

2017 年国际金融市场潜在的“四大风险”*

2016 年世界经济形势日益分化，逐渐呈现多重波动的态势。英国公投结果脱欧、美国大选特朗普超预期胜出等“黑天鹅事件”让全球金融市场受到严重冲击。展望 2017 年，全球金融市场仍会经历重重考验。具体而言，有如下四大风险值得关注。

风险一：“特朗普新政”能否产生“特朗普通胀”。美国候任特朗普曾多次抨击美联储的低利率政策，认为低利率对经济造成了扭曲，并曾扬言换掉鸽派主席耶伦。美联储则面对美元指数快速上涨抑制国内通胀的窘境。在美联储加息预期引导下，美元指数迅速上升，大宗商品价格随之下降，美国生产和消费的能源成本也相应降低，一定程度上抵消了经济增长对通胀的推动作用。美联储主席耶伦和副主席费希尔都曾公开表示美元走强对通胀的限制作用。因此，在全球需求不振，大宗商品价格低迷的前提下，美联储加息的进程注定会相对缓慢，起伏不定。

* 本文已发表于《澎湃》。

特朗普提出的解决方案是实施减税政策吸引资本回流，为国内 1 万亿美元的基础设施提供融资来源，刺激经济增长，推高通货膨胀。这一方案的起点是税改政策，主要包括企业税从 35% 降至 15%、海外利润一次性征收 10% 资金税等。税改政策既符合共和党执政传统，也符合当前美国经济背景，实施的政策阻力较小。金融市场对这一政策也充满期待。根据美国税收政策中心的测算，特朗普税改计划有望在未来两年提高美国 GDP 约 1.1%-1.7%（关于特朗普税改政策的具体分析请参见 CEEM 专题报告“特朗普税改”）。

减税政策会吸引资本从新兴市场国家回流至美国，压低其他国家货币，推高美元。特朗普强调放松市场管制，取消美国能源生产限制，会在一定程度上引发原油价格下行。而且，财政刺激政策会进一步恶化美国财政赤字，推高美国国债收益率，相当于间接替美联储推高了利率水平。预计 2017 年美国通胀率难以急速推升到 2% 的合意区间，美联储仍会保持渐进加息的节奏。

小概率的风险事件是特朗普的财政刺激方案引发通胀预期迅速上升。特朗普上台以及相应的刺激计划会进一步改善美国经济基本面，投资者将重估通胀预期。随着美国经济持续复苏，大宗商品需求将迎来边际增长。届时可能再度出现美元指数与大宗商品价格同步上涨的局面，美联储不得不连续加息稳定通胀。新兴市场则会面临资本大幅流出和本币贬值的严峻考验。

风险二：欧盟各国大选将反欧力量推向前台。 欧盟各经济体最近几年经济低迷，失业率高企，居民对经济复苏的耐心在一点一点的损耗。近期难民潮引发的恐怖袭击问题则将各国选民的不满情绪推向了顶峰。2017 年即将展开的各国大选注定不会风平浪静。首先是意大利公投引发的提前大选风险。意大利总理伦齐辞职除了提高意大利脱欧可能性外，对意大利银行业也会造成严重冲击。伦齐上台后实施了银行债转股，资本补充计划等措施，不良贷款的处置计划已经有了显著成效。2015 年意大利银行

的不良贷款率从 21%下降至 19.8%。一旦 2017 年意大利政府宣布“脱欧公投”，势必会破坏新政府政策处理不良贷款政策的延续性，重新激发意大利银行风险。

此外，法国极右翼领导人勒庞成为法国大选的有力竞争者，主张尽快退出欧元区，重新恢复本国货币。德国总统默克尔在寻求连任的过程中，不断遭受民粹主义的政治势力对难民问题的攻击。尽管在法国和德国大选中，极右翼势力上台的概率相对较低。但是这些极端政党的表现，反映了欧洲大部分国家人民对当前欧盟以及本国采取政策的不满情绪，反欧力量将会逐渐登上政治舞台。

一旦出现“脱欧公投”等黑天鹅事件，欧元将会面临最为黑暗的时刻。欧元区债券将会遭受疯狂抛售，价格严重缩水，连带其他新兴市场国家的风险资产价格下滑，资金将重新涌入美国国债市场。

风险三，英国脱欧风险仍将扰动全球外汇市场。2017 年英国能否与欧盟顺利达成脱欧相关协议，仍然会扰动市场脆弱的神经。2017 年 1 月和 3 月是英国脱欧的重要时点，分别对应最高法院裁决结果以及原定开启脱欧流程。英国政府预计将在 2017 年 3 月底触发里斯本 50 条，正式开启脱欧谈判，谈判立场介于硬脱欧和软脱欧之间。英国工党和议会作为“软脱欧”代表希望保护欧盟单一市场准入权。英国首相梅作为“硬脱欧”代表则表示英国要退出欧盟单一市场，与欧盟之间的贸易往来将遵循 WTO 规则。

英国政府同议会的博弈使英国脱欧进程充满不确定性，2017 年英镑仍然是全球外汇市场上重要的不确定因素之一。

风险四，日元大幅贬值的风险。2016 年 9 月日本央行决定修改货币政策框架，引入附加收益率曲线控制的量化质化宽松货币政策，从盯住“货币基础”转向盯住“利率曲线”。新政策由两部分组成：一是收益率曲线控制，调节短端以及长端利率，继续购买日本国债直至 10 年期国债收益率保持在零附近；二是承诺扩大基础货币水平直至 CPI 超越 2%的目标，并且稳

定在 2% 的上方。在新的货币政策框架下，投资者对日美长期国债利差会更加敏感，一旦美联储加息步伐加快，可能引发大量套利资金流出，压低日元汇率。

面对复杂多变的全球金融市场形势，中国政府应稳步推进国内经济金融结构性改革。做好各类预案措施，针对不同情景，加强政策储备。建立快速反应机制，控制风险蔓延范围和程度，降低应对风险的成本和风险造成的损失。

本文是对 2017 年国际金融市场风险的分析和展望，已发表于《澎湃》。

（作者为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融室副主任）

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。