



未来 10 年全球经济金融走势分析

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

王婕 罗宁 郭可为 吕振艳

执笔：马素红、程实、罗宁、郭可为

suhong.ma@icbc.com.cn

相关研究：

2013/4/22《渐进复苏方向不改国际市场难免震荡——2013年一季度国际经济金融走势分析及未来展望》

2013/7/18《美联储欲退QE 激起市场巨浪全球经济复苏进程变数增加——2013年上半年国际经济金融走势分析及展望》

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（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，仅供我行内部参阅，未经书面许可，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。

- 未来 10 年全球经济金融发展的总体特征：从全球经济增长趋势及驱动因素来看：未来 10 年全球经济将进入调整上升阶段，但经济复苏仍将呈现不稳定与不平衡的特征。就全球经济增长的驱动因素而言，新技术的创新将为全球经济长期增长提供动力，新能源的发展将缓解经济增长的瓶颈制约，人口结构变化为经济增长带来新机遇也有新挑战，日益严峻的气候变化将推动全球经济发展方式转型。
- 从全球贸易投资发展、经济格局及产业分工变化来看：未来 10 年的全球化将是“有制约的全球化”，全球贸易和投资有望保持较快增长，各经济体的经济联系更为紧密、共振效应更加突出，企业经营也将进一步地顺应全球化的大趋势。就全球经济格局变化趋势而言，新兴经济体不断崛起、发达经济体地位相对下降，将是全球经济未来 10 年的一个主要发展趋势。就新兴经济体内部而言，各区域经济增长差异较大，“金砖四国”、“灵猫六国”、“金钻 11 国”等经济体将成为亮点。就全球产业分工格局变化而言，发达经济体以技术创新为依托推动的“再工业化”发展战略，可能将使其在产业链高端环节的优势更加明显，并对谋求产业升级转型的新兴经济体带来更大的竞争和挑战。

- 从全球金融体系的发展来看：全球金融资产总量将持续扩大，但金融交易活跃度有待恢复和提升；全球金融深化和金融开放将持续推进，利率市场化、金融市场一体化、融资多元化仍是主要趋势；全球金融创新将稳健发展，金融支持实体经济的作用有望进一步发挥。
- 从国际经济金融秩序的重建来看：国际货币体系将总体呈现出美元为主、其他货币为辅的“一主多元”格局，人民币国际化持续推进；国际金融监管将延续总体趋严的特征，但全球监管与政策的协调合作也将不断深化；全球经济金融治理机制更趋公平，新兴经济体的地位和影响力逐步提升。
- 从全球金融风险来看：全球经济和国际金融市场不确定性依旧广泛存在，风险构成更趋复杂，债务风险和地缘政治风险值得高度关注；债务危机在发达经济体的演化具有长期性，不排除新兴市场局部地区爆发货币危机和银行危机的可能性。
- 未来 10 年国际经济金融新形势下我行面临的主要机遇：一是推进银行经营模式转型及金融服务创新，谋划抢占相关领域的制高点。二是进一步加快银行国际化步伐，提升跨境跨业务的综合服务能力。三是进一步加快推动我行在新兴市场的国际化拓展步伐。四是以跨境人民币业务为突破提升核心竞争力。五是努力提升金融资产定价权及规则制定权，充分利用国内国际两个市场、两种资源服务本国实体经济发展。
- 未来 10 年国际经济金融新形势下我行面临的主要挑战：一是全球经济复苏进程将在长期内呈现不稳定与不平衡的特征。二是国际金融市场的剧烈动荡已成常态化。三是地缘冲突升级、重大灾害频发、政治局势动荡将对跨国银行的稳健经营构成威胁。四是国际金融监管从严的大趋势，对于中资银行如何形成可持续发展的跨国经营模式提出了更高要求。



目 录

一、未来 10 年全球经济增长趋势与驱动因素分析	4
二、未来 10 年全球贸易投资及产业格局发展趋势	8
三、未来 10 年全球金融体系发展趋势展望	11
四、未来 10 年全球经济金融秩序的改革发展方向	16
五、未来 10 年全球经济金融的主要潜在风险及再次爆发危机的可能性	19
六、主要研究结论	24

图目录

图 1 全球经济增速走势图	5
图 2 全球人口增长及结构变化预测	7
图 3 全球商品和服务贸易总量同比走势图	9
图 4 全球 FDI 流量走势及 FDI 存量占 GDP 比重变化	9
图 5 金砖国家与灵猫六国经济总量走势及全球占比预测	11
图 6 全球金融资产总规模与 GDP 的比例变化	12
图 7 全球股市总市值及股票交易量走势	13
图 8 全球衍生品市场规模与增速变化	16
图 9 全球、发达和新兴市场经济体的负债率变化	21

表目录

表 1 三次工业革命的演变	6
表 2 未来全球债务总量和负债率变化	21
表 3 负债经济体未来的负债率变化	22
表 4 全球地缘政治风险分布	23
表 5 主要新兴市场经济体危机相关指标比较	24

2008 年全球金融危机爆发以来至今，世界经济金融运行及政策应对经历了从应急到调整阶段的转换。当前，世界经济金融体系仍处于深度调整期的同时，已逐步显现出以“政策退出”为代表的向常态化过渡的特征。未来 10 年，尽管危机的深远影响仍会持续，但世界经济金融运行特征将从此前的“应急”、“调整”进一步转换为“常态”。全球经济增长将进入一个新阶段，全球贸易投资及产业格局、全球金融体系发展、国际经济金融秩序将呈现新的特点。与此同时，威胁世界经济金融稳定的潜在风险依然突出，未来 10 年仍有再次爆发局部乃至全球性金融危机的可能性。

一、未来 10 年全球经济增长趋势与驱动因素分析

（一）未来 10 年全球经济将进入调整上升阶段，但仍将呈现不稳定与不平衡的特征

2008 年爆发的金融危机终结了全球经济自上世纪 80 年代中期以来高速增长的上行趋势，2009 年出现负增长。近几年来，在大规模经济刺激与金融救助政策推动下，全球经济逐步企稳复苏，2012 年全球 GDP 同比增长 3.15%。随着从“刺激性复苏”、“调整性回落”向“趋势性增长”的转变，可以预见，未来 5 年全球经济将维持较快速度增长，长期增长的趋势也将逐步形成。据国际货币基金组织（IMF）的统计预测，2013-2018 年全球经济复合增长率达 4.18%，较 2007-2012 年上升 1.88 个百分点。

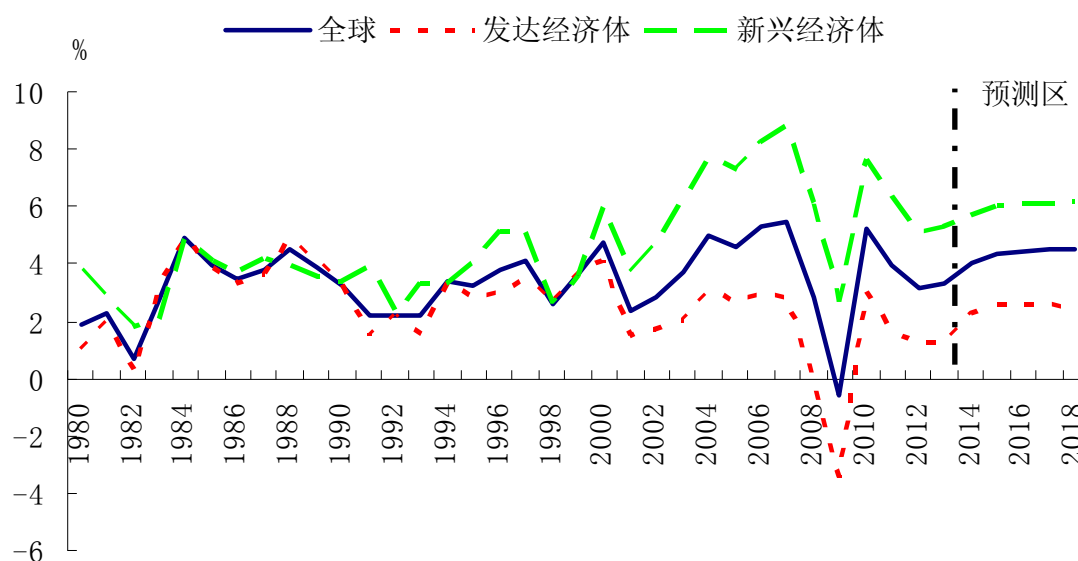


图 1 全球经济增速走势图

数据来源：Bloomberg，IMF，中国工商银行城市金融研究所，除特别说明外，下同。

从经济增长的长周期看，未来 10 年全球经济将总体处于调整和上升阶段。经济周期理论表明，全球经济始终处于不断波动的周期性增长过程中。在过去 200 年左右的经济发展历程里，全球经济已经历了五个长周期，分别以蒸汽机、铁路、电力、汽车以及信息技术革命为阶段性标志，在新技术推动下实现经济快速增长。未来 10 年，以“3D 打印”、“大数据”为代表的新技术革命以及新能源的发展将为经济增长带来新的动力，人口结构以及全球气候变化也将推动经济发展模式加速转型。

但应当看到，全球经济复苏进程将在长期内呈现不稳定与不平衡的特征。一方面，金融危机的阴霾仍然挥之不去，去杠杆化带来的信贷紧缩、金融市场“碎片化”造成的金融资源配置效率下降，仍将是经济复苏的绊脚石；另一方面，发达经济体受债务高企、削减财政赤字压力增大等因素影响，实质性的结构调整尚未真正启动，从而导致经济复苏曲折艰难。新兴经济体在全球经济格局中的力量在不断增强，但未能与发达经济体深层次“脱钩”，经济增长方式的可持续性、金融体系的稳定性均有待增强。

（二）未来 10 年全球经济增长的驱动因素分析

首先，新技术的创新将为全球经济长期增长提供动力。从全球经济增长史来看，每一次周期性的经济上升都得益于新技术的推广和大规模的应用。最近广泛热议的 3D 打印技术和分布式新能源技术为特征的“第三次工业革命”为未来技术创新提供了重要的方向，物联网、云计算、智慧地球以及在此基础上形成的“大数据”概念，将给人类社会带来巨大变革。全球科技多极化发展，围绕科技的竞争将日趋激烈。欧美发达经济体更加重视新能源、生物技术、信息等新技术产业的发展，科技优势不断强化；新兴经济体将进一步加紧技术的追赶。

	时间	能源	通讯	标志	生产方式
第一次工业革命	18 世纪晚期	煤炭	报刊、杂志及书籍的印刷材料	铁路、蒸汽机	工厂机器大生产取代手工作坊
第二次工业革命	20 世纪早期	石油	电话、收音机、电视机	电力、内燃机	大规模流水线自动化机器生产
第三次工业革命	21 世纪	可再生能源	互联网	3D 打印机、能源互联网	分散合作式、个性化、本地化、数字化生产

表 1 三次工业革命的演变

其次，新能源的发展将缓解经济增长的瓶颈制约。以页岩气为代表的非常规能源及其他新能源的开发利用将改变全球能源结构、降低总体的能源成本，从而对产业结构调整 and 全球经济增长产生深远影响。一方面，更廉价、环保的新能源将促进制造业的革新以及生产方式的转变，推动生产率进一步提升；另一方面，全球能源消费的重心正向以中国为代表的新兴国家转移，而在供给端，以美洲为代表的西半球所占比重越来越大，全球能源版图的重塑使传统能源出口国面临挑战，新的市场供求关系将逐步形成。

第三，人口结构变化为经济增长带来新机遇及新挑战。未来 10 年全球人口将继续增长，并出现一些结构性变化：一是城市化人口增多，二是中等收入阶层



占比增大，三是人口老龄化加剧。从生产要素方面来看，受过良好教育、具备较高素质的人口增多，将使最为重要的人力资源要素得到明显提升，促进经济增长。从消费者的角度看，收入较为普遍的提升将增强市场购买力，对经济增长带来积极影响。但人口老龄化加剧也将使社会人口总抚养压力不断加大，经济增长面临严峻挑战。根据联合国预测，未来 10-20 年全球老龄人口比重将持续持续上升，到 2030 年将达到 13.8%，远高于 2010 年的 9%。

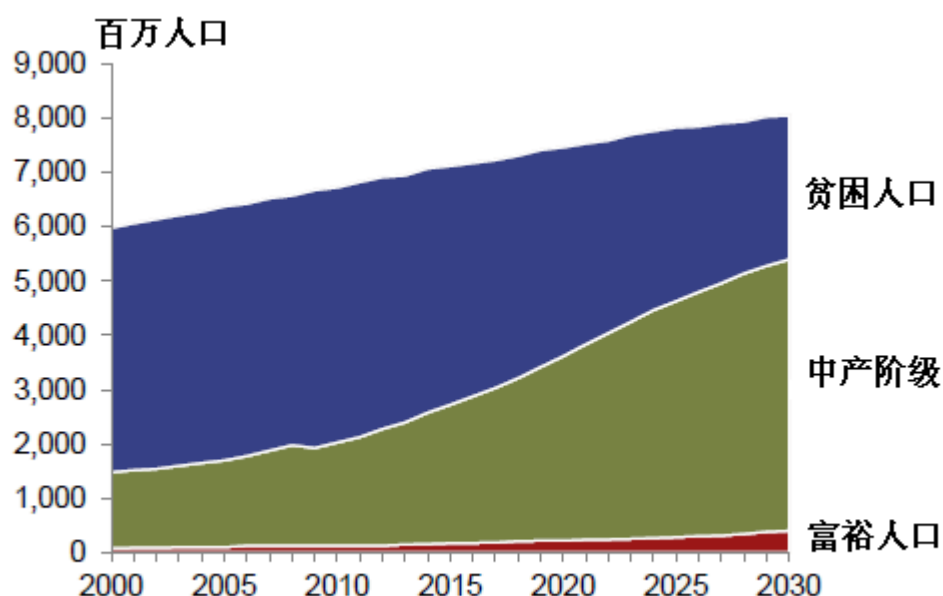


图 2 全球人口增长及结构变化预测

资料来源：美国布鲁金斯学会（Brookings Institution）。

第四，日益严峻的气候变化将推动全球经济发展方式转型。全球气候变化已成为当今世界最紧迫的问题之一，将对全球经济带来严重的负面影响。围绕应对气候变化的问题，全球各经济体已从技术、政策、经济、金融等多个角度展开讨论，经济发展方式转型（尤其是发展中国家）的进程将不断加快，智能能源、绿色基础设施、生态伦理产品、垃圾、水资源和土地的管理、生态咨询业、碳金融和投资将成为未来发展的重点，低碳环保、绿色经济将成为经济增长乃至社会生活方式转变的大方向。

二、未来 10 年全球贸易投资及产业格局发展趋势

（一）未来 10 年的全球化将呈现“有制约的全球化”趋势

未来一个时期，经济全球化的发展面临着多重因素带来的风险与制约。一是全球贸易保护主义逐渐抬头，贸易摩擦出现频率不断升高，新的贸易和资本流动壁垒愈演愈烈；二是发达经济体加强金融监管，新兴经济体金融市场开放更趋谨慎，资本管控局部强化；三是越来越多的“隐形保护主义”，比如采用行业补贴等非关税贸易保护手段，限制银行贷款投向，或是以环境保护之名歧视外国商品和服务等。

但从长期来看，经济全球化的进一步深化仍然不可逆转。一方面，新技术的出现将促进国际产业分工的深化发展，产业链覆盖的区域进一步扩张，链条上各环节之间的联系更加紧密，经济全球化是国际产业分工及产业链延伸的必然要求，有利于促进资源配置及资本流动效率的提升。另一方面，信息技术与运输方式的发展将改变全球经贸方式，使国际贸易往来与投资活动更加便利，将进一步加快推进经济全球化发展。

总体上看，未来全球贸易和投资将保持较快增长。据 IMF 统计和预测，过去 10 年全球商品和服务贸易总量平均增速为 5.5%，未来还将继续保持较快速度增长，预计 2015-2018 年全球贸易总量平均增速将提升至 6.3%。其中，发达经济体进口和出口增速分别为 5.27%和 5.29%；新兴经济体进口和出口增速分别为 7.9%和 7.8%。与此同时，跨国公司的扩张将继续推动投资全球化的发展。据联合国贸发会（UNCTAD）统计和预测，过去 10 年全球对外直接投资（FDI）流量平均增速为 11%，2012 年全球 FDI 流量达 1.35 万亿美元，预计 2015 年全球 FDI 流量将达到 1.8 万亿美元，较 2012 年增长 33.2%，2015 年末全球 FDI 存量占 GDP 比重也将又从 2012 年 31%上升至 34%。

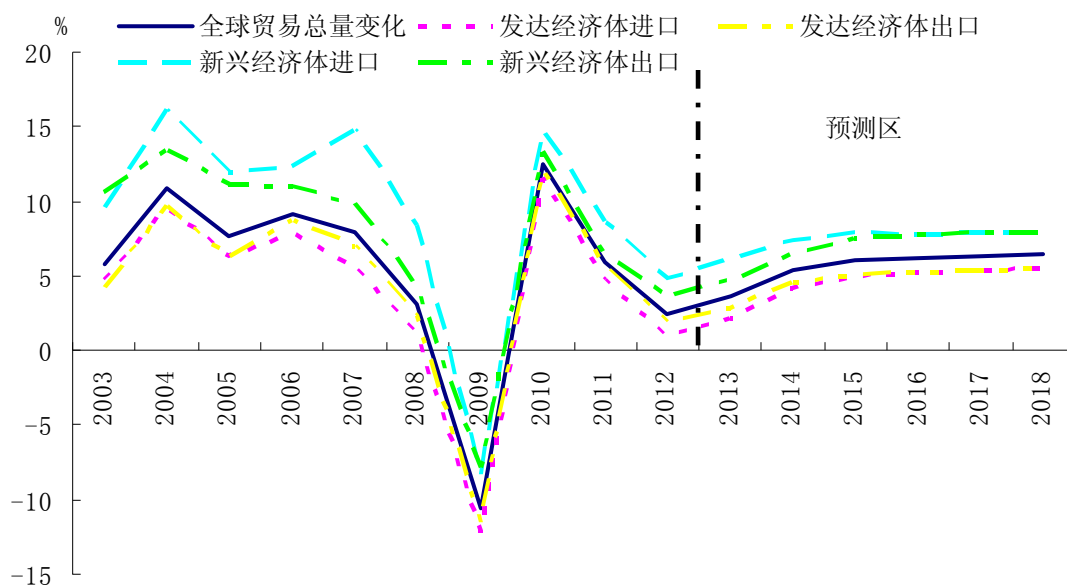


图 3 全球商品和服务贸易总量同比走势图

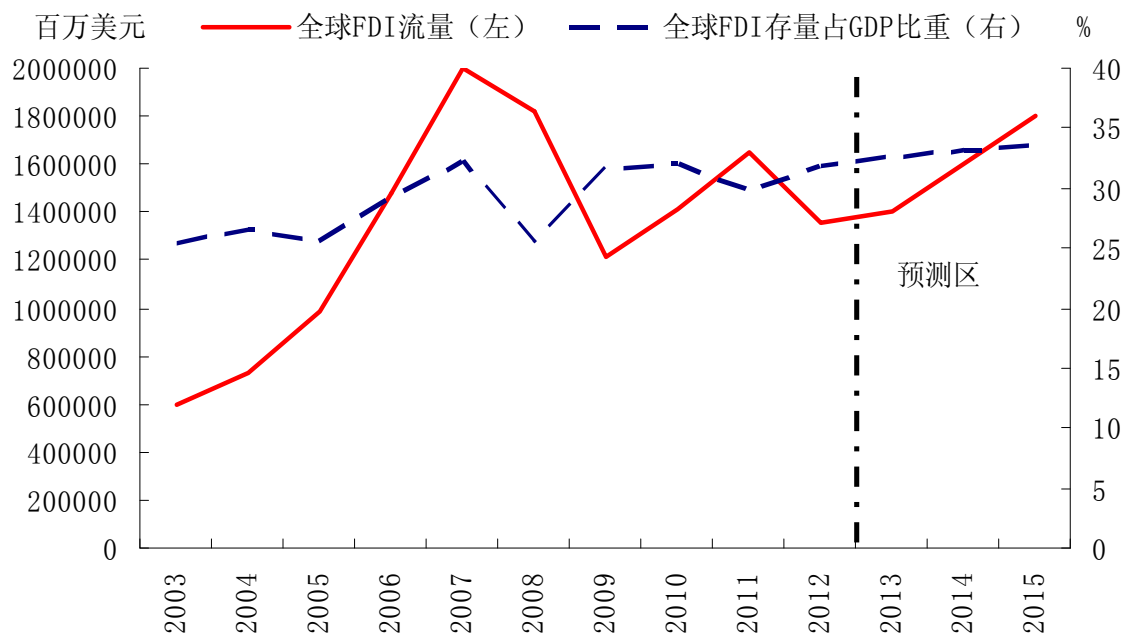


图 4 全球 FDI 流量走势及 FDI 存量占 GDP 比重变化

经济全球化的进一步发展必将对各经济体的经济增长、经贸往来以及企业经营活动产生深远影响。一方面，国际分工的深化与全球产业链的延伸，将越来越

多的经济体紧密联系起来，贸易投资全球化的深化发展，使各经济体之间的深层次联系更趋紧密，经济增长的“共振”效应更加突出。另一方面，在经济全球化大背景下，如何更有效率地利用全球各地的生产要素进行生产活动，如何进入更广阔的市场、赢得全球消费者的认可是企业亟需解决的问题，“全球投资、全球生产、全球销售、全球服务”将成为企业经营发展的大趋势。

（二）未来 10 年全球经济及产业格局变化趋势

就全球经济格局而言，新兴经济体不断崛起，发达经济体地位相对下降，将是未来 10 年的一个主要趋势。金融危机爆发以来，新兴市场的高速增长正在使全球经济格局发生变化，新兴市场在全球经济总量的占比日益上升，2009 年，按照购买力平价测算，新兴市场占全球 GDP 的份额升至 51.9%，历史上首次超越发达经济体。据 IMF 预测，2013-2018 年，新兴经济体 GDP 的年均增长速度为 5.9%，远高于发达经济体 2.3% 的年均增速，在全球经济总量中的占比将进一步上升到 55.1%。在未来新一轮全球经济增长周期中，新兴市场经济增长有望进一步加速，为推动世界经济可持续增长提供充足动力。

就新兴经济体内部而言，各区域经济增长差异较大，“金砖四国”、“灵猫六国”、“金钻 11 国”等经济体将成为亮点。“金砖国家”（巴西、俄罗斯、印度、中国和南非，BRICS）作为重要的发展中国家和新兴市场国家，有着广阔的合作前景，成为推动世界多极化的主要力量。据 IMF 预测，2013-2018 年 BRICS 五国 GDP 复合增长率为 9.1%，按购买力平价测算，GDP 总量将达到全球经济总量的 31%。在新兴市场中，除了“金砖国家”这样体量相对较大的经济体外，还有一些典型的中小型国家亦具有良好的发展前景。“灵猫六国”（包括哥伦比亚、印尼、越南、埃及、土耳其和南非）2013-2018 年 GDP 复合增长率预计为 7%，GDP 总量占全球经济总量的 5.4%。此外，根据国际投行高盛的分析 and 预测，包括墨西哥、印尼、尼日利亚、韩国、越南、土耳其、菲律宾、埃及、巴基斯坦、伊朗和孟加拉在内的“金钻 11 国”，将以超越发达市场的高速发展，将成为 21 世纪全球经济发展的主旋律之一。

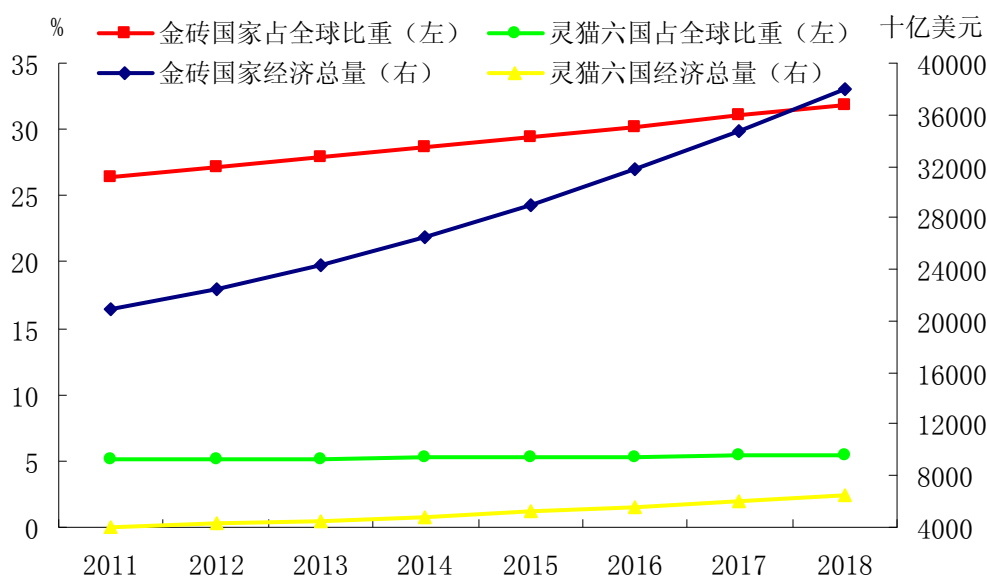


图5 金砖国家与灵猫六国经济总量走势及全球占比预测

值得关注的是，为了解决产业空心化导致的实体经济和虚拟经济脱节以及失业率居高不下等问题，以美国为首发达经济体将“再工业化”作为重塑竞争优势的发展战略。在“再工业化”战略推动下，以技术创新为依托的新兴高端制造业可能在发达市场进一步兴起，将使发达经济体在产业链高端环节的优势更加明显。“再工业化”与第三次工业革命的结合，亦将使发达经济体在科技、信息、资本等方面长期积累的优势进一步强化，可能占领新一轮经济增长的制高点，主导新型装备、新材料的生产和供应，成为未来科技革新与产业革命红利的主要受益者。面对发达经济体“再工业化”带来的挑战，新兴经济体提出了转变经济增长方式、推进产业结构优化升级、发展战略新兴产业等举措，力争加快提高自主创新能力，突破制造业数字化、智能化关键技术，实现产业竞争力的持续提升。总体上看，未来全球产业分工格局中发达经济体将主要占据产业链高端环节，中低端环节仍将集中在新兴经济体。但随着新兴经济体追赶速度的加快，在工业革命制高点与市场先机的局部争夺中也将占据一定的有利地位，推动全球产业格局多极化发展。

三、未来10年全球金融体系发展趋势展望

（一）全球金融资产总量将持续扩大，但金融交易活跃度有待恢复和提升

未来 10 年，全球金融体系将进入危机后的能力恢复和快速发展阶段。在需求层面，伴随着全球经济复苏的稳步推进，企业和个人的金融需求将快速增长；在供给层面，伴随着欧美金融机构的渐次恢复和新兴市场金融机构的强势崛起，全球范围内的金融供给能力将不断增强。在供需两旺的背景下，全球金融总量有望持续扩大。根据德意志银行研究部门的统计和测算，2008 年次贷危机爆发后，以股市市值、流通公债证券、流通金融机构债券、非金融类企业债券和流通非证券化贷款规模加总得来的全球金融资产总规模与同期全球 GDP 的比值为 281%，较 2007 年大幅下降了 72 个百分点；2011 年欧债危机的恶化又导致该比例当年下降了 37 个百分点。而伴随着危机演化的逐步缓和，2012 年，该指标回升至 293%，较 2011 年提升了 3 个百分点，较 2008 年提升了 12 个百分点，较 1995 和 1990 年则分别提升了 52 和 63 个百分点。未来 10 年，金融市场的稳健发展和金融体系的能力恢复将引致金融总量持续扩大，该比例指标也有望快速回到并超过 353% 的历史最高水平，并可能突破 400% 的整数关口。

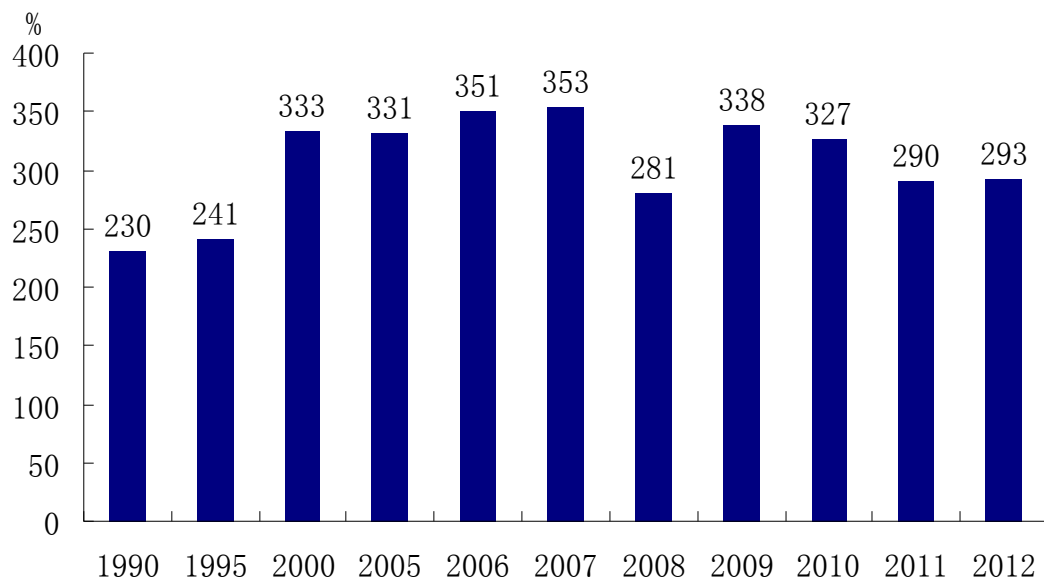


图 6 全球金融资产总规模与 GDP 的比例变化

数据来源：德意志银行研究部门。



与此同时，经历了全球金融危机和欧债危机的冲击之后，国际金融市场的交易量总体呈现萎缩趋势，投资者信心有待进一步恢复和增强。从股票交易量来看，经历金融危机和债务危机的毁灭性打击之后，尽管全球股市的总市值稳步回升，但全球股市交易量急剧下降的趋势并未改变。根据世界交易联合会（WFE）的统计，2012 年全球股市交易量较上年同比萎缩了 22.5%，几乎全球所有区域的股票交易量均出现了下跌。金融衍生产品的交易量在金融危机后有所回升，但波动性较大。根据世界交易联合会统计，2012 年的证券化类衍生品、股票类、利率类及大宗商品类衍生产品的合约成交数量分别较上年下降了 43.3%、21%、17% 和 1.1%。债券市场的交易量在连续上升两年之后，也于 2012 年下跌了 20%。

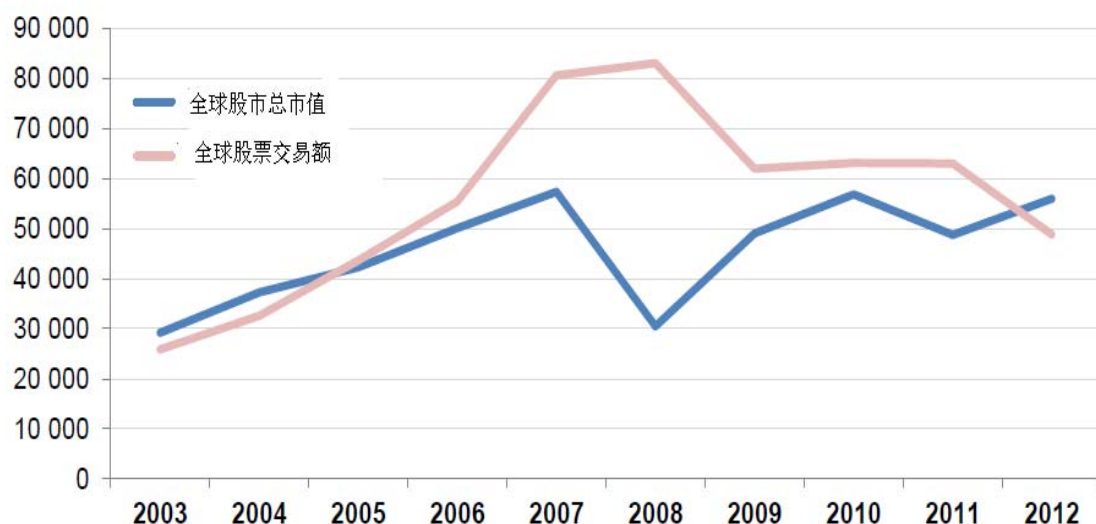


图 7 全球股市总市值及股票交易量走势

资料来源：世界交易联合会（WFE） 单位：十亿美元

金融市场交易的持续低迷，最根本的原因来自对经济增长放缓和企业盈利增长的担忧使得投资者群体持续萎缩，特别是远离了高风险的衍生品及股票市场。此外，欧美加强监管的举措也对金融市场交易的活跃度带来了消极影响。预计在未来 3-5 年的期间内，随着全球经济增长逐步恢复常态以及投资者信心的进一步恢复和增强，国际金融市场的交易将有望摆脱危机后的持续低迷态势，未来 5-10 年内则有望呈现金融交易活跃度的不断提升。

（二）全球金融深化和金融开放将持续推进，利率市场化、金融市场一体化、融资多元化仍是主要趋势

金融深化是金融体系资源配置方式更趋市场化、并使利率和汇率等金融变量能够更充分反映供求状况的过程；金融开放则是单个经济体更大程度融入国际金融市场、并使金融体系各类要素能够更顺畅实现跨国流动的过程。金融危机并没有改变金融深化和金融开放的大趋势。经济全球化和区域集团化的纵深发展，要求各种生产要素，特别是资金能迅速无阻地在全球范围内流动，以利率市场化、金融市场一体化和融资多元化为主要趋势的金融深化和金融开放过程将得到进一步强化。

利率市场化的发展，表明国际资本的价格越来越按照市场供求来决定，从全球范围来看，近年内越来越多国家的居民可以参与国际金融市场活动，也意味着国内消费者可以购买外国金融机构提供的产品和服务，本国机构也可以为外国消费者提供产品和服务，而资本将进一步向高回报的地区和行业流去。从利率变化特点来看，美元、欧元、日元的利率变动将影响世界利率的水平，国际资本市场利率与各国国内市场利率相互影响加深，两者的差距也将逐步缩小。

金融市场一体化的发展表现为：一是随着各国外汇管制的放宽和货币的可兑换以及金融服务的开放，将出现更多的开放型的金融市场。二是国际与国内金融市场的关系将更为密切更为加深，货币市场与资本市场的限界和功能越来越模糊。三是市场交易结算体系将更趋完善和快捷，将集中在几个大的结算系统和大公司进行。四是国际证券市场在竞争中将进一步整合，全球各大金融中心的证券交易所的合作与并购将成为一种趋势。五是有形金融市场将更趋减少，随着网上交易、电子商务的扩大，新概念的无形市场将逐步发展和完善。

融资方式将更趋多元化。从主要融资渠道来看，金融体系的发展一般经历银行、市场和证券化三个阶段。在银行阶段，几乎所有融资都通过银行提供；在市场阶段，证券市场和机构投资者开始发展壮大；在证券化阶段，证券市场和机构投资者开始占据主导。目前，欧美等发达经济体已经到达证券化阶段，但多数新兴经济体还处于银行主导阶段。未来 10 年，为了提升融资主体的资金可得性、



同时增强金融体系的稳定性，新兴经济体将进一步推动融资渠道的多元化建设，股票及债券融资等直接融资方式的占比可望得到明显提升，银行贷款在融资总额中的占比将有所下降。值得注意的是，尽管发达经济体以资产证券化为核心的“影子银行”在危机后受到更为严厉的监管，但其在中国等新兴经济体是作为传统融资渠道的一种有益补充而产生和发展，如果能有效引导和合理监管，将有助于进一步降低融资主体对银行信贷的依赖性、提升融资结构的多元化程度。

应当看到，在金融深化和金融开放不断深入推进的同时，金融体系的风险和波动性也进一步增大。国际投机资本的无序流动使得全球金融市场的剧烈震荡和金融资产的大幅波动趋于常态化，金融风险的跨行业、跨市场、跨国界、跨区界的传染和蔓延，将对宏观金融体系的稳定、监管当局的政策以及微观金融主体的投资运营带来更大挑战。

（三）全球金融创新将稳健发展，金融支持实体经济的作用有望进一步发挥

金融危机爆发前，金融创新不仅革新了传统的业务活动和经营方式，打破了金融活动的传统局限性，而且改变了金融总量与结构，重塑了金融运作机制，提高了金融在经济中的地位和作用，致使金融业发生了全面而深刻的变化，极大地推动了虚拟经济的发展。我们利用 BIS 的数据进行了测算，1998-2008 年，全球场外衍生品市场总市值的年均复合增长率为 25.79%，远高于同期全球实体经济 4.03% 的年均增速。但金融危机爆发后，金融创新步伐有所放缓，2009、2010 和 2012 年，全球场外衍生品市场总市值就分别缩水了 38.9%、1.14% 和 9.3%。未来 10 年，在危机演化逐步缓和、欧美金融机构逐渐走出生存危机的背景下，全球金融创新的步伐有望逐渐加快，移动互联网技术和大数据技术将在金融创新中得到广泛应用。

与此同时，由于未来 10 年不确定因素依旧广泛存在，金融稳定仍然面临较大压力，全球金融创新的发展态势将更趋稳健，金融衍生品设计将更注重基础资产质量，融资产品创新将更注重实体经济需求，金融服务模式拓展将更注重满足微观消费需求，对金融工程技术、模型和创新方法的使用将更注重合理度和安全可控。在金融创新稳健发展的助力下，实体经济基础性、生产性和扩张性的资

金需求有望得到有效满足，中小企业融资便利性有望提升，新兴产业发展有望得到更强的金融助力，金融消费者有望得到更公平、多样、低价和优质的金融服务，由此，金融支持实体经济的作用有望进一步发挥。

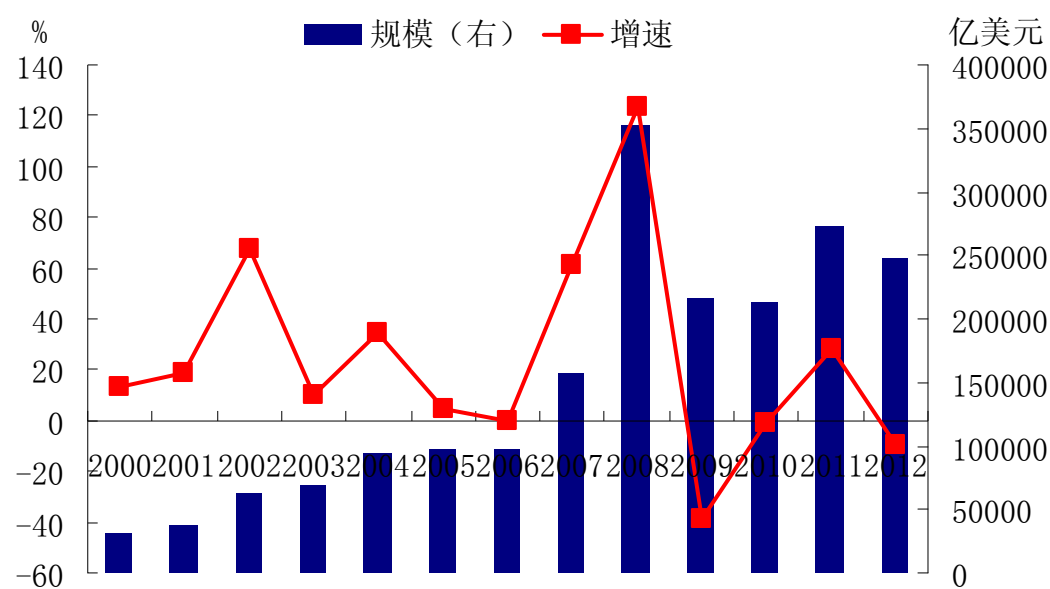


图 8 全球衍生品市场规模与增速变化
数据来源：国际清算银行（BIS）

四、未来 10 年全球经济金融秩序的改革发展方向

（一）国际货币体系更趋多元，人民币国际化持续推进

国际货币体系的内在缺陷被认为是导致全球金融危机爆发的根源之一。危机爆发以来，国际社会着力推动以美元为核心的国际货币体系向着更加多元化的方向改革。未来 10 年，国际货币体系将总体呈现出美元为主、其他货币为辅的“一主多元”格局：

一方面，美元单一货币霸权仍将在一定程度上延续。一是美国仍然是世界第一大国，美国经济金融体系具有良好的弹性，美元作为储备、结算和计价货币的优势地位在可预见的未来难以超越；二是欧债危机沉重打击了欧盟国家的经济实力，极大地影响了国际社会对欧元的信心，而日本债务结构庞大以及日元资产流



动性远不及美元和欧元等因素，也大大削弱了日元的吸引力，英国因其经济实力总体衰落，英镑不太可能“复兴”并取代美元低位；三是包括中国在内的新兴市场国家，由于经济实力的后发性、资本管制的严格性、本国货币国际化的渐进性，目前也无法挑战美元的国际地位。

另一方面，国际货币体系将更趋多元化：第一，美国“寅吃卯粮”的债务经济模式并未得到根治，长期债务的不可持续性将使美元的信用下降，从而削弱其霸权地位；第二，其他新兴市场国家经济迅速发展，国际地位日益提升，成为推动国际货币体系改革的重要力量；第三，此次金融危机的深刻教训让世界各国认识到货币地位的重要性。

未来 10 年，人民币在国际货币体系中的地位将稳步提升。人民币国际化将实现两个“三步走”：从使用范围上，将沿着周边化—区域化—全球化的发展路径；从货币职能来看，将遵循贸易结算—投资计价—储备货币的发展路径。同时，我们也应看到中国在具备经济规模、政治实力、贸易支撑等条件的同时，也存在金融市场不发达、人民币尚未自由兑换等障碍。未来人民币国际化不可能一帆风顺，需要通过大力推进人民币自由兑换、加快利率汇率机制改革及国内金融市场建设、培育人民币离岸市场等措施来稳步推进人民币国际化进程。

（二）国际金融监管总体趋严，协调与合作日渐紧密

全球金融危机爆发以来，国际金融监管总体趋严，未来也将延续这个特征，但全球协调与合作也将日趋紧密。

一方面，各国金融监管将在《巴塞尔协议 III》基础上建立更为严格和全面的金融监管体系。一是监管标准更趋严格。监管机构将提高对系统监管性大型金融机构的监管标准，包括增加资本金和流动性等要求；限制金融机构经营范围，高风险衍生品交易等或被禁止、或将置于更严格的监管之下。二是宏观审慎监管更加明显。金融监管将更关注系统重要性金融机构的行为、金融市场整体趋势及其与宏观经济的相互影响。三是监管范围更为全面。金融监管指标增加，关注情景从正常市场条件下的金融安全扩展到极端压力情景下的金融稳定。

另一方面，金融监管的国际协调与合作也将日渐紧密。主要有三个层面：在

国际组织层面，不断加强 IMF、世界银行、国际标准制定机构和各国金融监管当局的有效协调，加强对系统性风险和顺周期经济政策的协同监管。在国家层面，加强各国中央银行之间的信息交流和资金融通，共建对大型跨国金融机构的风险评估及救助机制，强化跨境汇款金融监管和反洗钱监管的信息交流与监控。在金融机构层面，寻求在业务重组、优化盈利结构、增强资本实力和改善风险分担机制等方面的合作；共同开发金融避险工具等。

（三）全球经济金融治理机制更趋公平，新兴经济体的地位和影响力逐步提升

金融危机爆发以后，建立更有效的全球经济金融治理机制成为国际社会的普遍要求，未来 10 年新兴经济体将在全球金融治理中发挥更大的影响力：

首先，新兴经济体将积极通过 G20 等国际机制表达诉求。主要有三方面：一是积极改善全球治理的有效性和公平性。新兴经济体将努力改变 G20 等国际机制的议题由发达经济体主导设置的状况，以保证全球治理效果得到公平、公正的分配和共享。二是积极为发展中国家争取有利的发展环境。新兴经济体将代表广大发展中国家呼吁国际社会接受发展中国家与发达国家“共同但有区别的责任”的原则，为自身发展创造有利的外部条件。三是积极促进与发达国家合作应对全球问题。通过在双边和多边机制中磋商协调，化解矛盾和分歧，在加强全球金融监管、推动贸易和投资自由化等议题领域进行卓有成效的安排。

其次，新兴经济体将继续争取增加在国际组织中的投票权和话语权。虽然目前新兴经济体已经成功增加了在 IMF、世界银行的份额，以中国为例，中国在 IMF 和世行的投票权分别提高了 2.42 和 1.65 个百分点，均上升至第三位。但总体来看，新兴经济体在全球金融治理方面的作用仍较为受限。未来新兴经济体将继续争取增加 IMF、世界银行的投票权，从而提升话语权。

第三，新兴经济体积极参与国际评级体系建设，逐步打破三大评级机构的全球业务垄断。长期以来，国际信用评级领域形成了以穆迪、标普、惠誉三大评级机构为首的寡头垄断格局。当前，新兴经济体也积极投身国际信用评级体系的改革和重建。中国评级机构大公国际近日已获得欧盟信用评级机构执照，成为亚洲



第一家在欧洲注册并获得信用评级资质的评级公司。未来国际评级体系将呈现三个“强化”：一是逐步强化对信用评级机构的监管，确保其有稳健的政策和措施以管理和披露利益冲突；二是逐步强化对信用评级机构评级模型、方法和基本假设的披露要求；三是逐步降低监管机构、金融机构和投资者对信用评级机构的依赖。

第四，新兴经济体的金融机构将通过增强对国际金融市场的参与能力，提升金融资产定价权和规则制定权。跨国金融机构是一国金融竞争力的核心载体。未来 10 年，新兴经济体将着力打造与自身经济实力相匹配的跨国金融机构，强化对国际金融市场的全面参与和对相关规则制度的影响，由金融资产价格的被动接受者到制定者，以更好地维护金融主权、利用全球金融资源服务本国实体经济发展。

五、未来 10 年全球经济金融的主要潜在风险及再次爆发危机的可能性

（一）债务风险和地缘政治风险将是威胁全球经济金融稳定的两类突出风险

未来 10 年，次贷危机和欧债危机的长期影响还将渐次显现，全球经济和国际金融市场的不确定性依旧广泛存在，趋势演化的波动性将显著上升。从风险构成看，影响全球经济复苏进程和国际金融市场稳健发展的风险种类将更趋复杂多样，通货膨胀风险、结构失衡风险、地缘政治风险、利率汇率风险、资本异动风险、流动性风险、债务风险、衰退风险和投机风险等各类风险将可能在不同阶段交替显现，并可能发生风险相互传染和相互激化的复杂演变。

我们认为，未来 10 年，在风险构成更趋复杂的背景下，两类主要风险值得高度关注：一是债务风险。从全球整体看，政府负债率（债务总量/GDP）虽有望渐次下降，但债务绝对水平依旧持续扩张，全球债务负担过高的风险长期存在。我们利用 IMF 的预测数据进行了测算，2013-2018 年，全球债务总量可能将从 58.7 万亿美元扩张至 69.3 万亿美元，年均复合增长率高达 3.38%，如果按照这一速度持续扩张，2023 年，全球债务总量将超过 80 万亿美元，2025 年则将达到 87.5 万亿美元，绝对规模十分巨大，将给实体经济带来沉重的还本付息压力。由于全球经济有望保持稳健、较快增长态势，2013 年全球负债率有望降至 80% 以下，2018

年则可能降至 73.1%，但这一指标始终高于 60% 的国际警戒线，表明债务风险的绝对水平依旧较高。从全球结构看，未来 10 年，发达经济体的债务风险将明显高于新兴市场经济体。根据 IMF 的预测，2013-2018 年，发达经济体政府负债率有望从 108.4% 微降至 104.3%，新兴市场经济体政府负债率则有望从 33.9% 降至 28.7%。尽管都处于负债率下降的通道之中，但两者的绝对水平存在很大差异，新兴市场经济体的政府负债率大幅低于国际警戒线，而发达经济体的政府负债率却始终高于 100% 的技术破产线。从单个经济体看，在 IMF 有统计数据的 187 个经济体中，2012 年政府负债率排名前 20 位经济体依旧是债务风险最大的个体，特别是日本，不仅政府负债率始终位居全球第一位，而且未来可能还将呈逐步走高的态势，如果安倍政府未能有效扭转长期通缩的经济发展颓势，日本债务风险的积聚可能将趋向失控。

	全球		发达经济体		新兴市场经济体	
	债务总量	GDP 占比	债务总量	GDP 占比	债务总量	GDP 占比
2000	218486.5	67.6	186623.5	72.4	31863.0	48.6
2001	216821.7	67.5	184399.6	72.3	32422.1	48.9
2002	230384.2	69.0	195499.0	73.4	34885.2	51.5
2003	263431.9	70.2	225447.0	75.5	37984.9	49.6
2004	305171.4	72.3	262789.5	79.4	42381.9	46.4
2005	319701.7	70.0	274704.2	79.0	44997.5	41.2
2006	326083.5	65.9	279002.6	76.4	47080.9	36.5
2007	349355.7	62.6	294553.4	73.7	54802.3	34.5
2008	402418.2	65.6	340116.9	80.7	62301.2	32.4
2009	438794.8	75.7	374321.8	94.2	64473.0	35.3
2010	503505.3	79.3	418277.8	100.7	85227.4	38.8
2011	558354.0	79.5	466386.5	104.7	91967.4	35.8
2012	580266.3	80.9	485607.5	109.3	94658.9	34.7
2013	587015.2	79.1	488341.2	108.4	98674.0	33.9
2014	610116.3	78.4	506011.8	108.6	104104.4	33.4
2015	631415.2	76.9	522018.1	107.8	109397.1	32.4
2016	651937.4	75.0	537312.8	106.6	114624.6	31.4
2017	673268.9	73.1	553889.3	105.5	119379.6	30.1



2018	693227.8	71.0	569823.0	104.3	123404.8	28.7
------	----------	------	----------	-------	----------	------

表 2 未来全球债务总量和负债率变化

资料来源：作者根据日本央行以及财汇资讯整理而成

单位：亿美元，%

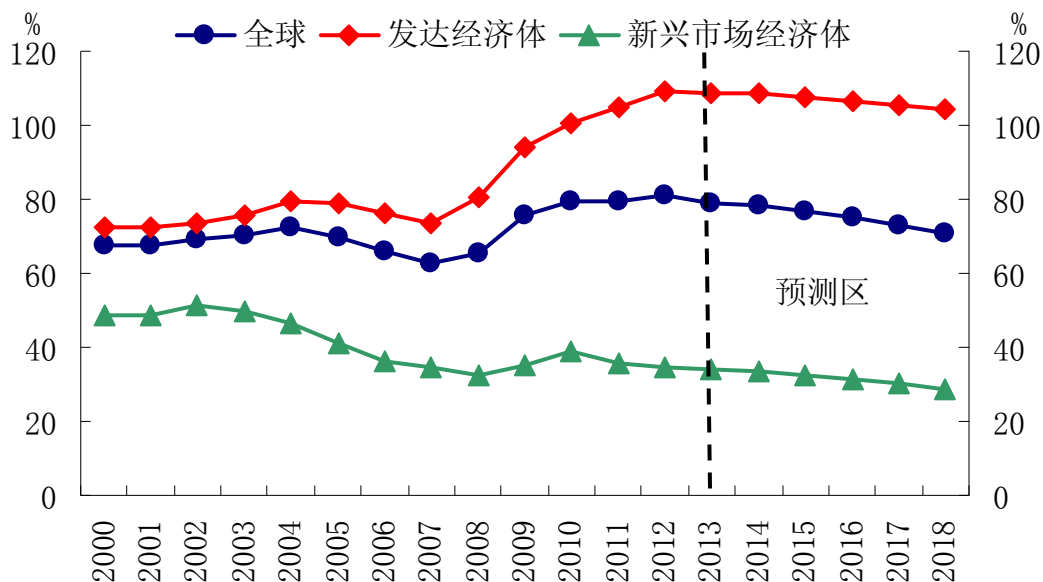


图 9 全球、发达和新兴市场经济体的负债率变化

数据来源：IMF 以及我们的测算

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
日本	237.92	245.35	244.60	244.59	243.87	243.18	242.77
希腊	158.55	179.47	175.55	170.80	163.49	153.89	144.34
牙买加	146.59	142.76	136.08	130.99	124.91	117.38	109.74
黎巴嫩	139.53	141.34	141.65	142.33	142.54	142.82	143.02
意大利	126.98	130.63	130.81	129.73	127.92	125.65	123.45
厄立特里亚	125.79	123.77	123.25	126.01	125.82	130.65	134.25
葡萄牙	122.99	122.30	123.69	122.53	119.93	117.17	114.25
爱尔兰	117.12	122.01	120.23	116.43	113.32	109.57	105.81
格林纳达	112.57	116.11	118.55	120.53	122.24	123.67	125.25
新加坡	111.02	108.16	104.28	100.96	98.04	95.17	92.50
美国	106.53	108.12	109.16	108.36	107.54	106.94	106.73
佛得角	103.35	106.33	106.18	102.49	96.89	91.60	88.64
比利时	99.60	100.33	99.82	99.03	97.52	95.30	92.68
冰岛	99.08	91.92	86.32	83.95	79.93	76.20	71.82

苏丹	97.64	102.93	87.16	76.78	69.93	65.06	63.49
英国	90.31	93.62	97.05	99.65	100.68	100.25	98.22
法国	90.29	92.74	94.04	94.06	92.78	90.69	88.05
圣基茨和尼维斯	89.30	82.96	78.38	74.03	69.22	65.15	62.54
安提瓜和巴布达	89.15	91.91	86.20	80.69	75.43	70.61	66.28

表 3 负债经济体未来的负债率变化

数据来源：IMF 单位：%

二是地缘政治风险。地缘政治风险，是指世界或地区范围内的战略形势变化和有关经济体的激进政治行为所带来的波动性风险。未来 10 年，随着区域经济增长的差异性进一步加大，不同区域内部和区域之间的政治、文化和社会冲突可能将渐趋激烈，其对经济金融运行的冲击也将不断加大。我们认为，未来 10 年，值得重点关注的地缘政治风险主要包括：一是伊朗核问题，涉及伊朗、美国、欧盟、中国和俄罗斯；二是叙利亚问题，涉及叙利亚、美国、欧盟、中国和俄罗斯；三是中国南海争端，涉及中国、日本、菲律宾、越南和美国；四是中国台湾问题，涉及中国和美国；五是朝鲜半岛安全问题，涉及朝鲜、韩国、中国、美国、日本、韩国和俄罗斯；六是印度半岛安全问题，涉及印度、巴基斯坦、中国和美国；七是俄罗斯与乌克兰、格鲁吉亚矛盾，涉及俄罗斯、乌克兰、格鲁吉亚和美国；八是北约东扩与俄罗斯利益冲突，涉及北约、俄罗斯和美国；九是马岛之争，涉及阿根廷和英国；十是非洲各国的内战及种族冲突，涉及非洲部分国家及部分种族部落。

	地区	类别	涉及经济体	影响力	恶化概率
伊朗核问题	中东	大规模杀伤性武器	伊朗、美国、欧盟、中国、俄罗斯	★★★★★	★★★★
叙利亚问题	中东	人权问题	叙利亚、美国、欧盟、中国、俄罗斯	★★★★	★★★★★
中国南海争端	东亚	领土争端	中国、日本、菲律宾、越南、美国	★★★★	★★★★
中国台湾问题	东亚	领土争端	中国、美国	★★★★	★



朝鲜半岛安全问题	东亚	大规模杀伤性武器	朝、韩、中、美、韩、俄、日	★★★★	★★★★
印度半岛安全问题	南亚	领土争端	印度、巴基斯坦、中国、美国	★★	★
俄罗斯与乌克兰、格鲁吉亚矛盾	中东欧	资源争端	俄罗斯、乌克兰、格鲁吉亚、美国	★★	★
北约东扩与俄罗斯利益冲突	中东欧	军事争端	北约、俄罗斯、美国	★★	★
马岛之争	南美	领土争端	阿根廷、英国	★	★★
非洲各国内战及种族冲突	非洲	领土争端	非洲部分国家及部分种族部落	★	★

表 4 全球地缘政治风险分布

（二）未来 10 年仍有再次爆发局部或全球性金融危机的可能性

未来 10 年，由于不确定性广泛存在，风险结构更趋复杂，因此不排除再发生局部或全球性金融危机的可能性。一方面，在债务风险始终较大的背景下，债务危机的演化具有长期性，债务危机的爆发区域将主要集中于发达经济体。2012 年末至 2013 年初的阶段性的缓解并不意味着欧债危机的终结，未来一段时期内，欧洲依旧是债务危机震心，欧债危机将向经济危机、债务危机、银行危机和社会危机“四位一体”的复合型危机长期演化。如果出现部分成员国退出欧元区、欧洲一体化“逆流”的极端情形，欧债危机甚至可能再掀金融危机海啸。此外，如果安倍政府一系列刺激经济复苏的计划未能实现预期效果，日本经济陷入大衰退，市场信心骤然崩溃，债务偿付出现难以应对的困难，那么，日本可能成为债务危机爆发的下一站。另一方面，对于新兴市场而言，在地缘政治动荡较大、经济发展基本面并不稳固的背景下，不排除局部地区爆发货币危机或银行危机的可能性，原因在于：一是部分新兴市场经济体在前期经济高速增长的过程中堆积了大量资产市场泡沫，如果泡沫破裂，银行体系将受到巨大冲击；二是部分新兴市场经济体尚处于经济、金融转轨阶段，制度变化过程中各类金融风险较易滋生；三是部分新兴市场经济体可能会面临通货膨胀急剧恶化或资本市场暴跌的风险，市场恐慌情绪较易加剧；四是部分新兴市场经济体货币调控和金融监管经验欠

缺，难以有效预防金融危机；五是部分新兴市场经济体的货币汇率波动剧烈，较易成为国际投机势力的冲击对象；六是国际资金从大幅流入向大幅流出的转变可能会成为部分新兴市场经济体爆发金融危机的导火索。从总外债余额/外汇储备、总外债余额/GDP、短期外债/总外债、银行业外债/总外债、经常账户余额/GDP和汇率制度弹性六个维度综合比较，在主要新兴市场经济体中，土耳其、韩国、阿根廷、印尼和柬埔寨爆发金融危机的可能性相对更大，值得高度关注。

	总外债余额 /外汇储备	总外债余额 / GDP	短期外债 /总外债	银行业外债 /总外债	经常账户 余额/GDP	汇率制度弹性
巴西	116.9	18.4	7.4	31.7	-2.371	浮动
韩国	126.3	35.8	30.6	44.5	2.749	浮动
俄罗斯	132.4	31.2	13	31.6	2.548	其他管制安排
印尼	239.7	28.6	17.8	9.1	-3.281	浮动
印度	129.4	20.6	24.4	19.7	-4.948	浮动
泰国	79.7	36.6	42.6	25	1.007	浮动
中国	20.7	8.3	69.6	0.4	2.644	类爬行盯住
中国香港	342.3	397.9	71.8	68.2	1.953	货币局
马来西亚	66	32.5	47.6	51.3	5.964	其他管制安排
菲律宾	73.2	24.1	14.1	15.1	2.434	浮动
墨西哥	204.3	30	20.8	5.2	-1.015	自由浮动
土耳其	300.3	42.4	30	33.7	-6.798	浮动
阿根廷	355.2	29.5	26.7	2.2	-0.086	类爬行盯住
南非	332.9	35.8	20.3	18.8	-6.375	浮动
柬埔寨	97.7	30.2	9	0	-9.878	稳定性安排
越南	249.1	41.9	17.2	5.9	7.943	稳定性安排

表 5 主要新兴市场经济体危机相关指标比较

注：各项指标取值为可获得的最新数据。

数据来源：IMF，世界银行，民生证券研究院研究报告。单位： %

六、主要研究结论

（一）债务风险和地缘政治风险将是威胁全球经济金融稳定的两类突出风险



（一）未来 10 年全球经济金融发展的总体特征

从全球经济增长趋势及驱动因素来看：未来 10 年全球经济将进入调整上升阶段，但经济复苏仍将呈现不稳定与不平衡的特征。就全球经济增长的驱动因素而言，新技术的创新将为全球经济长期增长提供动力，新能源的发展将缓解经济增长的瓶颈制约，人口结构变化为经济增长带来新机遇也有新挑战，日益严峻的气候变化将推动全球经济发展方式转型。

从全球贸易投资发展、经济格局及产业分工变化来看：未来 10 年的全球化将是“有制约的全球化”，尽管存在各种风险和逆流，但全球贸易和投资仍有望保持较快增长，各经济体的经济联系更为紧密、共振效应更加突出，企业经营也将进一步地顺应全球化的大趋势。就全球经济格局变化趋势而言，新兴经济体不断崛起、发达经济体地位相对下降，将是全球经济未来 10 年的一个主要发展趋势。就新兴经济体内部而言，各区域经济增长差异较大，“金砖四国”、“灵猫六国”、“金钻 11 国”等经济体将成为亮点。就全球产业分工格局变化而言，发达经济体以技术创新为依托推动的“再工业化”发展战略，可能将使其在产业链高端环节的优势更加明显，并对谋求产业升级转型的新兴经济体带来更大的竞争和挑战。

从全球金融体系的发展来看：全球金融资产总量将持续扩大，但金融交易活跃度有待恢复和提升；全球金融深化和金融开放将持续推进，利率市场化、金融市场一体化、融资多元化仍是主要趋势；全球金融创新将稳健发展，金融支持实体经济的作用有望进一步发挥。

从国际经济金融秩序的重建来看：国际货币体系将总体呈现出美元为主、其他货币为辅的“一主多元”格局，人民币国际化持续推进；国际金融监管将延续总体趋严的特征，但全球监管与政策的协调合作也将不断深化；全球经济金融治理机制更趋公平，新兴经济体的地位和影响力逐步提升。

从全球金融风险来看：全球经济和国际金融市场不确定性依旧广泛存在，风险构成更趋复杂，债务风险和地缘政治风险值得高度关注；债务危机在发达经济体的演化具有长期性，不排除新兴市场局部地区爆发货币危机和银行危机的可能

性。

（二）未来 10 年国际经济金融新形势下我行面临的机遇与挑战

主要机遇：

一是关注全球经济新一轮复苏周期及产业结构调整背景下，新能源、新技术、人口结构及气候变化等因素对经济增长方式带来的影响，并结合我国转变发展方式、加快培育和发展战略性新兴产业发展的大方向，推进银行经营模式转型及金融服务创新，谋划抢占相关领域的制高点。

二是关注经济全球化背景下各经济体的经贸联系更为紧密的大趋势，适应企业跨国经营特别是中资企业“走出去”对金融服务需求产生的新变化，进一步加快银行国际化步伐，提升跨境跨业务的综合服务能力。

三是关注新兴市场在全球经济金融格局中的地位不断上升、在世界经济治理机制变革中的话语权不断增强、彼此之间经济合作与政策协调不断强化的趋势，进一步加快推动我行在新兴市场的国际化拓展步伐。

四是关注国际货币体系多元化改革趋势及人民币国际化的历史机遇。人民币国际化向纵深推进以及人民币离岸市场的形成，有利于中国在国际金融体系中获得更大话语权，中资金融机构应把握这一宝贵机遇，以跨境人民币业务为突破提升核心竞争力。

五是关注金融深化和金融开放持续推进的大趋势，积极参与国际金融市场竞争，努力提升金融资产定价权及规则制定权，充分利用国内国际两个市场、两种资源服务本国实体经济发展。

主要挑战：

总的来看，外部环境复杂动荡使中资金融机构国际化面临的不确定性增大。未来一段时期，中资金融机构国际化面临国别风险和交易对手风险增加，各种风险之间的关联性增强，系统性风险超过了以往任何时期。国际金融监管从严的趋势也将使银行国际化发展的成本更高、约束更严。

一是全球经济复苏进程将在长期内呈现不稳定与不平衡的特征。发达经济体受债务高企、削减财政赤字压力增大等因素影响，实质性的结构调整尚未真正启



动，从而导致经济复苏曲折艰难。新兴经济体在全球经济金融格局中的地位不断上升，但尚未成为主导型力量，与发达经济体在贸易、投资等方面的依赖关系仍未改变，在转变经济增长方式、增强金融体系的稳定性方面仍有很长的路要走。全球经济复苏曲折艰难且不平衡，加大了中资银行拓展海外市场的难度。

二是国际金融市场的剧烈动荡已成常态化。主权债务危机的反复发酵、资金风险偏好的频繁变化、主要货币汇率的大幅波动、跨境资金无序流动等因素导致金融体系的不稳定性上升，从而对跨国银行的风险防控提出了极大挑战。

三是地缘冲突升级、重大灾害频发、政治局势动荡将对跨国银行的稳健经营构成威胁。地缘冲突及重大灾害将直接威胁到中资金融机构在当地的财产及人身安全，而政治动荡、政策调整或政治抵制等引起的政治风险，由于影响深远、破坏性强，甚至成为经营、管理之外的最大风险。

四是国际金融监管从严的大趋势，对于中资银行如何形成可持续发展的跨国经营模式提出了更高要求。中资银行不仅要根据国际监管新要求建立更加完备的制度和控制手段、承担比过去更高的管理成本，而且在增、注资与资本利用过程中可能将受到更大的约束，使中资银行境外拓展面临的准入壁垒、合规门槛和运营成本显著提高。