世界经济

迎接更大的不确定性挑战

——2016年全球经济金融发展回顾与2017年展望

2016年，全球经济与金融形势的变化依然波诡云谲，既有公共治理上的喜人进展与促进因素，亦有众多“逆全球化”事件的负面冲击；既有企稳回升的市场，也有波动不安的情绪。这反映出全球经济环境日益陷入复杂的局面，各种因素的交织正在推动金融市场步入一个动荡的年代，也表明积极的金融治理取得显著进展，避免了各种系统性风险的发生。2017年，我们期望一个更加有效的全球合作和治理体系改革能够熨平一些不确定性，但在全球经济持续低迷、货币政策正常化困难重重的环境下，市场仍将持续不稳定。

□ 王家强

2016年：“黑天鹅”频飞，实体经济疲弱复苏

2016年，全球经济依旧低迷。经济基本面作为金融市场变化最根本的支撑条件，成为2016年国际金融市场波动的首要原因。按照IMF以市场汇率加权衡量，2016年全球经济增长幅度预计仅为2.4%，是2009年全球经济陷入衰退以来的最低增速；WTO预估全球贸易增速仅为1.7%，创下7年来的新低。经济基本面一再低于市场预期，全球需求低迷不振，企业盈利下滑，债务比例和不良债务攀升，这些因素都冲击着市场信心。

主要经济体货币政策分化。一方面，由于美国经济持续增长，核心通胀率持续超过2%，失业率不断下降，美联储继2015年底首次升息之后不断释放加息、推动货币政策正常化的信号；另一方面，则是欧洲和日本经济的低迷，欧洲央行进一步下调负利率水平，日本央行首度跟随实施负利率并调整量化和质化宽松的政策框架。主要经济体政策分化成为国际资本流动的重要推动力量。

与此同时，发生几起“黑天鹅”事件，令国际金融市场大幅波动。首先是英国脱欧公投。2016年6月英国公投结果显示“脱欧派”获胜，成为全年国际金融市场的第一只“黑天鹅”。这件事不仅对英国和欧洲经济产生巨大的不确定性，更是对全球经济一体化和治理格局带来长远的影响，对国际金融市场产生了巨大的负面冲击，IMF因此下调了全球经济增长预期。后续的“脱欧派”与“留欧派”的角力、英国与欧盟国家的脱欧谈判还将一波三折，影响还将持续。此外，意大利的修宪公投也成为“黑天鹅”似的动荡因素。美国大选中特朗普意外获胜，成为国际金融市场上的又一只“黑天鹅”。特朗普关于美国财政与货币政策、贸易政策、移民政策、金融监管政策等方面的主张，迎合了民粹主义的需求，可能对全球经济金融治理、全球经济一体化产生巨大的影响。尽管其执政走向还需要观察，但其较为极端的言论已经给市场带来了不安的情绪。

面对经济发展和市场运行中的不稳定因素和意外事件，各国政府和金融监管当局显然汲取了金融危机的经验，保持着足够警惕，准备了充分应对之策。同时，继续推动金融监管和全球治理变革，为熨平金融市场的波动打下了坚实根基。其中包括：一是更为成熟的市场沟通和政策协调。针对“脱欧公投”可能引发的市场动荡，英国央行也准备了充分的“弹药”，从降息到与多国联合提供市场流动性等，市场在短期的大幅波动后恢复了平静。二是坚定维护全球化局面的决心和共同行动。二十国集团（G20）杭州峰会成功召开，达成了五项重大成果，向国际社会传递了G20成员共同促进全球经济增长的积极信号，有助于提振市场信心，维护全球金融市场稳定。例如，面对当前世界经济的风险和挑战，G20成员国一致认为，要运用好财政、货币、结构性改革等多种有效政策工具，既要做好短期风险的防范和应对，也好深挖中长期增长潜力；既要保持总需求力度，也要改善供给质量。同时，坚定了各方面决心，包括创新增长方式，为世界经济注入新动力；完善全球经济金融治理，提高世界经济抗风险能力；重振国际贸易和投资，构建开放型世界经济；推动包容和联动性发展，让G20合作成果惠及全球。三是不断完善“严格但不失灵活”的金融监管政策。各国在金融监管上，对过度投机的市场活动继续强化监管约束，对违法违规加剧波动的金融活动加大处罚力度，规范市场秩序。同时，因为过于严格的监管标准可能损及金融支持实体经济的能力，国际社会也在积极推动监管规则的修订或推迟实施。例如，G20的商业领袖在杭州峰会上，推动在贸易融资、中小企业融资等领域减少不必要的监管限制，要求各国结合自身环境及时优化监管，为投资、贸易和消费增长提供稳健的金融环境，支持经济增长。

在加剧动荡的意外事件和更加强健的治理力量共同作用下，2016年国际金融市场总体动荡加剧，但仍然波澜不惊，芝加哥期货交易所（CBOE）市场波动性指数处于30以内，高于2013—2014年相对稳定的期间；远低于2008—2009年金融海啸期间，也低于2012年欧债危机期间（图1）。以各类金融资产或金融投资标的投资回报率来衡量，2016年国际金融市场在动荡中回升（图2）。

2017年不确定性加大，应提防五大风险

当前，全球经济面临诸多新的威胁。随着需求低迷、投资下滑，全球生产率增速下降，主要国家政策分化，民粹化、内向型政策抬头，全球化进程出现倒退。据IMF测算，在金融发展停滞和贸易保护主义情景下，到2021年，世界产出损失将达到约3%。预计2017年全球经济复苏依然疲软，金融脆弱性难以改善，总体呈现“低增长、低利率、大分化、高波动”局面。全球经济金融发展面临以下五项重大风险：

第一，美联储加息进程加快。美联储是否加息及其幅度影响着投资者信心、资本流向、美元价值、融资成本、大宗商品价格、汇率变动等，是全球金融市场波动的主线。2016年下半年，美国经济基本转暖，核心CPI增长率持续在2%以上，失业率降至5%以下的低位。这些数据为美联储加息提供了支持。而2017年1月特朗普政府上台后，根据其竞选期间对低利率政策的批评，其执政后可能更换美联储主席，施加政治压力推动美联储加快加息进程，这将引发全球金融市场新的震荡。

第二，英国脱欧进程的不确定性依然非常高。2016年6月，英国公投意外“脱欧”，对全球政治经济格局产生深远影响，也严重冲击金融市场。尽管当前欧洲股市等收复绝大多数失地，但英国脱欧进程尚不明朗（例如近期英国法官表示脱欧需要经过议会投票），与欧盟成员国未来的贸易金融关系仍然面临较大不确定性，也对英国、欧盟具有显著的溢出效应。当前，欧洲遍体鳞伤，面临多重困局：经济低迷，货币政策空间已不足，2016年欧元区经济增速预计为1.7%，通胀水平仅为0.2%；英国脱欧在经济上抑制欧洲投资和就业，政治上加剧离心力与民族主义情绪，为明年德国等国大选带来不确定性；欧洲银行业危机愈演愈烈，负利率环境进一步影响银行业经营，不良贷款、资本不足问题凸显，IMF在2016年10月发布的《金融系统稳定性评估》报告中表示，德意志银行“似乎是系统性风险的最大净贡献者”。

第三，全球债务水平超过警戒线。经验证据表明，金融危机往往与发达经济体、新兴市场经济体的债务水平过高有关。目前，全球非金融部门（包括广义政府、住户和非金融企业）债务占世界GDP的225%，处于历史最高位。其中，新兴市场债务问题尤为严重。2008年金融危机之后，新兴市场企业加大了美元借款力度，充分利用当时的低利率以及因美联储对金融系统大量注资而给全球市场带来的充裕资金。据统计，主要新兴市场非金融企业债务占GDP比重由2006年的不足60%增长至2015年末的110%，远高于发达经济体。一方面，债务规模过大可能影响私人部门去杠杆进程，阻碍脆弱的经济复苏；另一方面，随着经济增长放缓、美联储加息、美元流动性变化、大宗商品价格疲软，新兴市场偿债压力将显著增大，金融风险不断上升。2016年至2018年，美元债务支付规模将达到3400亿美元，迎来偿债高峰期。

第四，全球流动性可能面临新转折。2008年金融危机以来，主要经济体纷纷启动宽松的非常规货币政策，在刺激经济增长方面取得了一定的成效，但也带来了全球流动性过剩的恶果。2015年以来，全球货币政策开始面临多重困境：一是货币政策有效性降低，经济复苏依然乏力，诸多经济体处于通缩边缘。研究机构Gefira根据欧央行数据测算，每18.5欧元QE仅能带来1欧元GDP增长。二是在极低利率、巨额购买规模的情况下，货币政策宽松空间收窄，例如欧央行、日本央行等将面临无债可买的局面。三是主要经济体货币政策分化造成预期混乱，资金短期内频繁异动，加剧全球金融动荡。四是长期低利率刺激下，金融对实体产生“挤出效应”，信贷过度宽松，扭曲资源配置。特别是在负利率时代，全球陷入“资产荒”，金融系统受到较大冲击。据IMF测算，受负利率影响，德国金融系统利润到2019年可能缩水25%。2017年，全球流动性将受到美联储加息政策的影响而发生转变，对全球金融市场的冲击不可小觑。

第五，国际政治局势发生巨大变化，全球化进程遇阻。当前，全球政局正在发生巨大变化，加剧金融体系不确定性。英国脱欧给欧洲一体化进程带来影响；意大利举行宪法公投；2017年欧洲主要国家举行大选；保护主义、民族主义情绪泛滥；难民问题依然存在；特朗普赢得美国总统大选，改变美国原有政策走向，施政理念具有明显的保护主义倾向；韩国“亲信干政门”事件愈演愈烈，土耳其、巴西、委内瑞拉等国政治与安全局势仍不稳定。世界各地的贸易保护主义措施已然增加，经济全球化遇阻或倒退，将进一步降低企业活力和生产率增长。

从各个市场来看，预期2017年全球金融市场的动荡幅度将不亚于2016年。其中，美联储加息和通货膨胀压力的出现，将导致全球利率水平出现普遍性的回升。外汇市场上美元加息将导致美元维持强势，欧洲的政治与经济问题交织，货币汇率回升的可能性不太大；新兴市场货币则继续面临较大的贬值压力。如果实体经济继续增长，流动性保持平稳，那么全球股票市场和大宗商品市场可能得到支撑，但也面临流动性转折而大幅回调的风险。

我国应当多管齐下，应对不确定性挑战

当前，我国经济有望保持稳定运行，但面临的问题也较复杂，潜在风险增大。一方面，全球经济金融环境严峻，对我国产生较大的冲击；另一方面，中国经济面临诸多结构性问题，与外部冲击相叠加，进一步增加改革与发展的压力。我国应立足全球化视角，切实培育发展新动力，增强风险管控能力，把经济结构优化、供给侧结构性改革和金融稳定放在更加重要的位置，积极参与引领国际经济金融秩序，稳步推进大国向强国迈进。

第一，有效引导市场预期。当前，中国经济的诸多问题是结构性问题。经济目标应更加关注结构性变化，包括需求结构、产业结构等。加快经济金融体制改革，激发经济增长的内生动力。同时，应注意顺应企业和居民预期变化，引导各界保持对中国经济模式、增长速度和增长动力的充分信心。

第二，实施财政、货币、供给侧结构性改革“三管齐下”的政策方针，协力支持经济健康稳定发展。财政政策要有所作为，继续保持宽松基调，推进减税降费和税制改革，重点加大对重大基础设施、脱贫攻坚、新产业新动能培育等“补短板”领域的投资力度，加强在风险承担方面的投入，优化“双创”政策环境。货币政策要稳，保持中性适度，防止流动性过剩和资产泡沫，为“稳增长、促改革”创造稳定融资环境。在供给侧结构性改革方面，适时调整阶段性任务，提高我国企业创新能力与国际竞争力。

第三，将金融稳定放在突出位置，防范系统性金融风险。我国应当以宏观审慎政策框架作为制度保障，将汇率管理作为宏观金融风险管理的重要抓手，将资本流动管理作为宏观金融风险管理的关键切入点，全力防范和化解极具破坏性的系统性金融危机。一方面，坚持汇率市场化改革方向，提高汇率管理能力，积极引导市场预期，综合利用各类工具，完善外汇市场建设。另一方面，把握自身节奏，审慎有序推进各项金融改革，及时监控跨境资本流动，切实降低国际资本冲击。在现阶段以及可预见的未来，保持一定程度的资本项目管制仍然是十分必要的。同时，构建更加全面、更具针对性的宏观审慎政策框架，整合金融监管体系，做好极端波动、异常问题的处置预案，提升金融监管应急处理能力。

第四，密切关注和应对国际形势变化。“一带一路”建设是新时期我国扩大对外开放、推动全球经济增长的重要抓手，应密切关注其对我国经济、金融稳定带来的影响，特别是对人民币汇率和外债管理的挑战。我国应积极研究全球重大市场发展变化对我国可能产生的机会和冲击，及早布局，准备好相关应对举措。

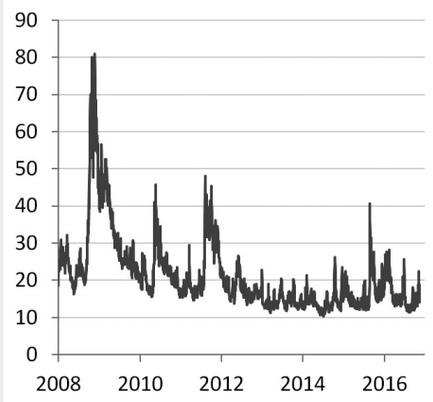

图1. CBOE市场波动性指数（%）

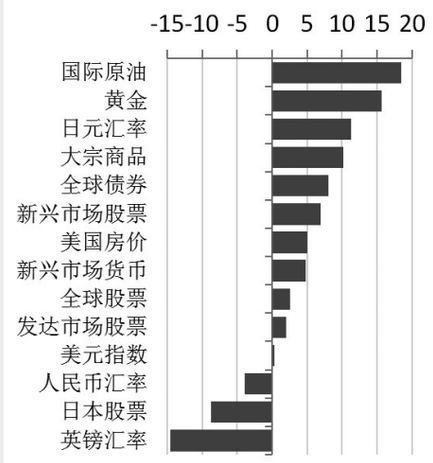

图2. 各类金融资产较年初涨幅（%）

数据来源：Wind

国际政治中的“巨国效应”

□ 刘建飞

2016年美国大选的一大看点就是许多国家领导人在选前都站错了队，等结果出炉后赶紧向当选总统特朗普示好。受媒体误导以及惯性思维作用，很多国家领导人都认为希拉里占有明显优势，而特朗普在竞选期间的一些言论又让他们打心眼儿里希望希拉里赢。日本首相安倍晋三在特朗普当选后赶紧去美国向他示好，以消除之前力挺希拉里可能造成的不良后果。

许多国家领导人之所以如此关注美国大选，就是因为在他们看来，谁当美国总统对他们国家来说关系重大。如果是一般国家，总统换人虽然是个事，但绝对不是什么大事，不会让其他国家领导人神经如此紧张。而美国则不同，历次美国大选都是当年最重要的世界大事之一。这种现象反映了国际政治中的一个现实，就是像美国这样的超级大国或巨型国家在国际事务中确实具有极为特殊的地位，发挥着其他国家不能替代的作用。这种巨型国家的内外政策变化特别是对外战略调整会导致其他大国或国际战略力量中心以及诸多次中心也作出相应的战略调整，进而改变国际政治的面貌。我们可以把这种现实称为“巨国效应”。

在当今世界格局中，除了巨国外，还有次巨国即普通大国，它们也是不可忽视的战略力量中心。次巨国的内外政策变化和战略走向也会对国际局势带来重大影响。比如，英国脱欧之所以受世界各国关注，主要在于人们担心英国脱欧会否造成多米诺骨牌效应，最终导致欧盟解体。

国际政治中的“巨国效应”一直伴随着国际关系史。从一定意义上说，国际关系史的主线就是巨国之间、巨国与次巨国之间互动的历史。冷战时期是两个巨国对抗，这种对抗导致一系列局部热战和全球局势紧张，也使全世界人民都笼罩在核大战和人类毁灭的阴影中。冷战结束后是一个巨国同若干次巨国之间的博弈，相互间有竞争，也有合作，没有截然的对抗性关系，所以国际局势也大为缓和。特别值得关注的是，巨国与正在崛起的巨国即准巨国之间的不良互动，曾导致一幕幕“大国政治的悲剧”，也给世界造成深重灾难。近年来中美两国在应对金融危机、气候变化等问题上的良性互动，不仅有利于双边关系稳定发展，也为国际社会形成共识、共担责任起到了带头作用。二十国集团如果没有中美合作，也不可能像今天这样成为全球治理的重要机制。不过，未来中美两国如何互动，是携手共建新型大国关系，还是一起跌入“修昔底德陷阱”，仍然是国际战略中最具全局性的重大课题。

当然，对比之下，巨国的战略走向影响更大。尤其是在核时代及高科技武器时代，巨国如何使用其武力，着实让世界各国担忧。有人庆幸当年苏联是和平地解体。如果苏联是像近年来利比亚等国这样经历大混乱后政权垮台，且不说其庞大的核武库会遭遇何命运，就是常规武库如果失控，其所造成的危害也是难以想象的。意大利文艺复兴在辉煌中突然衰落，一个重要原因就是那些在战争中溃散、失去指挥又携带武器的军人拥进城市，烧杀抢掠，大量艺术品毁于兵燹，艺术家们失去了创作的条件和环境，甚至生命都难保。

对美国这样有霸权主义倾向的巨国，爱好和平、正义的人民虽然不喜欢，但是更不希望它失序、失控。美国著名政治学家沃勒斯坦在评论美国是否衰落时说：“问题不是美国是否衰落，而是如何衰落得更体面一点，不至于因为自己的衰落而给世界带来灾难。”沃勒斯坦讲出了巨国效应。人们不仅要关注巨国崛起的方式，更要关注巨国衰落的方式。

专家视点