

## 央行担忧的“完美风暴”风险是什么？

### 核心观点：

1、8月10日，央行发布《2022年第2季度中国货币政策执行报告》（简称《报告》），在对外部环境的判断上，央行指出，外部环境更趋严峻复杂，并提出了三个值得关注的问题以及趋势，其中首当其冲是高通胀，其次还有经济放缓后的货币政策抉择，除此之外还关注到了新兴经济体以及发展中国家面临通胀攀升、经济放缓、债务积压、货币贬值以及食品和能源危机的“完美风暴”风险。

2、经济衰退风险、债务风险和汇率风险会随着疫情的蔓延而不断加剧，三方面风险交织，即央行所谓的新兴经济体“完美风暴”风险。我们从经济衰退风险、债务压力以及汇率贬值等角度来看，巴西、阿根廷、意大利以及土耳其等经济体处于“完美风暴”的中心。

风险提示：疫情不确定性 货币政策不确定性

Bigger mind, Bigger future™  
智慧创造未来

南华期货研究所

马燕 0571-87839259

[mayan@nawaa.com](mailto:mayan@nawaa.com)

投资咨询资格证号

Z0012651

戴朝盛 0571-87839255

[daichaosheng@nawaa.com](mailto:daichaosheng@nawaa.com)

投资咨询资格证号

Z0014822

## 目录

<b>第 1 章</b>	央行担忧的“完美风暴”风险是什么? .....	3
1.1.	经济衰退风险评估 .....	3
1.2.	债务风险评估 .....	6
1.3.	汇率贬值风险评估 .....	8
	免责声明 .....	10

## 第1章 央行担忧的“完美风暴”风险是什么？

**事件：**8月10日，央行发布《2022年第2季度中国货币政策执行报告》（简称《报告》），在对外部环境的判断上，央行指出，外部环境更趋严峻复杂，并提出了三个值得关注的问题以及趋势，其中首当其冲是高通胀，其次还有经济放缓后的货币政策抉择，除此之外还关注到了新兴经济体以及发展中国家面临通胀攀升、经济放缓、债务积压、货币贬值以及食品和能源危机的“完美风暴”风险。

### 1.1. 经济衰退风险评估

世界银行预计未来十年新兴经济体和发展中国家潜在经济增速将较疫情前低0.6个百分点。

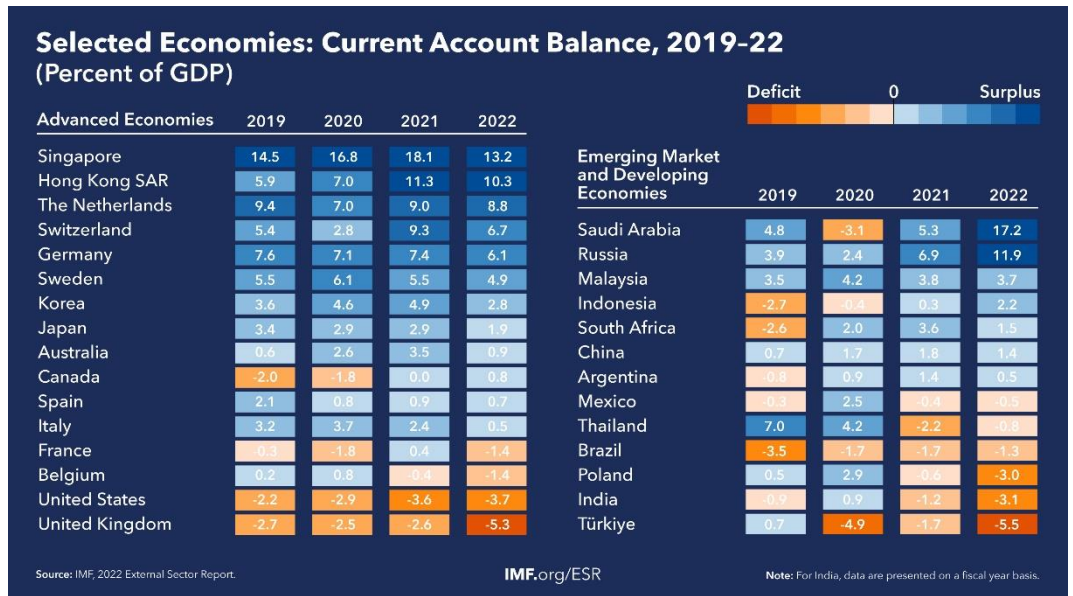
对于经济衰退风险，我们从四个层面来进行跟踪：外需层面跟踪经常账户盈余占GDP比重，大宗商品出口/出口比重，旅游业对GDP贡献，内需方面主要看疫情封锁所导致的经济损失，主要看服务业/GDP比重<sup>1</sup>。

首先来看贸易盈余占GDP贡献，从IMF今年最新一期的《对外部门报告》研究来看，新兴经济体以及发达经济体当中的大宗商品出口国普遍呈现贸易逆差，并且在乌克兰战争以及由此导致的大宗商品价格上涨，预计将在今年推动全球经常账户差额进一步扩大。疫情的持续不退和俄罗斯入侵乌克兰给全球经济带来了挫折，其影响了贸易、大宗商品价格和资金流动——所有这些都改变着经常账户的顺差与逆差。

从盈余/亏损程度来看，2022年新兴经济体以及发展中国家中贸易亏损程度比较严重的主要是土耳其、印度、波兰、巴西以及泰国和墨西哥。较大的贸易差额本身并不一定是坏事，但是全球差额过大可能会加剧贸易紧张以及汇率贬值，进而导致金融市场发生动荡。

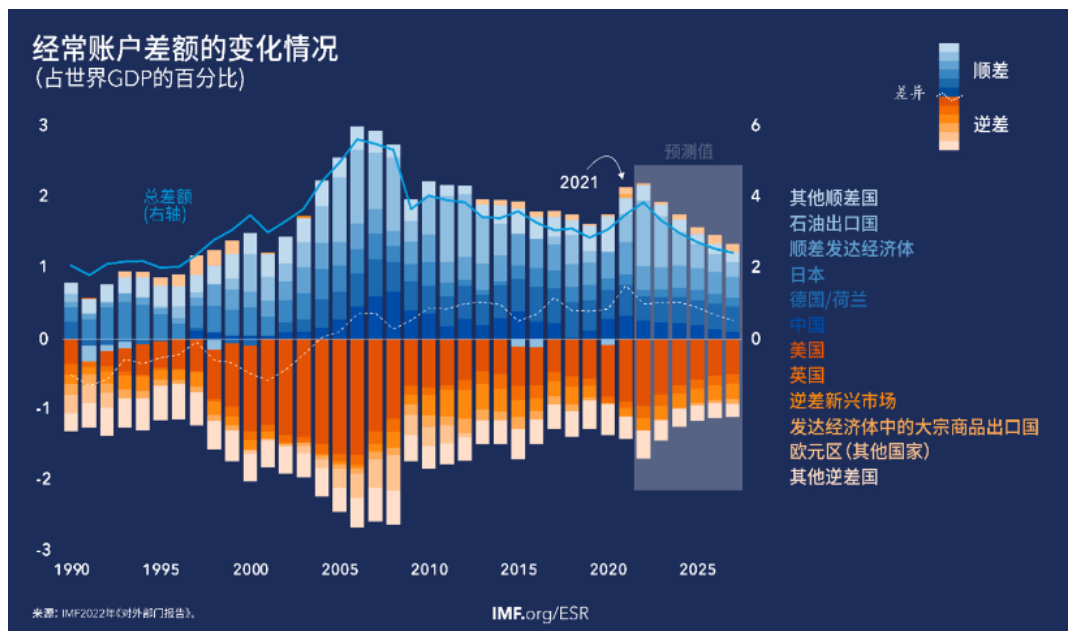
图 1.1.1：全球经常账户盈余占世界 GDP 比重（%）

<sup>1</sup> 系统性评估新兴市场风险：“完美风暴”可否避免？ | 国君宏观



资料来源：IMF 南华研究

图 1.1.2：经常账户差额的变化情况（占世界 GDP 的比重）

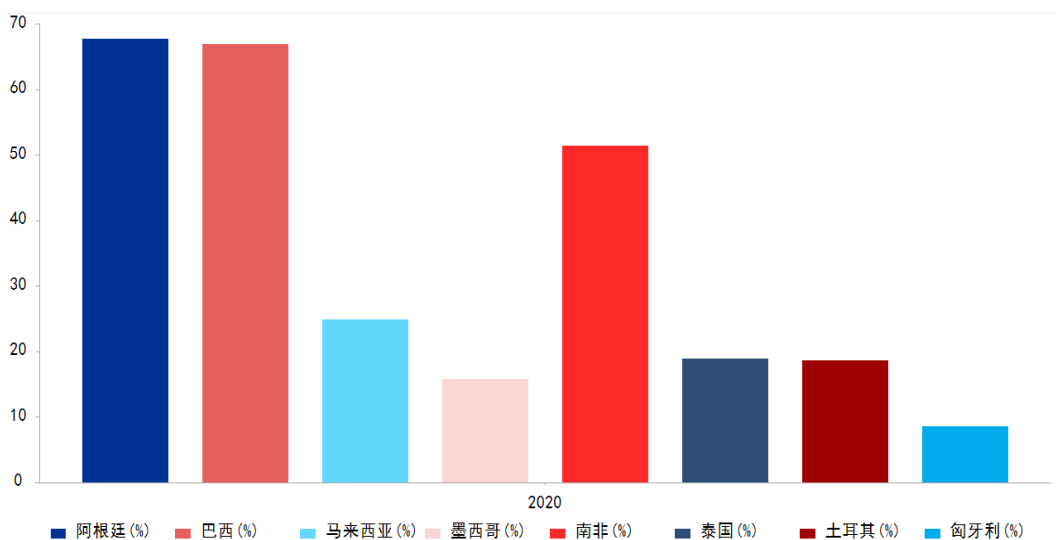


资料来源：IMF 南华研究

从大宗商品出口占全球出口比重来看，我们选择食品、燃料、矿砂以及金属这几类大宗商品为代表来进行大致分析。随着美联储激进加息之后，欧美以及一众经济体都陷入了经济衰退的担忧当中，在市场提前计入衰退预期之后，大宗商品价格出现快速下跌，表现在价格端上就是 PPI 同比速度快于预期，主因就是工业品价格的快速下行。在经济放缓担忧增加之际，高度依赖大宗商品出口的新兴经济体以及发展中国家就会面临一定的冲击。从大宗商品出口占全球出口这一指标来看，阿根廷、巴西以及南非的大宗

商品出口占全球总出口的比重超过了 50%，对大宗商品出口较为依赖。

图 1.1.3: 大宗商品出口占比 (2020 年数据)



资料来源: Choice 南华研究

经济衰退的风险，除了体现在外贸、大宗商品出口之外，对于服务需求的冲击其实也是值得关注的风险。从旅游业占 GDP 比重来看，绝对水平下，以 2021 年旅游业占 GDP 比重来看，墨西哥、意大利、西班牙、土耳其以及阿根廷、巴西都是很容易遭受旅游业冲击的经济体。

图 1.1.4: 旅游业占 GDP 比重

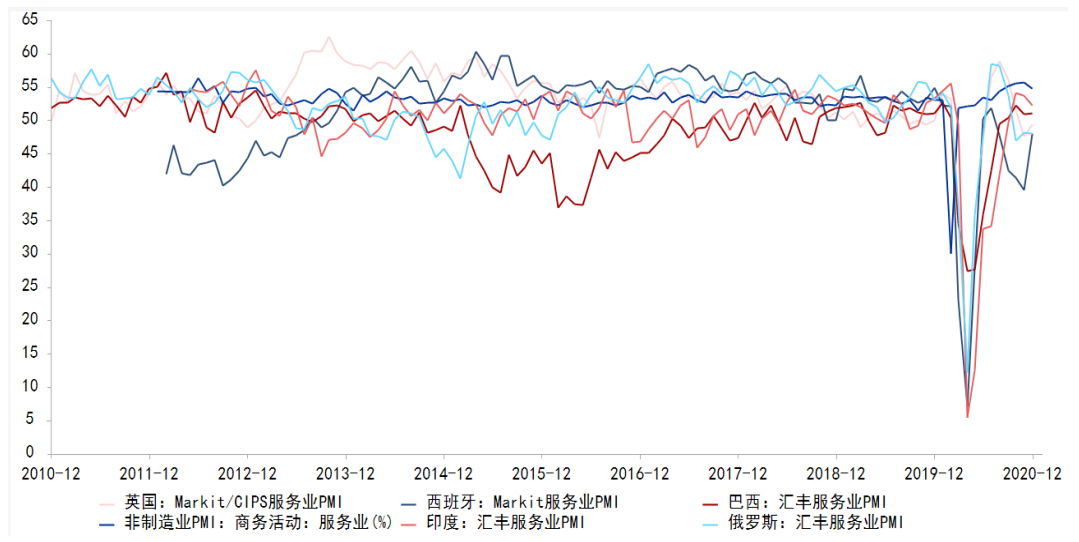
G20 Countries: Select Travel & Tourism Indicators

	T&T contribution to GDP (US\$ BN)	T&T % of GDP 2021	T&T GDP change (%) 2021	Share of Total T&T Spending 2021		T&T Spending Change 2021 (%)	
				Domestic	International	Domestic	International
1 United States	1271.2	5.5%	22.0%	94.8%	5.2%	28.0%	1.4%
2 China	814.3	4.6%	16.9%	97.0%	3.0%	25.5%	-27.4%
3 Germany	251.0	6.4%	5.0%	89.6%	10.4%	5.8%	11.8%
4 Japan	206.3	4.2%	22.9%	99.3%	0.7%	40.5%	-90.8%
5 Italy	179.0	9.1%	58.5%	83.8%	16.2%	76.4%	19.8%
6 India	178.0	5.8%	43.6%	94.5%	5.5%	55.7%	-39.1%
7 France	177.9	6.5%	40.6%	70.0%	30.0%	51.5%	33.2%
8 Mexico	168.8	13.1%	23.6%	86.4%	13.6%	20.7%	58.6%
9 United Kingdom	157.5	5.7%	40.3%	96.2%	3.8%	57.5%	-48.8%
10 Spain	113.1	8.5%	52.5%	59.5%	40.5%	52.3%	70.1%
11 Brazil	103.5	6.4%	21.7%	96.0%	4.0%	29.9%	-10.6%
17 Canada	88.0	4.4%	74.4%	85.5%	14.5%	33.3%	4.7%
13 Australia	76.5	4.7%	-6.8%	98.0%	2.0%	-1.8%	-82.2%
14 Russia	66.0	3.7%	32.8%	86.9%	13.1%	48.3%	12.6%
15 Turkey	59.3	7.3%	60.6%	38.0%	62.0%	37.4%	104.4%
16 Saudi Arabia	51.5	6.5%	1.4%	72.8%	27.2%	26.7%	-7.0%
17 South Korea	48.8	2.7%	3.0%	71.4%	28.6%	23.6%	-23.3%
18 Argentina	33.7	7.0%	39.3%	98.9%	1.1%	55.8%	-82.1%
19 Indonesia	28.9	2.4%	-10.3%	94.8%	5.2%	7.3%	-81.1%
20 South Africa	13.2	3.2%	8.4%	81.9%	18.1%	47.2%	-40.4%

资料来源: 国际旅游业管理协会 (WTTC) 南华研究

就内需来看，我们以服务业 PMI 指数表现来做一个简单的对比。就目前来看，新加坡、墨西哥、巴西以及南非等国服务业占 GDP 比重较高，但从当前的服务业表现来看，俄罗斯以及西班牙的服务业 PMI 均已跌破荣枯线进入收缩状态。

图 1.1.5: 服务业 PMI 表现



资料来源: Choice 南华研究

综合考虑上述指标, 巴西、阿根廷、西班牙等经济体陷入经济衰退的风险较高。

## 1.2. 债务风险评估

央行在二季度货政报告中提及, 全球融资宽松环境收敛加重了低收入国家债务偿还压力, 国际货币基金组织称超过 30% 的新兴经济体和发展中国家正处于或濒临债务困境, 对低收入国家这一比例甚至达到 60%。

根据 IMF 全球债务数据库的数据, 全球债务在 2020 年跃升了 28 个百分点, 达到全球 GDP 的 256%。政府债务增量占到全球债务增量的大约一半, 其余来自非金融企业和家庭的私人债务。目前, 公共债务占全球债务总额的近 40%, 为近 60 年来以来的最高比例。

在发达经济体, 经济活动、基本财政余额、财政支出和财政收入预计将在 2024 年前恢复至接近疫情前的预测水平。但发展中国家的情况更加令人担忧。新兴经济体和低收入经济体将持续面对 GDP 和财政收入的损失。这意味着, 受新冠疫情的影响, 基本支出将持续走低, 这将进一步阻碍各国实现其“可持续发展目标”。这是一个值得全球关注的问题。

IMF 在今年 4 月即指出, 随着主要央行正通过加息抑制通胀, 全球融资环境正在收紧。大多数新兴市场的主权债利差已经高于新冠疫情前的水平。上述信贷紧缩正因中国缩减海外贷款而不断加剧, 原因包括: 中国的房地产部门正面临偿付能力问题, 上海等几个大型城市的防疫封锁措施正在扩大, 中国正在向新发展模式的转型, 以及其对发展中国家的现有贷款存在问题。

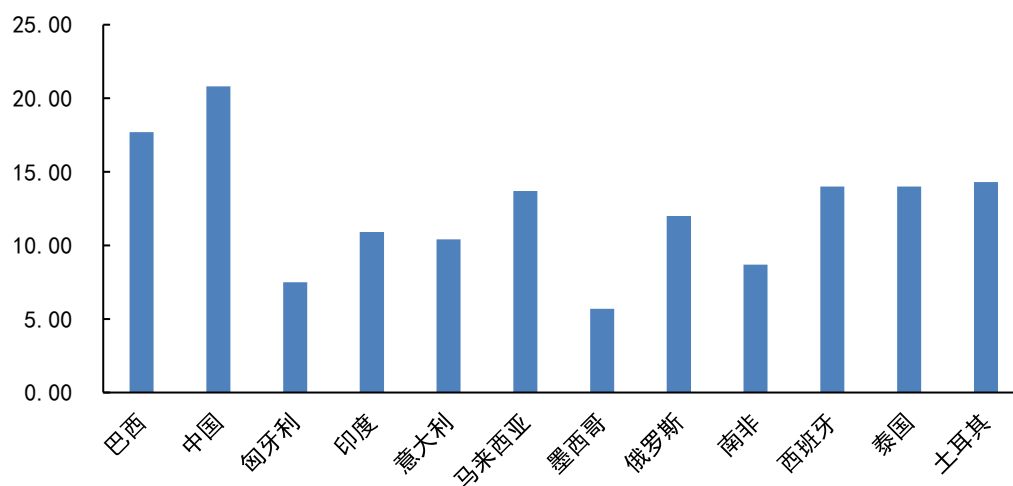
从债务压力这几项指标来看, 西班牙、意大利以及巴西、马来西亚等经济体的债务负担较大。

图 1.2.1: 大约三分之一的新兴经济体的外币主权债收益率已经超过 10%，接近全球金融危机以来的高点



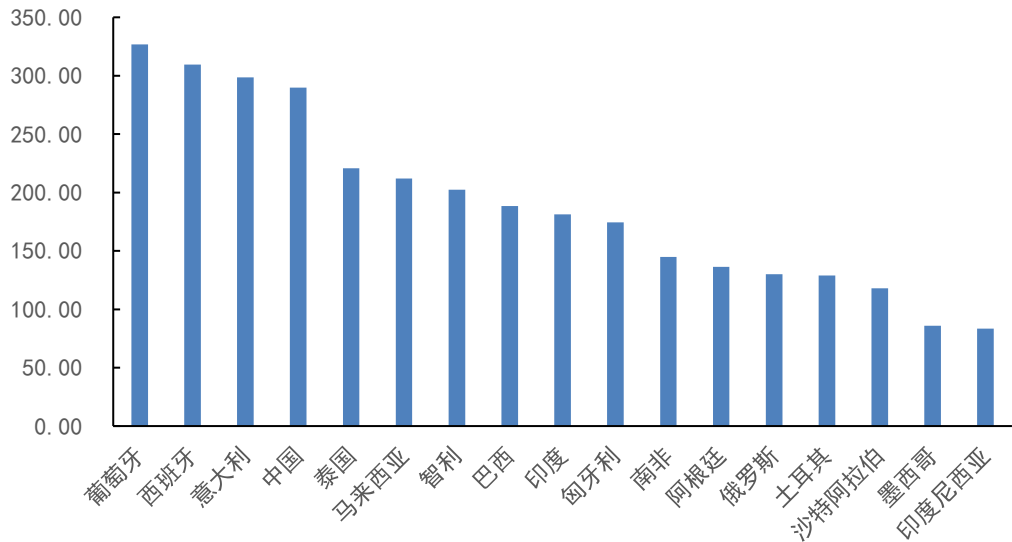
资料来源: IMF 南华研究

图 1.2.2: 私营非金融部门偿债率 (%)



资料来源: Wind 南华研究

图 1.2.3: 非金融部门杠杆率 (%)



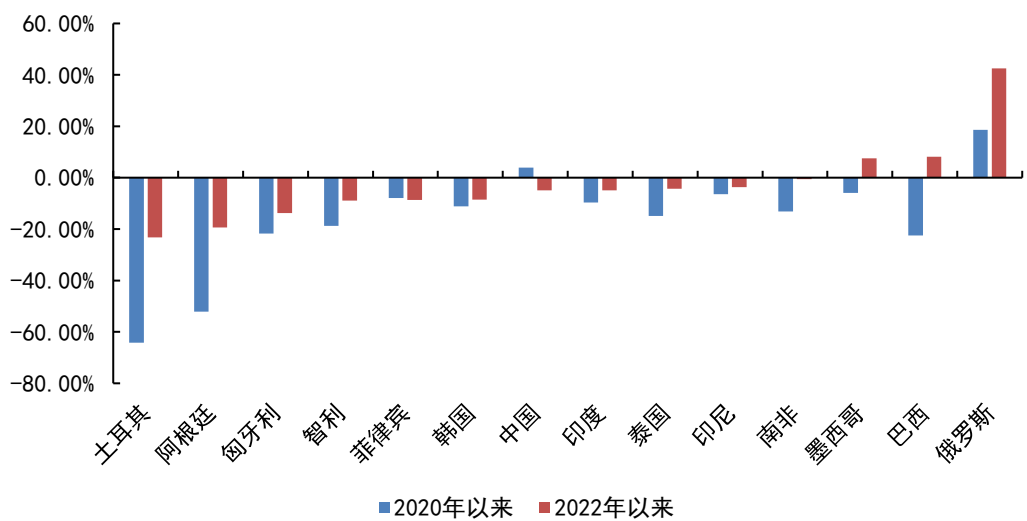
资料来源：Wind 南华研究

### 1.3. 汇率贬值风险评估

国际金融市场大幅波动、新兴经济体货币持续贬值可能进一步引发连锁反应，财务状况脆弱的市场主体面临严重冲击。国际金融协会估计 3-6 月新兴市场国家连续四个月资金净流出，累计净流出逾 200 亿美元。

经济风险也好，债务风险也罢，最终会传导到汇率价格上，引发汇率领域的大幅波动。经济衰退风险、债务风险和汇率风险会随着疫情的蔓延而不断加剧，三方面风险交织，即央行所谓的新兴经济体“完美风暴”风险。

图 1.3.1：各国货币对美元折算率变化 (%)



资料来源：iFinD 南华研究



从经济衰退以及债务压力来看，阿根廷、巴西以及意大利、土耳其等经济体处于完美风暴的中心。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：[www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点