

# 全球经济金融展望报告

2018 年年报（总第 33 期）

报告日期：2017 年 11 月 30 日

## 要点

- 2017 年，全球经济趋于好转，发达经济体同步复苏，新兴市场较快增长，全球经贸活动回暖。但是，复苏的力度依然不充分，区域差距依旧较大。
- 展望 2018 年，全球经济将维持稳定复苏的态势，处于从亚健康走向完全健康过渡的关键时期，局部金融风险仍需警惕。
- 从区域看，美国、中国经济有望稳定较快增长，对拉美地区和“一带一路”地区产生正向影响。欧洲经济走上全面复苏的新阶段，需要密切关注政经前景。
- 中国共产党十九大描绘的发展蓝图将产生全球性影响，我们对中长期内全球经济趋势进行展望。此外，专题分析全球去杠杆化进程及股市泡沫潜在风险。



资料来源：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

谢 峰

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

## 2018：世界经济从亚健康走向完全健康的关键时期

——中国银行全球经济金融展望报告（2018年）

2017年，全球经济复苏力度增强，扭转多年来的疲弱态势。政经领域和宏观政策面临的不确定性下降，国际金融市场风险偏好明显回升，资本市场交投活跃，大宗商品市场平稳回升。展望2018年，全球经济有望保持稳定增长，美国和欧洲踏上复苏正轨，中国以及“一带一路”地区将成为经济发展的亮点。不过，仍需警惕欧洲政经发展前景不确定性、全球杠杆率水平变化和股市泡沫化等风险。中国共产党十九大描绘的中长期发展蓝图将产生全球性影响，我们对2020、2035及2050年全球经济格局变化趋势进行展望。

### 一、全球经济复苏迎来新转机

2018年将迎来全球金融危机十周年。过去10年，全球经济经历了严重的衰退和漫长的复苏之路。回顾10年来经济疲软背后的深刻原因，有助于理解当前出现新转机的机理及其可持续性，从而展望未来发展趋势，并作出有效的政策应对。

#### （一）多因素叠加造就全球经济复苏长期困局

从定基指数对比可以看到，本轮全球经济经历了上个世纪“大萧条”以来最严重的衰退和最漫长、最不平衡的复苏周期。2008-2009年期间，全球经济在衰退最深的季度较危机前最高水平下降了3.8%；经过近10年的复苏后，2017年第四季度全球经济较危机底部增加约为33%，但是与危机前潜在增速外推的水平相比，缺口扩大到7.0%（图1）。危机前30年里全球经济的平均增速为3.0%，但过去10年平均增长率仅为2.3%。同时，新兴市场持续较快增长的势头与发达经济体复苏迟滞相并存。到2017年9月，欧元区和日本两个经济体的工业产

出仅分别为危机前最高水平的 94.9%和 88.5%，尚未完全恢复；相比之下，新兴市场的工业产出水平已比危机前最高水平增长了 46.8%（图 2）。

图 1：全球 GDP 轨迹模拟对比

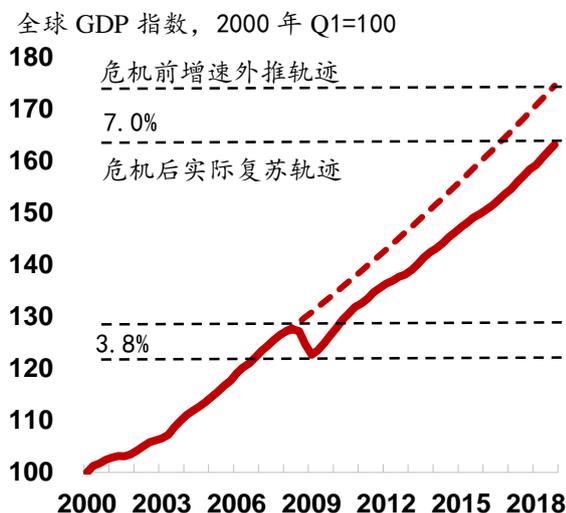
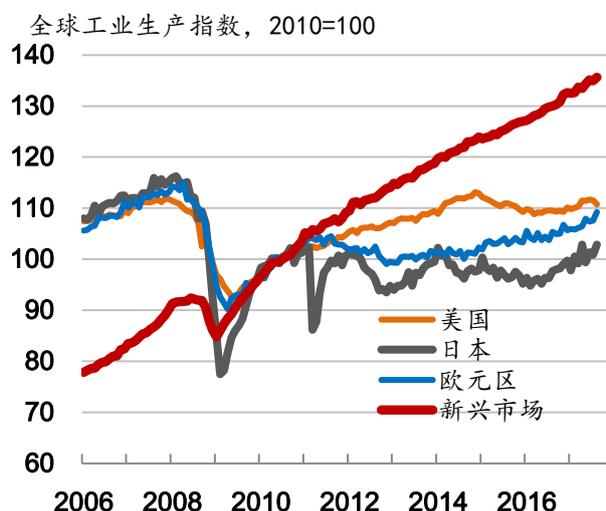


图 2：主要经济体工业生产对比



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

为什么会出现这种情形？金融危机以来，不论是从需求层面，还是从供给层面看，都存在着历史性的结构转变，对全球经济产生了深刻影响，形成了长期弱复苏的新均衡状态。

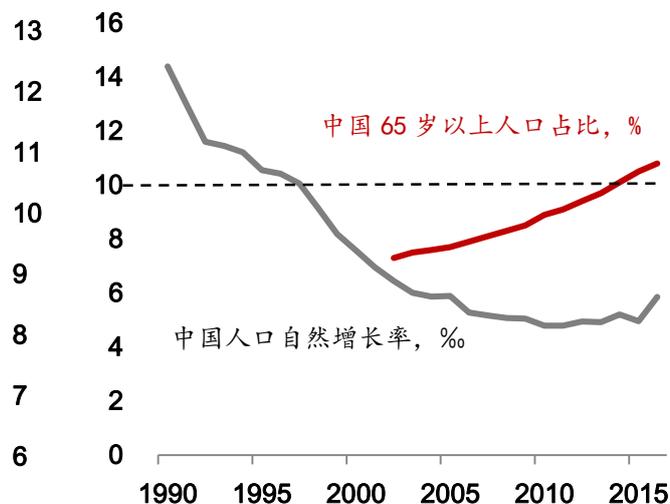
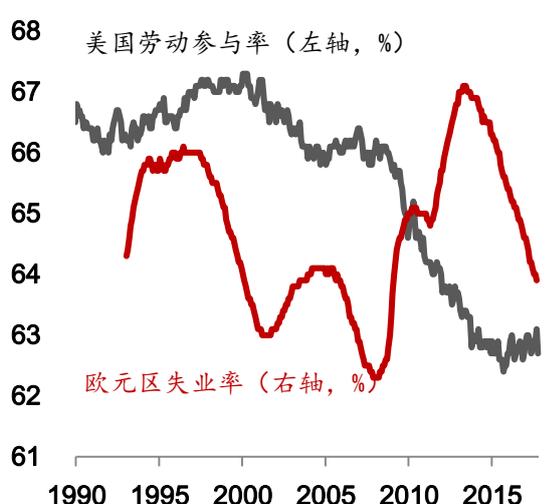
第一，从需求侧看，消费、投资和贸易增速均同步放缓。消费需求下降主要源于美欧发达国家。这些国家危机前的消费狂潮受到收入增长、信贷扩张和产品廉价等多种因素的推动。金融危机导致长期性高失业、去杠杆化进程，由于缺少收入、信贷和信心的支撑，居民消费犹如被釜底抽薪，步入长期增长迟滞。投资需求下降则在各国广泛存在。对发达国家而言，投资不仅受到终端需求下降、信贷紧缩的影响，而且受到财政政策乏力、企业信心不足和投资亮点匮乏的制约。对新兴市场与发展中国家而言，尽管中国 4 万亿刺激政策发挥了一定支撑作用，但由于外部需求衰退、大宗商品价格暴跌，众多新兴市场国家的投资增长乏力。全球贸易增长放缓除了受投资与消费需求增长乏力的影响之外，还有更广泛、更复杂的因素。由于长期收入分配不均，发达国家内向性政

策、贸易保护主义兴起（如英国脱欧、美国特朗普新政）；此外还有大宗商品市场不振、地缘政治不稳和自然灾害频发等因素的影响。

第二，从供给侧看，制约因素包括人口增长及结构变化、金融监管收紧、环境与资源约束强化、科技变革缓慢等。人口、资本和技术进步是长周期经济增长的三大要素。本轮全球金融危机爆发与全球性供给侧变化长周期正好重叠，加剧了产出能力下降。从人口因素看，三大经济体同时面临挑战。美国在人口老龄化加剧之际，劳动参与率大幅下降并在历史低点徘徊（图 5）；欧盟人口老龄化已经成为长期挑战，危机后失业率（特别是年轻人失业率）居高不下；中国进入劳动力增长和人口老龄化转折点，从 2012 年到 2016 年连续五年劳动年龄人口净减少，65 周岁以上人口占比跨越 10% 的老龄化分界限（图 6）。从资本因素看，危机后全球金融监管全面趋严，金融机构长期去杠杆化，对实体经济的支持能力减弱；全球政策不确定性加剧，环境与资源约束强化，企业对长期投资缺乏信心。从技术进步看，在本世纪初信息革命浪潮之后，新一轮科技变革处于量的积累阶段，尚未带来爆发式的投资与消费增长点；全球面临劳动生产率趋势性下降、传统岗位逐渐消失而新产业动力换挡不足等重大挑战。

图 5：美国劳动参与率与欧洲失业率

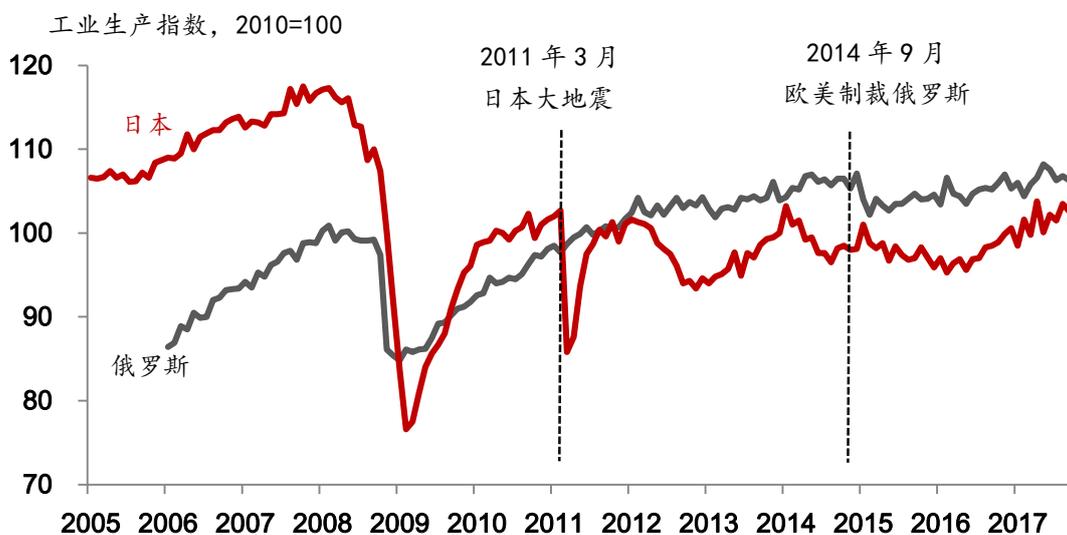
图 6：中国人口增长及老龄化趋势



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

**第三，非经济因素的重大干扰。**过去 10 年全球治理、自然条件和社会发展都进入多事之秋，短期性的非经济因素频发，持续对全球经济复苏带来干扰（图 7）。从**全球治理**看，主要大国在地缘政治上的角力，显著地增加了经济发展环境的不确定性，限制了全球贸易的发展。特别是乌克兰危机后欧美联合对俄罗斯制裁，对俄罗斯和欧洲经济复苏带来重大影响。中东地缘政治冲突、恐怖主义与难民危机频发，美国重返亚太战略、朝核危机等，对亚非地区的经贸往来带来较大的负面干扰。从**自然条件**看，气候变暖对农业与工业生产的冲击日益显现，美国飓风、日本大地震、泰国洪灾、非洲疫情等自然灾害显著地对全球产业链和工业生产的正常运转带来冲击。从**社会发展**看，一些经济体量较大的国家和地区内部政治不稳，社会改革不力，产生了叠加影响，以巴西、印度、韩国、泰国等较为典型。

**图 7：非经济事件对日本、俄罗斯工业生产的影响**



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

**(二) 2018 年预测：全球经济复苏迎来新转机，局部风险仍需关注**

从经济指标和高频统计数据来看，2016 年下半年以来全球经济复苏进入了一个缓慢回升的换挡期，这并非前述供给侧结构性因素发生了转折，而是来自需求侧和非经济因素的一些有利变化。研究表明，金融危机的后续影响平均持续

期为 7-10 年，2008 年金融危机的后遗症在逐步消退。在英国脱欧程序启动、美国大选尘埃落定之后，全球政策不确定性明显降低，企业投资和居民消费意愿增强。作为对全球经济增长贡献度最高的国家，中国经济稳中向好，2017 年以来进口显著加快，增速明显高于全球平均水平。随着美国特朗普政府积极财税新政推出，欧美大银行更趋稳健，新兴市场稳定性增强，预期 2018 年全球经济将继续复苏。但是，供给侧长期性约束因素难以逆转，全球经济复苏力度仍将不充分。我们对 2018 年基准预测如下。

第一，全球经济增长率为 3.1% 左右<sup>1</sup>，国际贸易和直接投资将持续回升。初步估测，2017 年全球经济增速约为 3.0%。预计 2018 年将略微加速至 3.1%，增速将明显高于过去十年 2.3% 的平均水平，也高于 1980-2017 年 2.8% 的平均水平（图 8），但明显低于 2003-2007 年 3.6% 的水平。得益于实体经济复苏、多边与双边合作推进，预计 2018 年全球货物与服务贸易增速为 4.1%，明显高于 2012-2017 年 3.3% 的平均水平，但低于 1980-2017 年 5.3% 的增速（图 9）。受经贸增长回升、跨国企业利润增长、金融机构信贷和资本市场融资活跃的推动，预计 2018 年全球外商直接投资（FDI）将复苏，预计增长 3% 左右。

图 8：全球经济增长预测与历史对比

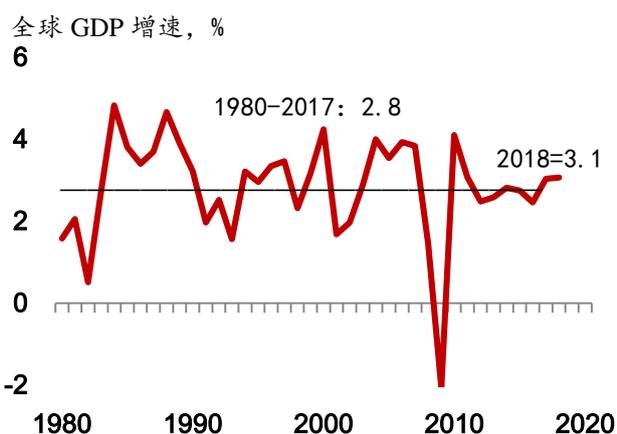
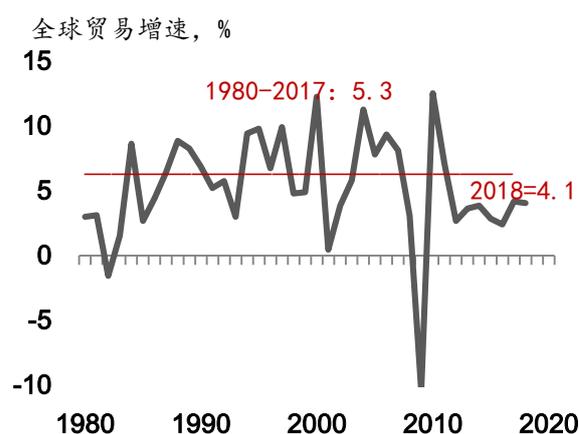


图 9：全球贸易增长预测与历史对比



资料来源：IMF，中国银行国际金融研究所

<sup>1</sup> 根据市场汇率方法测算。若根据购买力平价方法测算，全球经济增速比市场汇率方法测算的增速高 0.6 个百分点左右，即 PPP 方法下 2018 年全球经济增速为 3.7% 左右。市场汇率法和购买力平价方法测算的全球经济增速在趋势上基本一致。

第二，区域之间的发展差异依然较大。发达经济体有望呈现全面复苏态势，但力度依然偏弱；新兴市场和发展中国家经济增速有所加快，但区域之间存在差异性。根据 IMF 数据库，2018 年将仅有 6 个国家的经济会衰退<sup>2</sup>，创本世纪以来最少；而 2017 年经济衰退的国家数为 13 个，2016 年为 25 个（图 10）。中美作为全球最大的两个经济体，对 2018 年全球经济增长贡献合计将达到 43%，远高于历史平均水平（36%），也高于危机以来平均水平（42%）。以地理区域看（图 11），2018 年亚洲新兴市场国家和地区增速继续保持最快，平均增速将达到 6.5%；其次是东欧新兴市场（3.5%）、中东与北非地区（3.2%）；拉美国家（1.9%）经济增速将在新兴市场中垫底。在发达国家，美国（2.3%）、欧盟（2.1%）和其他发达经济体（2.5%）增速基本与上年持平。

图 10：历年陷入经济衰退的国家数

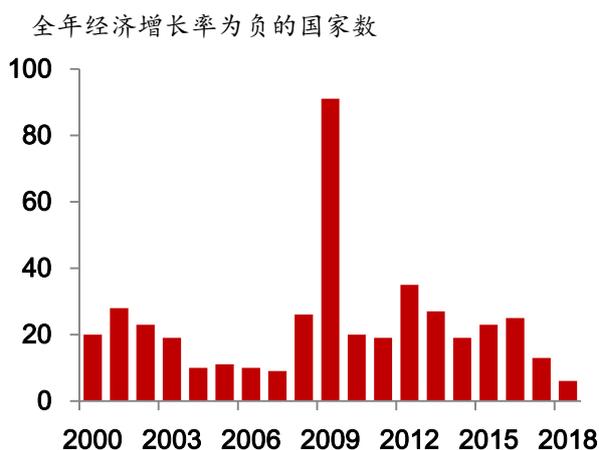


图 11：2018 年各区域经济增长对比



资料来源：IMF，中国银行国际金融研究所

第三，全球通胀水平继续保持相对低位，达到 3.3% 左右。由于实体经济复苏力度依然不够强劲，全球失业率尚未恢复到危机前水平，大宗商品市场依然处于供求失衡的状态，其价格不存在大幅上升的压力，因此全球通货膨胀水平依然处于低位，预计 2018 年全球 CPI 平均涨幅为 3.3% 左右，略高于上一年 3.1%

<sup>2</sup> 具体包括：斯威士兰、波多黎各、南苏丹、瑙鲁、委内瑞拉和厄瓜多尔，经济总量合计仅为 3300 多亿美元，对全球经济增长的拖累微乎其微。

的水平，但远低于金融危机前五年中 4.0% 的平均水平。新兴市场与发展中国家由于较高的经济增长率 and 市场需求，预计 2018 年 CPI 平均涨幅为 4.4%；发达国家由于就业未完全复苏、投资消费需求动力不足，预计 CPI 涨幅为 1.7%。

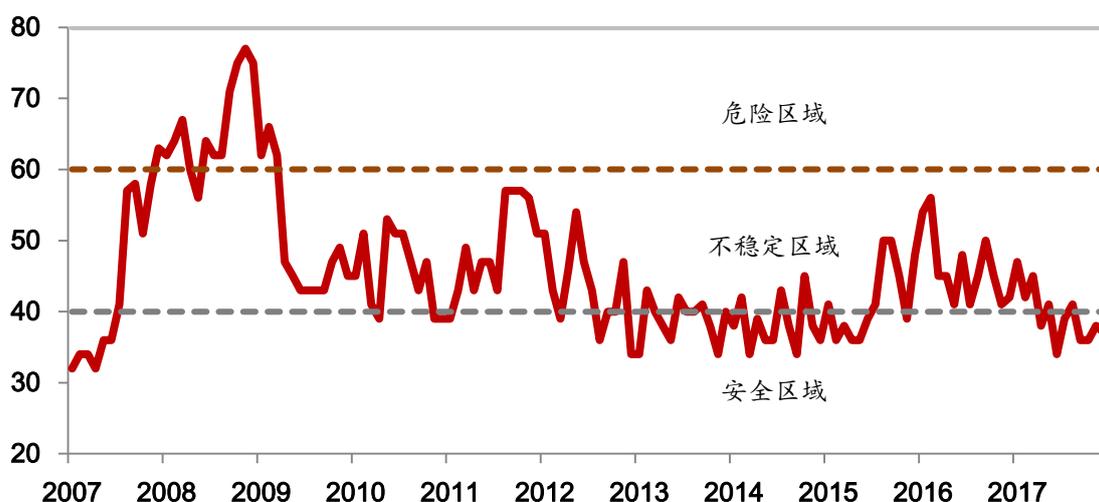
### （三）不确定性因素依然存在，局部风险尚须警惕

尽管全球经济复苏出现转机，迈进新的增长关键期，但由于增长力度不足，长期性结构性问题依然没有解决，全球性的经济与金融风险依然存在。

**第一，全球失衡状况依旧维持。**全球经济复苏依然伴随经常账户失衡。与金融危机前不同的是，全球失衡格局发生了较大转变。危机前，中美之间的失衡、发达国家和新兴市场之间的失衡居于舆论风口浪尖。危机以来，发达国家失衡扩大，突出表现为德国和日本持续较大规模的经常账户盈余，对应的是美国和英国持续的经常账户赤字。相比之下，新兴市场的失衡程度明显好转，突出表现为中国经常账户盈余占 GDP 比例大幅缩窄，巴西、印度、南非和土耳其的经常账户赤字相应收窄。全球失衡的风险在于，一旦金融条件收紧，赤字方在全球市场融资时将面临挑战；同时，赤字方将可能会迫于国内压力采取贸易保护行为，引发国际争端，冲击国际贸易秩序。

**第二，部分国家的财政金融风险。**我们编制的美国金融风险指标 (ROFCI) 显示，2017 年美国金融市场整体风险经历了由高到低，金融稳定性经历了由弱到强的过程 (图 12)，但在结构上看，股票市场逆经济弱势不断创新高，波动性一直维持历史低位，投资者可能忽视泡沫风险；非金融类货币市场始终不太稳定，风险持续上升。在新兴市场，金融脆弱性在 2017 年有小幅上升趋势，土耳其、墨西哥、智利等国家的内部脆弱性依然较高，乌克兰、阿根廷、南非的外部脆弱性居高不下。总体上，经济复苏力度增强将降低财政风险和企业债务风险，但同时会促使货币政策收紧，导致金融市场流动性收紧和风险溢价上升，可能刺破发达国家的资产泡沫，并对新兴市场的货币汇率带来风险。

图 12：美国金融风险监测指标（ROFCI）



资料来源：中国银行国际金融研究所

第三，非经济风险因素依然存在。2017 年以来全球性非经济风险事件减少，对市场主体乐观预期增强和全球经济复苏加快产生了正向贡献。但是，世界范围内的非经济风险始终存在。2018 年，欧洲各国的政治选举仍然可能潜藏“黑天鹅”事件，应重点关注德国、西班牙、意大利、希腊等国的国内政治风险。同时，围绕地缘政治争端的问题依旧并未解决，亚太、中东和非洲地区依然可能爆发新的冲突；拉美新兴市场国家内部治理方面的风险也不能排除。英国脱欧进程、特朗普的内向政策等去全球化浪潮走向何方，尚不能下结论。此外，还应对重大自然灾害的发生保持密切关注。

#### （四）全球货币政策集体转向可期，力度拿捏愈加艰难

在经济复苏加快的背景下，2017 年美国、加拿大、英国等国央行已先后收紧货币政策，特别是美联储连续加息、启动了缩表计划。预计 2018 年全球货币政策转向将进一步成为趋势，流动性收紧拐点来临。各经济体货币政策正常化的节奏、力度的把握更加艰难。在美国，随着劳工市场趋紧、劳动成本上升，美国通货膨胀指数将缓慢上升，并在 2018 年逐渐接近 2% 目标，美联储将继续货币政策正常化进程。预期美联储仍将采取缓慢渐进加息的政策，全年加息两

次左右，同时渐进缩减资产负债表规模。欧洲经济持续、全面复苏将推动欧洲央行进一步考虑缩减量化宽松政策的规模和退出负利率政策；但由于失业率依然较高，通货膨胀水平处于低位，预计欧洲央行的货币政策正常化路径将是缓慢而谨慎的。受到英镑贬值和通货膨胀上升压力，英国央行将在2018年考虑继续加息和缩减资产购买规模。日本人口老龄化和政策封闭性使其经济增长潜力受到制约，安倍经济学成效有限。2018年日本经济放缓将促使日本央行维持量化宽松的政策取向。新兴市场不同地区的经济走势差异较大，在处于较快增速的亚太地区，货币政策将稳中趋紧；在经济复苏疲弱的拉美地区和中东、东欧和非洲等受大宗商品市场影响较大的地区，货币政策保持放松。

**表 1：2018 年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		
		2016	2017 <sup>e</sup>	2018 <sup>f</sup>	2016	2017 <sup>e</sup>	2018 <sup>f</sup>	2016	2017 <sup>e</sup>	2018 <sup>f</sup>
美洲	美国	1.5	2.2	2.3	1.3	2.0	2.1	4.8	4.4	4.1
	加拿大	1.5	3.0	2.5	1.4	1.6	1.8	7.0	6.5	6.3
	墨西哥	2.3	2.1	2.0	2.8	5.8	4.0	3.9	3.6	3.6
	巴西	-3.6	0.5	1.5	8.8	3.6	4.0	11.0	13.0	11.8
	智利	1.6	1.4	2.5	3.8	2.5	2.7	6.5	6.9	6.8
	阿根廷	-2.3	2.7	2.5	25.0	24.0	18.0	9.2	8.2	7.8
亚太	日本	1.0	1.5	0.7	-0.1	0.5	0.5	3.1	2.8	2.9
	澳大利亚	2.5	2.3	2.8	1.3	2.0	2.2	5.7	5.6	5.4
	中国	6.7	6.8	6.7	2.0	1.8	2.0	4.0	4.0	4.0
	印度	7.9	6.6	7.0	5.0	5.0	5.0	—	—	—
	韩国	2.8	2.8	3.0	1.3	1.9	1.9	3.7	3.7	3.6
	印尼	5.0	5.2	5.2	3.5	4.1	4.0	5.6	5.5	5.3
欧非	欧元区	1.8	2.1	2.0	0.2	1.7	1.4	10.0	9.2	8.6
	英国	1.8	1.5	1.5	0.7	2.7	2.6	5.0	4.5	4.4
	俄罗斯	-0.2	1.6	1.6	7.0	4.2	4.0	5.5	5.5	5.5
	土耳其	3.2	5.0	3.5	7.8	10.5	9.5	10.9	11.3	10.8
	尼日利亚	-1.6	1.1	2.0	15.6	16.0	15.0	12.1	-	-
	南非	0.3	0.8	1.0	6.6	5.4	5.3	26.7	27.5	28.0
全球		2.5	3.0	3.1	2.9	3.1	3.3	—	—	—

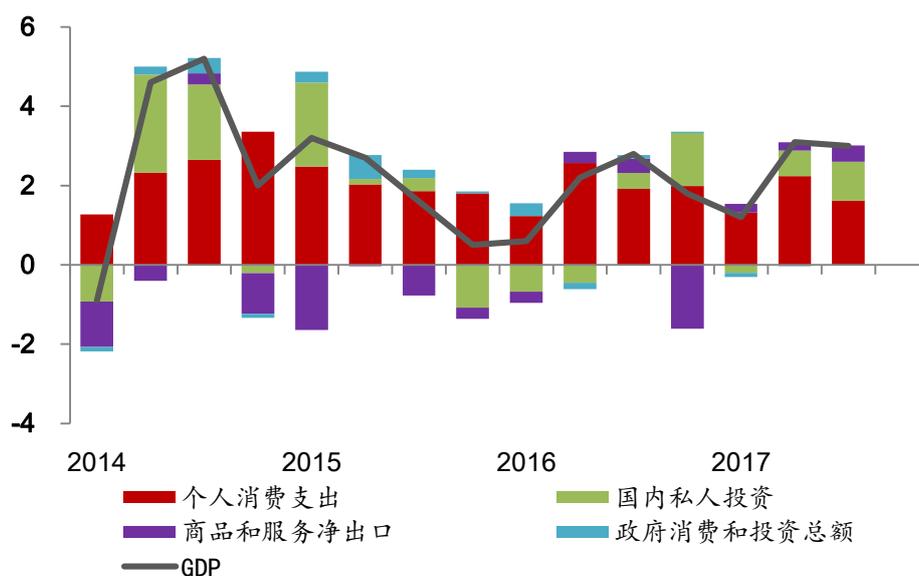
资料来源：中国银行国际金融研究所。注：f 为预测。

## 二、重点区域经济回顾与展望

### (一) 美国经济展望及其对拉美国家的影响

美国经济增长动能正逐步累积。2017年三季度在多个地区遭受飓风的情况下，美国实际GDP环比增长折年率仍然达到3%，与二季度基本持平，超出预期（图13）。鉴于四季度美国经济延续增长态势，预计2017全年GDP有望达到2.2%，较去年提高0.7个百分点。随着劳工市场趋紧、劳动成本上升，美国CPI指数和PCE指数缓慢上升。由于就业、收入和资产价格稳定增长，消费信贷环境相对宽松，消费者可能将加速消费支出。飓风过后的重建行为，将使2018年建筑投资增长，减税预期会增加企业投资。外部经济恢复增长以及美元相对稳定，会促进出口增长，进一步缩窄贸易逆差。从先导性指数看，制造业及非制造业新订单指数持续上升均超过了60；2017年二、三季度固定投资中设备部分的季度环比年化增长率达到8.7%，高于历史水平5%，预示未来扩大再生产和增加就业前景良好；自特朗普当选至2017年10月，经济周期研究所先导指数从139上升到146，达历史最高水平。

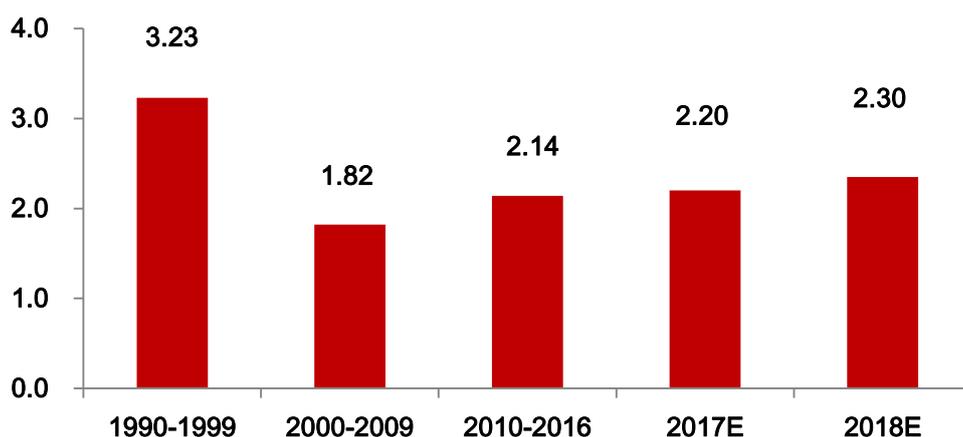
图 13：美国经济各分项对增长的贡献率（%）



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

2018 年美国经济加速增长的可能性较大。特朗普政府推出的经济促进计划，包括减税、放松对金融业和企业的监管、增加财政支出和促进出口等，在一定程度上找到了美国经济长期缓慢增长的痛点，比如私人和政府投资增长乏力、制造业萎缩和外移、净出口长期逆差、银行融资增长较慢等。减税计划将美国企业平均税率从 35%降低到 20%，并且改变当前的全球征税制为属地征税制。这些措施对激活企业资金增加私人投资，吸引海外资金流入美国有直接作用。据美国税务基金会计算，资本支出费用化将是税改框架中对经济增长拉动最大的项目，有助于鼓励公司追加投资、改善生产率、增加就业。预计 2018 年经济刺激方案可能将提升 GDP 增长率 0.1-0.2 个百分点（图 14）。

图 14：1990 年以来美国实际 GDP 增长率变动情况（%）



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

当然，负面因素依然较多。首先，特朗普促进计划在多大程度上以及何时实施仍不确定。其次，即使计划能够实施，效果仍不确定，而且阻碍因素较多，其中许多在短期内难以克服。从结构性看，美国人口老龄化加剧，劳动参与率及周平均工时下降等导致劳动总投入时间缩减。主要弥补途径是增加移民，但特朗普限制移民的政策可能使问题恶化。在劳动投入难以加速增长的情况下，实现经济加速增长，关键因素是劳动生产率增长，然而美国劳动生产率增速已经低于历史水平。美国过于关注就业数量进一步影响到生产率增长。特朗普经

济政策更关注恢复传统制造业，忽视产业升级和高端就业增长，在提高生产率方面缺乏有效措施，使得劳动生产率难以很快改善。就出口看，特朗普奉行的贸易保护主义可能遭遇贸易伙伴报复，而双边主义需要处理更多、更复杂的双边贸易关系，这些使得净出口加速增长阻力很大。政府支出计划则由于财政支出方案耗时较长以及赤字上升限制，也不太可能很快顺利推出。最后，GDP 能否实现加速增长还需考虑现实水平与潜在水平的差距。在 2008-2009 年经济衰退后，美国长期潜在 GDP 增长率已经下移。美国国会估算未来 10 年实际 GDP 潜在增长率为 1.8%，美联储的长期预测值也为 1.8%；主流机构经济预测的长期值为 2.1%，均低于特朗普政府 3%-3.5% 的目标。

由于地理和历史原因，美国与拉美地区经济联系比较紧密，拉美政治和经济受美国影响越来越深，主要体现在以下方面：

**第一，美国是拉美大部分国家的第一大经贸伙伴和贸易顺差来源国。**美国对拉美主要出口机械设备、电子产品、汽车和成品油，从拉美进口矿产品、原油、农产品等。2017 年 1-9 月墨西哥和委内瑞拉对美国分别实现货物贸易顺差 530.9 亿美元和 65.7 亿美元，同比分别增长 13.4% 和 75.3%，为缩窄两国贸易逆差贡献较多；同期，美国对巴西和阿根廷分别实现货物贸易顺差 51 亿美元和 36.4 亿美元，同比分别增长 76.7% 和 10.3%。此外，美国还是巴西、墨西哥等多个国家的第一大外商投资来源国，美国和拉美各国双边经贸联系紧密。

**第二，美元走势与大宗商品走势密切相关。**拉美各国资源禀赋丰富，经济发展高度依赖大宗商品出口。据统计，拉美各国合计的大宗商品出口占全部出口比重超过 40%。其中，巴西、阿根廷、智利和哥伦比亚大宗商品出口占比均超过 50%，哥伦比亚大宗商品出口占比更是高达 80%。大宗商品价格走势与美元密切相关，基本呈相反走势。因此，拉美各国的外汇收入、经常账户和财政收支与美元走势密切相关，拉美经济高度受制于美国货币政策和美联储决议。

第三，在安全上美国主导美洲国家组织，很多拉美国家在外交上唯美国马首是瞻。美国对拉美国家的态度，将直接影响拉美地区的经济稳定。特朗普的修墙言论、限制移民政策和重启 NAFTA 谈判，严重影响了拉美各国与美国之间的经贸往来，给拉美地区的旅游、侨汇收入和外资流入带来一定困扰，尤其对墨西哥影响最大。2018 年美国的拉美政策将成为拉美经济稳定的风险点。

鉴于拉美地区与美国经济走势紧密相关，2018 年美国大概率加速增长，将给拉美经济以稳定支撑，拉美地区的贸易收支、投融资和财政状况将得到进一步改善。同时，美元受特朗普新政不确定性影响，预计增长幅度将低于上轮周期顶点和 2017 年初高点。在供需逐渐改善和沙特反腐深入进行的背景下，大宗商品价格将稳步回升，带动拉美经济在 2018 年继续改善，预计明年拉美地区经济增速将达到 1.9%，较今年提高 0.7 个百分点。尤其是巴西、智利和哥伦比亚等大宗商品出口国经济表现将优于 2017 年（表 2）。

**表 2：拉美各国主要经济指标预测（%）**

	GDP 增速		CPI 变动		政策利率水平	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018
拉美地区	1.2	1.9	4.2	3.6	--	--
墨西哥	2.1	2.0	5.8	4.0	7.0	5.0
巴西	0.5	1.5	3.6	4.0	7.0	6.5
阿根廷	2.7	2.5	24.0	18.0	24.75	15.75
智利	1.4	2.5	2.5	2.7	2.5	3.5
哥伦比亚	1.7	2.8	4.3	3.3	5.25	4.0

资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

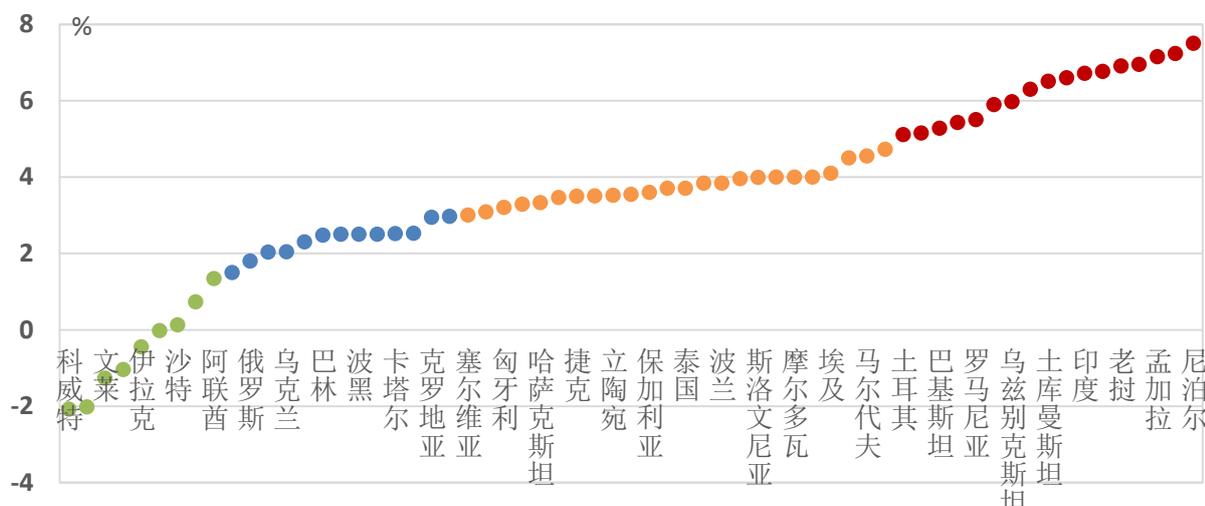
相关风险不容小觑，拉美各国与发达经济体货币政策走势存在背离风险。2014 年以来，为应对通胀和资本外流，巴西、墨西哥、哥伦比亚等国普遍采取紧缩性货币政策，利率处于高位，与主要发达经济体货币政策走势相反。当前，随着通胀指数回落，为了刺激经济增长，拉美各国普遍存在降息举动和预期，再次与发达经济体的货币政策走势背离，将带来资本外流和汇率波动风险。

## （二）“一带一路”地区经济展望及全球地位

“一带一路”沿线国家主要包括蒙古、西亚 18 国、南亚 8 国、中亚 5 国、东盟 10 国、独联体 7 国以及中东欧等国家和地区。2017 年，“一带一路”国家人口规模为 46 亿，占全球人口的 63%；GDP 总量约为 24 万亿美元，占世界 GDP 的比重达 31%。与其他地区相比，“一带一路”地区具有突出特征：一是辐射国家范围广泛，几乎包括所有亚洲国家和一半欧洲国家及部分非洲大陆，涵盖了 90%以上的发展中国家和新兴经济体。二是拥有纵横交错的陆海空三位一体的交通网络，通过公路、铁路、空港、油气管线、信息公路等基础设施布局形成全面的互联互通。三是拥有充足的劳动力和丰富的石油矿产资源，国家间生产要素差异明显，能实现优势互补。

“一带一路”地区经济前景乐观，将成为世界经济引擎。从区域内部来看，各国经济增长差异较为明显。2017 年，“一带一路”沿线国家中，如果按经济增速分，可以划分为四个梯队（图 15）。**第一梯队（红色）**主要是东南亚、南亚国家，是当前全球经济最为活跃的地区，包括印度尼西亚、马来西亚、越南、菲律宾、印度等国，其国内投资和消费需求较为旺盛，出口增长强劲，经济增速普遍超过 5%。受益于外资流入的大幅增加，孟加拉国、缅甸、尼泊尔等国经济增速均超过 7%。**第二梯队（橙色）**主要是中东欧、中亚国家，包括匈牙利、斯洛伐克、哈萨克斯坦等国，伴随着该地区失业率下降带动消费复苏、政府财政状况好转带动政府投资增长，其经济增长保持了较好态势，处于 3%-5%的中高速增长区间。**第三梯队（蓝色）**主要是西亚北非国家，如黎巴嫩、约旦等国，社会政治动荡和石油出口收入的减少对该地区经济造成了一定冲击，经济增速处于 1.5%-3%区间。俄罗斯刚刚从衰退中走出，经济增速恢复到 1.8%左右。**第四梯队（绿色）**主要是中东或部分东南亚的石油出口国家，如科威特、文莱等国出现经济负增长，沙特阿拉伯的经济增速也在 0 左右徘徊，表明低油价对该地区经济造成较大拖累，上述国家面临经济向多元化转型的压力。

图 15：2017 年“一带一路”沿线国家经济增速分布

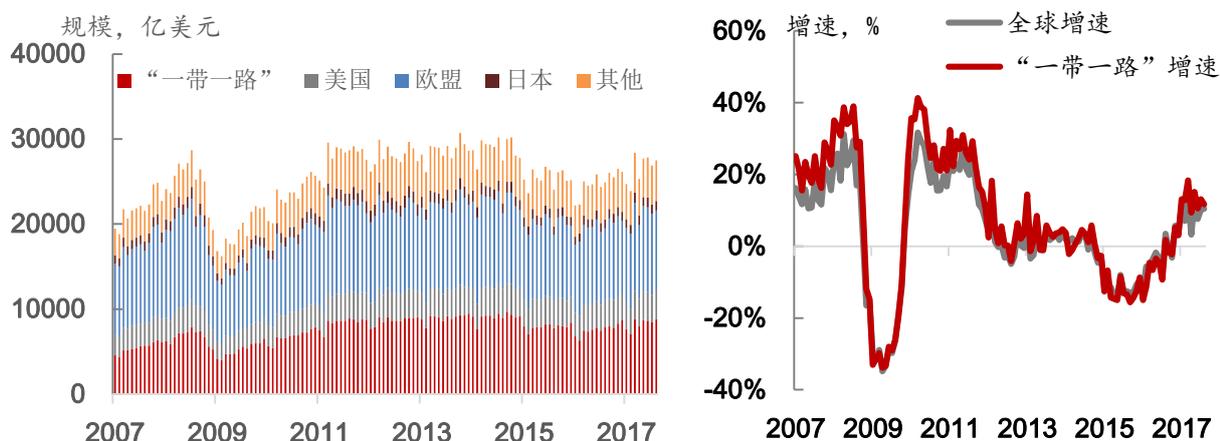


资料来源：IMF，中国银行国际金融研究所

整体上看，“一带一路”地区的平均增速仍远快于北美或欧盟。未来随着“一带一路”建设不断推进，沿线国家的基础设施和贸易投资得到快速发展，其经济增长潜力还将得到进一步释放，“一带一路”沿线经济增长相比其他地区将更为亮眼。

世界经济复苏和经贸合作深化将推动“一带一路”贸易发展。2017年，随着发达国家经济显著复苏、大宗商品价格触底反弹，“一带一路”沿线贸易增速有所回升。根据WTO统计，2017年1-8月，“一带一路”国家进出口贸易额达到5.9万亿美元，占全球的31%；“一带一路”贸易平均增速超过10%，超过全球贸易增速（图16）。亚洲开发银行指出，由于交通网络以及贸易便利性的改善，未来“一带一路”建设可提高东南亚、中亚、西亚、印度和俄罗斯的经济增速0.29、0.25、0.31、0.24和0.1个百分点，增加“一带一路”沿线国家出口50亿美元至1350亿美元不等。预计2018年新兴亚洲国家和新兴欧洲国家的出口增速分别为4.4%和5.9%，高于发达国家的3.8%和全球平均水平的4.1%。随着全球经济复苏和贸易便利化水平的提高，2018年“一带一路”地区贸易增速将明显回升。

图 16：“一带一路”沿线国家进出口贸易规模及增速



资料来源：WTO，中国银行国际金融研究所

基建活动和内部改革将推动区域外商直接投资。截至 2016 年，“一带一路”地区的外商直接投资存量为 6 万亿美元，约占全球直接投资的 22%。近年来，一批重大项目陆续落地，中老铁路、巴基斯坦喀喇昆仑公路二期、卡拉奇高速公路已经开工，中俄、中哈、中缅等油气管道项目的建设或运营都在有序推进。2017 年 5 月“一带一路国际合作高峰论坛”达成了 270 多项具体成果，为该地区基础设施发展带来新机遇。大部分“一带一路”国家基础设施建设大幅落后于国际标准，制约了经济增长潜力。因而，很多沿线国家对基础设施的改进和升级有强烈需求。据估算，未来五年“一带一路”基础设施资金需求将超 10 万亿美元。联合国贸发会议认为，2018 年新兴和发展中经济体的资本形成额增速为 5.4%，高于发达国家的 3.5%和全球平均的 4.7%。预计 2018 年发展中经济体外商直接投资流量占全球比例将从 2016 年的 37%回升至 40%。在基建融资需求带动下，“一带一路”地区直接投资占比有望上升。

与此同时，“一带一路”国家普遍开始进行改革，努力改善营商环境，吸引外资。如印度尼西亚着重土地改革和放宽民间资本融资；菲律宾把改善基础设施列为经济策略首要发展重点，提出“大建特建”计划；俄罗斯不断改进技术以提高劳动生产率等。“一带一路”有望成为吸引国际直接投资的主要力量。

展望未来，“一带一路”在全球经济中的重要性将显著提升。

第一，“一带一路”将成为全球重要的区域经济增长点。“一带一路”建设通过多层次跨境合作，促进了亚洲区域经济一体化。“一带一路”地区 GDP 总量在全球经济总量中的占比达 31%，高于欧盟的 22%，以及美国的 28.5%；其贸易占全球贸易总额的 31%，仅次于亚太经合组织（APEC）的 48%，略高于由美国和欧盟组成的 TTIP（30%）。“一带一路”地区是目前除 APEC、欧盟、北美自由贸易区（NAFTA）以及东盟之外又一重要的经济集团，其发展将决定着未来世界经济发展的格局。

第二，“一带一路”成为新时代全球化的重要推动力量。“一带一路”倡议打通了各种生产要素（如资本、信息、人员、技术）的全球流通渠道，以互联互通和产能合作打破了目前全球化面临的困局，为欠发达地区提供了加入世界经济分工的机会。有国外学者指出，“中国提出的‘一带一路’倡议通过重塑价值链、产业链和供应链，正在编织一张立体化的贸易投资网络，让过去居于全球化边缘的次区域国家获得发展机会。”可见，随着“一带一路”地区的逐步发展，全球的经济将更有序、多元、健康地发展，“一带一路”正为重塑新时代的全球化作出积极贡献。

第三，“一带一路”沿线在全球的份量和话语权日益上升。大宗商品价格触底回升、经济改革成效逐步释放以及区域经济的有效融合，将推动新兴经济体的经济增长趋于稳定。预计 2018 年“一带一路”沿线 GDP 占世界比重将进一步上升到 32.4%，而到 2021 年，该比值将变为 35.5%。2016-2021 年，46%的世界 GDP 增长将源于“一带一路”地区，24%源于北美，10%源于欧盟。“一带一路”区域经济的日趋融合，使沿线国家间的联系更为紧密，互联互通将释放地区经济发展的巨大潜力，提升其在世界经济格局中的地位。而“一带一路”建立的共商、共建、共享的价值观和由此建立的新型国际关系，也将有利于提升沿线国家参与全球治理的话语权。

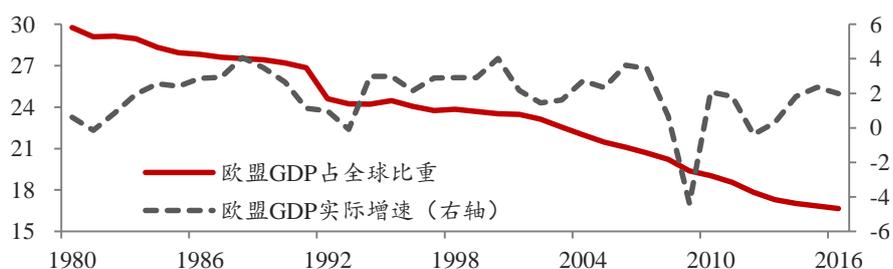
### （三）欧洲经济在曙光中艰难前行

**2017 年欧洲经济超预期复苏，信心回升。**伴随全球周期性回暖，欧洲逐步摆脱颓势，私人消费表现强劲，贸易、投资显著增长，政府赤字与债务水平有所改善。失业率持续下降至金融危机以来最低点，进一步与收入、消费形成良性互动。尽管通胀指标并未达到目标水平，但已明显回升，预计全年欧元区通胀率为 1.7%。2017 年欧盟有望实现近十年来首次全员正增长，德国表现稳定，中东欧国家显著复苏，希腊形势向好，西班牙有望恢复至危机前水平。欧洲政治格局基本落定，马克龙、默克尔相继胜选，加泰罗尼亚危机得到抑制，为经济稳步复苏提供了有效保障。2017 年，欧洲复苏步伐更加强劲，分布愈加广泛，欧盟 GDP 增速有望达到 2.2%。

**欧洲面临诸多严峻考验，复兴之路漫漫。**过去六十年，欧洲始终是全球和平与发展的重要力量，欧盟协调成员间利益并维系着一体化基本格局。近年来，欧债危机、难民危机、英国脱欧等事件爆发，民粹主义抬头，欧洲正站在历史关键节点，一体化进程走到十字路口，经济发展面临严峻考验。

**第一，欧洲在全球经济地位正在逐渐削弱。**尽管 2017 年各项指标亮眼，但从历史表现来看欧洲在全球经济格局中地位下降。欧盟经济增速波动回落，实际 GDP 增长率由危机前 3% 水平降至 2% 档位；欧盟成员国由 1973 年的 10 个增加至 2017 年的 28 个，其占全球经济比重却由近 30% 降至 17%（图 17）。

图 17：欧盟 GDP 增速及全球份额（%）



资料来源：IMF，中国银行国际金融研究所

**第二，老龄化问题日益严重，劳动力市场短期难以根本改善。**欧洲生育率处于历史低位，人口老龄化对可持续发展构成威胁。欧盟人口全球占比由二十世纪 90 年代的 25% 降至 2016 年的 6.9%，劳动参与率在 57% 左右徘徊不前。在全球化产业转移背景下，欧盟内部保留更多高技术产业，致使知识及技术水平较低群体的失业率不断上升，结构性失业与薪资增长缓慢等问题，加剧居民不满情绪与社会矛盾。

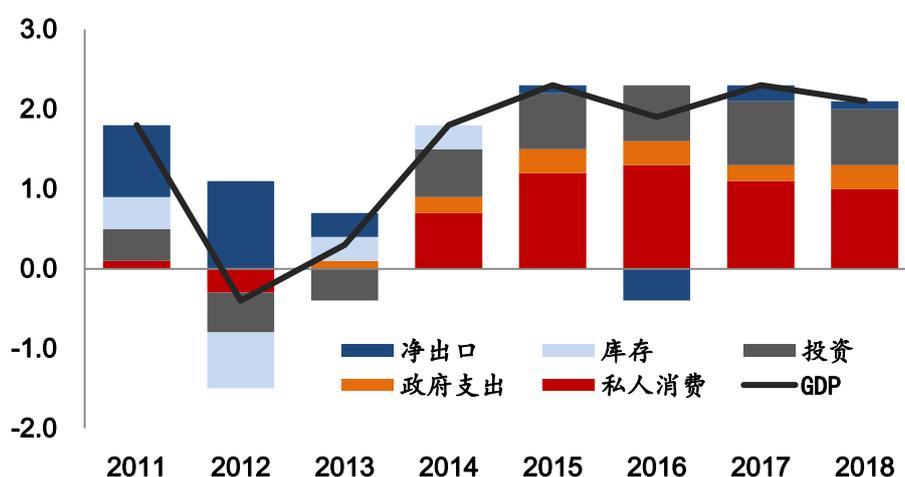
**第三，欧洲国家政治体制低效，难以全力改革、应对困局。**历经数百年发展，欧洲国家政治体制愈加民主与成熟，但也积累了一些问题。这些问题在经济健康运行时可以暂时隐藏，但在危机中则集中暴露。为了捍卫“民主”，一些欧洲国家政治体制臃肿低效，党派斗争致使立法困难、政令不畅，政府频繁更迭，难以有效推行改革，进一步加重经济停滞与政治困局的恶性循环，意大利修宪公投与政治动荡便是一个有力证明。

**第四，欧盟机制存在弊端，成员间发展不均衡、分歧严重。**欧洲一体化意味着，原本发展水平不同的国家需要遵循欧盟和自身的双重标准，并在多方面做出妥协，将其国家权力让渡给欧盟，这势必导致成员国在不同方面利益受损。过去一段时期，欧盟过快扩容，成员国在经济增速、就业、债务水平、居民福利等方面的发展差距增大，表现更加不平衡。英国脱欧是欧盟一体化与国家利益矛盾的一次突出体现，难民危机则进一步加重各国负担、触碰民众核心利益，致使疑欧情绪高企，民粹主义抬头。

**展望 2018 年，欧洲经济将延续温和增长，政治改革成为核心关注。**投资与消费仍是欧洲经济增长的主要动力。欧洲投资计划相继实施，融资环境保持良好，劳动力市场逐步复苏，将支撑欧洲经济温和增长，预计 2018 年欧盟 GDP 增速将达 2.1%（图 18）。在货币政策方面，欧元区通胀指标距目标水平仍有空间，量化宽松对于现阶段欧洲复苏具有较强支撑作用。欧洲央行虽然开始减少购债规模，但退出过程将较为谨慎，预计整体节奏将慢于其他发达经济体。受

通胀持续攀升影响，英国央行在 2017 年 11 月完成首次加息，但考虑到脱欧冲击，紧缩步伐或将难以持续。2018 年是欧洲政治改革的关键一年，欧盟委员会主席容克号召所有成员国在关乎欧盟未来的决策进程中积极发挥作用，欧洲事务“欧洲化”，各国也将抓住经济复苏的大好时机加速推进结构性改革。近期德国组阁失败表明欧洲政治风险依然很大，未来英国脱欧谈判能否顺利进行、法国政治“新秀”马克龙能否不负众望、多国政坛右转与闹独立等现象能否有所遏制，仍然存在诸多不确定性，或将对欧洲经济前景产生负面影响。

图 18：欧盟 GDP 增长预期及贡献因素（%）



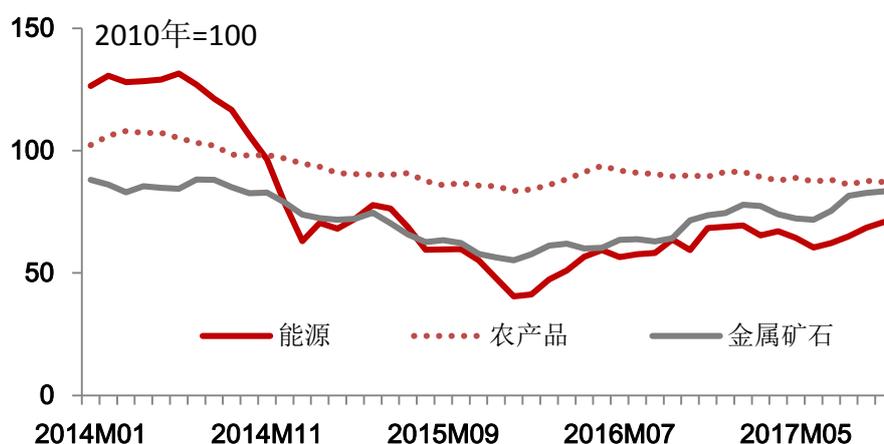
资料来源：欧盟统计局，中国银行国际金融研究所

#### （四）大宗商品价格波动下的非洲经济

以原油为代表的大宗商品价格在 2016 年初跌至金融危机以来最低点。2017 年以来，大宗商品价格已经明显企稳回升（尽管回升力度不大），这一态势有望在 2018 年延续，但不同市场的表现将有所差异（图 19）。能源市场中，原油价格将较 2017 年继续提升，其支撑因素主要来自于经济基本面好转所带来的需求增长以及 OPEC 限产，此外伊拉克、伊朗、尼日利亚、利比亚及委内瑞拉等国国内动荡或制裁也会对原油供给产生影响。金属矿石市场方面，在国际主要矿山产量增长以及中国去产能、环境保护等的影响下，铁矿石价格预计较 2017 年

有所回落；而锌、铅等基本金属价格则将在供给偏紧以及中国需求增长的影响下持续增长，但是增长的幅度较 2017 年有所缩小。同时不排除 2017 年以来的价格上涨将会刺激部分产能恢复，从而对价格产生下行压力。农产品市场方面，就全球范围而言，除非出现大范围的极端天气（如干旱、洪水等），农产品价格总体将继续保持稳中小幅上涨的态势。

图 19：2014 年以来的主要大宗商品价格指数走势



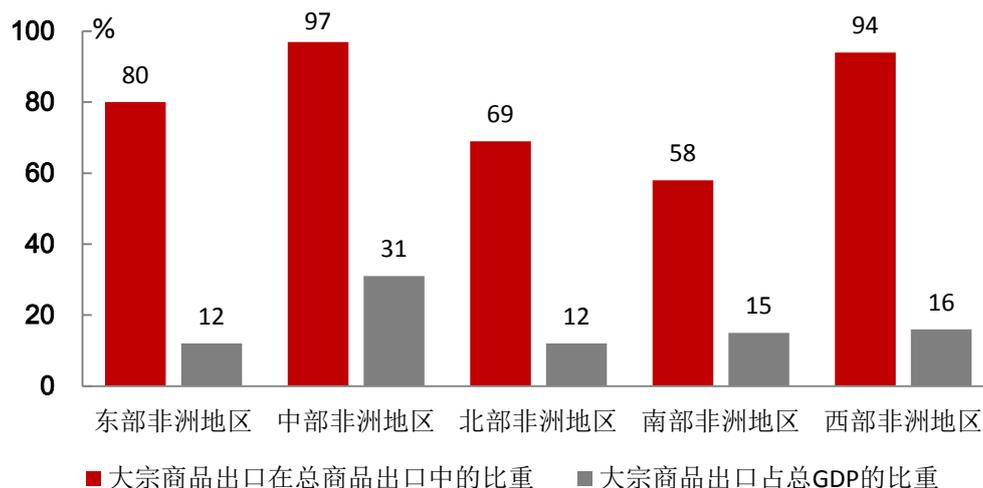
资料来源：世界银行，中国银行国际金融研究所

2018 年世界经济复苏仍有不确定性，大宗商品市场波动性依旧存在。一是全球政治经济局势的变化。英国脱欧、美国加息缩表、西班牙加泰罗尼亚公投等事件对全球经济复苏态势产生一定影响。二是衍生品市场的发展，特别是中国衍生品市场的迅速发展。目前国际大宗商品的现货定价模式往往是采取基准期货市场价格加上升贴水。而就期货市场而言，对于某一题材的炒作或是投资者行为的“羊群效应”等往往会放大价格波动。三是其他不确定因素，诸如天气因素、罢工事件、大宗商品主产国的产业政策、贸易政策等也会对大宗商品产生影响。

非洲地区能源、矿产等大宗商品资源极其丰富，是主要的能源和矿产等大宗商品出口地区。非洲经济以采掘业为主，产品附加值低，这使得大宗商品价格的波动对其影响较大。非洲经济对大宗商品的依赖度较高，特别是中非以及

西非地区。这两个地区的大宗商品出口在总商品出口中的比重在 2014-2015 年分别达到了 97%和 94%（图 20），而同期全球大宗商品贸易在总商品贸易中的比重仅为 38%左右（根据 WTO 数据测算）。对大宗商品贸易的过分依赖使得非洲经济增速往往伴随大宗商品价格走低而不断下滑。

图 20：2014-2015 年度非洲地区大宗商品依存度



资料来源： UNCTAD， 中国银行国际金融研究所

2018 年，非洲经济短期内基本难改对大宗商品依赖程度高的特点，经济运行与大宗商品价格的关联性依旧较高，波动性较大。

分地区来看，中东和北非地区经济增长将有所改善。受石油限产、伊朗经济滑坡等因素影响，该地区增长从 2016 年的 5%大幅下滑至 2017 年的 2.6%左右。随着石油出口国产量回升、石油进口国内需复苏，预计 2018 年经济增速将有所改善，达 3.5%左右。在北非地区，埃及大力推动国内改革将助力经济增长，包括实施一篮子改革计划：化解财政赤字和外部经济失衡，维护市场竞争秩序，促进就业等。预计 2018 年埃及经济将实现 4.5%左右的增长，比 2017 年加快 0.4 个百分点(表 3)。随着 OPEC 石油限产协议到期，沙特经济 2018 年将增长 1.1%，比 2017 年加快 1 个百分点。

表 3：非洲主要经济体经济增长

单位：%	1999-2008 平均	2009-2015 平均	2016	2017f	2018f
<b>中东和北非</b>	5.2	3.4	5.0	2.6	3.5
埃及	5.1	3.5	4.3	4.1	4.5
阿尔及利亚	4.0	3.1	3.3	1.5	0.8
摩洛哥	4.5	4.0	1.2	4.8	3.0
苏丹	6.3	2.1	3.0	3.7	3.6
<b>撒哈拉以南非洲</b>	5.6	4.9	1.4	2.6	3.4
尼日利亚	7.6	6.2	-1.6	1.1	2.0
南非	4.0	1.8	0.3	0.8	1.0
安哥拉	11.5	4.2	-0.7	1.5	1.6
埃塞俄比亚	8.2	10.2	8.0	8.5	8.5
肯尼亚	3.3	5.6	5.8	5.0	5.5
坦桑尼亚	6.1	6.6	7.0	6.5	6.8

资料来源：IMF，中国银行国际金融研究所

撒哈拉以南非洲经济将温和复苏。2017年以来，在外部经济回暖、主要贸易伙伴中国和欧元区经济强劲增长，以及大宗商品价格企稳、外资流入恢复等利好因素共同作用下，非洲地区经济增长有所恢复。预计2018年将保持温和复苏，实现3.4%左右增长。其中，主要经济体经济增长改善。随着武装组织对石油生产的干扰缓解、农业部门增长强劲，尼日利亚经济2018年将继续复苏，实现2.0%左右增长。在石油价格回升带动下，南非经济也将略有改善，2018年将实现1.0%左右增长。中部非洲产油国经济增速回升，预计2018年喀麦隆和加蓬将增长4.6%和2.7%。非资源出口国在内需拉动下增长强劲。东部非洲的埃塞俄比亚、坦桑尼亚、卢旺达，西部非洲的科特迪瓦和塞内加尔将继续保持6.5%以上的较快增长。展望未来，非洲经济短期增长前景趋于稳固。特别是营商环境不断改善、私营部门蓬勃发展，以及区域内部贸易增长等成为经济新亮点，但仍需关注中期经济下行风险。大宗商品价格复苏乏力，南非、尼日利亚等主要经济体政策不确定性，许多国家政府债务风险上升，以及区域内人均收入继续下降等因素，使地区经济增长在中长期仍面临较大挑战。

### 三、专题研究

#### (一) 全球经济中长期趋势、结构与变局

##### 1. 未来三年全球经济增长加快但基础尚不稳固

未来三年，全球经济将继续稳健增长。预计年均增速在 2.9%（市场汇率法）左右，高于 2012-2017 年 2.7% 的平均增速。发达经济体经济增速将保持基本稳定，未来三年经济年均增速约为 1.8%，与之前五年相当。其中，欧洲和日本在超宽松货币政策和低融资环境利好下，贸易和投资超预期增长，未来宽松环境仍将持续，经济增长有望延续；未来三年美国经济将继续稳固增长，税改、基建投资等新政有望落地，可能出现经济增长高于趋势水平的状况。新兴经济体与发达经济体同步增长，以中国和印度为首的亚洲新兴市场发展势头强劲，预计未来三年 GDP 年均增速为 6.5%，经济增速加快，成为拉动全球经济增长的重要引擎。随着实体经济复苏、外需改善、大宗商品价格逐步回暖，全球物价将缓慢提升，将改善企业资产负债表，增加企业利润和现金流，对全球经济发展带来正反馈效应。

全球贸易与投资将保持良好发展态势。进入 2017 年，全球经济出现周期性复苏迹象，发达经济体政策不确定性降低，全球贸易形势明显回暖。预计未来三年进出口增速都将维持 4% 左右水平，高于全球经济增长。贸易形势好转，主要是因为制造业提振全球经济，有力支撑贸易增长。国际金融危机以来，世界各国更加重视实体经济发展，并将制造业作为政策施力点。同时欧美复苏由分化走向一致，金融稳定性有所改善。区域贸易协定进展加速，各国的忧患意识使得谈判更具包容性与妥协性，加速了区域合作进程，有利地抵消了去全球化的冲击，引领全球化制度建设，这一趋势在未来发展中将体现的更加明显。与此同时，随着主要区域经济增长预期改善、贸易形势复苏和跨国企业利润回升，未来三年国际投资也有望呈现乐观态势。

尽管全球经济复苏形势好转，但依然不能盲目乐观。第一，全球经济依然处于“低增长、低通胀、低利率、低贸易”的新常态中，复苏基础并不稳固。在重大风险面临，复苏步伐可能会停滞甚至倒退。如果说上一轮经济长周期是以全球化为标志，那么这一轮长周期似乎是以去全球化为标志，包括美国、欧元区、英国等地区都出现了贸易保护主义和民粹主义倾向，加大了复苏的脆弱性。第二，复苏并不全面，各国存在分化。中东、北非、撒哈拉以南非洲和拉美地区，大部分是大宗商品出口国，外部风险敞口暴露较大，容易受到外部环境变化的冲击。尤其是拉美地区，随着通胀大幅下行，将逐步进入货币政策宽松周期，与发达经济体货币政策走势相反，存在资本外流和汇率波动风险。第三，全球全要素生产率持续下降。据世界大企业联合会测算，1996年-2006年全球全要素生产率增速约为1%，到2007年-2012年间降至0.5%左右，最近几年则在零左右徘徊。全要素生产率放缓不仅仅体现在发达国家，也包括发展中国家。在新一轮技术革命到来前，经济增长很难出现根本性改善。

## 2. 2020年、2035年、2050年世界经济地域格局变化预测

从中长期看，各国经济的差异化发展将逐渐改变世界经济地域格局。

18世纪以前，亚洲一直处于世界经济中心。从公元前5世纪到第一次工业革命开展的这2000多年间，中国经济总量一直领先全球。资料显示，宋朝时期中国占世界经济总量65%，其中北宋占80%，南宋占50%，是中国历史最富有的朝代。元朝时期中国经济总量占世界的30%-35%。到明朝及清朝中后期，尽管西欧走上了经济增长之旅，但中国经济在当时依然处于世界领先地位。比如，明朝时期中国经济总量世界占比45%，其中最辉煌的万历年间，经济总量达到世界80%。清朝前期的大部分时间，中国经济总量占世界35%左右，不过清朝后期经济大幅度衰退，侵略战争以及大量白银用于赔款并流向国外，造成国力迅速衰退，从康熙乾隆嘉庆期间的35%跌至10%。

欧洲文艺复兴和工业革命，使世界经济重心逐渐向西方国家转移。从18世纪开始，随着欧洲文艺复兴运动的兴起和工业革命的开展，欧洲在科学技术上有了飞跃性进步，机器的广泛运用，大大刺激了生产力发展，从而欧洲在军事、贸易上均取得重大进步。伴随着新大陆的发现和世界航路的改变，欧洲各国开始了海外扩张之路，荷兰、英国等欧洲国家先后称霸世界。美国凭借着良好的自然条件、社会制度和劳动力成本优势，在第二次工业革命后经济得到迅速发展。1872年美国经济规模超过英国成为世界第一，到1913年美国工业产值已经相当于英国、法国和德国三个国家之和。同期，清政府实施了长达一百多年的闭关锁国政策，错过了吸纳西方先进技术的机会，生产力大大落后，加之侵略战争以及大量白银用于赔款而流向国外，清朝国力迅速衰落，世界经济重心逐渐向西方转移。

当前世界经济重心再次东移，中国经济再次崛起。进入21世纪以来，中国等新兴市场国家快速发展，成为世界经济增长的最主要贡献者。1980年发达经济体占世界GDP份额高达76%，2016年降至61%；金砖五国占世界GDP比重由7%上升到22%，份额显著上升。在《全球竞争力报告2017-2018》中，中国和印度市场规模分列全球前二，因此亚洲极有可能成为未来全球消费、生产和贸易中心。目前，中国GDP世界占比15%，印度占比3%，并且这一比重还在不断上升。而美国和欧洲等国家受到经济危机、社会矛盾等影响，经济增长长期低迷，全球经济份额不断下降。

IMF提供了未来五年全球经济预测数据，可借此计算2020年世界各国经济份额变化；同时假定中国2021年-2025年平均实际增速为6.3%，2026年-2035年年均增速为5.6%，2036年-2050年平均增速为3.5%，计算出2035年和2050年世界经济格局变化情况。预计到2020年，中国经济将接近15.6万亿美元，人均GDP将超过1万美元，在全球经济中占比将升至17%左右；美国经济总量将接近22万亿美元，在全球占比降至23%，人均GDP将达到6.6万美元。

**表 4：1980 年-2050 年全球经济格局变迁情况（10 亿美元，%）**

	1980 年		2000 年		2020 年		2035 年		2050 年	
	GDP 总量	全球 份额								
中国	305	3	1215	4	15552	17	36399	24	60981	26
印度	189	2	477	1	3225	3	10884	7	12733	5
美国	2862	26	10285	30	21846	23	30407	20	31635	13
欧元区	--	--	6498	19	14480	15	18661	12	19223	8
日本	1091	10	4887	14	5280	6	5950	4	6025	3
英国	601	5	1639	5	2804	3	3699	2	3828	2
全球	11112	100	33823	100	93496	100	151554	100	250496	100

资料来源：IMF，中国银行国际金融研究所

预计到 2035 年，中国经济总量将超过美国位列全球第一，人均 GDP 有望超过 2 万美元。“一带一路”地区将成为全球经济新的增长极，在全球经济版图中的地位将大幅上升，沿线一体化程度将更加紧密，经济、金融、科技、人员和文化等领域交往将促进人民币区形成。

预计到 2050 年，中国将成为富强民主文明和谐美丽的社会主义现代化强国，真正实现中华民族伟大复兴，国际地位首屈一指，GDP 总量和人均 GDP 都将位列世界前列，中国在国际金融体系中的地位将与中国 GDP 全球份额相匹配。美国 GDP 占比进一步下滑至 13%，欧元区 GDP 占比为 8%，日本仅为 3%。“一带一路”沿线大部分国家，将受益于中国经济发展，经济增速长期保持在高位，经济稳定发展将带动政治平稳，地缘政治冲突将逐渐减少，世界将日益演变为更加和谐稳定的命运共同体。

### 3. 2020 年、2035 年、2050 年全球产业布局的主要变化

与全球经济格局变化趋势一致，全球制造业布局和竞争力也将随时间而发生动态演变，主要发达国家与代表性发展中国家之间的技术差距将逐渐缩小。目前在世界产业格局中，处于产业价值链中心位置的国家主要是美国、德国和日本，处于产业价值链外围位置的国家主要是中国、印度等发展中国家。关注

这些国家制造业的发展情况，可以窥见世界产业布局的变化。

美国 2012 年提出“工业互联网”。希望将工业与互联网结合，升级关键的工业领域。通过智能机器间的连接并最终将人机连接，结合软件和大数据分析，重构工业、激发生产力。在现实世界中，机器、设备和网络能更深层次与信息世界的大数据和分析连接在一起，带动工业革命和网络革命。在此项目引领下，美国成立多家制造业创新中心，这些中心涉及的相关技术和产业有望成为未来制造业的发展方向。目前为止，美国通过人工智能、机器人、电子制造业等技术发展，使得“工业互联网”快速发展。同时，美国出台了一系列优惠政策对技术创新进行支持，确保美国制造业实现创新发展。

德国在 2013 年提出工业 4.0 时代概念。旨在通过利用信息通讯技术和网络空间虚拟系统相结合的手段，提升制造业的智能化水平，利用物联信息系统将生产中的供应、制造、销售信息数据化和智慧化。工业 4.0 项目主要包括三大主题，分别是智能工厂、智能生产和智能物流，生产智能化将在未来逐渐形成主流，尤其是在德国强大的机械制造、化工医药等领域加成下，德国在制造业的领先地位将更加稳固。

尽管日本在科技人文领域仍保持较高竞争力，但日本面临的人口老龄化问题愈加严重，严重限制了日本劳动生产率和研发创新的发展。目前日本人口老龄化率已超过 26%，预计到 2035 年，将会突破 30%，意味着每 3 个人中，就有一位 65 岁以上老人，这严重阻碍了日本的科技创新。在全球制造业份额减少的情况下，日本作为传统机械大国，核心机械订单持续下降，加之不断爆出的日本制造业丑闻，到 2035 年日本可能会退出世界制造大国核心阵营。

中国在 2015 年提出了《中国制造 2025》计划。是中国政府实施制造强国战略的第一个十年行动纲领，坚持“创新驱动，质量为先，绿色发展，结构优化，人才为本”；并提出三步走战略：到 2025 年迈入制造强国行列；到 2035 年达到

世界制造强国阵营中等水平；到新中国成立一百周年，综合实力进入世界制造强国前列。中国已经意识到科技革命和产业变革的重要性，与此同时，全球化与新技术的交汇，也是中国大力发展制造业的一个新契机。在该计划中，推进制造业由大变强，不仅要在消费品领域，更要在科技含量高的先进设备领域。中国近年来取得了科技制造业方面的重大突破，从“天宫号”到“蛟龙号”再到“复兴号”，这些高端装备向世界展现着中国的制造硬实力，也更加坚定了中国走科技制造、智能制造道路的信心。

印度拥有大量青壮年，没有人口老龄化的后顾之忧。印度相较于周边国家，在手机、生物制药等方面具有强大的成本优势，同时，印度纺织品在欧美市场份额逐年上升。相比于其他高科技设备制造，中低端制造业发展对于农业人口吸纳性更强，同时，城市化进程也将在制造业的发展下提速，“印度制造”正成为全球市场上的新兴力量。但是相对于目前全球化和新技术交织的时点，印度在资本和技术创新上无法和发达国家相比较，因此制造业的总体进程缓慢。凭借印度独特的优势，在 2050 年有可能跻身世界制造强国行列。

总之，如果按照迈入制造强国行列、达到制造强国阵营中等水平、进入制造强国前列三阶段划分，预计到 2020 年，处于制造强国前列的仍是德国、美国和日本等发达国家；但是到 2035 年，中国将达到制造强国阵营中等水平，日本将由制造强国前列落入制造强国阵营中等水平，与中国处于同一层级，但二者变化趋势截然不同；到 2050 年，中国将更进一步，与美国、德国一起位列制造强国前列，同时印度可能会加入制造业强国行列。

## （二）全球杠杆率水平变化：趋势、风险及其应对

### 1. 全球主要国家债务杠杆率总体攀升

从全部非金融债务占 GDP 比重这一核心杠杆率指标看，全球主要国家(G20)总体延续加杠杆化势头。其中，发达经济体总体杠杆率保持稳定，新兴经济体

总体债务占 GDP 比重持续上升，但发达经济体杠杆率明显高于新兴经济体杠杆率。具体表现为（表 5）：**第一，2014 年以来 G20 全部非金融债务占 GDP 比重上升趋势明显，2017 年一季度升至 240.0%。**其中，发达经济体总体杠杆率上升至 268%、新兴经济体总体债务占 GDP 比重持续上升至 189%。中国总体债务占 GDP 比重已接近发达经济体的平均水平，2017 年第一季度达到 257.8%。**第二，发达经济体杠杆率明显高于新兴经济体杠杆率，但差距正在缩小。**过去十年，发达经济体全部非金融债务占 GDP 比重平均在 260.5%左右，新兴市场全部非金融债务占 GDP 比重平均在 145%左右，但两者的差距已经从 2007 年 122.7% 降至 2016 年的 79.7%。

**表 5：主要经济体全部非金融债务占 GDP 比重（%）**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017Q1
G20	212.2	204.6	232.6	228.9	218.6	227.2	226.3	221.3	233.4	236.5	240.0
发达经济体	243.2	239.9	267.3	269.1	260.9	271.0	267.3	255.4	266.2	264.2	267.9
新兴经济体	120.5	106.9	141.3	139.0	131.1	144.7	153.0	158.4	174.0	184.5	189.0
中国	144.9	141.3	177.8	181.6	181.1	194.7	211	225.8	244.9	257	257.8
美国	228.4	239.6	247.8	248.7	252.1	252.5	247.9	249.7	249.1	252.1	250.8
欧元区	222.2	232.2	249.0	253.0	252.4	263.5	261.4	269.0	268.1	265.7	264.9

数据来源：BIS，中国银行国际金融研究所

## 2. 发达经济体与新兴经济体债务结构出现分化

私人部门与政府部门债务率表现分化。全球主要国家的私人部门债务率和政府债务率都有所提升，但发达经济体与新兴经济体债务结构呈现不同的变化趋势（表 6）。发达经济体呈现私人部门去杠杆、政府加杠杆的态势。非金融私人部门债务占 GDP 比重由 2007 年的 171.7% 下降至 2016 年的 158.4%，政府债务占 GDP 比重由 71.5% 上升至 105.8%。其中，美国非金融私营债务占 GDP 比重由 2007 年的 167.6% 下降至 2016 年的 151.6%，政府债务占 GDP 比重由 60.7%

上升至 100.6%。欧元区债务杠杆率稳定，非金融私营债务占 GDP 比重稳定在 163%左右，政府债务占 GDP 比重维持在 103%左右。新兴经济体私人和政府部门杠杆率均保持增长态势。非金融私人部门债务和政府债务占 GDP 比重分别由 2007 年的 82.7%和 37.6%上升至 2016 年的 137.9%和 46.4%。其中，中国的非金融私人部门债务占 GDP 比重由 2007 年的 115.6%上升至 2016 年的 210.6%，政府债务占 GDP 比重由 29.3%上升至 46.4%。

**表 6：私人部门和政府部门债务占 GDP 比重 (%)**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017Q1
<b>私人部门债务占 GDP 比重</b>											
G20	147.9	138.9	153.7	146.7	137.4	142.1	143.6	139.5	148.4	149.7	152.3
发达经济体	171.7	163.6	176.9	171.0	160.8	164.5	163.1	153.3	160.2	158.4	161.2
新兴经济体	82.7	75.7	99.0	98.6	95.0	106.2	114.4	118.8	131.5	137.9	140.6
中国	115.6	114.2	143.3	147.9	147.6	160.3	173.8	185.6	201.6	210.6	210.8
美国	167.6	168.0	166.2	157.6	152.4	149.9	148.9	148.6	149.4	151.6	151.7
欧元区	155.3	160.2	166.7	166.5	164.6	165.3	161.8	163.1	164.3	162.6	162.9
<b>政府部门债务占 GDP 比重</b>											
G20	64.3	65.7	78.9	82.2	81.2	85.1	82.7	81.7	85.0	86.8	87.6
发达经济体	71.5	76.4	90.4	98.1	100.2	106.5	104.2	102.1	106.0	105.8	106.7
新兴经济体	37.6	31.0	42.2	40.2	36.0	38.1	38.4	39.3	42.2	46.4	48.1
中国	29.3	27.1	34.5	33.7	33.5	34.4	37.2	40.2	43.3	46.4	46.9
美国	60.7	71.6	81.6	91.2	99.8	102.5	99.1	101.1	99.7	100.6	99.1
欧元区	66.9	72.0	82.4	86.5	87.7	98.2	99.6	106.0	103.8	103.0	102.0

数据来源：BIS，中国银行国际金融研究所

非金融企业与居民债务率表现分化。从私人部门内部看，全球主要国家（G20）的非金融企业杠杆率上升，但居民杠杆率下降（表 7）。非金融企业债务占 GDP 比重由 2008 年的 78.7%上升至 2016 年的 91.5%，居民债务率从 60.1%

下降至 58.2%。但发达经济体与新兴经济体结构呈现不同的变化趋势：一是发达经济体总体呈现非金融企业加杠杆、居民去杠杆态势。其中，美国非金融企业债务占 GDP 比重由 2007 年的 69.8% 上升至 2016 年的 72.3%，居民债务占 GDP 比重由 2007 年的 97.9% 下降至 2016 年的 79.3%。二是新兴经济体企业和居民杠杆率均持续上升。其中，中国非金融企业债务占 GDP 比重由 2007 年的 96.8% 上升至 2016 年的 166.3%，居民债务占 GDP 比重由 2007 年的 18.8% 上升至 2016 年的 44.4%。

**表 7：非金融企业和居民债务占 GDP 比重 (%)**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017Q1
<b>非金融企业债务占 GDP 比重</b>											
G20		78.7	87.1	83.6	79.6	83.7	85.8	84.4	91.0	91.5	93.3
发达经济体	89.8	87.8	93.6	90.1	85.4	88.0	87.3	82.1	86.3	85.5	87.4
新兴经济体		56.2	73.3	71.9	69.6	78.0	84.6	88.8	99.3	102.2	103.6
中国	96.8	96.3	119.9	120.7	119.9	130.6	140.7	149.9	162.7	166.3	165.3
美国	69.8	72.6	70.4	66.8	66.1	66.7	67.4	68.5	70.4	72.3	73.0
欧元区	96.1	99.8	102.7	102.9	101.7	102.7	100.4	102.7	105.2	104.0	104.4
<b>居民债务占 GDP 比重</b>											
G20		60.1	66.5	63.0	57.7	58.3	57.8	55.1	57.4	58.2	59.1
发达经济体	81.9	75.8	83.3	81.0	75.4	76.5	75.8	71.2	73.9	72.9	73.8
新兴经济体		19.5	25.6	26.6	25.3	28.1	29.8	30.0	32.3	35.7	37.1
中国	18.8	17.9	23.5	27.2	27.7	29.7	33.1	35.7	38.8	44.4	45.5
美国	97.9	95.5	95.8	90.7	86.2	83.2	81.5	80.1	79.0	79.3	78.7
欧元区	59.2	60.4	64.0	63.6	62.9	62.5	61.4	60.3	59.1	58.6	58.5

数据来源：BIS，中国银行国际金融研究所

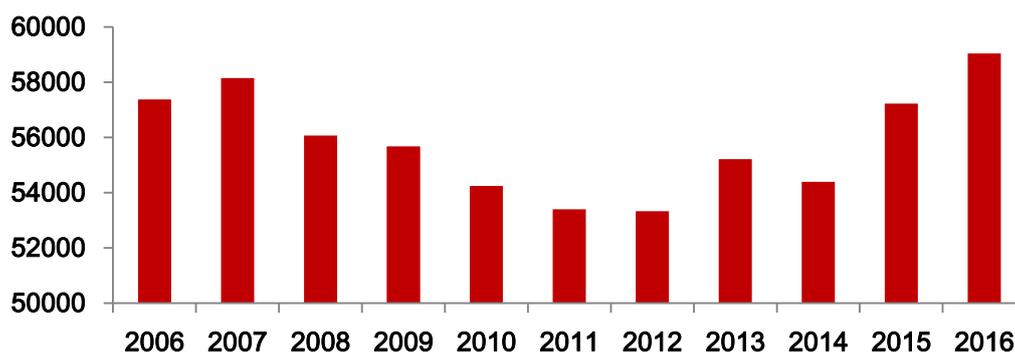
### 3. 发达经济体私人部门杠杆率下降的原因和趋势

从当前主要经济体杠杆率总体趋势看，仅发达国家私人部门出现明显的去

杠杆迹象，居民债务占 GDP 比重下降是私人部门杠杆率下降的主要原因。

资产负债表扩张有助于促进经济增长。IMF 的实证研究和金融危机经验表明，尽管居民杠杆率可能会促进经济增长和就业，但加杠杆的负面效果也会在三至五年后开始显现，经济增速将低于加杠杠之前，同时家庭债务快速增长，发生金融危机的概率更高。相比家庭债务和信贷市场参与程度较低的新兴经济体来说，发达经济体的这种效应更为明显。2007 年发达经济体的居民债务占 GDP 比重 81.9%，其中，欧元区居民债务占 GDP 比重 59.2%，美国高达 97.9%。美国居民部门高杠杆使得美国房地产市场产生了巨大的泡沫，最终诱发次贷危机。在危机发生前，美国居民杠杆率已大幅超过了可持续标准，意味着未来将进入去杠杆阶段。具体看，2007 年-2012 年美国的居民去杠杆属于被动去杠杆，居民杠杆率的下降伴随着金融杠杆率和银行坏账率的上升；2013 年以后的去杠杆属于主动去杠杆，美国经济复苏加快，失业率下降，非农就业明显增加，家庭年收入中值从 53000 美元开始反弹，截至 2016 年底已达到 59000 美元（图 21），实际收入上升是杠杆率下降的主要原因。

图 21：美国居民收入中值（美元）



数据来源：美联储、中国银行国际金融研究所

此轮去杠杠或接近尾声。2017 年一季度发达经济体居民杠杆率为 73.8%，高于 2016 年 72.9%，意味着此轮发达经济体去杠杠开始反转。尽管各个发达经济体表现不一，但经济基本面大多呈现向好态势。其中，美国连续两个季度 GDP

超过 3%，10 月份失业率达到 4.1% 的低位，复苏强劲，为居民开启加杠杆提供了坚实支撑。从美国银行业数据看，居民贷款增长开始明显提速。2017 年 6 月末房地产贷款和个人消费贷款在商业银行总资产中占比分别为 27.49% 和 9.22%，较一季度上升 0.22 和 0.11 个百分点，是美国银行业资产增速提升的主要因素。欧元区居民部门杠杆率去化程度低于美国，但 2014 年至 2016 年德国、西班牙、葡萄牙和爱尔兰杠杆率下行幅度较大。由于欧洲主要国家杠杆率修复基本完成，居民和企业部门正在开启新一轮的加杠杆。

#### 4. 潜在风险与政策应对

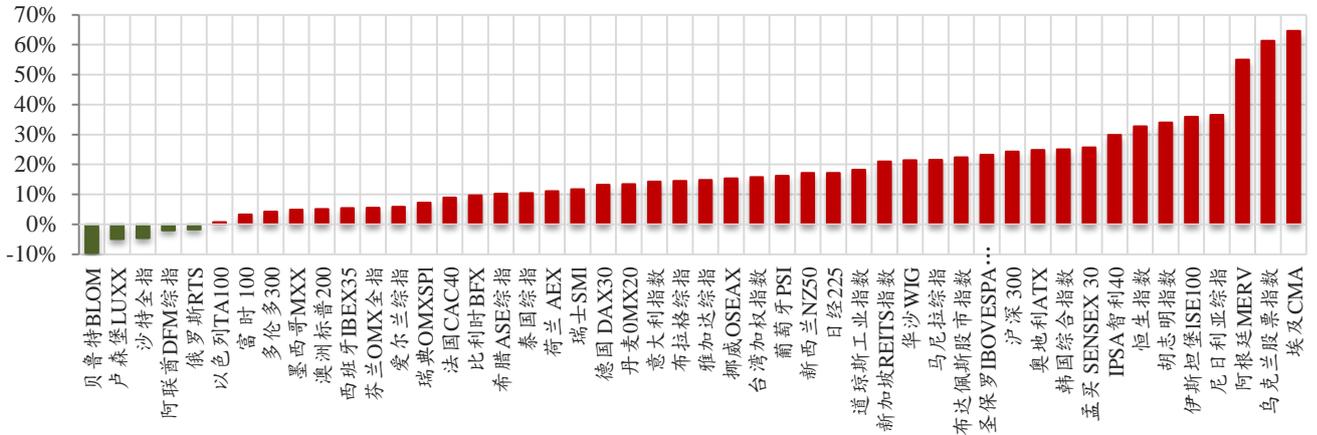
伴随着以美、欧为代表的发达经济体经济复苏，目前发达经济体居民去杠杆或将进入尾声。在经济上行周期，居民杠杆率仍处在杠杆周期的低位将拖慢经济复苏，尤其是在经济增长靠消费等内生因素拉动的国家。新兴经济体杠杆率不断提升，应避免重走美欧由于杠杆率过高引发金融危机的老路。

政策方面，发达经济体已准备或正在启动政策以提升居民杠杆率。例如，特朗普政府开启了以减免税收为核心的一系列改革措施，将提振居民消费信心，扩大居民支出；在继续去杠杆过程中的国家，为避免私营部门需求大幅紧缩对经济造成过度伤害，政府可采取加杠杆的方式来对冲，以免经济陷入衰退；另外保持适度宽松的货币政策也有助于提升居民杠杆率。新兴经济体政府需要从宏观政策层面加以引导，谨慎应对加杠杆带来的风险。

#### （三）全球股市飙升的逻辑与风险——以美股为例

近年来，全球经济复苏乏力，股票市场却一片欢腾。截至 2017 年 10 月 17 日，在全球 49 个主要股指中 43 个走强，平均涨幅达 19%（图 22）。美股持续 8 年牛市，欧洲股市稳步上升，日股创 26 年来最高水平，印度、越南等新兴市场股指也纷纷触及历史高位。金融市场与经济基本面严重脱钩，投资者对于新一轮危机毫无准备。全球股市再现“非理性繁荣”，潜在风险不容忽视。

图 22：2017 年全球主要股指涨幅（截至 11 月 17 日）



资料来源：Bloomberg，中国银行国际金融研究所

### 1. 美股在牛市中狂欢，诸多指标呈现异常

三大股指持续飙升，与经济偏弱走势相背离。2009 年以来美国股市开启新一轮强势周期，连续八年上涨。截至 2017 年 11 月 17 日，道琼斯工业平均指数、标准普尔 500 指数与纳斯达克综合指数分别较年初上涨了 18.2%、15.2%与 26.0%，较 2009 年低点攀升了 2.5 倍、2.8 倍与 4.2 倍（图 23），处于历史高位。本轮牛市时长与涨幅成为美股历史上第二大超级周期，然而美股涨幅并没有强劲基本面与 GDP 增速的坚实支撑（图 24）。

图 23：美国三大股指走势



图 24：美国经济增速与股市走势

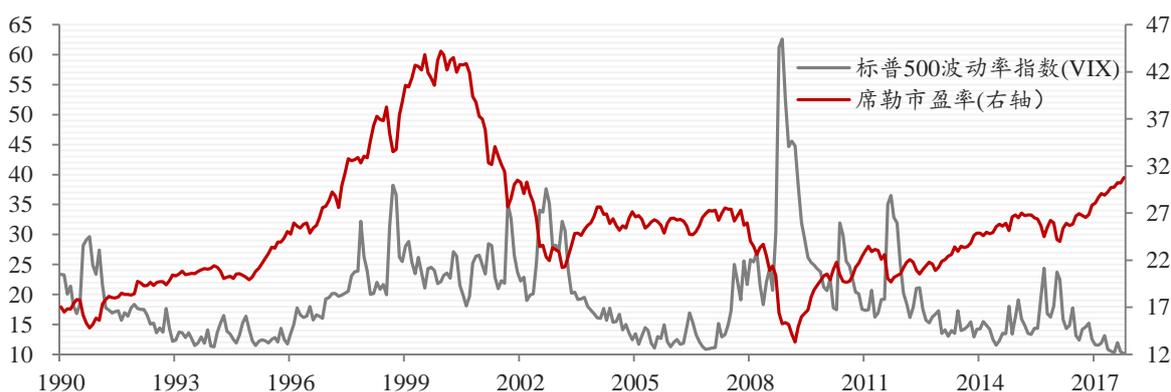


资料来源：Bloomberg，中国银行国际金融研究所

价格在一定程度上偏离价值，席勒市盈率等指标达历史高位。2009 年以来，美国股市价格快速上涨，诸多指标触及历史高点。席勒市盈率（Shiller P/E）即周期调整市盈率（CAPE）是衡量股市估值的重要参考指标。截至 2017 年 10 月，美股 CAPE 已达 30.76（图 25），处于历史第三高位，逼近 1929 年大危机 32.52 的第二高点。此外，哈斯曼市盈率（Hussman P/E）、上市公司总市值占 GDP 比重等指标均触历史高点，仅低于互联网科技泡沫前夕水平。

股票市场波动性下降，VIX 指数触及历史低点。VIX 指数源自标普 500 指数的期权价格，是衡量股市波动预期的重要指标。2008 年 11 月以来，美国股市逐渐失去波动性，至 2017 年 11 月 VIX 降至 10 左右，远低于 19.5 的历史平均水平，创近三十年来低点（图 25）。通常，VIX 指数越低，市场情绪越稳定，投资者越不“恐慌”，对市场前景保持乐观。当前 VIX 波动性极低，从另一方面意味着投资者安于现状或处于观望，缺乏风险意识，市场出现自满迹象，风险未得到释放。从历史上来看，低波动状态不会永远持续，极低的波动往往预示着动荡乃至危机的前兆，此类现象在次贷危机前也曾出现。

图 25：标普 500 波动率及席勒市盈率



资料来源：Bloomberg，美联储，中国银行国际金融研究所

## 2. 美国股市持续繁荣的驱动逻辑

美国股市摆脱诸多“束缚”持续八年惊人上涨，存在一系列驱动因素。

第一，在经济回暖、特朗普新政催化下，企业利润及其预期增长。股票市场是国民经济的晴雨表，本轮美股走势基本与市盈率（PE）、每股盈余（EPS）变化保持同步。因此，股市上扬的起点是企业利润及其增长预期，这一方面源于美国基本面的实质性改善，另一方面来自受特朗普新政催化形成的增长预期与交易情绪。2010年以来，美国经济率先复苏，呈现“低通胀、低失业”特征，推动企业利润和投资增长，与股市走强形成良性互动。同时，特朗普承诺及新政推进产生了所谓的“特朗普交易”，特别是税改计划致力于减轻家庭与企业税收负担，有助于刺激国内消费与投资，进而拉动经济增长与企业利润率改善。尽管新政完成度存疑，但对于股市形成较大利好，标普500自特朗普胜选以来上涨21%，历史表现仅次于克林顿、肯尼迪、老布什时期。

第二，低利率致使定价扭曲，股票市场“供不应求”并不断自我强化。金融危机以来美国等发达经济体推行量化宽松货币政策，向市场注入大量流动性，极低利率环境致使定价扭曲，股票市场不断膨胀。在此宏观背景下，美股“供不应求”的微观机制进一步强化。

在需求端，公司回购、ETF、海外投资成为重要来源。2009年以来，美股回购规模超过3万亿美元，预计2017年公司净回购金额将达5700亿美元，也在一定程度上锁定了市场供给量。在风险溢价扭曲环境下，主动投资向被动投资转化，ETF买需大幅上涨，近三年美股为主的ETF流量增至4518亿美元。同时，从全球资金流向来看，随着资金回流美国，美元开启强势周期，基于收益与安全双重考虑，美元资产相对可观，美股成为海外投资者优先选项之一。

在供给端，美股供给量低迷，致使需求稍有增加就会放大市场反应。据世界银行统计，2016年末美国上市公司为4331家，较危机前减少16%；IPO及增发遇冷，2017年全球IPO及增发金额较三年前减少了近三成（表8）；流通股比例降低，美股市场上约三成小盘股进一步降低流通股比例，显著低于以往20%的比例。因此，在低利率、定价扭曲、资金回流的大环境下，美股供给低迷萎

缩，需求相对旺盛并随着价格攀升不断强化。

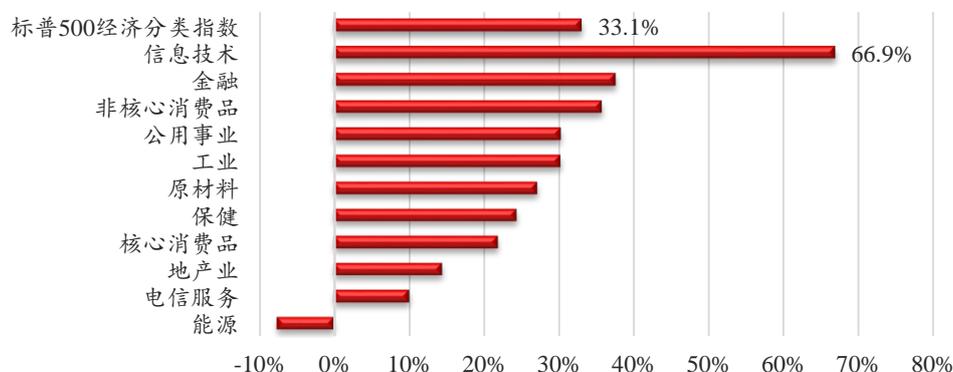
**表 8：全球股票 IPO 及增发（十亿美元）**

地区	2014	2015	2016	2017
全球	933.0	1100	661.8	657.1
北美	285.4	265.4	216.0	226.1
亚洲	390.5	575.5	307.8	210.3
欧洲	216.9	224.7	116.3	168.6
拉美与加勒比海	19.1	13.3	12.3	36.9
中东与非洲	21.1	18.4	9.4	15.3

资料来源：Bloomberg，中国银行国际金融研究所

第三，移动互联网产业浪潮，信息技术板块拉动指数上涨。近年来，全球迎来新一波科技浪潮，智能手机、电子商务、社交网络、云计算、流媒体等纷纷崛起，移动互联网产业大放异彩，苹果、谷歌、亚马逊等互联网巨头市值大幅攀升，成为推动本轮股市上涨的重要力量。云集众多科技公司的纳斯达克指数突破 6500 点大关，涨幅超过道指与标普 500；在标普 500 指数中，前四大市值公司均来自互联网产业，近三年信息技术板块指数上涨了 66.9%，远远超过 33.1% 的平均水平，完全跑赢其他产业（图 26）。此外，特朗普增加基建、放松金融监管的承诺，也为金融、公用事业等板块带来了阶段性飙升行情。

**图 26：近三年标普 500 行业指数涨幅（2015.1.1-2017.11.17）**



资料来源：Bloomberg，中国银行国际金融研究所

### 3. 2018 年全球股票市场风险不容忽视

美股攀升至尾部，诸多前期条件不可持续。第一，前期经济复苏、企业利润改善的红利“消耗殆尽”，美国“一枝独秀”局面或将改变，薪资增长、利率上升致使企业盈利难以持续快速攀升；第二，货币政策回归正常化，影响市场流动性与投资者预期，风险溢价回归理性，股市过高估值难以合理化；第三，多年牛市已经“充分”估值，美股基本看不到投资收益，投资者或将转向高收益债券与新兴市场；第四，欧洲经济复苏，新兴市场形势好转，全球资金流向更加多元，分流美股的资金流入；第五，特朗普新政落地存疑，勾画愿景成空或效果欠佳将利空股市；第六，基于技术分析，美股涨势难以持续，市场对此正在形成共识，养老基金、共同基金已经开始撤离。

全球股市风险不容忽视，需要谨慎对待与防范。美股正是全球股票市场的缩影，金融市场表现与经济发展脱节，自满与脆弱性并存，形势逆转将引发较大冲击乃至危机。针对当前全球股市“过度繁荣”问题，保持实体经济的稳定复苏仍是关键。同时，世界各国需要及时并审慎推进货币政策回归正常化，改变定价扭曲现象，加强政策协调，共同应对资本短期流动与金融市场震荡。

---

## 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