

# 全球經濟金融展望報告

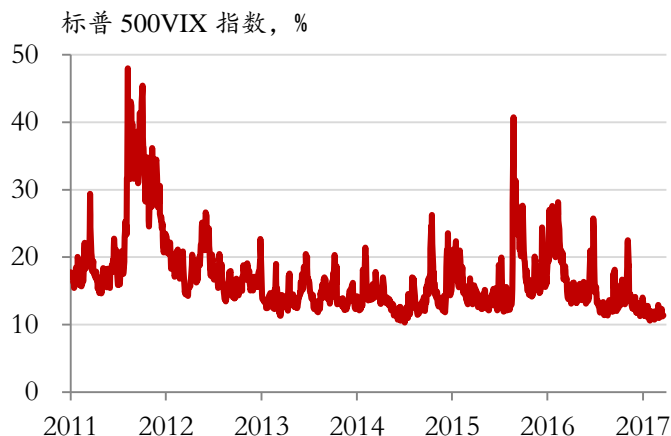
2017 年第 2 季度（總第 30 期）

報告日期：2017 年 3 月 31 日

## 要點

- 2017 年一季，全球經濟呈現良好開局，主要經濟體經貿活動回暖，政經改革有序推進，美聯儲再次加息。金融市場波動性下降，投資者情緒偏向樂觀。
- 展望未來，我們維持 2017 年全球經濟較上年改善的預測，同時潛在的政經風險仍不容忽視，包括歐洲大選、地緣政治、美聯儲加息和新興市場債務等。
- 全球金融穩定性將有所增強，特別是政策不確定性下降，公司回報持續改善，大宗商品價格保持相對穩定，對上下游沖擊有限。
- 本期報告特別就基礎設施建設對全球經濟的影響進行分析，包括美國和東盟基礎設施建設的空間及其融資選擇，這將為全球經濟注入新動力。

### 全球金融市場波動性下降



資料來源：Wind，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

馬曼

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

## 基础设施建设：全球经济增长新动力

### ——中国银行全球经济金融展望报告（2017年第2季度）

2017年以来，全球经济延续去年四季度企稳回升势头，美联储再次升息加剧全球货币政策分化；受到美欧政策更趋明朗、经济持续复苏等因素的推动，国际金融市场波动性下降。我们判断，未来全球经济增长力度有望持续增强，政策不确定性降低将鼓励投资者信心，全球性的基础设施建设浪潮成为新的增长动力。欧洲政经风险有所上升，但欧盟解体的可能性不大；在美元升值和大宗商品价格持续低迷的背景下，新兴市场债务风险仍需持续关注。

#### 一、基础设施建设预热，全球经济增长动力增强

2016年全球经贸统计陆续出炉，数据显示，世界经济实际增长率为2.4%，国际贸易实际增速仅为1.9%（其中货物贸易量增速仅为1.2%），国际直接投资大幅下降13.0%。全球经济整体表现是2010年以来最差的一年。在没有发生重大金融危机的背景下，这种情形尤显不寻常，主要受到了如下负面因素拖累：英国脱欧、美国大选等一系列黑天鹅事件发生，冲击投资者信心，发达经济体总体上超预期疲软；美元走强，新兴市场资本持续外流，融资状况较为紧张；难民危机、地缘政治冲突等冲击着东欧和中东经济复苏步伐。

不过，从2016年四季度到今年一季度，全球经济呈现企稳回升的态势，一些领先数据展示了这一情形：第一，全球综合采购经理人指数（PMI）强劲回升，今年2月已连续5个月超过53%，制造业PMI回升态势尤为明显（图1），部分国家制造业库存进入上行周期。第二，全球贸易活动明显回暖，世贸组织（WTO）发布的监测显示，2017年一季度全球贸易景气指数为102，高于荣枯线100。这是继去年第四季度出现反弹之后再次适度增长。具体来看，航空货物运输、汽

车生产和销售、出口订单以及集装箱吞吐量等数据均出现稳定增长，这些领先指标表明未来数月全球货物贸易量加速增长。第三，国际金融协会（IIF）跟踪监测显示，2017年2月新兴经济体经济增长指标连续第四个月回升，并创下了五年来的新高（图2）。我们认为，形成这一局面的推动因素包括：一是周期性因素，特别是全球贸易和生产状况否极泰来，呈现了周期性复苏；二是市场对美国特朗普政府关于扩大基建和复兴制造业的政策预期，刺激了投资者信心；三是中国的推动作用，特别是房地产和基础建设投资加快，进口明显反弹，经济景气指数回升。初步估计，2017年第一季度全球经济环比增速折年率达到3.0%，同比增速2.7%，均较上个季度加快约0.1个百分点。

图 1：全球 PMI 指数持续上扬

PMI, 50=荣枯线

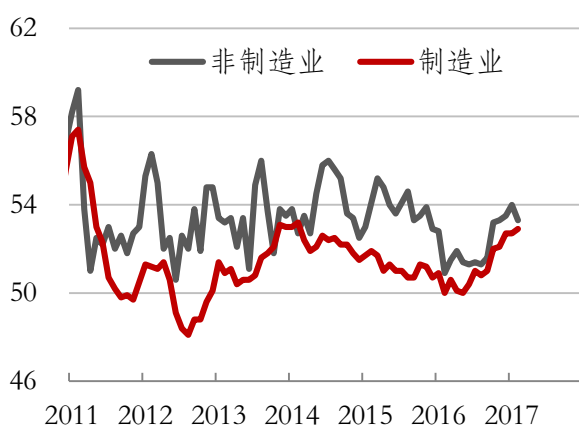
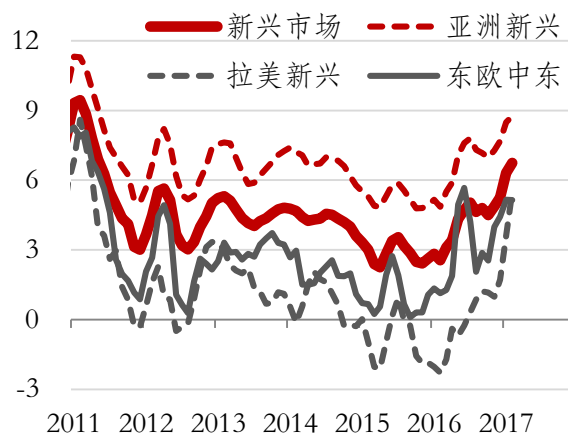


图 2：新兴市场经济增长显著回升

GDP 季度环比增长率，%



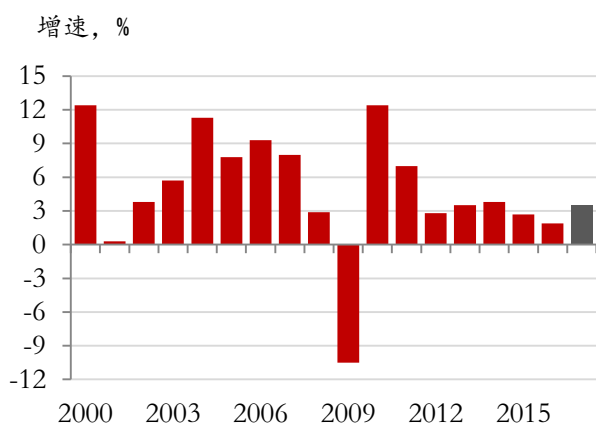
资料来源：WIND、IIF，中国银行国际金融研究所

展望未来，我们预计二季度全球经济仍将维持这种企稳回升的态势，增速为3.0%左右；2017年全球经济将增长2.8%甚至更高，全球CPI将较上年加快上涨，达到4.0%左右；国际贸易增长率回升到3.0%上方（图3），国际直接投资增长率也将从负转正。支持这个总体判断的基准预期包括：特朗普政府一如承诺扩张财政政策，并且美联储的货币政策正常化有序开展，中美之间并未爆发大规模贸易战，这将推动美国经济全年增速回升到2%以上；欧洲一体化未遭遇特别重大的波折，特别是主张退欧的多国右翼势力不会上台，英国退欧谈判顺

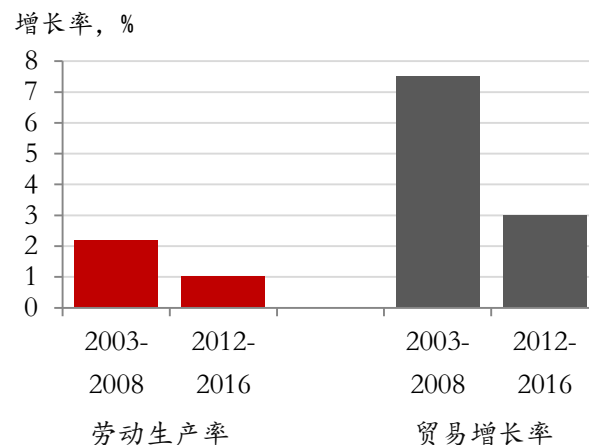
利，欧洲经济持续稳步复苏；新兴市场在美联储加息和资本外流的背景下未发生重大动荡，大宗商品价格平稳回升；中东及东亚地缘政治紧张局面得到和平有序的解决，不对全球经济形成重大干扰；俄罗斯和巴西的经济增长率由负转正，对全球经济产生正向贡献。特别地，我们认为以美国特朗普新政和中国倡导的“一带一路”建设为代表，全球性的基础设施建设新热潮将成为推动全球经济增长的重要新动力（后文专题将深入分析）。

从中长期的视角来看，目前全球经济的增速依然较为疲软，低于潜在的增长水平，较难摆脱所谓的“新常态”增长。这是因为，制约全球经济发展的结构性和深层次因素仍难以有效解决：一是主要国家的政府和公司部门的高债务问题仍将持续困扰世界各国，阻碍扩张性财政政策的实施，限制扩大投资支出的能力。二是全球银行业不良贷款水平依然高企，欧洲银行业表现更为突出；各国金融监管的持续强化，仍在限制银行信贷供给能力。美国特朗普政府放松金融监管的政策实施，或许能在一定程度突破这种循环，但这较难在全球形成共识。三是全球性的技术创新步伐缓慢，人口老龄化加剧，反全球化暗流涌动，特别是特朗普政府的贸易保护举措已经陆续实施并施压到国际社会。中长期内，这些因素这将制约全球劳动生产率的提升（图4）。

**图 3：2000-2017 年国际贸易增长率**



**图 4：全球劳动生产率与贸易增长率**



资料来源：世界银行，中国银行国际金融研究所

在这种“新常态”的增长环境下，我们预计发达国家货币政策仍将保持相对宽松、渐进正常化的基调。具体而言，未来一段时期内美联储的货币政策正常化（加息和缩表）是缓慢而有序推进的，2017年加息两到三次，2018年加息两次左右，累计基准利率水平的提升幅度不会超过2%，今年内预计不会启动缩表进程；欧洲央行在通货膨胀水平逐渐接近政策目标的情况下，预计将不再扩大量化宽松规模，并在一段时期内维持目前的负利率政策不变；日本央行亦将继续维持量化与质化宽松的政策取向，以促进长期通胀水平的提升。随着大宗商品价格的回升，新兴市场国家的货币政策有望转向中性状态，大宗商品进口国家更有逐步收紧货币政策的趋势。

**表 1：2017 年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		
		2015	2016	2017 <sup>f</sup>	2015	2016	2017 <sup>f</sup>	2015	2016	2017 <sup>f</sup>
美洲	美国	2.6	1.6	2.0	0.1	1.3	2.2	5.3	4.9	4.8
	加拿大	0.9	1.4	2.0	1.1	1.4	2.0	6.9	7.0	7.1
	墨西哥	2.6	2.3	2.3	2.7	2.8	3.3	4.4	3.9	4.0
	巴西	-3.8	-3.6	0.5	9.0	8.7	5.5	8.5	11.0	11.5
	智利	2.3	1.8	2.0	4.3	3.8	3.0	6.2	6.5	7.6
	阿根廷	2.6	-1.8	2.6	16.0	25.0	23.0	7.3	9.2	8.5
亚太	日本	1.2	1.0	0.6	0.8	-0.1	0.5	3.4	3.1	3.2
	澳大利亚	2.4	2.4	2.8	1.5	1.3	2.1	6.1	5.7	5.7
	中国	6.9	6.7	6.8	1.4	2.0	2.0	4.1	4.1	4.1
	印度	7.5	7.5	7.6	5.9	4.9	5.0	—	—	—
	韩国	2.6	2.7	2.8	0.7	1.0	1.9	3.6	3.7	3.3
	印尼	4.9	5.0	5.2	6.4	3.5	4.2	6.2	5.6	5.6
欧非	欧元区	2.0	1.7	1.5	0.0	0.2	1.0	10.9	10.0	9.5
	英国	2.2	1.8	1.5	0.0	0.7	2.5	5.3	5.0	5.2
	俄罗斯	-3.7	-0.6	1.0	15.5	7.0	5.0	5.6	5.5	5.4
	土耳其	6.1	2.0	2.0	7.7	7.8	8.2	10.3	10.9	10.5
	尼日利亚	2.7	-1.7	0.6	9.0	15.4	17.1	9.0	12.1	-
	南非	1.3	0.3	0.8	4.5	6.6	6.0	25.4	26.7	27.0
全球		2.7	2.4	2.8	2.8	2.9	4.0	—	—	—

资料来源：中国银行国际金融研究所。注：f为预测。

## 二、全球金融市场稳定性改善，潜在风险仍不容忽视

2016 年底到 2017 年初，全球金融市场曾由于美国及全球政治形势不确定性上升而出现大幅动荡。随着美国新任总统以促增长为目标的主要政策主张（包括减税、基建投资和放松监管等）逐渐明晰，美联储加息前景更加明朗，欧元区通缩风险消失、经济逐渐复苏，全球市场投资者信心和风险偏好回升，市场波动性下降（图 5）。全球超宽松货币政策时代结束，股市受货币政策的影响减弱，而更多地受宏观经济及行业利润的影响，不同市场和行业板块的股票价格不再同升同降。全球资产收益在地区、行业和种类之间的相关性已经从危机以来的高位回落（图 6）。

图 5：全球金融市场波动性下降

标普 500 VIX 指数

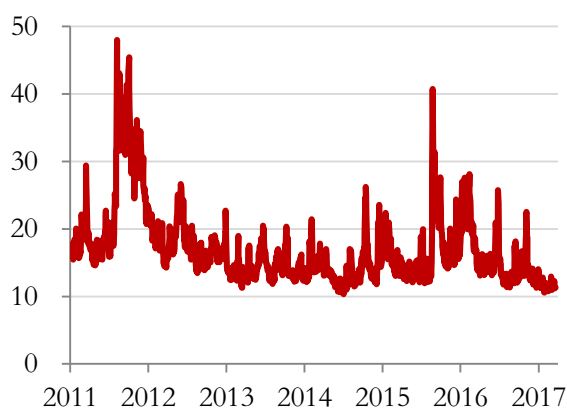
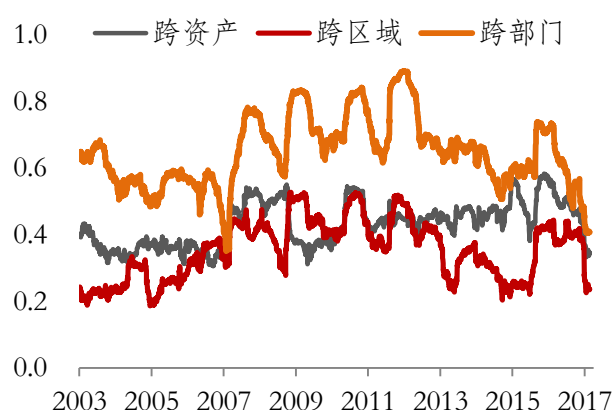


图 6：全球资产收益相关性回落

资产收益相关性

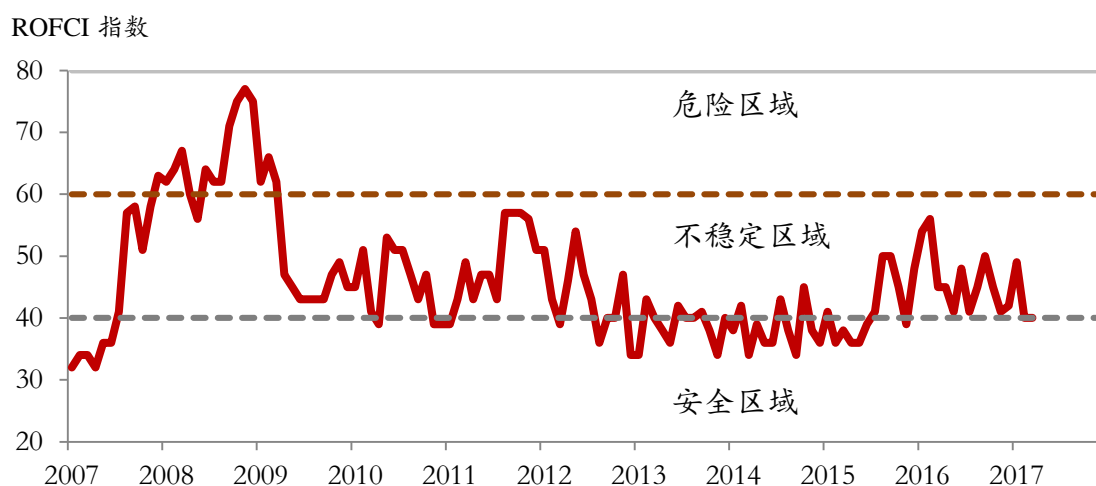


资料来源：Wind，BIS、中国银行国际金融研究所

2017 年第一季度，发达经济体金融市场整体表现良好，具体而言：股票市场稳定回升；政府债券市场先扬后抑；公司债券包括投资级别和高收益类利差均收窄，主要受需求强劲和公司信用质量改善的推动，例如美国产业公司信用评级上升/下降的比值达 2014 年以来高点 1.8；美国货币市场改革自 2016 年 10 月实施以来，虽然大量资金从机构优质基金流入政府债券基金，增加了货币市场融资难度，但整体上该项改革有助于增强货币市场稳定性；美国银行业股价大幅反弹，银行安全性增强，以违约距离表示的银行业系统性风险指标改善。

我们编制的美国金融风险指标（ROFCI）呈现先升后降、趋于稳定的趋势（图 7）。2017 年初，受银行类股下跌、银行间资金市场风险上升以及美元波动性上升的影响，ROFCI 曾大幅上升。随着特朗普新政府政策逐渐明朗，投资者和金融市场受到很大提振，市场逐渐恢复稳定，该指标下降到不稳定区域底部，处于 2016 年以来最低点。其中，改善比较明显的有银行类股票市场、银行间资金市场和美元外汇市场。2017 年二季度，美国金融市场稳定性有可能进一步增强，预计 ROFCI 指标将下降到安全区域，或在不稳定区域与安全区域边界波动。

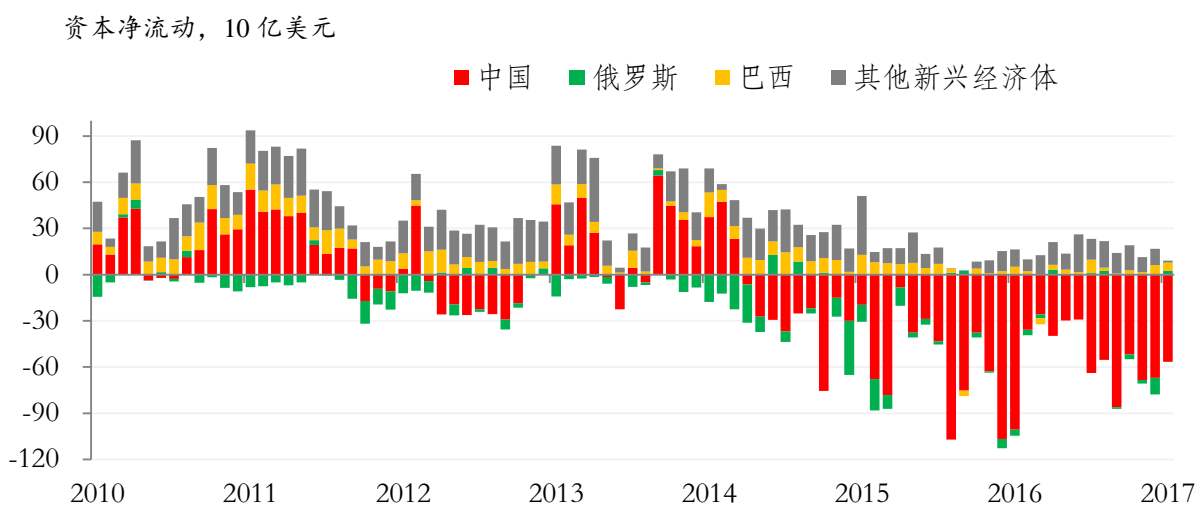
图 7：美国金融危机风险指标（ROFCI）的变化趋势



资料来源：中国银行国际金融研究所

2017 年第一季度，新兴经济体金融市场同样趋于稳定，具体表现包括：俄罗斯、乌克兰经济恢复增长，主权债券利差收窄；亚洲市场由于经济企稳，大宗商品价格回升，高收益美元债券发行上升，远超去年同期；股票市场整体领先于发达经济体出现稳定回升，其中拉美和新兴欧洲更加明显，市场波动性重回历史低点；银行类股也大幅反弹。不过，许多公司将资本市场融资的很大部分用于再融资、并购、回购股票、发放红利等，直接投资增长仍有限；非居民金融资本净流入在经历了 2016 下半年的下降后回升，与 2016 年同期的净流出形成鲜明对比，其中股票和债券基金净流入增幅高于发达市场，但若扣除中国，其他地区的资本净流入幅度仍然有限（图 8）。

图 8：2017 年一季度新兴市场资本净流入仍有限



资料来源：IIF，中国银行国际金融研究所

展望未来，新兴经济体金融稳定性有望增强。其一，特朗普政府经济政策的可行性及效果将更明朗，美联储货币政策走势会更确定，发达经济体复苏和通胀回升态势进一步确立，投资者信心将会增强，市场波动性继续下降。其二，主要新兴市场的公司回报会持续改善，这会进一步增强投资者信心，持续推动资本市场融资增长。随着各国货币政策继续分化，全球股票市场相关性下降的状态可能继续，这有助于降低资本市场羊群效应，遏制市场泡沫。鉴于新兴经济体股票估值仍较低，其市值占全球的份额仅 12%，未来这一市场增长的潜力仍然较大。其三，油价由于同时受到上升和下降因素的影响，二季度布伦特原油均价可能维持在 56 美元上下小幅波动，对上下游的冲击都较有限。

当然，主要潜在和新风险因素不容忽视。美国和发达经济体股票的周期调整 PE 值（CAPE）继续领先公司回报和经济增长，已达危机以来高点。随着美联储加息，股市逆转的风险可能上升。流动性状况，特别是美国货币市场短缺情况难以很快改善，其非金融类商业票据市场的信用风险和资金短缺状态将延续。英国脱欧及法国、德国即将举行选举，会对欧元区金融市场产生一定影响。

美国特朗普政府计划放松对银行业监管，可能会影响到全球银行业监管和



巴塞尔 III 等国际监管规则，造成新的不确定性和监管套利。放松监管可能增加银行信贷，改善银行业绩，但也可能提高银行风险。当然这一切需要经过立法程序，不太可能在下个季度内发生。

全球非银行债务中约有 46% 以美元计价，其中新兴经济体占三分之一。在公司利润增长有限的环境下，美元升值和利率上升会增加新兴经济体再融资和还债难度。如果特朗普政府实施贸易保护措施，新兴经济体对美国出口减少，加上美国促使海外企业将利润返回美国，美元资金来源减少，情况将更加恶化。

总的来看，全球金融市场稳定性在增强，但新的不确定性和风险因素也在形成。全球经济政策不确定性指数在 2017 年第一季度上升到了历史高点。美国新政府政策主张的不确定性，欧洲大选以及更多国家可能退出欧盟的不确定性，特别是美联储有可能加速升息，主要央行政策进一步分化等仍然是影响美元价值、投资者信心、全球资本和信贷流向的重要因素。

### 三、美国特朗普政府基础设施建设的规模与融资方式分析

美国基础设施规模与人均水平世界领先，但是老旧程度十分严重，更新、整修与维护资金缺口巨大。特朗普期望通过大规模基建投资改善这一状况，但美国财政预算有限，预计将通过公私合作模式和对私人投资税收抵免来融资。

#### （一）美国基础设施建设现状

历史上，美国有两次较大的基础设施建设潮。一次是 20 世纪 30 年代罗斯福新政时期，利用大规模基建投资应对经济萧条；一次是 20 世纪 50 年代艾森豪威尔主政时期，签署联邦资助公路法案，修建州际高速公路体系以连接城乡地区，刺激经济增长。这两次建设潮为美国基础设施发展奠定了良好的基础，当前美国基础设施总规模和人均占有率世界领先。其中，铁路运输总里程逾 25 万公里，远超其他国家（图 9）；人均占有率接近世界平均水平 5 倍，远高于除加拿大以外的其他主要国家（图 10）。公路运输总里程 659 万公里，超过加拿

大、日本、中国、印度等国；人均里程仅次于加拿大，远高于世界平均水平。航空运输方面，美国有 13513 个机场，密度略低于英国，但远高于日本、巴西、中国、印度等国。管道运输总里程 223 万公里，人均管道里程世界最长。

图 9：主要国家铁路运输里程比较

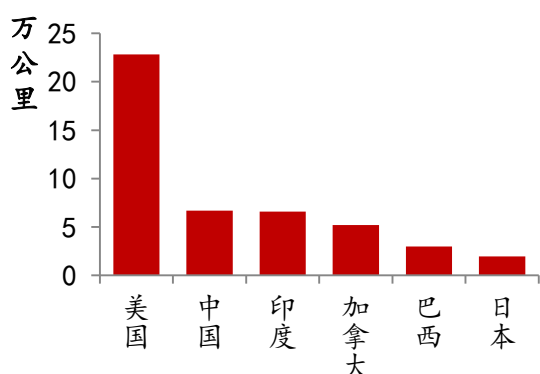
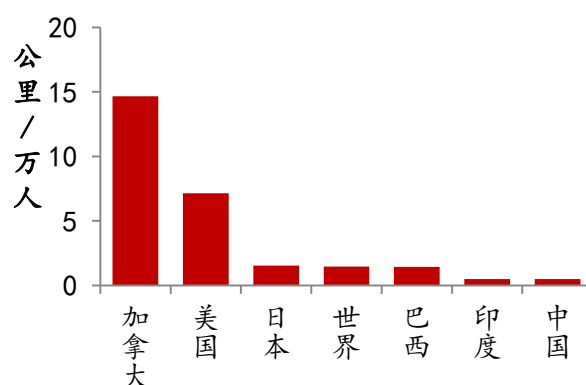


图 10：主要国家人均铁路里程比较



资料来源：中国银行国际金融研究所

虽然美国基础设施总规模和人均占有率处于领先地位，但设施老化程度十分严重，一定程度影响了居民生活和经济发展效率。根据世界经济论坛《全球竞争力报告》，当前美国基础设施质量位居全球第 19 位，排在西班牙、葡萄牙和阿曼之后。全美约有 65% 的主要道路亟待维护或重修，6.5 万座桥梁结构存在缺陷，25% 的桥梁已经无法满足交通需求。基础设施资金投入不足导致美国人每年花费 55 亿小时在交通通勤上，造成 1200 亿美元的额外燃料和时间损失。此外，美国企业每年需要为额外的货运成本支付 270 亿美元，削弱了企业竞争力。

## （二）特朗普新政中基础设施建设规模

奥巴马执政期八年期间，一直强调加强基础设施建设，但效果非常有限。美国两党的意识形态之争以及利益博弈使得奥巴马的“基建梦”在国会中寸步难行。2009 年近 8000 亿美元的经济刺激计划中，基础设施建设规模不过 100 亿美元；2011 年，奥巴马政府就业法案中总额为 600 亿美元的基础设施议案遭到参议院否决；2012 年联邦财政预算中，奥巴马政府提出总投资 530 亿美元的全

国高铁计划，依旧被否决。直到 2015 年 12 月，奥巴马“基建梦”才有所突破，签署为期 5 年的《修复美国地面运输法案》，为 2016-2020 年美国公路、桥梁、轨道交通等基础设施建设提供 3000 亿美元资金。

特朗普高度重视基础设施建设，并将其作为积极财政政策的重要抓手。特朗普认为美国人因交通拥挤浪费了太多时间，联邦政府把大量金钱用于对外战争，却不改善国内交通系统，是不合理行为。他主张增加财政支出，计划任内投入 1 万亿美元修复内陆交通设施，重建高速公路、桥梁、隧道、机场和铁路（部分项目见表 2），争取让美国基础设施达到“首屈一指”的水平。

**表 2：预计动工的美国前十大基础设施建设项目预算和施工情况**

项目名称	所在州	项目类型	预算 (百万美元)	施工状态
纽约高铁工程(The Gateway Project)	纽约州	铁路	7500	计划中
德州中央铁路(Texas Centeal Railway)	德克萨斯州	高铁	10000	概念
加斯帕跨洋码头(Jasper Ocean Terminal)	乔治亚州和南卡罗来纳州	港口物流	4500	计划中
高迪郝威国际大桥(Gordie Howe International Bridge)	密歇根州	高速公路/桥	2100	前期工程于 2015 年展开
加利福尼亚高速铁路(California High-speed Railway)	加利福尼亚	高铁	68000	建设中
I-70 山道 (I-70 Mountain Corridor)	科罗拉多州	高速公路/桥	3500	计划中
新奥尔良港口 (Port of New Orleans)	路易斯安那州	港口物流	1200	采购中
港务局客运总站 (Port Authority Bus Terminal)	纽约州	城市运输	8000	计划中
普吉特高铁工程(Puget Sound Gateway Project)	华盛顿州	高速公路/桥	2800	计划中
海湾三角洲保护隧道计划 (Bay Delta Conservation Plan Tunnels)	加利福尼亚州	水/废水	25000	计划中

资料来源：中国银行国际金融研究所

### （三）美国基础设施建设融资方式面临困难

当前美国基建更新、整修与维护的费用资金缺口巨大。根据 2016 年美国土木工程师协会模型估计，2016-2025 年美国基建存在 1.44 万亿美元的投资资金缺口，将导致 GDP 少增 3.96 万亿美元，2026-2040 年将存在 5.18 万亿美元资金缺口，GDP 少增 14.2 万亿美元。按板块分，2016-2025 年，内陆运输、污水处理系统、电子电气设施、机场、内陆海运的资金缺口分别为 1.1 万亿、1050 亿、1770 亿、420 亿和 150 亿美元。

然而，特朗普新政减税与增支并举使基建融资面临困难。特朗普新政中两个重要支点：一是大规模翻新重建美国基础设施，二是对工人和企业减税。前者意味着大规模财政投入，后者意味着政府财政收入将显著下降。据美国税收基金会测算，特朗普财政计划在未来 10 年将减少 4.4-5.9 万亿美元联邦财政收入，并产生 12 万亿美元债务。因此，特朗普面临的首要问题是如何应对政府开支触及债务上限。

解决这一矛盾，一是节省财政开支，二是加大国债发行规模。然而，过去几届政府经验已经证明，政府支出削减空间有限，近三分之二联邦政府税收收入用于强制性支出，包括社保、医保和国债利息。增加国债发行规模恐也无法如愿，一方面，美国国债总额已经接近 20 万亿美元，占 GDP 比例已经从 2000 年的 55% 上涨至 2016 年的 108%，发行空间有限。另一方面，美联储处于加息周期，既增加了联邦政府存量债务的偿还负担，也增加了新增债务融资成本。因此，无法完全依靠发行国债筹集资金。

根据特朗普计划，解决出路是调动私人资本和国外资本投资热情。特朗普曾在“百日计划”中提到，要通过公私合作模式（即 PPP 模式）和对私人投资税收抵免来进行融资；此外，还计划对“边境税”进行抵免来吸引私人投资。特朗普的税改方案曾主张对美国企业汇回国内的海外利润征收 10% 的所得税，

在这一计划下，企业可以使用基础设施股权投资进行税收抵免，抵消 10% 的海外利润税。

然而，特朗普团队提议的税收减免存在软肋，需要继续完善。由于私人资本对收益率要求较高，将通过收取或增加过路费等措施提高回报，这将增加民众消费支出。此外私人资本风险管理和风险规避意识更强，对项目要求更高，将重点关注具有更高现金流水平的项目，愿意参与的项目有限。

总之，美国政府逐渐意识到，落后的基础设施已成为经济增长和制造业复苏的重要制约。为此，特朗普上台后，迫切希望改变国内基础设施建设落后现状，但囿于政府财政预算限制，基建项目存在较大资金缺口。为解决这些问题，特朗普欢迎私人资本和海外资本进入基建领域，希望通过 PPP 模式和税收抵免政策解决融资缺口。

#### 四、欧洲政经风险上升的根源与前景

面对 2016 年的诸多挑战，欧盟 28 国展现出良好的经济韧性。尽管 2017 年欧洲经济有望稳步复苏，但内部结构性问题依然突出，最大的风险是政治不确定性上升，一体化前景引发市场忧虑。

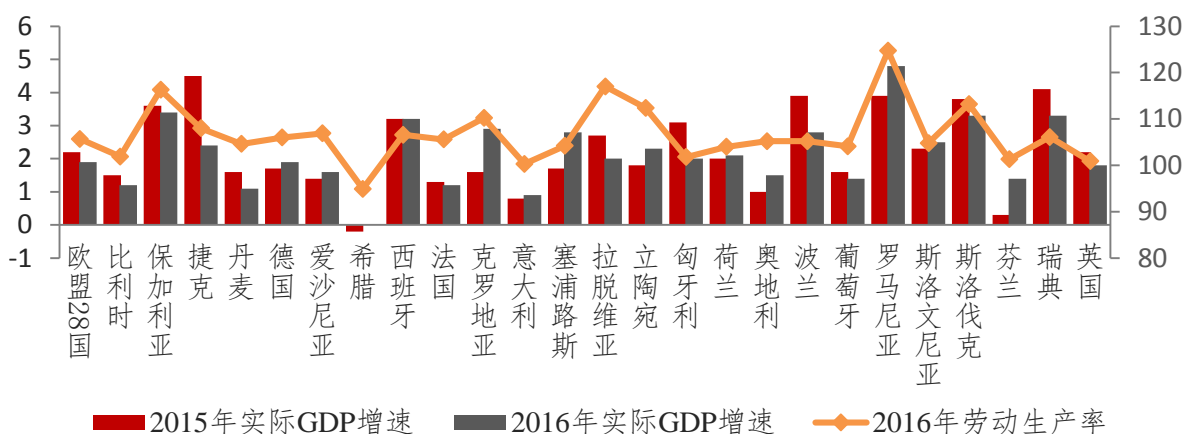
##### （一）欧洲政经风险上升的原因

**欧盟内部结构失衡成为欧洲一体化遇阻的根源。**经济一体化理论与实践表明，一体化组织成员间同质性越高，创造效应就越明显；成员间异质性越高，则转移效应将超过创造效应，加剧内部经济差距，最终破坏一体化组织结构。尽管当前欧盟正在走向复苏，失业率降至历史新低，但在经济、社会各部门以及不同区域之间，复苏与发展的势头并不平稳均衡。

自成立以来，欧盟各国的发展水平存在明显差异，西欧国家相对发达，中东欧国家相对落后。在经济增速方面（图 11），近年来中东欧国家 GDP 增速显

著回升，德国、法国等主要经济体稳步复苏，希腊、西班牙、意大利等南部经济体则面临困境。在劳动与就业方面，南欧劳动生产率明显低于北部经济体，德国 2016 年失业率为 4.1%，而希腊、西班牙、克罗地亚、意大利、葡萄牙等国失业率超过 10%（图 12），致使民众对于欧盟及本国政府产生强烈的不满情绪，进一步加剧政治风险。

图 11：欧盟主要国家 GDP 增速与劳动生产率



资料来源：欧盟，中国银行国际金融研究所；劳动生产率 2010=100

图 12：欧盟主要国家失业率与政府债务



资料来源：欧盟，中国银行国际金融研究所

**欧盟经济地位下降、安全与边境威胁上升，加剧内部矛盾。** 尽管欧盟仍是全球最大的单一市场与贸易体以及第二大货币所在地，但其全球经济地位已显著动摇。欧盟经济实力面临相对减弱的现实挑战，GDP 全球占比由上世纪 80 年代的 30% 左右降至 22%，预计 2030 年这一比例将远低于 20%。快速老龄化冲击欧洲，欧盟人口全球占比预计由上世纪 90 年代的 25% 左右降至 2060 年的 5%。欧元在国际外汇储备中份额近十年来下降约 5 个百分点。同时，全球局势日益紧张，地缘政治风险大幅上升，中东、非洲区域恐怖活动肆虐。恐怖袭击冲击欧洲，移民压力倍增，难民危机达到二战以来最大规模，对欧盟成员的社会稳定及边境管理等带来巨大挑战，进一步加剧成员间内部矛盾。

**欧盟机制安排缺乏灵活性，在危机时期加剧内部失衡。** 28 个成员捆绑为一体，正如三国赤壁之战的铁索连舟，胜势前行时如履平地，一旦遭遇较大冲击或某一环节出现问题，就会难以转向、分崩离析。欧盟结构较为复杂，成员需要遵从欧盟与自身双重标准和利益，在内政外交、调控工具等方面相互掣肘，受到一定限制。统一发声与行动，是成员让渡各自利益、相互妥协的结果，在繁荣发展时期易于达成共识，陷入困境时则冲突上升、政策效率与信任度下降，加剧危机形势。其中，欧元区表现尤为明显。欧元区实行统一的货币政策，欧央行长期以控制通胀为首要目标，难以与各成员国有效协调。面对外部冲击时，成员国不得不过度依赖扩张性财政政策，从而加剧财政状况恶化。然而，欧元区又对其成员国具有预算赤字、负债率约束，这就意味着要求处于经济困境的国家缩减财政支出、增加税收、控制负债，对消费与公共投资产生抑制作用，加剧经济失衡。从实际情况来看，希腊债务危机及僵持不下的援助谈判就源自这一矛盾。当前，欧元区政府负债率已超过 90%，多数成员国面临史无前例的债务水平，北欧在一定程度上为南欧填补赤字，这一情况难以持续。

## （二）欧洲发展前景判断

未来，欧洲将何去何从？市场关注点主要聚焦于英国脱欧进程、主要国家

大选及欧盟改革方案三个方面。对此，我们持有以下判断：

**第一，英国启动脱欧程序，谈判进程将曲折前行。**2017年是英国脱欧的关键一年。1月17日，英国梅首相首次公布脱欧方案，明确表示英国将脱离欧盟单一市场和关税同盟，在此基础上英国希望与欧盟达成新的贸易协定；2月2日，英国发表《联合王国从欧盟的退出以及同欧盟的新伙伴关系》白皮书，明确阐述英国政府脱欧态度及12项基本原则；至3月13日，脱欧议案先后获国会上下议院表决通过，相关法律准备基本就绪，英国在3月底启动《里斯本条约》第50条，正式开启脱欧进程。

英国脱欧谈判将面临诸多压力，经多轮博弈后双方实现妥协合作。一方面，脱欧谈判在公民权利、贸易协议、费用核算等方面存在较大分歧。对于生活在英国的欧盟公民和生活在欧盟的英国公民，其居住、就业、养老、社会保障、教育等方面的权利，都将成为英国与欧盟双方争论的焦点；尽管英国表示可以放弃欧洲单一市场，但断崖式脱欧、以WTO贸易安排进入欧盟，仍将为失去“护照权”的英国带来一定负面冲击，贸易协定安排会是双方谈判的核心问题；“先算账，后分家”，对于英国此前作为欧盟成员在援助、基础建设及研究项目等方面的出资承诺，欧盟将以强硬姿态要求返款。另一方面，苏格兰退英公投和欧洲主要国家大选增加英国脱欧谈判的不确定性。尽管苏格兰退英公投提交申请并获得英国议会批准的可能性较低，但是作为民主的诉求，这在英国脱欧谈判特别是对于欧洲单一市场资格的争取上需要予以慎重考虑。同时，2017年至2019年是欧洲主要国家大选之年，此后欧盟、英国、苏格兰等也将进行换届，这在一定程度上加剧了英国谈判进程的不确定性。虽然当前英国与欧盟均展现强硬态度，但硬脱欧的结果将“两败俱伤”，双方会经多轮博弈在不同领域相互妥协，降低脱欧程序带来的负面影响，走向合作脱欧之路。

**第二，民粹主义上升，但极右翼势力掌控欧洲的可能性较小。**2017年是欧洲大选年，法国、德国即将迎来换届选举，这两国为欧盟、欧元区的重要支柱。



在法国，极右翼政党国民阵线领导人勒庞野心勃勃，在目前民调数据中获得较高支持度，很有可能顺利进入第二轮选举；在德国，地方议会选举中默克尔领导的基民盟连连失利，而打着反移民旗号的德国选择党则势头强劲，可以预期默克尔的连任之路将较以往更为艰难。

极右翼势力上台的可能性较低。当前，两国执政党的处境极为相似，均在民众支持率中呈现大幅下滑态势，表现了民众对政绩现状的不满与改变的意愿。然而，我们也应看到，民粹主义仅是作为小股力量顺势博得民众的共鸣，在德法两国的众多党派中并未形成抱团呼应之势。没有一个党派可仅凭一己之力最终占据绝对多数，政治格局呈现分化，必须形成联合政府主持大局。基于选举制度与历史潮流，传统党派之间更乐于结合，极右势力最终成为大选“黑马”的可能性不高。目前，荷兰大选尘埃落定，现任首相所在的自由民主党继续保持最大党地位，民众对民粹主义说“不”，成为德国和法国大选的风向标。

德、法大选后不会步英国后尘。抛开货币与地理因素不谈，德、法国情与2016年的英国有相似之处，最大的相似点体现于移民与恐怖主义：难民的涌入为恐怖袭击提供便利，也同时成为社会安全的不可控因素。从中折射出的安全与保障问题是引起民众寻求变革的重要导火索，这也顺理成章地成为当前竞选政党推行新政的首要招牌。但我们仍应看到，与英国不同的是自欧共体成立以来，德、法人均GDP出现了显著增长，两国恰恰是欧元区的主要受益者，其整体经济表现甚至要好于英国与美国。更值得一提的是，两国社会财富分布较英国更为均匀，而收入不平等是英国脱欧公投中的一大焦点问题。我们预计，德、法两国不会拆解欧盟，仍将是欧洲一体化的重要支柱。

**第三，欧盟不会解体，“多速欧洲”或将成为改革方向。**尽管英国开启脱欧进程，为欧洲一体化的发展投下阴影，但欧盟不会就此解体。当前，超过三分之二的民众认为欧盟仍是不确定世界中的稳定之所；超过80%的民众支持欧盟的四项自由原则；70%的欧元区民众支持统一货币，极右翼势力难以完全掌控欧

洲的政局。

欧盟经济与社会结构发生深刻变化，政经风险大幅上升。不论英国脱欧、主要国家大选结果如何，欧盟都将主动开启改革进程。3月初，欧盟委员会发布关于欧洲未来的白皮书，对2025年欧盟27国发展方向进行情景分析，提出了五条改革路线。一是维持现状，继续向前。欧盟27国坚持既有路线，聚焦于实行并完善现有改革方案。二是仅作为单一市场存在。欧盟逐渐聚焦于深化单一市场这一关键领域，在诸如移民、安全等领域不再共同合作寻求解决方案，减少监管负担，取消双重法制标准。三是有意愿者多做，也被称为“多速欧洲”方案。欧盟27国按当前方式运行，但是允许某些成员国在某些特定政策领域形成一个或几个“自愿联盟”，在防卫、国内安全、税收或社会事务等方面深化合作。四是管理更少但更有成效。欧盟27国达成共识，确定核心关注点与优先政策，欧盟专注于某些特定政策领域，在其他领域有所收缩。五是全面加强合作。欧盟成员国在所有政策领域强化合作，共享权力、资源和决策制定。

“多速欧洲”协调不同步调，或将成为改革方向。目前，德国、法国、意大利、西班牙、荷兰、卢森堡等国已表态支持“多速欧洲”方案。该方案兼具一体化与灵活性，允许欧盟成员国根据实际情况，协调发展步调。部分成员国可以在特定领域深化合作、更加团结，形成协力；其他国家也可以快速前进，迎头赶上，申请进入“小团体”。德国、法国等相对发达经济体可以在税收、金融架构、防卫等领域进一步深化合作，提高国际经济金融话语权；希腊、意大利等南欧国家可以在政府支持、产业保护、就业与保障等领域保持自己的回旋余地与缓冲空间；中东欧国家也可以在移民、边境管理等方面保证自身利益。事实上，欧盟内部已经形成了类似的多速团体，如欧元区、申根区等。然而，“多速欧洲”可能造成欧盟内部分裂与竞争，致使原有架构更为松散。此外，部分中东欧国家担忧自身被排除在外，明确表态拒绝这一方案，可能增加欧盟改革方案协商难度。

## 五、东盟基础设施建设及其融资模式分析

东盟国家是“一带一路”战略的重要节点，其基础设施相对薄弱、发展空间巨大。未来东盟国家的基础设施建设将为经济增长提供动力，为各国的金融支持提供重要机遇。

### （一）东盟基础设施建设不足制约经济发展空间

东盟十国的基础设施建设进展不一。世界经济论坛 2016/17 年报告指出，东盟中除新加坡、马来西亚及泰国的基建竞争力较高外，其他国家的世界排名都在 50 位以后，反映东盟有较大的空间改善基础设施，以提升国际竞争力。

首先，多个东盟国家都存在电力供应不足，只有文莱、马来西亚及新加坡能达到百分之百供电率，而柬埔寨及菲律宾的电力供应问题尤其严重，只有约三成多的供电率。世界银行的数据显示，东盟还有必要进一步提升信息科技基建及小区设施，改善区内的营商环境及生活质量。

其次，东盟具有劳动力成本优势，在全球产业链中承接了大量从低成本区域转移的产业，其中低附加值制造业占比较高。但是，由于东盟国家基础设施配套能力不足，单靠低廉的劳动力成本并不足以弥补较高的运输及公用设备的开支，降低了外商的投资意愿。

第三，东盟区内的中产阶级日渐增加，收入上升会刺激更多基础设施的需求，如铁路及电讯设备等，以提高区内的生活质量。

### （二）东盟的基建投资需求持续上升

不同的国际机构都为东盟的基建投资作出推算，数额大概是每年 600 亿美元至 1460 亿美元。2017 年 2 月，亚洲开发银行发表报告指出，亚洲的基建投资需求超出 2009 年预测值的 1 倍，并预计东盟在 2016-2030 年在基建投资上，每年平均需要的资金达 1840 亿美元（不考虑气候变化），反映东盟的基建融资

仍有较大的增长空间（表 3）。联合国预测东盟在 2015-2025 年的基建投资中，50%会投放在交通建设；35%在发电项目；8%在通讯基建；7%在水务及卫生项目。交通建设及电力行业将会是未来重点的发展项目。

**表 3：2016-2020 年亚洲基础设施投资缺口估计**

（单位：10 亿美元）

区域	基准估计			考虑气候变化的估计		
	每年需求	缺口	需求占 GDP 比重, %	每年需求	缺口	需求占 GDP 比重, %
中亚	492	33	6.8	565	38	7.8
东亚	13781	919	4.5	16062	1071	5.2
东盟	2759	184	5.0	3147	2100	5.7
南亚	5477	365	7.6	6347	423	8.8
太平洋地区	42	2.8	8.2	46	3.1	9.1

资料来源：亚洲开发银行，中国银行国际金融研究所

### （三）东盟国家对“一带一路”以基建投资拉动经济增长寄予厚望

“一带一路”在合作方式上以建设经济走廊作为重要推进平台，形成以新欧亚大陆桥、中蒙俄、中国-中亚-西亚、中国-中南半岛、孟中印缅和中巴等六大经济走廊统领整个区域发展的格局。其中，中国-中南半岛经济走廊涵盖中国和东盟十国。目前，中国-东盟自贸区已经建立，并推动自贸区升级。在此基础上打造经济走廊，无疑将有效地带动东盟国家的经济发展。

在建设六大经济走廊中，基建投资是重要抓手。我们估计，规划中的欧亚高铁、中亚高铁及泛亚高铁网加起来总长度超过三万公里，以国际上高铁建造成本（每公里 3 亿元人民币）计算，涉及的投资额超过 1 万亿美元，将为区域经济带来持续不断的发展动力。

但是，东盟国家普遍存在金融服务覆盖率低、金融市场不发达等问题，原有的融资模式无法承担推动经济发展的重任。同时，区内各个国家地缘政治复

杂，宗教文化迥异，在发展阶段、金融体系、商业模式等方面存在不小差异，风险甄别难度较大。如何加强风险管理是构筑企业核心竞争力的关键。因此，需要建立长期、稳定、可持续、风险可控的金融保障体系，打造多层次的金融平台、提供充足的融资支持和风险管理手段。

#### （四）东盟基础设施建设应鼓励多渠道融资，吸引私营部门参与

基础设施融资一般有三个渠道。第一，来自公共部门的融资，这既包括国家或地方政府以当前和未来税收收入为还款来源进行筹资，也包括从开发性金融机构或官方发展援助（ODA）获得资金。第二，来自国内外私营部门的融资，其还款来源主要基于用户对基础设施的付费。第三，公私合营，即 PPP。

据亚洲开发银行的统计，亚洲所进行的基础设施投资中，公共部门提供了超过 90% 的资金，占 GDP 的 5.1%，远远高于私营部门的比例（占 GDP 的 0.4%）。不同区域和经济体之间基础设施投资率差异很大，东亚的基础设施投资多由公共部门主导，南亚的私营部门投资占据相当大的比例，而东盟、太平洋和中亚地区介于两者之间。

如前所述，未来几年，东盟国家仍存在较大的基础设施融资缺口，仅靠公共部门或私营部门无法有效满足这一需求，需要发挥双方合作的力量。作为政府部门，在保持公共债务可持续性的前提下，可以通过增加税收和其他收入来扩大资金来源、减少能源补贴等其他公共开支、提高公共投资的使用效率等途径，扩大基础设施融资来源。IMF 的研究表明，大多数亚洲国家都可以通过公共财政改革来持续增加收入，但这仍无法完全满足基础设施建设的需求，因此还需要私营部门的资金作为补充。

基础设施具有准入门槛高、期限长、规模经济效应（高固定成本和低变动成本）等特征，私营投资者往往难以从中受益，导致其缺乏投资热情。亚洲开发银行的研究表明，近几年来，全球养老基金、主权财富基金、保险公司和其

他机构投资者管理的私人资本总额约为 50 万亿美元，但只有 0.8% 的资金用于基础设施建设。与此同时，亚洲地区拥有高额的储蓄，但由于缺乏适当的投资渠道，难以转化为基础设施建设资金。这需从市场建设、监管体系、法律法规等多方面完善融资框架，提供有效的风险分担和风险转移机制，提高私营部门参与基础设施投资的热情。

第一，提供创新性的金融工具，如企业和项目债券、夹层工具、资产证券化产品等，将私营部门的长期投资转化为短期可见的收益，分散其投资风险。

第二，扩大基础设施股权融资。统计数据显示，全球上市基础设施公司的市值占全球股权市场的 6%，占全球 GDP 的 4%，而亚洲这一比例仅为 GDP 的 2.5%，还有较大的增长空间。2016 年，亚洲基础设施投资私人股权融资规模约为 360 亿美元，占全球交易总额的 51%，说明亚洲正成为全球基础设施投资的热门地区。

第三，发展基础设施债券融资。长期以来，由于银行可以通过贷款协议密切监测基础设施项目的进展，其在分配资金和谈判中也更灵活，银行往往在提供基础设施融资方面处于主导地位。但金融危机后，巴塞尔 III 等新的监管规定要求银行必须增加资本缓冲，大大降低了银行提供长期项目融资的能力。在此情况下，发展债券市场有利于弥补银行贷款的不足。在项目初始阶段，银行贷款十分重要，而在工程开始建设并产生现金流以后，债券就可以发挥更多作用。债券市场的发展和银行业之间可以产生较好的协同效应。

## 六、美元与大宗商品市场变化对新兴经济体的影响

当前，新兴经济体的经济增长前景有所改善，但是在美元步入加息周期和大宗商品市场中长期内低迷的前景下，新兴经济体面临的风险仍然不容忽视。因此，我们需要继续保持对新兴市场经济体的高度关注。

### （一）美联储历次加息周期均引发一次动荡或危机

1980 年以来新兴经济体经历了美联储 5 轮加息周期，每一轮加息周期均引发一次动荡或危机。第一轮加息周期引爆拉美债务危机。20 世纪 80 年代初期拉美国国家短期债务规模快速上升，并且外债占比较高。美联储货币政策收紧后，拉美国国家偿债成本大幅上升，最终引发危机。第二轮加息周期引发日本资产价格泡沫破灭。美国货币政策在 1986 年后逐步收紧，为避免货币贬值和资本外流，日本也随之加息，货币政策的突然转向导致股市和房地产市场泡沫破灭，银行业遭受重创，日本经济转入萧条。第三轮加息周期引发东南亚金融危机。1994 年美国进入加息周期后，东南亚国家经济增长不断放缓，外贸顺差不断缩小乃至出现逆差，由于货币被严重高估，加之股市和楼市存在泡沫，国际资本以泰国为突破口，做空货币、股市和房地产市场，亚洲金融危机拉开序幕。第四轮加息周期刺破互联网科技泡沫。20 世纪 90 年代后期，美国股市走向了非理性的繁荣，科技、互联网股票涨幅巨大，但股价的增长速度早已超过盈利增长速度，估值泡沫化非常严重。美联储连续加息 6 次，收紧流动性，互联网泡沫随之破灭。第五轮加息周期引发“次贷危机”。2004 年，为了防止经济过热，美联储先后 17 次加息，部分按揭贷款者违约，进而导致次级抵押贷款公司破产，由此引发一系列连锁反应，“次贷危机”演变为全球金融危机。

## （二）新兴经济体金融脆弱性持续上升

一是大宗商品价格持续低迷给新兴市场经济复苏带来不利影响。2016 年以来，大宗商品市场开始其再平衡之路，市场明显回暖。截止 2017 年 2 月，彭博大宗商品指数上涨至 88 点，同比涨幅高达 17%。而受此影响，主要大宗商品出口国经济也出现了明显回暖。其中巴西公布的最新数据显示，今年 2 月，巴西出口同比上涨 15.9% 至 154.72 亿美元，而最重要的推力来自于大宗商品出口额的大幅增长，其中原油增长 326.6%、铁矿石增长 126.2%、大豆增长 107.2%。

本轮大宗商品价格的回升，有望推动主要依靠大宗商品出口的新兴经济体走出持续下跌的趋势。根据世界银行的估计，新兴经济体中大宗商品出口国的

GDP 增长率将从 2016 年的 0.3% 上涨至 2017 年的 2.3%，从而带动新兴经济体总体的经济增长率从 2016 年的 3.4% 上涨至 2017 年 4.2%。

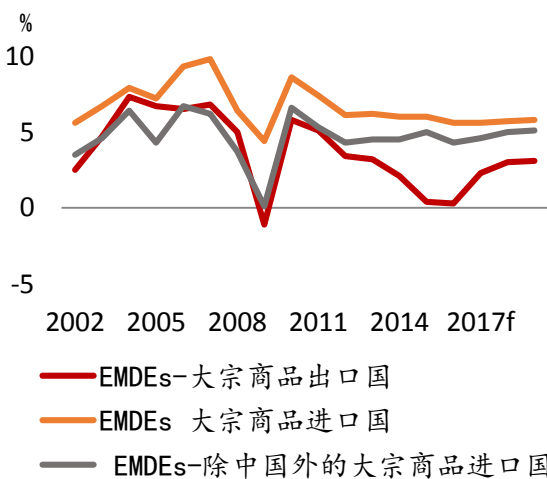
需要关注的是这一复苏态势能否最终完全确立，仍受到诸多方面因素的影响。因为就大宗商品价格本身而言，尽管筑底回升的态势基本已经可以确定，但是回升力度以及快慢依旧具有较大的不确定性。全球经济增长依然存在较大的不确定性因素，包括贸易保护主义、民粹主义的崛起，黑天鹅事件频发，全球政经面临的风险也在增加，大宗商品的宽幅动荡依然不可避免，从而对新兴市场的复苏态势造成影响。

第一，大宗商品价格与新兴经济体的经济发展存在较大的协同效应。由于新兴经济体经济发展阶段以及经济结构存在共性，因此大宗商品价格与新兴经济体的经济发展密切相关（图 13）。2002-2012 年的大宗商品价格超级周期同时也是新兴市场经济发展的黄金十年，能源、金属和农产品价格的上涨使得大部分新兴经济体国家的国民收入快速上涨。2014 年下半年大宗商品市场开始疲软，新兴经济体的经济增长率总体下滑（图 14）。

图 13：新兴市场股票和大宗商品指数



图 14：大宗商品国家 GDP 增长率



数据来源：Bloomberg，世界银行；f 表示预测值

第二，大宗商品价格走势对新兴市场大宗商品进口国和出口国的影响程度不同。总体而言，大宗商品价格的上涨对大多数新兴经济体经济发展是利好的，



但是，大宗商品价格下降对新兴经济体的影响不一。对于大宗商品出口国来说，大宗商品价格下降较为不利；对于大宗商品进口国来说，大宗商品价格下降较为有利。世界银行数据显示，2015 年新兴市场大宗商品出口国的 GDP 增长率从 2014 年的 2.1% 大幅下降至 0.4%，大宗商品进口国的 GDP 增长率则维持在 6%。较低的能源成本以及低通胀所带来的更大的财政政策空间部分抵消了此轮大宗商品价格下跌对大宗商品进口国的不利影响。

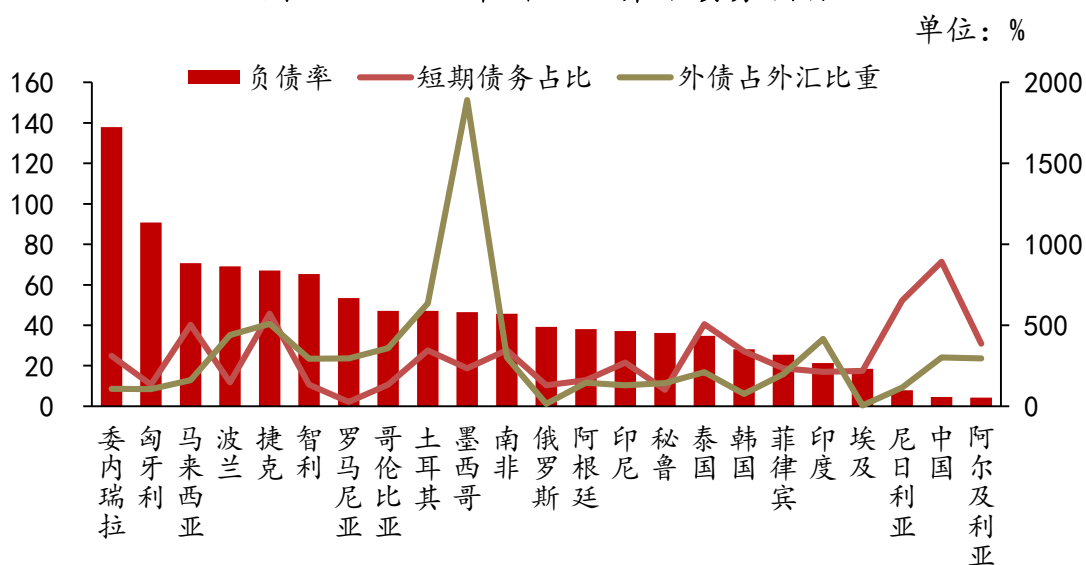
**第三，大宗商品价格走势对不同的新兴市场大宗商品出口国影响程度不同。**在新兴市场的大宗商品出口国，不同国家对大宗商品市场周期转换影响的弹性系数也是不同的。对大宗商品收入的依赖程度是主要的影响因素，而是否利用之前大宗商品价格上涨周期中取得的财政灵活性，来对经济进行改革，以提高增长潜力，改变经济对大宗商品的过度依赖，则成为 2014 年以来新兴经济体经济表现区别的主要影响因素。委内瑞拉和印度尼西亚则是两个不同的典型代表，同为大宗商品出口国，2014 以来的大宗商品价格下跌，对两国的影响程度大不相同。世界银行数据显示，委内瑞拉的 GDP 增长率从 2013 年的 1.3% 大幅下降至 -3.9%，2015 年进一步下降至 -5.7%；而印尼受益于之前对经济的改革，经济增长率仅仅从 2013 年的 5.6% 下降至 2014 年的 5%。

**二是美联储加息加重新兴经济体债务风险。**2008 年金融危机后，主要发达经济体实施了量化宽松货币政策，极大的推升了新兴经济体债务水平。美联储持续加息推高美元汇率和利率，加重新兴经济体债务风险。原因如下：

**第一，新兴经济体债务规模处于高位。**发达经济体实施量化宽松货币政策后，新兴经济体政府和企业持续利用廉价资金扩张债务规模，仅 2015 年新兴市场债务总额攀升 1.6 万亿美元至 62 万亿美元，是 GDP 的 2.1 倍以上。与此同时，发达国家债务总额却减少 12 万亿美元。

第二，新兴经济体私人外债占比快速上升。截至 2015 年底新兴市场外债总额约为 8.2 万亿美元，占 GDP 比由 2008 年的 40% 上升至 2015 年底的 54%。其中，接近七成是私人部门债务。自 2005 年以来，新兴经济体私人部门外债平均增速超过 14%，而公共部门外债平均增速约 6%。私人部门没有国家主权信用背书，外债风险相对较大，在美联储进入加息周期的背景下，私人部门债务风险加大。

图 15：2016 年新兴经济体债务指标



资料来源：IIF，中国银行国家金融研究所

第三，债务偿还进入高峰期。国际清算银行（BIS）数据显示，始于 2010 年的新兴市场公司债发债热潮现在开始迎来偿还期，到 2018 年偿债总规模将达到 3400 亿美元，较过去三年高出 40%，在所有的非银行债务中，约有 46% 以美元计价。

三是特朗普贸易保护政策加剧新兴经济体偿债风险。美元升值和利率上升会增加新兴经济体再融资和还债难度，如果特朗普政府实施贸易保护措施，新兴经济体对美国出口减少，加上美国促使海外企业将利润返回美国，美元资金来源减少，情况将更加恶化。上个季度某些新兴经济体公司的信用评级下降，正是债务风险上升的信号。其中智利、土耳其、巴西、墨西哥值得特别关注。

同时贸易保护主义也会影响到新兴经济体某些行业的股票价值，遭受美国贸易保护冲击最大的可能是亚洲和墨西哥。此外，特朗普政府的贸易保护政策还阻碍资本流入新兴市场。

### （三）当前新兴经济体发生大规模债务危机的概率较小。

一是全球金融环境持续改善。特朗普政府经济政策的可行性及效果有可能更明朗，美联储利率和货币政策走势会更确定，发达经济体复苏和通胀回升可能进一步稳定，在此基础上投资者信心可能增强，市场波动性继续下降。全球股票市场相关性下降的状态可能继续下去，这有助于降低资本市场群羊效应和系统性风险，也有助于遏制 P/E 值已经很高的市场继续膨胀。

二是新兴市场抵抗风险能力显著加强。与 1997 年的金融危机相比，新兴市场总体上经常账户逆差更小、外汇储备处于相对历史水平高位。汇率制度方面，越来越多的新兴市场国家选择了浮动汇率制度，大量的外汇储备可以用来保证货币的稳定性，而不需要保卫固定汇率制度。一些新兴市场国家处于工业化初期，国内扩张性政策空间较为充裕。政府债务逐步由外债转为内债，20 世纪 80、90 年代新兴市场国家以美元举债和当地货币计算收益的货币错配问题在一定程度上得到纠正。

三是新兴市场危机救助机制不断改善。除 IMF 提供救助之外做法，欧盟和清迈倡议也提供了区域性的救助机制，金砖国家之间还建立了外汇储备库，共同应对金融动荡。部分区域财务措施也不断丰富，现有的区域财务措施主要在东亚、拉美、北美和中东的一些国家及地区实施。此外，各国央行之间的直接安排成功地解决了大规模全球流动性短缺问题。

---

### 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