

负责人：詹向阳 樊志刚

国际宏观经济研究团队：

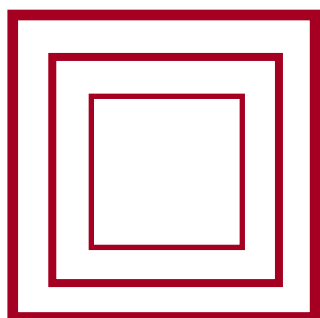
樊志刚 马素红 宋玮 罗宁

## 全球经济不平衡复苏仍将持续 国际金融市场将在震荡中前行

——2010 年国际经济金融走势分析及 2011 年展望

2011 年 2 月 22 日

全球经济



知音 知道 知胜  
Readings Foresights Strategies

### 相关研究：

2011/1/30 《欧洲主权债务危机 2011 年趋势展望——2011 年 1 月国际宏观经济研究月报》

2010/11/1 《复苏动能小幅下降 利益博弈渐趋复杂——2010 年第三季度国际经济金融走势分析及未来展望》

2010/7/22 《波动风险难阻全球复苏大势 欧债危机短期动荡趋于缓解——2010 年上半年国际经济金融走势分析及下半年展望》

### 要点：

➤ 2010 年，全球经济实现了全面、较快的复苏，但国际金融市场受欧债危机影响出现动荡，主要货币汇率大幅波动，大宗商品价格持续攀升。2011 年，全球经济有望延续复苏态势，新兴经济体复苏势头仍然强劲，美国经济复苏步伐可能加快，欧日有望持续缓慢复苏。发达经济体将保持极为宽松的货币政策，同时紧缩财政的压力不断增大，新兴经济体将加快收紧货币政策，同时实施持续宽松的财政政策。全球股市有望延续上扬，美元汇率将保持宽幅震荡，大宗商品价格走势可能出现分化。

➤ 2011 年，新一轮量化宽松政策对美国经济复苏将起到积极作用，但对其他经济体将产生负面影响，特别是会加速新兴经济体的资本流入、加大其输入型通胀压力。我们认为，截至 2011 年底，美国新一轮量化宽松政策规模有望达到 1 万亿美元。

➤ 2011 年，全球经济的最大风险点仍然是欧债危机，1-4 月欧元区成员国将有大量国债到期将成为危机演化的关键时点，欧元区各国能否就金融稳定机制改革达成一致将成为危机演化的关键事件，葡萄牙和西班牙则是最有可能再次引爆危机的两个关键国家。总体看，欧洲边缘国家的债务问题可能会在 2011 年令市场避险情绪阶段性上升，但其造成的负面影响将小于希腊债务危机的影响。

**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。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。

**要点（续）：**

➤ 2011 年，国际金融监管改革对金融体系产生的影响将逐步显现。美欧金融监管法案的推出，将有助于提高金融系统的稳定性、恢复投资者对金融市场的信心，建立和完善金融监管和风险防范体系，“巴塞尔协议 III”将加大银行补充资本的压力，促使银行调整经营模式，提升银行应对经济动荡时的缓冲能力，但额外的储备资本减少了银行的信贷能力，短期内可能会影响到诸多经济体的经济增长进程。

## 目录

一、全球经济走势回顾与展望 .....	1
二、国际金融市场走势回顾与展望 .....	5
(一) 全球股市有望延续震荡上扬态势 .....	5
(二) 美元弱势震荡中仍有走强的可能 .....	6
(三) 国际油价有望继续上涨, 国际金价存在下行可能 .....	7
三、2011 年国际经济金融重要趋势展望 .....	9
(一) 美国新一轮量化宽松政策对全球的影响? .....	9
(二) 欧洲主权债务危机 2011 年是否会爆发“第三波”? .....	10
(三) 国际金融监管改革对金融体系产生何种影响? .....	11

## 图表目录

表 1 全球主要经济体经济增速及预测 .....	2
图 1 全球主要股指走势 (2009.12-2010.12) .....	6
图 2 美元汇率走势 (2009.12-2010.12) .....	7
图 3 国际原油黄金价格走势 (2009.12-2010.12) .....	8

2010 年，全球经济实现了全面、较快的复苏，新兴市场作为全球经济复苏主引擎的作用日益显现，美日欧等发达经济体也实现了不同程度的增长。希腊和爱尔兰债务危机的先后爆发引发了国际金融市场动荡，主要货币汇率大幅波动，大宗商品价格持续攀升。危机后的全球金融监管改革取得重大进展，美欧分别通过各自的金融监管改革法案，巴塞尔协议 III 也正式出台。展望 2011 年，全球经济有望延续复苏态势，新兴经济体复苏势头仍然强劲，美国经济复苏步伐可能加快，欧日有望持续缓慢复苏。发达经济体将保持极为宽松的货币政策，同时紧缩财政的压力不断增大，新兴经济体将加快收紧货币政策，同时实施持续宽松的财政政策。欧债危机隐患未除但逐渐缓解，全球股市有望延续上扬，美元汇率将保持宽幅震荡，大宗商品价格走势可能出现分化。

## 一、全球经济走势回顾与展望

2010 年，全球经济走出了衰退的泥沼，开始步入新一轮的复苏周期。根据国际货币基金组织 2011 年 1 月发布的预测，2010 年全球经济增长率为 5.0%，明显好于 2009 年的-0.6%，其中发达经济体经济增速为 3.0%，新兴及发展中经济体经济增速为 7.1%，全球贸易量较 2009 年大幅增长 12%。尽管全球复苏力度较预期更为强劲，但复苏进程仍不平衡、复苏基础仍不稳固：一方面，发达经济体增长缓慢，失业率居高难下，部分国家主权债务沉重；另一方面，新兴市场经济体经济增长较快，但又面临着资本加速

流入、通胀攀升、本币升值等多重压力。由于危机后各经济体纷纷试图扩大净出口以拉动经济增长，贸易保护主义持续升温，“货币汇率战”时有发生。2010 年，主要发达经济体央行在将基准利率维持在接近零的水平的同时，还通过量化宽松政策增加金融市场流动性、刺激经济增长，而新兴经济体为应对通胀压力逐步收紧货币政策。

展望 2011 年，世界经济有望延续“双轨”复苏势头，新兴经济体作为全球经济增长主引擎的作用将继续显现，发达经济体将保持缓慢复苏的态势。根据国际货币基金组织的最新预测，2011 年全球经济增长率有望达到 4.4%。由于主权债务危机隐患未除、全球金融系统依然脆弱、发达经济体国内的结构性问题仍未解决、信贷供给与需求缺乏活力，2011 年世界经济复苏仍面临较大的下行风险。从全球政策走向看，主要发达经济体将继续保持极为宽松的货币政策，新兴经济体将加快货币政策紧缩步伐，部分发达经济体迫于财政赤字和主权债务大幅上升的压力将不得不采取财政紧缩措施，新兴市场经济体大多会采取持续宽松的财政政策。

表 1 全球主要经济体经济增速及预测

单位：%

	2010					2011
	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度	全年	
美国	3.7	1.7	2.6	3.2	<b>2.9</b>	<b>3.0</b>
欧元区	0.8	2.0	1.9	2.0	<b>1.8</b>	<b>1.5</b>
英国	-0.3	1.6	2.7	1.7	<b>1.7</b>	<b>2.0</b>
日本	6.0	2.1	3.3	-1.1	<b>3.9</b>	<b>1.6</b>

印度	8.6	8.9	8.9	8.7	9.7	8.4
发达经济体	—	—	—	—	3.0	2.5
新兴市场	—	—	—	—	7.1	6.5
全球	—	—	—	—	5.0	4.4

注：表中阴影部分为预测数据。

资料来源：Bloomberg，IMF，中国工商银行城市金融研究所，除特别注明外，下同。

美国经济复苏步伐可能加快，就业和房地产仍是经济恢复的两大障碍。2010 年美国经济增长速为 2.9%，全年经济复苏呈现以下特点：一是下半年的复苏动力较上半年有所减弱，二是复苏结构不平衡，个人消费开支的表现较好，但私人投资和房地产市场依然疲弱。三是失业率居高不下，通胀水平出现下降。2011 年美国经济复苏步伐有望加快：首先，美国 2010 年第四季度 GDP 增长率达到 3.2%，较前两个季度加速，并使美国 GDP 总规模达到 2007 年末衰退开始以来的最高水平。其次，美国的消费、贸易、工业生产等已经恢复到危机爆发前的水平，且仍呈加速增长势头，表明美国经济增长的内生驱动力量在不断增强。第三，奥巴马政府与共和党就全面减税方案延期两年达成协议，以及美联储推出的新一轮量化宽松政策，都将对未来美国经济增长起到刺激作用。综上，我们将 2011 年美国经济增长速的预测上调至 3.0%，但高失业率和疲弱的房地产市场对美国复苏的拖累仍不容忽视。

欧洲主权债务风险仍未消退，经济复苏出现明显分化。2010 年欧元区经济增长预估值为 1.8%，较 2009 年的深度衰退大幅好转。但欧元区各成员国的经济复苏分化趋势明显，德国、法国等



核心国保持经济强劲复苏，2010 年 GDP 增长率预计分别达 3.6% 和 1.6%，而希腊、葡萄牙等边缘国家经济复苏乏力，2010 年 GDP 增长率预计分别为-4.0%和-0.3%。欧元区 2011 年经济复苏仍面临较大压力，失业率处于历史最高水平，主权债务风险不断升级使得紧缩财政成为欧盟各国政府的必然选择，逐步上行的通胀指数也对持续宽松的货币政策形成挑战，以上不利因素均会制约欧洲经济复苏步伐。在德法两列“火车头”引领下，2011 年欧元区 GDP 增长率预计将达到 1.5%。

日本经济复苏动能不足，通缩风险仍较严峻。2010 年，日本经济增长率为 3.9%，出口对日本经济的拉动作用明显，总体消费疲软格局仍未改变，消费者物价指数维持极低水平。2011 财年末，日本公共债务占 GDP 比重将达到 184%，居发达经济体之首，其实施扩张性财政政策面临的风险不断加大，标普 2011 年 1 月已将日本长期主权信用评级从 AA 下调至 AA-。受日元升值与通缩风险等因素影响，预计未来日本经济复苏仍面临较大阻碍，2011 年 GDP 增长率约为 1.6%。

新兴市场继续强劲增长，未来复苏步伐可能小幅放缓。2010 年全球新兴市场经济增速将达到 7.1%，新兴市场 GDP 总额的全球占比有望达到 47.14%，创历史新高。亚洲新兴市场的强劲复苏势头更为突出，2010 年经济增速预计为 9.3%，对全球经济的持续复苏起到关键的支撑作用。2011 年，新兴市场在有望继续保持较快

复苏的同时，也将面临着通胀压力加大、货币政策收紧、跨境资本过度流动、全球经济“再平衡”下的贸易格局调整等多重风险。预计 2011 年新兴市场经济增长势头将放缓至 6.5%。

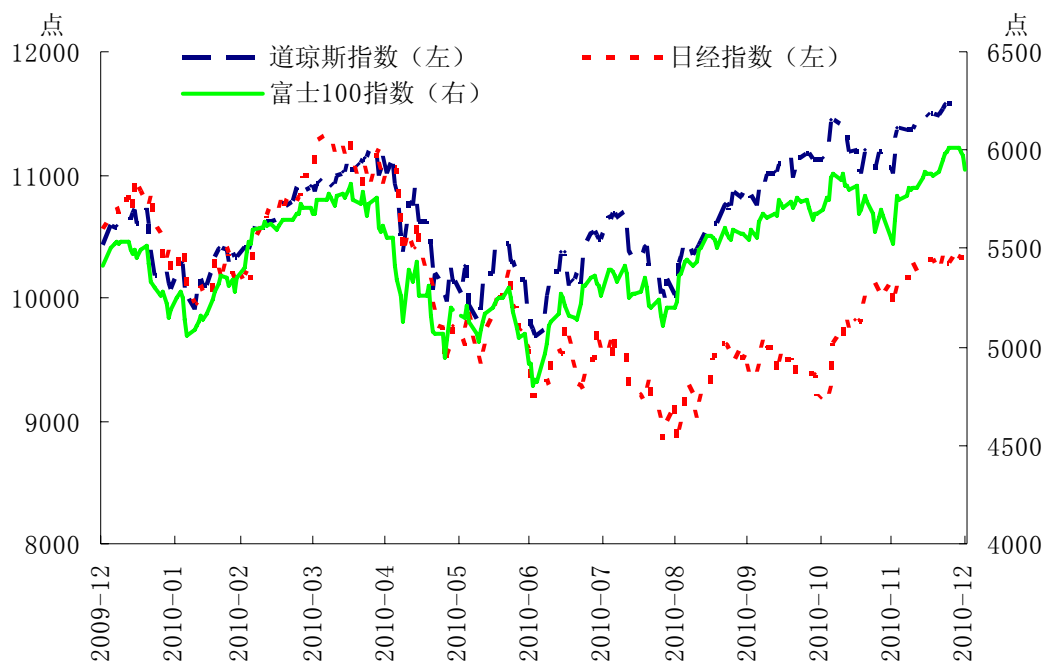
## 二、国际金融市场走势回顾与展望

### （一）全球股市有望延续震荡上扬态势

2010 年上半年，全球股市受欧债危机影响震荡下跌，进入下半年，随着欧债危机有所缓解以及主要经济体持续宽松的货币政策基调逐渐明确，全球股市呈现出持续上涨态势（见图 1）。截至 2010 年末，MSCI 全球股市指数收于 1280.07 点，全年上涨 9.55%；美国的道琼斯指数、标准普尔指数和纳斯达克指数全年涨幅分别为 11.02%、12.78%和 16.91%。欧洲的英国富时 100 指数、德国 DAX 指数和法国 CAC40 指数分别较 2009 年末上涨 7.26%、16.06%和下跌 3.34%，日经 225 指数全年下跌 3.99%。2010 年末全球股市市值为 51.99 万亿美元，较 2009 年末上涨 14.41%。在全球经济持续复苏预期的支撑下，以及发达经济体量化宽松政策有望推动更多资金进入股市，2011 年全球股市可能延续震荡上扬的整体走势，同时并不排除欧债危机恶化或其他重大事件影响下股市出现大幅回调的可能性。



图 1 全球主要股指走势（2009.12-2010.12）



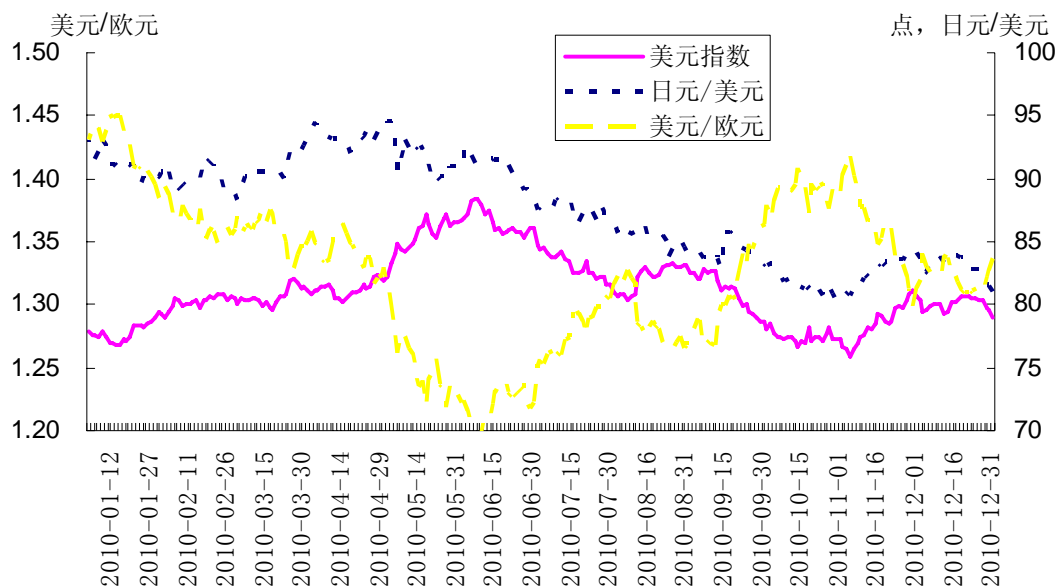
## （二）美元弱势震荡中仍有走强的可能

2010 年美元汇率的波动性依旧较大，呈现出“一波三折”的宽幅震荡态势，2010 年年初至 6 月上旬大幅升值，6 月上旬至 11 月上旬大幅贬值，11 月上旬至年末小幅升值（见图 2）。希腊和爱尔兰债务危机的先后爆发、美国经济增长的相对强势表现是推动美元阶段性升值的主要因素，市场对美国重启量化宽松政策的预期是推动美元阶段性贬值的主要因素。截至 2010 年末，美元指数收于 79.03 点，较上年末的 77.92 点小幅上涨 1.92%；美元对欧元汇率收于 1.3384 美元/欧元，美元全年升值 7.0%；美元对日元汇率收于 81.12 日元/美元，美元全年贬值 12.8%。

2011 年，欧债危机的演化、美国经济基本面、美国货币政策

走向等因素是影响美元汇率走势的主要因素。由于欧债危机再度急剧恶化并引发全球性金融危机的可能性较小，美国经济增长的可持续性将随着消费引擎的恢复而得到提升，全球经济增长的质量有望不断改善，美元在 2011 年更有望呈弱势震荡格局，大幅走强的可能性较小。在欧债危机再次升级、全球经济复苏力度大幅削弱的小概率情境下，美元汇率将呈升值态势，不排除阶段性大幅走强的可能性。鉴于不确定性广泛存在，2011 年美元汇率总体将宽幅震荡，但波动性有望低于 2010 年。2011 年欧元总体走势将弱于美元，日元升值仍是大概率事件。

图 2 美元汇率走势（2009.12-2010.12）

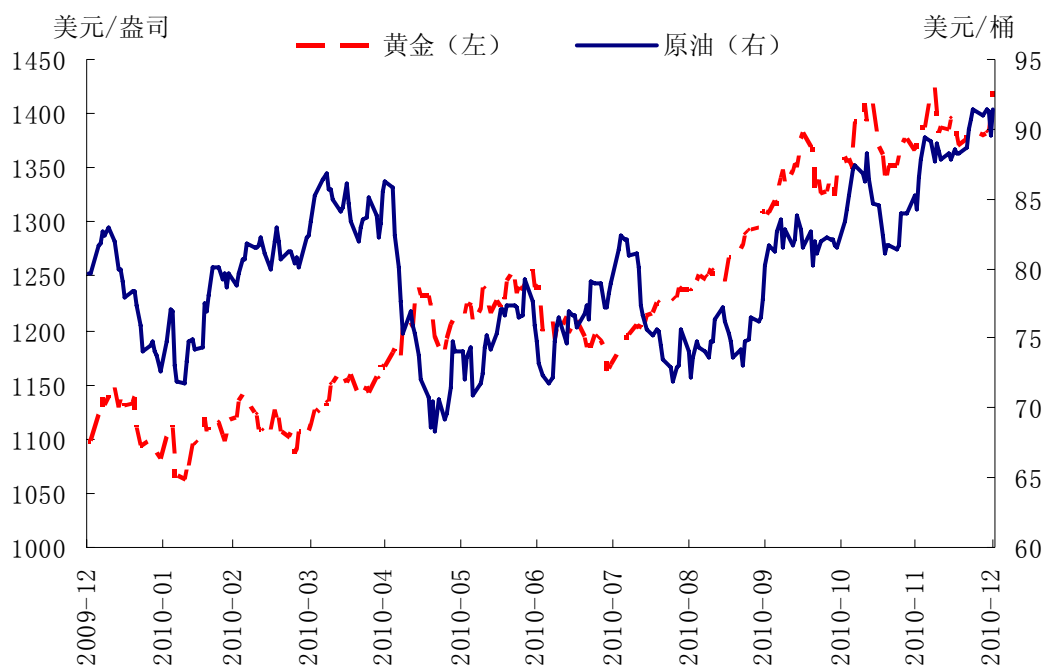


### （三）国际油价有望继续上涨，国际金价存在下行可能

2010 年国际油价在 68-92 美元/桶宽幅震荡，截至 12 月 31

日，纽约市场轻质原油期货价格收于 91.4 美元/桶，较年初上涨 14.8%。同期，国际金价一路上扬，截至 12 月 31 日，伦敦黄金市场下午定盘价收于 1420.78 美元/盎司，较年初上涨 29.5%（见图 3）。2011 年，尽管大宗商品价格在全球经济复苏趋势和供求关系相对紧张的推动下，仍有继续上升的空间，但原油和黄金价格走势或将出现分化。一方面，随着全球经济的持续复苏以及市场对欧债危机的逐步消化，国际原油价格波动区间将上移并有望突破 100 美元/桶；另一方面，黄金现货价格虽会随着美元中期贬值而继续走强，但随着全球复苏趋势渐趋明朗、欧债危机相对缓解及市场风险偏好不断回升，2011 年下半年国际金价可能将呈现一定的下行态势。

图 3 国际原油黄金价格走势（2009.12-2010.12）



### 三、2011 年国际经济金融重要趋势展望

#### （一）美国新一轮量化宽松政策对全球的影响？

为巩固经济复苏基础，美联储于 2010 年 11 月决定启动规模为 6000 亿美元的新一轮量化宽松货币政策（QE2）。相对于 2008 年 11 月开始实施、2010 年 3 月最终完成的 QE1，QE2 政策的出台背景和目的有明显差异：QE1 面对的是金融体系随时可能崩溃的紧急情况，其目的主要是为了解决金融体系流动性不足问题、稳定金融市场；QE2 面对的是高失业率和整体经济复苏动力下降，其主要目的是刺激就业增长，加快经济复苏。美联储试图通过推行 QE2 取得以下效果：一是通过购买长期国债推高国债价格、压低长期利率，刺激建筑业、房地产业等各项投资增长以及改善就业；二是通过向市场注入流动性提升美国国内的通胀预期，缓解通缩风险；三是通过在短中期内压低美元汇率提振美国出口。

总体而言，QE2 对美国经济复苏将起到积极作用，但从全球角度来讲它并不是一个优化选择：首先，QE2 使美元中短期贬值预期有所增强，欧元、日元等货币升值预期强化，从而使欧元区和日本的出口面临较大压力，对经济复苏形成一定障碍。其次，QE2 对包括中国在内的新兴市场经济体的负面影响更大：一是加剧全球流动性泛滥，促使跨境资本加速流入新兴经济体，推高资产价格；二是通过推升大宗商品价格加大新兴经济体的输入型通胀压力；三是美元贬值使新兴经济体持有的美国国债等固定收益

美元资产承受巨大损失。结合美国经济形势的最新情况以及美国国内对推行量化宽松的看法，我们认为，截至 2011 年底，美国新一轮量化宽松政策规模有望达到 1 万亿美元，此后是否需要继续延伸并追加规模，取决于美国经济复苏态势及通胀走向。

## （二）欧洲主权债务危机 2011 年是否会爆发“第三波”？

我们自 2009 年第 3 季度开始就多次强调“2010 年全球经济金融的风险核心将从美国转向欧洲”，2010 年以希腊和爱尔兰为导火索的两波欧洲主权债务危机，考验了全球经济复苏进程，也印证了我们此前的预判。2011 年全球经济的最大风险点仍然是欧债危机，如何评估欧债危机爆发“第三波”的可能性，我们认为：

一看关键时点。2011 年 1-4 月欧元区成员国将有大量国债到期，占全年到期总额的 41.3%，尽管 2011 年初葡、西、意国债成功标售使市场对欧债危机的担忧情绪有所减轻，但 PIIGS 五国融资成本仍居高位。因此，今年 1-4 月大量国债集中到期、短期流动性风险凸显，将再次对欧债危机走向形成考验。

二看关键事件。欧洲金融稳定机构（European Financial Stability Facility, EFSF）是欧盟自 2010 年 5 月希腊债务危机爆发后成立的紧急救助基金机制，旨在纾困欧盟内部债务沉重的国家，目前爱尔兰已经申请使用。该基金为了维持最高评级，其 4400 亿欧元的名义规模中，仅有略超过一半的部分能用于提供救助，倘若未来葡萄牙或西班牙相继申请援助贷款，EFSF 可能将难



以拨付足额的资金。因此，欧盟近期提出进一步增加 EFSF 的规模，改进其实际放贷能力。如若欧元区各国能就金融稳定机制改革达成一致，欧洲就能在主权债务危机演化进程中由“临时救援”向“中期巩固”迈出坚实的一步，市场信心也将得到大幅提升。但由于欧元区核心成员国德国对扩大基金规模持强势反对态度，预计短期内达成改革协议仍然困难重重。

三看关键国家。葡萄牙和西班牙是最有可能再次引爆危机的两个国家。由于葡萄牙经济总量小，即便其债务问题引起市场风险情绪上升，其造成的传染效应有限。而作为欧元区第四大经济体的西班牙，其经济规模是希腊、爱尔兰和葡萄牙三者之和的两倍。如果西班牙债务风险升级而欧盟未能给予及时有效的援助，那么欧洲将会迎来一波更为严重的债务危机，同时对全球金融市场产生重大影响。综合西班牙政府债务、银行体系和经济增长状况来看，该国目前并不需要外界援助。即使西班牙万一需要救助，由于其经济在欧元区发挥着系统性的重要作用，虽然救助成本偏高，但欧盟也会尽快实施援助以防西班牙危机扩散带来的传染效应。

综上分析，欧洲边缘国家的债务问题可能会在 2011 年令市场避险情绪阶段性上升，但其造成的负面影响将小于希腊债务危机的影响。

### （三）国际金融监管改革对金融体系产生何种影响？



2010 年国际金融监管改革取得重大突破，美国和欧盟分别通过各自的金融监管改革法案，巴塞尔协议 III 也最终出炉。

美国金融监管改革法案于 2010 年 7 月获得签署并最终成为法律，被认为是美国自上世纪 30 年代“大萧条”以来改革范围最广泛、最严厉的金融改革法案。新法案将系统性风险监管列为重中之重，同时强调对银行过度投机行为的制约、对金融创新的制衡以及建立大型金融机构的退出机制等。总的来看，新法案将有助于提高金融系统的稳定性、恢复投资者对美国金融市场的信心，但其在有效防范危机方面仍存不足，如对导致金融风险产生的宏观经济政策因素尚无有效措施，也未能解决发达经济体投机资本跨境无序流动给世界经济和金融体系带来的风险问题。

2010 年 9 月，欧盟正式通过了泛欧金融监管法案，这是全球首个带有超国家主权性质的金融监管体系。根据新法案，在微观层面上，欧盟将设立三大机构分别负责对银行业、证券市场和保险业实施监管；在宏观层面上，欧盟将设立欧洲系统性风险委员会，负责监测整个欧盟金融市场上可能出现的宏观风险，及时发出预警并在必要情况下建议应采取的措施。泛欧新监管法案的实施意味着整个欧盟层面金融监管和风险防范体系的建立，有助于解决欧盟金融市场高度一体化过程中缺乏跨国性的实体来统筹各国金融机构监管的问题，促进整个欧盟层面的金融监管协调和系统性风险防范。

2010 年 9 月出台的“巴塞尔协议 III”在强调资本充足外，也把加强流动性风险管理作为监管重点。其主要内容包括：增强资本质量、提高最低资本要求、引入资本留存缓释、增加逆周期缓释、引入非风险杠杆率和提出最低流动性标准。“巴塞尔协议 III”的主要影响体现在以下方面：一是加大银行补充资本的压力。新协议的实施将使欧美等发达经济体银行业面临资本短缺困境，银行业为补充资本而大规模再融资甚至可能触发新一轮的危机。二是促使银行调整经营模式。过度依赖信贷规模高速增长的业务模式将面临考验，高风险业务也将受到更多约束，银行不但需要调整资本结构和分配，还必须加快创新和转型。三是影响全球经济增长进程。新协议虽然可以提升银行应对经济动荡时的缓冲能力，但额外的储备资本减少了银行的信贷能力，短期内可能会影响到诸多国家经济增长进程。