

全球經濟金融展望報告

2015 年第 2 季度（總第 22 期）

報告日期：2015 年 3 月 30 日

要點

- 2015 年以來，各國央行進一步加大貨幣政策寬松力度，地緣政治風險暫時緩解，全球經濟繼續緩步復蘇，步入“低增長、低通脹、格局分化”的“新常態”。
- 全球金融總體穩定，但波動性上升，以美元持續大幅升值和大宗商品價格持續下跌為顯著特徵。美國金融風險指數處於安全區域，新興市場金融風險下降。
- 預計 2015 年第二季度全球經濟繼續維持復蘇態勢，區域分化格局依然存在。其中，美國、歐元區和日本經濟增速有望加快，但俄羅斯和巴西可能衰退。
- 本期報告特別就全球通縮風險、美元匯率中長期走勢、歐洲地緣政治危機和亞洲新興市場資本外流等熱點進行專題分析。

歐元/美元 2 年期利差與美元指數



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

鍾紅

課題組成員：王家強

廖淑萍

陳靜

王有鑫

鄂志寰（香港）

黃小軍（紐約）

陸曉明（紐約）

瞿亢（倫敦）

聯繫人：王家強

電話：010-66592331

郵件：wangjiaqiang@bankofchina.com

全球经济步入“新常态”

——中国银行全球经济金融展望报告（2015年第2季度）

2015年以来，各国央行普遍采取宽松货币政策，包括降息、降准和量化宽松等，地缘政治动荡形势有所缓和，希腊债务重组的博弈后延，这些因素在一定程度上稳定了市场信心，有利于全球经济继续温和复苏。全球金融形势总体稳定，但暗潮涌动。国际金融市场波动加大，以美元持续升值和大宗商品价格低位下行为显著特征。总体看，全球经济步入了一个低增长、低通胀、格局分化和金融持续波动的“新常态”。本期报告重点关注全球通缩风险、美元汇率中长期走势、欧洲地缘政治危机和亚洲新兴市场资本外流的形势与影响。

第一部分 全球经济金融季度回顾与展望

一、全球经济步入低增长、低通胀和格局分化的“新常态”

2015年一季度，三大风险成为市场广泛担忧的焦点。其一是美联储加息争论。一旦美元进入升息通道，全球资金势必加大回流美国力度，其他地区的资本外流将带来汇率大幅贬值、流动性不足的风险，可能导致实体经济再陷困境。但由于美国实体经济未如预期强劲，美联储上半年加息的可能性下降，给新兴市场地区经济复苏留下一定的缓冲时间。其二是希腊债务问题。希腊激进的执政党派与欧盟国家就债务重组问题展开博弈，一旦分歧不能妥善解决，希腊退出欧元区势必引发新一轮欧债危机，使刚现复苏曙光的欧元区经济再度受挫。所幸这一问题得到四个月的延后处理，欧债风险有所缓释。其三是乌克兰地缘政治危机。美、欧、俄就乌克兰问题的政治博弈，一旦不能走上和平解决的道路，地区战乱势必对欧洲经济带来严重冲击。2月份俄、德、法、乌四方达成停火协议，使地区危局得到暂时平息。尽管前景仍不明朗，上述风险的下降有利于世界经济稳定。

从全球采购经理人指数 (PMI)、OECD 领先指标等实体经济景气调查数据看, 2015 年以来全球经济维持了缓慢复苏、动能有所增强的势头 (图 1)。根据我们的监测指标, 第一季度全球经济 (GDP) 环比增长折年率为 2.8%, 与上年四季度的 2.7% 基本持平; 同比增长 2.9%, 较上年四季度的 2.6% 有所加快 (图 2)。其中, 2015 年第一季度美国经济表现稳健, 预估 GDP 增长率为 2.0% (环比折年率, 下同); 欧元区经济增长 2.0%, 较上季度加快; 日本经济增长 2.5%, 与上季度基本持平; 新兴市场国家总体稳定, 但俄罗斯和巴西经济出现负增长。

图 1: 全球 PMI、OECD 领先指标变化

图 2: 全球经济运行情况及预测



资料来源: 中国银行国际金融研究所

在大宗商品价格大幅下跌的影响下, 全球物价普遍呈现持续下行态势, 其中美国、欧元区均首次出现 CPI 同比下跌, 中国、印度的物价指数也明显下行 (图 3), 全球性的通缩风险日益上升。为应对经济下行和通缩风险, 2015 年第一季度各国央行纷纷采取了降息、降准和量化宽松的举措, 欧洲央行的量化宽松政策 (QE) 备受关注, 其他欧洲国家的央行甚至采取了进一步的负利率政策。在亚太地区, 中国、印度、韩国、澳大利亚等大国的央行同步降息。到 3 月下旬, 已降息的经济体 GDP 总和接近全球的 50%。例外的是美洲地区。由于经济复苏稳固, 失业率创下金融危机以来新低, 美联储加息的预期继续升温; 而为应对高通胀困局, 巴西央行不得不大幅加息至 6 年多高点 (表 1)。

图 3：部分经济体物价指数变化

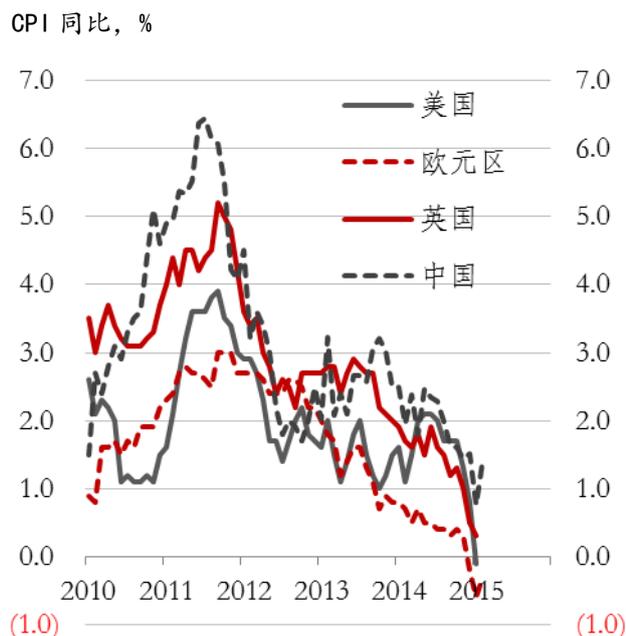


表 1：2015 年一季度主要央行动态

央行	现行利率	2015年Q1变化	备注
中国	5.35%	2月降息一次	2月降准1次
印度	6.75%	1、3月各降息1次	
印尼	7.50%	2月降息一次	
澳大利亚	2.25%	2月降息一次	
韩国	1.75%	3月降息一次	
丹麦	-0.75%	2月降息一次	负利率
俄罗斯	14.00%	2、3月各降息1次	
欧洲央行	-0.20%	实施量化宽松	负利率
波兰	1.50%	3月降息一次	
瑞典	-0.10%	2月降息一次	负利率
瑞士	-0.75%	1月降息一次	负利率
罗马尼亚	2.25%	2月降息一次	
土耳其	7.50%	2月降息一次	
加拿大	0.75%	1月降息一次	
巴西	12.75%	1、3月各升息1次	唯一加息
秘鲁	3.25%	1月降息一次	

资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

展望第二季度，世界经济增长速度略有上行，但仍然不够强劲。在主要央行同步采取宽松货币政策的推动下，全球流动性比较充裕；此外，大宗商品价格处于低位，继续下行空间更趋有限，虽然通缩压力仍未减轻，但物价下跌有望对各国消费者的支出有所提振。第二季度全球经济环比增长率有望提高到3%左右，我们继续维持全年世界经济增长3%的预测（见表2）。预测的风险依然很大，因为下半年全球经济面临美联储可能加息、希腊债务问题谈判破产的可能性，欧债危机重燃、国际资本大规模流出，可能引发新兴市场国家出现连锁债务危机。

回顾过去几年全球经济的表现，从更长周期的视角看，我们认为全球经济进入了一个“新常态”，中长期内难以取得突破。全球经济“新常态”有如下几个重要特征：第一，低增长和低通胀。由于全球性的产能过剩、技术创新和投资、消费需求不足，“去产能化”、“去杠杆化”使得货币政策出现上个世纪凯恩斯提出的“流动性陷阱”，即无论利率如何低，市场参与者始终不敏感，实体经济需求持续不振，物价下行。第二，格局分化。由于各国面临不同周期的经济

困境，各国宏观政策分化现象此起彼伏。在全球化背景下，这种分化引起汇率水平大幅波动，国际资本流动频繁转向，贸易保护主义不断抬头，对全球经济走向更强劲的复苏带来持续干扰。第三，地缘政治冲突加剧。世界经济与国际政治格局发生了巨大变化，由于公共债务问题和经济实力下降，美国等大国对持续提供全球性公共安全产品已力不从心，而新的政治力量尚未足够强大，全球治理出现真空，世界各地的地缘政治动荡、恐怖主义事件等不断爆发，对投资者信心和全球经济复苏产生了较大的负面影响。总之，“新常态”下主要国家如何采取更加协调的国际治理政策，是不可回避的世界性难题。

表 2：全球经济运行态势及主要经济体增长预测 (%)

地区	年/季 国家	2013	2014	2015 ^f	2014				2015			
					Q1	Q2	Q3	Q4	Q1 ^e	Q2 ^f	Q3 ^f	Q4 ^f
美洲	美国	2.2	2.4	3.0	-2.1	4.6	5.0	2.2	2.4	3.1	3.0	3.0
	加拿大	2.0	2.5	1.8	1.0	3.8	3.2	2.4	1.0	1.5	2.0	2.0
	墨西哥	1.4	2.1	3.0	1.4	4.2	2.1	2.7	3.0	3.1	2.8	2.8
	巴西	2.5	0.0	-0.5	-0.7	-2.4	0.3	0.5	0.0	-1.0	0.0	0.5
	智利	4.1	1.8	2.5	2.7	-0.3	1.5	4.0	4.0	1.5	3.0	2.0
	阿根廷	2.9	-1.0	-0.5	-2.7	3.1	-2.1	1.0	-0.5	0.0	0.0	0.5
亚太	日本	1.6	0.0	1.0	5.1	-6.4	-2.6	1.5	2.1	1.8	1.5	1.0
	澳大利亚	2.0	2.7	2.5	4.4	1.9	1.4	2.2	2.2	2.4	2.8	3.0
	中国	7.7	7.4	7.2	6.1	8.2	7.8	6.1	5.5	6.5	7.5	7.5
	印度	6.4	7.2	7.5	7.6	6.9	8.9	6.7	7.5	7.3	7.5	7.8
	韩国	3.0	3.3	3.5	3.8	2.0	3.7	1.5	3.5	4.0	3.5	3.5
	印尼	5.6	5.0	5.5	4.7	4.9	4.9	5.1	5.0	5.5	5.6	5.8
欧非	欧元区	-0.5	0.9	1.2	1.1	0.3	0.7	1.3	1.5	1.5	1.5	1.5
	英国	1.7	2.6	2.8	2.7	3.0	2.6	2.2	2.5	2.8	3.0	3.0
	瑞士	1.9	2.0	1.0	1.8	1.2	2.6	2.4	0.5	1.0	1.0	1.0
	俄罗斯	1.3	0.5	-3.0	-0.1	0.6	0.1	0.0	-5.0	-3.0	-2.0	2.0
	尼日利亚	5.4	6.5	7.0	—	—	—	—	—	—	—	—
	南非	2.2	1.5	2.5	-1.6	0.5	2.2	4.1	3.0	2.0	2.0	2.0
全球 GDP		2.5	2.6	3.0	1.7	2.8	3.3	2.7	2.8	3.0	3.0	3.2

注：季度增长率均指环比增长折年率，e 为预估，f 为预测。

资料来源：中国银行国际金融研究所

二、全球金融形势总体稳定，但波动性上升

（一）金融市场形势概览

1. 货币市场。全球货币市场在第一季度比较稳定，但信用风险及波动性上升，二级市场流动性下降。影响未来市场稳定性的主要因素有：美国及欧盟关于货币基金监管改革的细节逐渐明晰，尽管短期内影响有限，但会降低对投资者吸引力；巴塞尔协议 III 银行流动性覆盖率于 2015 年 1 月实施，要求货币基金匹配更多高流动性资产，银行可能减少货币金融融资，增加高流动性资产，导致这类资产紧缺。欧元区低利率环境可能驱使基金经理投资风险更高的基金，货币基金收益率可能继续下降至负值，英美货币基金收益率可能上升。支持市场稳定性的主要因素是基金经理对信用、市场与流动性风险的审慎管理。美联储隔夜逆回购项目及 QE 结束会向市场释放一定优质短期资产，缓解市场压力。

2. 股票市场。发达国家股市与央行政策变化的关系更密切。美国 QE 结束及利率正常化预期会影响外国资金流入，美国股市波动性指标在年初小幅上升，这种状态可能延续到第二季度。欧元区在国际资金流出的同时，由于 QE 实施、欧元贬值而注入了流动性，推升欧元区股市，MSCI 的 PE 值在第一季度上升到 15。但欧元区长期利率下降空间有限，又可能限制 PE 值进一步上升。

3. 债券市场。在避险、债券升值及通缩预期驱动下，欧洲政府债券供不应求，导致 25% 的政府债券在第一季度出现负收益率，并可能在下一季度进一步向高风险国家延展。政府债券低收益率会驱使投资者更多投资高风险债券、新兴市场债券及另类资产，另类资产占全球退休金组合已达 25% 并可能进一步上升，公司与政府债券利差则可能进一步收窄。这将导致信用风险上升，市场流动性下降。大面积负利率会影响欧元区 QE 效果，增加投资者及欧央行损失，误导市场定价和风险评估，增加市场不确定性。为此欧央行已设置了 -0.2% 下限，这一新动向值得关注。此外，发达市场高收益公司债券特别是能源板块风险上

升，并可能在第二季度维持高位波动。一季度美国等发达市场政府债券二级市场流动性下降，随着欧元区 QE 实施，可能在第二季度有所改善。

4. 外汇市场。主要市场货币政策分化导致美元大幅上升，升幅超过预期，短期内升幅甚至超过 70 年代以来最高水平。相应地，欧元兑美元贬值幅度也超过预期接近平价，达 12 年最低水平。随着货币政策进一步分化，欧元贬值及外汇市场波动状态将在第二季度延续，日元、英镑、澳元等其他主要货币也可能随之调整，新兴市场货币仍面临较大的贬值压力。过去几年美国低利率环境曾引发全球投资者从事美元对其他币种资产的套利交易。随着美元升值、外汇市场波动性上升，美元套利交易收益下降、交易减少。第一季度，美国升息预期、美元升值、欧元区 QE 等因素正导致市场逆转为欧元对美元资产套利为主的交易。第二季度，随着联储升息临近、美元继续升值及欧元区 QE 启动，这一过程可能加剧，增加资金跨境流动及市场波动性。

5. 大宗商品市场。短期国际油价随着中东原油供应减少、冬季需求上升出现反弹。但由于原油供应不减、需求不足，油价整体回升趋势可能难以延续。但油价市场间差异可能扩大，主要是美国原油供应持续充足可能进一步压低西德州 WTI 原油及期货价格；而全球原油库存增长放缓，则可能导致布伦特原油及期货价格在未来季度回升。第二季度西德州 WTI 原油价格可能在 45-50 美元/桶区间波动；而布伦特原油则可能回升到 55-60 美元/桶区间。

（二）美国金融风险监测指标可能会接近不稳定区域

我们采用 8 个领域 12 项核心指标衡量美国金融市场整体风险状态，通过分析各项指标在 2015 年一季度的绝对水平、变化方向并进行历史比较，监测美国金融市场各个领域的风险状态和主要风险来源，在此基础上形成“金融危机风险指标（简称 ROFCI）”，描述美国金融市场整体风险状态和危机概率。该指标在 2015 年第一季度平均值从上一季度 39.66 下降到 37.66，继续处于安全区域。

其中，1月波动较大进入不稳定区域，2-3月回落至安全区域。波动较大、风险上升的领域主要有：货币市场、外汇市场；相对稳定的领域主要有：股票市场、银行间资金市场、公司债券市场、银行股票市场和债券市场。第二季度随着美国与其他主要市场货币政策分化加大，金融市场整体波动性有可能小幅上升，接近不稳定区域（参见图4）。

图4：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

（三）新兴市场金融风险监测

2014 年下半年以来新兴经济体增长改善，缓解了金融市场压力，2015 年第一季度整体金融风险下降。对新兴市场金融稳定性冲击最大的是外部因素，主要是美国开始紧缩货币政策、美元升值加剧了新兴市场资金跨境流动，其中依赖短期资金、外债占比更高、采用浮动汇率而央行外汇储备有限、经常账户赤字的国家可能受冲击最大。

1. 资金跨境流动。新兴市场金融资产在经历了 2014 年 12 月的净流出及市场动荡后恢复稳定，2015 年 1、2 月分别净流入 230 亿美元和 120 亿美元，其中股市超过债市。随着投资者风险偏好上升、欧元区 QE 启动，这一趋势可能在第二季度延续。

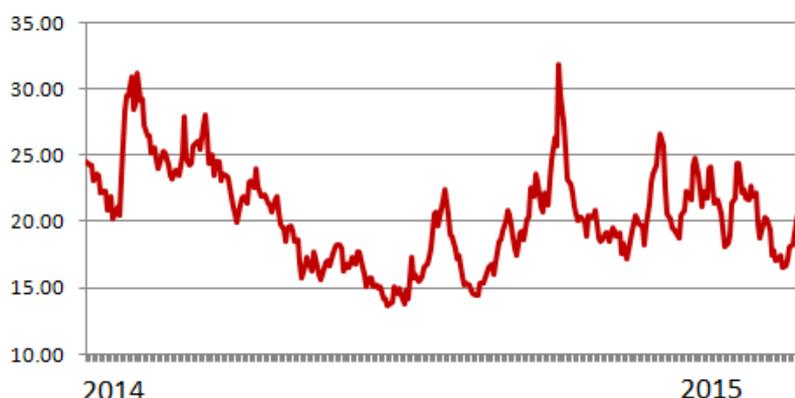
2. 股市。以下指标显示新兴市场股市整体风险较低并预示第二季度增长前景较好。(1) 2014 年以来 MSCI 新兴市场股票 PE 值增幅滞后于发达市场，12 个月远期 PE 值 11.5，略高于过去 10 年平均值 11，低于发达市场的 16。(2) 新兴市场波动性指数有回稳迹象但波动幅度增加。(3) 市场间相关性下降到历史平均值 0.2 以下，股票与债券相关性从 0.75 高位回落到 0.55，新兴市场股市与全球债券市场间相关性回升。(4) 收益离散度下降到历史平均值 9% 以下。

3. 公司债券利差。公司债券与政府债券利差在经历了 2014 年第四季度的快速上升后开始放缓。高收益债券在新发行公司债券中占比大约为 12%，远低于发达市场，但有上升趋势。

4. 外汇市场波动性。外汇交易波动性随美元升值和主要央行货币政策分化持续上升，这一趋势可能在第二季度延续。欧元、日元贬值压力导致部分新兴市场特别是亚洲央行降低利率压低币值，这可能引发各国货币竞相贬值，加剧外汇市场波动。

5. 债务风险。美元升值使新兴市场中美元外债占比大的国家美元短缺及偿债压力持续上升。其中巴西、土耳其最为严重，它们的货币兑美元在 2015 年第一季度贬值幅度分别超过 18% 和 12%，加剧了爆发债务危机的风险。

图 5：新兴市场 ETF 波动性指数 (CBOE)



资料来源：美联储

第二部分 国别与地区形势展望

一、北美地区：美国经济稳定增长，加拿大经济增长放缓

（一）美国经济稳定增长

美国经济进入了稳定持续增长阶段。2015年第一季度虽然受到严寒天气影响，但仍然在上一季度增长2.2%的基础上加速增长。

预估第一季度实际GDP增长2.4%左右，失业率下降到5.6%左右；油价下跌、美元升值等因素使CPI下滑2.5%左右。受汽油销售减少和严寒天气拖累，零售及住房销售增长较弱，特别是汽车、家具等耐用品支出下降，个人消费支出增长率从上季度的4.2%下降到3%左右。住房开工因季节因素减少，能源生产和投资因油价下降而缩减，导致固定投资增幅从上季度的4.5%下降到3.8%左右。政府支出增长2.3%左右，是支持增长的重要因素。

预期第二季度实际GDP增长率达3.1%左右，失业率进一步下降到5.4%左右。随着劳动力成本上升，通货紧缩状态也可能相应缓解，CPI和PPI预计分别增长2.1%和1.2%左右。其中，个人消费支出增长率可达3.3%左右，推动因素包括个人可支配收入、就业、净资产等基本面持续改善，在季节因素消退和低油价持续支持下，建筑、房屋改造、园林相关支出可能较强劲增长。房价持续上升、房贷及其他消费信贷条件放松也会促进住房和其他耐用品支出增长。住房空置率降低、房价上升等因素也会刺激住房投资增长10%左右，使固定投资整体增长率达5.6%左右。由于美元升值、外部需求疲弱，美国出口增长可能仍滞后于进口，净出口持续负增长，继续拖累GDP增长。

由于美元升值及外需疲弱，经常账户赤字和贸易逆差可能继续扩大。但由于GDP加速增长，第一季度经常账户赤字占GDP比例将从上一季度的2.3%下降到2.04%左右，并可能在第二季度继续稳定在2.0%左右。

美国财政状况随税收增长持续改善，财政赤字比例正从 2014 财年的 2.8% 向 2015 财年的 2.6% 目标靠近。但美国政府债务上限问题再次浮上台面，因为国会关于总统无限增加债务的授权于 3 月 15 日到期，并且债务已超过 18 万亿美元上限，而国会尚未提高上限，也未延长总统授权。为此，美国财政部可能在今年 11 月之前，采取应急措施避免触及债务上限，防止政府债务违约。

第一季度，美联储维持联邦基金利率目标 0-0.25% 不变。但耶伦在 2 月国会听证会上表示零利率时代即将终结，表明美联储正在为上调利率做准备。3 月 FOMC 会议上则放弃了关于有“耐心”维持现有利率的承诺，不再采用前瞻性指导，以让市场对联储在随后任何一次会议加息做好准备。目前市场普遍预期联储在 6 月升息 25 个基本点的可能性为 40%。联储在第一、二季度会继续对国库券到期本金展期，并继续将政府代理债券及 MBS 到期本金投入政府代理 MBS，维持资产总量不变。

（二）加拿大经济增长放缓

加拿大实际 GDP 在 2014 年第四季度增长高于预期达 2.4%。2015 年第一季度整体上延续了这一增长趋势，其中个人消费在低油价刺激下强劲增长，起着支持经济增长的主导作用。固定投资整体增长缓慢。而加元贬值、美国经济加速增长促进了加拿大非能源类出口增长。但很多负面因素也在影响加拿大经济增长速度。首先，由于价格水平持续负增长，名义 GDP 在 2014 年第四季度几乎无增长，这对企业利润及政府收入增长影响较大。其次，库存投资在第四季度 GDP 中贡献度达 1.8%，这会影 响未来季度库存投资增长。第三，加拿大是原油净出口国，其经济已受到油价下跌冲击。由于原油生产和出口缩减，利润下降，失业率上升影响到投资、消费支出和出口增长，也使得净出口负增长及其对 GDP 增长的阻碍作用难以缓解。第四，家庭负债率上升到历史高位，也在影响消费者支出。这些加上季节因素使得加拿大第一季度实际 GDP 增长率可能下降到 1.0%。第二季度随着居住投资支出和出口增长，GDP 增长率可能回升到 1.5%。

二、欧洲地区：分化的欧洲酝酿增长突围

（一）受消费拉动，欧元区经济或已触底

欧元区经济已走出最低谷，出现反弹迹象。主要有两方面乐观因素：首先，受低油价因素刺激，2014年第四季度欧元区消费同比增长1.2%，是2008年金融危机以来最高水平；全年增长3.6%，是2006年以来最大增幅。其次，德国经济明显反弹。2014年第四季度德国GDP环比增长0.7%，其中消费贡献0.5个百分点，设备投资扭转此前的下降态势增长0.4%，建筑投资增长2.1%。德国投资和消费已连续两个季度环比增长，不再仅仅依靠出口拉动，对欧元区经济发挥更大作用。同时2014年德国财政余额占GDP比重0.6%，自两德统一以来首次各级政府都实现盈余，这为通过财政手段刺激经济提供了条件。

与此同时，欧洲央行从2015年3月起开始启动量化宽松(QE)，总规模1.08万亿欧元，主要突破点有：(1) 优质主权债首次纳入QE购买范围。(2) 20%的资产风险由欧元区国家共同承担。(3) 考虑未来购买希腊等危机国家主权债。欧元区成员国开始共同承担国别风险，这是从贸易联盟、货币联盟走向财政联盟的重要里程碑。QE无法解决欧元区根本问题，但能压低欧元汇率，刺激出口，提振信心。在宽松环境下，欧元区国家负担结构性改革成本的能力增强。

展望第二季度，希腊债务的不确定性以及与俄罗斯的紧张关系可能对欧元区产生负面影响，同时结构性改革可能在短期内付出一定的成本。整体而言，低油价、低汇率和低利率，将继续刺激欧元区消费增长和投资复苏，提升出口竞争力，欧元区保持目前触底反弹的态势可能性较大。

（二）英国经济持续复苏

2014年第四季度英国GDP环比增长0.5%，连续8个季度环比增长。2014年全年英国GDP同比增长2.6%，是2007年以来最快增速。同时失业率降至5.7%，是2008年第二季度以来最低水平。从行业看，服务业贡献英国GDP增长的主要部分，产出水平较2008年初已经增长8%。总体上，英国经济已走出衰退。

2015 年第二季度，英国大选和加息预期将是英国经济的重要事件。英国大选将于 5 月 6 日举行，短期看大选将带来不确定性。目前保守党和工党两个传统大党民调支持率都徘徊在 30% 的水平，两党独立执政可能性不大。参与保守党联合执政的自民党是本届政府最大输家，从民意调查看，即便保守党或者工党与其联合组阁，也无法超过半数的法定席位。因此今年英国大选存在出现“悬浮议会”（即无多数议会）和“国民政府”（保守党和工党联合组阁政府）的两大可能性。政治扯皮可能导致经济政策方向不明，对经济产生长期影响。

货币政策方面，英国基准利率已经维持 0.5% 的历史低点接近 6 年，英格兰银行多次暗示接近加息，但 2015 年加息的可能性有限，主要原因包括：（1）目前通货膨胀率大大低于目标值，央行没有加息压力。英国通胀率水平目前为 0.3%，大幅低于央行设定的有利于经济健康发展的 2% 目标。（2）面对全球货币竞相贬值的局面，英国若坚持加息将推高英镑汇率，不利于英国经济增长。

尽管面临政治和政策方面的不确定性，但是英国经济已经进入增长轨道，同时欧元区经济触底反弹也将利好英国经济，因此预计 2015 年第二季度英国经济将保持目前较快的增长势头。

（三）俄罗斯拖累欧洲新兴市场经济增长

受俄罗斯经济危机冲击，欧洲新兴市场 2015 年平均经济增速预期值将自 2009 年以来首次出现萎缩。最新经济增速预测数据表明，2015 年第一季度欧洲新兴市场将首次出现经济同比增速为负值（-0.4%）情况，其主要原因在于俄罗斯经济大幅衰退。同时，土耳其作为该区域的增长引擎，其经济增速亦有回落迹象。此外，国际油价持续走低，对欧洲新兴市场整体而言，虽然有助于将通胀水平维持稳定，然而土耳其与俄罗斯两国例外，主要原因在于这两个国家均面临经常账户赤字问题，致使物价继续攀升，进而不得不采取从紧货币政策。2015 年内，俄罗斯将面临更深程度的经济衰退，我们预计一季度大幅下滑 5% 以上，全年负增长 3%，这将影响周边经济体经济增速与汇率稳定。

三、亚太地区：发达经济体形势好转，新兴市场经济增长分化

（一）日本经济形势持续好转，但恢复速度缓慢

由于新经济政策的刺激效应乏力和提升消费税的影响，2014年日本经济停滞不前。直到2014年第四季度，经济增长才打破前三个季度的下跌势头，实现正增长。随着日本消费税问题带来的负面影响逐渐变小，个人消费缓慢恢复，一度低迷的设备投资开始增加，出口也随着海外经济形势的恢复而开始好转，2014年第四季度日本GDP环比增速为0.6%。但是，2014财年GDP增长仍为负值，约为-0.9%，继2009年来首次出现负增长。2015年第一季度，日本经济将延续2014年四季度以来的复苏形势，预计GDP环比增速约为0.5%。

展望2015年第二季度，由于原油价格下跌带来的成本缩减，消费者物价指数的增长率将进一步缩小，日本个人消费将进一步扩大，企业业绩也将得到提高。同时，由于雇用工人的供需保持相对平衡，劳动者薪水和雇用人数增加，居民实质收入的提高也将促进个人消费。然而，由于日本的个人消费已经达到较高水平，民间内需有所扩大但幅度依然有限，加之企业对增加固定成本仍然保持谨慎的姿态，增加雇佣者薪水和奖金的主要是实力较强的大型企业，中小企业还尚未加入，因此，2015年第二季度日本经济虽然有所好转，但恢复的势头却将保持缓慢，预计第二季度GDP增速为0.4%左右。

（二）澳大利亚经济增长进入缓行区间，失业率升至十二年高位

澳大利亚经济深受结构单一之害，随着大宗商品价格下跌，出口行业利润下滑，2014年澳大利亚GDP增长2.7%，低于市场普遍的预期值，以及3.5%的长期均值。2015年澳大利亚经济将经受严酷考验，不仅面临大宗商品价格下跌、矿业投资下降风险，还可能面对财政政策的重新收紧。2015年一季度，澳大利亚经济仍然处于低迷阶段，1月份失业率上升至6.4%的高位，这是十二年以来失业率达到的顶峰。预计一季度GDP同比增长约2.2%。

展望二季度，澳大利亚经济较一季度将略有好转。针对当前经济疲软的情况，澳大利亚联储在2015年2月3日公布利率政策决议，降息25个基点至2.25%，同时推动澳元汇率下行，以刺激经济增长。第二季度尽管矿业投资依然会拖累经济，但预计消费者支出的增长动力好转，非矿投资增加。二季度劳动力市场不振，失业率将从6.3%上升到6.5%，GDP增长率预计为2.4%。

（三）新西兰经济表现良好，加息压力上升

2014年新西兰经济实现了3.3%的大幅增长，为2007年以来最高增速。其中，受到感恩节、圣诞节等“假期经济”的拉动，第四季度GDP环比增长0.8%；由于海外游客消费增长15%，零售和住宿餐饮业增长2.3%。此外，同期家庭开支增长0.6%。海外游客对新西兰的贡献举足轻重，其中来自美国、中国和英国的游客开支增加，只有澳大利亚游客开支减少。同时，新西兰房地产市场再度活跃，行业增幅超过20%，扭转前几季度下滑的趋势。

上述情况表明，新西兰经济形势在发达国家中表现较好，新西兰央行预计2015/16财年新西兰经济增长将达到3.5%，消费物价可能提高到央行目标范围（1%-3%）的中间值，从而增加新西兰央行加息的压力。不过，2015年上半年新西兰经济仍将面临一定风险。一是新西兰最大的两个贸易伙伴中国和澳大利亚经济增长放缓，不利于新西兰出口；二是上半年农业生产下降将略微拖累经济增长，因干旱天气将会影响新西兰最大的创汇行业——乳制品与肉类行业。

（四）亚太新兴市场经济增长分化，货币政策趋于宽松

2015年以来，亚太新兴经济体普遍保持增长，通货膨胀率下行，货币政策进一步趋于宽松。从经济增长特征看，亚太主要新兴经济体表现出一些差异，其中，印度、印度尼西亚等国家在完成政府更替后，出台积极的财政及货币政策，宏观经济走势创出近年新高，引起市场的关注。泰国、马来西亚、韩国等面临通货紧缩的威胁，纷纷调整货币政策，应对经济减速。

印度新政府推出以优先“调结构”，适度“控总量”为主要内容的财政政策，2015年1月和3月印度央行两度降息，目的是避免通货紧缩、刺激经济增长，并抑制卢比相对走强。印度尼西亚新政府着力于税收制度改革，增加财政收入，逐步削减燃油补贴，减少补贴支出，并移转经费用于扩大基础建设及社会福利支出，通过开源及有效利用经费来缩减财政赤字、促进经济成长。马来西亚作为石油及其他大宗资源生产国，国际油价下行减缓了通胀压力，加上政府调控房地产市场的影响，央行维持现有货币政策不变。泰国央行2015年起货币政策目标不再与核心通胀率挂钩，改与整体通胀率挂钩。3月降低25个基点至1.75%，以刺激经济发展。韩国央行于2015年3月12日将基准利率下调至1.75%这一创纪录的水平，以促进经济增长和防止陷入通缩。预计2015年香港经济增速略提升至2.8%，基本通胀率将进一步降至3.2%以下。香港利率调升的幅度将比美元利率温和，政策利率在2015年底略有回升至5.25%。

总体来看，亚太新兴经济体普遍出现的货币政策放松是针对自身国内（区域内）经济增长减缓的必然反应，希望通过降息增加流动性投放，刺激经济增长。另一方面，此类经济体央行降息在一定程度上带有预防性货币贬值的色彩，是针对美国、欧洲和日本货币政策分化做出的连锁反应，以应对全球范围的汇率波动。

预计亚太新兴市场地区2015年经济增长6.2%，其中东南亚的增速约为5.1%上下，通胀率为3.5%。在未来一段时间内，亚太新兴市场地区经济增长将主要受到两大风险因素的影响：其一，美联储加息后新兴市场国家资本加速外流风险。新兴经济体的内部结构性问题在短期内难以得到解决，多重因素叠加将导致新兴市场货币汇率下跌。其二，大宗商品价格可能继续保持低迷走势。受到全球需求不足和中国经济放缓需求疲软以及供给过剩的影响，大宗商品价格可能扩大跌幅。大宗商品市场的悲观气氛，将影响此类商品出口国家的整体表现。

四、非洲与拉美新兴市场面临增长的挑战

（一）非洲经济面临挑战

2014年非洲经济经历了各种挑战。埃博拉疫情动摇了非洲经济，矿业和农业项目受到冲击，旅游业大幅度下滑。非洲主要出口品的国际市场价格暴跌，尼日利亚、阿尔及利亚、南非等能源出口大国贸易收入锐减，贸易条件恶化，经济陷入困境。同时，非洲安全局势恶化，受人口绑架、恐怖威胁以及其他军事行动影响，非洲很多国家的旅游业一落千丈。在经受了公共卫生危机、石油危机和安全危机的考验后，2014年非洲经济增速达到5.0%。

展望2015年二季度，原材料价格持续低迷、安全形势严峻仍然是非洲经济发展面临的主要挑战。但随着经济多样化和地区一体化的加速推进、外商直接投资和汇款的持续流入，基础设施投资领域将得到快速发展，经济将继续向好。大宗商品价格的低迷将为非洲出口替代工业发展带来机遇，非洲将建立更加全面的工业体系，电信、交通和金融领域业务量的增加将助推非洲经济发展。预计2015年二季度非洲将实现5.2%的经济增长，其中，北部非洲经济增长3.7%左右，南部非洲经济表现更好，预计将达到5.5%。

在国际油价大幅波动背景下，非洲第一大经济体尼日利亚经济增长放缓。尼日利亚工业基础薄弱，经济基本面相对脆弱，在美联储加息背景下奈拉贬值和资本流出压力较大，政府已经采取了多项应对措施维持经济总体稳定，包括：缩减财政支出、推行经济多元化增加非石油收入、下调官方汇率中间价并放宽目标区间上下限、加快成立尼日利亚开发银行为经济发展提供中长期信贷、上调基准利率和私营部门存款准备金率等。国际油价的大幅下跌也给南非经济带来冲击，2015年一季度，油价下跌的负面影响逐渐消退，欧元区、日本等发达经济体经济形势好转，南非外部贸易环境改善，预计二季度南非GDP增长将恢复到2%左右。然而，电力短缺和罢工问题仍是阻碍南非经济发展的潜在因素。

（二）拉美经济面临严峻挑战，各国差异扩大

从外部环境看，目前国际原油价格和大宗商品价格低位徘徊，将加大依靠资源、原料和农产品出口创收的拉美国家经济风险；部分新兴经济体经济增长放缓，导致拉美国家外部需求疲软，贸易条件恶化；美联储加息预期升温导致拉美地区资本外流，各国汇率贬值，金融风险上升。从内部环境看，拉美地区主要经济体投资规模下降，2014年固定资本形成总额同比下降3.0%，投资率创四年新低；受阿根廷和委内瑞拉通胀率高企带动，拉美地区通货膨胀抬头，食品价格急剧上升，抑制了内需增长。预计2014年拉美和加勒比地区经济增长1.1%，为2009年来最低增速。2015年一季度，国际市场原油价格低位徘徊，拉美地区部分国家贸易逆差扩大，失业率上升，通货膨胀高企，预计2015年二季度拉美地区经济将延续低迷态势，GDP增长率在1.2%左右。

拉美地区主要国家经济走势继续分化。**巴西**通胀居高不下，经济增长止步不前。巴西面临严重的通货膨胀问题，2015年一季度消费物价指数达到7.7%。为应对物价上涨，巴西央行在一季度内两次加息，目标利率由12.25%提高到12.75%。融资成本提高势必影响投资和经济增长，二季度经济下行压力较大，经济可能负增长。**阿根廷**经济延续低迷态势。受债务危机和货币贬值影响，2014年阿根廷GDP同比下降1.0%。2015年经济形势并未好转，一季度阿根廷CPI和PPI依旧保持在高位，居民消费受到抑制，工业生产萎靡不振；美联储加息预期导致资本外流，阿根廷的债务成本和债务风险上升，汇率贬值压力加大，资本市场面临巨大考验，预计二季度阿根廷经济难有起色。虽然石油价格下降对墨西哥经常账户带来了一定的冲击，但在美国经济增长的带动下，**墨西哥**经济持续改善，2014年四季度GDP同比增长2.6%，比上季度增长0.4个百分点。墨西哥能源和电信领域的结构性改革将继续发挥作用，通胀的温和复苏也将刺激生产和消费，预计2015年二季度墨西哥经济增长将维持上升势头，GDP增长有望达到3.1%，但需警惕美国货币政策调整和资本外流带来的风险。

第三部分 热点专题分析

一、全球通缩风险：原因、影响及应对

目前，全球主要经济体都面临通缩风险。2015年1月美国CPI五年多来首次跌至负值，连续6个月低于2%的通货膨胀目标。2月欧元区通胀率迎来三连跌，CPI同比下降0.3%，连续25个月低于2%的政策目标，扣除食品与能源的核心CPI也呈下降趋势。日本核心通货膨胀率在2014年4月达到1.5%之后逐步下降，2015年1月为0.2%。通货紧缩风险已由发达国家蔓延至新兴市场国家，2015年一季度多国央行降息以应对通缩风险。在发达国家持续量化宽松和流动性充裕的背景下，全球陷入低通胀甚至通缩风险，既有经济增长缓慢、总需求不足的原因，又有深层次结构性因素。

第一，全球经济复苏乏力，有效需求不足。自2009年下半年全球经济步入复苏以来，每年都一波三折，迄今为止复苏疲弱。全球经济复苏乏力和分化导致有效需求不足和差异化，目前美国内需大约比危机前提高了6%，日本和英国比危机前高2%，欧元区比危机之前还低4%以上。过去几年里，主要央行实施积极货币政策，需求表现依旧较差，如今美国停止量化宽松，未来需求仍将疲软。

第二，外部价格传导。2014年下半年以来大宗商品价格大幅下跌，特别是国际油价出现自由落体式下滑。其他大宗商品价格大幅调整，亦加剧了全球通缩状况。美元指数走强，不仅压低了美国长期国债收益率，加重美国通缩压力，而且还通过跨境资金流动和债务压力等因素给全球带来通缩压力。此次美元走强伴随着资本从新兴市场国家重新回流美国，加重了美国以外地区以美元计价的非金融企业债务负担，该债务总量从2010年的6万亿美元攀升至目前的约9万亿美元，债务违约风险和通缩压力上升。

第三，债务积累与资产负债表衰退。危机之前，经济扩张很大程度来自于

各经济体持续的私人部门和公共部门的债务积累，其中私人部门债务与房地产泡沫息息相关。房地产泡沫破灭之后，私人部门债务积累开始逆转。金融危机使得私人部门资产负债表出现萎缩，去杠杆化效应使得货币乘数下降。由于金融危机对市场信心造成重大打击，危机之后大规模的政策刺激难以带动私人部门资产负债表的快速扩张。为了抵消私人部门资产负债表衰退，公共部门资产负债表快速扩张，全球政府债务总和自 2007 年以来增加了 57 万亿美元，远高于同期的 GDP 增量。在此背景下，去杠杆化还将持续，未来各部门资产负债表面临收缩，从而产生较大的通缩压力。

第四，人口结构与产能过剩。世界各国面临一个共同的课题：人口老龄化。人口老龄化通过三个方面的机制对价格水平形成压力：一是潜在增长率放缓。潜在供给增速预计将放缓，消费和投资也将变弱。央行采取对策扭转这一状况将催生泡沫，如果接受这一状况则供给增长疲软。二是产能过剩。随着人口老龄化，总需求的结构逐步从传统制造业向养老、医疗等服务产业转移，造成传统制造业的产能过剩和价格下跌，并带动整体物价水平的下跌。三是压低资产价格，从而形成长期性的资产价格下跌、债务累积和通货紧缩效应。随着人口老龄化，房地产市场需求下降，房地产价格下跌。除了房地产之外的其他资本品需求也在下降，如交通、通信设备以及人力资本积累所需要的教育。

为防止经济陷入通货紧缩，世界各国既要立足当前的财政和货币政策，也要采取长期的结构性改革，推动经济去杠杆化进程，扩大消费和投资。一是应继续实行宽松的货币政策。促进经济发展，缓解通货紧缩压力。二是采取积极的财政政策，扩大总需求。例如，亚洲国家加大政策支持，鼓励民间资本参与“一带一路”沿线基础设施投资，带动相关水泥、钢铁、基建产业发展，消化过剩产能。三是减少存量负债，降低杠杆率。切实发展各种形式的股权融资市场，降低企业负债率。四是拓宽渠道刺激居民消费。进一步完善收入分配制度，增加居民的收入，提升居民消费能力；规范购物环境，打造消费增长点。

二、美元汇率中长期走势与对策

(一) 本轮美元强势动能超出市场预期

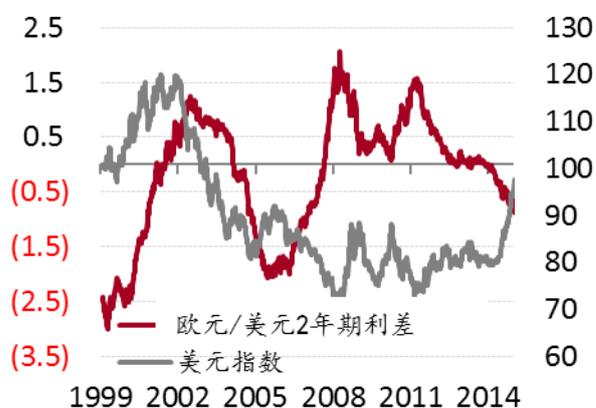
2015 年以来美元指数继续大幅上扬。在美元加权指数中，欧元比重为 57.6%，日元占 13.6%，英镑占 11.9%。这波美元升势无论在速度和幅度上堪称美国数十年历史上第 3 大牛市。以下几个短、中期因素对这波牛市起到直接驱动作用：全球资金大量流入美元，美元汇率从技术层面形成大幅上行态势；美国和其他国家特别是欧元区的利差（及实际利差）幅度、经济增长相对水平等。

表 3 列示了决定美元汇率驱动因素（这里不含政治因素）的基本框架，左边是短期因素，右边是中、长期因素。具体而言，最近美元指数之所以提速上升，短期和中长期因素起到关键作用。从短期看：美元指数在攀升之前已在技术层面形成“反向头肩顶”，呈蓄势待发之势。2014 年下半年美国的市场波动指数曾数度升至 20 以上，而代表美元资产的股票、债券均受到全球资金追捧。从中长期看：欧元区对美元利差（包括实际利差）呈负数（绝对值不断扩大），欧元区短期实际利率亦变为负数；美国经济在 2014 年下半年相对走强，欧日经济状况则持续走软；此外，美国页岩油革命改善了市场对美国外贸赤字的预期。图 6 显示欧元/美元 2 年期利差与美元指数的反向关系（实际利差也类似）。

表 3：美元汇率驱动因素分析框架

图 6：欧元/美元 2 年期利差与美元指数

短期驱动因素	中长期驱动因素
汇率技术走势	两国实际利差幅度
避险资产的偏好	两国经济增长相对水平
	贸易账户状况
	购买力平价
	劳动生产率水平



资料来源：中国银行国际金融研究所，中国银行纽约分行

（二）美元汇率中长期趋势判断

从美元的分析框架不难看出：购买力平价（PPP）和劳动生产率差异等因素构成了美元汇率走势的长期动因。以 PPP 来反映的汇价往往被视为某货币的公允价值或长期均衡价值。世界经济价格指数显示，欧元对美元汇价的 PPP 于 2015 年 2 月份达到 1.14 左右。长期来看，尽管理论上欧元对美元汇率的公允价值应当围绕 1.14 以及动态但平稳调整的均衡价值波动，美元指数应当继续围绕 40 年以来的均值 93 波动，但由于动能、惯性和非理性短期因素的交织，欧元作为美元指数重要构成部分，会在均衡汇率 1.14 下维持一段时间，未来两年可能低于 1；而美元指数仍有可能继续向上过度延伸，进入 100-120 区间。值得指出的是，由于美国货币政策出现了相对欧元区货币政策的不确定性，未来美元汇价波动性也将大幅上升。

研判美元指数的中长期趋势，不能不对美元历史上的两大牛市进行比较。美元历史上的两次超级牛市分别发生在 1978-1985 年和 1992-2001 年期间，均在 7 年以上。这两次美元牛市的共性是当时的通胀率和名义市场利率水平高企，且美国经济处于绝对强势。而本次美元牛市中，全球实体经济刚刚经历“去杠杆化”，面临低通胀甚至通缩风险，美国经济增长仅呈相对强势。有鉴于此，我们认为：即使美联储今年开始升息，在节奏上较前两次牛市应当缓慢得多，而欧元区将 QE 延续至 2016 年的政策已比较确定。美国升息周期和欧元继续量化宽松政策的相互重叠在基本面上奠定了美元汇率在未来两年的潜在强势，而欧元区与美国之间利差将成为此次美元升值的重要中期驱动因素。但从更长期看，随着全球经济逐步回归常态、欧元区经济逐步恢复，两者之间货币政策的离散度将缩减，美元汇率有可能向长期均衡价值方向回归。

当然，上述美元牛市周期预测并非没有风险：例如美国经济由于升息步伐过快使得美国经济重现弱势；或者由于美联储担忧通胀水平过低而拖延升息过程；或者欧元区经济过早地恢复强势等。

（三）美元汇率走势对世界经济和金融形势的影响

回首历史，美元牛市给世界经济和金融形势造成了巨大震荡，如 1978-1985 年的美元牛市导致了拉美债务危机，1992-2001 年的美元牛市则造成了亚洲金融危机。此次美元上升周期不可避免地也会产生一定负面效应。

对美国而言，强势美元有利有弊。首先，它提高了美国企业的进口能力，增强美国消费者的境外消费能力，但也推升了美国跨国企业的出口成本，使其可能重新考虑将生产基地迁往其他成本更低的国家，打击就业。其次，强势美元输入通缩，与美联储提升预期通胀水平的意图产生冲突，对加息行动起到延缓效应。再次，强势美元可能刺激投资者对美国国债的需求，降低联邦政府借贷成本，增加外国资本对美元资产的需求，压低大宗商品特别是原油价格。

1997 年亚洲金融危机以来，大多数新兴市场国家曾一度减少美元债券发行比重，美元净债务状况大幅改善。不过，今后几年美元债务总量又将逐步上升，预计在 2017 和 2018 年达到高峰，其中政府主权债务比重在下降，公司债比重显著上升。当然这次新兴市场的状况与上两次美元牛市的情形有所不同：几大经济体并不在同一利率周期，特别是欧元区和日本等发达经济体继续保持宽松货币政策，或对强势美元的影响产生缓冲作用。更为重要的是，过去 15 年里许多新兴市场国家已做了较大程度的经济转型和改革。

即便存在上述差异，由于上述短期因素交织影响，美元指数近期上升速度超过预期，如果继续以目前速度和幅度上升，势必对新兴市场某些企业特别是非出口型企业如房地产开发商、电力公用企业等的违约形成极大的压力，并有可能对当地金融资产价格形成负面影响。美元升值的方式导致的“黑天鹅”现象，如原油价格继续大幅暴跌或失控的货币战争，可能对新兴国家中最薄弱环节造成意外冲击，导致局部金融市场失衡。从长期看，强势美元可以促进日本、亚洲新兴市场 and 欧元区的出口，有利于全球经济结构再平衡。

三、地缘政治危机对欧洲一体化的长远冲击

（一）希腊、乌克兰与英国，欧洲政局面临“三道坎”

自欧债危机以来，欧元区经济始终处于衰退或脆弱复苏状态。尽管 2014 年四季度欧元区 GDP 环比增长 0.3%，全年 GDP 增长 0.9%，两年来首次呈现稳步复苏态势，但经济规模远未恢复到全球金融危机爆发前水平。经济低迷往往容易激化社会矛盾，引发政治危机。当前，欧洲政治环境存在三大不稳定因素：

一是希腊退出风险 (Grexit)。2015 年 1 月 26 日希腊反对财政紧缩的激进左翼联盟党 (Syriza) 赢得大选后，国际社会开始担忧希腊可能退出欧元区。尽管 2 月 24 日欧元集团同意了希腊提交的改革计划，批准对希腊的援助计划延长 4 个月，但希腊与国际债权人的后续谈判仍然步履维艰，尤其是希腊与最大债权人德国之间的口水仗不断，使希腊债务前景蒙上阴影。

二是乌克兰分裂风险。自 2014 年乌克兰发生政治危机以来，乌克兰东西部对峙的形势愈演愈烈，并使欧盟与俄罗斯陷入对立。2014 年 9 月，乌克兰问题三方联络小组（乌克兰、俄罗斯、欧洲安全与合作组织）同乌东部民间武装代表曾在明斯克达成停火协议，规定交战双方将一致实现停火，建立 30 公里宽的缓冲区，将重型武器撤离交战区 15 公里以外区域等等。这一成果曾被认为是解决乌东部问题的重要转折点，但由于双方缺乏互信，停火协议最终沦为一纸空文。2015 年 2 月，俄罗斯、德国、法国与乌克兰达成新版明斯克协议（也称“明斯克协议 II”），内容包括停火、撤出重型武器、释放俘虏和人质、外国军事力量撤出乌克兰等。但德国总理默克尔指出，新版明斯克协议给人以和平解决冲突的希望，但不能抱有过度幻想，在解决乌克兰危机的道路上还存在重大障碍。

三是英国脱欧风险 (Brexit)。在欧元区经济政治面临危机的背景下，支持英国退出欧盟的声音有所抬头。在去年的英国地方选举中，“英国独立党”异军突起，特别是在传统的保守党根据地夺得众多席位，一跃而成为英国政坛上不

可小觑的政治力量。独立党坚决主张英国应退出欧盟。为了拉拢选民，英国保守党领袖、首相卡梅伦不得不表示，他若在今年5月6日的大选中获胜，将在2017年举行公投，决定是否退出欧盟。

（二）欧洲地缘政治危机发展前景

1. 希腊会否退出取决于其是否让步

尽管欧盟对希腊的援助计划延长了4个月，但目前救援资金尚未完全到位。3月，希腊必须偿还15亿欧元的IMF贷款，此外还需要32亿欧元再融资，用于应对到期的短期国债。今年7月和8月，希腊还将迎来偿债高峰，其中包括从欧洲央行赎回债券的67亿欧元。围绕相关债务及融资问题，欧盟与希腊展开了激烈博弈。欧盟方面态度很明确，希腊能否获得救助，取决于其改革清单能否彻底执行。德国财长朔伊布勒的观点或许可以代表欧盟当前的心态。他表示，尽管欧洲做好了帮助希腊的准备，但希腊必须依靠自己，“决定未来如何发展的责任与可能性只能取决于希腊”。希腊方面，其政府则需权衡，是向欧盟低头让步，获得救援资金，还是顺应国内左翼势力和选民的要求，导致债务违约。

目前，在希腊同意“三驾马车”审计人员进入雅典查账之后，欧元集团同欧洲稳定机制（ESM）协商，允许希腊动用EFSF的5.55亿欧元，暂时缓解了希腊的燃眉之急。但希腊与国际债权人的后续谈判过程仍然漫长，谈判随时都有破裂的可能，因此希腊脱欧风险并未完全消除。Bloomberg的模型显示，希腊一年内的违约概率为15.33%，仍处于高风险行列。瑞银预测，希腊在未来12个月退出欧元区的概率为10%-20%，同期其违约的风险概率则为20%-30%。摩根士丹利经济学家认为，希腊未来3-6个月仍有25%的概率退出欧元区。

2. 乌克兰问题将长期化，不排除“明斯克协议III”

目前乌克兰问题的症结在于东部地区的定位，如果这个问题不解决，停火就不可能持久，其他问题如撤出重型武器等也难以得到贯彻落实。但在这个问

题上，“明斯克协议 II”语焉不详。协议称今年年底前要进行宪法改革，以立法形式保证卢甘斯克和顿涅茨克地区的特殊地位，但这特殊地位是指地方分权，还是高度自治，抑或联邦，均没有达成共识。又如，协议规定外国军事力量撤出乌克兰，但俄罗斯坚称其在乌克兰没有军事人员。乌克兰、俄罗斯与欧盟三方之间的僵持恐怕是一个长期状态，不排除乌克兰东西部再度爆发冲突的可能，未来可能还需要“明斯克协议 III”。

3. 英国脱欧概率相对较低，但市场不确定性增加

最新民调显示，卡梅伦所在的执政党保守党和反对党工党的支持率分别为 32% 和 34%，均未获得半数以上支持率。英国独立党的支持率为 15%，自民党的支持率为 8%。从目前形势看，保守党能否最终赢得大选还是未知数。由于选票分散，未来英国很可能出现联合执政的情况。一些机构预测，倘若英国就是否退出欧盟举行公投，不确定性升高将导致投资减少，在举行公投之前的两年内，经济增长率将每年下降约 0.5 个百分点，总经济损失可能达到 200 亿英镑。

（三）欧洲地缘政治风险可能导致欧洲一体化停滞或倒退

希腊和乌克兰地缘政治问题是欧洲一体化进程中面临的两个最大的危机（二者又被称为“南方危机”和“东方危机”）。欧盟内部出现了“More Europe or Less Europe”的声音，一些国家反对欧洲一体化的势力崛起。由于希腊政府在债务问题上的反复，欧盟对希腊渐渐失去信心。当前，由于爱尔兰、葡萄牙已成功推行结构性改革，意大利、西班牙则明确表示将继续留在欧元区，希腊即使债务违约、退出欧元区，其所引发的市场震动会小于 2012 年。因此，尽管欧盟并不希望希腊退出，但如果希腊选择退出，恐怕欧盟也不会挽留。乌克兰问题更令欧盟头疼，由于政治动荡，该国经济一蹶不振，在当前欧盟财力捉襟见肘的情况下，欧盟已不再寻求东扩，避免被类似乌克兰的国家拖入财政困境。欧盟态度的转变预示着未来欧洲一体化进程很可能出现停滞或倒退。

四、亚洲新兴市场资本外流及其影响

2015 年一季度，全球新兴市场出现了持续时间较长、规模较为显著的资金流出。资金流出新兴市场并非首次出现，2013 年 5 月美联储将退出 QE 的预期曾经导致国际资本疯狂流出新兴市场，巴西、印度、印度尼西亚、土耳其、南非一起被并称为“脆弱五国”。2014 年 6 月，同样的故事又在新兴市场重演。

2015 年这一轮新兴市场资本外流与前面两年的情况有所不同：首先是资金外流的起因已经由对美国退出量宽的虚幻预期转换为美国率先进入加息周期后导致的全球范围资本重新配置。其次，美国经济复苏强劲势头不断得以确认，市场预期美联储于 2015 年中开始加息的可能性大幅度上升。第三，美元汇率开始进入一个较长的持续升值周期，2015 年 3 月，美元兑一篮子货币汇率触及 12 年高点。第四，欧元区央行加入了量化宽松的大合唱，与日本一起，成为全球流动性的提供者。

在上述四个因素的影响下，本轮资本流动将波及发达及新兴市场的所有主要经济体，国际资本从新兴市场回流美元资产将成为全球资本流动的主流，亚洲将继续承受外资大幅度进出所带来的冲击。

本轮资本流动得以进行的前提是发达经济体 QE 政策的外溢效应，即美国和日本货币政策持续宽松推动国际资本布局新兴市场。美国、日本、欧元区环环相扣的三大量宽源源不断地释放了大量的流动性，导致了国际资本规模的无限扩张，使用资金的成本趋于零，在欧洲甚至出现名义的负利率，新兴市场因经济增长率总体高于发达经济体，能够提供高于成熟市场的回报率，吸引了更多的国际资本流入。大量资金向新兴市场汇集，推高该类市场的资产价格，甚至导致市场过热和资产泡沫，加剧通胀压力。同时，由于国际资本流出入更为频繁，增加了新兴市场跨境资本流动管理的难度。世界银行和国际货币基金组织均对量宽政策溢出效应提出警告，建议新兴市场对于大规模的国际资本流入保持警惕，因为

持续的资本流入也意味着在未来某种特定情况下，国际资本可能快速流出，从而为流出国的金融稳定带来潜在冲击。

预计未来一个时期，发达国家货币政策变化将是新兴经济体资本流向和流量的主要影响因素。在美国加息酝酿期间，全球资金格局将处于持续变化过程中。一方面，QE退出意味着美国金融市场利率的上升，从而增加美国各类资产对投资者的吸引力，导致大范围的资金撤离转入美国市场。根据国际清算银行的报告，过去几年，新兴市场借款人利用外币债券成本较低的优势发行了 2.6 万亿美元的国际债券，其中四分之三以美元发行。随着美元升值，部分新兴经济体可能由于债务总量过大面临巨大的偿还压力，新兴市场借款者偿还美元债券的成本将大幅度上升，不排除在特定的情况下，那些金融市场容量小、政府债务高、经常账户赤字较大的国家出现系统性债务危机的可能性。

不过，亚洲新兴市场的外资结构有一定的特殊性，低流动性的直接投资占比较高，这类投资的市场流动性较低，外逃的难度也较大。据汤森路透估计，2014 年流入新加坡、印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、泰国和越南的直接投资总额创下纪录新高 1,280 亿美元，超过中国的 FDI 流入总额 1,196 亿美元。其中，菲律宾 FDI 流入增长 66%；印度尼西亚 FDI 流入增长 10%。

对于新兴市场而言，国际资本大规模的流入与流出将对其宏观经济稳定产生较大影响，因此，新兴市场必须对国际资本从流入和流出两个方面进行密切的跟踪和监测。国际资本流入导致流入国信贷规模快速扩张，进一步推高国内资产价格，形成市场泡沫，引致经济过热和经济失衡的风险，具有很强的破坏性。资本流入积累到一定程度后出现的国际资本快速流出将直接冲击流出国的金融稳定。而长期持续的超低利率和经年不绝的实际负利率已经大大提高了市场的风险偏好，推动资产进入高风险领域，金融市场的波动性明显上升，也相应地放大了市场对于资本流出的反应程度，导致系统性风险持续攀升。