

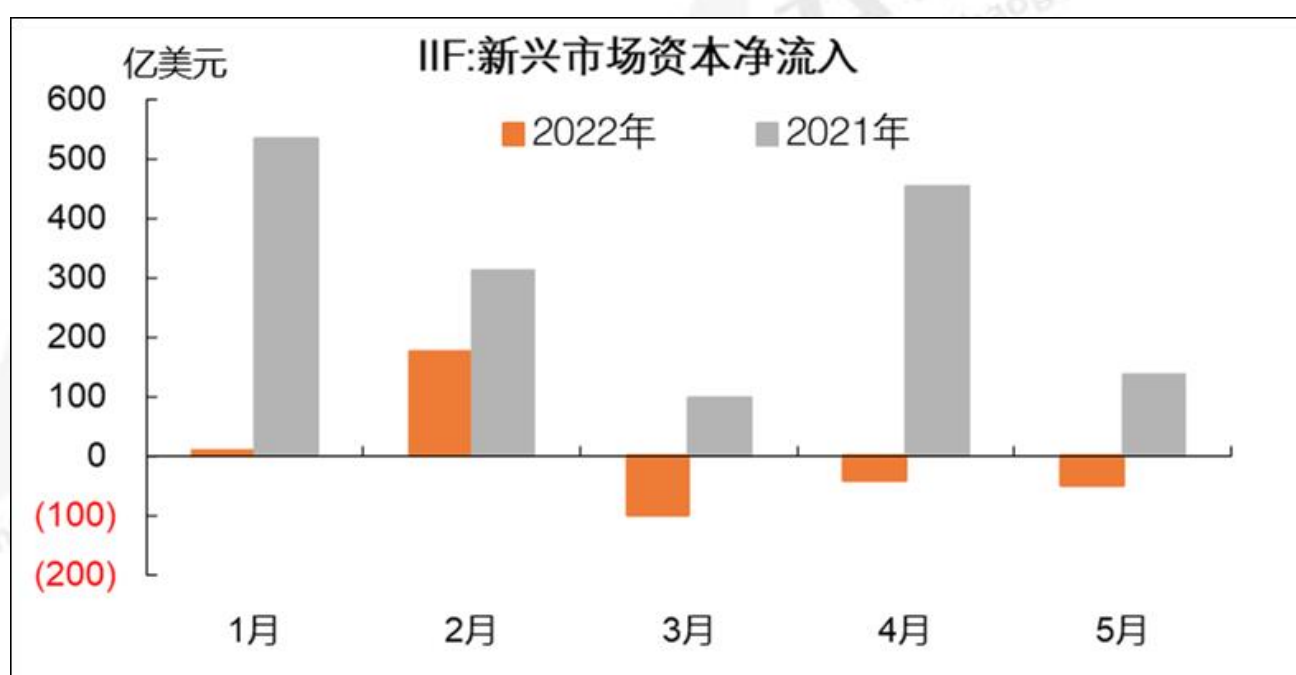


多歧路，今安在？新兴市场 投资前景再审视



2022 年上半年，新兴市场资本流入显著放缓，过去两年最具韧性的中国市场也未能幸免。地缘冲突、原材料价格上涨、流动性紧缩等宏观环境骤然恶化，抑制资金流入新兴市场。但与此同时，拉美、东南亚等资源出口地区股市、汇率逆势走强。展望下半年，新兴市场资本流入放缓的压力仍将持续。短期内资金配置中国的步伐或有波动，但人民币资产前景改善仍是确定的大方向。

今年 1-5 月新兴市场资本累计净流入接近于 0，明显弱于 2021 年同期水平，其中 3-5 月呈净流出状态。据国际金融协会（IIF）统计，今年 1-2 月，新兴市场（非居民投资组合）资本净流入仅为 2021 年同期水平的五分之一。2 月下旬俄乌冲突后，3-5 月新兴市场资本呈连续净流出状态，这使得 1-5 月资本累计净流入接近于 0，而 2021 年同期这一数字高达 1538 亿美元。分资产看，股市所受冲击大于债市：今年 1-5 月新兴市场股市累计净流出 38 亿美元，债市累计净流入 39 亿美元。



伴随资本外流，新兴市场股票、债券和外汇市场均受到不同程度的冲击：股市方面，多数新兴市场股市下跌，虽整体表现强于美股，但地区分化明显，俄罗斯、越南、中国等地区股市跌幅较深，而阿根廷、印尼、巴西等“资源国”地区股市逆势上涨。债市方面，大部分新兴市场国债利率上升，但升幅不及美欧；中国、土耳其等地区国债利率反而下降，因货币政策趋松。汇市方面，多数新兴市场货币（兑美元）贬值，但巴西、俄罗斯等“含商品量”较高的货币汇率走强。

俄乌冲突后，全球通胀风险再升，海外央行更加紧绷。据世界银行数据，2022年4月全球CPI同比增速高达7.8%，为2008年以来最高水平。其中，发达经济体通胀率为6.9%，是1982年以来最高水平，且与其2%的普遍通胀目标水平相去甚远，迫使美欧等发达经济体央行采取更加激进的紧缩措施，对新兴市场的冲击较2021年初更加剧烈。

一是，美债利率和美元指数同时拉升，“美元回流”压力更甚。据美国财政部统计，今年1-4月美国国际资本流入累计达5711亿美元，是2021年同期水平的1.5倍。2021年底，美联储点阵图预计2022年仅加息至0.75-1%，但2022年以来截至6月，美联储已经加息至1.5-1.75%，且点阵图暗示年内或加息至3.5%左右。除美联储加息预期急剧升温外，俄乌冲突后美国经济前景强于欧洲，进一步激发了美元的避险属性。在此背景下，美债利率和美元指数自3月以来一齐飙升，二者合力促使资本回流美国：美债利率上行快于大部分新兴市场，吸引套息资金流入美国；美元升

值预期高涨，进一步增厚了投资美元资产的回报。6 月初 ICE 美元指数非商业净多头数量创 2017 年以来新高就是集中体现。

二是，发达经济体央行集体迈向紧缩，新兴市场压力源更广泛。今年以来截至 6 月 20 日，新西兰、加拿大、英国和澳大利亚央行已分别加息 0.75-1.25 个百分点不等，且欧央行于 6 月会议已宣布将于 7 月结束购债并开启 11 年来首次加息。目前，市场普遍认为发达经济体“加息潮”或至少持续 1-2 年，债券市场不断计入加息风险，这体现在多数发达经济体短端国债利率的快速攀升上。因此，美国及其他发达市场同步加息，丰富了国际资金的选择，也加剧了新兴市场资本外流压力。

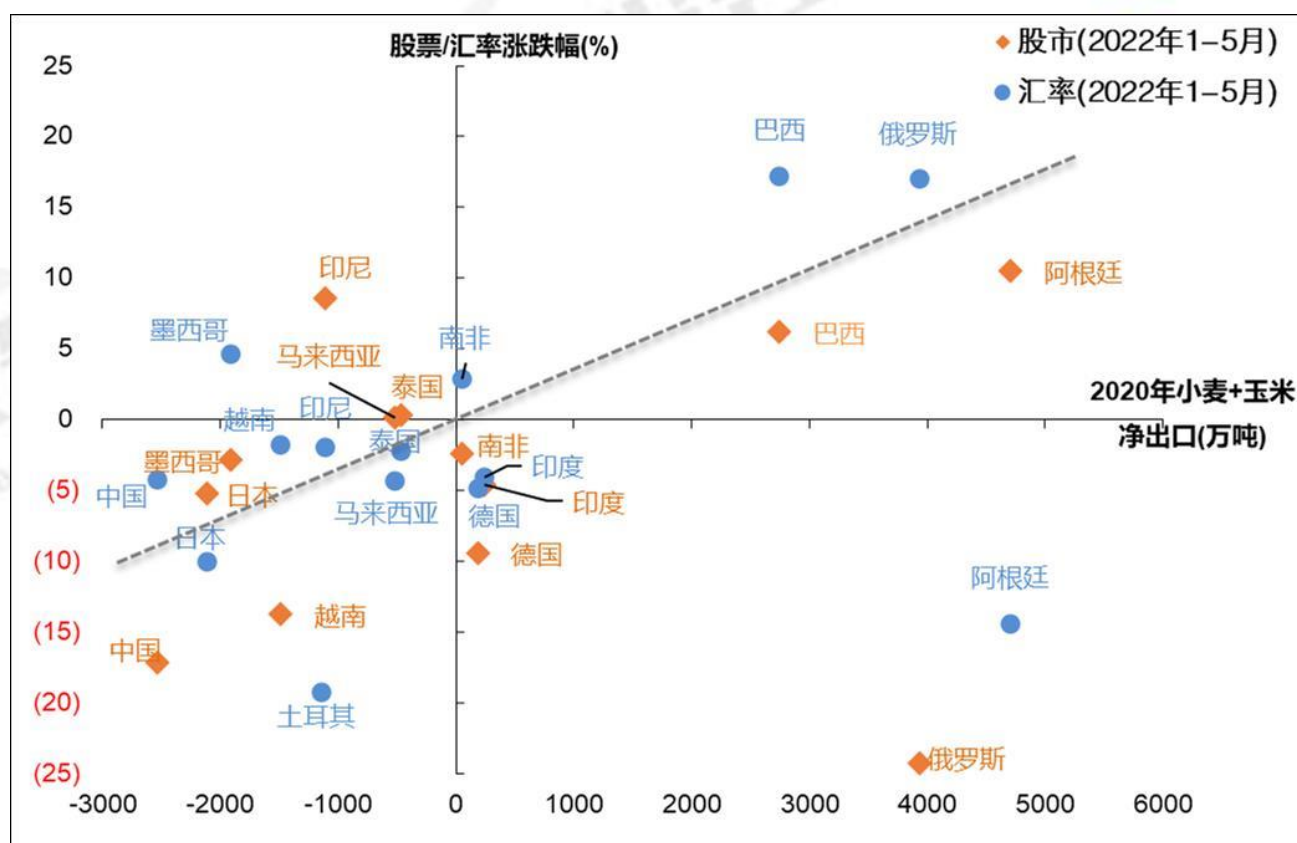
三是，美欧资产价格剧烈调整，市场风险偏好下降更不利于资金流入新兴市场。站在全球资产配置角度，新兴市场资产相对发达市场通常拥有较高的收益、也伴随更高风险，继而新兴市场资金流入水平与全球风险偏好紧密相连。今年 2 月下旬至 3 月上旬，全球市场聚焦于对战争的恐慌而呈现 risk off 状态；4 月以来截至目前，市场进一步关注相关经济制裁与通胀压力，以及与之相关的货币紧缩风险，引发新一轮风险资产抛售。在此期间，美国 VIX 指数升破 30 点，美国企业债与国债利差、以及高收益与投资级企业债显著走阔，体现出海外股市和债市的风险偏好均已下降，且低于 2021 年初水平。

俄乌冲突后，以能源和食品为主的原材料面临紧缺，相关商品价格大幅攀升。俄罗斯原油和凝析油产量占世界总供应量的 14%。据俄罗斯经济

部预计，受地缘冲突与经济制裁影响，2022 年俄罗斯石油和石油产品的产量将下降 9.3%。乌克兰小麦和玉米产量分别占全球的 10%和 15.3%。联合国粮农组织（FAO）、标普全球等机构估计，俄乌冲突或使乌克兰损失近 50%的小麦和玉米产能。今年以来截至 5 月末，布伦特原油、CBOT 小麦和 CBOT 玉米期货价已分别上涨 58%、41%和 27%。

新兴场所受大宗商品紧缺的影响，可分为三个层次：一是，部分新兴市场地区与俄乌之间的经贸往来受阻。农产品方面，印尼、土耳其、中国等地区对从乌克兰进口的小麦有较大需求；墨西哥、越南、中国等地区对从乌克兰进口的玉米有较大需求。能源方面，大部分新兴市场地区对从俄罗斯进口的石油需求有限，仅中国、土耳其、印度和巴西等地区对此有一定需求。

二是，国际大宗商品价格上涨，加重相关“需求国”的经济成本，但增加“资源国”的经济产出，这使原材料“需求国”与“资源国”股市和汇市表现分化。鉴于全球小麦和玉米供给受俄乌冲突影响较大、价格涨幅较大，我们以“2020 年小麦和玉米净出口总量”作为衡量相关农产品资源丰富程度指标，对主要新兴市场（以及部分发达市场）地区股票指数和汇率表现进行观察。可以发现，今年 1-5 月，大部分地区股市与汇率的表现与小麦和玉米的资源丰富程度正相关：巴西在今年上半年实现了“股汇”双强；中国、日本股票和汇率均明显承压；印尼、泰国、马来西亚、南非等地区股票和汇率表现处于中游水平。



三是，商品价格飙升传导至更为广泛的国内通胀压力，可能进一步影响货币政策、经济增长与金融市场。据世界银行统计，截至今年4月，超过80%的EMDEs通胀率超过了央行的通胀目标。截至5月，在我们跟踪的13个新兴市场地区中，有8个地区已经加息，阿根廷、智利和巴西已分别加息11、4.25和3.5个百分点。多数新兴市场“防御性加息”可一定程度上抵御资本外流压力，且有助于汇率表现韧性，甚至若加息幅度合适（对经济增长的威胁尚处可控范围），则相应地区股市也有望表现积极，如巴西、阿根廷等。值得一提的是，土耳其4月通胀率高达70%，但今年以来尚未加息，且其总统6月称未来或降息。货币政策放任通胀，使土耳其里拉大幅贬值，但股票市场大幅上涨，成为一个不折不扣的奇异点。

据 IIF 数据，2020 年和 2021 年，中国市场资本净流入水平在所有新兴市场中连续保持最快增速，可谓“一马当先”。今年以来截至 4 月末，新兴市场资本净流入表现整体弱于 2021 年，且中国仅处于中游水平，失去“领头羊”地位。尤其在 3 月，中国市场出现 175 亿美元（112 亿美元债券和 63 亿美元股票）的资金外流，是自 2020 年 9 月以来首次净流出，被 IIF 称为是一种“前所未有的态势”。

股市方面，今年以来截至 5 月底，A 股沪深 300 指数累跌 17.2%。在我们跟踪的市场中，A 股跌幅仅次于俄罗斯。观察沪深 300 指数与 MSCI 新兴市场指数的比值，显示 A 股相对于整体新兴市场的表现，弱于 2020 年初新冠疫情刚刚暴发时期，为 2018 年中美贸易摩擦以来最弱水平。债市方面，中美 10 年国债（实际）利差一度倒挂，增加资本外流压力。汇率方面，人民币汇率（兑美元）在 4 月以前保持强势，但 4 月中旬以来贬值较猛，最深贬值幅度接近 7%，离岸美元兑人民币汇率于 5 月 12 日达到 6.83 的高点。

究其原因，相较其他新兴市场，中国市场更面临三重挑战：一是，经

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43274

