

2018年9月

土耳其的金融危机： 是时候重新评估您的 投资组合了吗？



最近几周土耳其的经济困境导致投资者动荡不安。土耳其里拉暴跌，通胀威胁失控。新兴市场(EM)货币和欧洲银行承压，因市场担心土耳其的金融危机可能引发全球金融危机蔓延。

新兴市场投资者应该咬紧牙关还是避开新兴市场资产？我们从以下几个地方进行评估。

土耳其危机的前因后果：土耳其危机是如何展开， 又是什么引起了市场的恐慌？

曾经是新兴市场投资宠儿的土耳其，明星光环已经大幅减少。年初至今，土耳其里拉下跌了43%，本地股市下跌了16%，而10年期CDS已扩大超过270个基点。受到以下因素影响，土耳其资产受到了投资者的抛售。

内页

土耳其的金融危机：是时候重新评估您的投资组合了吗？	1
评估影响： 欧洲银行的风险敞口	2
评估影响： 对新兴市场货币的压力	3
市场前景与策略	4

如果您想了解更多详情，
请联系您的理财经理。

财政和经常账户赤字扩大

土耳其总统埃尔多安为了巩固其政治权力，积累了巨额的财政和经常账户赤字以提升经济。经济对外部资金的高度依赖使其极易受到外部冲击的影响。其800亿美元的外汇储备难以覆盖其4,700亿美元的外债总额。

尽管高通胀，利率却仍然很低

土耳其的通胀率超过15%，是央行目标利率的三倍，这是一个非常高的数字。相反，多数欧洲国家的中期通胀目标只有2%。埃尔多安总统非但没有收紧货币政策以抑制通胀，还指示央行维持低利率。

与美国关系恶化

8月，美国总统唐纳德·特朗普提议对土耳其钢铁和铝对美出口的关税提高一倍，两国关系陷入新低。与美国的紧张关系进一步对里拉造成打击，并加剧了土耳其的经济危机。

进一步蔓延风险有限

投资者一直担心土耳其危机会蔓延。然而，土耳其所经历的动荡应该是更局限在本国，更多反映的是其脆弱的经济和不稳定的政治背景。因此，我们认为引发全面全球危机的可能性较低。

土耳其并不能代表整个新兴市场

土耳其的财政和经常账户状况并不代表大多数新兴市场国家，这些国家大多拥有较强的经常账户。总体而言，新兴市场国家的经常账户赤字仅占其GDP的0.1%，占其政府外债的8%。

土耳其的经济规模太小

鉴于其规模相对较小的经济，土耳其的困境对其他新兴市场国家的直接影响是有限的。根据世界银行的数据，土耳其2017年GDP约为8,500亿美元，仅占同一年全球GDP的1%。

只占新兴市场指数的一小部分

投资者对土耳其资产的敞口很小。土耳其分别仅占MSCI新兴市场指数以及摩根大通新兴市场债券指数的0.6%和5.9%。

评估影响：欧洲银行的风险敞口

鉴于土耳其里拉的种种问题，市场一直在关注欧洲银行对土耳其银行和企业的风险敞口。由于市场担心土耳其的企业借款人可能会因为疲软的里拉而违约外币贷款，欧洲银行股票因此遭受冲击。这些恐惧又是否合理？

土耳其的风险敞口程度很低，相对微不足道

欧洲银行对土耳其非银行私营部门的风险敞口超过1,300亿美元。然而，这仅集中在少数几家银行：西班牙对外银行、法国巴黎银行和意大利裕信银行。总的来说，这些风险敞口仅占其银行整体贷款中很小比例。除了西班牙对外银行的14%的敞口外，其余银行的风险敞口不到5%。

欧洲银行的资产负债表更为强劲

过去几年，欧洲银行的资产质量有所改善，一级资本充足率从2012年的10%增加到2018年的15%以上。

欧洲大范围的银行危机不太可能发生

虽然土耳其银行系统的崩溃会对欧洲银行产生负面影响，但我们认为它演变成欧洲大范围银行危机的机率并不大。这是因为土耳其的风险敞口有限，而且相较于几年前，欧洲银行的资产负债表质量更佳。出现类似于2008年全球金融危机期间的欧洲金融体系的系统性崩溃可能性极低。

评估影响：对新兴市场货币的压力

由于担心土耳其因国内经济状况而无法偿还其外债，导致市场避险情绪飙升，资金涌向美元。土耳其里拉的快速抛售导致其兑美元大幅贬值。

担心美元走强会对以美元计价的新兴市场债务造成压力

许多新兴市场都有以美元计价的外债。美元的突然走强意味着偿还贷款会更加昂贵，特别是对那些财政和经常账户出现赤字的国家而言。因此，一些新兴市场货币如印尼盾、印度卢比、墨西哥比索以及南非兰特受土耳其里拉拖累也出现下跌。

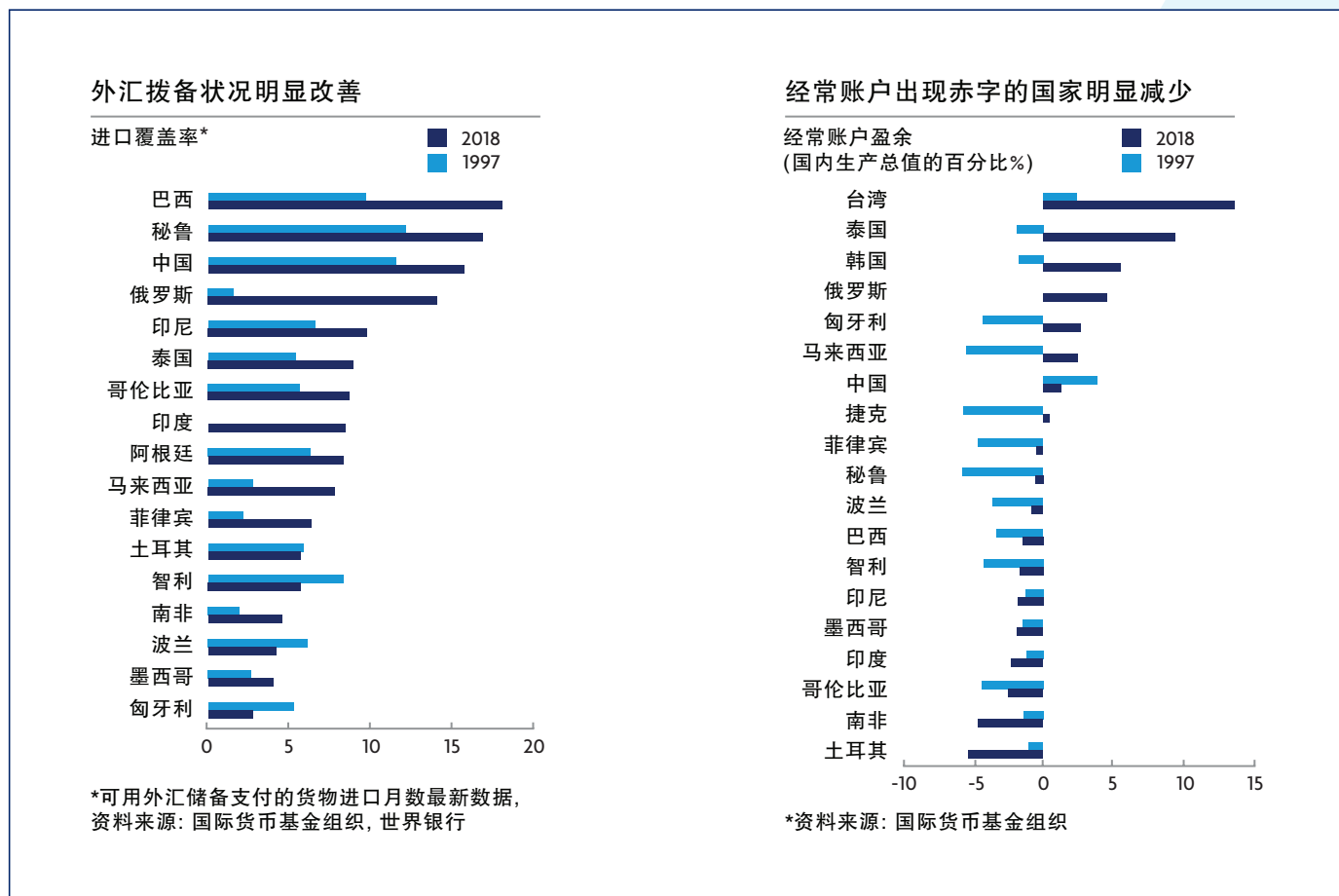
但新兴市场拥有相对强劲的外汇储备

然而，自1997年亚洲金融危机和2008年全球金融危机以来，许多新兴市场国家已经建立了外汇储备。再加上相对强健的经常账户盈余，将有助这些国家能够更有效、更积极地捍卫自己的货币。

经常账户盈余较强的国家，风险较低

考虑到风险，投资者应聚焦于那些外汇储备较高的国家，而避免投资于经常帐和财政赤字的国家。

图1：1997年亚洲金融危机和2008年全球金融危机之后，许多新兴市场已减少经常账户赤字以及增加外汇储备，承受货币冲击的能力增强。



资料来源：国际货币基金组织、世界银行、MRB 合伙人(2018年8月)

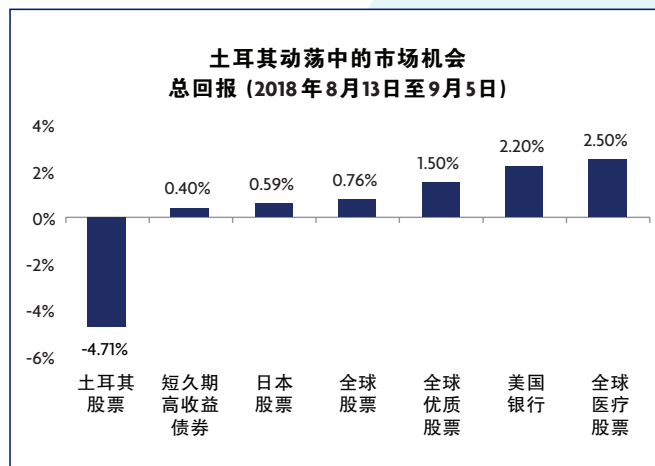
关注地缘政治风险

到目前为止，2018年对投资者来说是一个艰难的历程。从贸易摩擦到朝鲜半岛冲突，从中东紧张局势到欧洲的政治变革，土耳其的动荡只是一系列影响投资前景的地缘政治事件中的最新一件。这些地缘政治紧张局势可能导致全球市场的波动率飙升。这再次强调了投资组合多元化的重要性，若避免将所有鸡蛋放入一个篮子中，便可以减少特定风险。

虽然土耳其危机可能在短期内持续存在，但它并不是大规模全球金融危机的前兆。发达市场和新兴市场均保持稳固，经济基本面良好。

地缘政治事件将继续垄断头条新闻，但投资者应以平常心看待这种新闻，并区别市场噪音和促增长的基本面因素。如下图所示，尽管头条新闻如何耸人听闻，市场还是会出现带来正面回报的商机。

图2:



资料来源: Bloomberg, 总回报率截止2018年9月5日并以美元计算

市场前景与策略 ▶▶

宏观因素

全球增长	2018年和2019年的全球增长预计将从2017年的3.8%增加到3.9%。最近的数据相当稳固，全球增长似乎在发达市场和新兴市场都有所企稳。
货币政策	在美联储的领导下，央行继续将货币政策正常化。预计美联储将在9月和12月加息。欧洲央行将只在2019年下半年加息。日本央行可能会保持宽松。
通货膨胀和利率	通胀压力在美国和欧洲上升，但在其他主要经济体中保持相对温和。到第四季度，10年期国债收益率预计将达到3.2%。

风险

收益率飙升	工资上涨和商品价格稳定可能引发通货膨胀。由于预算赤字较大，财政部的发行量可能会增加。债券收益率快速飙升或将引发股市和债券的崩溃。
地缘政治紧张局势	市场仍然容易受到地缘政治风险的影响，尤其是贸易紧张局势和中东冲突。来自华盛顿的极端保护主义立场可能会削弱企业的信心。
政治风险	美国即将于11月进入中期选举，因此风险很高。与此同时，英国脱欧和意大利政治发展的不确定性可能继续推动市场波动。

战略

战术战略		主要理由	主要风险
发达市场的 通货再膨胀与 资金轮转	美国金融股票	<ul style="list-style-type: none"> 提供有吸引力的估值，收益可能因加息而有所改善，受益于监管放松。 	<ul style="list-style-type: none"> 如果美联储表现鸽派、加息的速度低于市场预期，可能会因此影响股票表现。
	欧洲股票	<ul style="list-style-type: none"> 合理的估值，盈利保持强劲 	<ul style="list-style-type: none"> 意大利的政治发展和与美国贸易紧张关系的升级可能会在短期内抑制投资情绪。
	日本股票	<ul style="list-style-type: none"> 有吸引力的估值，企业盈利仍然强劲，公司治理改革正在进行中。 	<ul style="list-style-type: none"> 随着安倍内阁的支持率下降，政治风险升高。但我们的基本预计是，安倍能够连任自民党主席。
把握新兴市场的 增长	新兴市场股票 (包括新兴市场配置型和亚洲股票)	<ul style="list-style-type: none"> 具有强劲的基本面和有吸引力的估值。优先考虑经常账户盈余且不易受资金外流影响的国家。 	<ul style="list-style-type: none"> 美元若是意外走强可能会形成阻力，但我们预计美元上升空间有限。
结构化机会	优质股票	<ul style="list-style-type: none"> 股市下挫时往往经历较少的亏损，而且长期以来往往能跑赢大市。 	<ul style="list-style-type: none"> 昂贵的估值或将增加短期内修正的可能性。然而，全球经济衰退的风险依然偏低。
	全球医疗保健股票	<ul style="list-style-type: none"> 预计药品审批和并购活动的增加将成为行业重新评级的催化剂。减少药物定价的负面消息可能会提振市场情绪。 	<ul style="list-style-type: none"> 政策上的不确定性可能继续影响市场情绪，但在可预见的将来，药品定价方面出现有意义的结构性改革的可能性不高。
增强收益	短久期高收益债券	<ul style="list-style-type: none"> 对利率的敏感度较低，收益率却比国债更有吸引力。 	<ul style="list-style-type: none"> 经济状况若恶化，将增加违约风险。然而，经济前景依然稳定。



誠摯如一

免责声明

本文件来源于大华银行有限公司（“新加坡大华”）。大华银行（中国）有限公司（“本行”）经授权予以发布。

本文件仅供一般参考之用，新加坡大华和本行不对此承担任何法律责任。本文件不构成针对任何投资产品或者保险产品的要约或者要约邀请，亦不应被视为针对任何投资产品或者保险产品的推荐或建议。

本文件只是基于新加坡大华所获得的且认为可以依赖之信息（新加坡大华和本行并未对其进行核实）而编制的，对于本文件及其内容的完整性和正确性，新加坡大华和本行不作任何陈述或保证，也不承担任何法律责任。新加坡大华和本行不能保证就任何特定目的而言，本文件内所含信息是准确的、充分的、及时的或者完整的。新加坡大华和本行不应对本文件中所含信息或者观点可能存在的错误、瑕疵或遗漏（无论由于何种原因引起）负责，亦不对您因基于该等信息或者观点而作出的任何决定或行为负责。

本文件中所含任何观点、预测或者针对任何特定事项（包括但不限于国家、市场或者公司）未来事件或者表现的具有预测性质的言论并不具有指导性，并且可能与实际事件或者结果不符。过往业绩不代表其未来表现，不得视为对未来表现的任何承诺或者保证。

本文件所含信息并未考虑任何特定人士的具体投资目的、财务状况或者特定需求。在购买任何投资产品或者保险产品前，请向您的法律、管理、税务、商业、投资、财务及会计顾问咨询，如果您决定不征求该等顾问的意见，您应自行考虑该等投资产品或者保险产品是否适合于您。

新加坡大华和本行及附属机构、关联公司、董事、雇员或客户在本文件所述产品或其相关产品、其它金融投资工具或衍生投资产品（“产品”）中可能享有权益，包括进行营销、交易、持有、作为造市者行事、提供金融或咨询服务，或在有关产品公开献售中担任经理或联席经理。本行及附属机构、关联公司、董事或雇员也可能与本文件所述的任何产品提供者拥有联盟或合约的关系，或提供经纪、投资理财或金融服务的其它关系。

未经本行事先书面同意，本文件及其所含任何信息不得被转发或者以其他方式向任何其他人士提供，亦不得被用于其它用途。另，本文原文以英文书写，中文版本为翻译版本且仅供参考。