

研究报告

2018年第86期

2018.10.10

报告执笔:

宋 玮 郭可为 张静文

邱牧远 杨 光

邮箱:

wei.songcsjr@icbc.com.cn

美元指数高位震荡 国际油价持续上涨

——2018年9月国际宏观经济金融走势分析及未来展望

要点:

➤2018年8月以来,全球经济在整体复苏的背景下,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:美元指数震荡走弱,美股、日股上行,欧股、新兴经济体主要股指表现低迷,国际油价持续上涨,黄金价格持续震荡,主要国家国债收益上涨。展望未来,美元有望继续延续走强态势,新兴市场各国货币将继续前期贬值态势;发达经济体则需要提防新兴市场货币危机及政治因素带来的负面效果。美股将维持相对强势的行情,日股有望继续反弹,欧股和新兴市场股指前景不容乐观。预计10月油价将在65美元/桶-75美元/桶区间震荡。金价有望回升至1300美元/盎司以上。美中贸易争端趋于白热化也将影响美国经济,预计未来美债收益率将有所回落。

全球经济形势回顾与展望

➤2018年8月以来，由于美国不断掀起贸易摩擦、全球货币政策继续收紧及地缘政治风险结构性转换影响，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：美元指数震荡走弱，美股、日股上行，欧股、新兴经济体主要股指表现低迷，国际油价持续上涨，黄金价格持续震荡，主要国家国债收益上涨。

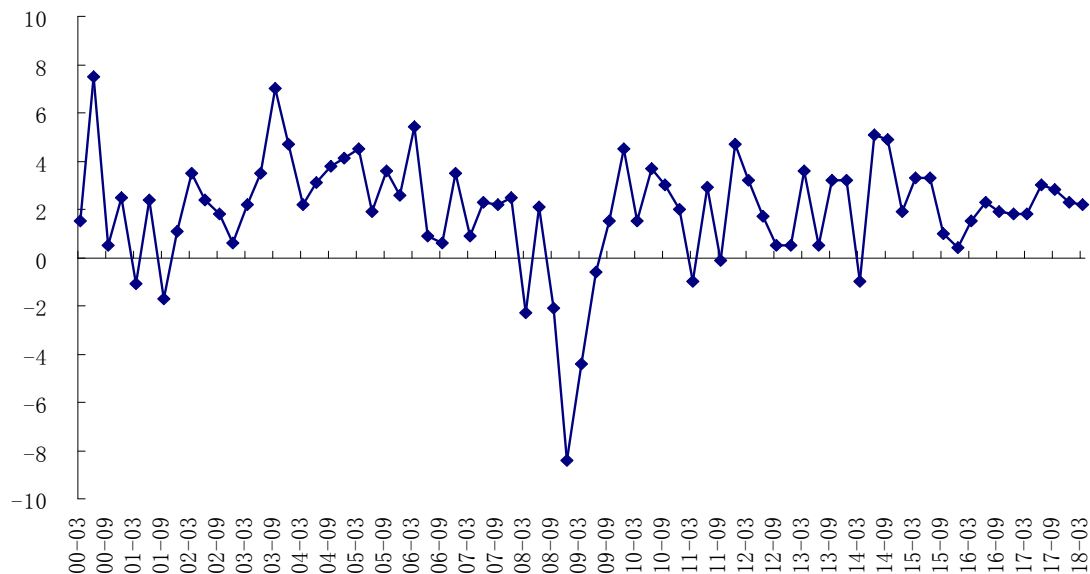
➤展望未来，美元有望继续延续走强态势，新兴市场各国货币将继续前期贬值态势；发达经济体则需要提防新兴市场货币危机及政治因素带来的负面效果。美股将维持相对强势的行情，日股有望继续反弹，欧股和新兴市场股指前景不容乐观。预计10月油价将在65美元/桶-75美元/桶区间震荡。金价有望回升至1300美元/盎司以上。美中贸易争端趋于白热化也将影响美国经济，预计未来美债收益率将有所回落。

美国经济强劲复苏，贸易战或不利美国经济

- 2018年以来，由于劳动力市场的持续改善、减税效果的释放等原因，美国经济复苏势头强劲，前两个季度的GDP季调环比折年率分别为2.2%和4.2%，其中第二季度的增速为2014年第三季度以来的最高值。
- 近期数据显示，美国经济的复苏动力依然充沛：一是居民消费保持快速增长态势。8月零售季调同比增长6.64%，而7月增长6.69%更是创下自2012年2月以来的新高。二是制造业扩张势头不减。8月份工业总产值季调同比增长3.36%，创下2011年10月以来的新高。8月美国制造业PMI重新跃居60线以上，达到61.3，为2004年5月以来的最高值，显示美国未来制造业前景光明。三是由于制造业持续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8%以上，3至7月分别增长9.06%、9.54%、11.36%、9.46%和8.16%。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。8月和9月的全美住房市场指数均为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”。8月新增非农就业人口20.1万，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2.7%和2.2%，均保持较高的稳定性。

美国经济未来展望

- 展望未来，美国经济有望保持温和扩张的态势。
- 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。
- 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。
- 油价上升、能源出口增长对美国经济复苏形成利好。但美国经济面临的风险也值得高度警惕。



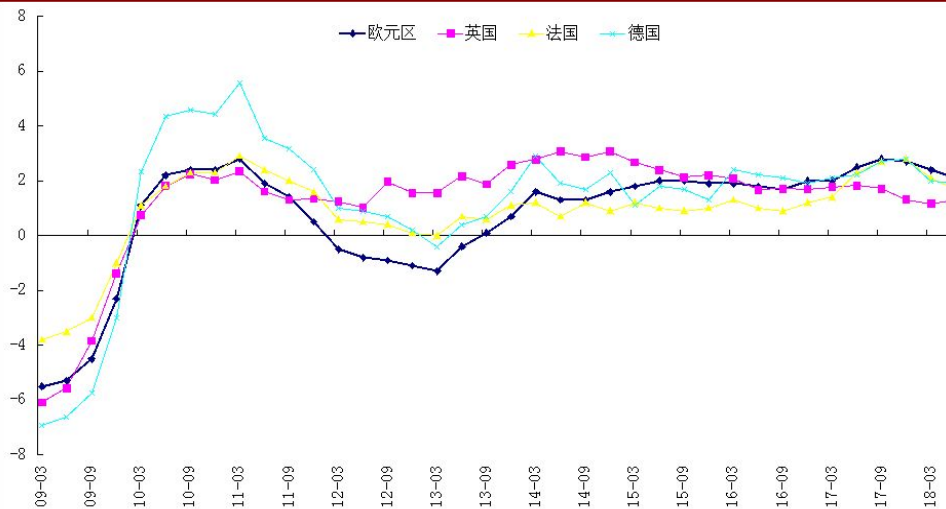
美国季度GDP增速走势图

欧元区经济持续放缓，欧洲央行维持利率不变

- 8月以来，欧元区整体经济较为萎靡。
- 经济放缓态势较为明显：其一，企业成长再次放缓，制造业PMI指数持续回落，9月制造业PMI指数53.3%，创下22个月新低。综合PMI指数为54.2，低于预期54.4。
- 其二，消费端仍不容乐观，8月消费者信心指数-1.9%，连续第四月呈下降趋势。但就业形势持续改善，8月欧元区失业率8.2%，较上月下降0.1个百分点，维持2009年以来的最低水平。
- 其三，通胀率小幅下降，8月欧元区CPI同比达到2.0%，较上月下降0.1%。货币政策方面，9月13日欧洲央行召开例行货币政策会议，延续了7月份货币政策会议决定，继续维持欧元区主导利率为零，预期在2019年夏天前不会加息。

欧元区经济持续放缓，欧洲央行维持利率不变

- 展望未来，欧洲经济放缓概率较大。
- 美国主导的贸易战影响全球经济增速，欧洲也难以幸免。经合组织（OECD）9月份公布的2018年全球经济增速为3.7%，较5月预估下降0.1%，欧元区经济增速2.0%，较此前预估值下降0.2%。
- 英国脱欧进展缓慢，“无协议”脱欧局面恐严重冲击欧盟与英国经济。目前，英国和欧盟之间的谈判进程仍旧缓慢，双方在一些关键问题上未达成一致。考虑到仍有数十个双边及多边协议等待着英国政府去谈判，“无协议”脱欧可能性在逐渐增大，双方未来经济可能因此而受到冲击。



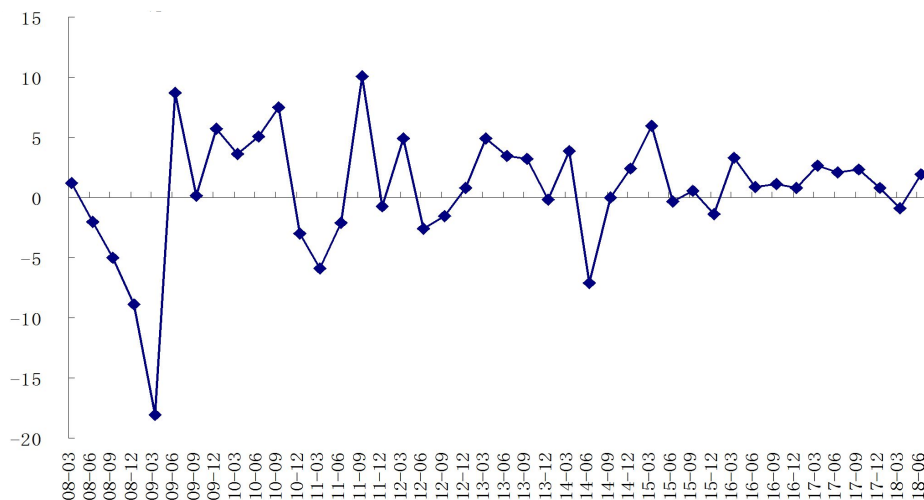
英国、欧元区及主要国家核心CPI

灾害考验日本经济，宽松仍是未来主题

- 日本经济在二季度出现回暖，GDP环比折年率达到1.9%，但接踵而至的自然灾害给日本经济和民生带来了考验。
- 国内消费保持稳健。7月，日本失业率继续保持在2.5%的历史较低水平，就业环境也在持续改善，企业正式员工雇佣率增加，名义薪金上涨。受家庭可支配收入增加的影响，日本消费需求上升，叠加7月高温天气带来的空调、饮料消费增加，日本7月商品销售额同比增长4.31%，保持稳定增长态势。
- 出口持续低迷，8月日本出口同比增长6.58%，较上个月有所回升但仍处于较低水平，按出口商品种类来看，液晶器件等半导体设备出现较大增长，汽车、钢铁等商品出口则出现明显下滑。
- 通缩压力依然严峻，8月日本核心CPI为0.9%，与日本央行制定的2%目标相比仍有较大距离。此外，9月份日本遭遇25年未遇的最强台风“飞燕”与北海道6.7级地震，气候灾害将给日本以旅游业为代表的主要产业带来损失，进而影响日本经济，预计三季度日本经济增速或将减慢至1.2%。

日本经济未来展望

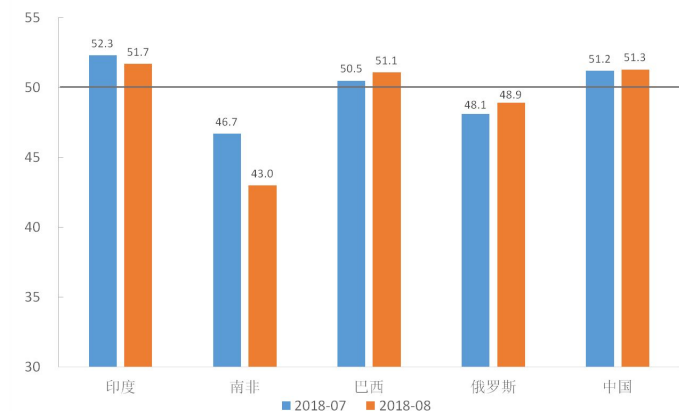
- 展望未来，日本经济仍将面临多重考验。贸易战是日本面临的重大外部风险，随着安倍和特朗普相继发表威胁言论，日美间的汽车、钢铝贸易战发生概率也在大幅上升。
- 内部风险依然来自于日本政府的较高负债水平和老龄少子化社会结构。厚生劳动省近期的数据显示，日本70岁以上老人比例已经达到20.7%，而去年的该比例为19.9%，老龄化将带来消费意愿下降、家庭负担增加、劳动力不足等问题。



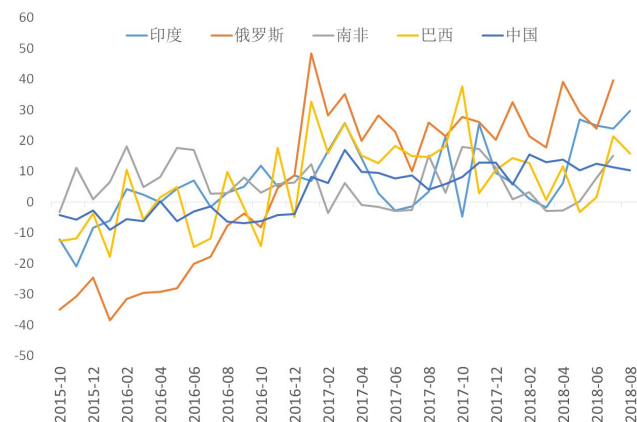
日本GDP环比折年率

新兴市场经济表现分化，国内通胀有所抬头

- 近期，新兴市场国内经济表现呈分化态势。
- 8月，南非制造业PMI仅为43，大大低于50的荣枯线水平。南非总统西里尔·拉马福萨已于9月21日公布经济刺激计划，力图通过加大基础设施建设投入提振国内经济；俄罗斯则受美国制裁影响，8月制造业PMI为48.9，已连续4个月低于50的景气水平；中国制造业PMI为51.3，与上月基本持平。但从8工业增加值数据来看，经济增长动力疲弱；而印度和巴西制造业PMI达到51.7和51.1，显示经济继续保持良好增长势头。



金砖国家制造业PMI指数（2018M07-M08）



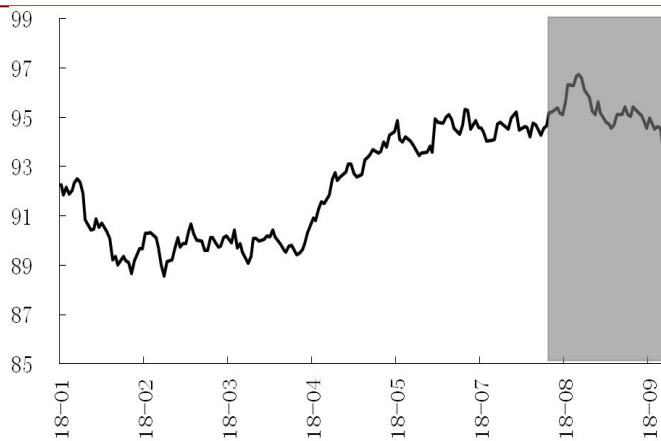
金砖国家出口同比增速

新兴市场未来走势

- 展望未来，贸易保护主义、汇率风险将与政治风险相互叠加，成为阻碍新兴市场经济增长的最主要因素。
- 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。
- 新兴市场货币危机有蔓延、传染风险。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。

美元指数震荡，新兴市场货币持续贬值

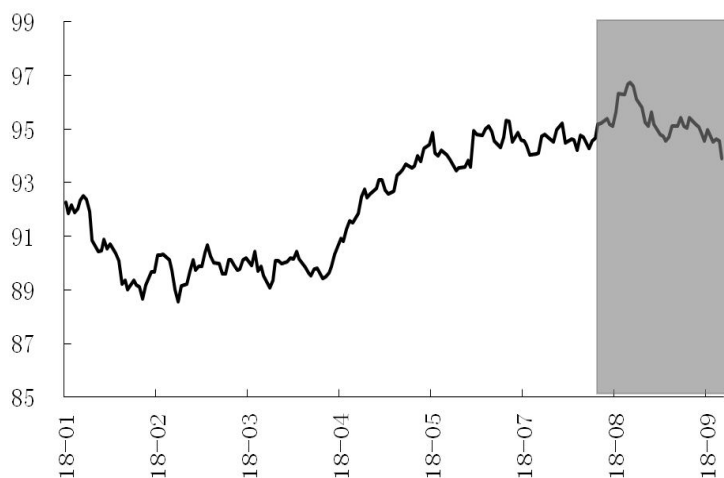
- 2018年8月至9月，美元指数在震荡中小幅走弱。截至9月20日，美元指数报收93.9，较8月初下跌0.8%。
- 发达国家货币兑美元普遍呈现震荡升值。截至2018年9月20日，英镑兑美元报收1.326，较8月初升值1%；欧元兑美元报收1.177，升值0.6%；美元兑日元则报收112.29，日元贬值-0.4%。
- 新兴市场国家货币兑美元继续维持贬值态势。截至2018年9月20日，巴西雷亚尔、俄罗斯卢布、印度卢比、人民币、南非兰特、墨西哥比索分别报收4.10、67.01、72.68、6.85、14.46、18.83，较8月初分别贬值8.55%、6.95%、5.60%、0.35%、8.14%、1.27%。随着土耳其和阿根廷国内货币危机的愈演愈烈，里拉和阿根廷比索期内贬值幅度分别达到22.34%和28.19%，已接近失控。



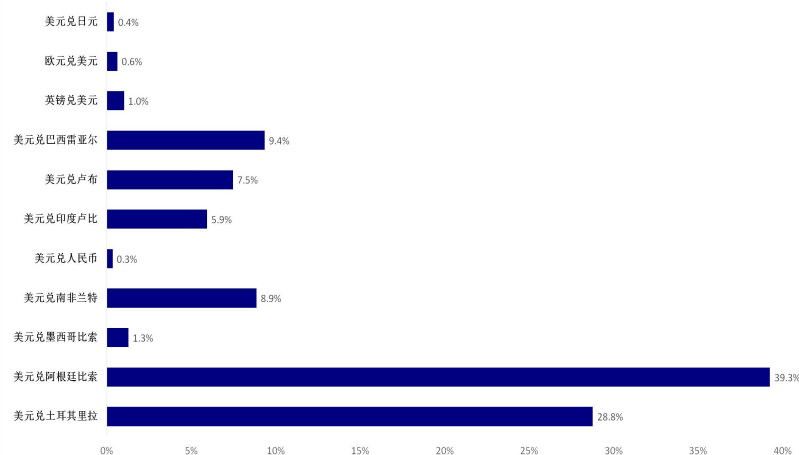
美元指数走势

未来汇率市场展望

➤展望未来，市场普遍预期美联储在12月将再次加息，或将继续推动美元走强。对于新兴市场而言，各国货币将继续前期贬值态势；对于发达国家而言，则需要提防新兴市场货币危机及政治因素带来的负面效果。从目前来看，土耳其里拉近期的持续贬值已经对拥有对土业务敞口的欧洲银行业带来一定冲击，预计未来将对欧元形成贬值压力；随着“脱欧”期限的日益临近，英国无协议脱欧的风险持续加大，或将带动英镑贬值；日本近期经济基本面较为平稳，预计未来日元兑美元将呈现双向波动特征。



美元指数走势（阴影部分为8月1日至9月20日）



主要货币汇率变动（2017年8月1日-2018年9月20日）

全球股市整体低迷，未来走势不容乐观

➤2018年以来，在全球经济复苏步伐放缓、美国发动的贸易战范围逐渐扩大、美联储加息等因素的影响下，全球股市普遍表现不佳，截至6月30日，MSCI全球指数较年初下跌1.53%。除美国股市外，主要发达市场股指低迷不振，同期MSCI发达市场指数下跌0.67%。新兴市场股指下跌步伐放缓，似有触底迹象，同期MSCI新兴市场指数下跌7.68%。

➤今年上半年美国三大股指涨跌互现。截至6月30日，道琼斯工业指数、标普500指数、纳斯达克指数较年初的涨跌幅分别为-1.81%、1.67%和8.79%。美股表现相对强势的主要原因：一是苹果、亚马逊、奈飞等高科技企业的股票受到市场资金的追捧，个股创下历史新高同时也拉动纳斯达克指数在6月份屡创新高。二是美国经济复苏动力强劲对美股形成提振。一季度美国实际GDP增速创下三年来同期新高，失业率创下18年来的新低，美国经济的繁荣刺激投资者风险偏好的上升。三是在美国政府税改措施的红利逐步释放、美联储持续加息推动美元回流美国的刺激下，投资者信心逐渐增强。

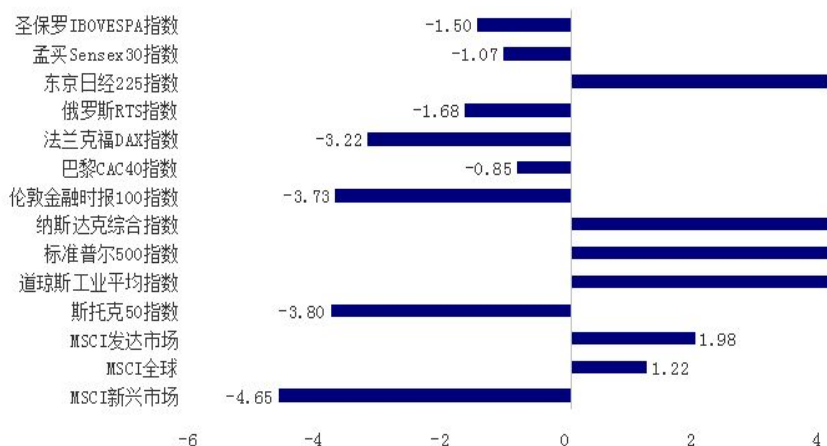
➤截至6月30日，欧洲STOXX50指数、德国DAX30指数、法国CAC40指数和英国富时100指数较年初的涨跌幅分别为-4.24%、-4.73%、0.21%和-0.66%。

全球股市整体低迷，未来走势不容乐观

- 8月以来，全球股市延续前期分化格局。其中美国股市表现亮眼、持续上行，欧洲股市持续承压，日本股市企稳反弹，新兴经济体主要股指全面低迷。截至9月20日，MSCI全球指数较8月初上涨1.22%，MSCI发达市场指数上涨1.98%，MSCI新兴市场指数下跌4.65%。
- 8月以来美国三大股指继续向好，不断刷新美国股市“史上最长牛市”的记录。截至9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5.22%、4.17%和4.16%。
- 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、通胀率都是多年来的最好记录，投资者对美国经济的乐观情绪保持高位。
- 美联储已于近日加息，12月加息也是大概率事件，因此美元回流的趋势仍将延续，资金不断流入给美股上行带来动力。

全球股市整体低迷，未来走势不容乐观

- 展望后市，美国经济强势复苏、特朗普政府采取积极的财政政策对美股形成利好，但中期选举临近，国内政治风险有所增大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，预计美股将维持相对强势的行情。
- 考虑到美欧爆发贸易战的潜在风险，新兴经济体风险居高不下，以及英国脱欧、意大利财政问题短期内难以有较大改观，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。
- 美联储继续收紧货币政策、国内经济金融形势恶化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

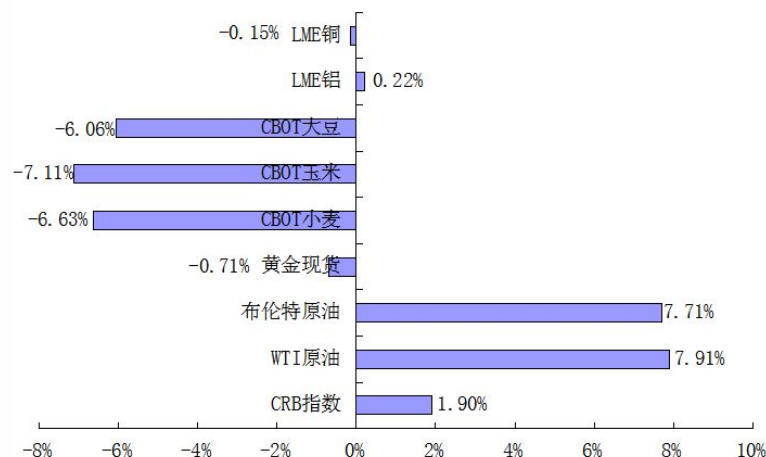
国际油价持续上涨，黄金价格维持稳定

- 2018年上半年，国际油价大幅上涨，截至6月30日，布伦特原油价格收于79.12美元/桶，较1月1日的66.55美元/桶上涨18.89%；WTI原油价格收于69.54美元/桶，较1月1日的58.09美元/桶上涨19.71%。
- 首先，美国制裁导致伊朗原油出口骤降。美国即将在11月启动对伊朗石油行业的正式制裁，要求全球各国停止进口伊朗石油，否则将面临美国的二次制裁。美国国家安全顾问博尔顿也在近期表示，希望伊朗的石油出口归零。在美国的威胁下，伊朗石油出口量开始暴跌至168万桶/天。
- 其次，美国东海岸飓风加剧供需紧张局势。9月11日，四级飓风佛罗伦萨抵达美国大西洋沿岸，风暴使得多个产油州进入紧急状态并导致部分汽油输油管道受到影响。
- 最后，近期美元持续走弱也推高了国际油价。
- 展望未来，原油市场面临的不确定性将大幅增加，一方面，而OPEC正在加紧增产步伐以抵消伊朗原油出口的下降，但效果显现仍需一定时间，原油供给的短期缺口依然存在；另一方面，全球原油需求正在减少，叠加贸易摩擦或将损伤全球经济增长，制约油价上行空间。预计10月油价将以波动为主，在65美元/桶-75美元/桶区间震荡。

国际油价持续上涨，黄金价格维持稳定

➤9月，国际金价回升后企稳，截至9月20日，黄金现货价格为1207.2美元/盎司，较8月1日的1215.8美元/盎司微跌-0.71%，较8月14日的近期低点1174.2美元/盎司上涨2.81%。一方面，美元疲弱推高金价。9月20日，美元指数已跌破95关口，创两个月新低，现货黄金因此震荡走高，一度逼近1210美元/盎司。另一方面，以美国为代表的全球主要国家央行正在加速紧缩，资金流动性趋紧将对新兴市场带来较大压力，在此背景下，黄金避险功能凸显，开始获得资金青睐。

➤展望未来，在美国加息靴子落地后，黄金价格将有望进入上升通道，或将回升至1300美元/盎司以上。



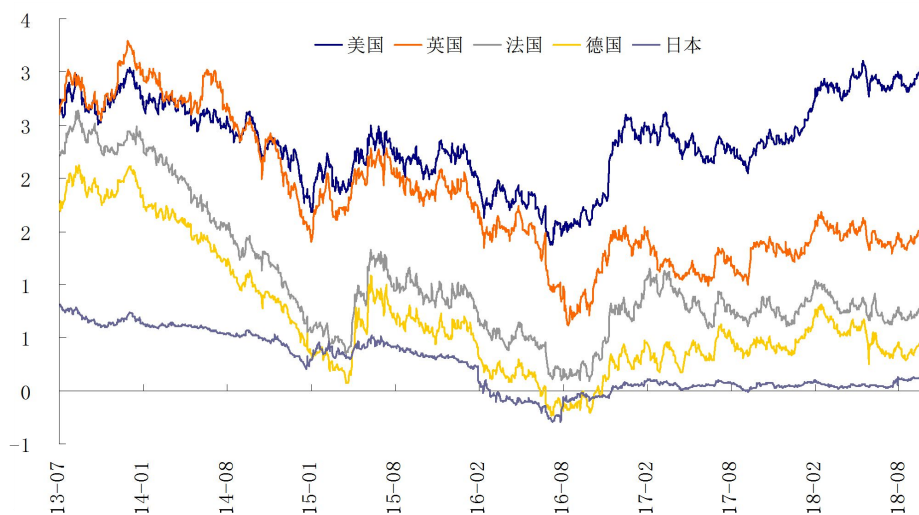
大宗商品价格变动

美中贸易争端升级，发达国家国债收益率上涨

- 2018年9月，随着美正式对华宣布加征2000亿关税，同时沙特表态期望油价上升至80美元/桶，均一定程度上抬升通胀预期，发达国家国债长端收益率均普遍上行，截止2018年9月20日，美、德、法、德、日10年国债收益率同比上升0.25%、0.23%、0.14%、0.18%、0.028%。
- 随着美元指数维持高位，部分新兴国家货币承压，截至9月20日，巴西、印度、俄罗斯10年期国债收益率同比增长0.11%、0.23%和0.08%。
- 美债收益率在本月中呈现上涨态势，一方面是由于美中贸易争端升级，或通过抬升消费品价格以及企业生产成本进而影响消费市场，推升市场对美国通胀预期。
- 另一方面，美对伊制裁加之9月中旬美受飓风影响造成短暂石油供给恐慌，使得油价预期抬升，一定程度上引导通胀预期上行。欧元区经济体由于其劳动力市场显著收紧、薪资增速明显抬升，十年国债收益率呈现稳步上升态势。

美中贸易争端升级，发达国家国债收益率上涨

- 展望未来，美中贸易争端的增大也将影响美国经济，预计未来美债收益率将有所回落。
- 欧元区仍处在宽松周期末期的货币政策环境中，结合失业率的逐步下降，预计未来欧债收益率继续上升。
- 日本受外部环境影响较小，考虑为保持其回购操作的延续性，预计日本国债收益率仍将逐步升高。
- 新兴市场方面，美元指数继续维持高位，新兴市场国家货币承压，预计新兴市场国债收益率将进一步上涨。



部分国家国债收益率走势图

建议及对策

➤ 密切关注中美贸易战进展及其未来可能的扩散领域。9月24日，美国不但对自中国进口的总共2000亿美元的商品加征10%的关税，在9月25日与欧盟和日本发布了联合声明，未指名道姓地指责中国在贸易领域采取了不公平贸易行为，而且公布了价值3.3亿美元的对台军售计划，未来可能在台湾、南海、人民币汇率、合规监管等问题上大做文章。对此，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战可能演变趋势的研究和跟踪，在贸易体系、技术转让、产能过剩、国企改革、产业政策等焦点领域加强与全球智库的交流和沟通，准确把握和研判未来全球贸易体系变革路径。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，从而加大对我行的违约风险；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。

➤ 高度关注原油价格大幅波动对能源行业的影响。一方面，油价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。

建议及对策

➤ 密切跟踪全球货币政策最新动态。美联储已于9月27日加息，12月继续加息的概率较大。美联储收紧货币政策已经带动全球部分货币当局采取跟随政策，我国的香港、澳门也已经加息，全球流动性正在趋紧。建议中资银行应采取以下措施：其一，集团层面应进一步优化全球资产负债结构配置，提早做好风险防范预案，同时适时调整自营交易及代客理财领域的资产配置策略；其二，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；其三，更多的央行货币政策逆转或将加剧全球外汇市场、股市及债市的大幅波动，应及早应对其对经营带来的交易风险和信用风险。

➤ 警惕阿根廷等新兴市场国家动荡带来的潜在影响。近期，阿根廷比索连续大跌，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。9月28日，IMF与阿根廷就新增71亿美元贷款达成协议，并提出了全面的经济计划，以恢复国际市场对阿根廷的信心。在美联储年底大概率再次加息的背景下，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。我行境外机构应积极调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。

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。
