

研究报告

2018年第63期

2018.6.27

报告执笔:

宋 玮 郭可为 张静文

邱牧远 杨 光

邮箱:

wei.songcsjr@icbc.com.cn

全球经济有所放缓 美元资产表现强势

——2018年6月国际宏观经济金融走势分析及未来展望

要点:

➤2018年5月以来,在美国贸易战范围不断扩大、美联储引领全球货币政策收紧的背景下,全球经济复苏势头有所放缓,国际金融市场持续震荡。美国经济基本面向好,欧洲经济增长放缓,日本经济陷入低迷,主要新兴经济体经济乏善可陈。

➤国际金融市场方面,美元指数震荡上升,部分新兴市场货币急剧贬值。全球股市震荡分化,发达市场股指优于新兴市场。国际油价、金价持续下挫。全球国债市场整体呈现收益率下降的趋势。展望后市,美元汇率继续走高概率较大,全球股市有可能进一步分化,全球油价中枢将进一步抬升,金价将震荡下行,全球国债收益率或将整体上行。

全球经济形势回顾与展望

➤ 2017年全球经济增速达到3.8%，在美国贸易战范围不断扩大、美联储引领全球货币政策收紧的背景下，全球经济复苏势头有所放缓，国际金融市场持续震荡。美国经济基本面向好，欧洲经济增长放缓，日本经济陷入低迷，主要新兴经济体经济乏善可陈。

➤ 今明两年有望延续这一良好复苏趋势。国际货币基金组织（IMF）最新发布的《世界经济展望》预测，2018年和2019年全球经济增速将继续维持在3.9%，发达经济体与新兴市场在2018年的经济增速将分别为2.5%和4.9%。

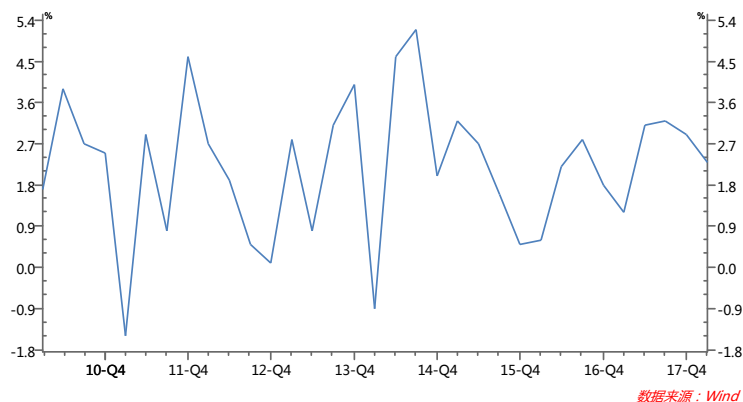
美国经济持续复苏，贸易保护主义急剧抬头

- 2018年以来，美国经济延续了去年的复苏态势，一季度GDP季调环比折年率为2.2%，为近三年第一季度的最高值。
- 在就业和工资持续改善的推动下，居民消费增长稳健。5月零售销售额季调同比增长5.87%，创下今年以来的新高。
- 随着税改等措施的实施，制造业持续扩张。4月份制造业新增订单增长5.52%。5月份工业总产值季调同比增长率为1.33%，5月ISM制造业PMI达到58.7，虽然距离2月份的60.8有较大距离，但较4月的57.3有所反弹，显示美国制造业前景看好。
- 外部环境逐渐改善，1至4月出口季调同比增长逐月加快，3、4月份分别增长9.41%和9.91%，为2011年10月以来的最高值。
- 房地产业依旧保持繁荣态势。5月新屋销售增长6.66%，成屋房价中位数连续第75个月增长。新屋开工135万户，创十年来新高。
- 劳动力市场继续保持良好发展态势。5月新增非农就业人口22.3万，远超预期。5月失业率降至3.8%，与1970年以来的最低值持平。
- 通胀方面，今年以来CPI和核心CPI持续走高，5月分别同比增长2.8%和2.2%。

美国经济未来展望

➤展望未来，美国经济有望延续向好态势。劳动力市场接近充分就业的形势下消费支出有望保持平稳增长；减税政策的落地将刺激私人投资；基础设施建设计划也会使政府支出增加。

➤美国经济面临的风险也值得高度警惕：特朗普政府的扩张性财政政策，已经推升美债长端利率水平，美国十年期国债收益率在5月份多次突破3%，6月以来虽有所回落，但依旧维持在2.9%左右，较高的收益率推高了实体经济融资成本。当前美国通胀率的上行趋势非常明显，长此以往将会抑制私人消费。中美贸易争端持续升级，美国同欧盟、加拿大、墨西哥等贸易伙伴也剑拔弩张，特朗普政府向众多贸易伙伴开战，势必影响美国的贸易与投资，对美国经济的负面影响不可估量。



美国季度GDP增速走势图

欧洲复苏势头放缓，谨防黑天鹅事件发生

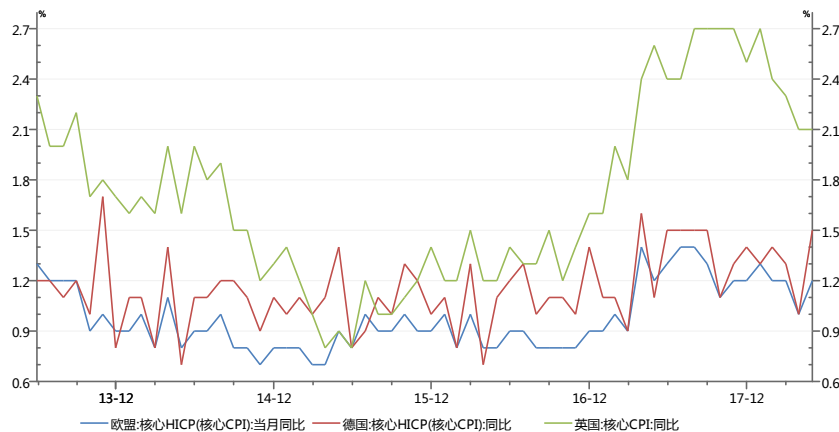
➤2018年一季度欧洲经济增长放缓，一季度欧元区GDP同比增长2.2%，较2017年四季度下降0.4个百分点。

➤二季度以来，欧元区生产端扩张趋势持续减弱。5月制造业PMI由4月的56.2%下降至55.5%，连续5个月下滑，创15个月以来最低水平；服务业PMI由4月的54.7%下降至53.8%，连续5个月下滑，创16个月以来最低水平。消费端喜忧参半。5月消费者信心指数由4月的0.3%降至0.2%。4月零售销售指数同比增长1.7%，较上月提高0.2个百分点。通胀显著回升，5月调和CPI上升至1.9%，核心CPI达到1.1%，创下欧元区2018年新高。就业形势持续改善。4月欧元区失业率为8.5%，较上月下降0.1个百分点，维持2009年以来的最低水平。经济景气度回升。5月经济景气指数为112.8，较上月提高0.4；工业信心指数为6.3，较上月下降0.4。

➤货币政策方面，欧央行议息会议于6月14日召开，会议决定维持三大利率不变，维持每月购债300亿欧元规模至9月，10月至12月购债规模缩减至150亿欧元，年底正式退出QE，维持当前利率水平至少到2019年夏天。同时下调今年GDP增速预期，上调今明两年通胀预期。

欧元区经济复苏态势或将放缓

- 2018年欧洲黑天鹅事件频发，对欧元区经济的稳定性形成一定冲击，意大利民粹主义崛起；西班牙政局动荡、英国脱欧不确定性、德国欧盟移民协议等问题体现了欧洲政治局势的混乱。
- 欧洲整体债务水平过高。多数欧洲国家债务水平远超欧盟《稳定与增长公约》规定的3%和60%的上限，应谨防欧洲债务危机情况的出现。
- 今年以来欧洲经济复苏脚步放缓，欧洲央行制定中长期政策并非易事。目前经济增长和通货膨胀已经大幅改善，但仍需更多的证据以证明第一季度放缓是暂时的。



数据来源：Wind

英国、欧元区及主要国家核心CPI

内需不振出口下滑，日本经济前景黯淡

- 2018年一季度，日本GDP环比折年率为-0.6%，是自2015年四季度以来首次负增长。
- 日本国内市场需求开始萎缩。一季度日本私人消费对实际GDP的贡献由去年四季度的0.2%下降至0%。
- 出口持续疲弱。5月日本出口同比增速降至6.2%，其中电子零部件、机械设备、金属类出口下降最多。
- 通缩压力依然严峻，5月日本核心CPI为0.7%，与上月持平，低于去年和一季度的平均水平。
- 由于劳动力严重不足，日本企业面临的“用工难”问题日益严峻，5月日本“人手不足”相关的破产案例数量同比增长32%，达到37起。



日本GDP环比折年率

日本经济未来展望

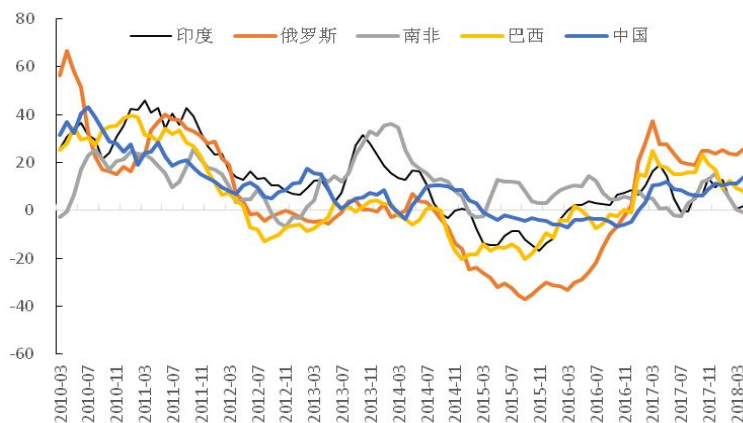
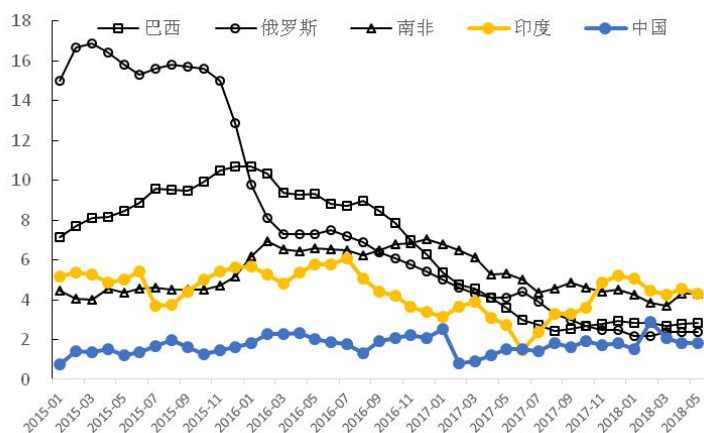
- 日本经济在多重阻力下前景黯淡。
- 贸易战将严重影响日本出口。特朗普政府目前正在研究将对日本汽车行业征收25%的关税（目前是2.5%），鉴于汽车产业链较长，与之相关的原材料、零部件、运输业等相关产业均将受到影响，预计日本出口将可能减少约8,000亿日元，将对日本出口乃至经济带来沉重打击。
- 日本正在讨论对工作方式进行改革，主要是减少劳动时间和增加高龄就业者的待遇，如果此项改革得以实施，日本居民的收入，尤其是年轻人的收入将进一步降低，不利于国内需求的恢复。
- 虽然日本央行近期决定维持宽松政策不变，但在内外部压力下，日本持续宽松的空间有限。一方面，全球利率正常化步伐正在不断加速，日本长期利率上升压力日益增加。另一方面，日本多年的激进政策已经损伤了金融机构，国内主张退出宽松政策的呼声不断增加。失去“宽松”动力后，日本经济将面临更加严峻的挑战。

新兴市场国内经济运行平稳，汇率风险升高

- 5月以来，新兴市场经济增长放缓，金融市场动荡加剧。
- 5月，印度、南非、巴西和俄罗斯制造业PMI指数分别为51.2、49.8、50.7和49.8，较上月均有所下滑。其中，南非和俄罗斯已降至50荣枯线以下，经济景气程度下降；外需方面，受全球贸易摩擦升级、发达国家经济增速趋缓及地缘风险加大影响，金砖国家出口增速亦有所放缓。
- 5月，南非、中国、巴西三国出口三月移动平均增速分别为-2.86%、3.19%和12.33%，继续保持下降趋势。但受到国际油价持续上升的利好影响，俄罗斯出口同比增速持续走高，国际收支状况有所改善。
- 新兴市场国内通胀率并未出现较大幅度上涨。5月，巴西、俄罗斯、南非、印度、中国CPI同比增长率分别为2.86%、2.40%、4.29%、4.31%和1.80%，除巴西小幅上涨0.1个百分点以外，其余四国均与上月持平或降低。

新兴市场未来经济展望

- 展望年内，新兴市场风险主要体现在本国货币贬值及其对经济增长带来的负面影响。
- 国际金融协会公布的数据显示，5 月份外国投资者总计抛售123亿美元新兴市场债券和股票资产，创自2016年11月以来的最大流出量。由于部分新兴国家由于财政纪律涣散，加之国际收支失衡与外债问题相互交织，政府债务不断扩大。在市场避险情绪的带动下，阿根廷和土耳其的主权货币危机有进一步扩大并在新兴市场蔓延的可能，应及早采取措施加以防范。



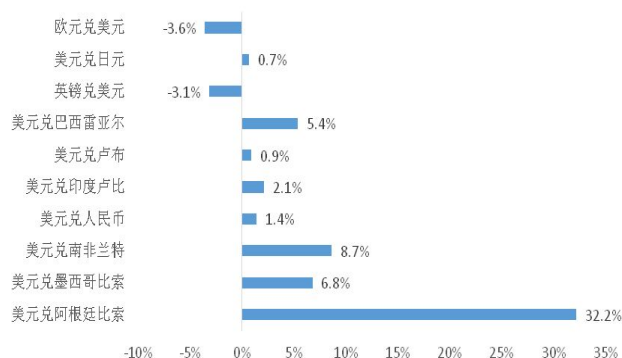
美元指数震荡上升，新兴市场货币剧烈贬值

- 2018年5-6月,美元在震荡中继续走强。虽然5月下旬至6月初美元指数经历小幅回调,但随着6月13日美联储再次上调联邦基金目标利率,美元指数从6月中旬再次上涨。
- 截至6月20日,美元指数报收95.12,较5月初上涨2.9%。与此相对,各发达国家货币兑美元汇率均呈现贬值态势。欧元兑美元期末报收1.1578,较5月初贬值3.6%;日元报收110.38,较5月初贬值3.8%;英镑兑美元报收1.35,较贬值3.8%。
- 新兴市场汇率也呈现普遍贬值态势。截至2018年6月20日,巴西雷亚尔、俄罗斯卢布、印度卢比、人民币、南非兰特、墨西哥比索和阿根廷比索对美元汇率报收3.73、64.06、68.08、6.45、13.69、20.39和27.71,较5月初分别贬值5.4%、0.9%、2.1%、1.4%、8.7%、6.8%和32.2%。其中,阿根廷比索贬值幅度最大,创造了阿根廷2010年汇率改革以来的最大单月跌幅。

未来汇率市场展望

➤ 展望2018年第三季度，美国货币政策将成为主导全球汇率市场走势的关键因素。美联储加息将提高美元资产的收益率，使资本回流美国的趋势愈发明显。对于新兴市场而言，资金大量流出将使其货币进一步贬值。在此背景下，阿根廷、土耳其等国货币危机有可能继续发酵，同时也需警惕巴西、印度等国逐渐升高的汇率风险。

➤ 受欧元区通胀回升和生产端扩张趋势放缓影响，预计未来1-2月欧元将继续贬值，日元、英镑汇率的双向波动将有所加大。



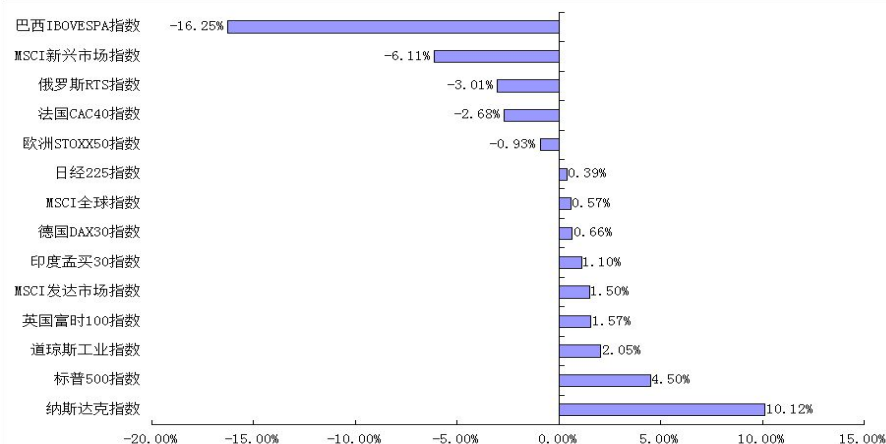
主要货币汇率变动（2017年4月1日-2018年5月20日）

全球股市分化加剧，未来走势不容乐观

- 2018年5月以来，在全球经济复苏步伐、美国贸易战范围逐渐扩大、美联储加息等因素的影响下，全球股市的分化趋势进一步加剧，发达市场基本保持上升趋势，新兴市场股指继续探底。截至6月20日，MSCI全球指数较5月初上涨0.57%。同期MSCI发达市场指数上涨1.50%，MSCI新兴市场指数为-6.11%。
- 5月以来，美国股市整体向好。截至6月20日，道琼斯工业指数、标普500指数、纳斯达克指数较5月初分别上涨2.05%、4.50%和10.12%。
- 欧洲股市比较低迷。截至6月20日，欧洲STOXX50指数、德国DAX30指数、法国CAC40指数和英国富时100指数较5月初的涨跌幅分别为-0.93%、0.66%、-2.68%和1.57%。
- 日本股市持续反弹。截至6月20日，日经225指数较5月初上涨0.39%。
- 由于前期股指涨幅较大，美联储引领全球货币政策收紧导致新兴市场资本流出，新兴经济体大部分股指表现低迷。截至6月20日，印度孟买30指数、巴西IBOVESPA指数、俄罗斯RTS指数较5月初的涨跌幅分别为1.10%、-16.25%、-3.01%。

全球股市分化加剧，未来走势不容乐观

- 展望未来，发达经济体收紧货币政策导致资金外流、地缘政治形势恶化将对新兴经济体股市形成打压。
- 美国经济形势向好、政策红利释放对美股形成利好压。预计美股将维持震荡上扬的行情。
- 考虑美欧贸易战愈演愈烈以及欧洲经济复苏前景存在隐忧，预计欧股未来以震荡调整为主。
- 日本经济二季度有望实现反弹，日本央行将继续维持超宽松货币政策利好股市。
- 发达经济体收紧货币政策导致资金外流、地缘政治形势恶化将对新兴经济体股市形成打压。



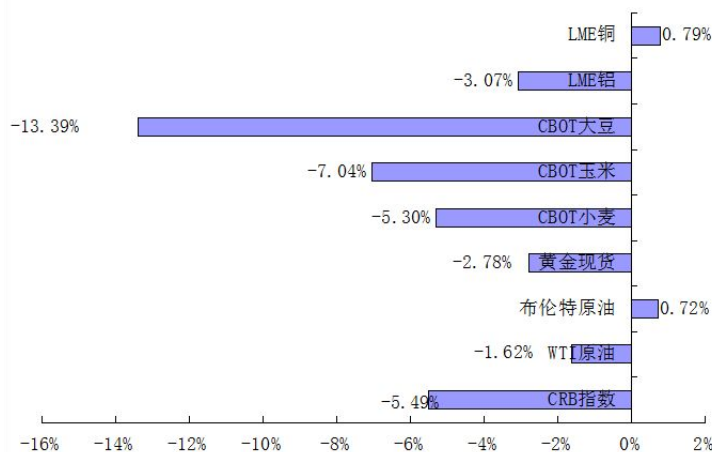
2018年以来全球主要股指涨跌幅

利好出尽油价下滑，美元上涨金价承压

- 6月国际油价持续下挫，截至6月20日，布伦特原油价格收于73.91美元/桶，基本持平于5月初水平，较5月24日78.88美元/桶的近期高点下跌6.30%；WTI原油价格收于63.91美元/桶，较5月21日70.11美元/桶的近期高点下跌8.84%。
- 在地缘风险利好出尽后，国际油价在市场对OPEC增产预期不断上涨及美元持续走强等因素的影响下基本上回吐了美国退出伊核协议以来的全部涨幅。
- 展望未来，虽然原油市场整体供需格局正在改善，但短期油价下行风险仍然较大。目前，OPEC已经达成协议将名义日产量增加100万桶，这一决定将使得油价承压，此外强美元也对原油需求起到抑制作用。但从中长期来看，油价仍有上升空间。
- 由于伊朗受到制裁、委内瑞拉等国地缘局势紧张，以及近年来OPEC国家原油开采投资下滑等原因，导致OPEC目前整体剩余产能偏少。而美国的页岩油产量正受困于国内糟糕的管道运输能力，美国最大的页岩油产区德克萨斯州和墨西哥州西部的二叠纪地区部分油井将被迫关闭，这将导致美国4个月内原油增产速度放缓。预计7月油价将在65美元/桶-75美元/桶区间波动，下半年油价中枢或将升至75美元/桶以上。

利好出尽油价下滑，美元上涨金价承压

- 6月，国际金价加速下行，截至6月20日，黄金现货价格跌至1267.1美元/盎司，较5月初的1304美元/盎司下跌2.83%。
- 美元指数持续走强使得金价承压，6月20日，美元指数较5月初上涨3.63%，达到95.53的近期高位。
- 特金会后全球地缘政治风险暂缓，黄金失去支撑力量。此外，市场对实物金的需求也在放缓，全球第二大黄金买家印度5月的黄金进口量同比减少了39%，这是其黄金进口量的连续第五个月下滑。展望未来，黄金下行的压力将进一步加剧，但贸易战带来的不确定性以及通胀预期上升等因素将利好黄金，预计未来金价将震荡下行，在1220美元/盎司-1350美元/盎司区间波动。



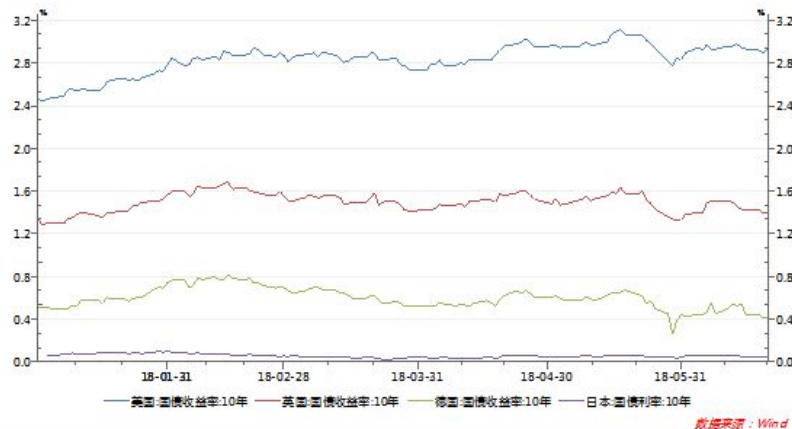
大宗商品价格变动

美债收益率短期波动，未来或将继续上涨

- 2018年5月以来，发达国家国债市场整体呈现小幅震荡趋势。截至6月20日，美国、英国、德国10年期国债收益率相较5月1日分别下降0.04、0.08、0.19个百分点，日本10年期国债收益率上涨0.02个百分点。
- 国际债市收益率小幅震荡原因有两方面：一方面，5月意大利组阁受阻、西班牙政治动荡，市场短期内风险加剧，投资者避险偏好相对增强，美国国债等避险债市产品市场价格上升，收益率小幅下降。另一方面，6月13日，美联储发布利率声明，经联邦公开市场委员会委员一致调投票决定，将联邦基金目标利率区间上调25个基点至1.75%-2%区间，符合通胀预期，美国10年国债收益率随后也逐步上升至近两周高位。
- 新兴市场受到美联储加息影响，债券市场呈现普遍上涨趋势，截至6月20日，巴西、印度、俄罗斯10年期国债收益率较5月1日分别上涨2.05、0.1和0.47个百分点。

美债收益率短期波动，未来或将继续上涨

- 展望未来，油价近期上涨，叠加美国经济增长符合预期，继续引领全球经济增长，美国国债收益率上升概率较大。
- 欧洲5月通胀显著回升，同时意大利组阁成功、西班牙政治局势缓解，市场短期风险进入缓和阶段，投资者避险偏好有望减弱，欧洲国债收益率或将提升。
- 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。



部分国家国债收益率走势图

建议及对策

➤ 密切跟踪、积极应对中美贸易战进展。通过今年以来中美贸易战的反复过程，中国与美国的梳理对美出口的企业客户，对其经营状况和对美贸易状况进行摸底排查，防范因中美关系恶化导致企业经营状况恶化导致信用风险。高度重视在美机构的监管合规风险，强化与美联储等监管当局的汇报沟通，根据相关要求作出积极回应和改善。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贸易争端有可能常态化。中资银行应有充分的思想准备，做好风险防范预案。

➤ 警惕货币政策收紧过快带来流动性风险。美联储基于国内经济增长的预期强化了加息的预期，欧洲央行也即将在年末退出QE。随着全球主要经济体货币政策回归正常化，资本从新兴市场和其他高风险资产中加速流出，新兴市场遭受冲击。部分国家和地区货币大幅下跌，引发市场担忧。3月以来，香港、阿根廷、土耳其、印度尼西亚、印度已经一次或多次加息，这些国家和地区央行不得不主动或者被动加息，以应对货币贬值危机。我行境外机构应密切关注所在国货币政策变化，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。

建议及对策

➤ 密切关注美国中期选举，及特朗普政府的策略方向。11月6日的中期选举是今年美国政治分析的核心逻辑。在这次选举中，美国国会众议院的全部435个席位，参议院35个席位（共100个）将被角逐，而且全美50个州中有39个州的政府将举行选举。共和党获得多数国会席位不仅能保证政策制定和执行的有效性，更重要的是将为特朗普连任奠定基础，所以，赢得中期选举至关重要。选举前为了迎合选民的意愿，特朗普政府有可能出台相应管理措施，我行对于政策变化及影响进行及时研究、提前做好预案。

➤ 高度关注民粹主义的崛起。今年3月德国政府终于组阁成功，第四次当选德国总理的默克尔与马克龙共同宣布将在6月底前提出欧盟重大改革蓝图。6月初，在政局混乱的意大利完成组阁后，默克尔阐述了她回应的欧盟改革方案。当前欧洲民粹主义不是一个单独的政党或者运动，而是在同一时期不同国家出现的、具有一些相同主题特征的、一系列不同政党的政治聚合。这些反建制的民粹主义政党虽然具体的主张各异，但有两项主要内容重叠。一是疑欧或反欧盟，主张收回本国在边境控制、移民、货币、金融等方面的主权，以本国利益优先。二是反移民，主要表现为反对无控制地接纳外来难民，对本国的移民少数族裔提出更为严苛的、同化主义的要求。我行驻欧机构应及时更新当地民粹主义发展状况，在积极拓展海外业务的同时，防范欧元区潜在的系统性风险。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。

谢谢
Thank You

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。