

发展中国家即将迎来机遇性增长

—审视金融危机下的 FDI 新格局

宏观研究

2009 年 12 月 9 日 星期三

宏观经济研究组

李志兵

010-59707116

lzb@longone.com.cn

联系人：顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

报告要点

金融危机之下，全球外商直接投资急剧萎缩

从 2008 年至 2009 年初，全球遭遇了严重的金融危机，并面临普遍低迷的市场需求。在这次全球金融危机和经济危机的冲击下，各个国家在 2008 年均不同程度地大幅削减了其海外直接投资的规模，从而结束了之前将近 5 年不间断增长的辉煌历史。这一现象在发达经济体国家表现得尤为突出，同样，在发展中国家也表现得非常明显，其外商直接投资规模已经急剧下滑到了 2% 的增长水平。

FDI 流出和跨国并购支出（单位：10 亿美元）

地区 国家	FDI 流出			跨国并购支出		
	2007	2008	增长率 (%)	2007	2008	增长率 (%)
全球	2063.4	1868.9	-9.4	1699.8	1205.4	-29.1
发达经济体	1743.4	1536.4	-11.9	1447.6	986.0	-31.9
欧盟	1270.7	990.3	-22.1	856.0	647.5	-24.4
美国	313.8	298.6	-4.8	402.6	166.5	-58.7
日本	73.5	127.4	73.2	38.8	64.3	65.6
发展中国家	268.8	274.1	2.0	199.4	181.1	-9.1
非洲	5.3	-	-	9.4	14.3	51.2
拉丁美洲和加勒比地区	52.1	36.1	-30.7	48.7	20.3	-58.3
亚洲和大洋洲	211.4	239.6	13.4	141.2	146.6	3.8
西亚	44.8	-	-	47.9	37.4	-21.9
南亚，东亚和东南亚	166.5	185.2	11.2	93.3	108.3	16.1
转型经济体	51.2	58.3	13.9	25.2	25.0	-0.5

数据来源：东海证券研究所 UNCTAD.

由于受到外国直接投资大规模削减的影响，许多周期敏感性行业，如汽车行业、交通运输业、金属及非金属制品业，以及化工行业等，受经济危机的影响都比较大。从更大范围来看，整个制造业在这次危机中受到的冲击最为严重。那些更多来自于稳定需求而较少受到经济周期影响的行业，如农业、食品及服务行业等，受经济危机的冲击相对就比较小一些。此外，对于中长期市场需求迅速膨胀的行业，其受经济周期的影响也会相对小一些，目前表现突出的医药行业就是一个很明显的例证。

自今年年初开始，金融危机的负面影响不断地扩散和蔓延，波及的范围也

越来越广。随着不确定性因素的急剧膨胀和演变，今年全年，全球外商直接投资规模较去年还会持续下滑趋势。据此前联合国贸易和发展会议的调查显示，与 2008 年相比，58%的受访企业表示 2009 年将会进一步削减自身的海外投资，此外，约有 1/3 的受访企业坦言其削减的幅度将会比较大，至少会达到 30% 以上。当前国际投资者纷纷收缩自身在海外投资的计划，主要出于以下几方面的原因。

首先，在这次金融危机和经济衰退中，大多数企业的生存都面临着比较严峻的考验，甚至有些企业举步维艰，市场份额和销售收入均有不同程度的下滑，严重地削弱了企业的投资实力，对于海外投资更是慎之又慎。截至目前，约有 93% 的标准普尔 500 指数成份股公司公布了第三季度业绩，企业的经营利润较上年同期下降近 14%，尽管如此，仍远高于此前市场分析师们下降 25% 的预期。据 Thomson Reuters 的数据显示，其中 80% 公司的业绩均好于华尔街分析师的预期，而这一数据在第二季度已经达到了 73%，一些公司的收益甚至比预期高出了 40%-50%。与此相比，企业收入的增幅就变得黯淡了许多，据高盛提供的数据显示，不包括金融和公用事业企业的标准普尔 500 指数成份股公司中，仅有 32% 的公司第三季度收入显著高于预期，低于 40% 的长期平均水平，并且收入增加的公司均高度集中在医疗保健和科技领域，而这两个领域大多是从事“中间产品”生产的企业，其收入的增长很大一部分要得益于补充库存的增加。据分析结果统计，美国企业经营利润的增加更多的是来自于成本的削减，然而，未来企业成本进一步削减的空间毕竟有限，倘若收入无法出现增长的话，恐怕对企业利润难以形成有力的推动。

第二，金融危机加重了企业对未来经济环境的风险及其不确定性的担忧，在当前经济复苏尚不牢固，并且弥漫着众多悲观情绪的市场氛围下，企业投资海外市场的信心缺乏一个有力的支撑和恢复。

主要不确定因素对全球外国直接投资的影响结果统计

全球外国直接投资的主要影响因素 2009-2011	极不可能	不可能	中性	可能	极有可能
汇率波动	1	4	20	54	23
日益恶化的全球经济衰退	1	15	28	39	17
石油和原材料价格波动	2	10	23	53	13
一般价格波动（通货膨胀或通货紧缩）	3	11	27	49	10
金融不稳定增强	1	18	32	40	10
日益增长的保护主义和投资政策的变化	5	12	22	53	9
环境危机（如气候变化）	13	27	32	23	6
战争和政治动荡	19	31	31	16	4
个人和企业安全（如恐怖主义，犯罪的威胁）	13	32	31	21	4
粮食危机（如供应短缺，零售价格波动）	13	30	36	18	3

数据来源：东海证券研究所 UNCTAD.（单位：%的受访者）

第三，在当前背景下，企业更加希望通过诸如合伙人或者授权许可等非股权参与的方式进行海外投资，以减少自身的成本压力。尽管非股权参与方式现在已成为国际资本流动的主要形式，但是在一些经济体国家，尤其是一些发展中国家出于体制方面的原因，以及市场条件尚不成熟，因此某些领域和行业还存在着较大的进入壁垒和政策限制。

第四，当前资本流动依然主要是从发达经济体国家向发展中国家的流动，发达国家的 FDI 流出占到了全球 FDI 流出的 80%以上。然而在这次金融危机中，遭受重创最为严重的恰恰又是发达经济体国家，当前世界各国尚未完全走出经济衰退，金融机构出于风险的考虑对企业的贷款仍心存谨慎，而对于非金融企业自身来讲，其用于海外投资项目的贷款意愿也缺乏积极。据美国银行高级信贷官调查报告显示，2009 年 3 季度大中型及小型企业的贷款需求变化分别为-44.4%和-54.7%，较去年 3 季度分别下滑了 40.6 和 39.3 个百分点。

金融危机对全球外国直接投资的影响结果统计

金融危机对 FDI 计划的影响	负影响	无影响	正影响
全球经济下滑	85	13	2
财政危机和信贷收紧	79	18	3
汇率波动	48	38	14
政府干预金融部门	14	70	16

数据来源：东海证券研究所 UNCTAD. (单位：%的受访者)

金融危机之下，严重依赖外资的中国经济饱受重创

在国际金融危机的“海啸”面前，国际投资者普遍收缩或暂停了对外投资，对中国市场也不例外。商务部公布的全国吸收外商直接投资情况显示，2008 年 10 月，金融危机的影响开始显现，当月实际使用外资金额 67.22 亿美元，一改此前的增势，出现同比负增长。此后，这一趋势一直延续至今年的 7 月。随着外围经济体国家纷纷触底回暖，以及国内经济强劲回升，8 月该数据开始由负转正，8 月和 9 月分别同比增长 7%和 18.9%，但累计仍然下降 17.5%和 14.3%。

城镇固定资产投资资金来源方面，1-10 月份累计高达 17.1 万亿元，同比增长 39.9%；其中，国家预算内资金、国内贷款、自筹资金分别增长 76.3%、49.2%和 32.9%，但利用外资和外商直接投资却分别下降 12.9%和 18%，仅为 3242 亿元和 2294 亿元。

改革开放以来，中国逐步成长为新的世界工厂。在此过程中，由于被中国低廉的人力成本和不断完善的投资环境所吸引，外资纷纷涌入中国。不可否认，外资为中国制造业的发展壮大做出了不小的贡献。但是国际金融危机发生以来，我国长期以外资为主的对外加工贸易

经济开始折射出诸多亟待解决的弊病和问题。由于外部需求骤降，订单锐减，出口增速迅速下滑，由 2008 年 10 月的 19.3% 下降到 2009 年 10 月的 -13.8%，下降了 33.1 个百分点。按照出口每变化一个百分点影响 20 万就业机会来计算，相当于减少了 660 万个就业机会，我国外向型企业受到严重冲击，部分抗风险能力差的中小企业纷纷倒闭，一大批工人失业或放长假。同时，由于资金链的断裂，外部投资大幅减少，使外商在建和拟建投资项目受到影响，对实体经济和就业均产生了不利的影响。

如今，由于受到经济危机等多重因素的影响，面对普遍低迷的外部需求，当下中国的许多制造业领域，无论是重化工还是新能源，大都正经历着“产能过剩”的煎熬。国家统计局数据显示，今年二季度，我国大中型工业企业生产能力利用率为 75.8%，尽管比一季度回升 3.1 个百分点，但仍比正常水平低 10 个百分点左右。因此纵使金融危机结束，这种过去的投资模式和发展模式恐怕也难以继。因此，我们当前不得不考虑的一个问题就是，招商引资到底要引什么？外资在中国的出路在哪里？

经济尚未复苏，全球贸易保护主义再次抬头

正当全球各国对刚刚经历的经济衰退的梦魇还心有余悸的时候，全球贸易保护主义再度抬头，这对于饱受重创且尚未完全走上复苏之路的全球经济无异于雪上加霜，对于国际资本的流动也无疑是再添一层桎梏。在国际政治因素的催化作用下，经济危机与贸易保护主义的微妙关系被发挥得淋漓尽致，经济复苏和贸易保护的对决也再次被推至了风口浪尖。今年第二季度，欧盟和 24 个国家一共出台了 83 项贸易限制措施，是同期的 2 倍多，掀起了此轮金融危机关于贸易保护主义的高潮。以 9 月 11 日的中美轮胎特保案为标志，全球贸易保护主义再次掀开了一个多发期的序幕。

商务部部长陈德铭在 APEC 部长级会议上表示，中国是全球范围内贸易保护主义的最大受害者。今年 1-9 月，中国已经遭受贸易救济调查 83 起，共涉及 101 亿美元，其中来自 APEC 成员的占 67%。在贸易保护主义再度抬头现象的背后，是低迷的经济以及持续攀高的失业率，失业率持续攀升是自由贸易最大的威胁。

中国企业开始海外投资只有十几年时间，从 2002 年的 27 亿美元猛增至 2008 年的 559 亿美元，年均增幅高达 66%。虽然中国海外投资发展如火如荼，但受金融危机的影响，外部环境的变数却在不断地增加。今年以来，贸易保护主义更是通过诸如政策、行业协会或工会的阻碍等方式，以各种各样的形式出现。被称为中国“世纪大收购”的力拓注资案，在 2009 年的上半年让整个世界的哗然，在全球范围内掀起了轩然大波，然而，在商业化所掩盖的政治因

素的驱使下最终也黯然落幕。

一方面，各国在金融危机中均受到严重影响，希望国外资金投资，拉动经济增长，提升就业水平；另一方面，危机缓和之后，东道国出于自身的利益，难免会存在一些所涉及以及所衍生的问题的考虑。从澳大利亚方面来说，虽然澳大利亚政府愿意看到中国资本进入澳大利亚支持本国经济增长，但它更需要面对国会和民众不断膨胀的“中国威胁论”的情绪。换个角度来说，即使力拓股东不拒绝中铝的注资，澳大利亚政府也很有可能会迫于民意的呼声，而找一个冠冕堂皇的理由来拒绝这个并购案。

贸易保护主义已经成为威胁全球投资复苏的一个主要风险因素，因此要使金融危机的影响降到最低点，保证全球经济的快速发展，各国共同抵制贸易保护主义就显得尤为重要。尽管当前贸易保护主义有进一步深化的倾向，不过，各国在贸易保护主义的道路上不会走得太远。因为各国之间的贸易摩擦，甚至具体到中美贸易摩擦所涉及的金额、产品均为数不多，贸易保护主义之风也并未在全球范围内形成主流，全球贸易自由化的趋势依然势不可挡，前景依然可期、乐观。

危机过后，发展中国家将迎来机遇性增长

随着全球各个国家经济刺激计划的实施，以及经济刺激政策作用的释放，全球经济已经走出了这轮金融危机中最困难的时期，现在已经逐步走上了复苏回暖的上升通道。随着最近一段时间以来各国家经济数据的捷报频传，更是极大地提振了国际投资者的投资信心和投资热情。

据联合国贸易和发展会议《世界投资前景调查 2009-2011》，全球企业对于经济前景的变化充满了乐观的预期，它们正在逐步恢复自己的海外投资计划。几乎所有的企业都表示，相对于 2009 年，从中期发展角度来看，未来全球的投资环境将逐步趋于改善。根据此前的调查，约有 45% 的受访企业对 2011 年的全球经济环境表示了乐观，甚至有些企业认为这一年将是其海外投资扩张的黄金时期，而对于 2010 年的投资环境表示乐观的企业只占到了 10%，对于 2009 年，却无一企业表示乐观。据估计和测算，外商投资在 2010 年时会得到复苏，到 2011 年则会恢复到正常水平，并出现新的增长趋势。

调查企业预测 FDI 流动变化的结果统计（2009-2011）

FDI 变化（较 2008 年）	增加	不变	减少
2009 年	22	20	58
2010 年	33	26	41
2011 年	50	31	19

数据来源：东海证券研究所 UNCTAD。（单位：%的受访者）

在这次金融危机中，世界上没有任何一个国家和地区免遭冲击，所有地区

几乎无一幸免。然而，并非所有的国家和地区都遭受了同样的重创，因此，未来也难免会存在不同的发展机会和分配格局。据联合国贸易和发展会议《世界投资前景调查 2009-2011》，现在越来越多的国际资本将其目光投向了发展中国家和地区，在未来三年内，东亚、南亚、东南亚、拉丁美洲和西亚地区的外商投资将会更快的增长，尤其是东亚、南亚和东南亚地区，在吸引国际资本投资方面将更具有优势。而北非和撒哈拉以南非洲等地区尽管也会略有增加，但有可能仍然保持在很低的水平。对于发达经济体国家，投资者仅对新欧盟 12 国给予了更高的预期，对于欧盟 15 国和北美地区，尽管其增长水平也不低，但投资者对其预期并未有所调高。总的来讲，在未来三年内，对于外商直接投资，东亚、东南亚和拉丁美洲地区，以及西亚和新欧盟 12 国将会表现出最为强劲的增长，而一些发达经济体国家和地区，特别是欧盟 15 国和欧洲的其它地区，其增长要相对缓慢一些，北非和撒哈拉以南非洲的增长将会更低。

非洲		亚洲		发达经济体国家						
北非	撒哈拉以南非洲	西亚	南亚 东南亚	拉美 加勒比海地区	美国 加拿大	欧盟 15 国	新欧盟 12 国	欧洲 其他 地区	其他 发达 国家	欧洲东 南部及 独联体 国家
2009 年进行外国直接投资的公司比例 (占当地受访者比例)										
19.5	16.9	37.0	64.9	44.2	74.7	77.9	35.1	31.8	36.4	38.3
各地区受外国直接投资而发生变化 (2009-2011) (1=减少超过 50%; 5=不变; 9=增加超过 50%)										
5.0	5.1	5.6	6.4	5.8	5.4	5.4	5.7	5.2	5.3	5.6
各地区成为外国直接投资地的优先级 (2009-2011) (1=最低; 5=最高)										
1.9	1.7	2.8	3.9	3.1	3.9	3.9	3.0	2.3	2.6	2.9

数据来源：东海证券研究所 UNCTAD.

附注:**分析师简介**

任泽平, 博士, 8 年宏观经济研究经验, 2 年证券从业经验。

李志兵, 硕士, 中央财经大学经济学专业; 胡齐亭, 硕士, 北京大学金融学专业

一、行业评级

推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数

中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平

回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$

增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$

中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$

减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122