

新兴市场能否承受“美元回流”的压力？

相关研究报告

《宏观周报*海外宏观*拜登新预算大纲传递三大信号》 2021-04-12
《宏观周报*海外宏观*拜登基建与增税计划或遇多重阻力》 2021-04-05
《宏观深度报告*2021年欧元展望——换个视角看美元》 2021-04-02
《宏观周报*海外宏观*不宜过度解读美联储“鹰派”发言》 2021-03-28
《宏观周报*海外宏观*新兴市场为全球加息“打前站”》 2021-03-22

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
zhongzhengsheng934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般从业资格编号
S1060120100009
zhanglu150@pingan.com.cn

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。



2021 年 2 月中旬以来，“美元回流”压力在新兴市场已经有所表现，资本外流迹象明显，伴随股市、债市和汇市“三杀”。且与 2013 年的“紧缩恐慌”相比，本轮新兴市场的反应有所提前。这引发了市场对新兴经济体承压能力的怀疑。本文试图回答：**新兴市场为什么提前遭遇冲击？疫情后的新兴市场是否更加脆弱？未来美联储政策转向，新兴市场能否承受“美元回流”的压力？**

第一，新兴市场提前出现“恐慌紧缩”迹象，主因是市场进行了“超前预判”。与 2013 年情况类似，在本轮疫后初期复苏阶段，全球货币宽松，风险偏好升温，国际资本涌入新兴市场；而随着复苏周期延续，美联储货币政策必然迈向正常化，新兴市场难免受到冲击。市场对于美联储货币政策转向进行了“超前预判”，具体表现为 10 年期美债利率出现了一波（比 2013 年）“更早”的跃升。全球风险偏好回落，外加“紧缩恐慌”的记忆，对新兴市场的投资信心下滑，引发市场震荡与资金外流。但需注意，这并非意味着疫情后的新兴市场自身更加脆弱。

第二，新兴市场并非更加脆弱，其疫后复苏较为扎实和连贯。市场对于新兴市场再度发生“紧缩恐慌”的担忧并非空穴来风，因新兴市场的经济对外依存度高、长期保持“双赤字”等，使其具备天然的脆弱性；而疫情后的“高杠杆、高信贷、高债务”以及输入型通胀（或通缩）压力，亦加剧了市场的担忧。然而，近年来新兴市场的“双赤字”问题并未发酵（大部分国家经常账户赤字改善）；且疫情后，大部分国家短期未偿外债规模并未显著扩大、外汇储备更充裕，技术层面看，大部分国家在未来一年里尚不存在外债违约风险。**更关键的是，新兴市场的疫后复苏是较为扎实和连贯的，表现为 2020 年下半年以来制造业景气快速修复、出口维持强劲，未来（2021 年下半年至 2022 年）经济有望在疫苗助力下继续复苏。**这不仅帮助企业盈利恢复、提振资本市场，还能切实提升其偿债能力、降低融资风险。这也意味着，当下的新兴市场具备较高的配置价值与相对可控的风险。

第三，新兴市场有望在未来“美元回流”压力下表现出更强韧性。首先需指出，随着美国经济复苏，未来一旦美联储政策转向，新兴市场可能仍将出现一定程度的资本外流。但是考虑到，**1）新兴市场对资本的虹吸能力仍强**，因其经济基本面仍有支撑，金融风险相对可控；**2）新兴市场的资本外流空间相对较窄**，因近五年来流入新兴市场的资金已出现系统下滑，叠加新兴市场已经历 2020 年 3 月的“美元荒”冲击、以及 2021 年 2 月以来的美债利率上行冲击（2021 年 2-3 月新兴市场的资本外流、汇率和股票指数跌幅平均为 2013 年“紧缩恐慌”时的 50-80%），部分风险已经提前释放；**3）未来美国对美元的回笼能力料将有限**，“前车之鉴”下的美联储更注重与市场沟通，日后政策转向或不至于再次掀起“恐慌”，美债利率上行和美元回流节奏或将相对温和。**综合来看，未来新兴市场资本外流的节奏和幅度有限，至少不会强于 2013 年的“紧缩恐慌”。**不过，疫情后新兴市场间分化加大（土耳其、巴西等通胀和债务问题更严峻），需警惕结构性风险。

风险提示：美国及全球经济复苏节奏超预期、美联储政策转向超预期等。

正文目录

一、	新兴市场提前出现“紧缩恐慌”迹象.....	4
1、	新兴市场正在承压	4
2、	“紧缩恐慌”殷鉴不远	5
3、	“美元回流”冲击提前	7
二、	新兴经济体是否更加脆弱？	8
1、	债务压力与通胀风险是主忧	8
2、	“双赤字”与外债违约风险相较可控	10
三、	新兴市场能否抵御本轮“美元回流”风险？	13
1、	新兴市场的基本面支撑扎实且连贯	13
2、	新兴市场资金外流的空间有限	15
3、	美联储政策正常化的节奏更温和	16
四、	结论	17

图表目录

图表 1	2020 年 12 月以来新兴市场资本流入持续下滑	4
图表 2	2021 年 2 月中旬新兴市场资本流动转向	4
图表 3	2021 年 2 月中旬以来新兴市场汇率承压	5
图表 4	2021 年 2 月中旬以来新兴市场股市受挫	5
图表 5	土耳其、巴西和俄罗斯国债利率上升更快	5
图表 6	大部分亚洲新兴经济体国债与美债利率缩窄	5
图表 7	2013 年 5-6 月新兴市场资本大幅流出	6
图表 8	2013 年 5-6 月新兴市场汇率跳水	6
图表 9	2013 年 5-6 月新兴市场股市受重挫	6
图表 10	2013 年 5-6 月新兴市场债市显著承压	6
图表 11	今年初以来 10 年期美债利率“超预期”跃升（不同于 2013 年）	7
图表 12	新兴市场非金融部门杠杆率上行斜率较陡	8
图表 13	新兴市场非金融企业部门杠杆率超过发达市场	8
图表 14	2020 年新冠疫情以来新兴经济体信贷占 GDP 比例环比大幅且持续地跃升	9
图表 15	2014 年以来新兴市场赤字率高于发达市场	9
图表 16	2013 年以来新兴市场政府债务率保持上升	9
图表 17	2021 年部分新兴经济体正在面临输入型通胀或通缩压力	10
图表 18	新兴市场经常账户趋于平衡	11
图表 19	2013-2019 年大部分新兴市场“双赤字”情况并未恶化	11
图表 20	疫情以来新兴市场短期未偿外债规模并未显著扩大	12
图表 21	2020 年大部分新兴市场外汇储备不减反增	12
图表 22	2020 年大部分新兴市场均具备较强外债偿付能力	13
图表 23	疫情以来新兴市场景气回升不输美欧	14
图表 24	2021 年初以来新兴市场出口景气延续	14
图表 25	发达地区与非发达地区实现“群体免疫”或存在 1-3 个季度的时间差	14
图表 26	新兴市场经济增速在中长期保持明显领先	15
图表 27	2015 年以来，新兴市场资本流量系统性低于 2010-2014 年水平	15
图表 28	10 年美债利率上行节奏可能放缓	16
图表 29	中长期美国与新兴市场的经济增长仍有差距，美元仍可能处于贬值通道	17

2021 年初以来，尤其 2 月中旬以后，新兴市场经历了明显的波动和调整，资本外流迹象初显。更重要的是，目前美联储尚未正式提及“Taper”（紧缩），与 2013 年的“Taper Tantrum”（紧缩恐慌）相比，本轮新兴市场的反应有所提前。这引发了市场对新兴经济体承压能力的怀疑，目前全球资本对于新兴市场的投资已偏谨慎。

在此背景下，本文试图回答：新兴市场为何提前遭遇冲击？疫情后的新兴市场是否更加脆弱？未来美联储政策转向，是否会引发更严重的“紧缩恐慌”与“美元回流”？

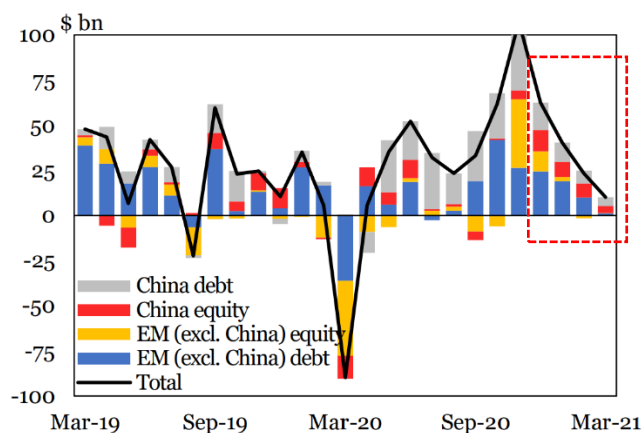
一、新兴市场提前出现“紧缩恐慌”迹象

1、新兴市场正在承压

2021 年 2 月中旬以来，“美元回流”的压力在近期的新兴市场已经有所表现，资本外流迹象明显，伴随股市、债市和汇市“三杀”。

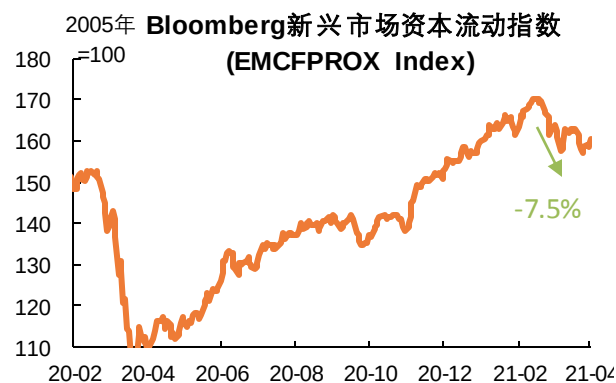
资本流动方面，2020 年 12 月以来新兴市场资本流入持续下滑，2021 年 2 月中旬资本流动明显转向。IIF 月度数据显示，继 2020 年 11 月上千亿美元流入新兴市场后，截至 2021 年 3 月，新兴市场资本净流入持续下滑，且 2-3 月资金流量处于近一年以来低位，3 月资金流入仅 100 亿美元，而流入除中国外新兴市场的部分仅 2 亿美元，这意味着相当一部分国家已经遭遇资金净流出（图表 1）。Bloomberg 数据显示，新兴市场资本流动指数在 2 月 16 日至 3 月 8 日期间下跌了 7.5%（图表 2），新兴市场资本流动转向的节点，对应 10 年美债利率破 1.3% 之后。

图表1 2020 年 12 月以来新兴市场资本流入持续下滑



资料来源: IIF, 平安证券研究所

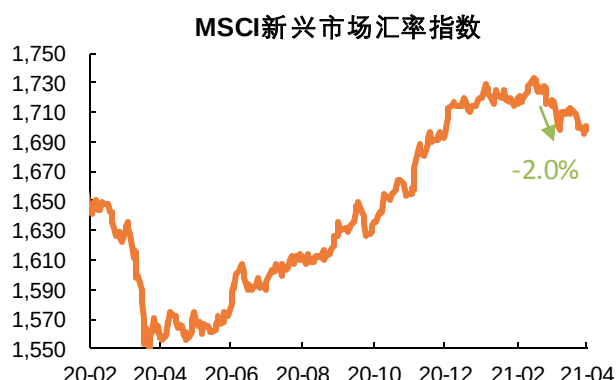
图表2 2021 年 2 月中旬新兴市场资本流动转向



资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

汇率方面，2021 年 2 月中旬以来新兴市场汇率承压。MSCI 新兴市场汇率指数在 2 月 15 日至 3 月 9 日期间下跌 2%（图表 3）。股市方面，2021 年 2 月中旬以来新兴市场股市受挫。MSCI 新兴市场指数，在 2 月 17 日至 3 月 25 日期间下跌 9.6%（图表 4）。

图表3 2021年2月中旬以来新兴市场汇率承压



资料来源: MSCI, 平安证券研究所

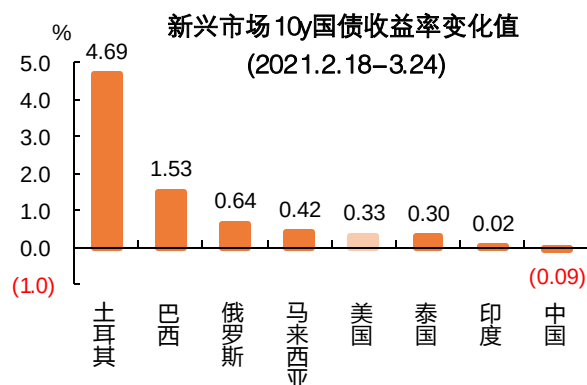
图表4 2021年2月中旬以来新兴市场股市受挫



资料来源: MSCI, 平安证券研究所

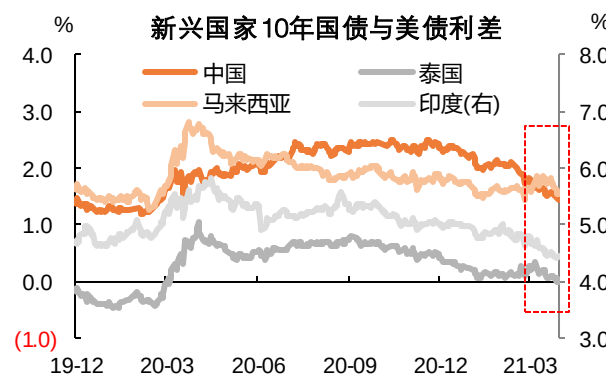
债市方面，新兴市场债市走熊程度虽有分化，但均指向资金外流的压力。一方面，土耳其、巴西、俄罗斯等国，由于已经率先于3月17-19日开始加息，其国债利率快速跃升，利率上行速度快于美债（图表5）。另一方面，在以亚洲新兴经济体为代表的、经济韧性较强的地区（如中国、印度、泰国、马来西亚等），其国债利率上行速度不及美债，即与美债利差持续缩窄（图表6）。虽然短期来看亚洲新兴市场债市显现出一定韧性，但随着利差缩窄，反向 Carry Trade（套息交易）空间扩大，新兴市场债市的相对吸引力下降，美元回流压力会随之加大。

图表5 土耳其、巴西和俄罗斯国债利率上升更快



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 大部分亚洲新兴经济体国债与美债利率缩窄



资料来源: Wind, 平安证券研究所

2、“紧缩恐慌”殷鉴不远

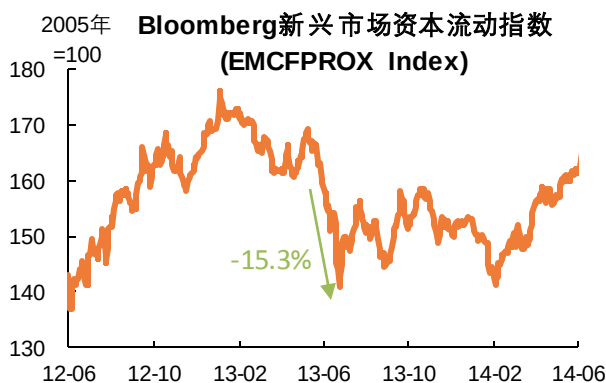
目前，全球经济所处阶段与2013年情况类似：疫后初期全球经济走向复苏，全球货币维持宽松，风险偏好升温，国际资本涌入新兴市场；而随着复苏周期延续，美联储货币政策必然迈向正常化，国际资本流向生变，新兴市场难免受到冲击。

回顾2013年，在美联储已经实施三轮QE的背景下，美国经济数据开始改善。伯南克在当年5月22日国会听证会上在提问环节首提“紧缩”（Taper），其原话为：“如果我们看到（经济）持续改善，而且我们有信心这将持续下去，那么在接下来的几次会议中，我们可能会放慢购买（资产）步伐（If we see continued improvement and we have confidence that that is going to be sustained, then in the next few meetings, we could take a **step down** in our pace of purchases.）。虽然2013年12月美联储才正式宣布“Taper”，但在伯南克当年5月的讲话后，美债利率快速上行、美股受挫、美

国金融环境骤然收紧，本质上是市场认为美联储有可能很快缩减购债计划甚至提前加息，即所谓的“紧缩恐慌”（Taper Tantrum）。

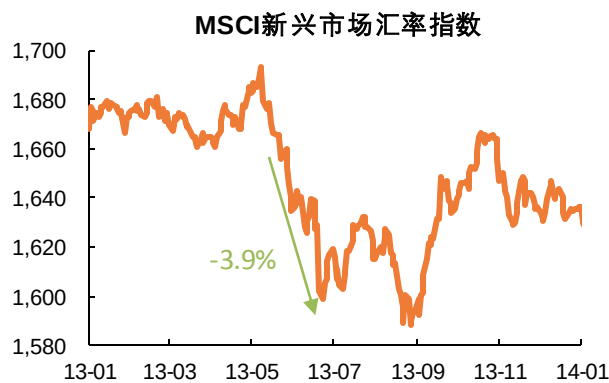
2013年的“紧缩恐慌”不仅冲击美国市场，更传染全球，而新兴市场首当其冲。整体看，在伯南克讲话后的一个月时间里（5月22日至6月24日），新兴市场资本大幅流出，Bloomberg新兴市场资本流动指数在此期间下跌15.3%（图表7）；新兴市场汇率跳水，MSCI新兴市场汇率指数在此期间下跌3.9%（图表8）；新兴市场股市受重挫，MSCI新兴市场指数在此期间下跌12.2%（图表9）；新兴市场债市显著承压，主要新兴市场国家的10年国债利率在此期间均上行，其中土耳其、巴西、俄罗斯和泰国等国的利率上行幅度超过美债（图表10）。

图表7 2013年5-6月新兴市场资本大幅流出



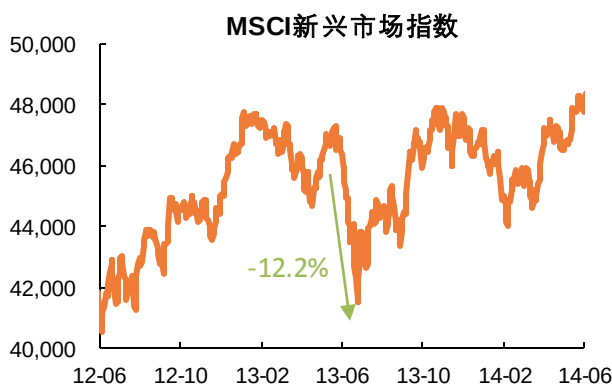
资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

图表8 2013年5-6月新兴市场汇率跳水



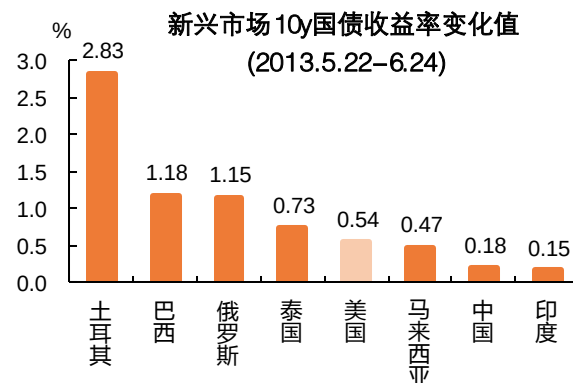
资料来源: MSCI, 平安证券研究所

图表9 2013年5-6月新兴市场股市受重挫



资料来源: MSCI, 平安证券研究所

图表10 2013年5-6月新兴市场债市显著承压



资料来源: Wind, 平安证券研究所

回到当下，考虑到美联储尚未正式提及“Taper”，目前新兴市场所受冲击虽然小于2013年的“紧缩恐慌”，但仍有略超预期的成分。美联储鲍威尔在今年3月25日接受NPR采访时提到货币政策的转向，但这并非正式场合，且用词十分克制。而且，新兴市场自今年2月中旬开始，就已经提前经历了类似2013年“紧缩恐慌”时期的波动。对比来看，2021年2-3月Bloomberg新兴市场资本流动指数下跌幅度约为2013年5-6月的1/2，MSCI新兴市场汇率指数降幅是当年的1/2，MSCI新兴市场（股票）指数跌幅已接近当年的80%。债市方面，本轮土耳其、巴西和俄罗斯主权债利率上行仍然“跑赢”美债，泰国、马来西亚等国债利率与美债仍保持较高同步性，而印度和中国国债仍具韧性。需注意的是，本轮土耳其和巴西国债利率增幅已经高于2013年，而中国、印度债市韧性强于2013年。换言之，从债市表现看，新兴市场国家之间的“抗压”能力出现了更加明显的分化。

3、“美元回流”冲击提前

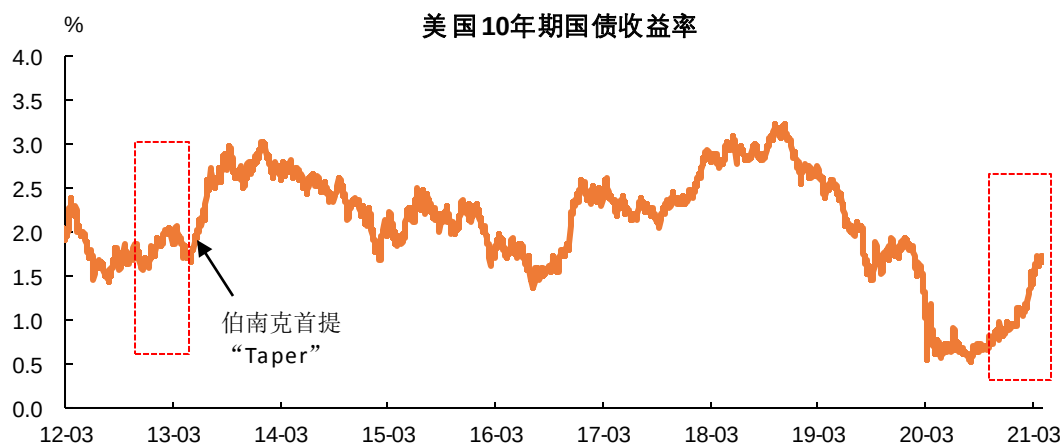
我们认为，本轮新兴市场所受冲击提前，本质是市场对于美联储货币政策转向进行了“超前预判”，具体表现为 10 年期美债利率出现了一波（比 2013 年）“更早”的跃升。

我们认为，现阶段美联储货币政策中有三大考量：疫苗、就业与通胀。目前情况是：**1）美国疫苗接种前景明朗**。美国疫苗推广持续领跑发达经济体，拜登政府接连提高防疫目标，2021 年 7-8 月有望实现“群体免疫”（参考我们报告《美国离“群体免疫”还有多远？》）。**2）美国就业市场修复已经“步入正轨”**。3 月非农数据、符合预期的失业率降幅等均是例证。**3）美国通胀水平在 4-5 月可能走高**。在美国经济已实质性改善、且复苏势头仍足背景下，美联储“不得不”提高经济增长与通胀预期。美联储 3 月的经济预测，对 2021 年 PCE 同比预测的中位数值由前次预测时的 1.8% 分别上修至 2.4%。据此测算，2021 年 4-5 月有望见证创十年新高的美国 PCE 月度同比（2.5% 以上）。此外，美联储加息预期正在提前。最新点阵图显示，预计 2022 年加息的委员由 1 位增加为 3 位。

在上述背景下，即使美联储“按兵不动”，市场对于美联储政策转向乃至提前加息的预期难免加强。市场对于未来“美元回流”及其引发市场波动的担忧，成为美元“提前”回流的动力。

市场的“超前预判”导致 10 年期美债利率更早跃升，引发新兴市场波动。2021 年 1 月 6 日，10 年期美债利率重回 1% 大关；2 月开始上行斜率更加陡峭，2 月 25 日升破 1.5%；3 月 31 日盘中升破 1.75%。需要注意的是，2013 年 5 月 22 日以前，10 年期美债利率基本维持在 1.6-2% 区间，本轮美债利率上行节奏比 2013 年“更早”（图表 11）。美债收益率快速攀升，一方面直接促进美元回流美债市场；另一方面通过提高全球无风险利率中枢，一定程度上抑制（包括非美地区资产配置）全球风险偏好，新兴市场股市、债市和汇市因此受挫，进一步加强美元外流的压力。

图表11 今年初以来 10 年期美债利率“超预期”跃升（不同于 2013 年）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、新兴经济体是否更加脆弱？

1、债务压力与通胀风险是主忧

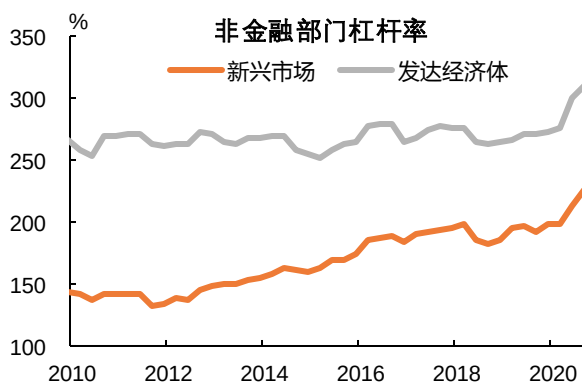
相较发达市场，新兴市场虽然具备较强的经济增长潜能与投资机会，但亦具有一系列脆弱性：对出口的高度依赖、“双赤字”（经常账户赤字+财政赤字）与债务违约风险以及部分国家内部治理问题等。这意味着，全球风险偏好一旦回落，新兴市场的脆弱性将更容易暴露，国际资本投资新兴市场的信心可能快速下滑，致使资本外流。

2020年新冠疫情爆发以来，（部分）新兴市场有两方面脆弱性在短期更加凸显：一是，信贷扩张、赤字率和债务率抬头、杠杆率上升等，带来了更大的财政平衡与债务压力；二是，大宗商品周期与经济活动受限下，输入型通胀或通缩风险加剧。

1) 财政平衡与债务压力加大

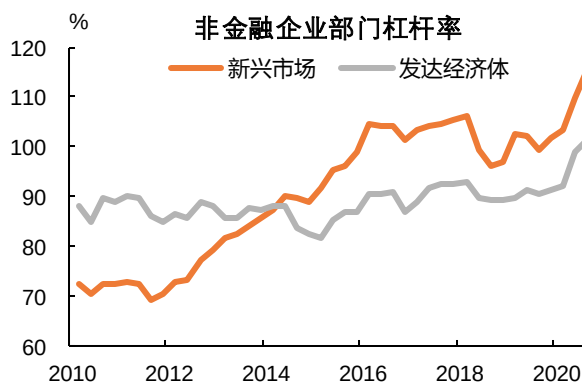
新兴市场杠杆率近十年来已经较快攀升，疫情后再度跃升。发达经济体的政府和居民杠杆率长期高于新兴市场，因而非金融部门杠杆率整体较高，但次贷危机后直至疫情前保持在250-280%区间，未出现趋势性上涨，2020三季度该数字升至310%。而新兴市场的非金融部门杠杆率，在近十年以来维持上行趋势，由2012年的130%左右上升至2020年疫情爆发前接近200%的水平，2020年三季度升至225%（图表12）。其背后主要是新兴市场非金融企业杠杆率的快速上行，2012年以来这一数字由70%左右，快速上升至2016年100%以上，且该杠杆率在2014年已经超过发达经济体（图表13）。2020年新冠疫情爆发后，新兴市场非金融部门杠杆率快速上行，甚至上升斜率比发达市场更陡峭。站在宏观杠杆率角度，新兴市场现在的偿债压力正在加大。

图表12 新兴市场非金融部门杠杆率上行斜率较陡



资料来源: BIS, 平安证券研究所

图表13 新兴市场非金融企业部门杠杆率超过发达市场



资料来源: BIS, 平安证券研究所

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_19132

