

全球經濟金融展望季報

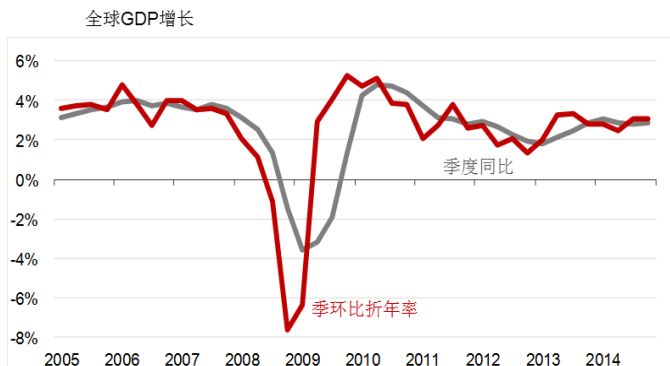
2014 年第 2 季度（總第 18 期）

報告日期： 2014 年 3 月 27 日

要點

- 一季度，全球經濟去槓桿化的風險依然存在，全球 GDP 環比增長 2.8%，較上一季度持平。
- 展望二季度，受到新興市場金融動蕩的影響，預計全球 GDP 環比增長率略下降至 2.5%。
- 由於新興市場資本外流、匯率貶值與地緣政治危機相互交織，全球金融市場風險有所上升。
- 部分疲弱的数据令人懷疑美國經濟是否已經患上了 QE 依賴症。全球廉價資金大潮退去，暴露出新興經濟體的脆弱性，新的風險點值得進一步關注，但是引發全球金融風暴的可能性不大。

2005-2014 年全球經濟運行趨勢



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

課題組成員： 曹遠征
宗 良
鐘 紅
溫 彬
邊衛紅
王家強（倫敦）
李建军
廖淑萍
陳 靜
徐奕吟
陶 川
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“去杠杆化”博弈的风险依然存在

——中国银行全球经济金融展望季报（2014年第2季度）

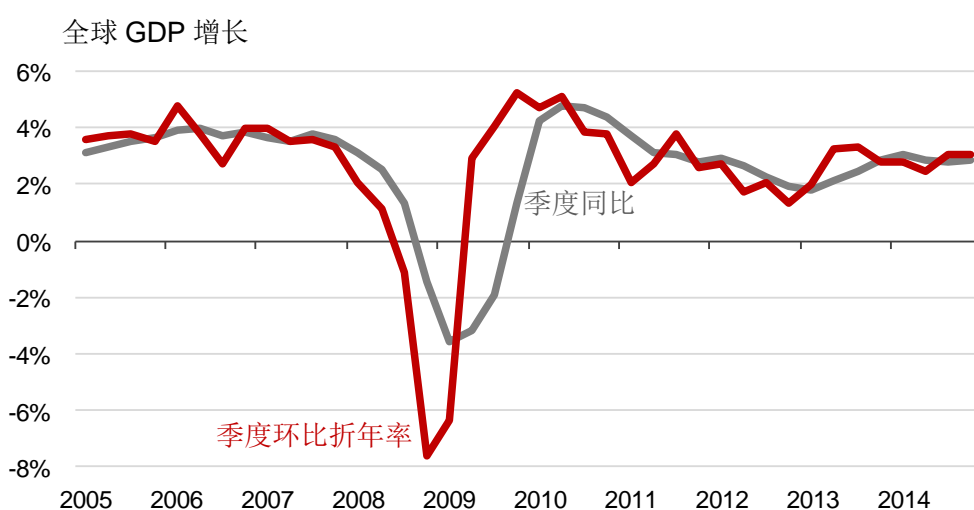
2014年一季度，以美联储退出量化宽松货币政策为诱因，新兴市场再度动荡，一度成为全球金融界关注的焦点。展望二季度，尽管我们认为最近新兴市场的动荡是暂时性的，但地缘政治风险、各大经济板块之间“去杠杆化”与“再杠杆化”博弈风险依然在威胁全球经济与金融稳定性。

一、全球经济季度回顾与展望

（一）“去杠杆化”仍是阻碍全球经济复苏的风险

2014年以来，发达国家继续表现出稳定复苏的态势。根据我们的全球经济运行监测指标，2014年一季度全球GDP环比增长2.8%，与上季度持平；由于基数原因，同比增长3.0%，较上季度的2.8%略有加快。

图 1：2005-2014 年全球经济运行趋势



资料来源：中国银行国际金融研究所

我们认为，新兴市场的灵活性和风险防御能力已显著高于历史水平，特别是经济增长率仍相对较高，财政负担水平总体可控，可通过外汇储备进行干预和实施内部政策的调整。与此同时，发达国家实体经济持续向好，将对全球经济带来正向拉动作用，抵消新兴市场动荡的负面冲击。由于受到一季度新兴市场金融动荡的滞后影响，预计二季度全球 GDP 环比增长率下降至 2.5%，同比增速降至 2.8%；我们对 2014 年全年 GDP 增速略下调至 2.9%。全球物价水平仍将保持稳定，其中新兴市场存在通胀压力，欧洲国家则有一定的通缩风险。

但全球经济下行风险依然不容忽视，当前最受关注的就是各大经济板块之间“再杠杆化”和“去杠杆化”之间的博弈，进而引发国际资本流动异常变化和国际金融市场动荡加剧，导致相对脆弱的经济体，特别是一些“双赤字”、信贷泡沫和政局不稳的新兴经济体受到巨大冲击。

具体来看，就美国而言，由于其政府、企业和居民部门自金融危机以来的“去杠杆化”力度较大、速度较快，目前已开始启动“再杠杆化”前夜的整顿，这对促进其经济新一轮复苏有一定推动作用。对欧洲而言，目前银行、政府的杠杆率水平依然较高，“去杠杆化”压力仍然很大，为了维护其脆弱的复苏力度，需要进一步推进结构性改革，提高潜在经济增长率。在新兴市场，由于此前受发达国家集体量化宽松政策的推动，资金成本下行、资本流入过多，导致企业和居民部门的杠杆率快速升高，接近一个不可持续的高位，需要开启“去杠杆化”进程，但其力度不宜过大、速度不宜过快，并需要与美联储、欧洲央行等主要发达经济体央行保持必要的良好沟通，管理好内部不稳定因素，避免国际资本流出过快对实体经济带来意外的冲击。

在此背景下，各国应进一步强调国际协调与合作，具有系统性影响力的国家应充分考虑到自身政策对他国带来的溢出效应。同时，各国应进一步加强非经济层面的合作力度，避免地缘政治冲突和利益角逐对全球经济带来的不必要

冲击。在此假定之上，我们预计美联储将会在量化宽松政策的退出上保持谨慎和稳步推进的态度，欧洲央行与日本央行可能进一步推出新的量化宽松政策，而新兴经济体需要综合采用利率政策、汇率干预、资本项目管制和结构性改革等措施，维护金融体系的稳定，促进外部失衡的调整。

表 1： 2012-2014 年世界经济增长率（季度环比折年率，%）

地区	年/季 国家	2012	2013	2014 ^f	2012				2013				2014 ^f			
					Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1 ^e	Q2 ^f	Q3 ^f	Q4 ^f
美洲	美国	2.8	1.9	2.5	3.7	1.2	2.8	0.1	1.1	2.5	4.1	2.4	1.9	2.8	3.0	3.0
	加拿大	1.7	2.0	2.5	0.8	1.6	0.8	0.9	2.9	2.2	2.7	2.9	2.0	2.2	2.4	2.6
	墨西哥	3.9	1.1	3.0	2.6	6.6	0.2	3.7	0.8	-2.7	3.9	0.7	3.5	3.5	3.5	3.5
	巴西	1.0	2.3	2.0	0.6	1.0	2.2	3.6	0.0	7.5	-2.1	2.8	0.5	3.0	3.0	3.0
	委内瑞拉	5.6	1.5	0.0	10.1	0.6	5.0	3.5	-5.0	6.5	2.5	0.0	0.0	0.0	1.0	1.0
	阿根廷	1.9	5.0	0.5	1.5	-2.7	2.9	6.0	8.5	9.0	-0.7	0.5	-0.5	0.0	0.0	0.5
亚太	日本	1.4	1.6	1.0	3.7	-1.7	-3.1	-0.2	4.8	3.9	1.1	1.0	4.1	-3.9	1.5	1.0
	澳大利亚	3.6	2.4	2.6	4.9	2.1	2.8	1.6	2.0	3.3	2.6	3.2	2.0	3.0	3.0	3.0
	中国	7.8	7.7	7.5	5.7	8.7	8.2	7.8	6.1	7.4	9.1	7.4	7.0	8.0	7.5	7.5
	印度	4.9	4.4	5.0	5.1	5.6	2.8	6.0	4.1	2.6	7.2	3.9	4.5	5.0	5.0	5.5
	韩国	2.0	2.8	3.5	3.3	1.2	0.2	1.1	3.4	4.5	4.3	3.7	3.5	3.5	3.5	3.5
	印尼	6.3	5.8	5.0	6.3	6.3	6.0	5.8	5.8	5.5	5.6	5.6	5.0	5.0	5.0	5.0
欧非	欧盟	-0.4	0.1	1.5	-0.2	-0.9	0.0	-1.7	-0.2	1.6	1.2	1.7	1.5	1.5	1.5	1.5
	挪威	2.9	0.6	2.0	7.2	2.8	-4.7	2.4	-1.6	4.4	3.1	-0.7	2.0	2.2	2.3	2.5
	瑞士	1.0	2.0	1.5	1.7	-0.3	2.9	1.6	2.4	2.3	2.1	0.6	1.5	1.5	1.5	1.5
	以色列	3.3	3.5	3.5	2.8	2.8	4.3	3.9	2.2	4.6	2.1	2.3	3.5	3.5	3.5	3.5
	俄罗斯	3.4	1.3	1.5	-0.5	2.9	3.8	0.8	0.7	-0.3	1.0	1.5	0.5	2.0	2.5	2.8
	南非	2.5	1.9	3.0	2.4	2.6	1.3	2.3	0.8	3.2	0.7	3.8	3.0	3.0	3.5	3.5
全球GDP		2.5	2.3	2.9	2.7	1.7	2.1	1.3	2.0	3.2	3.3	2.8	2.8	2.5	3.1	3.1

■ 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）美国经济在遭受暂时性冲击后将会加速增长

2013 年美国经济增长内在动力增强，全年虽然经历了财政支出下降等负面因素干扰，实际 GDP 增长率仍达 1.9%。2014 年，随着财政状况改善，货币政策走势明朗，经济政策不确定性的影响下降，美国经济已具备稳定和加速增

长的条件。但一季度出现了新的负面因素，寒冷多雪的气候直接影响了消费、建筑等经济活动以及就业增长；库存投资则由于前几个季度的高速增长而有所减缓；个人收入增长缓慢影响了消费支出；房贷利率上升影响了住房销售。制造业、企业固定投资等领域则表现较好。整体看，一季度除东北部外美国各地区均实现了温和适度的增长，实际 GDP 增幅预计在 1.9% 左右，低于上季度的 2.4%，失业率则有望从上季度的 7% 下降到 6.6% 左右。

一季度，美联储决定维持联邦基金利率目标在 0-0.25% 区间，同时继续缩减国债和 MBS 购买量。耶伦于 2 月接替伯南克出任美联储主席后会继续实施宽松货币政策。美国国会通过了关于总统在 2015 年 3 月 15 日前可无条件提高联邦政府债务上限的法案，并由奥巴马签署生效，这表明未来一年内美国政府债务违约的可能性几乎为零，大大加强了政府政策的确定性和市场信心。

展望二季度，预计气候等负面影响会减退，实际 GDP 增幅预计为 2.8% 左右，失业率可能进一步下降到 6.5% 左右，CPI 可能维持在同比增长 1.9% 的水平不变。美联储在 4 月和 6 月的 FOMC 会议上可能继续维持联邦基金利率目标 0-0.25% 不变，同时继续按每次会议缩减 100 亿美元的国债和 MBS 的购买量。

（三）欧洲经济持续温和复苏，仍需关注下行风险

2014 年一季度，欧洲经济仍然处于复苏轨道。得益于服务业和工业生产的良好表现，英国经济继续保持 3.0% 左右的快速增长。欧元区经济则继续温和复苏，GDP 增速预计达到 1% 左右，增长主要来源于出口增加、投资不断改善以及德国和法国两大经济体增长提速的拉动。令人欣喜的是，欧元区的复苏范围正在逐步扩大，区内大部分国家的经济状况都出现了不同程度的改善。随着国际资金的流入，危机国家的国债收益率大幅走低，融资紧张局面也有所缓解。鉴于欧洲经济相对稳定的表现，在一季度的政策会议上，欧洲央行选择按兵不

动，继续维持现行的低利率，对推出更多刺激措施持观望态度。

展望二季度，欧洲经济的复苏仍将持续，预计欧盟整体 GDP 环比年化增长率为 1.5% 左右。英国和德国两大经济体的增长仍将保持强劲。欧元区内的几个受援国坚持结构性改革和财政整顿的成果也将逐渐显现，葡萄牙和西班牙经济将持续复苏，希腊和塞浦路斯的衰退幅度有望收窄。但受到经济中仍然存在的下行风险的制约，欧洲的复苏力度仍会比较温和。欧元区的失业率仍将在一段时间内居高不下。受到新兴市场国家经济不振的影响，出口可能面临挑战。另外，欧元区的通胀水平二季度仍将维持在 1% 左右的疲软状态，低于欧洲央行的政策目标，对脆弱的经济复苏构成威胁。如果未来几个月通胀继续走低，欧洲央行可能采取进一步宽松行动，降低利率甚至推出负存款利率来刺激需求、维护经济复苏。

（四）日本激进的新经济政策刺激带动经济平稳增长

受新经济政策的影响，日本经济已连续五个季度实现增长，预计 2014 年一季度日本 GDP 增速为 4.1% 左右；失业率将继续维持在 3.9%。随着日元贬值推高物价效果的消失和消费税增税刺激下提前消费带来的反向作用，预计一季度 CPI 下降为 1.3%。

展望二季度，日本将继续实施宽松的货币政策。日本央行二月份公布利率决议，委员会一致同意维持主要货币政策不变。此外，日本央行意外宣布将贷款计划从 2014 年 3 月延长一年。受此影响，日元将进一步贬值，以刺激日本出口。但是由于去年 10 月份宣布的将消费税从 5% 上调到 8% 的税收政策将于 4 月份实施，预计二季度日本 GDP 增速将大幅下降为 -3.9%，三季度日本经济将恢复增长。

（五）新兴经济体的分化进一步加剧

由于美联储启动缩减量化宽松购债规模，国际资本回流发达市场；乌克兰危机持续发酵，政治环境稳定性大减。在这些风险因素影响下，2014年一季度，部分新兴经济体更清晰地暴露出其经济金融的脆弱性，货币贬值“寒潮”交错上演。一月份，新兴市场股票 MSCI 指数大幅下挫，而代表新兴经济体与发达经济体债券息差的 EMBIG 息差大幅上扬，表明投资者对新兴经济体的避险情绪上升。虽然 2 月份以来，欧美经济复苏的明朗化和部分国家货币小幅贬值带来出口复苏和更健康的经济基础支撑了新兴经济体金融市场的稳定，但部分国家的经济脆弱性仍未得到解决。

图 2：新兴市场股票指数与债券息差走势



资料来源：Bloomberg

预计 2014 年新兴经济体 GDP 增速有望达到 4.8% 左右，继续保持较高的增长速度。然而，新兴经济体分化进一步加剧：全球经济复苏背景下，新兴市场国家出口环境有望改善，多数亚太新兴经济体增长稳定，非洲、中东经济增速加快，但拉美和中东欧部分高外债和“双赤字”国家的风险还会进一步暴露，

乌克兰危机发酵进一步拖累东欧经济增长。在美国持续缩减购债规模的大背景下，全球资产配置的新布局对部分新兴经济体的挑战仍将继续上演。

二、全球金融市场回顾与展望

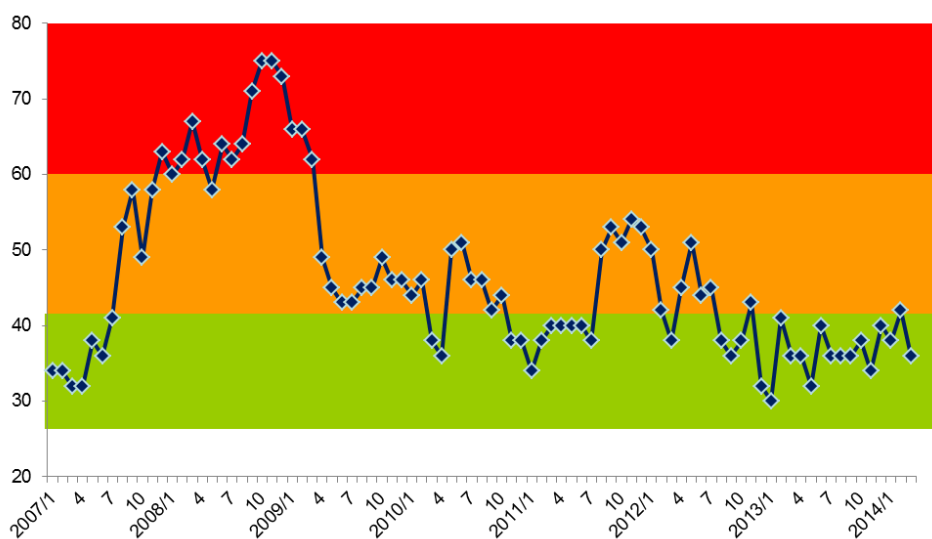
2014年一季度，由于新兴市场资本外流、汇率贬值与地缘政治危机相互交织，美国遭遇极端天气，造成全球金融市场风险有所上升，能源、农产品等大宗商品价格明显上涨，黄金、美元避险属性再次凸显。二季度，随着新兴市场形势缓和、美国经济加速增长，全球金融市场风险将有所下降，美元将重回强势，但不排除乌克兰政治问题继续发酵再度引发金融市场波动。

（一）美国金融危机风险指标在安全区域内小幅波动

一季度，美国金融市场整体风险略有上升，主要负面因素来自于新兴市场动荡、乌克兰危机以及恶劣气候对美国经济的冲击等。综合反映美国金融市场整体风险状态的“金融危机风险指标(ROFCI)”月平均值从去年四季度的 37.33 小幅上升至今年一季度的 38.66，但仍处于安全区域。其中，2月市场波动较大，指标进入不稳定区域；3月再度回落到安全区域。指标成分中，波动较大的主要是银行股票市场、宏观经济先导指数；风险较高的主要是公司债券市场；风险较低的则是银行间资金市场、非金融类货币市场、美元外汇市场。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。

由于影响一季度金融市场稳定的主要因素具有季节性和外部性，随着二季度新兴市场形势缓和以及经济政策不确定性下降，预计美国金融市场稳定性会增强，ROFCI 将维持在安全区域内小幅波动。

图 3：金融危机风险指标（ROFCI）走势

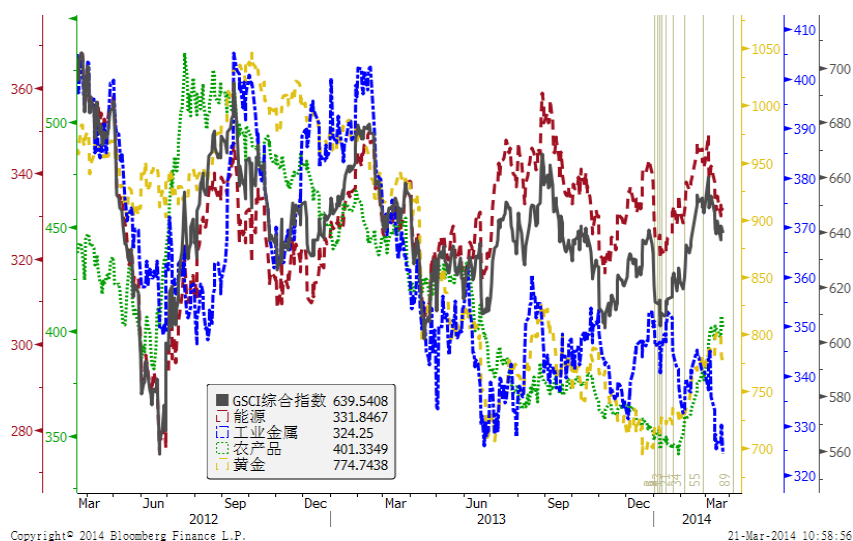


资料来源：Bloomberg，中国银行国际金融研究所，中国银行纽约分行

（二）短期上涨难改大宗商品下跌趋势

一季度，大宗商品价格一扫近两年的颓势，1月9日至3月3日高盛大宗商品指数（GSCI）最高累计上涨了8.98%，此后虽小幅回落，但至3月20日仍有5.57%的升幅。其中，受严寒天气、乌克兰地缘政治风险加剧等因素影响，能源价格指数至3月20日上涨了3.64%，农产品价格更是大幅上涨了16.76%；黄金在美国经济复苏逊于预期和新兴市场金融动荡等因素影响下，重拾避险资产的属性，其价格自2013年底的1181美元/盎司上涨到3月20日1330.5美元/盎司；但中国经济减速导致工业金属价格持续走低。

图 4：大宗商品 GSCI 走势



资料来源：Bloomberg

长期来看，随着全球复苏前景向好和美联储开始收紧流动性，美元计价的大宗商品价格总体依然承压。二季度，随着取暖季的结束，预计能源价格将从近期高位回落，其中布伦特原油价格回落至 103 美元/桶左右。中国春节因素对实物黄金的需求减弱，但新兴市场短期动荡仍不可避免，预计黄金价格还将继续在阶段高位盘整。工业金属维持低位盘整格局，而农产品的金融属性有所增加，价格将维持高位盘整。

（三）资本市场冰火两重天

一季度全球资本市场出现了显著的震荡调整，发达国家与新兴市场表现出巨大的差异性。受到经济持续复苏和国际资金流入的推动，发达国家股票市场纷纷上扬，再创新高；与此同时，债券市场收益率显著下行，曾经陷入债务危机的欧洲 GIIPS 五国 10 年期国债对德国的国债收益率利差回落到债务危机前水平。新兴市场则因国际资金外流和实体经济低迷，股票市场低迷不振；10 年期国债收益率震荡上升，显著高于 2013 年上半年的水平。此外，中国公司债

券市场出现了“超日债”违约事件，也产生了一定的羊群效应，令国际投资者进一步规避新兴市场的投资风险。

图 5：发达国家与新兴市场 MSCI 走势、债券收益率比较



资料来源：Thomson Reuters

展望二季度，全球资本市场的分化仍将持续，但整体上较一季度有所稳定。一方面，发达国家经济复苏态势预计将会持续，特别是美国的天气异常因素减退，有利于新兴市场的外部需求；另一方面，新兴市场通过外汇市场干预和利率政策的调整，资本持续外流的势头将会得到缓解。但是一些风险因素仍然不容忽视。中东欧的地缘政治风险仍未解决，可能会导致新的波动因素出现；中国经济增速放缓，将对依赖大宗商品出口的国家带来不利影响。

（四）美元先升后贬，未来将重回强势

美元指数自 2013 年 12 月中旬以来呈现出先升后贬的走势。在美联储第一轮缩减 QE 的过程中，由于市场对美国持续复苏比较乐观，投资者对美元资产的避险需求上升，美元指数也在小幅波动中由 80.05 上行至 81.05。然而，自 2014 年 2 月美联储实施第二轮 QE 缩减计划以来，美元指数却震荡下行，一度跌至 79.67，为近三个月来的最低点。我们认为，这主要是 2 月美国主要经济

指标的走弱对外汇市场形成了一定干扰，尤其是 1-2 月就业市场和房地产市场数据的不及预期。展望未来，考虑到当前美国依然引领了主要发达经济体的复苏进程，美元在 2014 年重回强势仍然是大概率事件。

图 6：美元指数走势



资料来源：Wind

2014 年 2 月以来，欧元兑美元汇率呈现出明显的升值趋势，累计升值幅度接近 3%；同期，美元兑日元汇率则在 100-102 区间企稳，日元贬值放缓则反映出安倍经济学的刺激作用正在消退。考虑到欧元区迄今仍未摆脱通缩阴影，且日本也即将迎来消费税上调的政策冲击，预计欧洲和日本央行都将在未来进一步加大货币宽松的力度，这也使得欧元和日元汇率均面临着贬值压力。

图 7：欧元、日元走势



资料来源：Wind

(五) 新兴市场面临去杠杆化和资本外流压力

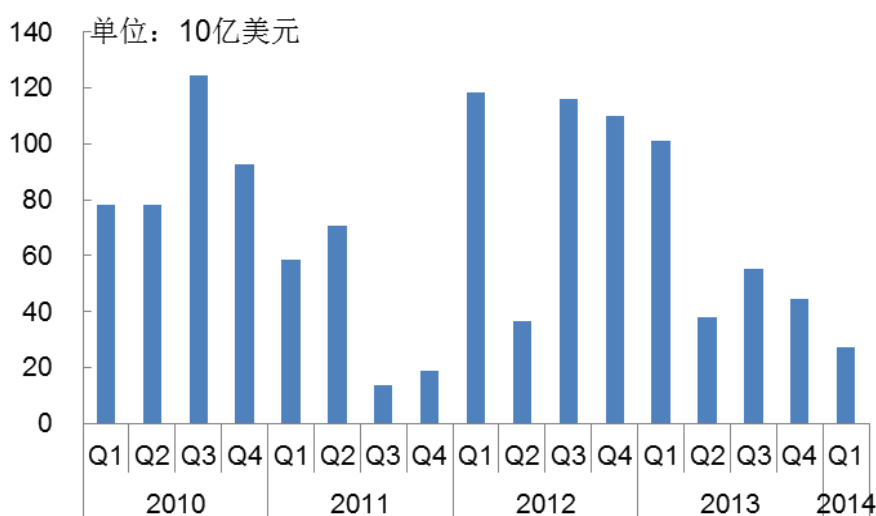
随着发达经济体增长前景更趋乐观、美联储逐步退出 QE，欧美国债收益率有所上升，引发全球资产的重新配置。发达经济体股票和债券市场吸引力增强，新兴经济体则面临去杠杆化、资本外流和融资成本上涨的压力。部分国家过去几年依靠外资流入保持了较高增长，但自身的结构性问题并未解决，随着经济增速放缓、资本外流，泡沫破裂的风险将随之上升。

2014 年 1-2 月，土耳其、阿根廷、俄罗斯、南非等国货币出现急剧贬值，最主要原因是投资者对新兴市场金融风险的担忧。同时，近期泰国、乌克兰等国政局动荡，也加剧了投资者避险情绪。IIF 数据显示，2014 年前两个月新兴市场累计资本流入规模为 202 亿美元，连续三个季度下滑，较去年同期减少了 376 亿美元。

展望二季度，随着部分新兴市场国家加息或调整资本管理政策，资本外流

的状况会得到一定缓解。但在 QE 退出的大背景下，新兴市场资本流入规模可能较去年有所收窄。如果乌克兰危机继续发酵，还将进一步打击资本回暖势头。IIF 预计，2014 年新兴市场净私人资本流入规模为 11330 亿美元，较 2013 年小幅下降。

图 8：新兴市场资本流入情况



资料来源：IIF Portfolio Flows Tracker

三、当前国际经济金融热点问题

2014 年以来，全球经济增长遇到了“倒春寒”，美国部分疲弱的数据令人怀疑美国经济是否已经患上了 QE 依赖症：一方面，如果量化宽松政策退出步伐加快，经济面临下行压力；如果退出步伐放缓，经济回暖，则存在资产价格泡沫的风险。全球廉价资金大潮退去，新兴经济体动荡暴露出金融体系的脆弱性，新的风险点值得进一步关注，但是引发全球金融风暴的可能性不大。

(一) 美国是否患上“QE 依赖症”？

在量化宽松政策刺激作用下，美国经济在 2008 年金融危机之后重新踏上

增长之路，同时美联储资产急剧膨胀，截至 2014 年 3 月 12 日，美联储总资产规模已经达到 4.1 万亿美元（金融危机爆发之前仅为 9000 亿美元）。若按现有步调缩减购债计划，预计美联储资产将于 2014 年底达到 4.5 万亿美元左右。

在美联储启动 QE 退出之际，美国一系列经济数据出现疲软状况。2013 年四季度美国实际 GDP 从初值 3.2% 大幅下修至 2.4%，个人消费支出贡献大减。2 月份美国非制造业活动指数低于市场预期，且创下 4 年来最低位，其中就业分项指标逾两年来首次跌破荣枯线。2014 年 3 月密歇根大学消费者信心指数初值跌至 79.9，降至四个月低点。受服务业成本下跌拖累，美国 2 月 PPI 环比意外下跌，同比增幅亦不及预期。这似乎预示着美国经济习惯了大剂量的刺激政策，已经患上了 QE 依赖症。

量化宽松政策退出将通过资产价格传导渠道作用于实体经济。美联储逐渐缩减资产购买的规模，使得国债利率一路上扬，直接导致按揭贷款利率进一步走高。美国 30 年期按揭贷款利率 2013 年上涨 110 个基点，使美国房地产价格受到一定影响。2013 年 8 月以来反映建筑商乐观情绪的 NAHB/富国银行住房市场指数开始下降，2013 年 12 月和 2014 年 1 月有所反弹，但 2014 年 2 月大幅下挫至 46，恶劣天气虽是影响因素之一，但也表明建筑商的悲观情绪已经开始抬头。

房价上涨受阻将影响居民财富的水平，从而使消费受到一定冲击。个人可支配收入同比增速持续下滑，2013 年 12 月甚至同比下跌 1.61%；紧急失业救济政策于 2013 年底到期结束，这对一季度的中低端消费也带来小幅影响。同时，个人消费支出仍处于较低水平，在极寒天气导致的能源价格走高带动下，2014 年 1 月个人消费支出同比增长 1.2%，微高于 2013 年 12 月的 1.1%，但核心个人消费支出却较 2013 年 12 月下降 1 个百分点，仅为 1.1%。

居民消费能力疲弱波及到零售行业。2013年四季度以来，美国零售数据逐月走软。2013年12月，除汽车以外的零售业增长情况显著弱于前两个寒冬；同时，此次寒流的到来也未能给“无店铺销售”带来快速的意外增长，2013年12月仅环比增长1.34%，2014年1月环比负增长0.56%。美国红皮书研究机构（Redbook Research）2014年3月4日公布的数据显示，美国3月1日当周红皮书商业零售销售年率升幅放缓，仅为2.7%，低于前值2.9%。

美联储退出量化宽松政策是大势所趋，但是如果美国经济对QE依赖性较强，未来美联储的退出步伐将异常艰难，不排除在经济下行压力较大情况下，暂缓退出计划。

（二）乌克兰事件会拖累欧洲经济复苏步伐吗？

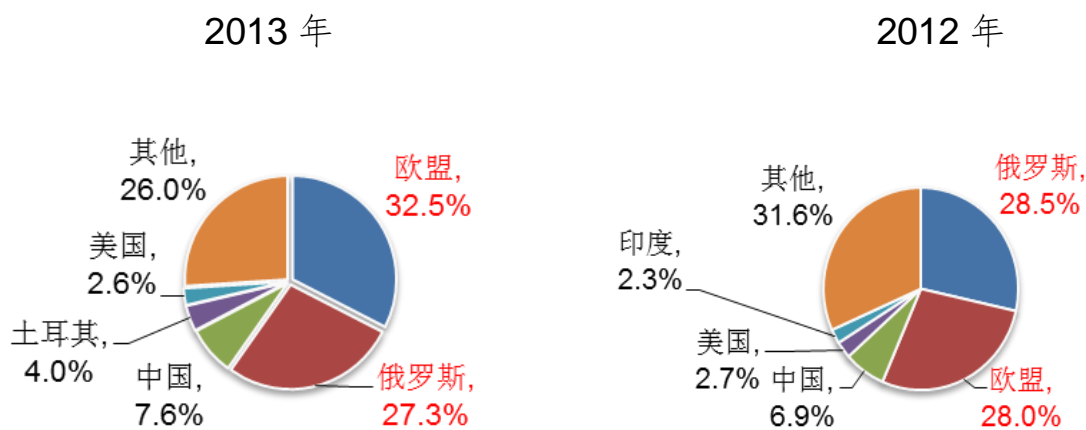
2013年二季度以来，欧元区经济开始告别衰退，进入温和复苏阶段。但近期乌克兰政治危机不断发酵，可能成为影响欧洲经济复苏的一大风险。由于乌克兰与欧盟、俄罗斯等周边经济体政治经济联系紧密，一旦乌克兰问题严重化，不仅将造成能源和粮食供应紧张，还可能引发资本外逃，增加欧洲金融风险，使欧洲经济蒙上阴影。

乌克兰危机与其特殊的历史和经济发展轨迹是离不开的。乌克兰地处俄罗斯与欧盟两大经济体之间，与它们均有密切的往来。乌克兰国内以第聂伯河为界划分为东西部，其中，东部继承了苏联时期的重工业基地和机械制造业基地，在种族结构、语言文化、宗教信仰等方面与俄罗斯有着千丝万缕的关系；西部则主要以农业和服务业为主，且有大量劳工流向波兰、德国和意大利等欧盟国家，在文化和经济上更加亲近欧洲。乌克兰独立后，经济持续低迷，2008年金融危机更是对其造成了严重冲击，该国政策也一直处于“向东”还是“向西”的摇摆之中。向东，即重新接受俄罗斯的援助；向西，则是和欧盟建立更紧密

的关系。

俄罗斯是乌克兰主要能源供应国，过去一直是乌克兰最大贸易伙伴，2012年俄乌贸易额占乌克兰对外贸易总额的28%。但近年来，欧盟对乌克兰经济的影响逐渐扩大。苏联解体后，乌克兰奉行经济自由化政策，在经济发展和对外政策上主动靠向欧盟。特别是2004年“橙色革命”后，乌克兰在经济上加速融入欧盟，军事上以加入北约为目标，引发了俄罗斯的担忧。2013年，欧盟超越俄罗斯成为乌克兰最大的投资来源地和最大贸易伙伴。每年乌克兰政府通过欧洲债券市场发行主权债券，多数乌克兰大企业在欧盟股票交易所上市。2013年5月，乌克兰与欧盟签署自贸区初步协议，并拟于2013年11月举行的欧盟东部伙伴关系峰会上签署正式协议，但由于俄罗斯方面不断施压，乌克兰在会前决定暂停与欧盟签署联系国协定和自贸区协议，这也构成了亚努科维奇下台和当前政治危机的导火索。

图 9：乌克兰前五大贸易伙伴占比



资料来源：乌克兰国家统计局（State Statistics Service of Ukraine）

乌克兰问题已使俄罗斯与欧美陷入对立。军事上，俄罗斯在俄乌边境展开军演，美国向波兰和波罗的海等毗邻地区增派军力和战机，并将与东欧诸国举

行多场联合军演。政治上，双方“口水仗”不断，欧美宣布将对俄实施制裁，俄罗斯则在酝酿反制措施。2014年3月16日，克里米亚举行了公投，96%以上的选民支持脱离乌克兰、加入俄罗斯，但西方大国与乌克兰均认为公投非法，不会承认该结果。

目前，乌克兰政治危机将走向何方还是未知数，但无疑会使刚刚复苏的欧洲经济再次面临下行压力。其影响渠道来自三个方面：

第一，能源和粮食供应紧张对经济的冲击。欧元区天然气有25%来自俄罗斯，而乌克兰是俄向欧洲输气的主要过境国，同时乌克兰每年所需天然气的四分之三依靠俄罗斯提供。2009年，俄乌围绕天然气过境费用以及俄向乌克兰出售天然气的价格问题一度发生争议，并曾中断对欧盟的天然气出口。乌克兰也是全球谷物和小麦的主要出口国之一，有着“欧洲粮仓”的美誉。如果欧美与俄罗斯发生军事冲突或对其实施制裁，可能导致输往欧洲的天然气中断以及全球谷物价格飙升，这将对刚见起色的欧洲经济产生冲击。

第二，为避免乌克兰政府违约带来的援助成本。受政治危机影响，乌克兰银行体系存款外逃现象严重，政府融资出现困难。根据IIF估计，截至2月底，乌克兰外汇储备为160亿美元，仅够维持2个月进口需要。乌克兰财政部数据显示，其目前至少需要350亿美元的资金援助才能避免政府债务违约。3月12日，IMF宣布愿意向乌克兰提供援助，但这将伴随着苛刻的附加条件。美国表示愿意提供10亿美元的贷款担保，世界银行已做好准备在今年为乌提供总计30亿美元的贷款帮助。欧盟主席巴罗佐则表示，今后两年内欧盟会向乌克兰提供至少110亿欧元（约合150亿美元）的援助，其中包括16亿欧元贷款、14亿欧元赠款以及欧洲投资银行的30亿欧元贷款。而欧洲各国政府普遍债务高企、财政捉襟见肘，此时对乌克兰进行援助无疑会使财政问题更加严重。

第三，资本外逃引发的金融冲击。如果观察国际银行业对乌克兰的头寸情况，意大利和法国是传统上有较高敞口的国家。不过由于 2008 年金融危机后，国际评级机构多次下调乌克兰主权评级，西欧银行业对其的跨境贷款已大为减少。BIS 数据显示，截至 2013 年三季度，上述两国银行业对乌克兰的直接风险敞口分别为 59.09 亿美元和 53.24 亿美元，占乌克兰对外总敞口的 21.6% 和 19.4%，但上述敞口仅分别占意大利和法国 GDP 的 1.1% 和 0.7%。总体来看，西欧银行业对乌克兰的风险敞口比较有限，其本身对金融市场的负面冲击相对可控。但如果乌克兰事件严重化，导致国际投资者对乌克兰周边国家失去信心，如从波兰、波罗的海三国大量撤资，则可能使 2009 年东欧金融动荡重演，引发新一轮债务危机，并对西欧银行业形成冲击。

俄罗斯经济也将受到一定冲击，但应该在其可承受范围之内。目前，俄罗斯卢布兑美元汇率已创 4 年来新低，外汇储备降至 4487 亿美元。在过去 1 个月中俄罗斯汇率贬值 5%，股市下跌 20%，5 年期 CDS 价格上涨 43%。据苏格兰皇家顾资银行（Coutts）估计，俄罗斯银行业对乌克兰的敞口达到 280 亿美元（占俄罗斯 GDP 的 5.1%），也是潜在的风险来源。俄罗斯经济高度依赖能源收入，因此，如果发生军事冲突或遭受欧美经济制裁，能源出口受阻将对其经济造成较大负面影响。这不仅会使政府财政收入大幅下降、经常账户逆差增加，还可能加剧资本外逃和卢布贬值情况，甚至引发衰退。但鉴于欧盟对俄罗斯能源的依赖，以及美国在诸多国际问题上离不开与俄罗斯的合作，预计欧美最终会与俄罗斯维持斗而不破的格局，乌克兰事件不会形成新的冷战。但无论如何，乌克兰给世界诸多大国提出了巨大的难题。如何面对这一困境，考验着各国政治智慧。

图 10：俄罗斯 5 年期 CDS 走势

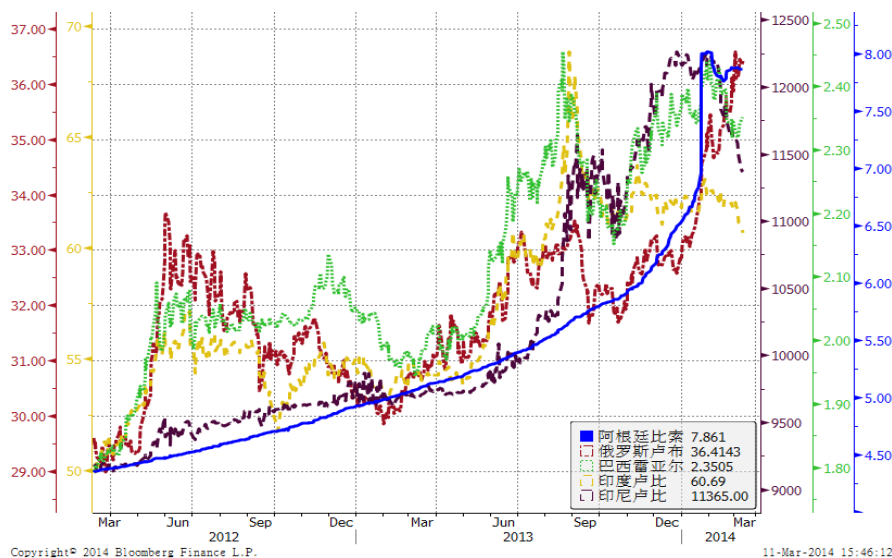


资料来源：Bloomberg

（三）谁是新兴市场动荡的下一站？

新兴市场频现货币贬值潮。随着美联储逐步减少购债规模，全球资产重新配置发达经济体，新兴市场资本流出压力加大，导致部分新兴经济体遭“抛售”，货币贬值潮出现。截至 2014 年 3 月 7 日，阿根廷比索累计贬值 17.17%，俄罗斯卢布同期贬值 9.34%。土耳其里拉在央行紧急加息 425 个基点之后，年初至今依然贬值 1.80%。对应货币贬值和国内通胀，印度、土耳其、南非、加纳和巴西等国央行纷纷上调基准利率。然而，阿根廷央行面对日渐缩水的外汇储备（不足 289 亿美元），只好无奈宣布放弃汇率干预；俄罗斯央行甚至略带鼓励地支持卢布贬值以刺激出口。

图 11：部分新兴经济体货币近两年走势

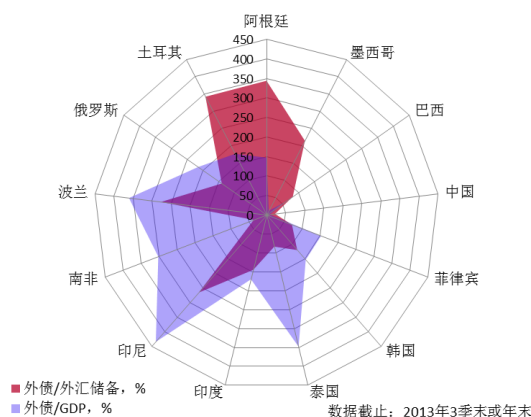


资料来源：Bloomberg

三类新兴经济体难以抵御冲击。国际资本回流发达经济体对几乎所有新兴经济体都有影响，但不同国家对冲击的抵御能力会有区别。其中，国际收支健康、政策操作空间较大的国家风险较小，而三类新兴经济体长期依赖外资，受信贷膨胀、国际收支恶化、出口商品价格不振等因素影响，面对冲击的抵御能力较弱。

第一类是高信贷杠杆、国际收支不平衡和高外债的国家。这些国家外债负担率过重，而国际收支并不足以偿还高额外债，且外汇储备规模相对较小，偿债能力较弱。一旦投资者风险情绪逆转，资本外流很容易成为“压垮骆驼的最后一根稻草”，引发金融动荡。阿根廷、波兰和印尼都属此类，是面对资本流出的冲击抵抗力最差的一类。

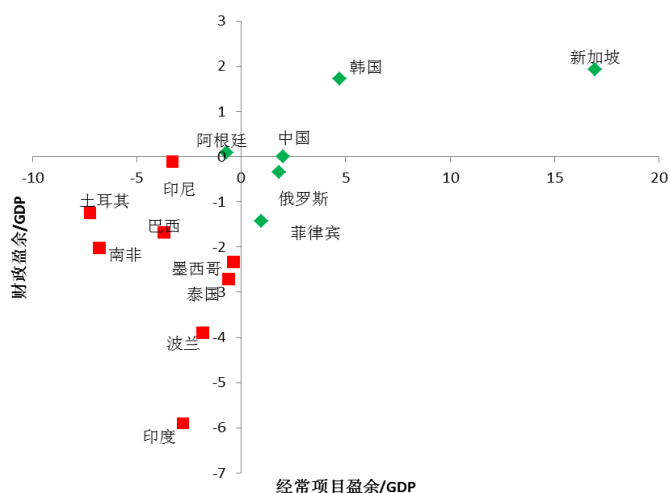
图 12: 部分新兴经济体外债负担与储备



资料来源: CEIC, Bloomberg, 中国银行国际金融研究所

第二类是南非、土耳其、墨西哥、泰国等国债务负担较轻或储备较足，但经常项目和财政收入“双赤字”的国家。巴西和印度也在此列，但相对于南非等四国，外债压力相对更小。这些国家面对资本外流没有短期内筹资还款的压力，但依然存在国际收支失衡的问题，需要足够的外资流入或外汇储备来支持经常项目逆差和财政赤字，否则结构性失衡问题就会爆发。

图 13: 2013 年底新兴经济体“双赤字”情况

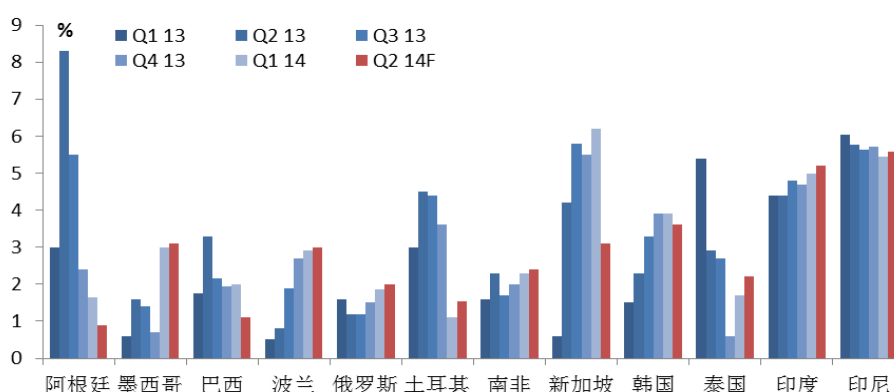


资料来源: Bloomberg, 中国银行国际金融研究所

第三类是俄罗斯、菲律宾等国际收支情况较好，但经济增长主要依靠资源出口的国家。受大宗商品价格不振和需求减弱的影响，这类国家出口收入减少，经济增速下滑，但短期内不会出现严重收支失衡状况。面对国际资本大进大出的冲击具有一定的缓冲能力。但乌克兰局势持续发酵，若美欧对俄罗斯采取长期经济制裁措施，能源出口受阻将对俄罗斯甚至欧洲能源需求国的经济增长造成恶劣影响。

谁是下一个动荡爆发点。2013年6-8月，印度和印尼曾因美国退出量化宽松货币政策的预期而出现大幅震荡，此后两国国际收支情况在货币贬值后均有所好转，经济增速在2014年二季度也有望保持稳定。阿根廷、土耳其由于在2014年初遭受本币巨幅贬值（虽然土耳其在大幅升息后汇率回升），阿根廷货币贬值带来的出口增长很难覆盖进口成本上升，土耳其过紧的货币政策也将加快国内去杠杆化进程，给经济增长蒙上阴影。

图 14：部分新兴市场国家实际 GDP 同比增速预测



资料来源：Bloomberg

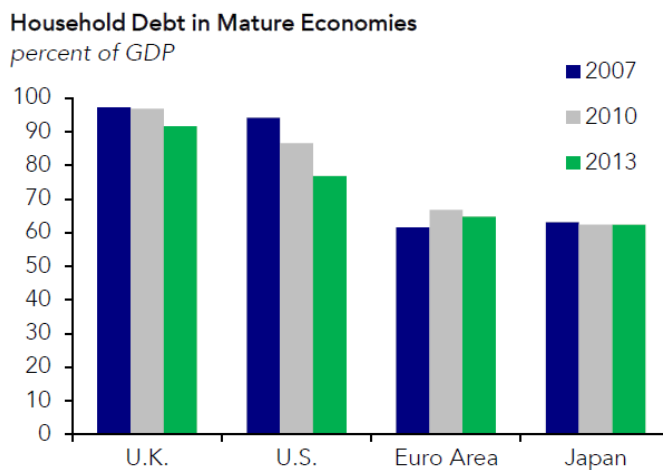
巴西、南非和泰国在前两轮新兴经济体动荡中都没有站在风口浪尖，但三国脆弱的国际收支和经济基础令其很容易成为新兴经济体动荡的下一站。其中，

巴西通胀超过目标水平，依然在收紧货币政策与财政扩张之间存在矛盾；南非通胀水平至少在二季度仍将位于 3%-6% 的目标区间之上，泰国动荡的政治局势对经济的影响仍将持续。

（四）去杠杆化会引发全球金融风险吗？

2008 年金融危机以来，全球经济开始了痛苦的去杠杆化进程。5 年之后，各国进展程度不一。美国已结束去杠杆化，欧洲等国则仍需努力，新兴市场杠杆率居高不下。相比 2007 年，英国和美国的家庭债务占 GDP 比重均有所下降，而欧元区和日本的变化并不明显。国际资本从新兴市场回流欧美等发达国家，对新兴市场造成不利影响。新兴市场被动去杠杆化，其经济和金融的不确定性增加。

图 15：发达国家家庭债务占 GDP 比重



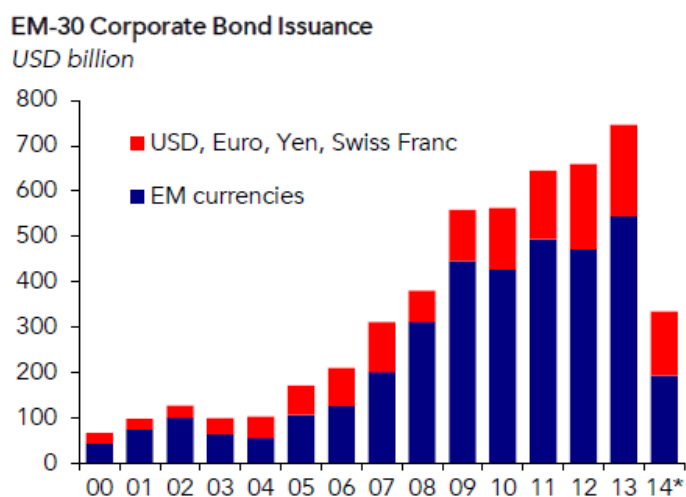
资料来源：IIF

2008 年金融危机之前，美国政府的负债增速低于家庭和企业等私人部门。金融危机爆发后，为救助陷于困境的大型金融机构和刺激经济复苏，美国政府大幅提高负债。包括家庭和企业在内的私人部门则开始经历明显而迅速地去杠

杆化，其中非金融企业去杠杆化最为明显。2008年美国非金融企业负债同比下降14.6%。2009年之后，美国去杠杆化基本完成，企业部门负债开始增加，家庭负债则保持轻微下降，政府杠杆率也开始下降。进入2012年，家庭、非金融企业和金融企业的负债都开始正增长，只有政府负债增速在持续下降。我们认为，整体而言，美国已基本完成去杠杆化进程。

金融危机之后，全球主要货币的低利率环境使得新兴经济体能够以极低的价格获得以主要货币计价的资金。在发达市场处于低谷之时，新兴市场相对较高的利率水平对国际资本具有很大的吸引力。2009年以来，新兴市场发行的公司债规模显著上升，2011-2013年每年都超过6000亿美元，持续扩大杠杆的趋势较为明显。2013年，新兴市场由主要货币计价发行的债券规模达到2000亿美元，平均每月达到160多亿美元，但进入2014年2月，却骤降至50亿美元。整体新兴国家公司债务占GDP比重已经从2007年二季度明显低于发达国家的50%上升到2013年的75%。

图 16：30 个新兴市场国家公司债券发行规模



资料来源：IIF

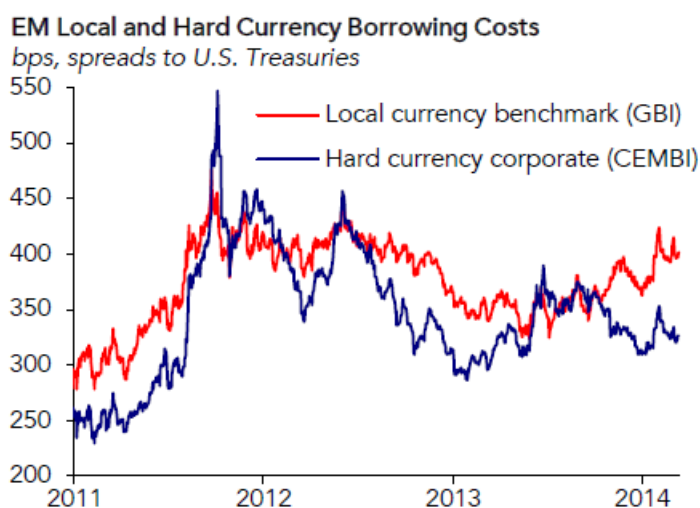
图 17：全球各主要国家公司债占 GDP 比重



资料来源：IIF

当前，国际资本从新兴市场大量撤资已经开始对新兴市场产生实质性影响，其融资成本显著上升，与 2013 年二季度相比已增加 100 个基点。

图 18：新兴市场国家当地货币和硬通货融资成本



资料来源：IIF

金融危机以来，新兴市场企业的杠杆不降反增，目前 75% 左右的水平虽仍

然低于发达国家，但在美联储退出 QE 和本国经济增长放缓的双重压力下，杠杆水平将难以为继。首先，本国经济增长不及预期将影响新兴市场国家企业盈利能力和偿债能力；其次，新兴国家企业债务的相当部分是以国际主要货币计价，大量资本从新兴市场撤出将压低本国汇率，从而对新兴国家企业造成压力；最后，更重要的是，新兴市场企业的再融资将受到影响。根据 IIF 数据显示，2014-2018 年，新兴市场需展期的企业债务达到 1.68 万亿美元，其中约 30% 为国际主要货币计价。随着美国国债收益率上升，新兴国家企业债券展期的成本将明显上升，甚至可能高于企业的盈利水平，而且随着国际资本撤出新兴市场，即便高成本的展期也不容易。

当然，尽管新兴市场企业债务具有较大不确定性，但引发全球金融系统性风险的可能性并不大。首先，新兴市场国家债务水平总体仍然维持在一个合理的水平，并不具备引爆债务危机的条件；其次，新兴市场经济发展基本健康，具备抵御一般区域性危机的能力。随着美欧经济复苏进一步巩固，即便新兴市场国家出现局部性风险，但是传染至全球金融体系的可能性有限。