

新冠疫情下新兴市场国家面临的汇率风险将有所加大

首先需要说明的是，对于新兴市场国家的认定，当前国际社会并没有明确或者统一的规定和标准。一般来说，我们将市场经济体制逐步完善、经济发展速度较高、市场发展潜力较大的国家或地区认定为新兴市场国家。但实际研究中，各机构和组织对新兴市场国家的认知存在一定偏差。1993 年世界银行研究机构首次提出新兴市场概念。1994 年美国商务部研究报告中首次将中国、印度、东盟诸国、韩国、土耳其、墨西哥、巴西、阿根廷、波兰和南非列为新兴市场。当前比较认可的国际机构均有各自对于新兴市场的认识和相应的国家单，并且其范围并不一致。国际货币基金组织（以下简称 IMF）将 23 个国家列为新兴市场国家。摩根士丹利公司研制的 MSCI 新兴市场指数内也包含 23 个国家，但与 IMF 的名单并不完全相同。另外，标准普尔、道琼斯等知名机构均提供了各自新兴市场的国家名单。总结来看，新兴市场国家主要代表有阿根廷、巴西、土耳其、南非、墨西哥、波兰、捷克、中国、俄罗斯、印度、马来西亚、巴基斯坦、印度尼西亚、泰国、菲律宾、越南、韩国、沙特和智利等。这 19 个国家也是本文考察的主要新兴市场国家代表。

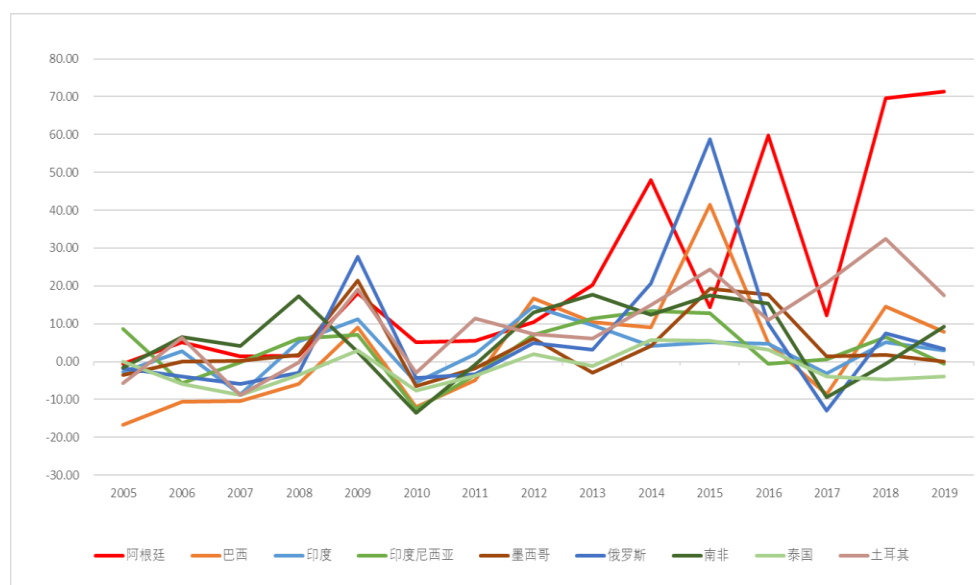
一、近年来新兴市场的汇率风险引发全球关注

近年来，新兴市场国家汇率短期内大幅波动越发频繁，而新兴市场作为全球经济增长的主要引擎，对全球的经济增长举足轻重，新兴市场汇率水平的大幅波动加剧了全球对新兴市场汇率风险的担忧。新兴市场的汇率问题对新兴市场乃至全球金融稳定性有着重要的指示作用。对新兴市场汇率风险的研究，一直是国际宏观经济研究和市场关注的热点问题。

一般而言，汇率的有序波动对经济活动，特别是经常账户和资本流动起到再平衡作用，有助于全球经济的协调稳健运行。但汇率的大幅波动，特别是短时间的突然大幅波动则是打破内外均衡发展以及外部风险冲击的重要表现。汇率风险主要指的是由于汇率短期内大幅波动造成本币大幅贬值，引发由本币货币价值变动带来的资产损失的风险。从国际经验来看，汇率大幅变动导致本币贬值幅度超过 10%，即发生汇率风险或货币危机的概率很大。从新兴市场爆发的外部危机起来看，在外部冲击下汇率短时间内的大幅变动往往是其风险来临的第一信号。在 2008 年金融危机以及 2012 年欧洲危机附近，新兴市场国家汇率水平表现出了

明显的波动性。而近年来，特别是 2018 年以来，新兴市场国家和地区的汇率走势表现出了远高于历史表现的波动频率（见图 1）。

图 1 主要新兴市场国家汇率年度变化（%）



数据来源：WIND，联合资信整理

新兴市场国家汇率风险时有发生，历史上规模较大的典型汇率风险时期可以分为以下四个时期，分别为 80 年代拉美危机、90 年代东南亚危机、2008 年全球危机以及 2012 年的欧债危机时期。1982 年墨西哥宣布主权债违约，拉开拉美国家债务违约的序幕。因债务问题爆发，拉美各国货币相继发生暴跌，各国外汇储备告急，货币危机爆发，并引发各国经济衰退，陷入经济危机。1997 年泰国泰铢受到严重冲击，导致泰国不得不放弃固定汇率转为浮动汇率，货币严重大幅贬值。1998 年印尼盾大幅贬值引发国内经济衰退。2008 年全球金融危机影响下，新兴市场货币多年的强劲表现被逆转，多个新兴市场货币出现大幅贬值，例如印度卢比下滑 11%¹，韩元下滑 16%，墨西哥比索下滑 30%，俄罗斯卢比下滑 28%。另外，在 2012 年欧债危机的影响下，新兴市场国家货币又遭遇了一轮汇率风险。2012 年，巴西雷亚尔下跌 17%，印度卢比下滑 15%，南非兰特下跌 13%。阿根廷比索下跌 10%，且自此以后始终深受汇率大幅波动威胁，并持续至今。俄罗斯卢布在外部冲击下大幅贬值迅速引发国内严重通货膨胀，国内经济几近崩盘，货币一直承受贬值压力，到 2014 年末俄罗斯卢布再次爆发危机，直到 2015 年以后俄罗斯经济才逐步走上复苏。

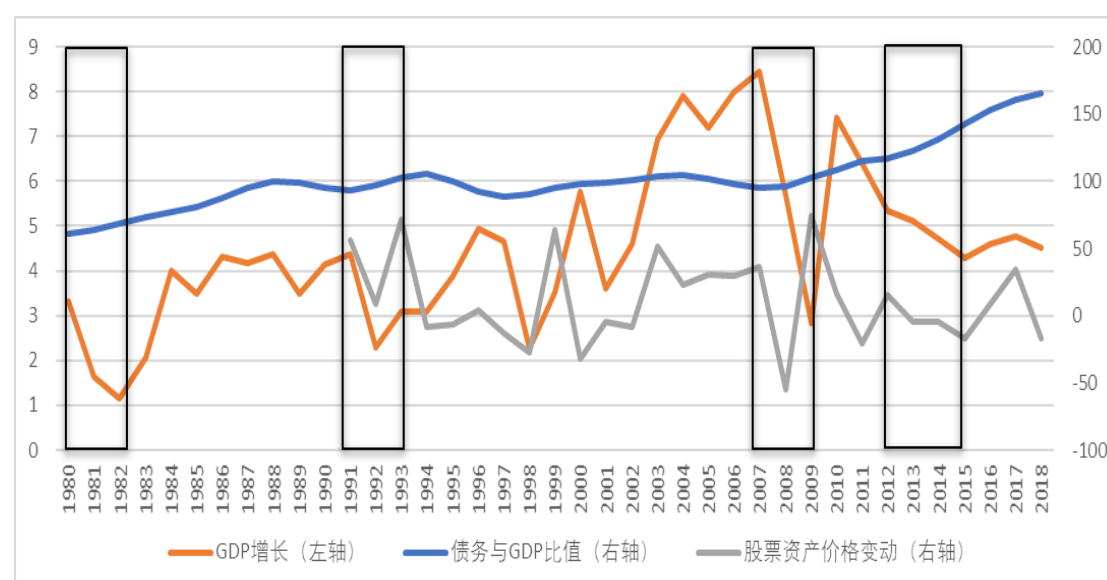
2018 年以来，受到中美贸易摩擦、大宗商品价格波动以及全球经济复苏缓慢等多重因素影响，新兴市场内阿根廷、土耳其、巴西等多国仍然挣扎在汇率风险的泥潭中。2018 年，

¹ 下滑比例按照 IMF 提供的美元兑本国货币年平均值的同比变化率计算。

巴西雷亚尔下跌 15%，土耳其里拉下跌 32%并引发国内金融市场动荡，阿根廷比索下跌 70%并出现债务危机。新兴市场国家始终需要警惕汇率风险的爆发。

汇率风险的爆发可能引发资本市场动荡，进而影响资本市场稳定，或引起货币危机，触发更大的金融危机。在货币危机和金融危机的冲击下，资本外逃加剧，外部融资成本上升，引发债务危机，各市场的急剧恶化将对经济形成重创，导致经济陷入衰退，形成经济危机。20 世纪以来，新兴市场多次爆发汇率风险，且汇率危机与经济危机、债务危机和金融危机紧密联系。特别是 80 年代拉美危机、90 年代东南亚危机、2008 年全球危机以及 2012 年的欧债危机时期（见图 2），在这几个典型危机时期，新兴市场地区表现出了明显的 GDP 增速下滑、资产价格下跌以及债务负担上升的趋势。

图 2 新兴市场国家货币危机时期 GDP 增长、债务负担及资产价格变动²情况（%）



注：四个柱体分别代表 80 年代拉美危机、90 年代东南亚危机、2008 年全球危机以及 2012 年欧债危机时期。
数据来源：WIND，联合资信整理

因此，汇率风险的发生对于新兴市场国家的金融市场的健康和外部稳定都会产生负面影响，甚至对全球经济和金融稳定产生冲击。

二、 新兴市场国家汇率风险的一般特征

自 1973 年以美元为主导的布雷顿森林体系瓦解后，国际货币市场上出现了以浮动汇率制度、固定汇率制度和中间汇率制度（即汇率调节弹性较大同时允许适当政府干预的浮动汇率制度）并存的局面，也自此开启了二战以来各国汇率风险的序幕。

² 即 MSCI 新兴市场指数变动率，该指数从 1990 年开始编制。

理论上来说，从汇率的定价过程中可以看到，经济的发展程度、外部脆弱性和汇率风险之间存在明显的内生关系，即经济发展程度决定了资本开放程度和维持汇率稳定和保障宏观基本面的能力，而外部脆弱性则直接体现在汇率的波动性。从实际来看，新兴市场货币的价格不仅受到经济发展程度（例如经济增长、通胀水平等）和外部贸易和经常账户等多方面的影响。同时，新兴市场国家资本市场的开放程度也决定了一国抵御外部脆弱性的韧度，外部脆弱性导致一国货币易受外部事件的冲击从而导致汇率风险频发。从汇率风险过程中来看，新兴市场国家因其经济发展的阶段性和外部脆弱性，在汇率制度、外汇干预、资本管制以及风险传导过程中都表现出了有别与发达国家的特征。

1. 新兴市场国家以有管理的浮动或软钉住的汇率制度为主

新兴市场国家的货币都为非国际储备货币，货币的非国际流通性决定了这些国家货币的依附性和货币定价的外生性较强。作为反映一国货币国际价值的基础——汇率，汇率制度的选择尤为关键。汇率制度因其对汇率幅度和波动范围的不同规定导致了其对汇率水平有显著的影响。一般而言，固定汇率制度下为维持汇率水平，外汇管制较为严格，对于货币流通和兑换条件有严格限制，通过汇率政策调节国际收支能力有限，且货币政策的有效性和独立性都有所削弱，而且易引发由破坏性投机冲击导致的货币危机。固定汇率制度和资本高速流动的情况下，汇率自我调节的余地有限。而在浮动汇率制度下，通过汇率制度调节国际收支的能力相比固定汇率制度有所增强，货币政策有效性有所提高，国际储备的流失速度要比固定汇率制度下小。但浮动汇率制度下国际贸易和投资的不确定性增强，国际金融市场的动荡和风险上升，货币的外生脆弱性较大。

表 1 主要新兴市场国家汇率制度及 IMF 分类概况

国家	IMF 汇率制度分类	汇率制度官方简述
中国	软钉住（soft pegs）	中国执行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度
印度尼西亚	软钉住（soft pegs）	印度尼西亚实行有管理的浮动汇率制度，印度尼西亚中央银行（BI）在适当的时候进行干预以防止汇率过度波动。
越南	软钉住（soft pegs）	越南实行有管理的浮动汇率制度。越南国家银行（SBV）依据上日银行间市场越南盾对美元平均汇率发布当日银行间市场汇率。
沙特阿拉伯	软钉住（soft pegs）	沙特阿拉伯的货币名称为沙特里亚尔，采用与美元联系的汇率制度。沙特里亚尔和美元可以自由兑换，里亚尔和美元的汇率是 1 美元兑 3.75 里亚尔的固定汇率。
阿联酋	软钉住（soft pegs）	阿联酋实行钉住美元的汇率制度。
印度	有管理的浮动（floating）	印度实行有管理的浮动汇率制度，印度卢比的汇率水平由银行间市场供求决定，但印度储备银行也会进入外汇市场进行干预以稳定卢比汇率。
泰国	有管理的浮动（floating）	2000 年在 IMF 援助计划结束后，泰国银行重新评估国内和国际形势。由于货币供应量和经济增长之间的关系已不再稳定，泰国银行决定放弃货币目标制而采取通胀目标制。
菲律宾	有管理的浮动（floating）	菲律宾目前采用自由浮动的汇率制度。当汇率出现剧烈波动时，菲律宾中央银行（BSP）会适当干预。BSP 积极推动菲律宾比索的汇率由外汇市场供求决定。在必要的时候，BSP 直接参与外汇买卖，目的是维护市场秩序、减少过度的汇率波动，以保障通货膨胀目标的实现。
韩国	有管理的浮动（floating）	1997 年 12 月 16 日，韩国开始实行自由浮动的汇率体制。在该体制下，韩圆的汇率由外汇市场供求决定，当局可在必要时干预汇率，纠正市场的无序状况。
马来西亚	有管理的浮动（floating）	马来西亚执行管理浮动汇率制，林吉特钉住一揽子货币进行浮动。

土耳其	有管理的浮动（floating）	有管理的自由浮动汇率制。
捷克共和国	有管理的浮动（floating）	浮动汇率制。
巴西	有管理的浮动（floating）	1999年，巴西正式实行自由浮动汇率机制。巴西中央银行可在银行间结算市场间接干预最终汇率。
阿根廷	有管理的浮动（floating）	阿根廷实行有管理的浮动汇率制，不预先设定未来汇率水平和区间。阿根廷比索的汇率由自由且统一的市场决定，中央银行在该市场上发挥着积极的作用。
南非	有管理的浮动（floating）	南非目前实行自由浮动的汇率制度。必要时南非储备银行可以进行适当干预，但仅限于短期的、异常的、过度的汇率波动。
俄罗斯	自由浮动（free floating）	俄罗斯实行有管理的浮动汇率制度。俄罗斯银行每天制定和公布卢布的官方汇率，卢布对美元的官方汇率以俄罗斯国内外汇市场价格为基础制定，卢布对其他货币的官方汇率由卢布对美元汇率和国际市场美元对其它货币价格为基础制定。
波兰	自由浮动（free floating）	1991年5月，波兰政府调整汇率制度为爬行钉住一篮子货币，之后爬行汇率逐渐降低，汇率机制更为灵活。1998年9月波兰国家银行宣布建立通胀目标制，并于2000年4月实行浮动汇率制度。
墨西哥	自由浮动（free floating）	墨西哥实行自由浮动的汇率制度。墨西哥比索的汇率由外汇市场自由决定。
智利	自由浮动（free floating）	1999年9月，智利实行自由浮动的汇率体制，但中央银行仍保留特殊情况下对外汇市场进行干预的权力。

注：IMF 分类结果截止 2018 年 4 月 30 日。

资料来源：IMF，中国人民银行，公开资料，联合资信整理

对于新兴市场国家和地区来说，因其本身经济发展阶段的制约，金融市场制度的选择，特别是汇率制度选择，相对于其他地区更加谨慎。根据 IMF 的出版的《2018 年外汇安排和外汇限制》年度报告，按照 IMF 的实际汇率制度分类³，在主要新兴市场中，只有俄罗斯、波兰、墨西哥和智利执行自由浮动汇率制度，其他国家仍以软钉住和有管理的浮动制度（即中间汇率制度）为主（具体见表 1）。这反映出当前新兴市场国家发展中，为维持经济稳定，汇率制度选择仍然较为谨慎，一般较少选择自由浮动汇率制度或完全固定的汇率制度。新兴国家汇率制度的选择对一国的贸易、投资、物价、金融稳定以及经济增长等宏观经济变量都有重要影响。以钉住汇率制度或者以有管理的浮动利率制度为主的汇率制度安排，既反映出当前新兴市场国家逐步融入国际市场的趋势，也反映出其对汇率过度波动引发危机的担忧。

尽管各种经济理论对于汇率制度与汇率脆弱性的关系仍存有争论，但从实际危机爆发频率来看，不同汇率制度下汇率危机爆发频率有明显差异，中间汇率制度下货币危机爆发频率明显高于两极汇率制度（即固定汇率制度和自由浮动汇率制度）。从定义上来说，固定汇率制度要求汇率水平波动最小；浮动汇率制度下汇率可以自由波动，波动范围最大；中间汇率制度居中，一般当局会有预计的波动区间和浮动范围规定。中间汇率制度不同于两极汇率制度，相对于固定汇率制度中间汇率制度增强了汇率弹性，将市场预期加入到汇率管理中；相对于自由浮动汇率制度它加入了央行的决策作用，保有了了一定程度的货币政策执行效力。因此，中间汇率政策更加灵活，但同时中间汇率制度本身存在多重均衡要求，例如市场预期和政府干预均衡，货币政策和外汇储备均衡，资本流动均衡等，才能达到稳定汇率的效果，因

³ IMF 对外汇制度主要分为四类：（1）硬钉住（hard pegs），例如没有单独法定货币和货币发行局安排的汇兑安排制度；（2）软钉住（soft pegs），包括常规钉住、特定范围内钉住、爬行钉住、稳定钉住和类爬行钉住；（3）浮动类（floating regimes），例如有管理的浮动（floating）和自由浮动（free-floating）；（4）和其他制度安排（other managed）。我们根据分析需要将新兴市场国家按照硬钉住（hard pegs），软钉住（soft pegs）、浮动（floating）和自由浮动（free-floating）四个类别进行展示。

此从制度效果来看，中间汇率制度需要考虑的因素更为复杂，政策操作的透明度更低，政策效果更难以检验，可能会暴露新兴市场国家更大的金融缺陷。

2. 新兴市场国家均存在一定程度的资本管制，以缓解短期资本流动给汇率带来压力

新兴市场面临国际资本频繁流动的局面，资本的流入和撤离都会对新兴市场国家汇率水平产生冲击，特别是短期内的大幅流动。汇率的波动与资本流动紧密相关，汇率风险的爆发也与新兴市场国家对资本流动的管控有紧密关系。一般而言，随着资本的大量流入，新兴市场国家本币面临升值压力，而外资的大量撤离则会对本币产生贬值压力。汇率风险爆发时期通常都会伴随着外资的大量撤离。而正因为此，在汇率风险时期，面对市场恐慌情绪，资本管制往往对汇率风险管理显得尤其重要。新兴市场国家对于资本的管制能力也是其抵御汇率风险的一部分。

表 2 主要新兴市场国家资本流动限制

国家	直接投资	资本市场证券	货币市场工具	集体投资证券	衍生品及其他工具	商业信贷	金融信贷	担保、保证和备用融资便利	直接投资清算	房地产交易	个人资本交易
阿根廷	√									√	
巴西	√	√	√	√	√	√	√			√	
俄罗斯	√	√	√	√						√	√
土耳其	√	√	√	√	√	√	√			√	
印度尼西亚	√	√	√	√	√	√	√	√		√	
巴基斯坦	√	√	√	√	√	√	√	√		√	√
沙特阿拉伯	√	√	√	√	√	√	√	√		√	
越南	√	√	√	√	√	√	√	√		√	√
南非	√	√	√	√	√	√	√	√		√	√
印度	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√
墨西哥	√	√	√	√	√		√	√		√	√
中国	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√
菲律宾	√	√	√	√	√	√	√	√		√	√
马来西亚	√	√	√	√	√	√	√	√		√	√
泰国	√	√	√	√	√		√	√		√	√
韩国	√	√			√						
智利	√	√	√	√	√		√	√		√	
捷克共和国	√	√	√	√	√		√			√	
波兰	√	√	√	√	√	√	√			√	

资料来源：IMF，联合资信整理

近年来，新兴市场国家对资本市场的资金流动和国际投资十分关注。在 IMF 列出的 11 项境外资本流动和跨国投资方向中，新兴市场国家均存在一定程度的资本限制（见表 2）。从具体流通和投资方向来看，几乎所有的新兴市场国家对于境外直接投资、证券市场投资、房地产交易方面都有明确的资本限制要求；其次是对于货币市场、衍生品投资、集体投资证券以及金融信贷方面的资本限制。从国家来看，阿根廷对于资本限制在所有考察国家中最少，仅对直接投资和房地产交易有所限制。而除了阿根廷、俄罗斯、韩国和捷克外，其他国家对于资本流动的管制程度超过 70%⁴。作为一种货币政策工具，资本管制的目的是对资本的流入

⁴ 资本管制程度，以在 IMF 列出的 11 项资本流动方向中设置管制要求的方向总数占比来衡量。

流出做出限制，以此来管理资本流动程度和速度，达到稳定经济的目的。

表 3 主要新兴市场国家资本管制程度与汇率波动相关关系

国家	资本管制程度	近五年汇率波动率
印度	100.0%	2.5
中国	100.0%	1.1
巴基斯坦	90.9%	1.7
越南	90.9%	0.2
南非	90.9%	3.4
菲律宾	90.9%	1.1
马来西亚	90.9%	1.5
印度尼西亚	81.8%	1.8
沙特阿拉伯	81.8%	1.2
墨西哥	81.8%	3.3
泰国	81.8%	1.1
巴西	72.7%	3.6
土耳其	72.7%	3.7
智利	72.7%	1.9
波兰	72.7%	1.2
捷克共和国	63.6%	1.2
俄罗斯	54.5%	4.4
韩国	27.3%	1.4
阿根廷	18.2%	5.3
相关系数	-0.5	

数据来源：联合资信整理

从新兴市场国家资本管制程度和汇率波动性统计结果来看，资本管制程度与汇率波动性存在较强的负向关系，缺乏资本管制的国家汇率波动程度越高，遭遇汇率风险的可能性越高（见表 3）。资本市场管制严厉的国家，外资进出的门槛较高，一定程度上避免了国际游资的投机行为；同时在面对汇率大幅变动时，资本流动的管制措施可以一定程度上抚平市场的非理性冲击，防止危机的进一步恶化和蔓延。2008 年全球金融危机以后，IMF 在 2010 年发布的报告中首次承认，加强跨境资本控制的国家受到国际金融危机冲击最小；并在 2012 年提出了资本管控的政策框架，肯定了资本管制的作用；同时针对巴西和冰岛的金融危机问题，主张政府加强对资本流动的管控以抵制更大的风险。另外，在货币危机频发的阿根廷，资本管制的作用正越来越受到政府的重视。阿根廷资本管制一直较为宽松，资本市场自由度较高，这也为阿根廷货币危机提供了土壤。阿根廷自拉美债务危机以来多次爆发货币危机和债务危机，而在 2019 年阿根廷再次爆发货币危机，这一次危机中，随着外汇储备的迅速消耗，政府迅速宣布资本管制一周，这一限制措施及时减轻了该国资本流出压力，降低了外汇储备的消耗速度，货币贬值幅度减缓，为阿根廷政府争取投资者谈判避免更大的危机赢得了一定时间。

3. 新兴市场国家往往利用外汇储备进行公开市场操作来缓解汇率大幅度波动

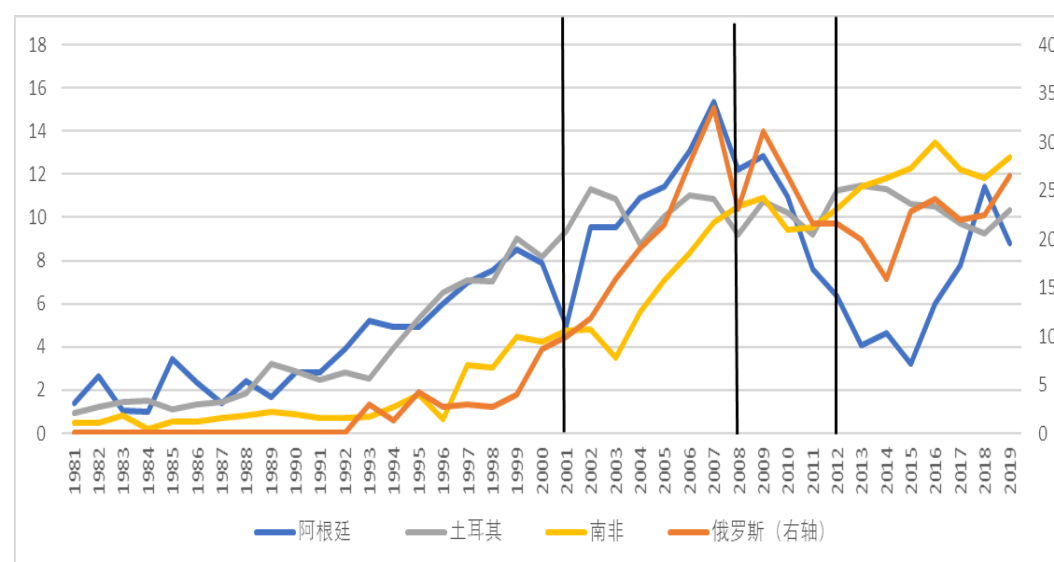
相比于发达国家，新兴市场国家的外汇储备水平是维持汇率稳定的关键因素。特别是在汇率大幅波动情况下，央行利用外汇储备通过公开市场操作来稳定汇率是最常见和直接的手段。一般而言，利用外汇储备的公开市场操作可以在短期内调整汇率水平。在新兴市场当前中间汇率制度为主的背景下，央行主要通过外汇市场操作来维持汇率稳定。当汇率下跌引发本币过度贬值时，通过外汇市场利用外汇储备购买本国货币，以减少市场上过多的本币流动性，抑制本币继续下滑；而当本币升值过快，则通过公开市场出售本币的方式增加本币的流动性以减轻升值压力。总体来说，央行的公开市场操作可以直接利用外汇储备来调节汇率和汇率的波动性，以应对本国汇率的过度波动，引导市场预期，抑制资本流动过度，从而抚平汇率的非理性冲击。

新兴市场国家外汇储备的应用是与新兴市场国家的汇率制度选择紧密联系的。随着资本的全球流动，外部融资吸引了大量的新兴市场国家的政府和企业，新兴市场国家在 90 年代也逐步放宽资本账户流动。而在全球金融危机爆发后，新兴市场国家则对中间汇率制度越来越青睐，中间汇率制度尽管增加了汇率波动弹性，但也牺牲了部分央行货币政策的有效性。固定汇率制度和资本流动前提下，央行的货币政策是无效的，正因此新兴市场国家央行的公开市场操作能力对汇率波动管理显得尤为重要。这也是新兴市场国家公开市场操作频率要远高于发达国家的主要原因。

同时，作为非国际储备货币国家，强大的外汇储备是一国保持汇率稳定的重要基础。外汇储备充足的情况下，公开市场操作能够及时磨平外部风险冲击下汇率水平的异常波动。同时，外汇储备充足是国际投资者对新兴市场国家货币稳定信心的主要来源。强大的外汇储备使得新兴市场国家面对外部冲击时应对能力更强。特别是应对因此带来的外债偿付压力和外部资本流动风险时，外汇储备调节作用更加直接有效。例如沙特，因其庞大的外汇储备（2008 年外汇储备对外债的覆盖率为 578%），在面临 2008 年全球金融危机时，尽管经济面临了重大冲击，但并未发生货币危机且成功维持住了软盯住的汇率制度。而在汇率波动比较大的国家中，例如阿根廷、土耳其、俄罗斯和南非，外汇储备规模一直不高。阿根廷近 40 年外汇储备与 GDP 比例均值只有 6.5%，土耳其为 6.9%，南非仅有 5.3%，俄罗斯表现稍高一些，近 27 年来外汇储备与 GDP 比例均值为 16.5%。而新兴市场外汇储备与 GDP 比值均值约为 20%。这些国家外汇储备水平远低于地区平均水平。而且在面对本币贬值时，各国外汇储备消耗很快（见图 3），不足以支撑央行通过公开市场操作调节汇率冲击的能力。在外汇储备不足的情况下，央行的外汇能力有限，一旦无法及时稳定外汇市场，则易造成市场恐慌，资

本外流，外债压力攀升，银行资产质量下滑，导致货币危机甚至引发债务和经济危机。1997年的泰国金融危机以及2001年阿根廷债务危机都属于典型的外汇储备不足导致的外汇干预失灵。当时泰国的固定汇率制度下，外汇储备无法应对汇率的大幅波动，导致当局直接宣布放弃固定汇率制度，引发市场恐慌，泰铢大幅下跌，泰国国内各类金融资产价格全面崩盘，进而导致了泰国经济衰退。2001年阿根廷经济增速已经连续三年下滑，社会动荡局势下，国际投资者信心下降，比索大幅下滑，外资出逃，外债压力攀升，加剧了比索的进一步下跌，政府外汇干预下外汇储备迅速消耗，不得不宣布放弃固定汇率制度，直接导致阿根廷货币危机爆发和债务违约。

图3 汇率风险频发代表国家外汇储备与GDP比值(%)



数据来源：联合资信整理

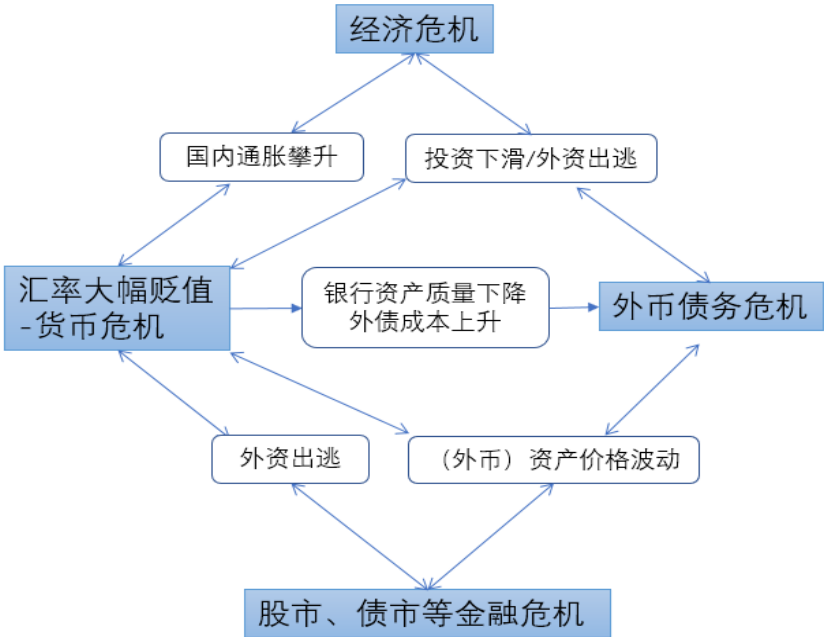
4. 新兴市场国家汇率风险与其他风险之间具有明显的相互传导和关联关系

汇率的剧烈波动对其他经济领域都会产生一定的负面影响，而在新兴市场国家所爆发的汇率风险，往往不会以单一的汇率风险结束，而是表现出与其他资本市场危机相互传导和关联的关系。汇率的价格属性决定了汇率的水平是本币市场流动性的直接体现，当新兴市场国家发生经济危机、银行危机或债务危机等其他危机时，汇率往往成为第一冲击。同时，新兴市场国家一旦发生汇率风险，如果外汇干预无法及时稳定外汇市场，外汇储备能力有限，市场恐慌情绪就会蔓延至其他资本市场，打击其他资产价格，预期的恶化将导致外资撤离，避险情绪上升，更大的外部风险就会接踵而来（见图4）。

首先，新兴市场国家汇率风险的爆发，会加剧外汇储备的消耗速度，引发货币危机，削弱对外偿付能力，使得本国外部融资难度加大，继而有可能引发外币债务风险。新兴市场作为债务风险高发地区，对全球溢出效应明显，可能引发全球范围内的资本市场动荡。其次，

新兴市场国家发生汇率剧烈波动，会打击市场和投资者的信心，引发资本逃离，进而打击其他资产价格，市场失衡加剧，风险的传播范围和影响力度都会进一步扩大，进而引发更大范围的金融危机。再次，货币危机下，本币的大幅贬值将对国内物价形成巨大压力，通胀的攀升将使得经济增速目标难以实现，引发经济崩盘。最后，一国汇率的大幅波动，会引发与其他货币的利差和衍生品价格的波动，往往为国际游资提供了套利机会，加剧区域内的投机行为，进而引发区域性的金融危机。

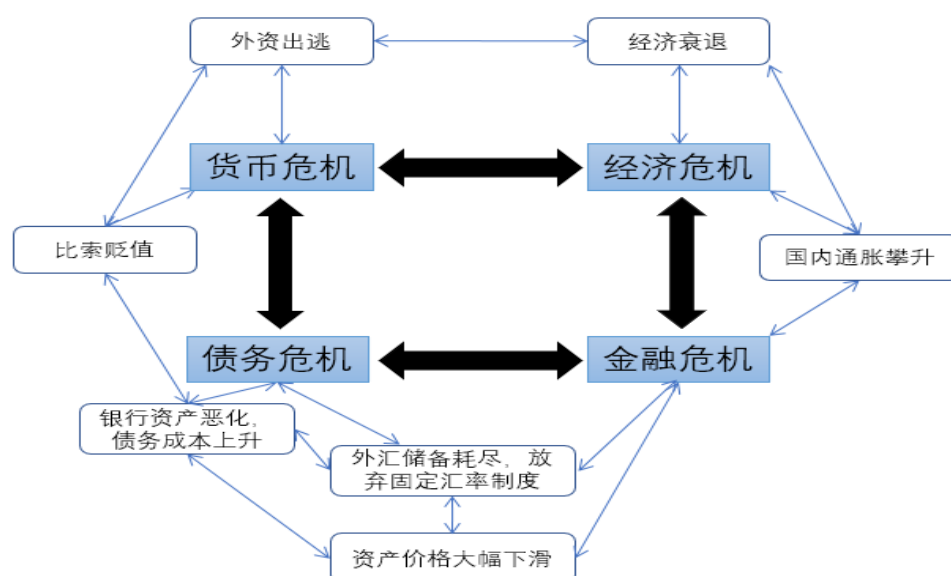
图 4 新兴市场汇率风险与其他风险相互传导和关联



资料来源：联合资信整理

从新兴市场历史上爆发的危机来看，绝大部分时间内汇率风险与其他经济风险相伴发生且相互关联。例如 80 年代拉美地区的主权债务危机伴随着货币危机的爆发相继爆发。1995 年墨西哥金融危机以及 1998 年的亚洲金融危机都是汇率风险引发的货币危机与银行危机相伴相生的典型案例。另外，2008 年金融危机爆发以后，部分新兴市场国家银行危机、货币危机和主权债务危机相继出现。以阿根廷为例（见图 5），2001 年阿根廷因社会动荡和经济增速连续三年下滑，资本外逃加剧，比索大幅贬值，市场情绪恶化，外部融资成本上升，债务危机爆发；债务危机引发资本市场动荡，股债市均出现大幅崩盘；与此同时，资本外逃汹涌，央行外汇储备告急，不得不宣布放弃固定汇率制度，引发更大规模的货币危机，阿根廷政府不得不宣布债务违约；国内通胀迅速攀升，经济遭遇重创。阿根廷的这一轮危机内，货币危机、债务危机、金融危机和经济危机之间具有明显的相互影响，相互传导和关联关系。

图 5 2001 年阿根廷货币危机与其他风险相互传导和关联



资料来源：联合资信整理

综合来看，当前新兴市场汇率频发，有外部因素也有内部因素。首先，全球贸易环境恶化，单边主义兴起，特别是中美贸易摩擦等政治环境因素的影响，新兴市场的外部环境不确定性越来越明显。全球资本市场频繁震荡，新兴市场国家在外部冲击下表现出了明显的脆弱性。2018 年以来新兴市场内多个国家汇率动荡，货币贬值幅度大超预期，汇率表现两级分化。

其次，由于近年来科技和金融业的迅速发展和交流，全球资本市场的大联动和全球化趋势已经势不可挡，资本市场的边界不断被扩展和延伸，地区之间的技术壁垒逐步被打破，国际游资流动越来越频繁和迅速，受此影响，新兴市场的波动性明显加深。

再次，新兴市场区域内部分国家货币政策背离导致汇率风险上升。新兴市场加息与降息过程出现与全球背离趋势。例如阿根廷、巴西在 2018 年美联储启动降息背景下却大幅加息。货币美元化倾向加剧，美元走强对本币的贬值压力加大，汇率的脆弱性明显上升。两国汇率波动程度近三年来明显高于历史水平。然后，新兴市场过度依赖外部融资，导致外债偿付压力上升，加剧了汇率市场的波动。新兴市场地区在 2008 年金融危机以后外债规模迅速上升，无论是政府还是企业，对外融资规模均大幅上升。在国内利率水平高企的背景下，对外举债力度上升，本币承受贬值压力，加剧了汇率市场的波动。

最后，新兴市场发展的阶段性则决定了其外部的脆弱性，汇率风险则是新兴市场外部脆弱性的重要表现。新兴经济体经济发展速度处在全球领先地位，市场发展潜力较大，加之发达国家在 20 世纪 80 年代时期出现的严重“滞胀”导致利率和回报率不断下降，新兴市场表现出来的高收益潜力受到国际投资者的青睐和追捧。自 90 年代后期，以中国、印度、东盟诸

国、韩国、土耳其、墨西哥、巴西、阿根廷、波兰和南非等国为代表的一批经济体，表现出了明显优越的经济增长速度和国际投资回报率。与此同时，新兴经济体也面临市场经济体制不完善、经济结构单一、货币美元化、对外依存度较高等结构性特征。在此背景下，主要新兴经济体均面临财政赤字加剧和经常账户盈余下滑的局面，内部的财政扩张和信贷扩张以及外部的持续输入均对本币造成长期的贬值压力。经济的高速增长和制度结构上的不完善为国际游资和套利行为提供了土壤和空间。内部和外部因素的共同作用下，新兴市场国家在经济发展过程中汇率水平表现出了明显的波动性和脆弱性。

因此，对新兴市场国家来说，汇率风险的识别将帮助当局有序引导外部资本投资和资本管理，在打开国际市场融资渠道的同时有效规避风险损失。对于投资者来说，汇率风险往往直接影响投资利得，对投资决策和投资收益产生直接影响。汇率风险的评估将有助于投资者做出正确的投资决策，避免因汇率波动、汇率制度和资本管制等因素导致的资本损失。对于全球金融市场来说，新兴市场的资本市场稳定是全球金融市场稳定的重要部分，汇率风险的识别将有助于全球资本高效运行，降低全球资本市场风险。

三、 新兴市场国家汇率风险的评估

1. 汇率风险评估框架

新兴市场当前汇率风险越发频繁和严重，经济发展的局限性所决定的外部脆弱性是其剧烈频繁波动的根本原因，而制度选择和管制安排则是影响汇率波动的机制因素。在汇率风险评估时，不仅要考虑经济增长、通胀环境以及汇率波动等经济因素，还需要考察制度因素在其中所扮演的角色。因此，基于汇率风险的一般特征分析，此次汇率风险评估综合考虑了宏观经济环境、汇率的政策环境以及汇率表现三个方面的因素，分别选取了经济增速、通胀水平、汇率制度、资本管制、外汇储备和贬值幅度六个指标。通过对新兴市场国家各指标表现的综合评估，以 1~5 分分别表示风险低、较低、中等、较高和高五个水平，分析当前新兴市场国家汇率风险的现状和脆弱性原因，并以此为基础对各国在新冠冲击之下未来一段时间内的汇率风险作出展望。

在宏观经济环境方面，从经济增速和通胀水平的稳定性角度考察各国汇率的波动及爆发风险的可能性。一般认为，稳定的宏观经济环境是汇率水平稳健的基础。经济增长保持在稳定水平表明社会生产、投资和消费活动产生了积极的经济效益，为维持汇率提供动力，同时通胀水平的稳健反映出消费和收入的相对均衡，货币供应和需求保持相对稳定。因此，稳健

的宏观经济环境下汇率风险爆发的可能性较低。

在汇率政策环境方面,从汇率制度选择和资本管制程度两个角度考察各国汇率风险爆发的可能性。理论上来说中间汇率制度的维持和管理成本要比浮动汇率制度和固定汇率制度这两种极端制度要高得多,这是因为中间汇率制度相对于两级制度管理的弹性大,关注的因素多,面对外部风险时应对成本高。这一点在实证分析中也得到证实。有学者统计了不同汇率制度下的危机爆发频率发现,中间汇率制度下货币危机爆发的频率是自由浮动汇率制度下货币危机爆发频率的近4倍,三种汇率制度中固定汇率制度下货币危机爆发频率最低。而资本管制在外部风险爆发时,能够及时抚平市场的非理性冲击,在一定程度上缓解汇率的大幅波动。

而在汇率表现方面,除了考察汇率近期的最大贬值幅度外,外汇储备实力也是新兴市场国家汇率表现稳定的重要保障。外汇干预的频繁出现是新兴市场汇率风险的重要特征,外汇干预直接利用外汇储备来控制汇率和汇率的波动性,因此,外汇储备是一国维持汇率水平的重要体现,相同条件下,外汇储备越多其维持汇率稳健的能力越强,爆发汇率风险的可能性越低。

2. 新兴市场汇率风险评估结果

基于以上汇率风险评估框架,对考察的19个主要新兴市场国家采集相应6个指标的最新数据⁵,根据数据表现得到最终的评估结果(如表4所示)。综合来看,在考察的19个主要新兴市场国家中,汇率风险的频繁发生往往与宏观经济发展的脆弱性、资本管制的缺失以及外汇储备的薄弱有关。

表4 当前主要新兴市场国家面临的汇率风险评估

国家或地区	宏观经济环境		汇率政策环境		汇率表现	
	经济增长稳定性	通胀稳定性	汇率制度	资本管制	外汇储备	近1年最大贬值幅度
阿根廷	5	5	3	5	5	5
巴西	5	4	3	3	4	5
俄罗斯	4	5	2	4	2	5
土耳其	5	4	3	3	4	3
墨西哥	3	2	2	3	4	5
巴基斯坦	2	2	4	2	5	3
印度尼西亚	1	2	4	3	4	4
南非	3	1	3	2	4	4
智利	3	1	2	3	4	4
捷克共和国	3	2	3	4	1	3
沙特阿拉伯	4	3	4	3	1	1
韩国	1	1	3	5	3	2
印度	4	1	3	1	4	2
越南	1	2	4	2	3	3
波兰	2	2	2	3	3	2

5 经济增长、通胀水平、和外汇储备指标为年度数据并截止2019年,汇率贬值幅度为月度数据并截止2020年6月31日。

新兴市场国家系列风险研究1

菲律宾	1	3	3	2	3	1
马来西亚	2	2	3	2	2	2
泰国	2	1	3	3	1	2
中国	1	1	4	1	3	1

注：评估得分 1~5 分，得分越高表明风险越大。

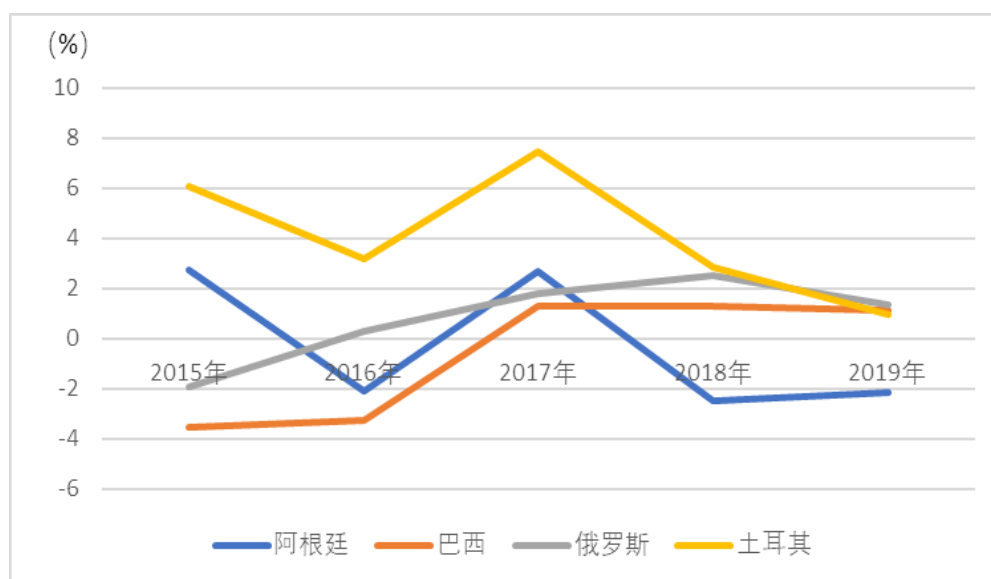
资料来源：IMF，WIND，联合资信整理

（1）经济的脆弱性导致阿根廷、巴西、俄罗斯和土耳其持续面临汇率风险威胁

阿根廷、巴西、俄罗斯和土耳其在考察的 19 个新兴市场国家中所面临的汇率风险最高。而这四个国家汇率的大幅波动均与自身宏观经济发展的脆弱性有关。这四个国家在近 5 年经济增长经历了一定的波动，并且都处在经济衰退或是摆脱衰退缓慢复苏时期（见图 6）；同时，国内均面临过高通胀压力，物价波动较大。宏观经济的稳健有限导致其面临外部冲击时维持汇率稳定的能力有限，汇率出现频繁且大幅的波动。

在这四国中，阿根廷面临汇率危机的可能性最高。阿根廷除了对直接投资有所规定外，对国际资本的进出基本没有任何约束。在面对外部冲击时，政府基本没有任何管制能力。同时，阿根廷由于常年的经常账户赤字，过去 5 年外汇储备与 GDP 比值平均只有 7%，外汇储备基础十分薄弱。加上阿根廷尽管实行的是中间汇率制度，但实际上并未对汇率水平和区间做任何预先设定，而外汇储备的薄弱使得央行的行动能力有限，这导致当局无法保证汇率波动的弹性。实际上在外部冲击下，阿根廷面临的汇率风险在新兴市场国家中最为突出。另外，巴西和土耳其也面临外汇储备薄弱的局面。而俄罗斯尽管外汇储备充足，但资本管制松弛，再加上自由浮动的汇率制度，汇率波动也十分剧烈，汇率风险也较为突出。

图 6 汇率高风险国家近 5 年经济增速 (%)

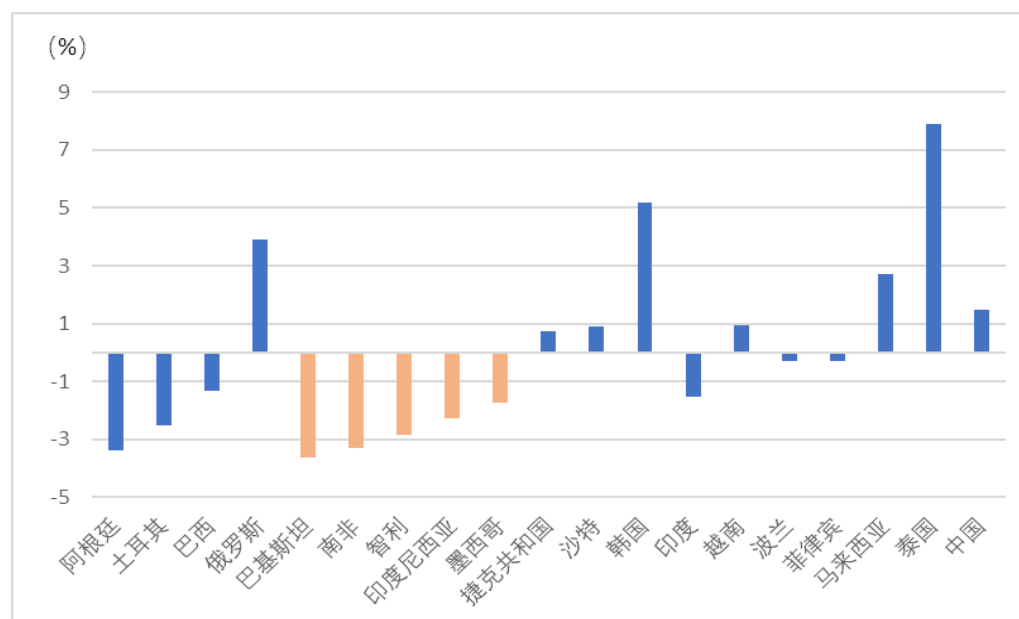


数据来源：IMF，联合资信整理

（2）外汇储备薄弱成为墨西哥、南非、印尼等新兴市场国家汇率风险的重要原因

除以上汇率高风险国家外，墨西哥、巴基斯坦、印度尼西亚、南非和智利则紧随其后，所面临的汇率风险较高。这 5 个国家共同面临的是外汇储备薄弱的问题。从对外贸易来看，这 5 个国家对外贸易中进口常年大于出口，经常账户常年呈现赤字状态（见图 7），外贸创汇能力较差，外汇储备十分薄弱。这直接导致这些国家在面临外部冲击时当局抵御风险的能力有限，汇率风险频繁发生。

图 7 主要新兴市场国家近 5 年经常账户比 GDP 均值 (%)



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

此外，在外汇储备薄弱的基础下，南非、墨西哥和智利还受到经济增长乏力和稳定性差拖累，宏观基本面疲软无法支撑汇率稳健保持。巴基斯坦和印度尼西亚则选择了软盯住汇率制度，实际上制约了央行在外汇市场的能力，反而加剧了汇率市场的波动。

四、 2020 年下半年至明年第一季度新兴市场国家汇率风险展望

1. 新冠疫情下新兴市场面临较大冲击

此次新冠疫情下，新兴市场国家受到严重冲击，资本外流严重，外汇储备消耗较大，本币大幅贬值，表现出了明显的外部脆弱性。根据国际货币基金组织（IMF）报告，自新冠爆发以来，新兴市场除了面临大宗商品价格下滑、供应链紧张、贸易和投资的大幅停滞局面外，还面临着资本外流，外汇储备消耗，本币大幅贬值等多重困境。预计新兴市场国家在 2020 年经济增速将下滑 3.0%，除中国外，主要新兴市场经济体均面临经济衰退（见表 6）。

表 6 主要新兴市场国家经济增长及预测

区域或国家	2018 年	2019 年	2020 年预测	2021 年预测
全球	3.6	2.9	-4.9	5.4
新兴市场及发展中国家	4.5	3.7	-3.0	5.9
中国	6.7	6.1	1.0	8.2
印度	6.1	4.2	-4.5	6.0
俄罗斯	2.5	1.3	-6.6	4.1
东盟五国	5.3	4.9	-2.0	6.2
巴西	1.3	1.1	-9.1	3.6
墨西哥	2.2	-0.3	-10.5	3.3
沙特	2.4	0.3	-6.8	3.1
南非	0.8	0.2	-8.0	3.5

数据来源：IMF，联合资信整理

而根据国际金融协会（IIF）的数据，从 2020 年年初至 3 月，即新兴市场刚刚爆发疫情开始，即有非居民持有的约 925 亿美元的证券组合投资从新兴市场流出，而在之前的市场金融危机或恐慌中（比如 2008 年开始的全球金融危机和 2013 年美联储缩减恐慌），每次资金流出规模都不超过 250 亿美元；3 月单月资本流出高达 880 亿美元，创造历史之最。根据彭博的新兴市场资本流动指数显示，3 月份新兴市场资金流动指数创 2010 年以来最低水平，且流出速度较之前表现更快。而随着全球疫情的发展，特别是以美联储连续降息掀起全球降息潮，大规模量化宽松政策的实施使得美元流动性危机得到暂时性缓解，市场风险偏好的回升也助力国际资本重新流入新兴市场。6 月初流入新兴市场的投资组合资金从 5 月份的 35 亿美元飙升至 321 亿美元，其中以亚洲地区以吸引 171 亿美元流入排在地区首位。尽管资金流入于 7 月份基本恢复至疫情前水平（见图 8）。

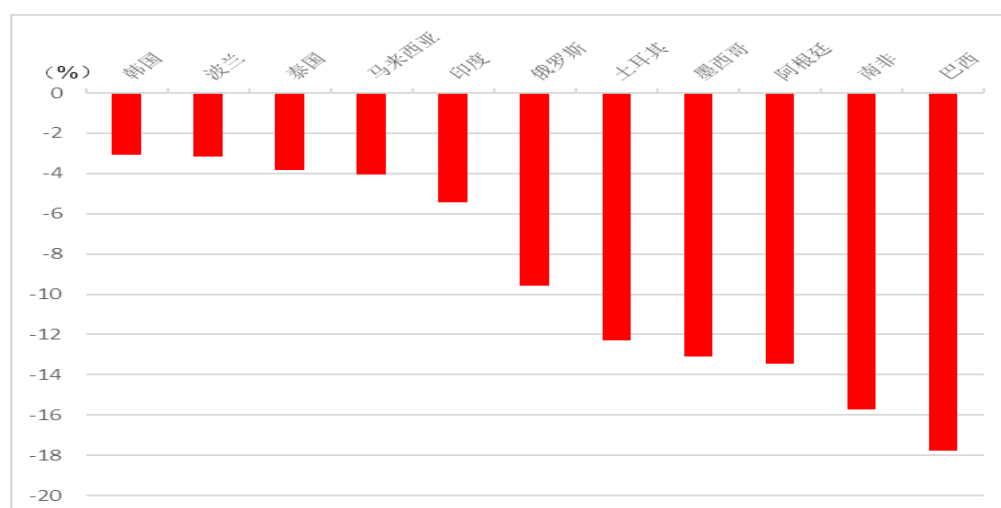
图 8 彭博新兴市场资本流动指数



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

资本市场风险偏好的大幅变化及国际资本的频发流动使得新兴市场国家货币承受了一定的贬值压力。特别是模型评估表现为汇率风险高和较高的国家，在面对新冠疫情冲击时汇率波动剧烈。例如阿根廷、巴西、墨西哥、南非、俄罗斯和土耳其，2020 年前三个月平均贬值幅度超过 20%，阿根廷比索贬值幅度一度超过 37%。2020 年上半年，新兴市场主要国家货币回报率均表现为负，其中巴西、南非、阿根廷、墨西哥和土耳其货币回报率均表现亏损超过 10%（见图 9）。而为了防止风险进一步扩大，一些新兴市场国家不得不加快外汇储备消耗以保障汇率稳定。据高盛数据统计，3 月份新兴市场平均每天消耗 15 万亿美元外汇储备，其中沙特一国 3 月份消耗了 270 亿美元外汇储备，排在第一位。

图 9 主要新兴市场国家本币回报率（2020 年 1~6 月）（%）



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

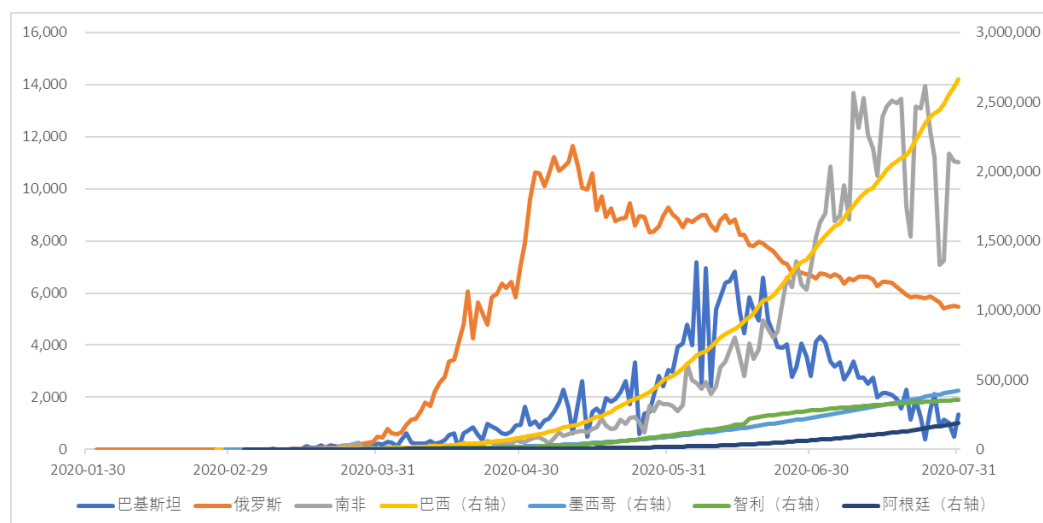
2. 新兴市场国家外部脆弱性进一步加深

在新冠疫情冲击下，新兴市场国家因各自卫生水平、经济结构以及应对疫情能力的差异而面临不同的复苏前景。经济的复苏节奏和力度将是新兴市场国家应对汇率波动的重要基础，而经济复苏前景的分化可能将进一步加深新兴市场内部分国家的外部脆弱性，特别是本次评估中本就因宏观经济的脆弱性和外汇储备薄弱而导致汇率风险频发的国家。当前新兴市场面临的新冠疫情局势中，除中国外，只有俄罗斯的新冠疫情得到了基本控制，阿根廷、墨西哥、巴西、智利和南非等主要新兴市场国家仍深陷疫情泥沼（见图 10），尽管各国为防控疫情均采取了一定的措施，但新冠疫情仍未有趋缓迹象，疫情对经济的冲击仍在持续。

从经济特征来看，新兴市场地区国家经济对国际贸易、旅游业和大宗商品依赖度较高。同时，为应对新冠疫情，各国出台的各项刺激措施加大了国内的财政和货币压力，使得贸易承受持续压力。然而在新冠疫情下，国际贸易和旅游业遭遇寒冬，同时国际油价和需求均面

临大幅下滑，在此背景下，新兴市场中国家经常账户失衡料将进一步加剧。这一前景对于本就面临经常项目逆差、外债压力较大或外汇储备薄弱的部分新兴市场国家而言，无异于雪上加霜，新兴市场国家的外部脆弱性将进一步加深。

图 10 主要新兴市场国家当日新增确诊人数（2020 年 1~7 月底）



数据来源：WIND，联合资信整理

从债务特征来看，新兴市场国家自 2008 年以后债务规模持续上升，且其中私人部门债务水平迅速上升，同时外币计价的债务规模也水涨船高。2019 年末，新兴市场及发展中国家的债务规模达到 71.1 万亿美元，与 GDP 比值达到 220%，且其中近一半来自于非金融企业部门。同时，以 IMF 新兴市场及发展中国家的标准和 40% 的债务警戒线来看，全球有三分之二的新兴市场及发展中国家债务压力已经超过 40%，且越来越多的新兴市场国家正在突破这一比值。以此同时，超过三分之一的新兴市场国家处在高外债水平，以外币计价的债务发行量保持持续增长态势，已经创下半个世纪以来的新高。在新冠疫情持续的背景下，新兴市场经历了外资撤离、汇率贬值和金融市场动荡等多重危机，外部的债务的持续性和偿债能力也因此受到严重影响，外债风险加大，外部的脆弱性进一步加深。

3. 多重因素下新兴市场国家汇率波动恐将持续加剧

新冠疫情的冲击下，全球经济复苏前景难料，新兴市场国家经历了经济、贸易、货币、债务等多重冲击，外部脆弱性进一步加深。与此同时，当前中美关系恶化使得全球贸易不确定性加深，作为对全球贸易严重依赖的新兴市场地区，经贸发展前景也因此蒙尘。在美联储带领下的全球降息潮使得全球流动性波动加大，全球金融市场波动随之加剧。多重因素下，新兴市场国家的汇率波动恐将持续加剧，警惕汇率风险的爆发。

相对于发达国家，新兴市场国家应对疫情的成本更大，财政刺激政策的持续加码将对汇

率形成压力。根据 IMF 预测，2020 年全球经济都将陷入衰退。尽管预测新兴市场的经济衰退程度相对较弱，且经济反弹能力较强，2021 年即将恢复 5.9% 的经济增速，但经济表现出来的较大波动对新兴市场国家的汇率稳定不利。而且，鉴于全球经济增长预测仍存在极大的不确定性，当前新兴市场国家采取密集使用的价格监管、贸易限制以及非常规的货币政策以及金融监管等措施将使得新兴市场国家未来经济复苏面临更大不确定性。2019 年，在考察的 19 个主要新兴市场国家中，仅有俄罗斯（1.9%⁶）、韩国（0.9%）和捷克（0.3%）的政府财政状况表现出了微弱盈余状态，其他国家均表现出不同程度的赤字水平，其中土耳其（-5.3%）、巴西（-6.0%）、南非（-6.3%）、巴基斯坦（-8.8%）等国财政赤字均超过 5%。新兴市场国家政府财政赤字高企，财政政策本就空间有限，疫情之下的财政刺激措施将进一步加剧其国内通胀和货币压力。

另一方面，中美摩擦不断，全球贸易环境不确定性加深，将对新兴市场国家经常账户失衡造成压力。经常账户盈余是新兴市场国家重要的创汇能力之一，也是新兴市场国家对国际贸易依赖的表现之一。在考察的 19 个主要新兴市场国家中，经常账户盈余与外汇储备状况存在较强的相关关系，经常账户盈余越大，外汇储备水平相对较高。经常账户的失衡的加剧将使得汇率水平的不确定性加深。

同时，在美联储带领下全球掀起降息潮，全球流动性波动加剧，金融市场的大幅波动以及各国经济的分化导致国际资本对新兴市场的投资活力重新复苏，这将导致新兴市场将面临更加复杂的国际资本投资和投机行为，将进一步加剧部分新兴市场国家的汇率波动。

综合来看，疫情的冲击进一步加剧了新兴市场国家的外部脆弱性，而国际贸易环境和全球经济复苏的不确定性加大了对新兴市场国家经济前景预期的难度，全球流动性和金融市场较以往更加剧烈和迅速的波动性则加剧了新兴市场国家的国际资本流动的复杂程度。多重因素下新兴市场国家将面临持续的汇率波动，而且汇率风险爆发的可能性进一步加大。

⁶ 财政平衡与 GDP 比值。