



2011.01.17

资金外流对亚洲新兴市场冲击几何？

**王虎**

021-38676011

wanghu007633@gtjas.com

S0880210090022

本报告导读：

本报告对亚洲新兴经济体经济增长及未来资本流出风险进行评估。

摘要：

- 随着美国经济的逐步恢复，市场担心其政策会提前收缩，并进而导致资金会逐步从新兴国家回流发达国家。我们研究发现现阶段亚洲新兴市场国家国际投资头寸持续好转，对外经济风险大幅下降；与 1997 正好相反，国际贸易收支持续出现贸易顺差，因此从资金层面看，我们认为即使未来出现资金回流发达国家的现象，亚洲新兴经济体出现类似 1997 年危机的可能性很小。
- 2008 年新兴国家资金外流主要原因是美元的避险需求，但由于这些国家的贸易顺差仍能覆盖资金流出，新兴国家的国际收支并未出现困难，经济下滑主要来源于出口的下滑。因此未来外围发达经济向好的情况下，出口回升对经济的拉动应大于资金外流的影响。
- 即使未来出现资金外流的情况，但在出口增长导致贸易顺差向好的支撑以及稳定的国际资产负债状况下，部分资金外流不会对新兴国家的经济产生严重影响。一旦资金外流并未导致新兴国家经济下滑，资金持续外流的压力不大。基于以上分析，我们认为亚洲国家“资金流出-经济下滑-资金进一步流出”的恶性循环不会出现。
- 长期来看，在亚洲新兴市场经济增长率远高于发达国家的情况下，新兴市场对资金的吸引力仍将高于发达国家，资金可能不会大幅流出新兴国家。

宏观研究团队

李迅雷

021 - 38676523

lixunlei@gtjas.com

姜超

021 - 38676430

Jiangchao6164@gtjas.com

王虎

021 - 38676011

Wanghu007633@gtjas.com

吕春杰

021 - 38676051

lvchunjie@gtjas.com

汪进

021 - 38674624

Wangjin008085@gtjas.com

相关报告

《转型、结构调整与新产业体系构建》

2011.01.13

《我们需要什么样的中央银行？》

2011.01.10

《中国的城市化率被低估了》

2010.11.23

《加息和升值：各自为政，并行不悖——浅谈汇率与利率政策的取舍问题》

2010.11.12

《货币泛滥、泡沫滋长——美国货币政策评论之二》

2010.11.05

目 录

1、	经济持续回升，出口增长拉动	3
2、	就业逐步恢复，通胀依然分化	4
3、	加息周期启动，货币收缩不一	5
4、	外部资金涌入，股市维持高位	6
5、	债务普遍回落，经济风险可控	8
6、	崩溃风险消失，金融危机难现	11
7、	近期资金流入，流出风险有限	12
8、	新兴市场高增，投资吸引仍存	16

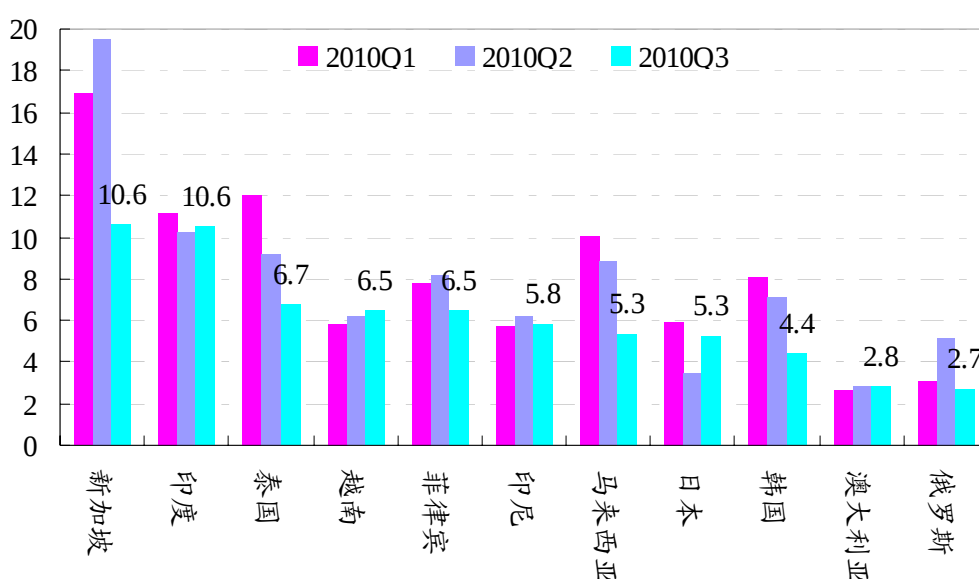
随着美国经济的逐步恢复，市场担心资金会逐步从新兴国家回流发达国家。但从资金层面看，亚洲新兴经济体出现 1997 年衰退的风险并不存在。2008 年，新兴国家的国际收支并未出现困难，经济下滑主要来源于出口的下滑；未来发达经济向好的情况下，出口回升对经济的拉动应大于资金外流的影响。

即使未来出现资金外流的情况，但在贸易顺差向好支撑及稳定的国际资产负债状况下，亚洲国家“资金流出-经济下滑-资金进一步流出”的恶性循环不会出现。长期来看，在亚洲新兴市场增长率远高于发达国家的情况下，新兴市场对资金的吸引力仍高于发达国家，资金可能不会大幅流出新兴国家。

1、经济持续回升，出口增长拉动

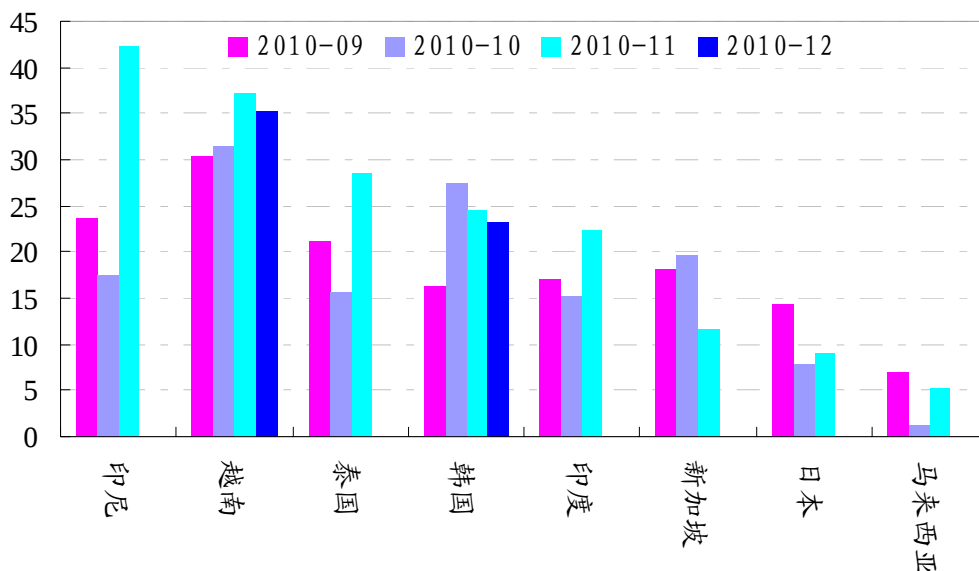
2010 年，主要新兴国家率先呈现经济高增长局面，除新加坡外，印度经济增长最快，经济增速超过 10%；泰国、越南、菲律宾、印尼、马来西亚也维持较快的经济增长。

图 1:
2010 年日本及主要新兴国家 GDP 同比增速
 左轴单位：%



出口回升是新兴国家经济增长的主要原因。除马来西亚外，亚洲主要新兴国家出口增长均维持在高位。12 月越南出口增长约 35%，韩国增长也超过 20%。由于新兴国家出口以必需品为主，这类产品在危机过后最先恢复，随着发达国家经济逐步恢复，新兴国家出口也率先复苏。

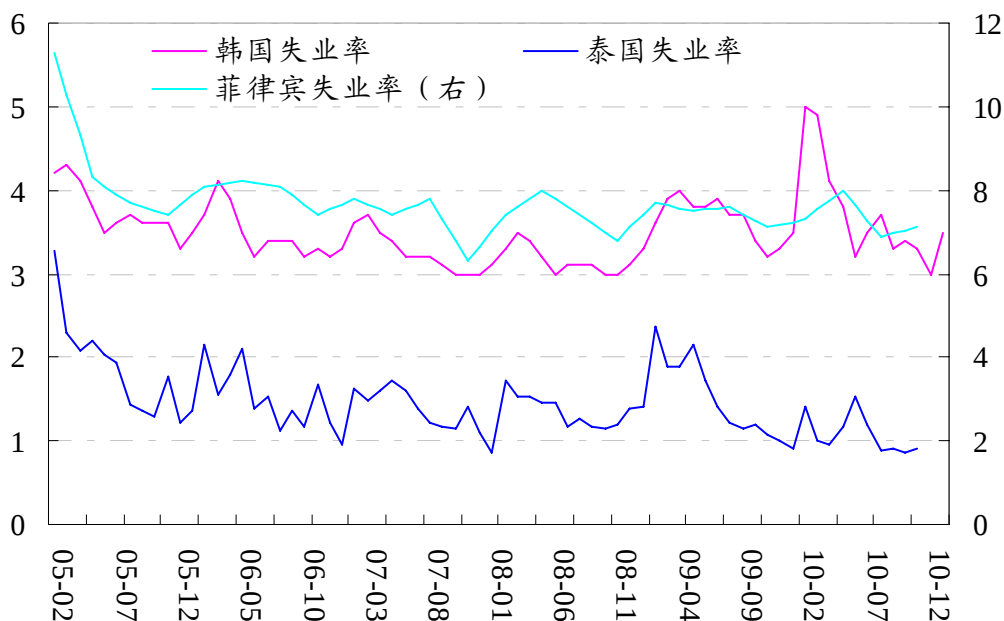
图 2:
2010 年日本及主要新兴国家出口同比增速
 左轴单位：%



2、就业逐步恢复，通胀依然分化

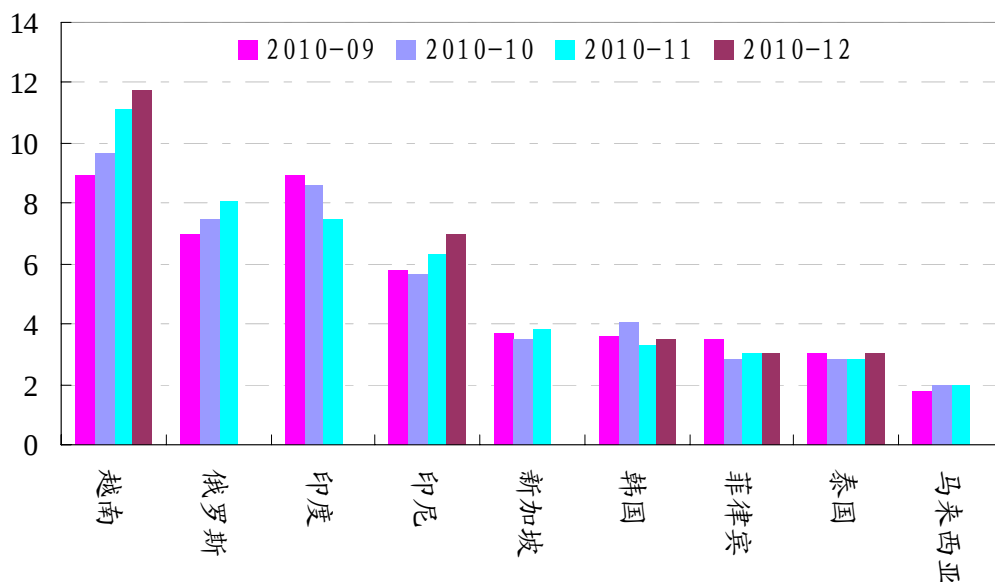
随着新兴国家经济的恢复，其失业率也逐步回归正常。韩国、泰国及菲律宾等新兴国家失业率已恢复至危机前水平。

图 3:
韩国、泰国、菲律宾失业率
左轴单位: %



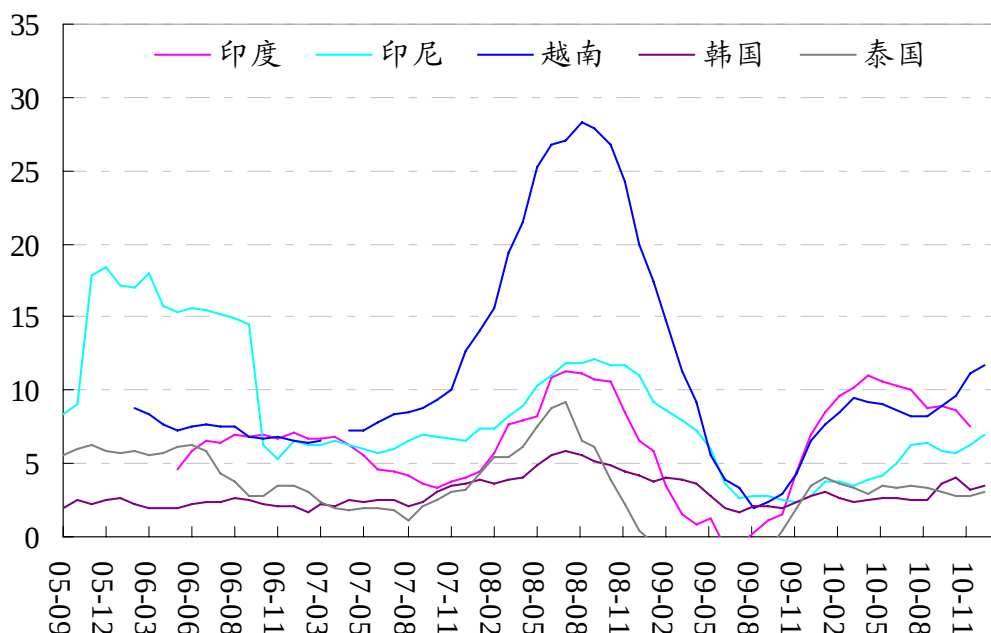
受经济高速增长所带来的经济过热的影响，越南、印尼物价持续高速增长，12月越南CPI同比涨幅已上升至11.8%的高位，印尼CPI同比涨幅也达到7.9%。韩国、泰国及菲律宾12月CPI同比增长仍维持稳定，其中韩国同比增长3.5%，泰国及菲律宾同比增长3.0%。

图 4:
日本及主要新兴国家 CPI
同比增速
左轴单位: %



从长期趋势来看，印度、印尼及越南物价涨幅回升较快，韩国、泰国仍然稳定。印度物价在连续加息的调控下，增速有所放缓。

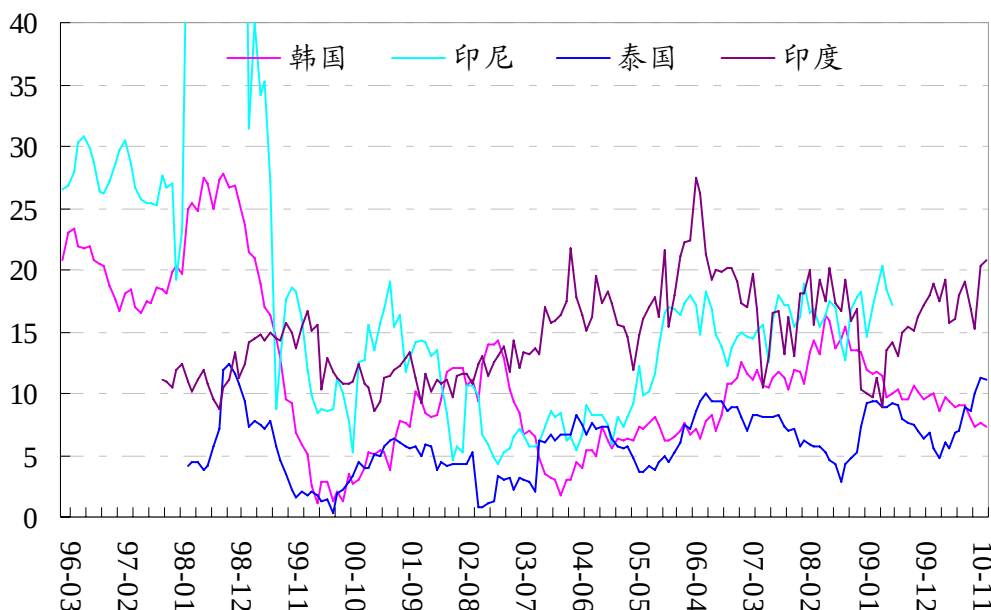
图 5:
印度、印尼、越南、韩国
及泰国 CPI 同比增速
左轴单位: %



3、加息周期启动，货币收缩不一

面对经济增长与通货膨胀，各国货币政策也不相同，印度与中国相同，经济高增长导致信贷需求旺盛，高货币供应仍在持续。为刺激经济，泰国货币供应仍在扩张，韩国已经逐步采取收缩政策。

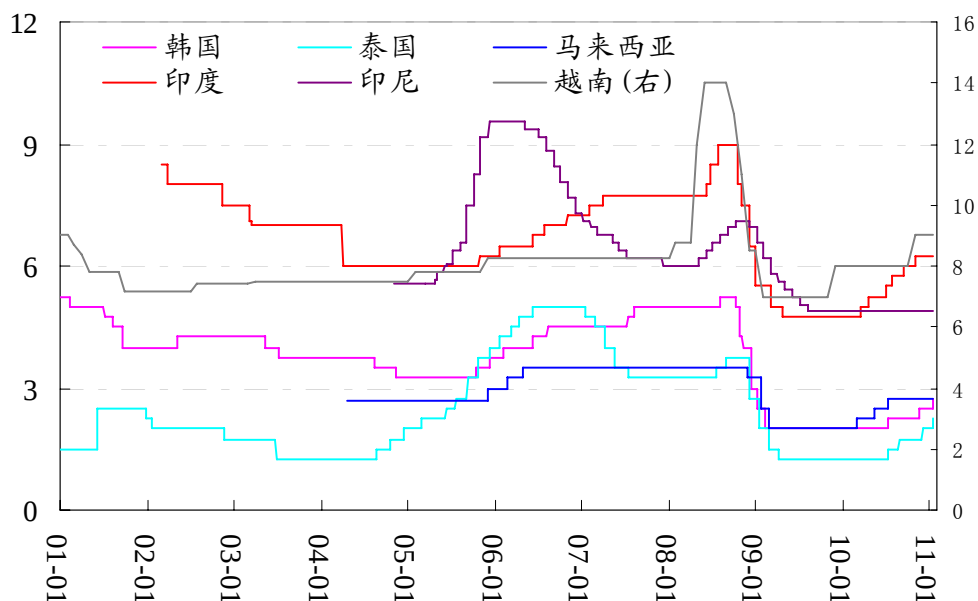
图 6:
韩国、印尼、泰国、印度
M2 同比增速
左轴单位: %



但对加息政策的选择各国比较一致，由于通胀持续增长，韩国、泰国、马来西亚及、印度及越南已经进入加息周期。韩国、泰国虽然通胀水平较低，但出于控制通胀预期的考虑，刚上调利率；经济高增长的印度，加息频率更为频繁。印尼通胀已经上升，其对通胀容忍能力更高，但考虑到对经济的影响，迟迟不启动加息。

图 7:
韩国、泰国、马来西亚、
印度、印尼及越南目标利率

左轴单位: %

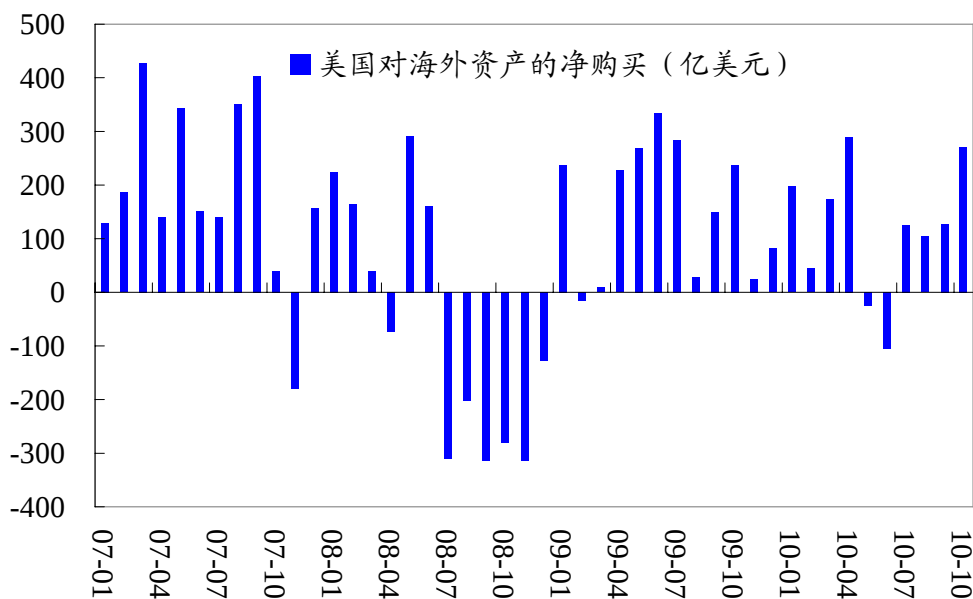


4、外部资金涌入，股市维持高位

自 09 年以来美国投资者持续保持对海外资产的净购买，10 年 5、6 月份短暂净卖出，3 季度以来继续净买入海外资产，我们相信其中应有大部分流入新兴市场。

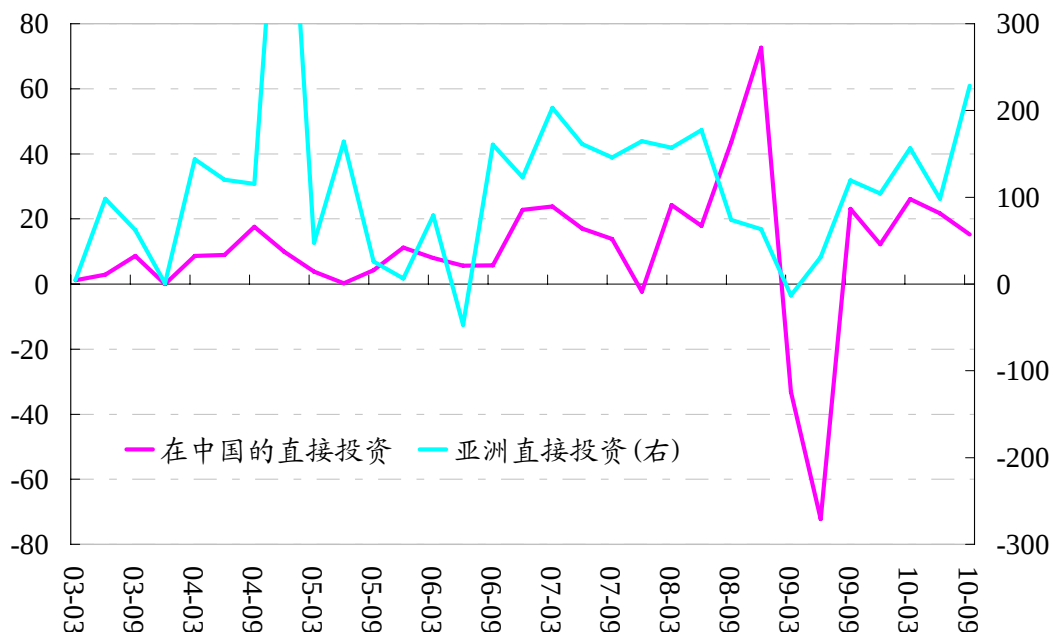
图 8:
美国对海外资产的净购买
量

左轴单位: 亿美元



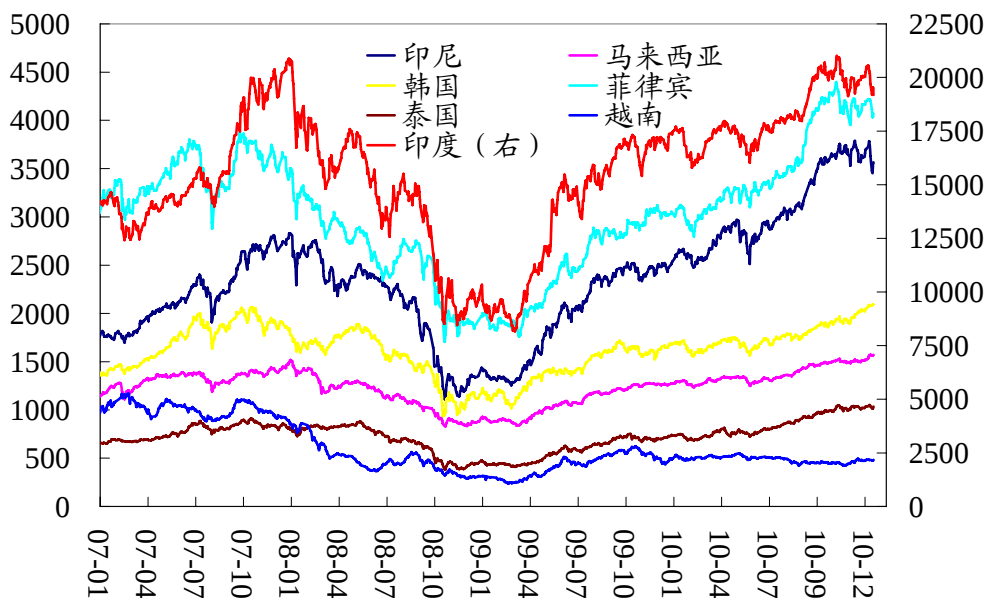
危机爆发后，美国对中国直接投资经历了 09 年前两个季度的减少后，从 09 年 3 季度开始增长，至 10 年 3 季度的五个季度美国对中国直接投资 100 亿美元，对整个亚洲则投资了 707 亿美元，尤其是在美国 2 次量化宽松出台预期的 10 年 3 季度，美国流向亚洲的资金大增，达到 230 亿美元。

图 9:
美国在中国的直接投资以
及在亚洲的直接投资
左右轴单位: 亿美元



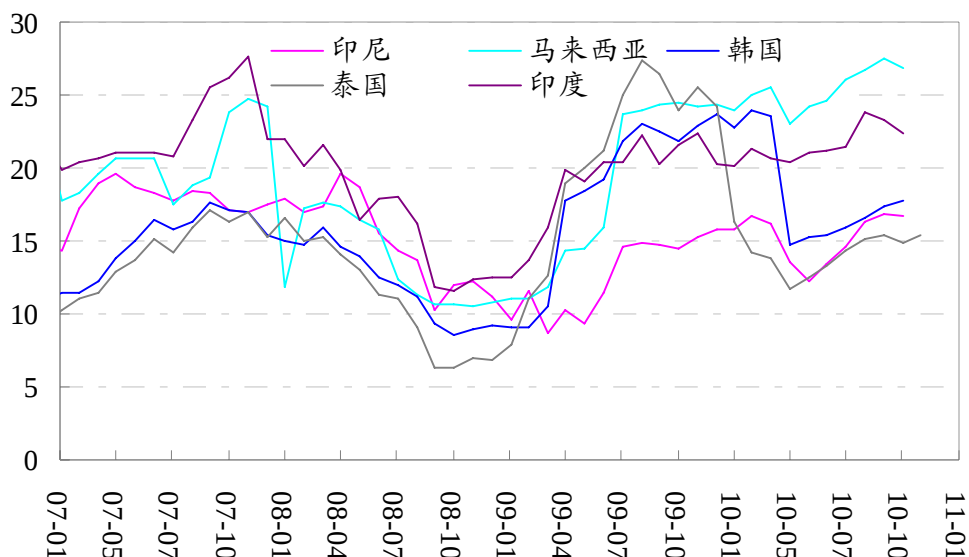
亚太地区股市自 2009 年以来不同程度反弹, 印度、菲律宾、印尼、韩国、马来西亚、泰国达到或接近金融危机前水平, 持续的高通胀导致越南股市仍然处于低位。外部资金的涌入也是股市向好的因素之一, 但亚洲股市受本身基本面(经济好转、通胀加剧、政策紧缩)影响更为显著。

图 10:
印尼、马来西亚、韩国、
菲律宾、泰国、越南及印
度股票指数
左右轴单位: 1



从市盈率角度看, 印尼、韩国、泰国股指在 10 年 5 月出现回调后现在估值已趋于合理, 马来西亚及印度市盈率相对较高。

图 11:
印尼、马来西亚、韩国、
泰国及印度股市市盈率
左轴单位: 1



5、债务普遍回落，经济风险可控

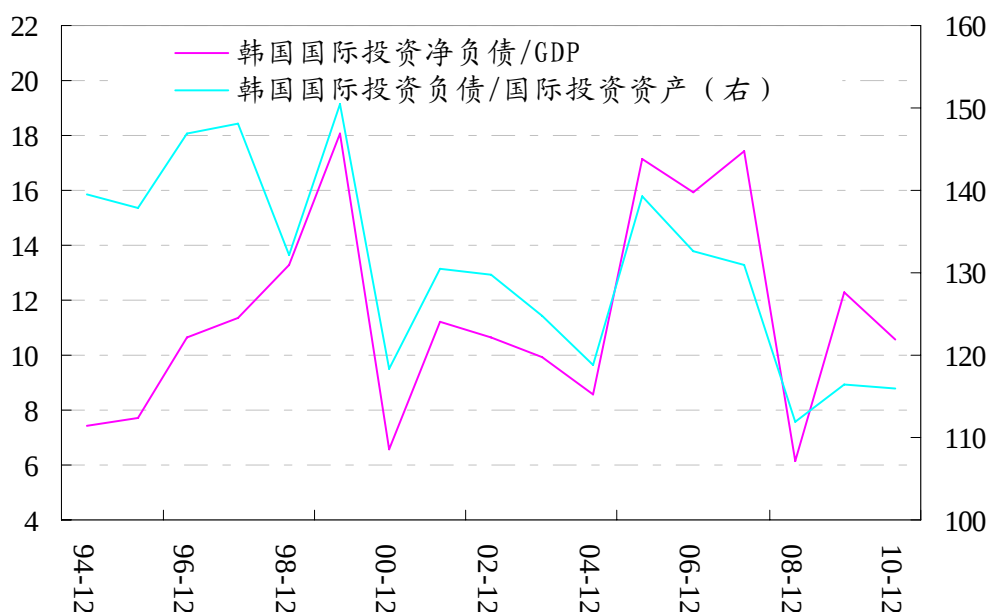
海外资金的涌入既促进了亚洲新兴国家的经济增长与资产价格的上涨，同时也给这些国家的经济与资本市场带来了巨大的风险。如果这些资金一旦回流美国，亚洲新兴国家经济可能受到影响。

近年来，资金从亚洲新兴国家大规模回流发达国家主要发生在 1997 年的亚洲金融危机与 2008 年的次贷危机期间。1997 年金融危机中资金从亚洲国家流出给这些国家的经济造成巨大打击，但我们认为这一风险现在出现的概率较低。

从亚洲主要新兴市场国家的国际投资头寸的债权与债务的比例来看，这些国家的国际债务风险自 1997 年来已大幅下降。

对比 1997 年经济危机时期，韩国对外经济风险大幅下降。1997 年，韩国国际投资头寸中负债为资产的近 1.5 倍，而最近已下降至 1.15 倍附近。此外，韩国国际投资净负债占 GDP 比重也比 1997 年有所回落。

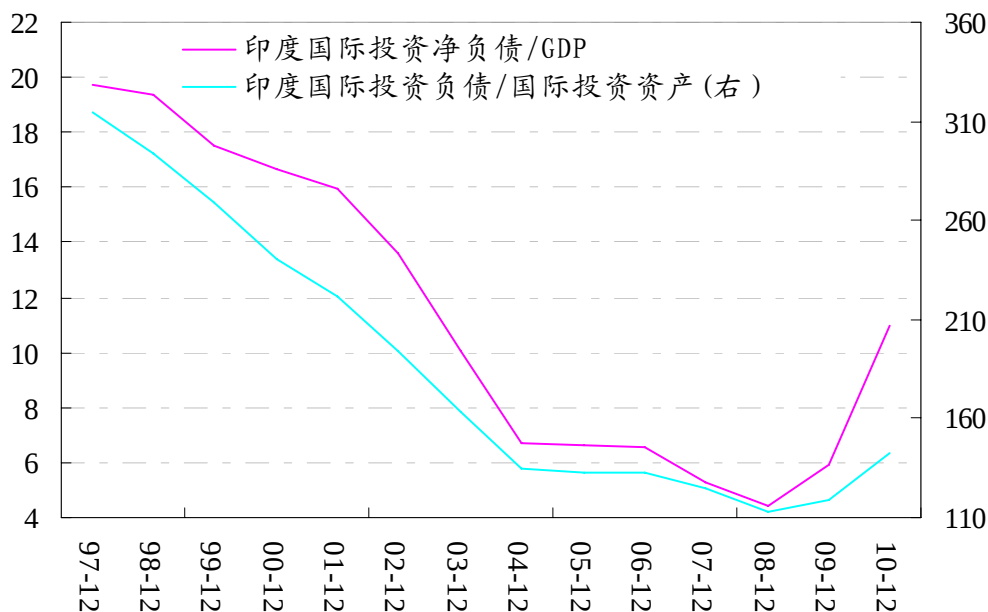
图 12:
韩国国际投资头寸净负债
占 GDP 比重、负债占资产
比重
左轴单位: %



印度对外经济风险在 2008 年降至底点，本轮危机过后，印度对外经济风险虽有所上升，但距 1997 年水平仍有相当大差距。

图 13:
 印度国际投资头寸净负债
 占 GDP 比重、负债占资产
 比重

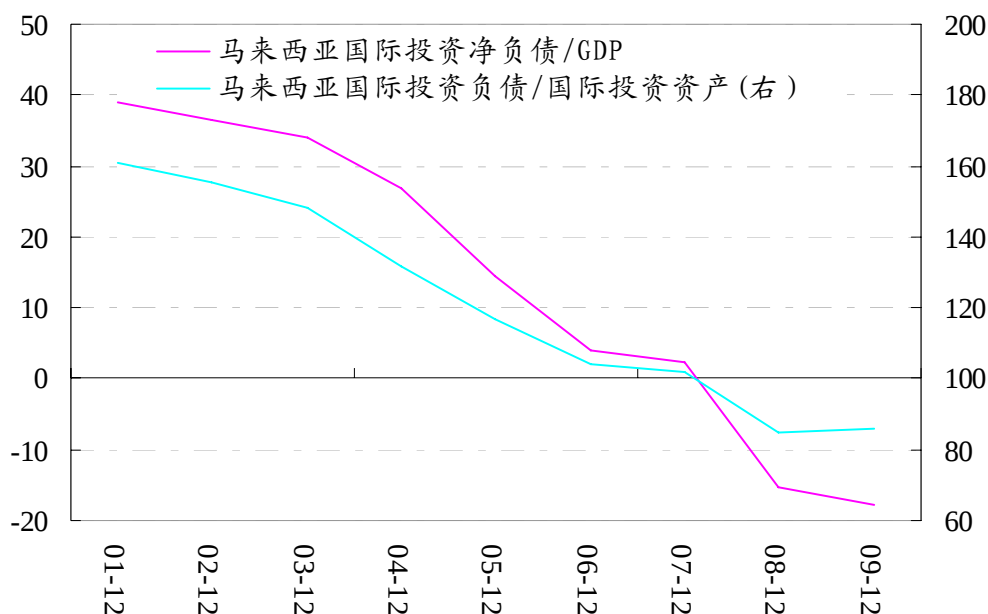
左轴单位: %



马来西亚情况更好, 2007 年以后, 马来西亚国际投资头寸为净盈余, 而且盈余在 2009 年前仍有扩大的趋势, 马来西亚有足够能力应付资本外流的风险。

图 14:
 马来西亚国际投资头寸净
 负债占 GDP 比重、负债占
 资产比重

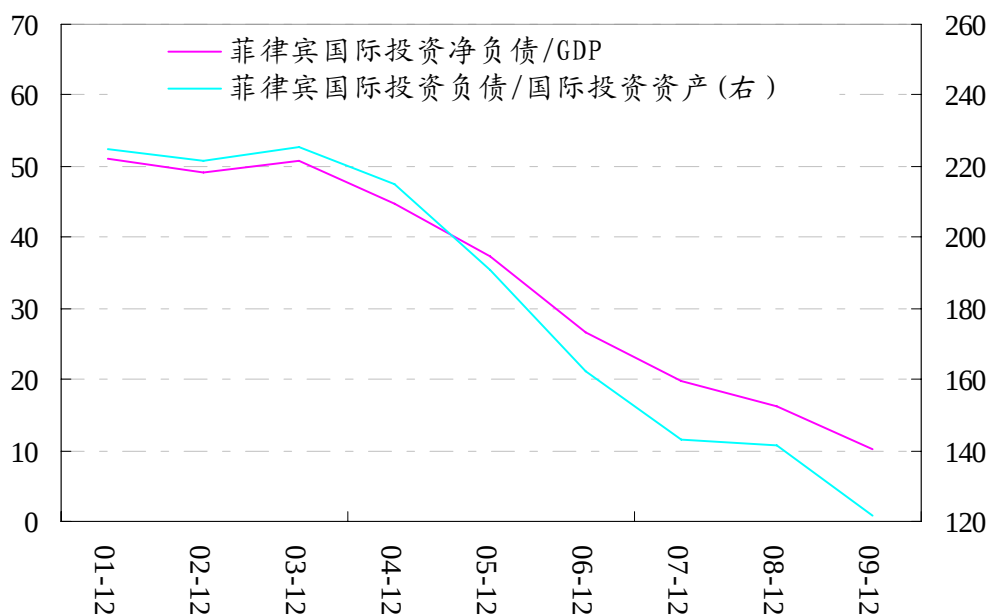
左轴单位: %



菲律宾对外经济风险在 2009 年前也持续好转, 国际投资头寸中净债务占 GDP 比重已下降至 10%, 负债占资产比重也下降至 120%。

图 15:
 菲律宾国际投资头寸净负
 债占 GDP 比重、负债占资
 产比重

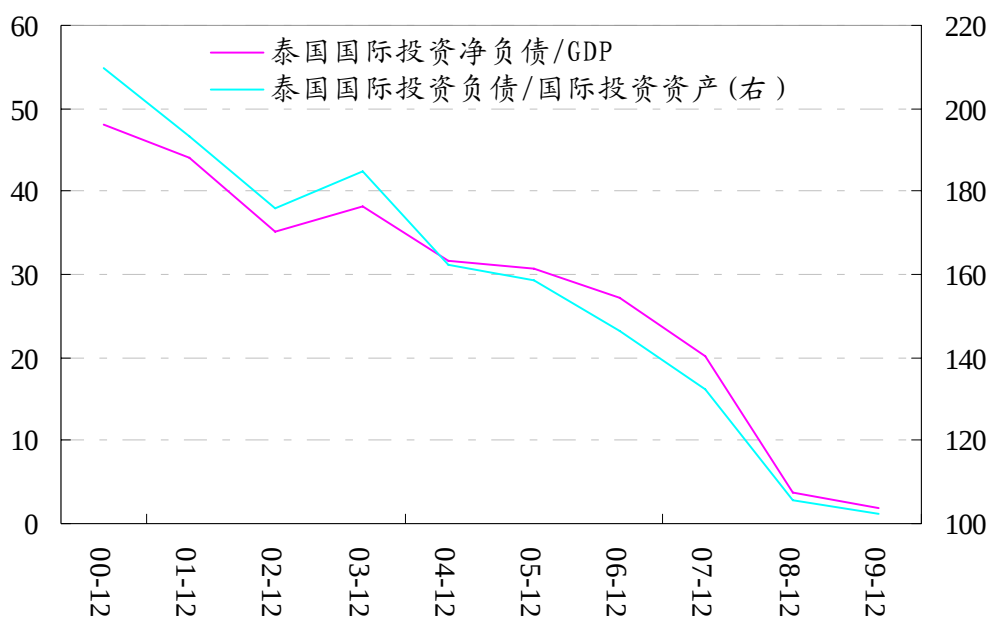
左轴单位: %



泰国对外经济风险也同样好转, 已接近净盈余的区间。

图 16:
 泰国国际投资头寸净负
 债占 GDP 比重、负债占资
 产比重

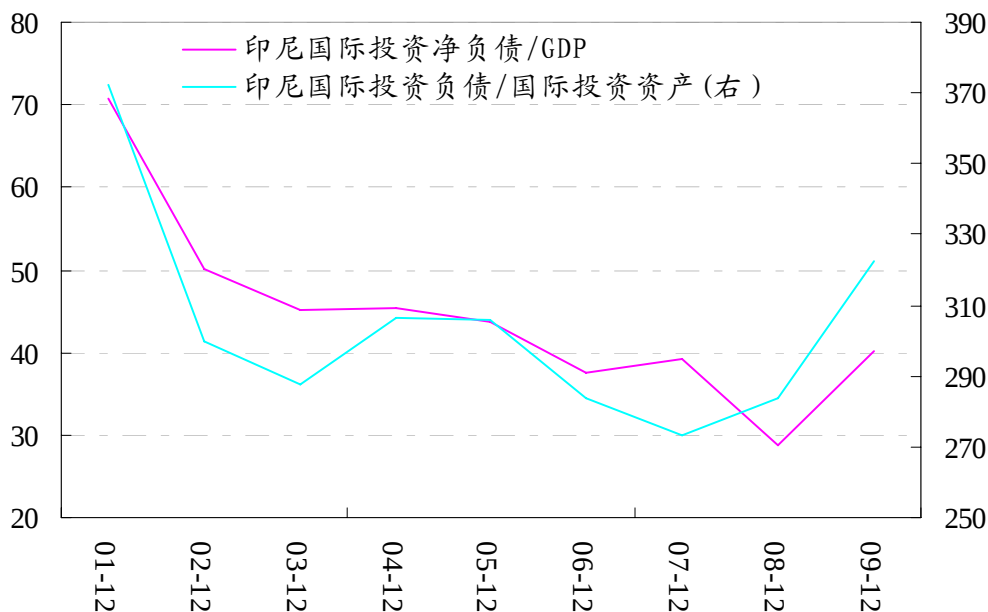
左轴单位: %



2008 年以来, 印尼风险有所恶化, 国际投资头寸中净负债占 GDP 比重及负债占资产比重有所回升。

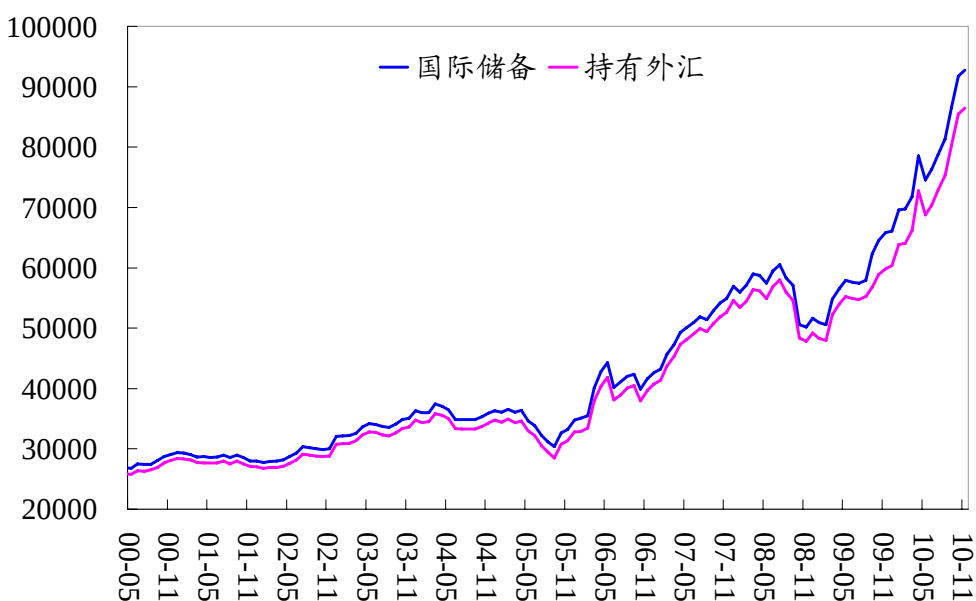
图 17:
印尼国际投资头寸净负债
占 GDP 比重、负债占资产
比重

左轴单位: %



但考虑到印尼充足并持续增长的国际储备，印尼的国际收支仍可以应对未来可能出现的风险。

图 18:
印尼国际储备、持有外汇
左轴单位: 百万美元



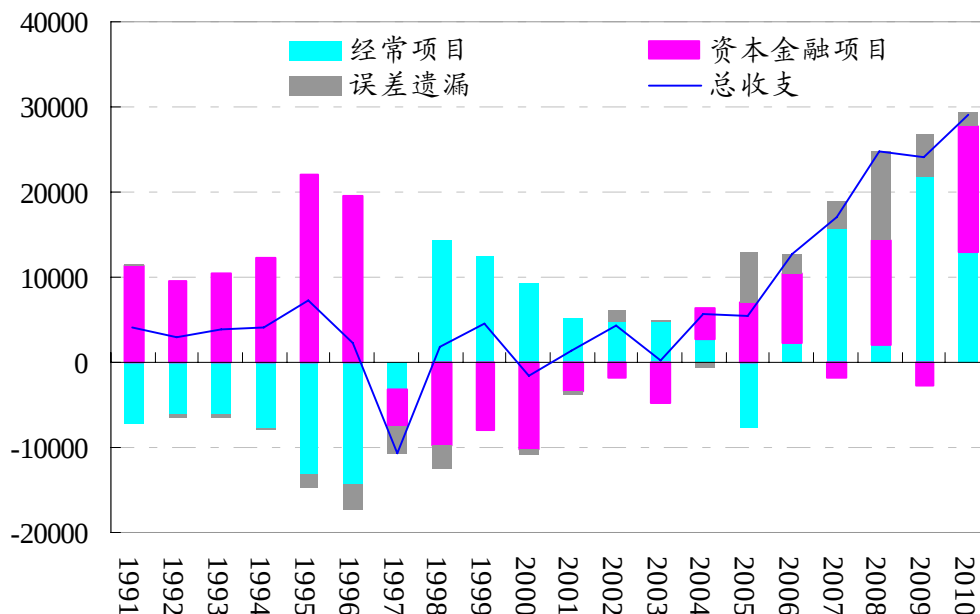
6、崩溃风险消失，金融危机难现

亚洲新兴国家国际收支及经济结构与 1997 年危机时候完全不同。在现在的条件下，亚洲新兴国家不存在内部暴发金融危机导致资金大量外流的可能性。

对比 1997 年危机时期的国际收支情况，1997 年以前，泰国经常项目持续逆差，资本项目持续顺差，一旦资本外撤，危机立即暴发。反观现在，泰国经常项目大量顺差，资本流入有限，与 1997 年的情况正好相反，危机发生的可能性极低。

图 19:
泰国经常项目、资本金融
项目、误差遗漏及国际总
收支净额

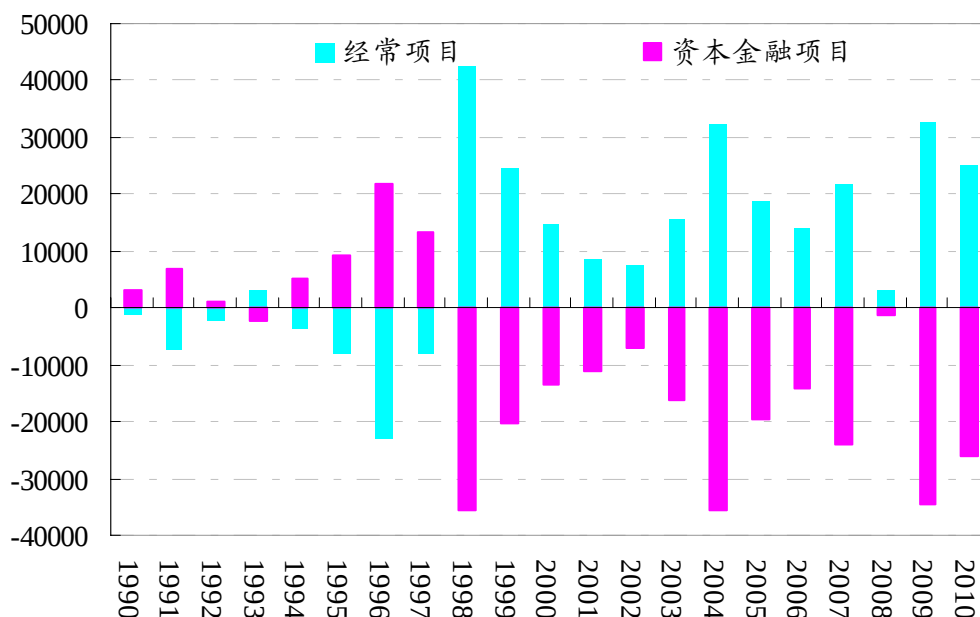
左轴单位: 百万美元



对比韩国情况也是如此，1997 年以前，大量资本项目顺差和经常项目逆差是引发危机的主要原因。现在韩国经常项目顺差，资本项目逆差，对外经济不存在风险。

图 20:
韩国经常项目、资本金融
项目净额

左轴单位: 百万美元



因此，在现阶段主要亚洲国家对外贸易持续顺差，资本项目持续维持稳定的情况下，短期的资金流动对这些国家经济的影响有限，1997 年经济危机后经济增速大幅下滑的可能性并不存在。

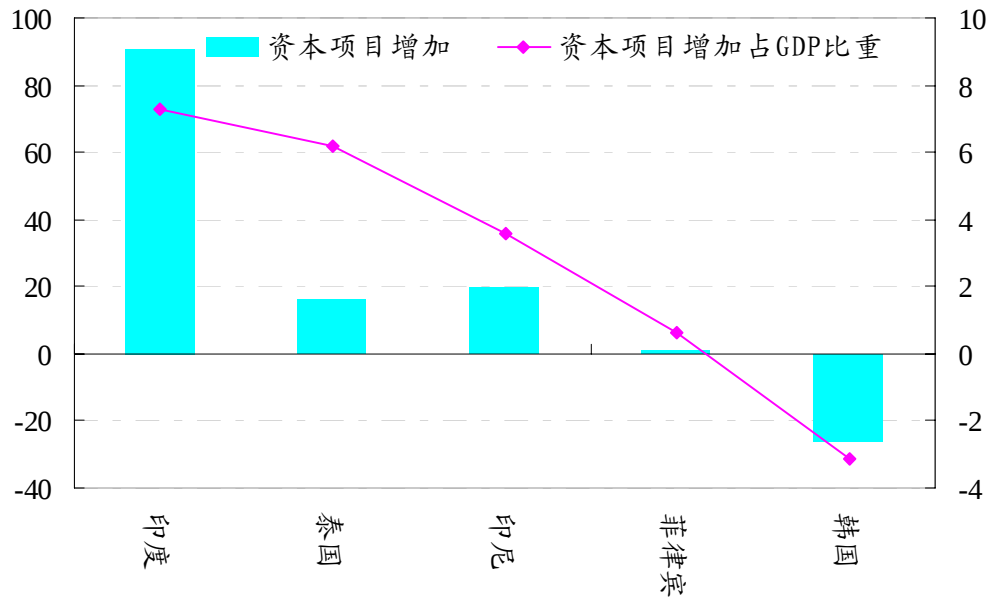
7、近期资金流入，流出风险有限

从近期资本流向上看，结合之前的国际投资头寸分析，同样是印度面临的风险最大，近 1 年半，印度资本项目流入资金接近 908 亿美元。其次面临风险的是印尼，近 5 个季度持续流入资金 195 亿美元，泰国近期也有较大幅度的资本流入，最近 5 个季度资金流入约 160 亿美元；而菲律宾并无大量资金流入，韩国更是资金持续流出。与 1997 年情况相比，新兴市场流入资金问题及持续时间都相对较小。

图 21:
印度、泰国、印尼、菲律宾及韩国近期资本项目增加量、资本项目增加占 GDP 比重

左轴单位: 十亿美元

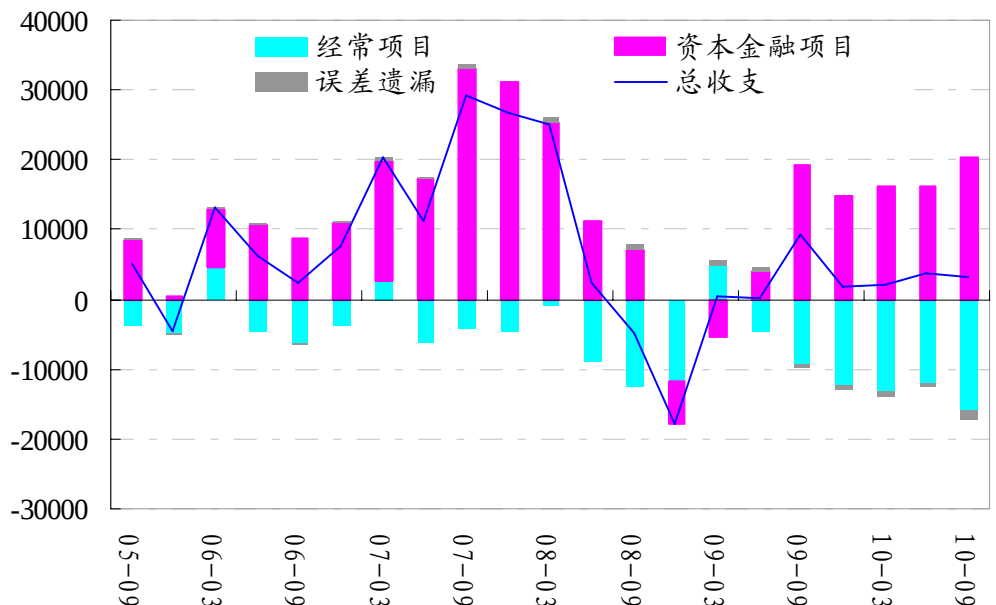
右轴单位: %



印度长度以来都是经常项目逆差，资本项目顺差，2008 年底虽有资金退出，但持续时间仅为两个季度，对印度经济拖累相对较小。印度近 50 年来基本上维持贸易逆差与资本项目顺差，印度发展已适应这种特殊模式。作为区域性大国，在存在经济高增长潜力的情况下，资金外撤可能性不大。

图 22:
印度经常项目、资本金融项目、误差遗漏及国际总收支净额

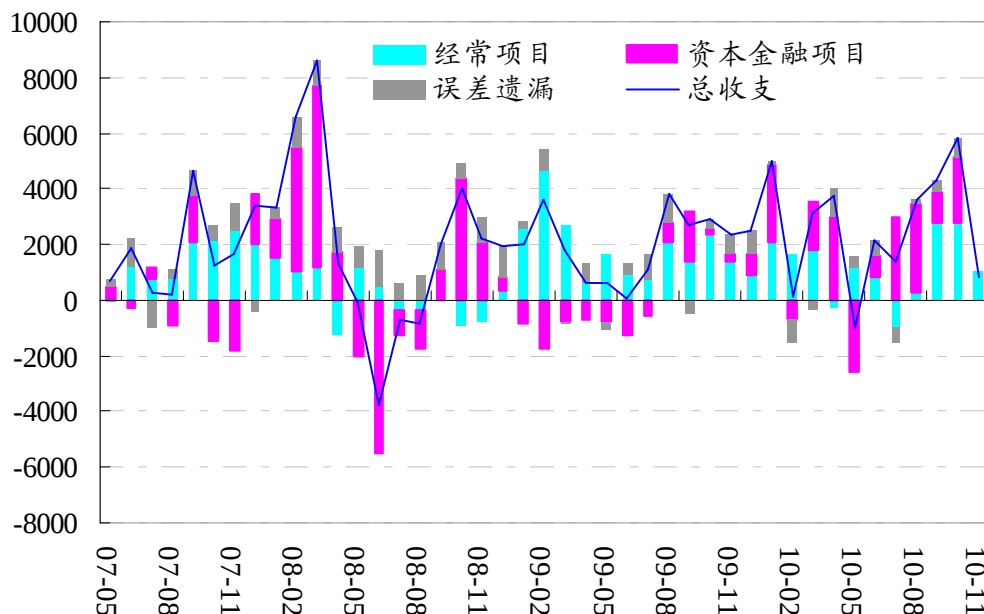
左轴单位: 百万美元



再看东南亚主要新兴国家，2008 年次贷危机，资金出于避险需求流出新兴国家。泰国同样出现资本流出现象，资本流出主要是出现对泰国经济增速下滑的担心。由于同期泰国经常项目流入仍能覆盖资本项目的流出，其国际收支仍然健康。泰国经济下滑原因并不来自于资金流出。随着经济恢复，09 年后半期，资金再次流入。

图 23:
 泰国经常项目、资本金融项目、误差遗漏及国际总收支净额

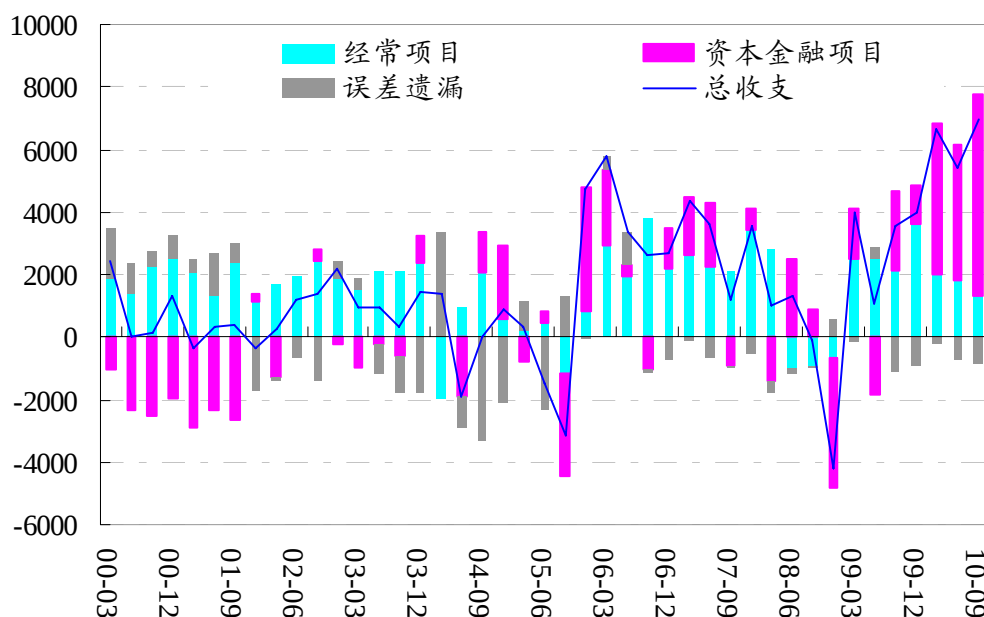
左轴单位: 百万美元



印尼的情况类似, 2008 年印尼同样出现资金流出, 但其总国际收支仅一个季度出现净流出, 考虑到其外汇储备增长及净流出时候较短, 08 年的资金流出对其国际收支并不构成威胁。因此 2008 年亚洲主要新兴国家经济增速下滑主要不是受资金外流的拖累。

图 24:
 印尼经常项目、资本金融项目、误差遗漏及国际总收支净额

左轴单位: 百万美元



2008 年亚洲主要新兴国家经济增速的下滑主要来源于出口的下滑, 如韩国、马来西亚、泰国 2008 年经济增速的下滑主要是受出口下滑的拖累。

图 25:
韩国 GDP 同比增速、出口
同比增速

左右轴单位: %

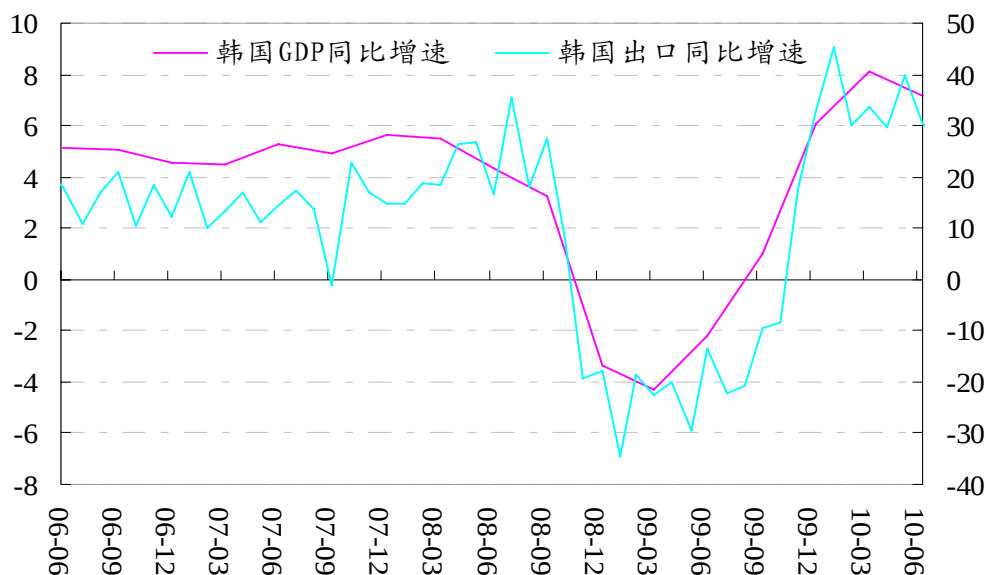


图 26:
马来西亚 GDP 同比增速、
出口同比增速

左右轴单位: %

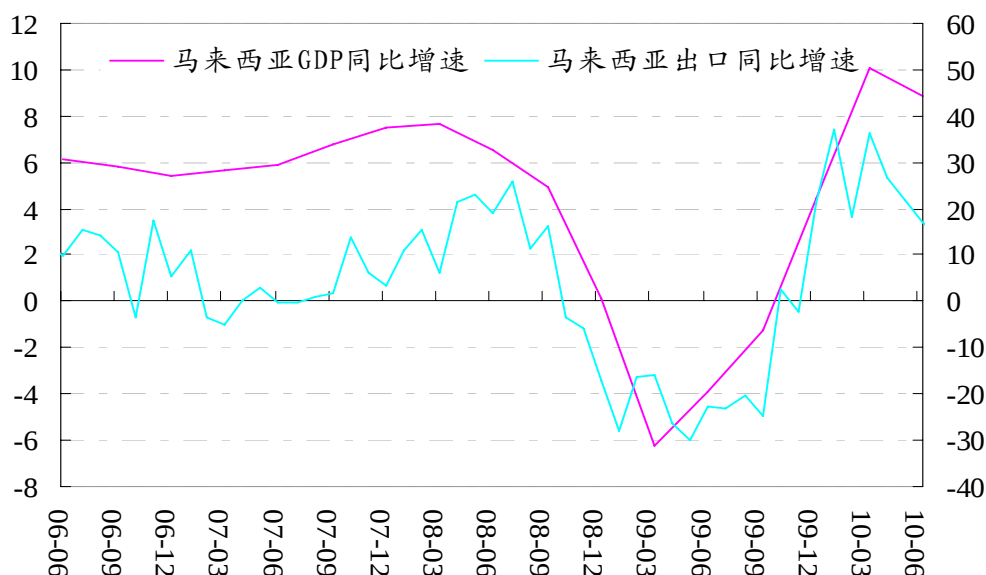
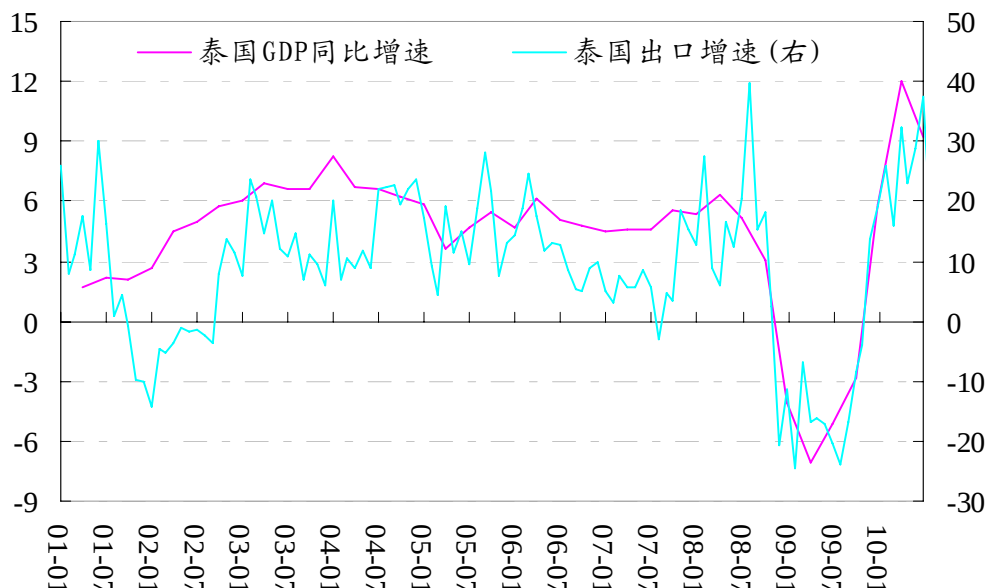


图 27:
泰国 GDP 同比增速、出口
同比增速

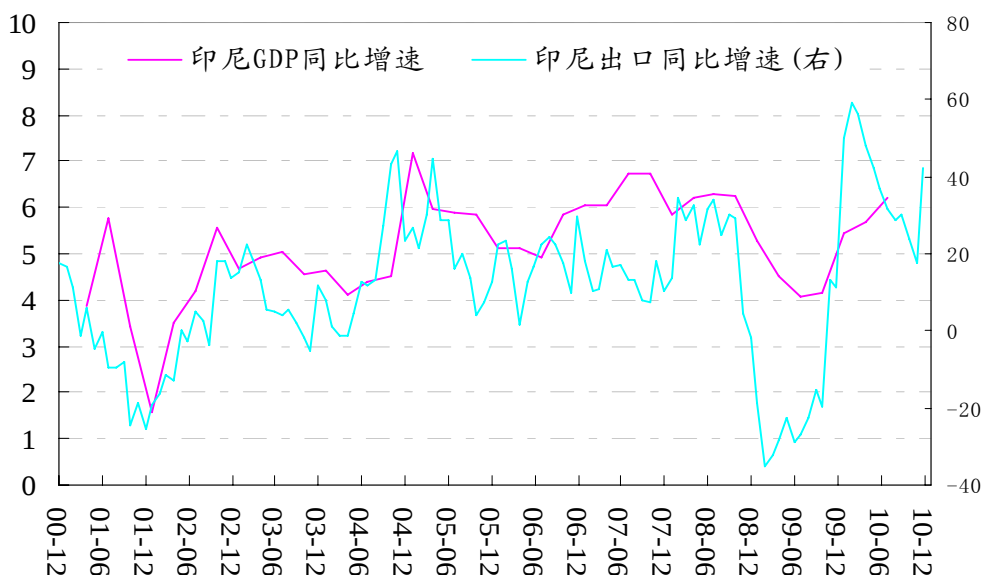
左右轴单位: %



印尼经济增速下滑受出口拖累较少, 其中一个原因是印尼主要收入来源之一的旅游业下滑有限。

图 28:
印尼 GDP 同比增速、出口
同比增速

左右轴单位: %



因此,在亚洲主要新兴国家现有的资产结构与贸易结构下,在外围发达经济向好的情况下,出口回升对经济的拉动应大于资金外流的影响。

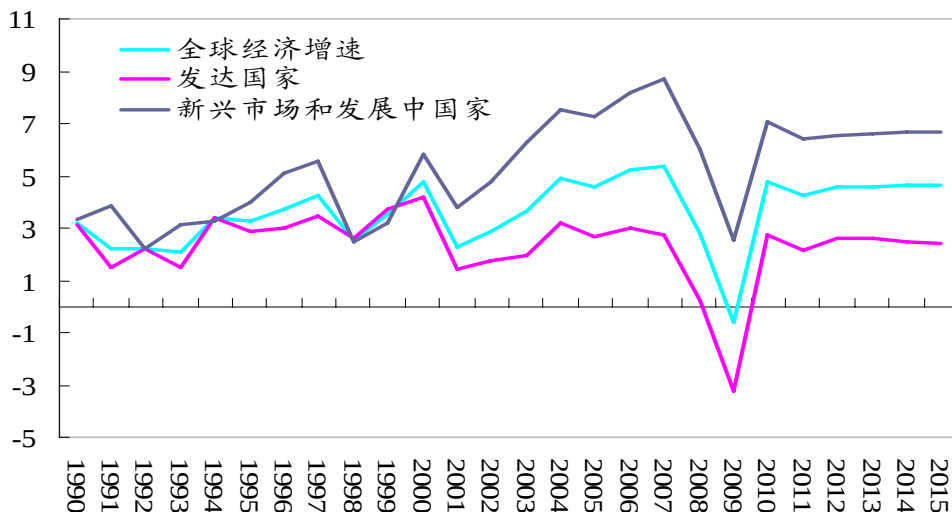
即使未来出现资金外流的情况,但在出口增长导致贸易顺差向好的支撑以及稳定的国际资产负债状况下,部分资金外流不会对新兴国家的经济产生严重影响。一旦资金外流并未导致新兴国家经济下滑,资金持续外流的压力不大。基于以上分析,亚洲国家“资金流出-经济下滑-资金进一步流出”的恶性循环不会出现。

8、新兴市场高增,投资吸引仍存

根据 IMF 的预测,未来五年,新兴市场和发展中经济体平均增速可达 6.65%,发达经济体平均增速为 2.5%。如果发达经济体向好,美元避险需求并不存在,新兴国家经济高增长对资金仍有吸引力,资金可能不会大幅流出新兴国家。

图 29:
全球、发达国家、新兴市
场和发展中国家 GDP 同比
增速预测

左轴单位: %



在美国经济向好的背景下,部分资金可能回流美国,但由于亚洲新兴国家“资金流出-经济下滑-资金进一步流出”的恶性循环不会出现,出口回升带动经济增长仍有可能成为主导因素。

长期来看,在亚洲新兴市场增长率远高于发达国家的情况下,新兴市场对资金的吸引力仍高于发达国家。

作者简介:**王虎:**

S0880210090022

021-38676011

wanghu007633@gtjas.com

南京大学经济学博士。现为国泰君安证券宏观经济研究员。10年获新财富宏观最佳分析师第八名，水晶球最佳分析师第七名。

汪进（贡献作者）:

S0880110024648

021-38674624

wangjin008085@gtjas.com

清华大学经济学学士/数量经济学博士；2009年7月加入国泰君安研究所，从事宏观经济研究。

薛鹤翔（贡献作者）:

S0880110100143

021-38674809

xuehexiang008730@gtjas.com

上海财经大学经济学博士/同济大学工学学士；2010年7月加入国泰君安研究所，从事宏观经济研究。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	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 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 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 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 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。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		