

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。



全球协同减速催生“超宽松” 欧债风险暂缓助推“弱美元”

——2012年第三季度国际经济金融走势分析及未来展望

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

郭可为 王婕

Suhong.ma@icbc.com.cn

相关研究：

2012/9/24 《QE3 弱化美元“超宽松”
提升股市——2012年9月国际金融市场述评》

2012/7/16 《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》

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年第三季度，全球经济在“协同减速”效应下复苏势头继续减弱，发达经济体衰退风险加剧，新兴市场经济增长持续放缓。在美欧等经济体竞相加大货币宽松力度、欧债危机有所缓和等因素作用下，市场避险情绪降温，国际金融市场总体向好。欧美新一轮量化宽松政策奠定美元弱势格局，同时推动全球主要股指和大宗商品价格上行，欧元区重债国国债收益率大幅下降。
- 展望第四季度及明年初，全球经济运行可能略有好转，主要经济体仍有进一步加大货币刺激的空间，但全球复苏仍面临三大下行风险：一是欧债风险仍是全球经济复苏和金融系统稳定的最大威胁；二是全球通胀风险明显加大；三是美国“财政悬崖”和国债上限问题能否得到妥善解决是全球复苏面临的重大政策风险。美元对全球主要货币或将保持贬值态势，全球股市有望震荡上行但空间有限，金价将可能再度走高，油价可能维持震荡格局，欧债市场短期趋于平静，但长期难免再度反复。

**Analysis and Outlook for Global Economy and Financial Markets in
2012 3rd Quarter: The Co-deceleration of Global Economy Creates
Super-easing Environment and The Temporary Alleviation of European
Debt Crisis Boosts Weak U.S.Dollar**

Executive Summary

During the third quarter in 2012, the motivation of global economic recovery has been dropping off under the effect of co-deceleration. The recession risk faced by developed economies are exacerbating, and the economic growth of emerging markets continue to slow down. Many economies, including the United States and Euro Zone, have successively strengthened the degree of accommodative monetary policies, and European debt crisis tends to alleviate. Influenced by above-mentioned factors, risk aversion in market appears to be easing, and international financial markets generally go better. The new round of quantitative easing policies implemented by the United States and European countries lay a foundation for weak U.S. Dollar and have boosted the world's major stock indexes and prices of commodities going up as well. At the same time, the treasury yields of heavily indebted Euro Zone members have dropped significantly.

In the near future, global economy is expected to get better slightly, and major economies still have room to further strengthen monetary stimulus. However, global recovery still face the following three downside risks: first, European debt crisis is still the greatest threat to global economic recovery and the stability of financial system; second, global inflation risk significantly increases; third, the problem of “fiscal cliff” and debt ceiling of the United States pose the greatest policy risk for global recovery. U.S. Dollar will maintain a depreciation trend to major currencies, global stock markets are expected to go upward and shock constantly but within a limited scope, the gold price may soar again, the price of crude oil may keep shocking, and European debt market tends to be relatively calm but may change again in the long run.



目 录

一、全球经济走势回顾与展望.....	4
(一) 美国三季度经济增速反弹,“财政困境”将增大未来复苏难度.....	5
(二) 欧洲经济持续衰退,债务危机暂得缓和.....	7
(三) 日本经济或重现停滞,多重风险拖累复苏.....	9
(四) 新兴市场经济增速仍未见底,货币政策有所分化.....	9
二、国际金融市场走势回顾与展望.....	10
(一) 外汇市场: 欧美新一轮量化宽松政策奠定美元弱势格局.....	10
(二) 全球股市: 超宽松推动震荡上行,但年内上涨空间有限.....	12
(三) 大宗商品: 原油趋向窄幅震荡,金价有望再度走高.....	14
(四) 国债市场: 欧债短期风险暂消,长期反复难免.....	16
三、国际经济金融新形势下的关注点及相关建议.....	17

表目录

表 1 全球主要经济体经济增速及预测(单位: %)	5
---------------------------	---

图目录

图 1 美元汇率走势图(2011.01-2012.10)	12
图 2 全球主要股指走势图	14
图 3 国际金价油价走势图	15
图 4 欧美国家 10 年期国债收益率走势图	17

2012年第三季度，全球经济在“协同减速”效应下复苏动力继续减弱，发达经济体衰退风险加剧，新兴市场经济增长持续放缓。受欧债风险有所缓和及发达经济体新一轮量化宽松政策推动，欧元和欧债价格明显反弹，美元大幅走弱，全球主要股指和大宗商品价格震荡上行。展望第四季度及明年初，全球经济运行可能略有好转，但仍面临欧债危机反复、通胀风险加大、美国财政政策不确定性等三大下行风险。总体而言，我们仍然维持年中报告中“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”的判断。从国际金融市场运行来看，美元对主要货币或将保持贬值态势，全球股市有望震荡上行但空间有限，金价可能再度走高，油价有望高位波动，欧债市场短期趋于平静，但长期难免再度反复。

一、全球经济走势回顾与展望

2012年第三季度，全球经济复苏整体形势更趋严峻，美国经济复苏依然乏力，欧洲陷入衰退，日本趋于停滞，新兴市场经济增速持续放缓。为刺激增长，发达经济体在“紧财政”基调不变、基准利率已接近于零的同时，推出更多量化宽松政策；新兴经济体在保持积极财政政策的同时，也纷纷加快货币放松步伐。展望第四季度及明年初，受欧债危机暂时缓和、美国经济复苏步伐可能加快的影响，全球经济运行可能略有好转，但仍面临三大下行风险：首先，尽管欧债危机目前出现阶段性缓和，但危机的根本解决仍将是一个长期而复杂的过程，欧债风险仍是全球经济复苏和金融系统稳定的最大威胁。其次，受全球粮价上涨、发达经济体推出大规模量化宽松政策的影响，全球通胀风险明显加大。再次，美国“财政悬崖”和国债上限问题能否得到妥善解决关乎美国经济复苏的可持续性，也是全球复苏面临的重大政策风险。从政策走向看，主要经济体仍有进一步加大货币刺激的空间，但空间将随着未来可能出现的通胀上行和经济回升趋势而不断减小。根据国际货币基金组织（IMF）2012年10月发布的预测，2012年全球经济增长率将达到3.3%，其中发达经济体增长1.3%，新兴和发展中经济体增长5.3%。



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	1.8	2.0	1.3	2.0	2.2	2.0
欧元区	1.4	0	-0.4	-0.8	-0.5	-0.4
英国	0.8	-0.1	-0.5	-0.5	0.1	-0.4
日本	-0.8	5.3	0.7	0	0.3	2.3
印度	6.8	5.3	5.5	5.1	5.0	5.1
发达经济体	1.6	——	——	——	——	1.3
新兴市场	6.2	——	——	——	——	5.3
全球	3.8	——	——	——	——	3.3

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。

（一）美国三季度经济增速反弹，“财政困境”将增大未来复苏难度

美国三季度经济呈现 7、8 两月偏弱，9 月转强的特点，总体可概括为经济低速增长，就业增长动能不足，消费增长相对稳定，房地产市场加快复苏，工业产出转弱，通胀压力阶段性缓解后再现反弹迹象。随着暖冬偿还效应的结束，美国三季度 GDP 增速较二季度 1.3% 的增长将有所反弹，预计达到 2.0%。就业形势依然不容乐观，虽然失业率较前期有所下降并于 9 月创下 7.8% 的 4 年来新低，但更能反映就业改善的新增就业人数却在 7-9 月连续三个月减少。具体来看，实际个人消费支出保持稳定增长，7、8 两月个人消费支出（PCE）分别同比增长 1.3% 和 1.5%。销售情况也进一步好转，9 月零售销售同比增长 5.4%。此外，10 月密歇根大学消费者信心指数达到 83.10，为 5 年来的最高点。三季度企业生产出现转弱迹象，工业产出仅同比增长 2.91%，较二季度的 4.88% 大幅回落。但另一方面，重要的先行指标——美国供应商管理协会制造业指数（PMI）则反映了一些积极的信号，经过连续三个月低位徘徊后，该指数于 9 月再次站上 50 的荣枯分水岭，达到 51.5。同时，美国房地产市场复苏态势显著，新屋和成屋销售持续增长，9 月新屋开工数升至四年高点，全美建筑商协会（NAHB）住房市场指数在时隔 6 年后于 9 月重新站上 40。

展望未来，美国将在复杂的内外环境中继续艰难复苏。四季度是美国传统的消费旺季，消费者信心回升将有利于个人消费继续保持增长。同时，QE3 的出台将加快美国房地产市场的复苏步伐，从而在一定程度上刺激就业和消费增长。QE3 推出使美国 30 年期住房抵押贷款利率进一步走低，10 月已达到 3.36% 的历史低点，其政策效果已开始显现。但与美国当前面临的诸多下行风险相比较，上述积极因素并不能使我们对未来感到乐观。

首先，财政政策的不确定性是美国当下面临的最大风险。一方面，日趋紧迫的“财政悬崖”问题已成为市场忧虑的焦点。如果所有减税法案、自动削减支出计划等如期终止或启动，美国财政紧缩幅度最高将超过 6000 亿美元，这将直接使美国经济陷入衰退。另一方面，美国公共债务可能在 2012 年底再次触及上限，由于美国尚未形成可信赖的中期财政整顿计划，届时美国国债收益率将再度面临突然走高的风险，从而打击投资者信心。虽然上述不确定性极可能在历经博弈后由民主、共和两党达成妥协而得以解决，但在此之前市场信心已经受到严重冲击，尤其将延迟企业投资的步伐。第二，美国外围环境显著恶化，欧元区危机已经通过贸易、金融市场、恐慌情绪传播等渠道给全球经济带来负面冲击，全球主要经济体增长明显放缓，美国对外出口已连续三个月下滑，对外贸易逆差继续扩大，且该趋势短期内难以扭转，目前美国经济增长的动力只能依赖于国内因素。第三，自今年 5 月以来维持的温和通胀水平再现上行迹象，美国 9 月 CPI 和核心 CPI 分别同比增长 2%，而 PPI 和核心 PPI 分别同比增长 2.2% 和 2.3%。受 9 月美国国内汽油价格大涨 7% 影响，能源 PPI 和 CPI 分别环比上涨 4.7% 和 4.3%，而 QE3 也已推高主要大宗商品价格，加之今年美国大旱将导致食品 CPI 再度走高，在上述因素共同作用下，预计美国 CPI 增速将在今年年底继续反弹，达到 2.2%，从而增加企业和消费者的成本。

从货币政策走向看，美联储于 9 月推出了市场热望的 QE3，决定以每月 400 亿美元的速度额外购买机构住房抵押贷款支持证券，并将该计划持续到劳工市场出现“实质性改善”。QE3 的推出直接利好美国房地产市场复苏，有助于改善低学历劳动者就业，并在一定程度上对抗“财政悬崖”临近给市场信心造成的负面



冲击。其代价是加大全球通胀风险，并引发世界各国“连锁性宽松和竞争性货币贬值”，但考虑到当前全球经济处于下行周期，QE3的不利影响将显著小于QE2。当前需要关注的是“QE3推出后，美联储还有多少政策筹码”？答案是“几乎消耗殆尽”。这意味着2013年初美国有可能陷入财政政策与货币政策的双僵局。

综合考虑上述多重因素，我们认为在QE3的短期刺激效应下，美国经济在四季度将继续温和复苏，预计第四季度实际经济增长有望达到2.2%，全年经济增长率为2%左右。而“财政悬崖”的解决进度将取决于大选结果，对经济的负面影响将在2013年初集中体现，届时美国经济增速可能再次回落至2%以下。

（二）欧洲经济持续衰退，债务危机暂得缓和

2012年前两个季度，欧元区GDP同比增长率分别为0和-0.4%，第三季度GDP预估增长率为-0.8%，全年衰退已成定局。从主要宏观指标运行情况看，区内工业产值、消费开支、固定资本形成、政府支出等经济指标仍处于全面下滑过程中，作为重要领先指标的制造业采购经理人指数（PMI）也已连续14个月处于荣枯线以下，欧元区失业率至8月份已经连续3个月维持在11.4%的历史高点。从主要成员国经济增长情况看，在边缘国家深陷衰退泥沼的同时，作为欧洲经济“发动机”的德国经济增长动力也明显衰减，预计2012年德国经济增长率将从2011年的3.1%大幅放缓至0.9%，而西班牙、意大利、葡萄牙、希腊经济增长率分别为-1.5%、-2.3%、-3.2%、-6.5%。从政策走向看，在财政刺激空间受限的情况下，欧洲央行进一步加大货币宽松力度，继2012年7月将利率降至0.75%的历史新低后，又于9月份宣布新的量化宽松政策“直接货币交易计划”（OMT）。由于欧元区核心通胀仍在可控范围内，年内欧洲央行仍有进一步降息空间。展望年内，随着欧债危机近期趋于缓和及市场恐慌消退，危机国融资成本有所下降，欧元区经济衰退幅度有望缩窄，但全年衰退已成定局。预计欧元区第四季度GDP增长率为-0.5%，2012年全年经济增长率为-0.4%。

从明年形势看，欧元区经济仍面临较大下行风险：一是财政紧缩压力依然沉重，继2012年大幅削减财政支出之后，西班牙、意大利和希腊2013年还将分别削减400亿、255亿和73亿欧元公共开支。二是银行业持续“去杠杆化”将进

一步打击疲弱不堪的经济，IMF 预计 2013 年底欧洲主要银行的资产总额将较目前缩水 2.8 万亿美元，导致边缘国家信贷供给收缩 9%。三是主权债务危机在中长期的反复发酵仍然难免，这不仅导致市场剧烈震荡及融资成本上升，还会沉重打击企业和消费者的信心，进而拖累经济复苏。预计欧洲经济 2013 年有望摆脱衰退，但出现大幅回升的可能性不大，总体增长形势仍将十分疲弱。

从欧债危机的演化来看，西班牙和希腊仍是市场焦点。西班牙经济衰退、公共债务水平攀升、银行业资产质量恶化之间构成恶性循环三角，很可能成为下一个申援对象。希腊尚未与国际债权人就新一轮紧缩计划及援助资金达成协议，“脱欧”风险仍存。此外，意大利的潜在风险令市场疑虑仍存。从欧债危机的解决步伐来看，继 2012 年 6 月欧盟峰会就欧洲稳定机制 (ESM) 的救助方式、一揽子经济刺激计划等措施达成一致之后，欧洲近期在危机救助政策方面再次取得重要进展：一是 9 月份欧洲央行宣布无限量购债计划 (OMT)，在 ESM 对危机国启动救助机制的前提下，欧洲央行还可无限量购入危机国国债，且购入的债券没有优先级地位，这将有利于进一步消除市场恐慌、压低危机国的融资成本。二是 10 月 8 日欧元区财长会议正式启动了欧洲稳定机制 (ESM)，以增强欧元区应对主权债务危机的防卫能力。作为欧盟具有法律基础的永久性援助资金机制，ESM 获得放行并投入实施，使欧债危机集中爆发的概率以及欧元区解体概率均大幅降低。三是 10 月 19 日欧盟峰会就欧元区统一银行监管机制达成一致，为 ESM 直接向欧洲银行业注资提供了制度保障，并有助于切断危机蔓延的链条。需要强调的是，尽管近期多项政策出台使欧债市场风险明显缓和，但欧洲强化财政纪律约束以及推进财政一体化进程仍处于艰难的博弈过程中，经济恢复增长及提升竞争力更是有待时日。总体而言，欧债危机近期出现严重失控的可能性不大，但危机的根本解决仍将是一个长期的过程。从下一步政策走向看，细化并落实统一银行监管制度、建立“银行业联盟”以打破主权债务危机和银行业危机之间的恶性循环是当务之急，而通过统一财政政策由“货币联盟”走向“财政联盟”则是解决欧债危机的关键所在。



（三）日本经济或重现停滞，多重风险拖累复苏

受益于节能产品补贴政策以及灾后重建对消费和投资的拉动效应，日本经济2012年上半年维持温和增长。但近来日本经济放缓趋势明显，日本二季度实际GDP按年率增长0.7%，较一季度的5.3%大幅减弱，三季度经济增长可能继续放缓至零增长。究其原因：一是出口受欧债危机以及全球经济放缓的影响呈现疲态；二是中日关系恶化重创日本对华贸易与投资；三是日元在日本央行连续扩大量化宽松规模的背景下依然保持强势并吞噬日企的利润空间。展望未来，重建需求对日本经济的拉动作用仍将延续但会逐渐减弱。而全球经济放缓、中日关系恶化与日元强势打压出口、节能补贴政策到期不利于消费、电力供应不足制约生产、债台高筑的财政问题等因素都将拖累日本四季度经济增长。预计日本第四季度实际GDP增长为0.3%，2012年全年为2.3%。从政策方向看，虽然日本央行于9月19日宣布进一步扩大量化宽松规模至80万亿日元，但面对持续走弱的经济形势，预计日本央行最快在10月底又将加码量化宽松规模。此外，日本政府还将坚持扩张性财政政策，以加大对灾后重建以及经济放缓的支持力度。

（四）新兴市场经济增速仍未见底，货币政策有所分化

2012年前三季度，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，第二季度巴西GDP同比增速仅为0.49%，连续9个季度放缓；俄罗斯当季GDP增速大幅放缓至4.0%，而印度则仍保持5.5%的低速增长。随着经济增长持续放缓及通胀压力缓解，主要新兴经济体在今年上半年加快货币宽松步伐，年初至10月15日，巴西、中国、印度、韩国和印尼分别降息525个、56个、50个、50个和25个基点。但随着下半年全球食品价格居高不下，加之近来全球央行推出新一轮的量化宽松政策，新兴市场通胀率出现高位反弹，巴西和印度9月份CPI分别小幅反弹至5.3%和9.7%，而9月俄罗斯CPI则从6月的3.8%大幅反弹至6.0%。在此背景下，新兴市场经济体的货币政策开始出现分化。为了刺激经济增长，10月中上旬巴西和韩国央行分别降息25个基点，巴西基准利率已降至7.25%的历史低点；包括中国、印尼、菲律宾和印度在内的诸多亚洲新兴经济体均选择按兵不动；为抑制通胀反弹，俄罗斯央行

于 9 月加息 25 个基点至 8.25%，这是今年以来首个加息的新兴经济体。预计大部分新兴经济体都还有进一步放松货币政策的空间，但空间将随着未来通胀和经济可能出现的反弹趋势而不断减小；部分通胀反弹势头迅猛的经济体将可能陆续实现货币政策从宽松向收紧的反转。预计 2012 年新兴市场经济增速将可能由 2011 年的 6.2% 放缓至 5.3%，CPI 或将由 2011 年的 7.2% 降至 6.1%。

二、国际金融市场走势回顾与展望

2012 年第三季度，在美欧等主要经济体竞相加大货币宽松力度、欧债危机有所缓和等因素作用下，避险情绪有所降温，金融市场流动性总体充裕。欧美新一轮量化宽松政策奠定美元弱势格局，同时推动全球主要股指和大宗商品上行，欧元区重债国国债收益率大幅下降。展望未来，美元对全球主要货币或将保持贬值态势，全球股市将震荡上行但空间有限，金价有望再度走高，油价可能维持震荡格局，欧债市场短期趋于平静，但长期难免再度反复。

（一）外汇市场：欧美新一轮量化宽松政策奠定美元弱势格局

2012 年 9 月欧美新一轮量化宽松政策纷纷出台，致使全球外汇市场出现较大变化：其一，随着 8 月份市场对 QE3 政策出台预期的逐渐强化，美元指数已开始从高位走低，美联储正式推出 QE3 政策进一步奠定了美元的弱势格局，致使美元指数继续在低位震荡盘整。截至 2012 年 10 月 15 日，美元指数收于 79.742，较 6 月末下跌 2.31%；二是受欧洲央行推出无限量购买欧元区成员国主权债券计划（OMT）和德国高院有条件批准欧洲永久性救助基金（ESM）的提振，市场对欧元的信心显著修复，推动欧元对美元汇率在 9 月 14 日攀至 1.313 的近期新高，欧元较 7 月 23 日的近期低点升值 8.3%。截至 10 月 15 日，欧元对美元收于 1.2949，较 6 月底升值 2.22%。三是虽然 QE3 的推出令作为主要避险货币的日元面临升值压力，但日本央行 9 月 19 日出台的量化宽松政策则抑制日元升值，致使日元对美元汇率震荡加剧。截至 10 月 15 日，日元对美元收于 78.65，日元较 6 月底小幅升值 1.43%。四是受美联储 QE3 政策推动美元贬值影响，新兴市场货币汇率一改第二季度大幅贬值的颓势，在 8 月和 9 月呈现不同程度的被动升值趋



势，除巴西雷亚尔在政府进行外汇市场干预后保持震荡以外，其他金砖国家货币均较美元出现不同程度走强。截至 2012 年 10 月 15 日，印度卢比、俄罗斯卢布和巴西雷亚尔对美元分别较 6 月底升值 7.1%、4.2%和 1.9%。

展望后市，全球新一轮量化宽松政策演进以及欧债危机演化走向是决定汇率市场走势最重要的两个决定因素。预计 QE3 出台及欧债短期风险缓和将使年内美元对其他主要货币仍保持总体贬值态势。需要指出的是，虽然 ESM 启动使欧债危机集中爆发的概率、欧元区解体的概率均大幅降低，但希腊和西班牙等国的融资计划和银行业危机难免出现短期反复，可能引发市场避险需求再次上升，致使美元汇率小幅反弹。预计年内更多经济体央行可能会实施的宽松货币政策，将可能导致全球流动性增加，一方面可能加剧全球外汇市场的震荡幅度，另一方面致使资金流出新兴市场势头有所缓解，新兴市场货币将在短期内将可能出现反弹趋势。在上述情况下，更多新兴经济体在继续推出宽松货币政策的同时，还会加大对对本币的干预力度，迫使本币贬值，以争夺本来已经大幅缩水的出口市场。一旦新兴经济体步入“竞争性贬值”，不仅将导致全球贸易出现大幅波动，复苏将更加艰难，爆发“汇率战”和“贸易战”的概率将有所上升。总体而言，美国经济相对其他发达经济体表现优异对美元构成支撑，再加上新兴市场自身经济增长脆弱性和波动性较大，新兴市场经济体货币短期反弹将难以长期持续，未来仍将保持低位反复震荡局势。

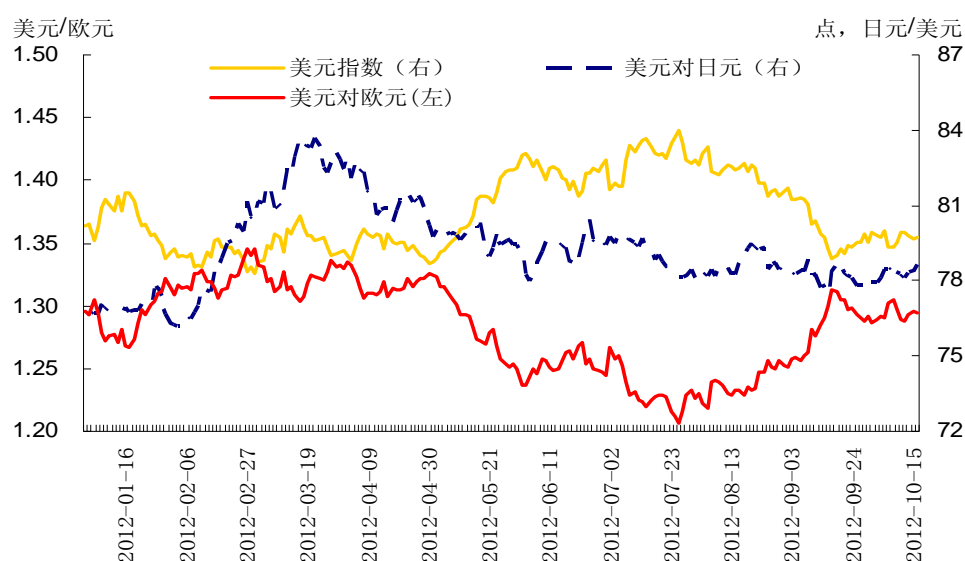


图 1 美元汇率走势图 (2011.01—2012.10)

(二) 全球股市：超宽松推动震荡上行，但年内上涨空间有限

2012 年三季度以来，全球股市基本呈现震荡上行走势。主要是由于美欧等经济体竞相加大货币宽松力度、欧债危机有所缓和以及美国经济复苏数据出现改善等因素共同推动。截至 10 月 15 日，全球股市市值较 6 月末增长 2.6 万亿美元至 50.6 万亿美元，上涨幅度为 5.4%。

美国股市三季度以来走势良好，主要原因是部分就业、房地产和零售数据令人惊喜、美联储推出 QE3、部分标杆企业三季度业绩超预期等。截至 10 月 15 日，道琼斯工业指数、标普 500 指数和纳斯达克指数较 6 月末分别上涨 4.2%、5.7% 和 4.4%。展望未来，美股延续强势的概率较大，主要是由于美国经济基本面向好的信号逐渐增强：美国 9 月失业率降至 7.8%，创下 2009 年 1 月以来的新低；9 月新屋开工率创下 2008 年 7 月以来的新高；而零售销售率截至 9 月已连续三个月增长，以上信号均显示美国经济渐入佳境，美股盈利前景值得期待。但美国经济面临的不确定因素也很多：首先是美国债台高筑的财政模式是重大隐患。美国公共债务已突破 16 万亿美元，而 2013 年又面临“财政悬崖”。其次，QE3 刺激经济的效力尚待观察。这些因素使美股的上行空间受到挤压。

欧洲股市三季度以来在欧美央行竞相加大货币宽松力度、欧洲稳定机制正式



启动等利好的推动下强势反弹。截至 10 月 15 日，德国 DAX30 指数、法国 CAC40 指数、英国 FTSE100 指数、西班牙 IBEX35 指数较 6 月末分别上涨 13.2%、7.0%、4.2%和 8.5%。展望欧股后市应考虑三方面：首先，西班牙何时向欧盟申请救助悬而未决，而推迟求援造成的不确定性有可能使西班牙经济衰退加剧，推升欧盟和西班牙最终的救援成本。其次，希腊与由欧盟、欧洲央行及 IMF 组成的“三驾马车”已经接近达成财政紧缩协议，希腊获得援助资金的概率较大。第三，欧元区经济年内仍难有起色，区内工业产值、消费开支等主要经济指标仍处于全面下滑过程中，在危机国持续衰退的同时，作为欧洲经济“发动机”的德国经济增长动力也明显衰减。短期来看，欧洲的形势正朝着有利的方向前进；但长期来看，欧元区经济低迷对欧股上行形成制约。

日本股市三季度以来随着本国经济增长大幅放缓而明显走弱。截至 10 月 15 日，日经 225 指数较 6 月末下跌 4.8%。展望未来，考虑到重建效应逐渐减弱、全球经济增长放缓、日元强势以及中日关系恶化等不利因素，年内日本股市上行动力微弱，维持弱势震荡的概率较大。

新兴经济体股市三季度以来在欧美股市震荡上行的提振下有所上扬，截至 10 月 15 日，巴西 BOVESPA 指数、印度孟买 30 指数和俄罗斯 Micex 指数较 6 月末分别上涨 9.7%、7.4%和 4.0%。展望未来，新兴经济体股市在全球经济放缓与新一轮货币宽松的背景下面临更多不确定性和下行风险，但在外围股市的带动下或有反弹的机会。

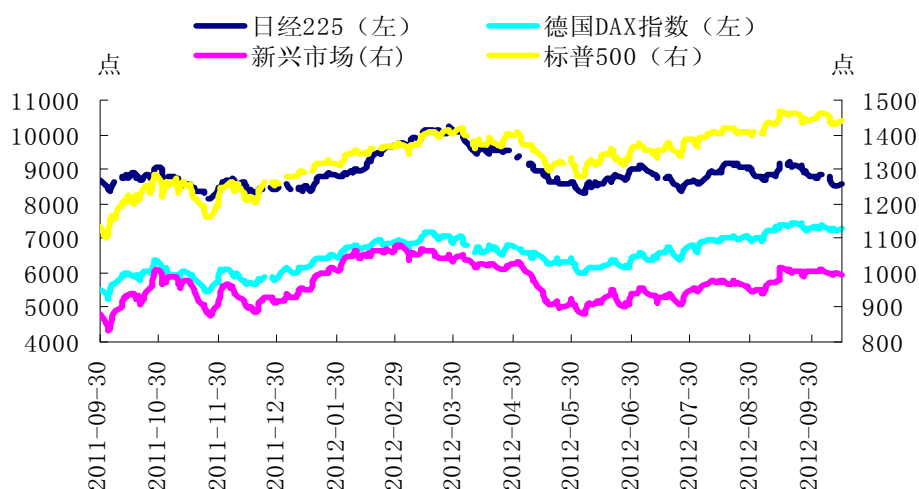


图 2 全球主要股指走势图

（三）大宗商品：原油趋向窄幅震荡，金价有望再度走高

如果有人问三季度全球金融市场表现最好的板块是谁？毫无疑问，当属“大宗商品”。7月以来，受美国大旱引发农产品减产预期、伊朗石油禁运制裁启动、欧洲央行推出 OMT 计划及美联储最终推出 QE3 等一系列事件影响，国际大宗商品市场展开了连续、轮动的上涨热潮，并相继在 9 月上旬达到季度高点。整个三季度，追踪 19 种大宗商品行情的 CRB 指数最高上涨 13%，其中国际黄金、原油、玉米、大豆、铜价格分别最高上涨 11%、18%、32%、22%和 10%。9 月中旬后，在 QE3 预期实现、美国大旱缓解、市场获利回吐等因素驱动下，各类商品陆续出现回调。截至 10 月 15 日，CRB 指数报收于 304.55 点，纽约黄金现货价格和 WTI 原油期货价格分别报收于 1737.4 美元/盎司和 91.85 美元/桶，分别较前期高点回调 5.3%、2.9%和 7.2%。

综合三季度大宗商品走势，以 QE3 为代表的全球央行宽松政策联动成为决定商品价格走势的最核心因素（农产品价格还同时受到极端天气的影响），这种影响在未来仍将持续，全球央行共同释放的流动性将抬升未来的通胀水平，并对大宗商品价格形成一定支撑。但短期来看，商品市场已经基本吸收了宽松政策的影响效果，加之当前全球经济复苏乏力，对大宗商品的有效需求显著低于 QE1 和



QE2 时期，因而目前大多数商品短期都不具备再度大幅上涨的动能，经过 9 月下旬以来的获利回调后，将在四季度保持窄幅震荡格局。

具体到国际原油和黄金价格，二者在四季度的走势将存在一定差异。原油再次呈现了与 QE1 和 QE2 实施后类似的“奇怪”走势，即在量化宽松政策宣布实施后油价随即出现 10-20 天的连续下跌，此后再止跌回升。因此，我们预计 10 月初的 88 美元/桶将成为油价的阶段低点。由于中东和北非的地缘政治局势依然不稳定，且北半球取暖季到来将增加原油需求，未来原油价格将得到一定支撑。而根据美国能源信息署最近公布的数据，10 月美国国内原油产量持续上升，并创下历史新高，且国内原油库存处于 5 年来的高位，四季度美国国内原油供给将保持充足。两相平衡，预计四季度 WTI 原油期货价格在小幅反弹后维持窄幅震荡格局，震荡区间为 90-105 美元/桶。

作为货币宽松政策和全球经济低迷最大的受益者，黄金的价格在 QE3 宣布实施后继续强势走高，直到 10 月初美国公布一系列较好的经济数据才出现显著回调。因此，在大规模的宽松政策实施完毕后，四季度金价走势将取决于全球宏观经济风险，特别是美国的局势。回想去年 8 月美国债务问题升级引发国际金价在避险情绪推动下出现爆发性上涨，今年年底美国面临的财政悬崖和再次达到国债上限很可能促使上述一幕重现，预计金价经过一定回调盘整后，将在年底再次大幅走高，有望触及 1850 美元/盎司。

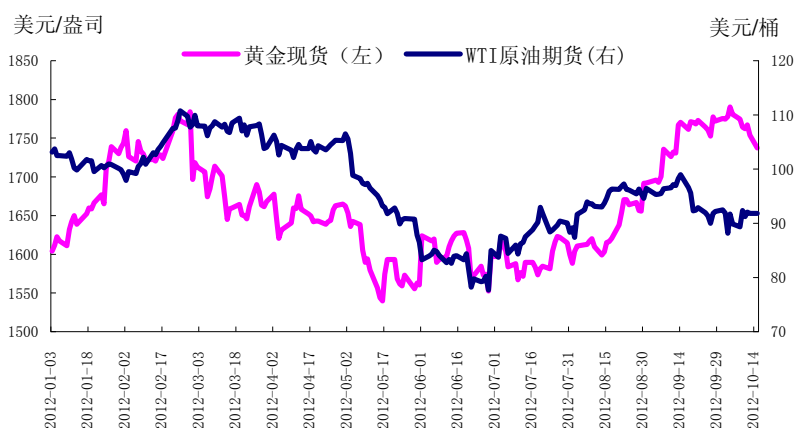


图 3 国际金价油价走势图

（四）国债市场：欧债短期风险暂消，长期反复难免

自 7 月末以来，受欧债危机有所缓和的影响，欧洲边缘国家的国债收益率大幅下降，反映出市场恐慌有所消退、危机国融资成本明显下降。截至 10 月 17 日，西班牙、意大利和希腊 10 年期国债收益率分别收于 5.47%、4.77%、17.46%，均创下自一季度末以来的新低。受避险情绪缓解的影响，作为全球资金及欧洲资金“安全港”的美国国债及德国国债收益率稳中略升，美国和德国 10 年期国债收益率分别收于 1.81%和 1.63%。

近期欧债市场风险暂时缓解的主要原因如下：一是欧洲在危机救助方面迈出新步伐，9 月份欧洲央行宣布直接货币交易计划（OMT）将以无限量冲销式购买危机国国债，10 月 8 日欧元区财长会议正式启动“欧洲稳定机制”（ESM），以立法形式确立了欧元区成员国风险共担和联合救助的永久性机制，上述政策对于阻断欧债危机在市场风险层面的蔓延具有重要作用。二是德国态度有所缓和，德国高院裁定 ESM 合法及德国总理访问希腊，使德国继续参与救助和解决欧债危机的态度更为明确，作为欧元区第一大经济体及救助资金头号出资国，德国态度的转变进一步增强了市场关于欧债危机解决前景的信心。三是穆迪 10 月 17 日维持西班牙主权债务评级在投资级，反映了该国国债的市场融资风险减弱及政府推进财政巩固和结构性改革的成效，提振市场信心。四是市场预计近期希腊与国际债权人将达成新一轮紧缩协议并获得下一笔援助资金。

总体而言，尽管欧债市场暂时趋于平静甚至乐观情绪上升，但由于欧债危机演进的长期性与复杂性，市场风险难免再度反复，重债国国债收益率继续大幅下行的空间有限，更可能维持高位震荡格局。从短期看，若西班牙申请外部援助，意大利恐成为下一个市场焦点。从中期看，若欧盟在银行业一体化、统一财政政策等方面不能获得预期进展，市场信心将再受打击。从长期看，如果欧元区经济不能早日恢复增长和提升竞争力，欧债危机仍将难以根除且会反复演化。

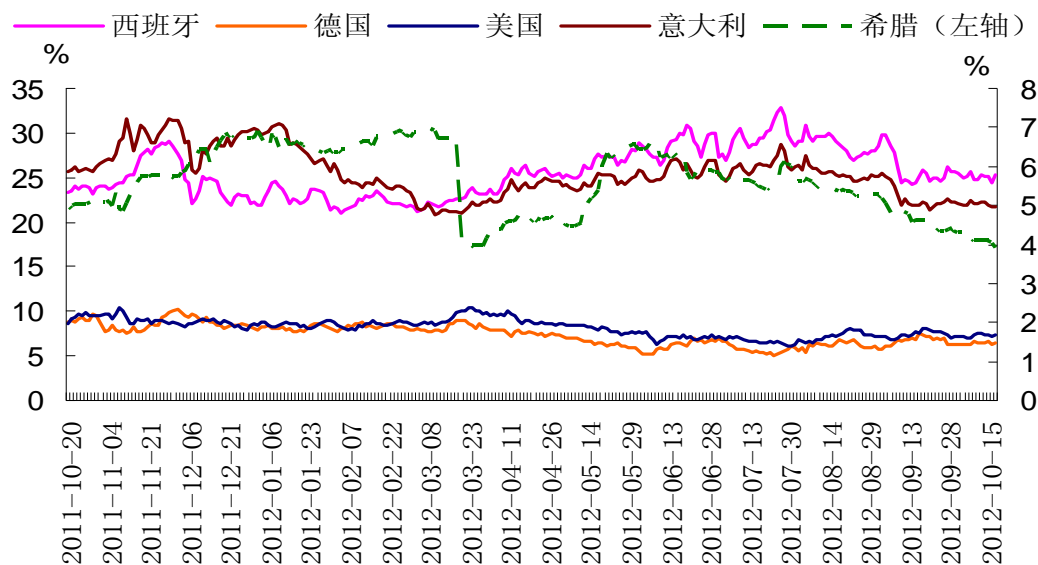


图 4 欧美国家 10 年期国债收益率走势图

三、国际经济金融新形势下的关注点及相关建议

——针对全球经济复苏总体疲弱的态势，我们要把握好两方面：一是从时间序列方面，既要看到短期内刺激力度加大可能使全球经济出现相对回升的积极信号，又要做好长期内全球经济因缺少新增长点而难以摆脱“弱增长”的充分准备。二是从区域角度看，与全球金融危机后新兴市场引领全球经济增长的格局有所不同，当前全球经济出现协同减速，我们既要看到新兴市场对于推动全球经济增长的正能量及巨大潜在空间，又要理解新兴市场增长模式的外部依赖性导致其未能与发达经济体进行深层次脱钩的客观事实。

——针对欧债危机的演化态势，我们同样也应从短期与长期、有利与不利两方面来把握：一是正如我们在年中报告中所提示的，应清醒地看到“欧债危机具有的长期性与复杂性”，但与此同时，我们也不应忽视欧洲在危机解决方面迈出的实质步伐以及欧债危机出现的阶段性缓和，并应主动进行波段操作，以有效把握市场风险偏好变化及金融市场回暖带来的机会。二是辩证看待欧债危机演化及欧洲经济衰退给中欧合作带来的“危”与“机”，既要看到危机演化给中欧双边贸易带来显著不利影响，也要看到中欧优势互补背景下双边投资及技术合作出现

的新机遇。

——在全球主要经济体纷纷加大货币宽松力度，特别是发达经济体推出新一轮量化宽松政策的背景下，我们应关注以下方面：一是在全球金融市场流动性总体充裕、国际融资利率低廉的情况下，企业融资将迎来有利时期，但由于需求仍然疲弱，企业对于扩大投资可能更多持观望态度，而融资成本下降、经济下行导致资产重组等因素有望使跨国并购交易量明显增加。二是针对“超宽松”导致全球通胀预期有所上升的情况，应在相关资产配置中加大“抗通胀”资产的占比，以提前迎接新一轮通胀上行周期的到来。三是 QE3 等量化宽松政策出台可能导致国际资本流向发生变化，资金流出新兴市场的势头有望得到缓解，但由此导致的新兴经济体货币升值压力加大恐再次引发“汇率战”及“贸易战”。