

全球经济增长明显放缓 国际通胀压力持续加大

——2008 年一季度国际经济金融走势分析及全年展望

中国工商银行城市金融研究所课题组¹

(本报告仅代表课题组观点，与所在机构无关)

报告精要：

● 2008 年一季度，次贷风波对世界经济增长的滞后负面影响全面显现：美国大部分经济数据走弱，短期滞胀可能性不断加大；欧元区经济增势拐点已现；英国经济增长拉响大幅放缓警报；日本经济增速剧降；亚洲经济增速总体也有所放缓。

● 在经济增速放缓而通胀压力不断加大的背景下，各国货币政策取向有所不同：美联储继续大幅降息，欧洲央行降息可能性降低，英国央行连续两次降息，日本央行被迫放弃加息念头，印度央行则稳步紧缩。同时国际金融市场动荡加剧，这突出表现在美元加速全面贬值、全球股市大幅下跌以及美国国债收益率全面下跌等。

● 国际原材料和大宗商品价格尤其是粮食价格加速上行，致使国际通胀压力持续加大。

● 全球资产币种结构发生变化，美国国债的全球海外持有者一边以相对减持的方式有序调整资产币种结构，一边以绝对增持的方式避免美元汇率过度超跌。

¹ 课题负责人：詹向阳、樊志刚，课题执笔人：邹新、宋玮、程实。

2008 年一季度，次贷风波对世界经济增长的滞后负面影响全面显现：美国短期滞胀可能性不断加大；欧元区经济增长拐点已现；日本经济增速剧降；亚洲经济增速也有所放缓。而与此同时，国际原材料和大宗商品价格尤其是粮食价格加速上行，致使国际通胀压力持续加大。

在经济增速明显放缓而通胀压力加大的背景下，美、英监管层为了避免经济衰退大力放松货币政策，而欧元区由于通胀压力过大，降息的可能性已大为降低，印度等新兴市场经济体则采取了紧缩的货币政策。

我们认为，次贷风波的恶化趋势有可能从 2008 年三季度开始有所缓解。因此二季度发达经济体的经济增速将进一步放缓，而其对新兴市场经济体滞后的负面影响亦将日益显现。鉴此，我们预计 2008 年全球经济增速将放缓至 4% 左右，为 2002 年以来最低增速。

一、全球经济走势分析

表 1 全球主要经济体经济增速及预测（2007-2008）

单位：%

	2007			2008				
	第三季度	第四季度	全年	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度	全年
美国	4.9	0.6	2.2	0.15	0.1	2	1.8	1.3
欧元区	2.7	2.2	2.7	1.7	1.7	1.5	1.4	1.6
英国	3.3	2.9	3.1	2.2	1.8	1.4	1.3	1.8
日本	2.6	3.9	2.1	1.4	1.2	1.4	1.6	1.5
韩国	5.1	5.2	4.9	5.1	4.8	4.4	4.7	4.7
印度	8.9	8.4	8.4	8.1	8.0	8.0	8.2	8.1
香港	6.3	6.7	6.7	5.2	4.8	4.9	4.7	5.0

全球	——	——	4.7	——	——	——	——	4.0
----	----	----	-----	----	----	----	----	-----

注：表中阴影部分为预测数据。

资料来源：Bloomberg，城市金融研究所宏观经济金融数据库（ICBC），除特别注明外，下同。

美国经济短期滞胀可能性不断加大。2007 年四季度美国经济增长率²最终数据为 0.6%，较三季度的 4.9% 大幅下滑，次贷风波对实体经济的滞后负面影响开始显现。2008 年一季度，美国大部分经济数据走弱，短期滞胀可能性不断加大：

一方面，美国经济增长面临的衰退风险来自四个层次。第一，房地产市场持续萎靡：截至 2007 年末，美国个人住房净资产占住房市值的比例已经降到 1945 年以来的最低水平，住房抵押品赎回权丧失率达到创纪录水平，抵押贷款拖欠率也创下 1985 年以来的新高。2008 年 1 月和 2 月，美国现房销售同比下降 23.4% 和 23.8%，单户新屋销售同比下降 32.5% 和 29.8%，建筑支出同比下降 3.1% 和 3.5%，新屋开工同比下降 22.8% 和 27.7%。3 月，美国新屋开工数折合成成年率为 94.7 万套，跌至 17 年来的最低水平。房市萎靡将大幅拖累美国投资增长，加大短期经济衰退的可能³。

第二，个人支出和企业支出出现疲软。2008 年 2 月，美国个人收入环比增长率从 1 月的 0.3% 升至 0.5%，但同期个人支出环比增长率却从 1 月的 0.4% 降至 0.1%，储蓄率

² 根据数据取用和比较的国际习惯，这里的经济增长率为实际GDP季环比经年度化折算后的年率。

³ 从历史数据看，投资变化是美国经济短期波动性的主要来源，次贷风波中美国房市萎靡通过抑制投资大幅拖累了短期经济增长，详见本所 2008 年 2 月 29 日发布的研究报告《美国经济会因次贷风波而衰退吗？》。

则从1月的-0.1%升至0.3%，表明消费者在收入改善的背景下依旧行为谨慎。与此同时，美国工厂订单在2008年前两个月连续下降，降幅分别为2.3%和1.3%，2月美国制造业活动指数仅为48.3，低于1月的50.7和2007年12月的48.4。微观层次的支出疲软将拖累美国消费和投资的短期增长，加大短期衰退的可能性。

第三，就业状况大幅恶化。2008年1月至3月，美国非农就业人数分别减少7.6万、7.6万和8万人，失业率分别为4.9%、4.8%和5.1%，其中3月的非农就业人数降幅创2003年3月以来的新高，失业率创2005年9月以来的新高。黯淡的就业形势将打击未来消费，加大短期衰退的可能。

第四，经济信心持续削弱。2008年1月至3月，密执安消费者现况指数分别为78.4、70.8和69.5，预期指数分别为68.1、62.4和60.1，世界大企业联合会消费者信心指数分别为87.3、76.4和64.5，均呈现出逐月下降的态势。与此同时，ABC消费舒适度指数从去年末的-20降至2008年3月的-39，同期世界大企业联合会公布的企业信心指数也从39降至38。信心持续虚弱将减小经济扩张动力，加大短期衰退的可能。

另一方面，美国不断增加的通胀压力体现在三个层次。第一，CPI超出警戒区间，2008年1月至3月，美国CPI同比增幅分别为4.3%、4%和4%，大幅高于美联储1.5%-2

%的警戒区间。第二，PPI 增幅创下新高，2008 年 1 月至 3 月，美国 PPI 同比增幅分别为 7.4%、6.4% 和 6.9%，1 月升幅创 1981 年 10 月以来的新高。第三，进口价格持续上涨，2008 年 1 月至 3 月，美国进口价格指数月度增幅分别为 1.5%、0.2% 和 2.8%，能源和农产品国际价格上涨的外部通胀压力不断向美国内部传染。

虽然美国经济短期滞胀的可能性不断加大，但一些重要经济数据出人意料地走强，表明短期滞胀“长期化”的可能性微乎其微，和我们之前对美国经济的“谨慎判断”基本一致，市场对次贷风波长期影响的判断过于悲观。

数据亮点主要包括：2008 年 3 月，美国商品零售额意外上升 0.2%，而此前市场预期为零增长或负增长；3 月美国工业产值增长 0.3%，开工率为 80.5%，高于此前 -0.1% 和 80.4% 的预期中值；美国大型企业 2008 年一季度盈利水平高于预期，国际化程度较高的非金融企业⁴增长强劲；3 月美国工人总工作小时数上升 0.2%，每周平均工时小幅上升，表明未来就业岗位有望增加；3 月世界大企业联合会公布的美国领先指数从 2 月的 101.9 上升至 102，呈现出次贷风波爆发以来的首次反弹。由此可见，美国消费和投资的实际放缓程度稍好于预期水平，部分先行指标的变化已经初步反映出下半年经济反弹的信息。

⁴ 比如IBM、谷歌和可口可乐公司，该结论来自Brown Brothers Harriman的数据。

综合考虑占绝对多数的利空因素和间或出现的利好因素，我们认为，短期内美国发生滞胀的可能性不断加大，但长期内依旧不可能发生“大萧条”式的经济危机。预计 2008 年一季度美国经济增长率约为 0.15% 左右，二季度为 0.1% 左右，不排除其中一个季度出现零增长甚至负增长的可能性，但连续两个季度出现负增长的可能性很小⁵。考虑到美国财政政策和货币政策的政策时滞，政策扩张效应将使美国经济在 2008 年下半年明显反弹，受美国大选等因素的影响，四季度的经济增速可能略低于三季度。预计 2008 年全年美国经济增长率约为 1.3% 左右。

欧元区经济增势拐点已现。受次贷风波以及全球经济增长放缓影响，2007 年四季度欧元区投资、消费以及出口均出现不同程度的减速，致使该季度经济增长率由三季度的 2.6% 小幅下滑至 2.2%。不过，在全年经济增势良好的基础上，欧元区 2007 年经济增速仍达到 2.7%，高于 2.2% 的 07 年美国经济增长率。2008 年一季度，欧元区经济增速将进一步小幅走低，主要原因在于投资和消费的持续低迷，而出口的增势不减一定程度上避免了经济大幅放缓：首先，在次贷风波中受损严重的欧元区银行业为进一步规避风险，提高了流动资产占总资产的比重，加剧了欧元区的信贷紧缩程度，致使投资增速大幅放缓。其次，欧元区消费者信心低迷不振，欧

⁵ 一般将连续两个季度经济负增长视作衰退的技术标准。

盟委员会消费者信心指数的变化，该指数从 2007 年 5 月的 -1.5 一路直线下滑至 2008 年 3 月的 -12.1，而 CPI 的加速上涨也将抑制消费的增长。虽然 2007 年以来欧元对美元升值 20% 及美国经济增速放缓对欧元区区外出口造成一定的负面影响，但是欧盟内部贸易壁垒的进一步削弱以及区内旺盛的进口需求维持了占据总出口份额三分之二的区内出口的稳步快速增长，预计欧元区整体出口仍将增势不减，而在投资和消费双双疲软的情况下，出口将逐渐成为支撑欧元区经济增长的主要动力。预计欧元区今年一季度经济增速将小幅放缓至 1.7% 左右，而随着次贷风波深化及其对欧元区负面影响的逐渐显现，下半年增速将进一步探底至 1.45 ~ 1.55% 区间，2008 年全年增速将很可能由 2007 年的 2.7% 大幅下滑至 1.6% 左右。

英国经济增长拉响大幅放缓警报。在房市萧条和消费者信心指数大幅下降的背景下，英国 2007 年四季度经济增速由三季度的 3.3% 小幅放缓至 2.9%，创下自 2006 年三季度以来的最低水平，而 2007 年全年经济增速仍保持在 3.1%。2008 年一季度，英国经济增长前景依旧暗淡：首先，受次贷风波及其刮起的银行信贷紧缩影响，英国房地产市场持续低迷；其次，英镑币值持续坚挺，英国出口增速亦出现下滑迹象；再次，英国通胀压力日益加剧，3 月 CPI 同比上涨 2.5%，创下自 2007 年 4 月以来的最大升幅，英国央行认为高

薪资需求是进一步推高该国通胀的最大威胁，而长期的通胀压力将难以避免地抑制消费增长，加大经济下行风险。预计英国 2008 年一季度经济增速大幅放缓至 2.2% 左右，同时我们将 2008 年全年英国经济增长预期下调至 1.8%。

日本经济增速剧降。虽然受到次贷风波和经济增速放缓的影响，但强劲的企业支出以及亚洲各国对日本出口商品的旺盛需求抵消了美国经济疲软所带来的不利影响，2007 年四季度日本经济增速高达 3.7%，远高于三季度的 2.6%，但 2007 年全年经济增速达 2.1%，较 2006 年的 2.4% 略有回落。2008 年一季度，随着能源、商品价格飙升以及美国消费需求的走低，日本出口商面临着巨大压力，同时日元对美元的大幅走强削弱了日本产品市场竞争力，极大地威胁了出口增长，也加大了日本经济增速大幅放缓的可能。就在日元加速升值、出口萎靡不振和经济增长面临较大风险的危急时刻，日本经济的掌舵人日本央行行长却由于党派之间的政治博弈在 3 月底出现空缺，致使其无法迅速采取及时有效的救市措施和准确的货币政策，这种混乱状态不仅在一定程度上推高了日元汇率，增大了日本经济增长的不确定性，而且不利于其抵御次贷风波对金融市场带来的冲击，严重打击了投资者的信心，并助长了市场对日本经济发展前景的悲观情绪。虽然本次央行掌门危机以白川方明最终出任行长而结束，但预计日本央行在短期内难以挽回经济颓势，预计日本 2008

年一季度经济增速将可能大幅走低至 1.4 %。

亚洲经济增速有所放缓。经济合作与发展组织 (OECD) 于 2008 年 4 月 11 日公布的数据显示, 2008 年“金砖四国”巴西、俄罗斯、印度和中国的经济增长均将出现不同程度的放缓。受卢比升值及货币政策大幅紧缩的双重影响, 2007 财年 (截至 2008 年 3 月末) 印度经济增长率为 8.7 %, 低于 2006 财年 9.6 % 的增长率, 这是印度经济三年来的最低增速。其中, 农业部门经济增长率将由 2006 财年同期的 3.8 % 降至 2.6 %, 工业增长率由同期的 12 % 降至 9.4 %。印度经济减速主要原因是央行持续加息, 美国经济衰退与否并不会损害印度经济增长的结构性动力, 而 5000 万中产阶级的消费能力构成了印度经济增长的源动力。但随着通胀压力的加大, 预计截至 2009 年 3 月 31 日的 2008 财年中, 印度经济增速将继续走低至 8.1 %。2007 年四季度, 韩国经济增长 5.2 %, 高于三季度 5.1 % 的增速, 主要原因是四季度出口比三季度猛增 7.3 %, 远高于三季度 1.5 % 的增幅; 另外, 四季度国内设备投资及建筑投资也均扭转了跌势, 分别比三季度增长 6.3 % 和 0.4 %。但全球经济增速放慢将不可避免地抑制其外部需求, 韩国出口增速因此将受到负面影响, 预计 2008 年一季度韩国经济增速将放缓至 5.1 %, 全年增速将有可能继续放缓至 4.7 %。得益于本地消费以及投资的反弹, 2007 年四季度香港经济增速由三季度的 6.3 % 反弹至 6.7 %, 但受

美国经济大幅放缓的影响，香港出口增长出现大幅下滑，同时内地食品价格高涨加剧了其通胀风险，预计 2008 年一季度香港经济增长率将大幅放缓至 5.2% 左右。

二、全球利率市场走势分析

美联储继续大幅降息。与我们之前的预期基本一致，美联储在 2008 年一季度继续实行了宽松的货币政策，并加强了工具创新。2008 年 1 月 22 日，美联储出人意料地在非货币政策会议期间降息 75 个基点至 3.5%，并将贴现利率降低 75 个基点至 4%；1 月 30 日，美联储在 2008 年第一次货币政策会议上降息 50 个基点至 3%，并将贴现利率降低 50 个基点至 3.5%；3 月 16 日，美联储在非货币政策会议期间将贴现利率降低 25 个基点至 3.25%，并将贴现期限从 30 天调升至 90 天；3 月 18 日，美联储在第二次货币政策会议上降息 75 个基点至 2.25%，并将贴现利率降低 75 个基点至 2.5%。一季度美联储累计降息 200 个基点，降低贴现利率 225 个基点，并将政策核心目标由维持物价稳定向刺激经济增长进一步转移。

2008 年一季度，美联储加强创新力度，美国货币政策结构趋向多元。为有针对性地缓解货币市场信贷紧缩状况，并降低经济下行风险，美联储逐步完善了以基准利率政策和贴现利率政策为主体，以定期资金招标工具 (Term Auction Facility)、定期证券借贷工具 (Term Securities Lending

Facility) 和一级交易商信用工具 (Primary Dealer Credit Facility) 为补充, 以互惠货币掉期机制为跨国合作形式的多层次货币政策体系, 加强了政策调控能力。

大幅降息将通过降低融资成本、刺激投资增长和增强经济信心等多种途径刺激美国经济增长, 定期资金招标工具、定期证券借贷工具和一级交易商信用工具将通过改善融资环境激活信贷市场, 互惠货币掉期机制则将通过改善国际货币政策博弈结构稳定离岸市场的美元拆息。

鉴于对次贷风波发展及美国货币政策结构的分析, 我们认为美联储本轮降息周期已经接近尾声, 原因有六: 一是短期滞胀可能性不断加大, 降息政策面临两难困境; 二是未来进一步大幅降息的空间不大; 三是美国已经成为低利率国家, 国际套利活动加大了大幅降息的潜在风险; 四是美联储就大幅降息出现内部分歧, 最近的连续五次降息均有委员投出反对票; 五是多层次的货币政策结构增加了美联储稳定金融市场的工具选择; 六是由于许多市场分析将次贷风波的根本成因归结为格林斯潘本世纪初过于宽松的货币政策, 美联储现在继续大幅降息被部分市场人士视作“重复错误”。

预计美联储在通过一到两次降息将基准利率继续调降 50 至 75 个基点之后将结束本轮降息周期。在 2008 年 4 月 30 日的第三次货币政策会议上, 美联储大幅降息 75 个基点的可能性非常小, 我们预期降息 25 个基点或 50 个基点的概

率均为 45 % 左右。

通胀压力加剧，欧洲央行降息的可能性降低。虽然区内经济增速在金融市场动荡影响下将继续走低，但是能源、食品价格及工资水平的大幅上扬不断推动 CPI 屡创新高，加剧了区内通胀压力。在连续 6 个月超过欧洲央行设定的 2 % 警戒线后，区内 3 月 CPI 同比上涨 3.6 %，创下自 1997 年开始编制该数据以来的最高水平，同时 2 月生产者价格指数 (PPI) 较上年同期上升 5.3 %，创下 18 个月以来的新高，区内通胀压力与日俱增。在此背景下，欧洲央行在 2008 年前四次议息会议均维持现有 4 % 的基准利率不变，并于 3 月将今年通胀目标调高到 2.9 %，且在其最新报告中认为区内通胀风险“仍在上行通道”。欧洲央行曾暗示，只有 CPI 增速降到 3 % 以内，其才可能考虑采取降息措施，但从目前形势来看，该指标很可能到今年年末才回落至 3 % 以内，因此欧洲央行在 2008 年降息的可能性较小，除非下半年欧元持续走强及美国经济增速放缓等因素致使区内经济增速大幅放缓，欧洲央行才可能考虑降息刺激经济反弹。

英国央行连续两次降息。随着英国银行业受次贷风波冲击加大及房市逐步趋紧，英国央行于 2007 年 12 月 6 日果断降息 25 个基点至 5.5 %，这是其自 2005 年 8 月以来的首次降息。由于目前英国信贷环境对国内家庭和商业运作仍然较为严峻，且次贷风波对该国银行业的影响有可能进一步扩

大，英国央行于 2008 年 2 月 7 日和 4 月 11 日连续两次分别降息 25 个基点，将基准利率减至 5%，以防止经济增速大幅放缓。预计英国央行将视经济放缓程度进一步降息，有可能在今年 9 月底前降至 4.75%，然后保持此基准利率至 2009 年初。

日本央行被迫放弃加息念头。2007 年在 CPI 增速较为缓慢的同时，日本经济增势良好，市场预期随着经济持续复苏及企业业绩的快速增长，日本央行将适时考虑加息至 0.75%。但是次贷风波于 2007 年 8 月全面爆发，美国及全球经济下行风险加大，再加上国际油价飙升、日元对美元大幅升值及其对出口的抑制作用，日本经济逐步放缓已势不可挡，因此日本央行被迫放弃加息念头，至今仍保持 0.5% 的基本利率不变，继续维持低利率政策。而与此同时，日本 CPI 保持快速增长势头，2 月该指数同比上升 1%，创下 1998 年 3 月上升 1.8% 以来的最高升幅，这已是 CPI 增速连续五个月上涨。这说明，进口石油及商品价格的上涨已开始对日本国内生活成本带来上行压力，再加上失业率意外上升 1%，均将导致消费者信心恶化，减缓私人消费增速，加大经济下行风险。由于次贷风波对日本经济的负面影响日益加大且日本经济增速已明显放缓，日本央行在 2008 年加息的可能性较小。

印度央行稳步紧缩，韩国央行则按兵不动。为应对不断

加大的通胀压力，印度央行从 2004 年 10 月起 9 次提高了基准回购利率，目前基准利率为 7.75%，但初级商品价格上涨，以及不断涌入的热钱导致印度通胀压力进一步增大。截至 2008 年 3 月底，印度通胀率触及 7.41% 的 40 个月高位，远远高于央行设定的近 5% 的上限。为了抑制通胀，印度央行近期宣布，将于 4 月 26 日和 5 月 10 日分别上调准备金率 0.25 个百分点，以进一步削弱银行的放贷能力。韩国央行于 2007 年 7 月和 8 月各加息 25 个基点至 6 年来的最高点 5%，这也是韩国央行首次连续两个月加息。虽然 2008 年 2 月和 3 月 CPI 增速分别攀至 3.6% 和 3.9%，已超出韩国央行 2.5-3.5% 的目标区间，但为了减小经济增长放缓风险，韩国央行至今仍维持 5% 的基准利率不变，预计其将在 08 年维持 5% 的基准利率。

货币市场信贷紧缩总体上有所缓解。自 2007 年三季度次贷风波爆发以来，欧美货币市场信贷紧缩情况不断恶化。但 2008 年一季度，欧美央行一系列旨在增强市场流动性的调控政策初显成效，Libor（伦敦银行间同业拆借利率）、Sibor（新加坡银行间同业拆借利率）、Hibor（香港银行间同业拆借利率）和 Tibor（东京银行间同业拆借利率）的走势显示，货币市场利率与基准利率的偏离没有较大程度扩大。截至 2008 年 3 月 28 日，美元三月期 Libor 为 2.7%，高出美国基准利率 0.45 个百分点，而去年末差距为 0.48 个

百分点；美元三月期 Sibor 为 2.72%，高出美国基准利率 0.47 个百分点，去年末差距为 0.43 个百分点；欧元三月期 Libor 为 4.74%，高出欧元区基准利率 0.74 个百分点，去年末的差距为 0.69 个百分点；英镑三月期 Libor 为 6.01%，高出英国基准利率 0.51 个百分点，去年末的差距为 0.52 个百分点；日元一周 Tibor 为 0.61%，三月期 Tibor 为 0.84%，分别高出日本基准利率 0.11 和 0.34 个百分点，而去年末两项差距为 0.11 和 0.36 个百分点。由于次贷风波发生前 5 年美元 Libor 平均只比美国基准利率高 0.21 个百分点，目前欧美货币市场的信贷紧缩依旧较为严重，但相比 2007 年下半年迅速加剧的趋势，2008 年一季度的信贷紧缩并没有大幅恶化。此外，2008 年 3 月 28 日港元 3 月期 Hibor 为 1.96%，比美元 3 月期 Libor 低 0.74 个百分点，而去年末的差距为 1.28 个百分点，表明一季度港元的升值压力相比去年末有所缓解。全球货币市场利率对基准利率的偏离降低了欧美央行货币政策的有效性，但随着欧美货币政策创新和合作的力度增强，偏离程度有望进一步缩小。

三、全球外汇市场走势分析

美元继续加快全面贬值，欧元、日元走强。自 2007 年三季度次贷风波爆发以来，美元汇率加速下滑，2008 年一季度，美元继续加快全面贬值。3 月 31 日，美元指数收于 71.8 点（见图 1），较去年末的 76.695 点贬值 6.38%；2008 年 3

月，美元名义有效汇率为 80.29 点，较去年末的 83.44 点贬值 3.78%，美元实际有效汇率为 81.85 点，较去年末的 84.49 点贬值 3.11%。次贷风波爆发后的三个季度里，美元指数、美元名义有效汇率和实际有效汇率分别累计贬值 12.35%、8.51% 和 9.12%。

此轮美元贬值的特点有：一是贬值幅度大，1985 年 11 月以来，美元指数的月度数据在 9 个月时间里的贬值幅度绝大多数时间低于此轮美元贬值的 12.35%；二是波及范围广，彭博提供的 177 对美元双边汇率中，美元贬值的比例高达 70%；三是影响因素多，此轮美元贬值中名义汇率和实际汇率却具有较强同步性，表明此轮美元贬值的影响因素较多，次贷风波对美元汇率的影响不仅包含货币因素，还包含实体经济因素；四是波动程度大，此轮美元贬值并非一路向下的跌跌不休，以 2007 年 11 月 23 日和 2008 年 3 月 17 日两个阶段性历史谷底为标志，美元贬值过程中呈现出较大的波动性。

对于美国而言，美元贬值将有利于刺激出口，推动经济增长，并促进贸易逆差的改善，但对于世界经济和国际金融而言，美元贬值导致的国际货币体系初步紊乱和全球金融市场动荡将加大整体风险。我们对美元中长期均衡汇率的实证研究表明，此轮美元贬值不会引发系统性的美元危机，美元贬值见底的根本条件是次贷风波滞后影响充分显现后美元

均衡汇率的企稳及其长期恶化可能性的消除，美元贬值见底的时机很可能是 2008 年下半年，原因在于，2008 年下半年三个标志性的“趋势反转”将很可能使美元贬值见底的条件得到满足，这三个可能发生的趋势反转分别是次贷风波的趋势反转、欧美经济增长对比的趋势反转和欧美货币政策方向的趋势反转⁶。

2008 年一季度，欧元、日元走强与美元弱势形成了鲜明对比。截至 2008 年 3 月 31 日，欧元兑美元汇率收于 1.58 美元/欧元，较去年末升值 8.29%，次贷风波爆发以来三个季度累计升值 16.67%（见图 2）；日元兑美元汇率收于 99.69 日元/美元，较去年末升值 10.76%，次贷风波爆发以来三个季度累计升值 19.07%（见图 3）。欧元和日元走强的根本原因在于同期美元汇率的超跌。由于次贷风波对欧洲和日本经济的负面影响日益显露，欧洲央行和日本央行放松银根的压力加大，而美国本轮降息周期已接近尾声，加之美元有望在 2008 年下半年反弹，预计欧元和日元在下半年升值放缓并可能出现趋势反转，国际外汇市场的波动性因此将显著加剧。

⁶ 详见本所 2008 年 3 月 16 日发布的研究报告《此轮美元贬值何时见底？》。

图1 美元指数走势图
(2007. 03-2008. 03)

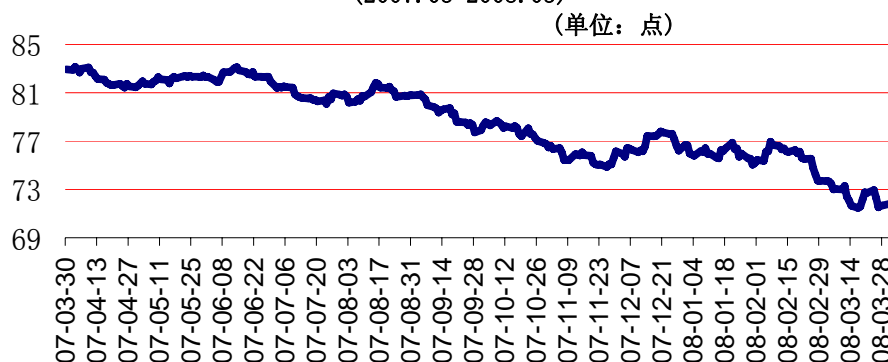
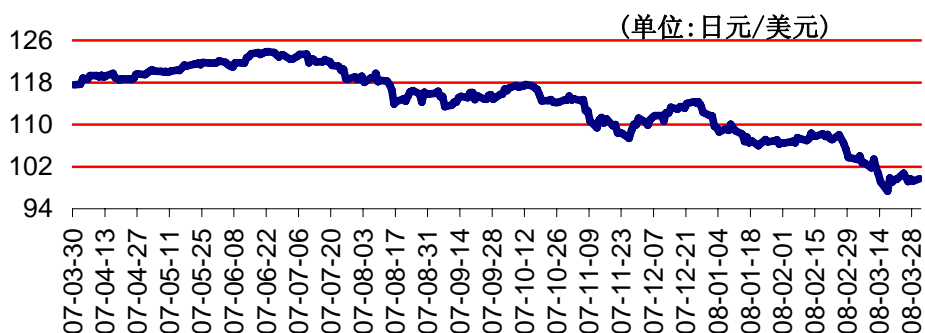


图2 欧元兑美元走势图
(2007. 03-2008. 03)



图3 美元兑日元走势图
(2007. 03-2008. 03)



四、全球股票市场走势分析

全球股市大幅下跌。2008 年一季度, 次贷风波对实体经

济的滞后负面影响接连显现，美国短期滞胀可能性不断加大，欧美各大金融机构连报亏损，导致全球主要股市大幅下跌。2008 年 1 月 21 日，由于布什的经济提振计划未能让市场满意，道琼斯指数场外期指跌逾 500 点，恐慌情绪蔓延，全球股市集体遭遇“黑色星期一”：当日英国富时 100 指数下跌 5.5%，法国 CAC40 指数下跌 6.8%，德国 DAX 指数下跌 7.2%，欧洲三大股指跌幅均超过 5%；印度孟买敏感 30 指数下跌 7.4%，创历史第二大单日跌幅，日经 225 指数下跌 3.86%；巴西博维斯帕指数下跌 6.6%，阿根廷梅尔瓦指数下跌 6.27%；南非约翰内斯堡股市综合指数下跌 4.16%。2 月和 3 月，受各种疲软经济数据的影响，全球股市恐慌气氛进一步加剧，各大股指总体上继续震荡下行。

2008 年一季度，美国股市创四年多以来最差季度表现，截至 2008 年 3 月 31 日，标准普尔 500 指数收于 1322.70 点，较去年末的 1468.36 点下跌了 9.92%；纳斯达克指数收于 2279.1 点，较去年末的 2652.28 点下跌了 14.04%；道琼斯指数收于 12262.89 点，较去年末的 13264.82 点下跌了 7.55%（见图 4）。欧洲股市一季度整体表现同样黯淡，截至 2008 年 3 月 31 日，德国 DAX 指数收于 6534.97 点，较去年末的 8067.32 点下跌 19%；法国 CAC40 指数收于 4707.07 点，较去年末的 5614.08 点下跌 16.16%；英国富时 100 指数收于 5702.1 点，较去年末的 6456.9 点下跌 13.24%（见图 5）。

日本股市损失更为惨重，日经 225 指数收于 12525.54 点，较去年末的 15307.78 点下跌 18.18%（见图 6），为 1990 年以来同期最差表现。

股指的大幅下跌导致资金不断流出股市，2008 年一季度，全球股票基金共流出资金 980 亿美元，而 2007 年和 2006 年同期为流入资金 190 亿美元和 490 亿美元。资金净流出地区主要为美国、欧洲和日本，三地股市流出资金约 700 亿美元；新兴市场基金的资金流出约 200 亿美元，而上年同期仅流出 16 亿美元⁷。全球股指大幅下跌不仅导致国际金融市场波动性加剧，全球流动性过剩问题更趋复杂，还将通过财富效应拖累世界经济增长。

由于次贷风波的负面影响仍未消退、美国经济放缓导致企业盈利低迷以及国际油价达到历史新高，预计全球股市在 2008 年二季度仍将大幅震荡，同时考虑到未来美国主要经济数据的恶化程度可能会稍好于悲观预期水平，欧美日股市存在短期内小幅反弹的可能性。

⁷ 以上数据来自研究机构新兴投资组合基金研究公司（EPFR）。

图4 美国道琼斯30种工业指数走势图
(2007. 03-2008. 03)

(单位: 点)

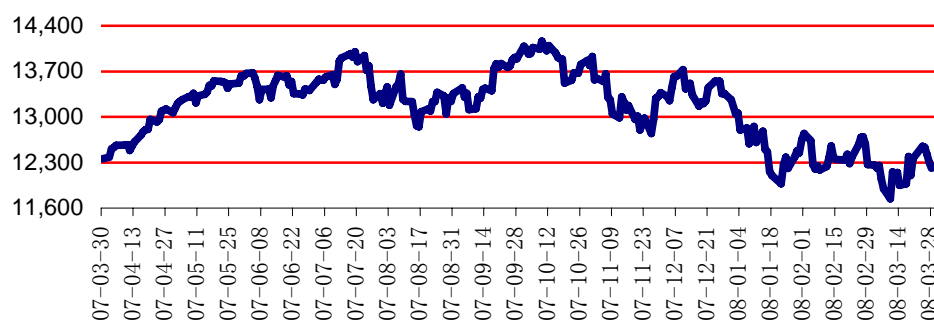


图5 英国富时100指数走势图
(2007. 03-2008. 03)

(单位: 点)

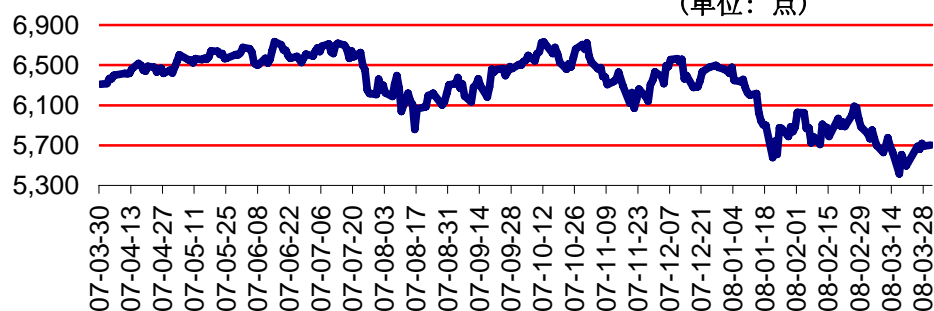
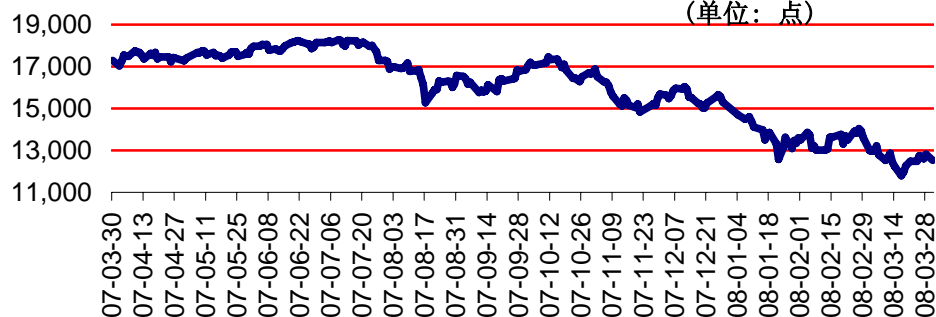


图6 日本日经225指数走势图
(2007. 03-2008. 03)

(单位: 点)



五、美国国债市场走势分析

美国国债收益率持续下跌。受次贷风波和美联储降息的影响，美国国债收益率在 2008 年一季度继续全面走低，和我们之前的预期一致，“期限越短、下跌幅度越大”的结构特征进一步强化。截至 2008 年 3 月 31 日，美国 30 年期国债收益率为 4.31%，较去年末的 4.46% 下跌 0.15 个百分点；10 年期国债收益率为 3.43%，较去年末的 4.03% 下跌 0.6 个百分点；5 年期国债收益率为 2.47%，较去年末的 3.45% 下跌 0.98 个百分点；13 周国债收益率为 1.27%，较去年末的 3.14% 下跌 1.87 个百分点（见图 7）。

结构特征“期限越短、下跌幅度越大”进一步强化的原因有：其一，由于美国短期滞胀可能性不断加大，美联储长期内继续大幅降息的空间狭小，投资者预期短期利率下降难以在长期维持，导致长期利率下降幅度相对较小；其二，信贷紧缩致使银行间同业拆借市场中的大量资金流向收益稳定、风险较小且流动性较好的短期国债，需求增加推高了短期国债价格，进一步压低其收益率；其三，受美元贬值、欧元走强、油价高企和金市火爆的影响，海外持有者调整资产结构，美国中长期国债海外需求的持续扩张缺乏动力，导致其收益率下跌受到了一定抑制。

由于美联储本轮降息周期已经接近尾声，加之美国经济有望在下半年开始复苏，所以美国国债收益率进一步大幅下跌的空间不足，预计 2008 年二季度美国国债收益率将低位

调整，甚至可能出现短期反弹，但长短期国债收益率差距较大的结构特征将不会迅速改变。

六、全球黄金市场走势分析

国际金价大幅攀升，突破千元大关。虽然经历了 2007 年四季度的宽幅震荡，但在美元走弱及投资基金的大规模炒作下，国际金价由 2008 年 1 月 2 日的 846.75 美元/盎司一路狂飙至 3 月 13 日的 995 美元/盎司，并于 3 月 14 日收于 1003.5 美元/盎司，突破千元大关。截至 2008 年 3 月 31 日，伦敦黄金市场下午定盘价收于 933.5 美元/盎司，同比上涨 41.1%；黄金 G5 指数⁸收于 276.55 点，同比上涨 30.8%。受美元贬值、通胀压力加大和金融市场动荡等因素影响，国际市场投资者对黄金的需求大幅增加，从而引起了近期金价的大幅上涨。首先，美元贬值加快直接推动了包括黄金和原油在内的多种商品价格走高；其次，通胀压力持续加大致使投资者加大了对黄金的投资；最后，全球金融市场震荡加剧亦导致大批投资者为规避风险而大量买入黄金。

由于获利回吐的技术性要求增加，短期内金价波动的风险不可忽视，但今年上半年整体看，金价仍将上行。同时值得注意的是，随着下半年美元反弹，金价可能面临较大的回调压力。预计年内国际金价将在 820~1100 美元/盎司的区间震荡。

⁸ 黄金的 G5 指数由黄金的美元价格、欧元价格、日元价格、英镑价格和加元价格加权平均而成，权重为以上各国 1998—2002 年平均 GDP 水平。G5 指数可以在一定程度上剔除美元（黄金的主要标价货币）的汇率变化对于衡量黄金价格造成的偏差。

图8 伦敦黄金市场下午定盘价走势图
(2007. 03-2008. 03)

(单位: 美元/盎司)

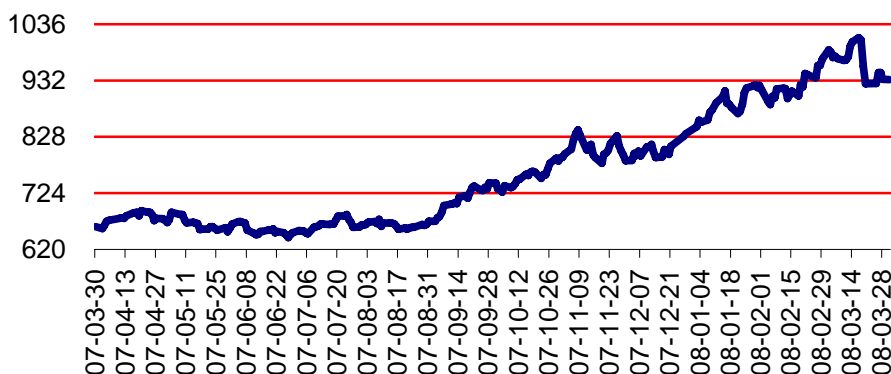
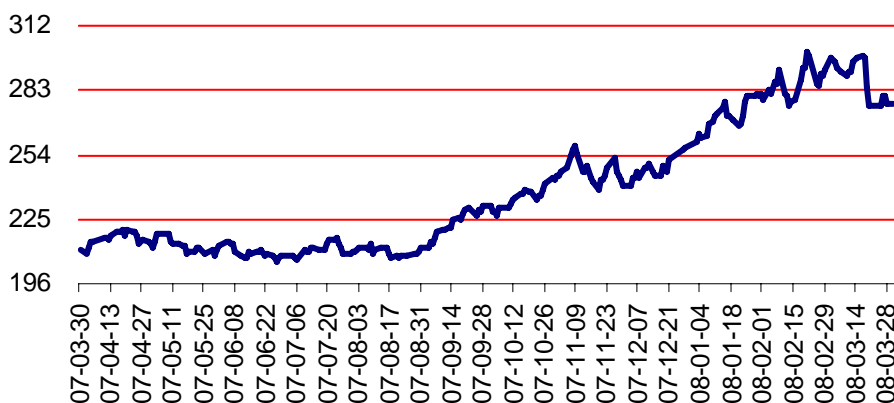


图9 国际黄金价格G5指数走势图
(2007. 03-2008. 03)

(单位: 点)



七、全球原油市场走势分析

国际油价在百元大关之上企稳，今年将呈现高位震荡。在主要产油国尼日利亚局势不稳及巴基斯坦反对派领袖贝·布托遇袭身亡等因素刺激下，加上美国制造业数据疲弱以及美元持续贬值，国际油价在 2008 年第一个交易日走高，并首次突破 100 美元大关，收于 99.62 美元/桶。然而相继出

炉的美国经济数据却给炙手可热的原油价格泼下一盆凉水，其中，美国 2007 年 12 月零售数据意外下滑使得美国经济前景阴云密布，从而拖累国际油价于 1 月 15 日大幅下挫 2.4 % 至 91.90 美元/桶，这是 2007 年 12 月 20 日以来的最低收盘价格。1 月 16 日国际油价再度下跌。随后，在美元持续贬值及原油供应趋紧的影响下，国际油价震荡上行，一路攀升至 3 月 13 日的 110.33 美元/桶，成功突破 110 美元大关，并在 3 月底在百元大关之上企稳。截至 2008 年 3 月 31 日，纽约市场轻质原油期货价格收于每桶 101.58 美元，较上年同期上涨 54.2 %。

我们认为，一方面，2008 年国际油价将仍在高位运行，主要原因：首先，市场投机炒作仍将推高国际油价；其次，国际市场原油供求关系依然偏紧。据欧佩克最新发布的月度报告，今年发达经济体对原油的需求虽然会略有减少，但新兴市场经济体由于经济增长依然强劲，因此原油需求也将保持旺盛。欧佩克预计，今年全球原油日均需求量将比 2007 年增加 120 万桶，达到 8700 万桶，因此目前市场对今年国际市场原油供求关系仍不乐观；再次，欧佩克趋向限产保价，面对不断上涨的油价，欧佩克从 2007 年 12 月起已连续 3 次拒绝增产压价，并坚持认为，美国经济减速必将影响世界经济增长，从而导致全球原油需求下降，这一决策进一步推高了国际油价；最后，国际市场原油供应前景不明，其中地缘

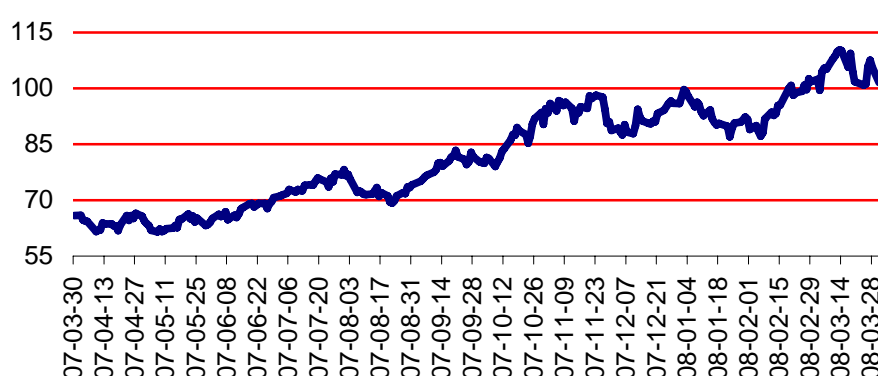
政治局势动荡仍是推动 2008 年国际油价上升的重要因素。

但另一方面，如果考虑到影响油价的另一个重要因素——美元走势，下半年国际油价可能存在一定的回调压力。我们预计今年国际油价将在 90~130 美元/桶的区间高位震荡。

图10 纽约商品交易所原油期货价格走势

(2007. 03-2008. 03)

(单位：美元/桶)



八、国际原材料及大宗商品价格走势分析

2007 年以来，受美元贬值、过剩流动性的投机炒作以及供求关系变化等因素影响，全球石油、有色金属、农产品等国际原材料及大宗商品价格大幅上涨⁹，而近来国际粮价加速上涨更引人关注。据芝加哥期货交易所的数据显示，截至 08 年 4 月 22 日，大米价格上涨 2.3%至 24.74 美元每百磅；根据世界银行今年 4 月发表的报告显示，从 2008 年 1 月到 3 月，美国出口小麦价格从每吨 375 美元涨至 440 美元，泰国

⁹ 详见城市金融研究所于 2008 年 4 月 2 日发布的研究报告《在控制通胀上升风险和确保经济平稳增长之间力求平衡——兼论本轮通胀压力上升的成因、走势及调控取向》。

出口大米价格从每吨 365 美元涨至 562 美元。在此期间，国际小麦价格一度达到 19 年来的最高点，国际大米价格更一度触及到 28 年来的最高点。国际大宗商品价格的加速上涨致使国际通胀压力持续加大。

如前分析，受制于美元走势，今年尤其是下半年，黄金、原油以及有色金属的价格可能会出现剧烈震荡，一定程度上的价格回调亦难以避免，但以粮食为代表的农产品价格将维持加速上行态势。主要原因：一是国际市场上农产品的供给持续偏紧。由于自然灾害等因素，一些农产品生产大国的产量受到影响，同时部分国家和地区为优先满足本国需求而对农产品出口加以限制，致使全球农产品库存量下降。据联合国粮农组织报告，今年全球粮食库存将降至 1982 年以来的最低点，美国农业部农产品需求预测报告也预测，07 年至 08 年度美国小麦期末库存将降至近 60 年来最低。二是大宗商品价格上涨向生产资料价格上涨的传导效应日趋明显，后者已经开始对全球的农产品生产和供应增长带来了负面影响，由于生产资料价格的过快上涨，农民种植粮食及其他农产品的积极性走低，这也是近来国际粮价进入新一轮上涨期的一个重要原因。

九、国际银行业走势分析

国际银行业损失惨重。2007 年四季度和 2008 年一季度国际银行业出现巨亏，具体表现为：美国银行业的经营状况

不容乐观。2008 年 1 月 15 日，深陷内忧外患的花旗银行揭开了全球银行业第二轮报损大幕。受累于近 180 亿美元的次贷相关资产冲减，花旗集团在 2007 年四季度巨亏 98.3 亿美元，为有史以来最大的季度亏损。两天之后，美林集团爆出了 2007 年四季度损失 98.3 亿美元，追平了花旗刚刚创下的季度亏损记录。1 月 22 日，美国第二大银行美国银行和第四大银行美联银行公布的财务报告显示，因次级住房抵押贷款损失和投资收益不佳，这两大银行 2007 年四季度盈利均急剧下降，降幅分别高达 95 % 和 98 %。

表 2 美国各大主要金融机构 2007 年第四季度（财季）受次贷风波影响情况表
单位：亿美元

金融机构	次贷损失减记	季度净利润	应对措施
花旗集团	181	-98.3 (51.3)	削减股息，裁员 1.7~2.4 万人，注资 220 亿美元
美林集团	115	-98.3 (23.5)	注资 110 亿美元，选择性裁员（超过 1600 人）
美国银行	52.8	2.68 (52.6)	裁员 650 人
摩根大通	13	29.7 (45)	对杠杆融资和结构信贷业务部门裁员
摩根士丹利	94	-35.9 (22.1)	裁员约 1000 人
贝尔斯登	19	-8.54 (5.63)	裁员 2000 人以上，募集 23 亿美元资金
雷曼兄弟	/	8.86 (10)	裁员 1300 人，关闭 BNC 次贷业务公司
美联银行	17	0.51 (23)	裁减 243 个得克萨斯州贷款运作中心职位

注：括号内为 2006 年同期季度净利润。

数据来源：各大银行年报和媒体报道。

目前美国银行股的表现已趋于相对平稳，加之美联储通过持续向市场注入流动性，信贷紧缩亦有一定程度的缓解，尤其是美国的跨国银行在海外特别是在亚太地区的业绩将持续向好，今年美国银行业盈利继续大幅下降的局面将有所

改观。但总体上看，我们认为，2008 年美国银行业的经营仍不容乐观，主要原因：一是短期内美国银行业的信贷紧缩难有实质改变，利润增长带来阻力；二是消费信心低迷、股市动荡加剧、能源价格大幅上涨以及就业增速减缓等因素将造成美国商业银行的消费信贷业务大幅萎缩，从而对其今年的盈利水平造成不利影响；三是美国房市持续萎靡致使美国银行机构面临的住房贷款违约率仍处高位。

欧洲银行业大面积受灾。次贷风波对欧洲银行业的冲击于 2007 年 8 月开始逐渐显现，法国巴黎银行则是第一家公开宣布被卷入次贷风波中的银行，随后德国、法国以及英国等国的一些中小银行，甚至是全球知名银行纷纷爆出较大金额的次贷相关损失。由于风险管控不力以及薪资结构不合理招致大量风险交易，欧洲最大的银行集团——瑞士银行迄今次贷减记已逾 370 亿美元(234 亿欧元)，成为次贷风波中全球损失最为惨重的金融机构。虽然目前欧元区实体经济还未陷入衰退，但区内银行业亦面临诸多挑战：首先，欧元区信贷紧缩局面仍将持续，银行业盈利能力将受到进一步冲击；其次，房市降温以及收紧的放贷标准将使欧元区房地产信贷市场进一步萎缩；最后，欧元区中长期通胀压力不断加大，市场对欧洲央行的加息预期有所增强，这将进一步提升银行的资金成本。

日本金融机构的损失日益显现。在次贷风波对欧美银行

业的负面影响扩大的同时，日本银行业受损程度亦不断加大。2007 年财年前三季度（2007 年 4 月至 12 月），日本三菱 UFJ、瑞穗、三井住友、住友信托、理索纳和中央三井集团 6 大银行集团遭受与美国次贷相关的损失高达 5291 亿日元，远远超过 2007 年 9 月底的 1150 亿日元。其中，瑞穗银行集团的相关损失最为严重，高达 3450 亿日元。据最新预测，2007 财年日本 6 大银行集团次贷损失将达到 7000 亿至 8000 亿日元。

总体上看，在经历了前几年的复苏之后，日本银行业很可能在今年重新陷入低迷。首先，日本宏观经济形势不容乐观，银行业外部经营环境进一步恶化；其次，国内市场需求增长乏力以及次贷风波对日本大银行冲击进一步扩大，日本主要大型银行集团的非利息收入将继续缩水；最后，信贷紧缩亦会在一定程度上影响日本银行业的信贷增长。

十、全球资产币种结构变化

海外持有者“绝对增持、相对减持”美国国债。次贷风波后的复杂形势使得美国国债的全球海外持有者一边以相对减持的方式有序调整资产币种结构，一边以绝对增持的方式避免美元汇率过度超跌。

从绝对值的角度看，并不存在美国国债减持潮流。从 2007 年 7 月到 2008 年 1 月，美国国债的海外持有量从 22010 亿美元上升至 24025 亿美元，增幅为 9.15%，在这段时间里，

该指标的月度数据一直上升，从未下降。美国中长期国债的变化则稍有不同，虽然在 2007 年 7 月和 8 月分别被海外持有者净卖出了 93.67 亿美元和 27.64 亿美元，但在随后的 5 个月里又分别被净买入了 260.02 亿、498.32 亿、235.4 亿、14.38 亿和 375.55 亿美元，从整体上看，美国中长期国债的减持仅持续了一小段时间，而且被后续更大程度的增持所倍数抵补。从结构数据看，在 23 个美国国债主要海外持有者中，只有 9 个在次贷风波后持有量下降，这 9 个经济体是日本、韩国、中国香港、瑞典、爱尔兰、意大利、波兰、土耳其和俄罗斯，值得注意的是，除了日本作为第一大持有者较有影响力外，其他持有者相对整体的持有比重都较低，而且这些经济体的减持比例都非常小，减持的平均水平远远低于其他国家增持的平均水平，比如日本的减持幅度为 5.4%，而英国、加勒比银行中心和巴西的增持幅度就高达 182%、52.9% 和 33.9%。

从相对值的角度看，美国国债在全球投资组合中所占的相对比例不断下降，海外投资对美国国债的投资兴趣不断淡化。首先，美国国债外部持有量余额与同期全球外汇储备量的比例在次贷风波后明显下降，2007 年 7 月这一比例为 39.25%，2008 年 1 月下降至 38.30%，降幅近 1 个百分点；其次，外国机构持有的美国国债占整体海外持有量的比重从 2007 年 7 月的 73.64% 下降至 2008 年 1 月的 70.17%，这潜

在表明，对于没有“增持美国国债以避免美元汇率加速贬值”战略性意图的机构而言，减持美国国债的倾向较为明显；最后，国际清算银行的最新数据显示，在全球海外债券市场中美国所占比重从2006年12月的24.46%上升至2007年12月的25.09%，而在0.63个百分点的变化中，仅有0.04个百分点来源于2007年9月至2007年12月，这间接表明美国市场的重要性在次贷风波后相对下降。

美国国债绝对增持和相对减持的并存反映了次贷风波背景下防范美元超跌和分散投资风险两种潜在市场心理的碰撞。一方面，美元汇率超跌不仅造成了以“三金异动”为表象的国际货币体系初步紊乱，还为美国通胀风险的对外输出和次贷成本的全球分摊创造了途径，全球各主要经济体继续持有美元资产避免美元超跌加速的必要性不断凸现。另一方面，美联储2007年9月至2008年3月连续6次降息300个基点让各种期限的美国国债收益率全面下跌，加上美元贬值带来的汇率成本，持有美国国债的预期收益有所下降，减持必要性不断加大。

我们判断，由于美元贬值尚未见底，海外持有者绝对增持、相对减持美国国债的格局短期内不会发生变化，但在美元贬值见底之后，绝对减持和相对减持并存的结构变化有可能出现，市场调整将进一步降低美元在全球资产币种结构中的比重。