

# 全球經濟金融展望報告

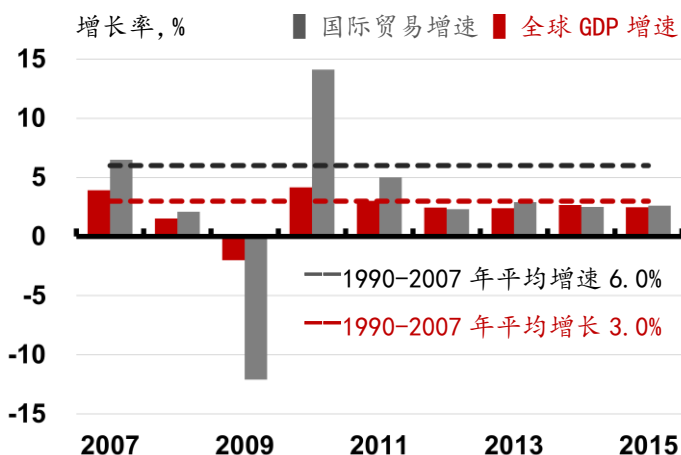
2016 年年报（总第 25 期）

报告日期：2015 年 12 月 7 日

## 要点

- 2015 年全球经济持续低迷发展，物价下行。发达经济体稳步复苏，但基础不牢；新兴经济体增长放缓，俄罗斯、巴西等国家陷入衰退，亚太地区相对稳健。
- 2015 年全球金融市场波动加剧，新兴市场国家汇率普遍深度贬值，股票市场大幅震荡，大宗商品价格持续低迷，一些国家系统性金融风险上升。
- 预计 2016 年全球经济仍将维持疲软态势，金融市场面临的风险压力不减，美联储加息和美元升值将进一步带来全球性的外溢影响。
- 本期报告特别就《跨太平洋伙伴关系协议》（TPP）对世界经济新格局的影响、美联储加息路径及其影响进行专题分析。

全球 GDP 与国际贸易增速



资料来源：WTO，中国银行国际金融研究所

## 中国银行国际金融研究所 全球经济金融研究课题组

组 长： 陈卫东

副组长： 钟 红

成 员： 王家强

陈 静

王有鑫

赵雪情

鄂志寰（香港）

黄小军（纽约）

陆晓明（纽约）

瞿 亢（伦敦）

林丽红（新加坡）

张明捷（法兰克福）

联系人：王家强

电 话：010-66592331

邮 件：wangjiaqiang@bankofchina.com

## 探寻新动力：世界经济在深度调整中曲折复苏

### ——中国银行全球经济金融展望报告（2016年）

2015年全球经济持续低迷复苏，消费者价格低位运行。发达经济体稳步复苏，但基础不牢；新兴经济体增长明显放缓，俄罗斯、巴西等国家陷入衰退，亚太地区相对稳健。特别地，受美联储加息预期等因素影响，新兴市场国家和地区汇率普遍深度贬值，股票市场大幅震荡，大宗商品价格持续低迷，一些国家系统性金融风险上升。预计2016年全球经济增长仍将疲软，金融市场面临的风险压力不减；发达国家货币政策明显分化，美联储加息和美元升值将进一步带来全球性外溢影响。本期报告就全球经济新动力、全球贸易投资新格局、美联储加息路径和欧洲离岸人民币市场的发展进行专题分析。

## 第一部分 全球经济年度回顾与展望

### 一、全球经济复苏动能依旧疲弱

2015年，全球经济增长率预计仅为2.6%，复苏力度持续疲软，远低于潜在产出水平；全球GDP、国际直接投资、国际贸易的增长率连续第五年低于预期（图1、图2）。2008年金融危机带来的深远影响迄今仍未消除，与人口老龄化、地缘政治动荡和自然灾害等负面因素叠加，导致全球经济在结构上持续发生深度的调整。由于传统的产业和增长动力不断衰竭，而新产业的体量和增长动能尚未积聚，全球经济将无法踏上强劲回升的轨道。

梳理全球经济长期疲软背后的原因，供给端的结构性改革迫在眉睫：（1）人口与劳动力因素。一方面，由于危机的冲击，劳动人口增长率下降。在欧洲，失业率居高不下，劳动力持久不能重返生产市场；在美国，尽管失业率已经接近充分就业水平，但劳动参与率却处于历史低位。另一方面，主要国家人口老龄化在不断加剧，社会成本和生产成本随之上升，这不仅发生在发达国家，而

且像中国这样最大的发展中国家也日益面临人口挑战。(2)资本形成增长缓慢。这有多方面的表现：企业部门因为增长前景黯淡而不愿意扩大投资，金融部门因为更加严苛的监管约束而不愿放贷，政府部门面临日益严峻的债务积累压力而无法扩张财政政策。(3)全要素生产率增长缓慢。管理革命和信息技术创新对提升生产率的边际贡献在下降，新能源、新材料、绿色产业等新兴产业对经济的推动作用尚未足够强大。同时，制度缺陷和政治动荡还在不断抑制拉美、中东、北非和东欧等地区的生产率增长潜力。

图 1：全球经济运行低于潜在水平

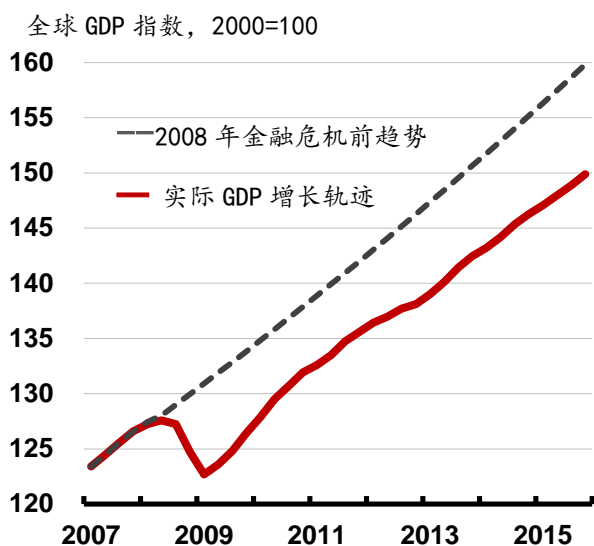
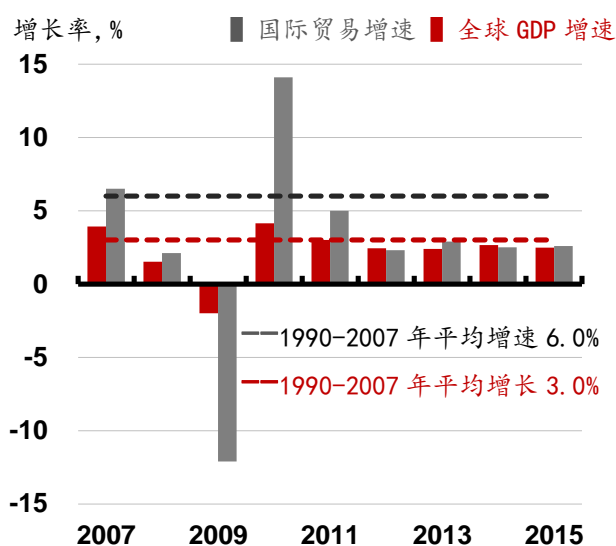


图 2：全球 GDP 与国际贸易增速



资料来源：中国银行国际金融研究所，WTO

就 2015 年而言，以下重要因素对全球经济产生拖累：(1) 大宗商品价格的持续下行。受到供求层面多种复杂因素的影响，大宗商品价格进一步震荡下行，带来重大的负面影响。价格下降对大宗商品进口国有利，但其形成的通缩压力、大宗商品出口国的收入与投资下滑对全球经济带来的负面影响更大。南美和东欧经济的衰退与此关联较高。(2) 地缘政治的影响。这主要集中于欧洲、中东与非洲地区：俄罗斯经济大幅衰退同时受到了欧美经济制裁和大宗商品价格下行的影响；大量难民从非洲涌入欧洲，造成了巨大的经济和社会成本。(3) 亚太地区增长放缓的外溢影响。亚太地区进口增长疲软，在很大程度上影响了能

源、资源出口国的经济增长，与美元加息预期叠加，加剧了国际资本从新兴市场流出。

展望 2016 年，我们预计全球经济仍然较为疲软，GDP 增速将略微回升至 2.8%（表 1），国际贸易增速也将微升到 3.0% 上方。这并非来自供求因素的趋势性改善，而主要来自一些冲击因素回归正常化：（1）发达国家仍将维持目前稳步复苏的态势。如果没有意外冲击，预计 2016 年美国、欧元区、日本的经济增长率将分别为 2.8%、1.6% 和 0.8%，均较上年略微加快。（2）俄罗斯和部分拉美国家的经济衰退程度显著收窄。由于基数效应和大宗商品价格继续大幅下跌的空间有限，辅以外部环境的改善，这些地区 2016 年的经济增幅预计明显好转。（3）外部融资环境的趋稳。国际金融市场将进一步消化美联储加息的影响，波动性趋于下降，融资条件改善，有利于新兴市场经济体企稳。当然，这些推动因素仍然是短期的，全球经济如何找到新的增长动力，依然面临很大挑战。基建投资可以成为一个重要的方向，这就是中国当前大力推进“一带一路”建设的意义所在，不仅可以有效地提升沿线国家的资本积累和劳动生产率，而且充分将中国的富余产能利用起来。

2016 年全球货币政策仍将宽松。迄今为止，全球经济复苏的分化发展仍未明显改观。在发达经济体中，美国和英国的复苏势头相对良好，GDP 水平已经远高于危机前水平，失业率持续下降，接近充分就业。但在欧元区，通货紧缩、失业率高企和公共债务困境继续拖累经济增长；日本经济日显疲态，交替呈现衰退现象，安倍经济学收效甚微。预计欧洲央行将进一步推出降息和扩大量化宽松政策的举措，日本央行也极有可能扩大量化宽松的规模，这与美联储和英格兰银行即将进入升息进程形成鲜明对比。

在新兴市场，亚太经济的相对稳定与大宗商品相关国家经济的低迷也形成分化。亚太地区是大宗商品的需求方，一定程度受益于大宗商品价格的下跌；东欧、中东、北非和南美是大宗商品的供应方，大宗商品价格带来的负面影响

仍然不可回避。因此，从政策取向上，亚洲地区仍有继续推行宽松货币政策的空间；大宗商品国家和地区也应随从亚太地区的宏观政策取向，加大对实体经济的支持力度。

未来全球经济增长预测的风险依然偏高，特别是世界各国实体经济和金融市场对美联储加息必然会有反应，剧烈程度可能会超过预期；欧洲经济面临来自政治（经济联盟分裂、局部地区独立、东欧与中东地缘政治冲突）、社会（民粹主义和恐怖主义）和债务层面（希腊等国）的各种风险因素可能会加剧；大宗商品市场持续低迷，对新兴市场带来的负面冲击还在不断积累等。

**表 1：全球主要经济体关键指标预测（%）**

地区	年/季 国家	GDP 增长率			CPI 涨幅			失业率		
		2014	2015 <sup>e</sup>	2016 <sup>f</sup>	2014	2015 <sup>e</sup>	2016 <sup>f</sup>	2014	2015 <sup>e</sup>	2016 <sup>f</sup>
美洲	美国	2.4	2.5	2.8	1.6	0.1	1.1	6.2	5.3	4.9
	加拿大	2.4	1.0	2.0	1.9	1.0	1.6	6.9	6.8	6.8
	墨西哥	2.1	2.2	2.6	4.0	2.8	3.0	4.8	4.3	4.0
	巴西	0.0	-3.0	-2.0	6.3	8.9	6.3	4.8	6.6	8.6
	智利	1.9	2.0	2.5	1.9	4.4	4.4	5.9	6.4	6.6
	阿根廷	0.5	0.4	1.0	21.3	16.0	25.0	7.1	7.3	6.9
亚太	日本	-0.1	0.5	0.8	2.7	0.7	0.4	3.6	3.5	3.5
	澳大利亚	2.7	2.5	2.5	2.5	1.8	2.6	6.1	6.3	6.2
	中国	7.3	6.9	6.8	2.5	1.4	2.0	4.1	4.1	4.1
	印度	7.3	7.5	7.7	5.9	5.4	5.5	—	—	—
	韩国	3.3	2.8	3.0	1.3	0.7	1.8	3.5	3.7	3.5
	印尼	5.0	4.5	4.5	6.4	6.8	5.4	6.1	5.8	5.6
欧非	欧元区	0.9	1.5	1.6	0.4	0.2	1.0	11.6	11.0	10.5
	英国	2.9	2.5	2.3	1.5	0.1	1.5	6.2	5.6	5.5
	瑞士	1.9	1.0	1.5	0.0	-1.1	-0.2	3.2	3.4	3.6
	俄罗斯	0.6	-3.5	0.5	7.8	15.8	8.6	5.2	6.0	6.5
	土耳其	2.9	3.5	3.0	8.9	7.4	7.0	9.9	10.8	11.2
	南非	1.5	1.4	1.5	6.1	4.8	5.9	25.1	25.8	25.8
全球		2.7	2.6	2.8	3.5	3.3	3.4	—	—	—

注： e 为预估， f 为预测。

资料来源：中国银行国际金融研究所

## 二、北美经济总体稳健，但美国对邻国的拉动作用微弱

北美地区近年来复苏相对良好。但是，2015年以来大宗商品价格的持续低迷，对资源与能源产业依赖度较高的加拿大受到了一定的冲击。与此同时，美国经济的复苏对邻国的拉动作用显著下降，墨西哥经济增长较为疲软。

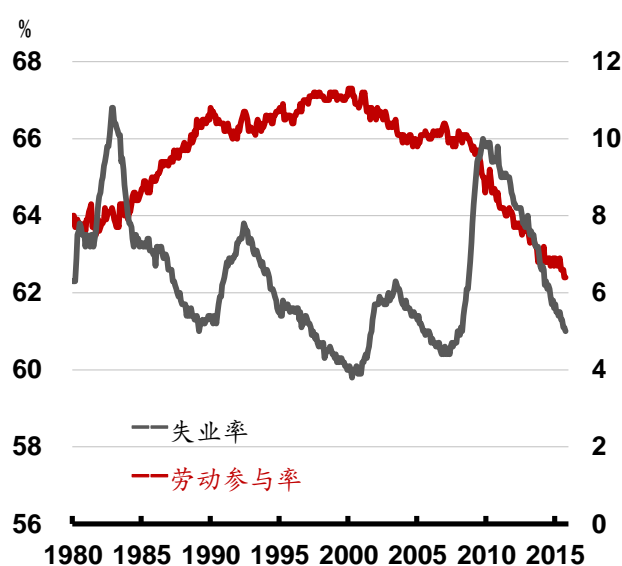
### （一）美国经济增长稳固，即将开启加息周期

2015年三季度美国GDP环比增幅年率为2.1%，预计全年增幅可望达到2.5%。我们预期2016年美国经济增长率为2.8%左右，继续处于温和扩张的态势。在外需持续疲软，净出口贡献率下降的情况下，内需仍然是美国经济增长的主要动力（图3）。预计2015年美国私人消费的增长率达到3.2%，是过去十年来最快的增速，2016年由于如下因素依然保持强劲增长：（1）劳动力市场持续改善，2015年10月首次失业申请的人数达到了过去42年来的新低，失业率下降到5.0%（图4），这将支撑居民收入增长。（2）原油等大宗商品价格持续低迷，通胀率上涨幅度一直较为温和，居民实际购买力提升。（3）财政支出的拖累因素减弱，房地产市场持续改善，都会促进消费支出增长。

图 3：美国 GDP 与私人消费增长



图 4：美国失业率与劳动参与率



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

由于未来随着基数效应消退和接近充分就业，2016年美国CPI上涨压力将开始增加，因此美联储将最快于2015年12月开启近10年来的首次加息行动。预计2016年的加息节奏相对温和，次数为2-3次，每次0.25个百分点。一方面，美国经济内在增长动力并未十分稳固，特别是商业投资和能源领域投资仍然较为疲软；另一方面，外部环境仍然较为动荡，美联储加息引发的国际资本回流美国，导致美元走强和外部需求疲软，总需求依然不足。

## （二）加拿大经济将有所回升，但增势缓慢

2015年，加拿大受到国际大宗商品价格低迷的冲击，企业投资和库存积累放缓，在上半年陷入技术性经济衰退。下半年，非能源产品的出口和投资回升，带动加拿大整体经济增长回升到高于潜在增长水平之上。总体上，预计2015年全年加拿大经济增长率仅为1%左右。展望2016年，加拿大经济有望增长2%左右，主要有如下因素的推动：（1）大宗商品价格虽然长期低迷，但持续大幅下滑的空间有限，加拿大的企业投资和库存积累有望回暖；（2）加拿大失业率仍处于继续下降的进程中，金融形势较为稳健，居民消费可望保持增长；（3）美国经济持续稳固增长将对加拿大产生利好的外溢效应。

## （三）墨西哥经济持续增长，好于拉美国家平均水平

2015年，墨西哥经济增幅预计仅为2.2%左右，与墨西哥政府制定的5%的目标水平差距较大，不过要远高于拉美国家-0.3%的平均水平。墨西哥经济增长低迷，主要受到了建筑业增长较为疲软、美国需求下降和石油产量减少等因素的影响。预计2016年墨西哥经济增长可望回升到2.6%左右，通货膨胀率维持在3.0%左右的历史低位，主要的推动因素包括：（1）墨西哥政府正在推动一系列有利于经济增长的结构性改革，包括能够降低价格并吸引外资的电信业改革、拍卖石油区块的能源改革以及促进竞争的银行业改革；（2）电力价格下降和墨西哥比索贬值，加上来自美国的需求有望改善，有助于拉动制造业的出口。

### 三、欧洲经济形势：西欧稳步复苏，东欧陷入增长乱局

欧洲经济在 2015 年错综复杂，西欧国家经受了希腊债务问题、恐怖主义和难民涌入的考验，东欧国家则受国际油价低迷和地缘政治问题的冲击较大。2016 年形势依然不容乐观。

#### （一）欧元区经济有望保持温和复苏步伐

2015 年欧元区保持了温和复苏势头，这主要得益于低油价、弱汇率、负利率与量化宽松等积极因素。私人消费成为拉动经济增长的首要引擎，投资虽然实现了连续增长但仍显脆弱，净出口的贡献受制于外需疲软而接近于零。欧元区 19 个成员国除希腊尚处经济衰退外，其他国家经济普遍增长。

展望 2016 年，多重利好因素仍将持续，但积极影响将不断减退，新兴市场国家经济放缓和全球经济不确定性上升将减弱欧洲增长动力，下行风险依然巨大。未来欧元区经济增长将取决于就业、消费和投资的持续稳定表现。伴随量化宽松带来的富足流动性与低廉的融资成本，建筑业投资料会在 2016 年升温；欧洲投资计划项目逐一出台将会助推投资增长。欧洲央行大力推行 QE 政策之余，不排除通过提升金融机构存款罚息力度来进一步刺激银行放贷。2016 年油价应会企稳，通缩风险将有所下降，预期欧元区 CPI 将回升至 1% 左右。

大量难民涌入欧洲将在短期内令部分成员国增加政府支出，提振需求，对经济增长起到小幅刺激作用；中长期看还将补充当地劳动力市场，给欧洲经济带来正面影响。然而，近期法国暴恐事件无疑给难民政策蒙上阴影，短期内将波及部分国家的航空、旅游业，投资者避险情绪上升将一定程度阻碍经济整体复苏步伐。总体而言，全球需求疲软和部分成员国结构性改革实施不到位将掣肘欧元区整体经济增长，居高不下的私人 and 公共债务比例仍潜藏风险。欧元区成员国应采取更加合理的公共财政政策，刺激投资增长，进行结构性改革，削减债务，以稳固和加强复苏势头。



## （二）英国经济良好复苏的势头将有所减缓

2015 年英国经济持续复苏，增速略微减缓，预计全年增长在 2.5% 左右。由油价低迷引起的内需增长仍然是英国经济保持相对强劲的重要原因。从行业看，服务业表现最为强劲，是拉动英国 GDP 增长的主要动力，增速放缓主要受建筑业、制造业产值下滑影响。从国际环境看，2015 年 GDP 增速放缓除欧元区其他经济体发展滞缓外，也与俄罗斯、乌克兰以及中东局势等地缘政治风险有关。

预计 2016 年英国经济保持增长，增速继续放缓至 2.0%-2.3% 区间。英国将会维持宽松的货币政策以保证稳健的经济复苏，消费支出与商务投资将成为 GDP 增长的主要动力，但是考虑到 2016 年上述国际政治不确定性，风险可能继续上升，英国作为全球化程度较高的发达国家，受到的负面影响将比较大。

## （三）东欧新兴市场分化较为严重，俄罗斯拖累整体复苏

欧盟内的东欧新兴市场国家受外部环境因素影响，不同程度地实现了经济温和增长。得益于欧盟基金的支持，各国在投资方面都有所提振；油价下跌促进了各国消费增长，尤其是劳动力市场稳定的国家如波兰、罗马尼亚、捷克等国，GDP 增长率保持在 3.5% 以上，领先于欧元区总体水平。保加利亚经济增长主要依靠出口带动，内需相对疲软；克罗地亚历经 6 年衰退后于 2015 年重拾增长，但就业市场并不乐观，公共债务比例依然高企。

俄罗斯经济衰退，土耳其经济疲软。政坛分歧、邻国地缘政治局势紧张以及外需疲软拖慢了土耳其经济增长步伐，里拉贬值引发的资本外流和金融市场动荡，给以吸引外资为支柱的土耳其经济带来极大不确定性。由于货币贬值提振出口以及油价下跌等因素，土耳其经济在 2015 年增长约 3.5%；欧盟经济持续复苏将推动 2016 年土耳其继续保持 3.0% 左右的温和增长。俄罗斯受欧美国家的经济制裁和国际油价低迷影响陷入经济衰退，拖累东欧地区的经济复苏，若地缘政治延续紧张局势且油价低行，未来走出衰退尚需时日。

#### 四、亚太地区发达国家经济低迷，新兴市场将有所企稳

2015年亚太主要经济体经济增长出现明显分化：日本再度陷入技术性衰退，澳洲主要商品出口国整体经济增长率下滑，印度、印度尼西亚、泰国、越南、菲律宾等区域内的新兴经济体有所反弹，支持区内经济回稳。

##### （一）日本经济再现技术性衰退，短期内难以走出低迷状态

2015年第二、三季度日本经济再次陷入技术性衰退，这是2008年以来第五次衰退。2014年同期直接起因是政府把消费税由5%上调至8%。本次经济衰退主因是企业设备投资低迷以及个人消费增长放慢（图5）。2015年三季度个人消费按季折合成年率增长2.1%，商业投资按季折合成年率下跌5%，连续两个季度负增长。仓库和商店库存减少，拖累整体经济增长2.1个百分点。2015年9月，日本消费者物价指数连续两个月下滑，明显超出央行的预期。预计2016年日本GDP增长率可望回到约0.8%的正增长轨道，通缩压力可能继续增加；日本央行将加大宽松力度，最早于2016年初扩大量化质化宽松货币政策规模。

图 5：2008 年以来日本经济的五次技术性衰退及主要原因



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

##### （二）大宗商品价格下行导致澳洲经济减速

全球需求疲弱、大宗商品价格持续下行及中国经济增速放缓是影响澳洲经济增长的主要因素。2015年澳大利亚经济增长率预计仅为2.5%，低于过去10

年 2.8% 的平均水平，增长主要来自政府及家庭开支。居民实际可支配净收入下跌，对家庭支出带来不利影响。考虑商品价格大跌、经济疲弱和低通胀等因素，2015 年澳央行两次下调指标利率，自 5 月起一直保持在 2% 的纪录低位。预计 2016 年澳大利亚企业与消费者信心依旧脆弱，资源产业投资亦难以恢复活力。澳洲央行将继续保持宽松货币政策，以推动非矿业发展及协助企业转型。

2015 年新西兰国内生产总值增幅同样低于市场预期。制造业与营建业增长放缓，抵销了农业复苏及货币贬值的刺激效果。国际大宗商品市场需求萎缩，打击依赖出口贸易的新西兰经济。2015 年新西兰央行连续三次降息，并下调 2015 年底通胀预期至 0.5%，上调 2016 年底预期至 2.2%，下调 2016 年 GDP 增长预期至 2.1%。预计 2016 年新西兰货币政策保持宽松，一季度有降息可能。

### （三）亚太新兴市场的经济将持稳

2015 年亚太新兴市场经济增长 6.5%，低于 2014 年的 6.8%。近期，印度、印度尼西亚、泰国、越南、菲律宾等国经济增长出现反弹，开始成为支撑区内经济回稳的重要力量。2015 年亚太新兴市场国家加快宏观政策调整和改革的力度。印度放宽外商直接投资上限、削减政府补贴、降低企业税，并通过“印度制造”倡议，向全球制造中心转型。印度尼西亚延长炼油、基础设施、海上运输、电讯等先导产业免税期，调低燃料及电力价格。泰国制定《七年投资促进战略（2015-2021）》，并将于年底前取消每日最低工资规定。越南政府向外国企业提供税收优惠，吸引跨国企业的初级制造业集聚。

亚太新兴市场一体化进程加快推进。区域贸易合作推动亚太新兴市场保持蓬勃发展。“跨太平洋经济伙伴关系”宣布建立，纳入多个东盟成员，“区域全面经济伙伴关系协议（RCEP）”和“亚太自由贸易区（FTAAP）”均在推进之中。在一系列有利因素推动下，预计 2016 年亚太新兴市场经济发展可望维持在 2015 年水平，GDP 增长率为 6.4% 左右。

## 五、非洲与拉美经济有望从低迷中回升

整体而言，中东、非洲与拉美地区经济在 2015 年表现较为低迷，主要受到大宗商品市场低迷、地缘政治动荡和外部需求不振等因素的综合影响，预期 2016 年将有所改善。

### （一）南部非洲经济增长放缓

2015 年南部非洲地区经济增长放缓，预计实际 GDP 增长率回落至 3.8% 左右，为六年来最低经济增长速度。油价和其他商品价格下跌，以及中国经济增长放缓，是南部非洲地区经济增长急速下降的主要原因。主要出口品的国际市场价格暴跌，导致尼日利亚、南非、安哥拉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，2015 年三国的 GDP 增长率分别为 4.0%、1.4%、3.5%，均比上年下降。非洲国家内部不稳定因素，如电力短缺和罢工问题也是阻碍经济发展的潜在因素。作为石油进口国的肯尼亚，油价下跌有利于改善该国贸易收支，有利于通胀保持平稳；大规模基础设施投资、农业产量增加和服务业增长将带动肯尼亚经济增长，预计 2015 年肯尼亚经济增长率回升到 6.5%。

展望 2016 年，随着全球经济逐步复苏，油价和其他大宗商品价格企稳回升，经济多样化和地区一体化加速推进，外商直接投资和汇款持续流入，基础设施投资领域将得到快速增长，经济将继续向好，预计 2016 年南部非洲经济增长将回升至 4.3%。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。总体上看，非洲地区仍是高增长的投资乐土。

### （二）中东与北非经济表现相对稳定

2015 年，受国际石油价格大幅下挫、全球需求不足等因素影响，中东和北非地区经济增速下滑，预计实际 GDP 增长率 2.3%。石油出口收入锐减导致石油出口国国际收支逆差占 GDP 比重 1%，石油出口国财政赤字占 GDP 比重 8.4%，均

是十年来的首次赤字。而石油进口国受益于欧洲经济复苏带来的外需增长、国内信心增强和更加有效的财政货币政策，经济表现相对较好，预计实际 GDP 增长率将从 2014 年的 3% 上升至 2015 年的 4%。

展望 2016 年，全球经济稳步复苏、石油价格企稳回升、美伊达成谈判利好中东政治局势，中东和北非地区经济发展将提速，有望达到 3.8%。对石油出口国，2016 年国际油价企稳回升，双赤字现象将有所缓解。同时，为改变高度依赖石油产业的畸形发展模式，近年来石油输出国大力推行经济多样化发展战略，非石油产业取得一定发展，单纯出口原油的局面有所改观。非主要石油输出国或石油进口国在经过多年经济体制调整之后，取得了显著成效。2015 年埃及、苏丹 GDP 增长率分别为 4.2% 和 3.5%，预计 2016 年将分别升至 4.3% 和 4.0%。

### （三）资本外流导致拉美经济较为低迷

2015 年拉美地区金融风险上升，面临经济增速放缓、大宗商品价格低迷、失业率上升、汇率大幅贬值、通胀严重、资本外逃等风险，预计 GDP 增长率为 -0.3%，比 2014 年下降 1.6 个百分点。在主要拉美国家中，巴西经济增速为 -3.0%，阿根廷为 0.4%，委内瑞拉为 -10.0%，经济形势严峻。拉美地区货币超发、商品短缺，拉美经济饱受通胀之苦，2015 年巴西、阿根廷的通胀率预计分别为 8.9% 和 16.8%，委内瑞拉通胀率则飙升至 159.1%。同时，出口收入锐减，美联储加息预期升温、国内民众为规避通货膨胀，竞相增持美元，导致资本外流，拉美各国汇率严重贬值。此外，美元走强也加剧了拉美地区的债务风险。

展望 2016 年，在全球经济复苏、大宗商品价格趋稳的大环境下，拉美地区经济增速将有所回升，预计达 0.8%，比 2015 年高出 1.1 个百分点。但是，值得注意的是，当前拉美地区内部因素没有得到根本好转，经济结构仍然单一，过度依赖能源和大宗商品出口，外部环境面临美元升值和资本外流、债务负担加重等因素的困扰，金融风险依然较高。

## 第二部分 国际金融形势回顾与展望

### 一、全球金融稳定性面临压力

2015年,美联储加息预期和人民币汇改等因素引发全球金融市场巨大波动,特别是新兴市场国家和地区外资流出规模较大,货币汇率普遍贬值、股票市场巨幅震荡和大宗商品价格持续低迷,系统性金融风险压力增大。未来全球金融市场还将继续为消化各种不稳定因素而波动性上升。

#### (一) 全球金融稳定性: 发达经济体改善, 新兴经济体恶化

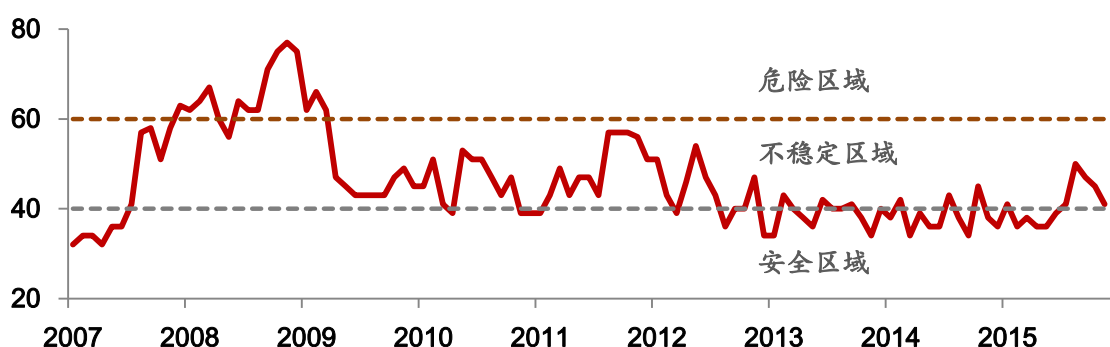
2015年全球金融稳定的变动趋势是:(1)发达经济体的金融稳定状况有所改善。宏观金融环境持续好转,因为经济复苏面扩大,货币政策稳定了市场信心,欧元区通缩风险有所减轻。随着各项基本条件满足,美联储做好了加息准备,这有助于缓和过度承担金融风险的行为。信贷条件改善,信贷需求增强,公司部门呈现改善的迹象,这将促进投资增长和风险承担。(2)风险转向新兴市场。新兴市场的脆弱性居高不下,风险偏好下滑,市场流动性风险增大。尽管很多新兴市场经济体加强政策框架,提高了抵御外部冲击的能力,但一些新兴经济体仍面临显著的国内失衡,增长放缓;同时依赖于快速的信贷增长,导致私人部门杠杆率急剧上升。此外,受全球性因素的影响,外汇敞口不断加大。借款和外汇敞口增大了新兴经济体对全球金融条件收紧的敏感性。

展望2016年,随着美联储加息周期的开启,新兴市场经济体面临的挑战还将继续。过去几年,新兴市场银行业的资本缓冲更为薄弱,而公司盈利和资产质量在恶化,这与发达经济体形成鲜明对比。发达经济体的银行过去几年来一直致力于去杠杆化、修复资产负债表、增加资本并强化融资安排。在大宗商品价格下跌、经济增长放缓这一严峻的背景下,未来新兴市场主权面临着评级下调的更大风险。特别是来自石油、天然气和公用事业的企业或有负债增加,对主权评级产生更大的压力。

## （二）美国金融危机风险指标冲高后回落

2015 年美国金融市场整体风险呈现出前低后高的状态。上半年相对稳定，信用风险、市场风险和流动性风险均较低。金融危机风险指标（ROFCI）处于安全区域；但 8 月随着全球金融市场特别是新兴市场动荡，美国金融市场整体风险也大幅上升，信用风险、市场风险和流动性风险均上升，股票市场、公司债券市场、银行股票及国债市场、银行间资金市场、非银行的货币市场的风险指标恶化。相应地，第三季度 ROFCI 从安全区域上升到不稳定区域，第四季度有所回稳，但仍处于不稳定区域（图 6）。2016 年随着全球特别是新兴市场经济增长及金融市场逐渐稳定，美联储货币政策逐渐明晰，美国金融市场稳定性有可能改善，ROFCI 可能在安全区域与不稳定区域边缘波动。

图 6：ROFCI 指数的运行情况

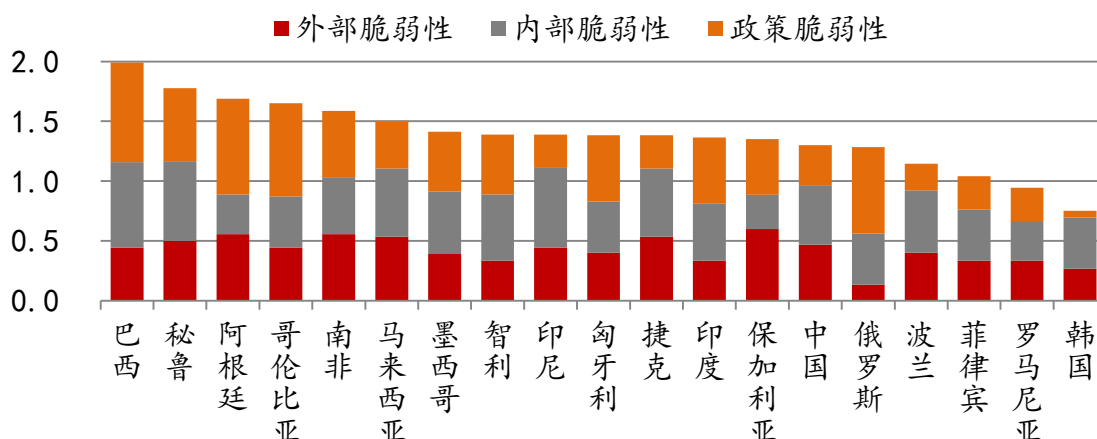


资料来源：中国银行纽约分行、中国银行国际金融研究所

## （三）高度关注脆弱性较高的部分新兴经济体

我们根据国际金融协会（IIF）最新的新兴市场脆弱性指标，对几个主要的新兴市场国家的金融稳定性进行排序。2015 年第四季度外部脆弱性最高的国家包括土耳其、保加利亚等，内部脆弱性最高的国家包括土耳其、巴西、印度尼西亚和秘鲁等，政策脆弱性最高的国家包括俄罗斯、乌克兰、哥伦比亚、阿根廷和巴西等。综合来看，2016 年应当高度关注巴西、秘鲁、阿根廷、哥伦比亚和南非等国家爆发金融危机的风险（图 7）。

图 7：新兴市场 22 国金融脆弱性指标（2015 年 11 月）

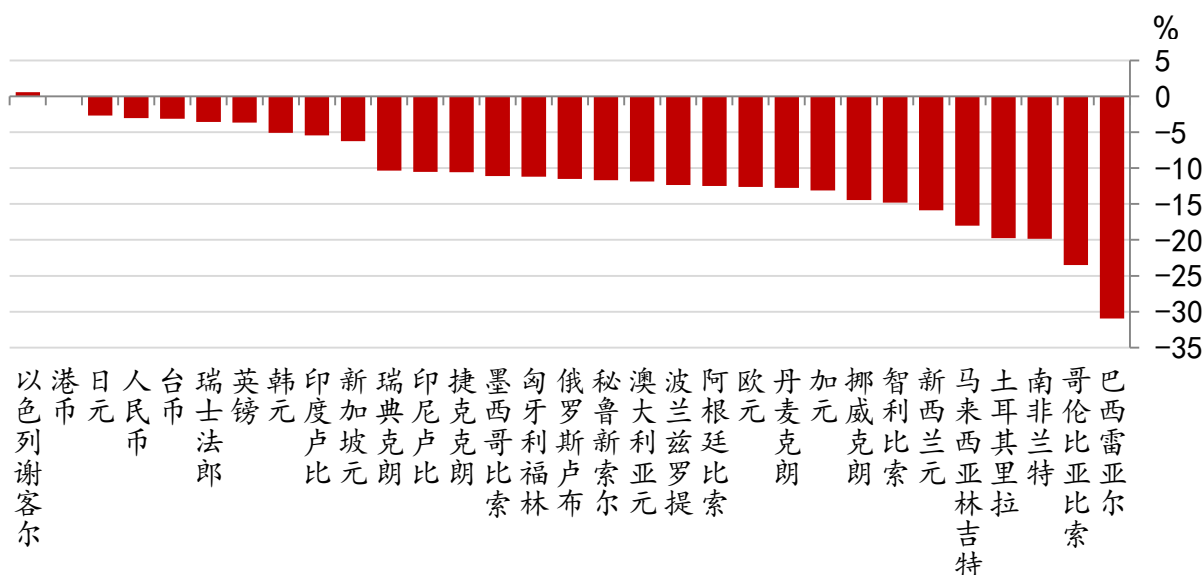


资料来源：IIF，中国银行国际金融研究所

## 二、外汇市场：美元走强主导全球走势

2015 年，受国际经济低迷、美联储加息预期等影响，全球外汇市场呈现出美元一枝独秀、其他货币总体贬值、汇率波动加剧的局面（图 8）。未来，美联储加息导致的美元走强仍将是全球市场的焦点。

图 8：主要货币对美元汇率较年初变化（截至 2015 年 11 月底）



资料来源：Bloomberg，中国银行国际金融研究所



**美元指数稳步走强。**自 2014 年 11 月美联储退出 QE 以来，美元指数稳步上升。2015 年美国的经济稳步复苏，失业率持续下降，通胀预期稳定，全年美联储加息预期数次升温，致使美元走强。3 月 13 日，美元指数突破 100，达到 2003 年 3 月以来最高水平。11 月 27 日，美元指数再次突破 100（图 9）。

**欧元、日元和英镑呈现不同程度贬值。**2015 年欧元区经济总体疲软，基准利率与通胀水平维持低位，希腊危机、西班牙加泰罗尼亚谋求独立、巴黎恐怖袭击等事件进一步加剧市场对欧元稳定的忧虑。在美联储加息与欧央行加码 QE 的双重预期影响下，欧元兑美元汇率走弱，11 月底较年初贬值 12.6%。受海外经济下行和企业投资不足的影响，2015 年日本经济再陷技术性衰退，加上宽松货币政策，导致日元汇率疲软，6 月 5 日美元兑日元汇率一度超过 125，首次突破 2002 年以来历史高点。11 月底汇率为 122.62，较年初贬值 2.7%。2015 年英国经济持续复苏，但制造业依然疲软，央行维持低利率，英镑兑美元呈现贬值态势，11 月底汇率为 1.5095，较年初贬值 3.7%。

**人民币贬值且波动加剧。**2015 年中国经济下行压力加大，国内流动性宽松，随着美元走强，人民币长期升值后已出现高估。8 月 11 日，中国央行调整人民币中间价形成机制，提高人民币汇率市场化程度。中间价与市场汇率点差调整引起了剧烈波动，人民币汇率进入“超调”模式。近期，人民币汇率已基本稳定，呈双向波动趋势，在岸与离岸价差已由 8 月近-1000 基点缩窄至-300 基点左右。截至 11 月底，在岸人民币（CNY）与离岸人民币（CNH）汇率分别较年初水平贬值 3.1%与 3.5%。

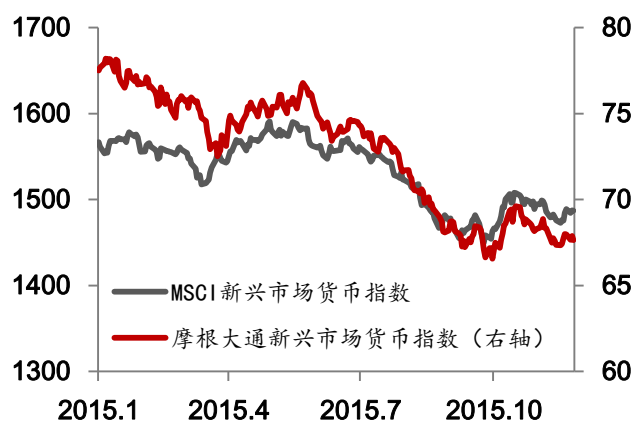
**新兴市场与大宗商品出口国货币大幅贬值。**2015 年，新兴市场国家经济增长持续放缓，美元加息预期引发资本大规模外流，金融市场波动加剧，MSCI 与摩根大通新兴市场货币指数分别下挫 5.1%与 12.7%（图 10）。巴西、土耳其、泰国等政治格局动荡，进一步致使新兴市场货币承压。巴西雷亚尔、俄罗斯卢布、南非兰特、马来西亚林吉特以及泰铢则大幅下挫至历史低位，11 月底较年

初贬值幅度分别达 30.9%、11.5%、19.9%、18.0%与 7.8%。国际大宗商品价格持续低位徘徊，大宗商品出口国货币贬值压力增大，加元、澳元与新西兰元分别贬值 13.1%、11.9%与 15.9%。

图 9：美元指数走势



图 10：新兴市场货币指数



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

展望 2016 年，美联储加息将是外汇市场发展的核心关注点。2015 年 12 月美联储加息成为大概率事件，2016 年美国将步入温和加息周期。尽管强势美元可能对美国贸易与经济增长产生一定的负面作用，进而造成美元承压。但是，美国经济强势复苏与货币政策收紧，将对美元指数形成坚实支撑，美元走强格局仍会持续。欧洲、日本复苏态势脆弱，与美国货币政策分化明显，欧元、日元、英镑兑美元汇率仍将低位徘徊。新时期，中国经济仍处于动力切换中，下行风险较大，货币政策总体维持宽松基调，人民币加入 SDR 短期内对汇率的支撑作用有限。伴随美联储升息与国际金融市场动荡，人民币仍然存在贬值压力，且波动加大。美元大幅升值，大宗商品价格持续低迷，金融市场动荡，加剧大宗商品出口国、外资依赖度与美元负债较高国家的货币贬值，如加元、澳元、巴西雷亚尔、南非兰特、智利比索、马来西亚林吉特等。此外，2016 年全球地缘政治风险加大，叙利亚危机等区域性冲突可能产生较大的外溢效应，致使外汇市场剧烈波动，避险情绪上升。

### 三、股票市场将出现多层分化

#### (一) 2015 年全球股票市场波动剧烈

2015 年第一、二季度，受美国经济的缓慢复苏、欧元区的 QE 政策以及希腊债务危机的缓解等利好因素影响，欧美股票市场稳步走高，震荡幅度收窄。标普 500 指数 PE 值持续上升至 27，股票波动性指数 VIX 则维持在历史均值以下。第三季度，由于美联储的加息预期和全球经济减速等因素的不利影响，欧美股票市场均遭遇大幅下挫，波动率飙升。VIX 指数月度均值一度高达 28.4，高于历史均值 17.8，进入危险区域。第四季度，得益于美国经济加速回暖，欧美各主要股市震荡上扬（图 11）。

2015 年新兴市场股市波动更为剧烈。年初新兴市场股市上涨近 13%，之后受美联储加息预期影响，资本大量流出新兴市场（图 12），新兴市场股票指数在 4-8 月间连续下跌了近 27%，此后保持低位震荡。2015 年新兴市场股市的波动率持续走高，接近 2011 年欧债危机时期的水平。同时，新兴市场相关性先降后升，收益离散度先升后降，加剧了新兴市场系统性风险。

图 11：MSCI 全球指数与 VIX 指数

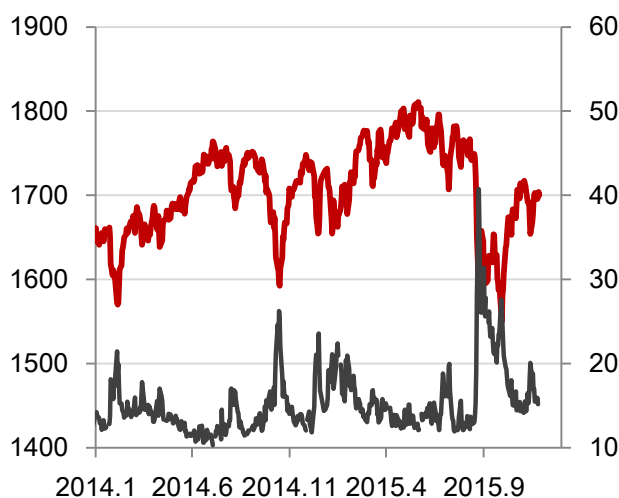
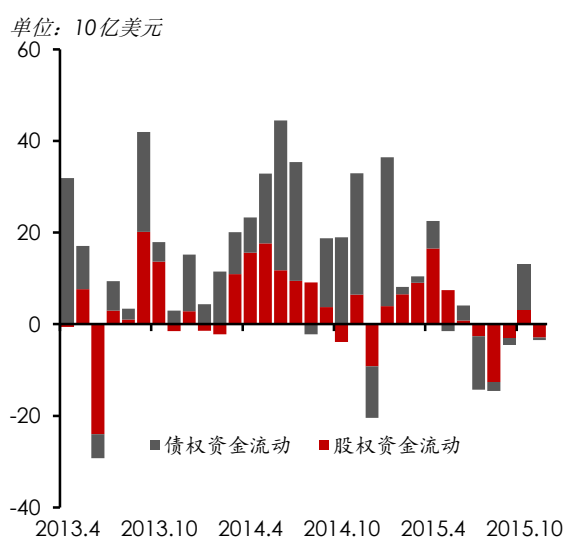


图 12：新兴市场短期资金流动



资料来源：彭博，IIF，中国银行国际金融研究所

## （二）2016 年全球股市将出现多层分化

预计 2016 年欧美股票市场将整体保持稳中有升的趋势。美联储加息在短期内会对美国股市形成压力。由于美国经济持续复苏、欧洲、日本央行扩大 QE 的预期等因素，将提振欧美股市。随着全球安全局势的恶化，不排除未来欧美股票市场发生“黑天鹅事件”的风险。

2016 年新兴市场股市将继续面临严峻的考验，走势可能出现分化。美联储加息“靴子落地”之后，新兴市场国家的资本净流出速度虽可能有所减缓，但是全球资本流动发生逆转的情况仍将继续，国际资本将继续从新兴市场流向欧美市场。巴西、阿根廷等存在较高外债或过于依赖大宗商品出口的新兴市场国家经济可能持续低迷，股票市场还将持续调整。得益于良好的经济表现，亚太股票市场可能率先企稳。

## （三）安全局势对股票市场冲击不容忽视

近期，巴黎恐怖袭击、俄罗斯与土耳其的争端使得欧洲安全局势成为首要的风险事件。除了短期的冲击外，欧洲安全局势还将从三个方面对全球股市产生长期影响。第一，全球避险情绪上升，资本将从股市、大宗商品等风险资产市场抽离，流向美元、黄金等避险资产。第二，欧洲难民问题进一步激化，社会矛盾加剧，削弱欧元区经济刚刚出现的复苏势头。第三，地缘冲突的加剧与恐怖袭击的全球蔓延，将抑制国际贸易和投资的发展，使得全球经济雪上加霜，对金融市场带来持续的压力。

长期来看，发达国家的货币政策将依然是全球股票市场聚焦的中心。美联储有望从 2015 年末开始进入加息周期，但欧元区、日本、加拿大以及澳大利亚等经济体的央行仍然将实施宽松的货币政策，还将为新兴市场提供流动性和较低的融资成本。因此，全球流动性仍将充足，经济结构较好的国家股票市场将会受到资金追捧。

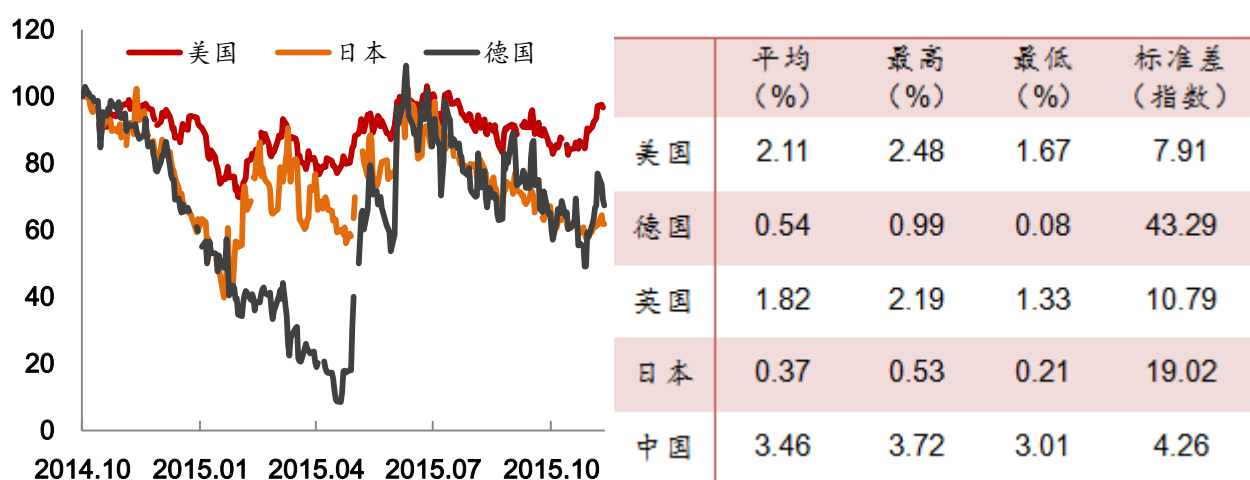
## 四、债券市场可望迎来收益率上涨走势

### (一) 2015 年全球债市大幅震荡

2015 年，全球主权债券市场经历大幅震荡。年初，全球大多数主权债结束上年末收益下跌的趋势，收益震荡上升。而作为欧洲基准的德国主权债收益却逆势下跌，于 4 月 20 日触底后急速攀升，6 月中旬回归主流走势。2015 年第二季度全球债市收益率接连走高（图 1）。截止 6 月，美国 10 年期国债年内最高收益达 2.478%，在四个月内上涨逾 48%。英国 10 年期国债年内最高收益达 2.188%，较最低收益上涨 64%。德国 10 年期国债收益率从最低 0.077% 急速攀升至近 1%。欧洲债券市场上的抛售情绪还波及到亚太地区和一些发展中国家。日本 10 年期国债从年内涨幅接近 1.6 倍。澳大利亚，印尼、泰国等国债收益均有不同程度的攀升。全球债券市场在此轮抛售中蒸发总价值达 4300 亿美元。

2015 年下半年全球债市收益稳步走低，到年末略有回升迹象。在 2015 年全球主权债券暴跌之际，唯有中国债券市场保持相对稳定。以 2015 年初为基准的中国 10 年期主权债收益指数标准差仅为 4.26，远低于长期被视为避险天堂的发达国家主权债。其中德国收益标准差高达 43.29（表 2）。

图 13：美德日 10 年期国债收益率 表 2：2015 年主要国家 10 年期国债收益



资料来源：汤森路透

## （二）全球债市短期内收益微弱下跌长期收益上涨

目前债市调整已经基本到位，截至 2015 年 11 月，全球债市收益逐渐企稳，预计债市收益会在短期内持续微弱下跌趋势。首先，短期内没有任何一家主要央行准备大规模收紧货币政策，出现进一步大规模抛售的可能性不大。其次，大宗商品价格反弹乏力，通胀预期短期内可能再次走低。再次，巴黎严重恐怖袭击案之后，投资者短期避险情绪上升，短期将推升欧洲债市收益率下行。

预测 2016 年随着美联储收紧货币政策，全球债市会迎来普遍上涨。美联储加息会使 10 年期主权债券收益率上涨至 2.75% 以上。欧洲央行提前终止资产购买计划的可能性较小，量化宽松政策下德国与美国 10 年期国债利差进一步扩大。在经济稳步增长的前提下，英国央行将紧随美联储进行升息，推高英国主权债收益。另外，英国是否退出欧盟也将会影响英国长期国债收益率走势：如果英国退出欧盟，英国经济增长将受到负面影响，长期国债将被视为避险天堂。

## （三）全球债市剧烈波动是发现真实价值的正常过程

2015 年大幅震荡根本原因在于此前债市收益率被过分低估。首先，欧洲央行于 2015 年初执行每月购买 600 亿欧元债券的计划，欧洲 10 年期主权债收益稳步下跌。其次，2015 年中期，大宗商品价格下跌和新兴市场货币疲弱，新兴金融市场遭受冲击。货币疲弱使得新兴市场面临通货膨胀以及债务压力，投资者转向购买发达国家主权债，进一步压低发达地区长期主权债收益。

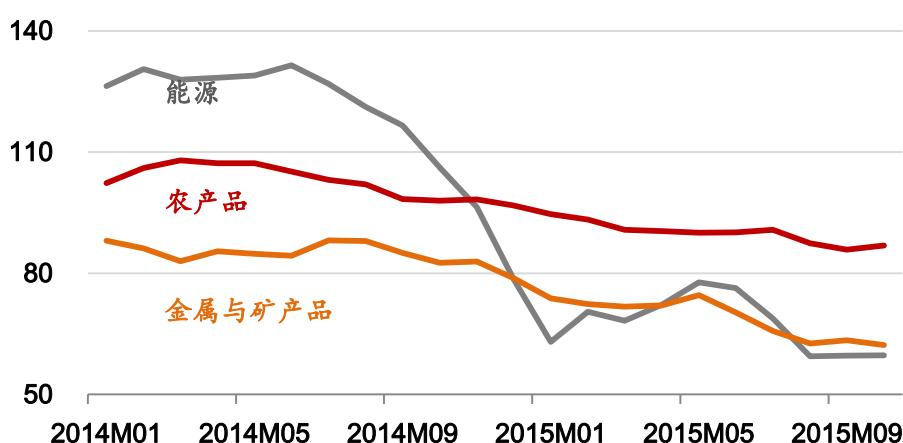
价值发现过程启动的原因包括：（1）发达经济体宏观基本面形势向好。欧元区经济数据表现回稳，再度提醒市场欧洲央行未来仍会紧缩，以德债为首的欧洲债券遭到抛售。（2）大宗商品价格触底反弹，通缩风险降低。其中油价的反弹回升对于欧元区通胀预期带来重要影响，收益率近零的债券不再受到市场青睐，引发抛售热潮。（3）美联储曾表示美国长期国债价格过高。全球债市加速遭遇抛压，抛售潮扩散至亚洲，日本、韩国、印度国债收益率均有大幅提升。

## 五、大宗商品市场依旧低迷

全球大宗商品在经历了 2014 年下半年以来的悬崖式下跌之后，其下跌势头在 2015 年并没有停止。由于供需基本面并没有得到显著的改善，从能源到工业金属再到农产品市场在 2015 年几乎呈现全线下跌的格局，尽管下跌的幅度较 2014 年有所缩小。

能源市场中，由于供需基本面的疲弱，过去常常刺激油价上涨的地缘政治因素在 2015 年黯然失色，也门、叙利亚的军事冲突完全不足以拉升下挫的油价。国际油价的交易重心逐渐降低，交易区间也逐渐缩窄，从上半年的 40-70 美元/桶收窄至下半年的 40-50 美元/桶附近。工业金属市场中，铁矿石领跌基础金属。由于主要需求国中国的经济增速放缓，不足以吸收不断涌入市场的新增产能，工业金属价格也随之步入下跌通道。农产品市场中，大多数农产品都在高产量以及高库存的压力下呈现下跌，但是也不乏像可可、白糖等个别农产品由于厄尔尼诺的因素逆市上行。

图 14：不同大宗商品市场指数表现



资料来源：世界银行；设定 2010 年价格指数为 100 点

2016 年，全球大宗商品市场依旧将在跌宕中前行，难改疲弱格局。就整体需求而言，由于中国经济发展模式的变化，经济增速的放缓，其对大宗商品的

需求增速也将相应回落。印度新一届政府致力于通过改革成为世界经济增长新的火车头，但是鉴于其复杂的宗教问题，低下的政府行政效率等问题，其是否能取代中国成为大宗商品需求增长的新引擎，至少在短期内并不乐观。

就供给端而言，由于 OPEC 国家与美国、俄罗斯为首的非 OPEC 国家的石油市场份额争夺仍在继续，伊朗也致力于在 2016 年开始出口原油，预计 2016 年原油市场依旧将面临高产出局面。工业金属市场中，由于前期高投入，工业金属产出在中短期内依旧将继续攀升，而且一些生产国由于货币贬值带来的出口优势以及生产成本的降低将维持其产出，因此大多数工业金属市场在 2016 年依旧面临供过于求的局面。另一方面，低价将使一些高成本的产能关闭，近来对新产能的资本支出大大降低，将促使工业金属市场逐渐回归平衡。就农产品市场而言，全球不同区域、不同农产品受制于不同天气的影响，应密切关注主要种植地区天气状况对实际产出的影响。同时能源价格也会通过成本因素以及生物能源的需求因素对农产品市场产生影响。

对于 2016 年大宗商品市场走势，需要密切关注美国、欧元区以及主要新兴市场的经济发展状况，特别是作为大宗商品主要需求国中国的经济发展动态。除此之外，以下事件也会产生重大影响：（1）伊朗的石油出口禁令的解除进程。据目前市场预期，伊朗石油出口禁令有望在 2016 年上半年解除，届时伊朗将迅速出口石油，抢占先前失去的市场份额。短期而言，伊朗目前 4000 万桶海上石油库存将第一时间冲击市场，就长期而言，伊朗正在积极引入外资投资开发石油资源。（2）美联储加息进程。随着美国经济逐步复苏，就业市场持续好转，美联储加息逐渐成为必然事件。美元走强将使以美元标价的大宗商品价格承压。（3）厄尔尼诺现象的发展。最近的气象预报显示，目前的厄尔尼诺程度可以说是历史上最为严重的一次。厄尔尼诺的发展通常会带来局部地区农产品产量的下降，进而引发价格的上涨。据估计，此次厄尔尼诺将会持续至 2016 年第一季度末。



### 第三部分 热点专题分析

#### 一、TPP 基本协议达成，催生新的世界经济格局

TPP 即《跨太平洋伙伴关系协定》，前身是新加坡、新西兰、智利和文莱四国在 2005 年签署的区域自由贸易协定（FTA），旨在促进亚太地区贸易自由化。美国为维护亚太经济和政治利益，2008 年 9 月加入 TPP 谈判，并致力于将 TPP 打造为全面、高水平、面向 21 世纪自由贸易协定。此后，澳大利亚、秘鲁、马来西亚、越南、墨西哥、加拿大和日本先后加入 TPP 谈判。2015 年 10 月，12 国经贸部长发表联合声明，宣布历时 5 年多的 TPP 谈判结束并达成基本协议。

《TPP 协定》共 29 章，主要包含三个方面内容：一是 TPP 谈判覆盖 FTA 谈判全部领域，不仅包括货物贸易，还包括服务贸易、投资、科技等领域；二是 TPP 谈判不仅涉及关税削减等边界措施，还涉及非关税壁垒、国内规制等边界内措施；三是 TPP 谈判纳入非传统 FTA 条款，如劳工条款、环境条款以及中小企业、国有企业、透明度等敏感议题。TPP 与传统 FTA 相比有四个方面突破：

**第一，打破了传统 FTA 模式，达成无例外的综合自由贸易协定。**与 WTO 相比，TPP 涵盖了 WTO 已有的协定和规则，对 WTO 规则进行了深化，并加入了新议题，例如劳工保护、国有企业、环境保护、透明度等敏感议题。

**第二，强调自由和公平贸易。**TPP 协定要求成员国须制订类似或兼容的法规和标准来保证自由和公平贸易。在促进贸易方面，TPP 更加彻底，百分之百的自由贸易能够从根本上消除国际贸易中的种种争端。

**第三，更加关注劳工和环境问题。**TPP 协议附有两个独立的文件：具有约束力的《环境合作协议》和《劳工合作备忘录》，这是许多 FTA 设法避免的领域。

**第四，严格的执行机制。**与 APEC 和东盟 10+1 相比，TPP 具有更加实际和具体的目标，解决问题的途径更加直接和务实，效率更高。例如“投资者-国家

争端解决机制”赋予投资企业挑战东道主法律的权利，在没有涉足东道主国家法庭的情况下，获取政府的高额赔偿。

未来，TPP 将可能催生世界经济新格局。一方面，TPP 可能成为亚太自贸区的扩展路径。目前，12 个 TPP 成员国占全球经济总量近四成，人口接近 11 亿，是 GDP 规模最大的区域自由贸易协定。同时，韩国正努力成为 TPP 第 13 个成员国。实现亚太自由贸易区（FTAAP）是亚太国家的长远目标，根据亚洲开发银行推算，到 2025 年 FTAAP 带动全球收入增加约 2 万亿美元，GDP 增长约 2%。实现 FTAAP 的可能路径是美国主导的 TPP 和中国积极推动的地区全面经济伙伴关系（RCEP），TPP 偏重规则和制度，RCEP 偏重传统议题，TPP 的标准高于 RCEP。TPP 协议目前基本达成，而 RCEP 仍未达成实质性的协议。同时，美国通过 TPP 全面介入东亚区域一体化进程，确保其地缘政治、经济和安全利益，遏制中国的影响力。

另一方面，TPP 将重塑国际贸易与投资的新标准和新规则。二战以后的世界贸易版图主要由美欧国家通过 WTO 体系制定，近年来随着金砖国家、新兴市场国家的异军突起，新兴市场国家在原有 WTO 框架下的发言权和话语权不断增强，由于 WTO 决策机制是协商一致原则，美欧等发达国家无法通过 WTO 多边贸易体系获得更多的贸易利益。多哈回合多年徘徊不前，很重要的一个原因就是中国、印度等国家无法与美国达成一致。因此，发达经济体希望重塑国际贸易与投资的新标准和新规则，迫使新兴市场国家扩大开放，提高发达国家收益。TPP 基本协议达成后，美国希望通过吸纳更多的国家加入，形成一个近似全球性的自由贸易区安排，最后取代 WTO 成为新的多边贸易体系。

当然，TPP 协议的正式签署尚需时日，各国依然需要得到最高领导层及议会批准，各国能否通过协议还要经受各种程序和政治上的考验，短期内无法生效。从协定内容上看，TPP 想要达到成员国间自由贸易规则也无法一蹴而就。以“零关税”规则为例，在 12 个成员国当中，有一半国家是新兴市场国家，零

关税并不能立刻实现。从协议中“美国将在 25 年内取消对进口日本汽车征收的 2.5% 的关税”一条便可看出，真正实现零关税仍然路途遥远。

## 二、美联储近十年首次加息及其影响

从 2015 年第二季度起，美联储在谈及狭义货币政策“正常化过程”时，提到在完成退出 QE 后即将进入第二项内容——结束零利率政策。美联邦公开市场委员会例会（FOMC）暗示，美联储首次加息时间将取决于对当时和预期的美国就业市场状况和 2% 的通胀目标的评估结果，以及美联储对金融和国际市场发展的各类信息。2015 年 8 月国际金融市场动荡意外地把美联储货币正常化日程延后。9 月份 FOMC 例会结束以来，政策层面、宏观经济和市场最近发生的重要事件表明，12 月中旬美联储首次加息已成必然。

**首先，有决定权的美联储官员态度。** 近几个月来，美联储鹰鸽两派曾一度在媒体上公开交锋，最近以美联储主席耶伦、副主席费雪和纽联储主管杜德利为首的核心阵营暂占上风——他们均明确期盼美联储 2015 年底第一次加息。10 月份 FOMC 例会备忘录进一步显示，美联储已做好年底加息的准备。

**其次，全球金融市场基本恢复稳定，甚至开始出现反弹。** 美元指数曾经由于 9 月份利率政策按兵不动而一度偏弱，推动资金流入新兴市场，直到最近美联储反复暗示年底加息而又强劲反转，全球风险资产市场呈现明显稳定趋势。

**第三，美国国内消费需求强劲，通胀预期上升。** 第三季度美国 GDP 增长率为 1.5%，稍显疲弱，但从构成看，国内消费强劲增长 3.2%。同时，10 月份非农就业超常强劲，新增就业人数远高于市场预期，失业率降至 5%；广义劳动失业率为 9%，每小时劳动工资上涨 2.5%，无疑对缓解通缩预期产生积极作用。

**第四，美国商业银行业的信贷（工商和消费信贷）均呈温和增长之势。**

综合判断，支持美联储加息、实现利率正常化的势力明显占据了上风。我

们预期，美联储 12 月份 FOMC 例会首次加息 0.25%。目前美国联邦基金利率期货市场反映出约 70% 的加息概率，余下 30% 不加息的小概率事件如果发生，可能有以下原因：11 月非农数据意外差，或者金融市场状况如美元指数异常飙升以及全球股市大幅下跌，或者美国年底节日消费支出极弱、服务业大幅下滑等。

**未来两年美联储加息路径。**鉴于目前美国就业市场和通货膨胀的状况及预期，市场对美国未来长期劳动生产率和人口增长的保守估计，以及美国现有经济结构的内需特征，我们认为未来 2016-2017 两年美国经济仍呈温和增长之势，美联储货币政策正常化的节奏也呈相应缓慢推进的特征。据 2015 年 11 月期货市场数据，今后 FOMC 的 5 次例会加息的概率为 70%（2015 年 12 月）、64%（2016 年 1 月）、49%（2016 年 3 月）、42%（2016 年 4 月）和 31%（2016 年 6 月）。2016 年是全球其他地区经济逐步见底或者复苏的一年，美国加息速度不会过快，2017 年随着欧元区与中国经济逐步企稳甚至反弹，全球货币政策的差异度将会减弱，或许出现稍稍快于 2016 年的加息速度，预计联邦基金利率在 2017 年底可能达到 3% 左右。

美联储加息对美国经济利弊兼备：首先，随着短期利率上升预期增强，短、中、长期的市场利率将提前反应并上升，收益率曲线形状变陡，资金成本面临全面上升压力。但也可能促使房屋按揭市场需求上升，带动美国房地产市场增长。第二，自 2008 年以来的超低利率环境使美国金融市场中存在许多非正常的逐利机制，许多领域的风险大幅上升，如果货币正常化启动，将使诸多扭曲因素回归常态，瓦解非正常的逐利机制。第三，美联储加息有可能影响到收入的再分配过程。收入和资源从债务人转移债权人手中，有利于个人/机构储蓄者或固定收入者，对长期投资和经济增长有一定的促进作用。加息还将对美国财政产生一定的影响，利率上升将增加政府的偿债成本。最后，在通货膨胀水平仍然较低的情形下加息，将使通胀受到更大的抑制，美元升值压力增加，对美国出口有一定负面影响。

对全球市场而言，美联储加息周期的正式启动对世界其他地区，特别是对大量借入美元债务的新兴市场经济体有显著影响，以大宗商品出口为主的国家更是形成双重压力。对大多数新兴经济体而言，由于美联储货币政策正常化或加息议题讨论时间已久，再加上市场预期此次升息周期节奏将异常缓慢，全球金融市场将通过提息前的波动来消化部分影响。

值得指出的是，由于越来越多的新兴市场经济体的外债都以本地货币计价，而且它们的资产负债期限结构错配远远低于 20 年前发生危机时的情况。因此这次姗姗来迟的加息对新兴市场虽仍有引发外资流出的负面影响，但对非大宗商品国家影响应当可控。许多新兴市场国家都采取了稳健的货币政策或积极管理通货膨胀目标，在一定程度上可以避免利率上升的冲击。

值得警觉的是，美联储在收紧银根、提升利率时，欧元区、日本和中国仍然处于经济疲软时期，需要维持极度宽松的货币政策，这种差异化政策差异可能增大国际外汇市场的投机性和波动性，从而可能产生新的失衡风险。历史经验显示，美联储加息对实体经济发生作用往往有一个时滞，通常为 6 个月左右。如果美联储 12 月份加息 25 个基点，对市场的冲击应该可控。