



美联储强势加息加剧非美货币汇率风险， 或引发新一轮金融危机及债务危机

联合资信 主权部 | 程泽宇 | 许琪琪

主要观点

- 因美国核心通胀的粘性依旧较高，9月美联储延续“鹰”派态度并强势加息75个BP，预计加息周期会继续持续至2023年
- 美联储强势加息的根本目的在于将自身风险向全球转嫁，从历史上看历次美联储强势加息均导致非美货币的剧烈贬值，并由此引发债务危机、金融危机甚至经济危机
- 受美元供给量缩减、美元避险属性增强以及资金回流美国的影响，2022年以来美元指数已突破110的重要关口，本轮强势美元所产生的外溢效应将进一步加剧非美货币的汇率风险
- 非美货币疲软叠加国际收支失衡，导致部分国家的外汇储备规模大幅缩水，进一步削弱其抵御外部风险冲击的能力，爆发新一轮金融危机及债务危机的风险大幅走高



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



前文回顾

在后疫情时代全球主要国家央行货币政策逐步回归常态化的背景下，我们推出了《宽松货币政策退出风险系列研究》，通过把握美联储货币政策的转向节点、探究多国央行加息的开启逻辑以及剖析加息对全球经济的影响，来深度研究本轮货币政策周期调整所带来的风险与机遇。我们在上一篇《宽松政策退出风险系列研究第五篇：美联储大幅加息会给美国经济带来哪些潜在风险》中，分析了美联储强势加息给美国经济带来的四点潜在风险：一是美联储货币政策强势收紧势必会让渡经济增长动力，不排除有经济陷入衰退的风险；二是风险资产进入波动调整期，前期积累泡沫会逐步释放，存在股市泡沫破裂的风险；三是强势加息会直接加剧美国企业的债务偿付压力，增大了高收益债券的违约风险；四是强势加息会打击购房者信心以及削弱购房者的购买力，加剧家庭按揭贷款的违约风险，以上风险近期有明显显现的迹象。

美东时间 9 月 21 日，美联储会后宣布将联邦基金利率的目标区间上调 75 个 BP 至 3.00%~3.25%，这是美联储年内第五次加息，也是连续第三次按照 75 个 BP 的节奏强势加息，创 1981 年以来的最大密集加息幅度，也将美国政策利率抬升至 2008 年金融危机以来的最高水平。在此背景下，美元指数一骑绝尘，其他非美货币只能望其项背，巨大的对美汇兑敞口或引发各国的汇率风险，并可能进一步演变为新一轮的金融危机、债务危机乃至经济危机，因此我们推出《宽松政策退出风险系列研究第六篇：美联储强势加息加剧非美货币汇率风险，或引发新一轮金融危机及债务危机》，从汇率波动角度剖析本次美联储强势加息所带来的传导性风险。

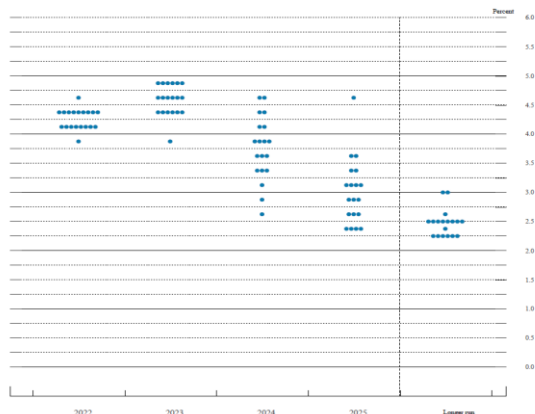
正文内容

因美国核心通胀的粘性依旧较高，9 月美联储延续“鹰”派态度并强势加息 75 个 BP，预计加息周期会继续持续至 2023 年

本次美联储宣布加息 75 个 BP，将联邦基金利率上调至 3.00%~3.25% 区间，符合市场预期。同时，美联储将联邦基金利率区间的上限超额准备金利率（IOER）也上调 75 个 BP，从 2.40% 调升至 3.15%。根据美联储公布的货币政策声明，虽然美国支出和生产已经出现温和增长，但鉴于新冠疫情以及食品和能源价格刚性上涨所带来的通胀压力依旧显著，美联储依旧将通货膨胀率恢复至 2% 作为长期目标，美联储的表态基本延续了鲍威尔在杰克逊霍尔年会上的“鹰”派态度。虽然本次加息以前，美联储已经连续强势加息 4 次累计 225 个 BP，但美国 8 月 CPI 仍同比上涨至 8.3%，高于市

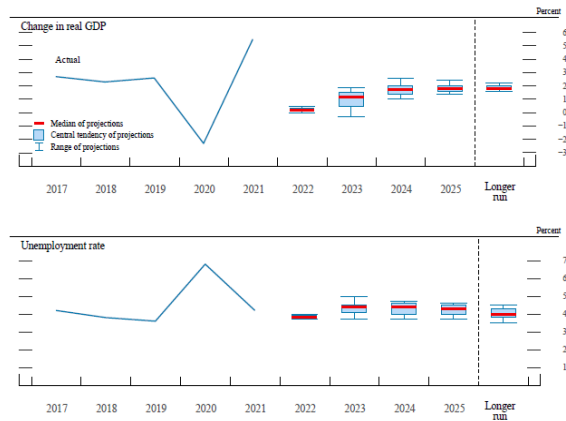
场预期的 8.1%，其中剔除食品和能源价格的核心通胀环比上涨 0.6%，高于前值 0.3%，显示出美国核心通胀的粘性依旧较高，前期美联储的强势货币紧缩政策并未扭转因流动性过剩而引发的通胀上涨势头，因此美联储需要继续强势以回收市场的多余流动性。再者，美联储已经充分衡量经济发展和通货膨胀之间的取舍，认为通货膨胀压力已经对经济产生了挤出效应，如果不对通胀加以强势控制，高企的通胀压力会拖累消费端和生产端，因此美联储需要短期继续强势加息来换回经济的长期可持续发展。

从点阵图预测来看，近 95% 的美联储官员（17 名）预计 2022 年基准利率将超过 4.0%，其中多数美联储官员预计今年基准利率将处于 4.25%~4.50% 区间，利率预期中值或抬升至 4.40%，意味着美联储年内剩余 2 次议息会议将继续累计加息约 125 个 BP，考虑到国际原油价格明显回落以及美国房屋价格有触顶下跌趋势，剩余两次大概率分别加息 75 个 BP 和 50 个 BP。由于鲍威尔在议息会议上再度强化不计一切代价抗击通胀，表示利率需要抬高至足够限制的水平并需要维持在高位一段时间，才能起到降低通胀的作用，因此占比近 95% 的美联储官员（共 17 人）预测明年美联邦基准利率将上升至 4.25%~5.00% 区间，利率预期中值抬升至 4.60%，意味着美联储明年将继续保持加息态势，但加息幅度将明显收窄，2024 年或将会出现货币政策的宽松转向。从经济数据预测来看，2022 年美国 GDP 同比增速预测值将由上次会议预测的 1.7% 下降至 0.2%，2023 年则由 1.7% 下降至 1.2%，说明美国经济下行压力已经显现；失业率预测数据将在 2023 年和 2024 年均上升至 4.4%，较上次会议的预测值分别走高 0.5 个和 0.3 个百分点，说明美国经济下行令就业市场远期承压。



数据来源：Federal Reserve，联合资信整理

图 1 美联储 9 月议息会议点阵图

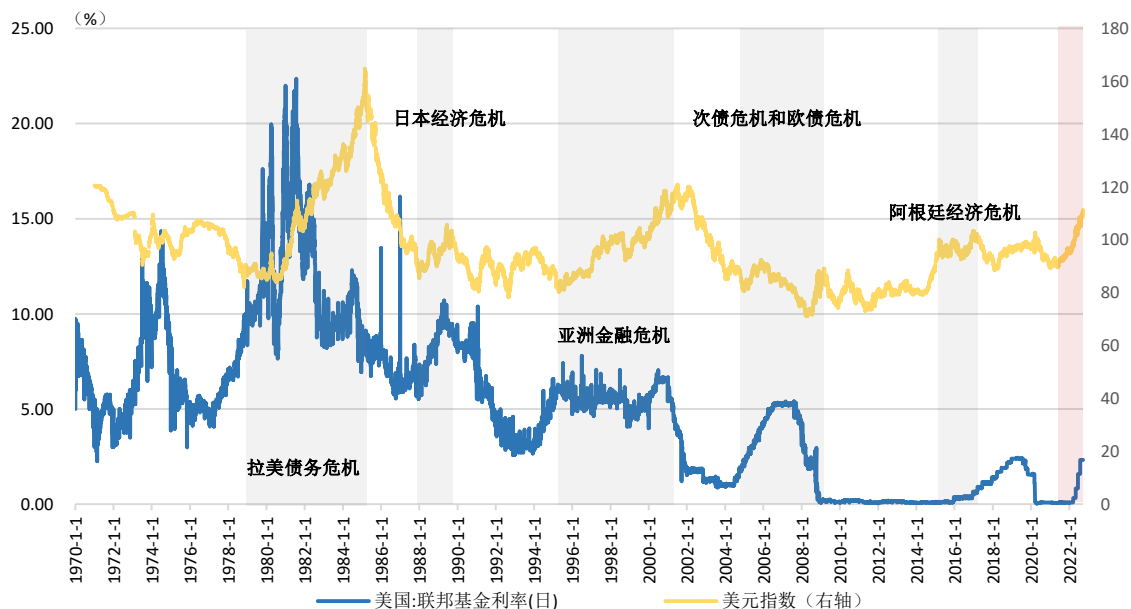


数据来源：Federal Reserve，联合资信整理

图 2 美联储 9 月议息会议经济数据预测

美联储强势加息的根本目的在于将自身风险向全球转嫁，从历史上看历次美联储强势加息均导致非美货币的剧烈贬值，并由此引发债务危机、金融危机甚至经济危机

目前，美联储的加息节奏与“沃尔克时期”类似，为了美国经济的长期可持续发展，需要通过短期强势加息的“阵痛疗法”将前期大量放水所产生的虚拟泡沫风险向全球转嫁。而美元作为全球最重要的国际储备、国际交易以及国际结算货币，成为美联储通过货币政策调动全球资源和转嫁自身经济风险的重要利器。强势美元所产生的外溢效应会引发非美货币的汇率贬值，汇率风险是诱发区域性金融危机和债务危机的重要导火索，对于经济基础薄弱、金融系统稳定性不足的新兴市场国家更是如此。从近 50 年的历史表现来看，美联储共经历过六次货币政策收紧阶段，从拉美债务危机、亚洲金融危机到 2018 年阿根廷经济危机，每次货币政策收紧均伴随着非美货币的剧烈贬值，进而引发区域性的债务危机、金融危机甚至经济危机。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 3 近 50 年美国货币政策及美元指数表现

以 20 世纪 70—80 年代的拉美债务危机为例，拉美国家正处于经济起步阶段，但由于国内银行储蓄水平较低，掣肘政府和企业的投资规模并限制其资本积累，因此拉美国家多采取对外举债的方式来发展本国经济，导致拉美地区外债杠杆率大幅走高。两次石油危机爆发促使美联储货币政策由宽松转为紧缩，由于拉美国家的借贷利率是以 3 个月或 6 个月 LIBOR 为基础调整，当利率陡然上升后利息偿付压力大幅提高，从 70 亿美元上升至 1,330 亿美元。相应美元走强伴随着拉美国家的汇率纷纷走软，再加上国际资金流动方向逆转和大宗商品价格下跌，使拉美国家国际收支入不敷出，经常账户收入减少和外汇储备缩水使拉美地区国家的外债偿付实力大幅削弱。1980—1982 年，墨西哥、阿根廷、巴西三国外汇储备均值由 68 亿美元大幅下滑至 34 亿美

元，1982年8月墨西哥因外汇储备已下降至危险线以下，无法偿还到期的268.3亿美元公共外债本息，不得不宣布无限期关闭全部汇兑市场并暂停外债偿付，墨西哥爆发主权债务违约。继墨西哥之后，拉美债务危机持续蔓延，巴西、委内瑞拉、阿根廷、秘鲁和智利等国也相继发生还债困难，纷纷宣布终止或推迟偿还外债，最后蔓延至将近40个发展中国家。

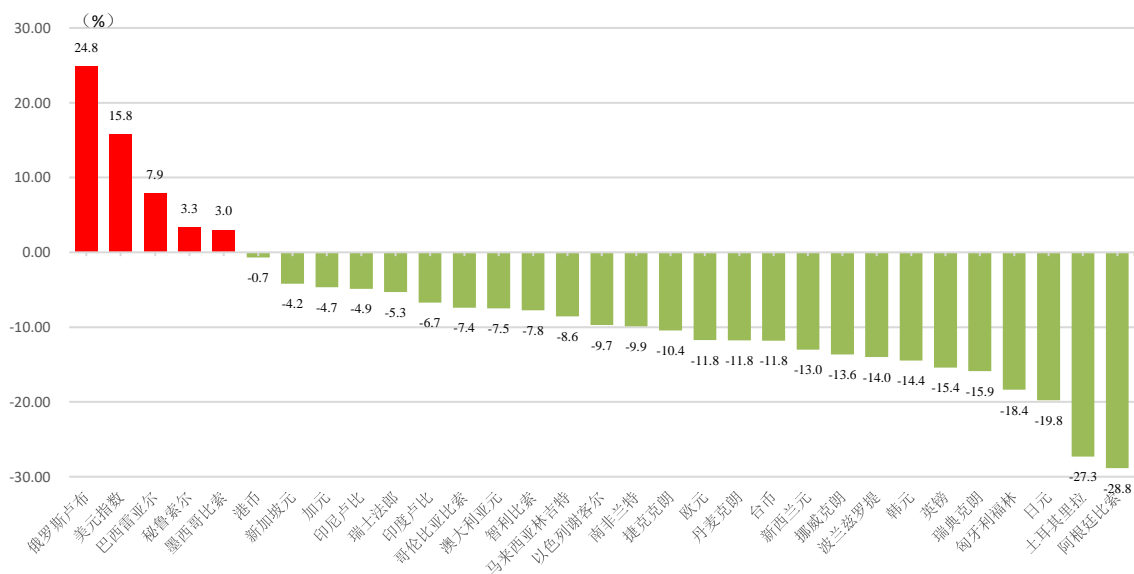
以1998年的亚洲金融危机为例，1995年美联储重回加息周期使美元币值大幅走高，以索罗斯量子基金为代表的对冲基金认为美元走强相应导致非美货币走弱，尤其是以泰国为代表的亚洲国家因经济虚假繁荣以及泰铢在高位盯住美元，而存在较大的币值纠正空间。因此，1997年索罗斯在外汇期货市场做空泰铢，泰国政府为保证泰铢币值稳定而动用美元外汇储备购买泰铢，但由于外汇储备有限，不得不放弃固定汇率而改成浮动汇率制度，最终导致泰铢大幅贬值将近60%。泰国宣布实行浮动汇率后，亚洲其他国家也不得不改固定汇率为浮动汇率，导致货币价格纷纷下跌，马来西亚吉林特以及菲律宾比索在同一时期分别贬值46%和41%。亚洲汇率贬值引发大量短期资本撤离亚洲市场，进一步刺破亚洲国家的股市泡沫和地产泡沫，1998年泰国、印尼、马来西亚上市公司市值分别下跌83.7%、56.4%和56.3%，地产违约而引发的银行不良贷款率分别飙升至42.9%、48.6%以及18.6%，从汇率风险逐步演化为金融危机和经济危机。

受美元供给量缩减、美元避险属性增强以及资金回流美国的影响，2022年以来美元指数已突破110的重要关口，本轮强势美元所产生的外溢效应将进一步加剧非美货币的汇率风险

自2022年3月美联储启动加息进程以来，美元指数累计上涨幅度接近14%，截至9月23日，美元指数突破110的重要关口并继续上行至113.0324。本轮美元指数强势上涨的因素主要来自三个方面：一是美联储收紧货币政策降低了美元供给。本年度美联储已经连续五次累计加息300个BP并同时辅助缩表，导致市场上的美元流动性大幅收紧，2022年3—7月美国M2已减少了2,039亿美元，供给收缩带动美元走强。美联储有望继续保持强势加息和缩表节奏，预计美元流动性会进一步回收，继续支撑美元未来走强。二是美元避险属性优势得到市场认可。在全球经济衰退压力陡增以及地缘政治风险升级的背景下，欧洲经济受地缘政治事件以及能源危机而陷入困境，亚洲国家在全球经济收缩的过程中经济复苏前景承压，投资者恐慌情绪进一步升级。美国经济具有强于其他经济体的韧性优势，再加上美国远离地缘政治冲突，助推美元成为投资者避险投资的首选。考虑到全球经济衰退压力和地缘政治风险犹存，美元的避险属性优势将愈发显著。三是国际资本回流美国支撑美元表现。自本轮美联储强势

加息以来，美债利率与美元指数罕见的同节奏拉升，多国国债与美债出现倒挂，导致大量短期套利资金回流美国。今年6月ICE美元指数非商业净多头数量已经超过5.5万张，创2007年1月以来新高，证明了越来越多的全球投机资本重返外汇市场做多美元，支撑美元继续走强。

本次美联储继续强势加息越发强化了美元的避险属性优势，受此影响其他非美货币纷纷承压，阿根廷比索、土耳其里拉以及日元成为年初至今表现最差的主要货币。本轮非美货币疲软存在以下特征：一是发达经济体货币在本轮强势美元下并未“幸免于难”。2022年以来，以英镑（15.4%）、瑞典克朗（15.9）以及欧元（11.8%）为代表的发达经济体货币贬值幅度均超过10%，其中英镑兑美元跌至1985年3月以来新低（1.1435），欧元兑美元更是创历史记录的多次跌至平价以下。二是他国央行通过货币政策抵御币值波动的作用被严重削弱。虽然今年以来全球已有超过40家央行加息上百余次，但防御式加息依旧无法遏制资金回流美国的趋势，尤其是新兴经济体的资金外流现象更为明显，导致本币大幅下跌的压力依然较大。另外，逆周期的货币政策更加难以维持汇率稳定。日本央行和土耳其央行均采取逆周期的经济调节政策，但与美联储货币政策形成分化走势，令本币贬值压力加剧，土耳其里拉年初至今已经贬值超过27%，日元年初以来贬值近20%。三是强势美元暴露了部分国家的币值脆弱性。阿根廷受产业结构单一、对外依存度较高以及多次外债违约等因素影响，本币表现一直较为脆弱，自2018年比索进入贬值周期后，已经累积贬值超过600%。即便阿根廷央行为遏制资本外流已经将基准利率连续提高9次至75%，但年初至今阿根廷比索依旧贬值将近29%，成为全球表现最差的货币。



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

图 4 2022 年初以来全球主要货币兑美元涨跌幅

非美货币疲软叠加国际收支失衡，导致部分国家的外汇储备规模大幅缩水，进一步削弱其抵御外部风险冲击的能力，爆发新一轮金融危机及债务危机的风险大幅走高

货币危机往往会引发资本外逃、资产抛售、股价崩盘等一系列连锁反应，进而逐步演化为金融危机和债务危机。本次美联储继续强势加息，不仅会加速国际投机热钱回流美国市场，同时还会对其他国家（尤其是经济结构相对脆弱的新兴经济体）的国际收支平衡造成巨大冲击。越来越多的投资机构形成共识，认为新兴经济体稳定汇率的能力遭到明显削弱，尤其是在外部需求疲软以及天然气等大宗商品价格持续飙涨的背景下，部分新兴经济体连续出现结构性贸易赤字，因此经常账户逆差问题也日益严峻。仅在 2022 年一季度，阿根廷、土耳其以及拉脱维亚等国的经常账户余额纷纷由正转负，预计二、三季度这些国家的国际收支失衡问题将愈发显著。

非美货币疲软叠加国际收支失衡，不仅造成部分国家外汇储备里的非美资产折算成美元后估值大降，还使得部分国家央行不得不消耗外汇储备来稳定汇率以及填补国际收支缺口，最终导致这些国家的外汇储备规模大幅缩水。以亚洲国家为例，今年以来，印度、泰国、印尼以及马来西亚等亚洲新兴经济体每月均通过消耗外汇储备干预汇市“稳定本国货币汇率”，外汇储备规模分别减少约 584 亿美元、297 亿美元、127 亿美元和 83 亿美元。日本政府也就汇率问题进行多次口头干预，甚至在美元兑日元短暂上破 145 的重要心理关口后，日本央行时隔 24 年再次出手干预外汇市场，虽然对日元有小幅提振作用，但年初以来外汇储备规模仍缩水 1,136.8 亿美元。韩国外汇当局为阻止投机交易并增强市场干预效力，但美元继续升值令其他货币资产折算成美元后的金额减少，导致外汇储备较年初仍然缩水 267 亿美元。

当前，新兴经济体面临的美元回流压力处于历史较高水平，大量套利资金从新兴经济体回流美债市场博取短期稳健高回报，2022 年 4—7 月，从新兴经济体股市流出的国际资本合计近 400 亿美元，MSCI 亚太综指年初至今下跌逾 22%，已经陷入技术性“熊市”，随着 9 月美联储继续强劲加息效应的显现，新兴市场面临的金融风险或将进一步上升。此外，外汇储备缩水会放大这些国家的外部风险敞口，考虑到美联储本年度会继续保持强势加息节奏，未来非美货币大概率会继续走软，这些国家的外汇储备有进一步缩水的可能，显著削弱其抵御外部风险冲击的能力。2022 年 4 月，因进口能源价格暴涨、本币大幅贬值以及外汇储备严重不足，斯里兰卡政府无力支付 5,200 万美元的进口柴油贷款，国内已经陷入交通瘫痪、必需品和电力短缺的困境，

随后政府表示，在与 IMF 达成贷款重组计划前将暂停偿还外债，包括在国际资本市场发行的债券以及与商业银行或机构贷款人签订的外币贷款协议或信贷安排。5 月，斯里兰卡因未偿付两笔债务利息，构成实质性违约并触发其他债券的交叉违约，这是斯里兰卡自 1948 年脱离英国独立以来首次出现主权债务违约。尤其是在本次美联储继续强势加息后，斯里兰卡债务危机有继续向外传导的趋势，部分高负债穷国家捍卫本国货币的“弹药”储备逐渐枯竭，将面临较大的外债违约风险。

总体来看，美联储加息的根本目的在于将美国的内部风险向全球转嫁，以此来换取美国经济的重生。正如亚洲金融危机以及拉美债务危机所展现的那样，美联储加息引发的汇率风险或逐步演变为新一轮的金融危机、债务危机乃至经济危机，全球各国应予以高度关注和防范。

联系人

投资人服务 010-85679696-8759 chenye@lhratings.com

相关研究

[【宽松政策退出风险系列研究】第一篇：美联储货币政策拐点将至](#)

[【宽松政策退出风险系列研究】第二篇：通胀压力之下全球多国开启加息步伐](#)

[【宽松政策退出风险系列研究】第三篇：美联储加息落地，这次有何不同？](#)

[【宽松政策退出风险系列研究】第四篇：本轮美联储加息下的国际资本流动新趋势](#)

[【宽松政策退出风险系列研究】第五篇：美联储大幅加息会给美国经济带来哪些潜在风险](#)

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合评级于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。使用者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本研究报告所载内容和信息并自行承担风险，联合评级对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。