

## 【宏观专题】疫后世界观·系列二

# 新兴市场国家基本面风险全评估

- ❖ 新冠疫情全球爆发以来，由于多数国家经济遭遇停摆、全球美元流动性紧缺、美元指数走强突破100，带来新兴市场国家货币贬值与经济基本面严重恶化的担忧再度升温。因此本文构建了对新兴市场国家基本面风险评估的体系，从短期货币风险与中长期经济风险两个维度来评估新兴市场的基本面风险；其中对短期货币风险的评估选取了外债比例、汇率制度与波动、经常账户情况与经济增速四类指标，对中长期经济风险的评估选取了经济增速、赤字率、私人部门债务率、失业率与通胀率五类指标。具体来看：
  - 外债比例指标：进一步分为外债/总储备、短期外债/总储备、总储备/GDP、总储备/月均进口额。外债比例较高的国家在经济波动时更容易发生资本外逃，同时不利于获取国际再融资。而外汇储备充裕的国家在资本外流时维护本国货币汇率稳定的缓冲空间更大。
  - 汇率制度与波动：进一步分为汇率制度、汇率2020年最大贬值幅度、汇率贬值后的修复程度。汇率制度僵化的国家不能及时消化汇率波动，并且若在紧急情况下更改汇率制度，调整至浮动汇率，反而会对市场信心造成巨大冲击、恶化汇率形式。而对汇率波动而言，前期汇率显著贬值，目前已有明显回升的国家，说明其贬值压力已得到一定的释放与缓解，其后续走势可能较为稳健。
  - 经常账户：进一步分为经常账户/GDP、初级产品出口/总出口、出口/GDP。新兴市场国家由于产业水平发展滞后、能源独立程度低等原因，其进口规模较大，导致大部分国家经常账户呈现逆差。同时，新兴市场国家出口依存度相对较高，且以初级产品出口为主，在全球需求萎缩的环境下，这些国家的出口将遭遇更大的冲击，导致经常账户进一步恶化，进一步加剧资本外流。
  - 短期经济增速。资本外流背后的本质是美元流动性萎缩下的前期套利平仓。具体来说，QE时代借低利率汇率贬值的美元投资加杠杆升值的新兴市场，成本端是借美元的利率，收益端是新兴市场的增长红利。当美元加息或新兴市场的增长红利减弱，导致套利空间缩窄，那么就将引发资产平仓并偿还美元债务的过程，即资本大量从新兴市场流出。
  - 中长期经济风险，包括经济增速、赤字率、私人部门债务率、失业率与通胀率。经济增速持续低迷、同时失业率与通胀率较高的国家，一方面减弱了政府偿还外债的能力，另一方面易诱发政治动荡。而同时若赤字率与私人部门杠杆率已较高，风险累计较大，则加杠杆与再融资的空间更小。

### 评估结果来看：

- ❖ 短期货币风险最大的国家为乌克兰、南非、格鲁吉亚、阿根廷、墨西哥、土耳其等国，这些国家在上述四个分项指标中表现均不佳。另外，巴西、俄罗斯尽管短期货币风险综合来看不大，但汇率波动风险与短期经济增速风险较大，也需要谨慎，尤其是在疫情冲击后，汇率与经济成长的风险或将更为突出。
  - ❖ 中长期经济风险较高的国家为南非、巴西、阿根廷、土耳其，其中南非在上述5项指标中的表现均差，巴西、阿根廷、土耳其除私人部门杠杆率相对较低外，其余指标风险均较大。而中国由于私人部门杠杆率较高，在中长期经济风险中排序处于中间水平；墨西哥、印尼、泰国、波兰中长期经济风险则相对较低。
  - ❖ 综合短期货币风险和中期经济风险，风险总排名突出的6个国家为：南非、乌克兰、阿根廷、土耳其、格鲁吉亚、巴西，在15项考核指标中，这些国家至少有5项具有高风险，相应投资需谨慎。
- 与此相对，中国、菲律宾、泰国、匈牙利、印度等国总体评价较好，相对于其他国家来说，短期及中长期都表现得更为稳健，抗风险能力更强。此类国家的货币在近期市场波动中的表现相对稳健，后续避险情绪回落、美元回调，疫情缓和后经济逐步恢复增长，则有升值的可能性。
- ❖ 风险提示：新兴市场国家疫情大规模爆发、经济下行超预期

## 华创证券研究所

证券分析师：张瑜

电话：010-66500918

邮箱：zhangyu3@hcyjs.com

执业编号：S0360518090001

联系人：殷雯卿

电话：010-66500833

邮箱：yinwenqing@hcyjs.com

## 相关研究报告

《【华创宏观】2019年为境内外证券投资的大进大出年——2020年跨境资本季度跟踪第2期》

2020-05-05

《【华创宏观】三个细节看当下宏观——思想汇第八期》

2020-05-06

《【华创宏观】从全球价值链角度看中国制造——全球价值链研究系列一》

2020-05-10

《【华创宏观】四维度跟踪海外经济重启——疫后世界观·系列一》

2020-05-12

《【华创宏观】稳增长下，“旧改”的变与不变——扩内需系列五》

2020-05-18

## 投资主题

### 报告亮点

新冠疫情全球爆发以来，由于多数国家经济遭遇停摆、全球美元流动性紧缺、美元指数走强突破 100，带来新兴市场国家货币贬值与经济基本面严重恶化的担忧再度升温。本文的亮点在于构建了对新兴市场国家基本面风险评估的体系，系统性的对当前各主要国家基本面风险程度进行评估。

### 投资逻辑

**首先，本文构建了新兴市场基本面风险评估体系**，从短期货币风险与中长期经济风险两个维度来评估新兴市场的基本面风险；其中对短期货币风险的评估选取了外债比例、汇率制度与波动、经常账户情况与经济增速四类指标，对中长期经济风险的评估选取了经济增速、赤字率、私人部门债务率、失业率与通胀率五类指标。

**通过对各项指标进行评估与排序，得出各国基本面风险评估结果：**综合短期货币风险和中长期经济风险，风险总排名突出的 6 个国家为：南非、乌克兰、阿根廷、土耳其、格鲁吉亚、巴西，在 15 项考核指标中，这些国家至少有 5 项具有高风险，相应投资需谨慎。与此相对，中国、菲律宾、泰国、匈牙利、印度等国总体评价较好，相对于其他国家来说，短期及中长期都表现得更为稳健，抗风险能力更强。此类国家的货币在近期市场波动中的表现相对稳健，后续避险情绪回落、美元回调，疫情缓和后经济逐步恢复增长，则有升值的可能性。

# 目 录

一、新兴市场基本面的分析框架.....	5
（一）新兴市场基本面风险评估体系的构建.....	5
（二）样本国家的选择.....	6
二、短期货币风险考察.....	7
三、中长期经济风险考察.....	9
四、新兴市场国家风险评估结果.....	10

# 图表目录

图表 1	新兴市场基本面风险评估体系.....	5
图表 2	新兴市场样本国家占全球 GDP 比值.....	6
图表 3	外债比例指标排序情况：巴基斯坦、土耳其、南非排序靠前.....	7
图表 4	汇率制度指标排序情况：巴西、阿根廷、南非、土耳其排序靠前.....	7
图表 5	经常账户指标排序情况：南非、阿根廷、俄罗斯排序靠前.....	8
图表 6	短期经济增速排序情况：阿根廷、南非排序靠前.....	8
图表 7	短期货币风险最大的国家为乌克兰、南非、阿根廷、土耳其等.....	8
图表 8	南非、巴西的财政赤字/GDP 比重较高.....	9
图表 9	南非、土耳其、巴西的失业率较高.....	9
图表 10	阿根廷、土耳其、印度通胀率较高.....	9
图表 11	阿根廷、巴西、南非近三年 GDP 增速低迷.....	9
图表 12	中国、泰国、南非私人部门信贷/GDP 比重较高.....	10
图表 13	南非、巴西、阿根廷、土耳其的中长期经济风险较高.....	10
图表 14	跟踪全球经济重启进度的四维度数据.....	10

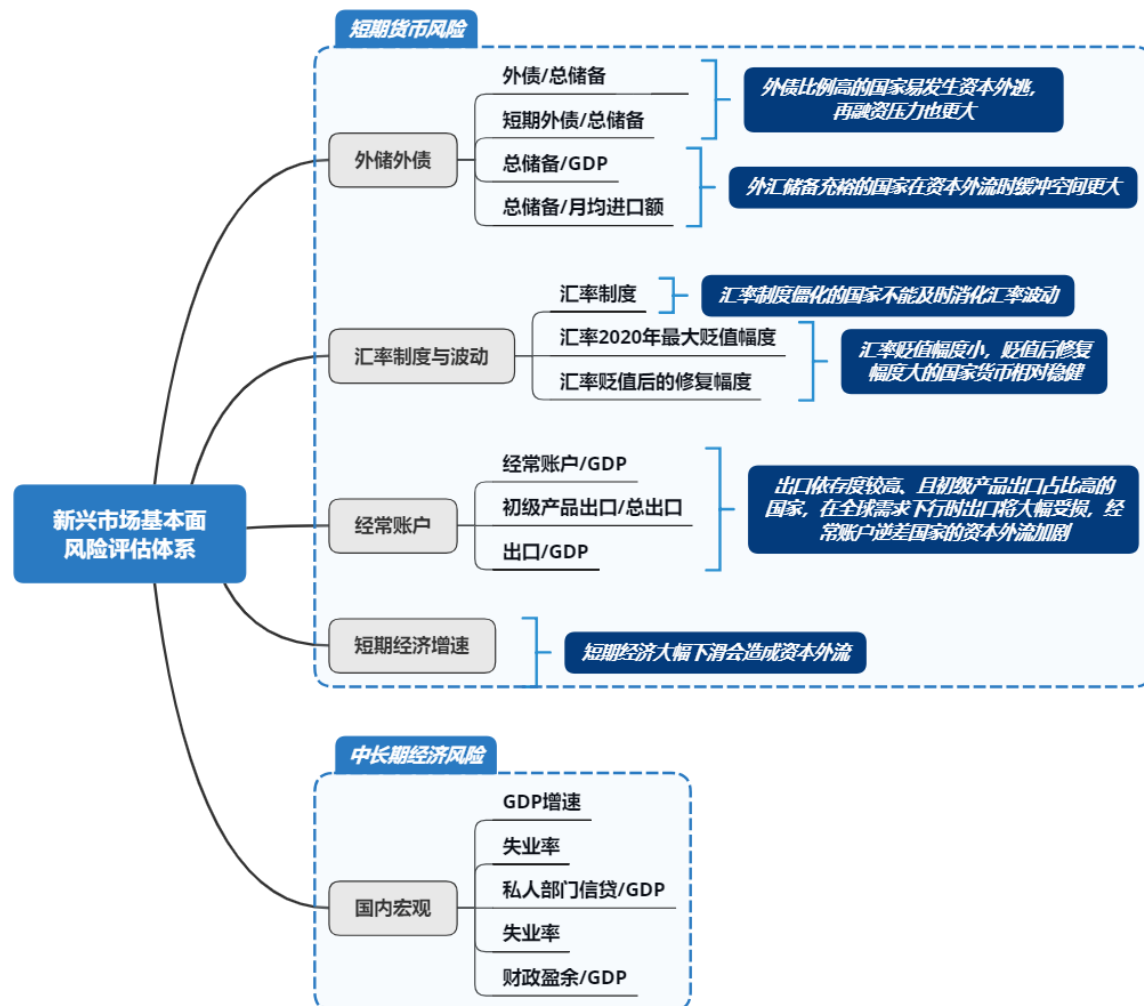
## 一、新兴市场基本面的分析框架

4月17日阿根廷宣布债务重组方案，包括减免36亿美元债务本金、379亿美元债务利息、给予偿还债务3年宽限期等，不过此项提议未被债权人接受，若阿根廷政府无法在5月22日前偿还利息或与债权人达成协议，则将面临本世纪第三次违约。而新冠疫情全球爆发以来，由于多数国家经济遭遇停摆、全球美元流动性紧缺、美元指数走强突破100，带来新兴市场国家货币贬值与经济基本面严重恶化的担忧再度升温。因此本文将构建对新兴市场国家基本面风险评估的体系，并对当前各主要国家基本面风险程度进行分析。

### （一）新兴市场基本面风险评估体系的构建

我们从短期货币风险与中长期经济风险两个维度来评估新兴市场的基本面风险；其中对短期货币风险的评估选取了外债比例、汇率制度与波动、经常账户情况与经济增速四类指标，对中长期经济风险的评估选取了经济增速、赤字率、私人部门债务率、失业率与通胀率五类指标。具体来看：

图表1 新兴市场基本面风险评估体系



资料来源：华创证券

- **外债比例指标：**进一步分为外债/总储备、短期外债/总储备、总储备/GDP、总储备/月均进口额。外债比例较高的国家在经济波动时更容易发生资本外逃，同时不利于获取国际再融资。而外汇储备充裕的国家在资本外流时维护本国货币汇率稳定的缓冲空间更大。



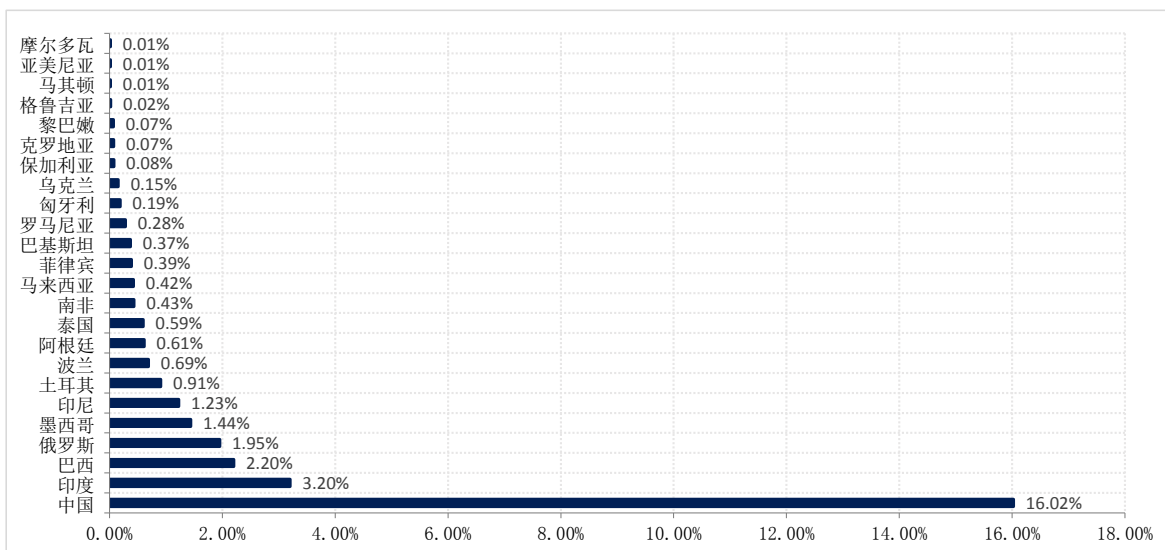
- **汇率制度与波动：**进一步分为汇率制度、汇率 2020 年最大贬值幅度、汇率贬值后的修复程度。汇率制度僵化的国家不能及时反应和消化汇率波动，并且若在紧急情况下更改汇率制度，调整至浮动汇率，反而会对市场信心造成巨大冲击、恶化汇率形式。而对汇率波动而言，前期汇率显著贬值，目前已有明显回升的国家，说明其贬值压力已得到一定的释放与缓解，其后续走势可能较为稳健。
- **经常账户：**进一步分为经常账户/GDP、初级产品出口/总出口、出口/GDP。新兴市场国家由于产业水平发展滞后、能源独立程度低等原因，其进口规模较大，导致大部分国家经常账户呈现逆差。同时，新兴市场国家出口依存度相对较高，且以初级产品出口为主，在全球需求萎缩的环境下，这些国家的出口将遭遇更大的冲击，导致经常账户进一步恶化，进一步加剧资本外流。
- **短期经济增速。**资本外流背后的本质是美元流动性萎缩下的前期套利平仓。具体来说，QE 时代借低利率汇率贬值的美元投资加杠杆升值的新兴市场，成本端是借美元的利率，收益端是新兴市场的增长红利。当美元加息或新兴市场的增长红利减弱，导致套利空间缩窄，那么就将引发资产平仓并偿还美元债务的过程，即资本大量从新兴市场流出。
- **中长期经济风险，经济增速、赤字率、私人部门债务率、失业率与通胀率。**经济增速持续低迷、同时失业率与通胀率较高的国家，一方面减弱了政府偿还外债的能力，另一方面易诱发政治动荡。而同时若赤字率与私人部门杠杆率已较高，风险累计较大，则加杠杆与再融资的空间更小。

## （二）样本国家的选择

我们采用了 IMF 对新兴市场的划分方法，同时考虑到各项指标得数据可得性，选取了 24 个新兴市场国家。样本国家占全球 GDP 比重为 31.4%，占有新兴国家 GDP 比重为 79.1%。另注意由于数据可得性与同一数据来源可比性的原因，本文采集的数据时点大部分为 2018 年，部分数据更新至 2019 年，正文图表中蓝色字体、黑色字体、绿色字体分别表示 2019、2018、2017 年数据。

基本面风险的评估方式为，对各国的各项指标按风险程度进行排序打分，风险最大的得 24 分，风险最小的得 1 分。其中由于汇率制度为定性指标，在赋分时设定汇率制度约僵化的得分越高：货币局制度得 5 分，稳定化安排得 4 分，类似爬行得 3 分，浮动得 2 分，自由浮动得 1 分。

图表 2 新兴市场样本国家占全球 GDP 比值



资料来源：wind，华创证券

## 二、短期货币风险考察

**外债比例：**外债/总储备占比较高的国家有巴基斯坦（768%）、乌克兰（550%）、土耳其（479%）；短期外债/总储备占比较高的国家有土耳其（124%）、阿根廷（102%）、马来西亚（96%），同时巴基斯坦（20%）、墨西哥（37%）、匈牙利（26%）总储备对进口额的覆盖比例较低。相对来说，巴西、俄罗斯、泰国、中国的外债比重较低，总储备也较为充裕，外债风险较低。

**汇率制度与波动：**根据 IMF 在 2018 年汇率安排和汇率限制年报中对各国汇率制度的分类，在 24 个样本国中仅保加利亚还采取货币局制度的硬盯住汇率制度，中国、克罗地亚、印尼、黎巴嫩、马其顿、巴基斯坦采用软盯住制度，其余国家均采用浮动汇率制度。而汇率稳健性方面，2020 年多数新兴市场国家货币汇率都经历了贬值，其中贬值幅度较大的国家包含了巴西（-43.7%）、南非（-34.8%）、墨西哥（-33.1%）、俄罗斯（-30.7%），不过这些国家中巴西恢复程度较弱，另外阿根廷在汇率贬值后也未出现回升，因此上述国家近期汇率波动较大但稳健性不足。而今年以来菲律宾、中国的货币贬值幅度不大，汇率相对更为稳健。

**经常账户：**在样本国家中，除俄罗斯、匈牙利、泰国、中国外，其余国家均未经经常账户逆差国，因此会存在外需弱化后加剧逆差带来资本流出的现象。其中南非（49%）、阿根廷（59%）、俄罗斯（66%）、印尼（56%）、巴西（64%）均为初级产品出口占比极高的国家，因此在此次疫情带来全球经济停摆、对初级产品需求大幅减少的背景下，此类国家的出口需求或将大幅下滑。而中国（6.4%）、菲律宾（16%）、泰国（23%）的初级产品出口占比则相对较低。

**短期经济增速。**在数据选择上，由于多数国家尚未公布 2020Q1 的 GDP 增速，而 2020Q1 由于疫情原因各国 GDP 增速均出现大幅下滑，因此为了数据的可比性，我们统一采用了 2019 年 GDP 增速来表示最新的经济增长情况。可以看到，GDP 增速最差的国家为阿根廷（-1.1%）、墨西哥（-0.5%）、南非（-0.5%），均录得经济增速的负增长。而在不考虑疫情的因素下菲律宾（6.7%）、中国（6.0%）、土耳其（6.0%）经济增速则较快，短期经济增长风险不大。

图表 3 外债比例指标排序情况：巴基斯坦、土耳其、南非排序靠前

	外债/总储备	短期外债/总储备	总储备/平均进口额
巴基斯坦	7.68	0.70	0.20
乌克兰	5.50	0.99	0.36
格鲁吉亚	5.20	0.81	0.36
土耳其	4.79	1.24	0.42
南非	3.47	0.71	0.45
亚美尼亚	4.88	0.50	0.46
马其顿	2.66	0.41	0.36
阿根廷	4.24	1.02	1.01
波兰	3.08	0.43	0.44
马来西亚	2.09	0.96	0.47
墨西哥	2.57	0.35	0.37
罗马尼亚	2.66	0.38	0.43
摩尔多瓦	2.44	0.64	0.52
印尼	3.15	0.40	0.64
克罗地亚	2.45	0.44	0.71
匈牙利	0.00	0.00	0.26
保加利亚	1.39	0.34	0.76
菲律宾	1.00	0.20	0.69
印度	1.31	0.26	0.78
中国	0.62	0.38	1.48
泰国	0.82	0.29	0.82
巴西	1.49	0.18	1.99
黎巴嫩	1.51	0.11	2.57
俄罗斯	0.97	0.10	1.88

资料来源：WB，华创证券 注：排名越靠前的国家，评分越高，风险越大

图表 4 汇率制度指标排序情况：巴西、阿根廷、南非、土耳其排序靠前

	汇率制度	2020年最大贬值幅度%	2020年恢复程度
巴西	浮动	-43.7	1.0
南非	浮动	-34.8	3.6
墨西哥	浮动	-33.1	6.0
土耳其	浮动	-21.6	3.4
俄罗斯	浮动	-30.7	9.0
乌克兰	浮动	-19.0	5.3
格鲁吉亚	浮动	-21.6	8.1
阿根廷	浮动	-12.9	0.0
匈牙利	浮动	-14.6	3.4
印尼	软盯住	-20.5	10.7
波兰	浮动	-12.2	1.3
泰国	浮动	-9.8	3.0
马来西亚	浮动	-8.8	2.5
克罗地亚	软盯住	-7.1	2.0
印度	浮动	-7.6	1.3
巴基斯坦	软盯住	-8.8	4.5
保加利亚	硬盯住	-4.9	1.2
摩尔多瓦	浮动	-8.3	3.8
马其顿	软盯住	-5.3	1.6
罗马尼亚	浮动	-5.6	1.6
中国	软盯住	-2.1	0.2
黎巴嫩	软盯住	0.0	0.0
亚美尼亚	浮动	-5.3	3.4
菲律宾	浮动	-1.0	2.0

资料来源：IMF，Bloomberg，华创证券

图表 5 经常账户指标排序情况：南非、阿根廷、俄罗斯排序靠前

	初级产品/出口(%)	出口/GDP(%)	经常账户/GDP(%)
亚美尼亚	62.2	19.4	-4.8
乌克兰	52.4	36.2	-2.3
摩尔多瓦	42.1	23.7	-6.8
南非	48.8	25.5	-3.0
格鲁吉亚	48.8	19.1	-9.6
阿根廷	59.0	11.9	-4.3
俄罗斯	66.0	26.8	3.6
马来西亚	30.7	69.0	2.4
印尼	55.7	17.3	-2.1
巴西	63.5	12.8	-1.4
黎巴嫩	36.6	6.8	-21.7
保加利亚	38.7	50.9	4.1
墨西哥	17.1	36.9	-2.0
罗马尼亚	16.9	33.3	-2.9
土耳其	17.6	21.8	-3.5
马其顿	16.2	54.5	-1.3
波兰	19.8	44.5	-0.5
巴基斯坦	25.7	7.5	-4.8
克罗地亚	32.8	28.5	2.6
匈牙利	12.6	79.7	2.3
泰国	23.3	49.9	8.6
印度	30.7	12.0	-1.5
菲律宾	16.2	20.4	-1.2
中国	6.4	18.3	1.2

资料来源：WB, UNCTAD, 华创证券

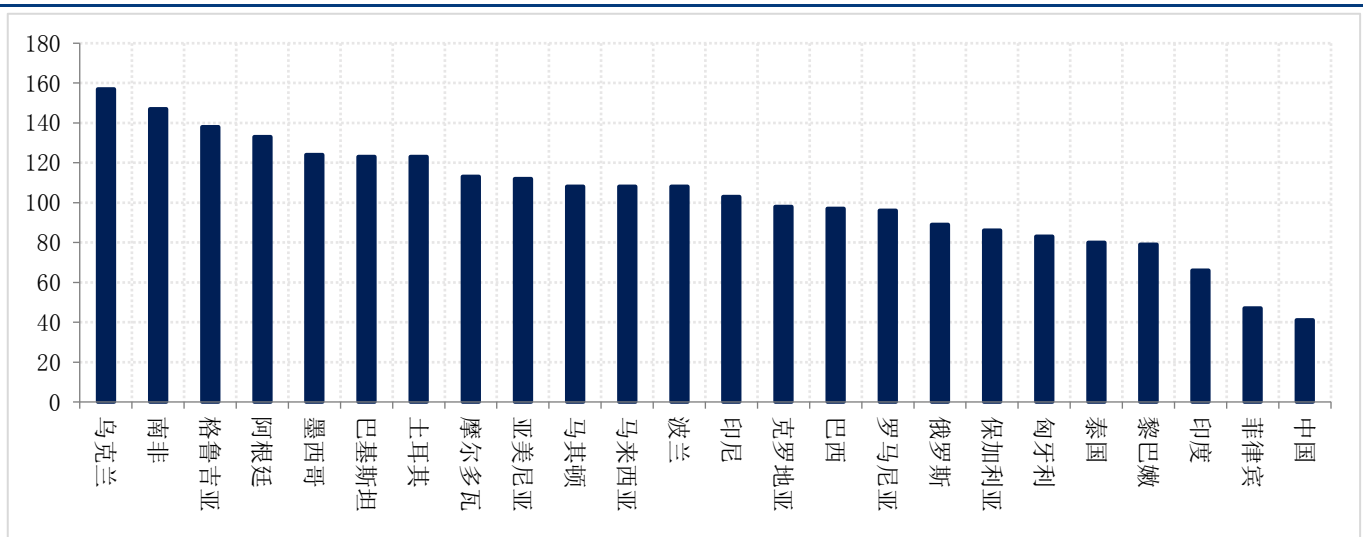
图表 6 短期经济增速排序情况：阿根廷、南非排序靠前

	最新一季GDP增速(%)
阿根廷	-1.1
墨西哥	-0.5
南非	-0.5
黎巴嫩	0.2
乌克兰	1.5
泰国	1.6
巴西	1.7
俄罗斯	2.1
克罗地亚	2.6
马其顿	2.7
保加利亚	3.1
巴基斯坦	3.3
摩尔多瓦	3.4
波兰	3.5
马来西亚	3.6
罗马尼亚	4.2
匈牙利	4.6
印度	4.7
格鲁吉亚	5.1
印尼	5.2
亚美尼亚	5.2
土耳其	6.0
中国	6.0
菲律宾	6.7

资料来源：wind, 华创证券

因此综合来看，短期货币风险最大的国家为乌克兰、南非、格鲁吉亚、阿根廷、墨西哥、土耳其等国，这些国家在上述四个分项指标中表现均不佳。另外，巴西、俄罗斯尽管短期货币风险综合来看不大，但汇率波动风险与短期经济增速风险较大，也需要谨慎，尤其是在 2020 年以来疫情的冲击后，汇率与经济增长的风险或将更为突出。

图表 7 短期货币风险最大的国家为乌克兰、南非、阿根廷、土耳其等



资料来源：wind, IMF, Bloomberg, WB, UNCTAD, 华创证券



### 三、中长期经济风险考察

**财政赤字/GDP:** 南非 (6.3%)、巴西 (5.8%)、阿根廷 (3.8%) 的赤字率相对较高, 财政体系脆弱且再融资能力弱, 政府债务出现违约的风险相对较高。

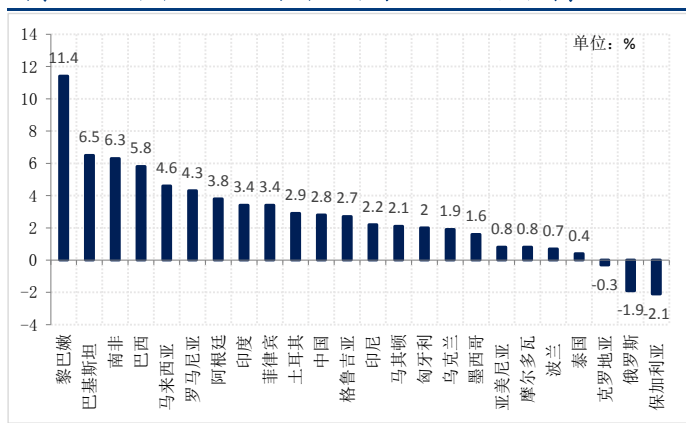
**失业率:** 南非 (28.2%)、土耳其 (13.5%)、巴西 (12.1%)、阿根廷 (9.8%) 等国的失业率均较高, 国内社会体系更易出现动荡, 加剧政府与私人部门违约风险。

**经济增速与通胀率:** 阿根廷经济长期陷入滞胀 (近三年 GDP 增速-0.6%, 通胀率 53.8), 另外经济增速较低的国家还包括了巴西 (-0.4%)、南非 (0.9%), 不过这两国的通胀率相对可控, 分别为 3.7%、4.1%。

**私人部门信贷/GDP:** 中国 (161%)、泰国 (145%)、南非 (139%) 的私人部门杠杆率较高, 中国较高的居民杠杆存在一定的风险, 这也是中国近年来主动去杠杆化解经济风险的原因。

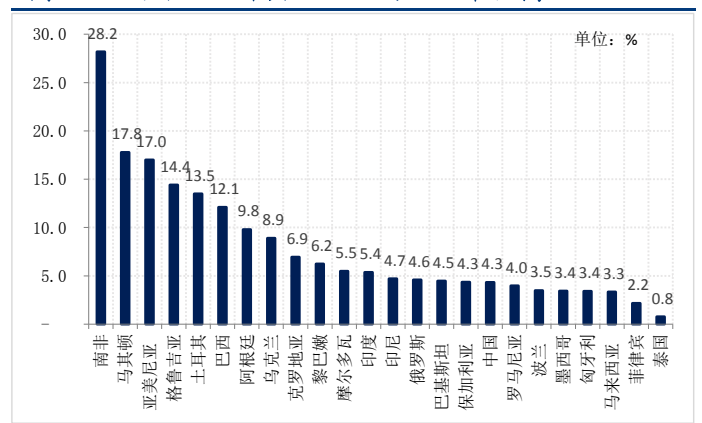
综合来看, 中长期经济风险较高的国家为南非、巴西、阿根廷、土耳其, 其中南非在上述 5 项指标中的表现均差, 巴西、阿根廷、土耳其除私人部门杠杆率相对较低外, 其余指标风险均较大。而中国由于私人部门杠杆率较高, 在中长期经济风险中排序处于中间水平; 墨西哥、印尼、泰国、波兰中长期经济风险则相对较低。

图表 8 南非、巴西的财政赤字/GDP 比重较高



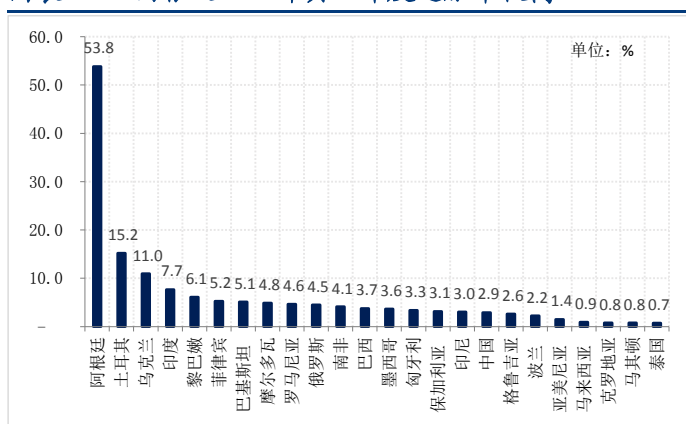
资料来源: wind, WB, BIS, 华创证券

图表 9 南非、土耳其、巴西的失业率较高



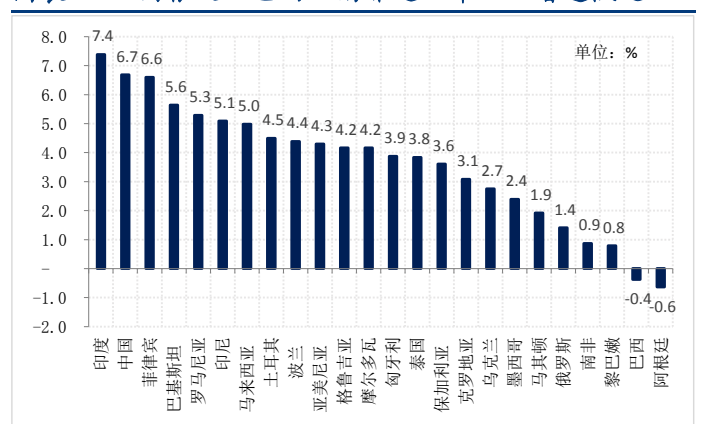
资料来源: wind, WB, 华创证券

图表 10 阿根廷、土耳其、印度通胀率较高



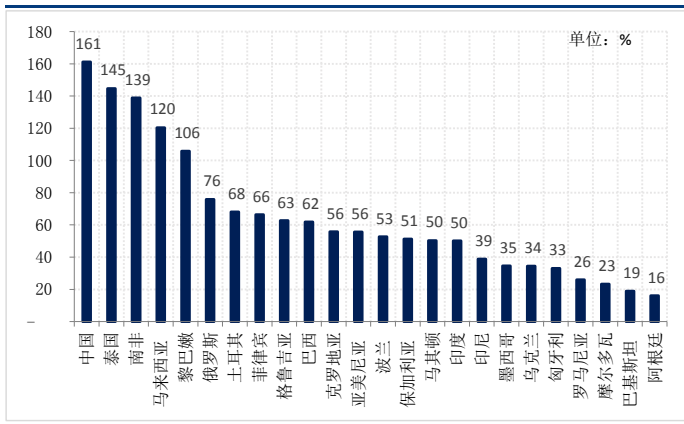
资料来源: wind, WB, 华创证券

图表 11 阿根廷、巴西、南非近三年 GDP 增速低迷



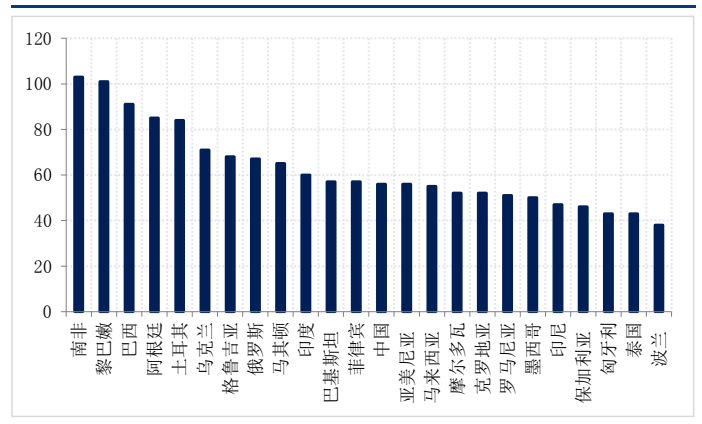
资料来源: wind, WB, 华创证券

图表 12 中国、泰国、南非私人部门信贷/GDP 比重较高



资料来源: wind, WB, BIS, 华创证券

图表 13 南非、巴西、阿根廷、土耳其的中长期经济风险较高



资料来源: wind, WB, BIS, 华创证券

#### 四、新兴市场国家风险评估结果

综合短期货币风险和中长期经济风险, 风险总排名突出的 6 个国家为: 南非、乌克兰、阿根廷、土耳其、格鲁吉亚、巴西, 在 15 项考核指标中, 这些国家至少有 5 项具有高风险, 相应投资需谨慎。其中阿根廷中长期经济增长来看处于滞涨状态 (近三年 GDP 增速-0.6%, 通胀率 53.8%), 失业率高企 (9.8%), 短期货币风险来看初级产品出口依赖度较高, 或将进一步导致贸易逆差恶化, 同时外债占比较高 (短期外债/总储备比重 102%), 政府债务体系脆弱。

与此相对, 中国、菲律宾、泰国、匈牙利、印度等国总体评价较好, 相对于其他国家来说, 短期及中长期都表现得更为稳健, 抗风险能力更强。此类国家的货币在近期市场波动中的表现相对稳健, 后续避险情绪回落、美元回调, 疫情缓和后经济逐步恢复增长, 则有升值的可能性。

图表 14 跟踪全球经济重启进度的四维度数据

	外债/总储备	短期外债/总储备	总储备/平均进口额	汇率制度	2020年最大贬值幅度%	2020年恢复程度	初级产品/出口 (%)	出口/GDP (%)	经常账户/GDP (%)	最新一季 GDP 增速 (%)	财政赤字/GDP (%)	失业率	CPI	私人部门信贷/GDP (%)	近三年 GDP 增速 (%)
南非	3.47	0.71	0.45	浮动	-34.8	3.6	48.8	25.5	-3.0	-0.5	6.3	28.2	4.1	138.8	0.9
乌克兰	5.50	0.99	0.36	浮动	-19.0	5.3	52.4	36.2	-2.3	1.5	1.9	8.9	11.0	34.5	2.7
阿根廷	4.24	1.02	1.01	浮动	-12.9	0.0	59.0	11.9	-4.3	-1.1	3.8	9.8	53.8	16.0	-0.6
土耳其	4.79	1.24	0.42	浮动	-21.6	3.4	17.6	21.8	-3.5	6.0	2.9	13.5	15.2	68.0	4.5
格鲁吉亚	5.20	0.81	0.36	浮动	-21.6	8.1	48.8	19.1	-9.6	5.1	2.7	14.4	2.6	62.6	4.2
巴西	1.49	0.18	1.99	浮动	-43.7	1.0	63.5	12.8	-1.4	1.7	5.8	12.1	3.7	61.8	-0.4
黎巴嫩	1.51	0.11	2.57	软钉住	0.0	0.0	36.6	6.8	-21.7	0.2	11.4	6.2	6.1	105.8	0.8
巴基斯坦	7.68	0.70	0.20	软钉住	-8.8	4.5	25.7	7.5	-4.8	3.3	6.5	4.5	5.1	18.8	5.6
墨西哥	2.57	0.35	0.37	浮动	-33.1	6.0	17.1	36.9	-2.0	-0.5	1.6	3.4	3.6	34.6	2.4
马其顿	2.66	0.41	0.36	软钉住	-5.3	1.6	16.2	54.5	-1.3	2.7	2.1	17.8	0.8	50.3	1.9
亚美尼亚	4.88	0.50	0.46	浮动	-5.3	3.4	62.2	19.4	-4.8	5.2	0.8	17.0	1.4	55.6	4.3
摩尔多瓦	2.44	0.64	0.52	浮动	-8.3	3.8	42.1	23.7	-6.8	3.4	0.8	5.5	4.8	23.2	4.2
马来西亚	2.09	0.96	0.47	浮动	-8.8	2.5	30.7	69.0	2.4	3.6	4.6	3.3	0.9	120.4	5.0
俄罗斯	0.97	0.10	1.88	浮动	-30.7	9.0	66.0	26.8	3.6	2.1	-1.9	4.6	4.5	75.9	1.4
克罗地亚	2.45	0.44	0.71	软钉住	-7.1	2.0	32.8	28.5	2.6	2.6	-0.3	6.9	0.8	55.8	3.1
印尼	3.15	0.40	0.64	浮动	-20.5	10.7	55.7	17.3	-2.1	5.2	2.2	4.7	3.0	38.8	5.1
罗马尼亚	2.66	0.38	0.43	浮动	-5.6	1.6	16.9	33.3	-2.9	4.2	4.3	4.0	4.6	25.9	5.3
波兰	3.08	0.43	0.44	浮动	-12.2	1.3	19.8	44.5	-0.5	3.5	0.7	3.5	2.2	52.7	4.4
保加利亚	1.39	0.34	0.76	硬钉住	-4.9	1.2	38.7	50.9	4.1	3.1	-2.1	4.3	3.1	51.3	3.6
印度	1.31	0.26	0.78	浮动	-7.6	1.3	30.7	12.0	-1.5	4.7	3.4	5.4	7.7	50.0	7.4
匈牙利	0.00	0.00	0.26	浮动	-14.6	3.4	12.6	79.7	2.3	4.6	2.0	3.4	3.3	32.9	3.9
泰国	0.82	0.29	0.82	浮动	-9.8	3.0	23.3	49.9	8.6	1.6	0.4	0.8	0.7	144.6	3.8
菲律宾	1.00	0.20	0.69	浮动	-1.0	2.0	16.2	20.4	-1.2	6.7	3.4	2.2	5.2	66.3	6.6
中国	0.62	0.38	1.48	软钉住	-2.1	0.2	6.4	18.3	1.2	6.0	2.8	4.3	2.9	161.1	6.7

资料来源: wind, IMF, WB, BIS, UNCTAD, 华创证券, 注: 排名越靠前的国家, 风险评分越高, 基本面风险越大

注: 图表中蓝色字体、黑色字体、绿色字体分别表示 2019、2018、2017 年数据。

## 宏观组团队介绍

### 组长、首席分析师：张瑜

中国人民大学经济学硕士。曾任职于民生证券。2018 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围。

### 研究员：杨轶婷

香港大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名团队成员，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名团队成员，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围团队成员。

### 分析师：陆银波

中国人民大学经济学硕士，CPA。曾任职于中信证券。2019 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名团队成员，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名团队成员，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围团队成员。

### 研究员：高拓

加拿大麦克马斯特大学金融学硕士。2019 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名团队成员，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名团队成员，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围团队成员。

### 助理研究员：殷雯卿

中国人民大学国际商务硕士，2019 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名团队成员，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名团队成员，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围团队成员。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenying@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

**强推:** 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
**推荐:** 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
**中性:** 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
**回避:** 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

**推荐:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
**中性:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
**回避:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500