

高海红

gaohh@cass.org.cn

刘东民

sunshine_ldm@126.com

2017-2018 年国际金融形势回顾与展望*

摘要：2016-17 年全球经济复苏显著。但是受债务负担和经济结构调整缓慢困扰，尤其是政治因素等一系列不确定性的影响，年初期待的货币政策常态化进程再度拖延，国际金融市场持续动荡。经济普遍复苏为发展中国家抵御外部金融风险提供了基本面的支撑。然而，国内信贷和债务负担、外汇市场汇率风险、贸易保护主义以及政治和地缘冲突等因素，对新兴和发展中国家金融稳定性带来挑战。年内国际金融市场受到一系列政治事件的冲击。这些冲击表现为瞬间改变投资者对风险资产定价。受基本面支撑全球股市大幅度上扬。而在外汇市场，受特朗普执政的不确定性影响，美元对主要货币总体呈现贬值态势。展望未来，发达国家货币政策常态化将带来新的加息潮，这将对全球金融市场造成影响，新兴和发展中国或迎来新一轮资本流出，金融稳定性再度受到冲击。

关键词：国际金融风险；货币政策常态化；国债市场；全球股市；外汇市场

在《2016 年国际金融形势回顾与展望》中，我们认为继美联储首度加息之后，主要发达国家货币政策走向分化，中央银行资产负债规模继续膨胀，新兴市场金融脆弱性增加，全球金融市场持续动荡（高海红、刘东民，2016）。本文首先分析 2016-2017 年间国际金融市场变化的风险因素，然后分别分析国债市场、股票市场和外汇市场走势、原因和对近期未来发展进行预测，最后是总结和展望。

* 高海红，研究员，世界经济与政治研究所，主要研究领域：国际金融。刘东民，副研究员，世界经济与政治研究所，主要研究领域：国际金融。

一、国际金融风险

2016-17 年全球经济出现明显复苏势头。但是受债务负担和经济结构调整缓慢困扰，尤其是政治因素变动等一系列不确定性的影响，年初期待的货币政策常态化（normalization）进程再度拖延，国际金融市场动荡加剧，发达国家跨境信贷收缩，发展中国家资本流动风险加大。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。

第一，全球货币政策保持分化，常态化进程缓慢

2016 年至 2017 年上半年，尽管全球经济复苏强劲，通胀总体有所抬头，劳动力市场条件出现偏紧势头，但大范围的货币收紧并没有出现。相反，主要国家货币政策走向持续分化。美联储于 2015 年 12 月将联邦基金利率调高至 0.25%，率先结束了保持七年之久的低利率政策。随后，美联储又于 2016 年 12 月和 2017 年 3 月两度加息，将名义联邦基金利率升至 0.88%。然而，欧洲中央银行自 2016 年 3 月以来一直保持零利率政策不变，日本中央银行于 2016 年 2 月将基本贴现率降至-0.1%之后一直保持这一负利率水平。根据国际清算银行统计，2016 年间新兴经济体国家名义政策利率平均水平为 5.01%~5.69%，2017 年 1 月至 5 月进一步降低至 4.91%~4.98%（图 1）。总体来看，全球货币政策仍处于宽松状态。进入 2017 年，全球经济复苏表现强劲，劳动力市场条件有所改善，主要发达国家通胀率开始回升，平均通胀率从 2016 年第四季度的 1.2% 上升至 2017 年第一季度的 1.94%。其中美国就业明显改善，通胀率在 2017 年第一季度已经实现 2% 目标。比较而言，欧元区尽管基本上摆脱了通缩阴影，欧央行也对欧元区缓慢回升的通胀表现出了关注，但由于经济增长和劳动力市场条件强差人意，欧央行选择保持了负利率政策，同时在宣布将其资产购买计划从原来的每月 800 亿欧元调低至 600 亿同时，将该计划却延长至 2017 年 12 月。但面对持续的通缩，日本央行在 2016 年年初强化了其质、量并举的宽松政策（QQE），随后在保持负利率和每年 80 万亿资产购买的同时，对长期收益率实施了目标管理，防止长期利率上升过快对经济造成损害。此外其他大部分发达经济体和新兴经济体保持原有的宽松货币政策。

货币政策常态化是央行以经济增长、就业和通胀等指标为指引，在适当的时机、以适当的节奏调整其政策利率水平。这其中，时机选择尤其重要，而决定最佳时机的因素却比较复杂。比如，债券预期收益率可以作为市场指标，无通胀的自然利率可以

作为理论指标，而实现特定人均实际增长目标的真实利率可以作为政策指标。[†]此外，央行资产负债表的膨胀规模和速度也是影响货币政策常态化的重要因素。对于那些资产负债表大幅度膨胀的央行来说，何时、以何种规模进行缩表，影响利率政策常态化的进程，因为随着央行资产购买计划调整甚至中止，央行持有的国债会减少。为使长期利率保持低位，央行手中到期的国债需要财政部发行的国债置换。以何种久期、何时进行置换则需要考虑国内财政状况，也要考虑政治压力。目前美联储已经开始缩表，但其进程十分缓慢。日本中央银行和欧洲中央银行仍在延长其资产购买，其资产负债表规模也在持续扩大。2017年第1季度，两家央行资产规模占GDP的比重分别达到了91.2%和37.95%的创纪录水平（图2）。

由于决定因素的复杂性，在2016年初预测的主要国家将启动货币政策常态化进程并未发生。这在一定程度上表明各国央行在政策调整的时机选择上面临两难选择：如果过早收紧和幅度多大则抑制产出和阻碍实现通胀目标；如果过晚收紧和幅度不足则不利于对资产价格的抑制。对金融市场稳定性来说，央行政策变化的透明性以及与市场的有效沟通，则会降低金融市场的过度反映。值得关注的是，全球债务问题严重以及地缘政治风险的加大增加了政策调整的变数。但随着经济指标进一步改善，预计未来主要国家的利率收紧和央行缩表将同时进行，而且从总的趋势看主要国家未来货币政策常态化将采取渐进和透明的原则。

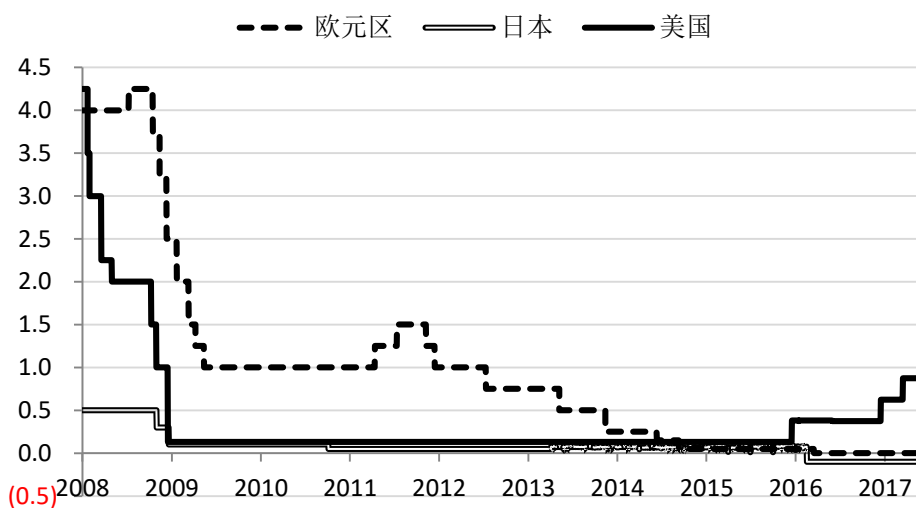


图1：主要国家和经济体的政策利率走势（%）

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。

[†] 对货币政策正常化问题的系统分析详见 BIS “87th Annual Report “ June, 2017。

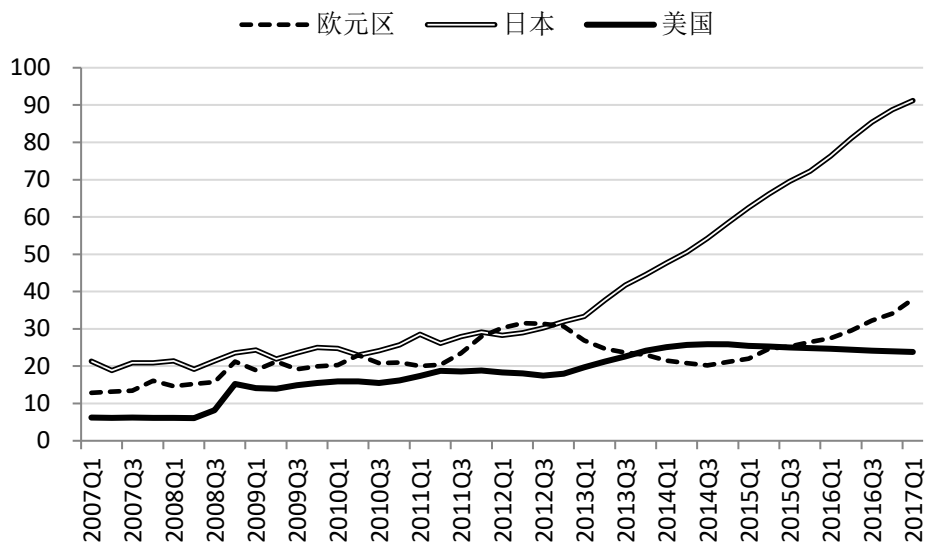


图 2：中央银行资产规模占 GDP 比重 (%)

数据来源：国际清算银行数据库。

第二，政治因素短期冲击显著，但市场总体受经济因素支撑

从 2016 年后半期至 2017 年，金融市场受到一系列政治事件的冲击。这些冲击表现为瞬间改变投资这对风险资产定价，造成“避险”情绪，政治事件的影响在短期明显大于经济因素对市场信心的影响。比如，2016 年 6 月 23 日英国脱欧的公投结果对金融市场带来瞬间冲击，次日股价下跌了 5%，英镑对美元也贬值了 8%，同时也打断了本来受经济向好提振的国债市场，压低政府长期收益率，因为这一事件增加了英国经济和政策条件的不确定性。再比如，2016 年 11 月美国大选结果也造成股市瞬间跌落。但是因对新政府承诺的降低公司税、增加政府支出和放松金融监管等措施的期待，标普 500 指数很快反弹，政府债券收益率也大幅度上升。但值得关注的是，由于新政实施不确定性，特别是在短期难以区分收益和受损群体，股指中不同部门资产回报出现严重分化。这一现象在进入 2017 年之后更为显著。例如，将 2017 年 1-5 月与 2016 年 8-12 月比较，美国的电信行业和油气行业股价收益率大幅度下降，而银行和消费服务业股价收益率大幅度上升（BIS, 2017a）。进入 2017 年以来，中东和北韩地缘政治因素对金融市场产生巨大影响，尤其是朝核危机升级造成资金流向日元等避险货币，对外汇市场带来动荡。

尽管政治事件影响显著，但持续的经济复苏以及主要国家货币政策分化态势仍构成国际金融市场走势的主导力量。比如 2016 年中期至 2017 年中期，美国 10 年国债

收益率总体处于高位，这反映市场更看重美联储利率调整和未来的通胀走势；德国 10 年期国债收益率走势有所反复，主要因市场对欧央行维持宽松货币的预期，但从 2016 年中期以来总体上也走出上升曲线；受日本低迷通胀预期和负利率政策影响，日本 10 年期国债收益率曾在 2016 年上半年落入负值区间，2017 年以来基本恢复至接近 10 个基点的水平。与平缓上升的国债收益率相对应，2016 年后期至 2017 年中期，外汇市场、债券市场、股票市场和大宗商品市场的波动率均有下降，这表明国际投资者的风险溢价有所降低（图 3）。国际资本倾向高收益、高风险的市场，全球股市走势上扬。外汇市场在 2016 年后期受美国大选影响，投资者针对美元升值的风险溢价上升。而进入 2017 年，外汇市场风险溢价有所下降，外汇市场相对平稳。与此同时，全球信贷市场经历 2016 年上半年低迷之后呈现活跃态势，以国际清算银行的全球流动性指标（GLIs）衡量的全球信贷条件有所改善，全球银行与非银行信贷增长都有所加速（BIS, 2017b）（图 4）。

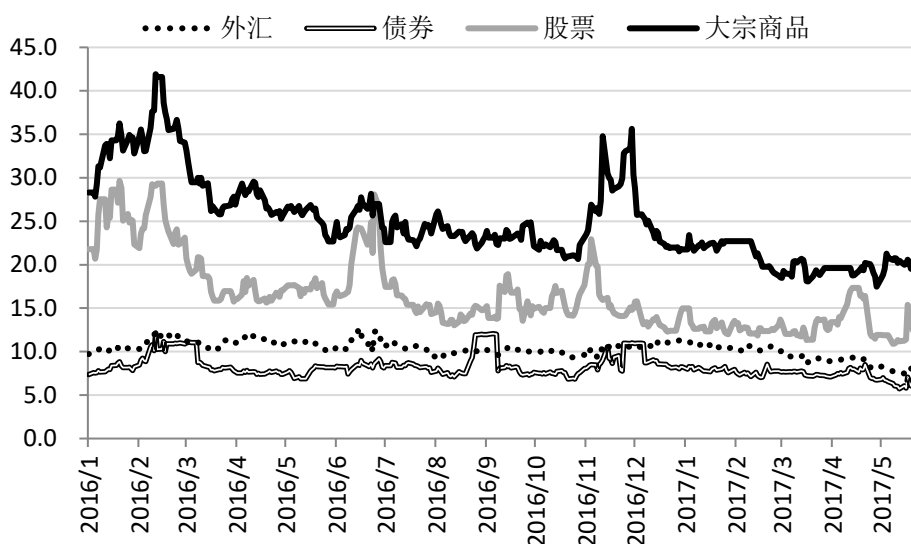


图 3: 主要市场隐含波动率(单位为基点)

数据来源: 国际清算银行数据库。

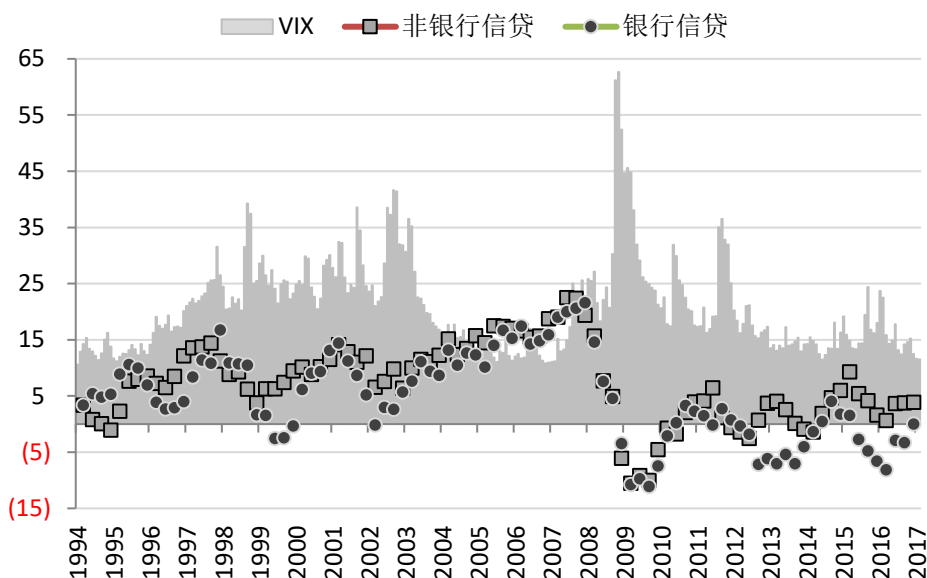


图 4：全球信贷市场（年变动率，%）

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，单位为年化变动率。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 2017。

第三，新兴经济体融资活跃，但金融稳定性面临挑战

在经历 2015 年开始普遍减速之后，2017 年新兴经济体经济增长速度有所恢复，但恢复步伐不如发达经济体快，且在不同区域呈现多速复苏态势。根据国际货币基金组织统计，2016 年新兴和发展中经济体年增长率为 4.3%，2017 年预计达到 4.5%，其中，亚洲保持年增长率为 6.5%，高于欧洲、拉美、非洲和中东的新兴和发展中经济体。在这一背景下，新兴和发展中经济体跨境融资在经历 2015 年和 2016 年下滑之后，进入 2017 年有所恢复，跨境银行信贷的未偿额的季度额从 2016 年第四季度的 3.49 万亿美元增加到在 2017 年第一季度的 3.65 万亿。其中，亚太新兴和发展中经济体融资最为活跃，同期增加了 0.14 万亿美元，达到 1.84 万亿美元。欧洲、中东和非洲地区融资也有所增加，拉美地区略有收缩（图 5）。但从全球信贷流动来看，新兴和发展中经济体仍只占全球的 13%，发达国家占有绝大部分比重。在全球负债证券融资市场，受美元走强以及贸易保护主义抬头等影响，在 2016 年发展中国家经历了普遍的资本流出局面，进入 2017 年这一局面有所改善。尽管总的净融资额有小幅收缩，但地区分布较不均匀，其中拉美和欧洲国家净融资额有所减少，但亚太国家的净融资额仍

有大幅度增加，2017年第一季度为0.22万亿美元（图6）。

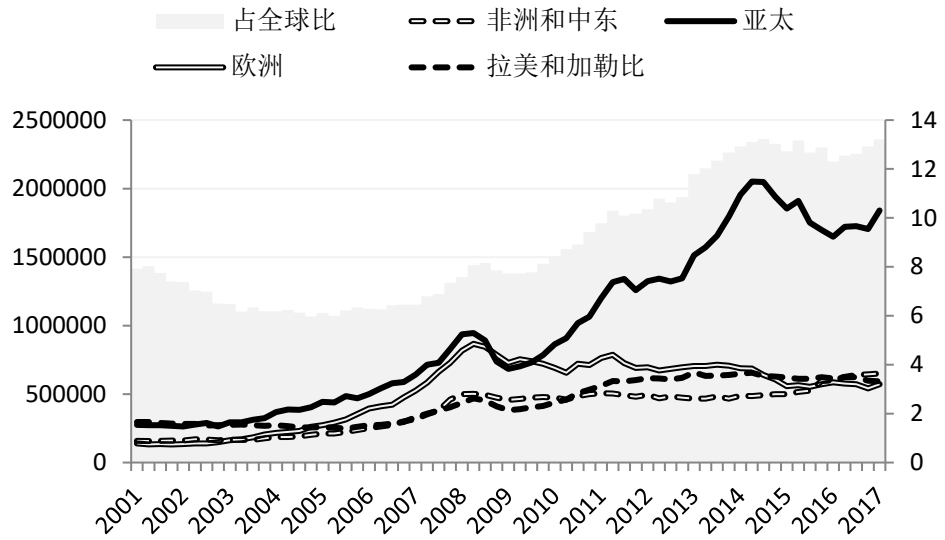


图5：新兴和发展中国家跨境信贷（季度数据，百万美元，%）

数据来源和说明：国际清算银行数据库以及作者计算。左轴代表跨境信贷未偿额；右轴表示发展中国家跨境信贷占全球比率。

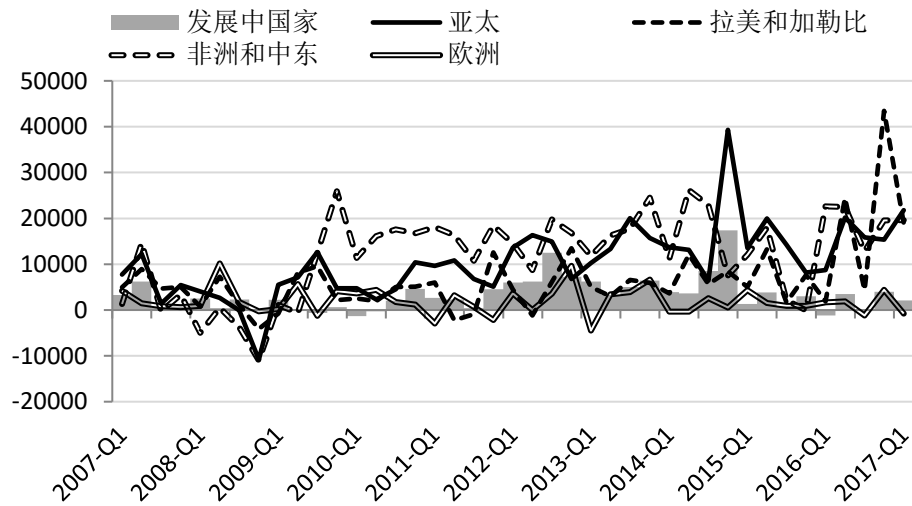


图6：新兴和发展中国家国际负债证券净发行额（季度数据，百万美元）

数据来源和说明：国际清算银行数据库以及作者计算。

经济的普遍复苏为发展中国家抵御外部金融风险提供了基本面的支撑。然而，国内信贷和债务负担、外汇市场汇率风险、贸易保护主义以及政治和地缘冲突等因素，

对新兴和发展中国家金融稳定性带来挑战。首先，2016 年以来大部分新兴经济体国内信贷扩张有所减缓，以地产价格和信贷增加为标志的金融上升周期开始出现缓和态势，但信贷总体规模来看仍预警金融脆弱性的存在。[‡]其次，包括中国、巴西、印度、韩国和俄罗斯在内的国内债务进一步增加。从 2007 年至 2016 年，新兴经济体公司债年平均增长率高达 19%。一些国家居民债务负担也大幅度增加。由于国内债务与银行体系健康状况有密切关联，同时对资产价格、投资和消费都会产生影响，高企的债务负担是多数新兴和发展中经济体金融脆弱性的重要表现。再次，外汇市场变动对外币融资占比较高的国家带来风险。根据 BIS 的估计，从 2009 年至 2016 年，美国境外美元非银行信贷增加了 50%，达到 10.5 万亿美元，其中新兴经济体美元信贷额达 3.6 万亿美元。美元一直以来是新兴和发展中经济体外币融资的主要币种，至 2017 年第一季度，美元占外币融资比率高达 80.57%（图 7）。在这种情况下，美元汇率变动以及美元计价资本的跨境流动对外部债务和国内金融稳定造成重要影响。而美元汇率在 2017 年出现大幅度波动深受美国货币政策紧缩进程、特朗普税改、贸易保护主义以及美国政治和地缘冲突态度等的不确定影响。最后，尽管新兴和发展中经济体在过去多年积累了大量的外汇储备，成为抵御国际收支问题和金融危机的重要支撑，但从全球金融危机以来，这些国家总体的外汇储备占 GDP 比重有所降低。

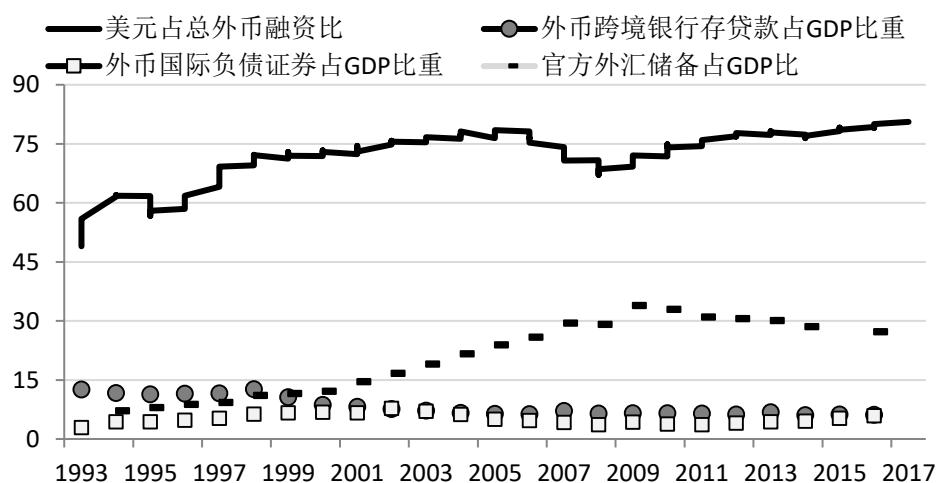


图 7: 新兴经济体和发展中国家跨境融资（外币）和官方储备（占比，%）

数据来源和说明：国际清算银行数据库、国际清算银行 87th Annual Report (1 April 2016–31 March 2017) 以及作者计算。美元占总外币融资以未偿额计算得出，融资部门包括银行、其他金融机构、非金融机构和政府部门的外币融资，季度数据，期末数。

[‡] 短期会造成反映中期风险的金融抑制(Financial stress)，并伴随着信贷对 GDP 缺口(Credit-to-GDP gap) -非金融部门对其长期趋势的偏离程度-的扩大。详见 BIS 87th Annual Report, July 2017.

展望近期未来，发达国家货币政策常态化将带来新的加息潮，这将对新兴和发展中经济体造成溢出性影响，或将形成新一轮的资本流出。当然，如果新兴和发展中国能够保持持续的经济复苏，采取审慎的资本流动监管，实行更加灵活的汇率制度，有效平抑国内信贷扩张和抑制债务水平，以及顺利推进国内经济结构改革，则有助于化解外部金融风险。

二、全球债券市场

全球长期国债市场

近一年发达经济体长期国债市场表现出两个典型特征：一是发达国家国债市场变化呈现较高的同步性，这一特征与过去数年相同；二是欧元区和日本负收益率长期国债的规模显著下降。

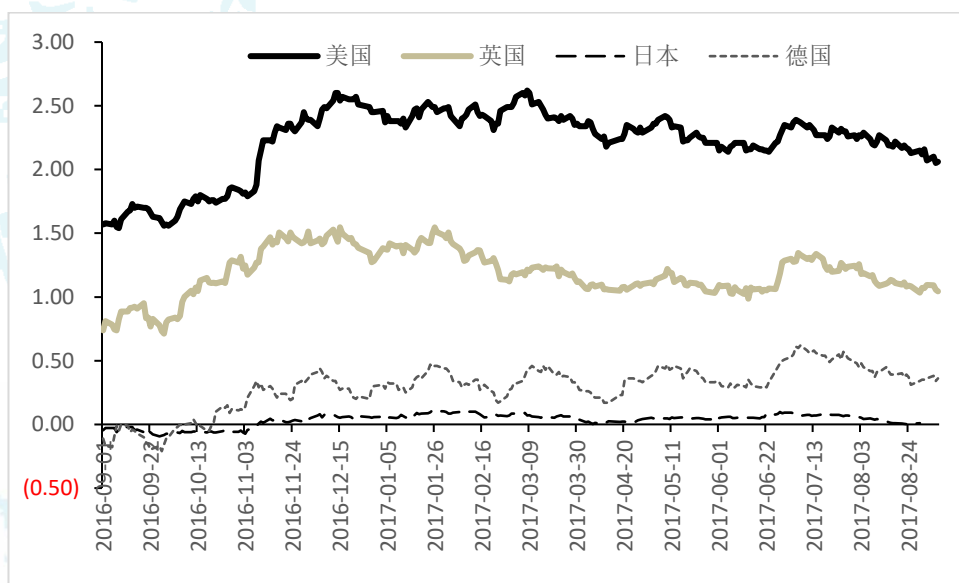


图8：美国、德国、英国和日本四国的10年期国债收益率
数据来源：Wind数据库。

从2016年9月初至2017年8月底，主要发达经济体的国债市场可以划分为四个阶段。第一阶段，从2016年9月至2016年12月中旬，主要发达经济体长期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主要受欧元区经济整体复苏、美国经济基本面表现良好和美国大选的影响，市场加息预期增强，经济因素和政治因素一起推动美、英、德、日四国的10年期国债收益率在波动中不断提高，

德、日两国 10 年期国债逐渐由负利率恢复至零上水平。第二阶段，从 2016 年 12 月中旬到 2017 年 6 月中下旬，美、英两国经济增长数据不如预期，3 月份美国通货膨胀率同比下降至 2.4%，4 月份继续下降至 2.2%。此外，美国非农就业数据增长不断放缓。市场预期 2017 年美联储加息的次数将会降低。这一阶段美、英两国十年期国债收益率在震荡中小幅下降。而德国经济表现良好，推动其十年期国债收益率在波动中小幅上升。第三阶段，2017 年 6 月中旬至 2017 年 7 月初，由于美联储 6 月 14 日宣布将联邦基金利率目标区间上调至 1%-1.25%，并在 2017 年开始缩减资产负债表，导致国际市场对发达国家国债需求下降，美、英、德、日四国国债收益率在 2017 年 6 月下旬同时转入上升区间。第四阶段，2017 年 7 月初至今，由于美国通胀数据连续 4 个月表现疲弱，市场对美联储年内加息预期下降，美、英、德、日四国债券 10 年期收益率持续下跌。受到美国国债收益率下滑和朝鲜问题引发紧张局势的影响，日本 10 年期国债收益率于 2017 年 9 月 8 日自去年 11 月中旬以来再次跌至负收益区间，为 -0.012%（图 8）。

2016 年，欧元区和日本的长期国债曾大规模地出现负收益率。随着 2017 年美联储加息和欧元区及日本的经济广泛复苏，全球范围内负收益率债券数量不断减少，彭博巴克莱全球基准债券指数中负收益率债券的数量在 2017 年 6 月已降至 6.5 万亿美元，而在去年 8 月，负收益率债券规模曾达到 13.4 万亿美元的峰值水平。但是，全球地缘政治风险和美国经济增长放缓又提高了市场对负利率债券的需求。根据摩根大通的研究统计，截止 2017 年 8 月全球负收益率国债的规模又攀升至 7.4 万亿美元，其中日本负收益国债规模高达 4.6 亿美元，占总规模的 62%。可以看出，尽管国际市场上负收益率国债规模已经出现显著下降，但是全球经济和政治的不确定性使得欧元区和日本的负收益率国债并不会迅速消失，未来的变化趋势尚不明朗。

自 2016 年 11 月特朗普总统上台以来，美联储已经进行了三次加息，但由于美联储资产结构扭曲（长期国债和抵押支持债券占据主导地位）、久期较长，加息并没有使美国长期国债收益率上行，美国 10 年期国债收益率在 8 月份下降了 16 个基点，创出 2016 年 6 月以来最大单月降幅。截止 2017 年 9 月 5 日，美国 10 年期国债收益率已经跌至 2.05%，为 2017 年的最低水平，加息对美国长期利率的影响已经失效。美联储在 6 月的议息会议上公布了年内缩表计划，9 月份的货币政策会议再次确认缩表将于 10 月份开始。缩表对于长期资产的出售将会提升长期利率，中长期美国国债收益率有望上行，但上行幅度还取决于缩表速度、美国国内通货膨胀、经济增长等诸多因

素的影响。

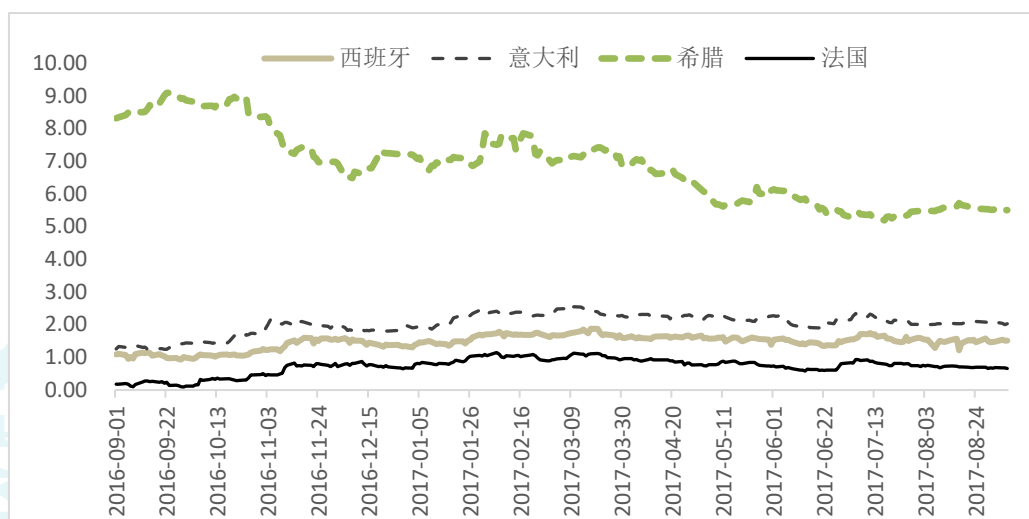


图 9：南欧国家 10 年期国债收益率

数据来源：Wind 数据库。

与美国近一年来宏观经济增长遭遇压力不同，自 2016 年 9 月以来，欧元区整体经济复苏显著。2017 年第二季度，欧元区 GDP 同比增长 2.3%，达到 2011 年以来的最大增速。其中，法国、意大利、西班牙与希腊的 GDP 同比增速分别达到 1.8%、1.6%、0.9%与 0.8%。同时，欧元区失业率在 2017 年 6 月下降到 9.1%，为 2009 年 2 月以来的最低水平。欧元区通胀稳定上升，核心 CPI 同比增速在 2017 年 7 月达到 1.2%，这与 2017 年 4 月的 1.2%一起，成为自 2013 年 6 月以来的新高。此外，欧元区制造业 PMI 持续改善，2017 年 8 月欧元区制造业 PMI 终值为 57.4，创下 2011 年 4 月以来的新高，其中奥地利与荷兰 8 月份制造业 PMI 为 78 个月来最高水平，希腊 8 月份制造业 PMI 增速为 9 年来最高水平。经济基本面数据良好，推动多数欧元区国家 10 年期国债收益率稳步上升。西班牙和意大利的 10 年期国债收益率从去年 9 月份的 1%左右，分别爬升至 2017 年 9 月的 1.5%和 2%。法国的 10 年期国债收益率从 0 左右的低位一度爬升至 1.14%。与上述 3 国债券变化趋势相反的是希腊，作为一度深陷债券危机并出现债务违约的希腊，是以 10 年期国债收益率从 9%的过高位降至 5%左右显示其宏观经济形势的好转（图 9）。2017 年第四季度，预计欧央行有可能逐步缩减购债规模，欧元区国家长期国债收益率将维持上升势头。

国际负债证券市场

2016-2017 年度，发展中国家在国际负债证券市场上的份额小幅上涨，其未清偿余额占比有所增加，但是与发达经济体相比，仍然有巨大的差距。

从总量比较来看，截至 2017 年第一季度末，发展中国家未清偿余额占国际负债证券市场未清偿总额的 12.01%，较 2016 年第四季度上涨 0.18 个百分点，比去年同期增长 1.38 个百分点，创历史新高。值得注意的是，净发行额的变化还显示出发达经济体复苏步伐加快，2016 年第一季度至 2017 年第一季度，发达经济体国际负债证券净发行额累积高达 5295 亿美元，较 2015 年第一季度至 2016 第一季度的 3364 亿美元有显著增长，同时远高于同期发展中国家的 2935 亿美元（图 10）。

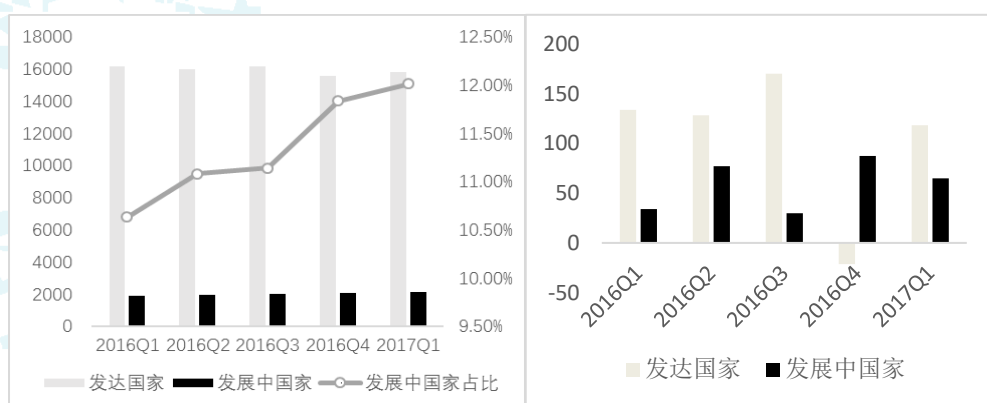


图 10：国际负债证券市场的未清偿余额（左）及净发行额（右）（10 亿美元）
数据来源：国际清算银行数据库。

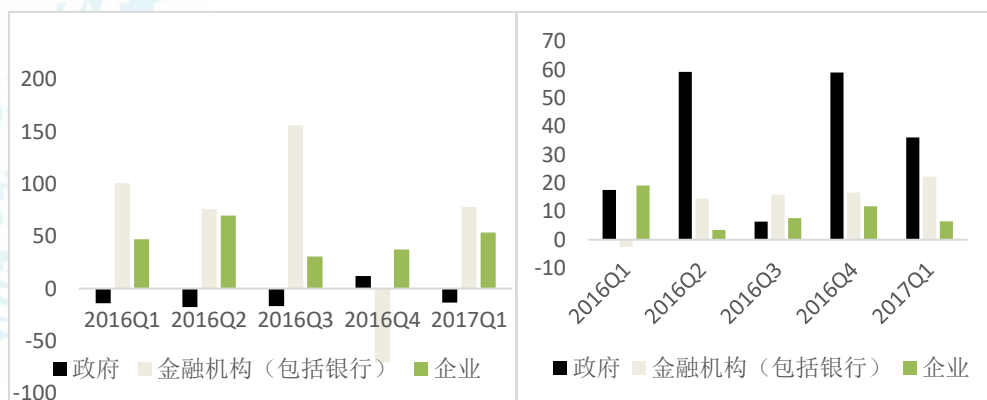


图 11：分部门国际负债证券净发行额（左图：发达国家；右图：发展中国家；单位：10 亿美元）
数据来源：国际清算银行数据库。

从结构上看，一方面，尽管近年来发展中国家的债券市场取得了长足的进步，但其金融机构债券和企业债券的发展仍有明显落后。2016年第一季度至2017年第一季度，发展中经济体金融机构和企业的国际负债证券净发行额分别668亿美元和484亿美元，与同期发达经济体3403亿美元和2392亿美元的规模相比有巨大差距。另一方面，发达国家的政府债务仍维持在较高水平，这严重制约了政府通过发行债券实现融资的能力，自2016年第一季度至2017年第一季度，发达国家政府的国际负债证券净发行额为-501亿美元，远远落后于同期发展中国家1783亿美元的水平（图11）。

三、全球股票市场

2017年，由于全球经济复苏终于显露普遍稳定的迹象，且大多数国家投资者都对近期内经济增长持相对积极态度，全球股市总体表现良好。但是，股市繁荣在很大程度上还是得力于全球宽松的流动性。未来一段时期，美国政治经济的不确定性，美联储缩表和加息对新兴经济体的影响，都对全球股市的发展造成压力。

2017年，欧盟政治风险下降、欧洲和日本经济复苏态势良好、美国经济数据第二季度高于预期、中国经济运行稳定且有向好趋势，这些因素给予了投资者信心，从而使得全球股市普遍上涨。

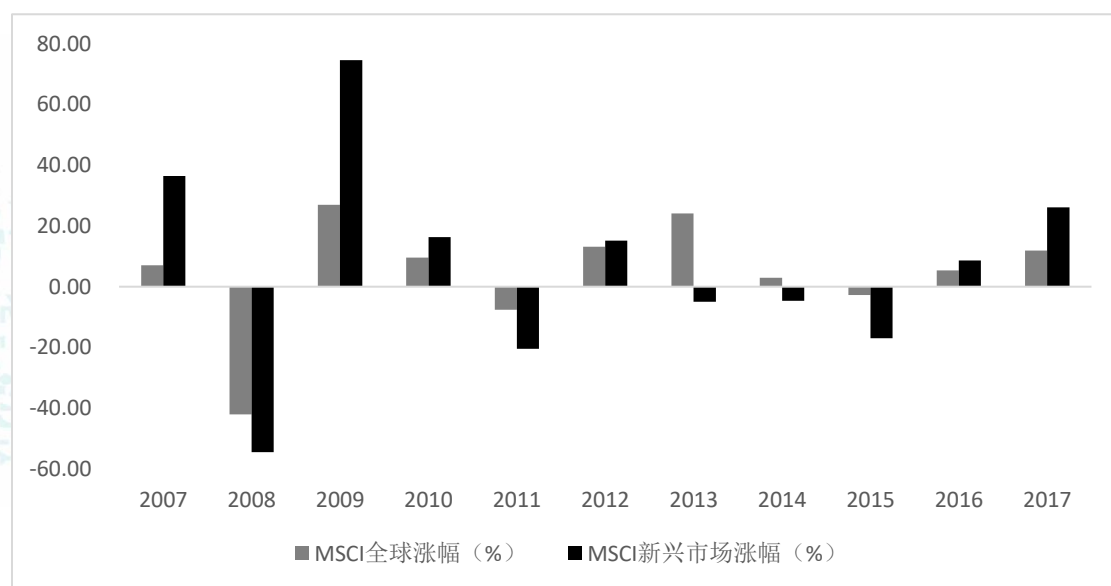


图 12：发达国家与新兴市场国家股指增长率比较

数据来源：Wind 数据库

2016年，MSCI 新兴市场股市指数止跌上扬 8.58%，衡量发达国家股市状况的 MSCI 全球指数则上涨 5.32%，新兴市场股市反弹明显，表现略好于发达国家；而截至 2017 年 9 月 7 日，MSCI 新兴市场股市指数在本年度更是上涨了 26.14%，明显高于发达市场 11.91% 的增长率，成为 2010 年以来新兴市场股市指数增长幅度最高的一年(图 12)。但是，美联储的缩表和加息进程，未来将对新兴市场股市产生压力。

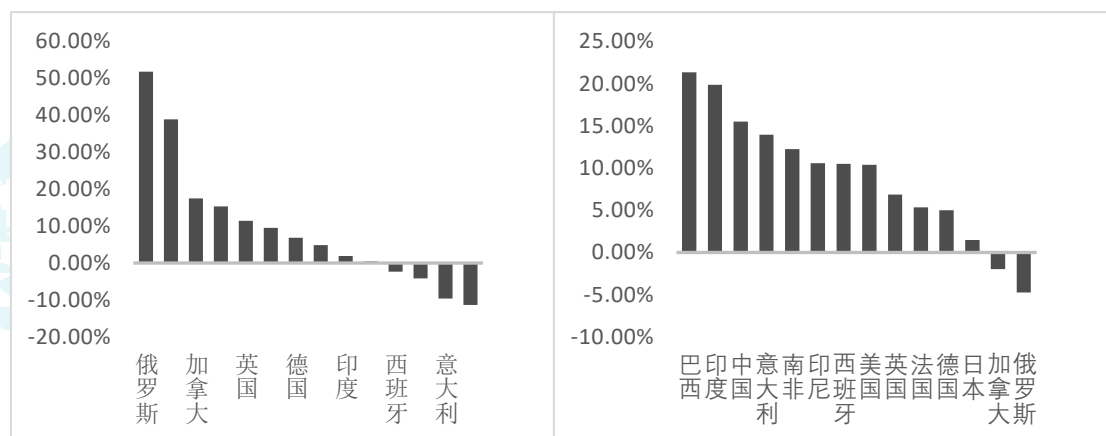


图 13: 全球主要股市 2016 年（左图）和 2017 年（右图）的增长率
数据来源: Wind 数据库。

截至 2017 年 9 月 7 日，在全球 12 个主要国家中，除去加拿大和俄罗斯，其他国家都在本年度实现了股票市场指数正增长，涨幅前 3 位的国家都是新兴经济体，南非则排名涨幅第五位。除去俄罗斯外的新兴经济体股市在 2017 年整体表现亮眼。相比 2016 年，全球主要股市虽然最高增幅收窄，但是整体增长势头更平稳（图 13）。

发达经济体中，法国和德国作为欧盟的核心，虽然欧洲政治风险以及其银行结构性风险并未消除，基于其经济复苏较为强劲，其股市依然在 2017 年延续并扩大了 2016 年的涨势。受欧债危机影响，股市于 2016 年收跌的国家如西班牙和意大利，都重新获得了投资者的部分信心，在 2017 年涨幅超过 10%。未来欧洲若能保持强劲的经济复苏势头、有效改善银行结构性问题并强化对外经贸合作，整体股市上行空间较大。

美国股市从 2009 年 3 月以来，除 2016 年初的短期断崖式下跌外，一直保持强力的增长态势。截止 2017 年 9 月 10 日，标普 500 在本年累计上涨 9.94%，已经超过了 2016 年上涨 9.54% 的势头。虽然 2016 年美国 GDP 增长率仅为 1.6%，是自 2011 年的最低值，没能延续前三年 GDP 增速递增的趋势，不过这并没有影响美国股市自 2016 年 2 月触底反弹以来的持续上涨。再加上美国 2017 年第二季度 3% 的 GDP 增长率高于预期，

美国股市得到了进一步支撑。然而，美国股市未来能否维持上涨态势存在疑问。从负面因素来看，美国 8 月非农新增就业仅为 15.6 万，远不及预期，同时工资 0.1% 的环比增长率以及 2.5% 的同比增长率亦不及预期。美国南部面临飓风连续三次的袭击，对美国经济尤其是原油生产、工业生产造成了冲击。美国纽约联储已经下调了美国第三季度和第四季度 GDP 预期各 0.1 个百分点。特朗普改革前景的扑朔迷离、朝核问题的困境，都在更深层给股市笼罩了阴影。当前美国股市的市盈率约为 23.6 倍（基于标普 500 数据），这也表明美国股市风险偏高。但是，从另一方面来看，美联储加息和缩表的进程，会吸引全球资金流向美国，对美国股市的上涨产生推动作用。因此，未来美国股市的走向，呈现出很大的不确定性。

新兴经济体中，俄罗斯在去年赢得全球股市涨幅头筹，但是因其经济结构还未能成功摆脱资源经济，又在政治上受到美国严重打压，股市发展的稳定性不足，在全球股市普遍收涨的 2017 年下跌近 5%，落到了垫底的位置。中国在全球经济加快复苏的背景下，经济基本面有所改善，人民币止跌回升，且“一带一路”、“金砖+”等倡议强化了国际合作，股市重拾信心，截止到 9 月 10 日，本年度股市上涨 15.52%。考虑到中国宏观审慎监管不断深化，资本市场改革步伐较为稳健，资金大量流入股市或受国际危机冲击严重破坏国内金融市场稳定的可能性都较低，未来一段时间股市平稳缓慢上行的概率较大。

四、全球外汇市场

2017 年的全球外汇市场，以美元终止为期约 5 年的持续上涨态势，以及人民币超出大部分人预期的兑美元显著升值，作为最引人注目的两大特征。

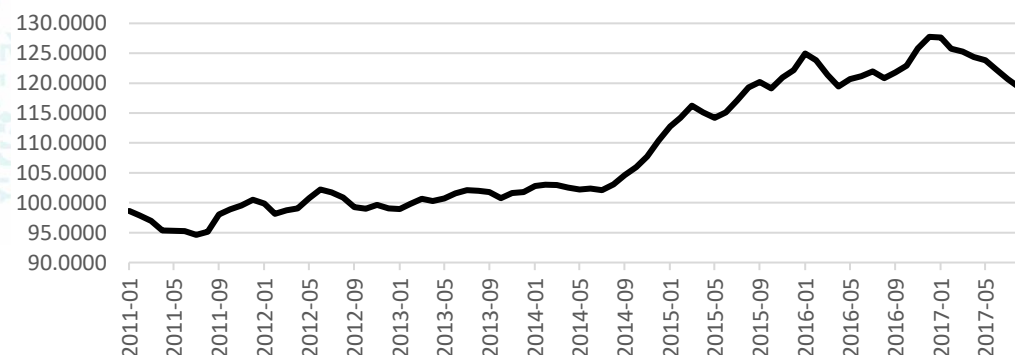


图 14：名义广义美元指数变化趋势
数据来源：WIND。

2011年之后，美元出现了一轮上涨的态势，一直延续到2016年底终止。在此期间，欧债危机导致欧元区经济恶化，日本经济也一直萎靡不振，而美国经济数据总体上持续好转，美元指数从94.6攀升至127.7（图14）。2017年，欧元区和日本经济复苏态势良好，朝鲜局势紧张，特朗普部分关键改革受挫，美国在经济、外交、内政三方面面临的压力破坏了美元上升通道，致使美元指数持续下跌。短期来看，美联储缩表与加息、国内经济受飓风冲击结果评估、朝鲜问题能否破局和以税改为主的新政推行等事件，将一同对美元走势产生重要影响。2017年9月19-20日的美联储货币政策会议明确指出，10月份将开展资产负债表的正常化。未来美联储缩表如果进展较快，将吸引全球资本流向美国，短期内可能推动美元重回上升通道。但是，缩表进程将受到诸多因素的影响，其进展速度的不确定性较高。长期来讲，美元要想保有强势地位，只能通过重新成为全球经济增长的引领者才能实现，这同样具有较高的不确定性。



图 15: 美元对主要货币的汇率变化趋势
数据来源: WIND。

从上图我们可以看出，2017 年美元兑主要货币均出现贬值，其中兑欧元汇率下跌幅度最大，超过 12%（图 15）。欧元强势有明确的经济基础，德国与法国经济走强，此前陷入欧债危机的国家也逐渐加入全球经济复苏行列。不过对欧元影响更大的是欧洲政治风险逐渐化解，右翼极端势力对欧盟整体政治格局影响减弱，市场放弃此前对欧元区可能崩溃的担忧，资金重新回归，推动欧元升值。

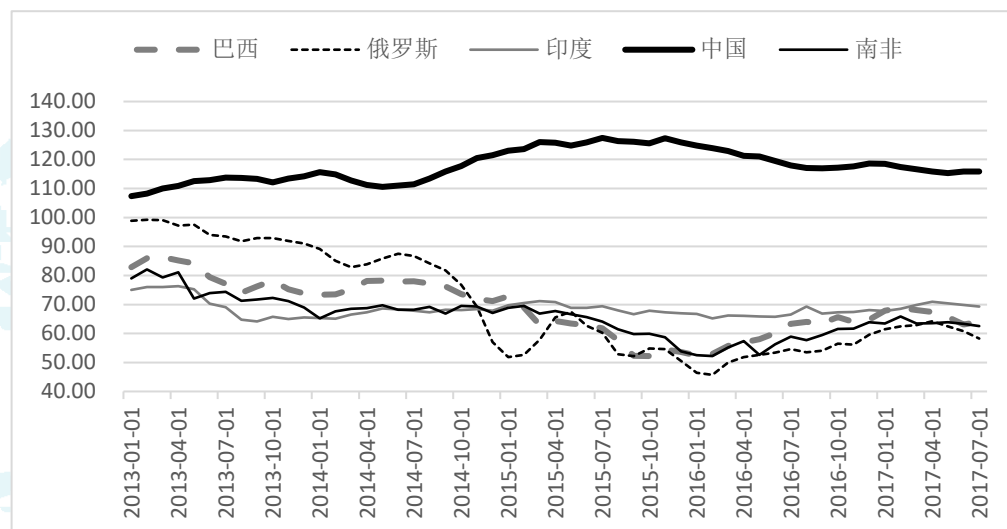


图 16: 金砖国家名义有效汇率变化趋势
数据来源: WIND。

新兴经济体中，中国、南非和印度在 2017 年的名义有效汇率维持了此前相对平缓的状态，而巴西和俄罗斯则先后出现一定幅度的贬值（图 16）。巴西内政混乱，俄罗斯受到西方世界尤其是美国打压，分别成为巴西雷亚尔和俄罗斯卢布贬值压力的主要来源。但是，从根本上看，巴西和俄罗斯未能脱离资源依赖型经济结构也是其汇率难以稳定的重要原因。印度政治经济整体稳定，未来印度卢比走势将取决于莫迪总理改革推行效果和美国缩表加息的进程。



图 17：CFETS 人民币汇率指数变化趋势
数据来源：WIND。

从 CFETS 人民币汇率指数（通称的“篮子指数”）我们可以看出，自该指数诞生以来至 2017 年 5 月底，人民币总体上一直处于下行区间。而从 2017 年 6 月开始，尤其是进入 8 月以来，人民币反弹回升，其中美元兑人民币则是在 2017 年初达到最高位 6.97，震荡到 5 月后人民币强势回升于 9 月初一度升破 6.5（图 17）。

2017 年，随着全球经济逐步进入共同复苏而美国经济增长压力加大，美国相对于其他国家的经济增长优势不复存在，特朗普施政的强大不确定性也削弱了国际社会对于美元的信心。中国今年的经济数据好于预期，7 月 IMF 上调中国增长预期标志着国际市场对于中国经济前景已持积极态度。严格管理换汇以及规范海外投资行为对于资本外流产生了显著抑制。中国央行于 5 月份在 CFETS 指数中引入“逆周期因子”调整中间价机制，向市场传达了稳定人民币汇率的明确信息。上述因素推动人民币重新升值，尤其是对美元明显上调。

由于美国还处在加息通道，且 10 月份开始进行缩表，这一进程将对全球资本流入美国产生吸引力，美元未来具有一定的升值动力。而对于人民币而言，中国央行推动金融改革与金融开放的目标之一是让人民币实现双向浮动。因此，未来一段时期，人民币继续升值的概率较低。

参考文献

1. 高海红、刘东民（2016）《2016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，2016年出版。
2. BIS（2017 a）“87th Annual Report”，June, 2017。
3. BIS（2017 b）“Global Liquidity Index”，June, 2017。

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。