

22 August 2013

A Commentary On Ongoing Emerging Market Turbulence

**Key Data**
**U.S.**

%	12	13E
GDP	1.7	2.0
CPI	2.1	2.1
Unemployment	8.1	7.5
Current Account /GDP	-2.7	-2.6
Fiscal balance /GDP	-6.7	-5.8
Policy rate	0.25	0.25
Dollar index	79.7	86.0

**Eurozone**

%	12	13E
GDP	-0.6	-0.5
CPI	2.5	1.5
Unemployment	11.4	12.3
Current Account /GDP	1.28	1.54
Fiscal balance /GDP	-3.7	-2.8
Policy rate	0.75	0.5
EUR/USD	1.32	1.20

**Japan**

%	12	13E
GDP	2.0	1.7
CPI	-0.04	0.01
Unemployment	4.3	4.0
Current Account /GDP	1.0	0.9
Fiscal balance /GDP	-9.9	-10.0
Policy rate	0.0	0.0
USD/JPY	86.8	98.0

Sources: Bloomberg, CMS (HK)

**Dr. Cliff ZHAO, CFA**

852-31896126

wenlizhao@cmschina.com.cn

**Qing LI, CFA**

852-31896142

qingli@cmschina.com.cn

**Lynn SONG**

852-31896122

lynnsong@cmschina.com.hk

**Event:** Emerging economies' equity markets and currencies fell across the board, with India and Indonesia the hardest hit. On August 19<sup>th</sup>, 20 major emerging market currencies slid across the board. Of these, India's situation was the worst, with the Rupee falling 2.4% to 63.2, marking a new historical low for the currency. In the past two years, the Indian rupee has fallen nearly 30%. Outsiders began to fear that the slide of the rupee will cause a relapse into the serious Indian crisis of 1991. Another Asian country with a worrying situation is Indonesia, which saw its stock market fall sharply by over 4% on Monday, as well as its rupiah fall to a 4-year low.

**Comment:**

1. Why have emerging economies lost their appeal? From an external perspective, in the year to date, Brazil, India, South Africa, Turkey, Indonesia, and other emerging economies have continuously experienced financial shocks tied to speculation over the U.S. tapering its QE. From an internal perspective, some emerging markets saw deteriorating fundamentals; current account and fiscal deficits, stagflation (economic growth slowdown, inflation acceleration), economic policy failures, deterioration of investment climate, a stall of the reform process, intensifying social discontent, and increasing political stability are key reasons for the recent capital outflows. In a context of the global economic cycle shifting toward the U.S.-led developed economies, slowing demand in China, and capital outflows, risk-adjusted returns for emerging economies are diminishing.
2. Will the Asian financial crisis repeat itself? Too early for such panic. Primary reasons: First, the emerging economies' ability to mitigate risk has improved significantly since the 1997-98 financial crisis (foreign exchange reserves have increased significantly; international and regional monetary cooperation has further strengthened the protection of regional financial stability; a more flexible exchange rate system). Second, the fundamentals in these economies are more robust than they were in 1997-98, including a relatively low foreign debt, and a controllable debt situation. Third, the countries in the region have more differentiation than in 1997-98, with China, South Korea, Hong Kong, Singapore, the Philippines, and several other economies in relatively stable economic conditions. Fourth, the historical experience shows that the timing for emerging economies' financial crises is not at the early stages of the U.S. raising interest rates, but in the late stages of interest rate hiking or even after.
3. How far are the emerging markets from a so-called Minsky moment? Short term performance is likely to be affected from time to time rather than in one major impact, and the direct impact on China and Hong Kong should be limited and fleeting. In the long term, the Fed entering a monetary policy tightening cycle is only a matter of time, not leaving the emerging economies much time for the heavy tasks of restructuring their economies and mitigating systemic financial risk. The recent capital outflows and market volatility are only previews of what is to come; if emerging markets are unable to plan ahead and set up preventative measures, the next major financial crisis for the emerging economies may be just a matter of time.

## 点评报告

# 花开花落几春秋

2013年8月22日

## 新兴市场近期金融动荡点评

### 主要预测

#### 美国

%	12	13E
GDP	1.7	2.0
CPI	2.1	2.1
失业率	8.1	7.5
外贸顺差/GDP	-3.0	-3.1
财政赤字/GDP	-6.7	-5.8
央行基准利率	0.25	0.25
美元指数	79.7	86.0

#### 欧洲

%	12	13E
GDP	-0.6	-0.5
CPI	2.5	1.5
失业率	11.4	12.3
外贸顺差/GDP	1.23	1.54
财政赤字/GDP	-3.7	-2.8
央行基准利率	0.75	0.5
欧元/美元	1.32	1.20

#### 日本

%	12	13E
GDP	2.0	1.7
CPI	-0.04	0.01
失业率	4.3	4.0
外贸顺差/GDP	1.0	0.9
财政赤字/GDP	-9.9	-10.0
央行基准利率	0.0	0.0
日元/美元	86.8	98.0

资料来源：彭博，招商证券（香港）

#### 赵文利 博士, CFA

 852-31896126  
 wenlizhao@cmschina.com.cn

#### 李青, CFA

 852-31896142  
 qingli@cmschina.com.cn

#### 宋林

 852-31896122  
 lynnsong@cmschina.com.hk

**事件：**新兴市场股市货币全线下跌 印度印尼成重灾区。8月19日20种主要新兴市场货币全线下跌。其中，印度状况糟糕，卢比下跌了2.4%至63.2创历史新低。过去两年，印度卢比已经下跌近30%。外界开始担忧卢比的进一步下跌将致印度重陷1991年的巨大危机。亚洲另一个国家印尼的状况也堪忧，周一印尼股市大跌超4%领跌，印尼盾暴跌至4年新低。

#### 点评：

1、新兴经济体因何风光不再？从外因来看，年初以来，巴西、印度、南非、土耳其、印尼等新兴市场接连不断出现金融市场震荡是对美联储缩减QE规模的提前反映。从内因看，部分新兴市场基本面转差，包括经常项目和财政双赤字、类滞胀（经济减速、通胀升温）、经济政策失当、投资环境恶化、改革停滞不前、社会矛盾激化、政局不稳等是导致资本外流的根本原因。全球经济的景气循环正转向以美国为首的发达经济体，在中国需求放缓、资金流出的大背景下，新兴经济体风险回报正丧失吸引力。

2、亚洲金融危机重演吗？恐怕为时尚早！主要理由：第一，新兴市场的抗风险能力已较97-98金融危机时明显增强（外汇储备规模已较当年显著增加、国际及区域货币合作进一步强化了区域金融稳定的保障、汇率体系更加灵活）；第二，基本面较97-98年更为稳健，外债占比相对较低，债务风险总体可控；第三，区域内国家较97-98年更具差异性，中国大陆、韩国、香港、新加坡、菲律宾等国家和地区经济状况相对稳定。第四，历史经验显示，新兴经济体危机爆发的时点不是美国加息的初期，往往是加息的末期甚至更滞后。

3、新兴市场距离所谓“明斯基时刻”还有多远？短期内更可能表现为不时发生的脉冲式冲击，对中国及香港的直接影响料将有限且短暂。但中长期来看，美联储货币政策进入实质性的紧缩周期只是时间问题，留给新兴经济体重整经济结构、化解系统性金融风险的时间已经不多。现在的资金外流和市场波动只是预演，如果不能未雨绸缪、及早防范，下一轮新兴市场大危机的到来恐怕只是时间问题。

年初以来,一度光彩夺目的亚非拉新兴市场接连出现经常项目赤字激增、财政恶化、货币贬值、资本外流和金融动荡,引起了投资者的高度警惕。其背后的原因和未来走向,更值得持续关注和深入研究。本文尝试将新兴经济体目前的状况与 97-98 年亚洲金融危机做一比较研究,以评估新兴市场的潜在风险以及周边经济和资本市场的影响。

## 1、新兴经济体为何风光不再?

过去数十年,新兴经济体在加速融入全球经济体系的同时,始终未能摆脱对海外需求和资金的双重依赖。在既有的全球产业分工和竞争格局下,一旦以美国为首的发达经济体开始缩减流动性外溢及以中国为首的主要发展中大国经济减速、需求下滑,以大宗商品和低端制造业产品出口为导向的二三线新兴经济体将同时面临经济下滑和资金外流的双重打击。过去两年,全球经济的景气循环正转向以美国为首的发达经济体,在中国需求放缓、资金流出的大背景下,新兴经济体风险回报正丧失吸引力,08 年金融风暴的余波正由欧美日等发达经济体一步步吹向脆弱的新兴市场。

从外因来看,年初以来,巴西、印度、南非、土耳其、印尼等新兴经济体先后出现资本外逃和汇率波动,是对美联储缩减 QE 的提前反映。中国经济减速、需求下滑,进一步加剧了三三线新兴市场的调整压力。

从内因来看,过去一年,部分新兴市场基本面持续转差,包括经常项目和财政双赤字、类滞胀(经济减速、通胀升温)、经济政策失当、投资环境恶化、改革停滞不前、社会矛盾激化、政局不稳等是导致资本外流的根本原因。经常项目危机已从亚洲区域蔓延开来,例如印度尼西亚,其今年第二季度经常项目逆差扩大至 98 亿美元,连续 7 个季度出现逆差;在南亚次大陆,印度的情况更加糟糕,今年 5 月,贸易逆差为 201 亿美元,创 6 个月来最差,逼近 2003 年有纪录以来的最低水平 208 亿美元,6-7 月收窄至 122 亿美元。不仅亚洲国家,南美洲的巴西也遭遇类似厄运,2013 年 2 月,巴西的贸易余额第一次出现了逆差,为 12 年来首次,尽管 6 月的结果是贸易盈余 24 亿美元,但上半年的贸易逆差达到 30 亿美元,自 1995 年(42 亿美元的赤字)起为历史最差水平。

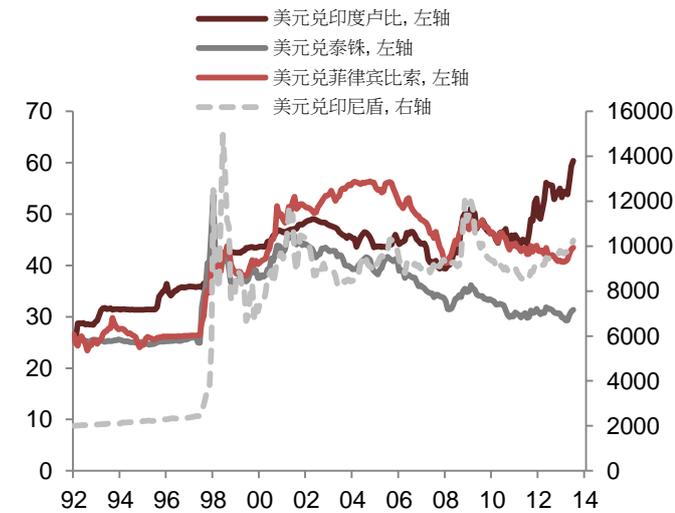
内外因共同作用之下,年初以来,新兴市场出现了较为普遍的资本外流和金融市场动荡。

**表 1: 新兴市场主要金融指标**

国家	主要股票指数		外汇		10年政府债券收益率		5年期CDS	
	今年至今	当前值	今年至今	当前值	今年至今	当前值(%)	今年至今	当前值(基点)
印尼	-4.11%	4139.31	-13.77%	11144	3.23 百分点	8.39	150.65 基点	281.32
印度	-10.80%	5267.6	-18.77%	64.95	0.42 百分点	8.41	N.A.	N.A.
泰国	-4.56%	1328.44	-5.00%	32.13	0.47 百分点	4.05	29.86 基点	118.853
马来西亚	1.68%	1721.4	-8.54%	3.32	0.47 百分点	3.96	66.02 基点	142.938
菲律宾	5.40%	6126.77	-8.07%	44.15	-0.66 百分点	3.33	47.68 基点	142.685
巴西	-17.30%	50405.2	-19.97%	2.45	N.A.	N.A.	111.88 基点	220
墨西哥	6.86%	41458.16	-3.04%	13.29	1.25 百分点	6.30	40.46 基点	137.958
香港	-4.36%	21670.12	-0.06%	7.75	1.89 百分点	2.48	11.43 基点	54.564

资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

图 1: 新兴市场货币全线下跌



资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

图 2: 新兴市场货币全线下跌 (续)



资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

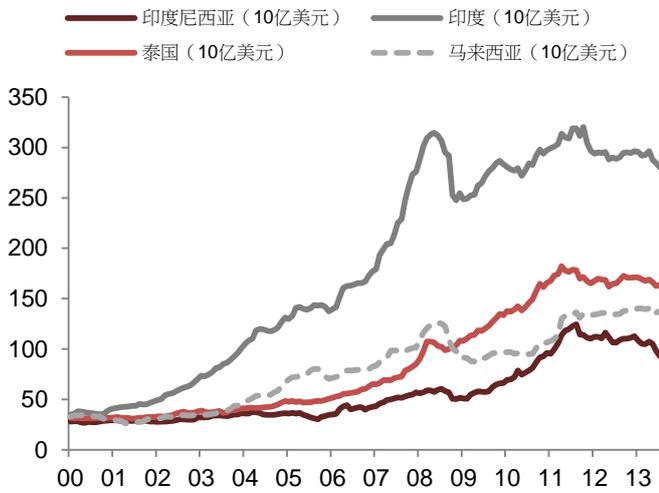
## 2、亚洲金融危机会重演吗？

新兴经济体的接连震荡令市场不由得联想起 97-98 年亚洲金融危机前的情景，市场惊呼亚洲金融危机似乎正卷土重来！然而，我们认为现在下这个结论还为时尚早，主要基于以下理由：

### 第一，新兴市场的抗风险能力已较 97-98 金融危机时明显增强。

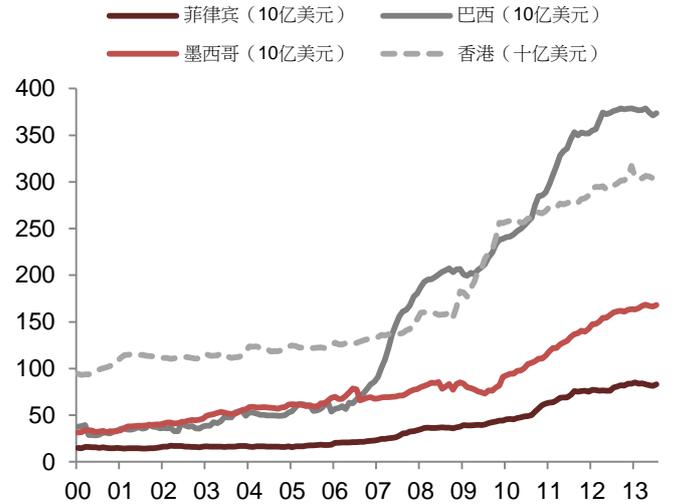
首先，新兴市场外汇储备规模已较当年显著增加。1996 年 2 月，泰国外汇储备为 387 亿美元，这些外汇储备还是泰国通过高利率政策（1996 年泰国的优惠利率一直处于 13.25% 的高水平，是亚太地区利率最高的国家之一）吸引外资流入形成的。1997 年 2 月到 5 月，为稳定泰铢，泰国曾动用了外汇储备中的 60 亿美元，外汇储备总额进一步减少。东南亚其他国家（除新加坡外）外汇储备也十分有限，如马来西亚中央银行拥有的外汇储备至 1997 年 6 月底也仅为 283.5 亿美元，印度尼西亚至 1997 年 3 月外汇储备仅 199 亿美元。而根据 IMF 的数据，截止到 2012 年底，发展中国家的外汇储备总额已经高达 7.25 万亿美元，约占全球外汇储备总额的 2/3。

图 3: 过去十余年新兴市场外汇储备已增长数倍



资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

图 4: 过去十余年新兴市场外汇储备已增长数倍 (续)



资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

其次, 国际及区域货币合作进一步强化了区域金融稳定的保障。97 年亚洲金融危机后, 亚洲国家建立了“东盟 10+3”合作机制, 在 2000 年 5 月“清迈协议”(Chiang Mai Initiative, CMI) 倡导下设立的区域外汇储备基金已经扩容至 2400 亿美元, 中、日、韩等亚洲经济大国也与东盟国家签订了双边货币互换协议。

最后, 汇率体系更加灵活, 有助于释放金融风险 and 实现经常项目再平衡。目前, 大多数亚洲新兴经济体已经实行了有管理的浮动汇率制度, 而在 97-98 年金融危机前, 盯住美元或一篮子货币的僵化的固定汇率在新兴经济体仍然盛行, 并在条件不成熟的情况下过早地开放了资本项目。

**第二, 基本面较 97-98 年更为稳健, 短期外债占比相对较低, 债务风险总体可控。**

80 年代中期至 97-98 亚洲金融危机前, 东南亚地区逐渐成为亚太地区区域内资本投资热点, 大量资本从日本、台湾等亚洲新兴工业化国家和地区及欧美等流向泰国、马来西亚等。由于大量对外融资使得东南亚各国债务均有一定规模, 尤以印尼的外债规模为最大。1996 年外债占 GDP 的比重各国均接近或高于 40%, 其中泰国为 46%, 印尼为 47%, 马来西亚为 39%, 菲律宾为 54%, 四国平均为 45.5%。从外资期限来看, 东南亚各国 1/4 的外国贷款为短期, 并以此来支付进口。1996 年泰国外资流入总额中 53.2% 为短期资本。相比之下, 目前亚洲区美元计价的外债, 占国内生产总值的比例, 已较 1998 年减少超过一半, 而借贷大部分都采用本土货币, 短期偿债压力可控。

**第三, 区域内国家的状况较 97-98 年更具差异性, 其中, 中国大陆、韩国、香港、新加坡、菲律宾等国家和地区经济状况相对稳定。**

**第四, 如招商证券宏观团队稍早前发布的中国国际资本流动专题报告之七——《美联储退出与新兴经济体金融危机的历史回顾》中提到的, 新兴经济体危机爆发的时点不是美国加息的初期, 往往是加息的末期甚至更滞后。比如, 拉美债务危机和阿根廷危机**

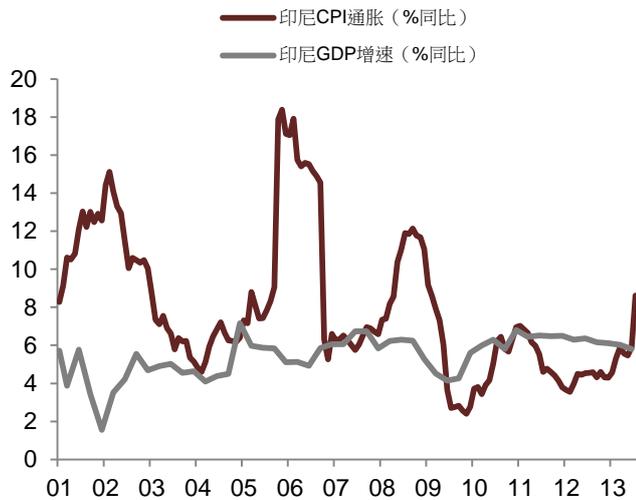
分别爆发在美联储开始加息后的第5年和第2年，在当时加息到顶点后的1年。即使未来几个月美联储如期开始缩减QE规模，也不代表货币政策很快会金融紧缩周期。

### 3、新兴经济体距离“明斯基时刻”还有多远？

基于以上分析，我们认为短期内新兴市场的金融动荡和资本外流不大可能演化为全面失控的区域性金融危机，而更可能表现为不时发生的脉冲式冲击，对中国及香港的直接影响料将有限且短暂。金融自由港加上盯住美元的联系汇率制，令港元在很大程度上，可以很好地发挥避险货币的作用。我们看到，近期港元兑美元汇率依然维持稳中偏强的走势，并未出现显著的资金外流。在岸和离岸人民币汇率也依然坚挺，外界对中国经济硬着陆的担忧已明显舒缓。

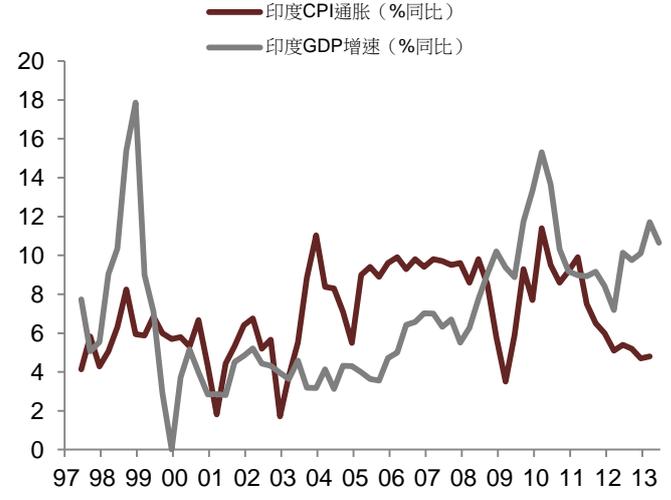
但中长期来看，美联储货币政策进入实质性的紧缩周期只是时间问题，留给新兴经济体重整经济结构、化解系统性金融风险的时间已经不多。现在的资金外流和市场波动只是预演，如果不能未雨绸缪、及早防范，下一轮新兴市场大危机的到来恐怕只是时间问题……

图 5: 印尼 GDP 增速下降, CPI 上升



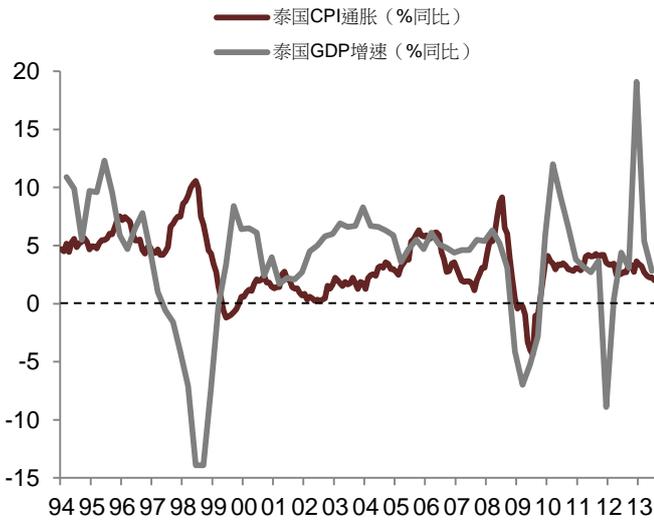
资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

图 6: 印度 GDP 增速下降, CPI 上升



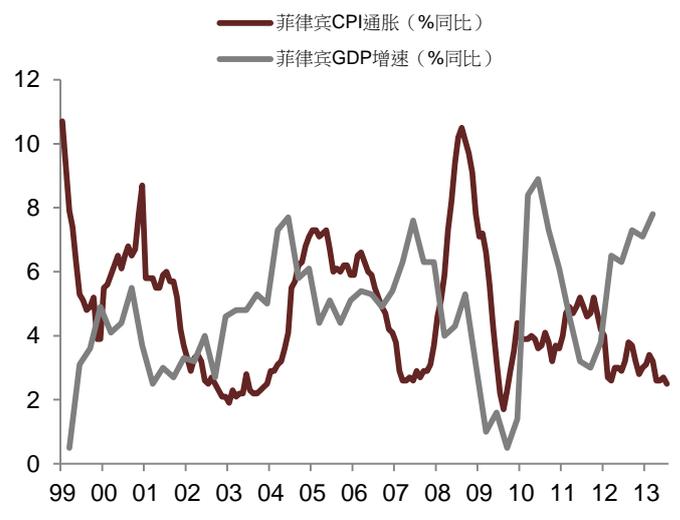
资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

图 7: 泰国二季度 GDP 增速 CPI 通胀同时下滑



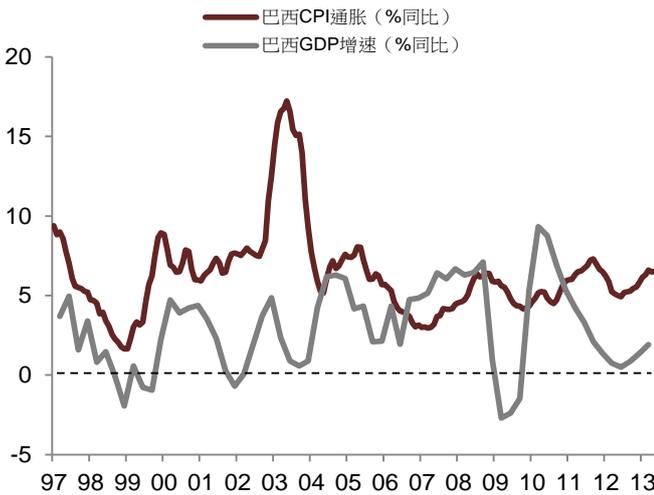
资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

图 8: 菲律宾 GDP 增速上升, CPI 下降, 显示改善



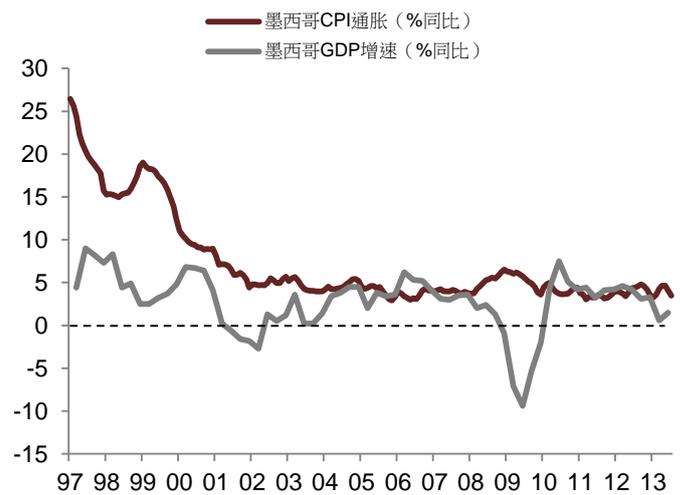
资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

图 9: 巴西经济 GDP 增速上升, CPI 维持偏高的状况



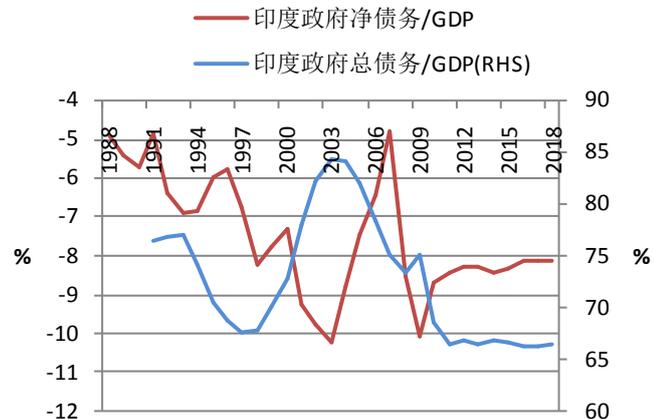
资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

图 10: 墨西哥经济小幅下滑



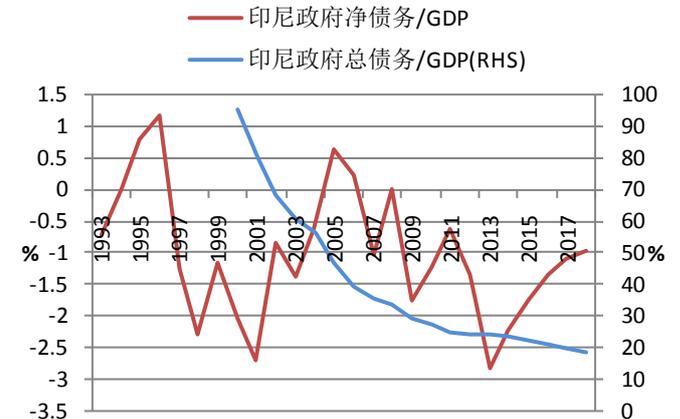
资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

图 11: 印度债务占 GDP 比例自 2003 年后稳步下降



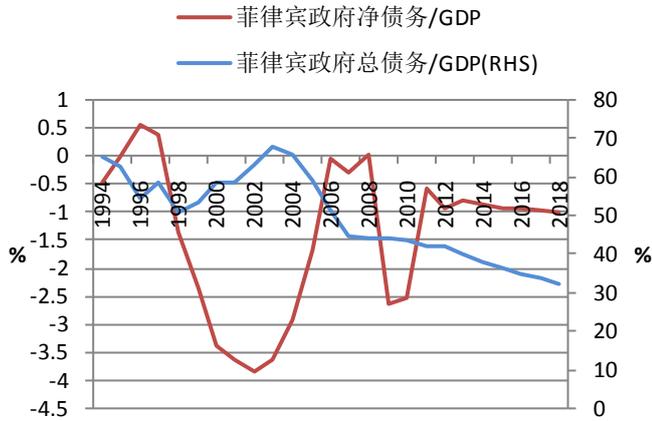
资料来源: IMF, 招商证券(香港)

图 12: 印尼政府去杠杆效果明显



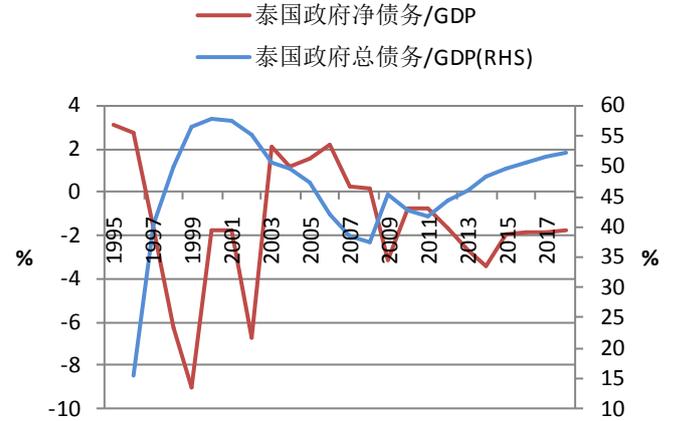
资料来源: IMF, 招商证券(香港)

图 13: 菲律宾债务占 GDP 比例自 2004 年后稳步下降



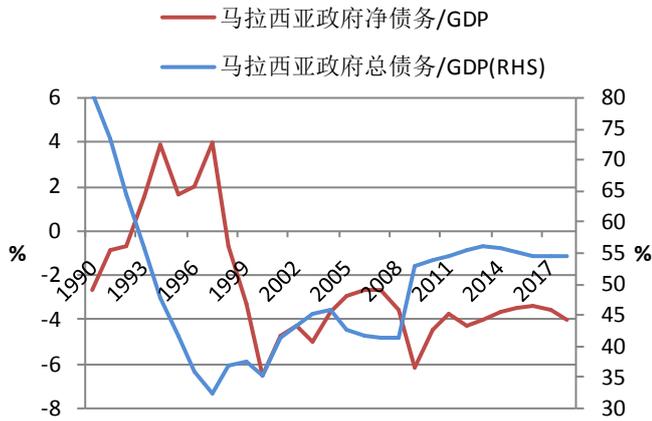
资料来源: IMF, 招商证券(香港)

图 14: 泰国债务占 GDP 比例近期有所上升



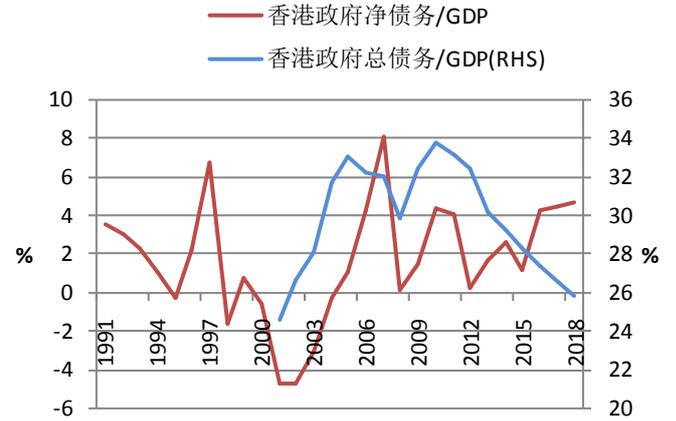
资料来源: IMF, 招商证券(香港)

图 15: 马来西亚债务状况较亚洲金融危机时改善



资料来源: IMF, 招商证券(香港)

图 16: 香港债务占 GDP 比例总体健康



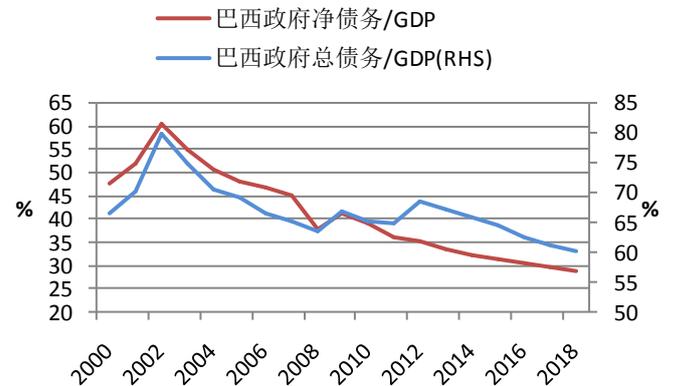
资料来源: IMF, 招商证券(香港)

图 17: 香港总债务增速预计保持稳定



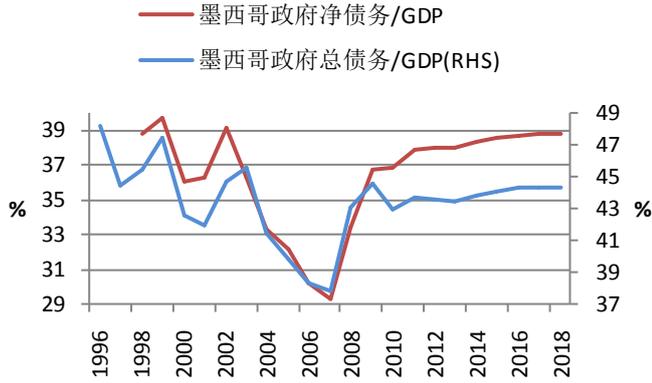
资料来源: IMF, 招商证券(香港)

图 18: 巴西债务占 GDP 比例下降



资料来源: IMF, 招商证券(香港)

图 19: 墨西哥债务占 GDP 比例预计上升



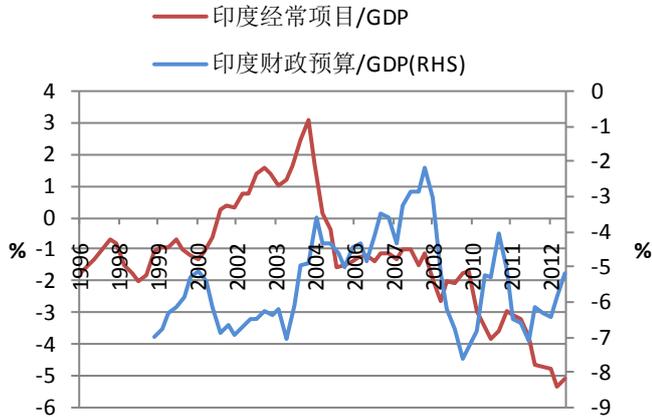
资料来源: IMF, 招商证券(香港)

图 20: 墨西哥债务同比增速稳定



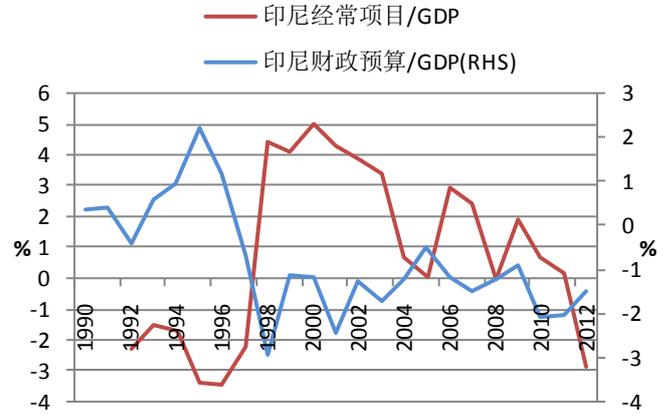
资料来源: IMF, 招商证券(香港)

图 21: 印度经常项目占 GDP 比例较金融危机时恶化



资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

图 22: 印尼经常项目占 GDP 比例明显下降



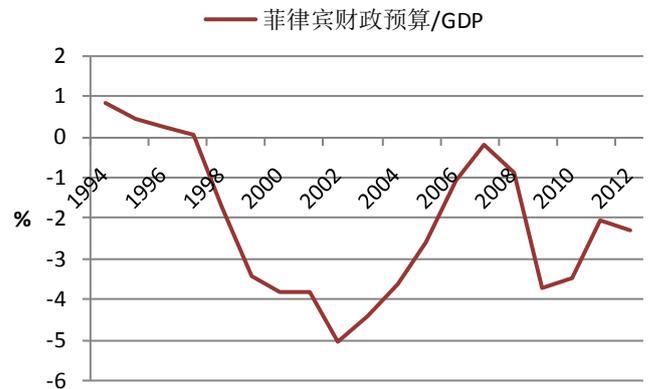
资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

图 23: 菲律宾经常项目占 GDP 比例有所改善



资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

图 24: 菲律宾财政预算占 GDP 比例总体稳定



资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

图 25: 马来西亚经常项目占 GDP 比例 2009 年后逐渐下滑



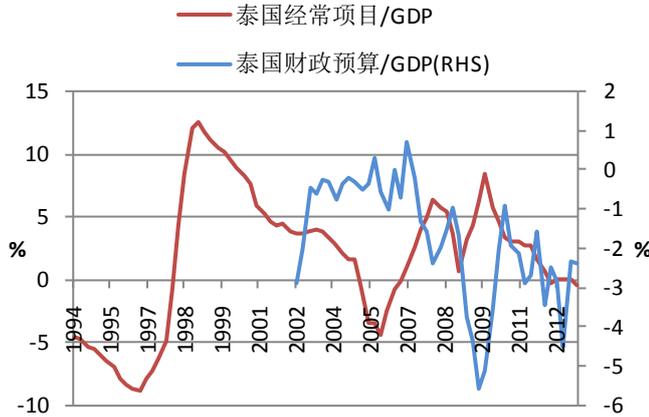
资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

图 26: 马来西亚政府财政状况略有改善



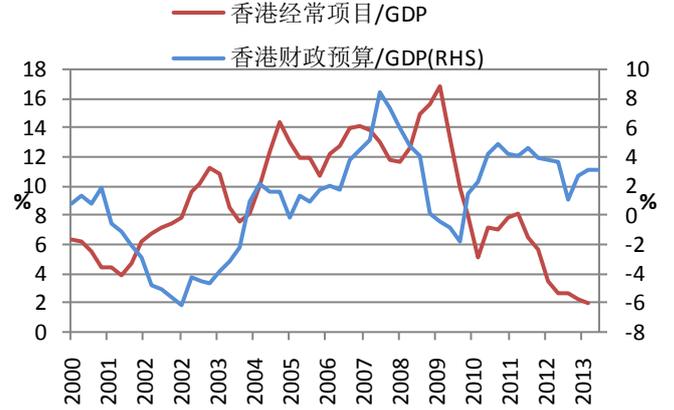
资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

图 27: 泰国经常项目占 GDP 比例自 2010 年后逐渐下滑



资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

图 28: 香港政府财政状况总体健康



资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

图 29: 巴西经常项目占 GDP 比例 2005 年后逐渐下滑



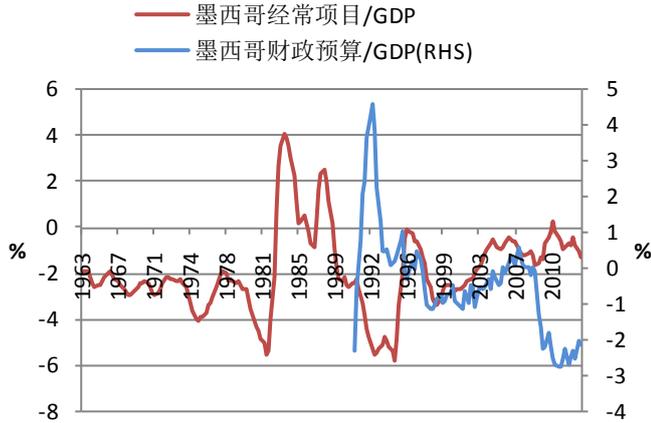
资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

图 30: 巴西政府财政状况自 1998 年后逐渐改善



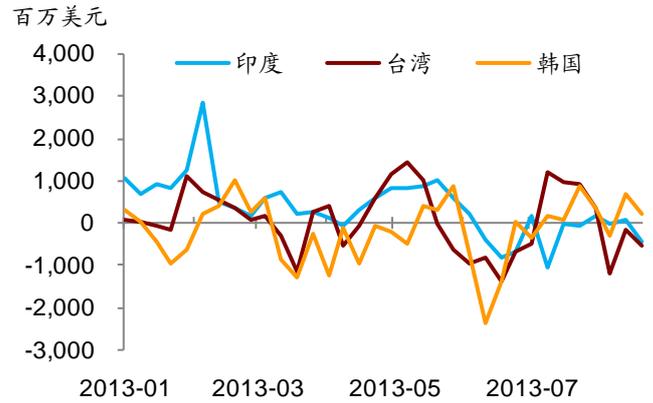
资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

图 31: 墨西哥经常项目占 GDP 比例总体稳定



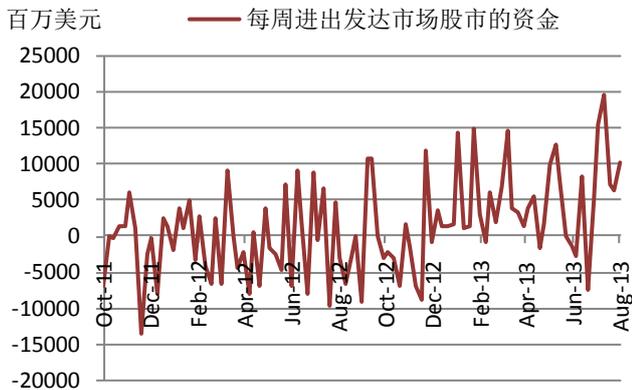
资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

图 32: 8 月资金流出新兴股票市场



资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

图 33: 资金流入发达市场的规模近期有所上升



资料来源: EPFR, 招商证券(香港)

图 34: 近期资金略有流出新兴市场



资料来源: EPFR, 招商证券(香港)

表 2: 新兴市场资金流入流出状况

单位(百万美元)	本周资金流入流出状况	本月资金流入流出状况	年内资金流入流出状况	年内资金流入流出%
印度	-436.9	-284.7	12070.6	4.80%
印尼	-516.4	-403.6	-711.9	-174.40%
日本	491.1	-1479.9	95810.8	3751.40%
巴基斯坦	2.6	24.8	321.7	677.10%
菲律宾	-107.3	-117.2	1508	-28.00%
南韩	197	653.2	-6529.9	-161.50%
斯里兰卡	8.3	16	128.6	-42.20%
台湾	-357.1	-1964.6	926.6	17.50%
泰国	-585.9	-902.7	-3409.2	-255.60%
越南	-14.1	-12.5	153.8	6995.00%

资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

**投资评级定义和免责条款**

投资评级	定义
推荐	预期行业指数的表现在未来12个月优于市场指数
中性	预期行业指数的表现在未来12个月与市场指数一致
回避	预期行业指数的表现在未来12个月逊于市场指数

**免责声明:**

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第 1 类(证券交易)、第 2 类(期货合约交易)、第 4 类(就证券提供意见)、第 6 类(就机构融资提供意见)和第 9 类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

作者声明:本人赵文利、李青、宋林未持有报告中所提及的公司股票及其相关的衍生证券。

招商证券(香港)有限公司  
香港中环交易广场一期 48 楼  
公司网址: <http://www.newone.com.hk>  
电话: (852) 31896888 传真: (852) 31010828