

2009 年 7 月 2 日星期四

宏观经济首席分析师：徐佳蓉

分类：宏观研究报告

报告日期：2009 - 07 - 01

关键词：发展中国家应对危机
中国同样严峻

信达证券*宏观经济研究*发展中国家
应对危机时*徐佳蓉

电 话：010-88656236

E-mail：xujiarong@cindasc.com

相关报告：

第 28 期

风暴中的国情咨文

第 36 期

两难境地中美联储降息不改

第 48 期

大宗商品价格特点与趋势

第 50 期

全球视角下的通胀分析

第 51 期

中国弹性的弹性与脆弱性

发展中国家应对危机时

——暨中国宏观全年展望

当发达经济体初现复苏迹象的时候，大部分发展中国家还处于危机中的底部区域。当美国步入其变革之年时，或许意味着发展中国家在全球经济中的境遇更为恶化。一方面，发展中国家依靠发达国家的技术转让实现产业升级的难度在加大。另一方面，去杠杆化中的全球资金回流发达经济体对于发展中国家，意味着资金筹集难度与成本的提高。

金融危机对发展中国家的传导渠道主要集中在国际贸易和与外国直接投资有关的资金流动。2009年全球贸易将面临70年代以来的最大的收缩。对于发展中国家的影响，一方面是贸易盈余下降，以至影响外汇储备，另一方面是财政收入日渐窘迫。

由于去杠杆化与资金的避险意识，国际资金从新兴经济体大量流出，带来的是短期到期债务难题，也加大长期发展资金的筹集难度，对于整个经济发展潜力的打击具有破坏性。

发展中国家应对危机，一是在于加强经济结构的调整。二是，完善国内的金融体系与制度，外汇储备的提高以及外国资金流动结构的调整。三是在应对危机的过程中，处理好危机的解决与长期发展的促进之间的关系。

中国自身的财政实力、外汇储备以及官方在国际衍生品市场的谨慎态度，使得中国较其他发展中国家表现更为稳定。但是，中国在国际产业分工的低位状态始终没有得到根本性的改善，危机中外贸出口的持续下降，反应出中国所面临的变革任务的严峻性毫不逊色于其他国家。但是，从总量上看，在政策刺激与投资拉动之下，全年GDP 还将达到7.9%，消费增长15%，固投30%，出口负增长16%。全年CPI在0.5%左右。

1、发展背景概览

在虚拟经济与实体经济负向循环的金融风暴中，美国步入其变革之年。长期以来依靠消费维持着美国经济发展的模式将有所改变，金融业整合，实体经济中具有较高产业关联度的部门如汽车与机械以及高端技术汇集的部门如电子与航空将会得到加强，但是新能源的市场需求目前需要政府的力量加以拓宽，同时高端核心技术的转让或许监控更为严格。

以美国为代表的发达经济体的变革对于发展中国家而言，或许意味着在全球经济中的境遇恶化。虽然，金融风暴初期，发展中国家表现出一定的弹性，在其自身工业化的过程中，投资需求可以一定程度的替换外需的减少。但是，一方面，发展中国家依靠发达国家的技术转让实现产业升级的难度在加大。在全球产业分工中，如果没有核心技术的突破，或将长期处于产业链的低端。另一方面，去杠杆化中的全球资金回流发达经济体对于发展中国家，意味着资金筹集难度与成本的提高。即使在那些拥有高额外储与较高财政盈余的新型工业国，由于自身金融体系发展的滞后，也面临着资金外流的境遇，这也再次证明了信心乃是虚拟经济第一要义。

如今在风暴中，需要关注的不仅是单个金融机构的流动性与偿付能力，更重要是若干个国家的偿付能力。冰岛在 2008 年还只是个特例，而在 2009 年，以中东欧独联体国家为代表或许拉开了新兴与发展中国家偿付能力危机的序幕。世行最新经济预测，2009 年发展中国家的 GDP 增长可能从 2008 年的 5.8%放缓至 2.1%，这与 2009 年 1 月的预测值 4.4%形成对比。中低收入国家整体经济增长减速与高收入国家的增长减速相当，在一定程度上说明发展中国家的国内经济受到金融危机的直接冲击程度。对于发展中国家而言，2009 年更是一个困顿之年。

2、在危机中面临难题

2.1 面临来于国际贸易下降的冲击

在 2008 年上半年时候，次级债风暴逐步在发达经济体内部蔓延，但发展中国家与新兴经济体却呈现出一定的弹性，在一定程度表现为与发达经济体出口关联度的下降，以及金融体系的相对稳固。因此，被大家赋以引领全球走出危机的厚望。但是，随着危机的深化，发展中国家愈来愈被裹挟其中，过去的判断需要重新审视。

以亚洲发展中国家为代表，人们一度认为，新兴经济体在可相当程度的脱离发达经济体的经济周期。最近 10 年以来快速扩张的区内贸易，在一定程度上表明亚洲对于外部贸易伙伴的依赖在下降。但是，实际上，全球

的需求依旧是影响亚洲贸易出口的主要因素。在美国的进口与亚洲的出口之间存在着较高的相关性，一直在提高。原因在于，一方面，南南贸易仅占到了全球贸易的 10%，70% 的国际贸易在发达国家之间进行。另一方面，也是由新兴经济体内部的区域贸易结构所决定的。区内贸易的大部分反应的是垂直分工产业链上的产业内的加工与组装。亚洲 GDP 中的较大部分是出口，对于发达经济体的冲击更为敏感。

2009 年全球贸易将面临 70 年以来的最大的收缩。预计发达国家进口下降 3.1%，贸易收缩对于发展中国家产生更重要影响。

一是贸易盈余下降。新兴经济体的经常性账户盈余从 2007 年的 6400 亿美元上升到从 2008 年的 7030 亿美元之后预计在 2009 年下降为 3430 亿美元。其中，中东与非洲地区影响较小，新兴亚洲国家从 2007 年的 4200 亿美元下降到 2007 年的 3900 亿美元弱，2009 年估计为 3740 亿美元。但是，海湾合作组织与新兴欧洲将会受到较大的冲击，前者将从 2008 年的 3160 亿美元下降为 2009 年的 210 亿美元，新兴欧洲从 2008 年的赤字 300 亿美元上升为 2009 年赤字 1200 亿美元弱。

二是也相应影响财政收入。如果大宗商品价格下挫的趋势还将维持，将影响相关发展中国家财政收入。许多国家因此面临财政紧张的状况。一方面在一定程度上加剧了其国际融资的难度，另一方面，财政投资也是经济基础建设的主要来源，建设也会因此受到影响。比如，原油是非洲国家将近一半的财政收入来源。棉花与有色金属收入是塔吉克斯坦 1/5 税收收入。

2.2 面临来于国际资金收缩的冲击

的确，较 1997—1998 年金融危机期间，当前的新兴经济体的金融体系相对稳固。同时，新兴国家没有投资过多的有毒资产，虽然亚洲地区的一些银行投资了与外汇交易风险相关的衍生品以及大宗商品，汇率与大宗商品价格下降中遭到了损失，但规模不大。拉美商业银行几乎没有投资任何的有毒资产。

但是，由于亚洲及其他新兴经济体在全球金融体系中的参与程度的迅速增加，全球金融危机对该地区的传导渠道主要集中在与国际贸易与外国直接投资有关的资金流动。由于去杠杆化与资金的避险意识，国际资金从新兴经济体大量流出，带来的是短期到期债务难题，也加大长期发展资金的筹集难度，对于整个金融体系的打击具有破坏性。

私人资本流向新兴经济体 2007 年达到高峰,在 2008 年上半年少许上升,到 2008 年下半年显著下降。预计在 2009 年净流入为 1650 亿美元,较 2007 年下降了 82%。与全球经济前景黯淡有关,与主要经济体的去杠杆化过程有关。

在所有的净私人资本流动中,银行借贷下降最为显著,从 2008 年的净流入 1670 亿美元下降到 2009 年的净流出 610 美元,是极大的反转。净银行借贷流向新兴欧洲在 2007 年达到了 2170 亿美元,其中 1070 亿美元流向了俄罗斯。在 2008 年下降为 1230 亿美元,俄罗斯下降为 280 亿美元。在 2009 年新兴欧洲经济体或将归还 270 亿美元,俄罗斯 490 亿美元。在 2007 年净银行贷款流入新兴亚洲 1560 亿美元,但是 2008 年下降为 300 亿美元,在 2009 年将归还 250 亿美元,其中,中国净流入下降 520 亿美元。银行冲击对于拉美的严重程度最小。

此外,非银行净借款从 2008 年的 1250 亿美元下降为 2009 年的 310 亿美元。一个原因,是对于本土的固定收益市场投资的下降。外国直接投资较为稳定。在 1998—2008 年之间,平均每年的净流入为 1700 亿美元,标准差为 620 亿美元,相比,银行借款流入为 840 亿美元,标准差为 1420 亿美元。相对而言,FDI 更为稳定,预计净流入从 2008 年的 2630 亿美元,下降为 2009 年的 1970 亿美元。股权投资在 2008 年为负的 890 亿美元,其中新兴亚洲净流出 550 亿美元。

较 80 年代墨西哥金融危机、90 年代亚洲金融危机,这次流出的程度与涉及广度较以往更为严重。主要体现在,两个方面,一方面是,流出的规模剧烈程度。从整体上看,流出占流出地区的 GDP 的比重大约为 5.8%,而在 81 年—84 年之间为 1.6%,在 96—98 年间为 3.2%。

另一方面是,流出涉及地区的广泛性。在以前两个扩张阶段,存在一个地区快速扩张与流出超过其他地区的情况,危机也仅限于某一个地区。在 80 年代末与 90 年代初,是大量资金流入拉美,之后资金流出与爆发墨西哥金融危机,在 94—95 年以后是资金大量流入亚洲,之后是资金流出与亚洲金融危机。而在 2007 年是所有的地区都出现了借贷的飞升,从 2008 年开始持续至今,则是全球性的收缩。

在此次危机中,波动性最大的属新兴的欧洲,净私人资本流动从 2007 年占 GDP 的 13%下降到 2008 年的 1%,这种收缩的规模是空前的,也说明了金融危机剧烈程度,在整个欧洲地区都在蔓延。

2.3 面临债务偿还困境与发展潜力制约

从短期看，面临到期债务的支付困境。新兴经济体在亚洲金融危机后由于经常性账户的盈余与外国资金的流入，外汇储备大规模的增加，对资本账户提供了有效的保障机制。但是，储备只有在一定的范围内才是有用的。由于经常性账户的迅速恶化与国际资本的大规模撤离，过去的几十年中积累起来的储备在金融风暴中可能在短期内迅速下降，俄罗斯就是一个例子。此外，储备的下降影响投资信心，带来资金流入的进一步下降，如同目前在东欧的情形。因此，即使巨大的外汇储备额并不能够对于资金流入的突然停滞与短期借款的偿还有足够的保障。新兴经济体储备增加 2007 年激增到 9487 亿美元，估计到 2009 年只有 2459 亿美元。而 2009 年到期债务有 2233 亿美元。世行估计 2009 年 1 到 4 季度，新兴经济体的到期债务规模分别 469 亿、549 亿、721 亿与 494 亿美元，其中，新兴亚洲分别为 263 亿、248 亿、301 亿与 237 亿美元，新兴欧洲有 105 亿、180 亿、205 亿与 140 亿美元。

从长期看，经济发展的基础与潜力受到制约。表现在两个方面，一方面是应对危机的财政见肘。除了中国与新加坡，新兴经济体与发达经济体相比，刺激计划规模小。美日德开支占 GDP 的比重为 6%、6%与 3%。因为在这些国家，即使存在巨大的债务负担，但是由于其金融市场深化的程度允许进行如此大规模的开支。而中国与新加坡的原因在于其低债务负担与高储备。在拉美秘鲁与智利有大的激励计划，也是由于债务水平低。其他国家或者由于既有的债务水平高（如墨西哥印度与韩国）或者金融市场不发达，而激励较小。由于新兴经济体刺激计划较小，因此，很大程度上依靠发达经济体的刺激计划。

另一方面是，国际上筹资难度加大，基础建设资金缺乏。投资是发展中国家经济前行的基础，而其悖论是，投资主要依靠信贷，而国内的银行主要从国际金融市场或者母国银行获得所需要的资金如东欧国家。因此，一旦国际金融市场收缩，波及国内贷款，影响经济发展，反过来，又对银行的贷款质量产生拖累，引发实体经济与虚拟经济的恶性循环。

更为严重的是，由于发达国家国内的流动性紧缩，需要从国际市场上筹集资金，从而对发展中国家的融资需求产生挤压。今年财年美联储大约需要 1.75 万亿借款，G10 国也存在巨大的债务融资需求。发展中国家在国际金融市场上筹集新的资金成本更高，而资金流入达到了过去 7 年中的历史低点。目前的困境是，发展中国家并不具有足够的资源保护或者扩张关键性的支出，以进行社会安全网与基础设施建设。

3、应对危机的思路

3.1 加强国内经济结构调整

发展中国家的出路，首先，在于加强经济结构的调整，改变长期处于国际产业链分工的低端状况，从过度依赖资源与原材料出口向更高技术含量的产品出口转变。通过从发达经济体转移高端产业或者技术实现结构升级，取决于国家的谈判与经济实力，但是，在经济萧条的背景下，难度加大。那么，自主创新也将是一个普适性的话题。

3.2 完善国内金融体系与改进国际资金流动结构

其次，完善国内的金融体系与制度，外汇储备的提高以及外国资金流动结构的调整，也是题中应有之义。在国际资本流动的三种主要形式中，外国直接投资具有相对稳定性，而跨国银行贷款的波动性更大。而吸引外国投资，除了凭借劳动力低廉与市场广阔的优势之外，国内法律制度以及社会基础设施建设的完善也是必备的条件。可以借鉴的是东亚在 1997 年金融危机之后的经验。

而这里需要注意的是两点，第一点是，如果国家并没有足够的资金进行基础设施建设，而国际市场上的融资又在收缩，那么，国际性的援助就显得相当重要。第二点是与此相关的另一个话题是，次级债风暴过去之后，发达经济体高消费、发展中国家高储蓄的全球模式在改变，由于预期与消费信贷发放的严格，发达国家的储蓄会提高，同时，出于经济发展与应对危机的双重需要，发展中国家的储蓄水平也应该保持在一个高位，因此，流动性充裕是一个全球性的话题。

4、与促进发展的协调

在应对危机的过程中，需要处理好危机的解决与长期发展之间的关系。比如，在危机中对于压缩的开支的结构性选择。如果财政压力意味推迟对于基础设施的投资，那么，恢复的成本是巨大的，也将阻碍经济的增长。

对于人力资源发展的支出同样适用，比如应对社会波动性。危机带来了波动性，世行估计，在近 120 个发展中国家中，94 家将会严重的衰退，43 家将会高度贫困。这意味着新的支出需要与对既有公共开支秩序的调整。当冲击面对特定的阶层与群体时，危机降低了社会财富，居民也将因身处贫困的国家更容易陷入贫困的状态，社会安全网建设显得尤其重要。

5、中国面临同样的难题

中国自身的财政实力、外汇储备以及官方在国际衍生品市场的谨慎态度，使得中国较其他发展中国家表现更为稳定。但是，2009 年中国也面临国际资金的持续流出，同时在国际产业分工的低位状态始终没有得到根本性的改善，危机中外贸出口的持续下降，反应出中国在劳动密集型产业既有优势的丧失，而资本与技术密集型的优势并没有显著提高。

上半年中国经济主要依靠的是投资与消费拉动，前者受政府投资与政策激励较大，后者主要受滞留的刚性消费与通胀预期所致，而出口始终在低迷处。因此，中国所面临的变革任务的严峻性毫不逊色于其他国家。中国经济实现长期增长，摆脱过于依赖出口的经济增长模式，在收入分配、消费倾向提升、产业升级以及民间投资的资金启动与领域放开方面还需有更为明确的政策。从总量上看，在政策刺激与投资拉动之下，全年 GDP 还将达到 7.9%，消费增长 15%，固投增长 30%，出口负增长 16%。全年 CPI 在 0.5%左右。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅

评级		说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	买入	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司(以下简称“本公司”)认为可靠的已公开信息,但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证,不保证报告信息已做最新变更,也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下,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询价。在任何情况下,本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保,投资者据此投资,投资风险自我承担。本公司及所属关联机构可能会持有本报告中涉及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承销等业务服务。未经本公司书面同意,任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址: 北京市西城区三里河东路 5 号中商大厦 10 层

邮编: 100045

传真: 010-88656483

网址: www.cindasc.com

本公司及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承销业务服务。未经本公司书面许可任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。客户应全面理解本报告结尾处的免责声明。