

金融危机余震，引发风险重估

——迪拜债务危机分析报告

核心观点：

- 迪拜是海湾石油输出国中实行经济多元化政策最为成功的范例，利用积累的大量石油美元开凿运河，兴建港口、机场，发展物流。此后又积极参与全球信息革命，促进产业升级，并向服务业转移，成为中东重要的金融、贸易中心。迪拜金融市场还处于起步阶段，与实体经济相关性不高，市场规模、交易工具以及市场机制与成熟市场具有一定差异。
- 迪拜世界是迪拜主权财富基金，负责在全球范围进行投资，涵盖了四大具有战略意义的增长领域：交通物流、船坞海运、城市开发、投资及金融服务。在高速发展的同时也承受着高风险，较高的借贷比例令其对外部依赖程度较大，易受到冲击。
- 迪拜世界作为城市发展的核心力量，其盈利来源主要是房地产。迪拜政府投入巨资进行基础投资——引入高档配套设施——兴建豪宅、酒店——出售或出租兑现。长期如此，实体产业并无实际发展。随着全球贸易的萎缩，来自港口、物流等稳定受益锐减，房价大幅下挫，令迪拜世界资金链出现断裂，身陷债务危机。
- 迪拜政府总债务约为 800 亿美元，迪拜世界的债务就达 590 亿美元。负债包括银行贷款、银团贷款以及伊斯兰债券。迪拜世界债权人主要包括海湾地区银行、欧美银行、美国对冲基金以及其他借款机构，共计 90 余个。
- 迪拜债务有三条解决途径：（1）迪拜政府可以迫使迪拜世界变卖资产，据估计迪拜世界可出售的海外资产过 200 亿美金。（2）发新债还旧债。但借贷成本面临大幅上升。（3）继续依赖阿布扎比政府救助。阿布扎比投资局是目前全球最大的一只主权财富基金。
- 迪拜危机给欧洲银行业带来的冲击是有限的，相比金融危机的影响要小得多。但新兴市场融资成本面临上升，一些小经济体自身修复能力和抵抗危机能力较弱，成为机构降级的目标。此外，迪拜危机很可能成为全球资本流动的转折点，美元汇率有望出现反转，资金将由新兴市场重新回流发达国家市场。

分析师

卞晓宁 国际市场策略分析师

✉: bianxiaoning@chinastock.com.cn

☎: (8610)6656 8482

相关研究

1. 《从估值推动到业绩推动的转变》
——2009 年下半年香港市场投资策略报告 2009.7
2. 《复苏形势确立 业绩推升股指》
——09 年 3 季度投资策略报告 2009.8
3. 《复苏步伐放缓 股指短期震荡》
——2009 年 11 月美国市场投资策略报告 2009.11

目 录

一、迪拜——石油美元催生中东金融中心.....	1
（一）居安思危，探索多元化发展道路.....	1
（二）复制香港模式，发展金融中心.....	2
（三）证券交易所规模较小，与实体经济相关性低.....	3
二、迪拜世界——高杠杆的主权财富基金.....	7
（一）涉足多元化领域.....	7
（二）全球主权基金动态.....	9
（三）中东地区 FDI 变化.....	12
三、地产泡沫破灭引发债务危机.....	13
（一）危机源起.....	13
（二）危机分析.....	14
四、迪拜世界债权人结构.....	15
（一）欧洲银行暴露风险最大.....	16
（二）对冲基金仍在购入迪拜世界债券.....	17
五、债务危机解决途径.....	17
六、迪拜债务危机影响.....	18
（一）欧洲银行损失有限，风险面临重估.....	18
（二）部分国家主权信用评级面临下调.....	18
（三）资金风险偏好下降.....	20
插图目录.....	21
表格目录.....	21

2009 年年末，当全球都在为世界经济走出低谷而感到欣慰之时，迪拜——这个被称之为“中东奇迹”的小酋长国爆出近 800 亿美元的债务危机，繁盛之时膨胀起的地产泡沫成为压倒迪拜的最后一根稻草。我们预期，迪拜债务本身所牵涉到的资金规模以及对牵涉银行的破坏力是有限的，但由此引发的市场对国家主权信用担忧不容忽视。

一、迪拜——石油美元催生中东金融中心

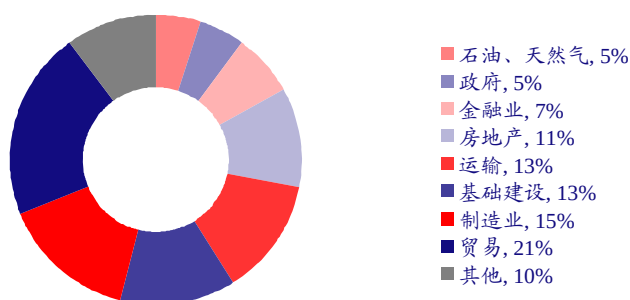
迪拜是海湾石油输出国中实行经济多元化政策最为成功的范例，这得益于统治者战略远见，早在 20 世纪 60 年代就把石油当做耗尽一样去做国家的发展规划，利用积累的大量石油美元开凿运河，兴建港口、机场，发展物流，为构建自由港创造条件。后来又积极参与全球信息革命，促进产业升级，并向服务业转移。目前，非石油产业已经占迪拜 GDP 的 95% 以上，迪拜基本摆脱了中东国家依赖石油的发展之路，成为中东重要的金融、贸易中心。

（一）居安思危，探索多元化发展道路

迪拜所处的阿拉伯半岛，是世界上石油资源最为丰富的地区。其中，海湾国家合作委员会（Gulf Cooperation Council, GCC）——包括阿联酋、沙特阿拉伯、卡塔尔、巴林、科威特、阿曼 6 国所拥有的石油储量就达 5000 亿桶，占世界总储量的 45%，天然气储量也达到了 25.6 万亿立方米，占世界 16%。因此，自 20 世纪 70 年代开始的石油价格不断上涨，给该地区带来丰厚惊人的财富。仅 2009 年石油、天然气出口就带给 GCC 近 4020 亿美元的收入，占 GDP 的 30%，占财政收入的 70%。

然而，迪拜的石油资源是海湾国家中最稀少的，她的繁荣并不是直接与石油相关的。迪拜石油储量占海湾地区总量的 1% 左右，石油收益在 GDP 中的比例在不断下降，由 1975 年的 54% 下降至当前的 5%。因此，迪拜政府未雨绸缪，早在上个世纪 70 年代就开始学习香港、新加坡等区域金融的中心发展经验，充分利用地域优势，积极拓展经济多元化战略，大力发展金融、贸易以及现代服务业，令迪拜近几年来成为中东地区的贸易、金融中心。

图 1：迪拜 GDP 的组成



资料来源：Bloomberg

迪拜的崛起得益于两个重要的因素：政局相对平稳和实行自由贸易的政策。统治者马克吐姆家族对迪拜的统治已经将近一个半世纪，王室内部的政权交接相对平稳。此外，更重要的是马克吐姆家族本身是商人起家，一贯奉行“自由贸易”政策，20 世纪初期就废除了商业税，

实施多项外汇、贸易的优惠政策，目的就是吸引海湾其他地区的大量石油美元，以投资及消费两种形式流入迪拜。

迪拜的经济发展大致经历了三个主要阶段。第一阶段为 1966 年以前，石油资源尚未被大面积发掘，迪拜经济主要支柱是珍珠业，还有少量的渔业和转口贸易。第二阶段为 1966 年~1995 年，迪拜处于巩固自由贸易港地位时期。政府利用积累起来“石油美元”打造了一系列世界级的基础设施，其中对迪拜经济有着深远影响的三个工程是：杰布·阿里港、杰布·阿里自由贸易区和阿联酋航空公司。第三阶段为 1995 年至今，政府加大经济多元化发展的力度，金融服务业、旅游业、房地产业和知识型产业均成为发展重点。各种特殊功能的自由贸易区是其中亮点，比如，迪拜因特网城（Dubai Internet City）、迪拜媒体城（Dubai Media City）、迪拜生物科技园区（Dubai Biotech）、迪拜工业城（Dubai Industrial City）等 12 个以上的自由贸易区。这均为迪拜成为金融中心创造了很好的先决条件。

（二）复制香港模式，发展金融中心

1、天时地利，石油美元催生新机遇

世界级的金融中心在欧亚之间长期处于真空状况，虽然贝鲁特和巴林曾经多次尝试担当海湾地区国际金融中心的角色，但是由于地区冲突和内部政局不稳等因素，都没有成功。而近年来，居高不下的石油价格带动了海湾地区经济飞速增长，大量的石油美元囤积于此。而隔海相望的以印度为代表的南亚新兴市场国家经济增长也异常迅猛。此外“9·11”以后，预计有超过 200 亿美元的海湾资金从美国撤出回流到海湾地区。综合来看，这样大的一个潜在市场需要具有国际一流水准的金融中心来为之服务。并且，迪拜位于亚非欧三大洲的交通枢纽，伦敦和香港的中间点，得天独厚的地理位置以及良好的配套设施给迪拜带来一个绝好的机会。由此，2002 年 5 月，迪拜政府启动了建立迪拜世界金融中心（DIFC）的项目。

迪拜金融中心于 2004 年 9 月正式开始运营，它沿用了英国的金融监管体系来规范金融中心运作。迄今为止吸引了全球包括德意志银行、摩根士丹利、可口可乐、卡夫等 300 多家跨国企业在此设立覆盖中东及北非的区域总部。迪拜金融中心的吸引力有二：其一是迪拜在海湾地区的航运、机场、金融服务以及城市建设等硬件基础设施条件最为优越，并且对海外企业实施了多项优惠政策：如允许外国企业具有 100% 所有权，外汇的自由兑换以及税负的减免等。第二个原因是迪拜开放的生活形态。包括穿着、饮食、夜生活、购物以及许多方面，迪拜都与阿拉伯国家大相径庭，而是适应着西方国家的风俗习惯。这令外籍人士得以维持原本的生活形态，达到吸引人才的目的。虽然 GCC 其他国家也先后采取了类似的发展战略，但由于 DIFC 享有了先行者的强大优势，确立了迪拜在伊斯兰世界金融中心的地位。

2、DIFC 的业务及特点

DIFC 是由政府设立的，因此在属性上是政府的一个附属机构，但是在运营上它是完全独立的，将香港自由经济政策与新加坡政府治理城市的优点很好地结合起来，目标是建立多元化、多层次的交易市场。目前已拥有商品期货交易所、黄金交易所、证券交易所等多个交易市场。

DIFC 主要业务:

- 1、银行服务（投资银行、合作银行业、私人银行业）；
- 2、资本市场（证券化、债务工具）；
- 3、资产管理；
- 4、基金管理；
- 5、保险和再保险；
- 6、伊斯兰金融以及专业金融服务。

在 DIFC 的 110 英亩自由区内，设立公司不需要缴税，也不必雇佣迪拜本国公民，而且仅受到以普通法为基础的自身司法系统的监管。DIFC 利用地区和时间上的差异，在西方的纽约、伦敦和东方的中国香港之间建立了一个中东的金融中心，其整体金融架构是与西方接轨的，唯一不同的是，没有税负。

DIFC 主要优势:

- 1、可以 100% 外资控股；
- 2、零所得税和营业税；
- 3、无外汇管制；
- 4、资本及利润可 100% 汇回；
- 5、美元为主的交易体制；
- 6、高标准、透明的操作环境；
- 7、对洗钱进行严格监管；
- 8、位于纽约、伦敦以及香港的连接线上，与伦敦、香港均有 4 个小时的时差，一天之内可以覆盖东、西两个市场，刚好填补东西方交易市场上的“金融真空”；
- 9、现代的办公设施、高效率的基础设施、安全的客户资料保护、专业的服务、与所在国无缝联接；
- 10、不同于离岸金融中心（Offshore），迪拜完全是陆地金融中心（Onshore），与纽约、伦敦、香港的市场形态无异。

（三）证券交易所规模较小，与实体经济相关性低

迪拜有两个证券交易所，一个是 2000 年迪拜交易所公司设立的迪拜金融市场交易所（DFM），另一个是 2005 年迪拜交易所公司与 Nasdaq 公司合作设立的迪拜国际金融交易所（DIFX），也称 Nasdaq Dubai。DFM 与 Nasdaq Dubai 交易所是不同的平台，DFM 是迪拜国内股票和债券交易的二级市场，而 Nasdaq Dubai 则是服务西欧与东亚之间广大地区的国际交易平台，外国投资者可以参与交易的股票数量比较多。

2009年12月22日，DFM宣布以1.21亿美元收购纳斯达克迪拜交易所，以求扩大DFM投资者的资产级别。根据交易声明，DFM将向Nasdaq Dubai的两个股东——迪拜交易所公司和纳斯达克OMX集团，支付1.02亿美元的现金和4000万DFM股份来换取。DFM期望在未来通过建立一个新公司来重组迪拜金融市场，而这个新公司将全资控股DFM和纳斯达克迪拜交易所。

1、迪拜两个交易所：DFM、Nasdaq Dubai

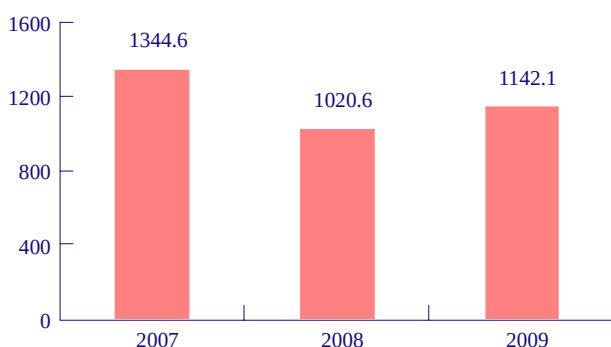
DFM

DFM在2000年3月成立，目前有66家股票上市公司，主要是来自阿联酋的地区，也有少量中东其他地区公司，大部分公司允许海外投资者持有股份。交易工具包括股票、债券、伊斯兰债券以及共同基金等。目前，市场总市值约为1142亿美元，日交易金额均值仅有360万美元左右。

从上市公司的行业分布看，DFM交易市场并不能完全呈现迪拜整体经济，上市公司行业相对集中于金融、地产以及基础建设，这三个行业上市公司占市场总市值的80%，但仅体现了30%的实体经济状况。此外，前10大公司的市值占到市场总规模的72%，交易量占到市场总量的87%。这种高度的集中交易主要由于DFM的上市公司数量较少，股票供给有限，甚至在2008年没有任何IPO发行。

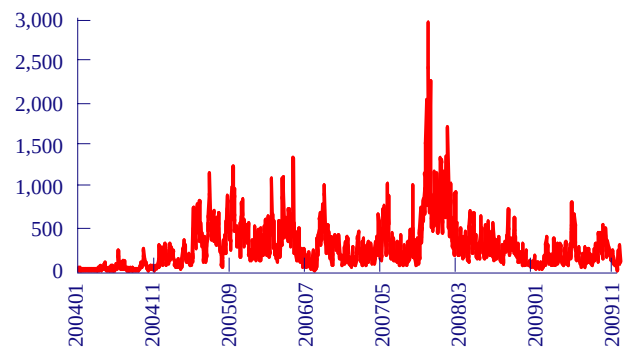
从投资者结构来看，DFM自2004年开始加快了国际化进程，参与交易的境外投资者比例不断攀升，持有市值由最初的不足10%，升值当前的40%。其中，来自海湾国家以外的投资者增长最为显著，持有市值由2%增至23%，这表明在此期间，海外资金对迪拜乃至阿联酋市场的兴趣出现明显提升。

图 2：DFM 股票市场市值（亿美元）



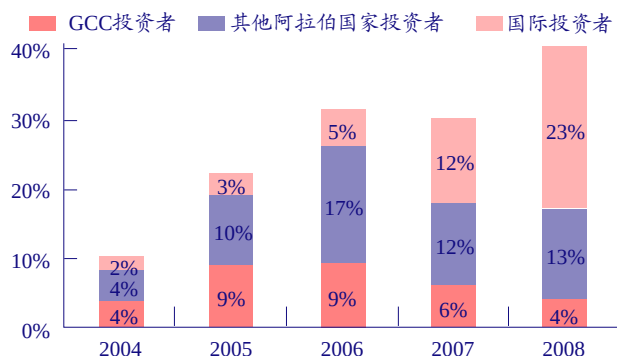
资料来源：Bloomberg，中国银河证券研究所

图 3：DFM 股票市场交易量不大（百万美元）



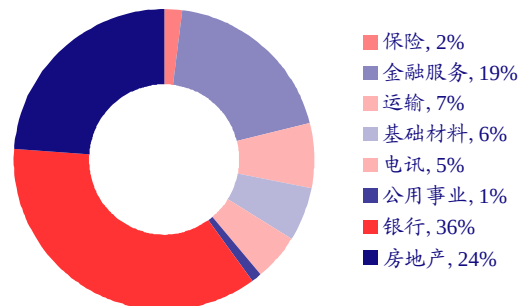
资料来源：Bloomberg，中国银河证券研究所

图 4: DFM 股票市场海外投资者比例 (按持有市值)



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究所

图 5: DFM 上市公司的行业分布 (按市值)



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究所

Nasdaq Dubai

Nasdaq Dubai 成立于 2005 年 9 月, 是一个填补西欧与东亚间空白的国际股票交易所。交易的金融工具有股票、股票衍生品, 黄金连接证券、结构型产品、伊斯兰债券以及可转换债券。目前总市值约为 477 亿美元, 2007 年、2008 年交易金额分别为 14.5 亿、17.5 亿美元。上市公司以海外企业为主, 包括美国、中国、澳大利亚等 11 家上市公司的股票, 3 家公司的股票存托凭证, 13 家公司的债券以及 21 家公司的伊斯兰债券在进行交易。海外投资者能够参与股票买卖, 但数目有限, 是按照一定标准筛选过的。

表 1: Nasdaq Dubai 主要特点

- 1、双货币交易——允许使用美元和阿联酋货币迪拉姆。
- 2、对投资者收益完全实行免税及自由汇出。
- 3、世界级的法律监管框架和体系。
- 4、国际投资者可以自由参与 IPO 的市场询价。
- 5、发行总股本的 25% 可以自由浮动。
- 6、做市商制度。

资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究所

表 2: Nasdaq Dubai 市场概况

证券种类	市值 (亿美元)
股票	127
全球股票存托凭证和美国股票存托凭证	118.3
债券	65.1
伊斯兰债券	166.9
汇总	477.3

资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究所

2、国际市场比较：迪拜仍处于起步阶段

市场规模小，交易工具有限

由于发展时间较短，迪拜金融市场规模较小。股票、债券、保险、养老金等市场处于起步阶段，上市公司数量、保险市场规模、外汇交易量、金融衍生品种类和基金管理水平等方面均与香港、纽约金融市场相去甚远。重要原因是，海湾地区的本地市场没有得到很好的开拓，这和当地的传统商业文化不无关系。该地区大约有 85% 的商业运作是由家族控制，长期运作在受政府保护的市場里，积累了大量的石油美元资本，所以对资金的需求量很少，甚至是没有。特别是 2006 年以来，海湾各国的股票市场进入整合期，股价和交易量一同严重下滑的情况，种种因素都迫使当地的家族产业，对使用金融市场来融资的选择要三思而后行。

市场机制还不成熟

迪拜希望学习香港、新加坡的商业透明做法，但成效并不尽如人意。第一，政府管理层以王室成员为主，监管权力由始至终掌握在统治者的小圈子手中，而他们同时又以各种形式参与着大型企业的经营运作，这种监管很难令外界信服。第二，迪拜的商业主要由家族企业运作，传统观念上家族生意是私有财产，没有必要告知外人，这和资本市场的透明化和公开化的理念格格不入。第三，以迪拜世界为例的大型集团公司，结构异常复杂，进行风险管理非常困难，外界难以掌握企业真实的财务状况。

而迪拜的模仿对象——香港，一向以市场主导的经济政策著称。政府主张“尽量扶助、减少干预”的政策，不对经济或市场作任何指导性规划，相信投资者和企业家远比政府官员了解市场。政府的主要功能是创造最有利营商的条件，包括自由、法治、廉洁而高效率的公营部门和公平竞争的环境等软件。此外，香港金融市场的另一特色是资金流动性高，资金都要根据有效、具透明度而又符合国际标准的规例运作。而这些市场机制的运作特点是迪拜的不完备的。

综合来看，迪拜的国际金融中心还处于起步阶段，虽然取得了一些成就，但是与伦敦、纽约、香港、东京这样的老牌国际金融中心相比，在市场规模、运行机制及其他市场配套设施方面还存在较大差距。

二、迪拜世界——高杠杆的主权财富基金

迪拜世界集团是迪拜酋长国政府控股的主权财富基金，负责在全球范围进行投资，涵盖了四大具有战略意义的增长领域：交通物流、船坞海运、城市开发、投资及金融服务，在迪拜快速的经济增长中发挥了较为重要的作用，据估计总规模达到了 1000 亿美元。但是，迪拜世界在高速发展的同时也承受着较高风险，较高的借贷比例令其对外部依赖程度较大，易受到冲击。

（一）涉足多元化领域

迪拜世界经营的港口和运输集团业务遍及全球，还在国内外开展了一系列雄心勃勃的房地产和基础设施项目，涉足多元化领域，旗下资产众多。

表 3：迪拜世界旗下公司

运输及物流	
DP WORLD	成立于 2005 年 9 月，世界最大的海运码头运营商之一，拥有全球 31 个国家的 49 个码头以及 12 个在建码头。
EZW	中东最大的发展和自由贸易区运营商之一，主要业务是发展经济区、工业园区及相关物流等。
干船坞及海运	
Dubai Maritime City	迪拜海港城是为了发展海港商业以及贸易中心而设立的。覆盖了港口区域中的工业、商业以及休闲等诸多领域。
Drydocks world	干船坞世界在船舶修理、船只建造和其他海洋有关的活动在中东具有领导地位。该集团的包括干船坞世界-迪拜，干船坞世界-新加坡，以及干船坞世界-巴淡岛，白金游艇 FZCO 以及白金游艇管理。
城市发展	
NAKHEEL	成立于 2006 年，是世界上最大的私人持有的房地产公司之一，业务涵盖了住宅，零售，商业和休闲行业。知名项目：包括朱美拉岛的 3 座呈棕榈树形状的大型人工岛屿、世界岛等奢华地产项目。
LIMITLESS	成立于 2005 年，全球房地产开发商，覆盖所有细分市场，提供独特和可持续发展。业务遍布阿联酋，马来西亚，越南，沙特阿拉伯，约旦和俄罗斯，还有更多的在欧洲，非洲，中东，亚洲和远东。
LEISURECORP	成立于 2007 年，运动休闲投资公司。业务覆盖高尔夫、各项体育运动以及各项休闲产业，集投资和管理于一体。
投资与金融服务	
Istithmar World	成立于 2003 年，由迪拜世界 100% 控股的私募基金公司。投资领域主要覆盖消费，投资，金融服务，工业和房地产业。
Dubai Multi Commodities Centre	迪拜大宗商品公司，成立于 2002 年，充分发挥贯通东西方国家的地理优势，大力发展全球商品贸易。
能源和自然资源	
Dubai Natural Resources World	迪拜世界自然资源，成立于 2008 年 9 月，是迪拜世界发展的一个新的领域。该公司的目标是制定对自然资源的长期可持续发展战略。覆盖的领域包括能源，矿业、金属以及农业。

资料来源：Dubai World 网站

DP world 资产

3.3 亿英镑收购的英国铁行公司，52 个集装箱码头公司、4 个自由贸易区和 3 个物流中心。目前在中国经营五个集装箱码头，包括香港的葵涌 3 号及 8 号码头、烟台环球码头、青岛前湾集装箱码头和天津东方海陆集装箱码头。

Istithmar

Istithmar 在过去 5 年中，总资产的 50% 投资在北美，30% 在中东和南非，其他地区则占 20%。

英国房产

2009 年 11 月，Istithmar 以 1000 万英镑价格，将两栋位于伦敦的商业大楼出售给专业开发商 Great Portland Estates PLC，并分享未来物业经营的部分利润。而 Istithmar 对该楼盘实际投资累计为 8000 万英镑。毗邻英国政府大楼的 Metropole Building&10 Whitehall Place 以及全球连锁高端酒店伦敦艾菲德(Adelphi)

美国房产

Istithmar 2006 年以 6 亿美元购进的一座位于雷星顿大街 450 号的 40 层商业大楼、2007 年破费 3 亿美元收入囊中的新闻周刊大厦，及同年以 3.8 亿美元投资的纽约文华东方酒店。他们都已委托给一家美国老牌资产管理机构，该机构资产规模在千亿美元。

此外，迪拜世界还握有德意志银行 2.2% 股份，渣打银行 2.7% 股份，汇丰银行不明股份以及加拿大马戏团运营商 Cirque du Soleil 等诸多海外资产。

表 4: 部分迪拜世界持有的上市公司

公司名称	国家	行业	投资规模	股份	持股公司
Labroy Marine	新加坡	工业		98%	Dubai World (Subsidiary)
Hyflux Ltd	新加坡	工业		9%	Istithmar (Subsidiary)
MGM Mirage	美国	消费服务	55 亿美元	9%	Dubai World (Subsidiary)

资料来源: 相关网站

表 5: 部分迪拜世界持有的非上市公司

公司名称	国家	股权形式	拥有股份	持股公司
Barneys New York	美国	子公司	100%	Istithmar (Subsidiary)
Loehmann's Holding Inc	美国	子公司	100%	Istithmar (Subsidiary)
Inchcape Shipping Services	英国	子公司	100%	Istithmar (Subsidiary)
ESPA International	英国	PE	40%	Istithmar World
Beng Kuang Marine Ltd	中国	直接投资	38%	Dubai World

资料来源: 相关网站

表 6：2008 年以来迪拜世界投资记录

2008 年 2 月，花费 1 亿美元购买 QE2 油轮，改造成一座移动的豪华酒店
2008 年 4 月，与贝宁政府合作展开一系列发展西非旅游业的合作
2008 年 6 月，花费 5.88 亿至 7.84 亿美元收购沃尔玛旗下的房地产公司 Gazeley
2008 年 10 月，迪拜世界子公司 Istithmar World 在纽约设立办公代表处

资料来源：相关网站

（二）全球主权基金动态

主权财富基金（SWFs）是一个相对较新的全球机构投资者，据联合国贸易与发展组织预计，在 2008 年的金融危机中，全球 SWFs 的总资产缩水 25%—30%，但全部资产规模仍旧达到了 3.9 万亿美元的规模。

从投资主体的资产规模看，与石油资产连接基金占比达 61%，中东国家 SWFs 的整体资产规模位于前列，超过 1.5 万亿美元。其中，阿联酋旗下的 SWFs 数量达到 7 只，并且拥有单只规模最大的 SWF，总资产规模很可能超过 8000 亿美元。而其余由贸易顺差所带来外汇收入所支持的 SWFs 中，中国和新加坡资产管理规模最大，规模分别达 8000 亿、3500 亿美元。

从投资规模看，自 2005 年开始，随着新兴市场国家的贸易顺差、石油以及其资源商品的出口带了大笔的外汇储备，由此 SWFs 参与的 FDI 以及跨国并购也同步实现了突飞猛进的扩张。其中 FDI 在 2008 年达到了创纪录的 200 亿美元，相比 2007 年上升了 16%。而 SWFs 在仅在 2005 年至 2008 年这四年间参与的跨国并购的规模就达到了 570 亿美元。但是 2008 年全球经济衰退令 SWFs 放慢了跨国并购的步伐。

从投资区域看，SWFs 在过去二十年中的 FDI 有四分之三的资金投向了发达国家，英国、美国以及加拿大是最受追捧的三个国家。例如在 2008 年，淡马锡以 44 亿美元收购了美林 11% 的股份；迪拜国际金融中心收购了瑞典金融市场 OMX AB 69% 的股份等等。

从投资行业看，SWFs 高度集中在金融服务业和商业服务业。在过去二十年间，投资于金融服务业的资金规模达到了 26%，而商业服务业则占了 15%。，这种集中的投资形式令 SWFs 面临的风险大幅升高。在 2008 年的熊市中，SWFs 的绝大部分损失来自于金融业。与服务行业相比，投资于制造业以及第一产业的占比仅有 17% 和 14%。SWFs 仍在海外的采掘业以及石油业扩张其投资，在 2008 年投资比例达到了 20%，仅次于服务业位居第二。

2009 年，全球 SWFs 的流动趋势发生一些变化。由于大宗商品的价格下降以及贸易顺差的减小，新兴经济体的政府与央行在金融危机中损失了大量的外汇储备，SWFs 相继撤出了欧美的银行业，重新回归本国，以支持实体经济的复苏。同时，贸易保护主义有所抬头，一些国家在试图阻止其他 SWFs 对重要工业部门发起的收购。

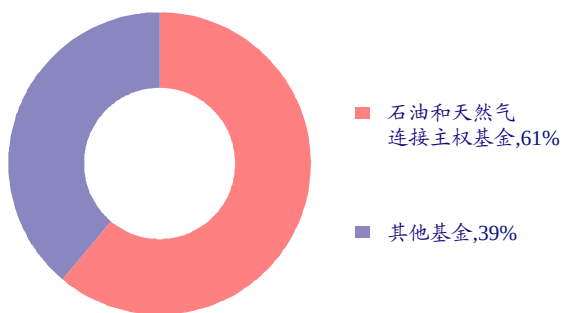
表 7: 全球 SWFS (十亿美元)

国家	基金名称	资产规模	成立时间	连接资产	主权基金资产规模/ 外汇储备
UAE - Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Authority	\$627	1976	Oil	13.9
Norway	Government Pension Fund – Global	\$445	1990	Oil	8.8
Saudi Arabia	SAMA Foreign Holdings	\$431	n/a	Oil	1.1
China	SAFE Investment Company	\$347.10		Non-Commodity	0.2
China	China Investment Corporation	\$288.80	2007	Non-Commodity	0.1
Singapore	Government of Singapore Investment Corporation	\$247.50	1981	Non-Commodity	1.4
Kuwait	Kuwait Investment Authority	\$202.80	1953	Oil	10.6
Russia	National Welfare Fund	\$178.50	2008	Oil	0.4
China	National Social Security Fund	\$146.50	2000	Non-commodity	nil
China - Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	\$139.70	1993	Non-Commodity	1
Singapore	Temasek Holdings	\$122	1974	Non-Commodity	0.7
Qatar	Qatar Investment Authority	\$65	2005	Oil	8.6
Libya	Libyan Investment Authority	\$65	2006	Oil	0.8
Australia	Australian Future Fund	\$49.30	2004	Non-Commodity	1.8
Algeria	Revenue Regulation Fund	\$47	2000	Oil	0.3
Kazakhstan	Kazakhstan National Fund	\$38	2000	Oil	1.1
Ireland	National Pensions Reserve Fund	\$30.60	2001	Non-Commodity	36.6
Brunei	Brunei Investment Agency	\$30	1983	Oil	
France	Strategic Investment Fund	\$28	2008	Non-Commodity	0.2
South Korea	Korea Investment Corporation	\$27	2005	Non-Commodity	0.1
US - Alaska	Alaska Permanent Fund	\$26.70	1976	Oil	0.5
Malaysia	Khazanah Nasional	\$25	1993	Non-Commodity	0.3
Chile	Social and Economic Stabilization Fund	\$21.80	1985	Copper	0.9
UAE - Dubai	Investment Corporation of Dubai	\$19.60	2006	Oil	1.8
UAE - Abu Dhabi	Mubadala Development Company	\$14.70	2002	Oil	0.3
UAE - Abu Dhabi	International Petroleum Investment Company	\$14	1984	Oil	n/a
Bahrain	Mumtalakat Holding Company	\$14	2006	Oil	2.9
Iran	Oil Stabilisation Fund	\$13	1999	Oil	0.2
Azerbaijan	State Oil Fund	\$11.90	1999	Oil	0.6
US - New Mexico	New Mexico State Investment Office Trust	\$11.70	1958	Non-Commodity	0.2
Canada	Alberta's Heritage Fund	\$11.10	1976	Oil	0.4
Nigeria	Excess Crude Account	\$9.40	2004	Oil	0.2
New Zealand	New Zealand Superannuation Fund	\$8.60	2003	Non-Commodity	0.8
Brazil	Sovereign Fund of Brazil	\$8.60	2009	Non-commodity	nil
Oman	State General Reserve Fund	\$8.20	1980	Oil & Gas	0.3

国家	基金名称	资产规模	成立时间	连接资产	主权基金资产规模/ 外汇储备
Botswana	Pula Fund	\$6.90	1996	Diamonds & Minerals	0.7
Saudi Arabia	Public Investment Fund	\$5.30	2008	Oil	nil
China	China-Africa Development Fund	\$5.00	2007	Non-Commodity	nil
East Timor	Timor-Leste Petroleum Fund	\$4.20	2005	Oil & Gas	n/a
US - Wyoming	Permanent Wyoming Mineral Trust Fund	\$3.60	1974	Minerals	nil
Malaysia	1Malaysia Development Berhad	\$3.10	2008	Oil	nil
Trinidad & Tobago	Heritage and Stabilization Fund	\$2.90	2000	Oil	n/a
UAE - Ras Al Khaimah	RAK Investment Authority	\$1.20	2005	Oil	X
Venezuela	FIEM	\$0.80	1998	Oil	nil
Vietnam	State Capital Investment Corporation	\$0.50	2006	Non-Commodity	0.1
Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	\$0.40	1956	Phosphates	n/a
Indonesia	Government Investment Unit	\$0.30	2006	Non-commodity	X
Mauritania	National Fund for Hydrocarbon Reserves	\$0.30	2006	Oil & Gas	X
Oman	Oman Investment Fund	X	2006	Oil	X
UAE - Dubai	Dubai World	X	2006	Oil	X
UAE - Federal	Emirates Investment Authority	X	2007	Oil	X
石油、天然气连接基金		\$2,245.80			
其他基金		\$1,565.90			
总共		\$3,811.70			

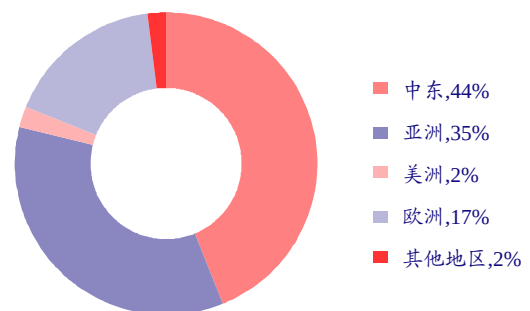
资料来源：相关网站，中国银河证券研究所

图 6：石油、天然气连接 SWFs 规模比例



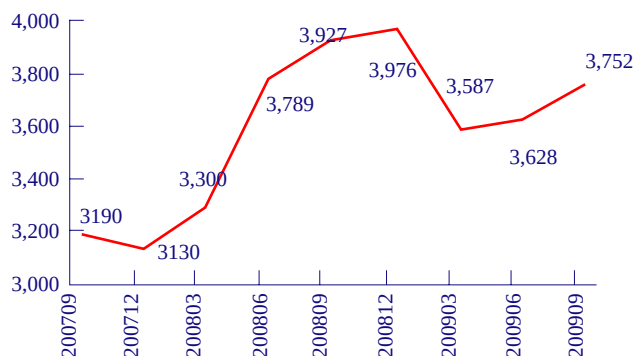
资料来源：2009 年全球投资报告，中国银河证券研究所

图 7：各地区 SWFs 资产规模比例



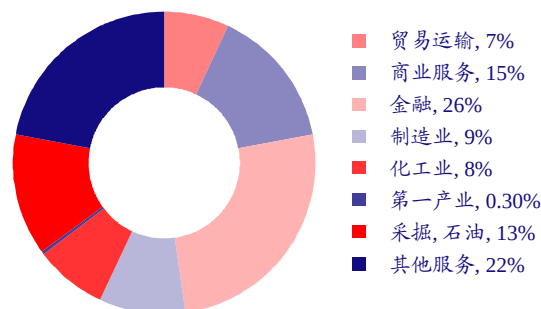
资料来源：2009 年全球投资报告，中国银河证券研究所

图 8：全球主权基金资产规模变化（十亿美元）



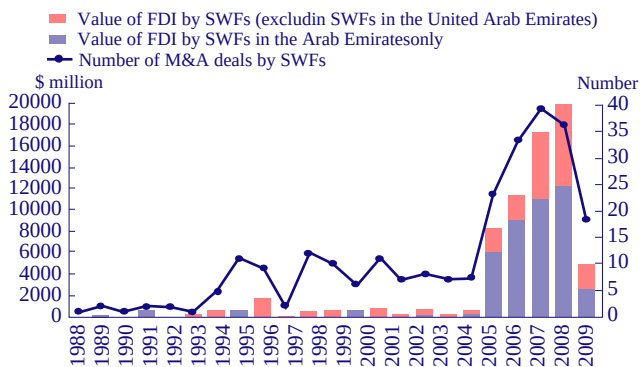
资料来源：2009 年全球投资报告，中国银河证券研究所

图 9：各地区 SWFs 投资策略及透明度



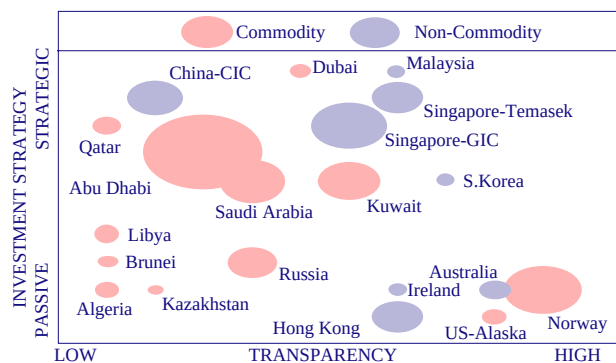
资料来源：2009 年全球投资报告，中国银河证券研究所

图 10：FDI 在 SWFs 中的规模变化（十亿美元）



资料来源：2009 年全球投资报告，中国银河证券研究所

图 11：各地区 SWFs 投资策略及透明度



资料来源：2009 年全球投资报告，中国银河证券研究所

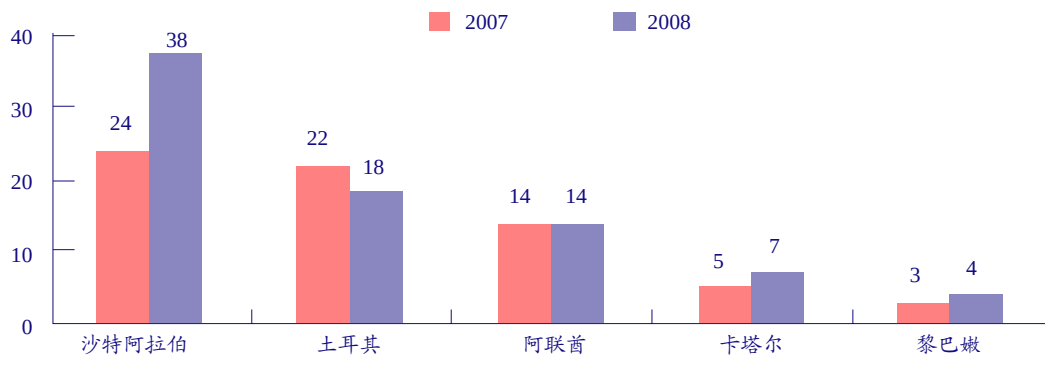
（三）中东地区 FDI 变化

1、流入资金呈现不平衡

2008 年，FDI 流入西亚总规模达到了 900 亿美元，比 2007 年实现了 16% 的增长，这已经持续第六年的增长。流入海湾地区 FDI 规模在发展中国家占比由 2002 年的 3% 提升至 2008 年的 15%。从流入国家来看，海湾地区 FDI 占比最高的三个国家是沙特、土耳其以及阿联酋，占到资金流入总规模的 78% 左右。

从流动趋势来看，FDI 资金在海湾地区呈现出了不平衡的状态。由于国际油价暴涨，42% 的资金流入了石油资源最为丰富的沙特阿拉伯，房地产、石油石化以及基础建设等行业都成为投资的热点。而由于迪拜的旅游、地产、金融业受到金融危机冲击较大，流入阿联酋的 FDI 资金没有出现任何增长。2009 年，随着油价的继续下挫以及全球经济的前景的不确定性，FDI 流入海湾国家的资金规模出现下滑迹象。

图 12: FDI 在海湾国家的投资规模 (十亿美元)



资料来源: 2009 年全球投资报告, 中国银河证券研究所

2、流出资金急剧减少

2008 年, FDI 从海湾流出的 FDI 资金降至 340 亿美元, 减少了 30%。这主要是海湾跨国公司的海外并购急剧下降所造成的。全球资产价格和股票市场的下挫, 给海湾地区投资者带来的巨额损失, 资金风险偏好有所下降, 资金出现回流。海湾国家政府也实施了更为宽松自由的投资政策, 推动资金回流至本国的实体经济的意愿。例如: 削减外资公司在本国的税负, 将国有企业私有化以及更宽松的汇率制度, 这些政策为投资者提供了极大的便利。

三、地产泡沫破灭引发债务危机

回顾迪拜的发展路径, 在石油资源枯竭的背景下, 全力发展第三产业, 其核心是金融业和现代服务业, 但实质上, 迪拜世界作为城市发展的核心力量, 其盈利来源主要是房地产。这是一个气势恢宏的城市开发模式, 政府投入巨资进行基础投资——引入高档配套设施——兴建豪宅、酒店——出售或出租兑现。长期如此, 实体产业并无实际发展。因此, 随着全球贸易的萎缩, 海外资金的撤出, 迪拜世界来自港口、物流等稳定受益锐减, 以及房价的大幅下挫, 令迪拜世界资金链出现断裂, 身陷债务危机。

(一) 危机源起

在实现经济转型中, 迪拜以香港模式为蓝本, 以建成中东地区贸易、物流、休闲和金融中心为目标, 推进了总规模达 3000 亿美元规模的建设项目。但由于并不像海湾其他主权财富基金, 背后有强大的石油资源支持, 迪拜世界主要靠银行贷款以及发行债券来进行融资, 对外部依赖程度较高。因此, 一旦外部环境出现恶化, 曾经给迪拜世界带来巨额收益的房地产项目以及海外资产投资就成为了本次债务危机的导火索。

1、房价下挫引发资金链断裂

迪拜总面积不大, 只有 3900 平方公里, 人口也很稀少, 2000 年之前, 包括外籍人在内迪拜人口仅有 80 万左右, 此后随着大量外国人的涌入, 2008 年迪拜人口达到 160 万人, 其中有近 90% 是外国人。因此, 2000 年之前迪拜房地产市场内需并不旺盛。而自 2002 年起, 迪拜允许外国人持有本国房地产, 并且几乎不需要缴纳房产交易税。掀起了迪拜房地产投机热潮, 大

型写字楼、高档住宅等项目纷纷开工。在地产开发的鼎盛时期，面积不足4千平方公里的迪拜，高楼起重机占到全球的五分之一。

在房地产及相关产业带动下，近十年来迪拜的GDP总量增长了230%。在此过程中，不仅本地银行信贷随之大幅扩张，诸多国际资本也云集于此，大大增加了市场的流动性。但快速增加的建筑成本和高涨的通胀水平助长了对房地产的投机，投资者只要付总房价的十分之一就可拥有图纸中的某套房子。实际上，不只这套房子可能子虚乌有，甚至项目地块还只是一片海滩或者荒地。

2008年以来，受金融危机的影响，迪拜的旅游、贸易及金融服务业均受到重创，国际资本纷纷撤出该地区，而一度是迪拜建设与消费的“主力军”的大量外籍人士由于无法还债、失业也纷纷选择离开迪拜。需求急剧的萎缩，迪拜房价由高点下跌近50%，房租下跌35%，有超过价值240亿美元的在建住宅项目，由于缺少资金而停工。而迪拜世界旗下地产开发商棕榈岛集团，目前有40,000座正在修建中的海边别墅项目，据估计完成这些房屋建设的资金缺口达20亿美元。

2、外部经济恶化，暴露杠杆融资风险

迪拜设立DIFC对吸引国际资金，尤其是阿拉伯世界的资金起到重大作用。这种运用高杠杆资金的开发模式给迪拜世界的经营带来隐患。在金融危机的冲击下，国际资本的风险偏好下降，放弃债务率高的高杠杆资产、追求低杠杆资产成为一种趋势。在这种全球范围的“去杠杆”浪潮下，国际资本不断撤离迪拜，导致迪拜世界的财务紧张状况。

一般主权基金均有稳定资本来源，例如科威特和阿布扎比主权基金依靠石油收入，亦有像中国的中国投资公司由出口顺差收益所支撑，不过迪拜世界旗下的公司，特别是Istithmar却是例外，其杠杆操作犹如私募基金。Istithmar自2003年来进行了总值270亿美元的收购，当中75%资金来自由特定资产抵押的“无追索权贷款”，其余则来自由迪拜世界担保的定期银行贷款，仅25亿美元是公司本身资本。Istithmar在2007年曾以82至95美元一股水平，斥资55亿美元入股美高梅集团，但完全没进行风险对冲，结果美高梅股价目前跌到只剩约12美元。公司还收购并投资其他大批高级资产还包括位于纽约曼哈顿区的文华东方酒店、退役邮轮“伊利沙伯女王二号”等。

迪拜世界原本计划利用旗下港口、物流等业务提供的稳定现金流来支付巨额的贷款利息，但金融危机令这些部门的业务也受到严重冲击，由此给迪拜世界带来了严重的资金缺口。

（二）危机分析

1、经济高度依赖外部

迪拜危机更确切地说是“借来经济增长”模式造成的，地产和金融扶植起来的经济动力结构导致迪拜经济缺乏内生性增长的支撑，其经济更多地依赖外部的投资和借贷，从而导致了迪拜经济必然以一种泡沫化来支撑。即地产和金融是迪拜经济结构问题的外在表现，而非原因。一旦外部环境发生异动，迪拜惟有寻求外力救赎。

当前大多数新兴市场国家都或多或少地存在类似的增长模式。一方面，自身经济缺乏内生性成长的支撑，经济体内部缺乏培育技术密集型企业的环境和条件。另一方面经济增长更多地

依托于房地产和资本密集型产业;而这些资本密集型企业发展的资金来源更多地是依靠负债运营。这些资本密集型企业的还本付息和投资回报则更多地依赖于资产的名义价格上涨。而当房产投资愈发寄希望于房价上涨,就蜕变为资金的游戏。一旦基础资产价格出现下跌,必然引发资金的撤离,导致借款主体无法偿还期债务。

2、债务危机不具普遍性

迪拜世界以及棕榈岛公司的债务问题在当地并不具有普遍性。重要原因就是其地产开发成本高于其他公司。迪拜的全部土地被统治者所拥有,他们将土地免费提供给地产商开发,房地产开发商在迪拜的利润率为 50% 左右。而棕榈岛集团一直在“填海造岛”,大规模的开发近海地区的项目,高额的成本导致棕榈岛集团比其他地产商需要更多的资本投入。相比之下,迪拜地产公司 Emaar——中东和北非地区(MENA)最大的房地产开发商,虽然其 80% 的销售收入同样来自于迪拜,但财务状况要好得多。Emaar 2008 年的财务报告中显示出其良好的财务状况,净债务权益比例为 0.5,权益资产比率为 61%,债务总额仅有 20 亿美元,是迪拜世界 590 亿负债的 3%。

此外,迪拜的房地产市场正走出低谷,房屋销量已经升至年初的两倍,公寓的租金由最低点上涨了 20% 至 30%,房屋销售价格也有回升的迹象。由此,我们认为,迪拜世界的危机并不向“雷曼兄弟”倒闭一样在当地具有传导性,房地产市场的好转,将缓解地产公司资金链紧张的状况。

四、迪拜世界债权人结构

目前,迪拜政府总债务约为 800 亿美元,接近 GDP 的 100%,而其中迪拜世界的债务就达 590 亿美元,其中 220 亿美元债务需要重组。负债包括银行贷款、银团贷款以及伊斯兰债券。迪拜世界债权人主要包括海湾地区银行、欧美银行、美国对冲基金以及其他借款机构,共计 90 余个。

截止 2011 年,迪拜世界需要清偿的债务总规模为 152 亿美元,2010 年到期债务总额为 59 亿美元,2011 年到期债务总额为 93 亿美元。最大的融资缺口是用于完成已经开工的地产项目以及投资者违约部分的减记。

表 8: 2011 年之前迪拜世界得到期债务

到期日	债务总额(亿美元)
2010 年 3 月	11.98
2010 年 5 月	9.80
2010 年 6 月	35.97
2010 年 12 月	1.87
2011 年 1 月	7.82
2011 年 6 月	24.00
2012 年 6 月	9.74
2012 年 8 月	18.50
2012 年 9 月	2.00
2012 年 10 月	30.00
总额	151.68

资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究所

（一）欧洲银行暴露风险最大

据国际清算银行估计，欧洲银行在阿联酋的贷款总规模为 837 亿美元，而在迪拜世界的风险暴露总额介于 120 亿至 130 亿美元，是最大的债权人团体。这个规模同国际货币基金组织预计欧美银行在 2007 年至 2010 年间减记的 28,000 亿美元相比，给欧洲银行体系带来的冲击小很多。

表 9：银行在阿联酋的贷款风险敞口（截止 2008 年年底）

对 UAE 贷款敞口最大的 10 家银行	贷款规模
汇丰银行	160 亿美元
渣打银行	80 亿美元
巴克莱银行	40 亿美元
荷兰银行	20 亿美元
阿拉伯银行	20 亿美元
花旗银行	20 亿美元
法国巴黎银行	20 亿美元
劳埃德银行	20 亿美元
印度巴罗达银行	20 亿美元
伊朗 Saderat 银行	20 亿美元
总计	420 亿美元

资料来源：UAE 银行联盟，中国银河证券研究所

表 10：欧洲银行在阿联酋的风险敞口

欧洲银行	风险暴露（亿美元）
英国	495
法国	113
德国	102
荷兰	47
瑞士	43
意大利和比利时	32
总额	837

资料来源：世界清算银行，中国银河证券研究所

表 11：迪拜世界的银团贷款规模

贷款机构	贷款规模（亿美元）	占比
苏格兰皇家银行	22.78	16.8%
德意志银行	16.67	12.3%
瑞士信贷	16.67	12.3%
三井住友银行	6.11	4.5%
马格里布银行	6.11	4.5%
劳埃德银行	6.11	4.5%
荷兰国际集团	6.11	4.5%

贷款机构	贷款规模 (亿美元)	占比
汇丰银行	6. 11	4.5%
阿联酋银行	6. 11	4.5%
东方汇理银行	6. 11	4.5%
三菱日联金融集团	6. 11	4.5%
其他	30. 50	22.5%
总计	135. 50	100.0%

资料来源: Dealogic, 中国银河证券研究所

(二) 对冲基金仍在购入迪拜世界债券

根据 NASDAQ Dubai 数据显示, 截止 11 月, Nakheel 公司目前发行的伊斯兰债券总规模有 52.7 亿美元。专门收购不良资产的对冲基金在迪拜世界宣布债务重组后, 持续买入 Nakheel 发行的伊斯兰债券, 持有总规模达到 20 亿美元。

冲基金买入不良资产的例子绝不罕见, 但这次的情况比较特别, 原因是迪拜世界是由迪拜政府所控股, 而持有上述债券的银行一直希望与当地的官员保持紧密的关系, 因此并不希望出现违约事件, 从而影响今后的合作关系。但对于这些对冲基金债权人来说, 收益是第一位的。如果 Nakheel 的债权违约, 他们很有可能获取迪拜世界其他资产作为补偿, 拥有多元化产业的迪拜世界资产比起 Nakheel 的资产更有价值。

五、债务危机解决途径

迪拜世界在 2011 年前所需偿还的总值约 187 亿美元, 而阿布扎比政府已经向宣布向其提供 100 亿美元援助资金。从海外的债权人的角度看, 可能更倾向于尽快进入债券的违约的程序, 以便尽快收复有价值的资产和保险金。从国内银行和企业的角度看, 更希望联邦政府能出手相救, 因为信誉对于迪拜这一依靠贸易和融资维持其经济命脉的小酋长国而言及其重要。剩余债务尚有三条解决途径:

(1) 迪拜政府可以迫使迪拜世界变卖资产, 据估计迪拜世界可出售的海外资产过 200 亿美元。虽然资产价格已比危机前下降了 30%, 但债务重组早已低调展开, 迪拜世界私募旗舰 Istithmar 早在 2009 年年初开始套现海外大量资产。

(2) 发新债还旧债。但是由于银行会重新评估风险等级, 借贷成本面临大幅上升的风险。

(3) 继续依赖阿布扎比政府对迪拜世界公司的救助。阿布扎比投资局是目前全球最大的一只主权财富基金, 据估计其在全世界的投资达到 6000 亿美元以上, 其投资的主要领域是金融服务、房地产、债券、大宗商品等。此外, 迪拜世界的债务问题关系到阿联酋的整体信誉, 这是阿布扎比政府不得不考虑的因素。

表 12: 阿布扎比投资局 (ADIA) 主要投资项目

项目名称	项目注册国家	行业	股权比例
Eastern European Trust Plc (东欧信托)	英国	信托	16%
Hyatt (凯悦酒店)	美国	旅游	11%
Macquarie International Infrastructure Fund Ltd (麦格里国际基础设施基金)	百慕大	金融	10%
Egyptian Financial Group Hermes Holding Company (埃及金融集团)	埃及	金融	8%
Suez Cement Company (苏伊士水泥公司)	埃及	工业	8%
Ziopharm Oncology Inc	美国	科技	5%
Citigroup (花旗集团)	美国	金融	5%
Toll Brothers	美国	房地产	不详
Ares Management LLC (战神资产管理公司)	美国	私募股权基金	20%
Infrastructure Leasing & Financial Services Limited(基础设施租赁和金融服务公司)	印度	基础设施	10%
Apollo Management LP (阿波罗资产管理公司)	美国	私募股权基金	9%

资料来源: 相关网站, 中国银河证券研究所

六、迪拜债务危机影响

(一) 欧洲银行损失有限, 风险面临重估

据市场权威机构预计, 迪拜危机对直接持有相关迪拜主权基金、机构发行的债券以及参与银团贷款的银行所造成的损失, 大多数银行是可以承受的。阿联酋银行联合会的 2008 年数据显示, 汇丰控股在阿联酋的贷款最多, 为 170.3 亿美元, 占该集团总贷款的 1.8%, 贷款第二多的渣打银行, 则有 77.7 亿美元, 占集团总贷款的 4.2%。在最坏的情况下, 迪拜债务问题为汇丰和渣打带来的可能信贷减记规模分别为 6.11 亿美元和 1.77 亿美元, 不足股本的 1% 和净利润的 5%, 相比金融危机带来的冲击要小得多。

但值得关注的是, 迪拜危机的影响将会使银行业重新评估其在新兴市场业务风险并缩减相关贷款, 令企业融资成本上升, 生产经营活动势必受到影响, 进而经济复苏的步伐将会放缓。

(二) 部分国家主权信用评级面临下调

迪拜危机引发了市场对各国在危机中公共财政状况恶化的关注。近期, 评级机构相继三次对希腊主权信用“降级”; 标普宣布下调对西班牙的主权债务展望, 并警告未来两年可能对该国降级。信用降级表明该国严重恶化的信用状况, 同时增加了市场对国家主权债务风险的担忧。

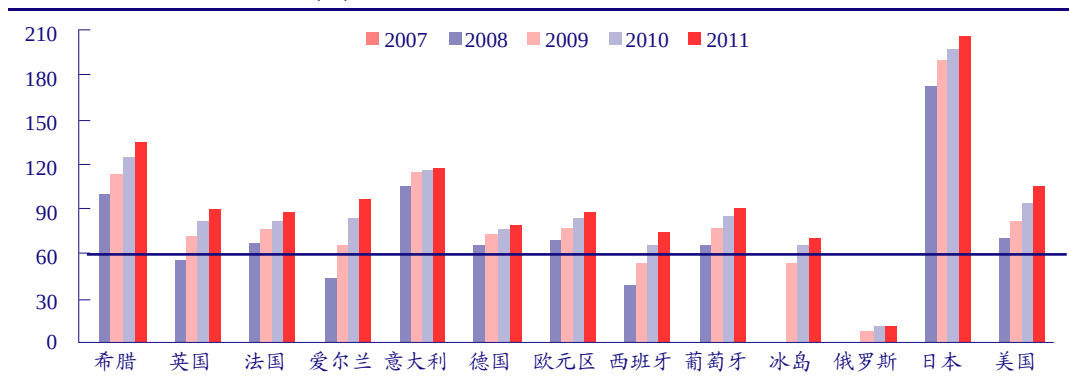
国家的基本经济状况和经济发展水平、外部偿债能力、偿债违约史及偿债意愿是评估一个国家的信用级别的重要影响因素。按惯例, 评级机构在调整主权国家信用评级之前, 一般先提前 2、3 个月提出主权债务展望, 如果经济没有明显好转, 或是政府没有提出任何改善计划, 或者财政赤字继续加大等, 才会正式调低主权债务评级。而此次评级机构降低希腊主权评级的主要依据是经济复苏缓慢、财政赤字上升迅速、缺乏有力的政府控制行为。数据显示希腊 3 季度经济仍在收缩, 同时贸易逆差有扩大之势, 财政赤字占 GDP 的比重已高达 12%, 远远超过

欧元区设定的 3% 上限，位于欧盟 27 国之首，而公共债务余额占 GDP 的比重则高达 110%，因此其国家信用能力受到质疑。

不仅是希腊，其他发达经济体的主权债务也正在引发市场强烈关注。2008 年年底以来，为了应对金融危机，欧美发达经济体推出了大规模经济刺激计划，公共开支激增的同时减免税负，导致公共债务大幅上升，发达国家的债务占 GDP 的比重已飙升了近 21 个百分点。多个西欧国家同样面临主权评级遭下调的风险，意大利、爱尔兰、西班牙、英国及葡萄牙等国的财政状况也非常严峻。未来较长的一段时间里，政府偿债能力将是市场关注的一个风险因素。

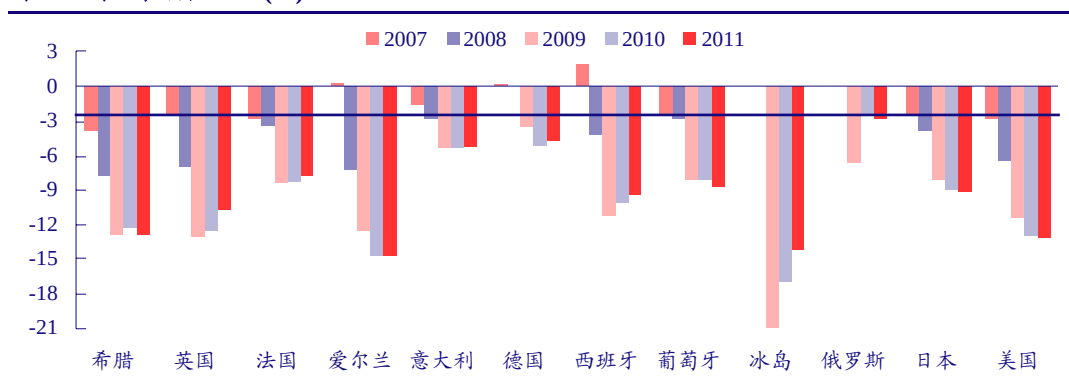
但另一方面，全球经济在逐渐好转，财政赤字的压力将逐渐得到缓解，未来发生大规模主权债务危机是小概率事件。当前市场对主权信用风险的恐慌很大程度上源于缺乏对经济复苏的信心，经济的持续好转将有望缓和这种恐慌情绪。

图 13: 政府负债总额占 GDP(%)



资料来源: 欧盟委员会, 中国银河证券研究所

图 14: 财政余额占 GDP(%)



资料来源: 欧盟委员会, 中国银河证券研究所

（三）资金风险偏好下降

迪拜危机对全球经济复苏的进程影响有限,但可能引起投资者对新兴市场以及大宗商品的风险重估。房地产价格大幅下跌、资金链破裂和工程项目停工是迪拜债务危机的起源。但不难看出,迪拜危机的本质上依旧是金融危机的余震,从发达国家传导至新兴市场国家的结果。在金融危机期间,一方面迪拜债务没有到期,另一方面充裕的资金又源源不断地流向迪拜,迪拜的债务问题就被掩盖起来了。但随着发达国家的经济好转,资金出现回流,迪拜这类对外部依存度较高的经济体在后金融危机时代反而显得更加脆弱。

从短期来看,迪拜危机很可能成为全球资本流动的转折点。前期美元汇率持续回落告一段落,有望出现反转。与此同时,原油和大宗商品,特别是黄金价格的连续上涨将得以遏制,部分资金将由新兴市场重新回流发达国家市场。

插图目录

图 1: 迪拜 GDP 的组成.....	1
图 2: DFM 股票市场市值 (亿美元)	4
图 3: DFM 股票市场交易量不大 (百万美元)	4
图 4: DFM 股票市场海外投资者比例 (按持有市值)	5
图 5: DFM 上市公司的行业分布 (按市值)	5
图 6: 石油、天然气连接 SWFs 规模比例	11
图 7: 各地区 SWFs 资产规模比例	11
图 8: 全球主权基金资产规模变化 (十亿美元)	12
图 9: 各地区 SWFs 投资策略及透明度	12
图 10: FDI 在 SWFs 中的规模变化 (十亿美元)	12
图 11: 各地区 SWFs 投资策略及透明度.....	12
图 12: FDI 在海湾国家的投资规模 (十亿美元)	13
图 13: 政府负债总额占 GDP(%).....	19
图 14: 财政余额占 GDP(%).....	19

表格目录

表 1: Nasdaq Dubai 主要特点	5
表 2: Nasdaq Dubai 市场概况	5
表 3: 迪拜世界旗下公司	7
表 4: 部分迪拜世界持有的上市公司	8
表 5: 部分迪拜世界持有的非上市公司	8
表 6: 2008 年以来迪拜世界投资记录	9
表 7: 全球 SWFS (十亿美元)	10
表 8: 2011 年之前迪拜世界得到期债务	15
表 9: 银行在阿联酋的贷款风险敞口 (截止 2008 年年底)	16
表 10: 欧洲银行在阿联酋的风险敞口	16
表 11: 迪拜世界的银团贷款规模.....	16
表 12: 阿布扎比投资局 (ADIA) 主要投资项目	18

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908