

全球经济金融展望报告

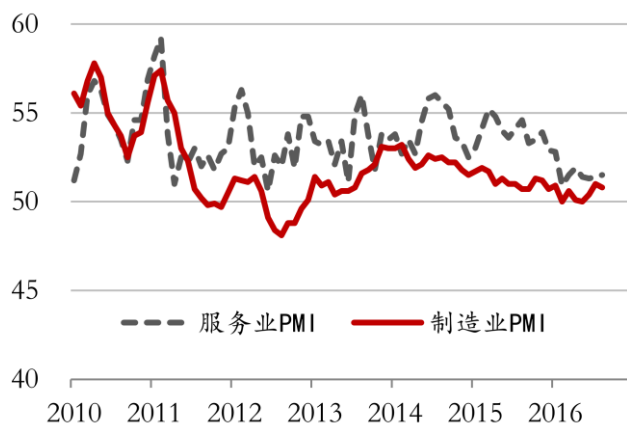
2016 年第 4 季度（总第 28 期）

报告日期：2016 年 9 月 29 日

要点

- 2016 年三季度，全球经济有所回暖，英国脱欧公投影响尚未显现，新兴经济体资本回流促进经济企稳，我们维持全年全球经济增长 2.5% 的预期。
- 全球金融市场稳定性有所改善，但风险的类型发生转变。资本市场总体向好，新兴市场脆弱性小幅下降，大宗商品市场开启再平衡之路。
- 预计 2016 年四季度和全年全球经济将维持疲软增长态势，金融市场潜在风险不容忽视，政经事件不确定性和美联储可能加息，将是市场动荡之源。
- 本期报告特别就全球货币政策协调、TPP 与 TTIP 谈判进展、英国脱欧对欧洲金融监管的影响、新兴市场的金融风险等进行专题分析。

采购经理人指数显示下半年全球经济回稳



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

中国银行国际金融研究所 全球经济金融研究课题组

组 长： 陈卫东

副组长： 钟 红

成 员： 王家强

廖淑萍

陈 静

王有鑫

赵雪情

马 曼

鄂志寰（香港）

黄小军（纽约）

陆晓明（纽约）

瞿 亢（伦敦）

林丽红（新加坡）

张明捷（法兰克福）

联系人：王家强

电 话：010-66592331

邮 件：wangjiaqiang@bankofchina.com

全球化的十字路口，世界经济何去何从

——中国银行全球经济金融展望报告（2016 年第 4 季度）

2016 年三季度，英国脱欧公投的影响仍只局限于英国，全球金融市场稳定性有所改善，新兴市场资本回流，实体经济呈现回暖态势。但是，风险的类型在发生转变。展望四季度，全球经济疲软态势将会延续，潜在金融风险不容忽视，政经事件和美联储加息都可能带来新的动荡。当前全球经济正面临“去全球化”倾向的冲击，本期报告就全球宏观政策协调、TPP 和 TTIP 发展前景、英国脱欧对欧洲金融监管的影响、新兴市场抗风险能力等专题进行分析。

第一部分 全球经济季度回顾与展望

一、全球经济处于“全球化”与“去全球化”的十字路口

2016 年第三季度，英国脱欧公投的冲击主要限于英国，金融风险并未显著上升，采购经理人指数和信心调查显示，全球经济有所回暖（图 1）。初步预估，三季度全球 GDP 环比年化增长率约为 2.8%，比上个季度回升 0.5 个百分点；同比增长率 2.4%，比上个季度回升 0.2 个百分点（图 2）。全球经济复苏力度依然疲弱，围绕美联储何时加息的预期反复变化，市场信心不稳。

图 1：全球采购经理人指数

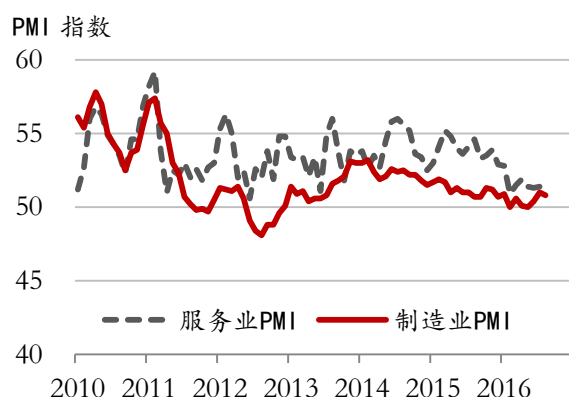
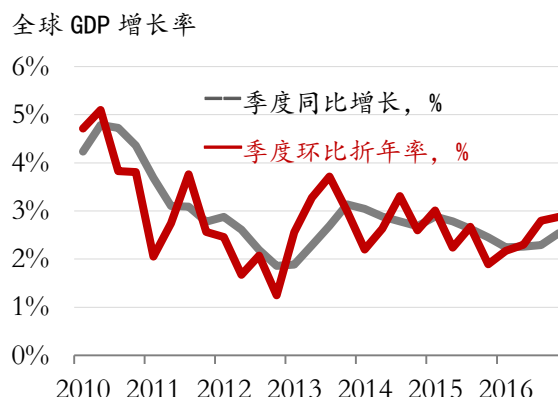


图 2：全球经济运行态势



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

展望第四季度，全球经济仍将维持温和增长，预计 GDP 环比增长折年率将达到 2.8% 左右，继续低于全球经济的潜在增长水平；基于新的增长动力仍未集聚，风险因素基本平稳，我们维持 2016 年全球经济增长 2.5% 的预期（表 1）。在发达经济体中，美国经济受到美元升值、投资不振等因素影响，增长低于预期，美联储加息计划屡遭挫折；欧洲经济在宽松政策的支持下，内需保持稳健，复苏有所扩展，但英国经济陷入停滞；日本经济尚未摆脱日元升值、通缩压力等因素的拖累。在新兴经济体中，随着一些国家刺激经济的力度有所加大、大宗商品价格触底回稳和地缘及国内政局动荡局面得到控制，经济复苏力度趋于回升，总体上仍处于疲弱区间，需要进一步巩固政策成果。

表 1：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		
		2014	2015	2016 ^f	2014	2015	2016 ^f	2014	2015	2016 ^f
美洲	美国	2.4	2.6	2.0	1.6	0.1	1.0	6.2	5.3	4.9
	加拿大	2.5	1.1	2.0	1.9	1.1	2.0	6.9	6.9	6.8
	墨西哥	2.2	2.5	2.6	4.0	2.7	3.4	4.8	4.3	4.0
	巴西	0.1	-3.8	-3.0	6.3	9.0	5.8	4.8	6.6	8.6
	智利	1.9	2.3	2.0	4.7	4.3	3.9	6.4	6.2	6.6
	阿根廷	0.5	1.2	0.0	21.3	16.0	25.0	7.1	7.3	6.9
亚太	日本	0.0	0.5	0.5	2.7	0.8	0.7	3.6	3.4	3.5
	澳大利亚	2.7	2.4	2.5	2.5	1.5	2.1	6.1	6.1	6.2
	中国	7.3	6.9	6.7	2.0	1.4	1.8	4.1	4.1	4.1
	印度	7.0	7.2	7.5	6.4	5.9	4.9	—	—	—
	韩国	3.3	2.6	2.5	1.3	0.7	1.6	3.5	3.6	3.5
	印尼	5.0	4.8	4.8	6.4	6.6	6.3	6.1	5.8	3.6
欧非	欧元区	1.1	2.0	1.6	0.4	0.0	0.9	11.6	11.0	10.5
	英国	3.1	2.2	2.0	1.5	0.1	1.5	6.2	5.6	5.5
	瑞士	1.9	0.9	1.5	0.0	-1.1	-0.5	4.5	4.5	3.6
	俄罗斯	0.7	-3.7	-1.0	7.8	15.5	9.5	5.2	5.7	6.5
	土耳其	3.0	4.0	3.0	8.9	7.7	6.9	9.9	10.2	11.2
	南非	1.6	1.3	1.0	6.1	4.5	6.3	25.1	25.8	25.8
全球		2.8	2.7	2.5	3.5	3.3	3.4	—	—	—

资料来源：中国银行国际金融研究所。注：f 为预测。

当前，全球经济正在遭遇“去全球化”的逆风，有多个表征：一是各国在政经领域的保护主义、孤立主义和民粹主义此起彼伏。不论是英国公投脱欧、美国参与推动的 TPP 批准流程和 TTIP 谈判进程受阻，还是美国大选中保守的总统候选人特朗普受到众多选民支持，以及不少欧盟国家民粹主义政治势力暗潮涌动，都表明在全球化中未明显受益的民众正在形成一股反全球化的逆流。二是地缘政治的紧张局面有增无减。在过去一个多世纪中，全球化主要是被世界性的战争打断。当前，来自东欧、中东和亚太地区的地缘政治角力不断，恐怖主义、极端宗教势力崛起，冲击着全球经贸往来及跨境投资者信心，对全球化带来持续的威胁。三是直接投资与贸易流动指标。2008 年金融危机已经过去 8 年，但全球直接投资仍未恢复到危机前水平；全球贸易增长持续低于 GDP 增长率。以投资与贸易占 GDP 的比例来衡量，全球化指数处于停滞甚至下降之中。“去全球化”寒潮来袭，正是全球经济持续疲软的一个负面影响因素。

当然，推动全球化的力量在与此股逆流不断对抗。G20 峰会一直在积极协调各国政策，避免保护主义；主要的全球经济与金融治理机构，如世界贸易组织、国际货币基金组织、世界银行、经济与合作组织等，都是力推全球化的主导力量。在今年 9 月刚于杭州闭幕的 G20 峰会上，各国领导人一致重申，反对任何形式的贸易和投资保护主义，决心实现承诺，减少及不采取新的贸易保护主义措施，支持世贸组织、联合国贸发会议和经合组织予以监督。同时强调，必须更有效地与广大公众沟通贸易和市场开放带来的好处，辅以合适的国内政策，确保各方广泛受益。

反全球化和推动全球化的力量将持续处于不断角力之中，前进还是倒退，向左还是向右，将取决于两种力量的对比。历史上，英国曾经是全球化浪潮的先驱，现在却通过脱欧公投开启了不好的先例。美国曾是战后开放贸易体系的主导者，现在却走向孤立主义和保护主义。未来，发展中国家有望成为推动全球化的新力量，积极参与全球经贸规则的制定之中。

二、北美经济继续温和增长，美联储年内仍有加息可能

美国经济有望温和加速增长。2016 年上半年美国经济处于弱增长状态，主要负面因素是固定投资、库存投资和政府支出下降；较强的消费者支出和微弱的净出口则支持了经济持续增长。第三季度经济温和加速，预计增长率约为 2.9%。失业率下降、个人可支配收入上升、银行循环信用增长等支持消费者支出继续增长。固定投资、工业产出和库存投资在持续负增长之后可能反弹，出口可能持续温和增长。然而，由于企业利润增长乏力，投资意愿依然有限，固定投资增长仍然缓慢。特别是曾经强劲增长的居住类投资也有减速趋势。从主要先导性指标看，美国经济在第四季度具有持续温和增长的基础，全面衰退的可能性不大。消费者支出在个人收入增长、负债下降、银行循环信用增加的环境下会继续增长。美联储 9 月份依旧按兵不动，12 月加息的概率较大。

加拿大经济恢复增长。加拿大经济具有外向型和能源依赖特征。2016 年第二季度由于主要产油省火灾，严重影响了石油生产和出口，使实际 GDP 年化增长率下降 1.6%。第三季度，随着石油生产恢复、受灾省重建、加元贬值、美国进口需求增长，消费者支出和出口回升，实际 GDP 出现了较强劲增长，年化增长率预估值在 3% 左右。第四季度可能延续这一增长趋势，增幅将有所放缓。加拿大央行在 9 月政策会议上一如预期地将基准利率维持在 0.50% 不变，并可能在未来季度维持这一水平。

墨西哥经济恢复增长。墨西哥经济也具有外向型及出口依赖特征。2016 年第二季度，由于投资和工业产出（特别是石油工业和矿产业）大幅下降，墨西哥实际 GDP 年化增长率为 -1.6%。第三季度随着原油价格稳定，比索汇率维持低位，墨西哥的出口、就业、工业产出和零售有所改善，但工业产出仍疲弱，经济增长仍低于潜在水平，实际 GDP 预估值为 3.0% 左右。第四季度墨西哥经济可能持续改善，实际 GDP 预计为 2.2% 左右。墨西哥央行为了在比索大幅贬值环境下防止通胀预期上升，将继续维持相对高的利率水平。

三、英国脱欧公投的冲击消退，欧洲经济稳步复苏

英国经济稳步回升，脱欧冲击逐渐消退。2016 年上半年英国经济持续增长，脱欧公投后经历短期震荡。面对下行压力，英国央行将基准利率下调至 0.25%，推出新的定期融资计划，并加大政府和公司债券采购额。8 月经济数据大幅优于市场预期，脱欧的短期冲击逐渐消散。受近期国际油价上涨、英镑汇率贬值等因素影响，消费者物价指数（CPI）逐渐走高，但仍处于历史低位。第四季度经济发展仍存在较多不确定性，温和衰退风险尚未消除。英国已做好准备，将进一步采取包括降息、量化宽松和减税等宽松政策应对经济下行。

欧元区经济持续弱复苏。伴随欧元走弱与低油价等利好作用逐渐消减，欧元区经济复苏步伐有所放缓，二季度增幅回落至 0.3%。大型经济体中，西班牙与德国继续保持增长，法国和意大利则受消费支出疲软影响陷入停滞。外需回暖使得出口贡献率有所上升，宽松货币政策正在逐步改善欧元区整体融资条件，企业和家庭贷款加速，低成本资金已缓慢流入实体经济推升投资规模。从外部环境看，难民危机与恐怖主义阴霾依然笼罩，英国脱欧带来的不确定性将对欧元区内贸易信心产生负面影响，预计未来几个月欧元区增长仍将延续放缓趋势。劳动力市场持续复苏，货币政策的后续效果与各成员国结构性改革的实质进程，将左右未来欧洲经济温和复苏的持久力。通货膨胀率离设定的通胀目标相去甚远，欧洲央行仍将面临采取进一步宽松举措的压力。

东欧新兴市场表现不一。欧盟内新兴市场国家得益于劳动力市场与工资水平提高等因素，私人消费增速强劲，远超欧元区平均水平。受西方制裁与油价低迷等不利因素影响，俄罗斯经济依然面临下行压力；随着反危机计划在非能源与原材料出口等方面初显成效，俄罗斯衰退速度有所缓解。欲重拾增长，俄政府需要加速探索经济政策调整以及寻求新的增长点。土耳其经历军事政变及多起恐怖袭击，安全局势急转直下，作为一个外向型经济体，内外交困的局势将致使投资环境恶化，政策改革步伐迟滞，加剧经济不确定性。

四、亚太地区经济温和增长，政策有望保持宽松

日本经济疲弱，央行引入新货币政策框架。2016 年以来，占 GDP 60% 的私人消费相对疲弱，二季度环比增长仅 0.2%；私人企业设备投资不振，一、二季度环比增长分别为-0.6%和-0.1%。由于经济前景不确定性增加，企业不愿意增加投资，寄希望于政府的经济刺激计划。不过，私人住宅投资在二季度表现亮眼，环比增长率达到 5%。贸易状况也有所改善，上半年经常账户盈余 10.6 万亿日元，创雷曼危机以来最高纪录，同比增长 31.3%。伴随着美联储加息的不确定性，美元指数不断波动，日元汇率也在震荡中不断升值，对日本央行货币政策形成较大压力。7 月的 G7 会议和 9 月的 G20 会议均承诺避免竞争性贬值，使日本无法通过外汇干预压低日元汇率。日本央行 9 月货币政策引入了“附加收益率曲线控制的量化质化宽松”这一新框架，对经济的提振作用恐怕有限。

外需疲弱，亚太新兴经济体经济温和增长。2016 年第二季度，印度尼西亚、菲律宾、越南、泰国、马来西亚的 GDP 同比增长率分别为 5.2%、7.0%、5.6%、3.5%和 4.0%，物价指数相对平稳。由于美联储加息推迟，国际资本重回新兴市场，亚太新兴经济体货币汇率亦见回稳。亚太新兴经济体具有出口导向的特征，受全球经济低速增长和贸易不振冲击，经济增长明显放缓。如何促进内部需求，减轻对外围环境的依赖，重新平衡经济增长模式，将决定着该市场的长远表现。亚洲开发银行将 2016 年亚洲发展中国家经济增长预期从 3 月的 5.7%微幅下修至 5.6%，2017 年预测值则维持在 5.7%不变。显然，全球贸易环境很难扭转疲弱走势，亚太新兴经济体仍然依靠内需拉动，其中，消费开支将成为经济增长的主要支柱。亚洲新兴经济体加快推出刺激增长的计划和改革，马来西亚央行三季度将基准利率下调 25 个基点至 3%，是自 2009 年以来五度加息后的首次降息。越南上半年 GDP 增长率低于去年同期，难以实现 2016 年全年 GDP 增长率 6.7%的目标。印度尼西亚上半年增长速度有所加快，未来仍有进一步宽松货币政策的空间。

五、南美地区内外交困，非洲与中东持续低迷

南美主要经济体内外交困。全球市场增长乏力、贸易低迷、国际金融市场动荡不断、大宗商品价格低位震荡，导致市场信心不足。外资流向逐渐发生逆转，对拉美经济支撑作用减弱。政局不稳加剧了经济发展不确定性，巴西前总统罗塞夫被弹劾下台后，政治风暴波及拉美地区。未来经济发展仍然困难重重。大宗商品价格还处在涨跌互现的波动期，震荡起伏较大，不足以拉动拉美经济。四季度，美联储加息预期升温将导致国际资本回流美国，推升南美国家借贷成本。由于面临提高利率抑制通胀与资本外逃和维持宽松政策促增长的两难境地，预计巴西、委内瑞拉等国将继续呈现“负增长、高通胀、高失业”的局面。

南部非洲经济深陷泥潭。全球矿产品价格下跌，赞比亚和南非等国受到的直接影响较大。埃塞俄比亚、马拉维和津巴布韦等东部和南部国家遭受旱灾，利比里亚、几内亚和塞拉利昂等国仍受埃博拉疫情的后续影响，乍得和喀麦隆受到恐怖袭击的冲击。在南非，越来越多的家庭面临收入增长困难，消费支出增长有限，失业率居高不下，四季度经济不容乐观。尼日利亚连续两个季度经济萎缩，为二十多年来首次。肯尼亚、安哥拉、莫桑比克和加纳等国家债务水平持续上涨。部分国家有一些亮点，如科特迪瓦、肯尼亚和塞内加尔等石油进口国，受持续基础设施投资和私人消费支持，预计2016年经济增速为6%。

中东与北非经济疲软。由于全球油价低位波动、地区冲突不断升级以及预算大幅削减，2016年中东与北非地区经济将减速至1.3%。面对低油价的“新常态”，各国致力于经济多元化，推动经济改革。伊朗经济实现了近年来最大的非石油贸易盈余，通货膨胀率自1991年以来首次降至个位数，预计2016年GDP增长4%-4.5%。伊朗央行将在2017年3月以前改革伊朗货币里亚尔双汇率的政策，实行统一的汇率政策。埃及政府提出一揽子经济改革方案，包括引进增值税、削减能源补贴和实行浮动汇率等。沙特内阁在2016年6月通过“2020年国家经济转型计划”，核心是经济结构多元化、发展私营经济和扩大投资。

第二部分 国际金融形势回顾与展望

一、全球金融市场稳定性有所改善，但风险类型发生变化

金融市场稳定性增强，但新的风险逐渐形成。全球金融市场在年初大幅动荡之后逐渐恢复稳定。三季度，市场对美国货币政策正常化步伐放慢的预期增加，新兴市场前景改善，特别是中国经济和人民币汇率趋于稳定，英国脱欧对市场造成的冲击很快平息，提升了投资者风险偏好，发达市场股市回升，波动性下降，公司债券与政府债券利差下降。发达市场资本流入新兴市场股市和债市，支撑了新兴市场股市领先发达市场增长，公司和政府债券发行量回升、价格上涨。但全球银行股票表现仍欠佳。MSCI 全球指数在三季度持续回升，反映股市波动性的 VIX 指数大幅下降，再次处于历史低点，且标普 500 指数的相关性和离散指数也处于历史低位。随着美联储再次升息的时间接近，美元指数小幅震荡上升。四季度影响金融市场稳定性的潜在风险不容忽视。**第一**，美联储在年内是否升息及其幅度仍然影响投资者信心、金融资产流向及美元价值。美联储关于经济的判断及货币政策走向不明朗，会继续影响投资者对未来市场的判断和投资意愿。**第二**，美元货币市场融资成本上升。美国将于 10 月正式实施对货币市场基金的监管新规，大量资金撤离优质货币市场基金转投国债基金，银行间及非金融类货币市场资金短缺，主要美元货币市场 LIBOR 利率、非金融类商业票据利率、TED 利差、LIBOR-OIS 利差均大幅上升，接近或超过 2011-2012 年欧债危机时的水平。**第三**，全球资产（特别是美国股市）价格上升幅度超过了经济增长和公司利润增长。标普 500 指数所涵盖的公司利润已连续四个季度下降，收入连续六个季度下降，导致 P/E 值和托宾 Q 值均快速上升。资产价格容易受到货币政策和美元变化的冲击。**第四**，发达市场实施负利率政策，驱使资金流向新兴市场追逐高收益，其中高收益类债券发行上升，增加了信用风险。**第五**，新兴市场企业在过去几年内发行了大量债券，杠杆率上升，整体债务比

例近 110%，远高于发达市场。新兴市场公司债开始进入偿还期，2016-2018 年偿债总规模将达 3400 亿美元，比过去 3 年高 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，而新兴市场债务增长的同时外汇储备下降，进一步增加了债务风险。**第六**，新兴市场资金流向可能因美联储升息而逆转。**第七**，2016 年以来发达市场和新兴市场股市之间相关性提高。**第八**，低或负利率环境对发达市场金融机构盈利和股票的压力依然较大。

美国金融风险指标在明显下降后有所回升。2016 年第三季度，美国金融危机风险指标（ROFCI）在三季度初有所下降，但随后再次回升；月均值从上季度的 44.66 微降到 44.33，仍处于不稳定区域（图 3）。稳定性改善的领域主要有股票市场、公司信贷市场、银行股票市场、外汇市场，恶化的领域主要有非金融货币市场和银行间货币市场。ROFCI 显示，信用风险、市场风险、外汇风险较为稳定或有所下降，但流动性风险上升。由于四季度全球金融市场的不确定因素较多，特别是美联储利率政策的不确定性和全球资金流向的变化可能较大，金融市场稳定性难以明显改善，ROFCI 可能继续在不稳定区域内波动。

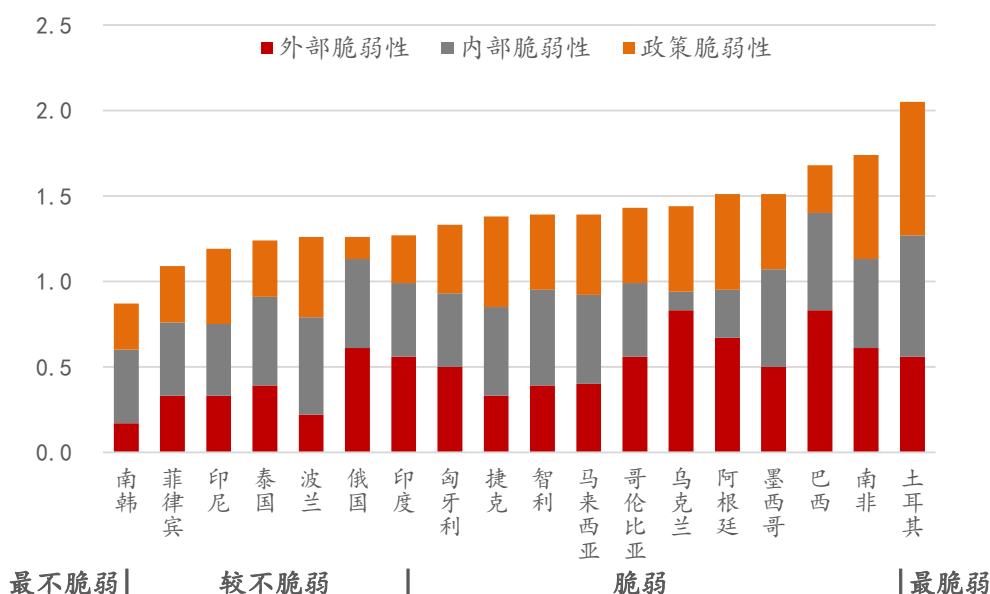
图 3：ROFCI 指数的运行情况



资料来源：中国银行纽约分行、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。我们根据 IIF 的新兴经济体脆弱性指标，对 18 个新兴经济体的金融脆弱性进行分析和排序。一国的金融脆弱性指数由三部分构成：一是外部金融脆弱性，反映该国对外资的依赖程度；二是国内金融脆弱性，反映该国金融部门及实体经济状态；三是经济政策脆弱性，反映该国政策可信度及政治稳定性。在对以上三部分综合分析的基础上，得出该国金融脆弱性总分，并相应划归最不脆弱、较不脆弱、脆弱、最脆弱四个层次。2016 年第三季度，最具外部脆弱性的是乌克兰、巴西、阿根廷，最具国内脆弱性的是土耳其，最具政策脆弱性的是土耳其、南非、阿根廷。综合来看，土耳其仍然处于最脆弱层次；脆弱层次的国家主要有南非、巴西、墨西哥、阿根廷、乌克兰、哥伦比亚等；较不脆弱层次的有菲律宾、印尼、泰国等；南韩仍处于最不脆弱层次（图 4）。与二季度相比，三季度较不脆弱层次的国家增加，脆弱层次的国家减少，新兴市场整体金融脆弱性小幅下降。

图 4：主要新兴市场国家金融脆弱性指标（2016 年 9 月）

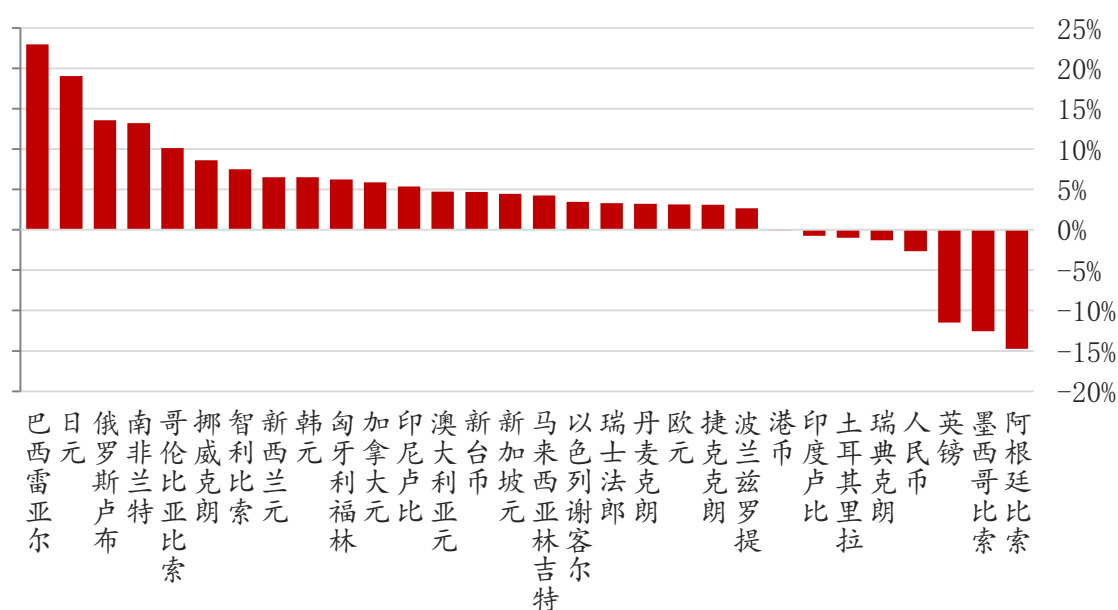


资料来源：IIF，中国银行国际金融研究所

二、全球外汇市场紧张情绪略有缓解

2016 年三季度，全球外汇市场总体稳定，避险货币延续涨势，新兴市场货币有所回升（图 5）。四季度美联储加息预期上升，牵引全球外汇市场走势，年末或将迎来新一轮汇率震荡。

图 5：主要货币对美元汇率较年初变化（截至 2016 年 9 月 22 日）



资料来源：Bloomberg，中国银行国际金融研究所

受加息预期牵引，美元指数小幅反弹。2016 年三季度，美国经济总体呈现温和扩张态势，家庭支出稳固增长。特别是就业市场持续改善，强化美联储加息的市场预期，7 月美元指数一度突破 97 高位。然而，美国经济前景仍然面临不确定性，美联储对加息进程持谨慎态度，9 月 FOMC 会议维持联邦基金利率不变，美元指数随后波动调整，维持在 95 水平。

日元持续走强，欧元小幅回升，英镑低位徘徊。2016 年三季度，受避险情绪影响，日元延续上升势头。日本央行宽松货币政策难以缓解汇率升值困局，美元兑日元多次突破 101 水平。继 6 月末英国脱欧公投欧元大幅下挫，三季度欧元区经济温和增长，欧央行维持利率、资产购买规模及 QE 项目期限不变，对

欧元汇率形成一定的支撑。8 月以来英国放松货币政策，经济指标开始企稳向上，金融市场逐渐平静，英镑兑美元汇率在 1.32 低位徘徊。

新兴市场与大宗商品出口国货币总体稳中有升。2016 年三季度，新兴市场经济保持平稳增长，亚洲国家呈现改善态势，诸多指标企稳回升。新兴经济体金融波动性有所下降，MSCI 新兴市场货币指数较 6 月末上升 2.23%。原油、黄金、工业金属等均较 6 月高点不同幅度下跌，在一定程度上制约了卢布、加元、澳元等大宗商品相关货币的涨幅。

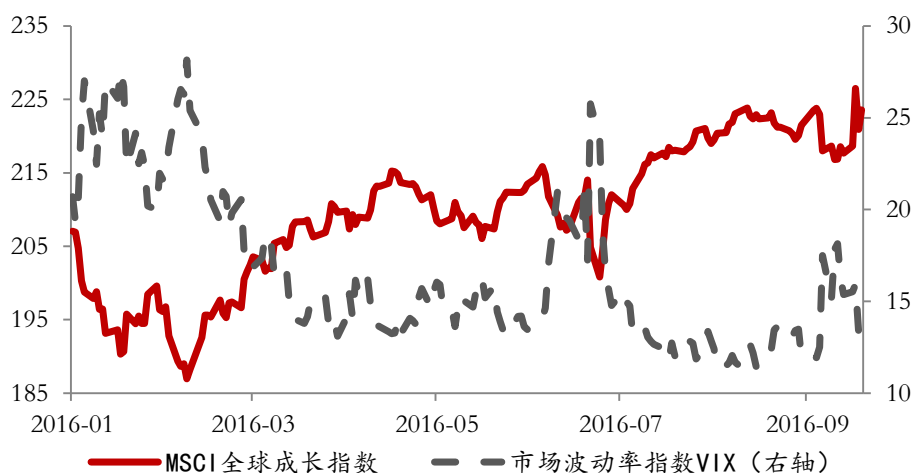
展望 2016 年四季度，美联储加息成为汇市波动主线。美国经济正在接近就业与通胀目标，年末加息成为大概率事件。预计 2016 年四季度美元将再度走强，牵引全球汇市波动。在全球避险情绪下，日元仍将处于高位，升值压力短期内难以缓解。欧元区发展具有不确定性，英国脱欧影响、银行业压力、意大利脱欧公投以及诸多社会问题依然存在，通胀目标难以实现，预计欧元汇率将小幅下行。脱欧谈判进程影响英镑后续走势，相关负面因素难以消除，预计英镑在未来一段时期内仍将处于相对低位。新兴市场与大宗商品出口国货币随着美元回升而面临贬值压力。特别是，俄罗斯、巴西、阿根廷、墨西哥等国受到经济衰退威胁，汇率波动下行的风险依然存在。

三、全球股票市场继续好转，美国政经事件成为潜在风险点

2016 年三季度全球股市冲高回落。受益于全球宽松货币环境、美联储暂缓加息等影响，全球股市逐渐好转，市场紧张情绪有所缓解。截至 9 月 22 日，MSCI 全球成长指数收至 223.57，三季度涨幅为 6%，较年初最低点增长 19.6%。全球股市波幅维持低位，三季度波幅为 7.8%，而一、二季度分别为 14.3%和 7.5%。这与 VIX 波动率指数反映的全球避险情绪变化一致，全球股市风险逐渐下降。9 月初受朝鲜核试验和美联储官员暗示加息影响，全球股市从年内高点回落，VIX 波动率指数显著升高，9 月下旬美联储暂缓加息刺激全球股市小幅反弹(图 6)。

主要经济体股票指数走势相似，三季度整体向好，9月份先抑后扬。截至9月22日，美国道琼斯工业指数、标普500指数、纳斯达克指数在三季度分别上涨2.6%、3.7%和10.3%；英国富时100、法国CAC40、德国DAX分别上涨6.3%、6.4%和10.3%；日经225和韩国综合指数分别上涨7.7%和4.1%。股市回暖主要由于美联储暂缓加息，全球金融市场逐渐消化英国脱欧不利影响。

图 6：MSCI 全球指数与 VIX 指数



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

2016年四季度全球股市将继续向好，不同国家表现将分化。尽管美联储再次加息概率大幅度提升，但不会根本改变全球流动性充裕局面。市场将逐渐消化加息预期，与去年首次加息相比，再次加息的市场反应将相对平静。负利率环境继续驱使资金转向股市，寻求高收益。不同国家表现将分化：受美联储日渐趋向鹰派、强势美元回归、11月美国大选带来的政治风险等因素影响，美股可能震荡加剧；欧洲股市将面临挑战，欧洲银行业经营压力仍然较大，英国脱欧和意大利公投的不确定性可能干扰欧洲股市；亚洲股市将继续好转，其中日元持续升值，亚洲新兴市场经济复苏态势较好，股权资金加速流入。

美国政经事件带来的不确定性是影响四季度全球股市的关键。希拉里和特朗普势均力敌，11月美国大选结果存在不确定性。希拉里的健康问题和特朗普

的政策变革都会对美国国内稳定带来冲击，波及全球经济金融稳定性。美联储可能在四季度加息，全球资金将流向美国，新兴经济体尤其是大宗商品出口国将面临较为严重的资本外流和汇率贬值，这将对各国股市带来困扰。考虑到美国在全球政经格局中的地位，美国大选和美联储货币政策走势将对全球产生较强的外溢效应，潜在突发事件可能成为四季度全球股市黑天鹅事件。

四、发达国家债券收益率走低进入“负利率”时代

三季度以来，全球主权债券市场以震荡为主。受英国脱欧影响，全球经济和政治不确定性进一步升高，引起债券市场波动，投资者避险情绪持续升温。美国十年期国债收益率走势趋平，经济数据疲弱进一步削弱市场对美联储升息预期，从而对冲部分避险需求对美债收益率的抬升；欧元区受美国数据和脱欧影响，欧洲央行推行宽松政策的压力进一步上升。德国十年期国债收益率大幅下跌，7月触及历史新低，目前小幅回升；英国为缓和脱欧冲击采取降息等宽松政策，导致债券市场持续走低，十年期国债收益率随之下跌，远低于脱欧前水平；日本央行未增加购债规模，引发市场失望情绪，日本十年期国债收益率由7月27日的-0.29%上升至9月2日的-0.02%，涨幅达92.6%（图7）。

图7：部分国家十年期国债收益率（2016年1月=100）



资料来源：汤森路透

四季度，市场在经历英国脱欧的最初动荡后信心有所回升，将减少英国国债需求，英国和欧盟关系不确定性将导致避险资金流出，预计英国国债收益率将上涨。在欧洲，英国脱欧风险已经有所抑制，但欧元区 8 月商业情绪和通胀指标不及预期。欧洲央行于 9 月 8 日宣布维持利率及宽松政策不变，投资者失望情绪增加，预计欧元区公债短期收益率上涨。未来欧元区将维持低利率政策，加大购债规模，欧元区国债收益率或稳定在低位。在全球经济复苏乏力、货币宽松成为长期趋势的背景下，尤其是英国 6 月公投脱欧触发全球避险情绪后，欧美发达国家国债收益率不断走低，逐渐进入“负利率”时代。受美联储加息预期的影响，美国短期和长期国债收益率均可能会出现一定程度的下跌。目前，投资者追求正回报的需求空前高涨，新兴市场再次被看好，全球资金正在逐渐流向新兴债券市场，今年以来资金流入速度有所加快。此外，美联储加息前景和欧洲央行的购债计划仍是债市焦点。

五、大宗商品市场开启漫漫再平衡之路

2016 年三季度大宗商品市场走势明显减弱。由于缺少了第二季度供给中断等偶发性因素的提振作用，加之全球需求依旧相对疲弱，大宗商品市场中除个别品种如锌、镍、棉花等，其余商品价格在第三季度普遍呈下降态势。**农产品市场**中，今年以来天气因素在多空对阵中发挥得淋漓尽致。小麦成为表现最差（-19%）的大宗商品之一，白糖涨幅一度高达 30%以上。**能源市场**中，支撑油品价格在第二季度飙涨的供给中断因素（加拿大林火、尼日利亚和利比亚等供给减少）在第三季度逐渐减弱甚至消失，能源市场重新回归其疲弱的基本面而上涨乏力。任何造成价格在短期大幅增长的因素，如围绕“冻产”的一系列言论，也很快被其基本面拖回原来的运行轨道。**工业金属市场**中，除了铜、铝之外，其余所有基本金属在第三季度均录得涨幅。其中锌更是在矿山关闭的影响下继续上涨，今年以来涨幅已达 40%以上。作为工业金属最主要的需求国，中国的经济走势将继续对工业金属价格，特别是铜的价格产生重要影响。

表 2： 2016 年以来彭博大宗商品指数变化率

指数类别	年初至 9 月 22 日	二季度环比	三季度初至 9 月 22 日
彭博大宗商品综合指数	9.1%	12.8%	-3.7%
彭博农产品指数	5.6%	12.7%	-7.0%
-谷物指数	-4.7%	7.2%	-12.7%
-软商品指数	30.3%	20.5%	7.6%
彭博能源指数	3.2%	20.3%	-5.5%
彭博工业金属指数	11.4%	6.1%	2.6%

资料来源：Bloomberg

再平衡、高波动率已成为 2016 年大宗商品市场的两大主题。当前，由于前期高价刺激之下产能大幅增加，再加上全球需求放缓，此轮大宗商品价格的再平衡进程将是缓慢的。大宗商品市场需要在低价运行一定的时间，以达到排挤高成本产能、限制新项目上线投产的目的，使得市场过剩的供给被挤出，重新回归供需平衡。同时，由于市场脆弱的神经，在这多空交织的复杂背景之下，任何来自供需面的利好、利空消息都极易引起价格的上蹿下跳。

再平衡进程快慢将取决于供需变化。2016 年第四季度直至 2017 年，大宗商品市场将继续其再平衡的进程，以下因素将影响进程快慢：（1）中国去产能进程。中国已经开始了在以钢铁为代表的工业金属领域的供给侧改革，具体的去产能执行进程以及执行力度将对大宗商品市场再平衡进程产生影响。（2）美国页岩油气商的生产弹性。由于在成本控制以及效率提升等方面的进展，美国的页岩油气商已经大幅降低其原油开采的成本。因此任何油价的反弹（目前来看高于 50 美元）都会使得其迅速恢复生产，压制油价，延长再平衡的进程。（3）中国、印度的需求。由于中国经济增速放缓，市场开始寻找下一个“大宗商品推进器”，印度基于人口总量、经济增速、经济发展阶段等因素成为市场焦点。但我们认为，短期内印度还不能取代中国引领另一波“大宗商品超级周期”。

第三部分 热点专题分析

一、新一轮全球货币政策协调的困难与突破

（一）全球货币政策协调难度上升，美联储加息预期外溢效应持续放大

2015 年 12 月美联储象征性结束零利率政策，2016 年美联储的加息预期成为左右全球金融市场氛围和资金流向的重要因素。上半年美国经济增长只有 1.4%，低于潜在增长率，美联储没有加息的迫切性。美国财金官员频繁就美国经济数据和货币政策立场发表不同看法，导致加息预期出现多次起落，一方面表明全球经济增长举步维艰，美国经济复苏尤其复杂多变；另一方面也意味着美联储政策制定者意见分歧严重，难以达成协调一致，频频把球抛给市场，放任加息预期冲击市场信心。

全球经济不确定性居高不下，其他主要央行仍在实施宽松的货币政策，英国和欧元区向金融机构提供的融资措施延长至 2020 年或以后，日本央行则频频讨论“直升机撒钱”的可行性，并拟继续加深负利率程度。显然，全球主要经济体的扩张性货币政策仍将持续，美联储对未来加息的态度将继续保持审慎，加息的步伐十分缓慢。由此看来，全球货币政策分化的局面持续加剧，美联储加息预期的外溢效应随之不断放大。

（二）全球政策协调新挑战与 G20 峰会的贡献

G20 杭州峰会以“推动全球经济实现强劲、持续、平衡、包容性增长”为目标，中国发挥主场优势，呼吁加强全球宏观经济政策协调，加强成员国在全球经济和金融事务方面合作，推动峰会由务虚平台转向虚实结合的常设机制。

G20 峰会讨论的议题涉及全球经济增长、创新与结构性改革、地区安全及反恐、投资、贸易和基础设施、国际税收合作、国际金融框架、反恐、绿色金融等方方面面，以响应当今世界政治、经济面临的主要挑战。其中，最值得关

注的是全球经济长期低迷可能诱发的一系列风险和隐患。事实上，在全球金融危机结束后的八年多时间里，各主要经济体相继出台多种多样的宏观政策，刺激经济复苏，但收效甚微，全球经济复苏动力仍然不足，国际贸易增长下滑加剧。因此，全球经济增长问题始终是历次 G20 峰会关注的焦点。

近年来，全球经济增长持续低迷表明单一经济体单打独斗、依靠货币政策刺激经济复苏的道路已经难以持续，必须加强国别宏观政策协调，从贸易、投资、财政、货币等多领域多管齐下，协同推进。

首先要推动各国实现短期和长期政策的配合，协调使用货币政策、财政政策和结构性改革政策等多种政策工具，共同发力，推动实体经济进入增长轨道。尤其应该重视财政政策在推动经济增长中的作用，创造条件，加大基建投资力度，为实体经济注入新的增长动力。

其次，要防范和化解系统性金融风险，保持全球金融稳定。从全球范围看，应对金融危机的措施长期无法退出，反而可能成为新一轮金融动荡的温床。因此，在推动经济增长的同时，防范和化解全球性金融风险具有非常重要的现实意义。成员国应进一步强化宏观审慎监管，维护金融稳定，防范全球金融风险，降低黑天鹅事件冲击的频率和破坏性。

第三，稳定全球金融市场，避免汇市过度波动引发金融动荡。避免竞争性贬值是今年上海 G20 财长和央行行长会议的重要成果，并以会议公报形式正式公布。事实上，全球主要经济体货币政策因各自不同的经济增长阶段而呈现分化走势，引发市场忧虑。面对这样的局面，国际金融政策的协调将以努力避免竞争性贬值为底线，避免各国以增强自身的出口能力为出发点参与竞争性贬值，保持国际外汇市场的基本稳定。

（三）政策分化与协调对全球化的影响

全球主要经济体政策分化导致国际资本流动的剧烈调整，频频引发新兴市

场的国际资本大规模流出，冲击这些国家或地区的货币汇率和市场稳定，加剧宏观经济失衡，成为全球金融市场的不稳定因素。

低增长、高波动的经济金融环境不利于国际贸易和投资的增长，影响全球化进程的顺利推进。G20 贸易部长会议针对可能出现的贸易和投资的保护主义倾向，通过《20 国全球贸易增长战略》、《G20 全球投资指导原则》等文件，为解决经济、贸易领域的实际困难和问题提供新的视角和指引。

推动国际金融架构改革。国际金融架构改革目标是为新兴市场国家参与全球金融治理提供新的框架，扩大 SDR 使用。近日，世界银行旗下国际复兴开发银行在中国银行间债券市场发行首批总额为 5 亿 SDR 以人民币结算的 3 年期金融债券，有助于部分对冲汇率风险，推动 SDR 的革故鼎新，完善国际金融体系。今年 10 月，人民币作为首个来自新兴市场的国际货币将正式纳入 SDR 货币篮子，将进一步提升 SDR 的代表性，推动提升影响力，在国际金融架构中承担更重要的职能。

二、美国参与并主导的 TPP 与 TTIP 面临新挑战

应该说，跨太平洋伙伴关系协定（TPP）和跨大西洋贸易与投资伙伴协议（TTIP）是现任美国总统奥巴马的国际贸易施政纲领，目前还存在诸多争议和不确定性。例如，TPP 迄今仍未得到下届美国总统的两党候选人的背书，而且须经国会批准。但从奥巴马政府的各类公开文献中去解读的话，我们不难发现，现任美国政府倡导 TPP 和 TTIP 态度的本质无非在于以下几个方面：

首先，TPP 协议中所有的合同条文必须以促进美国的劳动就业和经济增长为前提，这是经过反复论证和不可撼动的前提。美国政府经常引用彼得森学院对 TPP 影响的统计数据：TPP 实施后将使美国的 GDP 上升 1300 亿美元，美国每年的对外出口额增加 3500 亿美元，而每 10 亿美元的出口额可以为美国创造出 5000-7000 个工作机会。

其次，TPP 从本质上看是目前美国政府在战略上和政治上实现其游戏规则和高标准的兑现方式。美国政府对其在未来亚太地区的主导力极为关注。它从本质上并不认可亚太地区其它的贸易协定，它以自我制定的规则和高标准独尊，企图重新塑造新的亚太合作贸易关系和秩序。它所打出的招牌是 TPP 协议尽量照顾到了所谓的劳工、环境条款以及国有企业约束、互联网自由等条款，并以此笼络该地区的相关国家和势力。

再次，TPP 和 TTIP 在本质上还是美国以前主导的 WTO、NAFTA 以及 FTA 的进一步补充。TPP 贸易协定与 2010 年奥巴马政府倡导的国家出口倡议的主旨相辅相成，但它具有更强烈的地域结盟性色彩。其目的是拉拢亚太地区顺应美国政府贸易规则的国家，形成符合美国自己国家利益的贸易合作圈，本质上也是对中国经济兴起的抗拒，有其深远的政治、战略和经济目的。

与此同时，TTIP 也面临新的变局。最近美国政府和欧盟刚刚结束关于 TTIP 协议的新一轮谈判。从结果看，双方基本上没有达成协议，引用德国经济大臣的话讲，这轮谈判基本以失败告终，但德方认为双方的谈判会重新启动。迄今为止，双方就 TTIP 的谈判已经进行了 14 轮，双方对其中涉及到的 27 章相关内容并未达成任何共识。

从未来前景看，目前尽管奥巴马政府自己对于通过 TPP 比较乐观，但目前各界对于 TPP 是否能在奥巴马离开白宫前顺利得到国会批准仍存有疑虑，主要的焦点集中在目前竞选新任总统的两党候选人对 TPP 均持反对态度。现在就认为 TPP 在 2016 年不会被通过，似乎还有些过早。目前华府的政客们仍把精力集中在即将举行的例会上，但或许在今年第四季度的某个时间，讨论 TPP 的窗口将重新开启。

关于 TTIP，美欧双方仍将就 TTIP 所牵涉到的相关协议继续讨论。欧洲方面最关心的是该协议不能牺牲欧洲的安全、健康、社会和数据方面的保护标准

和欧元区文化多元性。而美国方面特别是参院已明确表态不愿意在美国大选之前投票。该协议不仅阻力较大，达成协议的时间也会相对较长，例如法国已公开表示反对。综上所述，我们认为 TTIP 的结果将有较大概率在明年确定。

三、英国脱欧与欧洲金融监管变革前景

（一）现阶段英国监管规则将保持稳定，未来也不会大幅放宽监管要求

当前，由于英国尚未触发《里斯本条约》第 50 条，英国脱欧将产生何种影响具有较大不确定性。近期，英国新任首相特蕾莎·梅表示，英国可能于 2017 年 4 月正式启动脱欧谈判，那么英国和欧盟将在接下来的两年时间内达成退出协议（如果在此期间内无法达成一致的话，可通过双方同意进行延长）。在两年内，欧盟法律在英国仍然适用。

未来英国金融监管体制是否会发生变化，取决于英国与欧盟的退出协议，其中英国能否保留“通行权”是关键因素。所谓“通行权”，是指欧盟金融机构在区域内自由设立分支机构或提供跨境服务的权利。借助“通行权”，欧盟实现了商品、人员、服务和资本的自由流动，英国也进一步巩固了伦敦国际金融中心地位，发挥了欧盟金融桥头堡的作用。

若英国继续保有进入欧盟的“通行权”，那么英国现有金融监管规则无需作出重大改变；否则，英国就需制订一系列新法律来填补欧盟法律失效后留下的空白，同时与欧盟就金融业准入、监管等效性等问题展开谈判，谈判过程将耗时漫长。但即便英国无法保留“通行权”，英国也不会为了提高本国金融机构竞争力而大幅放松监管要求。英国诺顿·罗氏律师事务所的报告显示，英国部分监管法规与欧盟的立场相同（包括可转让证券集合投资计划（UCITS）、欧盟市场基础设施监管规则（EMIR）等），很多监管规则甚至比欧盟严格。例如，英国要求银行将其零售银行业务从商业银行中分隔开来（即“围栏”改革），而欧盟并没有这类要求。英国的压力测试也比欧盟要严格得多。只有在少数规则

上英国不同意欧盟监管规则或希望放松监管。例如，英国此前曾拒绝欧盟关于金融交易税、短期卖空规则、另类投资基金经理指令（AIFMD）等监管要求。

（二）欧洲央行在欧盟金融监管框架中的地位将会提升

2009 年以来，欧盟实施了一系列金融监管改革，形成了“三局一会”的金融监管框架（欧洲银行业管理局、欧洲保险与年金管理局、欧洲证券和市场管理局以及欧洲系统性风险委员会）。2012 年，欧盟委员会提出了建设欧洲“银行业联盟”的计划，要求欧洲央行承担欧元区银行业的监管职能，目前这一机制已于 2014 年开始运行。

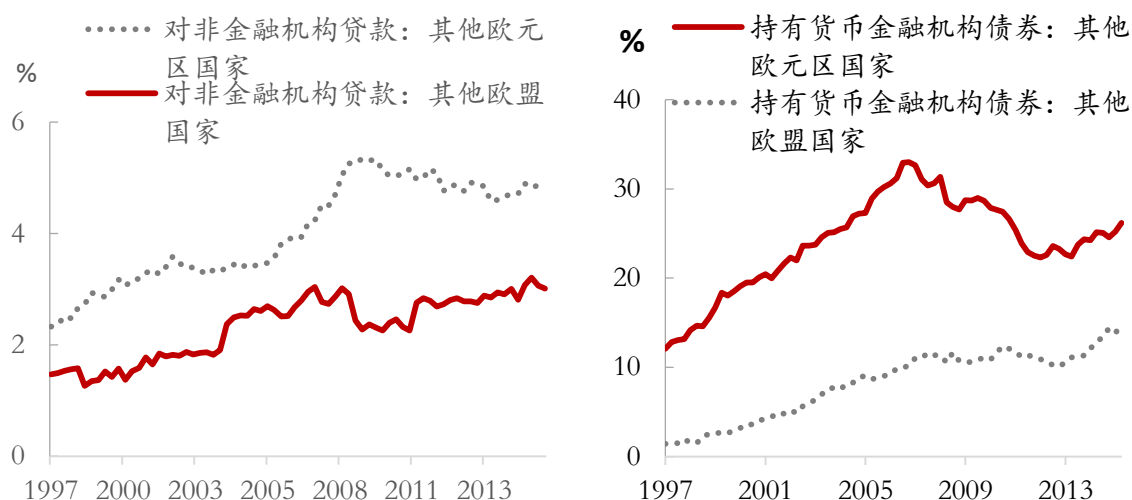
英国脱欧不会对上述框架造成重大影响，但欧洲央行的代表性将会得到提升。目前欧洲银行业管理局（EBA）总部位于伦敦，脱欧以后，EBA 必然要迁至欧盟国家，法兰克福或巴黎有可能成为新的所在地。在新机构成立之前，EBA 的监管职能可能由欧洲央行代为执行。此外，巴塞尔委员会等国际组织在制定监管规则时，欧洲央行可能代表欧盟银行业监管机构参与规则的讨论，可以预见，其监管地位将在长期内得到提升。

（三）欧盟将继续推动区域内金融一体化进程

金融一体化一直是欧盟长期坚持的目标，其目的是要避免欧盟金融业过度分散，推动区域内的资金成本下降，提升欧盟整体竞争力。目前，欧盟批发金融、货币、股票、债券等市场已实现较高程度的一体化，尤其是欧元产生以后，欧元区货币或债券市场的融合是相当明显的。这突出表现在欧元区各国之间金融产品的价格或收益率日益收敛、金融机构跨境业务的占比以及投资者资产组合的地理分散程度日益提高。例如，欧元区 10 年期主权债收益率的离散度从上世纪 90 年代以来不断收窄，1999 年欧元启动后进一步降至低位。尽管 2008 年全球金融危机后离散度急剧放大，但随着危机缓和，这一数据再度下降。又如，欧元区货币金融机构对非金融企业的贷款中，流向欧盟区域内其他国家的比例

日益提高，持有其他国家债券的比例也呈现上升趋势（图 8）。

图 8：欧元区货币金融机构跨境业务的占比



资料来源：欧洲央行（ECB），中国银行国际金融研究所

英国脱欧为欧盟敲响了一次警钟，促使其对自身的国际地位、周边关系等加以反思，从而调整相关政策，以提升自身的吸引力和凝聚力，防止更多的成员国效仿英国。例如，在英国公投结果出炉后，欧盟余下的 27 个成员国第一时间表态：面对这一前所未有的局面，欧盟必须团结应对，欧盟将继续前进。这表明了欧盟继续推进一体化的决心。欧盟可借此机会加快区内金融改革，着力解决各国之间金融市场分割等问题，提升欧盟整体的金融竞争力，从而进一步推动欧盟金融一体化进程。

四、新兴市场能否经受新一轮金融动荡的挑战？

与 2016 年第一季度相比，二季度新兴市场风险呈现以下特点：**一是**金融部门脆弱性整体而言有所好转，处于高风险国家数量减少、处于安全及弱安全区域国家数量增加，新兴国家整体资产流动性较一季度有所好转。**二是**资产市场脆弱性指标相对稳定，处于高风险、低风险性国家数量相对减少，但阿根廷、秘鲁和乌克兰的资产市场风险较高，尤其是阿根廷从一季度安全区域快速进入

高风险区域。阿根廷的风险主要来自通货膨胀水平和股市，乌克兰主要受物价影响，而秘鲁的风险主要源于股市的波动。**三是**公共部门脆弱性依旧不容乐观，两极分化较为严重，在阿根廷、乌克兰、巴西以及印度等国家，财政赤字和政府负债均处于较高位置，整体风险呈现上升趋势。**四是**外部脆弱性整体略有上升，具体表现为处于高风险性区域的国家数量增加、处于安全区域的国家数量减少。高风险国家的风险来源存在较大差异，阿根廷的主要风险来源为外汇储备不足，菲律宾有效汇率波动过大，乌克兰、匈牙利则面临外债过高、资本外流的风险。相较其他风险，公共部门脆弱性和外部脆弱性风险两极分化更为严重，且外部性风险处于低风险、高风险区域的国家数量占大多数；资产市场脆弱性、金融部门脆弱性则处于较好形态。这表明公共部门脆弱性风险和外部脆弱性风险可能会集中爆发。

今年以来，新兴市场面临的内外部环境发生较大改变，新兴市场短期威胁消退。一是美联储加息预期摇摆不定，欧洲央行、日本央行、英国央行进一步宽松预期升温，全球负利率还将持续。二是英国公投脱欧后，全球将面临更多的政治、政局和地缘政治风险，新兴市场已脱掉第一风险源的称号。三是大宗商品价格企稳和美元走弱。四是新兴市场经历去年大规模资本流出、股市下跌和货币贬值后，风险得到一定程度释放，当前股票估值处于低位，债券收益率处于低位。在这些因素的推动下，全球资金持续流入新兴市场，截止9月23日，全球资金连续11周流入新兴市场。

新兴市场面临的长期风险需要警惕：**一是**美联储四季度或将开始进入加息周期。数据显示，美联储12月加息概率的评估由上月的40%上升至当前的70%。当前资本流入并非基于新兴市场经济基本面改变，如果美联储货币政策发生变化，新兴市场资金警报又将拉响。此外，美联储加息将导致美元走强，从而打压大宗商品价格，大宗商品出口国将同时出现内部和外部失衡。**二是**新兴市场债务违约风险上升。全球范围内的超低利率水平，拉低了发达市场政府债券的

收益率，并驱使追逐资本收益的投资者涌入新兴市场的固定收益资产，融资成本的下降又促进新兴市场发行更多债券。自英国 6 月脱欧公投以来，流入新兴市场债券市场的资金达到 160 亿美元，机构预计今年新兴市场发行债券金额将超过 1250 亿美元，创历史新高。与此同时，始于 2010 年以来的新兴市场公司债开始迎来偿还期，从今年到 2018 年，偿债总规模达 3400 亿美元，较过去三年高出 40%，债券违约风险和价格回调风险上升。三是新兴市场经济增速下滑风险。金融危机之后，新兴市场依靠投资快速复苏，但经济的杠杆水平快速提升，依靠债务拉动经济的模式难以持续，新兴市场增速持续走低，与此同时，发达国家经济增长略有回升。随着技术外溢效应的减缓、人口增长趋势放缓和部分经济体走向成熟，新兴市场经济增长或进一步放缓，与发达国家的整体增速还将收窄，导致资金流向出现逆转，风险资产受到到打压。

未来，新兴市场经济体应多举措防范冲击。一是加强风险预警。收集更多与企业融资相关的数据，严密监测脆弱性较高以及具有系统重要性的企业和金融机构，引入对银行外币风险的压力测试，加强宏观审慎监管，限制企业杠杆率过快增长。二是切断风险传播路径。为防范金融风险在新兴市场国家间传导，应加强国际合作，加强与主要发达国家央行的政策沟通。三是转变经济结构。新兴市场国家要调整单一的经济结构，逐步降低对外资的依赖，从根本上将负的外部性最小化。

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**