

# 研究報告

歡迎掃碼關注  
工銀亞洲研究



中國工商銀行（亞洲）

東南亞研究中心

李盧霞 黃斯佳 楊妍

## 疫情以來金磚國家貨幣政策及 金融市場表現

### 閱讀摘要

除美聯儲政策外，金磚國家貨幣政策選擇受貿易收支及國際資金流動的影響亦較大。疫情初期金磚國家先後跟隨美聯儲大幅降息，伴隨經濟逐步走出疫情陰霾，各國貨幣政策分化態勢較為明顯。美聯儲政策路徑、大宗商品價格走勢等是影響金磚國家金融市場表現的重要因素。

步入 2024 年，美聯儲或最早于二季度開啟降息，疊加全球經濟增長承壓，金磚國家貨幣寬鬆的政策空間拓闊、必要性增加。其中：人行已於年初超預期降准，後續降息空間仍存；巴西央行配合政府“再工業化”計劃，降息動力較足；印度、南非、沙特、阿聯酋等國面對大宗商品需求壓力，大概率跟隨美聯儲於下半年降息；俄羅斯、埃及、伊朗等國經濟增長受地緣局勢影響較大，“滯漲”狀況或延續一段時間，各國央行為支持經濟亦可能實施貨幣寬鬆政策。貨幣政策普遍趨松背景下，新興市場匯率料普遍回暖，但亦視乎各國經濟景氣程度及央行貨幣寬鬆幅度有所分化；債券利率存在下行空間，但經濟景氣程度整體低迷，收益率曲線或呈牛平走勢；內外利差收窄，新興市場對國際資金的吸引力提升，料可提振股市表現，但各國經濟景氣程度仍是最重要決定因素。

# 疫情以來金磚國家貨幣政策及金融市場表現

## 一、影響金磚國家貨幣政策選擇的三個因素

(一) 半數金磚國家實施不同程度盯住美元的匯率制度，美聯儲政策對金磚國家貨幣政策選擇具有較大影響

金磚五國中，南非和俄羅斯實施自由浮動匯率制度，中國、印度、巴西實施有管理的浮動匯率制度。除印度外，普遍實施不同程度的外匯管制措施<sup>1</sup>。海灣國家中，多數國家實施盯住美元的匯率制度安排，外匯可自由兌換，貨幣政策亦多跟隨美聯儲（見圖表 1）。

---

<sup>1</sup> 印度放開外匯管制且資本項目開放水平較高，但因常年存在經常項目逆差，需利用資本項目進行融資，因而面臨國際資金“大進大出”的潛在風險，印度央行為維護幣值穩定需進行干預，故而犧牲一定貨幣政策獨立性。

圖表 1：金磚各國匯率及貨幣政策框架

國別	匯率制度	基準利率	通脹目標
中國	有管理的浮動匯率制度	中期借貸便利 操作利率	3%
俄羅斯	自由浮動匯率制	再融資利率	4%
印度	有管理的浮動匯率制度	再回購利率	4%，容忍區間為 2%~6%
巴西	有管理的浮動匯率制度	SELIC 目標利率	2023 年通脹目標為 3.25%，容忍上限為 4.75%
南非	自由浮動匯率制	再回購利率	3%-6%
埃及	釘住美元、穩定安排匯率制	貼現率	2022 年末時設定的通脹目標： 2024 年第四季度實現平均通脹率 7%（±2%），到 2026 年第四季度實現 5%（±2%）
沙特	釘住美元固定匯率制	再回購利率	-
伊朗	類爬行釘住一籃子貨幣	回購截止利率	2022 年度通脹目標設定為 22%
阿聯酋	傳統釘住美元	再回購利率	-
埃塞俄比亞	類爬行釘住美元	儲蓄存款利率	-

數據來源：中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心整理

（二）作為全球重要的資源中心、生產中心，疊加持續提升的國際投資吸引力，金磚國家貨幣政策選擇受貿易收支和國際資金流動的影響亦較大

貿易收支對金磚國家貨幣政策影響較大。從全球產業鏈分工角度看，金磚各國多處於全球產業鏈的上中游，礦產資源和農產品加工出口以及勞動密集型製造業是重要的經濟支柱，多數經濟體外貿依存度較高，因而貨幣政策受貿易收支影響較大。

國際資金流動對金磚國家貨幣政策選擇的影響也呈上升態勢。以 FDI 為例，2001 年-2022 年間，金磚國家 FDI 流量份額從 844 億美元增至 3149 億美元、增長近 4 倍，占全球 FDI 流量的份額從 10.92% 增至 24.32%<sup>2</sup>。從 FDI 存量來看，

<sup>2</sup> 數據轉引自陳曦：《國際投資促進金磚國家共同繁榮》，中國外經貿企業服務網。

金磚國家從 2001 年的 0.4257 萬億美元增至 2022 年的 5.7015 萬億美元，增長了約 13 倍。

## 二、疫情以來金磚國家的貨幣政策選擇

整體看，疫情以來多數金磚國家貨幣政策與美聯儲節奏相似，從大幅降息走向快節奏加息，目前基準利率處於 3.4%-4.2% 高位；人行延續穩健靈活的貨幣政策基調，相機助力經濟疫後復蘇和持續高質量轉型。

1. 疫情突然衝擊下（2020 年），金磚多國跟隨美聯儲大幅降息，埃及、南非、巴西、俄羅斯降息幅度較美聯儲更大；較好的經濟表現支持下人行僅小幅降息。

2020 年新冠疫情在全球蔓延，從供需兩側對經濟形成衝擊。供應鏈中斷導致進出口受阻，能源和礦產價格大跌，尤其原油價格一度跌至 2001 年以來的新低，拖累南非（2020 年實際 GDP 增速為 -5.96%）、阿聯酋（-4.96%）、沙特（-4.34%）、巴西（-3.28%）、俄羅斯（-2.65%）等資源密集型國家經濟陷入負增長。另外，防止疫情蔓延的封控措施亦限制勞動密集型製造業產出，2020 年印度實際 GDP 增速大幅下挫 5.83%。但也有四個國家實現了正增長，中國憑藉最快控制疫情的優勢，出口大幅增長，實際 GDP 錄得正增長 2.24%；伊朗在石油和農產品增產以及加強與新興國家間貿易金融往來共同助力下，實現正增長 3.33%；埃塞俄比亞增長 6.06%，但較疫情前 10% 上下的增速仍有明顯下滑；埃及經濟受農產品出口提振增長 3.57%，但旅遊業停滯亦形成明顯拖累。

為緩和金融市場波動，快速注入流動性穩定經濟，各國央行普遍開啟快速大幅度的降息。金磚國家中，南非最先開啟降息（2020年1月）、其次是巴西和中國（2020年2月），多數國家在3-8月連續快速降息，埃及（-400BP）、南非（-300BP）、巴西（-250BP）、俄羅斯（-200BP）年內降息幅度較美聯儲（-150BP）更大，人行2020年2月和4月僅分別降息10BP、20BP。

2. 疫情逐步恢復期間（2021-2022年），多數金磚國家收緊貨幣政策，巴西、俄羅斯、阿聯酋領先美聯儲加息；人行延續穩健貨幣政策小幅降息。

2021-2022年，各國經濟從疫情中開始復蘇，需求逐步恢復，但供應鏈修復較為緩慢，2022年2月烏克蘭危機非預期爆發，原油和農產品價格階段性沖高，對資源密集型國家出口形成暫時利好，但隨之而來的通脹持續升溫，則反向抑制消費，並增大進口壓力。

多數金磚國家央行領先或同步美聯儲收緊貨幣政策。其中，巴西和俄羅斯於2021年3月最先開啟本輪加息，兩國的通脹升幅在金磚國家間居前（2019至2022年通脹升幅分別為5.5%、9.3%），特別地，俄羅斯央行在烏克蘭危機爆發時一次性將基準利率從9.5%升至20%，旨在防止資金外流及應對歐美制裁造成的通脹風險，但一個月後便開始連續降息穩經濟；阿聯酋在2021年6月試探性加息一次，此後與沙特、埃及等一起自2022年3月起跟隨美聯儲加快緊縮步伐；

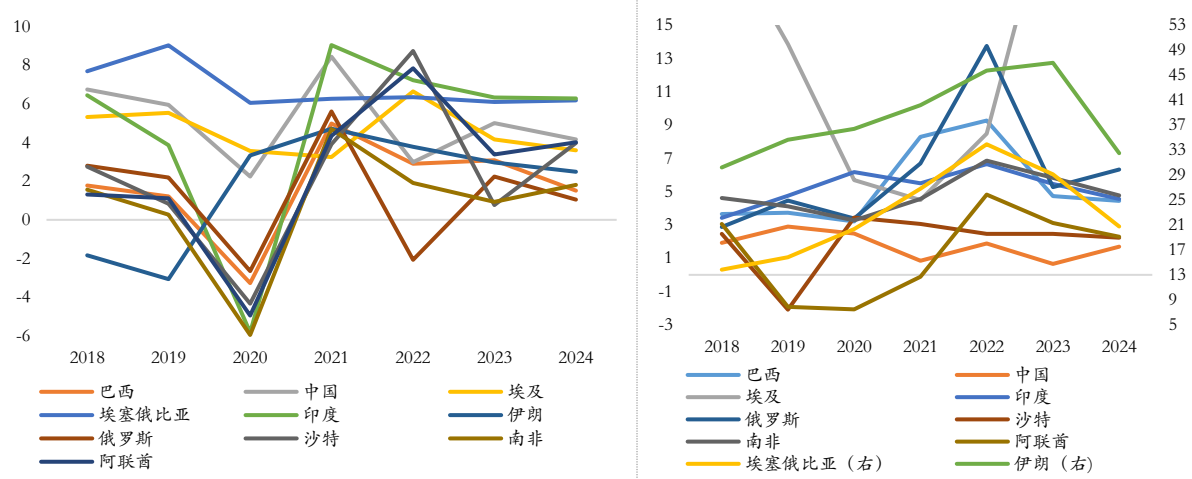
印度於 2022 年 5 月開始加息，2022 年內加息 5 次共 225BP；人行延續穩健貨幣政策，於 2022 年 1 月和 8 月各降息 10BP。

3. 疫後經濟逐步復蘇（2023 年），經濟復蘇節奏差異化背景下，金磚各國貨幣政策分化特點較為突出，巴西意外降息。

2023 年，全球通脹逐步緩和，但高利率對經濟的滯後影響逐漸顯現，金磚各國經濟景氣及通脹狀況分化，貨幣政策分化特點更為突出。沙特、阿聯酋、埃及和南非央行在 2023 年上半年仍繼續跟隨美聯儲加息，印度央行在 2 月亦加息一次，主因年初時印度通脹重新走升；俄羅斯降息週期（2022 年 4 月-2022 年 9 月）結束後，俄央行在 2023 年上半年維持基準利率不變，但自 2023 年 5 月後通脹重新抬頭並持續升溫背景下，7 月俄央行重啟加息，至年末共加息 5 次、共計 850BP。

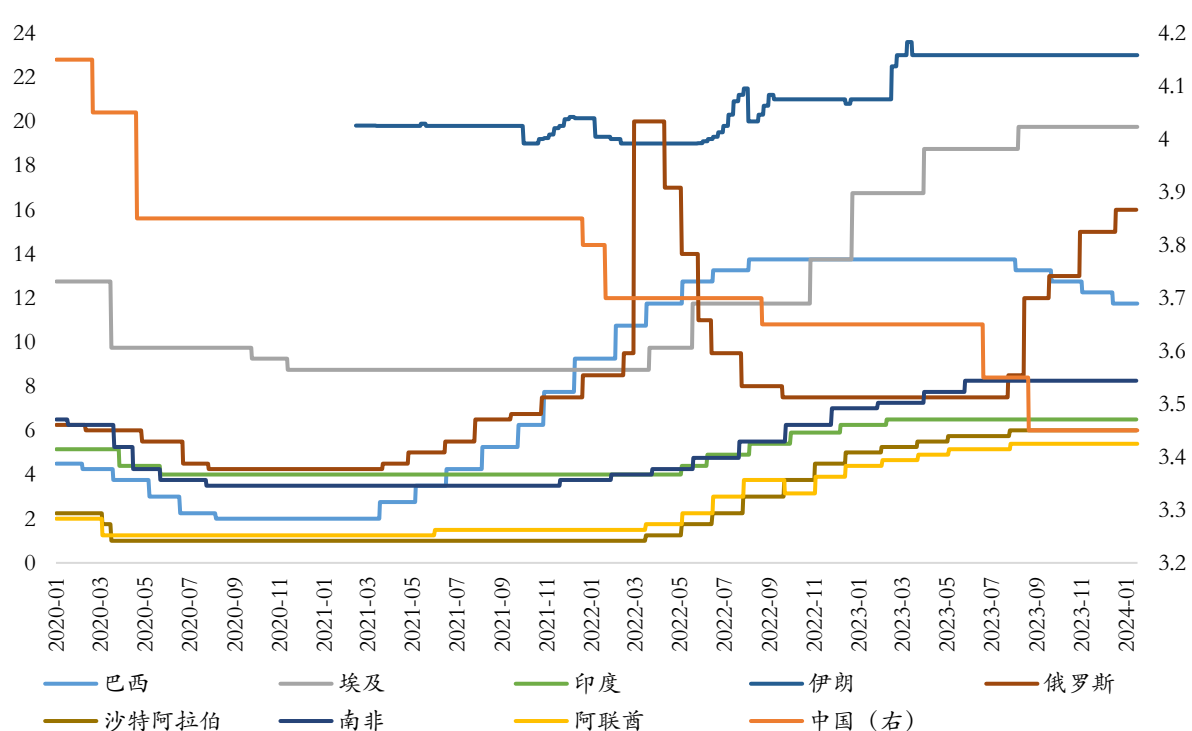
進入下半年，新興經濟體增長壓力逐漸增大，巴西經濟景氣持續低迷（2023 年全年製造業 PMI 幾乎均低於榮枯線），出口增速明顯回落，巴西央行於 8 月初意外宣佈降息，年內共降息 4 次、共計 200BP；人行延續穩健的貨幣政策，於 6 月和 8 月分別降息 10BP、15BP。

圖表 2-3：2018-2024 年金磚各國經濟增長及通脹情況



數據來源：IMF、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心（注：2023/2024 年數據為預測值）

圖表 4：2020-2023 年金磚各國基準利率變動情況



數據來源：Macrobond、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

### 三、疫情以來金磚各國金融市場表現

#### (一) 縱向對比：伴隨多數金磚國家跟隨美聯儲調整貨幣

政策、疫後經濟逐步修復背景下，金磚國家債市利率普遍轉升，匯市整體延續承壓，股市表現從整體承壓走向分化向好

2020 年，新冠疫情蔓延導致金融市場大幅波動，各國央行普遍降息釋放流動性，帶動國債利率下行。實體經濟承壓背景下，多數金磚國家股市漲幅有限。

2021 年，疫後經濟逐步復蘇，各國央行普遍將利率維持低位。其中，資源密集型國家受益于大宗商品價格上漲，股市表現亮眼，國債利率小幅上行。

2022 年，美聯儲激進加息、各國經濟復蘇分化加劇以及烏克蘭危機等事件擾動下，非美金融資產表現普遍承壓。金磚國家國債收益率普遍大幅上行、但小於美債；貨幣多數承壓、大宗商品價格上漲支撐資源型國家貨幣相對堅挺；股市震盪、分化明顯。

2023 年，多數央行跟隨美聯儲放緩加息節奏、流動性壓力有所緩和，非美貨幣貶值壓力大幅緩解，國債利率升勢普遍放緩。部分新興經濟體增長繼續受益于相對偏高的資源品價格和工業品出口，吸引跨境資本流入提振股市。

**(二) 橫向對比：步入 2023 年，金磚國家股市分化向好，伊朗、印度股市表現亮眼；債市波動分化，中國長期國債利率先升後降；匯率普遍仍承壓**

除埃塞俄比亞外，目前金磚各國均有正式的證券交易所，根據 2023 年各交易所上市公司總市值排名，中國上交所、深交所和港交所分別位居世界第三、第六、第七位，此外沙特



證券交易所及伊朗德黑蘭證券交易所亦排名靠前，分別位於第十一、十二位（見圖表 5）。

圖表 5：2023 年末金磚各國股市基本情況概覽

國別	主要交易所	上市公司總數	總市值 (億美元)	全球總市值 排名	總交易額 (億美元)
中國	上交所	2263	65247.6	3	125461.8
	深交所	2835	44319.6	6	159685.8
	港交所	2609	39747.8	7	23288.9
俄羅斯	莫斯科證券交易所	824	6292.6	26	2000.7
印度	印度國家證券交易所 (NSE)	2347	39893.1	8	17099.9
巴西	巴西證券期貨交易所	369	7944.2	20	11280.0
南非	約翰內斯堡證券交易所	284	10258.3	19	2655.0
埃及	埃及證券交易所	241	556.5	53	200.5
沙特	沙特證券交易所	310	30153.6	11	3492.1
伊朗	德黑蘭證券交易所	386	17125.3	12	3109.1
阿聯 酋	迪拜金融市場	63	1870.4	36	268.1
	阿布紮比證券交易所	100	8071.3	21	856.9

數據來源：WFE、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心（數據截至 2023 年末，埃塞俄比亞尚無證券交易所）

股市表現分化較為突出，伊朗、印度股市表現亮眼。伊朗政府推動國企私有化帶動股市交投活躍，疊加高通脹推升股票市值，伊朗 TEDPIX 指數從 2019 年下半年開始大幅飆升，2020 年逆勢暴漲近 230%，並連續 4 年漲幅位於前三。印度強勁的經濟表現推動 Sensex30 指數趨勢上行，連續 4 年均錄得漲幅。埃及、阿聯酋、沙特、巴西等資源密集型國家股市波動走升，受疫後經濟復蘇加速以及埃及鎊大幅貶值等因素影響，埃及 EGX30 指數從 2022 年下半年開始大幅上漲，2023 年末突破兩萬點刷新歷史新高、較前期低點累計上漲近 200%；阿聯酋和沙特股市跟隨油價波動，2020 年 3 月到 2022

年上半年受油價大幅反彈驅動，ADX 綜指、Tadawul 綜指趨勢上行、2021 年領漲金磚國家；受巴西政府積極推動經濟改革以及降息等因素影響，2023 年巴西 Ibovespa 指數顯著上漲並刷新歷史新高。多因素影響下，中國和俄羅斯股市寬幅波動，跨週期政策持續推動經濟轉型、中美貨幣政策分化等因素影響下，2022-2023 年 A 股階段性調整；香港金管局跟隨美聯儲加息、外向型經濟增長承壓、地緣局勢複雜化等壓力疊加拖累下，**港股承壓持續走弱**，2022 年烏克蘭危機爆發後，歐美制裁重創俄羅斯經濟，引發盧布貶值，**俄羅斯 MOEX 指數**暴跌，最低點較前期高點下挫超 50%，領跌金磚國家（見圖表 6）。

圖表 6：2020-2023 年金磚國家股市行情

2023	埃及 EGX30 70.5%	俄羅斯 MOEX 指數 43.9%	伊朗 TEDPIX 指數 35.2%	巴西 Ibovespa 指數 22.3%	印度 Sensex30 指數 18.7%	沙特 Tadawul 綜指 13.5%	南非 富時 JSE 綜指 5.3%	中國內地 上證綜指 -3.7%	阿聯酋 ADX 綜指 -6.3%	中國香港 恒生指數 -13.8%
2022	伊朗 TEDPIX 指數 22.8%	埃及 EGX30 22.2%	阿聯酋 ADX 綜指 20.3%	巴西 Ibovespa 指數 4.7%	印度 Sensex30 指數 4.4%	南非 富時 JSE 綜指 -0.9%	沙特 Tadawul 綜指 -6.9%	中國內地 上證綜指 -15.1%	中國香港 恒生指數 -15.5%	俄羅斯 MOEX 指數 -43.1%
2021	阿聯酋 ADX 綜指 68.2%	沙特 Tadawul 綜指 30.4%	南非 富時 JSE 綜指 24.1%	印度 Sensex30 指數 22.0%	俄羅斯 MOEX 指數 15.1%	伊朗 TEDPIX 指數 11.7%	埃及 EGX30 10.2%	中國內地 上證綜指 4.8%	巴西 Ibovespa 指數 -11.9%	中國香港 恒生指數 -14.1%
2020	伊朗 TEDPIX 指數 227.2%	印度 Sensex30 指數 15.8%	中國內地 上證綜指 13.9%	俄羅斯 MOEX 指數 8.0%	南非 富時 JSE 綜指 4.1%	沙特 Tadawul 綜指 3.6%	巴西 Ibovespa 指數 2.9%	阿聯酋 ADX 綜指 -0.6%	中國香港 恒生指數 -3.4%	埃及 EGX30 -22.3%

數據來源：Macrobond、英為財經、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

各國匯率在高通脹和利差走闊拖累背景下普遍承壓。巴西雷亞爾、人民幣、埃及鎊和俄羅斯盧比波動較大，2020-2021 年，疫情爆發後經濟表現較好的埃及和中國貨幣領漲，尤其是受益於出口超預期增長的中國。2021 年下半年以來，

美聯儲激進緊縮、美國經濟韌性超預期等因素影響下，美元指數趨勢走升、最高升破 114 關口，並維持高位震盪，利差走闊成為影響非美貨幣走勢的主要因素。貨幣政策相對較寬鬆的**中國和俄羅斯**貨幣貶值壓力較為明顯，人民幣兩度階段性承壓（2022 年 3 月-10 月、2023 年 4 月-9 月）、最弱跌破 7.3 關口，2022 年 6 月以來俄羅斯盧布止升轉跌、並趨勢走貶至 100 上方；受高通脹、高債務和外匯短缺疊加衝擊，2022 年 3 月以來**埃及鎊**連續大幅貶值，2023 年 3 月以來，官方匯率維持在 30.9 上下波動，但平行市場匯率屢創新低；受益于大宗商品價格高企和貨幣政策更緊，2022 年以來**巴西雷亞爾**逆勢走升、連續兩年成為金磚國家最強貨幣。大宗商品價格高企對**南非蘭特**亦有支撐，但偏疲弱的經濟拖累下，持續貶值壓力相對較大。**沙特裡亞爾、伊朗裡亞爾和阿聯酋迪拉姆**幣值相對穩定、年度升貶幅普遍在±1%以內（見圖表 7）。

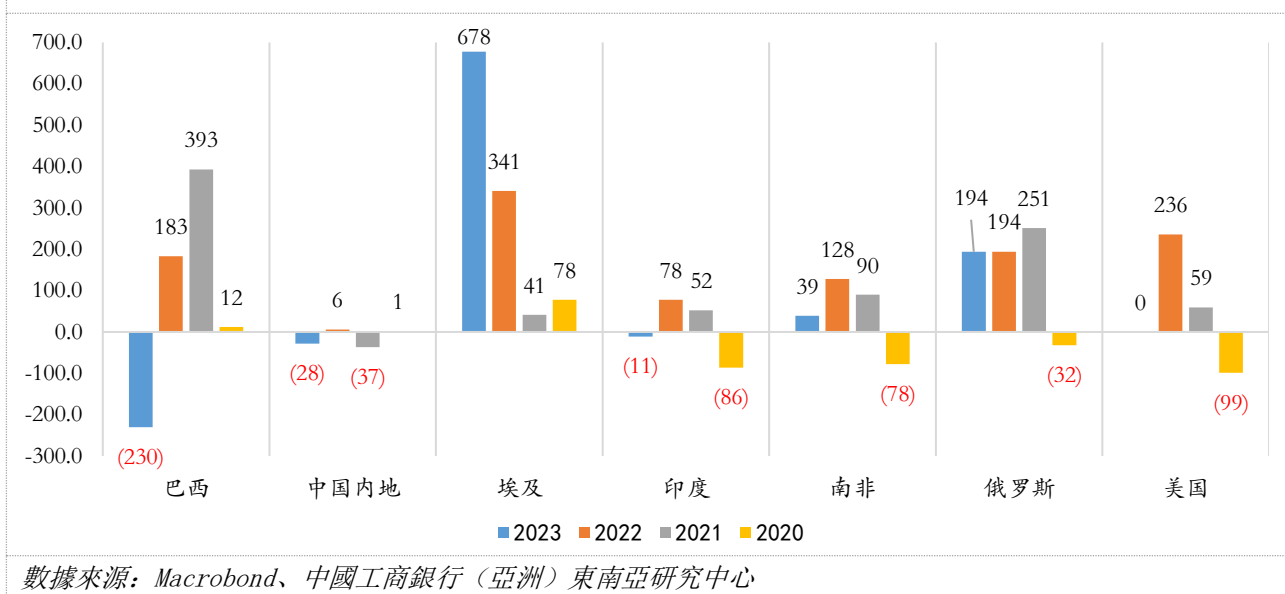
圖表 7：2020–2023 年金磚國家匯市行情

2023	巴西 雷亚尔 -8.2%	沙特 里亚尔 -0.2%	伊朗 里亚尔 -0.02%	阿联酋 迪拉姆 -0.003%	印度 卢比 0.6%	美国 美元指数 -2.04%	中国内地 人民币 2.6%	埃塞俄比亚 比尔 5.1%	南非 兰特 7.5%	俄罗斯 卢布 23.9%	埃及 埃及镑 24.9%
2022	美国 美元指数 7.84%	巴西 雷亚尔 -5.1%	俄罗斯 卢布 -3.9%	阿联酋 迪拉姆 0%	伊朗 里亚尔 0.003%	沙特 里亚尔 0.104%	南非 兰特 6.6%	中国内地 人民币 8.6%	埃塞俄比亚 比尔 8.9%	印度 卢比 11.1%	埃及 埃及镑 57.6%
2021	美国 美元指数 6.68%	中国内地 人民币 -2.7%	埃及 埃及镑 -0.2%	伊朗 里亚尔 0.003%	阿联酋 迪拉姆 0.011%	沙特 里亚尔 0.072%	俄罗斯 卢布 1.4%	印度 卢比 2.0%	巴西 雷亚尔 7.3%	南非 兰特 8.6%	埃塞俄比亚 比尔 29.5%
2020	中国内地 人民币 -6.3%	埃及 埃及镑 -2.0%	阿联酋 迪拉姆 -0.016%	伊朗 里亚尔 -0.006%	沙特 里亚尔 0%	印度 卢比 2.5%	南非 兰特 5.0%	美国 美元指数 -6.73%	埃塞俄比亚 比尔 18.7%	俄罗斯 卢布 19.1%	巴西 雷亚尔 29.2%

數據來源：Macrobond、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

債市波動分化，中國長期國債利率先升後降。2020 年為應對疫情衝擊，各國普遍降息，印度、南非、俄羅斯國債利率下行，而經濟表現較好的埃及和中國內地國債利率則逆勢上行。2021–2022 年高通脹下貨幣政策普遍由松轉緊，推動國債利率大幅攀升。多數央行領先或與美聯儲同步加息，其中，巴西央行、埃及央行緊縮幅度明顯強于美聯儲，國債利率分別大幅攀升 576BP、382BP 亦高於美債利率（295BP）；俄央行先降息再加息，但累計加息 325BP 幅度仍強，國債利率亦大幅上行 445BP，僅次於巴西（576BP）；中國人行延續穩健貨幣政策，國債利率下行 31BP。2023 年，各國貨幣政策有所分化，多數央行跟隨美聯儲放緩加息步伐，國債利率上行幅度有限，但埃及、俄羅斯為抗通脹激進加息 300BP、850BP，國債利率大幅上行 678BP、194BP，巴西央行率先開啟降，國債利率跌 230BP（見圖表 8）。

圖表 8：主要金磚國家十年期國債利率走勢（BP）



#### 四、2024 年金磚國家金融市場走勢展望

步入 2024 年，美聯儲大概率二季度開啟降息，美元指數料緩步下行，金磚各國貨幣寬鬆面臨的外部壓力減弱，但地緣局勢複雜化，烏克蘭危機前景未明，巴以衝突衍生蘇伊士運河航運中斷亦對全球供應鏈造成打擊，WTO 或下調全球商品貿易增長的估計，金磚國家多數為出口導向經濟體，各國面臨的經濟增長的不確定性壓力亦普遍增加，各央行實施寬鬆貨幣政策的必要性上升。其中，人行已於 2024 年 1 月超預期降准 0.5 個百分點，釋放流動性 1 萬億元，後續降息空間仍存，並配合結構性貨幣政策維持市場流動性穩健充裕，引導實體經濟融資成本穩中有降；巴西經濟增速在 2024 年或有邊際放緩，為支撐經濟，巴西政府發佈未來十年工業發展方案，旨在以國家信貸、補貼企業等方式推動“再工業化”，央行配合降息以降低政府融資成本的動力較足；印度

南非等國目前經濟增長動能仍較強，但全球經濟景氣整體仍承壓背景下，央行降息的必要性增強；為持續提振經濟，沙特和阿聯酋等資源密集型國家或跟隨美聯儲于下半年開啟降息；俄羅斯、埃及、伊朗等國經濟發展受地緣局勢擾動較大，“滯漲”狀況或將延續一段時間，各國央行為支持經濟亦可能實施貨幣寬鬆操作。

金磚國家金融市場整體表現料轉好。美元指數震盪走弱背景下，新興市場匯率普遍回暖，但亦視乎各國經濟景氣程度及央行貨幣寬鬆幅度有所分化；貨幣政策普遍轉向寬鬆的背景下，債券利率存在下行空間，但經濟景氣整體低迷，收益率曲線或呈牛平趨勢；內外利差收窄，新興市場對國際資金吸引力提升，提振金磚各國股市表現，但各國經濟景氣程度仍是最重要決定因素。



香港中資銀行業協會  
Chinese Banking Association  
of Hong Kong

**本文章版權屬撰稿機構及/或作者  
所有，不得轉載。**

**本文章發表的內容均為撰稿機構  
及/或作者的意見及分析，並不代  
表香港中資銀行業協會意見。**