

宏观专题报告

全球经济阻力会来自新兴市场危机吗？

证券分析师

陈骁 投资咨询资格编号
S1060516070001
010-56800138
CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN

魏伟 投资咨询资格编号
S1060513060001
021-38634015
WEIWEI170@PINGAN.COM.CN

研究助理

薛威 一般从业资格编号
S1060117080079
021-20667920
XUEWEI092@PINGAN.COM.CN

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

2018 年以来，部分新兴市场出现局部金融动荡，市场对此非常关注，甚至有声音表示此轮新兴市场危机类似于 1998 年。对此，我们以 1998 年亚洲金融危机为参照，探讨了本轮新兴市场危机的可能影响，并揭示全球经济可能面临的两大风险。

■ 强美元引新兴市场动荡，市场担忧 98 年危机再现

当前全球经济呈现三个方面的特征：1) 美国经济一枝独秀，全球经济重现分化。年初以来，美国经济一枝独秀，印度经济表现较好，其他经济体均面临增长乏力的困境，整个全球经济复苏开始趋缓。2) 美联储加息实现常态化，全球货政年内再趋分化。在美国经济一枝独秀的背景下，美联储加息实现常态化。除英央行试探性加息外，欧、日央行仍维持货币宽松。3) 新兴经济体汇率接连贬值，外资流出引发持续动荡。年初以来，美元指数与美股表现强劲，非美货币整体走弱，全球资本有向美国等发达经济体回流趋势。部分外资依赖度较强的新兴市场出现了剧烈金融动荡，甚至爆发了局部金融危机。

■ 1998 年危机回顾：亚洲金融危机蔓延全球

内外因叠加引爆东盟，金融危机迅速席卷亚洲。1997-98 年亚洲金融危机最先起源于泰国，高杠杆、资产泡沫化、依赖外资与放松的资本管制是其率先爆发金融危机并受到极大影响的根源。泰国的金融危机迅速波及东南亚，甚至影响到韩国与日本，整个亚洲几乎都被笼罩在金融危机的阴影之下。

亚洲金融风暴蔓延全球，美欧发达经济体均受波及。亚洲金融危机的爆发不仅导致发达经济体出口需求显著下滑，也导致发达经济体对亚洲投资蒙受极大损失。在经常项目与资本项目的双重冲击下，发达经济体受到亚洲金融危机的明显冲击。拉美与亚洲同为新兴经济体，都具有产业结构单一、严重依赖外资、资本管制较松的特点，也受到了经济金融危机的波及。

■ 本轮新兴经济体危机展望：整体冲击或逊于 1998 年

土耳其拉美引爆新兴市场危机，南非印度印尼俄罗斯迅速受波及。从经常项目余额、对外负债率、政府效率、通胀水平整体衡量新兴经济体的脆弱度水平较单一指标更全面。根据彭博经济研究的排名结果，可以发现在本轮新兴经济体危机中处于漩涡中心的土耳其、阿根廷以及受波及显著的南非、巴西、印尼、印度、俄罗斯等经济体均比较脆弱；而中国、韩国、泰国等则相对坚挺。考虑到中国与东盟较 1998 年有更强的抗风险能力与机制，预计 1997-1998 年亚洲金融危机难以在 20 年后的亚洲重现。

中国东盟抵抗力较强，本轮危机或逊于 98 年。无论是货物贸易渠道，还是直接投资渠道，本轮新兴经济体危机均难以有效扩散至发达经济体，与 20 年前的亚洲金融危机迅速蔓延全球不同，本轮危机对全球的影响无论是范围上还是力度上大概率均不及 1997-1998 年的亚洲金融危机。

■ 全球經濟復蘇仍臨貿易爭端、地緣博弈兩大阻力

中美貿易爭端接連升級，全球經濟復蘇持續承压。中美貿易爭端升級給中美雙方經濟增速帶來的压制將迅速蔓延為對全球經濟復蘇的阻力。考慮到目前美國經濟一枝獨秀而其他經濟體均出現復蘇趨緩甚至增速回落的背景，全球經濟面對持續升級的中美貿易爭端的抵抗力或許比市場預計的還要弱。若美國與歐盟或日本的貿易爭端升級，抑或是貿易戰蔓延至其他經濟體之間，屆時全球經濟將面臨雪上加霜的窘境，復蘇進程將很可能被打破。

中東混亂局勢下博弈恐升溫，與貿易戰形成共振或致滯脹。由於貿易爭端對中美及全球經濟的衝擊大概率將在 2019–2020 年逐步體現，而伊朗問題可能帶來的衝擊也將在 2019 年展現，貿易爭端對全球供應鏈的擾亂、交易成本的提升及伊朗問題可能帶來的通脹壓力很可能在 2019–2020 年期間形成共振，進而給全球經濟帶來嚴重的滯脹困境。結合目前歐元區已面臨一定的滯脹壓力，新興市場面臨較嚴重危機，美聯儲加息常态化而歐日及主要新興經濟體尚未開啟貨幣政策正常化的情況，一旦滯脹來臨，各國不僅沒有充足的政策空間，而且也將面臨政策無法施展的困境。同時，經濟自由化方針與大規模減稅也難有施展空間。所以，一旦貿易爭端與中東局勢均顯著升溫，兩者形成的共振將在 2019–2020 年給全球經濟帶來難以解決的滯脹困境，屆時全球經濟復蘇或將提前終結，甚至可能步入衰退。

正文目录

一、强美元引新兴市场动荡，市场担忧 98 年危机再现	6
1.1 美国经济一枝独秀，全球经济重现分化	6
1.2 美联储加息实现常态化，全球货政年内再趋分化	7
1.3 新兴经济体汇率接连贬值，外资流出恐引发持续动荡	7
二、1998 年危机回顾：亚洲金融危机蔓延全球	9
2.1 内外因叠加引爆东盟，金融危机迅速席卷亚洲	9
2.2 亚洲金融风暴蔓延全球，美欧发达经济体均受波及	11
三、本轮新兴经济体危机展望：整体冲击或逊于 1998 年	11
3.1 土耳其拉美引爆新兴市场危机，南非印度印尼俄罗斯迅速受波及	12
3.2 中国东盟抵抗力较强，本轮危机或逊于 98 年	13
四、全球经济复苏仍临贸易争端、地缘博弈两大阻力	15
4.1 中美贸易争端接连升级，全球经济复苏持续承压	15
4.2 中东混乱局势下博弈恐升温，与贸易战形成共振或致滞胀	16

图表目录

图表 1	美国实际经济增速明显强于其他发达经济体	6
图表 2	新兴经济体中印度经济表现较好	6
图表 3	美国与其他发达经济体的景气度分化更明显	6
图表 4	新兴经济体制造业景气度均相对较弱	6
图表 5	美联储已进入常态化加息阶段	7
图表 6	欧央行尚未开启加息	7
图表 7	英央行加息尚处于试探性阶段	7
图表 8	日本央行尚未提升基准利率	7
图表 9	21 世纪新兴经济体增速持续高于发达国家	8
图表 10	21 世纪新兴市场投资率持续高于发达经济体	8
图表 11	2018 年以来美元指数走势强劲	8
图表 12	2018 年以来新兴市场多国货币兑美元大跌	8
图表 13	1997-98 年美元指数走势强劲	9
图表 14	1997-98 年多个新兴市场货币兑美元大跌	9
图表 15	1997-1998 年仍处美联储加息阶段	10
图表 16	1997 年 7 月 2 日泰铢大跌超 20%	10
图表 17	1997 年底泰国各部门杠杆率达到峰值	10
图表 18	1998 年泰国引入外资规模达到多年峰值	10
图表 19	1997-98 年亚洲大多经济体增速大幅下行	10
图表 20	1997-98 年亚洲主要股指大幅下行	10
图表 21	美国对亚洲拉美出口下滑严重拉低出口增速	11
图表 22	1997-98 年美国对外债权降幅明显	11
图表 23	美欧实际经济增速均受到亚洲金融危机波及	11
图表 24	美欧主要股指受到亚洲金融危机冲击	11
图表 25	年内土耳其、阿根廷主权货币兑美元大跌	12
图表 26	俄罗斯、巴西货币兑美元 3 月下旬开启下跌	12
图表 27	南非、印尼货币兑美元 4 月初开启加速下跌	12
图表 28	印度卢比兑美元汇率 4 月下旬开启下跌	12
图表 29	全球主要新兴经济体脆弱度排名(橙色代表脆弱度高, 灰色代表安全性强)	13
图表 30	美欧日对各新兴市场出口规模对比	14
图表 31	2017 年美国对各大洲出口占比	14
图表 32	2017 年日本对各大洲出口占比	14
图表 33	2017 年欧盟对各大洲出口占比	14
图表 34	2016 年脆弱新兴市场吸引外资规模小于东盟	14

图表 35	2016 年脆弱新兴市场吸引外资规模远小于东盟与中国之和.....	14
图表 36	关税对经济增长的影响测算方法	16
图表 37	美国对华贸易制裁与中国对美贸易反制举措对双方经济增速的冲击测算.....	16
图表 38	霍尔木兹海峡周边地图.....	17
图表 39	原油价格受中东局势影响近期波动剧烈	17
图表 40	欧元区目前已面临一定滞胀压力	18
图表 41	全球主要经济体通胀已显著抬升	18

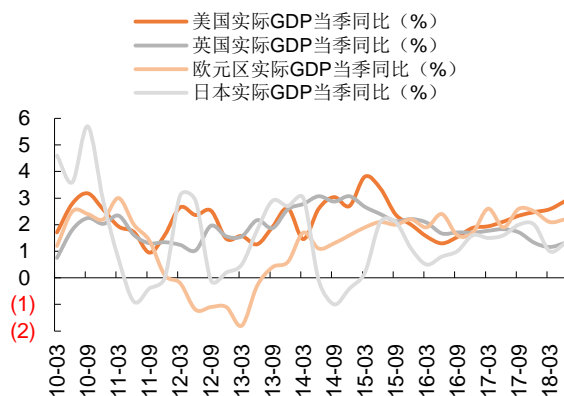
一、强美元引新兴市场动荡，市场担忧 98 年危机再现

2018 年以来，在美国经济一枝独秀、美联储加息常态化的背景下，美元指数走势持续偏强，部分新兴经济体在资本外流压力下出现局部的金融动荡，市场对此非常关注，甚至有声音表示此轮新兴经济体危机类似于 1998 年，将蔓延升级为全球性的经济金融危机。

1.1 美国经济一枝独秀，全球经济重现分化

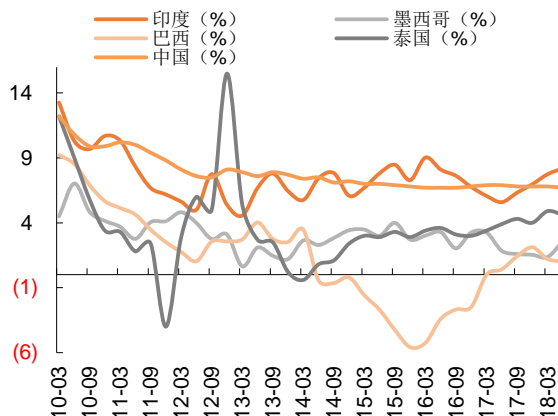
年初以来，美国、欧元区、英国、日本等发达经济体的经济增速从温和回升的趋同走势转变为再次分化。其中，美国经济稳步向好，甚至经济增速有所抬升；英国、欧元区与日本的经济增速则先后回落，目前仍在低位震荡。新兴经济体整体也不容乐观，除了印度经济增速持续稳定上行外，泰国经济高位回落，中国经济温和下行，墨西哥与巴西经济增速仍处较低位置，其中墨西哥二季度经济增速有所反弹，但尚未完全脱离下行通道。就全球经济而言，美国经济一枝独秀较为明显，印度经济表现相对较好，其他主要经济体均面临增长乏力的困境，整个全球经济的复苏也开始趋缓。

图表1 美国实际经济增速明显强于其他发达经济体



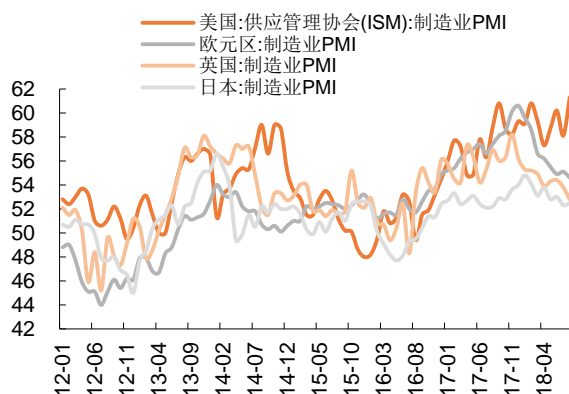
资料来源：WIND, 平安证券研究所

图表2 新兴经济体中印度经济表现较好



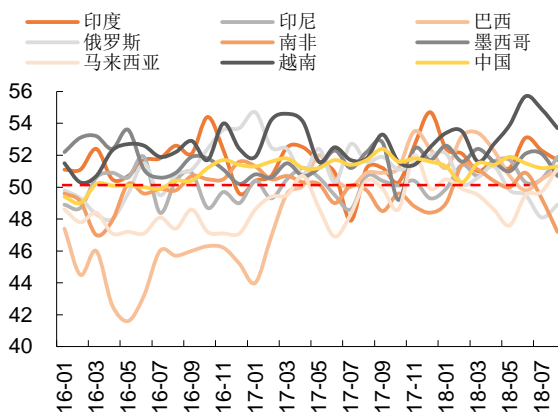
资料来源：WIND, 平安证券研究所

图表3 美国与其他发达经济体的景气度分化更明显



资料来源：WIND, 平安证券研究所

图表4 新兴经济体制造业景气度均相对较弱

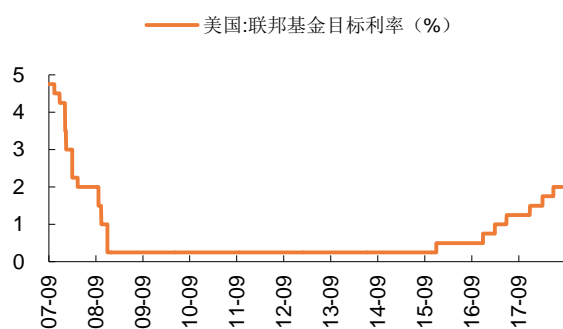


资料来源：WIND, 平安证券研究所

1.2 美聯儲加息實現常態化，全球貨政年內再趨分化

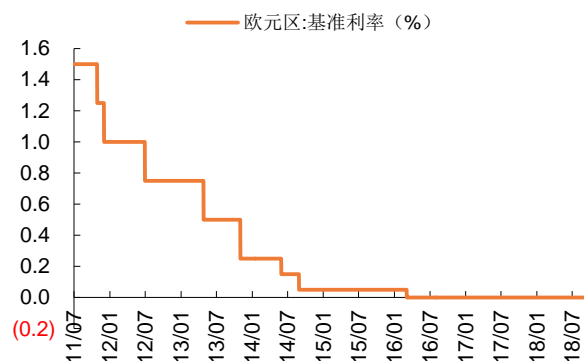
在美國經濟一枝獨秀的背景下，美聯儲加息實現常態化。自 2015 年 12 月試探性加息後，美聯儲開始常態化加息。英央行雖在 2017 年 11 月進行了 2008 年金融危機後的首次加息，且在 2018 年 8 月再次加息，但在退歐談判進入關鍵期的背景下，英央行這兩次加息仍屬於試探性加息；加上英國經濟目前復蘇尚欠缺穩定性，料英央行加息距離常態化加息仍有一些距離。歐、日央行雖然在年初有準備討論貨幣政策正常化的跡象，但隨著歐、日經濟復蘇逐漸放緩，歐、日央行逐步延後了貨幣政策正常化的步伐，目前歐、日基準利率仍維持在近年來的最低水平；歐央行也僅僅縮小了月度購債規模，並表態將考慮結束量寬，而日央行仍在堅持量化寬松。

圖表5 美聯儲已進入常態化加息階段



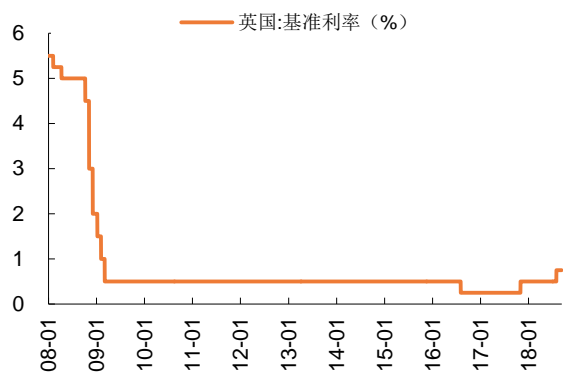
資料來源：WIND, 平安證券研究所

圖表6 歐央行尚未開啟加息



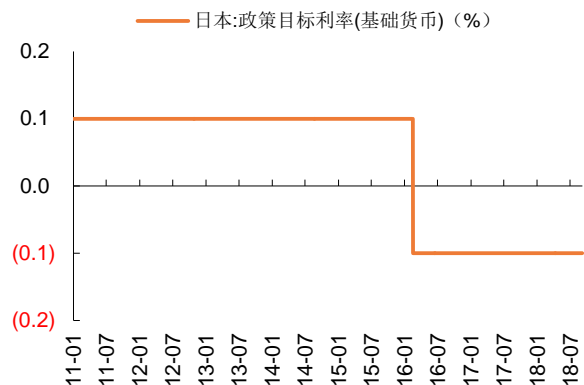
資料來源：WIND, 平安證券研究所

圖表7 英央行加息尚處於試探性階段



資料來源：WIND, 平安證券研究所

圖表8 日本央行尚未提升基準利率



資料來源：WIND, 平安證券研究所

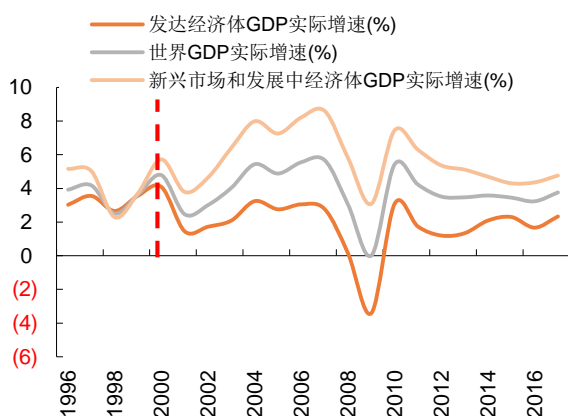
1.3 新興經濟體匯率接連貶值，外資流出恐引發持續動蕩

由於金融危機後新興經濟體在外資進入後增加了投資力度，新興經濟體得以從 2008 年金融危機中恢復過來，並在經濟增速與投資率上持續高於發達經濟體。從 2008 年後新興經濟體的投資率相對於發達經濟體提升得更快可以看出，金融危機後全球資本更多地向新興經濟體集中。但是年初以來，在美國經濟一枝獨秀且美聯儲常態化加息的背景下，美元指數與美股表現強勁，非美貨幣整體表現較弱，全球資本有向美國等發達經濟體回流的趨勢；而 2018 年年初美國的稅改落地則加速了該趨勢。這就導致某些對外資依賴度較強的新興市場國家在年內出現了較為劇烈的金融動蕩，甚至爆發了局

部的金融危机。其中，阿根廷、土耳其、巴西、南非、俄罗斯、印度等国主权货币对美元的汇率至少下跌 10%，其中阿根廷比索兑美元年内跌幅超 50%，土耳其里拉兑美元年内跌幅超 40%。

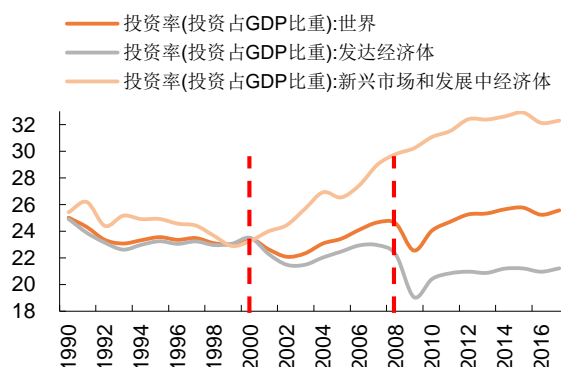
回顾历史，1997-1998 年亚洲金融危机也曾出现发达经济体表现好于新兴经济体，以亚洲新兴市场国家为代表的新兴市场遭受严重金融危机的现象。近期市场上出现不少声音表示目前的全球经济金融环境与趋势类似于 1998 年，新兴市场的危机很可能演变为全球性的经济金融危机。我们将在下文分别分析 1998 年与当前新兴市场危机的起因、传导与影响，并在此基础上就 1997-1998 年亚洲金融危机与当前出现的新兴经济体的局部动荡进行对比，并探讨可能制约未来全球经济复苏的潜在风险。

图表9 21 世纪新兴经济体增速持续高于发达国家



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表10 21 世纪新兴市场投资率持续高于发达经济体



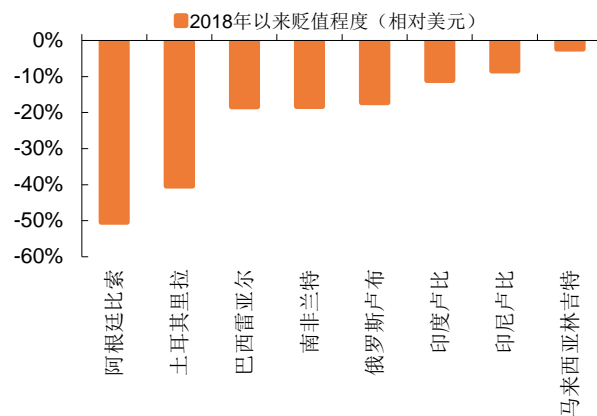
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表11 2018 年以来美元指数走势强劲



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表12 2018 年以来新兴市场多国货币兑美元大跌



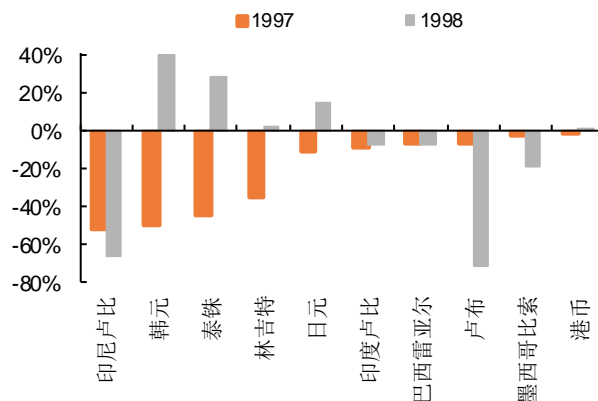
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表13 1997-98 年美元指数走势强劲



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表14 1997-98 年多个新兴市场货币兑美元大跌



资料来源: WIND, 平安证券研究所

二、 1998 年危机回顾：亚洲金融危机蔓延全球

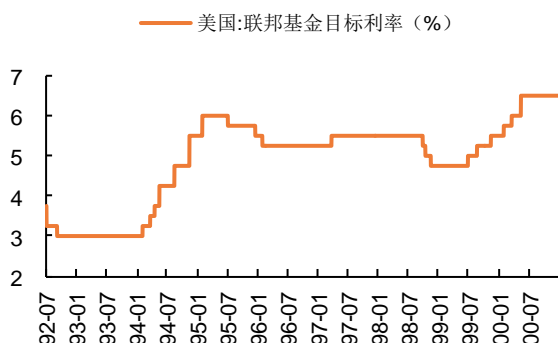
2.1 内外因叠加引爆东盟，金融危机迅速席卷亚洲

1997-98 年亚洲金融危机最先起源于泰国，在面对强美元的持续压力下，泰国央行为了维持美元兑泰铢的固定汇率制，接连几次大规模抛售外储以稳定泰铢币值。但随着抛售次数增加，泰国央行外储规模消耗殆尽，最终不得不于 1997 年 7 月 2 日放弃固定汇率，改为浮动汇率制。在当时极度悲观的市场预期与索罗斯等国际炒家的联合狙击下，泰铢兑美元当日便下跌达 23.1%。泰国的金融危机迅速波及东南亚诸国，甚至影响到韩国与日本，整个亚洲几乎都被笼罩在金融危机的阴云之下。

尽管存在强美元的外因，但东南亚自身的内因并不能忽视。就泰国而言，在经历了外资涌入后的经济快速发展阶段后，泰国各部门的整体杠杆率已经处于非常高的位置，国内对房产、股市等资产的过度追捧导致资产泡沫化严重，泡沫极度膨胀，而当时的泰国政府并没有认识到泡沫可能带来的毁灭性打击；同时，泰国产业结构较单一，对外资的依赖度也较强，导致了在面临外资大规模撤退的情况下，泰国政府无法有效阻止泡沫破裂；更重要的是，在多年受益于外资涌入后，泰国政府对资本进出管制非常宽松，这就导致泰国政府无法有效管制资本外流。在上述条件叠加强美元周期下资本流向发达经济体的背景，泰国率先爆发金融危机并不令人意外，这也是索罗斯能够精准打击泰铢并获取暴利的原因。整体上看，尽管强美元周期下，新兴经济体都面临较大的资本外流压力，但当时泰国的高杠杆、资产泡沫化、依赖外资与放松的资本管制则是其率先爆发金融危机并受到极大影响的根源。

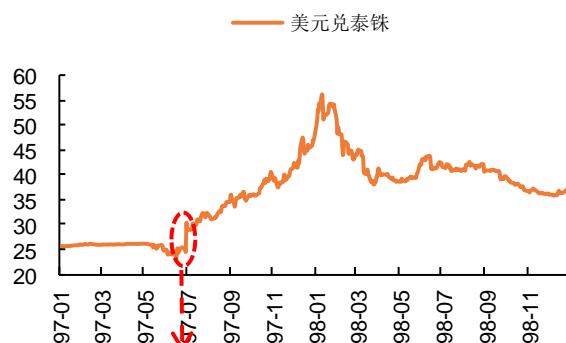
由于东南亚国家产业结构相近且均依赖于外资，菲律宾、马来西亚、印尼等国也先后受到波及；新加坡作为东南亚金融中心，受到外资撤退的显著影响，也卷入金融风暴；韩国、俄罗斯在危机蔓延叠加资本外流的压力下，主权货币也大幅贬值。上述诸国经济在外资撤退与货币贬值的正反馈机制下受到严重破坏，经济增速大幅下滑。受韩国金融危机影响，日本在韩国的投资损失惨重，也导致日本部分产业大规模倒闭，进而冲击到日本经济与日元汇率。泰国的经济金融危机迅速席卷几乎整个亚洲，中国香港、中国台湾也受到较大影响。

图表15 1997-1998 年仍处美联储加息阶段



资料来源: WIND, 平安证券研究所

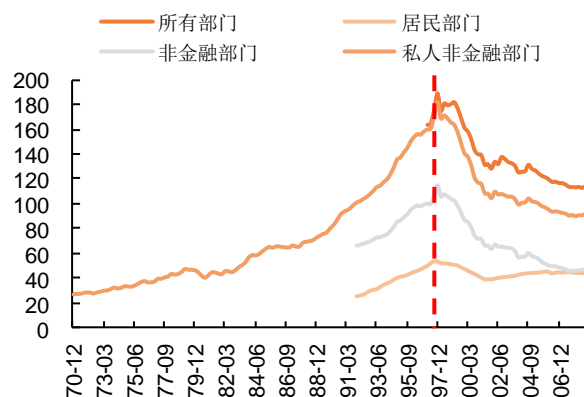
图表16 1997 年 7 月 2 日泰铢大跌超 20%



泰国央行实行浮动汇率制

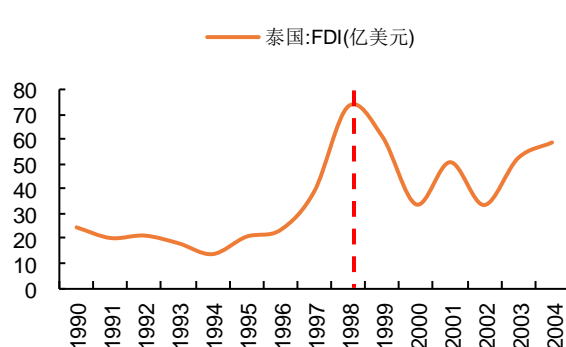
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表17 1997 年底泰国各部门杠杆率达到峰值



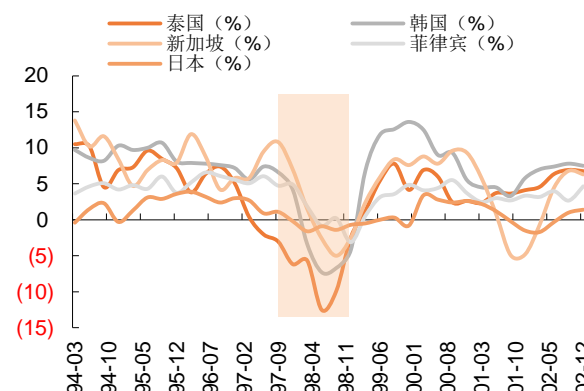
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表18 1998 年泰国引入外资规模达到多年峰值



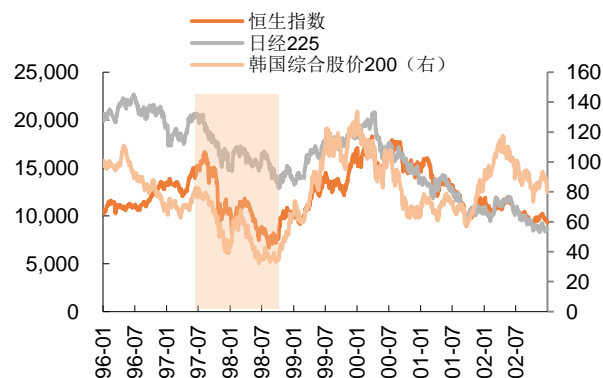
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表19 1997-98 年亚洲大多经济体增速大幅下行



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表20 1997-98 年亚洲主要股指大幅下行

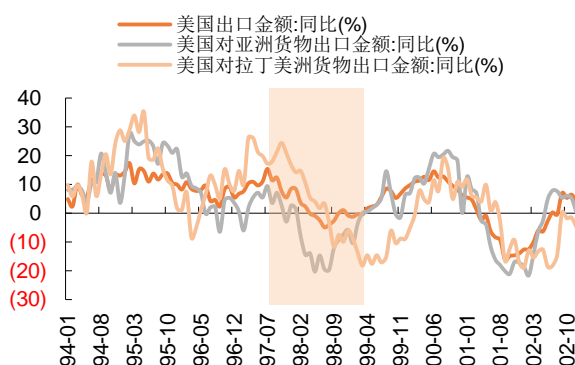


资料来源: WIND, 平安证券研究所

2.2 亚洲金融风暴蔓延全球，美欧发达经济体均受波及

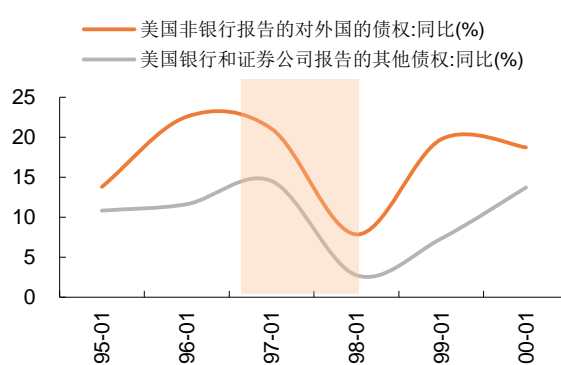
在金融风暴肆虐亚洲之后不久，同为新兴经济体的拉美也受到了资本外流与危机蔓延的双重冲击；美欧等西方发达经济体的经济金融体系也发生剧烈波动。究其原因，我们认为亚洲作为发达经济体主要的产成品出口方与重要的产业投资方，亚洲金融危机的爆发不仅导致发达经济体出口需求显著下滑，也导致发达经济体对亚洲的投资蒙受极大损失。在经常项目与资本项目的双重冲击下，发达经济体受到亚洲金融危机的明显冲击。拉美与亚洲同为新兴经济体，都具有产业结构单一、严重依赖外资、资本管制较松的特点，在亚洲金融危机爆发进一步刺激资本回流发达经济体的避险需求下，拉丁美洲受到经济金融危机波及也就难以避免。

图表21 美国对亚洲拉美出口下滑严重拉低出口增速



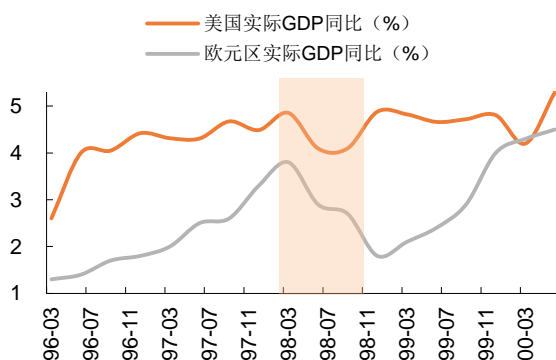
资料来源：WIND, 平安证券研究所

图表22 1997-98年美国对外债权降幅明显



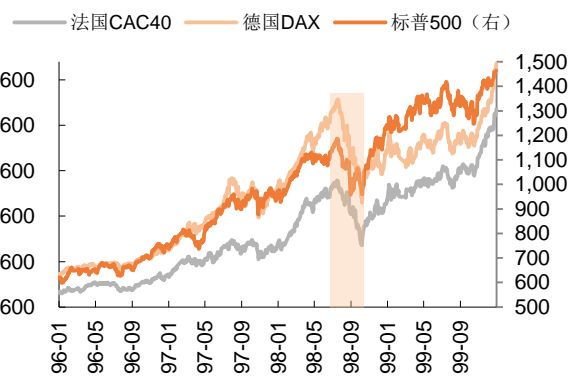
资料来源：WIND, 平安证券研究所

图表23 美欧实际经济增速均受到亚洲金融危机波及



资料来源：WIND, 平安证券研究所

图表24 美欧主要股指受到亚洲金融危机冲击



资料来源：WIND, 平安证券研究所

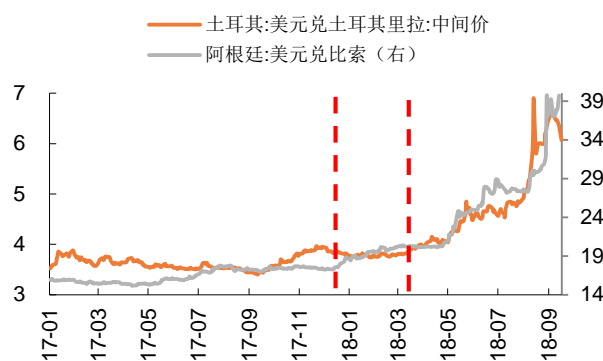
三、本轮新兴经济体危机展望：整体冲击或逊于1998年

从本轮新兴经济体危机发生的地区与程度看，拉美诸国受到冲击最大，土耳其、印尼、印度、南非、俄罗斯也受到较大冲击。但中国与泰国、越南等大多东盟国家不仅暂未受到显著波及，而且也不存在发生大规模经济金融危机的潜在条件。在中国与大多东盟国家免受冲击的情况下，美欧在贸易与投资上都难以受到严重冲击，新兴市场危机也将大概率局限于部分新兴经济体，难以扩散至全部新兴经济体与发达国家。整体看，本轮新兴经济体危机的冲击或逊于1997-1998年的亚洲金融危机。

3.1 土耳其拉美引爆新兴市场危机，南非印度印尼俄罗斯迅速受波及

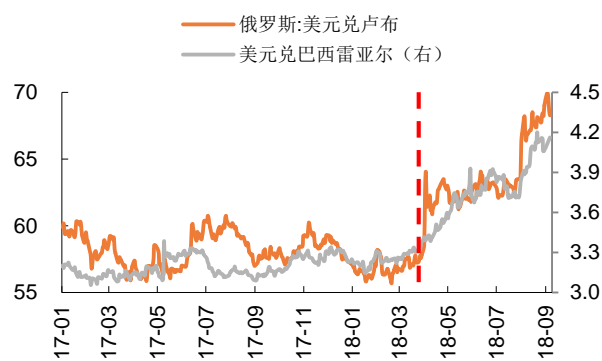
本轮新兴市场危机以土耳其里拉兑美元大跌为信号，首先于 2017 年底在土耳其爆发；此后，阿根廷比索于 2018 年 3 月上旬、俄罗斯卢布与巴西雷亚尔于 2018 年 3 月下旬、南非兰特与印尼卢比于 2018 年 4 月初、印度卢比于 4 月下旬先后出现兑美元汇率加速下行的现象，且目前尚未有止跌企稳迹象。从根源上看，本轮新兴市场危机主要源自强势美元下资本加速回流发达经济体带来的资本外流冲击。考虑到在资本流出带来本币贬值的背景下，外债规模较大将导致以本币计价的债务规模激增；常年经常项目赤字导致的外储规模偏小减少了本币贬值的缓冲，经常项目上货物净流入也增加了本币贬值的动力；通胀高企说明本币发行已经泛滥，更为本币贬值夯实了基本面。所以新兴经济体中外债规模较大、经常项目常年赤字、通胀高企的国家往往更易遭受外资撤退的冲击。另外，政府效率高的经济体在应对资本流出带来的问题时，其政府往往能够更及时有效地出台针对性政策以缓冲资本外流的冲击。

图表25 年内土耳其、阿根廷主权货币兑美元大跌



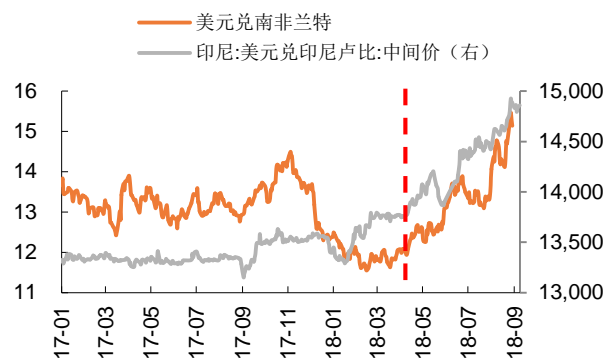
资料来源: WIND,平安证券研究所

图表26 俄罗斯、巴西货币兑美元 3 月下旬开启下跌



资料来源: WIND,平安证券研究所

图表27 南非、印尼货币兑美元 4 月初开启加速下跌



资料来源: WIND,平安证券研究所

图表28 印度卢比兑美元汇率 4 月下旬开启下跌



资料来源: WIND,平安证券研究所

从经常项目余额、对外负债率、政府效率、通胀水平整体衡量新兴经济体的脆弱度水平较单一指标更全面。根据彭博经济研究的排名结果，可以发现本轮新兴经济体危机中处于漩涡中心的土耳其、阿根廷以及受波及显著的南非、巴西、印尼、印度、俄罗斯等经济体均处于排名的前半；而排名靠后的中国大陆、中国台湾、韩国、泰国、沙特等经济体目前并未受到明显影响。考虑到亚洲除印尼、印度外主要新兴经济体基本面良好，抵御资本流出的能力较强，本轮新兴经济体危机蔓延至整个亚洲的概率并不大。加上印尼卢比兑美元年内跌幅仅在 8.5%左右，较 1997-1998 年的年均跌幅 60%有较大差距，印尼爆发金融风险的强度及其破坏力均无法比拟 1997-1998 年的状况。东盟各国

在 1998 年后逐渐收紧了对资本流动的监管，东盟成员国面临的潜在风险远小于 1997-1998 年亚洲金融危机，且防风险能力显著提升。中国经过近二十年的中高速发展后已成为世界第二大经济体，积累了超过 3 万亿美元的庞大规模外储，国内也积累了相当规模的产业资本，对外资本依存度较低，其防风险能力较 20 年前也显著提升。中国与东盟抗风险能力的增强导致了 1997-1998 年亚洲金融危机难以在 20 年后的亚洲重现。

图表29 全球主要新兴经济体脆弱度排名(橙色代表脆弱度高，灰色代表安全性强)

	脆弱度排名	经常项目余额	对外负债	政府效率	通胀水平
土耳其	1	-5.4%	53.5%	0.05	12.8%
阿根廷	2	-5.1%	36.8%	0.18	27.8%
哥伦比亚	3	-2.6%	40.3%	0.02	3.2%
南非	4	-2.9%	49.6%	0.27	4.5%
墨西哥	5	-1.9%	38.2%	0.14	4.6%
印尼	6	-1.9%	34.8%	0.01	3.3%
巴西	7	-1.6%	32.5%	-0.18	3.3%
印度	8	-2.3%	19.6%	0.1	4.8%
菲律宾	8	-0.5%	23.3%	-0.01	4.8%
俄罗斯	10	4.5%	33.9%	-0.22	2.4%
波兰	11	-0.9%	72.3%	0.69	1.8%
智利	12	-1.8%	65.5%	1.02	2.1%
秘鲁	13	-0.7%	31.4%	-0.17	1.00%
马来西亚	14	2.4%	68.9%	0.88	1.3%
沙特	15	5.4%	21.7%	0.24	2.3%
中国大陆	16	1.2%	13.0%	0.36	1.8%
泰国	16	9.3%	32.8%	0.34	1.3%
韩国	18	5.5%	27.2%	1.07	1.5%
中国台湾	18	13.6%	31.4%	1.37	1.7%

资料来源: Bloomberg, WTO, WB, 平安证券研究所

3.2 中国东盟抵抗力较强，本轮危机或逊于 98 年

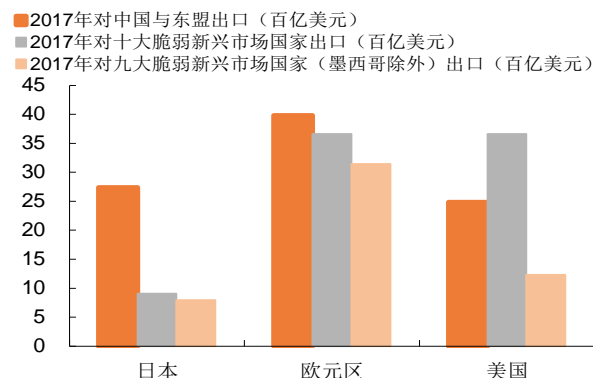
在中国与东盟抵御资本外流的能力较强的情况下，本轮新兴经济体蔓延至中国或东盟的概率不大，由于日韩等亚洲主要经济体与中国、东盟的经贸联系较与拉美、中东等地区的联系更紧密，所以整个亚洲爆发类似 20 年前相当规模的金融危机的概率并不高。同时，由于美国与墨西哥的双边自由贸易协定几近达成，墨西哥在最大外部风险消失的背景下，还会受益于美国与欧盟、日本、中国等经济体贸易争端带来的产业转移，发生系统性金融危机的概率并不大。在将墨西哥剔除后，美国、日本、欧元区等主要发达经济体对中国和东盟的出口规模均高于对脆弱度较高的九大新兴经济体（墨西哥外）的出口规模。可见本轮新兴经济体危机在中国与东盟相对稳健的情况下，难以通过商品贸易渠道有效传导至发达经济体。分洲别看，美、日、欧等发达经济体对亚洲出口规模均远大于对拉美的出口规模，在本轮新兴市场危机中，拉美是重灾区，而亚洲相对稳健，这也表明本轮新兴经济体危机难以通过贸易渠道蔓延至全球。

从投资领域看，十大脆弱新兴市场国家接受外资规模略小于东盟，但考虑到墨西哥在与美国的双边贸易协定几近达成的背景下爆发金融危机的概率下降，所以从剔除墨西哥外的九大脆弱新兴市场接受的外资规模看，其较东盟接受外资规模偏小。若加上中国，则中国与东盟接受外资的总规模远大

于脆弱新兴市场之和。考虑到对外投资主体以发达经济体为主，所以本轮新兴经济体危机也难以通过投资渠道蔓延至发达地区与全球市场。

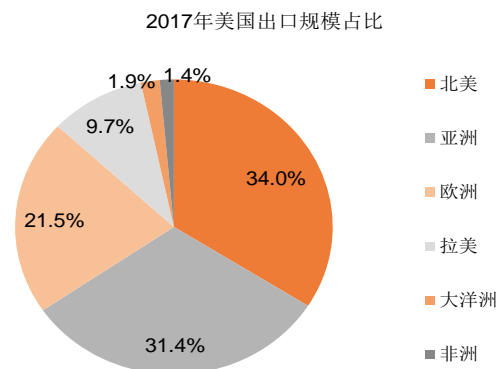
综合而言，无论是货物贸易渠道，还是直接投资渠道，本轮新兴经济体危机均难以有效扩散至发达经济体，与 20 年前的亚洲金融危机迅速蔓延全球不同，本轮危机对全球的影响无论是范围上还是力度上大概率均不及 1997-1998 年的亚洲金融危机。

图表30 美欧日对各新兴市场出口规模对比



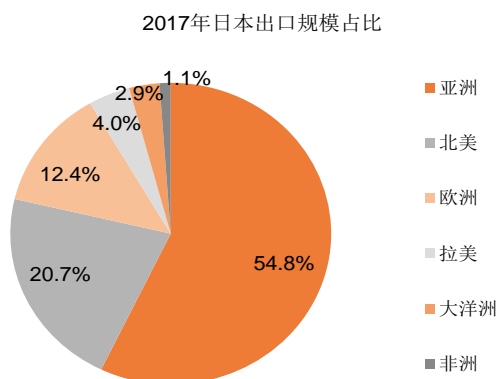
资料来源：WIND, Bloomberg, 平安证券研究所

图表31 2017 年美国对各大洲出口占比



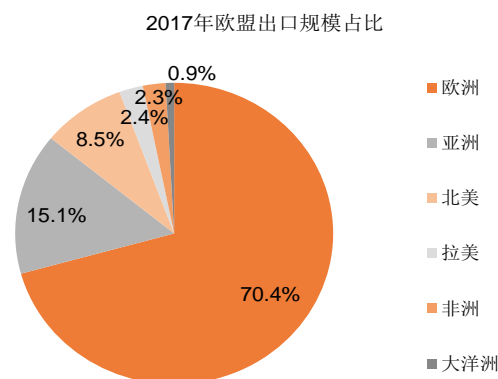
资料来源：WIND, 平安证券研究所

图表32 2017 年日本对各大洲出口占比



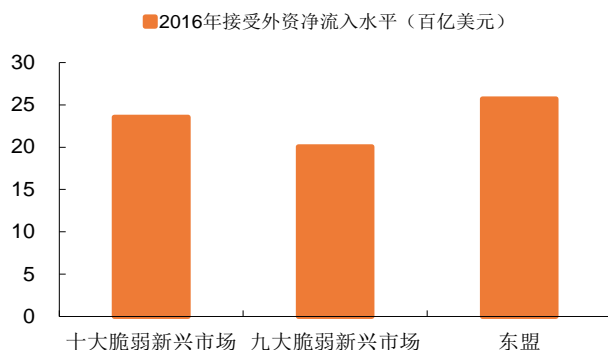
资料来源：WIND, 平安证券研究所

图表33 2017 年欧盟对各大洲出口占比



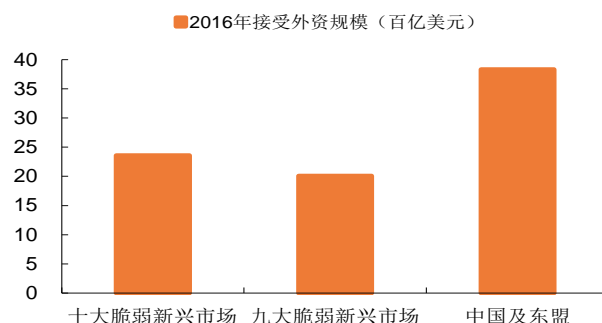
资料来源：Bloomberg, 平安证券研究所

图表34 2016 年脆弱新兴市场吸引外资规模小于东盟



资料来源：WIND, 平安证券研究所

图表35 2016 年脆弱新兴市场吸引外资规模远小于东盟与中国之和



资料来源：WIND, 平安证券研究所

四、 全球经济复苏仍临贸易争端、地缘博弈两大阻力

尽管本轮新兴市场危机难以比拟 1997-1998 年的亚洲金融危机，但全球经济复苏仍面临贸易争端升级蔓延与中东地缘局势升温带来的双重阻力。在新兴经济体危机的扰动下，两大阻力若形成共振，其对全球经济复苏的阻碍作用可能会有所放大，甚至可能将全球经济进一步带入衰退。

4.1 中美贸易争端接连升级，全球经济复苏持续承压

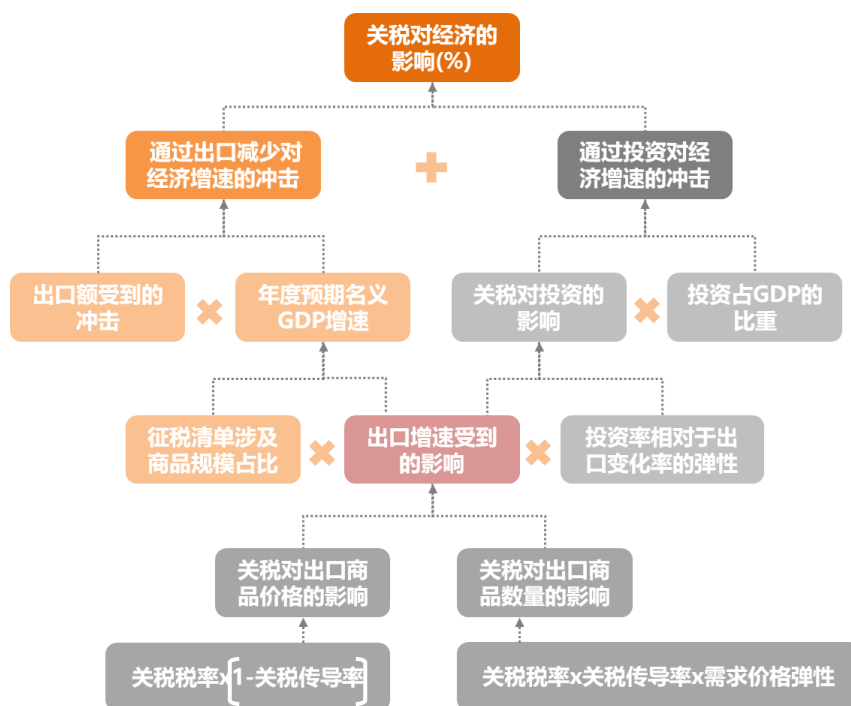
自贸易保护主义抬头以来，美国接连对墨西哥、加拿大、中国、欧盟等大型贸易伙伴展开贸易制裁，并对日本、韩国等进行贸易制裁的威吓，致使全球经济贸易自由化有逆转之势。同时，WTO 争端解决机制由于美国的掣肘也遭到了显著毁坏。二战后支撑全球经济发展近 70 年的全球经济一体化进程有放缓甚至倒退的危险。若贸易战持续蔓延升级，不仅会对本轮全球经济复苏带来阻力，还会破坏战后全球经济良性发展的机制，进而给全球经济发展的前景蒙上阴影。

自美国与各贸易伙伴展开贸易争端开始，特朗普政府就采取“极限施压”、“借力打力”等商业谈判策略对墨西哥、加拿大、中国及欧盟等进行恐吓，以待对方进入陷阱，进而达到自身目的。这种策略目前看已取得一定成效，对美经贸依赖度较强的原北美自由贸易区成员加拿大、墨西哥已对美显著妥协，导致新的北美自由贸易区有望建成；美韩双边贸易近期也有所进展。但美欧贸易谈判只是完成了意向合约，距离真正的双边贸易合约仍有较大距离，且欧盟成员国之间的分歧难以消弭；美日贸易谈判尚未实质性展开，出口依存度较高的日本对维护多边贸易体系有着较强的信念与动力；中美贸易谈判在贸易争端不断升级的背景下尚无法有效展开。整体看，除了对美国经贸依存度极高的加拿大、墨西哥外，欧盟、日本与中国均未对美大幅妥协，美国想在短期内完成与欧、日、中的双边贸易谈判难度极大。也就是说，美国主导的此轮全球性贸易争端在中期仍将持续，且将呈现争端与谈判相互夹杂的复杂状态。

近期，美国刚刚升级了对华贸易制裁，新一轮制裁涉及自华进口商品规模达 2000 亿美元，加上此前一轮制裁的 500 亿美元规模，美国对华贸易制裁规模已接近美国进口中国商品总规模的一半。根据我们团队在 2018 年 8 月 9 日发布的《再议关税清单：2500 亿制裁 VS 1100 亿反制》专题报告的相关测算过程及结果，美国对自华进口商品已实施的贸易制裁（500 亿美元商品加征 25%关税&2000 亿美元商品加征 10%关税）将导致中国经济增速下滑 0.552 个百分点；中国对美目前的反制举措（500 亿美元商品加征 25%关税&600 亿美元商品加征 5%-10%关税）将导致美国经济增速下滑 0.282 个百分点。若双方均将第二轮制裁的最高税率提升至 25%，美国对华贸易制裁将导致中国经济增速下滑 1.019 个百分点；中国对美反制将导致美国经济增速下滑 0.358 个百分点。

考虑到中美两国的经济体量与带动全球复苏的能力，中美贸易争端升级给中美双方经济增速带来的压制将迅速蔓延为对全球经济复苏的阻力。考虑到目前美国经济一枝独秀而其他经济体均出现复苏趋缓甚至增速回落的情况，全球经济面对持续升级的中美贸易争端的抵抗力或许比市场预计的还要弱，这还不包含美欧与美日经贸摩擦升级的情况。若美国与欧盟或日本的贸易争端升级，抑或是贸易战蔓延至其他经济体之间，届时全球经济将面临雪上加霜的窘境，复苏进程将很可能被彻底打破。

图表36 关税对经济增长的影响测算方法



资料来源：平安证券研究所

图表37 美国对华贸易制裁与中国对美贸易反制举措对双方经济增速的冲击测算

制裁方 制裁对象	税率	顺差渠道对经济 增速的冲击 (%)	制造业投资渠道对经 济增速的冲击 (%)	制裁对象经济增速可能会受到冲 击 (%)
美国制裁 中国	500 亿 (25%) &2000 亿 (10%)	0.367	0.185	0.552
	500 亿 (25%) &2000 亿 (25%)	0.677	0.342	1.019
	将 2000 亿加征税率提升的额外冲击	0.310	0.157	0.467
中国反制 美国	500 亿美元 (25%) &600 亿美元 (5%-10%)	0.121	0.161	0.282
	500 亿美元 (25%) &600 亿美元 (5%-25%)	0.154	0.204	0.358

资料来源：平安证券研究所

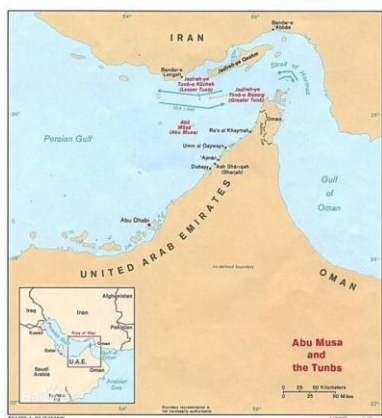
4.2 中东混乱局势下博弈恐升温，与贸易战形成共振或致滞胀

年内以来，全球地缘局势在变幻中逐渐分化。朝鲜半岛从 2017 年底美朝互打“嘴炮”的剑拔弩张已演变为近期“文金会”、“特金会”后的一团和气，《板门店宣言》、《平壤共同宣言》的先后签署发表预示着朝韩关系的稳步向好，尽管朝美谈判步入僵局，但朝鲜半岛局势向好的确是不争的事实。

在亚欧大陆的中间区域，中东局势却在美国宣布搬迁美驻以色列大使馆至耶路撒冷后有所升温。在叙利亚最后一战中，尽管叙利亚政府军已将反对派逼迫至伊德利卜省，但美国、欧盟、俄罗斯、伊朗、土耳其等多方的搅局使得叙利亚局势扑朔迷离，甚至存在朝夕间局势反转的可能。9月18日俄罗斯、土耳其决定在叙利亚伊德利卜省建立非军事区并得到叙利亚政府的欢迎，但叙利亚局势仍存较大不确定性。更加值得重视的是美国与伊朗的博弈，特朗普政府在宣布退出“伊核协定”后决定在11月4日升级对伊朗制裁，并要求所有经济体在此之前停止从伊朗进口石油（尽管之后在一定程度上有所让步），伊朗在斡旋欧盟的同时，也在加紧进行铀浓缩活动的相关准备，并对外宣称将以封锁霍尔木兹海峡（海湾国家自波斯湾对外原油海运输出的必经之道）来报复美国的升级制裁举措。

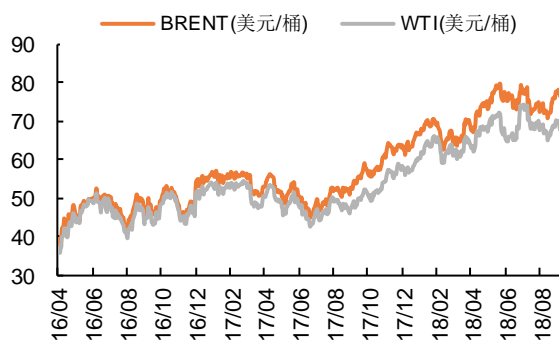
随着美国对伊朗升级制裁的11月4日逐渐临近，全球市场对此的担忧也持续发酵。若伊朗在美国升级制裁下发起封锁霍尔木兹海峡的行动（考虑到海峡的狭窄程度与伊朗的军事实力，此举并非难事），即使OPEC国家相应增产，也难以抵消海湾国家海运原油必经要道被封锁的冲击。届时全球油价大概率将迎来飙升，可能突破此前80美元/桶的高点，甚至将达到100美元/桶的水平。这将给深受贸易争端干扰的全球经济又一重大打击。

图表38 霍尔木兹海峡周边地图



资料来源：163.com, 平安证券研究所

图表39 原油价格受中东局势影响近期波动剧烈

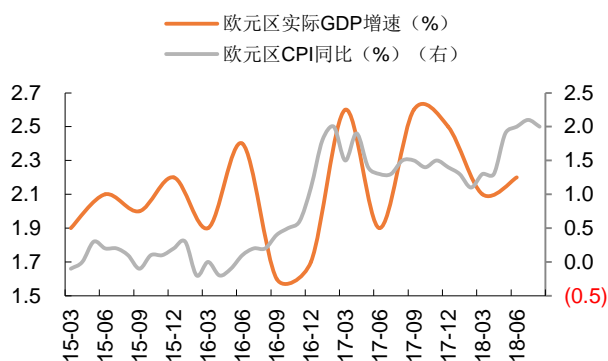


资料来源：WIND, 平安证券研究所

由于贸易争端对中美及全球经济的冲击大概率将在2019-2020年逐步体现，而伊朗问题可能带来的冲击也将在2019年展现，贸易争端对全球供应链的扰乱、交易成本的提升及伊朗问题可能带来的通胀压力很可能在2019-2020年期间形成共振，进而给全球经济带来严重的滞胀困境。结合目前欧元区已面临一定的滞胀压力，新兴市场面临较严重危机，美联储加息常态化而欧日及主要新兴经济体尚未开启货币政策正常化的背景，一旦滞胀来临，各国不仅没有充足的政策空间，而且也将面临政策施展的困境——扩张性政策虽然可能刺激需求，但通胀压力将会更大，进而制约经济复苏；紧缩性政策虽可能压低通胀，但也将导致需求进一步萎缩，进而导致经济更加萧条。同时，类似20世纪70-80年代解决滞胀的经济自由化方针在贸易保护主义抬头与社会日益分化的背景下也难以再次实行。对美国而言，若滞胀来临，曾被证明应对滞胀卓有成效的大规模减税政策在特朗普税改后也难有施展空间。所以，一旦贸易争端与中东局势均显著升温（目前看升温趋势基本确立），两者形成的共振将在2019-2020年给全球经济带来难以解决的滞胀困境，届时全球经济复苏或将提前终结，甚至可能步入衰退。

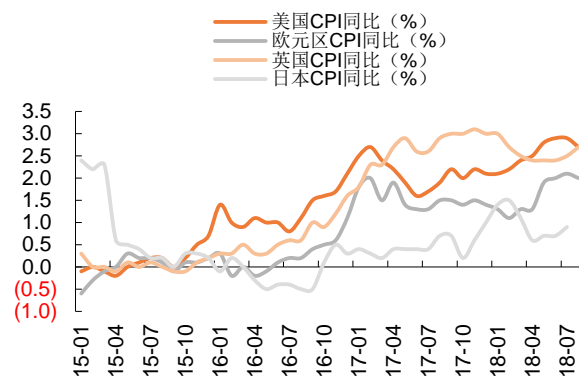
综合来看，尽管本轮新兴市场危机难以对全球经济造成类似1997-1998年亚洲金融危机那样规模的冲击，但是贸易争端的升级蔓延与中东局势的持续紧张将是制约全球经济复苏的两大阻力。若这两大阻力产生共振，2019-2020年全球经济甚至可能将面临衰退。

图表40 欧元区目前已面临一定滞胀压力



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表41 全球主要经济体通胀已显著抬升



资料来源: WIND, 平安证券研究所

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033