中银研究

宏观观察

中国银行 BANK OF CHINA 研究院

2020 年 7 月 31 日　　2020 年第 29 期（总第 298 期）

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《人民币国际化观察》

作　者：钟　红　中国银行研究院
电　话：010　-　6659 4075

签发人：陈卫东
审稿人：钟　红
联系人：叶银丹
电　话：010　-　6659 6874

*　　对外公开
**　　全辖传阅
***　内参材料

后疫情时期新兴经济体经济金融风险与防范*

新冠肺炎疫情（COVID-19）大流行对全球经济金融发展产生深远影响，新兴经济体在国内外双重压力之下更是面临诸多新的挑战。后疫情时期，为防范经济衰退、“双赤字”恶化、金融市场动荡以及债务危机等风险，新兴经济体迫切需要加强国际合作，同时应以更大力度积极推进自身经济金融的结构性改革。

后疫情时期新兴经济体经济金融风险与防范

新冠肺炎疫情（COVID-19）大流行对全球经济金融发展产生深远影响，新兴经济体在国内外双重压力之下更是面临诸多新的挑战。后疫情时期，为防范经济衰退、“双赤字”恶化、金融市场动荡以及债务危机等风险，新兴经济体迫切需要加强国际合作，同时应以更大力度积极推进自身经济金融的结构性改革。

一、疫情对新兴经济体经济金融影响巨大

2020 年初暴发的新冠肺炎疫情仍呈现传播趋势，对全球经济产生深远影响。截至北京时间 7 月 27 日 16 时，新冠肺炎疫情已影响 215 个国家和地区，全球累计确诊 1626 万例，累计死亡 65 万例。国际货币基金组织（IMF）在今年 6 月最新《世界经济展望报告》中预测，全球 GDP 在 2020 年将下降 4.9%，未来两年内的经济损失将达到 12 万亿美元，这是自上世纪大萧条以来 IMF 对全球经济增长做出的最悲观的预测。IMF 亦大幅下调了其对新兴经济体经济增长的预测，认为新兴经济体 GDP 增长率在 2020 年将下降 3.0%。

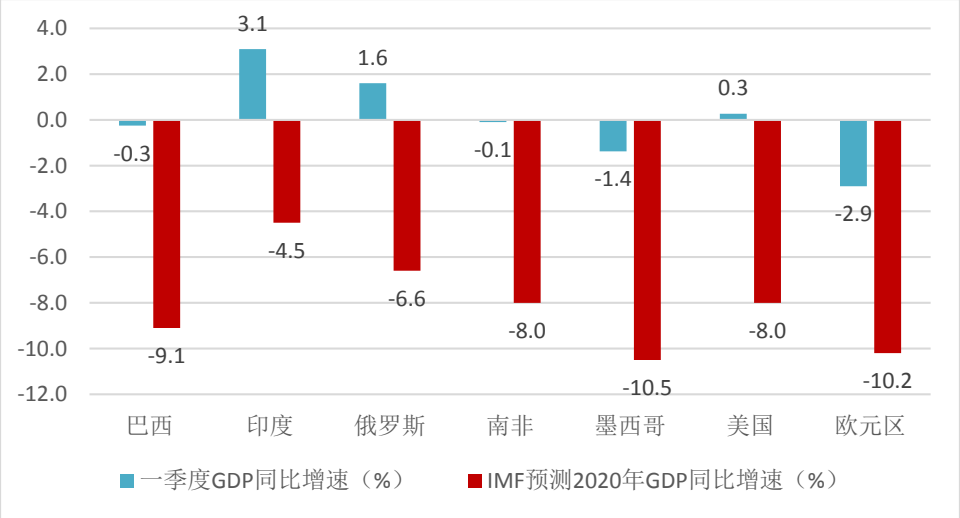
相较于发达经济体，众多新兴经济体经济基础较弱，外债水平较高，货币贬值压力大，面对新冠肺炎疫情冲击时更显脆弱。疫情持续蔓延，不仅冲击这些国家的医疗体系、工业发展、消费和出口，而且会加剧其资本外流和货币贬值压力。应该说，国内外双重压力影响着新兴经济体的经济金融发展前景。

（一）主要表现

新兴市场疫情加剧，多国经济增速下滑。当前，新兴市场属于疫情的重灾区。巴西、印度和俄罗斯确诊病例分别位列全球第二、第三和第四，南非、秘鲁、墨西哥等国疫情加剧。新兴市场国家卫生体系和经济基础相对薄弱。疫情大规模暴发后，伴随着全球经济下行和外部需求下降，新兴经济体出现了明显的经济增速下降，部分国家甚至开始进入实质性衰退。巴西 2020 年一季度 GDP 同比下降 0.3%，预计全年 GDP 增速下降 9.1%；印度一季度 GDP 增速 3.1%，预计全年下降 4.5%；俄罗斯一季度 GDP 增速 1.6%，预计全年下降 6.6%。各国失业率显著上升，巴西 3 月至 5 月失业率达到两年

以来的最高值 12.9%，适龄工作人员的就业率不足 50%，是 2012 年以来的最低点；南非 2020 年一季度失业率为 30.1%，也达到历史最高水平。贫困率近年来首次上升，全球人均收入减少 3.6%，发展中国家多达 1 亿人陷入极端贫困。

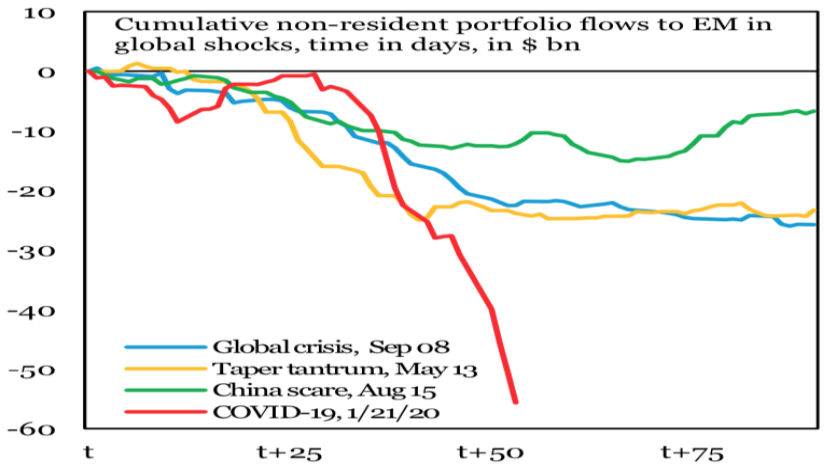
图 1：主要新兴经济体及发达经济体 GDP 同比增速



资料来源：各国统计局、IMF《世界经济展望》

金融系统动荡加大，资本外流不容忽视。疫情引起的恐慌，在金融市场表现迅速而显著。一季度疫情在全球蔓延后，投资者避险情绪高涨，资产价格急剧下跌，股市流动性紧张甚至出现熔断，高收益债券、杠杆贷款利差大幅上升，债券发行基本停滞。据《经济学人》智库（EIU）报告，自受新冠疫情影响的危机开始以来，3 月中下旬投资者已从新兴市场撤出 830 亿美元的投资，是有记录以来新兴市场最大规模的资本外流，超过 2008 年金融危机时期。3 月末由于全球主要央行及政府采取激进的逆周期宽松政策，投资者风险偏好回升，重新投入风险资产，流动性危机缓解，市场止跌回升。国际金融协会（IIF）数据显示，6 月份流入新兴市场的投资组合资金从 5 月份的 35 亿美元增至 321 亿美元，其中大部分流入债市。目前来看，尽管资本外流情况有所缓解，但资本净流出新兴经济体的趋势并未完全改变。

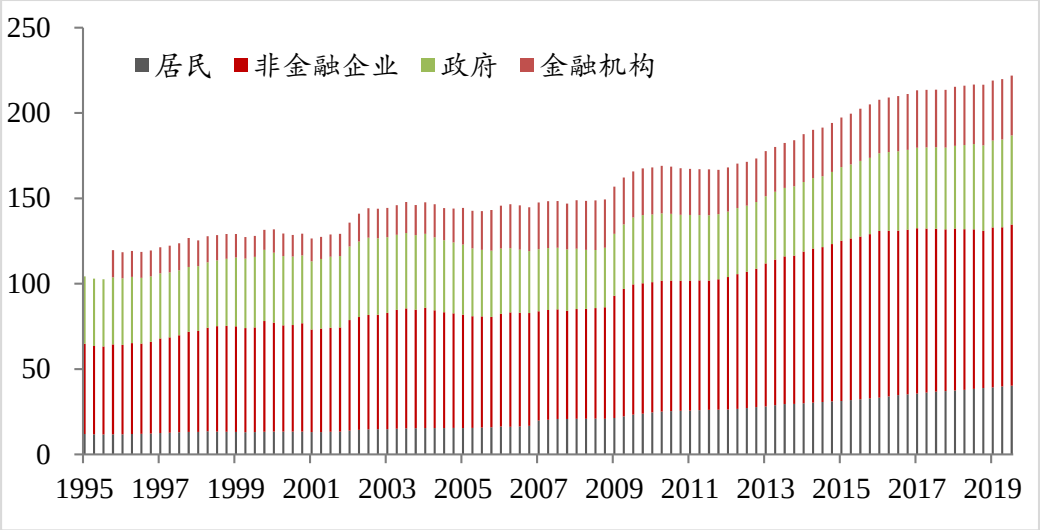
图 2：各波动时期外资累计流出新兴市场情况（10 亿美元）



资料来源：IIF

经济脆弱程度加深，部分国家陷入债务困境。当前疫情发展和世界经济复苏前景面临高度不确定性，国际贸易和投资陷入低迷。联合国贸发会议（UNCTAD）预测 2020 年一季度全球商品贸易环比下滑 5%，二季度环比再跌 27%；全年 FDI 流量预计降至 1 万亿美元以下，比 2019 年下降 40%。在外需不振、资本流出的大背景下，新兴市场经济脆弱性逐渐暴露，债务风险进一步上升。部分新兴经济体的货币贬值严重，巴西雷亚尔、南非兰特、墨西哥比索、俄罗斯卢布 2020 年上半年分别贬值 26.4%、19.0%、18.3%和 11.5%。阿根廷比索波动更为明显，自 2019 年 7 月起一年内贬值幅度超过 67%，同时外汇储备从 590 亿美元减至 370 亿美元。在疫情冲击、美元升值、外债集中到期等因素的共同作用下，部分新兴经济体的债务负担已“雪上加霜”。当前，包括国际货币基金组织（IMF）、国际金融协会（IIF）等机构均对 2020 年的全球经济衰退和债务风险发出预警，今年上半年评级机构惠誉下调了 30 余个国家的主权评级，其中包括印度、巴西、南非、罗马尼亚、尼日利亚等新兴市场国家。诺贝尔经济学奖得主、世界银行前首席经济学家约瑟夫•斯蒂格利茨也警告称,新冠肺炎疫情可能令诸多新兴市场国家陷入债务危机，从而引发全球金融危机。从现实情况看，以阿根廷为例，该国现已发生第九次主权债务违约，正与国际债权人就约 650 亿美元外债进行重组协议谈判，并表示无力偿还 IMF 在 2018 年发放的 500 多亿美元的救助贷款。印度、巴西、俄罗斯等国债务风险亦在不断上升。

图 3：新兴市场债务/GDP（%）



资料来源：IIF，中国银行研究院

（二）原因分析

新兴经济体出现以上问题，是内外部多重因素共同作用的结果。

1、新冠肺炎疫情的冲击

新冠肺炎疫情这一全球公共卫生事件为世界经济踩下“急刹车”，阻碍了经济复苏的步伐。新兴经济体公共卫生体系通常相对薄弱，医疗技术较落后且缺乏应对经验，成功控制住疫情需要举全国之力并在财政货币政策上做出让步。若未发生疫情，新兴经济体 2020 年整体很可能继续保持增长，然而前所未有的疫情给经济发展带来重创。从供给侧看，一些产业链、供应链遭受巨大损失。部分国家为控制疫情扩散采取了停工停产、封锁城镇、关闭边境等严格封锁措施，这些限制造成劳动力待业、生产停滞及物流受阻甚至产业链断裂。其中，高度依赖全球价值链的产业受损最大，如汽车、光电子、航空等。从需求侧看，宏观上，国际贸易和投资减弱，消费受抑制，外需极大萎缩；微观上，效益不好的企业大幅裁员，居民收入下降导致对经济的预期悲观，削弱了近期的消费需求。疫情的发生同时降低了经济的供给和需求，商品和服务的产量短期内大幅减少，经济由此步入衰退。

2、发达经济体政策外溢

新兴经济体容易受到发达经济体政策外溢影响，经济金融波动往往与美元汇率周期、全球主要央行货币政策走势、地缘政治等因素密切相关。汇率方面，美元强弱在很大程度上主导了新兴市场的经济起伏，例如 2000 年前后、2008 年金融危机后、2011 年至 2017 年以及 2018 年美元的四次走强，均伴随着新兴市场经济金融的衰退和动荡；反之，美元弱势期间新兴经济体增速反弹或高位企稳。2020 年初美元指数大幅上升引发新兴经济体货币贬值，导致这些国家以美元计价的债务规模膨胀，偿债负担增加（2020 年 3 月份主要新兴经济体货币平均贬值 15%，相应导致其债务占 GDP 比重增加 8%以上）。货币政策方面，2008 年国际金融危机后，主要发达经济体相继采取量化宽松货币政策，全球流动性过剩，巨额资金为追求高收益涌入新兴市场，激活了新兴经济体的投资和生产，推动经济及社会高速发展。近几年全球经济逐渐复苏，主要发达国家货币政策偏向正常化，重启加息并推动税改，全球流动性紧缩加剧新兴经济体货币贬值压力，促使跨境资本逃离新兴市场。2020 年在全球主要央行采取超常规量化宽松货币政策的背景下，新兴经济体再次暴露在全球金融市场动荡的持续影响之下。地缘政治方面，逆全球化趋势带来的经贸摩擦、发达国家大选的政治不确定性等，也为新兴市场经济增长带来不稳定因素。2020 年以来为应对新冠肺炎疫情冲击，发达经济体纷纷采取以邻为壑的产业政策，给新兴经济体的经济金融发展带来巨大不利影响。

3、自身经济结构性问题

过去十余年新兴经济体对世界经济增长的推动作用不可小觑，贡献了全球约 50%的经济增长，成为带动全球经济复苏的引擎。但因自身经济结构失衡愈加明显，新兴经济体近几年发展速度有所放缓。

一方面，新兴经济体以中低端制造业为主，产业升级是目前面临的较大挑战。在全球制造业体系中，发达国家主导前沿科技创新和高端制造，而新兴国家集中在中低端制造领域，通过要素成本优势参与国际分工、承接发达国家外包任务以实现经济总量的增长。然而伴随着新一轮技术革命，全球制造业格局面临重大调整。主要发达国家制定“再工业化”的经济振兴战略，推动中高端制造业回流，并加强全球产业布局

调整，力图保持世界制造业领先地位。同时，一些发展中国家利用低成本竞争优势，积极吸引劳动密集型产业和低附加值环节转移，争夺中低端制造业留驻。实现产业升级转型是最好的应对方式，但是一些新兴经济体整体创新水平低，缺乏对精密仪器、高科技产品等的研发投入能力，产业升级难度较大。

另一方面，新兴经济体以生产型和资源型为主，部分国家的经济增长严重依赖大宗商品出口，原油价格暴跌致使其经济受累。根据 UNCTAD 定义，若一国出口总量的60%以上是大宗商品，即被认为是大宗商品出口依赖国家。全球有 2/3 的发展中国家属于大宗商品出口依赖国家。新兴经济体中巴西和俄罗斯的大宗商品在出口金额中占比高达 70%。脆弱的产业结构使新兴经济体抵御外部风险的能力变差，易受价格波动的负面影响。2013 年至 2017 年间，大宗商品平均价格水平远低于 2008 年至 2012 年的峰值水平，这导致依赖大宗商品的国家经济增长放缓。新冠疫情发生后国际市场需求疲软，大宗商品价格普遍下跌，使过度依赖大宗商品出口的国家遭受进一步的经济打击。

二、未来新兴经济体面临的主要风险

（一）经济衰退风险

自 1950 年以来，全球经济大约每十年就会经历一次全球性衰退，衰退期的共同特征是全球贸易、工业生产、资本流动、居民就业和能源消费同步高度低迷。它们由不同类型冲击触发，但都伴随着金融危机的来临。1975 年的全球经济衰退源于 1973 年阿拉伯石油禁运对全球石油价格造成的冲击，石油价格居高不下导致许多国家通货膨胀大幅上升，宽松的货币和财政政策刺激经济增长反弹的同时也开启了滞胀时代。1982 年的全球经济衰退由第二次石油价格冲击、发达经济体货币政策收紧以及拉丁美洲的债务危机引发。紧缩性货币政策引起全球利率上升和大宗商品价格崩溃，若干拉丁美洲国家难以偿还债务，引爆债务危机。1991 年的全球经济衰退由海湾战争、地缘政治不确定性加剧和油价急剧上涨等一系列冲击共同造成，导致美国出现信贷危机、欧盟汇率机制出现问题、日本资产泡沫破裂。2009 年全球经济衰退由 2008 年美国次

贷危机引发并迅速蔓延至其他国家，导致全球资产下跌、信贷收缩、贸易崩溃，许多国家相继爆发银行业危机，陷入同步衰退。随着国际贸易和金融联系的日益密切，经济衰退波及的国家范围更加广泛，各国衰退同步程度不断上升。经济衰退的负面影响不仅体现在短期国内生产总值等经济指标的下滑，还会因投资减少、信贷限制和新技术采用缓慢等造成经济中长期潜在增长率的下降。

新冠肺炎疫情大流行正在引发新一轮全球经济衰退。目前新冠肺炎疫情迅速蔓延至世界各地，诸多国家 GDP 大幅下滑，失业率高企。历史上 1918-1919 年间西班牙流感曾造成全世界约 5 亿人感染，数千万人死亡。人类致命传染病造成的人员伤亡和经济危害可能比战争还严峻，大流行病和相关隔离措施会严重抑制消费和投资，限制劳动力供应和生产。由新冠肺炎疫情引发的经济金融危机，将造成 20 世纪 30 年代大萧条以来最严重的全球经济衰退。同频共振的金融市场、加速外流的资本、转移重构的产业链等均将影响新兴经济体的经济恢复和发展。

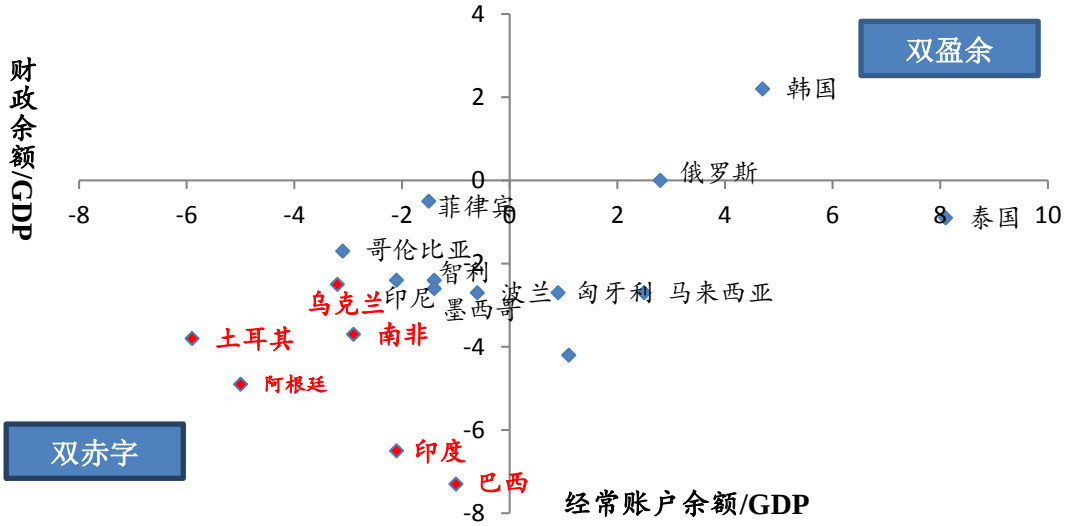
（二）“双赤字”恶化风险

2008 年国际金融危机后，新兴经济体为世界经济复苏及增长作出突出贡献，但发展过程中也积聚了不少风险，其中比较严重就是“双赤字”恶化问题。“双赤字”是指经常账户赤字和财政赤字在一些国家并存的情况。较低的国际贸易收入和强劲的公共投资支出是导致部分新兴经济体出现“双赤字”的主要原因。以阿根廷为例，阿根廷自然矿产资源丰富，但劳动力稀缺，出口以农畜产为主，而进口则以设备、消费品居多，常向国际组织大额借贷，经常项目和资本项目赤字逐渐加重；政权更迭频繁，政策前后不一致，加上为拉选票频繁使用激进的财政政策，财政支出规模不断扩大。在较为严重的 2017 年，阿根廷贸易赤字和财政赤字占国内生产总值的比重分别达到 4.8%和 6.5%。此外，印度、印尼、巴西等国也长期处于“双赤字”状态。这些国家为削减赤字曾采取过一系列紧缩政策，但受制于内外因素影响，统计数据显示“双赤字”并未明显好转，反而有继续恶化的趋势。

IMF 数据显示，新兴市场和发展中经济体的一般政府总债务占 GDP 比重从 2008 年的 35.5%飙升至 2018 年的 50.6%，经常项目差额占 GDP 比重整体虽下降，但部分国家

贸易赤字仍严重。新冠肺炎疫情暴发后，国际经贸减少且各国不可避免要增大财政开支，未来新兴经济体可能将面临更严峻的“双赤字”风险和更多的两难选择：如抑制高通胀所需的紧缩性货币政策与刺激经济增长所需的宽松货币政策；缓解贸易逆差所需的货币贬值政策与避免美元债务违约所需的货币升值政策；防止经济滞胀所需的积极财政政策与减少财政赤字所需的紧缩财政政策等矛盾。

图 4：主要新兴市场国家经常账户和财政收支情况



资料来源：国际货币基金组织（IMF），中国银行研究院

（三）金融市场风险

货币价值波动风险。面对新冠肺炎造成的经济衰退，各国央行均采用宽松的货币政策以稳定经济，美国更是采取了无限制量化宽松政策。若新一轮全球美元流动性泛滥，美元出现较大幅度贬值，新兴经济体会面临本币升值和资本泡沫压力。而一旦美联储加息、缩减资产负债表回收流动性，美元出现较大幅度升值，又将导致新兴经济体国家的货币贬值，严重时甚至可能诱发货币危机。

资本市场风险。疫情蔓延激发的恐慌性情绪曾在 2020 年 3 月引起美股暴跌，数次触发熔断机制，在全球资本市场特别是新兴经济体引发剧烈的连锁反应。若国际疫情形势长期化、经济增长动能和信心不足、政策空间受限，不排除全球资本市场再次发

生动荡并影响新兴经济体资本市场稳定的可能性。

金融机构风险。疫情冲击对银行业资产质量形成负面压力，中长期而言银行业将面临较多不良资产增加及处置问题。疫情后，进一步宽松的货币政策所造成的低利率使银行存款成本降无可降，贷款利率的下降将无法被对冲，结果将对商业银行净息差及盈利能力带来负面影响。

资本外流风险。跨境资本流动通常具有规模大、逐利性和顺周期性强的特点，当一国经济增长势头减缓时，跨境资本流向逆转和突停的风险将增大。1997 年亚洲金融危机后，泰国、马来西亚、印度尼西亚等国就曾发生大规模资本外逃，货币价值出现崩溃，经济陷入萧条。新冠疫情蔓延使新兴经济体增长承压，若未来经济恢复不及预期，资本有大幅流出的风险。

（四）债务风险

大部分新兴经济体经济结构单一，长期依赖国际市场获取融资，依靠国际市场获得出口收入是维持其债务可持续性的重要方式。新冠肺炎疫情流行严重扰乱了正常的国际经贸活动，新兴经济体被迫面临增加防疫开支和偿还高额债务的双重压力。当前新兴经济体普遍存在杠杆率上升和企业盈利能力下滑的情况，部分国家的外债负担十分严重。以土耳其为例，2018 年外债余额已达到 4451 亿美元，其中短期外债 1154 亿美元，长期外债 3282 亿美元。土耳其长期利用外币贷款来支持国内里拉贷款，很多企业在借入外债时并未对汇率风险进行对冲，导致到期难以偿还。与此同时，新兴市场和发展中经济体的储备资产规模持续下降，多数国家缺乏足够的外汇储备来避免巨额外债形成的重大违约风险。从偿付能力指标看，土耳其、马来西亚、南非等国短期外债/外汇储备均超过 60%，外债偿债能力较弱。2019 年、2020 年，新兴经济体分别有 7750 亿美元、7229 亿美元的美元债务到期，远高于此前 4050 亿美元的均值水平。疫情蔓延、经济低迷叠加不断扩张的债务规模，部分新兴经济体偿债压力大幅上升，爆发债务危机的可能性增加。

此外，还需警惕新兴经济体表外债务风险。一些新兴市场间的债务并没有完全公

开，未出现在资产负债表或者标准数据库中，被发觉时常常为时已晚。历史上曾有过因表外债务而爆发的经济危机，例如 1997 年亚洲金融危机时泰国账面外储总额为 330 亿美元，但实际储备额仅有 10 亿美元；2010 年希腊危机时，希腊政府使用金融衍生品并伪造了会计账目，世人误以为希腊财政赤字和债务负担比以往小得多而掉以轻心。

（五）地缘政治风险

疫情之下，国际政治经济格局正面临百年未有之大变局。2019 年美国“退群”、英国“脱欧”，2020 年新冠肺炎疫情大流行使全球经贸往来暂时停滞，逆全球化趋势加剧。地缘政治行为可通过影响国际贸易、国际投资、外汇市场、市场预期等途径，阻碍世界范围内资本流动和贸易需求。各国在社会制度、发展模式、价值理念、种族文化等方面的一系列对立和冲突，成为疫情的次生灾害，是长期损害国家互信、制约国家间制度性合作和经济全球化的极大隐患。

疫情也导致产业链多环节受阻，全球供应链呈现出更多元化的布局。封城等阻碍疫情传播的措施暴露出过度追求生产效率的全球供应链的脆弱性，比如企业因缺乏原材料无法生产，居民买不到急需使用的产品。后疫情时期，发达国家可能会更加重视产业的自主控制性，全球供应链分布逻辑或被改变，全球化布局可能会转向区域化，加剧贸易保护主义和产业链内顾、分散倾向。新兴经济体承接的全球供应链业务量减少，将给其经济复苏和经济转型带来挑战。

三、防范风险的政策建议

展望未来，新冠肺炎疫情发展和全球经济复苏前景均有较大的不确定性。疫苗的问世将使疫情逐步得到控制，虽然疫情有波动反弹的可能，但伴随着各国经济的复工复产，经济主基调或将温和复苏。后疫情时期，在全球经济衰退、大宗商品价格下跌、资本外流加剧和地缘政治冲突等因素的相互交织下，新兴经济体仍将面临严峻考验。在此，对于新兴经济体金融风险防范提出以下建议。

一是加强国际卫生及经济贸易合作，共同追求全球经济复苏。当前全球面临的首要任务是共同应对新冠肺炎疫情引发的卫生和经济冲击，国际社会必须团结起来，尽

全力促进经济复苏，防止更多人陷入贫困和失业。各国应坚持合作共赢，加强宏观经济政策协调，实施有效的财政、货币政策，维持全球产业链、供应链的基本稳定。

二是完善宏观经济框架并改善“双赤字”，提高抵御风险能力。低国际贸易收入和高公共支出是“双赤字”的主要原因，应通过改善收入及整顿财政缓解赤字恶化风险。债务水平较高的国家，财政空间有限且投资需求较大，尤其需要重视完善宏观经济框架，恢复财政可持续性，提高财政和债务透明度，确保公共支出具有成本效益，政策环境有利于中小微企业的发展。

三是通过结构性改革提升经济动能，扩大内需提振市场。要坚持以结构性改革为主线，提高资源配置能力，优化营商环境，增强微观主体活力，坚持创新驱动发展，突破制约经济发展的瓶颈。结构性改革短期会有阵痛，但长期有助于解决经济增长内生动力不足等问题，推动经济更高质量发展。若疫情影响长期持续，扩大内需提振消费信心将会更加重要。

四是加强逆周期宏观审慎管理框架，探索建立债务违约救助新模式。2008 年金融危机的爆发令国际社会认识到宏观审慎的重要性，未来应继续强化逆周期调节，引导信贷投放适度增长，严格控制金融部门不良资产率，努力建立起低债务、低通胀及高国际储备的政策空间，熨平经济周期，为疫情后的经济复苏奠定基础。积极搭建平台，将亚洲投资银行、丝路基金、金砖国家新开发银行纳入“一带一路”新兴经济体债务违约救助机制，加强多边协调，探索建立新兴经济体债务违约救助的新模式。

五是加快新兴经济体的金融体制改革，提高应对外部冲击的弹性。进一步完善资本市场，健全外汇政策，加强对短期资金流动变化的监测分析，保障央行对汇率和资本流动的间接调控能力。考虑到发达经济体政策外溢的负面影响，新兴经济体未来可适当减少美元计价债务，提高欧元、人民币等国际货币计价比率。中国也可有条件地提供资助，鼓励与新兴经济体国家签订或续签货币互换协议，加强人民币在中国与相关国家跨境贸易结算和金融投融资中的使用。