

全球經濟金融展望報告

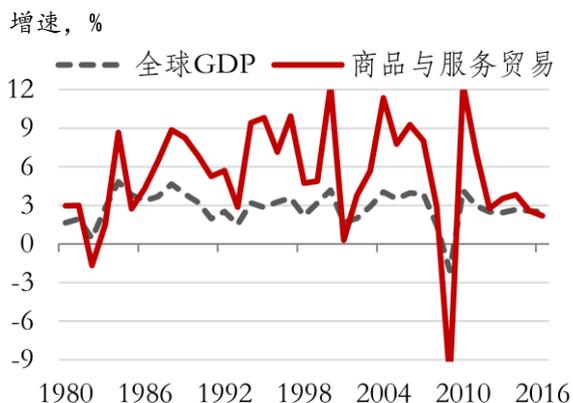
2017 年報（總第 29 期）

報告日期：2016 年 12 月 8 日

要點

- 2016 年，全球經濟增長率預估只有 2.5%，持續多年低迷發展。發達國家低增長、發展中國家放緩的態勢未變。國際投資貿易低迷，全球化遭遇逆風。
- 全球金融市場在波動中上行，主要的金融資產取得可觀收益，英國脫歐、美國大選等事件推升了波動率。國際治理改革取得新進展，熨平不確定性。
- 預計 2017 年全球經濟略有改善，但并不樂觀。特別是政經事件的不確定性和美聯儲加快升息步伐，都將是市場動蕩之源，下行風險不容忽視。
- 本期報告特別就美國大選結果及其影響、新興市場資本流動前景等進行專題分析。

全球經濟與貿易連續 5 年低迷增長



資料來源：IMF，中國銀行國際金融研究所

中國銀行國際金融研究所 全球經濟金融研究課題組

組長：陳卫东

副組長：鍾紅

成員：王家強

廖淑萍

陳靜

王有鑫

趙雪情

馬曼

鄂志寰（香港）

黃小軍（紐約）

陸曉明（紐約）

瞿亢（倫敦）

林麗紅（新加坡）

張明捷（法蘭克福）

聯繫人：王家強

電話：010-66592331

郵件：wangjiaqiang@bankofchina.com

全球治理新格局下的增长突破

——中国银行全球经济金融展望报告（2017年）

2016年，全球经济连续第五年低迷增长，全球金融市场波动性上升。发达经济体复苏乏力，黑天鹅事件频发；新兴市场资本外流态势有所减缓，实体经济运行更趋平稳。展望2017年，全球经济增速将略有改善，但金融风险正在积累，全球化倒退和全球流动性逆转带来的冲击不容忽视，特别是欧美政经事件和美联储升息步伐加快都可能带来新的动荡。全球经济治理格局正在发生巨大的转变，本期报告就美国大选和新兴市场资本流动等热点事件进行专题分析。

一、全球经济年度回顾与展望

（一）实体经济乏善可陈，呼唤全球治理格局转变以促增长

2016年，全球经济依然疲弱，并延续多年以来格局分化的态势。初步估计，全年经济增速仅为2.5%，创下5年来的新低（图1）；国际贸易增速不到2.0%，亦创下2010年以来的最低增速，部分经济体甚至呈现下滑态势；国际直接投资大幅下降12.5%，且区域之间差异较大。直接投资的增长主要依靠并购拉动，对实体经济增长的推动作用不大。发达经济体央行的政策利率维持在较低水平，特别是欧洲和日本央行进一步推行负利率政策，加码量化宽松举措。尽管全球仍然处于空前的低利率水平（图2），但投资与消费需求陷入“流动性陷阱”，并不活跃；大宗商品价格虽略有反弹，但全球物价水平总体上处于低位。此外，一系列逆全球化的“黑天鹅”事件频发，如贸易保护主义加剧、英国脱欧公投和美国大选等，冲击了投资者信心。新兴市场除亚太地区维持中等速度、增长放缓的趋势外，东欧和拉美地区的衰退程度有所收窄，其他地区则缺乏增长亮点。

图 1：全球经济与贸易增长趋势

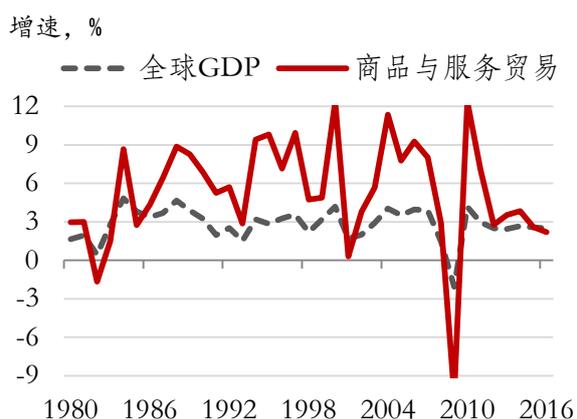


图 2：全球利率水平发展态势



资料来源：IMF、Wind，中国银行国际金融研究所

展望 2017 年，全球经济仍将维持温和增长，增速略加快至 2.8%，但仍低于潜在水平；通货膨胀水平可能进入转折点，从 2016 年的 2.9% 上升到 3.3% 左右（表 1）。从经济增长的供给面看，人口老龄化、劳动生产率下降、金融监管约束强化和突破性的科技进步不足等，继续成为制约全球经济中长期增长的因素。从需求面看，正反力量相互交织，限制全球经济加快增长。第一，美国经济有望受益于特朗普政府关于基础设施建设、重振制造业、减税等方面的新政而加快增长，但却因其贸易保护、反对移民等倾向带来不确定性，影响美国对世界经济增长的贡献。第二，主要经济体总体上仍然处于货币宽松的状态（例如欧洲和日本等主要发达经济体央行负利率和量化宽松的政策难以转变），财政政策也有望在推动增长中发力。但美联储加快货币政策正常化步伐，使全球流动性状况发生转变，金融市场动荡加剧，打击实体经济的复苏。第三，中国、印度、印尼等亚太新兴经济体有望维持相对较高的增速，继续成为维护全球经济稳定增长的核心力量，特别是“一带一路”地区的投资与建设步伐持续推进，成为全球需求增长的亮点。第四，大宗商品出口依赖型的新兴经济体可能得益于市场价格的企稳回升（特别是俄罗斯和巴西有望从经济衰退中走出），但供求状况失衡局面难以在短期内改善，限制市场反弹的力度。

表 1：2017 年全球主要经济体关键指标预测 (%)

地区	年/季 国家	GDP 增长率			CPI 涨幅			失业率		
		2015	2016 ^e	2017 ^f	2015	2016 ^e	2017 ^f	2015	2016 ^e	2017 ^f
美洲	美国	2.6	1.5	2.0	0.1	1.2	2.2	5.3	4.9	4.8
	加拿大	1.1	1.2	2.0	1.1	1.6	2.0	6.9	7.0	7.1
	墨西哥	2.5	2.2	2.3	2.7	2.8	3.3	4.3	4.0	4.0
	巴西	-3.8	-3.0	0.5	9.0	9.0	5.5	8.5	11.0	11.5
	智利	2.3	1.8	2.0	4.3	3.9	3.0	6.2	7.0	7.6
	阿根廷	2.5	-1.8	2.6	16.0	25.0	23.0	7.3	9.2	8.5
亚太	日本	0.5	0.5	0.6	0.8	-0.2	0.5	3.4	3.2	3.2
	澳大利亚	2.4	2.9	2.8	1.5	1.3	2.1	6.1	5.8	5.7
	中国	6.9	6.7	6.7	1.4	2.0	2.5	4.1	4.1	4.1
	印度	7.2	7.5	7.6	4.9	5.5	5.0	—	—	—
	韩国	2.6	2.6	2.8	0.7	1.0	1.9	3.6	3.6	3.3
	印尼	4.8	4.8	5.2	6.6	3.7	4.2	6.2	5.6	5.6
欧非	欧元区	2.0	1.6	1.5	0.0	0.9	1.0	11.0	10.5	10.0
	英国	2.2	2.0	1.5	0.1	1.5	2.5	5.4	5.0	5.2
	俄罗斯	-3.7	-1.0	1.0	15.5	7.5	5.0	5.6	5.8	5.9
	土耳其	4.0	3.2	3.0	7.7	8.4	8.2	10.2	10.2	10.2
	尼日利亚	2.7	-1.7	0.6	9.0	15.4	17.1	9.0	12.1	-
	南非	1.3	0.5	0.8	4.5	6.3	6.0	25.8	26.0	27.0
全球		2.7	2.5	2.8	2.8	2.9	3.3	—	—	—

资料来源：中国银行国际金融研究所。注：e 为估计，f 为预测。

全球经济持续低迷的困局需要寻找突破口，加强全球政策协调和治理合作尤为重要。通过完善全球治理，可加大宏观政策对实体经济的支持力度，深化结构性改革以激发技术创新的动力，推动国际金融市场更趋稳定以促进实体经济复苏。同时，通过维护和平稳定的地缘政局和公平开放的多边贸易体系，为各国发展营造良好的外部环境。2016 年，一方面全球治理遭遇了前所未有的挑战，特别是英国脱欧公投和美国大选结果带来了巨大的不确定性；另一方面，全球经济治理变革取得重要进展，G20 杭州峰会首次明确提出要创新增长方式，为世界经济指明方向。此外，金砖国家之间合作、亚太地区自由贸易区建设、“一带一路”区域合作、欧盟与加拿大自贸区建设等都有新发展。通过强化全球公共治理，扭转“去全球化”逆风，为世界经济长期可持续发展注入正能量。

（二）北美经济可能温和加速增长，美联储升息步伐将加快

北美经济在 2016 年呈现先抑后扬的增长态势，总体增长较上一年疲软。在美国大选之后，“特朗普效应”将掀起新变局，对中长期的北美经济格局产生较大影响。2017 年，预期美国、加拿大和墨西哥经济增长都将温和加快，美联储加息 2 次左右，对世界各地产生巨大的外溢影响。

受益于特朗普新政，美国经济增长有望加快。美国经济在 2016 年上半年因投资下滑而增速缓慢，下半年则温和加速增长，其中失业率下降、个人可支配收入上升、银行循环信用增长等推动了消费者支出持续增长，政府支出和投资出现反弹，净出口持续温和增长（图 3）。然而，由于企业利润增长乏力，投资意愿有限，固定投资增长仍然缓慢。2016 年 GDP 增长率估计为 1.5% 左右。展望 2017 年，美国经济增长有望回升。特别地，特朗普新政府关于基础设施建设、对个人和企业减税、更高的贸易关税等政策一旦得以推进，都将对美国经济增长带来短期提振。近期实体经济先导性指标（图 4）和股市、外汇等金融市场也都作出了预期反应。我们预计 2017 年美国 GDP 增速将加快到 2.0%，持续经济增长将使美国接近充分就业状态，并带来明显通货膨胀压力。预计美联储在 2016 年 12 月加息 25 个基点的基础上，2017 年有可能加息两次。

图 3：美国经济增长贡献结构



图 4：美国采购经理人指数的变化



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

加拿大与墨西哥有望同步加快增长，但面临美国新政的冲击风险。加拿大与墨西哥都是美国主要的贸易伙伴（图 5、图 6），两国经济均具有外向型和能源依赖特征，与美国经济联系紧密。例如，由于特朗普主张限制墨西哥移民和强化贸易保护，受到美国大选结果的影响，近期墨西哥比索汇率大幅下跌。

图 5：2015 年美国十大出口目的地

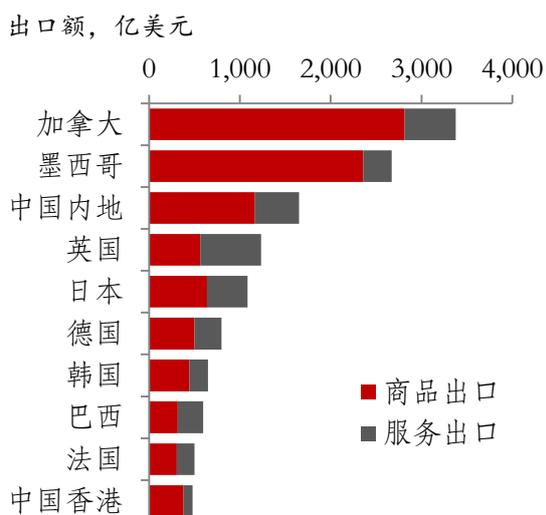


图 6：2015 年美国十大进口来源地



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

2016 年上半年，加拿大经济波动较大，主要由于产油省火灾严重影响了石油生产和出口；下半年，随着受灾省重建、石油生产恢复以及国际油价反弹、加元贬值和美国进口需求增长，加拿大消费者支出和出口回升，能源以及矿业、采石业增长，实际 GDP 出现较强劲增长。2017 年，加拿大经济有望温和加速增长，但由于潜在增长动力不足，特别是受制于住房市场发展趋缓，其增幅可能仍然有限。

2016 年初墨西哥经济也经历了较强劲增长，但第二季度由于投资和工业产出特别是石油工业和矿产业大幅下降，导致实际 GDP 萎缩。下半年，随着原油价格稳定，比索汇率维持低位，墨西哥出口、就业、工业产出和零售均有所改善，实际 GDP 大幅反弹。2017 年，墨西哥经济可能小幅加快增长。为了在比索大幅贬值环境下防范通胀风险，墨西哥央行将维持相对高的利率水平。

（三）欧洲经济在多重挑战中稳步复苏

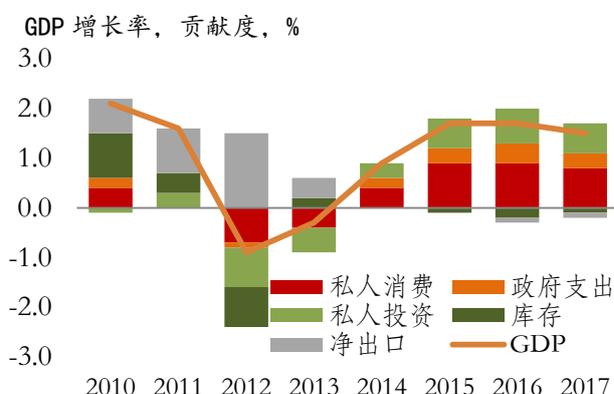
欧洲经济在 2016 年面临着英国脱欧、难民危机和通货紧缩等多重压力，在主要央行加码宽松货币政策、主要货币汇率进一步下行和国际油价维持低位的推动下，欧洲经济稳步复苏。未来，欧洲一体化发展方向和外部环境变化将对欧洲经济产生影响，预计 2017 年将维持温和复苏态势。

欧元区经济适度增长但显脆弱，下行风险犹存。2016 年，欧元走弱与低油价等利好作用逐渐消减，欧元区经济复苏态势较上年有所放缓。四大经济体表现不均衡，法国起伏不定，意大利稍显乏力（表 2）。私人消费仍作为首要引擎，推动欧元区保持适度增长（图 7）；宽松货币政策逐渐改善融资条件，企业和家庭放款加速。但欧元区金融业受负利率环境影响，盈利水平普遍走低，部分大型银行坏账高企或资本告急，压力积聚，风险上升。外围环境不确定性较大，特别是英国脱欧冲击投资者信心，长期贸易影响因脱欧谈判耗时持久而扑朔迷离。预计 2017 年欧元区经济将实现温和增长，劳动力市场复苏、量化宽松政策效果和各成员国坚定推进结构性改革，将成为温和复苏的重要条件。其中，在失业率下降、公共投资企稳等因素的推动下，希腊有望走出衰退，在 2017 年实现 2.7% 的增长。通胀率受能源价格回暖影响有所回升，2017 年将回到 1% 以上的水平，离设定目标仍存差距，不排除欧洲央行进一步延长宽松举措的可能性。

表 2：欧元区及部分国家经济增长

GDP 增长率，%				
	2015	2016	2017	2018
欧元区 19 国	1.7	1.7	1.5	1.7
德国	1.7	1.9	1.5	1.7
法国	1.2	1.3	1.4	1.7
意大利	0.8	0.7	0.9	1.0
西班牙	3.2	3.2	2.3	2.1
希腊	-0.2	-0.3	2.7	3.1

图 7：欧元区经济增长及贡献结构



资料来源：欧盟委员会，中国银行国际金融研究所

英国经济不确定性较大。2016年英国经济增速将减缓至2%左右，服务业表现强势，抵消了其他三大产业的下滑，稳住了脱欧公投后的整体经济形势。从国际环境看，美国大选令全球经济稍显不稳，英国债务与赤字仍然巨大，英镑贬值进一步导致通胀压力，市场不确定性持续上升。预计2017年英国经济增速将进一步放缓至1.5%左右，长期前景不容乐观。英国与欧盟有关脱欧的艰苦谈判将陆续展开，鉴于中短期内不确定性将增加，预计英格兰银行将保持宽松货币政策，英国政府或从财政政策方面支持经济基本面。

东欧新兴市场趋势稳健，俄罗斯经济有望回暖。2016年，受难民危机、政局不稳等因素影响，部分东欧国家较上年增长放缓，但总体增速仍高于欧元区，其中罗马尼亚受财政宽松与收入增长的刺激表现强劲。未来各国将继续得益于劳动力市场稳定复苏，整体增速将普遍走高。油价暴跌加上国际制裁对俄罗斯的冲击较大，但该国政府及时采取各种措施应对衰退，增长模式转型已初现成效，有望在2017年恢复正增长（表3）；但要重回4%以上的增长轨道，必须加速探索并调整经济政策，找到新的经济增长动力。伴随着军事政变、冲突与动荡，2016年土耳其安全局势急转直下，旅游业遭受重创，经济增速较上年下滑。虽然2017年私人消费与公共支出仍会推动经济增长，但恶化的商业环境加重了土耳其经济前景的不确定性。

表 3：东欧地区的部分国家经济增长

GDP 增长率, %	2014	2015	2016	2017	GDP 增长率, %	2014	2015	2016	2017
波罗的海国家	2.7	1.8	2.3	3.0	东南欧国家	2.2	3.3	4.1	3.3
爱沙尼亚	2.9	1.1	1.5	2.5	罗马尼亚	3.0	3.8	5.0	3.8
拉脱维亚	2.0	1.7	2.5	3.4	塞尔维亚	-1.8	0.7	2.5	2.8
立陶宛	3	1.6	2.6	3.0	土耳其	3.0	4.0	3.2	3.0
中东欧国家	3.2	3.7	2.8	3.0	独联体国家	0.2	-4.2	-0.7	1.1
匈牙利	3.7	2.9	2.0	2.5	白俄罗斯	1.7	-3.9	-3	-0.5
波兰	3.3	3.6	3.1	3.4	俄罗斯	0.7	-3.7	-1.0	1.0
捷克	2.7	4.5	2.5	2.7	乌克兰	-6.6	-9.9	1.5	2.5

资料来源：IMF，中国银行国际金融研究所

（四）亚太地区经济适度增长

除日本之外，亚太地区仍是全球经济最有活力的区域，2016 年增长速度高达 5.7% 以上（图 8）。2017 年，预期外部环境改善、亚太自贸区和“一带一路”建设等将有望推动这一地区更具有活力，继续引领全球经济的增长。

亚太新兴经济体保持平稳较快增长。2016 年，受宽松货币政策影响，亚洲新兴市场内部需求走高，对冲了外需不足的影响（图 9）。同时，全球商品价格回稳，亦有助于出口导向型的亚洲新兴市场经济回稳。印度尼西亚经济始终保持平稳，前三个季度 GDP 同比增长 5.0%。受银行增加放贷、政府基础设施建设支出和外国投资增加等因素推动，前九个月越南 GDP 累计增长 5.9%。由于外需疲软、出口持续下降、内部消费不振，泰国政府实施刺激措施提高投资，上半年经济增长率创出四年多来新高。菲律宾经济增长率达 6.9%，亦为三年来最快增速，其中投资额同比增长 27.6%。2017 年，中国和印度经济保持稳定，有助亚洲新兴经济体平稳发展，GDP 增长率整体维持在 5.7% 左右。美国加息前景可能影响亚太新兴市场资本流动，对经济增长带来挑战。

图 8：亚太主要新兴经济体较快增长

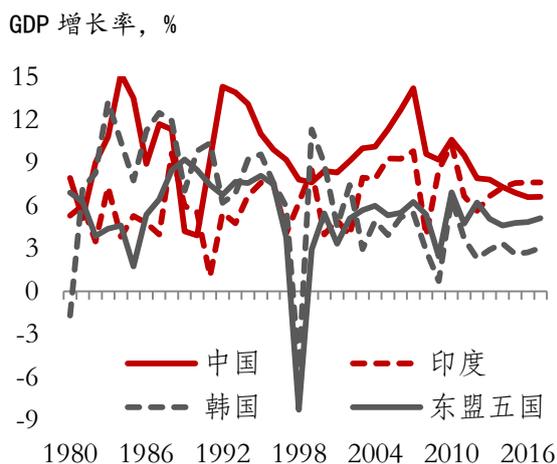


图 9：亚太新兴经济体对外贸易下滑



资料来源：IMF，CPB，中国银行国际金融研究所

日本经济增长缓慢，货币政策大胆求变。2016 年日本经济增长缓慢，前三

季度 GDP 增长分别为 2.1%、0.7%和 2.2%。原因包括：一是通缩压力上升，影响居民消费和投资意愿。核心 CPI 自 3 月以来连续 7 个月同比下滑（图 10），私人消费和企业设备投资疲弱，对 GDP 的贡献逐季下降。二是日元升值对出口造成冲击，企业利润出现下滑。2016 年 4-9 月日本 501 家上市企业的净利润同比减少 25%，企业经常利润时隔 4 年出现下滑。为应对疲弱经济，日本央行进行大胆实验，对货币政策框架加以改革。1 月在亚洲率先实施负利率政策（图 11），9 月实施“附加收益率曲线控制的量化质化宽松”的“反扭曲”操作。这一方面表明日本央行刺激经济增长的决心，另一方面也揭示货币政策效应正不断减弱。展望 2017 年，随着国际原油市场价格趋稳、美联储加息带动日元贬值，日本通胀率有望小幅回升，带动居民消费和投资意愿。货币政策将更加注重利率手段，每年 80 万亿日元的量化宽松规模存在调整的可能。由于居民和企业的借款大部分是短期和中期资金，所以保持短期利率处于低位非常重要。负利率政策在压低短期利率方面作用显著，不排除日本央行进一步降低利率的可能性。

图 10：日本通缩压力依旧很大

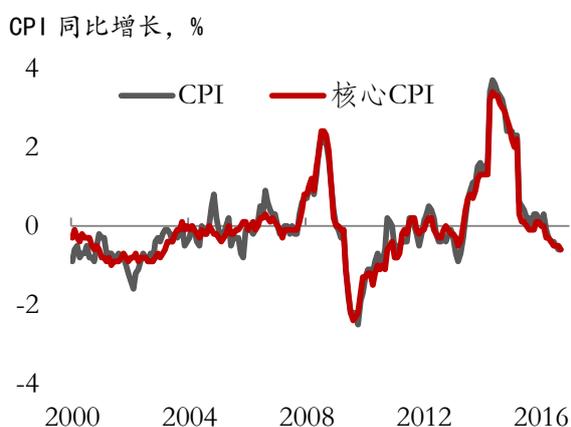
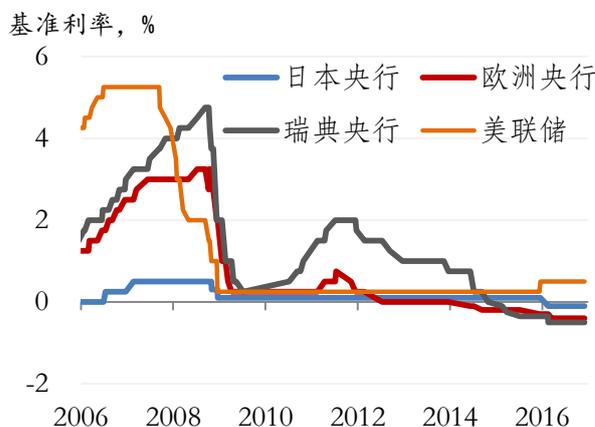


图 11：四大央行的基准利率变化



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

澳大利亚寻求经济增长转型。2016 年，由于全球需求疲软、矿业繁荣明显降温，澳大利亚经济增速亦有所放缓。第二季度实际 GDP 同比增长 3.3%，高于前季经修正后的 3.0%。经济增长主要动力来自大选前政府扩大支出，以及家庭支出和住房建设的温和增长，抵消了矿业投资不景气。近年来澳大利亚积极寻

求其他经济增长支柱，其中公众及消费者开支、出口、住房投资成功改变了矿业在经济增长中独挑大梁的角色，并成为新的支柱产业。澳大利亚央行两次降息至历史低位 1.5%，在一定程度上提振了需求。2016 年 CPI 同比上涨 1.3%，仍远低于澳大利亚央行设定的 2%-3% 的目标区间，未来仍有削减利率的空间。澳大利亚经济前景主要取决于全球经济表现，尤其是最大贸易伙伴中国的经济状况。预计 2017 年 GDP 上升 2.5%-3.5%，通胀预期为 1.5%。

（五）南美地区难以脱困，非洲与中东温和增长

拉美经济持续衰退，2017 年仍难以好转。2016 年拉美地区 GDP 增长率约为 -0.6%，连续两年衰退，主要受三大因素影响：一是全球经济增长乏力，国际贸易增长滞后；二是美联储加息悬而未决，国际金融市场动荡不安；三是大宗商品价格低迷，对外贸易风险敞口扩大，外部脆弱性提高。同时，财政赤字缺口扩大使得政策空间受到较大制约，很难通过实施宽松的财政政策来刺激经济增长。在货币政策方面，部分国家为了抑制通胀和资本外流，基准利率已超过泰勒规则合意水平，在促进经济增长方面几无余地。展望 2017 年，经济增长预计仍难以好转。一是全球经济增长疲软，大宗商品需求不足，价格将维持低位，对作为大宗商品主要出口地区的拉美不利。二是美国和拉美之间的双边关系将影响地缘政治稳定，特朗普筑墙和驱赶拉美裔非法移民的言论将破坏美国和拉美之间的政治经济关系，引发贸易摩擦和外交摩擦，对拉美地区的出口、就业和经济增长不利。三是货币政策和财政政策空间有限，在美联储加息、美元强势背景下，拉美国家为应对资本外流和通胀压力而处于加息周期，对长期经济存在负面影响。

中东和北非经济将温和增长。2016 年中东地区经济有所改善，各国相继实行财政紧缩政策，调整产业结构，大力发展非石油产业，减少对石油的依赖。预计中东地区 GDP 增速将从 2015 年的 2.1% 上升到 3.1%，其中，石油出口国 GDP 增速从 1.6% 上升到 3.4%；石油进口国 GDP 增速略有下降，从 3.8% 下降到 3.2%。

伊朗由于制裁的解除和石油增产，预计 2016 年 GDP 增长 4.6%，领跑中东经济。但中东经济增长也蕴藏风险，多数国家政府债务总量上升，石油进口国的债务占 GDP 比重远远大于石油出口国的债务比重，埃及、约旦、黎巴嫩等石油进口国的债务持续上升，埃及政府债务从 2010 年的 69.6% 上升到 2016 年的 94.6%。随着需求回暖和供应收紧，2017 年大宗商品将会出现温和复苏。油价回升、持续的经济改革以及欧元区强劲的外部需求将有助于改善中东经济，但伊拉克、利比亚和也门等国持续不断的冲突为经济增长带来压力。预计 2017 年中东和北非 GDP 增长 3.3%。

南部非洲经济有望好转。过去 10 年，由于大宗商品价格上扬，非洲经济增长速度在 5% 以上。2016 年以来大宗商品价格处于低位，美联储加息、英国脱欧等因素导致全球金融环境变化，给南部非洲经济增长带来压力，2016 年南部非洲经济总体增长疲软，预计 GDP 增长率在 1.5% 左右。各国经济出现分化，尼日利亚、安哥拉等资源依赖型国家短期内经济依旧低迷；科特迪瓦、卢旺达、埃塞俄比亚、塞内加尔、坦桑尼亚等国受益于油价低迷以及大量的基础设施投资，经济持续改善。展望未来，随着大宗商品价格的回升，2017 年南部非洲经济有望走出谷底，预计 GDP 增长 3.1%。但这需要各国进行财政改革，减少政府债务和财政赤字，否则经济会更加脆弱和困难。

表 4：拉美、中东与非洲部分国家经济增长

GDP 增长率, %	2014	2015	2016	2017	GDP 增长率, %	2014	2015	2016	2017
中东石油出口国	2.7	1.6	3.3	2.9	南美国家	1.0	0.0	-0.6	1.6
伊朗	4.3	0.4	4.5	4.1	阿根廷	-2.5	2.5	-1.8	2.7
沙特阿拉伯	3.6	3.5	1.2	2.0	巴西	0.1	-3.8	-3.0	0.5
阿联酋	3.1	4.0	2.3	2.5	委内瑞拉	-3.9	-6.2	-10.0	-4.5
中东石油进口国	2.9	3.8	3.6	4.2	非洲南部国家	5.1	3.4	1.4	2.9
埃及	2.2	4.2	3.8	4.0	南非	1.6	1.3	0.5	0.8
阿富汗	1.3	0.8	2.0	3.4	尼日利亚	6.3	2.7	-1.7	0.6
约旦	3.1	2.4	2.8	3.3	肯尼亚	5.3	5.6	6.0	6.1

资料来源：IMF，中国银行国际金融研究所

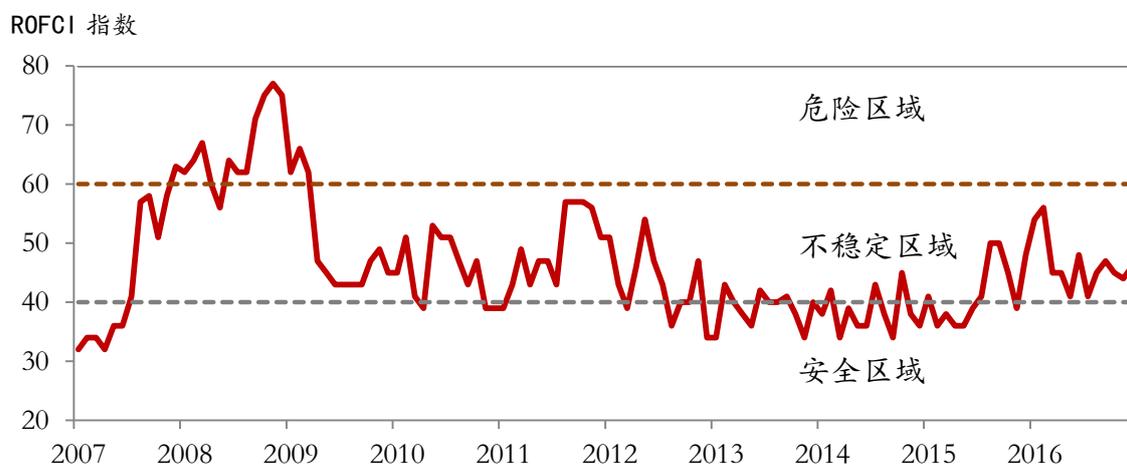
二、国际金融形势回顾与展望

(一) 全球金融市场新的风险在形成，未来整体风险可能累积

全球金融市场在 2016 年初大幅动荡，此后随着美国及全球经济衰退风险下降，油价回升，金融市场逐渐稳定。美国货币政策正常化步伐放慢，新兴市场前景改善，特别是中国经济和人民币趋于稳定，英国脱欧的市场冲击很快平息，这些因素提升了投资者风险偏好，推动资本市场回升，波动性下降。

美国金融风险指标有所回升。2016 年美国金融危机风险指标（ROFCI）在年初曾大幅上升，此后随着金融市场恢复稳定而下降，但一直维持在不稳定区域内波动（图 12）。与 2015 年相比，2016 年整体金融风险都维持在较高水平。银行间及非银行货币市场明显恶化，银行股票市场波动较大，公司信贷市场、美元外汇市场风险有下降趋势。

图 12：美国金融危机风险指标的变化趋势

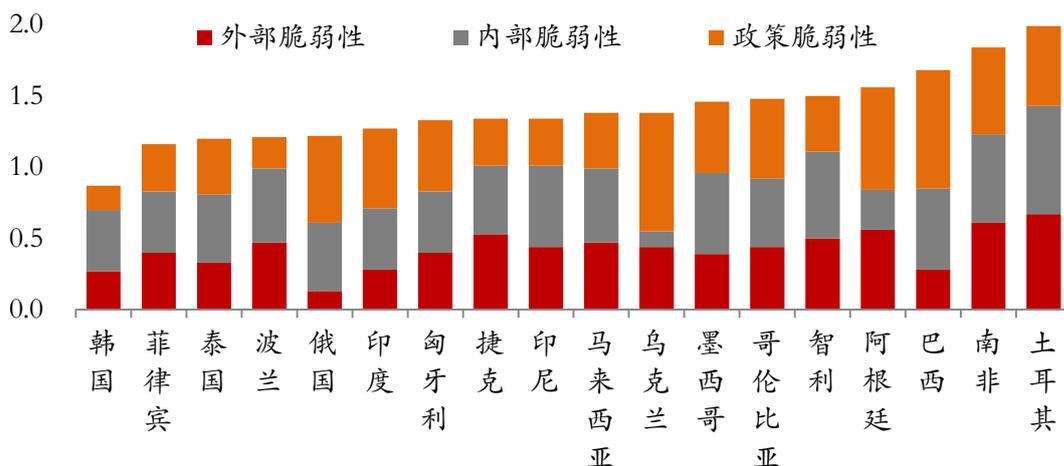


资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

新兴经济体整体金融脆弱性小幅下降。2016 年新兴市场整体金融脆弱性呈现先高后低的态势。上半年经历了外资流入减速和资本外流加快，脆弱性随着经济增长下滑和金融风险上升而提高。下半年，随着新兴市场经济加速增长，以及全球金融市场回稳、主要央行维持偏松的货币政策，新兴市场外资开始回

流，资金外流势头减缓。第四季度新兴市场整体金融脆弱性小幅上升，其中最具有外部脆弱性的国家是土耳其、南非、阿根廷，最具内部脆弱性的是土耳其、南非、巴西、印尼，最具政策脆弱性的是巴西、乌克兰、阿根廷、南非、俄罗斯。综合看，土耳其处于最脆弱层次，韩国处于最不脆弱层次（图 13）。

图 13：2016 年第四季度主要新兴经济体金融脆弱性指标



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

展望 2017 年，新的风险逐渐增多，整体风险可能累积。这些风险因素包括：

第一，全球政策不确定性。由于美国劳工市场紧缺，通胀上升，美联储有可能加速升息，主要央行政策进一步分化。美国新总统特朗普上任后，可能带来更大的政策不确定性，包括贸易保护主义升温、地缘政治冲突风险上升。英国脱欧程序具有不确定性，欧洲其他国家大选错综复杂，可能引发更多国家的脱欧风险。

第二，发达国家金融风险。美国从 2016 年 10 月正式实施货币市场基金监管新规，大量资金撤离优质货币市场基金转投国债基金，导致货币市场资金短缺，未来全球面临美元流动性紧缺和成本上升风险。2017 年通货膨胀和利率可能加速上升，债券市场可能遭受卖压。在宽松货币政策和美元汇率支撑下，全球资产特别是美国股市升幅超过了经济和公司利润增长，资产价格容易受到货

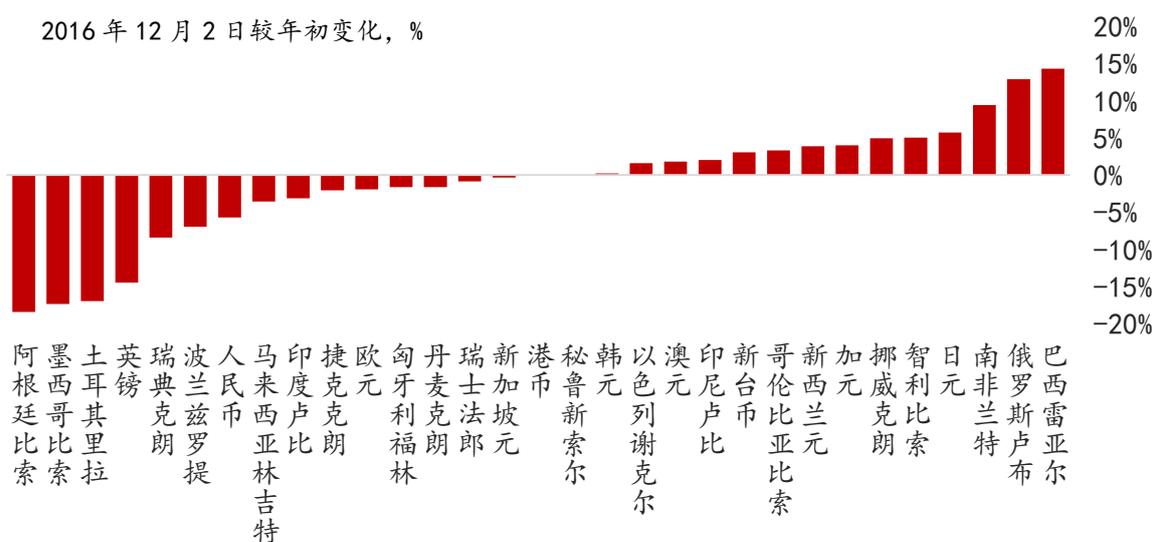
币政策和美元汇率变化的冲击。多家发达经济体央行实施负利率政策，在未来经济增长长期低迷环境下，银行盈利能力和资产质量难以改善，而盈利能力弱会继续侵蚀银行资本缓冲，银行机构风险不容忽视。

第三，新兴市场国家面临的风险增加。新兴市场银行信贷条件有恶化趋势，表现为信贷需求下降，不良贷款占比上升，利率上升。新兴市场企业在过去几年内发行了大量债券，杠杆率上升。新兴市场公司债开始进入偿还期，从 2016 到 2018 年偿债总规模将达 3400 亿美元，比过去 3 年增加 40%。全球非银行债务中约有 46% 以美元计价，其中新兴市场占三分之一，如果美元升值，债务人偿债压力会上升。与此同时，新兴市场外汇储备下降，进一步增加债务风险。

(二) 外汇市场：美元维持强势格局，不确定性与避险情绪上升

2016 年，在全球经济疲软、金融脆弱性上升背景下，外汇市场受美联储加息预期牵引呈现数轮震荡。总体看，美元汇率处于强势高位，避险情绪推升日元，欧洲货币低位徘徊，新兴市场货币再度承压（图 14）。未来，美联储加息进程与全球政经格局变动将继续牵引外汇市场走势，不确定性将上升。

图 14：2016 年主要货币对美元汇率变化



资料来源：Bloomberg，中国银行国际金融研究所

美元随着加息预期波动上升，避险情绪推升日元汇率。2016 年美国先抑后扬，加息预期随之波动，成为全球汇市方向性转变的核心因素。三季度以来，随着美国经济回暖，就业市场表现良好，加息预期再度升温。尽管特朗普当选加剧政策不确定性，但 12 月美联储加息已成为大概率事件，美元大幅走强，美元指数突破 101 点位，创 2004 年以来最高。尽管日本经济面临严峻的下行风险，金融环境极度宽松，但在全球避险情绪和日元套利交易的驱动下，日元大幅走强，对美元汇率一度突破 100 水平，创 2013 年 11 月以来新高（图 15）。

英镑遭遇重挫，欧元低位震荡。2016 年英国经济总体温和复苏，但 6 月公投意外脱欧加剧市场不确定性，对英国乃至欧洲经济产生较大负面冲击，英镑随之创下近 9% 跌幅。脱欧风险致使英镑持续承压、低位波动，11 月末英镑对美元汇率较年初贬值 15.0%。欧元区经济疲弱，欧央行继续加码宽松政策，负利率环境加剧银行业经营风险，政治离心力、民族主义情绪泛起，在一定程度上抑制了投资与就业。经济困境、货币宽松与政局不确定性，致使欧元难以强势回归。截至 11 月末，欧元对美元汇率较年初下跌 2.2%（图 16）。

图 15：美元指数与日元汇率

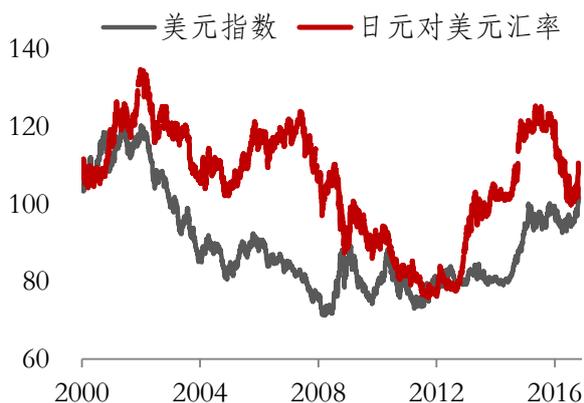
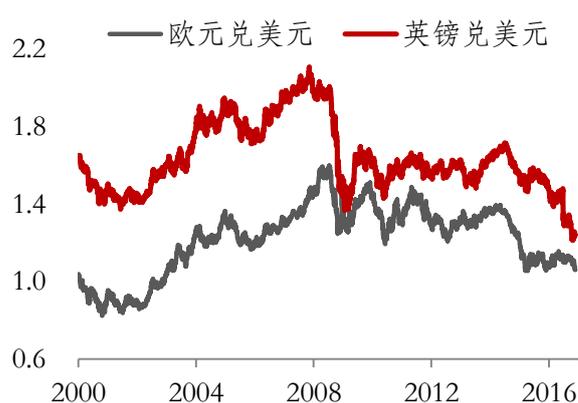


图 16：欧元与英镑汇率走势



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

新兴市场大宗商品出口国货币贬值压力缓解。2016 年，美联储加息进程数度延后，在一定程度上缓解了新兴市场货币贬值压力与紧张情绪，MSCI 新兴市

场货币指数较年初回升超过 3.3%。然而，经济低迷、政局动荡仍然使墨西哥比索、阿根廷比索、土耳其里拉等遭受重挫，均较年初下跌超过 10%。原油、工业金属等大宗商品价格出现不同程度上涨，支撑巴西雷亚尔、俄罗斯卢布等货币回升。然而，随着美联储年末加息预期来临，新兴市场与大宗商品出口国货币被动承压，货币涨幅逐渐收窄甚至逆转下跌。

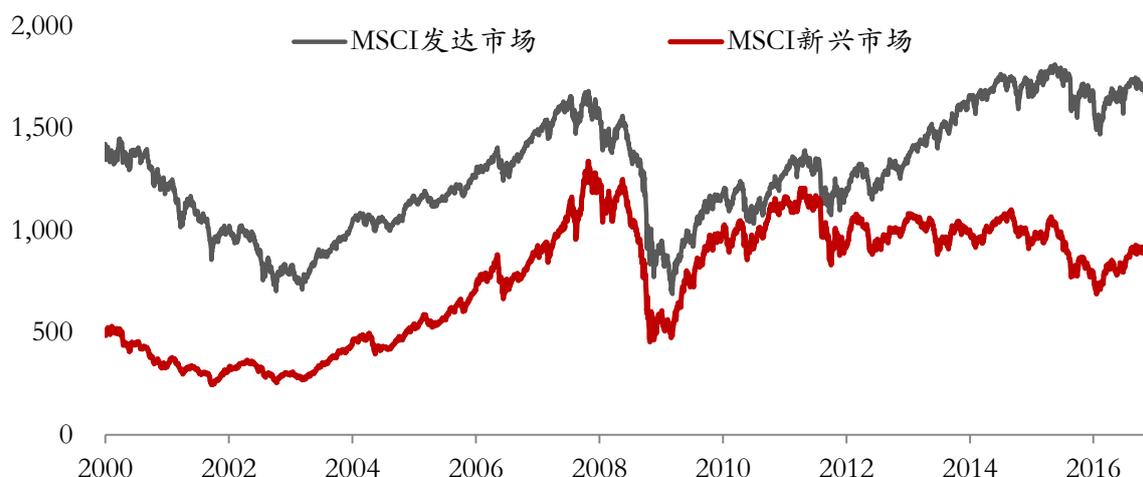
展望 2017 年，美联储加息进程与全球政经格局变动将牵引外汇市场走势。

尽管特朗普施政方针具有不确定性，但美国经济回暖，2016 年 12 月和 2017 年继续加息的可能性较大，财政刺激计划或将取得短期效果，美元在短期波动中仍将维持强势格局，引导全球汇率变化。欧元区经济面临下行风险，难民危机并未妥善解决，意大利修宪公投、德法等大选又将增添不确定性，经济与政治风险决定欧元难以强势回归。脱欧负面效应仍在发酵，为英国经济金融发展投下阴影，预计英国货币政策将保持宽松基调，英镑仍将低位徘徊。在美元走强格局下，新兴市场货币将继续跟随美元步伐上下波动。大宗商品价格难以形成持续强劲的上涨势头，大宗商品出口国货币升值空间有限。此外，随着保护主义、民粹主义抬头，地缘政治风险加大，需要警惕相关区域冲突动荡对外汇市场产生的外溢效应。

（三）全球股票市场冲高回落，政经事件将成潜在风险点

2016 年全球股市波动加剧。年初全球股市大幅波动，受美国经济增速放缓、日本宣布实施负利率政策和欧洲银行业财务巨亏影响，全球股市震荡下跌。随后，欧央行进一步实施负利率和扩大购债规模的宽松货币政策，美联储暂不加息，市场紧张情绪缓解，助推各国股市触底反弹。9 月份以来，美国经济逐渐好转，美联储加息预期升温，资本回流美国，全球流动性收紧，全球股市从年内高点回落，接近年初水平。截至 12 月 1 日，MSCI 全球指数收至 211.91，较年初微升 0.06%，较年内高点跌 5.33%（图 17）。

图 17: MSCI 全球资本市场走势



资料来源: Wind, 中国银行国际金融研究所

主要经济体股票走势存在差异。美股在年初暴跌之后逐步反弹，截至 12 月 1 日，道琼斯工业指数、标普 500 指数、纳斯达克指数分别较年初上涨 10.14%、7.2% 和 4.87%，三大股指在美国大选之后呈现走强趋势，反映市场对美国经济长期走势的信心。在欧洲，英国股市逐渐消化脱欧冲击，7 月以来逐渐回升，富时 100 指数较年初上涨 7.18%；法国 CAC40 和德国 DAX 指数受欧洲银行业盈利恶化、欧洲经济复苏放缓影响，较年初分别下挫 3.03% 和 2.91%。亚太股市方面，日本股市和欧洲股市走势类似，日经 225 指数较年初下降 3.19%，主要受经济基本面和企业盈利弱化等因素影响。

展望 2017 年，全球股市将震荡下行。主要依据是，美联储可能将在年底再次启动加息，资本将回流美国。美联储主席耶伦在特朗普胜选后称，不久之后加息是适宜的，推迟太久可能会导致额外风险。联邦基金利率期货市场显示，耶伦讲话后加息概率增加至 90% 以上。对于新兴市场国家和大宗商品出口国来说，美联储加息会使资本外流加剧，国内流动性紧张，短端市场利率走高，分流股市资金。另外，美元进入升值通道会使大宗商品价格再次走低，巴西、阿根廷等存在较高外债或过于依赖大宗商品出口的国家经济可能持续低迷，股票

市场将震荡下行。对于美国股市来说，尽管加息会分流部分股市资金，但海外避险资金流入将抵消这一不利影响，经济复苏将对美股形成一定支撑。特朗普的政策主张包括减少对于宽松货币政策的依赖，转而依靠财政政策刺激经济增长。这一主张若能兑现，将带动美国经济复苏。即使美联储 2017 年多次加息，美股在短期产生波动，只要经济保持良好增长态势，企业基本面和现金流改善，盈利预期回升，长期影响将转为正面。

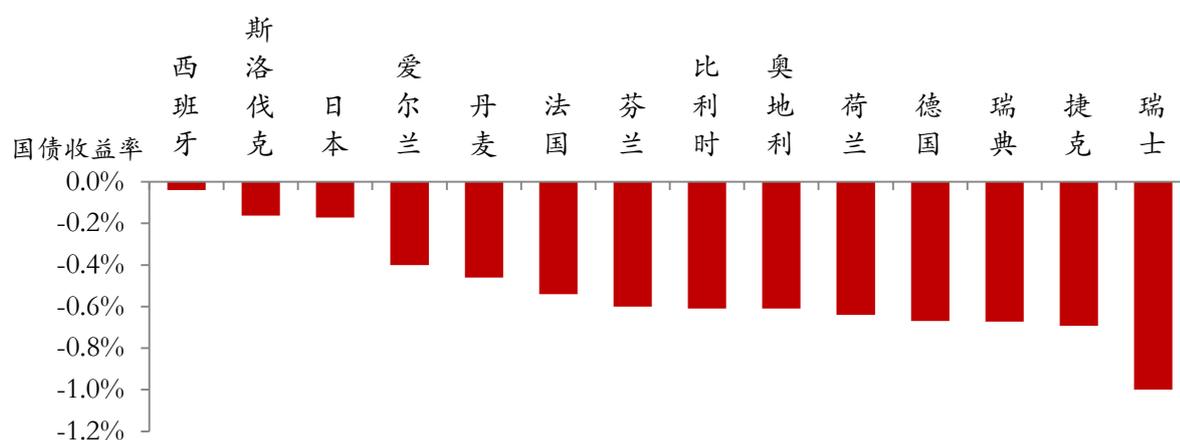
特朗普当选总统后的政策不确定性、美联储加息节奏和欧洲各国大选将是影响 2017 年全球股市的关键。特朗普没有执政经验，目前正在全球海选新政府团队成员，其政策走向尚不清晰，竞选时较为激进的政策主张能否完全兑现尚不可知。2017 年 1 月底上台后，如果施行的新政策引发了较为严重的贸易摩擦和外交冲突，将刺激全球避险情绪上升，对全球股市造成不利影响。同时，特朗普多次批评美联储货币政策正常化节奏也会冲击全球股市，如果加息节奏过快，会导致全球热钱加速涌入美国，新兴经济体尤其是大宗商品出口国将面临较严重资本外流和汇率贬值情况，将对各国股市带来困扰。此外，2017 年将迎来德国、法国、意大利等国家大选，若又一批“黑天鹅”事件发生，欧洲一体化进程受到巨大挫折，则全球股市还将遭遇新的冲击。

（四）发达国家债券市场进入“负利率”时代

2016 年上半年，在美联储加息预期升温、欧美经济稳定增长等因素推动下，发达国家国债价格稳中有升，国债收益率持续下行。下半年，日本、英国、欧元区等经济体央行加码货币宽松政策，拉低了发达国家政府债券收益率，日本 20 年期国债收益率首次跌破零，瑞士 1 年期到 30 年期国债收益率均为负。随着发达市场固定收益资产收益下降，大批追逐资本收益的投资者转向新兴市场。新兴市场主权债券发行规模创下纪录，墨西哥、阿根廷、卡塔尔等新兴市场经济体共发行价值约 1075 亿美元政府债券。其中，阿根廷发行 165 亿美元债券，为 2001 年 10 月份以来该国首次发行主权债券。此外，伴随经济形势略微好转

以及地缘政治冲突减弱，巴西和俄罗斯等主要新兴经济体国债收益率出现下降。负收益率趋势蔓延，截至 2016 年 11 月 21 日，全球范围内 2 年期国债为负收益率的国家已覆盖日本、德国、芬兰、瑞典等 15 个国家和地区（图 18）。

图 18：2016 年 11 月 21 日全球国债收益率为负的国家



资料来源：Bloomberg，中国银行国际金融研究所

同时，英国脱欧和美联储加息将对后市产生影响。英国脱欧公投结果公布后，为保持经济稳定，英国央行已采取降息手段，将基准利率从目前已处于 0.5% 的历史低位水平进一步下降至 0.25%。此举进一步利好英国短期国债价格。但从长期看，英国脱欧谈判中，英国和欧盟的关系不确定性较大，脱欧结果或为 2017 年的欧洲大选带来更多影响，如加大一些代表“民粹主义”的竞选者胜出的可能性。由于欧盟自身也存在较大不确定性，避险资金或将离开欧洲。同时，全球债券市场因政治因素引发风险偏好下行，市场风险偏好整体走低。特朗普当选美国总统，美国大选不确定性消除后全球风险资产反弹，美国国内资金面亦有所收敛。全球债市在特朗普当选后已经历一个抛售期，因为高增长高通胀的预期将伴随着利率的抬升，从而导致债券价格下降。在此预期下，债券投资者提前抛售债券，并把资金转向更高收益的市场。

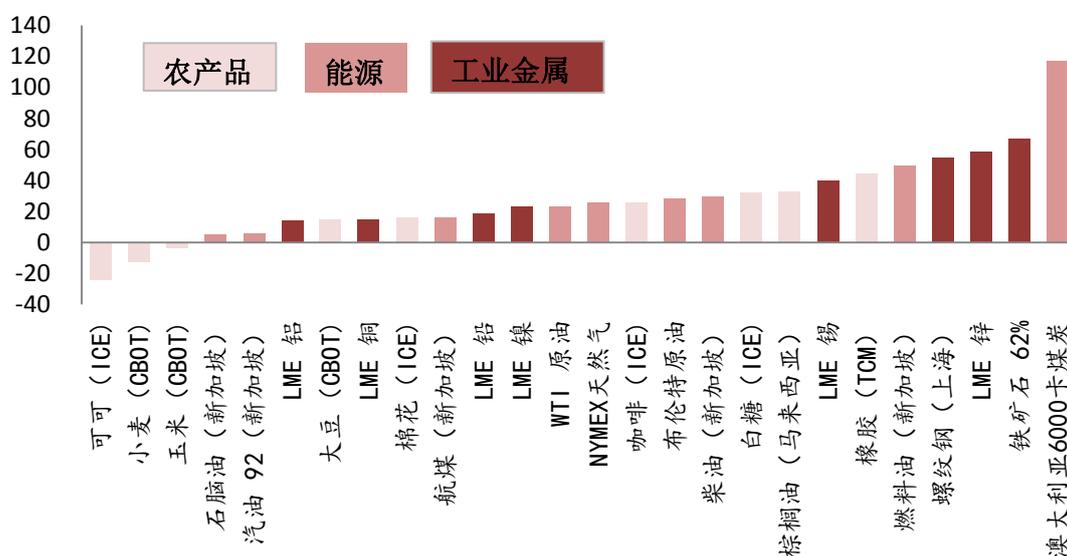
2017 年，英国、欧洲、日本经济增长及通货膨胀均可能低于目标值，其央行调整现行货币政策的可能性降低。英国央行将可能选择继续降息或维持货币

宽松政策，英国国债利率将受到脱欧谈判进程的不确定性影响。各国国债利率仍需较长时间才能正常化。发达国家政府国债在波动的市场中仍可视作有效的避险工具。日本国债将在持续宽松的货币政策环境下保持低位运行。由于新兴市场经济体不平衡且多样化，油价变化大和投资者风险偏好下降等原因，多数新兴市场国债市场波动性或将加强。

（五）大宗商品市场企稳与再平衡

2016 年的大宗商品市场的主线运行特征为再平衡，而由各类事件导致的高波动率也不时使其暂时偏离原先的运行轨道。在经历了 2014 年下半年以来的几乎全线下跌之后，大宗商品市场在 2016 年出现了企稳的迹象，大部分大宗商品较年初有明显涨幅（图 19）。这一方面得益于市场在低价作用下的再平衡，另一方面年初的低基数效应也是一大因素。

图 19：2016 年以来主要大宗商品价格变化幅度（%）



资料来源：Bloomberg，中国银行国际金融研究所

能源市场中，以沙特为首的 OPEC 组织于 9 月底宣布放弃原先市场份额为王的政策，转向产量限制的政策，油价受此利好消息影响大幅提升；而煤炭更是

在中国去产能的支撑下大幅飙涨。工业金属市场中，锌在前期矿山关闭而导致供需基本面反转的背景下大幅上涨，成为今年以来表现最好的基本金属，涨幅高达 58%；而铁矿石也在出乎意料的中国需求支撑下上涨 67%，接连打击了市场空头。农产品市场中，在不同的丰欠因素作用下，白糖、棕榈油上涨，小麦、玉米则受压于高位的产量和库存，成为今年少数价格下跌的农产品品种。

2017 年大宗商品市场将继续其再平衡的进程。基于 2015、2016 年的低位，以原油为代表的大宗商品价格在 2017 年将呈现小幅复苏态势。当然，任何价格的回升都有可能使得原先一部分被挤出市场的生产者重新进入市场，从而延长其再平衡的进程。目前来看，基于不同的基本面，具体大宗商品走势将出现分化。能源市场中，由于供给过剩的幅度逐渐缩减，2017 年原油价格将较 2016 年有所提升，但是增长的幅度不会太大，除非发生大规模的供给中断或是强有力的需求支撑。工业金属市场中，锌和锡的基本面较为坚实，还有继续上涨的空间。然而对于铁矿石而言，在大量供给进入市场的背景之下，其能够延续今年涨势的可能性较小。而得益于能源价格上涨的传导效应，以及市场再平衡的作用，总体而言农产品价格也将小幅上涨，当然我们也将时刻关注天气因素变化所带来的不确定性。

大宗商品市场与国际经济金融环境密切相关。目前，我们仍需关注以下问题：（1）美国特朗普上任。特朗普在货币政策、财政政策、贸易政策、能源政策均有自己主张，这些个人主张未来在多大程度转换为国家政策，将对大宗商品市场产生直接影响。（2）中国期货市场的投机因素。2016 年以来，中国日益壮大的散户大军已经在铁矿石、煤炭以及铜等商品领域让人们见识到了其扰动市场的巨大力量，因此我们需要密切注意这些时常偏离基本面的短期流动性。（3）中国的产业政策，即中国的去产能进程。2016 年，中国的去产能已经对煤炭和铁矿石价格产生了直接的影响。其后续的执行力度和执行进程将继续对相关大宗商品市场再平衡进程产生影响。

三、热点专题分析

(一) 美国大选结果及其经济影响

美国新当选总统特朗普不算是建制派人士，他的政策可执行度一度引发市场的焦虑。不过，由于共和党在这次选举后继续掌控国会两院的大多数席位，为特朗普可能“推翻”奥巴马的政治“遗产”提供了前提。此外，共和党的政策偏右，历来主张“小政府”，而低税收、适当福利、放松监管、加强国防力量、提名保守派法官等均是该党的主流思想。特朗普执政后在财政、货币、贸易和金融监管上有以下政策趋向值得关注：

扩张性财政政策。特朗普认为富人是投资的主体，是财富的主要创造者。累进税率会扭曲激励机制，降低生产积极性。因此，他打算开启里根时代以来最大规模的减税。此外，特朗普认为通过基础设施建设及贸易等相关措施可重振美国制造业，因此有意发行“基础设施债券”，开放民间购买。

紧缩性的货币政策。特朗普曾多次抨击美联储低利率政策，主张收紧货币银根，支持联储加息。特朗普在竞选活动最后几天发表的言论显示，他可能不受近几届美国总统不谈货币政策这一传统的束缚。他还愿意与由共和党控制的美国国会修改决定美联储结构和信息披露的法律，讨论美联储的独立性等。特朗普当选为美联储的潜在变革被写入法律铺平了道路，并有可能在未来 18 个月彻底改变由七名委员组成的美联储理事会的人员结构。特朗普明确表示，在耶伦的任期于 2018 年初到期后，不会提名她继续担任美联储主席。

激进的贸易保护政策。为保护传统产业，特朗普一贯宣扬贸易保护主义，反对 NAFTA 和 TPP。对于美国和中国的贸易伙伴关系，特朗普认为由于中国加入了 WTO 导致了美国国内超过 50000 家工厂倒闭和 1000 多万工人失业，他建议把中国列为汇率操纵国，并对所有中国进口产品征收 45% 的关税。不过，根据彼得森国际经济研究所的一个研究，在假设美国对中国和墨西哥征收高额关税

并招致这些国家报复的情况下，美国有可能陷入经济衰退，并失去 500 万个就业机会。所以这一政策的可执行度仍值得观察。

放松金融监管政策。特朗普的金融监管政策从总体而言更符合华尔街的利益，即放松对银行业的监管。特朗普已明确表示，将取消《多德-弗兰克法案》，并以一项能够刺激经济增长和增加就业的新法规来取而代之。

特朗普新政总体有利于美国经济。特朗普当选对美国的影响比较大，他的改革不会毫无章法，因为美国三权分立的体制限制了作为总统所拥有的绝对权力。而且特朗普有多年经商经验，以及由一党控制的国会，他个人的权力很难给全球经济带来巨大灾难。我们可从理论角度分析他在竞选阶段所宣扬的政策。一是**减税计划**。根据美国税收协会计算，美国未来 10 年财政收入将减少 12 万亿美元，政府收入将减少 10 万亿美元。美国联邦预算问责委员会估算，特朗普的减税计划将把美国债务推向史无前例的新高度，预计十年内会多增加 11.5 万亿美元的政府债务。二是**反“全球化”贸易政策**。如果这些政策主张得到落实，将引发美国贸易伙伴的报复行为和触发贸易战，导致美国经济陷入衰退和损失数百万个就业岗位。三是**货币政策紧缩**。特朗普指责联储在奥巴马任期内已变得更加政治化，例如为了避免在奥巴马任期最后几个月内造成经济冲击而不愿加息。因此特朗普可能给货币政策走势带来不确定性。但由于美联储的相对独立性，特朗普对货币政策的影响不会太大。四是**放松银行监管**，对美国银行业总体利好。收紧货币政策有利于提升收益率曲线水平，改善银行业盈利空间。特朗普本人认为，他的减税、放松金融监管和改革贸易政策的经济改革计划将在十年内创造 2500 万个新工作岗位，并将推动美国经济每年增长 4%。

总体上，特朗普政策立场激进，主张加强贸易保护、收紧移民政策、减税、放松金融监管，尤其在货币政策上反对低利率，这对明年美联储加息节奏带来更大不确定性。激进的财政政策或令美国经济短升长降、货币短紧长松。如果特朗普政策得以实施，短期内美国投资、消费或将得到提升，财政刺激和贸易

替代将推升通胀，近两年内联储加息的风险提高。但对经济本身来说，积极财政政策并非万能，长期效果存在争议。由于美国政府债务率已今非昔比，持续赤字将制约经济刺激；短期通胀压力将促使美联储加息，特朗普对货币政策的矛盾态度将加剧流动性风险；保守主义政策不利于经济长期发展。

特朗普虽然有时言论过激，但当选之后将会做出理性的决策。从胜选之日开始，他将开始向“建制派”转型，作为一位当政者来规划布局未来的内政外交政策。特朗普此前展示出的多项政策倾向，如反对金融监管、支持财政刺激与基建开支、反对 TPP、对分红与资本利得征税等，以及希望终止出生公民权、不排除撤军日韩、发展核武对抗朝鲜等许多政策，都需要国会支持才可行。由于特朗普需要重组政策班底，他标榜的政策是否会得到执行，还需拭目以待。

从全球市场反应看，当特朗普一路领先时，市场进入急剧震荡状态。不过，在特朗普胜选演讲后，美国资本市场纷纷反弹，美元对墨西哥比索的涨势也趋缓。特朗普演讲风格不再如此前那般极端、挑衅，而是开始强调合作和包容。他甚至还向对手表达了谢意：“希拉里在过去很长一段时间里非常努力，我们欠她一份深切的感激。”市场早些时候展现出来的波动性是对特朗普当选的恐慌性体现，这与英国脱欧时的波动性非常相似。虽然不确定性为市场蒙上阴影，但等靴子落地之后，市场会有一个自我修复过程。事实上，目前市场已经实现了自我调整并出现反转行情。

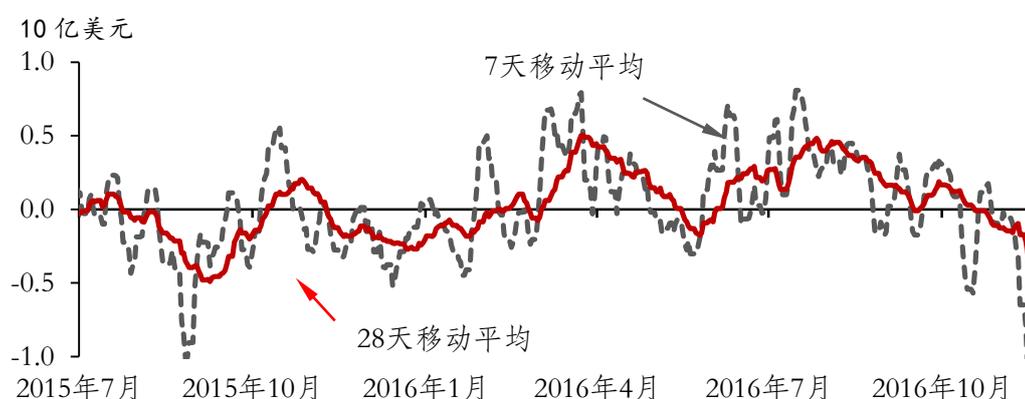
（二）2017 年新兴市场资本流动发展趋势展望

2016 年第三季度，新兴市场风险呈现四点特征。第一，金融部门脆弱性加重。处于低风险及高风险区域的国家数量增加，部分新兴市场国家出现流动性短缺，面临偿债风险。第二，资产市场脆弱性分布呈现两极分化趋势。位于极端区域（安全或高风险）的国家增多，表明资产市场风险可能会在部分国家集中爆发，例如阿根廷、巴西、印度、秘鲁等，其他国家相对安全。第三，公共

部门脆弱性水平整体降低。高风险区域国家如阿根廷政府财政赤字严重，乌克兰政府负债高企，巴西则同时面临严重财政赤字和高企的公共债务压力。与此同时，处于低风险区域的国家数量也有所增加。第四，新兴市场国家外部脆弱性增加，处于低风险、高风险区域的国家接近半数。阿根廷、菲律宾等国家存在汇率风险，乌克兰、匈牙利等国则面临外债过高、资本外流的风险。

总体而言，在经历了 2016 年初市场动荡之后，新兴市场资本流动好转。2016 年第三季度资本流入总额为 1480 亿美元，较前两季度都有显著改善。2016 年前三个季度非居民资本总流入规模达 3860 亿美元，较 2015 年同期 2660 亿美元的总流入量大幅增加。促进资本流入增多的因素包括上半年美联储暂缓加息、欧日等发达经济体负利率政策以及中国和俄罗斯债务评级上调等。四季度特朗普意外获选导致新兴市场资本流入改善态势逆转。美国大选结束之后的一周，流入新兴市场的非居民资本降至 2015 年中国“811 汇改”以来的最低点，11 月 12 日至 11 月 18 日非居民股权和债权资本流出规模合计为 65.1 亿美元，其中债权资本流出 42.9 亿美元，股权资本流出 22.3 亿美元（图 20）。债权资本流出更快主要是由于市场担心美联储在 12 月份加息之后，长短端债券收益率将上升，债券价格将下降，影响投资收益。

图 20：新兴市场证券投资组合资本流动规模



资料来源：IIF，中国银行国际金融研究所

预计 2017 年新兴市场资本流动状况将恶化。主要原因有三：一是近期美国经济回暖，特朗普上台后可能施行扩张性的财政政策，刺激美国经济长期向好，除了今年底美联储可能重启加息外，2017 年还有 2 次左右的加息预期。除此之外，欧元区和日本实行的负利率政策效果有限，但弊端愈发明显，超宽松货币政策可能终结，将抑制投资者对新兴市场资产的偏好。逐利资本将从新兴市场流出，尤其是债权资本可能会以更快的速度外流。二是政治风险也是导致市场波动的潜在因素。部分新兴市场国家政治危机持续发酵，如韩国、菲律宾、泰国和南非等；特朗普的贸易保护主义和驱逐移民措施，可能增加外交摩擦，同时其明确表示“要让投资留在美国国内”，美国对新兴市场的直接投资可能减少。欧洲银行债务危机和日益增加的民粹主义势力提高了经济的不确定性，民粹主义运动的持续兴起和保守的政治势力将导致私营部门活动收缩，对新兴经济体增长前景和资本流动带来重大挑战。三是人民币汇率贬值压力将抑制资本流入，增加外流资本规模。美元进入强势周期导致人民币被动贬值，居民和企业换汇增加，加快全球资产配置步伐，外资流入减少，外汇储备持续下滑，这会增加国际投资者对新兴市场国家货币汇率稳定的担忧，增加新兴市场资本流入下行的风险。

为避免资本跨境无序流动，应加强各国央行间货币政策协调，避免“以邻为壑”现象的发生。在美联储加息周期和全球货币政策分化背景下，跨境资本回流美国，国际外汇市场、股票市场、大宗商品市场波动加大，全球金融风险提高，逐利资本会加快从新兴市场流出。新兴市场央行应加强同 G3 经济体央行在货币政策方面的国际协调，深化沟通和交流，各国在制定货币政策时不仅要考虑本国国内经济现实，还要考虑国际经济金融形势，承担国际责任，共同维护全球金融市场稳定。

免责声明

本研究报告由中国银行国际金融研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料。

本研究报告中包含的观点或估计仅代表作者迄今为止的判断，它们不一定反映中国银行的观点。中国银行国际金融研究所可以不经通知加以改变，且没有对此报告更新、修正或修改的责任。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为中国银行国际金融研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中国银行国际金融研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。中国银行国际金融研究所保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。



国际金融研究所

中国北京市复兴门内大街1号

邮编: **100818**

电话: **+86-10-66592331**

传真: **+86-10-66030183**