

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。



欧债反复深化拖累全球复苏步伐 资金无序流动加剧金融市场震荡

——2012 年上半年国际经济金融走势分析及下半年
展望

要 点

金融研究总监：詹向阳

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：

2012/6/27 《美联储延长扭转操作
下半年货币政策以稳为主——2012
年6月国际宏观经济研究专题月报》

2012/4/27 《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》

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。

- 2012 年上半年，受政治周期、地区动荡和经济周期三者的叠加效应影响，全球经济运行格局严峻复杂。美日维持温和增长，欧洲濒于衰退边缘，新兴市场经济增速大幅放缓。受欧债危机不断深化、地缘局势紧张等因素影响，投资者风险偏好变化频繁，资金在风险资产与避险资产之间无序流动，国际金融市场大幅波动，美元等避险资产走强，欧元及新兴市场货币大幅走弱，全球股市反复震荡，金价油价触底反弹。
- 展望下半年，发达经济体主权债务风险高企、财政紧缩压力较大、银行业持续“去杠杆化”，新兴经济体受外需下滑影响经济下行压力仍大，资本外流及货币过度贬值或冲击金融体系稳定。总体而言，全球经济复苏道路依旧曲折，中短期难以摆脱“弱增长”格局。预计下半年外汇市场有望延续美强欧弱格局，全球股市下行概率较大，金价有望加速反弹，油价可能弱势盘整。

Analysis and Outlook for Global Economy and Financial Markets in the First Half of 2012: The Global Economic Recovery Has Been Dragged Down by the Deteriorative European Debt Crisis and the Fluctuations of Financial Market Have Been Aggravated by Disorderly Capital Flows

In the first half of 2012, the global economic recovery was facing a critical moment as the superposition of the political cycle, the geopolitical uncertainty and the economic cycle. The United States and Japan maintained a moderate growth, Europe was on the brink of recession, and growth rates of emerging economies were slowing sharply. Investors' appetite for risk had been changing frequently for the deterioration of European debt crisis and geopolitical tensions, resulting in disorderly flows of capital between risk assets and safe-haven assets and sharp volatility of the international financial markets. Safe-haven assets such as US dollars were sought after by investors, while exchange rates of the euro and emerging market currencies fell sharply. The global stock markets were gyrating and the prices of gold and oil bottomed out.

Looking ahead to the 2nd half of 2012, advanced economies would be faced with serious risk of sovereign debts, severe financial squeeze pressure as well as the deleveraging of banks, while emerging economies would have to confront downside risk induced by the decline in external demand and unstable financial system struck by capital outflows and excessive depreciation of the currencies. Overall, global economic recovery is expected to continue weak growth with undoubtedly a few more twists and turns to come in the short to medium term. With respect to the international financial markets, the exchange rate of euro would probably remain weak pattern but US dollars might appreciate. The global stock market would fall in large extent judging from the current situation. The gold price is expected to rebound more quickly but the oil price would appear vulnerable.



目 录

一、全球经济走势回顾与展望.....	1
（一）美国经济维持低速增长，复苏前景仍存较多不确定性.....	3
（二）欧洲经济疲弱不堪，债务危机恶化趋势难解.....	4
（三）日本经济温和复苏，多重风险或致增长放缓.....	5
（四）新兴市场经济增速普遍放缓，下半年回升程度有限.....	5
二、国际金融市场走势回顾与展望.....	6
（一）欧债危机加剧汇市动荡，美强欧弱趋势或将延续.....	6
（二）全球股市反复震荡，未来下行概率较大.....	8
（三）大宗商品市场剧烈波动，金价油价走势趋于分化.....	10

图表目录

图 1 美元汇率走势图	8
图 2 全球主要股指走势图	9
图 3 全球主要股指走势图	11
表 1 全球主要经济体经济增速及预测（单位：%）	2



2012 年上半年，欧债危机向长期化复杂化发展，全球经济复苏步伐明显放缓，美日维持温和增长，欧洲濒于衰退边缘，新兴市场经济增速大幅放缓。受欧债危机不断深化、地缘局势紧张等因素影响，国际金融市场大幅波动，美元等避险资产走强，欧元及新兴市场货币大幅走弱，全球股市反复震荡，金价油价触底反弹。展望下半年，全球经济复苏形势依旧严峻复杂，短期难以摆脱“弱增长”格局。主要经济体政策重心将更多地转向“促增长”，在财政刺激空间几乎不存在的情况下，“松货币”成为更受倚重的政策手段，但预计对经济刺激效果有限。西班牙、意大利接替希腊成为欧债新的风险点，危机短期出现严重失控的可能性不大，但关乎解决方向的欧盟一体化进展仍阻力重重。外汇市场有望延续美强欧弱格局，全球股市可能继续下探，金价有望加速反弹，油价趋于弱势盘整。

一、全球经济走势回顾与展望

2012 年上半年，受政治周期、地区动荡和经济周期三者的叠加效应影响，全球经济运行格局严峻复杂。美日经济温和增长，欧洲经济步入衰退区间，新兴市场经济增速持续放缓。展望下半年，发达经济体主权债务风险高企、财政紧缩压力较大、银行业持续“去杠杆化”，新兴经济体受外需下滑影响经济下行压力仍大，资本外流及货币过度贬值或冲击金融体系稳定。总体而言，全球经济复苏道路依旧曲折，中短期难以摆脱“弱增长”格局。预计 2012 年全球经济增长率为 3.2%，较去年增速明显放缓，其中发达经济体增长率为 1.2%，新兴及发展中经济体的增长率为 5.6%。受主权债务危机加剧、全球经济减速等因素影响，世贸组织预计 2012 年世界贸易额仅增长 3.7%，低于过去 20 年的平均水平。

从主要风险来看，欧债危机仍是全球经济复苏面临的最大的不稳定因素。今年以来，欧债危机进一步向长期化和复杂化发展。尽管希腊退出欧元区的概率有所降低，但希腊乃至整个欧元区的结构性根源问题并未得到解决，主权债务危机、银行业危机、经济竞争力危机、经济治理危机乃至政治危机的叠加效应还将持续发酵，西班牙、意大利已接替希腊成为新的风险点。欧盟近期在危机“倒逼”下推出多项政策，试图“打破银行业危机与主权信用危机之间的恶性循环”，但有

关欧洲银行业一体化、财政一体化的核心政策仍存变数，欧债危机的解决需要一个长期的过程。从其他下行风险来看，全球大选年导致的政府更迭及政策不确定性、地缘政治局势紧张也将拖累全球复苏步伐。

从全球政策走向来看，当前“弱增长、高失业、通胀回落”的形势将促使全球政策重心更多转向“促增长”。就政策手段而言，发达经济体“紧财政”主基调没有发生根本改变，但欧洲将从一味地紧缩转向兼顾“紧缩与增长之间的平衡”。在财政刺激空间有限的情况下，“松货币”成为更受倚赖的刺激手段。从最新情况看，多数发达经济体的基准利率已经接近于零，加大量化宽松可能是未来为数不多的政策砝码。就政策效果而言，尽管宽松货币政策有利于降低资金价格、保证金融市场的流动性、避免经济陷入严重的信贷紧缩，但主要经济体面临的不是单纯的流动性不足问题，而是深层次的结构性问题，加大货币宽松力度更多地是扮演刺激市场信心的“强心针”，预计对经济增长的刺激效果有限。只有加快结构性改革、提升经济竞争力，才是走出危机的根本途径。各国已普遍意识到这一点，并在政策上力图体现“标本兼治”，美国着力通过提振制造业、扩大出口以及科技创新来发掘新的经济增长点，欧洲加快推进结构性改革以提升经济竞争力，新兴经济体则致力于转变经济增长模式以降低对外需的依赖。

表 1 全球主要经济体经济增速及预测（单位：%）

	2011	2012				
	全年	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度	全年
美国	1.7	1.9	2.1	1.8	2.0	2.0
欧元区	1.4	0.0	-0.5	-0.7	-0.2	-0.3
英国	0.7	-0.2	0.1	0.1	0.7	0.3
日本	-0.8	4.7	2.2	1.5	1.5	2.0
印度	7.1	5.3	5.5	6.8	7.0	6.3
发达经济体	1.6	——	——	——	——	1.2
新兴市场	6.2	——	——	——	——	5.6
全球	3.9	——	——	——	——	3.2

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。



（一）美国经济维持低速增长，复苏前景仍存较多不确定性

2012 年上半年，美国经济维持温和复苏态势，尽管内生增长动力不够强劲，且近期除房地产之外的多数经济数据都弱于预期，但相对其他发达经济体仍属表现优异。美国一季度和二季度 GDP 增长率的实际值和预估值分别为 1.9% 和 2.1%，较 2011 年四季度 3.0% 的增长明显放缓。从上半年总体情况来看，企业盈利状况良好、通胀压力缓解、房地产市场释放筑底信号对经济基本面形成利好，但消费增长动力仍有待增强，投资增速也出现下降。

展望下半年，支撑美国经济温和复苏的有利因素表现在：第一，美国私人企业的盈利能力有望延续；第二，房地产市场将继续温和复苏，随着自住型购房者重返市场，下半年房屋销售有望持续增长，但由于存在庞大的过剩供给，全美房价在未来一年内不会出现明显上涨。第三，由于美国国内能源价格特别是天然气价格维持相对低位，美国全年通货膨胀率有望维持在 2% 的温和水平。

与此同时，美国经济也面临诸多下行风险。首先，财政政策的不确定性是美国当前最大的风险。大选结果不确定、公共债务可能在今年底再次触及上限、“财政悬崖”或引致巨额财政紧缩，上述问题引发的美国两党激烈的政治博弈或将冲击市场信心，但最终结果更可能是妥协和折衷，因此影响范围基本可控。其次，就业市场复苏动能趋向减弱。受暖冬影响，今年一季度美国就业市场增长强劲，失业率降至 7.9%。但进入二季度后新增就业岗位快速下降，失业率重上 8%，说明过度失业后经济自我修复带来的“就业增长加速”已经结束。受企业扩张动力不足等因素影响，短期内新增就业难以再现爆发式增长，将与经济增长保持同步，失业率在 2012 年末可能将维持在 8.2% 的水平。第三，美国外围环境显著恶化，欧债危机已通过贸易、金融市场、恐慌情绪传播等渠道给全球经济带来严重负面冲击，下半年美国对外出口增长将趋放缓，因此中短期内美国经济增长的动力只能依赖于国内因素。总体来看，下半年美国经济增速较上半年会有所放缓，年底消费旺季到来有望令增速出现回升，全年将保持 2% 左右的低速增长。

鉴于当前美国经济并未出现明确的恶化趋势，美联储在下半年将继续维持超宽松的货币环境以支持经济持续复苏，但除非市场发生极端负面的事件，否则不

大可能在短期内推出 QE3。美联储在将 0-0.25% 的利率延长至 2014 年底的基础上，于 6 月宣布将“扭转操作”延长至 2012 年年底，也较为明确地透露了将观察期延长至美国大选结束、财政问题形成共识之后的政策意图。

（二）欧洲经济疲弱不堪，债务危机恶化趋势难解

2012 年上半年，受不断深化的主权债务危机困扰，欧元区经济下行风险加大，德法等核心国经济增幅放缓，但与经济陷入停滞乃至衰退的边缘国之间的两极分化趋势仍然明显。前两个季度，欧元区经济同比增长率的实际值与预估值分别为 0% 和 -0.5%。在经济濒临衰退边缘的同时，欧元区失业率 5 月攀升至纪录高点 11.1%，经济下滑对就业市场累积的拖累作用在逐步显现。欧元区外的欧洲国家也受到欧债危机和经济疲软的冲击，英国前两个季度经济同比增长率的实际值和预估值分别为 -0.2% 和 0.1%，最新公布的 4 月份失业率维持 8.2% 的高位水平。由于经济数据低迷及欧盟支持重债国的救助计划仍存变数，7 月 5 日欧洲央行下调基准利率 25 个基点至历史低点 0.75%，英国央行则将量化宽松规模增至 3750 亿英镑。由于再宽松对经济刺激效果可能有限，且债务危机不断深化将拖累经济下行，预计下半年欧元区经济将陷入温和衰退，2012 年全年增速为 -0.3%；英国经济将维持疲弱复苏，全年增速为 0.3%。若未来欧债危机的负面影响不断加大，欧洲两大央行或再推量化宽松政策。

从欧债危机最新进展来看，尽管希腊退出欧元区的概率显著降低，但西班牙银行业问题已成为欧债危机新的风险点，西班牙 10 年期国债收益率多次突破 7% 的融资警戒线，意大利国债收益率亦持续走高。近来欧盟及成员国在解决债务危机方面迈出以下步伐：一是建立“防火墙”并加大援助资金的运用灵活性，以切断银行业危机与主权债务危机之间的恶性循环，同时避免西班牙、意大利的风险蔓延至整个欧元区，如欧盟已就欧洲稳定机制（ESM）直接向银行注资、购买重债国国债达成一致；二是将政策重心从一味紧缩转向“紧缩与增长的平衡”，以打破主权债务危机与经济下行之间的恶性循环，如欧盟在 6 月末就推出总额 1200 亿欧元一揽子经济刺激计划达成协议；三是加速推进欧盟一体化步伐，拟就四大因素加快立法以应对债务危机，包括一体化的金融框架、一体化的预算框架、协



调一致的经济政策框架和更加紧密的政治一体化；四是加快推进结构性改革，希腊、西班牙、意大利等欧元区国家纷纷大力改革僵化的劳动力市场、削减高福利政策，以重获经济竞争力。总的来看，上述措施不仅涉及资金救助、刺激增长等短期问题，也触及到了内部治理机制、经济竞争力、欧盟一体化等深层次问题，对于欧债危机的解决是有积极作用的。但必须指出的是，欧元区内部政治博弈主体众多、利益多元化，导致未来政策变数仍然较大。可以预见，欧债危机的解决将是一个长期的过程，短期内难有根本性好转。但由于欧洲银行业和重债国的流动性问题已经基本解决，因此近期出现严重失控的可能性不大。

（三）日本经济温和复苏，多重风险或致增长放缓

日本经济在 2012 年上半年保持温和复苏态势。一季度日本实际 GDP 按年率增长 4.7%，连续 3 个季度保持扩张，二季度日本实际 GDP 增速预计放缓至 2.2%。日本经济复苏改善主要得益于以下因素：一是灾后重建需求提振日本工业生产和固定资产投资，日本工业产出至 5 月份已连续 4 个月同比增长，一季度政府固定资产投资继去年四季度下滑 0.8% 后大幅增长 3.8%。二是日本私人消费支出温和增长并成为经济增长的主要动力，政府出台购买环保性汽车补贴计划、经济复苏带动就业和收入企稳是主要原因。三是出口扭转下滑趋势，至 5 月份已连续 3 个月实现同比增长。从下一步走势来看，重建需求对日本经济的带动作用仍将延续，但外需疲弱、电力供应不足、能源制约、日元强势以及通缩等多重不利因素将导致日本下半年经济增速放缓。预计 2012 年全年 GDP 增速应在 2% 左右。

（四）新兴市场经济增速普遍放缓，下半年回升程度有限

2012 年上半年，全球新兴市场经济形势继续恶化，体现在两方面：一方面，受欧债危机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，第一季度巴西、印度、南非和韩国实际 GDP 分别同比增长 0.75%、5.3%、2.1% 和 2.8%，均出现持续大幅放缓，且上述国家第二季度 GDP 增速也都将维持在低位。另一方面，欧债危机恶化和全球经济继续降温致使跨境资本从新兴市场经济体大幅撤出，新兴市场经济体货币出现大幅贬值趋势。这一趋势在 2012 年第二季度尤其突出，该季度巴西雷亚尔、印度卢比和俄罗斯卢布对美元的跌幅分别高

达 9.9%、9.4%和 3.4%。经济增速放缓以及大宗商品价格下跌致使新兴市场通胀压力持续缓解，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 6 月的 4.9%、5.2%、2.2%和 6.9%。在此背景下，为刺激经济增长，新兴市场经济体实施宽松货币政策的力度不断加大。2012 年初至 7 月中旬，中国、巴西和印度分别下调了基准利率 56 个基点、300 个基点和 50 个基点。

展望下半年，新兴市场通胀压力将可能继续得到缓解，并将推动更多新兴市场采取宽松货币政策，新兴市场经济增速将可能在下半年出现不同程度的回升。但新兴市场可能面临的三大风险将制约其经济回暖程度：一是欧债危机可能恶化以及欧美外需疲弱或将致使新兴市场出口增长低迷；二是金融市场避险需求可能继续高涨或将推动新兴市场资本加速外流和货币持续贬值；三是经济持续放缓以及金融市场动荡加剧或将冲击新兴市场金融稳定，并可能引发地缘政治风险和社会安全风险。预计巴西、印度和俄罗斯 2012 年 GDP 增速分别为 2.8%、6.3%和 3.8%。

二、国际金融市场走势回顾与展望

2012 年上半年，受欧债危机反复深化、全球经济复苏不确定性增多以及地缘政治动荡等因素影响，投资者风险偏好变化频繁，资金在风险资产与避险资产之间无序流动，国际金融市场震荡加剧。美元、日元等传统避险货币表现强势，欧元明显走弱，新兴市场货币大幅贬值，全球股市涨跌互现，金价油价触底反弹。展望未来，外汇市场有望延续美强欧弱格局，全球股市下行概率较大，金价有望加速反弹，油价可能弱势盘整。

（一）欧债危机加剧汇市动荡，美强欧弱趋势或将延续

2012 年上半年，外汇市场主要走势如下：一是美元汇率呈现震荡上行态势。从年初至 2 月下旬，在欧债危机有所缓和的背景下，美元一度贬值。但 3 月以来，欧债危机出现反复导致美元再度成为国际资金的避风港，美元指数重拾升势，美元指数上半年总体涨幅为 1.7%。二是欧元对主要货币全线走软。年初欧洲央行第二轮再融资操作的实施和希腊达成第二轮救助计划曾推动欧元汇率上升，但之



后法国、希腊国内选举结果使市场对欧债危机前景产生恐慌情绪，西班牙银行业危机大幅恶化也令欧元承压。上半年欧元对美元汇率贬值 2.2%。三是日元大幅升值态势有所扭转。年初至 3 月中旬，由于日本央行继续扩大量化宽松规模，日元对美元大幅贬值。3 月下旬以来，随着欧债危机蔓延深化，日元对美元汇率又有所反弹，最终日元对美元上半年贬值 3.8%。四是新兴市场货币由于欧债危机动荡引发全球风险偏好骤降，国际资本纷纷从新兴市场撤出，巴西、印度、俄罗斯等国货币大幅贬值。

展望未来，美联储年内推出 QE3 的可能性较小、欧债危机短期内难以发生根本性好转，均对美元走势构成支撑。但美国经济复苏前景不明和潜在的财政紧缩政策亦令美元承压，预计美元短期内或将保持强势震荡。欧元受以下因素压制可能继续走弱：首先，欧债危机仍在蔓延深化，西班牙成为欧债危机新焦点，意大利等国的潜在风险也在不断增加。其次，欧债危机的制度问题犹存，欧元债券遥遥无期，而欧元区内部对银行业监管机构的相关细节分歧重重。第三，5000 亿欧元的 ESM 救助基金总额无法同时满足西班牙等国的需求规模。日元多空双方力量较为接近，一方面，欧债危机蔓延推动国际避险资金流向日元；另一方面，日本政府债台高筑等结构性因素长期存在，日本央行意图压低日元汇率的决心也不容置疑，因此日元可能维持窄幅波动走势。新兴市场货币受欧债危机以及全球经济增长前景不佳等因素制约，下半年恐难有起色。

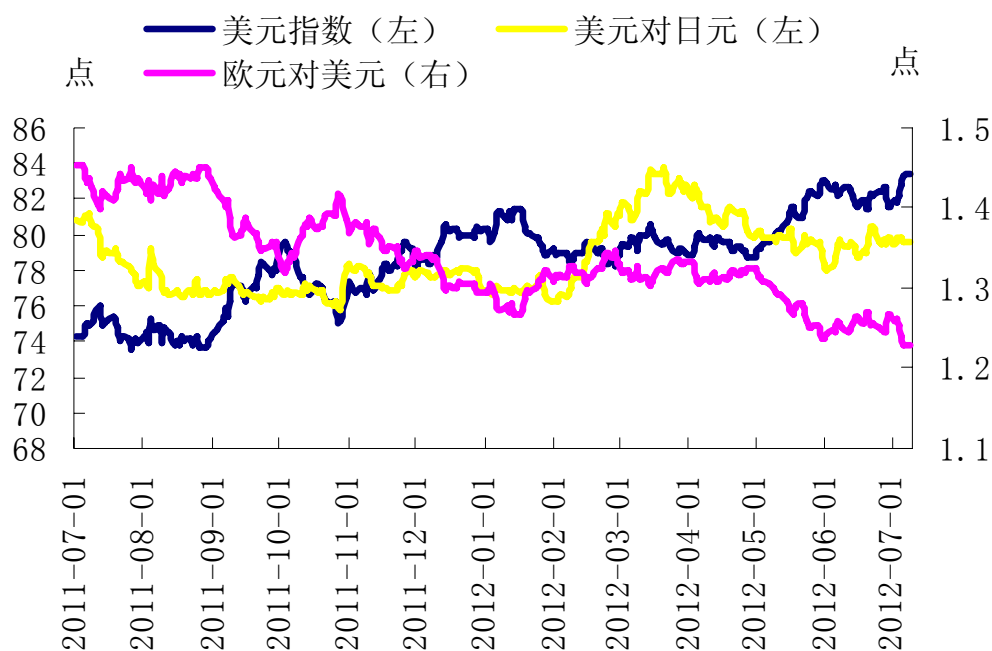


图1 美元汇率走势图

（二）全球股市反复震荡，未来下行概率较大

2012 年以来，全球股市呈现 N 字形走势。主要原因是欧债危机反复不定，美国经济数据喜忧参半，因此投资者在避险或是趋利的选择中左右摇摆。截至 6 月末，全球股市市值较去年末上升 2 万亿美元至 48 万亿美元，上涨幅度为 4.5%。

美国股市上半年表现较好，主要原因是经济复苏信号有所呈现、多数企业 2011 年业绩超预期以及欧债危机有过阶段性缓和等。上半年，美国三大股指道琼斯工业指数、标普 500 指数和纳斯达克指数分别较去年末上涨 5.4%、8.3%和 12.7%。美股未来走势需关注三方面：其一，美国经济数据优劣以及美联储是否加大货币宽松力度是左右股市波动的关键因素。其二，欧债危机如何演化将是影响美股走势的重要因素。其三，今年上半年的财报即将公布，如果出现大面积盈利下滑现象将使美股承压。总之，美股反复震荡可能性较大。

欧洲股市上半年在债务危机与银行业危机此起彼伏的环境中艰难求生，走势有所分化。德国 DAX30 指数领涨欧股，较去年末上涨 8.8%，法国 CAC40 指数上涨 1.2%，英国伦敦金融时报指数和意大利 MIBTEL 指数基本持平，而西班牙马德



里 General 指数暴跌 16.2%。展望欧股后市应考虑三方面：首先，西班牙、意大利等国主权债融资成本仍处高位运行，银行业形势依然严峻，希腊和塞浦路斯的形势也不能掉以轻心。其次，欧洲经济基本面仍然较差，尤其是德国经济增长前景并不稳固，若不及预期将对欧股形成打压。第三，欧洲央行的动作十分重要，无论是采取新的货币宽松政策，还是出台银行业统一监管的具体方案都会对股市形成实质性影响。总体来看，未来一段时间欧股震荡下行的态势仍将持续。

日本股市和新兴经济体股市第一季度在欧债危机缓和、美国经济形势向好等因素推动下收获较大涨幅，但第二季度受欧债危机冲击以及全球经济增速放缓影响而明显走弱。日经 225 指数与 MSCI 新兴市场指数上半年分别较去年末上涨 6.5% 和 2.3%。展望未来，考虑到日本经济受欧债危机影响以及全球经济增速减缓的冲击，日本股市维持弱势震荡的概率较大。新兴经济体股市因欧债危机蔓延深化、国内经济结构性问题突出而难有起色。

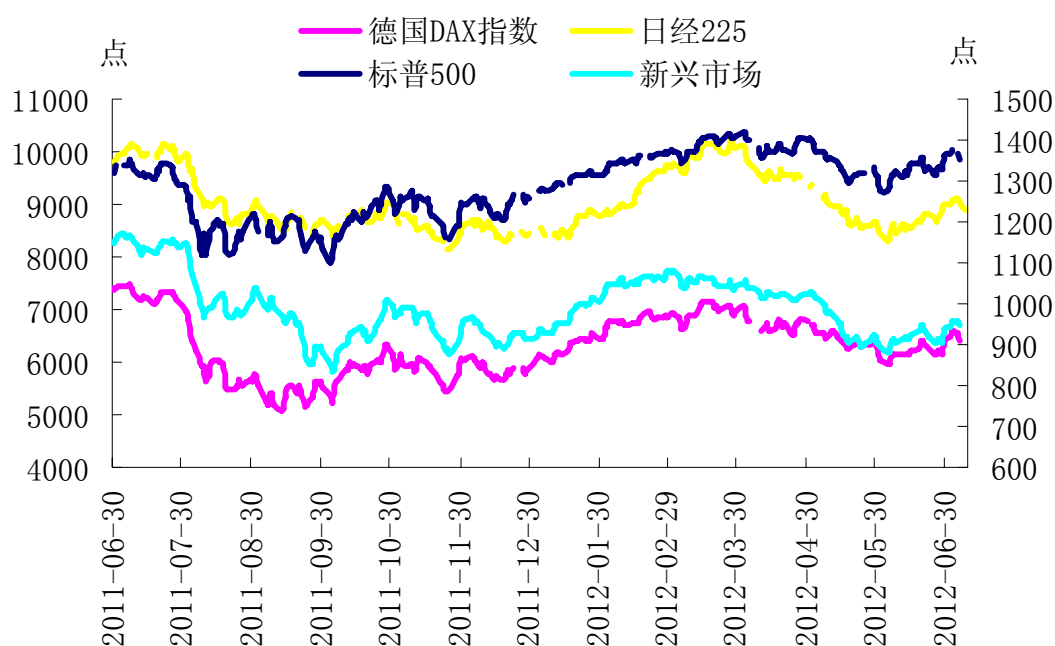


图2 全球主要股指走势图

（三）大宗商品市场剧烈波动，金价油价走势趋于分化

国际大宗商品市场自 2011 年中阶段性见顶以来，基本呈“暴涨暴跌”的剧烈震荡走势。追踪 19 种大宗商品行情的 CRB 指数从 2011 年 7 月中的 349 点一路下跌至 2011 年末的 304 点，随后又在 2012 年 1 季度反弹 6.9%。进入二季度，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，CRB 指数继续大幅下挫，6 月末较一季度高点下跌 16.6%。进入 7 月，美国持续的干热天气导致农产品价格迅速飙升，欧盟启动对伊朗的石油禁运制裁和挪威石油工人罢工迅速推高原油价格，而全球央行共推宽松政策也刺激了黄金价格走高，多方面因素促使 CRB 指数快速反弹，截至 7 月 9 日，CRB 指数报收于 292.7 点，短短 12 个交易日内涨幅超 9%。CRB 指数的巨幅震荡凸现了商品牛市结束后，疲弱的全球经济引致稍有风吹草动就会强烈刺激市场脆弱的神经。

国际金价和油价在年初快速走高后一路下跌，在 6 月先后触底反弹。黄金价格反弹在于其避险属性在 6 月动荡的市场环境中有所激发以及各国央行先后推出宽松的货币政策，而原油价格反弹则是受伊朗核问题事态升级和挪威石油工人罢工等短期因素引发。截至 7 月 9 日，纽约黄金现货价格和 WTI 原油期货价格分别报收于 1587.65 美元/盎司和 85.99 美元/桶。

展望下半年，金价油价可能呈现分化走势。就黄金而言，避险属性有望进一步回归，全球主要经济体实际利率都处于低位甚至负利率状态，各国央行对黄金的持续净买入行为会对金价形成有力支撑，而美国国债上限和财政悬崖问题存在激化可能，将会成为金价加速反弹的催化剂，预计黄金价格有望在下半年重上 1700 美元/盎司。就油价而言，鉴于全球经济放缓将减少对原油的需求，国际原油市场整体已进入供大于求局面，待伊朗核问题阶段性平息后，原油价格可能将继续弱势盘整，预期下半年 WTI 原油期货价格的波动区间为 70-100 美元。

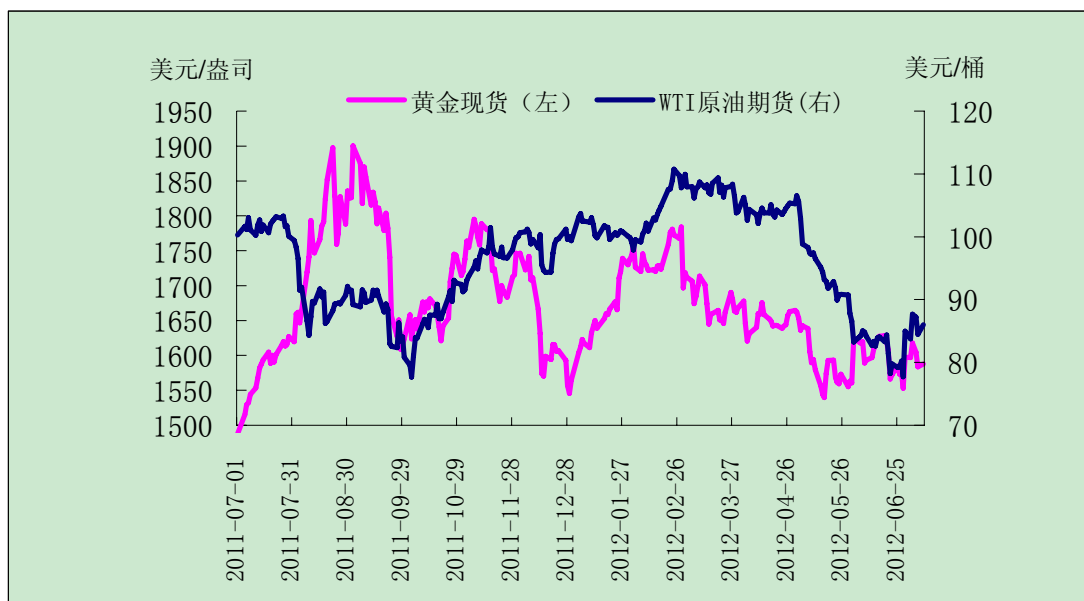


图 3 全球主要股指走势图