

怎么看新兴市场？

报告摘要

● 怎么看新兴市场？

近期新兴市场经济数据表现出比较好的走势，许多国家的PMI已经出现了一定的企稳回升迹象。我们比较看好2020年新兴市场整体的经济表现，原因包括：

1、降息对经济增长的提振作用。2019年新兴市场经济体普遍降息，主要国家中，印度降息135BP、巴西降息200BP、俄罗斯降息150BP、南非降息25BP。相比较于发达市场而言，新兴市场的降息空间更高，降息对经济的传导效果也更好。

2、贸易问题出现一定缓解。新兴市场受到全球贸易形势的影响较大，而近期贸易利好频出：美墨加贸易协议敲定、中美达成第一阶段贸易协议、特朗普不再对进口汽车加征关税。另外，新兴市场货币在2019年下半年普遍出现贬值，这也对外需起到了推动作用。12月2号，特朗普表示立即恢复对从巴西和阿根廷进口的钢铝产品加征关税，但从股市表现看，此次加征关税的影响并不大。

3、美元指数倾向于下行。欧洲经济最差的时候大概率已经过去，加上英国顺利脱欧，美元指数倾向于下行。从历史数据看，一般美元指数下行时，受益于资本外流压力减轻，新兴市场国家经济普遍表现较好。

另外，关于债务风险问题，我们认为新兴市场的整体债务风险有所缓解，但部分国家仍可能有债务问题，不过风险的扩散性不强。

1、新兴市场整体债务风险有所缓解。首先，从杠杆率上来看，2016年后新兴市场的杠杆率开始趋于下降，尤其是印度、俄罗斯、巴西，下降速度很快；其次，外债依赖度同样在走弱，印度、俄罗斯、巴西的外债占名义GDP比重均有一定的回落。因此，新兴市场的债务风险在边际上是趋缓的，出现大面积金融风险的概率不高。

2、但部分国家仍可能有债务问题。土耳其、阿根廷等国家的债务风险还是存在，不过在美元可能下行的情况下，发生的概率很不确定。土耳其与阿根廷有以下几点相似之处：（1）双赤字。财政赤字率方面，土耳其为7.14%，阿根廷为3.43%，贸易赤字率方面，土耳其为7%，阿根廷为0.7%；（2）外储对外债的覆盖率低。土耳其为16.44%，阿根廷为20.15%，与之对比，同期中国为156.12%；（3）通胀率高。2019年11月土耳其CPI同比为10.56%，阿根廷CPI同比高达51.4%。

但是由于土耳其和阿根廷在新兴市场中并不处于特别核心的位置，预计不会对整体造成太大的影响。相反，土耳其对发达市场的影响可能还会更大些，因为土耳其最大的三个外债国是意大利、西班牙和法国，而土耳其又不属于欧元区，无法用本币偿还债务。

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

姚世泽

szyao@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究：

莫尼塔研究是财新集团旗下的一家独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。

目录

一、主题评论：怎么看新兴市场？	4
二、海外重点事件追踪	6
1、美联储举行议息会议	6
2、欧洲央行举行议息会议	7
3、英国大选落下帷幕	7
三、大类资产走势回顾	7
1、汇率：美元指数下降至 97.18	7
2、商品：原油价格明显上涨	8
3、股债：全球股市明显上涨	8
四、海外央行观点追踪	9
1、美联储主要官员表态追踪	9
2、欧央行主要官员表态追踪	9
3、日央行主要官员表态追踪	9
4、其他央行主要官员表态追踪	9
五、海外市场机构观点追踪	9

图表目录

图表 1：许多新兴市场 PMI 出现一定企稳回升	4
图表 2：主要新兴市场国家降息幅度	4
图表 3：新兴市场货币在 2019 年下半年普遍贬值	4
图表 4：巴西和阿根廷股市对关税的反应并不大	4
图表 5：美元指数与美欧经济预期差正相关	5
图表 6：美元指数下行时新兴市场普遍表现较好	5
图表 7：新兴市场非金融企业部门杠杆率整体回落	5
图表 8：新兴市场不存在全局性的外债压力	5
图表 9：土耳其阿根廷财政赤字占名义 GDP 比重	6
图表 10：土耳其阿根廷贸易赤字占名义 GDP 比重	6
图表 11：土耳其阿根廷外汇储备对外债的覆盖率	6
图表 12：土耳其和阿根廷的通胀率非常高	6
图表 13：上周美元指数下降至 97.18	8
图表 14：上周英镑出现大幅上涨	8

图表 15: 上周原油价格明显上涨	8
图表 16: 上周黄金价格小幅下跌	8
图表 17: 上周全球股市明显上涨	9
图表 18: 上周美德、美日利差均上升.....	9

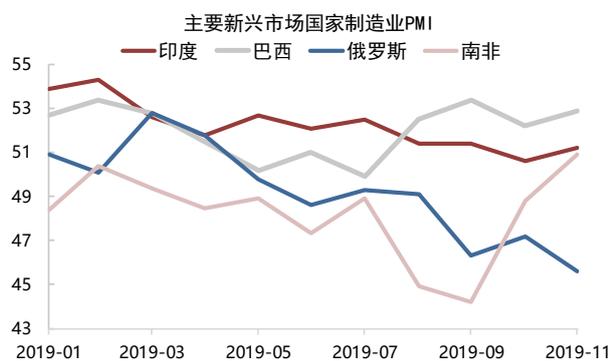
一、主题评论：怎么看新兴市场？

近期新兴市场经济数据表现出比较好的走势，许多国家的PMI已经出现了一定的企稳回升迹象（图表1）。我们比较看好2020年新兴市场整体的经济表现，原因包括以下三点：

1、降息对经济增长的提振作用。

2019年新兴市场经济体普遍降息，主要国家中，印度降息135BP、巴西降息200BP、俄罗斯降息150BP、南非降息25BP（图表2），中国也下调了MLF、LPR等利率。相比较于发达市场而言，新兴市场的降息空间更高，降息对经济的传导效果也更好，因为并不在流动性陷阱之中。

图表 1：许多新兴市场 PMI 出现一定企稳回升



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 2：主要新兴市场国家降息幅度



来源：Wind，莫尼塔研究

2、贸易问题出现一定缓解。

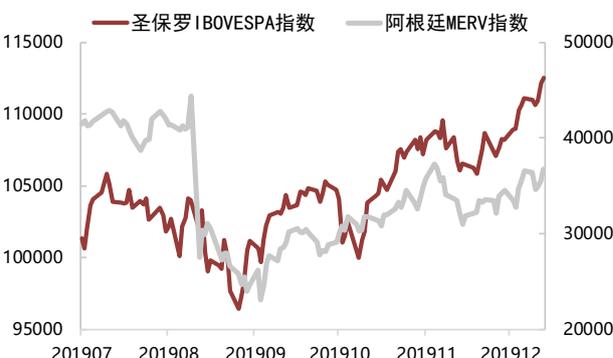
新兴市场的对外贸易依存度一般较高，经济增长更多依靠外需，因此受到全球贸易形势的影响较大，而近期贸易利好频出：美墨加贸易协议敲定、中美达成第一阶段贸易协议、特朗普不再对进口汽车加征关税。另外，新兴市场货币在2019年下半年普遍出现贬值，这也对外需起到了推动作用（图表3）。12月2号，特朗普表示由于巴西和阿根廷两国货币大幅贬值，美国将立即恢复对从巴西和阿根廷进口的钢铝产品加征关税，税率分别为25%和10%，但从股市的表现看，此次加征关税的影响并不大（图表4）。

图表 3：新兴市场货币在 2019 年下半年普遍贬值



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 4：巴西和阿根廷股市对关税的反应并不大



来源：Wind，莫尼塔研究

3、美元指数倾向于下行。

欧洲经济最差的时候大概率已经过去，2019年的“美强欧弱”将转为2020年的“欧强美弱”，再加上英国顺利脱欧带来的英镑和欧元上涨，这将会给美元指数带来拖累，美元指数倾向于下行（图表5）。从历史数据看，一般美元指数下行时，受益于资本外流压力减轻，新兴市场国家经济普遍表现较好（图表6）。

图表 5：美元指数与美欧经济预期差正相关



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 6：美元指数下行时新兴市场普遍表现较好



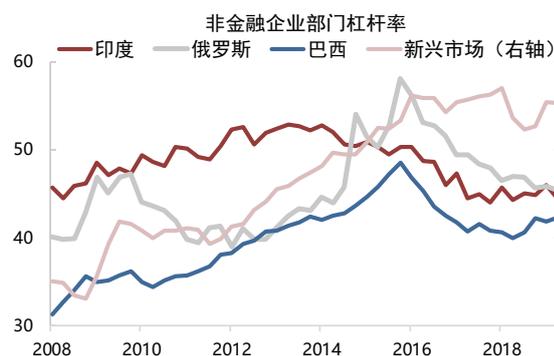
来源：Wind，莫尼塔研究

另外，关于新兴市场的债务风险问题，我们认为新兴市场的整体债务风险有所缓解，但部分国家仍可能有债务问题，不过这些国家风险的扩散性不强。

1、新兴市场整体债务风险有所缓解。

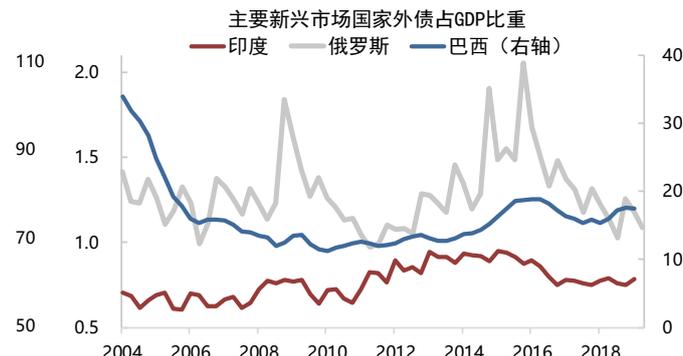
首先，从宏观杠杆率上来看，新兴市场在2008年金融危机后确实快速上升，但在2016年后，新兴市场的总体杠杆率开始趋于下降，尤其是印度、俄罗斯、巴西，下降速度很快（图表7）；其次，新兴市场的外债依赖程度同样在走弱，印度、俄罗斯、巴西的外债占名义GDP比重均有一定的回落（图表8）。因此，新兴市场的债务风险在边际上是趋缓的，出现大面积金融风险的概率不高。

图表 7：新兴市场非金融企业部门杠杆率整体回落



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 8：新兴市场不存在全局性的外债压力



来源：Wind，莫尼塔研究

2、但部分国家仍可能有债务问题。

土耳其、阿根廷等国家的债务风险还是存在，不过在美元可能下行的情况下，发生的概率很不确定。土耳其与阿根廷有以下几点相似之处：

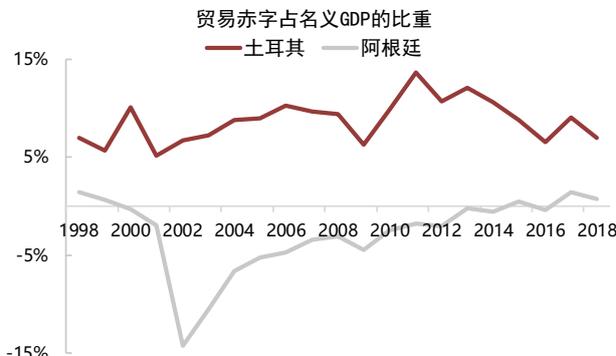
(1) 双赤字。财政赤字方面，截至2019年三季度，土耳其的财政赤字率为7.14%；截至2017年底，阿根廷的财政赤字为3.43%，2018年和2019年大概率会更高（图表9）。贸易赤字方面，土

土耳其从1947年开始便一直是贸易赤字国，2018年贸易赤字占名义GDP的比重为7%；阿根廷的情况稍好些，2018年贸易赤字仅占GDP的0.7%，2019年前三季度已经转为贸易顺差（图表10）。

图表 9：土耳其阿根廷财政赤字占名义 GDP 比重 图表 10：土耳其阿根廷贸易赤字占名义 GDP 比重



来源：Wind，莫尼塔研究



来源：Wind，莫尼塔研究

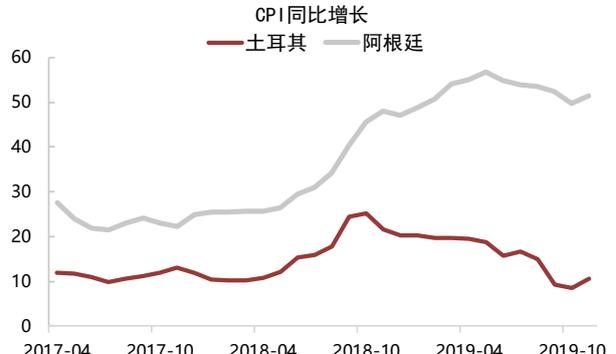
(2) 外储对外债的覆盖率低。截至2019年6月，土耳其的外汇储备对外债的覆盖率是16.44%，阿根廷的外汇储备对外债的覆盖率是20.15%（图表11）。与之对比，同期中国的外汇储备对外债的覆盖率是156.12%。

(3) 通胀率高。截至2019年11月，土耳其的CPI同比为10.56%，阿根廷的CPI同比则高达51.4%（图表12）。

图表 11：土耳其阿根廷外汇储备对外债的覆盖率 图表 12：土耳其和阿根廷的通胀率非常高



来源：Wind，莫尼塔研究



来源：Wind，莫尼塔研究

但是由于土耳其和阿根廷在新兴市场中并不处于特别核心的位置，因此预计不会对整体造成太大的影响。相反，土耳其对发达市场的影响可能还会更大些，因为土耳其最大的三个外债国是意大利、西班牙和法国，而土耳其又不属于欧元区，无法用本币偿还债务。

二、海外重点事件追踪

1、美联储举行议息会议

北京时间12月12日凌晨，美联储召开议息会议，维持联邦基金利率目标区间1.5%-1.75%不变，符合市场的普遍预期。根据点阵图的显示，在17位美联储官员中有13位预期2020年利率保持不变，有4位预期加息一次，这是美联储在政策态度上的一次重要转变。从11月27日公布的经济褐皮书中也能看出美联储的乐观看法，这与我们观察到的数据基本一致，我们对明年的美国经济偏乐观，尤

其是前三季度，主要的推动力是服务业消费、制造业和房地产。另外，在未来的政策节奏上，一个很重要的变化是市场开始出现了加息预期，可能原因在于通胀预期有所回升。

在货币市场流动性方面，美联储重申了“将购买国库券直至2020年第二季度”这一计划，另外还有三点需要注意：（1）关于长期回购工具。即便美联储确定了要建立长期回购工具，那还有一些具体操作层面的问题需要解决，推出的时间也不会太早，预计最早需要到2020年二季度左右；

（2）关于扩表政策的效果。美联储的政策确实有效地压低了联邦基金利率，但由于本次扩表的量并没有显著高于名义GDP增速，因此其主要用于缓解银行储备金不足的问题，对于长端利率的影响会比较小；（3）关于年末的流动性问题。在12月16日这一周，确实存在再次发生“钱荒”的可能性，不过考虑到银行体系准备金余额较9月16日当周上涨了9.19%，因此，我们比较倾向于认为，尽管有可能再次出现“钱荒”，但整体规模和影响上没有9月份那么大。

2、欧洲央行举行议息会议

北京时间12月12日晚间，欧洲央行举行议息会议，保持三大利率不变，符合市场预期。近期欧洲经济数据呈现出良好走势，制造业PMI、投资信心指数、汽车产销量等数据均出现了一定的转好。我们认为，欧洲经济最差的时候可能已经过去，原因有三点：（1）欧元汇率对欧洲经济有着非常稳定的领先性。欧洲是典型的外向型经济体，商品和服务出口占GDP的比重远高于其他主要国家。从历史数据看，欧元汇率对欧洲经济有着非常稳定的领先性，领先时间在1年左右。目前欧元汇率已经下跌至1.10，处于非常低的位置，考虑到脱欧与贸易的不确定性大大减小，预计汇率对经济的提振作用将很快显现出来。简单回归可知，目前的汇率水平大致会使2020年的欧元区制造业PMI上升到55左右；（2）英国硬脱欧风险大幅缓释。约翰逊获胜后，英国将大概率在2020年1月31日完成脱欧，并在2020年12月31日结束脱欧过渡期。英国硬脱欧风险出现大幅缓释，这对欧洲经济会是个有力支撑；（3）货币政策与财政政策也能起到一些托底作用。货币政策方面，拉加德上任后不大可能改变欧央行的鸽派立场，尽管宽松的货币政策不会对欧洲经济起到太大拉动，但至少可以为欧洲经济保持一个低利率环境，起到一定的托底作用；财政政策方面，由于财政制度的问题，欧洲大规模财政刺激的可能性非常低，但不排除会有小规模刺激为经济托底的可能性。

3、英国大选落下帷幕

2019年12月12日英国举行大选，保守党获得议会650个席位中的364席，比半数门槛多出39席，比其他政党合计多出78席，获得议会的绝对多数席位，从而保守党可以一党组阁，鲍里斯·约翰逊也顺利当选为英国首相。

相较于2017年的英国大选，彼时保守党获得了议会650个席位中的318席，没有超过半数，因此特蕾莎·梅只能和北爱尔兰民主统一党联合组阁才能上任首相。特蕾莎·梅的脱欧协议迟迟不能

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_8321

