

# 全球經濟金融展望報告

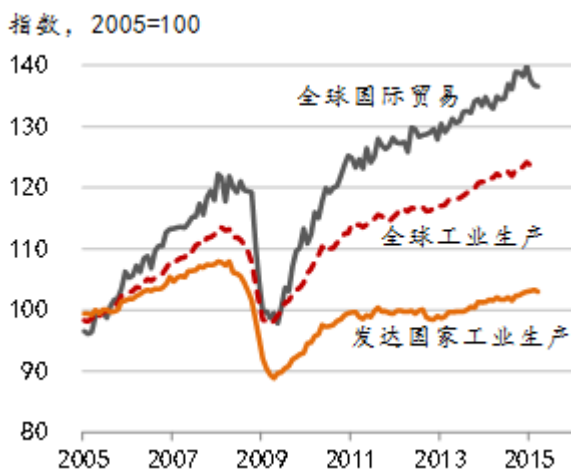
2015 年第 3 季度（總第 23 期）

報告日期：2015 年 6 月 30 日

## 要點

- 2015 年上半年，發達經濟體穩步復蘇，新興經濟體冷暖不一，儘管政策環境仍然寬鬆，但實體經濟依舊羸弱，物價指數持續在低位徘徊。
- 全球金融總體穩定，美國金融風險指數處於安全區域，新興市場金融風險有所上升，美元匯率企穩，大宗商品價格有所反彈。
- 預計 2015 年第三季度全球經濟繼續維持復蘇態勢，區域分化格局依然存在。金融市場面臨的風險將會有所上升，特別是美聯儲加息預期影響增大。
- 本期報告特別就全球流動性狀況、股票市場走勢、美聯儲貨幣正常化、希臘脫歐等風險重點分析，並探討“一帶一路”背景下的人民幣國際化前景。

全球工業生產與國際貿易指數



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

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

## 警惕深度调整中的全球经济风险

### ——中国银行全球经济金融展望报告（2015年第3季度）

2015年上半年全球经济显现波动弱复苏特征，资本市场在宽松货币政策下保持升势，外汇市场在区域发展前景分化背景下显著波动。全球经济深度调整后，处于区域结构、需求结构和政策搭配的转换期，随时面临新的下行风险。本期报告重点关注全球流动性变化、股票市场泡沫、美联储货币政策正常化和希腊债务危机等风险，探讨“一带一路”背景下人民币国际化发展前景。

## 第一部分 全球经济季度回顾与展望

### 一、2015年全球经济复苏力度持续疲弱

2015年二季度，全球经济复苏力度较上季度有所增强。美国经济逆转第一季度意外萎缩的颓势，欧洲和日本保持稳步的复苏，但新兴市场的一些大型经济体（俄罗斯和巴西）陷入衰退，部分抵消了发达经济体的增长。整体上，二季度全球GDP环比增长折年率2.6%，较上季度的1.8%有所反弹。

展望下半年，发达国家与发展中国家经济增速有望加快，特别是美国经济有望反弹，俄罗斯和巴西的经济衰退幅度明显收窄，全球经济增速预计将快于上半年，其中三季度环比增幅折年率可望达到3.0%（图1）。总体而言，由于一季度全球经济的放缓程度超过预期，我们将2015年全年全球经济增长率从上季度预测的3.0%下调到2.8%，与2014年相似，增长力度较为疲弱。

相对GDP的疲软而言，物价和就业指标趋于乐观。在欧洲央行QE措施支撑之下，欧元区物价企稳回升，滑向通缩的风险降低；全球大宗商品价格有所反弹，预计将不会进一步推动全球通缩。就业指标持续好转，OECD国家失业率从危机后8.7%的峰值降至2015年4月的6.9%，下降趋势料将延续。

全球工业生产保持增长，国际贸易再度低迷（图 2）。2015 年一季度全球工业生产环比增长 0.3%，较上季度 1.0% 的增速有所放缓；上半年主要经济体的工业生产增势缓慢。受到主要货币汇率大幅波动、油价下跌和局部地区动荡、有效需求不足，乃至“去全球化”趋势的影响，2015 年一季度全球货物贸易环比下降 1.5%，而上个季度增长 1.2%。世界贸易组织预计 2015 年全球贸易将仅增长 3.3%，连续四年低迷不振。

图 1：全球经济运行态势

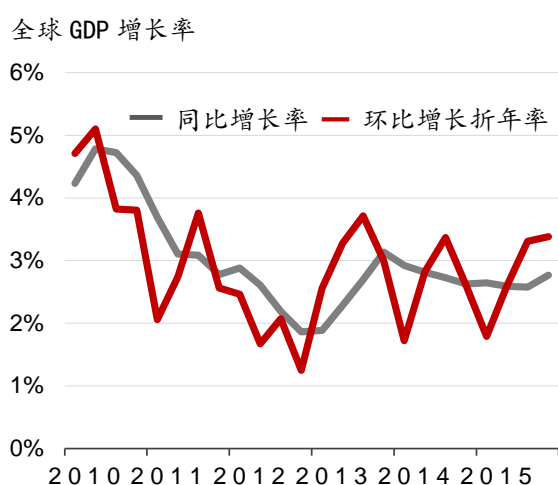
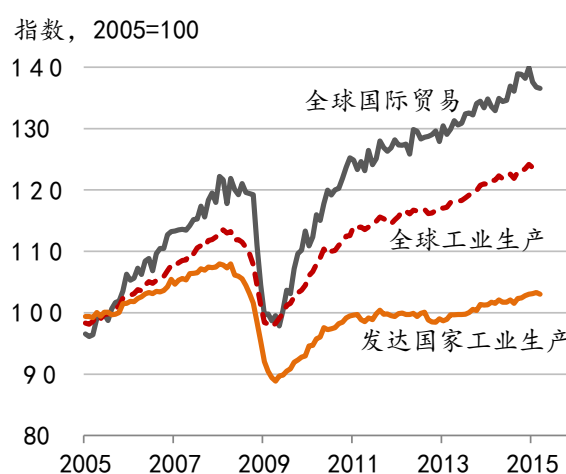


图 2：全球工业生产与国际贸易



资料来源：中国银行国际金融研究所，Wind

从具体经济体来看（表 1），美国经济在 2015 年下半年增长力度应会明显增强，预计全年达到 2.5%，主要推动因素包括：货币政策仍将宽松，即便启动加息步伐依然如此；能源价格低位运行和房市、股市等资产价格上升，将推动居民消费的增加。当然，能源行业投资不振和美元强势会对经济有所拖累。美国经济长远的潜在增速已经显著低于危机前 3% 的水平。

欧元区和日本经济下半年将继续受益于 QE 政策、汇率走弱以及能源价格下行，预计 2015 年将分别增长 1.5% 和 1.2%，比上季度报告预测有所上调。但是，希腊债务问题久拖不决甚至引发退欧风险，将可能对欧洲经济带来不利冲击。英国、加拿大和澳大利亚在发达国家中经济增速较高、金融环境相对稳定，基于独特外部环境与内部条件，政策灵活，预计 2015 年增速均在 2%-3% 区间。

在新兴市场，尽管 2015 年下半年预计整体将呈现好转的趋势，但各地区的表现呈现很大的差异。亚太地区增长最为强劲，中国和印度预计全年均将增长 7% 以上，特别是印度经济受货币政策目标变化、投资开放等因素的拉动，2015 年 GDP 增速可能首次超过中国，达到 7.5% 左右。东欧和拉美地区分别受到俄罗斯和巴西陷入衰退的影响，经济增速最为低迷；其中俄罗斯主要受油价下跌和地缘政治紧张的冲击，巴西则是受干旱、加息抗通胀和投资信心不足的影响。中东和非洲地区受到大宗商品价格低迷、地缘政治不稳和外部需求疲软的影响，增长相对缓慢。

**表 1：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 <sup>f</sup>	2014				2015			
					Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2 <sup>e</sup>	Q3 <sup>f</sup>	Q4 <sup>f</sup>
美洲	美国	2.2	2.4	2.5	-2.1	4.6	5.0	2.2	-0.2	2.0	3.0	3.0
	加拿大	2.0	2.4	2.0	1.0	3.4	3.2	2.2	-0.6	1.5	2.0	2.5
	墨西哥	1.4	2.1	2.5	1.4	4.2	2.1	2.7	1.6	3.0	2.8	2.8
	巴西	2.5	0.0	-1.0	-0.7	-2.4	0.3	0.5	-0.6	-3.0	-0.5	0.5
	智利	4.2	1.9	2.5	2.7	-0.3	1.5	3.4	4.2	1.0	3.0	2.0
	阿根廷	2.9	0.5	1.5	-2.7	3.1	-2.1	0.1	1.5	2.0	1.0	0.5
亚太	日本	1.6	-0.1	1.2	4.4	-6.8	-2.0	1.2	3.9	2.0	1.5	1.0
	澳大利亚	2.1	2.7	2.6	4.0	2.2	1.3	1.9	3.8	3.0	2.8	3.0
	中国	7.7	7.4	7.0	6.6	8.2	7.8	6.1	5.3	6.5	7.5	7.5
	印度	6.4	7.3	7.5	6.6	7.0	9.1	5.7	8.7	7.3	7.5	7.8
	韩国	3.0	3.3	3.0	4.4	2.0	3.2	1.1	3.3	4.0	3.5	3.5
	印尼	5.6	5.0	4.5	4.7	4.9	4.9	4.9	4.5	4.0	4.5	4.5
欧非	欧元区	-0.5	0.9	1.5	0.9	0.4	0.7	1.4	1.5	1.5	2.0	2.0
	英国	1.7	2.8	2.6	3.6	3.4	2.5	2.5	1.2	3.0	3.0	3.0
	瑞士	1.9	2.0	1.0	2.2	0.8	2.4	2.1	-0.8	1.0	1.5	1.0
	俄罗斯	1.3	0.6	-3.0	-0.1	0.6	0.1	-0.5	-8.7	-3.0	-0.5	2.0
	土耳其	4.2	2.9	3.5	5.4	-0.2	1.7	3.1	5.3	3.0	5.0	5.0
	南非	2.2	1.5	2.0	-1.6	0.5	2.1	4.2	1.3	2.0	2.0	2.0
全球 GDP		2.5	2.6	2.8	1.7	2.8	3.3	2.6	1.8	2.6	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、全球经济深度调整中的动力转换风险

迄今为止，全球经济持续长期的低迷复苏状态表明，由于结构调整远未到位，新的增长动力源泉尚未出现，来自自然灾害、地缘政治和相关领域的意外冲击，不断对全球经济复苏带来扰动。未来，深度调整中的全球经济仍将面临如下三大动力结构转换的风险。

**第一，区域转换断档。**2008-09 年金融危机中的全球经济大衰退中，所有经济体都遭遇断崖式下滑。此后的经济复苏中，不同地区轮流担当拉动力。在全球经济衰退危机中，新兴市场保持增长，成为核心减振器；在欧债危机中，美国与新兴市场共同扮演了双峰稳定力量；当前在新兴市场动荡下行之时，世界经济开始仰赖发达经济体恢复增长动能。但是，发达经济体的表现近来乏善可陈。未来一段时期内，世界经济面临所有地区增长动力不足的风险，特别是发达国家仍远未解决高债务、高失业问题，而新兴市场债务风险已在累积。

**第二，需求转换不力。**全球经济危机引发需求下滑，地缘政治动荡频发，多边贸易谈判长期不能达成一致，全球经济对跨境贸易和投资的依赖度下降。在“去全球化”的趋势下，各国更多地寄希望于内部需求的增长和区域贸易协定。同时，内需乏力的经济体（以日本和欧洲尤为显著），力求通过本币的贬值来提振外部需求。这种需求失衡的调整，可能最终会引发各国汇率之间的竞相贬值，出现需求结构调整和内生动力转换不畅的风险。

**第三，政策转换失当。**自金融危机以来，各国日益依赖宽松的货币政策来刺激需求，财政政策施展空间捉襟见肘。但是，宽松货币无法解决长期潜在增长率下滑的趋势，却在资产市场推动新的泡沫产生，并从价格信号上引致资源配置的扭曲和风险偏好的错配。经济增长的根本动力仍然需要依靠财政政策促进更多的创新、提高劳动生产率，刺激真实投资与消费增长。因此，在宽松货币政策转向财政政策主导之前，各国面临时机把握上的风险。早退出则导致刺

激效果不够，晚则积累更大泡沫。美联储即将走上政策正常化道路，而欧元区还刚处于量化宽松政策的初期阶段，政策转换的不当可能引发新的动荡与不利冲击。

### 三、货币政策仍将维持宽松，财政政策与结构性改革可发挥更大作用

总体来看，2015 年全球货币政策的总基调依然是宽松，继续有限地支撑需求的复苏，并为结构性改革争取时间。在货币政策无法刺激长期经济增长潜力的情况下，有余力的国家应当在财政政策上加大支持力度，同时在结构性改革上付出更多努力，促进实体经济的可持续性复苏和结构调整。

关于货币政策，在全球总体宽松的货币政策背景下，政策分化日趋显现。美联储很可能在 2015 年底启动加息步伐，俄罗斯、巴西等少数新兴市场国家在通胀压力中收紧货币政策。但是，欧洲和日本的物价水平依然处于很低的水平，经济增长不够强劲，推进量化宽松的基调将持续一到两年。对于货币政策宽松推动的全球流动性扩张、资产价格上涨趋势，应当密切关注。

全球财政政策回旋的余地仍然较小。发达国家主要是因为公共债务规模庞大，通胀水平大大低于目标，降低债务水平的任务非常困难。新兴市场增长减缓，汇率贬值、市场利率上升等因素导致公共财政融资成本也随之上升。整体上，只有中国、韩国、印度等部分亚洲国家以及部分财政资源较为丰厚的中东石油国家（事实上集中于“一带一路”地区），仍可以增加财政支出，通过投资公共基础设施建设，在短期内扩大总需求，在中期内提高潜在产出能力。

发达国家应持续推进结构性改革政策，特别是欧洲和日本。欧洲需要采取切实的改革措施，促进劳动力市场的自由流动，降低创业门槛和提高政府服务效率，增加失业人口的就业机会；日本则需要采取措施进一步提高妇女和移民人口的劳动参与率，应对人口减少和老龄化的冲击。当然，部分新兴市场国家在产业结构调整和市场改革等方面亦有文章可做。

## 第二部分 国际金融形势回顾与展望

### 一、全球金融形势总体稳定

货币市场流动性和信用风险有所缓解。2015 年对货币市场基金冲击最大的因素有：新巴塞尔流动性要求 LCR 实施，货币基金须采用更多高流动性资产匹配，银行开始减少货币基金融资。美国银行业对欧洲金融机构的优质美元货币市场基金敞口以及银行管理的优质货币市场基金均减少。美元货币市场基金的信用状态和市场风险也有恶化迹象。2014 年底以来美国非金融机构商票 A2/P2 利差从安全区域大幅上升，在不稳定区域边缘波动，货币市场流动性和信用风险上升，这一状态在二季度有所缓解，但近期内难以回落到 2014 年水平。

股票市场持续上扬，未来波动性可能上升。2015 年二季度，随着市场不断推迟联储升息预期，美国股市上升；欧元区股市在欧央行宽松货币政策刺激下强劲回升。两大股市带动同期 MSCI 世界股指大幅上升，股市泡沫问题再次引起市场和央行高度关注。就波动性看，S&P500 指数及其波动性指数 VIX 在经历了一季度较大幅上升之后，二季度回落并维持稳定。欧元 ETF 波动性指数则加速上升。未来季度随着美联储升息时机临近，股市波动性可能再度上升。

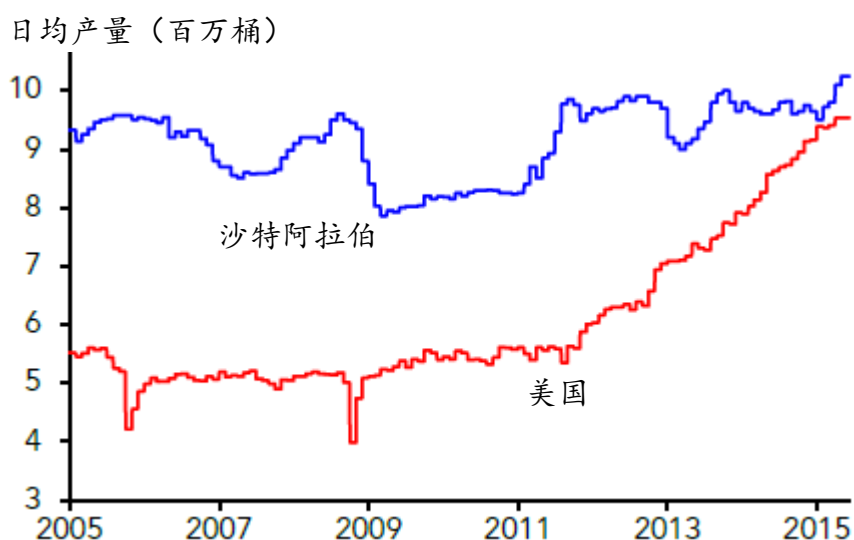
债券市场风险有所加大。随着欧洲经济及股市增长，二季度欧洲政府债券负收益率状况开始扭转，6 月初德国政府债券收益率接近 1%，达 2015 年以来高点。二季度债券市场流动性风险和波动性上升，引起监管和市场高度关注。过去几年债市增长，价值高估风险上升，这可能在未来加剧卖压。银行业大幅缩减作为经纪商做市所需的政府及公司债券头寸，直接导致债券二级市场流动性下降，在市场出现卖压时更易引发收益率及波动性上升甚至市场动荡。

外汇市场以美元升值为主导，未来不确定性上升。一季度在美元升值及预期、美元套利交易收益下降、欧元区 QE 等因素驱动下，以美元为主的套利交易逆转为欧元对美元资产套利为主的交易。二季度随着联储升息预期推迟、欧元

区利率回升、欧元兑美元升值，欧元套利交易出现损失，投资者开始减持欧元空头头寸，套利交易变得更复杂和不确定。二季度美元兑主要货币波动性指数处于不稳定区域。随着美联储政策不确定性上升，这一状态将在未来延续。

**大宗商品市场持续低迷。**2015 年二季度国际油价缓步上涨。OPEC 无意减产，伊朗将很快出口原油，美国原油生产稳定上升（图 3），全球原油供给充足。虽然美国可能在下半年减产，非 OECD 国家需求可能上升，但美国原油库存维持历史高位，全球特别是中国原油需求仍不足，下半年油价难以持续回升。三季度布伦特原油期货价格微升到 63-64 美元/桶，WTI 则微降到 59-60 美元/桶。

**图 3：美国与沙特阿拉伯原油产量的比较**



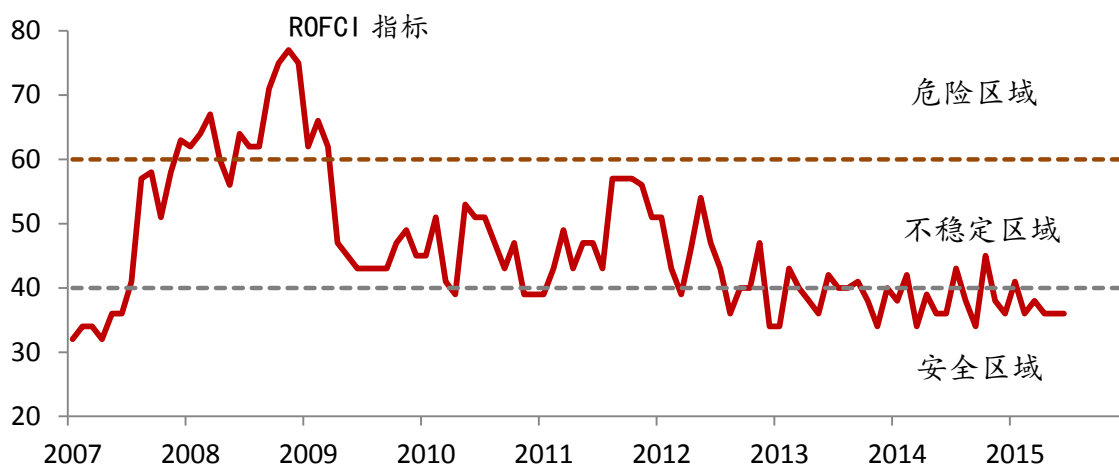
资料来源：IIF

## 二、美国金融危机指数保持稳定

2015 年二季度，美国金融危机风险指标(ROFCI)平均值从上一季度的 38.33 下降到 36，继续处于安全区域（图 4）。金融市场整体风险走势相对平稳，但风险构成变化较大：股市波动性在季度中段曾较快上升，债市风险则在季度中后段上升，非金融类货币市场风险在季度初上升随后回落，汇市波动性一直较大。银行和宏观经济相关指标在该季度改善明显。第三季度，需要高度关注影响金融风险指标的主要因素，特别是联储利率决策的不确定性。



图 4：美国金融危机风险指标



资料来源：中国银行国际金融研究所、中国银行纽约分行

### 三、新兴市场金融状况有所改善

整体看，IIF 新兴市场重合指标及其中金融市场指标反映出新兴市场经济及金融状况在二季度有所改善，其中亚洲地区的状况好于拉美。改善的主要动因是油价持续反弹，然而其他大宗商品、股市、汇价仍不稳定。

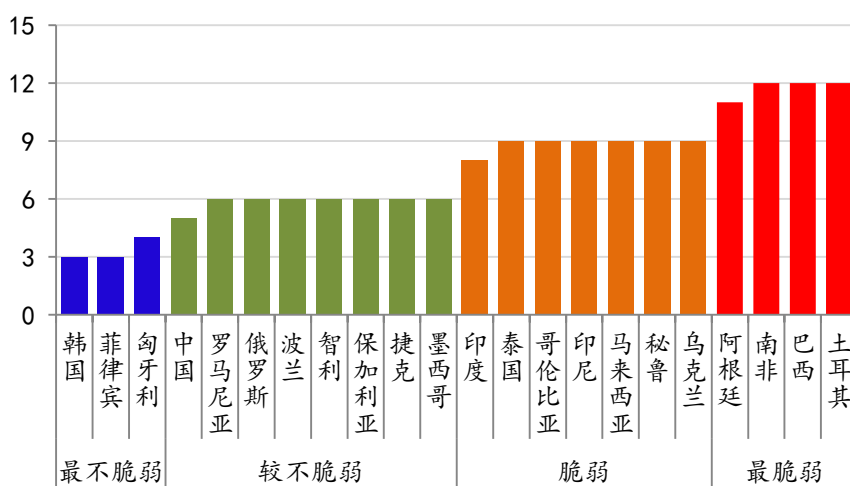
**资金跨境流出。**主要受联储推迟升息及新兴市场股票升值预期驱动，二季度开始新兴市场证券投资流入净增长。但由于新兴市场经济增长减速及全球利率政策分化的大趋势并未改变，这一状态在 5 月逆转且波动性加大。IIF 在 5 月预测 2015 全年新兴市场全部资本流入将会低于资本流出，净流出将从 2014 年的 740 亿美元上升到 1300 亿美元。

**股市前景较好。**二季度指标显示新兴市场股市整体风险较低，并预示三季度增长前景较好。(1) MSCI 新兴市场股票 12 个月远期 P/E 值 11.66 略高于过去 10 年平均值 11，低于全球市场整体的 15.99。(2) 市场波动性下降，并低于平均值 24.71。(3) 新兴市场间相关性在 5 月下降到 0.11 低于历史平均值 0.2。新兴市场与美国股市间相关性也下降到平均水平以下。不过，新兴市场股市收益差距拉大，5 月收益离散度上升到危机以来最高水平。

**债券市场再融资压力上升。**新兴市场公司债券发行持续上升，二季度达 GDP 的 80%，其中美元计价债券占比上升到 40%。随着美元升值、新兴市场增长减速，美元债券债务人还债与再融资压力上升，尤其是消费品、房地产等主要依靠国内收入的行业情况更严重。与此同时，由于国际大型经纪商缩减新兴市场做市商业业务，债券二级市场流动性下降，使市场更加脆弱，易于波动。

**新兴市场金融脆弱性。**我们结合 IIF 数据，对新兴市场 22 国金融脆弱性进行分析。具体而言，我们将一国金融脆弱性分为 4 档：最不脆弱、较不脆弱、脆弱、最脆弱。脆弱性指数由四部分构成：外部金融脆弱性（该国对外资的依赖程度）；国内金融脆弱性（该国金融部门及实体经济状态）；经济政策脆弱性（政策可信度及政治稳定性）；综合指数（由以上三项加总得出金融脆弱性总分）：3-4 分：最不脆弱；5-7 分：较不脆弱；8-10 分：脆弱；11-12 分：最脆弱。综合这些指标分析，目前外部金融脆弱性最高的国家是土耳其、保加利亚；国内金融脆弱性最高的国家是土耳其、秘鲁、巴西；政策脆弱性最高的国家是巴西、乌克兰、阿根廷。从综合指标看，最具有金融脆弱性特征的国家是土耳其、巴西、南非、阿根廷（图 5）。

图 5：新兴市场 22 国金融脆弱性指标



资料来源：IIF，中国银行国际金融研究所

## 第三部分 热点专题分析

### 一、全球流动性状况、趋势及管理政策

全球流动性通常是指全球范围内获取用于购买货物或资产的资金难易程度，并不是所有国家流动性的简单加总，主要针对美元、欧元、英镑和日元等储备货币，因为能在国际上流动的货币只是少数几个。在主要经济体宽松的货币政策下，当前全球流动性处于新一轮扩张周期，对其风险需要密切关注。

#### （一）导致全球流动性变化的因素

国际清算银行将全球流动性划分为官方流动性和私人流动性。官方流动性是指货币当局无条件用于支付的资金，包括基础货币、外汇储备、货币互换和特别提款权等，其央行创造官方流动性，而 IMF 不创造流动性，其作用及相关政策只引起流动性跨界流动。私人流动性是建立在银行和其他金融机构跨境业务基础之上的融资活动。官方流动性与货币政策相关，私人流动性变化与私人部门的经济行为相关。两者的变化是一系列因素相互作用的结果：

**第一，宏观经济因素与宏观经济政策。**宏观经济运行状况对资金成本、预期收益和风险偏好产生影响，在一定程度上支配着全球流动性。货币政策通过政策利率来决定短期利率和影响无风险收益率曲线。利率水平将影响私人信贷增长率、资金总量以及流动性条件。需要注意的是，长期利率不仅受货币政策影响，也受到储蓄率和投资模式的影响。汇率政策是影响全球流动性的重要因素。浮动汇率有助于缓解宏观政策的溢出效应和减少货币错配引起的资本流动，固定汇率制则被认为是一种隐性担保，将诱导对冲国外货币借贷行为的发生。汇率的灵活性和国内金融结构是决定流动性接受国信贷和流动性增长的因素。

**第二，金融监管。**资金的跨境流动性取决于金融市场的深度和广度、金融工具和金融基础设施（包括跨境支付结算系统）以及金融机构开展国际业务的

方式，这些因素主要取决于金融监管的态度。同时，金融监管也影响金融机构和交易对手的行为。监管政策与其他政策的协调可以帮助消除风险监管套利。

**第三，金融一体化。**一体化促进了跨境资金流动。除了全球性银行外，其他高度活跃的金融机构（例如全球投资基金等）在国际市场上发挥更积极的作用，这些机构增加了市场参与者的数量和多样性，从而增加了市场的流动性。

**第四，金融创新。**金融工具日益丰富，通过创新支付手段，可提高市场资金流动性。例如资产证券化可将流动性不佳的资产转换为流动性更强的资产。

**第五，风险偏好。**风险偏好与流动性之间的关系是双向的，风险偏好决定了参与者愿意提供流动性的数量，同时，风险偏好也受流动性状态的影响。宽松的流动性鼓励投资者扩大杠杆率和提高风险承担水平，从而推高资产价格和抵押品价值，而更高的资产价格和抵押品价值则可以获取更多的流动性。

## （二）当前全球流动性变化新特征

**第一，全球流动性处于新一轮扩张周期。**全球流动性在1995年至2007年都处于宽松时期，尽管期间发生了亚洲金融危机，但是对全球流动性影响较小，这与1990年代中期以来的金融自由化和金融创新相关。2007年次贷危机使流动性骤然收缩，全球流动性进入收缩阶段，主要经济体采取了超常规货币政策注入流动性，官方流动性扩张在一定程度上抵补了私人流动性的收缩。鉴于当前主要经济体还将保持宽松的货币政策，全球官方流动性还将处于增长态势，同时经济的回暖和投资者信心的修复，私人流动性将延续扩张态势。

**第二，全球流动性失衡进一步加剧。**金融危机之前，全球失衡就受诟病，被认为是全球金融危机的主要原因之一。为了获取流动性，发展中国家往往通过经常项目渠道，逆差国往往为流动性的供给者，因此流动性失衡是导致全球经济失衡的重要机制。金融危机之后，宽松成为全球经济政策的主旋律，各国促进经济增长的方式是引入更大规模债务，债务规模迅速攀升。新兴市场国家

利用全球宽松的货币条件进行海外融资，加大杠杆。发达国家投资者为了寻找更高收益，私人资金也大规模投向新兴市场经济体。金融危机后，流向新兴市场的全球资金占比由危机前的 10% 上升至近 50%，全球流动性失衡卷土重来。

**第三，全球流动性传染效应加剧。**私人部门产生的全球流动性作用越来越大，整体呈现上升趋势，由 1998 年不到 1 万亿美元上升到 2004 年的 7 万亿美元，危机期间骤然下降到负值，近年来又快速恢复到 1 万亿美元以上。私人流动性与国际资本流动、跨境银行业务以及跨境投资组合密切相关，是资产负债表错配风险和系统性风险的重要来源。私人流动性的传染效应表现在两方面：一是跨境传染，尤其在资本管制宽松的市场之间；二是金融市场间传染，流动性困境往往始发于短期信贷市场，通过信贷市场传导到证券、外汇等市场。

### （三）全球流动性的相关管理政策

全球流动性有明显的周期性，会受到不利因素冲击而导致流动性断崖。从金融稳定角度来看，主要有两个政策方向，一是对冲全球私人流动性加速机制，减缓全球流动性的周期性和相关资产价格的激增；二是应对全球流动性突发性短缺，防止金融体系和经济增长之间断裂。流动性治理主要包括以下方面：

**第一，加强监管防止流动性过剩。**降低金融体系的顺周期性可以帮助稳定全球资金流动，以此缓解全球流动性冲击。一个国家金融监管当局应对本国金融机构实施有效的监管，比如对本国银行进行审慎监管。监管措施包括：第一，实施资本与流动性有关的措施，比如制定核心资本比率和限制杠杆率等。第二，对银行表外业务实施密切监控，关注影子银行系统性影响，通过提高金融衍生品交易和表外业务的最低资本金和保证金，以及阻止风险向银行体系传递的风险隔离措施等。

**第二，宏观调控政策和央行的流动性政策。**国内流动性冲击可以通过存款保障制度以及将中央银行作为最后贷款人来避免。中央银行可以通过：（1）贯

彻中央银行预期的货币政策立场；（2）支持市场的运作；（3）为个别银行提供流动性支持，这些举措将重新分配中央银行的储备，或增加中央银行储备金的总体数额。全球流动性冲击通常导致大量外汇流动性短缺，需要通过以下措施建立强大的外汇储备缓释：（1）通过储备外汇进行自保，避免货币急速兑换而导致的流动性风险；（2）分散外汇流动性机制，动态、渐进地调整币种结构；（3）央行之间的直接安排，如各国之间的本币互换等。

**第三，紧急情况下的国际合作措施。**最近的金融危机经验表明，在金融参与者中，中央银行可以及时地弹性调控以提供大量的外汇流动性。外国央行直接提供流动性可以对市场信心产生强大而持久的影响。针对全球流动性风险，各国应积极开展跨境合作，推进双边、区域和全球多边机制建设。需要避免道德风险，保持货币政策的自主权，并控制央行提供流动性产生的金融风险。

## 二、全球股市脱离基本面将何去何从？

### （一）全球股市高歌猛进

2015年上半年，发达经济体和新兴市场股票市场皆表现不凡，全球进入新一轮牛市行情。MSCI 成长指数在4月10日升至历史最高点235.2，较2009年前期最低位上涨167.4%，近期虽有所回落，但仍处于历史高位。分区域来看，截至2015年6月16日，MSCI 发达市场成长指数较年初上涨了6.9%，新兴市场成长指数上涨了4.9%。本轮全球牛市呈现以下特点：

**第一，股市繁荣和经济基本面背离。**2015年上半年，成熟市场中欧洲市场和日本市场表现较好，德国DAX指数、法国CAC40指数和日本日经225指数分别自2015年初上涨13.1%、13.82%和16.37%，三个国家2014年GDP同比增长只有1.6%、0.4%和-0.1%，而GDP增速分别为2.4%、2.4%和2.8%的澳大利亚、美国和英国，2015年上半年股市表现一般（表2）。新兴经济体股票走势与发达国家有相似之处。中国进入新常态、俄罗斯和巴西等国经济表现较差，股市反

而表现较好；印度和印度尼西亚经济表现较好，但股市自年初以来负增长。

**表 2：2015 年主要国家和地区股票市场一览（截至 6 月 16 日）**

国家	股票指数名称	2007 年前后最高点	2007 年以来最低点	现在	较 2015 年初上涨幅度	
日本	日经 225	18295.27	6994.90	20046.36	16.37	
法国	CAC-40	6168.15	2465.46	4907.34	13.82	
发达国家	德国	DAX 指数	8117.79	3588.89	12390.75	13.10
	英国	富时 100 指数	6754.10	3460.71	6812.51	4.56
	澳大利亚	澳洲标普 200	6851.50	3120.80	5478.60	1.84
	美国	道琼斯工业指数	14198.10	6469.95	17965.60	0.40
	韩国	综合股价指数	2085.45	892.16	2051.32	5.90
新加坡	新加坡海峡指数	3831.19	1455.47	3327.70	-2.15	
新兴经济体	中国	上海综合指数	6124.04	1664.93	5106.04	45.87
	俄罗斯	基准 RTS 股票指数	2498.10	492.59	943.54	25.76
	巴西	巴西 IBOVSPA	73920.39	29435.11	52815.99	10.70
	印度	孟买 Sensex 指数	21206.77	7697.39	26840.50	-2.98
	印度尼西亚	JKSE 指数	2838.48	1089.34	4899.88	-5.29

资料来源：WIND，中国银行国际金融研究所

第二，中小企业股价涨幅居前。截至 2015 年 6 月 16 日，在美国重要股指中，代表中小高科技板块的纳斯达克指数自 2015 年初上涨 5.7%，而代表大型蓝筹公司的道琼斯工业指数只上涨了 0.4%。与此类似，中国的中小板指数自 2015 年初上升了 145.14%，而同期上证综合指数仅上涨 45.87%。

第三，新兴行业和消费行业异军突起，传统行业日渐势微。本轮牛市涨幅居前的五大行业分别是医疗保健设备与服务、零售业、汽车与汽车零部件、生物制药与生命科技、耐用消费品与服装等新兴行业和消费行业，截至 2015 年 6 月 16 日，此五类行业指数涨幅均超过了 7.3%（表 3），明显高于传统行业。

**表 3：MSCI 全球行业指数涨幅（截至 2015 年 6 月 16 日）**

涨幅前十位行业	较 2015 年初涨幅 (%)	涨幅前十位行业	较 2015 年初涨幅 (%)
医疗保健设备与服务	12.4	媒体	7.3
零售业	10.9	资本商品	5.7
汽车与汽车零部件	10.4	保险	5.7
生物制药与生命科技	8.6	软件与服务	5.1
耐用消费品与服装	7.4	综合金融	5.1

资料来源：WIND，中国银行国际金融研究所

## （二）流动性泛滥驱动股市上涨

2015 年全球股市上涨是量化宽松政策、全球进入低利率时代、经济增长方式转型和投资选择有限等多种因素共同作用的结果。

第一，主要发达经济体实行量化宽松货币政策，为股市上涨提供了充裕的流动性。2008 年全球金融危机爆发后，以美联储为首的发达经济体采取了向市场直接投入货币的量化宽松政策来刺激经济，大量流动性并没有全部流入实体经济，很大部分流入了股市和房地产市场，从而助推了本轮股市上涨。

第二，2015 年上半年很多国家纷纷宣布降低利率（表 4），各国国债价格纷纷上扬，负利率国家增多，资金据此做出了从债市转向股市的优化安排。

表 4：2015 年上半年主要央行动态

央行	现行利率 (%)	2015 年上半年变化	备注
中国	2.25	3 月、5 月降息两次	
俄罗斯	11.5	2 月、3 月、4 月、6 月降息四次	
韩国	1.5	3 月、6 月两次降息	
巴西	13.75	1 月、3 月、4 月、6 月升息四次	唯一加息
印度	8.25	1 月、3 月、6 月三次降息	
印尼	7.5	2 月降息一次	
丹麦	-0.75	1 月、2 月四次降低	负利率
波兰	1.5	3 月降息一次	
瑞典	-0.25	2 月、3 月降息两次	负利率
瑞士	-0.75	1 月降息一次	负利率
土耳其	7.5	1 月降息一次	
秘鲁	3.25	1 月降息一次	
加拿大	0.75	1 月降息	
澳大利亚	2	2 月、5 月两次降息	
欧洲央行	-0.2	QE	负利率

资料来源：中国银行国际金融研究所

第三，人口老龄化程度加剧导致经济增长模式和行业结构发生变化。与养老、医疗等相关的消费型产业得到快速发展，并与互联网技术结合带动了新一轮产业升级，为消费类股票价格的上涨奠定了良好的基础。

第四，能源、黄金等大宗商品价格持续低迷，投资选择有限，多余资金只能流向股市寻求超额报酬。



### （三）应高度关注股市潜在风险

本轮股市行情主要受流动性驱动，随着国际经济金融环境的变化，流动性泛滥的情况可能会得到逆转，股市泡沫存在破裂风险。为避免发生大规模的经济危机，需要重点关注以下风险。

**第一，美国货币政策正常化风险。**一旦美联储开始加息，国际资本流向将发生逆转，逐利资本将回流美国，资本外流将使新兴经济体流动性趋紧，对股市来说无异于“釜底抽薪”，股票泡沫可能破裂。

**第二，全球经济增速持续放缓风险。**经济增速放缓将对企业盈利造成伤害，企业经营数据转差将不可避免地抑制股价上涨，给全球股市带来不确定性。

**第三，通缩加重风险。**上市公司产品价格低迷，企业利润将大幅下滑，无法对股价形成支撑。

**第四，行业偏好调整风险。**随着全球股市不断攀高，短期风险上升，市场调整的压力增大。投资者已开始调整投资组合的行业结构，以规避经济放缓和部分行业估值过高的风险。如果调整不及时，股市行业偏好转换将给投资者带来伤害。

### 三、美联储货币政策正常化与利率市场的变化

货币政策正常化数年前就被市场作为美联储退出量化宽松后的货币政策趋向来讨论。2014年，美联储理事会（FOMC）正式宣布退出量化宽松政策（QE），并将货币政策的重心放在联邦基金利率调节之上。至此，货币政策正常化被正式提到官方台面。

货币政策正常化在美联储相关文件中均有非常明晰的解释：它是指FOMC采取行动，取消自2007年金融危机后美联储为恢复美国经济而维持多年的货币宽松政策，其内容集中在：（1）在美国经济允许的前提下，把联邦基金利率目标

范围提高 25 个基点；范围上限部分用超额准备金利息来限制，范围下限部分通过隔夜反向回购协议或其它工具，并在条件允许时退出。（2）缓慢并有计划地降低美联储资产负债表上债券投资组合规模，在联邦基金利率首次提高后，终止在 QE 阶段时的收益再投资方案，但继续持有 MBS 组合。

简言之，货币政策的广义正常化是对 2008 年美联储货币政策两项重要内容（即量化宽松和零利率政策）的修正。从目前看，广义货币正常化过程已完成了第一项，即退出了 QE。狭义的货币政策“正常化”将要结束零利率政策。为此，FOMC 明确提到，在正常化过程中将继续使用联邦基金利率作为关键政策利率，当联邦基金利率的目标范围提高时，这一紧缩政策将传导给其他短期利率，乃至影响到宏观经济中更广泛的金融状况。

至于下一阶段货币政策正常化的时间，FOMC 表示将取决于对目前和预期的美国就业最大化和 2% 的通胀目标进行评估的结果来定。这一评估过程将充分考虑各类信息，包括劳动力市场、通胀压力和通胀预期指标、以及美联储对金融和国际市场发展的解读。从目前劳工市场的数据和联邦基金利率的期货市场信号看，我们预期美联储 2015 年底前开始第一次加息，联邦基金利率回归到正常水平应是渐进过程，达到中性利率水平或需要 2-3 年的时间。

这次利率正常化的特点和原因何在？回顾美国经济周期的历史，我们不难发现，利率在长期的经济扩张周期中的上升趋势是一种常态。但这次经济周期中，升息周期在经历近 7 年经济复苏后尚未开始，不能不说是一种非常现象。这一升息时间的拖延主要源于以下几种原因：（1）2008 年金融危机的严重程度以及随后而来的经济衰退的特征所决定；（2）此次经济复苏周期慢于美国历史上正常的经济复苏；（3）美联储采取非常规的 QE 政策使中长期利率被长时间压制在自由市场水平之下；（4）超严厉的金融监管对金融机构的信用扩张产生了一定的拖累效应。

回顾七年前美国金融危机和经济衰退的程度，以及长达数年的超低利率水平，美国历史上仅 1929-1933 年大萧条可以比拟。但与当时相比，这次美联储采取极度扩张货币政策的动机与大萧条时期完全不同。当时美联储制定政策是为了满足财政部的需求，而近期美联储的超低利率政策（包括量化宽松）旨在促进美国经济复苏。这两个时期无论经济发展水平还是美联储的货币政策体系和结构等方面均无太大的可比性。

为了更好地借鉴历史经验所带来的启示，我们选择最近两次升息周期的相关条件进行对比分析：美国经济最近两次联邦基金利率的提升周期分别始发于 2004 年 6 月份和 1994 年 2 月。2004 年 6 月，在美联储开始当时第一次升息时，美国失业率约 5.6%，通货膨胀在 2.8%，实际 GDP 约 4%；1994 年 2 月美联储第一次升息时，失业率在 6% 以上，通胀率在 2%，实际 GDP 约 3.7%。

目前美国失业率为 5.6%，通胀率为 -0.1%，实际 GDP 为 -0.7%，与上两次货币正常化过程相比，最近的宏观经济环境总体偏弱，只有失业率与前两次水平相似。其中通胀水平远低于美联储货币正常化的 2% 目标值，而且全球原油市场环境使得目前的总体通胀状况还可能继续。此外，这次美联储的资产负债规模也远远超过前两次周期。最后，目前金融监管的环境比前两个周期要更为严峻，所以这次货币政策的正常化相对于前两次周期显得更加复杂化。

综合看，过去 50 年美国联邦基金的实际利率（联邦基金利率减去通货膨胀率）平均约为 2.25%，假设平均通胀率接近美联储 2% 的目标，意味着联邦基金利率的长期水平应约为 4.25% 左右。基于目前通胀水平和未来两年趋势，加上严厉金融监管环境的拖累效应，我们预计联邦基金利率将从 2015 年底前开始，缓慢上移至 2016 年末的 1.5%，在 2017 年也许提速上涨，最终达到 3.5% 左右。长期市场利率在联邦资金利率实现正常化的过程中一般也会进入周期性上升轨道，但中长期利率是否在经历三十年下降周期之后正常化，还有待观察。

## 四、希腊债务谈判进展及脱欧可能性分析

### （一）希腊债务问题谈判陷入僵局，违约风险不可忽视

自希腊激进左翼联盟今年 1 月执政以来，希腊政府与国际货币基金组织 (IMF)、欧洲中央银行 (ECB) 以及欧盟委员会等国际债权人就其债务偿付问题进行的谈判并不顺利。希腊希望国际债权人拨付最后一笔总额为 72 亿欧元的援助款项，支持希腊度过难关。这场关于希腊债务偿付问题的谈判拉锯战原本已持续四月有余，但双方分歧明显。希腊与三驾马车之间的分歧主要集中在希腊的财政预算：债权人担心希腊政府再次预算超支、公共支出超出其财政收入，因此要求希腊政府缩减养老金费的支出并提高税率以缓解财政预算的入不敷出。而希腊政府则拒绝相应财政改革要求并坚持声称各界债权人对希腊当下不济的经济局势需承担责任。

无奈之下，希腊在 6 月初向 IMF 正式提出延迟其 6 月 5 日到期的一笔 3 亿欧元欠款，并申请在 6 月 30 日将四笔欠款合并成一笔总计为 15 亿欧元的款项，予以统一偿还。在 IMF 出资援助其成员国的历史上，仅有赞比亚在上世纪 80 年代曾选择将多笔欠款合并为一笔交付，尚未在任何发达经济体成员国内有过先例。自希腊向 IMF 提出欠款展期交付申请后，其与 IMF 所开展的一系列双边谈判已于 6 月 11 日因技术性磋商缺乏进展而中断。同月 14 日，希腊与国际债权人举行的希腊救助谈判也在持续了 45 分钟后，由于参与双方因意见分歧较大，未能达成任何协议。目前，IMF 工作小组已离开布鲁塞尔。希腊债务问题谈判正式陷入僵局。

自今年以来，希腊已对外偿还约 75 亿欧元的到期债务，约占希腊国民生产总值的 10%。然而，未来两个月希腊须于 6 月 30 日和 7 月 20 日再向 IMF 分别偿付 15 亿和 35 亿欧元债券。根据目前的形势，希腊能够如期偿还上述款项的可能性不大。2015 年 6 月 30 日是希腊最早的可能违约时点。6 月 18 日开始的

欧元区财长会议会是促成希腊与各界债权人达成新的债务偿还协议的最后期限，也是希腊避免债务违约的最后机会。

## （二）希腊债务违约不等于退出欧元

鉴于希腊债务谈判进展缓慢，市场普遍认为希腊主权债务违约风险上升，国际评级机构标准普尔也已于今年4月中旬将希腊主权债券评级从B-/B级别下调至垃圾级CCC+/C水平，并对该国前景展望呈负面评价，希腊面临国家破产的窘境。

然而希腊债务违约并不意味着希腊退出欧元。考虑到欧盟各界对于稳定欧元区脆弱的经济复苏趋势以及政治团结性的重视程度，欧元区或在希腊出现债务违约的情形下，允许希腊仍然保留其欧元区成员国席位，进而以避免出现希腊最终脱离欧元区，从而触发新一轮欧洲银行业危机以及欧元危机这一最坏局面的可能性。实际上，过去几年中希腊已经技术性违约多次，并没有影响到其欧元区的席位。

近期希腊债务问题已经导致希腊国债收益率出现显著波动，同时对南欧各国国债收益率水平产生较为显著的溢出效应。6月16日，希腊十年期国债收益率跳涨51个基点，收报12%。同期，在6月15日至17日两日间，10年期意大利、西班牙和葡萄牙国债收益率日均上涨15-23个基点不等。受希腊问题影响，10年期西班牙国债与德债收益率点差上升至自去年7月以来新高，意大利和葡萄牙两国国债与德债收益率点差也均攀升至去年11月以来最高。

若希腊退出欧元，则欧洲各国的国债将受到更加明显的负面影响，欧债危机后相对稳定的局面将付之东流。届时，投资者对欧元信心大幅下挫，除欧洲股市、债市将受到冲击之外，欧元极有可能出现进一步大幅贬值，继而再次引发市场对欧元或将退出历史舞台的质疑。希腊退欧会给欧元区经济的脆弱的复苏前景蒙上阴影，对欧元信用长期的负面影响难以估量。

此外，希腊整个银行业储蓄总量自从 2014 年年底以来已下降 14%，且其存款目前仍持续呈净流出趋势。若希腊退出欧元区，存款外流将进一步恶化，则其本国货币系统及宏观经济将受重创，希腊境内发生银行系统破产以及银行业危机将是大概率事件。更重要的是，希腊退出欧元区将对欧洲银行业造成巨大打击。根据今年 3 月 IMF 数据显示，ECB 在希腊银行业有将近 1100 亿欧元的风险敞口，同时欧盟内部几乎所有国家的银行都对希腊银行业均有敞口。因此，一旦希腊银行业陷入破产的困境，整个欧洲银行业的坏账率将急剧上升。这将使得欧洲当局通过各方努力才得以修复的欧洲银行资产负债表再度遭受冲击。

### （三）未来希腊融资短期可能恶化，或实施私有化和资本管制措施

从宏观层面而言，目前执政的希腊左翼联盟在今年 1 月赢得选举后一直坚持奉行反财政紧缩措施的施政策略，并一度叫停包括出售比雷埃夫斯港项目在内的数个国有资产私有化项目。然而就现有局势来看，即使通过国际救援，希腊履行其各项偿付义务并顺利度过 9 月前债务偿付高峰期，但至明年底，该国仍有约 250 亿欧元融资缺口。随着希腊经济进一步陷入衰退，政府税收减少，希腊融资短缺的形势可能恶化。

为从根本上解决危机，希腊或重启各大国有资产私有化方案，以履行其早先与欧盟和 IMF 所达成的部分援助协议。就短期而言，希腊激进左翼联盟内部部分议员日前已开始起草应对债务违约的草案。该草案将主要效仿 2010 年冰岛政府所实施的资本管制，以及将银行国有化后成立“坏账银行”接收不良资产等举措。

## 五、“一带一路”背景下的人民币国际化

2015 年 3 月 28 日，国家发改委、外交部、商务部联合发布了《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》。由此，2013 年 9 月和 10 月习近平主席分别提出的建设“丝绸之路经济带”和“21 世纪海上丝绸之路”

的战略构想正式落地，成为中国统筹国内、国际两个大局的国家战略。作为推动中国全方位对外开放的重大战略，“一带一路”将对全球经济格局及周边区域经济发展产生深远影响，推动中国经济结构调整和金融市场发展，并为人民币国际化提供新的动力。

### （一）人民币在“一带一路”跨境资金流动与融资安排中的作用

人民币国际化选择了一条通过离岸人民币市场发展推动人民币跨境使用的独特路径。过去五年来，人民币离岸市场在规模和结构方面都出现了巨大的变化，人民币流动性供应、清算支付管道、外汇交易场所、投融资便利、风险管理平台等诸多重要职能都取得明显进展。人民币在贸易领域的跨境使用达到较高水平后，进一步推动人民币国际使用的广度和数量，是“一带一路”背景下的人民币国际化发展的关键所在。

在“一带一路”战略推进过程中，人民币可以在跨境资金流动与融资安排中发挥积极作用，为国际化提供新的发展动力。

首先，中国人民银行与哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦等“一带一路”国家的中央银行签署了双边本币互换协定，并在相关国家和地区任命人民币清算行，建立了相关的清算安排，为人民币挺进一带一路沿线国家打造了坚实的基础设施。各类金融机构可以开辟更多的贸易和投资渠道，大力拓展面向一带一路沿线的跨境金融交易，将越来越多的人民币资金引入该区域，尽快形成一定规模的资金池，争取在当地建立离岸人民币市场。

其次，人民币在“一带一路”跨境资金流动与融资安排中的作用可以采取债券先行模式。近期国务院已宣布将取消境内企业、商业银行在境外发行人民币债券的地域限制，将扩大境内企业的融资管道。“一带一路”战略支持沿线国家政府和信用等级较高的企业以及金融机构在中国境内发行人民币债券，符合条件的中国境内金融机构和企业可以在境外发行人民币债券和外币债券，鼓励

在沿线国家使用所筹资金。

第三，在亚洲基础设施银行和丝路基金的项目投入中逐渐增加人民币资金的使用，推动加大与国际多边金融机构的合作，在多边金融合作框架下推进人民币在“一带一路”地区的广泛使用。

第四，通过中国金融机构广泛参与“一带一路”相关项目，推动人民币计价及支付走进当地市场，使之成为“一带一路”沿线区域内的主要计价、结算及投融资货币。

第五，一带一路沿线国家之间存在紧密的经济和贸易往来，我国推行以打造命运共同体为核心的“一带一路”战略，将进一步推动区域内形成庞大的贸易和基建投资往来，甚至在可能情况下形成某种形式的区域经济共同体。中国不断提升与“一带一路”国家经贸合作水平，加大区域内的投资力度，在沿线国家相关建设项目过程中培育人民币投融资市场。背靠“一带一路”整体市场，中国金融业可利用现有离岸人民币市场与国际接轨的法律制度、市场规则以及语言文化优势，借鉴全球金融中心差异化竞争的经验，促进人民币离岸融资市场发展；将潜在客户范围扩大到沿线各国，将投资由证券金融市场拓展到基建、实业领域。在人民币离岸市场基本形成后，加快建立人民币离岸区域中心，并探索依托“一带一路”战略建立人民币货币区的可行性。

## （二）人民币在“一带一路”使用中可能出现的问题

由于“一带一路”沿线多为新兴经济体，经济发展程度差异大，相当一段时间内将面临着交通、通信等硬件设施缺乏、法规政策不兼容，缺乏政治互信等问题，因此，“一带一路”战略推进进程中地缘政治风险居高不下，文化宗教冲突、恐怖主义风险亦不容忽视。

人民币在“一带一路”使用中在面临国别及区域风险的同时，还将受到当地金融市场体系欠发达、金融基础设施有限等因素的制约。因此，在“一带一



路”沿线推进人民币国际化将面临一些难以预料的问题和艰巨的挑战。

### （三）未来应采取的政策措施

第一，注重与世界银行、亚洲开发银行等多边机构的合作，同时，加强与泰国、印度尼西亚、哈萨克斯坦、蒙古等沿线国际中央银行和主权基金等大型金融机构联系，抓住人民币可能加入 SDR 的有力时机，向更多“一带一路”国家推广人民币业务，推动这些“一带一路”的重点国家将人民币列入储备资产组合，为人民币国际化提供实质性支持。

第二，在推动“一带一路”战略进程中，中国应探讨建设能源金融市场体系的可能性，以实现能源产业和金融行业的融合来应对国际能源市场价格大幅度波动的挑战，提高能源安全，并寻找机会发展石油人民币，扩大人民币在石油定价及交易中的使用。

第三，推进资本项目开放，加大与国内外机构和多平台之间的联动，不断丰富人民币产品和服务，打造及巩固人民币在“一带一路”金融市场的主导货币地位。

第四，完善国内金融市场。近年来，中国金融市场获得了较快的发展，但与成熟市场和部分新兴市场相比，股票市场和债券市场在规模和结构等方面仍然存在巨大差距，需要不断优化市场体系结构、运行机制、基础设施和外部环境，形成结构合理、功能完善、规范透明、稳健高效、开放包容的多层次资本市场体系。

总之，“一带一路”是涵盖“贸易畅通、道路联通、政策沟通、货币流通、民心相通”史无前例的综合性系统工程，具有长期性和复杂性。因此，中国银行业应强化风险控制，在“一带一路”建设中加强沟通磋商，充分发挥多边、双边、区域、次区域的合作机制和平台作用，扩大利益契合点，共同推动人民币国际化深入发展。