

研究报告

2018年第101期

2018. 11. 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

全球经济动力趋缓 市场避险情绪高涨 ——2018年11月国际宏观经济金融走势分析及未来展望

要点:

➤ 2018年10月至11月中旬，受贸易摩擦愈演愈烈、美联储继续加息及英国脱欧的影响，全球经济增长有所放缓，美国经济面临拐点，欧洲和日本经济增速持续放缓，主要新兴经济体的经济走势分化较大。

➤ 避险情绪高涨，致使国际金融市场大幅震荡：美元指数震荡走高，全球股市整体低迷，国际油价持续下挫，黄金价格震荡微升，主要国家国债收益下跌。展望未来，美元有望继续延续走强态势，非美及新兴市场货币将继续前期贬值态势；全球股指前景均不容乐观。预计年底前油价将低位震荡小幅反弹；金价或将在1160美元/盎司-1200美元/盎司区间震荡；美债收益率短期内或将有所反弹。

全球经济形势回顾与展望

➤2018年10月至11月中旬，受贸易摩擦愈演愈烈、美联储继续加息及英国脱欧的影响，全球经济增长有所放缓，美国经济面临拐点，欧洲和日本经济增速持续放缓，主要新兴经济体的经济走势分化较大。

➤避险情绪高涨，致使国际金融市场大幅震荡：美元指数震荡走高，全球股市整体低迷，国际油价持续下挫，黄金价格震荡微升，主要国家国债收益下跌。展望未来，美元有望继续延续走强态势，非美及新兴市场货币将继续前期贬值态势；全球股指前景均不容乐观。预计年底前油价将低位震荡小幅反弹；金价或将在1160美元/盎司-1200美元/盎司区间震荡；美债收益率短期内或将有所反弹。

美国经济面临拐点，未来前景不容乐观

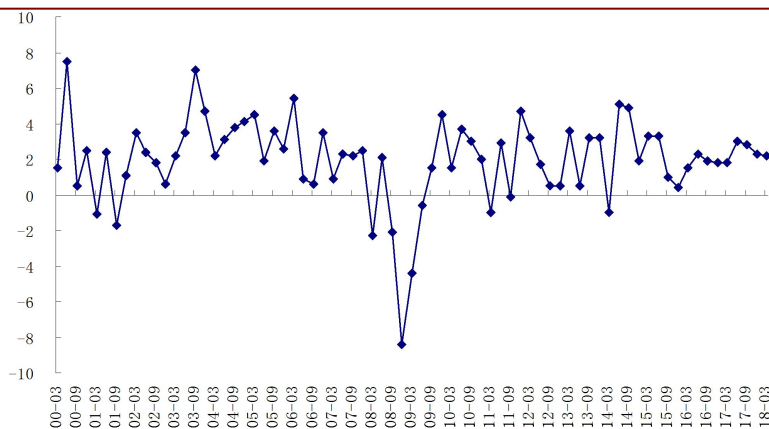
➤2018年三季度，美国经济增势良好，GDP季调环比折年率为3.5%，优于预期和2.5%的美国经济潜在增速，但已经出现见顶迹象。

➤具体细化来说：第一，私人消费增长步伐较前期放缓。劳动力市场的不断改善推动居民消费持续增长，但近期数据有所放缓，9月和10月零售同比分别增长4.21%和4.57%，增速明显慢于今年3月至8月的增速。第二，制造业增长后继乏力。美国10月工业总产值季调同比增长2.67%，远逊于9月4.14%的同比增速。9月制造业新增订单同比增长7.39%，弱于8月8.48%的增速。10月ISM制造业PMI仅为57.7，较8月的61.3和9月的59.8出现明显下滑。第三，出口高速增长未能持续。随着能源价格的不断上行，今年以来美国出口保持较快增长，前9个月均保持5%以上的增速，但8月和9月的增速明显低于3月至7月的增速。第四，目前美国劳动市场已基本处于“充分就业”，继续改善的可能性较小。当前美国失业率降至近50年来的最低点，10月与9月一样，同为3.7%，非农就业人口增加25万人，远超预期，时薪同比增速也创下近九年半的新高。第五，通胀指标持续维持在美联储的目标之上。汽油、汽车和住房价格上涨推动美国10月CPI走高至同比2.5%。剔除能源和食品的10月核心CPI虽不及前值，但依旧高于美联储设定的2%的通胀目标。

美国经济未来展望

➤展望未来，我们认为美国经济仍有望继续温和增长。主要原因在于：一是减税对私人消费和投资的刺激作用仍将持续一段时间，圣诞季的到来也将拉动消费的增长。二是中美贸易摩擦短期出现缓和迹象也有利于提振美国经济。三是消费对美国GDP贡献率超过七成，劳动力市场的持续繁荣会强化消费的拉动作用。

➤从近期经济数据看，美国经济复苏势头强劲，美联储在12月加息的可能性很高。



美国季度GDP增速走势图

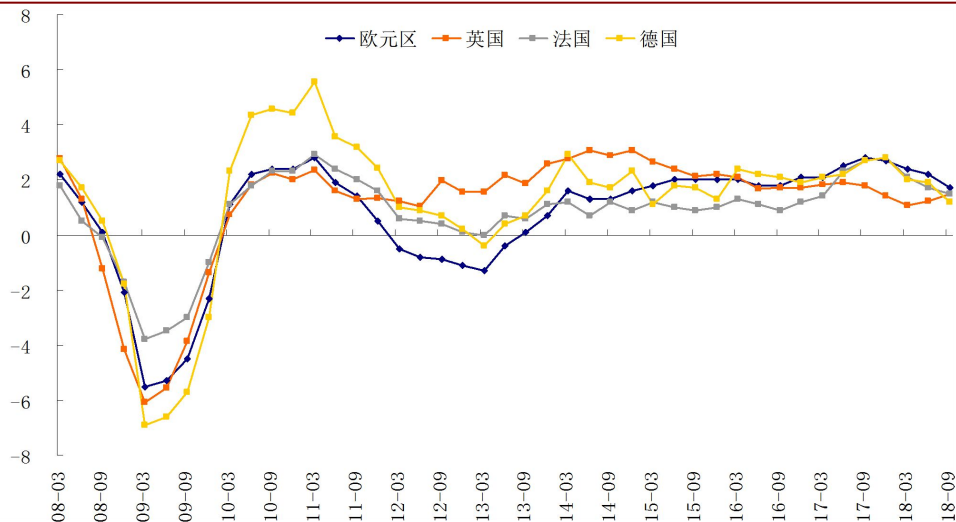
欧洲经济仍将继续承压，英国脱欧风险增大

➤受到全球经济增长放缓、内部政治局势不稳定、德国经济势头减弱、意大利预算案风波升级等多重因素影响，欧洲经济增速明显放缓，三季度欧元区GDP同比增长1.7%，明显低于二季度2.2%。

➤2018年10月以来，欧洲经济继续放缓，体现在：其一，德国和法国制造业均回落，导致欧元区制造业PMI持续回落，10月制造业PMI52.1%，创20个月以来最低水平；其二，服务业PMI53.3%，进一步创下新低。经济景气小幅回落，11月Sentix投资信心指数8.8，德国景气指数111.2，均呈下降趋势。其三，消费者信心持续低迷，欧元区11月消费者信心指数初值-3.9，连续6个月为负值。不过就业形势持续改善，9月欧元区失业率为8.1%，继续维持2009年以来的最低水平。随着油价的上行，欧元区通胀小幅上升，10月调和CPI同比增2.2%，高于上月的2.1%，继续高于央行2%的通胀目标。货币政策方面，此前欧洲央行9月政策利率会议决议维持三大利率和购债规模不变，继续坚持12月底结束QE，重申将保持利率不变至少至2019年夏天。英国10月CPI同比增2.4%，不及预期2.5%，与前值持平，核心CPI同比增1.9%，前值1.9%。2018年以来，英国CPI与核心CPI同比增速趋势下滑，8月以来稍有回调，烟草、交通、娱乐、教育成为通胀的主要支撑。

欧洲经济短期内难有显著好转

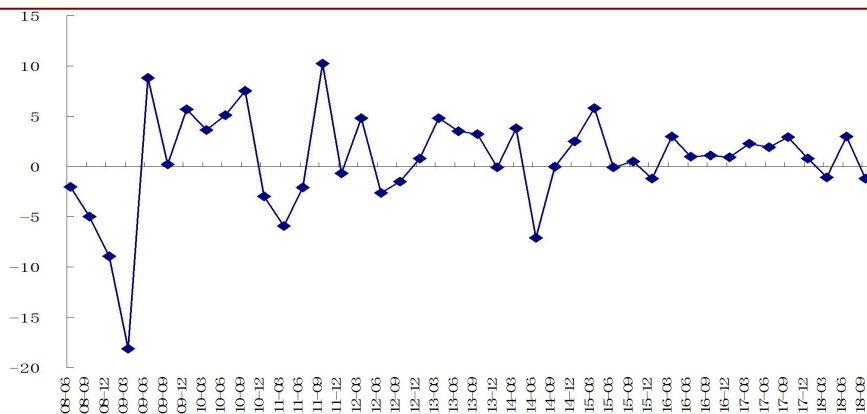
- 受全球贸易大环境影响，欧洲经济领头羊德国三季度出现2015年第一季度以来的首次萎缩，将会拖累欧元区增速。
- 预算案遭欧盟否决后，意大利并未修改预算目标，欧盟委员会不排除对意大利进行制裁，双方互不让步的局面难以打破。
- 英国方面，11月25日欧盟正式通过英国脱欧协议草案，尽管仍需获得英国国会议员投票才能最终通过该协议，但无协议退欧风险正在消退，预计未来英国经济或有好转。预计2018年和2019年欧元区经济增速分别放缓至2.0%、1.9%。



英国、欧元区及主要国家GDP走势

灾害冲击日本经济，复苏势头再度趋缓

- ▶ 今年夏季以来，日本接连遭遇酷暑、暴雨、台风、强震等自然灾害，经济增长受到拖累，三季度日本GDP环比折年率为-1.2%，再次出现负增长。首先，消费水平明显下降。
- ▶ 消费者因恶劣天气减少了外出游玩和用餐次数，餐饮、娱乐、旅游等行业受到较大影响。
- ▶ 灾害导致蔬菜减产，物价提高，对消费形成抑制作用。三季度日本个人消费环比下降0.1%。其次，出口持续低迷。9月和10月日本月出口额同比增速分别为1.85%和5.31%，较今年上半年出现明显下滑。主要原因除了亚洲的智能手机零部件需求增速放缓外，还有台风“飞燕”导致的关西机场停运，以及西部地区暴雨导致的工厂停工等。



日本GDP环比折年率

日本经济未来展望

- 展望未来，日本经济下行压力将不断增大。
- 虽然日本一直积极推动多方贸易谈判，但美国贸易政策的高度不确定性及日美间存在的贸易分歧将给日本带来一定风险。
- 日本央行长期以来推行超宽松货币政策以提升通胀水平，目前看来收效甚微，且给日本带来了沉重的债务负担。
- 日本自实施安倍经济学后，就业人数以每年50万人的速度增加。如果失业率持续现在的下降水平，几年后日本的劳动供给将接近触顶，亟需释放潜在劳动力。但日本目前潜在劳动力中多为65岁以上老人和已婚女性，存在工作时间、工作技能和工作意愿方面不匹配的问题，从中长期来看，劳动力不足将成为日本经济面临的重要问题。预计2018年日本经济增长率为1.1%，2019年增长率放缓至0.9%。

新兴市场经济表现各异，通胀进入上升通道

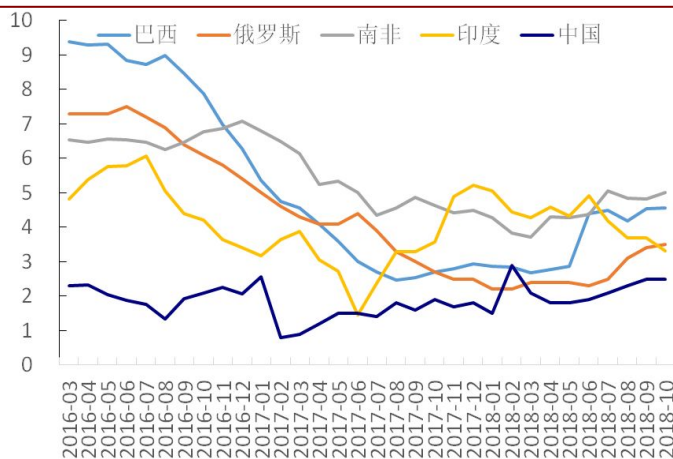
➤近期，新兴市场国内经济分化态势明显。10月，南非制造业PMI继续下跌至45.2，大大低于50的荣枯线水平。中国也降低0.6，达到50.2的临界水平，显示经济下行压力增大。

➤印度、巴西和俄罗斯10月制造业PMI分别达到53.1、51.1和51.3，较上月增加0.9、0.2和1.3，显示出经济持续向好的信号。出口方面，印度、俄罗斯、南非、巴西、中国10月出口同比增速分别达到33.35%、24.8%、11.23%、16.63%和13.4%[截至发稿时，俄罗斯没有公布7月出口数据，以9月数据代替。]。

➤从出口同比三个月移动平均显示的情况看，新兴国家出口依然强劲。特别是中国在贸易摩擦的外部环境下，出口并未大幅缩减，显示出口具有一定韧性。通胀方面，新兴市场总体呈上升态势。2018年10月，巴西、俄罗斯、南非CPI同比分别为4.56%、3.5%、5.0%，较上月分别提高0.03、0.1和0.17个百分点。由于食品价格持续下降，印度10月份CPI同比仅为3.31%，达到2017年11月以来的最低水平。中国CPI同比与上月持平。

新兴市场未来走势

►展望未来，新兴市场经济运行将基本维持稳定，但依旧面临全球经济增长放缓、美联储加息、贸易保护主义和地缘政治等因素的挑战：其一，霸权主义威胁区域稳定。美国已先后对伊朗、土耳其和俄罗斯发动制裁，使区域对抗、冲突持续升级；其二，贸易摩擦将继续给新兴市场出口带来负面影响。特别是2019年美对中国关税制裁幅度和范围将进一步扩大，对年内双方乃至全球经济都将产生不利影响。新兴市场国家普遍处于全球制造业的中下游，经济受到贸易波动影响更大；其三，新兴市场货币危机有蔓延、传染风险。从目前来看，年内土耳其、阿根廷等国爆发的货币危机并未在新兴市场中蔓延，但在全球贸易放缓、经济增速回落的持续压力下，未来可能引发新兴市场经济的进一步波动。



金砖国家CPI同比增长率（2016M03-2018M10）

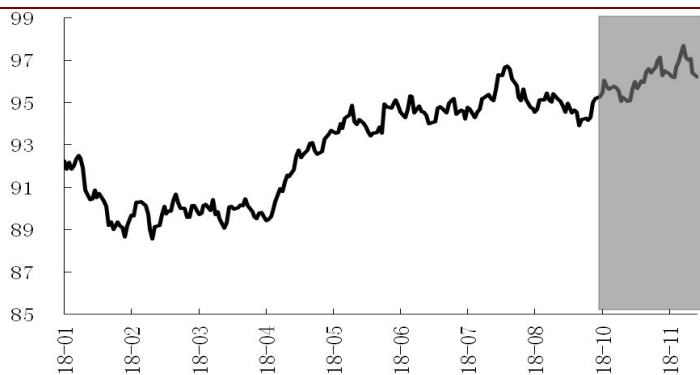
美元指数震荡走强，新兴货币表现分化

➤2018年10月至11月，受美联储加息及美国经济增长强劲助推，美元指数在震荡中走强。截至11月19日，美元指数报收96.21，较10月初上涨1%。同日欧元兑美元报收1.14，较10月初贬值1.5%；英镑兑美元报收1.29，贬值1.4%；美元兑日元报收112.73，日元小幅升值0.9%。

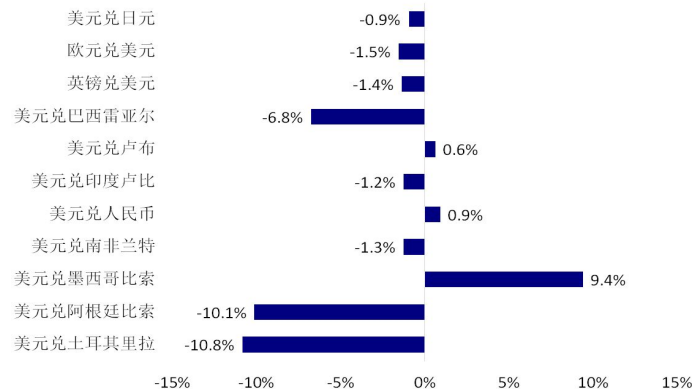
➤新兴市场货币兑美元涨跌不一。截至2018年11月19日，卢布、人民币和墨西哥比索分别报收66.0、6.92和20.41，较10月初分别贬值0.6%、0.9%和9.4%，反映美国加息背景下对美元需求的增加；巴西雷亚尔、印度卢比和南非兰特兑美元小幅升值，报收3.75、71.9和13.9，较10月初升值6.8%、1.2%和1.3%；受前期超跌回调影响，阿根廷比索和土耳其里拉近期呈升值态势。期末报收36.26和5.32，较10月初升值10.1%和10.8%，货币危机风险有所缓解。

未来汇率市场展望

➤展望未来，市场普遍预期美联储将在12月加息，或将带动美元在2018年内继续小幅升值。但随着欧央行今年12月份退出量化宽松及日本央行货币政策逐渐趋紧，预计2019年美国和其他发达经济体的利差将逐步减小，使美元面临贬值压力。与此相对，欧元、日元、英镑或小幅升值。特别是近期英国与欧盟就脱欧协议达成了草案，减轻了“硬脱欧”给英国经济带来的压力，使英镑汇率风险减小。同时，美元走势仍将是主导未来新兴市场汇率走势的主要因素，随着美元上升趋势放缓，未来各新兴市场货币在小幅贬值后或将逐步趋稳。



美元指数走势



主要货币汇率变动

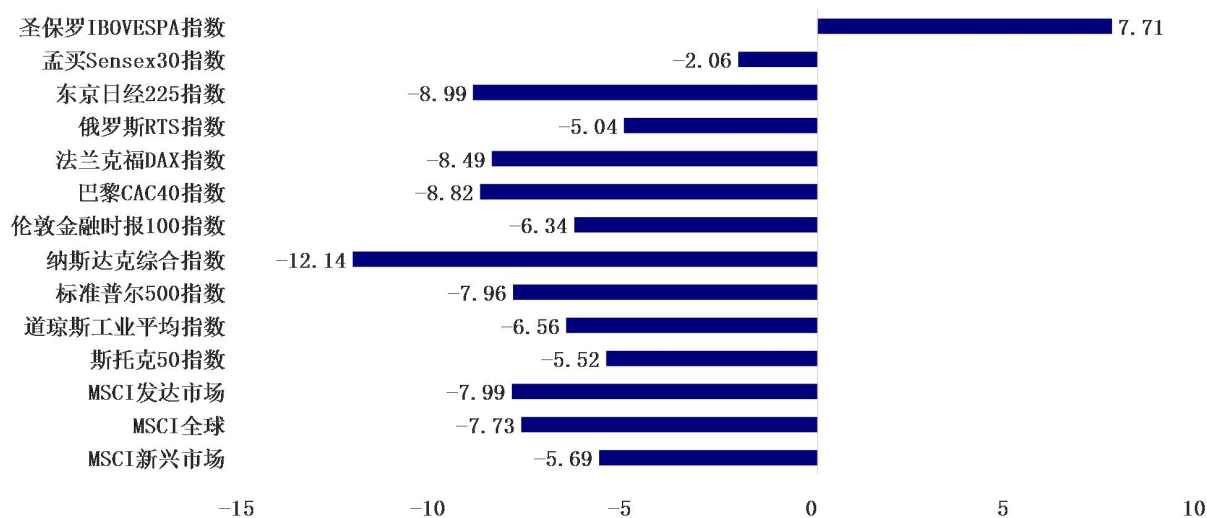
全球股市低迷，未来前景堪忧

➤今年10月以来，受全球经济的下行风险增大、国债收益率不断高企、高科技股大幅回调等因素影响，全球股市整体低迷。截至11月19日，MSCI全球指数较10月初下跌7.73%，同期，MSCI发达市场指数下跌7.99%，MSCI新兴市场指数的下跌5.69%。

➤10月以来，美国三大股指深度回调。截至11月19日，道琼斯工业指数、标普500指数、纳斯达克指数的跌幅分别为-6.56%、-7.96%和-12.14%。美股大幅走跌的主要原因包括：一是美国经济渐显后继乏力的迹象。前三季度美国经济实现较快增长，劳动力市场持续改善，但近期数据显示美国经济已有见顶趋势，消费、制造业PMI等同比增速均出现下滑，贸易逆差和财政赤字屡创新高，美国经济前景不容乐观打压了投资者信心。二是投资者担忧苹果、亚马逊、微软、奈飞等高科技企业股票的估值过高，避险心理推动抛售行为。三是美联储加息等因素推动美债收益率不断抬升，美股相对于美债的吸引力减小，因此引发市场抛售。展望后市，美股技术性调整的压力逐渐增大、中期选举后两党分治国会的局面也不利于美股上行。综合考虑，美股震荡下行的概率较大。

全球股市整体低迷，未来走势不容乐观

➤10月以来，欧洲股市低迷不振，截至11月19日，欧洲STOXX50指数、德国DAX30指数、法国CAC40指数和英国富时100指数的涨跌幅分别为-5.52%、-8.49%、-8.82%和-6.34%。欧股低迷的主要原因包括：一是10月以来，美股多次大幅下跌对欧洲股市形成“蝴蝶效应”，致使欧股也随之暴跌。二是意大利与欧盟就预算案的博弈日趋白热化。意大利拒绝遵守欧洲财政纪律降低赤字，而欧盟坚持要求意大利减赤。市场普遍担心，意大利扩大赤字目标很可能引发另一场主权债务危机。三是英国国内对于首相特蕾莎·梅的脱欧协议内容分歧巨大，部分内阁成员联合辞职，市场避险情绪升温使股指承压。展望未来，考虑到欧洲经济复苏步伐相对较慢，周边地缘政治形势复杂多变，以及英国脱欧、意大利财政问题难以轻易解决，欧股前景不容乐观。



2018年以来全球主要股指涨跌幅

油价遭遇重挫，金价震荡微升

➤10月以来，受供应暴涨、预期需求下降等因素影响，国际油价持续下跌。截至11月19日，布伦特原油价格收于67.3美元/桶，较10月1日的84.95美元/桶暴跌20.78%；WTI原油价格收于57.94美元/桶，较10月1日的75.28美元/桶下跌23.03%。

➤首先，为了弥补伊朗和委内瑞拉原油产量的下降，沙特、俄罗斯和美国纷纷开始增产，10月OPEC月报的数据显示，上述三国的原油日产量均已逼近或超过历史高位，沙特的产量甚至首次超过了2016年减产前的水平。

➤其次，受国际经济增长放缓、利率上行及新兴市场动荡等因素影响，市场对未来原油需求的预期走向悲观。

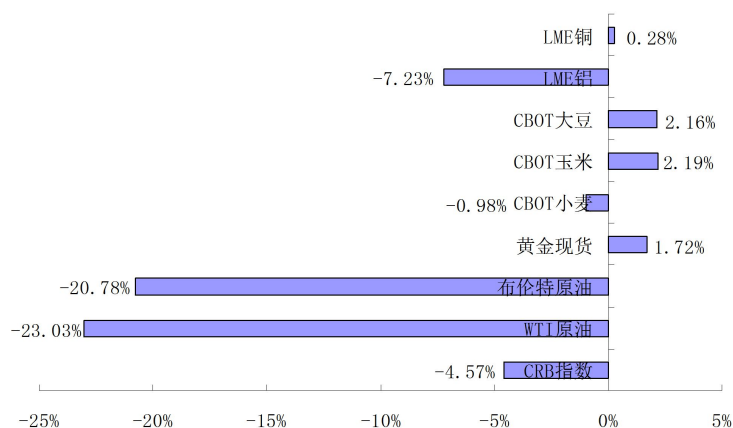
➤最后，特朗普不断发布关于支持油价下跌的声明以及量化策略、对冲基金平仓等技术因素也是此轮原油价格加速暴跌的重要推手。

➤油价在短期有望走出一波技术性反弹行情，从长期来看，美国页岩油产量的扩张、新能源技术在汽车等行业的大规模应用、贸易战对全球经济增长的影响以及OPEC国家减产协议不确定性增加等因素都将制约油价上升空间。预计近期油价将有望回升至70美元/桶-75美元/桶区间。

利好出尽油价下滑，美元上涨金价承压

➤10月中旬，国际金价结束了两个多月的胶着盘整期，开始出现小幅上涨。截至11月19日，黄金现货价格收于1223.94美元/盎司，较10月1日的1203.3美元/盎司微涨1.72%。

➤展望未来，黄金将进入季节性淡季，加之美元可能持续走强，金价进一步上行压力或将增加。一方面，美国经济持续向好，加息预期不断升温，将利好美元，同时利空黄金。另一方面，从历史数据来看，每年的11月-12月是黄金的淡季，金价在圣诞节之前保持弱势的概率较大。预计2018年内金价将在1160美元/盎司-1200美元/盎司区间震荡。



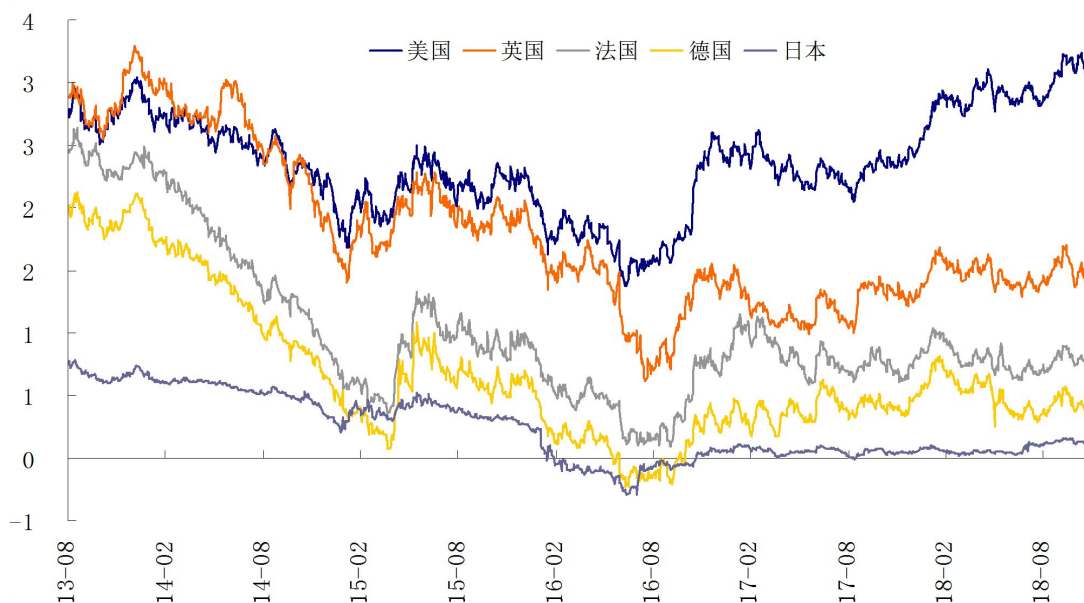
大宗商品价格变动

国债收益率短暂下跌，或将短期反弹

- 10月以来，美国三大股指大幅下跌，引发投资者对全球经济增速放缓的担忧，全球债券市场收益率普遍走低。截至11月19日，美国、德国、法国、英国以及日本10年期国债收益率较上月分别下降0.14、0.02、0.06、0.14和0.05个百分点。
- 受美联储加息影响，新兴市场面临资金流出的风险。截至11月19日，巴西、印度、中国10年期国债收益率较上月初分别下降0.18、0.13和0.17个百分点。
- 造成美债收益率大幅上涨并短期回调主要有两方面原因：首先，特朗普政府通过升级贸易摩擦、伊朗地缘政治事件等抬升输入性通胀及其预期，叠加干涉美联储加息进程、威胁退出WTO等政治行为加大波动性，提升市场避险情绪，倒逼美联储持续加息，利率水平进一步上升。
- 其次，英国脱欧引发投资者对全球经济增长担忧。近日英国脱欧草案在欧盟得到通过，但由于意见相左多为英国大臣辞职，叠加意大利债务问题，政治不确定性增加，欧洲经济放缓明显，导致投资者对全球经济增长产生担忧，美债短期走低。

美债收益率短期波动，未来或将继续上涨

➤展望未来，由于12月美联储再次加息几无悬念，预计美国国债大概率上涨。欧洲经济增长放缓态势明显，内部政治因素短期难以消除，欧洲国债收益率或将下降。日本国债受外部环境影响相对较小，在国内宽松货币政策大环境不变的情况下，国债收益率或将维持低位小幅震荡。新兴市场受全球经济不稳定影响较为明显，资金有流出风险，预计未来国债收益率将上涨。



部分国家国债收益率走势图

建议及对策

➤ 密切关注中美贸易摩擦进展及其可能向科技领域蔓延的趋势。2018年10月30日，美国政府宣布将福建晋华集成电路有限公司列入美国产品禁止出口的“实体名单”；2018年11月19日，美国商务部工业安全署根据2018年美国国会通过的《出口管制改革法案》要求，公布技术出口管制体系框架，并对人工智能（AI）和机器学习技术等14类代表性的新兴技术征求公众意见，直到12月19日，出口管制清单中最终认定的产品和技术类别以后可能会被列为针对中国的供应链中禁止相应美国主体出口的项目，凡是在商务管制清单上拥有出口管制分类编码且未得到豁免的商品出口均受出口管制。对于中美贸易战可能向科技战蔓延，中资银行应有充分的思想准备，做好风险防范预案。一是应加强对中美贸易摩擦可能演变趋势的研究和跟踪；二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；三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。

➤ 高度关注欧洲政治风险及英国脱欧进程，及时研判对欧洲和全球的影响。跟踪研判意大利、德国、西班牙等国政治形势及英国脱欧的局势演化，及时研判其对经济金融基本面、投资环境的影响及可能再次引发的国际金融市场动荡；针对英镑和欧元汇率波动加大的情况，主动做好汇率风险管理，避免汇率损失。

建议及对策

➤ 高度关注原油价格大幅下跌及其对能源行业的影响。一方面，油价大幅下跌可能导致能源企业市场价值缩水，偿债能力降低等问题，我行应当对能源行业客户加强分析和评估，并与客户及时沟通，掌握其经营状况；另一方面，油价波动将导致相关项目面临损失、停产、中止风险，我行应当对相关贷款及时进行管理，避免产生逾期风险和坏账损失。

➤ 密切关注中美利差倒挂。11月15日，美国1年期国债利率一度超过中国同期限国债利率，倒挂幅度高达20个基点，为10年来首次。今年以来，美联储加息导致中美货币政策分化，这也使得中美10年期国债收益率持续收窄。中美利率的收窄甚至倒挂可能导致人民币贬值压力加大，从而影响中国货币政策的独立性。应密切关注中国国债收益率走势，及时研判货币政策方向，做好资产配置，谨防资本外流。

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。