



陈超先生

中国人民银行研究生部金融学博士，英国牛津大学伊德商学院和默顿学院金融硕士（MFE），英国政府志奋领项目学者，德国柏林经济学院“高级宏观经济与货币政策”研究项目学者。先后供职于中国人民银行、中央汇金投资有限责任公司和中国投资有限责任公司。现任工银瑞信基金管理有限公司首席经济学家。

## 迪拜的“蝴蝶”能否掀起新一轮的金融“龙卷风”？

11月26日，迪拜政府宣布重组政府控股公司“迪拜世界集团”，并请求债务人将即将到期的债务延展6个月，其中包括即将与12月到期的43亿美元债务和10年一季度到期的49亿美元。迪拜世界集团是迪拜政府控股的最大财团，也是迪拜最大公司，主要经营业务包括房地产、基础设施、港口航运、能源和金融等。

尽管市场对迪拜世界集团的财务风险已有预期，但对其突然宣布这一债务展期仍感意外。反映主权违约风险的迪拜政府信贷违约掉期（CDS）一跃升至全球违约风险第6高的国家，5年期CDS升至446个基点，主权违约概率达26.5%，这一概率比金融风暴高峰时期的冰岛还高。

在气象学界，存在所谓的“蝴蝶效应”。一只南美洲亚马逊河流域热带雨林中的蝴蝶，偶尔扇动几下翅膀，可能在两周后在美国德克萨斯引起一场龙卷风。人们不免揣测，迪拜世界集团这只“蝴蝶”是否引发新一轮的金融风暴？纵观20世纪90年代以来的金融危机，债券市场率先引发不乏其数。1998年，俄罗斯金融危机的起因是俄罗斯政府宣布延期偿还90天政府债券，并直接导致了长期资本管理基金的破产；2001年，阿根廷政府宣布重新谈判外债，引发了阿根廷金融危机；而本轮次贷危机首先也是在房地产贷款抵押债券市场爆发的。因此，此次迪拜世界的债务违约事件加深了人们的忧虑。

回答这一问题，我们首先需要探究迪拜世界的债务规模、交易对手和风险敞口的情况究竟如何。根据公开披露，迪拜世界集团债务总额大约为800亿美元左右，其最大债权人为阿布扎比银行和阿联酋

NBD PJSC，但欧洲银行包括汇丰、苏格兰皇家银行、巴克莱等也有相当的敞口。据瑞信测算，所有欧洲银行的敞口在 400 亿美元左右，如果上述敞口的 50%转化为损失，则欧洲银行的拨备覆盖率将要提高 5%。当然，考虑到阿布扎比政府已通过两家私人银行和阿联酋中央银行向迪拜世界注资 150 亿美元帮其渡过难关，并选择性收购其部分，预计迪拜世界违约可能性不大。对于中国而言，中国企业与迪拜世界几乎没有直接的业务往来，直接影响有限。

迪拜世界债务违约事件并不会引发系统性风险，更不会掀起新一轮的金融风暴。事件冲击的传导渠道更多是来自资金流动与市场风险规避情绪方面。迪拜世界债务违约事件是迪拜数年来房地产泡沫、大宗商品泡沫破灭后的必然结果。今年以来，资金持续流入中东、亚洲等新兴市场国家。这一趋势可能近期有所改变逆转。尤其对中东国家而言，近期资金流入已逐步减缓。这一事件发生后，可能短期内出现资金较大规模地流出。而且，中东国家的许多主权财富基金，例如科威特投资局、阿布扎比投资局等，在金融危机后，由于资源价格大幅下挫以及受全球经济衰退影响，国民财富和政府收入急剧缩水，货币大幅贬值，主权财富基金也从国际市场撤出部分资金转投至本国市场。但对于亚洲新兴市场而言，可能是另一幅图景。迪拜危机的后果不见得是使金融危机恶化，而是改变全球热钱流向。以中国为首的亚洲新兴市场国家作为全球经济增长的重要力量，给资金提供了稳定而安全的回报。近期，1 年期人民币 NDF 报价已升至 6.6097，隐含着人民币 1 年升值预期约 3%。在当期零利率的世界里，这对投机资本是一个相当有诱惑力的回报。我们可以预见，热钱的继续涌入可能是加剧态势。

图 1：全球资金流入新兴市场

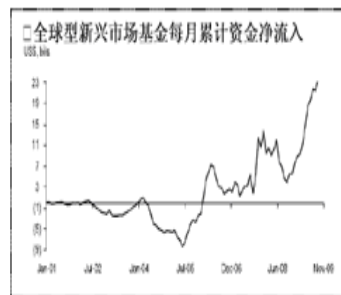
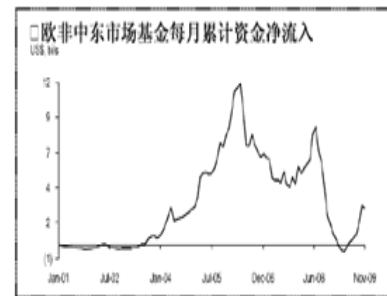


图 2：流入中东资金已经开始减少



数据来源：J.P.Morgan、EPFR / 截止日期：2009/11/20

另外，短期内市场风险规避情绪进一步提升。无论是 98 年俄罗斯债务危机还是 01 年阿根廷债务危机，都促使风险偏好急速回落。与前两次政府债务危机相比，本次的全球经济基本面更为脆弱，因此不可小视迪拜世界债务危机对市场情绪的影响。在避险情绪影响下，美元、日元等避险货币有望走出跌势，展开一轮反弹。美国国债也会受到资金的追捧。美元走强，加之投机资金流出大宗商品市场，大宗商品市场面临调整压力。但毫无疑问，市场的调整可能则意味着投资者继续介入的机会。

**重要提示:**

提示: 本材料为客户服务材料, 不构成任何投资建议或承诺, 本材料并非基金宣传推介材料, 亦不构成任何法律文件。投资有风险, 过往业绩并不代表其未来表现, 基金管理人管理的其他基金的业绩不构成新基金业绩表现的保证, 有关数据仅供参考, 不构成任何承诺。投资者投资工银瑞信基金管理有限公司管理的产品时, 应认真阅读相关法律文件。

工银瑞信在本材料中的所有观点仅代表工银瑞信在本材料成文时的观点, 工银瑞信有权对其进行调整。若本材料转载第三方报告或资料, 转载内容仅代表该第三方观点, 并不代表工银瑞信的立场。除非另有明确说明, 本材料的版权为工银瑞信所有。未经工银瑞信的书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式转发、复制或修改。



公司地址: 北京市西城区金融大街丙17号北京银行大厦8层

邮政编码: 100140

客服热线: 400-811-9999 (免长途费)

公司网址: [www.icbccs.com.cn](http://www.icbccs.com.cn)