

新兴市场尾部风险如何演绎？

—在疫情时期寻找价值

引言：疫情已经进入下半场。新兴市场政府债务在 2020 年达到了 2002 年以来的最高水平，但由于全球利率环境较低，各国政府的债务融资能力总体仍然相对可控。随着民主党掌控参众两院、美国 10 年期国债收益率破 1%，后面的关注点可能会转向美国政策的外溢效应和新兴市场自身的健康程度是否能够经受得住政策的逐渐退出。

一、疫情后，虽然很多新兴市场经济体面临评级下调，但货币贬值危机并未蔓延到全球。疫情初期，出行减少以及大宗商品价格暴跌，使得部分新兴市场的债务持续上升，穆迪等多家评级机构对新兴市场的主权评级做出警示和下调；但是由于本次新兴市场国家的周期性和结构性状况和发达国家较同步，进而扩大了货币政策空间。后续美元流动性大幅改善，带动新兴市场资本流动企稳、主权债务利息回落。疫情下半场，我们更需要关注新兴市场是否存在尾部风险，因为新兴市场的动荡可能会对全球资产价格产生较之以往更加明显的影响。

二、以史为鉴，新兴市场危机的爆发基本都源于美联储货币政策的转向。1) 回顾 2018 年的土耳其里拉抛售，原因有三个方面：第一，美元流动性下降；第二，货币超发和结构性失衡成为了国际投机机构看空狙击土耳其里拉和阿根廷比索的另一部分原因；第三，美国和土耳其的贸易争端进一步发酵。2) 2013 年的美联储 QE “消减恐慌” 后续引发了俄罗斯卢布大幅贬值。一方面，在进口国对石油的需求下降和 OPEC 没有达成减产协议的双刺激下，WTI 原油急剧回落，对俄罗斯的外汇收入形成打击。另一方面，“乌克兰冲突” 问题引发了美国和俄罗斯之间的冲突。其实，在这两个主要因素的背后，还反映出俄罗斯在经历漫长经济结构转型时期滞留下来的缺陷，外部的冲击则会放大该缺陷。

三、短期来看，美国民主党控制参众两院，对新兴市场形成利好。一方面，在美国民主党控制了参众两院叠加疫情不确定性上行，短期财政政策加码概率上行；另一方面，在美联储保持宽松的背景下，即使疫情使得新兴市场基本面恶化，但引诱发危机爆发的外在因素并不强。**首先**，拜登初上台，国际之间的地缘政治问题短期将有所缓和，民主党主要的政策议题仍然会围绕着疫情和美国本土经济的复苏。**其次**，美元短期保持在低位，意味着商品价格和新兴市场货币的表现好于美元，且美股风险偏好的提升也会使得这些货币相对受益。

四、长期来看，美国经济复苏加快可能会“加速”新兴市场风险暴露。长期来看，随着美国大规模的刺激带动经济上行，通胀预期上行，长端利率已经“突破 1%”，加息和加税周期可能会有所提前，那么新兴市场“新旧风险”将会加速暴露。**首先**，新兴市场疫情和疫苗的进展肯定远不如欧美市场，所以新兴市场的经济弹性也将落后于发达国家。**其次**，虽然金融危机之后，新兴市场整体恢复好于欧美市场，但是们需要注意到新兴市场信贷质量差异仍然较大。**第三**，美元化程度较高的新兴经济体，除了通过利率平价受到套利资金的影响，另外大量的美元债务使得这些国家资产负债表更易受到美国货币政策的冲击。

五、我国在稳步推进资本账户双向开放的同时，也需防范国际金融风险的外溢效应。在 2012 年之后，我国利率、汇率改革和资本账户开放协调推进，所以我国不会走上俄罗斯经济转型时遇到的问题。但疫情过后，金融市场和实体经济表现明显分化，这种分化使得货币政策调整的难度上行，也加剧了信用违约风险。所以我们需警惕在资本市场不断开放的背景下，未来美债收益率不断上行对我国资本市场形成的扰动。

风险提示：

1、疫情疫苗进展低于预期；2、政府应对措施和方法不当，导致恐慌性情绪和预期混乱；3、货币政策收紧超预期，风险资产波动加剧。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

杨一凡 yangyifan@gjzq.com.cn

内容目录

一、疫情后新兴市场并无明显风波.....	4
二、以史为鉴，新兴市场危机的爆发源于发达经济体的政策转向.....	7
三、短期来看，美国民主党控制参众两院，对新兴市场形成利好.....	10
四、长期来看，美国经济复苏加快会“加速”新兴市场风险暴露.....	13
五、我国在稳步推进资本账户双向开放的同时，也需防范国际金融风险的外溢效应.....	18

图表目录

图表 1：部分主权评级被下调的新兴市场.....	4
图表 2：新兴市场在 2008 年面临通胀高企的问题.....	6
图表 3：新兴市场在次贷危机后，短期并未受到明显影响.....	6
图表 4：新兴市场的增速在 07-09 年远高于发达国家.....	6
图表 5：94 年至 08 年 MSCI 新兴市场 and 标普 500 相关性为 0.38.....	7
图表 6：08 年至 20 年 MSCI 新兴市场 and 标普 500 相关性为 0.81.....	7
图表 7：疫情后新兴市场的外汇储备变化较前几次危机减少.....	8
图表 8：2018 年美元兑阿根廷比索和美元兑土耳其里拉.....	9
图表 9：土耳其存在货币严重超发的迹象.....	9
图表 10：土耳其外债规模在 2018 年达到高峰.....	9
图表 11：土耳其的经常账户余额长时间处于负值.....	9
图表 12：WTI 原油价格在 2014 年 4 月大幅回落.....	10
图表 13：俄罗斯的外汇储备从 2013 年四季度急剧下滑.....	10
图表 14：美国疫情当日新增不断创新高.....	11
图表 15：佐治亚州民主党候选人乔恩·奥索夫赢得席位.....	11
图表 16：佐治亚州民主党候选人拉斐尔·沃诺克赢得席位.....	11
图表 17：当前美德利差已经明显走阔，美元指数低位震荡的概率较大.....	12
图表 18：MSCI 新兴市场表现和美元指数反比.....	13
图表 19：通胀预期和长端利率（10 年美债收益率）上行.....	14
图表 20：大部分新兴市场还未开始接种疫苗.....	15
图表 21：美国、中国和以色列为排名前三接种疫苗的国家.....	15
图表 22：俄罗斯的外汇储备良好，外债可控.....	16
图表 23：土耳其在去年年底货币政策收紧.....	16
图表 24：南非债务在疫情前已经比较严重.....	17
图表 25：墨西哥去年三季度 GDP 同比增速反弹乏力.....	17

图表 26：新兴市场政府杠杆率较高.....	18
图表 27：6-7 月份地产成交、股票估值快速上升.....	19
图表 28：社会消费品零售总额当月同比增速恢复不如房地产销售.....	19
图表 29：去年年底推行或者发行失败债券大幅上行.....	20
图表 30：资金空转套利和流动性边际趋紧的原因之一.....	20
图表 31：永煤违约事件导致存单到期收益率快速上行.....	20
图表 32：中债和美债分化.....	21
图表 33：人民币指数随着中美利差回落.....	21

正文如下：

引言：疫情已经进入下半场。新兴市场政府债务在 2020 年达到了 2002 年以来的最高水平，但由于全球利率环境较低，各国政府的债务融资能力总体仍然相对可控。随着民主党掌控参众两院、美国 10 年期国债收益率破 1%，后面的关注点可能会转向美国政策的外溢效应和新兴市场自身的健康程度是否能够经受得住政策的逐渐退出。

一、 疫情后新兴市场并无明显风波

疫情后，虽然很多新兴市场经济体面临评级下调，但货币贬值危机并未蔓延到全球。疫情后，全球经济均出现一轮不同程度的收缩。在 2020 年 3 月美元流动性暂时短缺后，市场把过多的注意力放在美国和欧元区等发达国家的政策上，相比之下，对于新兴市场的关注度并不高。我们可以看到，疫情初期由于出行减少以及大宗商品价格暴跌，依赖旅游业的国家和石油出口国在疫情初期较大的外需打击；同时，医疗保健和经济刺激计划的支出均在增加，使得部分新兴市场的债务持续累计。穆迪等多家评级机构对新兴市场的主权评级做出警示和下调。2020 年 3 月 7 日，黎巴嫩政府决定停止偿还一笔即将到期的 12 亿美元债务，这是黎巴嫩政府首次出现停止偿还欧洲债券的情况；2020 年 3 月 27 日，穆迪将南非的主权信用评级从从 Baa3（投资级别）降至 Ba1（垃圾级），且评级展望保持在“负面”，评级结果引发资金进一步外流；2020 年 4 月 6 日，阿根廷政府宣布，延迟偿还总额约 100 亿美元的公共债务，宣布将本金和利息将推迟至 2021 年偿还。同一时间段南非、尼日利亚、哥伦比亚、阿根廷等多个新兴市场遭到主权评级下调，但是后续美元流动性出现大幅好转，带动新兴市场资本流出企稳、主权债务利差回落，使得新兴市场形势出现较大的改善。

图表 1：部分主权评级被下调的新兴市场

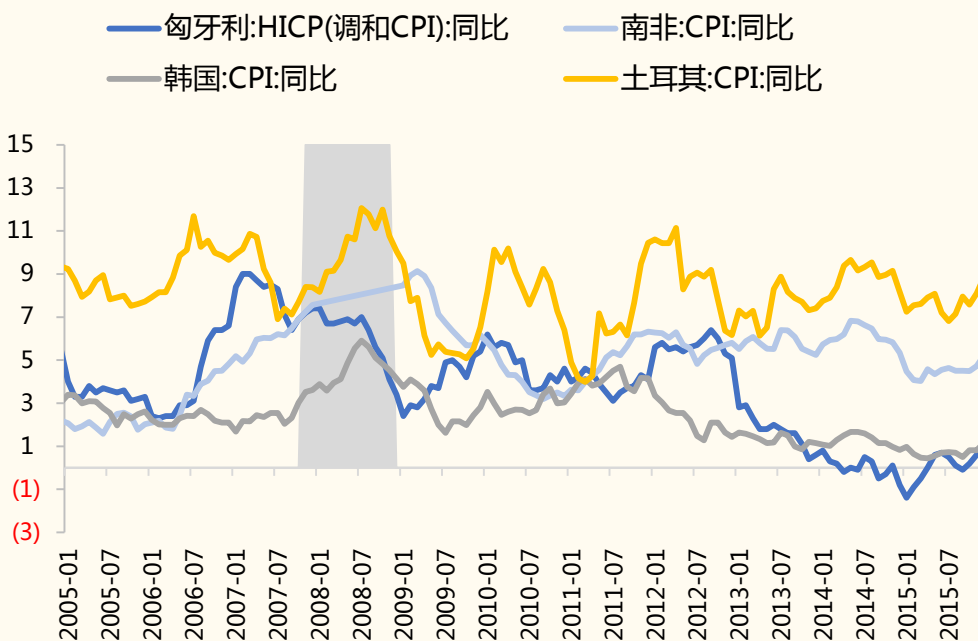
国家	穆迪	惠誉	理由
南非	将南非政府评级从 Ba1 下调至 Ba2	将南非评级（IDR）从 BB+ 下调至 BB，且前景是负面的	南非中期财政实力预计将进一步减弱，大流行冲击的影响的评估，这既直接影响到债务负担，也间接加剧了该国的经济挑战和改革的社会障碍，财政、经济和社会方面的严重制约以及借贷成本不断上升，南非在中期内减轻冲击的能力低于许多主权国家。
阿根廷	将阿根廷政府评级从 Caa2 下调至 Ca。前景评级改为负面。	将阿根廷评级（IDR）从“CC”下调至“C”。	当前的政府债务重组过程中，私人债权人可能会蒙受重大损失，因为疫情引发的经济和金融冲击加剧了资金压力，迫使政府在未来几年内减少即将到期的债务偿还义务。
土耳其	将土耳其政府评级从 B1 下调至 B2，负面前景不变。	惠誉评级公司已将土耳其长期发行人违约评级（IDR）展望从“稳定”下调至“负面”，并确认 IDR 为“BB-”。	枯竭的外汇储备、薄弱的货币政策信誉，负实际利率和庞大的经常账户赤字加剧了土耳其的外部融资风险。而政治压力、有限的中央银行独立性以及迟缓的反应，增加了土耳其政策不充分的风险，导致其进一步的外部失衡、市场不稳定以及更加混乱的情况。
哥伦比亚	——	将哥伦比亚评级从“BBB”下调至“BBB-”。评级展望仍为负面。	油价大幅下跌引发的冲击下，关键财政指标可能有所减弱，负面前景反映了经济增长和公共财政前景的下行风险。
印度	将印度政府评级从 Baa2 下调至 Baa3，	将印度的评级展望从“稳定”下调至“替代”	政府总体财政状况进一步严重恶化，金融部门面临压力，负面前景反映了经济和金融体系更

	前景仍然是负面的		深层压力带来的主导性、相互加强的下行风险，这些压力可能导致比穆迪目前预计的更严重、更长期的财政实力侵蚀。
墨西哥	将墨西哥政府评级从 A3 下调至 Baa1。前景仍然是负面的	把墨西哥国家石油公司的外国和本国货币债信评级从“A3”降至“Baa1”	墨西哥的中期经济增长前景已大幅减弱，该国的石油公司财务和运营状况的持续恶化正在侵蚀主权国家的财政实力，而主权国家的财政实力已经受到经济疲软导致的收入增长放缓的压力。
智利	——	将智利评级（IDR）从“A”下调至“A-”，并将其前景从负面下调至稳定。	评级下调反映出，公共财政面临增加社会支出的长期压力，加之冠状病毒大流行引发的经济衰退，公共财政状况有所减弱。惠誉预测，鉴于智利的趋势增长前景较低，且在沉重的政治和社会压力下难以巩固财政账户，政府债务负担在中期内将继续增加。
马来西亚	——	下调马来西亚评级（IDR）至“BBB+”从“A”。前景稳定。	COVID-19 危机的深度和持续时间削弱了马来西亚的几个关键信贷指标，加上该流行病造成的投资疲软和旅游收入低，减少了经济活动，对马来西亚经济的负面影响是巨大的。

来源：穆迪、惠誉、国金证券研究所

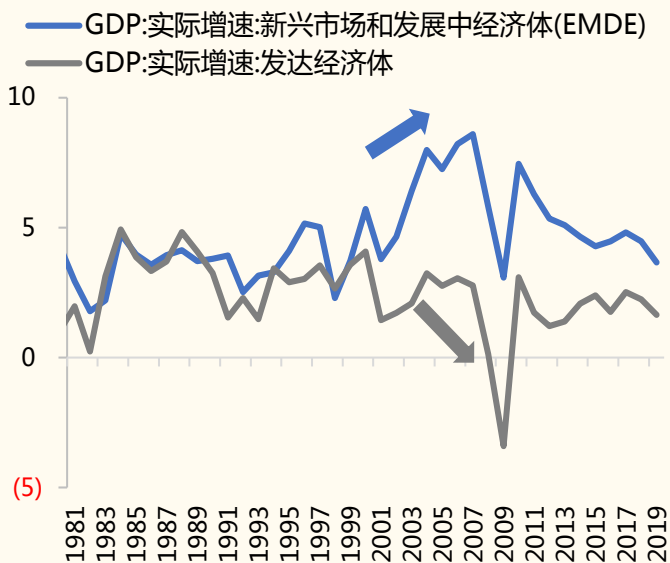
新兴市场国家的周期性和结构性状况和发达国家较同步，扩大了其货币政策空间。疫情对新兴市场的影响与 2008 年不同。2008 年 9 月，大多数新兴市场均处于周期的扩张阶段，产出缺口和通胀缺口均为正，所以面临美国次贷危机的蔓延，大部分新兴市场央行仍需控制通胀，没有选择跟随美联储立即降息。但在 2020 年初，一方面，大多数新兴市场国家的通胀率有些疲软，要么低于目标、要么仅略高于目标，短期预期通胀也普遍接近通胀目标。Covid-19 冲击后新兴市场的产出和通胀大幅下降加剧了商业周期的低迷，发达经济体刺激政策的迅速推出为新兴市场经济体的政策制定者提供了减缓经济冲击的回旋余地，并开辟了放松货币政策的空间。在少数几个国家，由于进一步下调政策利率的空间有限，这促使当局首次动用了非传统货币政策措施，包括购买政府和公司债券。另一方面，多数新兴市场经济体更加节制地使用储备缓冲，允许汇率在更大程度上进行调整。很多国家根据需要注入流动性，以确保市场运转，例如，波兰、印度尼西亚等国进一步放松了宏观审慎政策，以支持信贷发放。

图表 2：新兴市场在 2008 年面临通胀高企的问题



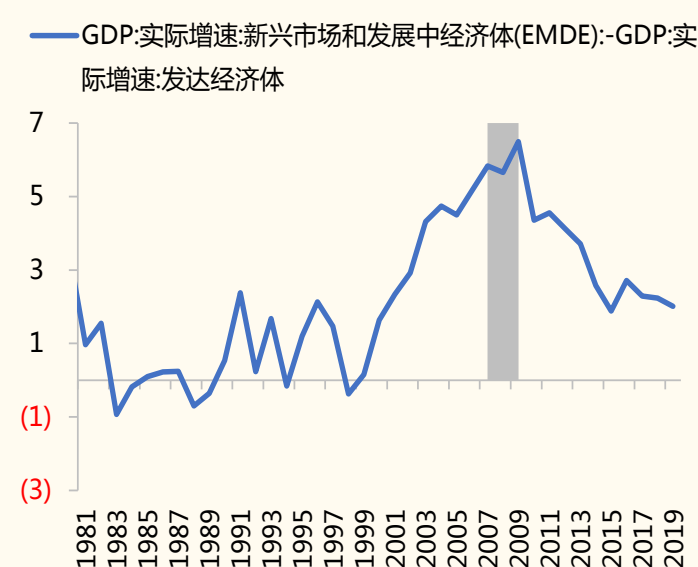
来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：新兴市场在次贷危机后，短期并未受到明显影响



来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：新兴市场的增速在 07-09 年远高于发达国家

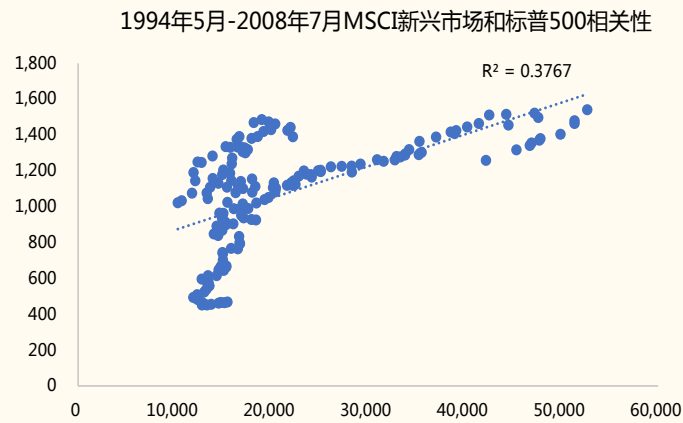


来源：Wind，国金证券研究所

疫情的下半场，我们仍然需要关注新兴市场的尾部风险。2008 年前的新兴市场主权危机大多发生于拉美和非洲等国家。由于这些国家在全球经济中占比较低，所以债务危机的爆发只限于国家内部（通常只局限于当地货币的大幅波动）。其联动性较低，所以无法对全球金融市场、特别是资本市场起到显著的负面影响。我们注意到，20 世纪 80 年代的拉美债务危机虽然对向拉美国家提供了大量贷款的欧美商业银行造成沉痛打击，之后随着主要国家立即采取应对措施，危机对外传导相对有限，进而对资产价格的扰动也有限。进入 21 世纪后，全球

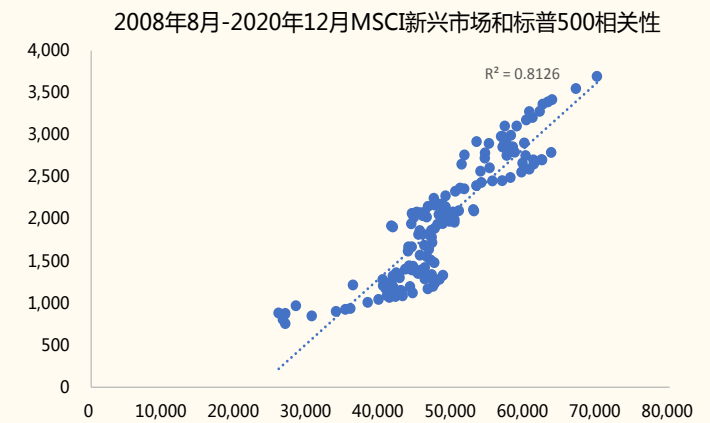
主要发达国家增长放缓，特别是08年之后，欧元区和美国整体增速中枢下移，但部分新兴市场发展则较快，股票市场的恢复力和调整力更强，在全球化深化的基础上对全球的影响力也逐步上行。所以，疫情下半场，我们需要关注新兴市场是否存在尾部风险，因为新兴市场的动荡可能会对全球资产价格产生较之以往更加明显的影响。

图表 5: 94 年至 08 年 MSCI 新兴市场 and 标普 500 相关性为 0.38



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 6: 08 年至 20 年 MSCI 新兴市场 and 标普 500 相关性为 0.81

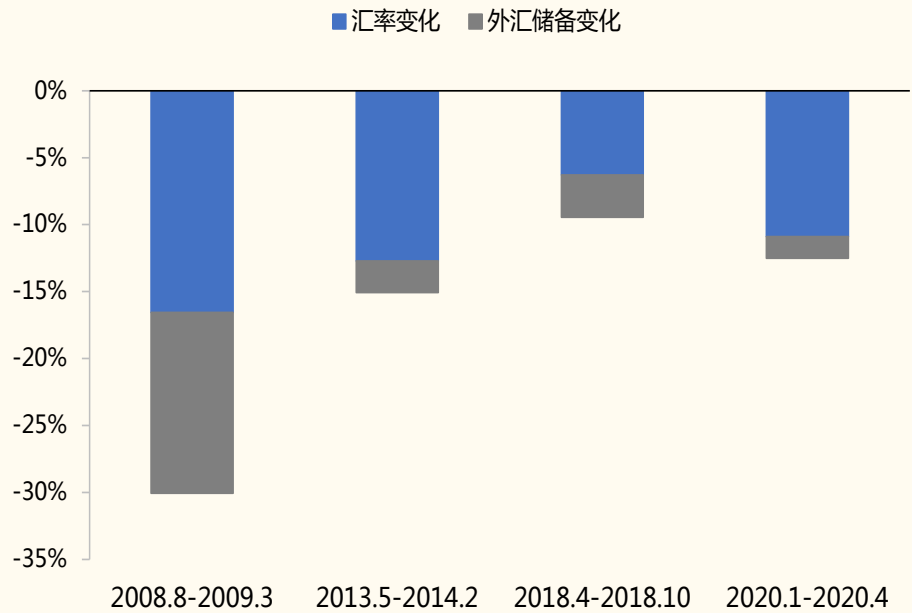


来源: Wind, 国金证券研究所

二、以史为鉴，新兴市场危机的爆发源于发达经济体的政策转向

从08年之后，我们发现新兴市场危机的爆发基本源于和发达国家货币政策错位、美元流动性下降和地方地缘政治事件。通过整理时间线，除了全球金融危机（2008年8月-2009年3月）之外，消减恐慌（2013年5月-2014年2月）和2018年的紧急抛售（2018年4月-2018年10月），部分新兴市场均出现不同程度的货币危机。

图表 7：疫情后新兴市场的外汇储备变化较前几次危机减少



来源：IMF（新兴市场这里包括巴西、智利、印度、波兰、泰国和俄罗斯的计算），国金证券研究所

1、回顾 2018 年的土耳其里拉抛售

2018 年的土耳其里拉抛售主要源于美元流动性的收紧和地缘政治性因素。首先，本轮货币危机主要在于美元流动性下降。2014 年美联储退出量化宽松后，美元进入了升值周期，在该周期中美元指数经历了两段升值，而新兴市场货币和美元基本呈现“此升彼贬”的规律。具体来看，从 2018 年年初到 8 月份，土耳其里拉开启持续下跌模式，跌幅超过 40%，对投资者信心形成强烈打击，引发其他拥有大量美元债务的新兴市场经济体的货币跟跌，主要包括南非兰特、阿根廷比索等。其次，货币超发和结构性失衡成为了国际投机机构看空狙击土耳其里拉和阿根廷比索的另一部分原因。一方面，08 年金融危机后土耳其的货币超发，广义货币 M2 均超过 30%，且严重流失到房地产等领域中，积累了大量的泡沫，导致社会不稳定型提升，资产负债货币错配风险上升。另一方面，土耳其的双赤字较严重，高度依赖外债融资导致偿还债务的能力回落，进一步损害其主权信用。第三，美国和土耳其的贸易争端进一步发酵。土耳其和美国的外交关系恶化：土耳其以涉嫌“从事间谍活动”为由拘捕布伦森。最终导致特朗

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_151



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn