

宏观视角下新兴经济体受海外冲击的历史梳理

规划研究部宏观研究处 王晓颖

今年以来，随着美元走强，多个新兴经济体国家货币出现大幅贬值，有些国家甚至出现股债汇全面崩盘的情况，各国央行不得不出手相救。截至今年6月初，阿根廷比索贬值近40%，其央行八天内连续加息三次，政策利率高达40%。随后货币贬值在新兴经济体国家中蔓延，土耳其里拉贬值近20%，其央行半个月内加息两次，政策利率达17.75%。巴西雷亚尔贬值近20%，使得巴西央行结束降息周期，并对汇率市场进行大幅干预。此外，印度尼西亚、印度等国家也纷纷采取加息来阻止本币的大幅贬值。回顾历史，历次金融危机都伴随着新兴经济体货币大幅贬值，进而影响股票和债券市场。本文对新兴经济体的脆弱性进行分析，并对新兴经济体历次危机的宏观背景进行梳理，以期为新兴经济体提高自身防御能力提供一些思考。

一、新兴经济体的脆弱性

新兴市场国家不能以本币获得外部融资，这是其经济脆弱性的根源。这种特点使得一旦外部宏观环境出现了变化，引起资金流动方向的变化，就可能导致一国陷入资本外流、

国内资产价格下降、货币贬值这种能够自我强化的恶性循环。此外，当一国出现危机时，可能导致海外投资者对于整个新兴市场的风险偏好下降，使得危机在不同国家之间发生传染。在这种情况下，一国经济结构与政治环境的稳定性、政府的财政与货币政策纪律、经济的市场化程度、国内资产的运行情况，都可能会影响其抵御外部风险的能力。

1、对外融资依赖

新兴经济体的发展依赖于引进海外投资，但是在当前的国际货币体系中，新兴经济体处于相对边缘的地位，其货币难以成为国际货币而实现直接融资，导致很多新兴经济体积累了大量的外币债务。一旦国际宏观环境变化，带来资本流动方向的逆转，就可能使得新兴经济体无法实现再融资，导致出现系统性风险。

2、经济结构单一

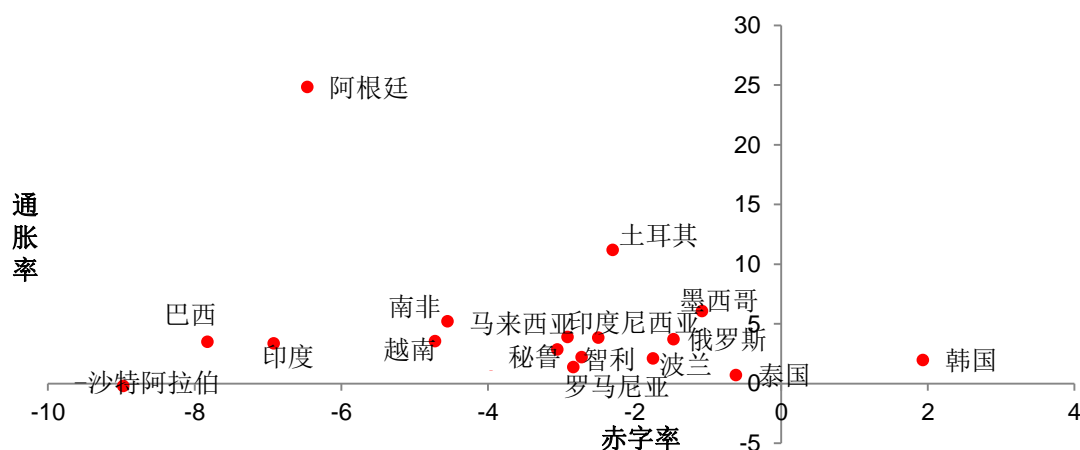
很多新兴经济体拥有丰富的自然资源，经济景气周期内为其带来大量的财富与收入，但也造成了部分国家经济结构单一的问题，而这些新兴经济体往往又没有完整的工业体系，过于依赖于初级产品出口。例如智利与秘鲁相对依赖铜矿的出口、阿根廷相对依赖农产品、沙特与俄罗斯又依赖于原油等，这就使得部分新兴经济体对于大宗商品价格的变动十分敏感。一旦国际大宗商品价格出现了持续的下跌，可能会对部分经济体的经常项目收支带来较大的冲击，进而诱发部分

新兴经济体股市与汇市的持续调整。

3、先天发展欠缺

很多新兴经济体还处于工业化的中前期，国内市场主体、市场规则、市场监管的建设多数还不完善，导致其应对外部风险的能力较弱。而且很多国家的财政与货币政策缺乏纪律性，部分国家政府在经济景气周期中大幅增加财政支出，在外部风险来临之际，财政赤字规模扩大。此外，很多国家的央行缺乏应有的独立性，通过印发钞票而筹资成为政府难以抵挡的诱惑，因此很多国家存在超发货币的倾向，这也致使部分新兴经济体出现持续性的高通胀。2008年全球金融危机后，在全球主要发达经济体都面临着通缩的风险时，很多新兴经济体却仍然为高通胀而困扰。例如近期陷入困境的阿根廷，其通胀率已经连续11年超过两位数。这些因素也使得部分新兴经济体在面临外部冲击时更加脆弱。

图1 新兴经济体通胀率和财政赤字率均较高



4、政局动荡

政治体制不完善带来的政局动荡，也是部分新兴市场国

家危机频发的重要因素。通常来说，国内政治不稳定，往往会导致国际资本对这部分国家长期投资的信心不足。一旦国际宏观环境发生变化，就更容易出现资本外逃的现象，加剧外部冲击对于国内市场的影响。例如近期陷入困境的土耳其，其市场动荡的部分原因就来自于其政治问题。

二、新兴经济体危机发生的国际宏观背景梳理

二十世纪八十年代以来，新兴经济体先后经历了 1982 年拉美债务危机、1995 年墨西哥金融危机、1997 年亚洲金融危机、1998 年俄罗斯金融危机、1999 年巴西金融危机、2001 年阿根廷金融危机和 2008 年全球金融危机。

表 1 20 世纪 80 年代以来新兴经济体危机梳理

	国际宏观	国内环境	危机简述
1980s 拉美债务危机	油价攀升，美联储加息，美元显著升值。	通胀攀升，利率上涨，出口放缓。	1970s 以来，油价快速攀升，新兴市场中石油进口国被迫承受更高的石油价格，产生了大量的资金需求。随着资本从发达国家流向这些新兴市场国家，外债不断积累。随着美联储加息，美元持续走强且 LIBOR 利率提高，这些新兴市场国家的外债压力不断累积，而美国更高的利率导致资本回流，新兴市场的金融风险不断累积。危机的爆发以 1982 年墨西哥宣布无力偿还主权债为起点。1980s 新兴市场兑美元实际有效汇率指数累积最大跌幅达 32%。
1990s 墨西哥金融危机 亚洲金融危机	亚洲四小龙腾飞新自由主义盛行，美联储加息，美元升值，国际炒家狙击。	墨西哥：政局动荡，债务危机后增长缓慢，经常账户赤字扩大。 亚洲新兴市场国家：放松资本管制吸引外资，经常账户赤字扩大。	以墨西哥为代表的拉美国家经历了 1980 年代债务危机带来的增长乏力后，一直希望通过新自由主义的道路重新立足。亚洲的新兴市场国家也跟随走上了新自由主义的道路，因为当时这条路当时被认为可以创造奇迹，1990 年代亚洲四小龙和泰国的实际 GDP 增速一度达到 11% 的高增长。后来随着国际资本回流，受影响国家的货币和银行系统崩溃，危机随之爆发，并蔓延到了其他国家。1995 年 12 月 21 日墨西哥宣布比索自由浮动，20-22 日 3 天墨西哥比索下跌 45% 被作为墨西哥金融危机的起点；而 1997 年 7 月 2 日泰国宣布泰铢自由浮动，当日随即大跌 20% 常被作为亚洲金融危机的开端。
1990s 末 -2000s 初俄罗斯、巴西、 阿根廷金融危机	能源和金属价格下跌，美元持续升值，亚洲金融危机阴影笼罩。	俄罗斯：处于私有化的过渡期，出口下滑，经济衰退，财政缺口扩大，政局动荡。 巴西：抑制通胀	部分由于亚洲金融危机的影响，1998 年的俄罗斯金融危机、1999 年的巴西金融危机和 2001 年的阿根廷金融危机接踵而至。俄罗斯金融危机爆发于 1998 年 8 月 17 日，俄罗斯政府将卢布贬值，宣布国债违约，并宣布暂停向外国债权人支付还款；巴西金融危机始于 1999 年 1 月 13 日，巴西政府宣布对本国货币雷亚尔实行贬值并任命洛佩斯为中央银行新行长，15 日宣布雷亚尔自由浮动，1 月 12~21 日 9

		造成巨额财政赤字，过度依赖外资，高利率，币值存在高估。 阿根廷：偿债危机，经济衰退，政局动荡。	天里，雷亚尔汇率下跌~23%；阿根廷金融危机爆发于 2001 年 12 月，阿根廷宣布放弃实行 11 年的比索与美元联系汇率制度，比索随即大幅贬值，3 个月内比索贬值幅达~67%。20 日，时任阿根廷总统德拉鲁阿辞职，两周内，阿根廷更换了 5 位总统。
2008 年 全球金融危机	美国次贷危机，失业率骤升，经济衰退	——	2007 年美国次贷危机后，全球金融危机爆发，新兴市场的股价和汇率大幅下跌。全球金融危机爆发于 2008 年 1 月 21 日，被称作“黑色星期一”，全球股指均明显下滑，伦敦金融时报 100 指数、巴黎 CAC40 指数、法兰克福 DAX 指数、新加坡海峡时报指数、香港恒生指数、上海上证综指跌幅均超 5%。全球金融危机中，受影响较大的新兴市场国家包括越南、韩国、俄罗斯、乌克兰等。

从宏观的角度来看，美联储货币政策收紧、美元走强、大宗商品价格走弱和外部冲击，成为引发新兴市场国家产生危机的重要因素。

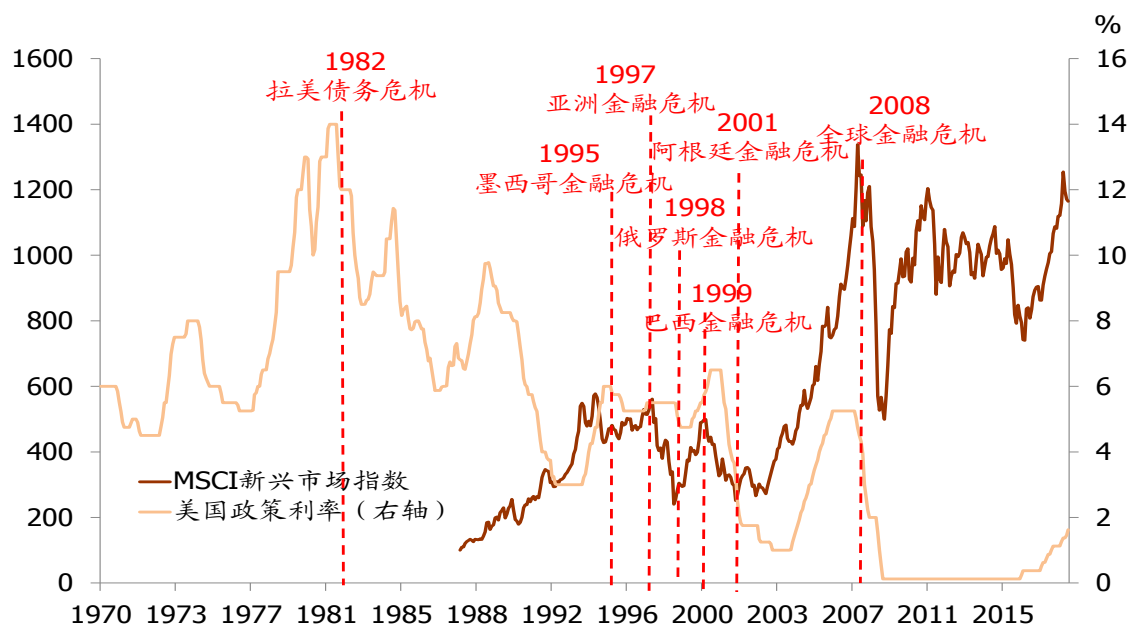
1、美联储货币政策

新兴经济体无法以本币进行外部融资，因而作为在国际贸易以及金融活动中最重要的货币，美元的汇率与利率以及隐藏在其背后的美联储货币政策的变化，对于新兴经济体的外部融资环境，便发挥了至关重要的作用。80 年代以来，出现的每一次波及多个新兴经济体的系统性的经济危机，基本都发生在美联储货币政策收紧的背景下。

20 世纪 80 年代初期的拉美债务危机就与美联储当时的货币紧缩政策关系密切。1970 年代，石油危机下油价的大幅上涨使得石油美元的出现，美元流动性处在相对宽松的状态，拉美国家也受益于大宗商品价格的上涨，财政收入有所提升，这也刺激了这些经济体采取了更具扩张性的财政政策，对外

大规模举债债务负担沉重。1979至1981年，为应对高通胀，美联储主席 Paul Volker 多次提高联邦基金利率。1981年3月，依据泰勒规则计算的美国联邦基金率达到 22.4% 的高点。高利率环境下美国经济不断走弱，失业率由 1979年5月的 5.6% 一度攀升至 1982年11月的 10.8%。

图2 美国政策利率与 MSCI 新兴市场指数

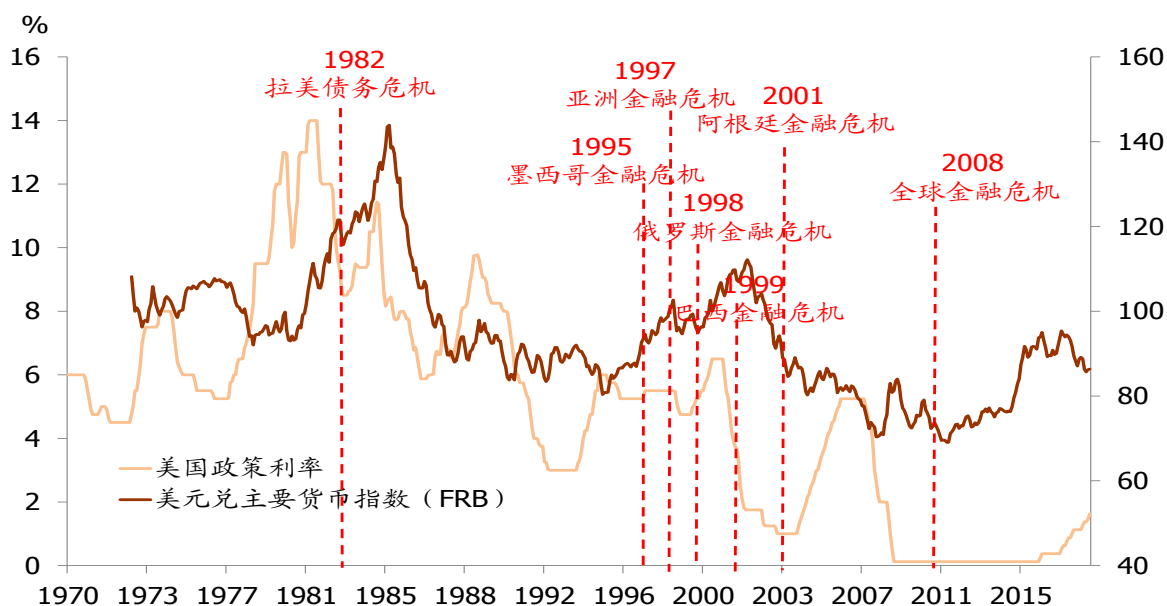


2、美元走势

在一般情况下，美元汇率与美联储的货币政策是高度相关的。但在某些情况下，在美联储货币政策相对稳定的时期，美元汇率的升值也会对新兴经济体造成较大的冲击。尤其对于很多新兴经济体而言，它们倾向于以美元为锚，实行盯住美元的政策。这样一来，美元的强势一方面会使得部分新兴经济体经常项目恶化，另一方面在部分新兴经济体负债美元化、收入本币化的背景下，也会加剧部分新兴经济体的债务

负担，可能使部分企业面临破产的风险，进一步加剧经济的衰退。1997 年的亚洲金融危机与 2001 年阿根廷危机的发生均有美元强势的因素。

图 3 美国政策利率与美元兑主要货币指数



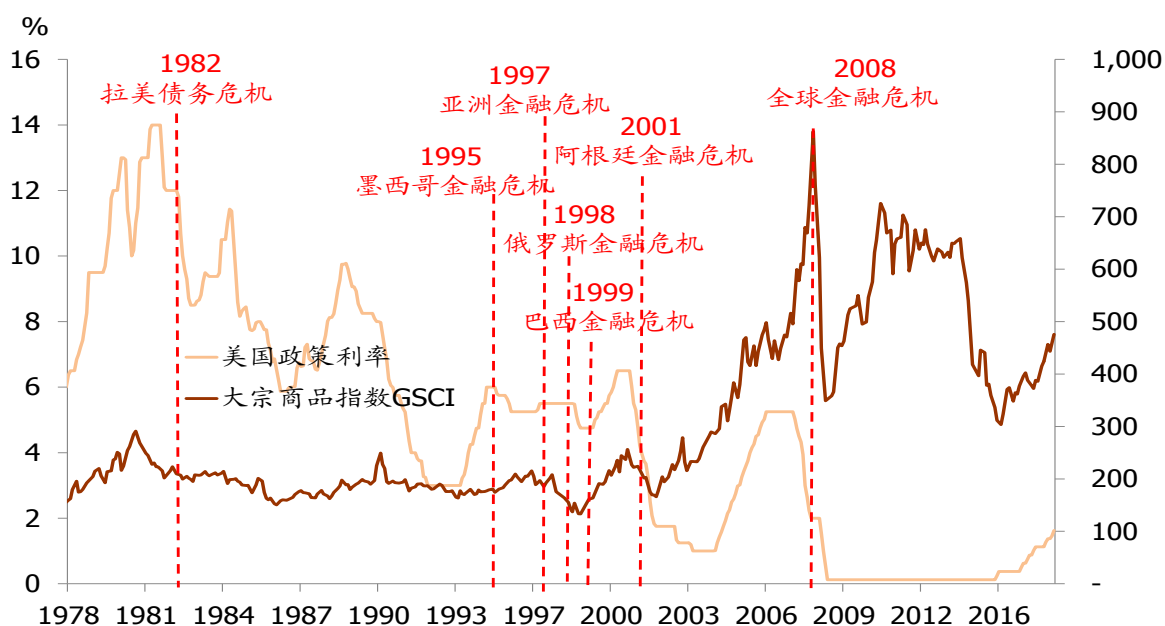
3、大宗商品价格走势

很多新兴经济体依赖于初级产品出口，大宗商品的价格波动也是新兴市场国家外部环境的重要影响因素，1982 年拉美主权危机的发生就与当时大宗商品的价格不无关系。一旦大宗商品价格出现长时间的大跌，可能会导致这部分国家国际收支迅速恶化，动摇投资者对于该国货币稳定的信心，引起货币贬值压力，引发资本外流——资产价格下跌——货币贬值的恶性循环。而大宗商品价格也不是单独的变量，它与美元汇率以及美联储的货币政策都不无关系，CRB 大宗商品价格指数与美元指数就保持了相对明显的负面关系。在美元

升值周期内，大宗商品的价格下降可能加剧部分新兴经济体面临的风险。

1998年俄罗斯的货币危机就是与原油价格的大幅下挫关系密切。在1994年到1996年间，原油价格整体处于上涨状态，俄罗斯每年都保持着巨额经常项目顺差。但是自1997年以来，原油价格开始出现了回落，从1997年初最高的23美元，到1998年末最低不足10美元，这使得俄罗斯的出口受到极大影响。此后，亚洲金融危机的不断蔓延，也波及到了俄罗斯市场，海外资本大规模流出进而引起汇率下跌和股市大幅下挫。1998年8月，俄罗斯政府决定让卢布自由浮动，宣布单方面延期偿付以卢布计价的内债和部分外债，并禁止银行兑现外汇承诺。卢布汇率在几个月的时间内从1:6.2贬值至1:20。货币贬值与资本外流也造成了俄罗斯股市大幅下挫，恶性循环再度出现，大量企业和银行倒闭，通货膨胀加剧，经济活动陷入衰退。

图4 大宗商品价格与新兴市场危机



4、外部经济放缓或危机传染

发达经济体陷入经济危机或者经济放缓，也可能使得与之关系密切的新兴市场国家出现股市与汇市的大幅波动。一般来说，发达经济体自身的经济趋弱可以从两个方面影响新兴经济体。首先，发达经济体是全球需求的主要提供者，一旦其经济陷入困境，可能造成新兴经济体外需的下降，最终导致新兴经济体增速的下降。其次，发达经济体出现危机，可能使投资者的风险偏好急剧下降，导致全球范围内的所谓“金融骤停”的现象，同样对新兴经济体的汇市与股市带来冲击，例如2008年全球金融危机对新兴市场国家的冲击。

由于新兴经济体自身的脆弱性，以及美元目前仍是影响全球贸易和金融的金融，如果一个新兴经济体想要降低海外冲击对于国内市场的影响，就需要增加其自身的稳健性。具体措施包括：实行更有弹性的汇率制度；谨慎开放资本账户；适当控制外债的结构和规模；保持充足的外汇储备；保持国内财政与货币政策的纪律性；保持政局稳定。当然，这些措施可能都不能完全按阻断外部冲击对于国内的影响。从长远看，还需要该国货币成为被普遍接受的国际货币，才能提高自身抵御能力。