

负责人：詹向阳 樊志刚

国际宏观经济研究团队：

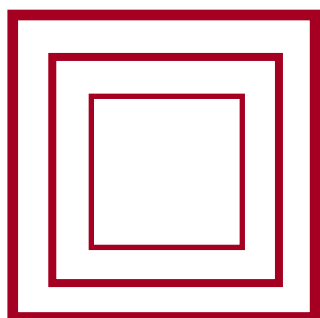
樊志刚 马素红 宋玮 罗宁 郭可为

欧债危机拖累全球经济增长 双重风险加剧金融市场震荡

——2011 年第三季度国际经济金融走势
分析及未来展望

2011 年 11 月 2 日

全球经济



知音 知道 知胜
Readings Foresights Strategies

相关研究：

2011/9/26 《双重风险笼罩市场 避险资产走势分化——2011 年 9 月国际金融市场走势述评》

2011/9/20 《全球经济“新危险期”下的结构问题与政策导向——2011 年 9 月国际宏观经济研究专题月报》

2011/7/25 《欧美主权债务拖累全球经济增长 避险情绪加剧国际金融市场波动——2011 年上半年国际经济金融走势分析及下半年展望》

摘要：

- 2011 年第三季度，全球经济复苏的不稳定和不确定因素进一步凸显，“保增长”难度加大。美国经济数据改善缓解了衰退忧虑，欧元区经济陷入衰退的风险有所加大，日本灾后重建带动经济反弹但下行风险犹存，新兴市场经济增长持续放缓。
- 全球经济仍处“后危机复苏进程中”，美国总体需求面临的不利因素、欧债危机及其伴生的银行危机、新兴市场经济体的通胀和政策紧缩是未来全球经济复苏的三大风险点。
- 从财政政策走向看，发达经济体将在刺激短期经济增长与推行中长期财政整顿之间寻求平衡，新兴经济体将推行稳健的财政政策；从货币政策来看，发达经济体从宽，新兴经济体从严；从汇率政策来看，为避免“强货币”对“弱经济”的不利影响，各国或加强对货币汇率的干预，新一轮“货币战”一触即发。
- 展望 2011 年第四季度，美国有望延续“低增长、高失业”格局，欧洲经济陷入衰退的风险加大，日本经济将延续复苏态势，新兴市场经济增速可能继续放缓。国际金融市场在欧债危机前景不明朗等因素的影响下，美元可能震荡走强，全球股市缺乏上涨动力，大宗商品价格将在高位波动，欧债风险或进一步攀升，美债避险作用依然较强。

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。

European Sovereign Debt Crisis Drags on Global Economic Growth,
Double Risks Aggravate the Fluctuation of International Financial
Markets: the Tendency Analysis of International Economy and Finance
in the 3rd Quarter of 2011 and Forecast

Executive Summary

From the 3rd quarter of 2011, the global economic recovery has become increasingly instable and uncertain with more difficulties in keeping growth. US economic growth was better than expected, so people are less worry about recession than before. However, the risks of economic recession in euro area are growing. There are still much downside risks even the reconstruction after the disaster has stimulated Japanese economy obviously. Economic growth of emerging economies slowed down continuously.

The global economy is still in the process of recovery after the crisis. In the future, many negative factors on the US aggregate demand, European sovereign debt crisis and following banking crisis, and inflationary pressure and high tightening policies of emerging economies will be the three main risks to restrict the global economic recovery.

From the perspective of fiscal policies, advanced economies will strike the right balance between stimulating the economy in the short-term and implementing fiscal consolidation in the medium and long run, and emerging economies will follow prudent fiscal policies. As for monetary policies, advanced economies will maintain the loosen policies while emerging economies will head for the other tail. In exchange rate policies, governments might strengthen interventions in foreign exchange markets to avoid appreciation of currencies worsening the economy growth, which might result in another round of currency war.

Looking ahead to the last quarter of 2011, the United States is expected to sustain weak recovery with high unemployment rate and Europe might face recession at a larger

probability. When Japan keeps the path to recovery, emerging economies might slow down the pace of growth. Influenced by uncertain future of Europe as well as other factors, US dollar is expected to appreciate with fluctuations, and the global stock market will lose momentum, and commodity prices will remain fluctuating on high level. As the risk of European debt might expand to a new stage, US Treasury will still make it a haven for the risk-averse.

目录

一、全球经济走势分析	1
二、决定全球经济未来走向的关键问题	6
（一）美国经济可能在较长时期延续“低增长、高失业”局面	6
（二）欧债危机将向纵深蔓延，或触发银行业危机	8
（三）新兴市场货币政策在保增长与控通胀间艰难抉择	11
三、国际金融市场走势分析	13
（一）年底美元震荡走强的可能性较大	14
（二）欧美股市暴跌后有所反弹	16
（三）国际大宗商品仍将高位波动	18
（四）欧债市场继续承压，美债避险作用依然较强	20

图表目录

图 1 美元汇率走势	15
图 2 全球主要股指走势图	17
图 3 国际原油黄金价格走势	20
图 4 主要欧美经济体 2 年期国债收益率变化	22
表 1 全球主要经济体经济增速及预测	2

2011 年第三季度，国际经济金融的走势特点与我们年中时的预期基本符合¹：一是欧美主权债务成为全球经济复苏和金融市场运行的最大风险点，欧债危机由边缘国家蔓延至核心国家，并可能触发银行业危机；二是全球经济滞胀风险加大，发达经济体在复苏艰难的同时通胀水平明显攀升，新兴市场经济持续降温但通胀仍居高不下；三是受“二次衰退”担忧再起和债务危机持续演化的双重风险影响，国际金融市场巨幅震荡。展望 2011 年第四季度，美国有望延续“低增长、高失业”格局，欧洲经济陷入衰退的风险加大，日本经济将延续复苏态势，新兴市场经济增速可能继续放缓。从国际金融市场走势来看，美元可能震荡走强，全球股市上涨乏力，大宗商品价格高位波动，欧债风险或进一步攀升，美债避险作用依然较强。

一、全球经济走势分析

2011 年第三季度，全球经济复苏的不稳定和不确定因素进一步凸显，“保增长”难度加大。美国经济数据改善缓解了衰退忧虑，欧元区经济陷入衰退的风险有所加大，日本灾后重建带动经济反弹但下行风险犹存，新兴市场经济增长持续放缓。根据国际货币基金组织 2011 年 9 月的预测，2011 年全球经济增长率将达到 4.0%，其中发达经济体增长 1.6%，新兴和发展中经济体增长 6.4%。

¹详见 2011 年 7 月 25 日研究报告《欧美主权债务拖累全球经济增长 避险情绪加剧国际金融市场波动——2011 年上半年国际经济金融走势分析及下半年展望》。

从财政政策走向看，发达经济体将在刺激短期经济增长与推行中长期财政整顿之间寻求平衡，新兴经济体将推行稳健的财政政策；从货币政策来看，发达经济体从宽，新兴经济体从严；从汇率政策来看，为避免“强货币”对“弱经济”的不利影响，各国或加强对货币汇率的干预，新一轮“货币战”一触即发。

表 1 全球主要经济体经济增速及预测

单位：%

	2010	2011				
	全年	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度	全年
美国	3.0	0.4	1.3	2.5	1.0	1.7
欧元区	1.8	2.4	1.6	1.4	1.1	1.6
英国	1.4	1.6	0.6	0.4	1.1	0.9
日本	4.0	-3.7	-2.1	5.0	2.0	-0.5
印度	10.1	7.8	7.7	7.5	7.8	7.7
发达经济体	3.1	—	—	—	—	1.6
新兴市场	7.3	—	—	—	—	6.4
全球	5.1	—	—	—	—	4.0

注：表中阴影部分为预估或预测数据。

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。

美国三季度经济增速反弹，“二次衰退”忧虑缓解。美国 2011 年上半年经济增长 0.9%，创 2009 年 6 月结束衰退以来的最低增速。标准普尔 8 月初下调美国 AAA 主权评级使美国消费者信心受到重挫，同期各项经济数据出现全面下滑，一度加剧了市场对美国经济“二次衰退”的忧虑。但在消费支出和商业投资的有力推动下，美国第三季度 GDP 增长率达到 2.5%，为一年来最快增速，缓解了市场对美国经济前景的担忧。第三季度，占美国经济总量

约 70% 的消费支出同比增长 2.4%，明显高于第二季度 0.7% 的增幅。此外，商业投资为当季 GDP 增长贡献了 1.2 个百分点，企业对设备和软件的投资增长 17.4%，为一年来最高水平。我们认为，美国三季度经济数据的改善是在经历上半年低增长之后的技术性反弹，美国经济的内生增长动力还远未恢复，7-9 月失业率仍处于 9.1% 的高水平，房地产市场表现依然疲弱。因此，美国经济复苏前景仍不稳定，第四季度经济增速可能进一步回落至 1% 左右。预计美国 2011 年全年 GDP 增长率有望达到 1.7%。

从货币政策走向看，美联储于 9 月份宣布启动“卖短买长”延长持有国债期限，这种“扭转操作”的实质是变相的量化宽松，既可以压低长期利率以刺激经济增长，又可以免去扩大资产负债表的风险。尽管近期市场对美联储第三轮量化宽松政策（QE3）的呼声再起，但我们认为，在美国第三季度通胀水平明显攀升、经济数据呈现改善迹象的背景下，美联储短期内推出 QE3 的可能性不大。从财政政策看，8 月初获两院通过并由奥巴马签署为法律的《2011 年预算控制法案》，在提高债务上限、制定长期减赤计划方面取得进展，但奥巴马政府中短期财政政策仍将兼顾就业和增长。

欧元区经济面临衰退风险，未来降息可能性加大。2011 年前三季度，欧元区经济增速维持下行趋势，希腊等边缘国衰退程度加深，核心国增长引擎作用大幅减弱。一向被视作欧元区经济增

长“火车头”的德国在第二季度 GDP 环比仅增长 0.1%，第三季度预计难有改观，法国经济增长停滞迹象更为明显。一般而言，经济连续两个季度环比负增长就可以认定衰退。从当前趋势来看，2011 年后两个季度欧元区经济环比萎缩概率较大，而欧债危机的持续升级则进一步加大了欧元区陷入衰退的可能性。根据高盛最新研究报告，2011-2012 年欧元区陷入衰退的可能性约为 40%-50%。与此同时，通胀水平持续上涨，也使欧元区刺激经济复苏政策空间受限。2011 年 9 月，欧元区消费者物价调和指数(HCPI)同比增幅达 3%，创 2008 年末以来新高。2011 年第三季度，欧元区就业市场持续疲软，失业率维持在 10%高位水平。英国在失业率居高不下、通胀水平持续上行的同时，第三季度经济增速进一步放缓至 0.4%。

展望未来，欧洲经济疲软态势短期内难有改观，2011 年第四季度，欧元区主权债务问题成为复苏主要障碍，财政巩固仍将是各成员国的必要任务，在此背景下，宽松的货币政策将成为欧元区刺激经济的重要工具，预计欧洲央行可能在 2011 年末或 2012 年初采取降息措施。英国经济陷入停滞尚需进一步的刺激政策，未来量化宽松的力度或将进一步加大。预计 2011 年第四季度及 2011 全年，欧元区经济增速为 1.1%、1.6%，同期英国经济增速 1.1%、0.9%。

日本经济灾后反弹，下行风险犹存。经历连续三个季度的负

增长之后，第三季度日本经济在产业链逐渐恢复、灾后重建等有利因素推动下出现强劲反弹。近期工业产值、净出口、机械设备订单等指标均呈利好势头，8 月失业率降至 4.3%，表明就业形势亦逐步改善。但日本个人消费仍停滞不前，全国百货店营业额连续 3 个月同比下滑。尽管日本有望在未来延续复苏态势，但近期日圆大幅升值将对日本制造业出口形成冲击，此外电力供应不足和通货紧缩也会对经济复苏构成不利影响。预计日本第三季度 GDP 增长率为 5%，第四季度将回落到 2%。2011 年全年 GDP 增速将在 -0.5%。从政策方向看，日本央行 10 月 27 日宣布进一步扩大量化宽松的规模，日本政府还将坚持扩张性财政政策，以加大对经济的支持力度。

新兴市场经济增长持续放缓，货币政策出现分化。受紧缩政策影响，全球新兴市场 2011 年上半年经济增速明显放缓，印度、巴西和俄罗斯 GDP 同比增速分别由一季度的 7.8%、4.17%和 4.1% 下滑至二季度的 7.7%、3.14%和 3.4%。2011 年第三季度，新兴市场经济指标继续下滑，而通胀压力仍居高不下，巴西 9 月份 CPI 攀升至 7.31%的六年来峰值，而当月俄罗斯和印度 CPI 亦达到 7.2% 和 9%，经济增长出现滞胀的风险继续加大。预计 2011 年新兴市场经济增速将由 2010 年的 7.3%降至 6.4%，CPI 将由 2010 年的 6.1% 大幅提升至 7.5%。由于欧美债务危机引发的全球需求萎缩和金融市场动荡对全球贸易、新兴市场经济增长的影响正逐步显现，大

部分新兴市场经济体已暂停加息步伐，而自 2011 年 8 月以来土耳其、巴西和印尼分别降息 50 个、50 个和 25 个基点。预计随着欧债危机的逐步恶化以及经济增速放缓，更多的外向型以及通胀趋于缓解的新兴市场经济体将逐步加入降息大潮，而通胀仍旧较为严重的经济体将按兵不动，视经济增长相机抉择。此外，新兴市场将继续保持稳健的财政政策，以防止政府债务负担增加及债务风险的上扬。

二、决定全球经济未来走向的关键问题

总体来看，美国总体需求面临的不利因素、欧债危机及其伴生的银行危机、新兴市场经济体的通胀和政策紧缩是未来全球经济复苏的三大风险点。这些问题的共性是，它们都是全球金融危机的余波，因此可以说，目前全球经济仍处在“后危机复苏进程中”。上述三大问题的演化方向将在很大程度上决定第四季度乃至 2012 年的全球经济和市场走向。

（一）美国经济可能在较长时期延续“低增长、高失业”局面

首先，全面“去杠杆化”过程产生的叠加效应制约美经济实现内部平衡。2008 年金融危机的实质是债务杠杆过高引发的“资产负债表”危机。危机爆发后，欧美发达经济体通过政府的“再杠杆化”来支持金融机构的“去杠杆化”。这种政策并非真正修复了资产负债表，而只是将原来私人部门的债务危机转移到了政府。

要彻底走出金融危机的影响，就必须真正修复资产负债表，也就是政府部门通过降低债务水平实现“去杠杆化”，使经济增长动力实现从财政刺激到私人需求的转变，即实现“内部平衡”。但由于消费同样处于“去杠杆化”的过程中，私人需求并未接过接力棒，经济各部门全面“去杠杆化”带来的消费紧缩、信用紧缩和财政紧缩三方面的叠加效应将在较长时间内制约美国经济增长。

其次，美国高失业问题短期内难以解决。美国投资尽管在 GDP 中占比不高，约 15% 左右，但对创造就业岗位具有重要意义。目前美国制造业投资和房地产投资不振是影响就业的主要方面。从制造业投资来看，经济全球化的一个直接后果就是导致发达经济体的“产业空心化”，即将传统制造业向发展中经济体转移，发达经济体自身则向信息产业等高端产业升级，这一国际产业链的重新分工导致美国在传统制造业领域的就业人数下降。奥巴马政府近来加快推动“重振制造业”，意在提振就业、拉动经济增长，但产业结构的调整必将是一个长期过程，短期内效果有限。另外，房地产投资尚未恢复也是影响就业的重要方面。自 2006 年美国房地产泡沫破灭以来，美国建筑业开支和就业率不断收缩，美国建筑业开支仍徘徊于近十年来的最低水平，就业岗位较 2006 年最高时减少了 220 万个，据预测美国建筑活动恢复到正常水平还需要 4-5 年时间。

第三，美国的外部失衡问题非短时间内能扭转。在危机后全

球需求总体低迷的情况下，美国作为一个具有巨额经常账户逆差的经济体，需要通过国外需求的增加来弥补低迷的国内需求造成的损失。这便意味着，具有经常账户顺差的新兴市场经济体，需相应地实现从国外需求向国内需求的转换。虽然全球贸易失衡状况在危机期间有所减轻，但其原因主要在于发达经济体的产出相对于新兴市场经济体的大幅减少，而不是基于各经济体主动结构性调整实现的全球再平衡。据 IMF 预计，该失衡状况在今后一段时间内只会加重，不会减轻。这就意味着美国依靠外需刺激经济的目标难以实现。

总之，美国经济的内外部再平衡和结构性调整将是一个相当长的过程，如果美国不能通过技术创新发现新的增长点，则其经济增速可能在较长时期都低于危机前水平。

（二）欧债危机将向纵深蔓延，或触发银行业危机

10 月欧盟峰会达成一揽子方案，但仍不足以扭转危机走势。会前关于扩大欧洲金融稳定基金（EFSF）议案的讨论，经历了一些波折（如捷克斯洛伐克）之后最终在欧元区成员国相继通过。10 月 27 日达成的框架性协议包括了希腊债务、EFSF 扩容以及银行业资本重组三大议题，并就希腊债务减记 50%以及银行一级资本充足率 9%的门槛达成一致，但第二轮救援希腊及其他事项的具体方案与细则仍有待进一步的讨论。这一结果与此前较为乐观的市场预期相差较远，峰会之前受预期推动呈现上行走势的欧元汇

率与全球股票指数可能将出现逆转。这在一定程度上也显示，欧洲内部各利益集团博弈仍未达成均衡结果，欧债危机未来可能将多次反复。

希腊重组概率仍然较大，欧债危机将持续蔓延。虽然减记希腊债务的措施有利于减轻其沉重的债务负担，但希腊实体经济疲软、财政状况恶化的格局仍未改变，2012 年希腊将有本息合计 430.2 亿欧元的债券到期，主权债务违约的压力将不断加大，预计重组最终可能难以避免，如何将其负面影响降到最低将是欧元区需要重点考虑的问题。近期欧元区主要国家及金融机构评级连续遭到三大国际评级机构的下调，除深陷主权债务危机的 PIIGS 五国外，比利时再次成为市场关注的焦点，欧元区第二大经济体法国的 3A 信用评级遭受质疑，危机从边缘国向核心国蔓延趋势日渐明显。如若未来法国主权信用评级被下调，欧债危机将进一步滑向深渊。

欧元区解体概率极小，但结构性问题将长期存在。欧债危机演化至今，各利益集团在救助希腊等危机成员国的行动上反复、持续的博弈所起的负面影响不可忽视，但这一系列的博弈也为我们提供了判断危机走势的“支撑线”。从目前来看，希腊退出乃至欧元区解体既不符合边缘国的利益，也非核心国期望的结果，对此市场已基本达成共识。欧元区危机国家的问题并非周转不灵的流动性问题，而是入不敷出的结构性问题，欧元区内部“拥有统一

货币政策而缺失统一财政政策”的弊端如未能消除，欧债危机就难以从根源上得以解决。但欧洲就主权债务危机的讨论至今仍未涉及结构性的根源问题，未来走势堪忧。此前，欧盟委员会主席巴罗佐提出的《通往稳定和增长的路线图》，从某种程度上看也是形式意义大于实质影响。欧洲一体化进程尚需更多制度方面的努力，才有可能摆脱危机影响，走上“稳定和增长”之路。

近期尤其值得注意的是，主权债务危机持续恶化或将触发银行业危机。根据国际清算银行（BIS）最新统计数据，主要发达经济体银行在希腊、爱尔兰、葡萄牙、西班牙和意大利国债上的风险敞口分别达到 1010 亿欧元、4000 亿欧元、1450 亿欧元、4928 亿欧元和 6214 亿欧元，其中法国的银行风险敞口以 5000 亿欧元高居榜首，德国相对较少，约为 3000 亿欧元。随着欧债危机的进一步演化，银行体系流动性将面临严重威胁。近期法国、葡萄牙、英国等国家的众多银行信用评级被三大国际评级机构下调，显示市场对欧洲银行业的忧虑上行。10 月 4 日，比利时首相伊夫·莱特姆宣布拆分比利时和法国合资的德克夏银行集团并将收购其比利时分支机构，德克夏成为在欧债危机中倒下的第一家银行。数据显示，德克夏短期流动性需求达 960 亿欧元，但其已无法从市场上实现融资，最终只能接受被拆分和国有化的命运。德克夏可能只是欧洲银行业“多米诺骨牌”倒下的第一家银行，如若未来银行业流动性缺乏的困境进一步深化，一场新的危机或将爆发。

（三）新兴市场货币政策在保增长与控通胀间艰难抉择

面对 2011 年全球经济弱势复苏和欧债危机不断恶化的风险，新兴市场经济体的经济出现较为相同的特征：经济增速连续三个季度持续放缓，整体通胀水平居高不下，滞涨风险不断加大。但由于各经济体所面临的不同经济风险及政策目标，不同经济体之间货币政策方向却出现了明显分化。我们从货币政策方向角度对 G20 中的主要新兴市场经济体进行分类，第一类是继续加息的印度，第二类是以巴西为代表的降息经济体，第三类是以中国和俄罗斯为代表的按兵不动的经济体，并对其货币政策选择及其影响进行剖析。

作为 2011 年 8 月以来惟一个加息的经济体，印度国内通胀高涨且继续呈现上扬趋势，治理通胀是其首要政策目标。2011 年以来，印度通胀居高不下，CPI 从 1 月份的 8.23% 一路上扬至 9 月的 9.72%，然而前两季度 GDP 同比增速分别放缓至 7.8% 和 7.7%。作为内需拉动型的经济体，私人消费是其经济增长主引擎，通胀高低直接影响到其经济增长动力。在此背景下，印度央行于 10 月 25 日将基准利率上调 25 个基点至 8.5%，这是印度央行 2010 年初以来第 13 次加息，显示出印度央行治理通胀的决心。预计随着印度通胀预期的下降，印度央行未来将保持基准利率不变，并视经济增长状况进行相机抉择。印度央行的货币政策将会对抑制通胀具有明显效果，不仅有助于刺激私人消费增长，对经济增长产生

较强的支撑作用，而且为今后刺激经济增长留下更多的货币政策空间，有助于熨平经济波动，促进经济的平稳增长。

与印度截然相反，以巴西为代表的第二类经济体积极应对经济放缓风险，在其他经济体在观望之时，果断降息。在通胀率从 6 月的 6.71% 继续上扬至 9 月的 7.31% 且零售销售同比增速持续下滑的背景，巴西央行在 8 月 29 日和 10 月 19 日连续两次降息 100 个基点。与巴西类似的 G20 国家还有土耳其和印尼，两国分别于 8 月和 10 月分别降息 25 个基点，但两国第二季度经济增速远超市场预期，且通胀率仍处高位。我们认为，巴西、土耳其和印尼表面上看似将政策重心由控通胀转为保增长，但是其过度信赖降息对投资和信贷宽松的积极刺激作用，而在一定程度上忽视了通胀持续上升及其对私人消费的巨大负面抑制效应，这将对内需主导型的经济产生较大影响。预计巴西等经济体的降息措施可能致使通胀率继续上升的同时，并不会促进经济增长出现明显好转，反而进一步加剧经济滞胀的局面，政策风险将成为未来此类经济体经济增长的又一风险。

以中国和俄罗斯为代表的第三类经济体则较为谨慎地采取了按兵不动的货币政策，在保持对通胀打压力度的同时，通过其他政策微调来促进经济增长。以俄罗斯为例，为抑制货币流动性过剩对通胀造成过大压力，2011 年 2 月和 4 月俄罗斯央行两次分别加息 25 个基点，将基准利率推高至 8.25%。2011 年 6 月至 9 月，

俄罗斯通胀率从 9.4% 大幅下滑至 7.2%，虽然面对欧债危机不断恶化和国内经济增长连续两个季度放缓的趋势，但俄罗斯一直保持基准利率不变，以免致使通胀出现反弹。同时，俄罗斯央行上调存款利率 25 个基点至 3.75%，增强居民存款意愿有助于进一步抑制通胀走高。与俄罗斯相似，虽然前三季度中国经济有所放缓，但在 2011 年 7 月加息之后并没有放松货币政策，而是更加注重政策的针对性、灵活性和前瞻性，对资金链较为紧张的中小企业等方面进行信贷支持。与俄罗斯和中国相似的有 G20 中的墨西哥、韩国、南非，预计待全球经济不确定性降低之后，可视经济增长、通胀走势和货币政策目标三者之间进行权衡，稳健地采取合适的货币政策方向。按兵不动的经济体在货币政策方面具有较强的主动性，不仅保持了政策的延续性，降低了未来通胀预期，而且又能通过政策微调加大对部分资金短缺行业和支持，有助于经济的平稳增长。

三、国际金融市场走势分析

第三季度以来，欧债危机仍是主导全球金融市场波动的最重要因素。美元指数在大幅走强后近期有所回落；全球股市总体表现疲弱，但欧美股市自进入 10 月以来有所反弹；国际油价有望延续宽幅波动态势；国际金价将震荡调整，再现趋势性上涨的可能性不大；债务危机向纵深蔓延加大欧债市场的下行压力，美国国债的避险作用依然存在。

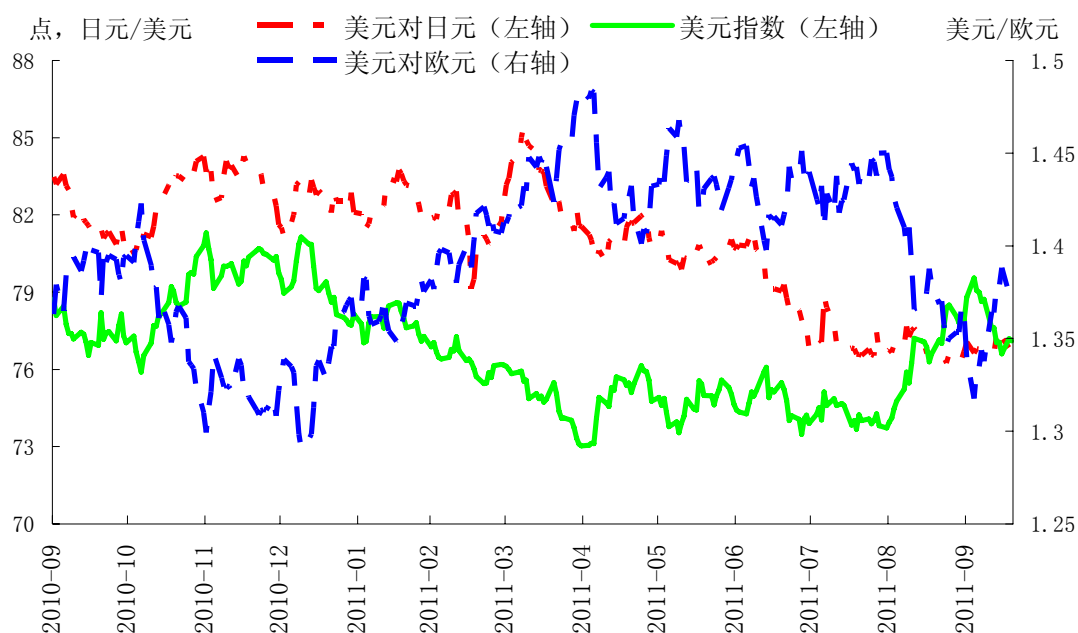
（一）年底美元震荡走强的可能性较大

2011 年第三季度，美元汇率呈现先小幅贬值，后大幅升值的走势。7 月，欧债危机演化及欧洲央行加息等因素推动美元指数在 73~76 点区间内窄幅震荡。进入 8、9 月份，全球外汇市场呈现“美元日元大幅升值，欧元及新兴市场货币加速贬值”的明显分化态势。一是欧元加速贬值。希腊问题解决方案久拖未决、法国两大银行遭遇穆迪降级、标准普尔下调意大利主权债务评级等负面消息“一波未平，一波又起”，在欧债危机愈演愈烈的情况下，投资者纷纷做空欧元。截至 9 月 30 日，欧元对美元汇率收于 1.3387 美元/欧元，欧元较 6 月末贬值 7.85%，欧元汇率已跌至近 8 个月以来的低位。二是新兴市场货币步入加速贬值通道。在欧债危机持续发酵、全球经济下行风险加大的大背景下，一度节节走高的新兴市场货币也难以独善其身，自 9 月以来开始呈加速下跌势头。虽然韩国、印尼、菲律宾等一些亚洲国家央行纷纷出手干预汇市以期稳定本币币值，但仍未能抑制相关货币对美元的大幅下跌态势。截至 9 月 30 日，美元对韩元、印尼盾、巴西雷亚尔、南非兰特、俄罗斯卢布分别较 8 月末上涨了 10.4%、4.9%、18.2%、15.8%、11.6%；美元对澳元、新元分别较 8 月末升值 9.76% 和 8.54%。三是美元和日元双双走强。尽管美国近期经济数据仍然疲弱、标普下调美国主权债务评级事件仍余波未平，但在市场形势和经济前景有所恶化的背景下，美元作为最具市场深度且兼有避险功能的

货币仍然受到投资者青睐，而国际金融市场风险上升背景下，日元套利交易的解除进一步加快了日元升值步伐。截至 9 月 30 日，美元指数收于 78.796 点，较 6 月末上涨 5.9%；美元对日元汇率收于 77.06 日元/美元，日元较 6 月末升值 4.49%。

进入 10 月份以来，市场寄希望于欧盟出台欧债危机全面解决方案，避险情绪缓解推动美元指数回落至 10 月 25 日的 76.122，较 9 月 30 日下跌 3.4%。展望后市，欧元区救助计划实施效果和美国是否出台第三轮量化宽松政策（QE3）是决定外汇市场走势的最重要因素。10 月 26 日欧盟峰会关于债务危机的最终解决方案可能在短期内缓解欧债危机、助推欧元走强，但一旦未来救助措施效果不佳，欧债危机可能在更大范围蔓延将进一步拖累欧元，同时继续推动美元保持强势，再加上美联储年内推出 QE3 的可能性较小，因此总体来看，美元在年底前保持强势震荡的可能性较大。此外，在欧债危机持续恶化以及全球经济不确定性大增的背景下，汇率波动将可能进一步加剧，而各国将可能会为自身利益在外汇市场展开新一轮的博弈和干预。

图 1 美元汇率走势（2010.09-2011.10）



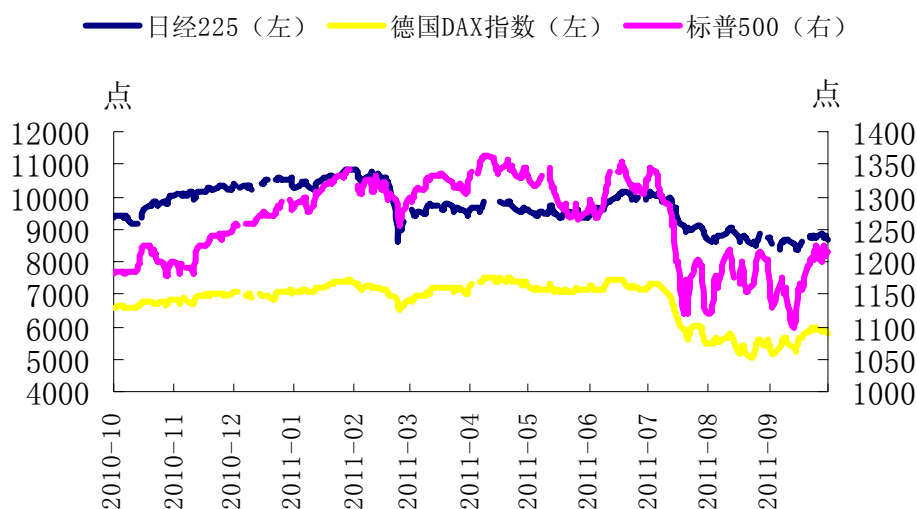
(二) 欧美股市暴跌后有所反弹

2011 年第三季度，全球股市集体大跌。股市惨淡的主要原因首先是美国经济增长数据欠佳，失业率居高不下。其次是欧洲债务危机向纵深蔓延，欧洲重债国家的主权债务评级与部分大型银行的信用等级频频被国际评级机构下调，加重了市场的担忧情绪。美国三大股指之一的标普 500 指数季度跌幅达 14.33%，不仅是 2008 年第四季度以来的最大季度跌幅，也是 2002 年以来的第三大季度跌幅；美国道琼斯工业指数和纳斯达克指数同期分别下跌 12.09% 和 12.91%；德国 DAX30 指数、法国 CAC40 指数与伦敦金融时报指数分别下跌 25.41%、25.12% 和 13.74%；日经 225 指数下跌 11.37%；MSCI 新兴市场指数跌幅达 22.05%。截至 9 月末，全球股市市值较 6 月末缩水 9.75 万亿美元至 44.40 万亿美元。

进入 10 月份以来，受美国经济数据好转及企业盈利超预期、欧洲债务危机或出现解决方案等利好消息推动，美欧股市上升势头明显，收复了部分第三季度的失地。截至 2011 年 10 月 25 日，美国道琼斯工业指数、标普 500 指数和纳斯达克指数分别较 9 月末上涨 7.27%、8.63%和 9.23%；德国 DAX30 指数、法国 CAC40 指数与伦敦金融时报指数同期分别上涨 9.90%、6.45%和 7.74%。

展望未来，全球股市走势主要取决于美国经济增长阴晴与欧债危机如何演化。首先，近期美国的生产、消费与贸易情况均出现改善迹象，美国经济数据回暖将有助于对美股乃至全球股市形成提振作用，但经济复苏的不确定性又会加大未来股市的波动。其次，欧洲主权债务危机仍是打压全球股市的重要因素。欧债危机需要长期循序渐进的解决过程，且随时可能出现反复甚至恶化。未来一个阶段欧元区国家债务到期压力倍增，同时以德法为火车头的欧洲经济放缓迹象明显，财政紧缩政策亦将拖累经济的复苏步伐，欧元区经济很可能会陷入衰退，因此欧洲股市近期反弹并不具备持续性，或将继续拖累全球股市下滑。总之，近期全球股市有望在美国逐渐向好的经济数据、欧债危机显露解决曙光的支撑下有所反弹，但在全球经济不确定性增加、欧债危机前景不明朗等因素作用下，全球股市或将重回震荡下行通道。

图 2 全球主要股指走势图（2010.10-2011.10）



(三) 国际大宗商品仍将高位波动

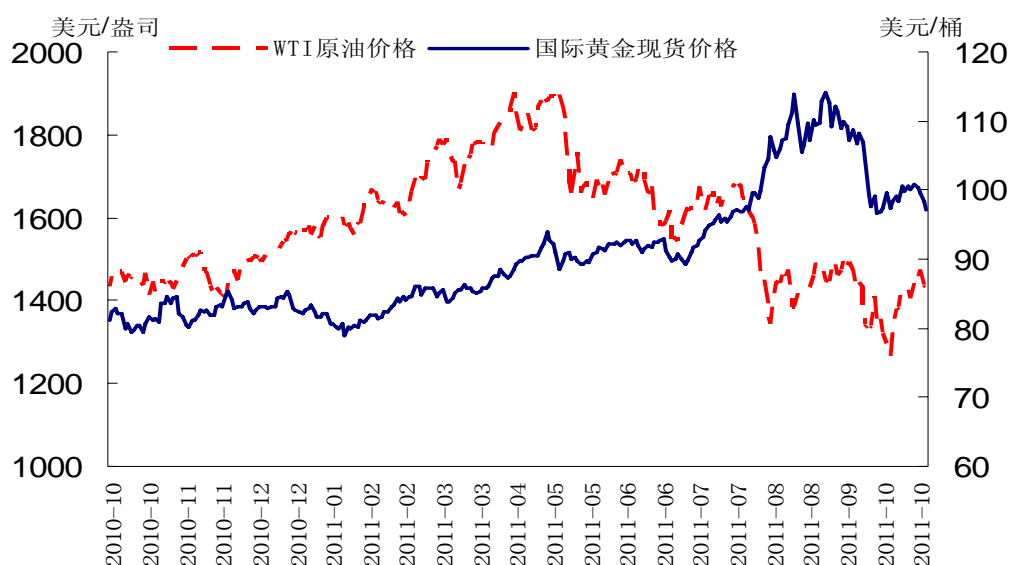
国际油价持续反弹可能受阻。2011 年第三季度，受全球主要经济体经济数据普遍疲软、主权债务危机导致金融市场恐慌等因素影响，国际油价延续了自 4 月末以来的震荡下跌走势。截至 9 月末，WTI 轻质原油期货价格收于 79.33 美元/桶，较 6 月末下跌了 18.66%；进入 10 月份以来，国际油价在一度跌破 76 美元后迎来一波反弹，截至 10 月 25 日，WTI 油价收于 93.17 美元/桶，较 9 月末上涨了 17.4%。展望第四季度，一方面，国际油价的持续上行将受阻：一是受全球经济复苏放缓的影响，国际能源署（IEA）、美国能源情报署（EIA）和石油输出国组织（OPEC）三大能源机构近期纷纷下调世界对原油需求的预期，需求放缓将抑制油价上涨。二是利比亚战事结束及石油逐步恢复生产，将消除地缘政治带来的溢价，从而有助于油价回归至相对理性的水平。但另一方面，

国际油价继续深幅下跌的可能性也不大：首先，石油生产国很有可能通过限产来操控供需平衡、提振油价；其次，在全球通胀压力总体加大的背景下，石油等大宗商品仍是投资者保值抗通胀的最优选择之一。综合分析，我们认为，短期内国际油价可能出现一定幅度的回落，但这种下跌趋势不会持续。从中长期看，油价仍将在 80~110 美元的区间高位波动。

国际金价将震荡调整。2011 年上半年，国际金价从每盎司 1300 多美元稳步上扬至 1500 美元左右。进入 7、8 月份，受美国债务问题升级、欧债危机不断恶化的影响，国际金价在避险情绪推动下出现爆发性上涨，继 7 月份突破每盎司 1600 美元关口之后，又在 8 月份连续突破 1700、1800 美元两个大关。在获利回吐盘的打压下，金价在 8 月下旬经历了一波“过山车”式的大跌，之后迅速强力反弹，并于 9 月 5 日创下了 1921 美元的盘中纪录，但随后又开始另一波剧烈调整走势。截至 2011 年 9 月末，美元黄金现货价格收于 1623.79 美元/盎司，较 6 月末下跌了 10.55%。进入 10 月份以来，国际金价呈震荡走势，截至 10 月 25 日，国际黄金现货价格收于 1705.27 美元/盎司，较 9 月末上涨 5.02%。从未来走势看，尽管全球复苏前景不明、通胀压力上升及欧债危机持续演化使投资者对黄金的避险保值需求仍然较强，但由于国际金价前期涨势过猛积累了泡沫，其避险属性已经有所削弱，投资者获利回吐将给金价带来下行压力。此外，黄金价格与美元走势一般

呈反向变化，美元可能延续强势也对金价形成压制。总体而言，国际金价有望继续震荡调整，尽管不排除出现阶段性反弹的可能，但再现趋势性大幅上涨的概率不大。

图 3 国际原油黄金价格走势（2010.10-2011.10）



（四）欧债市场继续承压，美债避险作用依然较强

自年初以来，希腊主权债务危机持续恶化，欧债问题从欧元区边缘国向核心国蔓延趋势日渐明显，欧洲国债市场承受的压力不断加大。2011 年第三季度，援助希腊资金迟迟未能到位，市场预期希腊违约几率大幅攀升，意大利主权评级被下调进一步强化了欧债市场的下行趋势。市场对法国在欧债危机中的走势忧虑上升，法德国债收益率差呈扩大趋势。8 月初的标普降级事件不但未对美国国债走势形成负面影响，反而强化了美国国债的避险资

产作用，美债收益率保持在低水平且稳中有降。

欧债危机持续恶化导致欧洲国债市场走势低迷，部分核心国国债收益率走高。根据希腊政府最新估计，2011 年希腊可能难以实现将赤字占 GDP 比重降至 7.6% 的目标。财政整顿的低效令希腊迟迟难以获得第一轮救助计划中的第六笔 80 亿欧元资金，第二轮救助的细节也未能最终确定，希腊主权违约风险持续攀升。截至 2011 年 10 月 20 日，希腊 2 年期国债收益率较 6 月末上升 4526.2 个基点至 72.7%。欧元区第三大经济体意大利评级下调，使欧债危机在区域内蔓延趋势日渐明显。截至 10 月 20 日，意大利 2 年期国债与德国国债收益率差升至 403.1 个基点，较 6 月末上升了 254.6 个基点。近期法国因经济增长停滞、财政实力削弱以及持有巨额的 PIIGS 五国国债等问题而受到国际评级机构质疑，截至 2011 年 10 月 20 日，法国 2 年期国债收益率较 9 月 9 日上升 52.1 个基点至 1.35%，与德国国债收益率差同期上升 32.2 个基点。

美国国债仍为当前全球主要避险资产，收益率持续下降。8 月初，美参众两院通过《2011 年预算控制法案》，并经奥巴马总统签署生效。至此，美国两党围绕提高债务上限与削减赤字进行的长达数月的政治角力终于告一段落。虽然标普下调美国长期主权信用评级使投资者恐慌情绪升温，但是美元在国际货币体系中的主导地位以及美国国债在全球金融市场中的避险地位尚未受到较大冲击，美国国债市场仍然继续受到投资者的重点关注。截至

2011 年 10 月 20 日，美国 2 年期国债收益率较 6 月末下跌 19.5 个基点至 0.26%。从短期来看，全球经济与贸易失衡格局难以改变，美国国债仍将是吸收发展中国家巨额贸易顺差的重要工具，且其地位可能还会因为欧债危机的持续恶化而上升，因此美国国债收益率未来将继续维持在较低水平。但从中长期来看，如果经济和财政状况得不到实质性好转，美国政府融资成本上升概率的确较大，国债市场也将受到明显冲击。

图 4 主要欧美经济体 2 年期国债收益率变化（2010.09-2011.10）

