

2016 年国际金融形势回顾与展望*

摘要：2015-2016 年全球经济复苏乏力，各国货币政策保持分化，在新兴市场利率总体保持平稳上升的同时，美联储在 2015 年 12 月首度加息，直到 2016 年 12 月，才进行了第二次加息。与此同时，欧元区和日本等却步入负利率通道，这些变化对全球金融市场产生重大影响，而其对实体经济的影响却十分不确定。国际投资者风险偏好下降，新兴市场金融脆弱性增加。发达国家历史性地出现大规模负收益率国债，约占其政府债券市场规模的 1/3，这成为 2016 年全球债券市场首次出现的重要特征。全球股市在 2016 年极度宽松货币政策和大宗商品价格回升的双重力量推动下，总体上升势头超过 2015 年，但是后劲不足。美元对主要经济体货币贬值则是 2016 年外汇市场的主旋律，但是，伴随美联储 2016 年 12 月的加息政策落地，美元会出现一段时间的升值，并对新兴经济体产生资本外流的压力。

* 本文选自《世界经济黄皮书：2017 年世界经济形势分析与预测》。

如何化解全球金融风险，防范新一轮危机的爆发，将是 2017 年世界经济面临的挑战。

关键词：国际金融风险；国债市场；全球股市；外汇市场

Abstract: The global economic recovery was still weak from 2015 to 2016, with the divergence of monetary policies among major countries. The Market interest rate of emerging economies has keeping steady rise. The US raised its interest rate at the end of 2015, but the further rise has been delayed again and again. By contrast, Japan and some European countries adopted negative interest rates in 2016, which exerted a significant impact on the global financial market but did not have a notable effect upon the real economy. As a result, the risk preference of international investors declined and the financial fragility of emerging economies rises. It is the most important feature for the global bond market in 2016 that the yield of long term government bonds of Japan and some European countries goes negative. The global stock market performed better in 2016 because of extreme monetary policy and the rise of commodity prices. The appreciation of US dollar is the mainstream in the global foreign exchange market in 2016. How to prevent a new financial crisis is a key challenge facing the world in 2017.

Key Words: International financial risks, bond market, equity market, foreign exchange market

在《2015 年国际金融形势回顾与展望》中，我们认为 2016 年间主要发达国家总体的低息环境不会改变，新兴市场国家金融风险显现，全球金

融市场持续动荡。[†]截至目前的情况证明了我们当时的判断。本文首先分析 2015-2016 年间国际金融市场变化的风险因素，然后分别分析全球债券市场、股票市场和外汇市场走势、原因并对未来发展进行预测，最后是总结和展望。

一、国际金融风险

在全球经济复苏乏力和通胀普遍低迷的形势下，各国持续采用刺激性货币和财政政策。然而进入 2016 年，主要国家的货币政策的效力显著降低，国际金融市场反复动荡，主要国家 10 年期国债收益率不断降低，全球信贷收缩，外汇市场剧烈波动，新兴市场低迷的增长和激增的负债进一步加大了整体的金融脆弱性。总体看，影响国际金融市场的主要因素和风险包括如下几个方面。

首先，全球货币政策持续宽松，央行资产继续膨胀。

2015 年世界经济复苏低于预期，而主要国家货币政策持续分化，市场一直关注加息动向。2008 年至 2015 年美联储一直将联邦基金利率维持在 0-0.13% 的水平。在 2015 年 12 月中旬美联储终于结束了保持了 7 年之久的利率水平，将联邦基金利率调高至 0.25%。然而美联储加息并没有带来广泛的加息潮，相反，进入 2016 年，在主要国家经济增长不断被调低、通货膨胀远低于目标的情况下，欧洲和日本等国家进一步推行宽松货币政策。如图 1 所示，2016 年 2 月，欧央行将再融资利率从 0.05% 再度下调为 -0.1% 的超低水平。丹麦、欧元区、瑞士、瑞典和日本中央银行的名义政策利率均步入负利率通道。同时，欧央行实施一系列新的资产购买计划，将非金融公司债券也纳入其资产购买计划范畴。日本中央银行的再贴现率也调低至零的水平，并在年初加强了其质、量并举的宽松政策（QQE）。

大量的资产购置，使得主要国家中央银行的资产负债表急剧膨胀。比如，美国、欧元区和日本的中央银行资产占 GDP 比重分别从 2007 年第 4 季

[†]高海红、陆婷（2015）《2015 年国际金融形势回顾与展望》，载于《世界经济形势分析与预测》张宇燕主编，社科文献出版社，2015 年出版。

度的 6.15%、16.07%和 21.70%，增加为 2015 年第 4 季度的 25.00%、76.72% 和 26.62%。到 2016 年 4 月，主要发达国家中央银行资产已经增至 11.15 万亿美元，普遍接近历史高位。与此同时，新兴市场国家中央银行资产规模也超过危机前的水平(图 2)。通胀低于目标水平以及大宗商品价格下降，为澳大利亚、加拿大等中央银行提供了保持低利率的空间。

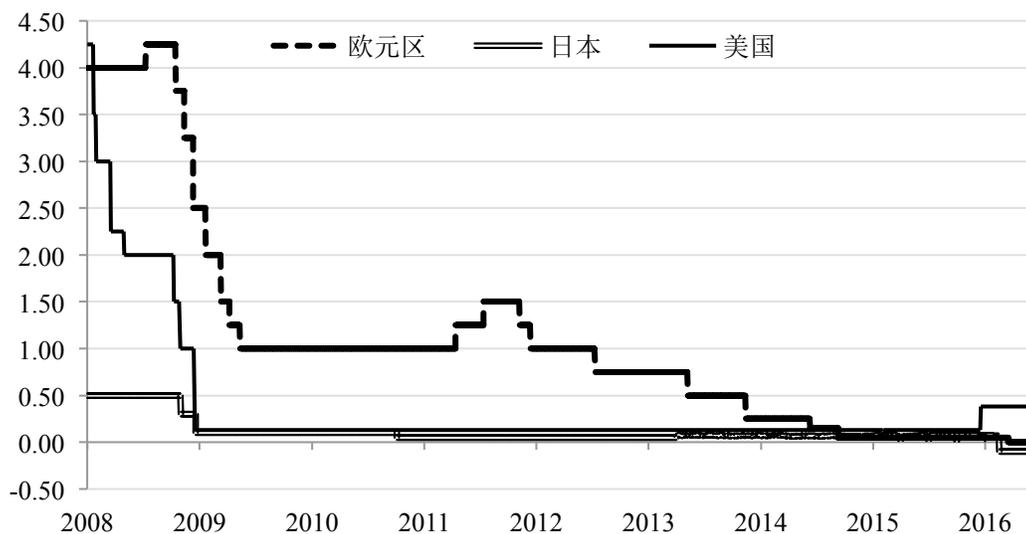


图 1：主要国家和经济体的政策利率走势（%）

数据来源和说明：这里的政策利率分别指欧洲中央银行的再融资利率；美联储的基金利率；日本中央银行的基本贴现率。数据来自国际清算银行数据库。

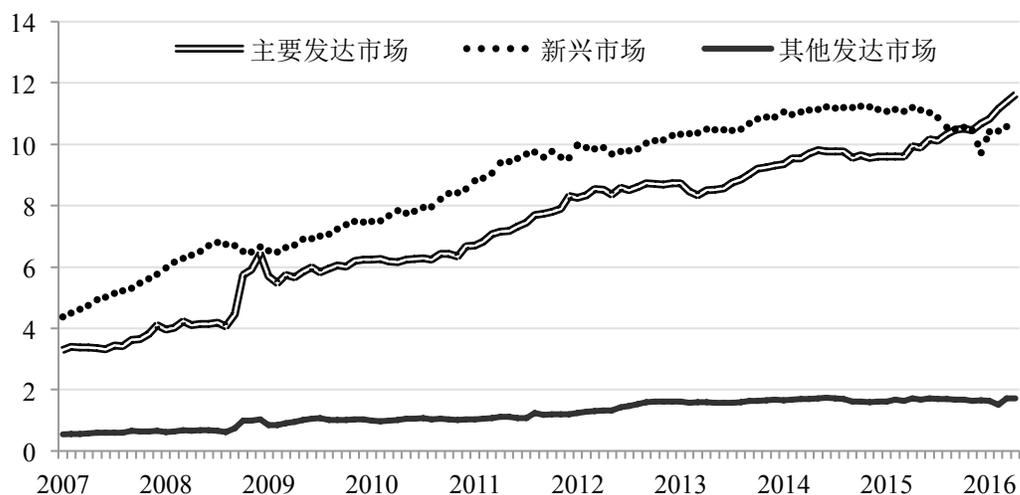


图 2：中央银行资产规模（万亿美元）

注释和数据来源：主要发达国家指 G7 国家。国际清算银行数据库。

其次，市场波动率在高水平徘徊，全球流动性有所收紧。

市场波动率是衡量市场风险偏好和流动性松紧的重要指标之一。从图 3 可见，反映未来 30 天市场波动性的芝加哥期权交易所市场波动指数(VIX)在危机爆发期间（2008 年雷曼倒闭、2012 年欧债危机）急剧上升，表明市场流动性收缩，投资者风险偏好下降，资金流向国债等安全资产。总体看，后危机时期市场波动率上下起伏，从 2015 年后半期开始在高位徘徊，表明流动性有进一步收紧的势头。国际银行信贷额出现大幅度收缩，对非银行的信贷增长从 2015 年 3 月的 11% 经过数月减速到 2%。对银行的信贷增长也出现下降的态势。从 2015 年第 3 季度到年底，国际银行信贷未清偿额从 32.6 万亿美元减少至 26.4 万亿美元。从地域分布看，发达市场和新兴市场的国际银行信贷都出现了收缩。

此外，包括股权、期货和外汇市场在内的全球主要金融市场的波动率在经历了从 2012 年至 2014 年平缓波动之后，从 2015 年开始有所上升，进入 2016 年更是在高水平上波动。这反映出市场避险情绪增高。股市、债市、汇市以及商品期货等主要市场对上述因素变化异常敏感（图 4）。在全球经

经济增长乏力，尤其是新兴市场增长减速，主要国家货币政策分化，一些国家步入负利率通道的情况下，外汇市场表现异常动荡，美元对其他货币普遍升值，而其他主要货币之间出现竞争性贬值势头。在这样的情况下，资金不断流向相对安全的国债市场。2016年主要国债收益率连创新低。2016年2月9日，日本10年期国债收益率低至-0.007%，这是10年期国债收益率首次出现负值。由于债券价格与收益率呈反比，收益率创新低表明价格高企，反映出投资者避险情绪高到宁愿损失利润也不愿意承担风险。

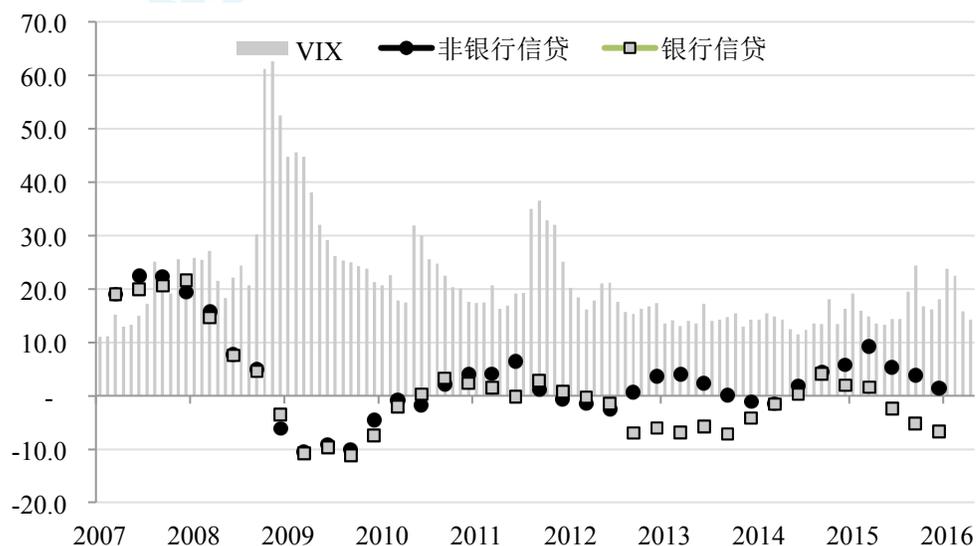


图 3：全球流动性变化（年变动率，%）

数据来源和说明：VIX 指芝加哥期权交易所市场隐含波动指数。本统计仅限于国际清算银行报告银行，仅限于国际银行的信贷。非银行信贷指银行对非银行的债权；银行信贷指银行对银行的债权。来源：国际清算银行数据库 Global Liquidity Index, June 2016。

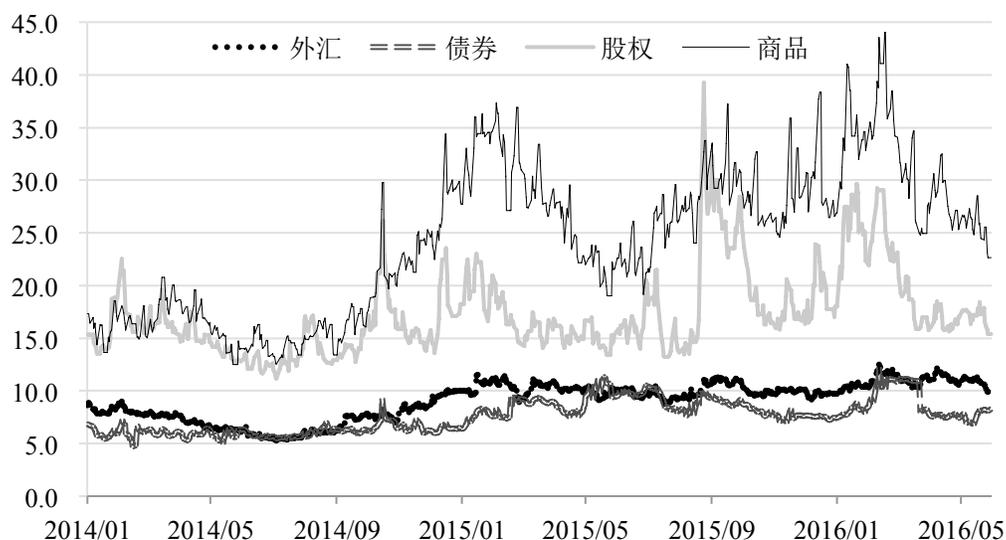


图 4：主要市场隐含波动率(2014 年 1 月 1 日至 2016 年 5 月 30 日，单位为基点)

数据来源：国际清算银行数据库。

再次，新兴市场金融风险上升。

由于各国货币政策分化的作用，外汇市场上新兴市场货币普遍对美元贬值，这些国家也出现了资本外流的态势。如前所述，全球信贷增长率普遍收缩，而其中，由于普遍的经济减速，新兴市场的国际信贷增长从 2014 年第 4 季度开始缩减，2015 年以来缩减加速，致使 2016 年第 1 季度出现了-2.3%的增长。图 5 表明，拉美地区新兴经济体国际信贷的紧缩程度最大，是造成新兴市场整体萎缩的主要源头。

值得指出的是，在债务水平整体提高的情况下，新兴市场对国际金融市场美元负债（债券和贷款）基本保持上升势头。图 6 显示，在全球市场上，美元债券和贷款额远远高于欧元和日元债券和贷款额，在 2015 年以来，美元进一步拉开与欧元和日本的距离。到 2016 年第一季度，美元债券和贷款发行额达到 7.86 万亿美元，而欧元和日元分别为 2.25 万亿和 0.34 万亿。这其中新兴市场国家所持有的美元负债达到 3.2 万亿，是全球美元负债的

主要持有者。在新兴市场国家货币相对美元普遍贬值的情况下，新兴市场国家的美元负债也急剧增加，这无疑增加了这些国家的金融脆弱性。

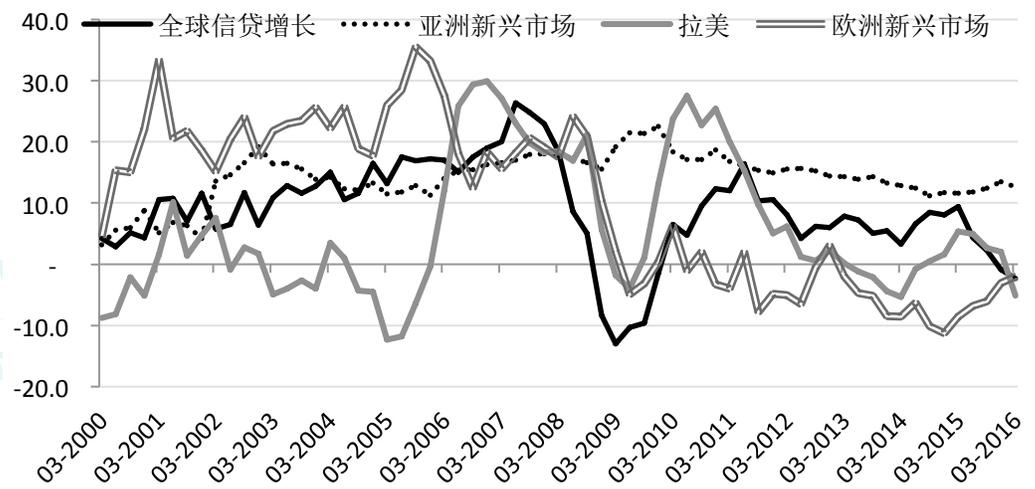


图 5：新兴市场国家跨境银行信贷增长（年率，%）

数据来源：国际清算银行 Global Liquidity Index, September 2016, 数据库。

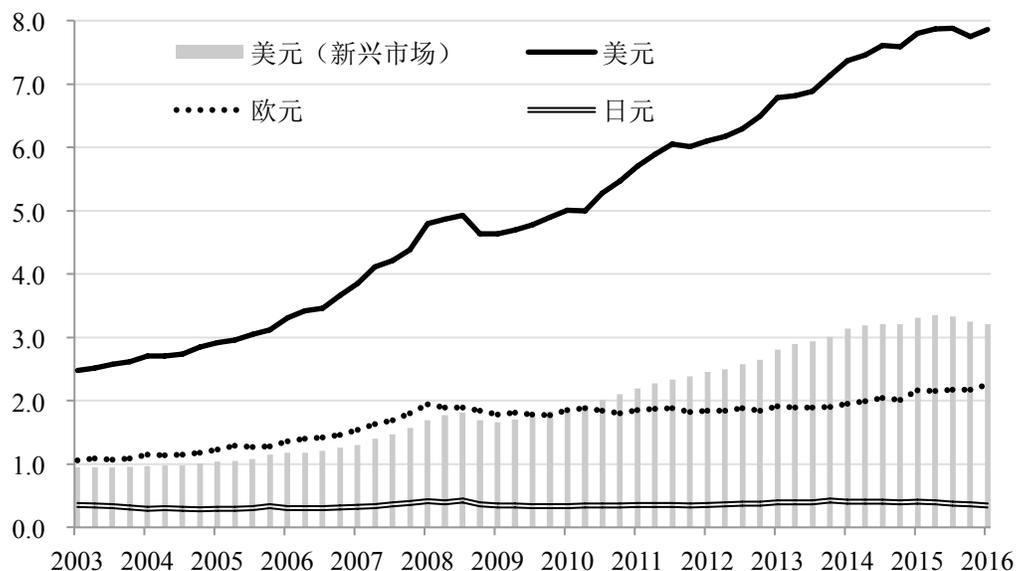


图 6：国际负债证券发行和银行贷款的货币构成（万亿美元）

说明和数据来源：BIS Quarterly Review June 2016; BIS Quarterly Review September 2016，数据库和作者计算。

展望未来，美联储于 2017 年继续加息的概率已经显著增强。美国国内增长、就业和通胀指标变化是决定美国货币政策走向的决定性因素。然而，伴随全球货币政策溢出增强，任何一个国家在调整货币政策的时候必须考虑外部环境、其他国家货币当局的反应等因素。这一所谓的将外部因素内部化的趋势，增加了单个国家调整货币政策的难度，也增加了政策走势的联动效应。通胀持续低迷的前景将为除美国外的主要国家延迟货币政策正常化提供借口，负利率可能还将持续一段时期。然而，负利率对宏观经济的传递效果并不明确，短期货币市场，外汇市场的影响相对显著，而如何传递到实体经济，其效力却仍然不显著。[‡]如果在低息持续的同时央行资产负债表进一步扩张，市场担心的央行印钞购买国债的“直升机撒钱”式解决方案，对经济的影响则会有更大的不确定性。

[‡] BIS (2016) “86th Annual Report, 2015/16”, June, 2016.

新兴市场国家将持续面临货币贬值压力，在经济下行、美联储持续加息概率增高的作用下资本外流压力也将不断增加。尤其是美元负债将深受汇率变动和货币政策调整的影响，这将增加进一步增加新兴市场的金融风险。在国内债务水平大幅度上升的困扰下，非金融机构（企业）负债大幅度增加，外部金融风险的变动将对国内金融稳定甚至实体经济进一步下行带来压力，这将使新兴市场对资本流动的管理更加谨慎。

二、 全球债券市场

全球长期国债市场

近两年发达国家的长期国债市场表现出两个典型特征，一是债券收益率屡创历史新低，德国、日本、瑞士、荷兰等国的长期国债首次出现负利率收益；二是发达经济体债市变化呈现较高的同步性。

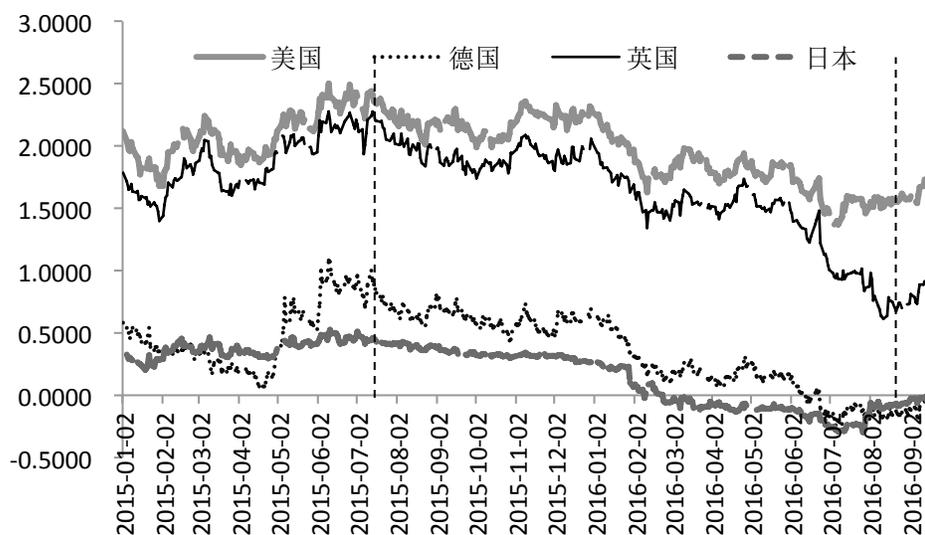


图7 美、德、英、日四国的10年期国债收益率

数据来源：Wind 数据库。

从2015年初至2016年9月中旬，主要发达经济体的债券市场可以划分为三个阶段。第一阶段，从2015年年初到2015年6月中旬，主要发达经济体国债收益率在波动中总体呈现上升趋势。这一阶段发达经济体的国

债市场基本受美联储公开市场委员会表态以及美国经济数据的指引，美联储对加息较为强势的表态和 1 月美国非农数据的回暖推动美、英、德、日四国的国债收益率在 2 月 3 日同时转入上升区间，其后在波动中总体都走出了上涨行情。第二阶段，从 2015 年 6 月中旬到 2016 年 7 月上旬的一年多时间里，发达经济体的国债收益率一路下滑，极度宽松的货币政策令日本和德国的 10 年期国债历史性地跌入负收益区间。第三阶段，2016 年 7 月份之后，由于美国经济的持续表现尚可，美联储加息预期逐渐上升，美、德、日三国国债利率又同步上扬。这一阶段的英国国债表现出短暂的特殊性。2016 年 8 月初，为了防止脱欧对英国经济造成负面影响，英国央行采取了激进的货币政策，一方面扩大 QE 规模，宣布在未来 6 个月增加购买 600 亿英镑国债，购债总额达到 4350 亿英镑，另一方面实现了 7 年以来的首次降息，将基准利率从 0.5% 降至 0.25%，这导致英国国债收益率出现了一段时间的下跌。但是从 8 月中旬开始，美联储的加息预期和英国经济的平稳表现终于将英国国债收益率扭转为上升态势。目前，主要发达经济体的国债市场都进入了收益率上升通道，预示着 1 年多来的债市行情可能会出现趋势性转折。

发达经济体的长期国债大规模地出现负收益率，是 2016 年全球债券市场的重大事件。2016 年 2 月 9 日，日本 10 年期国债收益率首次出现负值，为 -0.007%，从 2 月 24 日开始至 9 月 15 日，日本 10 年期国债一直维持负收益率，其中 7 月 29 日跌到 -0.297% 的最低值；而德国 10 年期国债则在 6 月 13 日首次跌破零点，为 -0.01%，从 6 月 24 日至 9 月 15 日一直呈现负收益率，最低达到 -0.24%。荷兰、瑞士的 10 年期国债以及法国和意大利的短期国债也同样落入负收益率区间。根据美银美林（Bank of America Merrill Lynch）的研究统计，截至 2016 年 7 月上旬，全球负收益率国债达到 13 万亿美元（约占发达国家政府债券市场规模的 1/3[§]），全球政府债券平均收益

[§]数据来源：作者根据 BIS 数据库进行的估算。

率已降至 0.67%**，两个数据均创历史最低纪录。

全球债券市场出现如此大规模的名义负收益率产品，是 2008 年金融危机后发达经济体的无奈选择，也是金融机构及各国政府面临的新事物和新挑战。负收益率债券市场的形成，源于发达国家的央行为了维持汇率稳定或者防范通缩、刺激经济增长而采取的激进货币政策，即央行针对商业银行的存款准备金或者超额存款准备金征收利息。2012 年 7 月，欧元区债务危机愈演愈烈，丹麦央行为了防止丹麦克朗兑欧元产生大幅升值，将商业银行在央行的 7 天定期存款利率调降为-0.2%，此后瑞士央行也采取了类似措施。2014 年，欧央行为了刺激商业银行贷款、防止欧元区出现通缩，将超额准备金的利率下调至-0.1%。2016 年 1 月，日本央行将超额准备金利率降至-0.1%。央行的基准利率变成负利率逐步影响了债券市场，欧洲和日本的国债收益率相继跌入负值。

负收益率债券的出现，意味着债券投资者要为债券发行者贴钱。为何金融机构要持有负收益率国债而非持有现金？原因主要有两点。首先，很多购买负收益率债券的金融机构，并非要把这些债券持有到期，而是预期未来某个时刻债券价格会上涨（即收益率会进一步下降）从而出售债券获得买卖价差。也就是说，在这些金融机构看来，购买负收益率债券也是有利可图的。其次，对于金融机构而言，大量持有现金也是有成本的，甚至是不安全的，他们必须要在无风险的负收益产品（要么是央行的存款准备金，要么是负收益率国债）中做出购买选择，从而不必为储存巨额现金而费尽脑筋。

2016 年 8 月以来，全球投资者逐渐感受到了债券收益率上升的些许动力。美联储加息预期逐步提升，欧央行每月 800 亿欧元购债行动将在明年 3 月到期，而行长德拉吉至今没有做出延长购债的承诺，英国经济的稳定性超过预期，脱欧的短期负面影响已经释放，这些因素推动发达经济体的国债收益率整体上扬。如果 2017 年美国持续加息变成现实，债券市场的负收益

**数据来源：美银美林官网 <https://www.ml.com/articles/follow-the-new-leader.html>

率格局将会发生较大幅度地改变。如果美国在 2017 年不再加息，债市的负收益则可能还会延续。

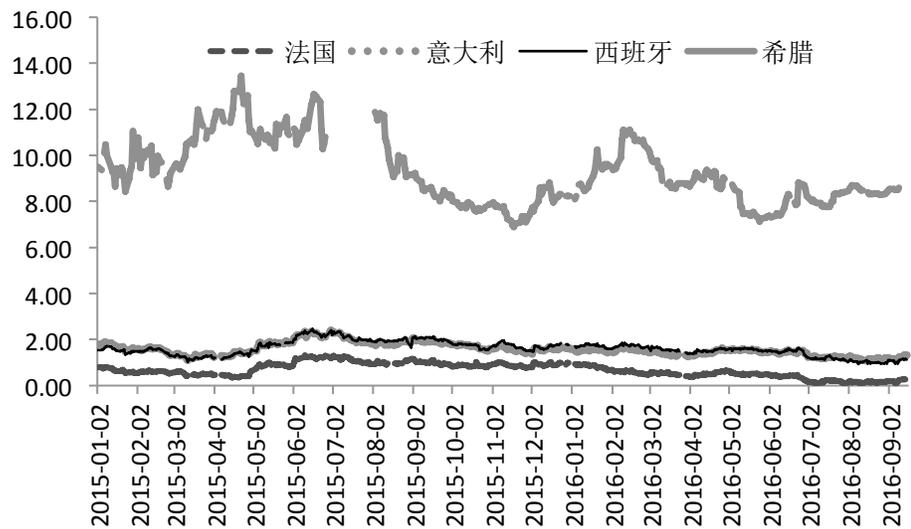


图 8 南欧四国 10 年期国债收益率

数据来源：Wind 数据库。

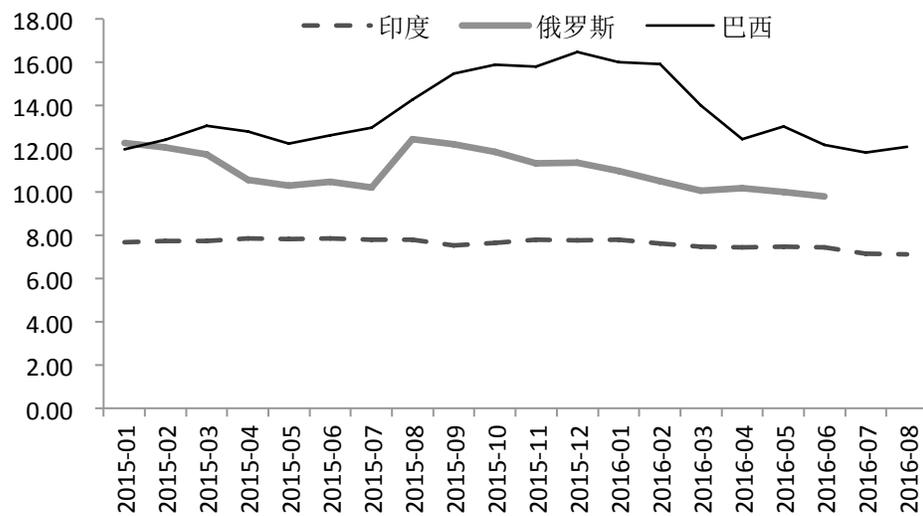


图 9 新兴经济体 10 年期国债收益率

数据来源：Wind 数据库。

南欧国家的长期国债尚没有出现负收益，但是除希腊以外，整体上也是在很低的水平上徘徊。西班牙和意大利的 10 年期国债收益率一直在 2% 左右爬行，法国的 10 年期国债收益率已经十分接近于 0。希腊极其特殊，其长期国债收益率远远高于其他欧盟国家，近年来一直在 7%-13% 的高位震荡，这样的收益率与印度和俄罗斯等新兴经济体很相近。可以说，从国债收益率的视角来看，希腊已经不属于欧盟的发达国家阵营了。

国际负债证券市场

2015-16 年度，发达经济体凭借历史累积优势，依旧保持了在国际负债证券市场上的绝对主体地位，而发展中经济体的份额继续呈缓慢上涨态势，其未清偿余额占比不断小幅攀升。

从总量比较来看，截至 2016 年第二季度末，发展中经济体未清偿余额占全球未清偿总额的 11.2%，较去年同期增长 0.6 个百分点，创历史新高。同时值得注意的是，从净发行额来看，发达国家经济体也正从金融危机的重创中复苏，2014 年第四季度至 2016 年第二季度，发达经济体国际负债证券净发行额累计高达 3975 亿美元，超越发展中国家 2673 亿美元的同期水平。

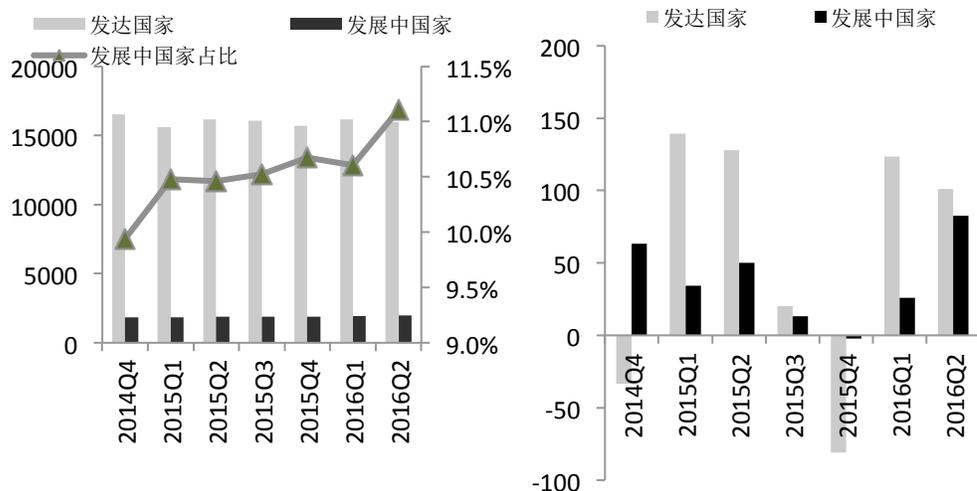


图 10：国际负债证券市场的未清偿余额（左）及净发行额（右），单位：10 亿美元。

数据来源：国际清算银行数据库。

从结构上看，一方面，得益于发达经济体完善的企业债券市场，自 2014 年第四季度以来，发达经济体的企业国际债券净发行额达 3477 亿美元，占各类债券净发行总额的 87.5%，而发展中经济体的企业国际债券净发行额仅为 606 亿元，和发达国家差距显著。另一方面，虽然发达国家正缓慢的从金融危机的打击中复苏，金融机构发债问题有所好转，净发行额达到 1270 亿美元，高于发展中国家 894 亿美元的水平，但是政府债券融资能力下降的问题仍然没有得到解决。受高政府债务的影响，发达国家政府国际债券净发行额为-756 美元，远远落后于同期发展中经济体 1178 亿美元的水平。

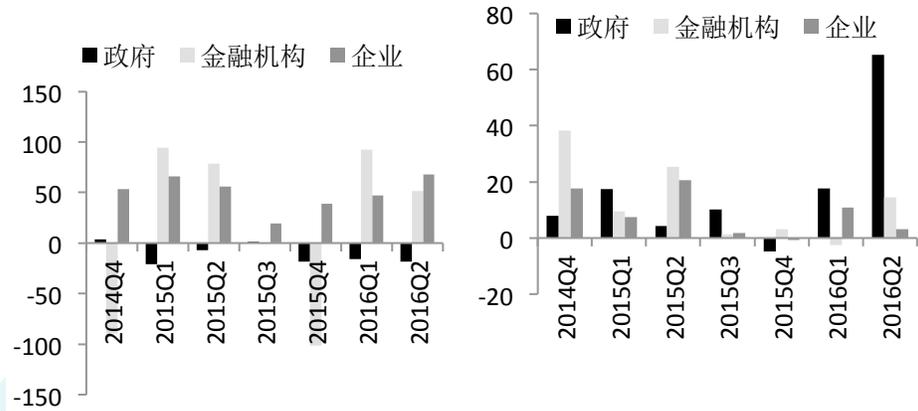


图 11：分部门国际负债证券净发行额（左图：发达国家；右图：发展中国家；单位：10 亿美元）

数据来源：国际清算银行数据库。

三、全球股票市场

2016 年，在全球主要国家货币政策依旧宽松以及大宗商品触底反弹的双重因素推动下，大部分国家股指上行，全球股市整体呈改善趋势，期间对股市扰动最大的因素为 6 月英国公投脱欧和美联储议息。

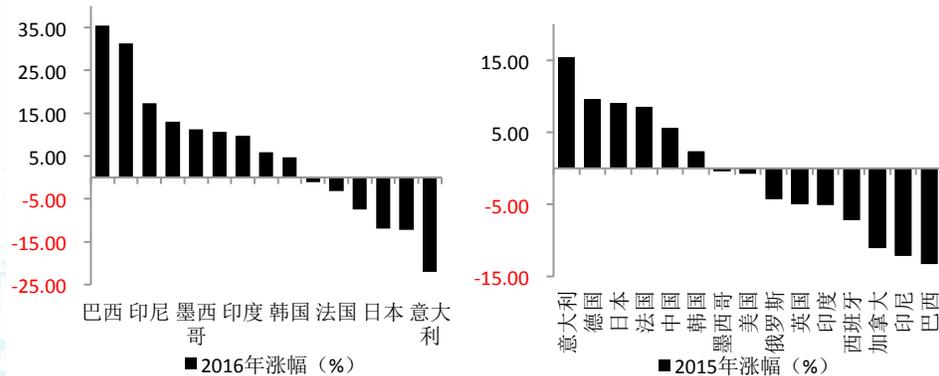


图 12：全球主要股市 2015 年和 2016 年的增长率

数据来源：Wind 数据库。

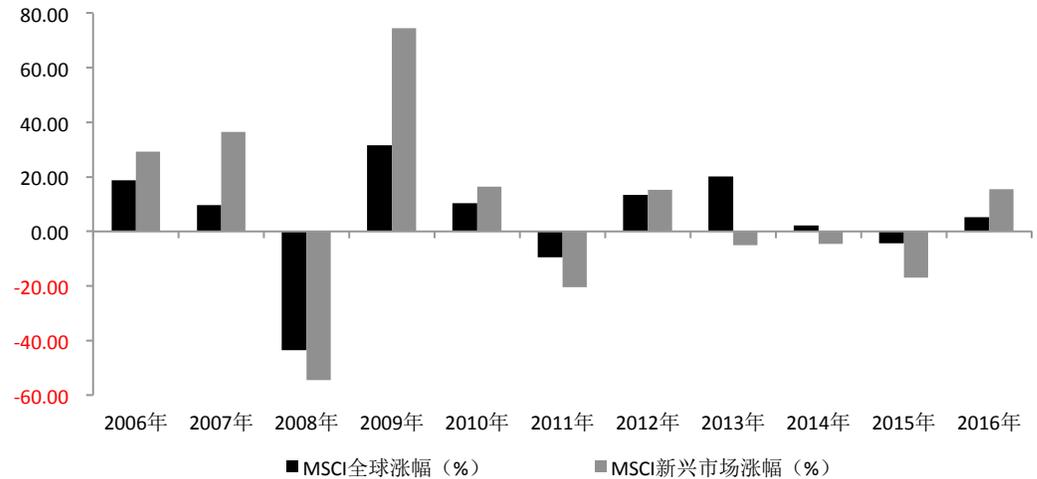


图 13：发达国家与新兴市场国家股指增长率比较

数据来源：Wind 数据库

截至 2016 年 9 月 24 日，在全球 15 个主要国家中，有 9 个国家在本年度实现了股票市场指数正增长，涨幅前 5 位的国家中有 4 个是新兴经济体；相比之下，2015 年有 6 个国家的股市实现正增长，其中只有中国一个新兴经济体（图 12）。2015 年，以 MSCI 全球指数^{**}衡量的发达经济体股市指数下跌了 4.26%，而新兴市场股市指数下跌了 16.96%；2016 年截至 9 月 23 日，新兴市场股市指数止跌上扬 15.53%，而 MSCI 全球指数上涨 5.17%，新兴市场股市反弹明显，表现好于发达国家，这是自 2013 年以来，新兴市场股市涨幅首次超过发达国家（图 13、14）。

以印度、印度尼西亚、墨西哥、巴西和俄罗斯为代表的新兴经济体股市在 2015 年表现颓弱，尤其是巴西和印尼全年跌幅都超过 10%，主要原因是受到新兴经济体 GDP 增速显著减缓、大宗商品价格下跌、国际局势动荡等多方面利空因素影响，全球投资者风险偏好回落，资金纷纷撤出新兴经

^{**}MSCI 全球指数包含 23 个发达经济体，涵盖了约 85% 的自由流通市值。MSCI 新兴市场指数涵盖了 23 个市场，覆盖其中亚洲新兴市场在指数中的占比达到 70.25%。

济体股市。但进入 2016 年后，利空因素逐渐消退，美联储频放鸽派言论、加息节奏放缓，上半年原油和大宗商品价格低位反弹，日本、澳洲、欧洲等发达国家采取极度宽松的货币政策，推动新兴市场股市走强。

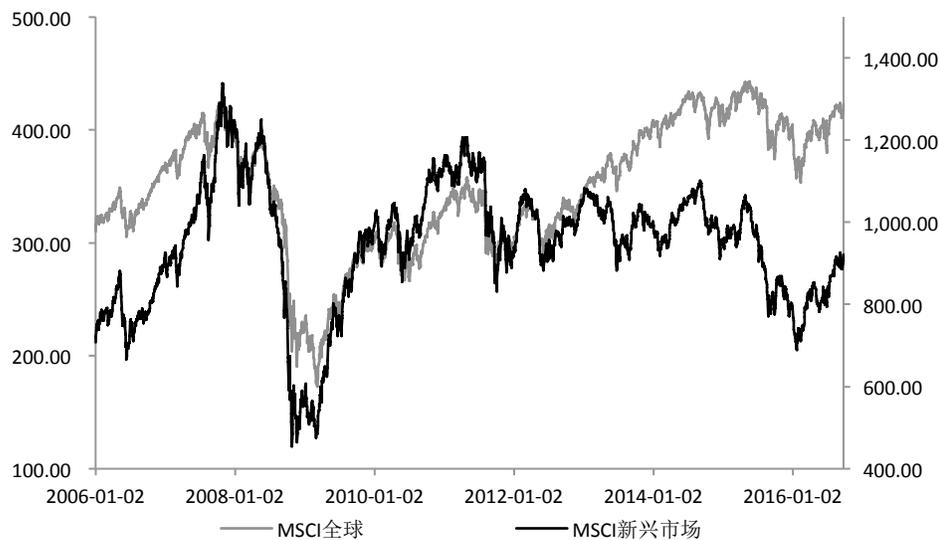


图 14：MSCI 全球和 MSCI 新兴市场走势

数据来源：Wind 数据库

从 2006 年到 2016 年的情况来看，MSCI 新兴市场指数在其中 6 年跑赢 MSCI 全球指数，2008 年、2011 年、2013 年到 2015 年间新兴市场跌幅明显大于发达经济体。2008 年美国次贷危机爆发，2011 年欧债危机加剧，2014 年初美国缩减 QE，2015 年美联储启动十年来首次加息，在这期间，大量国际资本从新兴经济体的撤离，导致新兴市场股市跌幅明显大于发达经济体。这一方面说明，在金融全球化时代，发达经济体的金融市场对于新兴经济体具有显著的传染效应，另一方面也说明新兴经济体股市具有较为严重的内在脆弱性。从国别情况来看，2016 年有三个国家的股市值得特别关注。

美国股市从 2009 年 3 月以来一路高歌猛进，截止 2015 年 5 月股市累计涨幅超过 200%，主因是宽松货币政策和基本面的持续温和改善。2016 年

初美股断崖式下跌，随后伴随大宗商品和原油价格的上涨，触底反弹并收复失地，截止 9 月 22 日，今年标普 500 累计上涨 6.52%。2015 年美国 GDP 年增长率上升至 2.6%，连续第三年改善。美国股指的继续增长一定程度上是实体经济向好的反映。但是，美国经济中也存在很多负面因素。根据美国劳工部公布的数据，今年美国非农部门劳动生产率折合年率下降 0.5%，已是连续三个季度下降，成为 1979 年以来该指标连续下降时间的最长记录。美国非农就业指数也一直处于波动反复的状态，这些因素导致美联储不断延迟加息。IMF 将 2016 年美国 GDP 增长预期由 2.4% 下调至 2.2%，将 2016 年全球经济增长率预估从 3.6% 调降至 3.4%，实体经济复苏略显乏力。根据诺贝尔经济学奖得主、曾两次成功预测美国经济泡沫的罗伯特·席勒的研究，美国股票市场历史上平均的周期调整市盈率在 16 左右，超过 25 即进入“非理性繁荣期”，当前美国股市的市盈率约为 23.7 倍，美国股市风险度偏高。展望 2017 年美股后市，预期美股上行空间有限或面临下调。

新兴经济体当中，巴西股市在 2015 年和 2016 年的表现形成了极其鲜明的对比。2015 年，巴西股市以 -13.31% 的涨幅在 15 个经济体中居于末位，而在 2016 年一跃成为全球主要股市中增幅最高的国家，究其原因，一方面是股市对于前一年大跌的技术性回调，另一方面是巴西的经济和政治基本面有所改善。巴西经济从 2012 年开始陷入负增长。作为严重依赖大宗商品出口的国家，2015 年大宗商品价格暴跌严重影响巴西当地经济，加上政局混乱——年初罗塞夫以微弱优势击败改革派连任，经济和政治双陷低谷，巴西圣保罗 IBOVESPA 指数全年暴跌 13.31%。2016 年巴西米歇尔·特梅尔接替罗塞夫出任总统，原油和大宗商品价格迎来反弹，提振投资者对巴西经济的信心。在奥运会助推下，巴西股指迅速抬升，截止 9 月 23 日上涨 35.40%，排名全球主要国家中的第一位。但由于缺乏实体经济改善作为基本面支撑——世界银行预计 2016 年巴西 GDP 将收缩 2.5%，巴西股市的连涨恐怕难以为继。后续在特梅尔推动改革的作用下，2017 年巴西经济有望恢复正增长，而实体经济改善是影响巴西股市长期走势最重要的因素。

四、 全球外汇市场

美元对全球主要经济体货币的汇率，从过去数年的显著升值趋势，相继进入贬值或者震荡状态，是 2016 年全球外汇市场的主要特征。

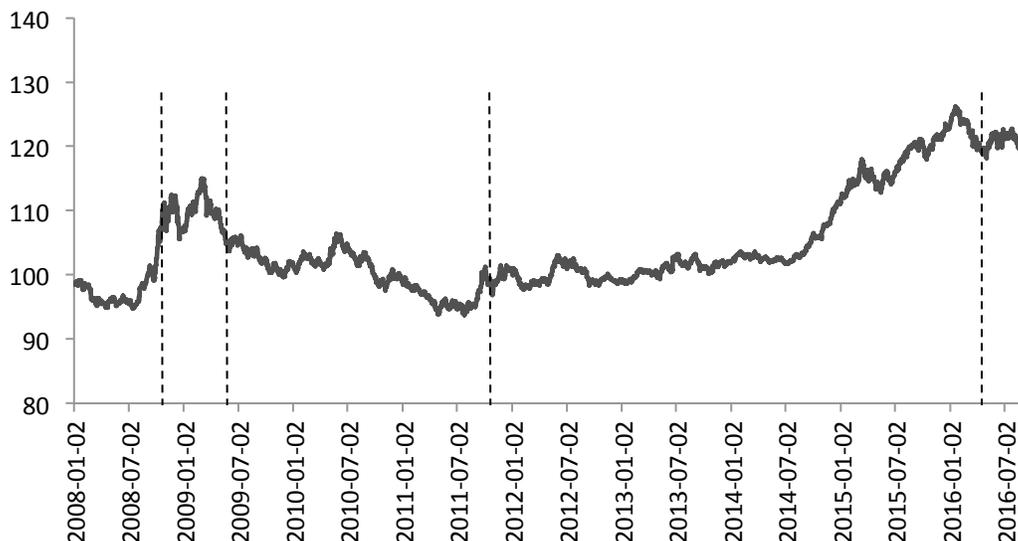


图 15：名义广义美元指数变化趋势

数据来源：WIND。

从名义广义美元指数^{**}的走势可以清楚地看出，2008 年危机之后美元汇率整体形成“两升两降”的格局。从金融危机爆发到 2009 年 3 月初，尽管美国处于金融危机的中心，但是美元作为全球唯一的主导货币，依然充分显现出“安全港”效应，市场避险情绪的蔓延推升了对美元计价资产的需求，美元汇率一路走高。从 2008 年 7 月 15 日到 2009 年 3 月 3 日，广义美元指数从 95 上升到 115，升幅达 21%。在此之后的两年多时间里，金融市场逐步恢复平稳，而美国经济在萧条中前行，于是美元重新落入金融危机之前就已经形成的贬值通道中，美元指数于 2011 年 7 月 21 日降到 94，

^{**}名义广义美元指数是美联储根据美元兑 26 个经济体货币汇率的广义贸易加权汇率指数，该指数涵盖货币数量充分，有更强的指导意义，是目前美联储关注的美元指数。

完全回到了危机爆发时的原位。2011年7月之后，在美国经济复苏力量的带动下，美元指数缓慢上涨。2014年8月之后，美联储的加息预期又推动美元指数实现了此后近1年半的快速攀升，于2016年1月20日达到126.23，成为2002年5月24日之后的历史高点。此后美元终于失去了攀升动能，先是出现3个多月的快速下跌，然后进入了震荡阶段。从2016年初至2016年9月16日，广义美元指数跌幅为1%。虽然贬值幅度很小，但是与过去数年的大幅升值相比，这已经是美元汇率显著的趋势性变化了。



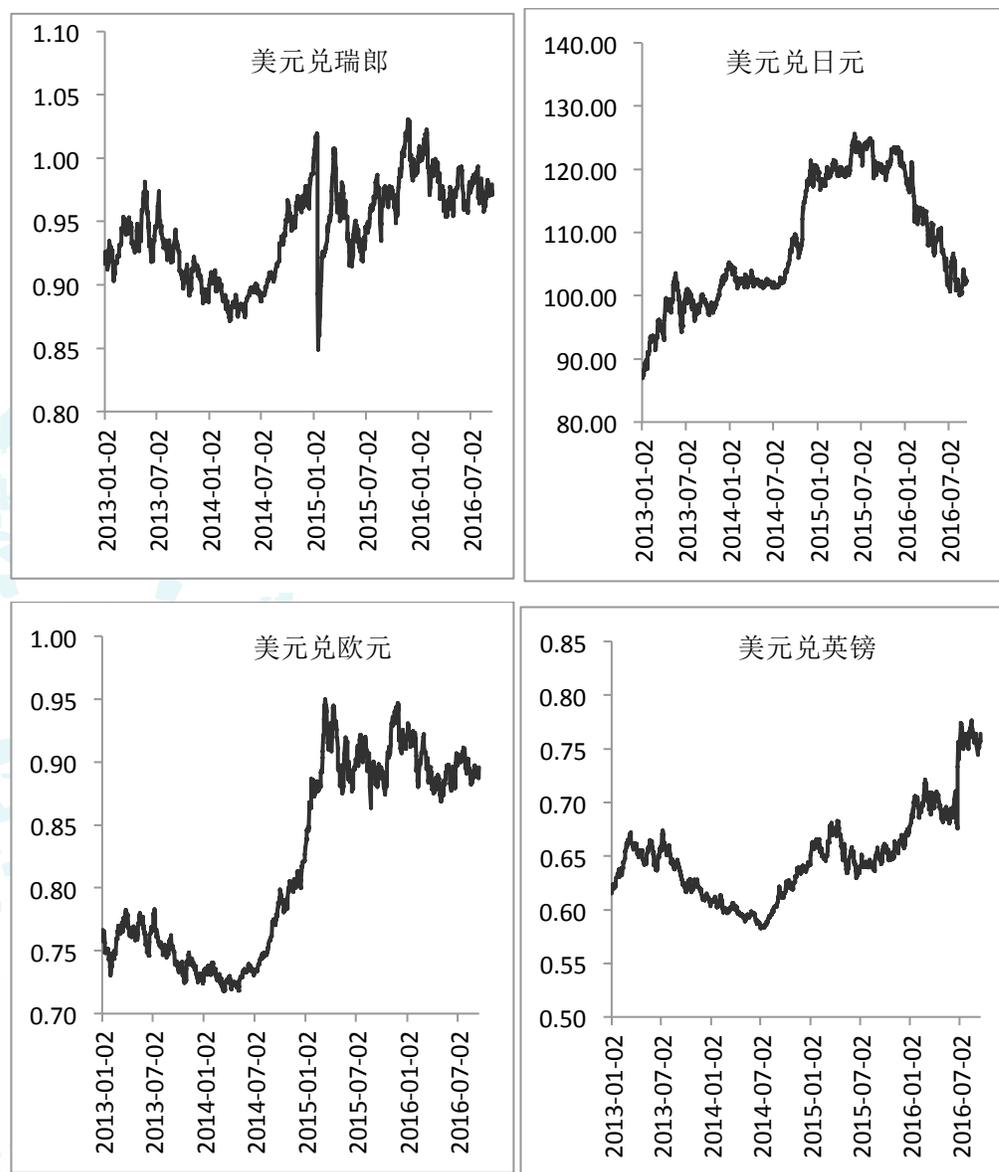


图 16：美元对主要货币的汇率变化趋势

数据来源：WIND。

从美元兑主要发达经济体货币的汇率来看，2016 年美元先后结束了过去两年多时间的升值趋势。2016 年 1 月初，美元兑瑞郎、日元和欧元进入了下跌趋势，至 2016 年 9 月 16 日分别贬值 2.5%、14.2%和 3.2%。实际上，美元兑英镑在 1 月份也落入了贬值通道，但是，在脱欧公投结果公布的当

天（6月24日），美元兑英镑大幅升值8.5%，随后进入了震荡行情。

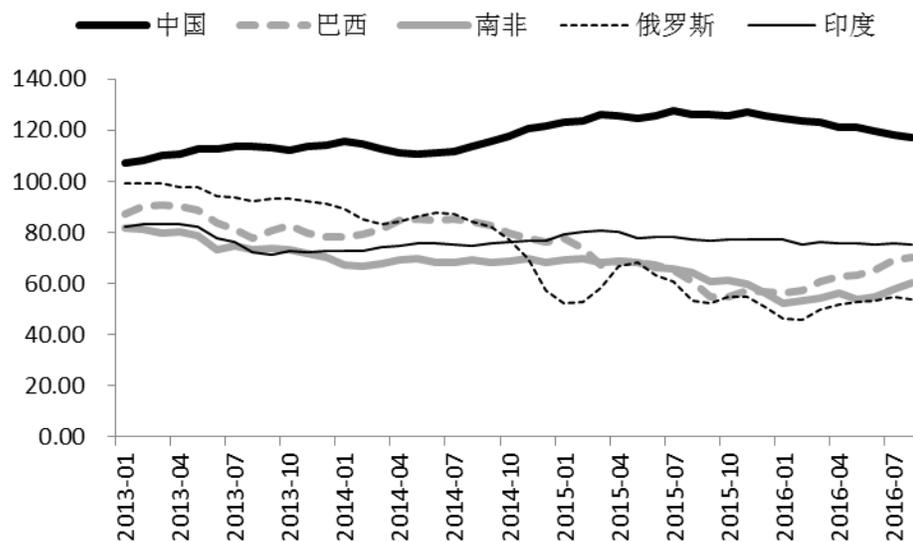


图 17：金砖国家名义有效汇率变化趋势

数据来源：WIND。

新兴经济体当中，中国、印度和南非近年来的名义有效汇率变化较为平缓，而俄罗斯和巴西则由于国内经济衰退，汇率波动较大。在西方国家制裁和石油价格下跌的双重打击下，俄罗斯卢布从2014年7月开始一路下跌，到2016年2月名义有效汇率累计贬值幅度达到48.0%，其后由于石油价格上涨和美联储加息预期的减弱，俄罗斯国内经济和金融形势逐步稳定，卢布呈现缓慢升值态势。巴西的经济结构与俄罗斯有相似之处，都是依赖资源出口，大宗商品价格下跌对其经济冲击较大，再加上国内政局不稳，2015年雷亚尔贬值25.6%。2016年，受到铁矿石等大宗商品价格快速回升和美联储延迟加息的激励，雷亚尔转而进入升值趋势，从年初至8月底名义有效汇率升值达23.4%。

小结与展望

虽然美联储在2015年底开启了2008年危机后的首次加息，并于2016

年 12 月进行了第二次加息，但是迄今为止全球货币政策的宽松程度尚没有发生显著改变，甚至还在 2016 年伴随日本和欧洲的负利率政策有所加剧。世界主要国家央行的资产负债表都已膨胀到接近或者超过历史高位，而高达 13 万亿美元的负收益率资产遍及发达国家的金融市场，则成为史无前例的金融异象。但是，各国实体经济并没有显著地从极度宽松的货币政策中受益，全球金融风险却在泛滥的流动性当中持续积累。

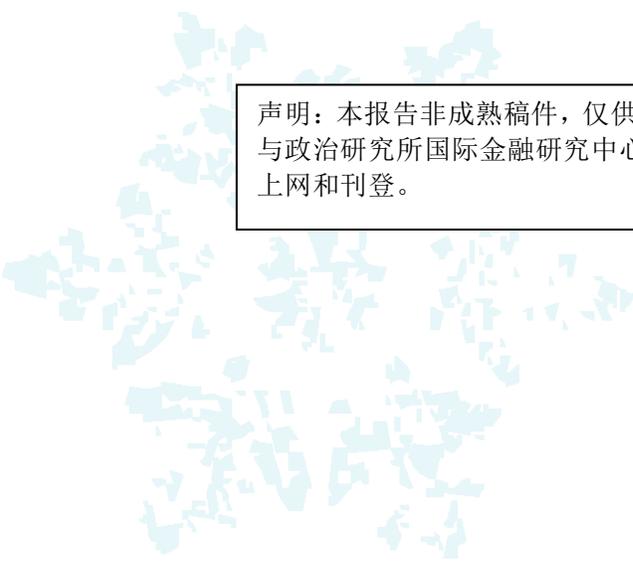
在美联储于 2016 年 12 月加息 25 个基点之后，普遍预计 2017 年会有 3 次加息。这将导致全球债券市场收益率的上升，而主要依靠流动性支撑的全球股票市场，未来的波动风险加大。新兴经济体由于缺乏实体经济的有力支撑，在美国持续加息压力的影响下，2017 年面临的不确定性很高。已在高点的美元可能还有一定的升值空间，而新兴经济体则面临货币贬值和资本外流的考验。

全球主要国家面对 2008 年金融危机，实施了比较果断有力的联合救助和干预措施，防止了国际社会陷入上世纪三十年代的大萧条。但是，危机救助只是暂时平息了金融恐慌，真正能够解决问题的结构性改革却被一再延缓，从而导致全球的金融脆弱性不断上升。2017 年，世界经济能否有效化解金融风险，防范新一轮危机的发生，将是国际社会面临的挑战。

参考文献：

1. 高海红、陆婷（2015），《2015 年国际金融形势回顾与展望》，载于《世界经济形势分析与预测》张宇燕主编，社科文献出版社，2015 年出版。
2. IMF(2016) “Global Financial Stability Report,” April 2016.
3. BIS(2016) “86th Annual Report,” June 2016.
4. BIS (2016) “BIS Quarterly Review,” September 2016.

(作者单位为中国社科院世经政所)



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。

