



## 宏观研究

## 【粤开宏观】新兴市场债务危机再度来袭

2022年07月22日

**分析师：罗志恒**

执业编号：S0300520110001  
电话：010-83755580  
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

**分析师：方堃**

执业编号：S0300521050001  
电话：010-83755575  
邮箱：fangkun@y kzq.com

**近期报告**

《【粤开宏观】3000亿开发性金融债券对基建投资的拉动》2022-07-06

《【粤开宏观】拾级而上：下半年中国宏观经济展望》2022-07-07

《【粤开宏观】美国对华关税之变：动机与时机》2022-07-15

《【粤开宏观】二季度经济实现正增长，下半年将回归潜在增速》2022-07-15

《【粤开宏观】本轮房贷断供风波：根源、影响及应对》2022-07-20

**摘要**

今年欧美发达经济体加息、国际能源和粮食危机对新兴市场造成冲击，部分脆弱的新兴市场或将面临资本外逃、本币贬值，进而产生债务危机。今年5月斯里兰卡宣布债务违约，加剧了投资者对新兴市场的担忧。7月IMF总裁表示，目前30%的新兴市场和发展中经济体、60%的低收入经济体正处于或接近债务困境。

本文分析美国加息引发新兴市场债务危机的具体机制，研判本轮加息周期新兴市场债务风险，以及对中国的外溢影响。

**风险提示：**美国加息引发全球经济衰退、美元流动性危机



## 目 录

一、美元加息引发新兴市场债务危机的机制 .....	
二、当前新兴市场的债务风险研判 .....	
三、我国需要防范美联储加息的外溢效应 .....	

## 图表目录

图表 1：今年 3 月以来新兴市场证券投资连续净流出 .....	
图表 2：新兴市场外债规模逐年攀升 .....	
图表 3：美联储加息导致美股美债波动率上升 .....	
图表 4：新兴市场抬高政策利率应对资本外流风险 .....	
图表 5：亚洲地区发展中经济体贸易顺差扩大 .....	
图表 6：斯里兰卡疫情后国际游客锐减，外储快速消耗 .....	
图表 7：今年多数新兴市场货币对美元汇率大幅贬值 .....	
图表 8：土耳其双逆差，国际收支压力大 .....	
图表 9：短期外债高的新兴市场经济体爆发危机的可能性大 .....	
图表 10：今年我国出口国际份额或将下滑 .....	
图表 11：今年 2 月以来债券通境外机构持仓大幅流出 .....	
图表 12：中资地产美元债季度发行和到期金额 .....	10

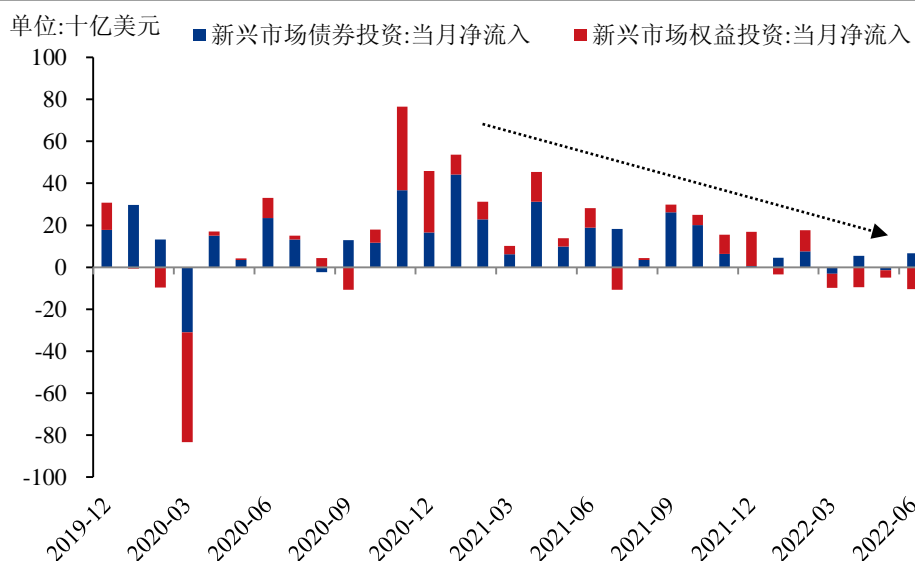


## 一、美元加息引发新兴市场债务危机的机制

历史上，美国加息周期、美元走强周期往往是新兴市场债务危机的导火索，典型案例如 1980 年代拉美债务危机、1997 年亚洲金融危机。通常而言，美元加息周期启动，将通过加剧资本外流、抬高融资成本、冲击贸易收支、加大市场波动、掣肘货币政策五个渠道诱发新兴市场债务危机。

一是资本流动渠道，利差收窄与货币贬值加大资本外流压力。今年上半年由于美元指数走强、美债利率上升，新兴市场证券资产对海外投资者的吸引力减弱，国际资本从净流入转向净流出。根据国际金融协会，今年 3-6 月，新兴市场股票连续 4 个月出现国际资本净流出，合计超 300 亿美元。

图表1：今年3月以来新兴市场证券投资连续净流出

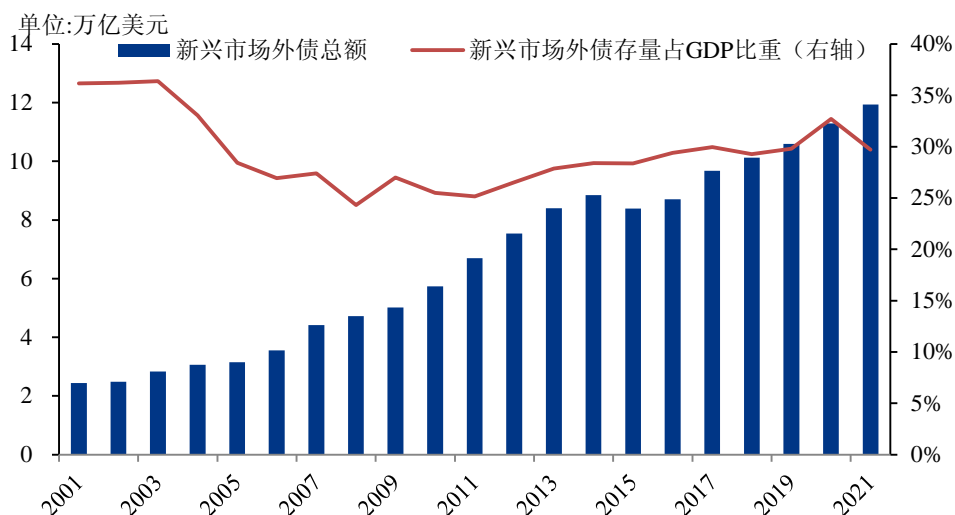


资料来源：国际金融协会 IIF、粤开证券研究院

二是债务融资渠道，美国加息抬升新兴市场经济体融资成本。美元加息后，新兴市场经济体的融资成本上升，易发生主权信用评级下调，外部融资条件恶化。据 IMF 统计，2021 年新兴市场经济体外债总额达 11.9 万亿美元，同比增长 5.8%，外债占 GDP 比重达 29.7%。新兴市场经济体多依赖于海外融资，近两年是新兴市场偿债高峰期，考虑到当前外债存量高，未来融资成本抬升或将加大再融资压力，高债务的新兴市场风险较大。



图表2：新兴市场外债规模逐年攀升

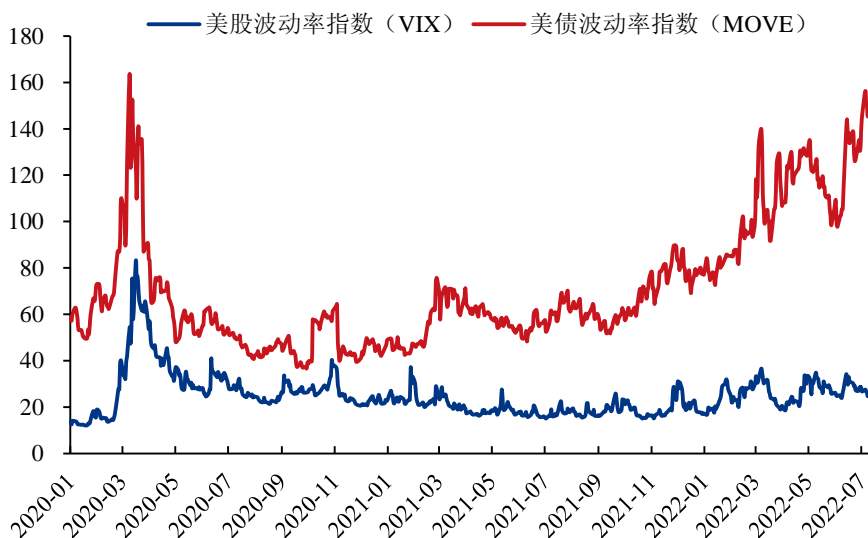


资料来源：IMF、粤开证券研究院

**三是商品贸易渠道，出口需求走弱与贸易条件恶化将冲击国际收支。**一是美国加息抑制总需求，外需转弱将冲击新兴市场的商品出口，欧美经济衰退预期，可能进一步导致全球贸易收缩。二是国际大宗商品价格大涨，部分发展中经济体是能源和粮食进口国，进口商品价格涨价幅度高于出口商品，面临贸易条件恶化，贸易逆差可能扩大。两方面因素使得新兴市场贸易账户国际收支状况变差，或将导致偿债能力下降。

**四是金融市场渠道，全球资产价格波动引发流动性风险。**美联储加息使得金融市场风险偏好下行，美国股债波动加剧，并对外输出波动率，新兴市场资产价格大幅波动，加大国内金融不稳定性，容易出现流动性风险。今年美债波动率指数最高接近 2020 年疫情爆发时期，美债 10 年期收益率最高突破 3.5%。无风险利率上升压制估值，叠加全球经济衰退预期冲击盈利，新兴市场权益资产或将大幅杀跌。

图表3：美联储加息导致美股美债波动率上升



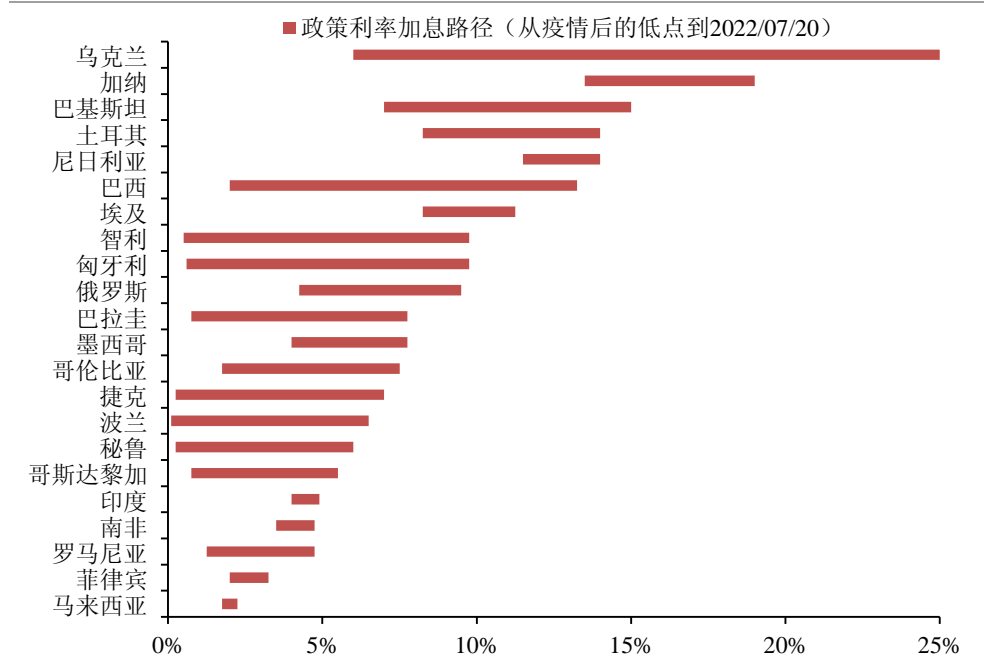
资料来源：wind、粤开证券研究院

**五是货币政策渠道，新兴市场经济体被动收紧货币加大经济金融风险。**根据“不可能三角”理论，小型开放经济体无法同时实现汇率稳定、资本自由流动和货币政策独立。



美联储加息会掣肘新兴市场货币政策空间，新兴市场为了减少资本外流、支撑汇率，将被迫放弃货币政策独立性。今年以来，已有 22 个新兴市场密集加息，政策利率较疫情前的低点已经大幅提升。新兴市场被迫收紧货币可能会导致经济增长放缓，国内企业融资环境恶化，高杠杆行业与企业难以偿付债务，可能连带金融体系出现风险。

图表4：新兴市场抬高政策利率应对资本外流风险



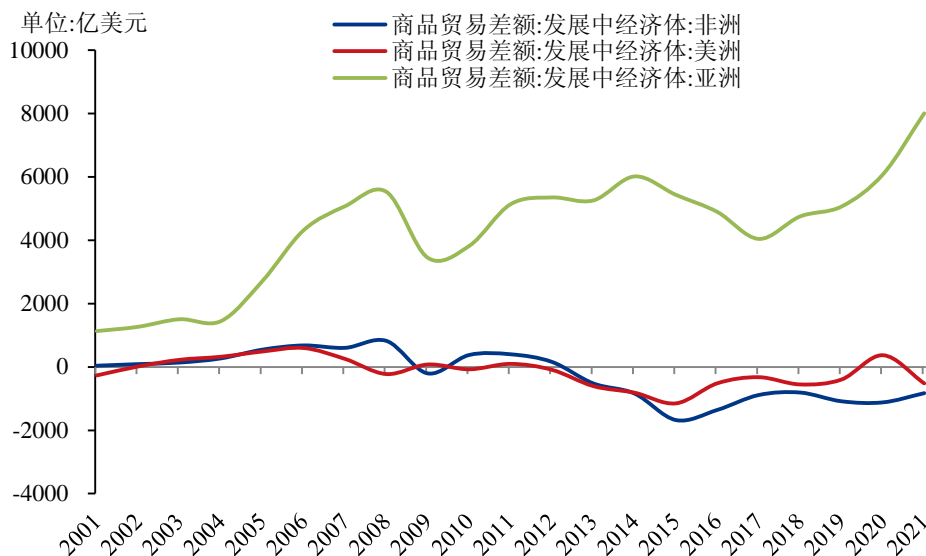
资料来源：wind、粤开证券研究院

## 二、当前新兴市场的债务风险研判

冰冻三尺非一日之寒，新兴市场债务危机往往是内外因多重风险交织后的结果。外因包括美联储加息、美元升值、资本外流、地缘冲突爆发等。内因主要是经济结构失衡、贸易赤字和高外债等。新兴市场本身可以通过加快经济结构转型、改变融资结构、宏观政策协调等手段增强国内经济金融体系韧性，降低美联储加息引发的债务风险。预计本轮新兴市场债务风险将出现明显的分化。

一方面，受益于大宗商品上涨和国际贸易产业链转移的经济体，出口增长和国际收支改善增强偿债能力，如石油输出国、东盟地区主要国家的债务风险较低。加上部分国家强化了财政纪律，减少财政赤字，降低外债融资，提前加息应对潜在的资本外流风险。

图表5：亚洲地区发展中经济体贸易顺差扩大

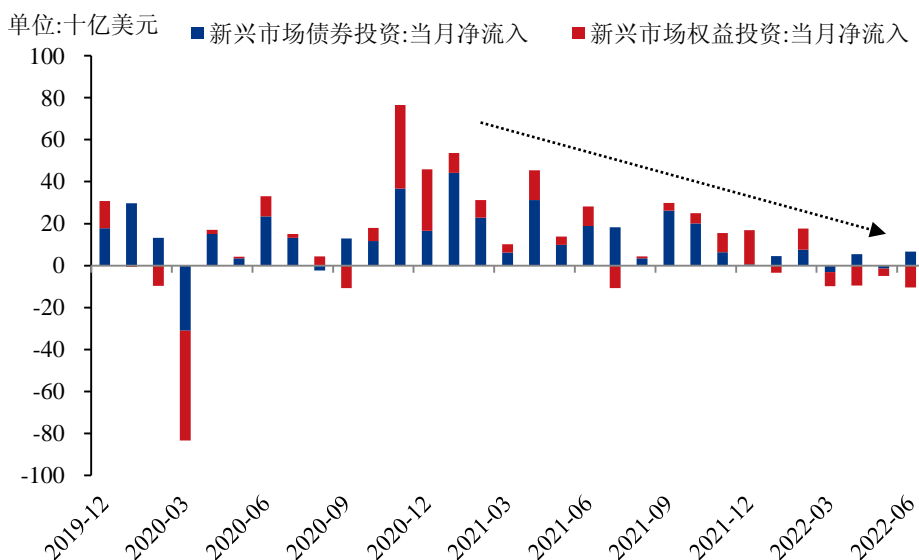


资料来源: UNCTAD、粤开证券研究院

另一方面,全球能源危机和粮食危机冲击,大宗商品净进口国面临的债务风险较高。国内经济脆弱、汇率贬值幅度较大、国际收支失衡、短期债务较高、政局不稳定的新兴市场爆发债务危机的风险持续提升,尤其是阿根廷、土耳其,东欧地区的匈牙利、波兰以及中东地区埃及等非产油国的风险较高。

一是国内经济薄弱、产业结构单一的新兴市场偿债能力不足,容易发生债务危机。斯里兰卡成为今年首个主权债务违约的发展中国家。究其原因,首先是经济内增动力不足。斯里兰卡国内产业结构单一,国内经济主要依赖旅游服务业,受到疫情严重冲击,国际游客锐减,经济增长乏力。其次是粮食能源供应不稳定。斯里兰卡粮食和能源自给率很低,全球粮食危机和能源危机导致输入性通胀严重,今年6月国内CPI同比高达54%,上半年美元兑卢比汇率累计贬值超76%。最后是融资结构不合理。斯里兰卡严重依赖外债,2021年末外债总额超507亿美元,较2011年翻了一番,而国际储备规模不到20亿美元,偿债能力不足。

图表6: 斯里兰卡疫情后国际游客锐减,外储快速消耗

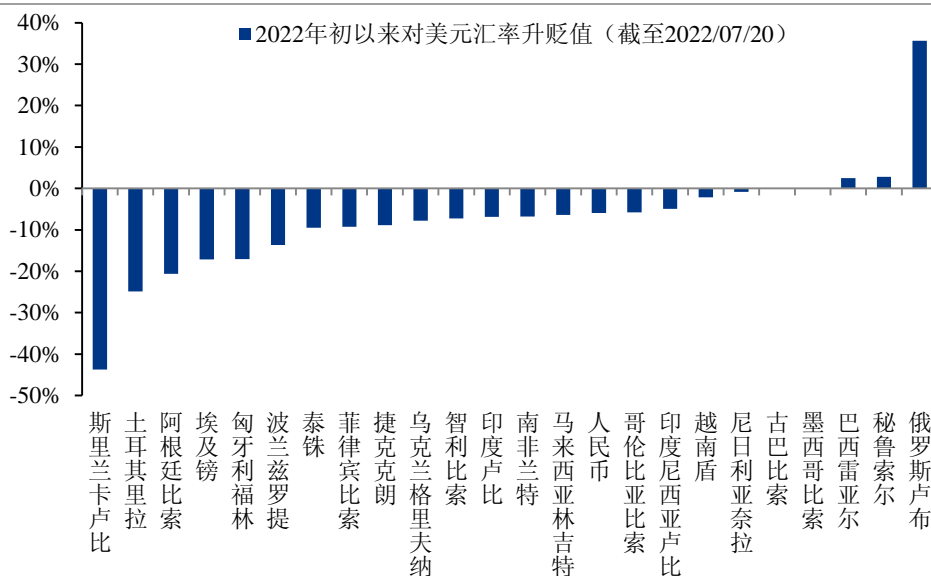


资料来源: wind、粤开证券研究院



二是汇率贬值幅度较高的新兴市场发生债务危机概率较高。当美元开启加息周期，本币贬值预期上升，引发资本外流，资本项目恶化使得外储减少，而外储减少进一步加大贬值压力，陷入恶性循环。汇率暴跌使得企业外债成本骤增，往往是债务危机的前奏。今年新兴市场的汇率表现明显分化，多数新兴市场货币对美元汇率出现大幅贬值，截至7月20日，今年斯里兰卡卢比累计跌幅超40%。阿根廷比索、土耳其里拉累计跌幅均超20%。地缘冲突下的东欧国家波兰、匈牙利，不仅面临外资撤出，还要应对高油价高食品价格的拖累，汇率贬值幅度较大。

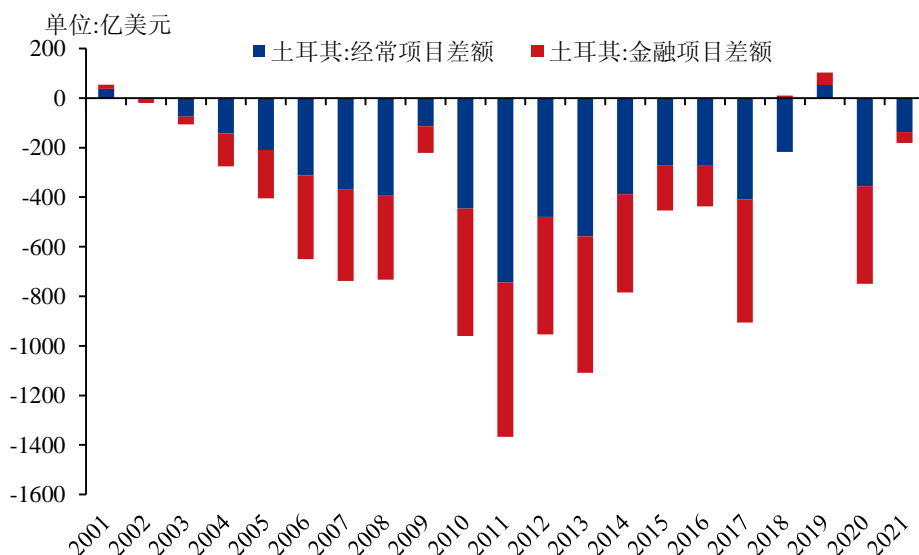
图表7：今年多数新兴市场货币对美元汇率大幅贬值



资料来源：同花顺、粤开证券研究院

三是国际收支长期不平衡的经济体外债风险较高。根据国际收支平衡表，外储变动等于经常项目下的流量和资本项目下的流量之和。如果经济体国际收支不平衡，经常项目与资本项目长期维持双逆差，外汇储备持续下降，将严重损害外债信用和主权信用。土耳其作为典型的石油净进口和消费国，长期维持经常账户和金融账户双赤字。美联储加息后，全球需求放缓导致贸易收缩，叠加高油价会加大净进口国的贸易赤字，金融项目下资本流出压力大，对外举债融资的难度更大。

图表8：土耳其双逆差，国际收支压力大



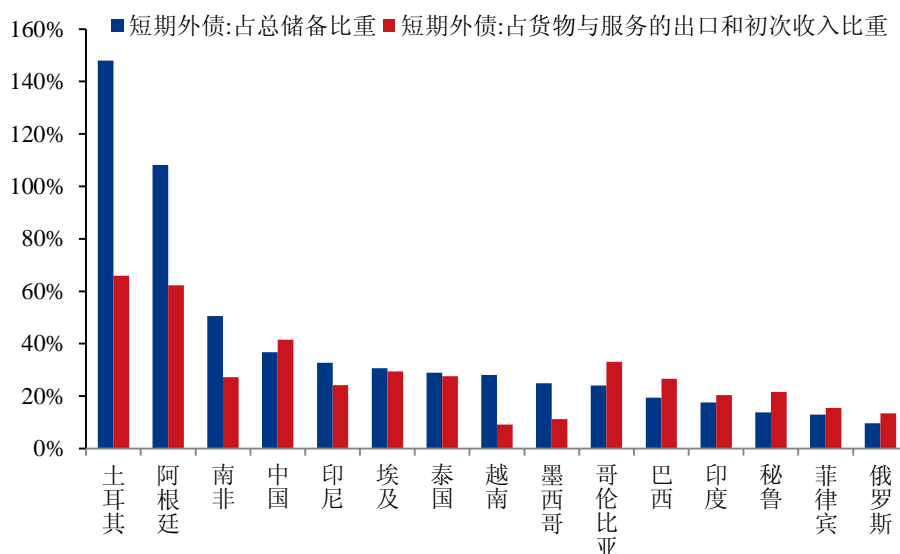




资料来源：wind、粤开证券研究院

**四是短期外债规模较大的新兴市场出现技术性违约的风险较大。**短期外债规模大，意味着近期的偿付压力较大，如果缺乏充足的资金，容易引发技术性违约。外债偿还来源有两类，一是来自于现有的外汇储备，二是来自于未来经常项目下顺差，二者均指向土耳其、阿根廷外债偿债压力大。从短期外债/总储备的指标来看，土耳其（148%）、阿根廷（108%）短期外债/外储指标排名前两位，外储尚不足以偿付短期外债，显示其违约风险较高；而从短期外债/出口及初次收入的指标来看，土耳其（66%）、阿根廷（62%）同样排名前两位，显示通过出口获取的外汇偿还短期债务的压力也较大。

**图表9：短期外债高的新兴市场经济体爆发危机的可能性大**



资料来源：wind、粤开证券研究院（指标数据均为2020年度）

**五是社会动荡的中东地区国家，面临债务风险较大。**本轮美联储加息周期叠加粮食危机，中东地区国家面临粮食进口成本上升和货币贬值的双重压力。2010年全球粮价飙升，是导致中东地区多国上演“阿拉伯之春”的重要原因。当前埃及、摩洛哥、突尼斯、约旦国内社会局势紧张，粮价暴涨会直接加重民众不满情绪，粮食危机导致政府支持率降低，增加社会动荡风险，容易导致主权债务评级下调，进而引发债务危机。

### 三、我国需要防范美联储加息的外溢效应

整体而言，我国国家资产负债表十分稳健，体现在外债规模可控、结构优化，对外负债率、偿债率、债务率均远低于国际警戒线，货币政策维持流动性合理充裕，国内通胀水平温和，充足的外储是人民币汇率的压舱石。

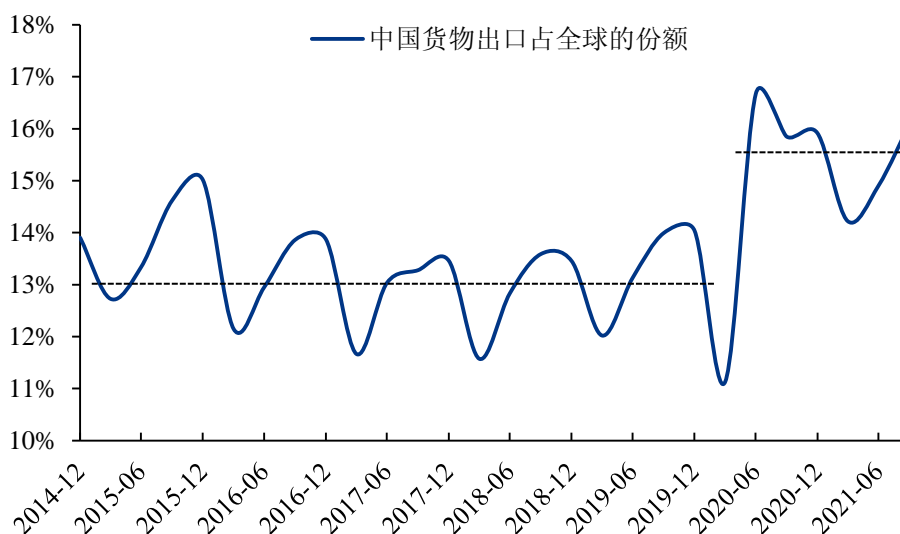
2022年美元加息周期开启，会通过贸易往来、资本流动、金融市场多种渠道对我国产生外溢效应。我国面临出口放缓增大国内稳增长压力，资本外流影响国际收支平衡，个别行业出现外债偿付风险的三重挑战。

**一是美国加息后外需放缓，国内稳增长压力增大。**本轮全球加息周期突出特征是历史性通胀驱动，不仅压制投资者和消费者信心，还引发衰退风险。2022年加息周期对经济增长的负面影响将显现，4月IMF已将2022年全球经济增速预测下调至3.6%，预计7月将进一步下调。我国出口受到商品需求转弱、海外供给恢复影响而增速放缓，对经济增长的拉动可能弱化，稳增长的压力加大。





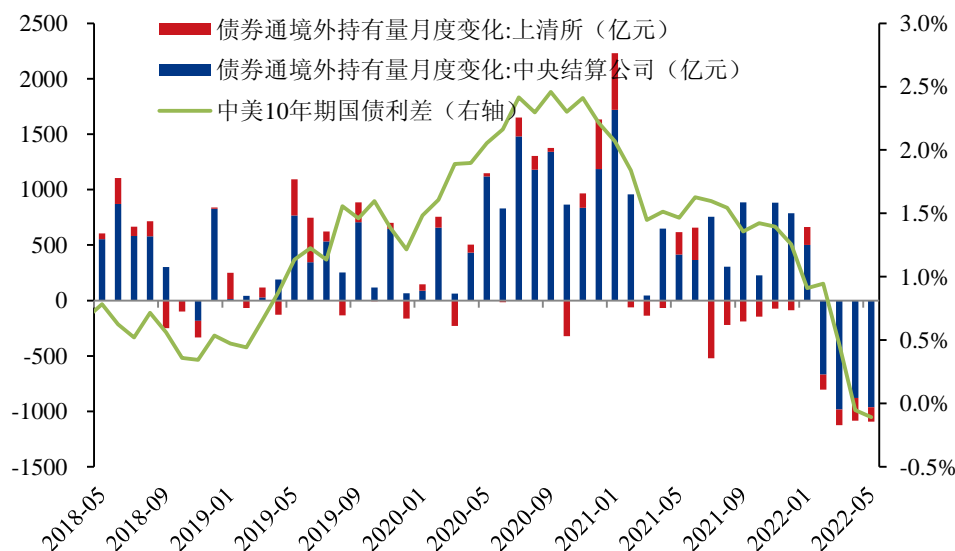
图表10：今年我国出口国际份额或将下滑



资料来源：WTO、粤开证券研究院

**二是资本流出影响国际收支平衡，增大汇率贬值压力。**从流出渠道来看，随着国内资本市场国际化，证券组合投资渠道形成的资本流动增大，而银行信贷等其他投资渠道资本流出规模大波动高。从流出资产类别来看，债券方面，今年中美利差出现倒挂，中国国债对外资吸引力下降，2月以来，债券通境外机构持仓连续4个月负增长，2-5月累计减少超4100亿元。权益方面，截至7月20日，A股市场北上资金当月净流出超240亿元。尽管证券市场外资占比相对较低，但证券投资渠道资本外流对汇率市场情绪的影响较大，可能加速人民币汇率贬值预期的形成。

图表11：今年2月以来债券通境外机构持仓大幅流出

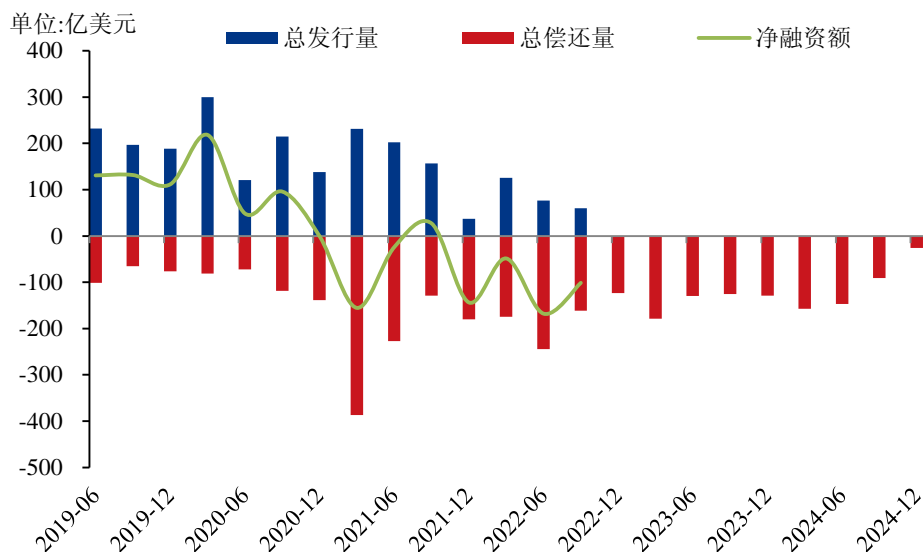


资料来源：wind、粤开证券研究院

**三是个别行业融资条件变差，会引发美元外债违约风险。**去年房地产行业严监管、房企流动性压力加剧，今年个别房企境外美元债付息和到期可能出现违约风险。美元加息导致短期利率快速抬升，企业信用利差也会走阔，不利于借新还旧再融资。而且2022年下半年至2023年一季度地产美元债到期规模较高，要警惕个别房企的违约风险蔓延。



图表12：中资地产美元债季度发行和到期金额



资料来源：wind、粤开证券研究院

今年面对复杂严峻的国际形势，我国应当多措并举稳增长、稳金融、稳预期，不仅要防范美国加息通过多渠道对我国产生外溢效应，还要应对个别新兴市场爆发债务危机的风险敞口。一是国内稳增长政策积极发力，落实稳外贸政策，支持企业开拓新的海外市场。二是统筹疫情防控与经济增长，维护供应链稳定，尤其是保障重要初级产品供应。三是维持汇率在合理均衡水平上的基本稳定，稳定金融市场预期。四是创新模式解决危机国家的债务重组问题，保护我国企业的海外权益。



## 分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

方堃，FRM，2021年4月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300521050001。

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

广州经济技术开发区科学大道 60 号开发区控股中心 21-23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：[www.ykzq.com](http://www.ykzq.com)