

# 研究报告

2018年第94期

2018.11.8

报告执笔:

宋 玮 郭可为 张静文

邱牧远 杨 光

邮箱:

wei.songcsjr@icbc.com.cn

## 全球经济分化前行 贸易摩擦冲击显现 ——2018年三季度国际宏观经济金融走势分析及未来展望

要点:

➤2018年三季度，全球经济总体延续了前期复苏势头。但主要经济体的增长趋势出现分化，美国经济基本面继续向好，欧洲经济呈现持续放缓迹象，日本经济风险犹存，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：美元指数高位震荡，新兴市场货币继续贬值，全球股市走势分化，美股、日股持续上行，欧股表现乏力，新兴市场股市涨跌不一，但10月份美股引领全球股市出现大幅回调。国际油价持续上涨，黄金价格持续走低，全球主要国家国债收益上涨。

## 全球经济形势回顾与展望

➤2018年三季度，受中美贸易摩擦逐渐深化、全球货币政策继续收紧及地缘政治风险居高不下综合影响，全球经济出现深刻变化，主要经济体增长趋势分化加剧，美国经济增速放缓但仍超预期，欧洲经济呈现持续放缓迹象，日本经济下行风险加大，主要新兴经济体经济走势反差较大。国际金融市场持续震荡：美元指数大幅回升，新兴市场货币出现贬值，全球股市走势分化，美国股市持续上行，欧洲股市表现乏力，日本股市企稳反弹，新兴市场股市也涨跌不一。国际油价持续上涨，黄金价格持续走低，全球主要国家国债收益上涨。进入10月以来，美股一改前期持续上行的趋势，多次出现暴跌。

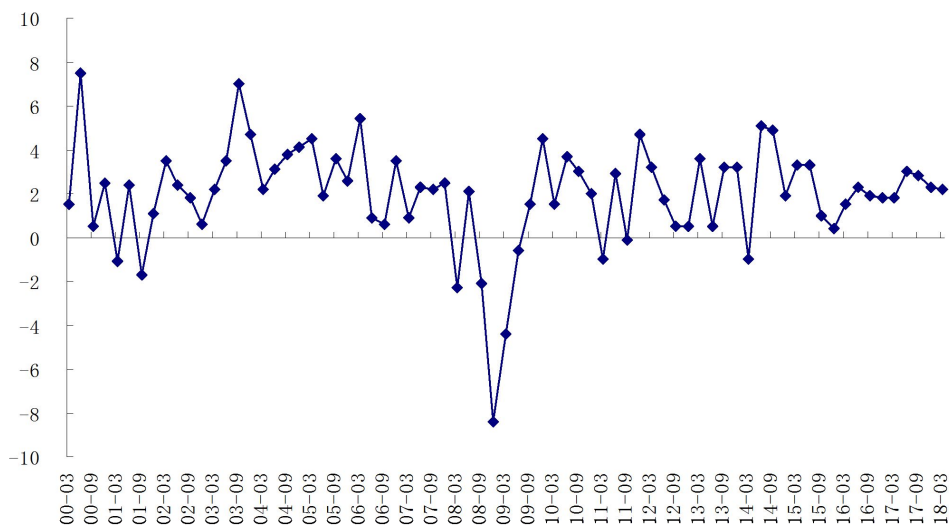
➤2018年三季度，受中美贸易摩擦逐渐深化、全球货币政策继续收紧及地缘政治风险居高不下综合影响，全球经济出现深刻变化，主要经济体增长趋势分化加剧，美国经济增速放缓但仍超预期，欧洲经济呈现持续放缓迹象，日本经济下行风险加大，主要新兴经济体经济走势反差较大。国际金融市场持续震荡：美元指数大幅回升，新兴市场货币出现贬值，全球股市走势分化，美国股市持续上行，欧洲股市表现乏力，日本股市企稳反弹，新兴市场股市也涨跌不一。国际油价持续上涨，黄金价格持续走低，全球主要国家国债收益上涨。进入10月以来，美股一改前期持续上行的趋势，多次出现暴跌。

## 美国经济增速放缓，风险加大未来堪忧

- 2018年以来，受此前长期宽松货币政策的拉动效果逐渐释放以及去年底特朗普减税政策落地刺激效果影响，美国经济复苏步伐加快，前两个季度的GDP季调环比折年率分别为2.2%和4.2%。
- 美国就业形势向好支撑了私人消费的快速增长。美国三季度失业率降至3.7%的50年来最低点，工资和家庭收入水平稳步上升，增强消费者信心，推动三季度美国私人消费支出增速从二季度的3.8%升至4%，创下2014年四季度以来新高，是经济增长的强劲引擎。
- 净出口对GDP的贡献由正转负。三季度美国出口出现明显萎缩，其中食品类和汽车及配件类分别下降18.5%和14.1%，贸易战的负面影响开始显现并成为拖累经济增长的罪魁祸首。
- 通胀方面，受能源价格下跌和二手车市场下滑的影响，9月CPI同比增速由8月的2.7%降至2.3%。

## 美国经济未来展望

➤我们认为美国经济增长或将出现持续放缓，预计2018年美国经济增长率为2.9%，2019年增长率放缓至2.5%。主要原因：一是三季度住宅投资增速大幅放缓拖累固定资产投资，或将成为美国经济未来扩张的隐患。二是中美贸易摩擦快速升级及其所引致的全球经济放缓或将增大美国经济下行压力。三是减税已经产生积极效应，消费稳定增长，私人投资持续扩张，但未来其对GDP的边际拉动效应会逐步缩减。四是失业率已处于历史低点，就业改善空间较为有限，家庭收入增长对私人消费的托底作用也在减弱。



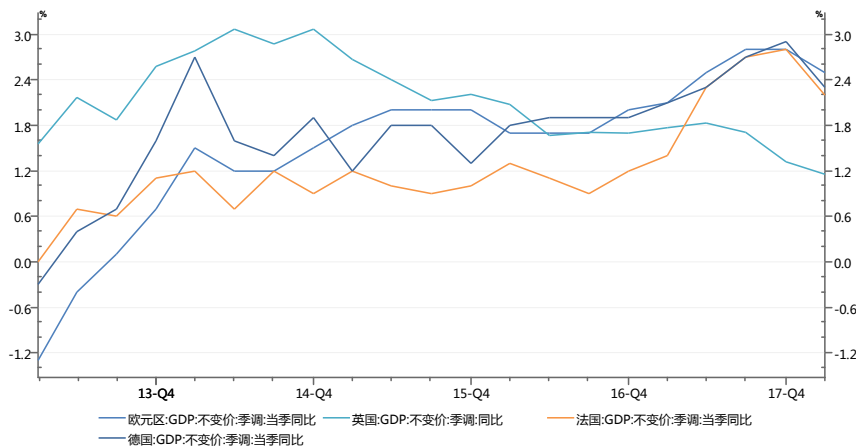
美国季度GDP增速走势图

## 欧元区经济增速持续放缓，英意两国风险加大

- 2018年以来，受英国脱欧、意大利大选、美国贸易施压等多重不利因素冲击，欧洲经济整体复苏有所放缓。前两季度欧元区GDP同比增速分别为2.4%和2.2%，三季度同比增速更是大幅下滑至1.7%，而当季GDP环比增速放缓至0.2%，创新四年来新低，其中，三季度意大利GDP同比增速仅为0.8%，低于前值1.2%和预期的1.0%，成为拖累欧元区经济的。
- 欧洲经济景气度下降，9月欧元区经济景气指数110.9，较上月走低0.7，创近一年新低，10月Sentix消费者投资信心指数也回落至11.4。
- PMI持续回落，欧元区10月制造业PMI52.1，综合PMI52.7，创下25个月以来新低。通胀率温和可控，9月欧元区CPI为2.1%符合预期。就业情况较为稳定，9月欧元区失业率8.1%，连续三个月持平。
- 10月欧洲央行议息会议宣布维持基准利率不变，11-12月QE规模缩减至150亿欧元并在12月底结束，在2019年夏天前保持利率不变。三季度英国经济增势良好，预计当季GDP环比增长0.6%，高于二季度的0.4%。预计2018年欧元区和英国GDP增速或将从2017年的2.4%和1.7%分别放缓至2.0%和1.4%。

## 欧元区经济未来展望

- 10月17-18日的欧盟峰会并未在英国脱欧协议取得进一步实质性突破，很可能会推迟到11月份的紧急峰会继续商讨，脱欧进展的不确定性进一步加大了英国及欧元区经济的下行风险。
- 意大利民粹主义联合政府将2019-2021年的预算赤字设定为远超预期的2.4%，明显高于欧盟国家之前商定的水平，而且意大利的累计债务占GDP总量已经超过60%的警戒线两倍以上，该预算案引发了对意大利债务危机的普遍担忧。预计2019年欧元区和英国GDP增速或将从2017年的2.4%和1.7%分别放缓至1.9%和1.5%。



数据来源: Wind

英国、欧元区及主要国家核心CPI

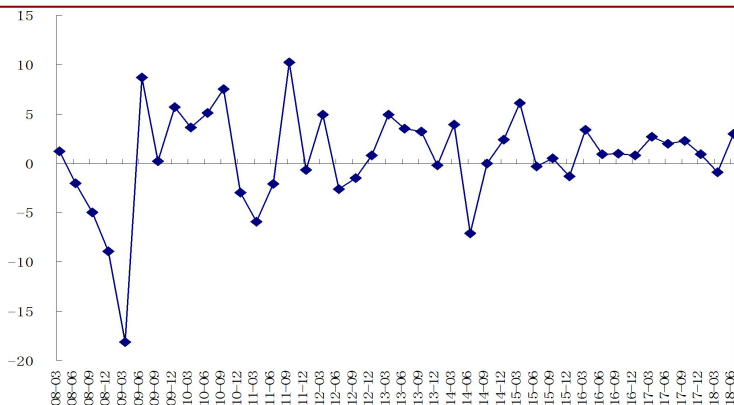


## 日本经济风险上行，未来前景不容乐观

➤2018年初以来，日本经济增速出现较大波动，一季度GDP环比折年率为-0.9%，二季度则大幅反弹至3%。三季度，日本接连发生极端天气和气候灾害，预计将拖累经济增速放缓至1.5%左右。

➤资本支出和消费成为近期日本经济增长的新引擎。受企业利润增长和劳动力短缺等因素影响，日本企业开始增加在科技方面的支出，日本内阁的公开数据显示，二季度日本企业资本支出同比增长12.8%，为2006年来的新高。在消费方面，日本失业率正处于25年以来的最低水平，受家庭可支配收入增加的影响，日本国内需求旺盛，带动经济出现回暖。

➤出口持续低迷。8月日本出口同比增长4.3%，这是自今年4月以来的最低水平，电子零部件、设备类商品出口增速下降较快。



日本GDP环比折年率

## 日本经济未来展望

- 展望未来，日本经济的整体风险水平正在上升，内外部不利因素相互叠加，前景不容乐观。
- 首先，美国的贸易保护政策是日本面临的重大外部风险。日美之间在汽车、钢铝等领域发生贸易摩擦的概率正在大幅上升，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。
- 其次，在货币政策方面，日本一直在践行“名松实紧”的货币政策，通过暗中缩减购债规模等操作来减弱过度宽松对经济带来的负面影响，而近日，日本央行行长黑田东彦在IMF世界银行年会上明确指出日本在接近通胀目标时会通过调整利率来释放退出宽松的信号。一旦宽松政策结束，日本经济必将面临重大挑战。
- 最后，目前日本央行负债水平较高，已经超过了GDP的2.5倍。再加上人口老龄化导致的内需疲弱和债务延续困难问题，高负债的日本央行已经面临较大风险，未来应当警惕债务泡沫破裂带来的严重影响。预计2018年和2019年日本经济增速将分别为1.1%和0.9%。

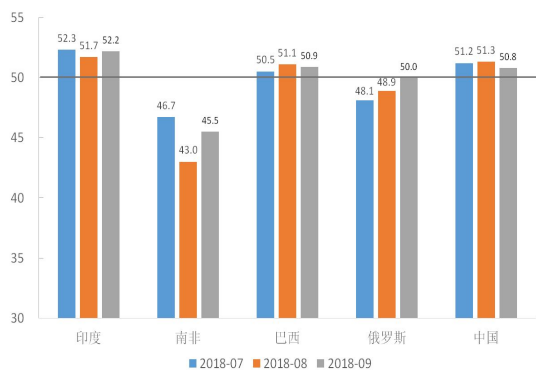


## 新兴市场经济总体平稳，汇率风险不容忽视

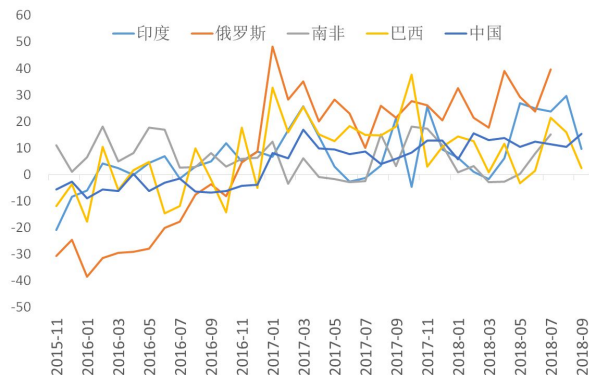
➤2018年第三季度，新兴市场各国经济运行分化较为明显。从制造业PMI来看，印度、巴西和中国各月均高于50的荣枯线水平，而南非、俄罗斯则分别由于内需不足和外部制裁影响，制造业PMI则持续低迷。

➤出口方面，各新兴市场国家亦存在差异。国际油价和大宗商品价格上涨却支持俄罗斯、巴西及印度出口走强。三季度，三国出口同比增速的均值分别达到30.5%、13.6%和21.16%，较2季度分别提升0.2%、9.93%和0.84%。

贸易战对中国的消极影响却已逐步显现。2018年以来，美国总计已对中国向其出口的2500亿美元商品加征了关税，其中340亿美元于7月底生效。从效果来看，8月该清单项下对应出口商品额已经大幅下降。随着8-9月末160亿和2000亿美元清单相继生效，预计未来中国对美出口将大幅下降，拖累中国出口增长。



金砖国家制造业PMI指数



金砖国家出口增速

## 新兴市场未来走势

- 贸易保护主义、汇率风险将与政治风险相互叠加，可能为新兴市场带来一定风险。
- 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。
- 贸易摩擦将继续对新兴市场出口带来负面影响。目前，美国已针对包括中国在内的多国发起贸易制裁。根据世界贸易组织分析，由此可能引发当年全球贸易增速下滑0.3个百分点。新兴市场国家出口敞口较大，与制造业供应链联系更为紧密，经济受到贸易波动影响更大。
- 率风险不容忽视。今年5月以来，阿根廷、土耳其等国货币持续贬值，货币危机愈演愈烈。在经过多轮救助后，阿根廷总统毛里西奥·马克里于9月初再次宣布新的经济刺激措施，但市场反应依旧收效甚微。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，汇率贬值或将引发汇市连锁效应。

## 美元指数高位震荡，新兴货币继续贬值

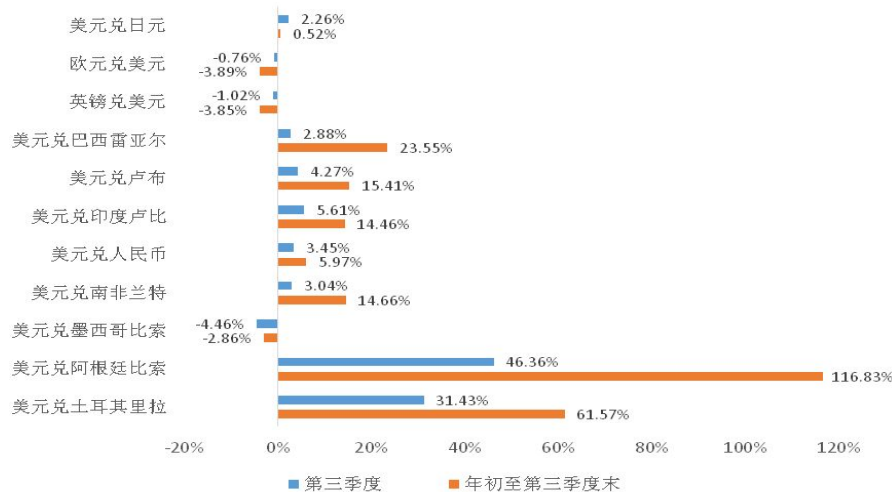
➤2018年前三季度，美元指数受美联储加息影响持续走强。截至2018年9月30日，美元指数报收95.19，较7月初上升0.64%。其中，7-8月受加息预期影响美元指数上升较为明显，但8月中旬后呈震荡走弱态势。

➤对应美元走势，三季度其他发达国家汇率均呈小幅贬值态势。截至9月30日，欧元兑美元报收1.1576，较7月初贬值0.76%，较年初贬值3.89%；受英国脱欧影响，英镑兑美元报收1.3041，较7月初贬值0.76%，较年初贬值3.85%；日元兑美元报收113.4，较7月初贬值2.26%，较年初贬值0.52%；同时，新兴市场汇率在美元资产外流的压力下呈现大幅贬值态势，阿根廷、土耳其等国甚至出现了货币危机。截至9月30日，巴西雷亚尔、俄罗斯卢布、印度卢比、人民币、南非兰特、阿根廷比索及土耳其里拉兑美元汇率分别收于4.0、65.83、72.55、6.87、14.15、40.89和6.07，较7月初兑美元贬值2.88%、4.27%、5.61%、3.45%、3.04%、46.36%和31.4%，仅有墨西哥比索在三季度受国际油价上升影响而兑美元升值4.4%。

## 未来汇率市场展望

➤展望未来，市场普遍预期美联储四季度末加息概率较大，短期带动美元继续小幅升值。但随着减税效果逐渐走弱及中美贸易战影响的显现，中期美元走势可能转向。随着近期欧元区经济走弱，四季度欧元可能继续轻微贬值；尽管经济数据表现较好，但受“硬脱欧”不确定性影响，英镑兑美元将继续保持震荡态势；日本经济增速波动加大或将致使日元将兑美元维持震荡态势。

➤新兴市场方面，人民币在中美贸易战和国内经济下行的双重影响下，近期依然存在贬值压力；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；土耳其、阿根廷等国货币的大幅贬值可能随美元升值趋势放缓而得到一定缓解。



2018年上半年美元指数走势

## 全球股市继续分化，美股下行概率增大

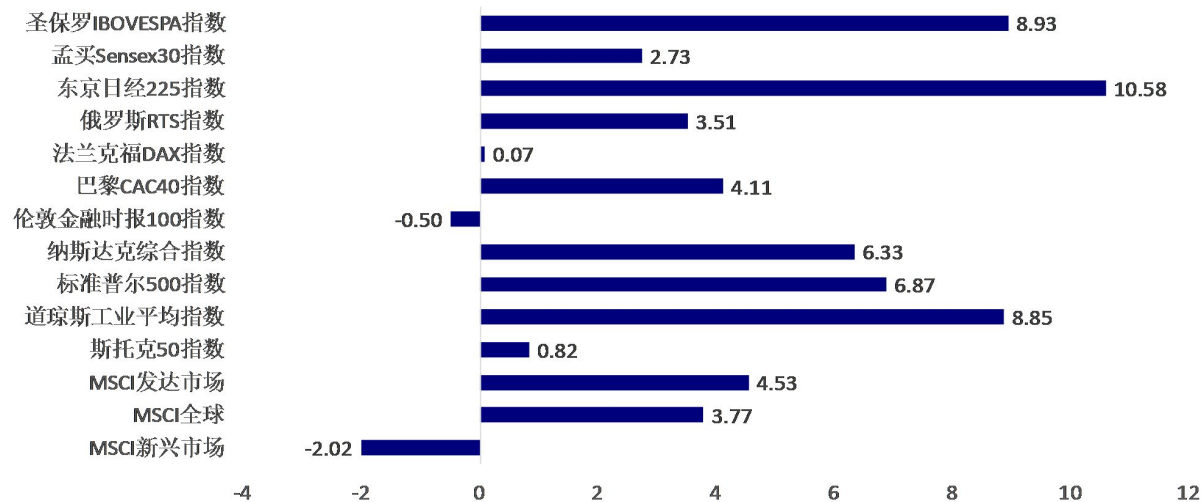
➤今年第三季度，全球股市延续前期分化格局。美国股市震荡上行，欧洲股市表现乏力，日本股市企稳反弹，印度、巴西、俄罗斯等新兴市场大国股指上涨，阿根廷、南非等部分国家股市出现暴跌。整个三季度，MSCI全球指数上涨3.77%，MSCI发达市场指数上涨4.53%，MSCI新兴市场指数的涨跌幅为-2.02%。今年前三季度，MSCI全球指数上涨2.19%，MSCI发达市场指数上涨3.83%，MSCI新兴市场指数的涨跌幅为-9.54%。10月以来，全球股市表现低迷。10月1日至29日，MSCI全球指数下跌9.37%，MSCI发达市场指数下跌9.25%，MSCI新兴市场指数的涨跌幅为10.34%。

➤美国三大股指在三季度继续向好，道琼斯工业指数、标普500指数、纳斯达克指数的涨幅分别为8.85%、6.87%和6.33%。今年前三季度，道琼斯工业指数、标普500指数、纳斯达克指数的涨幅分别为6.58%、8.09%和14.83%。

➤新兴经济体股指在三季度有所分化，大的经济体如印度孟买30指数、巴西IBOVESPA指数和俄罗斯RTS指数的涨跌幅分别为2.73%、8.93%和3.51%，今年前三季度，印度孟买30指数、巴西IBOVESPA指数和俄罗斯RTS指数的涨跌幅分别为7.14%、1.86%和0.76%。

## 全球股市继续分化，美股下行概率增大

➤展望后市，技术性调整需求、中期选举加大国内政治风险以及美国与多国产生贸易摩擦恐对美股前景不利。综合考虑，预计美股将震荡下行。考虑到欧洲经济复苏步伐相对较为缓慢，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，因此欧股前景不容乐观。日本经济前景日趋向好，美元强势背景下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。但10月以来美股出现大幅调整恐拖累日股未来走势。美联储继续收紧货币政策、美股持续大跌，地缘政治风险抬升、贸易战阴云不散将对新兴经济体股市形成打压。



2018年以来全球主要股指涨跌幅



## 国际油价大幅上涨，黄金价格持续走低

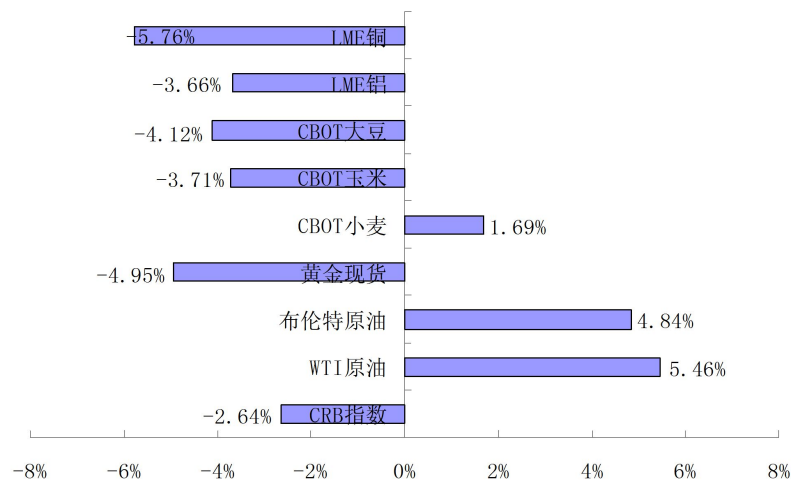
➤2018年三季度，国际油价呈现前高后低走势，7月初至8月中旬，国际油价震荡微跌，8月中旬以后开始迅速拉升。截至9月30日，布伦特原油价格收于82.95美元/桶，较6月30日的79.12美元/桶上涨4.84%，较2017年12月31日的66.55美元/桶上涨24.64%；WTI原油价格收于73.34美元/桶，较6月30日的69.54美元/桶上涨5.46%，较2017年12月31日的58.09美元/桶上涨26.25%。10月初以来，受美股暴跌和美国GDP数据不及预期等因素影响，原油价格开始回撤，截止到10月29日，布伦特油价下跌至77.22美元/桶，WTI油价下跌至67.26美元/桶。

➤展望未来，原油市场将面临新一轮的博弈和调整，一方面，为了弥补伊朗的原油出口缺口，OPEC正在加紧增产步伐，同时美国总统特朗普也多次在公开场合表示当前油价过高，不排除美国动用战略原油储备干预市场的可能；另一方面，贸易摩擦的加剧将损伤全球经济增长，降低原油需求预期，进而抑制油价上行空间。预计未来油价将承压下行，在65美元/桶-75美元/桶区间波动。

## 利好出尽油价下滑，美元上涨金价承压

➤2018年三季度，全球发生多项地缘大事件，包括美伊关系恶化、多国进入选举季、英国脱欧倒计时、中美贸易摩擦不断升级等，但黄金作为避险资产却在走出了一波单边下行行情后表现平淡。截至9月30日，黄金现货价格收于1190.4美元/盎司，较6月30日的1252.4美元/盎司下跌了4.95%，较2017年12月30日的1302.6美元/盎司下跌了8.61%。10月以来，美股下跌引发的市场恐慌推高了黄金价格，截至29日，黄金价格已上涨至1229.5美元/盎司。

➤展望未来，全球市场不确定性增加和通胀上升将成为支撑金价回升的重要力量。一方面，全球地缘风险呈现抬头趋势，投资者避险情绪开始回归，恐慌指数VIX近期呈现不断上升趋势，并已达到20以上。另一方面，全球通胀水平正在不断上升，黄金作为抗通胀的良好工具或将重新获得市场青睐。



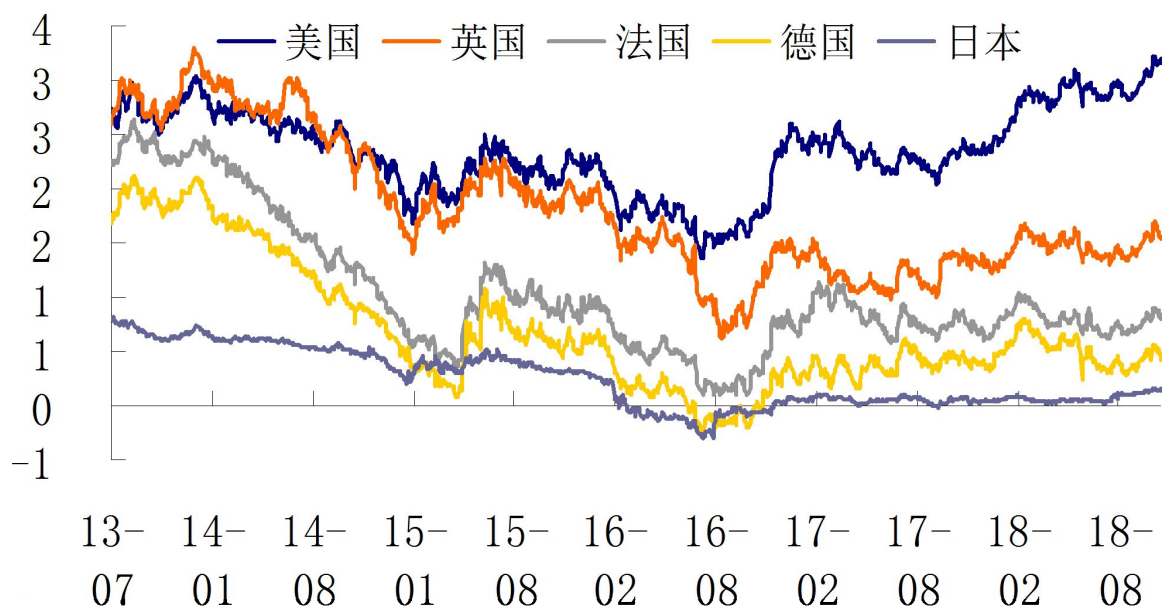
大宗商品价格变动

## 全球国债收益率普遍上涨

- 2018年以来，在美联储加息、全球贸易摩擦不断升级的情况下，全球主要经济体国债收益率呈现上升走势。截至9月30日，发达国家市场中，美国、德国、法国、英国、日本10年期国债收益率分别为3.05%、0.49%、0.80%、1.55%和0.134%。较6月30日分别增长0.18、0.15、0.15、0.19、0.1个百分点，较年初分别增长0.62、0.02、0.04和0.1个百分点。
- 新兴市场中，巴西、印度、俄罗斯9月30日10年期国债收益率分别为11.63%、8.02%、8.57%。相较6月30日，分别上涨0.3、0.11、0.89个百分点，相较年初分别增长1.42、0.68、0.98个百分点。
- 美加墨新协定的签订统一北美战线。加拿大和美国达成了协议，北美新的三边贸易协议《美加墨贸易协议》（USMCA）将取代《北美自由贸易协议》（NAFTA）。在NAFTA重谈期间暂停或是取消的投资项目和商业计划将会因对不确定性担忧的消除而有望重新启动，无疑有利于美加墨实现共赢。
- 美联储继续以比其他主要央行更快的速度加息。美国联邦公开市场委员会（FOMC）于9月26日将其基准利率的目标区间上调25个基点至2%至2.25%的范围。

## 美债收益率短期波动，未来或将继续上涨

- 展望未来，美国股指暴跌，经济存在转向风险，预计美国国债收益率将逐步回落。西班牙及意大利脆弱的经济将影响欧元区经济发展，预计欧元区4季度国债收益率有所回落。
- 新兴市场方面，菲律宾、墨西哥等国上调了政策利率，为应对资金流出，后续新兴市场央行可能继续加息，多数国家国债收益率上行概率较大。



部分国家国债收益率走势图

## 建议及对策

➤密切跟踪中美贸易战进展。美国继续对中国实施2000亿清单加征关税，中国同步采取反制措施，中美贸易进入重要阶段。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。

➤密切关注美国中期选举及特朗普政府的策略方向。继退出TPP、巴黎协定、伊朗核协议、联合国教科文等国际组织后，特朗普政府于10月12日宣布退出万国邮政联盟。这将造成其他国家对美出口企业的邮寄成本大幅上升，我行应及时梳理对美出口企业客户名单，防范因物流成本增加而导致的经营及信用风险。此外，11月即将迎来美国中期选举，特朗普将新版北美贸易协议的达成视为其一项重要竞选承诺的兑现，目前来看最大可能的情景是共和党人在参议院继续占据优势，而民主党将赢得众议院的多数席位，特朗普政府有可能出台相应管理措施，我行对于政策变化及影响进行及时研究、提前做好预案。



## 建议及对策

➤ 高度关注意大利预算计划，谨防欧洲地区发生债务危机。最近欧盟非常关注意大利未来三年的预算赤字计划。在意大利的预算计划中，民粹联合政府将2019-21年的预算赤字设定为远超预期的2.4%。民粹联合政府增加预算是为了增加开支用于为低收入阶层提供基础设施、社会福利和减税，以兑现选举承诺。该赤字目标明显高于欧盟国家之前商定的水平，而且意大利的累计债务占GDP总量已经超过60%的警戒线两倍以上，因而该预算计划引发了对意大利出现债务危机的普遍担忧。我行驻欧机构应及时更新当地民粹主义发展状况，在积极拓展海外业务的同时，防范欧元区潜在的系统性风险。强化针对银行业危机的预警机制，并制定较有针对性的应对措施。

➤ 建议高度关注美国制裁伊朗、沙特暗杀记者等事件对原油价格的后续影响。华盛顿邮报记者贾马尔·卡舒吉在土耳其领事馆遇害，而这个事件无疑将增加中东局势的复杂性，美沙同盟或将因此产生动摇，石油价格也将加剧波动。我行应加强对能源行业客户的分析和评估，及时与客户沟通，掌握其经营状况；建议对原油领域的投资和相关项目进行风险分析、评估和预警，避免产生损失和信用风险。



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。

---