



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

2009 年 2 月 10 日

新兴经济体

中金公司研究部

联系人: 刘奥琳 liuolin@cicc.com.cn

范尚祎 fankelvin@cicc.com.cn

谭仲贤 tamd@cicc.com.cn

哈继铭 hajiming@cicc.com.cn

(852) 2872 2000

新兴市场危机再现

中国仍具备相对优势

要点:

- ◆ **新兴经济体在过去几年中已积聚了多个层面的脆弱性。**美国的低息、杠杆化和宽松放贷标准在导致消费信贷过度膨胀和支撑全球经济高速扩张的同时,亦助长了全球失衡的加剧。在此背景下,新兴经济体过度依赖美国需求、过于倚赖投资来拉动国内经济增长,以及过多透过对外举债(尤其是短期债)来为国内经济活动提供资金。自去年 10 月份以来,这些脆弱性已演变成新兴经济体的重大风险。
- ◆ **尽管去杠杆化主要见诸于发达国家,但全球性的经济同步放缓及持续性的金融信贷紧缩正在同时威胁着新兴市场的稳定。**新兴市场经济前景转弱引发大规模资本外逃,尤其是在去年 10~11 月间,致使新兴市场资产价格重挫,货币汇率大幅贬值,外汇储备压力增大。
- ◆ **短期而言新兴市场面临的主要风险在于外部环节。**鉴于发达经济体去杠杆化进程加剧和新兴市场增长大幅放缓将提升投资者避险情绪,预计 2009 年内新兴市场将持续面临资本外流的危险。新兴欧洲和中亚经济体正面临着硬着陆威胁,因为一方面其外部再融资风险不断飙升,另一方面国内经济正从过热转向大幅萎缩。新兴亚洲和南美经济体的外汇储备和财政状况较为强劲,有助于其抵御全球金融危机的初步冲击。它们的外债负担水平亦显著低于新兴欧洲经济体,但随着全球经济进一步走软,它们的基本面状况也面临考验。新兴市场国家债务违约风险依然高企,尤其是新兴欧洲,这种情况下其他国家亦将受到波及。发达国家和新兴市场国家总需求进一步萎缩的前景,大幅上升的失业率以及闲置产能的增加将进一步恶化新兴市场的短期经济前景,并打击投资者信心。
- ◆ **从基本面角度考虑,中国情况优于其他新兴市场国家。**中国的优势在于巨额的银行存款,健康的财政状况,较低的内外债务,以及大量的外汇储备。大规模的财政刺激计划和注资较弱银行的措施进一步强化了中国的优势。
- ◆ **新兴市场将日益感受到全球再平衡和全球同步低迷所带来的双重冲击。**尤其值得一提的是,未来不排除出现带有政治性质的贸易保护主义行为,并且全球贸易萎缩将加剧新兴市场内部的竞争。其他新兴经济体最近的货币大幅走低显示了它们外部环境的恶劣,包括资本外逃。但遇上全球贸易萎缩,货币贬值未必能大量推动出口,但可能加剧资本外流。在新的经济秩序下,中国将受惠于其强劲的基本面,而政府精心筹划的财政刺激方案将进一步强化基本面状况。人民币汇率保持相对稳定将为其可能采取“以邻为壑”政策的新兴市场经济体提供一个标杆。加大汇率政策能见度亦将有利于恢复投资者在全球大调整中对中国的信心,最大程度减低中国资本外流的风险,并推动中国经济向内需拉动模式的转型。

目录

一、背景：新兴市场的脆弱性.....	4
二、新兴市场危机再现.....	7
三、中国仍具备相对优势.....	11
四、未来主要挑战.....	13
前景：风险与机遇.....	13
挑战：全球贸易萎缩，竞争加剧.....	14
附录：新兴市场的前景和风险.....	16
亚洲新兴市场.....	17
欧洲新兴市场.....	24
资源型新兴市场.....	31
南美新兴市场.....	35

插图

图 1: 过去十年来许多新兴市场国家的出口依存度大幅上升	4
图 2: 中国、印度及一些新兴欧洲经济体的投资迅速增长	5
图 3: 俄罗斯和新兴欧洲国家的信贷增长表明这些国家过度放贷	5
图 4: 外汇储备对外债的覆盖率揭示了一些国家正面临风险	6
图 5: 受美国进口减少影响, 中国机电产品进出口大幅滑落	7
图 6: 部分资源型经济体的外汇储备和短期债务	8
图 7: 银行和企业积累了大量的外债	8
图 8: 2008 年 10~11 月间新兴市场资本外流大幅增加和国家 CDS 价差上升	9
图 9: 股市估值回到 2005 年水平, 但企业短期盈利堪忧	9
图 10: 新兴市场外部融资渠道 (银团贷款、债券和股票发行)	10
图 11: 部分新兴市场国家的央行采取减息行动	10
图 12: 中国是新兴市场国内银行存款最高之一	11
图 13: 中国是新兴市场公共债务最低的之一	11
图 14: 中国的经常账户顺差和外汇储备覆盖率均属最高之列	11
图 15: 近年来投资和消费之间不平衡性的增加很好地说明了产能过剩问题	12
图 16: 近年来中国不良贷款率大幅下降, 资本与资产比率上升, 但依然相对较低	12
图 17: 亚洲货币兑美元汇率	14
图 18: 中国的出口和进口的国家和新兴市场整体对全球 GDP 的贡献	14

表格

表 1: 中国主要的进出口产品	7
表 2: 彭博资讯、世界银行和国际货币基金组织的全球经济增速预测	13
表 3: 人民币相对于其他货币汇率	14

一、背景：新兴市场的脆弱性

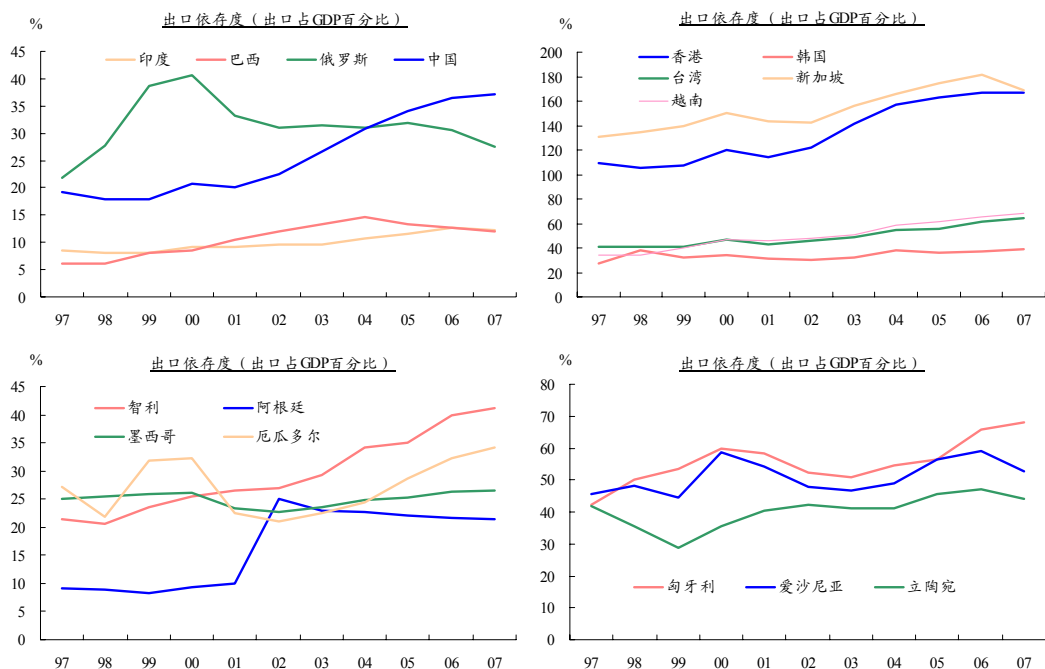
在金融危机发生之前的 2003~2007 年间，全球经济经历了超高速增长，但在此期间新兴经济体亦在全球失衡加剧的背景下积聚了多层面的脆弱性。

在 2003~2007 年间，发达国家的宏观经济主旋律是低息、杠杆化，及宽松的贷款审批标准，从而引起过度放贷和无控的证券化合物，为这次金融危机埋下了伏笔。美国经济靠消费驱动，新兴经济体靠出口拉动，在这一搭一档的增长模式下，美国和新兴经济体的生产力和企业利润都高速增长，但亦加剧了全球失衡和跨周边的资产价格泡沫。

在全球失衡加剧的背景下，新兴经济体亦积聚了多个层面的脆弱性，并且从去年 10 月份以来，这些脆弱性已引起新兴市场危机再现：

- **过度依赖于美国消费需求：**美国是新兴市场国家的主要贸易伙伴。新兴市场国家的出口依存度（以出口额与 GDP 比率来衡量）在过去几年中大幅上升（图 1），尤其是新兴亚洲经济体（包括香港、台湾、新加坡、韩国和中国），其净出口成为 GDP 增长的重要贡献因素。这使目前的全球贸易萎缩成为对新兴经济体的巨大打击，并加剧了各个新兴经济体彼此之间的竞争，以在全球再平衡的过程中努力维持其外贸出口的能力。

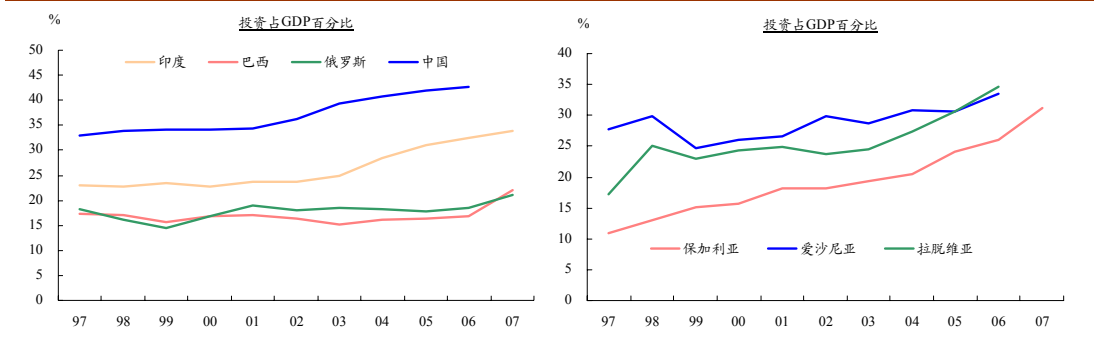
图 1：过去十年来许多新兴市场国家的出口依存度大幅上升



资料来源：彭博资讯，CEIC，中金公司研究部

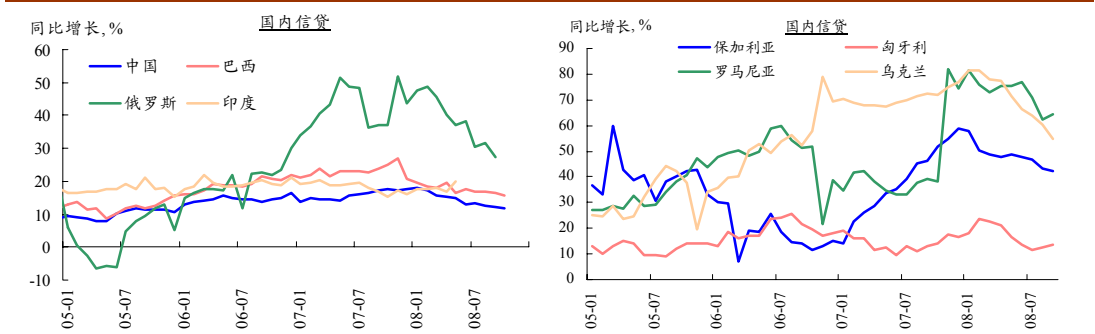
- **过度依赖于投资和信贷扩张：**在 2001~2007 年间，新兴市场投资大幅增长，尤其是在新兴欧洲国家，其投资占 GDP 比例上升了超 10 个百分点，其次就是包括中国和印度在内的新兴亚洲国家。一些新兴欧洲国家在 2006 年的银行贷款增长超过 50%，导致国内需求过旺和资产价格泡沫膨胀。经济持续扩张亦使新兴股票市场吸引了大量的顺周期资金流入，进一步引发资产泡沫。目前在全球经济放缓加速的情况下，经济过热的大幅回调将对企业盈利、市场重估，和资金流动造成显著影响（图 2 和图 3）。

图 2：中国、印度及一些新兴欧洲经济体的投资迅速增长



资料来源：世界银行，中金公司研究部

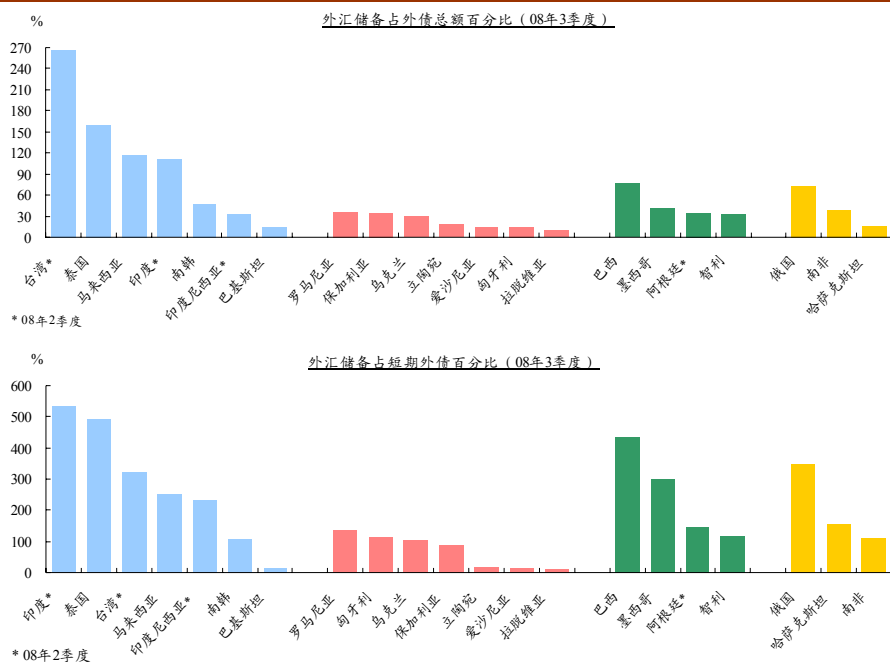
图 3：俄罗斯和新兴欧洲国家的信贷增长表明这些国家过度放贷



资料来源：IMF，中金公司研究部

- ▶ **与贸易条件相关的经济盛衰：**在过去几年中，许多资源型国家经历了贸易条件鼎盛期的快速的经济膨胀，但这种膨胀随着全球大宗商品贸易由盛转衰而于 2008 年末戛然而止。这些国家的许多投资计划，包括公共项目，是基于经济景气时的大宗商品价格而制订的，缺乏当价格骤然下跌时进行调整的灵活性。此外公司亦基于不可持续的盈利增长预测举借了更多外债。目前大宗商品出口收益的大幅下滑抑制了新的投资，倘若大宗商品价格继续维持当前低位，许多公司在未来数月中将可能遭遇严重的债务再融资风险。一些国家大宗商品收入下降，经常账赤字也大幅上升，迫使有关政府大量削减开支以备外债偿付，但这却造成了内需的严重下滑。
- ▶ **过度倚赖外部融资，尤其是短期外债：**在 2003~2007 年间，许多新兴市场国家，特别是在新兴欧洲地区，大量举借外债，其中短期债务增长尤快（图 4）。来自发达国家的充足流动性，加上石油美元和其他经常账盈余，共同为新兴市场提供了成本低廉的资金，因此许多新兴经济体在此期间积累了巨额外债。自 2006 年以来，在新兴市场三个传统外部融资渠道中，债券发行融资逐渐让位于股票发行和银团贷款，银团贷款大多为不超过 3 年的短期贷款，而自去年 10 月份以来，银行贷款的资金来源已经大幅萎缩。因此预计 2009~2010 年间新兴市场，尤其是新兴欧洲，的主权和企业债务违约风险将大幅上升。

图 4：外汇储备对外债的覆盖率揭示了一些国家正面临风险



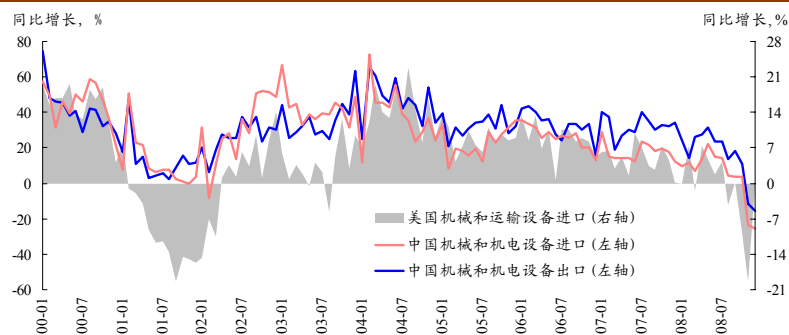
资料来源：IMF，世界银行，中金公司研究部

二、新兴市场危机再现

全球性的经济同步放缓及持续性的金融信贷紧缩正在同时威胁着新兴市场的稳定。特别是全球出口需求正开始大幅下滑，必然会造成新兴市场内部竞争的加剧。新兴市场前景的恶化，给大量外部融资的需求造成困难，并可导致一些国家发生债务违约。

从2008年末季开始，美国、欧元区和日本同陷衰退，令高度依赖出口的新兴国家备受打击。特别是新兴市场从2008年末季开始的出口大幅下滑，预示着企业盈利将可能在来季大幅下降。在多数亚洲和南美洲的新兴国家，其2008年末季出口滑落已达十年之最。以中国为例，对美国机电产品的出口2008年末季呈现十年来首次负增长，基础金属和化工产品出口降幅亦较大，而消费品和其他低附加值产品，特别是去欧洲和日本市场的出口仍维持强劲。中国的进口亦同时出现萎缩，原因包括石油和其他大宗商品价格下降以及产能过剩调整（表1）。根剧美国在2001~2002年间科技泡沫破裂时对进口需求产生的负面影响可推断这次美国的经济调整将延续至少一年（图5）。由于中美贸易间的高度相关性，加上其对于其他新兴市场的影响，将可能使这次美国的经济衰退造成对中国出口在2009年的进一步打击。

图5：受美国进口减少影响，中国机电产品进出口大幅滑落



资料来源：CEIC，中金公司研究部

表1：中国主要的进出口产品

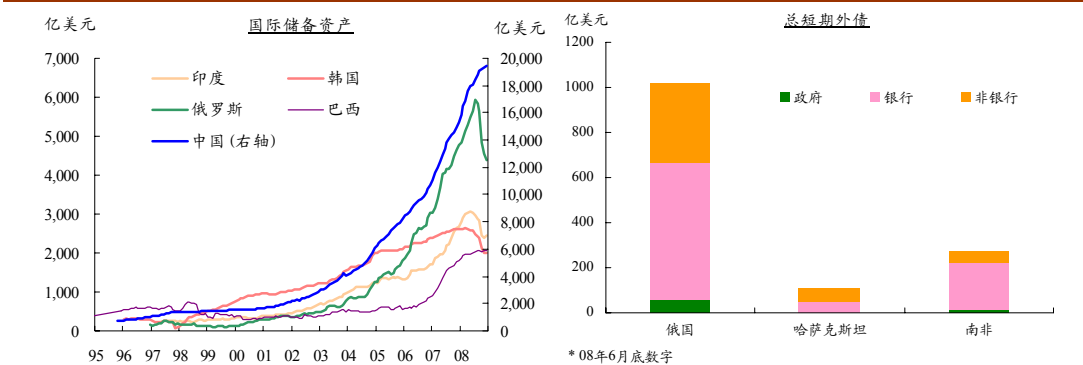
中国	出口（同比增长，%）			进口（同比增长，%）			贸易平衡（亿美元）	
	08年 总值 (亿美元)	08年 1~3季	08年 4季	08年 总值 (亿美元)	08年 1~3季	08年 4季	08年1~3季 (季度平均)	08年 4季
总值	14292	22.3	4.3	11318	28.8	-8.9	610	1143
其中：								
电气机械及设备*	23.9	5.3	-1.5	23.6	2.9	-4.2	169	248
纺织品*	12.5	1.1	1.0	2.2	0.0	-0.2	378	410
基本金属*	10.1	2.7	1.3	7.0	0.7	-1.2	163	151
化学品和塑料*	7.7	2.4	0.4	12.2	2.7	-1.7	-84	-25
矿产品(包括石油)*	2.5	1.2	0.5	23.0	14.1	0.2	-616	-390

* 份额 / 同比增长贡献 / 贸易平衡

资料来源：CEIC，中金公司研究部

资源型经济体（包括俄罗斯和一些中亚国家）面临大宗商品价格疲弱和资本持续外流的困境，银行、企业乃至国家层面都将面临风险。大宗商品出口下滑已显著削弱了它们的外部性和财政状况（许多国家的财政计划基于70美元以上的油价假设，并用它来估计其收入和偿债能力）。尽管许多阿拉伯石油出产国拥有足够的储备来渡过困境，同类型的其他经济体在基本和金融面上已倍受冲击，资本外流正在加剧，导致其货币汇率进一步受压。一些国家的央行（包括俄罗斯）试图干预汇市来支持其货币，但只能以损失其大笔外汇储备而告终，并进一步削弱了国内外投资者的信心。未来数月内俄罗斯的企业环节也将会遭遇严重的再融资困境。

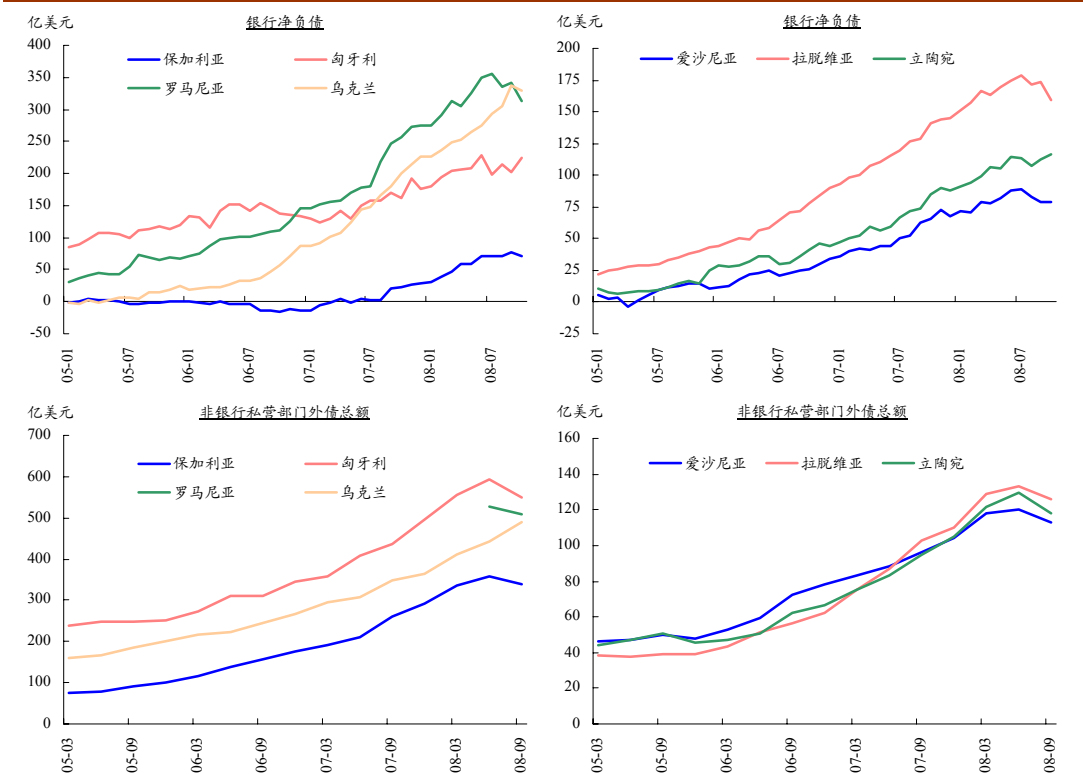
图 6：部分资源型经济体的外汇储备和短期债务



资料来源：彭博资讯，CEIC，中金公司研究部

新兴欧洲国家在过去几年中的高度信贷扩张尤其依赖于西欧大型银行提供融资，而这些银行自去年 10 月份以来已遭遇严重的流动性问题。西欧银行在新兴欧洲国家的金融业中占主导地位（90%以上），并严重依赖于国际资本市场的支持。过去几年来，新兴欧洲国家的内需增速连续超过 15%，主要受楼市繁荣和消费的推动。去年 10 月份以来爆发的信贷紧缩导致了地区性银行的外部融资渠道枯竭，加剧了新兴欧洲地区内需的快速下降。在融入欧盟的背景下，新兴欧洲国家实际工资的大幅增长亦削弱了该地区的对外竞争力，净出口在过去几年内对经济增长呈负贡献。若干国家（匈牙利、乌克兰、拉脱维亚和白俄罗斯）以在 2008 年 10-12 月间得到了国际货币基金组织和欧盟所提供的巨额财政援助，这才避免了它们在短期外债上出现违约。但是，由于国家和私营环节债务高企（图 7），违约风险的担忧仍令投资者对该地区望而却步。该地区的信贷违约掉期（CDS）价差仍为新兴市场中最高（图 8）。

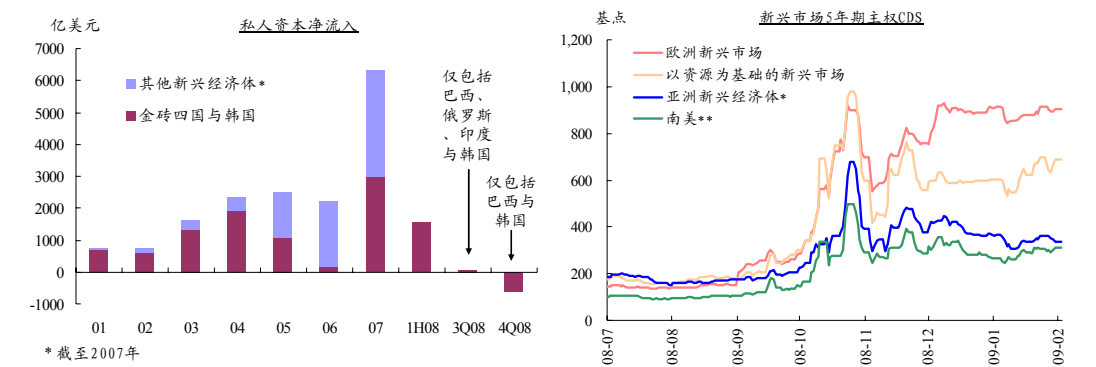
图 7：银行和企业积累了大量的外债



资料来源：国际清算银行，世界银行，各国央行网站，中金公司研究部

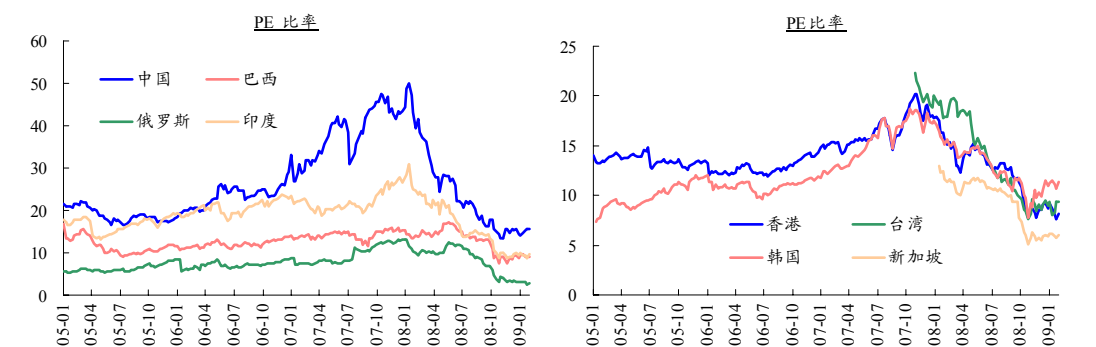
全球投资者自去年 10 月份起已开始大量减持众多新兴市场的资产，主要自股市流出，预计 2009 年资金将可能进一步流出新兴市场（图 8）。在 2008 年 10~11 月间，新兴经济体的资本外流大幅增加，主要是因避险情绪的上升及为应对国内美元流动性严重短缺而将资金撤回本国的需要。新兴国家的股市已较 2007 年高点跌去近一半。虽然市盈率估值已大幅下降，考虑到企业在 2009 年间及之后的亏损风险，目前新兴国家股市未必便宜（图 9）。在 2003~2007 年间，流入新兴市场的资金共计达 1.5 万亿美元，而从去年 10 月起的流出量只是过去几年总量的一小部分，这预示未来从基本面正恶化地区的资金外流风险仍然高企。

图 8：2008 年 10~11 月间新兴市场资本外流大幅增加和国家 CDS 价差上升



资料来源：彭博资讯，CEIC，IMF，中金公司研究部

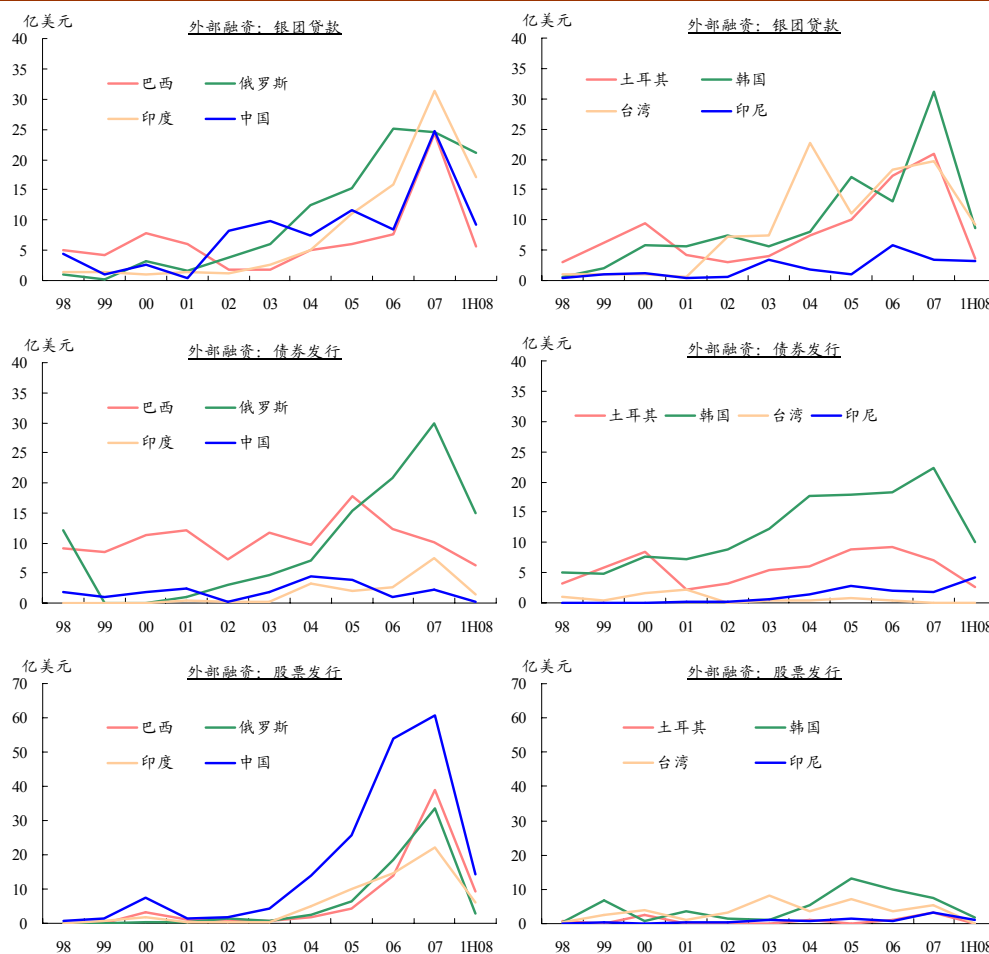
图 9：股市估值回到 2005 年水平，但企业短期盈利堪忧



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

新兴市场在 2009 年对美元流动性的需求依然迫切，包括将为约 8,000 亿美元的外债进行再融资，同时美国也需要有足够的流动性来注资银行和提振企业和家庭环节。仅从俄罗斯就有约 1,000 亿美元的短期外债将在 2009 年到期，加上其他新兴欧洲国家（包括波兰、土耳其、乌克兰、匈牙利和波罗的海国家）共有短期外债再融资需求约 2,200 亿美元。但计入这些国家的中长期外债偿还因素，这些数字可能会翻番。在三个传统的新兴市场外部融资渠道中（即债券发行、股票发行和银团贷款），债券发行市场在 2008 年末季的一段时间由于流动性不足而几乎关闭，但它已在近期重启并已开始发行高评级的主权和银行债券，而后两个渠道继续受到当前信贷紧缩和首次公开发行股票活动减少的严重影响。2009 年的债务再融资和新融资都将主要通过债券市场进行，并预计有比原来两倍以上的需求（图 10）。

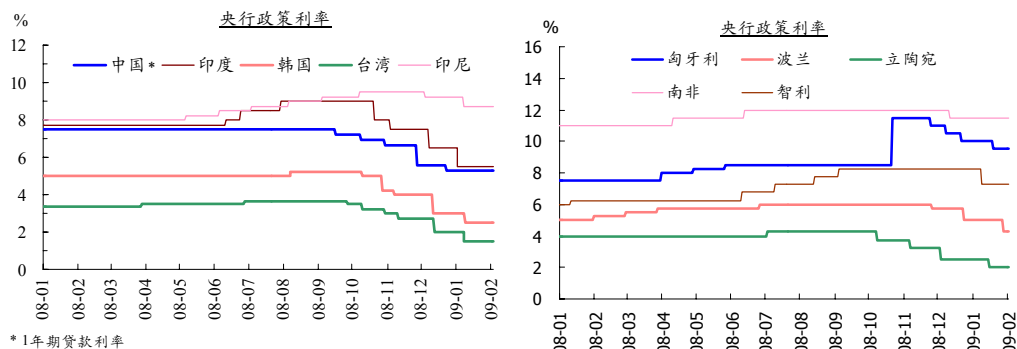
图 10：新兴市场外部融资渠道（银团贷款、债券和股票发行）



资料来源：IMF，中金公司研究部

新兴经济体在基本和金融面上的显著恶化促使有关央行和政府从去年10月份开始采取应对行动¹（图 11），其中包括减息、注入流动性和全体担保等，一定程度上改善了国内流动性状况和恢复了投资者信心。然而，这些措施不足以遏阻全球经济衰退。各地区继续在恶化的楼市、零售和制造业指标表明全球的同步经济下滑正在深入，留给央行的政策选择也已有限。

图 11：部分新兴市场国家的央行采取减息行动



资料来源：彭博资讯，CEIC，中金公司研究部

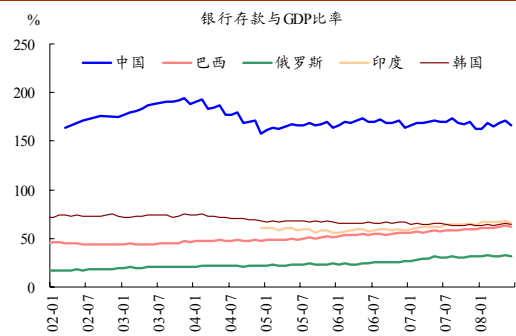
¹ 2008 年 10 月份起发布的货币和财政政策详情请参见附录一。

三、中国仍具备相对优势

中国得益于巨额的银行存款，健康的财政状况，较低的内外债务，以及大量的外汇储备。这使得中国的基本面依然强劲。此外，中国还提供多种与杠杆化发达经济体的资产类别不太关联的实质经济回报。大规模的财政刺激和注资较弱银行的措施也进一步强化了中国的优势。

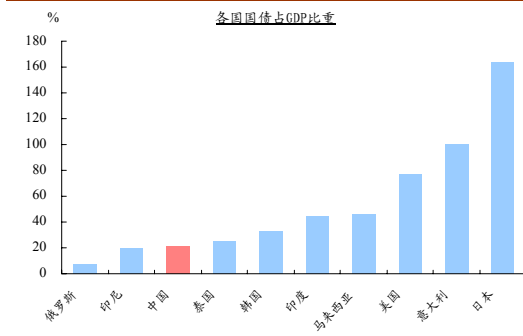
- **经济增长：**中国一直是 GDP 增长率最高的新兴市场国家之一，加上其货币政策以往较为审慎，因此如今具备了通过大幅放松来缓释通胀和经济显著放缓等风险提供了空间。
- **银行存款：**自 2005 年以来，中国银行存款占 GDP 的比例保持在 160% 左右。这一比例为全球最高，提供了银行放贷和财政运行的基本资金保障，也是支持经济持续增长所必需的条件（图 12）。
- **公共债务：**经过数年稳健的财政管理，中国成为公共债务最少的新兴市场国家之一。因此，为刺激国内需求的短期财政赤字给财政可持续性带来的风险将较为有限（图 13）。

图 12: 中国是新兴市场国内银行存款最高之一



资料来源：彭博、CEIC、中金公司研究部

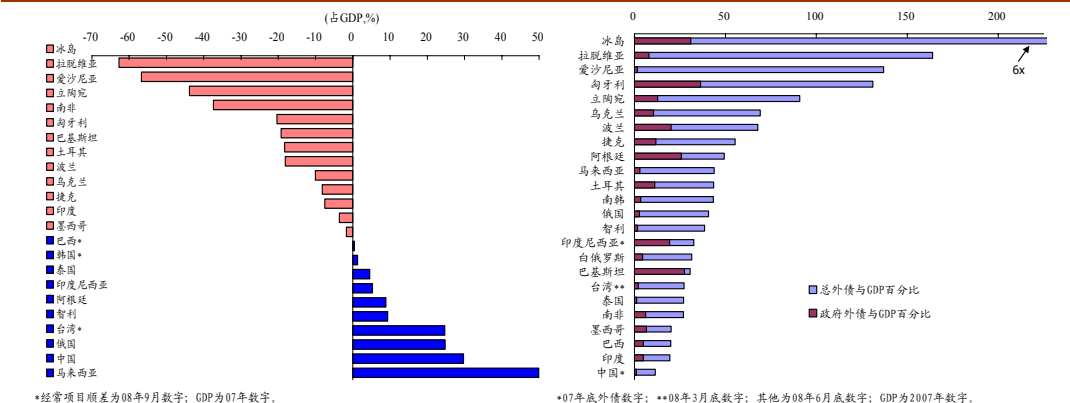
图 13: 中国是新兴市场公共债务最低之一



资料来源：彭博、CEIC、中金公司研究部

- **外部头寸：**基于其高经常账户顺差和高外汇储备对进口和外债覆盖率，中国是外部头寸最强的国家之一。部分由于中国的资本账户仍封闭和汇率相对较强劲，其资本外流情况在的新兴市场国家中为最低之一（图 14）。

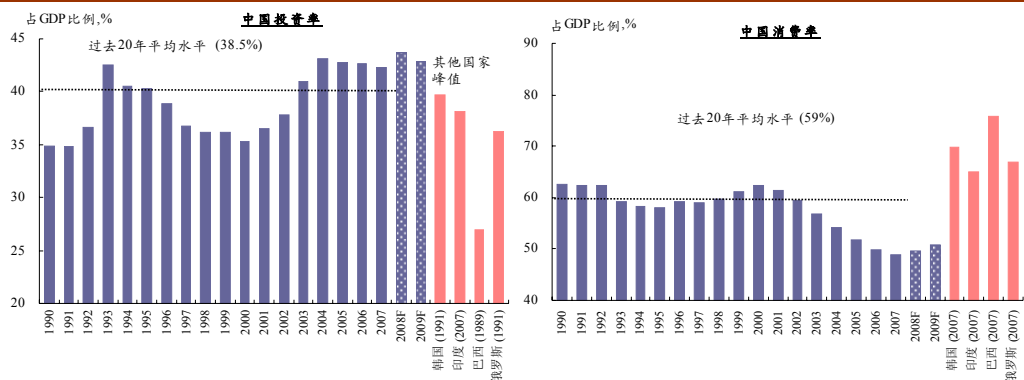
图 14: 中国的经常账户顺差和外汇储备覆盖率均属最高之列



资料来源：CEIC、国际货币基金组织、世界银行、彭博、中金公司研究部

- **出口依赖度：**但是，从 2003 年开始，与“金砖四国”的其他成员和韩国相比，中国在出口依赖度增加的同时还出现过度投资和消费不足（图 15）。

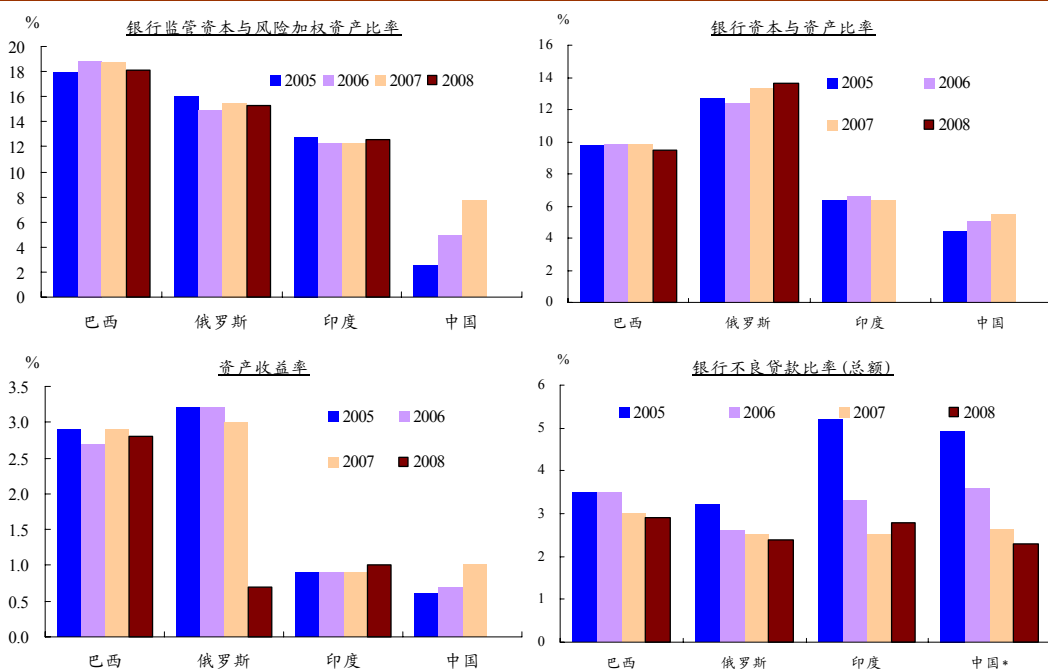
图 15：近年来投资和消费之间不平衡性的增加很好地说明了产能过剩问题



资料来源：CEIC、世界银行、中金公司研究部

- **银行健康指标：**过去几年，中国银行业健康指标大幅改善，但截止 2007 年底，其中一些指标（银行资本与风险加权资产比率、银行资本与资产比率和银行资产回报率）依然弱于其他大多数新兴市场国家（图 16）。

图 16：近年来中国不良贷款率大幅下降，资本与资产比率上升，但依然相对较低



资料来源：国际货币基金组织、中金公司研究部；* 剔除中国农业银行后的中国不良贷款。中国农业银行截止 07 年底的不良贷款余额为 8,160 亿元。08 年 11 月，农行剥离了 7,670 亿元不良贷款，同时中央汇金投资有限责任公司向农行注资 1,300 亿元，持有农行 50% 的股份。

四、未来主要挑战

目前，占全球 GDP 接近一半的新兴经济体正面临全球贸易萎缩和竞争加剧的威胁，并在外部融资方面也遭遇困难。带有政治因素的来自美国的贸易保护主义若成为事实，将会使新兴经济体面临重大风险，进一步削弱投资者的信心并延缓全球经济复苏的进程。

表 2：彭博资讯、世界银行和国际货币基金组织的全球经济增速预测

	彭博 (09年2月3日)				国际货币基金组织 (09年1月)				世界银行 (09年1月)			
	2007	2008F	2009F	2010F	2007	2008F	2009F	2010F	2007	2008F	2009F	2010F
全球	-	-	-	-	5.2	3.4	0.5	3.0	4.9	3.6	1.9	3.9
发达经济体	-	-	-	-	2.7	1.0	-2.0	1.1	2.6	1.3	-0.1	2.0
美国	2.0	1.3	-1.5	2.0	2.0	1.1	-1.6	1.6	2.0	1.4	-0.5	2.0
欧元区	2.6	0.9	-1.8	0.8	2.6	1.0	-2.0	0.2	2.6	1.1	-0.6	1.6
日本	2.4	-0.2	-2.0	-	2.4	-0.3	-2.6	0.6	2.1	0.5	-0.1	1.5
新兴经济体	-	-	-	-	8.3	6.3	3.3	5.0	7.9	6.3	4.5	6.1
巴西	5.9	5.2	2.9	3.9	5.7	5.8	1.8	3.5	5.4	5.2	2.8	4.6
俄罗斯	8.1	6.0	-0.7	3.2	8.1	6.2	-0.7	1.3	8.1	6.0	3.0	5.0
印度	9.3	-	-	-	9.3	7.3	5.1	6.5	9.0 [#]	6.3 [#]	5.8 [#]	7.7 [#]
中国	13.0	9.0	7.7	8.5	13.0	9.0	6.7	8.0	11.9	9.4	7.5	8.5

截至每年3月的财政年度数字。

资料来源：彭博资讯、国际货币基金组织、世界银行、中金公司研究部

前景：风险与机遇

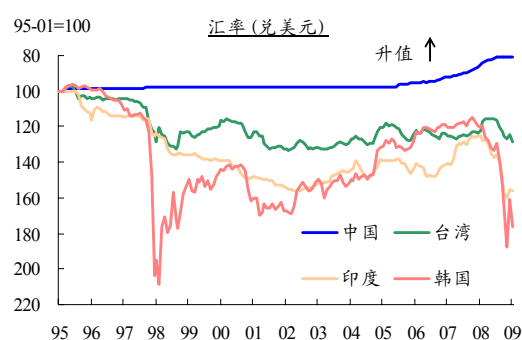
- **新兴欧洲经济体正面临“硬着陆”的巨大风险。**此次全球金融危机爆发之前，多数新兴欧洲经济体实际上已经进入经济下调周期。由于公共和私人储蓄较少但外债高企，银行债台高筑，以及官方外汇储备极低等因素，这些国家没有空间去实施宽松货币政策和财政刺激计划来提振内需。自 2009 年初以来，这些国家的股市和货币汇率继续大幅下跌（而同期亚洲和南美已有所改善）。许多这区域内的新兴经济体所持有的外汇储备也不足以偿还它们在 2009 年内到期的短期外债。
- **部分新兴经济体的债务违约可能会波及其他区域和市场，但这影响目前还基本处于可控范围之内。**这是因为很多国家还拥有巨额银行存款和大量外汇储备（如中国），但长期出口大幅下滑仍然堪虞。尽管俄罗斯和一些新兴欧洲经济体的银行和企业仍然受制于西方国家银行切断信贷供应和批发融资市场运转失灵的问题，投资者是乎已开始明确地将遭遇信贷紧缩间接伤害但拥有强劲基本面的国家，与基本面不佳且杠杆率较高的国家区分开来。美联储与多个主要新兴经济体（巴西、韩国、墨西哥和新加坡）签署了货币互换协议，大幅提高了这些国家偿还美元债务的能力。
- **多数亚洲国家的美元主权国债和高评级企业债券在提供风险调整回报上颇具吸引力。**某些南美国家亦是如此。从信贷角度来看，许多国家仍拥有巨额经常账户盈余、大量外汇储备和稳健的银行系统，并有充足的流动性来维持其债券价值。此外，新兴经济体的债券价格已基本反映了宏观和违约风险，而发达国家的债券价格尚未充分反映这些风险。在目前新兴经济体的债券正低价出售时，有选择性的购入部分优质主权和企业债券可能得到很好的回报。
- **事实上，自 2009 年初起，已有迹象表明国外资金已再次流入这些地区的主权国债和高评级企业债券。**菲律宾成功发行了 15 亿美元的 10 年期主权债券，获得了显著的超额认购（债券收益率为 8.5%，高于美国国债约 600 个基点）。巴西和哥伦比亚也于 2009 年初分别成功发行了 10 亿美元主权债券，土耳其发行了 15 亿美元的 10 年期债券。最近韩国进出口银行在一级市场发行 20 亿美元的 5 年期债券，收益率为 8.125%。鉴于投资者对主权债券的极大兴趣，韩国政府计划在 2009 年发行超过 200 亿美元的主权债券，是 2008 年发行额的三倍。

- 在目前情况下，新兴经济体的股票并非最佳选择，但可有例外。随着全球经济进一步下滑，发达国家和新兴经济体的企业盈利均面临巨大不确定性。在全球经济一体化的情况下，新兴经济体股市与发达国家股市之间仍具有相关性。基本面强的国家，包括经常账户录得盈余、拥有大量外汇储备，且有提高内需潜力的国家将表现不错。这包括中国和巴西，二者均是净债权国，财政处于盈余状况，且都有稳健的银行系统，有助于减轻当前金融危机对各自经济的冲击。同时，这两个国家都是在资本市场上相对比较封闭的经济体，受大量资本从股市撤离的风险较小，而如果内资重新入市，市场有可能走出反弹行情。

挑战：全球贸易萎缩，竞争加剧

- 自2005年以来的人民币升值和工资上涨已引导了中国的出口型行业逐渐转向更高附加值产业链，并大大推动了亚洲区逾间的贸易（图17~18）。在2007年底，中国向新兴经济体的出口占比为45%，而对美国、欧洲和日本的出口占比也占49%。同时，中国还有一半以上的进口来自其他亚洲新兴体，另有5%来自南美。这表明中国已是泛亚洲地区举足轻重的主要成员，并将在全球经济复苏中起到关键的作用。

图17：亚洲货币兑美元汇率



资料来源：彭博、中金公司研究部

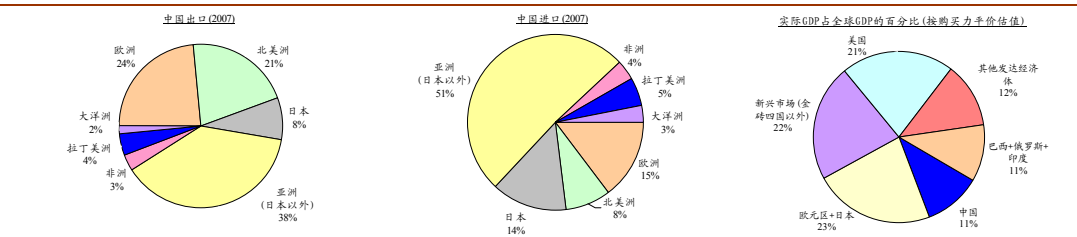
表3：人民币相对于其他货币汇率

	对人民币(%)	
	2008	2009 YTD
美元	-6.5	0.3
欧元	-10.5	-7.8
日元	15.3	1.6
巴西雷亚尔	-28.1	0.3
俄罗斯卢布	-21.8	-18.4
印度卢比	-24.5	0.0
韩元	-30.6	-9.1
马来西亚林吉特	-10.7	-3.9
越南盾	-14.4	0.3

注：负数为对人民币贬值。

资料来源：彭博、中金公司研究部

图18：中国的出口和进口的国家和新兴市场整体对全球GDP的贡献



资料来源：CEIC、中金公司研究部

- 目前没有明显迹象表明人民币相对于美元被低估。2008年4季度中国对美出口增速从3季度的15.3%放缓至0.7%，其中周期性投资品出口显著下滑。2008年3~4季度贸易顺差进一步扩阔的主要原因是反映了大宗商品价格下跌、增值税转型造成暂时的资本商品进口推迟、以加工贸易为目的机电设备进口大幅下降、以及经济进入下降周期所导致库存减少。待大宗商品价格造成的低基数效应于2009年中期消失之后，贸易顺差料将大幅收窄。
- 同时，与其他新兴经济体货币相比，人民币可能已经有所高估，这反映中国所面临的竞争压力不断增加。大多数新兴经济体的货币汇率自去年10月以来大幅走低（表3），主要反映由于大量资金外流、套息交易逆转和偿还外债导致美元流动性短缺。由于全球贸易萎缩，许多国家的经常账户将会出现疲软甚至赤字。为保护外汇储备并尽量维持出口市场份额，这些经济体可能在未来几个月内收紧政策，从而迫使它们继续采取货币贬值政策。

在全球贸易萎缩的背景下，严重依赖出口的经济体必须同时面临竞争加剧的冲击，中国也不例外。

- ▶ **但总体而言，人民币若在此刻大幅贬值存在着重大风险，并不符合中国的利益。**首先，人民币贬值在推动出口的同时，也可能加剧资本外流；其次，贬值将增加中国公司进口大宗商品和其他资源的成本；其次，人民币贬值势必招致美国和其他发达国家的抨击，可能引发它们采取带有政治性质的贸易保护主义；最后，这也可能导致“以邻为壑”式的竞争性贬值，一败俱伤。
- ▶ **在新的经济秩序下，中国将受惠于其强劲的基本面，政府精心筹划的财政刺激方案和稳定的人民币汇率可进一步强化了基本面状况：**这样将其他新兴经济体提供一个标杆，防止他们采取“以邻为壑”的汇率政策。稳定的汇率也有助于消除市场不确定性，有助于增强投资者对投资中国的信心，同时将投机中国资本账户的风险也降到最低。中期而言，可以帮助中国完成经济转型，走向内需驱动型增长模式，并在全球再平衡过程中发挥其作用。
- ▶ **美国新任财长盖特纳近期关于中国操控人民币汇率的言论不仅不符合事实，更是对金融危机原因分析的误导。**如果这番表述并非盖特纳在听证会上为获得认可而作出的民粹言论，而是美国在未来中美政策方面的转变，那么这将是一个令人担忧的信号。大家都知道，中国可以抛售美国国债而使人民币兑美元汇率大幅升值，但这必然将使中美两败俱伤。这也是对全球再平衡进程极端不负责任的做法，因为这可能引发资金撤离美国国债，进而导致美元崩溃。理想的解决方案应是各国协调，以期在更长期范围内一致来干预市场，从而达到美元兑其他新兴经济体货币的汇率缓慢下跌，包括人民币，而不是只针对人民币（因为中国仅占美国进口的 16%，而墨西哥和其他新兴经济体各占比 11% 和 36%）。如果美国目前的政策将因美国去杠杆化引发的全球金融和经济危机对新兴市场所产生的后果最小化，并提高与中国的双边合作，那么这种方案就具有可行性。这样全球经济就能够在新兴经济体的共同贡献下稳步进入复苏进程。
- ▶ **由于带有政治因素的贸易保护风险依然很高，预计 2009 年汇率波动仍将高企，可能需要对贸易和外汇交易进行适当的对冲。**去杠杆化的进程，可能发生的政策误导，以及避险情绪的变化都会影响资本流动和去向，短期的汇率走势可变得愈发难以判断。

附录：新兴市场的前景和风险

亚洲新兴市场	16
欧洲新兴市场	23
资源型新兴市场	30
南美新兴市场	34

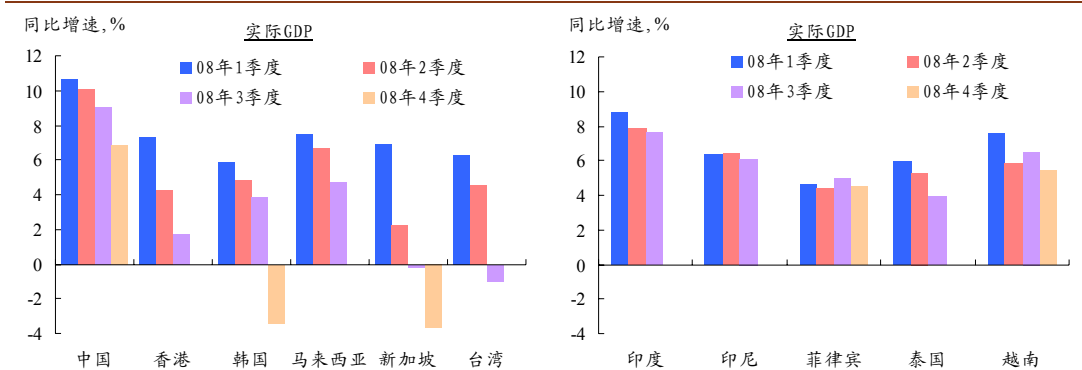
亚洲新兴市场

亚洲新兴经济体的快速增长周期在 2008 年初开始转向，而且近期经济严重放缓的风险已经加剧。其面临的重大冲击包括：1) 发达国家的经济收缩导致他们对外需的快速下滑；2) 更无序的去杠杆化进程使外部资金减少，以及亚洲金融市场自身趋于流通性紧张；3) 经常账户在受到外需显著放缓的打击之际，其资本账户亦同时遭受到因反映流动资金短缺和避风险而引起的大规模资本外流。这导致一些国家近几个月内货币大幅贬值和其外汇储备的下降势头在 10 月和 11 月明显加快（但目前外汇储备水平一般仍较为健康）。

虽然亚洲新兴国家的整体经济状况比在亚洲金融危机时已有很大进步，但高度外围风险正在进一步影响宏观基本面：

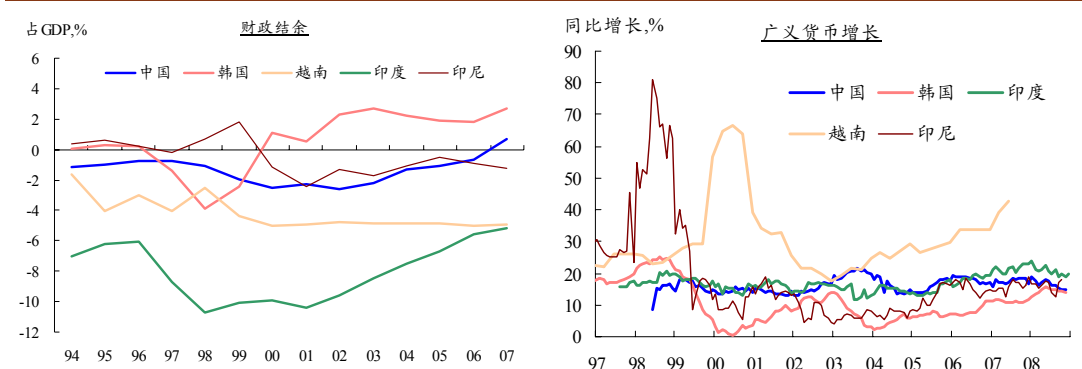
- ▶ 全球经济放缓可能较预期中更为深远；而且近期指标已经显示经济严重放缓的风险在亚洲加剧，从而导致出口的更长期或更快速下滑和企业利润的下降，这将会给内需造成压力。
- ▶ 亚洲区内金融市场环境也正面临着考验：商业票据和低等级债券的利差已明显扩大；国内结构性产品市场近乎关闭；有迹象显示获取贸易融资也变得相当困难。
- ▶ 由于大量外债将于 2009 年到期，韩国、印度、印尼和巴基斯坦等国家外部融资难度在 2009 年可能有所上升。一些国家在 2007 年将外部融资渠道从传统贷款转向银团贷款（期限较短，通常为 1~3 年）。经常账赤字增加和经济增速下滑可能导致展期风险上升，加剧宏观与金融恶性循环。
- ▶ 中国在区内贸易中占有很大权重，尤其是考虑到中国从新兴经济体大量进口用于加工贸易的产品。美国经济大幅下滑可能通过中国的传导效应，为其他新兴市场出口前景蒙上阴影。
- ▶ 短期而言，新兴亚洲经济体面临的资本流动性风险依然不高，但各个国家之间有很大差异性。从菲律宾政府和韩国进出口银行发行的主权或政府担保债券获得超额认购来看，投资者的风险胃纳近期有所上升。但是，面对去杠杆化和美国经济大幅下滑带来的不确定性，市场情绪依旧脆弱，这一点从部分国家 CDS 利差仍然居高不下可以看出。
- ▶ 一些区域性银行和企业可能面临信贷和外汇风险上升，其压力主要来自于对盈利的担忧以及展期风险。

图 1：一些亚洲新兴经济体连续 3 个季度 GDP 增速明显放缓，部份并在 4 季度转为负增长



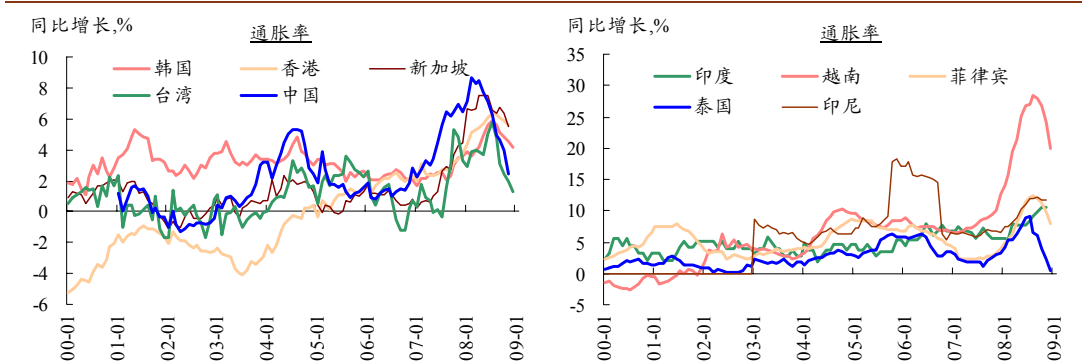
资料来源：彭博、CEIC、中金公司研究部

图 2：一些亚洲新兴市场的财政状况仍然较弱，但货币增速普遍较为健康（除越南外）



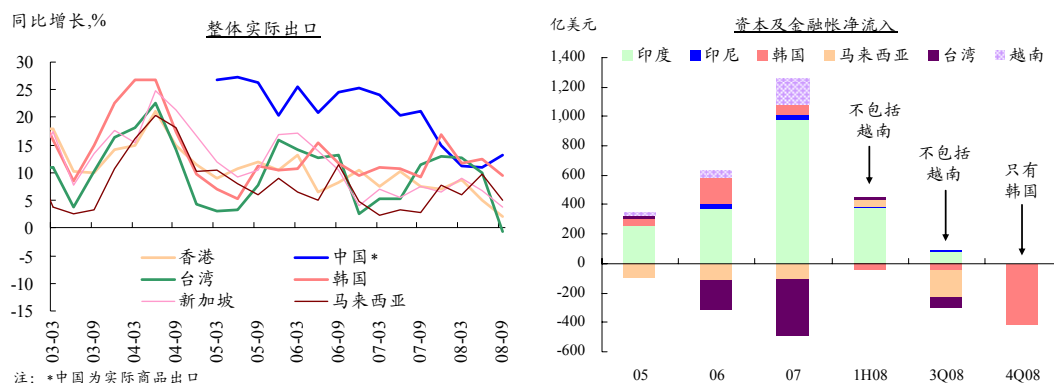
资料来源：彭博、CEIC、IMF、中金公司研究部

图 3：通胀率迅速放缓，主要得益于大宗商品价格急速下滑；一些经济体的核心通胀率亦已趋向平稳或开始回落



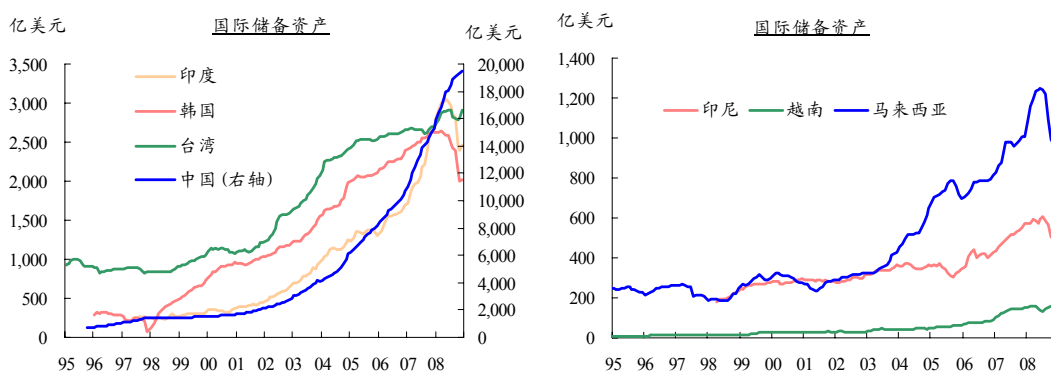
资料来源：彭博、CEIC、中金公司研究部

图 4：经常账和资本账同时恶化：3 季度实际出口增速明显下滑，致使其贸易盈余减少或赤字扩大，同时资本净流出也已加剧（韩国 4 季度录得超过 400 亿美元资本净流出）



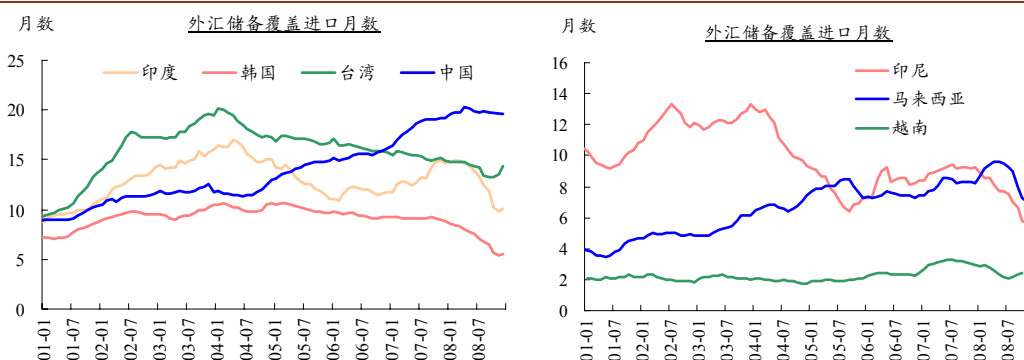
资料来源：彭博、CEIC、IMF、中金公司研究部

图 5：外部平衡的恶化使多数亚洲新兴经济体外汇储备明显减少，但仍远高于 1997~1998 年亚洲金融危机前的水平



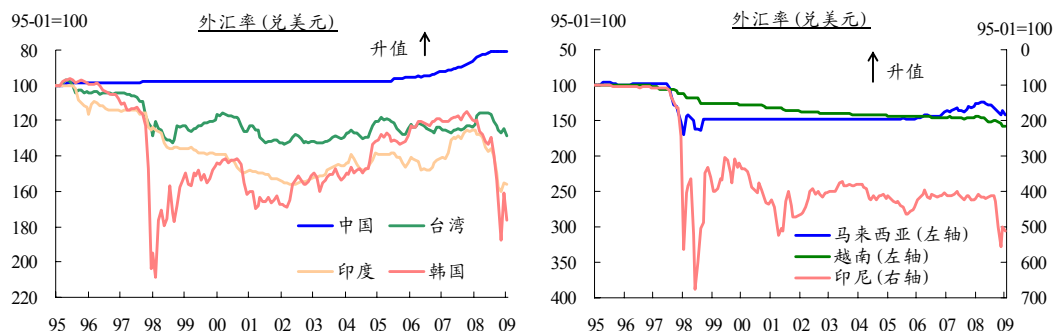
资料来源：彭博、CEIC、中金公司研究部

图 6：多数经济体的外储水平仍然相当于 5 个月或以上的商品进口（除越南外，仅 2 个月）。



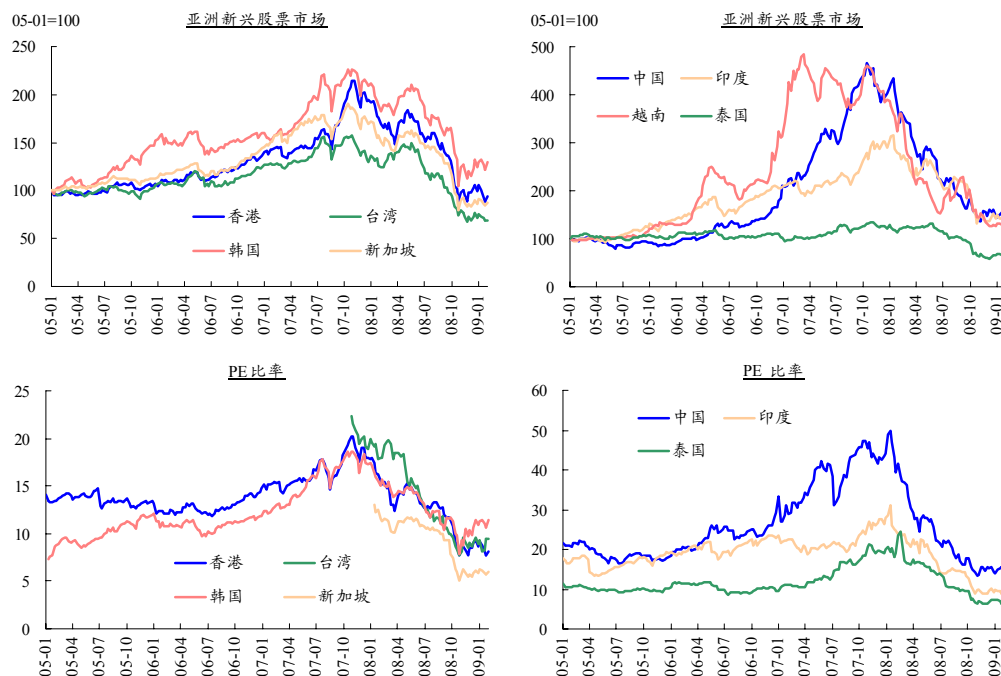
资料来源：彭博、CEIC、中金公司研究部

图 7：经常账恶化和资本外流加剧导致亚洲新兴市场货币明显贬值；其中跌幅较大的有韩元、印尼盾和印度卢比



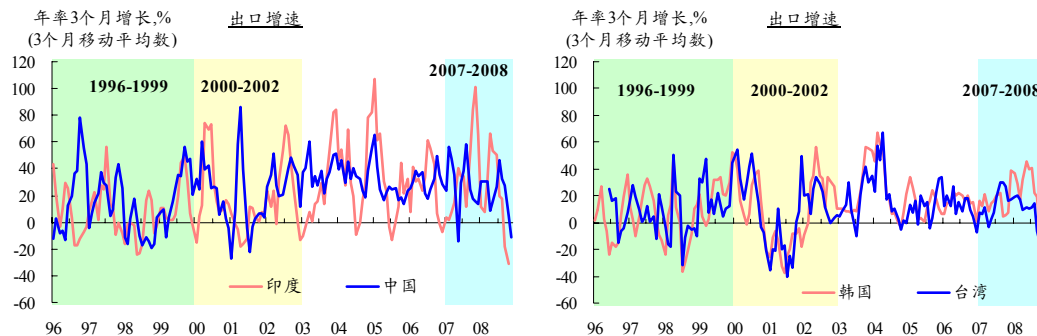
资料来源：彭博、CEIC、中金公司研究部

图 8：大规模的证券资本外流已导致股票市场大幅调整，以泡沫较大的新兴市场股市下降幅度较大（例如中国和印度）；P/E 比率亦已降至 2005 年的水平



资料来源：彭博、CEIC、中金公司研究部

图 9：领先指标显示多个亚洲经济体的商品出口跌幅已是 7 年以来最大，并可能进一步下滑



资料来源：彭博、CEIC、中金公司研究部

图 10：反映外需下降，一些经济体的工业生产也明显放缓，尤以韩国和台湾地区的情况最为严峻

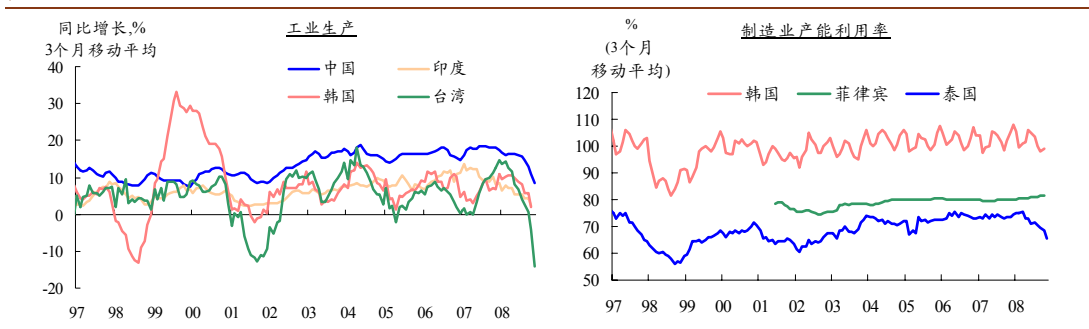


图 11：其他经济领先指标显示内需减速亦可能加剧

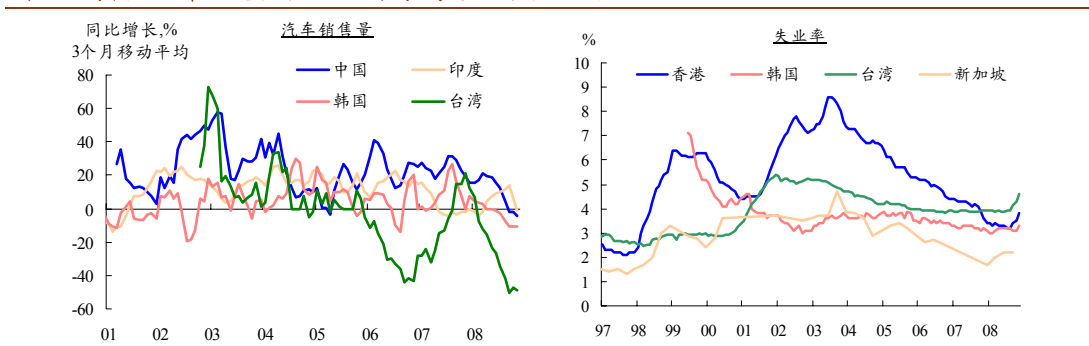
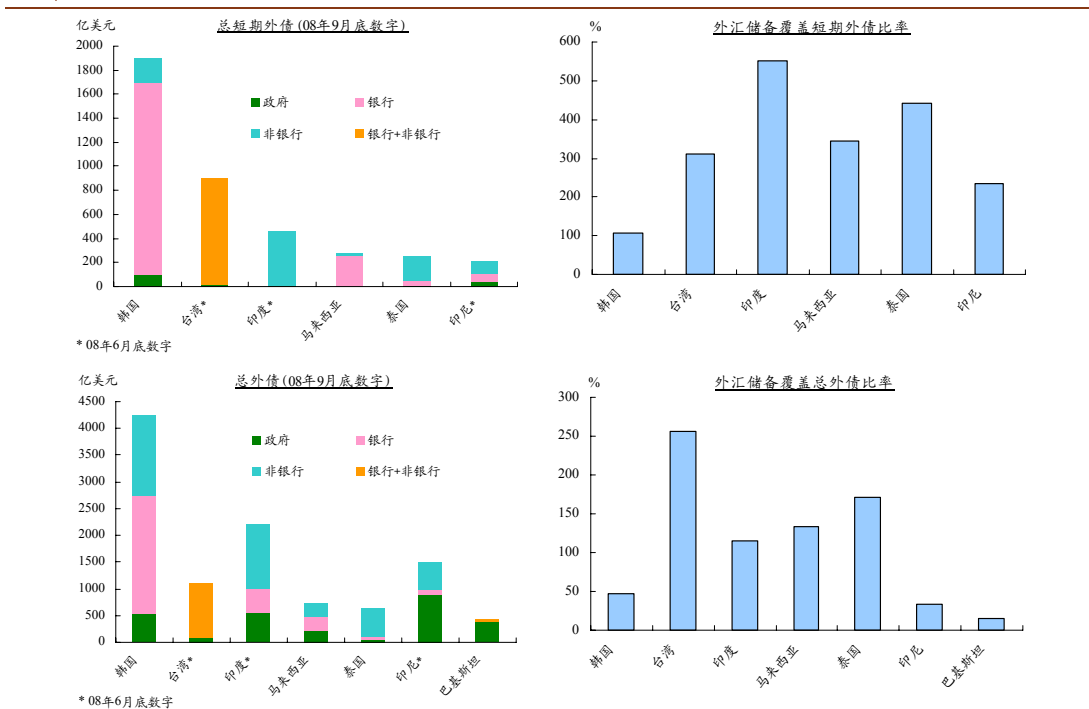
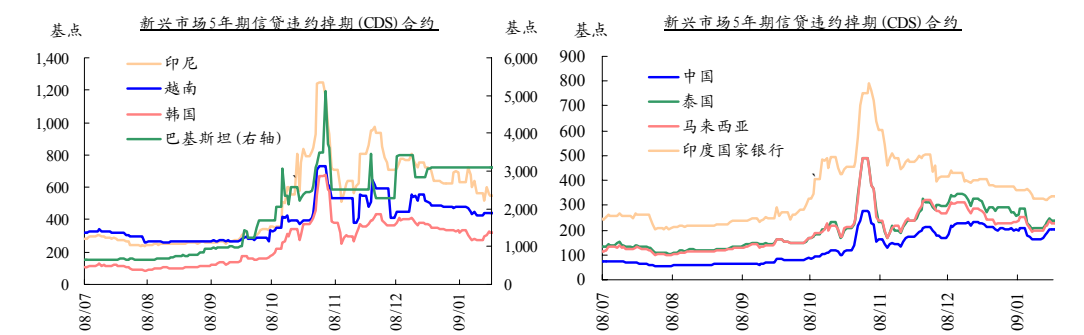


图 12：对于一些短期外债庞大的经济体，外部融资成本和 CDS 利差仍然高企，导致再融资风险增加



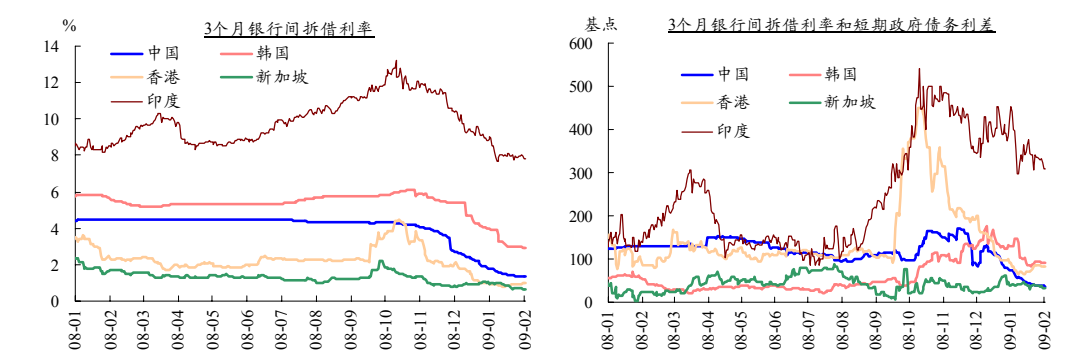
(待续)

图 12: (续)



资料来源：彭博、IMF, central bank websites, 中金公司研究部

图 13: 随着各国央行调低政策利率（见表 2），国内资金利率和其与短期政府债务利差都有所下降（但在个别国家仍然高企）



资料来源：彭博、CEIC、中金公司研究部

表 1: 实体经济前景恶化，加上外部再融资风险增加，致使国际信用评级机构下调亚洲新兴市场长期外币债务评级和信用评级展望

国家	穆迪投资	标准普尔	惠誉
韩国	A2 (稳定)*	A (稳定)*	A+ (稳定 → 负面) (08 年 11 月 10 日) 全球经济萧条削弱还款能力
马来西亚	A3 (稳定)*	A- (稳定)*	A- (正面 → 稳定) (08 年 11 月 10 日) 大宗商品价格下滑和外需放缓 削弱经常项目顺差
斯里兰卡	-	B+ → B (稳定) (08 年 12 月 15 日) 外汇储备下降和财政赤字上升	B+ (稳定)*
巴基斯坦	B2 → B3 (负面) (08 年 12 月 12 日)	CCC → CCC+ (08 年 12 月 19 日) 因获得货币基金组织 76 亿美元的贷款；此前因债务危机，评级先后于 10 月及 11 月被下调至投资级别以下八级的 CCC	-
泰国	Baa1 (稳定 → 负面) (08 年 12 月 4 日) 政治危机令国内经济前景恶化	BBB+ (稳定 → 负面) (08 年 12 月 1 日) 政治危机令国内经济前景恶化	BBB+ (稳定 → 负面) (08 年 12 月 1 日) 政治危机令国内经济前景恶化
*近期评级或展望不变			

资料来源：彭博、中金公司研究部；注：截至 2009 年 1 月中

表 2：亚洲当局采取了一系列宽松货币政策和财政措施以支持经济增长和缓解流通压力

	央行 指标利率 %	9月中以来减息		近期出台的重点财政刺激措施
		次数	幅度 百分点	
中国	5.31*	5	2.16	于11月上旬宣布推出4万亿元的财政刺激计划，加强基础建设投资和保障民生，以提振内需。
香港	0.50	3	3.00	于08年12月中旬宣布一系列振兴经济措施，重点包括：扩大信贷保证计划；在09年提供超过60000个职位；与中央和广东省政府共同为在珠三角经营的港资企业纾困，并向中央政府争取扩大香港的人民币业务以及增加内地居民访问香港的人数。
印度	5.50	4	3.50	于12月上旬宣布计划在08-09财年动用高达40亿美元，以提高基础设施方面的支出，支持中小企及劳动密集型的出口部门，并推动出口和调低增值税。
印尼	8.75	2	0.75	于08年12月下旬宣布将投资92亿美元于国家基础设施，项目预计将针对通讯和运输基础设施。此外，该国计划于今年年初推出11.4亿美元的一揽子财政刺激措施，以减低经济增长下滑的风险。
马来西亚	2.50	2	1.00	
菲律宾	5.00	2	1.00	
韩国	2.50	5	2.75	于12月中旬宣布成立一个150亿美元的银行资本稳定基金，用以购买银行的优先股和债券，以舒缓银行资本因资产质量恶化而造成的影响。并宣布将会注资12.4亿美元予国有银行，以支持企业贷款及出口商。
台湾	1.50	6	2.13	于11月下旬宣布将向公众每人发放新台币3,600元（约110美元）消费券以刺激消费，此举措合共约25亿美元。
泰国	2.00	2	1.75	于12月下旬宣布新政府可能追加政刺支出高达1800亿泰铢，较前任政府于11月间所通过的1000亿泰铢增加了80%，以刺激经济增长。

* 中国央行指标利率为1年期贷款利率。

资料来源：彭博、CEIC、Global Insight、政府网站、中金公司研究部

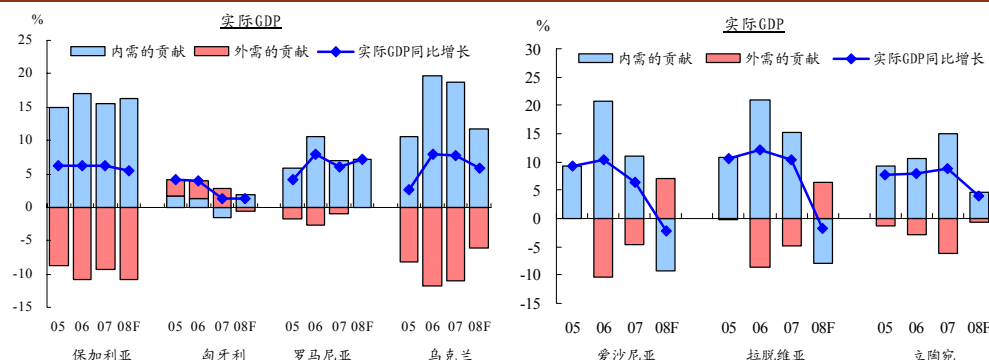
欧洲新兴市场

欧洲新兴经济体过去暴露于多层面的风险，这些风险从 2008 年 10 月以来已经充分体现并重大影响实体经济和银行系统的稳定。经济前景仍然不明朗—硬着陆风险在新兴经济体中最高。

- ▶ 最近几年的经济急速增长很大程度是受益于外国银行在当地分行提供的贷款扩张所支持。由大规模资金流入和贸易条件收益而引起的自 2005~2006 年以来的信贷膨胀，促进了欧洲新兴经济体内需的快速增长，但亦导致经济过热和建立大量的短期外债。但实际收入被高债务偿还和高通胀所侵蚀，并使其应对外资银行收紧贷款和外部融资“突然停止”的能力变得过度脆弱。
- ▶ 国内物业市场和股市自 10 月以来的大幅下调，导致大规模资本外逃并造成外汇储备大幅下降。鉴于区内主要银行系统多由外国母公司所拥有，许多新兴欧洲银行和企业严重依赖短期外债。在全球金融危机深化的背景下，外部资本流向急速逆转，使一些欧洲新兴经济体的再融资风险加剧：匈牙利、乌克兰、拉脱维亚和白俄罗斯已经寻求国际货币基金组织、欧盟或世界银行的财政支持，总额超过 460 亿美元。但是，国际货币基金组织的财政支持只能为它们提供了一个喘息的空间；政府和银行界的高外汇债务可能构成该地区的中长期融资风险。
- ▶ 全球流动资金短缺、整体新兴市场大量的再融资需求、加上这区域的高外债低储备，可能使其他欧洲新兴国家有需要在 2009 年寻求国际货币基金组织、欧盟和世界银行的财政支持。从中长期看，欧盟可能发挥其缓冲的角色—将来用其财政表来支持部份的欧盟成员国（或准成员国）以减轻其外债压力—但近期内欧盟独立挽救欧洲新兴体的能力可能有限。

主要短期风险：新兴欧洲已面临房地产市场和过度消费信贷继续大调整的下降周期。使用宽松货币政策和财政措施以支持经济增长的余地也已十分有限，因为很多新兴欧洲国家必须以压控国内消费需求和进口以达到恢复外部平衡的目的。特别是经常账赤字大的国家，并同时过度暴露于短期外债（包括瑞典、奥地利和意大利银行在当地子公司的庞大净负债）和来自国外的批发资金，将使它们很难抵御高信贷、汇率和再融资的风险。一些实行固定汇率制度的国家的外汇储备可能要面对更大的压力。对于一些外部严重不平衡，但可利用灵活汇率制度帮助调整的国家，通胀仍然是令人关注的问题。

图 1：欧洲新兴经济体尤其暴露于资本流入推动的信贷膨胀，导致经济过热；一些国家已在经历急剧调整



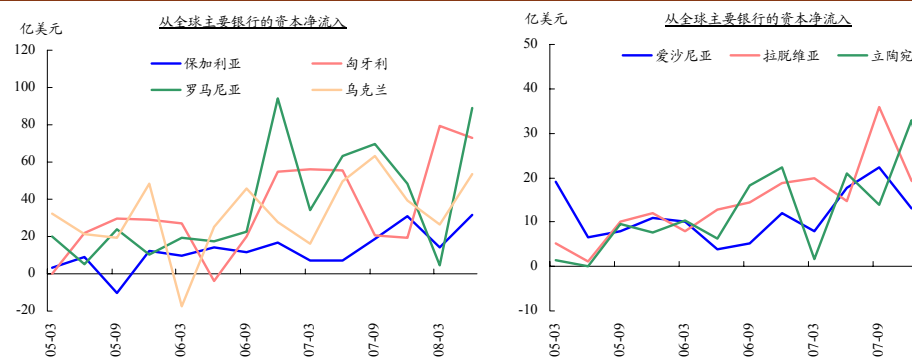
资料来源：IMF、Global Insight、中金公司研究部

图 2：银行贷款达到不可持续的高水平，导致国内需求过热和高通胀



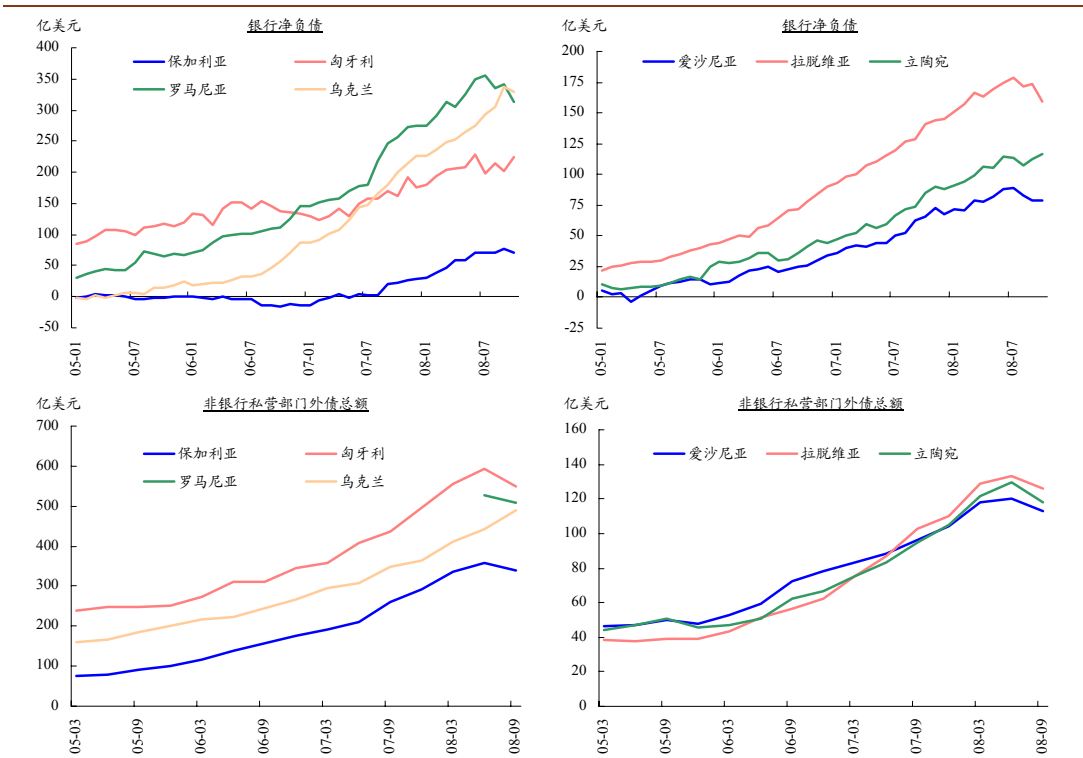
资料来源：IMF、中金公司研究部

图 3：在信贷膨胀的同时，巨额资本净流入随之而累积



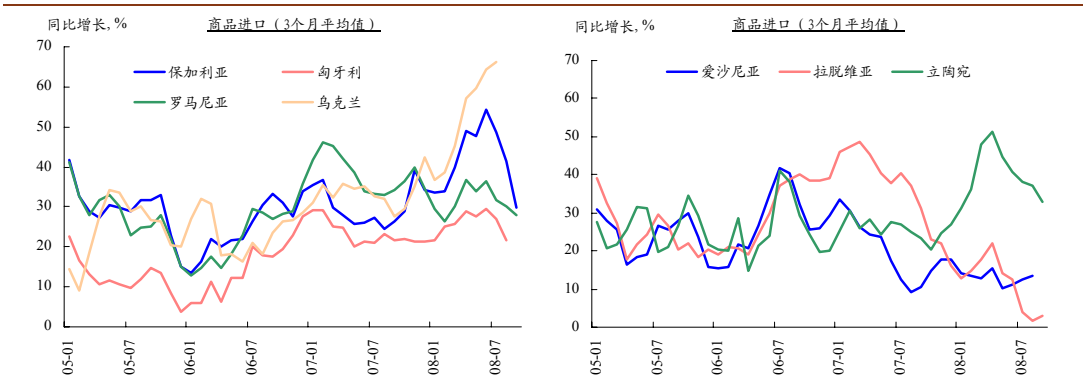
资料来源：BIS、中金公司研究部

图 4: ...使银行和企业对外债台高筑



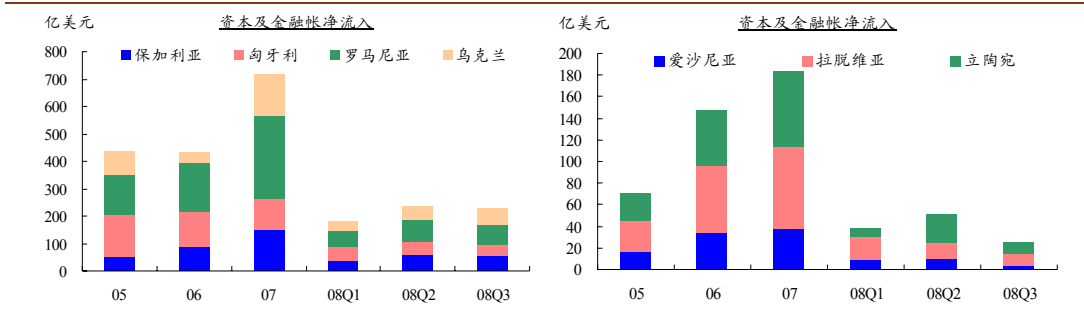
资料来源: BIS、世界银行、中央银行网站、中金公司研究部

图 5: 经济过热同时引致由银行和企业的短期外债或美元借贷所支持的高增长进口；这些进口主要用于消费



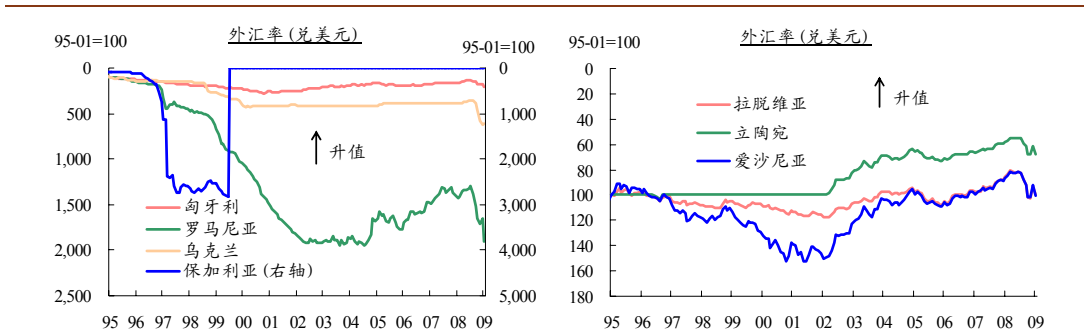
资料来源: IMF、中金公司研究部

图 6：欧洲新兴市场在过去几年吸引了大量资本流入（主要来自西欧银行），但外部流动资金自 2008 年 10 月以来严重短缺，引致再融资风险增加和资本外逃



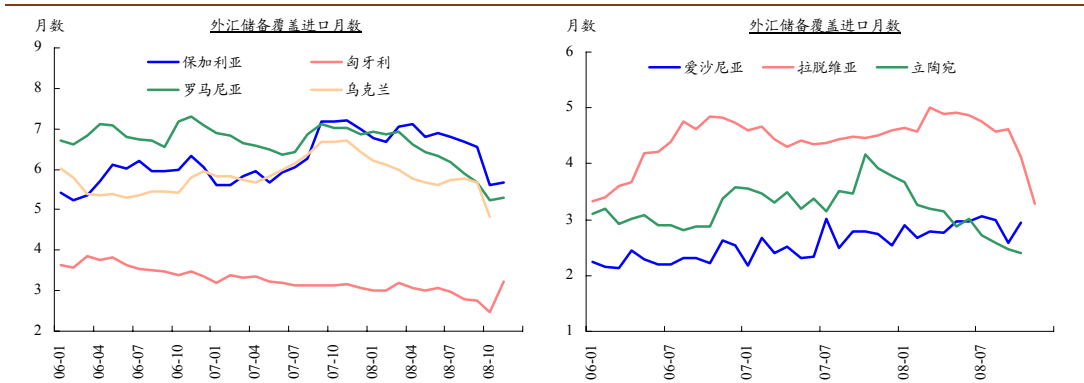
资料来源：IMF、中央银行网站、中金公司研究部

图 7：在欧元趋同的背景下，货币不能大幅贬值，引致外汇储备减少



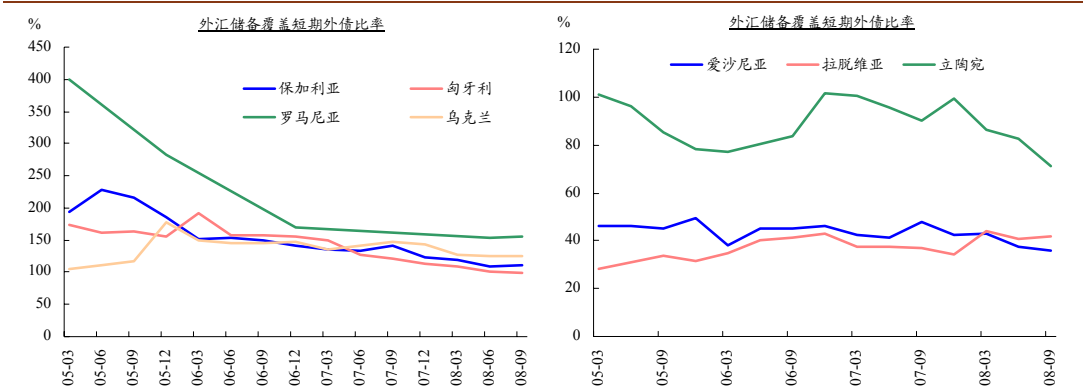
资料来源：彭博、中金公司研究部

图 8：一些欧洲新兴经济体（匈牙利、乌克兰、白俄罗斯和拉脱维亚）在获得国际货币基金组织、欧盟或世界银行的财政支持之前（共提供约 460 亿美元资助），外汇储备覆盖进口曾下降至危险水平



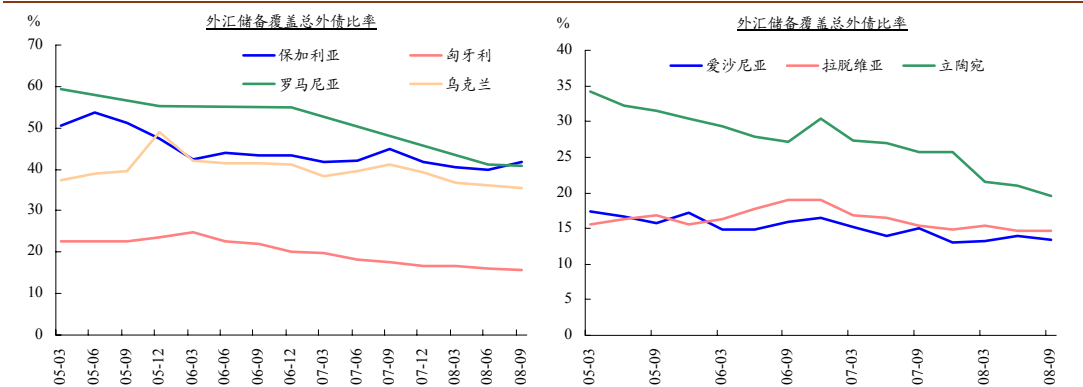
资料来源：IMF、中金公司研究部

图 9：区内大多数国家的外汇储备对短期外债覆盖率急剧下降，特别是波罗的海国家



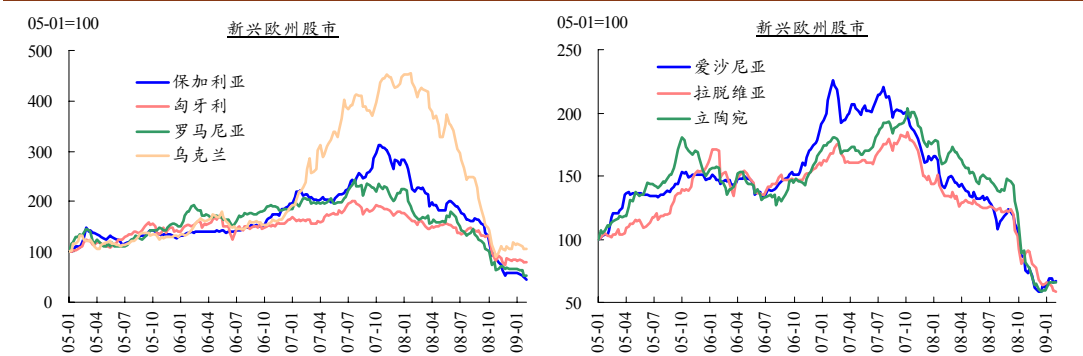
资料来源：BIS、IMF、中央银行网站、中金公司研究部

图 10：外汇储备远不足以覆盖总外债



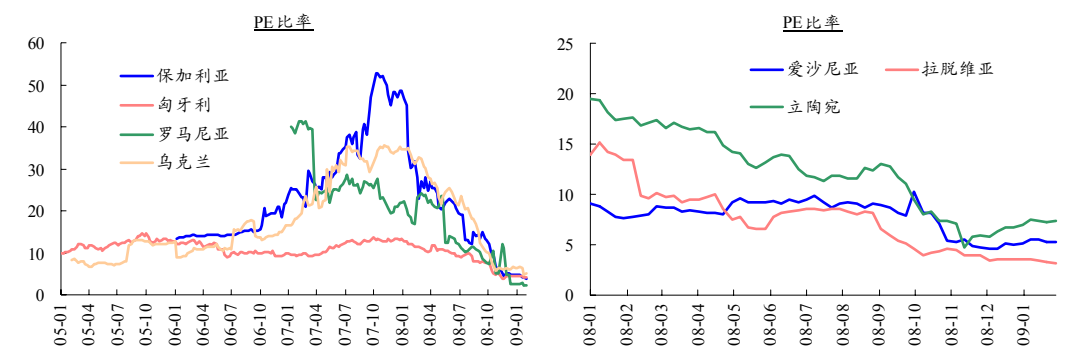
资料来源：BIS、IMF、中央银行网站、中金公司研究部

图 11：大规模资本外流已导致欧洲新兴股市大幅走低



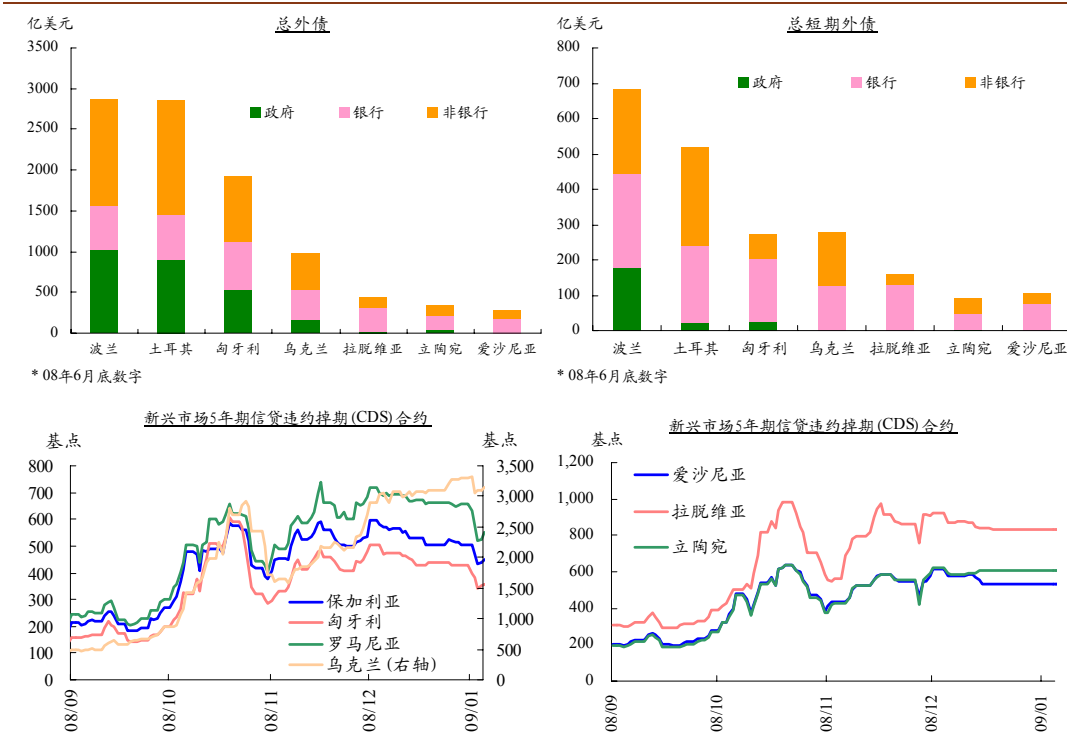
资料来源：彭博、中金公司研究部

图 12：一些股票市场的 P/E 比率亦已降至低于 2005 年的水平



资料来源：彭博、中金公司研究部

图 13：再融资风险自 2008 年 10 月以来加剧，并仍为新型市场中最高



资料来源：彭博、中金公司研究部

表 1：实体经济前景恶化，加上外部再融资风险增加，致使国际信用评级机构下调欧洲新兴市场长期外币债务评级和信用评级展望

国家	穆迪投资	标准普尔	惠誉
保加利亚	Baa3 (稳定)*	BBB+ → BBB (负面) (08 年 10 月 30 日) 国内经济前景恶化	BBB → BBB- (稳定) (08 年 11 月 10 日) 国内经济前景恶化
克罗地亚	Baa3 (正面 → 稳定) (08 年 11 月 19 日)	BBB (稳定 → 负面) (08 年 10 月 27 日) 全球经济萧条削弱还款能力、外部失衡和经常项目恶化	BBB- (稳定)*
爱沙尼亚	评级撤回 (负面) (08 年 11 月 7 日) 流动性危机和国内经济前景恶化	A (负面)*	A → A- (负面) (08 年 10 月 3 日) 国内经济前景恶化
匈牙利	A2 → A3 (负面) (08 年 11 月 7 日) 国内经济前景恶化和外债上升	BBB+ → BBB (负面) (08 年 11 月 17 日) 融资困难和还债能力下降	BBB+ → BBB (稳定) (11 月 10 日) 外部融资能力下降
拉脱维亚	A3 → Baa1 (负面) (09 年 1 月 7 日) 仍有风险，尽管获得货币基金组织和欧盟的援助。08 年 11 月 7 日因流动性危机和国内经济前景恶化从 A2 下降至 A3	BBB+ → BBB (08 年 10 月 27 日) 外部失衡和经常项目恶化 11 月 10 下调至 BBB- 观察名单	BBB → BBB- (负面) (08 年 12 月 23 日) 货币危机
立陶宛	A2 (负面) (08 年 11 月 7 日) 流动性危机和国内经济前景恶化	A- → BBB+ (负面) (08 年 10 月 27 日) 外部失衡和经常项目恶化	A- → BBB+ (负面) (08 年 12 月 22 日) 国内经济前景恶化和财政融资困难
罗马尼亚	Baa3 (稳定)*	BBB- → BB+ (负面) (08 年 10 月 27 日) 经常项目恶化	BBB → BB+ (负面) (08 年 11 月 10 日) 经常项目恶化
乌克兰	B1 (稳定)*	B+ → B (负面) (08 年 10 月 24 日) 货币危机	BB- → B+ (负面) (08 年 10 月 17 日) 货币危机

*近期评级或展望不变

资料来源：彭博、中金公司研究部；注：截至 2009 年 1 月中

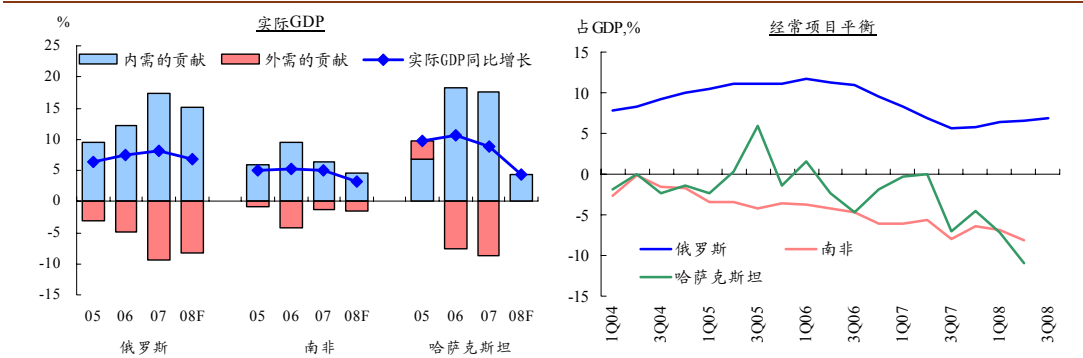
资源型新兴市场

强劲的国内需求、贸易条件收益和扩张性货币与财政政策在过去几年持续推动经济增长，引致产出一一直高于其潜在水平，劳动力市场明显吃紧。大宗商品价格飙升持续推动净出口，为迅速增长的政府支出提供了后盾，同时也为国内信贷扩张提供了资金来源。与此同时，通胀率飙升，导致实际利率明显处于负值，经济运行超出其潜在水平。银行和企业面临信贷与汇率风险以及贷款期限与货币错配问题。

全球金融危机主要通过以下渠道对区域经济体造成重创：

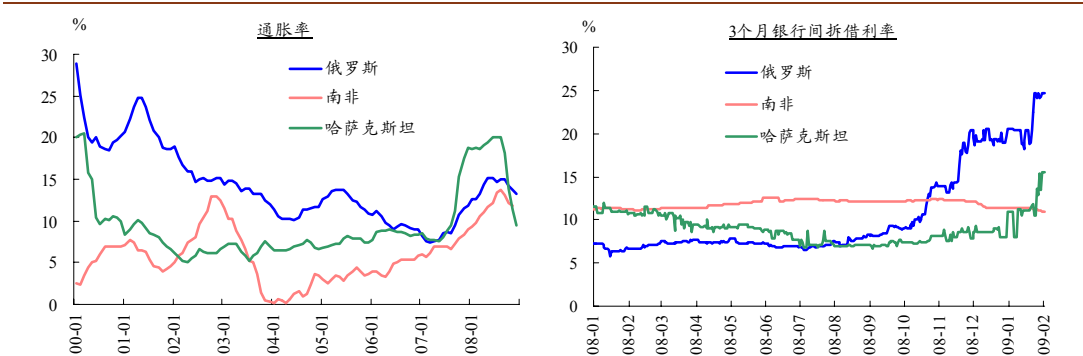
- ▶ **负面的贸易条件冲击：**贸易条件冲击对资源型新兴国家的影响将非常显著，而且范围较广，尤其是对于那些大宗商品在出口总额中占比超过 70% 的国家（例如俄罗斯）。
- ▶ **资本项目恶化：**经常项目赤字增加和国内需求骤然放缓削弱了经济基本面，而这又导致住房和股市价格出现严重回调。俄罗斯和南非等许多国家自去年 10 月已经出现大规模资本外逃。外汇储备也出现下降，因为一些国家（包括俄罗斯）的央行大举干预汇市，以维护本币汇率。由于经济前景严重恶化，未来大量资本外逃风险依然较高。
- ▶ **政府财力不足：**政府财政收入下降导致预算赤字上升，因此 2009 年预计政府举借需求大幅上升，这可能影响到进口环节。
- ▶ **融资难度上升：**一些地区（尤其是俄罗斯）中的银行和企业面临较高的信贷与外汇风险，主要受经济增速严重放缓、贸易条件冲击持续、国内资产价格下跌以及银行与企业利润下降影响。这可能会削弱投资者信心，增加外部融资成本与难度。

图 1：蓬勃的国内需求持续支持经济增长，但贸易条件收益被进口增加所抵消



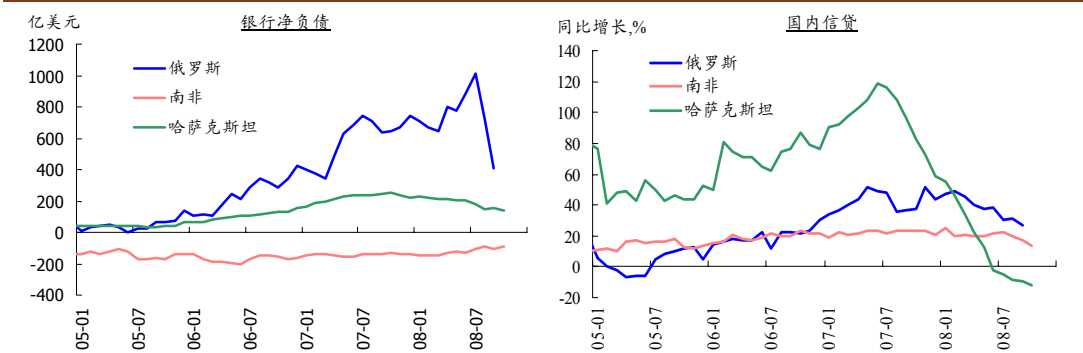
资料来源：彭博、中金公司研究部

图 2：通胀上升，导致一些国家出现负实际利率



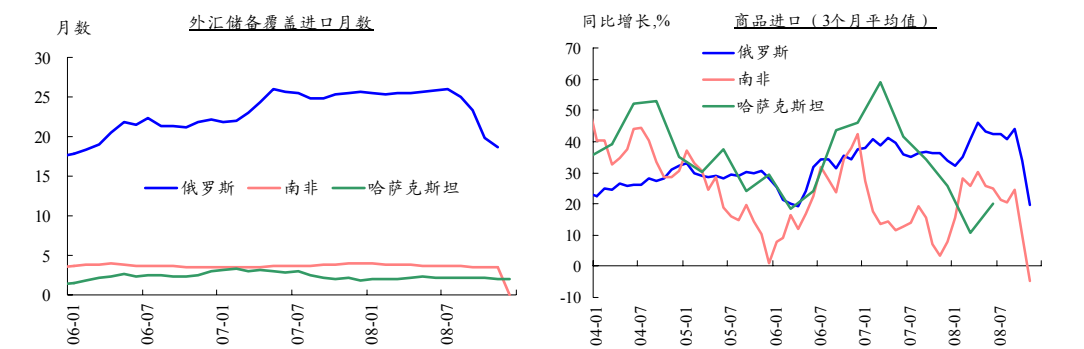
资料来源：彭博、中金公司研究部

图 3：俄罗斯银行建立了显著的短期净对外负债，而自金融危机爆发以来已有所回落



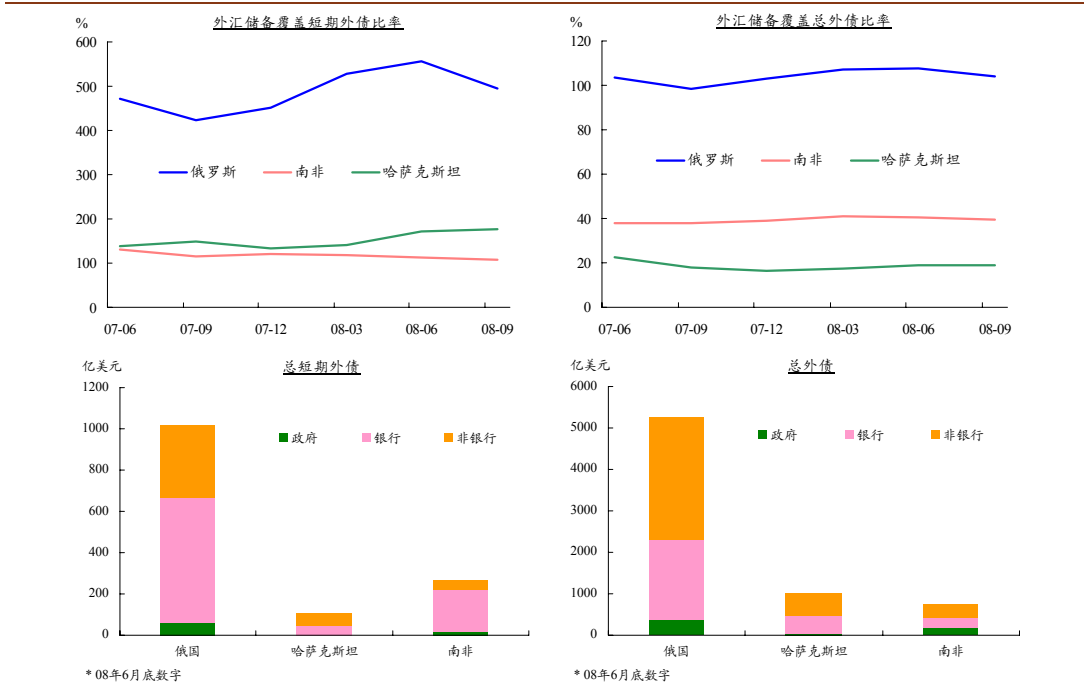
资料来源：彭博、中金公司研究部

图 4：国际储备对进口覆盖率各异...



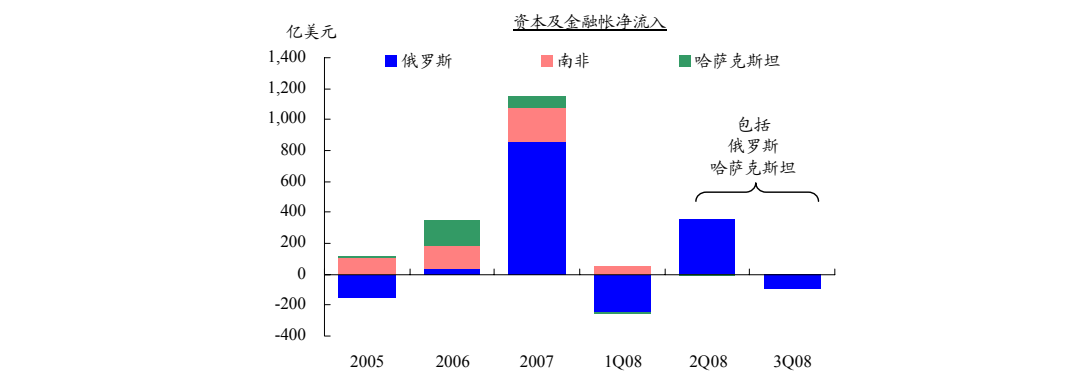
资料来源：彭博、世界银行、中金公司研究部

图 5：一些国家的国际储备不足以覆盖其短期外债



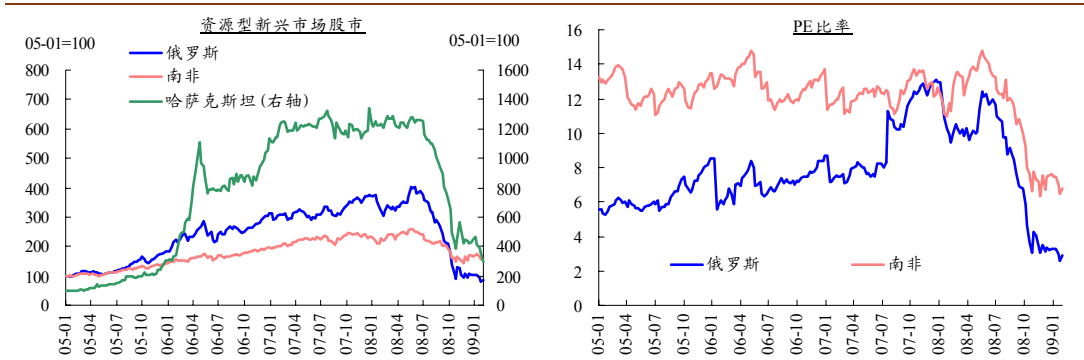
资料来源：彭博、世界银行、中金公司研究部

图 6：俄罗斯在 2007 年商品鼎盛期有明显的周期性资本流入的，但这趋势已在去年 3 季度急剧扭转



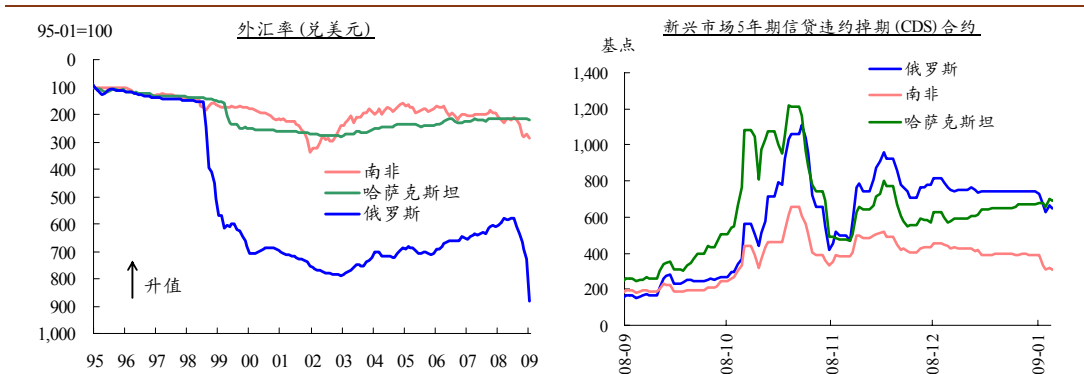
资料来源：彭博、中金公司研究部

图 7：大规模资本外流导致股票价格急剧下降，而 P/E 比率已下降至低于 2005 年的水平



资料来源：彭博、中金公司研究部

图 8：货币在最近几个月明显贬值；自 2008 年 10 月 CDS 利差已经稳定下来



资料来源：彭博、中金公司研究部

表 1：实体经济前景恶化，加上外部再融资风险增加，致使国际信用评级机构下调一些资源型新兴市场长期外币债务评级和信用评级展望

国家	穆迪投资	标准普尔	惠誉
俄罗斯	Baa1 (稳定) (2008 年 12 月 12 日) 未能有效稳定金融体系	BBB+ → BBB (负面) (2008 年 12 月 8 日) 外汇储备迅速减少	BBB+ (负面) (2008 年 11 月 10 日) 全球金融和经济环境恶化导致脆弱性增加
南非	Baa1 (正面)*	BBB+ (负面) (2008 年 11 月 11 日) 恶化的经济前景和货币贬值压力	BBB+ (负面) (2008 年 11 月 10 日) 全球金融和经济环境恶化导致脆弱性增加
哈萨克斯坦	等级撤回	BBB- (负面)*	BBB → BBB- (负面) (2008 年 11 月 10 日) 全球金融和经济环境恶化导致脆弱性增加

*近期评级或展望不变

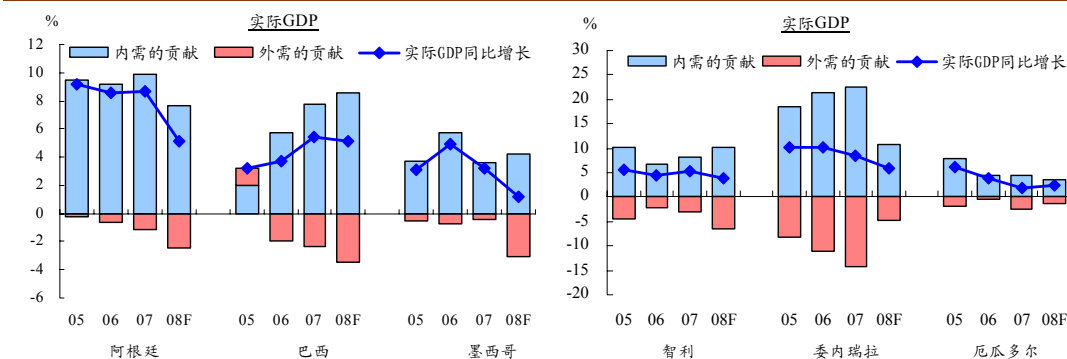
资料来源：彭博、中金公司研究部；注：截至 2009 年 1 月中

南美新兴市场

在经历了四年的产出迅速增长之后，南美地区外部需求严重下滑，大宗商品价格也出现大幅回调。这加上最近数月外部融资日趋艰难，南美地区许多国家面临严重的财政压力。

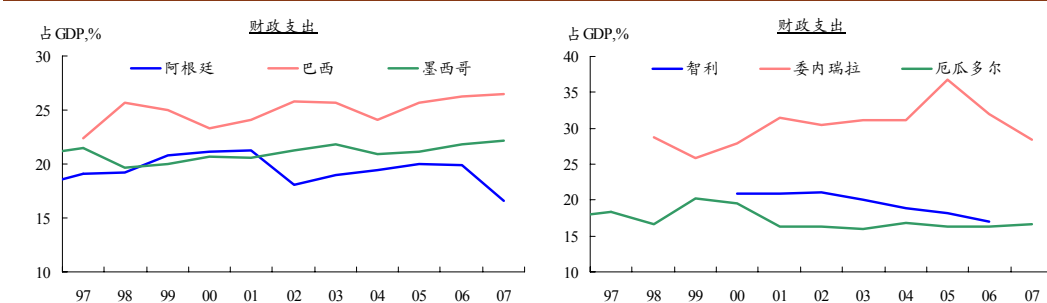
- ▶ 南美地区许多国家与美国、欧元区和日本都存在着密切的贸易与金融关系，这三个地区占到南美全部出口额的 70%。自 2008 年 10 月以来，美国和其它发达经济体增长前景和金融状况转趋恶化，对南美地区产生了明显负面影响，例如制造业和大宗商品出口下滑、汇款减少以及资本流出增加。
- ▶ 过去几年，南美地区内部风险正在积聚，尤其是公共支出的不断增长，虽然有助于增加居民收入和拉动消费，但却助长了通货膨胀。通胀在许多国家依然是一个令人担忧的问题，尽管大宗商品价格近期已经回落。
- ▶ 目前来看，该地区多数主要国家的外汇储备料足以应对未来经常项目赤字的增加以及外债的到期。但是，部分小国外汇储备覆盖率似乎不足。
- ▶ 国家主权风险在目前并非一个非常令人担忧的问题。为缓解潜在财政风险，美联储于 2008 年 10 月向巴西和墨西哥提供了不超过 300 亿美元的货币互换安排。除了个别国家采用非正统方式与外债债权人达成一致外，南美地区其它国家财政状况近期有所改善。巴西和哥伦比亚于 2009 年初均成功地发行了 10 亿美元主权债券。
- ▶ 企业债务展期风险在一些国家可能是令人担忧的一个潜在问题，包括因货币贬值和表外账户头寸而带来的外汇风险。
- ▶ 南美地区多数主要国家采取的灵活汇率政策可能有助于保护其外汇储备，但是货币大幅贬值将增加其外债和外债偿还负担，并抵消大宗商品价格下降对通胀的积极影响。

图 1：在 2005-07 年间的快速经济增长，主要是由强劲的内需拉动，而净出口却拖累经济增长



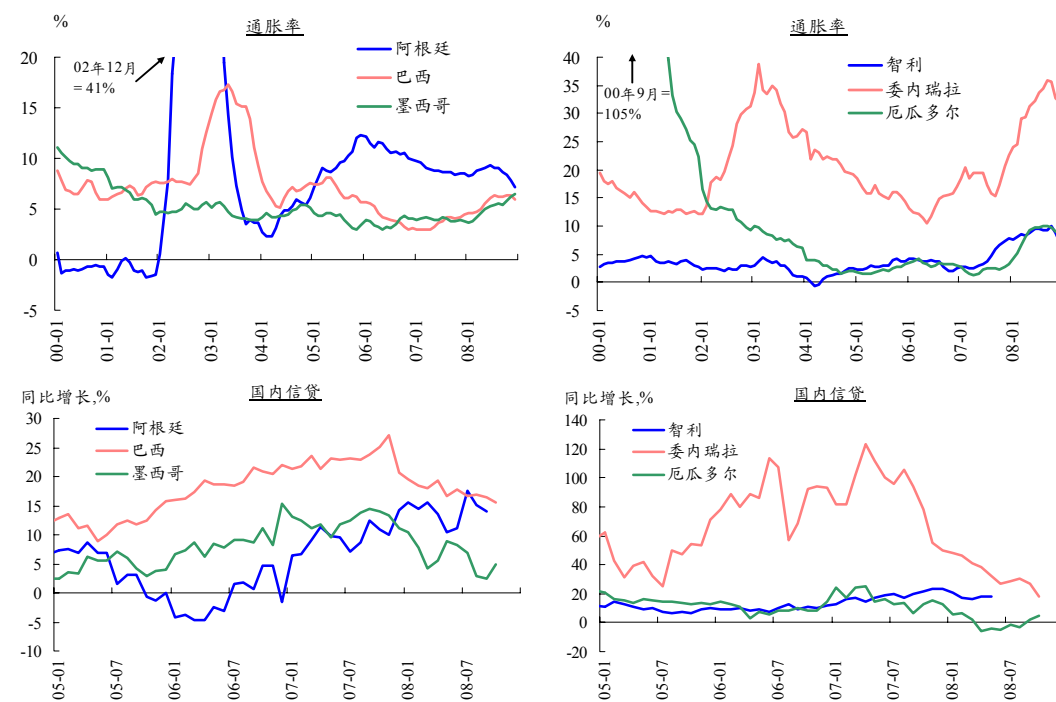
资料来源：Global Insight、中金公司研究部

图 2：商品价格上涨和财政支出增加为一些国家的收入和消费带来支持...



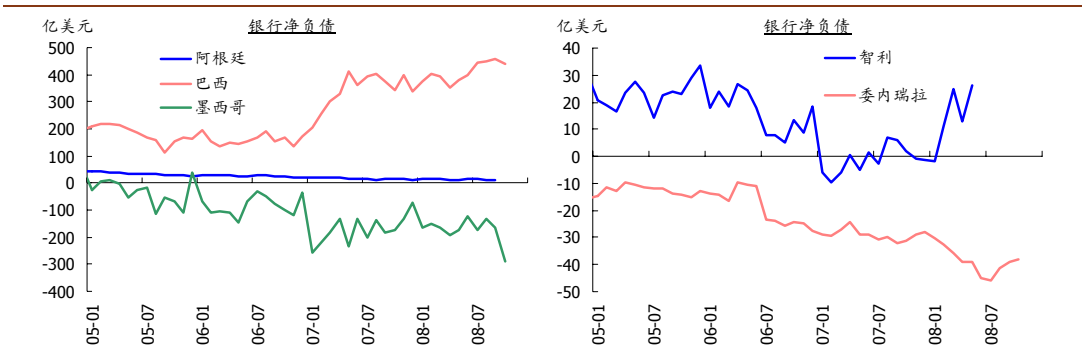
资料来源：彭博、Global Insight、中金公司研究部

图 3：...并且在大多数国家还助长通胀



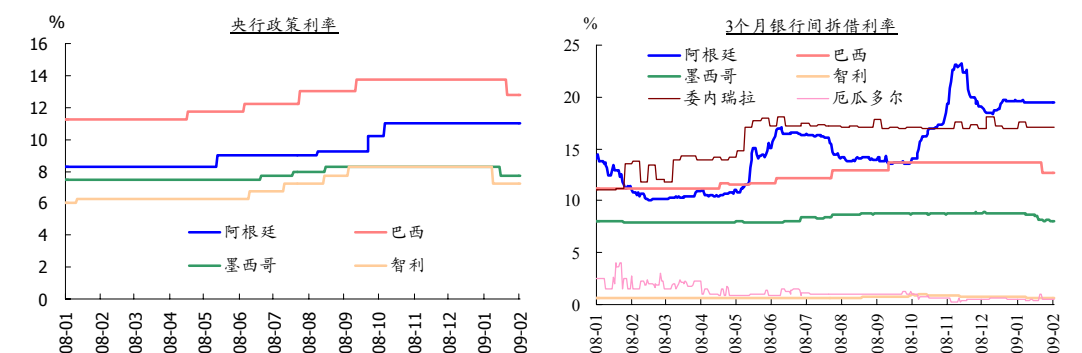
(待续)

图 3: (续)



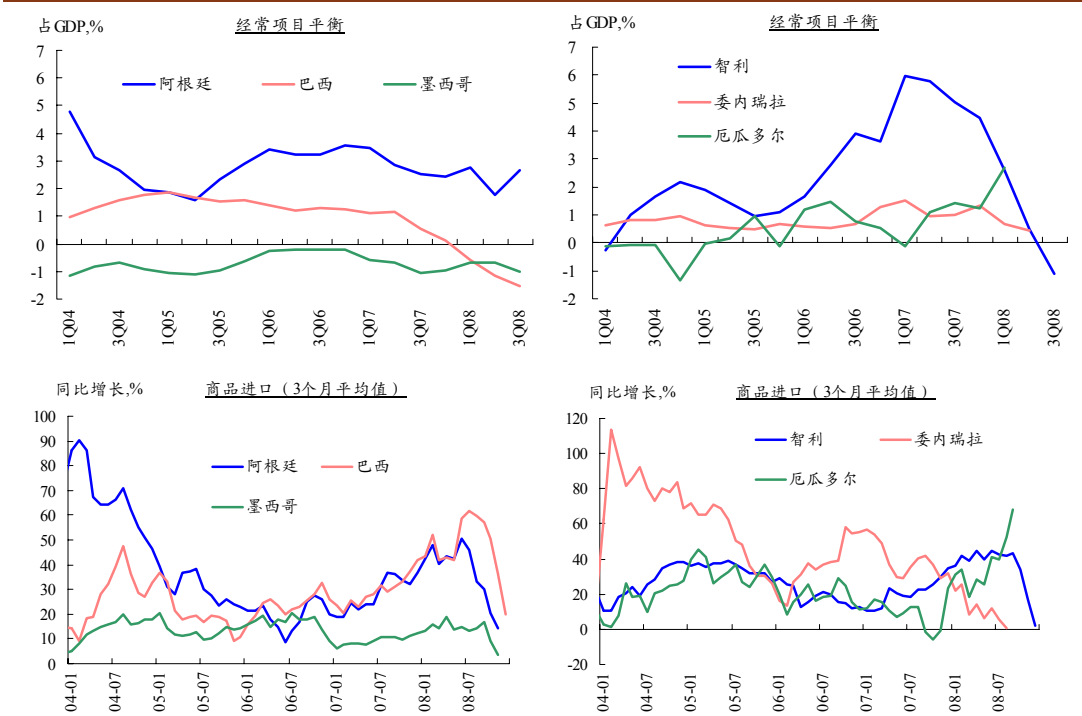
资料来源：彭博、中金公司研究部

图 4: 尽管其他地区的主要经济体已于去年实行宽松货币政策，但南美国家为遏制通胀因而于近期才开始下调政策利率，而多数国家的银行间拆借利率仍然居高不下



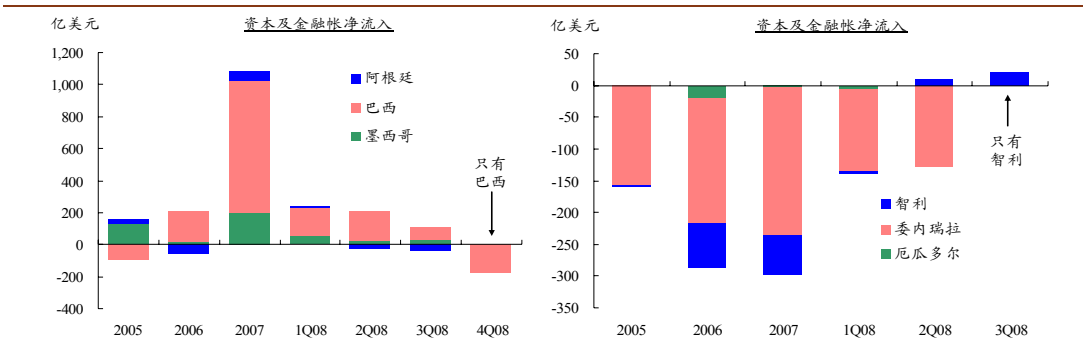
资料来源：彭博、中金公司研究部

图 5: 大多数国家的经常账受益于商品价格上升和强劲的外部需求，但却被进口增长所抵消



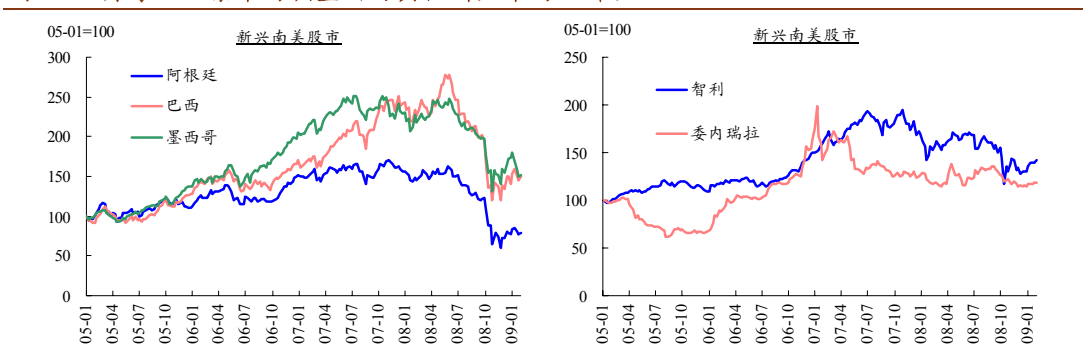
资料来源：彭博、IMF、中金公司研究部

图 6：2007 年资本流入猛增，但这一趋势自 2008 年 10 月开始扭转...



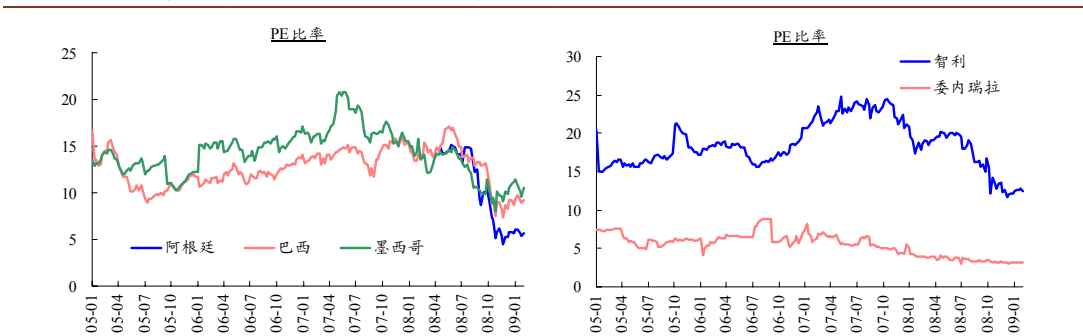
资料来源：彭博、中金公司研究部

图 7：...并导致股票市场调整（与其他新兴市场一样）



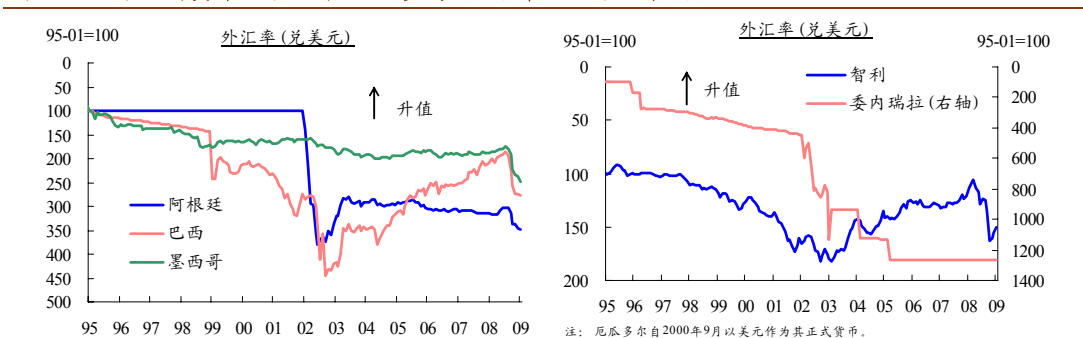
资料来源：彭博、中金公司研究部

图 8：P/E 比率下降至接近或低于 2005 年的水平



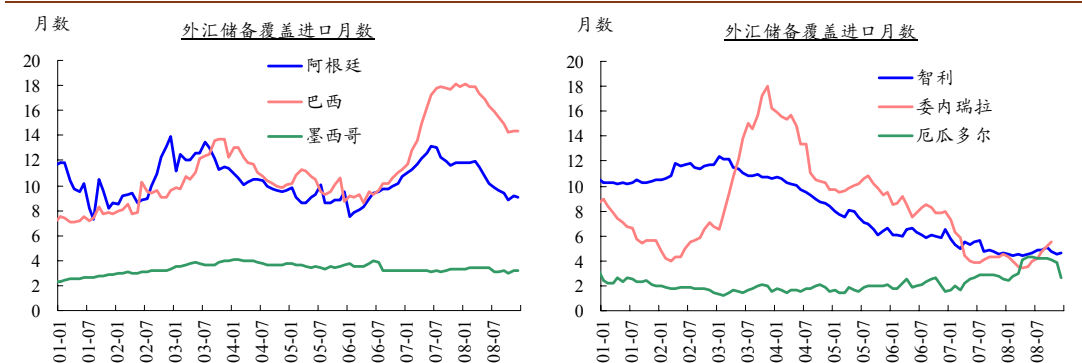
资料来源：彭博、中金公司研究部

图 9：区内主要货币贬值，但幅度少于美国科技泡沫破裂时



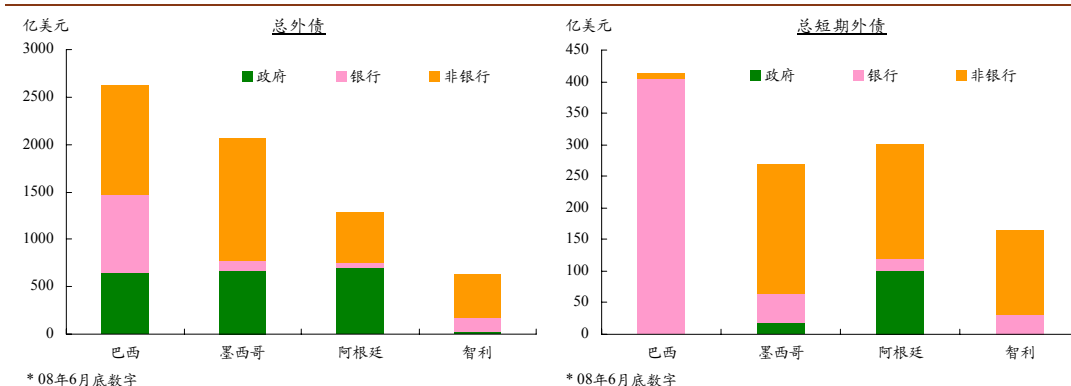
资料来源：彭博、中金公司研究部

图 10: 巴西和阿根廷的外汇储备对进口的覆盖率仍高, 但其他国家却非常低



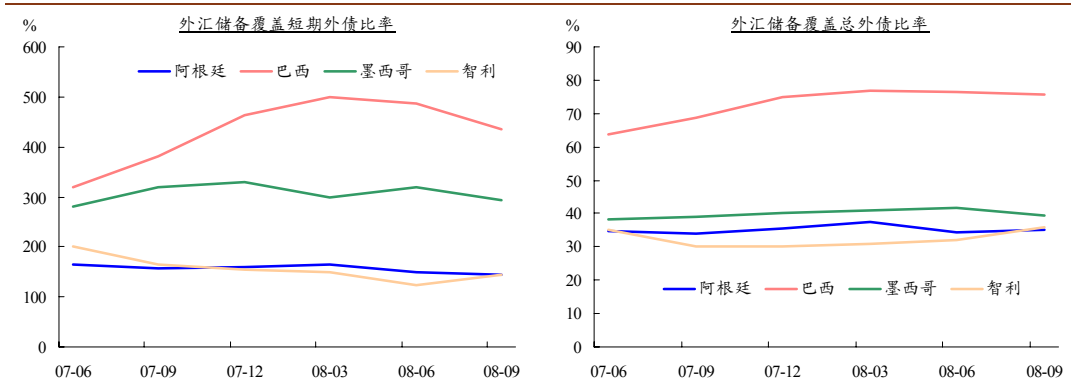
资料来源：彭博、中金公司研究部

图 11: 银行和企业大量累积外债, 使得该地区高度依赖外部资金...



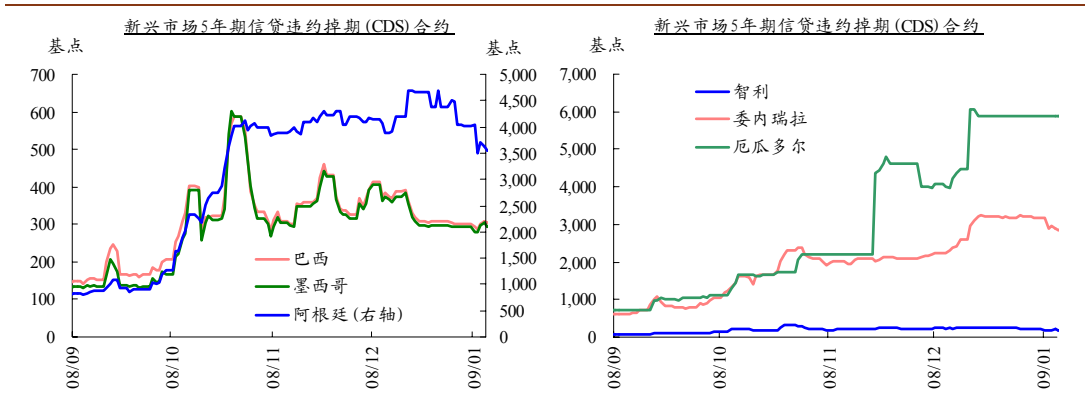
资料来源：彭博、中金公司研究部

图 12: ...但外汇储备对短期外债的覆盖率仍优于欧洲新兴市场或一些其他资源型的经济体



资料来源：彭博、世界银行、中央银行网站、中金公司研究部

图 13：CDS 利差于 2008 年 10 月达到顶峰后已趋于稳定，除了一些以非正统方法来解决债务问题的国家



资料来源：彭博，中金公司研究部

表 1：实体经济前景恶化，加上外部再融资风险增加，致使国际信用评级机构下调一些南美国家长期外币债务评级和信用评级展望

国家	穆迪投资	标准普尔	惠誉
阿根廷	B3 (稳定)*	B → B- (稳定) (2008 年 10 月 21 日) 对经济和政治环境及财政压力的担忧	B → B- (稳定) (2008 年 12 月 18 日) 经济增长放缓和商品价格下挫引致财政恶化
巴西	Ba1 (稳定)*	BBB+ (稳定)*	BBB- (稳定)*
墨西哥	Baa1 (稳定)*	BBB+ (稳定)*	BBB+ (负面) (2008 年 11 月 10 日) 全球经济放缓蔓延到新兴经济体
智利	A2 (稳定) 于 2008 年 11 月 20 日列入 A2+观察名单 财政状况好于其他新兴经济体	AA (稳定)*	A (稳定) (2008 年 11 月 10 日) 全球经济放缓蔓延到新兴经济体
委内瑞拉	B2 (稳定)*	BB- (负面) (2008 年 12 月 10 日) 国内政治环境可能导致该国政府拖延因油价回落而需要削减财政开支的政策	BB- → B+ (稳定) (2008 年 12 月 15 日) 金融和经济危机风险加大
厄瓜多尔	Caa1 → Ca (负面) (2008 年 12 月 16 日) 政府不履行付息义务；于 2008 年 11 月 14 日从 B3 下调至 Caa1 观察名单上，这是由于全球金融危机深化使其可能发生主权债务违约	CCC → SD (2008 年 12 月 15 日) 政府不履行付息义务；于 2008 年 11 月 14 日从 B 下调至 CCC 监视名单上，这是由于全球金融危机深化使其可能发生主权债务违约	CCC+ → CCC- (2008 年 12 月 15 日) 政府不履行付息义务

*近期评级或展望不变

资料来源：彭博、中金公司研究部；注：截至 2009 年 1 月中

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街1号
国贸大厦2座28层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲6号
SK大厦1层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期29楼
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期29楼
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。