

土耳其危机是否会引发新兴市场国家新一轮危机？

2018 年 9 月 3 日



联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

邮箱：lianhe@lhratings.com

传真：010-85679228

PICC 大厦 17 层

网 址：www.lhratings.com

土耳其危机是否会引发新兴市场国家新一轮危机？

联合资信评估有限公司 主权部

摘要

2018 年 8 月，土耳其爆发了严重的货币危机，本国货币大幅贬值，市场恐慌情绪有所扩散，南非、俄罗斯、印度尼西亚等国货币均出现不同程度的下滑，加剧了市场对于新兴市场国家风险的担忧。土耳其危机是否会引发“蝴蝶效应”，导致新兴市场国家出现新一轮的危机？

首先，纵观二战以来新兴市场国家的历次危机，不论是上世纪 80 年代拉美债务危机，还是 90 年代亚洲金融危机，抑或是 1994 年的墨西哥金融危机、2002 年的阿根廷债务危机以及 2015~2016 年资源型国家的经济危机，无一逃不出这样的定律：危机前大举借美元外债→FDI 大量流入→货币超发、流动性泛滥→经济泡沫（房价、股价上涨）→推动“三高”（高外债、高赤字、高通货）→增强其经济脆弱性；而一旦相关的触发因素发生变化，加之汇率机制缺乏弹性，危机即由流动性风险引发，然后出现货币危机、债务危机到金融危机和经济危机，危机的共振效应难以避免。

其次，分析新兴市场国家危机的深层次原因，美元周期变化导致新兴市场国家资本外流和货币贬值无疑是引发危机的直接原因，但究其根本，无论是资源型新兴市场国家还是生产型新兴市场国家，由于天然的互动关系中的“中心——外围”模式难以根本性改变，加上其自身经济结构和金融结构都存在不同程度的不均衡发展，所以一旦外界因素的变动过大，必然带动相关市场的较大波动。从信用洼地角度看，货币危机的背后是债务危机。新兴市场国家由于国内资金的短缺在国际金融市场拆借资金，以及大量举借美元或欧元外币债务发展经济，使其债务水平居高不下，而外汇储备规模和外汇储备结构则不匹配。

最后，从货币及外汇政策的有效性、对外部融资的依赖性以及抵御外部冲击的能力这三个方面对新兴市场国家潜在危机进行了判断，选取了六个指标分别对 14 个新兴经济国家进行危机爆发可能性预估。

研究表明：首先，目前新兴市场国家的风险毫无疑问地正在增大。对于一些较高风险的国家，货币危机之后必然会伴随着债务危机，这种共振难以避免。因此，从投资的角度看，审慎选择国别很有必要。其次，新兴市场货币急剧贬值对全球金融市场存在一定的负外溢效应，但相对有限，产生类似亚洲金融危机那样的金融风暴，短期内可能性较小。再次，对于持有一些较高风险国家的主权债券投资和贷款的国际银行，应加强风险敞口的把控和拨备计提水平的提高，以防止可能出现的风险暴露。最后，有些高风险国家地理位置离欧盟很近，且与欧盟经济往来频率较高，如果一旦发生较大幅度的货币贬值或债务兑付困难，是否会波及欧盟一些比较脆弱的国家还有待观察。

一、土耳其危机引发了新一轮新兴市场货币贬值

在美国对土耳其采取包括将土耳其钢铝产品进口关税提高 1 倍、铝及钢铁关税调整分别调为 20% 和 50% 等一系列制裁措施以后，土耳其里拉于 2018 年 8 月 10 日开始加速贬值，仅上半个月贬值幅度就达 30% 以上，全年累计贬值幅度更是超过 70%，土耳其 10 年期国债收益率也创下了逾 22% 的历史新高，伊斯坦堡 ISE 股票指数则较年初下挫 20% 以上，土耳其市场遭遇了股债汇“三杀”。

图 1 美元兑土耳其里拉汇率走势图



数据来源：WIND，联合资信整理

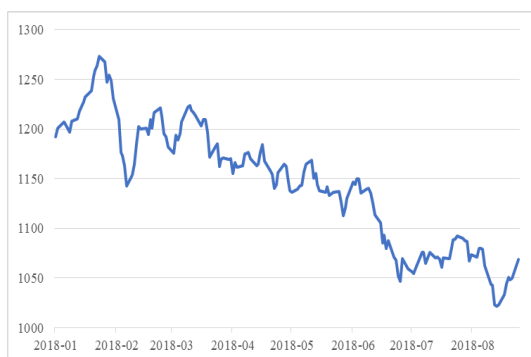
图 2 土耳其 10 年期国债收益率走势图



数据来源：WIND，联合资信整理

土耳其里拉大幅下跌使得市场恐慌情绪有所扩散，亚太股市集体下挫，新兴市场货币也遭到重创，南非兰特、马来西亚林吉特、印尼盾、俄罗斯卢布等均出现不同程度的下滑，MSCI 国际新兴市场货币指数下跌至一年多以来的最低水平。另一方面，土耳其危机也会引发国际资金对新兴市场的担忧，抑或将将导致其它新兴市场国家不确定性增大。

图 3 MSCI 新兴市场股票指数



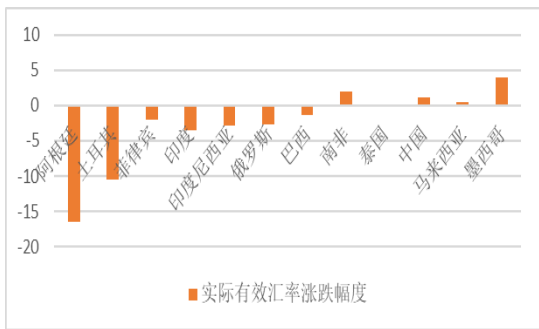
数据来源：IMF，联合资信整理

图 4 MSCI 国际新兴市场货币指数



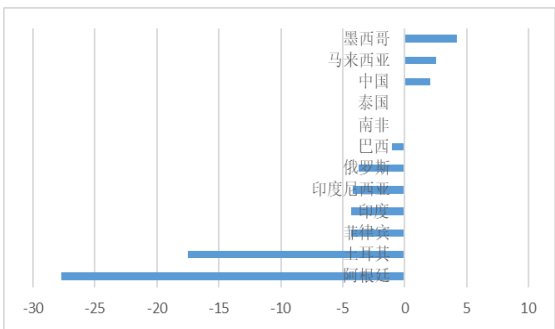
数据来源：Bloomberg，联合资信整理

图 5 新兴市场国家实际有效汇率涨跌¹情况



数据来源：IMF，联合资信整理

图 6 新兴市场国家名义汇率涨跌情况



数据来源：IMF，联合资信整理

此次土耳其危机是否会引发“蝴蝶效应”，导致新兴市场国家新一轮危机？我们通过对近几十年来新兴市场国家危机事件的回顾和梳理，分析和研究了新兴市场国家爆发危机的共性及深层次原因，并对当前全球 14 个主要新兴市场国家进行横向对比，探寻这些国家爆发危机的可能性，以及这一轮新兴市场货币贬值带来的影响和启发。

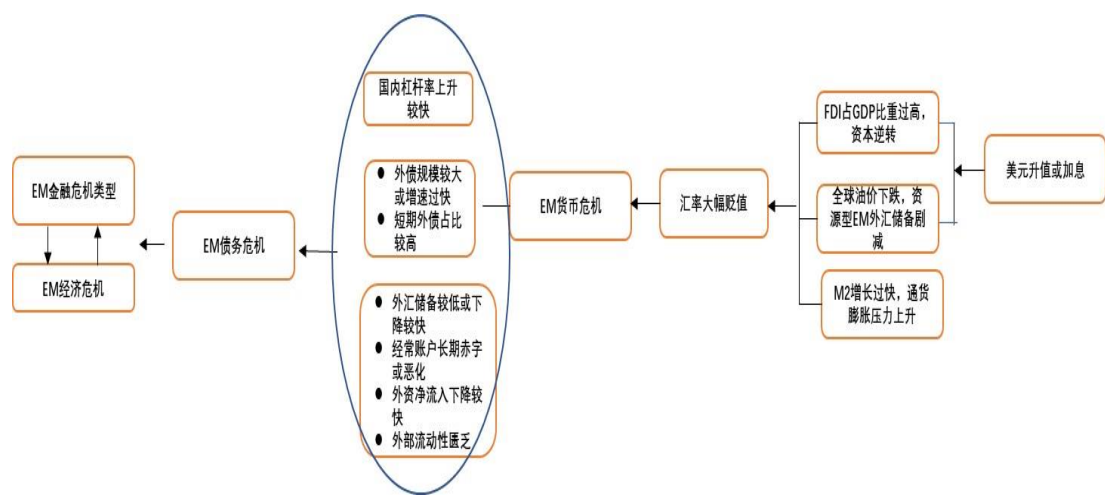
二、从危机中探索新兴市场国家的风险脉络和成因

1. 新兴市场国家的危机表现和风险传导途径

纵观二战以来新兴市场国家的历次危机，不论是上世纪 80 年代拉美债务危机、还是 90 年代亚洲金融危机、抑或是 1994 年的墨西哥金融危机、2002 年的阿根廷债务危机及 2015—2016 年资源型新兴市场国家的金融危机，无一逃不出这样的定律：危机前大举借美元外债→FDI 大量流入→货币超发、流动性泛滥→经济泡沫（房价、股价上涨）→推动“三高”（高外债、高赤字、高通货）→增强其经济脆弱性；而一旦外部影响资金流向的重要因素发生变化，加之本国货币汇率机制缺乏弹性，危机即由流动性风险引发，然后出现货币危机、债务危机到金融危机和经济危机，各种危机的共振效应难以避免。

¹ 实际汇率及名义汇率均为 2017 年底至 2018 年 7 月的涨跌幅。

图 7 新兴市场国家危机传导途径



数据来源：联合资信整理

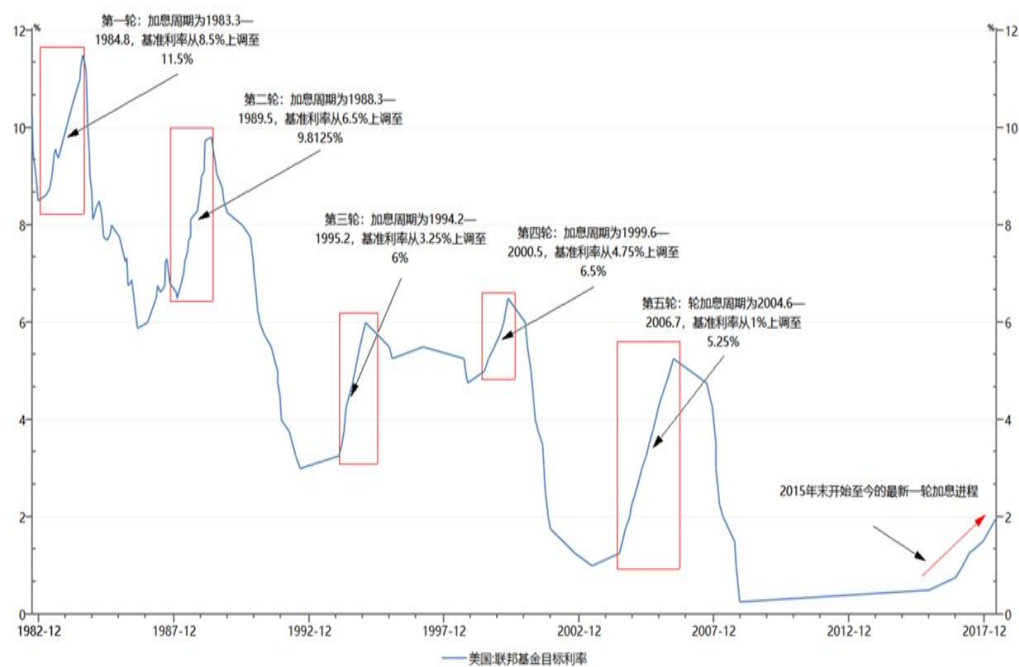
从图 7 可见，在美元下行周期，低成本的国际资本大量流入催生了新兴市场国家金融及房地产泡沫，同时国内信用大幅膨胀，外币债务也持续上升。一旦美元走强或进入加息通道，新兴市场国家负债端成本相对抬升、资产回报率被拉低、私人部门盈利能力变弱、对外杠杆率上升，本国货币汇率加速下跌，外资大量流出并使得新兴市场国家金融及房地产泡沫破裂，股债汇三大市场齐跌，外债偿付压力骤然增大，新兴市场国家信用风险上升。因此，新兴市场国家危机一定是从外部因素的变化所致，导致资金成本上升、流动性收紧然后传染到其信用最脆弱的环节，即杠杆高且信用支点脆弱的国家和地区，木桶短板效应立即显现，那些经济结构单一且结构失衡过于严重、外债占比高而外汇储备余额又不高或下降幅度较大的国家或地区总是首当其冲。

2. 引发新兴市场国家危机的深层次原因

（1）从以上危机表现来看，新兴市场经济体之所以受到美元涨跌和美元加息的影响，还在于这些国家实行的是本币与美元钉住的固定汇率制度。这就不难理解为什么历次新兴市场的危机都与美元的波动相关，美元周期变化都会导致新兴市场国家资本外流和货币贬值了。

从图 8 可以大致看出，自上世纪 80 年代以来，美元经历了 5 次加息周期，期间每一次加息终点都以某次危机为告终，如 1983 年开始的加息是以拉美债务危机的爆发为告终，1994 年的加息以亚洲金融危机的爆发为告终。2015 年 12 月以来，美元又进入了新一轮的加息通道，已经引发了委内瑞拉、土耳其等新兴经济体爆发了不同程度的危机，巴西、阿根廷、印度尼西亚等新兴经济体也处在了危机边缘。

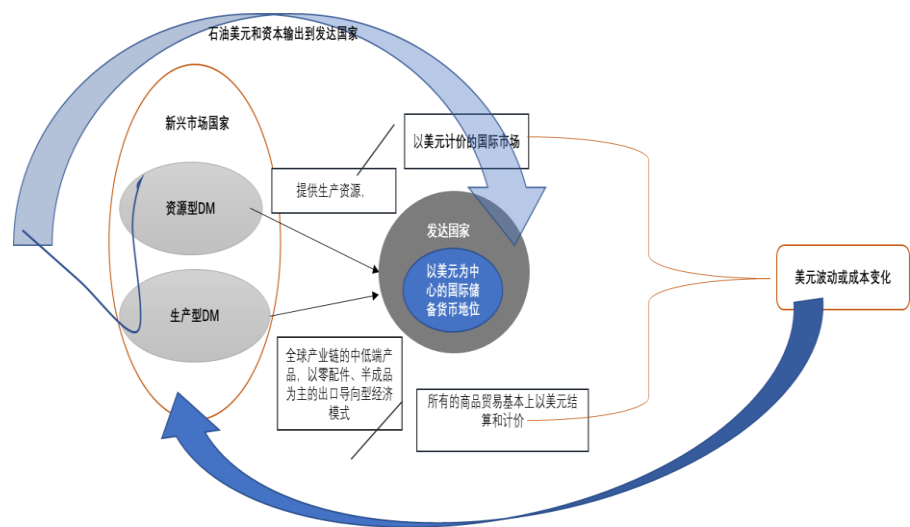
图 8 上世纪 80 年代以来美元的加息周期



数据来源：WIND，联合资信整理

（2）从根本上分析，无论是资源型新兴市场国家还是生产型新兴市场国家，由于天然与经济发达体国家构成了全球产业发展中的“中心——外围”经济发展模式，这一模式难有根本性的改变，加上其自身经济结构和金融结构均存在不同程度的不均衡发展，一旦外界因素的变动过大，尤其是以美元为中心的国际储备货币的波动，自然成为这一“中心——外围”经济模式中的一个非常关键的变量（图 9），最终必然带动相关市场的较大波动。

图 9 “中心——外围” 经济模式

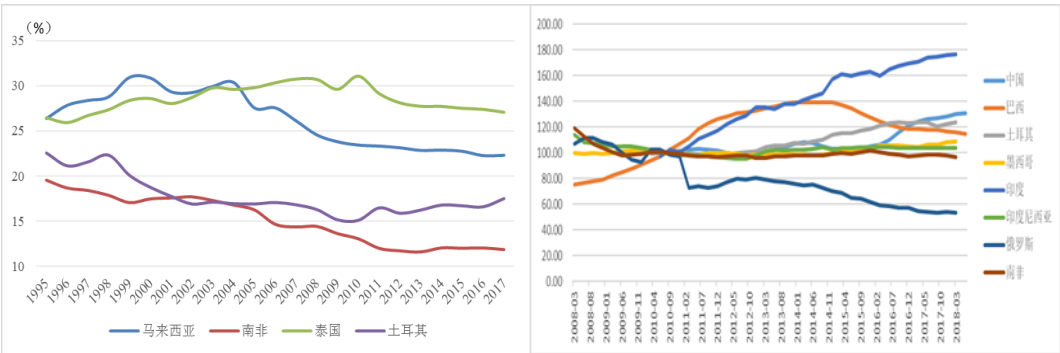


数据来源：联合资信整理

尽管生产型新兴市场国家大力发展制造业以加快国内经济增长，但由于大部分新兴市场国家制造业的产业布局都属于全球产业链的中低端，都缺乏较强的国际竞争力，在大量国际资本涌入下的大发展，也带来大量的产能过剩行业，使得制造业在各国的占比大部分呈下降趋势（图 10）。

相反，在美元低估期间，由于产能过剩制造业的盈利能力逐步减弱，在资本逐利的驱使下，大量外部流入资金转向金融和房地产市场，不断推高和积聚了大量金融和房地产泡沫。截至 2018 年 3 月，除俄罗斯和南非，其余新兴市场国家的房地产指数都超过一百，最高的印度高达 176.34（图 11）。

图 10 部分新兴市场国家制造业增加值占 GDP 比值变化情况 图 11 部分新兴市场国家房价指数（季度）



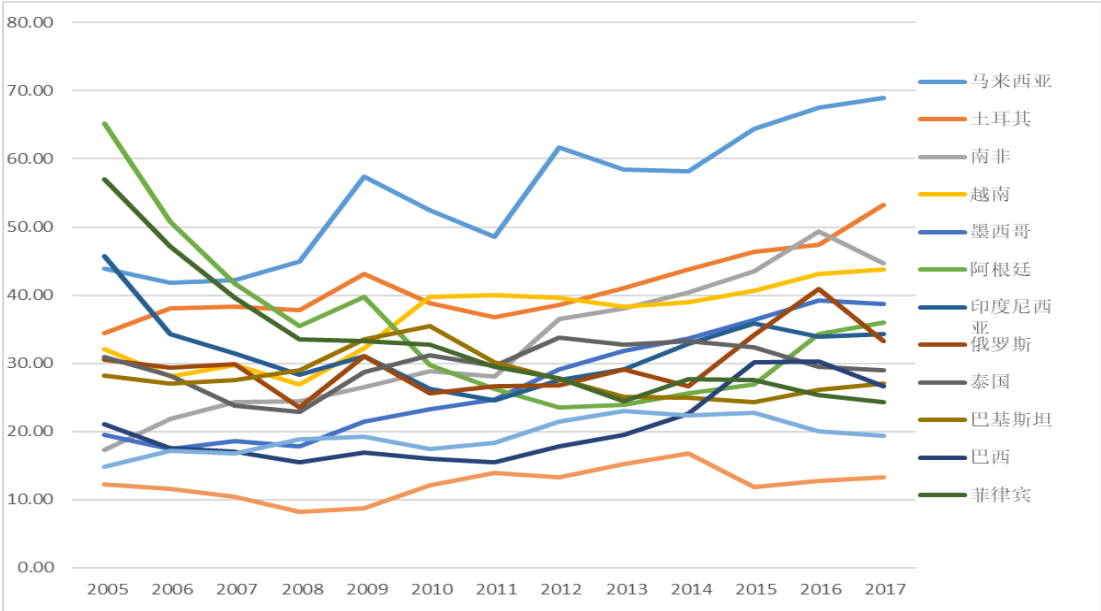
数据来源：IMF，联合资信整理

数据来源：OECD，联合资信整理

（3）从信用洼地来看，外汇储备对外债覆盖程度不足或是外汇储备结构不合理的国家和地区信用支点比较脆弱。一国货币危机的背后大多都是债务危机。由于国内资金的短缺，新兴市场国家在国际金融市场拆借资金，以及大量举借美元或欧元外币债务以发展本国经济，使其大部分新兴市场国家债务水平尤其是外债水平居高不下。而与此同时，外汇储备规模和外汇储备结构则不相匹配。据统计，新兴市场国家在 2008~2018 年上半年的外债规模目前已经超过了 10 万亿美元，达到 11.6 万亿美元，是十年前的两倍多。新兴市场面临日益增强的债务压力。从图 12 可见，马来西亚外债/GDP 比值高达 69%，其次是土耳其、南非和越南，分别为 53.3%、44.7%和 43.8%。

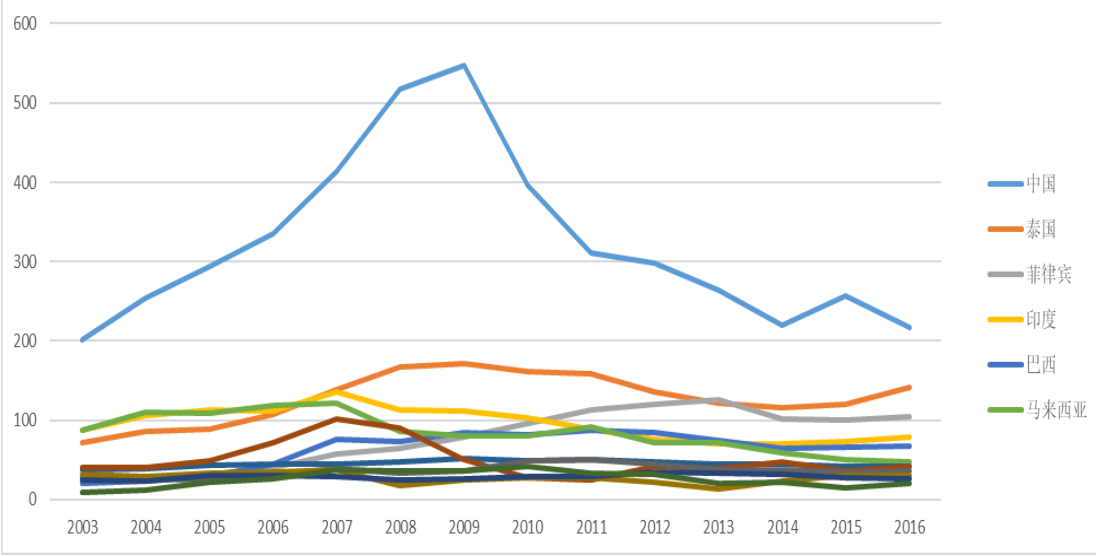
此外，从外汇储备水平和外汇储备结构来看，由于部分国家经常账户常年赤字，来自经常项目的外汇占比较低，而外资资本流入部分占主要部分，这也加大了其外部脆弱性。

图 12 部分新兴市场国家外债/GDP 占比



数据来源：EIU，联合资信整理

图 13 外汇储备/总外债（单位：%）



数据来源：IMF，联合资信整理

三、是否会引发新兴市场国家新一轮危机？

此轮新兴市场国家的货币贬值会使危机升级吗？会像以往历次危机那样，会产生一国货币危机和债务危机的共振吗？还有哪些新兴国家会对外部冲击缺乏抵御能力？这应该也

是目前国际投资者共同关注的问题。我们通过以上对于新兴市场国家危机爆发的传导逻辑及深层次原因的分析，在 70 多个新兴市场国家中筛选出 14 个国家作为样本，从货币及外汇政策的有效性、对外部融资的依赖性以及抵御外部冲击的能力三个方面考察，选取了通胀率、汇率贬值幅度、FDI/GDP、外币债务/GDP、经常账户余额/GDP 以及外汇储备/短期外债等六个指标，分别对 14 个新兴经济国家进行评价，结果如下。

表 1 14 个新兴市场国家预警指标表现²

国家	通胀率	货币贬值幅度	FDI/GDP	外币债务/GDP	经常账户余额/GDP	外汇储备/短期外债
土耳其	高	高	中	高	高	高
阿根廷	高	高	中低	中高	中高	高
南非	中	低	高	中	中高	中高
印度尼西亚	中低	中高	中	中高	中	中
巴西	中	高	中高	中	中低	低
巴基斯坦	中低	高	中低	中	中	中
马来西亚	低	低	高	高	低	中高
俄罗斯	中高	高	中	中	低	低
越南	低	中低	高	中高	低	中
墨西哥	中低	低	高	中	中	中低
泰国	低	低	高	中	低	中低
菲律宾	低	中高	中	中	低	低
印度	中低	中低	中低	中低	中低	低
中国	低	低	中低	中低	低	中低

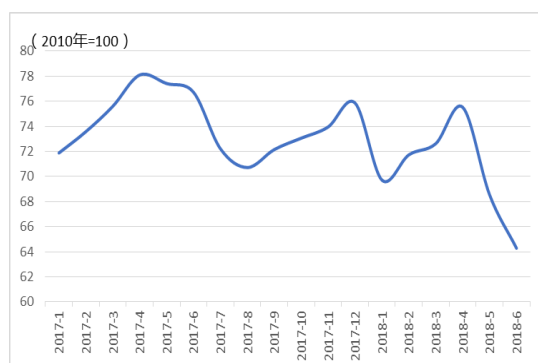
数据来源：联合资信整理

1. 货币贬值，通胀上行，外债高企，重点关注阿根廷债务风险

2017 年以来，阿根廷在 18 个月内实际有效汇率已经累计贬值 10.56%，在 14 个新兴市场国家中仅次于土耳其，2017 年全年通胀水平已经达到 25.68%，在 14 个新兴市场国家中是最高的。由于阿根廷政府社会保障和福利支出一直保持在较高水平，政府支出始终大于收入，阿根廷政府财政赤字高企，政府大量举债，特别是短期外债迅速累积，外汇储备对短期外债覆盖能力下降明显，2017 年外汇储备对短期外债的覆盖能力下降至 71.40%，是 14 个新兴市场国家中短期外债偿付能力最弱的国家。同时，阿根廷经常账户赤字连续五年下降，基本无法靠进出口实现创汇。综合来看，阿根廷国内货币和外汇政策缺乏有效性，外债高企，国内宏观经济脆弱性明显。就当前来看，其主要风险点来自于高企的外部债务，尽管目前阿根廷政府已向 IMF 寻求援助，但其本币贬值的趋势仍然难以得到有效遏制，危机升级的可能性有所加大。

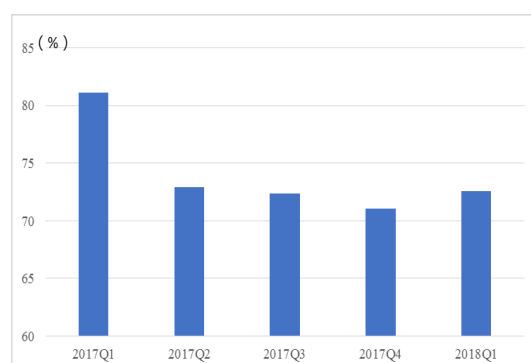
² 具体评价规则参见附表。

图 14 阿根廷实际有效汇率变化



数据来源：IMF，联合资信整理

图 15 阿根廷外汇储备对短期外债的保障程度



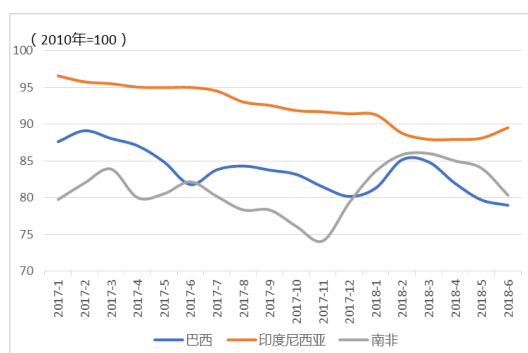
数据来源：IMF，联合资信整理

2. 南非爆发危机可能性较高，印度尼西亚、巴西和巴基斯坦脆弱性表现不同

南非是为数不多的货币升值的新兴市场国家，但仅这一点并不能提升其对外部风险的整体抵御能力。南非对外部依赖度较高，同时其经常账户常年赤字，出口创汇能力低下，经济脆弱性明显。2017 年南非 FDI 占 GDP 比例达到 43.08%，在新兴经济国家中处于较高水平，对外部融资依赖度较高；此外，南非外汇储备对短期外债的偿付能力也处在较低水平，在新兴经济国家中并不具备优势；同时，经常账户常年赤字，出口创汇能力较差。综合起来看，南非外部脆弱性较为明显，爆发危机的可能性较高。

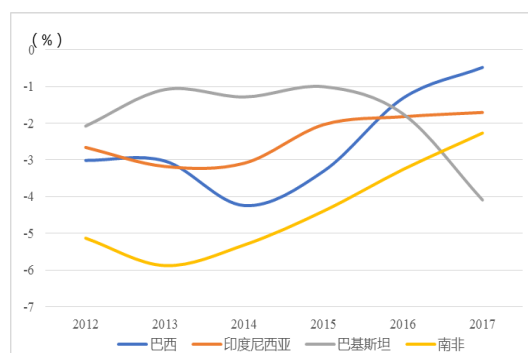
与南非相比，印度尼西亚、巴西和巴基斯坦均表现出货币贬值的趋势，并且贬值幅度较大，同时经常账户常年保持赤字状态，外部脆弱性较为明显。但尽管如此，三国在外部脆弱性上也各有侧重。具体来说，巴西经济对外部融资和外国投资依赖度较高，经济独立性较低，经常账户常年赤字，更受到国际贸易形势影响；印度尼西亚则是在外部债务上压力较大，特别是政府部门债务中外币债务占比较大；巴基斯坦则是在货币及外汇政策方面效率低下，汇率贬值幅度较大，经常账户常年赤字。

图 16 实际有效汇率变化



数据来源：IMF，联合资信整理

图 17 经常账户余额/GDP



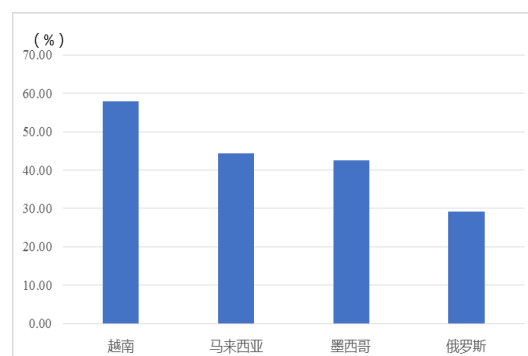
数据来源：IMF，联合资信整理

3. 俄罗斯货币贬值压力较大，而马来西亚、墨西哥和越南外向型经济体受外部影响可能性更大

俄罗斯、马来西亚、墨西哥和越南这四个新兴经济国家外部脆弱性一般，危机爆发可能性中等，其中俄罗斯在货币政策方面承受更大的压力。当前俄罗斯受美国制裁影响，与欧美国家关系均处在敏感时期。与此同时，俄罗斯国内通胀上行，物价压力明显，俄罗斯卢布今年以来实际有效汇率贬值近 9.16%，但俄罗斯经常账户保持盈余状态，依靠出口创造外汇，同时外债压力较小，外汇偿付能力较强。整体来看，俄罗斯对外部风险具备一定的抵御能力，危机升级的可能性处在中等水平。

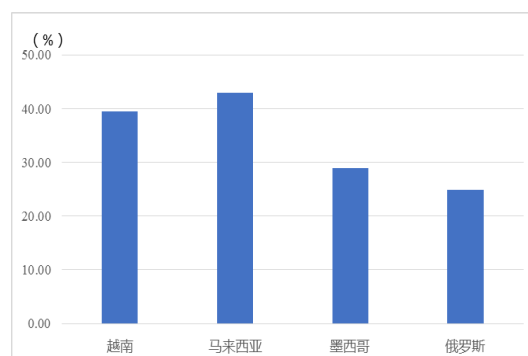
马来西亚、墨西哥和越南均属于外向型经济，经济增长依赖外部投资，在面临国际经贸变化时可能受到的波动更强，经济存在一定的脆弱性。马来西亚由于其短期外债在外债中占比达到 41%，外汇储备对短期外债偿付能力较弱，在外部债务方面承受一定的压力，存在短期流动性风险的可能性；另一方面，马来西亚经常账户保持较大盈余，国内货币仍处在升值阶段，创汇能力较强。墨西哥尽管近 5 年经常账户保持赤字状态，但其外汇储备较为充足，对外债特别是短期外债的覆盖能力较高，债务压力较小。越南由于其低廉的劳动力成本吸引了大量国际产业专业，其经济增长高度依赖外商投资，2017 年越南 FDI 占 GDP 比例高达 57.90%，是新兴市场国家 FDI 占比最高的国家。

图 18 FDI/GDP（2017 年）



数据来源：IMF，联合资信整理

图 19 短期外债/外债总额（2017 年）



数据来源：IMF，联合资信整理

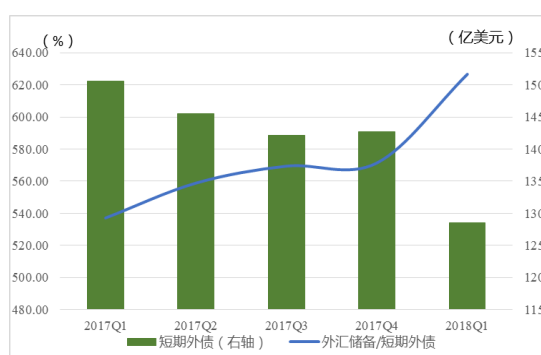
4. 菲律宾短期外债压力小，泰国经常账户保持高盈余，短期内表现稳定

在 14 个新兴经济国家中，菲律宾和泰国处在中低等级水平，说明短期内其危机升级的可能性较小。菲律宾比索在今年以来遭遇较大幅度贬值，实际有效汇率贬值幅度达到 7.60%，存在一定的资本外逃压力，受此影响，菲律宾外汇储备也存在一定的下滑压力。但从菲律宾的经济和债务结构来看，菲律宾依靠 2016 年以前的经常账户的大幅盈余累计了较为充足

的外汇储备，2017 年底外汇储备对短期外债的覆盖能力达到 570.32%，2018 年一季度尽管外汇储备有所下降，但其短期外债也明显下滑，外汇储备对短期外债仍具备较强的偿还能力。

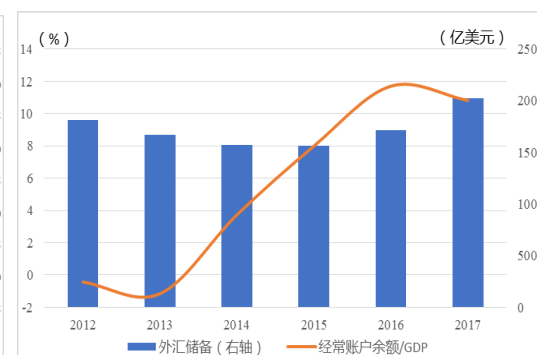
泰国自 2014 年实现经常账户盈余以来，盈余近年来逐年攀升，2017 年底泰国经常账户盈余占 GDP 比例高达 10.82%，是所有新兴经济国家中表现最佳的。得益于此，泰国的外汇储备自 2015 年以来呈持续上升之势。但与此同时，泰国经济增长对外资较为依赖，2017 年 FDI 相当于 GDP 的比值达到 48.74%，经济外来依存度较高，但其外币债务压力较小。

图 20 菲律宾短期外债及其保障情况



数据来源：IMF，联合资信整理

图 21 泰国经常账户余额及外汇储备情况



数据来源：IMF，联合资信整理

5. 印度和中国是新兴市场中爆发危机可能性较低的国家

相比其他新兴经济体，印度和中国在货币政策、外汇储备和经济独立性方面表现出来较高的水平，对其抵抗外部风险提供了良好支撑。

印度卢比尽管在实际有效汇率上表现出小幅贬值，国内通胀面临一定压力，但与其他新兴市场国家相比，印度经济表现出了较强的独立性，对外部投资依赖度较小，同时外币债务较低，外汇储备对短期外债偿付能力较强，整体来看对外部风险抵御能力仍然处在较高水平，爆发风险的可能性较低。

中国货币稳定，近 18 个月实际有效汇率显示人民币处在小幅升值状态，且对外部投资依赖度较小，经常账户保持盈余，同时中国拥有庞大的外汇储备，对外债偿付能力较强，在经济的独立性、货币和外汇政策有效性以及外汇能力方面表现出了较强的能力。综合来看，中国对外部风险抵御能力较强，爆发危机的可能性较低。

四、启示

1、毫无疑问，目前新兴市场国家随着美元加息和走强，其不确定的确有所上升。对于其中一些国家，货币危机之后转化为债务危机的概率在提升，但这种共振的可能性总体不高。

2、新兴市场货币急剧贬值对全球金融市场存在一定的负外溢效应，但相对有限，短期内产生类似亚洲金融危机之类的金融风暴的可能性不大。

3、对于持有一些危机升级可能性较高的国家主权债券和贷款的国际银行，加强其风险敞口的把控和提高相应的拨备计提水平是有必要的，以防止可能出现的风险敞口的暴露。

4、有些新兴市场国家的地理位置离欧盟很近，且在与欧盟经济往来频率较高，如果一旦这些国家发生较大幅度的货币贬值或危机转化，是否会波及欧盟一些比较脆弱的国家还有待于进一步观察。

附表

附表 1 预警指标表现评价标准

	通胀率	货币贬值幅度	FDI/GDP	外币债务/GDP	经常账户余额/GDP	外汇储备/短期外债
高	$\geq 9\%$	$< -9\%$	$\geq 40\%$	$\geq 40\%$	$< -4\%$	$< 100\%$
中高	(7%,9%]	[-9%,-6%)	[30%,40%)	[30%,40%)	[-4%,-3%)	[100%,200%)
中	(5%,7%]	[-6%,-3%)	[20%,30%)	[20%,30%)	[-3%,-2%)	[200%,300%)
中低	(3%,5%]	[-3%,0%)	[10%,20%)	[10%,20%)	[-2%,-1%)	[300%,400%)
低	(0%,3%]	$\geq 0\%$	$< 10\%$	$< 10\%$	$\geq -1\%$	$\geq 400\%$

附表 2 各国数据表

国家	通胀率	货币贬值幅度	FDI/GDP	外币债务/GDP	经常账户余额/GDP	外汇储备/短期外债
土耳其	9.00	-11.72	21.20	50.18	-4.69	91.35
阿根廷	15.64	-10.56	12.21	32.33	-3.23	71.40
南非	5.56	0.75	43.08	21.73	-3.60	124.06
印度尼西亚	4.76	-7.24	24.46	34.80	-2.08	276.73
巴基斯坦	4.69	-13.78	14.05	28.60	-2.27	296.72
巴西	6.54	-9.85	37.79	24.19	-1.94	615.21
俄罗斯	7.71	-9.16	29.11	24.88	2.88	774.30
马来西亚	2.80	5.33	44.37	42.90	3.05	114.90
墨西哥	4.10	7.84	42.45	28.86	-2.02	329.62
越南	3.00	-2.17	57.90	39.45	3.13	260.77
菲律宾	2.57	-7.60	25.13	22.66	1.07	570.32
泰国	0.49	3.97	48.74	21.95	8.75	321.80
印度	4.78	-0.19	14.78	12.51	-1.33	422.72
中国	1.78	2.49	12.41	14.24	1.88	386.53

注：1、通胀率和经常账户余额占比均为近 5 年加权平均值；
2、除巴基斯坦和越南外，其他国家汇率均为实际有效汇率，贬值幅度为近 18 个月涨跌幅；
3、FDI/GDP 和外汇储备/短期外债为 2017 年数据；
4、外币债务/GDP 中，中国、印度尼西亚和巴基斯坦为根据央行数据测算的总债务占比。

数据来源：World Bank、IMF、WIND、BIS 以及各国央行官网。