

宏观深度报告

多歧路，今安在？——新兴市场投资前景再审视

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 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn
范城恺 一般证券从业资格编号
S1060120120052
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

- 2022 上半年，新兴市场资本流入显著放缓，但拉美、东南亚等部分新兴市场表现积极。本篇报告展望下半年新兴市场的投资环境与结构性机会。
- **新兴市场遭遇资本外流。**今年 1-5 月新兴市场资本累计净流入接近于 0，明显弱于 2021 年同期水平，其中 3-5 月呈净流出状态。新兴市场股票、债券和外汇市场均受到不同程度的冲击：多数新兴市场股市下跌，整体表现强于美股、但地区分化明显；大部分新兴市场地区国债利率上升，升幅不及美欧；多数新兴市场货币贬值，但巴西、俄罗斯等地区货币汇率走强。
- **美欧货币紧缩形成冲击。**本轮美欧货币紧缩对新兴市场的冲击较 2021 年初更加剧烈。原因有三：一是，美债利率和美元指数同时拉升，“美元回流”压力更甚。今年 1-4 月美国国际资本流入是 2021 年同期水平的 1.5 倍。二是，发达经济体央行集体紧缩，新兴市场压力源更广泛。三是，美欧股市和债市市场风险偏好下降，不利于资金流入新兴市场。
- **大宗商品紧缺造就分化。**这从三个层面影响新兴市场：一是，部分新兴市场与俄乌间的经贸往来受阻。印尼、土耳其、中国、墨西哥、越南等对从乌克兰进口小麦或玉米有较大需求。二是，国际大宗商品价格上涨，加重相关“需求国”的经济成本，但增加“资源国”的经济产出。今年 1-5 月大部分地区股市与汇率表现与小麦和玉米的资源丰富程度正相关。三是，大宗商品价格飙升传导至更为广泛的国内通胀压力，继而影响货币政策，并一定程度上决定资本外流压力与资产价格表现。
- **中国市场不再“一马当先”。**今年上半年，中国资本流入在新兴市场中不算最优，A 股大幅调整与人民币汇率走贬。究其原因，中国面临三重挑战：一是，经济下行压力较大，国内外经济和货币周期“错位”凸显。二是，中国“需求国”特征明显，来自“资源国”的竞争加大，或对中国跨境资本流入产生“分流效应”。中国小麦和玉米净进口合计超过 2500 万吨，在我们跟踪的 15 个地区中位列第一；中国石油消费需求仅次于美国位列全球第二。三是，地缘政治风险与产业链调整压力上升。
- **下半年新兴投资前景展望。**新兴市场资本流入放缓压力或将持续全年。不过，下半年新兴市场结构性投资机会仍存，“资源国”及产业链调整受益地区可能仍将受益。短期内资本配置中国的步伐或有波动，但人民币资产前景改善仍是确定的大方向。6 月以来，A 股不惧海外波动走出一拨“独立行情”正是良好的开端。
- **风险提示：**地缘形势演化超预期，全球通胀压力超预期，海外货币紧缩力度超预期，国际金融市场波动超预期等。

正文目录

- 一、 新兴市场遭遇资本外流4
- 二、 美欧货币紧缩形成冲击7
- 三、 大宗商品紧缺造就分化9
- 四、 中国市场不再“一马当先”12
- 五、 下半年新兴市场投资前景14

图表目录

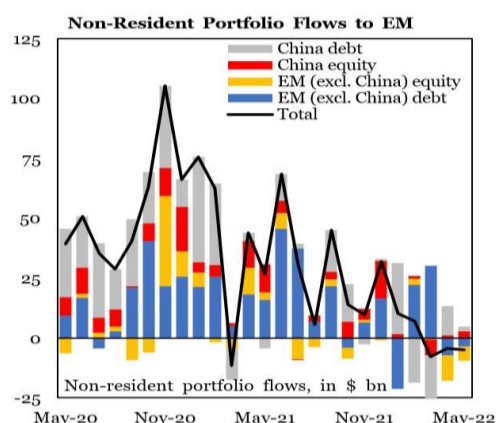
图表 1	2022 年 3 月以来新兴市场资金持续净流出.....	4
图表 2	2022 年 1-5 月新兴市场资本流入弱于 2021 年	4
图表 3	2022 年 1-5 月新兴市场资本净流入详情	4
图表 4	2022 年 1-5 月，多数新兴市场股市下跌，虽整体表现强于美股，但地区分化明显	5
图表 5	2022 年 1-5 月新兴与发达市场股市同时下跌，而 2021 年 2-3 月新兴与发达市场股市走势分化	5
图表 6	2022 年 1-5 月，大部分新兴市场国债利率上升，但幅度不及美欧.....	6
图表 7	2022 年 1-5 月，多数新兴市场货币汇率走弱，但巴西、俄罗斯等“含商品量”较高的货币汇率走强	6
图表 8	2022 年 1-3 月国际资本连续大幅流入美国	7
图表 9	2022 年看涨美元情绪较 2021 年初更加高涨	7
图表 10	历史上，美债利率与美元指数同时上行并不常见，期间新兴市场往往承压	8
图表 11	今年以来多数发达经济体加息.....	8
图表 12	债券市场对发达经济体的加息预期不断升温.....	8
图表 13	今年以来美股剧烈波动打压股市风险偏好.....	9
图表 14	美国债券市场风险偏好也急剧降温	9
图表 15	印尼、土耳其等从乌克兰进口小麦需求较大.....	10
图表 16	墨西哥、越南等从乌克兰进口玉米需求较大.....	10
图表 17	2022 年 1-5 月，大部分地区股市与汇率表现与农产品资源丰富程度正相关	10
图表 18	2022 年以来，全球大部分地区国内通胀压力上升且开始高于 2%的中性通胀水平.....	11
图表 19	2022 年以来，大部分新兴市场央行加息.....	11
图表 20	2022 年以来中国资本流入不再“一马当先”	12
图表 21	中国与新兴市场整体股市的相对表现欠佳	12
图表 22	中国经济受到“超预期”的负面冲击	13
图表 23	2022 年前 5 月中国与海外疫情防控力度分化.....	13
图表 24	中国对小麦和玉米进口需求较高	13
图表 25	中国石油消费仅次于美国位列全球第二	13
图表 26	越南、马来西亚等同时参与多个区域贸易合作	14
图表 27	美国进口开始向除中国外的亚洲新兴市场倾斜	14
图表 28	随着全球货币政策正常化，国际资本流入新兴市场的节奏至少需向疫情前水平收敛.....	15

2022 年上半年，新兴市场资本流入显著放缓，尤其俄乌冲突后一度遭遇资本净外流，过去两年最具韧性的中国市场也未能幸免。地缘冲突、原材料价格上涨、流动性紧缩等宏观环境骤然恶化，全球风险偏好下降，“美元回流”压力加大，抑制资金流入新兴市场。但与此同时，拉美、东南亚等部分新兴市场股市领跑全球，其汇率在美元指数上涨背景下逆势走强，新兴市场投资环境的结构性差异凸显。本篇报告讨论上半年新兴市场资本流动的新变化、新趋势，并展望下半年中国及其他新兴市场的投资环境与结构性机会。

一、新兴市场遭遇资本外流

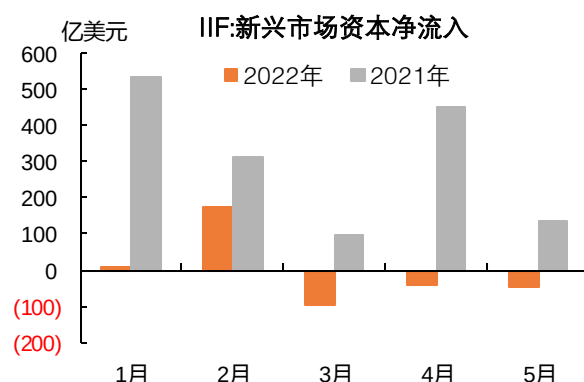
今年 1-5 月新兴市场资本累计净流入接近于 0，明显弱于 2021 年同期水平，其中 3-5 月呈净流出状态。据国际金融协会（IIF）统计，今年 1-2 月，新兴市场（非居民投资组合）资本净流入累计为 187 亿美元，仅为 2021 年同期水平的五分之一。2 月下旬俄乌冲突后，3-5 月新兴市场资本呈连续净流出状态，这使得 1-5 月资本累计净流入接近于 0，而 2021 年同期这一数字高达 1538 亿美元。分资产看，股市所受冲击大于债市：今年 1-5 月新兴市场股市累计净流出 38 亿美元，债市累计净流入 39 亿美元。分地区看，中国市场整体韧性较强：今年 1-5 月累计净流入 64 亿美元，其中股市净流入 96 亿美元、债市净流出 32 亿美元；除中国外的新兴市场同期累计净流出 63 亿美元，其中股市净流出 134 亿美元、债市净流入 71 亿美元。

图表1 2022 年 3 月以来新兴市场资金持续净流出



资料来源：IIF, 平安证券研究所。*注：因四舍五入合计略有误差。

图表2 2022 年 1-5 月新兴市场资本流入弱于 2021 年



资料来源：IIF, 平安证券研究所

图表3 2022 年 1-5 月新兴市场资本净流入详情

2022 年	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	1-5 月合计
新兴市场合计(亿美元,下同)	11	176	-98	-40	-49	0
股市合计	58	101	-68	-95	-34	-38
债市合计	-47	76	-30	55	-15	39
中国	88	115	-175	-11	47	64
股市	90	32	-63	10	27	96
债市	-2	83	-112	-21	20	-32
除中国外的新兴市场	-77	62	77	-29	-96	-63
股市	-32	69	-5	-105	-61	-134
债市	-45	-7	82	76	-35	71

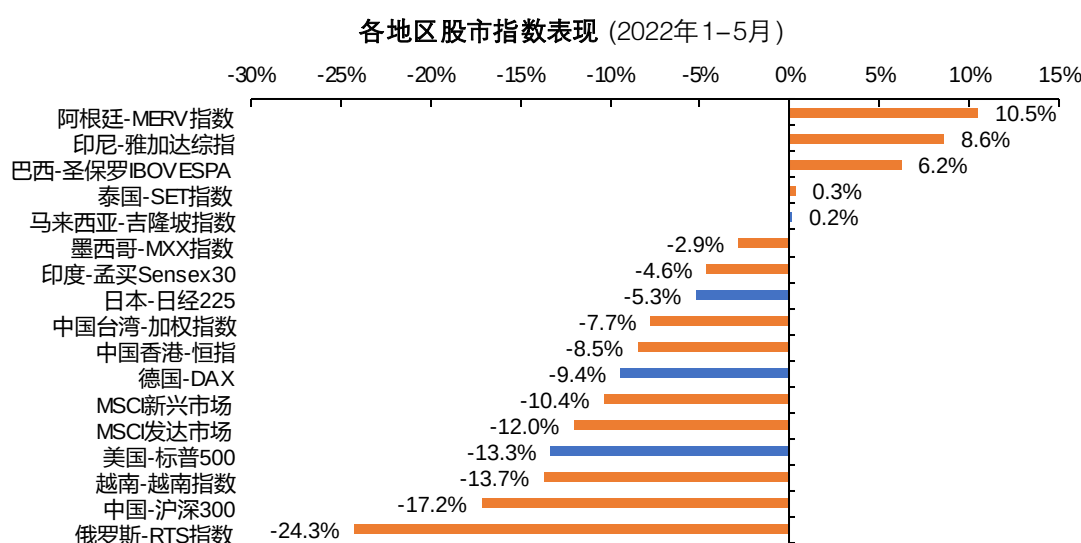
资料来源：IIF, 平安证券研究所。注：因四舍五入原因部分数据加总略有出入。

伴随资本外流，新兴市场股票、债券和外汇市场均受到不同程度的冲击：

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

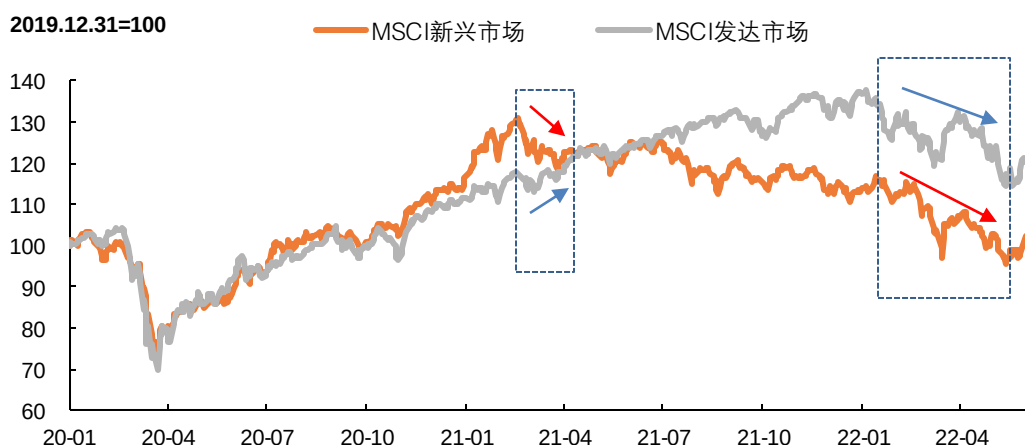
股市方面，多数新兴市场股市下跌，虽整体表现强于美股，但地区分化明显，“中越俄”跌幅较深，“资源国”逆势上涨。今年以来截至5月31日，MSCI新兴市场指数跌10.4%，同期MSCI发达市场指数和美国标普500指数分别跌12.0%和13.3%。对比2021年2-3月，MSCI新兴市场指数下跌同时，MSCI发达市场指数维持震荡上行趋势。在我们主要跟踪的股票市场中，俄罗斯RTS指数（-24.3%）、中国沪深300指数（-17.2%）和越南指数（-13.7%）跌幅超过MSCI新兴市场指数整体，也超过美国标普500指数（-13.3%）。俄罗斯处于地缘风波中心，中国经济遭遇疫情冲击，越南金融监管升级等，使相应地区股市跌幅加深。而阿根廷MERY指数（+10.5%）、印尼雅加达指数（+8.6%）和巴西圣保罗指数（+6.2%）领涨全球并实现了可观的正收益。上述地区均为出口初级产品的“资源国”，在全球大宗商品价格上涨的环境中受益。

图表4 2022年1-5月，多数新兴市场股市下跌，虽整体表现强于美股，但地区分化明显



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 2022年1-5月新兴与发达市场股市同时下跌，而2021年2-3月新兴与发达市场股市走势分化

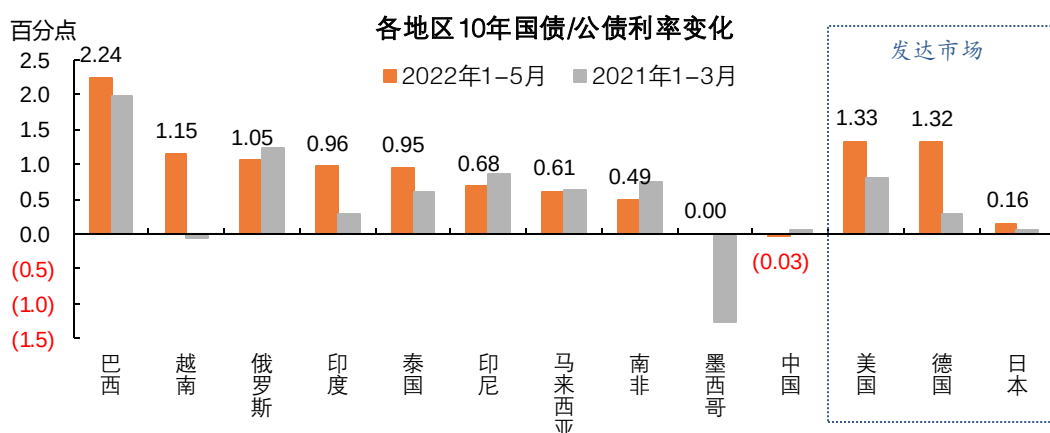


资料来源: Wind, 平安证券研究所

债市方面，大部分新兴市场国债利率上升，但升幅不及美欧。今年以来，美欧通胀压力不减、货币紧缩加力，引发了美欧债券市场抛售，新兴市场难以幸免。今年以来截至5月31日，10年期美债和德债利率上升约1.3个百分点，俄罗斯、南非、

印度以及大部分东南亚国家（如越南、泰国、印尼、马来西亚等）国债利率均有所上升，但幅度不及美债和德债；中国、土耳其等地区国债利率反而下降，因货币政策趋松；巴西国债利率上升 2.2 个百分点，明显高于美德国债。对比 2021 年 1-3 月美欧通胀上升阶段，当时美德国债利率上升幅度更小，新兴市场国债表现更加分化。

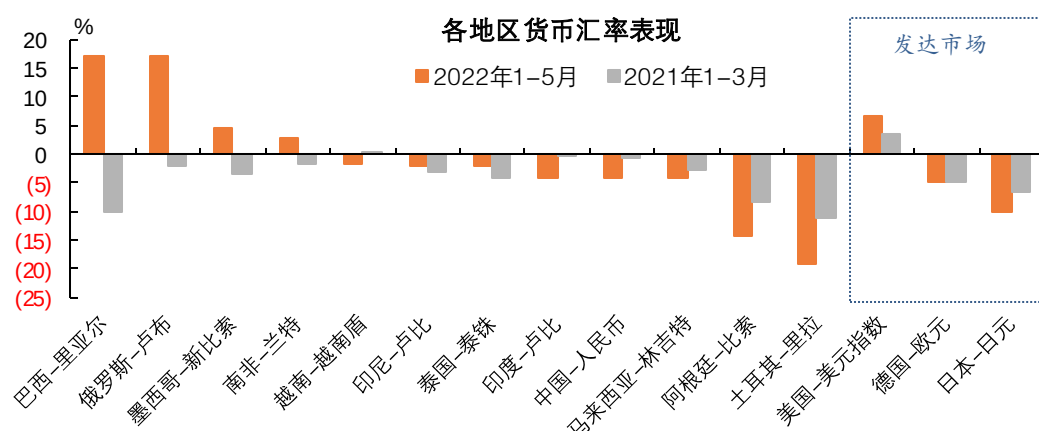
图表6 2022 年 1-5 月，大部分新兴市场国债利率上升，但幅度不及美欧



资料来源: Wind, 平安证券研究所

汇市方面，多数新兴市场货币（兑美元）贬值，但巴西、俄罗斯等“含商品量”较高的货币汇率走强。今年 1-5 月，美元指数累计上涨 6.6%，土耳其、阿根廷、以及大部分亚洲新兴市场（如中国、印度、泰国、印尼、越南等）地区货币兑美元贬值。其中，土耳其和阿根廷货币主要因恶性通胀而贬值，今年 4 月其 CPI 同比分别高达 70% 和 58%。巴西、俄罗斯、墨西哥等地区货币汇率反而走强，主要得益于大宗商品出口需求上升。今年以来截至 5 月，巴西央行已连续三次加息、累计加息 3.5 个百分点至 12.75%，巴西 5 月 CPI 同比仍高达 11.7%，加息预期仍然强烈并推动货币升值。俄罗斯卢布兑美元在地缘冲突后一度贬值 36%，但由于俄罗斯政府要求出口商品以卢布支付，且实行较为严格的资本管制，卢布汇率大幅反弹且已经强于地缘冲突前水平（但需注意，俄罗斯卢布流通性较弱，汇率价格与真实购买力或有出入）。与 2021 年 1-3 月比较，当时在美元指数上升的背景下，新兴市场货币贬值情况更为普遍。

图表7 2022 年 1-5 月，多数新兴市场货币汇率走弱，但巴西、俄罗斯等“含商品量”较高的货币汇率走强



资料来源: Wind, 平安证券研究所。注：除美元指数外，汇率数据选用国家外汇管理局公布的“对美元折算率”。

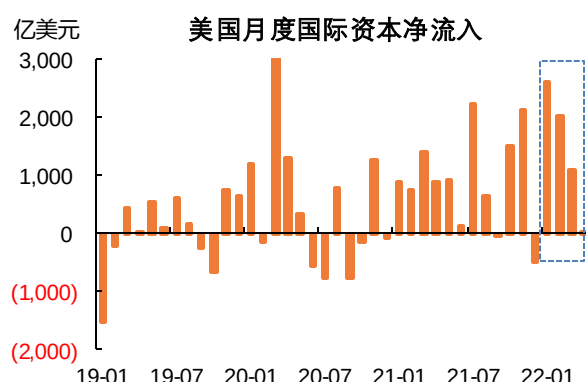
二、美欧货币紧缩形成冲击

俄乌冲突后，全球通胀风险再升，海外央行更加紧绷。新冠疫情以来，由于供求失衡和疫情期间的强力政策支持，许多国家的通胀率已不断上升。2022年初的俄乌冲突，使全球能源和食品等原材料供给以及供应链运行承受额外压力，全球通胀风险进一步上升。据世界银行数据，2022年4月全球CPI同比增速高达7.8%，为2008年以来最高水平。其中，发达经济体通胀率为6.9%，是1982年以来最高水平，且与其2%的普遍通胀目标水平相去甚远，迫使美欧等发达经济体央行采取更加激进的紧缩措施。

本轮美欧货币紧缩对新兴市场的冲击较2021年初更加剧烈，原因有三：

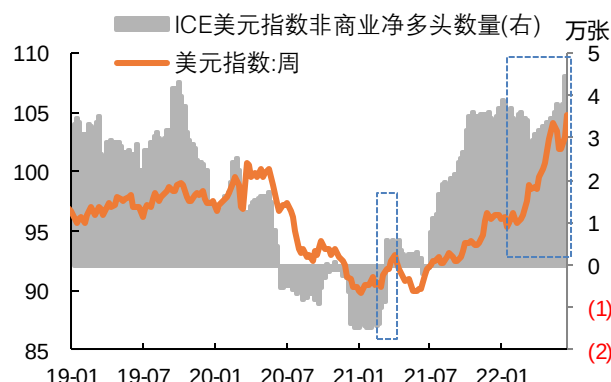
一是，美债利率和美元指数同时拉升，“美元回流”压力更甚。本轮新兴市场资本外流的最大压力来自“美元回流”。据美国财政部统计，今年1-4月美国国际资本流入累计达5711亿美元，是2021年同期水平的1.5倍。2021年底，美联储点阵图预计2022年仅加息至0.75-1%，但2022年以来截至6月，美联储已经加息至1.5-1.75%，且点阵图暗示年内或加息至3.5%左右。除美联储加息预期急剧升温外，俄乌冲突后美国经济前景强于欧洲，进一步激发了美元的避险属性。在此背景下，美债利率和美元指数自3月以来一齐飙升，二者合力促使资本回流美国：美债利率上行快于大部分新兴市场，吸引套息资金流入美国；美元升值预期高涨，进一步增厚了投资美元资产的回报。6月初ICE美元指数非商业净多头数量创2017年以来新高就是集中体现。值得一提的是，历史上美债利率与美元指数同时上行并不算常见，且通常持续时间不长，但在此期间MSCI指数显示新兴市场往往承压。可以说，当前新兴市场面临的“美元回流”压力处于历史较高水平。

图表8 2022年1-3月国际资本连续大幅流入美国



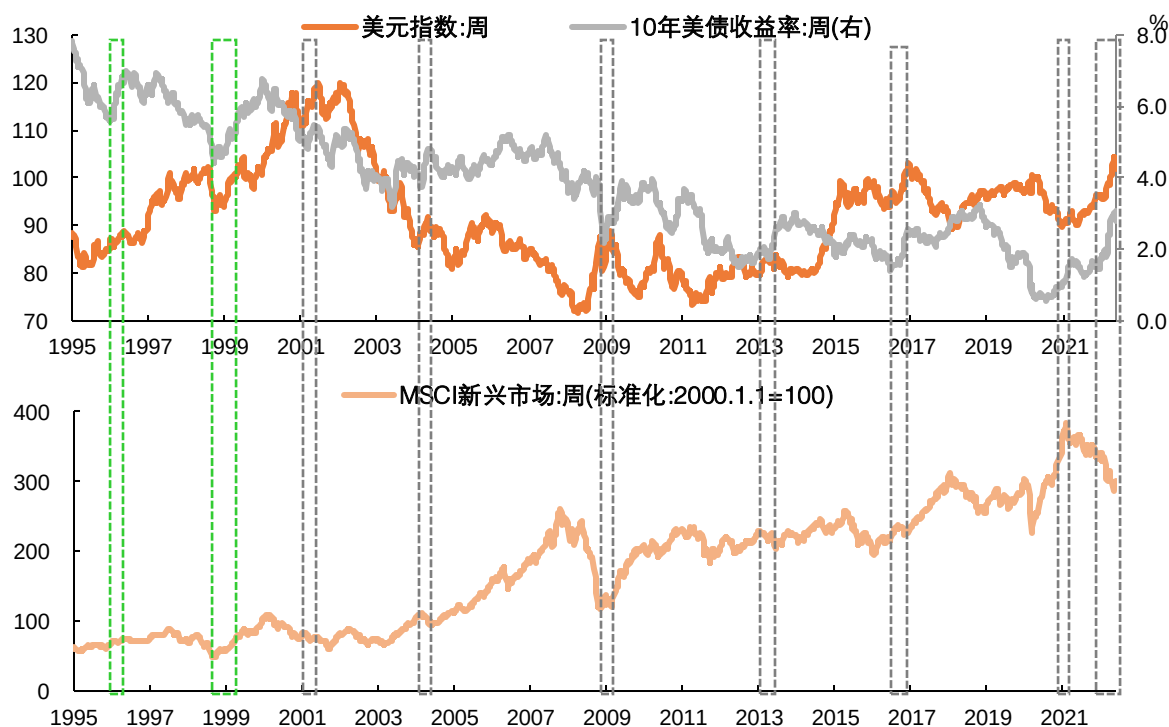
资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表9 2022年看涨美元情绪较2021年初更加高涨



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表10 历史上，美债利率与美元指数同时上行并不常见，期间新兴市场往往承压



资料来源: Wind, 平安证券研究所

二是，发达经济体央行集体迈向紧缩，新兴市场压力源更广泛。新冠疫情后，发达经济体同步复苏，但广泛且高企的通胀压力使大多数发达经济体央行同时紧缩。今年以来截至6月20日，新西兰、加拿大、英国和澳大利亚央行已分别加息0.75-1.25个百分点不等，且欧央行于6月会议已宣布将于7月结束购债并开启11年来首次加息。目前，市场普遍认为发达经济体“加息潮”或至少持续1-2年，债券市场不断计入加息风险，这体现在多数发达经济体短端国债利率的快速攀升上。因此，美国及其他发达市场同步加息，丰富了国际资金的选择，也加剧了新兴市场资本外流压力。

图表11 今年以来多数发达经济体加息

百分点
2.0

发达市场央行政策利率变动
■ 2022年以来截至6月20日

图表12 债券市场对发达经济体的加息预期不断升温

%
4.0

发达市场短端国债收益率
— 美国2y

%
1.0
0.8

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_43168

