



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

宏观经济简评

2009 年 11 月 27 日

海外经济

研究部

刘奥琳

联系人

liuolin@cicc.com.cn

谭仲贤

联系人

tamd@cicc.com.cn

肖红

联系人

xiaohong@cicc.com.cn

迪拜债务重组可能引发对新兴市场风险重估

事件:

迪拜最大的集团公司 Dubai World (经营房地产、港口和基础设施项目) 宣布延期 6 个月偿付即将到期的约 40 亿美元债务, 并将在政府的援助下进行债务重组。

迪拜政府已经发布声明, 宣称其财务支持基金将会着手评估此次重组所需的资金。而作为配合评估的一部分措施, 迪拜政府将要求债权人延长债务的偿付至少到 2010 年 5 月 30 日。

Moody's 于消息公布当日下调了迪拜全部 6 家政府相关机构债券的评级, 并表示将评估继续下调评级的可能性, S&P 亦对相关机构债权进行下调。两家评级机构均担心债务重组意味着迪拜政府可能不会对该集团提供及时的财务援助而允许 Dubai World 违约。

评论:

Dubai World 集团申请债务延期已引发投资者对新兴市场的风险重估, 可能对新兴市场的汇率、股市和债市构成短期内较为显著的冲击。而避险情绪上升将带动资金回流发达国家, 特别是提振美国和欧元区大国的国债市场, 并对其货币构成相对支持。

- **投资者对新兴市场风险有重估迹象, 可能引发资金流向逆转。**在近期巨量热钱流入已导致股汇债三市皆大幅上扬之后, Dubai World 避险情绪上升可能触发获利了结行为, 从而导致股市调整。特别是新兴亚洲和南美股市已从周期底部复苏 50~100%, 这可能导致这些国家的股市调整相对较高。(图表 1、2)
- **新兴市场的信贷违约掉期合约(CDS)自昨天显著上升。**昨天迪拜 5 年期 CDS 大幅上扬 80 个基点至 400 点左右(但仍大幅低于 08 年 10 月份风险最高时的 900-1000 点), 而其它新兴市场的 CDS 亦小幅上升至 150~200 点。尽管亚洲新兴经济体的国债违约可能性很低, 外汇储备相当充足, 但企业债务融资风险可能因此而大幅上扬。(图表 3)
- **新兴市场货币昨天亦结束连续 6 个月上涨趋势。**在迪拜事件影响下, 从印度到澳大利亚货币分别贬值 0.7%-1.5%。从过去 6 个月货币升值的幅度观察, 若资金流向出现明显逆转, 新兴市场货币有继续大幅回落的可能。
- **迪拜事件已引发市场对发达国家大银行在中东市场风险敞口过大的担忧。**尽管美国市场由于感恩节而休市, 但从欧洲股市普遍大跌, 而避险情绪使主要国家国债价格上扬。资金撤离高风险资产使欧洲主要股指开盘后跌幅不断扩大, 至收市已超出 3% (图表 5)。同时欧洲大国的国债价格上升, 收益率显著下滑。德国、英国和法国 10 年期国债收益率较前个交易日跌幅介于 7~9 个基点 (图表 5)。
- **避险情绪上升支持美元走强。**美元指数昨日显著反弹 0.8% 至 74.8 的水平。美元不仅兑新兴市场货币反弹, 兑英镑和欧元亦分别较前一交易日走强 1.3% 和 0.8%。(图表 6)

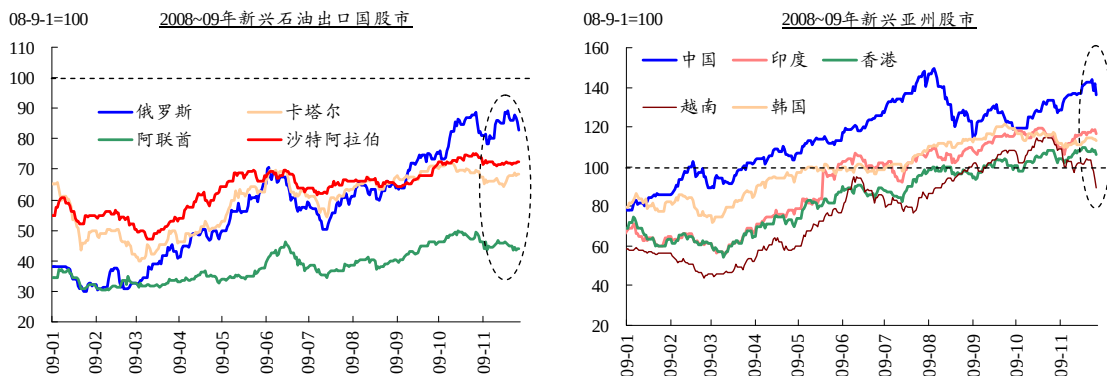
Dubai World 的债务问题与 1998 年和 2001 年分别发生的俄罗斯和阿根廷主权债务危机不可相提并论。

- Dubai World 的债务问题不可能导致阿联酋主权债务危机。根据不同的数据来源, 仅阿布扎比主权基金的资产就高达 3290 亿美元-8750 亿美元。而迪拜政府与国有企业总外债仅 800 亿美元, 其中 Dubai World 集团

总债务约为 600 亿美元，下个月即将到期的部分约 40 亿美元。而且 Dubai World 债务并非主权债务，问题仅在于迪拜或阿布扎比政府是否愿意对其施救。

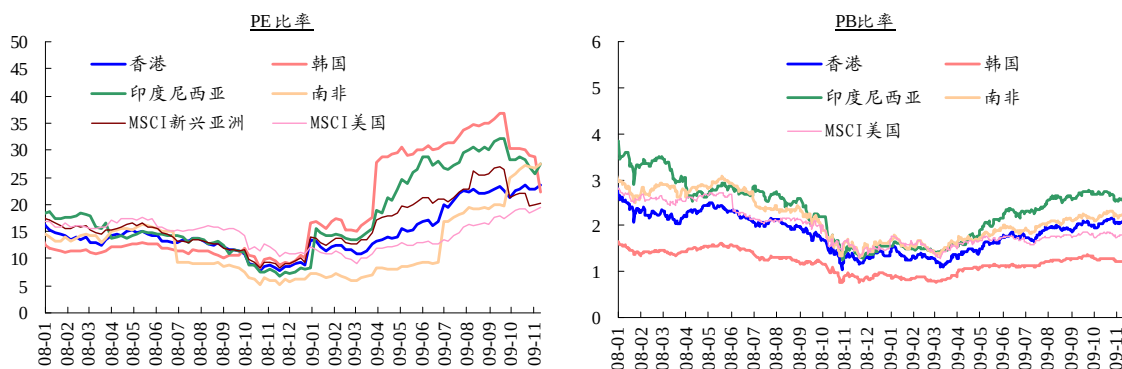
- 今年 2 月份阿布扎比央行在就曾悉数购买迪拜所持 100 亿美元的 5 年期债券，化解了迪拜的一场危机，而 CDS 当天自 976 点的纪录高位大幅下挫 178 点。目前市场对阿布扎比此次会否出手相助存在疑问，但这一可能性并不能完全排除。

图表 1：股市回落风险有所上升



资料来源：CEIC、彭博、中金公司研究部

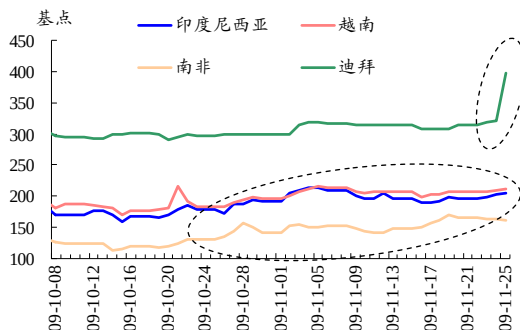
图表 2：新兴市场股市 PE 及 PB 比率



资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

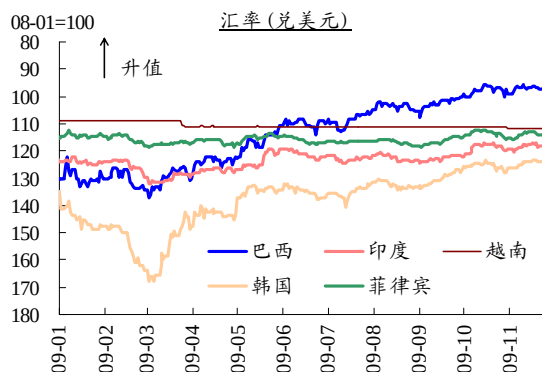
图表 3：信贷违约掉期合约(CDS)亦开始上升，反映债务拖欠风险有所增加。

新兴市场5年期信贷违约掉期(CDS)合约



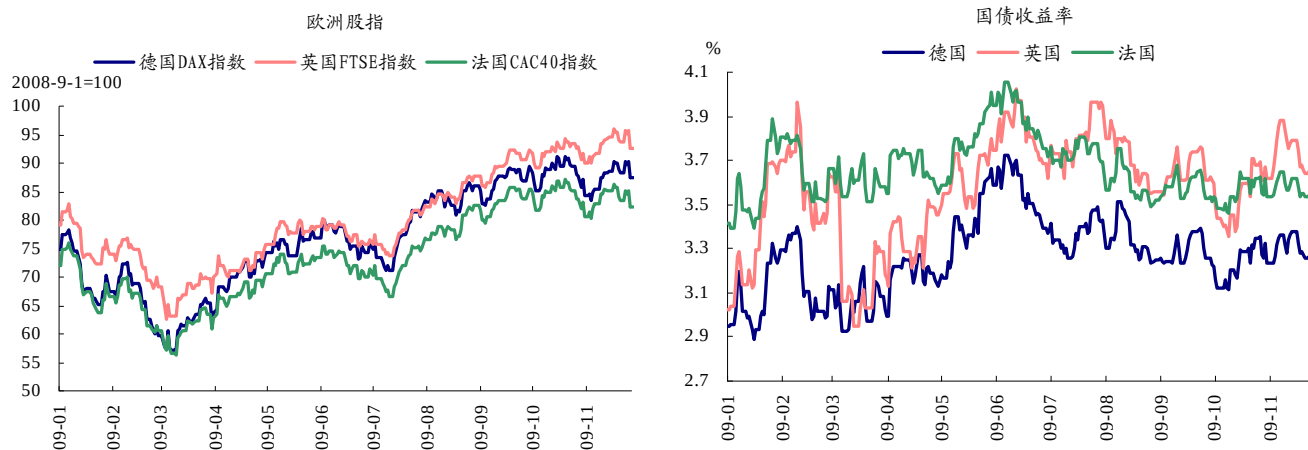
资料来源：CEIC、彭博、中金公司研究部

图表4：新兴货币贬值风险有所增加



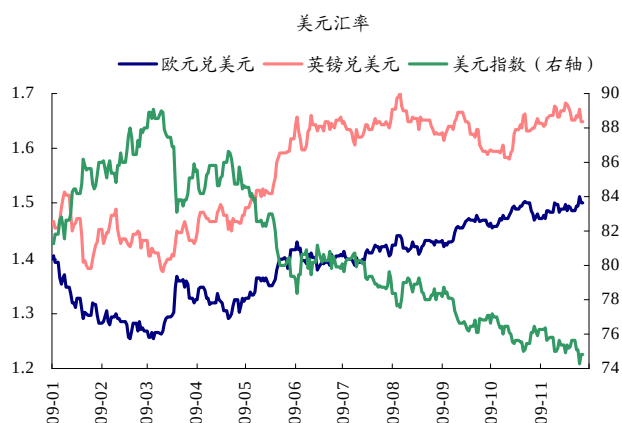
资料来源：CEIC、彭博、中金公司研究部

图表5：欧洲股指大跌，而国债市场利好



资料来源：CEIC、彭博、中金公司研究部

图表6：美元汇率走强



资料来源：CEIC、彭博、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



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。