

全球经济增长明显放缓 国际通胀压力持续加大

——2008年第一季度国际经济金融走势分析及全年展望

中国工商银行城市金融研究所课题组 课题负责人：詹向阳、樊志刚 课题执笔人：邹新、宋玮、程实
(本报告仅代表个人观点，与所在机构无关)

2008年第一季度，次贷风波对世界经济增长的滞后负面影响全面显现：美国短期滞胀可能性不断加大；欧元区经济增长拐点已现；日本经济增速剧降；亚洲经济增速也有所放缓。而与此同时，国际原材料和大宗商品价格尤其是粮食价格加速上行，致使国际通胀压力持续加大。在经济增速明显放缓而通胀压力加大的背景下，美、英、德监管机构为了避免经济衰退大力放松货币政策，而欧元区由于通胀压力过大，降息的可能性已大为降低，印度等新兴市场经济体则采取了紧缩的货币政策。

我们认为，次贷风波的恶化趋势有可能从2008年第三季度开始有所缓解。因此二季度发达经济体的经济增速将进一步放缓，而其对新兴市场经济体滞后的负面影响亦将日益显现。鉴于，我们预计2008年全年经济增速将放缓至4%左右，为2002年以来最低增速。

一、全球经济走势分析

表1 全球主要经济体经济增速及预测(2007-2008)

	2007			2008				全年
	第1季度	第2季度	全年	第1季度	第2季度	第3季度	第4季度	
美国	4.9	0.6	2.2	0.15	0.1	2	1.8	1.3
欧元区	2.7	2.2	2.7	1.7	1.7	1.5	1.4	1.6
英国	3.3	2.9	3.1	2.2	1.8	1.4	1.3	1.8
日本	2.6	3.9	2.1	1.4	1.2	1.4	1.6	1.5
韩国	5.1	5.2	4.9	5.1	4.8	4.4	4.7	4.7
印度	8.9	8.4	8.4	8.1	8.0	8.0	8.2	8.1
中国香港	6.3	6.7	6.7	5.2	4.8	4.9	4.7	5.0
全球			4.7					4.0

注：表中阴影部分为预测数据。
资料来源：Bloomberg，城市金融研究所宏观经济金融数据库(ICBC)，除特别说明外，下同。

美国经济短期滞胀可能性不断加大。2007年第四季度美国经济增长率(根据数据抽取和比较的国际习惯，这里的经济增长率为实际GDP季环比按年度化折算后的年率)最终数据为0.6%，较前三季度的4.9%大幅下滑，次贷风波对实体经济的滞后负面影响开始显现。2008年第一季度，美国大部分经济数据走弱，短期滞胀可能性不断加大。

一方面，美国经济面临衰退的风险来自四个层次。第一，房地产市场持续萎靡：截至2007年末，美国个人住房净资产占住房市值的比例已经降到1945年以来的最低水平，住房抵押贷款回收率丧失率首次创下创纪录水平，抵押贷款拖欠率也创下1985年以来的新高。2008年1月和2月，美国现房销售同比下降23.4%和23.8%，单户新屋销售同比下降32.5%和29.8%，建筑支出同比下降3.1%和3.5%，新屋开工同比下降22.8%和27.7%。3月，美国新屋开工数据折合成年率为94.7万套，跌至17年来的最低水平。房市萎靡将大幅拖累美国投资增长，加大短期经济衰退的可能(从历史数据看，投资变化是美国经济短期波动性的主要来源，次贷风波中美国房市萎靡通过抑制投资大幅拖累了短期经济增长，详见我们2008年2月29日发布的研究报告《美国经济会因次贷风波而衰退吗?》)。

第二，个人支出和企业支出出现疲软。2008年1月至2月，美国个人收入环比增长率为1月的0.3%升至0.5%，但同期个人支出环比增长率却从1月的0.4%降至0.1%，储蓄率则从1月的-0.1%升至0.3%，表明消费者在收入改善的背景下依旧行为谨慎。与此同时，美国工厂订单在2008年前两个月连续下降，降幅分别为2.3%和1.3%。2月美国制造业活动指数仅为48.3，低于1月的50.7和2007年12月的48.4。微观层次的支出疲软将拖累美国消费和投资的短期增长，加大短期衰退的可能性。

第三，就业状况大幅恶化。2008年1月至3月，美国非农就业人数分别减少7.6万、7.6万和8万人，失业率分别为4.9%、4.8%和5.1%，其中3月的非农就业人数降幅创2003年3月以来的新高，失业率创2005年9月以来的新高。黯淡的就业形势将打击未来消费，加大短期衰退的可能。

第四，经济信心持续削弱。2008年1月至3月，密执安消费者现况指数分别为78.4、70.8和69.5，预期指数分别为68.1、62.4和60.1，世界大企业联合会消费者信心指数分别为87.3、76.4和64.5，均呈现逐月下降的态势。与此同时，ABC消费舒适度指数从去年末的-20降至2008年3月的-39，同期世界大企业联合会公布的企业信心指数也从39降至38。信心持续虚弱将减小经济扩张动力，加大短期衰退的可能。

另一方面，美国不断加强的通胀压力体现在三个层次。第一，CPI超出警戒区间，2008年1月至3月，美国CPI同比增幅分别为4.3%、4%和4%，大幅高于美联储1.5%-2%的警戒区间。第二，PPI增幅创新高，2008年1月至3月，美国PPI同比增幅分别为7.4%、6.4%和6.9%，1月大幅创1981年10月以来的新高。第三，进口价格持续上涨，2008年1月至3月，美国进口价格指数月度增幅分别为1.5%、0.2%和2.8%，能源和农产品国际价格上涨的外部通胀压力不断向美国内部传导。

虽然美国经济短期滞胀的可能性不断加大，但一些重要经济数据出人意料地走强，表明短期滞胀“长期化”的可能性微乎其微，和我们之前对美国经济的“谨慎判断”基本一致，市场对次贷风波长期影响的判断过于悲观。

数据亮点主要包括：2008年3月，美国商品零售额意外上升0.2%，而此前市场预期为零增长或负增长；3月美国工业增加值增长0.3%，开工率为80.5%，高于此前-0.1%和80.4%的预期中值；美国大型企业2008年一季度盈利水平高于预期，国际化程度较高的非金融企业(比如IBM、谷歌和可口可乐公司，这结论来自Brown Brothers Harriman的数据)增长强劲；3月美国工人总工作时数上升0.2%，每周平均工时小幅上升，表明未来就业岗位有望增加；3月世界大企业联合会公布的美国领先指数对2月的101.9上升至102，显示次贷风波爆发以来的首次反弹。由此可见，美国消费和投资的实际放缓程度稍好于预期水平，部分先行指标的变化已经初步反映出下半年经济反弹的信息。

综合考虑绝对多数的利空因素和间或出现的利好因素，我们认为，短期内美国发生滞胀的可能性不断加大，但长期内依旧不可能发生“大萧条”式的经济危机。预计2008年一季度美国国内生产总值约为0.15%左右，二季度为0.1%左右，不排除其中一个季度出现零增长甚至负增长的可能性，但连续两个季度出现负增长的可能性很小(一般将连续两个季度经济负增长视为衰退的技术标准)。考虑到美国财政政策和货币政策的政策时滞，政策扩张效应将使美国在2008年下半年明显反弹，受美国大选等因素的影响，四季度的经济增速可能略低于三季度。预计2008年全年美国经济增长率约为1.3%左右。

欧元区经济增长拐点已现。受次贷风波以及全球经济增速放缓影响，2007年第四季度欧元区投资、消费以及出口均出现不同程度的减速，致使该季度经济增长率由第三季度的2.6%小幅下滑至2.2%。不过，在全年经济增长良好的基础上，欧元区2007年经济增速仍达到2.7%，高于2.2%的2007年美国经济增长率。2008年第一季度，欧元区经济增速将进一步小幅走低，主要原因在于投资和消费的持续低迷，而出口的增长在一定程度上避免了经济大幅放缓：首先，在次贷风波中受损害严重的欧元区银行业为进一步规避风险，提高了流动资产占总资产的比重，加剧了欧元区的信贷紧缩程度，致使投资增速大幅放缓。其次，欧元区消费者信心低迷不振，欧盟委员会消费者信心指数的变化，该指数从2007年5月的-1.5一路直线下滑至2008年3月的-12.1，而CPI的加速上涨也将抑制消费的增长。虽然2007年以来欧元对美元升值20%及美国经济增速放缓对欧元区区外出口造成一定的负面影响，但是欧盟内部贸易壁垒的进一步削弱以及区内旺盛的进口需求维持了占据总出口份额三分之二的区内出口的稳步快速增长，预计欧元区整体出口仍将保持不减，而在投资和消费双双疲软的情况下，出口将逐渐成为支撑欧元区经济增长的主要动力。预计欧元区今年一季度经济增速将小幅放缓至1.7%左右，而随着次贷风波深化及其对欧元区负面影响逐渐显现，下半年增速将进一步探底至1.45-1.55%区间，2008年全年增速将很可能由2007年的2.7%大幅下滑至1.6%左右。

报告摘要

- 2008年一季度，次贷风波对世界经济增长的滞后负面影响全面显现：美国大部分经济数据走弱，短期滞胀可能性不断加大；欧元区经济增长拐点已现；英国经济增长拉响大幅放缓警报；日本经济增速剧降；亚洲经济增速总体也有所放缓。
- 在经济增速放缓而通胀压力不断加大的背景下，各国货币政策取向有所不同：美联储继续大幅降息，欧洲央行降息可能性降低，美国央行连续两次降息，日本央行被迫放弃加息念头，印度央行则稳步紧缩。同时国际金融市场动荡加剧，这突出表现在美元加速全面贬值、全球股市大幅下跌以及美国国债收益率全面下跌等。
- 国际原材料和大宗商品价格尤其是粮食价格加速上行，致使国际通胀压力持续加大。
- 全球资产币种结构发生变化，美国国债的全球海外持有者一边以相对减持的方式有序调整资产币种结构，一边以绝对增持的方式避免美元汇率过度超跌。

英国经济增长拉响大幅放缓警报。在房市萧条和消费者信心指数大幅下降的背景下，英国2007年第四季度经济增速由第三季度的3.3%小幅放缓至2.9%，创下自2006年三季度以来的最低水平，而2007年全年经济增速仍保持在3.1%。2008年一季度，英国经济增长前景依旧黯淡：首先，受次贷风波及其引起的银行信贷紧缩影响，英国房地产市场持续低迷；其次，英镑市值持续坚挺，英国出口增速亦出现下滑迹象；再次，英国通胀压力日益加剧，3月CPI同比上升2.5%，创下自2007年4月以来的最大升幅，英国央行认为高工资需求是进一步推高该国通胀的最大威胁，而长期的通胀压力将难以避免地抑制消费增长，加大经济下行风险。预计英国2008年一季度经济增速大幅放缓至2.2%左右，同时我们将2008年全年英国经济增长预期下调至1.8%。

日本经济增速剧降。虽然受到次贷风波和经济增速放缓的影响，但强劲的企业支出以及亚洲各国对日本出口商品的旺盛需求抵消了美国经济疲软所带来的不利影响，2007年四季度日本经济增速高达3.7%，远高于第三季度的2.6%，但2007年全年经济增速达2.1%，较2006年的2.4%略有回落。2008年一季度，随着能源、商品价格飙升以及美国消费需求走低，日本出口商面临着巨大压力，同时日元对美元的大幅走强削弱了日本产品市场竞争力，极大地威胁了出口增长，也加大了日本经济增速大幅放缓的可能。就在日元加速升值，出口萎靡不振和经济增长面临较大风险的危急时刻，日本经济的舵手日本央行行长却由于党派之间的政治博弈在3月底出现空缺，致使其无法迅速采取及时的有效的救市措施和准确的货币政策，这种混乱状态不仅在一定程度上推高了日元汇率，增大了日本经济增长的不确定性，而且不利于其抵御次贷风波对金融市场带来的冲击，严重打击了投资者的信心，并助长了市场对日本经济发展前景的悲观情绪。虽然本次央行掌门危机以白川方明最终出任行长而结束，但预计日本央行在短期内难以挽回经济颓势，预计日本2008年一季度经济增速将可能大幅走低至1.4%。

亚洲经济增速有所放缓。经济合作与发展组织(OECD)于2008年4月11日公布的数据显示，2008年“金砖四国”巴西、俄罗斯、印度和中国的增长率均将出现不同程度的放缓。受升值升值及货币政策大幅紧缩的双重影响，2007财年(截至2008年3月末)印度经济增长率为8.7%，低于2006财年9.6%的增长率，这是印度经济三年来的最低增速。其中，农业部门经济增长率将由2006财年同期的3.8%降至2.6%，工业增长率由同期的12%降至9.4%。印度经济放缓主要原因是央行持续加息，美国经济衰退与否并不会损害印度经济增长的结构动力，而5000万中产阶级的消费能力构成了印度经济增长的源动力。但随着通胀压力的加大，预计截至2008年3月31日的2008财年中，印度经济增速将继续走低至8.1%，2007年四季度，韩国经济增速5.2%，高于三季度5.1%的增速，主要原因是四季度出口比三季度猛增7.3%，远高于三季度1.5%的增幅；另外，四季度国内设备投资及建筑业投资均扭转了颓势，分别比三季度增长6.3%和0.4%。但全球经济增速放慢将不可避免地抑制其外部需求，韩国出口增速因此将受到负面影响，预计2008年一季度韩国经济增速将放缓至5.1%，全年增速将有可能继续放缓至4.7%。得益于本地消费以及投资的反弹，2007年四季度香港经济增速由第三季度的6.3%反弹至6.7%，但受美国经济大幅放缓的影响，香港地区出口增长出现大幅下滑，同时内地食品价格大幅加涨了其通胀风险，预计2008年一季度香港地区经济增长率将大幅放缓至5.2%左右。

二、全球利率市场走势分析

美联储继续大幅降息。与我们之前的预期基本一致，美联储在2008年一季度继续实行了宽松的货币政策，并加强了工具创新。2008年1月22日，美联储出人意料地在非货币政策会议期间将利率75个基点至3.25%，并将贴现利率降低75个基点至4%；1月30日，美联储在2008年第一次货币政策会议上降息50个基点至3%，并将贴现利率降低50个基点至3.5%；3月16日，美联储在非货币政策会议期间将贴现利率降低25个基点至3.25%，并将贴现期限从30天调升至90天；3月18日，美联储在第二次货币政策会议上降息75个基点至2.25%，并将贴现利率降低75个基点至2.5%。一季度美联储累计降息200个基点，降低贴现利率225个基点，并将政策核心目标由维持物价稳定向刺激经济增长进一步转移。

2008年一季度，美联储加强创新力度，美国货币政策结构趋向多元。为有针对性地缓解货币市场信贷紧张状况，并降低经济下行风险，美联储逐步完善了以基准利率政策和贴现利率政策为主体，以定期证券投资工具(Term Auction Facility)、定期证券借贷工具(Term Securities Lending Facility)和一级交易商信用工具(Priority Dealer Credit Facility)为补充，以及互换货币掉期计划为跨国合作形式的多层次货币政策体系，加强了政策调控能力。

大幅降息将通过降低融资成本，刺激投资增长和增强经济信心等多种途径刺激美国经济增长，定期证券投资工具、定期证券借贷工具和一级交易商信用工具将通过改善融资环境激活信贷市场，互换货币掉期计划将通过改善国际货币政策博弈结构稳定离岸市场的美元拆息。

鉴于对次贷风波发展及美国货币政策结构的分析，我们认为美联储本轮降息周期已经接近尾声，原因有六：一是短期滞胀可能性不断加大，降息空间面临两难困境；二是未来进一步加大降息的空间不大；三是美国已经成为低利率国家，国际套利活动加大了大幅降息的潜在风险；四是美联储就大幅降息出现内部分歧，最近的连续五次降息均有委员投出反对票；五是多层次的货币政策结构增加了美联储稳定金融市场的工具选择；六是由于许多市场分析将次贷风波的根本成因归结为格林斯潘本世纪初过于宽松的货币政策，美联储现在继续大幅降息被部分市场人士视作“重复错误”。

预计美联储将在通过一到两次降息后将基准利率继续调降50至75个基点之后将结束本轮降息周期。在2008年4月30日的第三次货币政策会议上，美联储大幅降息75个基点的可能性非常小，我们预期降息25个基点或50个基点的概率均为45%左右。

通胀压力加剧，欧洲央行降息的可能性降低。虽然区内经济增速在金融市场动荡影响下持续走低，但是能源、食品价格及工资水平的大幅上扬不断推动CPI屡创新高，加剧了区内通胀压力。在连续6个月超过欧洲央行设定的2%警戒线后，区内3月CPI同比上升3.6%，创下自1997年开始编制该数据以来的最高水平，同时2月生产者价格指数(PPI)较上年同期上升5.3%，创下18个月以来的新高，区内通胀压力与日俱增。在此背景下，欧洲央行在2008年前四次议会议均维持现有4%的基准利率不变，并于3月将今年通胀目标调高到2.9%，且在其最新报告中认为区内通胀风险“仍在上行通道”。欧洲央行曾暗示，只有CPI增速降到3%以内，其才可能考虑采取降息措施，但从目前形势来看，该指标很可能到今年年末才回落至3%以内，因此欧洲央行在2008年降息的可能性较小，除非下半年欧元走强及美国经济增长放缓等因素致使区内经济增速大幅放缓，欧洲央行才可能考虑降息刺激经济反弹。

美国央行连续两次降息。随着英国银行业受次贷风波冲击加大及房市逐步趋衰，美国央行于2007年12月6日果断降息25个基点至5.5%，这是其自2005年8月以来的首次降息。由于目前美国信贷环境对国内家庭和商业运作仍然较为严峻，且次贷风波对该国银行业的

影响有可能进一步扩大，美国央行于2008年2月7日和4月11日连续两次分别降息25个基点，将基准利率减至5%，以防止经济增速大幅放缓。预计美国央行将视经济放缓程度进一步降息，有可能在今年9月底前降至4.75%，然后保持此基准利率至2009年初。

日本央行被迫放弃加息念头。2007年在CPI增速较为缓慢的同时，日本经济增速良好，市场预期随着经济持续复苏及企业业绩的快速提升，日本央行将适时考虑加息至0.75%。但是次贷风波于2007年8月全面爆发，美国及全球经济下行风险加大，再加上国际油价飙升，日元对美元大幅升值及其对出口的抑制作用，日本经济逐步放缓已势不可挡，因此日本央行被迫放弃加息念头，至今仍保持0.5%的基本利率不变，继续维持低利率政策。而与此同时，日本CPI保持快速增长势头，2月该指数同比上升1%，创下1998年3月上升1.8%以来的最高升幅，这已是CPI增速连续五个月上涨。这说明，进口石油及商品价格的上涨已开始对日本国内生活成本带来上行压力，再加上失业率意外上升1%，均将导致消费者信心恶化，减缓私人消费增速，加大经济下行风险。由于次贷风波对日本经济的负面影响日益加大且日本经济增速已明显放缓，日本央行在2008年加息的可能性较小。

印度央行稳步紧缩，韩国央行则按兵不动。为应对不断加大的通胀压力，印度央行从2004年10月起9次提高了基准利率，目前基准利率为7.75%，但初级商品价格上涨，以及不断涌入的热钱导致印度通胀压力进一步加大。截至2008年3月底，印度通胀率及7.41%的40个月高位，远远高于央行设定的近5%的目标区。为了抑制通胀，印度央行近期宣布，将于4月26日和5月10日分别上调准备金率0.25个百分点，以进一步削弱银行的放贷能力。韩国央行于2007年7月和8月各加息25个基点至6年来的最高5%，这也是韩国央行首次连续两个月加息。虽然2008年2月和3月CPI增速分别降至3.6%和3.9%，已超出韩国央行2.5-3.5%的目标区间，但为了减小经济增长放缓风险，韩国央行至今仍维持5%的基准利率不变，预计其将在08年维持5%的基准利率。

货币市场信贷紧缩总体上有所缓解。自2007年三季度次贷风波爆发以来，欧美货币市场信贷紧缩情况不断恶化。但2008年一季度，欧美央行一系列旨在增强市场流动性的调控政策初显成效，Libor(伦敦银行间同业拆借利率)、Sibor(新加坡银行间同业拆借利率)、Hibor(香港银行间同业拆借利率)和Tibor(东京银行间同业拆借利率)的走势趋缓，货币市场利率与基准利率的偏差没有较大程度扩大。截至2008年3月28日，美元三月期Libor为2.7%，高出美国基准利率0.45个百分点，较去年末差距为0.48个百分点；美元三月期Sibor为2.72%，高出美国基准利率0.47个百分点，较去年末差距为0.43个百分点；欧元三月期Libor为4.74%，高出欧元区基准利率0.74个百分点，较去年末的差距为0.69个百分点；英镑三月期Libor为6.01%，高出英国基准利率0.51个百分点，较去年末的差距为0.52个百分点；日元一周Tibor为0.61%，三月期Tibor为0.84%，分别高出日本基准利率0.11和0.34个百分点，较去年末两项差距为0.11和0.36个百分点。由于次贷风波爆发后5年美元Libor平均只比美国基准利率高0.21个百分点，目前欧美货币市场的信贷紧缩依旧较为严重，但相比2007年下半年迅速加剧的趋势，2008年一季度的信贷紧缩并没有大幅恶化。此外，2008年3月28日港元三月期Hibor为1.96%，比美元三月期Libor低0.74个百分点，较去年末的差距为1.28个百分点，表明一季度港元的升值压力相比去年末有所缓解。全球货币市场利率对基准利率的偏离降低了欧美央行货币政策的有效性，但随着欧美货币政策创新和合作的力度增强，偏离程度有望进一步缩小。

全球外汇市场走势分析

美元继续加快全面贬值，欧元、日元走强。自2007年三季度次贷风波爆发以来，美元汇率加速下滑，2008年一季度，美元继续加快全面贬值。3月31日，美元指数收于71.8点(见图1)，较去年末的76.695点贬值6.38%；2008年3月，美元名义有效汇率为80.29点，较去年末的83.44点贬值3.78%，美元实际有效汇率为81.85点，较去年末的84.49点贬值3.11%。次贷风波爆发后的三个季度里，美元指数、美元名义有效汇率和实际有效汇率分别累计贬值12.35%、8.51%和9.12%。

此轮美元贬值的特点有：一是贬值幅度大，1985年11月以来，美元指数度的月度数据在9个月时间里的贬值幅度绝大多数时间低于此轮美元贬值的12.35%；二是贬值范围广，彭博提供的177种美元双边汇率中，美元贬值的比例高达70%；三是影响因素多，此轮美元贬值中名义汇率和实际汇率却具有较强同步性，表明此轮美元贬值的影响因素较多，次贷风波对美元汇率的影响不仅包含货币因素，还包含实体经济因素；四是波动程度大，此轮美元贬值并非一路向下的跌跌不休，以2007年11月23日和2008年3月17日两个阶段性历史谷底为标志，美元贬值过程中呈现出较大的波动性。

对于美国而言，美元贬值将有利于刺激出口，推动经济增长，并促进贸易逆差的改善，但对于世界经济和国际金融而言，美元贬值导致的国际货币体系初步混乱和全球金融市场动荡将加大整体风险。我们对美元中长期均衡汇率的实证研究表明，此轮美元贬值不会引发系统性的美元危机，美元贬值见底的根本条件是次贷风波滞后影响充分显现后美元均衡汇率企稳及其长期恶化可能性的消除。美元贬值见底的时机可能是2008年下半年，原因在于：2008年下半年三个标志性的“趋势反转”将很可能使美元贬值见底的条件得到满足，这三个可能发生的趋势反转分别是次贷风波的趋势反转、欧美经济增长对比的趋势反转和欧美货币政策方向的趋势反转(详见本所2008年3月16日发布的研究报告《此轮美元贬值何时见底?》)。

2008年一季度，欧元、日元走强与美元弱勢形成了鲜明对比。截至2008年3月31日，欧元兑美元汇率收于1.58美元/欧元，较去年末升值8.29%，次贷风波爆发以来三个季度累计升值16.67%(见图2)；日元兑美元汇率收于99.69日元/美元，较去年末升值10.76%，次贷风波爆发以来三个季度累计升值19.07%(见图3)。欧元和日元走强的根本原因在于同期美元汇率的超跌。由于次贷风波对欧洲和日本经济的负面影响日益显露，欧洲央行和日本央行放松银根的压力加大，而美国本轮降息周期已接近尾声，加之美元有望在2008年下半年反弹，预计欧元和日元在下半年升值放缓并可能出现趋势反转，国际外汇市场的波动性因此将显著加剧。

美元指数走势图
(单位：点)

欧元兑美元汇率走势图
(单位：美元/欧元)



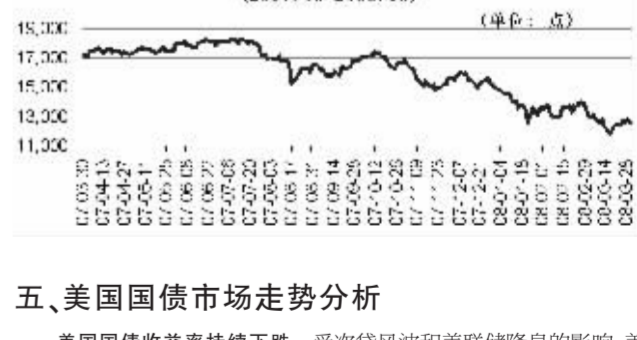
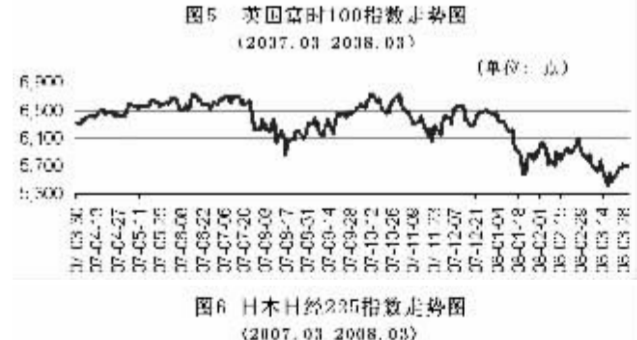
四、全球股票市场走势分析

全球股市大幅下跌。2008年一季度，次贷风波对实体经济的滞后负面影响接连显现，美国短期滞胀可能性不断加大，欧美各大金融机构连累亏损，导致全球主要股市大幅下跌。2008年1月21日，由于布什的经济提振计划未能让市场满意，道琼斯指数场外期指跌逾500点，恐慌情绪蔓延，全球股市集体遭遇“黑色星期一”：当日英国富时100指数下跌5.5%，法国CAC40指数下跌6.8%，德国DAX指数下跌7.2%，欧洲三大股指跌幅均超过5%；印度孟买敏感30指数下跌7.4%，创历史第二大单日跌幅，日经225指数下跌3.86%；巴西博纳斯帕斯指数下跌6.6%，阿根廷梅尔瓦指数下跌6.27%；南非约翰内斯堡股市综合指数下跌4.16%。2月和3月，受各种疲软经济数据的影响，全球股市恐慌气氛进一步加剧，各大股指总体上继续震荡下行。

2008年一季度，美国股市创四年多以来最差季度表现，截至2008年3月31日，标准普尔500指数收于1322.70点，较去年末的1468.36点下跌了9.92%；纳斯达克指数收于2279.1点，较去年末的2652.28点下跌了14.04%；道琼斯指数收于12262.89点，较去年末的13264.82点下跌了7.55%(见图4)。欧洲股市一季度整体表现同样黯淡，截至2008年3月31日，德国DAX指数收于6534.97点，较去年末的8067.32点下跌19%；法国CAC40指数收于4707.07点，较去年末的5614.08点下跌16.16%；英国富时100指数收于5702.1点，较去年末的6456.9点下跌13.24%(见图5)。日本股市损失更为惨重，日经225指数收于12525.54点，较去年末的15307.78点下跌18.18%(见图6)，为1990年以来同期最差表现。

股指的大幅下跌导致资金不断流出股市，2008年一季度，全球股票基金共流出资金980亿美元，而2007年和2008年同期净流入资金190亿美元和490亿美元。资金净流出地区主要为美国、欧洲和日本，三地股市流出资金约700亿美元；新兴市场基金的资金流出约200亿美元，而上年同期仅流出16亿美元(以上数据来源自研究机构新兴市场组合基金研究公司(EPRF))。全球股指大幅下跌不仅导致国际金融市场波动性加剧，全球流动性过剩问题更趋复杂，还将通过财富效应拖累世界经济增长。

由于次贷风波的负面影响仍未消退，美国经济放缓导致企业盈利低迷以及国际油价达到历史新高，预计全球股市在2008年二季度仍将大幅震荡，同时考虑到未来美国主要经济数据的恶化程度可能会稍好于悲观预期水平，欧美日股市存在短期内小幅反弹的可能性。



五、美国国债市场走势分析

美国国债收益率持续下跌。受次贷风波和美联储降息的影响，美国国债收益率在2008年一季度继续全面走低，和我们之前的预期一致，“期限越短，下跌幅度越大”的结构特征进一步强化。截至2008年3月31日，美国30年期国债收益率为4.31%，较去年末的4.46%下跌0.15个百分点；10年期国债收益率为3.43%，较去年末的4.03%下跌0.6个百分点；5年期国债收益率为2.47%，较去年末的3.45%下跌0.98个百分点；13周国债收益率为1.27%，较去年末的3.14%下跌1.87个百分点。

结构特征“期限越短，下跌幅度越大”进一步强化的原因有：其一，由于美国短期滞胀可能性不断加大，美联储长期内继续大幅降息的空间狭小，投资者预期短期利率下降难以在长期维持，导致长期利率下降幅度相对较小；其二，信贷紧缩致使银行间同业拆借市场中的大量资金流向收益稳定、风险较小且流动性较好的短期国债，需求增加推高了短期国债价格，进一步压低其收益率；其三，受美元贬值、欧元走强、油价高企和金价火爆的影响，海外持有者调整资产配置，美国中长期国债海外需求的持续扩张缺乏动力，导致其收益率下跌受到了一定抑制。

由于美联储本轮降息周期已接近尾声，加之美国经济有望在下半年开始复苏，所以美国国债收益率进一步大幅下跌的空间不足，预计2008年二季度美国国债收益率将低位调整，甚至可能出现短期反弹，但中长期国债收益率差距较大的结构特征将不会迅速改变。