

# 全球經濟金融展望季報

2013 年第 4 季度（總第 16 期）

報告日期： 2013 年 9 月 26 日

## 要點

- 近期，全球經濟增長格局出現了 2008 年全球金融危機以來的新變化，發達國家重新成為全球經濟增長的主動力，而新興市場集體表現疲軟。
- 展望四季度，預計全球經濟有望增長 3.0%，發達國家仍將維持低利率貨幣政策，新興市場政策偏鬆。
- 三季度，金融風險指標維持在安全區域內，但新興經濟體金融市場動盪加劇，國際資本出現外流，股票市場震盪下行。美元逐步走強，部分新興國家貨幣大幅貶值。
- 亞洲新興經濟體經濟運行失衡是此次金融風暴的內在誘因，而複雜的外圍環境則是觸發風險點的導火索。金融動盪呼喚亞洲更深層次的區域金融合作。

兩類經濟體對全球經濟增長貢獻



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

鍾紅

課題組成員：溫彬

邊衛紅

王家強（倫敦）

李建军

廖淑萍

陳靜

徐奕吟

陶川

李艷

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

## 全球经济增长格局的新变化

### ——中国银行全球经济金融展望季报（2013 年第 4 季度）

2013 年二季度以来，全球经济增长格局出现了 2008 年全球金融危机以来的新变化，发达国家重新成为全球经济增长的主动力，而新兴市场集体表现疲软。受高新技术、房地产以及页岩气等方面拉动，美国经济呈现实质性复苏迹象；在安倍政府经济政策的刺激下，日本经济连续两个季度快速增长，政策性复苏特征明显。在欧元区核心国经济表现良好的背景下，欧元区摆脱衰退，呈现周期性复苏态势。相形之下，受美联储退出量化宽松政策预期的影响，新兴市场普遍遭遇外资流出，金融市场动荡加剧。

#### 一、全球经济季度回顾与展望

##### （一）全球经济增长动力的切换

经济的复苏可以区分为周期性的复苏与结构性的复苏。周期性的复苏是经济从最低谷触底反弹的惯性现象，可能并不具有可持续性，正如欧洲经济遭遇二次衰退、三次衰退的表现；而结构性的复苏则又区分为内生性复苏，以及由外部政策或外部需求拉动带来的复苏。由此来看，2013 年下半年，美欧日分别出现了内生性复苏、周期性复苏以及外部政策拉动型复苏。与此同时，新兴市场陷入经济下滑和金融动荡交织的困境。根据课题组全球经济监测指标测算，三季度全球经济环比增速折年率达到 2.9%，与二季度持平；其中发达国家贡献了 1.5 个百分点，连续两个季度略超新兴市场的贡献。这一增长格局的转变成为 2008 年金融危机以来首次出现，此前新兴市场一直保持稳定较快成长，是支撑全球经济复苏的主力。

图 1：2007-2013 年全球经济运行趋势 图 2：两类经济体对全球经济增长贡献



资料来源：中国银行国际金融研究所

展望四季度，这种全球经济增长格局的转变可能还将持续。尽管新兴市场应对市场动荡的基础比过去发生的亚洲金融危机、拉美债务危机期间更为殷实，政策也在开始发力调整，但从政策到效果的传导可能会有一到两个季度的滞后期。我们预计，四季度全球经济有望增长 **3.0%**，发达国家仍将维持低利率货币政策，新兴市场政策偏松。

表 1: 2011-2013 年世界经济增长率 (季度环比折年率, %)

地区	年/季 国家	2011	2012	2013 <sup>f</sup>	2011				2012				2013 <sup>f</sup>			
					Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3 <sup>e</sup>	Q4 <sup>f</sup>
美洲	美国	1.8	2.8	2.0	-1.3	3.2	1.4	4.9	3.7	1.2	2.8	0.1	1.1	2.5	2.1	2.6
	加拿大	2.6	1.7	2.0	2.2	-0.6	6.2	1.9	0.8	1.6	0.8	0.9	2.5	1.8	2.1	2.1
	墨西哥	3.9	3.9	2.0	3.6	4.5	5.5	2.7	2.6	6.2	1.1	3.0	0.1	-2.9	3.5	3.5
	巴西	2.7	0.9	3.0	3.3	2.0	-0.3	0.5	0.5	1.3	1.3	2.6	2.2	6.0	0.0	1.5
	委内瑞拉	4.2	5.6	1.0	15.0	-4.0	6.5	5.0	10.1	0.6	5.0	3.5	-5.0	6.5	2.5	3.0
	阿根廷	8.9	1.9	4.0	11.1	12.9	3.3	0.8	1.5	-2.7	2.9	6.0	6.3	8.0	3.0	3.0
亚太	日本	-0.6	2.0	2.0	-7.6	-3.4	10.7	1.4	5.0	-1.2	-3.5	1.1	4.1	3.8	3.5	3.5
	澳大利亚	2.4	2.7	2.5	-2.0	5.4	4.6	2.7	5.1	2.2	3.1	2.3	2.2	2.4	2.0	3.0
	中国	9.4	7.7	7.8	9.5	10.4	9.1	7.4	6.1	8.7	8.2	7.8	6.6	7.0	8.0	8.0
	印度	7.7	5.1	4.0	7.7	6.4	5.0	2.9	4.8	2.6	2.4	4.4	1.6	2.3	3.0	4.5
	韩国	3.6	2.0	3.0	5.3	3.3	3.3	1.5	3.3	1.2	0.2	1.1	3.4	4.4	3.5	4.0
	印尼	6.5	6.2	5.8	6.4	6.4	6.5	6.3	6.1	6.3	6.0	5.9	5.7	5.6	5.0	5.0
欧非	欧盟	1.7	-0.2	0.2	2.8	0.8	0.9	-1.0	-0.2	-0.8	0.2	-1.9	-0.5	1.2	1.5	1.0
	挪威	1.2	3.2	1.5	-2.1	1.9	8.0	0.4	7.0	1.8	-2.0	0.7	-0.5	3.4	3.0	3.0
	瑞士	1.9	1.0	1.5	0.9	1.9	-1.1	1.3	1.6	-0.2	2.5	1.0	2.3	2.1	1.5	2.0
	以色列	4.6	3.2	3.5	4.8	3.3	3.1	3.3	2.8	2.6	2.8	2.6	2.9	5.1	3.0	3.0
	俄罗斯	4.3	3.5	1.5	4.8	0.5	6.4	11.1	-1.4	1.6	5.0	2.1	-1.0	-1.0	2.0	3.0
	南非	3.5	2.5	2.5	4.8	1.9	1.9	3.3	2.5	3.4	1.2	2.1	0.9	3.0	3.0	3.0
全球GDP		3.0	2.6	2.5	2.1	2.7	3.8	2.6	3.0	1.7	2.1	1.5	1.9	2.9	2.9	3.0

深度萎缩 温和萎缩 基本持平 温和增长 快速增长

1. 标注 e 为估计, f 为预测。2. 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

资料来源: 中国银行国际金融研究所

## (二) 美国经济呈现实质性复苏态势

2013 年以来, 美国财政自动减支开始生效, 政府支出负增长, 同时个人税率上升。在此环境下, 一季度、二季度美国实际 GDP 分别实现了 1.1% 和 2.5% 的增长。具体而言, 由非政府部门支出形成的 GDP 增长分别为 1.92% 和 2.68%, 高于整体 GDP。其中设备和软件投资支出贡献度上升, 预示企业扩大再生产的趋势。第三季度延续了上半年增长势头, 消费者支出增长 2.1% 左右, 同时商业性支出, 包括工业产出、建筑支出、固定投资支出持续增长, 但库存投资在前两季度强劲增长之后有所下降。预计三季度美国 GDP 增速约为 2.1%。由于政府支出继续负增长, 所以非政府部门 GDP 增长率也持续高于整体 GDP, 达 2.8%

左右。

展望第四季度，美国经济增长将更多受到购物季消费者支出的支持。就负面因素而言，除了政府支出持续下降外，净出口可能由于购物季节进口增加而继续呈负值，库存投资也可能继续下降。预计四季度 GDP 增长率约为 2.6%，失业率有望稳中趋降。

值得关注的是，美国将于 10 月、11 月触及 16.7 万亿美元的国债上限，届时若不提高该上限，政府有可能出现债务违约。为此奥巴马正在促使国会无条件地提升该上限，而国会共和党人则提出了一系列政府减支条件，分歧较大。预计到 11 月底之前两党会各自做出让步，达成某些协议，将上限再提高 5000 亿美元，剩余的问题待来年再议。由于美国税收随着经济增长而改善，债务增加的压力减轻，并且财政部也会在必要时采取非常规措施拖延上限被触及的时间，因此第四季度出现债务危机的可能性不大。

### （三）欧洲经济有望延续周期性复苏，但走出困境尚须时日

在德国、法国等核心国家经济复苏的拉动之下，欧元区经济在二季度开始复苏。三季度以来的采购经理人指数等领先指标显示，欧元区继续处于复苏轨道；失业率也自 2013 年二季度开始不再攀升，稳定在 12.1% 的历史高点。英国则表现出更强劲、更为广泛的复苏态势，特别是受到服务业的拉动，失业率继续稳中有降。从结构上看，欧元区私人消费和固定投资从二季度开始出现了可喜的变化，逆转了连续 6 个季度持续下滑的趋势；净出口继续成为拉动经济复苏的主力。最近一个季度以来，国际资本开始大量地涌入欧洲。这些信息表明，欧洲经济最艰难的时期已经过去，这得益于欧洲央行不惜一切代价挽救市场的提振作用。

展望四季度，欧洲经济的复苏有望继续，欧盟 GDP 环比增长年率将达到

1.0%左右。欧洲央行将继续维持目前 0.5%的低利率水平，各国政府继续平衡减赤和促增长的关系。但是欧洲经济难言进入实质性复苏的周期，第一，欧元区经济依然非常脆弱，属于周期性的复苏。西班牙和意大利两个外围经济大国仍未走出衰退状态，近期的复苏主要得益于净出口的拉动，随时可能被外部环境的恶化所中断。第二，内生性的复苏来自内部结构性的改革，包括打破劳动力市场的僵化状态，降低社会失业率；创造有利于激励技术创新的环境，加快基础设施建设步伐；尽早建设银行业联盟，使脆弱的银行体系踏上正常发展轨道。目前，这些方面的工作有进展，但并未见到突破性的转变，欧洲经济仍将受到制约而无法步入强劲复苏的正轨。第三，经过两次大幅度、长周期的衰退，西欧各国产出能力受到极大冲击，陷入债务危机的国家将需要相当长的时期才能真正恢复到危机前水平。

#### （四）日本激进的新经济政策刺激经济重返增长

受政策刺激的影响，日本经济一路高歌猛进，第一、二季度 GDP 增速分别为 4.1%、3.8%。经济快速复苏带动就业增加，6 月份失业率降至 3.9%，四年来首次降至 4% 以下。7 月份参议院大选中，自民党大获全胜，提振了私人部门对政策刺激的信心。8 月初发布的调查显示，日本消费者信心指数上涨了 5 个点，达到 78，为 2006 年以来的最高水平。由于 2013 年 1-7 月，日本信贷总额增长仅为 0.87%，量化宽松货币政策超发货币进入实体经济领域的比例不高，企业投资回升缓慢，因此三季度经济复苏将低于前两季，预计 GDP 增速约为 3.5%，CPI 为 0.65% 左右，失业率依然维持在 3.9%。

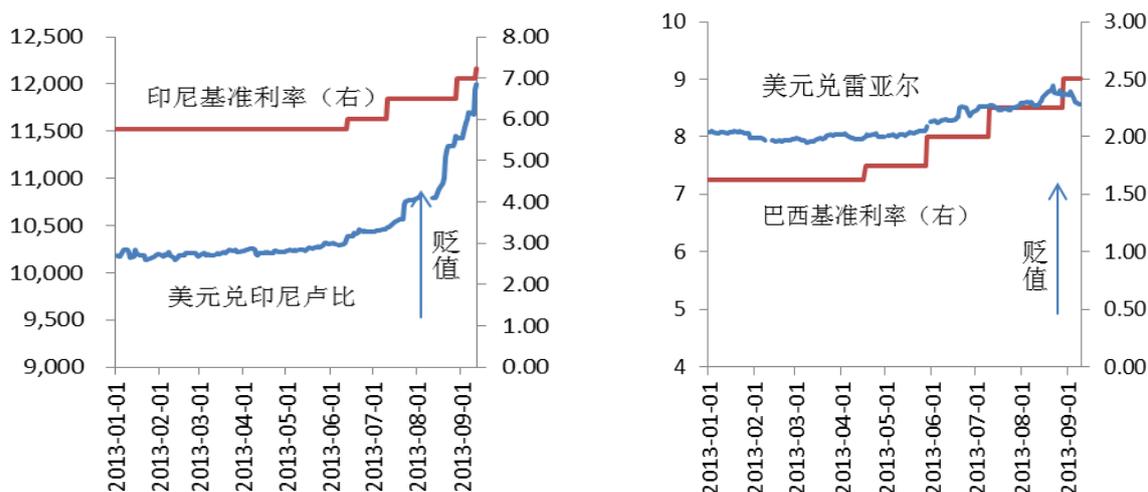
展望四季度，日本经济金融政策不会有大的改变，央行仍将继续扩大货币投放量，日元将进一步贬值，以刺激日本出口。同时，日本政府将继续实施灵活的财政政策和经济成长战略，日本经济将维持复苏态势，预计四季度日本 GDP 增速为 3.5%，失业率进一步降至 3.8%。但是日本经济复苏的背后，存在

巨大的隐患，即通货膨胀目标与政府债务危机之间的矛盾，日本经济能否由政策刺激性复苏转变为实质性复苏值得关注。

### (五) 资本外流引发新兴经济体形势动荡

2013年6月以来，游资流出新兴经济体，部分新兴经济体经常项目逆差扩大，本币出现大幅贬值。值得关注的是，新兴经济体内部经济形势出现分化：一方面，需求不振打压农产品和工业金属价格，使以大宗商品出口为主的阿根廷、巴西、智利等国家的对外贸易承压；另一方面，长期依赖国际资本的国家，例如，乌克兰、南非、印度和印尼等流动性趋紧，实体经济发展所需的资金支持受到影响。预计三季度新兴经济体GDP增速为5.1%，全年经济增长4.7%。

图3：印尼和巴西的汇率与政策利率变化



资料来源：印尼央行，巴西央行，中国银行国际金融研究所

金融动荡迫使部分新兴国家调整货币政策。印度尼西亚通货膨胀率攀升到8.79%，货币大幅贬值，为此政府6月份以来连续四次提升政策利率至7.25%；巴西央行在5月、7月和8月也三次出手提升基准利率150个基点；印尼央行8月29日和9月12日连续两次上调基准利率，将利率提高至7.25%，达到四

年来的最高水平，但这些国家长期以来积累的经济顽疾非短期货币政策调整能够解决的。

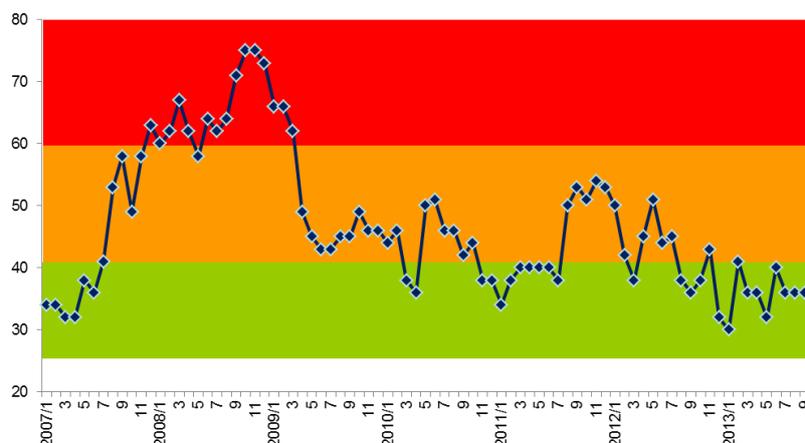
## 二、全球金融市场回顾与展望

2013年三季度，美联储退出QE预期成为主导全球金融市场走势的最重要因素。发达国家金融市场出现上扬，美元指数达到三年来的高点；而新兴市场则遭遇大幅资本外流、汇率严重贬值等多重冲击。展望四季度，由于投资者预期不断调整，未来金融市场的波动仍将持续。

### （一）美国金融市场持续改善，金融风险指标处于安全区域

2013年第三季度，美国金融危机风险指标ROFCI月平均值依然维持在36，处于安全区域。具体而言，股票市场波动性相对稳定，但银行股指波动较大；信贷市场处于不稳定区域且波动较大；利差持续上升，银行盈利压力加大；宏观经济指标仍不稳定。美国金融市场主要风险仍是信用风险，该风险有改善趋势但尚不稳定；其次是市场风险；流动性风险相对较低。预计四季度随着美国经济持续增长，金融市场继续改善，ROFCI将维持在30-40的安全区域内小幅波动。

图 4：金融危机风险指标（ROFCI）变化趋势



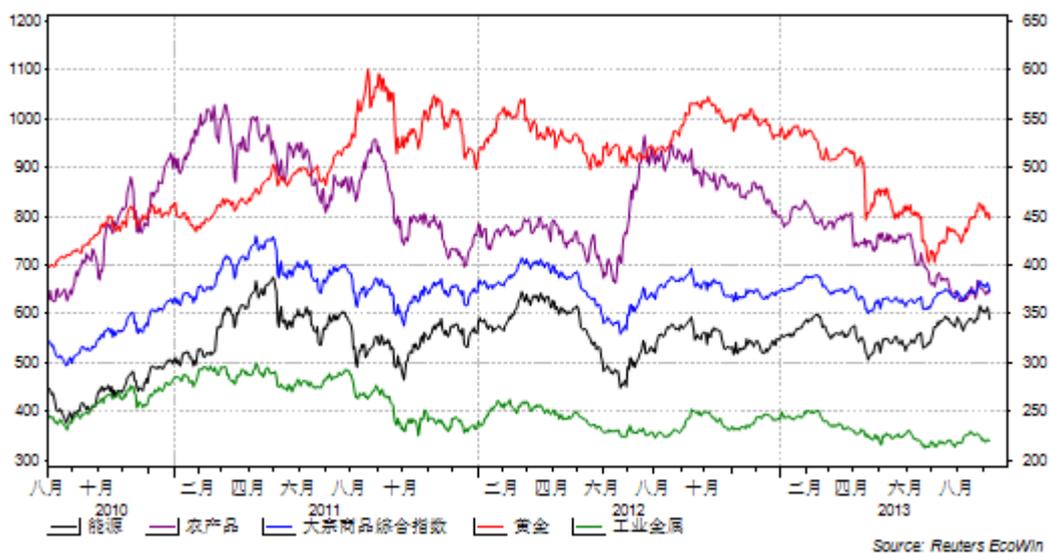
资料来源：中国银行国际金融研究所

## （二）大宗商品价格再度分化，工业金属有望筑底

三季度，大宗商品价格筑底后小幅反弹，上涨动力和下跌阻力并存，其中支撑因素包括美国经济向好、中国经济企稳回升；打压因素包括美元升值与新兴市场货币贬值、危机风险增加等。其中，能源和黄金价格近期重拾升势，主要受叙利亚局势带动的短期避险需求影响。农产品价格持续走低，工业金属低位震荡，显示实体经济的需求复苏态势尚待确立。

展望四季度，随着一些军事、政治事件的进一步缓和，天然气对原油的替代作用加强，预计原油价格有望小幅回落。在美元升值预期作用下，黄金价格也不具备进一步上涨动力。但随着欧美与中国经济向好，工业金属价格有望在四季度筑底并小幅反弹。

图 5：大宗商品 GSCI 价格指数



资料来源：路透 Ecwin

### （三）央行成为资本市场主角，资金推动型市场调整风险加大

三季度，全球股票和债券市场变化的主要驱动力来自于国际资本。全球股票市场受美联储退出 QE 的影响，曾经一度出现明显下行走势，但之后出现分化。MSCI 指数显示美欧发达国家股市目前已回到美联储 2013 年 5 月 22 日发表声明之前的水平，新兴市场和日本的下跌幅度仍然超过 5%。债券市场方面，由于美联储退出 QE 意味着美国国债需求将下降，届时国债价格将下跌。市场对此预期也有所反应，主要表现为抛售美国国债，其价格出现下跌走势，美国中长期国债收益率明显上升。德国和英国等主要发达国家维持利率不变，长期国债收益率与美国国债走势基本一致，呈上升趋势。新兴市场国家如印度和巴西的国债收益率则维持稳定，略微有所上升。

展望四季度，由于发达国家经济回暖迹象明显，西方发达国家国债作为安全港的意义有所减弱，其股票市场的风险随着经济的复苏将开始降低。避险资金将继续从发达国家国债市场流出，进一步推高发达国家国债收益率和股票指

数。美国国债收益率作为全球利率的基准，其明显上升的趋势将对新兴市场的利率水平形成压力，新兴市场股票和债券市场出现波动的风险不容忽视。

图 6： MSCI 资本市场指数走势

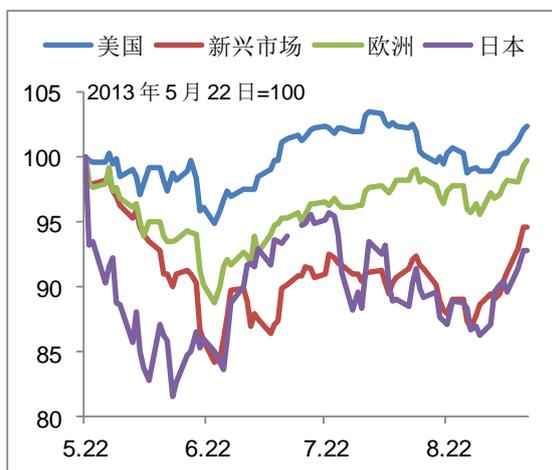
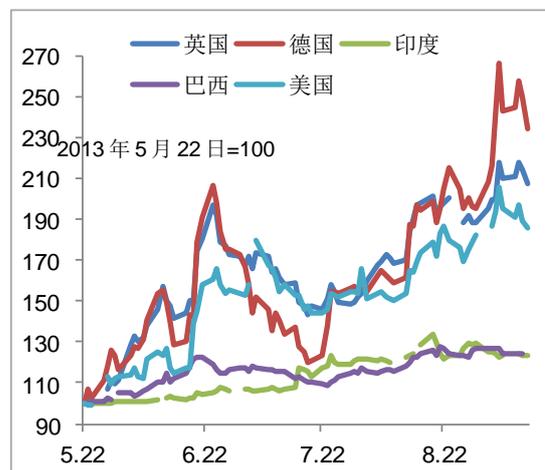


图 7： 主要国家 5 年期国债收益率变化

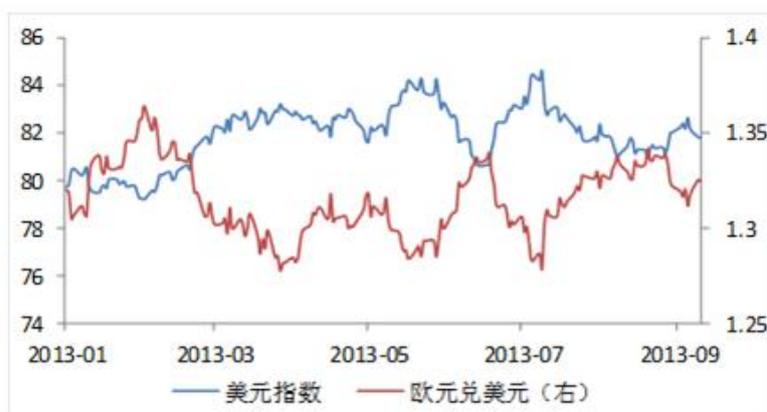


资料来源：Bloomberg

#### (四) 美元高位大幅震荡，新兴经济体货币普遍贬值

三季度以来，美元指数呈现高位震荡态势。7月9日曾飙升至84.6，达到三年来的最高点；8月20日又一路下跌至80.9，下跌幅度达4.4%。美元指数波动的最主要原因是市场对于QE退出预期的不确定性。此外，美元指数是美元兑一揽子货币的价格，而欧元在其中的权重达到了57.6%，考虑到欧元兑美元汇率在7、8月间止跌回升，因此同期欧元兑美元汇率对美元指数的走势有显著影响。进入9月，美元指数在81-82的高位小幅震荡，预计在未来一段时间，美元会重回小幅升值的趋势，欧元兑美元汇率则将小幅回落。

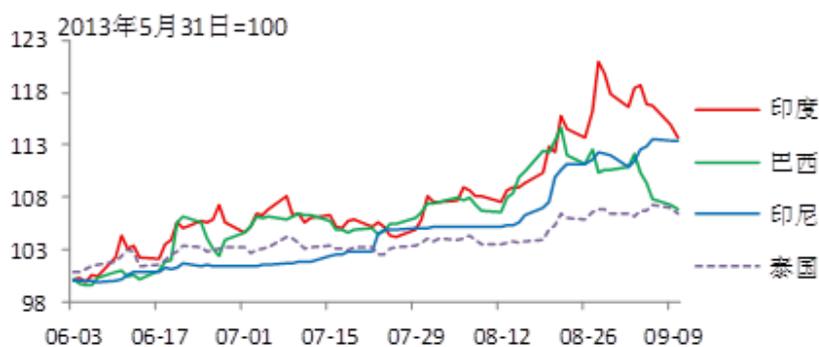
图 8：美元指数与欧元兑美元汇率走势



资料来源：Wind

5月下旬以来，国际投资者对持有的新兴市场投资头寸进行了大幅度调整。主要新兴市场国家货币（除中国以外）均出现了一定幅度的贬值，其中印度、印尼、巴西和泰国货币汇率的跌幅最为严重，在四个月内的贬值幅度分别达到了 24.9%、13.2%、12.8% 和 9.9%。8 月是新兴经济国家汇率贬值的高峰期，新兴市场国家的货币当局采取了控制资本流出的措施，例如，8 月 23 日巴西宣布实施 600 亿美元干预方案以阻止雷亚尔下跌。我们预计，未来一段时间内随着美联储退出 QE，新兴市场国家货币的汇率仍将承受较大的贬值压力。

图 9：三季度以来新兴市场货币贬值情况



资料来源：Wind

### （五）短期资本流动波动加剧，新兴市场延续资本外流趋势

三季度，全球短期资本流动波动加剧，国际投资者加速从新兴市场撤出资金，其中印度、印尼、泰国、巴西等亚洲和拉美经济体表现最为明显。印度是此次资金外流的重灾区。根据印度证券交易委员会和印度储备银行的统计，2013年7-8月，外国机构投资者累计从印度股市和债市撤回资金114亿美元，印度外汇储备减少142亿美元（距一季度高峰时下降209亿美元）。

图 10：印度外国机构投资净额和外汇储备变化（单位：亿美元）



资料来源：Wind

为了应对金融动荡，新兴经济体货币当局采取了多种手段：一是进行外汇市场干预，稳定汇率；二是取消前期抑制资本流入的措施，转为控制资本流出；三是开始利用加息等价格杠杆试图增强本国资产对国际资本的吸引力。巴西于6月初取消了针对外汇衍生品的金融交易税。印度央行8月20日宣布购买长期公债，向银行系统注入800亿卢比（约13亿美元）。9月4日印度宣布，各银行可将海外印度人外汇存款与央行兑换成卢比，以减少银行对冲外汇存款的成本，鼓励资本流入。印尼财政部则开始降低投资准入门槛，修改投资负面清单，简化投资程序，加大吸引外资力度。经过各国的积极应对，9月初新兴市场资

本流出状况已得到一定程度的缓解。

展望四季度，全球资本回流美国速度可能放缓，但由于投资者将根据美联储政策不断调整策略，未来金融市场的波动仍将持续，部分新兴经济体短期资本大进大出的可能性仍然存在，值得高度警惕。

### 三、当前国际经济金融热点问题——亚洲金融风暴来袭

曾被视为近十年全球经济增长奇迹的新兴经济体阵营，如今正遭遇新一波金融市场震荡。印尼、印度等部分亚洲新兴经济体出现大规模资本外流、货币大幅贬值、股票市场震荡等金融风险。亚洲新兴经济体经济运行失衡是此次金融风暴的内在诱因，而复杂的外围环境则是触发风险点的导火索。亚洲新兴经济体金融动荡呼唤亚洲更深层次的金融合作，有必要构建金融风险预警机制，完善区域内的危机救助模式。

#### （一）新一轮亚洲金融风暴的诱因何在？

全球金融危机以来，发达经济体纷纷采取量化宽松政策，新兴市场国家一度成为国际资本的聚集地。根据国际金融协会（IIF）的估计，2009-2012年，新兴市场国家私人部门资本净流入量高达4.2万亿美元。然而，自2013年第二季度以来，国际资本大规模流出新兴市场。根据新兴市场基金研究公司（EPFR）的最新统计，从2013年5月22日以来，新兴市场经济体的资本市场已连续12周出现资金外流，累计流出额达461亿美元。

国际资本外逃使亚太地区股市应声而下。2013年5月下旬至8月，MSCI亚洲新兴市场指数一度由683点下跌至598点，下跌幅度约为12%。截至8月29日，泰国、印尼和印度股市分别下跌22%、21%和9%。

部分亚洲新兴市场货币出现大幅贬值。2013年5月以来，印度卢比、印尼盾、泰国泰铢和马来西亚元兑美元汇率出现大幅贬值。同时，美元相对一篮子亚洲货币指数则上涨至近14个月高点。

推动此次市场波动的外部原因是美国量化宽松货币政策的退出预期和国际资本避险情绪的改变，内部原因则是这些亚洲新兴市场国家经济长期失衡引发的金融脆弱性。

**经济结构问题。**新兴经济体十年的飞速增长带来了全球性的经济繁荣，并在金融危机期间，拉动全球经济走出衰退的泥潭，但在此之后新兴巨头们的经济增速大幅放缓。亚洲新兴市场国家经济增速也一路回落，2010年至2012年GDP增长率分别为9.0%、7.2%和6.1%。近期，亚洲开发银行将亚洲新兴市场国家今明两年的GDP增长率下调至6.3%和6.4%。其中，印度和印尼经济下滑较为严重，2013年第二季度GDP增速仅分别为4.8%和5.8%，均创下了2008年全球金融危机以来的新低。

全球金融危机五年来，新兴市场经济体从强势崛起到后继乏力，凸显出经济赶超路径上遭遇的瓶颈。出口拉动和投资驱动型增长模式已经发展到了难以为继的地步。同时，新兴市场在劳动力、资本和资源三方面综合运用的低效率也使其难以在全球范围内获得竞争优势。当前全球经济形势的变化，日益对新兴市场国家的经济转型形成“倒逼”之势。

**“双赤字”问题。**近年来，亚洲部分新兴市场经济结构的失衡导致日趋严重的“双赤字”风险，出现贸易赤字和财政赤字并存的情况。印度、越南等国家“双赤字”问题比较严重，统计数据显示，印度过去三年经常账户赤字占GDP的比重分别为2.8%、2.7%和3.6%，财政赤字占GDP的比重分别为9.4%、8.1%和7.0%。2013年以来的双赤字情况仍然十分严峻。

随着美国退出宽松政策，全球廉价资金充裕的时代即将过去，对于那些存在持续贸易逆差和经常项目收支逆差的新兴经济体来说，脆弱的贸易收支和经常项目收支将给市场参与者带来看空本币汇率的理由，从而抽逃资本，形成恶性循环，加剧了金融动荡。

**错配问题。**亚洲新兴经济体高度依赖于美元的流动性，对国际资本，尤其是短期资本的流动性高度敏感，这主要表现为两个方面的错配：

一方面是货币错配。亚洲经济多是出口导向型经济，且贸易关联度大，但是贸易以美元计价和结算。一旦美元流动性收紧，将对区域内贸易带来较大影响。

另一方面是期限错配。亚洲经济发展中吸引了大量外资，但长期资本不能满足需要，因此短借长贷，期限错配严重。短期外债占比高的国家往往因国际流动性不足导致清偿力不足。当债权人得知该国缺乏足够的清偿能力时，就有可能引发抛售。外债期限错配使新兴经济体更易受到外部冲击，引发金融动荡。

**救助问题。**一国的央行储备是用来对抗市场动荡的安全缓冲，总体而言，亚太新兴经济体持有的外储规模远远超过前几次新兴市场危机期间的水平，但2013年6月份以来下滑速度较快。其中印尼和马来西亚6月末的外汇储备较4月底分别下降了8.6%和3.8%。

为了维护地区金融稳定，降低单个国家的金融风险，巩固和强化区域金融危机的防范机制显得非常迫切。一旦亚洲金融危机爆发，亚洲国家更需要自身的应急和救助机制。但是亚洲区域外汇储备库的危机自救机制仍有待完善。首先，外汇储备库尚未建立一套合理高效的管理机制；其次，危机预警、监测能力较弱；再者，亚洲区域外汇储备库的贷款条件依然与IMF联系在一起，很高比例的资金与IMF的贷款条件挂钩，可以自由获得的资金有限，这极大地限制

了危机国家获得资金援助的数量。

## （二）亚洲国家外围环境复杂化

当前，亚洲新兴经济体不仅国内积弊已久，外围环境也日益复杂，使得国内外金融风险相互叠加。其外部风险主要表现在：

一是日本推行“安倍经济学”后套利交易活跃。安倍上台后，于 2013 年 1 月宣布开启新一轮的超常规量化宽松货币政策。“安倍经济学”在亚洲产生了严重的外溢效应，其中最重要的表现就是日元套利交易更加频繁，加剧新兴市场热钱的大进大出。

一般来说，货币套利交易的具体操作方式为，投资者从金融机构借入低利率货币，并在外汇市场中将这些货币卖出，同时买入高利率货币，投资到以这些货币计价的高收益金融产品，如股票或债券市场中，从中赚取利差。在过去的十几年中，日本央行一直实行“零利率”政策。2008 年全球金融危机以前，由于日元与美元、欧元、英镑等货币间存在较大利差，投资者纷纷借入日元，并在外汇市场购买美元、欧元等高息货币用于投资股票、房地产等市场，或者直接购买以这些高息币种计价的高收益资产获利。而随着金融危机爆发，欧美陆续出台了量化宽松政策，利率水平不断下降。投资者也改变了套利交易的方式，减少与美元、欧元等主要国际货币之间的操作，转而选择与日元利差较大的新兴市场货币，其中也包括亚洲新兴经济体的货币。“安倍经济学”推出以来，日元套利交易更加活跃、规模更大，对亚洲新兴市场的汇率市场、股票市场等形成了较大的冲击。

二是美联储退出 QE 预期引发资产重新配置。自 2013 年 2 月份美联储议息会议抛出退出 QE 议题以来，每次有关 QE 退出的消息都会引起市场波动，QE 退出预期也不断增强。受此影响，国际资本开始从新兴市场回流美国，导

致这些地区金融市场大幅波动。

目前，随着美国经济复苏，美联储退出 QE 将逐渐明朗化，美国国债利率开始上扬。由于美国国债市场是世界上最大和最活跃的债券市场，各类投资者包括共同基金、银行机构、保险公司、养老基金、外国政府以及个人投资者等都配置美国国债，巨额的成交量和良好的流动性使其在全球金融市场中占据重要地位。而美国国债一般被视作无风险证券，其收益率为无风险利率，是金融市场上众多金融产品定价的基础，反映了市场参与者对经济未来走向的预期。所以，作为全球经济和金融市场的风向标，美国国债收益率的变动对全球市场的影响尤为重要。9月12日，美国10年期国债收益率升至2.9%，30年期住房抵押贷款固定利率升至4.57%。此外，由于美国国债收益率和欧元区、英国的债券收益率存在高度相关性，美国国债利率的上升引发全球国债利率水平不同程度的上升，欧元区和英国10年期国债收益率分别升至2.2%和3.0%。

这表明，危机以来的宽松货币周期趋于结束，国际融资成本将随之上升，全球资产重新配置和定价即将开始，这将对亚洲新兴市场产生较大影响。过去几年，亚洲保持了较高的资本净流入，其主要原因是发达经济体非常规的宽松货币政策带来流动性充裕，以及亚洲新兴经济体较强劲的经济增长和较高的资产回报率。目前来看，这两种效应正在开始发生改变——发达经济体利率水平已经上升；新兴市场经济增速普遍放缓，投资吸引力有所下降。在此情况下，亚洲资本流动出现波动成为理所当然的结果，那些依赖外部融资、外汇储备不足、杠杆率偏高的国家可能面临更大的困难。

### （三）亚洲型金融危机的历史逻辑

新兴经济体金融动荡引发市场的担忧，市场普遍关注是否会重现1997年亚洲金融危机。就此轮新兴经济体在金融动荡中所面临的问题而言，确实与

1997 年亚洲金融危机爆发时有一些相似之处。

**导火索。**与 1997 年亚洲金融危机时类似，近期新兴经济体金融动荡的导火索，也是国际资本顺周期性的大幅流出。亚洲金融危机爆发之前，美国步入新经济景气周期和美元开始温和持续升值，国际资本从 1996 年开始出现了从亚洲向美国加速回流的趋势。至 1997 年，泰国、印尼、菲律宾和马来西亚资本回流 1050 亿美元，相当于四国 GDP 的 10%，这引发了金融危机的爆发并不断蔓延。而当前，随着美国经济温和复苏，量化宽松货币政策退出步伐加快，新兴经济体也正面临着新一轮资金大幅外流的压力，部分国家的金融脆弱性再次暴露。

**赤字状况。**从新兴市场经济国家的宏观经济运行的脆弱性来看，也可以找到与亚洲金融危机发生时的某些相似之处。与亚洲金融危机发生之前一些国家面临的情景类似，最近几年，印度、印尼、巴西和南非等新兴经济体的对外收支经常账户不断恶化，不得不依靠短期外资来支撑经常账户赤字。与之同时，一些新兴经济体财政赤字不断扩大、通货膨胀高企和企业债务攀升。在这种情况下，当外资开始逆转，这些新兴市场国家爆发国际收支危机和债务危机的双重风险也随之加大。

尽管此次新兴市场的金融动荡与 15 年前爆发的亚洲金融危机存在相似之处，但考虑到当前新兴市场国家经济的基本面、汇率制度安排和区域合作状况，我们认为新兴市场经济体在当前重演亚洲金融危机的可能性并不大，原因在于：

首先，与亚洲金融危机爆发时相比，新兴市经济体的金融脆弱性大幅降低。根据 IMF 的统计，上世纪 90 年代，整个新兴市场经济体的外债占 GDP 的比例曾一度高达 40% 左右，而在当前，这一比重仅为 24%。另外，随着近年来多数新兴市场国家国际收支的持续改善，外汇储备快速增长，除了印尼、印度和韩

国之外，泰国、菲律宾、马来西亚、巴西等地区的外汇储备均较为充裕，远远高于其现有的外债规模。

其次，亚洲金融危机爆发的一个重要原因是当时大多数亚洲国家采取的是盯住美元的汇率制度，在国际资本流动的冲击下，原有的汇率制度大大削弱了货币政策的独立性，加剧外部冲击向实体经济的传导。如今，大多数新兴市场国家的汇率政策已经转为更具灵活性的浮动汇率政策，可以有效消除国际资本在外汇市场的套利空间，并增强经济抵御外部冲击的弹性。

最后，1997年亚洲金融危机之后，新兴市场国家一直致力于区域内的金融协调机制建设。十多年来，《清迈倡议》由双边化向多边化的拓展，到亚洲区域外汇储备库的建立，再到尚在筹建之中的金砖国家外汇储备库，新兴市场国家区域金融合作的步伐稳步推进。另外，美国正在主导推动的跨太平洋伙伴关系协议（TPP），也需要新兴经济体的稳定性。这些都与亚洲金融危机爆发时的状况有着显著的不同。

对于中国而言，此次新兴经济体动荡与亚洲金融危机相比一个最大的不同，在于经济发展所面临的外部金融风险远远小于国内金融风险。当前，中国政府所积累的外汇储备是亚洲金融危机爆发时的 25 倍，而短期外债占外储的比重仅为 16%，远远低于亚洲金融危机前 50% 的比重。预计外部金融动荡对经济的冲击将十分有限。但要注意到，中国经济的杠杆率在近年来快速上升，目前包括政府、企业和居民在内的非金融部门的债务总规模快速膨胀，潜在的债务风险加大了金融体系内部的脆弱性，如不能有效化解，将大大降低中国经济在外部冲击下的免疫力。亚洲金融危机的教训表明，在危机爆发时，最先受冲击、最易受冲击、受冲击最大的一定是杠杆率较高的经济体。

因此，对于我国而言，一方面，应把握此轮新兴经济体金融动荡中蕴含的

契机，通过强化区域金融合作和加快人民币资本项目可兑换等途径，不断扩大我国在全球金融体系中的话语权；另一方面，应深入排查国内金融体系各类风险隐患，有效降低经济的杠杆率，在稳步推进金融改革的过程中维护国内金融市场的稳定。

#### （四）深化区域金融合作，共同应对危机

面对潜在的风险，新兴经济体尤其是亚洲新兴经济体需要增进区域金融合作，加强风险预警体系建设，保障区域金融稳定，共同维护区域利益。主要做好以下几方面的工作：

一是进一步发挥清迈机制的多边救助功能。1997年金融危机后，亚洲各国积极推进金融合作。在这一背景下，2000年5月于泰国清迈召开的亚洲开发银行年会上，东盟十国和中、日、韩三国（10+3）财长就东亚地区财政金融合作达成共识，《清迈倡议》就此成型。2007年5月，在日本京都举行的10+3财长会议上，各方一致同意通过建立自我管理的外汇储备库来实现清迈倡议多边化，各成员国中央银行或财政部分别划出一定数量的外汇储备建立区域储备基金，这意味着亚洲区域外汇储备库正式成立。2012年5月，第十五届东盟与中、日、韩财长和央行行长会议决定把亚洲区域外汇储备基金规模扩大一倍到2400亿美元，并把“不挂钩比例”从20%提高到30%，2014年将根据情况进一步提高至40%（所谓“不挂钩比例”，是指10+3成员遇到困难申请使用基金时，不附加任何条件所能直接获得的最高比例）。由于亚洲区域外汇储备库建立的主要目的之一就是解决区域内短期资金流动困难，即在成员国出现短期流动性困难或国际收支困难时，可向储备库申请援助。鉴于目前储备库的规模较大，并且使用机制灵活，因此应充分发挥清迈机制的作用，使其成为区域应对资本外流及金融市场动荡的稳定器。

二是推动双边本币互换协议的实际运用，鼓励跨境贸易和投资中使用本币进行结算。深入推进双边本币结算，鼓励和支持人民币和东盟国家货币在区域贸易投资中使用，减少目前在部分国家存在的货币错配问题，降低对美元流动性的依赖。对中国来说，则需要进一步推动这些双边互换协议的实际使用，以确保为双边贸易和投资提供较为充足的流动性支持，从而起到防范外部风险的作用。

三是推动亚洲债券市场的建设，特别是本币化计价的进程。亚洲各国应逐步探索区内货币计价发行债券的途径，以亚洲地区国别货币如人民币、日元计价发行债券，或是以亚洲地区的国别货币组成货币篮子计价发行债券，逐步消除对美元的依赖。在这一过程中，应充分发挥国际金融中心在亚洲债券市场中的作用。香港、上海、新加坡、东京等国际金融中心具备完备的监管体系，发达的交易、支付、结算与清算系统，成熟的债券市场做市商制度以及托管机制等良好的金融基础设施，应利用这些优势推进亚洲债券的建设，吸引更多的国际投资者参与，提高亚洲债券市场的国际认可度。