

关注美元走强下新兴经济体汇率风险

研发部 徐永

摘要：美国经济增长势头良好，美元走强背景下，新兴经济体汇率贬值风险加大，部分国际收支状况不佳和外债风险较高的国家还容易因事件驱动引发局部经济和金融市场危机；人民币汇率双向波动日益明显，但当前同样面临一定贬值压力，人民币对美元汇率中间价近期重启逆周期调控，将有望缓解市场顺周期行为并维持人民币汇率水平合理均衡。

当前美国经济表现较为强劲，7月美国供应管理协会（ISM）制造业PMI为58.1，连续23个月高于荣枯线，通胀率上升、失业率维持低位，二季度GDP增长初值达到4.1%，为2014年三季度以来最快水平，年内预期继续加息1-2次，美元指数可能继续走升。

图表1 美元指数走势



数据来源：Wind，新世纪评级整理

历来美元处于升值周期时，新兴经济体容易发生汇率和金融危机，典型如80年代初的拉美债务危机、97年的亚洲金融危机。2017年至2018年一季度美元指数持续走低，二季度以来，在美国经济复苏强劲、贸易和金融政策强势的环境下，美元明显反弹，全球包括中国在内的新兴经济体均面临较大的货币贬值压力。

一、新兴经济体市场波动明显

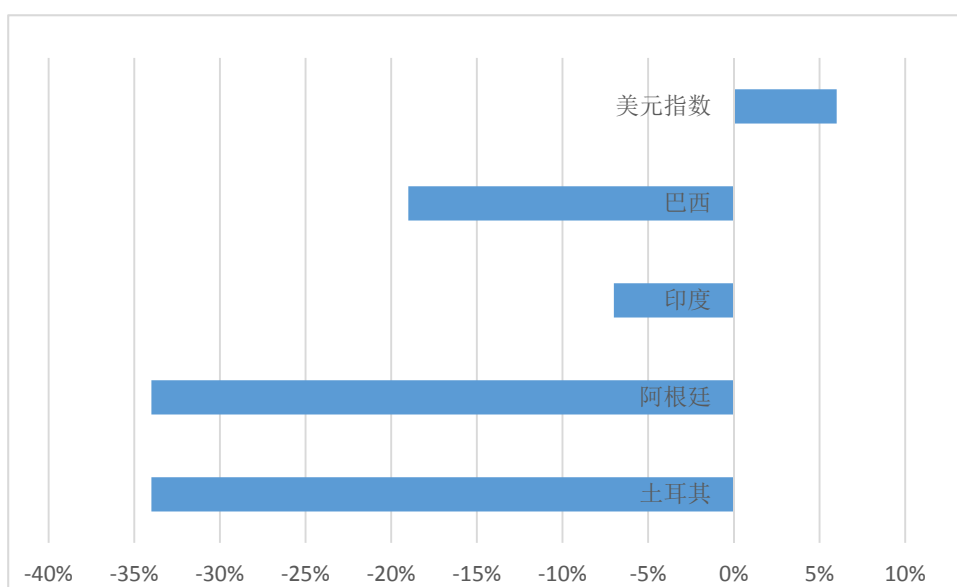
在全球美元体系下，新兴经济体谋求经济增长普遍面临吸引外部资本流入的问题，但一旦美元币值或者国家政治关系发生变化，短期内容易诱发大量资本流出，引发汇率危机，如果自身经济金融体系较为脆弱，经济政策扭曲或失当，还

容易从汇率危机扩大到局部金融市场和经济危机。

2014 年美国复苏美元走强以来，新兴经济体包括俄罗斯、巴西、阿根廷、马来西亚等国家的汇率均先后遭到了冲击，二季度美元反弹以来，阿根廷比索以及巴西雷亚尔兑美元汇率均出现了较大幅度的贬值，大大超过同期美元指数的升值幅度，近期发生危机的土耳其，则是其中受到冲击较为严重的国家。

土耳其现任总统埃尔多安 2003 年上台后，为刺激经济增长，施行了长期的低利率和积极财政政策，并大量举借外债，经济基本面呈现高增长、高通胀和高外债的局面，与美国关系的交恶，更是刺激了其汇率短期内快速下跌。8 月 14 日里拉兑美元中间价单日跌幅达到 14%。

图表 2 部分新兴经济体货币二季度以来兑美元汇率表现



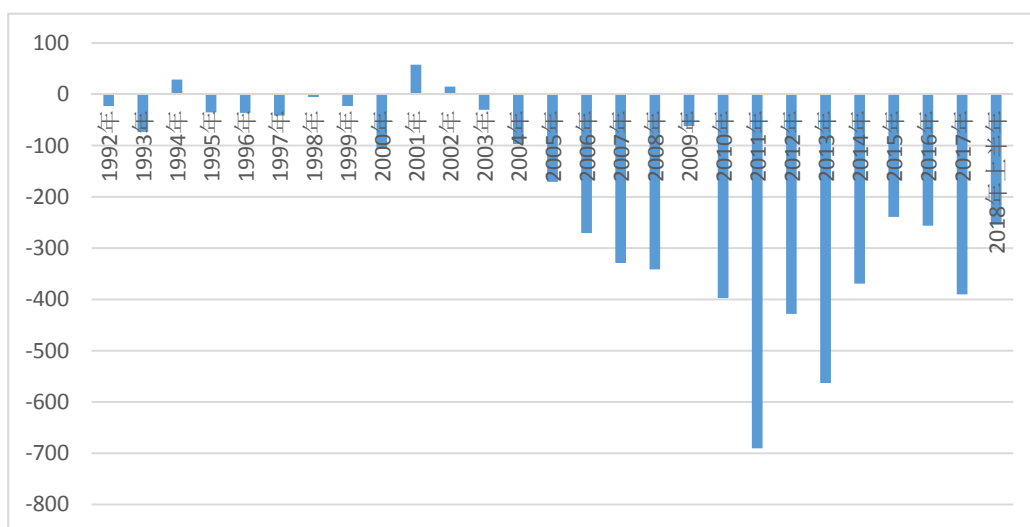
数据来源：Wind，新世纪评级整理

截至 2018 年 6 月末，土耳其的外汇储备总额为 755 亿美元，但其短期外债和外债总额在 2016 年末就达到了 980 亿美元和 4057 亿美元，外债风险较大。今年 1 季度，土耳其经济增长达到 7.4%，但其 7 月的通胀高达 16%，国内经济面临较高的通胀风险。

为了应对汇率贬值和资本外流，土耳其采取了加息措施，导致国内股市、债券市场均出现暴跌，与此同时，全球大宗商品价格的上涨，进一步恶化了其国际收支状况，全球金融市场当前高度关注土耳其的外债偿还风险。

除了土耳其，包括阿根廷等国家在内，今年以来货币贬值的幅度均较大，在美国经济和美元复苏的背景下，新兴经济体的汇率风险较高。同时，部分外债风险较高的国家，存在因货币贬值而引发新一轮债务危机的较大可能。

图 表 3 土耳其经常项目表现（单位：亿美元）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

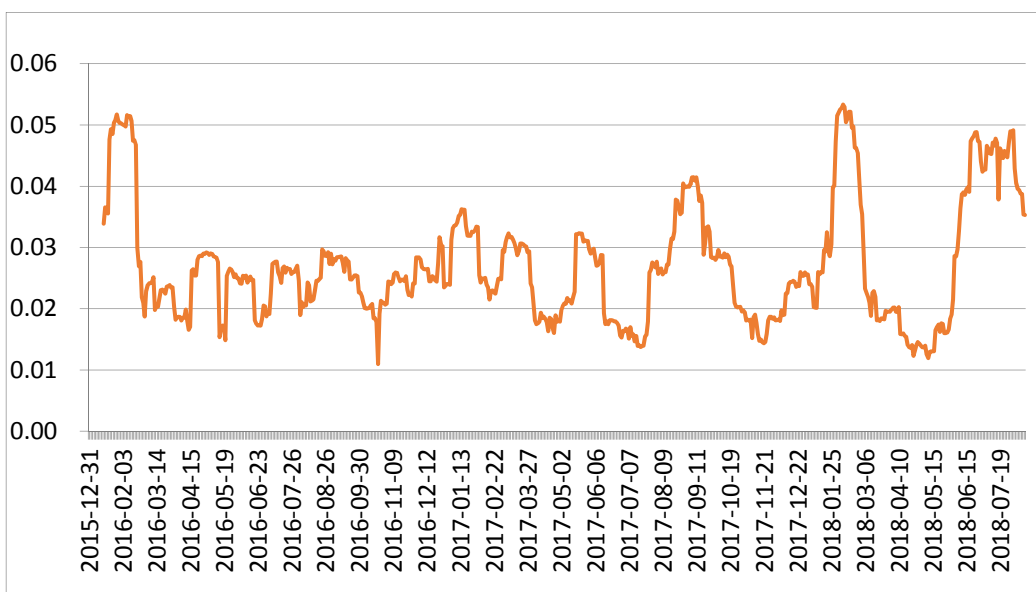
二、人民币汇率重启逆周期调控

8月24日，银行间外汇市场自律机制秘书处公告称，近期受美元指数走强和贸易摩擦等因素影响，外汇市场出现了一些顺周期行为。基于自身对市场情况的判断，8月份以来人民币对美元汇率中间价报价行陆续主动调整了“逆周期系数”，以适度对冲贬值方向的顺周期情绪，预计未来“逆周期因子”会对人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定发挥积极作用。

这是人民币汇率中间价逆周期因子调控自去年5月份启动、今年2月份一度暂停后再度重启。在此之前，央行已经于8月初将对开展代客远期售汇业务的金融机构收取的外汇风险准备金由0%重新设定为20%；同时加强对上海自贸区分账核算单元的管理，各银行不得通过同业往来账户向境外存放或拆放人民币资金，同时不得影响实体经济真实的跨境资金收付需求，此前2015年汇改后，央行也曾暂停向境外银行提供账户融资，缓解人民币的贬值压力。

人民币汇率双向波动日益明显，单边走势预期已经明显改善，但在美元指数升值背景下，人民币汇率和其他新兴市场国家货币一样，也遭受了一定的贬值压力。

图表 4 CFETS 指数波动率

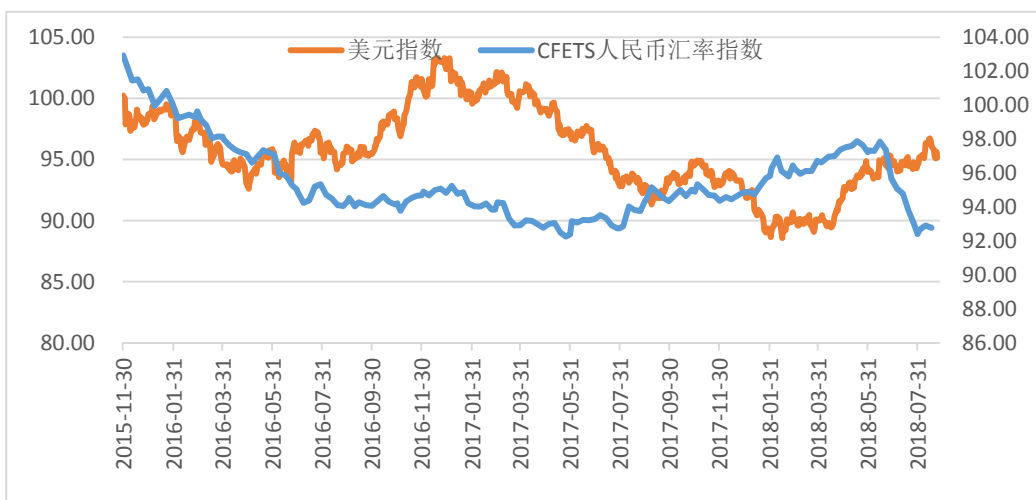


数据来源: Wind, 新世纪评级整理

且国内汇率市场当前顺周期特征明显, 典型如 2017 年上半年, 美元指数下行过程中, 人民币汇率指数并未同步走升, 是待人民币汇率中间价逆周期因子调控启动后才逐步升值, 之后汇率走势市场化程度进一步提高, 央行顺势逐步退出了常态化干预, 暂停了逆周期因子调控。

近两个月以来汇率再度有超调贬值迹象, 6 月 15 到 8 月 24 日之间, 美元指数上涨幅度不到 1%, 同期人民币汇率指数下跌超过 5%, 此时人民币汇率逆周期因子调控再度重启, 有望抑制市场的顺周期贬值行为, 预期人民币汇率短期内继续贬值的幅度将较为可控。

图表 5 人民币汇率指数表现

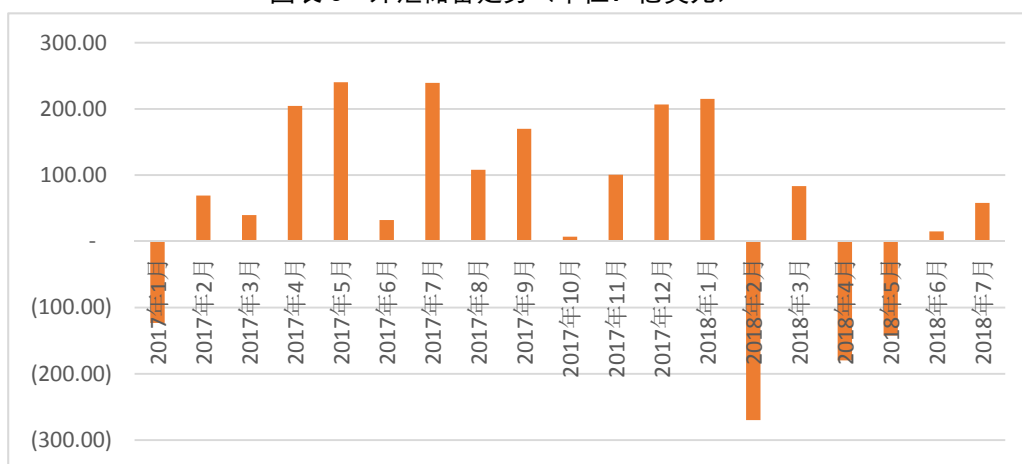


数据来源: Wind, 新世纪评级整理

值得注意的是, 虽然近期人民币汇率有贬值压力, 但 6 月份以来外汇储备并

未下降，反而连续两个月走升，显示汇率贬值预期并未影响到资本流动和储备资产，这也是市场普遍认为央行能对人民币汇率贬值容忍度提高的原因。

图表 6 外汇储备走势（单位：亿美元）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

按照央行的表态，央行不会将人民币汇率作为工具来应对贸易摩擦等外部扰动。无论是 2017 年至 2018 年一季度的人民币汇率升值，还是二季度以来的人民币汇率贬值，都是由市场力量推动，央行已基本退出常态式外汇干预，但汇率保持弹性不代表没有底线思维，预期后期汇率的顺周期行为在加强引导后将逐步缓解，人民币汇率有望在双向波动的基础上保持合理均衡。

美国经济表现强劲，美元走强，中国和其他新兴经济体一样，外部环境不确定性较高，汇率有阶段性的贬值压力，不过中国经济结构性改革和去杠杆政策持续推进，经济基本面基础牢固，汇率贬值和贸易冲突对国内经济的冲击预期可控，中国发生汇率及金融危机的可能性较小。