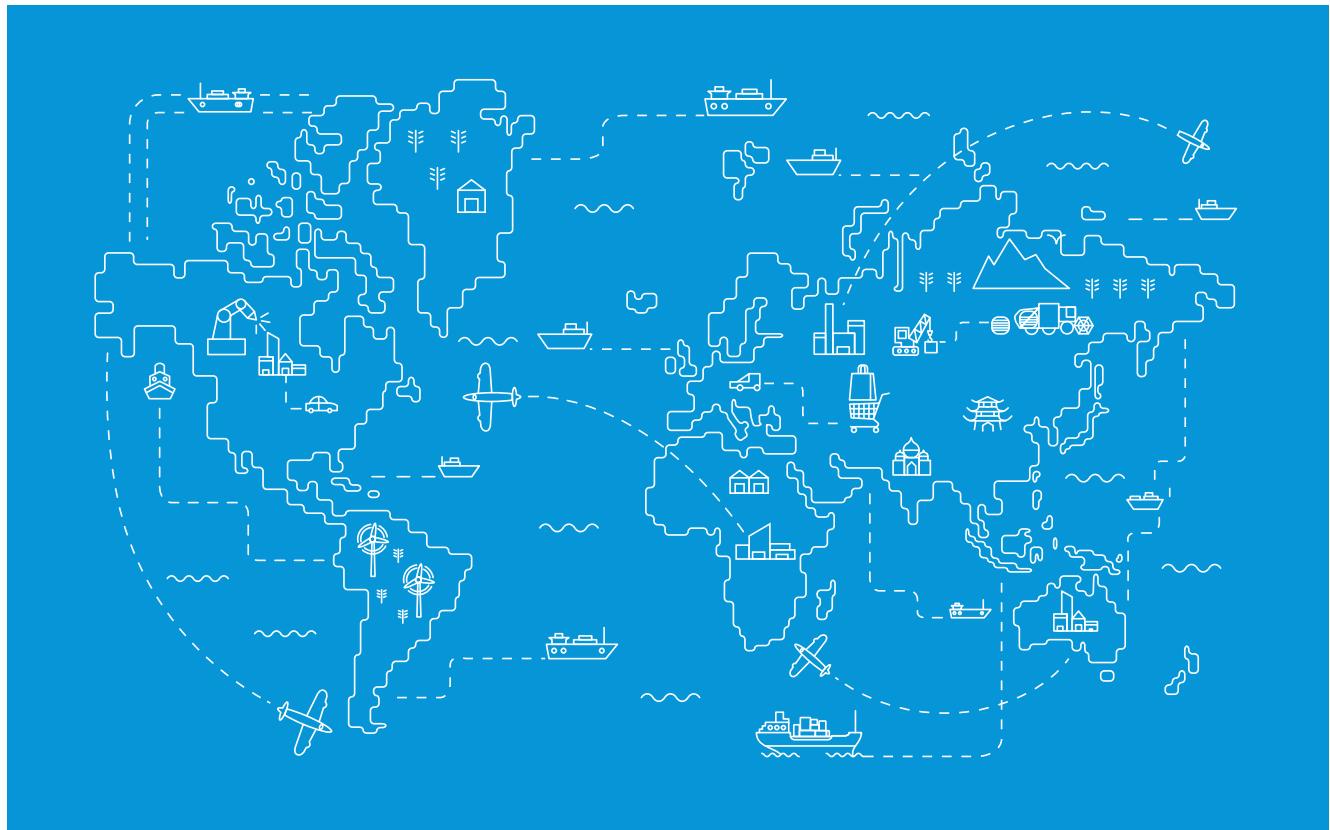


# 经济与真

2015年11月

全球版





## 思想领袖

我们的思想领袖皆为从业多年的专家，拥有丰富的经验，致力帮助您和您的事业迈向成功。参与撰写本期通讯的思想领袖包括：

**乔·布鲁修拉斯 (Joe Brusuelas)**, RSM US LLP 首席经济学家

**布伦丹·奎克 (Brendan Quirk)**, RSM 拉美区主管

**阿南德·塞瓦拉詹 (Anand Selvarajan)**, RSM 欧洲区主管

**苏雷什·苏拉纳 (Suresh Surana) 博士**, RSM 印度常务合伙人

# 目录

## 发达经济体：

美国政策常态化对全球中央银行的影响 \_\_\_\_\_ 第 4 页

新兴市场央行展望综述 \_\_\_\_\_ 第 6 页

确定您的业务国际扩张开展的适当时机 \_\_\_\_\_ 第 8 页

印度观察：印度会否成为下一个经济增长热点？ \_\_\_\_\_ 第 10 页

全球金融状况 \_\_\_\_\_ 第 12 页

问与答：RSM 本地洞察之拉美篇 \_\_\_\_\_ 第 15 页

# 发达经济体： 美国政策常态化对全球 中央银行的影响

## 中间市场视角

作者乔·布鲁修拉斯 (Joe Brusuelas), RSM US LLP 首席经济学家

未来三年美国联邦储备局（下称“美联储”(Fed)）将结合全球经济、美元升值和通胀放缓的状况，以缓慢而有序的节奏适度加息。9月份，考虑到全球金融和经济形势，美联储决定暂缓开启政策常态化进程。不过，随着过去两年美国劳动市场和经济的改善，今年加息的可能性依然较大，尽管近期全球资产市场出现了波动。

### 中间市场洞察：

近期美联储决定推迟首次加息（甚至有可能要等到2016年），这让那些担心金融状况收紧和资金成本提高的中间市场企业，能有更多的时间去准备应对全球金融格局的转变。

美国经济的加速增长，有助抵消新兴市场和发展中经济体的出口需求下滑，再加上欧洲中央银行（下称“欧洲央行”(ECB)）和日本中央银行采取激进的货币政策，这些都将在美联储开始加息时为全球经济和流动性提供缓冲。

投资者担心2013年5月到12月间美国十年期国库券收益率骤升140基点（美国媒体称之为“减债恐慌”(Taper Tantrum)），或是1994年到1995年的加息（在一些人看来）引发连串银行和金融危机的一幕将会重演，这样的心情固然可以理解，但我们认为发生类似问题的可能性还是被高估了。

### 中间市场洞察：

随着发达经济体的增长，即使美国和英国启动政策常态化，全球的中间市场企业依然有望迎来需求上升。但是，当美国商业周期的这个阶段结束后，金融状况难免收紧，企业也应为此做好准备。

事实上，如果长期美国国库券收益率在首次加息后的前六个月上升100基点（我们认为这是一个异常值），那些存在庞大经常项目赤字，或者经济增长高度依赖石油及大宗商品出口的发展中经济体，其资本外流的增幅大约相当于国内生产总值的0.5%到0.8%。这偏离正常值不到1个标准差，算不上是全球经济危机。换言之，即将到来的加息进程不会重演当年的一幕：前任美联储主席阿兰·格林斯潘 (Alan Greenspan) 在1994年到1995年的13个月内上调政策利率300基点。

值得注意的是，美联储早在2014年10月就结束了资产购买计划，从那时起美国十年期国库券收益率的平均值为2.13%，只比当前水平低两个基点，更远低于从2013年到美联储资产购买计划结束期间2.44%的平均值。因此，美国引发全球性货币动荡的可能性并不大。此外，虽然新兴市场收益率仍高于所谓的“减债恐慌”之前的水平，但是并无迹象显示信贷风险、融资压力或是一般性对手方风险，可能引发全球系统性风险。（见本期的“全球金融状况观察”）。

美联储可能会因全球金融动荡而推迟启动加息，但绝不会就此作罢。中国的经济减速，以及由此（再加上油价和大宗商品价格下滑）给新兴市场造成的冲击，需要一年乃至更长的时间才能缓解。目前美联储的政策和这些市场的改善息息相关。作为美国的中央银行，美联储已向全球投资者和有远见的企业经理人发出了明确讯号，那就是在制定政策时美联储将会考虑全球的金融状况。

我们预料美联储今年将上调政策利率 25 基点，明年初再上调 50 至 75 基点，并保持到 2016 年美国总统大选之后。

展望 2017 年和 2018 年，随着美国经济增长连年高于趋势水平（2%），该央行可能采取更为进取的立场而进一步加息。从美联储本身的预测来看，到 2017 年底其政策利率应会上调 250 基点左右，然而考虑到美国经济面临着人口结构和科技方面的隐忧，政策利率上调 200 基点的可能性似乎更大。

这对全世界的中央银行都是一个挑战。对于经常项目有盈余和采取弹性汇率制度的发达国家、新兴市场以及发展中国家来说，逐步而有序的加息是比较容易消化的。随着形势的好转和货币融通的放松，这些经济体的出口需求应会上升。一旦石油和大宗商品的价格触底，他们的调整期就不会太长。以墨西哥和印度为例，前者正在实施经济改革，后者已经着手开放国内市场和缩小经常项目赤字，他们适应美国政策常态化的能力明显好于其他经济体。

反观那些经常项目赤字庞大（因此背负高额美元债务），或者维持固定汇率制度的经济体，其短期甚至中期的调整将会充满挑战。一旦美国、欧元区、英国和日本大幅加息，将会引发股市下挫、工业生产放缓或萎缩，以及货币贬值，使央行陷入不得不在最糟糕的时候加息的困境。

那些过于依赖石油和大宗商品出口的经济体，处境尤为艰难，因为美元升值可能给他们造成货币和财政冲击，使油价和大宗商品价格进一步下滑。许多这样的经济体去年的状况都有恶化，其货币大幅贬值，而这跟美联储的政策却并无关系。在此情况下，资本外流将会增加，货币贬值加剧，迫使央行加息及财政当局削减开支。诸如巴西、马来西亚、俄罗斯、南非、土耳其、委内瑞拉等经济体，将会面临沉重压力。

幸运的是，今年只有美国在酝酿加息。英格兰银行可能会等到 2016 年中期，而欧洲央行（ECB）和日本央行未来几年都不会加息。事实上，从欧洲央行的反应机制（也就是央行如何根据经济状况的变化来调整政策）来看，我们估计欧洲央行将会更久维持宽松政策，这段时间可能比其目前向投资者暗示的要长得多。我们预计欧洲央行的资产负债表将扩大到 4.2 万亿欧元左右，远高于官方政策目标的 3 万亿欧元。

那么，发展中市场的货币和财政当局中期之内应该如何应对？货币动荡的风险潜藏于何处？一是削减以美元计值的债务和短期债务，这是重中之重。二是达成通胀目标，创造更加稳定的货币环境，从而增强政策可信度。这一点很重要，因为政策可信能够减少加息的必要性，或者放慢加息的节奏，避免本国货币过度贬值。三是实施结构性改革，力求基本预算平衡，运用政策手段鼓励经济多元化，避免过度依赖石油或少数几种大宗商品，这些都有助提高政策可信度。印度和墨西哥就是得益于近年来的结构性改革的两个经济体。四是维持汇率弹性，同时采取合理而有针对性的支持措施，来支撑本国货币或者减缓贬值。在全球经济风云变化的时期，通过货币渠道实施调整是为经济转轨保驾护航，以及促进经济增长的有效机制之一。

# 综述 新兴市场 央行展望

作者乔·布鲁修拉斯 (Joe Brusuelas), RSM US LLP 首席经济学家

## 亚洲

### 中国人民银行

由于区内金融状况已有两个标准差的偏离，再加上国内经济增长减速，中国人民银行（下称“人行”）(PBOC)已采取宽松的货币立场。为防止金融市场的波动危及实体经济，我们预料人行将会进一步下调政策利率（一年期贷款利率现为 4.6%）和准备金率（现为 18%）。从非可交割远期市场来看，未来 12 个月人行还将实施人民币贬值大约 3.5%。

### 印度储备银行

印度储备银行 (RBI) 具有相当好的条件来从容不迫地应对全球货币形势。目前印度的通胀率为 3.7%，接近该行目标范围 2%-6% 的底部，因此 RBI 近期将回购利率由 7.25% 下调到 6.75% 之举，出乎不少投资者的意料。面对财政当局激进的政策自由化举措，RBI 行长拉古拉姆·拉詹 (Raghuram Rajan) 却十分注重该行的独立性，因此 RBI 可能会放慢实施宽松计划，或许要等到 2016 年第二季度才会再次下调政策利率。

### 印尼央行

印尼央行的处境充满挑战。由于本地区经济放缓，国内通胀率高达 7.2%，远超该行 3%-5% 的目标范围，再加上卢比贬值，在当前形势下印尼央行不宜采取宽松的立场。去年卢比兑美元贬值 20%，印尼央行目前正在全力稳定货币。

### 韩国央行

面对中国经济减速，以及美国央行可能在今年底开始加息，要想在这样的困局中找到出路，韩国央行 (BOK) 的压力着实不轻。目前韩国的通胀率同比为 2.1%，处于 2.5%-3.5% 的目标范围内，因此韩国央行有很好的条件来应对外部形势的发展。在美联储行动之前，我们预料韩国央行将会按兵不动，维持其政策利率稳定。

### 菲律宾央行

菲律宾央行在 9 月 25 日的政策会议上，决定维持主要的政策利率不变。目前隔夜借款和贷款利率分别为 4% 和 6%。这是该央行连续第八次会议决定维持货币现状。随着石油和大宗商品价格持续向近期价格区间的低端靠拢，菲律宾的通胀（现为 1.7%）将会继续保持于央行 2%-4% 的目标范围以下。

### 新加坡央行

随着中国经济的再平衡，全球贸易的结构性转变，以及经济增长的放缓，新加坡元的交易区间可能出现适度调整。增长放缓的同时，存在轻微的通缩压力，因此新加坡金融管理局未来可能采取温和的宽松政策。

### 泰国央行

近日泰国央行将其经济增长预测从 3% 下调至 2.7%，原因是增长放缓、油价低迷及出口需求疲弱，令泰国经济面临下行风险。尽管经济前景愈发严峻，央行还是在耐心等待，要看近期 56 亿美元的财政刺激措施效果如何，再决定是否采取更加进取的货币政策立场。

## 欧洲、中东和非洲 (EMEA)

### 南非储备银行

南非储备银行(SARB)的处境异常艰难。由于全球出口需求放缓，国内失业率高达25%，SARB的紧缩政策难以维系。另一方面，考虑到南非储备银行下调了未来三年的增长预测，以及资本外流的风险，如果该央行结束加息之际，正逢美联储开始加息，南非储备银行就得立即改变决策，或者实施其他形式的货币干预，才能稳定兰特的币值。

### 以色列央行

由于增长放缓，国内通缩及出口需求疲弱，以色列央行或会进一步实施非常规政策来改善增长前景。目前基准利率只有0.10%，接近于零，与其再降政策利率10基点，不如财政宽松对经济的帮助更大。与此同时，谢克尔的贬值可以提高竞争力，从而提振经济增长。

### 俄罗斯央行

俄罗斯经济已经陷入衰退，在此期间通胀率同比扩大到15.8%，卢布兑美元贬值高达66%。在油价见底和通胀形势好转之前，央行短期内将会维持11%的政策利率。换言之，对国内经济前景来说，直到明年政策面都会非常紧张。

### 土耳其央行

货币政策委员会(MPC)连续第七个月维持政策利率不变。一周回购利率现为7.5%。央行已表示，当今年底美联储开始加息后，央行将采取措施应对即将到来的全球货币收缩周期。MPC称其将会通过加息捍卫里拉。去年里拉兑美元贬值了33.6%。

## 拉美

### 巴西央行

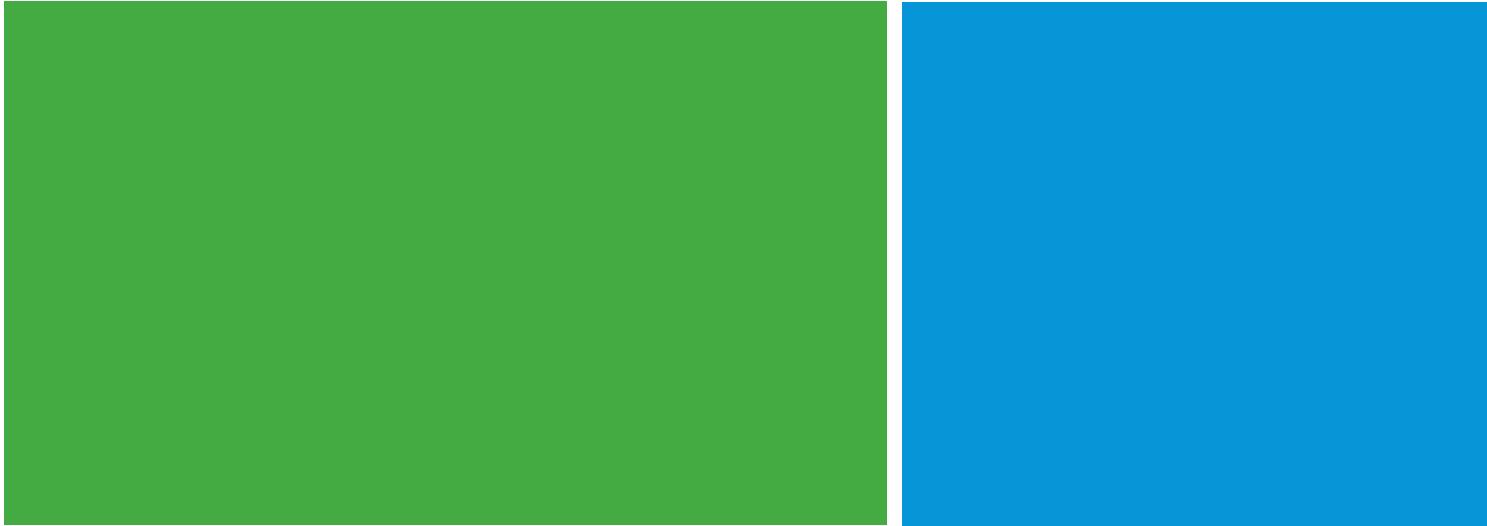
巴西的经济形势依然严峻。在9月份会议上，巴西央行决定维持SELIC利率于14.25%。由于雷亚尔剧烈贬值，加上中国对大宗商品的需求放缓引发经济衰退，巴西央行可能别无选择，只好在今年底或2016年初加息到15%以上。碍于国内政治分化，政府实施财政刺激的可能性极低，所以短期之内只能依靠央行来支撑货币和经济。

### 智利央行

如同许多新兴市场的中央银行，智利央行也将按兵不动，静观全球金融市场对美联储即将开始的加息如何反应。目前智利的通胀率为5%，明显高于2%-4%的目标值，而且经济增长乏力，近期会议上央行的政策转向紧缩，足以表明维护货币稳定是明年的政策重点。

### 墨西哥央行

墨西哥央行已对比索贬值引发的风险提出警告。迄今为止比索兑美元已贬值约25.71%。这表明墨西哥央行事实上已经决定把下次加息的时间，跟美国中央银行的政策联系在一起。近年来墨西哥推行政策自由化改革，并开放本国的石油企业吸引外资，因此未来两到三年墨西哥有望保持其在新兴市场经济体中的领先地位。



# 确定您的业务国际扩张 开展的适当时机

作者阿南德·塞瓦拉詹 (Anand Selvarajan), RSM 欧洲区主管

每家企业在发展历程中，可能都会在某个时候考虑进军国际市场。事实上，国际扩张固然不易，但是无论从削减成本的角度，还是开辟新的收入来源的角度来看，这都是公司整体增长战略中不可或缺的一环。

当银行问起未来三到五年要去哪里做生意时，本能的回答常常是“中国”。但是，国际发展并不意味着立刻就要远赴重洋，您不妨先从周边地区做起。

无论决定进军新兴市场或是发达市场，在迈出这重要一步之前，都要仔细考虑几个关键因素。

## 真正了解市场

认真研究市场，评估这个市场对您的产品或服务有无真正的需求，以及您的产品是否契合当地文化，这既是题中应有之意，更是必不可少的工作。也许您的产品需要适应当地的口味和法规。

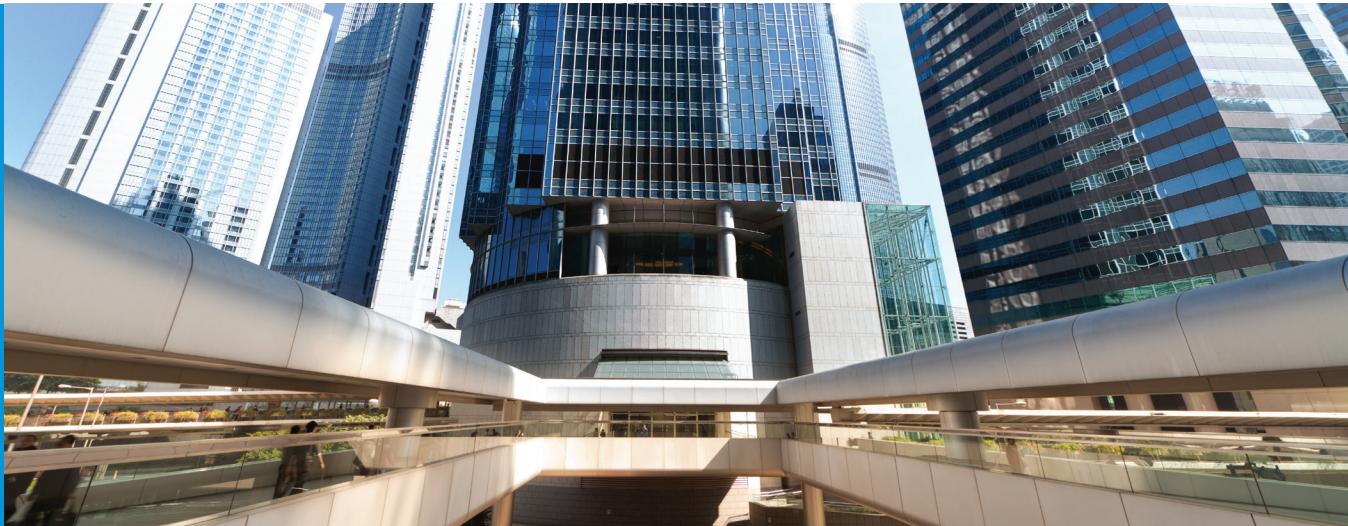
出乎意料的是，许多世界知名品牌却并没有这么做。

麦当劳 (McDonald) 在印度曾遭到抵制牛肉人士的强烈反对，苦撑数年后，不得不在菜单上加入了素食。在澳大利亚市场，星巴克 (Starbucks) 遭到咖啡客的冷遇，因为当地人觉得星巴克 (Starbucks) 威胁到了伴随他们一起长大的本土咖啡店。

然而成功的例子也有不少。早在 1987 年就进入中国的肯德基 (KFC)，堪称一个典范。作为肯德基 (KFC) 的母公司，百胜餐饮集团 (Yum Brands) 聘请本地人担任连锁店的管理者，并根据中国人的口味改良菜单。除了肯德基 (KFC) 的传统菜品，顾客还能品尝到本地风味的食物，比如米粥。时至今日，肯德基 (KFC) 已经占据 40% 的市场份额。

不要低估本地文化的细微差别，要以灵活的思维应对文化的差异。

当您决定了向何处扩张，就要考虑用于这种增长的所有融资选项，包括银行借贷、私募基金或是自有利润。接下来就是“如何扩张？”——可以考虑只是出口产品到国际市场，或者在当地市场建立完备的业务运作。



## 妥善管理风险

进军新市场是一个大进步，虽说令人振奋，却要稳扎稳打，妥善管理风险。有些公司容易低估营商成本、利润汇回的难度，还有错综复杂的当地法规和税务制度。不同的税务地区有着不同的要求，要想做到合规殊为不易，需要花费很多时间，而且充满风险。因此，转移定价策略就成为大大小小的国际公司所面临的最重要税务问题之一。

除了管理货币风险，您还需要考虑知识产权保护和品牌保护。

您需要研究所有的潜在成本，包括运输成本、银行业务成本，还有汇率的变化。因此，您应从战略角度制定一项业务增长计划，并且知道如何找到合适的当地合作伙伴。成功的关键就在于拥有值得信赖的当地顾问，他们谙熟当地市场，能够帮您保护自己的业务，以及遵守当地的规则和法规。

## 结语

国际业务颇为复杂，所以您很容易想到干脆照搬同行或者大客户的做法。但是这种“跟随”策略往往会带来挑战，而且容易忽视其他市场的潜在机遇。

除了在陌生的市场做生意所遇到的后勤挑战，公司还需要知道将会涉及哪些风险，以及如何缓解风险。在当地培养人脉关系，为长远做打算，这才是把海外的商机发挥到极致的关键。不仅是刚走上国际之路的公司，那些已经开展国际业务的公司同样可以运用这些窍门来提升效率，优化自身的流程和架构。

未来是不可预知的，但是有了坚实的增长战略，您就能自信面对未来。在五十多年的岁月中，RSM 精心为国际市场上的公司出谋划策，其本地业务覆盖 110 个国家，致力帮助公司把握国际商机。

# 印度观察

## 印度会否成为下一个经济增长热点？

作者苏雷什·苏拉纳 (Suresh Surana) 博士，RSM 印度常务合伙人

按购买力平价 (PPP) 计算，国内生产总值 (GDP) 达 7.4 万亿美元的印度已是世界第三大经济体。世界银行和国际货币基金组织 (IMF) 预计 2015 年印度经济将增长 7.25%。在世界各地的经济一片低迷之际，人们不禁想要问：印度会否成为下一个经济增长热点？

### 国内生产总值 (GDP)



印度不仅拥有可观的经济规模和可持续增长潜力，还是全世界最大的民主国家，过去六十年的政权更迭平稳顺利，并且拥有独立的司法系统。新一届的政治领导人富有远见，人口结构优势明显（35 岁以下人口超过 65%），更有丰富而受过教育的劳动力，这些都让人们对印度经济的增长抱有很高的期望。印度经济有两个鲜明特色，一是内向型经济（约占 75%），对出口依赖有限，二是高储蓄率 (30%)。这些因素使得印度对大多数有着国际视野的企业独具吸引力。值得注意的是，印度经济的短期增长前景同样不错。用 IMF 的话来说，印度经济是全世界的一个“亮点”。

₹	<b>2015 年国内生产总值 (GDP)</b> 7.9 万亿美元 (按 PPP 计算)
↑	<b>GDP 增长率</b> 预计 2015 年可达 7.25%
₹	<b>货币及兑美元汇率截至 2015 年 9 月 18 日</b> 1 美元 = 65.93 印度卢比
柱状图	<b>截至 2015 年 9 月的市值</b> 1.46 万亿美元
地球仪	<b>全球排名</b> 世界第三大经济体 (按 PPP 计算)
人口	<b>年轻人口</b> 总人口 12.71 亿 (2015 年)，其中超过 65% 在 35 岁以下
₹ \$	<b>外汇储备 (截至 2015 年 9 月 4 日)</b> 3,490 亿美元
旗帜	<b>政体</b> 联邦共和国，是全世界最大的议会民主制国家

印度经济增长的主力是资讯科技 (IT) 和业务流程外包 (BPO) 行业，此外还有基础建设，以及银行、金融服务和保险行业。另一个主要增长动力是旨在提升印度制造业竞争力的“印度制造”计划。

### 世界各地的经济增速不一 实质 GDP 增长 (和上年相比变幅 %)



资料来源：OECD 中期经济展望报告 (2015 年 9 月)

## 资讯科技和业务流程外包中心

印度是全世界领先软件公司的资讯科技中心，并以此而闻名。诸如微软 (Microsoft)、甲骨文 (Oracle)、SAP、埃森哲 (Accenture) 等 IT 巨头，大多都把印度作为其主要的研发中心，聘请了成千上万的工程师及其他 IT 专业人员。

2014-15 财政年度，资讯科技服务、业务流程外包服务和软件服务出口额超过 1,000 亿美元。

席卷世界的数字化革命带来了社会、移动通讯、分析和云技术的进步，在此趋势下，未来印度的增长有望进一步加速。由于劳动力技术精湛，而且成本比大型发达经济体低两到三倍，目前印度在全球外包市场占据高达 55% 的份额。

根据科尔尼公司 (A.T. Kearney) 发布的 2014 年全球服务地点指数，在 50 个最具吸引力的离岸目的地排行榜上，印度蝉联全球最佳外包目的地的桂冠。

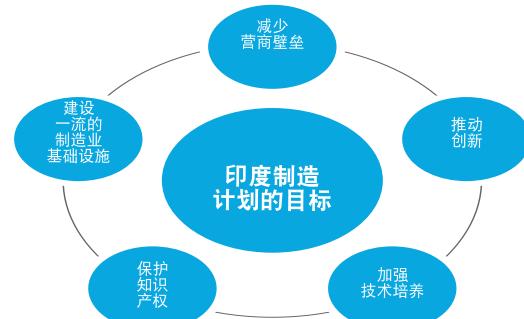
## 印度仍是领先的全球外包目的地

正如印度品牌资产基金会 (India Brand Equity Foundation) 所说，低廉的开发成本、持续提高的技术密集度，以及本地市场对独特的顶级科技产品不断增长的需求，吸引着外国公司前来印度进行研发 (R&D) 投资。全球的 1,000 家领先研发公司，有超过三分之一都在印度设立了中心。

## 印度——下一个制造业强国？

过去，由于劳动市场僵化、基础设施薄弱、投入成本高昂和规模经济的匮乏，印度的制造业并不具备全球竞争力。

为了鼓励跨国企业和本土公司在印度制造产品，振兴本国的制造业，新一届政治领导人提出了“印度制造”的宏伟计划。“印度制造”计划的主要目标是促进对印投资，包括减少在印营商的壁垒，培育创新，加强技术培养，保护知识产权，以及建设一流的制造业基础设施。



随着“印度制造”计划的提速，以及印度的国防工业向制造业开放，已有多家大型企业响应号召，并且做出了投资印度的坚定承诺。近期宣布的重大投资包括：代工巨头富士康 (Foxconn) 决定投资 50 亿美元建设 iPhone 及 iPad 工厂和研发中心；通用汽车 (General Motors) 追加投资 10 亿美元扩大汽车制造业务，供应印度国内和出口市场。

虽然全球的制造业巨头大多仍对印度实施制造业改革的能力将信将疑，不过，一旦“印度制造”计划取得成功，拥有庞大国内市场、丰富资源和低廉劳动成本的印度，必将从此脱胎换骨。

## 结语

除了 IT 和制造业，诸如基础建设、银行、金融服务、保险等行业也有望吸引巨额投资。依托这些计划，预计未来三到四年印度经济的年均增速可达 8%-9%。然而，尽管潜力不俗，印度的表现却总是难尽人意。基础设施的制约，高企的利率，低效的官僚作风，以及腐败之风的盛行，这些是否阻碍印度的成功？针对性的改革举措又能否克服这些挑战？一切都还有待观察。

在全球经济放缓和充满不确定性的环境中，印度将自身打造为下一个经济增长中心的目标无疑具有至关重要的意义。如果能够成功，印度将成为全球经济体中的明星，而未来数十年的世界经济格局也将因此而改变。

# 全球金融状况

作者乔·布鲁修拉斯 (Joe Brusuelas), RSM US LLP 首席经济学家

过去两个月全球金融市场波动加剧。不过，衡量信贷风险、融资压力和对手方风险的主要全球指标却显示金融状况保持稳定。随着全球投资者重新调整投资组合，规避中国、石油、能源和大宗商品，市场波动可能持续，但是并无迹象表明短期之内将会发生全面的系统性危机。

## 全球金融状况

中国于 8 月 11 日实施货币贬值后，全球资产市场骤然波动，引发金融状况全面收紧。目前亚洲（除日本）金融状况低于中性值约 1.93 个标准差，欧洲低于中性值 0.4 个标准差，二者均拖累了全球增长。彭博金融状况指数 Plus 高于中性值 0.6 个标准差，随着美国经济数据的好转，该指数近期已有改善。

### 全球金融状况只是略有收紧



资料来源：RSM US、彭博

## 欧洲金融状况

过去两个月欧洲金融状况略有收紧，从德意志交易所集团 DAX 波动率指数来看，全球经济增长可能进一步放缓。尽管欧洲央行的资产购买计划成功降低了借贷成本，但是本地区的借贷成本与整体的经济低迷形成了反差，意味着欧洲央行可能会在 2016 年加大量化宽松计划的力度，使得资产购买目标远高于当前的 3 万亿欧元。

### 欧洲金融状况收紧

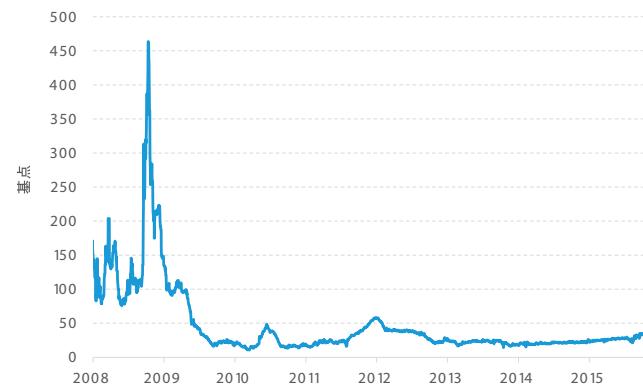


资料来源：RSM US、彭博

## TED 息差

TED 息差为银行同业贷款利率与短期政府债券利率的差值，是衡量全球市场融资压力的一个有用指标。从目前的息差来看，全球经济的信贷风险或对手方风险并无显著上升。在雷曼兄弟 (Lehman Brothers) 倒闭后的金融危机时期，对手方风险和信贷风险均有明显上升，以致美国的放贷活动几乎陷入停滞。当前息差为 33，而 2008 年 10 月金融危机高峰时曾高达 463。

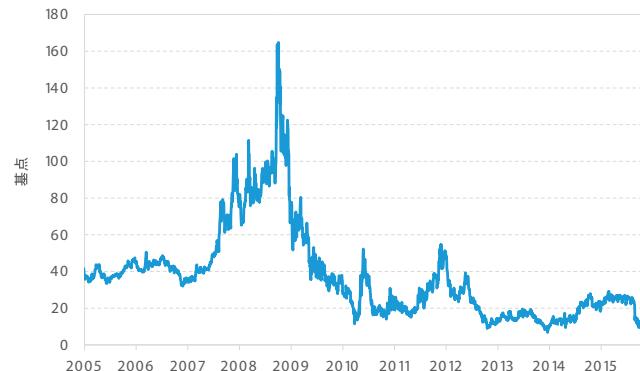
## 尚无融资压力的迹象



## 两年掉期息差

该指标为两年利率掉期与美国国库券收益率的差值，用于衡量全球经济的信贷风险。在中国实施人民币贬值的当日，该指标报 24.78，现已降至 13.54。掉期息差可作为投资者购买债务（包括按揭证券和汽车贷款）的有用指标。掉期息差收窄意味着借贷成本降低，即使同期美国政府证券的收益率基本保持不变。

## 尽管政府证券收益率未变，借贷成本却在下降



## 一年期美元交叉货币掉期

交叉货币掉期可反映短期信贷风险和融资压力（美元短缺）。去年该指标下跌 8 基点，主要因为全球经济减速，以及希腊可能退出欧元区和中国经济增长放缓所引发的风险。但是，当前的融资压力跟 2008 年美国金融危机时的高峰水平相距甚远，也明显低于 2012 年欧洲主权债务危机时期。

## 和过往危机相比，当前的融资压力尚属温和



## 美元、人民币及12个月非可交割远期

为支撑股市和本国货币，中国财政及货币当局已经花费了超过4,000亿美元。中国人民银行一直在购入人民币及抛售美元，以防人民币加速贬值。从12个月非可交割远期(NDF)指标来看，人民币还将再贬值3%。近期下调政策利率25基点和下调准备金率50基点，表明货币当局愈发担忧实体经济的状况。考虑到这些举措，以及年底很有可能出台进一步的财政刺激，不难看出NDF市场对人民币未来的贬值空间还是有所低估。

### NDF可能低估了人民币未来的贬值空间



资料来源：RSM US、彭博

## 美国十年期彭博全球债券市场指数

过去数月全球十年期基准与彭博全球债券市场指数的差距颇大，这可能和欧元区主权债务危机的持续以及中国经济增长减速有关。虽然近期全球资产市场动荡不安，但随着希腊退出欧元区的隐忧逐渐消失，此差距自夏季以来已有收窄。

## “希腊退出欧元区”的隐忧已逐渐消失



资料来源：RSM US、彭博

## 美国十年期摩根大通EMBI投资级收益率

美国十年期债券与摩根大通EMBI投资级债券收益率之间的差距，是压力的信号之一。两个指标已有背离：目前摩根大通投资级收益率，跟美国所谓的“减债恐慌”高峰时期相距大约50基点。造成背离的原因可能是中国对大宗商品的需求下降，以及由此给新兴市场投资级债券造成的冲击，造成金融状况收紧。这可能预示发展中经济体的资本外流将有一定程度的增加。

### 从发展中经济体流向美国的资金日益增加



资料来源：RSM US、彭博

# 问与答

RSM  
本地洞察

就拉美地区的经济和影响中间市场关键趋势，我们请教了 RSM 拉美区主管布伦丹·奎克 (Brendan Quirk) 五个问题。

**问：近年来越来越多的中间市场企业开始在世界上出口产品和服务。放眼拉美，和三十多年前相比，这种观念有何变化，区内的中间市场企业又有何变化？这种变化的主要原因是什么？**

答：根据国际货币基金组织 (IMF) 2014 年的数据，从 2003 年到 2012 年，拉美的 GDP 增长率比其他新兴市场和 G7 集团高出 5% 或以上。

这使得七千万人口脱离贫困，中产阶级扩大 50%，形成了更大的消费者基础，促进了中间市场的增长。本地区的许多中间市场企业开始向国际发展，也更加需要完善的服务来管理自身的业务。

**问：许多拉美企业都很看重向中国和印度市场扩张，原因何在？**

答：向中国、印度这样的经济体发展和扩张，这当中有很多战略原因，最重要的一点是这些未来最大的高增长市场对价格经济的优质产品存在巨大需求，所以企业需要在这些市场建立业务。我们正在适应客户开拓新市场的需求，帮助客户在这些市场开疆辟土。举例而言，在智利和阿根廷，我们看到葡萄酒行业的客户正在向中国销售产品，这当中既有价格不菲的高档葡萄酒，亦有薄利多销、经济实惠的葡萄酒。这和本地区对欧美的葡萄酒出口有所不同，此类出口传统上以价格合理、品质上乘的葡萄酒为主。

**问：酝酿中的跨太平洋伙伴关系协议 (TPP) 涵盖了太平洋两岸几个全球最大的经济体。那么，TPP 对拉美经济体和中间市场企业将会产生什么影响？**

答：可以说是“水涨船高”。参与 TPP 的主要拉美经济体（智利、秘鲁和墨西哥）都采取了相关架构和政策来促进本地区的商业和投资，包括直接投资和来自于这些国家的投资。如今，这些国家的经济增长在本地区一马当先，足证他们的政策行之有效，在区内经济普遍放缓的情况下，仍能确保他们维持增长。

**问：拉美经济的多元化程度比许多人所认为的要高得多。因此，拉美各经济体的增长速度有着很大差别。当前哪些国家的经济增长在拉美名列前茅，未来谁又能继续领先？**

答：当今拉美真正的增长驱动者，是那些早在繁荣时期到来之前，或者趁此时机推行了必要的经济政策和制度，来促进自身增长与发展的国家（即智利、哥伦比亚和墨西哥）。

值得一提的是，像墨西哥、哥伦比亚这样的国家并不过度依赖于中国经济，所以表现也就更好。另外，中美洲和加勒比地区的一些次区域小国，增长速度要比大型经济体更快。

**问：未来 12 到 18 个月有哪些关键主题值得拉美的中间市场企业留意？**

答：本地区持续增长并成为全球贸易的重要组成部分。全球计划和组织（如世界银行、IMF、经济合作与发展组织、全球协定、贸易协定等）的日益融合、哥伦比亚的和平协议，以及古巴禁运的解除等因素，都将促进本地区的增长与发展。

有关 RSM 的更多资讯, 请访问 [www.rsm.global](http://www.rsm.global)。

媒体查询, 请联系 RSM 公关及通讯经理吉莉安 · 霍克斯 (Gillian Hawkes),  
电话 +44 (0) 7818 518 929, 电邮: [gillian.hawkes@rsm.global](mailto:gillian.hawkes@rsm.global)。



[www.rsm.global](http://www.rsm.global)

RSM 是 RSM 网络成员使用的商业名称。

RSM 网络的每名成员都是独立的会计和咨询事务所, 各自独立执业。RSM 网络本身并非任何司法管辖区任何称谓的独立法律实体。

RSM 网络的运作者 RSM 国际有限公司 (RSM International Limited), 是一家在英格兰和威尔士注册的公司 (公司号码 4040598), 注册办事处为 11 Old Jewry, London EC2R 8DU。

网络成员使用的 RSM 品牌和商标及其他知识产权均为 RSM 国际联盟 (RSM International Association) 所有。该联盟位于瑞士楚格, 是一家受瑞士民法典第 60 条规管的联盟组织。