

全球新兴市场：下一个风暴眼？



本报告专为北京新宝集投资顾问有限公司定制



目 录

概述

1. 基准预测

- 1.1 2015~2016 年全球经济增长动能换挡
- 1.2 中国增长放缓对其他新兴经济体的影响
- 1.3 美国货币政策收紧对新兴市场的影响
- 1.4 新兴市场经济前景的基准预测
- 1.5 新兴市场风险的量化分析

2. 新兴市场面临的若干主要风险

- 2.1 中国投资支出滑落
- 2.2 美联储紧缩政策带来的不良反应

附录一：单个新兴市场经济前景的基准预测

中国
印度
印度尼西亚
马来西亚
泰国
墨西哥
巴西
南非
俄罗斯
土耳其
波兰

附录二：新兴市场风险量化分析的方法论

附录三：OXFORD ECONOMICS 介绍

概 要

本报告旨在研究包括中国、印度、印度尼西亚、马来西亚、泰国、墨西哥、巴西、南非、俄罗斯、土耳其和波兰在内的全球新兴市场。按照 2014 年名义美元价值计算，这些国家 GDP 全球占比达到 27%。

本报告介绍了上述国家截止 2015 年 8 月的基本经济展望。在此之上，我们根据全球经济宏观风险的变化分析了上述经济体未来面临负面冲击的两个关键情景。这两种情景分别为（1）中国投资大幅回落；以及（2）美联储升息带来的负面影响。本研究专注于宏观经济和金融市场关键变量的分析。

目前，全球新兴市场面临着巨大的不确定性。作为新兴市场最大的经济体，中国通过贸易和实际有效汇率、大宗商品价格与其他新兴市场经济体存在直接和间接的广泛联系。未来几周、几个月的时间里，我们在此展示的分析 and 展望都可能出现较大变化，但整体风险是增长持续走弱超预期。

鉴于新兴市场震荡较大，本文描述的基础预测发生的概率为 50%，两个特殊/替代情景各有 10% 概率。而上述概率及相关基础假设在短期、中期均可能出现较大变化。

我们研究得出的关键结论包括：

1. 很长一段时间以来，新兴市场一直是全球经济增长的主要推动力。现在对于主要新兴市场经济体而言，全球经济增长动能正在转向其他国家和地区。
2. 导致全球新兴市场前景恶化的很多影响来自中国。中国转换经济发展模式旨在转向积极提高消费支出占比、降低增长对投资和出口的依赖程度。这种变化的目标是在避免爆发全面金融危机的背景下走上可持续发展的经济增长路径。中国年均 GDP 增长率已经从 1997~2007 年间的 9.9% 降到了 2008~2014 年间的 8.8%。我们预测中国 2015 年 GDP 增长率为 6.6%，明年可能降至 6% 以下。2017~2020 年间，中国 GDP 增长可能降到 5.5% 左右。这种增长放缓的压力将直接影响中国亚洲邻国和全球大宗商品出口大国的增长前景。
3. 未来几个月，美国货币政策有可能转向收紧。这会持续压制新兴市场经济体的增长，抬升后者的借贷成本、压低其汇率、推动资本外流，而后者恰恰是新兴市场国家经常项目维持稳定的支持因素。
4. 上述两股逆流同时出现拖累新兴市场发展。我们预测全球新兴市场 2015~2019 年间的平均年增长将略高于 4%，比 2009 年全球金融危机之前的 10 年均值低了一个百分点以

上。这样的预测意味着新兴市场对全球增长的贡献度将从 2010~2014 年间的 61% 降到 2015~2019 年间的 52%。

5. 在此过程中，受冲击最为明显的是那些通过供应链和最终需求与中国增长紧密关联的亚洲经济体。在铭记几十年前亚洲金融危机教训的情况下，泰国和印尼公共部门债务规模较低，可能还有政策空间支持增长保持 2013~2014 年的速度。马来西亚的财政灵活度则逊色很多，未来 5 年增长放缓压力持续。

6. 对于新兴市场其他经济体来说，中国的政策方向，特别是汇率政策方向是关键问题。初步分析来看，墨西哥、波兰和土耳其受到中国增长放缓的冲击很有限。但我们的全球贸易相似度指数显示人民币贬值有可能影响到上述经济体出口发达国家邻国的贸易份额。

7. 一些新兴市场经济体面临“完美风暴”：出口需求走弱、币值下跌、宏观经济显著失衡、通胀上行、财政赤字上行、政府债务高企（财政灵活度有限），以及由此产生的不断推出周期操作。这些风险尤其影响巴西、俄罗斯等国的前景。过去几年，这些国家的政策失败惨重，以至于在经济再次面临外部冲击时无力刺激内需。我们预期，巴西和俄罗斯 2015 年增长萎缩 2-3%，而 2016 年可恢复至接近零增长。

8. 但是，并不是所有新兴市场经济体都遭受负面冲击。未来几年，良好的政策执行、与中国直接贸易联系（竞争或供应链联系）有限、对大宗商品出口收入依赖较少的印度应该能够维持 7% 以上的增长，轻而易举地跑赢其他新兴市场经济体。

9. 上述看法存在风险。中国增长下滑若进一步加剧，很多新兴市场经济体均将陷入衰退。美联储如果启动紧缩周期的话，这些经济体可能会遇到更大的困难，这都是我们将在情景分析中需要覆盖的详细内容。

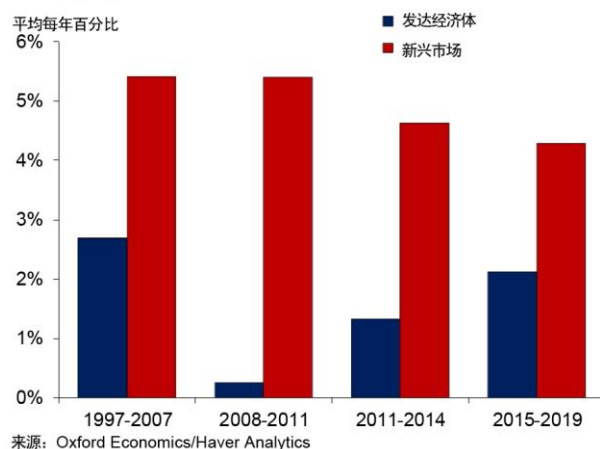
1. 基准预测

1.1 2015~2016 年全球经济增长动能换挡

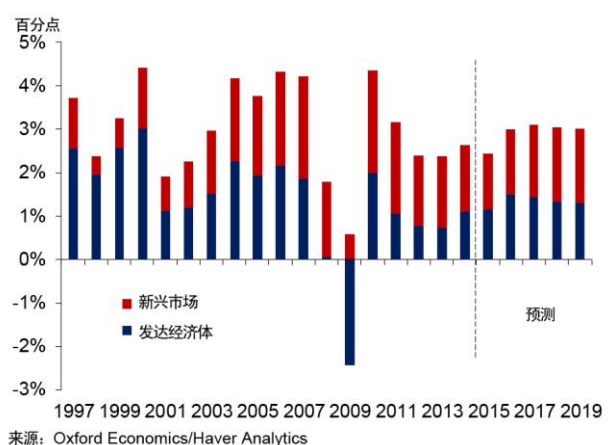
过去一、二十年，全球新兴市场大幅跑赢了发达经济体市场，2009 年全球金融危机时期尤为明显。推动新兴市场高速发展的积极因素包括有效融入全球贸易体系、广泛的技术进步、积极的人口趋势和低廉的融资方式一起发力，推动新兴市场取得超越此前的任何时期的增长。此外，当美国次贷部门点燃了全球金融危机、多个发达经济体遭受冲击的时候，新兴市场经济体继续维持高歌猛进。直到最近一段时间，新兴市场经济体并没有出现衰退，并没有出现上世纪末亚洲、俄罗斯式的金融危机或是此前的拉美危机式的压力。

2015~2016 年，全球增长动能已经转换为发达国家经济体，逐渐远离了新兴市场经济体。劳动力市场走强、住房市场活跃和继续宽松的货币政策支持美国、英国经济维持增长活力。欧元区、日本的情况更困难些，但这些地区的企业和居民也开始对经济前景日益谨慎乐观，而不再是充满了恐惧。新兴市场内部，一系列全球宏观驱动因素、相互依存关系和国内经济挑战共同抑制着增长，并把一些经济体直接拉进了衰退。

GDP 增长率



对世界 GDP 增长的贡献



新兴市场前期的恶化很大程度上直接或间接与中国有关。中国最近的金融震荡（股票市场 5 月以来大幅下挫）似乎也在提示中国增长放缓的速度可能超过了官方数据展现的情况。中国增长大幅放缓部分反映了在过度供应同时引发地产和金融市场危机之前抑制地产投资的必要性。在此以前，地产投资是自全球金融危机之后中国增长的主要支柱。与此同时，中国重工业部门投资一直在下滑，这反映了产能过剩的压力，及政府长期转型计划带来的短期增长困难。在避免金融危机的同时维持经济增长对转型中的中国是巨大的挑战，而这些挑战与地方政府债务的快速膨胀一起出现使问题变得更为棘手。