

# 需警惕美国高利率带来的危机

## 基于两次金融危机的比较分析

### 报告摘要

美国联邦基金利率已升至 5.25-5.5%，近期美国长端收益率攀升，10 年期国债收益率一度突破 4.8%，30 年期国债收益率则最高突破 5%，美国基准利率和长端国债收益率均已回升到与 97 年亚洲金融危机和 2008 年金融危机之前的水平相当。对比之下，当前我国 7 天逆回购政策利率为 1.8%，10 年期国债收益率为 2.7%，30 年期国债收益率为 3.0%，中美利差显著倒挂，凸显美国利率高企。市场对目前的美国高利率会否催生新一轮危机存在一定的担忧。

回顾此前两次危机的成因。对于 97 年亚洲金融危机来说，1995 年后，高利率之下美元的快速升值是触发 97 年亚洲金融危机的重要外部因素。而亚洲金融危机前，亚洲部分新兴经济体外汇储备不足、短期资本过度流入、国内杠杆率过高为三大内部因素。上述因素共同构成了亚洲金融危机爆发的基本条件。

对于 08 年金融危机，前期由于过度宽松的借贷环境催生并不断累积的房地产泡沫是根本原因，而美联储为抑制经济和地产过热进行的大幅度加息是最终刺破泡沫导致危机爆发的导火索。

从两次危机原因的分析来看，美国的高利率都扮演了重要角色，两次危机前，美国基准利率都处于 5% 上方。而当前美国基准利率再次回到 5.25%-5.5% 的高位，美债收益率近期也大幅攀升，高利率下的相关风险值得高度警惕。

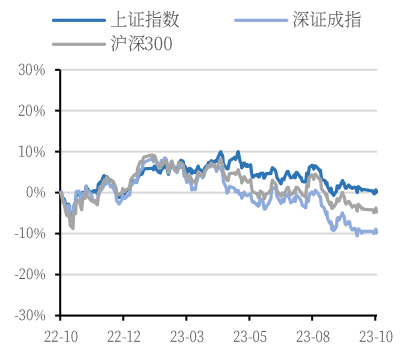
本轮美债收益率走高是多方面因素共振的结果。首先，多项经济指标显示美国经济依然表现较好，提升了市场对美国经济软着陆的预期。其次，美国通胀水平依然较高，这使得美联储维持偏鹰立场，而美联储的政策引导提高了市场对高利率维持更长时间的预期。第三，今年 5 月底，美国国会达成债务协议后，美国国债发行出现提速，但美联储仍处于缩表阶段，这使得国债大量发行更加依赖市场的消化，国债供给大量增加压低国债价格，推高国债收益率。

对于目前高利率环境可能导致的风险与影响，从美国自身来说，与 08 年金融危机不同的是，目前美国房地产领域并不存在深度的资产泡沫，但需特别关注美联储持续加息造成的中小银行经营压力。高利率会抑制美国国内消费与投资，进而抑制美国经济增长。同时，高利率环境下美国政府偿债压力将明显提升，未来如果美国财政压力导致美国信用体系进一步受损，国际金融稳定或将面临挑战与风险。此外，高利率之下美国银行业，特别是中小银行将持续承压。3 月份硅谷银行出现流动性危机并最终破产为美国银行业敲响了警钟，危机内因是其经营模式导致资产负债出现严重的“期限错配”，而外因是 2020 年疫情爆发后美联储实施大幅宽松，2022 年以来又急速加息引发市场流动性环境剧变。硅谷银行的问题在美国银行业中绝非个例，很可能普遍存在，特别是中小

### 主要数据

上证指数	3088.0991
沪深 300	3663.4104
深证成指	10068.2825

### 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

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

刘庆东 分析师  
SAC 执业证书: S0640520030001  
邮箱: liuqd@avicsec.com

王玉茜 研究助理  
SAC 执业证书: S0640122040025  
邮箱: wangyx@avicsec.com

### 相关研究报告

出口同比增速跌幅进一步收窄，延续改善趋势 —2023-10-15

社融延续回升态势，后续有望持续改善 —2023-10-15

金融市场分析周报 —2023-10-12

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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

银行可能更为严重。根据美国联邦存款保险公司最新的数据，2023年第一季度末，美国银行业的亏损达到了 5155 亿美元，德意志银行估计，今年第三季度美国银行业亏损很有可能超过 7000 亿美元。美国银行业潜在的风险依然很高，存在银行业危机再次爆发的可能。

对于非美国国家来说，需要重点关注的是新兴市场的主权债务和货币风险。特别是对于美元外债较多的国家，美元高利率环境导致相关国家美元融资成本攀升，本币贬值同时也导致偿债负担加剧，债务可持续的难度提升，当出现严重的负面冲击时，这些新兴市场的宏观金融稳定将更易受到威胁，可能会爆发债务危机、货币危机甚至经济危机和政治危机。虽然风险触发机制上与 97 年亚洲金融危机有所不同，但从美元高利率环境和新兴市场货币普遍贬值这一结果来看具有一定的相似性。

中国凭借长期稳定在 3 万亿美元以上的外汇储备，在新兴市场国家中抗风险能力较强，爆发危机的概率相对较低。但未来一段时间，美联储高利率仍将维持，而我国为刺激经济存在进一步降息的可能，中美利差倒挂幅度或会进一步加深，需要继续警惕外资流出和人民币贬值压力。

风险提示：全球经济恢复速度显著偏慢，中国经济复苏程度不及预期，重大突发地缘政治冲突

## 正文目录

一、 97 年亚洲金融危机爆发的原因分析 .....	6
(一) 联邦基金目标利率维持高位, 美元持续升值下, 亚洲新兴国家经常账户恶化 .....	6
(二) 亚洲新兴经济体产业结构相对落后, 经常账户长期逆差, 外汇储备不足 .....	7
(三) 资本账户开放+联系汇率制, 亚洲金融危机前, 新兴亚洲经济体面临短期资本过度流入的问题 .....	7
(四) 亚洲金融危机前, 新兴国家存在过度投资, 国内杠杆率上升速度较快, 加剧经济脆弱性 .....	8
二、 2008 年金融危机爆发的原因分析 .....	9
三、 本轮美债收益率攀升的原因及高利率环境可能造成的风险 .....	11

## 图表目录

图 1 美国基准利率和长端美债收益率变化.....	5
图 2 亚洲金融危机前，部分亚洲新兴经济体经常账户持续处于逆差状态（千美元） .....	7
图 3 亚洲金融危机前，部分亚洲新兴经济体短期外债占外汇储备比例高.....	8
图 4 2004 年 6 月至 2006 年 7 月，美联储连续加息 17 次（%）.....	10
图 5 伴随房地产繁荣美国经济快速增长，通胀抬头（%）.....	10
图 6 2005 年末美国房价上行动力缺失.....	11
图 7 美国 ISM 制造业 PMI 已连续三个月回升（%）.....	12
图 8 美国 PCE 通胀指标仍处较高水平.....	12
图 9 美国 CPI 和 PPI 同比均较 6 月低点反弹.....	13
图 10 放开债务上限后，美国国债月度发行提速.....	13
图 11 中美政策利率对比（%）.....	16
图 12 我国股市和债市的外资流动情况.....	16
表 1 今年以来与美联储加息以来的部分新兴市场货币贬值幅度统计（美元兑本币汇率的涨幅对应本币贬值幅度）.....	15
表 2 97 年亚洲金融危机期间的部分新兴市场货币贬值幅度统计（美元兑本币汇率的涨幅对应本币贬值幅度）.....	15

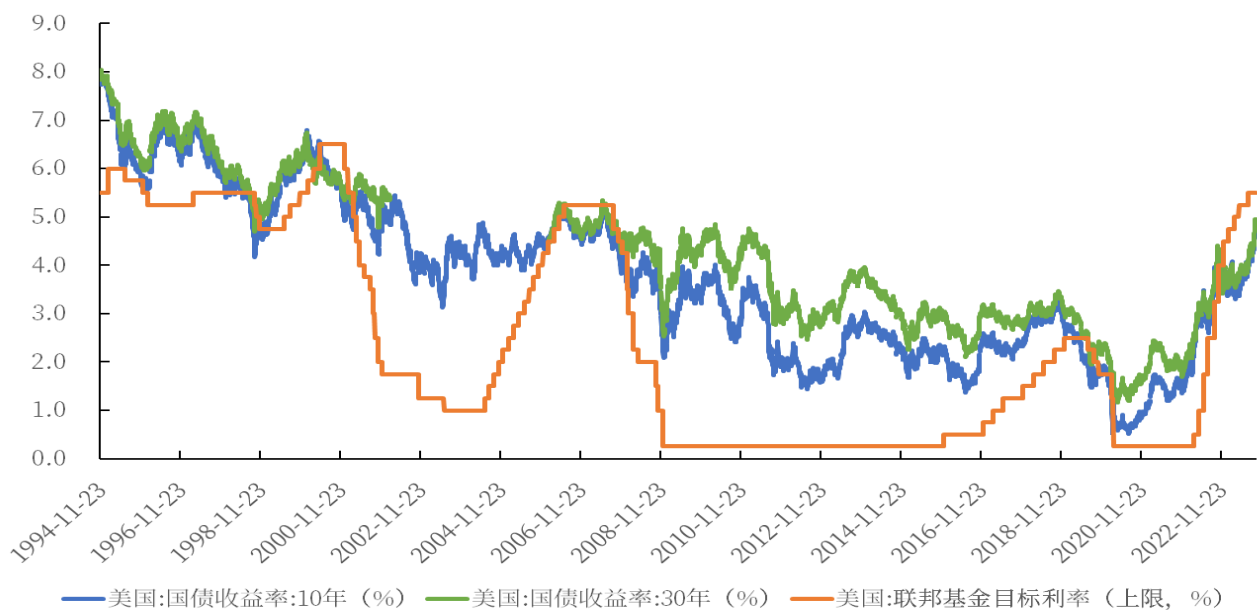
## 引言

联储9月加息25BP后，联邦基金利率已升至5.25-5.5%。近期美国长端收益率攀升，10年期国债收益率一度突破4.8%，30年期国债收益率则最高突破5%，对比之下，当前我国7天逆回购政策利率为1.8%，10年期国债收益率为2.7%，30年期国债收益率为3.0%，中美利差显著倒挂，凸显美国利率高企。基于美元的国际货币地位，英国、德国、日本等其他主要国家长债收益率也纷纷走高。

总体来看，目前美国基准利率和长端国债收益率已经回升到与97年亚洲金融危机和2008年金融危机之前的水平相当。市场对目前的高利率会否催生新一轮危机存在一定的担忧。

本文分析了97年亚洲金融危机和2008年金融危机的成因以及近期美债收益率走高的原因，并针对高利率环境下的潜在风险作出研判。

图1 美国基准利率和长端美债收益率变化



资料来源: WIND, 中航证券研究所

## 一、97 年亚洲金融危机爆发的原因分析

1995 年后，高利率之下美元的快速升值是触发 97 年亚洲金融危机的重要外部因素。而亚洲金融危机前，亚洲部分新兴经济体外汇储备不足、短期资本过度流入、国内杠杆率过高为三大内部因素。上述因素共同构成了亚洲金融危机爆发的基本条件。1997 年国际资本自泰国开始，对亚洲多国货币的持续做空行为，则很大程度上扮演了将这些国家所面临的诸多负面因素组成的“干柴”用短期金融冲击的“火苗”引燃的角色。

### （一）联邦基金目标利率维持高位，美元持续升值下，亚洲新兴国家经常账户恶化

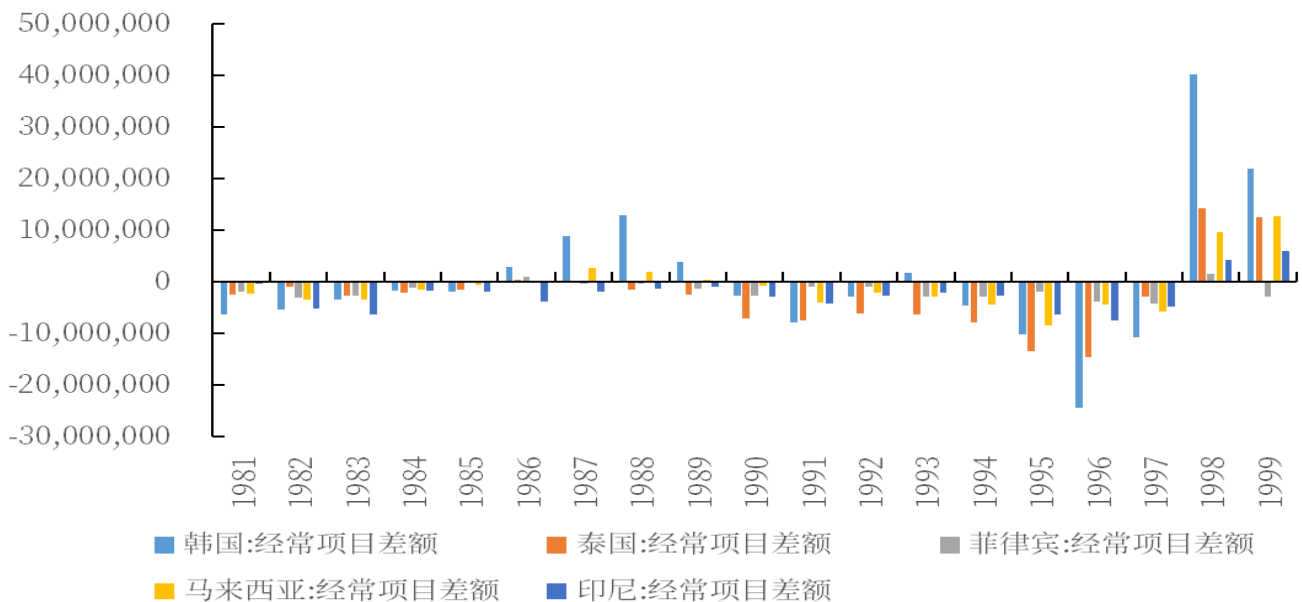
1994 年年初开始，美联储开启强势加息。自 1994 年 2 月到 1995 年 2 月，联邦基金目标利率从 3.25% 上行到了 6.00%，上行超过 275BP。美联储 1994 年开启加息主要出于对经济过热以及通胀上行风险的担忧，是预防性加息，而此后商品价格的持续上涨以及经济的韧性使得美联储不断扩大加息幅度。直到通胀压力缓解且经济增长显现疲态，美联储才停止加息并较快速地转向降息。1995 年 7 月开始，联邦基金目标利率虽然有所下调，但一直到 1997 年 3 月，联邦基金目标利率仍然维持 5.50% 的阶段高位。美联储持续维持联邦基金目标利率高位运行，叠加 1995 年初鲁宾出任财政部长后，克林顿政府极力推行的强势美元政策（即通过政府预期引导、外汇市场干预等多种方法维持美元汇率强势），1995 年 4 月之后，美元汇率开始上升。这使得与美元按联系汇率挂钩的亚洲新兴市场国家货币相对其他非美货币升值，产品竞争力受到削弱，出口增长率大幅度下滑。到 1996 年，这些国家大多出现严重贸易赤字。据统计，除中国和日本外，亚洲整体出口增长率从 1994 年的 20% 剧降到 1996 年的 4.3%，其中韩国从 26.3% 下降到 8.4%，马来西亚从 20.1% 下降到 10.1%，泰国从 24.2% 下降到 3.3%。经常账户的持续赤字，使得亚洲新兴经济体不得不借更多的短期外债，从而为危机的爆发埋下了隐患。

对当时的亚洲新兴经济体来说，本币贬值虽然可以促进商品出口，但亚洲国家货币长期钉住美元的汇率安排已经形成一种惯性，如果轻易地改变这种政策会遭到国际投资者的不信任，并且还要承担外债负担增加的代价。基于此，各国政府都不愿轻易采取货币贬值措施。最终，以索罗斯为首的国际资本敏锐地发现了刚性联系汇率制下，亚洲新兴国家货币对美元汇率的“虚高”，通过对这些货币进行“狙击”，赚取了巨额利润，引爆了亚洲金融危机。

## (二) 亚洲新兴经济体产业结构相对落后，经常账户长期逆差，外汇储备不足

东南亚、韩国实现经济高速增长主要靠出口导向型经济模式。但是，由于这些国家发展工业相对较晚，产业结构以相对初级的加工工业为主，一方面，需高价从日本等国进口制造产品所必需的大部分工业设备以及零部件、原材料等，另一方面，其出口产品溢价能力弱，因此，伴随着出口的高增速的是这些国家经常账户的持续逆差。在经常账户的逆差下，这些国家通常采用资本收支的顺差来弥补这种经常项目赤字。由于无法通过经常账户的持续顺差积累充足的外汇储备，当这些国家的货币被国际资本人为做空时，其央行所能动用的外汇储备相对有限，维护主权货币币值的能力不强。

图2 亚洲金融危机前，部分亚洲新兴经济体经常账户持续处于逆差状态（千美元）



资料来源：WIND，中航证券研究所

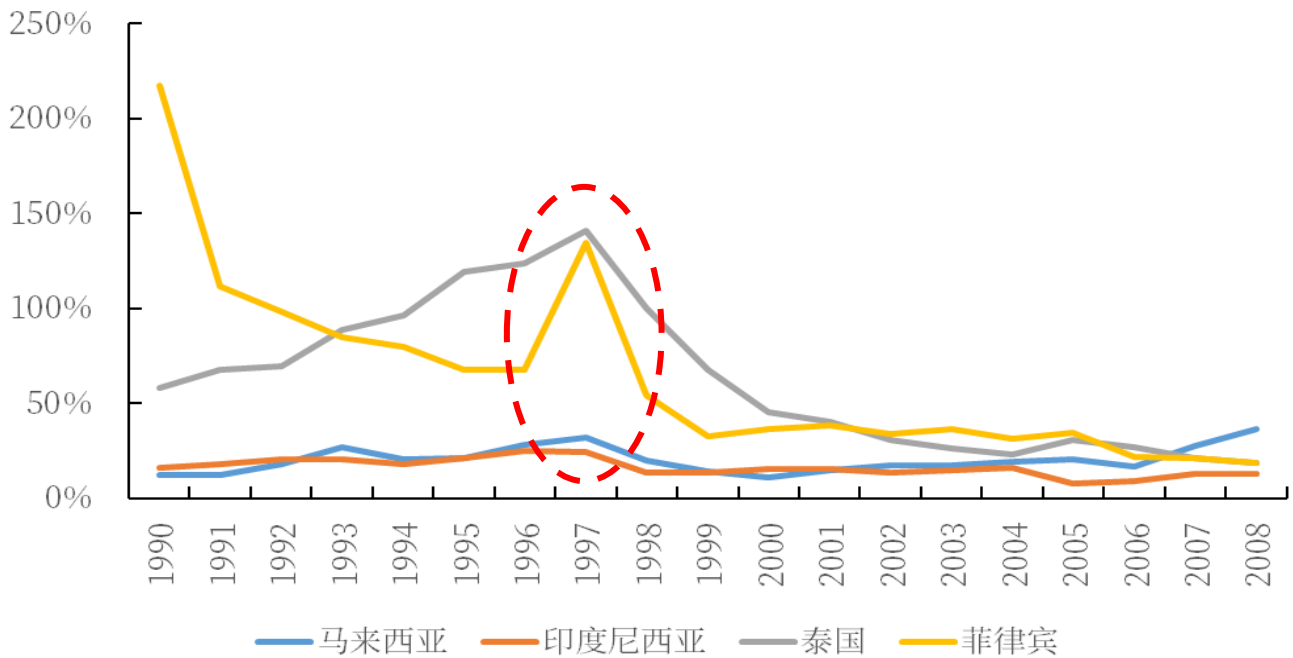
## (三) 资本账户开放+联系汇率制，亚洲金融危机前，新兴亚洲经济体面临短期资本过度流入的问题

90年代亚洲新兴经济体纷纷放开资本项目管制后，国际热钱大量涌入亚洲新兴经济体。在股票市场、债券市场和房市持续繁荣下，亚洲新兴经济体经济持续出现泡沫化，出口成本上升，出口竞争力下降，外贸逆差越来越大，填补外贸逆差只能靠再借外债，特别是短期商业性贷款。在金融危机前，部分亚洲新兴经济体的短期外债占总外债比例持续处在高位，对金融环境的变化十分敏感。

当国际资本狙击亚洲国家的货币时，出于投机目的涌入的短期资金迅速撤离，一方面引发国内资产价格下跌、以这些资产为质/抵押物的银行出现危机，另一方面极大

加重了本国货币的贬值压力，最终，在货币大幅贬值后，诸多企业由于无力偿还大量的短期外债而破产倒闭，经济危机随之产生。

图3 亚洲金融危机前，部分亚洲新兴经济体短期外债占外汇储备比例高



资料来源：WIND，中航证券研究所

#### （四）亚洲金融危机前，新兴国家存在过度投资，国内杠杆率上升速度较快，加剧经济脆弱性

在亚洲金融危机爆发前，泰国、马来西亚和韩国等国都出现了很明显的高资本形成占比与 GDP 增速不匹配的情况。以泰国为例，1991 年之后，泰国资本形成总额占 GDP 的比重一直保持在 40% 以上的高位，但 GDP 增速却明显下滑。1996 年，泰国资本形成总额占 GDP 的比重为 42.53%，而实际 GDP 增速却已从 1988 年 13.39% 的高位回落至 5.65%，最终 1997 年亚洲金融危机于泰国率先爆发，金融危机爆发后，泰国 GDP 在 1997 和 1998 年连续两年同比负增长。韩国、马来西亚的情况也比较类似，在危机爆发前出现过一段时间高资本形成占比与 GDP 增速不匹配的阶段。高资本投资与经济增速不匹配的核心原因在于，资本存在边际递减规律。当一国在长期的经济发展中过度依赖投资后，投资的效益将下降，随着时间的推移，为了达到同样的效果，则不得不加大投资量，这就导致了经济体杠杆率的持续攀升，从而加大了经济体的脆弱性，特别是当用来投资的资本有很大一部分是外资借款时，一旦本币汇率出现贬值，这种脆弱性又会被进一步放大。



## 二、2008 年金融危机爆发的原因分析

2008 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。

由于经济全球化程度的不断加深，这场始于美国的金融危机愈演愈烈，迅速波及欧洲、日本等主要金融市场，并蔓延到实体经济，演变成全球性的金融危机。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。

回顾 2008 年金融危机爆发的成因，前期由于过度宽松的借贷环境催生并不断累积的房地产泡沫是根本原因，而美联储为抑制经济和地产过热进行的大幅度加息是最终刺破泡沫导致危机爆发的导火索。

21 世纪初，在低利率环境滋养下美国房地产市场蓬勃发展，住房价格持续上涨，2002 年 8 月至 2006 年 4 月美国 20 大中城市标准普尔/CS 房价指数同比增速保持在 10% 以上。

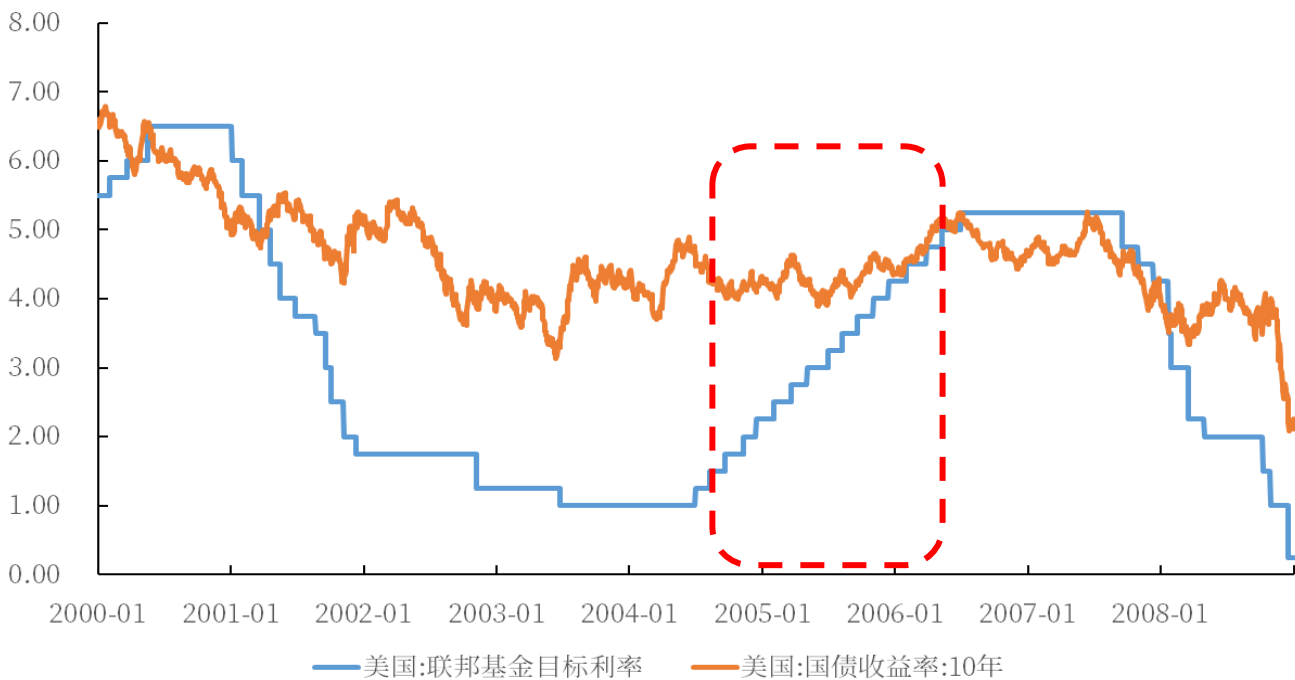
供给侧来看，购房热潮下金融机构顺势推出按揭准入标准较低的次级贷款及 ARM 贷款（可调整利率房贷）等，令大量缺乏购房和还贷能力的人群也能够通过贷款购房，对应住房抵押贷款的质量出现下降。商业银行为快速扩张业务将次级贷款通过投资银行设计成多层拆分重组打包后的衍生品，包括 CDO（Collateralized Debt Obligation，担保债务凭证），CDS（credit default swap，信用违约互换）及 MBS（Mortgage-Backed Security，住房抵押贷款证券）等。经过层层打包后的复杂衍生品令投资者难以对其真实风险情况形成准确判断，从而加剧了金融风险的累积和放大。

需求侧来看，投资者一方面信赖金融机构给予较高评级的衍生品，另一方面相信房价会不断上行因而忽视潜在风险，追求高收益心态下风险偏好较高，导致自身的风险敞口较大。

2001 年 911 事件突发，在全球经济不确定性加剧背景下美联储采取降息政策稳定经济。低利率环境滋养地产泡沫发酵，经济快速增长，通胀抬头。为遏制经济增长过热，2004 年 6 月美联储开启加息进程，连续 17 次分别加息 25 个基点，直至 2006 年 6 月，基准利率从 1% 上调至 5.25%。2006 年，经济降温压力下房价可持续上涨的信仰崩塌，房价上行动力减弱，美国 20 个大中城市标准普尔/CS 房价指数同比增速自 2005 年 12 月录得 15.52% 后一路下行，直至 2009 年 1 月探底至 -19.01%。

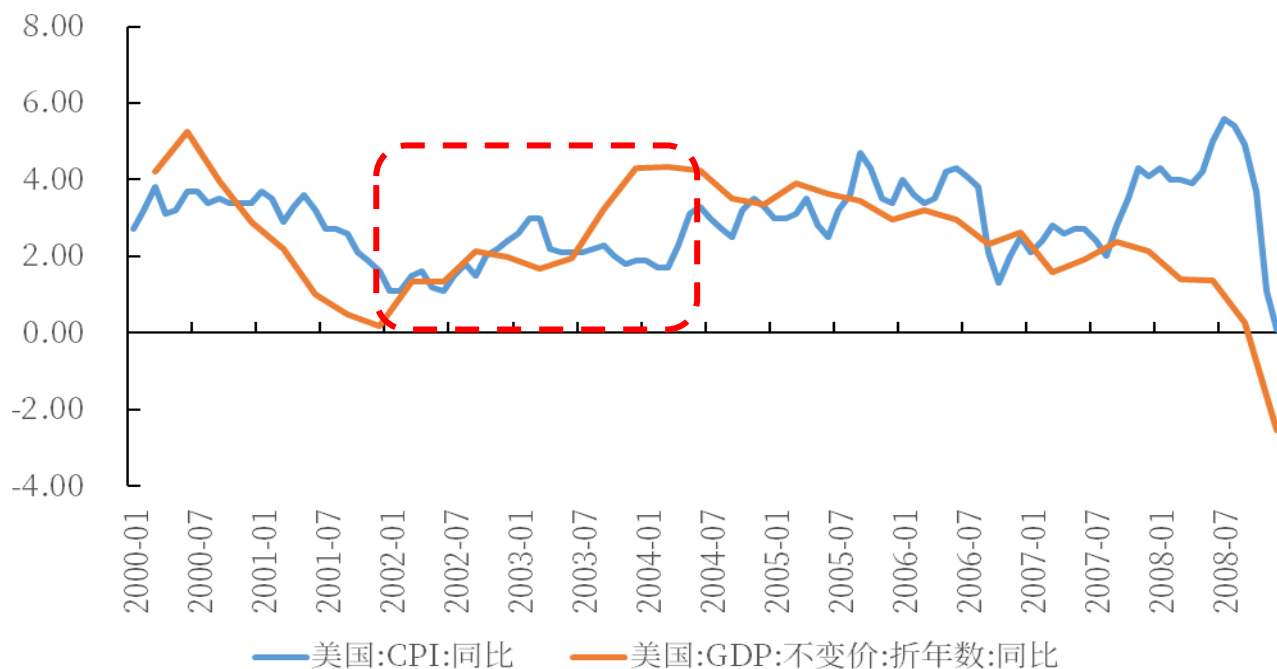
美国次级抵押贷款市场通常采用固定利率和浮动利率相结合的还款方式，在利率上行而房价下行的背景下，购房者还贷负担加重而房屋再融资价值缩水，次级贷款频频出现违约，相关金融衍生品泡沫破裂，引发金融市场流动性危机并进一步向全球扩散。

图4 2004年6月至2006年7月，美联储连续加息17次（%）



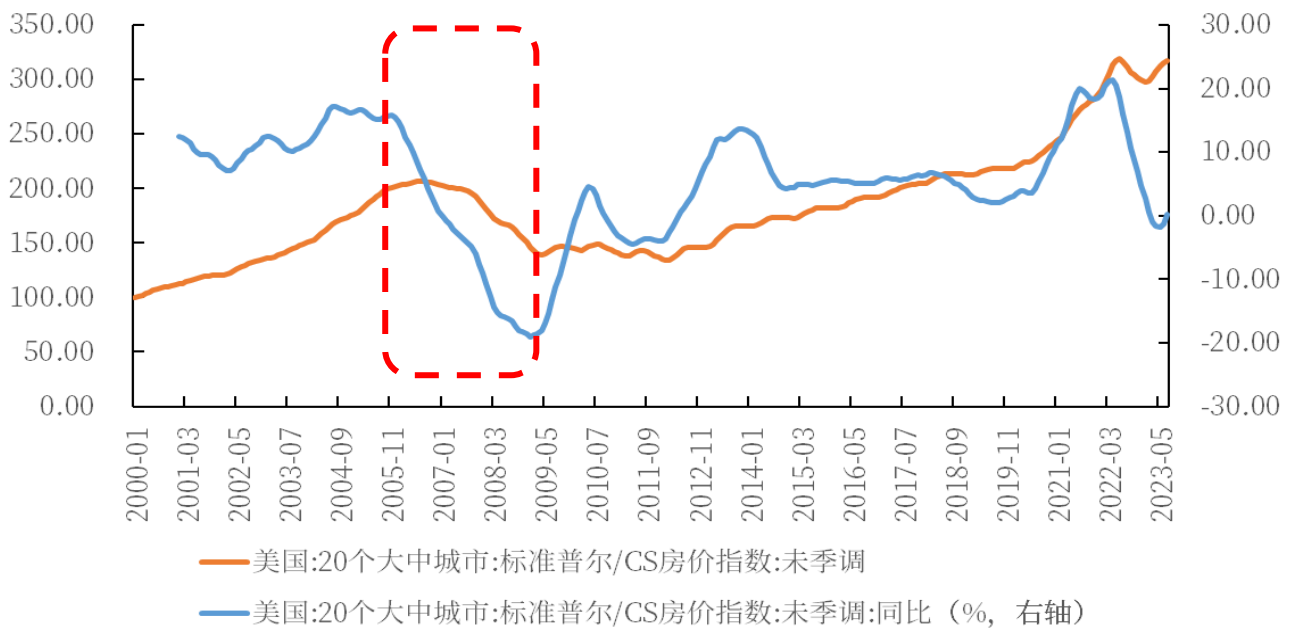
资料来源: WIND, 中航证券研究所

图5 伴随房地产繁荣美国经济快速增长，通胀抬头（%）



资料来源: WIND, 中航证券研究所

图6 2005年末美国房价上行动力缺失



资料来源: WIND, 中航证券研究所

### 三、本轮美债收益率攀升的原因及高利率环境可能造成的风险

从前文对两次危机原因的分析来看, 美国的高利率都扮演了重要角色, 两次危机前, 美国基准利率都处于 5% 上方。而当前美国基准利率再次回到 5.25%-5.5% 的高位, 美债收益率近期也大幅攀升, 高利率下的相关风险值得高度警惕。

本轮美债收益率攀升是多方面因素共振的结果。首先, 多项经济指标显示美国经济依然表现较好, 10月2日公布的美国9月ISM制造业PMI为49, 高于预期的47.7和前值47.6, 已经连续第三个月回升。10月6日美国商务部公布的9月美国季调后非农就业人口增33.6万人, 创8个月新高, 大幅高于预期的17万人, 前值也由18.7万人上修至22.7万人, 显示就业市场延续较高的景气度。良好的经济数据有利于提升市场对美国经济软着陆的预期, 进而对长端国债收益率形成向上的助力。

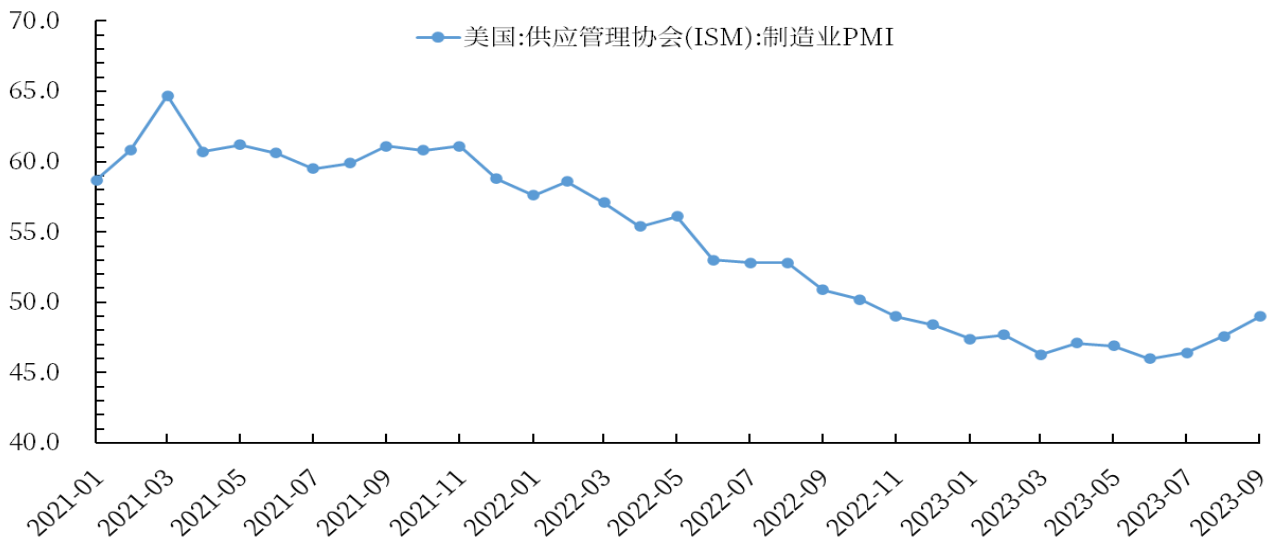
其次, 美国通胀水平依然较高, 8月美国PCE同比3.5%, 已经连续两个月小幅反弹, 核心PCE同比虽然持续走低, 但8月同比仍高达3.9%, PCE反映的通胀水平仍明显高于美联储2%的目标值。最新公布的美国9月CPI同比上涨3.7%, 涨幅与8月持平, 但高于经济学家此前预测的3.6%, 较6月份3%的低点已有较明显的反弹。同时, 美国9月PPI同比增长2.2%, 较8月的1.6%明显反弹, 且大超预期的1.6%, 已连续第三个月超预期上涨。

仍高的通胀与具有韧性的经济为美联储维持偏鹰立场提供了理由和底气。9月议息会议公布的点阵图显示, 美联储参与投票的19名官员中, 有12人认为年内还需再

加息一次。美联储的政策引导提高了市场对高利率维持更长时间的预期，对长端收益率起到向上的推动作用。

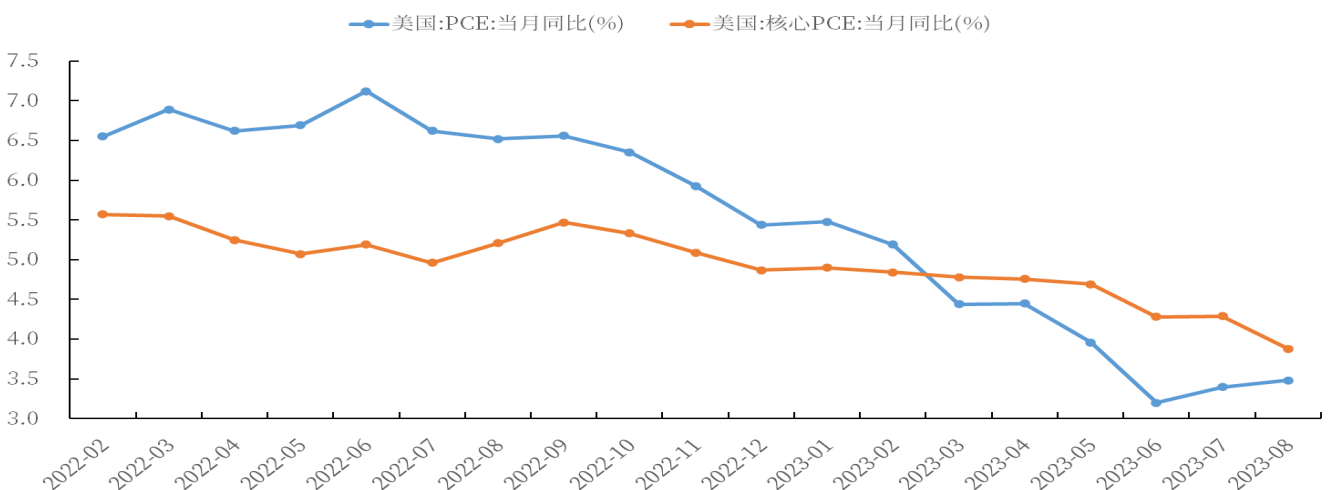
第三，今年5月底，美国国会达成债务协议，将美国债务上限暂停至2025年1月1日。这意味着，在2025年1月之前，美国联邦政府借款不设上限。此后，美国国债发行出现提速，特别是8月份，美国财政部发行了超过2万亿规模的美债，规模仅次于2020年疫情初期。但当时美债的大量发行有美联储兜底大量买入，而目前美联储处于缩表阶段，按计划每月资产负债表中将缩减600亿美元国债，因此此时的美债的大量发行更加依赖市场的消化，国债供给大量增加成为压低国债价格，推高国债收益率的重要原因。美国9月19日美国财政部公布的数据显示，美国国债规模已经创纪录地超过33万亿美元，未来预计将继续快速增长。

图7 美国 ISM 制造业 PMI 已连续三个月回升 (%)

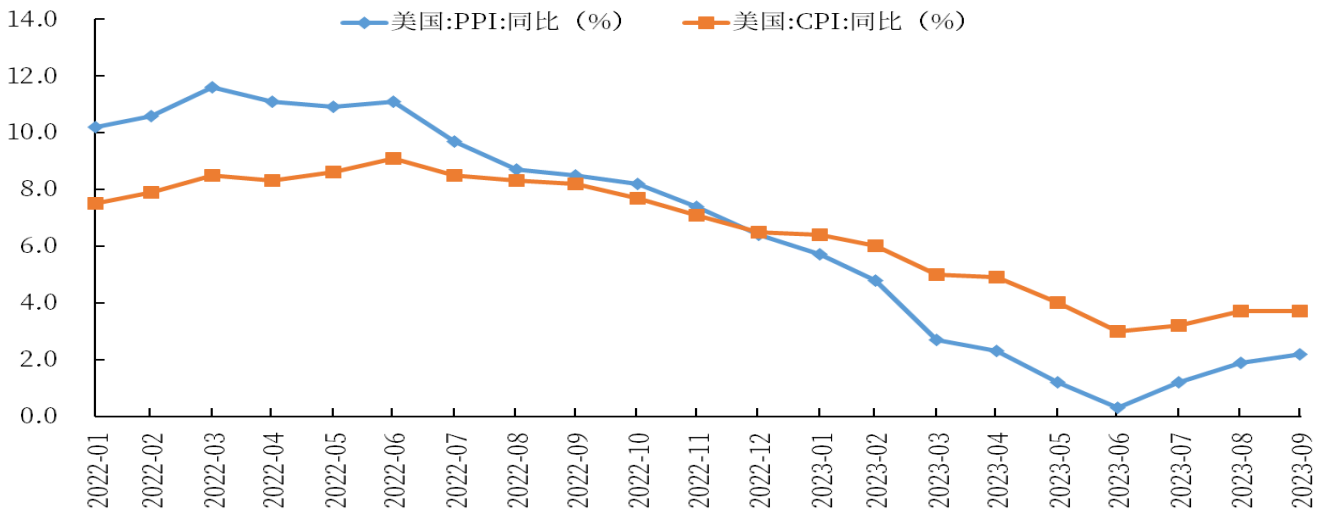


资料来源: WIND, 中航证券研究所

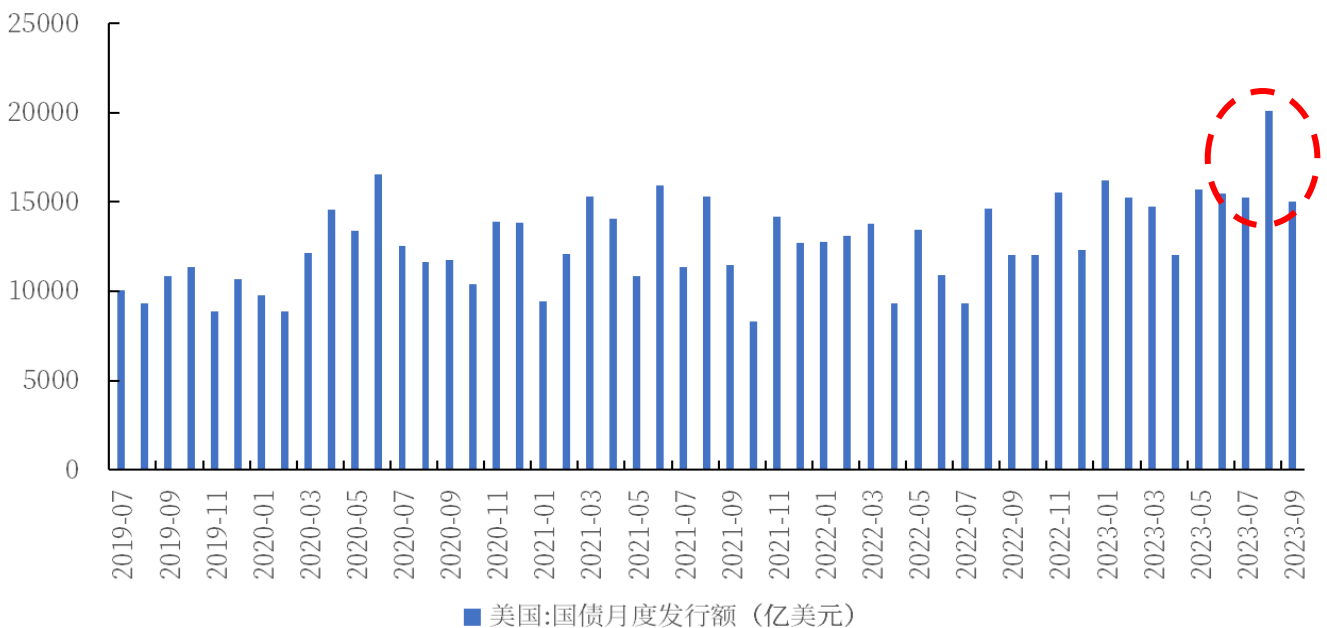
图8 美国 PCE 通胀指标仍处较高水平



资料来源: WIND, 中航证券研究所

**图9 美国 CPI 和 PPI 同比均较 6 月低点反弹**


资料来源: WIND, 中航证券研究所

**图10 放开债务上限后, 美国国债月度发行提速**


资料来源: WIND, 中航证券研究所

虽然目前美国经济仍表现出韧性, 且美联储在最新的议息会议上也表现出了对美国软着陆的信心, 但目前的高利率环境导致的风险依然值得警惕, 这些风险不仅局限在美国内部, 由于美元是最重要的国际货币, 美元利率的高企也将产生明显的外部性, 对非美国国家造成风险。

对美国自身来说, 高利率对美国的负面影响体现在多个方面。与 08 年金融危机不同的是, 目前美国房地产领域并不存在深度的资产泡沫, 但需特别关注美联储持续加息造成的中小银行经营压力。

首先，高利率会抑制消费与投资，进而抑制美国经济增长。如果未来美国经济出现超预期的恶化，美联储政策路径和全球资本市场预期将面临大幅调整，金融市场波动或将放大。

其次，高利率环境下美国政府大量发债，意味着政府偿债压力将明显提升，进而提升美国政府的信用风险。今年 8 月 1 日，国际三大评级机构之一的惠誉宣布，将美国长期外币发行人违约评级（IDR）从原先的“AAA”下调一级至“AA+”，主要理由就是美国在财政和债务问题方面的治理能力一直在不断的恶化。未来如果美国财政压力导致美国信用体系进一步受损，国际金融稳定或将面临挑战与风险。

第三，高利率会对银行业经营产生明显挤压，特别是令美国中小银行面临沉重压力。今年 3 月份美国硅谷银行引发的银行业危机已经敲响了警钟。导致硅谷银行出现流动性危机并最终破产的内因是其经营模式导致资产负债出现严重的“期限错配”，而外因是 2020 年疫情爆发后美联储实施大幅宽松，2022 年以来又急速加息引发市场流动性环境剧变。资产负债期限错配以及美联储大幅加息导致资产端亏损这一问题在美国银行业中绝非个例，很可能普遍存在，特别是对于美国规模有限、负债结构相对单一、资产配置风险规划能力相对较低的中小银行来说，这一问题可能更为严重。根据美国联邦存款保险公司最新的数据，2023 年第一季度末，美国银行业的亏损达到了 5155 亿美元，德意志银行估计，今年第三季度美国银行业亏损很有可能超过 7000 亿美元。

因此，虽然美联储的强力干预令危机暂时平缓下来，但危机的根源并未得到有效解决。未来高利率可能维持较长时间，中小银行将持续承压，美国银行业潜在的风险依然很高，存在银行业危机再次爆发的可能。

对于非美国国家来说，需要重点关注的是新兴市场的主权债务和货币风险。美元是美国的，但问题是世界的，从历史经验来看，危机的“火苗”往往在美国，而重灾区在海外。美元高利率将吸引国际资金回流美国，资金大幅流出将迫使其他非美国国家提高国内利率水平，或是导致本国货币汇率承受巨大压力而大幅贬值，同时也会增加非美国国家国内经济以及金融市场的风险。特别是对于美元外债较多的国家，美元高利率环境导致相关国家美元融资成本攀升，本币贬值同时也导致偿债负担加剧，债务可持续发展的难度提升，当出现严重的负面冲击时，这些新兴市场的宏观金融稳定将更易受到威胁，可能会爆发债务危机、货币危机甚至经济危机和政治危机。

去年美联储大幅加息以来，斯里兰卡、加纳先后因外币头寸不足而发生主权债务违约，而土耳其、巴基斯坦、埃及、阿根廷等众多新兴市场货币对美元汇率出现大跌，陷入汇率风暴甚至货币危机。往后看，需要警惕新兴市场的主权债务风险与货币风险进一步扩散和蔓延，虽然风险触发机制上与 97 年亚洲金融危机有所不同，但从美元高利率环境和新兴市场货币普遍贬值这一结果来看具有一定的相似性。

**表1 今年以来与美联储加息以来的部分新兴市场货币贬值幅度统计（美元兑本币汇率的涨幅对应本币贬值幅度）**

	今年以来 (2023.1.1-2023.10.6)	美联储本轮加息以来 (2022.3.17- 2023.10.6)
美元兑阿根廷比索	97.61%	220.51%
美元兑土耳其里拉	47.23%	84.69%
美元兑俄罗斯卢布	41.71%	-14.63%
美元兑埃及镑	24.92%	96.93%
美元兑巴基斯坦卢比	24.86%	57.94%
美元兑南非兰特	13.50%	28.08%
美元兑马来西亚林吉特	7.09%	12.03%
美元兑泰铢	6.65%	10.42%
美元兑人民币	5.78%	14.64%
美元兑菲律宾比索	0.91%	8.35%
印度卢比	0.64%	8.89%

数据来源：Wind，中航证券研究所

**表2 97年亚洲金融危机期间的部分新兴市场货币贬值幅度统计（美元兑本币汇率的涨幅对应本币贬值幅度）**

	97年金融危机期间 (1997.7.2-1998.12.31)
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%

数据来源：Wind，中航证券研究所

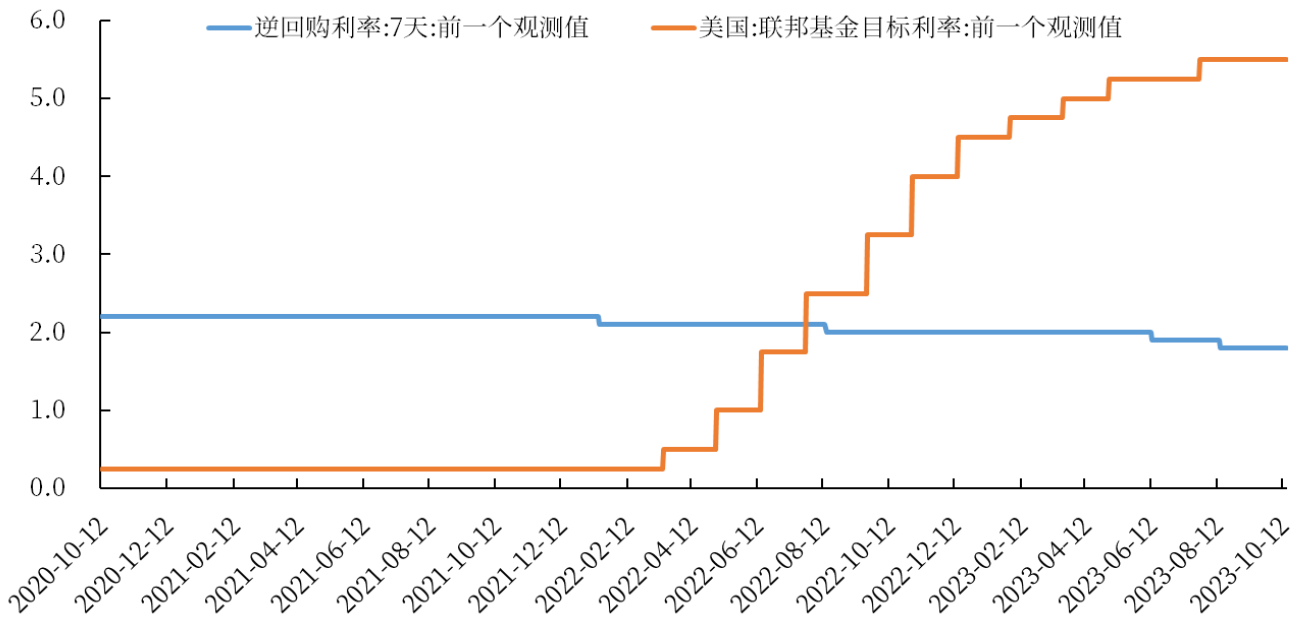
中国凭借长期稳定在 3 万亿美元以上的外汇储备，在新兴市场国家中抗风险能力较强，爆发危机的概率相对较低。但由于在本轮美联储加息周期中，我国出于稳增长、促复苏的政策诉求，采取了较宽松的货币政策，多次下调政策利率，令中美利差倒挂不断加深，进而导致我国也承受着资金流出以及货币贬值的压力。

从国内资本市场的资金流动来看，从 2022 年 3 月美联储开启加息至今，债券市

场上境外机构的债权托管量出现明显回落，显示外资流出我国债券市场。同时期 A 股市场上的北向资金虽然总体上仍为净流入，但净流入速度偏离此前的趋势，出现明显的放缓。

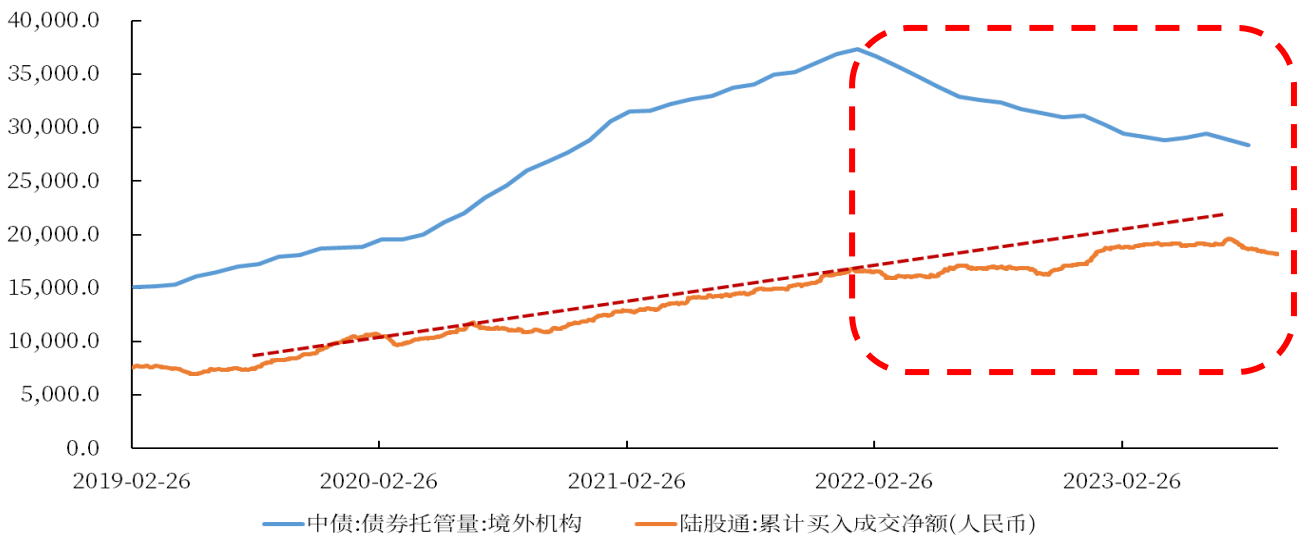
未来一段时间，美联储高利率仍将维持，而我国为刺激经济存在进一步降息的可能，中美利差倒挂幅度或会进一步加深，需要继续警惕外资流出和人民币贬值压力。

图11 中美政策利率对比 (%)



资料来源: WIND, 中航证券研究所

图12 我国股市和债市的外资流动情况



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, liyuq@avicsec.com, S0640119010012  
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001  
曾佳辉, 13764019163, zengjh@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证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。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