

# 全球經濟金融展望季報

2014 年第 3 季度（總第 19 期）

報告日期： 2014 年 7 月 2 日

## 要點

- 二季度，發達國家經濟整體出現復蘇勢頭，新興市場地區的動蕩趨於平穩，全球經濟環比增速升至 2.5%。
- 二季度，金融風險指標逐步回落，股票市場保持升勢，美元開始走強，新興市場資本流入呈現回暖態勢。
- 展望三季度，隨著短期波動因素的消除和新興市場趨向穩定，全球經濟增速回暖，我們預計全球 GDP 環比增長率有望回升到 3.1% 以上。
- “歐豬五國”債務危機漸行漸遠，但是重振經濟之路依然漫長。歐洲央行負利率政策引發市場廣泛關注。新興經濟體的金融合作步伐加快，“金磚國家銀行”或將成為重要合作平台。

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

課題組組長： 陳卫东

副組長： 曹远征

宗 良

鐘 紅

課題組成員： 邊卫紅

王家強（倫敦）

廖淑萍

陳 靜

徐奕吟

陶 川

陸曉明（紐約）

瞿 亢（倫敦）

聯繫人： 邊卫紅

電 話： 010-66592776

郵 件：

bianweihong@bankofchina.com

## 全球经济增势回暖，货币政策分化加剧

### ——中国银行全球经济金融展望季报（2014年第3季度）

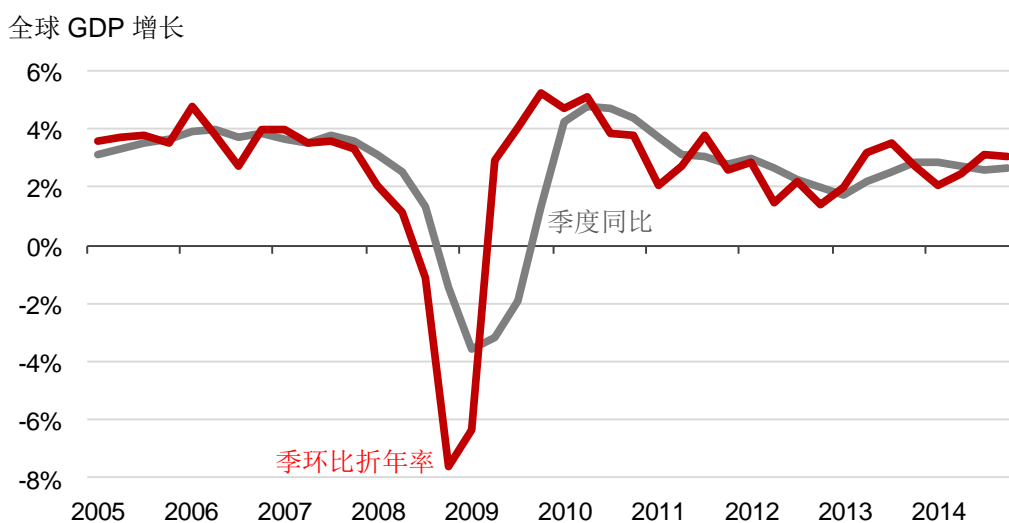
2014年二季度，发达国家经济整体出现复苏势头，但由于回暖步调不同，货币政策出现新的分化；新兴市场地区的动荡趋于平稳，金融市场波澜不惊。展望三季度，全球经济增势回暖的趋势仍将继续，但也应对一些地缘政治、区域性风险保持警惕。未来货币政策走势进一步分化，将对国际金融市场带来深远的影响；欧元区发生债务危机的国家有望相继走出低谷，迈上复苏的轨道；金砖国家有望以设立金砖国家银行为突破口，进一步增强金融领域的合作。

#### 一、全球经济季度回顾与展望

##### （一）全球经济继续回暖，货币政策分化加剧

发达国家复苏力度显著不同，特别是美国经济因天气意外下滑后二季度将实现反弹，受消费税上调影响，日本经济在大幅回升后将出现下滑，全球经济波动幅度超出预期。欧元区外围国家复苏动力不足，出现通缩风险，而英国则保持相对稳定的复苏态势。总体而言，导致全球经济增长分化的因素都是短期性的，并未改变全球经济继续回暖的趋势，我们课题组编制的全球经济运行监测指标显示，2014年第二季度全球GDP环比增长2.5%，高于上一季度的1.6%；同比增长2.6%，较上一季度的2.8%略有回落（图1）。

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

随着短期波动因素的消除和新兴市场趋向稳定，我们预计第三季度全球 GDP 环比增长率有望回升到 3.1%，同比增速与二季度基本持平，2014 年全年 GDP 增速略下调至 2.8%。全球物价水平仍将保持稳定，新兴市场面临的通胀压力有所减轻，欧洲国家的通缩风险仍将存在。

在经济差异化发展的背景下，二季度全球货币政策出现分化，美国进一步缩减购债计划，欧元区推出负利率政策，英国虽然继续保持宽松政策，但有关加息的讨论已浮出水面。在新兴市场国家，中国推出了定向降准等结构性的微刺激举措，而俄罗斯、巴西等国通过加息以抑制通胀压力。预计三季度分化仍将是货币政策的主题，各国都在努力化解经济增长面临的种种风险，力求促使经济保持持续回暖的轨道。不过，宏观政策的保驾护航仍然不能代替世界各国推进经济体系和金融体系改革的努力，为了全球经济的可持续复苏，各国需要进一步加强区域经济合作以挖掘贸易投资增长的潜力；加强结构性的改革，以激发国内经济的活力。

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 <sup>f</sup>	2012				2013				2014 <sup>f</sup>			
					Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2 <sup>e</sup>	Q3 <sup>f</sup>	Q4 <sup>f</sup>
美洲	美国	2.8	1.9	2.0	3.7	1.2	2.8	0.1	1.1	2.5	4.1	2.6	-2.9	3.7	3.1	3.0
	加拿大	1.7	2.0	2.5	0.8	1.6	0.8	0.9	3.0	1.9	3.0	2.7	1.2	2.2	2.4	2.6
	墨西哥	3.9	1.1	3.0	2.8	6.6	0.3	3.7	1.0	-2.9	3.9	0.5	1.1	3.5	3.5	3.5
	巴西	1.0	2.3	2.0	1.1	0.7	2.4	3.1	1.5	6.6	-1.2	1.8	0.7	1.5	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	2.3	-6.0	0.0	2.0	2.0
	阿根廷	1.9	5.0	0.0	2.1	-15.9	11.6	8.0	3.9	-0.9	3.2	0.2	-3.0	0.0	0.0	0.5
亚太	日本	1.4	1.5	1.2	3.8	-2.2	-3.0	0.2	4.9	3.5	1.3	0.3	6.7	-4.5	1.5	1.0
	澳大利亚	3.6	2.4	3.0	4.3	2.5	3.0	1.8	1.1	3.7	2.8	3.2	4.5	2.0	3.0	3.0
	中国	7.7	7.7	7.5	5.7	8.7	8.2	7.8	6.1	7.4	9.5	7.0	5.7	7.0	7.5	7.5
	印度	4.9	4.4	5.0	5.4	3.8	4.8	7.1	2.9	3.1	7.5	4.6	8.6	5.0	5.0	5.5
	韩国	2.0	3.0	3.5	2.2	2.0	1.6	2.6	2.5	4.1	4.4	3.6	3.8	3.5	3.5	3.5
	印尼	6.3	5.8	5.0	6.3	6.3	6.0	5.8	6.0	5.5	5.4	5.3	4.9	5.0	5.0	5.0
欧非	欧盟	-0.4	0.1	1.5	-0.1	-0.9	0.1	-1.8	-0.2	1.6	1.2	1.6	1.2	1.5	1.5	1.5
	挪威	2.9	0.6	2.0	7.9	2.2	-4.7	2.2	-1.1	4.2	2.8	-0.9	1.3	2.2	2.3	2.5
	瑞士	1.0	2.0	1.5	1.7	-0.3	2.9	1.6	2.4	2.2	2.2	0.7	1.9	1.5	1.5	1.5
	以色列	3.3	3.4	3.5	3.2	3.0	4.4	3.1	2.3	4.4	1.9	2.9	2.1	3.5	3.5	3.5
	俄罗斯	3.4	1.3	1.5	3.3	2.2	1.3	-0.5	0.9	1.6	2.6	3.6	0.5	2.0	2.5	2.8
	南非	2.5	1.9	2.0	2.4	2.6	1.3	2.3	0.8	3.2	0.7	3.8	-0.6	1.0	3.5	3.5
全球GDP		2.5	2.3	2.7	2.8	1.5	2.2	1.4	2.0	3.2	3.5	2.7	1.6	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基于环比增速折年率与大致潜在增速相比较。

资料来源: 中国银行国际金融研究所

## (二) 美国经济景气回升, 但增长动力有待巩固

由于寒冷天气负面影响的消退, 预计美国经济将在二季度出现较强反弹, 全国各地区均有弱到中等的增长。就业人数恢复到 2008 年高点, 失业率下降到 6.3%; 压抑的消费支出随个人收入增长 3%, 住房与非住房类固定投资继上个季度负增长之后分别增长了 6%和 9%, 库存投资也恢复了增长。第二季度 GDP 增长率预计将大幅反弹至 3.7%。美联储召开议息会议均决定维持联邦基金利率目标 0-0.25%不变, 每月国库券和 MBS 购买量缩减到 350 亿美元。

在二季度美国经济强劲反弹基础上, 三季度美国经济增长将会有所回落, 实际 GDP 增幅预计为 3.1%左右。政府支出和出口增长仍将维持弱势, 库存投

资则可能小幅萎缩。而经济增长的驱动因素主要为投资者和消费者信心上升，固定投资和就业将持续增长，家庭净资产、就业及个人收入稳定增长将使个人支出维持稳定增长。

三季度，美联储预计将联邦基金利率目标维持在 **0-0.25%** 不变，继续缩减国库券和 **MBS** 购买量，使总购买量缩减到 **150** 亿美元。同时也会继续探讨关于宽松货币政策退出的策略以及未来货币政策工具，其中关于定期存款便利、隔夜逆回购的试验性操作将会继续。

### （三）欧洲经济缓步复苏，欧洲央行量宽政策可期

欧洲经济上半年的复苏相对温和。一季度，欧元区 **GDP** 实现 **0.2%** 的环比增长，动力有所回落，主要受到荷兰下滑 **1.4%** 的拖累；发生债务危机的国家中，葡萄牙 (**-0.7%**)、意大利 (**-0.1%**) 和塞浦路斯 (**-0.7%**) 也带来一定拖累。核心国家德国增长 **0.8%**，表现强劲，但法国陷入停滞；此外，匈牙利和波兰均实现了 **1.1%** 的增幅，贡献较大。由于欧元区经济疲软，物价水平持续回落，通缩压力加剧，欧洲央行启动了新一轮的宽松货币政策，包括降息和存款负利率政策、定向长期再融资操作和加快购买资产支持证券 (**ABS**) 的准备工作。第二季度，随着周边环境的景气度回升以及货币政策的提振，欧元区经济复苏力度有望更趋强劲，预计 **GDP** 环比增幅在 **0.4%** 左右。英国经济在上半年实现了持续较快的复苏，**GDP** 增幅在发达国家中处于领先地位，已经达到危机前最高水平；与此同时，失业率快速下降，房地产市场持续升温，投资消费均较为强劲，这促使英格兰银行开始讨论升息和退出量化宽松。

展望三季度，预计欧元区仍将继续维持温和的复苏，而英国将有望保持较为强劲的复苏态势，在这个背景下欧洲央行有望继续推出新的量化宽松货币政策，而英格兰银行则可能开始采取测试市场态度的方式，在缩减量化宽松规模和升息上传递更多的信息，但年内升息的可能性依然较小，最早的升息时间点

可能会在 2015 年上半年。欧元区与英国经济走向和货币政策前景发生了较大的分化，在历史上比较少见。这次政策分化的主要原因是：一方面英国有较为灵活的货币政策，受到欧债危机的影响较小；另一方面是由于外部环境改善对英国的需求增强，加上其吸收外资和建设离岸市场的努力，吸引了大量资金的涌入。而欧元区要彻底走出外围国家债务危机带来的负面影响，还有很长的路要走，结构性改革也并非一日之功。

#### （四）日本经济快速拉升，通胀预期攀升

受消费税上调和资本支出增长的影响，日本一季度实际 GDP 向上修正至环比增长 1.6%，年化值为增长 6.7%，均较 5 月公布的初值有所提高，创下自 2011 年三季度以来的新高。4 月 1 日日本将消费税从此前的 5% 调高至 8%，在此之前内需提前集中释放，大幅提振了国内消费，成为推动一季度日本经济环比增长的关键因素。同时，日本 44 年来第一次出现了外国游客在日消费高于日本居民在境外消费的现象，极大地促进了日本零售业和旅游业的发展。

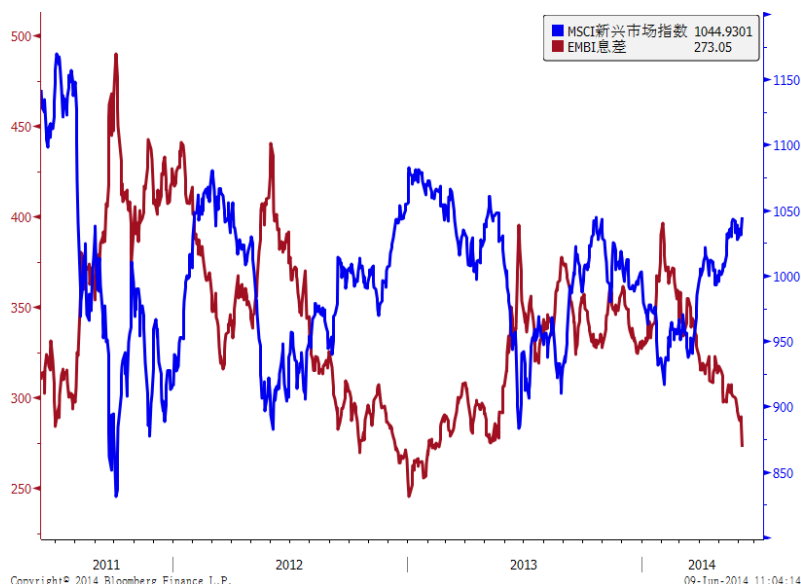
消费税上调将带来内需下滑，日本经济面临一定下行风险。虽然经济风险值得重视，但日本经济也存在一些亮点，例如，5 月份消费者信心指数出现了半年来的首次上升，显示出日本居民对本国经济的信心，进一步说明了消费税上调所产生的负面影响只是暂时的，服务业信心指数也于近期小幅上升。鉴于当前的经济风险，日本央行继续放宽货币政策以刺激经济，日本经济在短暂收缩之后，将逐步回暖，通胀预期攀升。预计二季度日本经济增长为 -4.5%，在三季度经济回暖至 1.5%。

#### （五）新兴经济体增速回升，但三大阴影挥之不去

2014 年二季度，随着美联储退出 QE 政策的常态化，困扰新兴经济体的短期波动因素逐步淡化，股市重拾增长势头，发达经济体与新兴经济体债券息差（EMBI 息差指数）也温和恢复，资本流入有所增长（图 2）。估计 2014 年二

季度新兴经济体 GDP 增速小幅回升，季度环比折年率约为 4.1%。短期来看，在资本出现回流、通胀压力缓和的趋势下，三季度新兴经济体经济增速有望达到 4.8%左右，但短期增长并无法破解新兴经济体的结构性难题。

图 2：MSCI 新兴市场指数与 EMBI 息差



资料来源：Bloomberg

膨胀的债务、经常账户失衡和增长动力的缺失是新兴经济体经济增长长期挥之不去的三大阴影。2008 年金融危机之后，国际金融市场宽松的货币环境促使更多资本流入新兴经济体，债务规模持续扩张。至 2012 年末，亚洲新兴经济体私营部门债务占 GDP 的平均比重已超过 120%，新兴欧洲和拉丁美洲债务规模也占 GDP 的 50%左右。美联储启动 QE 退出之后，国际资本价格上涨，新兴经济体为了对应资本流出和货币贬值不得不再提升国内利率水平。信贷环境持续紧张，私营部门债务负担越来越重，给经济增长的前景蒙上阴影。

以拉美为首的部分新兴经济体面临严重的经常账户失衡和财政失衡。“双赤字”导致本国财政不足以支撑国际支出，这些国家长期依靠短期资本流入来弥补贸易逆差，面对变化的国际金融环境时普遍缺少抗压性。

部分新兴经济体面临着长期增长动力缺失的问题。主要新兴经济体中，除

印尼、中国和沙特阿拉伯之外，其他主要新兴经济体投资率均较危机前出现不同程度的下滑。除墨西哥以外，其他国家近年来也面临投资效率的大幅下降，显示投资拉动经济增长的动能已大幅减弱。此外，人口老龄化趋势也是“金砖国家”无法忽视的问题。

## 二、全球金融市场回顾与展望

2014年二季度，发达国家金融市场稳中向好，股票市场保持升势，美国金融危机风险指标逐月改善，美元开始走强。新兴市场资本流入呈现回暖态势，带动股市上涨，但与发达市场仍有一定差距。由于地缘政治因素，全球大宗商品价格在高位小幅震荡。展望三季度，发达国家货币政策的分化将成为影响全球金融市场的重要因素，部分新兴经济体受地缘政治影响可能出现金融波动。美国飓风、厄尔尼诺等异常天气可能造成国际油价和农产品价格的上涨。

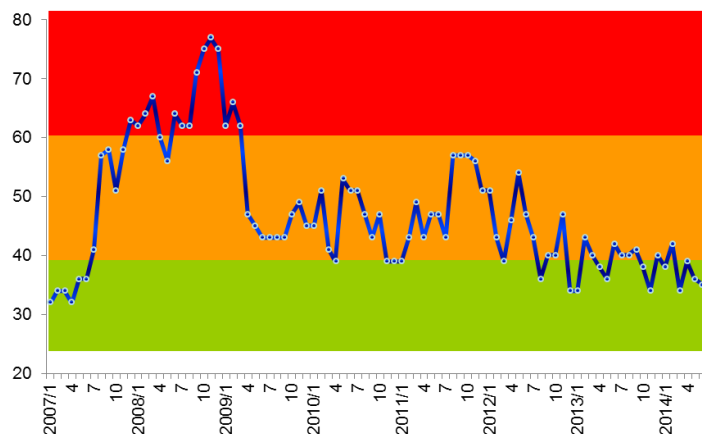
### （一）金融市场整体状况进一步改善，风险指标徘徊安全区域

二季度，随着美国经济恢复增长，新兴市场动荡有所消退，美国金融市场整体风险较上季度略有下降。我们课题组编制的“金融危机风险指标(ROFCI)”逐月回落，月平均值在安全区域内从 38 下降到 36.66（图 3）。分项来看，波动较大的主要是银行股票市场；公司债券市场、银行债券市场、信贷市场、股票市场和外汇市场出现改善；银行间资金市场和非金融类货币市场则总体稳定。信用风险仍是金融市场主要风险，该风险有改善趋势但尚不稳定；其次是市场风险；而流动性风险相对较低。

展望三季度，随着美国经济加速增长以及经济政策不确定性下降，美国金融市场稳定性有望得以持续，ROFCI 将在安全区域内小幅波动。但需要关注市场低波动性背后可能隐藏的风险。



图 3：金融危机风险指标（ROFCI）走势

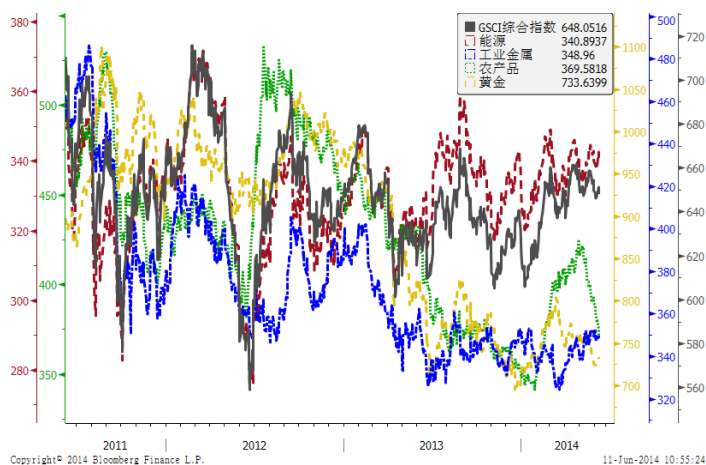


资料来源：中国银行国际金融研究所，中国银行纽约分行，Bloomberg

### （二）大宗商品价格高位盘整，农产品价格弱势震荡

二季度，大宗商品整体维持高位小幅震荡格局。其中，在市场供给充裕与地缘政治紧张两大因素的博弈下，能源价格呈现高位震荡态势；贵金属价格震荡下行；印尼镍矿出口禁令使其供给紧张，加上中国经济预期回暖，导致工业金属价格回升；农产品价格在 4 月受厄尔尼诺天气预期影响一度走高，但此后供给充足，价格持续大幅回落，GSCI 农产品指数自 4 月 30 日的 423.83 点跌至 6 月 11 日的 369.58 点（图 4）。

图 4：大宗商品 GSCI 指数走势



资料来源：Bloomberg

展望三季度，原油消费将有所增长，此外美国飓风期到来和伊拉克局势恶化等因素为原油多头提供空间，油价仍将维持 104 美元/桶以上的相对高位。美元强势地位逐步确立，印度与中国黄金消费减少，金价上涨乏力。农产品弱势格局的因素并未改变，但需注意今年世界已经进入厄尔尼诺状态，亚洲、澳洲、南美等地区干旱面积可能增加，天气异常可能成为导致农产品价格上涨的因素。

### （三）全球资本市场分化依然明显，美国国债收益率回升

二季度，全球股票市场保持升势，但分化依然明显。除日本之外的发达经济体股市再创一年来新高；新兴国家股市在二季度上涨速度超过发达国家，相较今年最低点已回升 13%，但与发达国家之间的差距仍然明显（图 5）。发达经济体总体宽松的货币政策推动资金流向风险较高的股票市场。展望三季度，主要经济体货币政策的差异可能改变资本流动的方向，加剧资本市场的分化。

债券市场方面，美国国债收益率回升，德国则有所下降，新兴国家仍然徘徊在 2011 年的水平（图 6）。欧洲央行释放的巨量流动性将进一步拉低欧元区国家国债收益率，美联储进一步退出量化宽松货币政策将支撑其国债收益率回升。

图 5：MSCI 资本市场指数走势

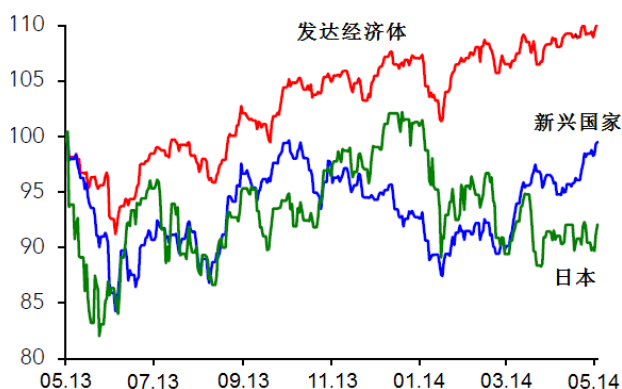
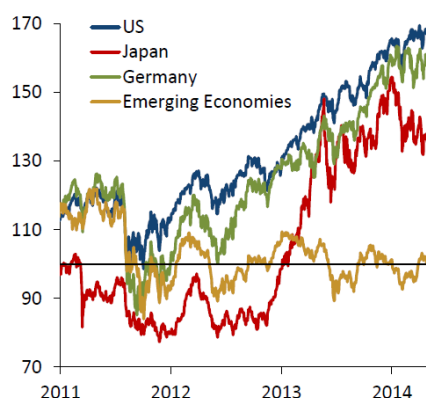


图 6：主要经济体 10 年期国债收益率



资料来源：IIF, Bloomberg

#### （四）美元蓄势待发，欧元抛压加大，日元低位企稳

年初以来，美元指数一直徘徊在 80 点左右（图 7）。从 1-4 月的具体数据来看，美元除了对欧元小幅上涨 0.2% 以外，美元兑日元、英镑和澳元汇率均维持弱势，其中对澳元更是累计下跌 5%。然而，考虑到当前发达国家货币政策的分化，尤其是美联储升息预期增强和欧洲央行宽松政策加码，美元有望结束年初以来的弱势。三季度，美元指数预计将在震荡中上行，逐步回归强势。

图 7：美元指数走势



资料来源：Wind

5 月以来，在市场对于欧元区负利率的预期下，欧元兑美元汇率累计贬值超过 2%（图 8）。随着欧洲央行出台一揽子货币宽松措施，欧元区套利交易的空间进一步加大，使得 6 月以来国际货币市场对欧元的空头头寸持续增加。欧元兑美元汇率的中长期贬值趋势已基本确立，未来欧元或将成为套利交易中的重要融资货币。

与欧元不同，尽管日本央行在最近的议息会议上宣布继续维持宽松的货币政策，但日元兑美元汇率并未如市场预期呈现下跌态势。预计短期内日元的贬值幅度有限，美元对日元汇率仍将在略高于 100 的区间企稳。

图 8：欧元、日元走势



资料来源：Wind

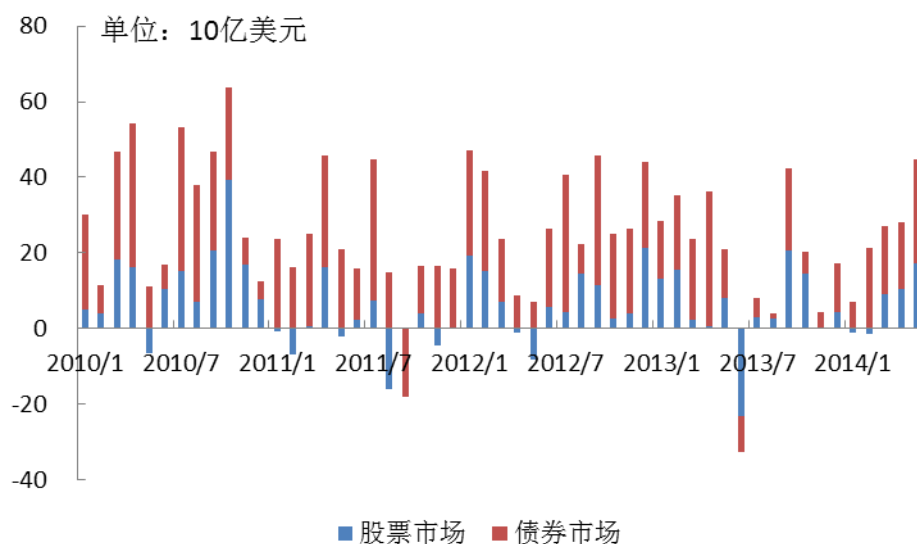
### (五) 跨境资本回流新兴市场，欧洲面临资本外流风险

二季度，新兴市场资本流入呈现回暖态势。根据 IIF 证券资金流入追踪数据 (Portfolio Flows Tracker)，截至 5 月底，二季度新兴市场股票和债券市场资本流入规模达到 727 亿美元，高于一季度的 530 亿美元 (图 9)。其中 5 月资本流入达到 447 亿美元，创 2012 年 9 月美联储实行第三轮量化宽松政策以来的最大规模。近期新兴市场资本回流的主要因素有：发达国家复苏态势较好，金融市场波动率持续下降，VIX 指数曾在 6 月初降至 10.73，为近 7 年以来最低水平。投资者的风险偏好增强推动资金流入收益率更高的新兴市场。与此同时，除东欧以外的新兴市场金融动荡有所好转，也有助于稳定投资者信心。

展望三季度，影响全球资本流动的主要因素在于发达国家货币政策及地缘政治风险。新兴市场目前较高的收益水平，加上相对稳定的市场环境，对国际资本具有一定的吸引力，但是不稳定性依然存在。其中，莫迪当选印度新任总理有助于吸引资金流入亚洲，而乌克兰危机可能继续造成俄罗斯或其他东欧经

济体的资本外流。从发达市场的情况来看，随着欧洲央行实行负利率政策，使得欧元区国债收益率与美国国债收益率的利差收窄，资本可能从债券市场流向股票市场，从欧洲流向美国和新兴市场。

图 9：新兴市场资本流入规模



资料来源：IIF

### 三、渐远的危机，分化的政策

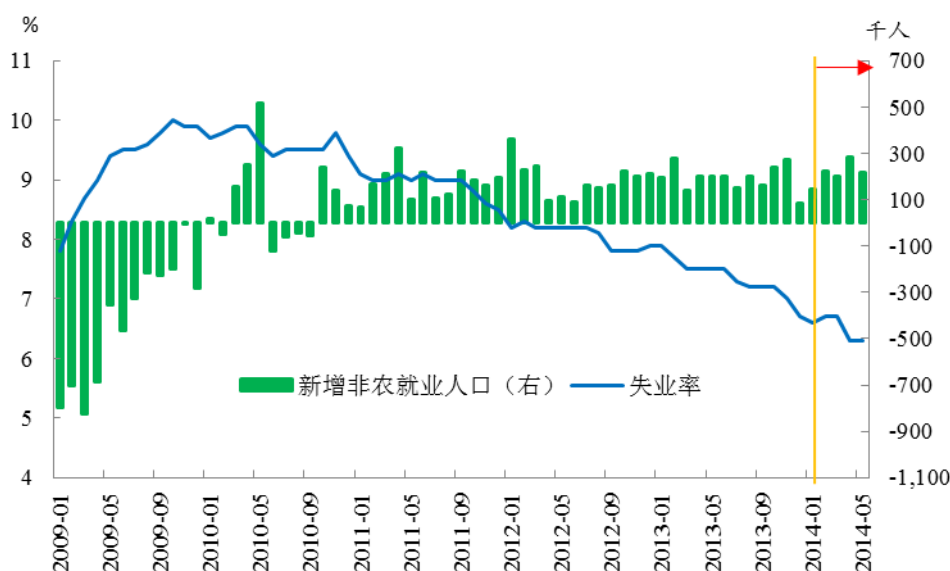
经过一系列的努力，“欧猪五国”债务危机渐渐平息，但是经济增长的困境仍难以彻底摆脱。欧洲央行宽松政策进一步加码，负利率的推出引发全球金融市场的广泛关注。与此同时，美国量化宽松货币政策退出步伐依旧，英国等其他发达经济体面临升息压力。新兴经济体一方面需要规避发达经济体货币政策调整带来的外溢效应，另一方面也需积极探索新的模式加强金融合作，“金砖国家银行”或将成为新的尝试。

#### (一) 全球非常规货币政策走向新的分水岭

节物风光不相待，桑田碧海须臾改。由 2008 年雷曼兄弟破产引发的全球金融危机及经济衰退迄今已五年有余。在此期间中，为尽快走出危机，美国、

欧元区、日本和英国等发达经济体都实行了超宽松的货币政策，通过低利率以及非常规的货币政策措施来刺激经济增长。时至今日，尽管政策目标相同，但这些国家实施非常规货币政策的效果却不尽相同：美联储量化宽松政策将尽，美国经济增长动能日渐强劲；欧央行宽松加码，欧元区通缩风险却持续发酵；日本央行宽松依旧，日本经济复苏依然前路漫漫；英国央行释放加息信号，英国房价泡沫已成复苏隐患。可以说，发达国家非常规货币政策的实践正走向一个新的分水岭。

图 10：美国就业市场情况

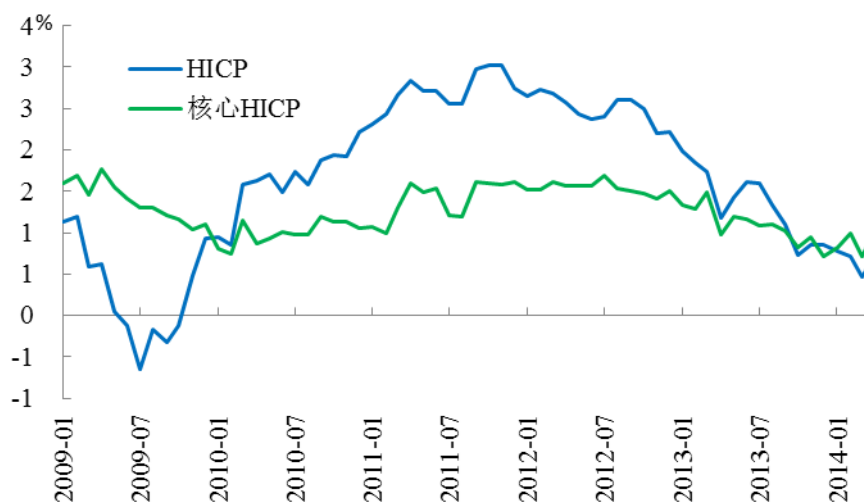


资料来源：CEIC

**美欧经济复苏不同步。**主要发达国家非常规货币政策的分化始于美联储开启 QE 退出，成于欧央行进入负利率时代。这两个标志性事件的背后，是美欧经济复苏步伐的不一致。一方面，美国经济自 2013 年以来稳步复苏：国内失业率一路下滑（图 10），私营部门的就业人数也逐渐超过危机前的峰值水平；同时国内物价温和上升，核心通胀率正逐渐接近主要发达经济体央行的目标通胀位置。另一方面，欧元区近年来的经济复苏难见起色：区内失业率仍处于历史高位；主要经济体的 PMI 指数均徘徊在枯荣线上下；通胀持续低迷（图 11），

导致市场对于通胀的预期滑向通缩。欧美两大发达经济体复苏进程迥异，从不同层面反映了非常规货币政策的实施效果。

图 11：近年来欧元区通胀持续低迷



资料来源：CEIC

央行资产负债表结构有别。同属非常规货币政策，美国、日本为代表的 QE，与欧洲央行的宽松措施有着显著的不同。以美联储和欧洲央行为例，前者通过控制资产购买的规模和节奏，来压低长期利率和抬升资产价格，进而通过财富效应扩张实体经济的总需求；而欧洲央行则是通过调节利率走廊，来促使银行增加向企业贷款以补充流动性，其政策传导有赖于银行的借贷意愿。美欧非常规货币政策操作差异，决定了美联储和欧洲央行资产负债表不同的内部结构，尤其是对于欧洲央行来说，仅凭借一己之力很难完全控制其资产负债表的扩张规模，更难以保证其货币政策的有效传导。从表 2 可以看出，国际金融危机爆发以来，美联储资产负债表下证券项目急剧扩张，其占总资产的比例从 2008 年 4 季度的 22% 飙升至 2014 年 1 季度的 93%；而同期欧洲央行资产负债表下提供给商业银行的贷款项目却有所下降，从而制约了欧央行货币政策的执行效果。

**表 2：美联储和欧洲央行资产负债表的结构变化**

美联储资产负债表（万亿美元）			欧洲央行（万亿欧元）		
	2008Q4	2014Q1		2008Q4	2014Q1
总资产	2.3	4.3	总资产	2	2.1
证券	0.5	4	贷款	0.8	0.6
证券占比	22%	93%	贷款占比	40%	29%

资料来源：Bloomberg

**货币汇率走势新变化。**欧央行负利率的推出也标志着近两年来欧元对美元的升值周期即将结束。在短期内，有关欧元贬值的预期将不断强化，欧元也将成为全球最主要融资货币，并带动欧元与其他货币间的套利交易。与之相对应的，是美元和英镑的强势回归，随着美联储 QE 的有序退出和英国央行加息预期的增强，美元和英镑在今年年内将对欧元持续升值，但英镑对美元是否会延续 2013 年 7 月以来的升值态势，则取决于未来美联储和英国央行各自的加息时点。相比之下，虽然当前日元对欧元的贬值趋势已逐步显现，但未来日元在主要国际货币中的强弱地位，则更取决于日本央行量化宽松货币政策下经常账户的变动。

**美英加息或提前，欧日或再度宽松。**自 2013 年 12 月宣布退出 QE 以来，美联储缩减资产规模的节奏一直按部就班，迄今为止已将每月的资产购买规模缩减至 350 亿美元。照此速度，美联储将在今年四季度完全退出第三轮 QE，并由此回归货币政策正常化的轨道。当前，虽然对于美联储在何时加息的争论尚无定论，但从已经公布的四月议息会议纪要来看，美联储已经开始对一些控制短期借款成本的政策工具进行了测试。6 月以来，美联储官员对于加息的讨论也日趋激烈，这些迹象都增大了美联储未来提早加息的概率。相比之下，考虑到英国央行行长卡尼对于加息的表态，英国央行有可能在 2015 年上半年开



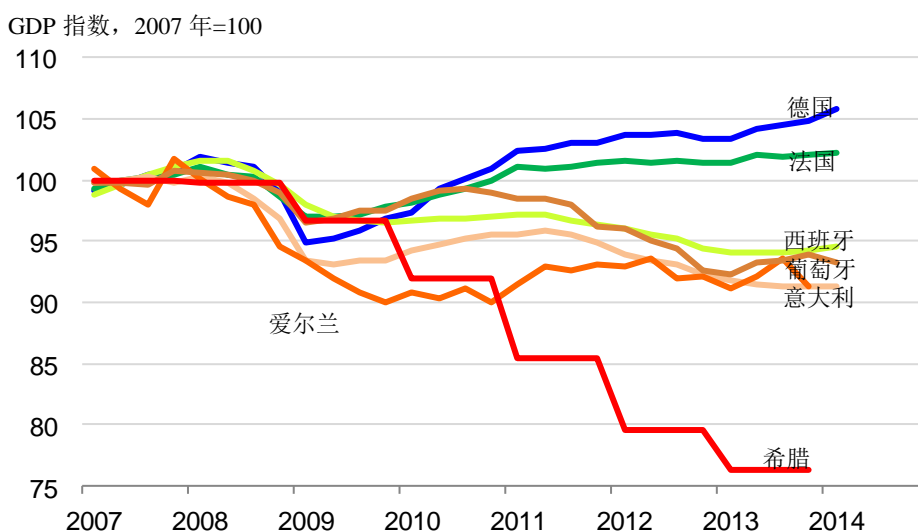
始加息。而反观欧元区和日本，则可能因为未来的低通胀及经济增长滞缓重新开启新一轮的量化宽松政策。在6月的议息会议上，欧央行决定加快在ABS市场上直接购买资产的筹备工作，未来将考虑购买简单透明、以欧元区非金融私人部门债权为基础资产的ABS，即所谓的QE。而同处货币宽松阶段的日本，伴随着当前消费税的上调、储蓄率下降和贸易逆差的持续，其未来的复苏前景也并不明朗，在经济的结构性改革尚未到位的情形下，启动新一轮的量化宽松或将是日本央行在未来的权宜之举。

## （二）“欧猪五国”债务危机渐行渐远？

从2009年10月希腊爆出财政丑闻开始，欧债危机就像被打开的潘多拉魔盒。此后，“欧猪五国”（葡萄牙、爱尔兰、希腊、西班牙和意大利）也先后陷入困境。在欧洲各国货币政策护航、强力财政紧缩、推进结构性改革、加快银行业联盟建设和国际社会的救助之下，欧债危机终于从2013年开始走出低谷。目前，欧元区债务危机已经渐行渐远，但重振外围国家的经济颓势和建设一个更为完善、稳固的货币联盟仍然任重道远。

实体经济企稳，但完全复苏之路依然坎坷。爱尔兰是实体经济企稳较早的国家，希腊是经济衰退最严重的国家；从2013年二季度开始，西班牙和葡萄牙经济也开始企稳，希腊衰退幅度收窄。不过，复苏依然非常疲弱，GDP水平仍处于危机以来的低位水平。到2014年一季度，希腊GDP与危机前峰值差距高达24%，其次是西班牙、意大利、葡萄牙和爱尔兰，仍处于5-10%区间（图12）。投资和消费需求不足，失业率持续高企、通缩压力不断加大，对持续复苏的前景构成较大威胁，特别是葡萄牙与希腊已经步入通缩境地。从历史经验来看，通缩风险比通胀风险更令央行为难。一旦步入通缩陷阱，危机国家经济甚至可能重蹈当年日本覆辙，陷入长期的停滞状态。

图 12：“欧猪五国”的 GDP 复苏状况与核心国家的比较



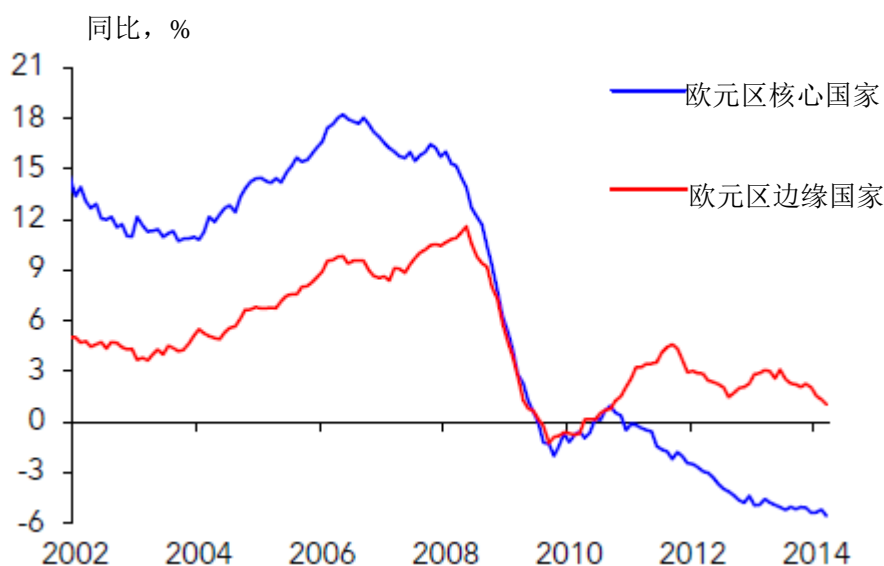
资料来源：欧盟统计局

财政整顿取得成效，结构性改革依然缓慢。危机五国彻底根治危机的根本，是要通过价格水平、实际汇率水平的调整，并推动结构性的改革，改善劳动力市场的灵活性，打通技术、资金等要素市场，以重振产业竞争力，消除两个赤字：一是外部账户赤字，特别是西班牙、葡萄牙和希腊等国严重依赖进口；二是财政赤字，特别是爱尔兰、西班牙受危机冲击较大，公共债务水平和财政赤字居高不下。通过大力财政紧缩整顿，以及劳动力成本、通胀水平和真实汇率的调整，危机五国“双赤字”平衡进程取得了巨大进步。希腊和爱尔兰在危机中财政赤字水平最高曾分别占 GDP 的 15.6%和 30.5%，2013 年底已分别降至 2.6%和 7.4%。危机五国从 2012 年开始实现外部账户盈余，希腊和爱尔兰 2013 年经常账户盈余占 GDP 比例达 0.7%和 6.6%，西班牙自 1986 年加入欧盟以来首次实现经常账户盈余。其他危机国家的“双赤字”也不同程度收窄，预计未来两年还将进一步改善。不过，危机国家要最终消除“双赤字”状态仍有一定难度。特别是西班牙和爱尔兰的财政赤字比例仍然远高于 3%的警戒线水平。持续再平衡进程需要强力的结构性改革推进，目前除爱尔兰成效较为显著外，其他危机国家仍未看到根本性进展。

欧洲银行业联盟取得巨大进展，统一存款保险制度尚须努力。建立银行业联盟目的是推进金融一体化发展，切断银行业危机和主权债务危机之间恶性循环，其三大支柱是单一监管机制、单一危机处置机制和统一的存款保险机制。第一支柱已经在 2014 年一季度建成，欧洲央行将从 11 月开始履行职责，对总资产超过 300 亿欧元或总资产占所属国 GDP 20%以上的大型银行实施直接监管；关于第二支柱，欧盟成员国 2014 年 5 月 21 日就设立单一处置基金达成最终协议，并通过欧洲议会审议公布，基金初始规模 550 亿欧元，未来 8 年内将逐步增加到相当于成员国银行业储蓄存款额的 1%。可以说，前两大支柱的实施已经没有实质性障碍。下一步，欧洲统一存款保险尚需全力推动，这对危机五国来说将是至关重要的一环。

金融市场趋于活跃，但银行业去杠杆化进程仍未结束。金融市场局部甚至超过了危机前表现。一是国债收益率下降，多国重返融资市场。投资者对危机国家国债市场的信心危机在 2012 年上半年达到了顶峰。欧洲央行推出长期再融资操作，不惜一切代价拯救欧元，市场投机被击退。今年 6 月上旬欧洲央行负利率政策进一步刺激国债市场，爱尔兰、西班牙 10 年期国债收益率甚至降至半个世纪以来最低。二是银行间市场流动性恢复，金融压力降低。在欧债危机期间，银行业大量资金返存欧洲央行，流动性接近枯竭。随着欧洲央行实施系列举措，目前银行业在欧洲央行存款已回落到危机前水平。三是外部资金重新回流，欧元汇率回稳，股票市场回升。不少投资基金瞄准欧债危机国家的市场，展开了新一轮的资产配置。特别是在新兴市场波动的期间表现尤为明显。目前的主要困境是，银行业在经济颓势和金融监管更严的双重挤压下，去杠杆化进程仍未结束，信贷增长持续疲软（图 13），这对实体经济增长尤为不利。

图 13：欧元区私人非金融部门银行信贷增长



资料来源：IIF

总体而言，欧元区再现债务危机的可能性越来越小，但如何刮骨疗伤，重振百废待兴的实体经济；如何乘胜追击，不因短期的稳定而懈怠，最终建设一个更为强大、团结而稳固的货币和财政联盟，前路依然坎坷。这对危机国家至关重要，仍然存在一定的不确定性。

### （三）未来金砖银行或将成为新兴市场合作的重要平台

经过两年的磋商和筹建，金砖国家开发银行（以下简称“金砖银行”）有望在今年正式启动。

2012年3月，第四届金砖国家峰会上，巴西、俄罗斯、印度、中国和南非探讨设立一个新的开发银行，为金砖国家和其他发展中国家基础设施和可持续发展项目筹集资金，即金砖银行。该设想一经提出便获得广泛的国际关注。英国《金融时报》撰文称“如果这一设想变为现实，金砖国家开发银行将成为1991年欧洲复兴开发银行成立以来设立的第一家重要多边贷款机构”。2013年3月27日，金砖五国在南非德班达成了建立金砖银行的协议，该银行进入正式筹建阶段。

2014年5月29日，巴西一位官员表示，金砖五国领导人预计会在7月15日的金砖国家峰会上签署协议，并正式启动金砖银行。这意味着，有关金砖银行的筹资、运营和管理等各项安排将陆续浮出水面，从而确保其两年后开始对外放贷。

**金砖银行意在改变国际金融秩序。**在全球经济增长联动、利益融合的大趋势下，金砖国家倡议联合设立开发银行，携手合作以更有效利用全球金融资源，改变长期以来欧美主导的国际金融秩序，尝试改善全球金融治理结构。金砖银行是全球第一家由发展中国家牵头成立、并掌握主导权的国际性金融机构，标志着金砖国家间的经济合作由宏观层面的磋商跨入高端领域和实质性阶段。一旦银行成立，将会大大促进金砖国家间的经贸合作和经济金融发展，并将对世界金融格局改革和世界经济金融走向产生深远影响。

**创始国等额出资，鼓励吸纳新成员，兼顾各国实力与银行长远发展。**金砖银行的资金规模，既要考虑银行成立后的影响力，又得考虑各国的承受能力。如果各国出资太少，成立后的银行将会变得无足轻重；如果融资过多，个别国家可能会在财力上出现困难。根据最新消息，金砖五国或将等额负担金砖银行所需的1000亿美元资本。其中，启动资本为500亿美元，包括100亿美元现金和400亿美元国际市场筹资所需的担保。按照等额出资的原则，金砖五国将各自出资100亿美元。与此同时，金砖银行对外开放，任何国家都可以加入，10万美元算一股。通过金砖五国提供资本、发债或新成员出资，金砖银行的资本在五年时间内将增加一倍至1000亿美元，金砖国家将至少在该银行中持股55%。这既兼顾了创始国的经济实力，同时也考虑到金砖银行后续发展所需资金的筹集问题。

**金砖银行旨在促进基础设施建设。**目前，世界主要多边开发机构有世界银行、欧洲复兴开发银行、欧洲投资银行、亚洲开发银行、泛美开发银行、非洲开发银行和安第斯开发集团等。从现有多边开发机构的宗旨和职能来看，主要

包括以下四个方面：一是减贫和促进发展。二战以后建立的多边机构，包括世界银行、亚洲开发银行、非洲开发银行均因此设立，可以说是开发银行的传统目标。二是促进社会弱势领域的发展。包括欧洲投资银行、美洲开发银行、欧洲投资银行都有这一职能，主要是服务于中小企业、微型企业。三是促进可持续发展，例如以应对气候变化、环境保护和可持续发展为目标，这在欧洲投资银行比较典型。四是促进区域发展和融合。欧洲复兴开发银行主要为东欧国家转型服务，而安第斯开发集团则为本地区一体化服务。

根据金砖国家《德里宣言》和《德班宣言》，五国领导人明确指出，金砖银行旨在为金砖国家、其他新兴市场和发展中国家的基础设施和可持续发展项目筹集资金，作为在全球增长和发展领域中现有多边和区域金融机构的补充。因此，在成立初期，金砖银行资金还是主要用于金砖五国经济发展亟需建设的基础设施项目。之后，可以开始探索金砖银行与其他发展中国家之间的合作，进一步扩大投资范围和辐射面。资金的投放会采取扶持性的商业化运作模式，突出“开发”这一特点，比如促进开发区建设、在特定的区域内促进金砖国家的贸易便利化发展、促进金砖国家的企业发展以及外向型经济的发展等，而不干涉借款国的国内经济事务，这是金砖银行区别于 IMF 等国际组织的特征之一。

未来金砖银行应成为新兴市场拓展合作空间的重要平台。金砖五国近年来在发展彼此贸易、鼓励相互投资方面取得了很大进展，但在消除投资障碍、降低关税、消除非关税壁垒、加强产业技术交流等方面仍有巨大空间；在互换货币、本币结算、互持国债、共建外汇储备库等方面也有很大合作潜力。目前，由美国主导的 TPP 和 TTIP 等贸易协议正在改变全球贸易规则，而金砖五国作为最重要的新兴经济体均被排除在谈判之外。金砖五国应尝试在金砖银行基础上，充分挖掘经济互补性，进一步推动经济金融合作力度，提升在国际经济和金融体系中的话语权。