新兴市场尾部风险如何演绎？

—在疫情时期寻找价值

引言：疫情已经进入后半场。新兴市场政府债务在 2020 年达到了 2002 年以来的最高水平，但由于全球利率环境较低，各国政府的债务融资能力总体仍然相对可控。随着民主党掌控参众两院、美国 10 年期国债收益率破 1%，后面的关注点可能会转向美国政策的外溢效应和新兴市场自身的健康程度是否能够经受得住政策的逐渐退出。

一、疫情后，虽然很多新兴市场经济体面临评级下调，但货币贬值危机并未蔓延到全球。疫情初期，出行减少以及大宗商品价格暴跌，使得部分新兴市场的债务持续上升，穆迪等多家评级机构对新兴市场的主权评级做出警示和下调；但是由于本次新兴市场国家的周期性和结构性状况和发达国家较同步，进而扩大了货币政策空间。后续美元流动性大幅改善，带动新兴市场资本流动企稳、主权债务利差回落。疫情下半场，我们更需要关注新兴市场是否存在尾部风险，因为新兴市场的动荡可能会对全球资产价格产生较之以往更加明显的影响。

二、以史为鉴，新兴市场危机的爆发基本都源于美联储货币政策的转向。1）回顾 2018 年的土耳其里拉抛售，原因有三个方面：第一，美元流动性下降；第二，货币超发和结构性失衡成为了国际投机机构看空狙击土耳其里拉和阿根廷比索的另一部分原因；第三，美国和土耳其的贸易争端进一步发酵。2）2013 年的美联储 QE“消减恐慌”后续引发了俄罗斯卢布大幅贬值。一方面，在进口国对石油的需求下降和 OPEC 没有达成减产协议的双刺激下，WTI 原油急剧回落，对俄罗斯的外汇收入形成打击。另一方面，“乌克兰冲突”问题引发了美国和俄罗斯之间的冲突。其实，在这两个主要因素的背后，还反映出俄罗斯在经历漫长经济结构转型时期滞留下来的缺陷，外部的冲击则会放大该缺陷。

三、短期来看，美国民主党控制参众两院，对新兴市场形成利好。一方面，在美国民主党控制了参众两院叠加疫情不确定性上行，短期财政政策加码概率上行；另一方面，在美联储保持宽松的背景下，即使疫情使得新兴市场基本面恶化，但引诱发危机爆发的外在因素并不强。**首先，**拜登初上台，国际之间的地缘政治问题短期将有所缓和，民主党主要的政策议题仍然会围绕着疫情和美国本土经济的复苏。**其次，**美元短期保持在低位，意味着商品价格和新兴市场货币的表现好于美元，且美股风险偏好的提升会使也会得这些货币相对受益。

四、长期来看，美国经济复苏加快可能会“加速”新兴市场风险暴露。长期来看，随着美国大规模的刺激带动经济上行，通胀预期上行，长端利率已经“突破 1%”，加息和加税周期可能会有所提前，那么新兴市场“新旧风险”将会加速暴露。**首先，**新兴市场疫情和疫苗的进展肯定远不如欧美市场，所以新兴市场的经济弹性也将落后于发达国家。**其次，**虽然金融危机之后，新兴市场整体恢复好于欧美市场，但是们需要注意到新兴市场信贷质量差异仍然较大。**第三，**美元化程度较高的新兴经济体，除了通过利率平价受到套利资金的影响，另外大量的美元债务使得这些国家资产负债表更易受到美国货币政策的冲击。

五、我国在稳步推进资本账户双向开放的同时，也需防范国际金融风险的外溢效应。在 2012 年之后，我国利率、汇率改革和资本账户开放协调推进，所以我国不会走上俄罗斯经济转型时遇到的问题。但疫情过后，金融市场和实体经济表现明显分化，这种分化使得货币政策调整的难度上行，也加剧了信用违约风险。所以我们需警惕在资本市场不断开放的背景下，未来美债收益率不断上行对我国资本市场形成的扰动。

风险提示：

1、疫情疫苗进展低于预期；2、政府应对措施和方法不当，导致恐慌性情绪和预期混乱；3、货币政策收紧超预期，风险资产波动加剧。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260

杨一凡 yangyifan@gjzq.com.cn

内容目录

一、 疫情后新兴市场并无明显风波.....4
二、以史为鉴，新兴市场危机的爆发源于发达经济体的政策转向.....7
三、短期来看，美国民主党控制参众两院，对新兴市场形成利好.....10
四、长期来看，美国经济复苏加快会“加速”新兴市场风险暴露.....13
五、我国在稳步推进资本账户双向开放的同时，也需防范国际金融风险的外溢效应.....18

图表目录

图表 1：部分主权评级被下调的新兴市场.....4
图表 2：新兴市场在 2008 年面临通胀高企的问题.....6
图表 3：新兴市场在次贷危机后，短期并未受到明显影响.....6
图表 4：新兴市场的增速在 07-09 年远高于发达国家.....6
图表 5：94 年至 08 年 MSCI 新兴市场和标普 500 相关性为 0.38.....7
图表 6：08 年至 20 年 MSCI 新兴市场和标普 500 相关性为 0.81.....7
图表 7：疫情后新兴市场的外汇储备变化较前几次危机减少.....8
图表 8：2018 年美元兑阿根廷比索和美元兑土耳其里拉.....9
图表 9：土耳其存在货币严重超发的迹象.....9
图表 10：土耳其外债规模在 2018 年达到高峰.....9
图表 11：土耳其的经常账户余额长时间处于负值.....9
图表 12：WTI 原油价格在 2014 年 4 月大幅回落.....10
图表 13：俄罗斯的外汇储备从 2013 年四季度急剧下滑.....10
图表 14：美国疫情当日新增不断创新高.....11
图表 15：佐治亚州民主党候选人乔恩·奥索夫赢得席位.....11
图表 16：佐治亚州民主党候选人拉斐尔·沃诺克赢得席位.....11
图表 17：当前美德利差已经明显走阔，美元指数低位震荡的概率较大.....12
图表 18：MSCI 新兴市场表现和美元指数反比.....13
图表 19：通胀预期和长端利率（10 年美债收益率）上行.....14
图表 20： 大部分新兴市场还未开始接种疫苗.....15
图表 21： 美国、中国和以色列为排名前三接种疫苗的国家.....15
图表 22：俄罗斯的外汇储备良好，外债可控.....16
图表 23：土耳其在去年年底货币政策收紧.....16
图表 24：南非债务在疫情前已经比较严重.....17
图表 25：墨西哥去年三季度 GDP 同比增速反弹乏力.....17

图表 26：新兴市场政府杠杆率较高.....18
图表 27：6-7 月份地产成交、股票估值快速上升.....19
图表 28：社会消费品零售总额当月同比增速恢复不如房地产销售.....19
图表 29：去年年底推行或者发行失败债券大幅上行.....20
图表 30：资金空转套利和流动性边际趋紧的原因之一.....20
图表 31：永煤违约事件导致存单到期收益率快速上行.....20
图表 32：中债和美债分化.....21
图表 33：人民币指数随着中美利差回落.....21

正文如下：

引言：疫情已经进入后半场。新兴市场政府债务在 2020 年达到了 2002 年以来的最高水平，但由于全球利率环境较低，各国政府的债务融资能力总体仍然相对可控。随着民主党掌控参众两院、美国 10 年期国债收益率破 1%，后面的关注点可能会转向美国政策的外溢效应和新兴市场自身的健康程度是否能够经受得住政策的逐渐退出。

一、 疫情后新兴市场并无明显风波

疫情后，虽然很多新兴市场经济体面临评级下调，但货币贬值危机并未蔓延到全球。疫情后，全球经济均出现一轮不同程度的收缩。在 2020 年 3 月美元流动性暂时短缺后，市场把过多的注意力放在美国和欧元区等发达国家的政策上，相比之下，对于新兴市场的关注度并不高。我们可以看到，疫情初期由于出行减少以及大宗商品价格暴跌，依赖旅游业的国家和石油出口国在疫情初期较大的外需打击；同时，医疗保健和经济刺激计划的支出均在增加，使得部分新兴市场的债务持续累计。穆迪等多家评级机构对新兴市场的主权评级做出警示和下调。2020 年 3 月 7 日，黎巴嫩政府决定停止偿还一笔即将到期的 12 亿美元债务，这是黎巴嫩政府首次出现停止偿还欧洲债券的情况；2020 年 3 月 27 日，穆迪将南非的主权信用评级从从 Baa3（投资级别）降至 Ba1（垃圾级），且评级展望保持在“负面”，评级结果引发资金进一步外流；2020 年 4 月 6 日，阿根廷政府宣布，延迟偿还总额约 100 亿美元的公共债务，宣布将本金和利息将推迟至 2021 年偿还。同一时间段南非、尼日利亚、哥伦比亚、阿根廷等多个新兴市场遭到主权评级下调，但是后续美元流动性出现大幅好转，带动新兴市场资本流出企稳、主权债务利差回落，使得新兴市场形势出现较大的改善。

图表 1：部分主权评级被下调的新兴市场

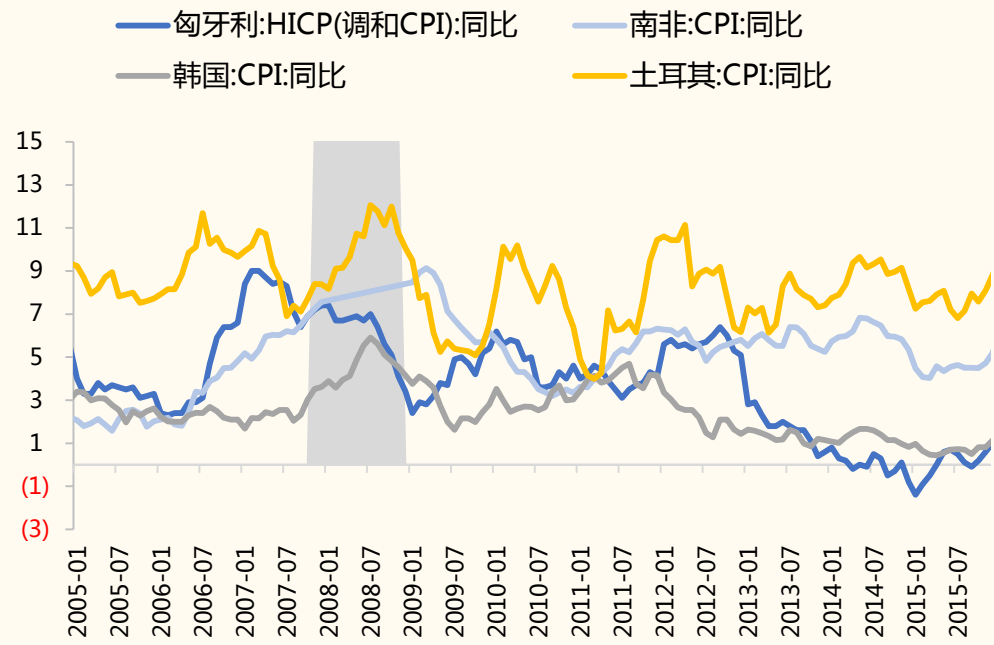
国家	穆迪	惠誉	理由
南非	将南非政府评级从 Ba1 下调至 Ba2	将南非评级（IDR）从 BB+下调至 BB，且前景是负面的	南非中期财政实力预计将进一步减弱，大流行冲击的影响的评估，这既直接影响到债务负担，也间接加剧了该国的经济挑战和改革的社会障碍，财政、经济和社会方面的严重制约以及借贷成本不断上升，南非在中期内减轻冲击的能力低于许多主权国家。
阿根廷	将阿根廷政府评级从 Caa2 下调至 Ca。前景评级改为负面。	将阿根廷评级（IDR）从“CC”下调至“C”。	当前的政府债务重组过程中，私人债权人可能会蒙受重大损失，因为疫情引发的经济和金融冲击加剧了资金压力，迫使政府在未来几年内减少即将到期的债务偿还义务。
土耳其	将土耳其政府评级从 B1 下调至 B2，负面前景不变。	惠誉评级公司已将土耳其长期发行人违约评级（IDR）展望从“稳定”下调至“负面”，并确认 IDR 为“BB-”。	枯竭的外汇储备、薄弱的货币政策信誉，负实际利率和庞大的经常账户赤字加剧了土耳其的外部融资风险。而政治压力、有限的中央银行独立性以及迟缓的反应，增加了土耳其政策不充分的风险，导致其进一步的外部失衡、市场不稳定以及更加混乱的情况。
哥伦比亚	——	将哥伦比亚评级从“BBB”下调至“BBB-”。评级展望仍为负面。	油价大幅下跌引发的冲击下，关键财政指标可能有所减弱，负面前景反映了经济增长和公共财政前景的下行风险。
印度	将印度政府评级从 Baa2 下调至 Baa3，	将印度的评级展望从“稳定”下调至“替代”	政府总体财政状况进一步严重恶化，金融部门面临压力，负面前景反映了经济和金融体系更

	前景仍然是负面的		深层压力带来的主导性、相互加强的下行风险，这些压力可能导致比穆迪目前预计的更严重、更长期的财政实力侵蚀。
墨西哥	将墨西哥政府评级从 A3 下调至 Baa1。前景仍然是负面的	把墨西哥国家石油公司的外国和本国货币债信评级从“A3”降至“Baa1”	墨西哥的中期经济增长前景已大幅减弱，该国的石油公司财务和运营状况的持续恶化正在侵蚀主权国家的财政实力，而主权国家的财政实力已经受到经济疲软导致的收入增长放缓的压力。
智利	——	将智利评级（IDR）从“A”下调至“A-”，并将其前景从负面下调至稳定。	评级下调反映出，公共财政面临增加社会支出的长期压力，加之冠状病毒大流行引发的经济衰退，公共财政状况有所减弱。惠誉预测，鉴于智利的趋势增长前景较低，且在沉重的政治和社会压力下难以巩固财政账户，政府债务负担在中期内将继续增加。
马来西亚	——	下调马来西亚评级（IDR）至“BBB+”从“A”。前景稳定。	COVID-19 危机的深度和持续时间削弱了马来西亚的几个关键信贷指标，加上该流行病造成的投资疲软和旅游收入低，减少了经济活动，对马来西亚经济的负面影响是巨大的。

来源：穆迪、惠誉、国金证券研究所

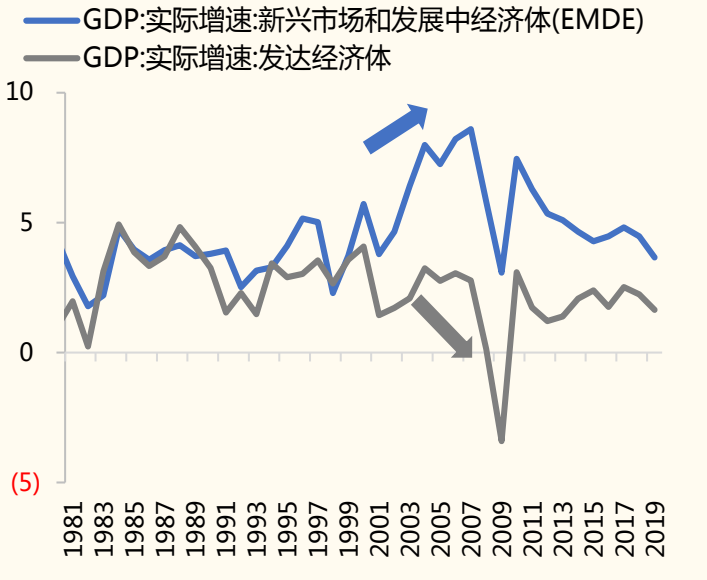
新兴市场国家的周期性和结构性状况和发达国家较同步，扩大了其货币政策空间。疫情对新兴市场的影响与 2008 年不同。2008 年 9 月，大多数新兴市场均处于周期的扩张阶段，产出缺口和通胀缺口均为正，所以面临美国次贷危机的蔓延，大部分新兴市场央行仍需控制通胀，没有选择跟随美联储立即降息。但在 2020 年初，一方面，大多数新兴市场国家的通胀率有些疲软，要么低于目标、要么仅略高于目标，短期预期通胀也普遍接近通胀目标。Covid-19 冲击后新兴市场的产出和通胀大幅下降加剧了商业周期的低迷，发达经济体刺激政策的迅速推出为新兴市场经济体的政策制定者提供了减缓经济冲击的回旋余地，并开辟了放松货币政策的空间。在少数几个国家，由于进一步下调政策利率的空间有限，这促使当局首次动用了非传统货币政策措施，包括购买政府和公司债券。另一方面，多数新兴市场经济体更加节制地使用储备缓冲，允许汇率在更大程度上进行调整。很多国家根据需要注入流动性，以确保市场运转，例如，波兰、印度尼西亚等国进一步放松了宏观审慎政策，以支持信贷发放。

图表 2：新兴市场在 2008 年面临通胀高企的问题



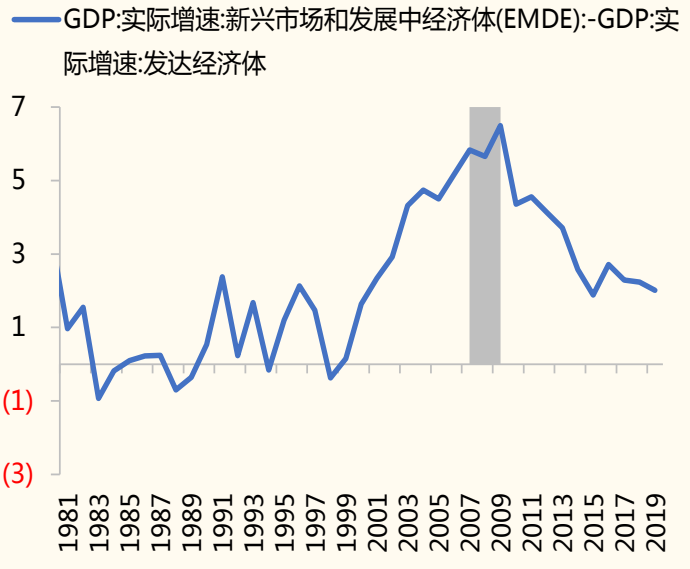
来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：新兴市场在次贷危机后，短期并未受到明显影响



来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：新兴市场的增速在 07-09 年远高于发达国家

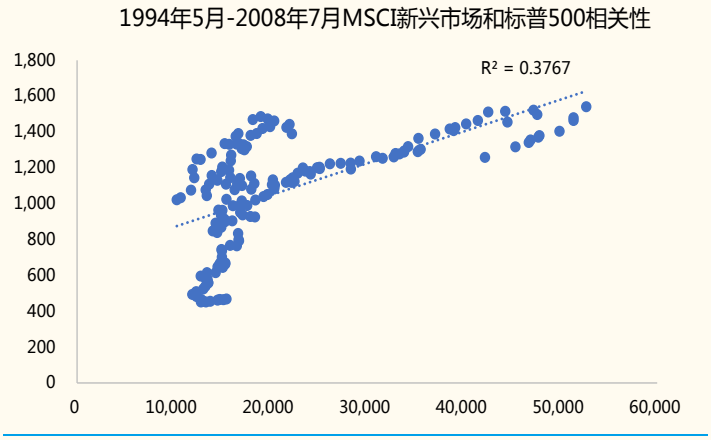


来源：Wind，国金证券研究所

疫情的下半场，我们仍然需要关注新兴市场的尾部风险。2008 年前的新兴市场主权危机大多发生于拉美和非洲等国家。由于这些国家在全球经济中占比较低，所以债务危机的爆发只限于国家内部（通常只局限于当地货币的大幅波动）。其联动性较低，所以无法对全球金融市场、特别是资本市场起到显著的负面影响。我们注意到，20 世纪 80 年代的拉美债务危机虽然对向拉美国家提供了大量贷款的欧美商业银行造成沉痛打击，之后随着主要国家立即采取应对措施，危机对外传导相对有限，进而对资产价格的扰动也有限。进入 21 世纪后，全球

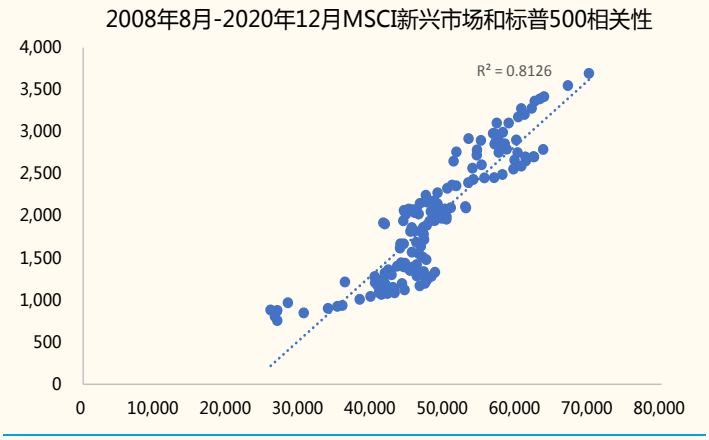
主要发达国家增长放缓，特别是 08 年之后，欧元区和美国整体增速中枢下移，但部分新兴市场发展则较快，股票市场的恢复力和调整力更强，在全球化深化的基础上对全球的影响力也逐步上行。**所以，疫情下半场，我们需要关注新兴市场是否存在尾部风险，因为新兴市场的动荡可能会对全球资产价格产生较之以往更加明显的影响。**

图表 5：94 年至 08 年 MSCI 新兴市场和标普 500 相关性为 0.38



来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：08 年至 20 年 MSCI 新兴市场和标普 500 相关性为 0.81

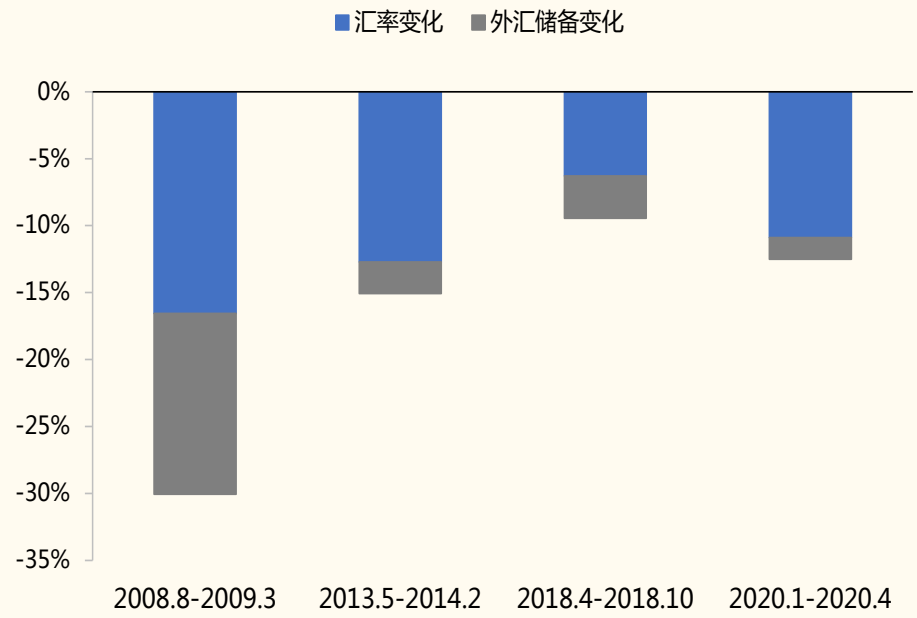


来源：Wind，国金证券研究所

二、以史为鉴，新兴市场危机的爆发源于发达经济体的政策转向

从 08 年之后，我们发现新兴市场危机的爆发基本源于和发达国家货币政策错位、美元流动性下降和地方地缘政治事件。通过整理时间线，除了全球金融危机（2008 年 8 月-2009 年 3 月）之外，消减恐慌（2013 年 5 月-2014 年 2 月）和 2018 年的紧急抛售（2018 年 4 月-2018 年 10 月），部分新兴市场均出现不同程度的货币危机。

图表 7：疫情后新兴市场的外汇储备变化较前几次危机减少

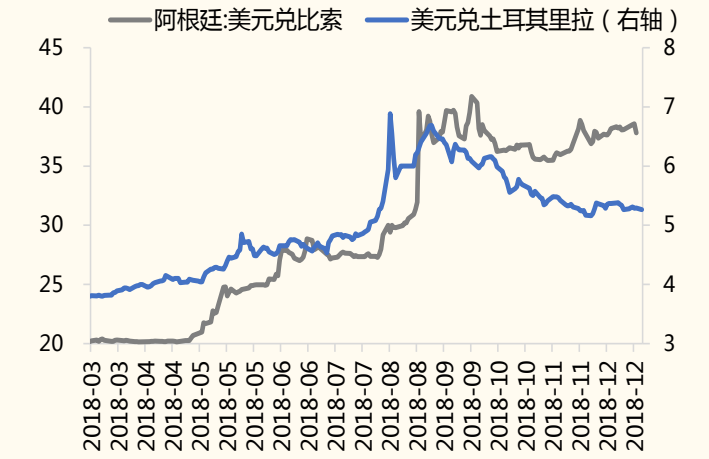


来源：IMF（新兴市场这里包括巴西、智利、印度、波兰、泰国和俄罗斯的计算），国金证券研究所

1、回顾 2018 年的土耳其里拉抛售

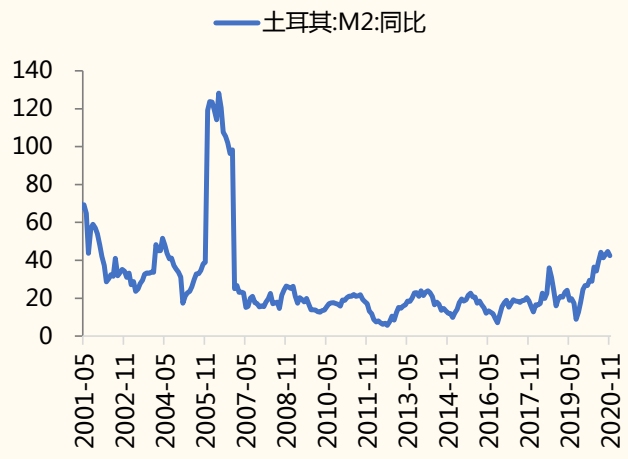
2018 年的土耳其里拉抛售主要源于美元流动性的收紧和地缘政治性因素。首先，本轮货币危机主要在于美元流动性下降。2014 年美联储退出量化宽松后，美元进入了升值周期，在该周期中美元指数经历了两段升值，而新兴市场货币和美元基本呈现“此升彼贬”的规律。具体来看，从 2018 年年初到 8 月份，土耳其里拉开启持续下跌模式，跌幅超过 40%，对投资者信心形成强烈打击，引发其他拥有大量美元债务的新兴市场经济体的货币跟跌，主要包括南非兰特、阿根廷比索等。**其次，货币超发和结构性失衡成为了国际投机机构看空狙击土耳其里拉和阿根廷比索的另一部分原因。**一方面，08 年金融危机后土耳其的货币超发，广义货币 M2 均超过 30%，且严重流失到房地产等领域中，积累了大量的泡沫，导致社会不稳定型提升，资产负债货币错配风险上升。另一方面，土耳其的双赤字较严重，高度依赖外债融资导致偿还债务的能力回落，进一步损害其主权信用。**第三，美国和土耳其的贸易争端进一步发酵。**土耳其和美国的外交关系恶化：土耳其以涉嫌“从事间谍活动”为由拘捕布伦森。最终导致特朗普政府升级了对土耳其钢铝关税的征收，对进口钢铁和铝产品分别征收 25%和 10%关税，导致市场情绪较为恐慌。

图表 8：2018 年美元兑阿根廷比索和美元兑土耳其里拉



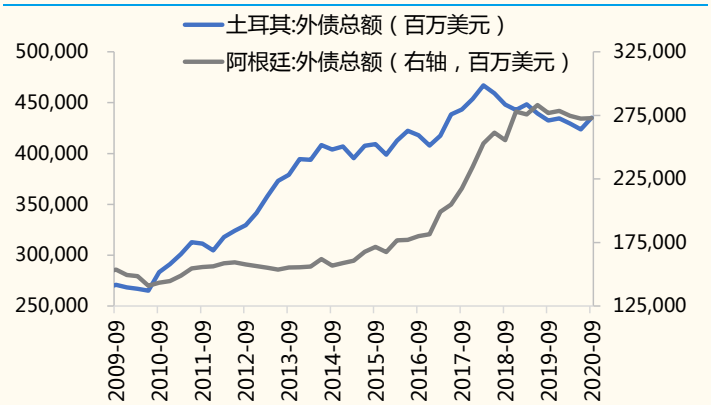
来源：Wind，国金证券研究所

图表 9：土耳其存在货币严重超发的迹象



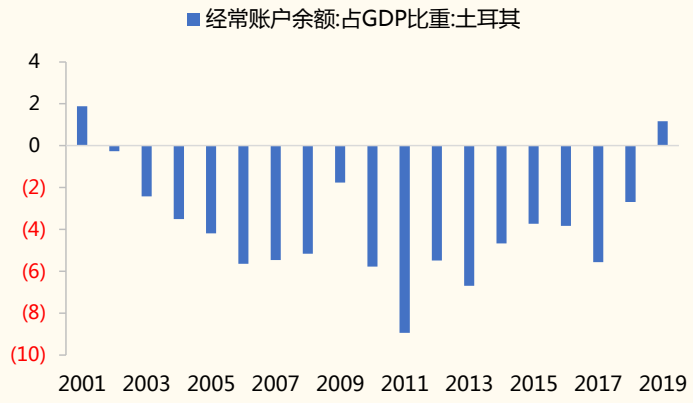
来源：Wind，国金证券研究所

图表 10：土耳其外债规模在 2018 年达到高峰



来源：Wind，国金证券研究所

图表 11：土耳其的经常账户余额长时间处于负值



来源：Wind，国金证券研究所

2、2013 年的 QE“消减恐慌”引发俄罗斯卢布大幅贬值

2013 年 5 月，美联储主席伯南克暗示美联储即将削减债券购买后，全球债券市场陷入恐慌，政府债券遭受重创，美债收益率出现大幅回升。2013 年 12 月 18 日美联储正式宣布于 2014 年 1 月开始每月新购证券资产为 750 亿美元，较此前缩减 100 亿美元。2014 年年初以来，俄罗斯卢布对美元开始逐步贬值，但在当局政府的加息干预下，出现了企稳回升的事态，但在 10 月，又开始了急剧的暴跌。具体来看，**一方面，**进口国对石油的需求下降和 OPEC 没有达成减产协议的双刺激下，WTI 原油从当年 4 月的高点 107 美元/桶开始急剧回落，而由于俄罗斯的产业结果较单一，原油价格的大幅回落对俄罗斯的外汇收入形成打击，并进一步反映到卢布的贬值；**另一方面，**“乌克兰冲突”问题引发了美国和俄罗斯之间的冲突，2014 年 3 月美国禁止俄罗斯银行和石油天然气企业在美国的长期融资，限制美国公民和美国公司投资俄罗斯能源公司、禁止美国公司参与任何俄罗斯公司控股高于 33%的能源勘探项目等、另外还限制俄罗斯武器出口和对俄罗斯武器公司和高科技石油项目的投资等，导致资本市场暴跌。**其实，在这两个主要因素的背后，还反映出俄罗斯在经历漫长经济结构转型时期滞留下来的缺陷，而外部的冲击则会放大该缺陷。**在苏联解体后，俄罗斯的经济结

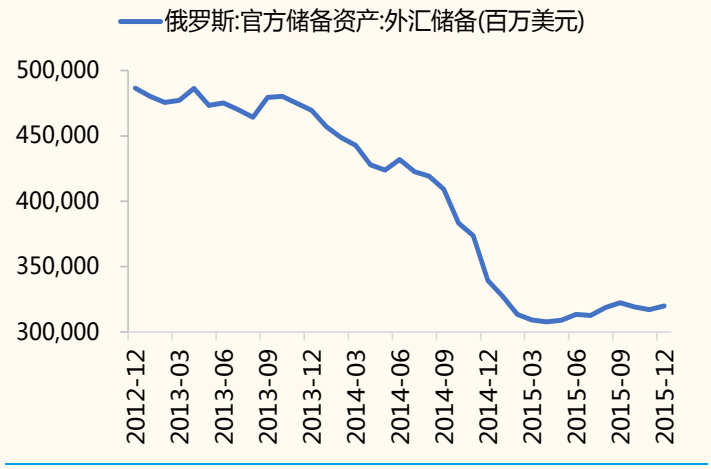
构面临严重失衡，国家债台高筑迫使当时政府采取“休克疗法”以维稳的策略，但是却导致经济秩序出现了较大的紊乱，财政形式不断恶化，俄罗斯政府只能通过财政赤字货币化来解决庞大的债务，最终使得通胀高企和货币持续贬值。为了使得俄罗斯国债能够保持足够的吸引力，建立了“外汇走廊”使得原积聚在外汇市场的大量资金转向短期国债市场。但在 2006 年 7 月，俄罗斯政府宣布卢布成为可自由兑换货币，在货币开放和资本项目兑换还未建立在经济实力强劲的基础上，叠加 08 年金融危机之后，去美元化使得俄罗斯严重缺乏抵御外部风险的能力，导致在最终油价暴跌和国际经济形势发生动荡后引发了货币危机。

图表 12：WTI 原油价格在 2014 年 4 月大幅回落



来源：Wind，国金证券研究所

图表 13：俄罗斯的外汇储备从 2013 年四季度急剧下滑



来源：Wind，国金证券研究所

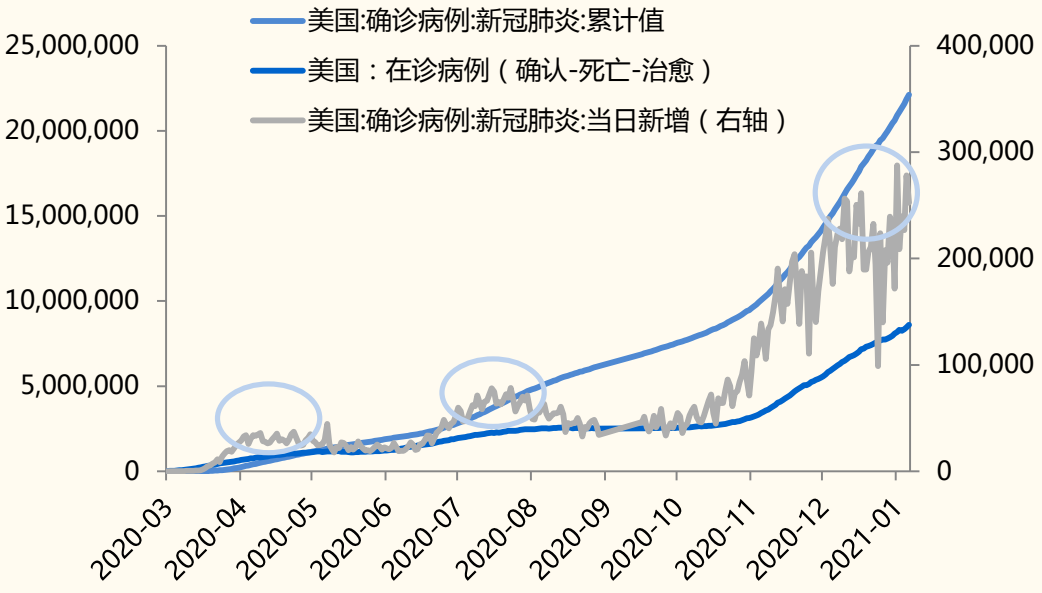
这两次货币危机对全球经济和资本市场均带来了明显的负面外溢效应。在 2018 年土耳其里拉暴跌时，投资者对新兴市场的信心明显转弱，外溢效应导致不少其他新兴市场面临本币被抛售和资本流出的压力，且鉴于欧洲银行对土耳其有着较大风险敞口，给欧洲银行业带来巨大损失。在 2014 年俄罗斯金融危机蔓延时，美国金融市场也出现了明显的下跌，道琼斯工业指数在 3 个交易日内下跌了 3%左右，虽然在之前国际对俄罗斯的制裁部分抵消了俄罗斯经济对全球经济的影响风险，但是持有俄罗斯债务或其它资产金额相对较高的金融期权出现大幅暴跌。

三、短期来看，美国民主党控制参众两院，对新兴市场形成利好

美国民主党控制了参众两院叠加疫情不确定性上行，令短期财政政策加码概率上行，但我们仍然认为“结构性加码”>“总量加码”。2021 年 1 月 6 日，佐治亚州民主党候选人乔恩·奥索夫（Jon Ossoff）和拉斐尔·沃诺克（Raphael Warnock）分别击败了共和党候选人戴维·珀杜（David Perdue）和凯莉·莱夫勒（Kelly Loeffler），在获得佐治亚州两席后，以 50 席和共和党持平。由于未来参议院议长将由美国副总统担任，因此在新任美国总统就职后，参议院实际控制权其实也意味着由民主党掌控，**短期释放了两个重要的信息：1）财政政策进一步加码的可能性上行；2）美元指数难以进一步下行，流动性仍然充足。**我们在去年的《2021 年海外市场可能存在的“预期差”》专题报告中提到 2021 年疫情和疫苗的进展可能会不及预期，虽然美国去年 12 月已启动大规模新冠疫

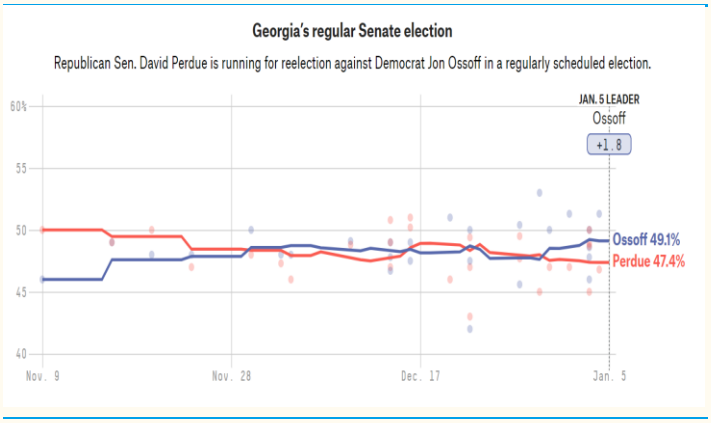
苗接种，原本计划在 2020 年 12 月底前完成 2000 万人接种，但美疾控中心网站数据显示，截至今年 1 月 5 日，全美完成第一剂疫苗接种的人数仅约 483.6 万，远低于预期。为应对该情况，《纽约时报》援引美国联邦政府一名高级官员消息称，联邦政府正考虑将美国生物技术企业莫德纳公司研发的新冠疫苗每针剂量减半，以加快美国民众的疫苗接种速度。**但可能仍然存在：a) 部分群众不愿意注射疫苗；b)若计量减半疫苗效果是否会不佳；c) 社会分裂的加剧和激进行为是否会持续发酵，加速疫情蔓延，使得疫苗传播速度>疫苗接种的速度，那么后续是否会存在其他不可预期的情况。**若出现以上的现象，美国财政刺激就需要进一步加码，而货币政策也不可避免地需要维持宽松，通过债务货币化为财政政策支出铺平道路。而且，由于本轮 9000 亿美元的财政支持缺少对州和地方政府的补助，第三轮的财政政策可能会侧重于对小企业和地方政府提供一定的援助，确保就业稳定。

图表 14：美国疫情当日新增不断创新高



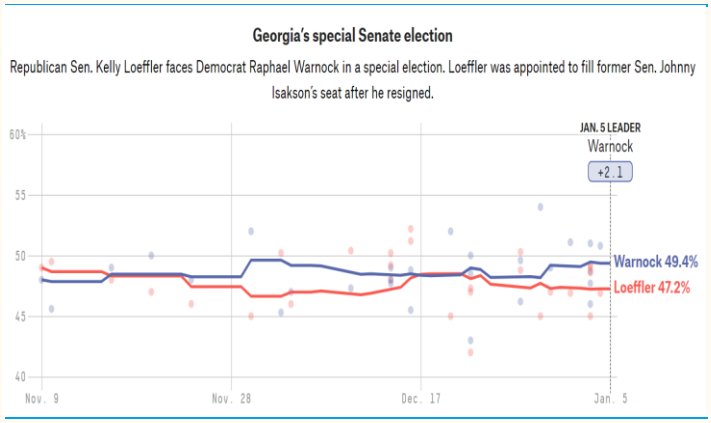
来源：Wind，国金证券研究所

图表 15：佐治亚州民主党候选人乔恩·奥索夫赢得席位



来源：Fivethrityeight，国金证券研究所

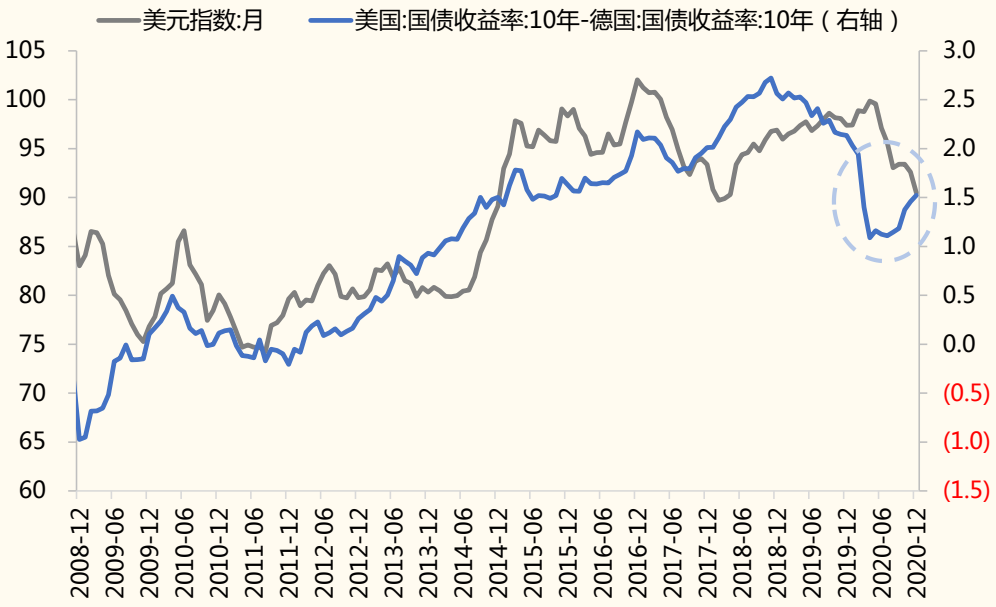
图表 16：佐治亚州民主党候选人拉斐尔·沃诺克赢得席位



来源：Fivethrityeight，国金证券研究所

从资产端来看，美元指数可能难以进一步走弱，美股涨幅可能出现分化。从美元指数来看，参众两院由民主党控制对美元存在着正负两面性。负面的效应主要由于后续可能会出台更大结构性加码的财政刺激，国会预算和贸易赤字对美元指数承下行压力；正面的效应是当前市场存在低估了拜登当政下美国经济复苏的潜力，以及拜登上台后一定会首先重返巴黎气候协定，由于他在该法案上存在着绝对的话语权，符合他在竞选方针中表示要重塑美国价值观的决心，所以通胀预期上行带动的美债长端收益率回升的力度会对美元形成一定的支撑。**从美股来看，**民主党通过财政刺激短期对消费形成利好，且由于拜登对新能源、基建和服务业的支持较大，这些板块估值有望进一步提升，而相比之下，传统能源和科技板块承压。整体来看，在财政政策有望加码和货币政策仍然维持宽松的环境下，美股短期估值将有所支撑。

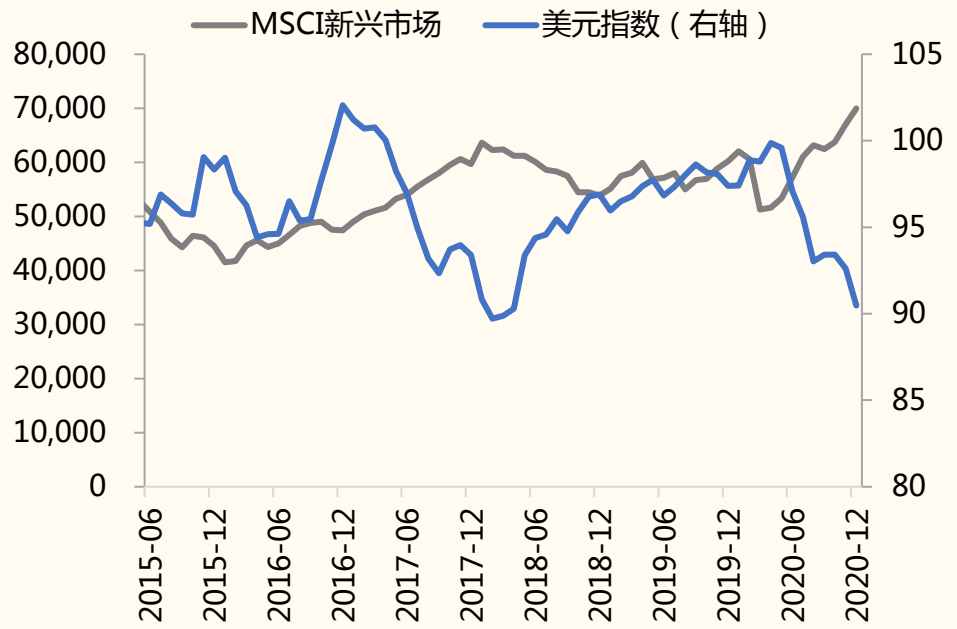
图表 17：当前美德利差已经明显走阔，美元指数低位震荡的概率较大



来源：Wind，国金证券研究所

在美联储保持宽松的背景下，以及拜登上台初期，即使疫情使得新兴市场基本面恶化，但引诱发危机爆发的外在因素不强。1 月 5 日巴西总统雅伊尔·博索纳罗表示，巴西已陷入破产，主要由于新冠肺炎疫情导致国家税收减少以及公共开支增加，面对国家公共账户的艰难处境，博索纳罗表示无法提高免交所得税来帮助弱势人群缓解疫情对他们财富的负面影响，使得市场关注新兴市场可能存在的尾部风险。从历史来看，我们认为疫情对新兴市场经济面带来的冲击无法造成大规模的全球金融市场动荡，摩擦系数相对较小。**首先，**拜登初上台，国际之间的地缘政治问题短期将有所缓和，民主党主要的政策议题仍然会围绕着疫情和美国本土经济的复苏。**其次，**美元大幅升值概率不高，意味着商品价格和新兴市场货币的表现依然相对稳定，且美股风险偏好的提升会推动这些货币相对受益。

图表 18：MSCI 新兴市场表现和美元指数反比

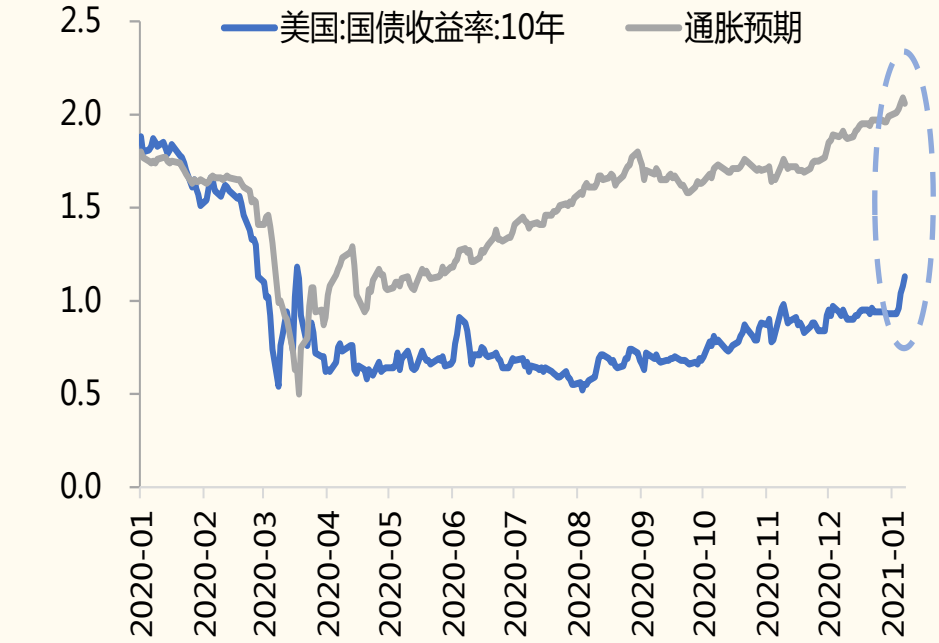


来源：Wind，国金证券研究所

四、长期来看，美国经济复苏加快会“加速”新兴市场风险暴露

长期来看，随着美国大规模的刺激带动经济上行、通胀预期上行、长端利率上行速度加快（美国 10 年期国债收益率已经“突破 1%”），加息和加税周期可能会有所提前。1 月 6 日，10 年期美国国债收益率尾盘收涨在 1.04%，这是美债自 2020 年 3 月以来市场陷入恐慌以来的最高水平。一方面，由于民主党赢得参众两院后，市场对于更大规模的财政刺激期待有所上行，带动通胀预期上行；另一方面，由于美联储发布的 12 月会议纪要显示许多与会者指出一旦就业和物价稳定取得“实质性的进展”，美联储就可以开始逐步减少购债规模。若在财政刺激下，美国经济出现强劲反弹，那么拜登政府下一个主要解决的便是贫富差距带来的社会矛盾，长端收益率的上行能够“助长”拜登政府提前进入加息和加税周期，不仅能够解决当前美国面临巨大的财政赤字缺口（我们之前在债务专题中提到过，财政货币化只能解决美国短期债务问题，但是长期仍然需要加息和加税来提高政府收入）。

图表 19：通胀预期和长端利率（10 年美债收益率）上行

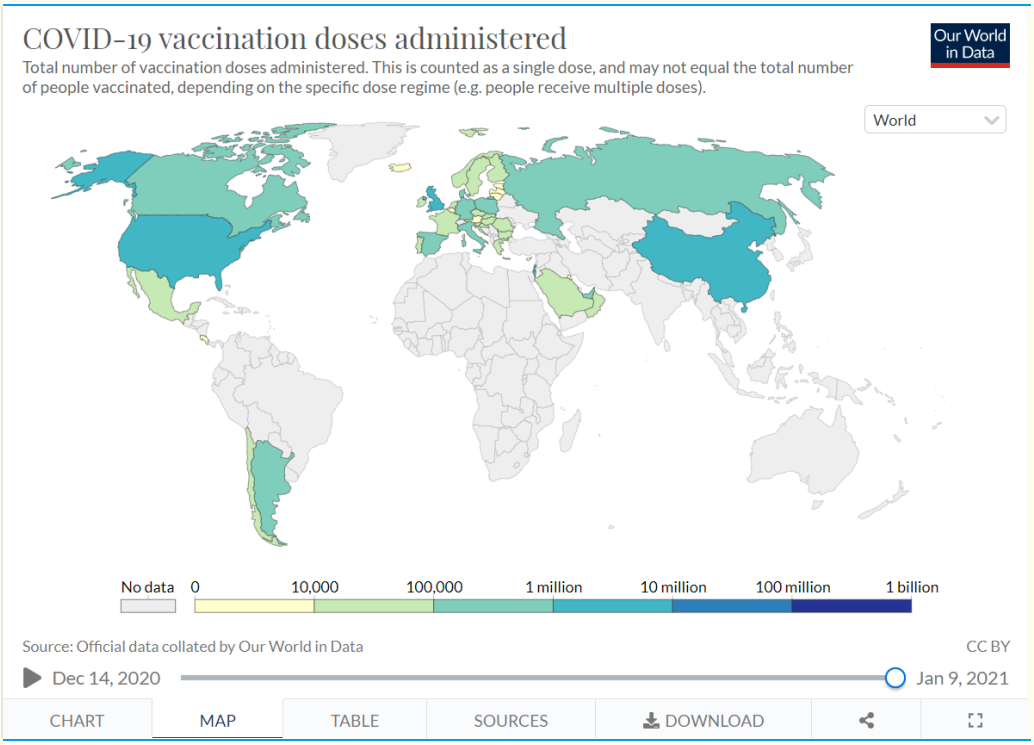


来源：Wind，国金证券研究所

一旦美联储后续财政政策和货币政策提早携手共退，那么新兴市场“新旧风险”将会加速暴露：

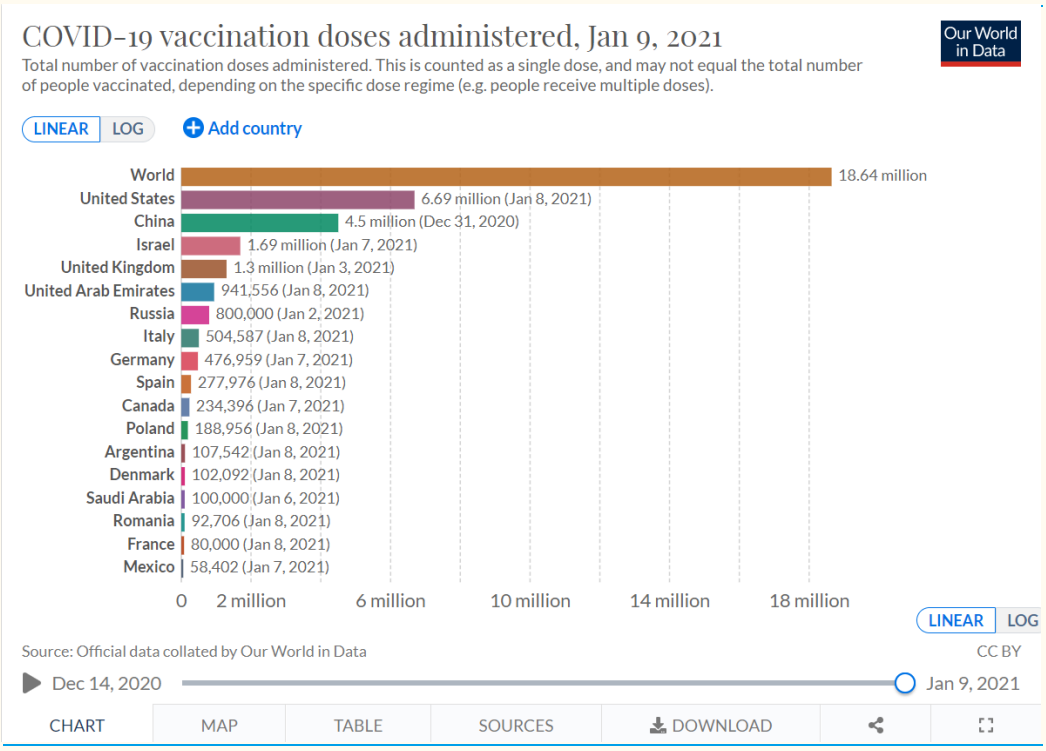
第一，新兴市场疫情和疫苗的进展远不如欧美市场，其经济弹性将落后于发达国家。尽管近期疫苗的突破对健康和全球增长都是积极的消息，但新兴市场国家如何成功实施国家疫苗接种计划仍存在一定的分歧，尤其是在较贫穷的欠发达国家中。**首先，**新兴市场的疫苗进展相对较慢，根据 Our World in Data 公布的数据显示，新兴市场除了中国和俄罗斯开始较大规模开启疫苗接种之外，波兰和墨西哥也开始逐步开始小规模接种，但东南亚和南美等大部分新兴市场仍未开始接种疫苗，疫苗的接种的时间已经相对落后较多。**其次，**由于大部分的新兴市场的疫苗研究能力和产能相对有限，另外疫情后债务高企意味着能够向其他发达购买疫苗财力也将被有所约束，所以新兴市场疫苗接种的进展可能会不如预期。那么在欧美等发达国家疫情率先等到控制，资产的吸引力将会超过新兴市场。

图表 20：大部分新兴市场还未开始接种疫苗



来源：Our World in Data，国金证券研究所

图表 21：美国、中国和以色列为排名前三接种疫苗的国家

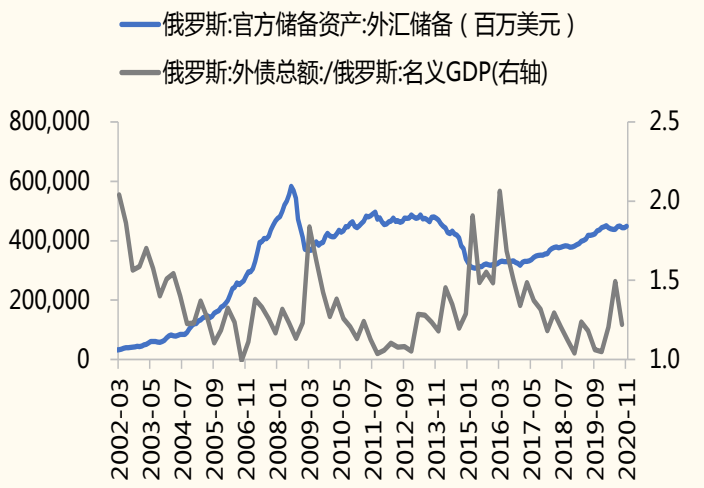


来源：Our World in Data，国金证券研究所

其次，虽然金融危机之后，新兴市场整体恢复较好于欧美市场，但是需要注意到新兴市场信贷质量差异仍然较大。智利和波兰的货币政策机制已经相对比较

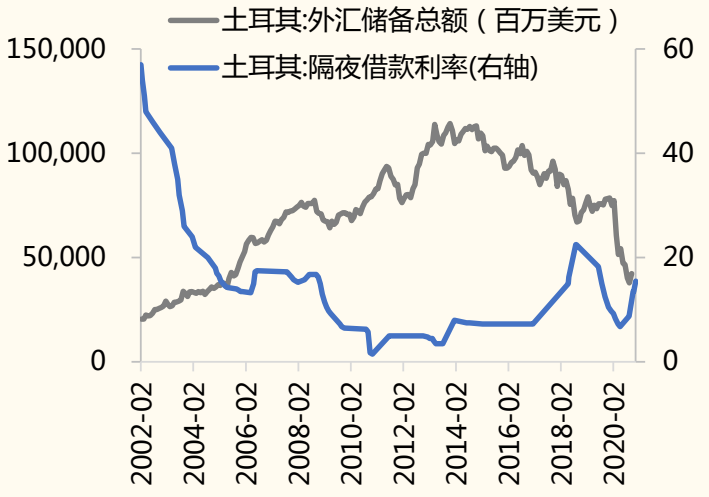
完善，成为了能够通过中央银行购买政府债券来实施量化宽松的高信用质量国家，也成功实现以通货膨胀为目标货币政策框架。另外，在本次疫情中智利和波兰在扩展非常庞大的支持计划方面脱颖而出，其中包括除税收减免刺激外，还直接用于医疗保健和社会安全网计划，所以主权的信誉度也将有所较高 。相比之下，马来西亚、阿根廷、黎巴嫩和肯尼亚等新兴市场国家因其债务占 GDP 指标的上升而面临评级被下调的风险，此类国家中的大多数国家更加依赖于通过 G20 的债务减免倡议的限制性条款等手段提供的多边资助和双边债务减免。值得注意的是，许多财政危机是在 2020 年之前累积的，并有可能因美债利率上行而进一步加剧信用违约风险。**从俄罗斯来看，**虽然外汇储备未受到明显影响，以及外债占 GDP 的比重相对可控，但居民家庭收入复苏相对来说比较乏力、另外在 OPEC+协议影响下俄罗斯原油产量降至近 10 年来最低水平，石油产量的限制进一步抑制经济增长。**从土耳其来看，**土耳其在去年年底连续第二个月加息，继续实施强有力的货币紧缩政策，可能会影响 2021 年复苏步伐，另外在疫情后采取额外财政或信贷刺激措施已经基本用尽，严重的经常账户赤字意味着很容易受到负面冲击。**从南非来看，**南非施政和经济改革仍旧困难重重，如果政府继续表现低迷，债务负担使得该国的信用评级可能在 2021 年进一步下调，所以南非在实现公共部门工资计划节余的必要性也变得更加迫切。**从墨西哥来看，**该国对 COVID 的财政反应是世界上最低的之一，且墨西哥经济摆脱今年的冲击的速度远慢于新兴市场国家， 这意味着后续疫情发酵仍然会对改国经济形成更长久抑制。

图表 22：俄罗斯的外汇储备良好，外债可控



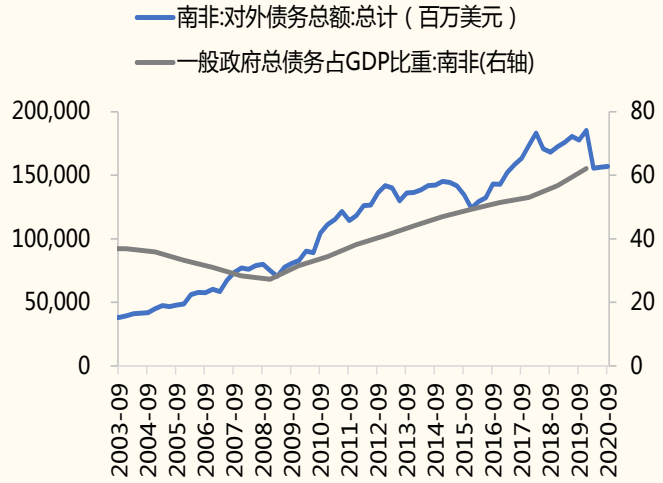
来源：Wind，国金证券研究所

图表 23：土耳其在去年年底货币政策收紧



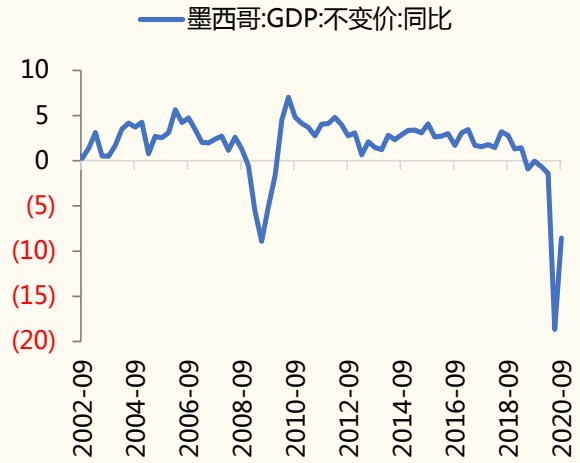
来源：Wind，国金证券研究所

图表 24：南非债务在疫情前已经比较严重



来源：Wind，国金证券研究所

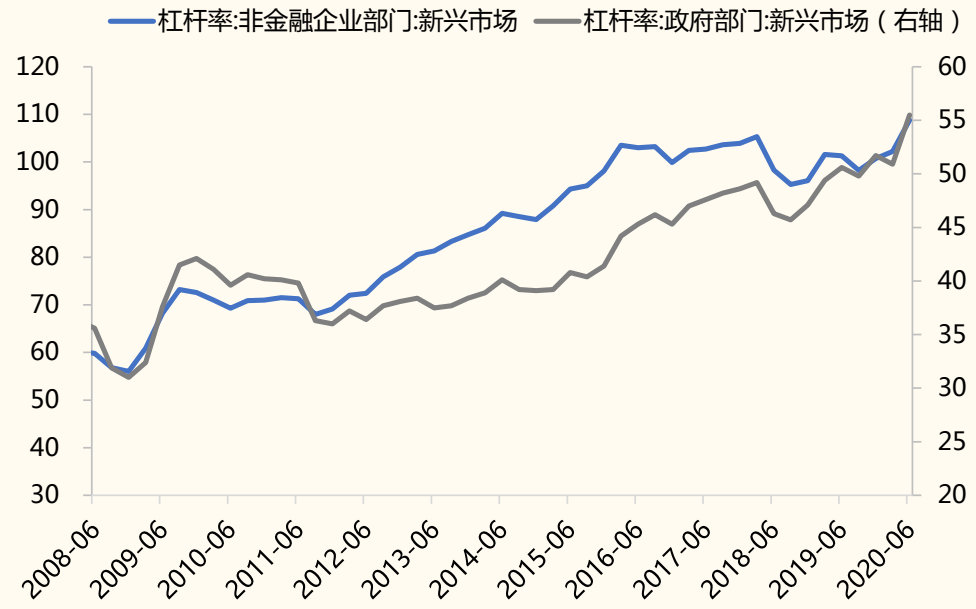
图表 25：墨西哥去年三季度 GDP 同比增速反弹乏力



来源：Wind，国金证券研究所

第三，美元化程度较高的新兴经济体，不但受到套利资金的影响，而且受到大量美债对其自身资产负债表的影响。我们在之前的《美债危机何时会来？—基于债务和货币理论的分析框架》专题里面提到由于美元的霸权，所以即使美国政府债务庞大，但一旦美联储加息，那么就会带动利息收入的上升，化解部分债务。但是新兴市场不同的是美联储利率的上升意味着其债务问题将会被凸显，由于新兴市场国家的货币大部分都是非国际储备货币，决定了这些国家货币的依附性和货币定价的外生性较强。在固定汇率制度下，为实现本币的刚性，通常采取严格限制的外汇制度控制货币流通，配合以贸易和外资等政策，但货币政策的有效性和独立性都有所削弱，久而久之会激化社会矛盾，容易引发由破坏性投机冲击导致的货币危机。相比较之下，在浮动汇率制度下，通过汇率制度调节国际收支的能力相比固定汇率制度有所增强，且不必保有在固定汇率制下的巨额外汇储备，也能保持原外汇储备稳定性，货币当局能够随着外贸以及利率条件变化灵活地做出调整。但在浮动汇率制度下随着国际金融市场的动荡和风险上升，货币的外生脆弱性也将放大。

图表 26：新兴市场政府杠杆率较高



来源：Wind，国金证券研究所

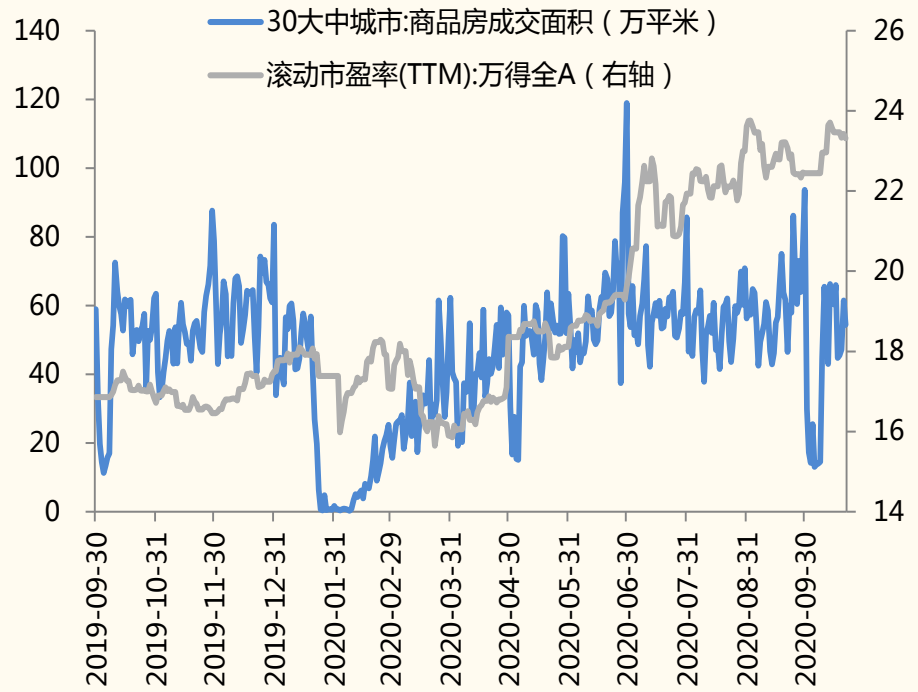
五、我国在稳步推进资本账户双向开放的同时，也需防范国际金融风险的外溢效应

在 2012 年之后，我国利率、汇率改革和资本账户开放协调推进，所以我国不会走上俄罗斯经济转型时遇到的问题。汇率和利率均是国际资本流动的重要因素，汇率是利率和国际资本流动互动影响的传到渠道，通过国际资本流动 d 的“利率平价”效应协调着市场货币供应，进而影响利率的走向。从上述俄罗斯的历史不难可以发现在规模较大的新兴市场国家转型初期，汇率目标确实是一个有效的经济控制手段，但是由于汇率目标制存在容易投机的弱点，因此，应该在完善利率和汇率机制叠加选择合适的货币政策框架之后，才能进一步加大资本账户开放。纵观我国，改革 40 年以来金融改革整体上来看还是协调推进的，尤其是 2012 年之后，深化利率市场化改革，利率市场化改革通过放开贷款、存款利率上下限，以及贷款基础利率报价在 2019 年按照公开市场操作利率加点形成，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。 在汇率形成机制改革方面，2015 年“8·11”汇改后，人民币汇率的形成机制为“以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度”。另外，2017 年 5 月，中国人民银行在人民币兑美元汇率中间价报价模型中引入了逆周期因子，能够适度对冲市场情绪的顺周期波动，缓解外汇市场可能存在的“羊群效应”。所以我国在推进资本开放的过程中仍有足够的韧性来低于外围风险。

但疫情过后，金融市场和实体经济表现明显分化。在危机初期，我国货币政策的取向非常清晰，短期重点在于提供流动性、稳定金融体系，中期则着眼于降成本、且“量”的宽松非常明显。具体来看，央行一共降准了 3 次和降息了 2 次，并开展了 1.5 万亿元再贷款、再贴现额度和展 3000 亿元专项贷款，确保了流动性充裕的同时，又实现了精准滴灌。在经济修复快速以及融资环境较为宽松的背景下，企业的资产负债表急剧扩张，呈现投融资较旺的景象。数据显示，截至 2020 年年底，沪深 300 较年初上涨了 25.5%，创业板较年初更是上涨了 61.8%。相比之下，消费略显低迷，11 月社会消费品零售总额增速仅为

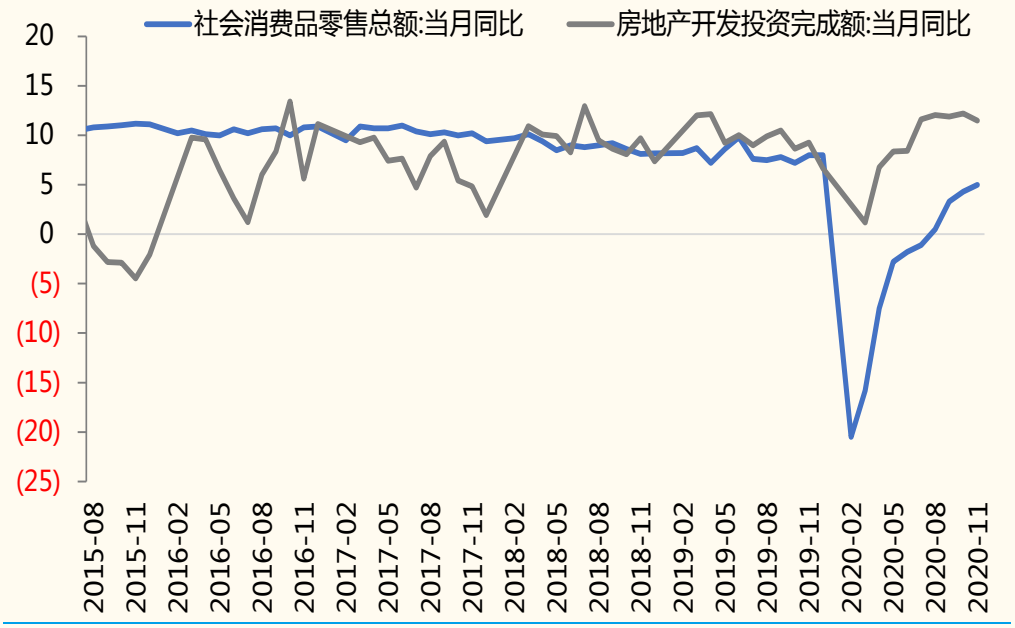
5%，且累计同比处于负值。另一方面制造业投资虽然在去年年底加速改善，工业企业利润也表现亮眼，但其中内部结构分化，黑色有色和石油煤炭等上游固定资产投资远好于中下游包括通用和专用设备制造业，表明需求对实体经济的拉动依然有限。

图表 27：6-7 月份地产成交、股票估值快速上升



来源：Wind，国金证券研究所

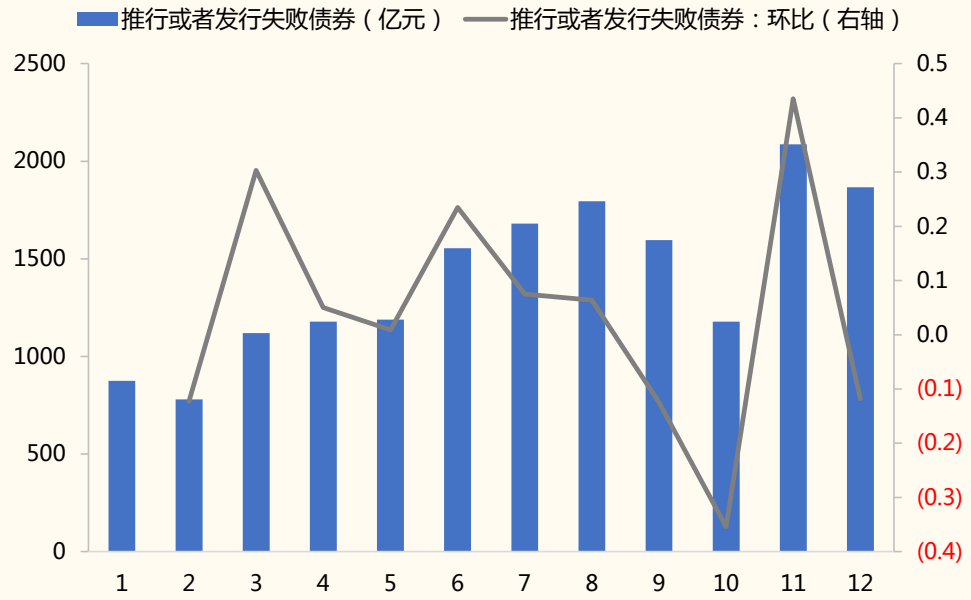
图表 28：社会消费品零售总额当月同比增速恢复不如房地产销售



来源：Wind，国金证券研究所

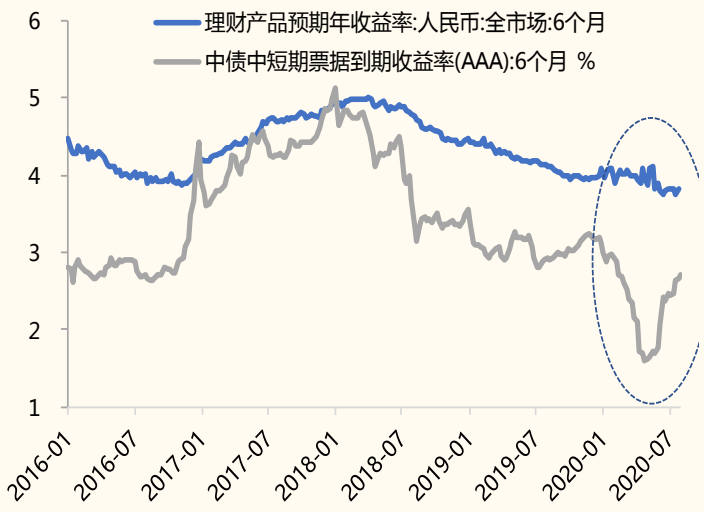
这种分化使得货币政策调整的难度上行，也加剧了信用违约风险。2020 年 6 月 18 日陆家嘴论坛之后，央行的政策重心偏向了金融防风险表示风险应对要走在市场曲线前面，增强预判性，把握保增长与防风险的有效平衡，提高金融监管与金融机构治理机制的有效性。随后，由于前期资金套利和资产泡沫货，币政策边际也开始趋紧。但 2020 年 11 月的永煤风波，引发债基大量赎回，进一步恶化了流动性情况，导致一年国股存单的估值快速超调至 3.35%，远高于 MLF 利率，股债双杀持续多日。为缓解该情况，央行于 11 月 30 日投放了 2000 亿 MLF，一年国股存单的利率出现拐点。另外在 12 月 15 日继续投放了 9500 亿 MLF，排除扣掉 15 日附近的到期量，净投放 3500 亿，才使得一年国股存单利率进一步下行至 2.95%左右。

图表 29：去年年底推行或者发行失败债券大幅上行

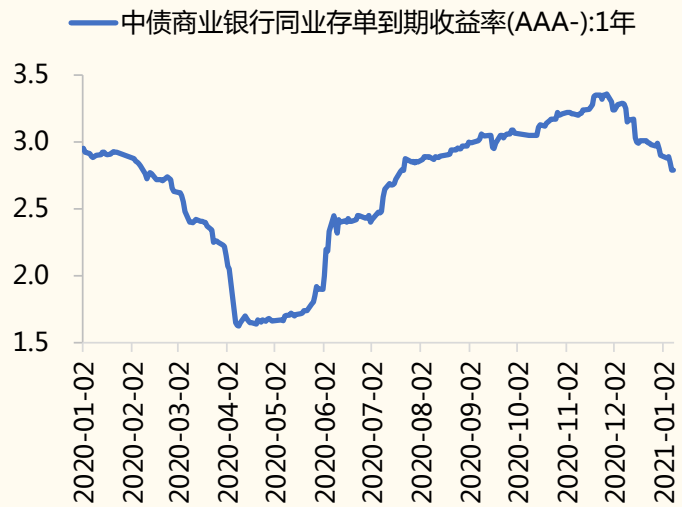


来源：Wind，国金证券研究所

图表 30：资金空转套利和流动性边际趋紧的原因之一



图表 31：永煤违约事件导致存单到期收益率快速上行

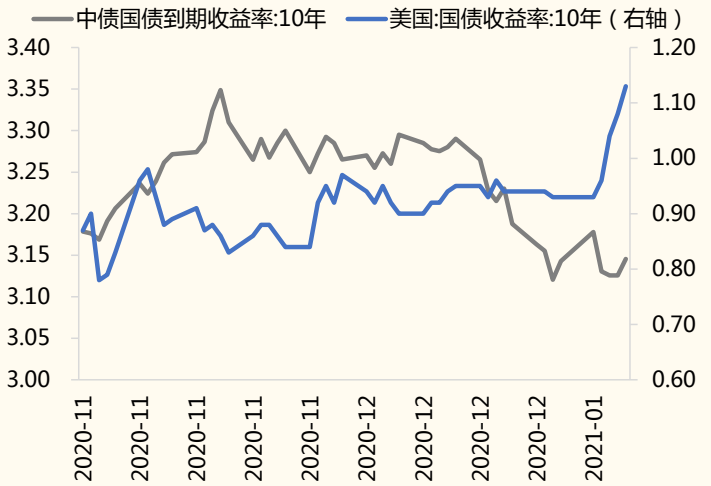


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

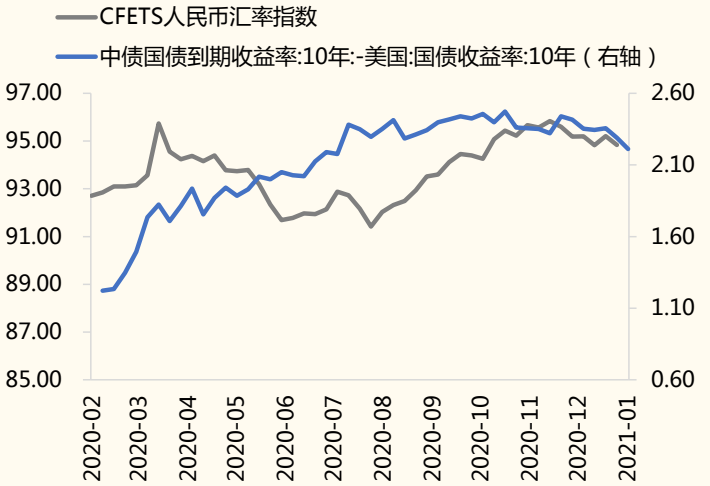
后续我们需警惕在资本市场不断开放的背景下，未来美债收益率不断上行也会对我国资本市场形成扰动。虽然目前全国各地出现地域性疫情的再次爆发对经济的影响也是边际减弱的，但是目前依然有不少中小企业，特别是服务业承受了较大亏损，央行表示继续实施普惠小微企业贷款延期还本付息政策，反映了银行贷款的到期压力依然严峻。与此同时，去年 12 月召开的中央经济工作会议提出，2021 年的宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好政策时度效，意味着我国货币政策今年仍然会维持常态化，不太会过度收紧。那么以此作为背景，美债收益率的上行势会加剧中债和 A 股的波动性。**首先，**美国中长期国债收益率上行是投资者对美联储退出 QE 预期增强而率先抛售美债的结果，对中国国债压力上行，导致国内风险偏好回落，有可能对 A 股形成较大的打击。**其次，**中美货币政策的错位将会带动中美利差回落，美元指数升值，进而通过利率平价对 A 股产生非对称效应。未来看，在金融风险仍然高企背景下，货币政策如何精准把控仍是重中之重。

图表 32：中债和美债分化



来源：Wind，国金证券研究所

图表 33：人民币指数随着中美利差回落



来源：Wind，国金证券研究所

风险提示：

1、疫情疫苗进展低于预期；

2、政府应对措施和方法不当，导致恐慌性情绪和预期混乱；

3、货币政策收紧超预期，风险资产波动加剧。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH