

全球經濟金融展望季報

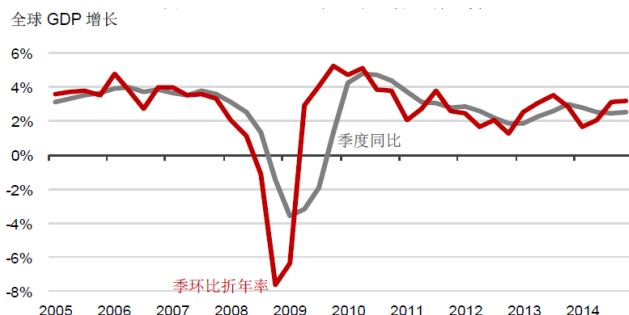
2014 年第 4 季度（總第 20 期）

報告日期：2014 年 9 月 25 日

要點

- 四季度，發達國家貨幣政策分化將成為影響全球金融市場的重要因素，發達經濟體股票市場依然向好，美元繼續升值，部分新興經濟體仍將受地緣政治風險沖擊。
- 四季度，全球經濟將維持溫和、差异化復蘇的發展道路。
- 課題組全球經濟運行監測指標顯示，預計第四季度全球 GDP 環比增長率保持在 3.2% 左右，2014 年全年 GDP 增速維持略下調至 2.6%。
- 美國的再工業化進展推動經濟復蘇力度趨于強勁，而歐元區經濟低迷使歐洲央行面臨挑戰，仍需要進一步加大量化寬松政策的力度。全球資產價格普遍上漲，需警惕新一輪資產泡沫。

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

鍾紅

課題組成員：邊卫紅

王家強（倫敦）

廖淑萍

陳靜

徐奕吟

王有鑫

陸曉明（紐約）

瞿亢（倫敦）

聯繫人：邊卫紅

電話：010-66592776

郵件：

bianweihong@bankofchina.com

全球货币政策格局复杂化

——中国银行全球经济金融展望季报（2014 年第 4 季度）

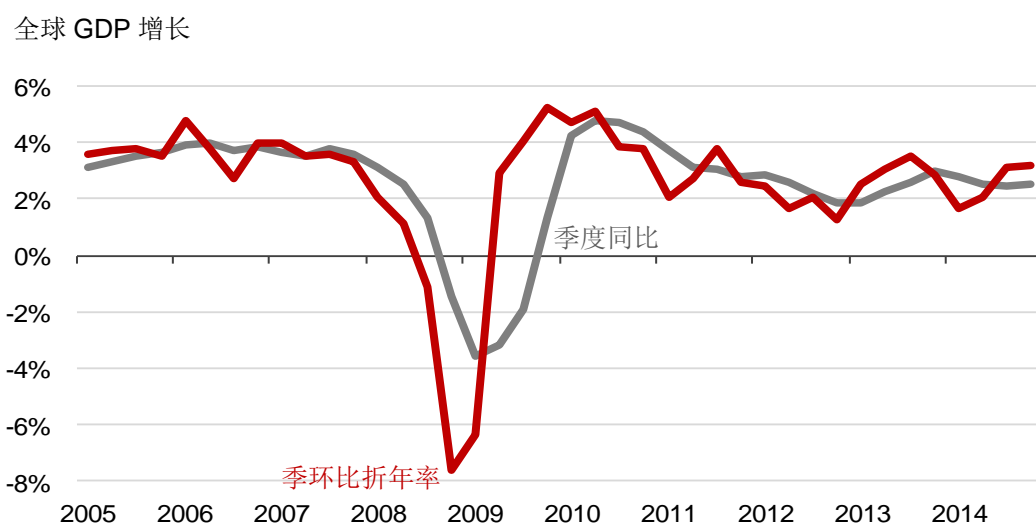
2014 年三季度，发达经济体整体回暖，新兴市场地区继续放缓，复苏格局出现新的分化；日益复杂的政经事件与货币政策格局正在对全球金融市场波动产生新的影响。展望四季度，全球经济复苏态势仍将疲软，区域风险仍未消除，金融市场动荡不容忽视；美国再工业化进展显著，可能带来经济结构性向好；欧元区受多重因素制约，需要进一步的宽松政策应对长期衰退的风险。

一、全球经济季度回顾与展望

（一）全球经济增速失衡，货币政策格局复杂化

尽管乌克兰危机和季节性因素对欧洲经济的不利影响还在发酵，但美国和日本经济大幅波动情况明显收敛，推动 2014 年三季度发达国家经济复苏力度增强。但是新兴市场的增长格局日趋严峻，结构性调整和地缘政治带来的负面影响显著，中东和非洲的经济也受到一定拖累。全球经济疲弱增长态势仍在继续，增速失衡格局仍未显著改善。根据我们的全球经济运行监测指标，2014 年第三季度全球 GDP 环比增长 3.1%，高于上一季度的 2.1%；同比增长 2.4%，与上一季度基本持平。

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

总体而言，全球经济将维持温和、差异化的复苏趋势，美国的再工业化进展推动经济复苏力度趋于强劲，欧美国家对俄罗斯的制裁会继续对欧洲经济运行带来负面影响，中国经济中速运行的新常态对全球经济的拉动作用趋于平稳，我们预计第四季度全球 GDP 环比增长率保持在 3.2% 左右，同比增速与三季度基本持平于 2.5%；2014 年全年 GDP 增速维持略下调至 2.6%。全球物价水平仍将保持稳定，但欧洲国家通缩风险较高。

在经济增长失衡背景下，三季度发达国家货币政策继续分化，美英退出量化宽松政策和加息的压力正在增加，而欧元区继续推出降息、购买资产支持证券等宽松货币政策。在新兴市场国家，中国央行推出结构性的微刺激举措和定向宽松货币政策，韩国央行则降低利率水平；而马来西亚、菲律宾、俄罗斯、南非等国则提高基准利率以抑制通胀压力。预计四季度美国将退出量化宽松政策，欧元区和日本维持宽松的政策取向，特别是欧洲或将准备实施购买更大范围债券的量化宽松举措；新兴市场货币政策继续分化，中国、俄罗斯等增长压力较大，可能会进一步放宽货币政策。日益复杂的货币政策格局正在对全球金融市场产生新的影响，特别是外汇和资本市场波动性增加，变化方向与上半年

将有很大差异。

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	Q2	Q3 ^e	Q4 ^f
美洲	美国	2.3	2.2	2.0	2.2	1.6	2.5	0.1	2.7	1.8	4.5	3.5	-2.1	4.2	3.0	3.1
	加拿大	1.7	2.0	2.2	0.8	1.6	0.8	0.9	3.0	1.9	3.0	2.7	0.9	3.1	2.4	2.6
	墨西哥	4.0	1.1	2.8	2.9	6.1	0.6	3.8	1.2	-3.6	4.3	0.7	1.8	4.2	3.5	3.5
	巴西	1.0	2.5	0.5	0.7	1.5	1.8	3.2	0.7	8.5	-2.3	2.0	-0.6	-2.3	0.5	2.5
	委内瑞拉	5.6	1.3	-1.0	10.1	0.6	5.0	3.5	-5.0	6.5	2.5	2.3	-6.0	-3.0	2.0	2.0
	阿根廷	0.9	2.9	-1.0	0.0	-10.8	8.3	6.6	4.0	2.3	1.0	-1.8	-3.2	0.0	-3.0	0.0
亚太	日本	1.5	1.5	1.0	4.1	-2.2	-2.7	-0.5	5.1	3.4	1.8	-0.5	6.0	-7.1	4.1	2.5
	澳大利亚	3.6	2.4	3.0	4.4	2.1	3.1	1.8	1.4	3.0	2.8	3.4	4.3	2.0	2.5	3.0
	中国	7.8	7.7	7.5	5.7	8.7	8.2	7.8	6.6	7.4	9.5	7.0	6.1	8.2	7.5	7.5
	印度	4.9	4.7	5.0	5.2	4.1	4.6	6.7	2.8	4.4	6.6	4.4	7.7	4.9	5.0	5.5
	韩国	2.3	3.0	3.5	2.2	2.0	1.6	2.6	2.5	4.1	4.4	3.6	3.8	2.0	4.0	3.5
	印尼	6.3	5.8	5.0	6.2	6.4	6.0	5.8	6.0	5.5	5.5	5.3	4.8	5.0	5.0	5.0
欧非	欧盟	-0.4	0.1	1.5	-0.1	-0.9	0.0	-1.8	-0.1	1.6	1.1	1.7	1.3	0.6	1.5	1.5
	挪威	2.9	0.6	2.0	8.2	1.7	-4.4	2.4	-1.2	3.7	3.4	-0.9	1.0	3.7	2.3	2.5
	瑞士	1.0	1.9	1.5	1.7	-0.3	2.9	1.5	2.2	2.5	2.0	0.5	1.9	-0.2	1.5	1.5
	以色列	3.0	3.4	2.5	1.9	2.2	4.2	3.4	1.6	5.3	2.4	2.5	2.8	1.7	0.0	3.5
	俄罗斯	3.4	1.3	0.5	3.3	2.3	1.1	-0.7	2.0	1.7	1.4	1.3	-1.4	1.0	1.0	1.0
	南非	2.5	1.9	1.5	2.4	2.6	1.3	2.3	0.8	3.2	0.7	3.8	-0.6	0.6	2.5	3.0
全球GDP		2.4	2.4	2.6	2.5	1.7	2.1	1.2	2.5	3.1	3.5	2.8	1.7	2.1	3.1	3.2

■ 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）美国经济增长动力强劲，加息讨论升温

第三季度美国经济增长幅则将回落到可持续增长范围内，该季度增长的主要驱动因素是：政策不确定性持续下降，投资者和消费者信心上升，固定投资和就业持续增长，银行信贷标准放松，住房建造恢复增长。但政府支出和出口较弱，个人收入增长较慢，失业率仍较为严重，使得第三季度经济增长有限，实际 GDP 增幅在 3% 左右。

第四季度美国经济很可能延续第三季度增长势头，加上传统购物季节到来，失业率有望进一步下降到 6%，美国个人支出将更强劲增长，同时固定投资支

出包括非居住类和居住类有望持续增长；但库存投资、政府支出以及出口可能会较弱。该季度 **GDP** 增长率预计略超过第三季度达 **3.1%** 左右。

预计在第四季度的两次议息会议上，美联储将继续维持联邦基金利率目标 **0-0.25%** 不变。在其中 **10** 月的会议上将最终停止购买国库券和 **MBS**，结束量化宽松计划，但仍会将到期本金继续投资于这两项债券，并且关于升息时机的争论也会更加激烈。

（三）欧洲经济依然疲弱，欧洲央行量化宽松效果待检验

欧洲经济第三季度复苏力度有所增强。欧元区在二季度陷入停滞后重新恢复增长，主要原因是影响核心国家德国经济变化的短期因素（如气候变化、地缘政治风险和季节性因素等）减弱，德国三季度重返增长，将推动欧元区重返温和复苏。西班牙、爱尔兰、葡萄牙、希腊等欧债危机国家经济继续好转，也会产生正向贡献。不过，意大利、法国等结构性改革进展不佳的国家依然会成为欧元区经济复苏的拖累因素。预计三季度欧元区 **GDP** 环比增幅在 **0.2%** 左右。英国经济在 **2014** 年前三季度实现持续较快的复苏，其中第三季度 **GDP** 环比增幅继续在 **0.7%** 左右，经济复苏力度在发达国家中处于领先水平，主要的推动因素包括失业率快速下降、房地产市场持续升温、私人部门投资消费均较为强劲等，这使得英格兰银行升息和退出量化宽松的声音渐起，三季度货币政策会议开始有成员支持改变货币政策现状。

展望第四季度，受宽松货币政策的支持、欧洲货币贬值和地缘政治危机有所缓和的推动，欧元区经济将处于温和复苏的轨道，英国则保持较为强劲的复苏态势，预计两者 **GDP** 环比增长分别为 **0.3%** 和 **0.7%** 左右。在此背景下，欧洲央行有望持续推出新的宽松货币政策举措。英格兰银行则会在改变货币政策取向上更为坚定，不过英格兰银行年内升息的可能性仍不大。

欧洲央行的量化宽松政策能否助力欧元区尽快走出经济颓势，仍有待市场

检验。从美国、英国和日本央行的政策经验看，量化宽松政策在压低汇率和长端利率、提升市场流动性等方面有一定的成效，是增强经济复苏动力的重要因素。不过，量化宽松政策要取得成效，关键的是应有结构性改革和财政政策等诸多配套措施的辅助，我们将在后面的专题中进一步深入分析。

（四）日本经济温和复苏，消费税的影响逐渐减弱

受消费税上调的影响，日本二季度经济大幅收缩。尽管如此，日本经济仍然处于复苏轨道中。受益于收入增长及就业环境的改善，7月消费者信心指数为**41.5%**，环比上升**0.4%**，连续**3**个月回升，为**8**个月以来最大值。7月的出口也温和反弹，经物价因素调整后，7月出口较6月增长约**2%**。企业盈利改善，日本7月薪资增速创**1997**年以来最高。根据大和证券**2014**年**9**月**4**日公布的**2014-2015**年度企业盈利前景数据显示，基于发展良好的海外事业和资本的降低，除金融以外**200**家企业的经常利润增加**8.3%**，比6月统计高出**6.5%**。在全部**27**个行业中，通讯、汽车、综合商社和机械等**16**个行业盈利状况都有所上升。企业收入、薪资和资本支出出现良性循环，说明上调消费税的影响逐步减弱，日本三季度**GDP**预计为**4.1%**，较前季度实现大幅度增长，**CPI**为**3.0%**。

展望四季度，日本经济将持续复苏，消费税的影响将进一步减弱。为稳定消费支出，并确保日本财政改革能够取得成功，日本央行将继续放宽政策。日元逐步走低和海外经济的回暖有利于日本经济复苏，预计四季度日本**GDP**环比增长**2.5%**；**CPI**环比小幅下降，同比上涨**2.9%**。

（五）新兴经济体分化，地缘政治风险凸显

三季度，随着美国经济加快复苏，外部需求逐步好转，欧元区维持负利率并进一步降息，国际市场流动性宽松条件不变，带动了新兴经济体经济回暖。与6月份相比，7、8月份新兴经济体一致性指数（**EMCI**）上涨**0.7**个百分点至**3.9%**，预计三季度新兴经济体实际**GDP**增速将达到**4.7%**。

新兴经济体内部出现分化，金砖五国经济增长疲软，第二梯队的“新钻十一国”经济走势良好。印度经济在新总理的带领下增长强劲，二季度经济增长率超过预期达到**5.8%**，预计三、四季度将表现更好，有望达到**6.5%**。受俄乌冲突和欧美制裁的影响，俄罗斯资本大规模外逃，经济呈现下滑趋势，预计三季度实际GDP环比增长率为**-2.0%**，未来随着地缘政治风险进一步恶化，俄罗斯经济将持续低迷，四季度难以好转。巴西存在严重的“滞胀”现象，投资减少和工业萎缩导致经济连续两个季度负增长，**2014年GDP**增长预期下调至**0.5%**。受国际市场大宗商品价格下降和国内失业率高企的影响，南非上半年经济增长放缓，随着外部贸易环境的改善，下半年经济增长将在一定程度上好转。

反观以尼日利亚、印度尼西亚、韩国等国为代表的“新钻十一国”，经济走势趋强。**2013年**尼日利亚国内生产总值达到**5226**亿美元，超过南非成为非洲第一大国，**2014年**前三季度继续保持**7%**以上的高速增长，预计全年增长率在**7.1%**左右。印度尼西亚三季度GDP环比增长**5.3%**左右，预计四季度将出现一定程度的放缓，但增速仍将保持在**5%**以上。受汇率上涨影响，韩国上半年经济增速下滑，预计下半年经济增长将出现反弹。此外，在其他“新钻国家”中，越南、菲律宾经济增长强劲，墨西哥和埃及也有不俗的表现。

展望四季度，随着欧洲开始对俄罗斯实行新一轮的经济制裁，俄罗斯经济将快速下滑，乌克兰也将陷入衰退，欧洲其他新兴经济体都会在不同程度上受到冲击。与此同时，中国经济趋于新常态，对新兴经济体拉动有所下降，“新钻十一国”经济持续走强，预计四季度新兴经济体GDP增长将保持稳定，增速为**4.5%**左右。

二、2014年三季度全球金融市场回顾与2014年四季度展望

2014年三季度，发达国家股票市场保持升势，美国金融危机风险指标处于安全区域，美元回归强势，带动大宗商品价格下跌。新兴市场资本流入有所放

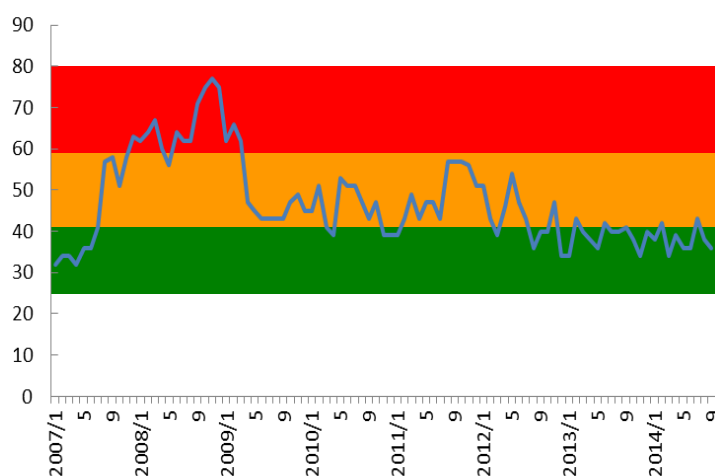
缓，其中欧洲债券市场和俄罗斯等东欧经济体资本外流较为明显。展望四季度，发达国家货币政策分化将成为影响全球金融市场的重要因素，发达经济体股票市场依然向好，美元继续升值，部分新兴经济体仍将受地缘政治影响而出现金融波动。

（一）金融危机监测指标——美国金融市场风险可能小幅上升

2014年三季度，美国金融市场整体风险较上季度略有回升。我们课题组编制的“金融危机风险指标（ROFCI）”虽呈现逐月回落，但月平均值在安全区域内从上一季度的37微升到39。分项来看，出现改善的主要是银行股票市场；风险较低并维持相对稳定的主要是股票市场、美元外汇市场、银行间资金市场和非金融类货币市场；风险较高并且改善不显著的主要有公司债券市场、银行债券市场。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。

展望四季度，随着美国经济恢复稳定增长以及政策不确定性下降，美国金融市场稳定性有望得以持续，但随着美联储升息转折点接近，以及关于升息具体时机的预测分歧，市场风险可能上升，ROFCI可能在安全区域内小幅波动。

图 2：金融危机风险指标（ROFCI）走势

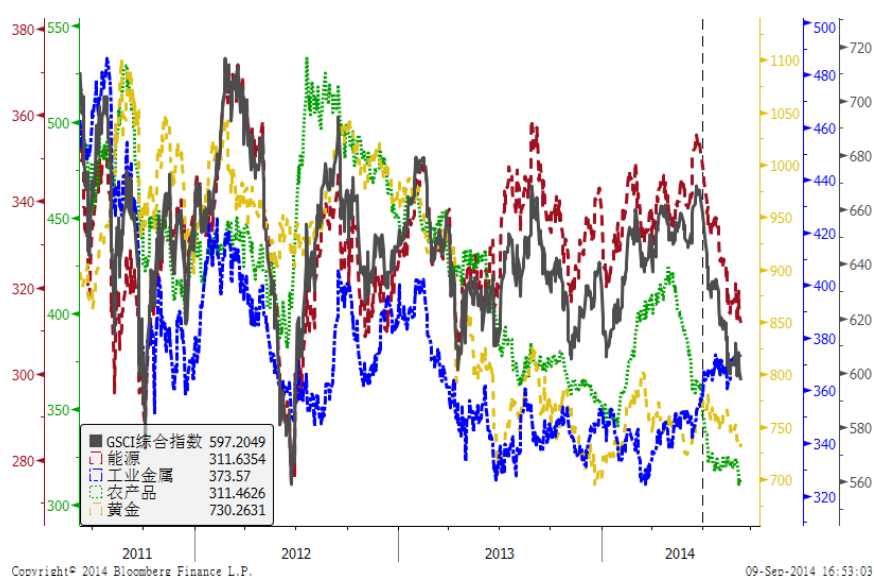


资料来源：中国银行国际金融研究所，中国银行纽约分行，Bloomberg

（二）大宗商品价格持续回落，强势美元成主因

2014年三季度，主要受强势美元和充足供给的影响，能源、农产品等大宗商品价格持续回落。其中，在弱勢的消费需求和充分的市场供应驱动下，WTI 轻质原油大幅回落至 9 月 9 日的 91.45 美元 / 桶。黄金价格震荡回落至 1255 美元 / 盎司左右。工业金属延续了二季度的涨势，在三季度维持震荡上行的格局。

图 3：大宗商品 GSCI 走势



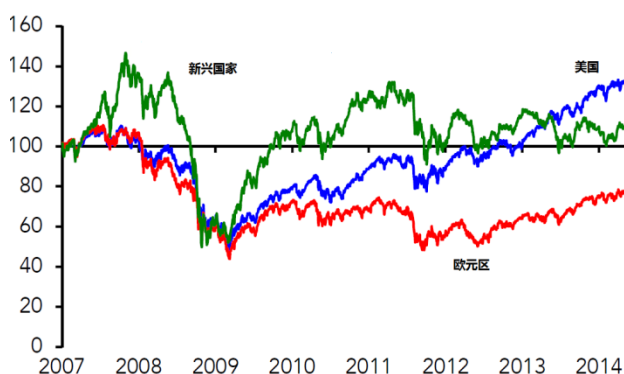
资料来源：Bloomberg

展望四季度，美元强势格局对大宗商品价格的打压仍将持续。WTI 轻质油有望下探 90 美元 / 桶低位，而北海布伦特油价受乌克兰局势影响有望小幅上涨，原油价格地区差异将进一步分化。美元强势与国际地缘政治紧张共同作用下，黄金价格仍将延续低位震荡的格局；大多数农产品的价格都具备止跌微幅上涨的动力；主要工业金属则有望在充足库存和不稳固的经济复苏影响下维持震荡分化的走势，其中铝和锌依然具有上涨动力，钢材价格则将承压继续回落。

（三）发达国家股票市场维持升势，美欧国债收益率分化

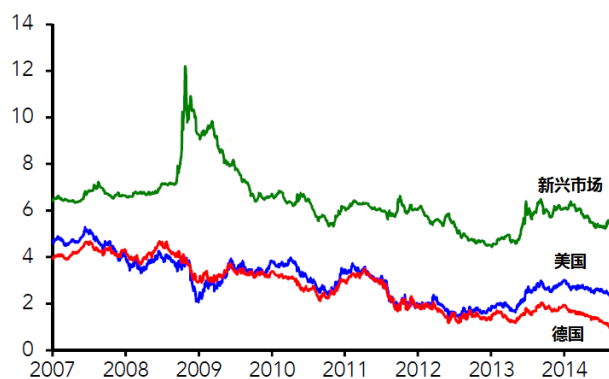
三季度发达国家股票市场保持升势。受公司利润良好表现的支撑，三季度美国股市标准普尔 500 指数涨幅超过 4%。同时随着 9 月 4 日欧洲央行降息和购买 ABS 资产的政策出台，欧元区股市大涨。尤其部分欧元区发达国家，如西班牙和爱尔兰等国的股市到达金融危机以来的高点。从基本面看，2009 年以来欧元区发生欧债危机的发达国家劳动力成本下降幅度接近 10%，辅以欧洲央行的负利率政策以及欧元贬值的助力，未来欧元区企业利润上升的基本条件已经具备。债券市场方面，今年呈现出欧债收益率下降而美国国债收益率上升的分化态势。进入 9 月美债收益率开始上升，且幅度超过德国和日本，从而反映市场对美联储退出量化宽松的担忧，也反映欧元区核心国家对欧洲央行宽松政策的抵触情绪所带来的不确定性。

图 4：全球股票市场指数
(2007 年=100)



资料来源：DataStream

图 5：全球主要国家债券收益率
(单位：%)



资料来源：Bloomberg

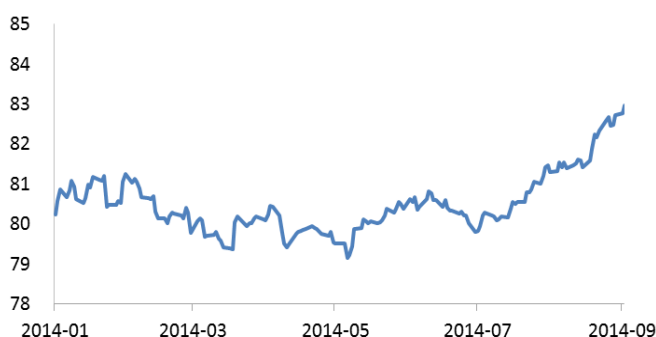
展望四季度，全球主要央行将保持宽松货币政策大环境，投资者对资本市场风险偏好仍然较强，全球股票市场整体向好。四季度欧洲股票市场仍有较大上涨空间，但欧盟面临政治问题的尾部风险可能加大市场的波动性，将对国际资本市场产生一定的影响。未来欧元区主权债收益率保持低水平的可能性较大。四季度美股的表现可能好于欧股。新兴市场方面，随着借贷条件和环境的改善，

国际资金或将更加青睐新兴市场。

(四) 美元处于上行趋势，欧元日元维持低位

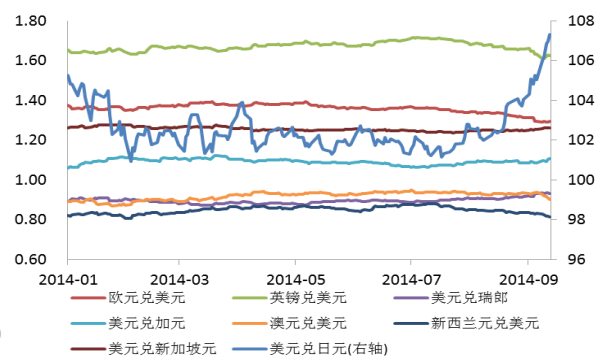
三季度以来，美元指数一路高歌猛进，目前已经超过 84 点，比二季度末高出 4 点多，为 2013 年 7 月以来最高。美国就业市场进一步好转和经济复苏加快，美联储加息预期强烈，将支撑美元继续走强，预计四季度美元指数将稳步提升。

图 6：美元指数走势



资料来源：Wind

图 7：主要货币汇率走势



资料来源：Wind

三季度，欧洲央行再度降息，导致国际资本流出欧洲市场，国际货币市场唱衰欧元。9月初，欧元兑美元汇率下降到 1.29 左右，为 2013 年 7 月以来最低点。四季度，随着美国经济持续好转，欧元兑美元将进一步贬值。

日元汇率在三季度基本呈现单边下跌行情。美元兑日元汇率目前已经超过 107，是 2008 年 9 月以来的最高点。随着四季度日本 GDP、零售、CPI 等数据有所回落，美元兑日元汇率仍将进一步走高。

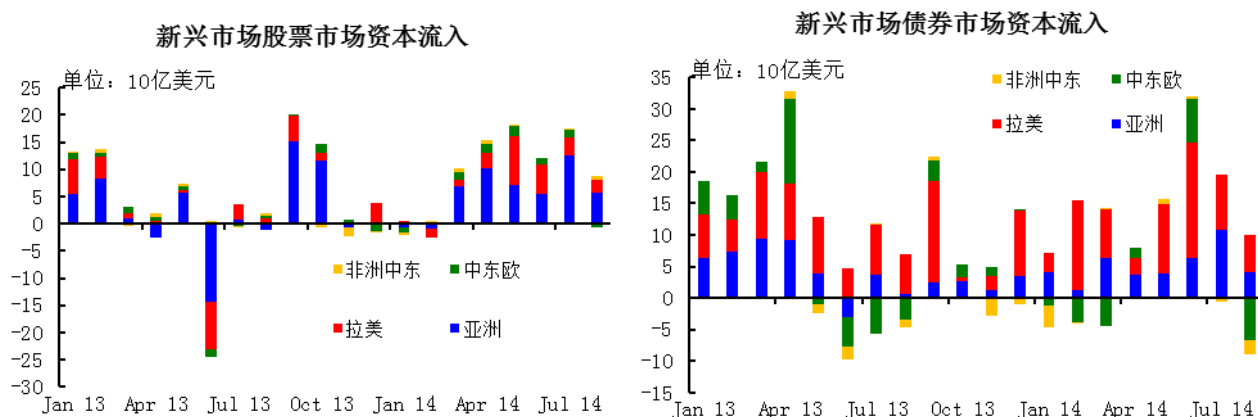
随着美元强势回归，加元兑美元、新加坡元兑美元、新西兰元兑美元、新台币兑美元贬值趋势已基本确立，预计四季度该趋势将继续。受欧元区经济下滑拖累，三季度英镑兑美元、瑞郎兑美元也都出现一定程度的贬值。由于苏格兰公投没有通过，四季度英镑可能出现一定程度的反弹，但难以扭转美元强势

地位。香港由于实行联系汇率制度，三季度汇率波动不大，预计四季度港币兑美元将继续在一定区间内小幅波动。

（五）欧洲持续面临资本外流，亚洲股市资本流入小幅下降

2014年三季度，在欧洲央行负利率政策的作用下，欧元区国债收益率持续下跌，导致欧洲债券市场资本外流。不过，由于经济复苏的带动作用，全球投资者的风险偏好增强，发达国家股票市场吸引了更多资本流入。与此同时，三季度金融市场波动率的VIX指数均值保持在13左右，表明发达市场仍保持较高的稳定性。新兴市场在经历了此前几个月的资本热潮后，8月资本流入规模有所下降，特别是债券市场流入规模降低明显。分地区来看，东欧和非洲资本流入规模大幅减少，亚洲新兴市场流入规模小幅下降。IIF的数据显示，8月新兴市场资本流入规模仅为90亿美元，远低于5-7月平均380亿美元的水平。

图 8：新兴市场资本流入规模



资料来源：IIF

展望四季度，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。随着欧洲央行9月再度降息，美联储将于10月停止购债，利率政策开始转向，标志着美欧货币政策进一步分化，资本可能继续从债券市场流向股票市场，从欧洲或部分新兴市场流向美国。而地缘政治风险可能继续造成俄

罗斯或其他东欧经济体的资本外流。

三、全球经济金融专题

美国制造业复兴助推美国再工业化进程，促进经济复苏，而欧元区经济前景令人担忧，欧央行货币政策走向引发高度关注。全球地缘政治风险硝烟再起，将加剧全球金融市场的动荡。

（一）美国再工业化进展及经济增长可持续性评估

美国制造业周期性复苏明显，并有可能形成长期复苏。美国再工业化的核心问题是制造业是否能够复苏。过去 30 年美国制造业维持着较强的竞争能力，只是其在美国及全球经济中的相对地位不如以往突出。

2011-2013 年美国制造业再次领先整体经济增长，诸多指标达到近 30 年最佳水平，并开始从新兴市场回流。2010-2013 年制造业名义增加值增长率分别达 6.4%、5.1%、5.8%、2.2%，其中耐用品 2010-2012 年增长率更是高达 10%、5%、5.8%，高于其他行业及名义 GDP 增长率。制造业名义增加值/名义 GDP 占比也止跌回升，从 2009 年历史低点 11.9% 上升到 2013 年的 12.4%。美国制造业周期性复苏明显，并且诸多事实也提示美国制造业有可能正在出现新的结构性转变。这次转变并非是向传统工业简单回归，而是在重新定位以进一步深化升级。

美国此轮经济复苏带有结构性调整特征，具有可持续性。美国经济增长的内在动力正在累积，增长质量改善，具有在若干年内的可持续性。从周期性来看，美国私有部门最终销售支出领先增长，特别是其中非居住类固定资产投资加速增长，私有部门在 GDP 占比持续回升，政府占比缩减；工商企业及个人资产负债状况持续改善，去杠杆化成效显著；工业产能利用率尚未饱和。本次复苏从 2009 年中谷底至今已延续 58 个月，然而仍处于缓慢复苏增长之中，名义 GDP 增量离衰退前趋势水平仍有近 10% 缺口，离潜在水平仍有 4.5% 缺口，

持续增长空间仍很大。

从结构上来看，美国增加投资和出口占比进展仍不尽如人意，但诸多数据和迹象表明，美国经济结构调整的正面因素蓄势待发。

首先，制造业回归的大环境、市场机会及优势条件正在形成。政府与企业重新认同了制造业在经济中的关键作用，并提出再工业化和重振制造业的国策，明确将制造业重新定位为带动其他领域增长的主要驱动因素及核心竞争力；全球制造业未来发展趋势及新特征与美国制造业发展程度及特征高度契合，美国制造业优势将进一步凸显；新兴市场提升需求档次及生产能力，更重视环境、能源及增长质量，制造业扩张速度可能下降，这给美国制造业扩张带来了难得机会；全球供应链风险及运输成本上升，促使许多美国企业重新在岸化以缩短供应链，接近最终市场；美国制造业成本在发达市场中相对较低，随着中国劳动成本上升，其与中国相比的成本缺口也在缩减；美国能源开发技术革命及成本下降正在促进能源生产增长，在节能减排和精细化生产方面的优势突出，同时也对能源密集型行业带来连带效应。

其次，制造业回暖将会带动出口增长。美国出口以难以替代的产品为主，收入弹性从而周期性波动相对较低，加上其在发达国家中的成本优势，所以其制造业/出口占比并未随制造业/GDP 占比而下降。并且美国制造品出口一直占全球很大份额，危机以来日本、西欧制造业出口在全球占比下降，而美国则回升并维持在 10% 上下。据波士顿咨询公司分析，到 2015 年美国出口产品成本将比主要发达国家平均值低 8-18%，到 2020 这些国家出口总额的 2-5% 可能被美国取代。美国出口制造产品的 46% 是技术密集型，这一结构优于德国、日本、韩国和中国。这使其很可能在未来的制造业出口竞争中处于领先地位。

再者，受货币政策影响，很可能延长本次增长周期，甚至超过 120 个月的历史高点。在这一过程中经济增长的幅度在很大程度上取决于：未来几年美国

个人实际收入增长，能否接替正在衰减的财富效应，起到继续支撑消费支出的作用；同时企业非居住类投资能否接替正在减速的住房投资，起到继续支撑投资支出的作用。就目前状况看，美国就业持续增长，失业率下降，个人收入和支出有可能加速增长；企业投资支出可能将随着总需求增长在未来加速增长；而出口则可能随着欧洲市场逐渐恢复增长势头而出现增长；政府支出将在未来几年随财政状况好转而持续回升。但鉴于美国尚看不到足够强劲的新驱动力，因此预期本次复苏增长可持续性较强，但幅度不可能太大。

当然美国制造业复兴及出口/GDP 占比提升的阻碍因素也很多，需要国内经济政策很好配合，处理好与世界其他部分的互动。而这些因素的复杂性和不确定性决定了复兴很可能是一个缓慢和波动的过程。

美国就业市场复苏迅速，但质量不高，并且存在结构性因素，使得货币政策决策复杂化。美联储采用就业市场指标作为利率决策的核心依据，其最大的风险是再次误判就业市场状态，从而误导决策。耶伦认为，妨碍美国就业复苏的主要是可透过货币政策应对的周期性因素，但实际上影响美国就业市场的确实也有诸多结构性因素，包括婴儿潮时期出生人口开始大量退休，高薪职位空缺与现有求职人员技能不匹配，出现了失业与职位空缺同时存在的状态。美联储若坚持采用低利率促进这类就业，则可能导致过长时间维持低利率的风险。

（二）全球资产价格普遍上涨，警惕新一轮资产泡沫

自 2008 年金融危机以来，各国相继出台了史无前例的货币政策以刺激经济复苏。欧洲中央银行、日本中央银行以及英格兰银行出台量化宽松的货币政策，选择向金融市场提供注资计划；美联储通过改变其资产负债表结构，创新其货币政策工具以救助市场的信贷宽松货币政策。一方面，一系列政策促使大量资金流入市场，今年以来，全球资产价格一路上升。另一方面，美国失业率持续下降，经济逐渐恢复，美联储将计划结束量化宽松政策。两方面因素叠加

将加大全球资产价格下跌风险，需要特别关注。

危机之后，宽松货币政策推升全球资产价格，再创历史新高，资本市场与实体经济增长脱节。今年以来，全球股票、债券涨势明显，房地产市场和资本市场也急速反弹。从金融危机结束，全球三大股指——道琼斯指数、伦敦金融时报 100 指数、法兰克福 DAX 指数一路上升，并在今年刷新历史最高，超过危机前的股指最高水平。健康的经济增长形式是通过改革来提高生产力，但现在的大型公司都偏好于通过资本市场的运作比如回购股票、参与并购等方式来炒高公司价值，而不是发展生产力。目前，全球经济增速仍低于 1996 至 2006 年间的 3.9% 的平均水平，进一步说明全球股市远远领先于经济增长的实际水平，呈现“非理性繁荣”，价格存在着向价值回归的风险。

由于缺乏技术进步，实体经济短时吸纳资金能力有限，大量热钱流入资本市场，造成资产价格泡沫。今年全球企业和银行债券发行规模达 2.74 万亿美元，比去年同期增长 6%，创下自 2009 年以来最高水平。英国、新西兰等国的房地产市场已出现过热现象，根据英国 2014 年 1 月份 Nationwide 房价指数数据显示，英国房价年度增幅达到 8.8%，创下自 2010 年以来的峰值，2014 年 6 月房价同比增长率进一步上涨，高达 11.8%。

图 9：全球三大股票指数走势



资料来源：Bloomberg

货币政策效果下降，美国计划退出宽松政策，增大资产价格下跌风险。宽松货币政策的效力持续递减，部分国家的货币政策正在努力趋向正常化。而被炒高的资产价格不是资产真实价值的体现，价格对货币政策和资本流向的依赖性大。美国、英国一旦退出量化宽松政策，并采取加息举措，引发全球流动性收紧，国际资本从新兴经济体国家回流至美英等发达经济体，这在进一步催生发达经济体资产价格泡沫的同时，还可能引发新兴经济体资产价格下挫。

资产价格下跌易引发通货紧缩，拖慢实体经济，新兴经济体偿债风险大。在过去的一年中，全球经济释放出了利好的信号，但是经济要达到持续、平衡的增长水平仍然较难。当金融泡沫破灭的时候，产出和就业的损失将非常大，并且持续时间较长，资产负债表的衰退将付出一个比正常衰退更严重的代价。泡沫破灭所导致的破产将揭示被泡沫所掩盖的错误配置资源和结构中存在的不足。全球资产价格下跌易引发通货紧缩，率先影响到消费者信心，使得投资者开始担心风险而缩减投资，进一步造成产出的下滑，经济整体发生衰退，陷入另一次危机之中。

2008年以来，新兴市场国家获得的国外贷款超过2万亿美元，此外，一些新兴经济体国家还在资本市场上通过国外的子公司借入大量的外国货币债务，这一现象依赖于银行扩张其跨境业务，并且这些债务并没有计入外债的统计中，而作为国外的直接投资核算，新兴经济体中资产管理的活跃表现将放大这些国家由于资产价格变动所承受的压力。在市场出现大幅波动时这些贷款将形成巨大偿付压力，很多新兴市场国家可能无力应对。

引导资金流向实体经济，促进改革，抑制过度金融资产价格繁荣。为应对全球资产价格下跌可能引发的风险，各个国家应当采取必要的措施。可以将全球的国家分为两类，一类是已经经历了金融危机的国家，另一类是已经经历了金融繁荣的国家。对于前者，当前最主要的是修复资产负债表和改革结构，首要任务是完成银行资产负债表修复以支撑那些受危机影响最严重的非金融行

业；其次，改革也是必不可少的，可以促进所需的资源在行业间转移，这对于应对资产负债表的衰退非常关键，从长期来看，有助于提高经济的长期增长率，因为生产率的提高才是实现增长的唯一途径。

对于后者，正在经历经济繁荣的国家受危机的影响较小，这些国家的首要紧迫任务是解决已经逐步累积的可能威胁金融和宏观经济稳定的失衡。美国政策的正常化可能引发市场的紧张局势。对于这些国家而言，需要寻找抑制过度繁荣的途径，加强抵抗可能发生金融危机的能力。尤其，新兴经济体国家应当引导国际资本向本国的实体经济注入，避免大量资金涌入房地产市场、股市等造成资产价格短期过热，一旦资金退出可能引发经济衰退。再者，对银行等金融机构应当关注贷款的偿还能力以及投资资产的潜在下跌风险，及时剥离偏离价值水平严重的资产。

（三）欧洲央行宽松政策效果及货币政策前景

自金融危机以来，欧洲央行的货币政策灵活度受诸多因素的制约，包括内部成员国经济复苏差异大、影响政策的核心国家态度谨慎、经济一体化遭遇政治阻力等。因此，欧洲央行的政策力度、及时性和有效性一直颇受诟病。

对比欧洲央行与美联储、英格兰银行和日本央行自 2008 年以来的利率、传统公开市场工具和非常规宽松货币政策，并结合实体经济和金融市场的表现，我们不难看到，欧洲央行实施的货币政策及其成效有如下特点：

第一，利率政策成效不佳，并对欧债危机爆发负有一定责任。低利率的政策目标主要是通过降低融资成本，刺激投资与消费需求。但是，危机以来欧元区的经济复苏持续低迷，失业率高企，显示实体经济存在流动性陷阱，降息举措难见成效。并且，2011 年 4 月和 7 月，欧洲央行因对物价走势误判而两次升息，成为欧债危机爆发的一个推动因素。

第二，各类常规和非常规提供流动性的政策工具在一定程度上稳定了金融

市场，但对实体经济复苏的推动作用有限。在 2008-2009 年金融危机期间，欧洲央行通过与各发达国家央行联手，采取短期流动性工具和双边货币互换等措施，向金融体系注入流动性，这对稳定全球金融市场发挥了重要作用。不过，非常规的量化宽松政策对欧元区经济的复苏并未收到显著成效，可反映在欧元区经济复苏迟缓、银行信贷增长低迷、失业率高企和通缩风险加剧等指标上。迄今为止，欧元区经济的复苏进度落后于英国和日本的表现，更远远落后于美国经济的复苏程度；如果剔除掉德国等核心国家经济的拉动作用，欧元区实体经济更显黯淡。

欧洲央行政策成效之所以不尽人意，主要有如下原因：

其一，决策效率较低，政策及时性不够。欧洲央行的政策受到少数核心国家的影响较大，政策出台往往经过多次博弈。例如，迟迟不愿推出量化宽松的举措，一定程度上错过了干预市场、应对欧债危机的最佳时期。

其二，低估了危机的严重性，政策实施力度小。不论是从欧洲央行降息的力度、量化宽松的规模看，还是从 2011 年期间曾经升息的举措看，欧洲央行过度关注物价目标，低估了全球金融危机和欧债危机的严重性。

其三，欧洲国家结构性改革迟缓，财政状况积弊深，货币政策独臂难撑。欧洲央行通过系列举措为银行业、金融市场提供充分的流动性和信用担保，但信贷增长仍然疲软，核心原因是结构性改革的迟缓使投资者和消费者缺乏信心，导致市场需求不足。在法国和意大利，设立企业受到诸多限制，行政审批效率低下；外围国家劳动力市场僵化，并且要为解决债务危机问题而大幅削减支出，导致企业难以积极开展经营。

其四，严格的监管条件下，银行业去杠杆化，货币政策传导渠道不畅。危机中，由于欧元区金融监管较为严格，对资本和流动性提出更高要求，使得欧洲各大银行纷纷进行去杠杆化，信贷能力和意愿都不高，导致欧洲央行的货币

政策传导渠道受损，金融业对实体经济的支持能力大大削弱。

其五，不利的外围环境冲击，限制了货币政策成效的发挥。欧元区国家受到了欧洲、北非与中东等地区地缘政治危机冲击，国际油价波动、外部需求疲软都影响了欧元区经济复苏。

表 2：危机以来四大发达经济体央行的宽松货币政策举要

	时间	政策工具	实施情况
一、利率政策			
1.美联储	2007-2014	联邦基金目标利率	2007.9-2008.12, 8次降息, 从 5.25% 降至 0.25%; 2009 年至今, 目标利率维持在 0-0.25% 区间不变。
2.欧洲央行	2008-2014	存款工具利率 DF 边际贷款工具 MLF 再融资操作 MRO	2008.10-2009.5, 7 次降息; 2011 年 4、7 月两次升息; 2011.11-2014.9, 7 次降息, DF 降至 0 后实施负利率。
3.英格兰银行	2007-2014	央行基准利率	2007.12—2009.3, 9 次降息, 从 5.75% 降至 0.50%; 2009.4 至今, 基准利率维持在 0.50% 不变。
4.日本央行	2008-2014	银行间无担保隔夜拆借利率	2008 年 10 月和 12 月, 两次降息, 从 0.5% 降至 0.1%; 2009 年至今, 基准利率维持在 0.1% 不变
二、公开市场操作			
1.美联储	2008-2014	流动性工具	在 2008 年-2009 年金融危机期间, 通过 AMLF、CPFF、PDCF、TSLF、双边货币互换等短期融资工具向市场提供流动性
2.欧洲央行	2008-2014	流动性工具	在金融危机期间, 通过短期的公开市场操作工具和货币互换等向市场注资, 提供流动性支持
3.英格兰银行	2007-2014	流动性工具	在 2008 年-2009 年危机期间, 特别流动性计划 SLS、贴现窗口便利 DWF、双边货币互换协议和英镑逆回购操作
4.日本央行	2008-2014	流动性工具	在 2008 年-2009 年金融危机期间, 通过公开市场操作和双边货币互换协议等, 向市场提供流动性支持
三、前瞻性指引			
1.美联储	2008-2014	非传统前瞻性指引	2008 年到 2014 年, FOMC 多次对利率政策作出指导性预期, 如 2012 年 9 月表示“将维持超低利率水平至少到 2015 年中期”, 2012 年 12 月提出 6.5% 的失业率目标。
2.欧洲央行	2013-2014	非传统前瞻性指引	2013 年 7 月, 欧洲央行首次对利率政策作出定性前瞻性指引, 表示将在更长时期内维持低利率水平。
3.英格兰银行	2013-2014	非传统前瞻性指引	2013 年 8 月, 英格兰银行首次推出“前瞻性货币政策指引”, 宣布将维持当前 0.5% 的超低利率和

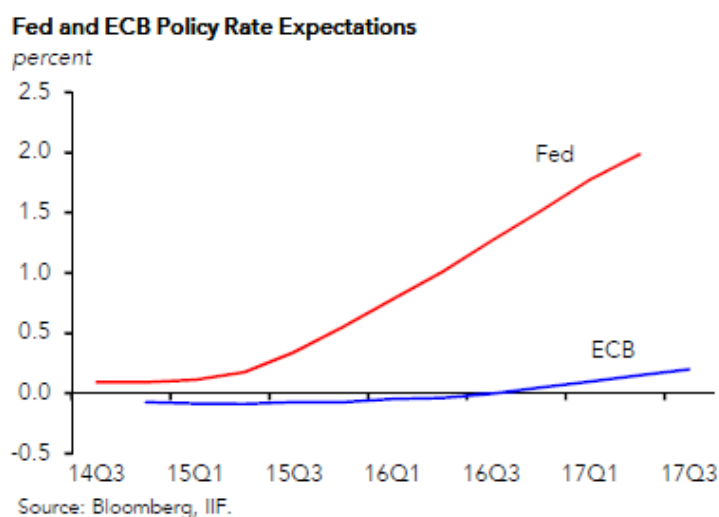
			量化宽松政策，直至英国失业率降至 7%以下； 2014 年 2 月，基于失业率下降超过预期，表示将引入更多经济指标作为综合考量。
4.日本央行	2010-2014	非传统前瞻性指引	2010 年 10 月，日本央行表示将维持零利率政策，直至中长期的物价实现稳定；2013 年 1 月宣布其资产购买的目标要实现 2%的通胀目标。
四、量化宽松政策			
1.美联储	2008-2013	QE1 到 QE4	QE1:2008 年 11 月-2010 年 4 月，购买房地产相关 ABS QE2:2010 年 11 月-2011 年 6 月，购买美国国债 QE3:2012 年 9 月-2012 年，购买 ABS 及执行扭曲操作 QE4:2012 年 12 月，购买国债替代扭曲操作
2.欧洲央行	2008-2014	长期再融资操作 LTRO 担保债券购买 CBPP 证券市场计划 SMP 直接货币交易 OMT 定向长期再融资 TLTRO 购买私人部门 ABS	2008-2012 年，多次推出 6 月和 1 年期、两次 3 年期 LTRO 2009 年 7 月和 2011 年 11 月启动两次 CBPP 2010 年 5 月到 2012 年 3 月，在二级市场购买国债 2012 年 9 月，在二级市场无限量购买 3 年期以下国债 2014 年 9 月和 12 月，实施 4000 亿欧元 TLTRO 2014 年 9 月，购买欧元区私人部门资产支持债券 ABS
3.英格兰银行	2009-2014	资产购买计划 APP 融资换贷款计划 FLS	APP1: 2009 年 3 月，购买 750 亿资产，后多次扩展规模 APP2: 2011 年 10 月，多次增购资产，最终规模为 3750 2012 年 8 月-2014 年 1 月，鼓励银行以低流动性资产为抵押向央行借入高流动性的国债
4.日本央行	2010-2014	资产购买计划 CME 资产购买计划 QQME	2010 年 10 月，宣布购买国债、商业票据、公司债券等 2013 年 4 月，宣布购买各类资产，将日本货币基础扩展

资料来源：各央行公告，IMF，作者整理

从政策前景看，基于欧元区经济“两低一高”的情况（低增长、低通胀和高失业率），欧洲央行面临的挑战仍然非常大，需要进一步加大量化宽松的政策力度，延长宽松货币政策的周期。例如，根据市场最新的预计，欧洲央行的负利率政策可能会持续到 2016 年上半年；随着更大的通缩压力出现，欧洲央行甚至必须认真地考虑推出直接购买欧元区国家国债的量化宽松举措，这对抑制融资成本、维护欧债市场稳定、压低欧元汇率以推动实体经济尽早复苏较为重要。我们认为，近期欧洲央行密集推出降息至负利率、实施定向长期再融资和

购买私人部门 ABS 等宽松货币政策举措，反映其为避免欧元区陷入中长期衰退的努力；但是，更为关键的是，欧洲国家还应当 在金融监管、财政整顿和结构性改革等方面加大配合力度，才能使欧洲央行的货币政策找到着力点。

图 10：2014 年 9 月彭博资讯对美联储和欧洲央行利率政策的预期



资料来源：IIF

（四）全球地缘政治风险及其对经济金融的影响

今年以来，地缘政治波诡云谲，乌克兰事件持续发酵，引发西方国家对俄罗斯实施多轮制裁；巴以爆发新一轮冲突；伊拉克“伊斯兰国”(ISIS)恐怖主义集团异军突起，引发美欧联手围剿。地缘政治动荡增大了全球经济运行的不确定性。

全球地缘政治冲突可能长期化。目前来看，乌克兰和俄罗斯均难以放弃对乌克兰东部的控制权。尽管近期乌克兰政府承认东部亲俄武装的特殊地位，但前提是不能脱离乌克兰，而俄罗斯将就乌克兰与欧盟签署联系国协定进行贸易制裁，未来还将以不同方式更加深入地涉入乌克兰东部冲突，造成西方国家与俄罗斯关系的进一步紧张，不排除双方出台新的制裁措施与反制裁措施。乌克兰地区的政治局势很难在短期内明显缓和。此外，ISIS 恐怖主义活动已不局限

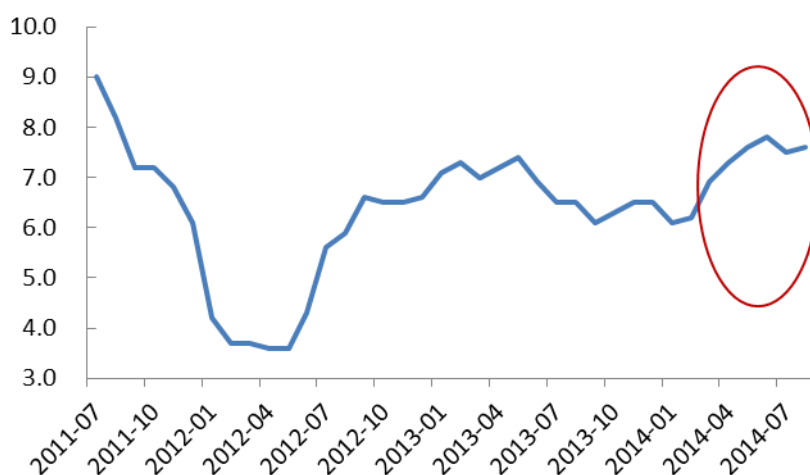
于伊拉克，有可能向周边的中东国家蔓延，欧美对其的打击也将长期继续下去。

地缘政治风险将使保护主义升温，影响全球资本流动和投资者信心。目前来看，由于供应充足，地缘政治冲突尚未对原油价格形成上行压力。其影响主要在于投资者对未来前景的不确定增加，从而打击投资者信心，推升避险需求，影响全球资本的流向。频繁的地缘冲突还将引发地区之间的对抗情绪，使全球范围内的保护主义情绪升温，主要国家贸易增长可能放缓。

俄罗斯面临资本外逃、卢布贬值和融资成本上升三大风险，经济下滑不可避免。自乌克兰危机以来，美欧对俄罗斯能源、金融、国防领域已实施多轮制裁。作为反击，俄罗斯宣布一年内禁止从美欧等国进口水果、蔬菜、肉类、鱼、牛奶和乳制品，另外还考虑在航空、汽车制造等领域实施保护政策。

俄罗斯的官员视制裁为推动俄罗斯自给自足的契机，但制裁无疑已对经济造成负面影响。今年4月以来，俄罗斯通胀率连续攀升，8月已达7.6%，是俄央行目标利率的两倍。俄罗斯一季度经济增长0.9%，二季度为0.8%，6月、7月则分别同比萎缩了0.2%和0.1%。IMF预计，俄罗斯投资将在较长时间内处于疲软状态，2014年经济增长率下调至0.2%。

图 11：俄罗斯通胀率



资料来源：Wind

俄罗斯当前最大风险在于资本外逃、卢布贬值和融资成本上升。俄罗斯央行数据显示，今年上半年俄罗斯有将近 **750** 亿美元的资本外逃，是去年同期的两倍，且超过了去年全年规模，预计今年全年将有大约 **900** 亿美元资本流出俄罗斯。受此影响，8 月底外汇储备降至 **4064** 亿美元。截至 9 月 15 日，俄罗斯卢布已贬值 **7.2%**，RTS 股票指数下跌 **8.2%**。俄罗斯央行于 7 月 25 日将基准利率从 **7.5%** 升至 **8%**，以阻止资本外流和通胀上涨。与此同时，美欧制裁导致俄罗斯国际融资成本开始上升。自 3 月以来，俄罗斯企业所发行的欧元债券规模大跌 **70%**，外国银行也减少了对俄罗斯企业的美元融资。

图 12：俄罗斯外汇储备

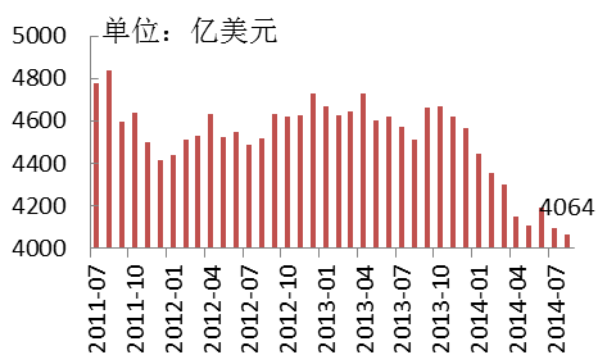
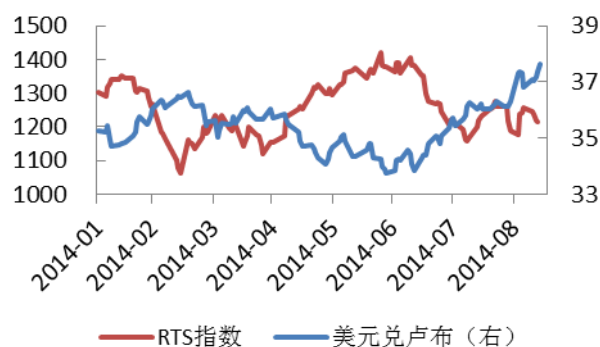


图 13：俄罗斯汇率及股市走势



资料来源：Wind

欧洲经济将受到牵连，其中德国、意大利影响不容小觑。欧盟四分之一的天然气供给来自俄罗斯，其中 **80%** 依靠乌克兰管线输入。在欧盟 **28** 个成员国中，对俄罗斯天然气供应 **100%** 依赖的有 **5** 个国家，超过 **50%** 依赖的有 **11** 个国家。过去几年，欧盟一直试图减少对俄罗斯的能源依赖，但总体来说由于欧盟成员国内部的分歧以及中亚国家之间难以解决的摩擦因素，欧盟对俄罗斯能源的依赖并没有根本好转。随着冬季来临，能源将成为俄罗斯反制裁的最大砝码。一旦来自俄罗斯的能源供应中断，必将危及欧盟能源安全，使本就十分脆弱的欧洲经济雪上加霜。

在贸易领域，欧盟统计局最新数据显示，欧盟二季度经常账户顺差由第一

季度的 252 亿欧元大幅缩减至 120 亿欧元，同比环比均大幅下降。若制裁升级俄罗斯关闭领空无疑将进一步增加欧盟贸易运输成本，加剧贸易下滑。与此同时，俄罗斯食品进口禁令预计将给欧盟各国造成每年约 50 亿欧元的损失，欧盟委员会虽已宣布紧急拨款 1.25 亿欧元以弥补因俄罗斯制裁蒙受损失的蔬菜、水果种植户，但显然仍面临巨大缺口。在制造业领域，8 月份欧元区制造业采购经理人指数（PMI）降至 13 个月新低的 50.7，低于 7 月份的 51.8。地缘政治不确定性已经影响了企业对未来经济发展的信心，导致投资下滑。据欧盟委员会预计，由于对俄制裁，欧盟今明两年将分别减少 400 亿欧元和 500 亿欧元收入，分别占欧盟 GDP 的 0.3% 和 0.4%。

在欧盟国家中，德国、意大利可能将受到较大影响，而两国作为欧洲大国，其经济受损无疑将对欧洲经济形成下行压力。以欧元区领头羊德国为例，德国和俄罗斯企业之间一直以来有着深厚的贸易关系。随着西方国家联手对俄罗斯实施经济制裁，向来与俄罗斯和乌克兰有紧密经济往来的东德地区将受损严重。德国工商总会预计，2014 年德国对俄罗斯年出口总量将减少 20%，且出口量骤减将集中在机械制造领域。据德国经济学家估计，如果出口继续前 5 个月的态势进一步下滑 20%-25%，将会拉低德国 0.5%-0.7% 的出口增长，从而拖累整体经济增速接近 0.3%。

欧美制裁俄罗斯同样会对意大利出口产生较大不利影响。据意大利出口信用保险公司（SACE）的数据，在目前意大利对俄罗斯出口结构中，设备占 27%，时装占 21%，家具占 8%，汽车占 8%，金属占 7%，家电占 6%，食品占 6%，其他产品占 17%。如果乌克兰局势缓和，意大利的出口在 2014 年将减少 9%，2015 年将恢复增长 0.5%，两年间出口额合计减少 9.38 亿欧元，其中设备行业将减少 5 亿欧元。如果局势趋紧，俄罗斯的经济下行，意大利出口将在 2014 和 2015 年度分别下降 12% 和 11%，整体出口额减少 24 亿欧元，其中设备行业减少 10 亿欧元。