

2021 年 03 月 31 日

土耳其崩盘后，还有谁风险大？

新兴经济体风险评估

投资要点：

► 警惕土耳其危机的“多米诺”传递

土耳其危机（股债汇全面崩盘）爆发的内因：埃尔多安长期持续扭曲的经济政策，导致了通胀常年居高不下，财政、经常项目赤字持续攀升。外因：近期 10 年美债收益率持续走高，市场对联储加息预期增强，美元流出。

► 新兴市场经济体基本面及整体风险

经济增长：疫情后新兴市场经济体经济复苏呈现分化状态。

通胀展望：虽有所回升，但总体温温和。

信用风险：一些新兴市场经济体面临政府赤字、外债、居民及企业债务-杠杆上升，信用评级下调风险较大；另外，大宗商品价格波动和贸易活动不稳定也将影响其偿债能力。

汇率和金融市场风险：美债利率上行、以及未来政策的收紧都可能让新兴市场国家面临资金回流发达国家（美国）的风险，汇率、股票、债市的波动将会显著加大。

► 哪些新兴经济体风险较高？

综合考虑实体经济指标、金融-经常账户指标、金融周期指标、外债指标和财政指标，对新兴经济体风险进行评估。

金融风险 and 货币危机风险较大的经济体有：

综合风险最高等级：阿根廷、土耳其、南非、巴西、马来西亚

综合风险较高的：印度、印尼、匈牙利、波兰、菲律宾、智利

风险提示

海外经济体政策发生超预期变化。

评级及分析师信息

宏观首席分析师：孙付

邮箱：sunfu@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520050004

联系电话：021-50380388

宏观研究助理：李紫洋

邮箱：lizy2@hx168.com.cn

联系电话：021-50380388

正文目录

1. 警惕土耳其危机的“多米诺”传递.....	3
1.1. 土耳其股、债、汇全面崩盘的内外原因.....	3
1.2. 危机下对其他新兴经济体的启示.....	4
2. 新兴市场经济体基本面以及整体风险评估.....	5
2.1. 经济增长：呈现分化.....	5
2.2. 通胀：温和状态.....	6
2.3. 信用风险：需要关注和警惕.....	7
2.4. 汇率和金融市场风险：贬值与调整.....	8
3. 新兴经济体金融和货币危机风险个体评估.....	9
3.1. 实体经济指标.....	9
3.2. 金融项目指标.....	10
3.3. 经常账户指标.....	12
3.4. 金融周期指标.....	13
3.5. 外债指标.....	15
3.6. 财政指标.....	15
4. 总结.....	16
5. 风险提示.....	17

图表目录

图 1 土耳其里拉兑美元.....	3
图 2 土耳其通胀长期处于高位 (%).....	4
图 3 近年来土耳其 M2 增速多次突破高点 (%).....	4
图 4 疫情发生以来美国 M2 总量快速攀升.....	4
图 5 2021 年 1 月至今 10 年期美债收益率明显上升.....	5
图 6 2000-2021 经济增速比较 (%).....	6
图 7 2000-2021 通胀比较 (%).....	7
图 8 2000-2021 政府赤字占 GDP 比重 (%).....	7
图 9 新兴市场和发展中国家外债占 GDP 比例 (%).....	7
图 10 CRB 现货指数处于上升渠道.....	8
图 11 2000-2021 经常项目差额占 GDP (%).....	9
图 12 MSCI 新兴市场指数冲高回落.....	9
图 13 2020 经济预计增速 (%).....	10
图 14 2020 年部分新兴经济体预计失业率 (%).....	10
图 15 委内瑞拉深陷恶性通胀危机 (%).....	10
图 16 2021M1 部分新兴经济体新增国际储备情况 (亿美元).....	11
图 17 2020 年以来部分经济体利率变化% (截止 21.03).....	11
图 18 2020 年部分新兴经济体外汇储备情况 (亿美元).....	11
图 19 2020 年 3 月以来部分国家与美国利差变化情况 (截至 20.03.23).....	12
图 20 2020 年部分新兴经济体经常项目差额占 GDP 比重预测值 (%).....	12
图 21 20 年初以来部分新兴经济体货币兑美元汇率变动情况 (截至 2021.03.19).....	13
图 22 2018Q1-2020Q3 部分经济体信贷/GDP 比率 缺口平均值 (%).....	14
图 23 2020Q1-2020Q3 部分新兴经济体对私营非金融部门发放的信贷占 GDP 的比重均值 (%).....	14
图 24 2020Q1-2020Q3 部分新兴经济体实际房价指数季度同比平均增速 (%).....	15
图 25 2020Q3 部分新兴经济体外债/GDP 比重 (%).....	15
图 26 2020 年一般政府债务占 GDP 比重 (%).....	16

表 1: 新兴市场经济体风险评估.....	16
-----------------------	----

1. 警惕土耳其危机的“多米诺”传递

3月20日以来，土耳其股、债、汇市场均大幅下挫，两天内股市四次熔断。很多人认为这是由于撤换央行行长引起的动荡，但本质上是土耳其埃尔多安政府长期维持错误的宏观应对政策、严重下滑的经济基本面，叠加10年美债收益率持续走高，加息预期增强，共同使然。

1.1. 土耳其股、债、汇全面崩盘的内外原因

本轮土耳其危机爆发的内部原因与2018年债务危机相似，总统埃尔多安依旧延续了之前的扭曲漫灌的经济政策：压低政策利率，放宽信贷发放，刺激个人消费，扩大政府开支等，但失业率仍较高，极端政策导致了土耳其通货膨胀率常年居高不下，财政赤字和经常项目赤字都上升到了一个较高的水平。

虽然在2018年放宽了外资门槛，创造出了比较好的经济增长数据，但并没有从本质上解决土耳其薄弱的经济基本面的问题，反倒是透支了未来的经济增长空间。所以随着全球受到疫情影响，土耳其经济增长率也随之下滑，出现了负增长。

低于预期的经济表现让投资者失望，导致土耳其里拉对美元大幅贬值，大量资本外流，自2019年初至今，土耳其里拉对美元已经大幅贬值近52%。

图1 土耳其里拉兑美元



资料来源：Tradingview，华西证券研究所

本轮土耳其危机的主要外部原因是近期10年美债收益率持续走高，市场对美元加息预期增强，资金大量流出新兴市场国家，回流美国。全球货币超发、大宗商品价格上扬，对高度依赖进口的土耳其产生了输入型通胀，土耳其通货膨胀在2021年2月底达15.61%。3月初以来，市场对联储加息预期增强，土耳其里拉对美元大幅贬

值，投资者呼吁土耳其收紧货币政策以抑制海外资金流出，但这与埃尔多安的低利率政策相背。

3月20日，土耳其央行行长在将利率上调200基点后被埃尔多安免职，成为了此次危机爆发的导火索。在危机爆发之前，土耳其有三种可以选择稳定汇率的手段：第一，大幅提高利率，但这与埃尔多安一贯的经济政策相违背；第二，寻求IMF以及欧美各国的帮助，但近些年与美国渐行渐远迫使土耳其也不得不选择放弃。

无计可施的埃尔多安在近日选择呼吁国民出售手中的黄金及美元换取里拉以此来减小此次危机的影响。

图2 土耳其通胀长期处于高位(%)



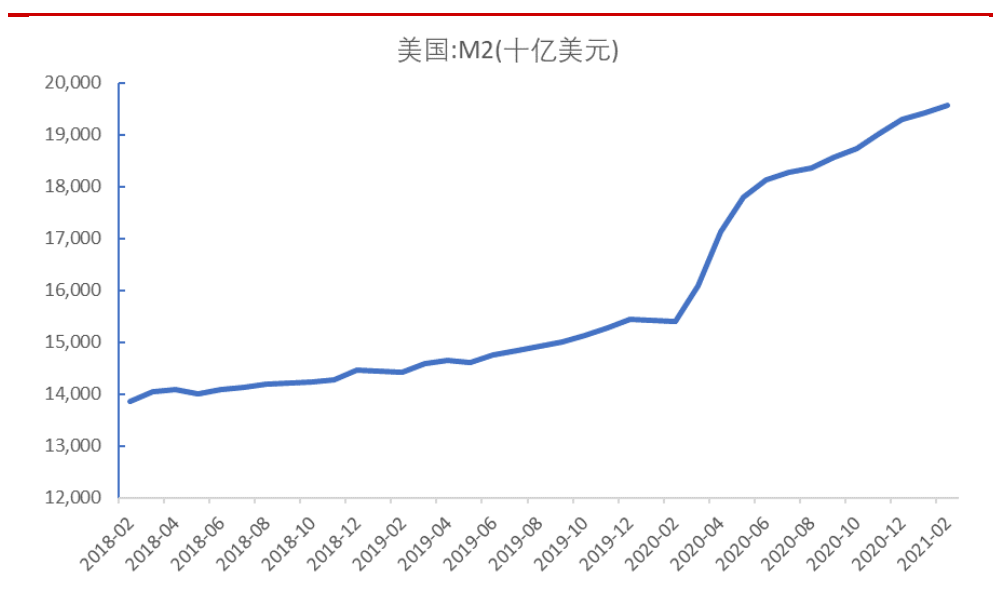
资料来源：WIND，华西证券研究所

图3 近年来土耳其M2增速多次突破高点(%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

图4 疫情发生以来美国M2总量快速攀升



资料来源：Tradingview，华西证券研究所

1.2. 危机下对其他新兴经济体的启示

短期内，随着土耳其股、债、汇的全面崩盘，市场对美元加息预期持续增强，外资大量撤离增加了此次土耳其危机影响，削弱了其他新兴市场国家投资者的信心，加速了其他新兴市场国家内资金的撤离。

与土耳其 2018 年的债务危机相比，此次危机几乎没有可用来稳定经济的手段，可能对其他新兴市场国家产生连锁反应。

即使美联储短期不考虑和不实施紧缩，但是投资者普遍认为全球宽松已基本接近尾声。随着近期阿根廷债务危机的爆发，可以找到土耳其与之一一些相似之处，例如：较少的外汇储备总量、较大的外债/GDP 比重、两国货币都存在对美元的大幅贬值。

同时，在这几项指标上，与阿根廷、土耳其有着相似情况的新兴市场国家不在少数，他们亦将承受较大的压力，投资者情绪将受到影响，在下文中会具体分析此类国家存在的风险。所以，应警惕土耳其危机的“多米诺骨牌效应”。

图 5 2021 年 1 月至今 10 年期美债收益率明显上升



资料来源：WIND，华西证券研究所

2. 新兴市场经济体基本面以及整体风险评估

全球逐步复苏的背景下，相较于发达国家，新兴市场经济体将面临例如债务、流动性、汇率等等诸多风险。本节将从**经济增长、通胀、信用风险、汇率和金融市场风险** 5 个方面综合考虑新兴市场经济体的基本面以及整体风险水平。

2.1. 经济增长：呈现分化

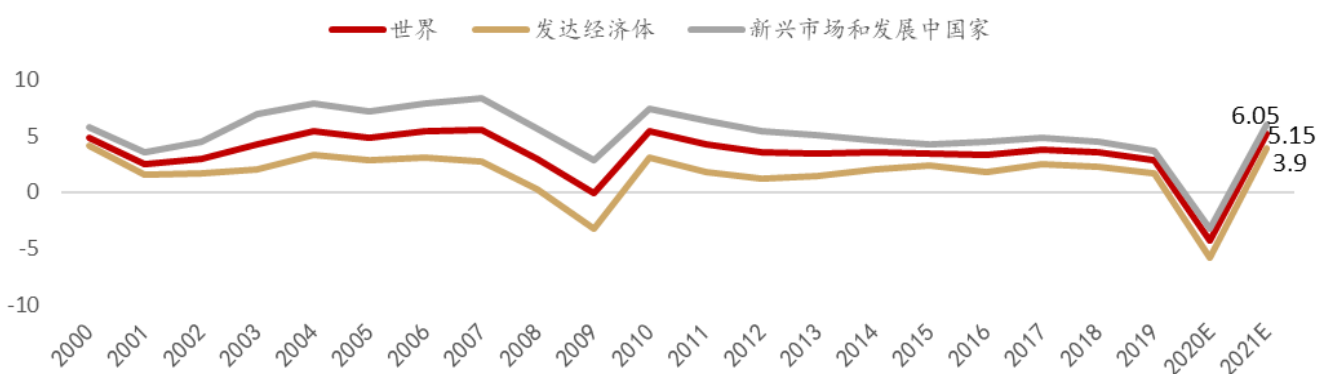
2020 新冠病毒冲击了世界经济，得益于少数的主要经济体复苏，2020 下半年全球经济增长强于预期。据此国际货币基金组织预期 2021 年全球经济增长为 5.5%，较之前预测有 0.3% 的上调。对于普遍拥有更强有力的政策支持和疫苗接种能力的发达国家来说，复苏力度会显著领先新兴市场。国际货币基金组织预计美国和日本将在 2021 年下半年恢复疫情前的经济水平。而受制于新一波疫情感染和反复封锁，欧元区复苏将会滞后。

而对于新兴市场经济体，疫情后经济复苏进程总体则呈现分化状态，特别是中国与其他国家之间的分化。相较于其他新兴市场，中国国内局势和经济环境较为稳定，债务占 GDP 比重较低，疫情防控措施和财政政策较为有效，在疫情后的增长阶段已取得相对优势。

由于跨境旅游限制，旅游业收入下降，严重依赖旅游业的经济体（例如柬埔寨、泰国等），2021 年 GDP 增长前景依然不容乐观。对于依赖大宗商品的新兴市场国家，经济增长的压力则来自于持续疲软的外部需求和大宗商品价格。而对于一些经济欠发达地区，脆弱的经济结构、债台高筑和疫情的严重程度都严重影响政策的执行空间和经济复苏的进程。

另外，对于严重依赖接触密集型产业（依靠密切身体接触的产业）以及那些因学校停课而使人力资本积累遭受巨大挫折的经济体，由于供给端的潜力已遭受持续性损害，预计经济复苏也将滞后。

图 6 2000-2021 经济增速比较 (%)

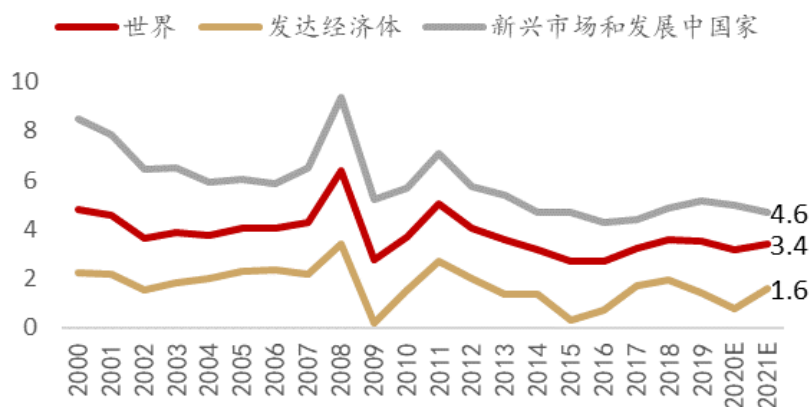


资料来源：IMF，华西证券研究所

2.2. 通胀：温和状态

通胀方面，由于产出缺口还处于修复过程中，2021 年至 2022 年预计继续保持温和通胀。发达经济体通胀水平预计 1.6% 左右，新兴市场和发展中经济体则预计有 4% 的以上通胀水平，高于发达国家，但仍低于历史平均。

图 7 2000-2021 通胀比较 (%)



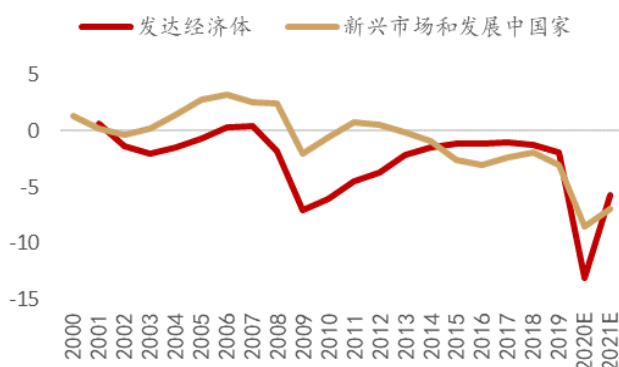
资料来源：IMF，华西证券研究所

2.3. 信用风险：需要关注和警惕

2020 年疫情爆发以来，新兴经济体的政府赤字及债务激增，外债占 GDP 比重较 2019 年有大幅抬升。阿根廷、土耳其、马来西亚等国都已陷入偿付债务的困境。

尽管短期内新兴市场国家面临严峻的债务压力，但美日在内发达国家进行的大规模的财政政策也带来了对贸易有利的跨国溢出效应以及相对宽松的金融环境。随着经济复苏，新兴市场国的政府收入增加和支出自动下降。预计 2021 年包括新兴市场和发展中国家在内的大多数国家的赤字将降低，同时预计 2021 年新兴市场和发展中国家年外债占 GDP 比重会有所下降。

图 8 2000-2021 政府赤字占 GDP 比重 (%)



资料来源：IMF，华西证券研究所

图 9 新兴市场和发展中国家外债占 GDP 比例 (%)



资料来源：IMF，华西证券研究所

除了政府债务，IMF 在最新的《2021 年 4 月全球金融稳定报告》中指出，在新兴市场方面，政府宽松的财政政策放大了快速积累的杠杆，从而增加了未来的下行风险。除了居民杠杆占 GDP 比重大幅度上升，非金融领域私人债务也处于空前水平。一旦政府支持减弱或者外部金融环境收紧导致资本外流，大量企业将难以生存。此外，随着销售和利润的减少，新兴市场国家私营企业未对冲的外汇债务也可能出现违约，对于外汇储备不足的国家，其金融系统和汇率稳定将进而受到影响。

此外，大宗商品价格和贸易活动也将影响新兴市场国家偿债能力。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

新兴市场发展中国家多是大宗商品生产国，如果大宗商品价格下跌，国家的出口收入将会下滑，其偿债能力也会削弱。信用风险的上升导致资本流动转向，甚至发生资本流入突然停止（sudden stops）的情况。资本流动的突然停止或者转向对于新兴经济体构成巨大的金融风险。

虽然近期 CRB 现货指数处于上升渠道，但 IMF 预计 2021 年上涨后的大宗商品价格将仍低于 2019 年均值水平，这将一定程度上拖累大宗商品出口国的经济增长以及偿债能力。

图 10 CRB 现货指数处于上升渠道



资料来源：WIND，华西证券研究所

贸易方面，与全球活动的复苏相一致，IMF 预计 2021 年全球贸易额将增长约 8%，2022 年放缓至 6%。然而，由于跨境旅游限制，预计服务贸易的复苏速度将慢于商品交易的恢复速度。亚洲地区而言，中国已于近日率先完成《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）的批准，预计于年底通过所有成员国批准的该协定将进一步推动该地区的贸易发展。

信用评级方面，2020 年以来，多个新兴市场国家的主权信用评级遭遇三大信用评级机构下调，虽然负面评级增长速度已经放缓，但是基于目前各国的债务水平，未来预计有更多的新兴市场国家将面临主权信用评级调整，整体而言目前新兴市场国家仍面临较大的信用评级下调和发生信用危机的风险。

2.4. 汇率和金融市场风险：贬值与调整

市场预计全球主要央行将在整个 2021 年内维持当前的政策利率和宽松的金融环境；但发达国家持续的量化宽松也让新兴市场国家承受了通胀和货币贬值的压力，近期土耳其、巴西、俄罗斯均已做出加息反映。

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_18641

