



国家出版基金项目  
NATIONAL PUBLICATION FOUNDATION

“十二五”国家重点图书  
后危机时代经济研究

后危机时期

国际经济金融结构  
与中国金融政策

巴曙松





国家出版基金项目  
NATIONAL PUBLICATION FOUNDATION

“十二五”国家重点图书  
后危机时代经济研究

后危机时期

国际经济金融结构  
与中国金融政策

巴曙松 著



上海财经大学出版社

本书由上海文化发展基金会图书出版专项基金资助出版  
图书在版编目(CIP)数据

后危机时期国际经济金融结构与中国金融政策/巴曙松著. —上海:  
上海财经大学出版社, 2013. 3  
(“十二五”国家重点图书 后危机时代经济研究)  
ISBN 978-7-5642-1505-7/F · 1505

I. ①后… II. ①巴… III. ①国际金融-金融结构-研究 ②金融政  
策-研究-中国 IV. ①F831 ②F832.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 252770 号

- 丛书策划 王永长
- 责任编辑 张小忠
- 封面设计 钱宇辰
- 责任校对 赵伟 王从远

HOUWEIJI SHIJI GUOJI JINGJI JINRONG JIEGOU YU ZHONGGUO JINRONG ZHENGCE  
后危机时期国际经济金融结构与中国金融政策

巴曙松 著

---

上海财经大学出版社出版发行  
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)  
网 址: <http://www.sufep.com>  
电子邮箱: [webmaster@sufep.com](mailto:webmaster@sufep.com)  
全国新华书店经销

上海叶大印务发展有限公司印刷装订  
2013 年 3 月第 1 版 2013 年 3 月第 1 次印刷

---

787mm×1092mm 1/16 20.75 印张(插页:1) 394 千字  
定价:49.00 元

# 《后危机时代经济研究》编委会

主 编

巴曙松

副主编

(按姓氏笔画)

何 帆 钟 伟 张燕生

编委会成员

(按姓氏笔画)

王永中	巴曙松	牛播坤	华中炜
朱元倩	刘 睿	杨现领	李众敏
李国学	吴 庆	何 帆	张 明
张金杰	张燕生	郑 英	钟 伟
姚枝仲	殷 铭	雷 薇	潘圆圆

丛书策划

王永长

# 前言

从经济史的角度看,金融危机通常会对国际经济金融结构形成显著的冲击,导致经济金融结构以及相关的经济金融理论出现显著的变化,并产生深远的影响。如何从理论、历史、金融市场、金融监管与金融政策等相结合的角度,从不同侧面对当前全球金融危机中正在出现的一系列经济金融结构变化进行分析研究,我认为是一个十分重要的课题。

从金融领域的视角定义金融结构,最具有代表性的是戈德史密斯(1969)提出的“金融发展就是金融结构的变化”。如果从更宏观和抽象的视角思考金融结构,则需要从金融体系与实体经济特性入手。一方面,处于一定发展阶段的经济体的要素禀赋结构决定了该经济体的最优产业结构、具有自生能力的企业的规模特征和风险特性,从而形成对金融服务的特定需求;另一方面,各种金融制度安排在动员储蓄、配置资金和分散风险方面各有优势和劣势,因此各个经济发展阶段的最优金融结构需要与相应阶段实体经济对金融服务的需求相适应,以有效地实现金融体系的基本功能,促进实体经济发展(林毅夫,2009)。

20世纪70年代初布雷顿森林体系崩溃后,美元主导下的国际经济金融体系的不平衡性日益显现,全球资源以贸易顺差的形式源源不断地流入美国,而以美元计价的金融资产以资本项目顺差的形式持续流向全世界。特别是21世纪初美国互联网泡沫破灭后,一方面,美英等发达国家加速推进全球化进程和资本输出,进一步加剧了全球经济结构失衡;另一方面,美国为刺激经济,长期实施过度宽松的货币政策,鼓励高杠杆、高风险、低透明度且缺乏监管的金融创新,导致本国房地产泡沫急剧膨胀、缺乏监管的影子银行体系扩张、金融体系的杠杆水平显著提高。2005年以来,伴随新兴市场国家经济的崛起,全球资源供应格局被打破,通货膨胀压力高企,美国进入加息通道,直接导致美国房地产泡沫的破灭。2007年底,次贷危机正式爆发。本次危机爆发,不仅是国际经济结构长期失衡的集中反映,而且更是布雷顿森林体系崩溃后以美元为核心的国际货币体系失衡和金融监管缺失的必然结果。危机打破了原有经济金融结构和格局,美欧等经济体或经济区域面临巨大的调整成本,经济陷入衰退或缓慢复苏;新兴市场国家面临通胀高企一政策收缩一经济放缓的调整时期。当前全球经济和各国国际收支面临再平衡的过程。“去美元





化”、改革现有国际货币体系的议题也被提上日程。国际金融监管架构和制度在压力下正在经历大刀阔斧的修改和重塑。金融市场、金融机构、金融工具面临重大变革。在如此复杂多变的国际经济金融形势下,如何评估本次危机对全球经济金融结构的影响,如何准确把握危机后世界经济金融结构变化的趋势,如何结合中国实际情况处理好经济转型、金融发展和金融结构的关系,对于迅速崛起并处于转型改革关键时期的中国来说具有十分重要的战略意义。

从2012年开始,国务院发展研究中心将“国际经济金融结构研究”列为国务院发展研究中心的重点基础学术领域课题,通过多种方式积极支持对这一领域的持续跟踪研究。我被聘为这个领域的负责人,具体负责组织落实课题的研究。我将这一大课题进一步分为几个不同的子课题,试图在已有的对策性研究的基础上,通过理论与历史等多角度跟踪研究,分析国际经济金融结构变化的理论脉络,加深对本次国际金融危机爆发的原因、影响及其演变趋势,特别是这个过程中的经济结构和金融结构变化趋势的理解和把握,为决策者把握未来国际经济金融结构调整方向、制定中国危机应对和中长期发展战略,提供一点理论支持和政策参考。这几个子课题的负责人分别是雷薇博士、吴庆博士、华中炜博士、牛播坤博士和刘睿博士等研究人员,同时有20多位相关领域和机构的研究人员参与研究。这个研究既是跨年度的跟踪研究,也有年度的研究进度要求。目前各个子课题的研究都在推进之中。我本人也将这个题目及其相关领域的研究作为自己一段时期内研究的重点。本书中收录的文章,就是我围绕“国际经济金融结构”这个主线,从不同侧面的一些思考。我希望这本书是这个重点基础学术领域课题的抛砖引玉之作,希望在接下来的时间内整个课题组以及各个子课题的研究都能取得新的成绩。毫无疑问,这只是整个研究起步阶段的一些思考,许多方面的研究还有待继续深入。在本书的编辑整理过程中,朱元倩博士、殷铭先生、杨现领博士提供了大量的支持和帮助,这些大量的帮助既包括对数据资料的核对、更新,也包括对全书篇章结构的讨论、改进,在此对他们的帮助表示谢意。

巴曙松

2013年1月



# 目录

## 第一编 后危机时期的国际经济金融结构变化

- 后危机时期国际经济金融结构新趋势/3
- 国际经济结构外部不平衡:渐近修复,阶段反复/12
- 后危机时期国际大宗商品价格波动的市场与政策因素/30
- 后危机时期亚洲金融发展的新环境/36
- 量化宽松环境下的国际金融市场结构变化/39
- 美元大幅波动:后危机时期国际金融结构变化的标志/48
- 《巴塞尔资本协议Ⅲ》与后危机时期国际金融监管的发展趋势/58
- 美国后危机时期金融监管改革法案内容及评析/65
- 从繁复向简单回归:后危机时期国际金融衍生品市场发展展望/72

## 第二编 后危机时期的中国经济结构转型及政策应对


- 从次贷危机到主权债务危机:国际经济“二次危机”背景下的中国宏观政策应对/83
- 在国际经济再平衡进程中立足内需,推动中国经济结构转型/88
- 后危机时期中国经济结构转型需要金融结构转型/96
- 城市化与潜在增长率:基于长期视角的中国城市化增长效应评估/104
- 人口结构变化显著影响中国经济后危机时期走势/120

- 后危机时期中国房地产市场的结构转型/138  
从人地匹配角度观察中国经济的结构调整/147  
中国保障性住房进入与退出制度的政策改进/198



### 第三编 后危机时期的中国金融结构重塑及监管改革

- 后危机时期的中国金融监管改革/205  
中国金融结构重塑的重点应是促进双轨制利率体制的平稳渐进并轨/211  
后危机时期中国推进利率市场化改革的条件与时机选择/216  
利率市场化对商业银行影响的国际经验及启示/221  
监管新标准下中国商业银行的资本缺口及其应对/230  
金融结构重塑背景下的人民币国际化：进程、挑战与路径/234  
香港人民币离岸市场发展：现状与趋势/245  
人民币有效汇率参考一篮子货币：机制转换与趋势/250



### 第四编 后危机时期金融服务实体经济的路径

- 加快制度建设步伐，促进金融服务实体经济/269  
中国经济发展方式转变亟待金融业经营模式转型/276  
在服务小微企业中寻求支持经济结构转型和提高银行利润的双赢/281  
将小微金融发展作为后危机时期金融体制改革的重点/285  
后危机时期的中国债券市场：风险管理体系建设与人民币国际化的互动/304  
后危机时期中国信用评级体系的改革发展趋势/313  
后危机时期中国央企产融结合之道/320



## 第一编



# 后危机时期的国际经济 金融结构变化





# 后危机时期国际经济金融结构新趋势<sup>①</sup>

2011年末以来,欧洲金融震荡阶段性出现缓和迹象,实体衰退风险犹存,实体经济的恢复依旧受到银行去杠杆化和财政紧缩等约束因素的限制,欧债急症在向慢性病转变。美国经济随着信贷环境的逐步恢复,经济增速短期有回升的势头,二次探底风险基本消失,但美国房地产市场的复苏依然滞后,劳动参与率的下降和平均失业时间的上升暗示就业市场真实的改善程度有限。总体上看,全球经济在短期内需要关注国际能源价格再次上涨对未来经济景气度的滞后影响。中期来看,美元可能进入新一轮的升值周期,这一趋势一旦明朗,可能会对全球金融市场和国际资本流动形成深远影响。

## 一、欧债金融震荡阶段性缓和,实体衰退风险犹存

欧洲央行两次长期再融资计划(Long-Term Refinancing Operation, LTRO)向商业银行输血近万亿欧元,希腊私人部门持有国债减记成功,欧洲金融系统风险阶段性缓和,但未来市场关注的焦点可能会重新回到经济基本面上。欧洲实体经济在现有宽松货币条件下是否能够避免衰退?欧洲央行以大幅扩张资产负债表为代价换取的时间是否足够充裕去支持南欧国家进行财政和经济改革?预计市场难以缓解对这两个问题的疑虑。目前,欧洲的基本面依然十分脆弱,实体经济的恢复依旧受到去杠杆化和财政紧缩等约束因素的限制。欧债急症在向慢性病转变。

在2011年12月和2012年2月,欧洲央行先后两次向银行拍卖3年期低息贷款(LTRO),总量逾1万亿欧元,而且将抵押品门槛不断降低。首先,这有效地遏制了银行间流动性枯竭的问题,缓解了国债危机进一步引发金融系统危机的尾部风险(Tail Risk)。2012年,欧元区除了依旧有大量主权债务到期之外,欧洲银行业也面临着大量债务到期的再融资压力,全年总额超过6200亿欧元,仅上半年就达到3320亿欧元,其中,“南欧五国”银行的债务到

<sup>①</sup> 本文吸收了博源基金会有关经济学家的讨论观点。



期量占比过半。这些欧洲周边国家银行由于资产负债表受到欧债危机的侵蚀而难以进行大规模市场化融资,同时银行间的拆借市场也基本冻结。这是主权债务危机向金融危机传导的一条危险通道。欧洲央行的 LTRO 在一定期限内将流动性风险和市场风险从私人部门转移到公共部门(即欧洲央行的资产负债表)。这阶段性地解决了欧洲 2012 年银行大规模债券到期引发的短期流动性问题,并在某种程度上缓和了银行去杠杆化压力导致的信贷紧缩问题。近期随着市场情绪好转,欧洲银行间拆借市场明显解冻,描述欧洲银行间流动性压力的欧元 3 个月期(Euribor-Ois)利差较前期高点下降了约 45%。与此同时,银行债券市场也有了回暖的迹象。2012 年初以来,高级无担保银行债券发行规模逾 500 亿欧元,超过 2011 年下半年的发行总量。

除了向银行注入流动性之外,欧洲央行 LTRO 的另一个实效就是在希腊这种偿付性债务风险国家与意大利、西班牙等流动性债务风险国家之间建立了一道防火墙,有效遏制了债务危机在国家层面上的蔓延。碍于章程,欧洲央行无法大规模使用美联储的量化宽松手段直接从欧洲金融机构购买国债,搭救债市(虽然从 2010 年 5 月至今,欧洲央行通过 SMP 计划从银行系统定向购买了共计 2 246 亿欧元的南欧国债),于是欧洲央行通过 LTRO 以 1% 的超低利率将资金送入银行手中,引导银行买入南欧国债(收益率约在 4%~6%),即进行套利交易,赚取息差。在银行流动性风险显著缓解的背景下,以此方式购入意大利、西班牙等短期内看来并不存在希腊式债务违约减记风险的国家的国债,可以获得显著的盈利。这一方面可以使银行资本金得到补充,从而缓解资本充足率对其开展资产方业务的限制;另一方面也降低了意大利、西班牙等国的国债收益率,降低了债务滚动发行的成本,即曲线救市。从效果上来看,意大利 10 年期国债到期收益率从前期约 7.2% 高位降至 2012 年 3 月的 4.7% 左右,降幅达到 235 个基点;西班牙 10 年期国债收益率从前期约 6.7% 的高位降至 2012 年 3 月的 5.0%,降幅达到 170 个基点。

希腊私人部门持有国债减记成功,从而获得下一批救助资金,同时债务减记引发的 CDS 发行方赔付风险有限。希腊与私人部门债权人的减债谈判一波三折,不过,最后一刻的减记参与率达到 85.8%,加上 CACs 的强制条款,最终的私人部门持有债务减记比重达到 95.7%。这为欧盟及 IMF 1 300 亿欧元救援资金的发放打开了大门,基本确定短期内希腊能够免除违约风险。减记达成协议后,国际互换及衍生品协会(ISDA)即宣布希腊发生信用事件并触发 CDS 赔付机制,目前由 CDS 保险的希腊债务规模为 32 亿美元,减记后实际赔付规模可能减半或更小,由于触发 CDS 所导致的发行方赔付规模与当时雷曼倒闭后所引发的超过 3 600 亿美元的 CDS 赔付相比微乎其微,因而连带影响金融系统的风险较小。此后的关注焦点将更多地从金融风险向实体经济复苏进程回归,需要更多关注希腊以及其他债务沉重国家的经济在财政紧缩



影响下进一步恶化的风险。

由债务危机引发的欧洲金融系统震荡有了阶段性缓和,然而,实体衰退的风险犹存。当前欧洲实体经济的恢复依旧受到三个难以突破的硬约束限制。

第一,银行资本充足率的约束。欧洲央行 LTRO 无法降低银行系统的杠杆率,而根据欧洲银行监管局(EBA)要求,欧元区银行需要在 2012 年中期前融资 1 147 亿欧元,满足一级核心资本充足率 9% 的要求,以抵御资产减记所产生的冲击。目前除了意大利裕信银行(UniCredit SPA)宣布了配股融资计划以外,其他欧洲主要银行仍未拿出明确的股权融资或是资产出售计划。这将在中长期制约欧洲银行对实体经济复苏提供资金支持。

第二,银行继续去杠杆化的约束。虽然欧洲央行 LTRO“以需定量”(发行规模由银行需求和抵押品自行决定)的操作方式在规模方面比美联储更为激进,然而不同的是,在期限方面,美联储的 QE 相当于赋予了美国银行业“无限期”的特赦,不良资产被充分剥离,一旦实体经济信心及需求转好,银行就有条件重新开始承担风险和再杠杆化。欧洲央行的 LTRO 有明确的结束日期,期限最长仅仅为 3 年,如临近到期欧洲央行不滚动推出新的再融资计划,则意味着刺激政策全面“退出”。这一方面对欧洲银行中长期风险偏好提升有限,另一方面也意味着去杠杆化仍将是未来中长期欧洲银行业的主旋律。欧洲很可能成为“第二个日本”。从数据看,欧洲央行隔夜存款在两次 LTRO 之后大幅攀升,从此前的约 2 500 亿欧元攀升至目前的近 8 000 亿欧元。这意味着银行更倾向于储备资金以应付巨额债务到期,而不是将从 LTRO 融得的资金全部投入资本市场,或是向实体经济发放贷款。

第三,中长期财政紧缩的约束。目前包括 LTRO 等欧洲推出的一系列救助计划仅仅是为了改善流动性,但对财政结构改革、提高债务偿付能力和经济竞争力来说仅仅是换取了更多的斡旋时间,而并无实质性的改善。从中长期看,由于货币政策的不独立,南欧国家无法通过货币贬值来稀释外债,财政持续紧缩将难以避免。这将是未来制约欧洲经济复苏的最大障碍。此外,从 LTRO 的潜在负面影响来看,在降低流动性迫切需求的同时,似乎也会降低南欧各国进行财政改革的迫切需求,包括削减福利等财政支出、推动欧盟财政一体化等。

## 二、美国经济短期内出现二次探底的风险基本消失,但可能保持弱复苏态势

2011 年第三季度以来,美国经济的一些积极因素开始集聚。随着信贷环境的解冻,消费一就业的正向循环逐步步入正轨。经济增速有回升的势头,二次探底风险基本消失。第三季度、第四季度美国实际 GDP 年化季环比分别达





到 1.8% 和 3.0%，就业形势也略有改善。然而，美国房地产市场的复苏却远滞后于银行系统和实体经济。美联储货币刺激虽可压低按揭利率，但供给远大于需求的趋势却难以扭转。此外，劳动参与率的下降和平均失业时间的上升暗示就业市场真实的改善程度有限。美国基础货币活化后，短期中，经济或有一轮繁荣，但如果实体经济的增长水平不足以吸收被激活的货币，那么通胀或悄然而至。

现阶段美国经济逐步趋于活跃，其背后的主要原因是在长期极低利率的货币刺激下，美国居民、企业和金融三大部门的资产负债表在阶段修复之后，重新开始扩张。在这期间，美国银行系统的借贷意愿不断上升，同时实体部门的信贷需求（除房地产外）也有所恢复，此前被商业银行以超额存款准备金形式所封存的天量基础货币开始活化，商业银行的中介功能开始启动，工商业及消费信贷开始解冻（截至 2012 年 1 月美国消费信贷同比增速升至 4.3%，已经接近金融危机前 5% 的历史均值；工商业信贷同比增速升至 11%，也在向危机前 13% 的历史均值靠拢）。银行信贷从此前制约经济增长的因素转变为当下带动整体经济重拾升势的驱动力。反映在实体经济层面，2011 年下半年以来，美国汽车等耐用品消费出现了持续较快的增长，同时，企业软件及设备投资也有恢复性的增长。

负资产家庭数量巨大，单靠美联储的量化宽松及扭曲操作压低按揭贷款利率难以扭转房地产市场的颓势。在价格层面上，美联储的措施已见成效。通过美联储的极低利率、量化宽松（购买 MBS）以及扭曲操作，美国房地产按揭贷款利率已经被压低至历史最低水平。30 年期固定利率房贷的合同利率从危机前的约 6.5% 下降至 4% 左右，15 年期房贷合同利率也从 6% 下降至 3.5%。由于负资产家庭数量巨大，待售房市场供给增加，美国房地产市场持续供大于求的趋势没有被扭转。由于房价下跌导致的负资产家庭数量庞大（美国房价较 2006 年高位跌落近 1/3，居民住房净资产缩水逾 7 万亿美元，1 200 万房贷者成为负资产者），这部分家庭一旦出现现金流冲击，就只能违约，住房沦为待售房拍卖，从而增加了房地产市场的“影子库存”，导致住房市场持续供大于求。目前，美国房贷申请综合指数仅为危机前高峰期的 60%（其中购房申请指数为危机前高峰期的 70%，再融资指数为 55%），这表现为在消费及工商业信贷恢复增长的同时，美国房地产信贷依旧没有摆脱萎缩的趋势。

美国失业率回落可能存在误导，劳动参与率的下降和平均失业时间的上升暗示就业市场实际改善有限。截至 2012 年 2 月，美国失业率回落至 8.3%，为 2009 年以来的最低水平，但是当前失业率的回落可能在某种程度上夸大了就业市场的复苏力度。从第二次世界大战后历次美国经济由衰退转向复苏的过程来看，经济在健康复苏时，失业率下降一定伴随着劳动参与率（劳





动力人口总数/人口总数)的上升和平均失业时间的回落。虽然美国失业率从本次金融危机时 10% 的高点回落至 8.3%，但是劳动参与率却从危机前的 66% 降至 2012 年 3 月的 64%，同时平均失业时间从危机前的 17 周上升至 2012 年 3 月的 66 周。这意味着美国失业率回落对其就业市场的恢复有所误导。由于房地产泡沫破裂对经济增长的结构性纠正，以及危机后一些地产制造业的转移，即便周期性冲击过后，结构性因素也导致了一大部分工作岗位永久消失或转移至国外。

美国基础货币活化后，短期看来经济复苏可能持续，但通胀或悄然而至。在货币刺激对实体经济起效的初期，信贷环境的复苏确实可以带动经济出现一轮恢复性的增长。然而，在就业和房地产复苏乏力、新经济增长点尚未浮现的背景下，美国中长期的潜在增长率和生产效率的中枢势必下移，实体经济的增长不足以吸收基础货币活化后释放出的天量广义货币供应，未来再通胀的隐忧不可小视。从数据上看，美国 5 年期通胀保值债券 (TIPS) 所隐含的通胀预期已经从 2011 年末的 1.5% 上升了约 70 个基点 (至 2.2%)。货币是一种追求收益率的资本，越是价格容易上涨的商品，越是会受到货币的依附。从产能利用率的角度来看，2012 年 3 月美国工业生产初级原材料阶段的产能利用率达到 90.4%，已经超过危机前 (2007 年) 的最高水平，其中石油煤炭生产的产能利用率达到 88%，也已经接近危机前的高点。一旦受需求冲击，导致初级产成品环节供给紧缺，原油等一些大宗商品价格可能首先被释放出的货币大幅推升，并向下传导，引起通胀压力再次上升。

### 三、日本经济复苏超预期，QE 具有汇率防御性

日本近期经济的复苏趋势出乎市场的预期，有外资银行近期将日本 2012 年的经济增长速度预期从原来的 0.7% 大幅上调到 2.5%。原因是多方面的，包括存货反弹、外部需求好转带动出口恢复、日本央行推出日本版的 QE 以及日本地震灾后重建力度大于预期等。日本核灾害之后一度面临电力问题，现在看来已经基本度过了压力较大的时期。短期的问题是日元兑美元汇率在过去一段时间比较高 (在 80 以下)，对日本出口商的打击是比较严重的。日本政府已经受到双重的压力，国内出口商一直在推动日本政府去干预汇市，把日元兑美元汇率推到 80 以上。在日本的量化宽松政策推出以后，情况有了一些好转，目前日元兑美元汇率已经开始出现了走高的迹象。

### 四、需要关注国际能源价格走势对未来经济景气度的滞后影响

在总需求仍然复苏脆弱的环境中，全球经济复苏依赖于低通胀的基础，一旦通胀压力增大，就会反过来对经济景气度起到抑制作用。短期需要关注国际能源价格再次上涨对未来经济景气度的滞后影响。







从短期看,伊朗局势再次紧绷,第二轮全球央行流动性宽松潮推升原油价格。中长期需要警惕美国对中东地区能源依存度的不断下降而对全球能源供需格局形成的巨大挑战。2011年10月以来,国际原油价格持续上扬。截至2012年3月,美国WTI和欧洲Brent原油期货价格较2011年10月分别上涨了40%和30%,为每桶107美元和125美元左右。

首先,伊朗局势紧张无疑是短期内推高油价的导火索。2011年带来全球油价高涨的利比亚在局势动荡前的产能约为160万~180万桶/天,相比之下伊朗是全球第五大产油国,产能接近350万桶/天(其中出口量约为250万桶/天)。一旦伊朗局势动荡,全球原油供给可能会受到比2011年更严重的影响。

其次,欧、英、日三大央行同时放水,流动性的注入也助长短期推升能源价格。近段时期,全球主要央行的货币政策纷纷趋于宽松,再次扩大央行资产负债表的规模向资本市场注入大规模流动性,伴随着伊朗局势的动荡不安带来的油价上涨预期,这些流动性进入高流动性、高杠杆的原油期货合约当中,成为最近油价蹿升的重要原因。此外,在流动性注入的背景下,市场风险偏好的回升驱动国际资金从安全资产向股票、大宗商品等高Beta资产重配,也对油价上涨起到助推作用。

从中长期因素来看,美国对中东地区能源依存度的不断下降会对全球能源供需格局形成巨大挑战。近十年来,美国原油的对外依存度缓步回落,进口占消费的总量从约50%回落至48%左右,降幅有限。自从伊拉克战争之后,美国对中东地区原油的依存度却有十分显著的下降,从中东六国进口的原油总量占美国原油进口量的比重从20世纪八九十年代的30%~35%已经下降了约10个百分点,至20%~25%。这与美国在深陷伊拉克和阿富汗地区的泥潭之后,力图从中东地区战略性退出不无关联。届时如果中东地区缺失了美国这一“稳定器”,该地区或面临长期的政治军事动荡。虽然目前看来这一影响因素还相对较弱,但可能将成为原油价格上涨的长期因素。中国及欧洲等对中东地区石油依赖程度较大地区的通胀和经济增长风险空间会增大。

在实体经济层面,在全球总需求复苏仍然脆弱的环境中,全球经济复苏依赖于低通胀的基础,一旦油价持续升高导致通胀压力增大,就会反过来对制造业景气度起到抑制作用。过去两年全球大宗商品价格都在第一季度出现上涨,并导致第二季度全球制造业景气度下降。2012年和过去两年有相似之处,头几个月大宗商品价格也出现了反弹,而美国ISM制造业指数(PMI)在2月份已经出现了回落(从1月的54.1降至2月的52.4),欧元区PMI尽管继续小幅反弹,但德国PMI已经出现回落(从1月的51降至2月的50.2),日本PMI也有所回落(从1月的50.7降至2月的50.5),这或许都反映了年初以来原材料价格上涨对经济的负面影响。全球制造业景气度具有一定的联动性,大宗商品价格的上涨对中国制造业同样会造成负面影响。过去两年购进







价格指数在第一季度都达到 60 以上,导致第二季度制造业景气度下滑,而 2012 年 2 月 PMI 购进价格指数已经迅速回升至 54,如果进一步上升,可能会降低企业的采购意愿,进而导致生产速度放缓。

### 五、从中期来看,美元经过短期震荡之后可能进入新一轮的升值周期,这一趋势一旦形成,就会对全球金融市场形成深远影响

在欧洲局势短期企稳、市场开始加大风险偏好的情况下,加上有 QE 的市场预期,美元短期可能会有一些转弱的趋势。尽管短期汇率会有波动,但预计今后几年美元会是逐步走强的过程。从 20 世纪 70 年代看,美元几乎每 7 年就有一次大升或者大降,节奏非常明显,这一轮在 2008 年由于雷曼倒闭之后不断寻底,这一时期延时到来。

第一,风险偏好情绪可能难以持续大幅回升。过去一段时间以来支撑风险偏好回升的因素已逐渐被消化,而未来新的正面刺激尚难以显现。欧洲央行通过两轮 3 年期回购操作注入大量流动性之后,市场会冷静下来,逐步意识到欧元区基本面问题仍难以解决;此外,欧债危机未来可能会受法国大选的干扰而出现新的动荡。

第二,从美联储货币政策来看,美国基础货币的活化,以及近阶段国际能源价格的大幅上涨提高了美国潜在的通胀压力,QE3 可能短期难产。从 2012 年 2 月伯南克的国会听证发言和最近的美联储议息会议,均回避进一步货币刺激的话题,市场对 QE3 的预期也在减弱,美国过去两轮 QE 均是在油价处于较低水平时推出的,说明能源价格上涨引发的美国通胀预期会制约美联储进一步推出量化宽松的政策。

第三,从利率平价关系来看,德国短期国债收益率已经降至低于美国国债收益率的水平,而欧元 LIBOR 和美元 LIBOR 的利差也进一步缩小,意味着欧元相对于美元的吸引力在下降。

第四,从美元基本面来看,在过去三年,美元、日元、欧元三大货币是在一个比差的游戏中间,即比谁更烂,但是在今后一段时间,美元的基本面有一个相对的改善。在不知不觉中,美国的贸易逆差已经比 2006 年的高峰期少了一半。如果扣除石油进口这一块,美国的贸易赤字仅相当于 GDP 的 0.9%,在过去十年中极其罕见。与此同时,一段时间以来的弱势美元以及欧洲的恐慌情绪,使得美国的资金向制造业回流,美国一些新的所谓强势产业也开始诞生,iPhone 是一个很好的例子。另一方面,随着天然气开发新趋势的展开,以及美国能源自给率的提高,有分析认为,美国今后 10 年、20 年对进口石油的依赖也会有比较大的减少。

美元进入一个中期的升势对于世界意味着什么? 其一,美元资产会明显受益。投资美元资产不仅仅因为美元资产的估值相对便宜,而且还有汇率升

