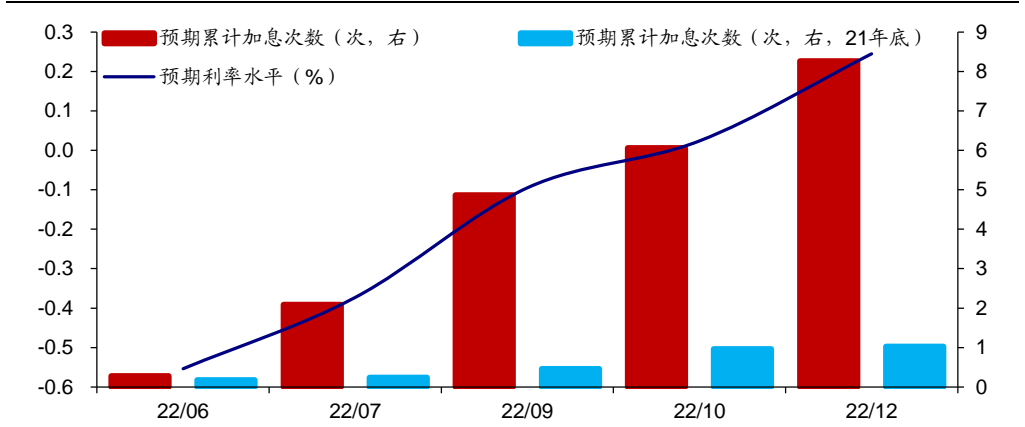
图1 海外主要经济体累计加息幅度 (BP)



资料来源：Wind, CEIC, 各经济体央行官网, 海通证券研究所整理, 注：加息幅度为初次加息至今, 截至 5 月 13 日。

此外，市场也预期欧央行将在 7 月首次加息。欧央行行长拉加德在 5 月 11 日的新闻发言中指出，欧央行将在三季度初结束净资产购买；根据利率前瞻指引，将在结束净资产购买不久后开始首次加息。市场加息预期升温，截至 5 月 13 日，根据彭博统计，市场预期欧央行将在 7 月首次加息，全年将加息至少 8 次（假设每次 10BP），

图2 欧央行加息预期



资料来源：彭博，海通证券研究所，注：假设每次 10BP，截至 5 月 13 日。

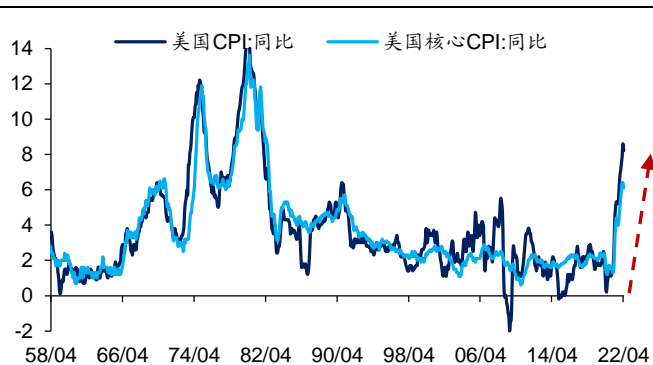
2. 加息背后：高通胀+汇率贬值

发达经济体加息主因高通胀。从美国来看，美国通胀已达近 40 年以来新高，远高于美联储平均 2% 的通胀目标；尽管 4 月通胀有所放缓，但我们认为通胀下行速度或较慢，后续通胀压力依然较大，美联储仍需加快收紧。主要原因如下：

一是，美国房价增速仍在高位，考虑到房价对于租金的领先性，租金通胀仍将推动服务通胀上行。二是，俄乌地缘风险仍在持续，全球供应链恢复仍偏慢，商品通胀下行速度或受限。三是，美国劳动力市场仍然紧张，工资-通胀螺旋压力不减。四是，地缘风险叠加气候变化，农产品价格或易涨难跌，食品通胀或持续上行。

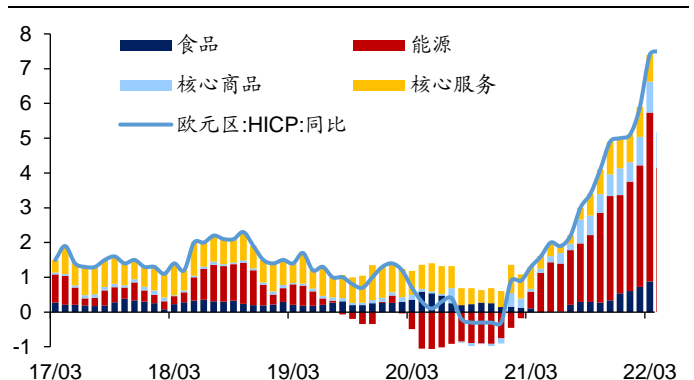
从欧洲来看，欧元区通胀已创 1997 年有数据以来新高，也远高于欧央行平均 2% 的通胀目标。进一步看，欧元区通胀的主要驱动力为能源，自 2021 年 4 月以来，能源通胀对欧元区通胀的贡献率一直在 5 成以上。而俄乌地缘风险仍在持续，欧洲对俄罗斯能源依赖度较高；加之，欧元区通胀中能源通胀权重又较高，后续欧洲或将面临更大通胀压力。因而，欧央行加快收紧货币政策也已经迫在眉睫。

图3 美国通胀为近 40 年来新高 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

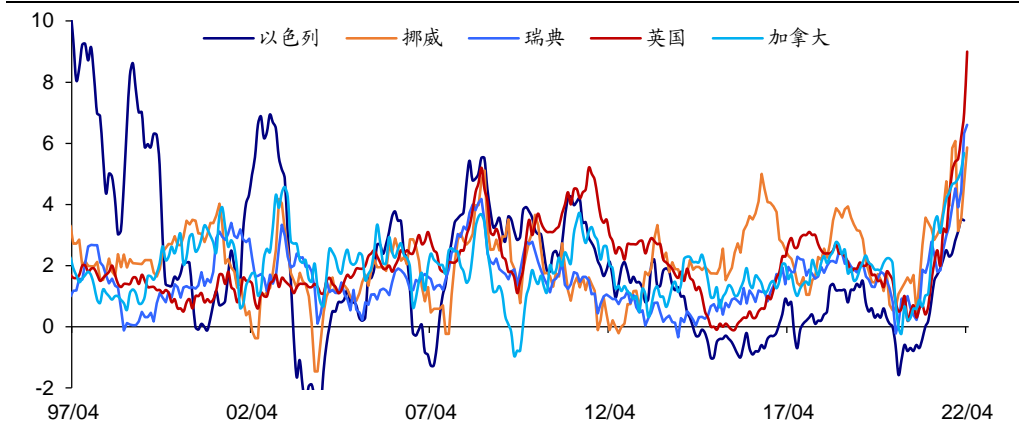
图4 欧元区主要分项对通胀的拉动率 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

其他加息发达经济体也同样受高通胀困扰。例如，截至 4 月，英国通胀水平上行至 9.0%，为 1989 年有数据以来新高，远高于英央行 2% 的通胀目标；加拿大通胀水平上行至 1993 年有数据以来新高，瑞典通胀水平上行至 1997 年有数据以来新高，均远高于各自央行 3% 的通胀目标上限。

图5 部分发达经济体的通胀水平 (%)

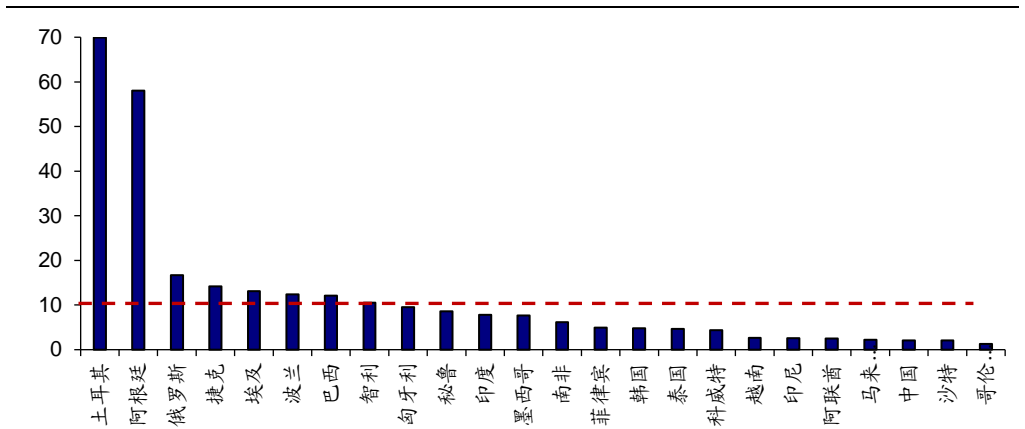


资料来源: Wind, CEIC, 海通证券研究所

新兴经济体加息主因高通胀和汇率贬值的双重压力。受新冠疫情冲击影响,全球各经济体的经济和金融环境均大幅受创,不得不加大宽松力度。而持续的货币宽松,为这些经济体提供经济增长动能的同时,也带来了高通胀和汇率贬值的难题。尤其是今年以来,俄乌地缘风险的持续升级以及美元指数和 10 年期美债收益率的大幅上行,加剧了多数新兴经济体的通胀压力和汇率风险,新兴经济体不得不持续加息。

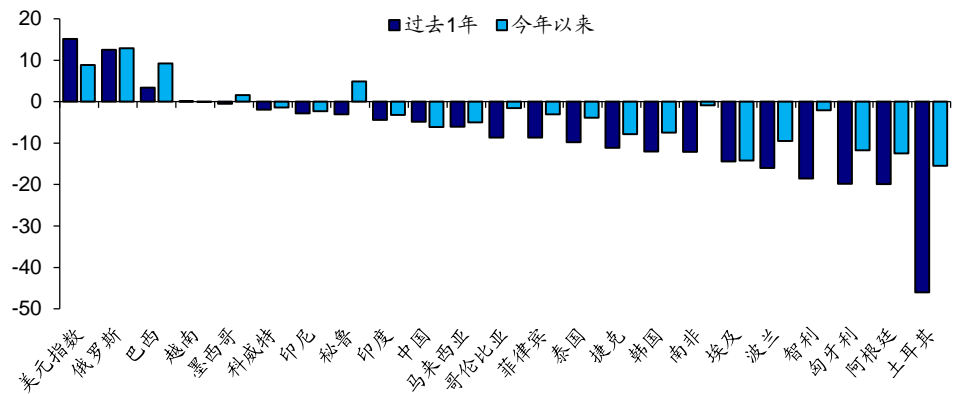
从通胀来看,多数新兴经济体饱受高通胀的困扰。截至 4 月,土耳其通胀水平上行至 70.0%,阿根廷通胀水平也上行至 58.0%,远远高于各自央行 5%的通胀目标。而俄罗斯、捷克、埃及、波兰、巴西以及智利等通胀水平均在 10%以上,匈牙利、秘鲁、印度、墨西哥以及南非等通胀水平也均在 5%以上,均高于各自央行的通胀目标水平。

图6 主要新兴经济体通胀水平 (%)



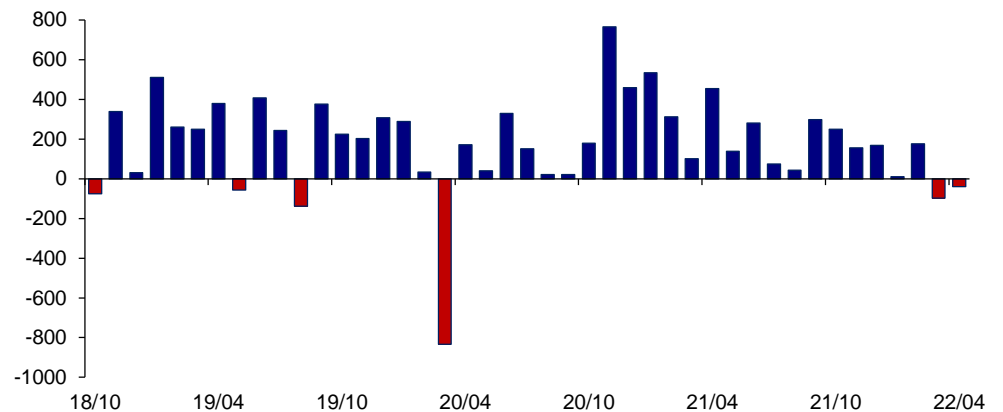
资料来源: CEIC, 海通证券研究所, 截至 5 月 13 日的月度数据。

从汇率来看,多数新兴经济体货币贬值幅度较大。截至 5 月 13 日,过去 1 年,美元指数上涨了 15.1%,除俄罗斯和巴西外,其他新兴经济体货币均相对贬值,尤其是土耳其里拉接近贬值了 50%,这一定程度上也与土耳其央行去年 9 月以来意外的持续降息有关。而捷克、韩国、南非、埃及、波兰、智利、匈牙利以及阿根廷等货币贬值幅度在 10%-20%之间;马来西亚、哥伦比亚、菲律宾以及泰国等货币贬值幅度也均超 5%。今年以来,美元指数上涨了 8.8%,匈牙利、阿根廷、埃及以及土耳其等货币贬值幅度则均超 10%。

图7 主要新兴经济体货币兑美元变化幅度（%）


资料来源：Wind，海通证券研究所，截至5月13日。

此外，在地缘风险仍未消除以及美联储持续加息背景下，新兴市场资本开始持续流出。据 IIF 统计，截至4月，新兴市场净流出资金 40 亿美元，已经连续 2 个月净流出，为 2020 年 3 月疫情冲击以来首次。

图8 新兴市场连续 2 个月资本净流出（亿美元）


资料来源：IIF，海通证券研究所，注：数据为负表示资本净流出。

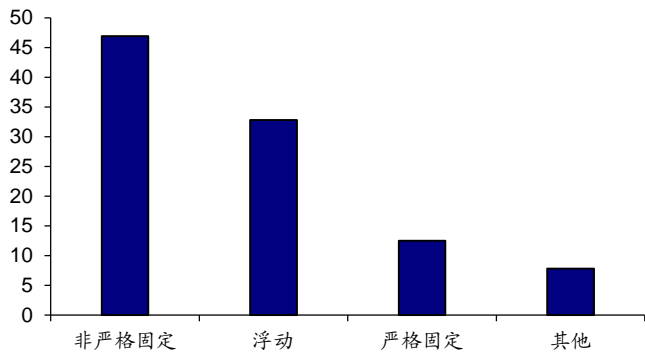
3. 美元“收水”：谁能安然？

当前全球主要经济体货币政策的独立性相对有限。据 IMF 统计，截至 2020 年，全球实行浮动汇率政策的经济体仅占 32.8%。而且从实践角度看，即使是实行浮动汇率的央行，也没有让货币完全自由浮动，各国央行都在频繁的干预外汇市场。

而美元又在国际货币体系中占据主导地位。据 IMF 统计，截至 2021 年底，各国外汇储备中美元占比仍高达 58.8%；据 SWIFT 统计，截至 2022 年 3 月，美元在全球支付中的份额也高达 41.1%，均为全球第一。

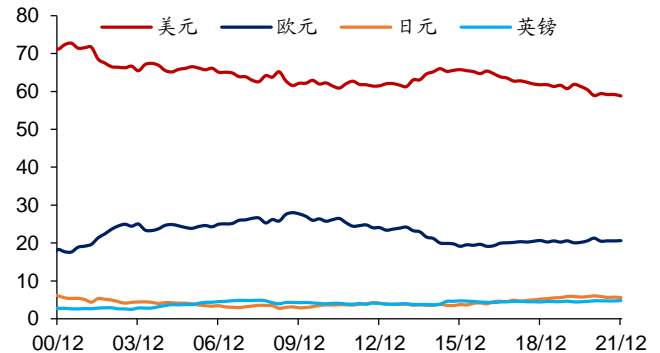
因而多数经济体难以脱离美元周期的影响。回顾国际金融史上的历次危机，每一轮都离不开美元周期的推波助澜。从 80 年代的拉美债务危机，到 90 年代初日本房地产和股市泡沫破灭；从 90 年代中期的亚洲金融危机，到 2008 年全球金融危机。这些危机几乎都发生在美国货币政策的紧缩时期，危机前也都经历了美元的宽松。在美元流动性收紧的情况下，全球的经济、资产、汇率还会持续受到影响。

图9 IMF口径下各国汇率政策(%)



资料来源: IMF, 海通证券研究所, 截至 2020 年。

图10 全球外汇储备中主要币种份额 (%)



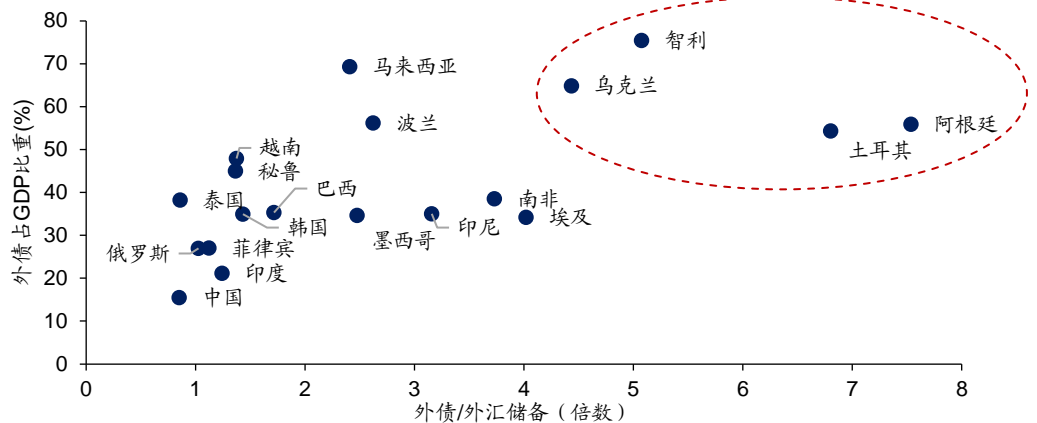
资料来源: IMF, 海通证券研究所

新兴市场将面临较大冲击。从历次美国加息的情况看,受影响最严重的往往是外债高、外储少的经济体,且前期吸入国际资本越多,加息时承受资本外流的压力就越大。例如,据 IIF 统计,过去几年新兴市场资本持续流入(除 2020 年 3 月),而今年 3 月和 4 月新兴市场资本已经持续净流出。

一方面,债务风险在加大。据 IIF 统计,2021 年全球新增债务约 10 万亿美元,总额达到创纪录的 303 万亿美元,其中超过 80% 的新增债务来自新兴市场。此外,据 IMF 统计,截至 2022 年 4 月底,全球 69 个低收入国家中,有 8 个陷入债务困境、30 个处于高风险状态、24 个处于中风险状态,仅 7 个处于低风险状态。随着美联储货币政策的持续收紧,这些国家的债务风险在不断加大。例如,斯里兰卡已经宣布主权债券违约,为 1948 年脱离英国独立以来首次出现。

一般常用外债/GDP、外债/外汇储备的水平来衡量偿债能力。从这个角度来看,我们认为,目前阿根廷、土耳其、乌克兰以及智利等债务风险相对更高;而中国、印度、菲律宾等债务违约风险则相对更低。

图11 主要新兴经济体外债风险情况



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 注: 数据为 2021 年。

具体来看,土耳其、阿根廷以及智利在历史上曾多次发生过主权债务违约,且债务问题一直较为严峻。截至 2021 年,土耳其总债务率已经飙升至接近 400%,其中外债债务率也在 50% 以上。从绝对数值来看,土耳其外债总额上升至 4411 亿美元,仅次于 2017 年的 4509 亿美元;而外汇储备则持续下降至 648 亿美元,较 2013 年的历史高点减少了 40.7%,外债占外汇储备的比重接近 700%。

阿根廷也同样如此,外债规模处于历史高位,外汇储备则较 2018 年的历史高点减少了 40.3%,外债占外汇储备的比重超过 750%。智利外债规模也突破 2300 亿美元,为 1996 年以来新高,外债占外汇储备的比重也超过 500% (仅次于 2020 年的 553%)。加之,过去一年土耳其里拉、阿根廷比索以及智利比索兑美元分别贬值了 46.10%、

19.9%以及 18.5%，位列主要新兴经济体中贬值幅度的前三。因而，在美联储货币政策持续收紧背景下，这几个国家发生主权债务违约风险或相对更大。

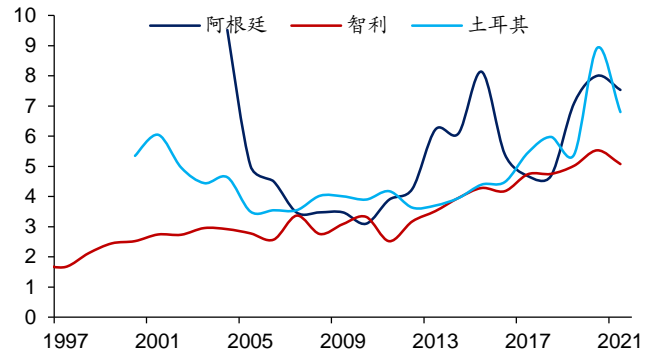
图12 土耳其历史上多次发生主权债务违约(1800年-2010年)

Default, Restructuring, Banking Crises, Growth Collapses, and IMF Programs: Turkey, 1800-2010
 (calculations since independence—1923—reported)

External default/restructuring	Duration (in years)	Domestic default/restructuring	Banking crisis (first year)	Hyper-inflation dates	Share of years in external default	Share of years in inflation crisis	5 worst output collapses year(decline) ²	
1876-1881	6	n.a.	1931	n.a.	19.5	35.6	1927(9.1)	
1915-1928	14		1982				1932(6.0)	
1931-1932	2		1991				1994(5.5)	
1940-1943	4		2000				2001(5.7)	
1959	1						2009(5.6)	
1965	1							
1978-1979	2							
1982	1							
2000-2001 "near"	2							
Number of episodes:		8	0	4	0			
Memorandum item on IMF programs, 1952-2009							Total number	18
Dates of programs								
1961-1970, 1978-1980, 1983-1984, 1994, 1999, 2002								
¹ Excludes World Wars I and II.								
Notes: Summary of private forecasts for 2009 in <i>italics</i> .								

资料来源: Carmen M. Reinhart 等¹, 海通证券研究所

图13 土耳其、阿根廷以及智利外债占外汇储备倍数

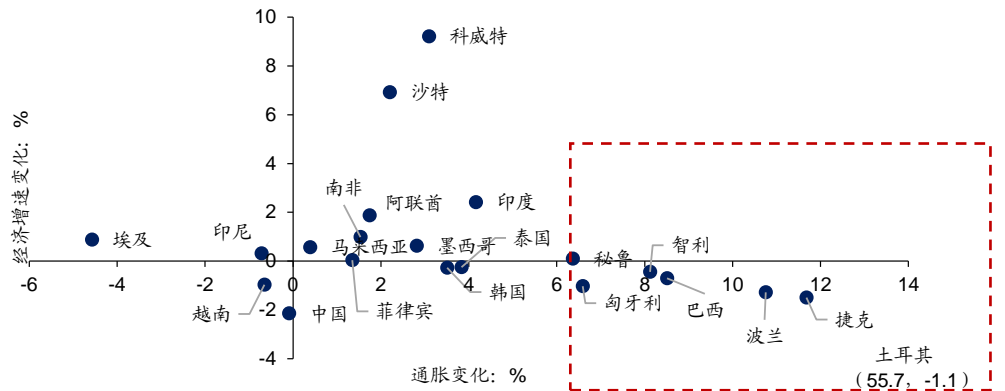


资料来源: CEIC, 海通证券研究所

另一方面，滞胀风险在加大。受俄乌地缘风险影响，全球能源和农产品价格加速上涨，新兴市场经济和通胀压力加大，尤其是能源和粮食进口依赖度较高的国家。例如，土耳其和埃及作为全球最大的小麦进口国之一，从乌克兰和俄罗斯进口小麦的比重接近 90%和 70%，且有多个国家的进口依赖度在 9 成以上。而这些经济体本就面临地缘风险、汇率贬值以及外债风险上行等压力，经济增长动能在减弱，滞胀风险在不断上升。

将当前经济和通胀水平与疫情前（2017-2019 年的平均水平）对比，我们认为，目前土耳其、捷克、波兰、巴西、智利以及匈牙利等滞胀风险相对更高；而中国、南非、马来西亚以及印尼等滞胀风险则相对更低。

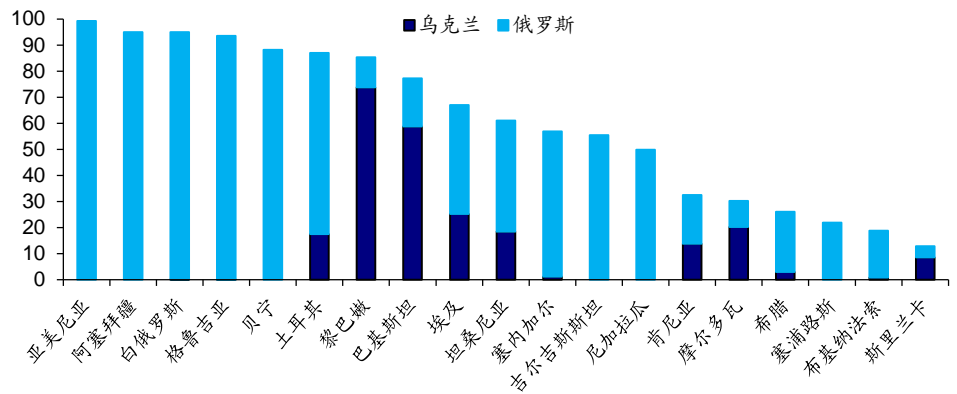
图14 主要新兴经济体陷入滞胀的风险在上升



资料来源: Wind, IMF, 海通证券研究所, 注: 通胀变化为最新通胀水平减去 2017-2019 年平均通胀水平; 经济增速变化为 2022 年经济增速预测减去 2017-2019 年平均经济增速。

¹ Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff :This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly: Princeton University Press, 2009.

图15 主要国家对乌克兰和俄罗斯小麦进口依赖度 (%)



资料来源：FAO，海通证券研究所，截至2021年。

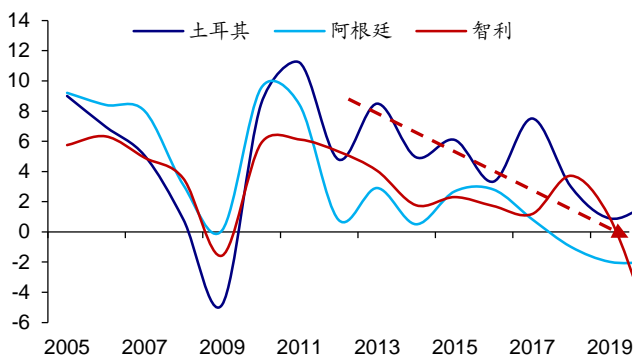
具体来看，土耳其、智利以及阿根廷在疫情前经济就处于下行趋势，尤其是阿根廷经济增速连续2年处于负区间，土耳其和智利经济也几乎零增长。而且国内生产对进口的依赖度也较高，例如土耳其进口占GDP的比重超过30%，为1923年有数据以来新高。

在地缘风险持续扰动下，这些国家经济增长动能继续减弱。例如，截至2022年4月，阿根廷消费者信心指数回落至35.7%，处于历史相对低位；土耳其零售增速连续5个月回落至5.9%；智利工业生产增速更是连续2个月落入负区间。

而这些国家通胀压力仍在加大。例如，截至2022年4月，土耳其通胀上升至70%，而能源通胀则达到历史新高的118.2%，连续2个月超过100%；食品通胀也接近90%，均大幅高于整体通胀水平。主因土耳其能源和粮食高度依赖进口，其中，能源进口依赖度超过99%；近9成的小麦进口和超7成的玉米进口依赖俄罗斯和乌克兰。智利也同样如此，4月食品和能源通胀分别高达19.8%和14.8%，均大幅高于整体通胀(10.5%)。

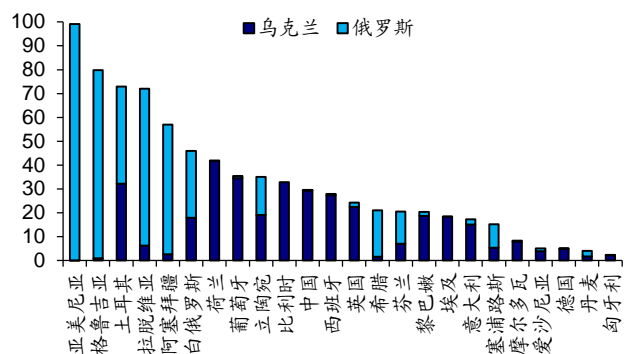
因而，在地缘风险持续、汇率贬值以及债务风险上升背景下，这几个国家陷入滞胀的风险或相对更大。

图16 经济呈现下行趋势 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图17 主要国家对乌克兰和俄罗斯玉米进口依赖度 (%)



资料来源：CEIC，海通证券研究所，截至2021年。

信息披露 分析师声明

梁中华 宏观经济研究团队
李俊 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。