

# 研究报告

2018年第46期

2018. 5. 7

报告执笔:

宋 玮 郭可为 吕振艳  
张静文 邱牧远 杨 光  
邮箱:

[wei.songcsjr@icbc.com.cn](mailto:wei.songcsjr@icbc.com.cn)

## 全球经济全面加速 中美贸易摩擦凸显

——2018年一季度国际宏观经济金融走势分析及未来展望

要点:

➤2018 年以来，虽然全球贸易战和地缘政治风险等威胁上升，但全球经济仍呈现更广泛地复苏趋势。美国经济基本稳健，仍保持既定加息节奏，与中国贸易摩擦增加了不确定性；欧元区经济增长稳中趋缓，货币政策稳中收紧；日本经济扩张减弱，宽松政策仍将持续；新兴市场保持稳健增长，主要经济体相继下调基准利率。

➤金融市场方面，美元指数震荡回升，新兴市场货币出现贬值。全球股市大幅震荡，发达市场股指与新兴市场股指有所分化，油价金价中枢上升，全球国债收益率普遍上升。展望后市，国际外汇市场或将延续美元相对弱勢的格局，全球股市可能将震荡下行，未来油价、金价有望继续提升，需警惕国债市场的下行风险。

## 全球经济形势回顾与展望

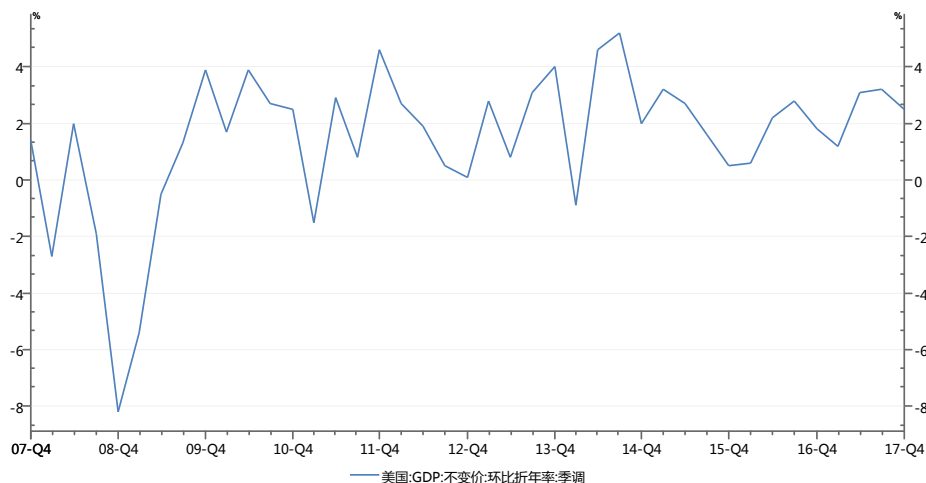
- 2018 年以来，受金融市场动荡、中美贸易战和地缘政治风险等威胁上升的影响，全球经济复苏势头有所趋缓。美国经济基本稳健，仍保持既定加息节奏，与中国贸易摩擦增加了不确定性；欧元区经济增长稳中趋缓，货币政策稳中收紧；日本经济扩张减弱，宽松政策仍将持续；新兴市场保持稳健增长，主要经济体相继下调基准利率。
- 金融市场方面，美元指数震荡回升，新兴市场货币出现贬值。全球股市大幅震荡，发达市场股指与新兴市场股指有所分化，油价金价中枢上升，全球国债收益率普遍上升。展望后市，国际外汇市场或将延续美元相对弱勢的格局，全球股市可能将震荡下行，未来油价、金价有望继续提升，需警惕国债市场的下行风险。
- 2017 年全球经济增速达到 3.8%，这一良好复苏势头有望在今明两年继续延续。
- 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。

## 美国经济持续复苏

- 2017年，美国经济保持了较快的增速，全年实际GDP同比增长2.3%，较上一年1.5%的增速提高0.8个百分点。2018年美国经济的复苏态势，主要经济数据全面向好。
- 居民消费保持稳定增长。一季度月均零售销售额季调同比增长率为4.13%，对美国经济复苏提供了有力支撑。
- 制造业持续改善。一季度工业总产值季调同比增长率为2.96%，创下2011年第四季度以来的新高。
- 出口保持稳健增长。1、2月份出口季调同比分别增长5.1%和6.6%，显示出口对美国经济的积极作用日益凸显。
- 房地产业保持平稳态势。美国1月S&P/CS20座大城市房价指数同比上涨6.40%，高于预期值6.15%，也高于前值6.30%。
- 先行指标显示投资者信心保持高位。1至3月ISM制造业和非制造业PMI指数的月均值分别为59.7和59.4。
- 劳动力市场继续保持良好发展态势。1至3月失业率均维持在4.1%的水平，月均新增非农就业人数为20.2万人。

## 未来诸多风险需警惕风险

- 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。持续较高的利率水平将对实体经济融资成本形成影响。
- 特朗普政府与中国等贸易伙伴经贸关系紧张，在全球价值链高端的美国企业也会因为产业链上其他环节的企业被美国制裁而受到连累。
- 当前美国通胀率的上行趋势非常明显，如果增速持续加快会导致占美国经济七成的消费需求不振。
- 房地产业的下行风险初步显露。



数据来源: Wind

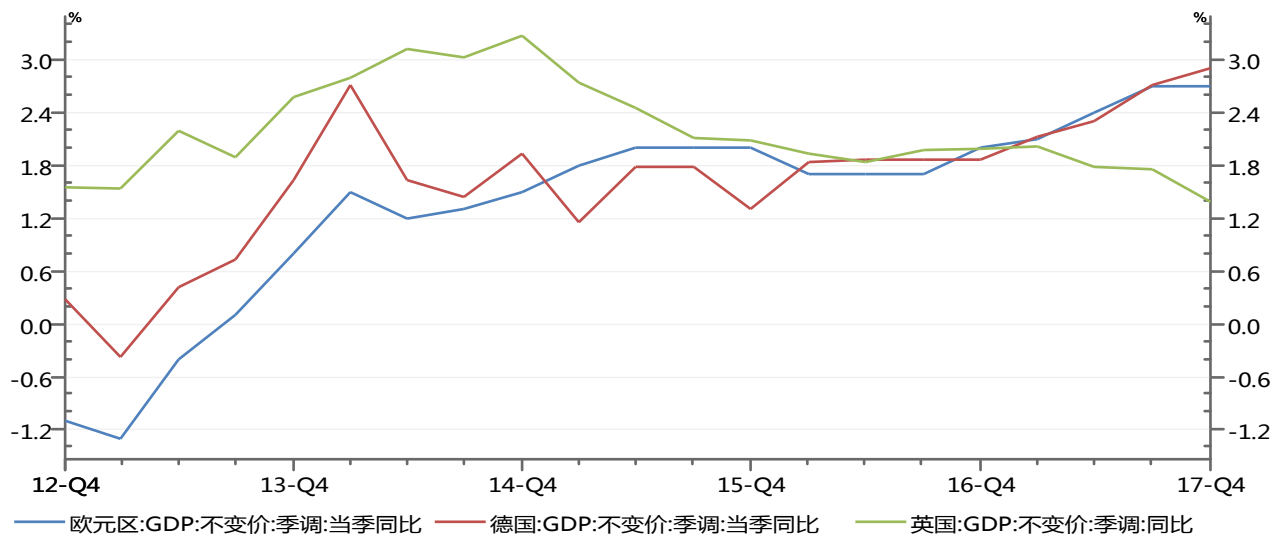
美国季度GDP增速走势图

## 欧元区经济增长稳中趋缓，货币政策稳中收紧

- 2017年欧元区经济增速大幅提高，全年经济增长2.3%，较上一年1.8%的增速提高0.5个百分点。
- 欧元区制造业继续增长，但增幅下降。欧元区工业生产，继1月实现增长之后，2月同比增长2.9%，增幅较1月下降0.8个百分点。
- 贸易同比持续增长，但增幅下降。2月欧元区进、出口和总额分别同比增长1.6%、3.0%和2.34%。
- 就业形势持续改善，2月欧元区失业率小幅下降至8.5%。
- 通胀率持续低迷，3月欧元区调和CPI小幅升值至1.3%，核心CPI维持在1.0%。
- 英国经济整体向好，工业生产指数持续增长达2.24%，零售销售指数同比增幅下降至3%，3月失业率小幅降至4.2%，通胀大幅缓解，3月CPI和核心CPI降至2.5%和2.3%。

## 欧洲未来将要面临潜在的风险

- 美国政府近期出台的一系列贸易保护主义政策恐对欧洲的出口影响较大，双方一旦爆发贸易战，将会使欧洲经济的复苏蒙上阴影。
- 欧元区通胀率远低于欧洲央行制定的2%的目标，不但使欧洲央行退出宽松货币政策的步伐放慢，而且对欧元区经济复苏形成制约。
- 意大利大选造成的悬浮议会局面将增加意大利国内政局的不稳定性，对经济复苏乃至欧洲一体化进程产生负面影响。

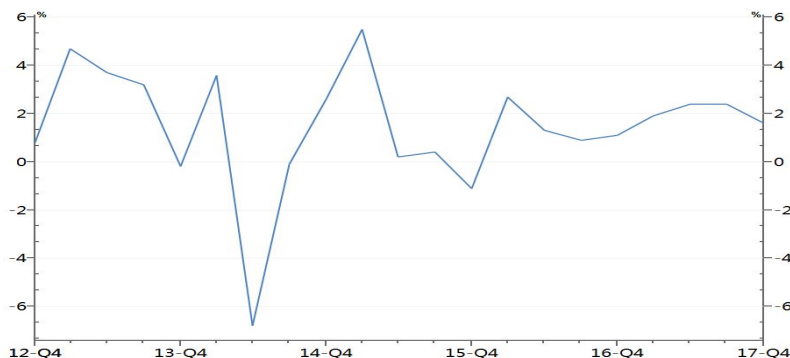


数据来源：Wind

欧元区、德国、英国经济增长走势

## 出口投资相继“陨落”，日本经济复苏受阻

- 2018年一季度，日本经济增速出现明显下滑，在连续8个季度的较高速增长后首现颓势，预计一季度日本GDP环比折年率仅为0.5%，远低于2017年三四季度的2.4%和1.6%。
- 出口持续下滑使得日本失去了拉动经济增长的最强劲引擎。2018年前三个月，日本出口金额同比增长率分别为9.71%、1.9%和2.81%，呈现递减趋势。
- 制造业生产下行导致投资增速回落。日本制造业生产指数增速从去年11月以来就开始持续下滑，2018年1月和2月跌至2.91%和1.62%，这是2017年初以来的最低水平。
- 国内消费开始出现下行迹象。受天气寒冷、蔬菜价格上涨等因素影响，一季度日本消费出现下降。



日本GDP环比折年率



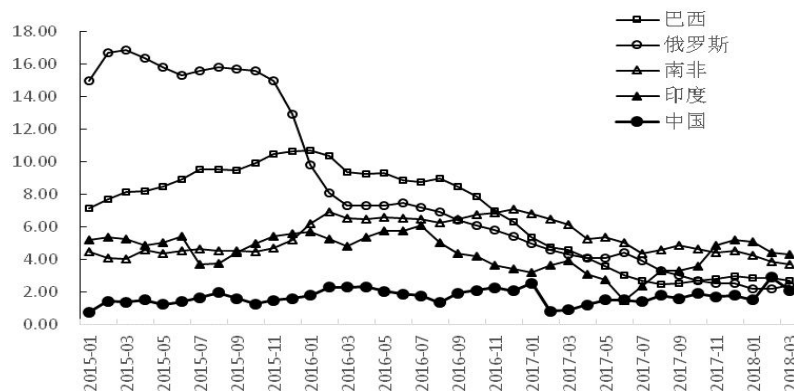
## 日本经济未来展望

- 日本经济持续复苏将面临多重阻力。首先，出口对经济的拉动作用持续减弱。2017年日本GDP同比增长1.7%，其中出口拉动GDP增长1.1%，出口对日本经济的重要性可见一斑。2018年，日本出口形势急转直下，且在未来一段时间内仍看不到转机。
- 美国方面来看，特朗普和安倍晋三的会晤并未给日本带来钢铝关税的豁免权，贸易战火下日本难以独善其身。
- 中国方面来看，二季度日本向中国出口数据或许会略好于一季度，但预计仍无法到达2017年水平。其次，通缩压力依旧严峻。
- 为了进一步刺激经济增长，预计日本仍将维持宽松政策，但美欧等发达国家利率正常化步伐加快，以及日本政府的超高负债，都将限制其“宽松”空间。
- 安倍政府修宪及扩大自卫队职能等问题及森友学园丑闻的持续发酵都可能增加政治风险。



## 新兴市场保持稳健增长,出口增速有所降低

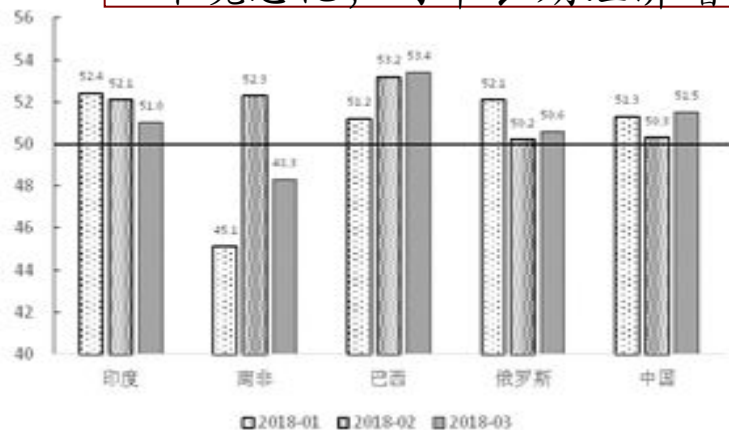
- 2017年,全球经济复苏带动新兴市场国家经济继续保持强劲增长。中国、印度、巴西和俄罗斯等国全年GDP实际增速分别达到6.8%、6.35%、0.99%和1.55%。2018年第1季度,新兴经济体继续保持稳健增长势头。
- 制造业方面,1-3月,主要新兴市场国家PMI指数均高于50的荣枯线水平,显示出工业生产的强劲增长势头。
- 出口方面,一季度各主要国家总体实现正增长,但增幅在季内有所回落。
- 通胀方面,一季度新兴市场普稳中有降。巴西、俄罗斯、南非、印度和中国通货膨胀率分别达到2.68%、2.4%、3.72%、4.28%和2.1%。俄罗斯和南非2月出口同比增速分别达20.8%和3.81%[截止发稿时,南非和俄罗斯并未公布3月出口数据。中国和巴西3月同比增速分别达到13%和0.08%。印度受到油粕等农产品出口大幅降低的影响,三月出口同比仅为-1.95%。



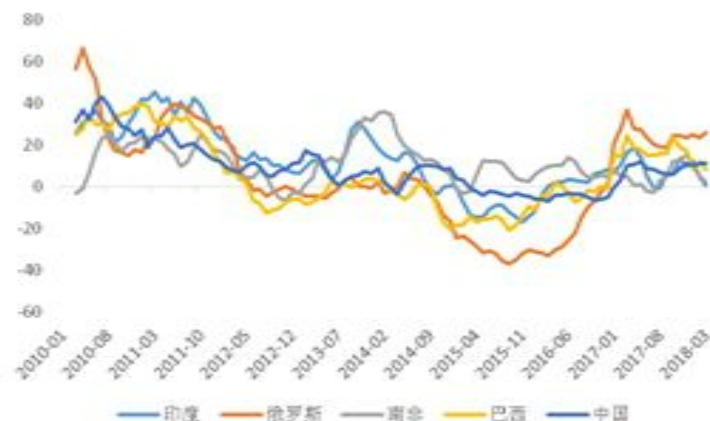
金砖国家CPI同比增长率 (2015.1-2018.3)

## 新兴市场未来展望

- 展望2018年上半年，新兴市场经济将保持总体向好趋势。预计2018年中国、印度、俄罗斯、巴西、南非全年GDP增速将分别达到6.5%、7.5%、1.6%、1.49%和1.05%。
- 中东地区地缘政治风险加大。随着大国在叙利亚政治、军事博弈的日益升级，西方国家对俄罗斯的制裁将导致其国内经济面临下行风险。
- 中美的贸易摩擦持续发酵。
- 南非非洲人国民大会(ANC)在2月做出决议要求现任总统祖马辞职，提前举行总统大选势在必行。国内政局的动荡将使得南非国内投资环境恶化，对中长期经济增长形成制约。



金砖国家制造业PMI指数  
(2018年1-3月)

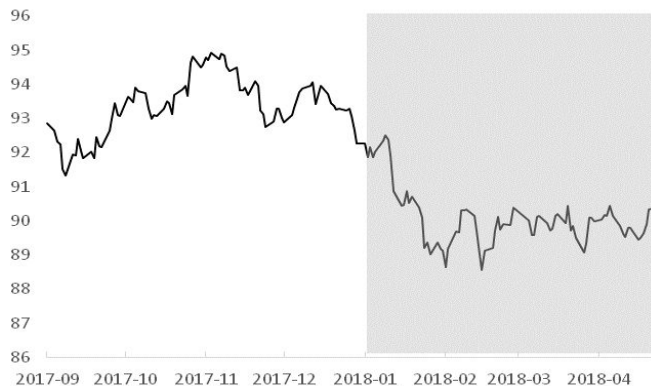


金砖国家出口增速  
(三月移动平均)

## 美元指数震荡回升，新兴市场货币贬值

- 一季度美元指数（USDX）呈现震荡中小幅下行趋势。截至2018年4月20日，美元指数报收90.33，较2017年12月31日下跌2.09%。
- 发达国家货币汇率在经历1月份的普遍升值后，2-4月份总体呈现震荡态势。截至4月20日，欧元兑美元报收1.228，较2017年末升值2.39%；受英格兰银行上半年加息预期提升的影响，英镑兑美元报收1.40，升值3.68%；日元兑美元小幅升值4.67%。

新兴市场国家货币汇率则在震荡中表现各异。截至2018年4月20日，人民币、墨西哥比索、南非兰特兑美元分别报收6.289、18.07和12.085，较年初分别升值3.88%、8.62%和2.39%；印度卢比和巴西雷亚尔兑美元报收65.27和3.40，较年初贬值2.2%和2.84%。

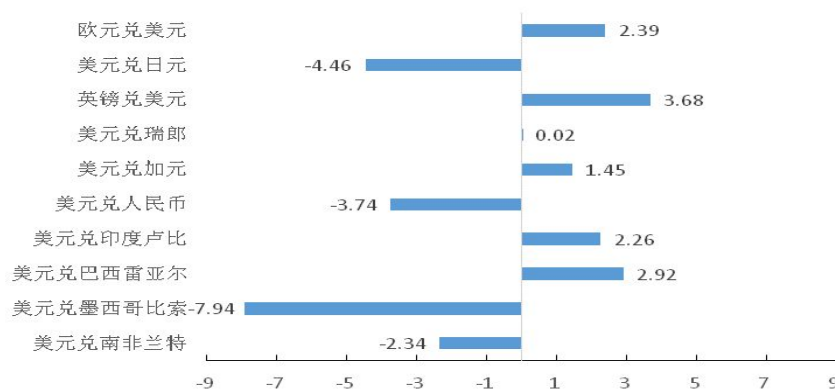


美元指数走势（2017年3月20日-2018年3月20日）

## 未来汇率市场展望

➤ 发达国家方面，美国贸易保护主义政策将给商品进口及国内通货膨胀带来一定压力，使得美元进一步贬值。在日本经济持续向好及日央行退出量宽政策传闻的影响下，日元或将继续维持强劲升值态势。受国内经济向好和央行加息的影响，英镑及欧元可能继续保持升值趋势。

➤ 新兴市场方面，人民币在经历去年大幅升值之后面临一定的回调压力；而地缘政治风险及西方国家的经济制裁可能拖累卢布进一步贬值；随着出口增速的降低，巴西雷亚尔、印度卢比、墨西哥比索等则可能呈现震荡中贬值的总体态势，需谨防汇率与短期国际资本流动的叠加效果给本国经济带来影响。



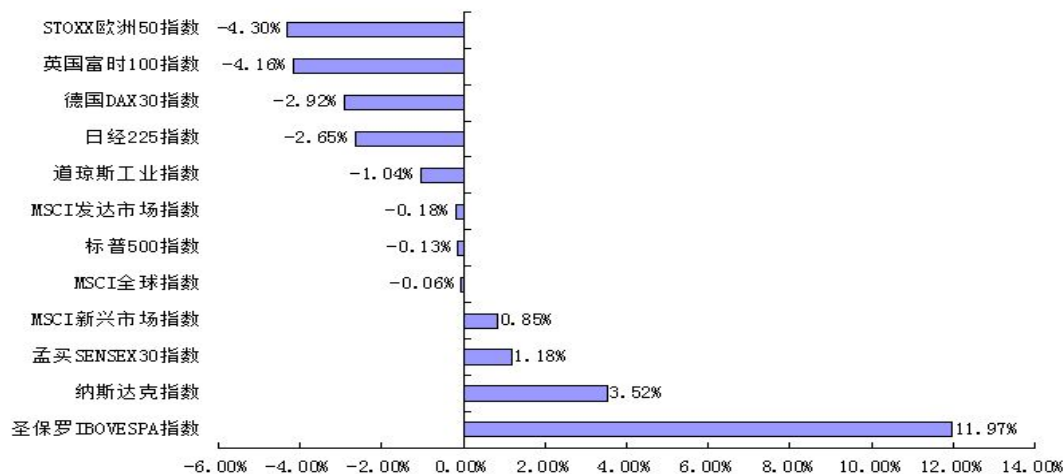
主要货币汇率变动（2017年3月20日-2018年4月20日）

## 全球股市大幅震荡，多重因素影响未来走势

- 2018年以来，在贸易战阴云不散、地缘政治局势动荡等因素的影响下，全球股市大幅震荡，发达市场股指与新兴市场股指有所分化。截至4月22日，MSCI全球指数较2017年末下跌0.06%。同期MSCI发达市场指数下跌0.18%，MSCI新兴市场指数上涨0.85%。
- 截至4月22日，道琼斯工业指数、标普500指数较去年末分别下跌1.04%、0.13%，纳斯达克指数较去年末上涨3.52%。
- 欧洲STOXX50指数、德国DAX30指数和英国富时100指数较去年末分别下跌4.30%、2.92%和4.16%。
- 日经225指数较去年末下跌2.65%。
- 国际大宗商品价格企稳等因素的刺激下，新兴经济体大部分股指出现上涨。
- 印度孟买30指数、巴西IBOVESPA指数较去年末分别上涨1.18%、11.97%，俄罗斯RTS指数因为叙利亚危机和美国制裁出现下跌。

## 全球股市大幅震荡，多重因素影响未来走势

- 美国经济形势、贸易战、地缘政治风险的变化将会时刻影响美股的走势，预计美股未来仍将维持震荡调整行情。
- 考虑美股走势的影响以及欧洲经济复苏形势，预计欧股未来以震荡调整为主。
- 日本经济复苏势头较好，而日本央行也将继续维持超宽松货币政策利好股市，但安倍政权深陷“森友丑闻”支持率不断下滑，政局不稳加大了未来日股的不确定性。
- 警惕新兴经济体股市受发达经济体收紧货币政策、地缘政治形势恶化影响而出现下行趋势。

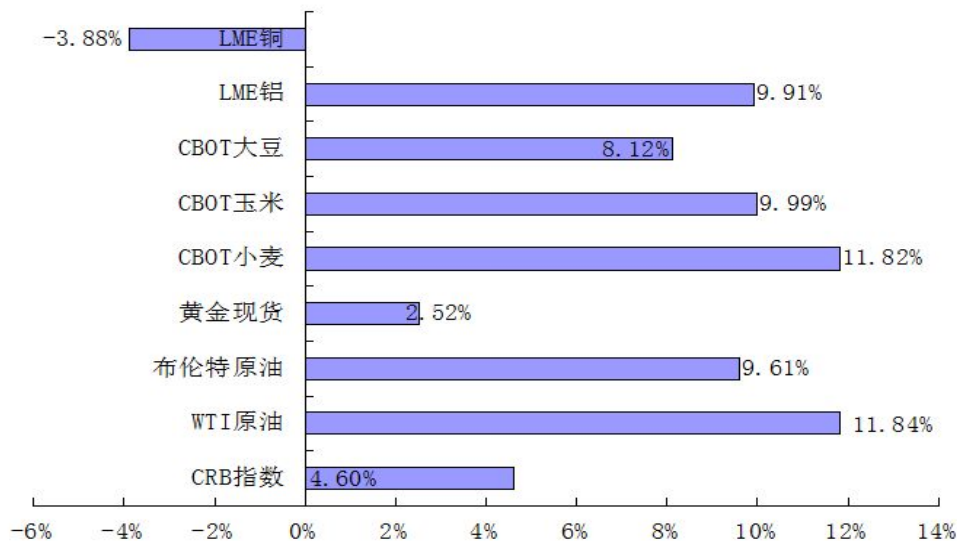


3月20日-4月20日全球主要股指涨跌幅



## 地缘溢价回归市场，油价金价中枢上升

- 布伦特原油价格收于73.02美元/盎司，较2017年12月31的66.62美元/盎司上涨9.61%；WTI原油价格收于65.01美元/盎司，较2017年末上涨11.84%。
- 美国页岩油产量迅速增加，活跃钻井数屡创新高，美国能源局月报预计2018年美国原油产量增幅将比预期高出12万桶/日。
- 展望未来，美国等国在叙利亚发动的战争存在持续发酵可能，整个中东地区的地缘风险或将提升，俄罗斯和沙特等国表示明确表示减产仍将继续，且近期美国页岩油产量增速有所减缓。全球经济复苏进程仍将持续，支撑长期油价上行，全球油价中枢将进一步抬升。



大宗商品价格变化情况（2018年2月20日—2018年3月20日）



## 地缘溢价回归市场，油价金价中枢上升

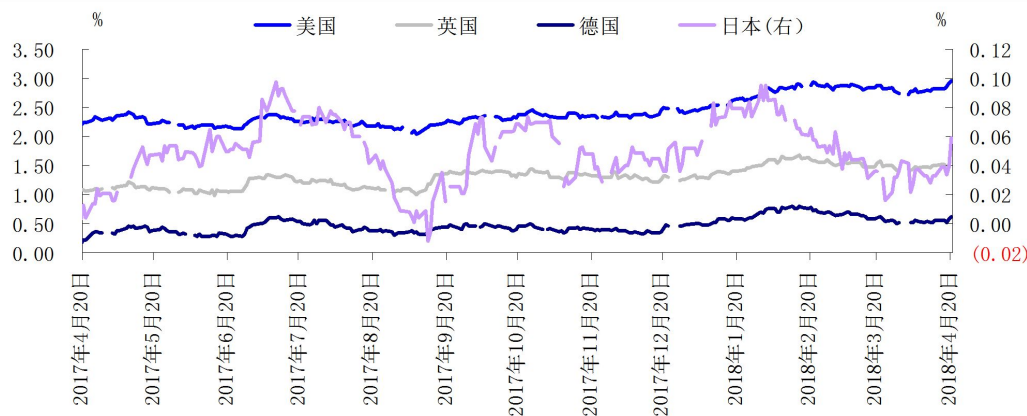
- 截至4月22日，黄金现货价格收于1335.52美元/盎司，较2017年12月31日的1302.61美元/盎司上涨2.53%。
- 近期美元指数止跌趋稳，使得金价上行受到一定阻力。
- 展望未来，地缘风险因素及美元走势仍是影响金价的两大主题。地缘风险方面，朝鲜抛出和平开放的橄榄枝、中美贸易战出现缓解迹象都将降低全球风险，利空金价。但叙利亚袭击事件值得密切关注，该事件本身影响或许有限，但若持续发酵，必将波及整个中东地区及OPEC国家。美元方面，我们维持弱势美元的判断不变，因此金价中枢有望继续提升。预计二季度金价有望达到1380美元/盎司以上。

## 全球国债收益率上升，需警惕短期下行风险

- 截至4月20日，美国、英国、德国、日本10年期国债收益率相较年初分别上涨0.50、0.15、0.12和0.01个百分点。
- 全球经济复苏超预期。尽管美欧等主要国家一季度经济增速有所趋缓，但是普遍预期二季度增幅将扩大。同时标普近期调高了欧洲未来两年经济增速，预计2018和2019年GDP增速分别达2.3%和1.9%。
- 美欧货币政策收紧没有受到贸易战的影响。3月22日美国如期加息25BP，欧洲和日本央行加息政策的预期时间没有出现变化，而且欧洲央行开始探讨利率调整周期的问题，也增强了市场对欧洲货币政策维持收紧基调的信心。
- 美元持续贬值，新兴市场货币贬值和资本外流冲击相对较小，支撑国债收益率在短期贸易战冲击下回调。

## 全球国债收益率上升，需警惕短期下行风险

- 展望未来，美、欧、日等国家经济增长和货币政策转鹰的整体趋势不改，为国债市场收益率上行形成根本支撑。但是未来债市仍然面临三大冲击，需警惕短期下行风险。
- 英国脱欧的不确定性在过渡协议安排下，贸易关系基本稳定，但是银行业在英国和欧元区的迁移，将增加银行业不稳定，对欧洲经济、金融稳定形成冲击，或带动欧洲国债市场价格下行。
- 美国经济和政策持续向好，或支撑美元升值，在美国进一步加息推动下，导致新兴市场资本外流，新兴市场国债价格将会面临下行风险。



部分国家国债收益率走势图

## 建议及对策

- 需积极应对中美“贸易战”持续升级对中国金融业带来负面冲击。中美“贸易战”持续升级将对我行境外机构的合规管理与银行业资产质量带来更多挑战。我行应不断优化全球资产负债结构配置，提早做好风险防范预案。一是高度重视我行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；二是梳理我行涉美贸易的企业客户，对其经营状况和对美贸易状况进行摸底排查；三是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。
- 高度关注地缘政治风险演化对全球经济复苏及金融市场运行带来的冲击。特别要关注叙利亚局势，做好北约与俄罗斯爆发局部军事冲突的思想准备，并就我行中东机构可能受到的冲击做好相应的风险预案，保障业务经营的安全开展，同时也要高度重视员工个人安全可能受到的影响。
- 建议密切关注欧元区国家的分化和脱欧进程深化及欧洲边缘国家债务风险和部分国家政治风险对欧洲经济稳定增长形成冲击，针对“脱欧”风险所引发的国际金融市场动荡，加强风险管理；高度关注英镑和欧元的汇率波动，预先最好汇率风险的管理和对冲。
- 建议密切关注新兴市场国家财政恶化情况。巴西等国由于巨额财政赤字及不断增长的公共债务，谨防高位风险，包括俄罗斯、巴西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经济变化趋势，谨慎介入风险较大的当地项目，避免受到安全局势恶化的冲击。

### 建议及对策

➤ 建议密切关注新兴市场国家财政恶化情况。巴西等国由于巨额财政赤字及不断增长的公共债务，谨防高位风险，包括俄罗斯、巴西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经济变化趋势，谨慎介入风险较大的当地项目，避免受到安全局势恶化的冲击。

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。