

# 研究报告

2018年第79期

2018.9.3

报告执笔:

宋 玮 郭可为 张静文

邱牧远 杨 光

邮箱:

wei.songcsjr@icbc.com.cn

## 贸易摩擦加剧全球经济分化

### 要点

- 2018年7月以来，全球经济总体延续了前期复苏势头。不同经济体增速有所分化，美国经济基本面继续向好，欧洲经济增速放缓，日本经济出现反弹，主要新兴经济体的经济走势反差较大。
- 国际金融市场持续震荡：美元指数继续走强，美股表现抢眼，国际油价与金价震荡下行，主要国家的国债收益率出现下行。展望未来，美元有望继续延续走强态势，美股将维持相对强势的行情，油价预计将在低位波动，黄金价格有望技术性反弹，主要国家国债收益率可能出现分化。

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。

2018年7月以来，全球经济总体延续了前期复苏势头，但受美国挑起的贸易摩擦加剧、全球货币政策继续收紧及地缘政治风险结构性转换影响，不同经济体增速有所分化，美国经济基本面继续向好，欧洲经济增速放缓，日本经济出现反弹，主要新兴经济体的经济走势反差较大。国际金融市场持续震荡：美元指数继续走强，其他主要经济体货币兑美元呈贬值态势；美国股市表现抢眼，欧洲和日本股市表现一般，新兴经济体主要股指也出现明显分化；国际油价与金价震荡下行；主要国家的国债收益率出现下行。展望未来，美元有望继续延续走强态势，其他主要经济体货币或将持续贬值；美股将维持相对强势的行情，其他主要经济体股市面临下行压力；油价预计将在低位波动，黄金价格有望技术性反弹；主要国家国债收益率可能出现分化。

### 一、全球经济形势分析与展望

#### （一）美国经济复苏势头良好，经贸摩擦威胁未来前景

2018年上半年，美国经济继续强势复苏，前两个季度的GDP季调环比折年率分别为2.2%和4.1%，其中第二季度的增速为2014年第三季度以来的最高值。7月以来，美国经济大体延续前期态势，主要呈现以下特征：一是居民消费增长保持稳健。7月零售季调同比增长6.41%，创下自2012年2月以来的新高。主要原因是劳动力市场的持续复苏和减税效果的释放。二是制造业扩张态势不改。7月份工业总产值季调同比增长3.13%，创下2011年11月以来的新高。ISM制造业PMI为58.1，虽比前期下降，但也显示美国制造业未来前景看好。三是由于制造业复苏以及贸易战压力所迫，美国出口自3月以来大幅增长，每月增速均在9%以上，3至6月分别增长9.41%、9.91%、11.7%和9.77%。四是房地产业依旧保持繁荣态势。经济增长加速、居民收入不断增长促使房地产的需求持续高位。7月和8月的全美住房市场指数分别为68和67，虽然比前期有些下滑，但依然属于2008年全球金融危机之后的较高水平。五是美国劳动力市场愈加接近“充分就业”。7月新增非农就业人口15.7万，失业率为3.9%。六是通胀水平稳步走高，7月CPI

和核心 CPI 分别同比增长2.9%和2.4%，均比前指升高。

展望未来，美国经济有望延续向好态势。主要原因：一是减税政策对经济的刺激作用逐渐释放，提振私人投资持续扩张；二是就业形势不断改善、减税后家庭收入增长推动私人消费保持增长；三是特朗普的基础设施建设计划一旦落地将会刺激美国经济复苏步伐加快。但美国经济面临的风险也值得高度警惕：一是特朗普政府的扩张性财政政策推高了美国的债务风险，美国国债已经遭到多国抛售，显示外界对美国财政状况的担忧。二是特朗普处处强调“美国优先”，不但与中国开展贸易战，还对俄罗斯、土耳其、伊朗等实施制裁，更与欧盟、加拿大等盟国产生贸易摩擦，贸易战的蔓延给美国经济的前景蒙上一层阴影。三是特朗普的前私人律师科恩以及前竞选经理马纳福特分别主动认罪和被定罪，这加大了外界对特朗普赢得总统大选合法性的质疑，也对共和党的中期选举造成不利影响。货币政策方面，美联储8月 FOMC 会议纪要显示，与会官员对未来一段时间美国经济强劲增长很有信心，只要经济增长处于正轨，联储就准备再次加息。这预示美联储在9月加息将是大概率事件，12月加息的可能性也在上升。我们预计美联储明年还将加息两次。

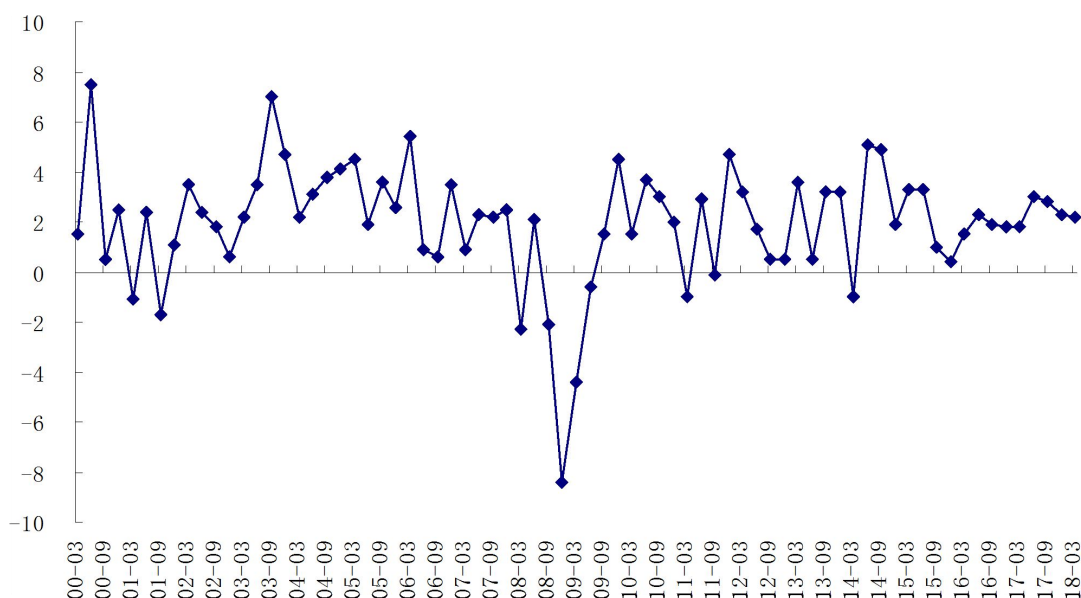


图1 美国季度GDP增速走势图

### （二）欧洲经济增速放缓，未来有望加快复苏

2018年一、二季度欧元区经济整体复苏步伐放缓，二季度环比 GDP 增长从上季度0.4%下降到0.3%，同比增长2.1%，不及一季度2.5%。下半年以来，欧元区经济仍较为萎靡：其一，制造业 PMI 指数继续回落，8月制造业 PMI 指数54.6%，创下21个月新低，工业订单同比下降3.4%。综合 PMI 指数为54.4，低于预期54.5。经济景气度112.1，较上月下降0.2。其二，消费端仍不容乐观，7月消费者信心指数-0.6%，连续第二月呈下降趋势。但就业形势持续改善，7月欧元区失业率8.3%，较上月下降0.1个百分点，维持2009年以来的最低水平。其三，通胀有所上升，2018年7月，欧元区调和 CPI 同比达到2.1%，较上月增长0.1%。货币政策方面，7月26日欧洲央行表示今年内结束量化宽松，但由于经济增速持续放缓，三大利率仍将保持现状。此外，土耳其危机引发民众对欧元区银行业爆发危机的担忧。近期，美国与土耳其关系迅速恶化，双方互相采取一系列的贸易保护主义措施，土耳其货币里拉8月至今已经累计下降50%。包括法国、意大利和西班牙在内多个欧洲国家的银行在土耳其持风险敞口的规模较大，引发了欧元区对欧洲银行业爆发危机的担忧。

展望未来，欧洲经济有望稳步增长。一方面，欧美贸易协议的达成将在未来一段时间内使得欧洲外部环境得到明显改善。7月25日，美欧达成贸易协议，虽然缺乏实质内容，但至少是在解决问题的道路上迈出了一步，欧洲外部环境得以改善，有望带来乐观情绪，暂时稳定经济信心。另一方面，土美贸易战争难以促成欧洲经济危机。在经历了欧债危机以及欧洲银行业危机的洗礼后，欧元区已经具备了相对较强的风险把控能力和经验，并已经建立了相当完善的经济稳定机制，欧元区拥有7000亿元的稳定救助资金，完全有能力控制住局面。

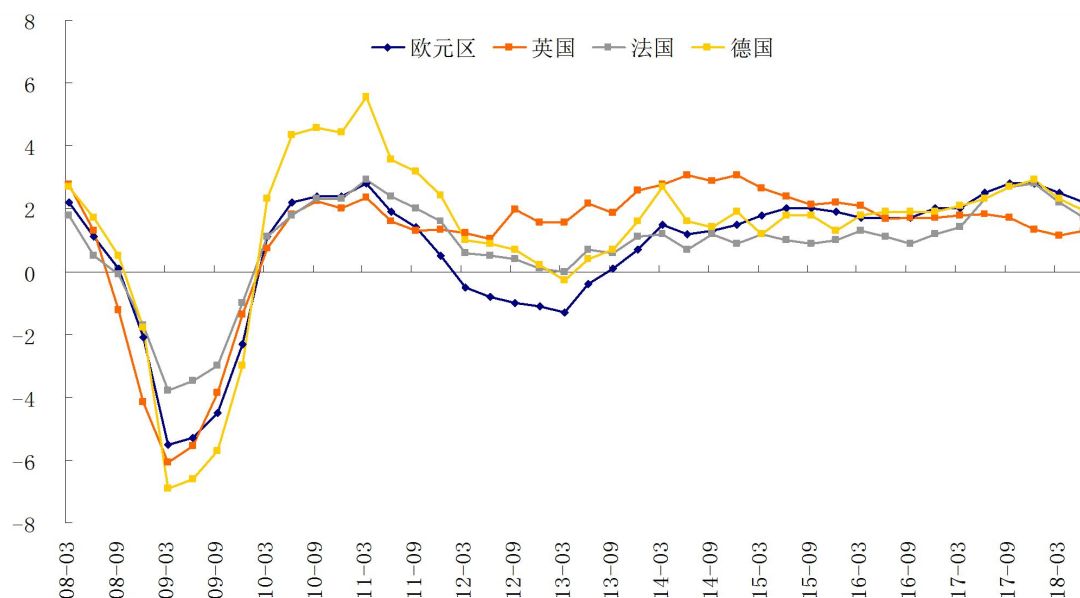


图2 欧元区及主要国家 GDP 增速走势图

### （三）日本经济有所好转，债务风险值得警惕

在经历了一季度的衰退后，日本经济在二季度迎来增长，GDP 环比折年率为 1.9%，高于市场预期。首先，国内消费大幅提振是推动经济增长的主要力量。当前，日本正处于 25 年以来就业环境最好的时期，失业率大幅下降，薪金水平不断提升。受家庭可支配收入增加的影响，日本国内需求旺盛，6 月商品销售额同比增长 3.28%。其次，出口持续低迷，7 月日本出口同比增长 5.7%，不仅远低于去年 10% 以上的增长水平，同今年前 6 个月相比也出现了一定程度的萎缩，电子零部件、设备类商品出口增速进一步放缓。最后，通缩压力依然严峻，7 月日本的核心 CPI 为 0.8%，与 2% 的目标仍有较大距离。在货币政策方面，7 月 31 日日本央行公布了利息决议及经济展望报告，宣称将维持利率 -0.1% 及 10 年国债收益率目标 0% 不变，并将在未来较长一段时间内维持宽松货币政策。但实际上，近期日本央行已经在不断缩减债券购买规模，实际购债规模已经降至 46.5 万亿日元，仅为其公开宣称的 80 万亿日元目标的一半。日本央行这种“名松实紧”的操作可能是为了降低其“收紧”策略对市场的影响。

展望未来，日本经济仍面临内外双重困境。外部困境来自美国的贸易保护



政策。贸易战可能会伤害全球经济，再加上市场避险情绪高企带来的日元急剧升值、股价快速下跌等因素，均会对日本的出口、设备投资、个人消费产生不良影响。虽然美国正在同欧盟和日本就建立零关税自贸区进行磋商，但日美间产业结构的较强相似性将成为重要障碍，如果美国开始实施汽车关税上调等政策，日本的出口必将遭受打击。内部困境来自于日本的高债务风险和老龄少子化社会结构。目前日本央行负债已经超过了 GDP 的 2.5 倍，其持有的 ETF 资产之多也使得日本央行成为 40% 以上上市公司的最大股东。8 月初的日债收益率大幅波动已经展现出日本央行大量持有金融资产的可怕后果。再加上人口老龄化导致的内需疲弱和债务延续困难问题，高负债的日本政府已经面临较大风险，未来应当警惕债务泡沫破裂带来的严重影响。

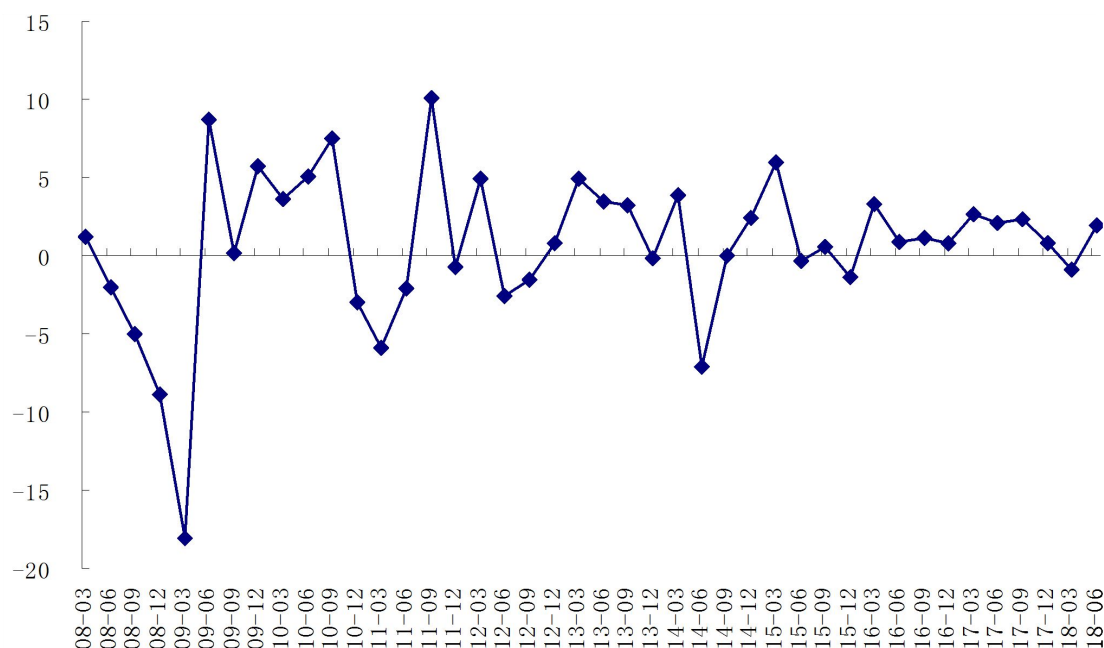


图 3 日本 GDP 环比折年率

#### （四）新兴市场经济分化加剧，汇率风险继续升高

近期，新兴市场经济增长不确定性增加，经济走势明显分化。从国内生产看，7 月印度、巴西、中国制造业 PMI 指数分别达到 52.3、50.5 和 51.2，持续高于 50 的景气线；而南非及俄罗斯工业生产则持续低迷状态。其中，俄罗斯经济受到美国新一轮制裁的影响，制造业 PMI 已连续 3 个月低于 50 的景气水平。

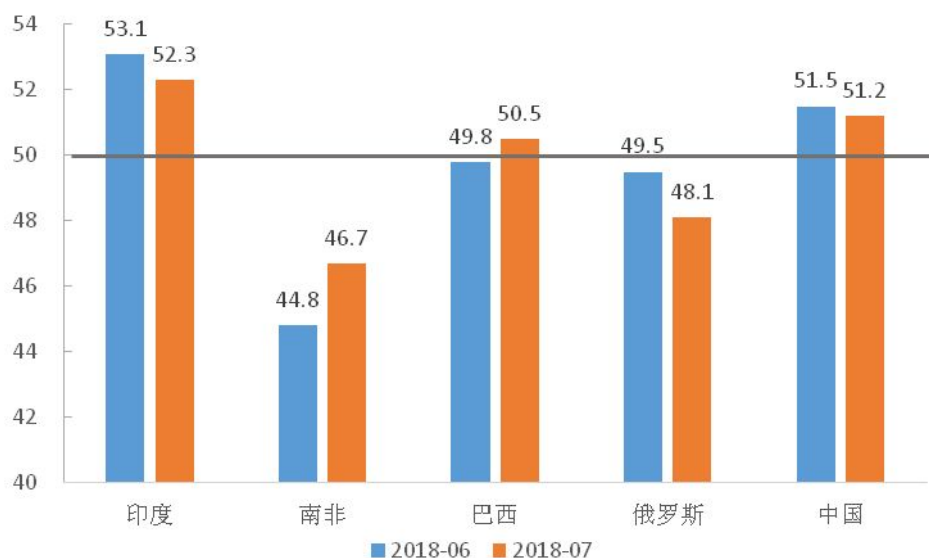


图4 金砖国家制造业 PMI 指数 (2018M07)

出口方面，新兴国家分化也较为明显。随着美贸易制裁效果逐步显现，中国出口同比增速已连续3个月下降；但国际油价和大宗商品价格上涨却支持俄罗斯、巴西及南非出口走强。7月，三国出口三月移动平均增速分别达到30.67%、6.69%和1.76%<sup>1</sup>；受卢比贬值利好因素影响，近三个月印度出口稳步提升，7月末同比增速达到24.25%。

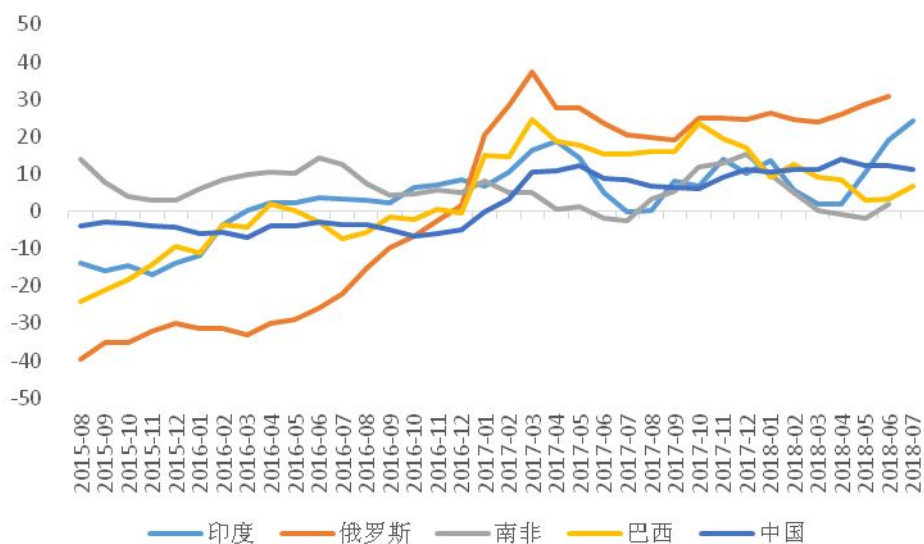


图5 金砖国家出口增速 (三月移动平均)

<sup>1</sup> 截至发稿时，俄罗斯没有公布7月出口数据，以4-6月移动平均值代替。

通胀方面，近期新兴市场 CPI 增速普遍抬头。2018年7月，巴西、俄罗斯、南非、印度和中国 CPI 同比增长率分别为4.48%、2.5%、5.05%、4.17%、2.1%，除中国和俄罗斯外，其他三国通胀连续3个月高于4%，并有继续上升趋势。为抑制通胀，印度储备银行于8月1日宣布上调回购利率0.25个百分点至6.5%，达到两年来的最高水平。若美联储9月采取加息措施，不排除其他金砖国家也采取类似措施应对。

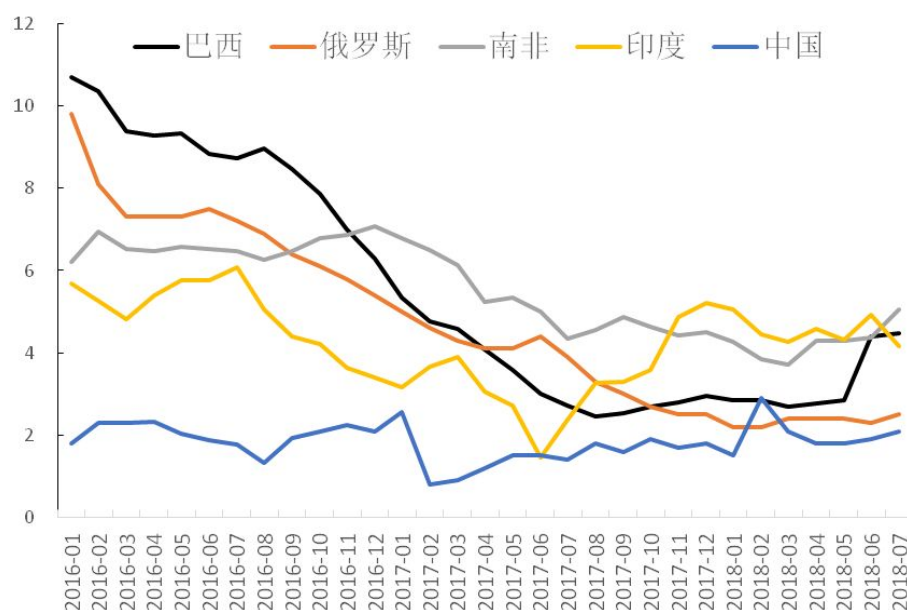


图6 金砖国家 CPI 同比增长率（2016M01-2018M07）

展望未来，政治风险和汇率风险相互叠加，将对新兴市场构成威胁。一方面，霸权主义威胁区域稳定。目前，美国已先后对伊朗、土耳其和俄罗斯发动制裁，使得区域对抗、冲突持续升级。随着原油等国际大宗商品价格继续走高，全球经济增长放缓将对新兴市场经济形成拖累；另一方面，新兴市场货币危机有蔓延、传染风险。从阿根廷、土耳其两国货币危机的成因看，货币财政纪律涣散、高通胀、国际收支失衡与外债问题相互交织，使政府债务不断扩大。在市场避险情绪的带动下，最终形成了两国货币大幅贬值的“明斯基时刻”。尽管两国已通过加息、外汇管制及国际援助使汇率得到稳定，但由于货币危机实为长期矛盾积累的表现，不能排除未来进一步加剧的可能。由于部分新兴国家的



经济结构与财政状况与上述两国有类似之处，在当前全球流动性收紧和避险情绪升高背景下，货币危机或将引发连锁效应。

## 二、国际宏观金融市场回顾与展望

### （一）美元指数震荡上升，新兴市场货币贬值

2018年7月至8月20日，美元汇率继续走强。截至8月20日，美元指数报收95.79，较7月初上涨0.99%。与此相对应，主要发达国家货币兑美元均呈贬值态势，但幅度有所差异。受脱欧协议“难产”影响，英镑兑美元贬值幅度最大。截止2018年8月20日，英镑兑美元报收1.276，较7月初贬值2.78%；欧元则受到欧元区经济复苏放缓的拖累，兑美元报收1.142，贬值1.88%；日元则小幅贬值0.23%，报收110.49。

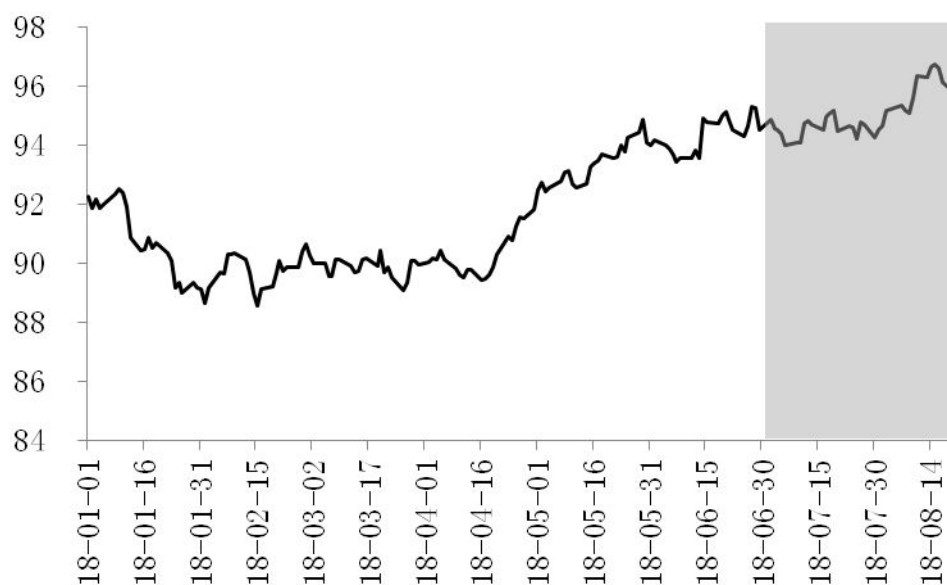


图7 美元指数走势  
(阴影部分为7月1日至8月20日)

多数新兴市场国家货币兑美元也呈贬值态势，较发达国家幅度更大。截至2018年8月20日，巴西雷亚尔、俄罗斯卢布、印度卢比、人民币、南非兰特、阿

根廷比索和土耳其里拉报收3.94、67.18、69.76、6.87、14.47、29.97和6.0，较7月初分别贬值0.96%、7.05%、1.66%、3.87%、5.24%、4.33%和31.43%。特别是土耳其里拉，今年以来已累计下跌40%以上，使货币危机愈演愈烈之势。而受大选进程顺利及国际油价攀升的影响，近期墨西哥比索兑美元有所升值。2018年8月20日，墨西哥比索报收19.03，较7月初升值5.24%。

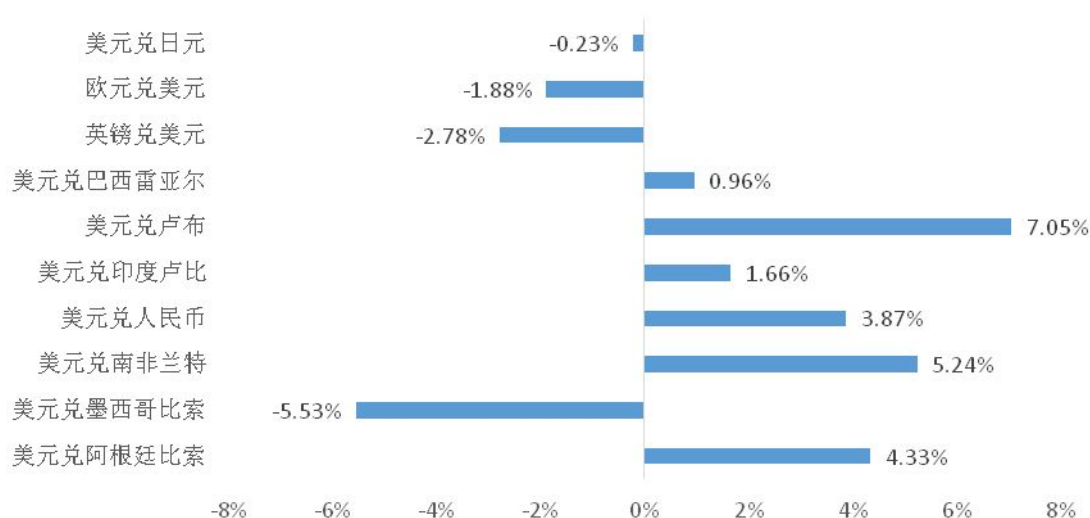


图8 主要货币汇率变动（2017年7月1日-2018年8月20日）

展望未来，随着美国经济持续景气和通货膨胀率小幅抬升，市场普遍预期美联储将在9月加息。这会加速美元资产回流，支持美元继续小幅走强。在此背景下，新兴市场货币或将持续贬值。应特别关注阿根廷、土耳其等国货币危机进展，并警惕其向其他新兴国家蔓延。对发达国家而言，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月欧元将继续小幅贬值；尽管日本和英国近期经济基本面较为平稳，但在美元反弹周期下，日元、英镑汇率的双向波动将有所加大。

### （二）美股创下最长牛市记录，新兴市场股市下挫

7月以来，全球股市出现大分化。美国股市表现抢眼，于8月22日创下有史以来最长牛市。欧洲和日本股市表现一般。新兴经济体中的印度和巴西股市涨幅居前，俄罗斯、土耳其等国股市表现低迷。截至8月20日，MSCI 全球指数较7

月初上涨1.98%，MSCI 发达市场指数上涨2.68%，MSCI 新兴市场指数下跌3.35%。

7月以来美国三大股指继续上行。截至8月20日，道琼斯工业指数、标普500指数、纳斯达克指数较7月初的涨幅分别为6.13%、5.1%和4.14%。美股表现强势的主要原因：一是美国经济复苏动力强劲对美股形成提振。前两季度美国实际GDP实现较快增长，失业率创下18年来的新低，美国经济的繁荣刺激投资者乐观情绪上升。二是美联储8月议息会议重申渐进加息的路径，美元回流的趋势短期内不可逆转，资金面充沛推动美股不断走高。三是苹果、亚马逊、微软、奈飞等高科技企业的股票受到市场资金的追捧，特别是苹果公司成为美国首家市值突破一万亿美元的公司，个股创下历史新高的同时也拉动美股三大指数持续走高。展望后市，美国经济形势向好、政策红利释放对美股形成利好，但美国同中国、欧盟等开展“贸易战”、特朗普“通俄门”事件持续发酵，恐对美股前景不利。综合考虑，预计美股将维持相对强势的行情。

7月以来欧洲股市比较平淡。截至8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7月初的涨跌幅分别为1.11%、0.21%、1.05%和-0.6%。欧股平淡的主要原因包括：一是土耳其形势急剧变化令欧洲股市承压。由于土耳其近期爆发金融危机，欧洲对土耳其的投资最多，银行业风险敞口占比最高，因此市场担忧欧洲受土耳其牵连爆发银行业乃至债务危机，欧股受其影响大幅走低。二是欧洲经济复苏动力略显不足，企业有缩减投资和招聘计划的迹象，经济前景不明朗令市场投资者风险偏好下降。三是美国不断挑起贸易战令欧盟难以独善其身，特朗普于8月21日再次表示要对欧盟进口汽车征收25%关税导致相关指数和股票上涨乏力。展望未来，考虑美欧贸易战前景堪忧、欧洲经济缺乏动力、中东地缘政治形势难以好转都对欧股形成不利影响。

7月以来日本股市低迷不振。截至8月20日，日经225指数较7月初下跌0.47%。主要原因在于外围股市走低，劳动者收入上涨迟缓等。展望下一阶段，通缩问题依然没有大幅改善的迹象出现，日本经济前景并不十分明朗，但日元保持弱势有利于日本企业扩大出口，日本央行继续维持超宽松货币政策也将利好股市。

7月以来，新兴经济体股指出现分化，受地缘政治风险和美联储收紧货币政

策等因素影响较大的国家，如土耳其、俄罗斯等国股市出现大幅下滑。而经济形势改善，远离地缘政治风波的国家股市上扬。截至8月20日，印度孟买30指数、巴西 IBOVESPA 指数、俄罗斯 RTS 指数、土耳其伊斯坦堡 ISE100指数较7月初的涨跌幅分别为8.06%、4.9%、-7.7%、-6.56%。展望未来，发达经济体收紧货币政策、地缘政治形势恶化将对新兴经济体股市形成打压。

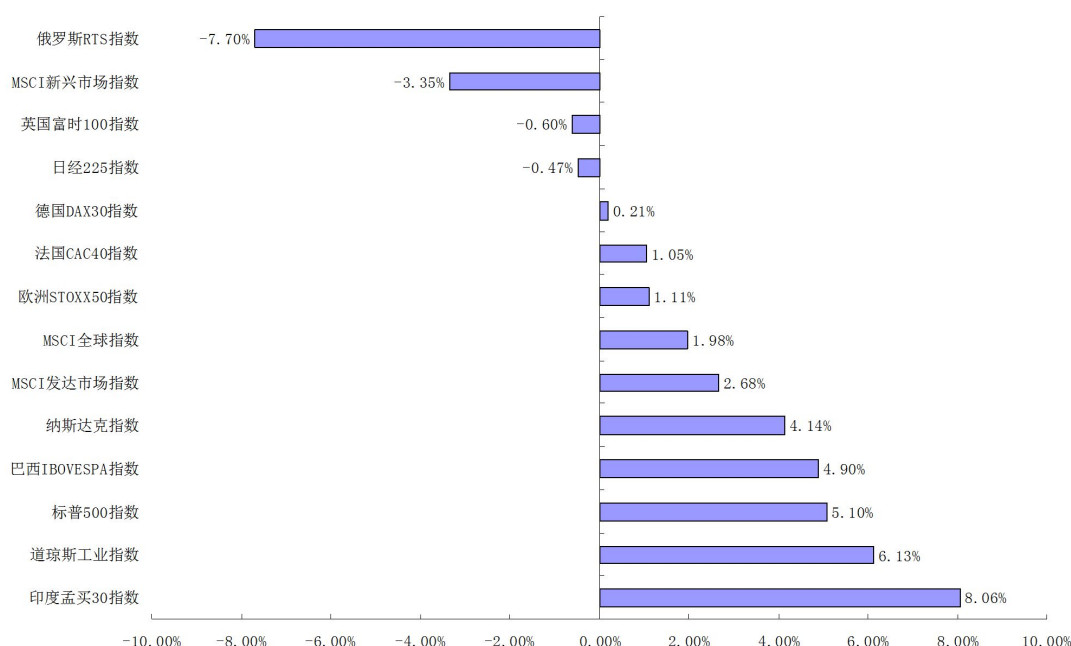


图9 2018年以来全球主要股指涨跌幅

### （三）国际油价震荡下行，黄金价格持续走低

8月，国际油价在多重利空因素影响下震荡下挫，截至8月20日，布伦特原油价格收于72.44美元/桶，较7月1日的77.49美元/桶下跌6.97%；WTI原油价格收于64.67美元/桶，较7月1日的69.54美元/桶的近期高点下跌7.53%。这一轮油价下跌蕴含着基本面和供需两个层次的逻辑。从基本面来看，贸易战是全球经济长期下行风险的重要来源，土耳其汇率崩溃则是近期主要的利空因素。投资者由于担忧全球经济，尤其是新兴市场经济下行，会带来原油需求的减少，导致原油价格承压下行。在供需层面，为了弥补伊朗供给缺口，OPEC已经开始恢

复生产，加上美国 EIA 原油库存超预期大幅增加，导致原油供给大幅上升，油价下行。此外，近期美元不断走强也使得原油价格受挫。展望未来，全球贸易摩擦将持续较长时间，原油供给增加的滞后效应也会逐渐显现，油价短期压力依然存在，预计将在65美元/桶-75美元/桶区间波动。

8月，国际金价加速下行，截至8月20日，黄金现货价格跌至1190.2美元/盎司，较7月1日的1241.5美元/盎司下跌4.31%。一方面，强美元使得黄金承压。8月中旬，美元指数已达到96.99的年内高位，黄金价格也在同期跌至年内最低的1160美元/盎司。另一方面，近期黄金交易存在一定的超卖现象。截至8月20日，黄金空头所持有的总合约水平已经升至21.5万手，黄金空头数量更是连续九周增加，如此极端的持仓水平也是导致金价超跌的重要原因。展望未来，黄金价格短期有望迎来技术性反弹，到9月美联储议息会议后或将回升至1300美元/盎司以上。

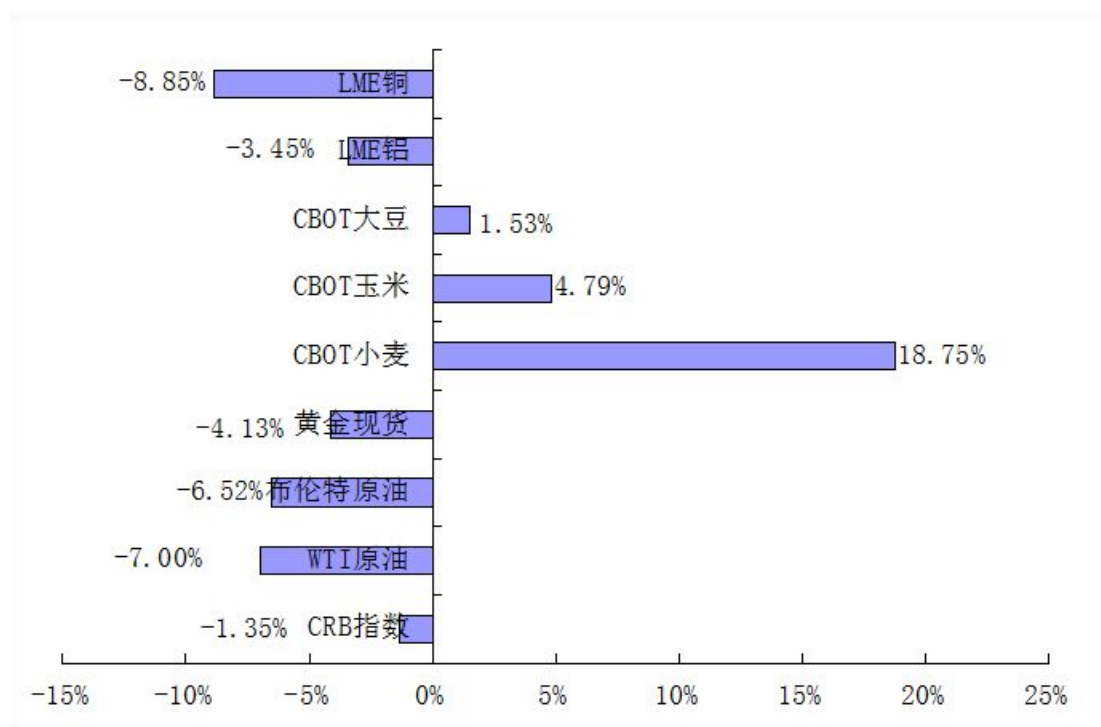


图 10 大宗商品价格变动

#### (四) 土耳其爆发货币危机，国际债券市场迎来回调



2018年7月底，日本央行将日债长端利率维持在较高水平，受此影响，其他主要发达国家国债长端收益率均普遍上行，随后爆发土耳其货币危机，对欧元区银行业造成负面影响，全球主要发达国家国债收益率呈现下降趋势。截止2018年8月20日，美、德、法10年国债收益率同比下降0.07%、0.01%和0.12%，日、英10年其国债收益率上升0.06%、0.09%。随着土耳其危机继续发酵，美元指数维持高位，部分新兴国家货币承压，截至8月20日，巴西、印度、土耳其10年期国债收益率同比增长0.92%、0.05%和3.23%。美债收益率在本月中呈现上涨后大幅下降态势，其主要原因有：美国经济继续引领全球叠加日债长端收益率走高，美债收益率短期上行。7月23日，日本央行进行固定利率购债操作，以0.11%的利率水平无限量买入10年期日本国债，日本10年国债收益率随后大幅上行，受日债长短收益走高带来的全球货币紧缩不确定性影响，美国国债收益率随后大幅上涨，8月1日10年美债收益率达到3.0%，创近3月新高。随后，特朗普宣布对土耳其加倍征收钢铝关税，美土关系进一步恶化，当天土耳其货币里拉单日下跌20%，10年期债券收益率率大幅飙升至20%。受土耳其货币危机影响，欧洲银行业可能受到冲击，欧元区等发达经济体国债收益率随之下降。

展望未来，中美将重启经贸谈判，中美贸易关系有望得到缓解，同时美失业率依旧处于极低水平，预计未来美债收益率上升概率较大。欧洲银行业受土耳其危机影响风险敞口增大，预计欧洲主要国家国债收益率将有所下降。日本受外部环境影响较小，考虑其回购操作的延续性，预计日本国债收益率仍将维持在目前高位震荡。新兴市场方面，土耳其危机持续发酵，美元指数继续维持高位，部分新兴市场国家货币承压，随后阿根廷与印尼宣布加息，预计新兴市场国债收益率将进一步上涨。

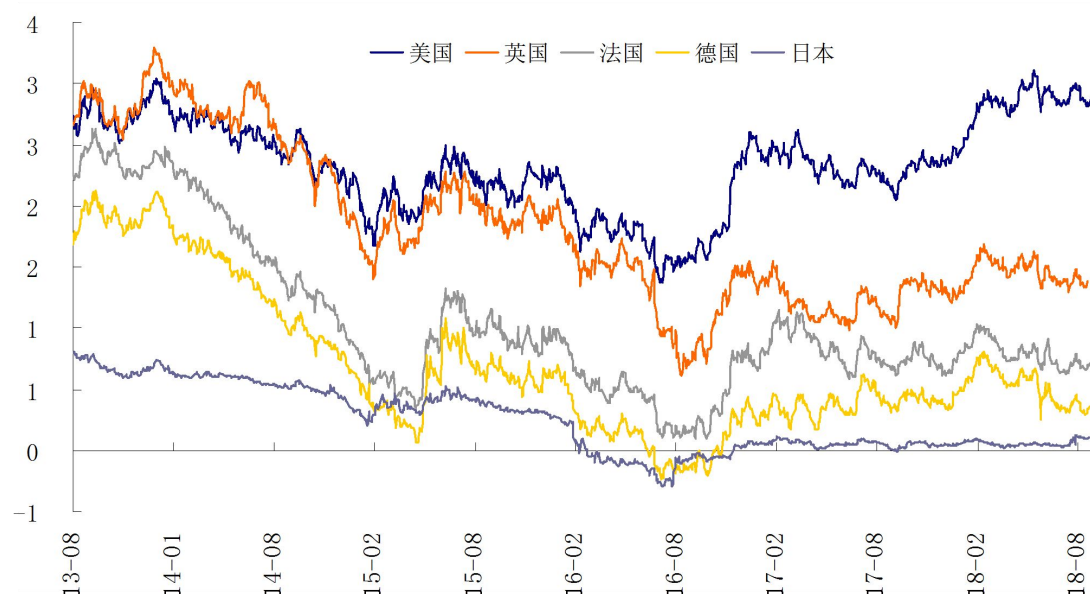


图 11 主要国家 10 年期国债收益率走势图

### 三、国际新形势下我行关注点及策略建议

——密切关注中美贸易战进展。8月23日，中美互相对第二批160亿美元产品加征25%关税正式生效。中资银行应有充分的思想准备，做好风险防范预案。一是及时梳理对美出口及上下游的企业客户，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，从而加大对本行的违约风险；二是高度重视在美机构的合规风险，同时密切跟踪特朗普政府放松金融监管的政策动向，寻找潜在的业务拓展机会；三是及时优化美元与非美元资产、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。

——警惕土耳其等新兴市场国家金融市场动荡带来的影响。近期，土耳其里拉连续大跌，部分新兴市场货币汇率也大幅波动，欧洲的银行业和债务风险也在升高。在美联储年内大概率再次加息两次的背景下，强美元短期难以转弱，新兴市场年内将持续面临资金流出、货币贬值的压力。本行境外机构应积极调

---

## 贸易摩擦加剧全球经济分化

---

整风险较大的新兴市场经济体的资产配置；密切关注欧元资产的变化趋势，加强相关客户信用风险、流动性风险的摸底排查；高度关注新兴市场货币和欧元的汇率波动，预先最好汇率风险的管理和对冲。