

美元加息对新兴市场国家 的影响与对策

金砖智库 CBGG

世界金融论坛 WFF

2018 年 11 月 17 日

摘 要

2015 年以来，美联储启动了新一轮的加息周期，至今已加息 8 次。影响其加息频率和幅度的深层次因素是美国经济复苏状况和美联储关于中性利率的判断。从趋势上看，美国经济正处于较好复苏周期，将支撑美联储继续加息。从幅度上看，长期中性利率水平决定本轮加息周期已进入后半程。未来加息节奏还面临新兴市场溢回效应冲击和特朗普新政不确定性影响，预计在 2020 年之前美联储将延续加息进程。不过，美联储加息节奏也可能会放缓，不排除在 2020 年加息至中性利率之后，由于经济形势恶化，可能会再次进入降息周期。

2018 年 4 月以来，在美元持续多次加息的背景下，多个新兴市场国家本币大幅贬值、股市急剧下跌、债市承压动荡，资本外流压力进一步显现。新兴市场国家金融动荡的导火索以外部因素为主，主要是美联储连续多次加息与缩表、美国主动发起贸易战、美国对多国实施制裁。风险传播渠道以跨境联动因素为主，包括货币政策跟随紧缩、外债依赖程度过高、外储覆盖率过低、存在双赤字问题。风险放大渠道以内部因素为主，包括国内政局不稳、经济增速下行、企业和家庭负债率高、经济结构单一、通货膨胀高企等。这在过去已经导致了多次新兴市场金融危机。

本文通过将 IMF 和 IIF 的方法有机结合，创新性地构建了新兴市场金融风险指数。根据这一指数所选出来的国家，包括阿根廷、土耳其、乌克兰、南非、菲律宾、哥伦比亚等，都具有通胀较高、制造业体系不完善、未来政局变动性较大等因素，而且短期内并没有好转的迹象。具体来看，各高风险新兴市场国家可分为两类，一类的跨境风

险较大，另一类国内风险较高。首先，跨境风险较大的新兴市场国家有阿根廷、土耳其、乌克兰和南非；其次，哥伦比亚和菲律宾则是另一类国内风险较高的新兴市场国家。最后，在美国加息周期中，各新兴市场国家都面临流动性趋紧的局面，但风险爆发点并不相同。

在美元加息背景下，新兴市场国家要妥善处理自身货币与美元之间的关系，避免过于依赖美元，过多承担短期美元债务。宜支持法国、德国等提出的建立新的独立的国际支付体系的倡议，避免部分国家将国际公共的金融基础设施作为制裁手段。要打造货币互换升级版，在必要时使之成为国际间流动性的必要补充。要稳妥推进新兴市场国家的金融市场开放，特别是保持维护股市和汇市稳定的必要能力，还要防止预期不稳与金融风险叠加。我们建议：第一，完善国际经贸策略，主动优化贸易结构，减轻对于单一市场的依赖，合作推动 WTO 改革，维护“特殊和差别性待遇”原则，承认市场经济模式的多样性，反对简单采用特定市场经济国家的内涵和标准，深化新兴市场合作，加强“一带一路”和“金砖+”合作；第二，建设国际经贸金融新秩序，推进新一轮国际货币体系改革，打造货币互换升级版，完善国际金融基础设施，支持欧洲建设独立于美国的支付结算体系，深化区域货币金融合作，推动本币结算和本币国际化；第三，合力反制单边制裁，完善反制经贸制裁工具箱，建立完善的反倾销、反补贴监控、纠正、应诉及起诉机制，共谋减轻制裁负面影响，积极引导预期，避免恐慌情绪蔓延；第四，强化跨境宏观审慎管理，加强跨境资本流动监测和管理，稳妥推进境内外汇、股票和债券市场开放，审慎有序放开资本项目；第五，加强宏观政策国际协调，健全宏观经济政策国际协调机制，开展国际共识落实评估机制。

Abstract

Since 2015, the Fed has launched a new round of increasing interest rate, and has raised interest rates eight times so far. The deeper factors affecting the frequency and magnitude of interest rate hikes are the US economic recovery and the Fed's judgment on neutral interest rates. From a trend perspective, the US economy is in a good recovery cycle and will support the Fed to continue to raise interest rates. In terms of magnitude, the long-term neutral interest rate level determines that the current round of interest rate hike has entered the second half. The pace of interest rate hikes in the future is also facing the impact of emerging market spillovers and the uncertainty of the Trump New government's policies. It is expected that the Fed will continue the rate hike process before 2020. However, the Fed's interest rate hike may also slow down. It may be that after raising interest rate level to neutral interest rate in 2020, due to the deterioration of the economic situation, it may enter the interest rate cut cycle again.

Under the background of the US interest rate hikes, since April 2018, many emerging market countries have depreciated their currencies, the stock market has fallen sharply, the bond market has been under pressure, and capital outflow pressure has become more apparent. The triggers of financial turmoil in emerging market countries are mainly external factors, because the Fed has repeatedly raised interest rates and balance sheets,

the United States has initiated trade wars, and the United States has imposed sanctions on many countries. The risk communication channels are mainly based on cross-border linkage factors, including tightening monetary policy, excessive foreign debt dependence, low external reserve coverage, and double deficit problems. The risk amplification channels are mainly internal factors, including unstable domestic political situation, downward economic growth, high debt ratio of enterprises and households, single economic structure, and high inflation. This has led to many emerging market financial crises in the past.

This paper combines the methods of the IMF and IIF to construct the emerging market financial risk index which is divided into three major categories and 14 secondary indicators. The countries are selected according to this index, including Argentina, Turkey, Ukraine, South Africa, the Philippines, and Colombia, which all have factors such as high inflation, imperfect manufacturing system, and large political variability in the future. Specifically, each high-risk emerging market country can be divided into two categories, one with a higher cross-border risk and the other with a higher domestic risk. First, emerging market countries with high cross-border risks are Argentina, Turkey, Ukraine and South Africa. Second, Colombia and the Philippines are another type of emerging market countries with higher domestic risks. Finally, in the US interest rate hike period, emerging market countries are facing tight liquidity, but the risk explosion points in these countries are not the same.

In the context of the US dollar interest rate hike, the emerging countries should properly deal with the relationship between their own currencies and the US dollar, avoid relying too much on the US dollar, and bear too much short-term US dollar debt. It is necessary to support the suggestions of France, Germany, etc. to establish a new independent international payment system, and to prevent some countries using the international public financial infrastructure as a means of sanctions. Creating an upgraded version of the currency swap, and making it as a necessary complement for international liquidity. It is necessary to steadily promote the opening of financial markets in emerging market countries, especially maintaining the necessary capacity to keep the stability of the stock market and the foreign exchange market, and preventing the accumulation of expected instability and financial risks. We suggest: First, improving international economic and trade strategies, actively optimizing trade structure, reducing dependence on a single market, cooperating to promote WTO reform, maintaining the principle of "special and differential treatment", supporting the diversities of market economic models, against standard which simply uses special market economic model, deepen cooperation in emerging markets, and strengthening "One Belt, One Road" and "BRICS + "cooperation; second, building a new international trade and financial order, promoting a new round of international monetary system reform, creating an upgraded version of currency swaps, improving international financial

infrastructure, supporting European construction of a payment and settlement system independent of the United States, deepening the region Monetary and financial cooperation, and promoting local currency settlement and local currency internationalization; Third, working together to counter unilateral sanctions, improving the anti-trafficking economic and trade sanctions toolbox, establishing sound anti-dumping, anti-subsidy monitoring, correction, responding and prosecution mechanisms, and seeking collective mitigation for the negative impact of sanctions, actively guiding expectations, and avoiding the spread of panic; Fourth, strengthening cross-border macro-prudential management, strengthening cross-border capital flow monitoring and management, steadily promoting the opening of domestic foreign exchange, stock and bond markets, and prudently and orderly liberalizing capital projects; Fifth, strengthening international coordination of macroeconomic policies and improving international coordination mechanism to carry out an international consensus implementation assessment mechanism.

目 录

一、美联储加息战略意图、路径和前景研判.....	1
（一）2015 年开启的加息周期与之前加息周期的异同点.....	1
（二）美联储未来加息路径与前景研判.....	7
（三）美联储未来加息决策也面临不确定性.....	14
二、美联储加息背景下新兴市场金融动荡与机理分析.....	21
（一）当前的新兴市场金融动荡表现.....	21
（二）本轮新兴市场金融动荡发生原因与逻辑机理.....	31
（三）历史上新兴市场金融危机典型案例.....	36
三、新兴市场金融风险识别框架及情景分析.....	46
（一）新兴市场金融风险识别框架.....	46
（二）新兴市场风险指数构建及情景分析.....	47
（三）未来高风险国家研判.....	58
四、对策建议.....	65
（一）完善国际经贸策略.....	65
（二）建设国际贸易金融新秩序.....	68
（三）合力反制单边制裁.....	71
（四）强化跨境宏观审慎管理.....	73
（五）加强宏观政策国际协调.....	74
参考文献.....	76

CONTENTS

1 The Fed's interest rate strategy, path and prospects.....	1
(1) The similarities and differences between the rate hike cycle opened in 2015 with before.....	1
(2) The Fed's future interest rate path and prospects.....	7
(3) The Fed's interest rate decision is also facing uncertainty.....	14
2 Financial turbulence and mechanism analysis of emerging markets under background of Fed interest rate increase.....	21
(1) Behaviour of financial turmoil in emerging markets.....	21
(2) Causes and logical mechanism of financial turmoil in emerging markets.....	31
(3) Cases of financial crisis in emerging markets.....	36
3 Emerging market financial risk identification framework and scenario analysis.....	46
(1) Emerging market financial risk identification framework.....	46
(2) Emerging market financial risk construction and scenario analysis.....	47
(3) Prospects for future high risk countries.....	58
4 Suggestions.....	65
(1) Improving international economic and trade strategy.....	65
(2) Building a new trade and financial order.....	67

(3) Working together to counter unilateral sanctions.....	70
(4) Strengthening cross-boarder macro-prudential management.....	72
(5) Improving macroeconomic policy coordination.....	73
References.....	75

美元加息对新兴市场国家的影响与对策

2015 年以来，美联储启动了新一轮的加息周期，至今已加息 8 次。未来加息节奏还面临新兴市场溢回效应冲击和特朗普新政不确定性影响，预计在 2020 年之前美联储都将延续加息进程。在美元持续多次加息的背景下，2018 年 4 月以来，多个新兴市场国家本币大幅贬值、股市急剧下跌、债市承压动荡，资本外流压力进一步显现。新兴市场国家金融动荡的导火索以外部因素为主，主要是美联储连续多次加息缩表、美国主动发起贸易战、美国对多国实施制裁。本文在分析了美元加息的战略意图、路径和前景，阐述了新兴市场金融动荡与美元加息的逻辑关系，创新性地构建了识别新兴市场金融风险的指数框架，进而对新兴市场国家如何应对美元加息及其不利冲击，从完善国际经贸策略、建设国际金融新秩序、合力反制单边制裁、强化跨境宏观审慎管理、加强宏观政策国际协调等方面提出具体建议。

一、美联储加息战略意图、路径和前景研判

自 2009 年 7 月开始，美国经济开始了稳步复苏，美联储在 2015 年 12 月份启动危机来的首次加息，将联邦基金目标利率区间提高 25 个基点至 0.25%-0.5%，至今已加息 8 次。与以往周期相比，作为非常规货币政策正常化背景下的加息周期，当前美国经济潜在增速下降，物价保持温和上涨，经济复苏逐渐进入后半程，未来加息节奏还面临新兴市场溢回效应冲击和特朗普新政不确定性影响。

（一）2015 年开启的加息周期与之前加息周期的异同点

1. 美联储历次加息周期背景和原因

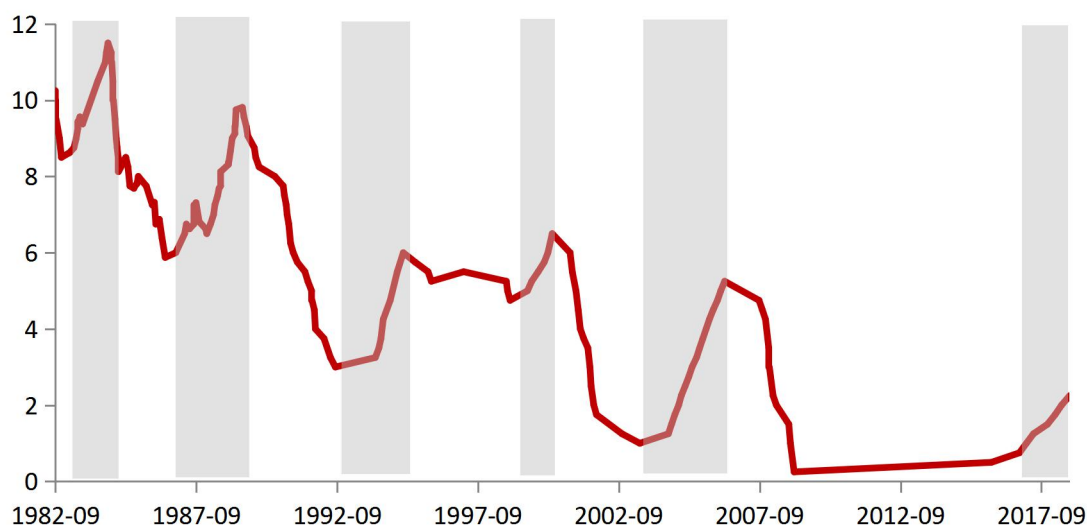
1980 年以来，美联储共经历了六轮较为明显的加息周期。

第一轮是两次石油危机背景下的加息周期（1980 年 8 月-1981 年 5 月、1983 年 3 月-1984 年 8 月），期间还出现了利率回调现象（图 1）。

20 世纪 70 年代，美国深陷滞胀泥潭，美元持续贬值。1973 年、1979 年两次石油危机导致原油价格暴涨，从 1979 年的 15 美元/桶涨至 1981 年 2 月的 39 美元/桶。石油危机给美国带来了输入型通胀，加之当时全球央行普遍超发货币，导致 20 世纪 70 年代中后期美国经济增速放缓、物价飞涨、失业率大增、美元持续贬值。到 1980 年 6 月，美元指数较 1976 年峰值下跌超过 20%。时任美联储主席的保罗·沃尔克于 1980 年 8 月至 1981 年 5 月采用超常规手段压制通胀，联邦基金有效利率从 9.5% 上升到历史最高水平 19%。美元利率飙升拉动美元指数止跌回升，通货膨胀也得到极大程度遏制。

但是沃尔克的超常规加息措施导致美国经济在 1981 年 7 月开始急剧衰退。1981 年里根上台，大力推进“里根经济学”，即减税和放松管制的供给改革。到 1983 年，改革开始见效，美国经济强势复苏，失业率开始下降，通胀再起。于是美联储在 1983 年 2 月至 1984 年 8 月开始了“正常情况下”的一轮加息，共加息 12 次，将目标利率从 8.5% 上调至 11.5%。

图 1：美国联邦基金目标利率历史走势



资料来源：Wind

第二轮是广场协议与“87 股灾”背景下的加息周期（1987 年 1 月-1989 年 5 月），基准利率从 5.875% 上调至 9.8125%，期间也出现了短期利率回调现象。

从 1985 年开始，美国通胀率迅速抬头。CPI 指数（1978 年=100，下同）从 1984 年的 119.9 快速攀升至 1985 年的 131.1，至 1989 年达到 209.9，年均增幅高达 12%。与此同时，美元强势一方面给美国造成巨大的贸易逆差，另一方面也给各发达经济体带来了输入型通胀。于是 1985 年 9 月，美国、德国、法国、英国和日本签订广场协议，决定共同干预市场，令美元对主要货币大幅贬值，美国巨额贸易赤字开始缩减，经济强劲复苏，核心通胀再度飙升，美国货币政策在 1986 年后逐步收紧。

然而 1987 年发生的“股灾”导致美联储紧急降息救市，加息进程出现暂时倒退。由于救市及时，股市下跌对经济影响不大，1988 年起通胀继续上扬，美联储重启加息进程，共加息 17 次，利率从 6.5%

最终升至 9.75%。此轮紧缩使经济增长放缓，加上随后的油价上涨和 1990 年 8 月开始的第一次海湾战争严重影响了经济活动，货币政策又迅速转向宽松。

第三轮是“通胀恐慌下”的加息周期(1994 年 2 月-1995 年 2 月)，加息 7 次，基准利率从 3%上调至 6%。

1990 年和 1991 年美国经济增速放缓，1991 年 GDP 同比增速甚至降为-0.1%。为了应对经济衰退，美联储实行宽松货币政策，削减利率至 3%。宽松举措取得了不错效果，1992 年经济增速开始回升，GDP 同比增速达到 3.6%，之后几年也维持在 2.5%以上。但宽松举措的不良后果逐步显现，从 1993 年开始通胀飙升，1993-1995 年通胀定基指数年均增速高达 18.6%。为了对冲通胀影响，美联储开始逐步加息。前三次美联储先是小幅加息 25 个基点，随后提高每次加息幅度至 50 基点，最终将基准利率从 3%提高至 6%水平，使通胀得到控制，债券收益率大幅下降。

第四轮是亚洲金融危机、互联网泡沫下的加息周期（1999 年 6 月-2000 年 5 月），加息 6 次，基准利率从 4.75%上调至 6.5%。

进入 20 世纪 90 年代中后期，美国经济开启强势增长模式，助推美元指数大幅飙升。受全球化、放松管制、金融自由化、IT 技术革命的共同推动，美国在 20 世纪 90 年代中后期保持了低通胀、低失业、高增长的经济奇迹，GDP 增速长期维持在 4%以上，互联网泡沫加速膨胀。1998 年美联储将利率下调 50 个基点以应对亚洲金融危机，互联网热潮令 IT 投资增长，经济出现过热倾向，美联储旋即再次收紧货币政策，将利率从 4.75%上调至 6.5%。

第五轮是房地产泡沫下的加息周期(2004 年 6 月-2006 年 6 月)，

加息 17 次，基准利率从 1% 上调至 5.25%。

2000 年互联网泡沫破灭和纳斯达克指数崩溃后，美国经济再次陷入衰退，“9·11 事件”更令经济和股市雪上加霜。美联储随即转向，从 2001 年开始，在三年内将联邦基金目标利率从 6.5% 降至 1%。低利率极大刺激了美国房地产泡沫，次贷加速扩张。2003 年下半年经济强劲复苏，需求快速上升拉动通胀和核心通胀抬头，2004 年美联储开始收紧政策，连续 17 次分别加息 25 个基点，直至达到 2006 年 6 月的 5.25%。此轮加息周期引发了美国房地产泡沫破灭，进而引爆了 2007-2008 年全球金融危机。

第六轮是非常规货币政策逐步退出的加息周期（2015 年 12 月至今），目前已加息 8 次，目标利率区间从 0%-0.25% 上调至 2%-2.25%。

2008 年全球金融危机爆发之后，美国经济连续两年负增长。为了应对半个多世纪以来最严重的金融危机，美联储在短期内将联邦基金目标利率由 4.25% 降至 0.25% 的历史低点，并持续七年之久。期间还推出三轮总额高达 3 万多亿美元的量化宽松政策（QE），美联储资产负债表规模也从危机前的 8000 多亿美元飙升至 4.5 万亿美元。随着经济逐步企稳回升，家庭和企业资产负债表逐渐修复，美联储于 2014 年底宣布退出量化宽松政策，在 2015 年底将联邦基金目标利率上调 25 个基点，开启了近 10 年来的首次加息，目前已加息 8 次，加息节奏慢于以往周期。

2. 本轮加息周期的主要意图是防范资产泡沫和为未来政策预留空间

非常规货币政策的成本日益显现，是美联储货币政策走向正常化的重要原因。非常规货币政策在提供宽松融资环境、刺激经济复苏的

同时，也带来了一些成本，影响了美国经济发展的可持续性。一是阻碍了长期的供给侧结构性改革。非常规货币政策更多是短期经济刺激行为，是需求端行为，过度依赖超宽松流动性推动资产价格飙升、增加杠杆率，会延缓结构性改革和财政政策等措施的实施，不利于长期经济结构调整。二是推升了资产价格，美国存在股票等资产价格泡沫破裂风险。在超级宽松货币环境下，要素价格扭曲，资源错配，泛滥的流动性涌入房地产、股市、债市等领域，导致房地产价格虚高、股票指数屡创新高。目前，美国三大股指均超过 2008 年危机前水平，走势逐渐与经济基本面脱离，价格背离价值，社会风险偏好上升，但风险敏感性下降，资产价格泡沫风险较大。如果任由其发展，很容易引发新一轮全球金融危机。三是抑制未来货币政策进一步宽松的空间。货币政策制定需要与经济周期匹配，非常规货币政策本是为应对全球经济衰退，随着美国经济企稳回升、加快复苏，非常规货币政策应及时退出，利率也需回归到合理水平，为未来经济下行周期重启宽松货币政策预留更多空间。第四，增加了央行资产负债期限错配风险。目前，美联储资产负债表的资产端多为国债等长期资产，负债端以短期的银行存款准备金为主，存在较为严重的期限错配。随着美联储货币政策趋于正常化，短期利率不断攀升，而长期利率被大规模资产购买计划人为压制，期限错配问题不断放大。收益率曲线逐渐扁平化甚至出现倒挂，将扭曲市场定价机制，进而对货币政策独立性形成制约。

与前几轮加息周期对比（表1），本轮加息周期经济复苏基础基本稳固，失业率处于历史低位，但通胀上升幅度不大，就业市场表现并没有失业率表现的那么好，其中，劳动参与率和劳动生产率下降，在奥巴马医保法案影响下，兼职（Part-time）就业人数较多。因此，本轮加息主要是为防范资产泡沫和为未来政策预留空间。

与以往相比，此次美联储是在资产负债表空前膨胀、金融体系流动性十分充裕以及经济复苏前景仍不完全明朗的情况下推进货币政策正常化进程。这既要协调好加息和缩减资产负债表之间的关系，避免流动性急剧收缩对金融体系及实体经济造成严重冲击，又要确保在加息过程中实现对利率的有效把控，使其真实反映美联储的政策意图。

表 1: 历次加息周期当季/当季经济数据对比

	第一轮	第二轮	第三轮	第四轮	第五轮	第六轮	当前
首次加息时点	1980.8	1987.1	1994.2	1999.6	2004.6	2015.12	--
GDP 环比折年率 (%)	-0.6	2.8	4.0	3.3	3.00	0.9	3.5
失业率 (%)	7.7	6.6	6.6	4.3	5.60	5	3.7
劳动参与率 (%)	63.7	65.4	66.6	67.1	66	62.6	62.9
核心 PCE (%)	9.2	2.8	2.3	1.4	1.92	1.4	2
产能利用率 (%)	77.9	79	82.6	81.4	77.51	75.4	78.1
供应链管理协会制造业 PMI	45.5	54.9	56.5	55.8	60.83	48	57.7

资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

（二）美联储未来加息路径与前景研判

1. 美联储货币政策制定框架演变趋势

20 世纪 90 年代后，美国预算平衡法案通过，美联储废除了弗里德曼以调控货币供应量方式为主的货币政策规则，开始以调控实际利率作为宏观调控的主要手段，“泰勒规则”由此闻名。泰勒在 1993 年根据美国货币政策实际经验，确立了一种以调整短期利率为主的货币政策规则，标准泰勒规则的反应函数为：

$$i_t = r^* + \pi_t + 0.5 \times (\pi_t - \pi^*) + 0.5 \times (y_t - y^*) \quad (1)$$

其中， i_t 为联邦基金利率， r^* 是实际均衡联邦基金利率， π_t 为当

期通货膨胀率， $(\pi_t - \pi^*)$ 代表通货膨胀缺口，而 $(y_t - y^*)$ 代表产出缺口。传统泰勒规则将联邦基金利率对通胀缺口和产出缺口的系数均设定为 0.5，长期均衡利率 r^* 和美联储的目标通胀率 π^* 均为 2%。从公式中可以看出，美联储货币政策目标是充分就业和通货膨胀稳定。泰勒规则虽然形式简单，但对后来的货币政策影响深远。1993 年到 2008 年间，当时的美联储主席格林斯潘和伯南克利用这一规则所计算的利率，作为联邦基金目标利率制定的参考标准。事实证明按照上述公式得到的联邦基金利率拟合值与目标值虽有一定差距，但是基本相似。

2008 年全球金融危机发生后，美国经济进入长期低增长，对美国经济及金融市场造成了深远影响，发生了许多结构性改变，形成了美国经济新常态。此间全球经济和金融市场也发生了许多结构性变化，形成了全球经济新常态。相应地美联储利率决策框架和机制也发生了一系列变化。

在 2008 年以后的伯南克时期，美联储为了应对危机曾对传统的泰勒规则做过几次修正，其中最大的改变是采用伊文思规则作为决策基础。该规则的主要变化是采用失业率取代 GDP 增长率，并且采用阈值作为开始提升利率、进入利率正常化过程的基准。该规则仍未超出传统泰勒规则的基本框架。

耶伦就任美联储主席以后，美联储的利率决策框架在传统泰勒规则的基础上又出现了新变化。耶伦提出了“最优控制法”。这套方法的第一步是对经济进行预测，然后提出宽范围的宏观经济模型，以找到实现通胀和失业率与各自目标之间最小化的利率水平。FOMC 将长期的年度通胀目标定为 2%，失业率目标定为 6%。在“最优控制”的前提下，美联储可以使用模型来计算通往目标的短期利率的最优路径，

只要失业率离目标的差距远大于通胀，货币政策制定者就可以保持低利率。这样，最优控制法弥补了之前的货币制定规则，在于当某一目标出现大幅度偏离时，允许另一目标暂时偏离其预设目标，就不受单一阶段约束。随着经济复苏，美联储可以提升利率，并且可以跨阶段累计计算目标偏离值，安排均衡的利率路径。

可以说，耶伦的“最优控制法”结合了伯南克的利率政策、泰勒规则、伊文思规则、名义 GDP 目标法、以及相机抉择法，是一个全面且灵活的利率政策框架。相较以往的泰勒规则，最优控制法更精准而动态。但其过于理想化的复杂利率政策框架也面临诸多困境，实践不足，真实效果不确定。具有前瞻性的货币政策涵盖时间长，更依赖市场对美联储的理解与认同，一旦某一环节出错，政策传导机制也就会不顺畅。

2018 年初鲍威尔上任后，基本延续了耶伦时代的货币政策操作框架，在一个基于数据规则和拥有明确框架的环境下制定货币政策。

第一，加息方面，趋势不变，但节奏加快。鲍威尔认为之前宽松的货币政策可能已经埋下金融泡沫的隐患，那么及时实施紧缩的货币政策可以防范更剧烈的金融动荡。不过，在其还未上任之时，市场大多认为鲍威尔在实施加息政策时会徐徐图之，表现偏鸽派，但现实是，随着美国经济加速增长，美联储加息节奏明显提速，这超出了年初大多数人的预测，也成为扰动新兴经济体金融市场和美国股市的导火索。

第二，缩表方面，将按计划推进，但缩减规模预计有限。鲍威尔指出虽然美联储自 2008 年开始购买的长期债券最终净收入为正，但购买债券获取收入不是美联储的首要考虑因素，所以缩表进程将按照去年 6 月公布的路径继续下去。但从货币政策调控机制上看，预计缩

减规模有限。鲍威尔认为之前的利率下限体系优于当前的利率走廊体系。不过考虑到利率下限体系存在明显的问题，回归过去并不现实。而维持利率走廊体系，美联储需要保有较大规模的存款准备金进行货币政策操作。因此，预计美联储缩表规模在 1.2 万亿美元左右，缩表只会持续 3 年左右。

第三，同样支持“相机抉择”策略，主张视经济指标变化制定货币政策。鲍威尔反对完全按照固定规则制定货币政策，认为没有一家央行仅根据规则来执行货币政策，货币政策有体系，但不是机械自动化的。稳步提升利率需要经济有一个良好的长期发展环境，如果经济出现反复，不排除再次使用利率手段。

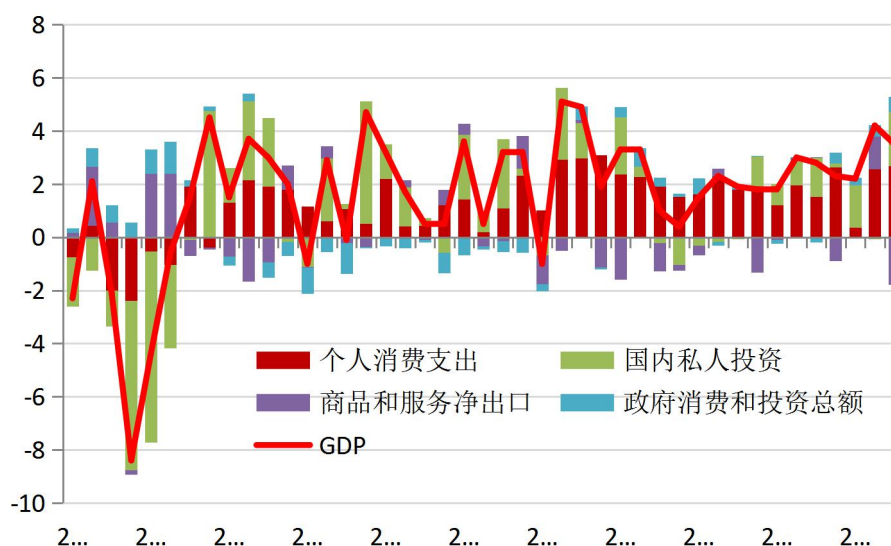
2. 美联储加息路径和前景展望

美联储利率决策框架的变化增加了其提升利率决策的难度和不确定性，而影响其加息频率和幅度的更深层次因素是美国经济复苏状况和美联储关于中性利率的判断。

从趋势上看，美国经济正处于较好复苏周期，将支撑美联储继续加息。虽然全球金融危机最先发端于美国，但美国却成为发达经济体中最先走出衰退，并持续复苏的国家。一般来说，经济体量大的发达国家经济增速普遍较低，比如英国、法国、德国和日本等发达经济体，危机以来经济增速普遍在 1%-2% 之间，而美国危机以来的经济增速却保持在 2%-3% 之间。在良好的经济复苏背景下，美国于 2014 年底退出量化宽松货币政策，并于 2015 年底开启新一轮加息周期。充分说明美国经济体系高度成熟，具有良好的自我修复能力和持续的内生增长动力。

在减税、增支、放松金融监管等积极政策刺激下，当前美国经济
增长提速。2018 年二季度美国 GDP 环比增长折年率达到 4.2%，刷新
2014 年三季度以来新高，三季度 GDP 环比增长折年率达到 3.5%，高
于预期，预计全年经济增速将达到 2.9%。与此同时，美国就业市场
持续表现良好，9 月失业率降至 3.7% 历史低位，薪资稳步上涨，但通
胀保持稳定，核心 CPI 由 7 月的 2.4% 回落，8、9 月均稳定在 2.2%。
良好的经济表现和就业、物价等核心指标，将支持美联储继续加息。

图 2：美国各季度 GDP 分项贡献率（%）



资料来源：Wind

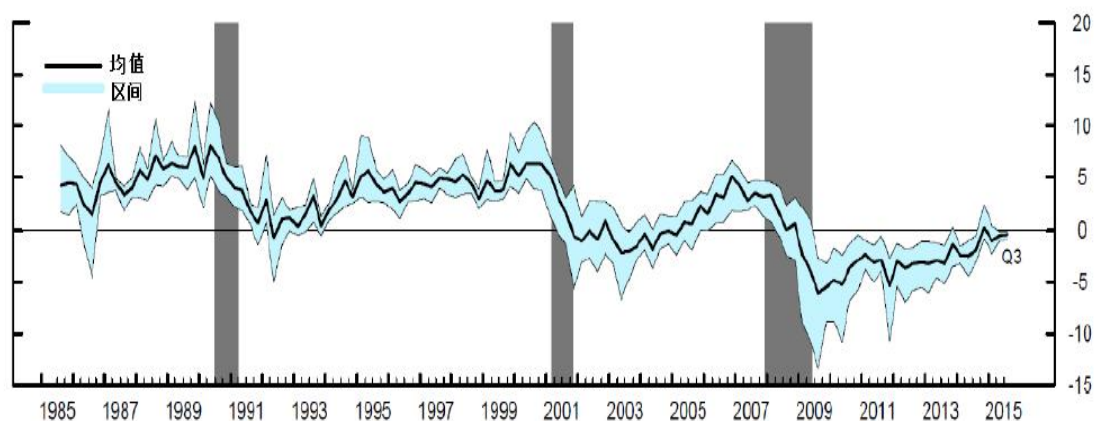
从幅度上看，长期中性利率水平决定本轮加息周期已进入后半程。
判断美联储未来加息幅度和结束时点，需要判断长期中性利率水平。
中性利率是指与经济长期（5-10 年）潜在增长一致，能够维持充分就
业，不会引发通货膨胀，并且使资金供求保持均衡的利率。中性利率
也被称为自然利率或均衡利率。中性利率有多种，但和美联储利率决
策直接相关的是联邦基金中性利率。将联邦基金利率目标调整到与中
性利率一致的水平，是支配美联储利率决策的机制。美联储在决策框

架的选择上有一定的自由度，但美联储明白，这些框架都必须并且实际上都是以中性利率为基准。所以影响美联储利率决策的因素有许多，但关键仍然是其对中性水平的判断。在实践中美联储在每次 FOMC 会议上都会探讨这一水平。

有别于其他利率，中性利率具有抽象、理论或虚拟特征，只能通过分析推论得出。并且它在利率决策过程中比增长及通货膨胀等因素更加隐性。美联储衡量其利率政策松紧状态的标准不是利率的绝对水平，而是其与中性利率的关系——利率高于中性利率表明政策过紧，反之则过松。美联储正是根据这一判断以及其对未来增长与通货膨胀之间风险的权衡，来相应调整利率水平，使增长和通货膨胀达到平衡。

联邦基金实际中性利率的当期值在过去 25 年来出现了趋势性下降，但近年随着经济增速加快有所回升。其中 1990-2007 年下降相对缓慢；2007 年危机发生后降幅加大。美联储经济学家采用 DSGE 模型及宏观经济统计模型得出的联邦基金实际中性利率均显示：危机以来该利率一直下降到负值，2015 年才逐渐回升到 0（图 3）。美联储对中性利率的不断下调也反映他们对未来利率水平的不确定，以及对未来自然失业率和潜在 GDP 走势的不确定。在这种不确定环境下，保持利率政策惯性，延迟正常化可能造成的社会成本相对更小。因此，在中性利率预期值下调的情况下，达到预期目标所需的幅度、频率也在缩小，这也是本轮加息周期加息节奏相对缓慢的原因。

图 3：联邦基金实际中性利率水平变化趋势（%）



资料来源：Yellen (2015)

注：该数据由美联储成员开发和采用的 4 种 DSGE 模型计算得出

根据近期美联储公布的 9 月议息会议纪要，全体美联储官员认为适合继续渐进加息，而且大部分官员支持利率暂时超过他们预计的长期中性利率水平(3%)。美联储预测 2018 年底的目标利率将达到 2.4%，与 6 月预测一致。从点阵图和预测数据看，美联储预计 2018 年内还会有 1 次加息，预测 2019 年加息 3 次、2020 年加息 1 次。照此推测，预计到 2019 年底，联邦基金利率将达到 3%-3.25% 的水平，到 2020 年底，预计利率会达到 3.25-3.5% 的高点，高于长期中性水平。据《华尔街日报》对经济学家进行的月度调查，受访的 57 名经济学家均认为美联储今年还将再上调一次基准联邦基金利率，42% 的经济学家预计 2019 年会加息三次，21% 的经济学家预测会加息 4 次。

然而，在利率水平是否需要突破中性利率水平问题上，美联储内部出现了两种截然不同的声音。一派阵营符合传统美联储面对经济扩张时的一贯做法，只要失业率在低通胀环境下继续降低，美联储就应该通过继续加息防止经济过热。而另一派阵营认为只要通货膨胀没有呈现加速升破 2% 的趋势，那么美联储就可以在利率达到中性水平后

停止加息。芝加哥联邦储备银行总裁埃文斯也称，美联储将会调整利率至中性水平以确保控制通胀率和经济持续增长，然而他相信最终美联储会将利率调整至超出中性利率的水准。从这个角度看，美联储将加息至接近 3.5% 的水平，本轮加息周期将持续至 2020 年。

（三）美联储未来加息决策也面临不确定性

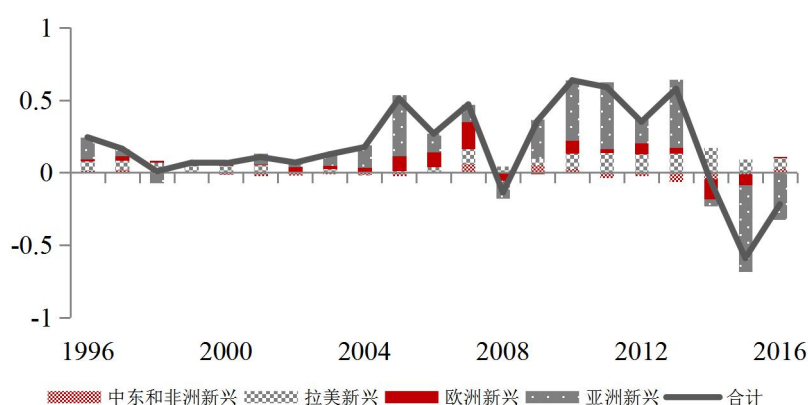
当前，美联储利率决策框架存在一些新变化，可能制约未来加息路径。具体表现在两个方面：一是决策因素扩展到金融市场和外部经济。传统的以及伯南克时期采用的修正版泰勒规则，利率决策因素都限于就业/增长及通货膨胀两项法定目标，基本不受金融市场和外部因素干扰。但随着金融市场和外部经济因素对两项法定目标的影响越来越大，这两个因素在联储利率决策中的作用及权重也越来越大，并且逐渐从隐形成为显性。耶伦在 2016 年 2 月及 6 月的国会听证会上都曾明确地将这两个因素包含在其决策框架中。二是当前美联储更加强决策对数据的依赖，改变了基于规则的决策模式，更加具有自主权衡特征。美联储利率决策基于经济数据这本身是合理的，但问题是当前美联储过于依赖决策之际的数据变化，并且更加关注当月数据的环比变化率、边际增量，而非传统泰勒规则中相对稳定的季度同比数据。月度环比数据的波动性太大，这直接导致了美联储决策的波动性和不确定性，形成了飘忽不定前后矛盾的决策行为，并且也更加具有自主权衡的色彩。

因此，考虑到上述变化，未来美联储加息决策可能还会受外部溢出效应和特朗普新政下经济数据走势影响。

第一，从以往加息周期历史经验看，如果美联储加息力度过大、节奏过快，可能引发局部甚至全球性的金融危机，相关风险将回溢美

国。自从 2014 年以来，新兴经济体资本一直在持续外流，尤其是亚太新兴经济体 2016 年资本外流规模达到了 3263.3 亿美元（图 4）。今年以来，受美联储过快加息和国债收益率快速攀升影响，新兴经济体金融动荡加剧，阿根廷率先爆发危机，土耳其紧随其后，巴西、印尼等新兴市场经济体无一幸免，金融脆弱性显著升高。如果再次发生类似 1998 年的亚洲金融危机，将会对美国产生较大的溢回效应，冲击美国金融市场，影响长期经济发展，进而延缓加息进程。

图 4：新兴经济体资本净流动情况（10 亿美元）

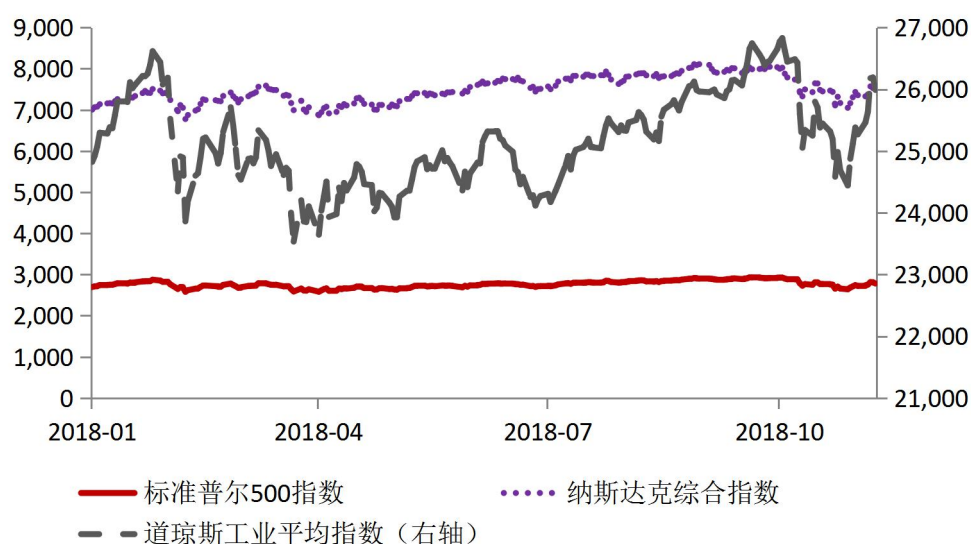


资料来源：IIF

第二，持续加息可能导致美股泡沫破裂，金融波动加剧，使加息进程放缓。考虑到美国股市逐渐脱离经济基本面，处于“非理性繁荣”周期，持续加息可能会刺破经济泡沫，与新兴经济体金融动荡形成共振。美国三大股指连续九年上涨，均较金融危机前增加数倍以上，但此期间美国经济增长复苏疲弱，经济增速明显低于潜在增速。股票价格在一定程度上偏离了价值，席勒市盈率、上市公司总市值占 GDP 比重等指标均达历史高位。与此同时，VIX 波动率指数处于低位，投资者对风险“视而不见”。随着美国经济增长动力弱化，货币政策正常化持续推进，贸易摩擦不断升级，前期经济复苏、企业利润改善的红

利将“消耗殆尽”，流动性环境发生逆转，股市下跌回调将成为必然。尤其是随着利率水平逐渐提升，将明显改变投资者的风险偏好，股市将快速调整。自9月27日美联储再次加息以来，美国道琼斯工业平均指数、标准普尔500指数、纳斯达克综合指数三个股指分别下跌1.7%、4.6%和7.9%。未来随着美联储继续加息进程，很有可能会出现新兴经济体金融动荡和美国股市快速下跌同频共振，负面效应相互叠加的现象出现，将严重伤害全球经济和金融稳定，美联储加息进程可能会被打断。

图5：美国三大股指年内变化趋势



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

第三，来自特朗普和市场的指责也有可能使美联储放缓加息进程。上任以来，鲍威尔与特朗普关系逐渐恶化，一方面特朗普对于鲍威尔所领导的美联储颇不满意，特朗普不断抨击美联储过快加息。自9月底以来，特朗普一直盯住美联储不放，公开抨击次数高达6次。9月26日，即美联储如期加息当天，特朗普在记者会上表示，对美联储加息感到不高兴，并称“我是一个低利率支持者”。10月9

日，特朗普再次称不喜欢美联储继续加息的决定；美国经济并没有通胀问题，美联储抑制价格上涨的行动太快。10月10日，美股“黑色星期三”当天，特朗普直言，“我认为美联储在犯错误，他们（的货币政策收得）太紧。我觉得美联储已经疯了”。他还称，“实际上，这是我们等待已久的（股市）调整，可我真的不赞成美联储现在的行动”。10月11日，在接受福克斯电视采访时，特朗普称“我认为这次股市的修正由美联储造成的。美联储的政策太紧缩了，他们正在犯下大错误，美联储有点聪明过头了”。10月16日，特朗普干脆告诉大家，因为加息，我都不跟鲍威尔说话了——“因为美联储加息太快了，而且它是独立的，所以我不跟他说话。但我对他正在做的事情不满意。你看看最新的通胀数据，它们非常低”。而在10月23日接受《华尔街日报》专访中，继续毫不留情地攻击鲍威尔，先是语带嘲讽地表示，“每次我们做一些好事，他就加息了，看上去加息让他很开心”。后来，当被问及是否后悔提名鲍威尔时，特朗普表示：“现在说这个还太早”。但他同时补了一句：“但也是有可能的”。那他是否想过开除鲍威尔？特朗普的回答则是：“我不知道”。

回顾特朗普“六喷美联储”的表现，可以发现他不仅对加息政策意见很大，对鲍威尔的不满也在此期间逐渐累积，最终爆发为“可能后悔任命他做主席”。自2015年12月开启本轮货币政策紧缩周期以来，美联储已经加息8次，其中有5次都在前主席耶伦任职期间进行，与鲍威尔无关。而从鲍威尔被提名到正式就任之前，也有多名联储官员暗示此后将有更多加息。如此看来，特朗普将加息的“锅”都甩到鲍威尔头上显然不太合理。但随着加息的到来，特朗普与鲍威尔的“蜜月期”已经过去。对自诩为“低利率支持者”的特朗普而言，终于发现鲍威尔并不是一个支持低利率的人。而一年前，特朗普宣

布美联储主席提名人选时，曾经大力夸赞鲍威尔，称美联储需要一个强有力、可靠和稳定的领导层，鲍威尔是当之无愧的合适人选，将带来延续性。一年之后，特朗普对鲍威尔的态度出现明显变化。目前来看，无论美联储是否加息，鲍威尔大概都不会让特朗普感到满意。

另一方面，市场对鲍威尔也颇多微词。投资者也指责鲍威尔沟通不力，导致股市大幅调整，从政府到市场均不待见鲍威尔。10月3日，鲍威尔表示，美国经济扩张可能延续相当一段时间，现在距离既不宽松也不紧缩的中性利率还有“一段长路”，被很多投资人解读为，美联储释放出将持续加息的信号。在那之后，美股一路走低，标普500指数10月创下2011年以来最差单月表现。多家投资机构的经济学家指责鲍威尔缺乏经验，发言让人困惑，造成股市崩盘。Jefferies首席市场策略师表示，鲍威尔缺乏经验，美股抛售不是由贸易紧张关系或其他因素造成的，而“仅仅是美联储新主席笨拙地处理沟通问题的结果”。和他的前任伯南克和耶伦不同，鲍威尔没有接受过系统的经济学训练，将复杂的话题用简单的语言表达出来的能力有限，有些信息在传达过程中丢失，加剧了市场的误解。

此外，很多经验丰富的美联储观察人士也不确定鲍威尔在美联储点阵图中所处的位置，而此前耶伦在任时，经济学家相当确定耶伦在季度预测中代表的是哪个匿名点，清楚地知道耶伦对利率水平的看法。这种不确定性也加剧了市场的波动。

实际上，让鲍威尔头疼的可能不是特朗普激烈的言辞，毕竟这只是说说而已，更厉害的是：**特朗普有机会提名美联储理事，从而在实际行动上真正地干预美联储。**而特朗普已经在这么做。9月下旬白宫宣布，特朗普打算提名经济学华裔女博士、前美联储经济学家

内莉·梁（Nellie Liang）担任美联储理事。此人目前为布鲁金斯学会（Brookings Institution）高级研究员。特朗普已经提名了 5 位美联储官员，其中 3 位已经获得通过并走马上任，分别是副主席克拉里达和银行监管副主席夸尔斯，以及鲍威尔本人。这使特朗普打破了一项新记录：自从伍德罗·威尔逊总统以来，任何一位总统都没能在 7 名美联储理事会成员中提名超过 4 人。因此，虽然目前特朗普的指责言论不会对美联储的独立性造成影响，但未来随着特朗普提名更多的美联储理事，将在一定程度上干扰美联储货币政策制定，货币政策正常化的节奏可能会放缓。

第四，特朗普新政的长期效果和可持续性有待观察，未来三年美国经济出现衰退的概率提高，美联储可能再次进入降息周期。积极的财政政策在短期会提振经济发展水平，刺激物价回暖，加快美联储加息节奏。但从长周期来看，当前美国经济已处于复苏后半程，经济增长动力逐渐弱化。强刺激措施的负面效应将在未来一两年内逐渐显现。特朗普的减税和增加支出政策对提升经济增速虽有短期效果，但也会加剧贫富分化、引发全球竞争性减税、增加美国财政负担。据美国国会预算办公室测算，特朗普税改将使财政赤字规模在未来几年大幅增加，2018 财年将较上年增长 20.9%，达到 8040 亿美元，2020 财年将超过 1 万亿美元，比先前预期提前 2 年进入万亿美元赤字时代。到 2028 财年，美国债务水平将接近 GDP 的 100%。赤字和债务快速攀升将导致美国自身信用大幅降低，加重政府、企业和家庭的利率负担，降低联邦政府应对下一次危机和解决深层次结构性问题的能力。强势美元和贸易保护主义会使美国出口下降，贸易逆差扩大。今年前三季度，美国贸易逆差同比增长 10%，明年随着“抢出口效应”消散，以及关税政策和反制措施逐渐推进，逆差将进一步扩大。紧缩的货币政

策和逐渐趋平的收益率曲线会损害美国企业投资热情，银行信贷发放将更加偏向于短期投资，对实体经济支持力度有限。税改效应逐渐弱化、原油价格走高会抑制居民消费积极性。作为经济增长“三驾马车”的消费、投资和出口都将面临一定挑战，美国经济增长可能“短升长降”。

预计在经济刺激政策影响消退后，经济增速将逐渐回落，未来三年内美国经济出现衰退的概率提高。美国全国商业经济协会（NABE）关于下一次经济衰退时点的考察显示：10%认为衰退会发生在2019年；56%认为在2020年；33%认为在2021年或更晚。因此，随着美国经济再次进入下行或衰退周期，在2020年美联储加息周期结束后，美联储很有可能会再次进入降息周期，以应对经济增长困局。

综上所述，美国经济扩张虽进入晚期，但鉴于特朗普顺周期经济政策逐渐实施，以及美国经济持续增长的因素仍健全，这个晚期可能在近中期延续。因此，预计在2020年之前美联储都将延续加息进程。不过，同样有许多因素正在使经济增长在未来3年内明显减速，进入衰退的可能性上升。主要风险是通胀加速上升，美联储加速紧缩货币，国际和国内金融状况急剧收紧，金融波动加剧，外部风险将冲击国内经济稳定，叠加贸易战的不利影响，使过去若干年内积累的脆弱性暴露，削弱信心损害投资。因此，在这种背景下，美联储加息节奏也可能会放缓，而且不排除在2020年加息至中性利率之后，由于经济形势恶化，美联储可能会再次进入降息周期。

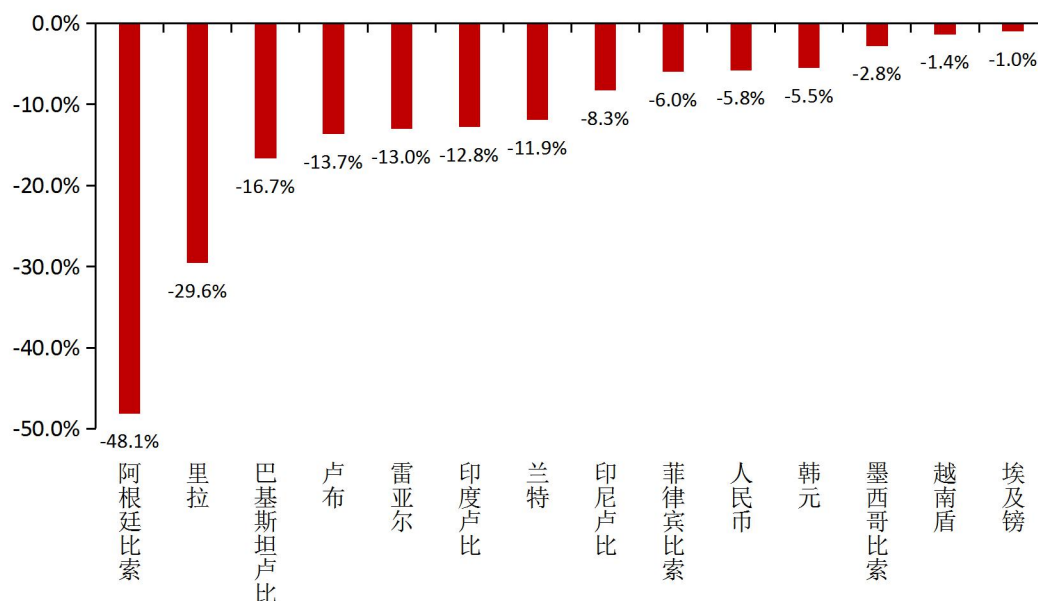
二、美联储加息背景下新兴市场金融动荡与机理分析

（一）当前的新兴市场金融动荡表现

2018 年 4 月以来，新兴市场国家汇市、股市、债市暴跌现象此起彼伏，多个新兴经济体国家本币大幅贬值、股市急剧下跌、债市承压动荡，新兴经济体资本外流压力进一步显现，新兴市场国家纷纷采取多项干预措施应对金融动荡。

第一，新兴市场多国货币大幅贬值。目前，阿根廷比索、土耳其里拉、巴基斯坦卢比、俄罗斯卢布、巴西雷亚尔、印度卢比、南非兰特等兑美元的年内贬值幅度已超过 10%。其中，新兴经济体中经济动荡最严重的国家是阿根廷，比索年内贬值 48.1%，阿根廷央行调查结果显示，预计 2018 年 GDP 萎缩 2.5%，2019 年萎缩 0.5%，预计 2018 年底通胀率将超过 44%。其次是土耳其，里拉年内贬值 29.6%，货币大幅贬值也进一步恶化了通货膨胀，土耳其国内通货膨胀率已超过 100%，严重的通货膨胀率使货币危机的影响已经扩散到更广泛的经济领域。除此之外，印度、俄罗斯、巴西、南非等新兴经济体货币虽然出现了较大幅度贬值，但国内通货膨胀率仍保持在合理水平，国内经济仍保持一定的增长态势，并未出现经济萎缩。由于美联储本轮加息周期还未完成，年内还将进行第四次加息，短期内新兴经济体货币贬值幅度和范围还在继续扩大。

图 6：2018 年内新兴经济体各国货币兑美元汇率变化



资料来源：Wind，作者计算

第二，新兴市场股市和债市遭遇不同程度冲击。随着美联储货币政策收紧，全球主要经济体进入了货币紧缩周期，新兴经济体货币危机进一步打击金融市场的信心，引发资产价格的下跌，股票市场出现了一定程度的抛售潮。今年 10 月 MSCI 明晟新兴市场股指创 2017 年 5 月以来新低，较今年 1 月份的高点下跌约 21%，年内跌幅显著。2018 年内新兴经济体国家中除俄罗斯股市略微上扬外，其他国家股市均呈下跌态势。其中，阿根廷 MSCI 股指年内下跌最为严重，下跌幅度达到 48.5%，土耳其 MSCI 股指年内下跌次之，下跌幅度达到 42%，另外，巴基斯坦、菲律宾、南非、中国、印度尼西亚的 MSCI 股指年内下跌幅度均超过 15%。

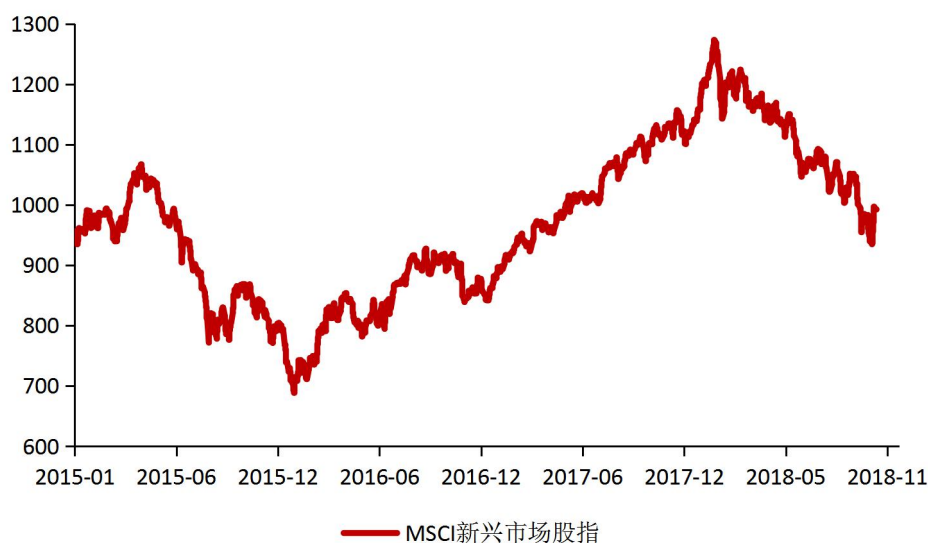
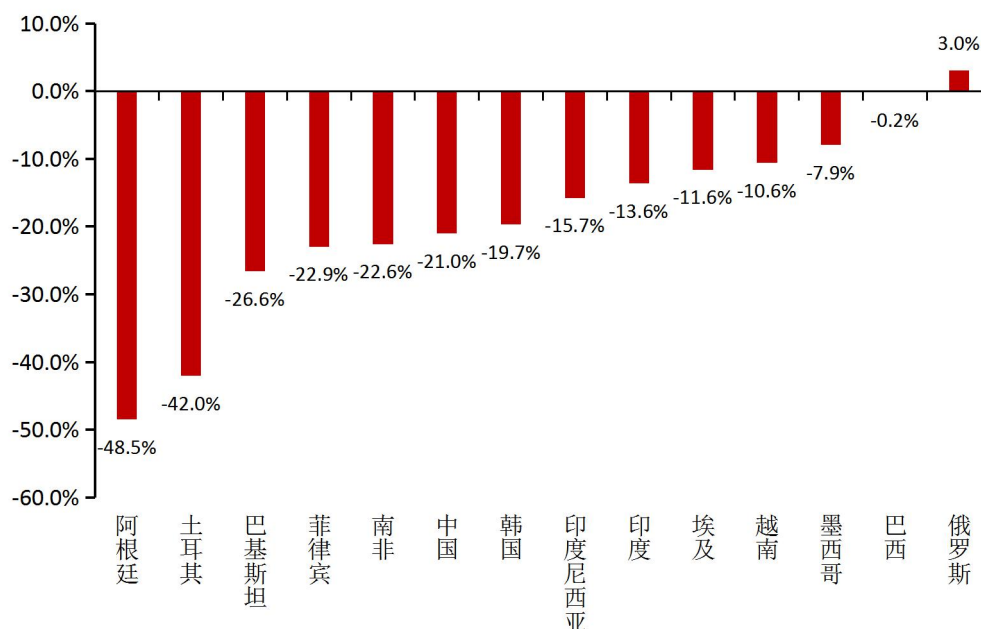


图 7：近三年 MSCI 新兴市场股指变化

资料来源：Bloomberg

图 8：2018 年内新兴经济体各国 MSCI 股指变化

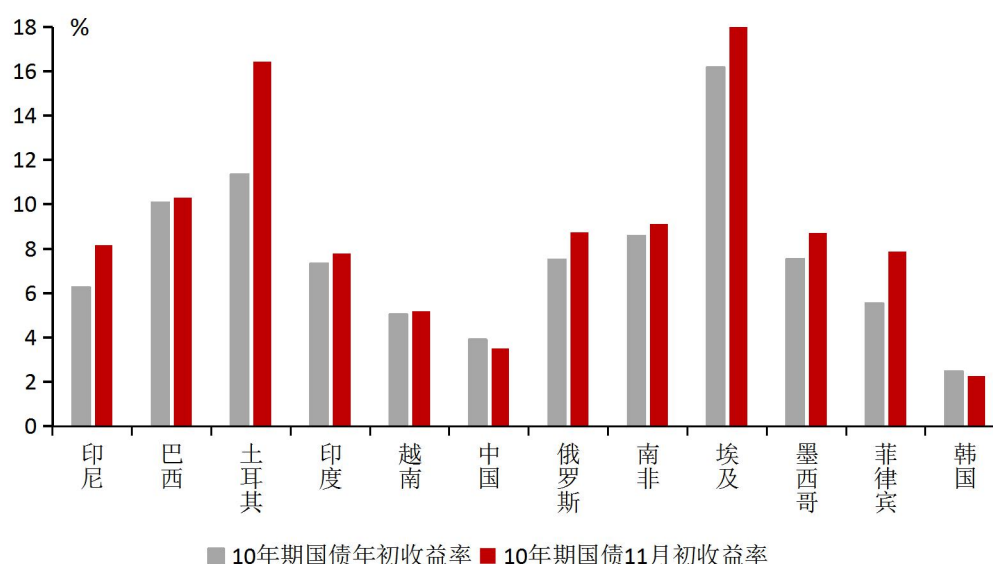


资料来源：Wind, Bloomberg, 作者计算

美国长期国债收益率大幅跳升，10 年期美债收益率突破 3.2%，新兴经济体多数国家跟随上调本国的国债收益率，其中，10 年期国

债收益率上调幅度最大的是土耳其，年内上调幅度达到 30.8%，其次是菲律宾和印度尼西亚，年内上调幅度分别为 29.5% 和 23%，除中国和韩国外，其他新兴经济体国家 10 年期国债收益率年内均出现了不同程度的上调趋势。此外，土耳其和埃及的 10 年期国债收益率均已超过 16%，国债收益率显著偏高，未来国家债务负担将加重，应对危机的货币政策调控手段将受限。

图 9：2018 年初和 11 月初新兴经济体国家 10 年期国债收益率对比

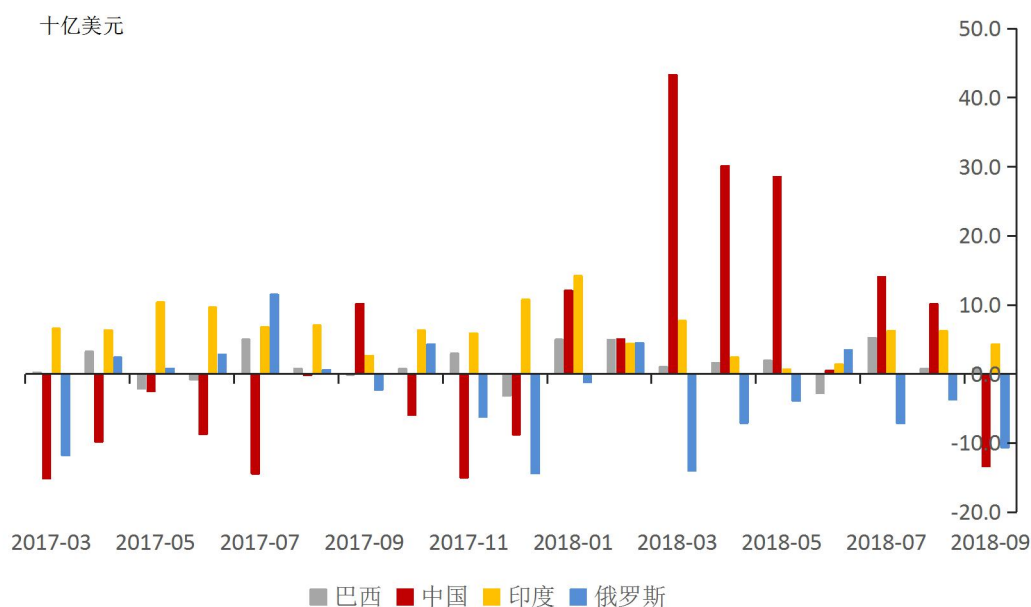


资料来源：Wind，作者计算

第三，跨境资本流出新兴市场并表现出显著分化。从新兴经济体整体数据来看，跨境资本在 2018 年下半年转向外流态势显著，更为明显的是，新兴经济体中各国的跨境资本流动也在出现分化。从 2018 年内资本市场来看，新兴经济体国家中的中国、巴西、印度为资本净流入状态，俄罗斯、韩国为资本净流出状态，土耳其、阿根廷、印度尼西亚资本流动情况各月变化较大，整体资本流入与流出基本持平。新兴经济体 2018 年下半年资本流出比上半年要更为严重。具体来看，

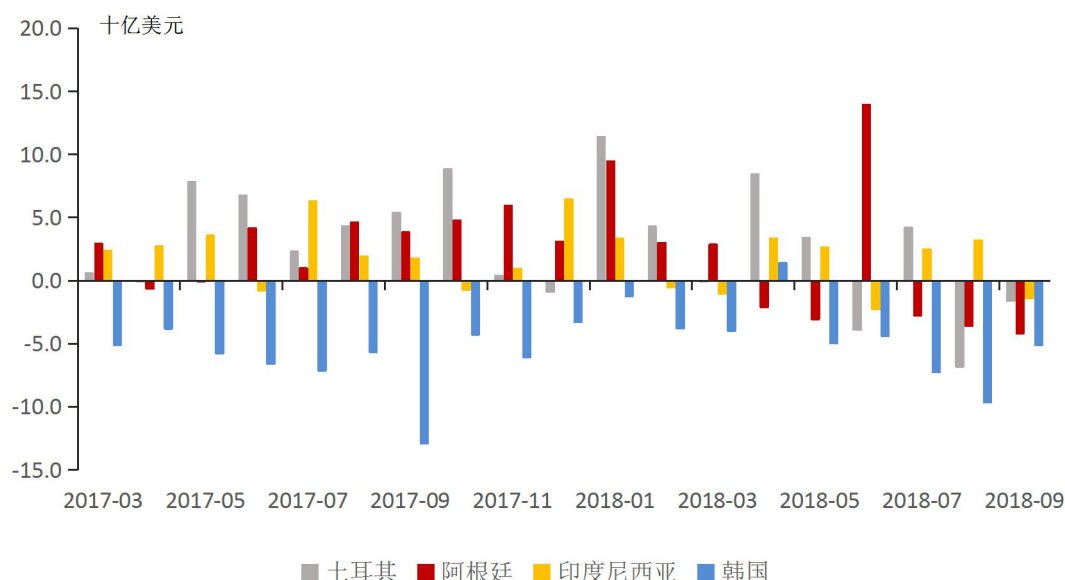
中国跨境资本流入规模在3、4、5、7、8月显著增大，远超过去年同期水平，但9月受美国对中国加征贸易关税生效的影响出现大规模净资本外流；印度跨境资本流入规模较去年略有缩减，但仍属于跨境资本大规模流入国家，目前各月均是净流入状态；巴西仅6月为跨境资本净流出，其它月份均为资本流入和去年保持基本一致；土耳其除1、2、4、5、7月为资本净流入外，其它月份为资本净流出状态；阿根廷除1、2、6月为大规模净资本流入外，其它月份均在资本流出；俄罗斯今年的跨国资本外流现象严重，3至9月各月均呈现净资本流出态势；韩国资本外流最为明显，除今年4月小规模资本流入外，近两年内各月均呈现资本大规模外流。

图 10：新兴经济体主要国家资本流动变化（1）



资料来源：IIF

图 11：新兴经济体主要国家资本流动变化（2）

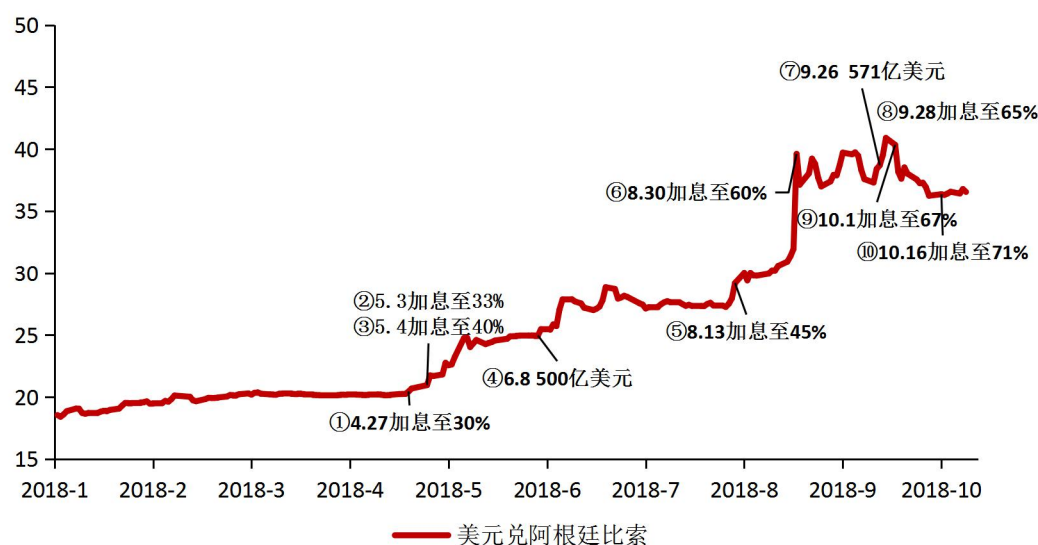


资料来源：IIF

第四，各国政府积极出台应对措施，效果有限。阿根廷央行先后 8 次加息，并向 IMF 寻求 571 亿美元援助，最终阿根廷比索暂时性止跌回稳。从 2018 年 4 月 27 日至 10 月 16 日阿根廷央行共进行了 8 次加息。从具体情况来看，在 4 月 27 日、5 月 3 日、5 月 4 日阿根廷央行 8 天内连续加息 3 次，频繁的加息并没有达到预期的效果，阿根廷比索的贬值趋势未能得到有效缓解。8 月 13 日，阿根廷央行再次加息，此次加息后阿根廷比索在短期内保持了平稳的走势，但随后受到土耳其里拉大跌的波及，阿根廷比索随之大跌。8 月 30 日，阿根廷央行不得不于大幅度加息至 60%，比索停止继续下跌进入宽幅震荡期。之后，阿根廷央行于 9 月 28 日与 10 月 1 日加息两次，阿根廷比索开始反弹并逐渐企稳回升。为了巩固调控成果，阿根廷央行随后于 10 月 16 日选择再次加息。

由于阿根廷央行4月和5月的前3次加息未能取得预期效果，政府不得不向IMF寻求援助。6月8日，IMF同意向阿根廷提供500亿美元的救助贷款，然而市场信心并没有因此得到提升，比索仍是继续下跌走势。8月份阿根廷政府不得不请求IMF提前发放援助贷款，在双方协商下，IMF于9月26日决定将援助贷款扩大至571亿美元，并先期向阿根廷发放150亿美元援助贷款。但此次援助并没有立刻产生效果，直到9月28日阿根廷央行第6次加息后阿根廷比索才开始出现暂时性止跌回稳，美国未来的加息计划随时会引发阿根廷比索的下一轮贬值。

图 12：2018 年阿根廷比索汇率变化及政府应对措施



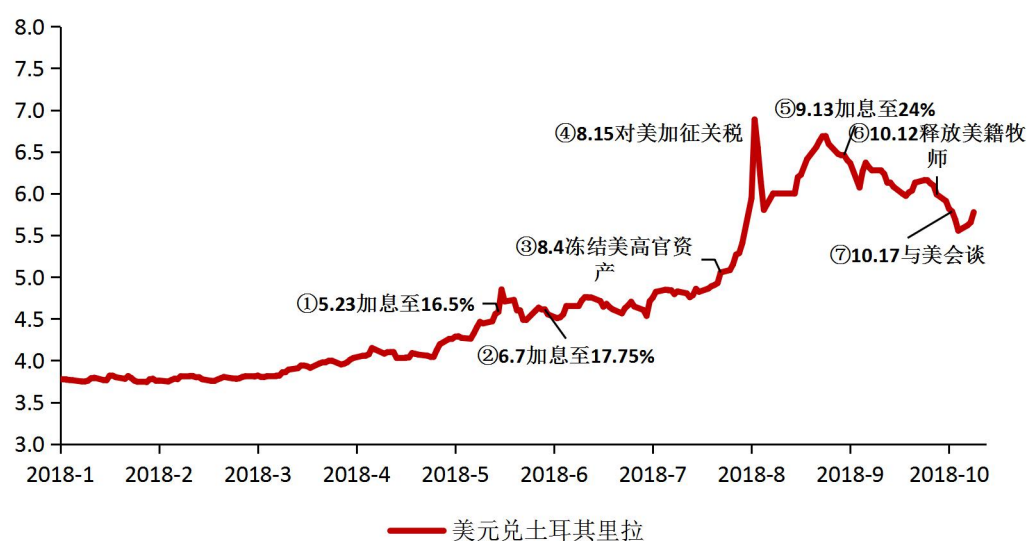
资料来源：Wind, 作者整理

土耳其政府选择多次加息和处理美土关系来解决里拉贬值问题，美土关系缓和后里拉止跌反弹。土耳其在5月23日和6月7日的两次加息后汇率走势恢复平缓，但是进入8月，在美国制裁下，土耳其里拉短期内暴跌，土耳其央行不得不于9月13日大幅度加息至24%，

此次加息后，虽然里拉汇率在几天内仍继续下行，但最终使下跌走势得到遏制暂时趋稳。

在美国宣布对土耳其进行制裁后，8月4日，土耳其宣布对美采取反制措施，冻结美司法部长与内政部长在土耳其的资产，里拉受政治不稳定因素影响在短时间内出现暴跌。8月15日，土耳其宣布对美国生产的部分商品加征进口关税，包括对美国酒精饮料征收140%的关税，对汽车征收120%关税，对化妆品、烟草征收60%的关税，对大米和纸张征收50%的关税，加征总额达5.33亿美元，以报复美方“蓄意经济攻击”，此后里拉出现短期反弹，但仍难以遏制贬值趋势。10月12日，土耳其政府迫于美国压力释放了美籍牧师，随后与美国国务卿蓬佩奥在首都安卡拉举行会谈，蓬佩奥表示美国因牧师布兰森遭拘押而对土耳其实施的制裁现在可予以解除。在多重利好消息下，土耳其里拉持续反弹回升。

图 13：2018 年土耳其里拉汇率变化及政府应对措施



资料来源：Wind，作者整理

委内瑞拉货币贬值如同废纸，政府不断进行货币改革发行新货币，同时推行一揽子经济政策，但基本没有效果。委内瑞拉原货币玻利瓦尔贬值严重，2018 年 1 月 1 日，政府推出强势玻利瓦尔代替玻利瓦尔，强势玻利瓦尔与玻利瓦尔的兑换比率是 1: 1000，8 月 20 日，委内瑞拉推出主权玻利瓦尔代替强势玻利瓦尔正式在市场流通，主权玻利瓦尔与强势玻利瓦尔的兑换比率是 1: 10 万，新旧纸币将共存一段时间，强势玻利瓦尔和主权玻利瓦尔的推出仍难以改变委内瑞拉货币继续大幅贬值的趋势。10 月 8 日，委内瑞拉总统马杜罗通过电视直播宣布将在 11 月 5 日正式公开发售法定数字货币石油币，石油币的价值构成：50%的石油，20%的黄金，20%的铁，10%的钻石，石油币将在 6 家主流国际虚拟货币兑换所交易和流通。委内瑞拉的石油币将可以用来购买委内瑞拉境内的大宗商品及其成品、购置资产和服务、跨境汇款以及支付税收等，也将作为该国的国际记账单位，以及国内工资和商品、服务定价的基准。由于频繁更换主权货币和货币贬值幅度过大，官方不再公布具体贬值数据，根据市场统计年内贬值已超 95%，根据 IMF 预测，2018 年年内委内瑞拉通货膨胀率将达到 1370000%，目前委内瑞拉的货币整改措施未能改变国内货币体系崩溃的局面。

委内瑞拉政府还出台了一揽子经济政策，但无法让国内经济“起死回生”。委内瑞拉政府在 2018 年内上调最低工资标准 5 次，工资涨幅达到 3500%，但面对严峻的通货膨胀，仍改变不了委内瑞拉人民面临的“饥饿”现状，同时导致了大量企业减少雇用数量，商店选择关

门，失业率继续攀升，国内经济形势更加严峻。此外，为了缓解政府的财政压力，委内瑞拉政府选择提高企业税率，将奢侈品增值税从 12% 提高到 16%，对金融交易税课征从 0 到 2% 不等的税率，取消国内汽油的高额政府补贴，换成对注册的公共交通运营商和个人车主等直接发放补贴，没有注册的人将不会得到补贴，必须支付国际价格。

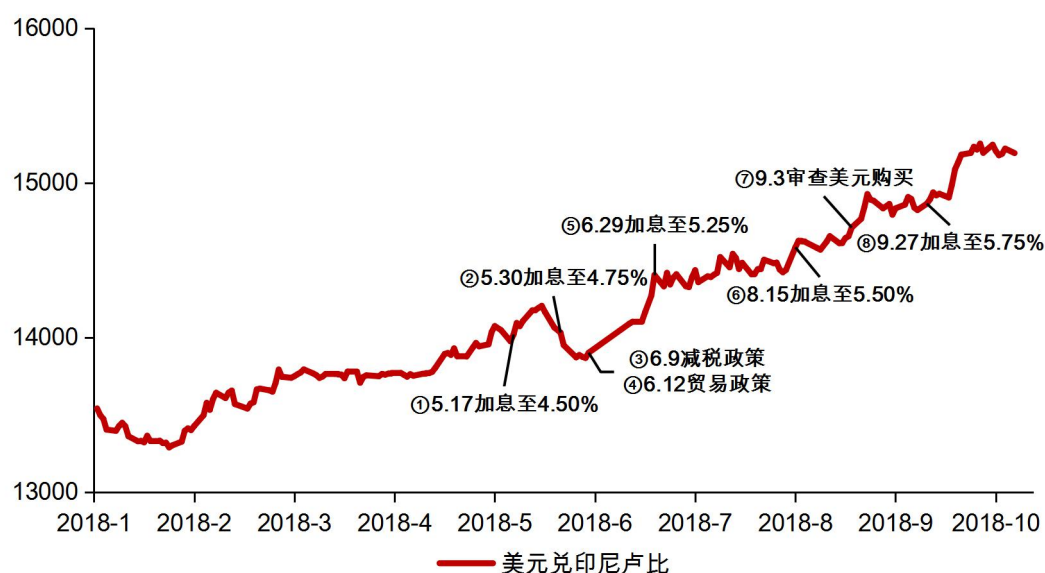
在一些经济学者看来，委内瑞拉政府的货币改革政策和一揽子经济改革措施治标不治本，无法让委内瑞拉的经济“起死回生”。如果委内瑞拉能够重建该国遭受破坏的基础设施，尤其是关键的石油部门，则有可能缩短委内瑞拉经济恢复正常所需要的时间。

印度尼西亚选择多次加息，保障资本流动性，减税和贸易保护等措施来应对冲击，短期有一定效果，长期效果有待观察。2018 年内印尼央行共进行了 5 次加息，这些加息政策普遍在刚出台时略有效果，印尼卢比出现短期反弹，但长期来看，走势仍呈现贬值趋势。印尼央行未来还将可能有加息操作，声称将随时准备召开临时议息会议通过加息决定。9 月 3 日印尼财政部长表示，为确保汇率价格公平和外汇市场流动性充足，将加大对美元购买的审查力度，规定客户在无需特定基础交易的情况下购买美元的数额不可以超出每个月 2.5 美元，一旦超出这个限定范围，就需要有正式的文件证明其购买用途。此外，印尼政府强化市场主体、金融机构、工商界、经济学界间的有效沟通，共同推动市场形成理性预期。

印尼出台多项减税政策和贸易保护政策来保护本国市场。6 月 9 日，印尼政府取消对糖类产品所得税，以确保政府采购价维持在每千

克 9700 印尼卢比的水平。为改善投资环境、加大引资力度，针对 1000 亿至 5000 亿印尼卢比范围内优先发展行业的投资，印尼政府将给予 5 年内公司税减半优惠政策，涵盖制造、石化、制药及药物原料、半导体、电子配件等行业。6 月 12 日，印尼总统签署了启动“国家进出口单一窗口”的总统令，将集中管理并处理进出口商提交给各部委的数据和信息，包括货物数量、关税、许可证、清关文件等，同时，将新增 8 个国际贸易港，投入运营后将大幅削减印尼偏远或落后地区参与国际贸易的物流成本。目前，印尼的经济情况并未有太大的改善，这些政策在短期内没有体现出效果，若减税和改善投资环境等措施落实到位效果可能会在未来有所显现。

图 14：2018 年印尼卢比汇率变化及政府应对措施



资料来源：Wind，作者整理

（二）本轮新兴市场金融动荡发生原因与逻辑机理

1. 导火索以外部因素为主

美联储连续多次加息缩表、美国主动发起贸易战、美国对多国实施制裁，造成新兴经济体市场不良预期，成为新兴经济体金融动荡的导火索。2018 年美联储已加息三次，预计年内将进行第四次甚至是第五次加息，按照历史标准来衡量，即便是完成全年的四次加息动作，美国利率水平依然处在低位，同时美元离两年前的高点还有一倍的上涨空间。4 月 24 日，美国 10 年期国债收益率突破 3% 的重要关口，为 2014 年 1 月以来的首次，5 月后，美国国债收益率持续攀升，创近 7 年来新高。去年 10 月美国启动的缩表计划，按照计划 2018 年美国国债将缩减约 2500 亿美元，MBS 缩减约 1700 亿美元；2019 年和 2020 年国债均缩减 3600 亿美元，MBS 均缩减 2400 亿美元；若持续至 2021 年底，美联储资产负债表规模将缩减至 2.3 万亿美元左右。美联储加息、缩表、上调美债收益率共同导致大量资本流入美国，国际市场的美元流动性收紧，美元指数在国际市场上不断抬升，新兴经济体国家货币持续承压，从而引发了大规模的新兴经济体货币危机。

贸易战持续升级，地缘政治冲突加剧，导致新兴经济体不良预期。从今年年初开始，美国开始对诸多国家加征各类关税，内容从铝箔、钢铝、汽车配件开始逐步扩展到各个领域，国家涉及中国、俄罗斯、巴西等诸多新兴经济体国家，美国主动发起的贸易战打破了国家之间原有的贸易平衡，新的贸易平衡又不能立刻建成，贸易严重失衡影响了新兴经济体的稳定发展。受美国的影响，朝鲜半岛周边地区、中东地区关系持续紧张，地缘政治风险仍然很高。在中东地区，美国的制裁加剧了该地区的紧张局势，进一步引发了国际石油价格的动荡，全

球投资避险情绪上升，尤其是对新兴市场的不良预期，促使大规模资本从新兴市场撤离，新兴经济体融资成本显著上升，极易发生经济不稳定乃至金融动荡。

2. 风险传播渠道以跨境联动因素为主

部分新兴国家货币政策跟随紧缩、外债依赖程度过高、外储覆盖率过低、存在双赤字问题。自 2008 年金融危机之后，为应对金融市场动荡和经济衰退，美联储实行了多轮量化宽松政策，全球主要央行也随之进入低利率通道。在此期间，新兴市场国家利用流动性充沛以及美元利率不断走低的机会大量举债，当宽松性货币政策开始转向，利率曲线抬头上扬时，新兴市场的负债成本也势必跟随上升。《华尔街日报》报道，新兴市场政府和公司发行的 2000 亿美元债券和贷款将在 2018 年剩余时间到期，还有大约 5000 亿美元将在 2019 年到期，到 2025 年，新兴市场将面临 2.7 万亿美元的债券和贷款。从短期外债与外汇储备的比值来看，更能清晰看到一些国家十分脆弱的偿债能力，截至 2017 年底，阿根廷外债累计超过 2300 亿美元，其中 65% 由美元计价，全年向海外支付资本利息达 159 亿美元，但其外汇储备仅为 500 亿美元；委内瑞拉外债规模近 10 年来急剧增加，2017 年超过 1000 亿美元，但外汇储备规模仅为 100 亿美元；阿根廷的外债余额是外储的 4.7 倍，短期外债是外储的 1.55 倍；土耳其的外债余额是外储的 5.5 倍，短期外债余额是外储的 1.4 倍；南非的外债余额是外储的 4.28 倍，短期外债是外储的 0.77 倍；马来西亚的外债余额是外储的 2 倍，短期外债是外储的 0.9 倍。这些国家的负债尤其是短期负债均已显著

超过本国外汇储备，违约风险清晰可见。

多个新兴国家已呈现贸易赤字和财政赤字并存的“双赤字”特征，“双赤字”容易引发恶性循环。一方面，贸易赤字导致国际收支失衡，主权债务风险上升；另一方面，持续的贸易逆差导致货币贬值压力增大，政府不得不消耗大量外汇储备和财政开支用于维护汇率稳定，结果导致财政赤字进一步恶化。数据显示，多个新兴国家的经济均呈现“双赤字”特征，其中，截至 2017 年，阿根廷贸易赤字和财政赤字占 GDP 的比重分别达 5.3% 和 5%，这也是阿根廷比索 5 月初暴跌的重要根源之一；土耳其 2017 年经常项目逆差占 GDP 比重 5.5%，财政赤字占 GDP 比重 1.5%，虽然财政赤字占 GDP 比重比不大，但政府总债务比重占 GDP 的 28.3%，银行资产负债的期限错配提升了金融系统风险；巴西财政赤字占 GDP 比重在六国中最高，达到 7.1%。为弥补财政赤字而发债，政府将增加公共债务负担，而用资本流入弥补经常账户逆差的做法也将增加经济的外部脆弱性，一旦短期投机资本改变流动方向，那么本币贬值压力就会增大。

3. 风险放大渠道以内部因素为主

新兴国家内部政局不稳、经济增速下行、企业和家庭负债率高、经济结构单一、通货膨胀高企等。政治局势和大选周期是影响一国货币币值稳定的重要因素。从长周期考察巴西雷亚尔走势不难发现，在 2002 年至 2018 年这 16 年中因政局和大选周期引发货币贬值的现象至少出现过三次。一是 2002 年大选引发投资者对政治前景的担忧，进而导致金融市场动荡；二是因腐败案引发的政局震动导致 2015 年

雷亚尔持续贬值；三是随着卢拉基本丧失参选资格，2018 年 10 月的大选形势日趋复杂，导致雷亚尔的波动性明显加大。在墨西哥，国家复兴运动党领导人奥夫拉多尔在 7 月 1 日举行的大选中获得显著胜利，这是墨西哥左翼政党 90 年来首次掌权。而在此之前的 4 月至 6 月，墨西哥比索因大选的不确定性和北美自由贸易协定重新谈判的搁置而处于持续贬值趋势。2016 年土耳其国内军事政变失败，随后土耳其于 2017 年由议会制变为总统制。埃尔多安上台后，组建的政府高层并非按照“任人唯贤”的原则，而是启用了大量亲信，这导致政府对经济的治理出现严重问题，特别是总统取消了央行行长的任期制，直接使土耳其央行失去了独立性，这为 2018 年土耳其里拉的暴跌埋下了祸根。

经济结构单一，对外部冲击的抵抗力弱，易放大外部冲击影响。多数新兴经济体经济贸易结构单一，对出口贸易、国外投资等因素依赖程度较高，在此背景下，一旦受到外部冲击影响，如外商直接投资下滑、主要出口产品市场价格下跌或需求不振，经济体增速会显著下滑。例如，阿根廷经济主要依靠出口，经济贸易结构较为单一，受外部环境的影响，近几年阿根廷经济增长极不稳定，根据 IMF 数据，2016 年阿根廷经济增速为 -2.3%，2017 年增速上升至 2.9%，而 2018 年增速又大幅下滑至 -2.6%，同样，委内瑞拉 2017 年经济增速 -14%，2018 年下滑至 -18%，土耳其 2017 年经济增速为 7.4%，2018 年大幅下跌至 3.5%。

通货膨胀高企，市场形成恶性循环。2018 年以来委内瑞拉物价已

上涨 460 倍,阿根廷通胀率涨幅超过了 30%,土耳其通胀幅度达 18%,超过该国官方目标的 3 倍之多;同期,菲律宾的通货膨胀率飙升至 6%以上,创出 9 年新高。包括这些通胀恶化的国家在内,新兴市场国家今年以来物价水平平均涨幅超过了 4%,为发达国家的两倍多。此外,新兴市场货币内外贬值往往并不是孤立进行的,而是形成了“通货膨胀—汇率下挫—通胀加剧”的恶性循环;不仅如此,在汇率下拉效应作用下,新兴市场的股市与债市均出现连连受挫与大幅跳水的行情,其中最有代表性的是,土耳其伊斯坦布尔 100 指数短短 3 个月时间不到,就累计下跌超过 3000 点,该国 10 年期国债的收益率也从 12%飙至 21%的历史最高值。据彭博社统计,今年以来新兴市场指数已经下跌超过 20%,技术上完全进入熊市。

(三) 历史上新兴市场金融危机典型案例

历史上两次比较典型的新兴市场金融危机事件与本轮金融动荡存在一些共性。

1. 案例一：拉美债务危机

拉美债务危机的主要表现,危机始于墨西哥蔓延到多数拉美国家。60 年代,拉美的债务并不突出,1970 年外债总额只有 212 亿美元,但从 1973 年石油提价和西方世界经济危机后,拉美的外债急剧增长,1982 年 8 月,墨西哥因外汇储备已下降至危险线以下,无法偿还到期的公共外债本息 268.3 亿美元,不得不宣布无限期关闭全部汇兑市场,暂停偿付外债,并把国内金融机构中的外汇存款一律转换为本国货币。1983 年 3 月,美国连续四次加息使资本回流,大宗商

品价格下跌,拉美国家入不敷出导致大规模债务危机,继墨西哥之后,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。到1986年底,拉美发展中国家债务总额飙升到10350亿美元,且债务高度集中,短期贷款和浮动利率贷款比重过大,其中巴西、阿根廷的外债负担最为沉重。危机爆发后,拉美国家经济受到剧烈冲击,通货膨胀率继续攀高,1982年的通胀率为47.5%,1984年上升为163.4%,1985年更是恶化为610%,同期拉美国家失业率平均高达15%,部分国家超过20%,而实际工资水平也普遍下降,哥斯达黎加下降50%,巴西、阿根廷下降20%。同时,债务危机还引发了严重的货币危机,拉美国家货币普遍贬值,银行业也损失惨重。总之,1980年代的债务危机冲击了拉美国家使得前期取得的经济发展成果,拉美经济严重下滑。

拉美债务危机的主要外因有美联储不断加息、国际贸易保护主义趋严、西方国家压缩官方援助、高利率加重债务负担。美国经济从石油危机中复苏,国内生产总值迅速回升,但失业率和通货膨胀率仍然较高,为了加速经济复苏,美国实施减税并连续四次加息,基准利率从8.5%上涨到11.75%,资本大规模回流美国,大宗商品价格下跌,拉美国家因入不敷出导致债务违约。发达国家的保护主义措施造成拉美国家由贸易顺差转为贸易大额逆差,国际收支严重不平衡,拉美国家的外汇收入,主要依赖出口,出口收入在其国内生产总值中历来占有很大比重,在世界经济危机的情况下,发达国家为保护自身的利益,采取经济紧缩政策,实行名目繁多的保护主义,从而极大地限制了拉美国

家的出口,加重了它们的债务负担。拉美经委会的材料表明,拉美国家的一些主要出口商品进入美国、欧洲、日本市场的税率高得惊人。其中酒类的税率为 57.7%,毛织品为 41.8%,棉布为 25%,巧克力为 27%,龙虾和鱼类为 25%,香蕉为 40-50%;至于诸如许可证、商标、合格证书、商品质量检验等非关税壁垒更是不计其数。据联合国调查,美国对拉美国家向它出口的 1000 项物品采取了 400 多项非关税壁垒措施,欧洲共同体对其从拉美进口的 479 项物品采取了 300 多项非关税壁垒措施,日本对其从拉美进口的 43 项物品采取了 100 多项非关税壁垒措施。拉美的对外贸易近三分之二是同美国、西欧和日本进行的。

拉美国家从西方获得的贷款额减少,融资更加困难。第 6 届联合国贸易会议上,发展中国家要求发达国家提供的官方援助应占其国民生产总值的 0.7%,但据经济合作与发展组织统计,西方发达国家向发展中国家提供的官方援助占其国民生产总值的比重在 1961 至 1980 年平均为 0.52%,1985 年降为 0.32%。美国、日本等主要发达国家基本不到 0.3%。1989 年世界银行报告显示,拉美国家偿付利息额为 235 亿美元,而同期得到的新贷款只有 50 亿美元。

西方国家抬高利率,拉美外债不断上升,还本付息额逐年增加。在两次石油价格上涨的冲击后,西方工业国家,特别是美国为了消除严重的通货膨胀,采取大幅度提高利率的政策。随着美国的高利率政策,国际多边金融机构也相应地提高了自己的利率,而且带动了欧洲资本市场利率的提高。1970 至 1980 年间,除去通货膨胀因素,美国的实际利率一直不超过 2%,但 1981 年突然提高到 7.6%,仅 1984 年上半年,美

国大商业银行利率就调高了 4 次,达到 13%。欧洲资本市场 70 年代的利率不到 10%, 1981 年就增加到了 20%。据统计,利率每提高 1 个百分点, 拉美每年要多支付 35 亿美元。

拉美债务危机的内因主要有经济发展计划不合理、经济结构单一、财政赤字、外债使用不当、外债结构不合理。经济发展计划超过实际经济承担能力。战后,拉美许多国家急于实现国民经济的现代化,制定了远远超过本国财力限制的经济发展规划,实行高目标、高投资、高速度的方针。为了实现这些雄心勃勃的发展计划,它们不得不大量举借外债。墨西哥 1977 至 1982 年发展计划规定,六年内经济平均增长率为 8%,就业年增长率为 4.2%,公共投资年增长率为 14%。巴西 1981 至 1985 年的发展计划中,列入了包括能源、矿业、运输、通讯和钢铁在内的 43 项大型工程的庞大投资计划,需投入资金共 3720 亿美元,其中 57.5%的资金依靠外债筹集。1960 至 1980 年期间,拉美地区国内生产总值和国民储蓄仅增加 2 倍,而总投资却提高 2.9 倍。拉美国家为满足“三高”的资金需求,不可避免的陷入债务泥潭。

出口依赖初级产品,经济结构过于单一。拉美国家大多依靠少数几种初级产品出口获得外汇,西方经济不景气减少了对原料的需求,此外还故意压价,这些原因使 80 年代以来初级产品价格普遍下降。1982 年拉美出口的主要原料及作物的价格平均下跌 10%,其中糖类下跌 40%,鱼粉、铅、玉米下跌 20-50%,铜、可可、大豆、锌等下跌 10-15%。另据统计,1985 年拉美 17 种主要出口产品的价格下跌 10%以上,使拉美国家的出口收入损失近百亿美元。此外,国际石油价格的下跌又减

少了拉美产油国的出口收入。由于贸易顺差的减少,为了平衡国际收支余额,拉美国家不得不继续从国外借款,加重了债务负担。整体来看,1982 年拉美国家出口收入比上年下降了 10%,约为 1026 亿美元,出口收入下降削弱了这些国家偿债能力,进而导致借款成本的升高,从而陷入了恶性循环中。

长期推行赤字财政和信用膨胀政策,通货膨胀严重。由于长期以来拉美国家一直以推行赤字财政和信用膨胀政策来刺激经济增长,其结果造成国家和私人债务迅速增加,通货膨胀日趋严重,进一步缩小了国内需求,加剧了生产和消费之间的矛盾和冲突。由于不断增加公共支出,多年来大多数拉美国家一直处于赤字财政状态,1980 年,有将近二十个国家出现财政赤字,拉美国家国力有限,要消灭赤字只能依靠举借外债和发行纸币。如墨西哥公共部门的财政赤字从 1977 年的 10%增加到 1982 年的 16%。它一方面借入大量美元、英镑、西德马克和日元,另一方面大量动用本国银行的贷款,印发纸币,引起恶性通货膨胀。据统计,1983 年拉美十四国的平均通货膨胀率为 82.77%,比 1982 年的 71.45%增加了 11.32%。其中有些国家通货膨胀的增长达到惊人的程度。如同期阿根廷从 220%增至 300%,巴西从 97%增至约 213%,厄瓜多尔从 23%增至 61%,秘鲁从 70%增至 120%,乌拉圭从 15%增至 55%。拉美国家成为全世界通货膨胀最严重的地区。

外债使用不当,削弱了外债偿还能力。拉美国家大量借入的外债很大部分不是用于生产性投资,而是用于非生产性支出,或者是用于弥补国营企业的亏损,从而大大削弱了外债偿还能力,加剧了债务危机。

随着经济发展,拉美国家的非生产性开支急剧增长,委内瑞拉政府的日常开支从 1974 年占预算的 34%增至 1979 年的 60%,同期生产发展资金所占比重却从 56%降至 23%。巴西的消费性开支也从 1977 年占国内生产总值的 78%增至 1982 年的 81%。智利自 1974 年以来,外债的很大一部分用于大量进口消费品,而阿根廷在 1981 年、1982 年花费了 139 亿美元进口国防物资。与此同时,拉美一些国家政府机构编制庞大,人浮于事,国营企业则管理混乱,浪费严重,普遍亏损。墨西哥国营企业亏损额占 1982 年国内生产总值的 10%,巴西外债近一半是公共企业借入的,委内瑞拉国营企业除石油公司外基本家家亏损,估计每年亏损额约 20 亿美元,阿根廷国营企业长期亏损,有些企业营业性亏损已超过其销售额,到 80 年代初,阿根廷国营企业累积债务高达 150 亿美元,其中 115 亿美元是外债,占阿根廷公共债务一半以上。

债务结构不合理,短期私人贷款占比增大。70 年代之前,拉美国家的贷款多数是多边政府贷款,特别是偿还期较长的优惠贷款。从 70 年代中期开始,西方工业国家相继陷入危机,经济面临停滞,其中美国实行削减官方发展援助政策,大大削减了对发展中国家的官方优惠政策,并减少了对国际货币基金组织和世界银行的承诺。此外,石油美元大量流入国际资本市场,市场流动资金充裕,利率下降,在这两个因素的作用下,拉美国家转向私人银行借贷,期限不超过一年的借款大幅增加,截止 80 年代初,短期私人贷款比例已经普遍超过 70%。

2.案例二：东南亚金融危机

东南亚金融危机的主要表现,始于泰国蔓延到整个东南亚的汇市、股市、债市。90年代以来,泰国经常项目逆差迅速扩大,泰铢被人为高估,泰国央行选择入市干预以硬性维持汇率,这给国际投机资本提供了可乘之机。在国际投机资本的冲击下,泰国央行不得不投入100亿美元以维持汇率,但随着国际投机资本的持续冲击,泰国外汇储备迅速告罄,泰国当局不得不于7月2日宣布放弃联系汇率制,改为实行浮动汇率制,泰铢一日内大幅贬值20%,国际投机资本带着胜利转向菲律宾、马来西亚、印尼等东南亚国家,这些国家同样存在外汇储备不足的问题,无力维持长时间的入市干预,菲律宾、马来西亚、印尼分别于7月11日、8月8日、8月13日放弃原有汇率制度,改为实行浮动汇率制度。汇市失守后,危机随之蔓延到股市。国际投机资本开始大规模抛售东南亚国家的股票,引起东南亚股市大幅度下跌,到9月初,泰国、菲律宾、印尼、马来西亚股指分别比年初下跌39%、38%、25%、41%。为稳定金融局势,东南亚国家纷纷采取削减预算、提高关税、整顿金融机构等措施,逐渐恢复投资者信心。直至9月15日泰国股市和印尼股市开始止跌反弹,在股市的带动下,东南亚各国货币汇率也开始回升企稳。危机不仅使得各国长期实行的汇率制度不复存在,还打断了东南亚国家持续多年的经济高速增长,导致许多国家人民的生活水平倒退。危机中,为稳固货币、防止资金外流,各国紧缩银根,导致流动资金紧张,企业经营成本加大,许多企业削减工资、大幅裁员,相当一部分企业被迫倒闭,失业人口随之大幅增加,货币的大幅贬值也导致各种商品价格飞涨,人民日常生活受到严重影响。

东南亚金融危机的外因主要是国际投机资本的冲击。金融危机发生前,每天全球外汇交易总额中只有很少的一部分用于贸易结算和投资交易,其中大部分都流向了投机领域,这些国际投机资本在全球范围内流动,寻找投机机会。1992年,其投机对象是英镑与里拉,1994年,国际投机资本又把矛头对准了墨西哥比索,而到了1997年,由于泰国以及整个东南亚自身的经济、体制问题越来越突出,以泰国为代表的东南亚国家由于经常项目持续出现巨额赤字,为危机的爆发留下了隐患。而且泰国资本帐户开放程度较高,非居民可以较自由地参与本地市场的交易活动,但监管工作没有及时跟上。此次危机前,外国投机者先广造舆论,甚至传言国际货币基金组织已明确要求泰铢贬值,并有大量外国资金介入,通过离岸业务从泰国本地银行借入泰铢,利用外汇远期、掉期和利率互换交易,较隐蔽地进行了准备,有预谋地组织了在外汇市场抛泰铢买美元的突然袭击,导致了泰国铢的大幅贬值,迫使泰国放弃了原有汇率制度,泰国发生金融危机,并迅速波及整个东南亚。

东南亚金融危机的内因主要有经济结构单一、汇率制度问题、外资控制不力。经济结构单一,调整速度缓慢。东南亚曾经以出口导向发展模式取得惊人的经济增长,创造了“亚洲经济奇迹”,但是东南亚的出口优势一旦受到挑战,将直接影响其经济发展的基础。1991至1995年,泰国经济增长率从以前年平均9%减缓到6.47%。马来西亚、印尼、菲律宾的出口增长都变缓,出口放慢使东南亚各国的经常帐户赤字剧增。1996年泰国经常账户赤字占国内生产总值达8%,马来西亚为6%,

印尼为 4%, 菲律宾为 1%, 这说明, 其经济发展模式对于促进经济发展的能动性已达极限, 经济的持续发展需要有新的模式、新的动力来替代。否则, 生产领域投资放慢时, 必然使大量资金富余出来, 再加上经济发展一段时间后积累的大量资金为寻求经济高速发展时的高利润率, 必然游离出生产投资领域, 由此种下了危机的根苗。

保持固定汇率与扩大金融自由化相矛盾。一方面, 泰国 10 多年来一直实行主要盯住美元的汇率体制, 其他东南亚国家如菲律宾、印度尼西亚、马来西亚的汇率政策也大致相同。以泰国为例, 在美元对其他主要货币汇率大幅升值的背景下, 泰铢也被人为地高估, 由于泰铢高估, 出口受到抑制。此外, 泰国同时保持较高的利率水平吸引外资, 这一政策使得国外资金大量流入国内, 套利活动猖獗, 对经济金融稳定形成了巨大威胁。另一方面, 金融自由化、国际化是 70 年代以来国际金融市场上的一股潮流, 许多发展中国家在经济迅速发展的同时都积极地推行金融自由化。90 年代以来, 泰国为吸引外资, 先后推出了一系列金融改革措施。1990 年 4 月正式接受国际货币基金组织协定的有关义务, 取消了经常项目国际支付的限制。1991 年, 开始减少对资本项目交易的外汇限制。1992 年又对外资开放, 允许国内投资者直接通过银行获得低息的外国资金, 导致肆意借贷低息资金。1994 年进一步放松这方面的限制, 比如放宽出入境时可携带的外币限额, 允许持有泰国离岸银行执照的外国银行在泰国各城市设立分支机构等。但在某些情况下, 金融自由化在很大程度上是经济不稳定和滞胀的一种补救措施。因此, 在出现外部冲击、宏观经济不稳定加剧

和经济增长减慢等情况时,将会削弱企业和金融机构资产负债的平衡,对高负债比例企业的影响更大,以致造成银行不良债权的增加,直至最终破产倒闭。

金融监管不严,外资管控不力。新兴市场的经济发展需要大量资金,但同时资金又存在短缺问题,急需引进大量外资。如果政府对外资引进不加以引导和控制,在外资引进过程中,短期投资比例必然要高于长期投资的比例。短期投资比例过大,资本的快进快出,将使一国的金融市场资金流通量的激烈变化而呈现不稳定的状态。东南亚各国的外资有将近 10% 属于短期贷款。泰国 900 亿美元外债中有 700 亿美元为私营部门所欠,其中大部分又投向房地产业。此外,在国内经济处于调整时期,经济增长降低,生产投资缓慢的情况下,一旦外资引进失控,大量存在的外资必然难以找到相应的生产投资领域,而国际资金的根本目的在于快速获利,因此,一旦大量外资游离出生产投资领域,便会涌向任何能获利的其他市场,从而使外资的引进由原先的促进生产发展演变为冲击市场稳定。1991 年泰国外债 200 亿美元,1998 年猛增到 900 亿美元,占国内生产总值的 40%,菲律宾为 54%,印尼为 47%,马来西亚为 39%, 外资引进基本上失控。

三、新兴市场金融风险识别框架及情景分析

（一）新兴市场金融风险识别框架

本文有机结合了国际货币基金组织（IMF，2018）《全球金融稳定报告》和国际金融协会（IIF，2018）《新兴经济体金融风险热图》的构建方法，分为3大类别和14个二级指标构建了新兴市场金融风险指数。3大类别包括：导火索指数、跨境风险指数和国内风险指数。基于指数相关性和数据可得性，每个大类下选取若干二级指标衡量相关领域风险变化（表2）。

表 2：新兴经济体金融风险指数和权重

分指数	分指数权重	二级指标	二级指标权重	数据来源
导火索	1/3	联邦基金利率水平（%）	1/3	Wind
		美联储加息次数（次）	1/3	美联储官网
		VIX 指数	1/3	Wind
跨境风险因素	1/3	短期外债占比（%）	1/5	BIS
		总外债率（%）	1/5	BIS
		外汇储备覆盖率（%）	1/5	IIF
		经常账户赤字（%）	1/5	IIF
		财政赤字率（%）	1/5	IIF
国内风险因素	1/3	非金融杠杆率（%）	1/5	BIS
		居民杠杆率（%）	1/5	BIS
		名义房价变动率（%）	1/5	IIF
		预计通胀率（%）	1/5	各国央行官网
		治理指数	1/5	世界银行官网
		2018-2019 年总统选举	0.5	IIF

资料来源：作者整理

根据公式(1-4)，本文构建金融风险指数来观察新兴经济体风险。首先计算各二级指标在样本区间内的均值和方差，以各指标的“均值-

方差”、均值、“均值+方差”三个数据为分界点，根据各指标的经济含义，将指标划分为四个区间，分别对应高风险、中高风险、中低风险和低风险，并相应赋值 4、3、2、1；接下来取一级指标下各二级指标的算术平均值为分指数；最后取各分指数的算术平均值为全球金融风险指数。显然，新兴经济体金融风险指数和分指标将处于 1-4 区间，如果数值处于 1-2 区间为低风险，处于 2-3 区间为中风险，处于 3-4 区间为高风险。

$$OI_t = \frac{1}{3} * i_t + \frac{1}{3} * in + \frac{1}{3} * VIX_t \quad (1)$$

$$CI_t = 0.2 * sd_t + 0.2 * td_t + 0.2 * rr_t + 0.2 * ca_t + 0.2 * dr_t \quad (2)$$

$$DI_t = 0.2 * cd_t + 0.2 * hd_t + 0.2 * price_t + 0.2 * inflation_t + 0.2 * gr_t + Election * 0.5 \quad (3)$$

$$FI_t = \frac{1}{3} * OI_t + \frac{1}{3} * CI_t + \frac{1}{3} * DI_t \quad (4)$$

其中， OI_t 为导火索指数， CI_t 为跨境风险指数， DI_t 为国内风险指数， FI_t 为金融风险指数； i_t 代表联邦基金利率水平， in 代表美联储加息次数， VIX_t 代表 VIX 指数， sd_t 代表短期外债占比， td_t 代表总外债率， rr_t 代表外汇储备覆盖率， ca_t 代表经常账户赤字， dr_t 代表财政赤字率， cd_t 代表非金融杠杆率， hd_t 代表居民杠杆率， $price_t$ 代表名义房价变动率， $inflation_t$ 代表预计通胀率， gr_t 代表治理指数， $Election$ 代表总统选举（如果一个国家举办总统选举，我们加上 0.5）。

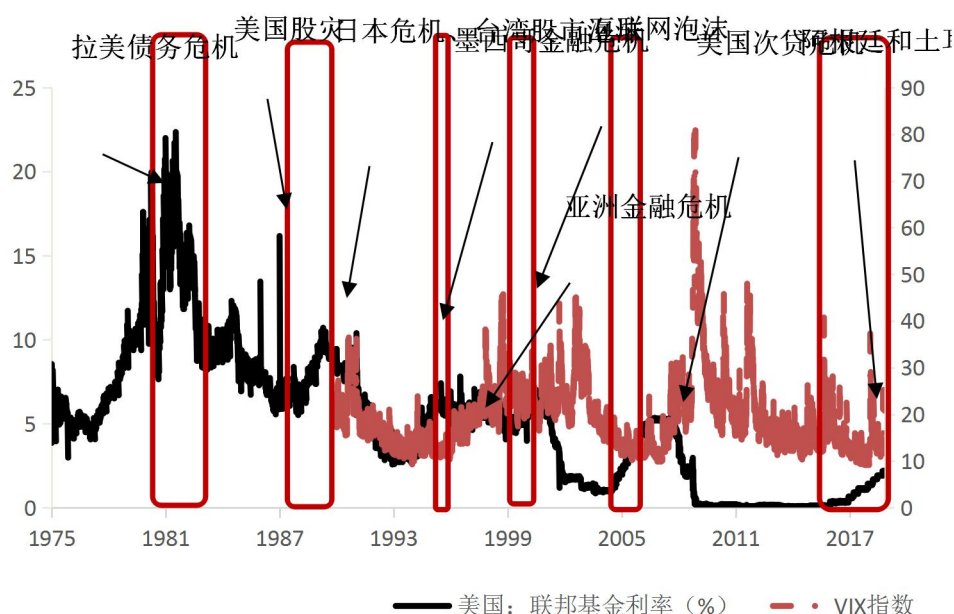
（二）新兴市场风险指数构建及情景分析

历史经验表明，在美联储加息周期下，新兴市场国家是相对容易发生金融风险。而且，现阶段，金融市场规模发展的越来越大，跨境（外债、经常账户等）和国内（通胀、房地产价格等）的金融风险点变得相互交织、相互影响。我们通过 IMF 和 IIF 的方法，研究美国加息变动，观察主要新兴经济体风险因素，探究可能的金融风险爆发点。

1. 外部导火索指数分析

当美国处于宽松的货币周期时，全球流动性泛滥，同时风险偏好较高，为追求高额回报，资本流入新兴市场；但美国进入紧缩的货币周期时，美联储加息导致大量资本流回美国，新兴经济体货币面临贬值压力，高负债的新兴市场国家也会因为汇率的下跌，导致债务危机。所以在美联储加息周期中，全球经济，特别是新兴经济体，较为容易发生金融危机（图 15）。我们使用联邦基金利率、美联储加息次数和 VIX 指数，来构建外部导火索指数。

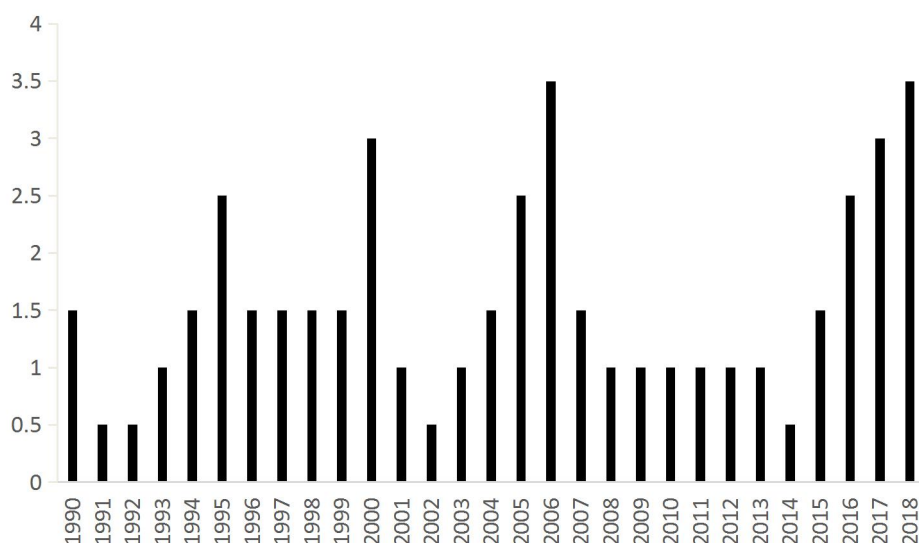
图 15：美联储货币周期中的经济危机



资料来源：Wind, 作者整理

由于美国加息周期是新兴经济体的主要外部风险，我们使用联邦基金利率水平和美联储加息力度来将加息周期数据化。借鉴 IMF 和 IIF 的处理方法，首先计算联邦基金利率水平在样本区间（1990 年到 2018 年）内的均值和方差，以指标的“均值-方差”、均值、“均值+方差”三个数据为分界点，根据指标的经济含义，将指标划分为四个区间，分别对应高风险、中高风险、中低风险和低风险，并相应赋值 4、3、2、1；美联储加息力度按照 1990 年后美联储四轮加息的时长来予以赋值，即加息第 1 年赋值 1，第 2 年赋值 2，以此类推。最后，取两个指标的算术平均值为导火索指标。从图 16 中可以看出，随着美联储 2015 年开启了新一轮加息，导火索指标在 2014 到 2018 年持续上升，表明新兴经济体外部环境持续变差、流动性趋紧。

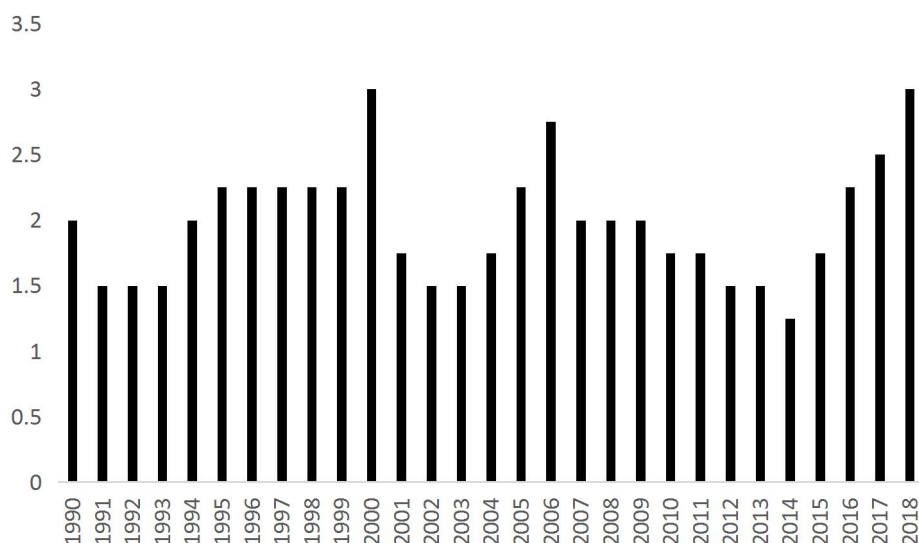
图 16：导火索指标



资料来源：作者计算

全球投资者在美国加息周期的表现也不相同，我们使用 VIX 指数来替代投资者的风险偏好。VIX 指数也采用 IMF 和 IIF 的处理方法，之后取 VIX 指数和原导火索指数的算术平均值得到新的导火索指数（图 17）。对比原导火索指数，加上投资者风险偏好的新导火索指数幅度相对较小，这也印证了风险偏好对新兴经济体投资具有很大的影响。另外，从新导火索指数依旧可以看出，2014 年到 2018 年间新兴经济体外部环境在持续变差。

图 17：纳入 VIX 指数的导火索指数



资料来源：作者计算

未来新兴经济体的外部环境，短期来看，风险预计会持续加大；长期来看，预计会有所缓解。现阶段，美国经济数据依然强劲，加息周期依旧会延续到 2019 年，明年大概率加息三次，所以短期来看风险依旧偏大。11 月 7 日的中期选举，共和党输掉众议院，短期内可能会强化特朗普对华强硬的态度，加大新兴经济体的短期风险，也会影响未来税收和基建的政策，长期来看对美国经济增长是个利空，可能会导致美国退出加息周期，新兴经济体的外部环境会有所缓解。

2. 跨境风险因素分析

在美联储加息周期下，新兴经济体更容易发生货币风险。为了检测各新兴市场国家的货币风险，我们使用外债/GDP、短期外债/外债总额、外汇储备覆盖率、经常账户余额/GDP、财政赤字率来构建跨境风险指标。

外债风险是货币风险的重要诱因。近期，阿根廷和土耳其货币风

险都跟两国面临较为严重的外债问题有关，而外债问题又与其他金融风险因素相互交织，加剧了风险的传播和恶化。外债占 GDP 比重越高，短期外债比重越大，发生债务危机的风险越高，尤其是在美联储加息周期和全球流动性趋紧的背景下，外债偿还压力变得更大，加大了债务危机爆发的概率。国际评级机构穆迪也表示，如果财政规模小、债务期限较短的新兴经济体，在遇到全球流动性趋紧的情况下，将更难应对不断上升的债务成本，从而爆发债务危机。

外汇储备覆盖率不足极易导致新兴市场国家债务违约。外汇储备覆盖率主要衡量国家的偿还外债能力和支付进口商品的能力。根据外汇储备覆盖率公式（5），其数值越低，越说明这个国家的清偿国际债务、调节国际收支的能力越弱，金融风险也会随之增大。按照 IIF 的标准，当外汇储备覆盖率低于 1 时，这个国家被认为是高风险国家。

$$rr_t = r_t / (cr_t + sd_t + td_t) \quad (5)$$

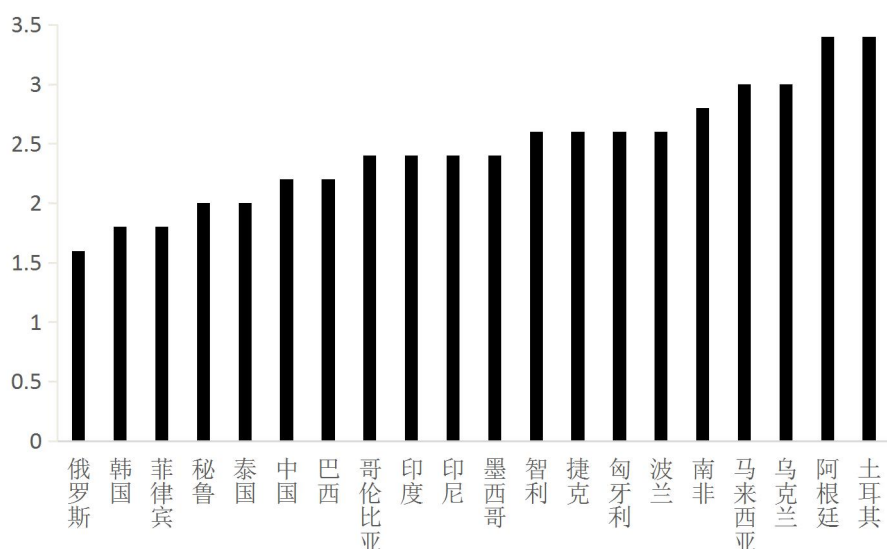
其中， rr_t 代表外汇储备覆盖率， r_t 代表外汇储备规模， cr_t 代表经常账户逆差， sd_t 代表前一年短期外债偿还金额， td_t 代表今年外债偿还金额

长期经常账户赤字和财政赤字也会导致新兴市场国家货币风险的加剧。如果经常账户赤字和财政赤字同时存在，也就是“双赤字”长期存在，新兴市场国家的内在经济脆弱性较强，很容易演化成新的金融风险，比如，5 月爆发货币危机的阿根廷，其危机的主要特征是财政疲弱和主权债务危机。实际上，单单一种赤字长期存在也会受外部影响，而形成金融危机。比如，8 月份爆发危机的土耳其，风险累积

路径就区别于阿根廷，是由于“经常账户逆差导致持续外汇融资需求——外汇融资以外汇为主带来流动性风险——银行业资产负债期限错配导致金融体系系统性风险——外汇流入未提升制造业竞争力导致国际金融风险强化和经常账户逆差扩大”的恶性循环所造成的，路径很接近 1997 年亚洲金融危机的泰国，都是以银行业危机为主要特征。

根据 IMF 和 IIF 的构建方法，组建跨境风险指数（图 18）。跨境风险指数表示的是风险增长的速度，即指数越高，国家跨境风险累计越快。可以看出，土耳其、阿根廷、乌克兰、马来西亚、南非等国跨境风险指数都接近或超过 3，处于高风险区间。

图 18：跨境风险指数



资料来源：作者计算

3.国内风险因素分析

货币风险实际上是国内风险的外部映射，而且内外部风险相互交织，很容易造成风险共振。为了观察国内风险，我们通过非金融企业负债率、居民杠杆率、房价变动率、通胀预期值、政局稳定性来构建

国内风险指数。

在外部流动性趋紧时，非金融企业负债率越高越容易造成冲击，造成经济的不稳定。非金融企业负债率等于非金融企业负债/GDP，负债率越大，表明在美联储加息周期时，为了抵御汇率下跌，而抬升利率，导致企业融资困难，企业资金断裂的风险也就越大。比如，土耳其企业通过银行借贷了很多外债，当8月土耳其货币风险爆发时，外资逃离和利率上升双重打击下，企业现金流趋紧，利润下降，导致经济出现困难。

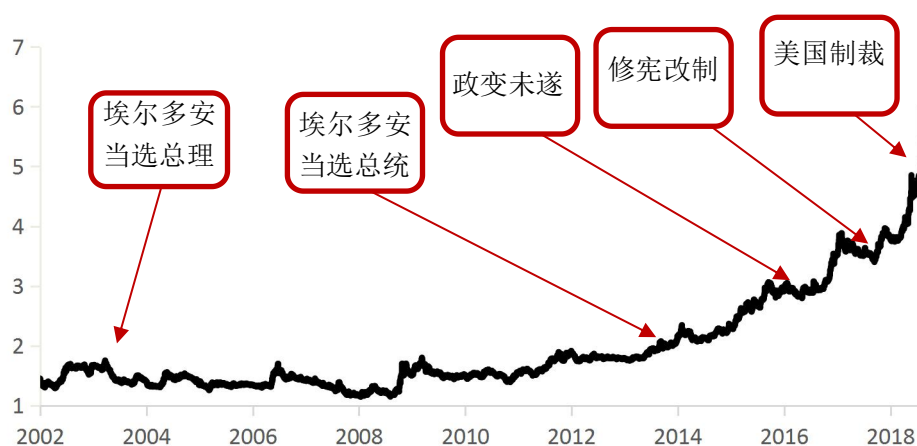
居民加杠杆和房地产市场异常火爆通常同时出现，相辅相成，互为因果，容易造成房地产风险。根据历次经济危机的经验，如1990年日本房地产泡沫经济危机、1998年亚洲金融危机、2007年美国次贷危机和2009年的欧债危机，危机前居民部门的负债增速都显著加快，同时房地产市场异常火爆。而居民杠杆快速上升，对消费有明显的挤出作用，会拖累经济发展的内在动力。从这两个数据来看，菲律宾、哥伦比亚和秘鲁的房地产风险较大，未来应多注意控制房价和限制居民杠杆率的进一步上升。

恶性通胀会掣肘新兴市场国家的货币政策和财政政策。根据菲利普斯曲线和奥肯定律，温和的通胀是有利于经济的发展。但恶性通胀发生时，会造成货币政策的两难选择：抑制高通胀所需的紧缩性货币政策与刺激经济增长所需的宽松货币政策的两难选择。如果新兴市场国家财政赤字率过高时，也会造成财政政策的两难选择：防止经济滞胀所需的积极财政政策与减少财政赤字所需的紧缩财政政策的两难

选择。新兴市场国家为了经济发展一般采取较为宽松的货币政策，导致通胀一般较高，如果控制不好，很容易造成恶性通胀的发生。

政局稳定性对经济发展可谓至关重要。根据历史经验表明，国内外重大政治事件一般都会推高新兴经济体的货币风险，比如，近年来，土耳其里拉的每个下跌时点，都与国内外重大政治事件有关（图 19）。新兴市场国家（除了中国）一般都采用西方全民普选制，但由于新兴市场国家采用民主制的时间较短，民主意识淡薄，流程相对较为混乱，很容易导致货币风险的发生。所以，我们使用各国的治理指数（Worldwide Government Indicators）来观察政局稳定性，同时观察近两年各国是否发生总统选举，来使指标更全面地反映各国政治变动趋势。总统选举事件被赋值为 0.5，加到总指数上。

图 19：土耳其里拉走势与重大政治事件

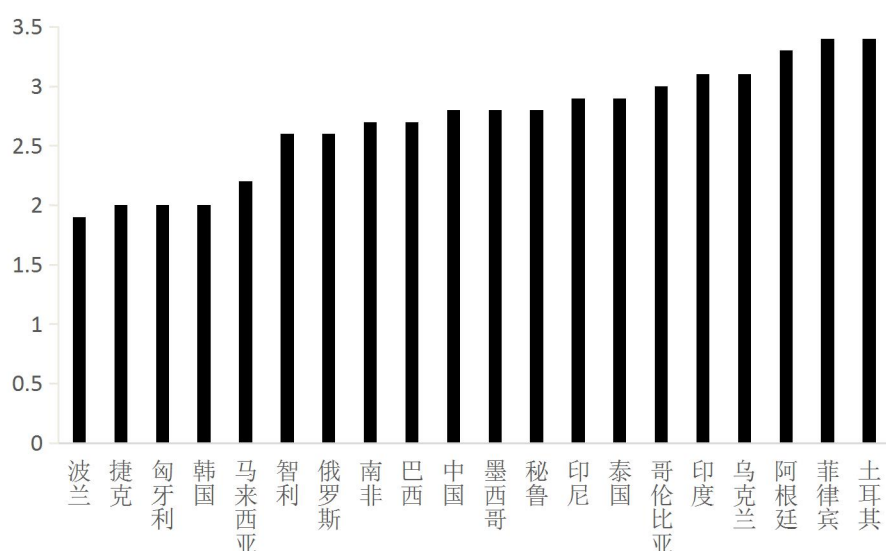


资料来源：Bloomberg

与跨境风险指数一样，国内风险指数也是表示风险增长的速度，通过这个指数可以更好地观察那些新兴市场国家国内风险累积过快。根据图 20 所示，土耳其、菲律宾、阿根廷、乌克兰、印度、哥伦比亚、泰国、印尼等国等国内风险较大。其中，菲律宾、印度、哥伦比

亚、泰国、印尼等国都是国内风险较高而跨境风险较低，具体原因是泰国、印度、印尼的政局稳定性未来预计将会受到冲击，菲律宾、哥伦比亚则是由于负债较高、通胀预期不稳等因素造成的。

图 20：国内风险指数



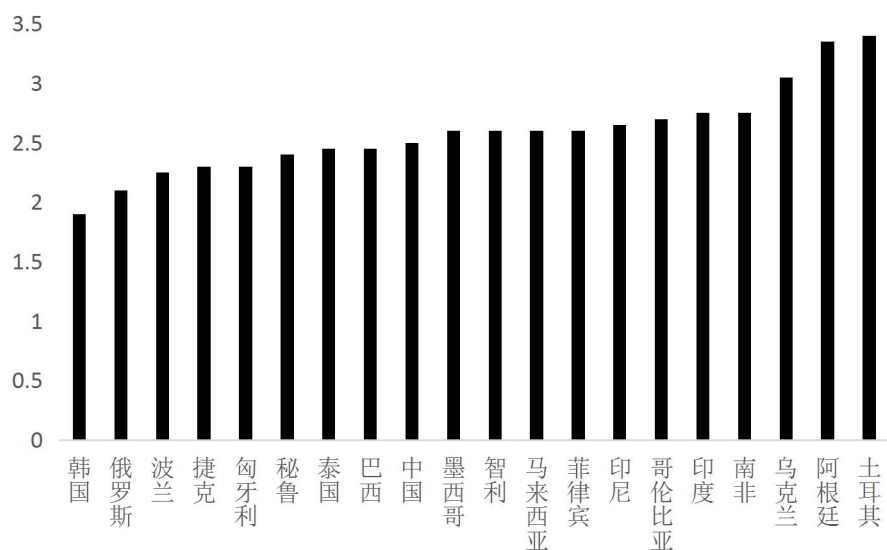
资料来源：作者计算

4.新兴经济体风险指数构建

我们首先构建只考虑跨境风险因素和国内风险因素的风险评估指数，之后再纳入导火索风险因素，构建完整的金融风险指数。通过对比风险评估指数和完整的金融风险指数，可以看出，俄罗斯、泰国、韩国、菲律宾、南非、阿根廷、土耳其等国资本流出较多，影响较大。

将跨境风险指数和国内风险指数的算术平均值相加，得到风险评估指数（图 21）。可以看出，土耳其、阿根廷、乌克兰、南非、印度、哥伦比亚、印尼等国金融风险上升较快，未来要特别关注。

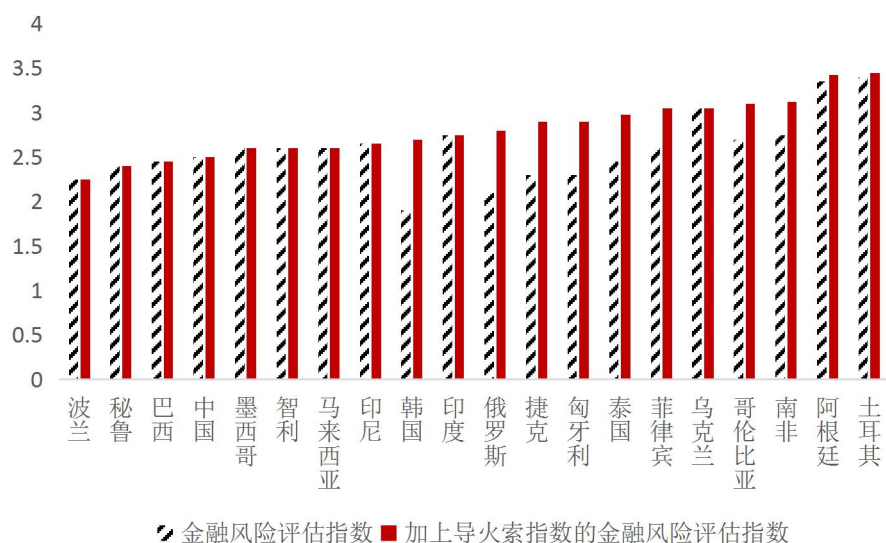
图 21：金融风险指数



资料来源：作者计算

为了加入美国经济周期的影响，我们将导火索指数与金融风险评估指数合并（图 22）。通过 IIF 的数据，可以得到哪些新兴市场国家受美联储加息较大，即资本流出较为严重。其中，俄罗斯、泰国、韩国、菲律宾、南非、阿根廷、土耳其等国资本流出较多，影响较大。经过计算，发现土耳其、阿根廷、南非、哥伦比亚、乌克兰、菲律宾金融风险评估指数（纳入导火索指数）均超过 3，处于高风险和中高风险区间内，风险暴露较为严重。

图 22：考虑导火索因素的金融风险指数



资料来源：作者计算

（三）未来高风险国家研判

根据我们构建的金融风险评估指数所选出来的国家，都具有通胀较高、制造业体系不完善、未来政局变动性较大等因素，而且短期内，并没有好转的迹象。

1. 高风险新兴市场国家的共同风险点

高风险的新兴市场国家都面临通胀较高、经济“空心化”严重、未来政局变动性较大等局面。在 2007 年美国次贷危机爆发后，美联储迅速将联邦利率降至 0，并且推出 QE 等宽松货币政策，之后各大经济体都在实行宽松的货币政策，比如，日本、欧洲央行相继将利率调为负数，全球的流动性宽松，导致新兴市场国家外债成本低、资金流入量大。另外，为了保持经济的高速发展，新兴市场国家同样也在实行宽松的货币政策，比如，土耳其从 2010 年至今，M2 同比均值 16.3%，2018 年初以来更是持续上行至 19.2%，另外，在埃尔多安的伊斯兰保

守派的思想（“高利率是万恶之母”）的干预下，土耳其的基础利率长期处在低位，隔夜借款利率从 2008 年初的 15.5% 下降至 2017 年的 7.25%，导致实际利率自 2010 年起多数时段低至 0% 以下（图 23）。除了土耳其（2018 年预计通胀为 21.5%），阿根廷、乌克兰、菲律宾、南非等高风险国家同样也面临高通胀的局面，预计通胀率分别为 43.1%、8.6%、6.4%、5.0%。部分新兴市场国家过于追求 GDP 增长，而放任通胀的上升，导致通胀上升过快。当经济危机发生时，很难再依靠宽松的货币政策来抵御流动性趋紧。大量资金流入房地产行业，没有进入实体经济来促进经济高质量发展，而是依靠资产价格的虚高，实现经济的虚假繁荣，经济“空心化”较为严重。从数据中看，土耳其、菲律宾、哥伦比亚等国的房价上涨较快，对资金流入实体经济有一定的挤出效应。政局稳定性也是影响金融稳定的一大重要因素。例如，南非兰特每次大幅度波动背后都有政局变动性的因素，2019 年 8 月南非将进行下一届总统选举，到时对南非兰特可能有一定扰动作用。阿根廷、乌克兰、印尼等国也会在明年进行大选，这些国家今年都出现了一定金融风险，尤其是阿根廷，5 月爆发货币危机至今，风险依旧很高，明年大选可能也是激发矛盾集中爆发的因素。从治理指数来看，哥伦比亚、菲律宾、土耳其的指标都处于中高风险区间，可以看出各国的政治稳定性都比较差。

图 23：土耳其政策利率、CPI 同比及实际利率变动趋势（%）



资料来源：CEIC

2. 高风险新兴市场国家的不同风险点

具体来看，各高风险新兴市场国家（阿根廷、土耳其、乌克兰、南非、菲律宾、哥伦比亚）可分为两类，一类的跨境风险较大，另一类国内风险较高。

（1）跨境风险较大的新兴市场国家

首先，跨境风险较大的新兴市场国家有阿根廷、土耳其、乌克兰和南非，阿根廷的跨境风险指数为 3.4、土耳其为 3.4、乌克兰为 3、南非为 2.8。阿根廷的跨境风险指数恶化的比较严重，外汇储备覆盖率只是 0.3，说明至少 7 成的是暴露在风险下的，有不能按时清偿的风险。阿根廷长期处于“双赤字”下，即经常账户赤字和财政赤字同时存在。除了 2016 年、2017 年经常账户逆差有所缓解外，阿根廷经常账户逆差长期存在，导致外汇储备积累缓慢，只能依靠外债弥补经常账户的逆差。阿根廷政府财政赤字庞大，并没有平衡好中央政府财政。在 2015 年政府财政赤字高达 522 亿比索时，为了消除阿根廷与美国

之间惊人的贷款利差（2015 年高达 27.07%，表 3），阿根廷政府取消了长达 4 年的外汇管制，允许国际资本自由进出。这造成了更严重的“过度借贷综合征”，财政赤字进一步扩大，最终无力支付庞大的债务。民粹主义成为拖累政府财政的根深蒂固的问题。政府为了讨好选民，提高工人工资，实行高福利政策。外加，阿根廷工业体系落后，产品附加值低，导致税收不能弥补高额的财政赤字。阿根廷的偿债能力变弱，外债结构中短期债务占比高。截止 2016 年末，阿根廷的外债已经是其外汇规模的 4.96 倍。而且其外债规模在逐年扩大，2007 年末阿根廷外债还是外汇规模的 2.62 倍，10 年间阿根廷外债规模增长了 1.56 倍，偿债压力不断上升。从外债结构来看，2016 年阿根廷短期外债占整个外债的 24.85%，占外汇储备的 123.24%，潜在短期偿债风险非常大。在弱偿债能力和高短期外债占比情况下，今年外资大量流出，最终导致了阿根廷偿债困难，发生了比索危机。

表 3：阿根廷与美国贷款利差历史变动

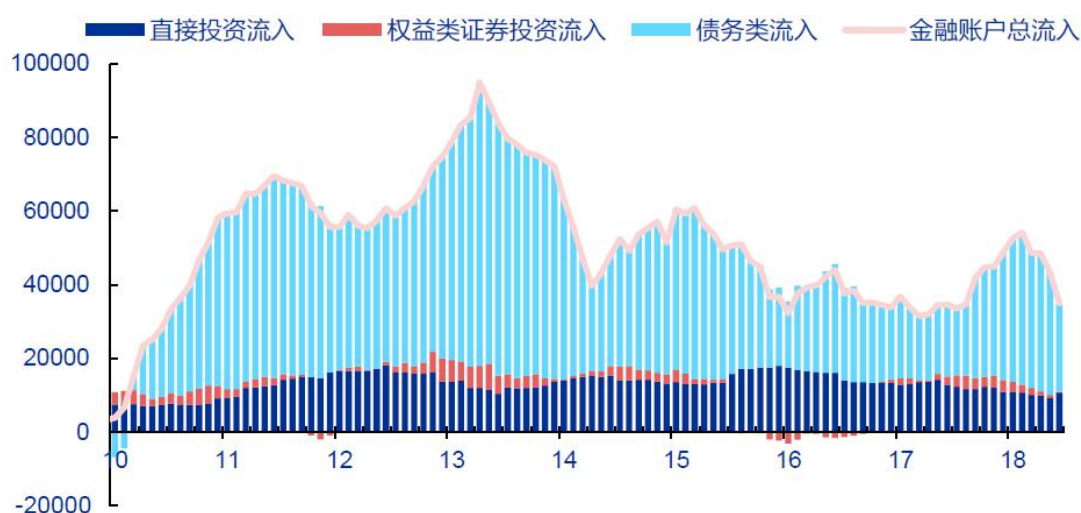
	1995	2001	2008	2015	2016
贷款利差	9.02	20.78	14.38	27.07	22.41

资料来源：世界银行

土耳其与阿根廷情况较为接近，各跨境风险因素都比较差。2002 年至今，经常账户持续逆差且逆差程度逐步扩大，经常账户逆差平均占 GDP 的 -4.7%，2018 年一季度更高达 -7.9%。为了向持续的经常账

户逆差提供外汇融资，土耳其较高程度地开放了资本与金融账户¹，但由于外汇资金大多是通过债务类工具借入的（图 24），导致本息刚性兑付带来的流动性风险和宏观脆弱性的上升。另外，外储增长显著慢于外债增长，市场担忧土耳其较弱的外债偿还能力。截至 2018 年第一季度，土耳其外债高达 4666.57 亿美元，是外汇储备规模的 5.48 倍；从短期偿债能力来看，土耳其的短期外债也高达 1222 亿美元，是外汇储备的 1.44 倍。庞大的外债、糟糕的外债结构、相对缓慢的外储增速，使得市场担忧土耳其的外债偿还能力，尤其是担忧借款者的风险敞口。其中，主要是欧元区银行对土耳其的风险敞口（2018 年第一季度，欧元区银行在土耳其的债务有 1652.42 亿美元）。现阶段，虽然美国对土耳其的制裁取消，土耳其里拉跌势暂缓，但风险点依旧存在，还需持续关注。

图 24：近 12 个月的土耳其金融账户流入结构（百万美元）



资料来源：CEIC

¹ 直接投资方面，限制非居民境内购买房地产的区域和面积；证券投资方面，要求境外企业资产净值达到 1000 万欧元，投资期限至少 3 年；贸易信贷方面，限制部分商品的长期出口贸易信贷。土耳其除了上述限制外，资本账户完全开放。

相对于土耳其和阿根廷，南非和乌克兰情况略好。乌克兰外债快速上升，风险急剧增加，外债/GDP 已经高达 91%，预计很快将超过 100%。南非和乌克兰的“双赤字”问题比较突出，而且都在恶化过程中。外汇储备覆盖率也在持续下降，尤其是乌克兰，在外债快速上升的过程中，外汇储备覆盖率已经下降到 0.5，随着明年美联储加息进程持续进行，乌克兰很可能从资本流入转为资本流出，到时风险就会爆发出来，可能发生资本流出的“踩踏事件”。

（2）国内风险较大的新兴市场国家

其次，哥伦比亚和菲律宾则是另一类，国内风险较高的新兴市场国家，哥伦比亚的国内风险指数为 3、菲律宾为 3.4。两个国家是典型的居民杠杆快速上升叠加房地产市场火爆的危机模式。长期来看，哥伦比亚和菲律宾得居民杠杆率（家庭负债/GDP）2013 到 2018 五年来的为 8%和 5%，上升速度较快，两国都处于中高风险区间。两国房价也上涨较快，五年（2013 年到 2018 年）年增长均值为 9.1%（哥伦比亚）和 10.7%（菲律宾），在新兴市场国家中，房价属于增长较快的两个国家。非金融企业的杠杆率比较高，两国有点像土耳其，中央负债较低，但通过银行将外债借给企业，尤其是房地产企业获得资金较多，经济“空心化”严重，两国非金融企业杠杆率（非金融企业负债/GDP）五年（2013 到 2018 年）均值为 14%（哥伦比亚）和 15%（菲律宾）。通胀预期上升较快，导致货币政策掣肘严重，2018 年哥伦比亚的通胀预期为 3.3%，菲律宾为 6.4%。另外，两国的政局稳定性也比较差，治理指数分别是-0.2（哥伦比亚）和-0.4（菲律宾），较为动

荡。

最后，在美国加息周期中，各新兴市场国家都面临流动性趋紧的局面，但风险爆发点并不相同。目前来看，美国失业率维持在历史低位，连续 20 个月低于国会预算办公室预测的自然失业率水平，核心 PCE 连续 5 个月保持在 2% 的水平上。充分就业叠加通胀上行，美联储加息基础保持稳固，2018 年 12 月预计美联储将再次加息，2019 年再加息 2-3 次，美元仍有走强动能。新兴经济体，尤其是高风险的新兴市场国家，可能都会因流动性趋紧而爆发金融风险，但根据之前的分析，风险爆发点并不相同。阿根廷、土耳其、乌克兰要更关注过高外债水平叠加恶性通胀掣肘。哥伦比亚和菲律宾则是居民杠杆率过快上升和房地产市场异常火爆导致的金融风险。而南非是政治不稳定所带来的货币风险。

四、对策建议

在美元加息背景下，新兴市场国家要妥善处理自身货币与美元之间的关系，避免过于依赖美元，特别是在美元强势升值阶段，要避免承担过多的短期美元债务，以防爆发债务违约风险。宜支持法国、德国等提出的建立新的独立的国际支付体系的倡议，避免部分国家将国际公共的金融基础设施用以制裁，成为引爆新兴市场国家风险的因素。要打造货币互换升级版，在必要时使之成为国际流动性的重要补充。要稳妥推进新兴市场国家的金融市场开放，特别是保持维护股市和汇市稳定的必要能力，降低爆发风险的可能性。还要防止预期不稳与金融风险叠加。下面，我们主要从完善国际经贸策略、建设国际金融新秩序、合力反制单边制裁、强化跨境宏观审慎管理、加强宏观政策国际协调等方面提出具体建议。

（一）完善国际经贸策略

1. 主动调整贸易结构

在贸易摩擦升级、保护主义涌动背景下，全球经济出现下行趋势，国际需求低迷，加之贸易形势复杂，致使新兴市场面临的全球贸易压力加大。随着面临的不确定性加剧，新兴市场应保持良好的战略定力，积极优化调整贸易结构，提升自身国际贸易水平，防范国际贸易风险。一是结合比较优势理论，顺应市场发展及生产成本的变化规律，积极调整产业结构，主动向高端制造业、高科技产业升级，增加在技术、创新及人力资本方面的投入，培育新的竞争优势，优化国际贸易结构，为经济稳定发展提供长期增长动力。二是做大做强自主品牌，提高自身竞争力，以高质量避免原有市场群体流失。三是努力开

拓如欧盟、东南亚等多元化市场，减轻对于单一市场尤其是美国市场的依赖，增强应对贸易战的韧性，同时可避免在部分国家产生过度顺差，致使其贸易保护主义行为阻碍国际化进程。

2. 大力推动 WTO 改革

WTO 的存在推动了新兴经济体和发展中国家的发展，促进了世界经济及贸易自由化。然而，在美国政府奉行保护主义政策、推行“美国优先”为宗旨的单边主义背景下，加之层出不穷的区域、跨区域自贸协定等实践与 WTO 基本原则的冲突，贸易争端问题逐渐突出，全球多边体制面临严峻挑战，WTO 的生存发展受到阻碍，积极推动 WTO 改革刻不容缓。WTO 改革要基于顺应经济全球化、有利于全球共同繁荣的基本原则入手。一是维护以 WTO 为核心的、以规则为基础的多边贸易体制，加强新兴市场国家之间的团结，坚持改革应以发展为导向，维护“特殊和差别性待遇”原则，要求发达国家落实对发展中国家的优惠承诺。二是及时跟进对数据流动、投资便捷化等新兴贸易方式的研究，顺应科技趋势，加快完善数字时代的国际贸易新规则，推动 e-WTP 落地全球，为中小企业进入全球市场提供贸易平台，进一步促进世界经济全球化发展。三是改革争端解决机制，协调区域、跨区域自贸协定与 WTO 基本原则冲突问题。四是强化 WTO 对贸易活动的监管权力，积极加强国际合作，加快签署 RCEP、中欧 BIT 等协议，降低 TPP 冲击对于全球的负面影响，为全球多边体制和自由贸易增添信心。五是承认市场经济模式的多样性，反对简单采用特定市场经济国家的内涵和标准。实践证明，传统的计划经济模式和所

谓纯粹的市场经济模式都是有缺陷的。当今世界或是历史上，并不存在完全的市场经济模式。只是在资本主义早期，在总供给远远小于总需求的特定背景下，十分接近完全市场经济模式。中国经济发展模式的成功，是政府与市场关系从对立走向统一的重要探索。实质上，一个市场发挥决定作用并且是“有效市场和有为政府”相结合的体系，就是市场经济模式。当今市场经济有五大模式：一是美国模式：所谓“自由主义”市场经济；二是欧洲模式：社会市场经济模式；三是日本模式：政府指导型市场经济模式；四是瑞典模式：福利型市场经济模式；五是中國模式：社会主义市场经济模式（有效市场和有为政府）。从市场与政府结合的视角看，多种模式虽有其特色，但都是市场经济模式，只是市场成份和政府作用成分大小而已。美国、欧洲总拿中国不是市场经济国家说事，本身就是不合理的。中国的市场经济模式中政府作用略大一些，美国的市场经济模式中市场作用略大一些。从现实角度看，中国正趋于加强市场化改革，而美国则有强化政府作用的倾向，两国市场化程度呈现趋同的新特征。检验一种经济模式是否有效的标准不应是以某国为参照，而是能否推进经济的发展。难道当今世界还有一种模式比市场经济模式更有效吗？

3. 深化新兴市场合作

新兴市场国家具有广泛的互补性，加强新兴市场国家之间的互动合作，是提振全球经济、有效应对当前国际形势的一大重要手段，既有利于化解竞争性，为新兴市场国家发展提供动力，加强其自身对

于风险的抵御能力，也有利于提升新兴市场国家的整体地位。同时深化新兴市场合作，有效促进世界经济的可持续发展。深化新兴市场合作，关键在于拓展其合作广度及合作深度。**合作广度方面**，加强与“一带一路”沿线国家在公路、铁路、航运等基础设施建设领域的合作，完善沿线国家交通网络，为高效率合作及可持续经济增长奠定基础；推进交通物流枢纽和国际商品物流集散中心建设，为企业“走出国门”打通物流通道。**合作深度方面**，扩大“金砖+”区域合作，建立新工业革命伙伴关系，结合各具特色的工业特色，进行务实的产业合作如建立相关科技工业园区等，共同提高在先进制造业领域的水平，提高国际竞争力；构建完善多层次的金融合作对话平台，共同成立危机管理、风险应对等机构，深化金融合作。

（二）建设国际贸易金融新秩序

1. 推动构建国际贸易新秩序

国际贸易新秩序应是基于国际规则下的自由贸易发挥主导作用与有限的保护结合。国际规则解决国际经贸的顺利运行和利益的基本平衡问题；自由贸易是经济全球化和相互依存的必然要求；有限的保护针对的是各国的核心利益关切，但保护必须有严格的条件和程序。维持相对公平的贸易条件和有限的保护有助于国际贸易的可持续发展。但公平贸易不等于一国利益的最大化，其内涵是清晰的，需要在国际规则的约束和协调下进行，一国法律也不能超越国际规则施加在其他国家之上，这才可保持国际贸易体系的大体平衡，避免出现恃强凌弱的局面。主要储备货币和重要基础金融设施如 SWIFT 作为国际公共产品不应成为制裁别国的工具。先进经济体应主动让渡一些技术促进落后经济体发展，不能以国内法的名义进行保护，这也是实现国

际公平的一种方式。从具体形态上看，WTO 是目前国际经贸规则的最高形式，相关区域性自贸协定是国际规则的重要体现，双边协议也对国际规则发挥一定作用。从具体对策上看，影响两国产品竞争力和市场的措施都可能采取，包括关税、非关税壁垒、技术贸易限制、汇率、市场准入以及改变国际规则等。

2. 推进新一轮国际货币体系改革

现行牙买加国际货币体系运行 40 多年，推动了全球经济的增长，但也体现了极大不稳定性，究其本质在于其是以美元为核心的国际货币体系。大多数国家尤其是新兴经济体为应对国际市场变动，需要大量储备外汇来，而在国际货币体系中缺乏平等的参与权和决策权。因此需稳步推进新一轮国际货币体系改革，促进国际货币体系多元化，以削弱美元霸权地位，加强新兴经济体对风险的应对，反映不断变化的全球经济结构，提高发展中国家及新兴经济体的话语权。一是稳步推进国际货币体系多元化，在区域多边贸易结算中，使用欧元、人民币、日元等替代美元，减弱美元特殊地位带来的不利影响，促进国际货币体系向均衡化、多元化方向发展。二是推动 IMF 改革，鉴于发达国家和新兴经济体的资本开放程度不同，协调针对发达国家资本项下完全开放条件制定的巴塞尔协议及发展中国家的对外经济政策，给予新兴经济体金融稳定方面更多保护；增加 IMF 份额，扩大 SDR 债券发行，拓展 SDR 功能，充分发挥 SDR 作用，提高新兴经济体的话语权。三是国际金融监管体系改革，完善 IMF 监督框架，加强对各成员国国内货币政策、财政政策运行监测，关注科技化背景下可能产生的新风险，包括网络安全、金融科技等对金融稳定的影响。

3. 完善国际金融基础设施

构建高效、完善的金融基础设施对经济发展有着重要作用。IMF的调查显示，国际金融基础设施的发展与经济增长、技术创新、金融制度的变革息息相关，有效的金融基础设施建设能够促进储蓄转化为生产资本，提升资本配置效率，从而推动经济的可持续增长。一是推动建立平等、自由、适度中心化的支付清算体系，支持欧洲建设独立于美国的支付结算体系。二是完善人民币全球支付体系，保持人民币在贸易过程中相对稳定，增强人民币的贸易信用，在贸易联系紧密的区域积极鼓励人民币结算。三是降低全球交易成本，实现支付体系的安全高效运转，推动健全负责任的国际金融基础设施。

4. 深化区域货币金融合作

新兴经济体在金融领域面对负财富效应、货币错配等问题，具有深刻广泛的合作基础，新兴经济体合作的关键在于货币金融合作。加强货币金融合作，有利于为新兴经济体提供更多的投融资路径，改变储备资产单纯流向发达经济体债券的局面，打破由少数发达国家控制的现有世界金融格局。在货币互换方面，促进“一带一路”资金融通，扩大货币互换机制及使用，打造货币互换升级版，使其成为国际流动性的必要补充，减少对美元的依赖，从而降低美联储加息的风险。在外汇储备方面，为满足全球储备货币的安全性、流动性及稳定性，需要增加储备货币种类，促进储备货币的多样化，扩大金砖外汇储备库及影响力，促使新兴市场拥有更大的灵活性。在制度创新方面，完善金砖国家新开发银行、亚投行、欧元区等治理机制，加强新兴市场金融合作，促进区域证券交易所互通互联，促进本币互换协议等合作项目，深化区域合作，促进经贸往来。

5. 稳步推进人民币国际化

目前人民币具有良好的内外部条件，从内部条件而言，中国已是全球第二大经济体，经济规模巨大；同时由汇率、利率等因素决定人民币在货币币值稳定方面具有优势，人民币在全球市场上能较好地满足安全性、流动性及稳定性。从外部条件而言，2016 年国际货币基金组织(IMF)将人民币纳入 SDR 货币篮子，国际地位快速提升，人民币已发展成为全球第五大支付货币、第三大贸易融资货币和第五大外汇交易货币。2018 年以来，人民币跨境使用增长非常快，到目前已经超过 10 万亿元，超过上年全年水平，在整个跨境使用中占比已经超过 31%。环球同业银行金融电讯协会(SWIFT)发布的数据显示，截至 2018 年 9 月份，人民币在国际支付中的占比为 1.89%。人民币国际化是市场主体的自然选择，也是中国对外开放的必然结果。推动人民币国际化，促使人民币成为全球流动性的补充，有利于缓解新兴经济体流动性紧缩，进而维护新兴经济体金融稳定。一是增加境内外人民币产品发行规模，扩大人民币产品的使用范围与规模持有量，以有利于新兴经济市场稳定外汇供需求。二是简化人民币跨境结算流程，提升人民币跨境结算功能，促进贸易和投资便利化，促进新兴市场之间合作融合。三是优化储备资产结构，即调整以美元资产为主的外汇储备资产结构，调整好储备货币在整个储备资产中的权重，避免过度依赖美元、美债。

（三）合力反制单边制裁

1. 完善反制经贸制裁工具箱

当前国际形势多变，国与国之间的冲突及措施常呈现多样性，经贸制裁作为军事手段的替代措施，往往是大国用来表达立场以达到自身目的的方式。如果说国际博弈中制裁是贸易霸权主义挥舞的“大

棒”，那么反制裁则是新兴国家用以发声的“护盾”。对于经贸制裁，新兴市场国家应该采取积极措施，完善反制裁工具箱，主动联合应对。一方面应借鉴历史上反制经贸制裁经验，建立完善的反倾销和反补贴监控、纠正、应诉及起诉机制，完善事前预警机制及事后应对机制。欧盟在反制裁方面设立了阻断机制，允许受制裁的公司向欧洲法院寻求补救，向它们提供赔偿，并禁止欧洲公司在未经事先批准的情况下服从制裁，这些做法值得新兴市场国家学习。另一方面通过对话谈判化解经贸分歧和矛盾，积极利用 WTO 多边争端解决机制，主动与制裁国进行对话沟通，寻求和解，避免造成进一步的损失。

2. 携手减轻制裁负面影响

贸易制裁的影响是双向的，给制裁国与被制裁国都造成了巨大的负面影响。就商品市场而言，商品价格和全球贸易高度关联，经贸制裁直接影响全球供应链，造成商品及服务获得成本提高，企业效率降低，生产者和消费者负担增加，导致贸易总量下降，社会福利损失；就金融市场而言，贸易制裁给市场上带来了诸多不确定性，加剧国内利率及国际汇率波动，抑制投融资发展，打击全球金融市场稳定发展，阻碍世界经济持续复苏。面对以单边主义为目的制裁，新兴经济体应共同研究应对单边制裁不利冲击方案，降低负面影响。一是加强新兴经济体之间的贸易交往，促进区域贸易往来，稳定出口，优化出口结构，开拓多元化的出口市场，并且适当降低关税以扩大进口，保证国内产品的良好供给及正常的国际国内贸易。二是优化国内投资环境，完善知识产权、技术转让等制度，同时多关注除美国之外的市场，促进对外投资多元化，降低国际贸易投融资负面影响。三是适当加息以应对资金外流，同时全球金融市场极具传染性，新兴经济体应安抚国

内市场减少恐慌情绪蔓延，避免制裁引发区域经济动荡甚至危机。

（四）强化跨境宏观审慎管理

1. 加强跨境资本流动监测

跨境资本流动作为经济全球化的伴生物，对新兴市场经济金融稳定影响巨大。对新兴市场而言，经济上升时，跨境资本流入推动外部借贷便利化与经济增长，但也掩盖了经济中的结构性问题，当结构性问题暴露、经济增长减速时，具有逐利性、顺周期性的跨境资本则会大量流出，从而加剧金融市场动荡程度，增加金融体系脆弱性，进而导致系统性金融风险。总体上，应密切关注资本流动形势，完善跨境资本流动预警体系、统计体系及响应体系，提升新兴市场国家监测、防范和应对资本流动风险的能力。一是直接投资方面，在鼓励企业参与国际竞争的同时，监测对外直接投资中非理性和异常的投资行为，避免高负债企业大额举债进行海外收购、非法转移资产等行为出现，使企业国际化之路走的“稳”又“好”。在营造宽松有序的投资环境以鼓励外来直接投资的同时，加强对其财务报告及企业情况真实性、合规性等监测。二是国际借贷方面，审慎管理国际资本借贷行为，尤其是美联储加息背景下美元利息成本提高，应加快偿还美元外债，降低高杠杆经营及货币错配风险。三是短期资本方面，由于短期资本流动具有极强的顺周期效应，因此应加强对短期资本流动的监控，通过机制化手段促进资本流动由短期向中长期转变，增强其稳定性。

2. 审慎有序放开资本项目

资本项目开放是把双刃剑，既有利于新兴经济体实现开放型经济，提高金融市场效率，提升国际地位；同时开放也伴随着风险，需要稳定的宏微观环境及金融管理机制，一旦把握不当，可能对宏观经

济金融稳定造成冲击。总体而言，资本项目开放利大于弊，应稳步前行，有序放开资本项目，循序渐进。基于利率汇率市场化改革以稳定人民币国内外价格基础上，审慎有序放开资本项目，做到“先易后难”，稳步渐进放开资本项目。一是稳妥推进境内股票、债券市场开放，完善境内资本市场建设，同时在部分区域实行离岸金融试点业务，推动金融开放向纵深发展。二是保持必要的资本项目管制，如对跨境资本流动的统计监测与分析预警，找出异常交易行为，加强对交易真实性及合理性的分析、评估及研究，避免过快放松资本管制造成不利冲击。

3. 强化宏观审慎监管

自 2008 年金融危机以来，宏观审慎监管成为各国金融监管和宏观调控框架改革的重心。现阶段美联储加息预期使经济波动加剧，增加了金融运行不确定性，为避免经济波动环境下出现系统性金融风险，需加强宏观审慎监管，构建完善统一的监管框架。一是加强对系统性重要金融机构及其业务的跟踪监测及分析，关注资金流动规模大、对外汇市场影响突出的金融主体，提高对高风险金融机构的监管要求。二是完善现有政策工具，运用风险转换因子、逆周期因子、跨境融资杠杆率等实现逆周期调节，也可通过外汇风险准备金、调节银行结售汇综合头寸实现宏观审慎。三是加强对跨境资本流动管理，逐步改变以往实行宽进严出的政策，加强和改进对资本流入的监管，防范资本流动冲击，维护国家经济金融安全。

（五）加强宏观政策国际协调

1. 健全宏观经济政策国际协调机制

美联储加息促使全球资金大量流入美国，美元趋于强劲，而包括人民币在内的新兴市场货币进一步贬值，经济金融动荡的可能性增

大。面对不确定性，新兴经济体唯有深化合作，健全宏观经济政策国际协调机制。一是发挥 G20、金砖峰会、中国-东盟峰会、“一带一路”峰会等平台作用，建立定期会商宏观经济政策机制，促进双多边对话，提高协商效率，为协调宏观经济政策提供政治保障。二是通过平台对话，各国及时针对经济水平、产业结构等情况做出有针对性的制度安排，协调宏观审慎政策、金融监管等规则，减少宏观政策负面外溢性。三是探索在经济金融动荡背景下的应对机制，降低不利冲击的影响。

2. 建立国际共识落实评估机制

在美国单边主义背景下，新兴经济体需达成合作共识、采取联合行动来共同应对风险，并对行动效果及时予以评估。一是设立专业化的国际政策评估平台，举办深层次国际论坛活动，以评估结果促进政策改善，以便更好地执行国际宏观经济政策协调共识。二是定期对宏观政策国际协调进行评估，监督国际宏观政策重要声明、共识的落实情况，提出改进意见和建议。

（报告作者：金砖智库 CBGG 和世界金融论坛 WFF 新兴市场研究课题组）

参考文献

- [1] Allerola, E., Erce, A., and Serena, J.M.. International Reserves and Gross Capital Flows Dynamics. *Journal of International Money and Finance*, 2016, 60, p151-171.
- [2] Bykere, A.. Heat Map of Selected Vulnerability Indicators in Emerging Economies, 2014.
- [3] Caballero, R.J. and Krishnamurthy, A.. International and Domestic Collateral Constraints in a Model of Emerging Market Crises. *Journal of Monetary Economics*, 48(3), 2001, p513-548.
- [4] CBO. Estimating and Projecting Potential Output Using CBO's Forecasting Growth Model, 2018
- [5] Edwards S. Crisis and reform in Latin America: From despair to hope[J]. *American Economist*, 1996, 40(2): 98.
- [6] Goldstein M. The Asian financial crisis: Causes, cures, and systemic implications[M]. Peterson Institute, 1998.
- [7] IIF. Heat Map of EM Vulnerabilities, 2018.
- [8] IMF. Global Financial Stability Report October 2018: A Decade after the Global Financial Crisis, 2018.
- [9] Radelet S, Sachs J. The onset of the East Asian financial crisis[R]. National bureau of economic research, 1998.
- [10] The White House. Economic Report of the President", 2018
- [11] 边卫红, 张伊. 全球政府债务问题的困境及对新兴经济体的启示. *金融监管研究*, 2015, 第 47 期, p66-78.
- [12] 陈建, 宋祺. 东亚新兴经济体汇率制度选择困境及出路[J]. *教学与研究*, 2014, 5: 007.
- [13] 陈卫东、王家强. 美联储加息的外溢效应. *中国金融*, 2016 (1)
- [14] 戴建中. 拉美债务危机和东南亚金融危机比较研究[J]. *国际金融研究*, 1999 (8): 29-35.

- [15] 方立兵, 刘海飞, 李心丹. 比较“金砖五国”股票市场的系统重要性: 基于危机传染的证据[J]. 国际金融研究, 2015 (3): 64-75.
- [16] 连平. 国际货币政策转向及其全球效应. 债券, 2017 (08)
- [17] 刘洪愧, 谢谦. 新兴经济体参与全球价值链的生产效应. 财经研究, 2017, 第 8 期, p19-31.
- [18] 陆晓明. 美联储利率决策框架的变化、困境及未来发展. 国际金融, 2016 (9)
- [19] 孙国峰. 后危机时代的全球货币政策新框架. 国际金融研究, 2017 (12)
- [20] 王书朦. 我国跨境资本流动的宏观审慎监管研究——基于新兴经济体的国际借鉴. 金融发展研究, 2015, 第 11 期, p33-39.
- [21] 王有鑫、张燕. 美联储加息节奏, 对中国影响几何. 金融博览 (财富), 2018 (02)
- [22] 王有鑫、赵雅婧. 美联储加息前景及对中国外溢影响. 清华金融评论, 2017(04)
- [23] 王有鑫. 美联储货币政策正常化演进路径: 前进还是倒退? 金融时报, 2017(06)
- [24] 王有鑫. 美联储缩表对中国影响及对策. 清华金融评论, 2017(11)
- [25] 徐璐. 新兴经济体跨境资本流动的脆弱性与政策应对. 金融发展评论, 2016, 第 7 期, p29-38.
- [26] 徐奇渊, 孙靓莹. 新兴经济体: 三大外部冲击挑战国内政策空间. 国际经济评论, 2015, 第 3 期, p96-108.
- [27] 徐秀军. 新兴经济体与全球经济治理结构转型[J]. 世界经济与政治, 2012, 10: 49-79.
- [28] 叶谦, 沈文颖. 拉美债务危机和欧洲债务危机成因的比较及其对我国的启示[J]. 经济问题探索, 2011 (10): 167-174.
- [29] 余文健. 拉美债务危机: 成因与对策[J]. 求是学刊, 1992, 2: 62-67.
- [30] 郑慧, 陈炳才. 新兴经济体预防金融危机的探讨[J]. 中国金融, 2010 (15): 77-78.
- [31] 宗良, 范若滢. 政府与市场“两只手”的有机结合——宏观经济理

论历史演进、未来路径与理论模型[J]. 金融论坛. 2018, No. 4: 3-11.

[32] 宗良, 范若滢. 经济学理论从创新与黄金发展期[J]. 中国金融. 2018.No. 14: 88-90.