

全球经济金融展望报告

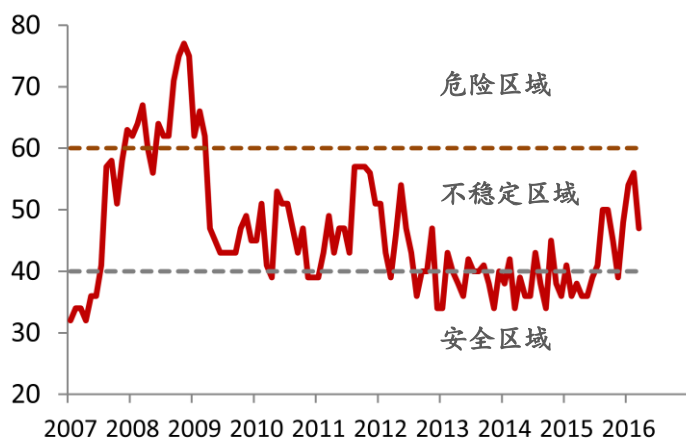
2016 年第 2 季度（总第 26 期）

报告日期：2016 年 3 月 31 日

要点

- 2016 年一季度全球经济持续低迷，大宗商品价格波动反弹。发达经济体复苏步伐减慢，美联储暂缓加息；新兴经济体增长放缓，俄罗斯、巴西等国仍深陷衰退。
- 2016 年一季度全球金融市场大幅震荡，新兴市场国家汇率普遍深度贬值后回升，股票市场大幅震荡，大宗商品价格触底反弹，金融稳定性下降。
- 预计 2016 年二季度和全年全球经济仍将维持疲软增长态势，金融市场面临的风险压力不减，美联储加息和美元升值仍将进一步影响全球风险情绪。
- 本期报告特别就美国劳动力市场复苏情况、欧洲和日本负利率政策、英国脱欧的可能性及其影响，以及新兴市场的信贷周期进行专题分析。

ROFCI 指数最近几个月大幅上升



资料来源：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

廖淑萍

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

政策分化加剧，不确定性增大

——中国银行全球经济金融展望报告（2016年第2季度）

2016年全球经济开局不利，实体经济持续疲弱，金融市场大幅动荡；美联储的加息计划受挫，欧洲央行加码负利率与量化宽松政策，日本央行跟随实施负利率。这种局面显示，宏观管理者与市场之间的信任在削弱、博弈在深化，全球经济走向新的不确定性。展望二季度，全球经济疲软态势将会延续，金融市场趋向平稳，全球政策分化加剧。本期报告特别就美国劳动力市场前景、日欧负利率政策、英国脱欧风险、新兴市场信贷周期等进行专题分析。

第一部分 全球经济季度回顾与展望

一、全球经济持续疲软并面临新的风险

2016年第一季度，全球制造业采购经理人指数（PMI）跌落到荣枯线上，服务业PMI也大幅下滑（图1），全球经济持续疲软。初步预估，一季度全球GDP环比年化增长率仅为2.2%，比意外疲软的上个季度略回升0.4个百分点；同比增长率2.3%，与上个季度持平。大宗商品价格在持续大幅下挫之后，3月份受市场情绪改善推动而有所反弹（图2），对国际贸易跌幅收窄有所贡献。

图 1：全球 PMI 指数运行趋势

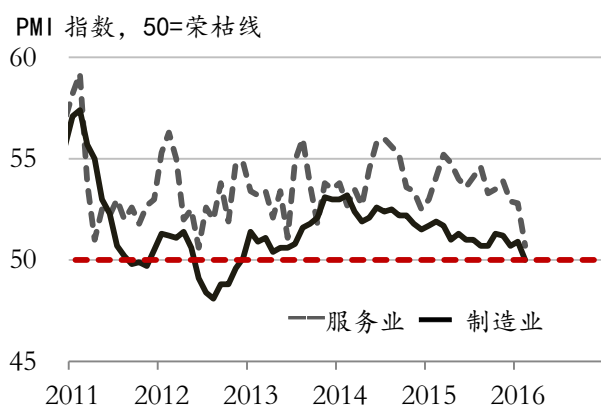
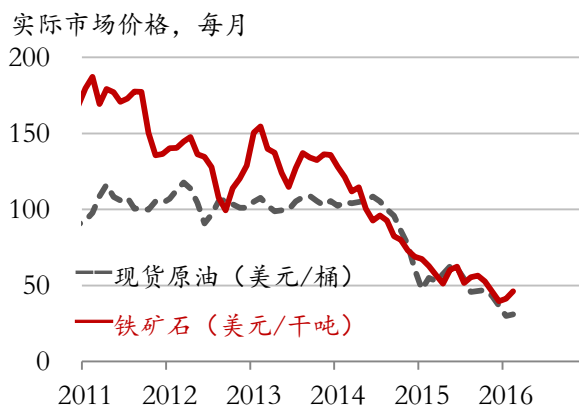


图 2：主要大宗商品实际市场价格



资料来源：IMF，Wind，中国银行国际金融研究所

实体经济持续疲软，但一季度金融市场动荡局面更为严重，两者并存的推动因素主要有：（1）美联储加息引发的资本外流效应传递到新兴市场，再通过新兴市场金融动荡的溢回效应，拖累全球经济。（2）欧洲和日本的经济复苏乏力，通缩压力下实施负利率政策，对银行业利差、盈利能力和稳定性产生影响，金融市场动荡加剧。（3）大宗商品价格下行对相关能源与金融行业带来冲击，对大宗商品出口依赖度高的新兴市场与发展中国家实体经济承受巨大压力。

展望第二季度，全球经济持续疲软的态势难以改观，我们预计全球 GDP 环比增长折年率仍将维持在 2.5% 左右，继续低于全球经济的潜在产出水平。基于市场的动荡和美国经济的疲弱程度超过预期，我们下调 2016 年全球经济的增速至 2.6%（表 1）。其中，发达国家整体上仍然处于温和复苏的态势，发展中国家表现更加分化：亚太新兴经济体整体有望维持在 6.0% 以上的增长，欧洲新兴市场将转为正增长，拉美地区继续深陷通胀与衰退并存的困境，中东与非洲地区有望从大宗商品价格的企稳回升中获益。

2016 年全球货币政策将处于分化加剧的状态。发达国家整体上维持超级宽松的政策周期，但美联储与欧洲央行、日本央行的政策取向分化继续扩大。基于美国经济相对稳定、大宗商品价格触底回升和美国劳动力市场继续改善，美联储加息进程将不会停止，但加息节奏显著慢于 2015 年底的预期，符合我们在上期报告的预期，即 2016 年美联储可能加息 2 次左右，最可能的时间点是 6 月与 12 月。欧洲央行在 3 月份进一步降息和扩大 QE 规模后，预期全年保持该政策取向不变；日本央行将进一步下调负利率水平，以对抗通缩风险和刺激脆弱的经济状况；英国央行全年将维持货币政策不变。发展中国家货币政策分化同样存在。亚太、东欧和非洲等地区都有进一步宽松的政策空间，而拉美地区为对抗持续高企的通胀水平和遏制资本外流势头，仍将保持紧缩的货币政策。

2016 年全球经济增长面临的风险仍然较大，包括由美联储加息带来的各国货币政策分化，新兴市场债务风险，由欧洲难民危机与英国脱欧带来的国际政

治风险，以及由中东地区地缘政治角逐对国际油价带来的不确定性等，都可能对全球经济的复苏带来新的冲击。

表 1：全球主要经济体关键指标预测 (%)

地区	年/季	GDP 增长率			CPI 涨幅			失业率		
	国家	2014	2015	2016 ^f	2014	2015	2016 ^f	2014	2015	2016 ^f
美洲	美国	2.4	2.4	2.2	1.6	0.1	1.0	6.2	5.3	4.9
	加拿大	2.4	1.2	2.0	1.9	1.1	2.0	6.9	6.9	6.8
	墨西哥	2.1	2.5	2.6	4.0	2.7	3.4	4.8	4.3	4.0
	巴西	0.0	-3.8	-3.0	6.3	9.0	5.8	4.8	6.6	8.6
	智利	1.9	2.2	2.0	4.7	4.3	3.9	6.4	6.2	6.6
	阿根廷	0.5	-0.5	0.0	21.3	16.0	25.0	7.1	7.3	6.9
亚太	日本	-0.1	0.5	0.5	2.7	0.8	0.7	3.6	3.4	3.5
	澳大利亚	2.7	2.5	2.5	2.5	1.5	2.1	6.1	6.1	6.2
	中国	7.3	6.9	6.8	2.0	1.4	2.5	4.1	4.1	4.1
	印度	7.3	7.3	7.5	6.4	5.9	4.9	—	—	—
	韩国	3.3	2.6	2.5	1.3	0.7	1.6	3.5	3.6	3.5
	印尼	5.0	4.8	4.8	6.4	6.6	6.3	6.1	5.8	3.6
欧非	欧元区	0.9	1.6	1.6	0.4	0.0	0.9	11.6	11.0	10.5
	英国	2.9	2.2	2.3	1.5	0.1	1.5	6.2	5.6	5.5
	瑞士	1.9	0.9	1.5	0.0	-1.1	-0.5	4.5	4.5	3.6
	俄罗斯	0.6	-3.7	-1.0	7.8	15.5	9.5	5.2	5.7	6.5
	土耳其	2.9	3.6	3.0	8.9	7.7	6.9	9.9	10.2	11.2
	南非	1.5	1.3	1.0	6.1	4.5	6.3	25.1	25.8	25.8
全球		2.7	2.6	2.6	3.5	3.3	3.4	—	—	—

资料来源：中国银行国际金融研究所。注：f 为预测。

二、北美经济整体温和增长，美联储将再度加息

(一) 美国经济小幅加速，继续缓慢增长

美国经济在 2015 年第四季度增长动力减弱，主要影响因素是能源市场衰退、全球经济增长减速、美元持续升值、金融市场波动。这些因素在 2016 年第一季度持续甚至进一步恶化，继续影响美国经济增长幅度。由于企业利润增长下降及信心缺乏，美国的固定投资增长乏力；出口则由于外部需求局限及价格竞争力下降而增长缓慢；库存投资也由于前几个季度上升过快而持续回调。不过，

2016 年第一季度美国实际 GDP 环比年化增长幅度约为 1.5%，高于上个季度的 1.0%，主要推动因素有：受可支配收入增长、油价下降、失业率下降等因素支撑，消费者支出增长较快（图 3）；工业产出在前几个季度下滑之后开始有所企稳（图 4）；住房投资支出由于住房市场复苏而领先其他投资增长；库存投资增长减速，金额仍高于历史水平。

图 3：美国 GDP 增长及贡献结构

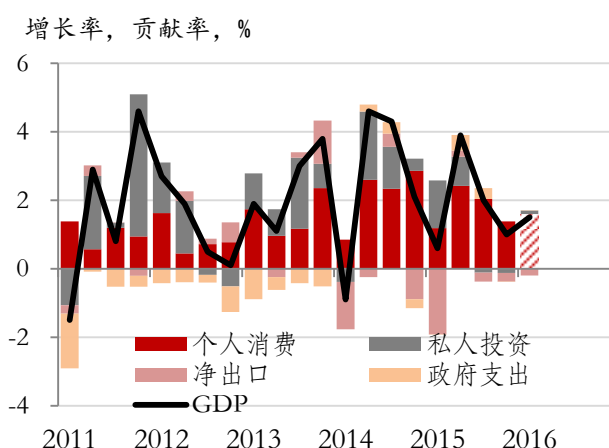
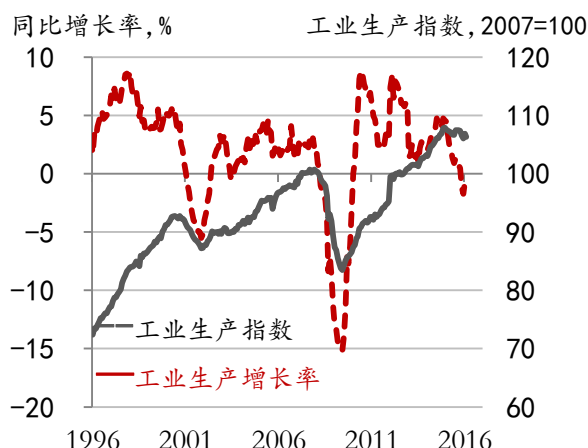


图 4：美国工业产出及其增长



资料来源：IMF，Wind，中国银行国际金融研究所

美国经济在 2016 年第二季度有望延续温和增长势头，再度发生衰退的可能性降低，整体经济将小幅加速。预计第二季度实际 GDP 环比年化增长率为 2% 左右。2015 年 12 月以来的金融市场动荡及外部经济增长减速等因素干扰了美联储预期中的升息计划，美联储放慢了升息步伐，在第一季度维持利率目标不变。但鉴于经济衰退风险下降，就业状况改善迅速，通货膨胀压力上升，以及全球金融市场逐渐稳定，预计美联储将在第二季度提升基准利率 25 个基点。

（二）加拿大经济维持微弱增长

由于具有外向型和能源依赖的特征，加拿大经济在最近全球增长减速及能源市场衰退的环境下受到较大冲击，但整体经济并未恶化，2015 年第四季度实际 GDP 环比年化增长率为 0.8%，高于市场预期。进入 2016 年，加拿大商业投资及出口依然疲弱，但消费支出相对健康。加元贬值及美国经济持续增长对加

拿大的出口有一定支撑作用，对进口则有抑制作用。能源价格回升有利于加拿大相关产业的发展。预计加拿大第一和第二季度实际 GDP 环比年化增长率将维持低于 1% 的微弱增长。加拿大央行在近期将维持利率不变，同时联邦政府可能推出新的财政刺激措施，增加基建开支，减轻继续降息的压力。

三、欧洲经济和货币政策分化加剧

（一）欧元区经济温和复苏，欧洲央行加码宽松政策

2016 年欧洲经济进入复苏的第四年，在低油价、弱汇率、负利率与量化宽松等因素共同推动下，消费成为首要引擎推动欧洲经济温和增长。油价低迷致使通胀率离 2% 目标值渐行渐远，2 月欧元区 CPI 指数下降 0.2%，自 2015 年 9 月以来首现负值；受能源价格持续低行影响，2016 年欧元区通胀率依然低位徘徊，通胀预期跌至 0.5% 以下。欧洲央行果断在 3 月宣布下调三大利率并扩大 QE 规模与范围，其中 QE 规模扩大至每月 800 亿欧元，以此至少为市场带来 2600 亿欧元的增量，并扩大 QE 范围至非银行企业债券。QE 加码举措充分显示欧洲央行将不惜代价保证欧洲经济复苏。

目前，欧元区成员国复苏国家增多：除希腊外，其他成员国经济均保持增长或稳定，劳动力市场持续改善，就业温和增长；各成员国在削减财政赤字方面已取得明显进步，但由于结构与周期性因素，各国经济增速将存在差异。私人消费预计仍将成为今后几个季度的主要动力，QE 加码带来融资条件便利升级，欧洲投资计划项目逐步推行，难民危机导致政府公共支出的增加，这些因素将推动投资需求渐进性增长。外部因素方面，新兴经济体增长放缓、全球贸易疲软，经济前景依旧面临下行风险，给欧元区经济复苏带来拖累。总体而言，欧元区经济将继续复苏，并基本呈现缓步递增的态势。

（二）英国经济持续温和增长，英格兰银行短期内不会加息

2015 年第四季度英国 GDP 环比上升 0.5%，同比上升 1.9%，全年增长 2.2%，

较 2014 年的 2.9% 明显减缓，但仍高于 2010-2014 年 2.0% 的平均增长值。服务业是拉动经济增长的主要动力，油价低迷推动内需保持较强增长势头。增速放缓主要受建筑业、制造业以及如石油、天然气开采等非制造工业产值下滑影响。美国和欧元区经济仍处恢复期，俄罗斯、乌克兰以及中东的不稳定局势也都对英国 GDP 增长产生滞缓影响。

2016 年英国经济维持降速趋势可能性较大，全年 GDP 增速或与 2015 年基本持平。英国将继续维持宽松政策以支持经济持续复苏，短期内不会将加息安排进日程。3 月 16 日英国财政部最新 2016 年年度预算继续通过减税等措施刺激经济，但近期英国通胀仍存下行风险。应高度关注的是，英国将于 6 月举行的脱欧公投，使得英国政治经济环境存在不确定性，将对上半年英国的投资和商业活动产生负面影响，从而拖累英国全年经济增长。

（三）东欧新兴市场分化较为严重，俄罗斯拖累整体复苏

受低油价与欧元区经济复苏的影响，欧盟内的东欧国家增速普遍高于欧元区平均水平。进入 2016 年，保加利亚、捷克等国因欧盟基金带动的投资效应减弱，增速较 2015 年将出现较为明显下滑；克罗地亚自 2008 年后重现增长，复苏力度将随着就业市场趋好而维持在 2% 左右；波兰、罗马尼亚等国内需强劲、劳动力市场稳定且收入水平上升，GDP 增长率可望处在 3.5%-4% 的相对领先水平。

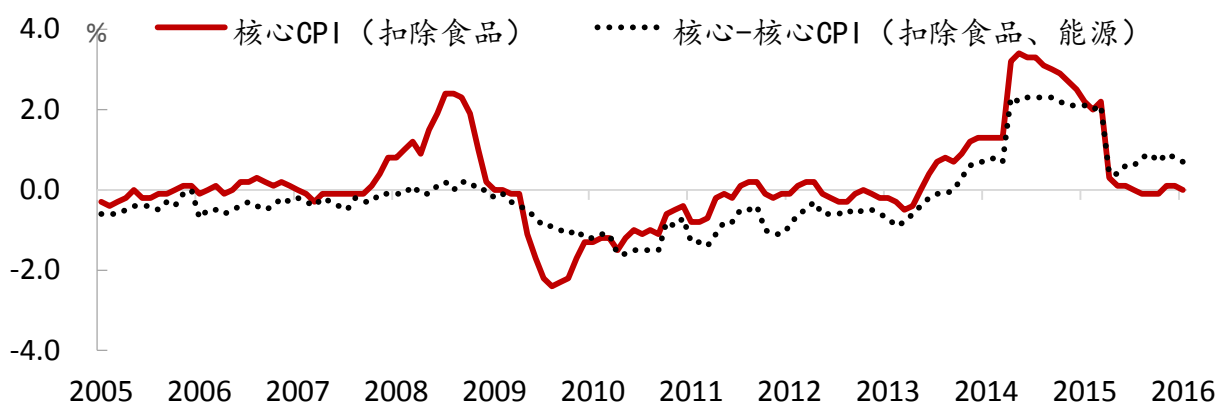
俄罗斯经济陷入衰退。受原油价格下跌及美欧延长对俄经济制裁影响，俄罗斯卢布贬值，通胀加速，经济发展丧失动力与市场信心，自 2008 年金融危机后时隔 6 年再度陷入经济衰退。2016 年国际油价低位徘徊，负增长趋势将难以更改，只有早日平复地缘政治的紧张局势、年内顺利解除制裁，俄罗斯经济才能尽快摆脱阴霾，重整旗鼓。土耳其经济总体表现稳定。欧盟向土耳其年内支付数十亿欧元的难民援助款将提振政府公共支出，对经济增速起到拉动作用。2016 年新组内阁对未来经济前景信心增强，上调了未来经济增长预期。

四、亚太地区经济减速，货币政策进一步宽松

（一）日本通缩和汇率升值压力加大，央行再次宽松预期增强

2015 年日本经济仅增长 0.5%。受居民实际收入下降等因素影响，私人消费低迷，2015 年四季度萎缩 3.4%。私人消费占日本 GDP 的 60%左右，消费不振使日本物价下行压力加大。2016 年 1 月，扣除食品价格的核心 CPI 同比零增长，扣除食品和能源价格的核心-核心 CPI 同比仅增长 0.7%，连续三个月下降(图 5)。

图 5：日本通货膨胀水平的变化



资料来源：Wind

为了尽早实现 2%通胀目标，日本央行于 2016 年 1 月底推出负利率政策，希望通过日元贬值和资产价格上涨促进国内投资和消费。但从实施效果来看，由于受国际金融市场动荡加剧、避险情绪升温的影响，日元兑美元汇率不贬反升，与央行意愿背道而驰。随着美联储加息预期减弱，未来日元升值压力仍然存在。日本央行可能出台更多刺激政策，以应对通缩和升值两大难题。

（二）澳大利亚寻求经济转型提升经济增长动能

2015 年澳大利亚 GDP 增长 3%，其中消费支出和库存增加在一定程度上中和了采矿业及相关投资持续下滑的不利影响。2016 年一季度寻求增长动力转换，服务业正在成为经济增长的新动力，全年 GDP 增长有望略好于 2015 年，保持温

和增长。目前，澳大利亚服务业对经济增长贡献率达 53%，行业从业人员占整个就业市场的 59%，服务净出口对 GDP 的贡献为 0.5%。本地和海外市场对澳洲医疗、社会服务、教育、金融服务等服务业的需求将成为经济增长的新动能。预计 2016 年底澳洲通胀水平将达到 2.7%，核心通胀率接近澳联储目标区间中值 2.5%，可能压缩中央银行进一步降息的空间。2015 年澳联储已经连续两次降息，贷款利率和澳元汇率均在历史低位徘徊。随着近期国际市场大宗商品价格出现企稳迹象，商业景气状况将继续改善，就业市场亦会趋于稳定。

(三) 亚太新兴市场受到外部环境的影响较大

2016 年一季度，亚太新兴市场经济主要受到两大外部因素的影响：

其一，美联储加息后国际资本流入和流出新兴市场的动态变化决定了新兴市场的金融稳定，年初新兴市场资金外流导致市场波动性大幅上升。进入 2 月，美国加息预期减弱后，资金开始回流新兴市场，推动亚太市场气氛转暖。根据 EPFR 统计，2016 年 3 月初新兴市场股票型基金净流入 16.84 亿美元，其他类型的资金流入亦呈上升趋势。

其二，大宗商品价格整体低迷，部分市场价格止跌回升，若该趋势持续，将利好大宗商品出口国整体表现。依赖石油出口的国家或地区如马来西亚等，其经常项目顺差明显收窄；而依赖原油进口的国家如印度、韩国等则受益于油价下跌，通货膨胀下降，为经济增长提供新的支持空间。

由于全球主要经济体经济增长下行压力持续，亚太新兴经济体的外部需求持续不振，出口下滑导致贸易失衡，经济增长只能依赖内需，财政支出、公共投资以及家庭支出成为推动经济增长的动力，通胀低企为各国进一步放松货币政策提供空间。2016 年一季度，印度尼西亚两度降息，泰国、马来西亚、台湾、韩国则将维持宽松政策。经济下行及贸易逆差加剧可能影响部分新兴市场偿还对外债务的能力。

五、非洲经济有望好转，拉美经济继续深陷泥潭

整体而言，中东与北非、撒哈拉以南非洲地区受外部需求增加、大宗商品价格回暖等因素利好，经济复苏加快；而拉美地区通胀高企、资本外流加剧、债务负担较重、融资成本较高，经济短期内难有起色。

（一）南部非洲经济增长有所加快

2016年一季南部非洲多数国家经济增长有所加快，预计2016年实际GDP增长率将达到4%，比上一年增加0.5个百分点。油价和其他大宗商品价格回暖，外部需求回升，是南部非洲地区GDP增速加快的主要原因。尼日利亚、南非、安哥拉等能源大国贸易条件有所改善，出口收入增加。由于大宗商品价格依然处于低位，各国财政缺口扩大，债务率提高，这些国家的经济增长率将低于长期趋势值。

展望二季度，油价和其他大宗商品价格将继续回暖，商业信心指数逐渐上升，全球流动性宽松，外资流入和投资有望增加，南部非洲经济将继续好转。具体来看，尼日利亚的电力和能源短缺将得到一定程度缓解，预计2016年GDP增长率将达到4.1%，比上年增加1.1个百分点。电力短缺、商业信心不足、劳工关系紧张，将继续拖累南非经济增长，预计2016年GDP增长率为1.0%，比上年下降0.3个百分点。二季度南部非洲经济还未达到全面恢复。

（二）中东与北非经济表现较好

2016年一季，中东和北非经济发展速度加快，预计经济增速将达3.6%，比上年增加1.1个百分点。该地区的石油出口国尤其是海湾合作委员会国家预计将率先复苏；伊朗、伊拉克、阿尔及利亚、利比亚和也门等出口石油的发展中国家将从油价回暖中受益；埃及、突尼斯、黎巴嫩和约旦等石油进口国经济多元化有了一定起色，经济将小幅增长。

展望二季度，中东与北非经济将继续好转。美联储暂缓加息，美元阶段性见顶，大宗商品价格将继续企稳回升，对中东地区的石油出口国是重大利好。全球流动性宽松，物价水平偏低，会促进高收入国家的能源和大宗商品消费。各国政府已采取多种措施，发展多元化经济，改善产业结构，非石油产业将成为拉动经济增长的重要引擎。尤其是沙特阿拉伯，采取了新的预算方案和经济改革方案，旨在实现国家财政收入来源多元化，减少对石油收入的过度依赖，一系列举措将刺激沙特经济复苏。尽管如此，也存在一些不确定因素，油价虽有反弹但低迷态势仍将持续，财政赤字状况难以好转，缺乏对包括教育、创新和专利制度等“无形”资本的投资，腐败现象普遍存在，这些对中东和北非地区的经济将产生一定抑制作用。因此，我们对中东和北非地区的经济前景保持审慎乐观态度。

（三）拉美经济深陷衰退泥潭

2016年一季拉美地区经济增长停滞，金融风险未能明显下降，预计2016年GDP增长率-0.3%，与上年持平，连续两年负增长。区域内经济发展分化，南美地区经济出现衰退，而中美洲和加勒比地区将实现正增长。分国别来看，巴西不仅经济衰退，国内还面临复杂的社会环境和政治矛盾，预计2016年GDP增长率为-3.0%，形势依旧严峻。墨西哥主要依靠出口提振本国经济，贸易占该国GDP的三分之一，油价低位运行和美国经济放缓拖累了墨西哥经济增长，预计2016年GDP增长率为2.6%，与去年相比略有增长。委内瑞拉出口贸易中石油占90%以上，油价持续低位运行，委内瑞拉将迎来连续第三年经济萎缩局面。

展望二季度，随着世界经济企稳回升、大宗商品价格回暖和美联储加息步伐放缓，预计拉美经济将略有好转。但是，通货膨胀高企、资本外逃和债务负担加重等因素依旧困扰地区经济发展，金融风险依然较高，将继续阻碍地区经济发展，未来前景难言乐观。

第二部分 国际金融形势回顾与展望

一、金融市场波动加剧，全球金融稳定性面临新压力

(一) 发达市场和新兴市场金融波动性均超过预期

2016 年第一季度，全球金融市场延续了 2015 年下半年的动荡趋势，发达市场和新兴市场金融波动性均超过预期。

能源价格大幅下降，实体经济增长乏力，企业和居民支出疲弱，发达经济体央行货币政策分化，这些因素引发发达国家金融市场波动性持续上升。银行间及非金融企业货币市场的不确定性和利差上升，对货币市场更严格的监管则导致了商业票据市场萎缩。全球主要股票市场动荡加剧，MSCI 及标普 500 的全球指数大幅下降，波动性上升，其中银行股表现更差。新的监管要求使得金融机构持有的债券缩减，做市和套利业务减少，债市深度因此缩减。这些又导致资产价格扭曲，包括利率掉期价格低于同期国债价格，公司债券利差低于其衍生产品 CDS 利差，市场流动性短缺。回购市场萎缩加剧了市场流动性短缺，债券特别是高收益债券基金的市场流动性风险仍然较高。主要央行实施负利率，进一步加剧金融资产价格扭曲和资金错配，驱使投资者追逐高收益高风险资产。美联储开始收紧货币政策，全球出现美元短缺状态，升息周期中这一状态将延续。总之，发达市场的信用风险、市场风险和流动性风险在 2016 年均不同程度上升，而主要央行的政策手段尚处于应对上次危机的状态，满负荷运行，应对新危机的能力受限。

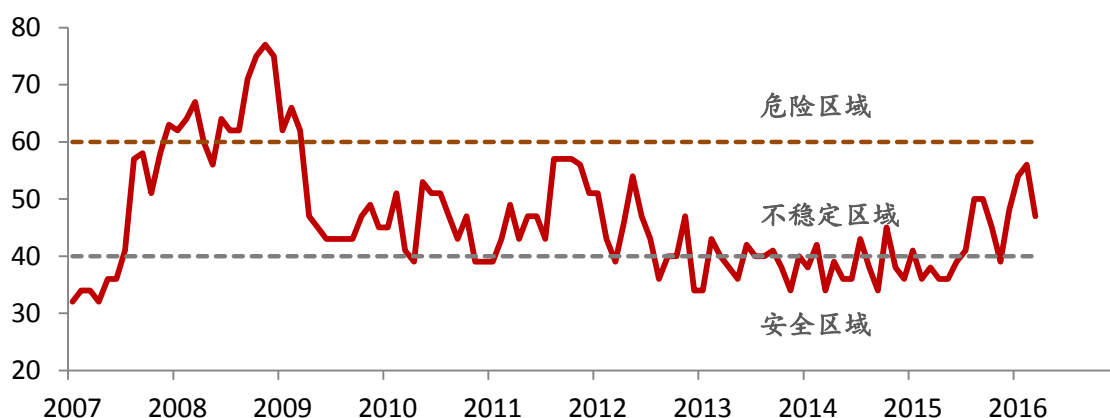
新兴市场由于经济增长减速，能源、工业金属、农产品等大宗商品市场衰退，以及经济过度杠杆化，金融市场动荡程度、广度超过了发达市场，本币对美元贬值，股市大幅下跌，风险溢价提高。主要风险集中在美元升值导致的美元债务敞口扩大，资金外流加剧，银行信贷质量恶化。新兴市场整体信用风险、市场风险、主权债务风险仍然较高，许多国家金融脆弱性上升。最近市场的适

度波动降低了投资者风险偏好，提高了风险溢价，有助于遏制市场过度膨胀。第一季度中后期，随着美国及全球经济衰退风险下降，油价回升，金融市场逐渐出现稳定迹象：股市止跌回升，波动性下降；高收益债券发行回升，利差下降；新兴市场资金外流势头减缓，终结了此前连续两个多季度的资金外流势头，股市资金回流更突出并好于预期，投资者对新兴市场的风险偏好正在逐步回升，为新兴市场资产带来反弹契机。然而新兴市场整体货币贬值的趋势尚未明显好转，企业美元债务敞口仍会持续。

（二）美国金融风险监测指标接近危险区域

2016 年第一季度美国金融危机风险指标（ROFCI）月均值从上一季度的 44 上升到 52.33，仍处于不稳定区域，更接近危险区域。风险上升、稳定性下降的领域主要有：股票市场（尤其是银行股票）和债券市场（尤其是公司债券市场）、非金融类货币市场、外汇市场和宏观经济。ROFCI 显示信用风险、市场风险和流动性风险均有上升。但从变化趋势看，第一季度 ROFCI 在 2 月触及峰值，达 2011 年以来新高点，3 月随着市场渐趋稳定而呈现较大幅回落（图 6）。第二季度，随着美联储利率政策的不确定性下降，经济增长前景改善，金融市场稳定性有望增强，ROFCI 有可能维持在不稳定与安全区域边缘波动。

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

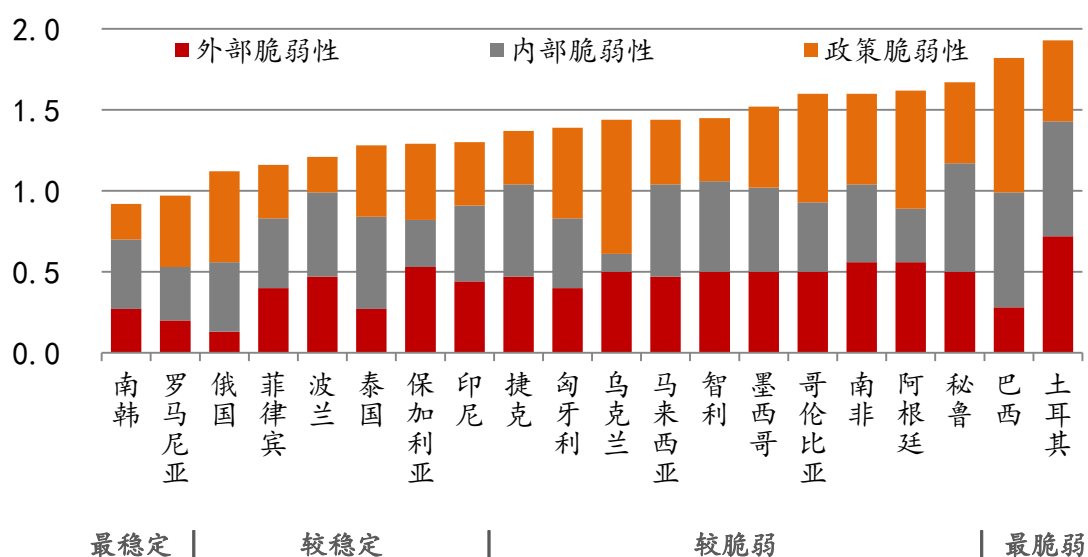
（三）新兴市场金融风险监测指标

我们根据 IIF 的新兴经济体脆弱性指标对新兴经济体国家的金融脆弱性作如下分析和排序：

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。在对以上三部分综合分析的基础上得出该国金融脆弱性总分，并相应划归为最稳定、较稳定、较脆弱、最脆弱四个层次。

如图 7 所示，2016 年第一季度外部脆弱性最高的是土耳其；国内脆弱性最高的是巴西、秘鲁、印尼、土耳其；政策脆弱性最高的是巴西、阿根廷、乌克兰、哥伦比亚。综合看，脆弱性最高的是土耳其；其次是巴西、秘鲁、阿根廷、南非、哥伦比亚、墨西哥、智利、马来西亚、乌克兰和匈牙利等。从变化看，第一季度最脆弱层次的国家减少，脆弱层次的国家增加。从整体看，新兴市场金融脆弱性有所好转。

图 7：主要新兴市场国家金融脆弱性指标（2016 年 3 月）

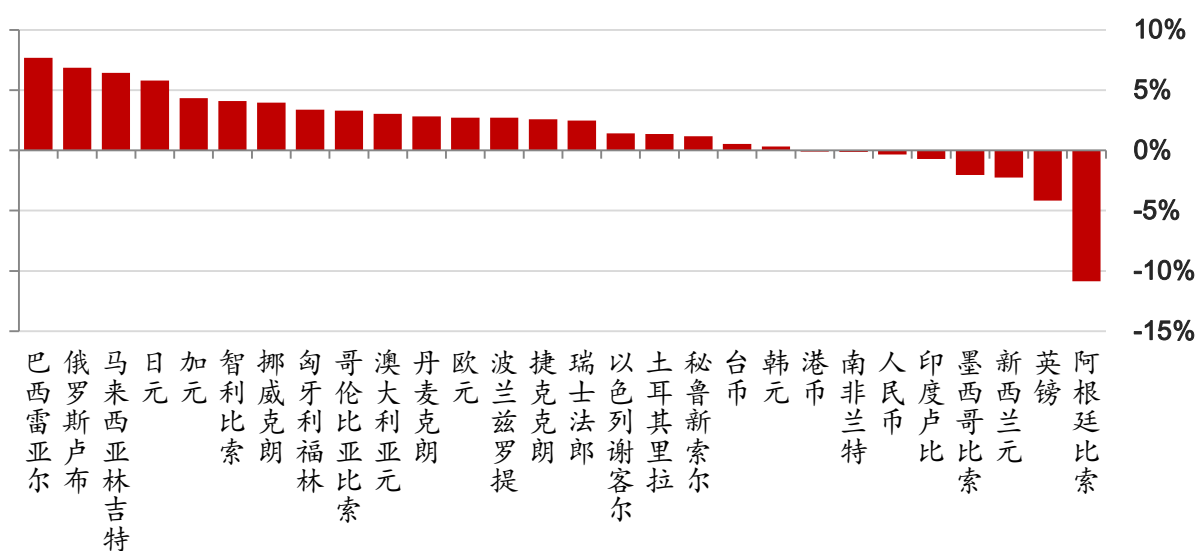


资料来源：IIF，中国银行国际金融研究所

二、外汇市场：美元下行引导全球走势

2016 年一季度，受美联储加息延缓影响，全球外汇市场呈现美元小幅走弱、其他货币普遍回升的态势（图 8）。未来，外汇市场仍将受美联储牵引，主要国家货币政策分化或将加剧汇率波动。

图 8：主要货币对美元汇率较年初变化（截至 2016 年 3 月 25 日）



资料来源：Bloomberg，中国银行国际金融研究所

美元指数在波动中下跌。2016 年以来，美国经济总体保持温和扩张，就业状况良好，但企业投资和净出口疲弱，美元持续走强的基础尚未坚实。全球经济疲软，金融市场剧烈动荡，威胁美国经济前景。欧元区、日本等主要经济体大力推行宽松货币政策，与美国严重分化，间接加剧了美元汇率波动。立足实际与预期经济状况，美联储持审慎态度，维持利率不变，加息进程整体延缓，逆转上一年美元持续走强趋势，舒缓美元升值压力。2016 年一季度，美元指数在波动中调整，3 月 25 日美元指数为 96.2626，较年初下跌 2.45%。

欧元、日元震荡回升，英镑严重受挫。2016 年一季度，欧元区经济复苏乏力，银行业陷入财务困境，难民危机、英国脱欧等政治因素频频施压，欧元汇率震荡加剧。尽管欧央行全线降息、扩大量化宽松政策，但在美联储加息延迟、

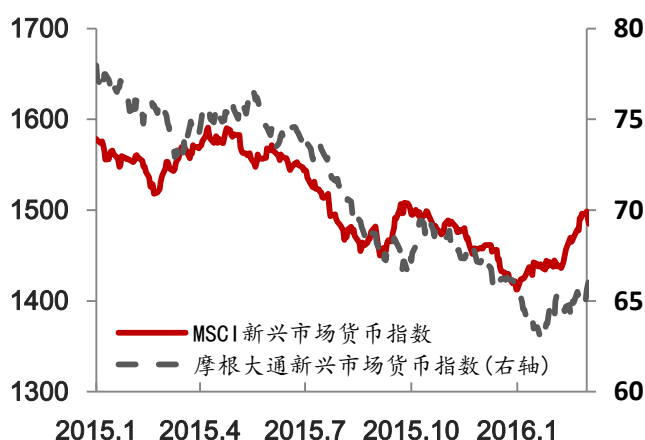
美元下跌牵引下，欧元走出“超调”低位，被动出现阶段性回升。截至3月25日，欧元兑美元汇率报1.1163，较年初升值2.81%。受英国经济增速下滑、央行放弃加息立场以及前期获利回吐的影响，2016年初英镑兑美元逐渐走弱。特别是英国退欧忧虑升温，进一步助长市场看空情绪，英镑兑美元较年初贬值4.06%。尽管2016年一季度日本经济依然疲软、央行推行负利率政策，但市场避险情绪高涨，推动日元大幅走高，较年初升值6.32%。

新兴市场与大宗商品出口国货币普遍出现回升。历经大幅下跌、汇率重估，伴随美元走弱，新兴市场货币阶段性回调，巴西雷亚尔、土耳其里拉、南非兰特等出现不同程度升值；人民币汇率震荡开局，近期出现企稳迹象（图9，详见《中国经济金融展望报告》相关分析）。据国际金融协会（IIF）数据，2016年2月新兴市场资金流入基本持平，终结连续7个月资金净流出趋势，助力新兴市场货币企稳。截至3月25日，MSCI新兴市场货币指数与摩根大通新兴市场货币指数分别较年初上升了1.98%与2.40%（图10）。大宗商品市场触底反弹，原油、铁矿石等价格均出现上涨，标普高盛商品全收益指数上升2.51%，进一步支撑俄罗斯卢布、加元、智利比索、澳元、新西兰元等大宗商品出口国货币回升。

图9：美元兑人民币汇率走势



图10：新兴市场货币指数



资料来源：Bloomberg，中国银行国际金融研究所

展望 2016 年二季度，外汇市场仍将追随美联储指引，在美元加息预期下波动调整。美国经济温和增长，劳动力市场表现强劲，失业率达危机以来最低水平，2 月核心 CPI 创 2008 年 10 月以来最大涨幅，经济衰退可能性较低，总体表现好于其他发达经济体，支撑美元处于相对高位。尽管外部风险上升，美联储推迟加息，并将加息次数指引从 4 次减至 2 次，但仍与其他主要经济体货币政策形成鲜明对比，6 月加息预期将助推二季度美元阶段性上涨。受实体经济疲软、过度杠杆以及政治因素等拖累，欧元涨势难以持续，6 月脱欧公投加剧英国经济与金融市场的不确定性，英镑仍将波动下行。在全球避险情绪高涨以及海外资产回流背景下，日元将保持走强态势。预期随着二季度美元回升，新兴市场与大宗商品出口国货币将出现新一轮贬值行情，但下跌空间总体有限。特别地，拉美实体经济复苏乏力，政治社会问题尚未得到实质性改善，巴西、阿根廷等国汇率波动风险依然存在。

三、股票市场将出现多层分化

（一）2016 年一季度全球股市呈“V”型走势

2016 年一季度，全球股市大幅波动，先抑后扬。2 月初，受美国经济增速放缓、日本宣布实施负利率政策和欧洲银行业财务巨亏影响，全球股市震荡下跌，其中金融股跌幅领先。2 月 6 日至 11 日，MSCI 全球指数从局部高位下跌 20%（图 11）；北美道琼斯工业指数、纳斯达克指数与标普 500 三大指数分别下挫 3.4%、2.2%与 2.7%，美国银行股下跌超过 8%；欧洲富时 100、法国 CAD40、德国 DAX 分别下挫 5.3%、7.2%与 5.7%。其中，欧洲银行股领跌，跌幅超过 20%，德银、瑞信、法兴等银行股价纷纷遭到重挫，跌至历史低点，拖累全球银行和保险类股指的表现（图 12）。3 月份，欧洲央行进一步实施负利率和扩大购债规模的宽松货币政策，美联储暂不加息，市场紧张情绪有所缓解，助推各国股市触底反弹。截至 3 月 25 日，MSCI 全球成长指数较年内最低点上涨 10.2%；美国道琼斯工业指数收复失地，年初至今增长 0.5%；富时 100、法国 CAD40、德国

DAX 分别较年内最低点增长 11%、11.2%和 13.2%。亚洲股市走势也呈先低后高趋势，截至 3 月 25 日，日经 225 指数从年内的最低点攀升至 16936.4 点，升幅达 16.6%；韩国综合指数较年内最低点上涨了 9.1%。

图 11: MSCI 全球指数与 VIX 指数

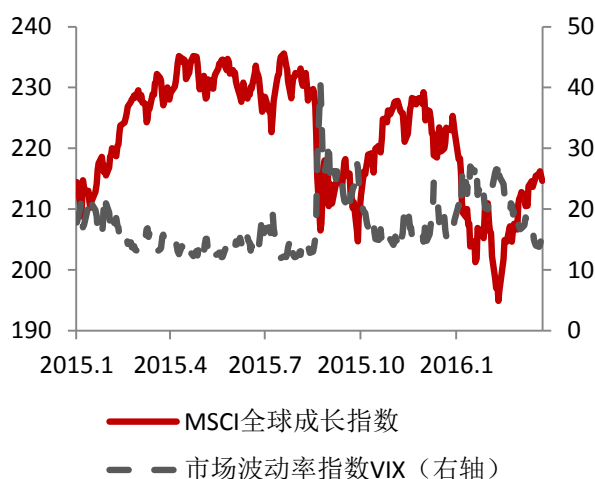


图 12: MSCI 全球银行和保险指数



资料来源: Wind, 中国银行国际金融研究所

(二) 2016 年二季度全球股市将震荡回升

展望二季度，随着美欧日等发达国家实体经济趋于稳定，日本和欧洲等主要央行继续实施宽松货币政策，市场流动性保持充裕，主要发达经济体股市将震荡回升，趋于稳定。负利率国家增多，向存款征收负利率税和宽松的货币政策打开了向资本市场“放水”的阀门，各国流动性泛滥，国债价格纷纷上扬，国债收益率降低甚至为负，资金将从债市转向股市。

新兴市场股市也将呈现好转。随着美联储加息步伐放缓，大宗商品价格回暖，新兴市场国家资本净流出速度可能会有所减缓。尤其是南美等新兴经济体为应对通货膨胀和资本外流风险，处于加息通道，股市将率先企稳。以印度为代表的亚太新兴经济体经济表现稳定，处于降息周期，流动性相对充裕，将对股市形成支撑。

（三）欧洲银行业绩变差可能导致股票市场波动加剧

年初全球股市大跌，主因是欧洲银行业财务亏损，在一段时间内这仍然会成为全球股市的风暴口。2016年1月德意志银行发布2015年年报，全年亏损达68亿欧元，超越2008年金融危机水平，瑞信银行2015年亏损也达24亿瑞郎。欧洲银行业资产质量偏低，欧元区整体不良率在6%以上，贷款中能源、大宗商品风险敞口较大。投资者对欧洲银行业盈利能力、资本缓冲、负利率以及监管趋严环境的担忧加剧。从2016年初至今，MSCI欧洲金融股票指数累计下跌9.66%。

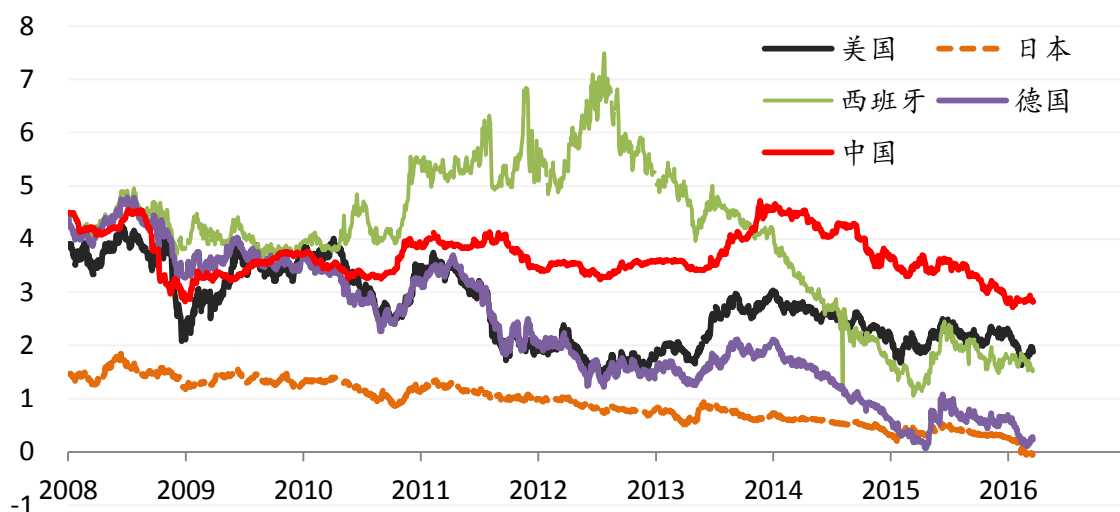
然而，近期欧洲银行业的糟糕局面并没有得到缓解。欧央行在3月10日的议息会议上进一步降息10个基点，隔夜存款利率达到创记录的-0.4%的历史低点，将进一步重创欧洲银行业的盈利空间，使银行业息差收窄，股价承压。此外，英国脱欧事件也将影响欧洲经济复苏和欧洲股市后期走势，一旦英国确定脱离欧洲，将导致避险资本流出，欧洲股市动荡加剧。

四、主权债券市场收益率将维持在低水平

（一）全球债券市场波动中分化

2015年四季度以来，全球主权债市场呈现分化态势。欧债收益率持续振荡、美国国债收益率稳中有升，日本国债收益率则稳中有降（图13）。美国十年期国债收益率由低点2.07%涨至2.43%，涨幅达17.3%，反映随着美国升息预期升温，市场对美联储退出量化宽松的担忧。德国十年期国债收益率从四季度低点0.45%至高点0.73%间变化幅度达62.2%，振荡态势明显，欧元区核心国家对欧洲央行宽松政策有所抵触，由此产生的不确定性是德债振荡的主要原因。另外，欧洲央行按照其承诺延长宽松政策，但仍不足以支撑市场信心，也是导致债券市场波动的原因之一。日债收益率持续下跌，反映日本经济疲软，资金流向债券市场，进入避险模式。

图 13：部分国家十年期国债收益率走势比较 (%)



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

（二）2016 年全球主权债券收益率将维持在低水平

展望 2016 年，预计全球主要国家的国债收益率将维持在低水平。美国经济形势稳健，短期国债收益率受美联储二次加息时间不确定性的影响可能出现一定程度的上升，但长期国债收益率走势将继续维持在历史相对较低水平。欧洲央行在货币政策方面全力支持欧元区经济复苏，财政宽松政策不断出台，未来欧元区主权债收益率保持在目前低水平的可能性较大。日本政府在 3 月成为继瑞士后第二个以负收益率销售十年期国债的国家，各国政策制定者为刺激经济采取的举措日益激进，彰显借款成本全球范围大幅下滑，也在一定程度上反映全球实体经济的疲软。预计日本国债收益率将维持在负值水平，鼓励对实体经济的投资。尽管评级机构下调了中国主权评级展望，但中国国债市场保持相对稳定，中国央行 3 月推行降准政策，有意引领 G20 国家协力刺激全球经济增长，随后长短期国债收益率均有所下降，反映市场信心增加带来的需求上升。

（三）美国升息是债券市场分化的主要原因

美联储于 2015 年 12 月宣布升息 25 个基点，为近 10 年首次加息。此前，

随着升息预期升温，美国国债收益率出现微升趋势。升息后，美国短期债券市场收益率总体将跟随基准利率呈现上行趋势，美国十年期国债需求不断上升，十年期国债收益率出现下跌走势。同月，欧洲央行降低存款利率 10 个基点至 -0.3%，并在 2016 年 3 月推出新一轮货币刺激政策。由于欧元区核心国家对宽松货币政策仍存犹豫，因此欧债收益率振动不断。随着降息决议的公布，欧债收益率开始明显与美债分化，呈明显下降走势。

五、大宗商品市场震荡寻底

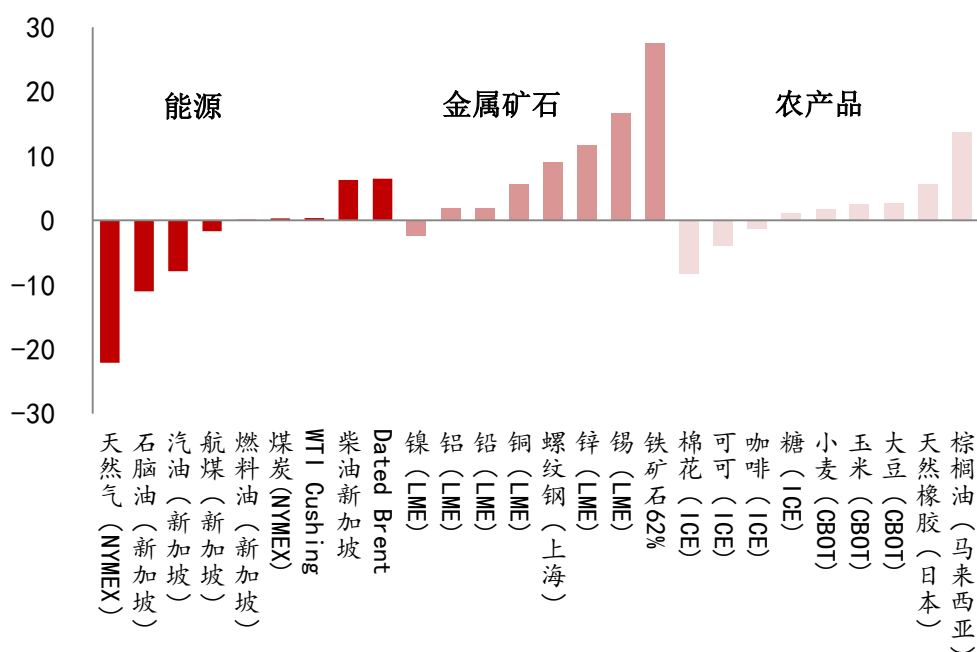
（一）2016 年第一季度大宗商品市场波动率大幅攀升

新年伊始，国际能源市场就以其高波动率一度让市场唏嘘。由于伊朗宣布将执行核协框架内容，较市场预期有所提前，国际两大风向指标油 Brent 和 WTI 于 1 月纷纷跌破 30 美元/桶，至 12 年来的最低点。2 月以来，由于美元指数转向，原油库存创新高，伊朗恢复供应，对 OPEC 与非 OPEC 国家“冻产”及“减产”等诸多预期，市场多空力量交织，能源市场交易波动很大。在工业金属矿石市场，不同于去年的整体大幅下跌态势，在预期中国政府将实施更多的经济刺激政策、主要生产商的减产协议以及中国节后需求回升等因素的提振之下，截至 3 月中旬，几乎所有的工业金属都出现了上涨势头，铁矿石更是在暂时性的供应冲突（天气因素导致）以及空头回补等作用下领涨市场。在农产品市场，高产出以及高库存依旧压制着整体市场的表现，但是不乏如棕榈油等农产品在厄尔尼诺的影响下大幅上涨（图 14）。

（二）2016 年大宗商品市场将继续震荡寻底

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。就全球需求而言，目前的全球大宗商品更依赖于全球经济走势，特别是新兴市场的经济增长需求，以中国为代表的主要新兴市场国家的经济增长速度放缓，对全球大宗商品的需求增速也会相应减缓。

图 14: 截至 3 月 14 日主要大宗商品价格较年初涨幅 (%)



数据来源: Bloomberg, 中国银行新加坡分行

就供给端而言,不同大宗商品市场面临的态势开始有所分化。在能源市场,关注点主要是俄罗斯与 OPEC 国家的“冻产”协议最终达成以及执行的可能性(目前看来很小)。基于主要产油国当前几乎处于历史高位的原油生产水平以及全球高企的原油库存,我们认为即使“冻产”协议得以达成,也不足以支撑原油价格大幅长期反弹。另外,美国页岩油生产商的生产韧性以及其对市场价格的迅速反应,加上伊朗将持续致力于恢复其因制裁而失去的市场份额,这些都将限制能源市场的涨幅。只有实质性的减产,或者出现经济的迅速回升,才足以支撑能源市场。

在工业金属矿石市场,在全球主要矿商如嘉能可、自由港等减产背景下,从 2015 年 11 月开始,中国生产商在各个主要工业金属领域宣布了一系列不同程度的联合减产,以提振持续疲弱的价格。目前这一措施正在发挥成效,锌、锡等市场供应有逐渐偏紧的态势。以美元计价,更低的生产成本以及更低的能源成本在支撑着工业金属的生产。

在农产品市场中，由于不同主产区气候状况不同，不同农产品的表现也不同，后市展望存在较大变数。当前，小麦、玉米等谷物在较高产出和库存的压力下面临下行压力，白糖、棕榈油等则因天气因素减产，具有上涨动力。

（三）大宗商品市场前景仍具有较大不确定性

市场对于以原油为代表的大宗商品将在 2016 年继续表现疲弱已经基本形成了共识，分歧主要在于市场何时开始复苏反弹。当前预计的时间点主要集中在 2016 年下半年至 2017 年间。期间大宗商品价格需要较长时间维持在低位，以迫使实质性的减产发生。以能源市场为例，其反弹的时间点和力度取决于美国高成本页岩油退出市场的进度与力度，OPEC 与俄罗斯达成“冻产”的可能性以及实际实施效果，伊朗石油的复产进程，以及伊拉克、尼日利亚等国的供给中断可能性等等。总之，只有实质性的减产发生，并且维持一段时间，才足以支撑价格从目前的低位反弹。

第三部分 热点专题分析

一、美国劳动力市场复苏的真实性及其影响

（一）美国在低增长下就业快速提升的原因

从近期看，劳动就业与经济增长两者之间并不存在较强的正向关系。但从长期看，两者之间的确存在较强的关联，即“奥肯法则”。过去一年多来，美国劳工市场持续走强，以致美联储在 2015 年 12 月启动了近 10 年来的首次加息。如何解释在 GDP 缓慢增长的背景下，美国劳工市场呈现出异常的强劲？

原因之一是美国经济结构发生了重大变化。根据美国劳工统计局的数据，2015 年劳动密集型的服务产业就业人数占据美国劳动力的 86%，增加了 230 万；而资本密集型的制造业就业人数只占 9%，仅上升了三千个职位。例如最近受到影响最严重的制造业和能源生产行业，在就业方面贡献度远远低于其对 GDP 的

贡献度（25%左右）。近年美国制造业和出口贸易受到强势美元的负面影响而趋于不景气，美国经济在劳动密集型服务行业的内需驱动下，一方面维持劳工市场的强势，另一方面不断抵御全球周边经济疲软所带来的冲击。

另一个原因是，低水平的劳动生产率增长驱使了美国企业侧重短期就业的冲动。在很多美国企业里面，管理层一直在犹豫是否值得在新机器和技术上增加投资，从而往往有冲动在短期内增加更多的劳工。虽然这有益于短期就业，但没有从根本上提高生产率，经济增长的真正潜力最终难于实现。目前甚至有经济学家认为，美国经济已经进入了一个所谓的长期停滞期。

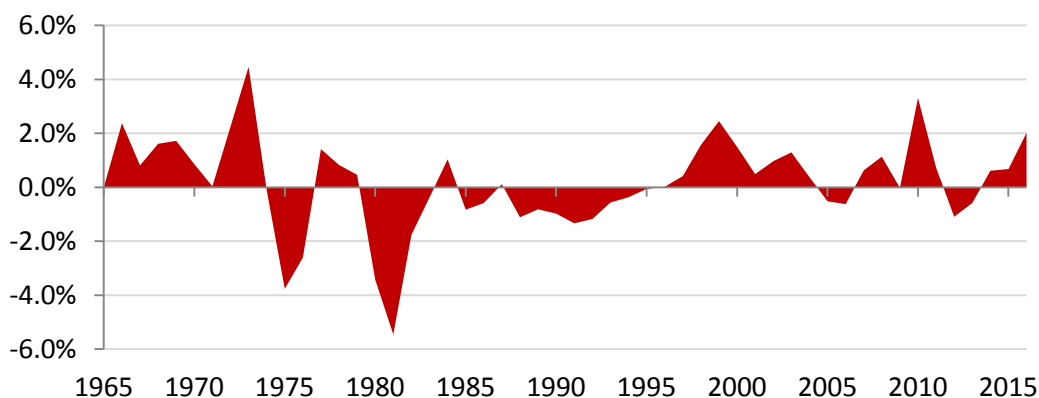
此外，一种比较悲观的观点认为，最近劳工市场的强劲只是一种滞后现象，是对2015年第二季度较强GDP的推迟反应。目前的劳工市场并非数据显示的那么强劲，除了狭义失业率（U3）滑至4.9%以外，广义失业率（U6）9%的水平和劳动力参与率的下滑（过去10年从66%降至62.6%）均说明美国劳工市场内部还有进一步改善的余地；或者说，此次经济复苏周期中的劳工市场复苏力度离过去每次周期中的复苏力度还有一定差距。

（二）劳动力市场复苏对通胀压力的传导与影响

一般经济学理论认为，当劳工市场的工资成本上升超过生产率增长的速度时，公司将把上升的工资成本转嫁给消费者，推高通货膨胀水平。所以，经过生产率调整后的工资变化通常是未来通胀的先导指标。在美国最新非农就业报告中，平均时薪同比上升2.5%，与20世纪80、90年代和2000年代中期相比令人失望。20世纪70年代工资增长虽然强劲，但经过数年仍跟不上通胀速度。90年代后期劳动力市场和家庭收入增长势头虽然不及70年代，但超出通胀速度。当时消费者信心指标也达到峰值。目前，工资增长再次领先通货膨胀水平的上升，呈现出类似90年代后期的情况。通胀水平与当时相比甚至更低，其中石油价格走软和美元强势起到重要作用。过去半个世纪工资与通货膨胀率的差

值每次触及 2%后，就会逆转（图 15）。最近两者的差值碰到 2%以后，通胀指标出现走强迹象，工资上升是否一定会导致通货膨胀有待进一步观察。

图 15：美国工资增长率与 CPI 涨幅之差



资料来源：Wind, 中国银行纽约分行

（三）劳动力市场复苏对美联储利率政策与美元汇率的影响

最近几个月美国非农就业数据显示出极高的就业增长，失业率水平降至 4.9%。2016 年 1 月份工资增长甚至出现加速的走势，这无疑成为美国劳动力市场继续收紧的一个迹象。从表面上看，劳工市场的这一强劲信息加上最近开始反弹的 PCE 指数，会迅速地推动美联储重回继续加息的轨道，但这一考量忽略了美国经济和全球市场所处的氛围和特征。

美国劳工市场广义失业率 (U6) 仍然较高，劳动力参与率较低，工资水平增长缓慢。尽管近年狭义失业率一直在下降，最近甚至达到 4.9%，但真正的失业率 U6 处于 9.9%，仍高于 2007 年中期的 8.4%。工资增长率一直位于 2.5% 左右，远低于以往周期。2016 年初工资增长出现加速，但是否形成趋势不得而知。上述情形说明，美国劳工市场仍有改善空间。同时，新兴市场经济增长放缓，金融市场波动带来恐慌，反映出国际金融市场的脆弱性，随之而来的全球股市大跌使美联储不得不将美国的外围市场因素作为其货币政策的考虑因子之一。

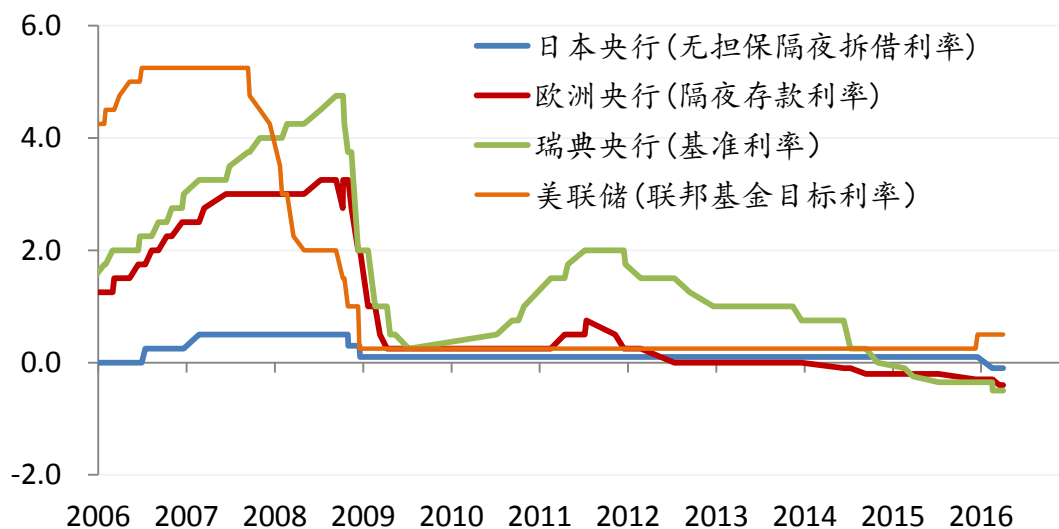
由于美国 GDP 增长继续呈现温和态势，在最近物价指数 (PCE) 的抬头和劳

工市场继续走强的基础上,美联储3月份的议息会议上并未做出任何加息决定,更可能是在年中重新考虑加息的时点。我们预计美联储在2016年加息两次。从美元汇率的走势看,美元对欧元、日元等国家的货币将继续维持上下波动的格局,美元指数(DXY)在94-100之间波动,美元对新兴市场的汇率则仍有升值的可能。总体而言,美元的牛市周期仍未结束。

二、全球央行负利率政策：陷阱、迷惘还是希望？

2008年全球金融危机之后,主要发达国家将政策利率降至接近零的水平。2016年,伴随日本央行推出负利率政策,全球已有五大央行实行这一非常规货币政策。而美联储已于2015年底启动加息进程,发达国家货币政策的分歧进一步加大(图16)。

图 16: 欧洲央行、日本央行、瑞典央行和美联储政策利率 (%)



资料来源: Wind, 中国银行国际金融研究所

负利率的实践。上世纪70年代,瑞士央行首家尝试对外国账户实行负利率,目的是阻止资本流入。2009年7月,瑞典央行将商业银行存款准备金利率降至-0.25%,以鼓励银行多放贷,而不是持有更多准备金。丹麦央行在2012年7月效仿此举,以防资金大量流入影响其汇率稳定,2014年4月欧债危机缓和后恢

复了正利率，但在 2014 年 9 月再次引入负利率。影响较大的是欧洲央行和日本央行。2014 年 6 月，欧洲央行首次将存款利率下调至-0.1%，并在 2014 年 9 月、2015 年 12 月和 2016 年 3 月分别降息三次至-0.4%。2016 年 1 月，日本央行引入“带有负利率的质化量化宽松”政策，以尽早实现 2%的通胀目标。

负利率的动机包括支持通胀或抑制升值。上述央行的政策出台动机可大致分为两类：一是支撑通胀预期，以欧洲央行、日本央行为代表。两大央行均希望通过压低本币汇率，引入输入型通胀，来达成通胀目标；另一类则是基于缓解本币升值压力的考虑，以丹麦、瑞士和瑞典央行为代表。三国均为欧洲小型经济体，未使用欧元，但与欧元区经济关系密切。欧债危机期间，曾有大量资金因避险需求而流入三国，对其汇率构成一定上升压力，并影响当地经济表现。为减缓资本流入，同时保持币值相对稳定，三国决定推行负利率政策。

负利率的效果。理论上说，负利率将降低息差，从而能促使金融机构将过剩资金投放市场，鼓励投资和消费。部分资金可能进入股票等资产市场，带动股市上涨。投资者可能抛售货币，转而投资其他更高收益的货币，导致货币贬值。从现实表现来看，五大央行实施负利率后的效果表现在以下方面：

第一，有助于降低市场利率。负利率对隔夜利率的影响最为明显，除日本外的四个地区隔夜拆借利率都已降至零以下。对其余货币市场的传导作用也在逐渐显现。在欧元区和瑞士，货币市场利率跟随中央银行存款利率而变化。在瑞典，货币市场利率紧随回购利率而变化。对于长期利率，如国债收益率也明显下行。全球逾 3 万亿美元政府债券已经出现名义利率为负。德国 5 年期国债的收益率为负值，瑞士则连 10 年期国债的收益率为负值。

第二，一定程度上推高资产价格。由于银行存放在央行的存款会受到负利率影响，但却不敢将负利率转嫁给客户，特别是零售和中小企业客户。为了弥补负利率对银行盈利水平的影响，银行不得不将剩余资金贷出去，或者寻找其

他投资途径，如信用评级较低的债券、股票等，增加高风险投资。尤其是在负利率配合量化宽松的情况下，银行很可能将通过量化宽松获得的资金用于投资资本市场，抬高资产价格。从实际效果看，截至 2016 年 1 月底，欧洲斯托克 50 指数较负利率实施前上涨 6%。但日本股市在两个月内下跌了 5%左右。

第三，能否促进贬值与市场条件、其他配套措施关系较大。效果最明显的是欧元区，其名义汇率较实行负利率前贬值 18%，实际有效汇率也下跌 8.2%。但欧洲央行自 2015 年 1 月起实行了量化宽松，并于 2014 年 9 月、2015 年 12 月和 2016 年 3 月降息三次，且一直保持宽松的态度，令市场保持继续降息或扩大量化宽松的预期。此外，欧洲央行于 2014 年实施负利率时，美国正逐步退出量化宽松并即将开展利率正常化，使得美元汇率走强，欧元汇率借势回落。

瑞典和日本的成效则不如预期。瑞典在实施负利率的 11 个月内，瑞典克郎的名义汇率和实际有效汇率均上升了约 3%。日本的成效最差，日本央行推行负利率时恰逢市场避险情绪升温，负利率政策推动日元汇率由 1 美元兑 118 日元贬值至 121 日元后，仅维持三天。随后，由于市场对全球经济下行的担忧加大、金融市场大幅波动、对美联储加息预期减弱，市场避险情绪升温，日元汇率显著反弹，在一个月內升值约 7%，完全抵销了负利率的成效。

第四，对提升通胀预期效果不大。欧洲央行推出负利率的重要目的是抗击通缩。但欧元区负利率政策实施近两年，通胀率仍在 0%左右徘徊，核心通胀率一直处于 1%以下，远远未达到 2%的通胀目标。日本负利率政策仅推出 1 个多月，其对通胀的影响尚待观察。但日本和欧元区的情况类似，通缩的原因主要在于经济结构性问题，如人口老龄化、居民消费不旺、私人部门融资需求不足。仅靠货币政策无法解决上述问题，也无法从根本上带动经济增长。

负利率政策不可能长期使用，未来还需要财政政策的配合，并强化国际协调。作为一项非常规货币政策，负利率只能暂时使用。如长期使用，必定弊大

于利。一是增加金融风险。过度宽松的货币政策易导致资产市场出现泡沫，对实体经济造成重大扭曲。二是使政府失去结构性改革的动力。央行只能继续不断向泡沫化的金融市场注入更多流动性，最终陷入无弹药可用的境地。

因此，长期来看，利率政策应逐步回归正常化。在此过程中，各国财政政策的配合至关重要。应通过扩大基础设施、技术升级等领域的公共支出，增强经济内生动力，实现“经济增长+利率提高”的正向循环。同时，各国央行之间要加强协调，以免货币政策分化造成对金融市场的溢出效应。

三、英国脱欧的可能性及其影响

英国脱欧公投定于2016年6月23日举行。若公投通过，英国将在两年后退出欧盟，欧盟面临重大政治风险。尽管此次脱欧公投成功可能性有限，但英欧关系根本矛盾仍然存在，英国退出欧盟的风险不会因为公投的结束而消失。

（一）欧盟对英让步一定程度降低脱欧风险，但英欧根本矛盾尤在

从欧债危机可见，欧洲一体化面临不进则退的局面。历史上，英国与欧盟的关系一直若即若离。英国执政的保守党内部对脱欧意见不一，在野党则支持留在欧盟。英国民意要求脱欧的主要原因包括移民压力、欧债危机、主权问题和财务负担。欧洲难民危机和恐怖事件也助长英国脱欧的民意基础。英国首相卡梅伦为争取更多人支持留在欧盟，向欧盟提出给予英国“特殊地位”的改革方案，包括主权、货币、增加欧盟共同市场竞争力和限制欧洲移民福利等四点诉求。

此次改革诉求成功与否，对公投结果具有重要引导作用。英国权威民调公司ComRes于2015年12月对英国1001位选民的电话民调显示，如果英国政府和欧盟就目前的改革能达成一致，“留欧”和“脱欧”的比重是56%比35%；如果与欧盟的谈判失败，支持“留欧”和“脱欧”的比重下降到48%比45%。

经过紧张磋商，2016年2月19日英国与欧盟达成改革协议，给予英国上述四方面的特殊地位。卡梅伦虽然没有完全实现其主张和诉求，但是改革协议使英国在共享欧盟市场的同时获得较大自主权，一定程度降低了公投成功的可能性。

（二）英国脱欧的全球负面影响较广

脱欧对英国和欧洲的外交和内政方面都将产生不确定性。外交上，英国退出欧盟意味着无法再从内部对欧洲未来发展方向产生影响。在脱欧问题上，美国明确表示希望英国留在欧盟内部并继续发挥领导力，由此推论，脱欧将削弱英国在世界舞台的影响力。内政上，脱欧可能导致苏格兰独立问题重新浮出水面，再次增加英国政治的不稳定性。苏格兰民众大多数希望留在欧盟，如果英国决定脱欧，苏格兰可能举行二次独立公投，以作为独立国家加入欧盟。

欧盟并不希望作为联合国常任理事国和欧洲大国的英国脱欧，这样不仅会削弱欧盟自身的国际影响力，还会给其他内部国家因为不满欧盟协议安排而开启脱欧先河。英国启动脱欧谈判时，其他成员国需考虑的问题是：利于英国退出的条例是否会鼓励其他成员国退出欧盟。英国脱欧还可能引发的问题包括：英国将失去从欧盟内部影响欧盟法规制定的能力，没有英国参与的欧盟新法规在国际资本市场的影响力也可能因此下降；欧元区当局还需要判断，是否鼓励更多以欧元计价的金融业务在欧元区内部进行；如何在法兰克福、巴黎、卢森堡或都柏林中选择一个城市建立欧元区的核心金融中心。

英国脱欧将对中英和中欧关系产生负面影响。2015年习近平主席访英开创两国交往新时代，英国政府宣布要做中国在欧洲甚至整个西方的最佳伙伴。英国向来有支持自由贸易的传统，是为数不多的公开表态愿意承认中国市场经济地位的欧盟国家之一。若英国退出欧盟，中国将失去一个在欧盟内部推动中欧自由贸易的重要力量，增加未来中欧自由贸易协定谈判的难度，影响中欧关系

发展。

（三）未来与欧盟的双边关系协议是关键，英国可参考瑞士模式

英国脱欧对经济整体造成负面影响可能性较大。欧盟是英国第一大贸易伙伴，截止到 2014 年，英国 45% 的出口流向欧盟成员国，53% 的进口来自于欧盟成员国。对于英国来说，欧盟更是重要的外资来源国。同时，英国也是欧盟 2014 年吸引外资最多的国家。从现有欧盟与其他国家的贸易关系看，英国退出欧盟后，可参照瑞士模式重建与欧盟关系。瑞士与英国类似，金融业发达，且欧盟成员国是主要客户之一。瑞士与欧盟的协议更适合英国国情；其次，瑞士模式的核心是英国与欧盟作为两个独立经济体，平等谈判和磋商双方的政治和经贸关系，这是英国退欧的最主要诉求。

四、新兴市场信贷周期的变化特征与风险评估

（一）当前新兴市场风险特征

2015 年第四季度，新兴市场风险呈现四点特征。第一，金融部门脆弱性出现分化。处于极端区域（安全、高风险）的国家数量增加，表明一些新兴市场国家信贷扩张、期限错配等严重，信贷风险攀升。第二，资产市场脆弱性分布呈现左偏趋势。安全、弱安全区域的国家数量多于低风险、高风险区域的国家，表明第四季度新兴市场国家资本市场脆弱性整体改善。第三，不同国家公共部门脆弱性水平差异较大。阿根廷、印度财政赤字情况严重，乌克兰公共债务水平过高，巴西则兼具上述两大问题。第四，外部脆弱性降低。仅乌克兰、保加利亚等国面临外债过高、国际资本回撤风险。

总体来看，较之 2015 年第三季度，当前信贷风险已取代外部风险成为新兴市场面临的主要问题。同时，新兴市场信贷风险分布不均，两级分化趋势明显。智利、阿根廷、墨西哥、巴西等国家信贷风险突出，率先爆发债务危机的可能性较高。

（二）历次信贷周期的趋势特点与新兴市场信贷特点

20 世纪 70 年代至今，全球经济连续经历了四轮明显的信贷周期。

第一轮信贷周期（1970-1979），阿根廷、墨西哥等拉美国家发展出口导向性战略，在国内资金缺乏的情况下，大规模举借外债，贷款年均增长率高达 30%。随后在美联储加息冲击下，拉美债务危机爆发。

第二轮信贷周期（1980-1990），“广场协议”之后，日本为了刺激经济增长，加大了货币政策刺激力度，导致信贷规模快速扩张，引发股市、房地产泡沫。此后，日本采取紧缩性货币政策预防通胀，资产泡沫破灭，日本经济陷入长期萧条。

第三轮信贷周期（1990-1997），泰国、马来西亚等亚洲新兴市场推行金融自由化改革，大量资本涌入导致信贷激增，国际资本流动逆转后金融危机爆发。

第四轮信贷周期（2002-2007），美联储连续 13 次下调联邦基金利率，刺激了住房抵押贷款市场发展，过热的房地产市场导致通胀压力上升，美联储持续调高利率后，引发“次贷危机”。由此可见，在信贷周期中，借款人的过度借贷会积累信贷泡沫。一旦信贷周期发生逆转，信贷泡沫破裂将触发严重经济金融危机。

2008 年金融危机以来，新兴市场在强有力的政策刺激下，经济率先复苏，国际资本大量涌入，开启了新一轮信贷扩张。私人部门杠杆率持续攀升，信贷泡沫开始显现，外债偿付风险上升。数据显示，2007 年底至 2015 年底，新兴市场私人部门债务/GDP 由 60.7% 上升至 90%，公共部门债务/GDP 由 37.3% 上升至 43.3%。从币种结构来看，从 2007 年底至 2015 年底，金融机构外债总额由 1.7 万亿美元上升至 2.1 万亿美元，非金融类机构外债由 1.3 万亿美元上升至 3 万亿美元。新兴市场的非金融类机构杠杆率远高于其他部门，并超过发达国家的水平，表明大量低效率、高风险项目未经审慎评估获得融资，违约风险上升。

从形成路径、负债结构和风险集中区域来看，本轮新兴市场的信贷周期与1970-1979的情况高度相似。

（三）新兴市场发生新一轮危机的概率评估

当前，新兴市场在三个方面积累了大量的信贷风险：（1）总量上，2008年以来信贷规模持续快速的增长，新兴市场的信贷规模已接近拐点，并在近期显著增强，金融部门、公共部门脆弱性高企；（2）结构上，近年新兴市场的非金融类机构负债增长尤为迅速，已超过发达国家水平，信贷质量下降，违约风险增大；（3）分布上，在新兴市场整体风险上扬的同时，两极分化走势明显，阿根廷、墨西哥、巴西等国家信贷风险高度集中，债务危机在这些国家率先爆发的可能性大幅提高。

当前，美联储已经进入加息周期，资本流动已经逆转。新兴市场资本净流入已从2007年底的5080亿美元下跌至2015年底的-5940亿美元。资本流出导致了新兴市场国家货币在2015年大幅贬值。尽管美联储放缓了加息步伐，但对于新兴市场信贷周期而言，最大的不确定性不是加息的起点，而是什么时候结束加息。防范信贷危机将是一场持久战。

新兴市场难以用借新还旧的方式应对2016年高达7300亿美元的到期负债。即便央行通过增发货币来清偿内部债务，但外债偿付风险依然高企。2016年，美联储将加息两次，新兴市场货币还将出现一定的贬值。IMF预计未来新兴市场国家货币或将贬值30%-50%，而2016年新兴市场到期的境外债务达创纪录的2620亿美元，2017年为3520亿美元，2020年为5000亿美元。如果市场发展确如IMF预计，新兴市场爆发债务危机将成为大概率事件。