

研究报告

2016 年第 107 期

2016.11.02

报告负责人：
周月秋 殷红

执笔：马素红 宋玮 罗宁
郭可为 张静文

suhong.ma@icbc.com.cn

美联储年底加息预期引发市场波动

发达经济体政治风险制约全球复苏

——2016 年第三季度国际宏观形势分析及未来展望

要点：

2016 年第三季度，全球经济整体维持了低速增长态势，美国经济增长相对稳健，欧洲保持了温和复苏势头，日本经济增长乏力，新兴经济体经济趋稳因素增多。全球主要经济体普遍保持了低通胀水平，发达国家的就业情况有所改善，全球贸易增长放缓的势头仍未改观。受美联储加息预期摇摆、英国“脱欧”发酵等因素影响，国际金融市场震荡分化。

展望下一时期，美联储年底加息几成定局将带动美元走强，由此引发的资金外流恐将再次冲击新兴市场的金融稳定性；而英国“脱欧”、意大利“修宪”、美国大选等将推升发达经济体的政治风险。总体而言，政策风险成为下一阶段影响国际经济金融运行的突出风险。根据 IMF2016 年 10 月发布的最新预测，2016 年全球经济增速有望达到 3.1%，其中发达经济体和新兴经济体分别增长 1.6% 和 4.2%。新兴及发展中经济体有望成为推动下一阶段全球经济增长改善的主要力量。

~~重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。~~
本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

2016 年第三季度，全球经济整体维持了低速增长态势，美国经济增长相对稳健，欧洲保持了温和复苏势头，日本经济增长乏力，新兴经济体经济趋稳因素增多。全球主要经济体普遍保持了低通胀水平，发达国家的就业情况有所改善，全球贸易增长放缓的势头仍未改观。受美联储加息预期摇摆、英国“脱欧”发酵等因素影响，国际金融市场震荡分化。

展望下一时期，美联储年底加息几成定局将带动美元走强，由此引发的资金外流恐将再次冲击新兴市场的金融稳定性；而英国“脱欧”、意大利“修宪”、美国大选等将推升发达经济体的政治风险。总体而言，政策风险成为下一阶段影响国际经济金融运行的突出风险。根据 IMF2016 年 10 月发布的最新预测，2016 年全球经济增速有望达到 3.1%，其中发达经济体和新兴经济体分别增长 1.6% 和 4.2%。新兴及发展中经济体有望成为推动下一阶段全球经济增长改善的主要力量。

一、全球经济走势回顾与展望

（一）美国经济小幅反弹，年内加息概率较大

2016 年前两个季度，美国实际 GDP 增速¹分别为 0.8% 和 1.4%，第三季度 GDP 增长预估值为 2.5%，在经济“失速”之

¹ 本文中的美国、日本的季度 GDP 增速均为环比折年率口径，欧洲及新兴市场国家季度 GDP 增速为同比口径。



后可能出现小幅反弹。10 月 19 日美联储发表的褐皮书显示，近 3 个月美国大部分地区经济活动稳定，呈现温和扩张趋势，零售开支有所上升，未来增长前景相对良好。但在全球经济复苏疲弱、外部风险多发的大环境下，美国经济增长面临的挑战不容忽视，IMF 等国际机构今年内已两次下调对美国经济 2016 年全年增速的预测值，下调幅度共计近 0.8 个百分点。一方面是其他经济体对美国的“回溢效应”，海外需求疲软对正处在再工业化转型的美国而言，显然不利于其制造业和出口增长；另一方面英国脱欧及其政经格局动荡，加大了美国金融市场风险以及贸易增长的不确定性。综合以上因素，我们预测 2016 年第四季度及全年美国经济增长分别为 2.3% 和 1.6%。

多数市场投资者目前仍维持美联储年内加息一次的预期。美联储主席耶伦 8 月 26 日在怀俄明州杰克逊霍尔举行的全球央行官员年会上也作了关于“近几个月上调联邦基金利率的可能性已经增强”的发言。从美联储长期关注的失业率和通胀数据看，美国总体失业率近 12 个月内维持在 5% 及其以下水平，核心 CPI 则连续 11 个月维持在 2% 以上。尽管经济增速与预期存在差距，但在长期宽松货币政策的流动性助推下，美国资产泡沫问题日渐突出。截至 9 月末，美国标

准普尔/CS20 个大中城市房价指数已接近 191 点，超过 2007 年末水平，并且连续 12 个月维持 5% 以上增幅。为防止资产泡沫膨胀引发新的危机，美联储可能会通过加息的方式来遏制风险上行。

值得关注的是，政治方面的因素对美联储产生的影响也不应忽视。一方面是日益临近的美国大选。美国共和党总统候选人特朗普最近指责美联储不加息是听从奥巴马的指示，美联储维持低利率制造“虚假的股市”。耶伦在新闻发布会上，也被反复问到这一问题。但从目前多数民调结果看，民主党总统候选人希拉里保持领先优势，在 11 月份大选投票中胜出可能性相对较大。美联储是否会在大选之后第一个加息窗口调整货币政策，市场也充满疑虑。另一方面是欧洲局势带来的不确定性。除英国脱欧之外，意大利近期也宣布将进行“修宪”公投。若修宪公投失败，民粹倾向的五星运动党上台或会触发退欧公投，政治不确定性提升欧洲风险，可能会带来多米诺骨牌效应，不排除美联储的加息时点受此影响而再次推后的可能。

（二）欧洲经济温和复苏，脱欧风险再度上行

2016 年以来，在欧洲央行加码货币宽松政策等利好因素的推动下，欧洲经济保持了温和扩张态势，欧元区前两季度



实际 GDP 季调同比分别增长 1.7% 和 1.6%，其中二季度居民消费、固定资产投资和出口三驾马车增速均在 2% 以上。前两季度，欧盟第一大经济体德国 GDP 分别同比增长 1.8% 和 1.7%，英国经济在饱受脱欧公投困扰的状况下也实现了较快增长，GDP 同比增长率为 1.9% 和 2.1%。欧洲的高失业问题持续好转，欧元区 8 月季调失业率为 10.1%，为 2011 年 7 月以来的最低值。当前欧元区通缩形势出现积极迹象，9 月调和 CPI（HCPI）同比增长 0.4%，为近两年来的最高值。

展望未来，欧洲经济总体或将延续温和复苏趋势，但英国脱欧、意大利修宪公投和欧洲金融系统风险上升是影响未来欧洲经济主要风险点。**首先，英国政府目前内外交困。**欧盟不断施压敦促英国早日开启脱欧谈判。英国政府与议会就脱欧进程的主导权相互角力，而苏格兰政府已正式公布独立公投草案，脱英或箭在弦上。巨大的不确定性对英国和欧洲经济都形成威胁。**其次，意大利政治与经济风险叠加。**目前意大利经济增长低迷，失业率高企，民众不满情绪上升，这些因素可能会对将于 12 月进行修宪公投产生不利影响。公投一旦失败，总理伦齐将辞职，意大利政坛将重现动乱局面。**第三，欧洲金融系统危机重重。**德意志银行等欧洲多家大银行资产质量严重下滑，还面临巨额罚款的指控，意大利银行

业不良资产率已经高达 17%，欧洲银行业系统性风险一旦爆发将对欧洲经济产生严重冲击。此外，欧洲央行推行负利率政策也侵蚀了商业银行以及养老金等非银行金融机构的利润，令欧洲金融业雪上加霜。预计 2016 年三、四季度以及全年欧元区经济增速分别为 1.5%、1.4%和 1.7%，英国经济增速也将分别放缓至 2.0%、1.3%和 1.9%。欧洲央行可能会在今年末或明年初推出更多宽松措施以应对英国脱欧、难民危机以及可能发生的意大利脱欧问题。

（三）日本经济增长乏力，通缩风险持续加剧

2016 年三季度，日本经济继续在困境中前行，日元升值带来出口持续下滑的同时，通缩风险依然严峻，日本经济未来面临较大下行风险。一、二季日本 GDP 增速分别为 2.1%和 0.7%，增速呈现放缓趋势，三季度以来日本通缩风险不断增加，7、8 月份的核心 CPI 均同比下降-0.5%，截止到 8 月底，日本核心 CPI 已经连续下跌 6 个月。随着通缩加剧，日本的投资和消费受到冲击，私人投资持续下降，私人消费增速放缓。另一方面，全球投资者避险需求推高日元汇率，截止 9 月底，美元兑日元汇率已达到 101.32，持续升值的日元令原本低迷的出口雪上加霜。日本政府在 8 月份推出的一项高达 28.1 万亿日元的经济刺激计划也未能取得缓解通缩压



力、抑制日元升值的效果。

展望四季度，通缩加剧及日元升值两大不利因素在短期内并无缓解迹象，由此带来的消费与投资疲弱、出口下降都将对日本经济造成冲击，此外，政府债台高筑、产业空心化以及人口老龄少子化等问题依然是日本经济的长期隐患。日本经济需要一场结构性变革来实现长期复苏，仅靠财政和货币手段提振经济的思路注定只是安倍政府的“执念”。预计三季度日本经济增长率为 0.8%，全年经济增长率将为 1.2% 左右。

（四）新兴市场有所向好，降息刺激经济复苏

2016 年第三季度，新兴市场经济整体呈向好态势，内部分化有所放缓。一方面，以俄罗斯、巴西为代表的资源型国家和以东盟为代表的外向型国家仍面临外需疲弱、大宗商品价格大幅震荡和地缘政治风险居高不下的挑战，但是经济趋稳因素不断增多，巴西和俄罗斯二季度 GDP 同比增速分别为 -3.8% 和 -0.6%，降幅有所收窄；另一方面，印度和南非二季度 GDP 同比增速分别为 7.1% 和 0.6%，仍处于相对较为稳定的增长区间。总体来看，新兴市场仍面临较大的增长压力，但受益于资本回流，压力水平较前期已经有所减弱。从货币政策来看，俄罗斯、印度、巴西分别于 2016 年 9 月 18 日、

10 月 4 日和 10 月 19 日采取降息措施,以抑制经济下行风险,其中,巴西为四年来首次降息,而俄罗斯则为年内第二次降息,印度基准利率已经降至 6 年来的新低。

展望 2016 年年内,新兴市场经济增长前景仍旧较为严峻:首先,美联储加息预期日趋明朗,再加上英国脱欧事件的不断发酵,或将进一步加大新兴市场国家的资本外流风险,致使新兴市场货币再次开始震荡贬值,导致国内流动性紧张以及外债压力加大,加剧新兴市场经济增长困境。其次,仅依靠宽松货币政策,发达经济体增长难以维系平衡增长,增长趋势仍不稳固,致使新兴市场对外出口持续低迷,一定程度上抑制了外向型新兴市场国家经济增长。再次,大多数新兴市场国家受困于内部结构问题和利益集团博弈,政策传导效果和宏观调控效果并不明显,致使新兴市场经济增长难以出现根本性的好转。最后,全球地缘政治风险仍处于高位,欧美国家可能针对俄罗斯采取新一轮的经济制裁,朝鲜核试验、欧洲难民危机、ISIS 恐怖主义袭击、英国脱欧事件都进一步恶化了新兴市场的外部环境。

表 1 全球主要经济体经济增速及预测

单位: %

	2015	2016
--	------	------



	全年	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度	全年
美国	2.4	0.8	1.4	2.5	2.3	1.6
欧元区	2.0	1.7	1.6	1.5	1.4	1.7
德国	1.7	1.8	1.7	1.8	1.7	1.7
英国	2.2	1.9	2.1	2.0	1.3	1.9
日本	0.5	2.1	0.7	0.8	1.0	1.2
印度	7.3	7.9	7.1	7.4	7.3	7.6
巴西	-3.8	-5.4	-3.8	-2.6	-2.2	-3.5
俄罗斯	-3.7	-1.4	-0.6	-0.9	-1.1	-1.0
发达经济体	2.1	——	——	——	——	3.1
新兴市场	4.3	——	——	——	——	4.2
全球	3.2	——	——	——	——	1.6

注：表中阴影部分为预测数据。

资料来源：Bloomberg，IMF，中国工商银行城市金融研究所，除特别注明外，下同。

二、国际金融市场走势分析

（一）外汇市场震荡加剧，美元汇率先抑后扬

2016 年前三季度，在全球经济复苏乏力、英国脱欧事件的不断发酵、发达经济体货币政策不断变化、大宗和股市等金融市场动荡加剧等因素的综合影响下，全球外汇市场呈现大幅震荡趋势：一是美元汇率震荡下行，前三季度美元指数贬值 3.42%；二是欧元兑美元汇率大幅震荡，欧元前三季度兑美元小幅升值 3.34%；三是日元兑美元汇率持续震荡升值，

前三季度日元对美元上涨 16.2%；四是主要新兴市场货币兑美元在去年大幅贬值之后出现大幅反弹。前三季度巴西雷亚尔、印度卢比和南非兰特兑美元分别升值 16.83%、12.61% 和 13.58%；五是英镑兑美元汇率出现断崖式暴跌，前三季度大跌 11.65%，由于英国首相特雷莎·梅近期宣布 2017 年 3 月底启动脱欧程序，致使英镑兑美元汇率在 10 月 1 日至 7 日的一周时间内再次大跌 3.97%。

展望 2016 年年内，由于美联储在 12 月加息预期日渐增强且希拉里当选美国总统的概率较高，美元在 10 月份已经开启了再度走强的序幕，或将在第四季度继续保持震荡升值趋势，不排除美元指数突破 100 大关的可能。在此基础上，由于欧洲央行仍按兵不动，预计欧元或将在四季度延续跌势，很难呈现反转迹象，受到英国脱欧时间的持续发酵，英镑下行压力持续加大。新兴市场货币汇率或将呈现不同程度的震荡贬值走势。受美元走强及日本可能在必要时进一步采取宽松政策的影响，日元继续大幅走强的可能性不大。

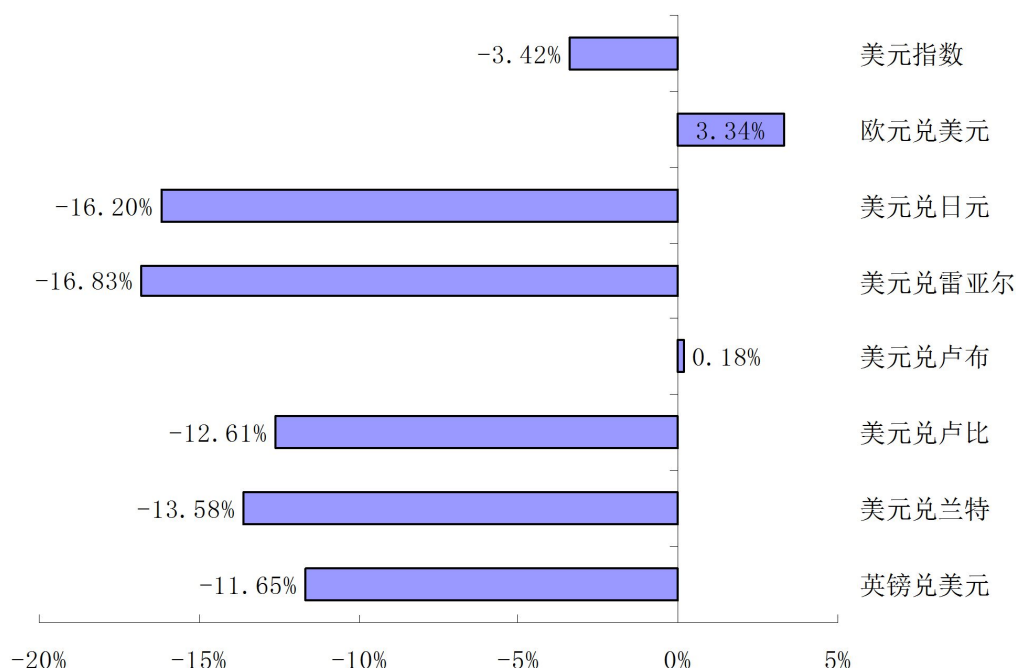


图 1 2016 年前三季度主要货币汇率变动图

（二）全球股市明显分化，未来动荡调整概率较大

2016 年至今，全球股市整体上扬，但分化趋势日益明显。美国股市在发达经济体中独树一帜，欧洲和日本股市比较低迷，新兴经济体股市普遍向好。MSCI 新兴市场指数年初至 10 月 25 日上涨 15.65%，同期 MSCI 全球指数仅上涨 3.92%。

美股震荡上行。截至 10 月 25 日，道琼斯工业指数、标普 500 指数和纳斯达克指数分别较年初上涨 4.58%、5.25% 和 6.04%。美股走强主要原因有：一是美国经济稳健扩张，今年以来消费平稳增长，劳动力市场基本面因素持续改善，

美国经济内生增长动力逐渐强劲，美股上行基础稳固。二是美联储对继续加息的态度审慎，市场恐慌心理趋于弱化，有助于美股逐步上行。三是美国企业三季度财报业绩表现超出预期，刺激美股多头趋于活跃。展望下一阶段，美国经济复苏的大势基本稳定，美联储加息风险逐步减弱均有助于美股维持强势。但是当前全球经济的下行压力依然很大，美国总统大选仍存不确定性或将对美股走势形成不利影响。综合考虑，美股维持震荡上行的可能性较大。

欧股整体在低位运行。截至10月25日，STOXX欧洲50指数、德国DAX30指数和法国CAC40指数较年初的涨跌幅分别为-7.64%、0.17%和-1.82%。欧洲股市的影响因素主要来自于三方面：一是欧洲一体化进程遭遇挫折打击欧洲股市。英国脱欧公投事件与意大利修宪公投风波多次重挫欧股。二是欧洲金融业危机重重，意大利银行业债务高企、德意志银行遭受天价罚单，以及多家欧洲大银行资产质量恶化等因素拖累欧洲股市跌跌不休。三是欧洲中央银行货币政策工具箱日渐枯竭，负利率的副作用却开始显现，给欧洲经济前景蒙上阴影，对欧股形成利空。展望未来，欧洲未来经济形势与一体化进程息息相关，如果成员国分离倾向加剧，欧洲经济恐将持续动荡，加之欧洲银行业危机似有愈演愈烈之势。综



合考虑，欧股未来不容乐观。

由于安倍经济学疲态尽显，日元强势导致出口持续下滑等利空，日本股市十分低迷。截至 10 月 25 日，日经 225 指数较年初暴跌 9.45%。下一阶段，考虑到日本经济增长前景并不明朗，日本央行为加强长期物价上涨预期所做的努力收效甚微，通缩压力依然十分严重，未来日股维持低位震荡的概率较大。

在经济形势有所改善，国际大宗商品价格企稳等因素的刺激下，新兴经济体主要股指出现大幅反弹。截至 10 月 25 日，巴西圣保罗 BOVESPA 指数、俄罗斯 RTS 指数和印度孟买 30 指数较年初分别上涨 47.77%、31.27%和 7.89%。展望未来，新兴经济体股市存在较大技术性调整的需要，特别是对外依赖性大、产业结构较为单一等痼疾依然束缚新兴经济体的稳定增长，需谨防股市大幅向下波动。

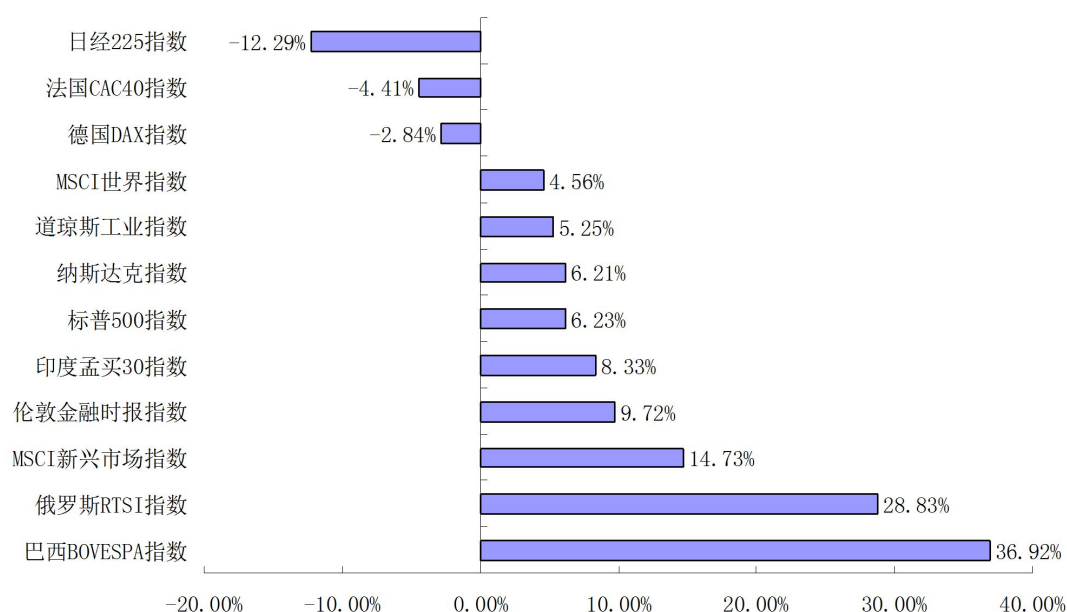


图2 2016年前三季度全球主要股指涨跌图

（三）国际油价先降后升，黄金价格震荡下行

大宗商品市场在三季度出现分化，油价先抑后扬，黄金价格先扬后抑。国际油价在7月出现了大幅下降，WTI和北海布伦特原油期货价格曾一度降至42美元/桶附近，之后随着美联储暂不加息决议的公布、OPEC冻产协议讨论日期渐近，市场对协议达成的预期持续发酵，加之美国信息能源署公布了原油库存锐减的消息，国际原油价格在三季度末迅速上涨，截至9月底，WTI和北海布伦特原油期货价格分别报收于48.8美元/桶和50.2美元/桶，较季内低点分别上涨了16.5%和17.2%。展望后市，虽然OPEC冻产协议一拖再拖，



各产油国领导人阴晴不定的态度也让此次冻产讨论的结果变得扑朔迷离，但投资者对原油冻产的关注或将导致油价在短期内进一步上升。11 月维也纳冻产会议结果将决定国际油价未来走势，但各产油国由于利益不同，达成协议的困难较大，若冻产协议再次落空，油价将面临巨大的下行压力。此外，美元走强也将使原油价格承压，预计油价拐点将在四季度末或明年年初出现。

国际金价方面，受美元加息预期不断上升的影响，纽约金价在 7 月初迅速拉升至 1375 美元/盎司后开始震荡下行，至 9 月末收于 1316.1 美元/盎司，较季初略降 2%，但值得关注的是目前黄金多头正在加速持仓，全球最大的黄金 ETF 总持仓正逐步逼近今年最高仓位。展望后市，美元在年底加息几成定局将直接导致黄金承压，国际金价或将继续下行，但从长期来看，避险情绪仍会主导市场，黄金价格依然有望保持稳步上升，预计在 2017 年国际金价有望升至 1300 美元/盎司的均价。

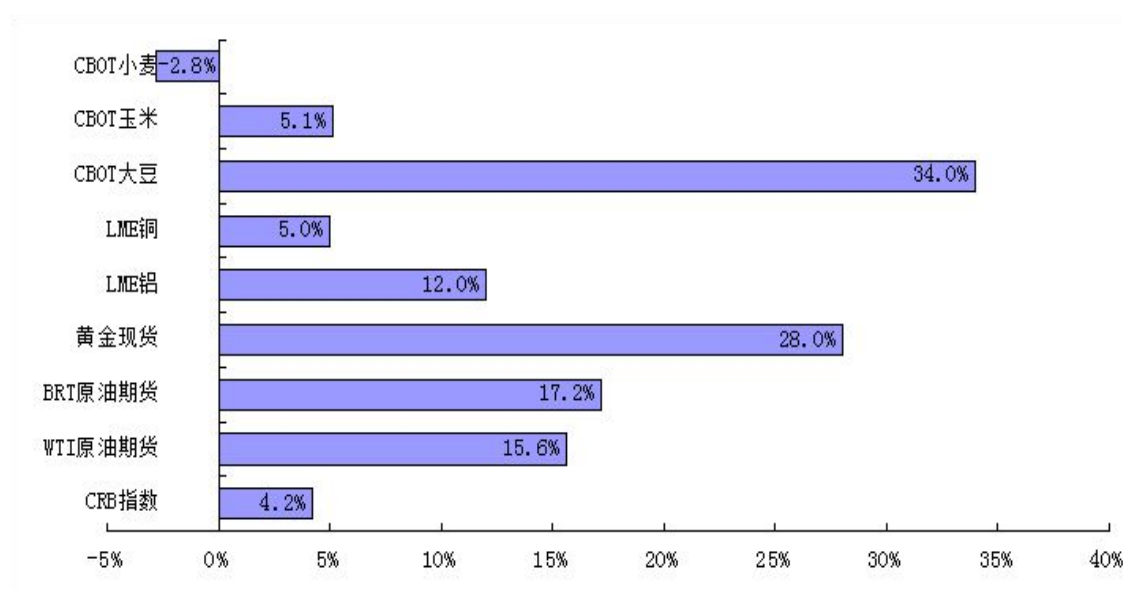


图 3 2016 年前三季度国际大宗商品价格变动图

（四）短期市场风险暂缓，美债收益率小幅上涨

2016 年第三季度，随着英国“脱欧”的市场热度逐渐消解，意大利“修宪”仍在酝酿，市场短期内风险进入缓和阶段，投资者避险偏好相对减弱，美国国债等避险债市产品价格下降，收益率小幅提升。截至 10 月 25 日，美国 1 年期、5 年期、10 年期国债收益率分别较二季度末上涨 21、28、28 个基点，至 0.66%、1.29%、1.77%。日本 10 年期国债收益率较二季度末上涨 15.2 个基点，但仍维持-0.07%的负利率水平。德国、英国、意大利 10 期国债收益率分别较二季度末上涨 20、32.4、14 个基点，至 0.03%、1.09%、1.38%。与此同时，前一阶段受美联储加息预期以及其他因素影响，出现



资金外流的多数新兴市场经济体，国债价格因资金回流而上涨，国债收益率有所下降。截至10月25日，巴西、印度、南非10年期国债收益率分别下降102.6、68.4、4.1个基点，至11.12%、6.77%、8.79%。俄罗斯10期国债收益率也曾一度下降，7月中旬至9月30日降幅达57.6个基点。但受地缘政治动荡、美欧新一轮经济制裁等因素影响，俄罗斯资金外流迹象仍较明显。10月初至25日，10年期国债收益率反弹上涨14.9个基点，至3.94%。

展望未来，英国脱欧的后续演进以及意大利修宪公投可能导致市场风险短暂回升，投资者避险偏好将再次增强，德国、英国国债收益率或再受追捧，收益率短暂回落。虽然投资者可能会加大对国际主要避险产品美国国债的资产配置，但世界主要央行顺应国际储备货币多元化趋势，已多次减持美国国债，加之美联储加息预期影响下，其国内投资者资产偏好变化，美国国债收益率上行概率相对较大，未来可能回到2%以上水平。日本国债受外部环境影响相对较小，在其国内宽松货币政策大环境不变的情况下，国债收益率将维持低位小幅震荡。新兴市场国债受地缘政治动荡、美联储加息等因素影响，未来可能再次出现资金外流，多数国家国债收益率上行概率较大。

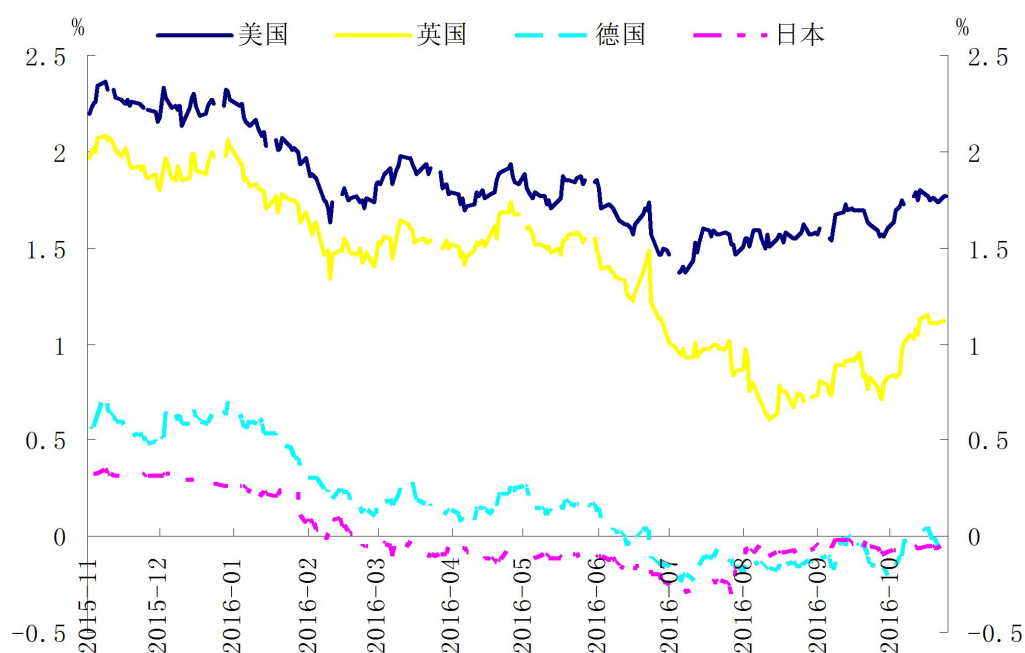


图 4 部分国家 10 年期国债收益率走势图

三、当前国际宏观走势下我行关注点及策略建议

——高度关注美联储加息步伐调整对全球市场的短期影响与未来货币政策正常化带来的中长期影响，集团层面应进一步优化全球资产负债结构配置，提早做好风险防范预案。及时优化美元与非美货币资产、负债结构和期限匹配度，注意运用多种金融工具对冲汇率风险。

——高度关注美国大选选情及其对中美关系的影响。针对有关中美贸易、双边敏感行业投资、金融监管等领域都将是社会舆论关注的焦点，我行在美机构应审慎应对特殊时期的潜在敏感性问题，着力做好合规经营，切实防范各类风险。



——密切关注英国“脱欧”公投进展，提前做好风险预判以及紧急应对方案。应密切关注英国脱欧局势的演变，不仅关注英国脱欧可能对英国及欧元区经济金融基本面及投资环境的影响，还应关注欧洲其他国家的脱欧情绪及政治风险的酝酿，针对“脱欧”风险所引发的国际金融市场动荡，加强风险管理；高度关注英镑和欧元的汇率波动，预先最好汇率风险的管理和对冲。

——高度警惕意大利风险上升的势头。当前意大利政治、经济与金融风险急剧上升。建议我行应审慎调整涉意大利的资产配置，紧密跟踪市场行情、各类发行体、交易对手和客户的风险变化情况，加强对系统性风险的监测预警，做好市场极端情况下的风险敞口管理。

——高度警惕部分新兴市场国家经济衰退可能引发的政治风险。建议密切监测受冲击较大的俄罗斯、巴西、南非等新兴市场国家风险的变化趋势，以及由经济衰退可能导致的政治动荡和社会混乱的潜在风险，研判资金外流、经济增长放缓等因素对当地机构和企业客户赢利的冲击程度，强化针对银行业危机的预警机制，并制定较有针对性的应对措施，及时调整对部分国家的风险敞口，提早预防危机冲击。

——鉴于近期朝鲜军事动作频频、美军频繁进入中国南

海致使朝鲜半岛和南海局势日益紧张，建议我行高度关注东亚局势的变化趋势，加强对相关国家政治风险变化的监控，谨慎介入政治风险较大的当地项目，尽可能降低我行及我行客户的经营和业务开展受到安全局势恶化的冲击程度，加强对我行重点客户，特别是“走出去”企业客户的关切，及时掌握其业务需求的变化，为我行客户资金安全和业务稳健开展提供帮助。

——警惕地缘政治恶化及局势动荡对国际经济金融运行环境的冲击。2016 年，中东 ISIS 恐怖主义已经成为推高全球地缘政治风险的关键要素，ISIS 不仅策划了巴黎、尼斯、布鲁塞尔等地的恐怖主义袭击，土耳其击落俄罗斯战机事件以及沙特伊朗断交与之也有较大关联，而且加剧了欧洲范围内的难民危机。朝鲜频繁核试验致使美国在韩国部署萨德导弹系统，加剧中美俄在朝鲜半岛的政治军事博弈。乌克兰危机仍可能烽烟再起，美洲地区巴西和委内瑞拉政治经济危机不断加剧。应警惕地缘政治风险对引发的经济金融风险、政治动荡及社会安全问题，做好应对预案。