

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。



财政危机阴霾未散 全球经济艰难前行

——2012 年国际经济金融走势分析及 2013 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 程实

宋玮 郭可为 王婕

suhong.ma@icbc.com.cn

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。

- 受多重因素的交织影响，2012 年全球经济运行环境更为艰难复杂，总体复苏步伐明显放缓。主要经济体复苏态势分化，美国经济略有改善，欧洲、日本重陷衰退，新兴经济体增长持续减速。国际金融市场流动性总体充裕，特别是下半年以来欧债危机出现缓和带动投资者风险偏好改善，资金更多由美元、美债等避险资产流向欧元、欧债、股市等风险资产，欧洲重债国融资成本高位回落，美元先扬后抑、欧元强势反弹，全球股市总体上涨，大宗商品价格高位震荡。
- 展望 2013 年，全球经济将继续温和回升，整体形势将好于 2012 年，其中美国有望持续复苏，欧洲和日本经济渐趋稳定，新兴经济体小幅反弹。从政策走向来看，发达经济体仍将“紧财政、宽货币”，新兴经济体趋向“宽财政、稳货币”。预计美元有望震荡升值，全球股市总体向好，金价或“前高后低”，油价将震荡调整。
- 面对未来全球经济有望温和复苏但动力仍显不足、欧债危机趋于缓和但风险犹存的大环境，中资银行应重点关注以下几方面：第一，发达经济体反危机措施对中国经济及金融体系带来的挑战；第二，“第三次工业革命”及发达经济体“再工业化”趋势对全球产业格局变动及技术创新的影响；第三，全球新一轮政治周期下的政策风险；第四，欧美金融监管改革的最新进展及其对中资银行在相关市场经营的影响。

Analysis of 2012 Global Economy and Financial Markets and Outlook for 2013: Fiscal Crisis Is Still with Us, Global Economy Struggles on

Executive Summary

Influenced by multiple factors, global economy environment in 2012 was more complicated and harder, so the pace of economic recovery slowed down apparently. The recovery trends of major economies began to diverge. The United States improved slightly, Europe and Japan fell back into recession, and the growth of emerging market economies continued to slow down. As to international financial markets, the liquidity was sufficient in general. Especially since the later half year of 2012, the alleviation of European debt crisis has improved investors' risk preference, more funds have been flowing from safe-haven assets, such as US Dollar and US bonds, into risky assets, such as Euro, European bonds and stocks.

Looking into 2013, global economy will continue to recover modestly, and the overall situation will be better than that in 2012. Sustained recovery of the United States is expected, the economy of Europe and Japan are inclined to stabilize and the growth of emerging market economies will rebound slightly. US Dollar is expected to appreciate and shock constantly, global stock markets will be prosperous on the whole, the price of gold may rise first and fall later, and the price of crude oil is inclined to maintain fluctuating.

Under the current global environment, we should pay more attention to the following aspects: first, the challenges brought by anti-crisis measures of developed economies to China's economy and financial system; second, the influence of The Third Industrial Revolution and re-industrialization strategy of developed economies on global industrial pattern and technology innovation; third, the policy risks hidden in a new round of global political cycle; the last but not least, the new development of the financial regulation reform fulfilled by developed economies and its impact on ICBC.

Key words: global economy, European debt crisis, financial market, accommodative monetary policy, modest recovery



目 录

一、全球经济走势回顾与展望.....	4
（一）美国经济复苏态势明朗，政策风险仍需高度关注.....	6
（二）欧洲经济重陷衰退，调整之路艰难漫长.....	7
（三）日本经济重陷技术性衰退，未来面临多重风险.....	8
（四）新兴市场经济增长放缓，通胀风险犹存.....	9
二、国际金融市场走势回顾与展望.....	10
（一）欧债危机缓和，重债国融资压力下降.....	10
（二）全球汇率大幅波动，美元有望震荡升值.....	12
（三）全球股市扭转颓势，未来仍将震荡上行.....	13
（四）金价或先涨后跌，油价将震荡调整.....	14
三、国际宏观经济金融新形势下中资银行关注点.....	16

图目录

图 1 部分发达经济体 10 期国债收益率走势图	11
图 2 全球汇率市场走势（2011.12-2012.12）	13
图 3 全球主要股指走势图	14
图 4 国际黄金石油价格走势	16

表目录

表 1 全球主要经济体经济增速及预测	6
--------------------------	---

2012 年，全球经济在徘徊、挣扎及踟蹰中艰难前行。美国经济略显曙光，但财政悬崖风险阴云未散；欧洲深陷危机泥潭，难以自拔；日元强势及中日关系恶化使日本通缩经济雪上加霜；新兴经济体陷入增长放缓和通胀高企的两难境地。为应对财政困局和减债压力，发达经济体竞相加大量化宽松规模，并纷纷祭出贸易保护手段，但收效甚微，且负面外溢效应波及全球。国际金融市场在财政危机的重压下持续动荡，反映出市场信心基础十分脆弱。展望 2013 年，全球经济增长预计略有改善，但仍充满变数和挑战，复苏进程长期缓慢。发达经济体将在高债务、高失业、低增长和低投资的所谓“新常态”中步履蹒跚，以金砖国家为代表的新兴市场有望为世界经济带来一抹亮色。各主要经济体均面临着经济发展和实现增长的重大考验，但政策重心有所分化，发达经济体将“紧财政、宽货币”，新兴经济体趋于“宽财政、稳货币”。欧债危机久拖不决、美国财政及债务问题恶化、全球流动性过剩、贸易保护主义升温、地缘局势紧张等因素将是 2013 年全球经济复苏和国际金融市场运行面临的主要风险。

一、全球经济走势回顾与展望

2012 年是全球金融危机后的第三个复苏年，但在欧债危机持续发酵、大选之年多国政权更迭、地缘局势持续紧张、极端气候灾害频发等多重因素的交织影响下，全球经济运行环境更为艰难复杂，总体复苏步伐明显放缓。预计 2012 年全球经济增长率为 3.3%，其中发达经济体和新兴经济体经济增速分别为 1.3%和 5.3%，全年经济走势呈以下特点：一是主要经济体复苏态势分化，美国经济略有改善，欧洲、日本重陷衰退，新兴经济体增长持续减速；二是欧盟为应对和解决欧债危机推出的一系列措施取得一定成效，危机有所缓和；三是发达经济体在削减债务和财政整顿的同时，通过超宽松货币和结构性改革的政策组合来刺激增长；四是受全球需求低迷和能源价格涨幅放缓的影响，除少数新兴经济体通胀略有反弹之外，全球通胀水平总体回落并处于可控区间。

展望 2013 年，全球经济将实现温和回升且整体形势好于 2012 年，其中美国



有望持续复苏，欧洲和日本经济渐趋稳定，新兴经济体小幅反弹。预计 2013 年全球经济增长率为 3.6%，其中发达经济体和新兴经济体经济增速分别为 1.5% 和 5.6%。推动全球复苏的三大有利因素包括：一是主要经济体新的政治周期将引领新的经济周期和改革周期，从而为经济增长注入动力；二是欧债危机趋于缓和及金融状况改善有利于提振企业和消费者信心；三是页岩气等非常规能源的大规模开发利用有助于抑制国际油价上涨势头，缓解能源供需矛盾。不容忽视的是，全球经济复苏仍面临两大突出风险：一是美国财政政策可持续性 & 货币政策过早退出的风险。尽管美国国会在最后时刻达成妥协避免跌落“财政悬崖”，但美两党围绕财政整顿及债务上限的谈判仍存在诸多变数，美国主权信用亦面临下调风险。此外，美联储是否会提前终止 QE3 已引起市场担忧。二是欧债危机由“急性期”转入“慢性期”，但病灶未除、风险仍在。英国“脱欧”可能引发两败俱伤、德国大选给欧债救助政策及欧洲一体化进程带来不确定性，西班牙申援与否、申援时机和方式将影响债务危机演化，意大利风险累积可能成为下一个引爆点，希腊援助资金的可持续性仍然存疑，危机可能再度恶化，金融动荡一触即发。

从政策走向来看，发达经济体仍将“紧财政、宽货币”，新兴经济体趋向“宽财政、稳货币”。与此同时，发达经济体通过结构性改革、技术创新以提升经济竞争力、寻求新增长点，新兴经济体则致力于转变增长模式以实现可持续发展。

单位：%

	2012					2013
	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度	全年	
美国	2.0	1.3	3.1	1.7	2.1	2.3
欧元区	-0.1	-0.5	-0.6	-0.6	-0.4	0.1
英国	0.2	-0.3	0	0.2	0	1.1
日本	5.7	-0.1	-3.5	-0.5	1.7	1.2
印度	5.3	5.6	5.3	5.5	5.4	5.6
发达经济体	—	—	—	—	1.3	1.5
新兴市场	—	—	—	—	5.3	5.6
全球	—	—	—	—	3.3	3.6

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。

表 1 全球主要经济体经济增速及预测

（一）美国经济复苏态势明朗，政策风险仍需高度关注

回望 2012，美国成为主要发达经济体中的惟一亮点，经济整体呈现“前低后高”的复苏走势，全年经济增长有望达到 2.1%。具体来看，美国经济呈现以下特点：其一，美国家庭去杠杆化成效显著，个人可支配收入持续增长。截至 2012 年三季度，美国家庭负债比率已较 2007 年高点下降 24.5%，基本回到 1993 年时的水平，同时，实际个人可支配收入亦稳步提高，为推动占美国 GDP70%比重的消费增长奠定基础。其二，就业持续改善，但新增就业动力仍有待提升。在美联储超宽松货币政策刺激和制造业复苏的推动下，美国就业市场持续改善，失业率从 1 月的 8.3%逐步下降到 12 月的 7.8%。但实际新增就业岗位仍显不足，结构性失业问题亟待改善。其三，房地产市场复苏步伐加快。2012 年下半年以来，美国房价呈现显著回暖趋势，此后 QE3 的出台进一步刺激住房需求，预计 2012 年新屋销售和新屋开工将分别同比增长 19%和 28%，创危机爆发以来的最高年均增幅。其四，QE3 及其加强版的推出并未导致美联储资产负债表规模大幅增长。截至 2013 年 1 月 2 日，美联储总资产负债规模为 2.919 万亿，较 2012 年初还减少 10 亿美元，整体保持稳定，但 2012 年的月均 M2 环比增速较过去十年增速均值略有提高，将给未来造成一定通胀压力。

展望 2013，美国的就业、消费、出口有望进一步改善，从而继续引领全球经济复苏，但面临的下行风险也不容忽视。从有利方面来看，首先，居民消费对经济的拉动作用趋向增加。一方面，《2012 年纳税人减税法案》的增税规模远小于“财政悬崖”完全触发的增税规模，将有助于刺激居民消费；另一方面，随着家庭“去杠杆化”趋向结束，美国居民消费信贷有望增长。其次，房地产市场加快复苏对增加中低教育程度劳动力就业意义重大，从而推动美国就业改善。第三，以页岩油气为代表的非常规能源产量将进入爆发增长期，从而压低美国国内油气价格，并进一步降低美国企业经营成本和居民生活成本，有利于刺激投资与消费的增长。



2013 年美国最大的下行风险都来自于政策层面。首先，美国两党围绕财政整顿和债务上限的谈判仍存在诸多变数，美国主权信用亦面临下调风险。同时，无论最终方案如何，美国政府一定程度上的财政紧缩将无可避免，从而对经济增长形成掣肘，并抑制企业投资增加。其次，美国货币政策走势的不确定性是另一大政策风险。美联储内部就是否将开放式量化宽松保持到 2013 年底已出现明显分歧，市场忧虑美联储会提前终止量化宽松政策。我们认为，考虑到美国财政紧缩的抑制效应和房地产市场复苏仍需外力助推，虽然 2013 年美联储不会再加大量化宽松的力度，但也不会在今年完全终止资产购买，而更可能在下半年开始逐步缩减资产购买规模，并在 2014 年伯南克任期结束前完全终止量化宽松，而超低利率有望延续至 2015 年。

综合上述因素，2013 年美国仍呈先低后高走势，上半年受财政不确定性所累，经济增速可能下滑至 1.9%，下半年经济增长有望回升至 3.0%，预计全年经济增长将达到 2.3%。

（二）欧洲经济重陷衰退，调整之路艰难漫长

受公共领域财政紧缩和私营部门“去杠杆化”的双重影响，欧元区经济在 2012 年陷入全球金融危机以来的“二次衰退”，其中前三季度 GDP 同比增长率分别为-0.1%、-0.5%和-0.6%，全年 GDP 增长预估值为-0.4%。无论是“横看”各成员国情况，还是“侧看”经济指标走向，欧元区经济均呈现出整体下滑的严峻形势：首先，核心国和边缘国经济既两极分化，又互相拖累。受全球经济低迷及区内贸易收缩的影响，作为欧洲经济“发动机”的德国经济增长动力明显衰减，区内第二大经济体法国经济也濒临停滞，预计德国和法国 2012 年 GDP 增长率分别为 0.9%和 0.1%，与此同时，边缘国家仍深陷衰退泥沼，西班牙、意大利、葡萄牙、希腊 2012 年 GDP 增长率预计分别为-1.4%、-2.1%、-3.0%和-6.2%。其次，欧元区主要宏观经济指标持续恶化，除工业产出、消费开支、固定资本形成、政府支出等指标全面下滑外，欧元区失业率一路攀升至 12 月份的 11.8%，再创历史新高，而作为重要领先指标的制造业采购经理人指数（PMI）已连续 17 个月处于荣枯线以下。

展望 2013 年，在欧债危机缓和及市场信心改善的背景下，欧元区经济可能渐趋稳定，但出现大幅回升的可能性不大，预计全年仅能实现 0.1% 的微幅增长。主要原因在于：一是财政紧缩压力依然沉重，边缘国家财政赤字及公共债务仍处于较高水平，尽管为了避免财政紧缩与经济衰退的恶性循环，欧盟同意放松一些成员国的赤字调整目标，但欧元区财政紧缩的根本方向不会改变。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。

在大力推行财政整顿的同时，货币政策成为欧元区赖以刺激增长的主要手段，欧洲央行已通过两轮共计近 1 万亿欧元的长期再融资操作（LTROs），一次 25 个基点的降息，以及宣布无限量购债计划（OMT），使欧元区的金融状况得到缓解。尽管近期欧元区通胀率回落为货币政策进一步放松打开了空间，但考虑到中期通胀压力仍存、且降息相对于非常规性货币操作的效果有限，除非经济前景进一步恶化，否则欧洲央行在 2013 年将维持目前 0.75% 的基准利率不变。

（三）日本经济重陷技术性衰退，未来面临多重风险

2012 年日本经济高开低走，前三季度实际 GDP 季环比年率分别为 5.7%、-0.1% 和 -3.5%，四季度预计仍将萎缩，尽管全年 GDP 增长率预估值为 1.7%，但已经陷入“技术性衰退”。日本经济走势主要特点如下：其一，增长动力明显衰减，欧债危机蔓延、日元长期坚挺及中日关系恶化导致日本出口减少及工业产值下滑，灾后重建的拉动效应减弱致使投资下滑，节能补贴政策到期使消费回归平淡，上述因素的叠加效应导致日本经济加速萎缩。其二，财政刺激受限，货币刺激失灵。日本公共债务占 GDP 的比例已超过 230%，政府未来的政策空间相当有限。而日本央行年内已实施五轮总规模高达 101 万亿日元的量化宽松政策，但收效甚微，日本 CPI 近 6 个月仍连续负增长。

展望 2013 年，日本经济面临多重挑战。其一，经济增长动力不足，外部需求疲弱及中日关系紧张使日本出口雪上加霜，对未来低迷的预期使日本国内消费



和企业投资难以提振。其二，安倍再度执政后提出扩大财政刺激、加码量化宽松、确保有竞争力的汇率等政策目标，这些激进的经济政策可能对日本经济形成短期刺激效应，但无助于解决日本经济存在的深层次结构性问题，如长期通缩导致生产经营收缩，消费投资持续乏力；人口老龄化抑制消费增长以及加重社保压力；“产业空心化”导致日本潜在经济增长力下滑等问题仍将困扰日本经济。更值得注意的是，激进政策不但有可能恶化日本甚至全球债务风险，还有可能导致全球货币战争。预计 2013 年日本经济增长将放缓至 1.2%。

（四）新兴市场经济增长放缓，通胀风险犹存

2012 年，新兴市场经济呈现五大特点：一是经济增长持续放缓，但整体仍保持较快增长，IMF 预测其经济增速将由 2011 年的 6.2% 小幅放缓至 5.3%；二是整体通胀压力在前三季度持续缓解，虽然巴西、俄罗斯等国的通胀率在第四季度出现了高位反弹迹象，但预计新兴市场整体通胀水平将由 2011 年的 7.2% 下降至 6.1% 左右；三是新兴市场跨境资本流动出现大起大落趋势，欧债危机急剧恶化致使 2012 年上半年跨境资本从新兴市场大量撤离，而下半年危机缓解和欧美推出新一轮量化宽松政策则推动跨境资本再次大规模回流新兴市场，但全年仍整体呈净流出态势；四是新兴市场货币政策开始出现分化，大部分新兴经济体进一步加快货币宽松步伐，但俄罗斯央行于 2012 年 9 月 13 日加息 25 个基点，是 2012 年唯一加息的新兴经济体；五是为刺激经济增长，新兴市场普遍实施了较为积极的财政政策，但政策空间较为有限。

展望 2013 年，新兴市场经济增长将面临四大挑战：一是欧洲经济衰退将对以欧盟为主要出口市场的新兴经济体的出口形成冲击，中国及拉美国家经济增长所受影响较大；二是油价高位大幅波动将对原油进口依存度较高的新兴市场经济体构成打击，印度、中国受到的影响较大；三是发达经济体加大量化宽松及全球经济复苏趋于改善可能导致新兴市场的通胀水平出现反弹，从而对货币宽松政策形成制约；四是虽然欧美新一轮量化宽松政策推出后国际资本撤离新兴市场的步伐有所放缓，甚至部分经济体出现了资本大幅回流，但不排除欧债危机可能恶化所引发的资本再次撤出，这将可能对资本项目开放程度高的拉美国家及部分东南

亚国家形成更大冲击。预计 2013 年新兴市场经济增速小幅反弹，可能由 2012 年的 5.3% 小幅提升至 5.6%。

二、国际金融市场走势回顾与展望

2012 年，欧债危机演化态势、全球经济复苏数据、主要经济体应对政策是主导国际金融市场的三大因素。发达经济体为刺激经济增长竞相加大量化宽松规模，金融市场流动性总体充裕，特别是下半年以来欧债危机出现缓和带动投资者风险偏好改善，资金更多由美元、美债等避险资产流向欧元、欧债、股市等风险资产，欧洲重债国融资成本高位回落，美元先扬后抑、欧元强势反弹，全球股市总体上涨，大宗商品价格高位震荡。展望 2013 年，欧债危机相对缓和、全球经济缓慢回升有助于市场信心的进一步恢复，美元有望震荡升值，全球股市总体向好，金价或“前高后低”，油价将震荡调整。

（一）欧债危机缓和，重债国融资压力下降

欧债危机爆发三年以来，一直是全球经济复苏和国际金融市场的主要风险点。过去一年里，在市场压力的倒逼下，欧盟着手标本兼治地应对和解决债务危机，在通过资金救助和市场干预缓解短期风险的同时，还着力推进欧洲一体化进程以解决深层次问题：一是欧盟、IMF 和欧洲央行组成的“三驾马车”与希腊新政府就债务减记达成协议，使希腊退欧风险显著降低；二是欧洲央行宣布针对重债国的无限量购债计划（OMT），降低了欧元区因“大国求救”而导致金融系统崩溃的风险，稳定了市场信心；三是欧元区在体制和治理机制改革方面取得若干进展，作为欧盟永久性援助资金机制的欧洲稳定机制（ESM）正式启动，欧洲银行业统一监管“路线图”获得通过，大多数欧盟国家签署了“财政契约”，上述措施表明在欧债危机的倒逼作用下，欧洲一体化进程有所提速。总体而言，上述举措取得了一定成效，欧债危机出现缓和，希腊等成员国退出的概率已大幅降低，危机国的融资成本明显下降。截至 2012 年末，西班牙、意大利和希腊的 10 年期国债收益率已经降至 5.1991%、4.4817% 和 11.4528%，不仅较高点时大幅回落，与德国同期国债的息差也明显收窄。

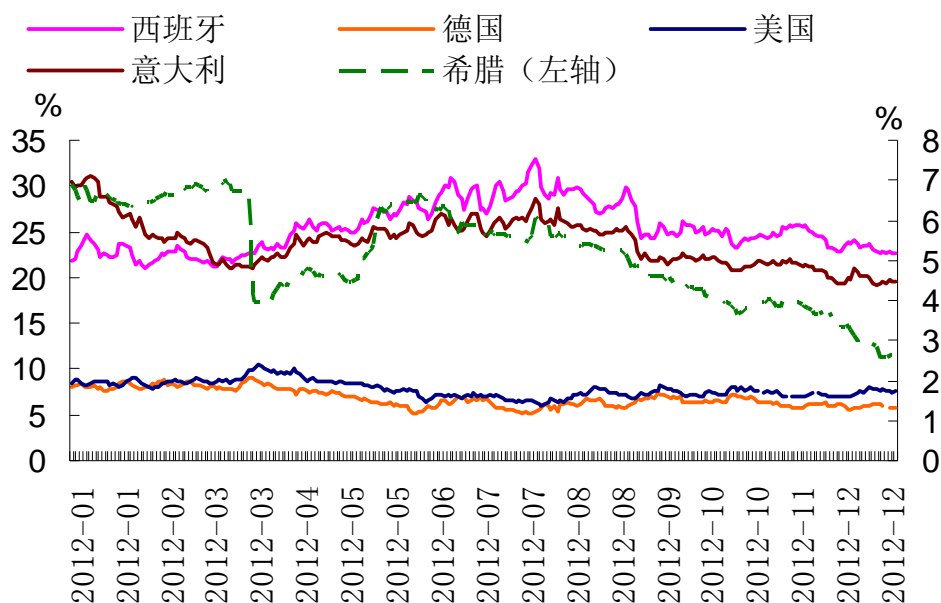


图 1 部分发达经济体 10 期国债收益率走势图

资料来源：Bloomberg，中国工商银行城市金融研究所，下同

从 2013 年走向看，欧债危机已度过最危险、最困难的阶段，从“急症期”转入“慢性期”，但在多重挑战下仍存在恶化的可能：其一，政治风险仍然突出。由于财政一体化涉及到成员国让渡主权问题，因此将不可避免地遭遇艰难的政治博弈。特别是 2013 年德国大选和意大利政局动荡，将给欧债救助政策及欧洲一体化进程带来不确定性。其二，经济复苏依然乏力。经济增长是削减债务、重建信心、走出危机的根本途径，但由于经济结构改革困难、就业市场恶化、财政紧缩负担沉重、外围环境低迷，欧洲经济 2013 年最多实现企稳，2014 年才有望明显回升。其三，金融动荡一触即发。希腊通过债务重组与“三驾马车”计划获取援助资金在政治上的可持续性仍然存疑；西班牙申援与否、申援时机及方式将影响债务危机演化前景；意大利风险继续累积；法国问题重重引起忧虑。总体而言，欧盟在推进一体化进程方面的政治意愿更加明确，并正沿着财政联盟、银行业联盟乃至政治联盟的路线前进，市场对欧元区信心有所恢复，但危机彻底解决至少仍需要几年的时间。希腊、西班牙等欧元区重债国如能坚持财政紧缩措施，融资成本再度飙升的概率较小。

（二）全球汇率大幅波动，美元有望震荡升值

2012 年，欧债危机走势和全球主要经济体的货币政策走向成为主导外汇市场走势的关键性因素，致使美元汇率先扬后抑，虽然全年变化率不高，但年内大幅波动。2012 年上半年欧债危机的急剧恶化推动美元指数震荡升值，一路攀升至 7 月 24 日 74.005 点的全年最高点，欧债危机风险的逐渐缓解和欧美新一轮量化宽松政策推动美元趋于震荡贬值。截至 2012 年 12 月 31 日，美元指数收于 79.769 点，较 2011 年底贬值 0.51%。在此背景下，欧元和大部分新兴市场货币在 2012 年对美元汇率均是先贬后升趋势，全年欧元对美元汇率升值 1.79%，俄罗斯卢布对美元震荡升值 5.12%，而印度卢比和巴西雷亚尔分别对美元贬值 2.52% 和 10.09%。虽然欧债危机恶化推动作为主要避险货币的日元在 3 月至 8 月震荡升值，但日本央行 9 月 19 日出台了以大规模资产购买计划为核心的量化宽松政策扭转了日元升值趋势，致使日元对美元持续大幅贬值。截至 2012 年 12 月 31 日，日元对美元收于 86.75，较 2011 年底大幅贬值 12.79%。

展望 2013 年，美元整体呈现震荡升值趋势的可能性较大：首先，从经济基本面看，美国经济增长前景较欧元区、日本等发达国家更为光明，有助于推动美元震荡走强；其次，从金融风险看，欧债危机在 2013 年仍将可能出现短期恶化，推高市场避险情绪，资金仍可能倾向于从欧元流向美元，助推美元震荡升值；最后，从货币政策看，由于欧洲经济可能陷入衰退，欧洲央行在 2013 年降息的可能性较大，而日本央行将可能继续加大量化宽松政策力度，美国经济复苏势头良好趋势使市场预期美联储在 2013 年不会再扩大量化宽松的规模，甚至有可能提前终止量化宽松，美国与欧洲、日本之间在量化宽松程度方面出现的分化将可能进一步推动美元震荡升值。在此背景下，欧元汇率将可能在低位宽幅震荡；日元或将在持续大幅贬值后出现回调，但整体仍保持贬值趋势；新兴市场经济体货币可能随着经济的不断复苏开始触底弱势反弹。

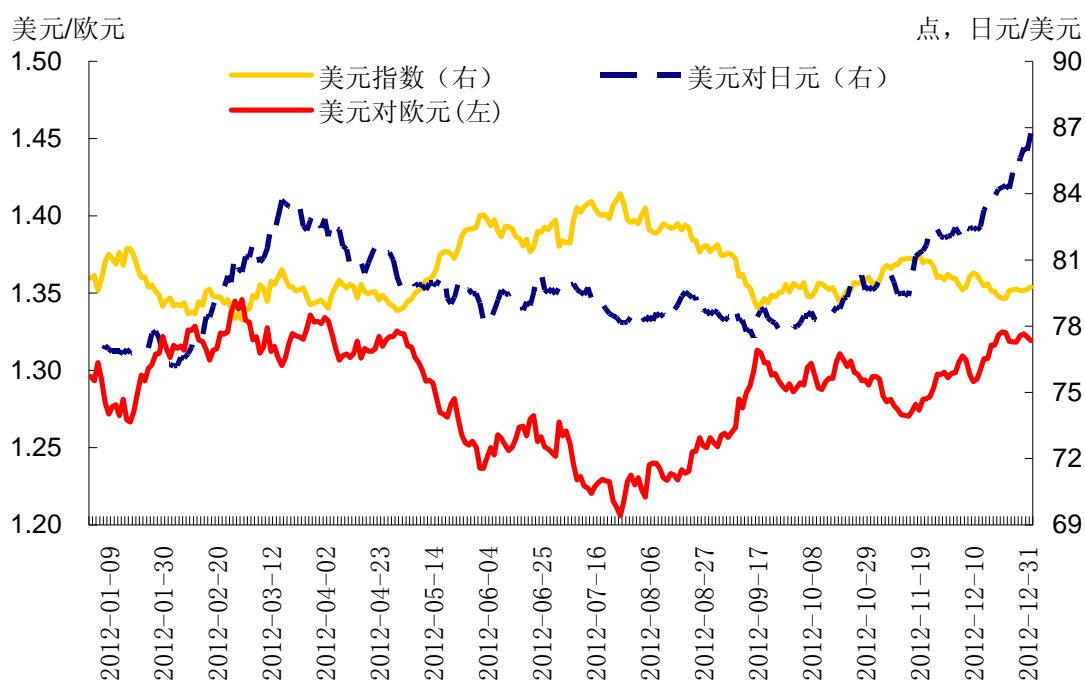


图 2 全球汇率市场走势 (2011.12-2012.12)

(三) 全球股市扭转颓势，未来仍将震荡上行

2012 年，在全球经济协同减速、主要经济体央行竞相宽松、欧债危机持续演化、美国财政悬崖问题陡然升温等因素作用下，全球主要股市跌宕起伏，但仍收获了不同程度的涨幅，一举扭转 2011 年普遍下跌的颓势。美国道琼斯工业指数和标普 500 指数分别上涨 7.26% 和 13.41%。欧洲的德国 DAX30 指数、法国 CAC40 指数和英国 FTSE100 指数分别上涨 29.06%、15.23% 和 5.84%。日本日经 225 指数上涨 22.94%。MSCI 新兴市场指数上涨 15.15%。推动全球股市的逆势上涨的原因主要有三方面：一是以美联储、日本央行、欧洲央行为首的货币当局竞相实施了多轮量化宽松政策推动股市不断走高；二是美国经济数据总体表现较好，德国的经济数据总体优于市场预期，力保美国和欧洲股市的上行方向；三是欧盟以及欧洲央行的多重努力使欧债危机初露曙光，弥漫市场已久的悲观情绪渐趋平稳。

展望 2013 年，预计全球股市将呈震荡上行趋势。究其原因：一是全球货币宽松浪潮仍将持续，流动性相对过剩将导致股票作为风险资产受到重点关注。二

是美国经济复苏的格局渐趋稳固导致美股盈利前景向好。三是欧债危机急剧恶化的概率大幅降低也令市场风险偏好增强。但仍需警惕多重下行风险。首先，美国民主、共和两党关于“减赤”和“增税”的博弈仍将持续，这将对美国股市上行产生压力。其次，欧债危机仍面临反复深化的风险将制约欧股走强：一是德国、意大利 2013 大选或将对欧债危机解决前景产生影响；二是市场对“英国退欧”的忧虑与日俱增；三是欧元区重债国失业率高企，社会不稳定程度陡升。第三，日本股市需要重点防范中日关系恶化带来的对涉华企业经营造成的巨大影响。第四，新兴经济体股市则需重点警惕流动性充裕造成的股市剧烈波动风险。

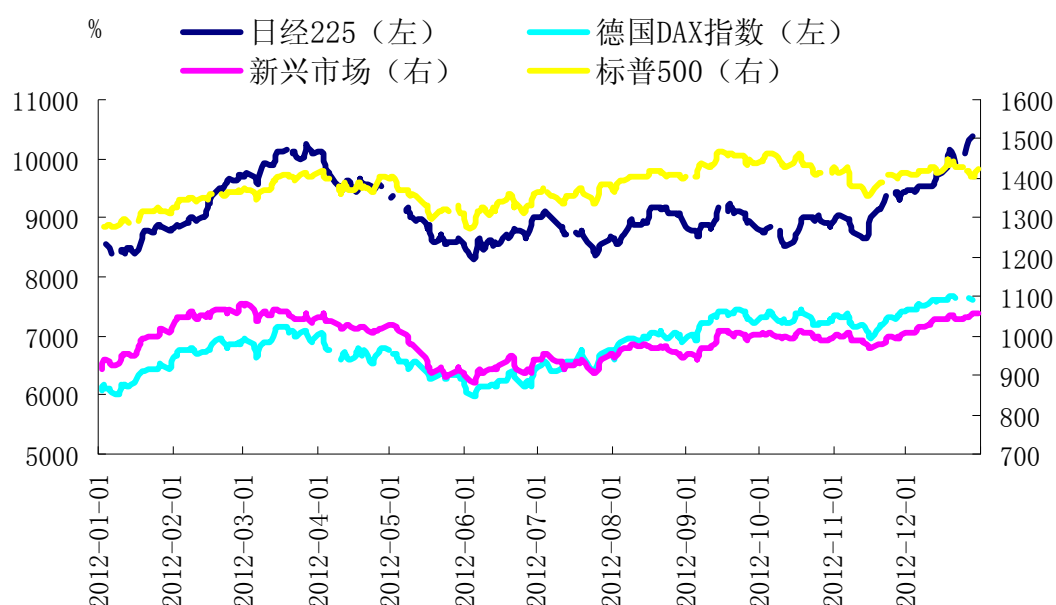


图 3 全球主要股指走势图

（四）金价或先涨后跌，油价将震荡调整

2012 年，大宗商品成为各资产大类中回报最差的类别，虽然受夏季全球主粮产区大范围干旱影响，玉米、大豆等农产品曾阶段性大幅上涨 50% 以上，但依然未能扭转大宗商品全年的惨淡表现。截至 2012 年末，追踪 19 种大宗商品行情的 CRB 指数报收于 295.01 点，较 2011 年末下跌 3.4%，而同期全球的权益类、债



券、外汇的投资回报率分别为 11.7%、6.9%和 8.6%¹。

具体到黄金和原油价格，美国量化宽松政策和欧债危机的演进主导了金价的全年走势，在年初欧洲长期再融资计划、9 月和 12 月美国推出 QE3 及其加强版的刺激下，黄金全年走出三波明显的上涨行情，其他时间则以下跌回调为主，年末受“财政悬崖”引发避险情绪抬头而再次小幅回升。而国际原油价格则在全球需求疲弱和非 OPEC 成员国石油产量大增的双重压力下全年呈震荡下行走势，仅在年中因伊朗核谈判等地缘政治危机升级而出现大幅反弹。截至 2012 年 12 月 31 日，纽约黄金现货价格和 WTI 原油期货价格分别报收于 1675.35 美元/盎司和 91.82 美元/桶，较 2011 年末分别上涨 8.4%和下跌 7.6%。

展望 2013 年，全球经济有望加速回暖，将对金价形成抑制，但上半年，特别是一季度美国两党围绕财政减支和国债上线谈判仍存在较多变数，美国经济增速和美元都将承压，从而可能再度推高金价；而下半年随着美国经济复苏加速，特别是如果美联储开始缩减资产购买规模，美元存在大幅走高可能，金价将面临下行风险。但由于全球实际负利率环境仍将延续较长时间，国际金价在当前位置也难以再现大幅持续下跌。预计国际金价在 2013 年将呈“前高后低”的震荡走势，价格区间约为 1650-1800 美元/盎司。对于原油市场，2013 年以中国为代表的新兴经济体经济增长有望延续反弹态势，从而带动石油需求有所复苏。而供给方面，美国能源信息署预测 2013 年非 OPEC 国家原油产量较 2012 年将继续大幅提高，特别是美国的非常规能源的快速发展将使其原油产量激增，2013 年的日产量将超过 700 万桶。加之全球工业国家原油库存较为充足，2013 年国际原油市场整体仍将处于供应过剩状态。综合上述因素，2013 年国际油价将小幅震荡下行，特别是上半年将存在较大下行风险，但不排除中东地缘危机突然激化导致油价短期走高的可能，预计价格波动区间为 75-100 美元/桶。

¹ 权益类、外汇、债券的投资回报分别根据 MSCI 国际资本指数、德意志银行外汇指数、DBIQ 全球固定收益指数计算。

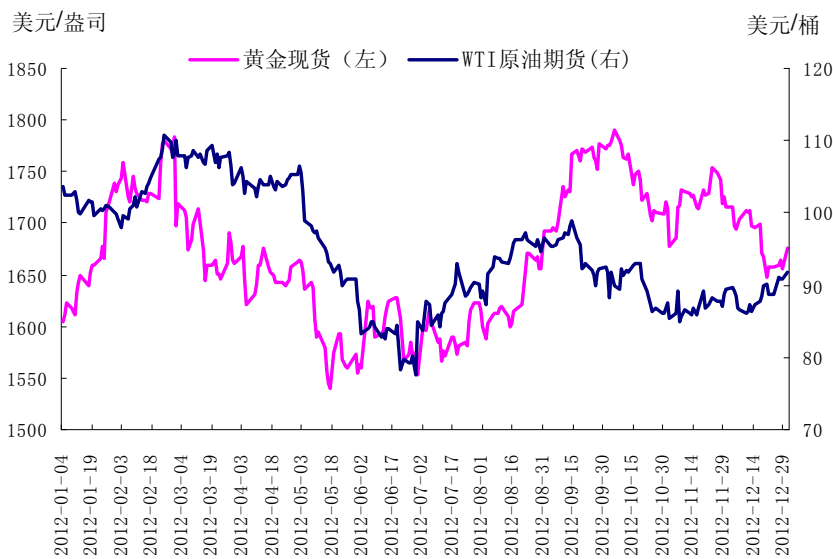


图 4 国际黄金石油价格走势

三、国际宏观经济金融新形势下中资银行关注点

——关注发达经济体反危机措施对中国经济及金融体系带来的挑战。当前欧美发达经济体普遍通过非常规货币政策来扩张流动性，这一方面可能加大中国等新兴市场的资本流入和输入型通胀压力，对国内经济增长、金融体系稳定及货币政策自主性构成不利影响；另一方面可能通过欧美自身货币贬值及通胀效应造成债务货币化，从而导致中国持有的巨额对外净资产遭受损失。为避免发达经济体反危机措施对中国经济金融体系造成冲击，如何配合监管层支持实体经济、稳定金融体系、确保对外净资产保值增值，不仅是作为大型国有银行的责任和义务问题，也是为自身创造稳定有利经营环境的应有之义。

——关注“第三次工业革命”及发达经济体“再工业化”趋势对全球产业格局变动及技术创新的影响。自危机爆发以来，主要经济体均积极通过推进技术创新及产业调整来寻求新的增长点，以互联网技术和可再生能源相结合为主要特征的“第三次工业革命”，为发达经济体重塑高端制造业的竞争力提供了重要机遇，可能进一步强化其在高端产业链环节的竞争优势，并对积极谋求产业升级和增长方式转型的新兴经济体形成较大的竞争压力。我们应关注上述背景下全球产业格



局调整及技术创新对金融机构的客户结构、业务结构、跨境服务能力带来的新需求和新影响，并通过创新金融服务，助推战略新兴产业的发展。

——关注全球新一轮政治周期下的政策风险。主要国家在经历大选和政权更迭之后，将迎来一个新的政治周期，从而引致经济、政治、外交等多个领域的政策出现明显调整，并给全球经济复苏和金融体系运行带来较大不确定性。我们在积极推进全球区域风险和国别风险研究的过程中，除继续重视经济、金融风险以外，还须就东道国新一任政府的政策取向及对中资银行当地经营的影响进行深入研究，特别是应高度重视那些政局不稳、地区安全问题突出的目标市场国的政治风险，并进一步强化国别风险管理、审慎设定国家风险限额。

——关注欧美金融监管改革最新进展及其影响。就欧洲而言，欧盟 11 国为缓解财政困境于 2012 年 12 月设立金融交易税，这不仅会加重金融机构的税收负担、影响金融交易的活跃性，还可能进一步导致欧洲金融市场扭曲和资本流动分化，从而不利于金融市场稳定。此外，欧盟为彻底切断主权债务危机与银行业危机之间的恶性循环，正着手建立以欧洲央行为核心的银行业统一监管机制，这将对欧盟本土及外资金融机构的监管模式产生重大影响。就美国而言，美监管当局在《多德法案》及沃克尔规则基础上提出了“单一交易对手信用限额规定”及“外资银行机构须在美国建立中间层控股公司”等监管新要求，将对中资银行在美机构的管理模式及业务发展构成制约。应密切跟踪包括欧美在内的海外东道国监管改革最新动向，积极研判其对中资银行国际化经营的影响，并在综合考虑监管合规和市场拓展因素的基础上适时调整相关策略。