

BBVA

RESEARCH

国家风险季度报告

BBVA 研究部

跨国新兴市场分析组

2012年12月

摘要

金融市场和全球风险规避

- 西方央行“行动”推动了美国和欧洲市场金融压力恢复到正常。新兴市场是最受惠于央行行动的市场之一。某些新兴市场进入了低压力区。
- 资本流动持续从第二季度的急剧下降改善，尤其是新兴市场。

主权市场和评级更新

- 9月份主权市场持续受益于各大央行的举措。西班牙和意大利在校正进程中处于领先，但风险溢价仍然很高。
- 评级机构对新兴市场持续升级，而对欧盟周边做了一些轻微降级。一些新兴市场进入了投资级区域（土耳其）。
- 在欧盟和一些新兴欧洲国家，主权评级降级压力（来自隐性信用违约掉期价格/ implicit CD Swaps quotes）依然存在。拉丁美洲向“升级”区域发展，而亚洲保持在中间地位。

我们的国家风险评估

- 央行的大幅度“推动措施”缓解了金融压力（包括主权），有助于缓解评级降级周期。
- 尽管做出调整（去杠杆化、外部和财政调整），发达国家仍然存在重大的脆弱点。股票变量方面的种种问题（仍然很高的公共和私人债务）加上流动性限制使其容易受到投资者情绪突然变化的影响。
- 新兴市场受益于坚实基本因素加强的“推动”因素。新兴欧洲国家继续进行调整，但仍然是最脆弱的地区。拉丁美洲和亚洲仍然是风险较低的地区，在某些大国（如墨西哥和土耳其）还有评级进一步升级的可能性。然而，也出现一些监测预警信号。信贷和住房价格开始增加，我们的信用违约互换平衡模型（CD Swaps equilibrium models）显示，一些新兴市场现在已经接近或低于平衡水平，对校正构成一定风险。

目录

- 1 国际金融市场、全球风险规避与资本流动
- 2 主权市场和评级升级
- 3 地区宏观经济脆弱性与国家风险内部评估
- 4 专题
 - 新兴市场区域金融紧张程度指数的新模型
 - 估测平衡风险溢价的新方法

附录

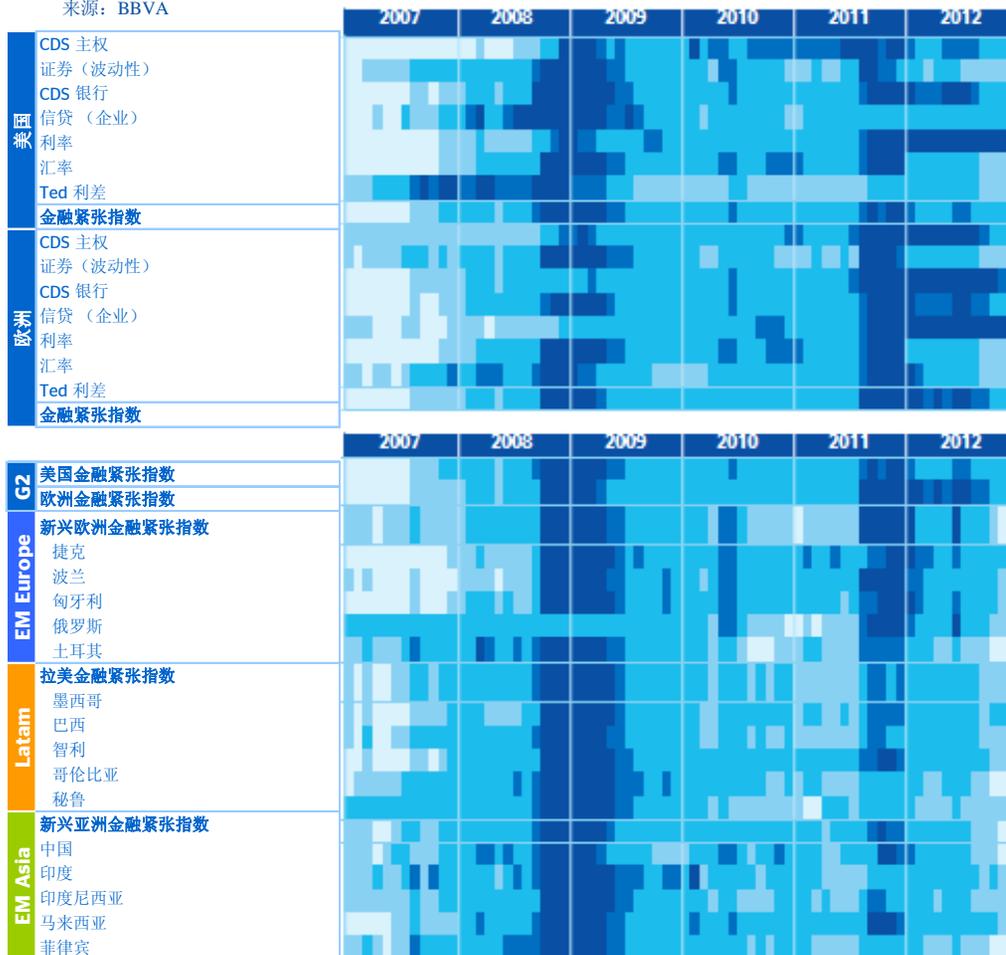
- 方法附录

第1部分

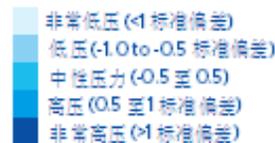
金融市场压力

财政压力图

来源: BBVA



- 西方央行“行动”推动了美国和欧洲市场金融压力恢复到正常。但是某些环节仍然处于“压力之下”（银行和利率）
- 在本季度新兴市场位于最受益的市场之中。由于降低的欧元兑换风险，央行行动使新兴的欧洲市场位于中间区域之下。亚洲以及在较小程度上拉丁美洲也进入非常低的压力区域。



第1部分

资本流动更新

股票和债券流入净额2007-2012年

(基于国家; 2007-2012年标准单位4wMA)

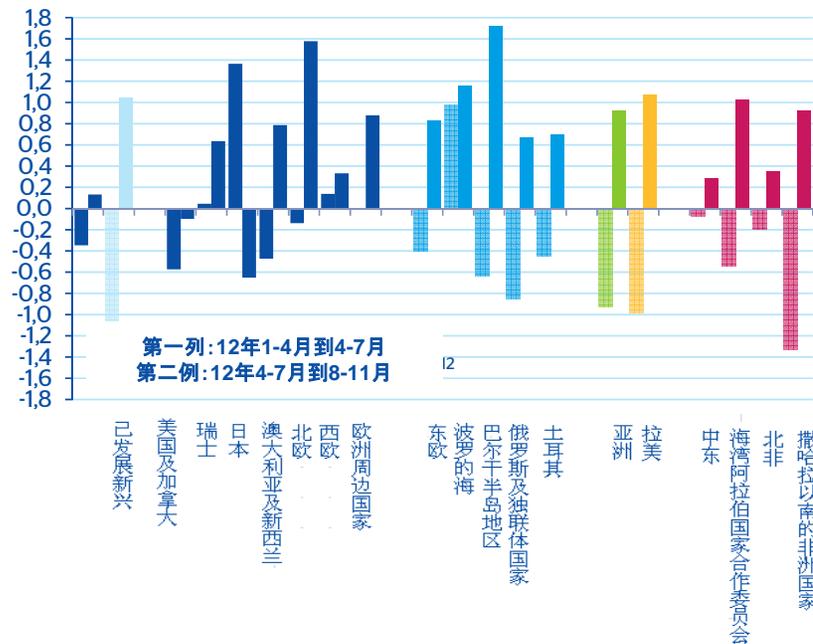
来源: EPFR 和BBVA Research



2012年股票和债券流入净额:

(期间平均值变化; 2007-2012年标准单位)

来源: EPFR 和BBVA Research



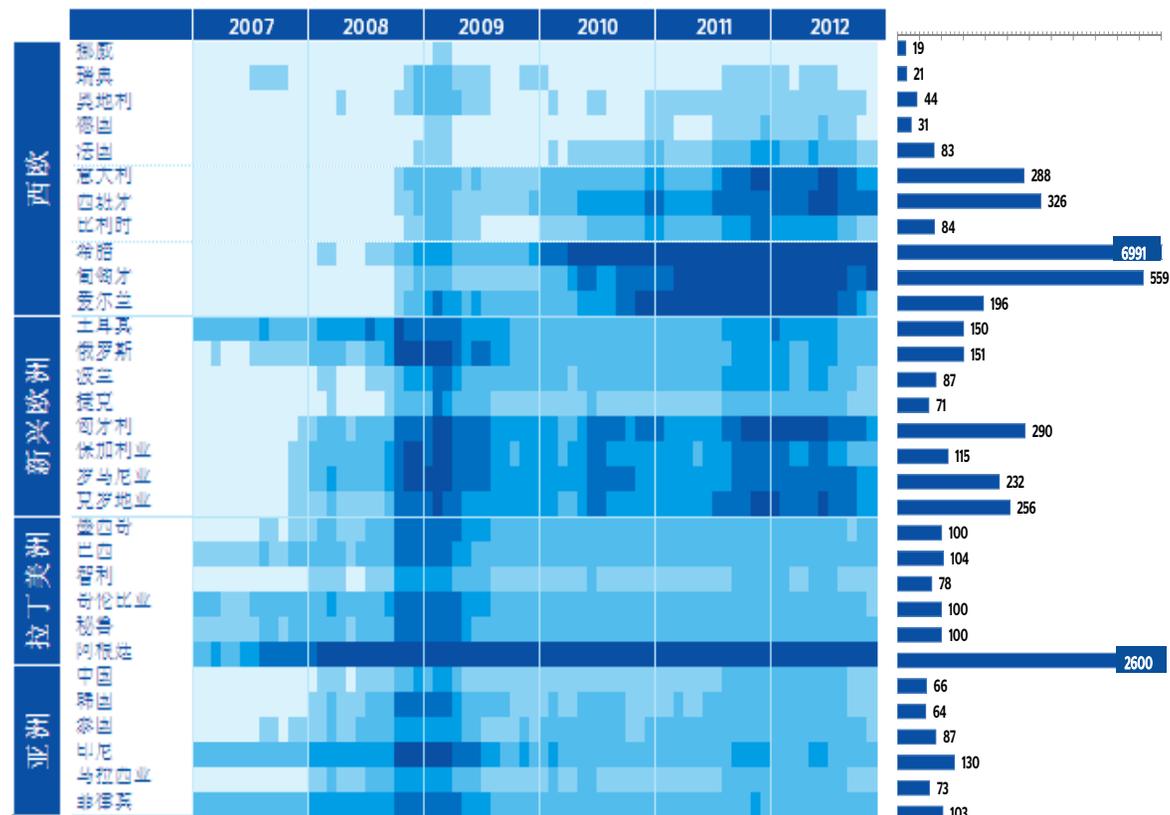
- 自8月份以来, 欧洲央行和美联储所采取的大胆行动以及新一轮的流量进入新兴经济体和商品出口国, 抵消了第二季度的负面情绪。
- 在新兴市场中, 拉丁美洲、亚洲和俄罗斯将大量流出扭转为大量流入, 而东欧、土耳其和海湾合作委员会 (GCC) 国家也出现了显著改善。社会和政治动荡限制了中东和北非地区的收益。

第2部分

主权市场更新

主权CDS利差

来源: Datastream 和BBVA Research



- 由于在央行刺激措施以及9月份所宣布的措施的支持下，欧洲信用违约掉期息差（CD Swap spreads）持续紧缩。
- 东欧主权信用违约互换（sovereign CD Swaps）处于最受惠于西欧改善之中。土耳其得到了惠誉国际信用升级的支持。
- 拉丁美洲主权信用违约互换仍然处于相对安全的水平，并在下降。阿根廷的决定引发了信用违约互换显著增加。
- 亚洲主权持续紧缩，也处于100基点以下区域。

主权CD交换图：显示了6个不同CD交换报价范围的彩图（较深>500，300 - 500，200 - 300，100 - 200，50 - 100和较浅<50 bp）

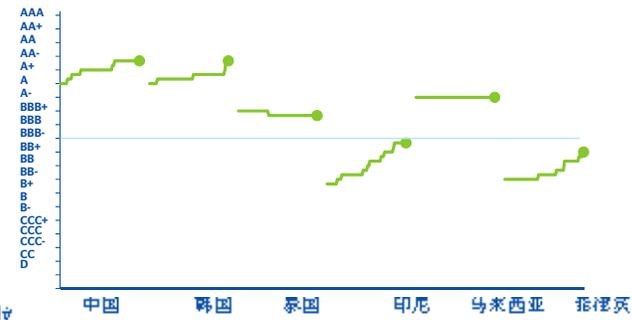
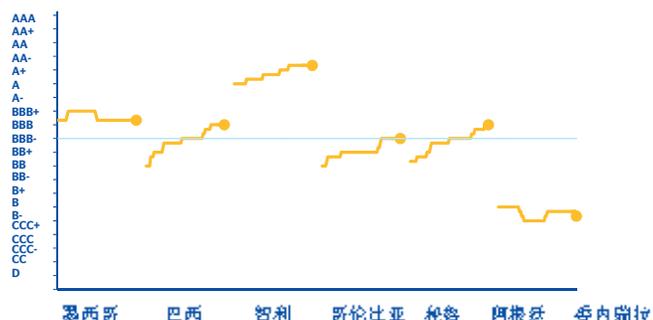
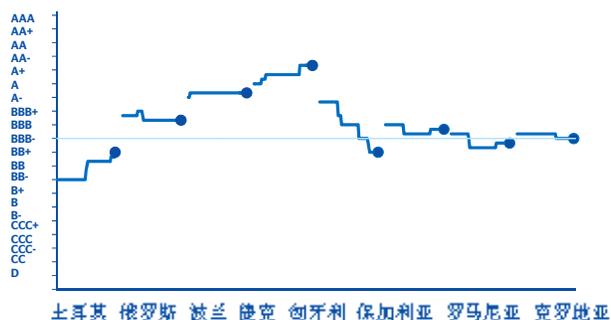
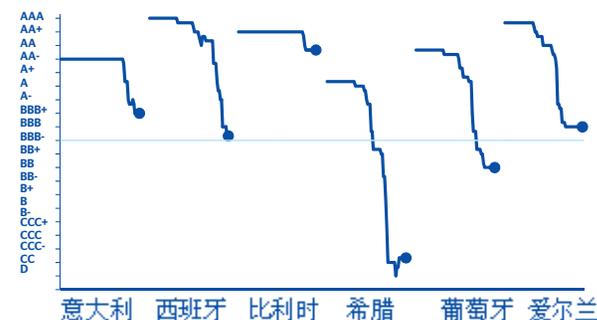
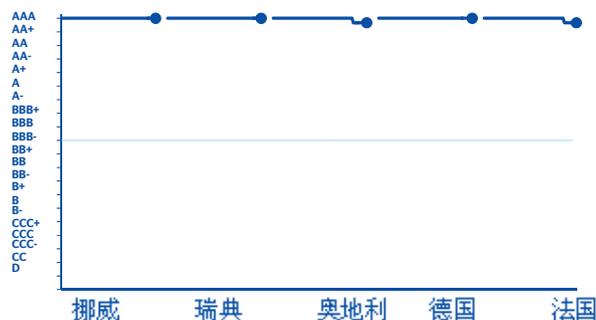
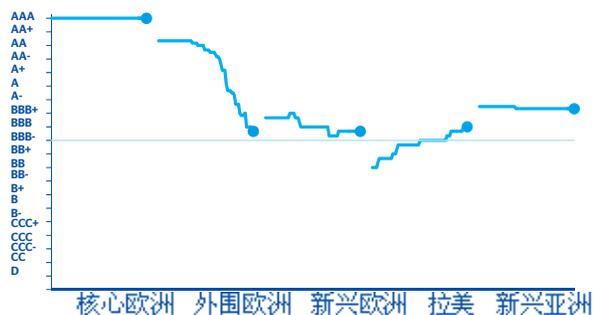
0 50 100 150 200 250 300 350 400 450 500 550 600

第2部分

主权信用评级更新

2007-2012年主权评级指数

来源：BBVA Research采用S&P、Moody's和Fitch数据



主权评级指数：将三个重要评级机构的评级字母代码（Moody's、Standard & Poor's和Fitch）变成20（AAA）– 违约(0)数字位的指数。指数是三个重新调整数字评级的平均值。

- 发达经济体：评级机构降级周期有些缓和，只是有某些降级，并非新的普遍性降级。西班牙经历了新的降级（S&P），法国失去了AAA级（Moody's）。
- 新兴市场结果各不相同。有一些新的升级（如土耳其和菲律宾），也有一些降级（如匈牙利和阿根廷）。

第2部分

主权降级压力图

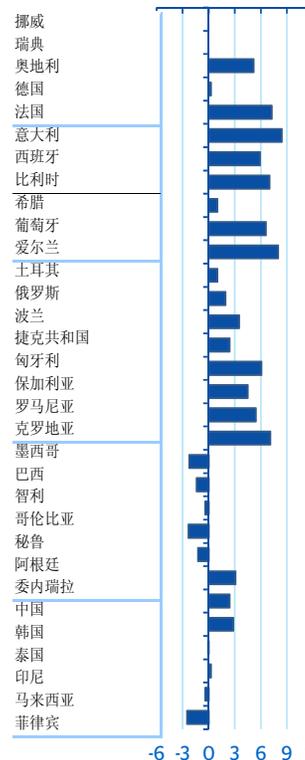
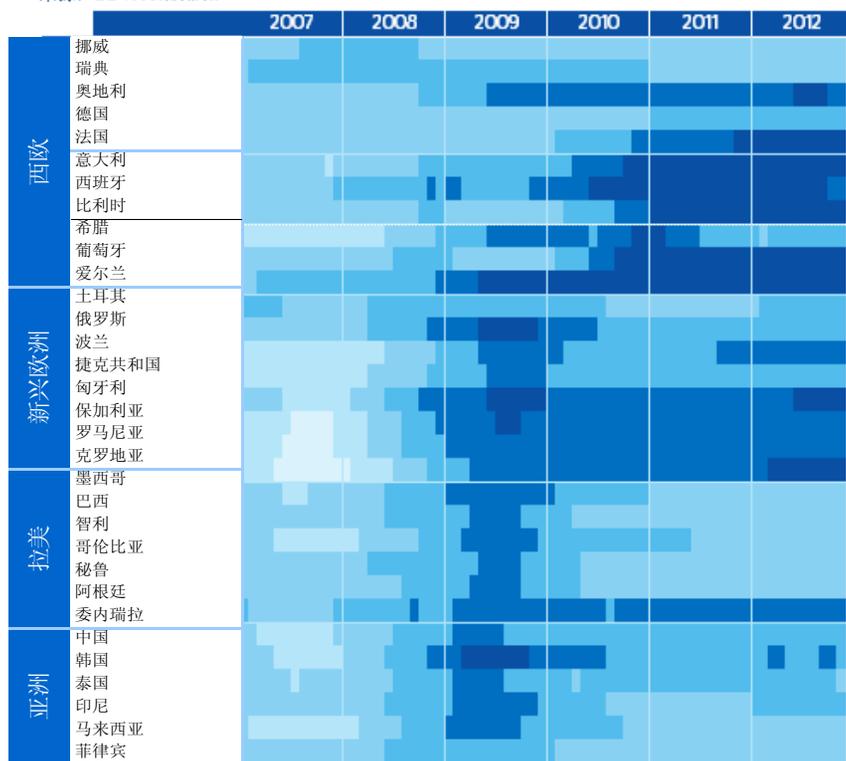
评级机构降级压力图

(实际负CDS对应的主权评级, 刻度)

来源: BBVA Research

2012年11月

11月28日更新



- 在某些欧洲国家, 信用违约互换隐式评级仍然预示潜在降级压力。法国和欧盟周边其他国家仍然可能会有潜在降级。
- 在东欧, 如匈牙利、保加利亚、罗马尼亚和克罗地亚, 表现出中等压力。
- 拉丁美洲主权信用违约互换开始出现某些“升级”压力的信号 (如哥伦比亚和墨西哥)。
- 亚洲处于中间位置。菲律宾进入升级压力。

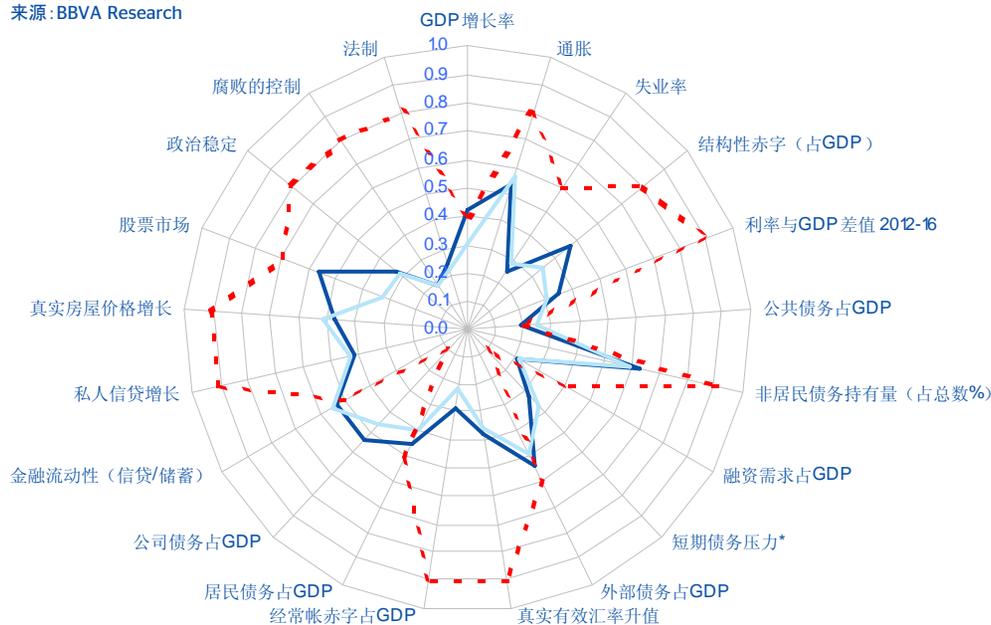
降级压力图: 图中显示了根据信用违约互换当前评级指数 (数字刻度违约(0) - AAA (20)) 以及隐含违约等级的左升。我们根据观察到的CDS和估计平衡利差计算违约 (PDs) 的隐性概率。对于这些PDs计算, 我们运用Chan-Lau (2006)描述的标准方法, 假设样本中所有国家的违约损失率为常量0.6 (回收率为0.4)。我们在聚类分析中采用结果PDs, 以及及时将所有点上每个国家归入20个不同类别 (评级), 模拟评级机构所用的20个相同分类。

第3部分

地区风险更新：核心欧洲

欧洲核心国家：2012脆弱性雷达

(2012年数据, 发展和发达国家的相对位置。最大风险=1, 最小风险=0) 包括奥地利, 比利时, 法国, 德国, 丹麦, 挪威, 瑞典
来源: BBVA Research



- 发达: (ST公债/公债总额)
- 新兴: (储备/ST外债)
- 1: 高脆弱性
- 0: 低脆弱性

- 核心欧洲 2012
- 核心欧洲 2011
- - - 发达市场风险区间 2012



去杠杆化正在减少由于过度信贷和房价的风险。制度因素保持为正面资产



恶化的经济增长前景



一些国家的公共债务和私人债务保持在风险水平附近, 会引致潜在问题

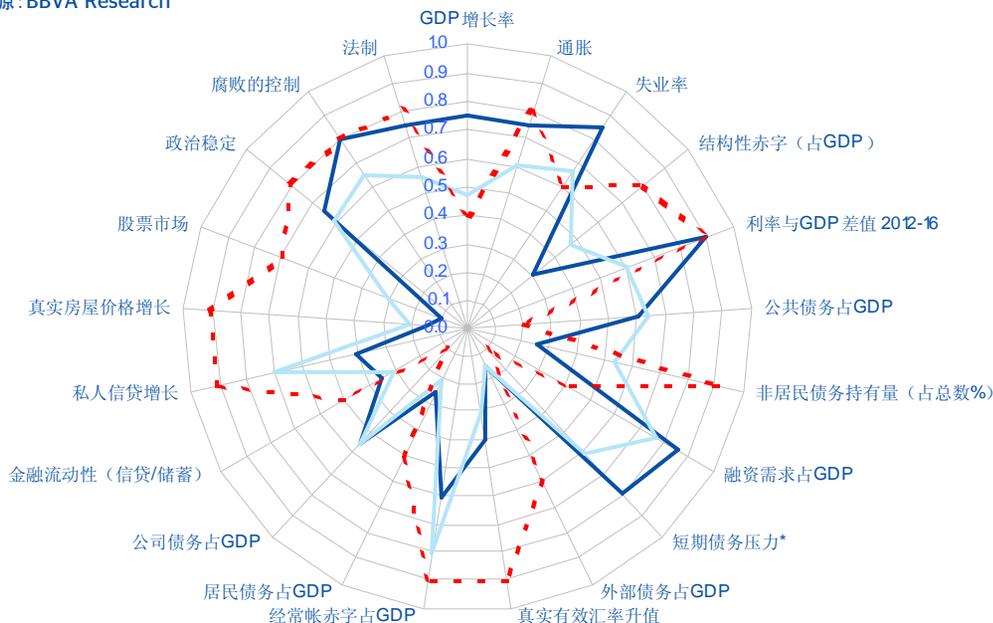
脆弱性雷达: 显示不同国家的静态和比较脆弱性。我们为其分配多个偿付能力、流动性和宏观变量, 并按百分位数从0(国家中较低比率)至1(最高脆弱性)重新排序。此外, 雷达中的内部位置表示较低脆弱性, 同时, 外部位置表示较高脆弱性。风险阈值根据关于危机的学术文献及历史水平确定。

第3部分

地区风险更新：西欧

欧洲外围国家1: 2012脆弱性雷达

(2012年数据, 发展和发达国家的相对位置。最大风险=1, 最小风险=0) 包括西班牙和奥地利
来源: BBVA Research



- 发达: (ST公债/公债总额)
- 新兴: (储备/ST外债)
- 1: 高脆弱性
- 0: 低脆弱性

- 欧洲外围 | 2012
- 欧洲外围 | 2011
- - - 发达市场风险区间 2012



结构性财政改善
住房市场和信贷过度的清理
外部调整正在发生



一些制度因素的恶化



经济活动和就业恶化
流动性问题依然存在
高公共和私人债务

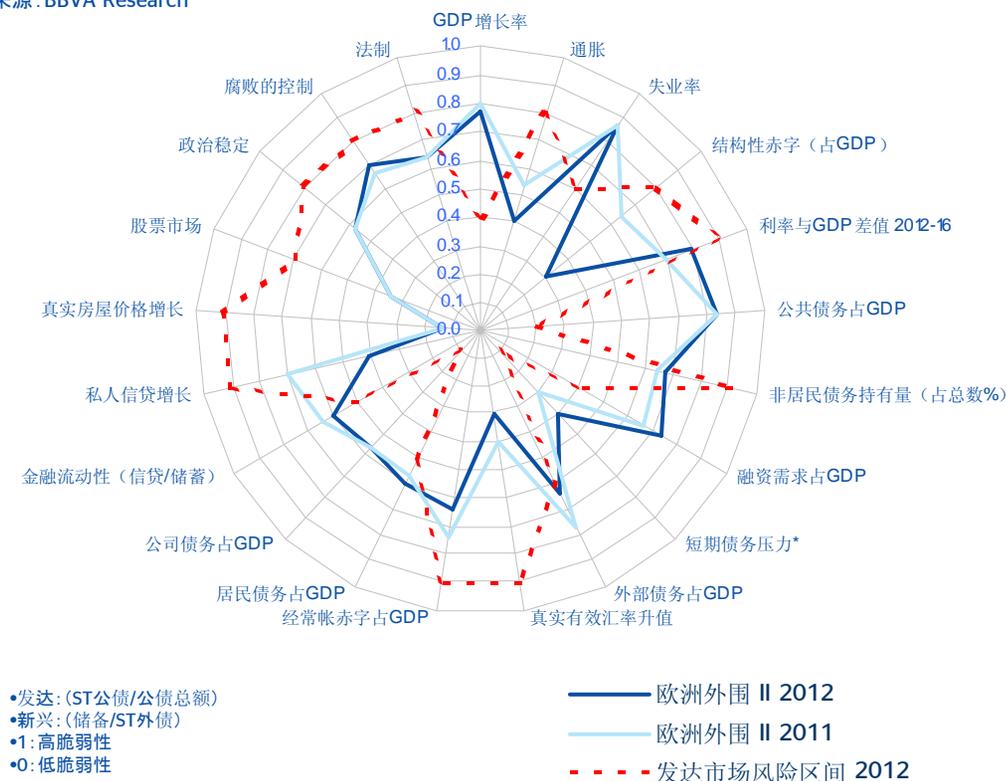
脆弱性雷达: 显示不同国家的静态和比较脆弱性。我们为其分配多个偿付能力、流动性和宏观变量, 并按百分位数从0(国家中较低比率)至1(最高脆弱性)重新排序。此外, 雷达中的内部位置表示较低脆弱性, 同时, 外部位置表示较高脆弱性。风险阈值根据关于危机的学术文献及历史水平确定。

第3部分

地区风险更新：西欧

欧洲外围国家2: 2012脆弱性雷达

(2012年数据, 发展和发达国家的相对位置。最大风险=1, 最小风险=0) 包括希腊, 爱尔兰和葡萄牙
来源: BBVA Research



脆弱性雷达: 显示不同国家的静态和比较脆弱性。我们为其分配多个偿付能力、流动性和宏观变量, 并按百分位数从0(国家中较低比率)至1(最高脆弱性)重新排序。此外, 雷达中的内部位置表示较低脆弱性, 同时, 外部位置表示较高脆弱性。风险阈值根据关于危机的学术文献及历史水平确定。



结构性财政改善
住房市场和信贷过度的清理
真实汇率的强劲调整



外部改善持续但是经常帐和外部债务风险维持高位



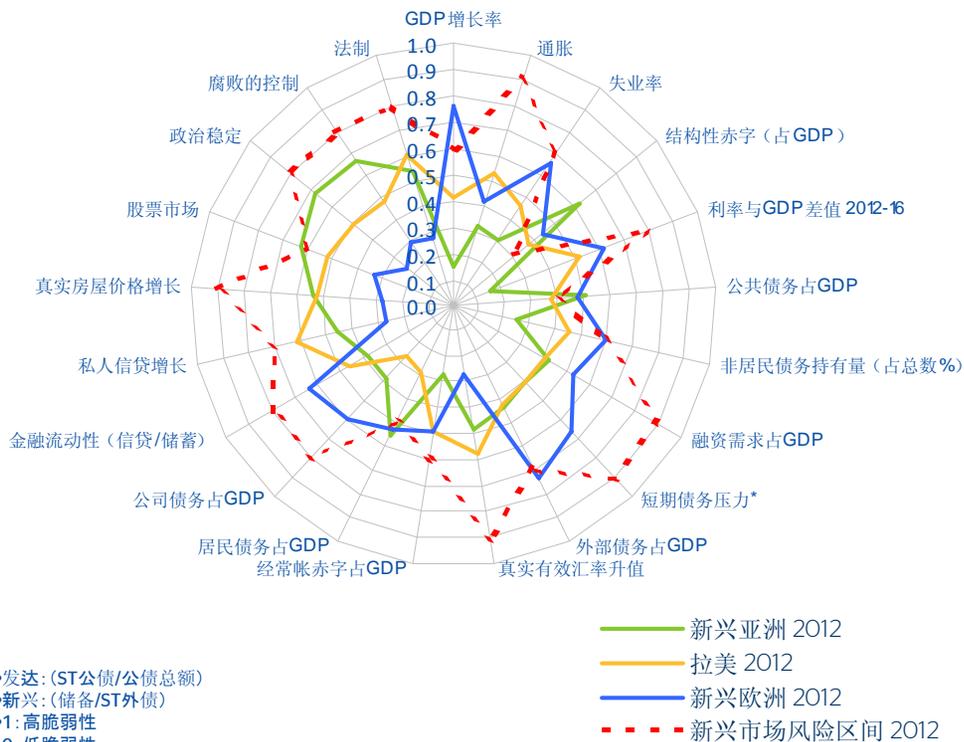
非常高水平的公共债务
接受援助中 (流动性问题)
高公共和私人债务以及银行融资缺口

第3部分

地区风险更新：新兴欧洲

新兴欧洲：2012脆弱性雷达

(2012年数据，发展和发达国家的相对位置。最大风险=1，最小风险=0)
来源：BBVA Research



相对于新兴市场较低的制度风险
快速的去杠杆化和真实汇率的调整



经济活动和就业持续疲弱
外部债务接近风险区域



财政保持接近风险区域
高私人债务水平

脆弱性雷达：显示不同国家的静态和比较脆弱性。我们为其分配多个偿付能力、流动性和宏观变量，并按百分位数从0(国家中较低比率)至1(最高脆弱性)重新排序。此外，雷达中的内部位置表示较低脆弱性，同时，外部位置表示较高脆弱性。风险阈值根据关于危机的学术文献及历史水平确定。

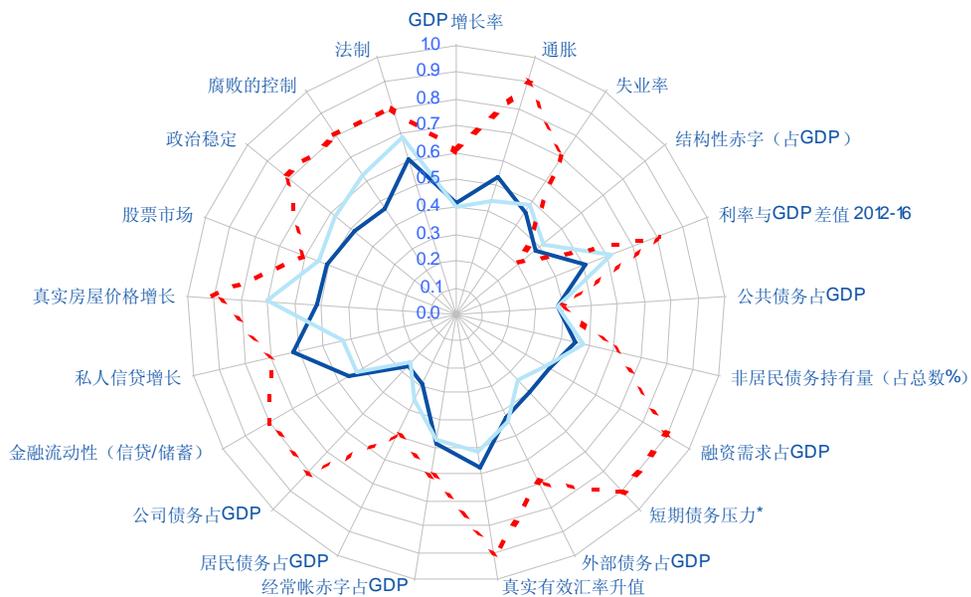
第3部分

地区风险更新：拉美

拉美：2012脆弱性雷达

(2012年数据, 发展和发达国家的相对位置。最大风险=1, 最小风险=0)

来源: BBVA Research



- 发达: (ST公债/公债总额)
- 新兴: (储备/ST外债)
- 1: 高脆弱性
- 0: 低脆弱性

- 拉美 2012
- 拉美 2011
- - - 新兴市场风险区间 2012

脆弱性雷达: 显示不同国家的静态和比较脆弱性。我们为其分配多个偿付能力、流动性和宏观变量, 并按百分位数从0(国家中较低比率)至1(最高脆弱性)重新排序。此外, 雷达中的内部位置表示较低脆弱性, 同时, 外部位置表示较高脆弱性。风险阈值根据关于危机的学术文献及历史水平确定。



良好的宏观指标和充沛的流动性缓冲。
低私人债务和改善中的



过度信贷和房屋价格需要不监控



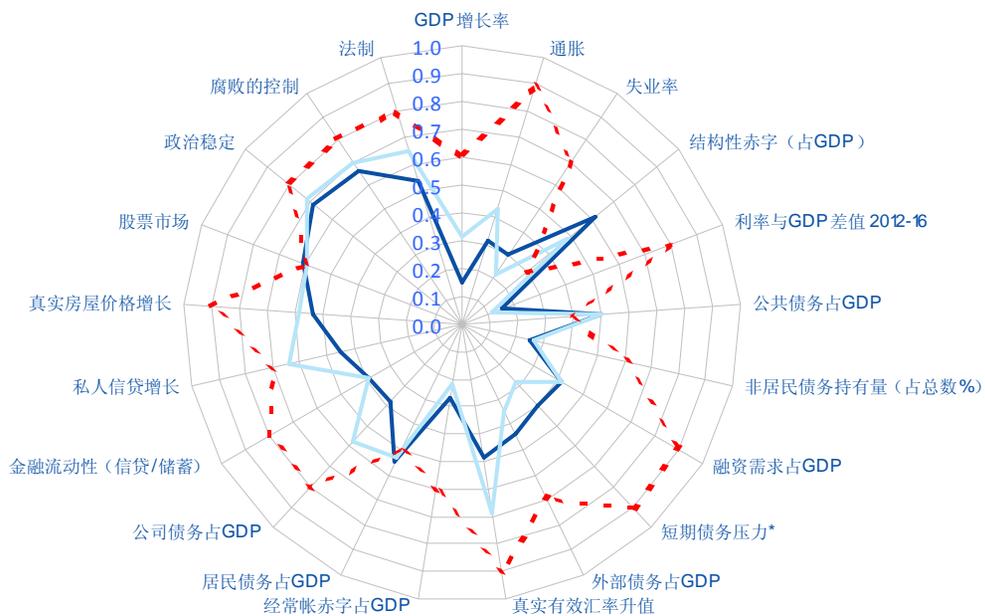
结构性财政平衡需要调整, 公共债务
接近新兴市场风险区间

第3部分

地区风险更新：亚洲

新兴亚洲：2012脆弱性雷达

(2012年数据, 发展和发达国家的相对位置。最大风险=1, 最小风险=0)
来源: BBVA Research



- 发达: (ST公债/公债总额)
- 新兴: (储备/ST外债)
- 1: 高脆弱性
- 0: 低脆弱性

- 新兴亚洲 2012
- 新兴亚洲 2011
- - - 新兴市场风险区间 2012



良好的宏观指标和充沛的流动性缓冲。
信贷增长放缓



一些制度因素的改善



结构性财政平衡在风险水平之上。居民贷款印染高于新兴市场水平

脆弱性雷达: 显示不同国家的静态和比较脆弱性。我们为其分配多个偿付能力、流动性和宏观变量, 并按百分位数从0(国家中较低比率)至1(最高脆弱性)重新排序。此外, 雷达中的内部位置表示较低脆弱性, 同时, 外部位置表示较高脆弱性。风险阈值根据关于危机的学术文献及历史水平确定。

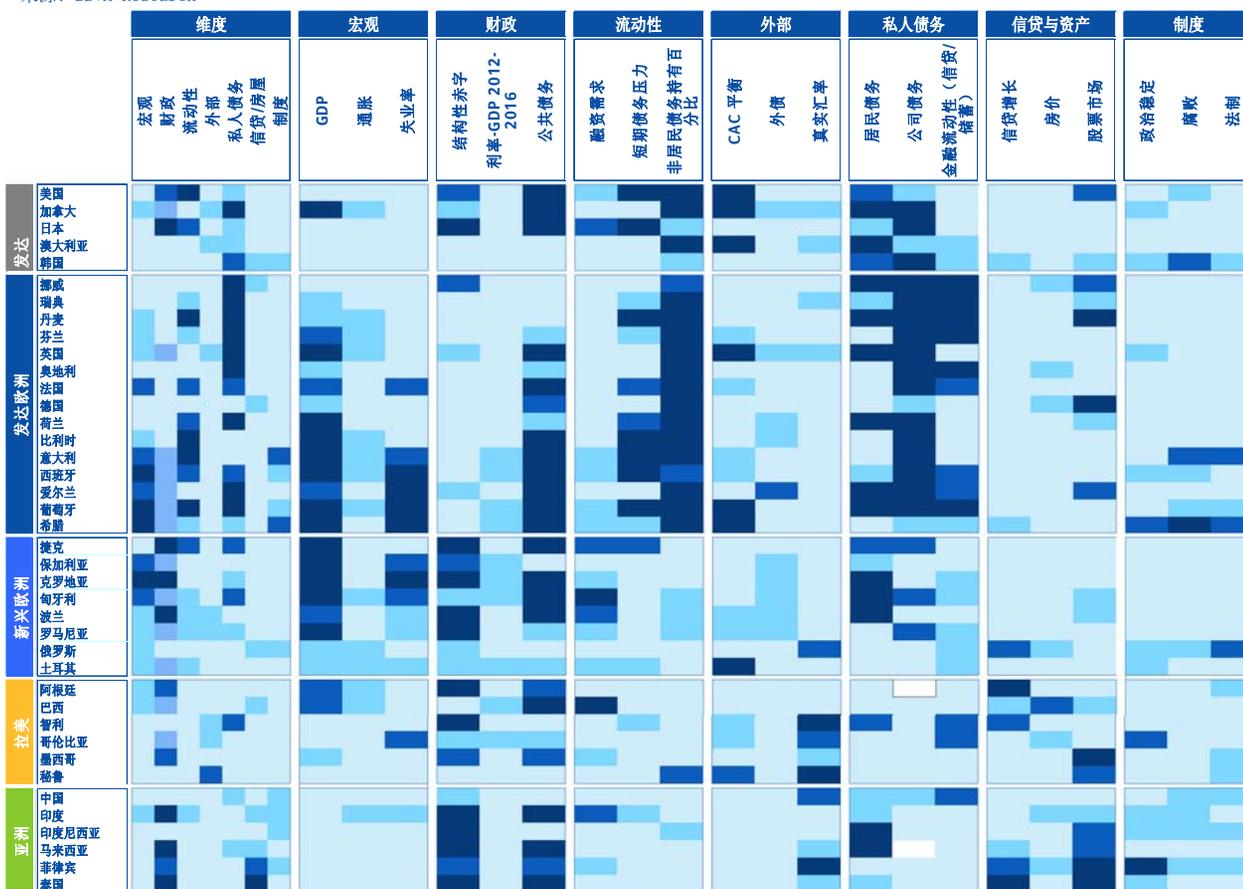
第3部分

地区风险更新：世界风险图

距风险距离图

(深色表示指标在风险区间之上，浅色代表安全或者距风险区间较远)

来源：BBVA Research

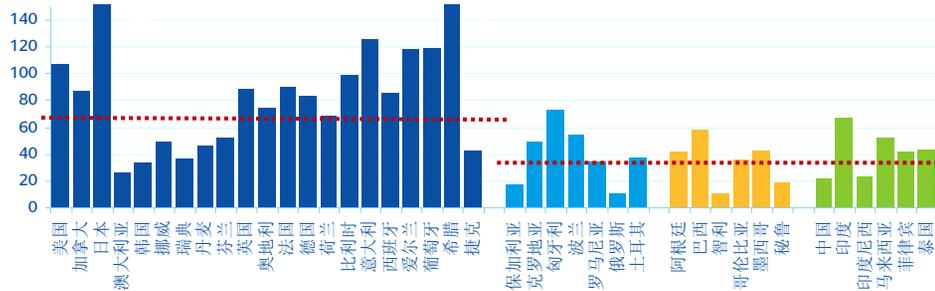


第3部分

公共和私人债务图

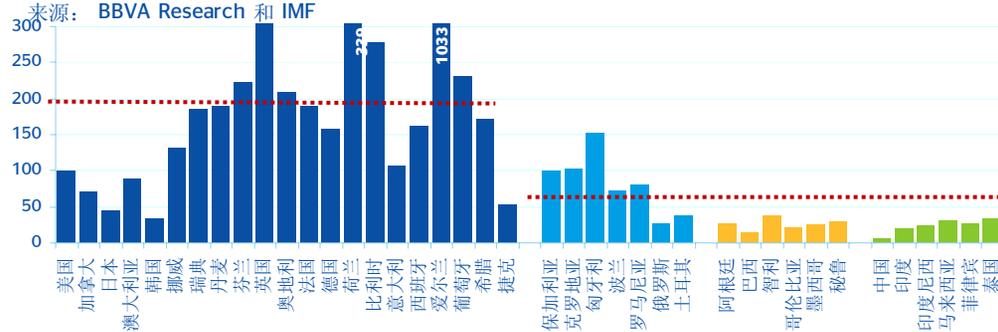
总公共债务 2012
(% GDP)

来源: BBVA Research 和 IMF



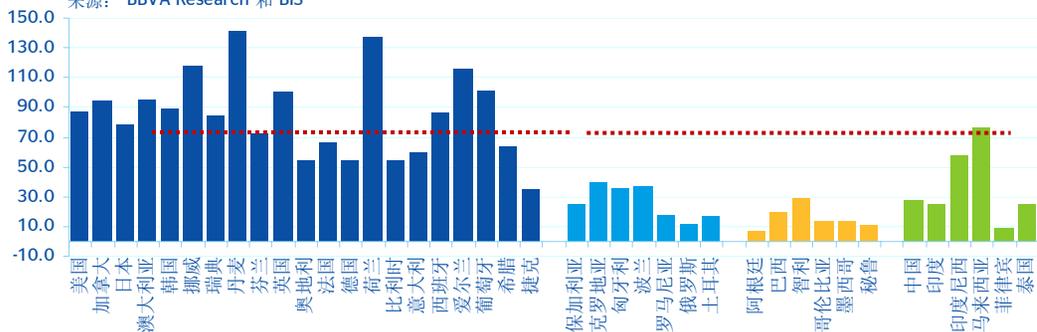
外部债务 2012
(% GDP)

来源: BBVA Research 和 IMF



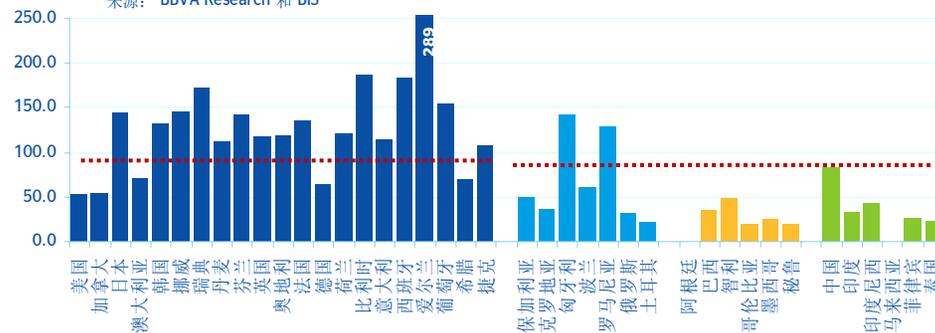
居民债务 2012
(% GDP)

来源: BBVA Research 和 BIS



公司债务 2012
(% GDP)

来源: BBVA Research 和 BIS

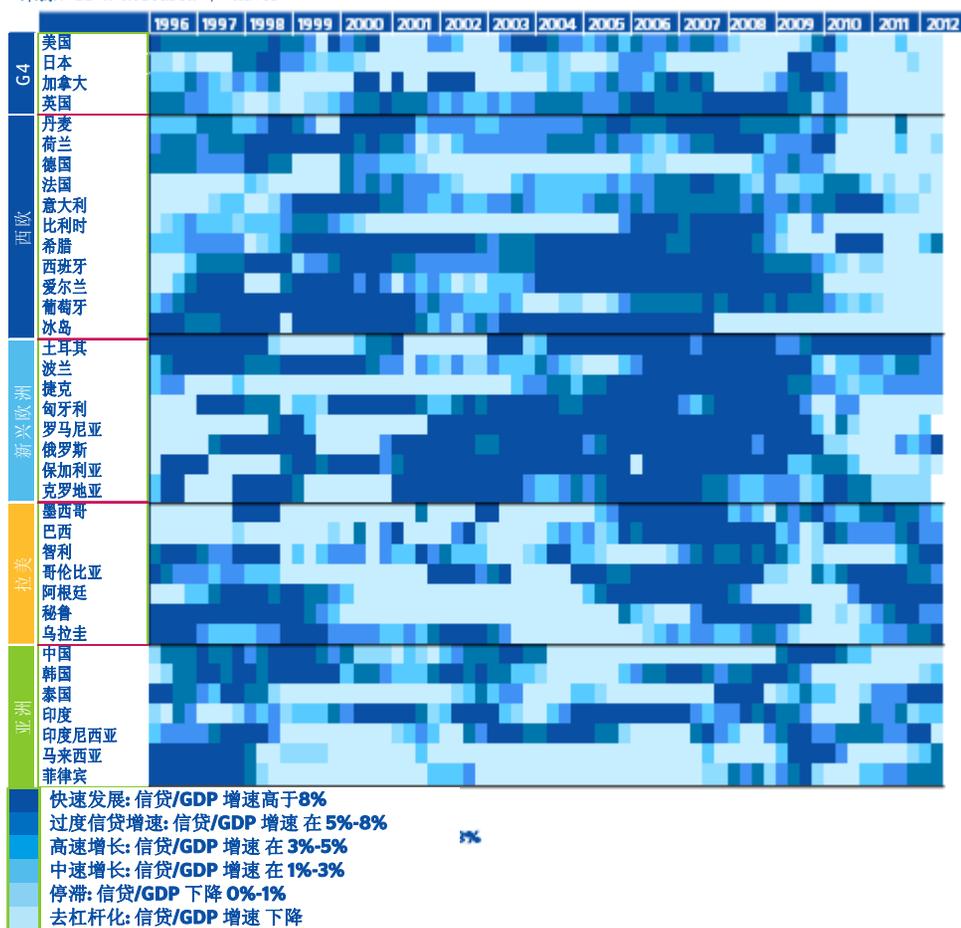


..... 风险区间

第3部分 私人信贷

私人信贷 (1996-2012 Q2) (私人信贷/GDP比例年度变化)

来源: BBVA Research 和 Haver



- 发达经济体私营部门的信贷增长持续得到修正。
- 在东欧，经过两年的蓬勃发展之后，土耳其的信贷开始缓解下来。俄罗斯出现加速增长的初步迹象。
- 拉丁美洲在私营部门信贷方面保持强劲发展，某些国家出现迅速发展的迹象。
- 亚洲信贷增长信号不一。中国继续调整，而菲律宾和泰国出现某些加速增长的迹象。

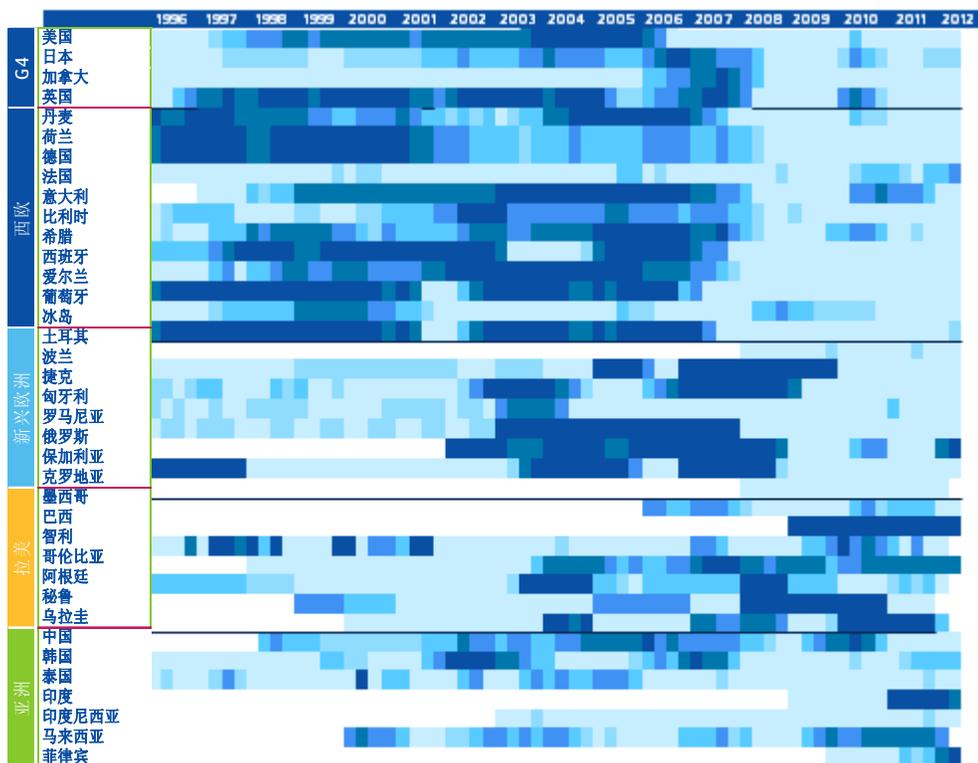
第3部分

真实房价

真实房价 (1996-2011)

(真实房价年度变化)

来源: BBVA Research, BIS 和 Globalpropertyguide



快速发展: 信贷/GDP 增速高于8%
 过度信贷增速: 信贷/GDP 增速在 5%-8%
 高速增长: 信贷/GDP 增速在 3%-5%
 中速增长: 信贷/GDP 增速在 1%-3%
 停滞: 信贷/GDP 下降 0%-1%
 去杠杆化: 信贷/GDP 增速 下降

- 大多数发达国家房地产市场仍然在去杠杆化，而德国和日本出现某些复苏的迹象。法国初期复苏势头冷却下来。
- 在东欧，土耳其的实际房价增长缓和下来，而俄罗斯出现某些回升迹象。
- 在拉丁美洲，巴西位居过热的前列，接下来是哥伦比亚。墨西哥、秘鲁和乌拉圭有些缓和。
- 亚洲房地产价格有些偏离。印度存在一些过热的迹象，而马来西亚趋于缓和。在数月修正之后，中国的实际房价稳定下来。

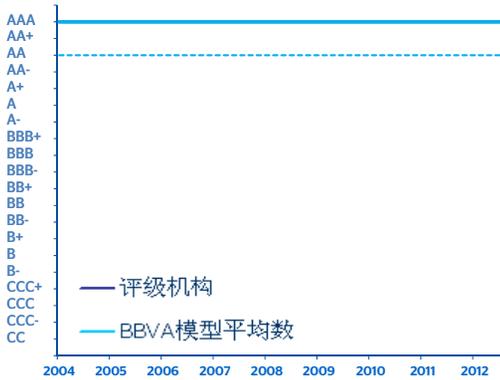
第3部分

地区风险更新：西欧

欧洲核心国家：主权评级

(评级机构和BBVA得分, +-1std dev)

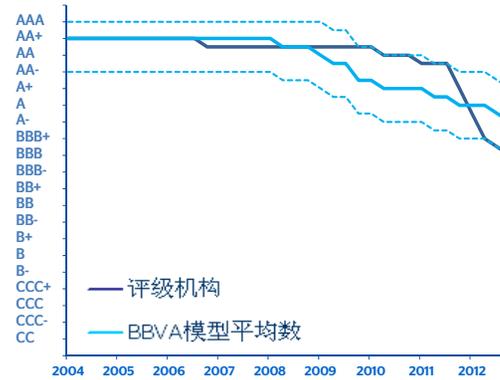
来源: Standard & Pools, Moody's, Fitch 和BBVA Research



欧洲周边国家I：主权评级

(评级机构和BBVA得分, +-1std dev)

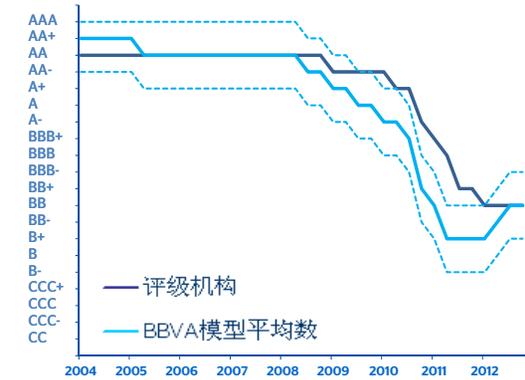
来源: Standard & Pools, Moody's, Fitch 和BBVA Research



欧洲周边国家II：主权评级

(评级机构和BBVA得分, +.1 std dev)

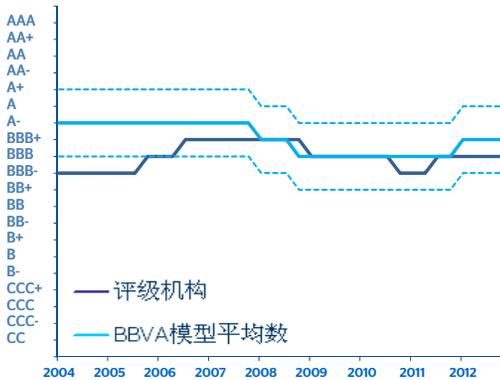
来源: Standard & Pools, Moody's, Fitch 和BBVA Research



EM欧洲：主权评级

(评级机构和BBVA得分)

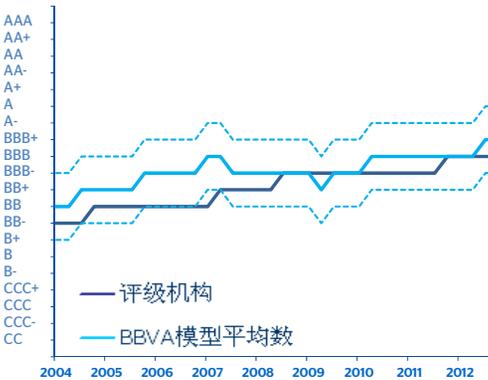
来源: Standard & Pools, Moody's, Fitch 和BBVA Research



拉美：主权评级

(评级机构和BBVA得分)

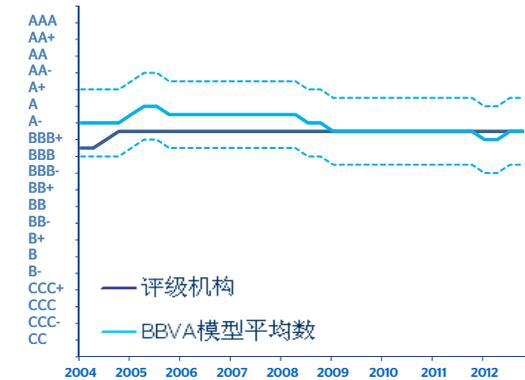
来源: Standard & Pools, Moody's, Fitch 和BBVA Research



新兴亚洲：主权评级

(评级机构和BBVA得分)

来源: Standard & Pools, Moody's, Fitch 和BBVA Research



第3部分

地区风险：CDS更新

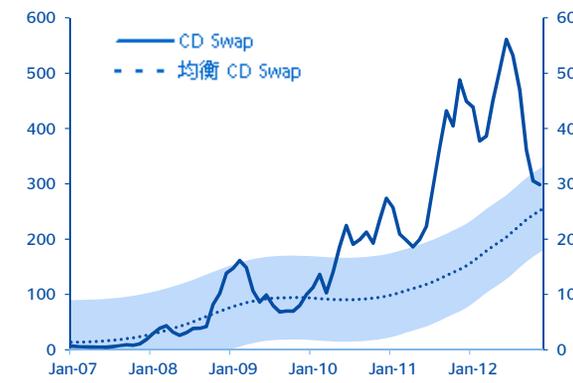
欧洲核心: CD Swap 5年

(均衡值: 4种不同模型的平均值+0.5标准差)



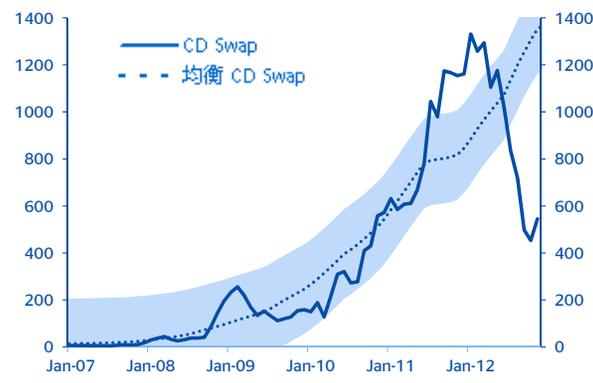
欧洲外围 I: CD Swap 5年

(均衡值: 4种不同模型的平均值+0.5标准差)



欧洲外围 II: CD Swap 5年

(均衡值: 4种不同模型的平均值+0.5标准差)



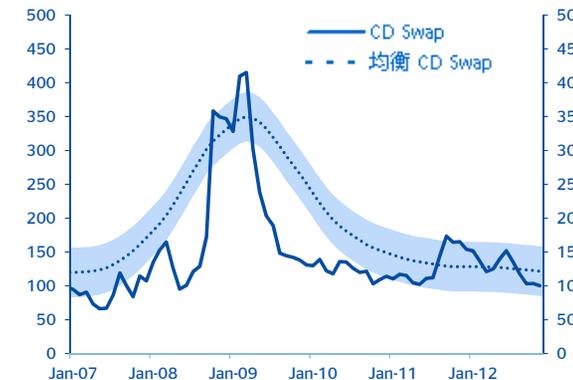
新兴欧洲: CD Swap 5年

(均衡值: 4种不同模型的平均值+0.5标准差)



拉美: CD Swap 5年

(均衡值: 4种不同模型的平均值+0.5标准差)



新兴欧洲: CD Swap 5年

(均衡值: 4种不同模型的平均值+0.5标准差)



第3部分

脆弱性指标：发达国家

脆弱性指标* 2012：发达国家

来源：BBVA Research, Haver, BIS, IMF and World Bank

	财政可持续性			外部可持续性			流动性管理			宏观经济表现			信贷和住房			私人债务			制度		
	结构性主要平衡 (1)	利率-GDP增长率差值 2012-16	总公共债务 (1)	经常帐平衡 (1)	外部债务 (1)	真实有效汇率升值 (2)	总融资需求 (1)	短期公共债务 (3)	非居民债务持有量 (3)	GDP 增长 (4)	消费者价格 (4)	失业率 (5)	私人信贷/GDP 增长 (4)	真实房价增幅 (4)	股票市场增幅 (4)	居民债务 (1)	公司债务 (1)	金融流动性 (6)	政治稳定性 (7)	控制腐败力度 (7)	法制程度 (7)
美国	-4.7	-1.4	107	-3.1	100	-3.4	26	16	30	2.1	2.0	8.2	-1.7	-1.1	23.1	87	52	70	-0.5	-1.2	-1.6
加拿大	-2.6	0.0	88	-3.4	72	3.6	16	14	21	1.9	1.8	7.3	-1.9	1.0	6.0	94	55	106	-1.0	-2.0	-1.8
日本	-9.5	-0.5	234	1.7	45	-0.7	59	21	7	2.2	0.1	4.5	-1.4	-0.6	2.0	79	144	47	-1.0	-1.5	-1.3
澳大利亚	-0.5	-0.9	27	-3.5	89	8.4	5	9	51	3.2	1.8	5.2	-2.9	-1.5	9.4	96	72	124	-0.9	-2.2	-1.8
韩国	1.4	-1.3	33	1.9	33	3.5	1	10	14	2.3	2.2	3.1	1.4	1.2	13.9	89	133	132	-0.2	-0.5	-1.0
挪威	-8.8	-3.4	50	15.2	132	1.8	-9	8	26	3.1	1.0	3.1	-2.0	6.1	28.6	118	145	156	-1.3	-2.2	-1.9
瑞典	-1.3	-1.2	37	7.2	186	4.6	5	12	46	1.2	1.4	7.5	-2.2	-4.1	17.8	85	172	301	-1.3	-2.2	-1.9
丹麦	-1.7	-0.1	47	5.0	190	-4.4	12	17	41	0.5	2.6	5.6	-5.0	-8.1	40.8	141	112	420	-1.1	-2.4	-1.9
芬兰	0.5	-1.2	53	-1.6	224	-3.9	9	14	91	0.2	2.9	7.6	1.6	-4.4	3.7	73	143	153	-1.4	-2.2	-2.0
英国	-2.8	-0.7	89	-3.3	421	4.6	15	8	31	-0.4	2.7	8.1	-9.6	-0.7	12.0	100	117	112	-0.4	-1.5	-1.7
奥地利	0.0	0.3	74	1.9	209	-1.5	9	8	83	0.9	2.3	4.3	-2.8	7.9	7.3	54	120	166	-1.2	-1.4	-1.8
法国	-0.8	0.0	90	-1.7	190	-4.4	19	15	64	0.1	1.9	10.1	-1.6	-2.1	12.5	67	135	144	-0.6	-1.5	-1.5
德国	1.3	-0.1	83	5.4	159	-5.1	8	10	62	0.9	2.2	5.2	-2.1	3.5	31.2	54	65	69	-0.9	-1.7	-1.6
荷兰	-1.1	0.4	68	8.2	339	-3.4	14	15	56	-0.5	2.2	5.2	0.1	-7.2	15.3	137	121	119	-1.1	-2.2	-1.8
比利时	1.1	0.1	99	-0.1	278	-2.0	19	17	58	0.0	2.8	7.4	-0.6	-1.5	-34.3	55	187	78	-0.9	-1.6	-1.4
意大利	4.7	3.0	126	-1.5	106	-2.8	30	22	35	-2.3	3.0	10.6	-1.5	-5.2	1.7	59	114	94	-0.6	0.0	-0.4
西班牙	-2.2	2.9	89	-1.4	162	-1.2	23	17	28	-1.4	2.5	24.9	-7.0	-10.6	-9.8	86	184	142	-0.1	-1.1	-1.2
爱尔兰	-2.3	1.0	118	1.8	1033	-6.4	16	6	61	0.4	1.4	14.8	-6.2	-17.3	31.0	117	289	147	-1.0	-1.5	-1.8
葡萄牙	1.0	2.6	119	-2.9	231	-1.4	27	19	54	-3.0	2.8	15.5	-6.7	-4.6	-5.9	101	154	159	-0.7	-1.1	-1.0
希腊	0.9	3.5	171	-5.8	172	-1.7	29	13	56	-6.0	0.9	23.8	5.8	-13.3	-7.4	64	70	123	0.1	0.1	-0.6

*脆弱性指标： (1) %GDP (2) 4年平均数的偏差 (3) %总债务 (4) 年同比变化 (5) 占总劳动力百分比 (6) 金融系统信贷/存款 (7) 世界银行管理程度指标

第3部分

脆弱性指标：新兴经济体

脆弱性指标* 2012：新兴经济体

来源：BBVA Research, Haver, BIS, IMF and World Bank

	财政可持续性			外部可持续性			流动性管理			宏观经济表现			信贷和住房			私人债务			制度		
	结构性主要平衡 (1)	利率-GDP增长率差值 2012-16	总公共债务 (1)	经常帐平衡 (1)	外部债务 (1)	真实有效汇率升值 (2)	总融资需求 (1)	短期公共债务 (3)	非居民债务持有量 (3)	GDP 增长 (4)	消费者价格 (4)	失业率 (5)	私人信贷/GDP 增长 (4)	真实房价增幅 (4)	股票市场增幅 (4)	居民债务 (1)	公司债务 (1)	金融流动性 (6)	政治稳定性 (7)	控制腐败力度 (7)	法制程度 (7)
保加利亚	0.2	0.3	18	-0.3	101	-0.4	3	1.2	40	1.0	1.9	11.5	-10.2	-7.0	-6.6	25	49	96	-0.3	0.2	0.1
捷克	-0.8	0.0	43	-2.4	54	-1.9	12	21	34	-1.0	3.4	7.0	31	-2.2	2.1	35	108	88	-1.1	-0.3	-1.0
克罗地亚	-3.1	1.3	50	-1.2	103	-2.9	11	2.0	34	-1.1	3.0	14.2	0.0	0.0	-7.5	40	36	119	-0.5	0.0	-0.2
匈牙利	1.8	1.7	74	2.6	153	0.2	17	1.1	67	-1.0	5.6	10.9	-5.6	-17.2	17.8	36	143	132	-0.7	-0.3	-0.8
波兰	-0.3	-0.2	55	-3.7	74	-0.7	12	1.3	50	2.4	3.9	10.0	31	-18.1	14.3	37	61	109	-1.1	-0.5	-0.7
罗马尼亚	0.9	-0.7	35	-3.7	80	-5.1	11	1.8	54	0.9	2.9	7.2	21	-12.2	9.2	18	130	120	-0.1	0.2	0.0
俄罗斯	1.0	-1.8	11	5.2	29	5.3	1	7.3	17	3.7	5.1	6.0	9.5	9.6	6.7	12	31	117	0.9	1.1	0.8
土耳其	1.2	0.6	38	-7.5	38	-0.3	9	0.9	29	3.0	8.7	9.4	3.8	-0.3	11.2	17	21	131	0.9	-0.1	-0.1
阿根廷	-2.0	-5.8	42	0.1	27	-3.0	6	8.3	32	2.1	9.9	7.2	10.3	-4.5	-0.5	7	--	75	-0.2	0.4	0.6
巴西	3.1	1.4	59	-2.2	13	-5.4	18	10.0	4	1.6	5.5	5.4	4.7	14.7	13.1	20	34	82	0.0	-0.2	0.0
智利	-0.7	-1.5	11	-3.6	38	6.7	0	0.5	15	5.0	2.5	6.5	9.4	-1.3	8.8	29	48	179	-0.6	-1.6	-1.4
哥伦比亚	0.8	0.4	36	-3.3	21	5.0	5	3.7	28	4.3	3.2	10.7	3.3	7.2	3.8	14	20	201	1.3	0.3	0.3
墨西哥	0.2	-0.2	43	-0.9	26	1.3	11	4.6	30	3.7	4.0	4.8	1.9	-0.2	22.0	14	25	74	0.7	0.4	0.5
秘鲁	2.3	-3.0	19	-3.8	29	7.5	-1	15.0	72	6.0	3.8	7.0	4.3	-1.4	18.3	10	20	90	0.7	0.2	0.6
中国	0.7	-7.2	22	2.3	6	4.9	8	7.9	...	7.6	2.6	4.1	-0.4	-4.3	-11.2	27	82	154	0.7	0.7	0.5
印度	-5.9	-3.6	68	-4.3	19	-0.8	14	0.3	6	5.6	9.0	8.5	1.9	6.0	14.0	25	33	78	1.2	0.6	0.1
印度尼西亚	-0.2	-1.3	24	-2.1	23	-1.8	3	2.8	53	6.2	4.6	6.2	-3.1	-0.9	20.1	57	43	86	0.8	0.7	0.7
马来西亚	-3.3	-3.2	53	7.5	31	1.2	7	4.4	3	4.5	1.8	3.2	5.0	3.8	18.0	77	--	88	-0.2	0.0	-0.5
菲律宾	0.3	-1.5	41	3.0	28	6.9	10	10.3	...	5.5	3.4	7.0	7.7	13.9	33.7	9	26	63	1.4	0.8	0.5
泰国	-2.3	-5.5	44	-0.2	34	1.0	9	4.8	7	5.0	3.1	0.6	17.4	-2.9	41.8	25	23	98	1.0	0.4	0.2

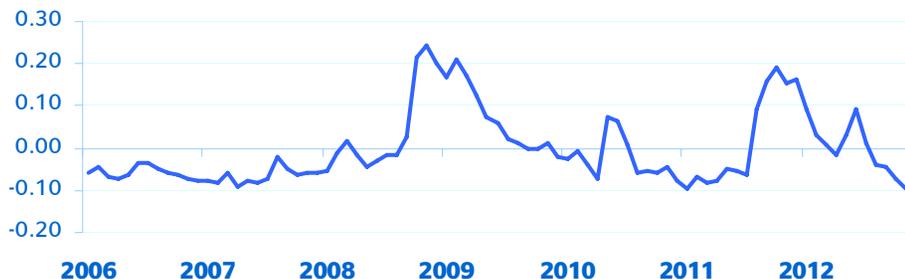
*脆弱性指标: (1)%GDP (2)4年平均数的偏差 (3)%总债务 (4)年同比变化 (5) 占总劳动力百分比 (6) 金融系统信贷/存款 (7)世界银行管理程度指标

专题：新兴市场区域金融紧张程度指数的新模型

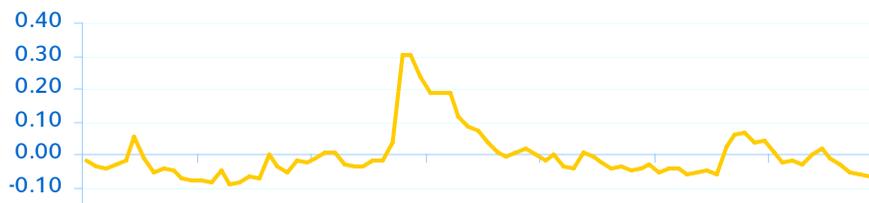
新兴市场：金融紧张程度指数

来源：Bloomberg 和 BBVA Research

金融紧张程度指数：新兴欧洲



金融紧张程度指数：拉美



金融紧张程度指数：新兴亚洲



引入新的新兴市场金融压力指标

自20世纪30年代大萧条时期以来，始于2007年夏季的金融危机导致全球性重大危机之一，无论是在规模还是在持续时间上。在银行系统、股市和汇率方面出现了紧张局势，导致发达经济体和新兴经济体经济活动的大幅下降。

在此背景下，监测金融压力的需要增长，为此，我们为三个新兴经济体制定出金融压力指标（FTI）。利用这种指标的优点是能够更准确地监测金融压力。

金融压力指标是使用主要成分分析制定的，这是一种提取变量组共移性因素的统计方法。我们假定金融压力是影响这种共移性的主要因素，提取此因素（第一主要成分），我们就可以制定出一个指标。

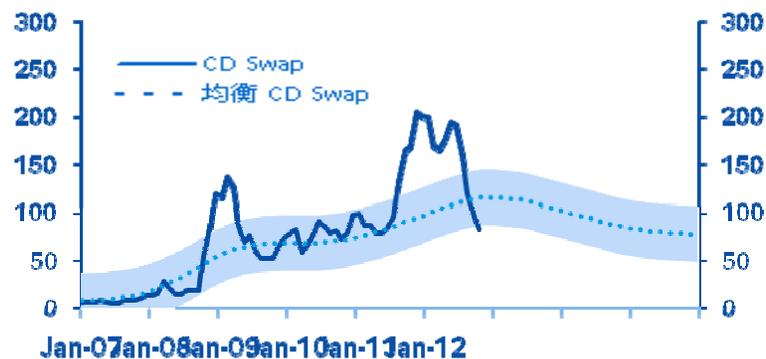
我们制定出三个新兴市场集合体的金融压力指标（FTI）：即拉丁美洲、欧洲新兴市场国家和亚洲。拉丁美洲集合体包括：巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥和秘鲁，欧洲新兴市场国家集合体包括：捷克共和国、匈牙利、波兰、俄罗斯和土耳其，亚洲集合体包括：中国、印度、印度尼西亚、韩国、马来西亚、菲律宾、泰国和台湾。

首先，采用主要成分分析法以及下列信息制定出每个国家的金融压力指标（FTI）：5年期主权信用违约互换、汇率波动、汇率波动及短期利率波动；鉴于这些变量中的每一种变量均具有金融压力的某方面特征。其次，我们制定出每个新兴市场集合体的FSI，鉴于在一个集合体内每个国家的主要股票指数市值。

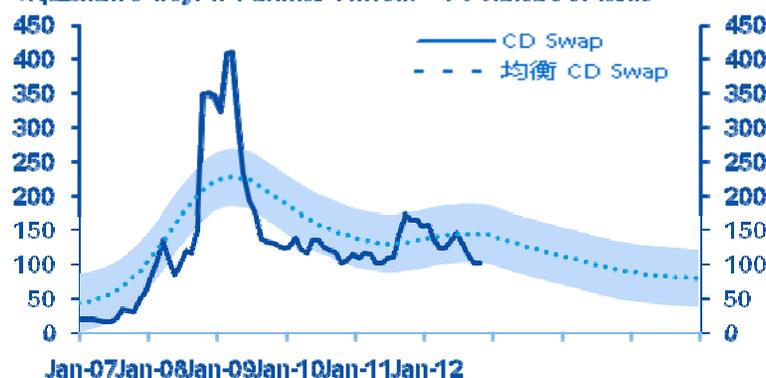
根据我们的金融压力指标（FTI），新兴经济体受到雷曼兄弟公司倒闭更大的影响，而不是目前的欧洲债务危机，雷曼事件造成了严重的信贷危机，造成大规模融资市场一系列高水平蔓延的错位。

专题：均衡风险溢价的新模型

发达经济体：CD Swap 5年（中位数）
（均衡值：4种不同模型的平均值+0.5标准差）



发展中经济体：CD Swap 5年（中位数）
（均衡值：4种不同模型的平均值+0.5标准差）



均衡风险溢价的新模型

确定均衡风险溢价(ERP)是一个不简单的任务。ERP是一个不能被观测到的变量，因此只能估算。估算不可观测的变量取决于模型的运用。另外，此变量的非线性特征进一步的使估算它更为困难。

- 非线性特征的存在会影响到ERP的估算结果。因此，相对于从从较低水平增长负债（例如从20%增长到40%），假设公共债务从80%增加到100%会对ERP产生更为显著的影响。
- 对于解释变量的期望会影响ERP。债券的持有者不仅仅要关注解释标量的表现，也要关注这些变量的预期走势，其同样会显著影响债券价格。所以这个模型解释多重平衡的现象。
- 非线性特征和预期会显著影响ERP的估算。特别是非或有债务冲击时（由隐性债务导致的意料之外的债务增长或者是资本结构的改变）

为应对以上问题，我们改进了原模型。下面会介绍我们新的估算方法。

- **面板数据线性模型 (LM)**：这是我们估算ERP的原有模型，考虑进全球风险回避平衡（平衡美国Baa Spread 或者GRA），GDP增长率 (Y)，通胀，公共债务 (D) 和制度性因素的综合指标 (I)。另外，由于新兴市场的大部分债务是外债，我们加入外债 (XD)和流动性因素（国际储备对进口或者R）

$$(1) CDS_{i,t} = \delta_i + \beta \cdot GRA_{i,t} + \delta \cdot Y_{i,t} + \varphi \cdot \pi_{i,t} + \theta \cdot D_{i,t} + \gamma I_{i,t} + \mu XD_{i,t} \cdot EM + \alpha R_{i,t} \cdot EM + \varepsilon_{i,t}$$

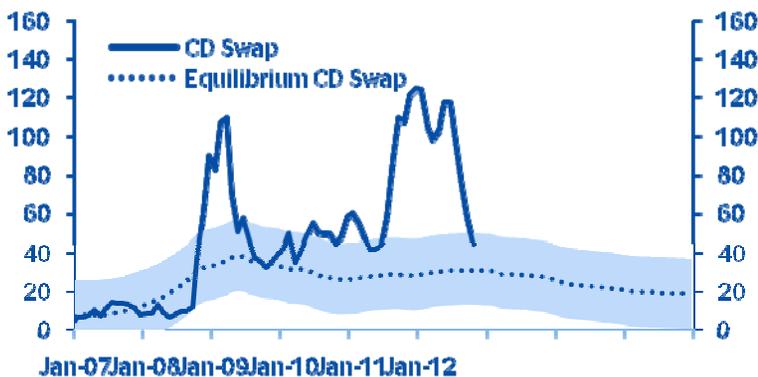
- **面板二次模型 (QM)**：此模型类似线性模型，但是假如非线性成分：公共债务（发达国家）和外债（发展中国家）。

$$(2) CDS_{i,t} = \delta_i + \beta \cdot GRA_{i,t} + \delta \cdot Y_{i,t} + \varphi \cdot \pi_{i,t} + \theta \cdot D_{i,t} + \mu \cdot D_{i,t}^2 + \gamma I_{i,t} + \mu XD_{i,t}^2 \cdot EM + \alpha R_{i,t} \cdot EM$$

专题：风险溢价均衡的新方法

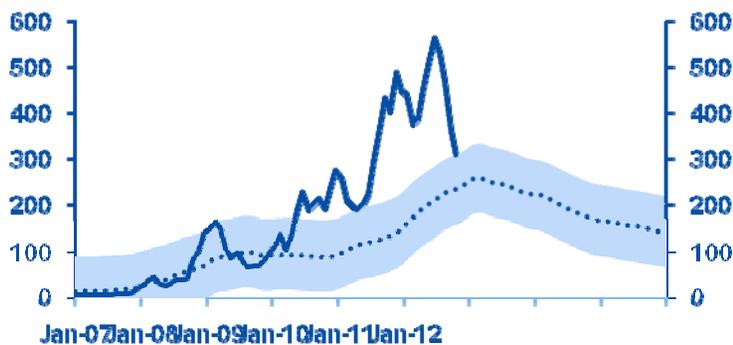
欧洲核心: CD Swap 5年(中欧和北欧)

(均衡值: 4种不同模型的平均值+0.5标准差)



欧洲外围 I: CD Swap 5年(西班牙和意大利)

(均衡值: 4种不同模型的平均值+0.5标准差)



介绍风险溢价均衡的新方法

• **面板数据预期模型 (EM)**: 债券持有人会考虑影响今天RP值的关键变量的未来预期。因此, 我们使用线性模型, 但将债务变量的值替换为一年后预期值。

$$(3) CDS_{i,t} = \delta_i + \beta \cdot GRA_{i,t} + \delta \cdot \dot{Y}_{i,t} + \varphi \cdot \pi_{i,t} + \theta \cdot D_{i,t+12}^e + \gamma I_{i,t} + \mu XD_{i,t+12}^e \cdot EM + \alpha R_{i,t} \cdot EM + \varepsilon_{i,t}$$

• **二元预期模型 (EQM)**: 最终我们将预期模型和非线性整合以计算关键变量的预期最大变化。因此, 我们考虑非随机性冲击, 如希腊和爱尔兰所发生的情况。

$$(4) CDS_{i,t} = \delta_i + \beta \cdot GRA_{i,t} + \delta \cdot \dot{Y}_{i,t} + \varphi \cdot \pi_{i,t} + \theta \cdot D_{i,t+12}^e + \mu \cdot D_{i,t+12}^{e^2} + \gamma \cdot I_{i,t} + \mu XD_{i,t+12}^e \cdot EM + \dots - \phi XD_{i,t+12}^{e^2} \cdot EM + \alpha R_{i,t} \cdot EM + \varepsilon_{i,t}$$

最终, 我们整合以上模型来计算自己的ERP。我们没有采用算数平均数而是采用加权的方法 (3和4分别占15%, 1和2分别占35%)。另外, 我们采用0.5的标准偏差作为围绕非加权平均的ERP不确定性的波动范围。

参考资料:

(1) An interesting discussion about non linearities and expectations can be found in Di Cesare et al (2012), "Recent estimates of sovereign risk premia for euro-area countries. Central Bank of Italy Occasional Papers 128"

(2) A similar approach of introducing non linearities can be found in De Grauwe P. and Y. Ji (2012), "Mispricing of sovereign risk and multiple equilibria in the Eurozone", CEPS Working Documents, No. 5

附录

方法：指标和图

- **财政压力图：**它根据正规化时间系列活动确定压力水平。较高正标准单位（1.5或以上）表示高压水平（深蓝色），较低标准偏差（-1.5或以下）表示较低市场压力水平（较浅颜色）。
- **主权评级指数：**将三个重要评级机构的评级字母代码（Moody's、Standard & Poor's和Fitch）变成20（AAA） - 违约(0)数字位的指数。指数是三个重新调整数字评级的平均值。
- **主权CD互换图：**显示了6个不同CD互换报价范围的彩图（较深>500，300 - 500，200 - 300，100 - 200，50 - 100和较浅<50 bp）。
- **降级压力图：**图中显示了根据信用违约互换当前评级指数（数字刻度违约(0) - AAA (20)）以及隐性评级的差异。我们根据观察的CDS和估计平衡利差计算违约（PDs）的隐性概率。对于这些PDs计算，我们运用Chan-Lau (2006)描述的标准方法，假设样本中所有国家的违约损失率为常量0.6（回收率为0.4）。我们在聚类分析中采用结果PDs，以及时将所有点上每个国家归入20个不同类别（评级），模拟评级机构所用的20个相同分类。
- **宏观经济脆弱性图：**利用主成分分析，我们构建了五个不同脆弱性指标，汇总了来自多个经济脆弱性方面17个不同变量的信息：流动性管理（储备/短期债务，储备/M2，储备/EM国家进口以及发达国家短期公债/公债总额）、外部脆弱性（经常项目差额、外债/出口以及外债/GDP）、财政脆弱性（财政平衡及公债/GDP）、宏观经济实力（GDP增长率、失业率和通货膨胀）和机构实力（法规、控制腐败、政府效率、政治稳定和无暴力、投资者保护、开业天数）。在计算主要成分后，我们根据百分位数分配颜色，较高脆弱性得分分配较深蓝色。
- **脆弱性雷达：**显示不同国家的静态和比较脆弱性。我们根据国家为其分配相对于发达或新兴国家集团的多个偿付能力、流动性管理和宏观变量。最终，我们按百分位数从0（国家中较低比率）至1（最高脆弱性）重新排序。此外，雷达中的内部位置表示较低脆弱性，同时，外部位置表示较高脆弱性。
- **距风险图的距离：**在一个总结性的脆弱性雷达图标中以不同颜色标注。深色代表指数在风险临界值以上（取决于发达国家还是发展中国家）。浅色表示距离风险临界值距离较远，处于安全值范围内。维度是以三个指数的几何平均数计算。

附录

方法：指数和图

风险临界表

脆弱性	发达经济体风险临界点	新兴经济体风险临界点	风险方向	来源
宏观				
GDP	1.5	3.0	更低	BBVA Research
通胀	4.0	10.0	更高	BBVA Research
失业率	10.0	10.0	更高	BBVA Research
财政脆弱性				
周期性调整后赤字 (结构性赤字)	-4.2	-0.5	更低	Baldacci et Al (2011). Assessing Fiscal Stress. IMF WP 11/100
预期利率-GDP增长率差值	3.6	1.1	更高	Baldacci et Al (2011). Assessing Fiscal Stress. IMF WP 11/100
总公共债务	73.0	43.0	更高	Baldacci et Al (2011). Assessing Fiscal Stress. IMF WP 11/100
流动性问题				
总融资需求	17.0	21.0	更高	Baldacci et Al (2011). Assessing Fiscal Stress. IMF WP 11/100
非居民债务持有量	84.0	40.0	更高	Baldacci et Al (2011). Assessing Fiscal Stress. IMF WP 11/101
短期债务压力				
公共短期债务占总债务百分比 (发达)	9.1		更高	Baldacci et Al (2011). Assessing Fiscal Stress. IMF WP 11/100
短期债务的储备 (新兴)		0.6	更低	Baldacci et Al (2011). Assessing Fiscal Stress. IMF WP 11/100
外部脆弱性				
经常帐占GDP百分比	4.0	6.0	更低	BBVA Research
外部债务占GDP百分比	200.0	60.0	更高	BBVA Research
真实汇率 (4年平均价值偏差)	5.0	10.0	更高	EU Commission (2012) and BBVA Research
私人资产负债表				
居民负债占GDP	84.0	84.0	更高	Chechetti et al (2011). "The real effects of debt". BIS Working Paper 352 & EU Commission (2012)
非金融企业负债占GDP	90.0	90.0	更高	Chechetti et al (2011). "The real effects of debt". BIS Working Paper 352 & EU Commission (2013)
金融流动性 (信贷/存款)	130.0	130.0	更高	EU Commission (2012) and BBVA Research
过度信贷和资产				
私人信贷对GDP (年度变化)	8.0	8.0	更高	IMF Global Financial Stability Report
实际房屋价格增长率 (同比)、	8.0	8.0	更高	IMF Global Financial Stability Report
股票增长 (同比)	20.0	20.0	更高	IMF Global Financial Stability Report
制度				
政治稳定	0.2 (9th percentil)	-1.0 (8th percentil)	更低	World Bank Governance Indicators
对腐败控制	0.6 (9th percentil)	-0.7 (8th percentil)	更低	World Bank Governance Indicators
法制	0.6 (8th percentil)	-0.6 (8th percentil)	更低	World Bank Governance Indicators

附录

方法：模型和BBVA国家风险

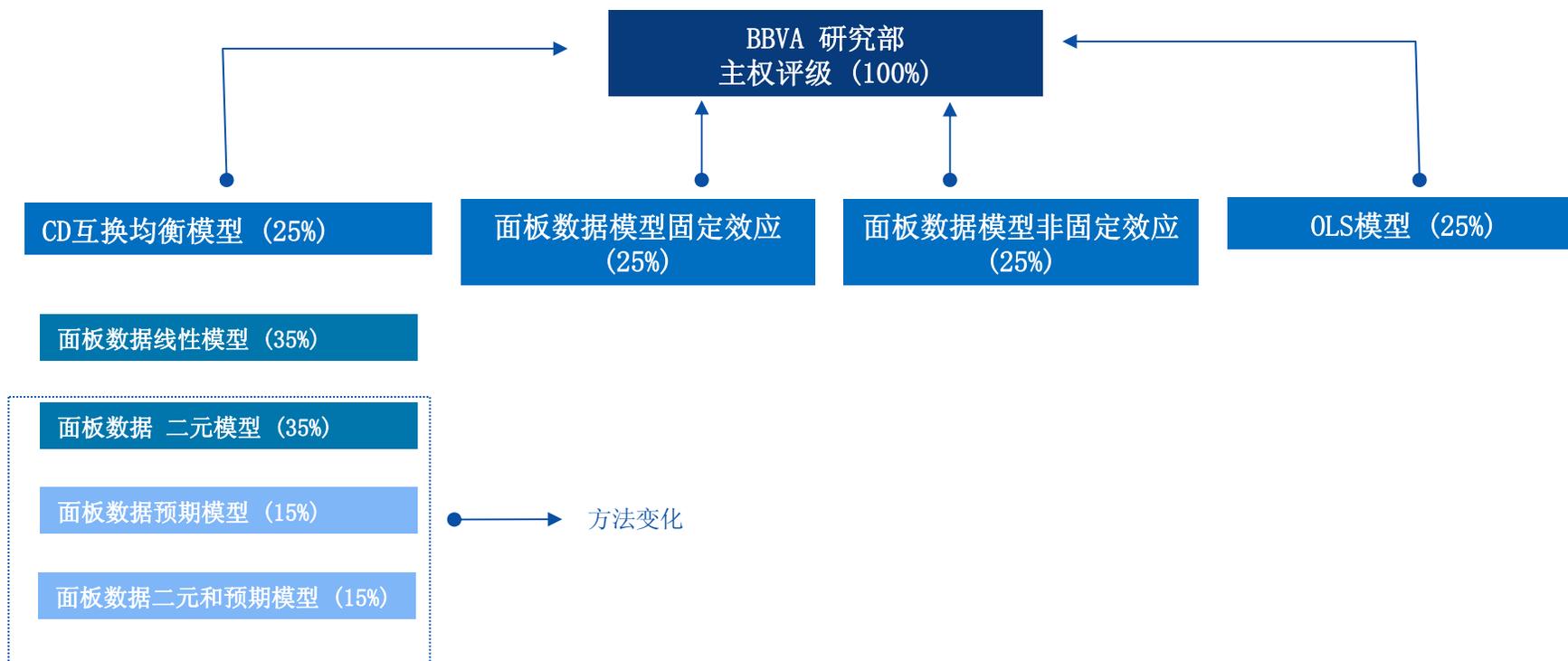
- **BBVA研究部主权评级方法:**我们通过求BBVA research建立的四个供选主权评级模型的平均值来计算主权评级:
 - **信用违约互换面板数据模型:**该模型预测了40个发达和新兴市场的实际及平衡CD互换水平。模型允许动态和长期CD互换平衡偏差,包括全球风险规避及特异基本变量。长期平衡CD互换是平衡全球风险规避的结果,特异基本参数最终转换成20刻度的主权评级。CD互换均衡是通过计算四个CD互换均衡模型预期值的加权平均数的来(线性和二元模型占35%,其他模型分别占15%)。模型如下:
 - **线性模型 (35%):**面板数据模型固定效应包括全球风险规避、GDP增长、通胀、公共债务,发达国家会加上机构指数,新兴市场会加上外部债务和储备。
 - **二元模型 (35%):**与线性面板数据模型相似,但包含一个二元项(发达国家为公共债务,新兴市场为公共和对外债务)。
 - **预期模型 (15%):**与线性模型相似,但公共和对外债务为一年预期值。
 - **二元预期模型 (15%):**与预期模型相似,但包含二元项(公共站务和外债预期)
 - **带固定效应的主权评级面板数据排序概率模型:**该模型通过排序概率面板数据技术估算了主权评级指数(三个主权评级机构的20数字刻度指数)。该模型考虑了允许固定效应的特异基本储备和流动可持续性比率,从而包括特异国家的具体效应。
 - **无固定效应的主权评级面板数据排序概率模型:**该模型通过排序概率面板数据技术估算了主权评级指数(三个主权评级机构的20数字刻度指数)。该模型考虑了特异基本储备和流动可持续性,但不包括固定效应,因此,所有国家被对称处理,不包括国家特定的长期固定效应。
 - **主权评级单独OLS模型:**这些模型分别估算了主权评级指数(三个主权评级机构的20数字刻度指数)。此外,考虑到该国独立于其它国家的历史,对不同脆弱性指标的参数进行了估算。

附录

方法：模型和BBVA国家风险

BBVA研究部主权评级方法展示图

来源：BBVA 研究部



本报告由新兴市场部跨国分析组提供

*新兴市场首席经济学家***Alicia García-Herrero**

+852 2582 3281

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

*首席经济师**新兴市场跨国分析组***Álvaro Ortiz Vidal-Abarca**

+34 630 144 485

alvaro.ortiz@bbva.com

David Martínez Turégano

+34 690 845 429

dmartinez@bbva.com

Alfonso Ugarte Ruiz

+ 34 91 537 37 35

alfonso.ugarte@bbva.com

Carrie Liu

carrie.liu@bbva.com

Paul Pozarowski

paul.pozarowski@bbva.com

Alejandro Aguilera Quesada

alejand@bbva.com

Diana Posada Restrepo

diana.posada@bbva.com

Edward Wu

edward.wu@bbva.com

BBVA Research

Group Chief Economist

Jorge Sicilia

Emerging Economies:

Alicia García-Herrero

alicia.garcia-herrero@bbva.com,hk

Cross-Country Emerging Markets Analysis

Álvaro Ortiz Vidal-Abarca

alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com,hk

Latam Coordination

Juan Ruiz

juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen

gsorensen@bbva.com

Chile

Alejandro Puente

apuente@bbva.com

Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com

Peru

Hugo Perea

hperea@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López

oswaldo.lopez@bbva.com

Mexico

Adolfo Albo

a.albo@bbva.bancomer.com

Developed Economies:

Rafael Doménech

r.domenech@bbva.com

Spain

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@bbva.com

Europe

Miguel Jiménez

mjimenezg@bbva.com

US

Nathaniel Karp

nathaniel.karp@bbvacompass.com

Financial Systems & Regulation:

Santiago Fernández de Lis

sfernandezdelis@grupobbva.com

Financial Systems

Ana Rubio

arubiog@bbva.com

Pensions

David Tuesta

david.tuesta@bbva.com

Regulation and Public Policies

María Abascal

maria.abascal@bbva.com

Global Areas:

Financial Scenarios

Sonsoles Castillo

s.castillo@bbva.com

Economic Scenarios

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.com

Innovation & Processes

Clara Barrabés

clara.barrabes@bbva.com

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido

ant.pulido@grupobbva.com

Global Equity

Ana Munera

ana.munera@grupobbva.com

Global Credit

Javier Serna

Javier.Serna@bbvauk.com

Interest Rates, Currencies and Commodities

Luis Enrique Rodríguez

luisen.rodriguez@grupobbva.com

Contact details:

BBVA Research

Paseo Castellana, 81 - 7th floor

28046 Madrid (Spain)

Tel. + 34 91 374 60 00 and + 34 91 537 70 00

Fax. +34 91 374 30 25

bbvaresearch@bbva.com

www.bbvaresearch.com

BBVA Research Asia

43/F Two International Finance Centre

8 Finance Street Central

Hong Kong

Tel: +852 2582 3111

E-mail: research.emergingmarkets@bbva.com,hk