

研究报告

2017 年第 7 期

2017.01.19

报告负责人：周月秋 殷红

执笔：马素红 宋 玮 郭可为

吕振艳 张静文

suhong.ma@icbc.com.cn

“黑天鹅”群舞加大世界经济不确定性

——2016 年国际宏观形势分析及 2017 年展望

要点：

在 2016 年全球黑天鹅事件频发的背景下，国际金融市场大幅波动，世界经济艰难复苏，从全球化到民粹主义、从增长停滞到通胀、从货币刺激到财政刺激等诸多趋势性转变初现端倪。2017 年，全球经济将整体保持低位运行，但如何演化存在更多的不确定性。特朗普政府的政策走向及外溢效应，美联储加息周期下全球资产价格、国际资本流动格局、金融机构杠杆的变化，英国硬脱欧及欧洲多国大选可能带来的政治风险，全球贸易疲软及保护主义加剧、地缘政治风险高发及安全局势紧张、新兴市场经济与金融风险防范等六大挑战，均是影响全年经济走势及市场波动的关键。

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。

在 2016 年全球黑天鹅事件频发的背景下，国际金融市场大幅波动，世界经济艰难复苏，从全球化到民粹主义、从增长停滞到通胀、从货币刺激到财政刺激等诸多趋势性转变初现端倪。2017 年，全球经济将整体保持低位运行，但如何演化存在更多的不确定性。特朗普政府的政策走向及外溢效应，美联储加息周期下全球资产价格、国际资本流动格局、金融机构杠杆的变化，英国硬脱欧及欧洲多国大选可能带来的政治风险，全球贸易疲软及保护主义加剧、地缘政治风险高发及安全局势紧张、新兴市场经济与金融风险防范等六大挑战，均是影响全年经济走势及市场波动的关键。

一、全球经济形势回顾与展望

2016 年，美国经济稳健增长，欧洲经济温和复苏，日本经济萎靡难振，新兴市场企稳改善。根据国际货币基金组织（IMF）的预测，2017 年全球经济增长有望从 2016 年的 3.1% 提升至 3.4%，其中发达经济体和新兴经济体分别增长 1.8% 和 4.6%。美国经济增长有望继续引领发达市场，欧洲和日本经济下行压力较大，新兴市场需谨防资本外流和贸易保护的冲击。



表1 全球主要经济体经济增速及预测

单位：%

	2016					2017
	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度	全年	
美国	0.8	1.4	3.5	2.2	1.6	2.2
欧元区	1.7	1.6	1.6	2	1.7	1.5
德国	1.8	1.7	1.8	1.3	1.8	1.4
英国	1.9	2.1	2.1	1.7	1.8	1.1
日本	2.8	1.8	1.3	1.1	1.6	0.6
印度	7.9	7.1	7.3	6.2	7.1	7.1
巴西	-5.4	-3.8	-2.9	-2.2	-3.4	0.5
俄罗斯	-1.4	-0.6	-0.4	-0.5	-0.8	1.1
发达经济体	——	——	——	——	1.6	1.8
新兴市场	——	——	——	——	4.2	4.6
全球	——	——	——	——	3.1	3.4

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，下同。

（一）美国经济稳健复苏，美联储加息节奏渐快

2016年，美国经济稳健增长，前三季度GDP增幅分别为0.8%、1.4%和3.5%，预计全年增长1.6%。增长动因主要来自于三方面：一是就业市场全面改善。失业率、非农就业数据等诸多因素推动私人消费的持续改善并推动美国经济复苏加快。二是新房销售率、全国房屋价格指数等均保持高位，房地产对美国经济增长的提振作用逐渐增大。三是原油价格的回升促进私人部门对美国能源行业的投资，加速了美国经济的复苏。美国2016年通胀水平逐月改善，核心CPI同比连续十三个月超过美联储的目标通胀水平2%。

展望 2017 年，美国经济有望保持较好：一是先行指标显示美国经济活动仍在加速扩张，特别是制造业 PMI 创下近两年新高；二是私人消费前景依然看好，密歇根大学消费者信心指数创下近 12 年来的新高；三是特朗普执政后若能推动减税、扩大基建、产业回迁等政策落地，将进一步推动美国中长期经济复苏。但特朗普上台后美国政策面临不确定性、美元升值不利于出口、制造业订单下滑等负面因素也值得警惕。预计 2017 年美国经济增速将达到 2.2%。在通胀上行、就业改善等因素支撑下，美联储于 2016 年 12 月再次加息，2017 年连续加息为大概率事件。但特朗普希望以低利率刺激投资、国际形势黑天鹅事件频出导致金融环境不确定性较大，综合判断预计美联储 2017 年加息节奏 2 次的可能性较高，极乐观情况下加息 3 次。

（二）欧洲经济复苏渐稳，老问题尤有新风险

2016 年，尽管受到英国脱欧、意大利修宪公投、难民问题、恐怖袭击等多重不利冲击，欧洲经济仍保持了温和复苏态势。首先，经济增长好于预期。前三季度欧元区实际 GDP 增速分别为 1.7%、1.6%和 1.6%，四季度预期达 2%。其次，经济景气度渐趋上升，欧元区制造业 PMI（采购经理人指数）刷新五年半来的新高，综合 PMI 也逐月改善。第三，通缩风



险大幅缓解。下半年以来调和和核心 CPI（HCPI、HICP）双升，12 月分别同比增长 1.1% 和 0.9%。展望 2017，欧元区经济仍将温和复苏，全年欧元区经济增长预期为 1.5%，略逊于 2016 年的 1.7%。宽松货币政策、失业率改善等将对经济增长形成支撑，但英国脱欧、银行业危机、债务以及难民等老问题的持续发酵，将加大欧洲经济下行风险。首先，英国内、外部对其新首相政策均不清晰，硬脱欧的风险有可能对英国和欧元区产生远大于英国脱欧的风险。其次，欧洲银行业再临严考。由于欧洲大银行资产质量长期下滑，负利率政策长期侵蚀了非银行金融机构的利润，且欧监管当局可能进一步提高资本金要求，欧洲银行业经营形势或更严峻。第三，成员国政治风险增加。在现有意大利债务问题之外，意大选及核心国家法、德大选和可能的政策变化，与难民问题等累积，更增加了欧元区政治风险。

（三）日本货币宽松制造复苏幻象，经济难逃持续低迷

2016 年，日本政府和央行推出了一系列经济刺激政策，包括年初的负利率政策、7 月份推出的加码 QQE 政策以及 8 月份推出的高达 28.1 万亿日元的财政刺激计划。然而如此密集的“宽松”政策却并没有带来经济的强劲复苏，前三季度 GDP 环比折年率分别为 2.8%、1.8% 和 1.3%，增长速度远

小于 2015 年经济刺激计划推出后的复苏水平，且增幅不断收窄，预计全年经济增速为 1.6%。截至 11 月，日本核心 CPI 已连续 9 个月负增长，通缩风险的加剧使得投资持续下降，消费增速放缓。此外，机械订单数大幅下降，商业销售额持续低迷，微观数据亦说明当前的增长只是经济刺激政策下出现的幻象，日本经济前景仍令人堪忧。展望 2017 年，日本经济仍缺乏持续复苏的动力。老龄少子化及劳动生产率提升空间不足的趋势短期内无法改变，通缩难题悬而未决，政府债台高筑限制了加码宽松的能力，此外，美国退出 TPP 也给安倍政府带来了不小的冲击，日本经济长期复苏压力重重，预计 2017 年日本经济增长率将维持在 0.6% 左右。

（四）新兴市场分化加剧，资本外流和保护主义有所加重

2016 年，新兴市场经济基本面整体呈向好态势，美联储延缓加息步伐也在一定程度上缓解了新兴市场资本外流压力。但新兴市场中部分化有所加剧：一方面，全球需求萎靡不振及制造业产能过剩，导致以制造业为支柱产业的亚洲及中东欧新兴经济体的出口及经济增速放缓，另一方面，大宗商品价格回升使得资源出口型的中东、非洲及拉美新兴经济体增长有所改善。从货币政策来看，俄罗斯、印度、巴西在



2016 年多次采取降息措施，其中，巴西为四年来首次降息，而俄罗斯则年内两次降息，印度基准利率已经降至 6 年来的新低。预计印度、俄罗斯、巴西 2016 年经济增长率分别为 7.1%，-0.8%，-3.4%。

展望 2017 年，新兴市场经济增长或将持续复苏，但仍将受到两方面的冲击：一方面，市场预期 2017 年美联储仍将加息 2-3 次，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；另一方面，全球经济增长显著放缓致使贸易保护主义倾向日益严重，美国从 2008 年到 2016 年对其他国家采取了 600 多项贸易保护措施，位居各国之首，而特朗普上台将助长贸易保护主义，加剧了新兴市场对外出口困境，一定程度上抑制了外向型新兴市场国家经济增长。预计 2017 年新兴市场经济增速由 2016 年的 4.2% 小幅提升至 4.6%，印度、俄罗斯和巴西的经济增长预期分别为 7.1%、1.1% 和 0.5%。

二、国际宏观经济金融热点问题分析

（一）特朗普新政不确定性高，对中国经济金融影响不容忽视

特朗普执政后的美国经济政策可能有如下变化：第一，

贸易保护主义抬头。特朗普建议把中国列为汇率操纵国，并对所有中国进口产品征收 45% 的关税。第二，财政刺激方案大胆激进。在计划投入 5500 亿美元进行基础设施建设的同时，主张全面性减税。第三，特朗普提出的“产业回迁”战略着眼于为“铁锈地带”白人蓝领工人创造就业机会。

总体来看，特朗普政策主张距离真正落地还存在着较大的不确定性，特别是特朗普和党内外的建制派精英存在明显分歧，未来政府与国会角力将显得非常关键。即便其政策旨在提振美国经济，但长期弊端很明显，如贸易保护主义将阻碍美国发挥比较优势，大幅增加政府支出的同时又全面减税将加剧美国财政失衡风险，“产业回迁”战略难以立竿见影且受劳动力成本等因素限制。

特朗普新政对于中国经济的主要挑战有：一是在贸易政策方面，美国总统具有较多的直接采取限制措施而无需经过国会批准的权力，虽然对中国征收 45% 报复性关税发生的可能性较低，但中美之间发生贸易摩擦的概率较高。二是美国进入加息周期会持续对人民币汇率形成贬值压力，同时可能导致资金加速外流，这对我国稳定人民币汇率预期、避免外汇储备的加速消耗提出了更大挑战。三是特朗普的全面减税计划可能增强美国投资回报预期，从而导致跨国企业的投资



决策发生变化，吸引全球 FDI 从中国等新兴市场撤出、回流美国。

（二）英国脱欧短期影响有限，中长期复杂待观

英国脱欧公投后，从程序上有待未来两年进一步实施，从影响来看也需区分短中长期具体分析。

从经济角度看，短期存在外部负面性，中长期影响有待观察。作为欧洲第二大经济体以及全球金融中心所在地，英国脱欧对其自身、对欧盟和全球都存在影响。首先，全球受到负面影响。由于英国脱欧，IMF 和 OECD、穆迪和标普均下调了全球经济增速。其次，就英国和欧盟来看，短期影响远逊预期。自脱欧公投半年来，欧元区、德国和英国 GDP 增长均好于预期，经济景气度出现攀升，通缩压力缓解。第三，英国脱欧导致的市场对英国和欧洲经济贸易前景的担忧，短期内缓解了新兴市场的资本外逃压力。然而，中长期来看，由于全球贸易投资持续低迷，英国脱欧对贸易投资带来的不确定性增加，将一定程度上影响转型中的新兴市场。第四，未来两年内随着脱欧进程的推进，具体影响或将逐步清晰。一方面，尽管 2016 年 6 月公投后英镑汇率应声大跌，部分公司延迟了投资决定。但是，鉴于英国经济在脱欧后的良好韧性，英镑进一步下行的空间不会很大。另一方面，英国脱

欧进程和结果的不确定性仍然很大，导致英镑上行空间承压。在全球贸易投资格局临变、贸易规则重构之际，英国如能保持经济稳定复苏，自由度更大的英国，将有望在中长期谋得更有利的全球经贸地位，为全球经济复苏形成正面支撑。

从全球治理看，短期影响有限，中长期影响巨大。一方面，短期来看，英国经济、货币和金融的国际地位没有根本性改变。而且，从历史角度来看，伦敦成为国际金融中心是 20 世纪 60 年代，早于其加入当时名为欧共体的欧盟；期间，纽约代替伦敦成为全球第一的金融中心后，伦敦在欧洲金融中心的地位并没有因为德国经济超过英国而改变。另一方面，目前热议的硬脱欧，主要集中在英国的单一市场身份上，其影响主要在就业和难民问题上。脱欧后英国难民负担大减。就业方面，英国脱欧的第 50 条款启动后就业岗位将出现流动，或对其全球人才吸引力产生影响；如果英国脱欧处理不当，会产生潜在的系统性影响；脱欧后，欧盟或寻求修改清算法，并或试图令英国失去欧洲金融业结算资格。上述因素将对现有全球金融和经济治理版图产生深远影响。

（三）黑天鹅事件频发，国际金融市场波动加剧

2016 年，在英国脱欧、美国大选、意大利修宪公投等黑



天鹅事件不断发酵、美联储加息等因素的综合影响下，国际金融市场大幅波动。美元保持强势，全球股市集体上涨，大宗商品全面回暖，债券市场震荡下行。展望 2017 年，美联储加息将带动美元继续走强，同时利空股市、大宗商品及债市。受发达国家政治风险发酵及全球经济复苏持续疲弱的影响，国际金融市场将延续动荡局面。

外汇市场震荡加剧，美元依旧强势。2016 年，美元汇率先抑后扬，在第四季度大幅升值 7%，全年实现小幅升值 3.73%，欧元兑美元小幅贬值 3.1%，英国脱欧致使英镑兑美元汇率出现断崖式暴跌，全年大跌 16.1%，日元兑美元小幅升值 2.66%，新兴市场货币兑美元则出现大幅反弹，巴西雷亚尔、俄罗斯卢布和南非兰特兑美元分别升值 16.54%、16.27%和 12.5%。展望 2017 年，在美联储加息带动下，预计美元仍将继续保持强势，欧元、英镑和新兴市场货币或将出现不同程度的贬值，日元则有望保持低位震荡。

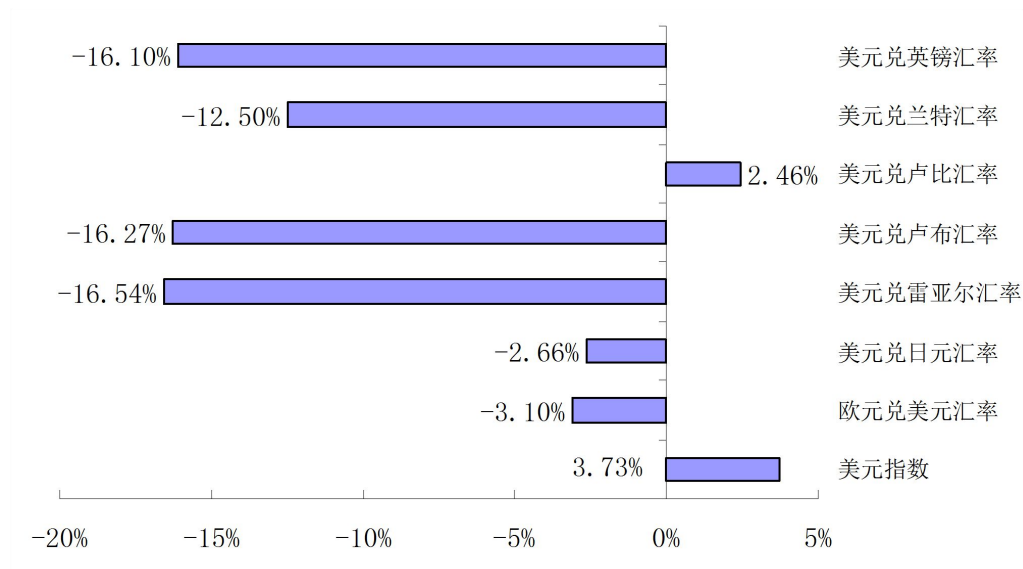


图 1 2016 年主要货币汇率涨跌幅度

全球股市整体表现较好。2016 年 MSCI 世界指数全年涨幅为 5.63%，新兴市场股指普遍优于发达经济体，俄罗斯、巴西等国股市涨幅居前，英美股指强于德法股指，日股微弱上涨。展望 2017 年，特朗普上台后将推出一系列新政，英国“脱欧”进程将正式开启，德国、法国等大选在即，民粹主义势力的抬头使欧洲面临重组风险，新兴经济体易受外界冲击而产生连锁反应。综合来看，2017 年全球股市的波动性仍将较为显著。

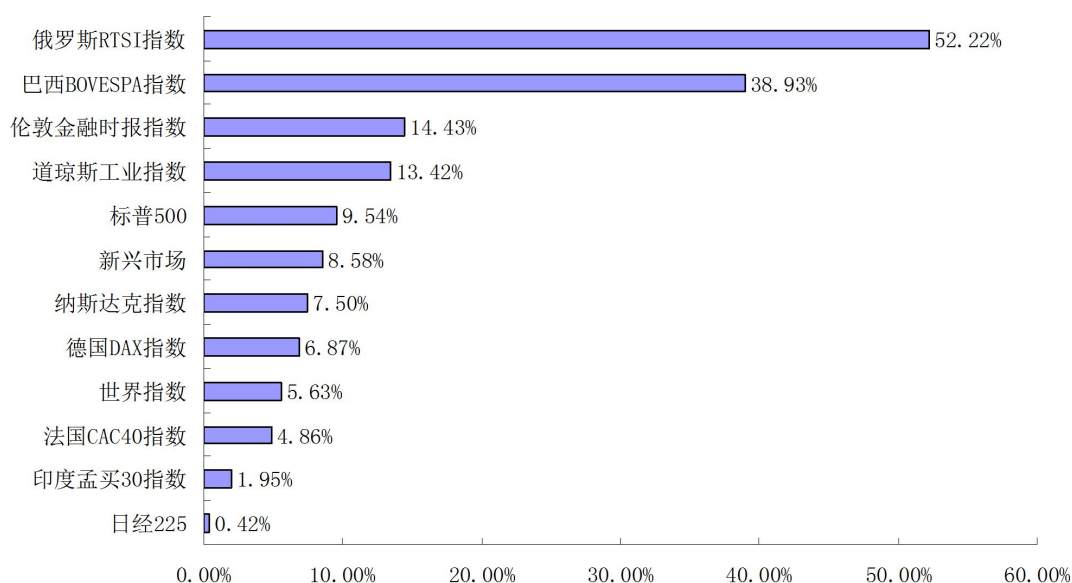


图2 全球主要股指涨跌走势

国际大宗商品市场全面回暖。2016年，国际大宗商品市场走出了上年的“阴霾”，开始全面回暖。OPEC产油国减产协议达成提振国际原油市场，布伦特原油和WTI原油全年均大涨近50%。美联储加息步伐带动国际金价先升后降，全年涨幅达到7.7%。预计2017年大宗商品市场仍有望保持温和增长，但受美元持续走强等因素影响，上涨幅度有限。

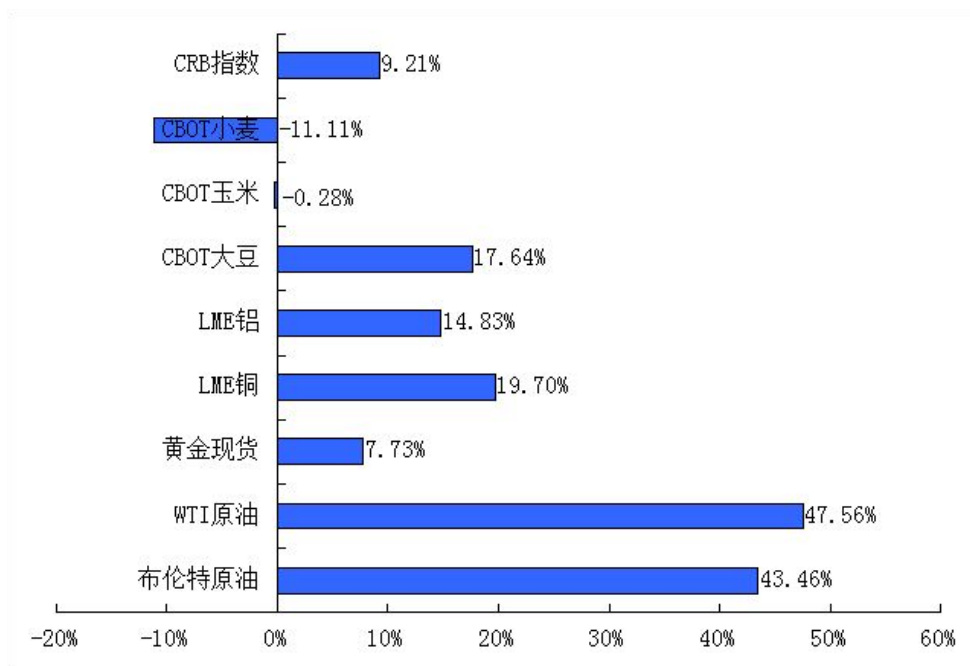


图 3 2016 年全球大宗商品价格变动

两年“牛”债不再，债市动荡在“熊”途。2016 年以美国大选和英国脱欧为分界，发达国家债券收益率呈现“v”型走势。展望 2017 年，受美联储加息、全球流动性收紧的影响，发达国家债券收益率上升、价格下跌，全球债市总体进入震荡“熊”途。

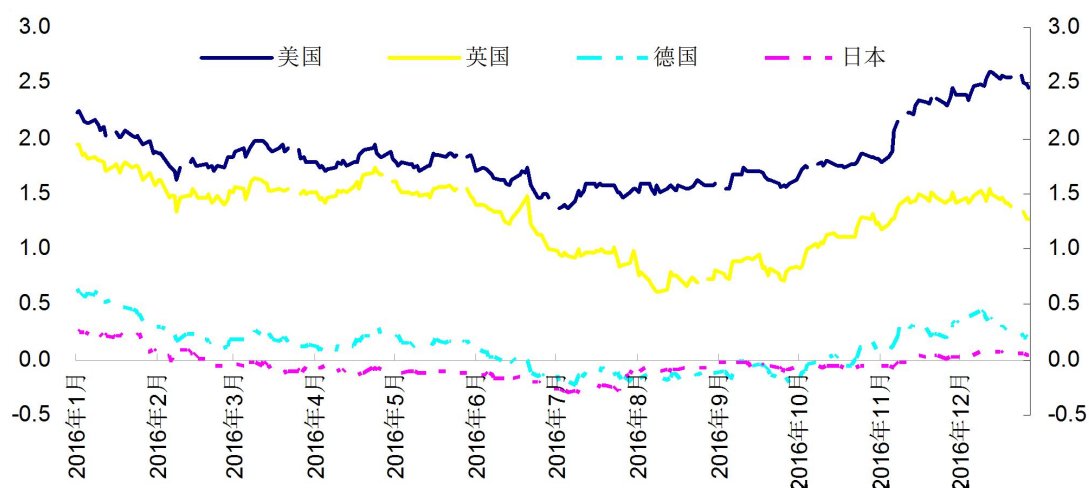


图4 部分国家国债收益率走势图

（四）全球地缘政治风险仍处高发期

2016年，中东ISIS恐怖主义和朝鲜核试验成为推高全球地缘政治风险的两大关键要素。

其一，中东ISIS恐怖主义不仅策划了欧洲等城市的恐怖主义袭击，土耳其击落俄罗斯战机、俄罗斯驻土耳其大使遇刺身亡以及沙特伊朗断交也与之有较大关联，欧洲范围内的难民危机受其影响进一步加剧；其二，6月英国脱欧、12月意大利修宪公投事件冲击欧洲一体化进程，致使欧洲保护主义和民族主义情绪泛滥，欧盟分裂的可能性继续有所上升；其三，朝鲜频繁核试验致使美国在韩国部署萨德导弹系统，进一步加剧中美俄在朝鲜半岛的政治军事博弈，而韩国总统干政门事件加剧了韩国国内的政治动荡，再加上美国在

南海问题上频频制造事端以及民进党赢得台湾大选，东亚地区地缘政治风险不容小觑；其四，巴西总统罗塞夫被正式弹劾，但是巴西国内政治动荡很难在短期内彻底平息，经济衰退难以迅速好转，并影响其在 G20、金砖国家等国际多边机制中的积极作用。

展望 2017 年，中东、欧洲、东亚地区仍是全球地缘政治风险的焦点区域，全球整体风险继续上升的概率较大。一是 ISIS 或将继续围绕中东局势开展一系列的恐怖主义事件，恐怖主义阴影难以短期内彻底根除。二是欧洲一体化进程或开倒车。英国政府将于 2017 年 3 月开始脱欧谈判，而苏格兰政府已正式公布独立公投草案，脱英或箭在弦上。荷兰、法国、德国、意大利等国将陆续进行大选，难民问题或将引发部分民粹主义政党赢得大选，继而可能触发部分国家进行脱欧公投，可能会带来多米诺骨牌效应，对欧洲一体化进程造成致命打击。三是多方继续深度博弈朝鲜核危机和南海问题，不排除“黑天鹅事件”致使局势继续恶化。四是部分新兴市场国家存在由经济困境引发国内政治动荡的可能性。

三、国际宏观新形势下我行关注点及策略建议

1. 高度关注美联储加息节奏加快给全球市场带来的短期冲击与中长期影响。一是考虑到欧洲和日本央行货币政策



依然相对宽松，应积极寻求投资机会，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；二是高度关注美国货币政策收紧对我国及其他新兴市场国家的跨境资金流动及货币汇率预期的影响，研判由此可能引发的境内外机构流动性风险和汇率风险，提前做出应对预案；三是密切跟踪走出去及境外当地客户商业活动的潜在风险，及时梳理我行企业客户中美元债务占比较高的客户，谨防美元利率汇率双升致其财务状况明显恶化；四是高度关注美联储加息预期对股市、债市、金价造成的波动，特别关注长期债券面临的利率风险，把握债市大幅波动下的机遇和风险，灵活调整资产配置。

2. 密切关注特朗普执政后的政策走向，深入研判对银行经营的潜在影响。尽管特朗普的竞选主张不可能与其执政后的施政方针完全一致，但我们应高度重视未来可能的政策变化给中资银行带来的潜在风险。目前来看，主要有以下几方面潜在风险：一是美国贸易政策变化或导致我国出口企业受到冲击，进而影响银行信用风险、盈利和拨备等。二是美国未来经济政策有偏向孤立主义和保守主义的倾向，对外资银行的金融监管已经并且或将进一步强化，因此我行在美机构经营可能将面临更严格的反洗钱和合规监管要求。上述风险

虽然短期内对中国银行业的影响有限，且间接影响多于直接影响。但中长期或将通过反馈效应扩大影响范围，增大影响强度。针对上述潜在风险，我行应未雨绸缪，一是密切关注我行以对美出口为主的客户资产质量、盈利状况，防范信用风险，并做好对客户的风险警示工作。二是在美机构应审慎应对未来一段时期内的各类潜在问题，着力做好合规经营，切实防范各类风险。

3. 高度关注英国脱欧的演化进程及对欧洲和全球的影响。伦敦及欧洲机构应密切关注并跟踪研判英国脱欧的路线及局势演化；关注英国“硬脱欧”风险可能对英国经济金融基本面及投资环境的影响及其所引发的国际金融市场动荡；针对英镑和欧元汇率波动加大的情况，利用衍生工具主动做好汇率风险管理，避免汇率损失；关注并研究英国脱欧对伦敦、巴黎、法兰克福国际金融中心竞争地位相对变化的影响。

4. 高度关注新兴市场面临的资本外流、汇率贬值和贸易保护等冲击。密切监测受冲击较大的俄罗斯、巴西、南非、土耳其、阿根廷等新兴市场国家风险的变化趋势，研判资金外流、经济增长放缓等因素对本机构和公司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。

5. 高度关注敏感地区的地缘政治风险演化态势。建议我行中东、欧洲、亚洲等地区的分支机构高度关注并密切跟踪本地区地缘政治风险可能出现的恶化及其所引发的经济金融动荡、社会安全局势问题，就本机构所在国家可能受到的冲击做好相应的风险预案，适度提升风险敏感性，加强风险管理，保障我行业务经营的稳健开展。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。