



联讯证券专题研究

当全球新一轮宽松周期来临

2019 年 07 月 03 日

投资要点

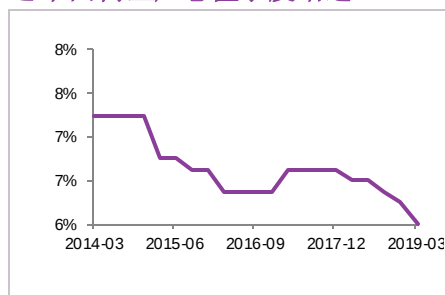
分析师：李奇霖

执业编号：S0300517030002

电话：010-66235770

邮箱：liqilin@lxsec.com

近年国内生产总值季度增速



资料来源：聚源

相关研究

《5 月经济数据反映了什么？》

2019-06-14

《利率并轨专题》2019-06-19

《怎么看 2019 下半年？》2019-06-21

《疯狂的石头》2019-06-25

《资本赋能与粤港澳大湾区创新》
2019-06-28

◇ 当全球新一轮宽松周期来临

过去十一年，全球经济与金融的生态是一个发达经济体提供流动性，新兴市场国家加杠杆提供资产的分工体系。

在这种分工体系下，发达经济体的消费需求虽有所恢复，但与金融危机前相比，克制了不少，新兴市场所面对的外需环境与 2008 年前相比实际在走弱。金融资本由于新兴市场加杠杆创造出不少高收益资产，大量流入新兴市场。新兴市场国家的国际收支表因此出现了经常账户盈余收缩（17 个新兴市场国家经常账户余额加总，从 2007 年 3633 亿美元收缩至 2018 年 1278 亿美元），资本账户顺差扩张，外债规模增速加快的变化。

十一年后，当全球经济增长的步伐再度放缓，货币政策再宽松的浪潮又一次卷土重来，新兴市场国家有两个选择。

一种选择是，继续接棒加杠杆。在极端情况下，由于内部资本稀缺+本币边缘化+经常账户盈余收缩力量强化，做出这种选择的新兴市场国家既难再有足够的内部储蓄来推动投资，也难再获得稳定且持久的外来储蓄，最后为了弥补储蓄-投资的缺口，只能冒险选择举借不稳定的外债来做货币错配。

在以发达经济体为核心的国际货币体系下，货币错配造成的外债规模膨胀意味着新兴市场国家将随着发达经济体的货币周期的变动而动荡。

另一种选择是，保持定力，顺应趋势，以改革推动经济出清，向英美等具备较高抵御外部冲击能力的发达国家靠拢。

无论是从经济实力与综合国力来看，还是经济与金融系统应对外部冲击的稳定性与工具来说，我国目前完全有资格和能力走改革转型的道路。从中央设立科创板+管控地方政府债务+调控房地产+结构性去杠杆等一系列的综合举措来看，现在也确实在朝着这个方向前进。

未来，随着经济对基建与地产的依赖下滑，创新与科技发力推升全要素生产率成为增长的主要动力，人民币资产将越来越受全球资本的认可。

◇ 风险提示：外债规模增长超预期



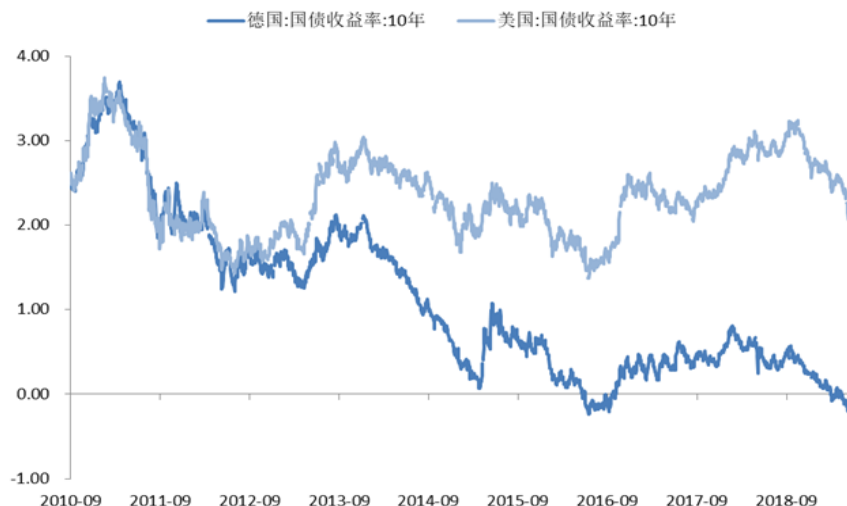
图表目录

图表 1: 德债与美债在 5 月份后快速下行, 新一轮的宽松周期在加快到来.....	3
图表 2: 金融危机后新兴市场国家是加杠杆的主力	3
图表 3: 新兴市场国家的外债存量总规模在金融危机后加速上涨	4
图表 4: 2018 年末各个国家的外债构成	6



5月以来,随着全球经济景气度的下滑,各主要经济体的国债到期收益率大幅下行,十年德债下行 35BP 跌至-0.32%的历史最低点,十年美债下行 53BP 跌破 2%,欧央行与美联储接连释放鸽派信号,新一轮宽松周期正在加快到来。

图表1: 德债与美债在 5 月份后快速下行,新一轮的宽松周期在加快到来



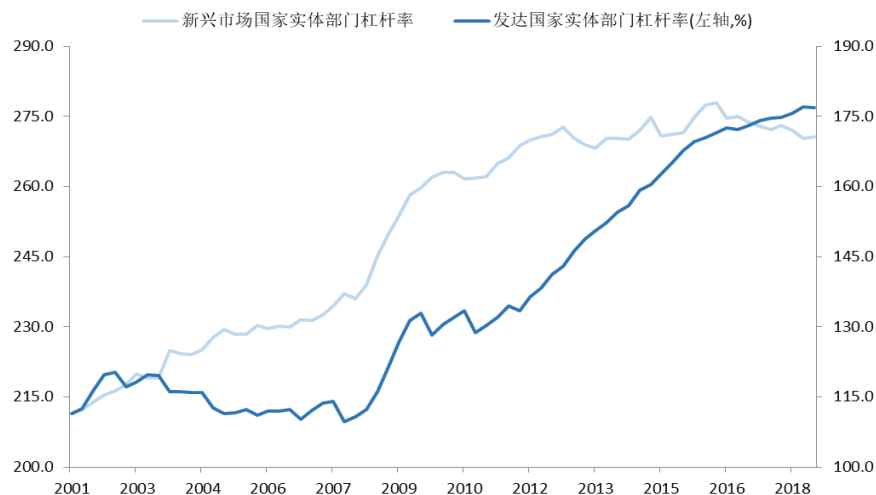
资料来源: 联讯证券, wind

十一年前,金融危机从美国起势,席卷全球,美日欧等主要发达经济体先后施行了量化宽松政策,释放了大量的流动性,但这些流动性并没有对经济构成强力的提振,反而大量积压在金融机构的存款准备金账户中。因为发达国家在经过金融危机的冲击后,实体部门资产负债表受损严重,内生的信用扩张动能弱。

新兴市场由于实体部门资产负债表受危机冲击相较发达国家小,潜在经济增速更高,加杠杆的空间比发达国家更大。在金融危机后,在积极的财政政策刺激下,新兴市场国家有效的融资需求十分强劲,十年内(2008-2018)实体经济杠杆率便提高了 60%。这为发达经济体低成本的流动性资金找到了极好的资产归宿,也为全球经济继续走出金融危机的泥潭找到了引擎。

因此,在上一轮宽松周期里,全球经济与金融的生态是一个发达经济体提供流动性,新兴市场国家加杠杆提供资产的分工体系。

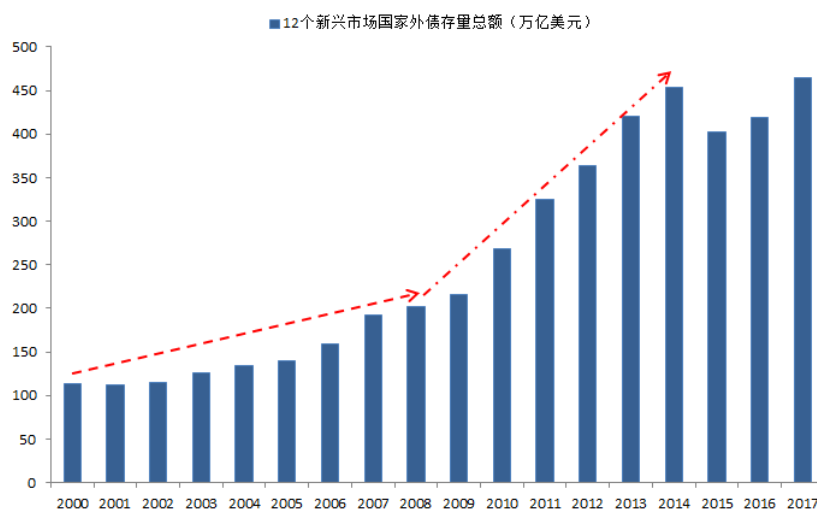
图表2: 金融危机后新兴市场国家是加杠杆的主力



资料来源：联讯证券，BIS

在这种分工体系下，发达经济体的消费需求虽有所恢复，但与金融危机前相比，克制了不少，新兴市场所面对的外需环境与 2008 年前相比实际在走弱。金融资本由于新兴市场加杠杆创造出不少高收益资产，大量流入新兴市场。新兴市场国家的国际收支表因此出现了经常账户盈余收缩（17 个新兴市场国家经常账户余额加总，从 2007 年 3633 亿美元收缩至 2018 年 1278 亿美元），资本账户顺差扩张，外债规模增速加快的变化。

图表3：新兴市场国家的外债存量总规模在金融危机后加速上涨



资料来源：联讯证券，世界银行 注：新兴市场国家以 2009 年摩根士丹利新兴市场指数包含的国家为标准，筛去缺乏数据的国家后，剩余 12 个，分别为巴西、中国、埃及、印度尼西亚、印度、摩洛哥、秘鲁、菲律宾、俄罗斯、泰国、土耳其与南非

十一年后，当全球经济增长的步伐再度放缓，货币政策再宽松的浪潮又一次卷土重来。只是，今时不同往日，现在的环境与形势早已物是人非。新兴市场国家在新一轮的宽松周期中作出的路径选择，可能会直接影响到未来多年的发展。

一来，相较于经济的缓慢复苏，金融危机后极度宽松的货币政策更大的效用是催生了全球金融资产的上涨，让资本所有者的收入大幅提升，而以工资为主要收入来源的工薪阶层在这一轮宽松周期中，却没有感受到确切的福利提升，贫富差距拉大，民众的失



落感与变革的意愿与日剧增，发达国家内部的民粹与左翼力量开始异军突起，全球贸易保护主义萌芽，新兴市场国家面对的外部环境更为恶劣，经常账户盈余的收缩力量会进一步增强。

二来，金融危机后，新兴市场国家加杠杆之路已经走过近十年，外债规模与杠杆率都已经处于高位，发达经济体再宽松，再释放流动性，是否要继续接棒加杠杆，不同的国家可能有不同的选择，不同的选择对应着不同的未来。

一种选择是，继续接棒加杠杆。在极端情况下，由于内部资本稀缺+本币边缘化+经常账户盈余收缩力量强化，做出这种选择的新兴市场国家既难有足够的内部储蓄来推动投资，也难再获得稳定且持久的外来储蓄，最后为了弥补储蓄-投资的缺口，只能冒险选择举借不稳定的外债来做货币错配。

在以发达经济体为核心的国际货币体系下，货币错配造成的外债规模膨胀意味着新兴市场国家将随着发达经济体的货币周期的变动而动荡。

因为国际资本流入并留在新兴市场，至少需要满足两个条件：1) 借贷资本的利率较低且趋于下行；2) 新兴市场国家存在能够提供高收益回报率资产，与国际资本的借贷成本之间存在一定的套利空间。

当全球处于“货币宽松+新兴市场国家加杠杆”的组合环境下，这两个条件是强有效的。但当全球货币收紧，流动性收缩，借贷国际资本的利率提高时，原本在新兴市场国家的国际资本就会平掉新兴市场的货币头寸流出，转而持有发达国家的货币头寸。

原本举借外债加杠杆的新兴市场国家可能会先后经历“大规模的资本外流—汇率贬值压力加大—消耗外汇储备稳定汇率或放任贬值——金融市场大幅波动——输入性通胀——提高政策利率稳定汇率与通胀——利率趋势上行、经济下滑、权益资产大幅走熊”等连锁反应，美元资产与黄金在这种环境下将成为最佳的避险增值选择。

2014-2018 年美联储缩表加息过程中的土耳其、阿根廷与 90 年代亚洲金融危机时期的泰国等新兴市场国家便是该选择下极端表现的代表。

大部分新兴市场国家可能没有那么极端，但受制于自身的经济发展阶段与综合国力，在面临经济放缓局面时，都会倾向于或者说不得不采取加杠杆对冲的政策。因此，当全球货币政策再次收紧时，大部分新兴市场国家还是会或多或少的会受到我们之前所述机制的影响，具体影响大小则视所借外债规模、外汇储备规模以及其他因素而定。

另一种选择是保持定力，顺应趋势，以改革推动经济出清，向英美等具备较高抵御外部冲击能力的发达国家靠拢。

能做出这种选择的一般是大国，需要经济体前期的发展与综合国力达到一定的实力，能够通过经济转型实现：1) 货币国际化，举借的外债大部分可以是本币外债，不存在货币错配的风险；2) 经济实力与地位提升，所生产的商品与提供的服务具有独特性与创新性，受到全球经济体的认可，能够支撑与维持货币的国际地位。

在转型与改革过程中，做出这种选择的经济体难免存在适应期的阵痛，债券、黄金等低风险或避险资产在转型过程中，相对而言会是更好的选择。在转型成功后，实体经济的活力重新焕发，新兴高科技产业与优质的企业勃发，投资权益资产享受成长的红利会是更好的选择。同时，由于产业结构轻资产化，实体经济的融资需求将趋势下行，利率的高点与中枢也将在一个长周期内趋势向下。



对中国而言，自 2001 年加入世贸组织，利用人口红利+经济全球化的红利，经济总量目前已经跃居至世界前列，人民币加入 SDR 储备货币，国际化程度也已经取了显著的进步。

经常账户顺差虽然收窄，外债规模绝对总量达到 1.9 万亿，但外债中的本币外债比例 33%，超过大部分新兴市场国家，且仍有 3 万亿的外汇储备规模，能够较好的应对未来外债的到期。

图表4： 2018 年末各个国家的外债构成

国家	外币债务		本币债务		外债总额
	余额	占比	余额	占比	
美国	13486	8%	165775	92%	179261
德国	8394	15%	47131	85%	55526
波兰	2282	64%	1306	36%	3588
印度	3317	64%	1893	36%	5211
泰国	1051	65%	559	35%	1610
中国	13258	67%	6394	33%	19652
韩国	3196	73%	1210	27%	4406
俄罗斯	3418	75%	1122	25%	4540
墨西哥	3391	76%	1085	24%	4476
匈牙利	1127	76%	353	24%	1480
阿根廷	2542	91%	237	9%	2779
智利	1693	92%	151	8%	1844
土耳其	4185	94%	264	6%	4449
哥伦比亚	1269	96%	49	4%	1317

资料来源：联讯证券，世界银行季度外债数据库

因此，无论是从经济实力与综合国力来看，还是就经济与金融系统应对外部冲击的稳定性来说，我国完全有能力走改革转型的道路。从中央设立科创板+管控地方政府债务+调控房地产+结构性去杠杆等一系列的综合举措来看，现在也确实在朝着这个方向前进。

未来，随着经济对基建与地产的依赖下滑，创新与科技发力推升全要素生产率成为增长的主要动力，人民币资产将越来越受全球资本的认可。

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_11654

