

全球經濟金融展望報告

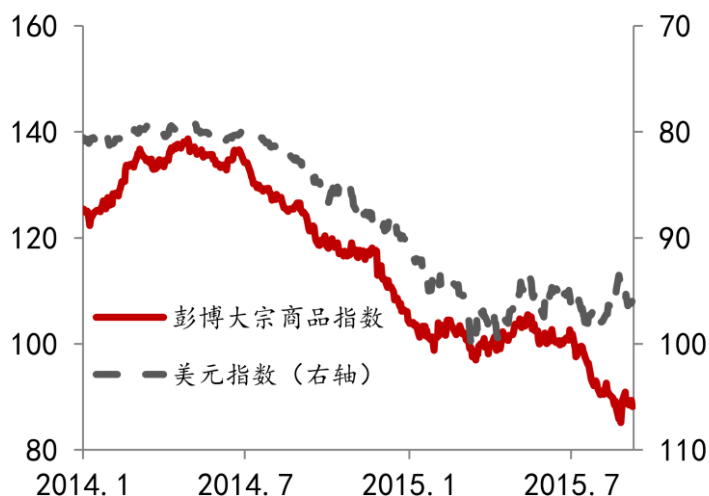
2015 年第 4 季度（總第 24 期）

報告日期：2015 年 9 月 23 日

要點

- 2015 年前三季度，發達經濟體穩步復蘇，新興經濟體增長繼續放緩，特別是俄羅斯、巴西等國家的經濟陷入深度衰退，形勢較為嚴峻。
- 全球金融市場波動加劇，新興市場國家匯率普遍深度貶值，股票市場大幅震盪，大宗商品價格持續低迷，系統性金融風險上升。
- 預計 2015 年第四季度全球經濟繼續維持疲軟復蘇態勢，金融市場面臨的風險壓力不減，美聯儲加息日益臨近，將進一步帶來全球性的外溢影響。
- 本期報告特別就美聯儲加息新變數、歐洲經濟形勢、新興市場金融動盪、大宗商品價格下行和人民幣匯率變化的影響等進行專題分析。

大宗商品價格與美元指數的趨勢



中國銀行國際金融研究所
全球經濟金融研究課題組

組長：陳卫东

副組長：鐘紅

成員：王家強

陳靜

王有鑫

趙雪情

鄂志寰（香港）

黃小軍（紐約）

陸曉明（紐約）

瞿亢（倫敦）

林麗紅（新加坡）

張明捷（法蘭克福）

聯繫人：王家強

電話：010-66592331

郵件：wangjiaqiang@bankofchina.com

全球经济在金融动荡中蹒跚前行

——中国银行全球经济金融展望报告（2015 年第 4 季度）

2015 年前三季度全球经济复苏较为疲软，特别是新兴市场爆发新一轮金融动荡，发达国家也跟随调整，外汇市场显著波动。预计四季度全球经济金融形势依然不容乐观，特别是美联储加息带来的外溢影响将持续发酵。基于此，我们进一步下调了全球经济增长预期。本期报告重点关注美联储加息的新变数、欧洲经济复苏的持续性、新兴市场的金融脆弱性、大宗商品市场的低迷形势和人民币汇率波动的影响。

第一部分 全球经济季度回顾与展望

一、新兴市场增长放缓，全球经济复苏乏力

2015 年前三季度，全球经济复苏力度持续疲软。美国经济和欧洲经济保持了温和复苏的态势，但一些大型的新兴市场经济体（俄罗斯和巴西）陷入深度衰退。特别地，三季度以来新兴市场金融动荡加剧，增长速度未如预期回稳，部分抵消了发达经济体的增长。我们估计三季度全球经济环比增速折年率为 2.9%，略高于二季度的 2.4%；同比增速 2.5%，有所放缓（图 1）。

随着金融市场动荡有所缓和，预计四季度全球经济增速可略微上升至 3.1%。整体上，由于以俄罗斯和巴西为代表的新兴市场国家经济放缓程度超过预期，我们将 2015 年全球经济的增速预测值下调至 2.6%，与上年基本持平；该增速连续第五年低于 3%，表明全球经济始终未走出危机以来的困局。

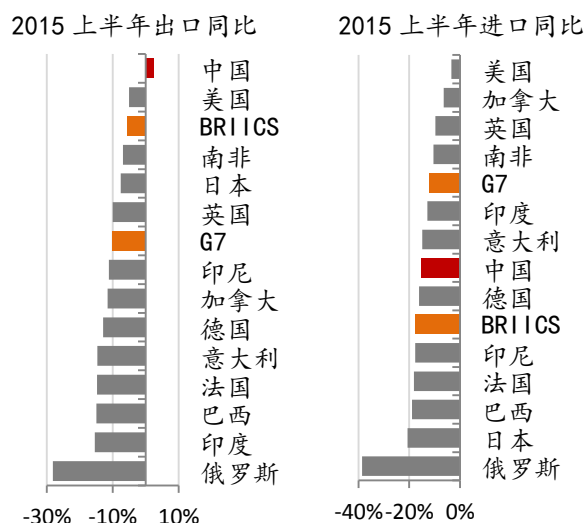
受到汇率大幅波动、大宗商品价格低迷、需求疲软以及全球产业链条与经济结构调整等因素的影响，2015 年上半年全球贸易出现了 2008 年金融危机以来的最大降幅，其中七国集团（G7）和金砖国家货物贸易总额同比下降了 10.9%

(图 2); 中国作为第一货物贸易大国, 前八月进出口总值同比下降 7.7%。世界贸易组织曾在今年 4 月预测 2015 年全球货物贸易增长 3.3%, 目前看来将很难达到该水平。

图 1: 全球经济运行态势



图 2: G7 与金砖国家贸易增速比较



资料来源: 中国银行国际金融研究所, OECD

2015 年四季度到明年, 全球经济有望继续缓慢复苏, 但是面临的下行风险在增加。在发达国家, 经济复苏的差异化导致货币政策的分化, 美联储与英国央行预计将迎来 10 年来首次加息, 而欧洲央行和日本央行仍有扩大量化宽松政策的可能性, 由此带来国际资本的流动和外汇市场的乱局还将继续困扰全球经济金融的稳定。英国可能有退出欧盟的风险, 对欧洲一体化进程带来冲击。如果大宗商品价格持续低迷, 加拿大与澳大利亚将持续受到负面影响。

在新兴市场地区, 政治与经济上的不确定性继续对金融市场产生压力。例如, 中东的反 IS 恐怖战争和难民危机还将持续, 土耳其面临新的安全问题和国内政治风险上升; 巴西陷入更深的经济衰退、石油公司的腐败调查和总统支持率下降, 可能引发政治风险, 对政府的经济刺激政策产生不利影响; 印度的土地兼并法案、商品服务税法改革并未获得民众支持, 令人质疑该国能否持续推动国内改革以支持更高的经济增长水平。

二、当前全球经济运行值得关注的一些新特征和趋势

第一，美国不仅对全球经济的拉动作用显著下降，而且成为国际经济与金融动荡之祸首。到 2014 年，美国 GDP 仍占全球 22.5%；我们最新预测 2015 年美国经济增长速为 2.5%，在发达国家中处于增长最快之列。然而，与美国经贸最紧密的加拿大和拉美地区却在 2015 年陷入经济衰退或低迷状态（图 3），其他地区经济疲软和金融市场动荡也与美国的稳定复苏对比鲜明。形成这种局面的重要因素有：一是美国再工业化政策与国内油气资源开发，对全球商品的需求下降，例如美国已经转变为能源净出口国，助推了全球大宗商品价格低迷。二是美联储的加息与量化宽松政策退出措施屡屡举棋不定，迄今已引发多轮国际金融市场动荡，成为世界经济的不稳定之源，新兴市场受到的冲击尤为严重（图 4）。三是美国的对外政策，例如对俄罗斯、伊朗的制裁，对中东与北非国家的武力干预以及重返亚太战略等，都造成了地缘政治的紧张局面，阻碍这些地区的稳定复苏。此外，美国金融市场投机力量对全球的影响也较为巨大。

图 3：美国经济与美洲国家经济的分化

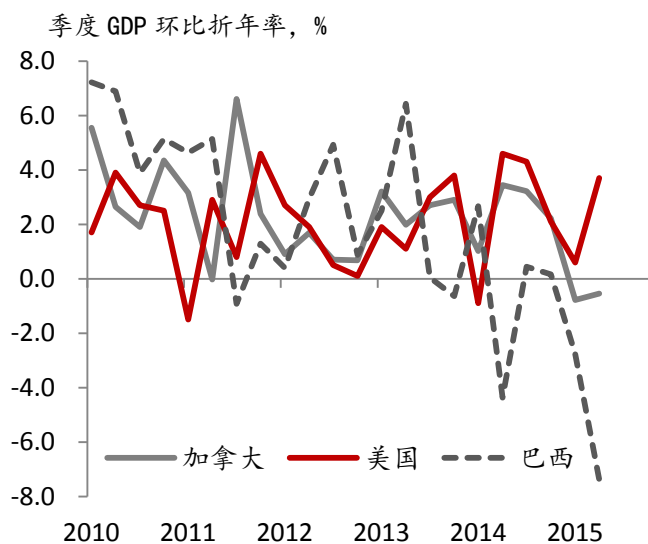
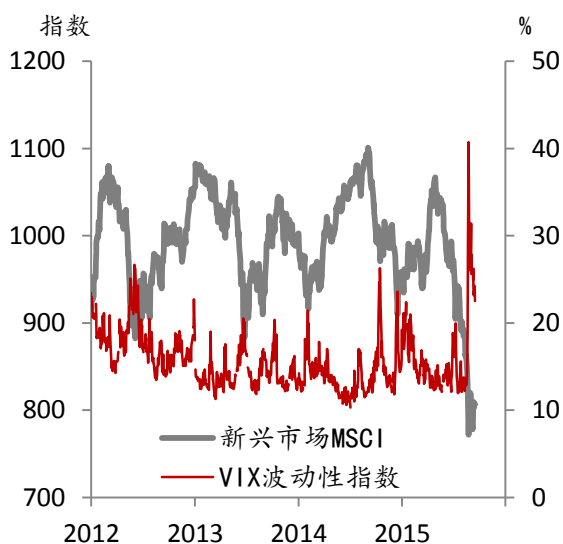


图 4：新兴市场 MSCI 走势及波动率



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

第二，欧洲经济总体温和复苏的表面潜伏巨大的分化。欧洲经济 2015 年以来虽然持续稳定复苏，但复苏进度较好的国家仅局限于英国、德国和法国等核

心国家和部分东欧新兴市场，而被债务危机冲击的欧元区边缘国家迄今依然处于经济周期的底部，俄罗斯则在欧美国家的经济制裁和国际油价低迷的影响下陷入经济衰退，拖累东欧地区的经济复苏。

我们最新预测 2015 年英国和欧元区经济增幅分别为 2.6%和 1.5%，欧元区持续复苏的主要推动因素包括油价下跌和量化宽松政策，以及欧元汇率的疲软。但从实际 GDP 水平看，到 2015 年第二季度希腊、葡萄牙等边缘国家的经济只相当于 2008 年金融危机前峰值的 74.6%和 93.0%（图 5），仍然处于经济复苏周期的底部，失业率居高不下（图 6）。俄罗斯经济 2015 年衰退幅度预计达到 3.5%，直接拖累东欧新兴市场地区的增长率降至负数。

在统一货币和国际油价波动的背景下，欧洲经济复苏的分化实质是欧元区核心国和外围国之间生产与就业的转移、原油进口国和出口国之间经济增长利益的转移。整体上欧洲经济复苏还很脆弱，走出危机影响尚需时日。

图 5：欧洲部分国家经济复苏进程比较

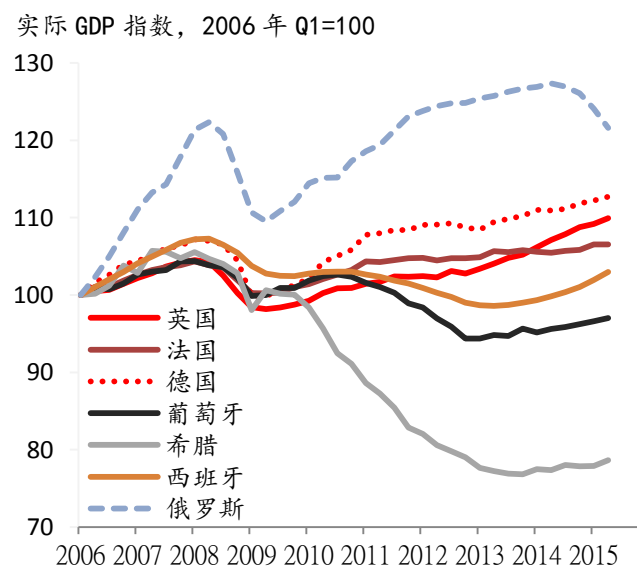
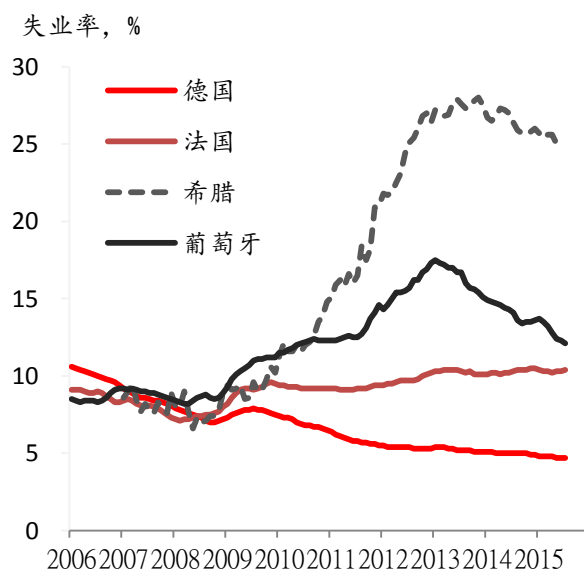


图 6：欧洲部分国家的失业率比较



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

第三，亚太地区经济增长放缓，不应视为市场动荡之因。亚太地区一直是全球经济最具活力的板块，其中，尽管中国经济增长在放缓，但对全球经济增长

长的贡献率在 25%以上。2015 年下半年以来，一些分析将国际金融市场的动荡归因于中国经济的放缓压力和人民币汇率中间价形成机制的改革，这实际上有夸大与误导嫌疑。以中国为代表的新兴经济体经济增长有所放缓，一个重要原因是美联储加息预期带来的各国汇率贬值和国际资本外流冲击所致，相较其他地区而言，亚太地区实体经济表现最为稳定。整体上，我们预期 2015 年亚太新兴经济体增速将保持在 6%以上，较上年增长放缓程度不超过 0.5 个百分点；亚太发达经济体表现相对良好。特别地，日本、印度等重要经济体增速较上年有所加快，韩国及东盟国家的经济亦不乏区域融合加深、竞争力提升和国内需求稳健等诸多亮点，亚太地区仍是全球经济增长的主动动力（表 1）。

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 ^f	2014				2015			
					Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3 ^e	Q4 ^f
美洲	美国	2.2	2.4	2.5	-0.9	4.6	4.3	2.1	0.6	3.7	2.5	2.5
	加拿大	2.0	2.4	1.0	1.0	3.4	3.2	2.2	-0.8	-0.5	1.5	2.0
	墨西哥	1.4	2.1	2.2	2.0	3.2	2.4	2.8	1.7	2.0	2.5	2.5
	巴西	2.5	0.0	-3.0	2.7	-4.4	0.4	0.2	-3.0	-7.2	-2.0	-1.0
	智利	4.2	1.9	2.5	3.5	-0.3	1.3	3.2	4.5	0.0	3.0	2.0
	阿根廷	2.9	0.5	1.5	-1.9	3.3	-0.3	1.3	0.8	4.0	1.0	0.5
亚太	日本	1.6	-0.1	0.8	4.5	-7.6	-1.1	1.3	4.5	-1.2	1.3	1.0
	澳大利亚	2.1	2.7	2.5	3.6	2.5	1.5	2.2	3.6	0.7	2.8	3.0
	中国	7.7	7.3	7.0	6.6	7.8	7.8	6.1	5.7	7.0	6.5	7.0
	印度	6.4	7.3	7.5	6.6	7.4	8.9	5.3	8.2	6.5	7.5	7.8
	韩国	3.0	3.3	3.0	4.4	2.0	3.2	1.1	3.3	1.3	3.5	3.5
	印尼	5.6	5.0	4.5	4.9	4.9	4.8	4.8	4.5	4.7	4.0	4.5
欧非	欧元区	-0.5	0.9	1.5	0.8	0.3	1.0	1.6	2.1	1.4	2.0	2.0
	英国	1.7	2.8	2.6	3.6	3.7	2.9	3.4	1.5	2.7	3.0	3.0
	瑞士	1.9	2.0	1.0	2.1	0.5	2.4	2.9	-0.9	1.0	1.5	1.0
	俄罗斯	1.3	0.6	-3.5	0.6	1.5	-1.3	-2.7	-6.1	-7.8	-0.5	1.0
	土耳其	4.2	2.9	3.5	5.9	-0.9	1.5	4.0	6.0	5.5	5.0	5.0
	南非	2.2	1.5	1.5	-1.6	0.5	2.1	4.1	1.3	-1.3	2.0	2.0
全球 GDP		2.5	2.7	2.6	2.2	2.6	3.3	2.6	2.2	2.4	2.9	3.1

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

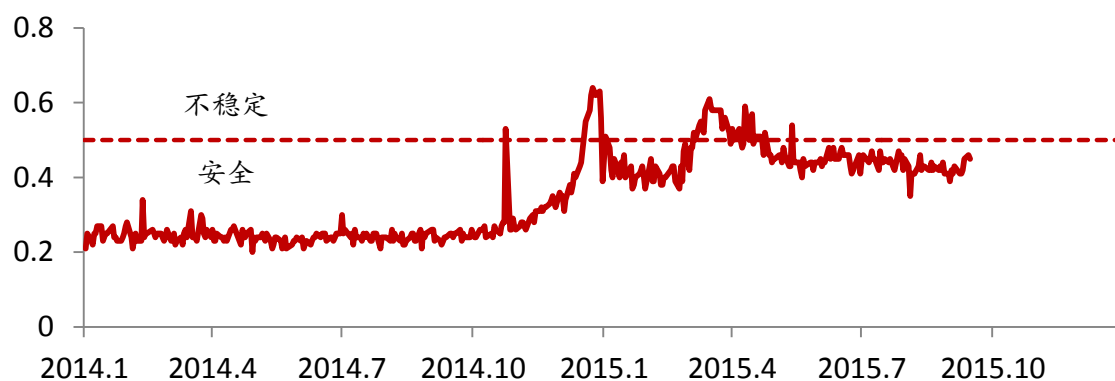
第二部分 国际金融形势回顾与展望

一、全球金融市场波动加剧

(一) 美国货币市场成为临时避险地

2015年第三季度，在全球金融市场动荡环境下，许多投资者将资金从股票和债券转置于货币市场暂避一时，导致美国货币市场资产在8月底上升到5个月来最高点，达2.7万亿美元。反映非金融机构货币市场稳定性的商票A2/P2利差在第三季度有所下降，但在近期内难以回落到2014年水平（图7）。

图7：美国30天非金融商业票据A2/P2利差（%）



资料来源：美联储

(二) 股票市场大幅波动

全球主要股票市场在第三季度特别是8月经历了较大震荡，股价大幅下降、波动性大幅上升。驱动因素包括：美联储利率政策的不确定性；全球经济减速；股市在高增长形成价格扭曲之后回调纠偏等。例如，美国标普500指数的PE值近几年持续上升，6月达27，高于历史平均值21。诸多因素叠加触发股市调整，股票波动性指数VIX自2011年欧债危机以来首次进入危险区域。

由于美国经济基本面稳健，股市下跌很可能是市场调整，继续下跌20%进入熊市的概率不大。从历史经验看，美国股市跌幅超过20%的情景一般都伴随经济衰退和收益率曲线倒挂。未来股市波动性可能会在相对高位维持一段时间。

特别值得注意的是，过去几年由于市场稳定及资金充裕，美国股市保证金融资大幅上升，与 GDP 比值在第三季度上升到 2.7% 的危险水平。在市场波动性上升时，杠杆投资者往往会缩减负债和抛售股票，这可能削弱基本面的支持作用，使股市下跌更深。

新兴市场股市在第三季度大幅下跌，8 月底已从 4 月峰值下跌了近 40%，在技术上进入熊市。MSCI 新兴市场股票 12 个月远期 PE 值为 10.8，低于其平均值 11 和全球市场的 15.4。新兴市场股市波动性在第三季度大幅飙升，远高于历史水平，接近 2011 年市场动荡时的水平。新兴市场股市间相关性（S&P 新兴市场 BMI）在第三季度大幅上升到 0.38，远高于历史平均值 0.2。新兴市场股市收益离散度在第三季度下降到 8.2%，低于历史平均值 9%。相关性上升，离散度缩小，意味着投资者多元化效果下降，系统性风险上升。

（三）债券市场风险上升

第三季度全球经济减速、能源价格下跌，使得全球公司债券的市场风险和违约风险都有上升。风险主要集中在新兴市场、能源及高收益板块。美国政府债券收益率上升与下降的驱动因素交替出现：美国经济和通胀上升趋势，中国大量出售美国政府债券等驱使收益率上升；市场再次投奔美国政府债券则又抑制了收益率上升。第四季度这一状态可能继续，美国政府债券极端变化的可能性不大，但波动性可能上升。由于长期债券期限与风险溢价依然很低，通货膨胀、短期利率突然上升等意外变化有可能导致其利率上升。

新兴市场公司债券表现优于股票，其发行和资金流入减速但仍持续上升。新兴市场增长减速、能源价格下跌、公司利润减少、高收益公司债券及政府债券利差上升流动性下降，未来债券市场的风险可能上升。特别是鉴于美元计价债券占比高达 40%，未来美国利率上升和美元升值会使美元债券债务人的还债与再融资压力更大，其中土耳其和巴西的压力最大。

（四）外汇市场上新兴国家货币普遍贬值

在能源价格下降、全球经济减速的环境下，主要出口国家货币出现了大范围贬值。2015年以来，马来西亚林吉特兑美元贬值接近15%，跌至17年低点；印度尼西亚盾贬值10.56%，美元兑印度尼西亚盾汇率一度跌至1998年7月以来的最弱水平；泰铢累计下跌近9%，印度卢比和菲律宾比索汇率累计下跌近5%。2015年第三季度新兴市场15种货币GDP加权平均兑美元币值下跌9.4%，跌幅仅次于上个世纪90年代的亚洲金融危机。随着美联储利率政策的不确定性上升，新兴市场在金融市场压力下，货币有可能进一步贬值。

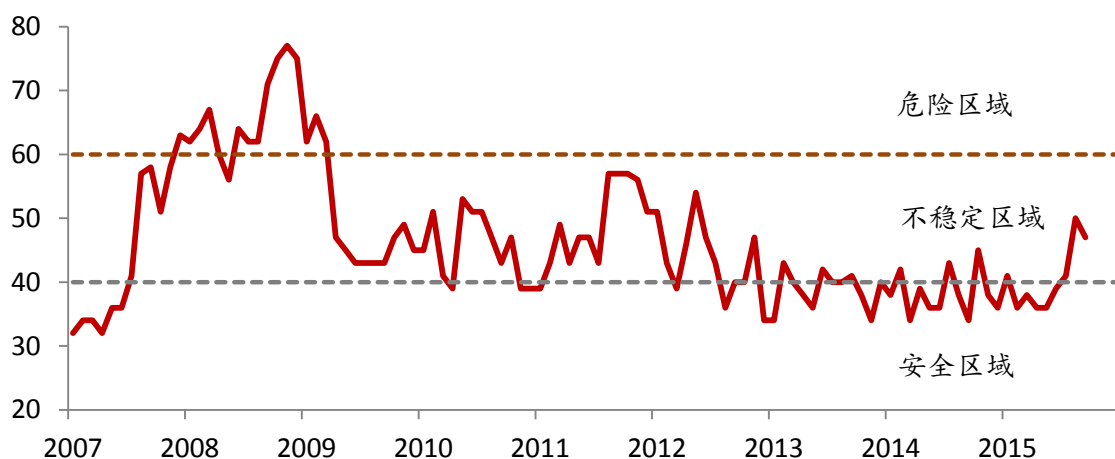
（五）大宗商品市场持续低迷

第三季度全球油价波动起伏。全球经济减速、股市下跌等因素导致油价再创6年新低；而美国经济数据好于预期以及原油库存上升，促使油价一度反弹。预期随着油价下跌，非欧佩克产油国包括美国会逐渐缩减原油产量。但是，近期内欧佩克集团不会缩减产量，全球原油库存将依然充足。在全球经济增长减速的环境下，油价仍将面临下降压力。美国EIA预测，2015年11月西德州原油WTI月均价在95%的置信水平上为34-64美元/桶；欧佩克成员国预计，年底前布伦特原油价格将在40-50美元/桶之间波动。

二、美国金融风险监测指标进入不稳定区域，新兴市场金融风险上升

2015年第三季度，我们编制的美国金融危机风险指标（ROFCI）月均值从上一季度的37上升到46，自2013年第三季度以来首次进入不稳定区域，其中8月升幅较大（图8）。主要风险构成因素包括：股市波动性升幅较大，银行股票和债券风险上升较快，公司信用风险上升，外汇市场波动性上升。不过，货币市场相对稳定。预计第四季度美联储利率政策变化可能会影响金融市场稳定性，ROFCI有可能维持在不稳定区域。

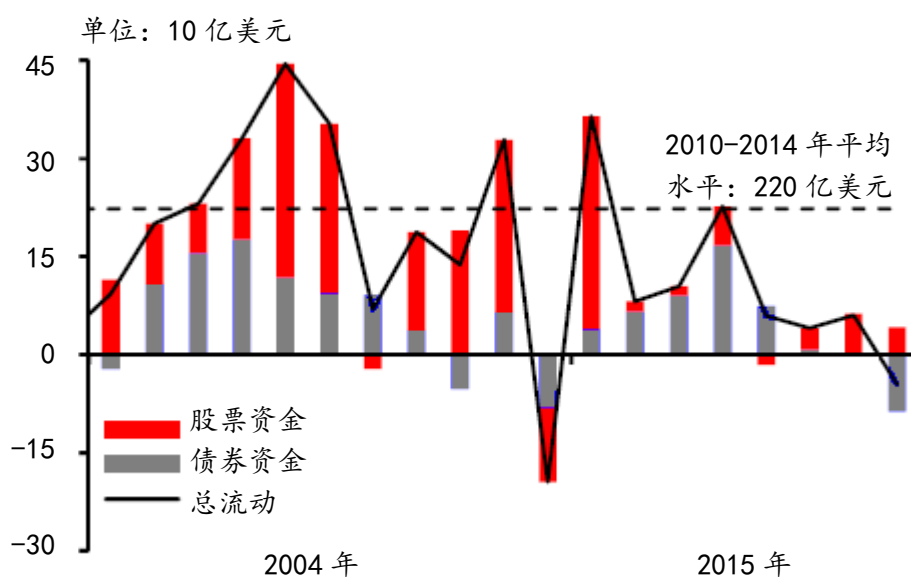
图 8：ROFCI 指数的运行情况



资料来源：中国银行纽约分行、中国银行国际金融研究所

从跨境资金流动看，2015 年第三季度新兴市场经历了非居民金融资产净流出，其中 8 月股票资金净流出 87 亿美元，债券资金净流入缩减到 42 亿美元。2015 年以来新兴市场资本净流入远低于过去五年月均净流入水平（图 9）。净流出主要发生在亚洲和欧洲，原因是美联储加息预期、能源价格下跌、新兴市场经济放缓压力引发金融资产重新配置。三季度新兴市场股票和债券规模在全球占比降至 11%，接近 2008 年危机时水平，未来新兴市场资本外流压力依然较大。

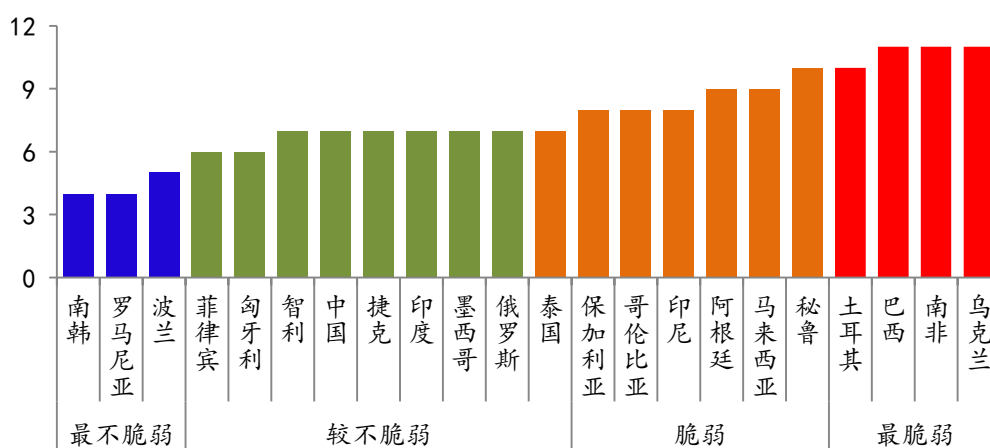
图 9：新兴市场非居民证券投资净流入



资料来源：IIF

根据 2015 年 9 月国际金融协会（IIF）的数据，一国的金融脆弱性指数由三部分构成：外部金融脆弱性（主要依据是该国对外资的依赖程度）；国内金融脆弱性（主要依据是该国金融部门及实体经济状态）；经济政策脆弱性（主要依据是政策可信度及政治稳定性）。我们在对以上三项综合分析的基础上得出该国金融脆弱性总分：最不脆弱 3-4 分，较不脆弱 5-7 分，脆弱 8-10 分，最脆弱 11-12 分。根据以上指标，2015 年第三季度最具有外部脆弱性的是：南非、阿根廷、乌克兰、保加利亚、马来西亚、土耳其；最具有国内脆弱性的是秘鲁、印尼、巴西、土耳其；最具有政策脆弱性的是：俄罗斯、南非、巴西、阿根廷、乌克兰。综合看最具有金融脆弱性的是巴西、南非、乌克兰；其次是保加利亚、印尼、阿根廷、哥伦比亚、马来西亚、秘鲁、土耳其。

图 10：新兴市场 22 国金融脆弱性指标（2015 年 9 月）



资料来源：IIF，中国银行国际金融研究所

从变化看，2015 年第三季度新兴市场金融脆弱性的特征是：最不脆弱和最脆弱的国家都在减少，较不脆弱国家从 8 个增加到 10 个。22 个国家整体脆弱性总分从 163 提升到 169。特别值得注意的是，全球金融动荡使得外部金融最脆弱的国家从 3 个增加到了 6 个。未来一段时期内，应高度关注最具金融脆弱性的国家（如乌克兰、南非、巴西、土耳其、秘鲁、马来西亚和阿根廷等国）爆发金融危机的风险。

第三部分 重点与热点专题分析

一、美联储利率政策正常化的新变数

(一) 当前市场动荡推迟了美联储货币政策正常化日程

我们在第二季度讨论美国利率正常化时提到，根据美联储公开市场委员会（FOMC）的态度，货币政策正常化的起始时间和节奏将主要取决于它对美国就业市场状况和通胀水平向 2% 目标移动的评估结果而定。2015 年 8 月份美国就业市场状况显示：非农失业率为 5.1%，触及 2008 年 4 月份以来的最低点；8 月的就业人数增加了 17 万，虽低于市场预期，但 6、7 月的就业人数均被向上修正，令 3 个月的平均值达到 22.1 万。

从目前的情况看，失业率已达到美联储启动货币正常化的目标，通胀率离美联储 2% 的目标尚有一定距离。但美联储副主席费雪在杰克森霍尔会议讲话中提到：通胀水平及其预期的低迷，主要归因于能源特别是石油价格的低迷，所以是暂时的，将逐步恢复正常水平。依据上述两个因素，我们曾在第二季度认为美联储 9 月份加息的概率较高。

然而 8 月中旬以来，美国主要股指大幅下跌，全球金融市场动荡加剧。截至 8 月 25 日，道指从 8 月 17 日的近期高点下跌 12%，纳斯达克下跌 13%，标普 500 指数下跌 12.5%。26 日中国央行采取“双降”货币宽松政策刺激经济，全球股市得以连续两日绝地反弹：道指反弹 3.95%，纳斯达克升 4.24%，标普升 3.9%。但仍低于近期高点。8 月底，美国股市波动性加大。VIX 指数一度升到 40 以上，VVIX 甚至突破 2008 年金融危机以来的最高水平；欧元货币与美国标准普尔 500 股指呈反向关系，并成为避险货币，出现了以往金融危机发生前的类似情景。自 8 月底开始，市场开始推测：金融市场的波动本身或将成为美联储近期密切关注的要素之一，联邦基金期货市场预期的升息概率从股市大跌的 50% 降至 30% 以下。

如何评估 8 月底的美国市场大跌？在这次全球股市市值的大跌中，美国股市虽经历大幅修正，但仅下降了 2.75 兆亿美元，与 2009 年股市的低点相比，仍然上升了 157%（13.7 万亿美元）。若以财富效应的大拇指原理，股市每亏损一美元，消费者的消费额将减少二美分而论，在今后两年，美国国内消费大约下降 550 亿美元。当然，这其中的负面效应可能超过纯粹的财富效应，特别当全球经济滑入全面衰退，全面冲击美国出口，对美国未来的经济增长将产生较大的负面影响。换言之，全球金融市场如果仅仅出现合理的震荡，或许能够被美联储接受。在今年年中，美联储主席耶伦就曾抱怨金融市场过于平静，根本就未把联储加息的预期反映在市场的波动性之中。

在 9 月 16、17 日的 FOMC 会议上，美联储做出了维持利率水平不变的决定，并特别强调了考虑全球及周边金融市场的状况，包括全球股市下跌、美元进一步升值和风险利差扩大等。显然，美国股市的下跌和波动已经超出美联储的容忍度，导致了消费者信心的下降和全球金融市场流动性的紧缩。同时，我们关注到公司信贷息差的走势，对银行乃至整个金融体系造成一定的潜在冲击；新兴市场国家如巴西等国正在面临较为严重的经济衰退与金融动荡。

（二）对美国利率走势进行重估与预测

即使出现上述金融市场的变数，我们认为美联储今年年底加息一次的概率仍然较高。美联储需要尽早地把长期以来的货币正常化预期确定下来，给市场更多的稳定性和信心。鉴于目前美国就业市场和通货膨胀的状况和预期、对美国未来长期劳动生产率和人口增长的保守估计，我们对于今后两年（2016、17 年）美国联邦基金的预测更加趋于谨慎，未来两年的加息节奏可能比之前的预计速度更慢，利率政策正常化周期进一步拉长。

（三）美联储政策路径变化对全球的影响

我们在此前季度的报告中对美联储加息对全球市场的影响已作过全面分析。

结论是：美联储加息对新兴市场经济和发达国家的影响均为可控。如果像上述分析的那样，美联储加息的节奏进一步减缓，我们认为新兴市场的美元债务压力将得到适度减缓，欧美和日美之间货币的套利交易动力也会趋弱，美元 DXY 指数应当呈现一段时间的横盘走势。

美联储欲减少利率政策的不确定性，应加强与市场的有效沟通。从目前看，市场预期与美联储发出的信号之间存在一定的差异，从而制造了市场的不确定性，这种不确定性将随着美联储货币政策正常化的确定而逐步下降。

二、欧盟经济复苏的可持续性及其货币政策前景

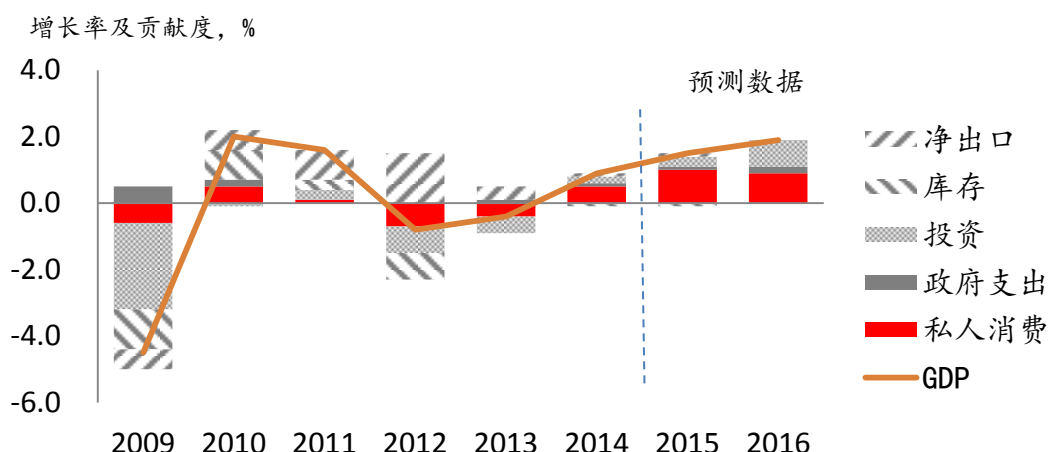
当前，在新兴市场发生金融动荡、经济增长较大放缓的背景下，欧盟经济克服了希腊债务问题带来的困扰，维持了较稳定的复苏态势。作为全球最大的经济体，欧盟经济的持续复苏对未来全球经济的稳定可发挥重要贡献。

（一）当前欧盟经济复苏主要源于内需的推动

2015 年二季度欧盟 GDP 较前季增长 0.4%，维持稳定温和复苏的势头，所有成员国都实现了正增长。在主要贡献国中，英国、德国等核心国家起到了关键的支撑作用，西班牙维持了 1% 的强劲增长势头；意大利告别持续近 3 年的停滞，上半年连续两个季度温和复苏；希腊未受到债务问题的影响，二季度呈现 0.9% 的较快复苏。不过，法国、荷兰经济在第一季度强势增长后第二季度又近乎停滞，这表明在现阶段不确定因素依然笼罩欧洲，经济复苏动力待提升。

比较欧盟经济复苏的历史数据，内需带动的消费增长无疑成了当前经济增长的主要动力。英国二季度家庭消费支出环比上涨 0.7%，连续第 16 个季度正增长，较去年同期增长 3.3%；政府支出上涨 0.9%，较去年同期高出 1.9%。在欧元区，能源价格暴跌引发消费热潮，推动私人消费从去年开始对 GDP 的贡献度超过了 50%，预计 2015 年更是达到三分之二；投资也实现了连续两年增长，预计 2016 年更会加快反弹。由于外需疲软，净出口的贡献较小（图 11）。

图 11：欧元区经济增长预期及其贡献因素



资料来源：欧盟委员会

（二）外围环境总体上利好欧洲经济复苏

从外围环境看，尽管全球需求疲软，但一些此前为负面影响的因素，在一定时期内将利好欧洲经济。欧洲经济复苏得益于众多积极的外部因素支持：国际油价相对较低，美国经济保持稳定增长，欧元持续贬值以及量化宽松的全面启动；此外，希腊债务问题得到解决，乌克兰危机引发的地缘政治紧张局势有所缓解，新兴市场资本重新回流欧洲，都有利于欧洲经济的复苏。不过，美国货币政策正常化造成金融市场波动，或对欧洲经济产生一定的负面影响。短期来看，利好因素发挥积极作用，负面因素相对弱化，整体而言喜大于忧，特别是低油价、弱汇率和零利率将有利于推动欧洲经济的缓慢复苏。

（三）欧央行量化宽松政策（QE）的推动作用日益显现

欧洲央行自 3 月正式启动 QE 至今已近 6 个月，从欧盟统计局披露数据可以看出，各项指标总体趋好：欧元区 7 月季调后失业率降至 10.9%，为 2012 年 2 月以来最低水平；欧元区 8 月经济景气指数上升至 104.2，创四年来最高水平；各国财政赤字占比进一步下调。虽然仅凭几个月的时间就证明 QE 发挥了关键作用还言之尚早，毕竟上半年欧元区的表现在一定程度上依赖于低油价的影响（表

2)。随着油价的逐步回升，GDP 增幅是否能达预期仍待观察，2015 年下半年与 2016 年将是 QE 发挥作用的真正考验期。可以肯定的是，为确保 QE 发挥更有效的作用，欧元区成员国必须继续落实结构性改革，加快投资步伐和坚持负责任的财政政策，多管齐下才能真正提振欧元区经济。

表 2：欧元区 2015 年 GDP 增长率的分解

2015 年 GDP 预期增长率(%)	1.5
-潜在产出增长率	0.8
-油价下跌	0.5
-货币政策	0.8
-地缘冲突	-0.2
-剩余风险	-0.4

资料来源：欧盟委员会

(四) 欧洲经济可望持续复苏，货币政策走向趋于分化

欧洲经济正在经历“顺风”期，经济前景虽仍有较高不确定性，但总体风险大致趋于平衡，各种短期因素会进一步刺激欧洲经济。受 QE 政策、欧洲投资计划及油价反弹等因素影响，通缩风险将有所下降，投资自 2015 年下半年应出现反弹，而消费支出料会相对放缓。通胀率在 2015 年主要受低油价拖累仍会接近于零，2016 年随油价反弹及内需增强、库存减少和欧元贬值导致进口商品价格上涨，预期欧元区 CPI 在 2016 年将加速回升至 1% 以上的水平，英国 CPI 将在 2016 年底靠拢英格兰银行制定的 2% 目标。如后期外围因素恶化导致通胀率在 2016 年上半年仍未改善，不排除欧央行继续延长 QE 的实施或采取进一步措施；而英国将在今年维持利率水平 0.5% 不变，2016 年将启动加息步伐。

三、新兴经济体走势分化，金融危机不会重演

近期，新兴经济体出现货币快速贬值、外汇储备下降的现象。与此同时，投资者大量抛售新兴经济体资产，新兴市场 MSCI 指数自今年 3 月以来下跌约

15%，资本从新兴经济体流向美国和欧洲市场。资本外流引发的金融动荡在新兴经济体间蔓延，从最初经济状况不佳的国家传导到宏观经济较稳健的国家。

（一）引发新兴经济体出现金融动荡的原因

新兴经济体经济下行压力持续加大。新兴经济体实际经济增长持续放缓。在 21 世纪头 10 年新兴经济体经历了快速增长，金融危机之后，经济复苏在 2010 年达到高点，此后新兴经济体经济增速一直在放缓。此次新兴经济体经济增长持续性放缓主要由外部需求疲弱、内需回归正常化和国内结构性因素所致。其中结构性方面的因素主要表现为潜在经济增长率放缓，这方面的影响更为长久，难以逆转。

美元加息预期引发资本外流。金融危机以来，新兴经济体率先实现了经济复苏，大量资金从发达国家流入新兴经济体。资本大量流入一定程度上支撑了这些地区的经济增长，新兴市场国家开始担忧发达国家刺激政策退出的影响。2013 年 5 月美联储提出退出 QE 政策时，全球金融市场的波动性大幅增加，尤其是新兴市场国家。2015 年以来，美联储加息预期浓厚，资本流出加剧。

国际大宗商品价格持续下跌。大宗商品价格自 2014 年中以来持续下降，大宗商品价格下跌恶化了大宗商品出口国的财政收入、国际收支和企业利润。2015 年以来，新兴经济体货币贬值幅度最大的前 20 个国家中，除少数几个政局动荡之外，均为石油和大宗商品出口国，如俄罗斯、巴西、马来西亚、南非。

（二）新兴市场金融形势进一步分化

国际大宗商品出口国金融将进一步恶化。大多数国际大宗商品价格还将持续处于低位徘徊（见后文专题分析），大宗商品出口国将面临货币贬值、国内通货膨胀上升、货币政策两难等问题。

对外资依赖较大的新兴市场国家金融脆弱性加大。从目前资本流动态势来

看，全球资本流动将发生根本性改变。一旦失去稳定的资本流入，那些对外资依赖较大的新兴市场国家的信贷增长将下降。同时，外资依赖较大的国家还面临偿债成本上升的压力。预计美联储进入实质性加息后，对外资依赖较大的国家不良贷款将大量出现，金融脆弱性大幅升高。

国际大宗商品进口的新兴市场国家金融形势将企稳。大宗商品价格下跌将提升大宗商品净进口国的经济增长，大宗商品价格下降相当于减税。同时，大宗商品价格下降还降低通货膨胀率，为刺激性货币政策提供空间。尤其是亚洲新兴市场国家是石油和原材料净进口区域，同时也是新兴的出口加工贸易生产基地，已经参与到全球制造业的价值链中，将成为稳定世界经济的重要力量。

经济结构较好的新兴市场国家金融形势将好转。经历多次金融危机之后，一些新兴市场国家实施了一系列的结构性改革，对货币政策、汇率制度、外汇储备、经济结构、财政政策等进行了优化。一些新兴经济国家在货币政策方面采用通货膨胀目标制，汇率方面实现浮动汇率制度，注重外汇储备管理，严格财政纪律，债务结构由外债逐步转向国内债务，加大对内需的重视程度，引导资金向产业链高端布局。

（三）新兴市场国家金融动荡不会引发新一轮全球危机

全球流动性依然充足。考虑到美国潜在经济增长率下降，美联储加息将是缓慢而循序渐进的，新兴经济体有足够的时间来调整 and 应对。同时，日本、欧元区、加拿大以及澳大利亚等实施的宽松货币政策还将为新兴市场提供流动性和较低融资成本，全球流动性仍将充足。

新兴市场国家抵抗风险能力显著加强。与之前几次新兴经济体金融危机相比，当前除了巴西、南非、土耳其等少数国家较为脆弱外，大部分新兴市场国家总体上经常账户逆差更小、外债规模更低、外汇储备水平更高、国内扩张性政策空间更为充裕（表3），整体上应对负面冲击的能力要强得多。

表 3：2015 年 9 月部分新兴市场金融脆弱性指标监测表

	匈牙利	印度	韩国	墨西哥	波兰	俄罗斯	泰国	印尼	巴西	马来西亚	南非	土耳其
外部融资脆弱性指数	0.33	0.33	0.27	0.39	0.40	0.20	0.33	0.50	0.44	0.53	0.56	0.61
经常账户余额/GDP (%)	8.5	-0.7	6.9	-2.7	3.4	5.7	4.5	-2.3	-3.9	3.05	-4.3	-4.2
(经常账户赤字-FDI净流动)/GDP (%)		0.8		-2.3				-0.9	-2.3		-4.6	-3.1
外汇储备覆盖率	1.7	2.7	2.2	1.1	0.9	2.7	2.4	0.97	1.6	0.8	0.9	0.55
短期外债/总外债 (%)	14	18	28	23	11	9	40	25	11	46	22	32
外债/GDP (%)	110	23	31	41	73	42	36	35	42	71	40	60
实际有效汇率(%当前与历史均值偏差)	-10	5	-4	-11	-4	-7	2	-7	-20	-8	-17	-10
国内融资脆弱性指数	0.43	0.48	0.43	0.52	0.48	0.48	0.57	0.71	0.71	0.57	0.52	0.72
企业债务/GDP (%，Δ 2010-2013)	-17.0	6.4	-0.6	1.7	3.3	3.3	6.7	8.4	15.0	10.2	-1.2	14.3
家庭债务/GDP (%，Δ 2010-2013)	-9.5	0.1	5.3	1.2	3.3	0.8	18.0	4.8	9.2	1.4	-2.9	7.0
私人信贷增长(同比%，2010-13年平均)	-7	6	2	6	5	11	9	15	14	8	2	22
合并国外债权/国内信贷 (%，2013年末)	109	20	15	90	96	26	29	43	20	42	42	45
外国持有本币政府债务比例 (%，2014年)	34	4	11	38	40	24	18	38	19	44	36	22
外国持有本地股权比例 (%，2014年6月)	44	20	24	24	16	19	18	17	24	13	23	20
名义房价增长 (% 同比，2010-14年平均)	-1	18	2	4	-1	3	3	7	13	9	6	
政策脆弱性指数	0.50	0.56	0.17	0.50	0.28	0.72	0.47	0.28	0.78	0.47	0.72	0.50
2015年末通胀率(与央行目标/区间对比)	2.4 (3.0)	4.7 (6.0)	1.8 (2.5-3.5)	2.7 (3±1)	0.5 (2.5±1)	14.4 (5.0)		4.0 (4.0±1)	9.1 (4.5±2)		6.3 (3-6)	7.7 (5.0)
实际利率	-1.1	2.6	-0.3	0.3	1.0	-3.4	0.6	3.5	5.1	-0.1	-0.3	0.6
财政余额/GDP (%)	-2.7	-7.2	0.3	-4.1	-2.9	-3.7	-1.9	-2.3	-5.3	-3.5	-4.2	-1.4
政府总债务/GDP (%)	75	64	37	51	49	19	48	26	66	57	48	33
世界银行全球治理指数	0.65	-0.35	0.75	-0.16	0.84	-0.71	-0.30	-0.35	-0.03	0.39	0.23	-0.08
世界经济论坛全球竞争力指数	4.28	4.21	4.96	4.27	4.48	4.37	4.66	4.57	4.34	5.16	4.35	4.46
2015-16年议会或总统选举			2015.7		2015.7	2016.12	2016.9					

资料来源：IIF；红色代表高风险，绿色代表安全，其余为中间过渡状态

新兴市场国家的互助机制不断改善。目前，新兴市场国家之间出现了更多的区域性或集体性救助安排，例如多边化的清迈倡议。金砖国家设立了外汇储备库，编织了一张金砖国家的金融安全网，共同应对资本运作的风险和金融领域的动荡。因此，危机从特定新兴市场国家传染至全球的可能性非常低。

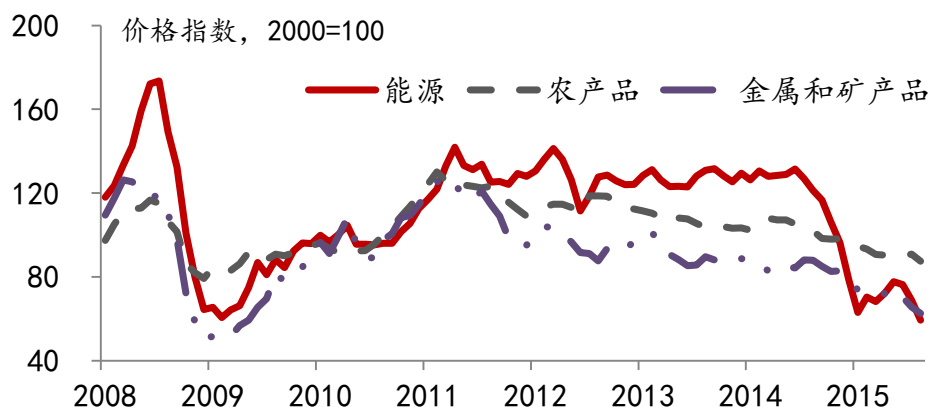
四、大宗商品市场低迷走势仍将持续

(一) 金融危机以来大宗商品价格走势

2008 年金融危机爆发，全球经济受到重创，大宗商品价格大幅下挫。金融危机之后，包括美国、欧元区和日本等在内的全球主要经济体为了应对危机向

市场注入了大量流动性，同时扩张财政支出，使得全球需求水平迅速提升（这一阶段的实际需求提升动力主要是新兴经济体的复苏），带动了大宗商品市场在2008年底至2011年初复苏。截至2011年初，大宗商品价格基本回到危机爆发前水平（图12）。

图 12：金融危机以来大宗商品价格指数走势



资料来源：世界银行

2011年二季度以后，前期主要依靠新兴经济体复苏带动的需求上涨边际效益逐渐减弱，欧洲主权债务危机不断深化，市场对美联储继续增加流动性的预期大大下降（即美国实施“扭转”政策，采用长限期国债来替换短限期国债，以此压低国债收益率）。以上因素从需求面对大宗商品市场形成了抑制。在供给方面，大多数大宗商品同步进入了供给大幅释放的阶段。以橡胶为例，由于高价刺激，2005年至2008年间全球主要橡胶种植地区（如泰国、印尼和越南等）大量种植橡胶，而橡胶的正常割胶需要6-7年，因此供应集中增加的时间窗口从2011年开启。在需求相对低迷、供给大幅增加的背景下，大宗商品价格开始下跌调整，其中又以金属矿石以及农产品的下跌势头最为明显；而能源价格在地缘政治因素以及实体需求依旧较为强劲的作用下，处于高位震荡态势。

2014年下半年以来，主要大宗商品如原油、铁矿石以及大豆等农产品产量不断增加，全球经济复苏乏力，外部需求不足，大宗商品价格开始新一轮跌势，

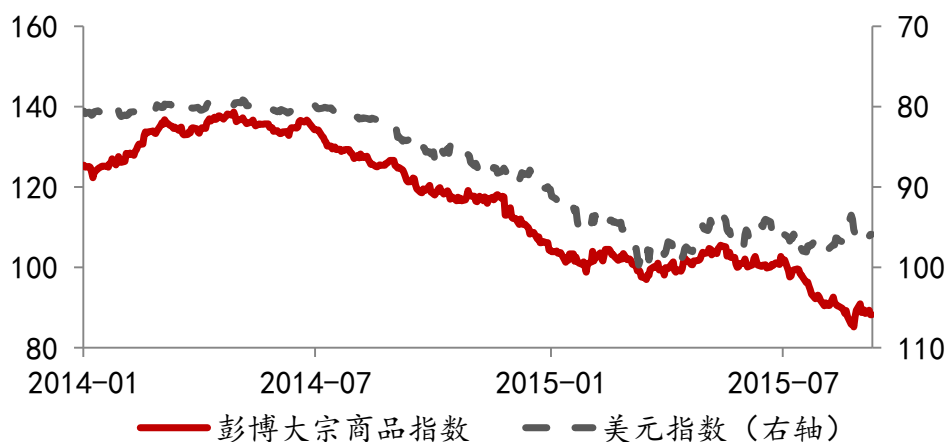
其中以能源产品最为剧烈。截至 2015 年 8 月底，几乎所有大宗商品价格均呈现下跌态势，个别商品如镍、锡、咖啡、白糖和燃料油的跌幅甚至超过了 20%。

（二）影响大宗商品价格变动的因素

第一，供给过剩使大宗商品价格承压。大宗商品价格下跌从本质上看是由于供大于求。据 2015 年 8 月 28 日美国石油协会最新数据显示，原油库存量为 4.5 亿桶，比 2015 年初增加 17.59%，比 2014 年初增加 26.64%，但是 OPEC 坚持不减产。2015 年 7 月，美国和伊朗达成谈判协议，一旦伊朗经济制裁被取消，作为原油供应和出口大国的伊朗将会给本已承压的原油价格带来新的冲击。分析认为，制裁取消后，伊朗的原油供应将为市场带来额外约 100 万桶/日的原油供应量，供需失衡将愈发严重。

第二，美元进入升值通道。由于大宗商品主要以美元计价，计价货币升值必然会对以美元为单位的大宗商品价格产生回调压力。从历史上的长周期看，美元指数周期和大宗商品价格周期基本上呈反方向变动。2014 年下半年以来，美元指数从 79.82 飙升至 95.17(截至 2015 年 9 月 11 日)，升值幅度超过 19.23%。因此，以美元计价的大宗商品价格下跌也在情理之中。

图 13：美元指数和大宗商品指数走势对比



资料来源：Bloomberg, Wind, 美元指数坐标轴已进行逆序处理

第三，衍生品市场发展加剧了价格波动。随着期货、期权等金融创新工具的广泛应用，原油、铜等大宗商品价格的金融属性凸显，布伦特原油期货价格、伦敦 LME 铜期货价格等成为全球大宗商品市场的基准价格。大宗商品期货作为一种金融资产，其价格不是由市场供求关系决定，而是由资产的未来收益状况决定。随着美元逐渐走强，美联储加息预期升温，国际投资者预期大宗商品价格将继续低位震荡，金融资本逐渐流出大宗商品期货市场，转向美国实体经济和证券市场，从而导致大宗商品价格剧烈回落。

第四，中国需求拉动作用减弱。中国是全球大宗商品的主要需求国（原油全球第二、铁矿石全球第一、铜全球第一），中国的需求拉动因素是 2000 年以来大宗商品“超级周期”中价格上涨的重要因素。然而，2014 年以来，中国经济增速下滑，经济增长方式逐步改变，由高投入、高污染、高排放的粗放型生产方式向集约型生产方式转变，由投资主导向三大需求并重转变，大宗商品需求大不如前，对价格支撑力度减弱。

（三）未来大宗商品价格走势

在短期内，大宗商品市场很难彻底改变目前的供需格局，因此其在今年四季度将维持目前的疲弱走势。但是鉴于目前的价位已经处于一个较低的水平，下方具有成本因素的支撑，继续大幅下行的可能性也大大降低，因此大宗商品价格在 2015 年四季度维持低位震荡的概率较高。

同时，预测也可能面临一些不确定性。供给面上，对于原油市场而言，最大的不确定性在于中东、北非等地区的地缘政治风险，可能引发国际油价在短期内大幅上涨；对于金属矿石市场而言，不排除由于罢工、生产事故灾害等带来大规模供给中断，从而引发价格上涨；农产品市场，将高度关注厄尔尼诺等相关天气因素对产量的影响。需求层面上，鉴于 2015 年以来新兴经济体经历了几次大规模股市变动，引发大宗商品价格剧烈波动，因此在关注新兴经济体实

体经济发展态势的同时，我们应持续关注新兴经济体金融市场发展动态。

表 4：大宗商品价格指数预测

	实际价格指数					预测		变化率(%)		
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2013-14	2014-15	2015-16
能源	100	129	128	127	118	73	77	-7.2	-38.7	6.0
非能源	100	120	110	102	97	85	86	-4.6	-12.2	1.5
金属	100	113	96	91	85	71	73	-6.6	-16.7	3.1
农产品	100	122	114	106	103	92	93	-3.4	-10.8	1.1
食品	100	123	124	116	107	94	95	-7.1	-12.3	1.2
粮食	100	138	141	128	104	94	95	-19.0	-9.4	1.4
油和膳食	100	121	126	116	109	89	91	-5.9	-18.1	1.9
其他食品	100	111	107	104	108	101	101	4.3	-7.1	0.3
饮料	100	116	93	83	102	93	92	22.2	-8.2	-1.2
原材料	100	122	101	95	92	85	86	-3.6	-7.9	1.9
肥料	100	143	138	114	100	96	95	-11.6	-4.9	-0.5
贵金属	100	136	138	115	101	92	91	-12.1	-9.3	-1.1
原油(美元/桶)	79	104	105	104	96	57	61	-7.5	-40.3	6.4
黄金(美元/盎司)	1225	1569	1670	1411	1266	1175	1156	-10.3	-7.2	-1.6

资料来源:世界银行, 中国银行国际金融研究所

五、人民币汇率形成机制改革及其积极影响

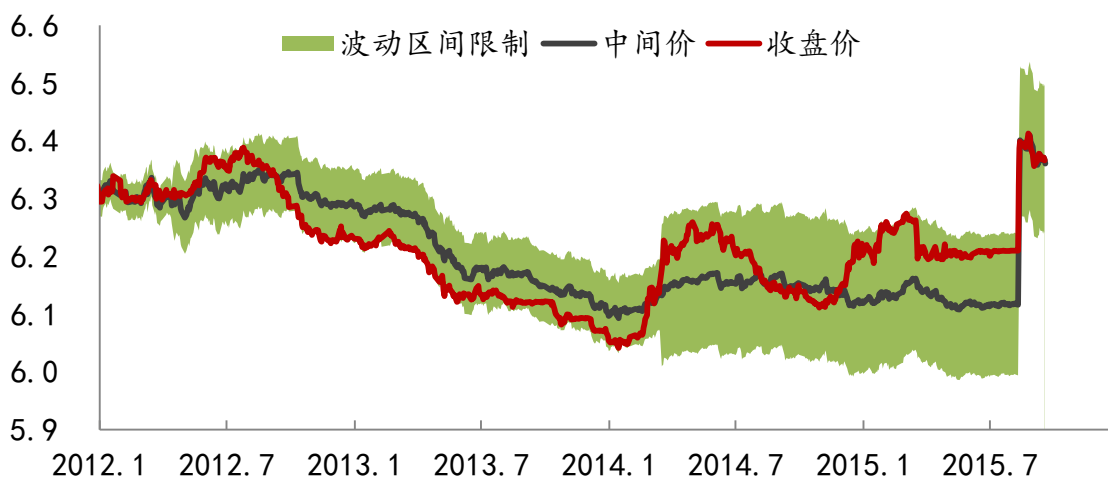
2015年8月11日, 中国人民银行调整人民币中间价形成机制。从政策效果看, 人民币中间价形成机制调整有助于增强中间价的市场化程度和基准性, 提高人民币汇率的市场化程度。从市场反应看, 中间价与市场汇率点差调整引起了剧烈波动, 离岸人民币汇率进入“超调”模式。在离岸和在岸市场人民币汇率波动加剧的同时, 应强化预期管理, 降低超调风险, 发挥积极因素。

(一) 人民币汇改增强了汇率市场化程度

长期以来, 人民币汇率中间价与市场预期有不同幅度的偏离。过去, 人民币汇率中间价作为市场基准, 被市场参与者解读为人民币汇率政策调整的取向, 对市场预期发挥一定的牵引作用, 协助保持汇率相对稳定。但是, 在特殊环境下, 人民币汇率中间价与市场预期的偏离程度加大, 持续时间拉长。根据计算, 人民币持续升值期, 中间价与 CNY 的价差基本保持在-500 点左右, 而在 2014

年下半年人民币开始贬值的过程中，中间价与 CNY 的价差由-500 点快速攀升至 +1200 点上下（图 14），表明其市场基准地位和权威性受到了严峻挑战。

图 14：人民币兑美元中间价、即期汇率走势



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

中间价形成机制改革提升人民币汇率市场化程度。新的人民币汇率中间价报价机制规定，在每日银行间外汇市场开盘前，外汇市场做市商参考上日银行间外汇市场收盘汇率，综合考虑外汇供求情况以及国际主要货币汇率变化向中国外汇交易中心提供中间价报价。人民币汇率中间价报价机制调整后，将显著增强人民币汇率中间价的市场化程度，提高其作为市场基准的参考性。人民币中间价可以在一定程度上体现市场预期，增强与汇率波动趋势的同步性和一致性，有助于增加人民币汇率的市场化程度。

（二）人民币汇率短期将在新的均衡状态下波动，中长期内仍将强势

短期内人民币汇率将围绕新的均衡水平双向波动。本轮新兴市场货币贬值是美国货币政策转向的溢出效应在国际资本流动领域的体现。近期美元汇率持续攀升，加剧大宗产品市场震荡，并促使国际资本大规模流出新兴市场，导致新兴市场货币汇率面临贬值压力。因此，新汇率机制下人民币贬值是正常现象。新汇改之前，中国内地宏观经济持续减速，而人民币实际有效汇率却逆势上升，

需要适度的回调以反映经济基本面的变化。我们根据行为均衡汇率模型（BEER）测算发现，2014年下半年以来人民币实际有效汇率开始出现高估，至2015年二季度人民币实际有效汇率较其均衡水平偏离4%左右；汇率机制调整后，人民币贬值，汇率波动增大，偏差不断得以纠正；预计2015年底，人民币实际有效汇率、人民币兑美元汇将围绕新的均衡水平双向波动。

应加强预期管理，防范汇率超调。理论上讲，一次性完成中间价与市场汇率的点差校正，可以避免渐进式调整在市场形成大规模的无风险套利交易。从市场表现来看，一次性的大幅度点差校正，意味着对人民币贬值压力予以确认，在很大程度上强化了市场已经出现的人民币贬值预期，触发了预期实现的自我循环，加大人民币汇率的下行压力。尤其在离岸人民币市场，由于没有汇率波动幅度的限制，导致汇率超调（Over-shooting）现象出现。随着离岸人民币市场的汇率超调愈演愈烈，离岸市场与在岸市场的价差持续拉大，套利窗口明显拓宽。为防范离岸市场引导在岸人民币汇率的种种风险，在推进汇率市场化的同时，应加强中央银行对外汇市场预期的管理，实现向新机制的平稳过渡。

中长期内人民币汇率仍然将保持强势。在未来较长时期内，人民币加入SDR及人民币国际化发展，都会支撑人民币汇率保持基本稳定。同时，中国内地经济增速虽然有所下调，但绝对水平仍领先于全球主要经济体，并保持经常项目顺差和雄厚的外汇储备，通胀水平不高，财政赤字和政府债务可望保持在安全区间，这些基本面因素无疑将为人民币汇率提供实质性的支持。

（三）客观认识人民币汇改带来的积极作用

未来，在更加市场化的环境下，人民币汇率围绕均衡水平双向波动将是市场“新常态”，应更客观地看待人民币汇率形成机制变革带来的积极影响。

人民币汇率市场化提升，有利于推动中国金融改革进程。人民币利率与汇率的市场化改革是我国金融改革的重要目标。人民币汇率中间价报价机制调整

后，人民币中间价可以在一定程度上体现市场预期，增强与汇率波动趋势的同步性和一致性，有助于增加人民币汇率的市场化程度，更好地发挥资金价格在有效配置金融资源方面的决定性作用。

更加灵活的调节机制，有利于促进中国国际收支的平衡。2014年下半年以来，人民币汇率开始面临贬值压力。特别是从国际环境来看，美联储将收紧货币政策，美元大幅走强，欧元与日元趋弱，新兴市场与大宗商品生产国货币不断贬值。基于保持人民币有效汇率相对平稳的角度，人民币也存在一定的贬值要求。僵化、固定的汇率不符合中国国情，也难以持续，会在国内外各部门中出现价格扭曲，积累问题与矛盾。本次新汇改使得人民币汇率累积的3%贬值压力得以一次性释放，在风险总体可控范围内基本完成偏差校正，对于促进对外贸易发展，推动国际收支均衡等方面均具有积极意义。

推动人民币国际化进程，促进国际货币体系的稳定。2013年以来离岸人民币市场迅猛发展，人民币外汇市场交易规模超过境内市场，离岸人民币价格不断挑战在岸人民币汇率定价权。本次新汇改将有效强化在岸人民币汇率定价权，推动在岸与离岸价格趋向一致，为打通境内、境外两个市场奠定基础。人民币汇率市场化将推动离岸人民币市场外汇交易市场更加活跃，促进人民币金融产品的创新，完善人民币产品体系，为市场主体提供更加丰富的投融资工具和风险管理工具。此外，汇率市场化将有助于消除人民币加入SDR的技术性障碍。IMF指出，人民币合适汇率的选择是人民币加入SDR的技术问题之一，即CNY与CNH间仍有偏离，CNH并非完美的人民币汇率风险对冲工具，需要采取措施，使CNY和CNH趋于收敛。此外，IMF也提到了SDR中人民币利率基准问题及人民币对冲工具种类等事宜。显然，提高人民币汇率决定的市场化程度有助于解决上述技术问题。人民币纳入SDR无疑将有助于提高SDR篮子货币构成的代表性，使其价值更趋稳定。在以SDR促进国际贸易增长与金融资本流动，保证国际货币体系稳定方面，IMF与中国的出发点和整体利益是一致的。