



## 全球经济温和回升 增长格局发生转变

——2014 年第一季度国际经济金融走势回顾及未来展望

### 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 程实 宋玮

王婕 罗宁 郭可为 吕振艳

suhong.ma@icbc.com.cn

相关研究：

2014/3/26 《美元止跌反弹 债市“三速分化”——2014 年 3 月国际金融市场走势述评》

2014/1/22 《全球经济缓慢复苏中格局转变 美国量宽退出下金融资产重估——2013 年国际经济金融走势分析及 2014 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。

- 2014 年第一季度，全球经济延续了整体复苏态势，但增长力度不及预期。发达经济体呈现强势回升，其中美国经济复苏基础更加稳固，欧元区经济步入温和增长，日本经济复苏步伐有所加快，但新兴经济体的增长进一步放缓。受美联储缩减量宽、新兴市场政治动荡、乌克兰危机等因素影响，国际金融市场年初以来经历了大幅波动，特别是新兴市场在资金外流的冲击下，货币、股市和债市均出现剧烈动荡。
- 展望下一阶段，美国经济在天气不利因素消退后有望实现加速增长，欧元区复苏进程将受到失业率高和通缩压力大等因素制约，日本因消费税上调恐陷入短期经济低迷，外部环境复杂多变及国内结构性改革不确定使新兴经济体仍面临较大的经济下行压力。就国际金融市场走向而言，美联储继续缩减量宽规模有望使美元汇率及美债收益率上行，全球股市将以震荡调整为主，国际金价和油价出现大幅上涨的可能性不大，新兴市场极易再次受到国际资本流动的冲击。
- 建议中资银行抓住全球经济持续复苏的机遇，为中国企业走出去提供更切实有力的金融服务；关注美联储货币政策正常化的节奏及其对全球流动性的影响，据此调整银行经营策略；高度警惕全球地缘政治动荡加剧的风险，保障国际化经营的稳健开展；高度重视全球经济复苏尚未明显提振中国贸易增长的现实，加大对经济结构转型的信贷支持。

## **Global Economy Continues Its Modest Recovery, but the Growth Dynamic Begins to Change**

——Analysis and outlook for global economy and financial markets in Q1 2014

### **Executive Summary**

In the first quarter of 2014, the recovery of global economy continued with slower-than-expected growth rate. Advanced economies presented a strong rebound, in which US economy developed more solid fundamentals, Euro area stepped into modest recovery, Japanese economy achieved higher growth, but Emerging markets suffered a further slowdown. The international financial markets experienced sharp fluctuation for the Fed quitting from QE, the political turmoil in Emerging markets as well as Ukraine crisis. Particularly, the equities, bonds and money markets in Emerging economies was hit a lot by capital outflows.

Looking forward to the next phase, US economy is expected to grow faster after receding for bad weather, the recovery of Euro area might be hindered by high unemployed rate and deflationary risk, Japan might face a downturn in the short term due to rise of the consumption tax, while the Emerging markets have to endure more pressures from changing external environment and uncertainty of domestic structural reforms. U.S. dollar and bond yields will be upward as the Fed keeps on reducing the size of the debt purchase, global stock markets will continue turbulence, and the price of oil and gold could hardly surge at current level. Emerging markets are extremely vulnerable to the impact of international capital flows again.

Under the new international economic and financial situation, We have some suggestions to China's banking sector: they should provide more practical financial services for Chinese enterprises going abroad, pay attention to the major impact of Fed tapering on global economic and financial operation, alert the risk of geopolitical turmoil and make greater efforts to support China's economic reforms.



## 目 录

一、全球经济走势回顾与展望.....	4
(一) 天气短期冲击逐步消退, 美国经济加速增长可期.....	5
(二) 欧洲经济复苏分化, 通缩风险渐趋严峻.....	7
(三) 消费投资拉动日本经济上行, 未来恐重陷低迷.....	8
(四) 新兴市场仍面临经济下行压力, 资金外流趋势或将延续.....	8
二、国际金融市场走势回顾与展望.....	9
(一) 美元汇率震荡回调, 未来有望重拾升势.....	9
(二) 全球股市走势分化, 未来震荡调整为主.....	11
(三) 避险需求支撑国际金价, 天气正常化下压油价.....	13
(四) 美债收益率不升反降, 欧洲国债市场频现利好.....	15
三、国际经济金融新形势下中资银行关注点.....	17

## 图目录

图 1 美元汇率走势图 .....	11
图 2 全球主要股指走势图 .....	13
图 3 国际原油及黄金价格走势图 .....	15
图 4 部分发达国家 10 年期国债收益率走势图 .....	17

## 表目录

表 1 全球主要经济体经济增速及预测 .....	5
--------------------------	---

2014 年第一季度，尽管美联储退出量宽、乌克兰危机、新兴市场政治动荡等因素对国际经济金融运行带来较大挑战，但全球经济仍延续了总体温和复苏势头，发达经济体回升趋势明显，新兴经济体增长进一步放缓。国际金融市场呈现较大波动，特别是新兴市场经历了大规模资本外流的重创。下一阶段，全球经济金融运行将呈现以下特点：一是增长格局变化显著。据 IMF 统计，2014 年发达经济体对世界经济增长的贡献率有望升至 54%，这是自金融危机以来第一次世界经济增长一半强来自发达国家，而过去 5 年新兴市场对世界经济增长的贡献率年均超过 70%。二是下行风险依然突出，发达经济体通缩风险、新兴市场政治不稳定、全球地缘政治风险居高不下等，使世界经济复苏之路依然崎岖曲折，同时还将加剧国际金融市场的波动性。三是结构性问题制约后续增长动力。发达经济体仍面临严重的政府债务和高失业问题，新兴经济体则亟待推进经济增长方式的实质性转型，主要经济体均须把握时间窗口大力推进结构性改革，否则将导致发展后劲不足。

### 一、全球经济走势回顾与展望

2014 年第一季度，全球经济延续了整体复苏态势，但增长力度不及预期。发达经济体呈现强势回升，其中美国经济复苏基础更加稳固，欧元区经济步入温和增长，日本经济复苏步伐有所加快，但新兴经济体受美联储退出量宽的溢出效应、地缘风险抬头及自身结构性问题的影响，经济增长进一步放缓。展望下一阶段，美国经济在天气不利因素消退后有望实现加速增长，欧元区复苏进程将受到失业率高和通缩压力大等因素制约，日本因消费税上调恐陷入短期经济低迷，外部环境复杂多变及国内结构性改革不确定使新兴经济体仍面临较大的经济下行压力。据国际货币基金组织（IMF）2014 年 4 月发布的《全球经济展望》，2014 年全球经济增长率预计将达到 3.6%，较之 2013 年的 3.3%有所提速，其中新兴及发展中经济体和发达经济体将分别增长 4.9%和 2.2%，分别高于 2013 年的 4.7%和 1.3%。



	2013			2014		
	第三季度	第四季度	全年	第一季度	第二季度	全年
美国	4.1	2.6	1.9	1.5	3.1	2.9
欧元区	-0.3	0.5	-0.5	1.0	1.0	1.2
英国	1.8	2.7	1.8	2.9	2.8	2.9
日本	0.9	0.7	1.5	3.8	-3.3	1.5
印度	5.3	4.5	4.4	4.6	5.2	5.4
发达经济体	—	—	1.3	—	—	2.2
新兴市场	—	—	4.7	—	—	4.9
全球	—	—	3.0	—	—	3.6

单位：%

注：表中阴影部分为预测数据。

表 1 全球主要经济体经济增速及预测

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）天气短期冲击逐步消退，美国经济加速增长可期

2014 年第一季度，由于遭遇 20 年一遇的极寒天气，美国涉及到户外的经济活动普遍出现放缓迹象，其中房地产、建筑业、汽车零售等行业尤为明显，预计一季度美国实际 GDP 增幅将回落至 1.5%，大幅低于 2013 年四季度 2.6% 的增速。受此影响，一季度月均新增非农就业人数仅为 17.7 万人，不仅低于市场预期，而且明显低于 20.6 万人的 2013 年同期水平，而失业率则稳定于 6.7%。除天气主因外，居民收入增长缓慢和紧急失业救济政策到期所导致的消费增长乏力，以及房地产市场增速放缓也对一季度的经济增长造成一定影响。

展望二季度，随着天气正常化，前期被抑制的商业活动有望明显活跃，主要看点有二：首先，一直不甚给力的居民消费或将“洗心革面”。一是天气转暖后取暖支出下降和商业活动增加将提振零售，3 月经季节调整后的零售数据环比增长 1.14%，为过去 18 个月的最高水平，凸显天气因素影响正在消退。二是家庭部门去杠杆化已接近尾声，美国家庭债务与可支配收入之比已回落到 10 年前的水平，家庭金融债务比例亦降至 10% 的历史低点，同时这两个杠杆率的环比增速已开始由负转正，去杠杆过程的结束将对消费形成有力支撑。三是就业市场有望加速回暖，截至 4 月 12 日的当周首次申领失业救济金人数已降至 30.4 万人，四

周移动均值触及 2007 年 10 月以来的最低水平，同时制造业的平均时薪已连续 7 个月同比增速超过 2%，天气恢复正常也将进一步推动就业市场加速改善，进而带动消费者收入和信心的增加。4 月消费者信心指数再次回升到 82 以上，进一步巩固了我们对未来居民消费的乐观预期。其次，企业投资意愿和工商业信贷呈现同步增强态势，私人投资有望助力经济增长提速。一是 ISM 制造业采购经理人指数持续改善，预示制造业景气度走强，尤其是新订单指数自去年下半年以来持续位于 60 以上，今年初受严寒天气影响，降至 60 以下，但仍位于荣枯线以上，并于 3 月回升至 55.1。二是全部工业部门产能利用率已达到 79.2%，较 2006 年 80% 的周期高点已不远，扩充产能诉求增大。三是工商业贷款呈现强劲增长，今年 2 月和 3 月的美国商业银行工商业贷款分别同比大幅增长 26.4% 和 13.4%，为金融危机以来的最高增速，显示从企业到商业银行的信贷活跃度在明显回升，而私人投资也将同步加速。在消费和私人投资的拉动下，同时考虑到一季度较低的基数，二季度美国经济增长有望大幅反弹，预计将达到 3.1%，全年经济增速或将达到 2.9%。

货币政策方面，新任美联储主席耶伦在首次主持的 3 月议息会上正式放弃了量化加息门槛指标，改为定性描述，旨在更综合地评估就业市场趋近于充分就业过程中的变化，进而引导利率预期。这一改变令市场普遍预期美联储首次加息时点可能提前，此后多个美联储高官的公开演讲和议息会会议纪要的披露在一定程度上平息了上述忧虑，但我们依然认为美联储的加息预期有所提前，原因在于去掉 2.5% 的通胀率门槛值本身就意味着美联储已降低对未来通胀超过长期目标（2%）后的容忍度。3 月 CPI 和 PPI 分别同比增长 1.5% 和 1.7%，较 2 月增速明显加快，通缩风险逐步消退为美联储政策操作创造了空间。美联储很可能将在今年二季度的两次议息会上各削减 100 亿美元的购债规模（二季度末每月资产购买规模将降至 350 亿美元），并于 10 月完全终止资产购买。未来广义就业的改善进程和通胀率向长期目标的贴近程度将是美联储决定首次加息时点最重要的考量因素，预计在 2015 年二、三、四季度实现首次加息的概率分别为 30%、60% 和 10%。受此影响，美国中长期利率的上行压力将持续存在，跨境资金持续回流美国仍将





给国际金融市场带来较大压力。

## （二）欧洲经济复苏分化，通缩风险渐趋严峻

随着欧债危机导致的市场动荡渐趋平复，欧洲经济也正式迈开复苏步伐，2014 年前三个月欧元区制造业 PMI 维持在 53 点以上，第一季度实际 GDP 同比增速预估值为 1%，较去年第四季度上升 0.5 个百分点。但总体而言，欧元区经济复苏形势难言乐观。一是欧元区成员国复苏差异仍大，第一季度核心国德国、法国实际 GDP 同比增速预估值分别为 2% 和 1%，边缘重债国希腊则同比萎缩 1.3%，意大利、西班牙经济增速预估值也分别为 -0.1% 和 0.4%。二是通缩风险渐趋严峻。截至 3 月末，欧元区 CPI 同比增速进一步降至 0.5%，已连续 6 个月位于 1% 以下水平，PPI 自去年 8 月份以来同比持续负增长且收缩幅度不断加大。三是劳动力市场持续疲软，虽然最新调整的失业率数据从此前 12% 历史高位降至 11.9%，但就业市场复苏仍旧疲软，特别是青年失业率高达 23.6%。此外，欧元区产业“空心化”、国际竞争力不足、金融市场“碎片化”等问题亦未有明显改善，虽然欧洲银行业联盟的三大支柱单一监管机制（SSM）、单一清算机制（SRM）与存款担保机制（DGS）最终获批，确立了欧洲应对银行业危机的制度保障，但具体实施尚面临诸多不确定性，银行业坏账问题及不断攀升的风险敞口仍然威胁着欧洲金融系统稳定和经济复苏进程，预计欧元区第二季度经济增速继续维持 1%，全年增速约为 1.2%。相较而言，英国经济复苏步伐明显提速，第一季度实际 GDP 同比增速预估值为 2.9%，未来经济增长前景及就业状况相对较好，通胀指数走势也处于合理区间，预计英国第二季度及全年经济增速分别为 2.8% 和 2.9%。

面对持续低于目标水平的通胀数据以及复苏总体疲软的格局，欧洲央行在现有基础上再度放松货币政策的可能性日益增大。从量化宽松政策来看，结合近期欧洲央行官员的阐述，以压低长期利率为主要目标的“AE”（adjustable easing）版 QE 将可能推行，购买资产范围也将进一步扩大。同时，欧洲央行推行融资换贷款型的新一轮长期再融资操作 LTRO 可能性也较大。就质化宽松政策而言，欧洲央行一方面可能继续下调已处于 0.25% 历史低位水平的主要再融资利率，另一方面推出负存款利率的概率也逐渐增大。英国经济复苏前景较好，未来加息的可

能性不断加大。考虑到英国目前通胀指数仍处较低水平，今年英国央行正式加息的概率相对较小，但随着房地产价格持续上行、资产泡沫不断积累以及经济复苏、消费增长推动物价上行，明年加息的可能性较大。我们预测，英国央行在今年内和明年底之前加息的概率分别是 30%和 80%。

### （三）消费投资拉动日本经济上行，未来恐重陷低迷

2014 年第一季度，日本经济较 2013 年下半年复苏步伐有所加快，主要原因有三方面：一是消费者赶在第二季度上调消费税之前集中消费使前两月的日本零售额分别同比增长 4.4%和 3.6%，其中 1 月增幅创下 21 个月以来的新高。二是日本私人投资有所回升，今年前两个月机械订单分别同比增长 28.6%和 19.9%，增速较 2013 年末明显加快。三是日本对中国、美国和欧盟的出口均呈同比增长态势。通胀方面，日本今年前两个月延续上涨，分别同比增长 1.4%和 1.5%。

展望二季度，日本经济形势不容乐观。上调消费税率之前的突击消费使日本二季度的消费陷入低迷几成定局。消费的低迷还将波及到企业部门，可能造成开工率降低、库存增加、企业盈利下降、设备投资停滞等不良后果。中日政治交恶目前没有好转的迹象，新兴市场经济增速放缓均不利于日本出口增长。同时，进口成本的高企也令日本企业和民众负担加重，从而抑制了投资与消费活动。我们预测，日本 2014 年一季度和二季度 GDP 增长率分别为 3.8%和-3.3%。从政策方向看，日本政府预计将采取降低企业税以及加大货币宽松力度的方式来减弱消费税上调对经济的冲击。

### （四）新兴市场仍面临经济下行压力，资金外流趋势或将延续

受美联储削减 QE 规模引发资本外流及新兴市场内部结构性矛盾日益突出等因素冲击，2013 年全球新兴市场经济增速由 2012 年的 5.1%进一步下滑至 4.7%。2014 年第一季度，新兴市场经济下行风险继续加剧，体现在三大方面：其一，新兴市场对地缘政治风险大增。乌克兰危机不断升级恶化，致使欧美俄大国之间出现激烈对抗格局，此外泰国、土耳其、印度和埃及等经济体政治局势较为混乱，导致新兴市场政治风险明显上升。其二，受政局动荡及内需疲软影响，新兴经济体主要经济指标继续走弱。其中，亚洲主要新兴经济体印度、韩国、印尼和泰国





的制造业 PMI 出现不同程度回落，私人消费增速放缓，通胀率仍居高不下，滞胀风险有所加大。印度、巴西、南非一季度 GDP 增长预估值分别为 4.9%、2.1% 和 2.3%，俄罗斯在乌克兰危机的冲击下一季度 GDP 预计大幅放缓至 0.9%。其三，受地缘政治风险及美联储 QE 退出计划冲击，新兴市场跨境资金继续大量流出，引发部分经济体流动性趋紧及债券、股票等资产急剧下跌，货币明显贬值。据 EPFR 数据统计，2014 年一季度新兴市场股票基金资金流出累积金额达 410.58 亿美元，远超 2013 年全年的 267 亿美元。

展望 2014 年二季度，在美联储逐渐退出 QE 的背景下，虽然新兴市场已经呈现出相对欧美市场的估值优势，但经济下行、政治动荡的风险仍然突出，国际投资者总体持谨慎心态，新兴市场资本外流趋势还将延续。2014 年下半年，发达经济体需求的强劲增长或将拉动新兴市场经济开始缓慢反弹，预计 2014 年新兴市场经济增速可能从 2013 年的 4.7% 小幅回升至 5%。

## 二、国际金融市场走势回顾与展望

年初以来，受美联储缩减量宽、新兴市场政治动荡、乌克兰危机等因素影响，国际金融市场经历了大幅波动，特别是新兴市场在资金外流的冲击下，货币、股市和债市均出现剧烈动荡。展望下一阶段，美联储继续缩减量宽规模有望使美元汇率及美债收益率上行，全球股市将以震荡调整为主，国际金价和油价出现大幅上涨的可能性不大，新兴市场因经济下行风险及政治不确定性极易再次受到国际资本流动的冲击。

### （一）美元汇率震荡回调，未来有望重拾升势

2014 年第一季度，全球汇市延续波动，市场预期频繁逆转冲击汇市，经济复苏信号渐强支撑美元止跌反弹。年初至 3 月中旬，受美国疲弱数据影响和市场对耶伦延续“鸽派”风格的预期影响，美元一路震荡下行。但是 3 月 FOMC 会议耶伦释放出提前加息信号，与此前市场预期相左，同时通胀预期也引入前瞻指引，导致美元指数重回 80 点位上方。然而耶伦 3 月 31 日的演讲中又称将长期维持低利率化，市场预期再受干扰，鸽派立场再度累及美指 4 月 7 日下破 80 点并四连

跌。后因公布的 3 月 PPI 和零售等数据良好，同时全球股市大跌形成一轮美元避险需求，美指于 4 月 10 日止跌回升。截至 4 月 15 日，美元指数收于 79.77，较上年末下跌 0.54%，但较 4 月 10 日低点反弹 0.45%。与在货币政策和经济指标的纠结中震荡下行跌宕起伏回调的美指不同，非美货币一季度整体有所回升，4 月中旬后下行压力略显。欧系货币 3 月中旬后开始震荡下行，一方面因美货币政策影响，同时也部分原于欧央行担忧汇率持续升值可能对复苏造成负面影响。此外，欧洲整体数据、德国 ZEW 指数和英国建筑业等数据不如预期，也对欧系货币此前上行走势形成压力。截至 4 月 15 日，欧元和英镑分别较 2013 年底升值 0.53% 和 1.07%。日元对美元总体仍延续低位震荡，4 月 15 日收于 101.93 日元/美元，日本较上年末升值 3.1%。在美欧货币政策和经济数据强弱交替影响背景下，新兴市场货币经历过年初的冲击后，在地区政治风险冲击下走势分化进一步加剧。截至 4 月 16 日，巴西雷亚尔、印尼盾、印度卢比、土耳其里拉和泰国泰铢对美元较 2013 年末分别升值 6.26%、6.02%、2.63%、1.28% 和 1.36%。俄罗斯卢布和南非兰特对美元汇率则贬值 9.27%、0.19%，阿根廷比索和乌克兰赫夫米分别对美元汇率大幅贬值 22.73% 和 54.13%。

展望后市，尽管目前来看美国加息时间提前的可能性较低，但是美国经济增长前景较欧元区、日本等发达国家更为稳定和强劲，如果美联储继续现有缩减购债额度的节奏，美元整体仍将维持上行，短期来看美元指数突破 80 点位只是时日问题，年内可能震荡升破 82 点。欧元区经济整体复苏进程和美欧货币政策分化继续，导致欧元汇率仍将低位宽幅震荡；日元在延续宽松货币政策的同时，由于经济复苏可持续性存疑和消费税等改革影响难测，日元年内或维持弱势震荡；新兴市场经济体货币虽已经历多轮冲击并出台多种措施，但是由于自身经济增速趋缓和部分国家存在金融脆弱性因素，以及外部继续冲击的可能性较大，因此新兴市场货币仍将震荡不断，期间既需要警惕美欧经济和货币政策变动产生的资本外流冲击，同时也应警惕地区政治风险的外溢影响。



美元/欧元  
美元/英镑

点，  
日元/美元

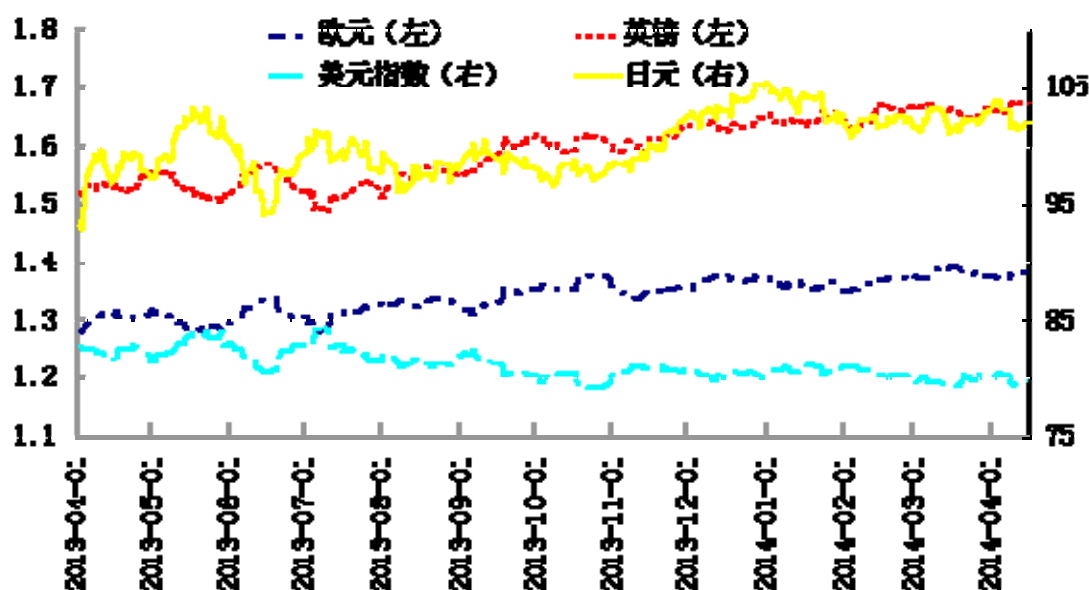


图 1 美元汇率走势图

## (二) 全球股市走势分化，未来震荡调整为主

2014 年一季度，发达经济体股市受美联储逐步退出 QE、地缘政治风险上升以及技术性回调等因素影响，整体表现欠佳，新兴市场股市则出现反弹。

美股一季度震荡下行，截至 4 月 16 日，道琼斯指数、标准普尔 500 指数和纳斯达克指数较年初分别下跌 1.89%、0.29% 和 3.41%。主要原因是美国经济 2014 年开局阶段受极寒气候影响表现不尽如人意，也拖累了企业盈利及销售业绩。此外，美联储逐步退出量化宽松货币政策也对美股上行形成压力。展望二季度，美股利好因素较多，数据显示，美国经济已经开始摆脱气候因素，企业部门的生产与销售逐渐恢复正常，有利于改善美股的盈利状况。不容忽视的是美股市盈率已处历史第三高位，预示风险加大而未来回报率会非常低，进行技术性回调的可能性逐渐加大。总体来看，美股震荡调整的概率较大。

受美股走低、乌克兰危机等因素影响，欧洲股市总体疲软，截至 4 月 16 日，德国 DAX30 指数与英国 FTSE100 指数较年初分别下跌 2.23% 和 2.45%，法国 CAC40

指数则逆势上涨 2.06%。展望二季度，一方面，欧洲央行在持续加大的通缩压力下将考虑采取更加宽松的措施来刺激经济，希腊顺利重返国债市场显示投资者开始对欧洲重拾信心，上述因素均对欧股形成利好。另一方面，虽然乌克兰危机升级为大国直接军事冲突的概率很小，但持续的地缘政治动荡将对欧股形成不利影响。总体来看，未来欧股或将维持震荡格局。

日本股市走势低迷，截至 4 月 16 日，日经 225 指数较年初大跌 14.62%。主要原因：一是安倍经济学已现颓势，货币宽松政策和财政刺激政策的效力逐渐减弱，而结构性改革迟迟未见实效，投资者对日股缺乏信心。二是上调消费税对日企盈利前景造成不利影响。三是日股前期涨势过猛，回调在情理之中。展望二季度，未来日本央行有可能再度加大宽松力度从而对股市起到支撑作用。但上调消费税的不利影响还将持续较长时间令日股承压。预计日股将延续走弱趋势。

一季度新兴市场股市总体先抑后扬。年初受自身经济增长放缓、国内政治动荡及美联储缩减 QE 的叠加影响，资金大幅流出导致新兴市场股市深度回调。2 月中旬以来，由于投资者对美联储退出 QE 的恐慌情绪逐渐减弱，部分新兴市场股市企稳反弹。截至 4 月 16 日，印度孟买 30 指数较年初上涨 5.23%，阿根廷、越南、印尼等国股票指数更是上涨 10% 以上。俄罗斯股市因乌克兰局势逐步升级而持续大跌，同期俄罗斯 RTSI 指数下跌 19.96%。展望二季度，在经济基本面没有根本性好转的情况下，新兴经济体经济结构较为单一，汇率波动过大、国际资本流动频繁等痼疾短期内难以改善，因此股市极易受到冲击，预计未来仍将维持宽幅震荡态势。

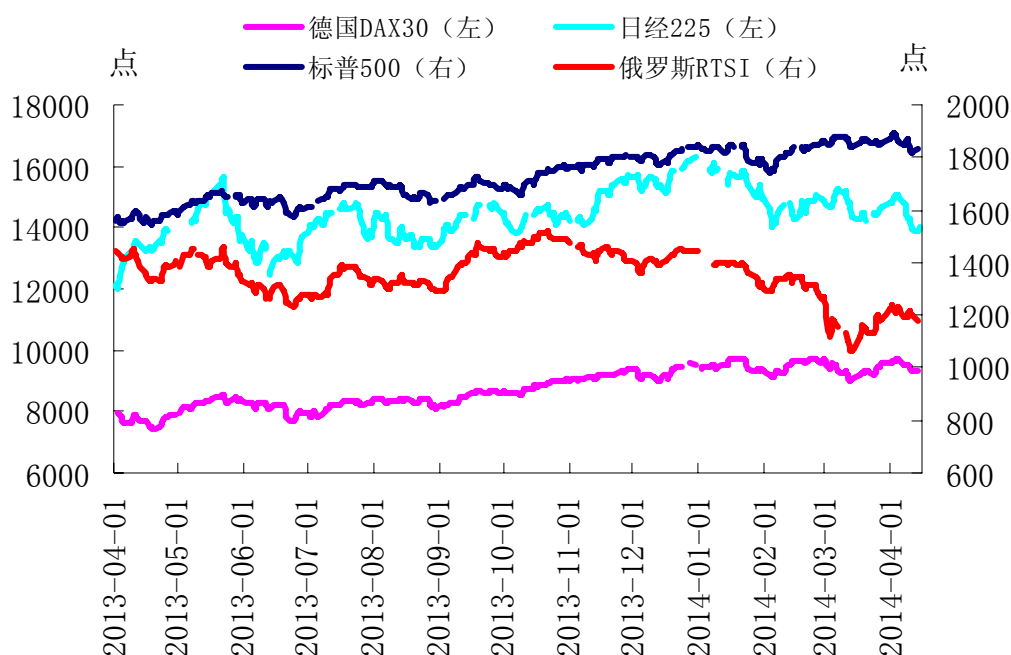


图 2 全球主要股指走势图

### (三) 避险需求支撑国际金价，天气正常化下压油价

2014 年以来，以乌克兰危机为代表的地缘风险促使避险需求显著超越美联储收缩量宽规模带来的负面冲击，纽约黄金现货价格一路上扬，最高升至 3 月中旬的 1383 美元/盎司，较年初上涨 13%。此后，随着美国公开表示寻求外交途径解决乌克兰问题，以及美联储 3 月议息会透露提前加息可能，国际金价大幅回落，一度降至 4 月 3 日的 1287 美元/盎司。然而 4 月中旬后乌克兰武装冲突升级，避险情绪推动金价反弹，截至 4 月 15 日，纽约黄金现货价格收于 1303 美元/盎司，较年初上涨 6.3%。展望后市，乌克兰危机升级至内战的概率较低，但反复恶化的可能性却很大，这会对短期金价形成强力支撑，预计二季度国际金价将在 1300 美元/盎司的中枢随乌克兰局势演变而大幅震荡。中长期来看，由于美国经济正处于增长加快而通胀温和的良性阶段，美联储货币政策转向的大背景不变，黄金仍将处于熊市周期，加之中国的实物黄金需求在 2014 年将可能处于盘整期，在乌克兰局势实质性缓解后，金价将面临较大下行压力，全年波动下限看低至 1050 美元/盎司。



2014 年一季度，国际原油两大代表性价格——纽约 WTI 原油和北海布伦特原油期货价格呈现差异化走势。美国极寒天气带动国内取暖需求大增和新增石油运输管道投入使用促使库欣地区原油库存持续下降等因素共同推高油价，WTI 原油价格一路走高，而同期的北海布伦特原油价格则在国际需求相对疲弱和乌克兰危机的对抗影响下保持高位震荡。截至 4 月 15 日，WTI 原油期货价格报收于 103.75 美元/桶，较年初上涨 9%，北海布伦特原油期货价格报收于 109.36 美元/桶，较年初上涨 3.5%，二者价差从年初的 10.44 美元/桶收窄至 5.61 美元/桶。

展望后市，全球供需格局仍将是决定原油价格的基础。根据美国能源信息署的最新预测，2014 年石油等液态能源日均新增需求为 120 万桶，而日均新增供给则达到 140 万桶，整个市场仍将处于供给略大于需求的状态。因此，在不发生重大地缘危机的前提下，原油价格缺乏大幅走高的动力。短期来看，WTI 原油和北海布伦特原油的价差趋向再次扩大。一方面，随着取暖季过去，美元石油库存再次回到 3.8 亿桶以上，同时美国天气回暖也将带动石油生产恢复正常，2014 年美国原油产量将进一步走高，日均产量达到 840 万桶。上述因素将令二季度 WTI 原油价格承压，预计波动区间为 90-104 美元/桶。同时，乌克兰危机的反复以及大国之间的博弈将对国际油价形成支撑，预计北海布伦特油价仍将维持宽幅震荡，区间为 100-110 美元/桶。

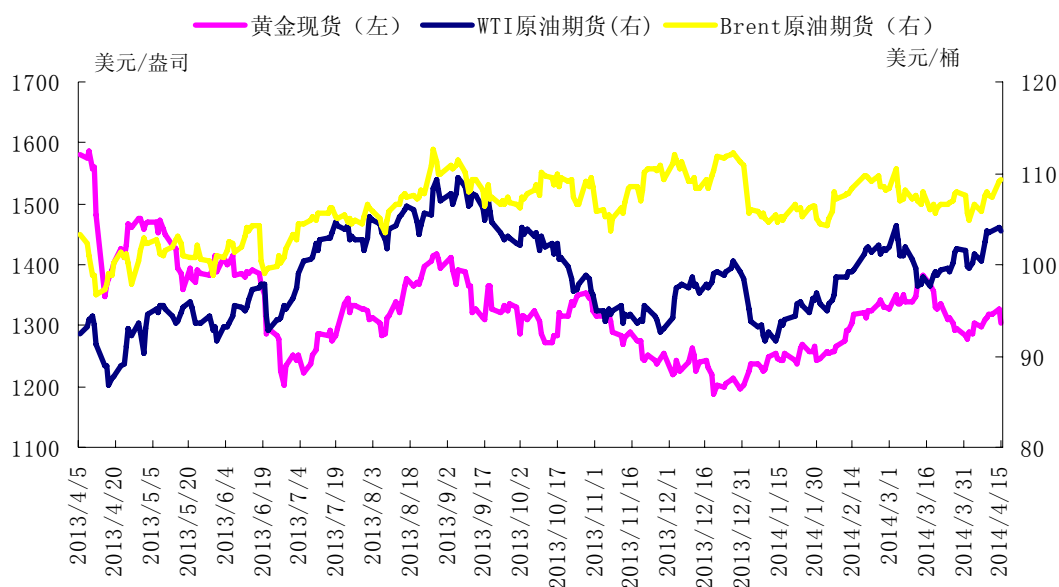


图 3 国际原油及黄金价格走势

#### （四）美债收益率不升反降，欧洲国债市场频现利好

2014 年初以来，美国国债收益率呈现出与市场预期截然相反的走势，在美联储正式启动缩减量宽购债规模的步伐、美国经济复苏加快等多重因素支撑其上行的背景下，却不升反降。截至 4 月 16 日，美国 10 年期国债收益率较年初下降 36.1 个基点至 2.63%。导致美债收益率不升反降的因素主要有三个方面：一是年初严寒天气对美国经济的负面影响，1-2 月份美国经济突然“失速”，市场信心遭受较大冲击；二是通胀指数总体处于较低水平，今年前三个月 CPI 同比分别为 1.6%、1.1%和 1.5%，构成了美债收益率维持低位的支撑因素；三是美联储前瞻性政策指引对市场预期的引导。为避免市场对货币政策调整反应过大，美联储通过多位高官言论引导配合“逆回购”等工具，强化市场对美国仍将维持低利率环境的预期。在上述因素影响下，包括美国国债、企业债、住房抵押债等在内的美元债券收益率曲线在一季度总体呈现下行走势。

欧债危机企稳、经济复苏启动为欧洲国债市场回暖创造了较为良好的环境，2014 年初以来利好信号频现，欧元区重债国国债收益率明显下降。一是西班牙

成为继爱尔兰之后第二个退出救援计划的成员国，提振了整个欧元区的信心；二是发放新一笔援助希腊的贷款协议最终签署，结束了希腊与国际债权人之间长达六个月的僵局，市场疑虑暂时得以消除；三是希腊近期发行了 2010 年以来首只总额 30 亿欧元的 5 年期国债，认购比在 5 倍左右，成为其重返市场融资的标志性事件。四是欧洲议会最新通过的法案使欧洲银行业联盟的三大支柱最终确立，这对于尚未完全走出主权债务危机与银行业危机双重困境的欧洲而言，具有关键的里程碑意义，同时也为今后欧洲加快推进一体化发展奠定了重要基础。截至 4 月 16 日，希腊、爱尔兰、葡萄牙、西班牙、意大利 10 年期国债收益率分别较年初下降 202.8、57.2、208.8、90.5、87.1 个基点至 6.21%、2.85%、3.75%、3.07%、3.1%。

受日本央行量化宽松货币政策的影响，日本国债收益率继续在低位震荡，截至 4 月 16 日，日本 10 年期国债收益率为 0.61%，较年初下降 11.7 个基点。与此同时，新兴市场国债市场出现分化。受地缘政治动荡和金融体系不稳定的影响，部分新兴市场经济体国债收益率明显上升，截至 4 月 16 日，俄罗斯、印度、南非 10 年期国债收益率较年初分别上升 129.2、16.5、55.6 个基点至 9.22%、8.96%、8.46%，中国、印度尼西亚 10 年期国债收益率则分别下降 26 和 52.1 个基点至 4.41%和 7.89%。

展望未来，美国量化宽松货币政策调整的方向并未改变，美联储预计将于今年秋季完成 QE 退出，资产购买对国债收益率的压降作用将逐渐消退，伴随着复苏推进，美国长期通胀预期有所上升，美国国债收益率震荡上行是大概率事件。欧债危机企稳有利于重债国融资成本回落，欧洲央行若再推宽松货币政策将进一步压低欧元债券利率，预计欧元区国债收益率将维持下行趋势。由于日本的量化宽松货币政策仍将延续并有可能进一步扩大规模，因此未来日本国债收益率有望维持在较低的绝对水平。如果美国加速退出 QE 及欧洲债务危机进一步缓解，资金持续外逃可能加剧部分新兴市场经济体的债务风险，其潜在传染性需要密切关注。

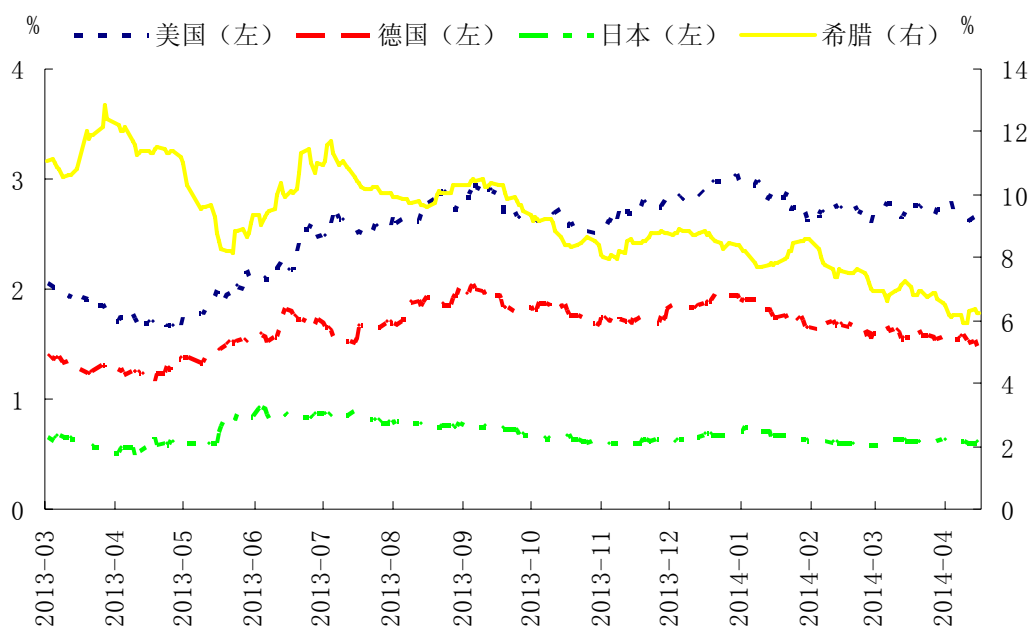


图 4 部分发达国家 10 年期国债收益率走势图

### 三、国际经济金融新形势下中资银行关注点

——建议抓住全球经济持续复苏的机遇，稳健推进国际化经营，为中国企业走出去提供更切实、有力的金融服务。李克强总理在《2014 年政府工作报告》中强调：“开放与改革相伴而生、相互促进。要构建开放型经济新体制，推动新一轮对外开放，加快培育国际竞争新优势”，“健全金融、法律、领事等服务保障，在走出去中提升竞争力”。建议中资银行在全球经济持续复苏的大背景下，切实贯彻落实中央精神，密切围绕中央的宏观调控部署，为中国企业走出去提供适时、适度的资金和服务支持。中资银行应结合自身实际，从政策制定、业务拓展、风险控制等多维度有的放矢地应对当前“走出去”业务面临的挑战，持续强化境内外、本外币联动发展，全面提升对“走出去”企业的全球综合服务能力，努力实现从“跟随内地企业客户投资海外”向“做中国企业海外发展的引路人”的转变。

——建议高度关注美联储在主席更替后发生的政策风格变化，以及美联储货币政策正常化的节奏及其对全球流动性的影响，据此相应调整银行经营策略。2014 年第一季度，受发达国家经济复苏势头延续、新兴市场经济下行压力犹存、以及美联储加速推进货币政策正常化的影响，全球流动性进一步呈现出由新兴市场向发达国家转移的结构特征。一方面，建

议提前预判外汇市场、全球股市、全球债市的大幅波动对银行经营带来的汇率风险、交易风险、信用风险等，及早作出应对；另一方面，建议对国际资本外流可能给中国宏观经济稳定造成的负面冲击提前加以判断并做好预案，防止陷入被动。此外，还应重视对客户的风险提示工作，提前警示国际金融市场波动的可能风险。

**——建议高度警惕全球地缘政治动荡加剧带来的区域风险，保障银行国际化经营的稳健开展。**在 2014 年 4 月发布的《世界经济展望》中，IMF 首次着重强调，地缘政治风险已成为 2014 年全球经济复苏的核心风险之一。如此背景下，建议中资银行加强对地缘政治风险的管控。分区域看，建议高度关注乌克兰危机走势，加强乌克兰、俄罗斯及其周边地区的业务风险管控；建议在日本、韩国和东南亚经济体的分支机构密切关注中国周边地区传统地缘政治风险，谨慎介入政治风险较大的当地项目；建议密切关注新兴市场国家地缘政治风险上升的态势，特别需要警惕 2014 年巴西、印度、南非、印尼、土耳其和泰国政府换届选举可能造成的经济金融冲击。

**——建议高度重视全球经济复苏尚未明显提振中国贸易增长的现实，对贸易企业实行有区别的信贷政策，并加大对结构转型的信贷支持。**2014 年第一季度，全球经济继续保持复苏势头，发达国家经济增长态势整体良好，与此同时，人民币汇率也呈现出阶段性贬值态势，但外部环境改善和本币汇率贬值两重因素都未能对中国出口增长形成有效支撑。如此背景下，建议高度关注中国低附加值贸易企业可能出现的经营困难，做好相关风险预防工作，将业务重心更多地向中国高附加值贸易企业倾斜。此外，鉴于培育中国经济内生增长动力的必要性大幅上升，建议进一步加强对经济结构转型的信贷支持，全面落实中央提倡的改革精神，为实体经济培育内生增长动力提供更有力的金融支持。