

国际宏观经济研究团队:

邹新 马素红 程实 宋玮

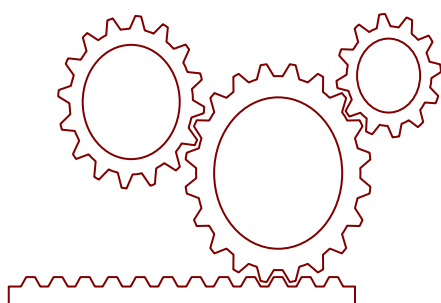
执笔人: 马素红 程实 宋玮

## 金融危机仍未见底 全球经济衰退持续

——第1季度国际经济金融走势分析与展望

2009年4月23日

全球经济



### 相关研究:

2009/4/8 《美国金融业救助政策分析与展望》

2009/4/3 《金融危机催生全球新秩序——G20 伦敦峰会成果评述》

2009/3/20 《全球→东欧→欧洲→全球: 危机的恶性循环? ——解析“金融危机第二波”的可能演化逻辑及其影响》

2009/2/20 《2009年2月美国三大救助政策解析》

### 要点:

➤ 2009年第1季度, 美国经济出现反弹迹象但复苏尚存较大不确定性, 欧日经济加速恶化, 新兴市场经济增长大幅放缓。从各主要经济体未来几个季度的经济走势来看, 预计美国经济下滑势头可望逐步放缓并在2009年下半年先于欧日摆脱衰退, 日本经济有望在2009年底企稳, 欧元区和英国经济将在2010年才有望出现温和反弹。新兴市场经济体出现两极分化: 严重依赖出口的新兴市场经济体复苏进程将滞后于发达经济体, 而中国、印度等经济体依靠国内需求和投资有望成为推动全球经济复苏的重要动力。

➤ 从国际金融市场来看, 美元将在更长时间内维持强势, 近期有所上涨的全球股市未来将持续震荡, 国际油价和金价呈震荡上行势头。

➤ 从国际银行业走势来看, 各主要经济体纷纷出台银行业救助政策, 试图通过强化银行资本、剥离不良资产等措施尽快恢复信贷流动性, 但目前全球银行业的信贷紧缩局面未有实质改善。美国大型银行第1财季业绩出现回暖, 但盈利是否具有持续性仍待观察, 全球银行业集体复苏尚待时日。

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, 不构成对阅读者的任何投资建议。本报告仅供内部参阅, 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。

## 目录

一、全球经济走势分析	1
(一) 美国经济出现反弹迹象, 复苏尚存较大不确定性	3
(二) 欧洲经济恶化程度超预期, 复苏进程可能滞后于美国	7
(三) 日本经济空前恶化, 再现通缩风险	10
(四) 韩国经济大幅下滑, 未来萎缩程度可望缓和	11
(五) 东欧新兴市场遭遇债务危机	12
二、全球金融市场走势分析	13
(一) 美元强势将持续更长时间	13
(二) 全球股市先跌后涨, 未来将持续震荡	14
(三) 全球主要大宗商品价格震荡攀升	16
三、国际银行业走势分析	17
(一) 美欧日多管齐下救助银行业	18
(二) 三大原因导致国际银行业信贷紧缩局面不改	18
(三) 美国银行业出现业绩回暖信号, 但短期内难言复苏	19
(四) 欧日银行业仍深陷泥潭	20

## 图表目录

表 1 全球主要经济体经济增速及预测	3
表 2 美国经济的反弹迹象	5
表 3 美国经济的利空因素	6
图 1 欧洲经济体近期失业率持续攀升	8
图 2 欧洲经济体消费物价指数走势图	8
图 3 主要汇率走势	14
图 4 主要股指走势	15
图 5 石油黄金价格走势	17

2009 年第 1 季度，全球主要经济体延续了 2008 年下半年以来的衰退势头，美国经济数据有所反弹但复苏仍面临较大不确定性，欧日经济加速恶化，新兴市场经济增长大幅放缓。从国际金融市场来看，美元有望在更长时间内维持强势，全球股市近期有所上涨但未来将持续震荡，国际油价和金价震荡上行。从国际银行业走势来看，各经济体大力出台金融业救助计划未能使信贷紧缩状况有实质缓解，尽管美国银行业近期出现业绩回暖信号，但盈利是否具有持续性仍待观察，全球银行业集体复苏尚待时日。

## 一、全球经济走势分析

自 2008 年 9 月以来，次贷危机迅速升级为全球金融危机并拖累实体经济出现急剧下滑，美、欧、日等主要经济体陷入全面衰退，新兴市场经济体增速显著放缓。2008 年全球经济增长 3.4%，创下六年新低。2009 年第 1 季度，尽管美国部分经济数据出现回暖迹象，但欧日经济持续恶化、新兴市场增长进一步放缓，全球经济仍呈现加速衰退势头。

为了应对金融危机、摆脱经济衰退，各主要经济体纷纷出台了巨额经济刺激方案，并大幅降息至历史最低水平，美、英、日等国还配合实施了定量宽松的货币政策。此外，各经济体还加强了危机应对政策的全球协调与合作，如 2009 年 4 月初召开的 G20 伦敦峰会在经济刺激、金融监管及反对贸易保护主义等领域达成了多项政策共识，其中包括向 IMF 和世界银行注资 8500 亿美元、

2010 年底前推出高达 5 万亿美元的经济刺激方案等等<sup>1</sup>。总的来看，上述大规模救助政策将对推动全球经济复苏、稳定金融市场起到重要作用。但金融危机与经济衰退交互影响形成的恶性循环尚未结束，信贷紧缩和资产价格下跌的风险仍未消退，预计美国及全球经济在短期内难言触底。另外，全球经济在短期内面临着较大通缩风险的同时，各经济体的大规模公共支出计划引发的长期通胀风险也不容忽视。

IMF 及世界银行等国际组织近期连续下调了对全球经济增长的预期。在 2009 年 4 月 22 日发布的《世界经济展望》报告中，IMF 预计 2009 年全球经济收缩 1.3%，其中发达经济体 2009 年将全面陷入衰退，经济收缩 3.8%，新兴和发展中经济体 2009 年发展大幅放缓，增长将仅为 1.6%。从各主要经济体未来几个季度的经济走势来看，预计美国经济下滑势头可望逐步放缓并在 2009 年下半年先于欧日摆脱衰退，日本经济有望在 2009 年底企稳，欧元区和英国经济将在 2010 年才有望出现温和反弹。而新兴市场经济体则存在两极分化情况：严重依赖出口的新兴市场经济体复苏进程将滞后于发达经济体，而中国、印度等经济体依靠国内需求和投资有望成为推动全球经济复苏的重要动力。

---

<sup>1</sup> 详见 2009 年 4 月 3 日研究信息《金融危机催生全球新秩序——G20 伦敦峰会成果评述》。

表 1 全球主要经济体经济增速及预测（2008-2009）

单位：%

	2008		2009				
	全年	第 4 季度	全年	第 1 季度	第 2 季度	第 3 季度	第 4 季度
美国	1.1	-6.3	-3.0	-5.5	-2.5	0.8	1.0
欧元区	0.9	-1.5	-3.4	-3.5	-3.2	-2.8	-1.7
英国	0.7	-2.0	-3.6	-3.7	-4.2	-3.9	-2.4
日本	-0.6	-12.1	-6.0	-10.0	-3.1	-1.5	0.2
韩国	2.2	-5.1	-2.5	-4.0	-3.2	-2.1	2.5
全球	3.4	—	-1.3	—	—	—	—

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。

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

### （一）美国经济出现反弹迹象，复苏尚存较大不确定性

2008 年第 4 季度，美国经济季环比年率收缩 6.3%，全年小幅增长 1.1%。2009 年第 1 季度，美国经济出现反弹迹象（见表 2），表现为：其一，房市出现回暖迹象，由于美联储购买国债导致中长期利率下降，且相对购买力小幅上升，2 月现房销售、新房销售、住宅开工环比正增长，建筑支出的环比下降也有所放缓；其二，生产与消费部分领域急跌的势头有所缓和，3 月汽车销售和批发销售以及 2 月制造业订单和耐用消费品订单均环比正增长；其三，市场信心有所恢复，3 月消费者信心指数和企业信心指数均小幅上升；其四，贸易失衡有所改善，3 月贸易逆差收缩至近 10 年最低水平，其对经济增长的贡献率有望上升；其五，信贷紧缩较年初轻微缓解，外部资本对美国中长期国债的需求较为强劲。

受美国经济出现反弹迹象的影响，市场乐观情绪再度出现，

对美国经济即将复苏的预期有所增强。我们认为，美国经济复苏尚存较大不确定性（见表 3），原因有：其一，反弹迹象大多表现为环比数据的好转，某种程度上可能是相对前期急跌势头的短期技术性“回调”，而非长期趋势的反转；其二，反弹迹象的出现与奥巴马政府上台并接连推出经济救助政策密切相关，但第 1 季度的反弹更多地反映了政策对市场心理的影响，而政策本身的真实刺激效应到底有多大还尚存疑问；其三，生产与消费的大部分数据持续萎靡，2 月个人收入下降，实际消费缩水，3 月工业产量萎缩；其四，就业形势继续恶化，3 月失业率创 1983 年以来新高；其五，房市尚未见底，房价持续下跌，销售同比数据连续负增长的长期态势并未扭转；其六，短期内通缩风险犹存，3 月 CPI 和 PPI 环比负增长，同比增长率更降至 50 多年低点。

辨证分析第 1 季度的反弹迹象：一方面，美国经济 2009 年第 1 季度的收缩速度和下滑幅度都将小于年初的预期；另一方面，美国经济大幅衰退的趋势并没有扭转，第 1 季度就复苏的可能性非常小。结合美国失业率与经济增长率之间的关联性以及工业产量、贸易和零售指标的变化，我们预估美国经济第 1 季度将收缩 5.5% 左右。

从政策层面看，2009 年第 1 季度，美联储继续维持 0%-0.25% 的基准利率不变，其定量宽松货币政策主要是通过 TAF（短期资金招标工具）等政策工具向市场提供流动性，并通过购买长期美

国国债和抵押贷款支持证券影响中长期市场利率。另外，为缓解金融危机急速恶化、经济衰退程度不断加深的趋势，美国政府还接连推出“金融稳定计划（FSP）”、“2009 美国复苏与再投资法案（ARRA）”和“房屋所有者负担能力和稳定性计划（HASP）”等三大政策，救助计划渐成体系。

展望第 2 季度，随着美联储的定量宽松货币政策及一系列经济金融救助政策有望初步显现效果，并缓解美国经济急剧衰退的势头。但一系列先行指标表明，第 2 季度复苏的可能性也较小：3 月非制造业采购经理指数下降表明生产和消费恐将继续下滑；3 月平均失业期和工作小时数下降表明失业率还将上升；2 月和 3 月非农部门劳动生产率降至低位表明长期增长动力受损；第 1 季度房市“量涨价跌”表明寻底过程还没结束。在信贷紧缩尚未根本缓解、消费模式潜在转变和政策真实效应并不明朗的背景下，预计美国经济第 2 季度将继续收缩 2.5% 左右，全年收缩 3.0% 左右，由于美联储超常规的宽松货币政策引发了长期通胀预期，不排除美国经济未来出现“滞胀”现象的可能性。受政策效应滞后集中显现的影响，下半年的增长数据可能将好于上半年，经济周期最快将于年底转变为复苏。

表 2 美国经济的反弹迹象

指标	当期表现	前一期表现	评价
房市			
2 月现房销售环比	5.10%	-5.30%	环比数据普遍转好，表明前期急跌的势头明显缓和
2 月新房销售环比	4.70%	-13.20%	

2 月住宅开工环比	22.20%	-14.50%	
2 月建筑支出环比	-0.90%	-3.50%	
2 月购买力综合指数	173.5 点	172.6 点	未来购房需求潜在上升
4 月第二周 30 年固定利率房贷利率	4.87%	4.78%	连续 4 周低于 5%，表明房贷市场有望回暖
4 月美国房屋建筑商协会房价指数	14 点	9 点	表明市场对未来房价止跌企稳的信心有所上升
生产与消费			
3 月汽车销售量环比	8.79%	-5.20%	汽车销量急跌的势头有所缓和
2 月制造业订单环比	1.80%	-3.50%	订单量急跌的势头有所缓和，
2 月耐用消费品订单环比	3.50%	-7.80%	生产和消费小幅反弹的可能性加大
3 月批发销售环比	0.60%	-2.40%	急跌势头有所缓和
3 月制造业采购经理指数	36.3 点	35.8 点	虽处于不景气范围，但未来制造业持续萎缩的可能性减小
信心			
3 月密执安消费者信心指数	57.3 点	56.3 点	消费者信心有所转强
3 月世界大企业联合会消费者信心指数	26 点	25.3 点	
第 1 季度商业信心指数	29.8 点	24 点	企业信心有所转强
贸易			
3 月贸易逆差	260 亿美元	362 亿美元	逆差缩小意味着同期贸易对增长的贡献率有望上升
3 月出口价格环比	-0.60%	-0.26%	贸易条件转好，意味着未来逆差
3 月进口价格环比	0.50%	-0.10%	继续缩小的可能性加大
资金			
4 月 16 日美元三月期 TED 利差	96.54 基点	年初 134.9 基点	信贷紧缩小幅缓解
2 月美国中长期国债海外净购买	215.5 亿美元	107.2 亿美元	投资型美元资产的吸引力依旧较大

注：阴影部分的指标具有先行意义

表 3 美国经济的利空因素

指标	当期表现	前一期表现	评价
生产与消费			
2 月实际个人消费环比	-0.20%	0.70%	消费核心指标持续萎靡
2 月实际个人消费同比	-1.40%	-1.40%	
2 月个人收入环比	-0.20%	0.20%	消费者收入下降限制了消费

2 月个人可支配收入环比	-0.10%	1.60%	
2 月消费者信贷环比	-0.29%	0.32%	透支消费模式悄然转变
2 月储蓄率	4.20%	4.40%	连续 2 个月高于 4%，消费倾向下降
3 月商品零售环比	-1.10%	5.10%	零售萎靡
3 月工业产量环比	-1.50%	-1.50%	工业生产依旧萎靡
3 月工业产量同比	-12.80%	-11.80%	
2 月制造业订单同比	-18.80%	-20.50%	
2 月耐用消费品订单同比	-29.30%	-28.30%	
3 月非制造业采购经理指数	40.8 点	41.6 点	非制造业前景不容乐观
就业			
3 月失业率	8.50%	7.20%	1983 年以来新高
3 月平均周薪环比	-0.14%	0.22%	表明劳动力市场供大于求
3 月平均失业期	20.1 周	19.8 周	表明未来失业率可能将继续上升
3 月民间服务工作小时数	33.2 小时	33.3 小时	
房市			
1 月标普/CS20 大城市房价指数	146.4 点	150.56 点	房价持续下降
2 月现房销售同比	-4.60%	-8.60%	连续 39 个月负增长
2 月新房销售同比	-41.10%	-46.10%	连续 39 个月负增长
2 月住宅开工同比	-48.50%	-56.10%	连续 35 个月负增长
2 月建筑支出同比	-10.00%	-10.10%	连续 28 个月负增长
物价			
3 月 CPI 环比	-0.10%	0.40%	环比下降
3 月 CPI 同比	-0.40%	0.20%	同比创 1955 年 8 月以来新低
3 月 PPI 环比	-1.20%	0.10%	环比下降
3 月 PPI 同比	-3.50%	-1.30%	同比创 1950 年 1 月以来新低
3 月 1 年通胀预期	2%	1.90%	长期通胀预期上升
其他			
2 月领先指标	98.5 点	98.9 点	前景不容过于乐观
3 月非农部门生产率同比	2.20%	2.20%	降至危机爆发以来的最低点
2 月库存装运比	1.45	1.46	去库存化尚未完成

注：阴影部分的指标具有先行意义

## （二）欧洲经济恶化程度超预期，复苏进程可能滞后于美国

自 2008 年第 2 季度开始，欧洲国家经济形势急转直下，至第 4 季度，多数欧盟国家已陷入深度衰退，欧元区当季 GDP 同比萎

缩 1.5%，英国同比萎缩 2.0%。在经济持续急剧萎缩的情况下，欧盟及欧元区失业率持续攀升（见图 1），2009 年 3 月欧元区失业率已高达 8.5%，英国 2 月失业率升至 4.3%，升幅创下 1971 年以来的最高纪录。考虑到就业数据表现往往滞后于经济增长，即经济复苏后劳工市场仍可能继续恶化，失业率在近期持续攀升的局面难以扭转。从通胀走势来看，经济低迷及油价回落已使欧元区通胀压力明显消退，而英国近期消费物价指数虽然出现下跌却仍处于较高水平，中期仍面临通胀压力（见图 2）。

图 1 欧洲经济体近期失业率持续攀升

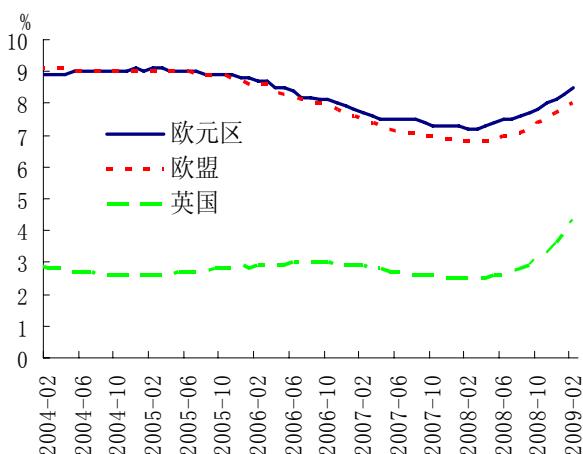
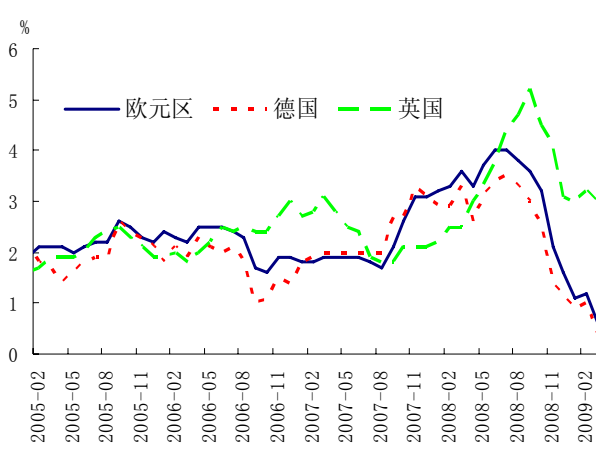


图 2 欧洲经济体消费物价指数走势图



欧洲国家经济深陷衰退的原因：一是外需急剧下滑对出口形成沉重打击，2009 年以来欧元区的出口形势更加严峻，德、法两大经济体 1、2 月的出口同比跌幅均超过 20%，意大利、西班牙出口也出现大幅下降；二是私人消费疲软导致内需十分低迷，一方面是由于家庭金融资产严重缩水导致居民消费意愿下降，另外就

业市场不断恶化使收入不确定性升高也对私人消费产生了抑制作用，欧元区 2 月零售销售同比大跌 4%，创 2000 年该数据编撰以来最大跌幅；三是受需求低迷、房地产市场持续下跌及公司破产风险加大等因素的影响，欧洲银行业信贷紧缩情况未能改变，并可能在未来数月内延续，从而对企业投资、居民消费及房市复苏均构成压力，进而加重经济衰退。

在经济刺激方案方面，欧盟 2008 年 11 月出台了一项总额 2000 亿欧元、约占地区 GDP 总值 1.5% 的协同财政刺激方案，试图为各国提供一个统一的政策“工具箱”。欧盟各国已顺利通过了上述刺激计划并纷纷付诸实施，如德国在 2008 年 11 月推出了为期两年、总额 310 亿欧元的首轮经济刺激计划，并将在 2009 年 4 月推出最高金额可达 500 亿欧元的第二套经济刺激方案；英国在 2008 年 11 月推出了总额达 200 亿英镑的财政刺激计划。但由于欧盟成员国担心进一步扩大财政支出会导致债务上升、引发通胀风险，未来推出新财政刺激计划的可能性较小。

在货币政策方面，由于经济恶化程度超过预期，而通胀压力持续减小，欧洲央行和英格兰银行自 2008 年 10 月以来均采取了大幅降息的货币政策，欧洲央行及英格兰银行目前已累计降息 300 及 450 个基点，基准利率分别降至 1.25% 及 0.5% 的水平，离零利率只有一步之遥。得益于欧洲央行及英格兰银行的宽松货币政策，欧洲银行间市场已经有所改善。从未来的货币政策走向来看，欧

洲央行仍有进一步降息的空间，而英国由于基本没有减息空间，有望更多采用数量型宽松货币政策。

总的来看，在颁布实施大规模财政刺激方案及大幅降息之后，市场对欧洲经济前景的悲观程度有所减轻。但欧元区第 1 季度经济难以较 2008 年第 4 季度明显改善，而第 2 季度受金融市场企稳及外需下滑态势缓解的影响，经济衰退速度可望放缓。由于欧元区经济周期往往滞后于美国，其可能在 2009 年底或 2010 年初实现微弱复苏。预计欧元区 2009 年 1 季度和 2 季度 GDP 增长率为 -2.0% 和 -0.5%，全年 GDP 增长 -3.4%。而英国由于金融业及房地产市场面临的风险更大，2009 年上半年经济将持续快速收缩，到 2010 年才有望实现经济反弹。预计英国 2009 年 1 季度和第 2 季度 GDP 增长率为 -3.7% 和 -4.2%，全年 GDP 增长 -3.6%。

### （三）日本经济空前恶化，再现通缩风险

受全球金融危机和日元急速升值的双重影响，2008 年第 4 季度日本经济急剧下滑，同比萎缩 12.1%，创下 34 年来 GDP 的最大季度跌幅纪录，并拖累 2008 年全年 GDP 增速降至 -0.6%。

2009 年第 1 季度，日本经济的持续恶化势头不改：首先，日本外贸形势持续恶化，1、2 月出口分别同比萎缩 45.7% 和 49.4%，进口同比萎缩 32% 和 43%，其中 2 月商品贸易余额达 824 亿日元，同比下滑了 91%；其次，私人消费和生产亦不容乐观，1、2 月零售额分别同比下滑 2.4% 和 5.8%，1 月工业产出更是同比大幅下滑

31%；第三，由于经济衰退导致需求低迷以及能源价格大幅下跌，日本 1、2 月全国 CPI 同比增速分别降至 0 和-0.1%，日本 3 月国内企业物价指数同比下降 2.2%，创 7 年来最高降幅，表明日本通缩风险加大。

为应对经济衰退和通缩，日本央行除维持 0.1%的基准利率不变，还通过购买政府公债等措施实施定量宽松的货币政策。另外，日本 2009 年 4 月推出总额为 56.8 万亿日元的经济刺激新方案，为该国历史上规模最大的经济刺激方案。此前，日本已经先后三次出台总规模为 75 万亿日元的经济刺激对策，但到目前为止效果仍然非常有限。

预计日本 2009 年第 1 季度实际 GDP 仍将继续萎缩 10%左右。由于欧美经济衰退引发的外需疲软还将持续，预计日本 2009 年第 2 季度还将继续维持负增长，但考虑到去库存化已加速展开，萎缩幅度可能放缓至 3.1%左右，2009 年全年萎缩将可能达到 6%。

#### **（四）韩国经济大幅下滑，未来萎缩程度可望缓和**

2008 年第 4 季度，韩国 GDP 同比萎缩 5.1%，创下近十年来最低增速，2008 年全年经济增速则由 2007 年的 5.1%降至 2.2%。2009 年第 1 季度，由于韩元大幅贬值，3 月出口同比跌幅从 1 月创纪录的 33.8%降至 21.2%，3 月贸易顺差大幅增至 46 亿美元，出口对 GDP 的拉动作用进一步增大，预计 2009 年第 1 季度韩国经济下行压力有所缓和，增速由 2008 年第 4 季度的-5.1%反弹至-4%左右。

为应对经济大幅衰退，2008 年第 4 季度韩国政府出台了规模为 14 万亿韩元（约合 110 亿美元）的经济刺激计划及规模为 1300 亿美元的金融救助计划，并在 2009 年 3 月 24 日追加 17.7 万亿韩元（约合 130 亿美元）的政府支出，同时韩国央行亦将基准利率由 5.25% 大幅下调至 2%。这一系列政策对经济刺激的效果可望在随后的第 2、3 季度中继续显现，预计韩国 2009 年全年增速将可能下滑至 -2.5%。

### （五）东欧新兴市场遭遇债务危机

自 2008 年 10 月开始，受全球经济衰退和信贷紧缩的影响，东欧新兴经济体的外部融资渠道枯竭，加剧了内需的快速下降，导致该地区多数经济体实际 GDP 大范围出现负增长，就业形势急剧恶化；同时，东欧经济体资本外流大幅增加，致使其货币兑美元急剧贬值，外汇储备迅速缩水。引爆东欧危机的风险要素主要在于：首先，东欧国家在前期经济高速增长的过程中堆积了大量资产市场泡沫；其次，过高的外债负担在长期中难以持续，东欧十国的短期外债与外汇储备的比值超过了 29%，其中 8 个经济体比值超过 70%，负担非常沉重，因此面临巨大的外债偿付或者“国家破产”的风险；最后，东欧经济增长过度依赖出口，致使其在金融危机导致全球经济衰退、贸易保护主义有所抬头的背景下遭受沉重打击。虽然 IMF 在过去的半年中曾向乌克兰、匈牙利、拉脱维亚、白俄罗斯、冰岛和塞尔维亚等国发放了紧急援助贷款，

而且 G20 伦敦峰会同意将 IMF 资金规模由 2500 亿美元增加到 7500 亿美元，扩大 IMF 在应对金融危机中的作用，但由于东欧与西欧经济、金融关系密切，若东欧危机得不到妥善化解，那么可能将再度引发欧洲乃至全球的新一轮恐慌，使得初步稳定下来的全球信用基础被再度破坏。

## 二、全球金融市场走势分析

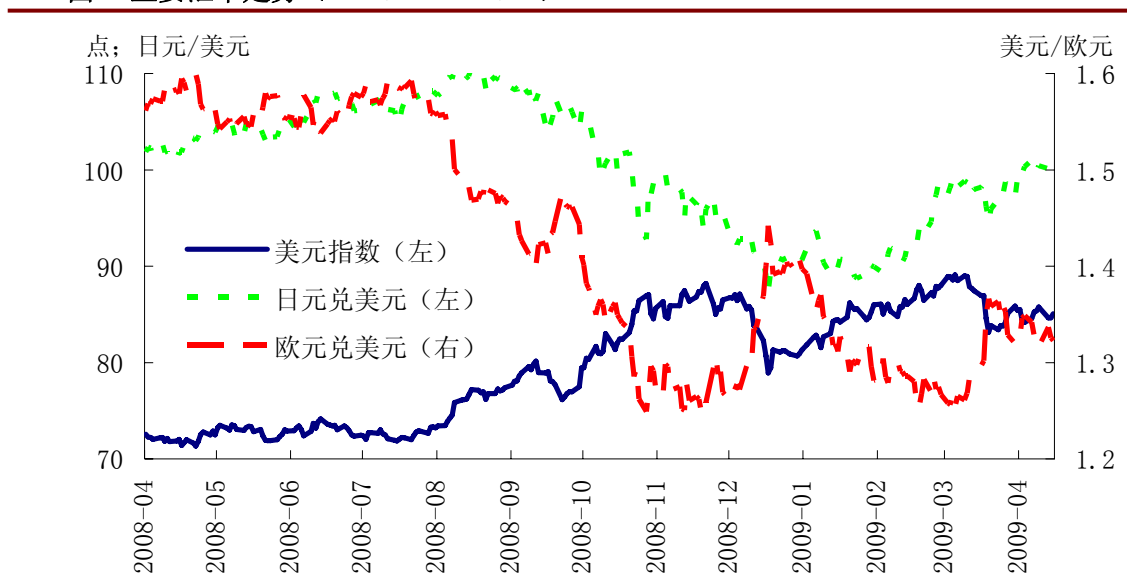
### （一）美元强势将持续更长时间

2009 年第 1 季度，美元汇率延续了危机升级以来的相对强势，期间波动剧烈。截至 2009 年 3 月 31 日，美元指数收于 85.43 点，较 2008 年末升值 5.07%；3 月的美元实际有效汇率为 100.56 点，较 2008 年末升值 4.9%。同期，欧元和日元兑美元均呈现出贬值态势，截至 2009 年 3 月 31 日，欧元兑美元汇率收于 1.325 美元/欧元，较 2008 年末贬值 5.16%，日元兑美元汇率收于 98.96 日元/美元，较 2008 年末贬值 9.18%。

2009 年第 2 季度伊始，全球外汇市场并未发生明显变化，截至 2009 年 4 月 15 日，美元指数、欧元兑美元和日元兑美元汇率分别收于 85.08 点、1.323 美元/欧元和 99.37 日元/美元。我们认为，美元汇率“先扬后抑”的趋势结构不会发生变化，但相对此前的预期，美元“由强转弱”的时点将推后，美元强势将持续更长时间，原因有三：其一，美国经济业已出现反弹迹象，并可能率先企稳，而欧日经济表现相对黯淡；其二，投资性资本流向

美国的趋势不减，2009 年 2 月，海外持有者净购买了 215.5 亿美元的美国中长期国债，环比增长 101%；其三，东欧危机向欧洲的传染以及日本政局的动荡加大了市场担忧，市场对美国政府的信心高于欧日政府；其四，短期美国逆差收窄减少了离岸市场的美元供给。虽然短中期将维持强势，但美元的长期贬值态势难以改变，原因：一是美联储货币供应的大幅扩张引发长期通胀预期；二是美元实际汇率低于长期均衡汇率；三是超主权货币主导国际货币体系的未来发展趋势将弱化美元的长期地位。

图 3 主要汇率走势（2008. 04-2009. 04）

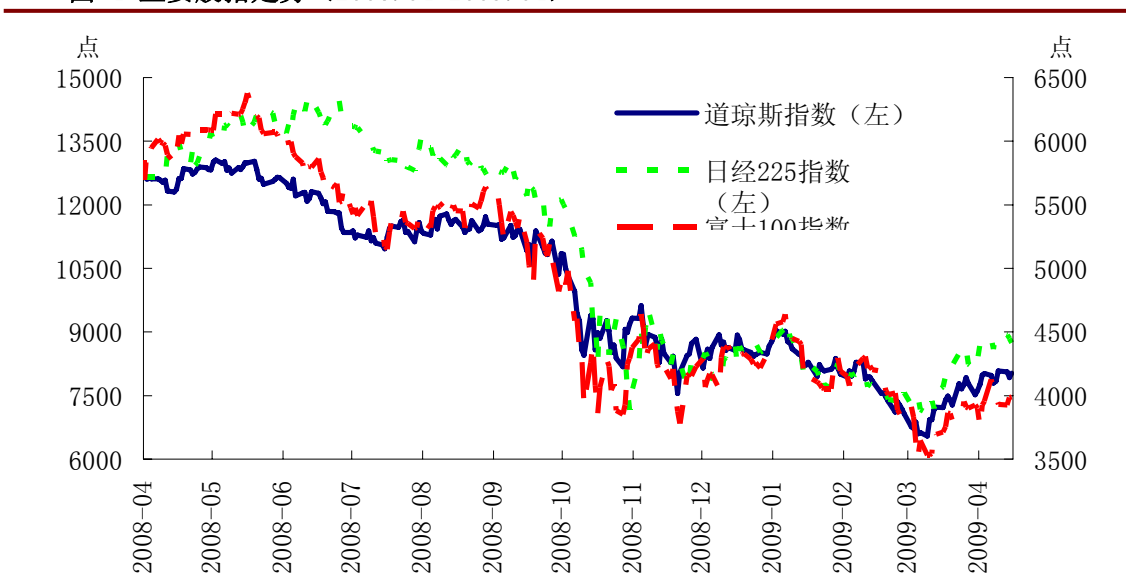


## （二）全球股市先跌后涨，未来将持续震荡

2009 年第 1 季度，受市场心理由悲观向乐观潜在转变的影响，全球股市先跌后涨，整体下跌。截至 2009 年 3 月 31 日，MSCI 全球股市指数收于 805.22 点，较 2008 年末下跌 12.49%，同时较 2009

年 3 月 9 日的阶段性低点上涨 16.93%。美国的道琼斯指数、标准普尔指数和纳斯达克指数分别较 2008 年末下跌 13.30%、11.67% 和 3.07%，同时较 3 月 9 日上涨 16.22%、17.94% 和 20.49%；欧洲的英国富时 100 指数、德国 DAX 指数和法国 CAC40 指数分别较 2008 年末下跌 15.14%、17.07% 和 15.50%，同时较 3 月 9 日上涨 6.22%、8.05% 和 7.94%；日经 225 指数较 2008 年末下跌 1.58%，同时较 3 月 9 日上涨 23.06%。股指波动导致市值先跌后涨，截至 2009 年 3 月 31 日，全球股市市值为 29.46 万亿美元，较 2008 年末缩水 8.31%，同时较 3 月 9 日上涨 15.1%。

图 4 主要股指走势（2008.04-2009.04）



2009 年第 2 季度伊始，全球股市延续了第 1 季度末的上涨势头，截至 2009 年 4 月 15 日，MSCI 全球股市指数和美国道琼斯指数分别较第 1 季度末上涨了 7.24% 和 5.53%。我们认为，第 2 季度全球股市将主要呈现两大特征：一是经济基本面和金融危机演化

的不确定性将加剧股市震荡；二是第 1 季度末开始的超跌反弹恐难长期持续，股指短期内难以恢复至危机前水平。

### （三）全球主要大宗商品价格震荡攀升

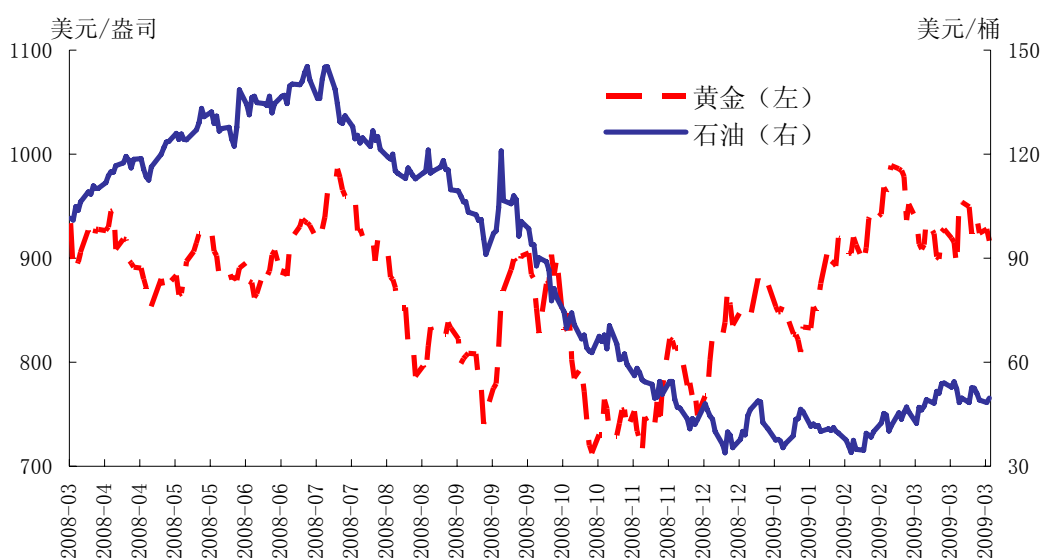
**国际油价呈震荡上行趋势。**2008 年，国际油价经历了戏剧性的大幅波动，并于 2008 年 12 月 19 日跌至 33.87 美元/桶，创下近 4 年来的新低。受需求趋缓影响，国际油价在 2009 年第 1 季度前半段逐步走低，随后在美国政府收购国债政策的刺激下快速上扬，并一举突破 50 美元大关。截至 2009 年 3 月 31 日，纽约市场轻质原油期货价格收于 49.66 美元/桶，较上年同期下跌 51.2%。

国际油价在第 1 季度后半段大幅上扬的原因如下：首先，美联储 3 月 18 日宣布用 1 万亿美元回购债券计划后，美元大幅贬值，刺激以美元计价的原油价格快速上扬。其次，欧佩克已将其原油日产量削减了 420 万桶，并 2009 年 3 月 15 日决定继续加强各成员国对已有减产决定的执行力度，减产行动效果的逐渐显现推动了油价上涨。最后，新一轮全球经济刺激方案引发的通胀担忧进一步推动了油价走高。但是随着全球原油需求的进一步趋于缓和，预计 2009 年第 2 季度国际油价将在 40~60 美元区间震荡。

**国际金价高位震荡。**自 2008 年 10 月底以来，受全球金融危机逐步恶化影响，国际金价从 710 美元/盎司一路震荡上行，并于 2009 年 2 月 20 日攀升至 1001.7 美元/盎司的 1 季度最高点，随后继续在高位震荡。截至 2009 年 3 月 31 日，伦敦黄金市场下午

定盘价收于 916.5 美元/盎司，同比下跌 1.82 %。国际金价在 2009 年第 1 季度震荡上行的原因有两方面：其一，由于东欧国家经济危机加大了市场对全球金融危机进一步恶化的担忧，黄金市场的避险资金激增，推动了金价上涨。其二，受美联储大量增加资金供给影响，中长期的通胀和美元贬值预期不断增大，成为了推高金价的重要因素。考虑到金融危机尚未触底、中长期的通胀风险和美元贬值预期增强，预计 2009 年 2 季度国际金价将继续震荡上扬，不排除再度冲击 1000 美元大关的可能性。

图 5 石油黄金价格走势（2008.03-2009.03）



### 三、国际银行业走势分析

自全球金融危机升级以来，主要经济体纷纷出台银行业救助方案，试图通过强化银行资本、剥离不良资产等措施尽快恢复信贷流动性。从目前情况来看，国际银行业信贷紧缩局面仍未有实质改变。尽管美国大型银行近期出现业绩回暖信号，但全球银行

业集体复苏尚待时日。

### （一）美欧日多管齐下救助银行业

美国近期采取了多项救助措施重振银行体系。从目前情况看，以换取优先股方式注资、为银行不良资产提供担保，以及在紧急情况下对大型银行进行国有化，是美国政府救助银行业的主要政策搭配形式，其中通过股权转换形式对花旗实行“部分国有化”一度引起了投资者对股权稀释的担忧及金融市场恐慌。美国下一步金融救助政策仍将围绕两方面进行：一是通过政府注资或部分国有化，解决银行资本短缺问题，如美国近期对 19 家大型银行进行“压力测试”，可能对未通过测试的银行给与后续资金援助；二是组建“公私合营投资基金”以引入私有资本参与不良资产剥离，并力图通过市场竞价机制解决不良资产的定价问题，以彻底剥离银行不良资产，恢复信贷流动性。

在美国出台巨资救助方案的同时，欧洲和日本也纷纷推出了各自的银行业救助计划。如英国出台了担保及向银行系统注资的计划，并将苏格兰皇家银行及苏格兰哈利法克斯银行国有化，德国通过了银行强制性国有化法案并加速对该国第二大房贷机构 Hypo 控股的国有化步伐，日本央行宣布从 5 月开始向大型商业银行提供至多 1 万亿日元(合 101 亿美元)后偿贷款，以强化银行资本。

### （二）三大原因导致国际银行业信贷紧缩局面不改

尽管各国大力推出各项银行业救助计划，以期重振金融系统、恢复信贷流动性，但目前国际银行业信贷紧缩仍未得到根本改善，主要表现在贷款增速同比大幅放缓、超额储备处于高位以及信贷标准仍持续收紧等方面。导致信贷紧缩的根本原因是银行业面临的三大问题仍未得到妥善解决：一是巨额不良资产使银行机构的资产负债表面临较大压力，吞噬了金融体系的流动性，IMF 预计美国次贷引发的全球银行业不良资产规模约为 10 万亿美元；二是仍有大量的信贷损失和资产减记尚未暴露，根据高盛的估算，全球银行系统在此轮金融危机中的损失总额将超过 2 万亿美元，目前仍有一半左右的潜在损失尚未暴露；三是资产减记或持续亏损导致多家国际大型银行的资本出现严重短缺。

### （三）美国银行业出现业绩回暖信号，但短期内难言复苏

近日，美国多家银行纷纷报出业绩改善信号，其中富国银行称第 1 财季将超预期实现利润 30 亿美元，高盛集团第 1 财季净利润增加 20%，摩根大通、美国银行第 1 季盈利均优于预期，花旗集团第 1 季也扭亏为盈。但从美国大型银行阶段性停止亏损还不能推断出美国银行业已经复苏：一是美国的实体经济指标尚未见底，特别是房地产市场仍未企稳，宏观经济走势对银行业盈利的影响存在不确定性。二是随着近期美国失业率的不断上升，消费信贷、信用卡等新增不良资产的风险可能进一步暴露，不良资产在未来仍然存在快速上升的可能。三是银行账面上的不良资产尚

未完成剥离或核销，未来是否会有巨额信贷损失及资产减记仍存在不确定性。四是银行业绩回暖是否因会计准则改变而导致尚待确认。美国财务会计标准委员会（FASB）近日宣布放松“按市值计价”会计准则的执行力度，允许金融机构在证明市场流动性不足、价格不正常的情况下，可用其它合理的价格估算方法估算资产价格。尽管此次会计准则调整将从 2009 年第 2 季度开始生效，但部分允许在计算第 1 季度业绩时提前开始实施。如果目前美国银行业的盈利预期是在改变后的会计准则基础上计算的，将不具有任何实质意义。

#### （四）欧日银行业仍深陷泥潭

自全球金融危机升级以来，欧洲银行业接连报损，瑞银集团继 2008 年创出瑞士企业有史以来最大亏损纪录之后，2009 年第 1 季度再亏 17.5 亿美元，从而引发了其包括大幅裁员在内的成本削减计划。2009 年初以来，东欧危机的爆发使欧洲银行业面临新的冲击，特别是在该地区极力扩张的西欧银行业面临着坏账增加、资本缩水以及面临挤兑等三大风险。一旦东欧经济体无力偿还银行债务，整个欧洲的银行业可能将再遭重创，信贷紧缩可能将由此急剧恶化。

日本银行业形势也不容乐观。在截至 3 月底的 2008 财年里，由于坏账超出预估及持股价值大幅缩水等原因，日本三大银行集团——三井住友金融集团、三菱日联金融集团及瑞穗金融集团的

最终亏损总额可能高达 1 万亿日元 ( 约合 100 亿美元 ), 为 6 年来首见的净亏损, 远远超出了预期。