

新興市場進入危機多發期

——危機傳導與防守韌性

- ❖ **資本外流加速，新興市場再遇危機。**新興市場在2017年吸引力增加、實現大量資本流入的條件包括：全球主要經濟體同步增長、新興市場與發達市場的經濟增速差擴大、全球貿易復蘇、中國經濟增長動力強勁等。顯然，進入2018年之後這些有利因素都在迅速減弱或消失，同時各種風險因素激增，全球增長放緩，美歐增速分化，貿易爭端升級，美聯儲加快收緊貨幣政策等，導致資本向新興市場的流入速度大幅減緩，從阿根廷比索、土耳其里拉到南非蘭特，新興市場貨幣承壓，部分甚至出現貨幣危機。
- ❖ **四要素分析法：新興市場已進入危機多發階段。**近期觸發土耳其貨幣與經濟危機的直接導火索是美國與土耳其關係交惡，市場也充分認識到土耳其經濟的隱患并非“一日之寒”。由于國別原因遠不足以解釋新興市場在危機邊緣的不同命運，我們提出“四要素”方法來解釋和判斷新興市場的壓力：**(1) 全球貨幣環境。**新興市場國家的金融波動有40%以上可被全球金融環境來解釋，美聯儲的貨幣政策對新興市場經濟的影響超過了新興市場自身貨幣政策的影響。而且新興市場貨幣走勢與美元周期高度相關，強美元和緊貨幣下的新興市場往往壓力最大。**(2) 前期流入資本決定回吐程度。**後危機時代的流動性擴張使得大量資本流入新興市場以尋求更高收益，推高了資產價格，增加了新興市場對外部資本的依賴。當美聯儲等央行逆向調整貨幣政策時，新興市場資本流動的方向也隨之逆轉，“熱錢”的迅速撤離使新興市場國家經濟體系受創。**(3) 經濟周期（特別是貿易周期）。**壓力是否會惡化為危機在很大程度上取決於新興市場的經濟基本面。**(4) 非市場風險。**國際制裁、大選、國內政治持續動蕩等都會使得前三項要素構築的壓力迅速集中爆發，并可能引起更大範圍的恐慌。之前大量“熱錢”流入土耳其，前兩年全球貿易的復蘇暫緩了貶值壓力向全面危機的轉化。今年開始貿易戰拖累全球經濟和貿易增速放緩，致使土耳其雪上加霜。近日的非市場因素，即美土交惡，直接觸發了市場積聚已久的恐慌與憂慮。
- ❖ **新興市場面臨自身脆弱性和別國傳染性的疊加效應。**當前土耳其出現的貨幣危機究竟會留在國境之內還是會繼續蔓延開來，是市場關注的核心問題。我們總結了四項國家間危機蔓延機制：經濟紐帶（economic linkages）、警惕意識（heightened awareness）、資產調整（portfolio adjustment）和羊群效應（herd behavior）。當前占主導的是警惕情緒和羊群效應，意味著受波及國家可采用控制資本流動、迅速調整貨幣政策等，來釋放積極信號、穩定市場預期，這也是我們認為當前的土耳其危機傳染性適中的主要原因。但這并不意味著新興市場國家能够很快渡過難關，因為當前新興市場存在多種潛在危機并行，受波及國家很可能成為下一個危機源頭。
- ❖ **韌性評估。**在新興市場普遍面臨嚴峻挑戰的情況下，哪些國家更加脆弱、更容易爆發危機級別的震動事件？首先，要看該國整體宏觀經濟狀況，這是防禦韌性的基礎。若整體經濟加速下行，宏觀失控風險加大，脆弱性大大增加。第二，要看該國的危機防禦能力，最主要的表現就是短期債務償還能力。新興國家外圍壓力加大的時期，通常會大幅增加內外債，其中的外債部分風險更大，一旦難以償付則會引發貨幣貶值、外債難償的惡性循環。另一點是許多分析忽視的，即非市場因素，特別是政治穩定程度、政府實行政策的有效性以及對於經濟社會體系監督的質素等，這些因素決定了該國是否能够運用相應的金融和貨幣政策來應對壓力，同時對判斷該國爆發危機的時間點具有重要參考價值。
- ❖ **綜合來看，危機風險最大的新興經濟體包括阿根廷、土耳其、委內瑞拉、埃及、巴西、南非和俄羅斯等。**捷克、中國和波蘭的情況相對穩健。由于新興經濟體已經進入危機易發、高發階段，風險名單還在加長。儘管目前看來新興市場全面爆發危機的概率不高，不少國家經濟增速仍有支撐，但此起彼伏的劇烈波動使得新興市場的投資吸引力銳減，投資者需要更加謹慎地分辨新興市場的投資機會。

成亞曼，博士

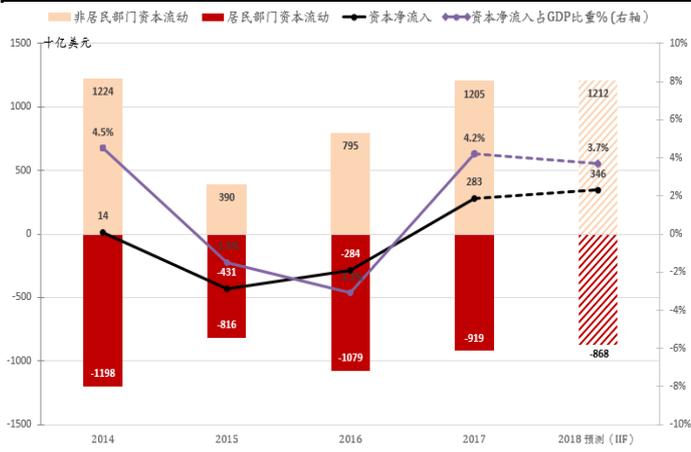
電話：(852) 3900 0868

郵件：angelacheng@cmbi.com.hk

資本外流加速，新興市場再遇危機

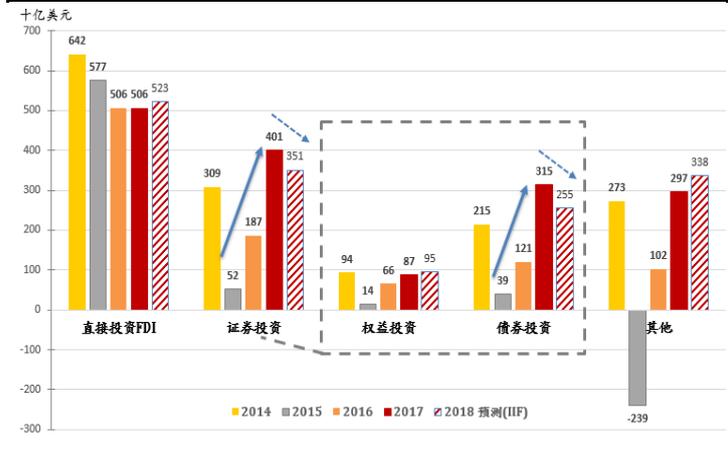
經歷了兩年的資本淨流出之後，許多新興市場國家在 2017 年實現了資本流動方向的逆轉，資本淨流入量達到 GDP 總量的 4.2%，其中外商直接投資 (FDI) 依然是主要渠道；與此同時，受到債券投資市場拉動，通過投資組合 (Portfolio Investment) 渠道流入的資本高速增长，從 2015 年的 520 億美元迅速升至 2017 年的 4010 億美元。

圖 1: 新興市場資本流動及 GDP 占比



資料來源: IIF、招銀國際研究

圖 2: 新興市場資本流入渠道比較



資料來源: IIF、招銀國際研究

新興市場在 2017 年吸引力增加、得以迅速發展的要素條件包括：(1) 全球主要經濟體同步增長創造出優質投資環境；(2) 新興市場與發達市場的經濟增速差擴大，加大新興市場吸引力；(3) 全球貿易復蘇，新興市場國家經濟受益；(4) 中國經濟增長動力強勁。顯然，進入 2018 年之後這些有利條件都在迅速減弱或消失。

上年有利條件消失的同時，各種風險因素激增：全球增長放緩，美歐增速分化，貿易爭端升級，美聯儲加快收緊貨幣政策等，導致今年以來資本向新興市場的流入速度大幅減緩，從阿根廷比索、土耳其里拉到南非蘭特，新興市場貨幣承壓，部分甚至出現貨幣危機。

圖 3: 新興市場資本流動趨勢在 2018 年遭遇逆轉



資料來源: 彭博、招銀國際研究

圖 4: 美元走強，新興市場貨幣承壓



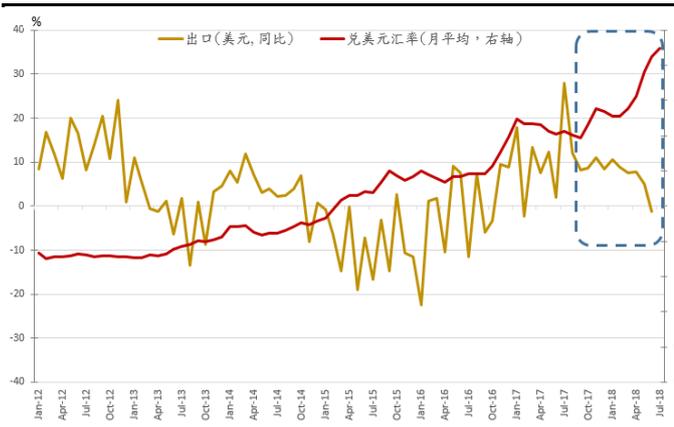
資料來源: 彭博、招銀國際研究

四要素分析法看新興市場危機

近期觸發土耳其貨幣與經濟危機的直接導火索是美國與土耳其關係交惡。當然，市場也充分認識到土耳其經濟的隱患并非“一日之寒”，從 2013 年“削減恐慌”開始就一直對土耳其保持警惕。除土耳其之外，早前還有阿根廷等新興市場引起廣泛關注。如果我們分別分析這些國家，自然可以羅列許多國別原因，却遠不足以理解新興市場國家在危機邊緣的不同命運。因此，我們提出“四要素”的分析框架來解釋和判斷新興市場的壓力：

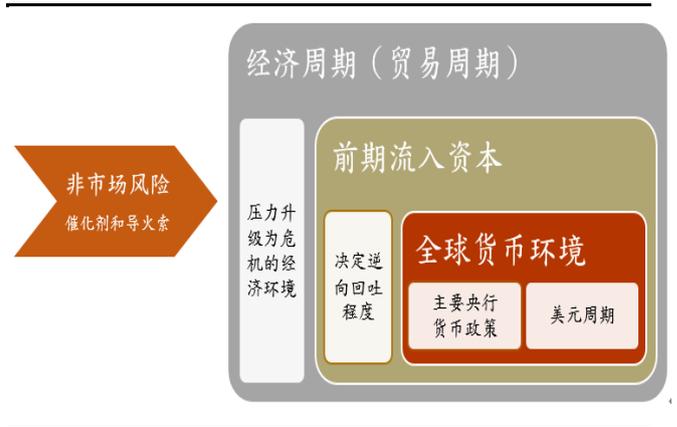
- ❖ **要素一：全球貨幣環境。**新興市場國家的金融波動有40%以上可被全球金融環境來解釋。通過分析歷史數據我們看到，美國加息政策對新興市場經濟的影響超過了新興市場自身貨幣政策的影響。在2013年，僅僅是美聯儲計劃逐漸削減量化寬鬆的意圖就已經足以在新興市場引發巨大波動，引起“削減恐慌”。2018年以來美、歐等主要經濟體加快貨幣政策正常化過程（各大央行貨幣政策請參見每月**全球宏觀報告**），全球流動性驟減使得新興市場國家壓力倍增。而且，新興市場貨幣走勢與美元周期高度相關，從今年二季度開始美元指數不斷走強，強美元和緊貨幣下的新興市場往往壓力最大。
- ❖ **要素二：前期流入資本決定回吐程度。**2008年金融危機之後的流動性擴張使得大量資本流入新興市場以尋求更高收益，推高了資產價格，增加了新興市場對外部資本的依賴度。當美聯儲等央行逆向調整貨幣政策時，新興市場資本流動的方向也隨之逆轉，“熱錢”的迅速撤離使這些新興市場國家利率急劇飆升，經濟體系受創。
- ❖ **要素三：經濟周期（特別是貿易周期）。**前兩項要素的存在意味著新興市場承受的外部壓力增大，但壓力是否會惡化為危機在很大程度上取決於新興市場的經濟基本面。當全球經濟和貿易增長動力減退、新興市場失去外部支撐的情況下，其脆弱性大大增加。當前美歐同步復蘇已經終結，增速分化加大，中國經濟下行壓力疊加（參見**中期經濟展望**），此輪全球增長動力難再恢復，貿易的繁榮景象只能停留於去年。介於大部分新興市場經濟對貿易是否景氣高度敏感，當前下行的經濟周期和貿易環境使得新興經濟體失去經濟發展的重要支撐和動力來源，防禦風險能力大幅降低，新興經濟體進入危機高發階段。
- ❖ **要素四：非市場風險。**國際關係的變化、國內政治的震盪等非市場因素往往是危機的催化劑和導火索，不應被忽視。國際制裁、大選、國內政治持續動盪等都會使得前三項要素構建的壓力迅速集中爆發，並可能引起更大範圍的恐慌。

圖 5: 出口轉差伴隨土耳其里拉加速貶值



資料來源: CEIC、招銀國際研究

圖 6: 新興市場危機的四要素分析框架



資料來源: 招銀國際研究

從“四要素”框架來分析近期的土耳其可以很清楚地看到危機爆發的原因。從第一個要素分析，全球貨幣環境對土耳其不利。之前又有大量“熱錢”流入土耳其，2017年通過證券投資組合進入土耳其的資本是2016年的接近4倍，達243億美元，意味著一旦“熱錢”逆向流出造成的衝擊就越大。實際上土耳其里拉近兩年已經開始進入快速貶值通道，但前兩年全球貿易的復蘇支撐了土耳其經濟，暫緩了貶值壓力向全面危機的轉化。今年開始貿易戰拖累全球經濟和貿易增速放緩，致使土耳其雪上加霜。近日的非市場因素，即美土交惡，直接觸發了市場積聚已久的恐慌與憂慮。

國家間危機蔓延機制

當前土耳其出現的貨幣危機究竟會留在國境之內還是會繼續蔓延開來，是市場關注的核心問題。儘管“四要素分析法”能夠解釋大部分新興市場壓力的來源及觸發條件，但還需要解釋危機為何會在新興市場間迅速蔓延或傳染（cross-country contagion）。基於已有研究，我們總結了四項主要的蔓延機制：

- ❖ **機制一：經濟紐帶(economic linkages)。**爆發經濟或貨幣危機的新興市場國家對與之經濟聯繫緊密的其他國家造成衝擊。

- ❖ **機制二：警惕意識 (heightened awareness)**。某一新興市場爆發危機會使得投資者重新審視在其他類似國家的資產配置，進而在其他國家也引發危機。
- ❖ **機制三：資產調整 (portfolio adjustment)**。由于流動性緊張，當一個新興市場出現問題的時候，投資人有可能削減其他新興市場的資產份額來彌補在危機國家的投資收益，造成別國同樣出現危機。
- ❖ **機制四：羊群效應 (herd behavior)**。當投資者認為其他大多數投資者都在逃離新興市場的時候，也會跟隨做出同樣的選擇。

當前，警惕情緒（機制二）和羊群效應（機制四）是占主導的蔓延機制，土耳其里拉崩潰及市場對於新興市場壓力的長期憂慮，波及到南非、印尼和墨西哥等國家。比起通過經濟紐帶傳導的危機，情緒主導的蔓延情況下受波及國家可以採用的政策更多，包括控制資本流動、迅速調整貨幣政策等，來釋放積極信號、穩定市場預期。這也是我們認為當前的土耳其危機傳染性適中的主要原因。

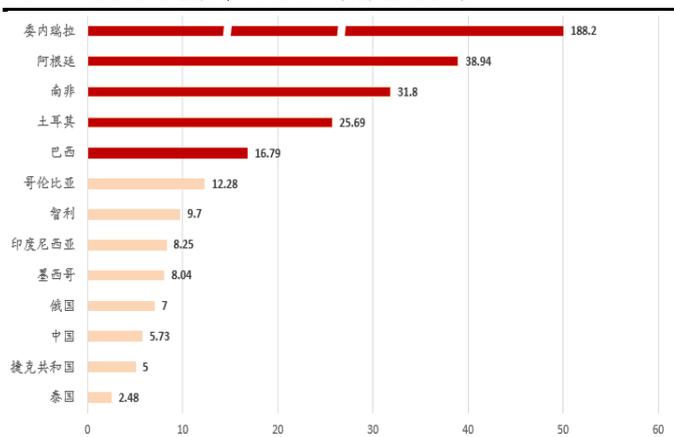
但土耳其危機的傳染可控並不意味著新興市場國家能夠很快渡過難關，因為當前新興市場存在多種潛在危機并行，受波及國家很可能成為下一個危機源頭，全球經濟和貨幣政策以及新興國家資本流動的性質，決定了它們面對的是自身脆弱性和別國傳染性的疊加效應，至于是否可控、何時爆發取決于各國內部的演繹。

新興市場韌性評估

我們還需要回答的問題是：在新興市場普遍面臨嚴峻挑戰的情況下，哪些國家更加脆弱、更容易爆發危機級別的震動事件？過去經驗表明，有的新興市場國家更易爆發危機或受傳染，而另一些則表現出更強的韌性，其中的差異可主要分為三方面：

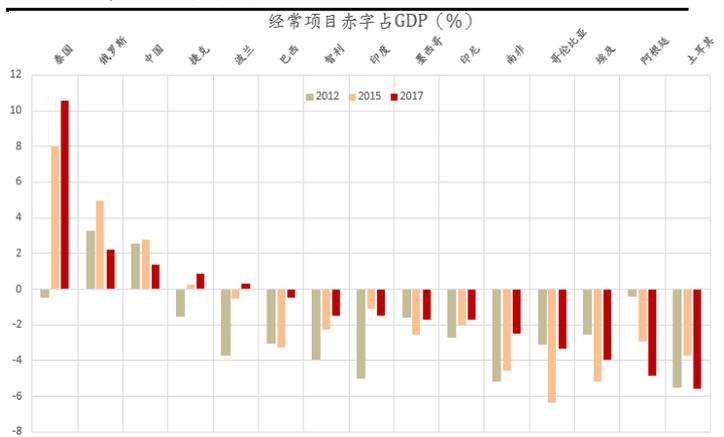
首先，要看該國整體宏觀經濟狀況，這是防禦韌性的基礎。新興市場國家雖常常作為一個整體出現，但國家間的差別很大，其宏觀經濟總體質素決定了其防守韌性。例如部分國家內部通脹率和失業率上升過快，通常意味著其整體經濟加速下行，宏觀失控風險加大，脆弱性大大增加。從這個角度看，委內瑞拉的情況最為嚴重，阿根廷、南非、土耳其和巴西面臨的經濟問題也較突出，中國、捷克、泰國等情況較好。

圖 7: 通脹與失業率之總和 (痛苦指數)



資料來源：彭博、招銀國際研究

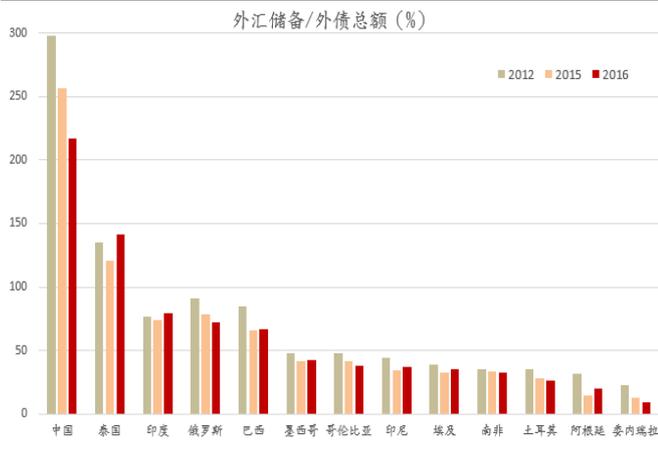
圖 8: 經常項目赤字過高埋下隱患



資料來源：彭博、招銀國際研究

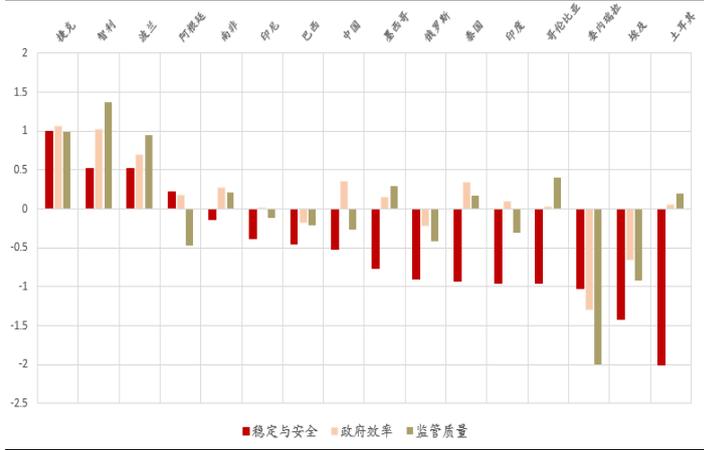
第二，要看該國的危機防禦能力，最主要的表現就是短期債務償還能力。新興國家外圍壓力加大的時期，通常會大幅增加內外債，其中的外債部分風險更大，一旦難以償付則會引發貨幣貶值、外債難償的惡性循環。從這個角度來看，中國、泰國等國防禦能力較強，委內瑞拉、阿根廷、土耳其、南非、埃及和哥倫比亞等國的韌性明顯偏低。

圖 9: 外匯儲備與外債的比例



資料來源: 彭博、招銀國際研究

圖 10: 不可忽視非市場因素



資料來源: 世界治理指數、招銀國際研究

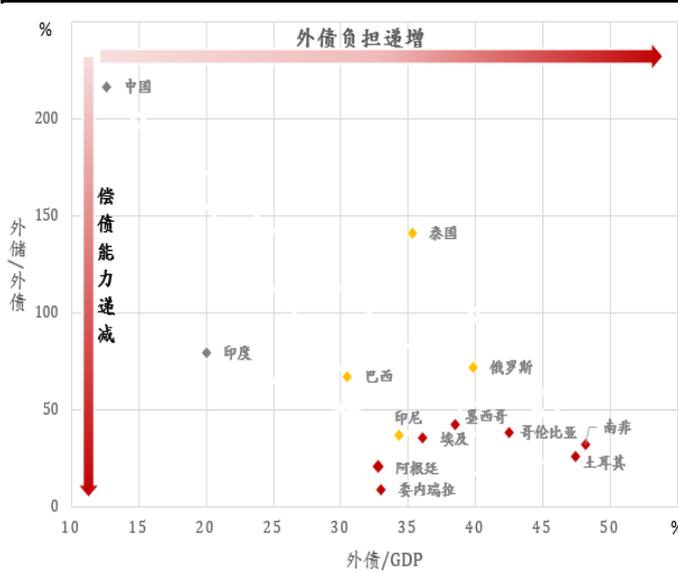
另一點是許多分析忽視的重要因素，就是該國的非市場風險。特別是該國的政治穩定程度、政府實行政策的有效性以及對於經濟社會體系監督的質素等。這些因素決定了該國是否能夠運用相應的金融和貨幣政策來應對壓力，同時對判斷該國爆發危機的時間點具有重要參考價值。從該角度分析，捷克和智利的管治能力和政治穩定性較強，土耳其、委內瑞拉、哥倫比亞、泰國和俄羅斯等非市場風險更加密集。

從這三個方面出發，我們還通過分析外債/GDP、財政盈餘（赤字）/GDP、杠杆率等多維數據來佐證對於主要新興市場國家韌性的判斷。

總體來看，危機風險最大的新興經濟體包括阿根廷、土耳其、委內瑞拉、埃及、巴西、南非和俄羅斯等，捷克、中國和波蘭的情況相對穩健。由於新興經濟體已經進入危機易發、高發階段，風險名單還在加長。

儘管目前看來新興市場全面爆發危機的概率不高，不少新興市場經濟增速依然有支撐，但此起彼伏的劇烈波動使得新興市場的投資吸引力銳減，投資者需要更加謹慎地分辨新興市場的投資機會。

圖 11: 外債負擔和償債能力分析



資料來源: 彭博、招銀國際研究 (紅色: 相對悲觀; 橙色: 中性; 灰色: 相對樂觀)

圖 12: 新興市場國家風險評估

	GDP增長率 (2017)	宏觀經濟狀況	危機應對能力	非經濟因素	總體風險評估
委內瑞拉	-7.4	●	●	●	●
阿根廷	2.9	●	●	●	●
土耳其	7.4	●	●	●	●
埃及	4.2	●	●	●	●
南非	1.3	●	●	●	●
哥倫比亞	1.8	●	●	●	●
巴西	1	●	●	●	●
俄羅斯	1.5	●	●	●	●
印度	6.6	●	●	●	●
泰國	3.9	●	●	●	●
印尼	5.1	●	●	●	●
墨西哥	2	●	●	●	●
智利	1.5	●	●	●	●
波蘭	4.6	●	●	●	●
中國	6.9	●	●	●	●
捷克	4.3	●	●	●	●

資料來源: IMF、招銀國際研究 (紅色: 相對悲觀; 橙色: 中性; 灰色: 相對樂觀)

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道三號冠君大廈 45 及 46 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀證券")為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表现亦不代表未來的表现，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令("金融服務令")第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則15a-6定義的"主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。