

# 研究报告

2017 年第 114 期

2017.11.3

报告负责人：  
周月秋 殷红

报告执笔：  
宋玮 郭可为 吕振艳  
张静文 邱牧远

邮箱：  
wei.songcsjr@icbc.com.cn

## 全球呈“双低型”增长 货币政策分化加剧

——2017 年三季度国际宏观经济金融走势分析及未来展望

### 要点

- 2017 第三季度，全球经济复苏态势稳固，继续保持“双低型”温和增长：一方面，美国引领发达经济体同步回暖，欧元区和日本经济增长步伐加快。新兴市场在中国和印度的支撑下保持快速增长，巴西、俄罗斯也逐步摆脱衰退，经济基本面持续改善；另一方面，各国失业率整体呈稳步下降态势，而通胀率并未出现显著上升，经济复苏的“双低”特点较为显著。
- 在此背景下，发达和新兴市场经济体货币政策分化加剧，美联储已经多次加息并开始缩表，欧洲央行10月宣布明年缩表，而主要新兴市场经济体则继续降息。国际金融市场整体运行平稳但潜藏风险，美元汇率有所企稳，非美货币汇率、全球股市整体向好，原油和黄金价格双双上行，欧债和部分新兴经济体国债收益率上升。
- 展望2017年内及2018年，全球经济增长动能有望进一步释放，但美国引领全球货币政策趋向收紧、贸易保护主义继续抬头及地缘政治动荡等新旧因素仍对全球持续复苏构成不容忽视的下行风险，新兴市场或将面临更为严峻的挑战。

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 第三季度，全球经济复苏态势稳固，继续保持“双低型”温和增长：一方面，美国引领发达经济体同步回暖，欧元区和日本经济增长步伐加快。新兴市场在中国和印度的支撑下保持快速增长，巴西、俄罗斯也逐步摆脱衰退，经济基本面持续改善；另一方面，各国失业率整体呈稳步下降态势，而通胀率并未出现显著上升，经济复苏的“双低”特点较为显著。在此背景下，发达和新兴市场经济体货币政策分化加剧，美联储已经多次加息并开始缩表，欧洲央行 10 月宣布明年缩表，而主要新兴市场经济体则继续降息。国际金融市场整体运行平稳但潜藏风险，美元汇率有所企稳，非美货币汇率、全球股市整体向好，原油和黄金价格双双上行，欧债和部分新兴经济体国债收益率上升。展望 2017 年内及 2018 年，全球经济增长动能有望进一步释放，但美国引领全球货币政策趋向收紧、贸易保护主义继续抬头及地缘政治动荡等新旧因素仍对全球持续复苏构成不容忽视的下行风险，新兴市场或将面临更为严峻的挑战。

## 一、全球经济形势回顾与展望

2017 年三季度，全球经济延续了去年下半年以来的较好增势，发达经济体增速超过预期，新兴市场经济增长也持续改善。根据 IMF 的最新预测，2017 年全球经济增速有望达到 3.6%，其中发达经济体增速为 2.2%，新兴及发展中经济体增速为 4.6%，较此前几年均有所提升。

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	1.2	3.1	2.0	2.5	2.2
欧元区	2.1	1.9	2.3	1.8	1.8	2.1
德国	2.3	1.7	2.1	1.9	1.9	1.9
英国	2.0	2.0	1.5	1.6	1.6	1.7
日本	1.0	1.2	2.5	1.6	1.5	1.5
中国	6.7	6.9	6.9	6.8	6.7	6.8



印度	6.8	6.1	5.7	7.0	7.1	6.7
发达经济体	1.7	——				2.2
新兴市场	4.1	——				4.6
全球	3.1	——				3.6

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,下同。

### （一）美国经济增长稳健，未来有望延续复苏

2017 年第三季度，美国经济运行基本平稳，关键经济指标持续提升。一季度、二季度 GDP 增速分别为 1.2%、3.1%，优于预期，三季度延续了经济增长的势头，主要亮点包括：一是居民消费稳定向好。美国 7-9 月零售销售额的同比增长率均超过 3.5%，对美国 GDP 增长提供了强大的支撑。二是制造业发力增长。7-8 月制造业新增订单均同比增长 3% 以上。特别是汽车工业保持旺盛，8 月汽车工业生产指数环比大增 17.6%。三是出口延续今年上半年的增长态势，7-8 月均同比增长 4% 以上。在经济基本面向好的形势下，美国接近充分就业，通胀也保持较好水平。2017 年 9 月失业率降至 4.2%，创 2001 年 2 月以来新低；7-9 月 CPI 稳定在 2% 的水平，其中 9 月 CPI 达到 2.2%。

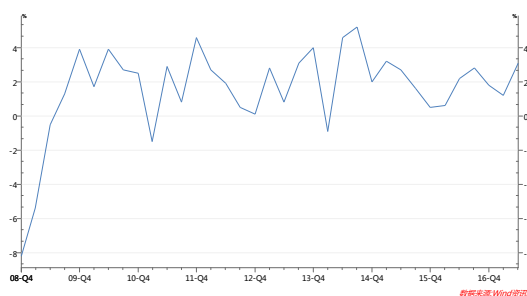


图 1 美国季度 GDP 增速走势图

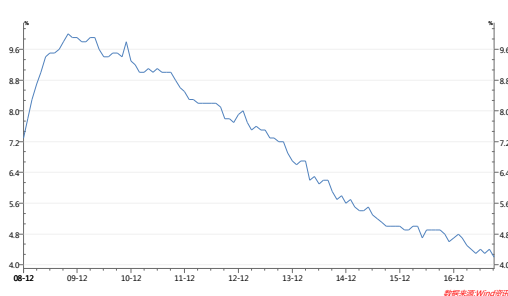


图 2 美国失业率走势图

展望年内，美国经济有望继续保持良性发展态势。其一，美国经济景气程度处于较高水平。2017 年三季度美国 ISM 制造业采购经理人指数（PMI）均值为 58.6，比二季度提升 2.8，二季度非制造业 PMI 触及 56.3 的高位，美国经济未来前景较为光明。其二，就业形势的持续改善将对私人消费的快速增长形成有力支撑。再三，特朗普政府力推包括减税、扩大财政支出、增加出口等一系列

政策举措，有助于释放经济增长潜力，提升美国经济增长内在动力。但美国经济仍面临一定的不确定因素。首先，美国房地产业增长显露疲态，第三季度新屋销售和成屋销售环比均出现负增长，未来房地产业或难以对经济提供强力支撑。其次，特朗普“新政”落地情况不能令人满意，特别是“税改”方案迟迟无法在国会通过，政策效果难以在短期内发挥。再次，目前美国国会已将美国债务上限延长至12月8日，但巨额债务仍将是美国经济面临的不确定风险。综合来看，在二季度高增长的基础之上，三季度GDP增速可能会有所回落，四季度有望回升，预计美国经济三、四季度GDP增长率分别为2%和2.5%，全年经济增速或将达到2.2%。货币政策方面，美联储于10月开始正式缩表，12月可能再次加息，由于美国经济的持续向好，明年美联储或将加息三次。

### （二）欧洲经济强劲增长，加泰罗尼亚危机愈发严峻

今年以来，欧洲经济在内需的推动下稳步增长，通胀仍相对稳定。二季度，受益于制造业和服务业的快速增长，欧元区实际GDP连续第17个季度增长，同比增速达到2.3%，强于预期，其中核心国德国经济表现抢眼，增速由一季度的1.7%提升至2.1%，有力地支撑了欧元区经济增长。三季度，欧元区经济继续稳步扩张：首先，经济景气程度仍居高位，三季度欧元区综合PMI指数保持在56的高位；其次，失业率呈继续下降态势，8月欧元区失业率为9.1%，低于年初的9.6%和5月末的9.3%，创2009年3月以来新低；再次，三季度欧元区消费者信心指数较二季度继续提升，居民消费继续稳步提升，对欧元区经济增长贡献加大；第四，贸易稳步回升。欧元区主要国家和英国三季度贸易持续增长，其中德国进出口均实现两位数增长，其中进口增速最高达14%。此外，欧元区通胀水平相对稳定，尤其在欧元大幅升值的背景下，欧元区三季度调和CPI同比增长1.4%，较二季度下降0.1个百分点。货币政策方面，10月欧洲央行议息会议决定延长购债9个月并下调规模至300亿欧元，符合市场预期，该QE缩减计划中规中矩。

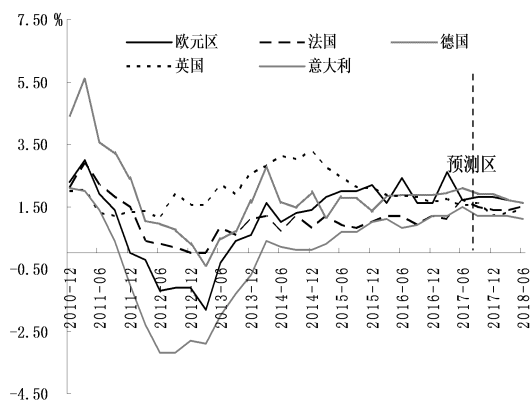


图 3 英国、欧元区及主要国家 GDP 走势

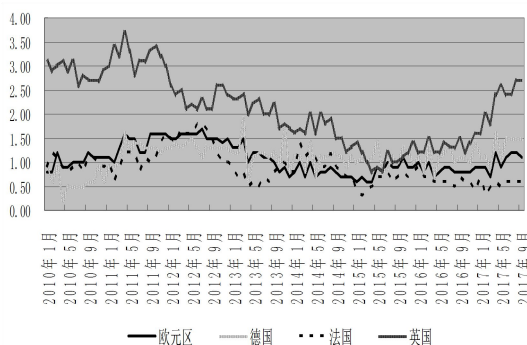


图 4 英国、欧元区及主要国家核心 CPI

展望年内，欧元区经济或将继续稳步扩张，但愈演愈烈的加泰罗尼亚危机或将成为黑天鹅事件。从向稳因素来看，随着德国联邦选举的落幕，欧元区政治局势的政治稳定性有所提升，为欧元区经济增长提供了良好的政治环境；失业率有望持续保持低位，并有进一步改善的空间，通胀水平整体仍处低位，经济景气度持续刷新高位，贸易增长有望进一步回升，为欧元区经济稳步增长提供强力支撑。但是欧元区面临的风险一波未平一波又起：一方面，英国脱欧、银行业不良贷款风险以及难民危机仍旧困扰欧元区经济增长，另一方面，加泰罗尼亚局势急剧恶化，10月27日加泰罗尼亚地方议会宣布从西班牙独立，当晚西班牙政府正式接管该地区并解散其议会，欧洲分裂主义势力继续抬头，政治风险有所加剧。

### （三）日本内外需求平稳，经济复苏仍将持续

2017年以来，日本经济持续温和复苏，二季度GDP增速达到2.5%，实现了自2016年初以来连续六个季度增长。三季度日本经济继续温和增长，首先，个人消费持续增长。空调和冰箱等家电迎来换购期带动个人消费整体加速回暖，7-9月日本零售销售额同比增幅分别达到3.09%、2.06%和2.19%。第二，企业业绩不断向好。三季度日本生产类企业销售额同比增加1.0%，营业利润同比上涨4.0%。受此影响，企业设备投资热情进一步加强，日本的内需呈现高速增长态



势。第三，出口保持强劲。汽车、半导体类产品出口增加带动日本出口继续保持强劲，7月和8月同比增长率高达14.78%和16.17%。



图5 日本出口增长率走势图

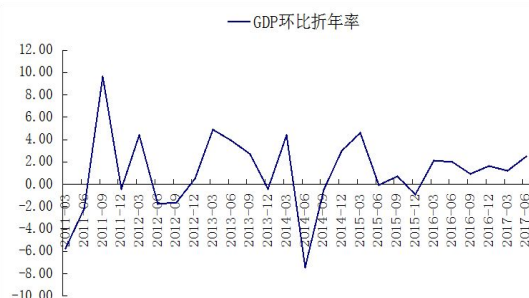


图6 日本季度GDP增速走势图

展望年内，日本经济或将继续缓慢复苏。首先，企业经营状况的持续向好，用工环境不断改善以及东京奥运会带来的城市中心区再开发和住宿设施建设需求等均会对经济产生支撑。其次，随着世界半导体需求出现短期调整，日本出口增速可能受到影响，但从中长期来看，由于云端化、车载类相关需求的不断扩大，日本电子零部件出口将持续稳定上涨。最后，虽然能源价格上涨推高了日本CPI，但核心CPI增速依然缓慢，加之薪金增长缓慢，预计日本短期内仍无法改善通胀顽疾。此外，安倍所在自民党在10月大选中获胜，以超宽松货币政策为主的安倍经济学将得以继续，日本经济增长不确定性有所降低。综合来看，日本经济复苏或将继续，但增速将有所减慢，预计2017年全年增长率有望达到1.5%。

#### （四）新兴市场整体向好，政治风险不容忽视

在全球需求持续回暖的拉动下，新兴市场在2017年前三季度总体呈快速复苏态势。从增速来看，2017年前三季度中国和印度的经济继续领跑全球，但受“废钞令”和税收改革冲击影响，印度GDP增速从2016年一季度的8%下降至2017年二季度的5.7%；巴西、俄罗斯和南非二季度GDP同比增速分别为0.3%、2.5%和1.1%，俄罗斯和南非经济保持了加速增长态势，而巴西则实现了2014年以来的首次正增长。全球总需求改善带来的大宗商品价格上涨，是带动资源出



口型新兴经济体增长企稳的重要原因。上半年 CRB 指数从年初的 423 增长到 7 月中旬的 447 点左右，之后转为下滑趋势。在此带动下，2017 年前三季度金砖国家出口增速保持强劲上升态势。第三季度，俄罗斯和巴西等国出口同比增速月均值超过了 15%。

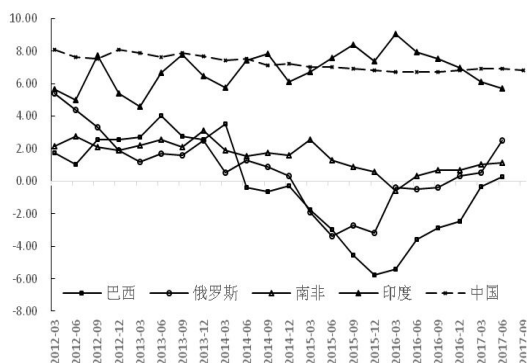


图 7 金砖国家实际 GDP 增速

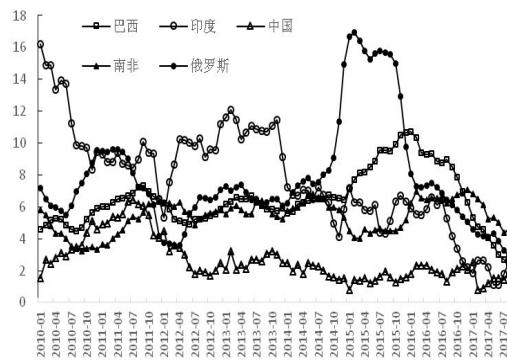


图 8 金砖国家通胀水平

从通胀来看，主要新兴市场经济体 2017 年三季度均维持较低水平，巴西、印度、中国、南非和俄罗斯季内各月的 CPI 平均增速分别为 2.57%、2.15%、1.6%、4.59% 和 3.13%，延续了 2017 上半年的回落态势。在此背景下，7 月南非央行下调基准利率 25 个基点至 6.75%；8 月印度央行降息 25 个基点至 6%；巴西央行则在 7 月底和 9 月初两次下调基准利率，累计降息 200 个基点至 8.25%；俄罗斯则在 9 月 15 日将基准利率下调 50 个基点至 8.5%。

展望 2017 年内和 2018 年，虽然大宗商品价格回升及全球经济持续复苏有助于进一步改善新兴市场经济基本面，但复苏还存在较大的不确定性。一方面，贸易保护主义抬头、美联储加息及缩表致使新兴市场的出口和货币汇率面临更为严谨的考验，金融市场波动或难以避免；另一方面，新兴市场地缘政治风险依然严峻，南非执政党非国大将于今年底选举新一任党主席，国内选战争夺日趋激烈，而巴西总统特梅尔涉嫌受贿加剧该国政治动荡，可能冲击刚刚好转的经济和未来改革前景。预计 2017 年巴西、印度、俄罗斯、南非全年 GDP 增速将

分别达到 0.7%、6.7%、1.4%、0.7%。

## 二、国际金融市场走势分析

### （一）美联储正式缩表，弱势美元状况有所改善

随着美国经济的整体向好及通胀的持续平稳，缩表、加息将成为未来一段时间美联储货币政策的主旋律。但特朗普上台之后力推“弱势美元”政策，因此 2017 年前三季度美元指数一直处于低位震荡。尽管美联储在 3 月和 6 月进行了两次加息，但美元指数并未突破 100 点，仅在第三季度呈现边际改善。

受弱势美元的影响，2017 年前三季度全球主要经济体货币呈现不同程度的升值态势。三季度末，欧元兑美元报收 1.18，较年初上涨 13.68%。其在二季度曾超过 1.2 的关口，但 9 月份以来受美元反弹以及德拉吉讲话的影响出现小幅回调；英镑兑美元报收 1.33，较年初上涨 8.91%。美元兑日元汇率三季度末报收 112.6，较年初上涨 4.47%。在新兴经济体中，人民币、俄罗斯卢布、印度卢比和巴西雷亚尔等货币较年初均有所升值，幅度分别达到 4.4%、3.1%、4.01% 和 2.6%。

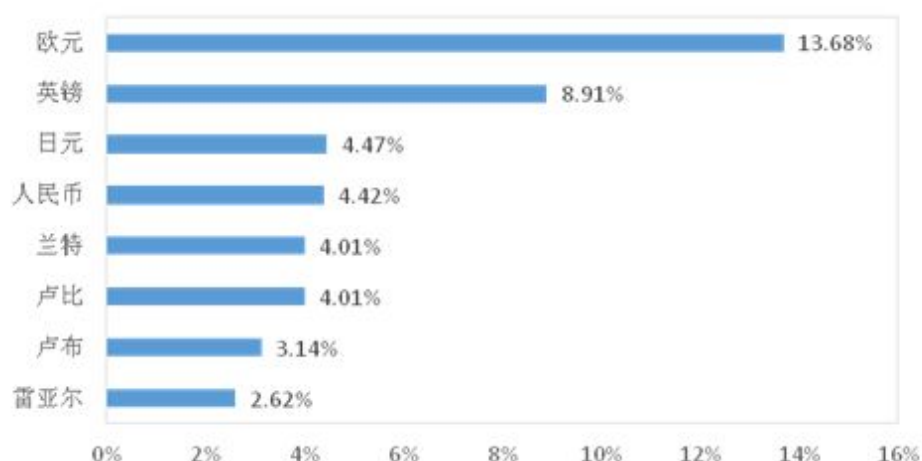


图 9 2017 年 1-9 月主要国家货币兑美元汇率走势





展望未来，美元走势主要取决于弱势美元策略和美联储的加息步伐，短期内不排除美元指数突破 100 大关的可能，但在中期应继续维持走弱的态势。在此背景下，尽管 10 月 26 日欧央行宣布从 2018 年 1 月开始缩减 QE 规模，但在 QE 期限延长及持续低利率水平的影响下，欧元区在未来一段时间将继续维持较为宽松的货币环境。因此预计年内欧元兑美元将维持现有水平下震荡的态势，并在中期内呈现小幅升值；而英镑则受到前段时间大幅升值的影响，未来可能存在一定的回调空间；日元方面，在神户制钢等多家企业造假传闻和宽松的货币政策的双重影响下，未来升值可能性不大；新兴市场方面，受大宗商品需求回暖的影响，各国未来一段时间汇率应呈现缓慢上升的总体趋势。但受到国内政治环境的影响，巴西、南非等国的汇率变动存在一定不确定性。

## （二）全球股市整体走强，未来震荡调整概率较大

2017 年三季度以来，全球股市整体向好。截至 9 月末，MSCI 全球指数较年初上涨 15.42%，同期 MSCI 发达市场指数与新兴市场指数分别上涨 14.24% 和 25.45%。

美国三大股指延续前期上涨趋势。截至三季度末，道琼斯工业指数、标普 500 指数、纳斯达克指数分别上涨 13.37%、12.53% 和 20.67%，主要原因有三：一是美国经济复苏步伐稳健，消费持续增长，就业大幅改善，市场乐观情绪推动股指上涨。二是苹果、谷歌、Facebook、亚马逊等高科技公司受到投资者的追捧带动美股整体向好。三是市场已经逐渐适应了美联储货币政策正常化的节奏，也对特朗普新政的不确定性，朝核危机等地缘政治风险有了充分的估计和消化，因此市场风险偏好有所加强。展望未来，美国经济复苏的大势稳固，采购经理人指数、消费者和企业信心指数达到了近年来的最高点均有助于美股保持强势。但是美股屡创新高后，震荡调整恐已不可避免，苹果等高科技股已出现回调的迹象。综合考虑，美股面临的上行阻力会越来越大。

欧股稳步上行。截至三季度末，欧洲 STOXX50 指数、德国 DAX30 指数和伦

敦金融时报指数较年初分别上涨 5.39%、11.74%和 3.22%。股指上行的动力主要来自于三方面：一是欧洲经济的基本面不断改善对股市形成利好。欧元区一、二季度 GDP 均同比增长 2%以上。制造业和服务业增长强劲，就业形势持续好转种种迹象刺激市场乐观情绪上升。二是欧洲央行仍然释放维持现有宽松货币政策的信号对股市形成利好。三是默克尔成功连任德国总理，欧盟未来不确定性风险显著下降，投资者避险情绪得到释放，德国以及欧洲股市受到提振。展望未来，欧洲经济复苏的基础持续向好，欧洲一体化未来前景转危为安，但英国脱欧、难民危机、恐怖袭击等风险如影随形，欧股未来震荡上行的可能性较大。

日本股市出现反弹，截至三季度末，日经 225 指数较年初上涨 6.5%。主要原因在于日本经济形势总体向好，消费增长逐渐加快，物价水平逐月上升，企业的盈利明显增长都对日股形成利好。下一阶段，日本经济复苏的步伐有望加快，但不利因素在于日本央行结束通缩的办法有限，日本制造的信誉度受损影响日本企业盈利，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。截至三季度末，印度孟买 30 指数、巴西 BOVESPA 指数较年初分别上涨 17.49%和 23.96%。展望未来，新兴经济体经济对外依赖性大，地缘政治风险也居高不下，今年以来涨幅较大，所以投资者需谨防新兴市场股指大幅回调。

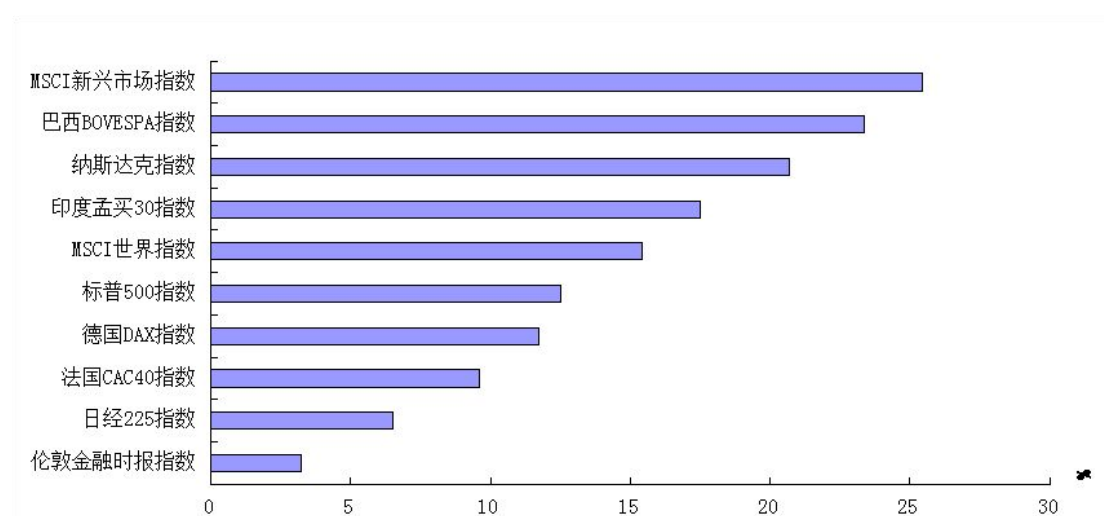




图 10 2017 年 1-9 月全球主要股指涨跌幅

### （三）油价上行金价波动，大宗商品迎来复苏“春风”

2017 年三季度，国际原油价格开始企稳回升，截至 9 月 30 日，布伦特原油价格及 WTI 原油价格分别收于 56.53 美元/盎司和 51.73 美元/盎司，较 7 月初分别上涨 13.97% 和 7.95%。推动油价上升的原因主要包括两方面：一方面，油价季节性供需错配得到纠正，经济复苏带动的原油需求回暖开始发挥主要作用；另一方面，OPEC 减产协议有望继续延长并加入新的国家，且 OPEC 各国正在推动美国等非 OPEC 国家加入减产协议。展望未来，国际油价将在供需双升的新格局中持续再平衡，四季度预计将以波动为主，但仍需警惕美国页岩油产量持续攀升、美元不断走强等不利因素。预计四季度油价将在 55 美元/桶附近波动。

黄金价格在三季度先升后降，在 9 月 7 日达到 1348.75 美元/盎司的年内高点后开始下调，截至 9 月 30 日，黄金现货价格收于 1279.7 美元/盎司，较 7 月初增长了 4.99%。一方面，美朝关系迅速恶化导致投资者避险情绪高涨，黄金受到追捧。另一方面，美国经济数据黯淡以及特朗普医改方案受挫导致美元指数持续下行，推动金价上升。展望四季度，随着德国、日本等国大选尘埃落定，全球政治风险或将迎来一段缓和期，美联储加息和缩表也将提振美元指数，上述因素将使黄金价格承压，国际金价预计将下跌至 1220 美元/盎司附近。

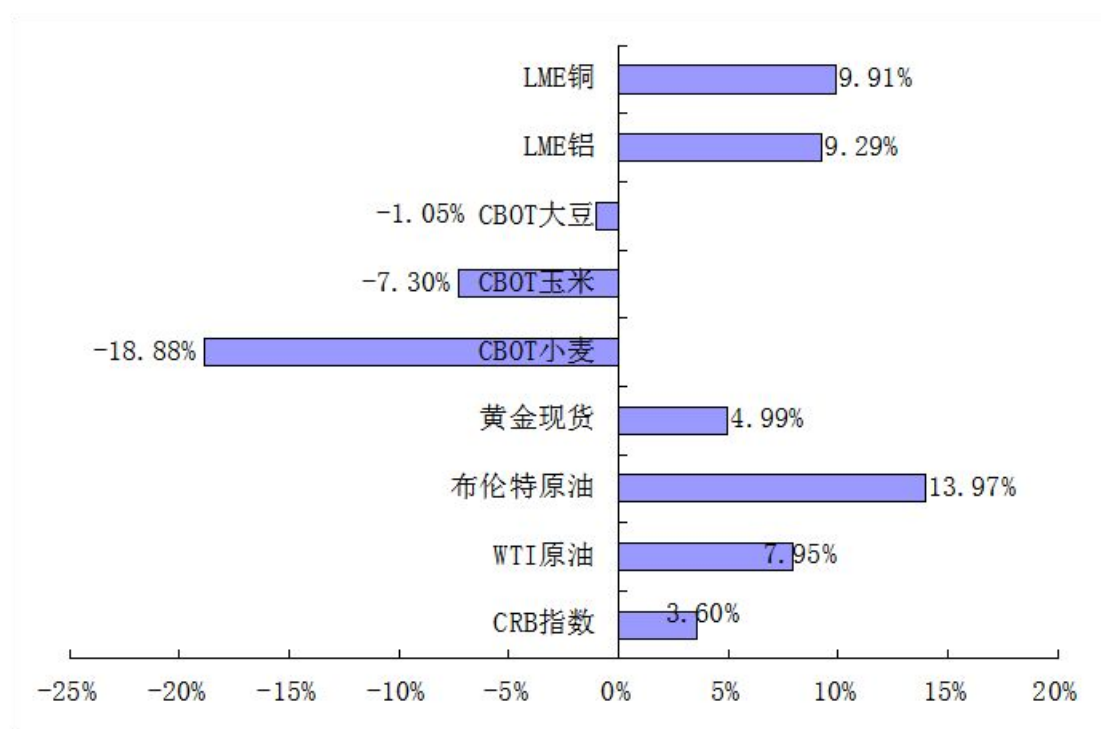


图 11 2017 年 1-9 月大宗商品涨跌情况

#### （四）全球债市有所分化，或将震荡加剧

2017 年以来，在美国持续加息缩表、美国政府债务上限问题和英国脱欧等因素的影响下，全球国债收益率走势有所分化，震荡幅度有所加大。三季度以来，英国、希腊、印度、美国的 10 年期国债收益率分别上升 0.99、0.23、0.16 和 0.02 个百分点；巴西 10 年期国债收益率大幅下降 0.79 个百分点，欧元区、德国和日本均下降约 0.02 个百分点，土耳其下降 0.01 个百分点。展望后市，美国货币政策紧缩步伐或将进一步加快，欧洲购债规模缩减已经定局，主要发达国家货币政策正常化正在加速，全球利率进入上市通道，有可能加重通货膨胀上行的压力，全球债市对利率敏感性高，债市或将加速进入下行周期。从美国来看，缩表进程将进一步展开，一方面美国债务问题年底前仍面临考验，另一方面税改推行艰难，成效遥遥无期，而美国税收稳定对债务的恶化影响如果进一步演化，将进一步恶化债务问题，对全球债市形成持续、大幅冲击。从欧元区国家来看，欧元区内部的债务问题尚未获得全面解决，通胀走势目前相对



稳定，但是英国通胀增长相对较快，对于欧洲地区的债市稳定形成冲击。对于新兴市场而言，如果债市波动大的国家，经济走势和数据稳定性不足，将进一步放大债市波动。

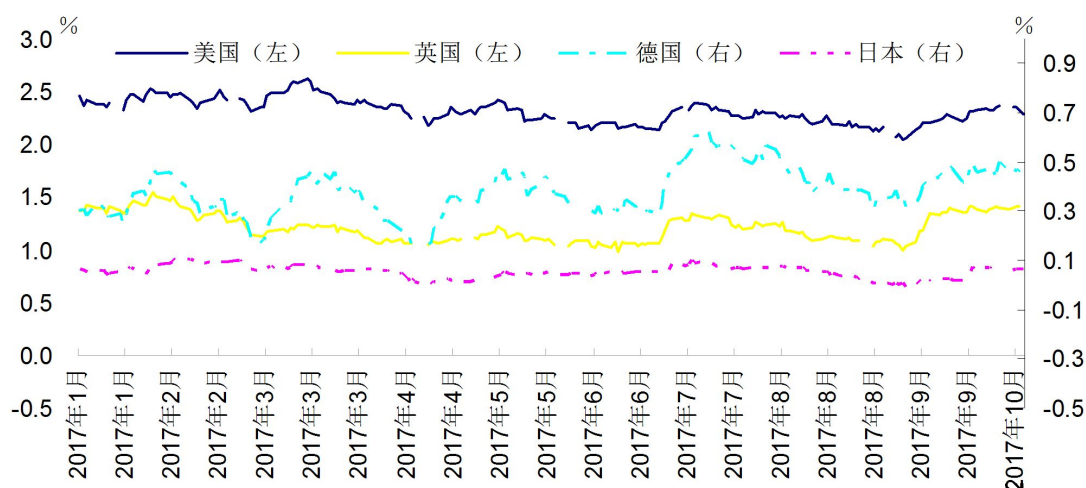


图 12 2017 年以来部分国家国债收益率走势图

### 三、国际新形势下我行关注点及相关建议

#### (一) 积极应对美联储缩表对全球经济金融的影响

美联储未来缩表对美国以及世界经济的外溢影响不容小视，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，或对全球流动性产生冲击。建议我行应采取以下四方面措施：其一，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，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，同时适时调整自营交易及代客理财领域的资产配置策略；其二，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；其三，发达经济体货币政策逆转或将加剧全球外汇市场、股市及债市的大幅波动，应及早应对其对经营带来



的交易风险和信用风险；其四，美联储缩表可能推助美元升值，新兴市场将面临更大的本币贬值和资金外流挑战，海外机构应高度关注新兴市场的流动性和贬值风险。

### （二）高度关注加泰罗尼亚危机及其后续影响

针对加泰罗尼亚危机的不断恶化，我行应高度警惕西班牙政治风险急剧上升的势头。该地区独立公投引发警察和选民的对峙和冲突以及多次大规模的游行示威，致使西班牙的国际形象和软实力受到巨大冲击，投资环境受到了严重负面影响，此次西班牙近四十年来最严重的政治危机，或将加剧欧洲其他国家的脱欧情绪及政治风险的酝酿，我行应审慎调整涉西班牙的资产配置，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；高度关注欧元的汇率波动，预先做好汇率风险的管理和对冲。

### （三）警惕全球贸易保护主义继续抬头

在发达国家民粹主义兴起、反全球化浪潮涌现的背景下，国际贸易环境更为复杂，部分国家试图通过限制性措施解决国内经济问题，致使贸易保护主义势头不断抬头，新兴市场贸易投资环境更加严峻。建议我行在未来一段时间的资产配置过程中要更加关注汇率风险，谨防汇率再次贬值为结算业务和资产配置带来的影响。

### （四）积极调整新兴市场国际业务布局

2017年下半年以来，新兴市场对地缘政治风险仍居高不下，朝鲜频繁核试验和导弹试验加剧半岛紧张局势，卡塔尔断交风险不断扩散，IS恐怖袭击层出不穷，新兴市场经济体债务风险和财政赤字风险有所加剧，我行应积极调整新兴市场国际业务的布局，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：一是密切监测债务风险比较大的巴西、厄瓜多尔、科威特等资源型新兴市场经济体；二是高度警惕财政赤字风险较大的委内瑞拉、沙特、巴西等石油出口国和拉美国家，油价持续低迷或将加大其财政状况恶化；三是跟踪部分资本市场泡沫较大的印度、南非、巴西等经济体；四是阿根廷、



土耳其、墨西哥、越南等国货币可能受到发达国家货币政策收紧冲击出现货币危机。