

全球經濟金融展望報告

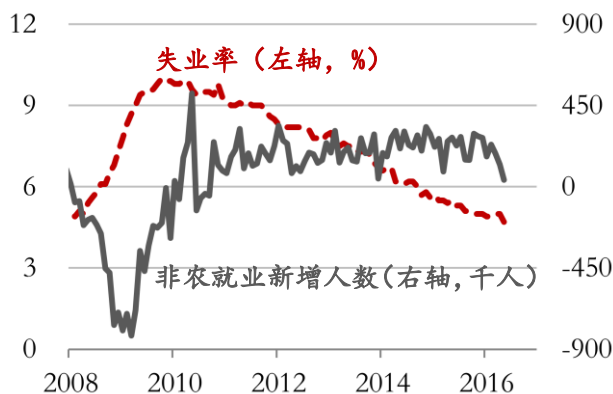
2016 年第 3 季度（總第 27 期）

報告日期：2016 年 6 月 30 日

要點

- 2016 年上半年，全球經濟低迷增長，物價指數相對平穩。發達經濟體緩慢復蘇，美聯儲暫緩加息；新興經濟體增長放緩，俄羅斯、巴西等國仍深陷衰退。
- 全球金融市場有所回暖，新興市場國家匯率普遍深度貶值後回升，股票市場大幅震蕩，大宗商品價格觸底反彈，金融穩定性有所好轉。
- 預計 2016 年三季度和全年全球經濟仍將維持疲軟增長態勢，金融市場面臨的風險壓力不減，美聯儲加息和英國脫歐等因素仍將進一步影響避險情緒。
- 本期報告特別就 G20 推動全球經濟合作、美國大選和英國脫歐對全球經濟的影響，以及新興市場的資本流動狀況進行專題分析。

美國就業增長下滑推遲了美聯儲加息



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

組 長： 陳卫东

副組長： 鐘 紅

成 員： 王家強

廖淑萍

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）

李 焯（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

强化国际合作，突破增长陷阱

——中国银行全球经济金融展望报告（2016年第3季度）

2016年二季度，全球经济、贸易与投资发展持续不振，金融市场波动回升；美联储暂缓加息，英国脱欧公投，不确定性困扰全球投资者。展望三季度，全球经济疲软态势将会延续，金融市场波动的幅度可能加大。国际合作是促进全球经济复苏的一个重要力量，G20峰会将首次在中国举办，有望就相关议题取得新的突破。本期报告特别就G20对全球经济的促进作用，美国大选和英国脱欧等热点问题进行分析，对新兴市场资本流动进行展望。

第一部分 全球经济季度回顾与展望

一、加强全球合作是推动全球经济复苏的重要力量

2016年第二季度，随着主要经济体的政策沟通更为明晰，金融风险有所下降，市场情绪趋于稳定，实体经济回暖，大宗商品价格触底反弹（图1）。初步预估，二季度全球GDP环比年化增长率约为2.7%，比上个季度回升0.5个百分点；同比增长率2.4%，与上个季度持平（图2）。但是，全球经济复苏力度依然疲弱，近期围绕英国脱欧公投事件和美联储何时加息预期，避险情绪在上升。

图 1：主要大宗商品价格指数

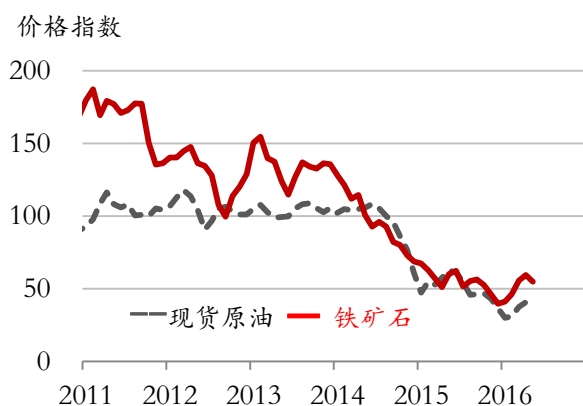
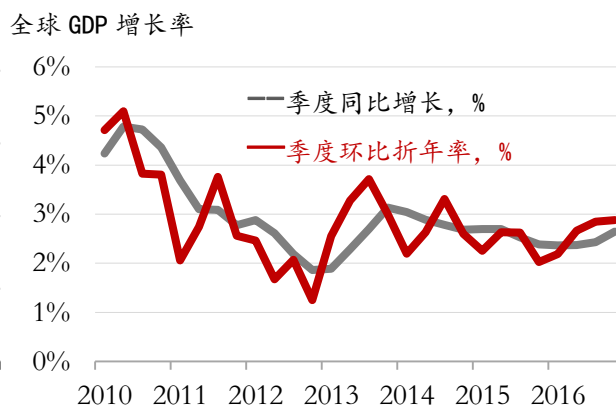


图 2：全球经济运行态势



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

展望第三季度，全球经济仍将维持温和复苏，预计 GDP 环比增长折年率将维持在 2.6% 左右，继续低于全球经济的潜在增长水平；基于英国脱欧带来的连锁影响，我们下调 2016 年全球经济增长预期至 2.5% (表 1)。在发达经济体中，美国经济受到美元升值、就业市场不振和劳动生产率下滑的影响，复苏力度有所放缓；欧洲经济在宽松政策的支持下，内需继续保持稳健，复苏的范围不断扩展，但英国经济增长将下滑；日本经济复苏虽有所增强，但日元升值、通缩压力和消费税上调推迟等因素仍将抑制其复苏力度和可持续性。在新兴经济体中，随着一些国家刺激经济的力度有所加大、大宗商品价格触底反弹和巴西等国政局动荡局面得到控制，经济复苏力度趋于回升，但总体上仍较为疲软。

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	2016 ^f	2014	2015	2016 ^f	2014	2015	2016 ^f
美洲	美国	2.4	2.4	2.0	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	6.7	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	1.7	1.6	0.4	0.0	0.9	11.6	11.0	10.5
	英国	2.9	2.2	2.0	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	2.5	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。

未来全球经济面临的风险依然很高，主要有：（1）美联储 2016 年下半年仍然有加息的可能性，并将面临日益增多的干扰因素；美国大选结果可能对美国政策走向带来很大的变化。这将影响全球投资者信心，成为金融市场波动的一个源头。（2）英国脱欧将引发新的国际政治风险，在中长期内导致欧洲民粹主义活跃，一体化进程倒退；欧元区失业率依然高企，难民危机仍在威胁欧洲的团结与稳定，对欧洲经济产生新的冲击。（3）新兴市场资本外流的势头仍未逆转，债务比例特别是非金融公司部门的债务还在不断攀升，爆发危机的风险仍未消除，可能成为拖累全球经济增长的诱因。

要突破全球经济增长长期低迷的陷阱，强化全球合作的重要性进一步凸显，主要应着眼于以下举措：一是着力协调主要经济体货币政策的取向，应更加关注外溢影响和提高透明度、可预期性，给投资者注入更为稳定的预期，特别是减少货币政策分化对国际资本流动带来的负面冲击。二是协力加强国际监督和财政支持，推动各国结构性改革，发挥财政政策刺激的空间，进一步扭转全球经济增长潜在水平下滑的态势；支持开放的全球体系和多边的贸易体制，抵制贸易保护主义的抬头。三是加强主要国家之间的战略沟通，减少大国政治与经济博弈对地缘政治格局带来的不稳定因素，特别是少数国家刻意推动的所谓“再平衡”战略，意图通过主导新的全球贸易规则，扩张经济版图，对全球投资环境带来不利影响。

全球性、多边的合作机制有很多平台，当前同时兼顾广泛性、民主性和效率性的国际平台莫过于二十国集团（G20）。2016 年 9 月 G20 领导人峰会将在杭州召开，中国首次担任 G20 主席国，峰会的主题定为“构建创新、活力、联动和包容的世界经济”。我们期待，G20 杭州峰会将推动全球经济政策协调机制走上更加有效、务实的道路，绘制出促进世界经济早日走出疲弱复苏泥潭的路线图，特别是在创新发展方式、构建开放型的世界经济、完善全球治理机制等方面，发挥更大的作用。

二、北美经济继续温和增长，美联储年内仍有加息可能

(一) 美国经济增长可能持续温和回升

美国经济自 2015 年第二季度以来经历了减速增长，2016 年第一季度实际 GDP 年化增长率仅 0.8%(图 3)。主要负面因素是非居住类固定投资、工业产出、净出口和库存投资的负增长，以及部分季节性因素。个人收入增长、失业率下降、油价较低等正面因素支持消费者支出增长。第二季度经济增长温和反弹至 2.5%左右，除消费者支出外，固定投资、工业产出恢复温和增长。然而由于企业利润增长乏力，投资意愿依然有限，固定投资并未强劲增长。企业库存缩减幅度下降，但仍处于下滑状态。由于外部市场及美元因素，出口未明显增长。

从主要先导性指标看，美国经济在第三季度具有持续温和增长的基础，衰退的可能性不大。消费者支出在个人收入增长、负债下降、银行循环信用增加的环境下会继续增长。鉴于就业增长放缓（图 4）以及英国脱欧等风险，美联储在 6 月的政策会议上按兵不动，降低了 2016-2018 年利率上升幅度和频率的预期，同时下调 GDP 增幅预期，并坚持认为美国经济在短期内仍具有持续增长的基础。美联储并未排除 2016 年内加息两次的可能性，加息将高度依赖于未来美国经济数据。鉴于英国公投决定脱欧，将影响美联储年内加息的进程，我们倾向性于认为：若未来数据强劲，美联储在今年底前最多升息一次。

图 3：美国 GDP 增长及贡献结构

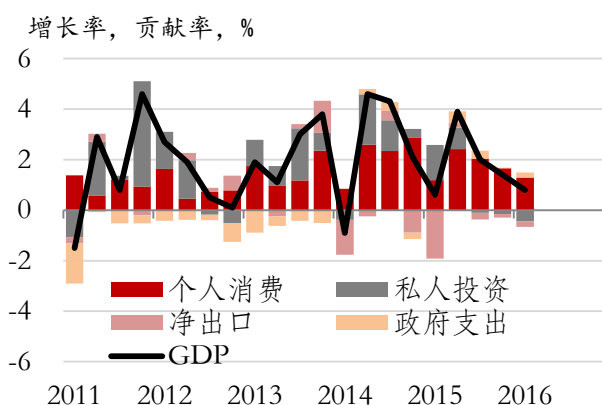


图 4：美国就业增长与失业率



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

（二）加拿大经济维持微弱增长

加拿大经济具有外向型和能源依赖特征。2016 年第一季度随着出口增长和原油价格回升，加上相对健康的消费者支出，加拿大实际 GDP 年化增长率达到 2.4%。第二季度，阿尔伯塔省发生了山林火灾并失控，蔓延到石油重镇麦克默里堡，不少公司决定暂停或减少受灾区域附近油田生产活动，严重影响了石油生产和出口。由于加拿大经济体量有限，仅此事件即可能使第二季度经济增长严重受挫，甚至负增长。预计第三季度加拿大经济可能反弹到 2% 以上。固定投资虽仍乏力，但美国经济增长及加元贬值、油价上升等因素将继续推动工业产出和出口增长，使下半年经济相对强劲。加拿大央行在 5 月政策会议上一如预期地将基准利率维持在 0.50% 不变，并可能在未来季度维持这一水平。

（三）墨西哥经济增长仍相对强劲

墨西哥由于同样具有外向型及能源依赖特征，因此受到了全球经济增长减速和原油价格下降的冲击，但相比其他拉美国家，其经济增长更为强劲，实际 GDP 增长率接近潜在水平，第一季度同比增长 2.6%。未来季度随着原油价格回升、美国经济增长和比索贬值，墨西哥出口可能持续增长，与国内消费需求一起推动经济增长，实际 GDP 同比预计维持在 2.1%-2.5% 区间。墨西哥央行为了在比索大幅贬值环境下防止通胀预期上升，将继续维持相对高的利率水平。

三、欧洲经济持续分化，英国脱欧公投增加不确定性

（一）欧元区经济持续温和复苏，欧洲央行宽松政策不变

受宽松货币政策、低油价等有利因素支撑，欧元区经济持续温和复苏。2016 年第一季度 GDP 季率增长 0.6%，为一年以来最高值，德、法、意、西等区内四大经济体自 2010 年以来首次集体增长，并自 2011 年以来增速首次超过英美两国。2016 年 3 月货币政策方案出台后，欧元区整体融资条件正在改善，上半年经济稳步复苏，并主要依靠低油价对消费的推动。在经历良好开局后，增速将

会有所放缓，预计下半年投资反弹，将为持续温和复苏补充新动力。

内外部风险因素叠加，对欧元区整体经济复苏力度构成拖累。除新兴经济体与主要发达经济体增速放缓外，错综复杂的难民危机、恐怖袭击阴影也成为制约欧元区经济复苏的一大因素。难民与安全问题虽会短期内刺激政府开支，但同时影响私人消费和企业投资行为与投资信心，阻碍投资增长。英国脱欧公投后，欧元料将阶段性走弱，短期内有利欧元区出口。后续的英国脱欧程序需耗费时日，年内应不会影响欧元区的整体复苏走势。可以预见，随着未来油价向上调整，货币政策将逐渐成为经济复苏的主要支撑力量，而欧元区成员国在此期间有效推动结构性改革，以解决高失业率、低竞争力等问题将是未来欧洲经济持续复苏的根本动力。受能源价格持续低位运行的影响，欧洲央行已连续三年未实现接近 2% 的通胀率目标（图 5），预计 2016 年欧元区通胀率仍将保持在非常低的水平，甚至出现负值。

（二）英国经济温和增长，脱欧公投的负面影响将显现

2016 年上半年英国经济继续增长（图 6），服务业仍是主要的拉动力，建筑业及制造业持续低迷。受国际油价低迷、国内零售业低价格战以及进口成本降低等因素影响，英国消费者物价指数（CPI）持续低增长，远未达到英格兰银行制定的 2% 增长目标，通缩风险上升。

图 5：欧元区与英国 CPI 变化

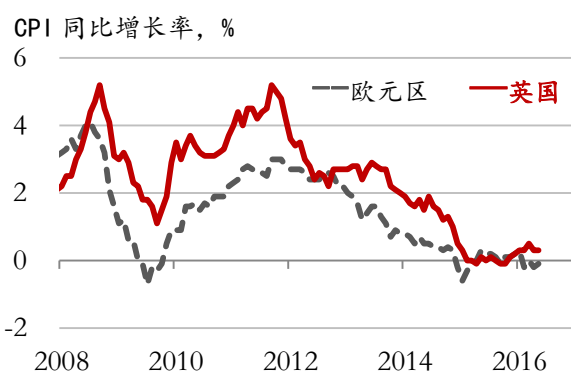
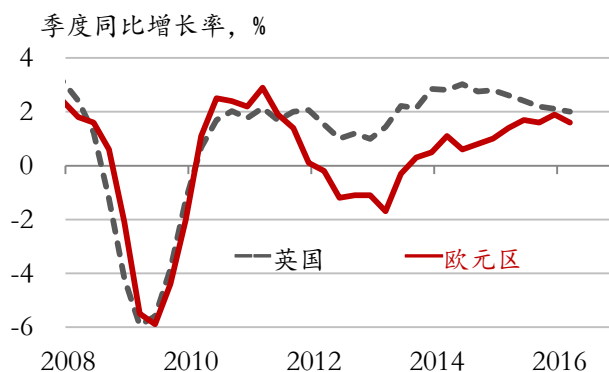


图 6：欧元区与英国 GDP 增长率



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

展望 2016 年第三季度，英国经济增势难言乐观，主要原因是脱欧公投结果将对英国经济产生较严重的负面影响。自 2 月 20 日英国宣布将于 6 月 23 日举行脱欧公投以来，市场反应强烈，英国房价、英镑汇率和英国十年期国债收益率都随之出现较大波动。英国国内投资和消费也受到脱欧不确定性的影响而有所放缓。公投结果为脱欧，从 2016 年下半年到未来数年中，英国经济都将受到冲击，物价上涨，实体经济可能陷入衰退。预计英格兰银行将维持低利率，加息日程再次推迟，并将继续使用量化宽松政策促进市场流动性。

（三）东欧新兴市场仍有分化，俄罗斯经济复苏漫长而艰难

受低油价与欧元区经济持续温和复苏的推动，2016 年上半年东欧新兴市场国家增速普遍高于欧元区平均水平。波兰、罗马尼亚受益于国内财政刺激、劳动力市场强劲等因素，以 4% 左右的 GDP 增速领先；保加利亚、捷克、克罗地亚上半年依靠消费增长带动增速好于预期；匈牙利经济放缓，GDP 季率增速在欧盟内垫底，主要是由于汽车制造业生产放缓，以及欧盟援助基金周期性支付迟缓对建筑业造成拖累。

俄罗斯经济严重依赖石油产业，在西方制裁与油价下行等不利外部环境的多重压力下，经济复苏漫长而艰难，2016 年预期普遍悲观。2016 年 2 月，俄政府对内加大“进口替代”，推出新一轮反危机计划，拟拨出 120 亿美元扶持汽车、轻工业、机械制造和农业等非资源产业发展；对外加强与非西方国家合作，摆脱西方经济制裁。俄罗斯若找不到合适的发展路径且外部环境无改善迹象，则有可能陷入一段持续萧条的经济停滞期。

虽然土耳其邻国的紧张局势造成其部分地区多次发生恐怖武装袭击，但得益于油价回落、货币政策宽松以及工资收入的增长，土耳其国内需求依旧强劲，外加欧盟难民援助款的逐步到位，以及欧盟经济持续复苏的影响，土耳其经济仍然保持着活力。

四、亚太地区经济趋稳，货币政策维持宽松

（一）日元持续升值困扰日本经济

2016年上半年，日元升值成为困扰日本经济的最主要因素。受避险需求增加、美联储加息预期放缓等因素影响，日元汇率从年初的1美元兑120日元升至1美元兑102日元（截至6月24日），创21个月来新高（图7）。日元升值将对日本出口造成较大负面影响，并加剧通缩压力。日本出口自2015年10月以来连续8个月出现同比负增长，汽车、机械等对出口依赖度较高的企业信心明显低落。日本内阁府的调查显示，日本出口企业的平均盈亏平衡点为99，即日元汇率跌至1美元兑99日元或以下，日本出口企业将面临亏损。当前日元汇率已接近日本政府干预底线。

展望未来，随着英国脱欧引发的避险情绪升温及美联储暂缓加息，日元升值压力恐将持续。2016年一季度日本经济环比增长0.4%（折年率1.7%），好于预期（图8）。日本政府推迟上调消费税，有助于提振居民消费信心。若秋季日本政府按计划推出财政刺激政策，有望对投资形成一定拉动。总体来看，下半年日本经济可能有所好转，对日元进一步形成升值压力。日本政府可能会对日元进行干预，值得关注。

图 7：日元汇率与日本出口增长

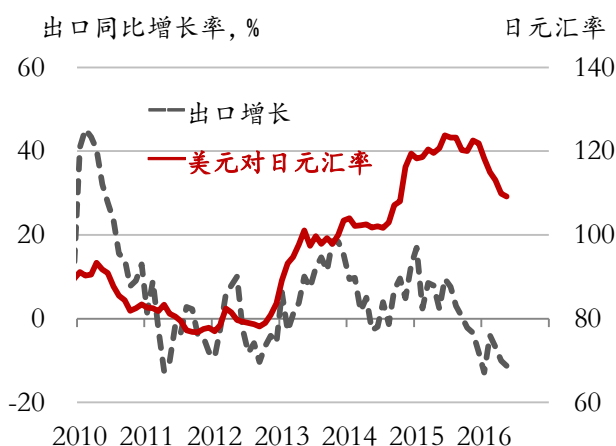


图 8：日本 GDP 增长率及贡献结构



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

（二）矿业出口好转带动澳大利亚经济增长

2016 年上半年，大宗商品市场回暖，带动澳大利亚的矿业出口蓬勃增长，推动 GDP 一季度按年增幅达 3.1%，超出市场预期中值 2.8%，达到澳大利亚央行上半年增长 2.5%-3.5% 预测，亦是 2012 年底以来的季度最高。澳大利亚一季度出口增长 4.4%，为经济增速贡献一个百分点，贸易赤字比 2015 年第四季度减少了 21%，主要原因是铁矿石、煤炭及液化天然气等出口转强。同时，受惠于澳元贬值，旅游及海外学生前往澳大利亚留学的需求上升。上半年澳大利亚失业率从 6% 下降到 5.7%，为最近两年半的低位。就业市场的改善有助于提升消费者支出。从国内需求看，由于收入增长疲弱，薪资增速回落到 25 年前澳大利亚经济衰退时期的水平，通胀下降，核心通胀处于历史低水平，驱使澳大利亚央行在 5 月时决定降息 0.25%，在 6 月份的议息会上宣布维持基准利率于 1.75% 的历史低位不变。澳大利亚经济前景受海外需求影响较大，2016 年下半年大宗商品市场前景不容乐观，商品行情有季节性波动，矿业投资亦持续下降，进一步拖累经济增长。澳大利亚央行预测 2016 年该国经济增长介于 2.5% 到 3.5%。IMF 预测 2016 年澳大利亚 GDP 将继续停留在增长 2.5% 的水平，低于全球经济 3.2% 的增长趋势，至 2017 年才略微回升至 2.9%。

（三）资金回流推动亚太新兴经济体形势回稳

2016 年上半年，鉴于美国加息紧迫性下降，美元汇率指数回稳，国际资本流出亚洲新兴市场的情况得到逆转。由于低失业率、可支配收入增长、较低的大宗商品价格和宏观经济政策的支持，亚洲新兴经济体内部需求依然相对稳健，但外需疲软，外贸表现仍然乏力。预期下半年美国缓慢加息，国际资金可能继续回流亚洲。同时，由于结构性改革，亚洲新兴市场不再过度依赖单一市场，经济增长动力将继续恢复。亚洲开发银行预测亚洲发展中经济体 2016 年及 2017 年的 GDP 增速仍达到 5.7%，并将今明两年通胀率预期上调至 2.5% 及 2.7%。IMF 预测亚洲新兴及发展中经济体今明两年通胀率将略为回升至 3.0% 及 3.2%。

五、非洲经济不容乐观，南美经济持续衰退

整体而言，由于国际大宗商品价格持续低位徘徊，美联储加息预期再次强烈，依赖大宗商品出口拉动经济的撒哈拉以南非洲、中东和北非经济形势不容乐观；拉美地区政局动荡，需求不振，贸易恶化，通胀严重，经济持续衰退。

（一）南部非洲经济增长放缓

2016年上半年，南部非洲经济增长持续放缓，GDP增长率降至3%左右，低于去年的3.4%，创自1999年以来新低。石油和矿产品价格的大幅下跌使区域内近半数国家经济脆弱，其中尼日利亚、安哥拉和南非（图9）等石油或矿产品出口国遭受打击最大。此外，埃塞俄比亚、马拉维和津巴布韦等国遭受旱灾，数百万人陷入粮食短缺危机；利比里亚、几内亚等国受埃博拉疫情影响较大；乍得和喀麦隆则持续受恐怖袭击影响。当然，该地区也不乏一些亮点。比如科特迪瓦、肯尼亚和塞内加尔等石油进口国，今年经济增速有望达到6%或更高。这些国家的经济增长是由持续的基础设施投资和强大的私人消费支持的，油价下降使其从中受益。

展望三季度，英国公投决定脱欧，国内政局动荡，美元作为避险货币走强，除黄金外的大宗商品价格短期内可能会再次走低，非洲南部的短期经济状况不容乐观，严重依靠石油和矿产品出口的国家可能会进一步受到打击。

（二）中东与北非经济面临低油价挑战

2016年上半年，中东与北非地区经济继续面临低油价挑战，国际机构纷纷下调其经济增速。油价较长时间处于低位的新常态抑制了中东地区石油出口国的增长前景，以石油产业为中心的经济增长模式难以维持，这种状况短期内难以消除。中东石油出口国2015年损失了3900亿美元石油收入，2016年可能超过5000亿美元。尽管伊朗2015年经济零增长，但随着石油出口恢复和西方制裁解除，预计2016年和2017年伊朗GDP将分别增长3%和3.7%。

展望三季度，中东与北非经济难以好转。国际政局动荡，美元再次进入升值通道，油价短期内无法大幅反弹，这会使中东、北非的经济雪上加霜。石油收入锐减将转化为预算赤字扩大和经济增长放缓，沙特阿拉伯等高度依赖石油收入的国家尤为如此。存在利好的一点是，各国政府已采取多种措施改善产业结构，将经济多元化发展放在重要位置，非石油产业将成为拉动经济增长的重要引擎。

（三）拉美经济持续衰退

2016年上半年，拉美地区经济形势依然惨淡。国际市场上初级产品价格持续低迷、国际金融市场不确定性增加、拉美主要国家政局不稳、经济结构性问题没有得到根本解决，导致拉美各国金融风险日益凸显。巴西、委内瑞拉等大宗商品出口国，受全球经济不景气影响，贸易条件恶化，财政问题突出，经济陷入衰退，其中委内瑞拉情况尤为严重。

展望三季度，拉美经济走势难以扭转。首先，全球经济增长乏力的态势短期内将维持不变；其次，由于总需求不振，产能过剩需要较长时间来消化，大宗商品价格低迷的状况仍将持续；最后，拉美地区为应对资本外流和高通胀（图10）处于加息周期，损害了国内企业的投资积极性，货币政策空间有限。

图 9：部分非洲与拉美国家经济增长

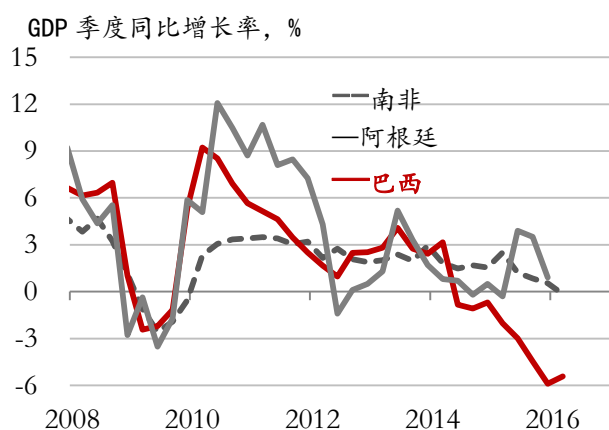
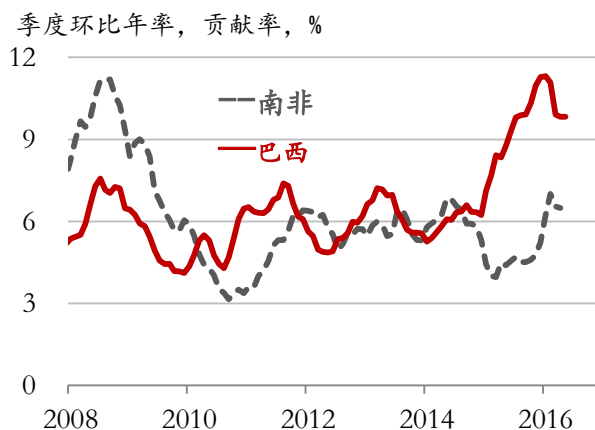


图 10：部分非洲与拉美国家通胀率



资料来源：Wind，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、全球金融市场波动性下降、稳定性增强，潜在风险依然较大

(一) 金融市场风险犹存

2016年一季度末，全球金融市场在经历了年初的大幅动荡之后逐渐恢复稳定；二季度延续了这一趋势。市场关于美国货币政策正常化步伐放慢的预期，新兴市场特别是中国的经济状态和人民币趋于稳定，都提升了投资者的风险偏好，推动资产回流新兴市场。原油价格回升则带动了其他资产，特别是新兴市场的股票、货币、大宗商品等资产价格回升。MSCI全球指数自一季度中旬以来持续回升，同期反映股市波动性的指数VIX大幅下降。然而影响金融市场稳定性的潜在风险依然存在，第三季度面临较大的不确定性。

第一，市场关于美联储在2016年下半年何时再次升息可能性的预期，仍然是影响全球投资者信心、金融资产流向及美元价值的重要因素。而美联储关于美国经济判断及货币政策走向不明朗，也会影响投资者对未来市场的判断和投资意愿。

第二，英国退出欧盟的可能性及其影响的不确定性上升，已经成为第二季度市场动荡的重要因素之一，美联储、英国央行、日本央行都将之视为一种全球性风险。6月24日的公投结果，则直接引发了英国、欧盟及全球市场大幅度动荡。其中降幅较大的是英镑、欧元、新兴市场货币、全球股票市场，以及除黄金以外的大部分大宗商品。而美元、日元及主要政府债券等避险资产则大幅上升。随后主要央行采取货币互换和提供流动性以平稳市场。这些措施虽有助于恢复市场信心，但由于该事件及其影响的不确定性将在未来季度延续，因此未来季度全球市场难以完全恢复稳定。

第三，随着原油价格逐渐趋于稳定，其对新兴市场资产的支持作用也会进

一步减退；而上述因素会继续削弱能源价格回升对新兴市场资产特别是股市的支撑作用。

第四，发达市场的低评级企业及新兴市场企业在过去几年内发行了大量债券，杠杆率上升，其中新兴市场整体债务/GDP 达到近 105%，远高于发达市场水平。而这些企业的收益增长持续疲弱。随着债券逐渐到期，高收益类及某些新兴市场债券持有者的还债压力上升。据 IIF 估算，2016 年下半年，新兴市场大约有 6550 亿美元债券和银团贷款余额将要到期。与此同时新兴市场银行的资产质量也在恶化，这些都会导致信用风险上升。

第五，新兴市场债务增长的同时外汇储备下降，进一步增加了债务风险。但除了少数国家外，新兴市场的债务主要是本币，美元等外币只占全部债务的 30% 左右，因此偿债风险来源主要是偿债能力，而非币种错配。

第六，值得关注的是，最近全球股市回升的同时企业盈利却在下降，导致了发达市场和新兴市场股票的 P/E 值上升较快，这可能影响未来的股市增长。2016 年三季度，全球金融市场的稳定性难以明显改善，尽管其大幅度恶化的可能性不大，但值得密切关注。

（二）美国金融风险指标在明显下降后有所回升

2016 年二季度，美国金融危机风险指标(ROFCI)月均值从上一季度的 51.66 下降到 43.66，虽仍处于不稳定区域，但有较大幅度改善（图 11）。稳定性增强的领域主要有股票市场、公司信贷市场、银行股票市场和宏观经济。ROFCI 显示，信用风险、市场风险下降，但流动性风险和外汇风险上升。

从变化趋势看，ROFCI 在一季度达到高点后回落，二季度末又有所回升。由于三季度全球金融市场的不确定因素较多，特别是英国退欧的影响，金融市场稳定性难以大幅改善，ROFCI 可能继续在不稳定区域波动。

图 11: ROFCI 指数的运行情况

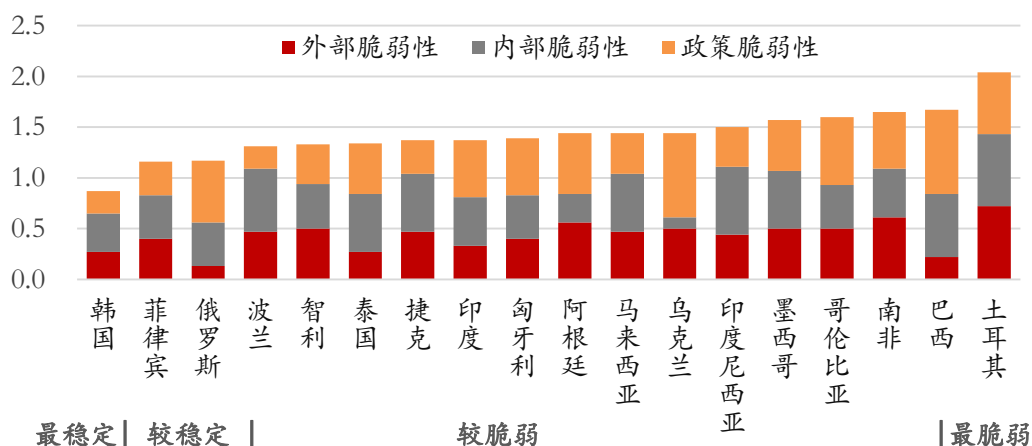


资料来源：中国银行纽约分行、中国银行国际金融研究所

(三) 新兴经济体整体金融脆弱性小幅上升

我们根据 IIF 的新兴经济体脆弱性指标对 18 个新兴经济体国家的金融脆弱性进行分析和排序（图 12）。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，并相应划归最稳定、较稳定、较脆弱、最脆弱四个层次。

图 12: 主要新兴市场国家金融脆弱性指标 (2016 年 6 月)



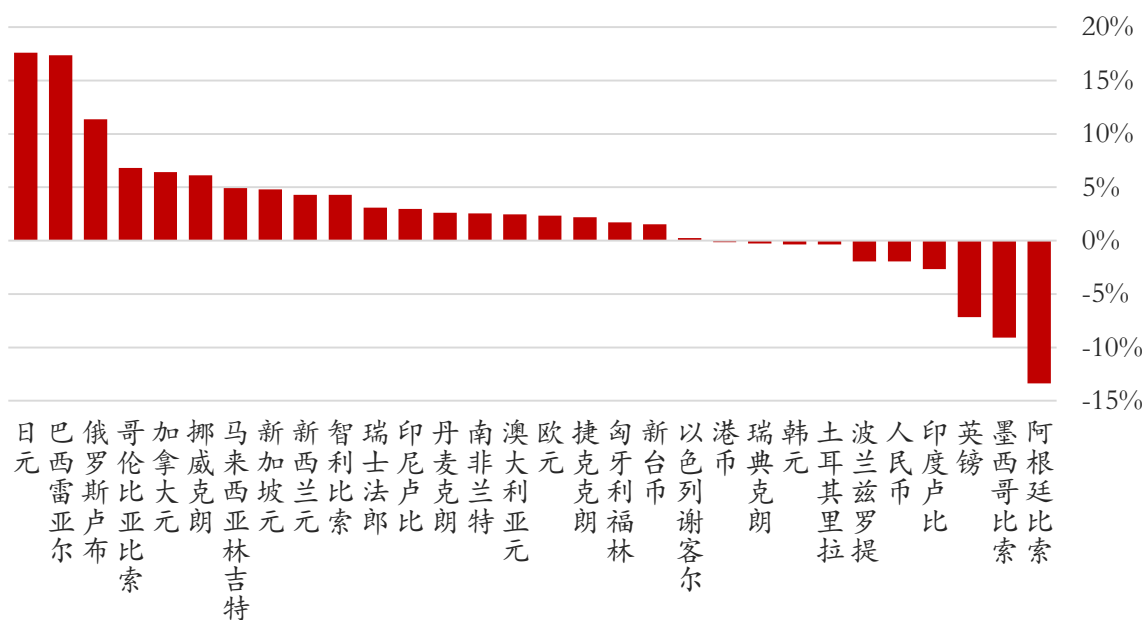
资料来源：IIF，中国银行国际金融研究所

2016年二季度，最具外部脆弱性的是土耳其、南非；最具国内脆弱性的是印尼、土耳其；最具政策脆弱性的是巴西、乌克兰。综合来看，最脆弱层次仍然是土耳其；较脆弱层次的国家主要有巴西、南非、哥伦比亚、墨西哥、印尼、乌克兰、马来西亚、阿根廷等国；较稳定层次的有俄罗斯、菲律宾；最稳定层次的仍然是韩国。与一季度相比，二季度脆弱层次的国家增加，较不脆弱层次的国家减少；整体金融脆弱性仅有小幅上升。

二、外汇市场：美联储加息与英国脱欧牵引汇率波动

2016年二季度，美联储加息进程、英国脱欧公投先后成为外汇市场两大核心关注点，主要货币震荡加剧，英镑、欧元严重受挫，避险货币上涨，季末美元走强致使新兴市场货币被动承压（图13）。未来，欧洲政经风险上升将加剧外汇市场波动，汇市避险情绪高涨，同时美联储货币政策走向也不可忽视。

图 13：主要货币对美元汇率较年初变化（截至 2016 年 6 月 24 日）



资料来源：Bloomberg，中国银行国际金融研究所

美元指数呈现双向波动态势。2016年二季度，美国经济数据喜忧参半，英国脱欧风险加剧国际金融市场波动，美联储在货币政策上总体持谨慎立场，5

月以来加息预期一度高企，但6月FOMC会议维持联邦基金利率不变，美元汇率随之在94.5水平上双向波动调整。6月24日英国公投结果脱欧，助推美元指数攀升至95.4392。

欧元、英镑震荡下挫，日元等避险货币呈上涨势头。2016年二季度，尽管欧元区经济平稳扩张，美元上涨动力疲弱，但是英国脱欧风险、欧洲银行业处境艰难以及难民等问题，增加欧洲经济前景的不确定性，欧元市场预期愈加脆弱，英镑期权隐含波动率快速攀升。6月24日英国公投脱欧后，英镑兑美元汇率盘中跌幅超过10%，最低下探至1.3227，欧元兑美元当日跌幅达2.68%（图14）。全球避险情绪推升日元，日元对主要货币汇率均触及阶段性高位，英国公投后挪威克朗、瑞郎等避险货币盘中涨幅也创历史纪录。

新兴市场与大宗商品出口国货币小幅回升。2016年二季度，新兴市场总体向好，印度、泰国、印尼等经济体受投资、消费扩张支撑，保持良好增长态势。美联储加息进程延后，伴随美元走强势头减缓，新兴市场货币出现阶段性回调（图15）。同时，原油、贵金属、农产品等大宗商品价格普遍回升，对俄罗斯卢布、加元、智利比索、澳元等大宗商品出口国货币汇率形成了有效支撑。6月24日英国公投脱欧后，美元指数被动上涨，致使新兴市场货币有所承压。

图 14：欧元与英镑走势

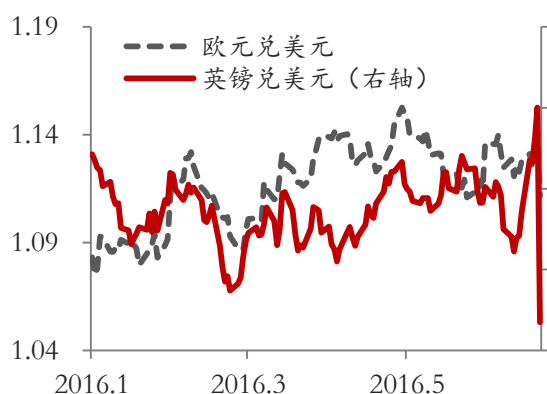
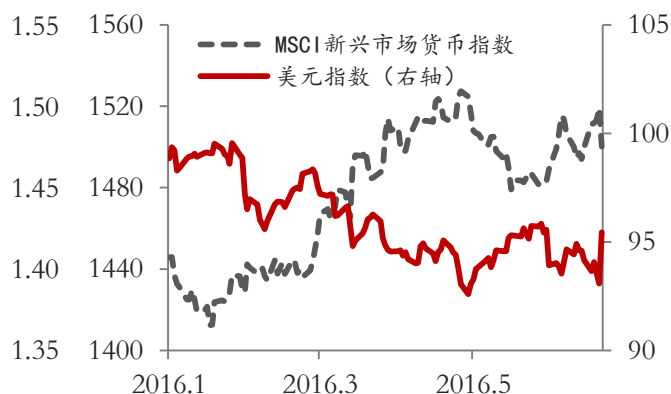


图 15：美元及新兴市场货币指数



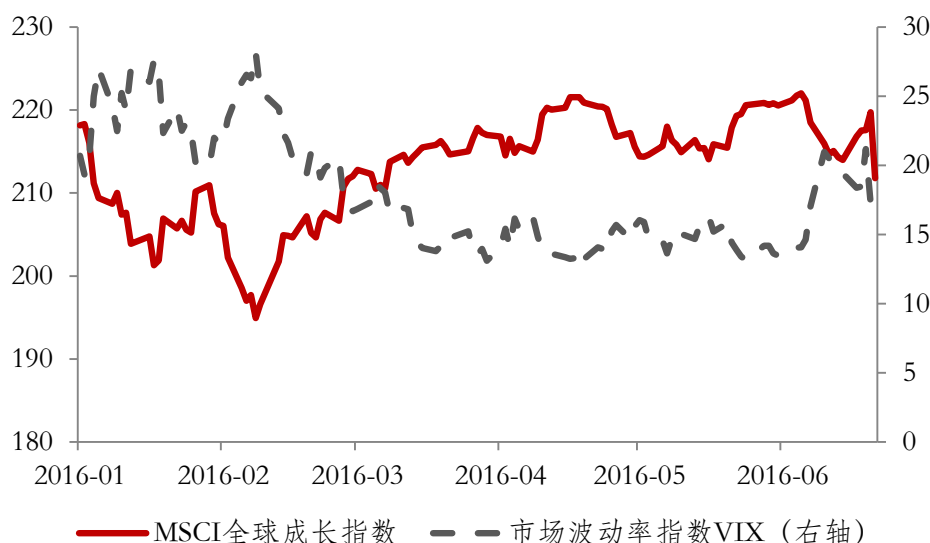
资料来源：Bloomberg，中国银行国际金融研究所

展望 2016 年三季度，全球避险情绪高涨，欧洲政经风险上升将加剧汇市波动，美联储货币政策走向也不可忽视。尽管美国经济增长预期有所下降，但发展动能持续，在欧元、英镑下挫的情况下，美元将保持在相对高位上波动。美联储下调未来加息次数预期，但并不排除今年加息的可能性，预计下半年美元将迎来阶段性上涨。英国公投脱欧后，英国、欧元区、欧盟在一段时间内都将面临一系列调整变革，贸易、投资、就业等经济方面遭受严重的负面冲击，同时国内、区域内政治分裂倾向显著，欧洲市场脆弱性上升，英镑、欧元将持续在低位剧烈波动。考虑到全球金融市场震荡及避险情绪高涨，日元在一定时期内将处于相对高位，但是如果日元对美元持续走强，不排除日本当局干预的可能性。新兴市场与大宗商品出口国货币将随着美元调整而波动，在下半年全球贸易萎缩、美元阶段性走强的情况下，面临一定的贬值压力。特别是，东欧地缘政治问题依然存在，部分南美经济体面临衰退，俄罗斯、巴西等国汇率波动风险依然存在。

三、全球股票市场区间波动加剧

2016 年二季度全球股市在震荡中走低。受益于全球宽松货币环境、美联储暂缓加息等影响，市场紧张情绪有所缓解。与一季度相比，全球股市波幅变窄，进入双向波动阶段(图 16)。二季度全球股市波幅为 4.8%，显著低于一季度的 14.3% (截至 6 月 25 日)。这与 VIX 波动率指数反映的全球避险情绪变化一致，二季度均值为 15.3，而一季度该数值为 20.5，全球股市风险下降，但 6 月 24 日英国公投决定脱欧当天，全球股市暴跌。主要经济体股票指数呈现相似走势，大都在区间内窄幅波动。截至 6 月 25 日，道琼斯工业指数在二季度下降 2.2%，标普 500 指数下降 0.9%，纳斯达克指数下降 4.2%；欧洲的富时 100、法国 CAC40、德国 DAX 分别下挫 0.3%、5%和 2.4%，远低于 2 月中旬到 3 月底 10%以上的增长速度；亚太地区的日经 225 和韩国综合指数分别下降 7.5%和 2.4%，主要是由于美联储 6 月议息会议前和英国脱欧后的市场恐慌所致。

图 16: MSCI 全球指数与 VIX 指数



资料来源: Wind, 中国银行国际金融研究所

2016 年下半年全球股市将继续区间波动，但波幅将扩大。下半年全球股票市场将在多空力量作用下加剧震荡。有利因素包括：一是日本和欧洲等主要经济体央行将继续实施量化宽松货币政策，在发生突发事件时将向市场提供紧急流动性，全球流动性充裕将对股价形成支撑。二是负利率国家增多，国债收益率进一步降低甚至为负，资金为追求相对较高的收益率，将由债市流向股市。三是全球经济逐渐企稳，上市公司盈利好转，公司基本面和现金流改善将利好股价。不利因素包括：一是英国政治局势的不确定性。英国公投决定脱欧后，首相卡梅伦宣布辞职，北爱尔兰和苏格兰表态要举行公投脱英向欧，英国国内政局动荡加剧，后续走势和不确定性将扰动全球股市。二是美联储再次加息时点的不确定性。美联储下半年加息预期会驱使资金从风险相对较高的股市流到风险相对低的固定收益市场。三是全球银行业财务报表可能继续亏损，一季度全球股市暴跌部分由欧洲银行业财务巨亏导致，在全球负利率和宽松货币背景下，银行业经营状况无法得到有效改善。在多空力量的博弈较量下，全球股市将继续在区间内波动，但震荡将进一步加剧。

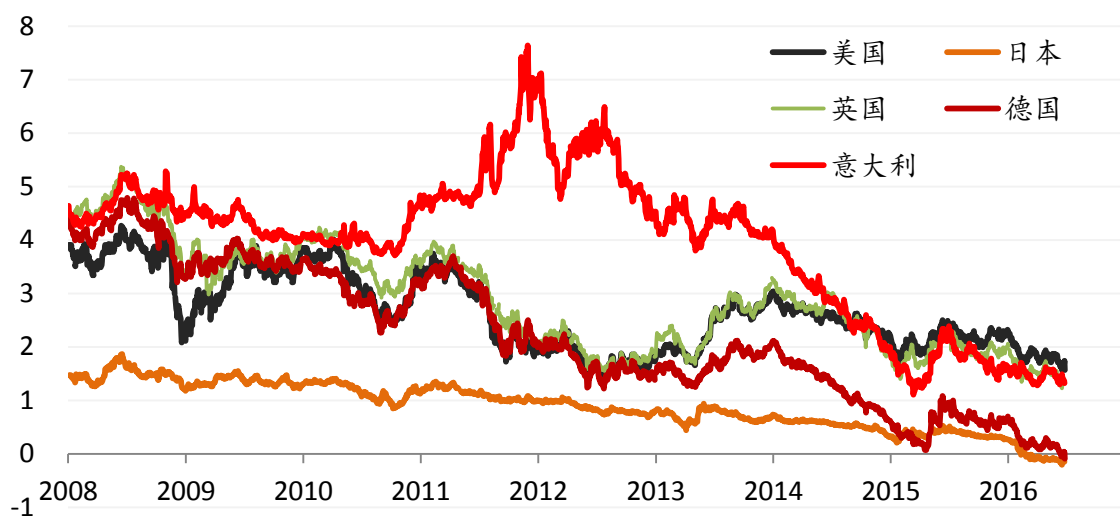
下半年全球股市动荡或加剧。英国脱欧公投尘埃落定，将引发全球范围内新一轮的资产重新配置。全球避险情绪剧烈提升，黄金、美元、日元以及各国国债等避险资产将受到追捧，股市等风险资产将遭受抛售。尤其考虑到北爱尔兰和苏格兰后续可能举行脱英公投，将进一步加剧欧洲和全球的金融风险 and 动荡局势，英国和欧元区股市首当其冲，可能出现短期内大幅下跌现象。另外，作为避险货币的美元再次走强，会使新兴经济体资本外流加剧，国内流动性紧张，短端市场利率走高，分流股市资金；美元进入升值通道也会使大宗商品价格再次走低，巴西、阿根廷等存在较高外债或过于依赖大宗商品出口的新兴市场国家经济可能持续低迷，股票市场将震荡下行。

四、全球债券收益率维持低迷走势

全球主要债券市场长期国债收益率维持低水平。一季度以来，全球主要债券市场十年期国债收益率均呈下降趋势（图 17），投资者仍趋于避险。美国国债收益率下降，市场对美联储加息可能性的预期下降；德国国债收益率扩大跌幅，表明欧洲央行继续实行宽松政策以支撑市场信心；英国国债收益率仍然低于年初水平，但是在公投日期宣布的一个月后上涨 10%。日本国债在英国脱欧公投日期宣布后收益率持续为负，由于投资者以日本为避险地，大量购入日本国债。6 月 24 日英国脱欧公投结果公布后，德国、日本、英国等国的国债收益率纷纷创下历史低位。

预计 2016 下半年全球主要国家主权债券收益率将继续维持在低水平。美联储加息日程推迟，长期国债收益率将继续维持在低水平。欧洲继续以宽松政策促进市场流动性，欧洲央行未来依旧维持负利率水平，欧元区国债收益率短期内上升可能性较小。日本国债自 2016 年 3 月出现负收益率后，为提振国内经济，预计日本央行将进一步放松政策，调低负利率，日本国债将继续维持在负收益率水平。

图 17：部分国家十年期国债收益率 (%)



资料来源：Wind

美联储加息和英国脱欧将对后市形成影响。受国内失业率上升及英国脱欧公投风险的影响，美联储 6 月宣布暂不加息，美国国债需求上升，收益率下降。美国暂不加息使得美元回流美国意愿并不强烈，因此欧洲资本市场流动性增加，欧债收益率继续呈下跌趋势。同时，欧洲央行继续维持低利率政策，投入大量欧元购买国债，从而大幅推低欧盟国家国债收益率，比如德国国债 6 月 15 日出现负收益率，创 90 多年新低。全球投资者避险情绪高涨，日本作为理想的避险地，大量资金购入日本国债，降低日本国债收益率。

英国公投结果为支持离开欧盟，预计为保持经济稳定，未来英格兰银行会采取降息手段，将基准利率从目前已经处于 0.5% 的历史低位水平进一步下降，这将进一步利好英国短期国债。然而从长期看，首先，非常规的货币政策对债券市场的副作用将显现；其次，英国脱欧后，英国和欧盟的关系不确定性较大以及或导致更多欧盟国家提出脱离要求，欧盟本身也将存在较大不确定性，避险资金或将离开欧洲，趋向美国和日本等市场，将进一步降低美日等国家的国债收益率。

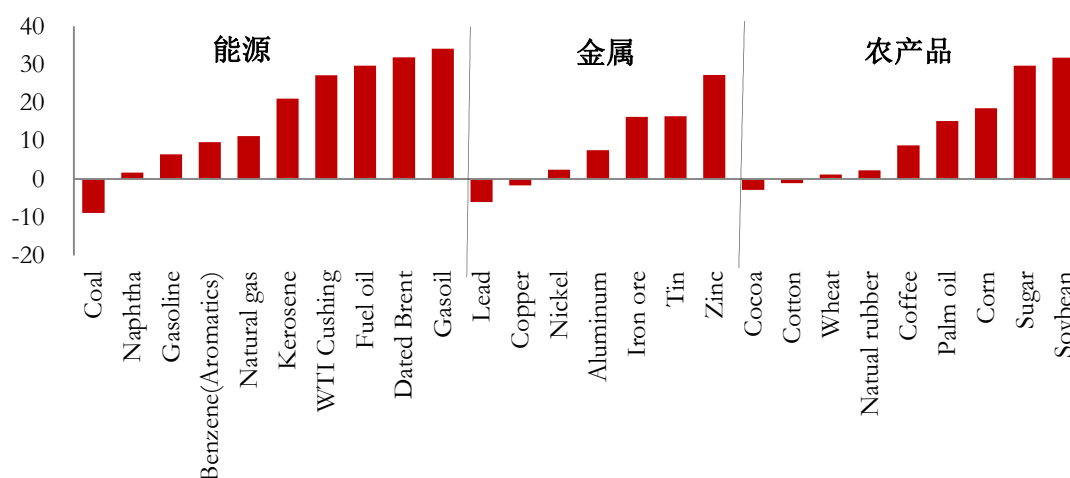
五、大宗商品市场震荡持续

(一) 2016 年二季度大宗商品市场阶段性反弹

2016 年二季度，受全球经济初现复苏迹象、供需基本面非均衡预期有所缓解、美元走弱等利好因素影响，全球大宗商品价格在经历了年初震荡下跌后出现阶段性反弹。截至 5 月 31 日，标普大宗商品指数较 3 月 31 日上涨 14.70%。标普能源大宗商品指数上涨 24.18%，非能源大宗商品仅上涨 3.18%。

能源行业中，虽然欧佩克“冻产”协议会谈破裂，俄罗斯、伊朗等国原油产量高位运行，但自然、政治等突发性事件导致加拿大、尼日利亚、利比亚原油产量下降，一定程度缓解了原油供给过剩预期。加之全美原油库存首降、美联储加息速度放缓、中国需求持续旺盛等因素共同作用，国际主要原油价格大幅上涨。金属行业中，二季度延续了一季度的触底反弹态势，欧元区和美国的量化宽松政策及需求回暖是支撑有色金属价格反弹的重要原因。铁矿石也表现不俗，主要受中国经济企稳、消费回暖及季节性因素的影响大幅上升。农产品行业中，二季度受天气及下游消费回暖等因素影响，全球农产品供应充足、农产品库存高企的压力有所缓解，主要农产品价格继续攀升（图 18）。

图 18：截至 5 月 31 日全球主要大宗商品价格较年初涨幅（%）



资料来源：Bloomberg，中国银行新加坡分行

（二）下半年大宗商品市场仍将维持震荡态势

2016年下半年，大宗商品市场多空力量交织，价格波动频繁，震荡成为主旋律。能源行业中，虽然全球及美国原油库存居高不下的预期并未显著改善，但后市对供需基本面将逐渐平衡的预期正在市场中广泛弥漫，许多市场大空头也纷纷表示调整2016年内原油价格低位运行的预测。金属行业中，中国在全球市场中扮演着重要的角色，对铜、铝、铅、镍、锌的需求在全球的份额均超过40%，并且是世界第一大铁矿石进口国，因此中国宏观经济发展情况将对金属价格走势起到重要影响。如果中国经济不能实质性改善，则除了锡和锌等市场供应日趋紧张的金属品种，年内金属行业总体供过于求的局面将难有实质改变。农产品行业中，全球总体而言处于需求疲弱、产量和库存充足的局面，但后市市场走势也将因天气、运输、生产成本（如能源价格）等因素而异，不同产品的价格走势也将发生不同的变化。

（三）大宗商品市场的潜在风险因素

未来大宗商品市场发展，一方面需要继续关注美国、欧元区、中国经济发展态势及供需基本面情况，另一方面也要关注自然、政治等突发性因素及各国货币政策对市场的冲击：（1）美联储加息进程。美联储加息虽然因美国制造业生产、就业等因素影响不断推延，但年内加息仍有可能，美元指数也将随之变化，进而影响以美元标价的国际大宗商品价格。（2）原油供需格局变化。进入2016年后，受天灾、政治事件等因素影响，国际原油供给过剩压力有所缓解，市场认为原油供需平衡将比预计要更早实现，但后市仍需要密切关注影响原油供需格局的市场因素，避免对市场的盲目乐观预期。（3）英国脱欧的市场效应。英国脱欧的最终结果将通过影响美元走势及欧洲需求等对大宗商品市场造成冲击，但冲击强弱仍需关注后市发展。（4）厄尔尼诺现象发展。根据美国国家宇航局消息，厄尔尼诺现象将在今年继续影响全球气候，因厄尔尼诺现象带来的二氧化碳含量上升及局部灾害也将继续影响全球农产品的产量及价格。

第三部分 热点专题分析

一、强化 G20 在全球经济治理中的作用

(一) G20 在当前全球经济治理中发挥了关键作用

2008 年金融危机以来，G20 逐渐成为发达经济体与新兴经济体合作的重要平台，在协调国际经济金融政策、推动全球治理改革等方面发挥了重要作用。一是开启了全球携手共同应对危机的机制。例如，在 2009 年 G20 伦敦峰会上，各国领导人决定出台总额 1.1 万亿美元的全球经济复苏和增长计划，向国际社会发出了应对国际金融危机的强有力信号，提振了市场信心，也成为发达国家和新兴市场国家团结一致、协商合作的标志。二是全球金融监管体系得到了完善。金融危机引发了各国政府和金融监管机构的反思，推动全球金融监管领域进行深度改革。2009 年，G20 决定由金融稳定理事会（FSB）主导并协调国际金融政策和监管规则的制定与实施，试图建立逆周期的宏观审慎监管框架，出台了巴塞尔 III 协议，对系统重要性金融机构进行监管，改革国际会计准则，加强对影子银行、场外衍生品市场等监管。各国国内的改革也得到快速推进，美国通过了《多德-弗兰克法案》，欧洲建立泛欧金融监管框架，英国构建双峰金融监管模式。可以说，在 G20 峰会的推动下，金融监管是迄今为止改革成果最为丰富的领域。三是国际金融机构改革取得进展。IMF 作为国际最后贷款人，对于应对国际金融危机可以起到重要作用。但 IMF 本身实力有限，且在援助受灾国时往往附加苛刻的条件。G20 通过多次峰会推动 IMF 改革，包括：增加 IMF 特别提款权规模；成员国向 IMF 增资以扩大其救援实力；给与发展中国家更多的投票权；改革 IMF 治理结构等。

(二) G20 存在局限，政策效果不明显

尽管 G20 已成为全球最重要的多边战略经济对话平台，但由于其自身固有

的机制缺陷，使得 G20 会议发布的各项宣言实施起来存在难度，政策效果不明显。一是**相关问题讨论不深入**。G20 对话涵盖几乎所有经济领域，包括宏观经济政策协调、国际金融体系治理、打击腐败、促进就业与增长等，导致各项问题的讨论均不深入，无法取得实质性进展。二是**G20 不具有约束力**，成员国在会议中所做的承诺无法有效传导到国内政策。例如 G20 历次峰会均提出要反对贸易保护主义，但收效甚微。根据 WTO 统计，2015 年 WTO 成员国仍在实施的贸易限制措施超过 1900 项，2008 年以来出台的贸易限制措施中 75% 仍在实施。三是**G20 没有执行机构**，只能依靠现有机制。例如，在稳定金融市场方面，仍然依靠 IMF 等国际组织发挥直接作用。四是**发达国家和新兴市场国家政策分歧大**。前者更加侧重危机应对，后者则更注重防范发达国家经济政策的外溢效应，以及提升自身在国际经济金融治理中的地位。

（三）对杭州 G20 峰会的展望

2016 年 9 月 4-5 日，G20 领导人第 11 次峰会将在杭州举办。中国将 2016 年峰会主题确定为“构建创新、活力、联动、包容的世界经济”，并设置了“创新增长方式”、“更高效全球经济金融治理”、“强劲的国际贸易和投资”、“包容和联动式发展”四大议题。我们认为，G20 杭州峰会应突出以下功能：

第一，从应对危机转向关注增长。目前全球经济虽然已度过危机最危险阶段，但复苏力度并不强劲，下行压力仍然存在。应把促增长放在全球宏观政策框架的突出位置。G20 应就如何采取有效措施促进经济可持续发展（包括财政、货币、结构性改革的一揽子计划）制定相关指导性原则，建立一整套衡量改革进展和成效的指标体系，并对各国宏观经济政策进行协调，以提升全球经济增长的中长期动力。

第二，关注新兴市场利益。G20 是新兴市场国家参与全球经济治理的重要平台，保持其地位和权威，对扩大新兴国家在全球经济治理中的话语权至关重

要。近两年来，新兴市场发展增速有所放缓，部分国家经济陷入困境。中国应照顾新兴市场国家的利益，制定切实可行的方案。对于拉美、俄罗斯等地区，着力解决其融资难、经济转型压力大等问题。对于非洲和最不发达国家，可推动 G20 成员开展合作，通过能力建设、增加投资、改善基础设施等举措，帮助这些国家加速工业化发展，实现减贫和可持续发展目标。在国际经贸规则制定上，避免发达国家主导，维护新兴市场国家的合法性与正当权益。

第三，体现中国特色。作为主办方，中国可充分利用此机会，多提建设性、合作性倡议，既体现中国作为世界第二大经济体的宽阔视野，也为中国下一步经济发展搭建合作平台。例如，针对当前贸易投资增长下滑的趋势，推动制定全球贸易增长战略和全球投资指导原则，协调国际贸易投资政策，为中国贸易投资开放创造条件。又如，中国提出的“互联互通”议题已为各方所接受，基础设施对增长的重要性得到了广泛认同，中国可将“如何促进全球市场的硬基础设施和软基础设施的互联互通”作为峰会重要议题。总之，中国在设置 G20 议题时，应本着问题导向，最大程度地推动各方扩大共识、巩固成果，为完善国际经济金融治理秩序贡献应有的力量。

二、英国脱欧的全球性外溢影响

6 月 23 日，英国全民公投，51.9%的选票支持英国脱离欧盟，超出了全世界的广泛预期，对国际金融市场产生巨大冲击。

外汇市场大幅动荡。大量投机资金快速抛售其他货币，买入日元与美元避险。6 月 24 日，美元指数上涨 2.54%，日元兑美元升值 4.13%；相应地，英镑兑美元大幅贬值 8.87%，欧元兑美元贬值 2.70%。相对而言，在岸、离岸人民币兑美元汇率仅分别下跌 0.7%和 0.9%，经受住了市场考验。

全球资本市场同步大幅下滑。6 月 24 日，日经 225 指数暴跌 7.9%，领跌亚太地区；恒生指数和富时新加坡指数分别下跌 2.9%和 2.2%；韩国、泰国、越南

等亚洲新兴市场股指跌幅均超过 1.6%；中国上证综指跌幅 1.3%，相对稳定。欧洲富时 100、CAC40 和 DAX 三大股指分别下跌 2.8%、8.0%和 6.8%，美国道琼斯、纳斯达克和标普 500 三大股指分别下跌 3.4%、4.1%和 3.6%。

黄金价格上涨，大宗商品价格下跌。黄金的避险功能在市场动荡中凸显，6 月 24 日，现货黄金价格上涨 4.9%至 1317 美元/盎司；纽约 NYMEX 原油价格下跌 5.1%至 47.6 美元/桶；标普高盛商品总指数下跌了 3.02%。

未来，英国脱欧将对全球经济、金融发展及政经格局产生重大影响。

第一，脱欧将重创英国经济与金融发展。

尽管英国脱欧会在放松监管、限制低技术劳动力流入、减少对欧盟财政支出等方面有所获益，但是会通过贸易、投资等渠道对英国经济增长、财政收入、居民就业以及金融体系产生负面影响。

在经济增长方面，IMF 测算结果显示，在最坏的情景下，未来六年英国实际 GDP 在相较于不脱欧将年均减少 4.2%。脱欧后严苛的贸易条件将对英国服务业带来沉重打击。据英国财政部测算，2030 年英国贸易规模在 WTO 模式下将较不脱欧减少 17%-24%。英国在非欧盟国家中的贸易地位下降，TTIP 谈判进程受到影响。同时，英国脱欧将导致直接投资大幅降低，加剧资本外流；失业率上升，消费价格高企。

在金融体系方面，英镑大幅贬值，金融市场动荡加剧，伦敦国际金融竞争力有所削弱。英国脱欧加剧经济不确定性，影响金融资产价格，英镑汇率已降至历史相对低位，标普等评级公司表示英国脱欧将调低其信用评级。同时，伦敦是欧洲迈向全球、全球其他地区走进欧洲的重要跳板，是最大的外汇交易中心。英国脱欧将危害伦敦国际金融中心地位。

第二，英国脱欧对全球经济和金融市场将产生溢出效应。

预计未来避险情绪仍会持续发酵一段时间。英国脱欧影响欧盟经济基本面及未来前景，致使欧元下行压力增大，欧洲股市、债市震荡下跌。全球避险情绪上升，利好美元和日元资产。汇率波动率保持高位、震荡加剧，对市场事件更加敏感，商品、股市及新兴市场货币承压，主要央行保持或加大宽松力度，保持足够的市场流动性，以避免进一步的风险事件触发。

英国脱欧将干扰现有全球贸易体系，不利于美欧的 TTIP 谈判进程，对欧盟经济乃至全球经济增长造成负面影响。IMF 测算显示，英国脱欧将对 2018 年欧盟产出冲击为 0.2 至 0.5 个百分点，对全球其他经济体产出冲击低于 0.2 个百分点。在全球经济低迷的背景下，各国可能进一步加大财政政策刺激的力度，美联储的加息步伐将被推迟。

第三，英国脱欧将对世界格局产生长期深远影响。

苏格兰可能借机举行第二次独立公投。脱欧可能导致苏格兰独立问题重新浮出水面，从而再次增加英国国内政治的不稳定性。苏格兰民众大多数希望留在欧盟，苏格兰国家党已经表示，如果大部分苏格兰居民支持留欧，则将推动举行第二次独立公投，以作为独立的国家重新加入欧盟。

其他欧盟国家或掀起脱欧浪潮，引发连锁反应。作为欧盟重要一员，英国退出将严重削弱欧盟经济实力与政治影响力，并且引发脱欧连锁反应。民调显示，除英国之外，希腊、意大利、法国和葡萄牙等国脱欧支持率均超过 40%，英国脱欧后，一些国家仿效脱欧的民众支持率可能会超过 50%。2016 年西班牙大选，2017 年荷兰、法国、德国大选，2018 年比利时、意大利、瑞典大选，极易以此为题，迎合民众，展开政治博弈，导致欧洲一体化遭遇重大挫折。

世界多极化格局将面临调整。当前各国民粹主义上升，国际局势越发复杂，英国退出欧盟后，欧盟作为多极化世界中的重要一极，实力也将因此被削弱，降低欧洲处理国际事务的能力，不利于叙利亚问题、伊朗核问题、朝核问题、

打击伊斯兰国恐怖主义等全球热点问题的解决。普京领导下的俄罗斯作为欧洲大陆的近邻，一直反对欧盟东扩和北约吸收前苏联加盟共和国，可能会借机从欧洲力量的削弱中获取战略利益。

第四，英国脱欧对中国既有挑战也有机遇。

作为“中国在西方的最好伙伴”，英国脱欧将对中欧经贸往来产生负面影响。一方面，中英经贸联系密切，脱欧以后英国经济面临衰退风险，英镑汇率大幅贬值，削弱英国对外需求，影响与中国的贸易往来。另一方面，英国在中欧关系中发挥重要作用，对华开放度位于欧盟国家前列。英国脱欧将冲击中国走进欧洲的渠道，影响中欧贸易、投资谈判进程，短期内对中欧经贸往来产生负面影响。此外，全球金融市场震荡将增加中国金融风险。

“一带一路”战略和人民币国际化可能迎来一定发展机遇。脱欧后，英国和欧盟投资贸易将受到削弱，各国需要寻找新的市场亮点。这为中国推进“一带一路”战略、加强中欧之间基础设施建设合作、货币金融合作提供了机遇。在英镑、欧元贬值趋势下，人民币的相对稳定将吸引全球投资者更多地布局人民币资产，跨境人民币结算、离岸人民币金融业务可望加快发展。

三、美国大选新形势及其影响

2016年美国大选是2008年金融危机以来产生新总统的首次大选，也是对美国政治和经济政策及其后果的一次重新检视。民主党最有可能胜出的希拉里仍然面对奥巴马政策的延续性、“邮件门”事件及其强劲对手桑德斯等诸多因素的制约。共和党最有可能胜出的特朗普在政策议题上持多元立场，而在移民和反恐议题上持极端倾向，但却唤起了共和党中部分选民的民怨情绪。在外交政策方面，希拉里更可能延续奥巴马目前的外交战略，但也会适当调整包括中东事务、美以关系、美俄关系等对外政策导向。共和党阵营则将改变奥巴马的中东政策，捍卫以色列权益。从选情发展的总体态势看，2016年大选明显受到以

下环境的影响，即后金融危机时期的美国内、外状况、总统政治周期约束下的奥巴马政治遗产。

由于在历次美国总统选举中，美国国内经济政策极为重要，我们对两个候选人的经济政策做一简单对比。

希拉里主要从强劲增长、公平增长和长期增长三个角度诠释她的经济政策。首先她想通过以下措施实现**强劲增长**：投资基础设施建设、清洁能源、科学与医学研究；为小型企业和工薪家庭减轻税负；增强尤其是女性劳动参与率、扩充就业机会、增加薪水。其次，在实现**公平增长**方面主要考虑：鼓励企业和员工分享盈利所得，一方面提高员工的工资、福利和生产率，另一方面企业可以得到 15%抵税；提议把联邦最低工资提升至 12 美元/小时，并鼓励各州根据实际情况提升各州的最低工资；修补税法系统中的漏洞，确保富人缴纳足够比重的税。最后，在**长期增长**方面，她希望通过下述方案终结短期行为——鼓励企业从薪资、培训方面为员工做长久性考虑，以及企业自身的长久性发展，不要只关注短期利益；通过改善资本利得税来鼓励可持续发展性企业。

希拉里在对待金融改革上希望通过提早规避风险的方式防止经济危机再度发生：如通过各金融机构需根据规模大小和风险高低来支付一笔风险费用；通过完善沃克尔法则以限制银行在对冲基金方面高额投资；通过金融机构的营收或损失与其高管个人的奖金直接挂钩；通过给予监管机构更多权限来阻止“太大不能倒（too big to fail）”的事件发生；对于对金融市场有伤害性的高频率交易增加一项税款，并通过改变规则来使交易市场更公正、公开、透明。

她在华尔街问责制上有以下观点：当金融机构存在欺诈行为时，赋予司法部和证券交易委员会直接起诉金融机构的主要责任人；当金融机构违规且需要支付罚款时，直接责任人需要从个人工资中支付相应份额。此外，企业也会面临高额罚款，以防类似的违规再次发生。

特朗普目前并没有一套完整而系统的经济政策，而是基于话题性表态，与经济相关的话题主要集中于税收体制改革、中美贸易战、美墨贸易战三个方面：

一是在税收改革方面，为中产阶级减税（个人年收入 2.5 万美元或夫妻两个人年收入 5 万美元以下，无需缴税）；简化税收程序；为各种规模、类别企业减税，最多至 15%，从而让这些企业留在美国本土，为美国人增加就业机会；避免继续增加国债。

二是在中美贸易战方面，公开宣称中国为贸易操纵国；强调保护美国的知识产权，阻止中国以要求分享科技产业核心内容来获得市场准入；阻止中国对出口贸易进行非法补贴，特朗普决定以这种方式来给美国带来更多就业机会；降低美国本土的企业所得税，从而防止美国企业把工厂和工作外包给中国。

三是在美墨贸易战方面：特朗普认为从墨西哥来的非法移民一方面抢夺美国人手中的工作机会，另一方面把挣到的美金汇回墨西哥，平均一年 240 亿美元。所以提出了几个方案来制止这种情况：要求汇款机构（例如西联）查验汇款人的合法身份；要求墨西哥政府支付美墨边界围墙的费用；如果墨西哥政府不同意，美国便对墨西哥贸易制裁；取消移民签证或者增收签证费。

从民调看，民主党的希拉里对共和党的特朗普占据略微优势（表 2）。

表 2：2016 美国大选民意

（调查时间截止为奥兰多枪击案当周）

	特朗普 (Trump)	希拉里 (Hillary)
彭博	37%	49%
福克斯新闻	42%	39%
NBC&华尔街日报	43%	46%

资料来源：中国银行纽约分行战略及研究部整理

大选最终结果未定。美国政治经济热点交织，给美国乃至全球经济带来了

潜在影响。在政治方面，总统选举谁能最终胜出将对美国国内和国际局势产生深远影响。自民主党的奥巴马执政以来，美国国内的深层次矛盾并未得到有效解决。两党争斗加剧，国会“否决政治”抬头。美国经济复苏缓慢，经济复苏周期超过 7 年，关于衰退的噪音越来越大。移民、控枪、堕胎、同性婚姻合法化等社会议题不断引发争议，种族矛盾、恐怖主义呈现出抬头之势。

与国内政经环境压力相比，美国政府在国际舞台上仍尽力维持所谓“全球领导地位”，持续强化亚太战略，实现美古复交、力促伊朗核协议，但面对叙利亚问题以及“伊斯兰国”（IS）等恐怖主义威胁抬头的现实，奥巴马政府却选择了“不做傻事”的廉价平衡，无法令国际社会信服。

根据皮尤民调显示，接受访问的美国民众中至少有 60% 对美国当前的发展方向并不看好，认为国家急需改变的首要议题按顺序大致为经济与就业、反恐、医改、移民以及外交政策。这就意味着，选民对本次选举仍然具有强烈的变革期待，而他们关注的这些首要议题也需要两党参选人认真应对、提出改变方案的选举关键议题。从目前看，希拉里和特朗普两位候选人在上面各项议题上的主张并不能使大多数选民信服。我们认为这次大选无论谁取的胜利，美国社会的深层矛盾仍将长期的存在下去，不进行深刻结构性改革的举措都是徒劳的。

在经济方面，美国经济在经历 7 年之久的经济复苏周期后，美联储于去年年底启动了利率正常化的首次升息。但由于美国国内经济增长仍然温和，以及接踵而至的国外市场波动，将美联储利率政策的正常化过程整整拖延了 6 个月。期间虽然美联储一度想加快升息步伐，但却由于最近非农劳工市场的数据疲软，使得美联储进一步拖延了加息动作。美联储利率政策 6 月以来在鹰、鸽两派之间反复摇摆不定性本身已给而且将继续给美元汇率带来较大影响，导致美元对其它主要货币特别是对人民币离岸汇率的大幅波动。未来全球金融市场将继续围绕美联储利率政策以及美元的趋势继续波动。

四、新兴市场资本流动的发展变化

（一）当前新兴市场风险特征

2016年第一季度,新兴市场风险呈现四点特征。一是金融部门脆弱性加重。处于高风险区域的国家数量增加,表明部分新兴市场国家出现流动性短缺,或面临偿债风险。二是资产市场脆弱性分布呈现两极分化趋势。位于极端区域(安全,高风险)的国家增多,表明资产市场风险或会在部分国家集中爆发,而其他国家则相对安全。三是公共部门脆弱性水平整体降低。乌克兰公共债务水平过高,印度、巴西则同时面临严重财政赤字和高企的公共债务。四是外部脆弱性处于低风险、高风险区域的国家多于弱安全、安全区域的国家。阿根廷存在汇率风险,乌克兰等国面临外债过高、资本外流风险。

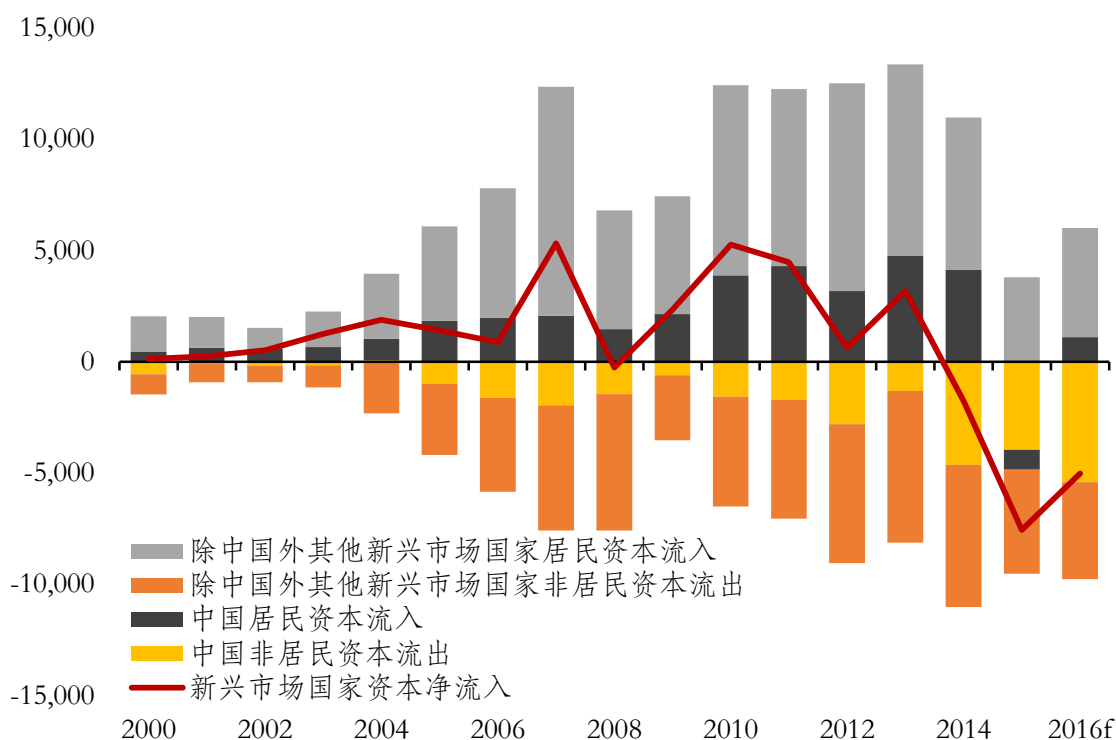
总体来看,金融部门风险与外部风险的叠加作用值得进一步关注。与2015年第四季度相比,外部风险性整体情况较为稳定,但处于低风险、高风险区域的国家数量仍占大多数,外部脆弱性分布出现两极分化趋势。此外,外部风险可能作用于金融部门风险,外资回撤、资本外流引发金融机构大规模偿债风险。

（二）新兴市场资本流动的新变化

在新兴市场国家经历了长达半年多的资本外流后,2016年初主要发达国家货币政策持续宽松,人民币汇率走势逐步趋稳,市场避险情绪逐步减轻,资金再次流入资产普遍估值偏低的新兴市场。新兴市场资产价格回弹,新兴市场资本流动迎来了一个重要转折点。但新兴市场经济体的基本面并未得到持续性的改善。部分国家正采取政策措施积极应对全球经济环境,而另一些国家则仍在努力适应困境,如持续走低的大宗商品价格、长期性的由制造业向服务业的倾斜等问题,以及过度负债、生产力增速放缓、人口老龄化、政策的舆论制约等本国限制因素。长远看来,2016年新兴市场的资本净流出量或仍会是一个巨大的数字,但相较于上一年略为缓和。据IIF预测,2016年新兴市场资本净流出

仍会达到 5000 亿美元，低于 2015 年的 7500 亿美元（图 19）。资本净流出情况缓解的主要原因为非居民资本流入的逐步回升，预计 2016 年该项指标将从 2015 年的 2400 亿美元攀升至 5600 亿美元。

图 19：新兴市场国家资本流动情况（单位：亿美元）



数据来源：IIF，中国银行国际金融研究所

具体地，就新兴市场国家非居民资本流入结构来看，在新兴市场证券投资流入持续两个月表现稳健后，该指标在 2016 年 5 月降至 12 亿美元，远低于 3 月的 264 亿美元及 4 月的 173 亿美元。以债务和股权两种方式的证券投资流入均表现较弱。从区域性上看，亚洲新兴市场和拉美地区新兴市场证券投资流入分别为 77 亿美元和 11 亿美元；相反地，欧洲新兴市场和非洲及中东新兴市场证券投资流出则总计 76 亿美元。降低新兴市场资本流入的主要动因是美元加息预期。另外，疲软的新兴市场资本流入表现又对本国经济增长造成消极影响，削弱了新兴市场资产的投资吸引力。

（三）中国在新兴市场资本流动中的角色

尽管新兴市场资本流动无法达到理想状态，但只要全球经济活动稳健进行、合理规避市场风险，新兴市场非居民资本流入将稳步回升、居民资本流出将愈发缓和。在新兴市场国家资本流动这一平稳过渡的过程中，中国的表现起到了举足轻重的作用。

从资本流动规模上看，中国资本净流量约占新兴市场国家总资本净流量的一半，其资本流动的表现对新兴市场资本流动的整体走势影响重大。自 2016 年 2 月至今，中国资本净流出均保持在合理范围。5 月，中国资本净流出较为缓和，约为 270 亿美元，略低于 4 月 285 亿美元同期水平。从 2 月到 4 月，中国资本净流出平稳的成因主要是美元走软，5 月中国资本净流出降低主要原因是人民币相对于美元贬值的情况下强调参照一篮子货币汇率（CFETS）作估值，以及国内经济企业增强了投资者对人民币的信心。未来，中国将继续保持人民币汇率企稳、实现 2016 年经济增长的目标，同时，受到推迟偿还外债和证券投资流入逐步恢复的作用，中国非居民资本流入将会重新回到正值。在政策驱动下，国内经济活动的有序开展将逐步促进资本净流出的正常化，从而积极影响整个新兴市场的资本流动。

免责声明

本研究报告由中国银行国际金融研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料。

本研究报告中包含的观点或估计仅代表作者迄今为止的判断，它们不一定反映中国银行的观点。中国银行国际金融研究所可以不经通知加以改变，且没有对此报告更新、修正或修改的责任。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为中国银行国际金融研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中国银行国际金融研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。中国银行国际金融研究所保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。



国际金融研究所

中国北京市复兴门内大街1号

邮编: **100818**

电话: **+86-10-66592331**

传真: **+86-10-66030183**