

历次危机与美元紧缩下，新兴货币贬值中的强势货币分析

报告摘要

- ◆ 本文比较历史上四次美元升值或危机阶段中新兴市场货币表现，找出各阶段中表现强势的货币并分析其强势的原因。
- ◆ 美联储货币政策收缩推动的美元升值（2021年6月至2022年9月16日）

这一阶段，多数新兴市场货币兑美元贬值，体现了美元流动性收紧，资本流出的影响。其中，俄罗斯卢布、墨西哥比索与巴西雷亚尔表现强势，2021年6月1日以来兑美元贬值幅度很小或升值，且今年以来兑美元均为升值。2022年2月俄乌冲突爆发后，俄罗斯面临欧美方面的严厉制裁，俄罗斯卢布迅速出现大幅贬值。但3月开始，俄罗斯开启卢布保卫战，通过一系列措施令卢布扭转颓势，开始持续升值。墨西哥比索的强势与经济回暖、较大幅度加息、受益于高油价等因素有关。巴西雷亚尔的强势主要源于其大幅加息和较好的贸易顺差。

- ◆ Taper 恐慌及 2014 年 7 月开始的美元走强阶段（2013 年 5 月 23 日至 2016 年 12 月 31 日）

这一阶段，除港币外，主要新兴市场货币均兑美元贬值，贬值幅度受各自经济体内经济、通胀、利率等多重因素的影响。港币采取兑美元的联系汇率制度，美元与港币的利差可以反映香港市场上的流动性状况，其与港币汇率表现高度相关。期间 LIBOR-HIBOR 持续处于较低水平，反映香港流动性较为充裕，并未出现资金的大幅流出。

- ◆ 金融危机爆发后的新兴市场货币贬值（2008 年 3 月 1 日至 2009 年 2 月 28 日）

这一阶段，除人民币和港币外，其余新兴市场货币均出现不同程度的贬值。人民币在金融危机期间的升值是 2005 年人民币汇改后人民币持续升值过程的延续。同时，我国启动了“四万亿”刺激计划，令经济迅速恢复高增长，也对人民币也形成了显著支撑。港币能在这一阶段实现小幅升值，主要源于 2008 年 9 月开始的一轮大幅升值，当时美联储已经实施开始大规模宽松措施，LIBOR-HIBOR 利差出现持续性的收窄甚至倒挂，推动港币汇率走强。

主要数据

上证指数	3122.4058
沪深 300	3932.8361
深证成指	11283.9249

主要指数走势图



作者

董忠云 分析师
SAC 执业证书: S0640515120001
联系电话: 010-59562478
邮箱: dongzy@avicsec.com

符旸 分析师
SAC 执业证书: S0640514070001
联系电话: 010-59562469
邮箱: fuyyjs@avicsec.com

相关研究报告

经济弱修复，外部紧缩对国内货币政策制约加大 —2022-09-18
8 月经济超预期修复，但内外需拉锯考验复苏持续性 —2022-09-17
金融市场分析周报 —2022-09-14

同时，历史上看，港币走强往往伴随着资金流入中国内地，因此港币汇率的强势也与国际资金相对看好我国经济发展形势相关。

◆ 97年亚洲金融危机爆发后的新兴市场货币贬值（1997年7月2日至1998年12月31日）

亚洲金融危机的影响并未止步于亚洲，也波及了世界其他国家和地区，这一阶段，除亚洲新兴市场外，俄罗斯、南非、巴西等新兴市场货币也出现贬值。这期间表现强势的货币有人民币、港币和阿根廷比索。人民币方面，1997年亚洲金融危机爆发后，中国政府出于支持香港特区政府应对外部冲击和承担地区大国责任的目的，宣布人民币不贬值，同时通过扩张性财政政策大幅度增加基础设施投资，有效扩大内需，成功应对了亚洲金融危机的冲击。港币在亚洲金融危机期间遭受到了来自海外投机者的猛烈攻击。1998年8月下旬，香港特区政府决定对国际炒家予以反击，开启香港金融保卫战，动用外汇储备支撑港元汇率，最终维系了港币汇率和香港金融市场的稳定。这背后也离不开内地的大力支持，人民币承诺不贬值以及内地庞大的外汇储备规模为香港打赢金融保卫战提供了坚实的底气。阿根廷从1991后开始实行比索与美元1:1的固定汇率制，在亚洲金融危机期间，因并未处在危机中心，阿根廷比索继续维持固定汇率。



正文目录

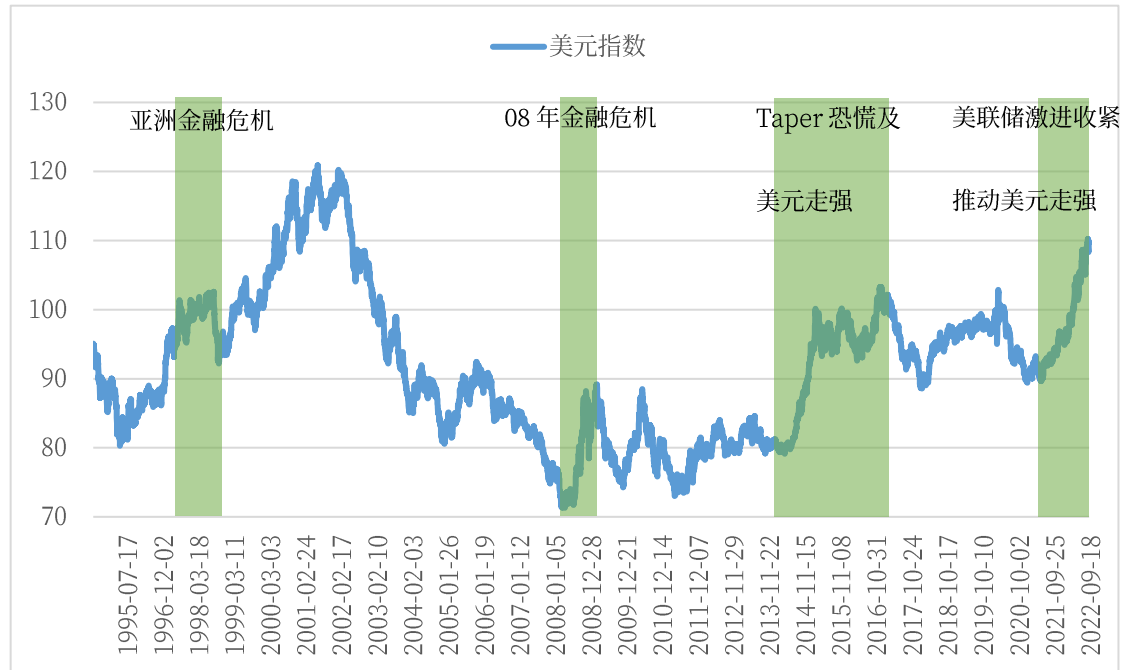
一、 美联储货币政策收缩推动的美元升值（2021 年 6 月至 2022 年 9 月 16 日）	4
二、 Taper 恐慌及 2014 年 7 月开始的美元走强阶段（2013 年 5 月 23 日至 2016 年 12 月 31 日）	7
三、 08 年金融危机爆发后的新兴市场货币贬值（2008 年 3 月 1 日至 2009 年 2 月 28 日）	9
四、 97 年亚洲金融危机爆发后的新兴市场货币贬值（1997 年 7 月 2 日至 1998 年 12 月 31 日）	11

图表目录

图 1 历史上四次美元升值或危机阶段.....	4
图 2 美元兑俄罗斯卢布	5
图 3 美元兑墨西哥比索	6
图 4 美元兑巴西雷亚尔	7
图 5 巴西贸易顺差维持较高水平.....	7
图 6 港币汇率与港美利差	9
图 7 港币与人民币汇率走势	10
图 8 美元兑人民币汇率	12
图 9 美元兑港币汇率	13
图 10 美元兑阿根廷比索.....	13
表 1 截止 2022 年 9 月 16 日的新兴市场货币累计贬值幅度（负值表示货币升值，下同）	5
表 2 新兴市场货币贬值幅度比较（2013 年 5 月 23 日至 2016 年 12 月 31 日） ..	8
表 3 新兴市场货币贬值幅度比较（2008 年 3 月 1 日至 2009 年 2 月 28 日）	9
表 4 新兴市场货币贬值幅度比较（1997 年 7 月 2 日至 1998 年 12 月 31 日） ..	11

本文比较历史上四次美元升值或危机阶段中新兴市场货币表现，找出各阶段中表现强势的货币并分析其强势的原因。

图1 历史上四次美元升值或危机阶段



资料来源：Wind，中航证券研究所

一、美联储货币政策收缩推动的美元升值（2021年6月至2022年9月16日）

本轮美元升值周期始于2021年6月，一直持续至今。本轮美元升值主要在于美国就业市场恢复较好，同时通胀大幅抬升，倒逼美联储货币政策快速收紧。2021年6月，当时美国CPI同比已经明显高于美联储政策目标（2021年4月美国CPI同比为4.2%，5月为5.0%），市场对美联储宽松货币政策转向的预期开始升温。在2021年6月的议息会议上，美联储大幅上修了2021年经济增长及通胀预期，并上调了2022年加息的概率，进一步推升市场对美联储将开始逐步收紧政策的预期。此后，2021年11月，美联储正式启动Taper，2022年3月美联储完成Taper并开始加息，6月开始启动缩表，美元流动性持续收缩。

统计2021年6月1日以来和今年以来的主要新兴市场货币表现，可以看到多数新兴市场货币兑美元贬值，体现了美元流动性收紧，资本流出的影响。其中，俄罗斯卢布、墨西哥比索与巴西雷亚尔表现强势，2021年6月1日以来兑美元贬值幅度很小或升值，且今年以来兑美元均为升值。

表1 截止 2022 年 9 月 16 日的新兴市场货币累计贬值幅度（负值表示货币升值，下同）

	今年以来	2021 年 6 月 1 日以来
美元兑土耳其里拉	36.90%	114.70%
美元兑斯里兰卡卢比	80.05%	84.74%
美元兑巴基斯坦卢比	35.51%	55.49%
美元兑阿根廷比索	39.72%	51.50%
美元兑南非兰特	10.84%	28.60%
美元兑韩元	16.38%	24.98%
美元兑菲律宾比索	12.32%	20.32%
美元兑泰铢	11.19%	18.31%
美元兑新台币	12.94%	13.47%
美元兑马来西亚林吉特	8.85%	9.90%
美元兑印度卢比	6.94%	9.84%
美元兑人民币	9.90%	9.68%
美元兑新加坡元	4.35%	6.52%
美元兑印度尼西亚卢比	5.30%	5.03%
美元兑越南盾	3.50%	2.58%
美元兑港币	0.67%	1.14%
美元兑巴西雷亚尔	-5.62%	0.76%
美元兑墨西哥比索	-2.18%	0.60%
美元兑俄罗斯卢布	-19.69%	-18.60%

资料来源：Wind，中航证券研究所

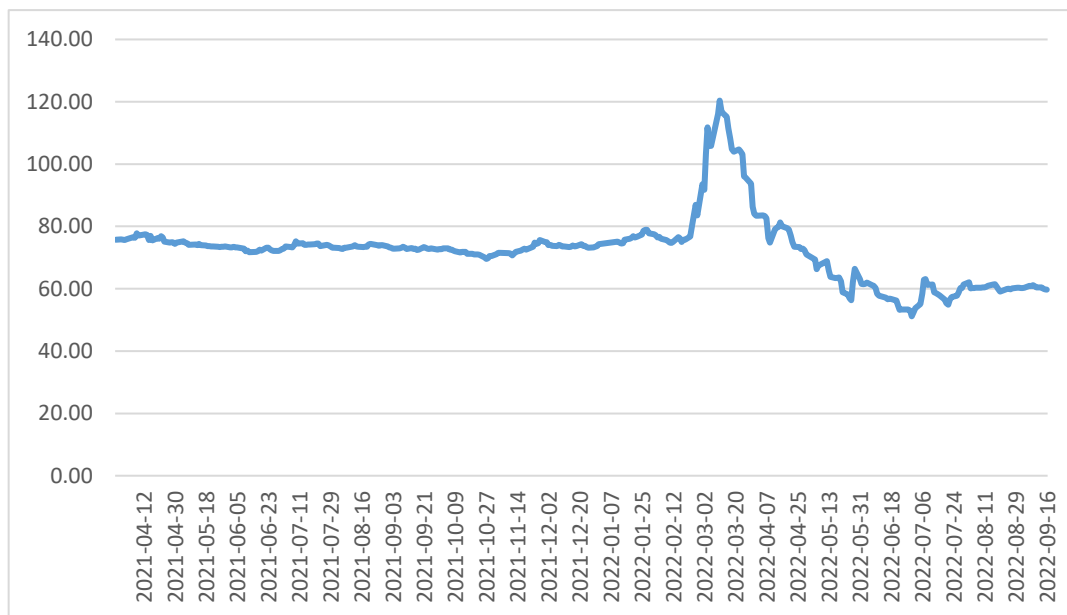
俄罗斯方面，2022 年 2 月俄乌冲突爆发后，俄罗斯面临欧美方面的严厉制裁，俄罗斯卢布迅速出现大幅贬值。但 3 月开始，俄罗斯开启卢布保卫战，通过一系列措施令卢布扭转颓势，开始持续升值。

首先，俄罗斯推出了多项支撑卢布汇率的资本管制措施，包括：强制俄罗斯出口企业把外汇收入的 80% 进行结汇；禁止民众携带逾一万美元等值外汇现金出境；俄罗斯居民每人每月汇款至海外金额不得超过 5000 美元等。

其次，俄罗斯央行还大幅提高利率水平。在卢布兑美元汇率暴跌超 21% 的 2 月 28 日，俄央行直接加息 1050 个基点，将基准利率从 9.5% 翻倍上调至 20%，创下二十年新高，在阻止卢布暴跌的同时，防止大规模银行挤兑的发生。

第三，西方国家对俄罗斯能源出口的限制措施推高了能源价格，但并不能减少能源需求，这反而扩大了俄罗斯的能源出口收入。同时，俄罗斯颁布“卢布结算令”，对于不友好国家，俄罗斯要求用卢布结算天然气和石油，这也增加了国际市场上对卢布的需求量。

图2 美元兑俄罗斯卢布



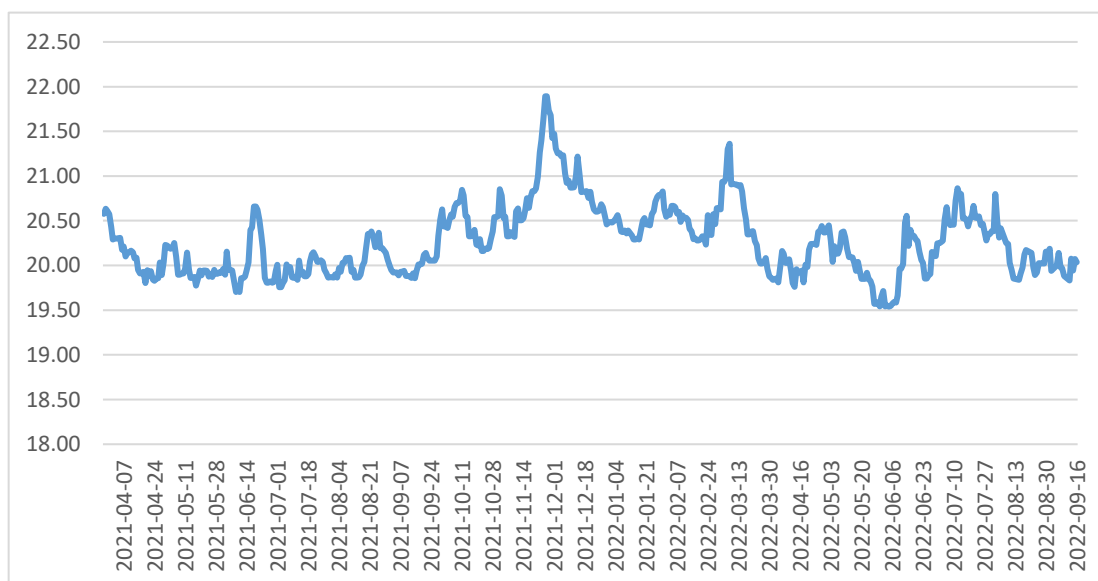
资料来源：Wind，中航证券研究所

2021年6月以来，墨西哥比索和巴西雷亚尔兑美元基本维持了宽幅震荡走势，且今年以来均有小幅升值。

墨西哥经济自2021年开始出现回暖迹象，墨西哥央行2021年6月至今已加息450BP，加息幅度在新兴市场中处于较高水平。同时，墨西哥是产油国，受益于高油价。上述因素对墨西哥比索形成支撑。

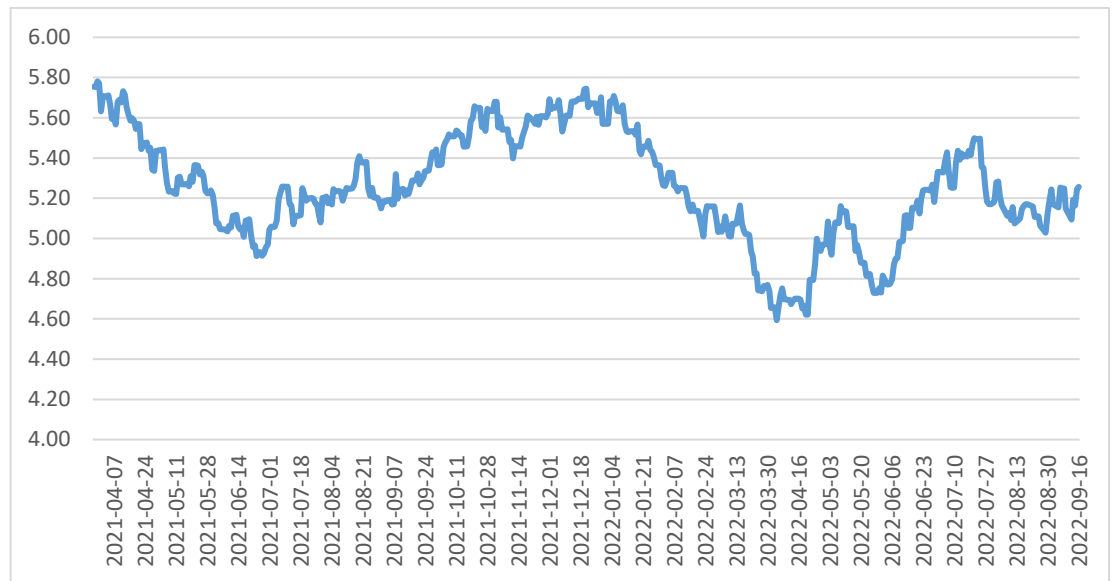
巴西雷亚尔的强势表现一方面源于其国内利率的快速抬升，2021年6月至今，巴西基准利率已经上调了1025BP，在新兴市场中加息幅度居前；另一方面，巴西近两年的贸易顺差处于历史较高水平，助力汇率维持稳定。

图3 美元兑墨西哥比索



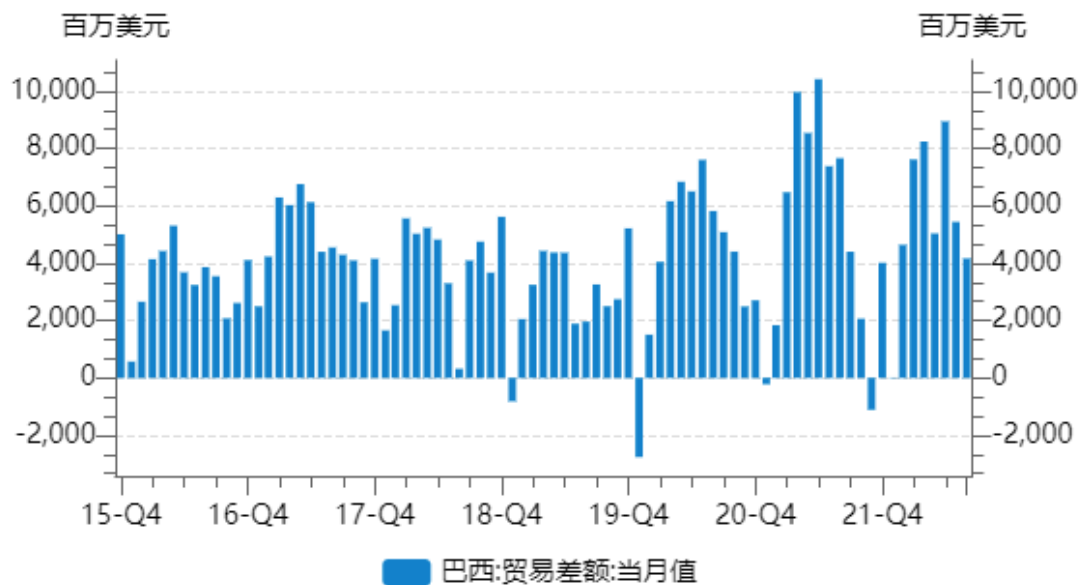
资料来源：Wind，中航证券研究所

图4 美元兑巴西雷亚尔



资料来源: Wind, 中航证券研究所

图5 巴西贸易顺差维持较高水平



资料来源: Wind, 中航证券研究所

二、Taper 恐慌及 2014 年 7 月开始的美元走强阶段(2013 年 5 月 23 日至 2016 年 12 月 31 日)

此轮美元指数走强是从 2014 年 7 月开始的,但更早之前,在 2013 年 5 月 23 日,

时任美联储主席伯南克在国会听证会上“突然”表示将缩减购债规模，从而引发 Taper 恐慌开始，新兴市场货币就在资本外流的压力下开始了贬值。随后，由于美国经济稳步复苏，而欧洲经济出现下滑，美元指数从 2014 年 7 月初的 80，一路上行至 2015 年 3 月 13 日的 100.15，8 个多月的时间，美元指数涨幅高达 25%。此后美元指数一直维持在高位运行，直到 2016 年年底见顶（最高 103.3）。这一阶段的美元走强，进一步引发了新兴经济体的货币贬值压力。

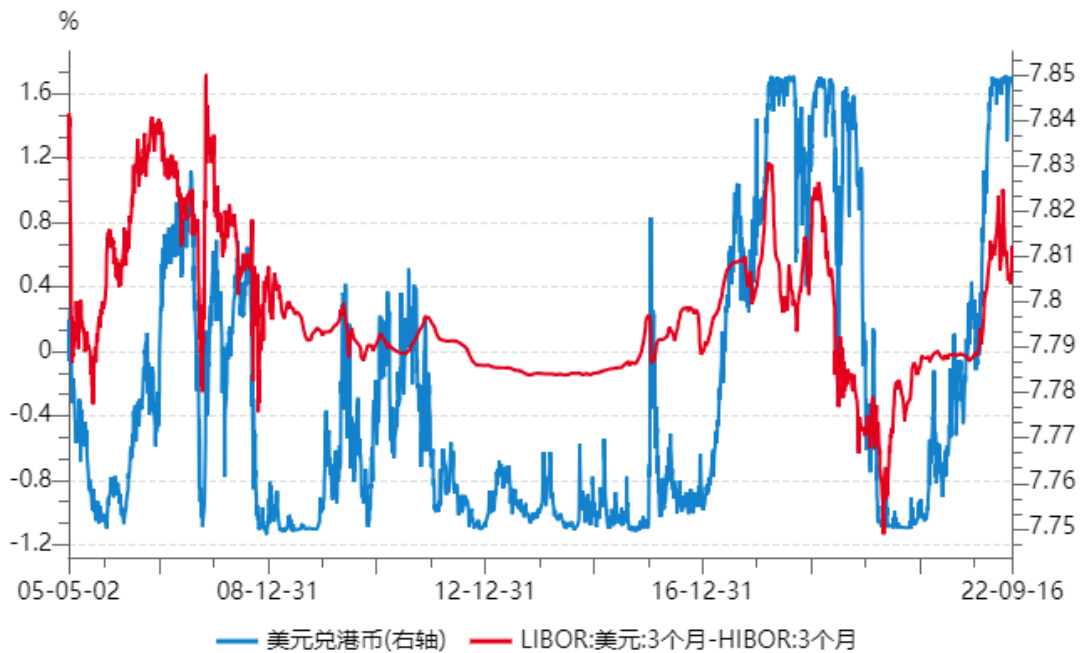
统计 2013 年 5 月 23 日至 2016 年 12 月 31 日期间，主要新兴市场的货币表现。结果显示，除港币外，主要新兴市场货币均兑美元贬值，贬值幅度受各自经济体内经济、通胀、利率等多重因素的影响。

表2 新兴市场货币贬值幅度比较（2013 年 5 月 23 日至 2016 年 12 月 31 日）

	贬值幅度
美元兑阿根廷比索	202.38%
美元兑俄罗斯卢布	94.56%
美元兑土耳其里拉	91.25%
美元兑墨西哥比索	66.75%
美元兑巴西雷亚尔	59.03%
美元兑马来西亚林吉特	48.47%
美元兑南非兰特	44.33%
美元兑印度尼西亚卢比	38.23%
美元兑印度卢比	22.64%
美元兑菲律宾比索	20.39%
美元兑泰铢	20.15%
美元兑斯里兰卡卢比	17.44%
美元兑新加坡元	14.54%
美元兑人民币	13.27%
美元兑越南盾	9.25%
美元兑新台币	8.50%
美元兑韩元	8.24%
美元兑巴基斯坦卢比	5.89%
美元兑港币	-0.08%

资料来源：Wind，中航证券研究所

港币采取兑美元的联系汇率制度，香港金管局规定了港元的强弱方兑换保证水平，当港币汇率触及到 7.75 和 7.85 两个边界水平时，可以触发兑换保证，金管局此时需通过卖出、买入港币维持汇率稳定。美元与港币的利差（用“伦敦美元同业拆息利率 LIBOR-香港港币同业拆息利率 HIBOR”表示）可以反映香港市场上的流动性状况，其与港币汇率表现高度相关。可以看到，2013 年 5 月 23 日至 2016 年 12 月 31 日期间，美元兑港币大部分时间处于接近 7.75 的强保水平，主要源于期间 LIBOR-HIBOR 持续处于较低水平，反映香港流动性较为充裕，并未出现资金的大幅流出。

图6 港币汇率与港美利差


资料来源：Wind，中航证券研究所

三、08 年金融危机爆发后的新兴市场货币贬值 (2008 年 3 月 1 日至 2009 年 2 月 28 日)

08 年金融危机在 2007 年就已经出现危机征兆，2008 年 3 月，贝尔斯登因流动性不足和资产损失被摩根大通收购，2008 年 7 月中旬，美国房地产抵押贷款巨头房地美和房利美报出巨额亏损，9 月 15 日，雷曼兄弟申请破产，金融危机全面爆发。此后，随着美国财政和美联储对金融系统全力施救，金融危机在 2009 年 3 月之后逐渐平息。

结合美元指数与新兴市场货币走势，我们统计了 2008 年 3 月 1 日至 2009 年 2 月 28 日的各新兴经济体货币表现。结果显示，除人民币和港币外，其余新兴市场货币均出现不同程度的贬值。

表3 新兴市场货币贬值幅度比较 (2008 年 3 月 1 日至 2009 年 2 月 28 日)

	贬值幅度
美元兑韩元	63.10%
美元兑俄罗斯卢布	48.12%
美元兑墨西哥比索	42.49%
美元兑土耳其里拉	41.73%
美元兑巴西雷亚尔	37.88%
美元兑印度尼西亚卢比	33.30%



美元兑南非兰特	30.65%
美元兑印度卢比	27.50%
美元兑巴基斯坦卢比	27.08%
美元兑泰铢	21.35%
美元兑菲律宾比索	20.70%
美元兑马来西亚林吉特	15.82%
美元兑新台币	13.20%
美元兑阿根廷比索	12.84%
美元兑新加坡元	11.12%
美元兑越南盾	9.65%
美元兑斯里兰卡卢比	5.92%
美元兑港币	-0.33%
美元兑人民币	-3.81%

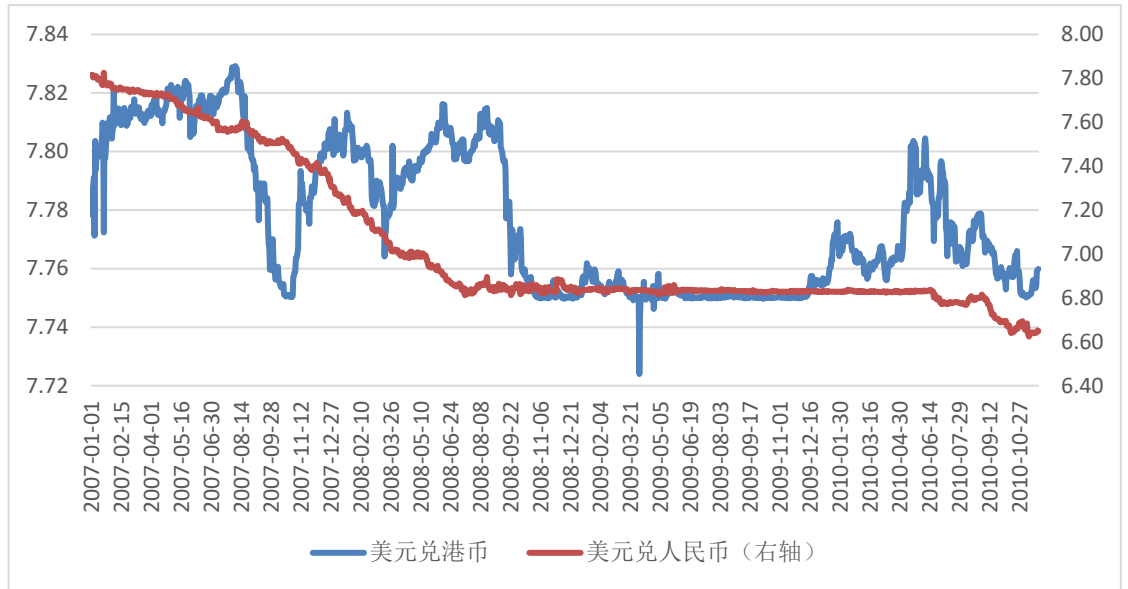
资料来源：Wind，中航证券研究所

人民币在金融危机期间的升值是 2005 年人民币汇改后人民币持续升值过程的延续。2005 年 7 月 21 日，中国人民银行宣布我国放弃盯住美元的固定汇率制，开始实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。此后人民币升值的过程一直持续到 2008 年年中。2008 年，为应对全球金融危机的影响，我国适当收窄了人民币波动幅度，人民币汇率形成机制改革一度暂缓。同时，我国启动了“四万亿”刺激计划，令经济迅速恢复高增长，且为全球增长提供了重要动力，中国资产的整体回报率远高于同期其他国家，对人民币也形成了显著支撑。2008 年年中开始，人民币汇率开始稳定在 6.8 附近窄幅波动，直到 2010 年 6 月 19 日，中国人民银行宣布结束金融危机以来一直实施的实际上钉住美元的汇率制，重新启动人民币汇率形成机制改革，调升了人民币兑美元汇率的波动幅度，人民币才再次回到了升值过程。

港币能在这一阶段实现小幅升值，主要源于 2008 年 9 月开始的一轮大幅升值，两个月时间内美元对港元汇率就从 7.8 附近跌至 7.75 的强方兑换保证水平。

从利差的角度看，当时美联储已经实施开始大规模宽松措施，LIBOR-HIBOR 利差出现持续性的收窄甚至倒挂，推动港币汇率走强。同时，历史上看，港币走强往往伴随着资金流入中国内地，因此港币汇率的强势也与国际资金相对看好我国经济发展形势相关，当年“四万亿”计划的推出确实令我国在全球主要经济体中率先走出了金融危机的冲击。

图7 港币与人民币汇率走势



资料来源：Wind，中航证券研究所

四、97 年亚洲金融危机爆发后的新兴市场货币贬值（1997 年 7 月 2 日至 1998 年 12 月 31 日）

亚洲金融危机以 1997 年 7 月 2 日，泰国宣布放弃固定汇率制，转而实行浮动汇率制为开端，基本到 1998 年底结束。

统计 1997 年 7 月 2 日至 1998 年 12 月 31 日期间的主要新兴市场货币表现，结果显示，亚洲金融危机的影响并未止步于亚洲，也波及了世界其他国家和地区，除亚洲新兴市场外，俄罗斯、南非、巴西等新兴市场货币也出现贬值。这期间表现强势的货币有人民币、港币和阿根廷比索。

表4 新兴市场货币贬值幅度比较（1997 年 7 月 2 日至 1998 年 12 月 31 日）

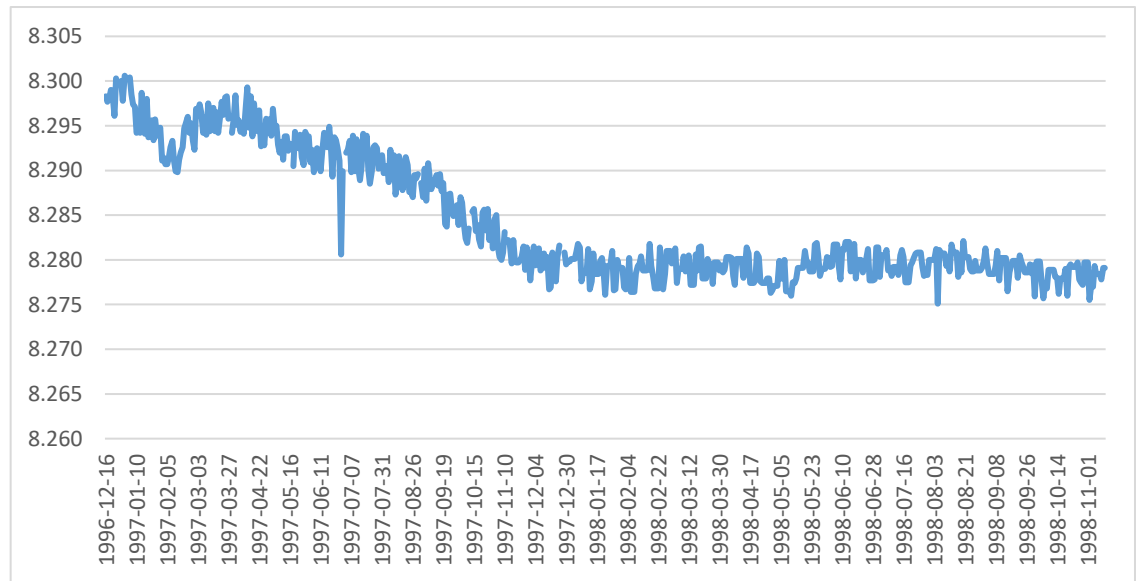
	贬值幅度
美元兑俄罗斯卢布	256.62%
美元兑印度尼西亚卢比	228.76%
美元兑土耳其里拉	111.53%
美元兑马来西亚林吉特	50.16%
美元兑菲律宾比索	47.25%
美元兑韩元	34.24%
美元兑南非兰特	29.90%
美元兑泰铢	25.54%
美元兑墨西哥比索	24.49%
美元兑巴基斯坦卢比	22.98%
美元兑越南盾	19.11%
美元兑印度卢比	18.87%

美元兑新台币	15.75%
美元兑新加坡元	15.35%
美元兑巴西雷亚尔	12.20%
美元兑斯里兰卡卢比	9.68%
美元兑阿根廷比索	0.00%
美元兑港币	-0.02%
美元兑人民币	-0.16%

资料来源：Wind，中航证券研究所

人民币方面，1997年亚洲金融危机爆发后，外部需求迅速转弱，人民币汇率承受巨大的贬值压力。但中国政府出于支持香港特区政府应对外部冲击和承担地区大国责任的目的，宣布人民币不贬值（1998年我国汇率制度由有管理的浮动汇率制转为盯住美元的固定汇率制），同时通过扩张性财政政策大幅度增加基础设施投资，有效扩大内需，成功应对了亚洲金融危机的冲击。

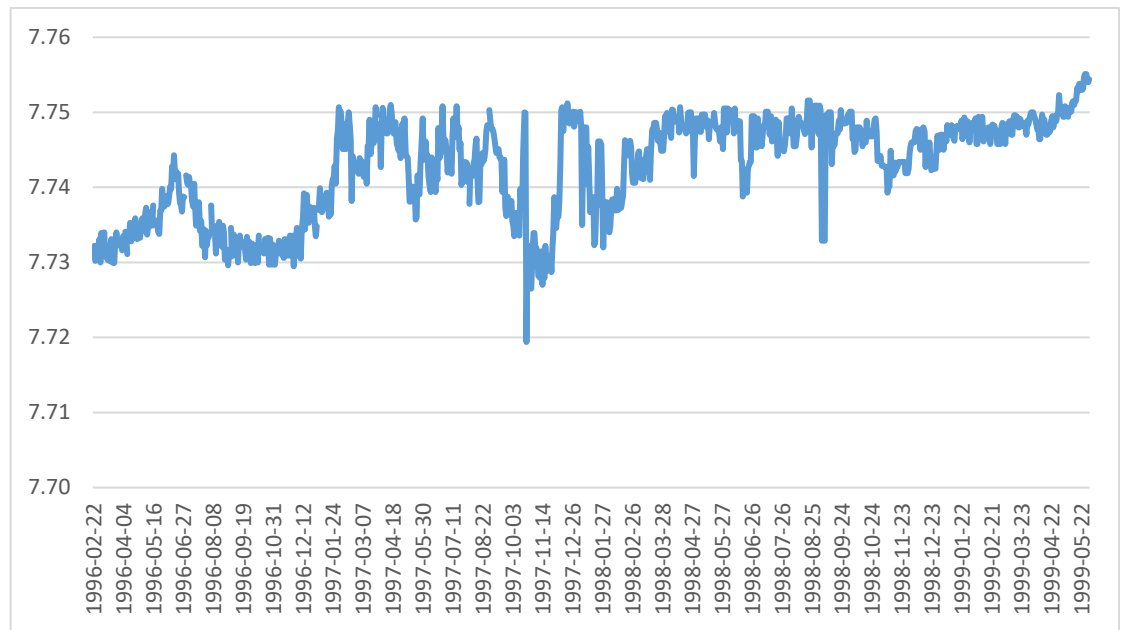
图8 美元兑人民币汇率



资料来源：Wind，中航证券研究所

港币在亚洲金融危机期间遭受到了来自海外投机者的猛烈攻击——投机者利用港币的固定汇率制机制和香港资本自由流通之便利，同时做空港币和港股并从中获利。1998年8月下旬，香港特区政府决定对国际炒家予以反击，开启香港金融保卫战，动用外汇储备支撑港元汇率，最终维系了港币汇率和香港金融市场的稳定。这背后也离不开内地的大力支持，时任国务院总理的朱镕基，在海外媒体面前公开表示，“只要特区政府向中央提出要求，我们将不惜一切代价维护香港的繁荣稳定，并且我们也将保护香港的联系汇率制度。”人民币承诺不贬值以及内地庞大的外汇储备规模（1998年8月时为1407亿美元）为香港打赢金融保卫战提供了坚实的底气。

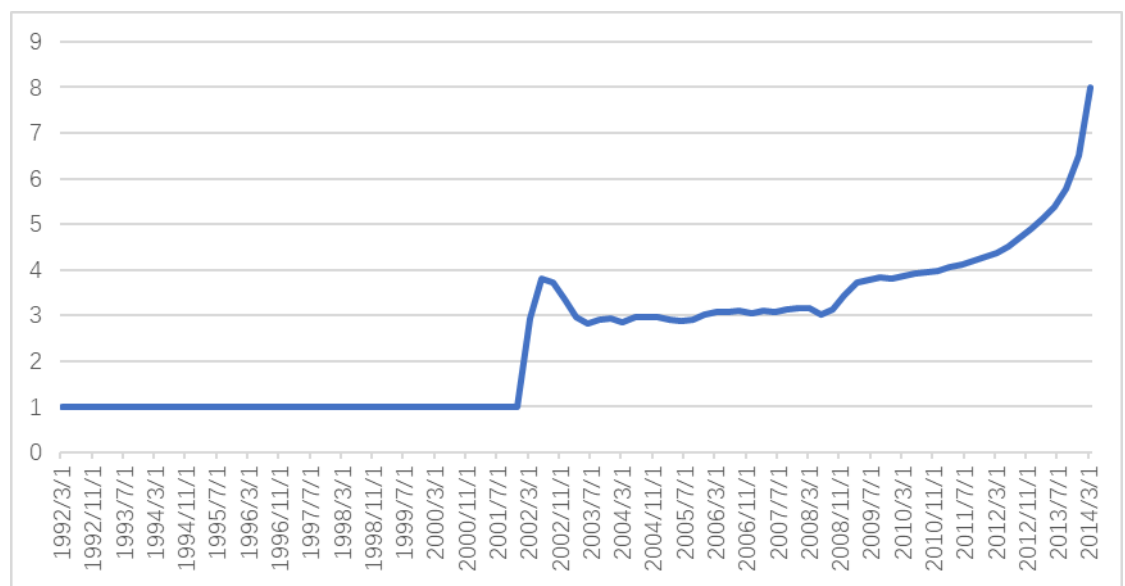
图9 美元兑港币汇率



资料来源：Wind，中航证券研究所

阿根廷从 1991 后开始实行比索与美元 1:1 的固定汇率制，在亚洲金融危机期间，因并未处在危机中心，阿根廷比索继续维持固定汇率。但亚洲金融危机对阿根廷经济也产生了波及，1998 年开始，阿根廷 GDP 增速快速下滑，1999 年开始连续 4 年 GDP 同比负增长，外债规模快速攀升。最终，2001 年底，巨额债务导致阿根廷爆发金融危机。2002 年初，阿根廷政府宣布放弃固定汇率，阿根廷比索随即开启了快速贬值。

图10 美元兑阿根廷比索



资料来源：Wind，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoulin@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjih@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资风险损失的书面或口头承诺均为无限。

免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637