

研究报告



城市金融研究所



国际市场与问题研究处

国际市场与问题研究处主要从事工商银行国际经营环境的分析与研判，主要研究领域包括：世界经济、国际金融、国际贸易、跨国投资、全球金融监管政策法规、工商银行国际化经营策略以及海外目标市场的国别风险问题等。研究成果包括：一是定期的国际经济金融走势分析报告（包括季度、半年度与年度分析报告）；二是追踪国际重大热点、焦点问题并及时发布分析报告；三是就国际经济金融领域的长期性、全局性、趋势性问题进行持续跟踪和深度研究，形成年度重点课题成果；四是全球区域风险研究系列成果，包括“全球重点区域风险研究”、“国家风险综合评估”、“重大突发风险信息提示”等。研究成果在对工商银行国际化经营管理发挥决策支持作用的同时，还报送给各省委、省政府及上千家大企业客户，为提高本行的金融服务附加值发挥了积极作用。此外，该处还代表工商银行就重大国际问题为监管部门提供策略建议，积极开展与国际同业及研究机构的学术交流与合作，在权威媒体上发表对国际经济金融相关问题的观点，有效发挥对外学术窗口职能。

国内市场与法规研究处

国内市场与法规研究处主要从事工商银行国内经营环境的分析与研判，主要研究领域包括：国内经济发展趋势、国内金融市场走势、宏观经济政策分析展望、经济与金融法规问题、国内资本市场与货币市场问题、对工商银行有重大影响的问题以及国内经济金融领域的热点、焦点问题等，承担总行级、所级重点课题研究，为行领导提供国内领域问题的研究支持。除定期发布国内经济金融走势分析报告之外，还以不定期形式发布国内重大热点焦点问题研究报告。在行内承担所内研究成果的发布工作，在行外定期向省委、省政府报送所内研究报告，定期为工商银行近千家重点大客户提供研究产品，提高工商银行服务附加值。代表工商银行参加国际、国内学术交流与合作，接待来访的海外代理行客户，介绍中国宏观经济金融态势，在权威媒体上发表对国内经济金融相关问题的观点，发挥学术窗口职能。

同业竞争与问题研究处

同业竞争与问题研究处主要负责国内外银行业市场研究、国内银行同业动态与问题研究、工商银行竞争对手研究、工商银行竞争战略与策略研究、工商银行同业目标市场研究、工商银行金融业合作研究、经营发展过程中重点问题的调查研究以及同业之间的学术交流与合作等。围绕上述职能该处形成以下主要研究产品线：一是国内银行同业经营分析（包括季度、半年度与年度分析）；二是国际银行同业经营分析，包括发达经济体银行和新兴市场经济体银行半年度与年度分析；三是银行业发展与创新研究，反映银行业的市场动态、热点与焦点问题；四是针对竞争对手的重大战略举措等撰写深度分析报告；五是工商银行目标市场研究。此外，还参与各项行级、所级重点课题研究，为工商银行重大改革提供决策支持，并根据人民银行、银监会、银行业协会等部门的要求，参与事关银行业发展的重大课题研究。牵头举办本行“创新沙龙”活动，该活动已成为具有一定影响力的创新和营销平台。

规划与战略研究处

规划与战略研究处主要负责组织编制和推动实施集团的中长期发展战略规划，对集团中长期发展战略规划的落实与执行情况进行检查、评估和报告；负责研究、论证、规划和评估集团经营管理体系建设，推进集团经营管理体系、机制、流程的改革与创新研究；对与集团战略规划与经营管理相关的其他重大问题进行调查研究和组织协调；开展集团中长期经营背景研究，与行内外同业就规划与战略相关议题进行交流与合作。几年来，参与中国工商银行 2006~2008 年、2009~2011 年和 2012~2014 年发展战略规划的编制、任务分解、执行情况跟踪检查和汇报工作；开展工商银行重大战略课题研究，已经完成的工商银行省区分行营业部体制改革研究、县支行竞争力提升研究、盈利梯队构建研究、集团管理体系建设研究等课题成果对工商银行业务发展和经营体制机制改革起到了切实的推动作用；参与国家金融体制改革重大课题研究，参与完成的综合化经营问题研究、国际银行业比较研究等课题成果引起了国务院领导及相关部委的高度重视。

博士后工作管理处

博士后工作站管理处是工商银行博士后科研工作站管理办公室的办事机构，负责工作站的日常管理、学术管理和科研项目的组织落实。工商银行博士后科研工作站是经国家人事部批准于 2002 年 10 月成立的科研机构，致力于商业银行应用理论研究以及培养、吸引和使用高层次优秀人才。建站以来，博士后工作站为工商银行多个重点项目建设提供了有力的理论和人才支持。博士后工作管理处的主要职责：负责博士后科研项目从立项到评审等环节的组织工作；负责博士后人员从进站到出站整个流程的管理；负责协助建设“站所联合”的学术管理机制，定期组织“博士后论坛”并与其他博士后站开展学术交流互访；负责工作站的制度建设，促进工作站的制度化、规范化管理。



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 王婕
suhong.ma@icbc.com.cn

相关研究：

2012/3/29 《全球经济景气循环的
近景与增长格局的远景——2012
年3月国际宏观经济研究专题月报》

2012/1/17 《全球复苏“东高西低”
金融市场美强欧弱——2011年国际
经济金融走势分析及2012年展望》

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。

全球经济复苏维持“弱增长”

欧债忧虑重燃引发“强震荡”

——2012年第一季度国际经济金融走势分析及未来展望

要 点

- 2012年初以来，全球经济金融走势呈现如下特点：一是全球经济呈总体企稳迹象，但各主要经济体的经济周期运行“不同步”，美国和日本经济上行，欧元区温和衰退，新兴市场继续减速；二是希腊成功实现债务互换使欧债危机形势一度缓和，但西班牙、葡萄牙和意大利国债问题使欧债忧虑重燃；三是全球新一轮货币宽松浪潮来袭，美欧日纷纷实行超宽松货币政策，新兴经济体也不断加快货币放松步伐；四是受欧债危机不断反复和地缘政治事件演化的影响，全球资金在避险资产和风险资产之间无序流动，国际金融市场运行凸显“震荡”特征。
- 展望未来：从经济基本面来看，全球经济有望总体延续“弱增长”格局，美日经济将保持低速增长，欧洲和新兴市场经济有望在下半年探底回升；从欧债危机演化形势看，救助难以从根本上解决欧洲重债国家经济增长乏力、财政压力积重难返等深层次问题，在结构性改革取得实效之前，欧债危机的不断反复将是必然；从政策走向来看，以欧洲为代表的发达经济体将坚定财政紧缩步伐，而全球货币宽松基调有望延续并成为刺激短期经济复苏的主要手段；从国际金融市场走向看，美元可能震荡升值，股市有望继续上扬，国际大宗商品价格将保持高位波动，欧债市场仍难以走出泥潭。

Analysis and Outlook for Global Economy and Financial Markets in 2012 1st Quarter: Global Economic Recovery Remains Weak and the Worry about European Sovereign Debt Crisis Restriking Makes Markets Fluctuate

Executive Summary

Since early 2012, global economy and financial markets have the following characteristics: Firstly, the global economy is stabilizing on the whole, but the economic cycle of major economies are out of sync. The United States and Japan economy is expanding gradually, but the Euro Area is still in a mild recession and the emerging markets continue to slow down. Secondly, the successful implementation of the Greek debt swap has made the situation of European debt crisis ease, but the situations in bond markets in Spain, Portugal and Italy are so serious that worries about the European debt is on the rise again. Thirdly, a new round of global monetary easing has been implemented all round the world, Europe, the United States and Japan have carried out a series of ultra-loose money policies, and emerging economies will continue to speed up the pace of monetary easing. Fourthly, the repeatedly deterioration of the European debt crisis and geopolitical risks make the global capital disorderly flow between the hedge assets and risk assets. The international financial markets highlights "vibration".

Concerning economic fundamentals, the global economy is expected to continue weak growth, the United States and Japan's economy will maintain slow growth, Europe and the emerging markets' economy will rise from the bottom in the second half of this year. In terms of the European debt crisis, aid is difficult to fundamentally solve many rooted problems, such as Europe heavily indebted countries' weak economic growth and the increasing financial pressure, etc. Before the structural reform make an impact, the European debt crisis' repeatedly deterioration will be inevitable. With regard to the policy direction, Europe as the representative of the developed economies will insisted on the fiscal austerity, and the easing tone of global monetary is expected to continue and become the main means to stimulate short-term economic recovery. With respect to international financial markets, the US dollar may appreciate and the stock market will probably continue to rise, and the international commodity prices will fluctuate on the high level. Judging from the current situation, Eurobond market will be still difficult to get out of the mess.

Key words: global economy, weak growth, European debt crisis, financial market, volatility



目 录

| | |
|------------------------------------|----|
| 一、全球经济走势回顾与展望..... | 2 |
| （一）美国经济上行趋势明显，未来复苏不确定性犹存..... | 2 |
| （二）欧洲经济陷入温和衰退，债务危机恶化趋势减缓..... | 4 |
| （三）日本经济将在灾后重建带动下反弹，但多重风险犹存..... | 5 |
| （四）新兴市场经济增速可能在年中出现触底反弹..... | 6 |
| 二、国际金融市场走势回顾与展望..... | 8 |
| （一）汇市：美元先抑后扬，未来可能继续震荡升值..... | 8 |
| （二）股市：全球股市普涨，欧债风险制约未来上升空间..... | 9 |
| （三）大宗商品：金价油价先升后降，未来有望延续高位震荡格局..... | 11 |
| （四）国债市场：美债市场暂时走弱，欧债利差仍然较大..... | 13 |
| 三、全球经济金融走势对中国的影响..... | 16 |

图表目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 图 1 美元汇率走势图 | 9 |
| 图 2 全球主要股指走势 | 11 |
| 图 3 国际原油黄金价格走势 | 13 |
| 图 4 欧元区主要成员国与德国 10 年期国债利差走势图 | 14 |
| 图 5 国际原油黄金价格走势 | 15 |
| 表 1 全球主要经济体经济增速及预测 | 1 |



2012 年初以来,全球经济金融走势呈现如下特点:一是全球经济呈总体企稳迹象,但各主要经济体的经济周期运行“不同步”,美国和日本经济上行,欧元区温和衰退,新兴市场继续减速;二是希腊成功实现债务互换使欧债危机形势一度缓和,但西班牙、葡萄牙和意大利国债问题使欧债忧虑重燃,谁将成为“下一个希腊”成为市场关注焦点;三是全球新一轮货币宽松浪潮来袭,美欧日纷纷实行超宽松货币政策,新兴经济体也不断加快货币放松步伐;四是受欧债危机不断反复和地缘政治事件演化的影响,全球资金在避险资产和风险资产之间无序流动,国际金融市场运行凸显“震荡”特征。

| | 2011 | | | 2012 | | |
|-------|------|------|------|------|------|------|
| | 第三季度 | 第四季度 | 全年 | 第一季度 | 第二季度 | 全年 |
| 美国 | 1.8 | 3.0 | 1.7 | 2.2 | 2.3 | 2.1 |
| 欧元区 | 1.3 | 0.7 | 1.4 | -0.2 | -0.6 | -0.3 |
| 英国 | 0.3 | 0.5 | 0.7 | 0.0 | 0.5 | 0.8 |
| 日本 | 7.1 | -0.7 | -0.7 | 1.6 | 2.2 | 2.0 |
| 印度 | 6.9 | 6.1 | 7.2 | 6.5 | 6.8 | 6.9 |
| 发达经济体 | — | — | 1.6 | — | — | 1.4 |
| 新兴市场 | — | — | 6.2 | — | — | 5.7 |
| 全球 | — | — | 3.9 | — | — | 3.5 |

表 1 全球主要经济体经济增速及预测

注:表中阴影部分为预测数据。单位:%

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。

展望下一阶段:从经济基本面来看,全球经济有望总体延续“弱增长”格局,美日经济将保持低速增长,欧洲和新兴市场经济有望在下半年探底回升;从欧债危机演化形势看,救助难以从根本上解决欧洲重债国家经济增长乏力、财政压力积重难返等深

层次问题，在结构性改革取得实效之前，欧债危机的不断反复将是必然；从政策走向来看，以欧洲为代表的发达经济体将坚定财政紧缩步伐，而全球货币宽松基调有望延续并成为刺激短期经济复苏的主要手段；从国际金融市场走向看，美元可能震荡升值，股市有望继续上扬，国际大宗商品价格将保持高位波动，欧债市场仍难以走出泥潭。

一、全球经济走势回顾与展望

（一）美国经济上行趋势明显，未来复苏不确定性犹存

2012 年一季度美国经济实际增长率预估值为 2.2%，连续三个季度实现超过 2% 的增长，同时多方面经济数据也佐证美国经济复苏的动能在不断强化。首先，就业形势改善明显，3 月份失业率降至 8.1%，是近三年来最低水平，新增非农就业人数也连续 6 个月超过 10 万人。其次，美国个人消费不断回暖，零售和食品服务销售额已连续 11 个月上涨，密歇根大学消费者信心指数连续 8 个月上升，从 2011 年 8 月的 55.7 点攀升至 2012 年 3 月的 76.2 点，上述领先指标的持续上升预示拉动美国经济增长的消费正处于良性复苏之中。第三，工业生产呈现持续向好势头，产能利用率已恢复至危机前的水平，3 月份达到 78.34%。

展望二季度，美国由于经济弹性较好，消费文化根深蒂固，将有望延续温和复苏态势，但多重内外不确定性因素亦将增加复苏难度。首先，就业虽然已经显露好转迹象，但依然是美国经济复苏的第一大软肋。尽管美国非农就业人数已经连续四个月实现增长，但与历史水平相比，长期失业人数仍然较多，持续的“无就业复苏”已成为美国当局面临的最大困扰之一。加之 3 月份新增非农就业人数仅为 12 万人，远低于市场预期的 20.5 万人，进一步加深了市场对就业复苏的怀疑，市场认为目前官方失业率持



续下降的原因并非是更多人找到了工作，而是更多有能力参与工作的人已经大规模离开求职大军。

其次，美国房地产市场虽然已经基本止住深度下滑的势头，但触底时间可能延迟至 2013 年。尽管近期新开工数据表现不错，但建筑业的就业岗位 2、3 月份分别减少 6000 个和 7000 个，说明住房市场的复苏尚未对就业市场起到实质提振作用。事实上，高失业率、住房所有者的负资产净值等因素仍对美国房地产市场复苏构成不利影响，更重要的是，大量止赎房屋¹的上市销售将推迟房地产市场复苏的时间。

第三，美国大选的日益临近使得民主党和共和党之间的政治博弈日趋升级，政策不确定性或将动摇市场信心。由于 2012 年底将面临一系列财政政策的失效或生效，比如减税和紧急失业救济方案将终结，而自动支出削减机制和增税政策将开始发挥作用，而大选结果将对哪些政策按期实施或结束，哪些政策被推迟起到重要决定作用。上述政策风险已经显著降低市场对经济复苏的信心。加之 2012 年底美国将再次达到债务上限，面临着巨大的财政整顿压力，美国当局亟需在短期经济刺激和中期财政整顿之间取得平衡，以在增强市场信心的同时避免过快的财政紧缩对经济复苏形成冲击。

第四，2012 年初原油市场形势一度趋紧使市场担心能源价格上涨会引发美国通胀风险，拖延复苏步伐。我们认为，国际油价近来持续高位波动只会造成美国国内物价的短期波动，而不会产生明显的长期影响。随着美国大幅增加原油库存，以及美国国内页岩油和页岩气对进口原油替代效应的逐步提升，未来美国国内油价将保持相对平稳。

美联储下一步的货币政策走向是市场关注的核心焦点。目

¹ 止赎房屋销售是指银行在完成止赎程序后，最终从按揭违约的房主手中接过违约房屋并出售。

前，美联储已明确表示将维持基准利率在 0-0.25% 的低水平直至 2014 年底。由于 4000 亿美元的扭转操作将于 2012 年 6 月份到期，而且美国近期通胀数据相对温和，1-3 月份的 CPI 和核心 CPI 分别同比上涨 2.9%、2.9%、2.7% 和 2.3%、2.2%、2.3%，因此，市场对 QE3 仍抱有一定预期。但我们认为，由于美联储的资产负债表已扩张至近 3 万亿美元的规模，实施 QE3 将会引起较大的副作用，除非经济出现明显下滑迹象，美联储直接推出 QE3 的可能性不大。但并不排除美联储在“扭转操作”结束后会继续使用其他量化宽松工具，比如“冲销式量化宽松政策”，即通过购买中长期国债以及住房抵押贷款证券化产品来压低长期利率，同时以低利率借入这笔钱使之冻结，防止其流入经济活动中，从而规避潜在的通胀风险。

综合以上分析，在美联储延续超宽松货币政策等有利条件下，美国经济有望保持稳定复苏势头，预计美国第二季度实际经济增长有望达到 2.3%，全年经济增长率为 2.1% 左右。

（二）欧洲经济陷入温和衰退，债务危机恶化趋势减缓

2012 年第一季度，欧元区经济增长预估值为 -0.2%，CPI 同比上涨 2.7%，较去年末有所下降，但仍高于欧洲央行 2% 的目标水平。虽然制造业活动放缓、失业率升至新高等近期数据表明衰退格局短期难以扭转，但 2 月欧元区实现贸易顺差 28 亿欧元，也显示出一定利好信号。私人部门互换协议（PSI）基本达成，暂时缓解希腊无序违约风险，也使债务危机恶化趋势减缓，但危机的结构性根源问题仍未得到解决，4 月初西班牙、意大利国债收益率明显上扬，市场对危机未来走势仍充满忧虑。近期欧元区财长会议同意将“防火墙”提高至近 8000 亿欧元，但仍不足以覆盖 PIIGS 五国主权债务。欧洲央行继去年末连续两次降息、首次长期再融资操作（LTR01）之后，于 2012 年 2 月推出第二轮长



期再融资操作 (LTRO2)，两轮共计注入 1 万亿欧元廉价流动性，有效缓解了欧洲银行业流动性风险，银行业危机短期内爆发的概率已大幅降低。但持续攀升的银行业隔夜存款也表明，银行业惜贷情绪仍然较高，LTRO 对实体经济的提振效应有限。从下一步政策走向看，欧洲央行可能需要一段时间“观望”效果再决定是否扩大宽松政策的力度。虽然近期西班牙融资成本上扬，市场预期欧洲央行或再推债券购买计划，但我们认为，短期内若未出现新的恶化趋势，“再宽松”的可能性不大。

2012 年第一季度，英国 GDP 同比零增长，环比萎缩 0.2%，CPI 同比上涨 3.4%，“滞胀”格局更趋明显。此前英国央行量化宽松政策为英国政府缓解了来自外界的放松财政紧缩政策的压力，同时也在很大程度上避免英国受到欧债危机更深层次的影响。服务业反弹与海外需求上扬也曾一度提振英国经济，但却难以提供可持续的推动力，未来增长形势仍较严峻。预计英国央行将密切关注经济形势变化而决定采取何种货币政策，力争兼顾控制通胀和刺激经济增长。虽然目前通货膨胀率高企，但其陷入衰退的概率也有所加大，不排除英国央行进一步扩大货币宽松政策操作的可能。

展望未来，欧洲能否走出主权债务危机困境，关键在于能否通过解决经济的深层次结构问题来推动可持续增长。虽然第一季度“火车头”德国经济增速大幅放缓，但相对强劲的经济实力使其在年内实现反弹概率较大，希腊、葡萄牙等重债国的结构性改革步伐虽已开始加快，但短期内仍难走出衰退泥潭。总体来看，欧洲内部经济复苏未来走势分化趋势明显，欧元区温和衰退局面仍将延续，英国复苏动能也有待提升，预计 2012 年第二季度欧元区和英国经济增速分别为 -0.6% 和 0.6%。

(三) 日本经济将在灾后重建带动下反弹，但多重风险犹存

2012 年第一季度，日本经济呈缓慢复苏态势，灾后重建的拉动效应逐渐显现。首先，日本工业生产呈现加速迹象，今年 1、2 月核心机械订单年率分别上涨 5.7%和 8.9%，表明灾后重建对企业设备投资形成有力支撑。其次，私人消费有所改善，受环保车购置补贴制度等政策提振，一季度日本全国消费者信心指数创下 2011 年来最高值。其三，日本就业市场维持稳定，1、2 月份失业率略有下降。但与此同时，日本一季度贸易出现逆差、温和通缩状态仍未解除，对日本经济复苏构成拖累，预计日本 2012 年第一季度经济增长率为 1.6%左右。

展望第二季度，日本经济有望延续第一季度势头并实现缓慢增长：首先，灾后重建将起到拉动投资和消费需求增长的作用，从而促进日本经济复苏。其次，今年以来日元持续贬值以及美国经济复苏刺激出口增加，使日本制造业竞争力有所恢复。其三，日本央行已将量化宽松规模扩大至 65 万亿日元，将短期和长期通胀目标确定为 1%和 2%，并在近期有可能宣布新的量化宽松措施，这些举措有助于抑制通缩恶化并提振经济。但二季度日本经济仍面临欧债危机持续蔓延、电力供应不足、国际油价上涨等多重风险。此外，深层次结构性问题仍将长期困扰日本经济，如日本财政和债务水平不断攀升将会对经济发展产生严重后果；“产业空心化”问题导致日本潜在经济增长力下滑；灾后重建无法从根本上扭转日本的外需依赖型增长模式等。综合考量，我们预计日本 2012 年第二季度 GDP 增长率可达 2.2%，全年 GDP 增长率为 2%。从政策方向看，日本政府可能仍将倚重加码量化宽松的方式来达到一箭三雕的效果，即刺激经济增长、避免日元升值和抑制通货紧缩。

（四）新兴市场经济增速可能在年中出现触底反弹

2011 年全球新兴市场经济增速由 2010 年的 7.3%下滑至



6.4%，但新兴市场 GDP 总额的全球占比继续升至 48.99%，创历史新高。2012 年第一季度，新兴市场延续了 2011 年下半年的发展趋势，体现在三大方面：首先，受全球经济增长乏力导致外需不足以及内需疲软影响，新兴经济体 GDP 增速继续放缓。其中，2011 年第四季度巴西、印度、俄罗斯、南非和韩国实际 GDP 分别同比增长 1.4%、6.1%、4.8%、2.9%和 3.3%，均放缓至近两年来的低位；2012 年第一季度，中国、新加坡和越南 GDP 同比增速分别下滑至 8.1%、1.6%和 4.0%，而彭博对一季度俄罗斯、南非和韩国的经济同比增速预期分别为 3.8%、2.4%和 2.8%，增速继续放缓。第二，虽然通胀压力由于经济放缓而有所缓解，但农产品和能源价格上涨仍困扰着新兴市场。俄罗斯、巴西、韩国和越南 CPI 分别由 2011 年 12 月的 6.1%、6.5%、4.2%和 18.1%下降至 2012 年 3 月的 3.7%、5.2%、2.6%和 14.2%，但全球农产品和能源价格在 2012 年第一季度高位波动，在一定程度上抑制了新兴市场通胀水平的回落。第三，自 2012 年初至 2012 年 4 月中下旬，为应对欧债危机对出口的冲击以及内需增长放缓，新兴市场经济体加快了实施宽松货币政策的步伐。其中，巴西、印度和越南分别下调了基准利率 200 个基点、50 个基点和 200 个基点；印度两次下调银行存款准备金率共 125 个基点，中国一次性下调存款准备金率 50 个基点。

展望年内，新兴市场经济减速有望使通胀压力继续缓解，并将推动更多新兴市场采取宽松货币政策。在欧债危机整体趋势可能缓和的背景下，随着宽松货币政策的推出及其效果的逐步显现，新兴市场经济增速可能在近期出现不同程度的回升：由于经济增速大幅放缓且货币宽松步伐较快，巴西和印度 GDP 增长可能于第二季度有所加速，其他新兴市场经济体则更多地从第三季度开始回暖。据 IMF 于 2012 年 4 月 17 日发布的最新预测，2012

年新兴市场经济增速将达到 5.7%，远高于全球和发达经济体的 3.5%和 1.4%，继续引领全球经济增长。

二、国际金融市场走势回顾与展望

（一）汇市：美元先抑后扬，未来可能继续震荡升值

进入 2012 年以来，欧债危机走势和美国经济复苏进程主导了美元汇率的整体趋势，美元汇率在年初至 4 月中旬整体呈先抑后扬趋势，美元指数在 78 点至 82 点之间窄幅震荡。从 2012 年初至 2 月下旬，在欧洲第二轮 LTRO 的实施和希腊第二轮救助计划的推动下，市场风险厌恶情绪有所缓解，美元出现震荡贬值，但 3 月初至 4 月中旬美元指数呈小幅震荡上行趋势，原因有两方面：一方面，美联储在 3 月议息会议上暗示美国经济前景较为乐观，市场预期第三轮量化宽松货币政策（QE3）在短期内推出的可能性相对较小，再加上与欧元区部分国家陷入衰退形成鲜明对比，推动美元对欧元汇率小幅升值；另一方面，随着西班牙政府在 3 月 19 日宣布减赤或不达目标以及 4 月初国债拍卖不及预期之后，市场避险需求有所回升，继而推动美元小幅升值。截至 4 月 18 日，美元指数收于 79.538 点，较 2011 年末下跌了 0.79%；美元对欧元汇率收于 1.3123 美元/欧元，美元较去年末贬值 1.2%。值得关注的是，由于日本央行于 2012 年 2 月 14 日宣布继续采取量化宽松货币政策，并大幅扩大量化宽松基金规模，美元对日元呈现大幅升值趋势。截至 4 月 18 日，美元对日元汇率收于 81.3 日元/美元，美元较 2011 年末升值 5.7%。

展望未来，美元短期内震荡走高的可能性较大，而欧元前景仍较为黯淡：一方面，近期西班牙债务风险有所加大可能再次将欧债危机推向风口浪尖，引发市场避险情绪上升，从而可能继续推动美元震荡走高，而美国经济数据的持续向好以及 QE3 的概率



较小有助于推升美元；但与此同时，美国高财政赤字和潜在的财政紧缩政策也将在一定程度上使美元承压。预计美元指数在短期内仍将围绕 80 点窄幅波动，但不排除欧债危机出现缓解可能推动欧元出现反弹、美元出现阶段性贬值的可能。由于日本政府债台高筑、日本经济复苏缓慢将可能拖累日元走势，预计美元对日元在短期内可能延续震荡升值趋势。

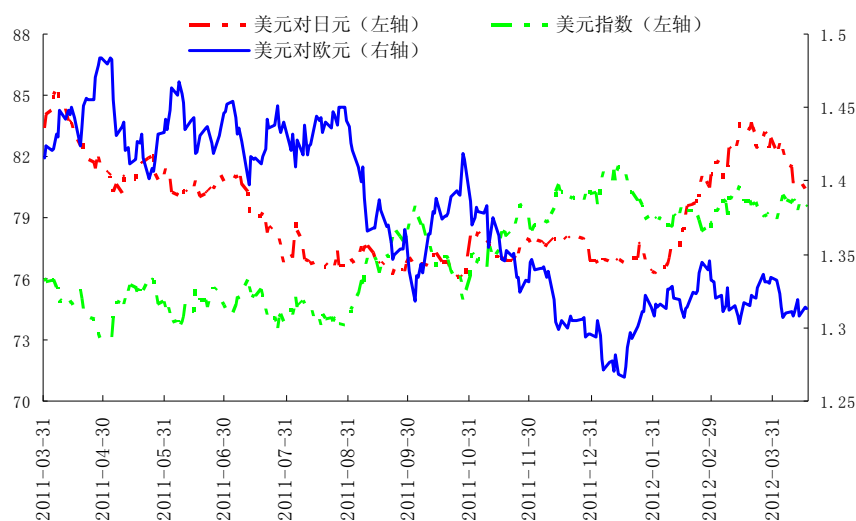


图1 美元汇率走势图（2011.03—2012.04）

（二）股市：全球股市普涨，欧债风险制约未来上升空间

2012 年以来，全球股市呈现普涨格局，主要原因包括美国经济逐渐好转提振市场信心、欧债危机有所缓和令避险情绪缓解以及全球货币宽松使资金流入股市等。截至 4 月 18 日，全球股票市值较去年末增加 10.5% 至 50.7 万亿美元。

美国股市今年以来稳步上扬，主要是受美国多项经济数据明显改善、欧债危机有所缓和等因素推动，其中标普 500 指数创下自 1998 年以来的历年一季度最大涨幅。近期美国就业数据改善趋势放缓、西班牙债务问题凸显、中国一季度经济增速低于预期等利空消息使美股走弱。截至 4 月 18 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去年末上涨 6.1%、9.7%和 16.0%。美股未来走势主要取决于三方面因素：其一，美国就业、房地产等经济数据逐渐向好，而美联储也从未否定未来推出 QE3 或类似货币宽松政策的选项，这将对美股上行形成一定支撑。其二，虽然欧债危机系统性风险已经降低，但西班牙等国国债收益率维持高位将对美股施加不利影响。其三，美股陆续公布的一季度财报大部分优于预期有望提振市场信心。总体来看，美股维持震荡上行的可能性较大。

由于欧洲第二轮 LTRO 的实施、希腊债务问题的缓解使欧债危机系统性风险降低，加之德国和美国经济数据优于预期，欧洲股市今年以来震荡走高。截至 4 月 18 日，德国 DAX 30 指数、法国 CAC 40 指数与英国富时 100 指数较去年末分别上涨 15.1%、3.6%和 3.2%。展望未来，西班牙、意大利等国主权债务风险仍未释放，银行业形势也不容乐观，西班牙银行业坏账率高达 8.15%，另外西班牙、意大利、葡萄牙的金融机构持有大量本国国债，使主权债违约风险转化成银行业风险，因此欧洲银行股前景堪忧。总体来看，欧债危机将令欧洲股市承压，美德经济走强或能带动欧股反弹，但空间有限。

受美国经济复苏、日本央行加码量化宽松、日元汇率有所贬值以及灾后重建工作逐步展开等因素推动，日本股市第一季度总体表现优异，但 3 月底以来，欧债危机再度告急以及朝鲜半岛地缘政治风险上升使前期涨幅有所收窄。截至 4 月 18 日，日经 225 指数较去年末上涨 15.1%。日本股市未来有望继续上攻，但市场信心依然脆弱，欧债危机恶化、日元升值或美国经济增长放缓都可能会对股市形成打压。

在外围环境有所好转、通胀压力稍有减弱以及货币宽松政策初见成效的情况下，新兴经济体股市涨势喜人，截至 4 月 18 日，



俄罗斯 RTSI 指数、印度孟买 30 指数和巴西 BOVESPA 指数较去年末分别上涨 16.0%、11.9%和 11.0%。展望未来，新兴经济体或将继续加大货币宽松政策力度来扭转经济增速下滑的局面，从而刺激股市上扬，但需警惕欧债危机可能恶化给股市带来的冲击。

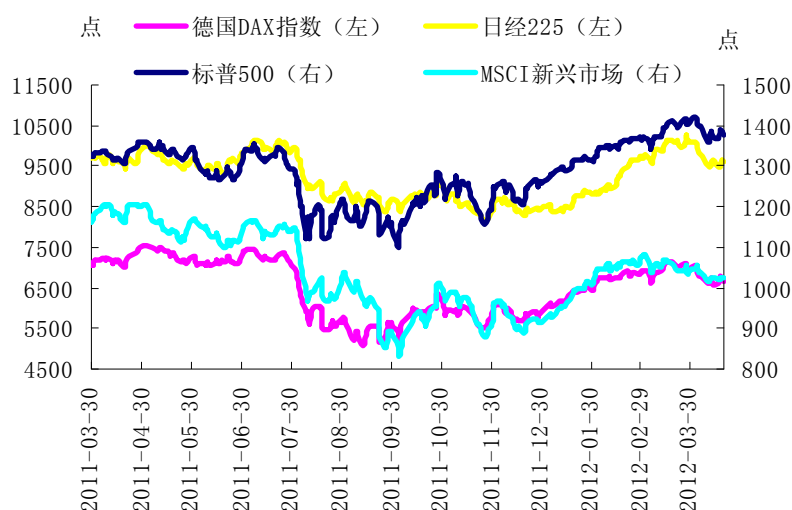


图2 全球主要股指走势 (2011.03-2012.04)

(三) 大宗商品: 金价油价先升后降，未来有望延续高位震荡格局

2012 年初以来，国际大宗商品价格总体呈现高位波动态势。截至 4 月 18 日，追踪 19 种大宗商品行情的 CRB 指数报收于 299.15 点，较一季度高点 325.91 下降 8.2%。具体来看，原油和黄金价格先升后降，截至 4 月 18 日，纽约 WTI 原油期货价格收于 102.67 美元/桶，较一季度高点 109.49 美元/桶下降 6.2%；国际黄金现货价格收于 1642.1 美元/盎司，较一季度高点 1784.23 美元/盎司下降 8%。而国际农产品价格走势分化明显，芝加哥商品交易所 CBOT 大豆期货价格一路攀升，较去年末上涨 15.9%；而 CBOT 玉米和小麦价格、纽约商品交易所 NYMEX 棉花价格则震荡剧烈。受全球经济复苏缓慢、需求疲弱及美元升值预期较强等多重因素影

响，预计 2012 年国际大宗商品价格将维持区间震荡格局，不排除突发事件可能引起的价格短期大幅攀升。

从国际原油市场来看，油价短期走势取决于欧美等工业化国家是否会释放战略原油储备和伊朗核谈判的最终结果，而长期走势将呈现区间震荡、缓慢上扬态势。2012 年初以来，受伊朗核问题和叙利亚内战等地缘政治风险影响，国际油价持续震荡上扬，北海布伦特原油期货价格曾一度攀升至 125.28 美元/桶的高位，较去年末上涨 13.6%，引发国际市场对全球能源价格走势的极大担忧。此后，美国大幅增加了原油储备，其国内原油产量飙升，加之伊朗核谈判的如期召开，终于暂时平抑了油价上涨冲动，使得 3 月份以来油价一路走低。展望二季度，油价短期走势将取决于两方面力量博弈的最终结果：一方面，市场透露出欧美国家将释放战略原油储备的消息，如果原油储备释放真正落实，则能有效平抑油价；另一方面，伊朗局势的不确定性是促使油价短期冲高的最大诱因。如果核谈判结果不理想，美欧很可能对伊朗实行更加严厉的制裁，而伊朗若采取相应报复措施甚至封锁霍尔木兹海峡，则会推动争端进一步恶化升级。两方面力量的博弈可能引发二季度国际原油市场的剧烈动荡，并最终决定价格上涨幅度。

油价长期走势则取决于供需双方因素的平衡。从供给来看，国际能源署（IEA）在 4 月 12 日发布的月度报告中指出，3 月份欧佩克组织的石油产量增至每日 3143 万桶，达到三年半以来的最高水平。从需求来看，受全球经济复苏迟缓影响，石油需求整体呈走软趋势，根据 IEA 的预测，2012 年的石油消费增长将为每日 80 万桶。综合判断，国际原油市场已经打破为期两年的紧缩供应周期，市场基本面将逐步宽松，价格整体上呈区间震荡、缓慢上扬趋势。预计 2012 年的国际油价将在 80-120 美元/桶的区间高位波动。



国际金价已阶段性见顶，未来将呈现区间震荡格局。黄金的价格走势主要取决于避险、投机和抗通胀需求。首先，2011年以来国际金价涨势过猛积累了泡沫，短期内仍有震荡调整的需要。其次，尽管纸币的贬值已成趋势，但货币间的相互制衡，主要是欧元弱势、美元强势，在一定程度上弱化了黄金的避险功能。第三，全球通胀阶段性见顶，金饰需求也进入淡季，导致黄金上涨失去动力。在上述三方面因素的共同作用下，短期黄金重现趋势性大幅上涨的可能性不大，国际金价将保持区间震荡。但值得注意的是，一旦全球开始推行新一轮的货币宽松政策，或是伊朗核问题等地缘政治风险出现恶化，国际金价则可能被再次推高。



图3 国际原油黄金价格走势

（四）国债市场：美债市场暂时走弱，欧债利差仍然较大

2012年第一季度，全球国债市场一大新动向是美债收益率止跌上扬。年初以来，市场对美国经济前景的乐观情绪不断上升，以及全球货币宽松造成通胀预期增强，因此风险偏好逐渐复苏，推动资金从美债流出，流入高风险资产。3月中旬美国10年期国

债收益率创下了 2011 年 10 月以来的新高至 2.38%，30 年期国债收益率也刷新四个月来的最高水平至 3.47%。4 月初至今欧债危机加剧市场忧虑，避险偏好再次回升，美债收益率再呈下行走势。截至 4 月 18 日，美国 10 年期和 30 年期的国债收益率分别收于 1.98%和 3.13%，仅较去年末上升 0.1 和 0.24 个百分点。但随着美国经济复苏势头的不断增强，美国国债收益率可能再次出现上行趋势。

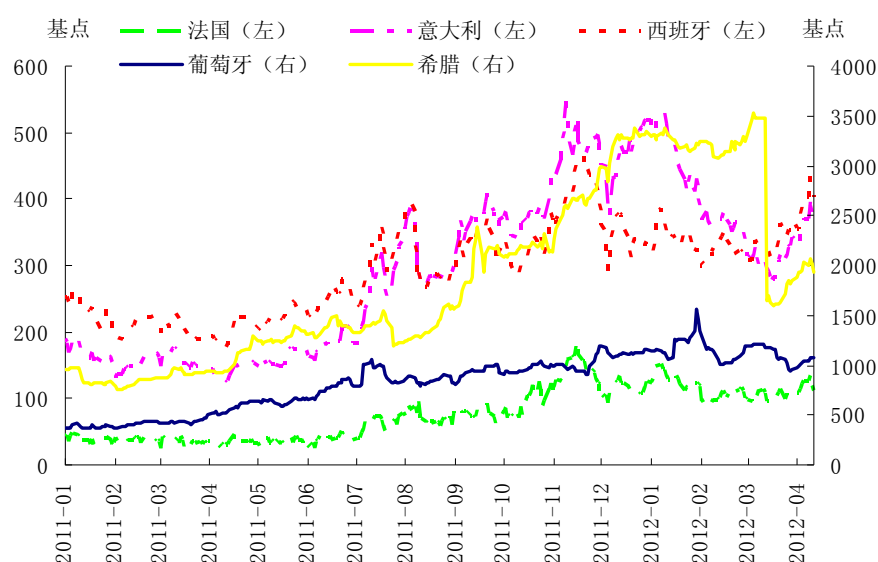


图 4 欧元区主要成员国与德国 10 年期国债利差走势图

从欧洲国债市场看，希腊与私人部门达成债务互换协议（PSI）避免了希腊近期可能出现的无序违约，欧洲央行宣布将再次接受希腊政府债券作为其融资项目的抵押品。国际评级机构惠誉亦将希腊评级由“选择性违约”调升至“B-”。希腊 10 年期国债收益率 3 月 2 日至 8 日由 37.1%大幅下跌至 18.5%。但以希腊为代表的欧元区边缘国家在主权债务、经济治理、竞争力、银行业等方面面临的多重危机未能得到实质性解决，欧债危机仍呈恶化趋势。截至 4 月 18 日，希腊、葡萄牙、西班牙、意大利与



德国 10 年期国债收益率差分别收于 1956.1、1071.1、410.2、376.2 个基点，虽较去年末有所下降，但与去年同期相比分别上升了 831.7、490.5、182.3、225.8 个基点。

值得注意的是，虽然欧洲官方强调希腊只是欧洲的一个例外，但 PSI 协议的达成也意味着欧债“赖账”先河已开，未来欧元区其他重债国采取类似行动的风险有所增大。从目前来看，葡萄牙再申援助概率攀升，若亦需进行债务减记，欧债市场将面临严重冲击。西班牙经济持续衰退，财政紧缩目标难以达成，失业率已升至 23%，其中青年群体失业率更是高达 50%。市场担忧西班牙会成为继希腊、爱尔兰和葡萄牙之后欧元区第四个需要救助的国家。意大利受高失业率、国内消费需求疲软以及政府结构性改革遇阻等诸多因素影响，经济将继续呈现萎缩的态势，未来走势亦不容乐观。总体来看，欧洲虽已度过了第一季度偿债高峰，但未来面临的形势仍较严峻，在缺乏实质性利好的背景下，欧债市场仍难以走出危机泥潭。

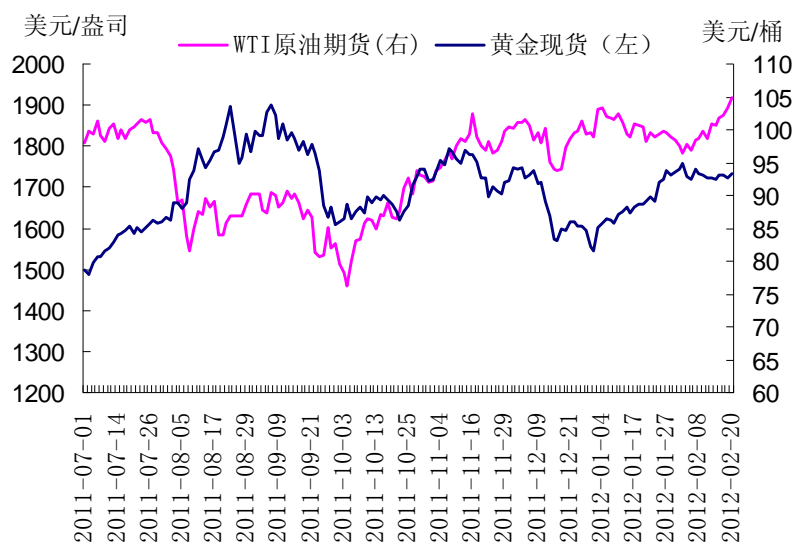


图 5 国际原油黄金价格走势

三、全球经济金融走势对中国的影响

近期国际经济金融形势对中国的影响突出体现在贸易和金融两个层面。首先，全球经济复苏仍不稳定及外部需求疲软，使中国出口增长面临严峻考验。2011 年中国贸易顺差已降到 1551 亿美元，比 2008 年近 3000 亿美元的顺差减少近一半，2012 年第一季度中国贸易顺差大幅收窄至 6.7 亿美元，全年外贸形势堪忧。中国“净出口”减少虽然有利于“调结构”，但也对“稳增长”提出了严峻挑战。

其次，受全球货币宽松提升市场流动性、欧债危机不断反复等因素影响，全球资金风险偏好变动频繁，导致资金跨市场、跨区域无序流动。反映到国内市场，一是从去年底今年初的数据看，投机资金撤离中国的迹象比较明显，短期跨境资金无序流动将加大外汇市场波动性，不利于人民币汇率保持稳定。二是资金流动会影响国际大宗商品价格，从而间接影响国内通胀预期，近期国际能源价格仍处高位、粮食价格再次飙升使我国面临的输入性通胀压力再次抬头。