

高海红

gaohh@cass.org.cn

刘东民

sunshine_ldm@126.com

2012 年国际金融形势回顾与展望

摘要：2011 年至 2012 年，欧元区危机表现出间歇性特征，成为国际金融市场的重要风险源。与此同时，主要国家货币当局纷纷采取的传统和非传统宽松货币政策，造成全球流动性再度泛滥。在国际资本流向方面，国际投资者的避险情绪不断攀升，国际资本大量投向传统的安全港资产。发达经济体银行体系去杠杆化进程持续，但对新兴经济体持有的债权开始增加。国债市场因风险偏好表现出分化趋势，在国际负债证券币种结构中，除了美元等主要货币外，新兴市场国家的货币债券发行增加。基本面和货币因素共同支撑股市繁荣。在全球外汇市场中，美元货币安全港效应表现出先升后降，在年度中后期由于欧元区分裂危险消除，以及 QE3 的推出，美元重新落入中长期的贬值通道。2013 年世界经济低迷增长、欧元区危机进展和财政调整、全球流动性变化、银行业整合等因素将主导国际金融市场动向，金融环境将十分脆弱，市场变化将持续动荡。

关键词：国际金融风险；银行去杠杆化；国债市场；股票市场；外汇市场

Abstract: The euro crisis has showed an on-off pattern during 2011-12 and become the major risk for international financial market. Meanwhile, conventional and unconventional monetary policies adopted by major monetary authorities provided low interest rate for growth, but released new liquidity to global financial market. Investors' risk appetite has shifted to aversion and searched for safe haven. Deleverage in banking sector continued but claims for developing economies picked up. The government debt market has been divergent, reflecting risk preference. In international debt market, apart from the US dollar and others currencies, currencies in emerging economies have gained more in debt denomination than before. Some favorable fundamentals and easy monetary condition have supported stock market. In global foreign exchange market, the US dollar has performed as safe asset, but turned back into the long-term trend of devaluation because the danger of euro zone split has eliminated in the late 2012. In 2013, global financial market will be impacted by the key factors, such as slow growth of the world economy, evolvement of euro crisis and fiscal adjustment, change of global liquidity, and bank consolidation. The market will continue to be fragile and volatile.

Keywords: International financial risk; Bank deleverage; Government bond market; Stock market; Foreign exchange market

2011 年至 2012 年，欧元区危机间歇性特征、主要国家货币当局采取的传统和非传统宽松货币政策是全球金融的主要风险。由于多重不确定性叠加和全球流动性泛滥，国际投资者避险情绪上升，国际资本大量投向传统的安全资产；发达经济体银行体系去杠杆化进程持续；国债市场因风险偏好表现出分化趋势；美元货币安全港效应表现出先升后降。这些变化与我们上一年度的预测基本一致。唯独股市走势，在年内因受基本面和货币因素表现繁荣，要好于我们较早相对悲观的预期。我们认为，在未来一年中世界经济低迷增长、欧元区危机走势和财政调整、全球流动性变化、银行业整合等因素将主导国际金融市场动向，金融环境将十分脆弱，市场变化持续动荡。

一. 国际金融市场风险

1. 欧元区危机间歇性爆发是国际金融市场主要风险来源

2011年下半年至2012年9月，国际金融市场深受欧元区危机间歇性特征的影响，市场情绪时好时坏，救市措施只能短时缓解市场压力，无法持续稳固市场信心。特别是在欧央行于2011年底和2012年初推出两轮长期再融资操作（LTRO）之后，市场流动性得以迅速缓解。但好景不长。2012年5月，随着希腊大选对希腊去留欧元区的政治不确定性的加大，国际金融市场又将压力转向西班牙的银行体系，这使得欧元区危机风险迅速放大，甚至波及到德国等核心国家。在市场重压之下，2012年7月26日，欧央行总裁以明确的言辞表明“欧央行不惜一切保卫欧元”的立场。特别是2012年9月，欧央行承诺推出“直接货币交易”（Outright Monetary Transaction，简称OMT），将以无限量、无优先权方式参与二级市场购债，这一举措对欧央行来说史无前例。然而，就在欧元区分裂短期风险得以缓解的同时，银行业整合等长期结构性调整又在德法两个核心国之间出现分歧。

上述间歇性特征，在欧元区危机进程中形成这样一种恶性循环：市场压力→政策救市→压力缓解→风险承担承诺→政治分歧→市场压力再现。特别是在主权债危机、银行危机和实体经济危机之间形成了彼此渗透、互相强化的反馈路径：主权债风险上升→债务国的银行资产负债表恶化（股价剧跌和负债增加）→市场期待政府救市→救市进一步推高主权债风险；主权债风险上升→银行对企业贷款缩减→实体经济收缩→政府税收减少→主权债风险进一步上升。这一恶性循环，以及对打破这一循环政策求解的屡试屡败，在相当程度上影响投资者风险偏好，是信用风险和市场风险的主要来源。^①

由于对主权信用风险和政府救市效果的不断猜疑，从2011年下半年开始，欧元区的银行压力不断上升，信用违约互换（CDS）升水大幅度上升，欧洲银行业危机同时波及北美和亚洲地区。这些地区的银行CDS升水也跟随上涨，反映银行业面临违约风险（图1）。一些对主权债风险暴露过多的银行股价暴跌，特别是希腊、西班牙、葡萄牙和爱尔兰的银行，股价降低额最为严重。受其牵连，德国和法国的银行的股价也出现大幅度的下跌。

^①根据IMF的分析，信贷风险涵盖银行、居民和企业部门违约风险；市场风险涵盖流动性、波动性、市场头寸、股票市值风险（国际货币基金组织《全球金融稳定报告》，April 2012）。



图1 主要地区银行的 CDS (2010.1.1~2012.6.7)

数据来源：BIS 82 Annual Report 2012。

2. 传统和非传统宽松货币政策叠加造成全球流动性再度泛滥

从 2010 年以来，由于经济持续疲弱和低通胀预期，发达国家中央银行采取了宽松的货币政策。2011 年后期和 2012 年初期，欧央行连续两次降低其主要的再融资利率，从此前的 1.5% 降低至 1%。2012 年 7 月，欧央行将再融资率再度降低至 0.75%；与此同时，欧央行将存款利率降至为零。英格兰银行从 2009 年 3 月以来一直将其基准利率维持在 0.5% 的低水平。美联储将基金利率维持在 0—0.25% 之间。日本央行的贴现率从 2010 年 10 月至 2012 年 8 月一直为 0.05%（图 2）。在发达国家带动下，新兴市场国家也普遍采取减息政策，全球金融市场进入超低利率环境。

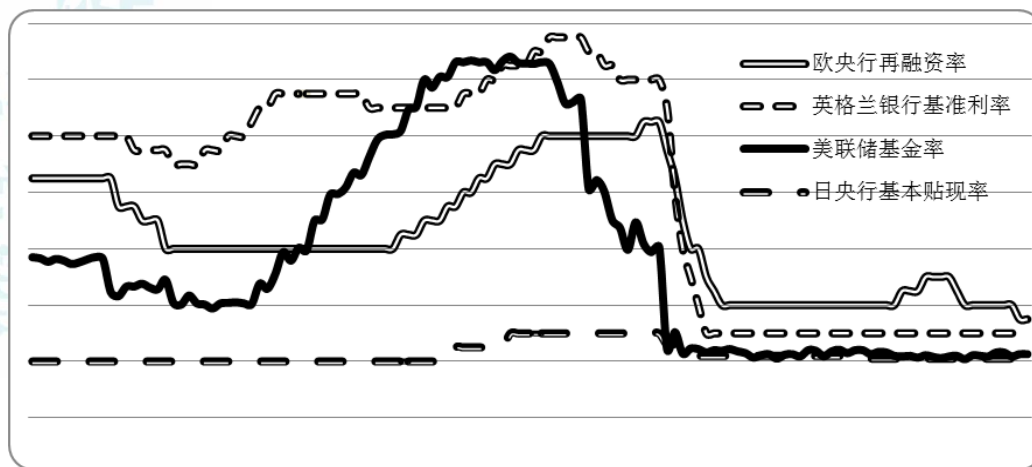


图2 主要官方利率 (2002.1~2012.8, 月度)

数据来源：CEIC。

这一传统的货币政策在经济低迷和通胀稳定条件下十分必要，低息政策至少为银行、企业和居民扩大经济活动提供宽松的货币环境。然而，在危机时期，特别是在欧美市场恐慌加剧，流动性面临枯竭，以及系统性风险瞬时即发的关头，欧美国家使用的传统货币政策的功效显然不足。

在这种情况下，非传统货币政策的补充作用非常重要。中央银行可以通过购买资产来影响信贷规模和实体经济活动。其传递机制，首先，官方声明采取某项政策或立场向市场传递扩张性信号从而降低对短期利率的预期；其次，央行可以通过购买长期证券降低长期收益率，诱使投资者增加风险资产在投资组合中的比重。最后，投资者如果将官方信号渠道对收益率的影响预先吸收，当政策真正出台之时，则不致产生未预料到的扰动^②。

在本次危机的应对过程中，非传统货币政策大行其道，首先是美联储实施的量化宽松（QE1 和 QE2）和扭曲操作；而后，一向谨慎的欧央行在欧债危机严峻形势的逼迫下实施了 LTRO 和 OMT；美联储又再度推出 QE3；英格兰银行和日本央行也纷纷扩大或延续资产购买计划。

上述政策的直接效果是在瞬间为金融市场注入流动性，并提供经济增长的低利率环境。但是，货币政策的刺激只限于流动性危机的解决，却无法解救清偿性问题。其结果是，政策只能在极短期内起作用，这造成了长期风险累积效应。特别是，重复实施的非传统货币政策的信号效应会逐渐失效，这会导致更多次的重复实施，不仅不能缓解的流动性问题，却造成道德风险。再有，过度扩张性货币政策的直接副产品是中央银行资产负债表迅速扩张，特别是在 2011 年后半年到 2012 年，英国和欧元区中央银行占 GDP 比重大幅度上升（图 3）。此外，扩张性货币释放流动性，对全球大宗商品和资产价格带来膨胀性影响。最后，由于货币当局政策效应的时限大大缩短，从长期看，这将危及中央银行的信誉。

^②关于非传统货币政策的分析，详见 Torsten Ehlers and Vladyslav Sushko: Unconventional Policies: Market Impact and Countervailing Factors, BIS Quarterly Report, September 2012, p6-7.

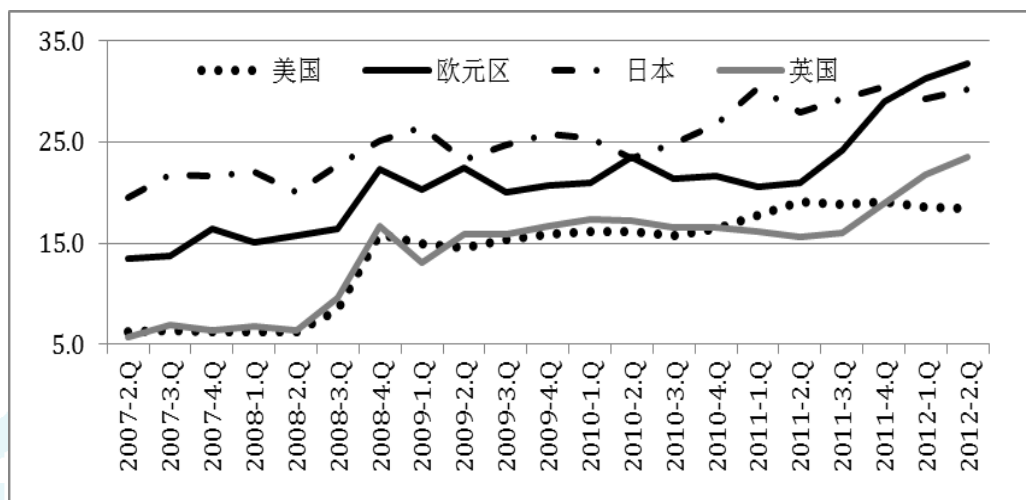


图3 主要中央银行资产占GDP比重（季度）

数据来源：BIS Quarterly Review, September 2012.

二、国际资本流向

2012年至2012年前三个季度，国际资本流动深受欧债危机不确定性影响，避险情绪高涨。然而，由于传统避险工具信用级别降低，全球金融资产安全性普遍下降，投资者只能采取“两害相权取其轻”的投资策略。

在2012年8月之前，由于欧债危机的持续发酵，全球投资者的避险情绪不断攀升，国际资本大量投向传统的安全港资产，导致德、美、英、日等国的中长期国债收益率不断下行，5月份之后全部跌破2%。其中，德国、美国和英国的10年期国债收益率先后在2012年7月20日、24日和8月2日分别达到1.17%、1.39%和1.44%；日本10期国债收益率也在7月20日达到2003年6月以来的最低值0.73%。

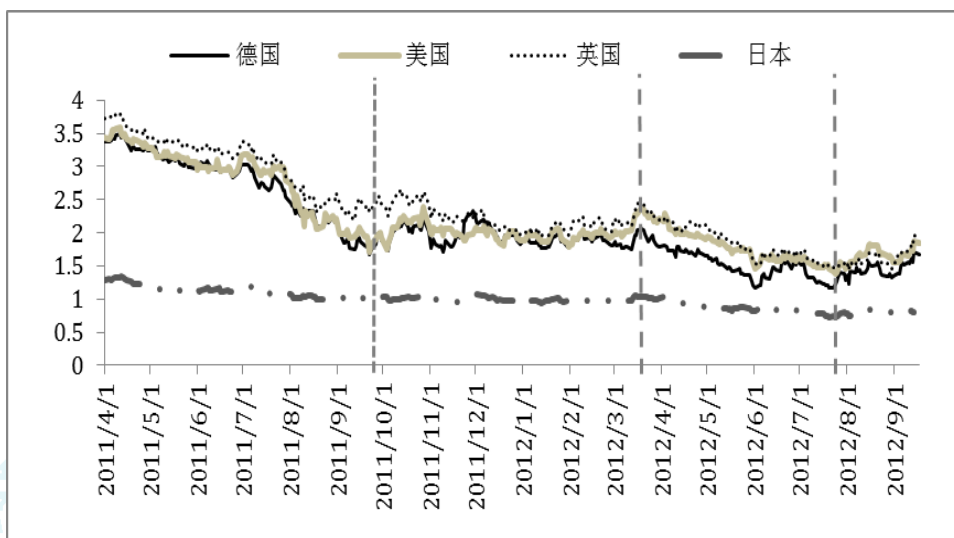


图4 “安全港”国家 10 年期国债收益率

数据来源：Bloomberg。

尽管避险情绪上升导致资本流向寻求安全资产，但是安全资产的安全性问题却不断凸显。近两年全球金融局势的动荡，已经让国际投资者意识到，世界上没有绝对安全的资产（IMF，2012a）。2011年8月，标准普尔公司将美国主权信用评级由AAA下调至AA+，这是1917年美国主权信用评级被穆迪授予AAA级后的首次下调。2011年10月和2012年2月，法国和英国的主权信用评级分别被下调至负面；2012年7月，欧元区经济竞争力最强、金融稳定性最好的德国与荷兰，其3A评级展望也被调为负面。在全球金融资产安全性普遍下降的大背景下，投资者只能是“两害相权取其轻”。因此，2012年前7个月强大的安全港效应并不说明现有安全资产的安全性，它仅仅意味着一种恐慌和无奈的资本流向。

在2012年7月24日欧央行行长德拉吉提出“采取一切措施”捍卫欧元并支持欧央行在二级市场上购买成员国政府债券之后，金融市场迅速作出反应，安全港效应立即减弱。特别是在9月6日欧央行宣布将推出“直接货币交易”之后，美、德、日、英四国国债收益率均显著上升。可以预计，只要欧央行承诺的救市措施能够付诸实施，市场信心将获得稳定支撑，在投资者的资产配置当中，较高风险的资产（如股票）以及欧元区重债国国债等资产的配置比重将上升，对于安全资产的追逐将不会再呈现以往的热情。但是，全球经济的迟缓复苏，各国央行推出的量化宽松政策导致的流动性增加，都会增加对各类资产的投资需求，这其中自然包括对安全资产的需求。而国际金

融监管改革的持续推进，将特别增加各国银行对安全资产的需求。在另一方面，随着高主权信用评级国家数量的减少，安全资产的供应下降，据 IMF 估计，到 2016 年安全资产将减少 9 万亿美元（IMF，2012a）。显然，尽管不会达到 2012 年的水平，供求差距仍将使国债等安全资产在未来成为国际资本追逐的热点之一。

三、发达经济体银行体系的去杠杆化与资产转移

银行体系是金融危机当中受冲击最严重的部门，也是对危机后经济复苏具有关键性作用的部门。从 2008 年 9 月开始，欧美银行业普遍进入去杠杆化阶段。迄今为止，美国银行业的去杠杆化基本完成，而欧洲地区的银行业正处在去杠杆化的关键时期。银行体系在欧元区资产收缩已经对该地区的经济复苏造成显著的负面影响。但是，金融全球化的步伐并没有因危机和去杠杆化而停止。发达经济体的全球性大银行在新兴经济体的债权正在持续扩张，这表明，后危机时代全球金融资源向新兴市场的转移已经成为趋势。

1. 发达经济体银行业去杠杆化对经济复苏造成挑战

从 2007 年美国次贷危机爆发，西方国家的银行体系就开始了去杠杆化进程。去杠杆化的原因主要有两个：一是金融危机和经济衰退导致银行资产减记；二是新推行的国际金融监管改革要求银行拥有更加良好的资产，美国的监管改革法案还对银行的自营业务采取了严格约束措施，这对欧美的银行体系造成了明显的资本更新压力和业务调整压力。随着欧债危机的加深，自 2011 年开始，欧盟国家银行体系的去杠杆化达到了高潮。根据 IMF 的估算，欧盟地区的银行要在 2013 年底以前完成 2 万亿欧元的资产紧缩，这将占到欧盟银行全部资产的 7%，其中四分之一的资产紧缩来自于贷款规模的降低，其余来自证券及其它非核心资产的出售（表 1）。大规模的去杠杆化对欧盟地区的经济增长产生了显著的负面影响。事实上，银行体系杠杆率的变化表现出典型的顺周期特征。2008 年金融危机以前，良好的经济发展态势将欧美金融机构的杠杆率不断推高，由此导致的流动性过剩进一步刺激经济增长并引发了资产价格泡沫。随着金融危机的爆发，银行体系进入去杠杆化过程，这又加剧了经济衰退的程度。从中长期来看，目前的银行体系去杠杆化是保证国际金融体系恢复健康的必要过程，但是在短期内，它对欧元区经济产生的影响却是“雪上加霜”。据 IMF 估算，欧元区银行业的去杠杆化将使欧元区经济增长收缩 1 个百分点。

投资管理与咨询业务	26.27	不动产管理与服务	3.94
商业银行业务	15.91	衍生品	2.48
保险	10.26	不动产开发和运营	2.34
消费者贷款	8.00	酒店与汽车旅馆业务	1.21
住房贷款	7.44	零售：超市	0.19
房地产信托投资基金	5.32	财产信托	0.14
信用卡业务	5.22	其他业务	11.28

表 1 部分银行资产出售状况：分项业务的剥离占全部剥离业务的比例（%）

数据来源：IMF（2012b）

2. 全球性银行向新兴经济体的资产转移成为趋势

从 2009 年 1 月至 2012 年 7 月，部分全球性银行已经剥离资产 720 亿美元，占这些银行股权资本的 7%，但是，与此同时，这些银行还实现了较为显著的总资产增长。事实上，全球性银行在危机后大规模调整了业务方向，出售位于发达经济体的资产，而增持新兴经济体的债权，正是这种资产的转移配置在总体上扩张了全球性银行的资产负债表^⑨（表 2）。日本、英国、欧洲发达经济体和美国的银行体系对新兴经济体的债权在 2006 年至 2011 年间分别增长了 164.8%、128.9%、34.8% 和 23.4%（表 1），其中美国银行业持有新兴经济体的债权增长是发达国家中最小的，其原因主要有两个，一是美国国内经济的增长前景要好于其它发达国家，二是危机前欧洲银行业在美国的贷款很多，危机爆发后资金撤回从而出现空缺，这两个因素导致美国的银行业将更多的资产配置在国内。

^⑨出现资产转移的主要是欧美的全球性大银行，这些银行数量不多，但是资产规模大，跨境业务多，能够比较容易地实现海外资产扩张。欧美还有大量的地区性银行（欧元区总共约 6000 多家银行，美国约 7000 多家），它们表现出来的是总资产的收缩（即去杠杆化）。

	出售资产金额 ^④ (2009.1-2012.7, 百万美元)	出售资产 /股权资本(%)	总资产增长率 (2006-2011, %)
巴克莱银行	17530	17.3	56.9
汇丰银行	12830	7.7	40.2
花旗银行	9730	5.4	2.1
荷兰国际集团	9540	14.6	4.3
苏格兰皇家银行	7240	6.1	31.5
德意志银行	2800	4.0	36.6
桑坦德银行	2390	2.2	53.9
比尔巴斯比银行	2190	4.2	45.8
劳埃德银行	1750	2.4	182.5
瑞银集团	261	0.4	68.9
意大利裕信银行	203	0.3	12.6
法国巴黎银行	116	0.1	36.4

表 2 全球性银行的资产剥离与资产增长

数据来源：IMF（2012b）。

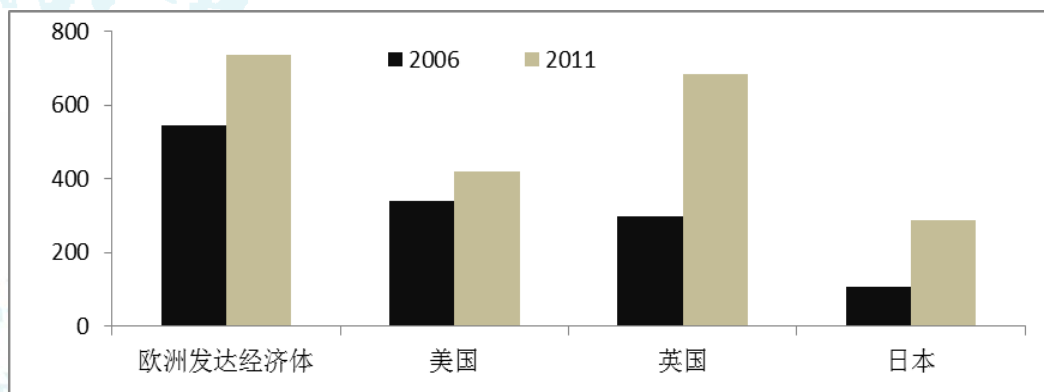


图 5 发达经济体银行业在新兴经济体持有的债权 (单位: 10 亿美元)

数据来源：IMF（2012b）。

整体上看，发达经济体银行业的去杠杆化和资产转移反映出后危机时代全球金融资源的重新配置趋势。可以预计，由于发达经济体与新兴经济体的双速增长格局不会改变，未来全球金融资源向新兴经济体的转移也将持续下去，一方面，这将为新兴市

^④ 全球性银行出售的资产主要位于发达经济体。

场国家的经济增长提供资金支持，另一方面，也对这些国家的国际资本流动管理提出了挑战。

四、主要金融市场走势

2012 年影响债券、股票和外汇等金融市场的主要因素就是欧元区危机。间歇式爆发的欧元区危机导致了国际金融市场的大幅波动。危机对金融市场的影响机制包括安全港效应和流动性过剩两个方面。股市成为 2012 年国际金融市场中的最大亮点，包括欧元区重债国希腊、意大利在内的全球主要国家都经历了股市的正增长（中国除外）。国债和外汇市场在 2012 年 7 月底的转折标志着欧元区的危机治理获得了重大进展。

1. 中长期国债市场

(1) 欧债危机导致国际债券市场分化

从国别角度看，2012 年的长期国债市场出现严重分化（图 4 和图 6）。一方面，德、美、英、日等国的 10 年期国债收益率在 2012 年始终低于 2.5%，成为国际资本的安全港；另一方面，葡萄牙、意大利、西班牙和希腊的 10 年期国债收益率始终高于 4.8%，其中，希腊 10 年期国债收益率最高达到 37.1%，成为国际资本逃离的风险之地。

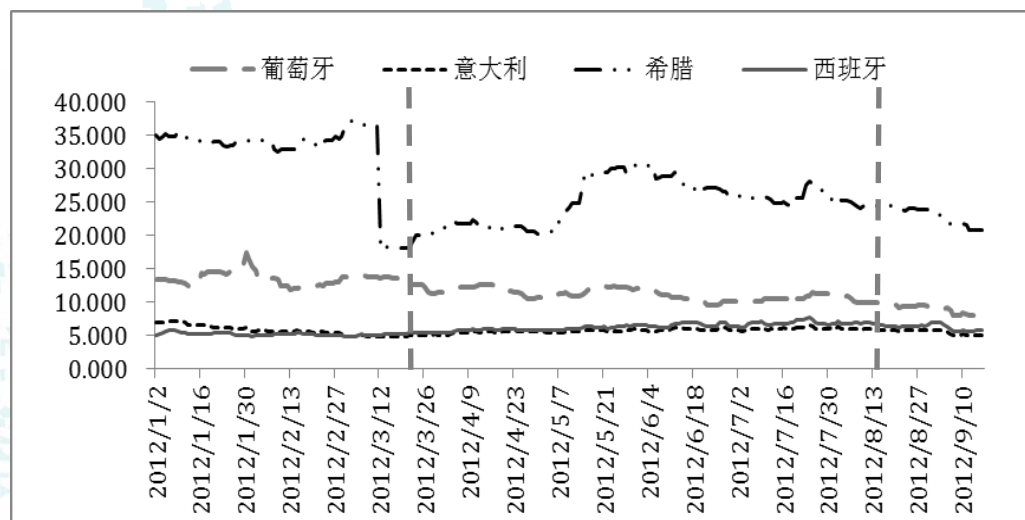


图 6 欧元区重债国 10 年期国债收益率

数据来源：Bloomberg。

（2）债券市场行情变化反映出欧债危机在近期已转危为安

在时间尺度上，2012 年的国债市场可以分为 3 个阶段（图 5 和图 7）。第一阶段从年初到 3 月中下旬。在经历了两轮 LTRO 操作之后，欧央行总共向欧元区释放了 1 万亿欧元的流动性，欧债危机暂时得以缓解。尽管希腊国债收益率依然高达 30% 以上，但是其违约风险已经明朗化，国际投资者对于欧债危机的整体判断趋于谨慎乐观，因此市场信心有所提升，投资者开始追逐风险资产，安全港国家国债市场投资的升温势头暂时停止。第二阶段从 3 月下旬到 7 月 24 日。希腊于 3 月 12 日完成的债务重组并没有消除希腊危机的根源，此后希腊愈演愈烈的政治危机致使国际社会对希腊退出欧元区的担忧与日俱增，投资者的避险情绪高涨，资金大规模涌入安全港国家。德、美、英、日四国的 10 年期国债收益率均跌破历史低点，希腊的 10 年期国债收益率再度超过 30%。第三阶段从 7 月 24 日到目前为止。欧央行行长德拉吉 7 月 24 日表示要坚定捍卫欧元，市场信心开始恢复。特别是 9 月 6 日欧央行宣布将实施直接货币交易，从而可以无限量且无优先权地在二级市场购买符合条件的重债国国债，这迅速提振了市场信心，避险资金从安全港撤离，德、美、英、日等国债券收益率攀升，欧元区重债国债收益率大幅下降。

OMT 的推出实际上意味着欧央行公开宣布承担“最后贷款人”职责，将不惜一切代价保卫欧元，这是在短期内实施危机管理、稳定金融市场的最重要手段，并为欧元区推进改革赢得宝贵的时间。于此同时，欧元区财政契约、银行业统一监管等长期改革措施都在稳步推进。可以认为，欧债危机的短期风险已经基本缓解，欧元区形势出现重大转机。国际债券市场的变化正是反映了这样的市场预期。

（3）未来长期国债市场展望

在欧元区危机治理获得重要进展的背景下，国际资本的风险偏好将会获得稳定的提升。尽管会有短时波动，但是可以预计，德、美、英、日等安全港国家长期国债收益率将在 2013 年总体出现上升趋势，重债国长期国债收益率则会保持平稳甚至继续下行。但是，发达国家的经济复苏依然乏力，高信用评级的金融资产减少，而不断推进的新国际金融监管体系对银行体系资产的安全性有较高要求，因此，全球安全资产将会保持供不应求的局面，长期国债仍是国际投资者的重要选择。

2. 国际负债证券市场

从 2011 年 6 月至 2012 年 6 月的一年时间里，国际负债证券的融资规模呈轻微下滑趋势，从 2011 年第三季度的 29.67 万亿美元降至 2012 年第二季度的 28.94 万亿美元。这一方面反映出欧债危机在 2012 年上半年的严峻形势，另一方面也受到全球经济复苏艰难的影响。从发行国家来看，发达国家在绝对量上依然拥有明显优势，2012 年第二季度占据市场份额的 87.8%。但是，从增长趋势来看，发展中国家的市场份额从 2009 年第三季度开始呈现缓慢但是稳定的增长（图 7 左）。鉴于新兴市场国家中期内在经济增速方面将肯定超过发达国家，可以预计，在国际负债证券的市场份额中，发展中国家将保持增长态势。

从净发行额来看，从 2011 年第三季度至 2012 年第一季度，发达国家和发展中国家均出现高速增长，但是 2012 年第二季度发达国家受到欧债危机的深度拖累，市场信心急剧下滑，净发行额为-501 亿美元，而发展中国家依然实现 748 亿美元的净发行额（图 7 右）。

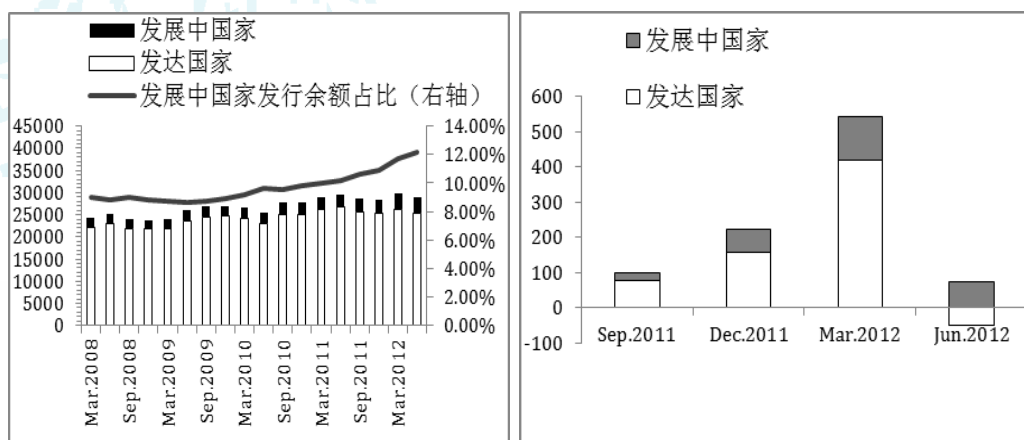


图 7 国际负债证券未清偿余额（左图，2008 年第一季度至 2012 年第二季度）及净发行额（右图，2011 年第三季度至 2012 年第二季度），单位：10 亿美元。

数据来源：BIS。

从币种结构来看，美元、欧元、英镑和日元依然拥有绝对优势，2012 年第二季度，以四种货币发行的国际债券和票据总共占据市场份额的 93.72%，其中美元和欧元份额分别为 42.34% 和 41.21%，这是 2003 年第四季度以来美元在市场份额上首次超越欧元（图 8 左）。由此可以看出，美元成为欧债危机的赢家。值得注意的是，以中国、巴西和俄罗斯等金砖国家货币发行的国际债券与票据近年来迅速增加，其未清偿额总

量从 2005 年第一季度的 29.0 亿美元猛增到 2012 年第一季度的 1346.9 亿美元，其中，人民币债券从 12.1 亿美元激增至 590.0 亿美元，在金砖国家中排名第一；巴西雷亚尔债券从 11.8 亿美元增加到 473.9 亿美元，俄罗斯卢布债券则从 4.0 亿美元增长到 244.5 亿美元（图 8 右）。^⑤从负债证券的货币结构可以看出，美元、欧元、英镑和日元依然是国际证券市场中的主导货币，但是，以人民币为代表的新兴经济体货币正在快速增长。未来的国际负债证券市场上，新兴经济体发行的本币债券将成为一大亮点。

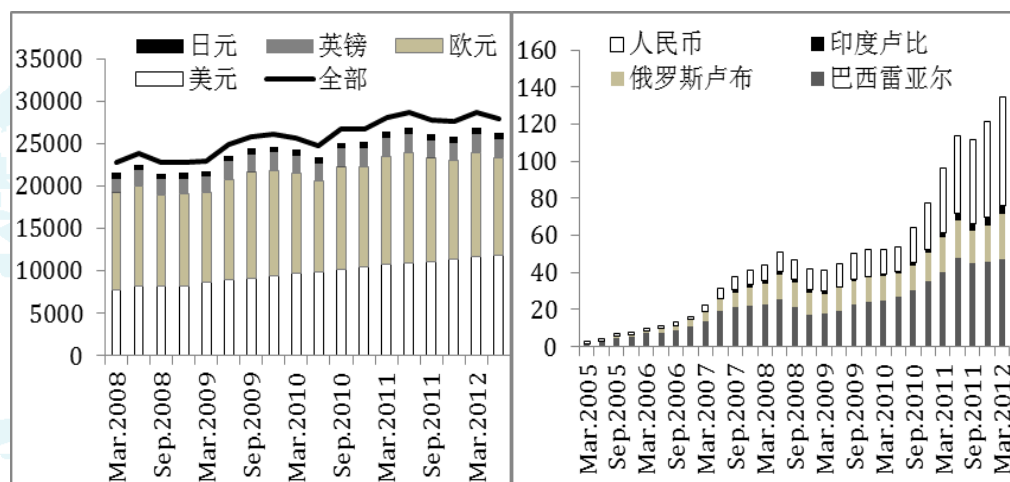


图 8 国际债券与票据的币种结构

数据来源：BIS。

3. 全球股票市场

(1) 全球金融市场中股市风景独好

在 2012 年的全球金融市场中，股市表现出最大亮点。截止 2012 年 9 月 28 日，除中国外，全球主要股票市场呈现普遍上扬态势，尤其是德国和印度表现非常强劲，德国以 22.34% 的涨幅位列全球首位，印度股市的涨幅达到 21.40%。美国、印尼和南非也获得了超过 10% 的增长。甚至连债务危机最为严重、至今尚未返回中长期国债市场的希腊，还创造了 8.63% 的增长率（图 9）。

^⑤文中仅列举中国、印度、俄罗斯和巴西四个金砖国家。BIS 数据库中并没有南非的相关数据。

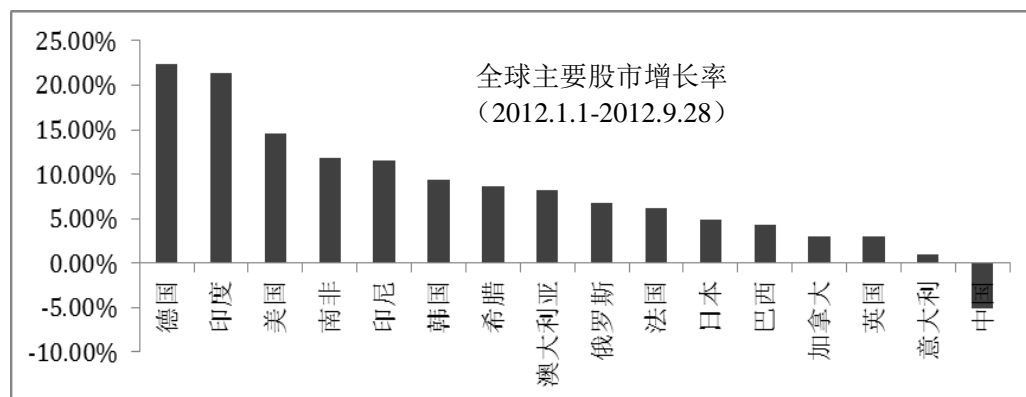


图9 全球主要股市增长率

数量来源：WIND。

(2) 基本面和货币因素共同支撑股市繁荣

全球股市在 2012 年的普涨行情，既有一定的基本面支撑，也存在明显的货币因素。

德国股市的牛市行情与基本面有密切关联。德国虽然身处债务危机严重的欧元区，但一直以来保持着很高的经济竞争力和较低的财政赤字水平，加之 2012 年德国出口保持稳步增长，在一季度环比增长 1.7% 的基础上，二季度又实现 2.5% 的环比增长，成为股市上扬的重要推动力。美国股市的良好表现同样具有基本面的支撑，即美国经济的温和增长，房地产、银行和部分高科技企业利润的持续提升。日本股市一季度 19.26% 的大幅上扬，也和日本灾后重建的刺激效应明显相关。

但是，全球央行的量化宽松政策以及国际资本的安全港效应也是推动 2012 年全球股市上涨的重要因素。去年底以来，发达国家轮番推出量化宽松政策，充足的流动性导致投资者对某些国家股票市场的热烈追捧。全球股市 2012 年一季度的涨幅显著超出之后的 2 季度，其原因就在于欧央行从 2011 年底至 2012 年 2 月份实施的两轮长期再融资操作释放了 1 万亿欧元的流动性。2012 年 9 月 13 日美国 QE3 推出以后，第二天全球主要股市就出现普遍上扬，英国、法国和德国等欧盟成员国的股指纷纷上涨到 14 个月来的新高，英国 FT100 指数单日上涨 1.64%，法国巴黎 CAC 指数上涨 2.27%，德国法兰克福 DAX 指数上涨 1.39%，俄罗斯 RTS 指数上涨 4.9%。可以清楚地看出，货币因素是 2012 年全球牛市的重要推手。

印度和巴西的股市上涨也是与国际资本流入高度相关的。2011 年印度股市以 24.6% 的跌幅成为全球倒数第一，而 2012 年前 3 季度，印度股市一跃赢得全球增长排

名第二的宝座，这并不是基本面因素能够解释的。印度政府在今年 1 月份宣布，允许符合资质的海外个人投资者直接对印度股市进行投资。此前，只有合格的机构投资者才能投资印度证券市场。印度政府希望借助资本市场的进一步对外开放来扭转欧债危机产生的国际资本流出。目前看来，此举产生了显著效果。2012 年前三季度，南非股市上涨 13.68%，二季度的表现尤为优异，8.37% 的涨幅在全球主要股市中位列榜首。这主要是由于许多海外投资者通过南非股市参与非洲经济蓬勃兴起的内需商机，造成了国际资金的持续流入。据统计，今年以来流入南非的股票基金金额达到 18.2 亿美元，占总规模的 3.8%，其比例居各单一市场基金之最。

(3) 未来全球股市展望

可以预见，全球央行的量化宽松政策将助推大宗商品和资产价格加快上涨，未来全球股市可能成为宽松流动性的主要受益者。同时，欧元区危机治理在近期表现出来的重大转折也提升了投资者的风险偏好。如果欧央行承诺的无限量购债计划能够有效实施，欧元区金融市场的稳定性就能获得持续性的支撑，国际资本将有可能从安全港资产部分撤离并流入高收益的股票市场^⑥。上述因素都成为 2013 年股市的利好因素。但是在 2013 年，作为支撑股市长期繁荣的基本面因素却并不乐观。欧元区经济增长的速度十分缓慢，美国则面临“财政悬崖”等不确定性问题。中国、巴西与俄罗斯等新兴经济体短期内的经济增长势头显著放缓（中国股市在 2012 年前三季度 5.15% 的下跌，俄罗斯与巴西在第二和第三季度出现的 3.39% 和 4.19% 的负增长，主要都是受到经济增速显著回落的拖累）。IMF 已经于 2012 年 10 月下调对 2013 年全球经济增长的预测至 3.6%。此外，欧元区的危机治理措施一方面虽然缓解了重债国的融资困境，消除了市场恐慌，但是财政契约与银行业联盟的推进都将在欧元区形成实质性的财政风险分担机制，以德国为代表的欧元区北部国家能否在背负南部国家沉重债务的同时，继续维持较高的经济增长，也是一个未知数。因此，对于 2013 年的全球股市，只能保持谨慎乐观的态度。

^⑥欧央行承诺的直接货币交易是有条件的，其用意一方面在于稳定市场信心，另一方面迫使重债国推动改革。如果西班牙等重债国不接受欧央行的条件，直接货币交易也不会实行。因此，欧央行和重债国之间存在着博弈。如果直接货币交易无法顺利实施，仍有可能引起国际金融市场的短期波动。

4. 全球外汇市场

(1) 美元短期升值趋势似已发生逆转

2011年，伴随欧债危机的不断深化，美元安全港效应开始显现。从2011年8月开始，美元进入短期升值通道。截止2012年7月23日，美元累计升值13.6%。但是，从7月24日开始，在欧央行承诺无限量购买国债导致欧元区金融市场迅速企稳之后，美元兑世界主要货币开始出现贬值趋势，至9月29日，美元指数下跌5.1%（图10右）。

从2001年开始，美元就进入了贬值通道，这是由美国整体经济实力的衰退和严重的双赤字造成的，可以说是一种中长期趋势（图10左）。但是，每当出现严重的国际金融危机，美元就会成为避风港，在国际资本的追捧下出现显著的升值趋势，这在2008年全球金融危机爆发以及2011年欧债危机加剧时期都表现得十分明显。从2012年7月底开始，欧债危机出现重要转机，金融市场的信心迅速增强，美元的避险价值下降，这可能将导致美元重返中长期的贬值通道。

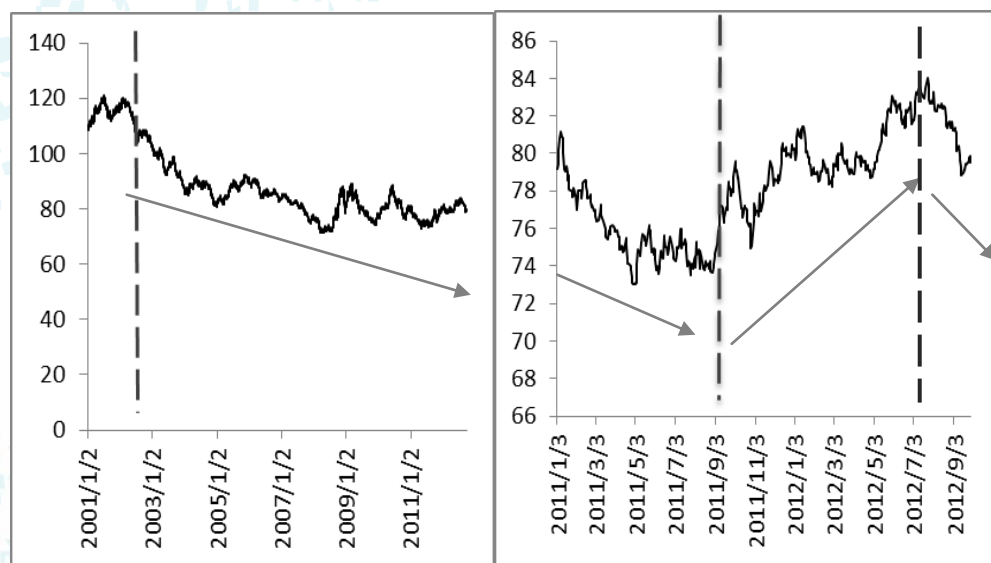


图 10 美元指数（左图：中长期贬值趋势，2001.1.3-2012.9.28；右图：欧元区危机时期的波动 2011.1.3-2012.9.28）

数据来源：WIND。

从美元对西方主要货币的汇率变化情况来看，美元兑欧元、英镑和瑞郎的显著贬值趋势均从2012年7月24日开始，即欧央行行长德拉吉公开表态采取一切措施保护欧元之后。从7月24日至9月29日，美元兑欧元、英镑和瑞郎分别贬值6.21%、4.07%、

5.62%。由于日本身处亚洲，受欧债危机影响较小，因此美元兑日元的贬值早在 2012 年 3 月就已经开始，从 3 月 14 日的高点到 9 月 29 日，美元兑日元贬值 6.84%（图 11）。



图 11 美元对西方主要货币的汇率变化趋势（2011.1.1-2012.9.29）

数据来源：WIND。

从名义有效汇率的变化趋势来看（图 12），发达经济体当中英镑和瑞郎在 2012 年始终保持显著的升值趋势，欧元则受欧债危机影响遭遇明显贬值，而美元和日元走

势相近，均在7月发生趋势扭转，之前升值，之后贬值。在金砖国家中，俄罗斯、印度、巴西和南非四国名义有效汇率走势较为相近，均在5至6月以前显著贬值，之后出现升值，其中印度、巴西和南非经历一段升值后再度小幅贬值。中国的人民币名义有效汇率走势相对平稳，年初有轻微贬值，3月至7月小幅升值，8月份又有轻微贬值。如果按照名义有效汇率的升值和贬值来划分，则全球主要货币可以分为两大阵营：瑞士、英国、俄罗斯、南非、中国和美国为货币升值国，而日本、印度、欧元区和巴西则属于货币贬值地区（图13）。

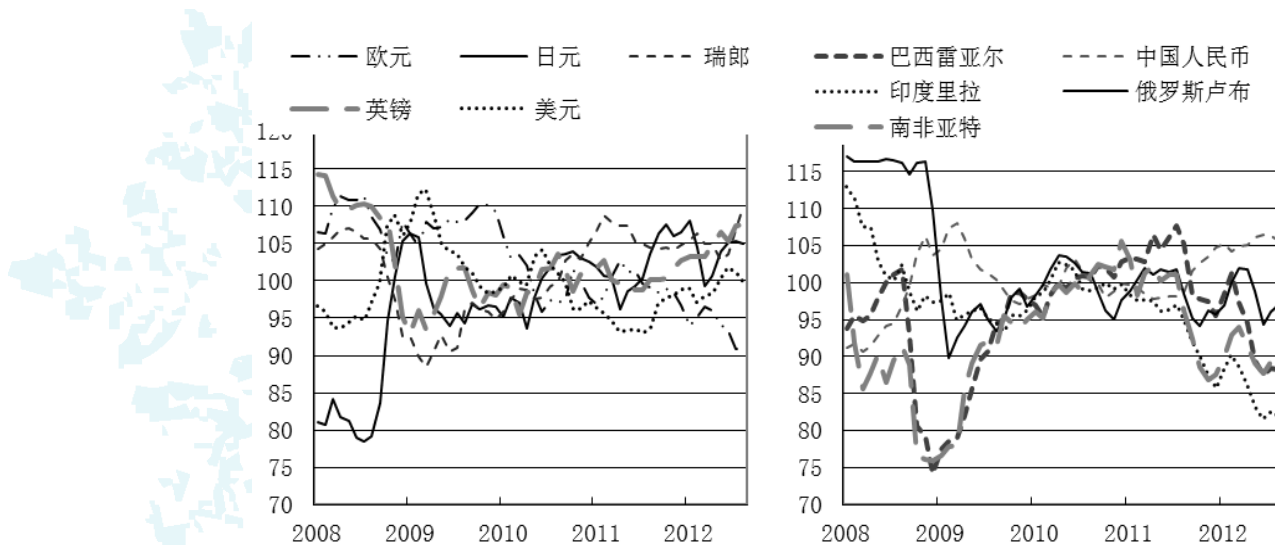


图 12 主要货币名义有效汇率^⑦（2008 年 1 月-2012 年 8 月）

数据来源：BIS 数据库

^⑦此处采用直接计价法，有效汇率上升意味该货币升值，反之亦然。

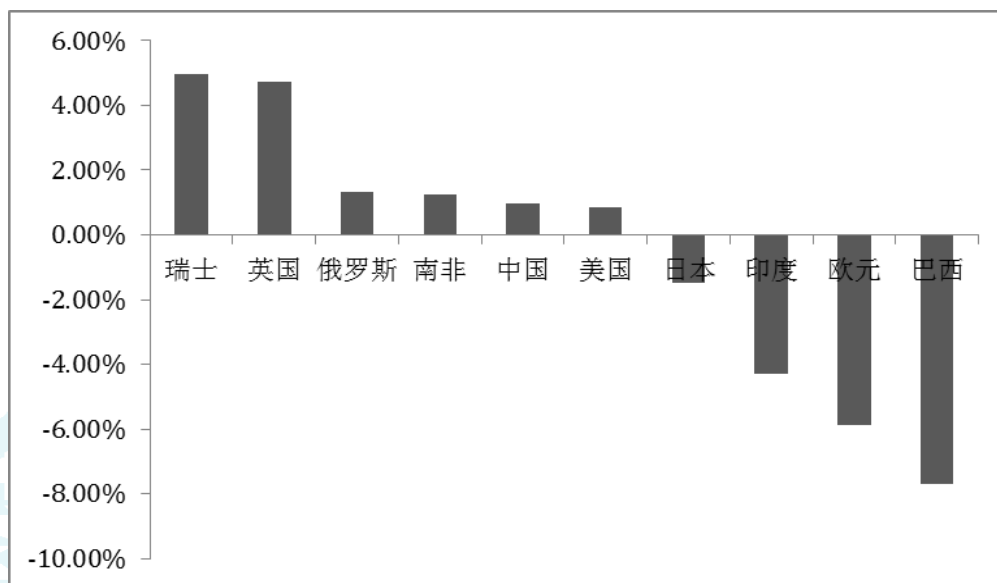


图 13 主要货币名义有效汇率变化幅度（2011 年 12 月-2012 年 8 月）

数据来源：BIS 数据库。

（2）未来汇市走向

伴随欧元区危机治理的重大进展，货币的安全港效应正在显著下降，瑞郎、英镑和美元的升值趋势将得到有效抑制，美元有可能重新落入中长期的贬值通道，而欧元将会走出持续贬值的阴影。但是，由于全球经济复苏乏力，各国政府为增强自身的出口竞争力，有可能在 2013 年对汇率实施干预。

五、总结与展望

2012 年的国际金融市场受到欧债危机和全球流动性过剩的双重影响，其中又以欧债危机成为全球金融风险的主要来源。欧元区在债务危机、银行危机和政治危机的三重因素困扰下，度过了近年来最艰难的一段时光。

从 2012 年 4 月到 7 月，由于希腊政治危机引发的欧元区破裂的担忧急剧上升，希腊站到了峭壁边缘，国际资本史无前例的安全港效应是这一时期市场恐慌情绪的最清晰表征。在此危急时刻，财政契约、银行业联盟和欧央行承担最后贷款人等重大改革与救援措施相继出台，终于在 2012 年 7 月底之后扭转了欧元区形势，国际金融市场的严重恐慌情绪得以消除。尽管未来欧元区国家间的政治博弈依然会拖累其危机治理和经济一体化进程，甚至还可能导致一定程度的短期市场波动，但是，近期内欧元区解体的风险已消除，其经济一体化进程取得了较大进展，因此，总体来看，2013

年欧债问题对国际金融市场造成的冲击将明显减弱。

影响未来国际金融市场走势的是全球经济的艰难复苏和流动性过剩。2012年10月，IMF下调了对于全球经济增长的预测，预计2013年发达经济体增长1.5%，新兴经济体增长5.6%，分别比7月份的预测下调了0.3和0.2个百分点。在较为黯淡的全球经济增长背景下，各国实体经济部门的融资需求有限，投资者的风险偏好也难以有大幅提升。由此可以预计，2013年，欧元区银行业的去杠杆化进程将持续，投资者对以中长期国债为代表的资产仍然有较强需求（但是会比2012年有显著下降），国际债券市场仅能获得小幅增长，股市的上涨将主要由过剩流动性支撑。美元将重返中长期贬值通道，日元、瑞郎和英镑等安全港货币的升值趋势也将受到抑制，欧元的贬值趋势有可能暂时停止^⑥。

可以肯定的是，金融全球化的步伐并没有因危机而终止，全球金融资源由发达经济体向新兴经济体的转移已经成为趋势。在金融资源重新配置的过程中，新兴经济体在国际货币金融体系中的话语权将逐渐提升，其金融产业将获得重大的发展机遇。

【参考文献】

- [1] BIS (2012) Quarterly Review: International Banking and Financial Market Development, September 2012.
- [2] BIS (2012a) 82 Annual Report, 2012.
- [3] IMF (2012a) Global Financial Stability Report - The Quest for Lasting Stability, April 2012.
- [4] IMF (2010b) Global Financial Stability Report- Restoring Confidence and Progressing on Reforms, October 2012

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。

^⑥欧元汇率的变化趋势具有很强的不确定性。短期内，由于欧元区解体的风险消失，欧元贬值趋势会暂时停止。但是，由于经济复苏的艰难，以及财政赤字货币化，欧元币值在中期内缺乏坚实的支撑。