2020 年 4 月 21 日

宏观经济

本轮动荡中，哪些新兴市场最脆弱？

—— 疫情宏观分析系列之二十三

宏观深度

分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)

021-52523808

zhangwenlang@ebscn.com

联系人

郑宇驰

021-52523807

zhengyc@ebscn.com

要点

新冠疫情直接冲击了许多新兴市场国家，而国际贸易和国际资本流动在疫情背景下大幅下降，从而使得依赖这两者的新兴市场国家会遭受更大的间接冲击。

3 月中旬新兴市场遭受股、债、汇三杀。国际资本大幅流出新兴市场，根据 IIF 的统计，1 月 21 日以后，已经有近 1000 亿美元的国际资金流出了新兴市场投资组合，幅度和速度超过了 2008、2013 和 2015 年。

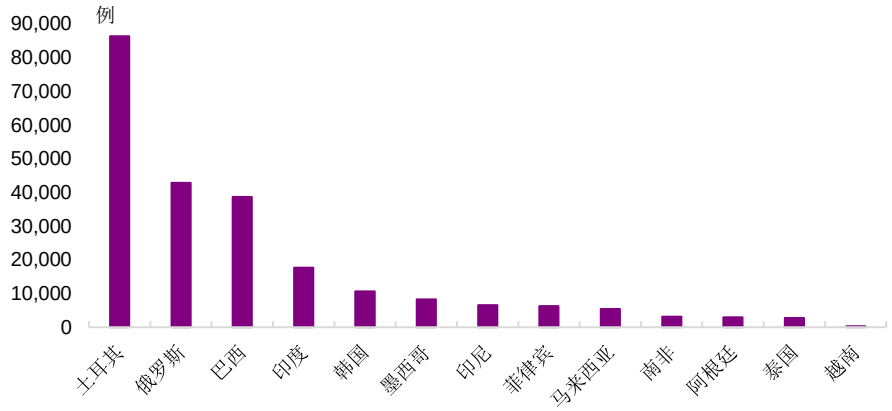
大部分新兴市场国家对国际资本的依赖度比较高。越南金融账户与 GDP 的比重达到了 9%，南非和印尼这一比重也都超过了 4%。**新兴市场国家对国际市场依赖也比较高，近期其经常账户因外需下降而回落。**从进出口占 GDP 比重来看，越南达到了 208%，马来西亚、泰国也都在 100%以上，远超世界平均水平（59%）。由于国际大宗商品价格大幅下跌，**原材料出口国受到额外打击。**巴西、俄罗斯、南非、印尼，原材料出口比重分别为 47%、39%、28%、25%。

金融账户遭受冲击。近年来国际资本持续流入新兴市场，使得多数新兴市场国家为净国际投资负债国。从国际投资负债占 GDP 的比重来看，南非（123%）、马来西亚（120%）、泰国（102%）在新兴市场中排名靠前。**土耳其短期外债、外币外债占比高**：短期外债占 GDP 比重、外债中外币占比分别为 16%、95%。

许多新兴市场国债的国外投资者持有比重高。相较 2008 年第二季度，印尼、哥伦比亚、南非在 2019 年第二季度的国债国外投资者持有比重上升幅度较大，分别为 29、22、19 个百分点。**资本外流使本币国债收益率上行。**即使国外投资者持有的是本币国债，短期内快速资本外流也会对本币国债市场造成压力。在 3 月 6 日至 3 月 19 日的新兴市场抛售过程中，国外投资者持有本币国债比例越高的新兴市场，国债收益率上升幅度越高。**马来西亚、土耳其、印度、印尼银行跨境净负债与外汇储备之比重较高**，截至 2019 年第三季度分别为 54%、43%、31%、26%。阿根廷、印尼、土耳其外汇储备占 GDP 比重较低，分别为 11%、11%、14%。而从经验来看，储备资产越多，在面临资本外流时，汇率贬值幅度越小。**部分新兴市场经济体的局部风险暴露。**阿根廷部分外债已经处于违约状态，南非的主权债务评级最近被下调，土耳其、巴西、俄罗斯、印尼等也将面临不小压力。

新冠疫情直接冲击了许多新兴市场国家（图 1），而国际贸易和国际资本流动在疫情背景下会大幅下降，从而使得依赖这两者的新兴市场国家会遭受更大的间接冲击。

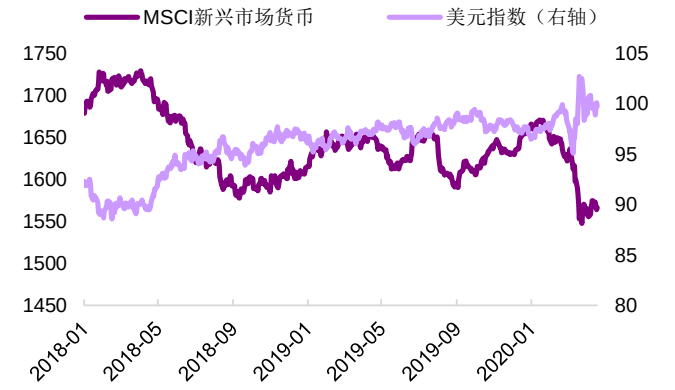
图 1：部分新兴市场国家新冠肺炎累计确诊病例



注：数据截至 2020 年 4 月 19 日
资料来源：Wind

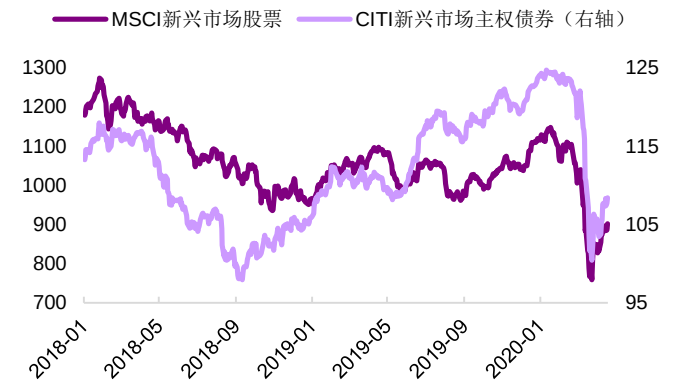
3 月中旬新兴市场遭受股、债、汇三杀。在 3 月中旬的美元流动性恐慌中，新兴市场国家遭受了股、债、汇三杀（图 2、3），股市跌幅较发达市场有过之而无不及；新兴市场主权债务违约概率也大幅上升（图 4）。背后的主要原因是国际资本大幅流出新兴市场，根据 IIF 的统计，1 月 21 日以后，已经有近 1000 亿美元的国际资金流出了新兴市场投资组合，幅度和速度超过了 2008、2013 和 2015 年（图 5）。

图 2：新兴市场货币和美元指数



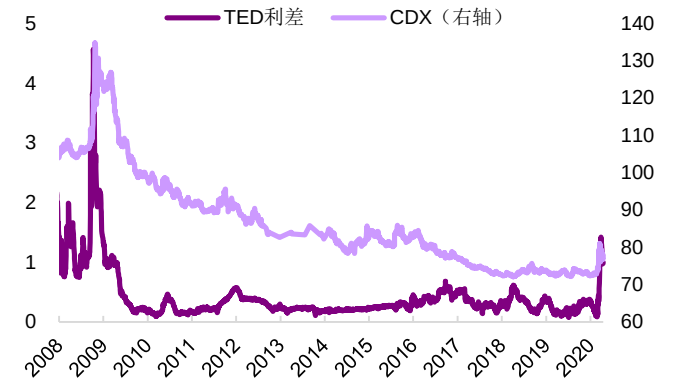
注：数据截至 2020 年 4 月 17 日
资料来源：Wind，Reuters

图 3：新兴市场股票和债券指数



注：数据截至 2020 年 4 月 17 日
资料来源：Wind，Reuters

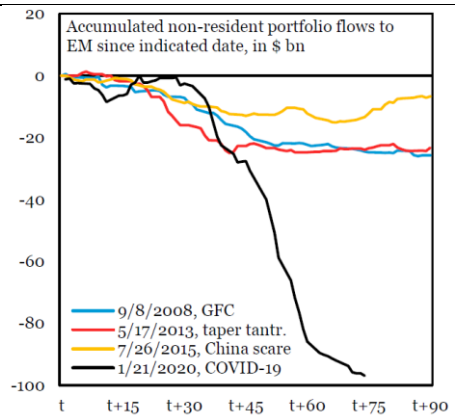
图 4：TED 利差与新兴市场 CDX



注：TED 利差即 Treasury & EuroDollar Spread，数据截至 2020 年 4 月 16 日

资料来源：Wind，Reuters

图 5：新兴市场资金流出

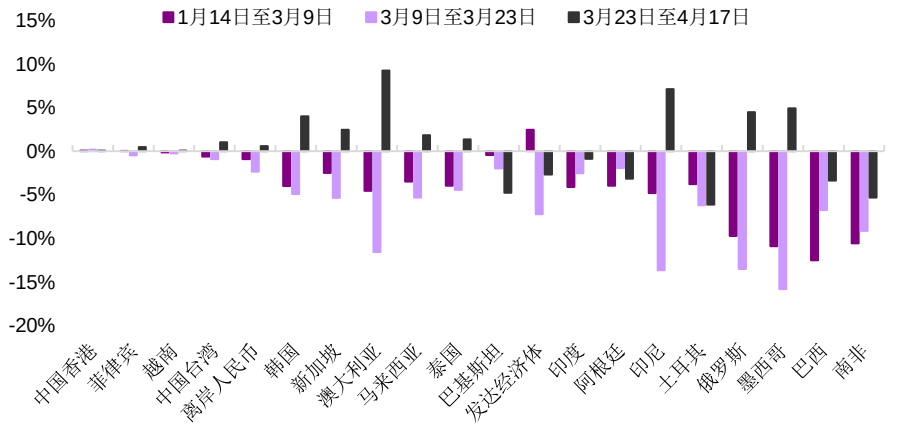


注：数据截至 2020 年 4 月 8 日

资料来源：IIF

商品货币贬值幅度较大。从货币贬值幅度来看，1 月 14 日至 4 月 17 日，本币兑美元汇率贬值幅度较大的地区有：南非（-25.1%）、巴西（-22.6%）、墨西哥（-21.8%）、俄罗斯（-18.8%）、土耳其（-16.1%）、印尼（-11.3%）（图 6），其中多数跌幅靠前的是商品货币。这部分是因为沙特、俄罗斯原油减产谈判破裂使得油价大幅下跌从而冲击了大宗商品市场。

图 6：各货币对美元汇率变动



注：数据截至 2020 年 4 月 17 日

资料来源：Wind

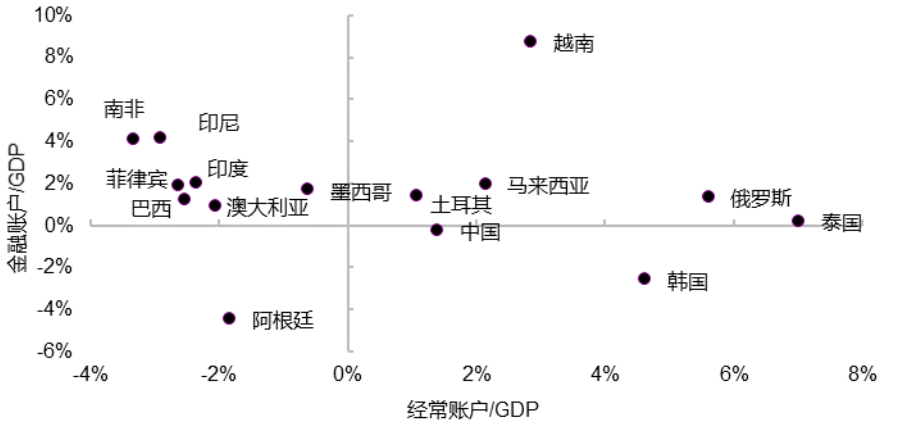
1、新兴市场分化较大

新兴市场不一定都是贸易顺差国。从经常账户来看，顺差国包括泰国、俄罗斯、韩国、越南、马来西亚、中国、土耳其等；逆差国包括南非、印尼、菲律宾、巴西、印度、阿根廷、墨西哥等（图 7）。

大部分新兴市场国家依赖国际资本。从金融账户（不含储备资产，下同）来看，绝大部分新兴市场国家金融账户与 GDP 的比重较高，其中越南金融

账户与 GDP 的比重达到了 9%，南非和印尼的这一比重也都超过了 4%，说明了其对国际资本流入的依赖。

图 7：部分经济体经常账户和金融账户与 GDP 的比重

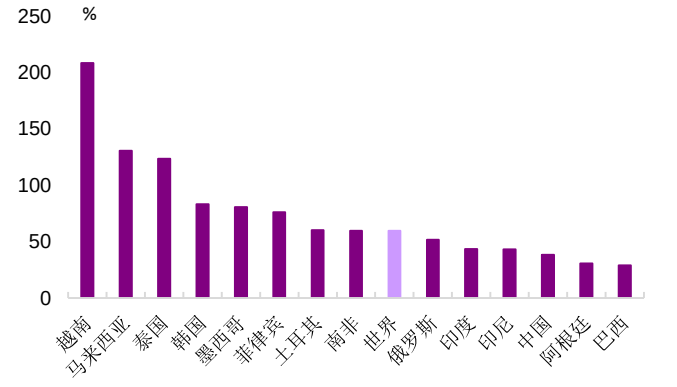


注：金融账户不包含储备资产，正值代表流入；泰国、土耳其数据截至 2019 年第四季度；阿根廷、巴西、中国大陆、印尼、墨西哥、俄罗斯数据截至 2019 年第三季度；韩国数据截至 2019 年第一季度；澳大利亚、印度、马来西亚、菲律宾数据截至 2018 年第四季度
资料来源：IMF

1.1、经常账户因外需下降而回落

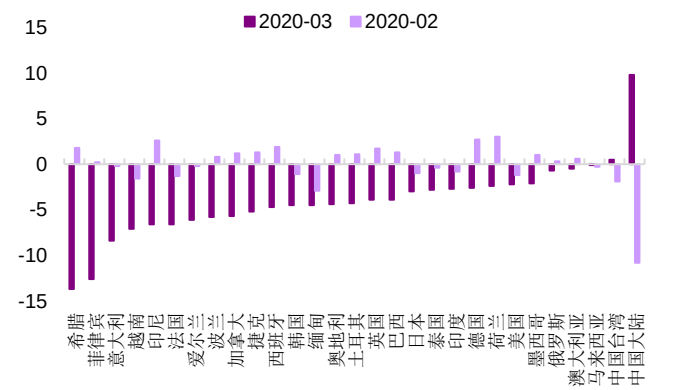
新兴市场对外需依赖大。从进出口占 GDP 比重来看，越南达到了 208%，马来西亚、泰国也都在 100%以上，远超世界平均水平（59%）（图 8）。**新冠疫情冲击外需。**新冠疫情冲击下，发达国家纷纷采取封锁隔离措施，经济活动大幅下降，使得新兴市场外需大幅下降。3 月新兴市场制造业 PMI 大幅下降，幅度甚至高于直接受疫情影响更严重的欧洲国家，例如菲律宾 3 月 PMI 较 2 月下降 12.6，越南下降 7.1，印尼下降 6.6（图 9）。

图 8：进出口占 GDP 比重（2018 年）



资料来源：Word Bank

图 9：制造业 PMI 环比变化



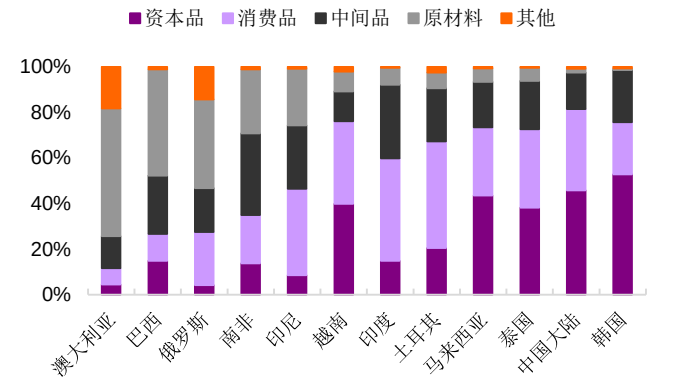
资料来源：CEIC

原材料出口国受到额外打击。由于原油减产谈判破裂，沙特、俄罗斯大幅增加原油产量，使得原油价格大幅下跌，带动其他大宗商品价格也大幅下跌，对部分原材料出口新兴市场的经常账户将带来额外冲击，例如 2018 年

巴西、俄罗斯、南非、印尼，原材料出口比重分别为 47%、39%、28%、25%（图 10）。其中巴西、南非、印尼本身就是逆差国。

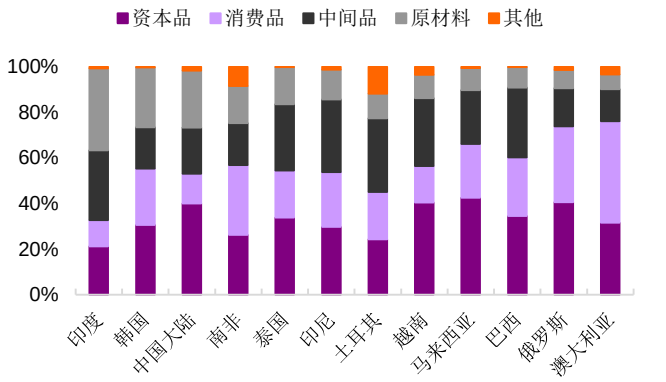
制成品出口国的经常账户可能部分受益于大宗商品价格下降。2018 年印度、韩国、中国大陆进口中原材料占比分别为 36%、26%、25%（图 11），可能部分受益于大宗商品价格下降。

图 10：部分经济体出口分类型（2018 年）



资料来源：WITS

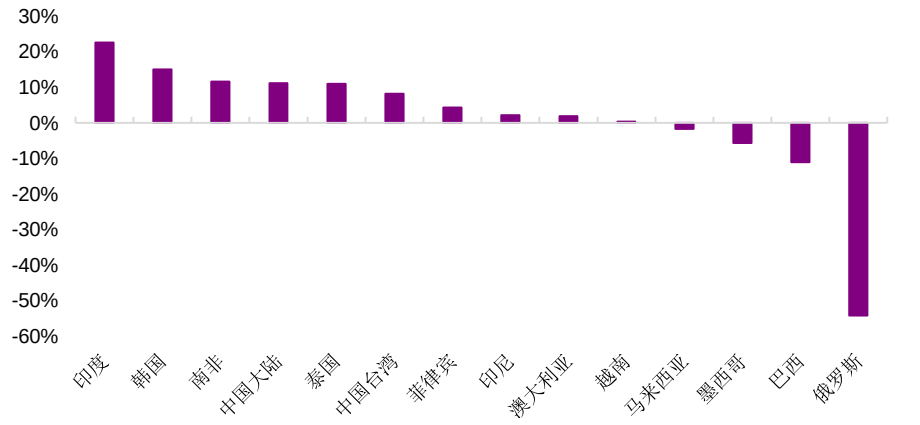
图 11：部分经济体进口分类型（2018 年）



资料来源：WITS

单从原油来看，2018 年印度、韩国、南非、中国大陆总进口中原油产品净进口分别占比 23%、15%、12%、11%（图 12）。

图 12：原油产品净进口占总进口的比重（2018 年）



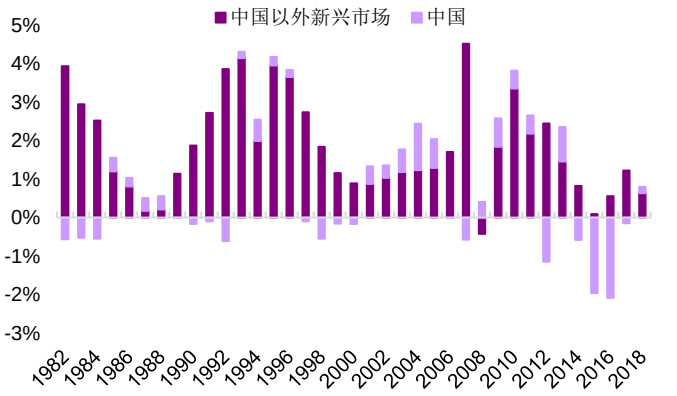
资料来源：ITC

1.2、金融账户遭受冲击

近年来国际资本持续流入新兴市场。2008 年国际金融危机之后，美元进入弱势阶段，大量国际资本流入新兴市场，2010 年流入新兴市场的国际资本与 GDP 的比重达到了 3.8%（图 13），2014 年开始随着美联储逐渐退出超常规宽松货币政策以及中国汇改，美元重回强势阶段，国际资本流入新兴市场趋势有所减缓。国际资本这种周期性在历史上并不罕见，1997 年亚洲金融危机时也有出现。

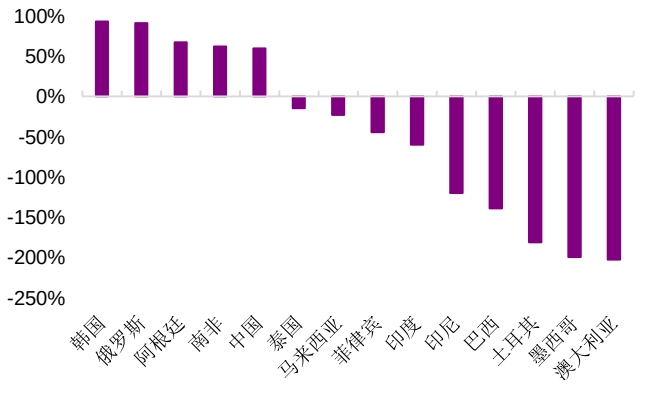
多数新兴市场为净国际投资负债国。部分新兴市场国家虽然通过经常账户积累了大量的国际投资资产，但是对国际资本的依赖却使得国际投资负债项更大，整体呈现净国际投资负债的状态（图 14）。

图 13：新兴市场资本净流入与 GDP 的比重



注：中国以外新兴市场包括阿根廷、巴西、印尼、印度、墨西哥、马来西亚、菲律宾、韩国、俄罗斯、泰国、土耳其、越南、南非
资料来源：IMF

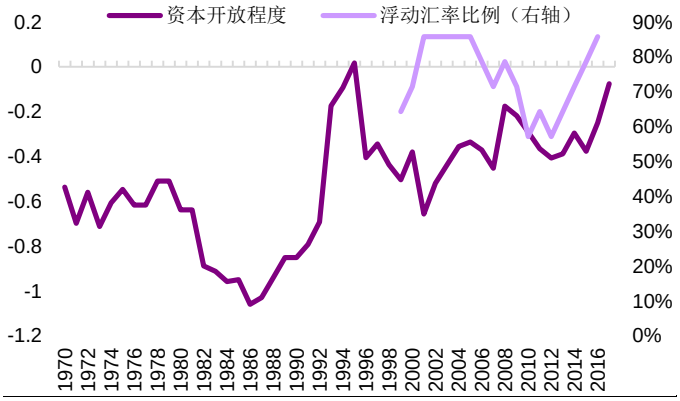
图 14：净国际投资头寸与 GDP 的比重



注：时间见图 7 注
资料来源：IMF

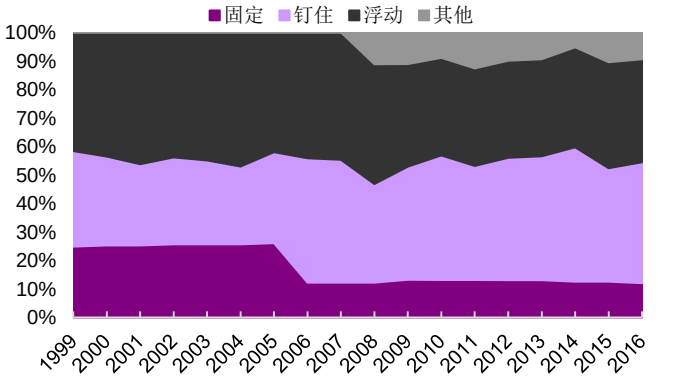
新兴市场不断增加资本开放程度，提升汇率弹性。近年来，新兴市场一方面开放资本账户，另一方面更多地采用浮动汇率制度（图 15），大幅提升了对国际资本的吸引力。从全球来看，增加汇率制度的弹性也是一种大趋势（图 16）。

图 15：新兴市场资本开放程度与浮动汇率占比



资料来源：Chinn, Menzie D. and Hiro Ito (2006). "What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions," Journal of Development Economics, Volume 81, Issue 1, Pages 163-192 (October)., IMF，光大证券研究所

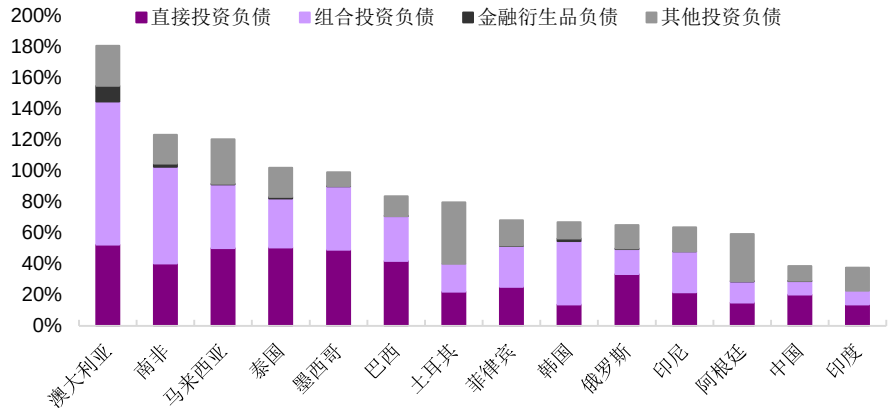
图 16：全球汇率制度占比



资料来源：IMF

关注国际投资负债的结构。除了总量以外，国际投资负债的结构也很重要。其中直接投资负债相对稳定，即使面对短期冲击，也不太容易快速外流；而组合投资负债稳定性较差，一有风吹草动就容易大起大落、快进快出。从国际投资负债占 GDP 的比重来看，南非（123%）、马来西亚（120%）、泰国（102%）在新兴市场中排名靠前（图 17）。

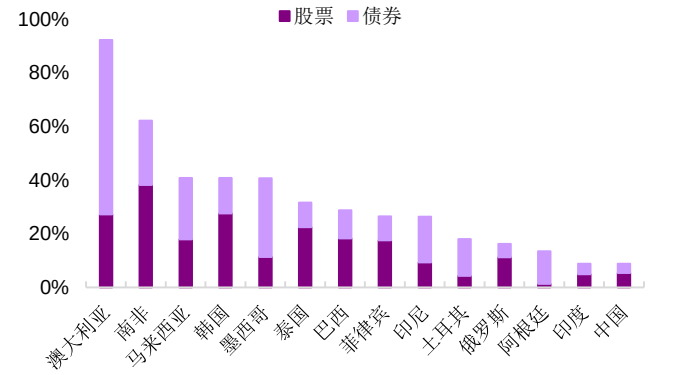
图 17：国际投资负债占 GDP 比重



注：时间见图 7 注
资料来源：IMF

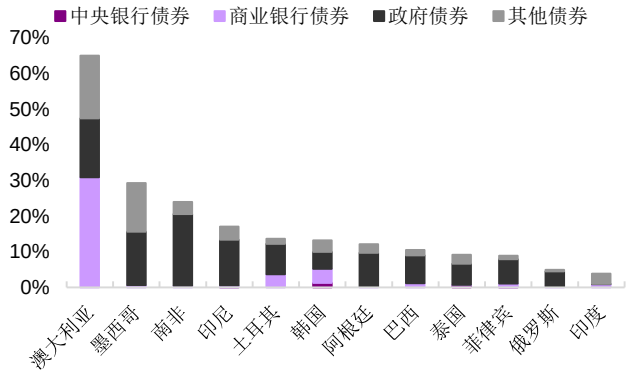
单看组合投资负债，南非（62%）、马来西亚（41%）、韩国（41%）、墨西哥（41%）在新兴市场中排名靠前（图 18）。而组合投资负债债券占比过高可能面临更大的资本外流压力，墨西哥（29%）、南非（24%）、印尼（17%）债券占 GDP 比重排名靠前（图 19）。

图 18：组合投资负债占 GDP 比重



注：时间见图 7 注
资料来源：IMF

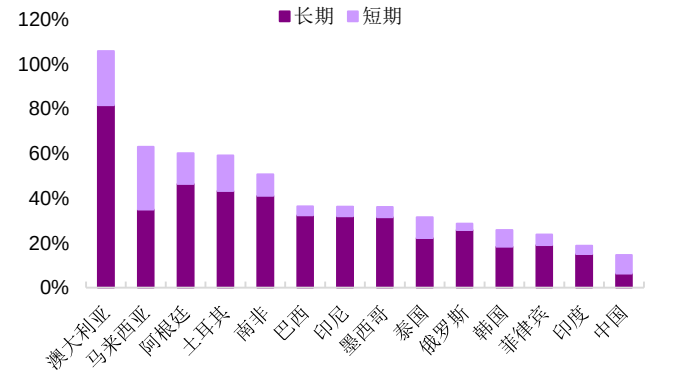
图 19：组合投资负债中债券与 GDP 的比重



注：时间见图 7 注
资料来源：IMF

土耳其短期外债、外币外债占比高。外债的期限结构也很重要，短期外债较高的新兴市场风险较高，马来西亚（28%）、土耳其（16%）、南非（10%）短期外债与 GDP 的比重在新兴市场中排名靠前（图 20）。外债的币种结构也会影响外债风险，外币外债占比越高的新兴市场在面临短期资本外流时往往只能耗用有限的外汇储备，风险较高。菲律宾、土耳其、阿根廷外债中外币占比分别为 97%、95%、94%（图 21）。

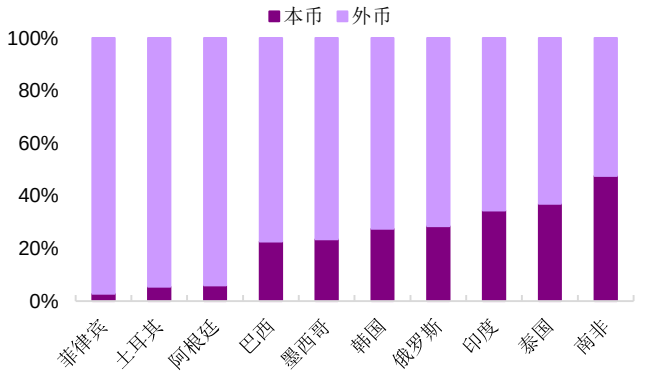
图 20：各经济体外债与 GDP 的比重



注：阿根廷、巴西、中国大陆、印尼、墨西哥、俄罗斯、泰国、土耳其数据截至 2019 年第三季度；韩国数据截至 2019 年第一季度；澳大利亚、印度、马来西亚、菲律宾数据截至 2018 年第四季度

资料来源：World Bank，IMF

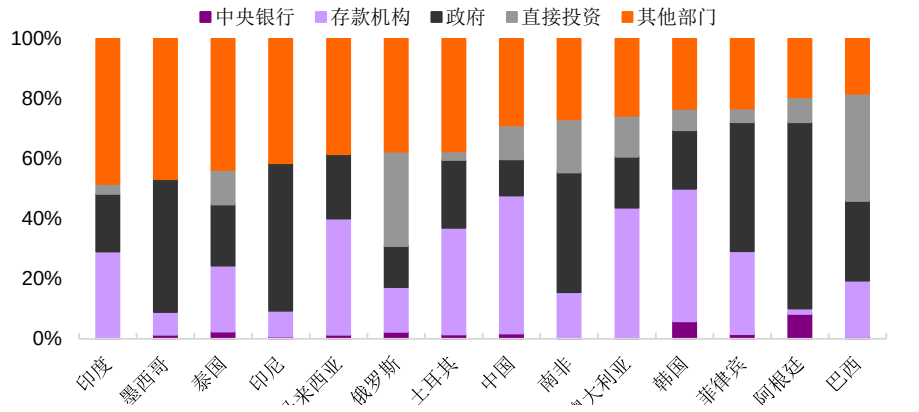
图 21：各经济体外债币种结构（2019 年第三季度）



资料来源：World Bank

分部门来看，企业部门外债占比较高的新兴市场包括：印度（48%）、墨西哥（47%）、泰国（44%）；银行部门外债占比较高的包括：中国（46%）、韩国（44%）、马来西亚（39%）；政府部门外债占比较高的包括：阿根廷（62%）、印尼（49%）、墨西哥（44%）（图 22）。短期外债中，存量占 GDP 比重较高的土耳其存款机构占比 49%，企业部门占比 46%（图 23、24）。

图 22：各经济体外债分类型占比（2019 年第三季度）



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_5672