

研究报告

2017 年第 83 期

2017.7.21

报告负责人：
周月秋 殷红

报告执笔：
马素红 宋玮 郭可为 吕振艳
张静文

邮箱：
suhong.ma@icbc.com.cn

全球经济复苏持续改善风险犹存

——2017 年上半年国际宏观经济金融走势分析及未来展望

要点

- 2017 上半年，全球经济延续了去年下半年以来的较好势头，发达经济体整体走好，新兴市场经济增长也有所改善。分国别来看，美欧日等发达经济体同步回暖，中国和印度引领新兴经济体增长，巴西、俄罗斯摆脱衰退，南非经济小幅改善。国际金融市场整体运行平稳中出现分化，美元、美债、原油等资产板块震荡下行，非美货币、全球股市、国际金价大幅上涨。
- 展望下半年，尽管全球经济复苏的速度与广度达到了近年来最佳，但全球贸易疲软及保护主义加剧、美国加息与缩表动向、地缘政治局势紧张及恐怖袭击频发等新旧因素仍对全球持续复苏构成不容忽视的下行风险，甚至引发国际金融市场的剧烈波动。未来国际汇率市场或将呈现美元强势，欧元、日元震荡调整、英镑、新兴市场货币相对较弱的格局。全球股市未来动荡调整概率较大。国际油价有望回升，国际金价走势将以波动为主。美债收益率上行和其他国债收益率波动下行概率增大。

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。

2017 上半年，全球经济持续改善，美欧日等发达经济体同步回暖，中国和印度引领新兴经济体增长，巴西、俄罗斯摆脱衰退，南非经济小幅改善。国际金融市场整体运行平稳中出现分化，美元、美债、原油等资产板块震荡下行，非美货币、全球股市、国际金价大幅上涨。展望下半年，尽管全球经济复苏的速度与广度达到了近年来最佳，但全球贸易疲软及保护主义加剧、美国加息与缩表动向、地缘政治局势紧张及恐怖袭击频发等新旧因素仍对全球持续复苏构成不容忽视的下行风险，甚至引发国际金融市场的剧烈波动。

一、全球经济形势回顾与展望

2017 年上半年，全球经济延续了去年下半年以来的较好势头，发达经济体整体走好，新兴市场经济增长也有所改善。根据 IMF 的最新预测，全球经济 2017 年增速有望达到 3.5%，其中发达经济体增速为 2.0%，新兴及发展中经济体增速为 4.5%，较此前几年增速均有提升。

表 1 全球主要经济体经济增速及预测

单位：%

	2016	2017				
	全年	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度	全年
美国	1.6	1.4	3.0	2.4	2.4	2.2
欧元区	2.1	1.9	1.8	1.8	1.8	1.7
德国	2.3	1.7	1.7	1.9	1.9	1.5
英国	2.0	2.0	1.7	1.6	1.2	1.5
日本	1.0	1.0	1.2	1.6	1.5	1.3
中国	6.7	6.9	6.9	6.8	6.7	6.8
印度	6.8	6.1	6.8	7.6	7.9	7.2
发达经济体	1.7	——	——	——	——	2.0
新兴市场	4.1	——	——	——	——	4.5
全球	3.1	——	——	——	——	3.5

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，未来有望延续复苏

2017 年上半年，美国经济运行基本稳健，关键经济指标持续提升。一季度 GDP 增速为 1.4%，高于预期。居民消费、出口增长、制造业复苏等因素共同构成支撑经济增长的动力，就业改善、通胀走高，2017 年 5 月失业率降至 4.3%，是 2001 年 2 月以来的最低点，表明美国劳动力市场正接近充分就业状态。与此同时，美国前五个月季调 CPI 为 2.4%，超过 2% 的通胀率目标水平。

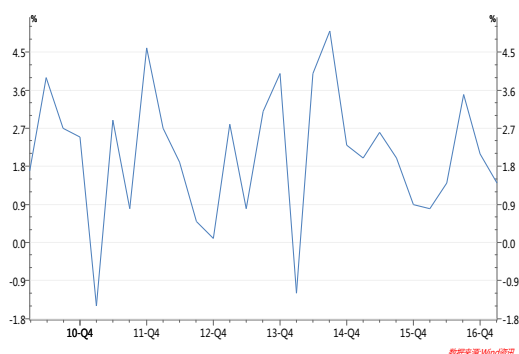


图 1 美国季度 GDP 增速走势图

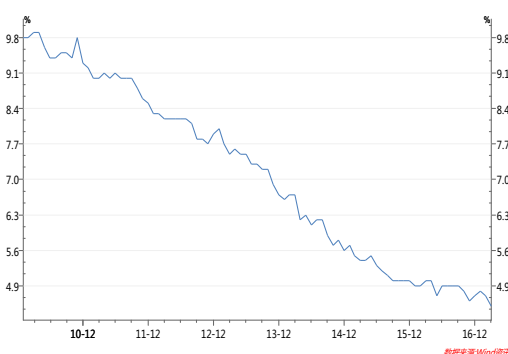


图 2 美国失业率走势图

展望下一阶段，美国经济有望继续保持良性发展态势。首先，前五个月美国 ISM 制造业和非制造业的 PMI 指数平均值分别为 56.1 和 56.7，显示了未来美国经济增长的乐观前景。其次，就业形势的持续改善将对私人消费的平稳增长形成有力支撑。再次，特朗普政府致力于提振经济增长的积极财政政策有望发挥作用。

但美国经济增长面临的不确定因素仍不容忽视。首先，如果美联储加息、缩表节奏过快或者力度过猛，将对美国经济产生较大负面作用。其次，通胀水平将阻碍美国经济复苏势头。再次，美国房地产业增长显露疲态。综合来看，预计美国二季度经济增速有望反弹至 3.0%，全年经济增速或将达到 2.2%。

（二）欧洲经济稳定复苏但压力犹存，货币政策转“鹰”尚需时日

年初以来，尽管经历了美国连续加息、英国提前大选、恐怖袭击频发等不利因素打击，欧洲经济仍保持了稳定复苏。欧元区、德国、英国一季度 GDP 增速分别为 1.9%、1.7%、2.0%。欧洲经济运行的突出特点：一是通胀呈现分化走

势。欧元区及主要国家德国和法国，通胀率二季度以来有所下降，法国 5 月份甚至降为 0%。但是，英国二季度以来通胀呈现走高迹象，5 月份进一步达到 2.6%。在欧洲央行释放货币正常化意愿的背景下，英国央行收紧货币的压力和可能性上升。对于长期刺激政策中刚刚缓慢复苏的经济而言，货币政策收紧或将增加稳定复苏的压力。二是经济处于繁荣区间，但景气度略有下降。尽管二季度以来，欧元区整体 PMI 仍略有上升，6 月达 57.4。但德国、法国和英国的分指标 PMI 数据都有不同程度下降。其中英国制造业和服务业 PMI 6 月分别下跌到 54.3 和 53.4，弱于年初表现。

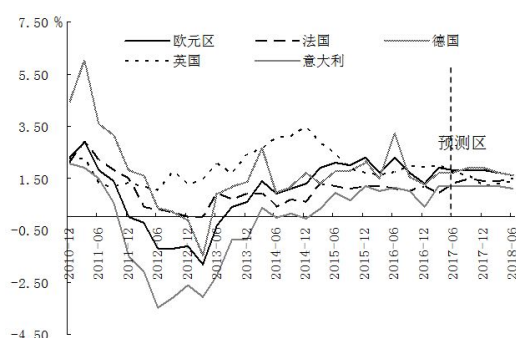


图3 英国、欧元区及主要国家 GDP 走势

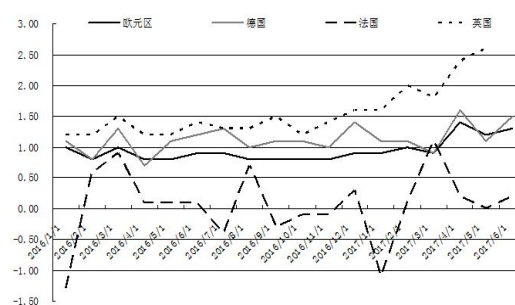


图4 英国、欧元区及主要国家核心 CPI

展望未来，下半年欧洲经济增速走势分化或将增加，欧洲货币正常化道路仍难顺畅。首先，外部冲击犹存。下半年美国加息步伐不确定性犹存，但不论加息节奏和程度如何，对于欧洲经济增长都将在投资和消费层面增加压力，产生的贸易刺激效应很难在年内展现。其次，欧洲银行业不良问题和债务问题难以短期获得根本解决。对于希腊和意大利的救助计划能否有效，将在下半年得到验证，并有可能对复苏不稳的欧洲经济形成新的压力。再次，英国脱欧谈判下半年进入实质阶段，谈判进程对于恐怖袭击和难民问题走向将产生放大效应，需警惕可能的市场冲击。最后，德国大选目前不确定性有所下降，但大选前后可能面临的政治和社会动荡，有可能增加下半年稳定增长压力。综合来看，由于欧洲整体通胀距离目标仍有距离，同时经济增长压力犹存，欧洲货币政策短期转“鹰”的不确定性仍然很大。

（三）日本经济温和回升，近期有望延续增长势头

2017 年上半年，日本经济延续了去年以来的温和复苏态势，一季度 GDP 增



速为 1.0%，实现了自 2016 年初以来连续五个季度增长。出口方面，受世界 IT 需求超预期剧增影响，日本出口增长强劲，5 月份出口增幅甚至高达 14.91%。消费方面，受消费税征收延迟及就业环境好转影响，日本个人和家庭消费出现改善迹象，4 月和 5 月同比增长率分别达到 3.19% 和 2.0%。企业生产活动方面，上半年日本采矿业和制造业工业生产指数上扬，5 月和 6 月同比增加 5.71% 和 6.73%，机械销售也呈上升趋势。预计二季度日本 GDP 增速有望达到 1.2%。

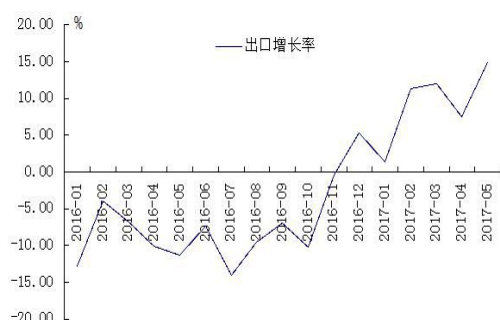


图 5 日本出口增长率走势图

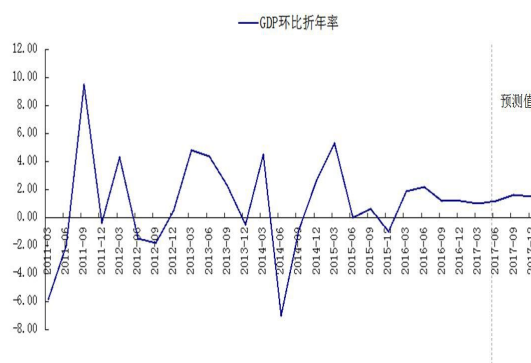


图 6 日本季度 GDP 增速走势图

展望未来，虽然特朗普政府为全球政治、经济环境带来了诸多不确定性，但日本经济仍将受益于：第一，制造业恢复带来的生产增长；第二，世界 IT 需求的扩大及设备投资回复带来的出口增加；第三，东京奥运会带来的建设投资；第四，企业用工需求增加背景下的就业和收入环境改善。以上四方面因素将对日本经济持续复苏起到支撑作用，但日本经济仍将受到人口老龄化、政府债务高企、全球贸易保护主义抬头等不利因素影响。综合来看，下半年日本经济复苏仍将继续，预计 2017 年全年增长率有望达到 1.3%。

（四）新兴市场经济持续向好，地缘风险有所加大

2017 年上半年，新兴市场经济基本面持续改善，俄罗斯、巴西、南非一季度 GDP 增速分别为 0.5%、-0.4% 和 1%，较 2016 年第四季度增速有所加快，仅印度增速受“废钞令”冲击而有所放缓至 6.1%。从货币政策来看，由于通胀持续走低，巴西分别于 2017 年上半年四次大幅降息以刺激经济增长，基准利率从 13.75% 降至 10.25%，俄罗斯连续三次降息，基准利率从 10% 下调至 9.25%；为抑

制通胀抬头及美联储加息引发的资本外流，印度在 2017 年 4 月 6 日加息 25 个基点至 6%。

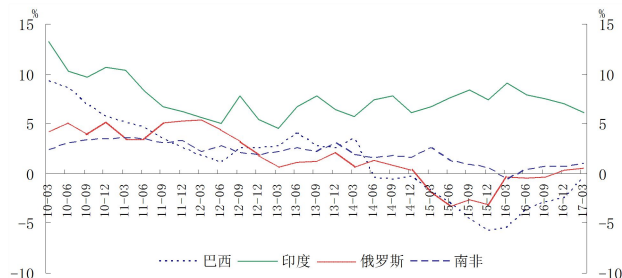


图 7 金砖国家近年季度 GDP 增长趋势图

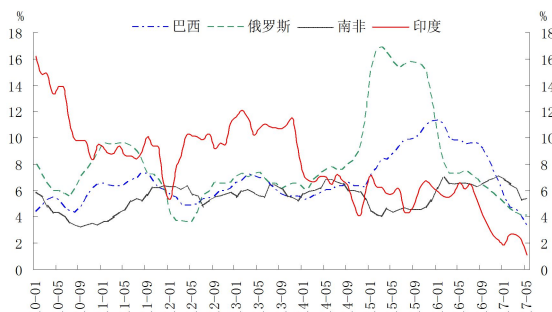


图 8 金砖国家近年月度 CPI 趋势图

展望 2017 年下半年，预计新兴市场经济复苏或将有所加快，印度也有望保持较高增长势头，巴西和俄罗斯将逐步实现正增长，南非经济也将略有回升。值得警惕的是，新兴市场经济仍面临诸多挑战：一方面，美联储加速加息进程以及贸易保护主义的日益抬头，可能会不断加大对新兴市场经济体的冲击力度，或将加大部分新兴经济体的金融风险；另一方面，全球地缘政治风险有所上升，7 月 5 日朝鲜成功试射一枚“火星-14”型洲际弹道导弹，或已接近具备对美核打击的基本能力，致使朝核局势急剧恶化，再加上欧洲难民危机导致恐怖袭击层出不穷、英国脱欧启动以及卡塔尔断交风暴，进一步恶化了新兴市场的外部环境，尤其是亚洲、中东欧等新兴经济体受冲击较大，而巴西总统特梅尔再次深陷受贿丑闻，国内政治动荡加剧。预计 2017 年印度、巴西、俄罗斯、南非的经济增长率分别为 7.2%、0.2%、1.4%、0.8%。

二、国际金融市场走势分析

（一）美元震荡贬值，新兴市场货币涨跌互现

2017 年上半年，在全球经济复苏乏力、美联储加速加息、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,上半年美元指数下跌 6.59%;二是欧元兑美元汇率大幅震荡升值,欧元上半年兑美元升值 8.65%,同期英镑兑美元升值 5.39%;三是日元兑美元汇率持续震荡,上半年日元兑美元升值 3.95%;四是大部分新兴市场货币兑美元处于窄幅震荡,涨跌互现,其中上半年印度卢比、俄罗斯卢布和南非兰特分别兑美元升值 4.64%、2.83%和 3.95%,巴西雷亚尔兑美元贬值 1.51%。展望 2017 年下半年,受美联储持续加息影响,美元汇率或将受到支撑,美联储在年内仍有可能再加息一次,并开始酝酿缩减资产负债表,这可能推动美元指数反弹并突破 100 点大关。在此背景下,未来国际汇率市场或将呈现美元强势,欧元、日元震荡调整、英镑、新兴市场货币相对较弱的格局。

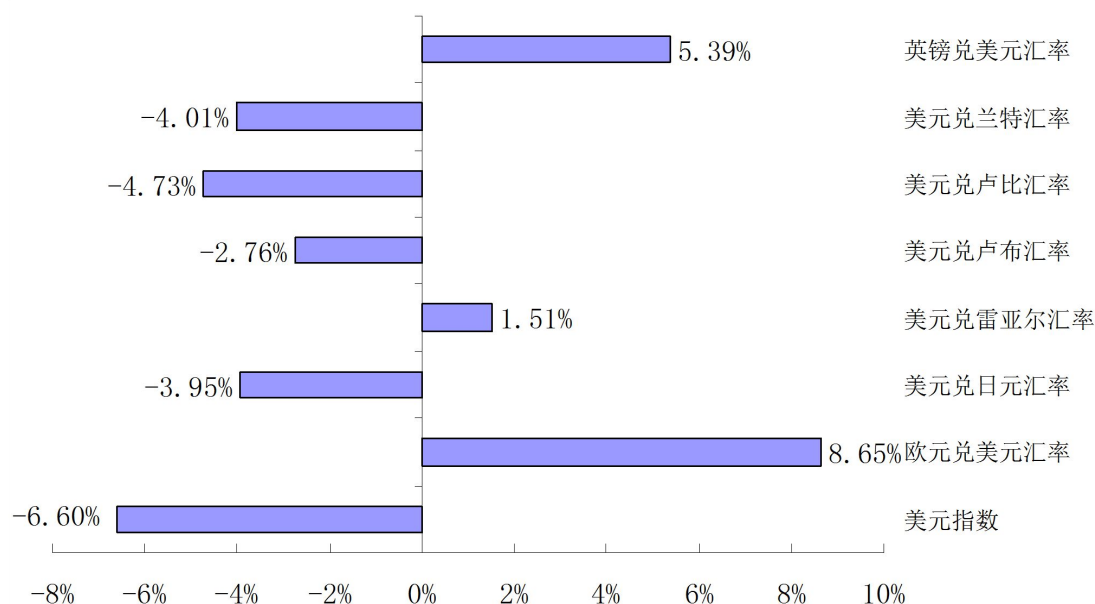


图9 2017年上半年主要货币汇率涨跌幅

(二) 全球股市整体走强,未来震荡调整概率较大

2017年以来,全球股市整体向好。截至6月末,MSCI全球指数较年初上涨10.25%,同期MSCI新兴市场指数上涨17.22%。

美国三大股指上半年涨势喜人,标普500指数、纳斯达克指数上半年分别上涨8.24%和14.07%,主要原因有美国经济复苏势态良好,投资者对高科技公司追捧等。展望未来,尽管美国经济复苏稳固,但美股创下历史新高后震荡调

整恐已不可避免，继续上行的压力较大。

欧股稳步上行，德国 DAX30 指数和伦敦金融时报指数上半年分别上涨 7.35% 和 2.38%。股指上行的动力主要来自于欧洲经济不断改善，欧洲央行释放宽松信息等。展望未来，经济复苏尚不稳定、难民危机可能会使欧股未来波动加剧。

由于日本经济形势稳定好转，企业盈利明显增长，日本日经 225 指数上半年上涨 4.81%。展望未来，日本通缩压力仍大，日元保持坚挺导致未来日股前景不容乐观。

在外围经济环境的带动下，新兴经济体主要股指出现明显上涨，印度孟买 30 指数、巴西 BOVESPA 指数上半年分别上涨 16.13% 和 4.44%。未来投资者需谨防新兴市场股指回调。

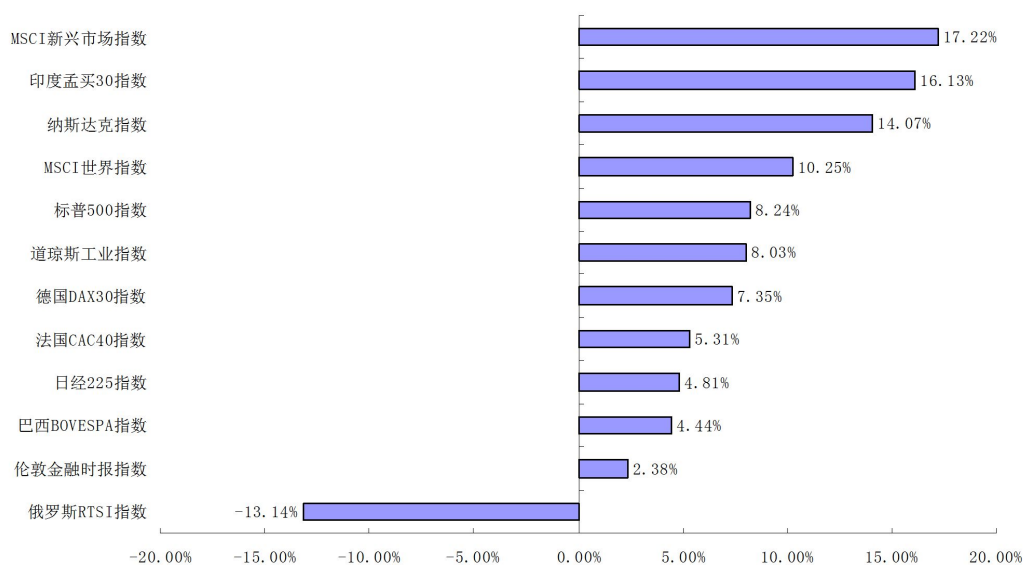


图 10 2017 年上半年全球主要股指涨跌幅

（三）油价下跌、金价上行，大宗商品继续“等风来”

2017 年上半年，国际原油价格持续下行，截止 6 月 30 日，布伦特原油价格及 WTI 原油价格分别大幅下跌 13.7% 和 11.46%。造成本次油价下跌的原因主要包括两方面，第一，OPEC 新一轮减产协议执行效果不佳。第二，美国、巴西等非 OPEC 国家石油产量迅速增长，抵消了减产效果。展望下半年，油价将继续在



季节性供需错配的阴影中等待复苏的“春风”。减产计划仍将对油价企稳回升提供支撑，但应警惕美国的页岩油产量继续攀升带来的风险。预计年内国际油价有望回升至 55 美元/桶。

黄金价格在 2017 年上半年大幅上涨，截止 6 月 30 日，黄金现货价格收于 1239.21 点，较年初上升 9.65%。地缘政治局势紧张推动投资者避险情绪高涨、美元指数持续回调、法英等国大选，均是引发黄金价格上涨的主要因素。展望下半年，美联储可能在年内再次加息并启动缩表有望提振美元，使黄金价格承压，但其可能带来的金融市场波动又对金价形成支撑。此外，全球地缘政治风险也将推动黄金价格上升。综合考虑上述因素，下半年国际金价走势将以波动为主，预计将达到 1220 美元/盎司。

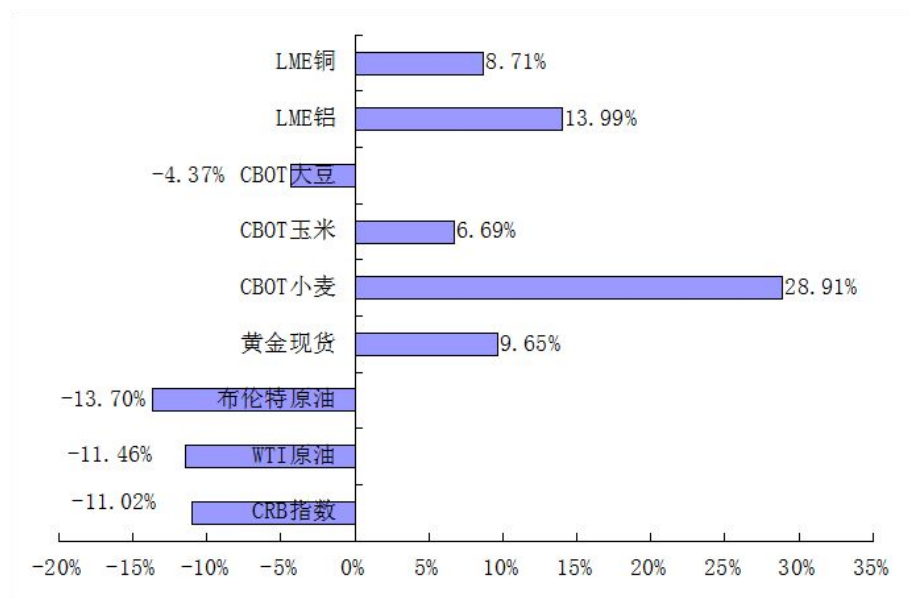


图 11 2017 上半年大宗商品涨跌情况

（四）欧债收益率分化加剧，美债收益率尤将上行

2017 年上半年，在美联储如期加息、法国白天鹅高飞、英国黑天鹅低飞情况下，发达国家货币政策正常化压力犹存，地缘风险干扰增加，全球主要经济体债市收益率分化进一步拉大。美国、日本、欧元区及德、法 10 年期国债收益率分别上升 0.19、0.20、0.31、0.28 和 0.15 个百分点。比较而言，英国、俄

罗斯、南非、巴西和希腊的 10 年期国债收益率则分别下跌 0.10、0.45、0.18、0.76 和 1.23 个百分点。展望未来，下半年唯一确定的是美国仍将继续加息，而日本税收下降将增加经济增长不稳定性，欧洲大选与脱欧谈判与难民和恐怖问题的纠葛仍将继续，新兴市场资本外流压力仍将存在，因此美债收益率上行和其他国债收益率波动下行概率增大。

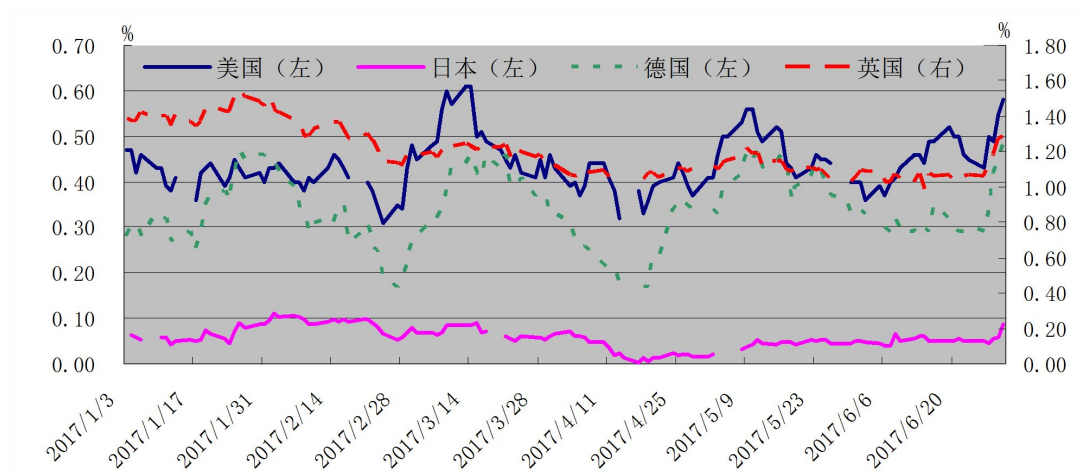


图 12 部分国家国债收益率走势图

三、国际新形势下我行关注点及相关建议

（一）积极应对美联储未来加息、缩表对全球经济金融运行带来的重大影响

随着美联储坚定推动货币政策正常化，很有可能会带动全球主要货币当局政策的转向，推动全球利率的上升、资金流向的逆转。建议我行：一要针对美元及其实际利率上行导致的全球资产重新估值趋向，适时调整自营交易及代客理财领域的资产配置策略。二要加强自身风险管理，高度关注美联储加息和缩表带来的汇率风险、交易风险和信用风险等，在精准研判相关外币汇率走向的基础上，使用衍生工具做好外汇头寸的风险对冲，提前化解汇率风险。三要加强同涉外企业客户的沟通，及时向客户发出海外投资和金融业务开展的风险预



警，提示客户在加大对外贸易和投资拓展的同时，高度关注国际金融市场波动风险。

（二）高度关注国际监管持续强化反洗钱、金融消费者保护、资本监管等领域带来的挑战

进一步加强合规经营理念，从集团层面研究对反洗钱、税务等普遍性问题的解决方案，提高境内外机构合规经营能力，确保与其业务范围、经营规模、风险特征以及监管要求相适应。密切关注美国金融监管新规出台动向，针对美联储通过强化审慎标准（EPS）加大外资银行监管力度的做法，我行在美机构应强化区域统筹管理，从风险治理、资本压力测试及流动性管理方面做好应对预案；同时密切跟踪特朗普政府放松金融监管的政策动向，寻找潜在的业务拓展机会。

（三）高度警惕“走出去”企业集团的潜在跨境风险

针对部分“走出去”企业以高杠杆率开展海外并购扩张的情况，应与境内外监管机构加强信息共享，摸底并排查相关风险。对于涉及股权投资的集团企业，在跨境投融资、跨境并购的项目授信和金融方案设计中，增强集团的全球授信风险监测和管控；对于涉及多种交易货币的集团企业，在利率和汇率风险走势研判基础上，增强客户债项风险管控；对于涉及多地上市的集团企业，防范泡沫股票带来的潜在信用风险。

（四）积极调整国际化业务布局，规避全球地缘政治风险

近期，朝核危机进一步大幅恶化，中美在南海地区博弈加剧，卡塔尔断交风波不断扩散，再加上欧洲地区的恐怖袭击层出不穷，全球地缘政治风险呈现出持续恶化的趋势，进一步加大了我行国际化经营风险。在此背景下，建议我行从全局把握全球地缘政治风险的分布，及时预判不同风险的未来变化趋势，并从总行层面做好应对地缘政治风险的整体预案，合理制定国别风险限额，积极稳妥推进各项业务的开展；包括韩国、日本、中东、欧洲等地缘政治风险较大的区域和国家的分支机构应高度关注并监控相关地缘政治风险的变化趋势，谨慎介入政治风险较大的当地项目，避免受到安全局势恶化的冲击。