

## 疫情下的新兴市场潜在风险

——宏观经济周度观察

投资周报

疫情的“震中”很可能逐渐转向新兴经济体。在重视疫情防控之后，近期一些欧洲国家新增病例有拐头向下的迹象，美国新增病例增长速度似乎有放缓的迹象。然而，从此前新兴经济体确诊病例来看，似乎要比发达经济体少很多，但这主要是由于这些经济体检测能力欠缺，随着检测力度的加大，未来确诊数据很可能会大幅上升，最近半个月印度、巴西、土耳其等新兴经济体新增确诊病例在快速攀升。而新兴经济体医疗条件普遍较差，加上人口密度大，救治能力有限，对疫情防控造成很大挑战。

最近几年新兴市场风波不断，经济体长期的结构性问题是脆弱的根源。2018年美联储加息4次，美债收益率飙升，美元指数上涨，从而引发土耳其、阿根廷、巴西等新兴市场货币危机。2019年欧美日三大央行纷纷转向宽松并引领全球降息潮，但阿根廷、土耳其都出现了股债汇三杀。虽然问题的诱因不同，但脆弱的根源都是新兴市场长期存在高外债、高通胀、高赤字、贸易逆差严重、经济结构单一、政局不稳以及地缘政治风险较大等结构性问题。

### 这次疫情有可能成为新的导火索引发新兴市场风险：

首先，疫情对新兴市场经济杀伤力大，财政、贸易双赤字制约政策调控空间。疫情会导致经济处于半停摆状态，这对依赖原材料出口、旅游业收入的新兴市场的经济杀伤力更大。同时，大部分新兴市场存在的财政、贸易双赤字问题会制约政策调控空间，这就导致，即便疫情过去了，这些国家的经济重建也变得相对困难。

其次，新兴市场债务风险上升。新兴市场外债占比高，阿根廷、土耳其短期外债占外汇储备比重均超过100%，而新兴市场外汇储备不足，疫情将进一步恶化经常账户，导致偿债能力变弱。同时，全球经济衰退风险急剧上升，美国无限量印钞，美元指数仍然坚挺，新兴市场资本外流加剧。新兴市场货币加速贬值，印度卢比、阿根廷比索等新兴市场货币兑美元创历史新低，本币贬值导致新兴市场偿还外债的成本上升。偿债能力减弱与成本提升加剧了新兴市场债务违约风险，新兴市场信用违约掉期指数飙升。

最后，新兴市场出现难民潮的风险在提升。新兴市场医疗条件有限，疫情防控能力相对较差，新兴市场疫情长尾效应可能会更明显。雪上加霜的是，部分产粮国开始限制粮食出口，蝗灾在全球肆虐也将引发粮食产量锐减。疫情导致农业劳动力供给减少，居民囤积粮食的动机提升，供需缺口加大，粮食价格存在上涨压力。联合国粮农组织在3月31日呼吁全世界立即采取行动，最大限度减少新冠肺炎疫情对粮食供应链的冲击，防止这场公共卫生危机引发粮食危机，导致粮食供应中断或粮价过高。若出现粮食危机，则要对生活本就困难的人实施长时间隔离措施就更加困难了，新兴市场抵抗疫情的能力将大幅降低，这就导致新兴市场出现难民潮的风险在提升。

### ● 风险提示：新兴市场疫情失控

### 潘向东（首席经济学家）

证书编号：S0280517100001

### 刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn  
证书编号：S0280517070002

### 邢曙光（联系人）

xingshuguang@xsdzq.cn  
证书编号：S0280118060007

### 陈韵阳（联系人）

chenyunyang@xsdzq.cn  
证书编号：S0280118040020

### 相关报告

宏观报告：如何用高频数据跟踪美国经济衰退

2020-4-5

宏观报告：特别时期的扩内需

2020-3-29

宏观报告：如何理解当前形势下的消费

2020-3-21

宏观报告：以内需补外需，基建投资是首选

2020-3-8

宏观报告：国内政策力度加大，海外疫情引发避险情绪

2020-02-23

宏观报告：疫情推动“强美元”

2020-2-16

宏观报告：产成品周转天数高增之谜

2019-12-22

宏观报告：三大攻坚战收官之年将至，宏观杠杆率有哪些变化

2019-12-15

## 目 录

1、 疫情下的新兴市场潜在风险.....	3
2、 美国经济与市场流动性观察.....	8
3、 国内高频数据观察.....	9
3.1、 生产指标涨跌互现.....	9
3.2、 商品房销量同比增速回落.....	9
3.3、 原油价格下跌.....	10
3.4、 货币市场利率上升.....	11
3.5、 美元指数回落，人民币升值.....	12

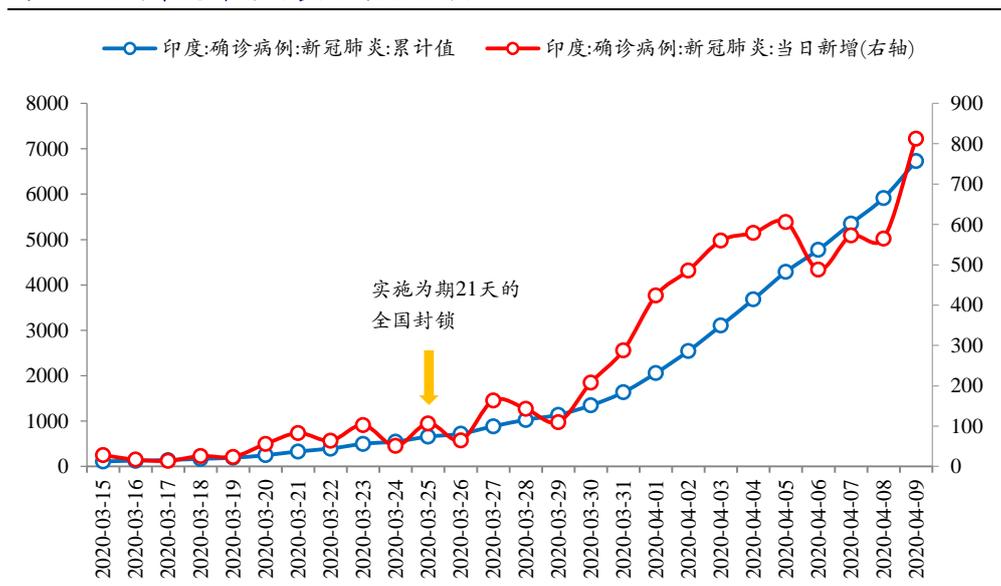
## 图表目录

图 1: 近期印度新增确诊病例快速增长.....	3
图 2: 部分新兴经济体每千人口医生数偏低.....	4
图 3: 疫情对新兴市场的影响框架图.....	4
图 4: 新兴市场出口依赖度高.....	5
图 5: 新兴市场经常账户余额普遍是逆差，短期外债占外汇储备比重较高.....	6
图 6: 和金融危机时期一样，美联储大幅扩表，但美元指数仍然坚挺.....	6
图 7: 商品价格快速下跌往往伴随着新兴市场货币加速贬值.....	7
图 8: 信用违约掉期指数（CDX）飙升.....	7
图 9: 美国 ECRI 领先指标增长年率回落.....	8
图 10: 纽约联储每周经济指数回落.....	8
图 11: TED 利差小幅回落.....	8
图 12: VIX 继续回落.....	8
图 13: 铜金比下降.....	9
图 14: 美国高收益债利差回落.....	9
图 15: 高炉开工率回升（%）.....	9
图 16: 二、三线城市商品房销量同比降幅扩大（%）.....	10
图 17: 猪肉价格下跌.....	10
图 18: 原油价格下跌（美元/桶）.....	11
图 19: 货币市场利率上升.....	11
图 20: 美元指数回落.....	12
图 21: 人民币汇率升值.....	12
表 1: 央行公开市场操作（2020.4.7-2020.4.10）.....	11

## 1、疫情下的新兴市场潜在风险

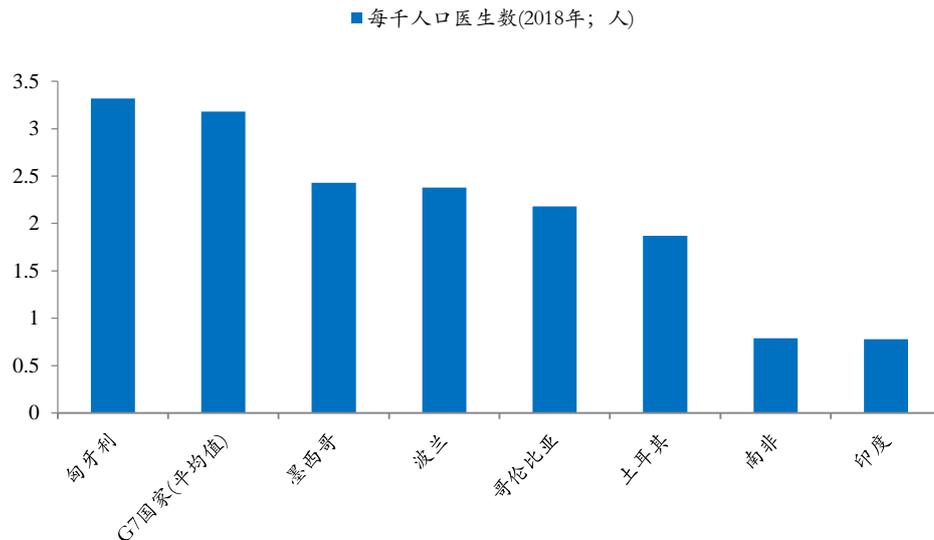
疫情的“震中”很可能逐渐转向新兴经济体。虽然欧美等发达经济体在疫情爆发初期没有足够重视，导致疫情数据超出市场预期，但由于这些国家医疗资源相对充裕，在重视疫情防控之后，一些欧洲国家新增病例有拐头向下的迹象，其中，意大利高等卫生研究院在新闻发布会上表示，得益于近几周的管控措施，现在意大利的新冠肺炎感染曲线正在呈明显下降趋势；西班牙卫生大臣萨尔瓦多·伊利亚认为该国疫情已达拐点。同时，近期美国新增病例增长速度似乎有放缓的迹象，4月8日美国国家过敏症和传染病研究所将美国死于新冠疫情的人数从之前的10-20万人大幅下调至6万人左右，并指出本周之后情况应该会逐渐好转。然而，看不到的疫情数据，才最让人担心，根据世卫组织的报告，目前新冠疫情几乎已经覆盖了全球，从此前新兴经济体确诊病例来看，似乎要比发达经济体少很多，但这主要是由于这些经济体检测能力欠缺，随着检测力度的加大，未来确诊数据很可能会大幅上升，我们看到最近半个月印度、巴西、土耳其等新兴经济体新增确诊病例在快速攀升，其中，印度政府从3月25日起实施为期21天的全国封锁，当时确诊数据还是相对平缓的增长，而近期已经呈指数级增长。更为关键的是，新兴经济体医疗条件普遍较差，加上人口密度大，救治能力有限，对疫情防控造成很大挑战。因此，未来一段时间疫情的“震中”可能逐渐转向新兴经济体。

图1：近期印度新增确诊病例快速增长



资料来源：Wind，新时代证券研究所

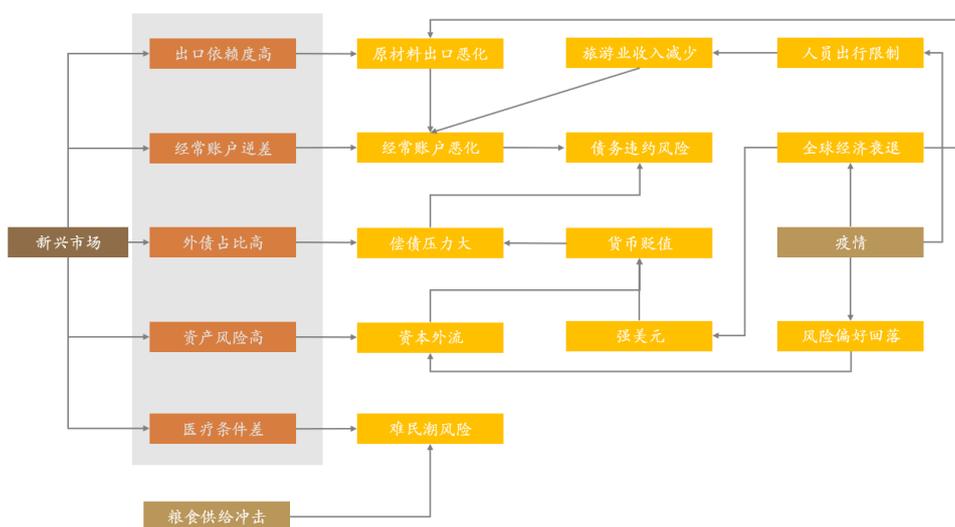
图2：部分新兴经济体每千人口医生数偏低



资料来源：OECD，新时代证券研究所

最近几年新兴市场风波不断，经济体长期的结构性问题是脆弱的根源。次贷危机之后，美国实行“量化宽松”非常规货币政策，以促进美国摆脱通缩、恢复经济增长。在“量化宽松”政策实施之时，新兴市场国家的利率相对较高，大量套利资金主动流入新兴市场，寻求高回报资产，由于美元借债成本相对较低，新兴经济体则举借大量外债以刺激本国经济增长，导致债务规模膨胀。随着美国经济持续复苏，美联储再度开启加息进程，2018年美联储加息4次，美债收益率飙升，美元指数上涨，资本回流美国，本币相对美元贬值，曾举借大量外债的新兴经济体还债成本增高，并且新兴市场国家外汇储备往往不足，债务违约压力增加，进一步导致资本外流，从而引发土耳其、阿根廷、巴西等新兴市场货币危机。2019年欧美日三大央行纷纷转向宽松并引领全球降息潮，但阿根廷、土耳其都出现了股债汇三杀。虽然问题的诱因不同，但脆弱的根源都是新兴市场长期存在高外债、高通胀、高赤字、贸易逆差严重、经济结构单一、政局不稳以及地缘政治风险较大等结构性问题。

图3：疫情对新兴市场的影响框架图

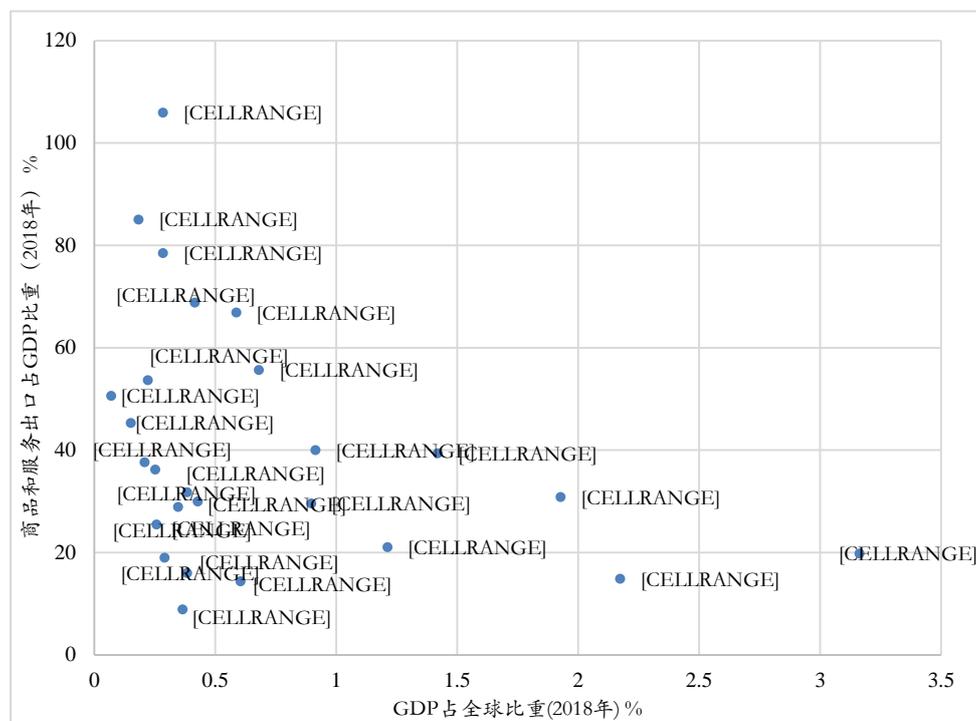


资料来源：新时代证券研究所

### 这次疫情有可能成为新的导火索引发新兴市场风险：

首先，疫情对新兴市场经济杀伤力大，财政、贸易双赤字制约政策调控空间。疫情会导致经济处于半停摆状态，这对任何国家经济的影响都很大，而新兴市场经济存在长期的结构性问题，使得他们所承受的损失会更大。新兴市场出口依赖度高，例如泰国、马来西亚、越南等国家出口占GDP比重超过50%，疫情导致全球经济衰退，总需求快速萎缩，新兴市场出口承压。新兴市场是原材料净出口国，一方面，新兴市场原材料出口占全球比重超过50%，疫情导致原材料出口量价齐跌，原材料出口带来的收入大幅收缩；另一方面，新兴市场进口的产成品价格弹性小，甚至可能会因为供给收缩而涨价，成本相对刚性。同时，亚洲的一些新兴市场依赖旅游业收入，泰国2018年旅游业对GDP贡献率约为20%，菲律宾2018年旅游业对GDP贡献率达到12.7%，疫情导致人员流动急剧放缓，旅游业损失惨重。同时，大部分新兴市场存在的财政、贸易双赤字问题会制约政策调控空间，这就导致，即便疫情过去了，这些国家的经济重建也变得相对困难。

图4： 新兴市场出口依赖度高

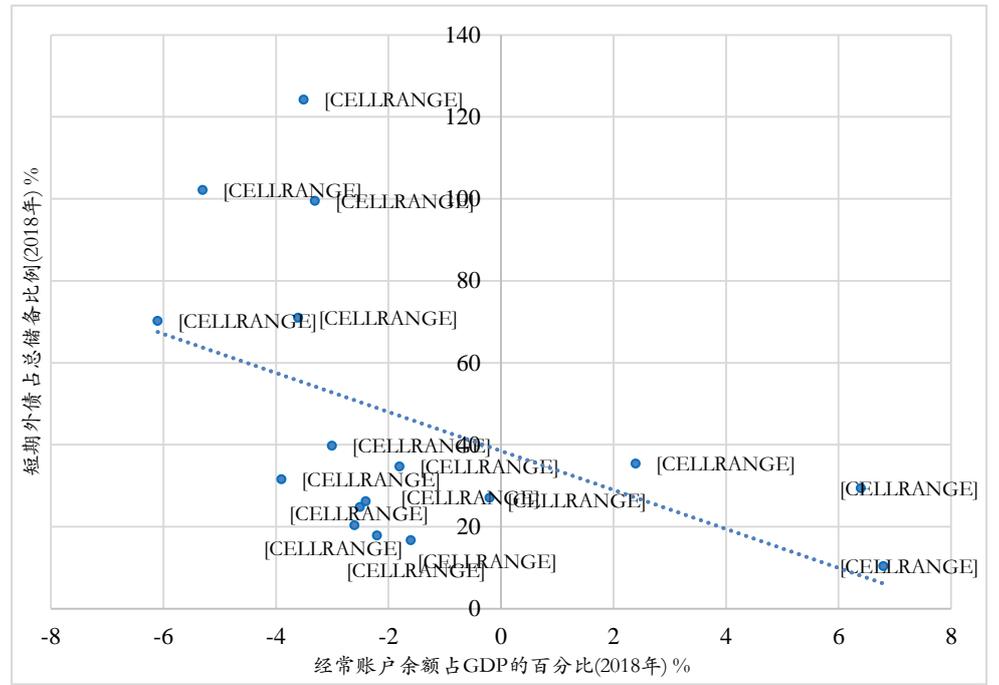


资料来源：Wind，新时代证券研究所

其次，新兴市场债务风险上升。新兴市场外债占比高，阿根廷、土耳其短期外债占外汇储备比重均超过100%，而新兴市场外汇储备不足，经常账户余额普遍是逆差，疫情将进一步恶化经常账户，导致偿债能力变弱。同时，美国无限量印钞，美联储资产负债表突破6万亿美元，较2019年末扩张46%，美国存款机构超额准备金达到26.4万亿美元，较2019年末扩张78%，在如此大规模印钞的情况下，美元指数仍然坚挺，新兴市场被动跟随美联储宽松，加上全球经济衰退风险急剧上升，新兴市场资本外流加剧，当地时间3月23日，IMF在G20财长和央行行长举行电话会议后发表声明，自危机开始以来，投资者已经自新兴市场撤资830亿美元，这是有史以来规模最大的资本外流。新兴市场货币加速贬值，印度卢比、阿根廷比索、

墨西哥比索、巴西雷亚尔等新兴市场货币兑美元创历史新低，本币贬值导致新兴市场偿还外债的成本上升。偿债能力减弱与成本提升加剧了新兴市场债务违约风险，新兴市场信用违约掉期指数（CDX Emerging Markets）飙升，阿根廷政府在4月6日表示，计划将根据本地法律发行的、总额约100亿美元的公共债务本息推迟到2020年年底支付，以缓解即将到来的偿付压力。

图5： 新兴市场经常账户余额普遍是逆差，短期外债占外汇储备比重较高

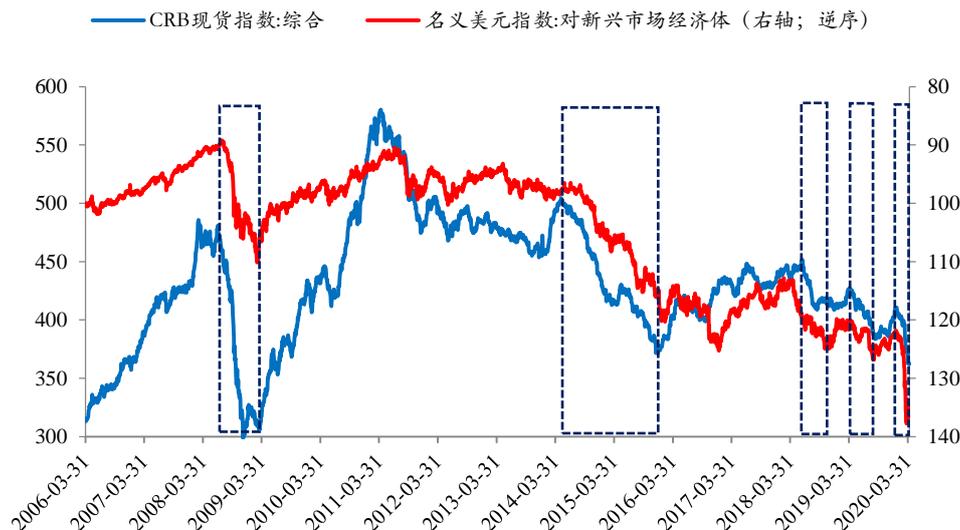


资料来源：Wind，新时代证券研究所

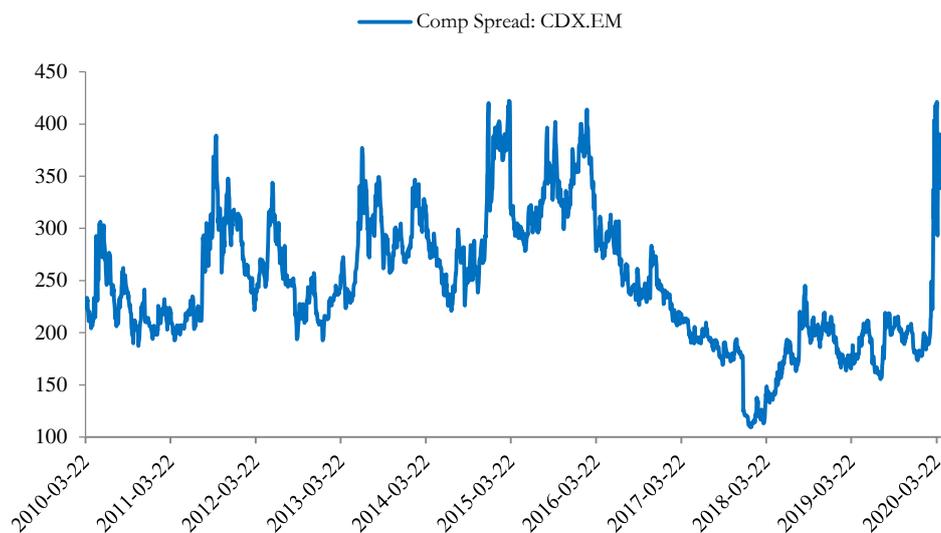
图6： 和金融危机时期一样，美联储大幅扩表，但美元指数仍然坚挺



资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图7：商品价格快速下跌往往伴随着新兴市场货币加速贬值**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图8：信用违约掉期指数（CDX）飙升**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

**最后，新兴市场出现难民潮的风险在提升。**新兴市场医疗条件有限，疫情防控能力相对较差，新兴市场疫情长尾效应可能会更明显。雪上加霜的是，部分产粮国开始限制粮食出口，当然疫情本身就会对贸易形成阻碍，据美联社4月10日报道，第二波蝗灾已开始侵袭非洲，规模是第一波的20倍，此前FAO预计，如果蝗灾不受控制，到6月东非的蝗虫数量可能会增加500倍，随着蝗灾在全球肆虐，将引发粮食产量锐减。疫情限制居民出行，对农作物供需两端都有影响，供给端，农业劳动力供给减少；需求端，人们囤积粮食的动机提升，如此一来，供需缺口加大，粮食价格存在上涨压力。联合国粮农组织也对此作出预警，3月31日，联合国粮农组织总干事撰写署名文章，呼吁全世界立即采取行动，最大限度减少新冠肺炎疫情对粮食供应链的冲击，防止这场公共卫生危机引发粮食危机，导致粮食供应中断或粮价过高。若出现粮食危机，则要对生活本就困难的人实施长时间隔离措施就更加

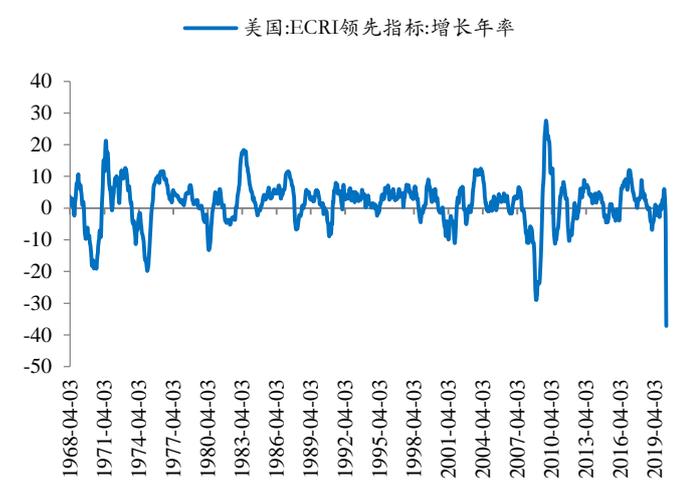
困难了，新兴市场抵抗疫情的能力将大幅降低，这就导致新兴市场出现难民潮的风险在提升。

## 2、美国经济与市场流动性观察

截至4月3日当周，美国ECRI领先指标增长年率为-37.1%，较前值（-26.9）进一步下滑并创1968年以来最低；纽约联储每周经济指数（WEI）为-8.9%，较前值（-6.2%）进一步下滑。

上周，美国金融市场流动性压力与恐慌情绪继续缓解，TED利差小幅回落至0.97%，VIX继续回落至41.6。美国信用风险也出现一定程度缓解，高收益企业债利差从9.43%回落至7.96%。

图9：美国ECRI领先指标增长年率回落



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10：纽约联储每周经济指数回落



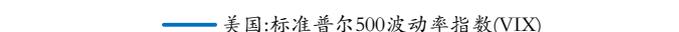
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图11：TED利差小幅回落



57

图12：VIX继续回落



00

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\\_5930](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_5930)

