

新兴市场进入危机多发期

——危机传导与防守韧性

- ❖ **资本外流加速，新兴市场再遇危机。**新兴市场在2017年吸引力增加、实现大量资本流入的条件包括：全球主要经济体同步增长、新兴市场与发达市场的经济增速差扩大、全球贸易复苏、中国经济增长动力强劲等。显然，进入2018年之后这些有利因素都在迅速减弱或消失，同时各种风险因素激增，全球增长放缓，美欧增速分化，贸易争端升级，美联储加快收紧货币政策等，导致资本向新兴市场的流入速度大幅减缓，从阿根廷比索、土耳其里拉到南非兰特，新兴市场货币承压，部分甚至出现货币危机。
- ❖ **四要素分析法：新兴市场已进入危机多发阶段。**近期触发土耳其货币与经济危机的直接导火索是美国与土耳其关系交恶，市场也充分认识到土耳其经济的隐患并非“一日之寒”。由于国别原因远不足以解释新兴市场在危机边缘的不同命运，我们提出“四要素”方法来解释和判断新兴市场的压力：**(1) 全球货币环境。**新兴市场国家的金融波动有40%以上可被全球金融环境来解释，美联储的货币政策对新兴市场经济的影响超过了新兴市场自身货币政策的影响。而且新兴市场货币走势与美元周期高度相关，强美元和紧货币下的新兴市场往往压力最大。**(2) 前期流入资本决定回吐程度。**后危机时代的流动性扩张使得大量资本流入新兴市场以寻求更高收益，推高了资产价格，增加了新兴市场对外部资本的依赖。当美联储等央行逆向调整货币政策时，新兴市场资本流动的方向也随之逆转，“热钱”的迅速撤离使新兴市场国家经济体系受创。**(3) 经济周期（特别是贸易周期）。**压力是否会恶化为危机在很大程度上取决于新兴市场的经济基本面。**(4) 非市场风险。**国际制裁、大选、国内政治持续动荡等都会使得前三项要素构筑的压力迅速集中爆发，并可能引起更大范围的恐慌。之前大量“热钱”流入土耳其，前两年全球贸易的复苏暂缓了贬值压力向全面危机的转化。今年开始贸易战拖累全球经济和贸易增速放缓，致使土耳其雪上加霜。近日的非市场因素，即美土交恶，直接触发了市场积聚已久的恐慌与忧虑。
- ❖ **新兴市场面临自身脆弱性和别国传染性的叠加效应。**当前土耳其出现的货币危机究竟会留在国境之内还是会继续蔓延开来，是市场关注的核心问题。我们总结了四项国家间危机蔓延机制：经济纽带（economic linkages）、警惕意识（heightened awareness）、资产调整（portfolio adjustment）和羊群效应（herd behavior）。当前占主导的是警惕情绪和羊群效应，意味着受波及国家可采用控制资本流动、迅速调整货币政策等，来释放积极信号、稳定市场预期，这也是我们认为当前的土耳其危机传染性适中的主要原因。但这并不意味着新兴市场国家能够很快渡过难关，因为当前新兴市场存在多种潜在危机并行，受波及国家很可能成为下一个危机源头。
- ❖ **韧性评估。**在新兴市场普遍面临严峻挑战的情况下，哪些国家更加脆弱、更容易爆发危机级别的震动事件？首先，要看该国整体宏观经济状况，这是防御韧性的基础。若整体经济加速下行，宏观失控风险加大，脆弱性大大增加。第二，要看该国的危机防御能力，最主要的表现就是短期债务偿还能力。新兴国家外围压力加大的时期，通常会大幅增加内外债，其中的外债部分风险更大，一旦难以偿付则会引发货币贬值、外债难偿的恶性循环。另一点是许多分析忽视的，即非市场因素，特别是政治稳定程度、政府实行政策的有效性以及对于经济社会体系监督的质素等，这些因素决定了该国是否能够运用相应的金融和货币政策来应对压力，同时对判断该国爆发危机的时间点具有重要参考价值。
- ❖ **综合来看，危机风险最大的新兴经济体包括阿根廷、土耳其、委内瑞拉、埃及、巴西、南非和俄罗斯等。**捷克、中国和波兰的情况相对稳健。由于新兴经济体已经进入危机易发、高发阶段，风险名单还在加长。尽管目前看来新兴市场全面爆发危机的概率不高，不少国家经济增速仍有支撑，但此起彼伏的剧烈波动使得新兴市场的投资吸引力锐减，投资者需要更加谨慎地分辨新兴市场的投资机会。

成亚曼, 博士

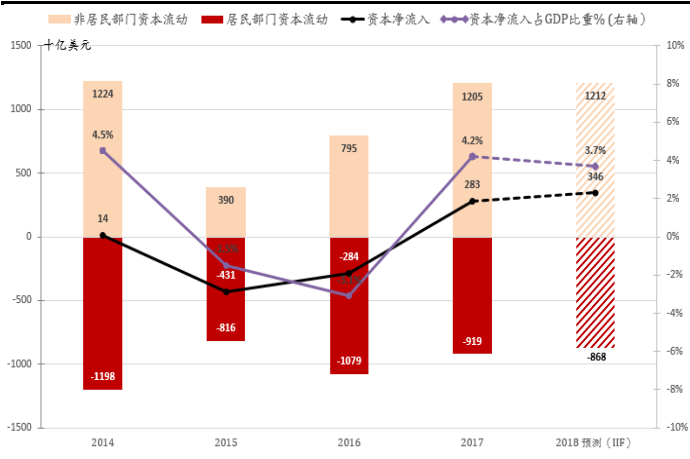
电话: (852) 3900 0868

邮件: angelacheng@cmbi.com.hk

资本外流加速，新兴市场再遇危机

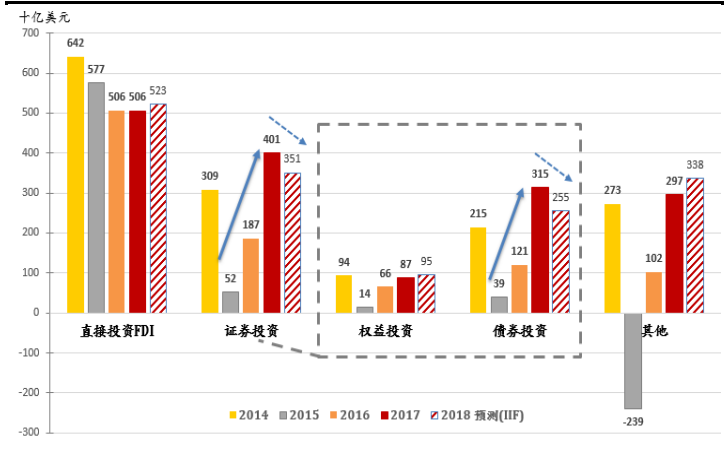
经历了两年的资本净流出之后，许多新兴市场国家在2017年实现了资本流动方向的逆转，资本净流入量达到GDP总量的4.2%，其中外商直接投资（FDI）依然是主要渠道；与此同时，受到债券投资市场拉动，通过投资组合（Portfolio Investment）渠道流入的资本高速增长，从2015年的520亿美元迅速升至2017年的4010亿美元。

图1:新兴市场资本流动及GDP占比



资料来源: IIF、招银国际研究

图2:新兴市场资本流入渠道比较

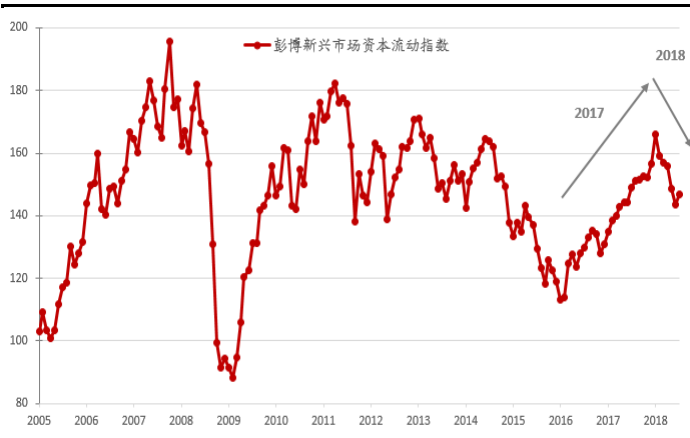


资料来源: IIF、招银国际研究

新兴市场在2017年吸引力增加、得以迅速发展的要素条件包括：（1）全球主要经济体同步增长创造出优质投资环境；（2）新兴市场与发达市场的经济增速差扩大，加大新兴市场吸引力；（3）全球贸易复苏，新兴市场国家经济受益；（4）中国经济增长动力强劲。显然，进入2018年之后这些有利条件都在迅速减弱或消失。

上年有利条件消失的同时，各种风险因素激增：全球增长放缓，美欧增速分化，贸易争端升级，美联储加快收紧货币政策等，导致今年以来资本向新兴市场的流入速度大幅减缓，从阿根廷比索、土耳其里拉到南非兰特，新兴市场货币承压，部分甚至出现货币危机。

图3:新兴市场资本流动趋势在2018年遭遇逆转



资料来源: 彭博、招银国际研究

图4:美元走强，新兴市场货币承压



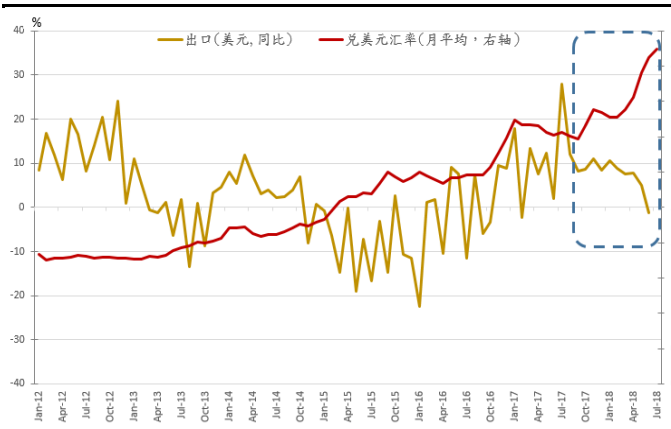
资料来源: 彭博、招银国际研究

四要素分析法看新兴市场危机

近期触发土耳其货币与经济危机的直接导火索是美国与土耳其关系交恶。当然，市场也充分认识到土耳其经济的隐患并非“一日之寒”，从2013年“削减恐慌”开始就一直对土耳其保持警惕。除土耳其之外，早前还有阿根廷等新兴市场引起广泛关注。如果我们分别分析这些国家，自然可以罗列许多国别原因，却远不足以理解新兴市场国家在危机边缘的不同命运。因此，我们提出“四要素”的分析框架来解释和判断新兴市场的压力：

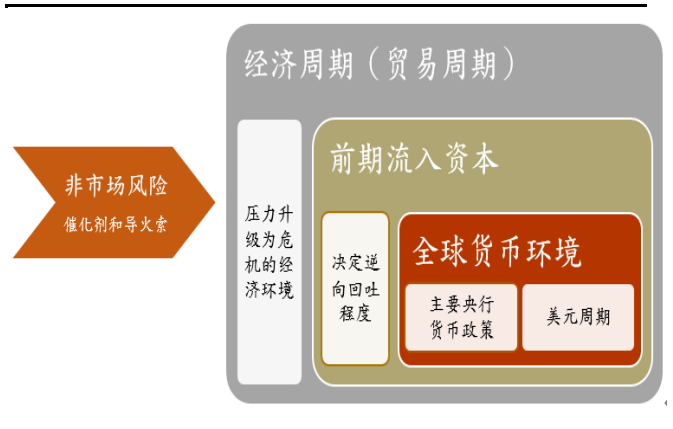
- ❖ **要素一：全球货币环境。**新兴市场国家的金融波动有40%以上可被全球金融环境来解释。通过分析历史数据我们看到，美国加息政策对新兴市场经济的影响超过了新兴市场自身货币政策的影响。在2013年，仅仅是美联储计划逐渐削减量化宽松的意图就已经足以在新兴市场引发巨大波动，引起“削减恐慌”。2018年以来美、欧等主要经济体加快货币政策正常化过程（各大央行货币政策请参见每月**全球宏观报告**），全球流动性骤减使得新兴市场国家压力倍增。而且，新兴市场货币走势与美元周期高度相关，从今年二季度开始美元指数不断走强，强美元和紧货币下的新兴市场往往压力最大。
- ❖ **要素二：前期流入资本决定回吐程度。**2008年金融危机之后的流动性扩张使得大量资本流入新兴市场以寻求更高收益，推高了资产价格，增加了新兴市场对外部资本的依赖度。当美联储等央行逆向调整货币政策时，新兴市场资本流动的方向也随之逆转，“热钱”的迅速撤离使这些新兴市场国家利率急剧飙升，经济体系受创。
- ❖ **要素三：经济周期（特别是贸易周期）。**前两项要素的存在意味着新兴市场承受的外部压力增大，但压力是否会恶化为危机在很大程度上取决于新兴市场经济基本面。当全球经济和贸易增长动力减退、新兴市场失去外部支撑的情况下，其脆弱性大大增加。当前美欧同步复苏已经终结，增速分化加大，中国经济下行压力叠加（参见**中期经济展望**），此轮全球增长动力难再恢复，贸易的繁荣景象只能停留于去年。介于大部分新兴市场经济对贸易是否景气高度敏感，当前下行的经济周期和贸易环境使得新兴经济体失去经济发展的重要支撑和动力来源，防御风险能力大幅降低，新兴经济体进入危机高发阶段。
- ❖ **要素四：非市场风险。**国际关系的变化、国内政治的震荡等非市场因素往往是危机的催化剂和导火索，不应被忽视。国际制裁、大选、国内政治持续动荡等都会使得前三项要素构筑的压力迅速集中爆发，并可能引起更大范围的恐慌。

图 5: 出口转差伴随土耳其里拉加速贬值



资料来源: CEIC、招银国际研究

图 6: 新兴市场危机的四要素分析框架



资料来源: 招银国际研究

从“四要素”框架来分析近期的土耳其可以很清楚地看到危机爆发的原因。从第一个要素分析，全球货币环境对土耳其不利。之前又有大量“热钱”流入土耳其，2017年通过证券投资组合进入土耳其的资本是2016年的接近4倍，达243亿美元，意味着一旦“热钱”逆向流出造成的冲击就越大。实际上土耳其里拉近两年已经开始进入快速贬值通道，但前两年全球贸易的复苏支撑了土耳其经济，暂缓了贬值压力向全面危机的转化。今年开始贸易战拖累全球经济和贸易增速放缓，致使土耳其雪上加霜。近日的非市场因素，即美土交恶，直接触发了市场积聚已久的恐慌与忧虑。

国家间危机蔓延机制

当前土耳其出现的货币危机究竟会留在国境之内还是会继续蔓延开来，是市场关注的核心问题。尽管“四要素分析法”能够解释大部分新兴市场压力的来源及触发条件，但还需要解释危机为何会在新兴市场间迅速蔓延或传染（cross-country contagion）。基于已有研究，我们总结了四项主要的蔓延机制：

- ❖ **机制一：经济纽带(economic linkages)。**爆发经济或货币危机的新兴市场国家对与之经济联系紧密的其他国家造成冲击。

- ❖ **机制二：警惕意识 (heightened awareness)**。某一新兴市场爆发危机会使得投资者重新审视在其他类似国家的资产配置，进而在其他国家也引发危机。
- ❖ **机制三：资产调整 (portfolio adjustment)**。由于流动性紧张，当一个新兴市场出现问题的时候，投资人有可能削减其他新兴市场的资产份额来弥补在危机国家的投资收益，造成别国同样出现危机。
- ❖ **机制四：羊群效应 (herd behavior)**。当投资者认为其他大多数投资者都在逃离新兴市场的时候，也会跟随做出同样的选择。

当前，警惕情绪（机制二）和羊群效应（机制四）是占主导的蔓延机制，土耳其里拉崩触及市场对于新兴市场压力的长期忧虑，波及到南非、印尼和墨西哥等国家。比起通过经济纽带传导的危机，情绪主导的蔓延情况下受波及国家可以采用的政策更多，包括控制资本流动、迅速调整货币政策等，来释放积极信号、稳定市场预期。这也是我们认为当前的土耳其危机传染性适中的主要原因。

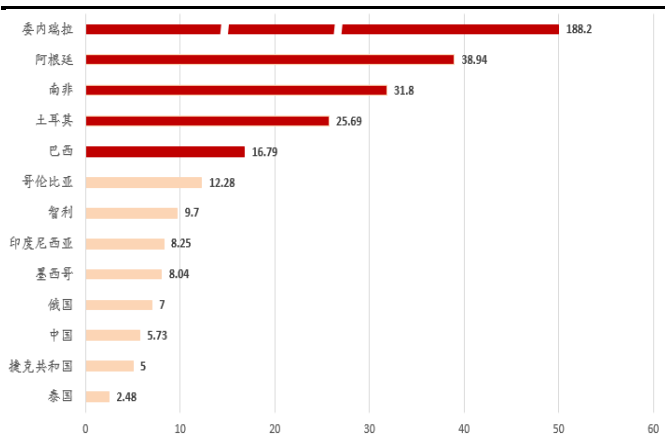
但土耳其危机的传染可控并不意味着新兴市场国家能够很快渡过难关，因为当前新兴市场存在多种潜在危机并行，受波及国家很可能成为下一个危机源头，全球经济和货币政策以及新兴国家资本流动的性质，决定了它们面对的是自身脆弱性和别国传染性的叠加效应，至于是否可控、何时爆发取决于各国内部的演绎。

新兴市场韧性评估

我们还需要回答的问题是：在新兴市场普遍面临严峻挑战的情况下，哪些国家更加脆弱、更容易爆发危机级别的震动事件？过去经验表明，有的新兴市场国家更易爆发危机或受传染，而另一些则表现出更强的韧性，其中的差异可主要分为三方面：

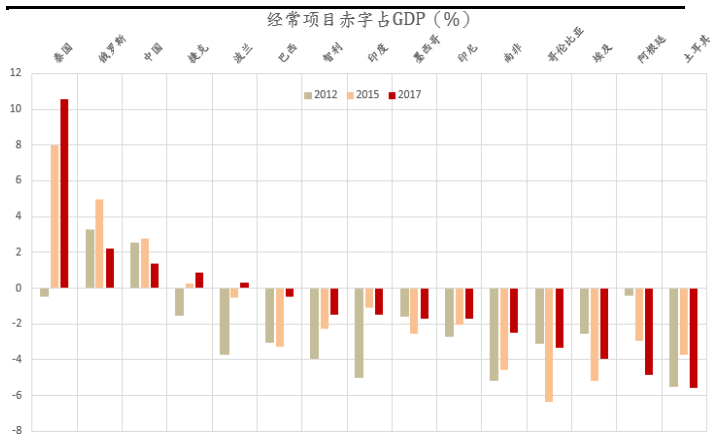
首先，要看该国整体宏观经济状况，这是防御韧性的基础。新兴市场国家虽常常作为一个整体出现，但国家间的差别很大，其宏观经济总体素质决定了其防守韧性。例如部分国家内部通胀率和失业率上升过快，通常意味着其整体经济加速下行，宏观失控风险加大，脆弱性大大增加。从这个角度看，委内瑞拉的情况最为严重，阿根廷、南非、土耳其和巴西面临的经济问题也较突出，中国、捷克、泰国等情况较好。

图 7: 通胀与失业率之总和 (痛苦指数)



资料来源：彭博、招银国际研究

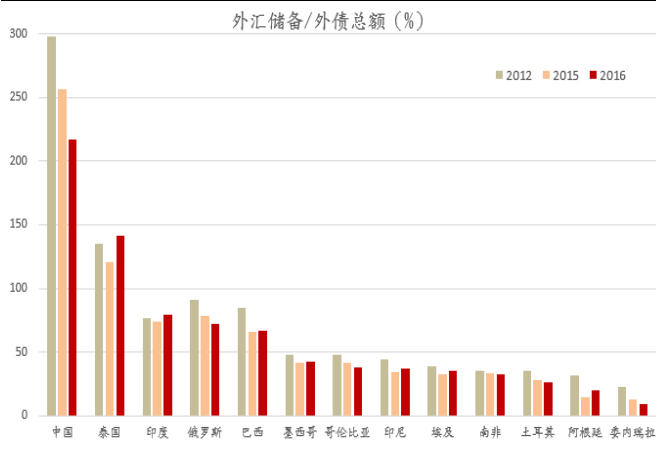
图 8: 经常项目赤字过高埋下隐患



资料来源：彭博、招银国际研究

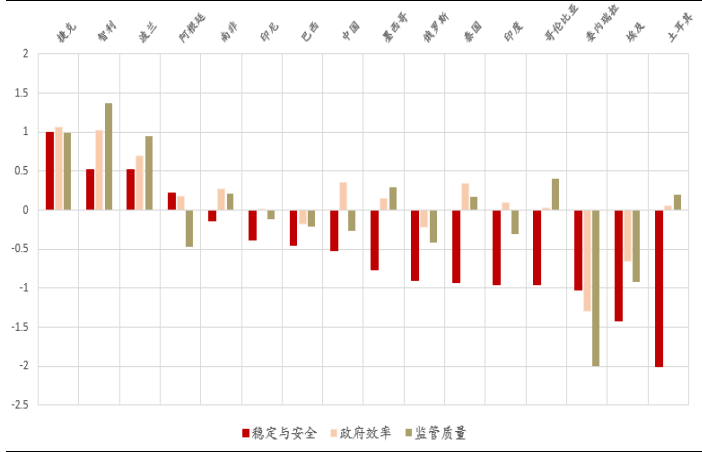
第二，要看该国的危机防御能力，最主要的表现就是短期债务偿还能力。新兴国家外圍压力加大的时期，通常会大幅增加内外债，其中的外债部分风险更大，一旦难以偿付则会引发货币贬值、外债难偿的恶性循环。从这个角度来看，中国、泰国等国防御能力较强，委内瑞拉、阿根廷、土耳其、南非、埃及和哥伦比亚等国的韧性明显偏低。

图 9: 外汇储备与外债的比例



资料来源: 彭博、招银国际研究

图 10: 不可忽视非市场因素



资料来源: 世界治理指数、招银国际研究

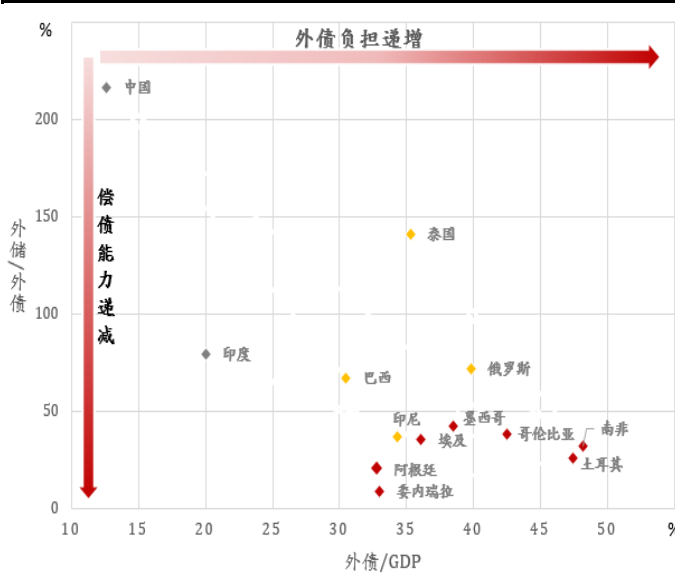
另一点是许多分析忽视的重要因素，就是该国的非市场风险。特别是该国的政治稳定程度、政府实行政策的有效性以及对于经济社会体系监督的质素等。这些因素决定了该国是否能够运用相应的金融和货币政策来应对压力，同时对判断该国爆发危机的时间点具有重要参考价值。从该角度分析，捷克和智利的管治能力和政治稳定性较强，土耳其、委内瑞拉、哥伦比亚、泰国和俄罗斯等非市场风险更加密集。

从这三个方面出发，我们还通过分析外债/GDP、财政盈余（赤字）/GDP、杠杆率等多维数据来佐证对于主要新兴市场国家韧性的判断。

总体来看，危机风险最大的新兴经济体包括阿根廷、土耳其、委内瑞拉、埃及、巴西、南非和俄罗斯等，捷克、中国和波兰的情况相对稳健。由于新兴经济体已经进入危机易发、高发阶段，风险名单还在加长。

尽管目前看来新兴市场全面爆发危机的概率不高，不少新兴市场经济增速依然有支撑，但此起彼伏的剧烈波动使得新兴市场的投资吸引力锐减，投资者需要更加谨慎地分辨新兴市场的投资机会。

图 11: 外债负担和偿债能力分析



资料来源: 彭博、招银国际研究 (红色: 相对悲观; 橙色: 中性; 灰色: 相对乐观)

图 12: 新兴市场国家风险评估

	GDP增长率 (2017)	宏观经济状况	危机应对能力	非经济因素	总体风险评估
委内瑞拉	-7.4	●	●	●	●
阿根廷	2.9	●	●	●	●
土耳其	7.4	●	●	●	●
埃及	4.2	●	●	●	●
南非	1.3	●	●	●	●
哥伦比亚	1.8	●	●	●	●
巴西	1	●	●	●	●
俄罗斯	1.5	●	●	●	●
印度	6.6	●	●	●	●
泰国	3.9	●	●	●	●
印尼	5.1	●	●	●	●
墨西哥	2	●	●	●	●
智利	1.5	●	●	●	●
波兰	4.6	●	●	●	●
中国	6.9	●	●	●	●
捷克	4.3	●	●	●	●

资料来源: IMF、招银国际研究 (红色: 相对悲观; 橙色: 中性; 灰色: 相对乐观)

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道三号冠君大厦 45 及 46 楼 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。