

全球經濟金融展望報告 (年報)

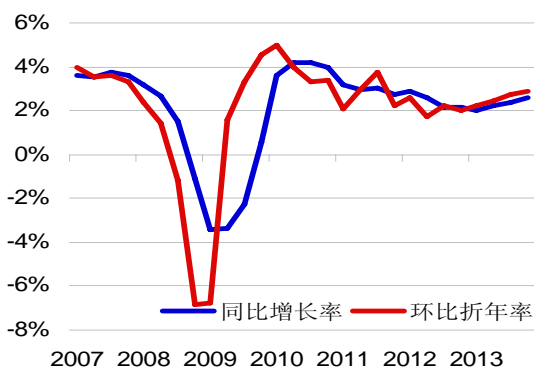
報告日期： 2012 年 12 月 12 日

總第 13 期

要點

- 2012 年，歐債危機的演化主導了全球經濟，特別是歐洲經濟陷入二次衰退後，全球經濟復甦顯著放緩。
- 展望 2013 年，受歐洲經濟企穩、美國溫和復甦等因素影響，預計全球經濟增速將加快至 2.5%。
- 2013 年，預計全球資本市場的波動程度將有所降低，全球外匯市場依然聚焦美元，新興市場仍有望保持較高的資本净流入規模。大宗商品價格走勢將主要取決於全球經濟，特別是中國經濟的前景。
- 歐元區銀行業出現分化的跡象，主要原因在於歐元區各國分化的國債收益率。解決歐洲銀行業問題的根本出路在於建立銀行業聯盟。

全球 GDP 運行趨勢



資料來源：中國銀行國際金融研究所

中國銀行國際金融研究所 全球經濟金融研究課題組

課題組組長：黃志強

副組長：曹远征

宗良

課題組成員：鐘紅

邊衛紅

王家強 (倫敦)

李建军

廖淑萍

李佩珈

陳靜

徐奕晗

陸曉明 (紐約)

瞿亢 (倫敦)

聯繫人：邊衛紅

電話：010-66592776

郵件：

yj_bianweihong@bank-of-china.com

全球经济深陷债务危机困扰

——中国银行全球经济金融展望报告（2013 年年报）

2012 年，欧债危机的演化主导了全球经济，特别是欧洲经济陷入二次衰退后，全球经济复苏显著放缓。展望 2013 年，发达国家仍将面临债务危机的严峻考验，欧洲需要在持续紧缩财政的背景下促进经济复苏，美国面临财政悬崖的考验。新兴市场不得不在放松货币政策和控制通胀之间寻求平衡。全球金融市场将保持总体向上的势头，其中全球股市或将收复危机五年来造成的损失。

一、2012 年全球经济回顾与 2013 年展望

（一）全球经济深陷债务危机困扰

债务危机始终是困扰全球经济的头号难题，使得发达经济体无法运用大规模财政政策刺激经济。IMF 数据显示，2012 年发达国家的公共债务占 GDP 的比例已上升到 110.7%，为二战以来的最高水平。欧美国家只能依靠持续的量化宽松货币政策，以避免全球经济陷入二次探底。预计 2012 年全球经济整体增速约为 2.3%，较上年 3.0% 的增速显著放缓。

图 1：全球 PMI 指数运行趋势

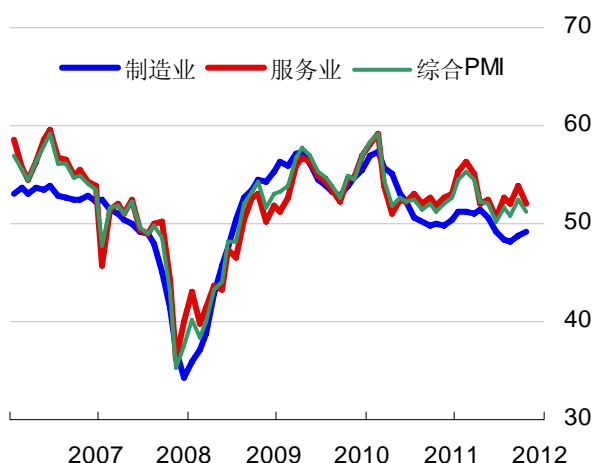
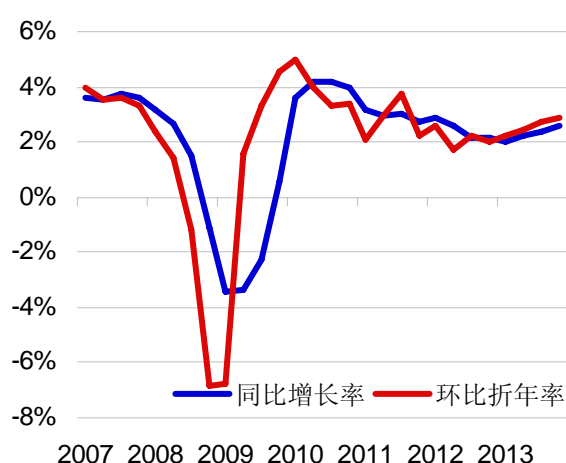


图 2：全球 GDP 运行趋势



资料来源：Bloomberg，中国银行国际金融研究所

展望 2013 年，若欧洲国家保持“财政整顿”和“宽松货币”双管齐下，顺利推进银行

业联盟与财政一体化进程，欧洲经济有望摆脱衰退；美国两党若通过充分协调，将使财政悬崖风险可控。预计 2013 年全球经济增速将增至 2.5%，分季度增速从一季度的 2.2% 缓步增至四季度的 3.0%。

（二）美国经济维持温和复苏态势

2012 年，美国经济整体呈现温和复苏的态势，全年 GDP 增长率预计达到 2.2%。国内房地产及劳动力市场均趋于好转，制造业与零售业均有积极表现。但美国经济复苏仍面临诸多障碍：内部环境方面，高企的政府债务水平约束了财政政策实施空间；外部环境方面，欧债危机悬而未决将是最主要的风险，新兴经济体经济增速放缓也不利于美国出口。

预计 2013 年美国仍将延续温和复苏的态势，全年 GDP 增长率约为 2%，四个季度将呈现加速增长之势。通货膨胀率将保持在温和水平，全年约为 2%。失业率将继续缓慢下降，但仍维持在较高水平。在财政政策空间有限的情况下，预计美联储仍将保持宽松的货币政策以推动经济复苏。

（三）欧洲经济将有所企稳

2012 年欧元区核心国与外围国表现明显分化：南欧国家经济陷入萧条；德国等国受益于欧元弱势以及避险资金流入压低了融资成本，经济增长相对稳固；北欧与中东欧新兴经济体因财政货币体系相对独立以及具有成本竞争优势，也未受到太大的影响。预计欧盟 2012 年 GDP 增长率为 -0.5%。

展望 2013 年，欧洲经济将有所企稳，欧盟 GDP 增长率在 0%-0.5% 之间，较 2012 年略有改善。欧元区将继续推进财政整顿举措，财政赤字比例将继续下降，预计将从 3.3% 下降到 3% 以内。失业率仍将攀升，2013 年将进一步增至 12% 左右，对居民消费支出产生严重的负面影响。

（四）日本经济低迷，政府债务问题亟待解决

2012 年，在经历短暂复苏后，日本经济再度低迷，预计全年 GDP 增速约为 1.6%。外围经济恶化、政治冲突使日本出口和工业生产受到严重影响，成为拖累经济增长的主要因素。

汽车补贴政策的退出以及消费税率的提高，使私人消费持续恶化。公共投资虽然保持增长态势，但增速放缓，难以带动经济走向复苏。

展望 2013 年，日本经济复苏之路困难重重，政府债务风险加大。长期以来，日本政府负债累累，政府债务总额占 GDP 的规模已经超过 230%，远远高于深陷债务危机的意大利或西班牙等国家。日本经常账户盈余呈现逐步下降趋势，市场对于国债风险的担忧日益加剧。预计 2013 年，日本仍将低迷，全年 GDP 增长率约为 1.0%。

（五）新兴经济体增长放缓，政策调控压力增大

受外需持续疲弱和内部结构性问题的双重困扰，新兴经济体 2012 年经济增长普遍放缓，全年经济增长率约为 5.3%，较 2011 年下降 1.1 个百分点。为应对经济下行压力，韩国、巴西等国央行连续降息，印度央行也两次下调银行存款准备金率。为应对经济结构性问题，印度、巴西分别出台了一系列促进投资的改革法案。货币政策的放松和改革法案的落实，将为新兴经济体 2013 年实现温和增长创造有利条件。预计 2013 年新兴经济体 GDP 增长率约为 5.6%。

新兴经济体经济发展面临的挑战有：欧美经济增长态势继续影响外部需求，出口形势不容乐观；国际大宗商品价格可能出现反弹，印度、俄罗斯等国将面临通胀上升的压力，货币政策宽松的程度将受到局限；国际投资者情绪复杂多变，投机性资本流出入更加频繁，新兴经济体资本管制的难度将加大。2013 年新兴经济体将继续在应对外部挑战和加快内部结构性改革之间艰难平衡。

表 1: 2011-2013 年世界经济增长率 (季度环比折年率, %)

地区	时间 国家	2011	2012 ^e	2013 ^f	2011				2012				2013 ^f			
					Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4 ^e	Q1 ^f	Q2 ^f	Q3 ^f	Q4 ^f
美洲	美国	1.8	2.2	2.0	0.1	2.5	1.3	4.1	2.0	1.3	2.7	2.0	1.5	1.5	2.5	3.0
	加拿大	2.6	2.2	2.0	2.5	-0.8	5.8	2.1	1.8	1.7	2.0	2.0	2.0	2.0	2.1	2.1
	墨西哥	3.9	3.8	3.5	1.6	5.3	6.0	2.9	5.4	3.3	1.8	3.0	3.5	3.5	3.5	3.5
	巴西	2.7	1.5	4.0	3.3	2.3	-0.6	0.5	0.5	1.6	4.5	4.5	4.0	4.0	4.0	4.0
	委内瑞拉	4.2	5.0	3.0	15.0	-4.0	6.5	5.0	10.1	0.6	3.0	2.0	3.0	3.0	3.0	3.0
	阿根廷	8.9	2.8	3.2	12.3	9.0	4.1	2.2	2.6	-3.4	5.0	6.0	2.5	3.0	3.5	3.5
亚太	日本	-0.7	1.6	1.0	-8.0	-2.1	9.5	-1.2	5.2	0.3	-3.5	-2.0	1.0	1.0	1.0	1.0
	澳大利亚	2.1	3.3	3.0	-1.7	5.6	4.6	2.0	5.6	2.6	1.5	2.0	3.0	3.0	3.0	3.0
	中国	9.3	7.8	8.0	9.1	10.4	10.0	7.0	6.1	8.2	9.1	9.0	8.0	8.1	8.1	8.0
	印度	6.5	5.0	6.0	8.0	7.7	4.2	5.0	4.4	3.1	5.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
	韩国	3.6	2.5	3.0	5.3	3.4	3.4	1.3	3.5	1.1	0.6	3.5	3.0	3.0	3.0	3.0
	印尼	6.5	5.8	5.0	5.7	6.3	6.1	7.4	5.5	6.4	5.6	4.0	4.0	4.0	5.0	5.0
欧非	欧盟	1.6	-0.5	0.2	2.6	1.1	0.8	-1.3	-0.1	-0.6	0.5	-1.0	0.0	0.2	0.3	0.5
	挪威	1.5	3.0	3.0	-3.3	2.4	6.2	2.1	6.3	4.7	2.0	2.5	3.0	3.0	3.0	3.0
	瑞士	1.9	1.0	1.5	1.0	2.0	-0.8	1.5	2.1	-0.2	1.0	1.0	1.0	1.2	1.5	1.5
	以色列	4.8	3.3	3.0	4.5	3.6	3.4	3.1	3.1	3.4	2.9	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
	俄罗斯	4.3	3.5	3.5	3.8	2.2	7.2	6.5	2.5	0.4	2.5	2.0	3.0	3.0	3.5	4.0
	南非	3.1	2.5	3.0	4.6	1.0	1.7	3.2	2.7	3.2	2.0	1.0	3.0	3.0	3.0	3.0
全球GDP		3.0	2.3	2.5	2.1	2.9	3.7	2.2	2.6	1.7	2.2	2.0	2.2	2.5	2.8	3.0

深度萎缩 温和萎缩 基本持平 温和增长 快速增长

资料来源: 中国银行国际金融研究所。其中标注 e 为估计, f 为预测。另注: 对增长率的定性判断主要基于环比增速折年率与大致潜在增速相比较, 且各经济体潜在增速不同。

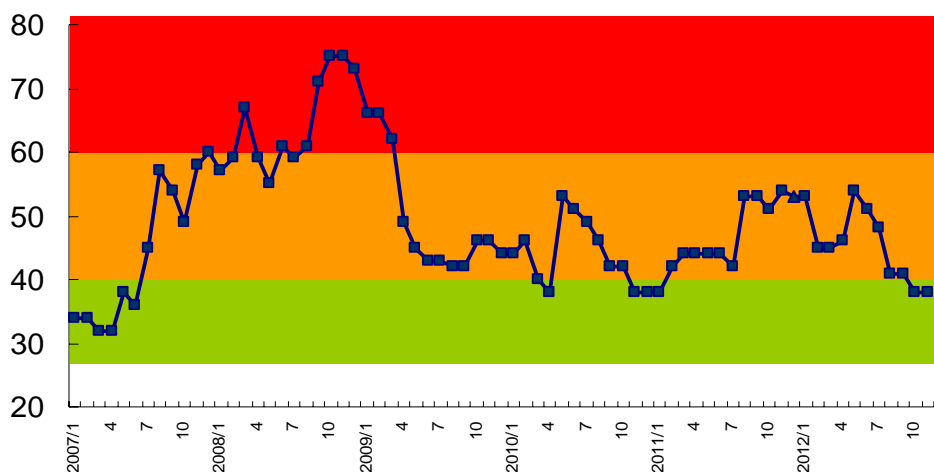
二、2012 年全球金融市场回顾与 2013 年展望

在经历了 2012 年的动荡之后, 预计 2013 年全球资本市场的波动程度将有所降低, 外汇市场依然聚焦美元, 大宗商品价格走势将主要取决于全球经济 (特别是中国经济) 的前景。新兴市场仍有望保持较高的资本净流入规模。

(一) 金融危机风险指标走势不确定性增强

2012 年, 金融危机风险指标 ROFCI 震荡回落, 从不稳定区域回落到安全区域, 并在年底徘徊于安全区间的顶端。美国金融市场的主要风险表现是: 信用风险前期维持在高位, 后期呈现改善迹象; 市场风险从下半年开始逐步改善; 流动性风险特别是银行间资金市场风险一度出现上升迹象后回归低位。预计 2013 年 ROFCI 将维持在安全区域的顶端。欧美日等发达经济体政府债务状况仍将是影响全球金融风险走势的核心因素。

图 3: 金融危机风险指标 (ROFCI) 变化趋势

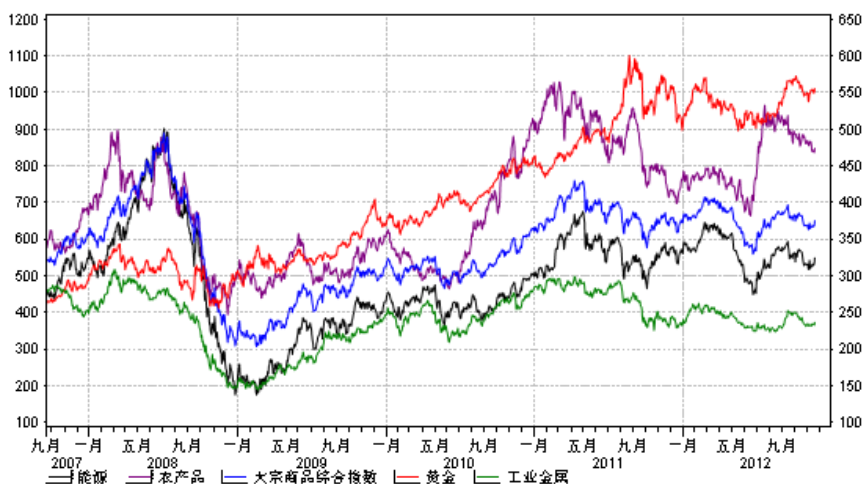


资料来源: 中国银行国际金融研究所

(二) 大宗商品价格走势分化

2012 年, 国际大宗商品价格走势呈现“M”型格局, 价格大幅攀升的动力有所减弱。各类商品的价格走势出现分化, 具体而言: 能源价格受到地缘政治危机影响曾一度冲高, 但在经济增长乏力背景下上涨幅度有限; 工业金属价格更是受经济因素影响而一路下行; 农产品价格受极端天气影响涨势强劲; 黄金价格在全球宽松流动性的推动下升至高位。

图 4: 大宗商品 GSCI 价格指数



资料来源: 汤森路透 EcoWin

展望 2013 年，大宗商品价格分化的格局将进一步深化。预计黄金价格有进一步上涨的空间；农产品供给依然短缺，价格涨势依旧存在；页岩气技术尚无法对原油价格带来实质性冲击，原油价格仍将处于高位震荡格局；工业金属价格受制于需求疲软，将维持在低位。

（三）资本市场有望缓步复苏

2012 年全球资本市场的波动性显著上升，美国资本市场表现较好，欧洲遭受资金流出的冲击而低迷不振。年初得益于欧洲一系列救助举措，资本市场呈上扬之势，重债国主权债收益率回落。但是，年中受到西班牙地区性银行危机升温及希腊形势影响，国际资本市场大幅动荡走低。随着全球新一轮量化宽松举措的推出，资本市场再度出现反弹。

展望 2013 年，全球经济复苏力度有所增强，预计全球资本市场的波动程度可能有所降低，并有望缓步收复 2008 年金融危机中的跌幅。

（四）美元高位震荡，日元走势值得关注

2012 年美元维持了上涨的势头，美元指数一直维持在 72-75 的水平，全年升值近 3%。美元升值与全球避险情绪持续上升关系密切。在债务危机得到根本解决之前，全球金融市场的避险情绪仍将存在，美元指数仍将在高位震荡。

欧元兑美元汇率总体上仍在低位盘整。欧元兑美元在年中曾低探至 1.20 美元的水平。在美国推出第三轮量化宽松政策，希腊债务违约风险降低的情况下，欧元走势略有上升，维持在 1.27-1.28 美元的水平。展望未来，主权债务危机的风险仍然存在，预计欧元仍将呈现低位盘整的态势，甚至存在进一步下行的风险。

图 5：美元指数

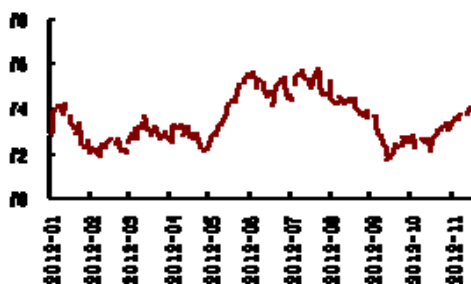
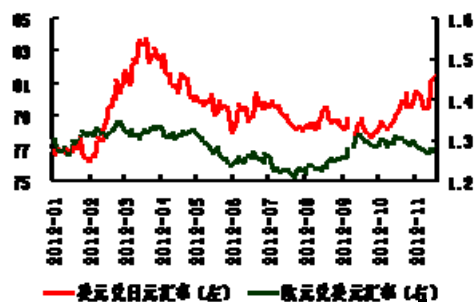


图 6：欧元和日元兑美元走势



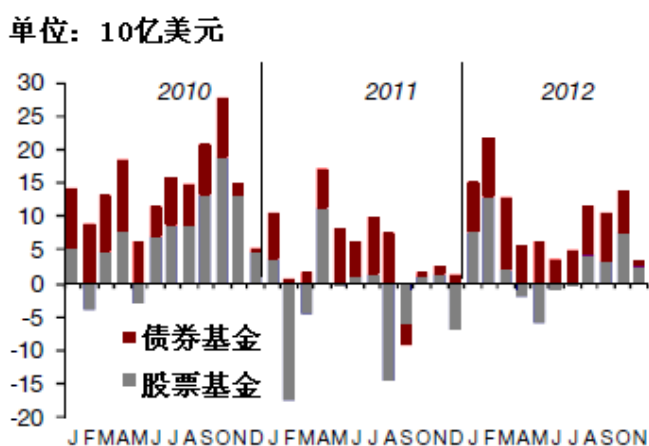
资料来源：Wind

2012 年以来，日元一度表现强劲，美元兑日元曾达到 1 美元兑 76 日元的水平。进入 11 月，美元兑日元汇率为 81 日元左右，甚至出现过日元兑美元跌幅连续超过 1% 的情况。目前日本经济前景黯淡，政治上具有不确定性，日本新一届政府为了控制通胀，极有可能采取新的量化宽松货币政策，使日元遭受打压。

（五）新兴市场延续资本净流入态势

2012 年，新兴市场总体保持较高的资本净流入，新兴市场股票与债券市场基金资本净流入规模预计为 950 亿美元。其中，债券市场基金资本流入相对稳定，预计全年资本净流入约 650 亿美元。相比之下，流向股票市场基金的资本出现大幅波动，在一季度获得 180 亿美元的资本净流入后，二季度受欧债危机恶化、投资者风险厌恶等影响而出现 80 亿美元的资本净流出，三季度在发达经济体货币政策同步宽松的影响下，又再次呈现资本净流入。截至 2012 年 11 月，新兴市场股票市场基金资本净流入规模达到 230 亿美元，全年有望增至 300 亿美元。展望 2013 年，在全球经济增速回升、各国货币政策保持宽松的情况下，新兴市场资本净流入规模有望增加。

图 7：新兴市场资本净流入



资料来源：IIF

三、当前国际经济金融热点问题

（一）美国财政悬崖：短期妥协与长期之痛的博弈

美国日益迫近的财政悬崖问题成为全球金融市场密切关注的焦点。税收增加、开支缩减

以及自动触发机制的启动等多种不确定因素叠加，使奥巴马政府再次面临着减赤与保增长之间的两难。

1、美国跌入财政悬崖，全球经济难以承受之痛。美国财政悬崖具有规模大、时间紧、不确定性高等特点，使其成为奥巴马连任后面临的最棘手、最急迫的问题之一。大选后，国会参议院、众议院分别由民主党、共和党控制，进一步加深了解决问题的难度。根据国会预算办公室（Congressional Budget Office, CBO）的预计，财政悬崖将使美国 2013 年财政赤字减少 5020 亿美元，2014 年减少 6820 亿美元，占美国 GDP 的 3.9%。一旦完全版财政悬崖爆发将使 2013 年美国 GDP 下降 2.9%，就业岗位减少 340 万个，美国经济或将陷入二次衰退，美国失业率将再度攀升至 9% 以上。

图 8：美国财政悬崖对财政赤字的影响

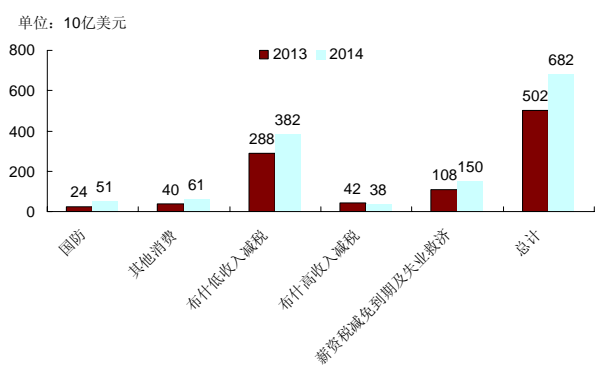
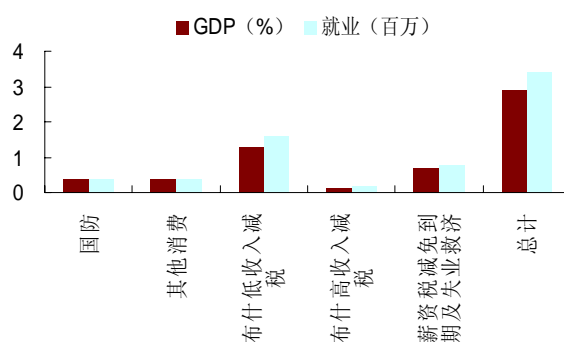


图 9：美国财政悬崖对 2013 美国经济的影



资料来源：CBO

美国是全球最大的经济体，美元为世界货币，牵一发而动全身。预计加拿大、墨西哥将成为受美国财政悬崖影响最大的国家，2013 年经济将因此下降 0.5-0.8 个百分点。此外，英国、德国、日本等发达经济体和中国、韩国等新兴经济体也将受到一定程度影响。美国财政悬崖溢出效应主要通过贸易、货币、债券市场等渠道传导。第一，如果财政悬崖对 2013 年的美国经济造成重大拖累，必然会影响美国对制造商品的需求，从而给部分国家出口复苏添上阴影。第二，美元超发将增大赤字货币化的风险，向全球经济注入过多流动性，提高未来通货膨胀预期。第三，在美国逐步临近财政悬崖的同时，联邦政府债务上限也将遭遇再度被突破的窘境，类似 2011 年 8 月的“美债危机”可能再度降临。如果美国主权信用评级再次被调低，由此形成的市场恐慌将严重冲击国际金融市场，扰乱国际资本流动，对美国乃至全球经济金融秩序产生严重的负面影响。

2、奥巴马紧锣密鼓推进谈判，互相施压见分歧。竞选连任后，奥巴马的工作重点是努力在年底前解决政府财政问题，避免美国坠入财政悬崖。为了达成一个“平衡的协议”，奥巴马在积极与工会领袖、大公司总裁和国会领袖讨论应对财政悬崖的对策。

两党谈判的焦点主要集中在税收政策上，但根本分歧依然存在。美国主要的劳工组织赞成奥巴马提出的对年收入超过 25 万美元的富有家庭增税的计划，但呼吁奥巴马否决对联邦医疗保险和社会保障支出的大幅削减。在与工会领导人和其他自由激进分子召开的会议上，奥巴马承诺，将坚定不移地推动增加对美国富人的征税，并且保证不会提高对中产阶级和普通工人的税收，但他未明确承诺不触动联邦医疗保险（Medicare）等福利计划。

3、依赖妥协渡难关，大规模减赤将是长期之痛。奥巴马与国会领袖的谈判异常艰难。在新的减赤计划中，奥巴马提出将在未来十年增加 1.6 万亿美元的税收收入，这较上一次谈判中共和党反对的 8000 亿美元增税计划多出了一倍。在对联邦医疗和社会保障计划敞开谈判态度之后，奥巴马也希望共和党人能在增税方案上给予一个更高的回报。奥巴马的主要谈判对手，众议院议长博纳提出一个改革税制和政府开支的大体框架，试图与民主党达成妥协。

如何削减政府开支也是双方争议的一个焦点。按照国会通过的预算控制法案，“自动减赤机制”将于 2013 年初启动，国防开支和包括社会保障项目在内的其他国内开支将各承担一半。共和党方面希望保证国防开支，主张对社保与福利计划进行全面改革，其中包括奥巴马主导的医疗保险计划，民主党则主张削减国防开支。白宫和两党将就财政悬崖所涉收支项目进行谈判，其未来走势取决于两党在多大程度上达成妥协。

在沉重的政治、经济和民意压力下，预计两党将用一系列小规模、单独的针对性支出削减和增税计划来替代原定于 2013 年 1 月开始的大规模削减开支计划，避免完全版财政悬崖出现。2013 年两党将就更加详细和全面的税收及政府开支改革进行谈判，以推出中期的财政整顿计划，寻求解决出路。但是，巨额的财政赤字和庞大的政府债务无疑将是长期困扰美国乃至全球经济的难题。

（二）欧盟单一监管机制的实施短期内难以成行

2012 年 10 月 19 日，欧盟国家领导人同意于 2013 年 1 月 1 日前完成单一监管机制（Single Supervisory Mechanism, SSM）的法律框架，并于 2013 年逐步开始实施。这是欧

盟向建立银行业联盟、防止主权债务危机与银行危机的恶性循环迈出的重要一步。但由于银行监管问题极为敏感，欧盟各国之间仍存在一定分歧，单一监管机制在短期内难以实施。

1、SSM 是建立欧洲银行业联盟的第一步。为防止欧债危机的蔓延，在政府财政与银行之间竖起防火墙，欧盟在 2012 年 6 月的领导人峰会中通过了建立银行业联盟的决议，并于 2012 年 9 月 12 日正式提出具体提案。

根据欧盟委员会的提案，建立银行业联盟将分三步走：一是赋予欧洲央行对欧元区所有银行的监管权，欧元区外的欧盟国家银行可自行决定是否加入单一监管机制（SSM）；二是建立危机应对处置机制，由各银行出资设立一个银行破产清算基金以有序关闭问题银行；三是建立一个欧元区统一的存款保险机制。

SSM 将赋予欧洲央行更多的监管权力。该提案建议由欧洲央行直接负责发放银行牌照，并确保银行的资本、杠杆率和流动性等符合要求。若发现银行违反或可能违反监管要求，欧洲央行有权对银行采取干预措施。同时，欧洲银行业管理局（EBA）会与欧洲央行紧密合作，继续发挥其统一监管者的职责，优化单一规则手册（single rulebook），确保欧盟 27 个国家监管机构对本地银行监管的一致性。而各国的本土监管机构会继续保留其对旗下金融机构关于消费者权益、清洗黑钱活动、赋予第三方国家在本地开设分行及提供跨境银行服务等领域的责任及监管。

SSM 是欧洲迈向银行业联盟的重要一步，具有重要意义。一旦 SSM 得以实施，欧洲稳定机制（ESM）将可以直接向困难银行注资，使得银行债务或损失不会向政府以及公众转移，从而打破政府与银行之间的恶性循环，防止欧债危机的继续蔓延。

2、SSM 的时间表较为紧迫。欧盟委员会计划在 2013 年 1 月 1 日起启动单一监管机制，具体工作将分三个阶段进行。第一阶段（2013 年 1 月 1 日起）：在法律上赋予欧洲央行监管所有银行的权力，特别是曾经接受或需要注资的银行将为首要监管对象。第二阶段（2013 年 7 月 1 日起）：欧元区的系统重要性银行纳入欧洲央行的统一监管。第三阶段（2014 年 1 月 1 日起）：欧洲央行全面履行职责，监管欧元区 6000 家银行和同意接受监管的非欧元区的银行。其中，2016 年 1 月 1 日，欧盟委员会将公布一份报告，对实施单一监管机制中获得的实践经验进行总结。

如要确保上述时间表能顺利进行，欧洲理事会和欧洲议会必须在 2012 年底前就一系列议程做出审批并通过。提案的最终实施还必须获得欧盟全体成员国立法机构的批准。从时间的角度来看，SSM 在 2013 年 1 月 1 日建成的工作任务异常艰巨。

3、推行 SSM 面临政治、法律及技术困难，不可能一蹴而就。首先，成员国对是否加入银行业联盟存在分歧。要推动欧元区国家和非欧元区国家间建立统一的银行业联盟，所有欧盟成员国都应该加入 SSM 的讨论，并决定是否自愿加入。从目前立场看，欧元区国家中，德国、荷兰等北欧国家尽管已经原则同意，但对能否迅速建立 SSM 尚存疑虑。在非欧元区国家中，瑞典、丹麦等北欧国家对加入银行业联盟表示出兴趣，并希望所有参与者能得到公平对待。英国则明确表示不会参加，主要担心欧洲央行在新权力之下，会提出可能损及伦敦作为欧洲金融中心地位的监管要求。

其次，德、法两个大国在 SSM 推进力度与方式上存在分歧。此次欧盟最终达成一致意见，是各方经过激烈争论，最后做出让步的结果。德国坚持的逐步实施 SSM 的“渐进论”被峰会接受。法国提出的银行监管应全面覆盖欧元区 6000 家银行而不只是系统重要性银行的“全面论”也被采纳。此外，法国认为应该快速推进并落实下一阶段的银行业联盟，以便使欧洲稳定机制能够直接注资受困银行。德国则不同意利用救助资金救助所有的受困银行，担心这样会导致欧洲稳定机制变成处理坏账银行的机制。

最后，SSM 关于欧洲央行与各国监管者的职权划分尚未清晰。欧洲央行将负责监管所有参与 SSM 机制的国家内设立的银行，包括负责发放或吊销金融机构牌照，评估银行的资产收购和处置计划，确保银行在自有资金要求、大额敞口限制、流动性、杠杆率及相关信息披露等方面符合欧盟法律要求，制订银行的缓冲资本规模，对银行进行压力测试和评估并依据结果调整要求，对银行的母公司进行监管，在银行不能满足或有可能违反有关要求时采取早期干预措施等。上述内容以外的其他监管职责，比如消费者保护及反洗钱工作等仍由各国监管者承担。另外，各国监管者将协助欧洲央行在其行使相应监管职责时负责大部分日常监管事务及具体的准备和执行工作。欧洲央行与各国监管者之间合作的具体条件和形式等细节尚在研究中。

总之，SSM 最终实施并非易事，不可能一蹴而就。新监管机制的诸多法律与技术细节需在今后一段时间内逐步厘清。未来针对 SSM 的立法过程还将经历多番讨论、修改和妥协，

是欧盟各国之间利益的再一次较量和平衡。

（三）发达经济体量化宽松货币政策实施机制与效果

1、美联储三轮量化宽松货币政策的传导机制和政策效果。实施第一轮量化宽松（QE1）的时间为 2008 年 11 月-2010 年 3 月，目标是直接向金融机构和企业提供流动性，其工具为：以定期拍卖便利（TAF）为代表的融资创新工具、以货币市场共同基金流动性工具（AMLF）为代表的票据市场工具和以 Maiden Lane 为代表的机构救助项目。这些工具形成的资产最高时期占美联储总资产的 70%，形成了大量的流动性。QE1 实施之后，短期资金市场逐渐恢复到危机以前水平，私人部门信心增加，在一定程度上带动了消费，美国经济开始复苏，但是劳动力市场情况仍不容乐观，房地产市场持续低迷。

为了推动经济更强劲复苏，改善就业，美联储推出了第二轮量化宽松货币政策（QE2），实施时间为 2010 年 11 月-2011 年 6 月，包括：在前 8 个月中，增加了 6000 亿美元的长期国债购买量，所购国债集中于 2-10 年期限，平均久期为 5-6 年，每月约购买 750 亿美元；维持再投资政策，即把此前 QE1 购买的到期机构债和抵押贷款支持证券（MBS）转投资于长期债，约增加 2500-3000 亿美元购买量。QE2 实施之后，国债和 MBS 占美联储总资产的 85%以上，房地产业开始复苏，失业率缓慢回落，但仍处在高位。

为了压低长期利率，支持抵押资产价格，降低失业率，美联储实施了第三轮量化宽松货币政策（QE3）：从 2012 年 9 月 15 日开始美联储每月购买 400 亿美元的 MBS，直到美国就业和经济形势有所好转；继续执行“扭曲操作（OT）”，在 2012 年底前延长所持有证券的到期期限，并把到期证券回笼资金继续用于购买 MBS。QE3 实施之后，创新性的工具逐步淡出，政策针对性更强，主要目标是降低房地产的融资成本并维持长期超低利率，带动房产市场的回暖和失业率的降低。

2、欧洲央行量化宽松货币政策的传导机制和政策效果。欧洲央行采用非常规的货币政策——购债计划，以提高流动性、减少金融市场的波动性，内容包括长期再融资操作（LTRO）、点对点救助的证券市场计划（SMP）以及直接货币交易（OMT）。

LTRO 工具在欧债危机前已经使用，不过期限大多为 3 个月和 1 年。欧债危机期间，欧洲央行加强了对 LTRO 的使用，期限扩大至 3 年。此举不仅为银行注入了流动性，缓解了其

资金紧张问题，同时抑制了南欧国家不断攀升的融资成本，推动国债市场、隔夜回购市场以及债券市场迅速做出调整。但 LTRO 对实体经济的作用甚微，银行更倾向于储备资金以应付巨额债务到期，或是直接回购即将到期的银行债券，而不会大规模用从 LTRO 获得的资金介入资本市场或是放贷给实体经济。

为此，欧央行推出了证券市场计划（SMP）。SMP 可迅速（大概一周之内）降低国债收益率，缓解政府的偿债压力。但市场担忧欧洲央行购买“有毒”的政府债券会恶化其资产负债表，最终影响欧元的稳定。事实上，欧债危机并没有因为 SMP 的实施而得到有效缓解。

2012 年 9 月 6 日，欧洲央行行长德拉吉宣布启动直接货币交易（OMT）以取代 SMP，欧洲央行将在二级市场上作为参与者实施更大规模的证券购买计划。由于目前这一措施尚未真正实施，其对经济复苏的刺激效果还有待于进一步观察。

3、英国央行量化宽松货币政策的传导机制和政策效果。金融危机爆发以来，英格兰银行为应对经济衰退，连续下调利率，并实施了一系列的非常规货币政策，然而经济衰退的状况并没有好转。2009 年 3 月，英格兰银行将利率下调至 0.5%，并宣布直接通过量化工具向市场注入资金，其中，资产购买计划（APF）为最主要手段。APF 购买的都是高质量债券，如俗称金边债券（gilt）的国库券（APF 可在二级市场上交易）、商业票据（CP）和包括公司债券在内的优质私人资产。

资产购买计划逐步替代了长期以来英镑逆回购操作在应付危机中的作用。根据英格兰银行的数据，英格兰银行第一次资产购买政策拉动了 GDP 增长约 1.5%-2%，并形成温和通货膨胀，CPI 从 0.75% 升至 1.5%。其后若干批次的资产购买对 GDP、CPI 的拉动效果与第一次呈比例对应。

4、日本央行量化宽松货币政策的资产负债表传导机制和政策效果。2001-2006 年，日本央行曾采取量化宽松货币政策。2008 年下半年，日本央行再度启动了上述措施，并有针对性地做出了调整。其中最为重要的是“点对点”的资产购买救助方式，即通过在资产负债表中的资产方新增“商业票据”和“公司债券”两个科目，为市场和企业注入流动性，一定程度上修复了因外部冲击而一度瘫痪的日本票据和债券市场。但是资产购买计划所创造的流动性，一部分被截留在金融系统内部，并没有注入到实体经济中。而在人口结构变化带来通缩压力以及在财政和利率政策空间均有限的情况下，资产购买救助方式对刺激出口、拉动投资的作用也十分有限。

（四）新兴经济体金融稳定的主要风险

受外围环境诸多不确定因素的影响，2013 年新兴经济体金融稳定将继续面临较多的风险，主要表现为：

1、经济增长放缓和“双赤字”并重的风险。在全球金融危机的持续影响下，新兴经济体经济结构固有的脆弱性，包括对出口、外资的过度依赖以及国内产业发展的不均衡等，正转变为经济增长动力的减弱和经济增速的减慢。尽管各国相继采取了一系列措施刺激经济发展，例如印度推出的进一步向外资开放零售、航空和广播电视等行业的改革措施，巴西推出的总额超过 600 亿美元的财政刺激计划等，但这些改革和经济刺激计划能否达到预期效果，还有待观察。新兴经济体将由过去十年的高速增长进入中速增长的新阶段。

与经济增速放缓并重的是部分新兴经济体持续面临的“双赤字”（贸易赤字与财政赤字并存）风险，其中以越南、印度、南非、巴西等国尤为严重。“双赤字”导致这些国家的国际收支长期失衡，主权债务信用风险上升，也使得这些国家可动用的财政资源受到限制，政策调整面临更大的压力。“双赤字”的影响短期内难以根本改变，成为影响新兴经济体经济增长和金融稳定的深层次原因。

2、资本大规模流出和货币贬值升值异动的风险。从 2011 年开始，新兴经济体货币对美元汇率波动幅度明显加大，对美元汇率升值与贬值的转换更加频繁。以巴西雷亚尔和印度卢比为例，2012 年前两个月雷亚尔和卢比分别较年初贬值 8.9%和 8.7%，3 月份以后又转为升值，最高点较最低点升值幅度分别达 22.8%和 17.5%。南非兰特、俄罗斯卢布在最近两年也经历了货币大幅贬值和升值的剧烈波动。新兴市场货币大幅贬值和升值的背后是国际资本的大规模流出和流入，而其幕后推手又在于欧美经济金融形势的动荡。当欧债危机形势恶化时，全球风险偏好下降，国际资本出于对投资形势的担忧从新兴经济体回流美欧等国，寻求相对安全的资产避险，美元指数攀升，新兴经济体货币汇率贬值；反之，当欧债危机形势缓和时，国际资本大规模流入新兴经济体，又导致其货币的大幅升值。

货币贬值虽然在一定程度上有利于出口，但在发达经济体新一轮量化宽松和输入型通胀压力增加的背景下，货币贬值会导致新兴经济体国内面临的通胀压力重新抬头；而货币升值又会抑制新兴经济体的出口，使本已疲弱的经济进一步承压。所以，2013 年新兴经济体需格外关注资本无序流动和货币无序波动对本国经济金融稳定带来的影响，及早采取预警性措施予以应对。

3、银行业资产质量下降可能引发的系统性风险。从 2011 年底开始，新兴经济体银行资产质量问题开始有所暴露，IMF、穆迪等机构均有所提示。2012 年 9 月，巴西央行关闭国内两家银行，穆迪宣布下调阿根廷 30 家银行信用评级；10 月，穆迪又下调了越南最大私营银行亚洲商业银行的评级，越南银行业总坏账率从 2008 年的 3% 大幅攀升至 10%；印度央行对 100 家银行的调查结果显示，银行坏账已经对印度金融系统构成了最大风险；此外，韩国、印尼等国也陆续暴露银行体系的相关问题。种种情况显示，新兴经济体银行业的系统性风险正在上升。

全球金融危机以来，在政府宽松经济政策的刺激下，部分国家的银行信贷急剧膨胀，巴西、印度、印尼、韩国等在高峰时都曾保持了年均 30% 的信贷增长速度。随着经济增长速度的放缓，银行信贷风险开始逐步暴露。一方面，外部需求减弱、内部改革艰难，导致企业效益下滑；另一方面，危机前的高利率吸引国外资本流入新兴经济体银行，为信贷激增提供了基础。随着外资流入放缓，银行资本不足的长期隐患开始暴露，银行资产质量下降引发的系统性风险增加。

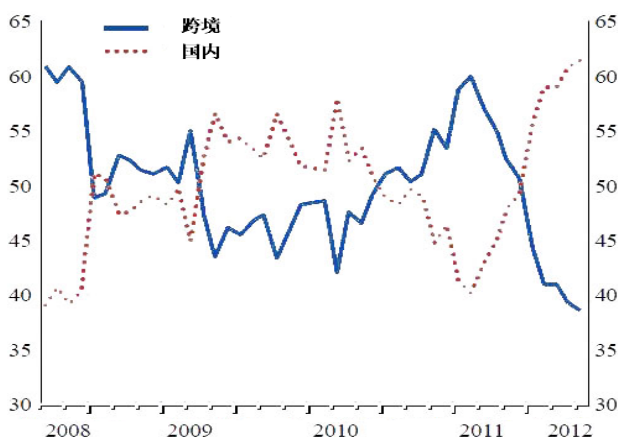
2013 年新兴经济体面临的三大风险具有相互加强的效果：首先，经济增长减速导致对银行业信贷需求下降，资产定价不确定性增加，银行利润受到侵蚀，银行资产质量下降风险增大，银行业化解不良资产的难度也在增大；其次，银行资产负债状况的恶化会导致银行限制贷款范围、资本充足率下降，信贷规模被动收缩，进而对内需造成损害，加剧经济放缓的势头；最后，国际资本无序流动，既加大了货币汇率的波动，也使得新兴经济体实行宽松货币政策的空间受到压缩，加之国内面临的贸易赤字和财政赤字短期内难以好转，政策空间进一步受限，经济放缓的风险进一步加剧。

四、国际银行业专题分析：欧债危机背景下欧洲银行业分化风险分析和展望

欧债危机以来，欧元区国家经济增长出现两极分化，区内银行业同样出现分化的迹象，主要原因在于各国分化的国债收益率。而解决问题的根本出路在于建立银行业联盟。

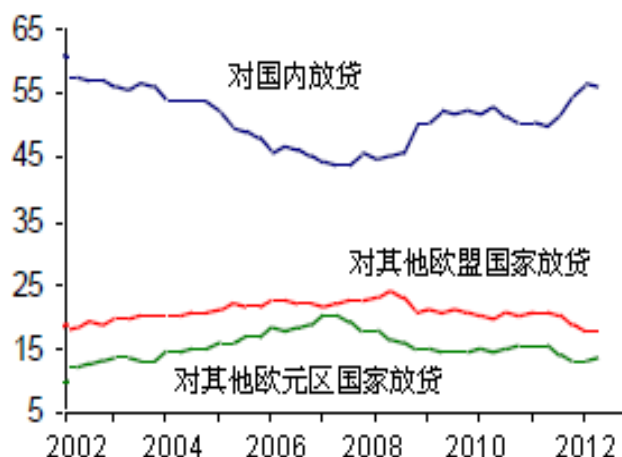
1、欧洲银行业出现分化迹象。欧洲银行业分化主要表现在以下两方面：第一，从宏观方面看，欧盟区内跨境金融活动减少。2011 年年中以来，欧洲银行隔夜货币拆借市场的跨境交易占比直线下降，从 2011 年的 60% 下降到 2012 年上半年的不足 40%。与此同时，欧洲银行业对本国居民的贷款余额占比从 2008 年的 45% 左右上升到目前的 55% 以上；相应地对其他欧元区国家及其他欧盟国家的放贷比例则在下降。

图 10: 欧洲银行间隔夜货币拆借交易分布



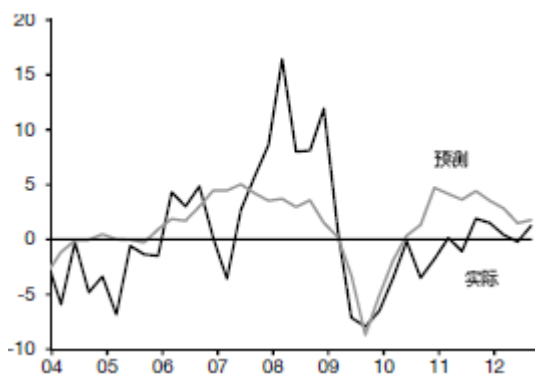
资料来源: ECB

图 11: 欧洲银行业贷款投向占比(单位: %)



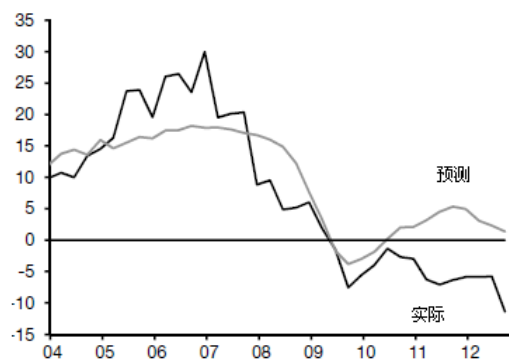
第二, 核心国家和危机国家银行业信贷投放分化明显。以德国和西班牙为例, 2005 年-2008 年, 西班牙预测信贷增长低于实际值, 表明其信贷表现为过于充分; 从 2008 年起, 西班牙信贷缺口则逐步扩大。2012 年, 西班牙银行信贷呈快速下降趋势, 低于其公司客户借款增长需求, 信贷缺口明显。而德国的银行信贷增速与其客户需求基本一致。这表明, 两国银行业信贷供给出现分化的情形。

图 12: 德国银行业向企业贷款增长



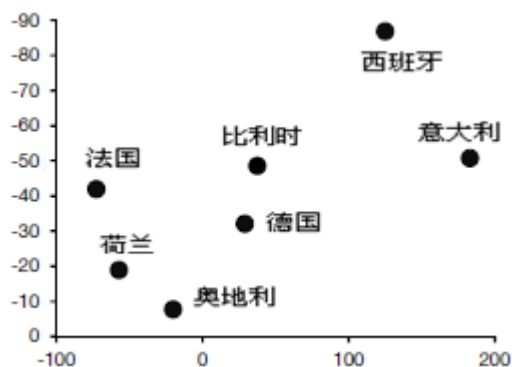
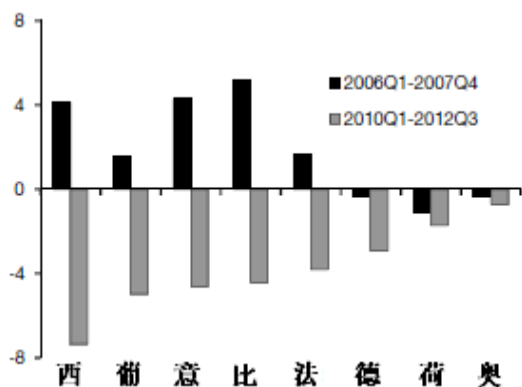
资料来源: ECB

图 13: 西班牙银行业向企业贷款增长(单位: %)



在更大范围内比较欧元区核心国家和危机国家, 可以发现 2006 年一季度到 2007 年四季度, 欧洲大部分国家处于过度信贷状态, 尤其是西班牙、葡萄牙、意大利等危机国家。而在 2010 年-2012 年间, 由于欧债危机, 这些国家都出现了一定程度的信贷缺口。相反, 德国、荷兰和奥地利等核心国一直处于小幅信贷缺口状态, 在危机中并未受到太大影响。核心国家的信贷供给相比危机国家明显较为充足。在银行利差方面, 西班牙和意大利等国处于信贷缺口的高位, 其银行业利差也远远高于其他核心国家。

图 14: 欧元区国家信贷缺口同比变化 (单位: %) 图 15: 欧元区国家信贷缺口和银行利差

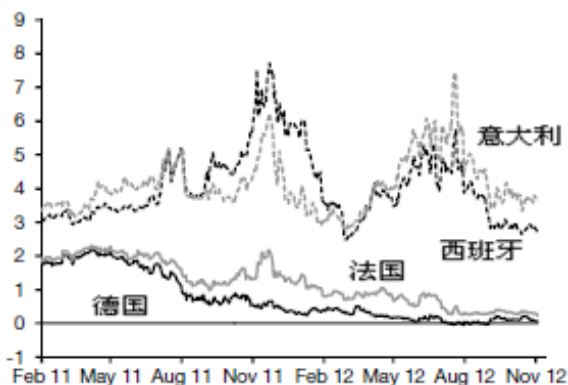


资料来源: IIF

2、分化的国债收益率是主要原因。欧元区各国信贷供给分化的主要原因是各国银行业信贷门槛的分化。欧洲央行《银行信贷调查》显示,自从欧债危机爆发以来,德国的银行信贷门槛远远低于危机国家。由于高门槛国家的企业一般国别风险较高,门槛相对较低的国家只愿意向本国企业贷款,不愿向门槛高的国家企业提供信贷;高门槛国家的银行由于无法吸引低门槛国家企业客户,只能叙做本国客户业务。

欧洲各国银行业信贷门槛分化的背后是各国国债收益率的大幅变化。各国的国债收益率作为各国银行贷款的“基准利率”,直接影响到该国银行的企业和零售贷款利率。德国和法国的三年期国债收益率在欧债危机期间持续走低,使得其银行业“基准利率”下降,信贷供给充分。意大利和西班牙则恰好相反,高企的国债收益率推高其零售贷款利率,从而推高了危机国家银行业的利差。

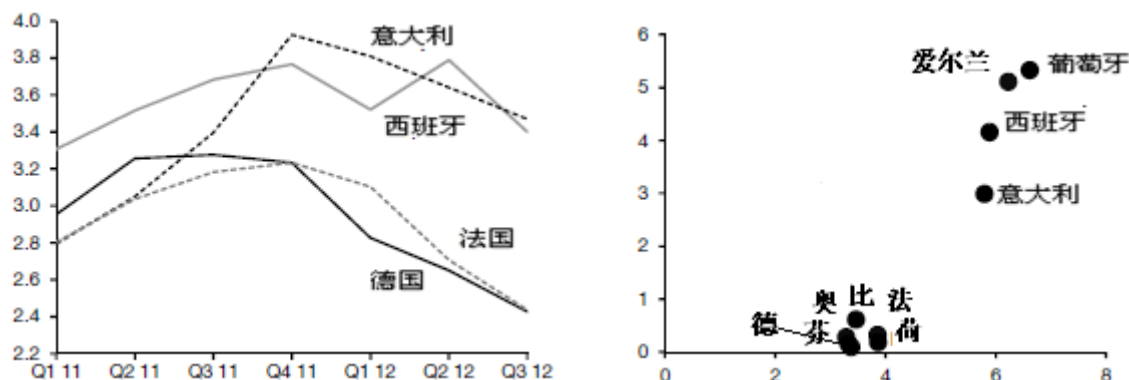
图 16: 欧元区国家三年期国债收益率



资料来源: Bloomberg

受制于本国过高的国债收益率，欧洲央行的超低利率并没有有效传导至危机国家，西班牙和意大利的新增公司贷款利率仍然处于高位。而零售贷款借贷的利率主要由其国别风险决定，而非其本身内在风险。

图 17：欧元区新公司贷款利率三年期国债收益率和零售贷款利率



资料来源：IIF

3、欧洲银行业联盟或是解决之匙。 国债溢价与本国信贷利差的紧密关联主要由以下原因造成：第一，银行通常持有大量本国国债作为资产。由于本国信用评级的下降导致国债收益率上升，银行持有的国债价格下跌导致资产减值，从而对银行的资本充足率产生负面影响。同时国债作为银行向回购市场贷款的抵押品，其价格和评级下降也导致银行获得同样的资金需要更多的抵押品，因此降低了银行的融资能力。有限的资本充足率和融资能力使得银行的信贷供给出现短缺，从而推高了该国的企业信贷利率。第二，一国的银行业出现问题，该国政府将使用本国信用进一步向市场借款以救助濒临破产的银行。由于救助银行通常所需资金数额巨大，这一行为将推高该国的借款成本。

要解决目前欧洲银行业分化的问题，可以考虑两个方面的举措：第一，危机国家国债收益率在短期内下降到危机前的水平，即解决欧盟银行的融资能力下降和资本不足问题。对此欧洲央行已经或计划采取包括 LTRO、SMP 和 OMT 在内的各项措施，以达到压低国债收益率的目的。同时拟议中的银行业联盟承诺各国政府对本国银行的注资将得到欧洲稳定机制（ESM）的支持，无须向市场借款，因此不会推高本国国债收益率。第二，打破各国国债溢价和本国信贷利率之间的联系。LTRO 和 OMT 仅是权益之计，银行业联盟才是根本的解决办法。银行业联盟拟将欧元区所有银行纳入统一监管，同时还将建立统一的存款保护机制，即使一国的存款保护基金耗尽，该机制将承担起对其储户存款保护责任。这将使得欧元区各国银行信贷利差趋于反映企业真实风险状况，从而降低信贷利率与本国国别风险的联系。