

研究报告

2015 年第 40 期

2015.03.30

城市金融研究所所长：

周月秋

国际宏观研究团队：

樊志刚 马素红 程实 宋玮 王婕

罗宁 郭可为 吕振艳

执笔：马素红

suhong.ma@icbc.com.cn

新平庸 大分化

——关于近期国际宏观形势的几点思考

要点

- “新平庸、大分化”指全球复苏整体疲弱下，主要经济体增长形势冷热不均、分化严重。这既是近期全球经济基本面的主要特征，也是理解当前国际宏观经济金融运行中各种纷繁复杂现象的一个逻辑出发点。全球经济增长分化引发货币政策周期分化，货币政策分化又加剧国际金融市场动荡。美联储加息预期引发两大效应：金融资产价值重估，跨境资金流出新兴市场。
- 中国跨境资本流动面临美国货币政策转向期、中国进入结构转型期和金融改革开放提速期的“三期叠加”挑战，资金流动的复杂性和不确定性上升，但拥有两大政策缓冲器使得中国跨境资金流动风险总体可控。
- 中资金融机构应根据全球经济增长格局优化调整资源配置，把握国际金融市场波动中带来的金融交易业务发展机遇，同时以复合、双向思维应对跨境资金流动风险。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

新平庸 大分化 ——关于近期国际宏观形势的几点思考

“新平庸、大分化”既是近期全球经济基本面的主要特征，也是理解当前国际宏观经济金融运行中各种纷繁复杂现象的一个逻辑出发点。所谓“新平庸”，是借用了 IMF 总裁拉加德对近期全球经济形势的一个概括，意即全球经济增长整体仍未摆脱疲弱态势，较低的增长率伴随着较高的失业率。所谓“大分化”，是指在整体低迷的复苏形势下，主要经济体之间冷热不均，分化显著。全球经济的整体疲弱与结构分化，决定了货币政策取向的分道扬镳，而货币政策的分化进一步加剧了国际金融市场的波动性。围绕这一传导链条，我们可以从三个方面去理解和把握当前的全球经济形势：

一、核心特征：经济增长分化引发货币政策周期分化

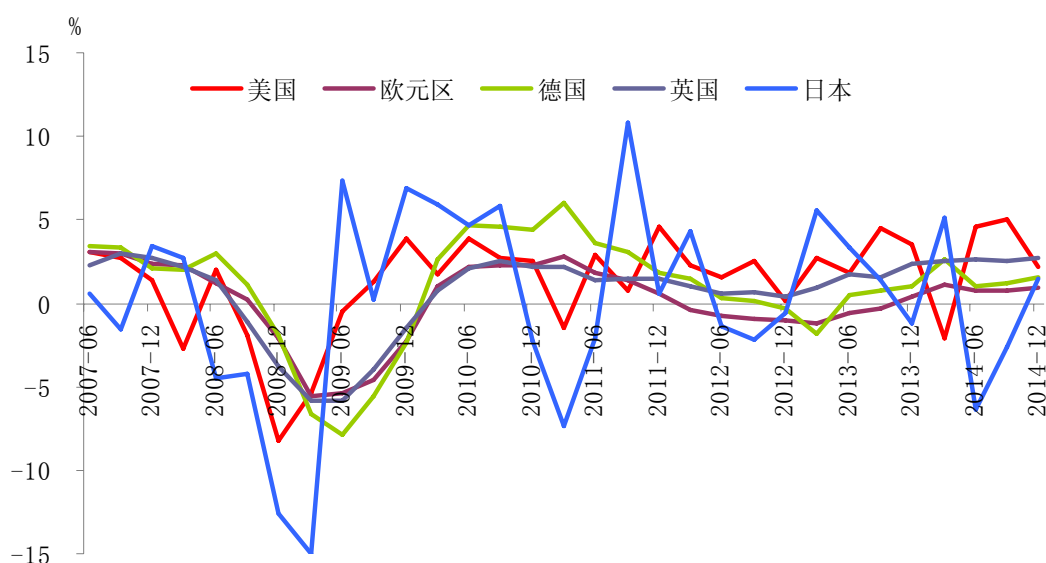
全球经济增长的分化，体现在两个层面：第一个层面是发达经济体内部的分化，主要体现在美国和欧日之间的分化。美国自 2012 年起复苏动能不断强化，尽管财政悬崖、极寒天气等因素一度导致美国经济增长率在 2012 年第 4 季度、2014 年第 1 季度出现大幅下降，但由于内生增长动力渐强，剔除干扰因素后的美国经济增长数据仍呈持续改善态势。特别是 2013 年以来至今，美国作为全球经济主引擎的地位得到巩固。欧元区经济虽略有起色，但仍未从债务危机的沉重打击中恢复元气；日本经济受安倍政策效力衰减的影响出现大起大落，诸多制约长期增长潜力的结构性问题仍未得到解决。第二个层面是发达经济体和新兴市场经济体之间的分化。新兴经济体在危机后实现率先复苏，成为抵御危机深度恶化的中坚力量。但自 2011 年开始，在发达经济体复苏步伐有所加快的同时，新兴市场经济体的复苏态势却明显减弱，全球增长“西升东降”格局日益凸显。近两年来，新兴经济体的增长速度仍在持续放缓，2014 年巴西、俄罗斯、南非等大型新兴经济体增长接近停滞甚至已陷入衰退。据 IMF 预测，2015 年发达经济体和新兴经济体的增速分别为 2.4% 和 4.3%，二者的增速缺口进一步收窄。

经济增长的分化必然导致货币政策周期的差异化。正如美国经济一枝独秀



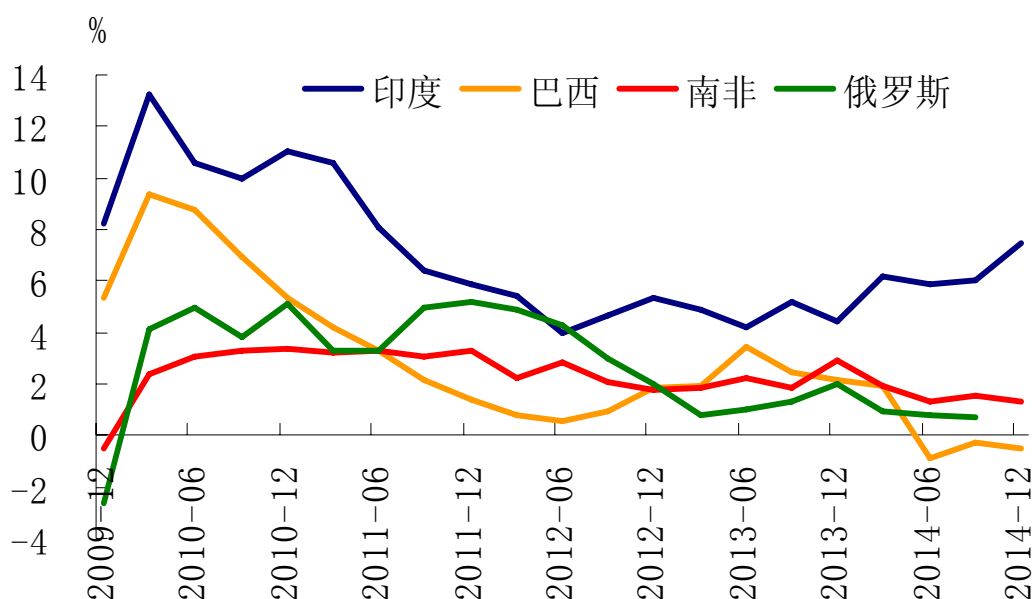
与其他国家经济增长疲态所形成的鲜明对比一样，美联储与全球其他主要央行的货币政策也背道而驰。就美国而言，其货币政策的调整主要参照两类指标，一个是失业率，另一个是通胀水平。美国失业率已从全球金融危机后最高的 10% 降至最新的 5.5%，就业数据的持续改善为加息提供了足够的支撑。尽管近期美国物价水平受能源价格影响有所下行，但不足以改变美联储加息的预期。我们认为，无论是时点选在 6 月还是 9 月，无论是加一次还是两次，都不会影响美联储今年加息已是大势所趋的基本判断。然而，全球货币政策一半是海水，另一半是火焰。今年前 3 个月，全球共有 20 多家央行采取了降息或者推出超常宽松的货币政策，这其中既包括欧洲央行这样的发达经济体央行，也包括印度、俄罗斯这样的大型新兴经济体央行。在下一阶段，出于刺激经济增长、放松金融体系流动性的目的，这种降息潮形成的多米诺骨牌效应恐将继续。

图 1 主要发达经济体季度 GDP 增长趋势图



数据来源：Bloomberg，中国工商银行城市金融研究所

图 2 大型新兴经济体季度 GDP 增长趋势图



二、核心矛盾：美联储加息引发两大效应

正如上文所述，在增长大分化的格局下，美国和其他经济体的货币政策取向渐行渐远。这种货币政策周期的差异，成为影响近一个时期国际金融市场运行的主要矛盾，而美联储加息则可以说是主要矛盾中的主要方面。把握美联储加息预期带来的影响，对于我们顺势而为、抓住当前及下一阶段国际经济金融运行的主线至关重要。

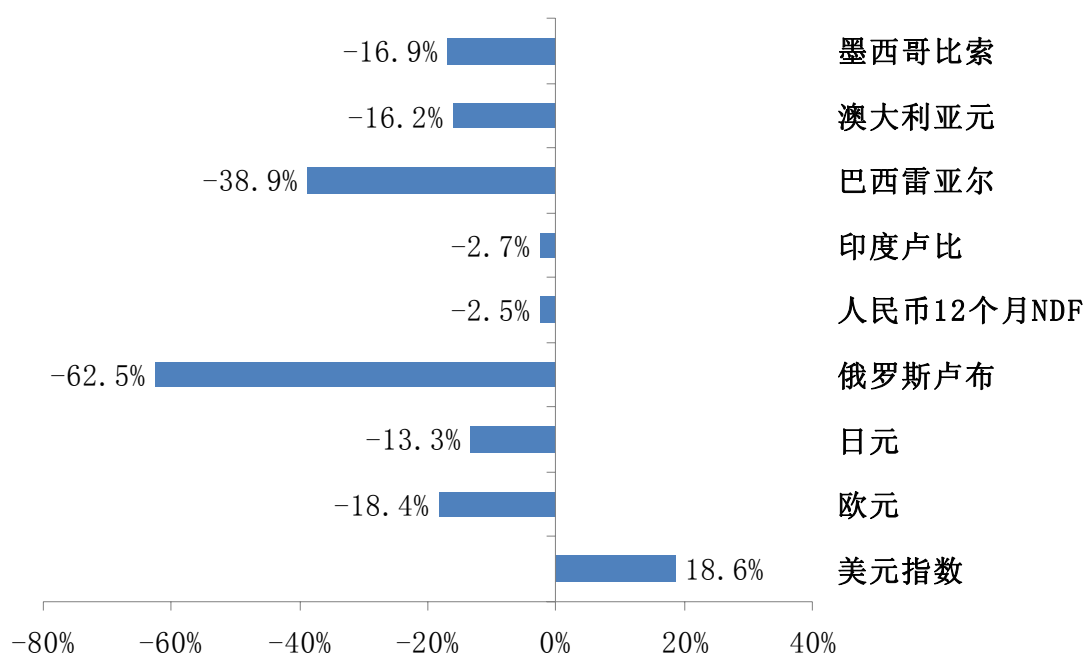
美联储加息预期引发的两大溢出效应已经发生并仍将在相当一个时期持续：

一是**金融资产价值的重估效应**。在美联储加息和美元升值的大背景下，更多的国际资金从非美资产流向美元资产，导致金融资产价值的一轮重估。这种再估值效应在近半年的国际金融市场走势中清晰可见。从外汇市场看，美元可谓独步天下，美元指数半年上涨了 18.6%，而其他非美货币则哀鸿一片。欧元、日元分别贬值 18.4% 和 13.3%，新兴市场货币普遍下跌，俄罗斯卢布和巴西雷亚尔尤为惨烈，分别暴跌 62.5% 和 38.9%。从全球股市来看，由于美元流动性收紧对美股构成利空，且美股前期涨幅较大导致估值水平偏高，因此美股跑输欧日



及新兴股市似乎也是顺理成章的事情。美股近半年徘徊不前，标普及道琼斯股指涨幅仅为 3%，而欧日及新兴市场股市在流动性充裕的助推下却稳健发力，德国 DAX 和日经 225 半年内涨幅已逾 20%。从大宗商品市场看，包括原油在内的大宗商品已处于供应过剩引致的周期性下跌进程中，而美元走强对大宗商品价格构成进一步打压。

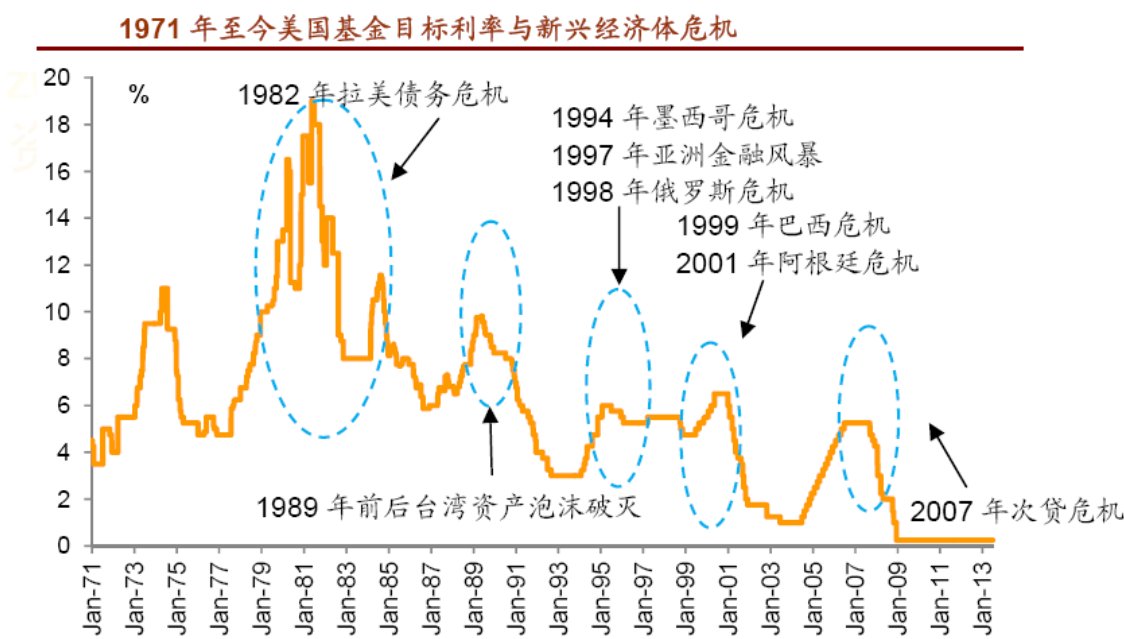
图 3 近六个月美联储加息预期引发美元走强及非美货币普跌



二是跨境资金流动对新兴市场构成冲击。美元的全球中心货币地位决定了美联储货币政策具有显著的溢出效应。从历史上来看，美联储货币政策周期变化与新兴市场危机关系密切。不论是上世纪 80 年代拉美债务危机、上世纪 80 年代末台湾和韩国的资产泡沫破灭，还是 1994 年墨西哥危机、1997 年亚洲金融危机以及 2001 年的阿根廷货币危机，都发生在美国持续紧缩货币政策之后。历史规律表明，最易受到美联储货币政策变化冲击的新兴经济体有三个特征：一是汇率制度僵化和过快开放资本账户；二是外债比例高，特别是短期外债占比过高；三是内债率过高同样不容忽视。此外，根据对近年新兴市场金融危机爆发时点的研究，可以发现，美国货币政策转向初期并不是对新兴市场经济体威胁最大的时期，新兴市场的危机一般发生在美联储加息周期的末期甚至更滞后。

比如，拉美债务危机和阿根廷危机分别爆发于美联储开始加息之后的第 5 年和第 2 年，是加息到顶点之后的 1 年。

图 4 美联储货币政策周期与新兴市场危机关系密切



那么，美联储加息通过哪些传导渠道影响新兴市场？渠道之一：美元利率汇率双升推动跨境资本大量流出新兴市场、回流美国，加剧了新兴市场货币大幅贬值的风险。如 2013 年夏、2014 年初及 2014 年末，受美联储释放货币政策转向信号及加息预期升温的影响，新兴市场屡次遭遇大规模资金外流、汇率贬值及金融动荡的冲击。渠道之二：加息带动美元升值，加大新兴市场企业的美元债务风险。据国际清算银行统计，新兴市场企业近年共计发行了 2.6 万亿美元的债务，其中四分之三是以美元计价。同时，跨国银行向新兴市场经济体发放的跨境贷款在 2014 年年中达到 3.1 万亿美元，其中大部分以美元计价。在美元加息及升值背景下，新兴市场的美元债务风险随之升温。渠道之三：通过贸易渠道对新兴市场构成双重挤压，这又以资源出口型新兴经济体最为典型。美元走强及本币贬值导致新兴市场的进口成本显著上升，而大宗商品价格持续低迷导致以资源为支柱的新兴经济体出口收入下降，导致其利益大幅受损。

哪些新兴市场经济体在美联储加息中将首当其冲？根据国际金融协会（IIF）从外部融资脆弱性、国内金融体系脆弱性及国内基本面健康程度等三方



面对 22 个新兴市场国家进行的评估，巴西、印尼、俄罗斯、南非及土耳其在抵御跨境资金流动冲击方面脆弱性最高。

表 1 关于新兴经济体应对跨境资本流动冲击的脆弱性评估指标体系

外部融资脆弱性指标	内部金融脆弱性指标	国内政策脆弱性指标
经常账户余额占 GDP 百分比	非金融类公司债务占 GDP 比重	通货膨胀率
(经常账户赤字-净 FDI)/GDP	个人债务占 GDP 比重	实际利率
外汇储备覆盖率	国内实际信贷增长率	财政收支占 GDP 百分比
短期外债占 GDP 比重	外国投资者在国内公债市场的份额	政府债务总额占 GDP 百分比
短期外债占全部外债百分比	外国投资者在国内股票市场的份额	2014-2015 年选举
实际有效汇率变动	外债占 GDP 百分比	

资料来源：国际金融协会（IIF）

作为新兴市场重要成员的中国，也难以从美联储加息引致的溢出效应中独善其身。整体而言，美国货币政策转向期、中国进入结构转型期和金融改革开放提速期的“三期叠加”，使得中国面临的跨境资本流动的复杂性和不确定性上升。其一，美国货币政策转向使全球流动性收紧，尽管欧版 QE 能在一定程度上抵补美联储加息带来的流动性紧缩效应，但其将进一步助推美元升值、令人民币对美元贬值预期，从而加大我国资本流出的压力。其二，中国进入结构转型期，经济下行压力较大，尤其是当国内经济金融运行的部分风险被市场关注和炒作时，可能引起跨境资金流动阶段性的剧烈变化。其三，中国金融改革开放进入提速期，人民币汇率的大幅双向波动必将导致跨境资本流动的高频振动，而资本账户开放尽管总体上遵循渐进可控原则，但也会在一定程度上拓宽资本进出的渠道，使得中国经济金融体系更多暴露在跨境资本流动的冲击下。尽管“三期叠加”导致未来一个阶段中国跨境资金流出压力较大，但形成大规模资本外逃的可能性不大。因为中国有两个重要的政策缓冲器：一是资本项目尚未完全开放，国际资本缺乏大进大出的通道；二是国内有两个“池子”调控流动性——接近 4 万亿的外汇储备及 19.5% 的存款准备金率，必要时，完全可以通过

充足的外汇储备干预市场以稳定人民币汇率预期，以及通过降准来稳定国内流动性环境。从这个意义上讲，当前中国面临的跨境资金流动风险总体可控。

三、核心关注：中资金融机构如何应对

在国际宏观经济新形势下，我们认为，中资金融机构应从以下方面进行适应性调整和前瞻性应对：

一是针对全球经济增长格局转换、深层次分化的特征，在国际化经营中顺势而为，根据机遇和风险分布做好资源配置的调整。既要坚持对新兴市场有所倾斜，也要兼顾恢复中的发达经济体；要倾斜于市场较大且较为稳定的核心国家，如发达国家中的美国和德国、新兴市场中的印度，减少或回避对边缘国家的资源投入。

二是针对美国货币政策转向可能带来的金融市场震荡及流动性变化提前做好预案。大波动既蕴含着大风险，也孕育着大机会。一方面，应把握主要金融资产价格剧烈波动带来的机遇，大力拓展外汇交易、账户商品、账户贵金属等金融市场交易业务。另一方面，提前预判国际金融市场大幅波动对金融机构经营带来的汇率风险、交易风险、信用风险等，及早作出应对，防止陷入被动。同时，还应做好对客户的风险警示工作。

三是针对跨境资金双向流动的新常态，金融机构应进行适应性调整、从过去的线性、单边思维，转变为复合、双向思维。从过去以防范人民币单边升值风险、防范跨境资金流入风险为主，转变为全面管理好资金和汇率双向波动的风险，通过套期保值等手段将双向波动的不确定性转变为确定性。