

新兴市场

经济观察

2010年6月23日

希腊主权债券危机：对新兴市场影响的评估

经济分析

Sonsoles Castillo
s.castillo@grupobbva.com

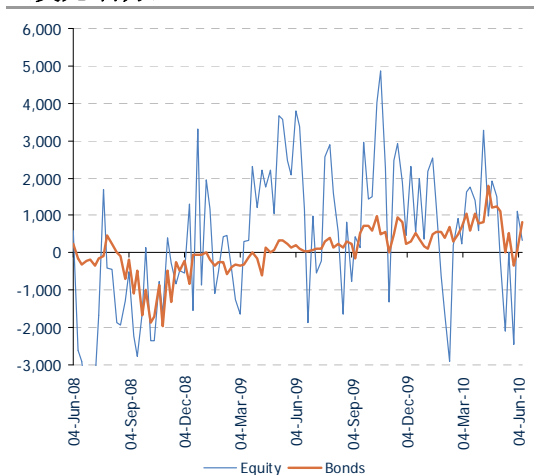
José Ramón Perea
jramon.perea@grupobbva.com

Soledad Zignago
soledad.zignago@grupobbva.com

Mario Nigrinis
mario.nigrinis@bbva.com.hk

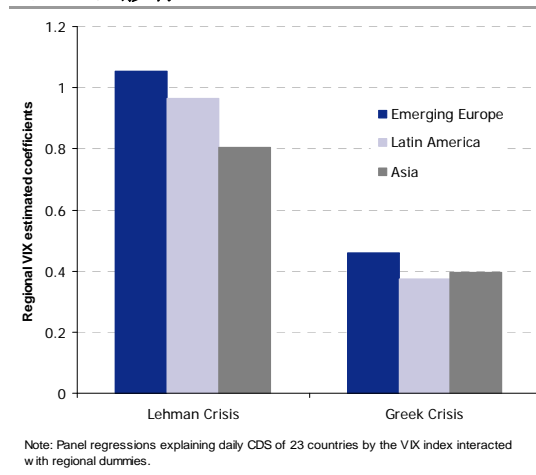
- 基本不影响资本流向新兴市场经济体，债券资金在目前的危机中还是保持乐观态度。
- 欧洲的新兴经济体在和其他地区的比较中落于下风，正像在之前雷曼风波时候发生的一样：信用违约掉期抬高，股市大跌
- 大宗商品受影响不大：最关键的因素是美元的升值，中国的高速增长也是关键利好。

图1
新兴市场债券和股票周流量
(美元 百万)



来源：EPFR 以及 BBVA 研究

图2
全球环境对于新兴市场的信贷违约掉期
(CDS) 影响



来源：BBVA 研究

流入新兴市场的债券资金在目前的动荡中表现出很强的弹性。股票市场出现短期的大量外流

最近的全球危机最初由希腊的主权债务问题引起，随后传播到其他南欧国家，导致全球风险规避升级，资本逃向安全的规避资产。

尽管按照我们的观察，风险规避的传染性并没有想象中的严重，新兴国家的金融市场表现还是受到影响。

从短期资本流动开始，我们可以看到只有在5月底的时候出现了净流出，和全球市场同期的收紧趋势一致。再向前推两个月，资本表现为净流入，虽然规模要比之前的小得多。实际上我们应该记得在危机之前新兴市场面对的最大威胁就是热钱涌入，导致流动性过剩，货币升值压力变大。欧洲的危机恰恰终止了这种趋势。

当和雷曼危机相比较的时候，我们看到当时股市，债市都受到负面影响。但是现在债券市场保持弹性，在整个危机期间不断有资本注入。对比那些从投资高收益资产的基金中流出的资本，这种趋势是很有利的，而且已经保持近半年。

股市的资金流动，考虑到较高的风险，已经连续几周资本净流出。即使在本次危机最严重的时候，资本流出（少于总市值的0.5%）也要比雷曼危机的时候（达到总市值的0.9%）相对温和得多。

总而言之，投资者会越来越转向新兴市场的经济体作为投资对象。即使在最动荡的时候也没有明显的资本外逃，当乐观的经济数据出现时，资金又会回流。有两个基本的因素在相互作用。一方面是宏观经济层面的利好消息，保证了新兴市场经济体复苏的动能。另一方面，这些经济体又同时拥有对公共债务良好的偿付能力。除了个别例外，目前的公共债务的规模绝对不值得担心。特别是对一些拉美国家，周期性经济回落导致的公共债务紧张问题影响有限，和其他地区相比，债务的规模并不算高。撤销财政和货币的刺激政策已经开始计划，有些国家已经公布。

深入比较全球的新兴经济体：欧洲新兴国家目前处在下风

下面，我们将分别看欧洲债务危机对三个新型经济体的影响（亚洲新兴国家，拉美新兴国家，欧洲新兴国家），其中我们着重分析三个方面：股市，国债溢价（5年期的信用违约掉期），和汇率。我们会把这种影响和当时雷曼危机的时候比较，可以得到两个结论：第一，这次的危机和雷曼的倒掉无关，上述的各项数据都正常。第二，各种比较都显示欧洲新兴市场情况最不乐观；这可以用上述的任何一项指标来证明，其中信用违约掉期的数据已经被计量经济模型验证过。

尽管这篇报告的目的不是深入验证这些因素的作用和影响，我们还是能看到几点：1. 经济基本面的最弱的一环，例如债务和融资需求，和2. 更容易受到欧洲的影响，各种渠道不管是商品贸易还是资本市场（欧洲国家更加依靠外国的资金维持财政赤字）。这两个因素都会对欧洲新兴国家产生不利影响。

股市的演变

围绕着欧洲债务危机的种种不确定性也增加了全球复苏的可信度，这也不可避免影响到股市，无论从国家的角度，还是从行业的角度，股市都表现低迷。股市的调整从5月开始，不断走低：拉美和亚洲大约下跌10%，欧洲新兴市场下跌15%（一些国家，像匈牙利，罗马尼亚跌幅更大）。其他一些国家股市受到的影响极为有限（菲律宾，印度，韩国，墨西哥），甚至有些还出现上涨（智利），达到年初的水平。

这种股市调整的幅度和之前雷曼倒掉的时候截然不同。当时一些主要的新兴国家股市波动的幅度在60%（保加利亚，波罗的海诸国，俄罗斯），在一些亚洲和拉美国家浮动在10%左右。平均来讲，欧洲新兴国家浮动为40%，拉美国家为30%，亚洲国家浮动20%。

和雷曼时候相比，现在相对温和的调整很大程度反映出两种情况下不同的经济周期。2008年底的大跌是一种对经济衰退的预期，现在的调整则仅仅表明市场状况不太尽如人意。对于新兴经济体来说，目前的情况预示着2010年会有较高的增长，而且对于亚洲的新兴国家，拉美的多数地区，和一部分的欧洲新兴国家（比如土耳其），高增长可能还会持续到2011年。

信贷市场

发达国家（特别是在欧洲）公共债务市场可持续融资能力的恶化，导致了主权债务风险溢价飙升。在一些国家，风险溢价甚至高过新兴经济体，因为在新兴国家中公共债务问题影响有限。最大幅度的上升（100-150个基点）集中出现在少数欧洲国家中（匈牙利，罗马尼亚，和保加利亚），因为他们实体经济的状况也不理想，或者和希腊金融领域联系紧密。在阿根廷和委内瑞拉，由于受公共债务持续融资能力的影响，风险溢价也大幅上升，尽管阿根廷的情况很快有所好转。风险溢价上升的情况在韩国和大多数欧洲国家比较温和。

预测全球形势对新兴市场信贷违约掉期的影响

除了图表，我们提供了一套计量经济模型，显示了：1. 和雷曼危机相比较为温和的影响，2. 和拉美，亚洲相比，欧洲新兴国家更多的暴露在全球风险规避的影响下。

我们估算了不同新兴市场主权信贷违约掉期的波动。我们采用 VIX 指数（未来 30 天市场预期波动性）作为目前全球不稳定性的代表变量。我们用下面的回归模型解释 23 个国家每天的信贷违约掉期。

$$\text{Log(CDSit)} = \text{EmEur} * \text{Log(VIXt)} + \text{LatAm} * \text{Log(VIXt)} + \text{Asia} * \text{Log(VIXt)} + \text{cons}$$

其中 i 代表国家指数，t 代表日期，EmEur, LatAm, Asia 是虚拟变量，当 i 为欧洲新兴国家，拉美国家，亚洲新兴国家的时候，其他虚拟变量都归零。这些虚拟变量和 VIX 变量的相互作用旨在发掘全球形势对不同地区的影响。

第一个结论是新兴国家对雷曼危机的反应要大于对现在的危机。雷曼危机时期（2008 年 8 月—2009 年 4 月）信用违约掉期针对全球市场状况的平均弹性指数为 0.95，目前的弹性指数仅为 0.41。

第二，在两次危急都对欧洲新兴国家的影响较大：雷曼时期回归方程式的系数为亚洲 1.05 vs 0.97，拉美国 0.81。对于本次危机，4 月以来系数为亚洲 0.46 vs 0.39，拉美国为 0.37

汇率

在欧洲危机之前，大多数新兴国家的汇率都面临上升压力。活跃的经济，利率升值的预期，都导致大量资金进入，货币升值。一些国家（特别是拉美国家）已经采取干预措施避免过多热钱涌入，同时限制资本市场的活动，保证兑美元汇率的稳定。在当时，汇率升值是一个很大的威胁。

随着危机的到来，资金开始倒流，利率升值的预期消退。在风险规避的形势下，货币开始相对美元贬值（对欧元升值）。现在我们可以肯定，大多数情况下汇率的调整都很温和（6%以下）。在韩国和很多欧洲新兴国家调整幅度为 10%左右。在其他地区，和雷曼倒掉之后的情况相比，外汇市场反应温和。在一些主要国家（墨西哥，巴西，波兰，土耳其）幅度大概在 20%-25%左右

大宗商品价格

对于大宗商品的净出口国（特别是所有拉美国家，一些亚洲和欧洲的新兴国家）这次欧洲债务危机的一个连带影响就是大宗商品价格下跌。

和雷曼危急时候的情况类似，当用美元计价的时候，价格下跌。同样，在两次危机的时候，这似乎更多的是反应美元的强势而不是基本面的衰退。目前，欧元计价的价格比今年一月份的时候上升了 10%，只有铜价例外。

在近几周来，大宗商品价格被至少 3 个基本因素同时作用：1. 欧洲金融危机导致的风险规避，2. 由于担心经济过热，中国可能在未来收紧货币政策，3. 美元对欧元持续的升值。尽管我们认为现在的汇率更接近长期的平衡值，但是调整的突然性只会增加对欧洲形势的担心。

在两次危急中，相对于之前的变量（希腊信用违约掉期的变化，MSCI 中国指数，和美元-欧元汇率）和每天的油价变化，有更详尽的经济分析显示：首先，美元相对于欧元的升值是两次危急中最有说服力的证据，说明大众商品的贬值。这个因素，和希腊的信用违约掉期（作为一个全球风险规避的代表变量）一起较好地说明了大宗商品价格的演变。最后，雷曼时期对中国复苏的担心要超过现在，因为当时中国经济的形式要差过现在。

欧洲新兴市场 CDS

图 3
雷曼危机：CDS 变化（基点）

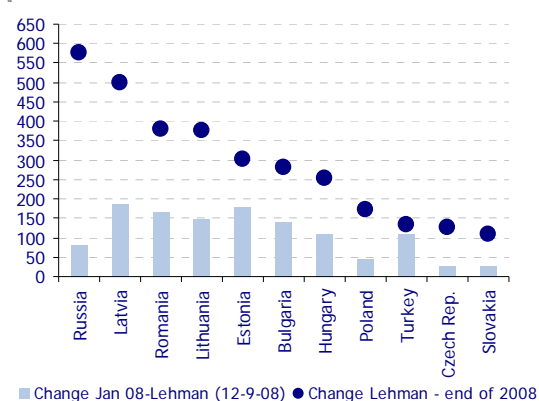
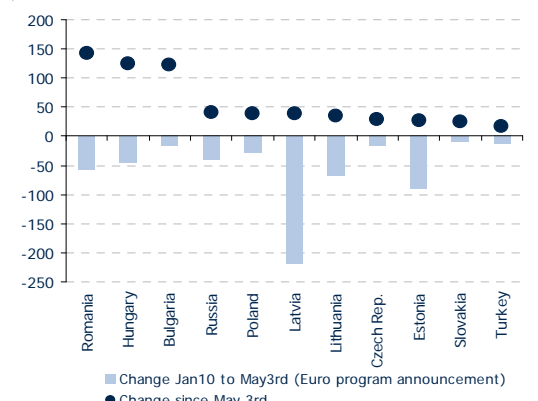


图 4
当前危机：CDS 变化（基点）

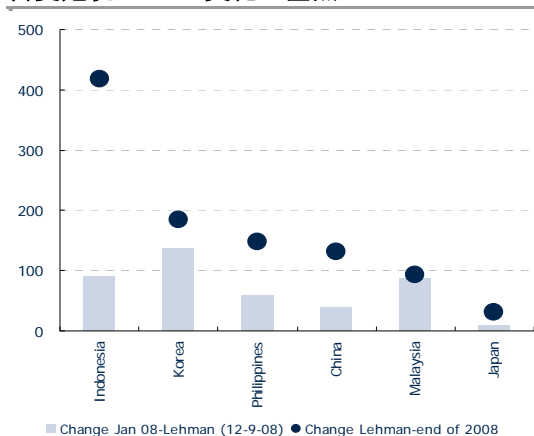


亚洲 CDS

来源: Datastream

图 5

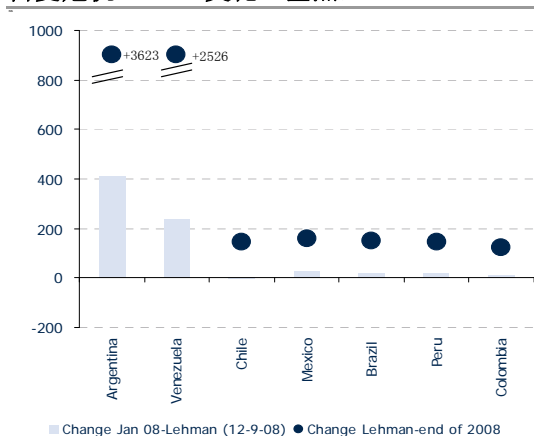
雷曼危机: CDS 变化 (基点)



来源: Datastream

图 7

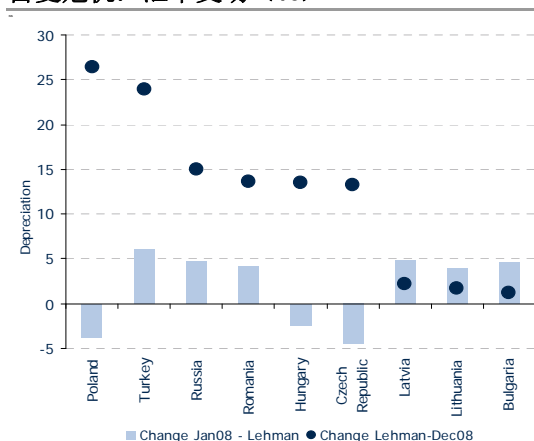
雷曼危机: CDS 变化 (基点)



来源: Datastream

图 9

雷曼危机: 汇率变动 (%)

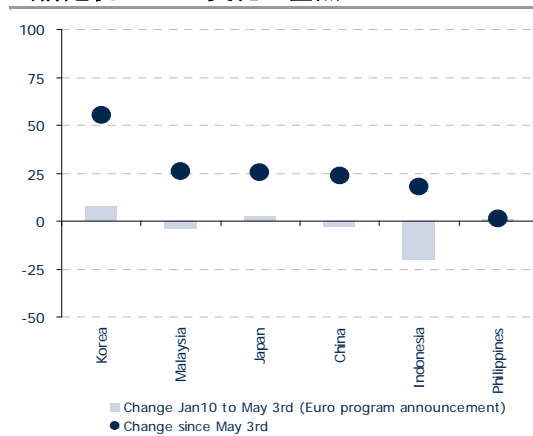


来源: Datastream

来源: Datastream

图 6

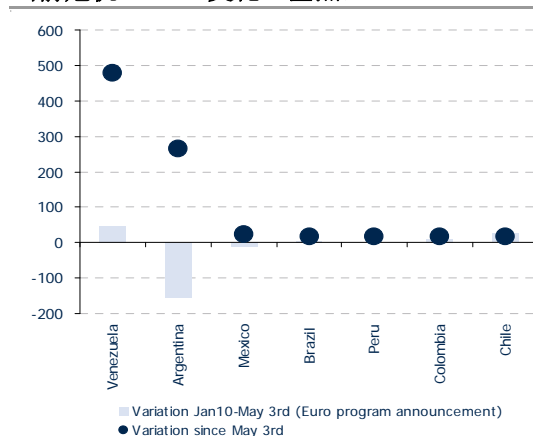
当前危机: CDS 变化 (基点)



来源: Datastream

图 8

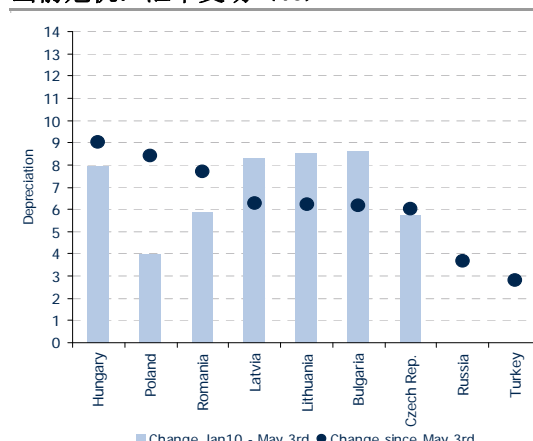
当前危机: CDS 变化 (基点)



来源: Datastream

图 10

当前危机: 汇率变动 (%)



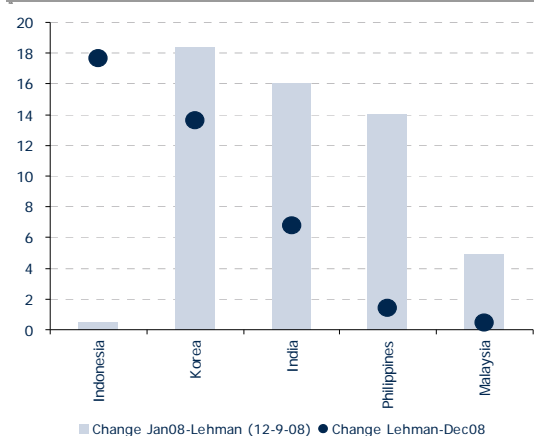
来源: Datastream

拉丁美洲 CDS

欧洲新兴市场汇率

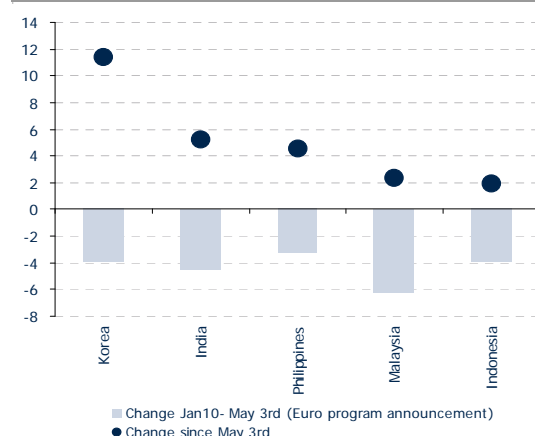
亚洲汇率

图 11
雷曼危机：汇率变动 (%)



来源: Datastream

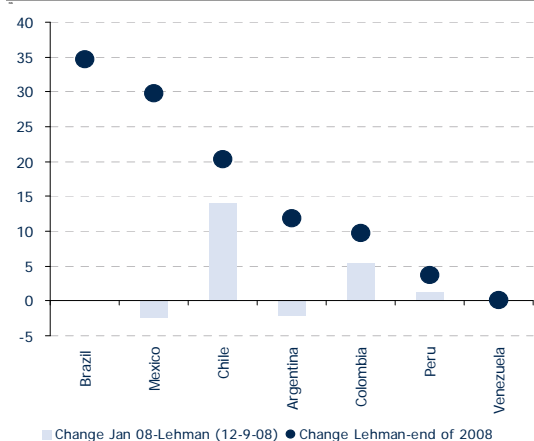
图 12
当前危机：汇率变动 (%)



来源: Datastream

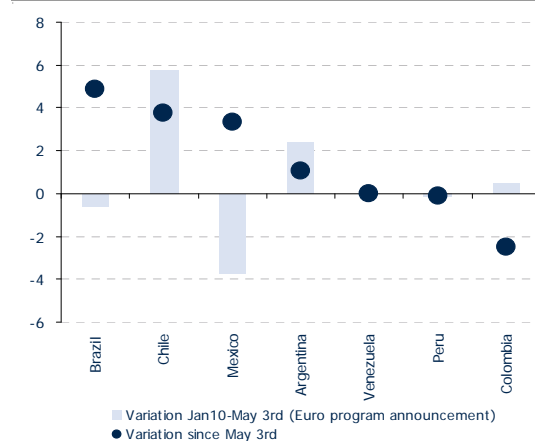
拉丁美洲汇率

图 13
雷曼危机：汇率变动 (%)



来源: Datastream

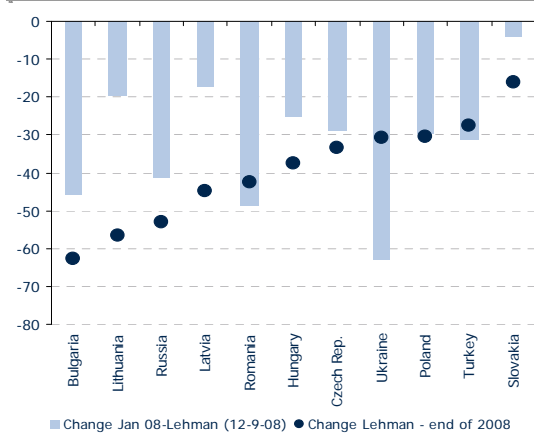
图 14
当前危机：汇率变动 (%)



来源: Datastream

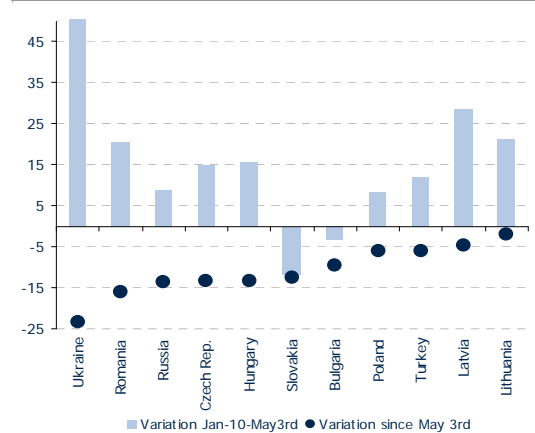
欧洲新兴市场股市

图 15
雷曼危机：股指变动 (%)



来源: Datastream

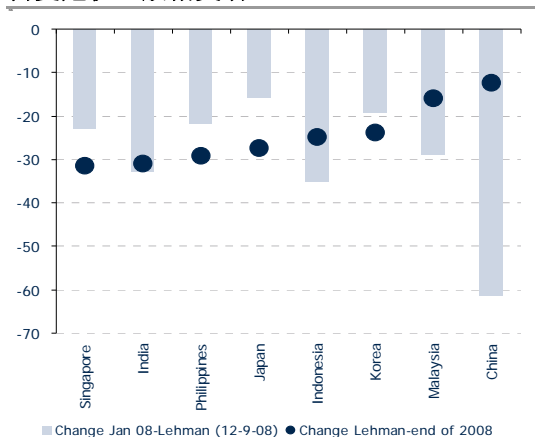
图 16
当前危机：股指变动 (%)



来源: Datastream

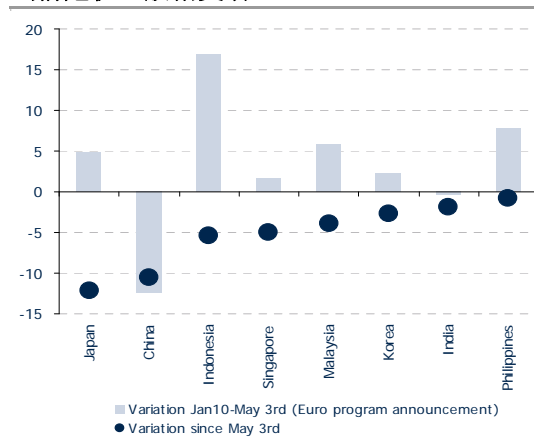
亚洲股市

图 17
雷曼危机：股指变动 (%)



来源: Datastream

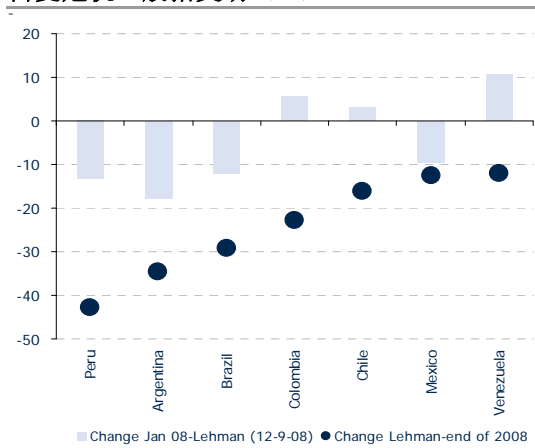
图 18
当前危机：股指变动 (%)



来源: Datastream

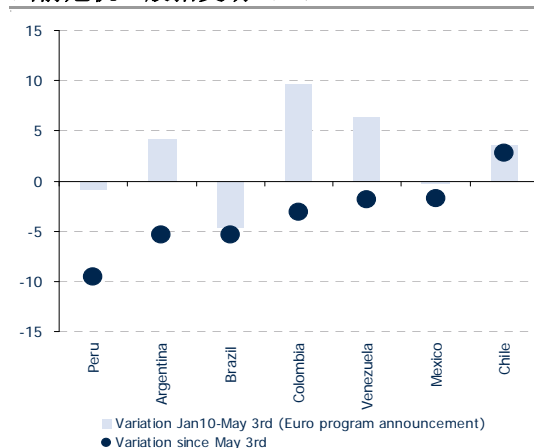
拉丁美洲股市

图 19
雷曼危机：股指变动 (%)



来源: Datastream

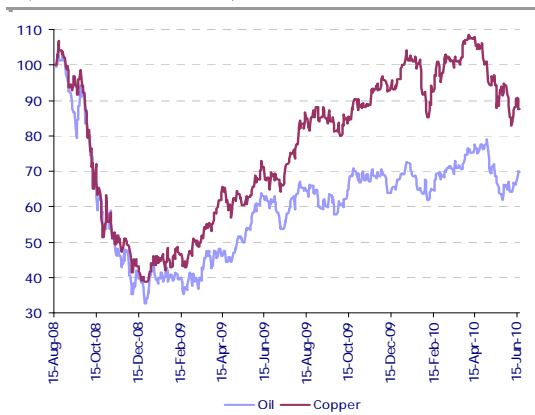
图 20
当前危机：股指变动 (%)



来源: Datastream

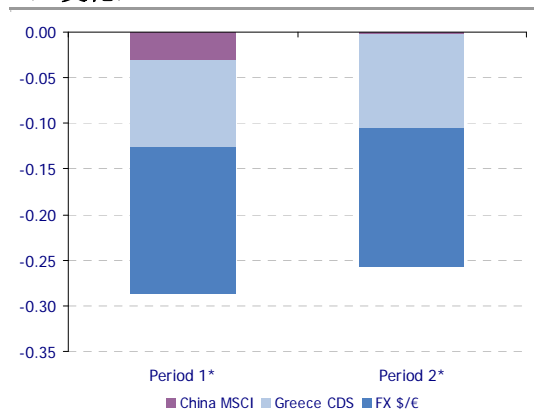
大宗商品价格

图 21
商品价格
(2008.08.15=100)



来源: Datastream

图 22
模型变量贡献
(%变化)



Period1: 2008.8.1-2009.2.27; Period 2: 2009.12.15-2010.06.10

来源: Datastream

免责声明

由西班牙对外银行编制本文件及其中所述的信息、意见、估计和建议，并向其客户提供有关发布报告日期的一般信息，其中内容变动无须事先通知。因此，如有内容变动或更新西班牙对外银行无需承担事先必须通知客户的责任。

本文件及其内容并不构成要约、邀请或恳请购买或订购任何有价证券或其它票据、着手或撤销投资。本文件或其内容都不构成无论何种性质的任何契约、承诺或决定的依据。

阅读本文件的投资者应知悉：因为编制本报告时并未将投资者的具体投资目标、财务状况或风险状况考虑在内，因此本文件所涉及的有价证券、票据或投资可能不适合每位投资者。因此，投资者作出各自投资决定时应考虑前述情况，如有必要，还应获得该等专业建议。本文件内容基于通过可视为可靠来源获得而为公众所知悉的信息。但是，西班牙对外银行并未对该等信息进行独立核实，因此不对该等信息的准确性、完整性或正确性作出任何担保，无论明示或暗示。由于使用本文件或其内容而导致产生任何类型的直接或间接损失，西班牙对外银行不承担任何责任。投资者应注意：有价证券或票据的过往表现、投资的历史结果并不对未来表现提供任何保证。

有价证券或票据的市场价格、投资结果可能产生不利于投资者权益的波动。投资者应深知：他们甚至有可能面临投资亏损。对期权、期货、有价证券或高收益证券所作的交易具有高风险，并非适合每位投资者。确实，有一些投资的潜在损失可能超过最初投资金额，在该等情形之下，可能要求投资者支付更多金钱以弥补亏损。因此，在着手进行有关票据的任何交易之前，投资者应该知悉其操作以及同一标的股票相关权利、义务和风险。投资者还应知悉：前述票据的二级市场可能受限或根本不存在。

西班牙对外银行或其任何附属机构及其各自主管与员工可能直接或间接持有本文件或其它相关文件中所涉及的任何有价证券或票据，在适用法律允许的范围内，他们可能在其账户或第三方账户中对该等有价证券进行交易，向前述有价证券或票据发行方、相关公司或其股东、主管或员工提供咨询或其它服务，或在公布本报告之前或之后享有前述有价证券、票据或相关投资之上的权益或执行相关交易。

西班牙对外银行或其任何附属机构的销售人员、交易员和其它专业人士可以向其客户提供口头或书面市场评论或交易策略，其中所反映的意见可能与本文件所述意见相反。另外，西班牙对外银行或其任何附属机构的自营交易和投资业务可以作出与本文件所述建议不一致的投资决策。未经西班牙对外银行事先书面同意，不得（1）通过其它任何方式或以其它任何形式复制、复印或复写；（2）重新分配；或（3）引用本文件中任何部分。如果法律禁止，则不得向任何国家（或个人或机构）中任何个人或机构复印、传播、散布或提供本报告中任何部分。未能遵守前述限制性规定，即违反了相关适用法律。

在英国，仅可向《财务服务及市场条例2000(财务推广)2001命令》所描述的个人提供本文件，不得直接或间接向其它任何个人或机构交付或散布本文件。特别地，仅能够并针对如下个人或机构交付本文件：（1）英国以外的个人或机构；（2）具有如2001法令第19(5)条所述投资相关专业知识的个人或机构；（3）高资本净值机构以及2001法令第49(1)条所规定的可合法向之披露本文件内容的其它任何个人或机构。

与本报告的分析师和作者相关的薪酬制度基于多重准则，包括财政年度内西班牙对外银行获得的收益以及西班牙对外银行集团的间接收益，其中包括通过投资银行业务产生的收益，但是他们不获得基于投资银行任何具体交易所产生收益的任何薪酬。

“西班牙对外银行以及西班牙对外银行集团中的任何其它机构并非纽约证券交易所或全美证券交易商协会的成员，不必遵守影响该等成员的披露原则。“西班牙对外银行应遵守西班牙对外银行集团适用证券市场运作的行动守则，其中包括防止和避免与既定等级利益冲突的原则以及信息壁垒原则。访问如下网址：www.bbva.com/Corporate Governance，可了解有关西班牙对外银行集团适用证券市场运作的行动守则的信息。”

This report has been produced by Emerging Markets Unit, Cross-Country Analysis Team

Chief Economist, Emerging Markets

Alicia García-Herrero
+852 2582 3281
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Chief Economist, Cross-Country Analysis Emerging Markets

Sonsoles Castillo
+34 91 374 44 32
s.castillo@grupobbva.com

Mario Nigrinis
+571 3471600
mario.nigrinis@bbva.com.hk

José Ramón Perea
34 91 374 72 56
jramon.perea@grupobbva.com

Soledad Zignago
34 91 537 37 35
soledad.zignago@grupobbva.com

BBVA Research

Group Chief Economist
José Luis Escrivá

Chief Economists & Chief Strategists:

Regulatory Affairs, Financial and Economic Scenarios:

Mayte Ledo
teresa.ledo@grupobbva.com

Financial Scenarios
Daniel Navia
daniel.navia@grupobbva.com

Financial Systems
Ana Rubio
arubiog@grupobbva.com

Regulatory Affairs
Economic Scenarios

Spain and Europe:

Rafael Doménech
r.domenech@grupobbva.com

Spain
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@grupobbva.com

Europe
Miguel Jiménez
mjimenezg@grupobbva.com

Emerging Markets:

Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Cross-Country Emerging Markets Analysis
Sonsoles Castillo
s.castillo@grupobbva.com

Pensions
David Tuesta
david.tuesta@grupobbva.com

Asia
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

South America
Joaquín Vial
jvial@bbva.cl

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile
Alejandro Puente
apuente@grupobbva.cl

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com.co

Perú
Hugo Perea
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo_lopez@provincial.com

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido
ant.pulido@grupobbva.com

Equity and Credit
Ana Munera
ana.munera@grupobbva.com

Interest Rates, Currencies and Commodities
Luis Enrique Rodríguez
luisen.rodriguez@grupobbva.com

Asset Management
Henrik Lumholdt
henrik.lumholdt@grupobbva.com

United States and Mexico:

Jorge Sicilia
j.sicilia@bbva.bancomer.com

United States
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@compassbank.com

Mexico
Adolfo Albo
a.albo@bbva.bancomer.com

Macro Analysis Mexico
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.com

Contact details

BBVA Research

43/F, Two International Finance Centre
8 Finance Street
Central, Hong Kong
Tel. +852-2582-3272
Fax. +852-2587-9717

economicresearch.asia@bbva.com.hk

BBVA Research reports are available in English, Spanish and Chinese