

# 研究报告

2017 年第 47 期

2017.04.21

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

## 全球经济复苏动能增强 仍需警惕重大下行风险

——2017 年第一季度国际宏观经济走势分析及未来展望

### 要点：

2017 年一季度，全球经济延续了去年下半年以来的较好势头，主要经济体由危机后的“大分化”格局转为首次出现同步复苏态势，发达国家经济整体走好，新兴市场经济增长也有所改善。国际金融市场运行总体平稳，美元震荡回调，资金回流助推新兴市场货币反弹，全球股市整体走强，原油市场大幅波动，国际金价震荡上行。展望下一阶段，全球经济增长动能短期内有望延续，但美欧日货币政策不同步致使全球资金流及货币格局更趋复杂、法德大选及英国脱欧加大全球政治的不确定性、特朗普贸易保护政策或将引发大国贸易摩擦升级、中东和朝鲜半岛地区的地缘政治紧张局势加剧等多重因素，将对全球经济持续增长构成重大下行风险，甚或引发国际金融市场的剧烈波动。

**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 年一季度，全球经济延续了去年下半年以来的较好势头，主要经济体由危机后的“大分化”格局转为首次出现同步复苏态势，发达国家经济整体走好，新兴市场经济增长也有所改善。国际金融市场运行总体平稳，美元震荡回调，资金回流助推新兴市场货币反弹，全球股市整体走强，原油市场大幅波动，国际金价震荡上行。展望下一阶段，全球经济增长动能短期内有望延续，但美欧日货币政策不同步致使全球资金流及货币格局更趋复杂、法德大选及英国脱欧加大全球政治的不确定性、特朗普贸易保护政策或将引发大国贸易摩擦升级、中东和朝鲜半岛地区的地缘政治紧张局势加剧等多重因素，将对全球经济持续增长构成重大下行风险，甚或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**

年初以来，全球经济呈现同步改善态势。美国经济运行稳健，接近充分就业水平和预期通胀目标；欧洲经济复苏势头渐强，通缩基本得到控制，失业状况好转；日本经济表现良好，三年来首次实现连续 4 个季度增长；新兴市场经济企稳回升，跨境资本出现回流。国际货币基金组织（IMF）在 2017 年 4 月公布的《世界经济展望》报告中，将 2017 年全球经济预期增长率上调至 3.5%，这是该组织 6 年来首次上调



全球经济增长预测。展望年内，美国仍将引领发达经济体的增长，受发达经济体加快复苏、大宗商品价格回升等因素的提振，新兴经济体的经济前景也有望继续改善。

表1 全球主要经济体经济增速及预测

单位：%

	2016			2017		
	第三季度	第四季度	全年	第一季度	第二季度	全年
美国	1.7	2.0	1.6	2.2	2.4	2.2
欧元区	1.8	1.8	1.7	1.6	1.6	1.6
德国	1.7	1.8	1.7	1.5	1.4	1.5
英国	2.0	1.9	2.0	2.3	2.0	1.5
日本	1.2	1.2	0.9	1.0	1.2	0.8
中国	6.7	6.8	6.7	6.9	6.8	6.5
印度	7.4	7.0	7.3	6.8	6.9	7.3
巴西	-2.9	-2.5	-3.6	-1.8	0	0.5
俄罗斯	-0.4	0.3	-0.6	0.4	0.7	1.0
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）美国经济整体向好，加息缩表按部就班

2017年一季度，美国经济运行基本稳健，关键经济指标持续提升。一是居民消费对经济增长形成有效支撑，前两个月零售额季调同比分别增长5.96%和5.94%，创下2012年3月以来的最高水平。二是房地产市场销售未受美联储连续加息的明显影响，前两个月新屋销售季调环比分别增长5.28%

和 6.09%，创下 2015 年 11 月以来的新高。三是就业市场持续改善，3 月失业率降至近 10 年来的最低点 4.5%，非农就业人数前两个月均超过 21 万，3 月降至 9.8 万，气候因素或为主因，不足以改变美国就业向好的大趋势。四是物价保持良好水平，美国 2 月季调 CPI 同比增长 2.8%，核心 CPI 增长 2.2%，均连续第三个月突破 2% 的水平。综合来看，美国经济呈现全面向好的特点，预计一季度实际 GDP 增幅达到 2.2%。

图 1 近年美国季度 GDP 增长趋势图

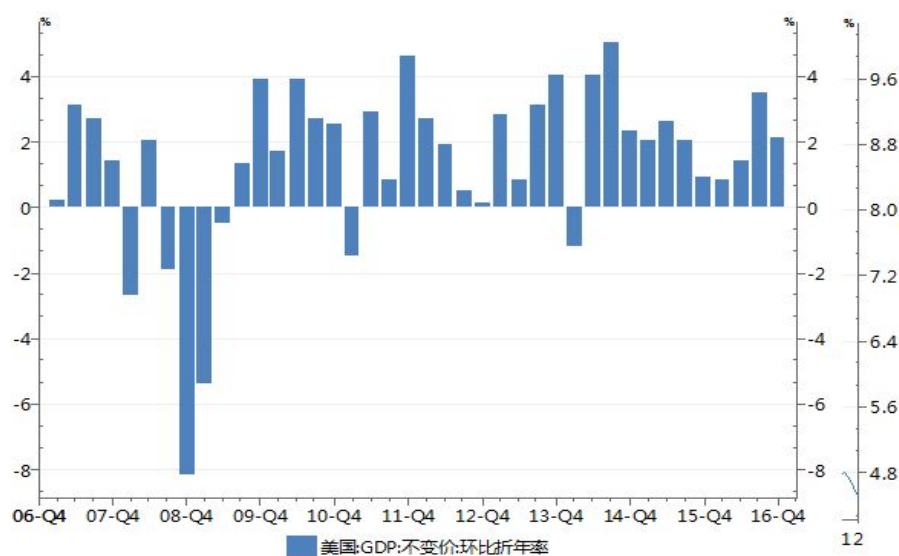




图 2 美国失业率及通胀率

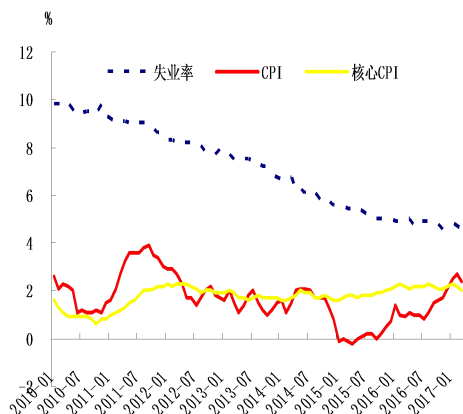
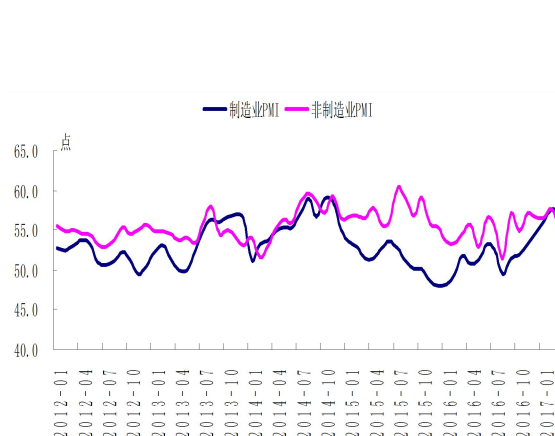


图 3 美国制造业和非制造业 PMI 指数



展望下一阶段，美国经济有望继续保持良性发展态势。首先，经济景气持续上升，一季度美国 ISM 制造业和非制造业的 PMI 指数分别为 57 和 56.4，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。在失业率持续下降的同时，劳动参与率也在不断抬升，2、3 月份已经达到 2013 年 11 月的水平，对未来私人消费起到刺激作用。第三，特朗普政府积极的财政政策将提振经济增长。特朗普就任美国总统后，5500 亿美元甚至更大规模的基建投资项目箭在弦上，而减税等措施也有望刺激个人消费和企业投资，从而拉动美国经济增长。但美国经济增长面临的不确定因素仍不容忽视。首先，特朗普上任后政策落地状况引人担忧。“新医改方案”在国会出师

不利，“禁穆令”也遭到多方抵制，而且还可能因为无法得到国会拨款，政府被迫在 4 月底关门。其次，货币政策方面，随着美国经济的全面改善，美联储在 3 月启动了今年首次加息，根据美联储的计划，年内还有两次加息，具体时点在 6 月和 9 月概率较大。同时，美联储还不断释放将缩减资产负债表的信号。不过由于缩表的紧缩效应更强，因此不太可能与加息同步进行。预计最快的缩表时间在第四季度。如果美联储今年加息、缩表的节奏过快或者力度过猛，将对美国经济产生不可估量的负面作用。第三，特朗普要求审查美国与所有国家的贸易关系，令美国与其主要贸易伙伴之间的贸易关系面临巨大的不确定性。综合来看，内生增长动力有望成为决定性因素，美国二季度经济增速有望继续攀升至 2.4%，全年经济增速或将达到 2.2%。

## （二）欧洲经济复苏渐趋走强，地缘风险或短期上行

年初以来，欧元区和英国经济复苏继续持稳，经济景气势头日渐走强。首先，欧元区和英国经济景气延续繁荣。一季度以来，欧元区制造业和服务业经济景气度大幅走强，为 2011 年 4 月以来最好水平。

具体来看，主要得益于德国制造业 PMI（2011 年 4 月以来最好），与法国服务业 PMI（2011 年 5 月以来最好）持续、





大幅上升。相比较而言，英国制造业和服务业 PMI 虽然好于 2016 年同期，但是一季度以来仍有波动，且略低于去年底数据。其次，通缩基本得到控制，失业状况持续向好。欧元区、欧盟 27 国、英国和德国 CPI 继 2 月达到 2%或以上后，3 月分别回落至 1.5%，1.9%，2.3%和 1.6%，基本达到或接近央行通胀目标。相比较而言，法国通缩控制力度还须加强，年初以来 CPI 持续回落，3 月为 1.1%。同时，欧元区和欧洲主要国家失业率持续下降，英国最低，3 月为 4.7%。

图 4 欧元区主要国家及英国季度 GDP 增长趋势图

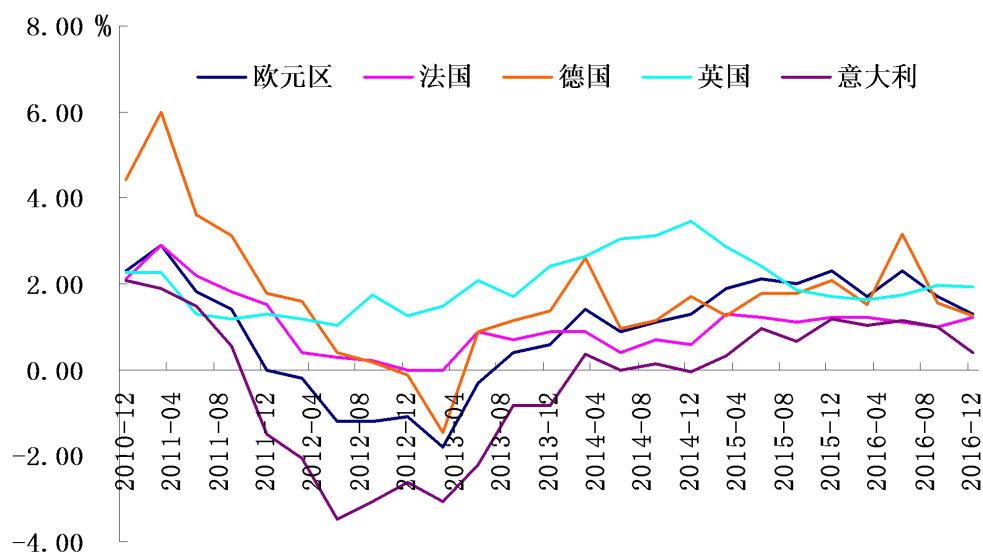


图 5 欧洲主要国家制造业 PMI

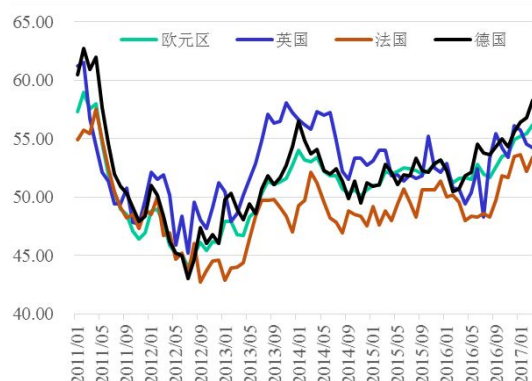


图 6 欧洲主要国家服务业 PMI

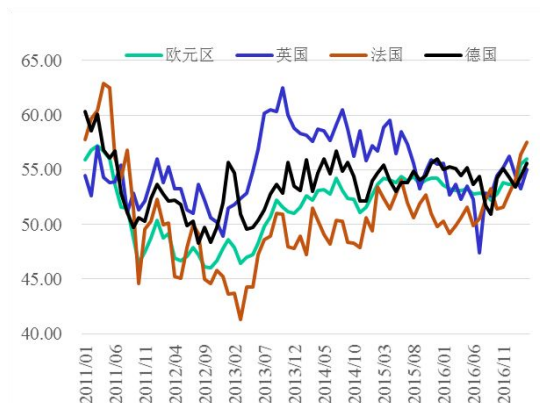


图 7 欧洲主要国家失业率

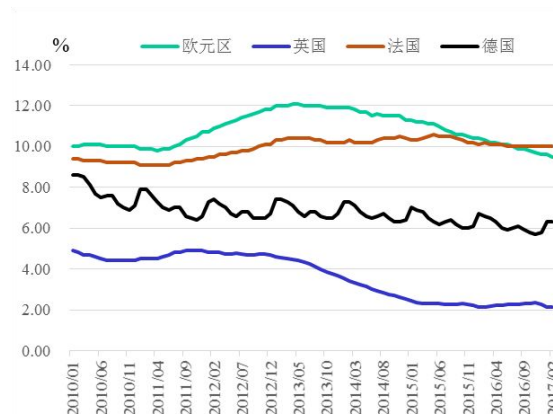
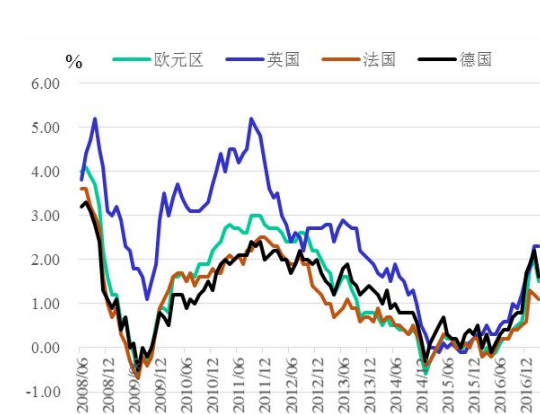


图 8 欧洲主要国家 CPI 走势



展望后市，预计欧元区与英国 2017 年二季度及全年经济增长预期稳中略降，英国经济增长优势或将缩小。与此同时，需警惕欧洲地缘风险走强可能引发的三大冲击。其一，脱欧谈判风险。英国与欧盟 27 国将于二季度逐渐展开脱欧谈判，由于英国和欧盟在移民和统一市场等谈判原则上存在巨大分歧，贸易等多领域的经济、政治影响复杂，谈判期间





不确定性风险巨大，或将对英国和欧盟经济稳定增加变数。其二，欧洲大选风险。进入二季度，法德大选接踵而至，伴随而至的执政政策的变化，或对法、德乃至欧盟经济稳定复苏形成冲击。其三，欧洲银行业风险。由于欧盟通胀、失业等调控目标基本或接近达成，经济数据持续向好，欧洲央行在稳定现有宽松政策的同时，继续扩大宽松概率低，同时年内肩负资产负债表从每月 800 亿缩减至每月 600 亿使命，在此背景下，本已不良率高企的意大利银行业，处置不良措施将更为有限，银行业或将面临更大风险。整体来看，欧洲在经济整体复苏企稳和景气上升背景下，需密切关注相关领域不确定性风险的变化。此外，在美国加息政策和保护性贸易政策背景下，欧洲作为美国重要的贸易和经济伙伴，必将面临更严重的竞争型冲击，从而加大英国脱欧谈判难度，使得欧洲大选可能出现的黑天鹅冲击更为严重。而全球大宗商品价格如果继续上升，将给英国脱欧后贸易格局变动增加更多冲击，从而影响英国、德国等欧洲主要经济体经济增长目标的实现。

### （三）日本经济表现良好，宽松政策仍将持续

2016 年，日本经济表现较好，四季度 GDP 环比折年率达到 1.2%，实现三年来首次连续四个季度增长。2017 年一季

度，日本经济延续了去年的温和复苏态势，一方面，贸易开始回暖，日本 2 月份经调整经常账户顺差达到 2.81 万日元，同比增长 18.2%，实现连续 32 个月上涨，其中，出口的贡献最大，涨幅达到 12.2%。另一方面，通缩压力似有缓解迹象，日本核心 CPI 结束了连续 10 个月的负增长，今年 1 月和 2 月的增长率为 0.1% 和 0.2%。此外，在制造业方面，3 月日本 PMI 为 52.4，高于 50 荣枯线，且机械订单、产出均有增加。预计一季度日本 GDP 增速有望达到 1.0%。

图 9 日本季度 GDP 及核心 CPI 走势图

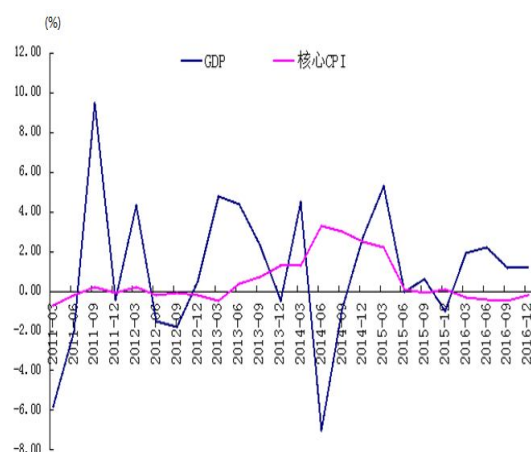
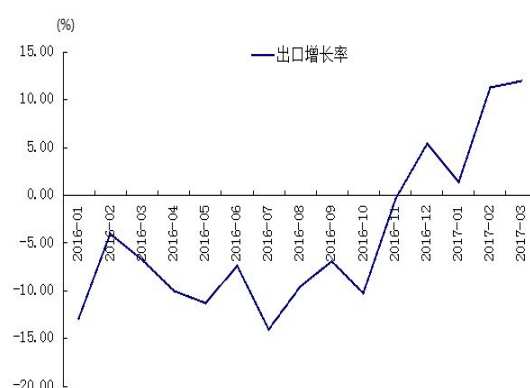


图 10 日本出口增长率走势图



日本经济未来仍面临一系列挑战。首先，弱势日元优势恐难持续。受美联储贸易新政可能对日本央行维持弱势日元的量化宽松政策进行干涉、地缘政治风险频发等因素的影响，日元作为避险资产，未来升值将是大概率事件，这将对日本的出口形成打击。第二，国内消费持续低迷，截止 2 月，日本家庭消费性支出已连续 12 个月下跌，消费不振将导致



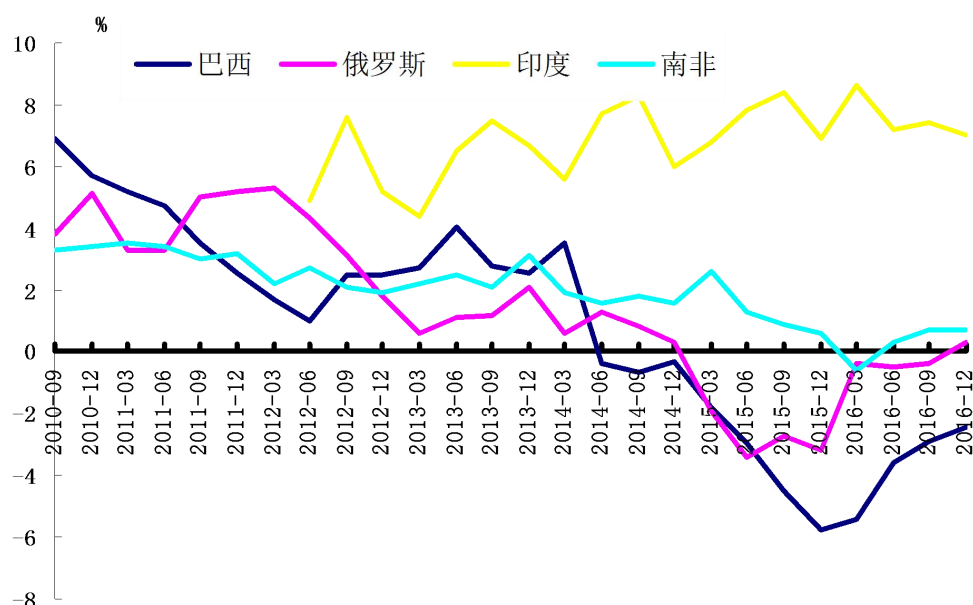
日本政府无法完成 2% 的通胀目标。最后，低生育率和人口老龄化趋势持续严峻，劳动人口下降和养老费用的上升使得日本家庭背上了沉重的负担。为了压制日元汇率走强，抗击通胀顽疾，以及应对国际市场的不确定性，预计日本政府在未来仍将保持宽松的货币政策。预计日本 2017 全年 GDP 增速有望达到 0.8%。

#### **（四）新兴市场经济持续向好，推动跨境资本回流**

2016 年，新兴市场经济有所复苏，但是内部分化较为严重，印度全年四个季度增速均超过 7%，南非经济增长几近停滞，而巴西和俄罗斯全年仍保持-3.6%和-0.6%的负增长，均连续两年陷入衰退。2017 年一季度，新兴市场经济基本面持续改善。俄罗斯 1-3 月制造业 PMI 指数已在扩张区间，分别为 54.7、52.5 和 52.4；巴西制造业同期 PMI 指数虽仍低于 50，但走高趋势明显；印度 1-3 月制造业 PMI 指数分别为 50.4、50.7 和 52.5，表明经济仍保持快速扩张。此外，随着美国新一届政府政策方针的逐步确定、英国脱欧谈判程序已经启动、欧洲大选密集期即将拉开等因素，致使避险情绪集中在发达国家，也在一定程度上也推动了跨境资本流向新兴市场。从货币政策来看，为刺激经济增长，巴西分别于 1 月、2 月和 4 月连续三次大幅降息，基准利率从 13.75% 降至

11.25%，俄罗斯 3 月将基准利率从 10% 下调至 9.75%，为 2016 年 9 月份以来首次；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 11 金砖国家近年季度 GDP 增长趋势图



展望 2017 年内，预计新兴市场经济或将持续复苏，巴西和俄罗斯将逐步摆脱负增长的困扰，印度则有望继续保持高增长势头。值得担忧的是，美联储的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，再加上朝鲜半岛局势和叙利亚局势有所恶化，不排除部分新兴市场国家再次遭受资本外流和货币贬值的冲击。预计 2017 年新兴市场经济增速由 2016 年的 4.1% 小幅提升至 4.5%。

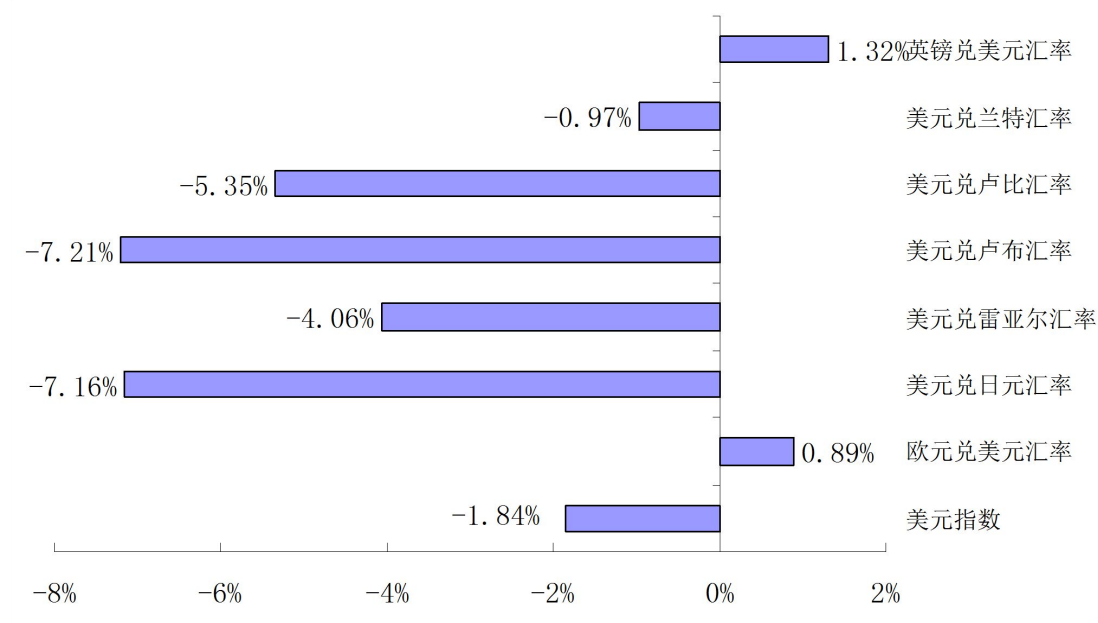


## 二、国际金融市场走势回顾与展望

### （一）美元震荡贬值，新兴市场货币持续反弹

2017 年一季度，美元汇率并未受到 3 月美联储加息的提振，在特朗普“弱势美元”言论、欧洲经济向好以及通胀有所上升的影响下，美元整体承压并出现震荡贬值态势。截至 4 月 14 日，美元指数收于 100.51，较上年末贬值 1.84%。在此背景下，受欧洲通胀迅速攀升影响，市场对欧洲紧缩政策的预期有所升温，推动欧元兑美元汇率出现小幅升值，至 4 月 14 日，欧元兑美元汇率收于 1.0611，较上年末升值 0.89%。受地缘政治局势紧张以及美元贬值的影响，日元兑美元汇率持续升值至 5 个月高位，截至 4 月 14 日，日元兑美元汇率收于 108.63，较 2016 年末大幅升值 7.16%。受英国经济数据较为乐观的影响，英镑兑美元汇率有所反弹，截至 4 月 14 日，英镑兑美元汇率收于 1.2525，较上年末升值 1.32%。年初以来，受跨境资本持续流入新兴市场的支撑，新兴市场货币兑美元继续出现大幅反弹，摩根大通新兴市场货币指数上涨 4.2%，墨西哥比索兑美元汇率大幅升值 11%，巴西雷亚尔、俄罗斯卢布、印度卢比和南非兰特兑美元分别升值 4.06%、7.21%、5.35%和 0.97%。

图 12 主要货币汇率波动幅度（2017.01.01-2017.04.14）



展望年内，受美联储加息提速的支撑，我们判断短期内强势美元格局仍将持续，美元指数或将在 100 的高位上震荡盘整。其一，虽然欧元区和英国的 CPI 已经接近目标区域，但是经济增长并未出现根本性向好，就业和工资收入增长较为缓慢，致使英国央行和欧洲央行短期内较难开启加息节奏，大概率维持宽松货币政策，欧元仍将受到拖累，推动美元保持强势；其二，法国大选和英国脱欧谈判不确定性依然存在，风险持续发酵下，英镑和欧元难言强势，继而推动美元升值；其三，美国历次减税政策下，国内私人投资和私人消费同比增速在短期内均显著提高，整体经济增速和通胀水平也显著抬升，一旦特朗普减税计划落地，经济景气和通胀水平向好下，美元短期或趋主动走强。在此背景下，欧元、





英镑、日元和新兴市场货币或将出现不同程度的贬值。

## **（二）全球股市整体走强，未来动荡调整概率较大**

年初以来，受全球经济回暖、通胀上升以及企业获利等利好因素影响，全球股市整体向好。截至4月17日，MSCI全球指数较年初上涨5.34%，同期MSCI新兴市场指数上涨11.38%。从不同市场来看，美国纳斯达克指数上涨7.84%、德国DAX30指数上涨5.47%、巴西BOVESPA指数上涨4.32%，涨幅居前。美国道琼斯工业指数和标普500指数、法国CAC40指数、伦敦金融时报指数均实现不同幅度的涨幅。而日经225指数和俄罗斯RTSI指数表现惨淡，分别下跌4.07%和6.87%。

年初以来，美股稳健上行。主要原因有：一是美国经济复苏势态良好，今年以来消费平稳增长，劳动力市场持续改善、房地产业扩张势头不减，美国经济内生增长动力不断增强，美股上行基础稳固。二是“特朗普交易”不断释放动能。投资者对特朗普政府财政刺激政策的乐观预期不断发酵，为股指上涨推波助澜。三是市场对美联储加息的担忧心理已逐渐消化，经济基本面改善和企业盈利状况比较乐观使美股多头趋于活跃。展望下一阶段，美国经济复苏的大势基本确定，美联储加息风险逐步减弱均有助于美股维持强势。但是“特朗普交易”似已形成强弩之末的态势，而且叙利亚、朝鲜等

地缘政治风险陡增，恐对美股形成打压。综合考虑，美股仍可维持震荡上行的趋势。

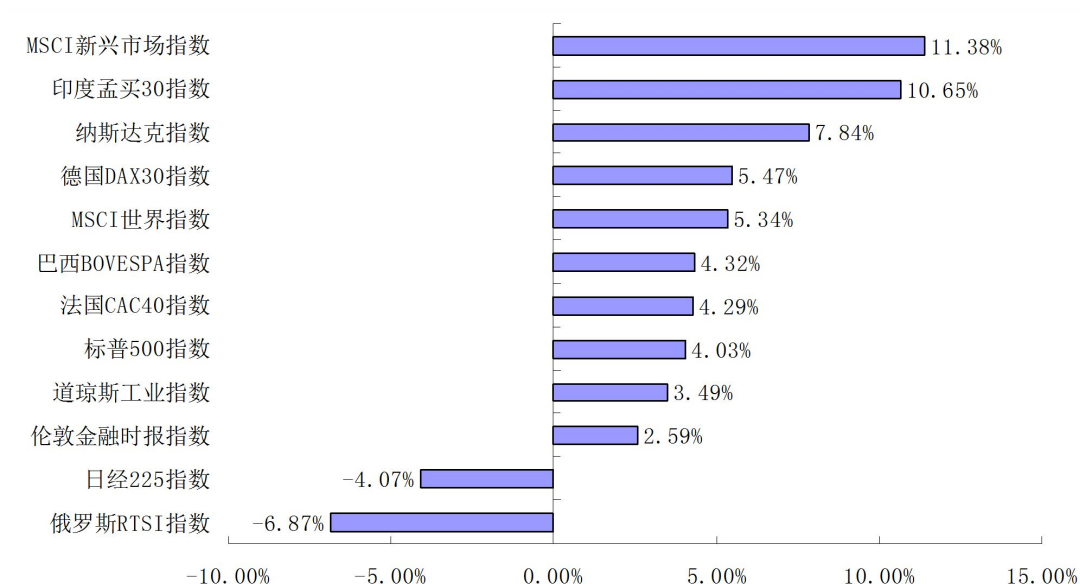
欧股整体表现良好，上涨动力主要来自于三方面：一是欧洲经济的基本面不断改善，制造业和服务业增长强劲，就业形势持续好转，对股市形成利好。二是欧洲央行多位高管仍然释放宽松信息，即只有通胀目标稳定实现后才会考虑改变货币政策立场。三是英国脱欧已成定局、极右翼政党在荷兰大选中失败，欧盟未来的不确定性暂时有所下降，缓解了投资者的避险情绪。展望未来，欧洲经济复苏的基础持续向好，但民粹主义的“国民阵线”在法国大选中能否上演“黑天鹅”令人担忧；同时，意大利主张脱欧的“五星运动党”支持率居高不下；土耳其修宪风波、苏格兰再次推动脱英公投等地缘政治风险层出不穷，欧股未来可能会加剧波动。

日本股市比较低迷。主要原因在于日本经济虽然维持增长态势，但消费增长几近停滞，物价水平依然低位徘徊，而日元的升值趋势也对企业的盈利前景造成不利影响。下一阶段，日本经济复苏的前景应比较明确，但不利因素在于日本央行超宽松货币政策的效力也持续衰减，结束通缩的任务仍然艰巨，加上朝鲜半岛地缘政治风险的急剧上升，未来日股维持低位震荡的概率较大。



在全球经济形势有所改善，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明显上涨，俄罗斯股市出现下跌的原因主要是投资者所期待的特朗普上台后，会解除对俄制裁的预期破灭，从而引发俄罗斯股市走低。展望未来，新兴经济体经济对外依赖性大、产业结构较为单一束缚新兴经济体的稳定增长，地缘政治风险也居高不下，投资者需谨防新兴市场股指大幅向下波动的可能。

图 13 全球主要股指涨跌幅（2017.01.01-2017.04.14）



### （三）原油市场大幅波动，黄金价格震荡上行

2017 年一季度，国际原油市场大幅波动，1、2 月油价持续在高位盘整，3 月初开始断崖式下跌，3 月底出现小幅反弹。受去年石油输出国组织（OPEC）国家减产协议达成的影响，国际油价一直保持在 50-55 美元/桶的区间高位波动，

1、2 月 WTI 原油价格及布伦特原油价格分别达到 56.46 美元/桶和 58.37 美元/桶的近期高位。较高的油价引发了页岩油产量的迅速增加，美国石油协会（API）在 3 月初公布了原油库存大幅上升的消息后，国际油价开始断崖式下跌，消息公布当日跌幅就超过了 5%。此外，美联储 3 月再次加息，也对油价形成压制。WTI 油价从 3 月 7 日的 54.82 美元/桶一路下跌到 3 月 27 日的 49.01 美元/桶，布伦特油价也从 55.92 美元/桶跌至 50 美元/桶附近，跌幅均接近 10%，直至季末 OPEC 国家释放将延长冻产协议的消息，油价才开始小幅回升，截止到 3 月 31 日，WTI 原油价格收于 52.08 美元/桶，较年初下降了 2.47%，布伦特原油价格收于 53.62 美元/桶，较年初下降了 5.45%。

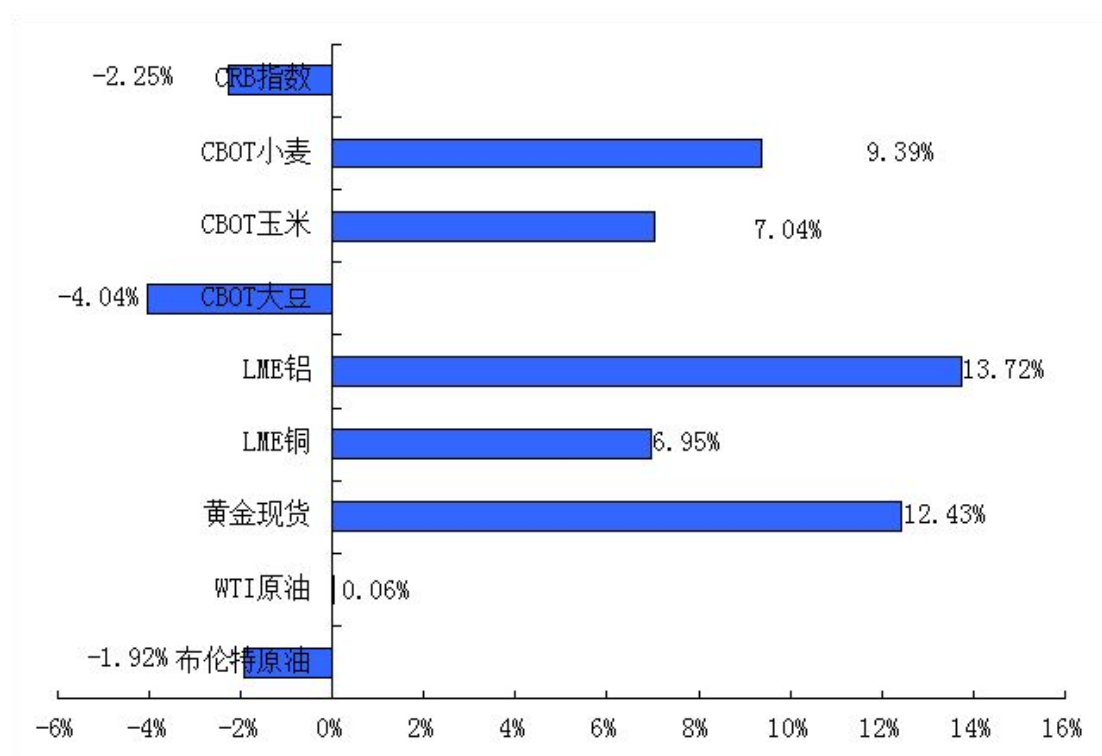
展望未来，OPEC 冻产协议的影响将进一步支撑油价，一方面，OPEC 国家原油产量已经连续三个月下降，减产幅度超过此前承诺的目标，减产成效显著；另一方面，OPEC 最大产油国沙特提出希望在 5 月会议上延长减产协议，若此提议能够实现，未来油价将会持续上升。此外，随着美国对叙利亚的军事打击逐渐升级，中东地区的原油生产将会受到一定打击，同时，美国对中东地区的干预加大，也可能影响中东地区的政治格局，进而对原油生产带来不利影响。预计国际油



价在未来有望进一步上升，回归 55 美元/桶以上。

黄金价格自 2017 年以来一路高歌猛进，从年初的 1145.2 点迅速拉升，直至 2 月底达到 1263.87 点，涨幅超过 10%。截止到 3 月 31 日，黄金现货价格收于 1248.78 点，一季度涨幅达到 8.78%，这是自 2016 年一季度以来的最大季度涨幅。一方面，受到季节性因素的影响，年初黄金价格迅速攀升，中国春节与印度排灯节的到来使得两大黄金市场需求升温，推动金价走高。另一方面，虽然美联储在 3 月份再次加息，但考虑到其持续上涨的通货膨胀率，美元的实际利率正在下降，在此背景下，作为抗通胀的首选资产，黄金价格持续上升。进入二季度以来，不断攀升的地缘政治风险正在推动黄金、日元等避险资产走高。随着美国对叙利亚的军事打击愈演愈烈以及朝鲜半岛问题进一步升级，国际资本开始涌入黄金“避风港”，推动金价持续上涨。未来受地缘政治风险以及美联储货币政策的叠加影响，黄金市场将出现剧烈波动，预计金价有望突破 1300 点，但仍应当警惕技术性回调。

图 14 全球主要大宗商品及指数涨跌幅（2017.01.01-2017.04.14）



#### （四）全球债市收益率短期下行，全年或将整体上扬

年初以来，在全球地缘政治风险推动下，全球债市收益率由升转跌。首先，美债收益率持续下跌，截至4月14日，美国10年期国债收益率较年初下跌0.21个百分点，至2.24%，接近特朗普当选前水平。考虑到美国经济增长和就业数据亮丽，通胀达到美联储预期目标，美债收益率不升反降，主要反映了投资者的三种担心：对美国加息节奏的担心，对法国大选的担心，对特朗普减税、基建等政策能否落地的担心。其次，欧洲债市分化加剧。截至4月14日，英国和德国10年期国债收益率分别较年初下跌0.32和0.03个百分点，至1.06%和0.17%；法国和意大利10年期国债收益率



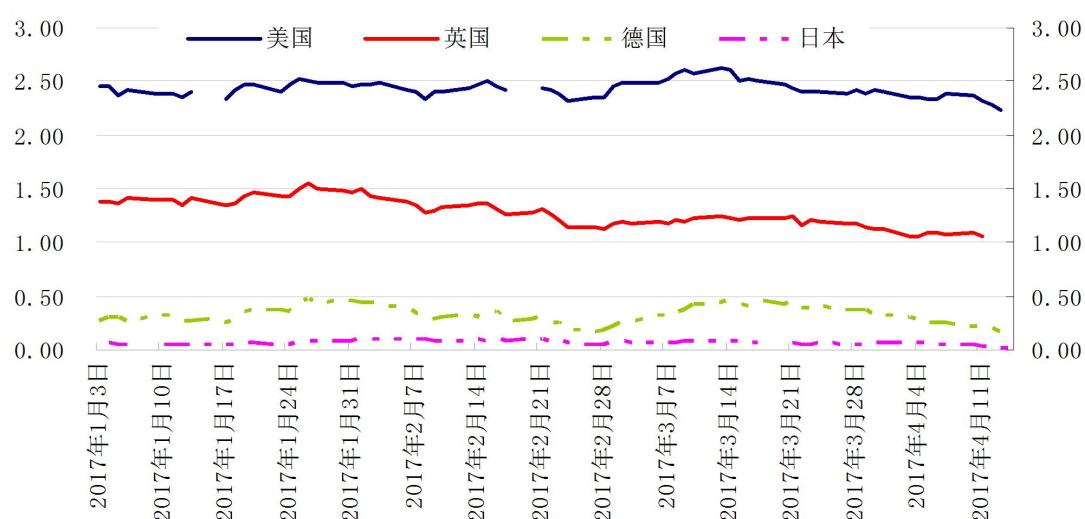


分别较年初上升 0.26 和 0.49 个百分点，至 0.92% 和 2.31%。欧债市场的分化凸现出投资者对地缘风险的担忧：由于担心法国极右翼政党获胜，以及对意大利银行业的担忧，一方面市场纷纷抛售法债和意债，另一方面大举买进经济数据和增长前景向好的英债与德债。第三，日本债券收益率大幅下挫。由于日本金融管理局正在监控贷款人海外债券投资活动，日本投资者减缓外债购买速度，更多买进日元债券。截至 4 月 14 日，日本 10 年期国债收益率较年初下跌 0.05 个百分点，至 0.003%。第四，新兴经济体在资本外流压力减轻情况下，债券收益率开始稳步下行。俄罗斯和巴西 10 年期国债收益率分别较年初下跌 0.22 和 1.10 个百分点，至 7.92% 和 10.19%。

展望后市，美联储年内再次加息，发达经济体间经济增速差距或进一步扩大，欧元区货币政策年内维持现有宽松力度，这些都将推动全球流动性趋紧，激化全球资本竞争，预计将推动债市收益率年内整体呈现上扬走势。但是，由于英国脱欧和法德大选，以及特朗普政策变动和日本加大外债购买监控力度，增加地缘风险，因此债券市场短期仍将呈现波动态势，不排除收益率再次下跌的可能。在目前特朗普减税和基建等政策能否如期实施尚不明朗情况下，短期美债收益

率或将继续下行。随着二季度法国大选来临，英债和德债收益率继续下行概率加大。如果日本货币政策宽松力度没有大幅变化，日债收益率短期仍将小幅下行，但转负可能性小。受上述因素影响，新兴市场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15 部分国家国债收益率走势图



### 三、国际宏观热点问题分析

#### (一) 美联储加息提速或冲击新兴市场

美联储加息通道已经打开，美元升值态势也已经确定，2015 年至今美元指数多次突破 100 大关。作为全球第一大经济体，美国货币政策的变化必将通过跨境资本流动对全球外汇市场、国债市场及大宗商品市场带来巨大影响，而伴随着加息周期美元指数均出现了大幅升值，而部分新兴市场国家



出现了不同程度的资本外流和货币贬值。美联储的加速加息进程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。

其一，美元走强会导致全球资本流向发生改变，新兴市场货币承受巨大压力。由于新兴经济体的金融市场十分脆弱，美联储加息所产生的连锁冲击，有可能直接或间接诱发这类国家的经济危机。从2015年开始，新兴市场国家货币的抛售潮不仅蔓延到南非、俄罗斯、墨西哥、巴西等经济体，东欧诸多新兴经济体也受到殃及，虽然目前已经有所反弹，但是不排除后续美联储加速加息之后部分经济体出现货币危机。

其二，新兴市场的美元债务风险加大。根据国际金融协会测算，2014-2018年，所有新兴国家需要展期的企业债务将达到1.68万亿美元，其中约30%以美元计价。如果美元持续升值，新兴经济体债券展期成本将显著上升，债务风险将随之升温。外债的快速增加不仅是危机的推手，也是危机的催化剂，目前应高度关注外债风险比较高的新兴经济体，如印度、阿根廷、土耳其。

其三，美联储加息提速将打压国际大宗商品价格，可能通过贸易渠道对部分新兴市场经济体产生双重挤压。当前美

国和新兴市场国家经济周期出现分化，新兴市场主要经济体增长乏力，全球市场对工业类大宗商品的需求不足，美联储加息促进美元走强，以美元计价的大宗商品价格将承受下跌压力。大宗商品价格持续低迷导致资源出口型的新兴经济体利益受损，俄罗斯、巴西等国受此影响最为明显。

## （二）英脱欧程序开启，谈判议题凸现三大风险

3月29日，英国正式启动脱欧谈判程序。根据英国公布的《英国脱欧白皮书》（简称“白皮书”）12条原则，可以简要分析未来脱欧谈判中的潜在风险。

首先，政治风险或短期上升，需警惕党派斗争和民族问题。落实12条原则中前4条及第12条（明确而清晰<sup>1</sup>，恢复英国法律效力，强化联邦团结，维护好与爱尔兰的牢固历史联系并保留“共同旅游区”，平稳有序退出欧盟），需要英国应用2016年颁布的“大废除法案”，建立及时、可行的法律和政策，确保内部民族团结、政令统一。这一进程将充满风险：一方面，在复杂的脱欧谈判进程中，英国内部工党与联合执政党之间、议会和政府之间的争论和利益博弈，或将增加政治风险；另一方面，爱尔兰地区冲突和苏格兰脱

---

<sup>1</sup> 明确而清晰是指：在谈判中明确而清晰地表明立场，处理事务。



英公投，不仅将直接影响到第3、4条原则的实现，而且一旦发生，政治风险将短期陡升。

其次，经济风险中度可控，需警惕贸易模式转换过程中资本外流风险和金融风险。英欧贸易活动对英国经济发展至关重要：英国经济对外贸易依存度高（长期高于50%），欧盟一直是其最大的服务贸易顺差来源地。尽管长期来看，在“竞合”关系下，英欧贸易谈判后形成的新贸易模式，其经济风险应将中性可控；但是短期内，由于贸易模式不明确，新旧贸易模式转换过程中存在摩擦，将直接影响到在英的企业和投资稳定及贸易效益，进而危及经济增长。12条原则中第5-10条（控制移民，保护在英欧盟公民和在欧盟的英国公民权益，保护劳工权利，确保与欧盟进行自由贸易，与其他国建立新贸易协定，确保英国科技创新中心地位），都与贸易关系直接相关，如果贸易关系不稳，将导致资本外流和企业外逃，在短期形成较强的经济冲击。此外，英国伦敦一直是欧盟和全球最重要的金融中心，欧盟三分之一左右的金融交易在此发生。英国脱欧后，德、法、英的金融中心之争，将与贸易风险产生复杂的交互影响，进而对英国和整个欧洲经济和金融稳定产生影响。



第三，市场风险有所缓解，但仍需警惕英镑汇率出现异动。英国正式开启脱欧后，英镑没有再出现 2016 年英国脱欧公投后的瞬间暴跌，整体走势趋稳。在英国良好的经济增长数据和英格兰银行偏鹰派立场助推下，英镑下行风险暂时缓解。但是，伴随着法、德大选密集来临，美欧日货币政策或将集体奏响“紧”集号，英国脱欧谈判期间，“政治、民族、贸易”三重博弈的不确定性将更趋复杂，英镑汇率或将再次出现波动。

#### 四、国际宏观新形势下我行关注点及对策建议

——高度关注美联储 2017 年下半年继续加息、缩表等政策动向，及其引发的美元汇率及全球资本流动格局的变化。一是及时优化我行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；二是及时梳理我行企业客户中外债占比较高的客户，谨防美元利率汇率双升致其财务状况明显恶化；三是高度关注美联储强烈加息预期对股市、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。

——密切关注英国脱欧谈判进程，对谈判进程存在的风险进行提前预判，尤其需警惕关键谈判（如人员保障、移民





问题和统一市场)期间的欧系货币走势突变,积极防范和化解可能的汇率风险及外币资产重置风险,主动分析和防范德、法、英在国际金融中心地位竞争中对人民币国际化进程的影响和人民币国际化业务的影响。

——密切关注欧洲银行业不良率变化和不良资产处置情况,建议我行相关境外机构在业务和客户拓展中,既抓住机遇,也严控风险,同时做好集团境内外资产和业务的风险隔离,在积极拓展海外业务,增强本土化程度的同时,防范欧元区金融同业潜在的系统性风险。

——密切关注法、德等欧洲大选进程,建议相关境外机构及时关注相关国家主要参选党执政政策主体内容和政策变化,同时密切关注苏格兰公投进展,对于区域风险变化及影响进行及时研究、提前准备预案。

——高度关注新兴市场面临的资本流动和汇率大幅波动等冲击。密切监测受美联储货币政策收紧冲击较大的俄罗斯、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相关境外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。