

研究报告

2018年第35期

2018. 4. 3

报告执笔:

宋 玮 郭可为 张静文

邱牧远 杨 光

邮箱:

wei.songcsjr@icbc.com.cn

全球经济稳步复苏 金融市场震荡减弱 ——2018年3月国际经济金融市场走势述评

要点:

➤2018年以来，全球经济整体平稳向好。美国经济增长的内生动力不断增强，欧洲经济复苏的基础逐渐巩固，日本面临的风险有所显现，主要新兴市场国家经济温和复苏。美元指数震荡回升，全球股市弱势调整，国际油价和金价持续震荡，主要国债价格企稳回升。

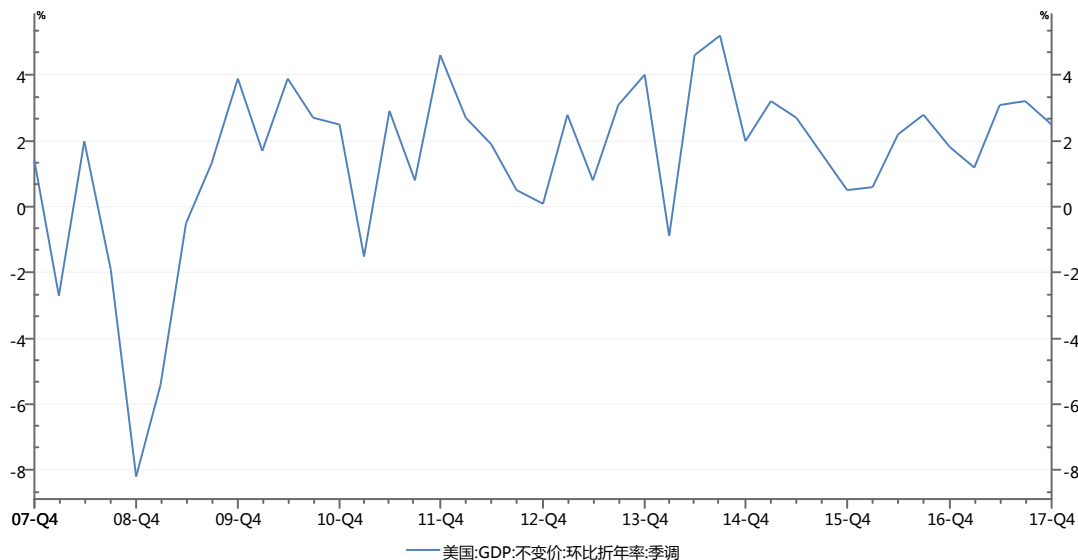
➤展望2018年上半年，全球经济有望继续扩张，但需关注美国通胀走高、日本政局动荡、新兴市场国家财政危机等风险。美元汇率有望触底反弹，全球股市或将继续震荡调整，国际油价和金价或将稳中有升，国际债市收益率仍处于上升通道。此外，美国特朗普政府提高钢铁和铝的进口关税的做法有可能会引爆全球“贸易战”、美联储加息是本月的热点问题，本文也会进行深入研究。

美国经济持续复苏，通胀风险有所上升

- 居民消费稳定向好。1月和2月的零售销售额季调同比增长率分别为4.1%和4.2%，对美国经济复苏提供了有力支撑。
- 制造业持续改善。1月和2月的工业总产值季调同比增长率分别为2.9%和4.1%，1月制造业新增订单季调同比增长4.2%，1、2月份的制造业季调产能利用率分别为76.5%和77.4%，这些数据均显示了美国制造业日趋繁荣。
- 房地产行业保持较好景气程度。1-3月份全美住宅建筑商协会的住房市场指数均在70以上，是该指数自2005年7月后的高位。
- 出口保持稳健增长。1月出口季调同比增长5.1%，连续第四个月增长率超过5%，显示出口对美国经济的积极作用日益凸显。
- 劳动力市场继续保持良好发展态势。2月失业率连续第5个月维持在4.1%的水平，2月新增非农就业人数为31.3万人，创下2016年7月以来最高水平。
- 通胀率维持在美联储2%的目标左右。在经济形势向好的基本面下，CPI和核心CPI在1月的水平上略有增长，2月分别同比增长2.1%和1.8%，维持在美联储2.0%目标水平的概率大增。

美国经济复苏

► 特朗普政府的扩张性财政政策有望继续释放美国经济增长潜能。特朗普的税改法案有可能拉动2018年美国GDP增长0.35个百分点。美国政府公布的4.4万亿美元预算计划和规模为1.5万亿美元的基础设施计划，同时有助于刺激经济加速增长。



数据来源: Wind

美国季度GDP增速走势图

欧洲经济平稳向好，潜在风险不容忽视

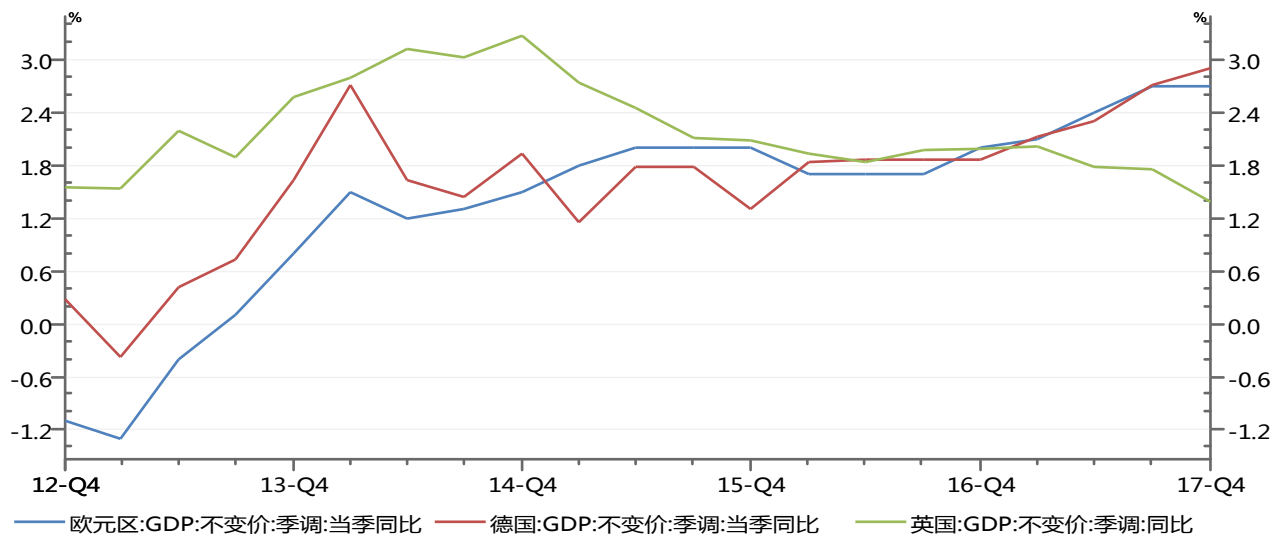
- 欧元区制造业继续呈扩张趋势。1月欧元区工业生产指数同比增长2.7%，德国工业生产指数为5.5%，但增速较2017年放缓。
- 出口大幅上升。1月欧元区出口同比增长9.1%，德国出口猛增8.6%，同是2017年5月以来的新高。再次，就业形势继续向好，1月欧元区失业率维持在8.6%的低位。
- 通胀率仍然比较低迷，1月和2月欧元区CPI分别同比上涨1.3%和1.1%。英国经济基本面形势较好，工业生产和消费保持稳定增长，1月和2月失业率保持在2.35%和2.37%，同期CPI分别同比上升3%和2.7%。

未来欧元区经济增长前景仍较为乐观

- 2017年四季度以来制造业和非制造业PMI均在60左右，显示欧元区未来经济前景向好。
- 德国经济增长平稳，欧元区“火车头”的作用凸显。
- 欧盟与英国就英国脱欧过渡期协议达成一致，这意味着基本已可避免英国“坠崖式”脱欧。英国与欧盟达成过渡协议规定在2020年12月31日之前，英国都可以继续享受欧盟单一市场和关税同盟的好处，这有利于减少英国脱欧对经济的损害。
- 北京时间3月22日，英国央行宣布维持基准利率0.5%不变，维持4350亿英镑资产购买规模不变，均符合预期。未来英国央行按兵不动的可能性较大。

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

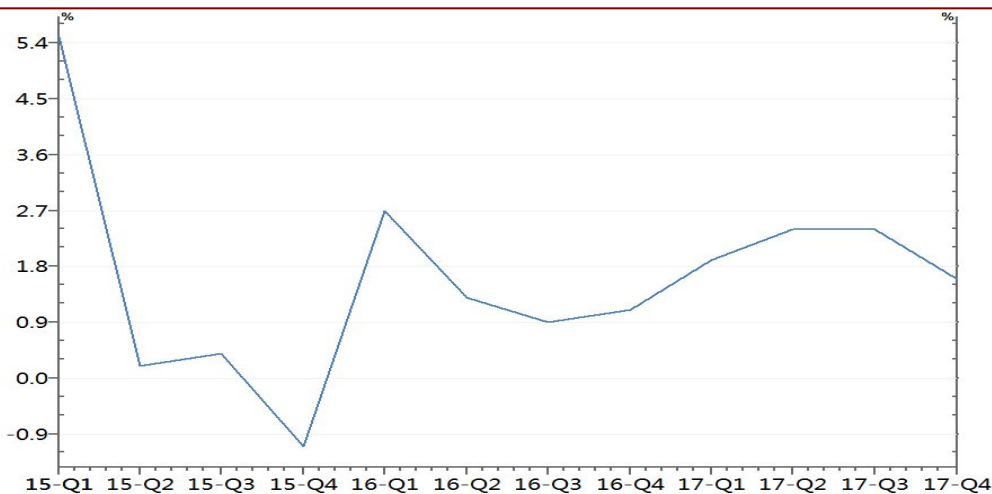
欧元区、德国、英国经济增长走势

出口下滑日元升值，日本经济面临考验

- 出口下滑，进口增长，贸易顺差大幅收窄。2018年2月，日本出口同比增速为1.82%，低于预期的2.8%和前值12.3，是2017年2月以来的最低水平。进口方面，受能源价格和从中国进口的服装价格上升影响，2月日本进口同比大幅上涨16.5%，贸易顺差收窄为34亿美元。强劲出口是近年来拉动日本经济复苏的重要引擎，出口的“陨落”将对日本经济带来重大冲击。
- 居民可支配收入下降抑制国内消费。虽然日本的用工环境有所改善，但整体薪金水平并未出现显著提升，加之近期股票市场大幅下挫降低了消费者信心，日本国内的消费水平有所下降。1月日本零售商业销售额同比增长1.55%，较上月的3.64%出现明显下滑。
- 安倍丑闻再度发酵，日本政治风险大幅提升。去年爆出的安倍夫人曾参与森友学院以1.34亿日元购买评估价值9.56亿日元地皮的事件在近期再度发酵，包括安倍晋三和财政大臣麻生太郎在内的多名自民党内阁成员牵涉其中，导致日本政治风险迅速上升。

日本经济未来展望

- 通缩压力依旧严峻。2018年1月，日本核心CPI同比增速为0.9%，与前两个月持平，但距日本政府期望的2%仍有较大距离。
- 日元升值压力大。受地缘政治紧张局势升级、美国贸易战引发的全球市场不确定性增加等因素影响，日元将面临较大升值压力，这将使得原本萧条的出口雪上加霜。
- 全球央行利率正常化步伐加快背景下，日本超宽松政策恐难持续。
- 安倍丑闻持续发酵或将导致安倍晋三难以在秋季的选举中连任，这将带来股市下跌和日元升值，使得日本经济受到冲击。

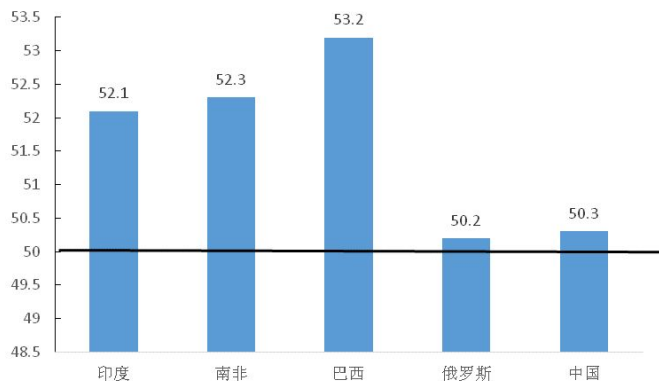


日本GDP增速

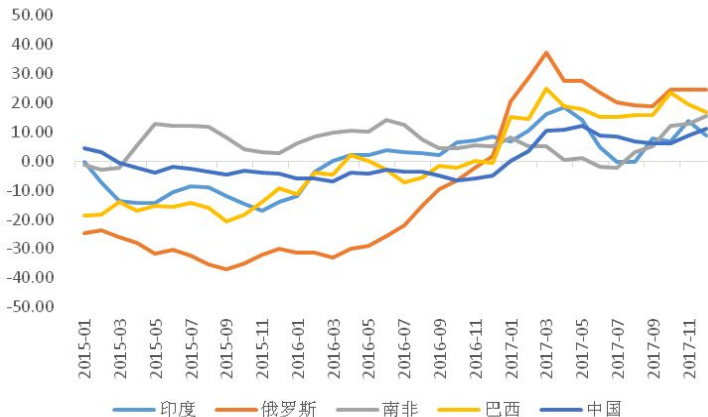
新兴市场逐渐复苏，通胀保持平稳

➤2018年2月，新兴经济体继续维持前期增长趋势。从工业生产来看，2月份印度、南非、巴西、俄罗斯、中国的制造业PMI指数分别达到52.1、52.3、53.2、50.2和50.3，均高于50的荣枯线水平。俄罗斯、巴西等新兴经济体的零售业保持平稳增长，有效拉动了内需。外需方面，在美国、欧元区等发达经济体经济复苏的背景下，部分新兴市场国家出口增长强劲，2月份巴西、中国出口同比增速分别达到11.94%和15.4%。

➤通胀方面，新兴市场国家普遍较为平稳。在相继降息后，巴西、俄罗斯2月通胀与上月持平，同比增速分为维持在2.8%与2.2%；印度和南非CPI同比增速为4.44%和3.83%。特别是印度，通胀率创造了近4个月以来的最低水平，低于此前的市场预期；由于农历春节的错位因素，中国2月CPI有所抬头，但同其他金砖国家相比依旧处于低位。



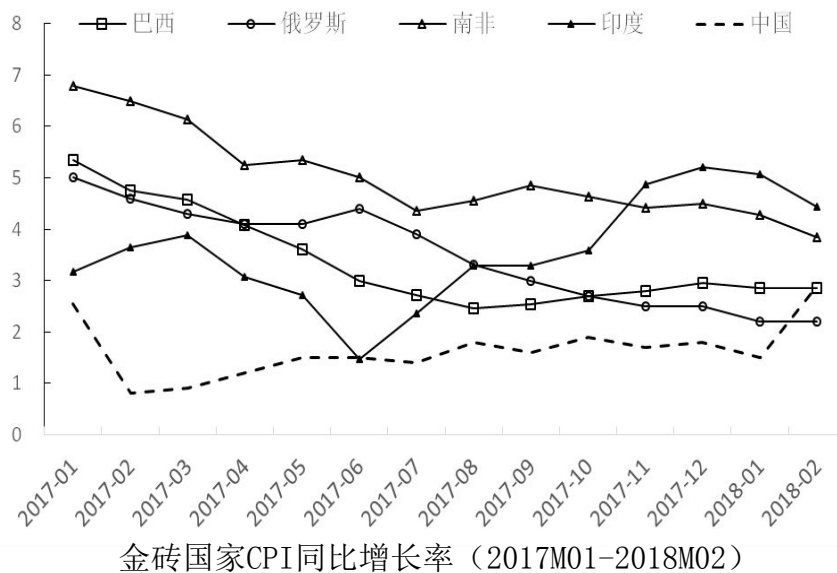
金砖国家制造业PMI指数（2018M02）



金砖国家出口增速（三月移动平均）

新兴市场未来展望

- 目前，巴西、南非和俄罗斯等国外债-GDP占比依然处于高位。特别是巴西，由于巨额财政赤字和不断增长的公共债务，标普及惠誉国际已分别于1月和2月下调了巴西的主权信用评级。如果美元未来继续走强，将进一步加大上述国家偿还压力
- 地缘政治风险有升温趋势。俄罗斯总统普京连任后，将继续推行强势外交政策。随着3月20日英国将23名俄罗斯外交官驱逐出境，俄罗斯与欧美各国之间的紧张局势可能进一步升温。

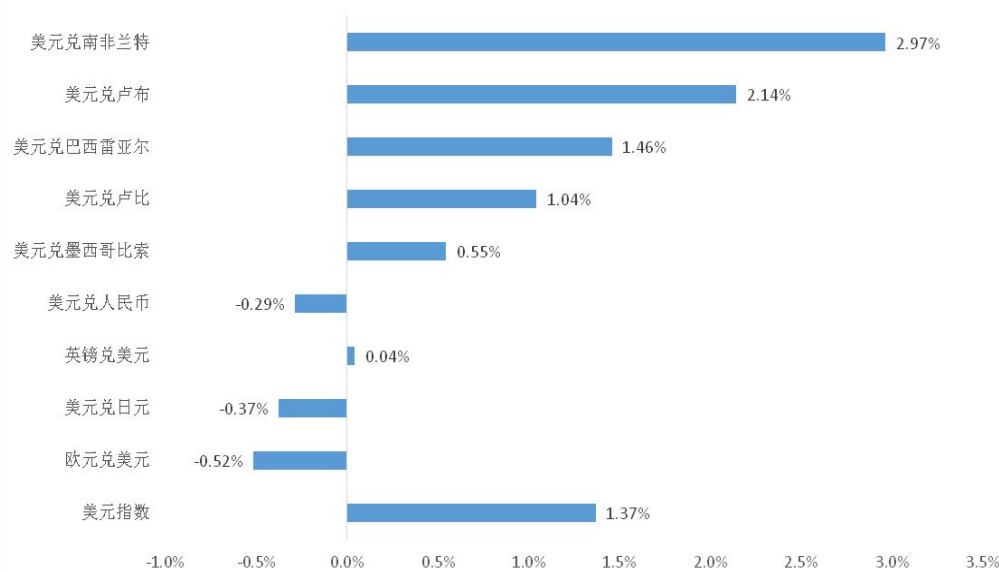


美元指数震荡回升，新兴市场货币贬值

- 美元指数结束下行走势，在震荡中小幅回升。截至3月20日，美元指数报收90.42，较上月同期上升1.37%
- 欧元受升值回调影响，期末兑美元报收1.227，较上月同期小幅贬值0.57%
- 英镑兑美元汇率呈震荡走势，期末报收1.40，小幅升值0.04%
- 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，期末日元兑美元报收106.32，升值0.37%
- 新兴市场货币普遍贬值。期末，南非兰特、卢布、巴西雷亚尔、卢比、墨西哥比索兑美元分别贬值2.88%、2.10%、1.44%、1.03%、0.54%。但人民币小幅升值0.29%。

未来汇率市场展望

➤展望2018年上半年，美国经济前景继续维持乐观判断，欧洲、日本经济回升势头依旧强劲。这将带动发达经济体货币整体呈现升值趋势。随着前期升值预期的逐渐平复，欧元兑美元或将呈现震荡调整态势，日元有望继续保持升值态势。对于新兴市场而言，汇率仍有继续贬值的空间，并需防范因此引发的资本外流。



主要货币汇率变动（2017年3月20日-2018年3月20日）

全球股指继续调整，未来调整概率较大

- 全球股指在经历年初大幅下跌后开始横盘调整，美国股市表现相对亮眼。截至3月20日，纳斯达克指数、标普500指数较2月20日分别上涨了1.8%和0.03%，而同期道琼斯指数下跌0.95%。
- 美国经济持续向好，2月公布的非农就业人数31.3万，远高于市场预期增加20.5万，市场情绪乐观，对美国股市上行起到支撑作用。
- 欧洲STOXX50指数、德国DAX30指数、法国CAC40指数和英国富时100指数分别下跌1.88%、1.44%、0.71%和2.56%。
- 欧洲经济增长不及预期，年初全球股市大幅震荡带来的全球投资者避险情绪急剧上升，2月全球股市止跌后资金寻找新的入场机会，欧洲经济复苏相较美国依旧较弱。
- 意大利产生悬浮议会。作为欧元区第三大经济体的意大利，本次大选未出现大多数党，组阁的延迟将带来新的不确定性。自从英国脱欧以来，欧洲的民粹主义浪潮此起彼伏，对未来欧洲经济发展带来不确定性。

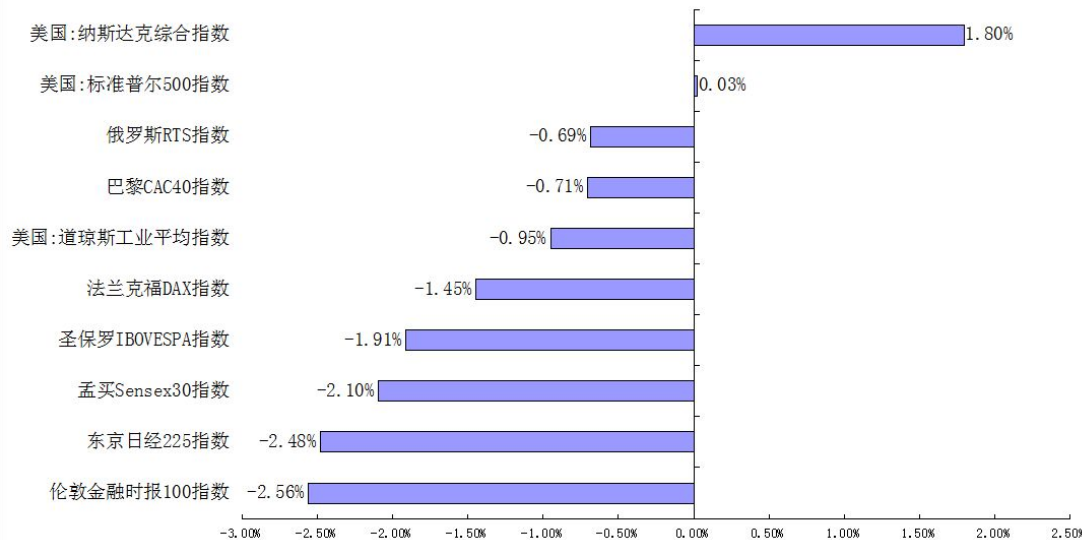
全球股指继续调整，未来调整概率较大

➤ 日经225指数较2月20日下跌2.48%

安倍政府深陷“森友学院丑闻”，日元持续升值等都对日股产生利空。

➤ 印度孟买30指数、巴西IBOVESPA指数、俄罗斯RTS指数较2月20日分别下跌2.10%、1.91%和0.69%。

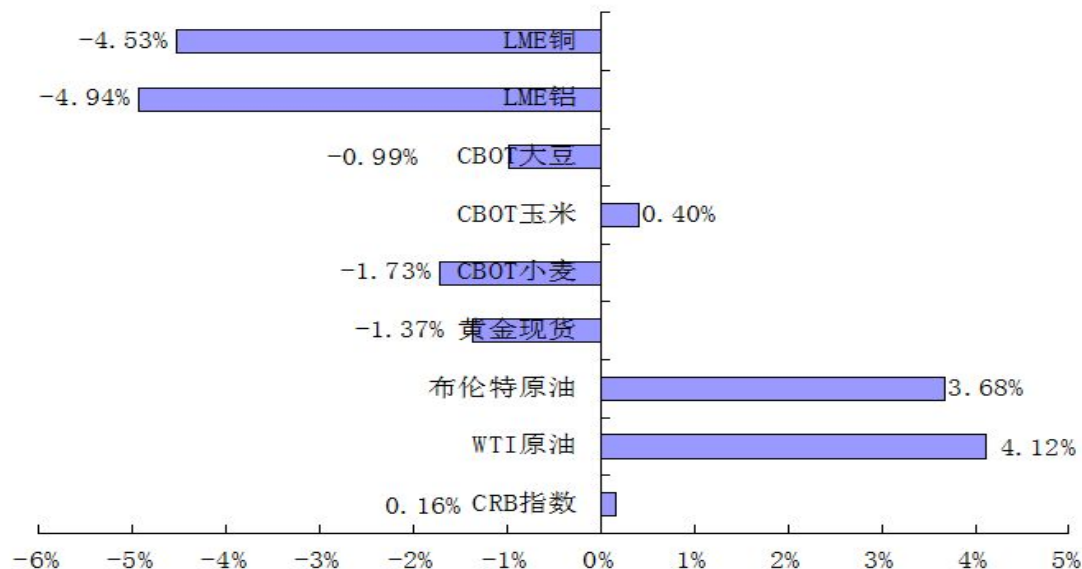
全球经济复苏，大宗商品处于相对高位等因素共同刺激下，新兴经济体主要股指继续回调。



2月20日-3月20日全球主要股指涨跌幅

油价金价持续盘整，未来走势或将分化

- 布伦特原油价格收于67.30美元/盎司，较2月20日的64.91美元/盎司微涨3.68%；WTI原油价格收于60.66美元/盎司，较2月20日的58.26美元/盎司上涨4.12%。
- 页岩油产量迅速增加，美国原油产量在3月初创出新高,达到1036万桶/日，接近全球最大原油生产国俄罗斯的1100万桶/日的水平。
- OPEC在2月的总产量减少了7.7万桶/日，至3218万桶/日，创下了去年4月以来的最低记录，OPEC月报中也对全球经济复苏及减产协议执行支撑油价基本面继续抬升持积极态度。



大宗商品价格变化情况（2018年2月20日—2018年3月20日）

油价金价持续盘整，未来走势或将分化

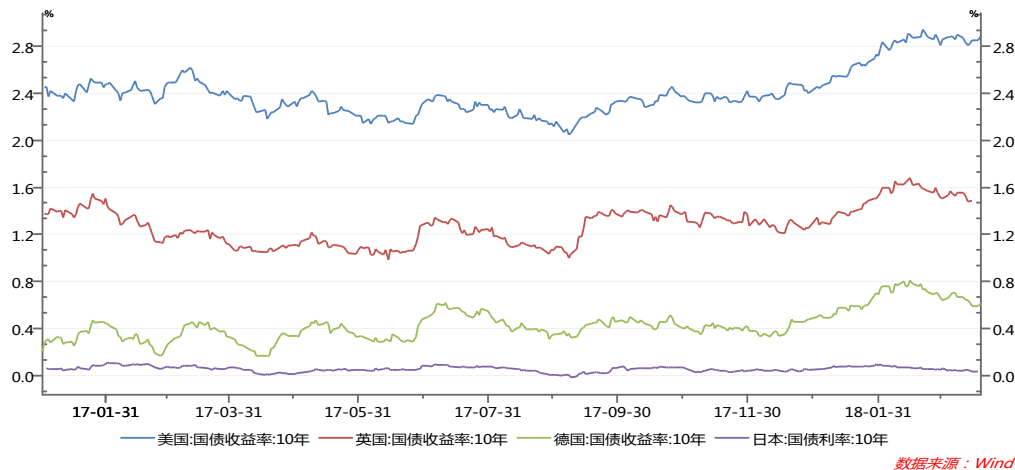
- 3月黄金价格持续小幅震荡，3月20日国际金价收于1310.95美元/盎司，较2月20日的1329.12美元/盎司微跌1.37%。
- 美联储将在3月20日开始为期两天的议息会议，预计将实施今年的首次加息，加息预期使得金价承压。
- 地缘政治风险上升对黄金价格提供关键支撑。意大利大选风波刚刚过去，英俄关系又因外交官遭遇投毒事件而迅速恶化，全球地缘风险升高，再之目前白宫政局不稳，金价受到支撑。
- 展望4月，地缘风险或将持续发酵，美国政局不确定性尚未消除，这些因素将支撑黄金价格走高。此外，黄金价格在美联储议息会议前下跌，会后上涨，似乎已经成为近年来的市场规律，因此，预计4月金价有望回升至1350美元/盎司以上。

全球债市短期回暖，未来收益率或将继续下行

- 美国10年期国债收益率相较2月20日上涨0.01个百分点，同期英国、德国、日本、巴西10年期国债收益率分别下降0.12、0.17、0.03、0.36个百分点。
- 全球经济复苏超预期。尽管2017年四季度大部分发达国家GDP不及预期，但近期数据显示全球经济复苏在增速，美国2月ISM制造指数60.8，预期58.6，2月非农就业人数31.3万，远高于市场预期增加20.5万人，3月13日OECD发布报告全面上调全球经济增速预测，2018年全球GDP增速预测上调0.2个百分点，达到3.9%，全球经济复苏有望迎来加速阶段。
- 欧洲央行宽松货币政策的转向放缓，欧洲中央银行行长德拉吉14日在法兰克福公开演讲中表示，尽管当前欧洲央行对通胀水平在中期达到或接近目标的信心有所增强，但风险和不确定性依然存在。因此，货币政策仍须耐心、坚持和审慎。其表态较为谨慎，低于市场预期，令发达国家长端国债收益率普遍小幅回落。
- 新兴市场受益于美元弱势表现，吸引资金流入，经济状况良好。

全球债券市场预期

➤展望未来，在全球经济复苏的趋势下，3月21日，美联储正式决定将联邦基金利率目标区间上调25个基点到1.5%至1.75%的水平，美国提高对进口钢铁和铝征收高额关税等贸易保护措施或将引爆美国同其他国家的“贸易战”，英国脱欧现重大进展，意大利大选出现悬浮议会政治风险等因素将会共同影响未来国际债券市场走势。预计未来国际债市收益率将会呈现震荡走高趋势。



部分国家国债收益率走势图

特朗普提高进口钢铝关税将损害全球以及本国经济

➤2018年3月8日，特朗普正式签署对进口钢铁和铝征收高额关税的命令，23日正式生效。特朗普此举主要有两方面原因：第一，特朗普的支持者大多来自老钢铁工业区的中西部，特朗普希望通过此举继续获得这些选民的支持，以赢得2018年11月举行的美国中期选举。第二，特朗普税改计划正式实施后，财政赤字将随着减税政策落地而迅速扩张。“贸易战”短期可以显著压缩贸易逆差，增加政府税收来源，使得财政赤字规模有所收缩。

➤“贸易战”将以多种方式影响全球经济，首先通胀加速将打压美国消费者需求，这将转而损害其他经济体的出口。根据彭博经济研究的模型，若美国对进口产品征收10%的关税，而世界其余国家也做出报复，那么与没有关税措施相比，2020年全球经济规模将会缩小0.5%，大约是4700亿美元。同时，2020年全球贸易可能比基准情形低3.7%。

➤对美本国也会有以下三方面的不利影响：第一，原材料价格的提升终将从成本端向需求端转嫁。若各国高筑贸易壁垒，最终会产生类加税效应，抬高终端消费品的价格，引发全球再通胀。第二，美国对钢铁和铝征收高额进口关税会降低相关产业的竞争力。对钢铁和铝征收高额的进口关税可能会提高相关行业（例如汽车行业）的制造成本，导致产品价格上升，降低其出口竞争力。第三，“贸易战”或将影响美元国际货币地位。如果全面开展“贸易战”，美国的贸易逆差虽然会缩小，但全球对美元的需求也会减少，从而影响美元的国际货币地位。

美联储如期加息，预计今年加息仍将为三次

- 北京时间3月22日凌晨，美联储决定将联邦基金利率目标区间上调25个基点到1.5%至1.75%的水平，此举符合市场预期。这是美联储今年以来的首次加息，也是鲍威尔担任美联储主席以来的首次加息。声明指出，美国就业市场已继续增强，经济活动一直都在稳健上升。
- 从美联储公布的利率点阵图可以看出，2018年加息预期不变，加息总次数仍为3次，但2019年的预期加息次数由2次增加为3次，2020年由1次增加为2次。2018年底的预期利率中值仍为2.1%，与去年12月持平。鲍威尔也强调，加息的进度取决于经济的变化。2019、2020年底的预期利率中值分别由2.7%、3.1%上调至2.9%、3.4%，预示着明、后年加息的速度可能加快。
- 从美联储公布的经济预测表中可以看到，美联储上调了美国经济增长预期，下调失业率预期，通胀预期没有改变。GDP增长预期从2.5%上调至2.7%，失业率预期从3.9%下调至3.8%，显示出美联储对经济增长和劳动力市场的信心。核心PCE通胀预期中值仍为1.9%。2017年12月，核心PCE通胀的中心趋势为1.7-1.9%，此次上升至1.8-2%，表明美联储认为今年通胀将温和抬升。
- 美联储3月的加息决议声明符合市场预期。美股、美债出现小幅震荡，此后基本返回至声明公布前水平。

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。