

# 研究报告

2018年第50期

2018. 5. 30

报告执笔:

宋 玮 郭可为 张静文

邱牧远 杨 光

邮箱:

wei.songcsjr@icbc.com.cn

## 美国引领全球增长 美元持续强劲反弹

——2018年5月国际宏观经济金融走势分析及未来展望

要点:

➤2018年4月以来,由于中美贸易战风波不断、叙利亚问题、伊核问题、朝核问题等地缘形势变化多端,全球经济复苏势头有所放缓,国际金融市场持续动荡。美国经济保持温和复苏的态势,未来有望继续引领全球经济增长,美联储也将按既定节奏推进加息和缩表,但也面临扩张性财政政策、通胀风险加大等隐忧;欧洲经济增长呈现放缓迹象,未来欧元区经济增长脚步或将显著放缓,货币政策将趋向收紧;日本经济出现明显放缓,未来复苏形势仍面临多重阻力,货币宽松政策仍将持续;新兴市场主要经济体国内经济运行平稳,汇率风险升高,不排除部分国家开启加息进程的可能。

➤国际金融市场方面,美元指数大幅上升,新兴市场货币剧烈贬值。全球股市震荡分化,发达市场股指高企,新兴市场股指走低。商品市场风云变幻,油价暴涨金价急跌。全球国债市场整体呈现收益率上升的趋势。

## 全球经济形势回顾与展望

➤ 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。国际货币基金组织（IMF）2018年4月发布的《世界经济展望》报告与经济增速预测：2018年与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年的经济增速分别为2.5%和4.9%。

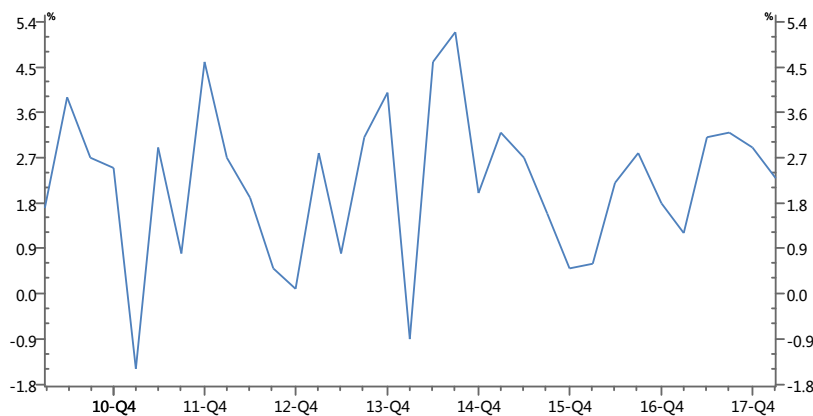
➤ 展望后市，美元短期已形成持续反弹的预期，全球股市在多重因素影响下有可能震荡走高，全球油价中枢将进一步抬升，金价或将持续走弱，未来债市仍需警惕短期下行风险。

## 美国经济持续复苏，诸多风险值得警惕

- 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2.3%，为近三年第一季度的最高值。
- 就业和工资持续改善的推动下，居民消费增长稳健。2至4月零售销售额季调同比增长率连续三个月在4%以上，4月达到4.68%。
- 随着税改等措施的实施，制造业持续扩张。3月份制造业新增订单增长8.05%。4月份工业总产值季调同比增长率为2.26%。
- 外部环境逐渐改善，出口加速增长。1至3月出口季调同比增长逐月加快，3月份增长8.78%，为2012年2月以来的最高值。
- 房地产业依旧保持繁荣态势。成屋销售和新屋销售2、3月份稳步增长，3月份分别增长1.08%和4.05%。
- 整体经济向好的背景下，投资者信心保持高位。1至4月ISM制造业和非制造业PMI指数的月均值分别为59.1和58.8，均远高于50的景气荣枯线。
- 劳动力市场继续保持良好发展态势。4月失业率下探至3.9%的水平，是2000年4月以来的最低值。通胀方面，今年以来CPI和核心CPI持续走高，4月分别同比增长2.5%和2.1%。

## 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。5月以来，美国十年期国债收益率多次突破3%，持续较高的利率水平将对实体经济融资成本形成不利影响。
- ▶ 当前美国通胀率的上行趋势非常明显，如果继续走高将会抑制私人消费。三是特朗普的“通俄门”的调查还在继续，又曝出“通中东门”，特朗普丑闻缠身使美国经济前景蒙上了一层阴影。货币政策方面，美联储5月2日宣布利率将维持在1.5%至1.75%，符合市场普遍预期。由于通胀压力持续上升与失业率下降到4%以下，美联储未来持续加息以防止通胀风险的决心愈加坚定，这也预示美联储今年加息四次的可能性悄然上升。

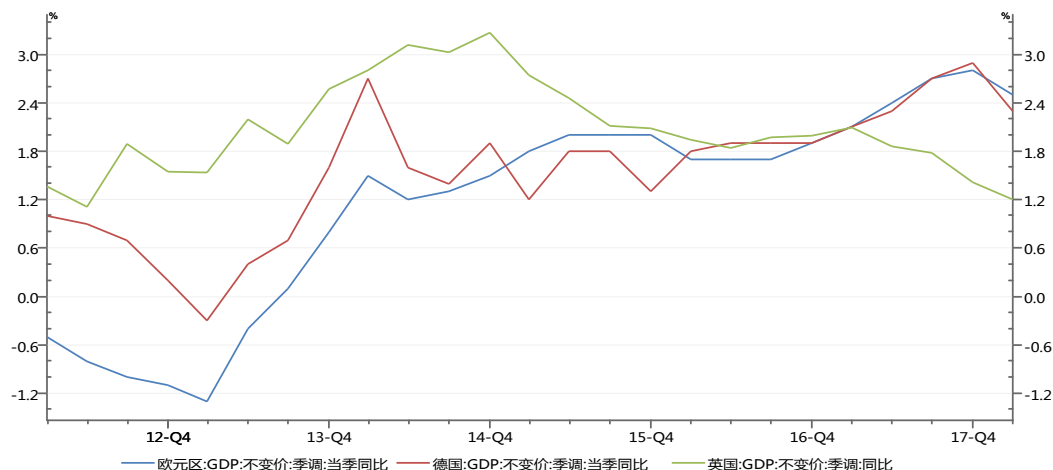


数据来源：Wind

美国季度GDP增速走势图

## 欧元区经济放缓，弱势或成新常态

►2018年四月以来，欧洲经济增长呈现放缓迹象：欧元区GDP一季度环比增长0.4%，同比增长2.5%，低于去年四季度的2.8%。制造业延续疲软，欧元区4月制造业PMI终值为56.2，创下14个月新低。就业形势停止改善，欧盟统计局发布3月欧元区失业率为8.5%，与2月持平，较去年3月同比下降0.9%。通胀率持续低迷，4月欧元区调和CPI下降至1.2%，核心CPI放缓至0.7%。



数据来源: Wind

欧元区、德国、英国经济增长走势

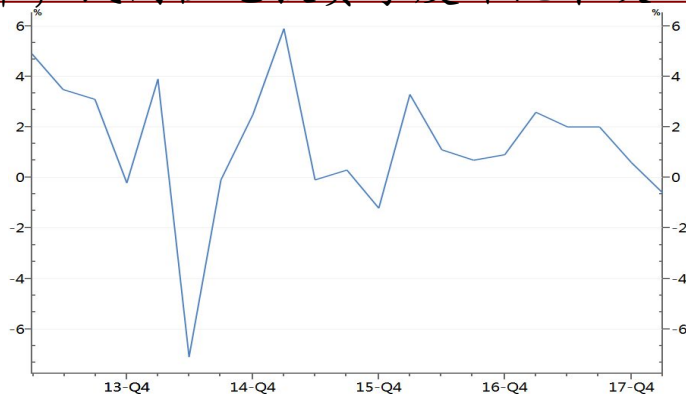
## 未来欧元区经济仍将维持增长，但增长脚步或将显著放缓

- 欧元区国家受困于异常寒冷的天气，加之学校假期、工业罢工等造成了一季度经济增速放缓的内在原因，而这些因素已基本消散。
- 欧元近期下跌影响逐渐显现，截至2018年5月20日，欧元兑美元收1.1794，较2018年3月30日回调4.29%，欧元的弱势或助推欧元区贸易和经济增长。
- 英国脱欧因过渡协议达成而减少了市场负面影响，随着按预期进行的脱欧进程，黑天鹅事件对欧元区影响将逐步减弱。
- 意大利新政府接近成立。将由民粹主义党派五星运动和北方联盟联手，根据近日泄露的协议草案，两党确曾谈及意大利弃用欧元的提议，这份计划将使得欧元区在未来一段时间内仍面临潜在威胁。
- 美元加息预期强烈，6月极大可能如预期加息，或将导致资金回流至美国。



## 内需外需双重约束，日本经济首现颓势

- 2018年一季度，日本经济结束了28年以来最长的经济复苏，在8个季度连续扩张后首次出现衰退，一季度GDP环比折年率为-0.6%，下滑幅度远超市场预期。
- 国外市场需求下滑导致日本出口持续疲弱。四月日本出口同比增长7.77%，同去年两位数的增速相比难言强劲。iPhoneX的销售业绩不佳，以及亚洲新兴国家的现地化生产发展迅速，导致日本电子零部件、设备类出口触顶。
- 居民收入增加缓慢导致日本内需开始出现萎缩。虽然政府定下了3%的薪金涨幅的目标，但由于企业控制人工成本的理念已经根深蒂固，多数企业未能达到增薪目标。加之物价水平不断上涨，日本家庭的实际可支配收入持续下降。近3个月日本零售产品商业销售额增速分别为1.55%，1.71%和1.01%，远低于去年3%的水平，民间住宅投资季度环比下跌8.2%。



日本GDP环比折年率

## 日本经济未来展望

➤ 出口对经济的拉动作用持续减弱。两位数的出口增速是日本经济在过去8个季度实现持续上涨的重要原因，但在未来，日本出口将难以达到去年水平。此外日本的出口还将不可避免的受到美国贸易保护主义的影响。4月安倍晋三和特朗普的会晤未取得突破性成果，日本成为了美国的亲密盟友中唯一没有获得关税豁免权的国家。5月17日NHK报道称，日本正在考虑对美国征收报复性关税，规模高达450亿日元，该数额基本等同于美国对日进口钢铝产品征收的关税额度。贸易摩擦如果持续升级，将可能波及设备制造等核心产业，这将给日本经济带来冲击。

➤ 通缩压力依旧严峻。四月日本的核心CPI为0.7%，较一季度的0.9%略有下降，日本在最新一期的经济物价展望中继续下调了通胀预期数据，2%通胀目标的实现仍遥遥无期。

➤ 在全球利率正常化步伐不断加速的背景下，日本的超宽松经济刺激政策正面临严峻挑战。部分日本央行官员正在推动政府的关注焦点从“通胀目标”向“超宽松所引发的成本”上转移，认为多年的激进政策已经损伤了金融机构，主张退出宽松政策。不再“宽松”也将给日本经济带来风险。



## 新兴市场国内经济运行平稳，汇率风险升高

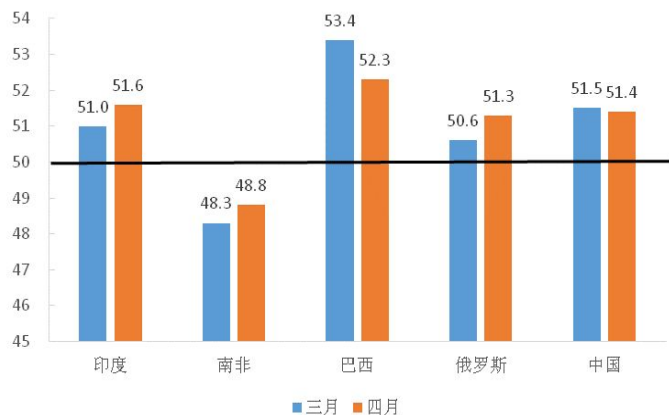
➤2018年4月，新兴经济体国内制造业总体维持了前期的景气势头。4月份，印度、南非、巴西、俄罗斯、中国制造业PMI指数分别达到51.6、48.8、52.3、51.3和51.4。除南非外，均高于50的荣枯线水平。其中，印度和俄罗斯较3月水平有所提高。

➤外需方面，出口增速的三月移动平均显示全球经济复苏背景下各新兴市场国家出口依然强劲，4月份印度、巴西、中国出口同比增速分别达到7.01%、12.74%和13.7%[截止发稿时，南非和俄罗斯并未公布4月出口数据。]。特别受到国际油价持续上升的利好影响，俄罗斯等出口增长持续维持在15%以上的高位，对国内经济增长形成利好，预计2季度俄罗斯国内经济将实现超预期增长。

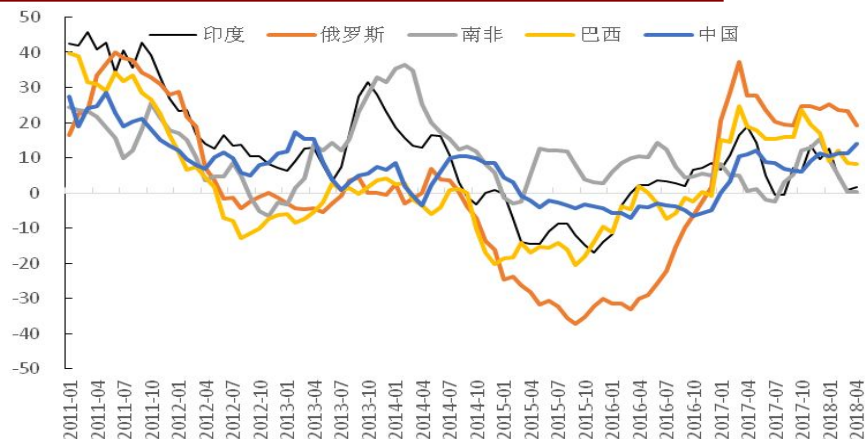
## 新兴市场国内经济运行平稳，汇率风险升高

➤ 通胀方面，新兴市场国家通胀率在低位水平呈现一定分化。4月份中国CPI同比增长率为1.8%，较上月有所回落；而巴西、印度通胀率则达到2.76和4.58%，依旧低于通胀率管理目标。

➤ 为了预防美元升值可能带来的汇率波动，金砖国家4-5月份普遍维持基准利率不变。但受到货币贬值的影响，阿根廷央行5月以来已连续加息3次，合计上调基准利率超过1000点，并采取了结售汇管制措施防止资本外流。如果未来汇率继续贬值，不排除部分国家开启加息进程的可能。



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)

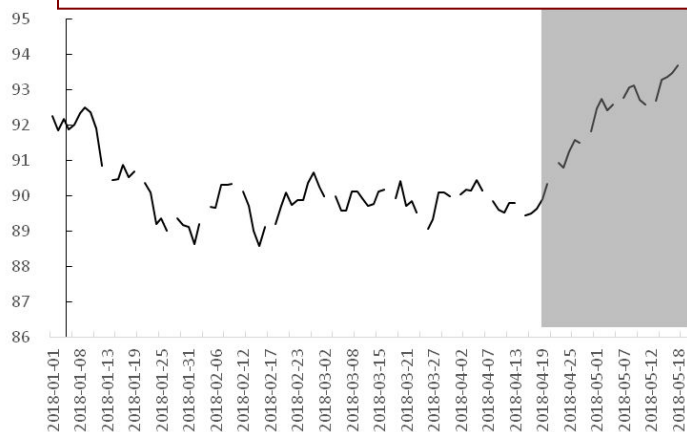
## 美元指数大幅上升，新兴市场货币剧烈贬值

- 2018年4月至5月20日，受美国经济良好表现及美联储加息预期的影响，美元继续走强。截至5月20日，美元指数报收93.69，较4月初上升4.1%
- 主要发达国家货币兑美元呈现普遍贬值。欧元一季度增长情况不及预期，使得欧元兑美元期末报收1.178，同4月初相比贬值4.3%；在日本经济负增长的背景下，美元兑日元报收110.38，日元贬值3.8%；英镑兑美元报收1.35，较上期贬值3.8%。
- 新兴市场货币兑美元贬值更加剧烈，一些国家已经出现货币危机征兆。截至2018年5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较4月初分别贬值13.3%、7.9%、4.5%、1.6%、6.4%、8.9%和20.7%。

## 未来汇率市场展望

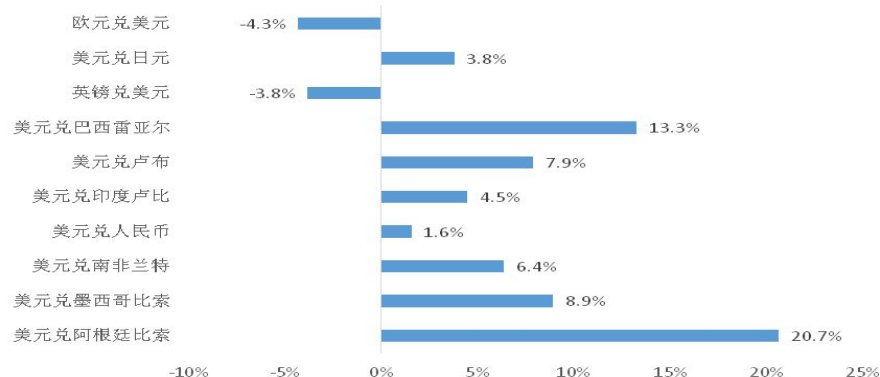
➤展望2018年上半年，美国经济继续回暖使得美联储6月份在此加息的概率持续增大，美元短期已形成持续反弹的预期。这使得发展中国家汇率面临进一步贬值的风险，由此引起资本外逃及局部货币危机的可能性急剧上升。特别是阿根廷比索，尽管在5月初连续三次大幅加息后，其贬值趋势得到遏制，但随着5月8日阿根廷政府启动与国际货币基金组织(IMF)的谈判，不排除继续贬值的可能。

➤在发达国家内部，随着欧洲和日本经济复苏放缓，前期欧元、日元的升值预期已出现反转，预计6月份将继续延续小幅贬值态势。由于英国国内经济的持续向好，短期英镑汇率可能得到支撑。



美元指数走势

(2018年1月1日-2018年5月20日，阴影部分为报告期)



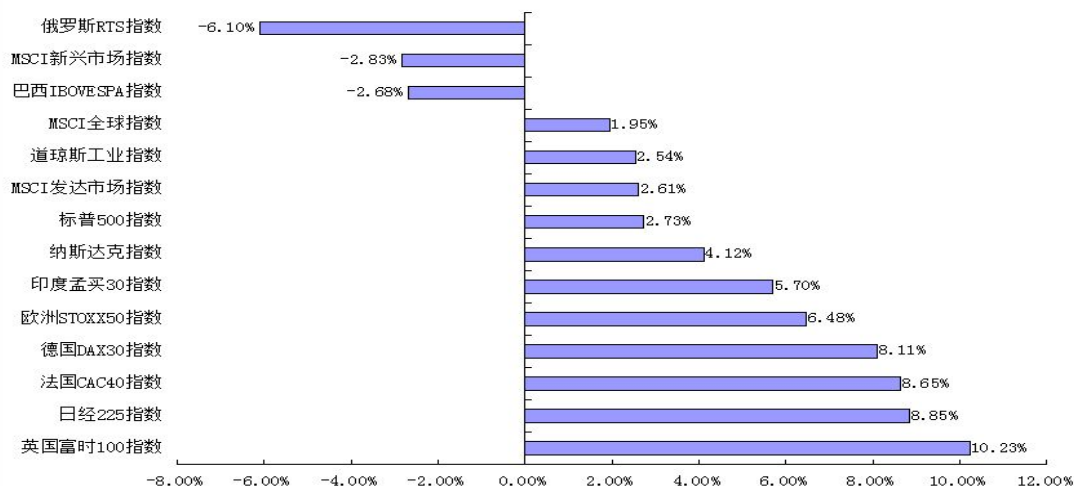
主要货币汇率变动 (2017年4月1日-2018年5月20日)

## 全球股市出现分化，多重因素影响未来走势

- 2018年4月以来，在全球经济复苏节奏不一、贸易战形势不断演化、地缘政治局势动荡等因素的影响下，全球股市震荡分化，发达市场股指高企，新兴市场股指走低。截至5月20日，MSCI全球指数较4月初上涨1.95%。同期MSCI发达市场指数上涨2.61%，MSCI新兴市场指数为-2.83%。
- 截至5月20日，道琼斯工业指数、标普500指数、纳斯达克指数较4月初分别上涨2.54%、2.73%和4.12%。
- 欧洲STOXX50指数、德国DAX30指数、法国CAC40指数和英国富时100指数较4月初分别上涨6.48%、8.11%、8.65%和10.23%。
- 日经225指数较4月初上涨8.85%。主要原因在于美欧股市走高拉动，日元兑美元汇率出现贬值有利于企业盈利增长等。
- 印度孟买30指数、巴西IBOVESPA指数、俄罗斯RTS指数较4月初的涨跌幅分别为5.70%、-2.68%、-6.1%。

## 全球股市大幅震荡，多重因素影响未来走势

- 美国经济形势向好、政策红利释放、贸易战风险下降对美股形成利好，预计美股将维持上涨行情。
- 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。
- 日本经济有望继续复苏，日本央行将基本维持超宽松货币政策利好股市，但安倍政权的支持率不断下滑，政局不稳加大了未来日股的不确定性。
- 发达经济体收紧货币政策导致资金外流、地缘政治形势恶化可能会对新兴经济体股市造成不利影响。



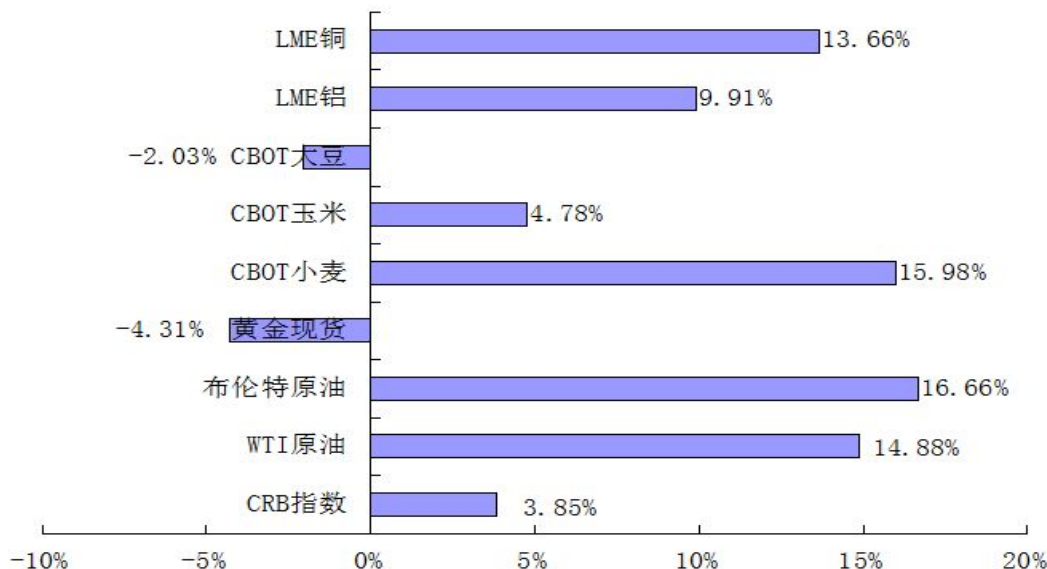
2018年以来全球主要股指涨跌幅



## 商品市场风云变幻，油价暴涨金价急跌

➤5月中东地区地缘风险急剧攀升，带动国际油价暴涨，截至5月20日，布伦特原油价格收于78.83美元/桶，较4月初的67.57美元/桶大涨16.67%；WTI原油价格收于69.10美元/桶，较4月初上涨14.88%。

➤展望未来，全球油价中枢将进一步抬升，但短期应警惕技术性回调。美国在中东地区的渗入将进一步加强，退出伊核协议、空袭叙利亚、迁走大使馆都是其通过政治军事手段“搅乱”阿拉伯地区的开始，未来中东地缘风险提升是大概率事件。



大宗商品价格变动（2017年4月1日-2018年5月20日）

## 商品市场风云变幻，油价暴涨金价急跌

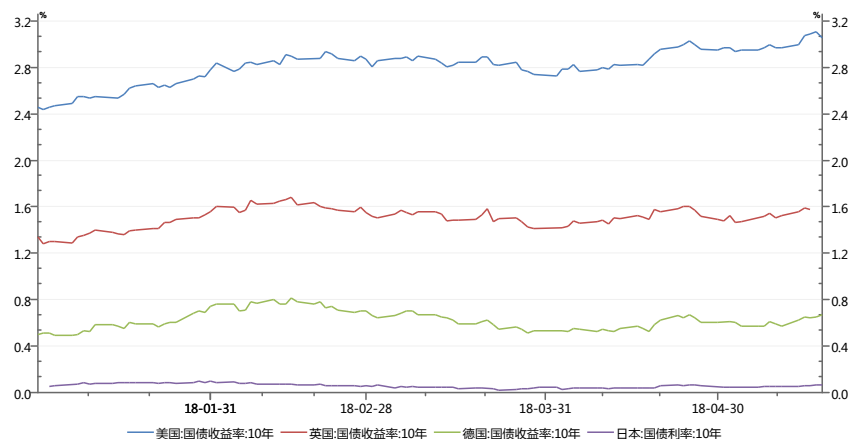
- 5月，国际金价承压下行，截至5月20日，黄金现货价格跌穿1300美元/盎司阻力位，收于1283.5美元/盎司，较4月初的1341.3美元/盎司下跌4.31%。
- 美元指数持续走强使得金价承压，5月20日，美元指数较4月初上涨4.17%，达到93.94的近期高位。
- 中美贸易战开始缓和，中兴制裁这一核心问题得到解决，中美还就经贸磋商发表了联合声明，中美两国走向和解降低了全球风险，黄金价格应声下跌。
- 中美博弈是全球地缘政治中最主要的博弈之一，关乎全球经济能否持续复苏，而中东地区的博弈是中美博弈之下的次级博弈，引发系统性风险的可能较小。
- 展望未来，在贸易战持续缓和、美国经济强劲复苏、美联储加息、油价上涨进一步提升通胀预期等因素的综合作用下，预计未来金价将持续走弱，在1270美元/盎司-1290美元/盎司区间波动。

## 全球国债收益率加速上升，警惕多种市场风险

- 2018年四月以来，美、欧等经济体持续复苏，货币政策收紧信号不变，全球国债市场整体呈现收益率上升的趋势。
- 截至5月20日，美国、英国、德国、日本10年期国债收益率相较4月初分别上涨0.33、0.15、0.08和0.11个百分点。其中，5月17日美债更是达到3.11%，触及近七年新高。
- 美国经济持续复苏，一季度美国实际GDP增速创下近三年新高，4月CPI同比增长2.5%，通胀率的上行趋势非常明显，美国经济的强势增长将刺激投资者风险偏好的上升。
- 美元呈现反弹之势，资本外流冲击逐渐加大，导致国债收益率进一步上涨。其三、欧洲经济复苏形势得以延续。尽管经济增长放缓，但一季度欧元区GDP同比增长2.5%，失业率也维持在较低的位置，经济复苏态势未发生转变。

## 全球国债收益率上升，需警惕短期下行风险

- 展望未来，美、欧等经济体经济增长和货币政策收紧的趋势不变，为国债市场收益率上行形成根本支撑。但是未来债市仍需警惕短期下行风险。
- 美国贸易战影响仍将延续，对世界各经济体产生一定冲击，例如日本近期出口增速受其影响呈现明显放缓，经济增长也将因此受到影响。
- 地缘政治风险抬头，特朗普宣布美国将退出伊核协议、韩美军演导致朝韩高级别会谈推迟。地缘政治风险的抬头或将抑制美债收益率的走高。



数据来源: Wind

部分国家国债收益率走势图

## 建议及对策

- 需密切跟踪、积极应对中美经贸谈判达成联合声明的后续影响。虽然中美在贸易问题上有了框架性的合作基础，但在中国不断崛起的背景下，中美贸易摩擦是两国争夺全球经济话语权和经济权利的正常反应，未来可能会出现反复的状况。中资银行应抓住机遇提前布局，并做好风险防范预案。一是及时梳理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，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；二是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；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。
- 建议关注全球股市的板块轮动并调整投资策略。当前发达经济体经济形势总体较好，投资者信心也在上升，中长期股市有望持续向好。而新兴经济体股市波动性较大，市场风险偏好不确定性大，回报和风险均较大。中资银行在股票配置中应加大对发达经济体绩优股票的配置额度，应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连续下跌。
- 建议密切关注中东地区地缘政治风险，美国宣布退出伊核问题协议，引发中东地区地缘政治风险，伊朗与以色列矛盾白热化，做好伊朗与以色列发局部军事冲突的思想准备。密切关注中东客户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，高度重视员工个人安全可能受到的影响。此外，高度关注美国退出伊核协议演化对国际油价的影响，优化能源方面资产配置，追踪伊朗上游资金投入市场的方向，积极寻找投资机会。

## 建议及对策

➤ 密切关注意大利重组政府进程，本月早期五星运动与北方联盟概念性草案协议遭到泄露，草案内容涉及意大利政府巨大的政府债务，我行应及时跟进意大利重组进程，密切关注债券市场走势，合理调整债券市场投资配置，同时应密切关注意大利可能引发的脱欧风险，关注国际金融市场动态，加强风险管理。



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。