

警惕全球疫情的尾部风险：新兴市场动荡对全球金融经济的影响

王国言 国家金融与发展实验室特聘高级研究员 中再资产投研总监

范东 国寿安保基金公司

4 月份以来，新冠肺炎疫情危机仍未解除，正向更大范围扩散，感染人数突破 100 万人，死亡人数逼近 10 万。当前，我们既要密切关注和分析当前疫情演进的逻辑，又要着眼于长远，提前预警下一个重大风险点。越来越多迹象表明，疫情扩散已到达“3.0 阶段”的“赶顶期”，尽管前三阶段风险基本被市场吸收，但需要警惕“4.0 阶段”的超预期风险，防范疫情“震中”从欧美国家向南亚、拉美、中东等新兴市场国家转移过程中的“次生风险”。3 月 27 日，国际货币基金组织总裁克里斯塔利娜·格奥尔基耶娃已发出警告：新兴市场 and 低收入国家面临更严峻挑战。各方对新兴市场经济体疫情预判有所低估，或成为全球抗击疫情运动的最大变数。全球疫情的尾部风险，将深刻影响着后“疫”时代全球经济走势。

一、疫情演进：警惕四个阶段扩散风险

2 月份以来，新冠肺炎病毒已经造成近 200 个国家 100 多万人感染，死亡人数逼近 10 万人。在我国取得控制疫情胜利后，欧洲和美国东部相继成为疫情“震中”。疫情还在向纵深扩散，一些人口稠密、治理应对能力有限的经济体很有可能迎来新一轮“大爆发”。根据传染病动力学理论，SEIR 模型被认为是预测流动性传播的标准方法。3 月 30 日，日本神户大学科学家 Iwata 和 Miyakoshi 发布了最新的 SEIR 预测：新型冠状病毒（COVID-19）至少有 4 个爆发期，在不考虑疫

苗的情况下，在全球总体结束时间不会早于 2021 年¹。

基于上述研究结论，纵观新冠疫情扩散进程，海外疫情演进极有可能按照以下 4 个阶段扩散，即使目前欧美国家正处于艰难的“赶顶期”，但不排除在第四阶段会出现新的高潮。

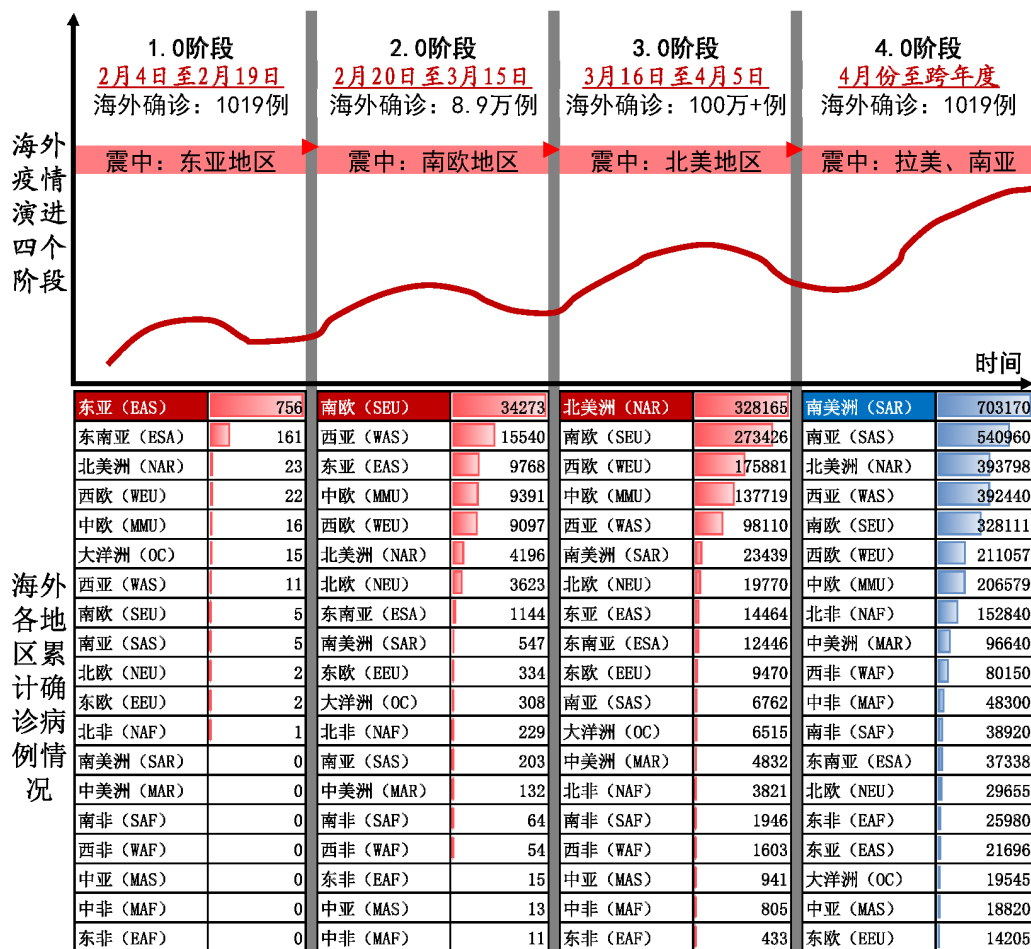


图 1 海外疫情发展 4 阶段趋势情况

数据来源：约翰·霍普金斯大学数据；4 月份之后数据为根据日本神户大学模型估算；单位：人。

（一）疫情 1.0 阶段：海外零星病例（2 月 4 日至 2 月 19 日）

在我国政府强力措施下，中国疫情得到了有效控制。海外疫情主要集中于东亚的日本和韩国。疫情引发了全球担忧，但由于中国政府“抗疫”取得成功，避险情绪有所降温。

¹ Iwata K, Miyakoshi C. A Simulation on Potential Secondary Spread of Novel Coronavirus in an Exported Country Using a Stochastic Epidemic SEIR Model[J]. Journal of Clinical Medicine, 2020, 9(4): 944.

(二) 疫情 2.0 阶段：南欧疫病开始大流行(2 月 20 日至 3 月 15 日)

日本、韩国等东亚国家，参考了中国早期控制疫情的手段和措施，也收到了较好的效果。意大利、伊朗等国疫情压力开始明显抬头且有爆发迹象。南欧、西亚地区日均新增病例迅速突破 500 人大关，出现疫病“大流行”的态势。“2.0 阶段”结束时(3 月 15 日)，海外累计确诊病例数量超过中国，市场避险情绪进一步提升。

(三) 疫情 3.0 阶段：疫情席卷北美(3 月 16 日至今)


























3 月中旬后，受到前期准备不足、应对措施不充分影响，疫情“震中”迅速从南欧转向北美地区。美国东部成为新一波疫情爆发的中心，10 天内当日新增确诊病例数从 5000 人规模升至突破 3 万人的规模，并成为首个突破 30 万感染者的国家，几乎是第 2 名西班牙的 3 倍。

(四) 疫情 4.0 阶段：“震中”有可能转移到新兴市场经济体(4 月份至跨年度)

根据神户大学的测算，预计欧洲疫情 4 月底能够见顶回落。由于美国经济和社会保障的特点，以及考虑选举政治的影响，特朗普政府对于 4 月底彻底放开隔离依然抱有幻想。这样一来，4 月底前美国疫情能否“见顶”尚有不确定性。这些预期已经被市场吸收(Price in)。目前有越来越多迹象表明，南亚、拉美、中东等新兴市场国家病毒扩散持续加剧，可能形成疫情新的主攻方向。发展中国家尤其人口大国的集中爆发，将拉长全球疫情传播时间，形成反复传播和国与国之间交叉感染，放大欧美防疫难度，增加全球经济金融不确定性。从 4 月份前 5 日的病例新增情况看，除北美和欧洲部分地区逐渐进入“赶顶期”外，中非(103%)、南亚(78%)、南美(59%)等地区确诊病例

飙升，5 天内的确诊病例几乎翻番。

表 1 4 月份疫情在海外扩散分地区数据表

地区	3月末确诊病例	4月份5天内增加	较上月末增幅	现有确诊病例
大洋洲	5214	1301	 25%	6515
大洋洲 (OC)	5214	1301	 25%	6515
非洲	5839	2769	 47%	8608
北非 (NAF)	2454	1367	 56%	3821
东非 (EAF)	285	148	 52%	433
南非 (SAF)	1636	310	 19%	1946
西非 (WAF)	1067	536	 50%	1603
中非 (MAF)	397	408	 103%	805
美洲	217665	138771	 64%	356436
北美洲 (NAR)	199627	128538	 64%	328165
南美洲 (SAR)	14723	8716	 59%	23439
中美洲 (MAR)	3315	1517	 46%	4832
欧洲	452283	163983	 36%	616266
北欧 (NEU)	15119	4651	 31%	19770
东欧 (EEU)	5176	4294	 83%	9470
南欧 (SEU)	217573	55853	 26%	273426
西欧 (WEU)	109226	66655	 61%	175881
中欧 (MMU)	105189	32530	 31%	137719
亚洲	97173	35550	 37%	132723
东南亚 (ESA)	9425	3021	 32%	12446
东亚 (EAS)	12844	1620	 13%	14464
南亚 (SAS)	3794	2968	 78%	6762
西亚 (WAS)	70491	27619	 39%	98110
中亚 (MAS)	619	322	 52%	941
总计	778174	342374	 44%	1120548

数据来源：约翰·霍普金斯大学数据；单位：人。

二、尾部风险：新兴市场疫情存在预期差，可能成为最大变数

新兴市场²的疫情发展，尚未引发各方足够的重视，预期尚未被充分吸收，尾部风险有所加大。疫情大概率会跨年度传播，甚至增加病毒变异和反复爆发可能性，形成周期性、持续性冲击。目前，新兴市场国家病例数量低于发达经济体，尚未遭遇真正的挑战，但存在重大次生风险，可能形成更大规模的疫病大流行，是影响全球抗疫格局的最大变数。

² 本文关于发达经济体和新兴市场经济体（简称新兴经济体）的定义，参照国际货币基金组织（IMF）2019年10月份出版的《世界经济展望》（WEO）确定范围。

（一）政府治理和人口社会管理水平存在差距

一是防疫管控措施滞后，落实力度和效果打折扣。治理能力是决定抗疫效果的关键因素。事实证明：主要发达经济体，尽管也曾出现阶段性的“应对失灵”的情况。一旦政府提高重视程度，采用有效措施，对于疫情的控制能力依然有一定的保障。治理水平高的国家可以迅速组成应急力量的联合力量，而治理水平低的国家则陷于物质经济条件，医疗技术和社会管理体系薄弱，常常需要依赖更多的外部力量支援。截至目前，主要的发达经济体基本都实施了“隔离与社交距离”相结合的防控机制，包括封锁边境、实施更大力度的检测、禁止聚集、实施隔离、建设方舱医院等。从 16 个主要新兴经济体情况看，巴西、阿根廷等新兴市场大国，尚未建立或者落实相关的防控隔离机制。

二是人口多、密度大、流动性强，增加病毒感染几率。一方面，新兴市场国家普遍是人口大国，人口密度高于发达经济体。截至 2018 年末，以新兴市场经济体为主的中等收入国家每平方公里人口密度为 72.29 人，是高收入国家（34.44 人）的两倍多。

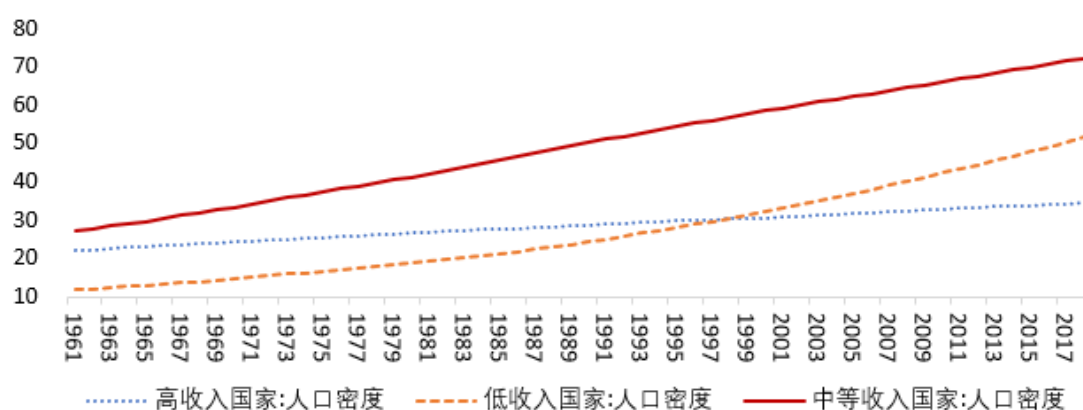


图 2 全球人口密度趋势（1961 年至 2018 年）

数据来源：世界银行；单位：人每平方公里。

另一方面，新兴市场国家人口流动性强，放大病毒传播和感染的

概率。截至 2018 年末，中等收入国家劳动人口比重为 66.59%，超过高收入经济体（65.54%），但前者城镇化率（52.53%）远低于高收入经济体（81.33%）。这说明大量就业人口需要往返于城市与市郊农村之间，人口流动性更强。

（二）公共卫生资源实力有限

与发达国家相比，新兴经济体在公共卫生基础设施、防疫物资生产能力等方面略显薄弱。

一是新兴经济体公共卫生投入不足。根据世界银行发布的最新数据，中等收入国家医疗支出占 GDP 的比重约为 5.8%，不到高收入经济体（12.26%）的一半。截至 2018 年末，中等收入国家平均每千人拥有 3.01 张床位，低于高收入国家（4.24 张）的水平。

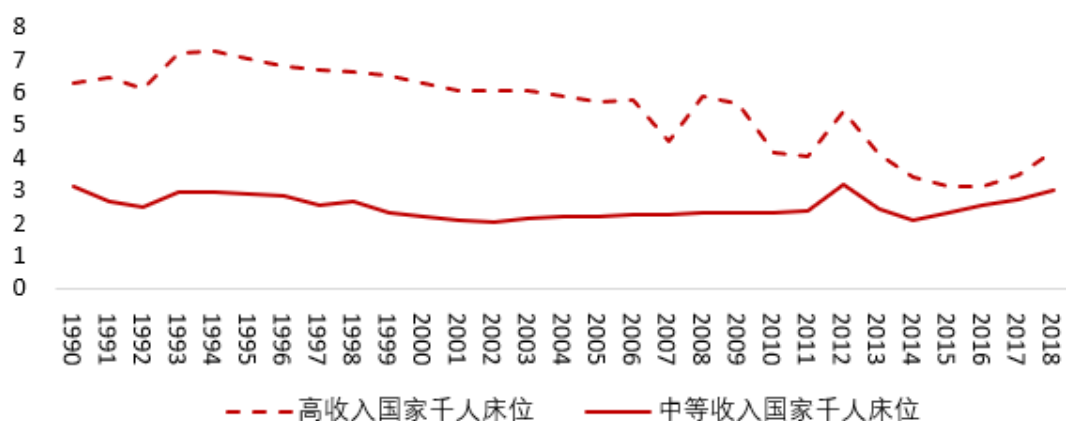


图 3 新兴市场经济体床位变化（1990 年至 2018 年）

资料来源：世界银行数据估算；单位：每千人床位数量。

二是抗疫物资供应能力相对较弱。根据市场调查机构（Markets and Markets）统计，2019 年，全球个人防护用品（PPE，包括口罩、防护服等）市场中，高收入国家聚集的北美地区（37%）和欧洲地区（23%）PPE 供给规模合计达 6 成，广大中低收入经济体合计仅占 40%。

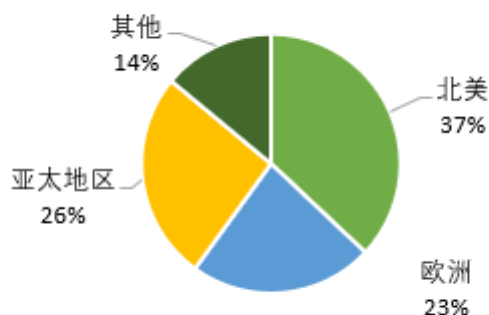


图4 个人防护用品（PPE）市场份额

资料来源：Markets and markets.

（三）经济结构特点决定受疫情冲击更重

一是劳动密集型产业占比高，受疫情影响程度更深。金融危机后，发展中国家和新兴市场国家成为国际直接投资的热土，其低成本劳动力优势开始显现。纺织、服装等劳动密集型产业和信息技术加工装配等劳动密集型环节开始加快向新兴市场转移。与互联网等新兴产业相比，疫情对传统制造业的影响通常更大。国际货币基金组织（IMF）报告显示：自20世纪90年代初以来，新兴市场和发展中经济体在全球制造业份额，增长了1倍多（IMF，2019）³。1990年至2018年，中等收入国家制造业出口占商品比例上升了8.1个百分点，同期高收入国家该比例下降了4.6个百分点。

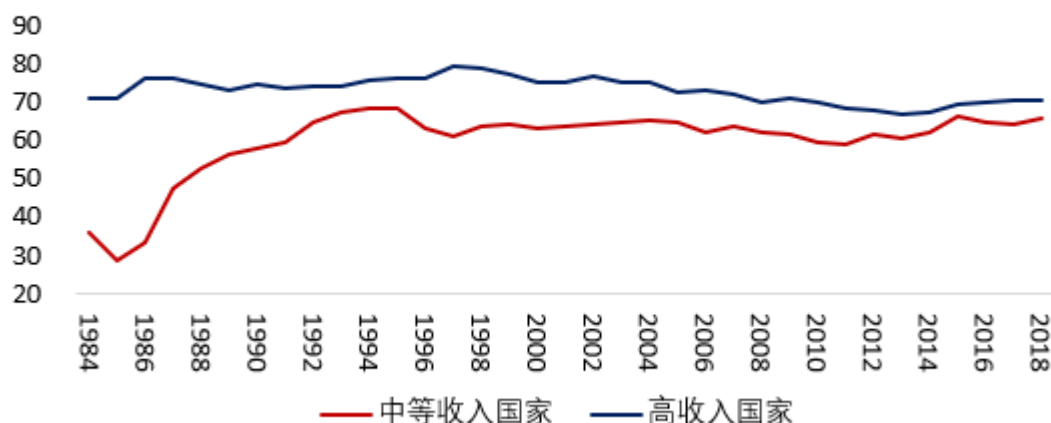


图5 制造业出口占商品出口比重（1984年至2018年）

资料来源：世界银行；单位：%。

³ IMF, Invisible Links[J] Finance & Development, June 2019, Vol. 56, No. 2

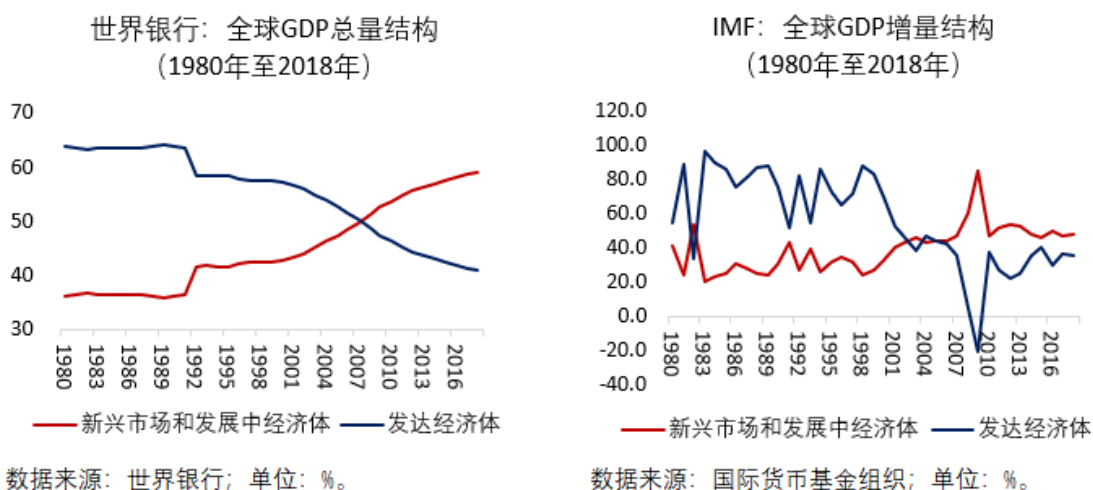
二是出口导向型经济，更容易受到外需走弱的影响。4月初，摩根士丹利将美国2季度GDP增速预期从-30%下调至创纪录的-38%，以美国为首的发达经济体面临本世纪最严重的经济衰退。外需快速收缩，将对以出口为导向的新兴市场经济体带来严峻挑战。1990年至2018年，新兴市场和发展中经济体商品贸易占GDP比重为从29.4%升至42%，外部需求变化对这些国家的影响程度有所加大。

三、预期差冲击：尾部风险如何冲击经济金融走势？

新兴市场经济体对全球经济金融体系的影响举足轻重。这些国家处于疫情后端、病毒扩散前景不明朗、重视程度不足，预期尚未充分吸收（price in），存在重要尾部风险。新兴市场预期差将成为冲击下一阶段全球经济金融运行的最重要变量。“4.0阶段”后，海外疫情将开启跨年传播模式，有可能增加病毒变异、反复爆发甚至“倒灌”的可能性，对今后几年的全球经济金融形势造成深远影响。

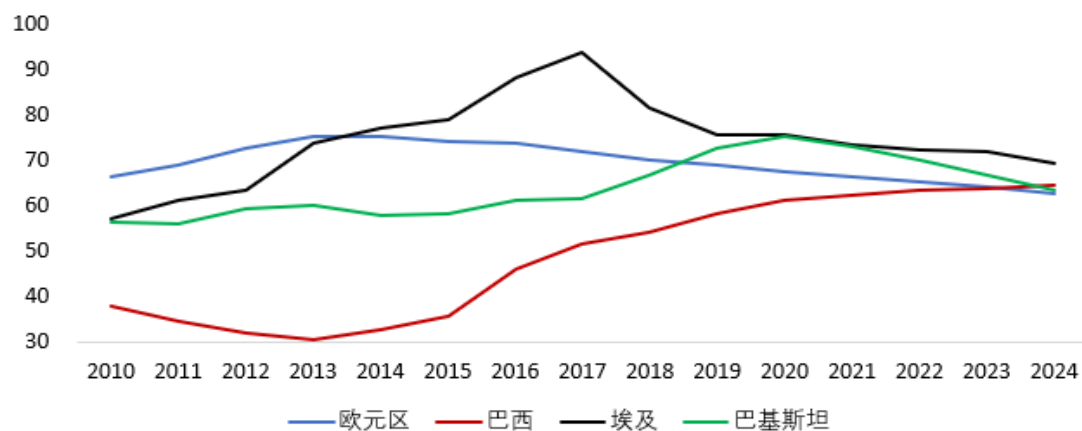
（一）总体看：新兴市场对全球经济的影响力与日俱增

新兴市场是全球经济增长的“引擎”，对全球GDP增长贡献率持续攀升。从总量上看，2018年，按照购买力平价计算的新兴市场及发展中国家经济总量占全球GDP比重为59.16%，超过高收入国家（40.84%）。从增长贡献上看，2018年，新兴市场和发展中经济体拉动全球经济增长的贡献率为47.8%，高于高收入国家（35.8%）。



(二) 具体看：各类新兴市场经济体表现有所分化

第一类：人口大国。部分人口大国过度消耗公共财政资源，应对疫情的政策力度和强度不够。埃及、巴西、巴基斯坦等新兴市场人口大国，养老金改革进展迟缓，政府部门早已债台高筑，难以再拿出较大规模的资金，来应对疫情冲击。国际货币基金组织（IMF）数据显示：到2024年，埃及（69.4%）、巴西（64.6%）、巴基斯坦（63.5%）的广义政府债务占GDP比重，将超过曾爆发主权债务危机的欧元区水平（62.7%）。从抗疫资金投入看，截至3月末，巴西刺激政策规模占GDP比重为1.43%，远低于德国（20%）、法国（12.5%）、美国（10.3%）的水平。



其他新兴市场国家财政状况也不乐观。截至 2018 年末，新兴市场和发展中经济体政府净借出(负值为净借入)占 GDP 比重达-3.8%，财政状况弱于高收入经济体 (-2.6%)。

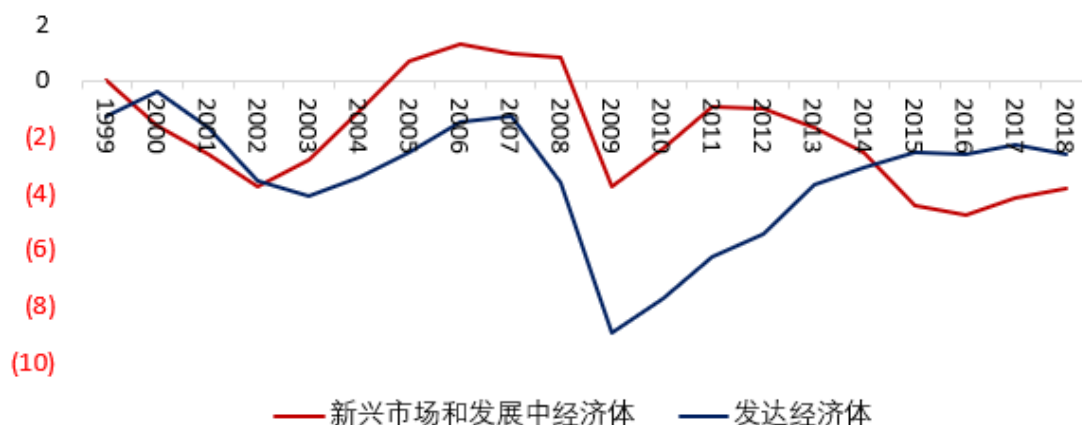
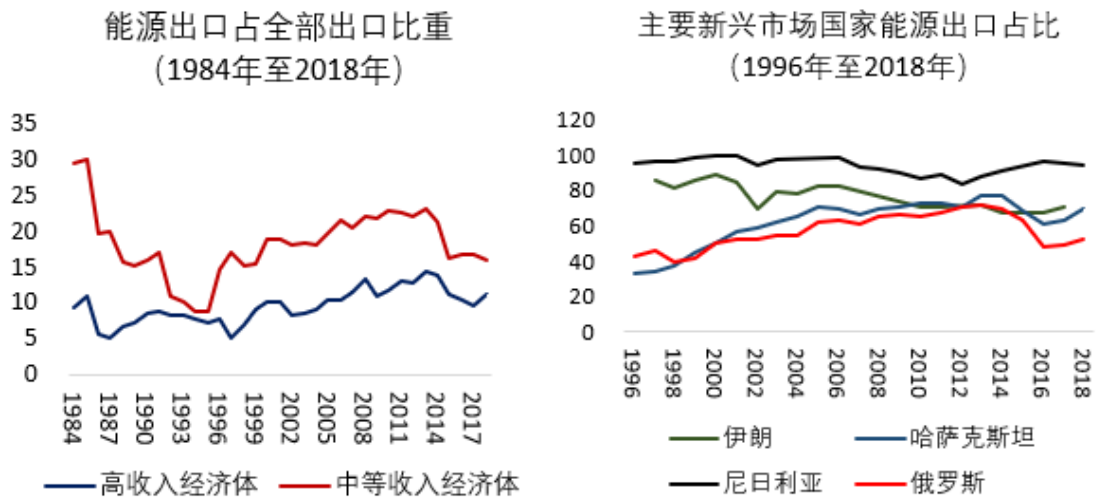


图 7 一般政府净借出/借入占 GDP 比重

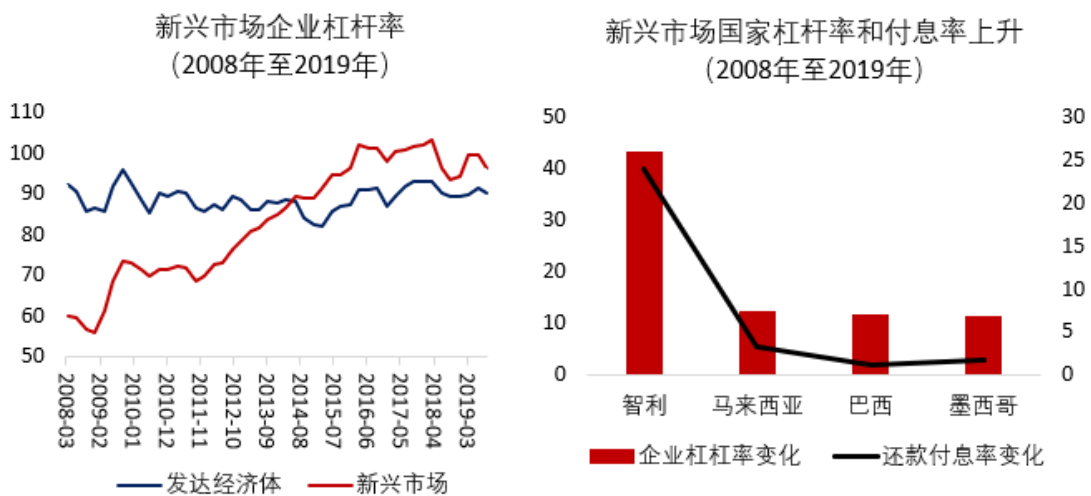
资料来源：国际货币基金组织 (IMF)；单位：%。

第二类：原材料和能源供应国。大宗商品价格下挫，原材料和能源供应国经济迅速受损。年初以来，原油等国家大宗商品价格暴跌。一些对能源出口依赖度较高的经济体，出口收入大幅减少，叠加疫情对经济活动的影响，经济衰退压力加大。2018 年，中等收入经济体能源出口占全部出口比重为 15.9%，高于中等收入国家(11.2%)；其中，尼日利亚(94%)、伊朗(70.8%)、哈萨克斯坦(70%)、俄罗斯(52%)能源出口占比超过一半。



资料来源：世界银行；单位：%。

第三类：高杠杆国家。国际清算银行（BIS）数据显示：截至2019年9月末，新兴市场经济体国内非金融企业部门杠杆率（国内企业债务/GDP）为96.5%，高于发达经济体（90.4%）；从变化幅度看，2008年至2019年，新兴市场经济体该指标上升36.4个百分点，同期发达经济体下降2.1个百分点。其中，智利（43.3%）、马来西亚（12.2%）、巴西（11.5%）、墨西哥（11.3%）上升较快。同时，上述国家还本付息率（利息支出占企业营业利润比重）也在快速上升，平均较2008年水平上升7.5个百分点，反映出国内企业部门资金链较为紧绷，现金储备单薄，面对疫情冲击违约风险较高。



资料来源：国际清算银行（BIS）、世界银行；单位：%。

第四类：金融体系脆弱国家。疫情震荡下，新兴市场资产被国际投资者“无差别”抛售。一些外汇储备薄弱、经常账户赤字的国家，在资本外流冲击下，其金融体系脆弱性进一步加剧，爆发“货币危机”的概率正在加大（Daube, 2020）⁴。3月27日，国际货币基金组织（IMF）总裁克里斯塔利娜·格奥尔基耶娃（Kristalina Georgieva）宣布，截至3月下旬，国际投资者已经从新兴市场国家撤出830亿美元的投资，是有记录以来最大规模的资本外流（IMF,2020）⁵。3月份以来，南非、墨西哥、印尼、土耳其货币贬值超过20%，可能引发新一轮局部“货币危机”。

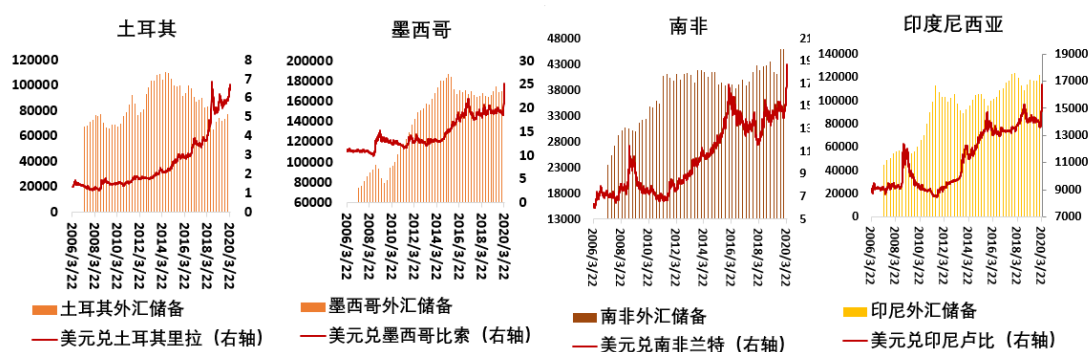


图8 主要新兴市场国家外汇储备及汇率变化

数据来源：国际货币基金组织（IMF）；单位：百万美元。

第五类：最贫困国家。国际开发协会（IDA）⁶国家涵盖了世界上四分之一的人口和三分之二的极端贫困人口，面临疫情冲击很有可能束手就擒，给全球抗疫行动带来极大挑战。3月25日，世界银行和国际货币基金组织（IMF）警告：经评估，IDA国家无力对抗新冠肺炎疫情，呼吁所有官方双边债权国对请求债务延期的IDA国家暂停偿债要求，让贫困国家能够具有应对疫情的所必须的紧急流动性。各主

4 Daube C H. The Corona Virus Stock Exchange Crash[J]. 2020.

5 IMF Kristalina Georgieva, Transcript of Press Briefing by Kristalina Georgieva following a Conference Call of the International Monetary and Financial Committee, 2020.03.27.

6 国际开发协会（IDA）是世界银行为帮助和促进最不发达的贫穷国家发展而设立的银行服务机构，是世界银行的组成部分。通常，将IDA国家作为贫困国家的样本代表。2019年末，IDA最贫困国家为76个。

要经济体都忙于本国疫情，可能无暇顾及这些具有巨大隐患的国家。目前，IDA 国家的抗疫资金，主要源自国际控灾减灾信托（CCRT）；但该信托目前可供世界最贫穷国家使用的资金仅有 2 亿美元（IMF，2020）⁷，要应付最贫困的 76 个国家 5 亿人口的防疫需求，似乎是杯水车薪。

四、市场前景：警惕疫情演进的次生风险

（一）调整全球经济增长预期，做足长期性、周期性准备

一是关注疫情演进新趋势。更谨慎评估疫情蔓延及传播的节奏，关注“4.0 阶段”全球疫情发展方向变化，即“震中”从欧美国家向南亚、拉美、中东等新兴市场国家转移。同时，也要考虑到病毒变异，以及国与国间交叉感染甚至倒灌的影响。二是调整经济预期。根据疫情进程，调整对全球经济增长的预期，适度拉长对经济衰退和萧条时间窗口。做好对疫情跨年乃至对经济周期更长期影响的准备。

（二）关注疫情引发的次生金融风险和债务危机

一是大宗商品价格压力。经济衰退条件下，全球需求侧震荡收缩，大宗商品价格难觅有效支撑，一些原材料和能源出口国的经济压力持续加大。二是新兴国家货币贬值风险。随着疫情在新兴经济体扩散发酵，叠加外需走弱的共振冲击，新兴市场经济体的国际收支赤字压力将进一步加大。国际收支赤字，将加速新兴市场国家货币贬值，甚至导致更大范围的“货币危机”。三是债务违约风险。由于国内经济衰退和外部货币贬值的影响，投资者在国内市场实际收益迅速缩水。一旦收益低于融资成本，可能引发连锁债务违约，甚至酿成局部“债务危机”。

⁷ IMF, IMF Enhances Debt Relief Trust to Enable Support for Eligible Low-Income Countries in the Wake of the COVID-19 Pandemic, IMF Blog, 2020.03.27.

（三）影响对新兴市场经济体的投资倾向

一是**外资持续撤离**。外资对于投资新兴市场的兴趣仍可能进一步冷淡。一旦疫情进入“4.0 阶段”，疫情“震中”转入新兴市场国家，外资出逃的压力还将升级。二是**形成“负反馈”效应**。当投资者逃离风险资产时，贫穷国家和新兴市场是链条中最薄弱的环节。资本抽离导致工业和消费瘫痪，可能引爆更深层次的经济金融危机。三是**国别间分化加剧**。在外资整体撤离的趋势中，一些新兴经济体（如，中国等）社会秩序稳定，经济社会风险可控，前期资产价值偏低。随着疫情形势逐渐明朗，长期资产估值仍有上行空间。

（四）警惕对全球贸易和交流带来持续性冲击

一是**全球供应链受损**。疫情严重地区的供应链面临破裂和消失、部分跨国供应链中断与重构、一些产业加速衰退与转移、供应链受损风险凸显。二是**防控疫情导致的总需求萎缩**。随着疫情持续时间拉长，供给压力转换为需求低迷，全球总需求持续低迷。三是**资产负债表的短期恶化**。防控疫情会带来一定程度的经济停滞，各部门在短期内会因此承担相应的流动性损失，直接体现在资产端流动资产的额外消耗。恐慌情绪下出现抛售行为，资产价格快速下跌，减少资产价值。四是**全球化趋势和交流的退潮**。疫情期间，各国口舌纷争不断，激进全球化的民意基础不复存在。新冠疫情可能不仅无法促进各国之间的协作，反而会加剧全球化的退潮。

（五）地区动荡与冲突因素积聚，加剧全球经济金融不稳定

一是**粮食危机风险**。疫情持续蔓延，生活物资趋紧，印度、俄罗斯多个国家和地区出于粮食安全的考虑，逐步采取了粮食出口的限制，粮食全球供应链受损。其示范效应或加剧恐慌，甚至导致更大规模的

“屯粮”和“限售”行为。一旦粮食价格持续走高，叠加前期“非洲蝗灾”粮食减产的影响，部分发展中国家出现“饥荒”的风险有所上升。二是**石油政治风险**。原油价格剧烈波动和供需矛盾激化，引发产油国矛盾公开化，中东的地区动荡更加复杂化。三是**疫情难民危机**。需要警惕一旦发展中国家疫情失控，导致国家社会失序，导致全球性疫情难民危机，冲击周边国家防疫工作以及经济稳定。中东和非洲疫情恶化对欧洲冲击，拉美疫情恶化对美加的冲击，南亚疫情恶化对亚洲周边国家冲击。

主要参考文献及注释：

- [1] Binder C. Coronavirus Fears and Macroeconomic Expectations[J]. Available at SSRN 3550858, 2020.
- [2] Chinazzi M, Davis J T, Ajelli M, et al. The effect of travel restrictions on the spread of the 2019 novel coronavirus (COVID-19) outbreak[J]. Science, 2020.
- [3] Chohan U W. A Post-Coronavirus World: 7 Points of Discussion for a New Political Economy[J]. 2020.
- [4] Daube C H. The Corona Virus Stock Exchange Crash[J]. 2020.
- [5] IMF Kristalina Georgieva, Transcript of Press Briefing by Kristalina Georgieva following a Conference Call of the International Monetary and Financial Committee, 2020.03.27.
- [6] IMF, IMF Enhances Debt Relief Trust to Enable Support for Eligible Low-Income Countries in the Wake of the COVID-19 Pandemic, IMF Blog, 2020.03.27.
- [7] IMF, Invisible Links[J] Finance & Development, June 2019, Vol. 56, No. 2
- [8] Iwata K, Miyakoshi C. A Simulation on Potential Secondary Spread of Novel Coronavirus in an Exported Country Using a Stochastic Epidemic SEIR Model[J]. Journal of Clinical Medicine, 2020, 9(4): 944.
- [9] Khan N, Faisal S. Epidemiology of Corona Virus in the World and Its Effects on the China Economy[J]. Available at SSRN 3548292, 2020.
- [10] Leiva-Leon D, Pérez-Quirós G, Rots E. Real-Time Weakness of the Global Economy: A First Assessment of the Coronavirus Crisis[J]. 2020.
- [11] Maffioli E M. How Is the World Responding to the 2019 Coronavirus Disease Compared with the 2014 West African Ebola Epidemic? The Importance of China as a Player in the Global Economy[J]. The American Journal of Tropical Medicine and Hygiene, 2020: tpmd200135.
- [12] 本文关于发达经济体和新兴市场经济体（简称新兴经济体）的定义，参照国际货币基金组织（IMF）2019年10月份出版的《世界经济展望》（WEO）确定范围。
- [13] 国际开发协会（IDA）是世界银行为帮助和促进最不发达的贫穷国家发展而设立的银行服务机构，是世界银行的组成部分。通常，将 IDA 国家作为贫困国家的样本代表。2019 年末，IDA 最贫困国家为 76 个。