

负责人：詹向阳、邹新

复苏基调初获确认 通缩通胀风险并存

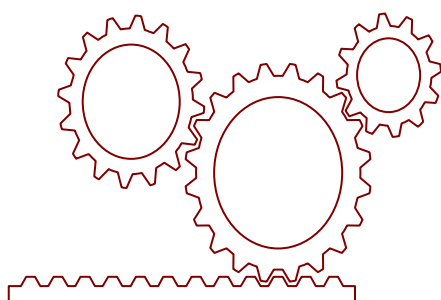
国际宏观经济研究团队：

邹新 程实 宋玮 罗宁

——2009 年第 3 季度国际经济金融走势分析与未来展望

2009 年 10 月 26 日

全球经济 2009 年第 37 期



相关研究：

2009/7/20 《全球经济复苏曙光初现、风险犹存；中国经济回暖态势明朗、隐忧依旧——2009 年上半年国际国内经济金融走势分析与下半年展望》

2009/4/23 《金融危机仍未见底 夯实底部仍需努力——2009 年第 1 季度国际经济金融走势分析与展望》

要点：

➤ 2009 年第 3 季度，全球经济走出衰退，进入向复苏周期过渡的“转折阶段”；国际金融市场波动剧烈，美元贬值，油价、金价大幅上涨。在不确定性丛生的周期“转折阶段”，各类风险潜在积聚，实体经济发展的内部矛盾不断显现，金融市场之间的联动方式与以往大为不同，未来的复苏力度、复苏路径和复苏结构还有待进一步观察、确定。

➤ 第 3 季度，全球经济呈现出反弹力度“超预期”、风险偏好回归“不完全”和通缩风险与通胀风险并存的整体特征。

➤ 未来半年，全球经济面临的主要风险包括：金融体系风险尚未出清，超预期反弹蕴藏透支风险，差异性复苏引发结构风险，高额财政赤字引发结构风险以及通胀风险从隐性风险渐变为显性风险。

➤ 为应对风险，我们判断，全球将进行“有进有退有协调”的政策调整，有序退出超常规刺激政策，适时跟进促进中长期稳健增长和结构优化的政策，并通过积极的国际间协调，缓解政策冲突的负面影响。

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单位的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。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本报告。

要点（续）：

➤ 美元汇率是未来全球经济金融走势的核心变量，其未来走势的分析和预测需要进行阶段划分，在周期“转折阶段”和随后的复苏周期的初始阶段，美元汇率的决定要素和决定机制有所不同。

➤ 综合现状、风险和政策，我们预期：全球经济将于 2009 年底至 2010 年初进入新一轮的复苏周期。复苏将是一个缓慢、渐进和曲折的过程，未来半年，前期的“超预期”反弹可能导致未来实体经济“二次回落”，失业率将持续上升，通胀压力也将不断加大。2010 年第 1 季度，全球经济可能将处于政策退出和政策跟进的夹缝时期，经济环比增速难有较大幅度上升，实际物价水平变化的转折点也将出现。

➤ 未来复苏的差异性将显著加大：从时点看，新兴市场经济体和资源型经济体将率先复苏，随后才是发达经济体，美欧将先于日本复苏；从力度看，新兴市场经济体的复苏力度将大于发达经济体，美国的复苏力度总体将大于欧日。

➤ 展望明年，资源型经济体、通胀风险较大的经济体和部分金融体系较为健康的新兴市场经济体将先行加息，美欧加息可能在 2010 年下半年，但不排除其提前加息的可能性。

➤ 即便考虑到当前美元“跌跌不休”的走势，我们仍维持此前美元“短期贬值、中期升值”的预期，2009 年第 4 季度和 2010 年第 1 季度，美元可能将处于短期贬值阶段，由于美联储的利率政策可能出现超预期的变化，不排除 2010 年第 1 季度末就转向中期升值阶段的可能性。

➤ 2009 年第 4 季度和 2010 年第 1 季度，全球股市可能呈震荡上行态势；国际油价和金价将继续震荡走高，预计有望突破 90 美元/桶和 1150 美元/盎司的关口，油价在 80 美元/桶以上受到期权卖家被迫加大买入力度的支撑，而通缩风险和通胀风险都将推动金价上涨。美国国债市场中长期需求将渐趋减缓，而财政赤字的不断扩大将使美国国债供给持续增加，预计 2009 年年底和 2010 年年初各期限美国国债收益率将在震荡中渐趋上行。

目录

一、2009 年第 3 季度全球经济金融走势现状	1
(一) 全球经济走势分析	1
(二) 全球金融市场走势分析	7
二、第 3 季度全球经济运行的整体特征	12
(一) 经济反弹力度“超预期”	12
(二) 风险偏好回归“不完全”	13
(三) 通缩风险与通胀风险并存	14
三、全球经济下一步面临的主要风险	15
(一) 金融体系风险犹存	15
(二) 超预期反弹蕴藏透支风险	15
(三) 差异性复苏引发结构风险	17
(四) 高额财政赤字引发主权风险	17
(五) 通胀风险从隐性风险渐变为显性风险	18
四、政策的调整：有进有退有协调	19
(一) 政策调整的整体风格	19
(二) 政策调整的内容	20
(三) 政策调整的时序	21
(四) 政策调整的影响	22
五、未来走势的核心变量：美元汇率	23
六、未来走势的预期：综合现状、风险和政策后的结果	26
(一) 全球经济走势预测	27
(二) 国际金融市场预测	28

图表目录

表 1 2009 年 4 月以来全球经济金融系统稳定性的变化情况	3
表 2 全球主要经济体经济增速及预测 (2008-2009)	28
图 1 2009 年 4 月以来全球经济金融系统稳定性的变化情况	2
图 2 主要汇率走势 (2008.09-2009.09)	7
图 3 主要股指走势 (2008.09-2009.09)	8
图 4 石油黄金价格走势 (2008.09-2009.10)	9
图 5 美国国债收益率走势 (2008.09-2009.09)	10

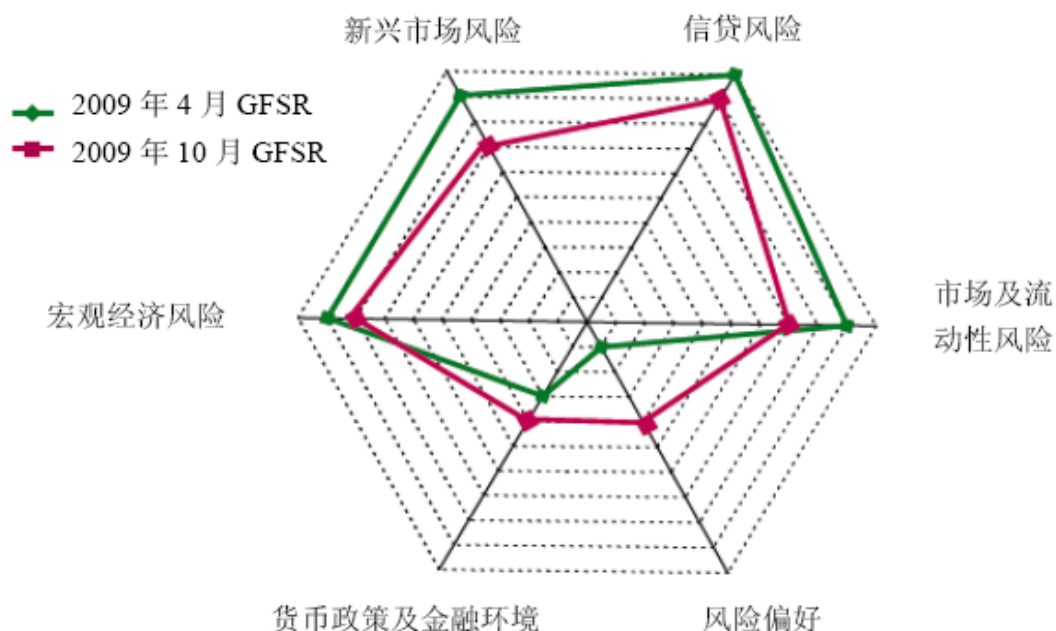
2009 年第 3 季度，全球经济走出衰退，进入向复苏周期过渡的“转折阶段”；国际金融市场波动剧烈，美元贬值，油价、金价大幅上涨。在不确定性丛生的周期“转折阶段”，各类风险潜在积聚，实体经济发展的内部矛盾不断显现，金融市场之间的联动方式与以往大为不同，未来的复苏力度、复苏路径和复苏结构还有待进一步观察、确定。本研究报告将从描述第 3 季度现状着手，从全局性角度归纳经济运行的整体特征，以统一的逻辑解释实体经济和金融市场的最新演变，并在此基础上提示未来经济运行面临的主要风险，预判宏观政策的可能应对，剖析美元汇率这一核心变量的决定机制和阶段演化特征，最后，本报告将综合现状、风险和政策，给出对未来全球经济金融走势的主要预期。

一、2009 年第 3 季度全球经济金融走势现状

（一）全球经济走势分析

金融体系渐趋稳定，全球经济走出衰退。2009 年第 3 季度，前期大规模金融救助政策和经济刺激政策的效果集中显现，金融体系渐趋稳定，金融机构摆脱生存性危机，全球经济走出衰退，进入向复苏周期过渡的“转折阶段”。虽然复苏基调初步确定，但金融风险尚未出清，贸易保护主义有所抬头，通缩通胀压力并存，复苏路径和复苏形状还有待进一步观察、确定。

图 1 2009 年 4 月以来全球经济金融系统稳定性的变化情况



注：靠近蛛网中心代表风险下降、货币环境趋紧或风险偏好下降。

资料来源：IMF《全球金融稳定报告》

从IMF指标体系的变化看，虽然风险尚存，但全球经济金融的系统稳定性已大幅改善，体现在六个维度¹：一是货币金融环境改善，随着宽松货币政策持续，利率水平相对下降，市场氛围及贷款环境逐渐回暖；二是风险偏好回归，随着危机企稳，投资者风险回避程度逐渐下降，投资条件改善，流向新兴市场的货币资金有所增加；三是信贷风险下降，虽然贷款违约情况不容乐观，银行稳定性指标小幅下降，但信贷风险已经较历史峰值有所下降，公司债利差也相对收窄；四是宏观经济风险下降，IMF计算的全球

¹ 详见IMF2009 年 10 月期《全球金融稳定报告》的第一章《The Road to Recovery》。

增长风险指标已经回落，信心开始恢复，宏观经济整体向好；五是市场及流动性风险下降，金融市场的风险指标相对稳定，波动性有所降低，但融资压力犹存，市场流动性仍相对不足；六是新兴市场风险下降，全球新兴市场债券利差有所上升，公司债利差缩小，经济增长反弹导致通胀预期开始形成，但信贷增长小幅放缓。

表 1 2009 年 4 月以来全球经济金融系统稳定性的变化情况

风险与条件	变化	风险与条件	变化
货币政策及金融环境	↑	风险偏好	↑↑↑
G-7 实际短期利率	↓	投资者风险偏好	↑
G-3 流动性过剩	↓	投资条件指数	↑
金融环境指数	↑	新兴市场资金流动	↑
官方储备增长率	↓		
G-3 贷款环境	↑		
信贷风险	↓	宏观经济风险	↓
全球公司债指数利差	↓	WEO 全球增长风险	↓
公司债信贷质量综合指数	↔	G-3 信心指数	↔
投机等级公司违约率预测	↓	OECD 领先指数	↔
银行稳定性指数	↓	全球贸易潜在增长率	↔
贷款违约	↑	全球损益平衡通胀率	↓
家庭资产负债表压力指数	↓	成熟市场主权 CDS 利差	↓
市场及流动性风险	↓↓	新兴市场风险	↓↓
对冲基金杠杆率估计	↔	基础 EMBIG 利差	↑
非商业类机构期货净头寸	↔	主权信贷质量	↔
资产收益的一般构成	↔	信贷增长率	↓
世界股本潜在风险溢价	↔	通胀率中值	↑
综合波动指数	↓	公司债利差	↓
融资与市场的流动性	↓		

注：↑代表风险变高、条件回暖或风险偏好增加，↓则相反，↔代表无明显变化。

资料来源：IMF《全球金融稳定报告》

美国经济走出衰退，但就业形势持续恶化。2009 年第 3 季度，受前期刺激政策效果集中显现的影响，美国经济大部分月度指标有所改善，奠定了季度环比增长率“由负转正”的基础：其一，美国消费萎靡势头缓解，7-8 月，美国家庭可支配收入均环比增长 0.2%，储蓄率从 5 月的 5.9% 逐渐下降至 8 月的 3%，消费者信心指数从 7 月的 66 点上升至 9 月的 73.5 点，导致 8 月的实际个人支出同比增长 0.3%，结束了此前连续 13 个月的同比萎缩。其二，美国房市量、价指标反弹，7-8 月，新房销售均实现同比增长，结束了此前连续 43 个月的同比萎缩，现房销售则环比增长 6.5% 和 0.7%；8 月建筑开工环比增长 0.8%，为危机升级以来的最高水平；7 月美国 20 大城市房价指数环比上涨 1.2%，也创 2005 年 10 月以来的最高记录。其三，美国生产销售均有所改善，7-9 月，工业产值连续 3 个月环比增长，而此前 18 个月中有 17 个月环比萎缩；零售额同比增长率从 6 月的 -8.8% 上升至 9 月的 -5.7%；7-8 月批发额环比增长 0.6% 和 1%，连续 4 个月实现增长。其四，先行指标走势良好，8-9 月，采购经理人指数连续两个月高于 50 点的分界点，7-8 月，十大行业综合先行指数也连续环比增长，表明复苏基调进一步确认。但值得注意的是，第 3 季度美国经济也显现出诸多不利因素：就业形势持续恶化，9 月 9.8% 的失业率创 26 年来的最高记录；去库存化并未完全结束，7-8 月，制造业库存萎缩 1.1% 和 1.5%；贸易逆差有所扩大，从 6 月 275 亿美元升

至 8 月的 307 亿美元。综合两方面因素，我们预计第 3 季度美国经济将季环比年率增长 3.1% 左右，高于第 2 季度的 -0.7%，结束此前连续 4 个季度的萎缩。经济增长缓解了实际通缩的压力，9 月美国 CPI 同比增幅已从 7 月的 -2.1% 升至 -1.3%。

欧洲经济小幅反弹，但内部结构差异较大。2009 年第 3 季度，欧洲经济两大主要增长引擎的表现较为不同：一方面，欧洲工业生产整体恢复，7-8 月，欧元区工业产值环比增长 0.2% 和 1%；8 月，欧盟 25 国工业产值环比增长 0.5%；法国、德国、希腊、意大利、西班牙和葡萄牙的工业产出分别环比增长了 1.9%、1.5%、0.7%、7%、1% 和 5.2%，但英国和瑞典的工业产出环比均萎缩了 2.6%。另一方面，欧元和英镑升值抑制了欧洲出口增长，8 月，经季节调整后的欧元区出口为 1013.08 亿欧元，环比萎缩 5.8%，欧盟 25 国出口环比萎缩 5%；德国、法国、英国、意大利、爱尔兰、葡萄牙和荷兰的出口环比萎缩 3%、3.2%、0.7%、19.1%、5%、2.5% 和 1%，只有西班牙和瑞典的出口环比增长了 0.7% 和 7.6%。综合两方面因素，第 3 季度英国经济同比萎缩 5.2%，我们预计欧元区经济将同比萎缩 3.9%，较第 2 季度小幅反弹。一方面，增长反弹并未阻止就业形势的恶化，8 月，欧元区和英国的失业率升至 9.6% 和 7.9%；另一方面，增长反弹缓解了实际通缩的压力，9 月，欧元区通胀率从 6 月的 -1% 升至 -0.7%。

日本经济延续反弹势头，但失业、通缩等不利因素犹存。由

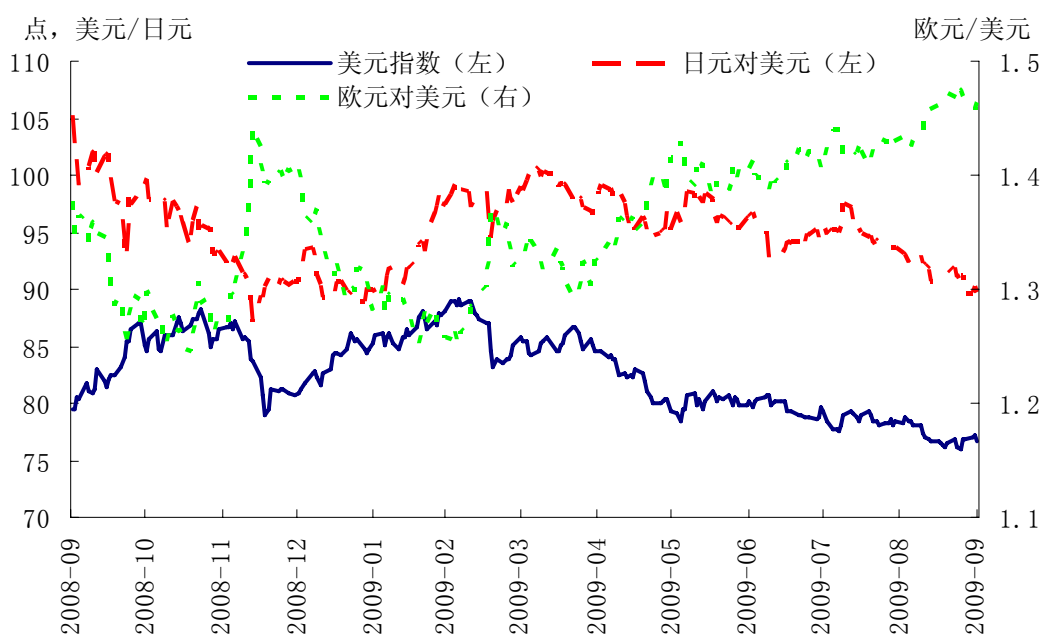
于净出口和消费的强力拉动,2009 年第 2 季度日本经济触底反弹,GDP 季环比增长年率由前一季度的-12.4%大幅升至 2.3%。2009 年第 3 季度,日本经济继续维持上行趋势:一是日本 7-8 月的出口实现了 1.4%和 3.2%的环比增长;二是刺激政策推动私人消费环比增速由 6 月的 0.1%升至 7-8 月份的 0.5%和 0.2%,消费者信心指数亦由 6 月的 38.1 点升至 9 月的 40.7 点;三是 8 月工业产出环比增长 1.6%,连续 6 个月实现环比增长。预计第 3 季度日本 GDP 将季环比年率增长 2.8%,但不利因素依然存在:7-8 月日本失业率高达 5.7%和 5.5%,高于第 2 季度 5.3%的平均水平;8 月 CPI 同比下降 2.2%,维持了 2009 年 2 月以来的下降趋势,略低于 7 月的 2.3%,通缩风险仍未消除。

新兴市场经济整体继续向好,但区域分化加剧。2009 年第 3 季度,受大规模刺激政策、存货调整拉动工业增长、巨量资本回流和金融市场稳定影响,亚洲经济继续稳步增长,复苏态势得到进一步确认,领先于其他新兴市场;受益于内需旺盛、出口市场多元化及其与亚洲经贸合作的日益紧密,第 2 季度巴西 GDP 年化增速大幅攀升至 7.85%,并在第 3 季度继续引领拉美经济快速反弹,但与美国经济联系密切的墨西哥复苏较为艰难;金融市场企稳和大宗商品价格回升为非洲经济注入了动力,领头羊南非及部分资源出口国均在第 2 季度实现经济反弹,并在第 3 季度继续稳步增长,但资本外流较为严重的地区和贫穷经济体依然步履维艰;

中东欧新兴市场形势最不容乐观，领头羊俄罗斯深受资本外流和需求下降冲击，第 2 季度经济萎缩 10.4%，虽然下滑势头在第 3 季度有所减弱，但难以实现大幅反弹。预计 2009 年亚洲、非洲、拉美和中东欧新兴市场经济增速分别为 5.0%、1.7%、-2.5%和 -5.4%。

（二）全球金融市场走势分析

图 2 主要汇率走势（2008.09-2009.09）

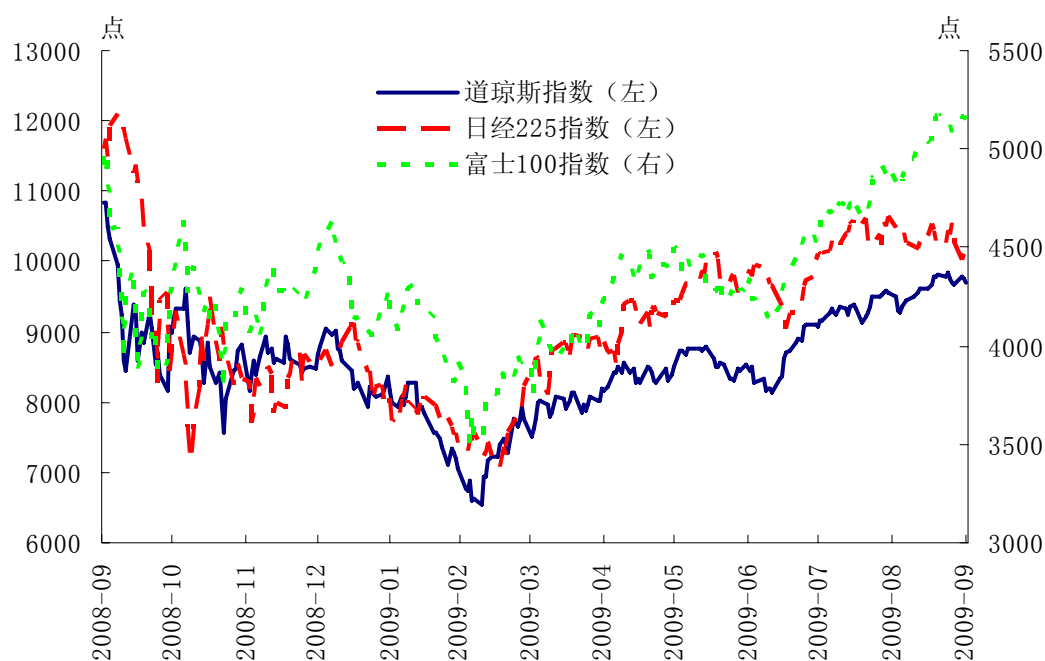


资料来源：Bloomberg、CEIC、工行城市金融研究所宏观经济金融数据库（ICBC），除特别注明外，下同。

美元震荡贬值。2009 年第 3 季度，受风险偏好回归和金融资本净流出美国等因素的影响，美元汇率震荡下行：截至 9 月 30 日，美元指数收于 76.653 点，较第 2 季度末贬值 4.34%；9 月的美元

实际有效汇率为 91.49 点，较 6 月贬值 3.19%。同期，欧元、日元和澳大利亚元对美元均呈现升值态势，截至 2009 年 9 月 30 日，欧元对美元汇率收于 1.464 美元/欧元，日元对美元汇率收于 89.7 日元/美元，澳大利亚元对美元汇率收于 0.8828 美元/澳大利亚元，分别较第 2 季度末升值 4.33%、6.91%和 9.47%。第 4 季度伊始，美元继续贬值，截至 10 月 21 日，美元指数较第 3 季度末下跌 2.12%，美元对欧元和澳大利亚元较第 3 季度末贬值 2.62%和 6%。

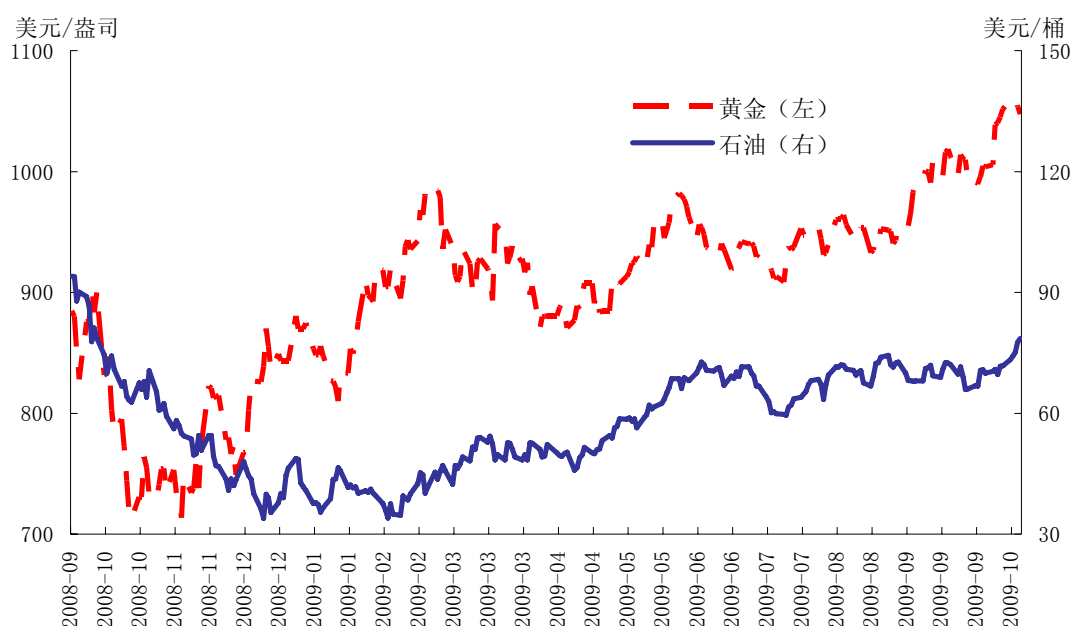
图 3 主要股指走势（2008.09-2009.09）



全球股市震荡上行。2009 年第 3 季度，受经济持续反弹和风险偏好回归的影响，全球股市震荡上行。截至 9 月 30 日，MSCI

全球股市指数收于 1126.98 点，较第 2 季度末上涨 16.9%。同期美国的道琼斯指数、标准普尔指数和纳斯达克指数分别上涨 14.98%、14.99%和 15.66%；欧洲的英国富时 100 指数、德国 DAX 指数和法国 CAC40 指数分别上涨 20.82%、18.02%和 20.86%；日经 225 指数上涨 17.55%。股指上行导致市值上涨，截至 9 月 30 日，全球股市市值为 43.27 万亿美元，较第 2 季度末上涨 17%。第 4 季度伊始，全球股市继续上涨，截至 10 月 20 日，MSCI 全球股市指数较第 2 季度末上涨 3.47%。

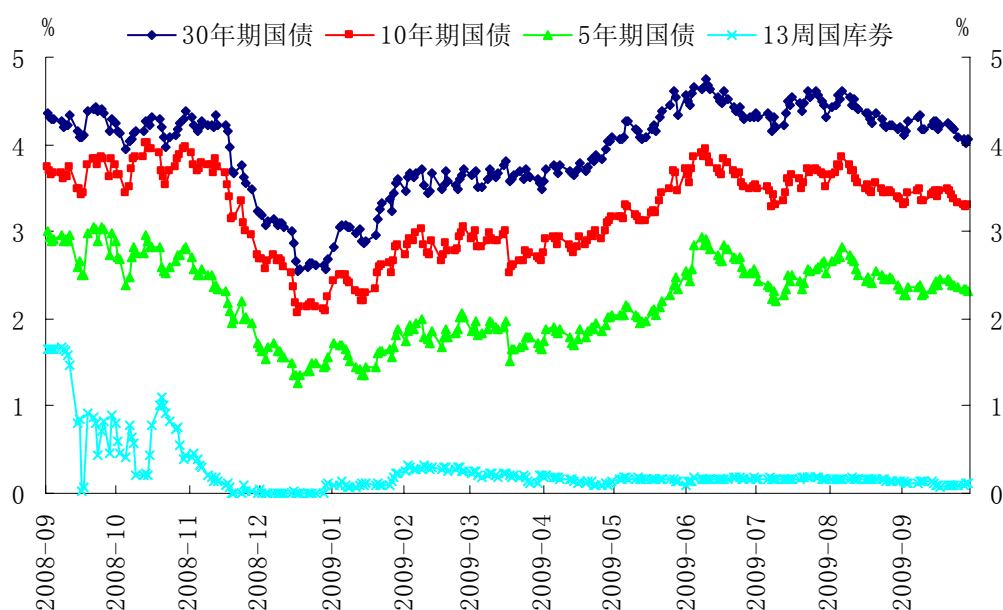
图 4 石油黄金价格走势（2008.09-2009.10）



国际油价和金价均震荡走高。2009 年第 3 季度，国际油价在 60-75 美元/桶宽幅震荡，截至 9 月 30 日，纽约市场轻质原油期

货价格收于 70.61 美元/桶，较第 2 季度末上涨 1.1%。同期，国际金价一路上扬，并于 9 月 8 日突破千元大关，截至 9 月 30 日，伦敦黄金市场下午定盘价收于 995.75 美元/盎司，较第 2 季度末上涨 5.8%。第 4 季度伊始，国际油价从 10 月 7 日起连续 9 个交易日走高，并于 10 月 20 日突破 80 美元/桶，国际金价则突破 1070 美元/盎司。

图 5 美国国债收益率走势（2008.09-2009.09）



美国国债收益率震荡回落。2009 年第 3 季度，美国各期限国债收益率均不同程度地震荡回落。截至 9 月 30 日，美国 30 年期国债收益率为 4.05%，较第 2 季度末下跌 0.26 个百分点；10 年期国债收益率为 3.31%，较第 2 季度末下跌 0.21 个百分点；5 年期国债收益率为 2.32%，较第 2 季度末下跌 0.24 个百分点；13 周国

债收益率为 0.12%，较第 2 季度末下跌 0.06 个百分点。美国短期国债相对更受关注，收益率震幅较大，而中长期国债收益率的震幅则相对较窄：13 周国债收益率最高点与最低点相差 0.11 个百分点；5 年期、10 年期和 30 年期国债收益率最高点与最低点相差 0.62、0.56 和 0.59 个百分点。

国际银行业状况明显改善。金融危机爆发以来，各主要经济体银行业积极筹资补损，截至 2009 年 9 月 30 日，全球金融机构资产减记和损失总计达 1.673 万亿美元，目前已经筹集了 1.4042 万亿美元资本金以弥补亏损；其中，银行和经纪商资产减记和损失总计达 1.1859 万亿美元，已经筹集的资本金为 1.1398 万亿美元。总体上看，国际银行业已渡过生存性危机阶段，同时继 2009 年 5 月公布的美国银行业压力测试整体结果好于预期之后，10 月 1 日欧洲银行业也顺利通过压力测试，金融体系近期再次爆发系统性危机的可能性大幅降低。但值得强调的是，实体信贷市场与银行体系资产质量方面的根本风险仍未消退。美国银行、花旗集团和摩根大通发布的 2009 第 3 季度财务报告显示，其信贷业务损失准备约为 117 亿、88 亿和 81 亿美元，实际贷款损失分别达到 96 亿、80 亿和 64 亿美元，其中美国银行受客户拖欠贷款因素影响，第 3 季度净利润亏损达 10 亿美元。由于住房抵押贷款及信用卡贷款违约率居高不下，银行贷款的资产质量面临较大考验。

二、第 3 季度全球经济运行的整体特征

2009 年第 3 季度，全球大部分经济体的主要增长数据均不同程度有所反弹，我们认为，这一方面是全球经济基本走出衰退周期的标志，另一方面又不是全球经济完全进入复苏周期的标志。经济周期的实证研究表明，第 3 季度正处于衰退周期向复苏周期过渡的“转折阶段”，这一阶段将检验复苏趋势的真伪并确认实际复苏的路径，最终促进实体经济完成从“量”的反弹到“质”的改善，步入一个稳定性更高、可持续性更强、覆盖面更广和微观福利更趋优化的复苏周期。处于“转折阶段”的全球经济在第 3 季度显现出以下特征：

（一）经济反弹力度“超预期”

历史实证研究表明，金融危机爆发后，金融体系反弹与实体经济反弹之间存在 5-6 个月的时滞。而自 2009 年 3 月金融市场的敏感性指标改善到第 3 季度增长数据不同程度地全面走强，全球经济进入“转折阶段”的时点符合经验规律。但从反弹力度上看，全球经济在第 3 季度的表现却超出预期，体现在：其一，彭博系统显示，大量于第 3 季度公布的经济指标的实际值超出了市场预期中值；其二，鉴于第 3 季度全球经济的表现，国际机构纷纷上调对全球经济的预期，例如，IMF 在 10 月初公布的《世界经济展望》中将 2009 年和 2010 年的全球经济增长率上调了 0.3 和 0.6 个百分点；其三，由于经济形势的好转超出预期，澳大利亚出人

意料地于 10 月初进行了加息，而货币政策会议纪要和主要官员的言论也显示，美联储和欧洲央行内部关于退出宽松政策的讨论更趋激烈。经济反弹力度“超预期”的原因可能包括：一是前期超常规政策的刺激效应在第 3 季度迎来集中显现的高峰；二是在金融危机逐渐见底的背景下，市场心理出现由过于悲观向过于乐观转变的超调现象，第 3 季度彭博全球经济信心指数上升了 49.6%，超出了实体经济的改善幅度以及股市的涨幅；三是此前较大的衰退深度大幅降低了部分经济指标的基数，导致随后这些指标较小的实际改善就能计算出较大的环比增幅，带来了一定程度的“数据幻觉”。

（二）风险偏好回归“不完全”

由于第 3 季度经济反弹“超预期”，全球经济在周期“转折阶段”中已经基本确定了复苏的基调，但“转折阶段”并未结束，复苏的路径和形状有待进一步确定。受此影响，“超预期”的经济反弹并未带来避险需求的全面解除，风险偏好回归呈现出“不完全”的特征。这一方面体现在金价三次“破千”的综合比较：2008 年 3 月，美元指数为 71 点；2009 年 2 月，美元指数为 86 点；2009 年 9 月，美元指数为 76 点。第一次金价“破千”时，危机尚未升级，避险需求尚未积聚；第二次时，危机升级恶化至高潮，避险需求积聚至顶点；第三次时，金融危机初步企稳，避险需求的解除尚不彻底。另一方面，风险偏好的“不完全”回归还体现在股

票市场和美国国债市场突破传统的负相关关系，呈现出同时走强的短期趋势。风险偏好“不完全”回归的特征表明，第 3 季度市场依旧存在对复苏基础不稳固、复苏路径不清晰的广泛担忧。

（三）通缩风险与通胀风险并存

“超预期”经济反弹与“不完全”风险偏好回归的并存，反映了市场对通缩风险和通胀风险并存的担忧。我们认为，在复苏基调确定的背景下，通缩风险已经从实体经济“二次衰退”转化为“二次回落”；而在产出缺口抑制实际物价水平大幅上涨的背景下，通胀风险更大程度表现为通胀预期升高、通胀压力加大以及政策提前应对不足而带来的风险，毕竟历史经验表明，如果宏观政策未能及时有效地对通胀压力和通胀预期做出应对，未来治理通胀的经济成本可能大幅增加，甚至可能导致资产泡沫的迅速堆积。值得强调的是，两种风险的对立并存是一个不断变化的动态过程：8-9 月，市场更多地担忧通缩风险，9 月下旬至 10 月，市场更多地担忧通胀风险。这个动态过程较好地解释了金融市场出现的反常变化：9 月，油价先小幅下跌了 0.07%，随后在 10 月前 20 天上涨了 12.04%；而时间序列上金价上涨的路径更趋平滑，9 月和 10 月前 20 天，金价分别上涨了 5.37% 和 5.7%。虽然美元贬值对油价和金价的影响方式相同，但油价还与能源需求相关，金价还与避险需求和保值需求相关。因此，9 月通缩风险占据上风时，油价背离美元贬值出现下跌，10 月通胀风险上升之后才快速

上涨；而通胀风险和通缩风险都是推高金价的力量，因此两种风险彼此交替的动态变化并未导致金价上涨路径的较大波动。

三、全球经济下一步面临的主要风险

在经济不确定性较大、金融市场波动性较高的周期“转折阶段”，未来全球经济还将面临诸多风险：

（一）金融体系风险犹存

受去杠杆化趋势影响，金融稳定仍然面临较大压力，公司债、信用卡等信贷市场风险较为突出。2009 年 7 月，美国公司债市场持续恶化，高收益债券违约年率达 11.5%，预计 2009 年末至 2010 年初违约率将达到峰值。欧元区的情况相对较好，高收益债券违约年率为 4.6%，但疲软的经济可能将导致债券市场未来出现较大损失。与公司债市场相比，受不断攀高的失业率影响，消费信贷市场的情况更为严重。2009 年 9 月，美国各机构信用卡逾期还款率均值为 5.6%，远高于 2008 年 9 月的 4.4%，较 2009 年初及第 2 季度末的 5.5%也有所上升；英国各机构信用卡逾期还款率均值达 7%，高于 2009 年初的 6.7%和 2008 年 9 月的 5.9%；在欧元区，特别是爱尔兰和希腊等经济体，信用卡逾期还款率也逐渐上升，消费信贷市场面临较大压力。

（二）超预期反弹蕴藏透支风险

短期经济增长总是围绕长期均衡水平波动，2009 年第 3 季度

“超预期”的经济反弹将实体经济推高至长期均衡水平之上，进而带来了未来增长率“二次回落”的透支风险。历史实证研究表明，金融危机对全球经济增长的影响并不仅限于短期，IMF2009 年 10 月期《世界经济展望》第四章中的研究结果显示²，就大部分经济体而言，危机过去七年后的产出水平依然低于危机前 10% 左右。这种持久性影响源自危机对潜在产出水平的深远影响，OECD（经合组织）的最新研究结果也显示³，危机导致潜在产出平均下降了 1.5% 到 2.4%。更深层次看，危机对潜在产出水平的不利影响则源自信贷紧缩对长期资本要素的抑制作用和创新速度放缓对全要素生产力的抑制作用。正如我们之前的研究中所强调的⁴，全球复苏是一个缓慢、渐进和曲折的过程，在较长时间内，实体经济都难以恢复到危机前的繁荣水平，因此，现在的“超预期”增长反而降低了对未来增长水平的预期。透支风险表现为：其一，第 3 季度“超预期”的数据相应提高了未来环比数据计算的基期水平，降低了未来数据“超预期”的可能；其二，未来，市场信心可能由于短期数据变化而从过于乐观转向悲观，进而降低市场信心和经济活跃度；其三，前期政策的刺激效应将从第 3 季度的高峰逐渐下降，特别是在政策退出和政策跟进衔接的时间窗口，实

² 详见IMF2009 年 10 月期《世界经济展望》的第四章《What's the Damage? Medium-Term Output Dynamics after Financial Crises》。

³ 详见Davide Furceri和Annabelle Mourougane于 2009 年 5 月 19 日发表的工作论文《The Effect of Financial Crises on Potential Output: New Evidence from OECD Countries》。

⁴ 详见我所 2009 年 7 月 20 日发布的研究报告《全球经济复苏曙光初现风险犹存，中国经济回暖态势明朗隐忧依旧——2009 年上半年国际国内经济金融走势分析与下半年展望》。

体经济可能出现短期回调；其四，大多数经济体均面临“低就业增长”的格局，失业率上升将通过抑制消费对实体经济产生较大负面影响。

（三）差异性复苏引发结构风险

在未来的周期“转折阶段”和新的复苏周期，全球经济结构的差异性开始显现，表现为：其一，不同经济体进入复苏周期的时点存在较大差异，在危机中受到冲击相对较小的新兴市场经济体和危机后受益于大宗商品价格回升的资源型经济体将率先复苏，而随后美欧可能将先于日本复苏；其二，不同经济体的复苏路径和复苏力度存在较大差异，基本面较好、资源配置较为合理、劳动生产率相对较高的经济体将走进更趋强劲和稳定的复苏周期；其三，不同经济体在退出政策时点和退出方式选择上存在较大差异；其四，经济增长模式不同的经济体在跟进政策的选择和未来政策的风格上存在较大差异。差异性复苏可能将给全球经济的未来发展带来结构风险：一是贸易保护主义可能将持续抬头；二是金融市场的政府干预行为可能将有所增加；三是跨境资本流动可能将更趋频繁，国际投机势力将更趋活跃；四是全球金融市场的波动性可能将大幅增加；五是全球范围内的宏观政策冲突可能将更趋激烈。

（四）高额财政赤字引发主权风险

金融危机爆发以来，政府实施了强有力的公共干预措施和财

政刺激政策。在危机企稳的同时，各经济体，特别是发达经济体的财政赤字问题日益凸显。一方面，高额财政赤字引发主权风险。IMF公布的数据显示，财政赤字永久性增长 1%，长期利率将上升 10 至 60 个基准点，利率上升将抑制投资，进而拖累经济增长，降低政府未来偿还债务的能力，因此，财政赤字较高且储蓄率较低的经济体将面临主权信用不断下降的风险。2009 年 8 月 5 日，欧元区主权CDS中位数为 41 点，高于 2008 年 1 至 8 月 15 点的均值；美国主权CDS在 2009 年 2 月 24 日达到 100 点后震荡下行，但始终未能回到 2008 年 1 至 8 月的平均水平 10.7 点。另一方面，持续扩张的财政赤字也可能在未来形成较为强烈的通胀预期。截至 9 月 30 日，美国 2009 财年的财政赤字总计达 1.4171 万亿美元，同比大幅上升。巨额的财政赤字加大了政府融资压力，市场对“赤字发行”⁵这一极端做法的担忧日益升温，通胀预期随之上升。

（五）通胀风险从隐性风险渐变为显性风险

2009 年第 3 季度，全球经济的重要特征是通缩风险与通胀风险的并存，10 月以来，市场对通胀风险的担忧相对加大。我们认为，未来一段时期，特别是周期“转折阶段”后半段以及复苏周期伊始，通胀风险将从隐性风险渐变为显性风险。Niemira(1998)对 1945-1992 年间美国经济周期的研究表明，物价形势的转折点往往出现在增长周期转折点之后的 5 个月。可见，2010 年第 1 季

⁵ 赤字发行是指政府通过直接发行货币弥补财政赤字的极端行为，其后果可能是恶性通货膨胀。

度可能将成为实际通缩向实际通胀转折的重要时点。由此我们认为，2009 年第 4 季度和 2010 年第 1 季度是通胀风险渐变为显性的时段，隐性风险是尚未形成实际压力但需要政策层关注的风险，显性风险则是已经形成实际压力且需要政策层切实加以应对的风险。在这段渐变时期，实际通胀尚未形成，但通胀压力却不断加大，表现为：一是全球房价上行速度加快；二是油价在 80 美元/桶以上由于期权卖方的被迫买进行为而加速走高；三是通胀预期不断加大并可能自我实现；四是全球流动性持续膨胀，其跨境流动也将更趋频繁，进而可能加大金融层面与经济层面的“背离”。

四、政策的调整：有进有退有协调

未来一段时期，全球政策将进行适时的调整，这些调整既是对风险的及时应对，又将对未来全球经济金融走势产生深远影响。

（一）政策调整的整体风格

对于市场热议的“政策退出”问题，我们维持此前提出的原创观点⁶：单纯的政策退出难以应对各种风险，贸然的退出更可能破坏复苏的节奏。结合 2009 年匹兹堡 G20 峰会在政策调整方面达成的共识⁷，我们认为，未来政策调整的整体风格将是“有进有退有协调”。“有退”是指有序退出超常规的刺激政策，“有进”是指

⁶ 我们在 2009 年 7 月 20 日发布的研究报告《2009 年上半年国际国内经济金融走势分析与下半年展望》中首次提出了这个原创性观点。

⁷ 详见我所 2009 年 9 月 29 日发布的研究报告《在不确定性中共促全球经济的可持续增长——解析 2009 年匹兹堡 G20 峰会的背景、成果、影响和未来》。

适时跟进促进经济稳健发展和结构优化的中长期政策；“有协调”是指在认可不同经济体进退战略的非同质性的基础上，积极协调全球政策，缓解政策冲突的负面影响。值得强调的是，“有进有退有协调”并不是三个割裂的过程，而是一个并立的整体，在调整过程中，进、退和协调可能同时进行、相互影响。

（二）政策调整的内容

退出方面的政策调整包括：一是政策制定者需尽快细致制定并明确阐述政策退出的方式，进而减小信息不对称带来的不利影响；二是确定政策退出的原则，IMF 在 2009 年 10 月期《金融稳定报告》中建议，及时退出财政成本高昂且对私营部门产生较大扭曲效应的超常规政策，并运用路标，即根据“路标型”经济指标的变化而非制定一个固定的截止日期来动态确定退出的时点；三是确定政策退出的对象，货币政策方面需退出的是超常规的流动性注入政策和低利率政策等，财政政策方面需退出的是直接注资政策和债务担保政策等；四是尝试建立政策退出的效果检验机制，检验政策退出后的市场运行状况，在必要时甚至可以恢复某些已经退出的政策，力求在“试错”过程中找到更好的政策调整方式。

跟进方面的政策调整包括：一是确定政策跟进的核心目标，即提高经济增长的潜在水平，增强实体经济的劳动力需求创造能力，避免资产泡沫和过度全球金融资本流动的“再形成”；二是确

定政策跟进的主要原则，在经济政策方面，跟进一系列有助于中期经济增长和长期结构调整的政策，在金融政策方面，跟进金融监管改革；三是确定政策跟进的具体内容，例如可以通过减免首次购房者的税收来促进房市恢复，通过延长失业救济时间、为企业招工提供税收减免来促进就业增长，通过扶持新能源产业来优化长期资源配置等。

协调方面的政策调整包括：一是确立承担全球政策协调任务的国际机构，G20 要求 IMF 帮助分析研究跨国政策的协调机制，并要求世界银行为不同经济体实现共同发展和消灭贫困提供建议；二是建立有效的协调机制，G20 峰会作为永久性的国际经济合作首要论坛将成为全球政策协调的主要舞台之一。由于周期“转折阶段”全球博弈更趋复杂，目前国际社会尚未对政策协调的具体内容达成共识。

（三）政策调整的时序

在政策调整时序方面，基本原则是避免不成熟的过早退出和不干脆的过晚退出。在彻底进入稳健和可持续的复苏周期之前，全球仍然需要继续实施较强的刺激政策，确保经济增长和劳动力市场改善；而在经济复苏趋势和复苏路径确定之后，全球需要果断地减小刺激政策的力度，渐近退出超常规政策。具体而言，政策调整的时序包括双重内涵：

政策调整的进退时序：一方面，从整体上看，政策退出、跟

进和协调的起点并没有明显的先后顺序，在周期“转折阶段”，三者同时进行。另一方面，从具体政策退出上看，一般情况下，宽松货币政策的退出将按照减少流动性注入、货币当局停止直接购买债券、提高准备金利率、提高基准利率的时序进行，财政政策将按照减少直接注资、减少直接刺激政策、缩减减税规模的时序进行，财政政策和货币政策的退出同时进行，单个经济体具体选择的退出时序可能根据自身情况有所变化。

政策调整的国别时序：政策调整国别时序的核心是不同经济体提高基准利率的先后顺序，并与经济复苏的国别时序息息相关。我们认为，第一批加息的经济体将是资源型经济体、通胀风险较大的经济体和部分金融体系较为健康的新兴市场经济体，包括已经加息的以色列和澳大利亚，以及可能于短期内加息的加拿大、新西兰和韩国等。第二批加息的经济体将是发达经济体和与美元汇率挂钩的新兴市场经济体，其中美欧日的加息时序最为重要，根据对其货币政策历史风格和复苏力度的综合分析，我们认为，美欧可能将先于日本加息，美国和欧洲的加息时序具有较高不确定性，美国的复苏力度可能大于欧洲，而欧洲央行的通胀敏感性则可能高于美联储，结合当前已知信息，我们倾向于认为美联储将先于欧洲央行加息。

（四）政策调整的影响

政策调整对未来全球经济走势的可能影响：决定政策影响的

关键是宏观当局能否有效兼顾通胀风险和通缩风险，平衡有进有退有协调的多重需要，适时把握政策调整节奏，合理安排政策进退的时序。过早的退出或过晚的跟进可能导致未来增长动力不足，过晚的退出可能导致未来物价形势恶化，过晚的退出与过晚的跟进则可能导致未来陷入短期“滞涨”局面。我们认为，由于全球在“有进有退有协调”的政策调整方面缺乏经验，难以根据政策效应时滞完美地把握政策进退的时机，因此未来可能存在一段政策退出与政策跟进的夹缝时期，即刺激政策的效果已经消失而跟进政策的效果尚未显现的时间关口，综合当前信息分析，这个脆弱的夹缝时期可能将出现在 2010 年第 1 季度。

政策调整对未来国际金融市场的可能影响：在差异性复苏引发结构风险的背景下，未来全球政策调整的时序将是影响国际金融市场的核心。首先，政策调整将影响全球经济进入复苏周期的时点，进而通过改变风险偏好回归的进程来影响国际股市；其次，加息时序将通过利率平价效应对外汇市场中的各种双边汇率产生影响；再次，加息时序将通过改变国际套利交易的币种选择来影响全球债市；最后，政策调整时序还将影响全球资金在不同市场和不同地区间的流动。

五、未来走势的核心变量：美元汇率

我们在此前的报告中一再强调，美元汇率是未来全球经济金融走势的核心变量，美元汇率的重要性体现在：其一，美元汇率

走向与危机演化密切相关，美元汇率的变化一定程度上反映了金融风险の出清程度以及风险偏好的回归程度；其二，美元汇率是连接国际金融市场的纽带，美元汇率与股市、债市、大宗商品市场相关关系的变化深刻反映了通缩风险和通胀风险的相对强弱和动态演化；其三，美元汇率走向与政策调整的进程密切相关，美元对不同币种双边汇率的变化一定程度上反映了全球政策调整的时序影响；其四，美元汇率走向与全球通胀压力变化密切相关，美元汇率升贬一定程度上影响了全球流动性的规模，进而对全球物价水平的确定产生影响；其五，美元汇率走向与全球经济复苏的格局变化密切相关，由于不同经济体的贸易依赖度不一样，美元升贬将对全球经济格局产生影响；其六，美元汇率走向与全球政策的博弈结构密切相关，美国政府的汇率政策变化将导致其他经济体，特别是实行盯住美元汇率制度的经济体相应做出政策调整；其七，美元汇率走向与国际货币体系改革密切相关，美元汇率的波动程度将影响国际货币体系向多元化转变的节奏。

鉴于美元汇率的重要性和特殊性，我们认为，对其未来走势的分析和预测需要进行阶段划分。在周期“转折阶段”和随后的复苏周期的初始阶段，美元汇率的决定要素和决定机制有所不同。

全球经济周期“转折阶段”自 2009 年第 3 季度开始，结束时点可能将落于 2009 年末至 2010 年初的一段时间内。我们认为，在未来的“转折阶段”，美元汇率将在宽幅震荡中持续贬值，原因

包括：其一，这一阶段，美国经济走势与美元汇率走势呈反向相关关系，美国经济反弹对应着避险需求的进一步解除，进而导致美元贬值；其二，投资性金融资本可能将从美国流向率先复苏的经济体，进而推动美元贬值；其三，美联储将是第二批加息的央行，在其加息之前美元对第一批加息经济体的货币将有贬值压力；其四，由于市场存在对美元持续贬值的预期，外汇市场中美元空头仓位进一步加大，投机因素将推动美元进一步贬值；其五，由于美国低利率政策仍将维持较长时间，美元已经成为套利交易新的标的，进而导致美元贬值；其六，这一阶段，消费主引擎难以有力恢复，弱势美元符合美国维持短期增长的利益，2009 年前两个季度贸易给美国经济增长带来了平均 2.145 个百分点的贡献，金融危机以来的 8 个季度也有平均 1.369 个百分点的贡献，而在 1947 年以来的 249 个季度里，贸易却造成了平均 0.09 个百分点的增长损失，数据一方面表明美国经济对贸易贡献的短期依赖大幅高于长期水平，另一方面也表明美国正借由事实上的弱势美元政策来获取越来越大的增长利益，因此，美国有在短期内进一步维持弱势美元的潜在激励，这也是美国政要近期并未明确重申强势美元政策的根本原因之一。

全球经济新的复苏周期的初始阶段将自“转折阶段”结束始，直至 2010 年底。我们认为，在未来的复苏周期，美元汇率将在宽幅震荡中先贬后升，复苏周期伊始，美元汇率仍将延续贬值的惯

性，随后美元有较大的可能由贬转升，原因有：其一，这一阶段，美国经济走势与美元汇率走势将由反向相关关系转向正向相关关系，美国经济相对较强的复苏对应着基本面的改善，进而奠定美元升值的物质基础；其二，美联储紧缩力度的加大将给美元升值提供助力；其三，这一阶段，消费主引擎将有效恢复，贸易贡献的重要性不断下降，美国维持弱势美元的潜在激励降低，强势美元政策符合美国巩固其国际货币体系主导地位的需要。所以，我们总体上判断，虽然理论上说，金融危机后美元地位下降以及国际货币体系多元化的发展是一个发展趋势，但目前美元的急贬并不是美元地位衰落的正式起点。

综合两个阶段，我们维持此前美元“短期贬值、中期升值”的预期，美联储 2010 年下半年的可能加息将成为美元汇率走势的分界点。具体而言，我们预期在短期贬值阶段，美元指数有望震荡下行至 74 点下方，在中期升值阶段，美元指数则有望走上 82 点。由于不确定性广泛存在，两个阶段美元汇率都将呈现出较大的波动性。

六、未来走势的预期：综合现状、风险和政策后的结果

综合 2009 年第 3 季度的现状和特征，未来面临的主要风险和政策对此的可能应对，我们更新了对 2009 年第 4 季度和 2010 年第 1 季度全球经济金融走势的主要预测：

（一）全球经济走势预测

——2009 年第 3 季度，全球经济从衰退周期转入周期“转折阶段”，并将于 2009 年底至 2010 年初进入新一轮的复苏周期。复苏将是一个缓慢、渐进和曲折的过程，未来半年，前期的“超预期”反弹可能将导致未来实体经济的“二次回落”，失业率将持续上升，通胀压力也不断加大，特别是在政策退出和政策跟进之间的夹缝时期，全球经济面临的“滞涨”风险潜在加大。我们认为，2009 年第 4 季度，全球经济的反弹力度可能将小幅回落，2010 年第 1 季度，全球经济可能将处于敏感的政策夹缝时期，经济环比增速难有较大幅度上升，实际物价水平变化的转折点也将出现。预计 2009-2010 年，全球经济增长率为-1.1%和 3.1%，其中发达经济体的增长率为-3.4%和 1.3%，新兴市场经济体的增长率为 1.7%和 5.1%。

——2009 年第 4 季度和 2010 年第 1 季度，复苏的差异性将显著加大：从时点看，新兴市场经济体和资源型经济体将率先复苏，随后才是发达经济体，美欧将先于日本复苏；从力度看，新兴市场经济体的复苏力度将大于发达经济体，美国的复苏力度大于欧日。

——2009 年第 4 季度和 2010 年第 1 季度，全球政策将进行“有进有退有协调”的政策调整，有序退出超常规刺激政策，并适时跟进促进中长期稳健增长和结构优化的政策。资源型经济体、

通胀风险较大的经济体和部分金融体系较为健康的新兴市场经济体将先行加息，美欧加息可能在 2010 年下半年，但不排除其提前加息的可能性。

——2009 年第 4 季度和 2010 年第 1 季度，美国经济有望实现 2.5%和 2.6%的季环比年率增长，消费主引擎有望缓慢恢复，但就业形势难以改善；欧元区经济的同比增速可能为-1.7%和 1%，反弹力度较弱，区内结构差异将进一步扩大；日本经济季环比年率可能为 1.1%和 0.9%，出口贸易持续扩张可能将面临较大压力；新兴市场经济将会继续好转，但能否实现内生和可持续的经济复苏仍存在一定变数，区域分化则难以有效减轻。

表 2 全球主要经济体经济增速及预测（2008-2009）

单位：%

	2009					2010
	全年	第 1 季度	第 2 季度	第 3 季度	第 4 季度	全年
美国	-2.7	-6.4	-0.7	3.1	2.5	1.5
欧元区	-4.2	-4.9	-4.8	-3.9	-1.7	0.3
英国	-4.4	-5.0	-5.5	-5.2	-2.3	0.9
日本	-5.4	-12.4	2.3	2.8	1.1	1.7
韩国	-1.0	-4.2	-2.2	-1.8	4.2	3.6
印度	6.1	5.8	6.1	5.9	6.3	7.2
巴西	-0.7	-1.8	-1.2	-0.5	3.0	3.5
俄罗斯	-8.0	-9.8	-10.9	-8.2	-3.5	2.5
全球	-1.1	—	—	—	—	3.1

注：表中阴影部分为预测数据。美国和日本季度 GDP 采用季环比年率的统计口径，其他国家季度 GDP 采用同比口径。

（二）国际金融市场预测

——我们维持此前美元“短期贬值、中期升值”的预期。在

短期贬值阶段，美元指数有望震荡下行至 74 点下方，在中期升值阶段，美元指数则有望走上 82 点。由于不确定性广泛存在，两个阶段美元汇率都将呈现出较大的波动性。2009 年第 4 季度和 2010 年第 1 季度，美元可能将处于短期贬值阶段，由于美联储的利率政策可能出现超预期的变化，不排除 2010 年第 1 季度末就转向中期升值阶段的可能性。

——2009 年第 4 季度和 2010 年第 1 季度，全球股市可能呈震荡上行态势：一方面，全球经济形势的好转将进一步夯实股市上行的基础；另一方面，全球股市将由政策和信心推动进一步转向微观企业盈利推动，在这个转变过程中股市波动性将加大。值得强调的是，由于全球经济复苏将是一个缓慢、渐进和曲折的过程，因此全球股市大幅度上涨的可能性较低，股指难以快速恢复至危机前水平。

——2009 年第 4 季度和 2010 年第 1 季度，国际油价和金价将继续震荡走高，预计有望突破 90 美元/桶和 1150 美元/盎司的关口，油价在 80 美元/桶以上受到期权卖家被迫加大买入力度的支撑，而通缩风险和通胀风险都将推动金价上涨。

——由于始于年初的美联储国债收购计划尚未结束，美国国债市场在短期内仍将继续活跃。但受通胀风险、加息预期等因素的影响，美国国债市场中长期需求将渐趋减缓，而财政赤字的不断扩大将使美国国债供给持续增加，预计 2009 年年底和 2010 年

年初各期限美国国债收益率将在震荡中渐趋上行。