

研究报告

2019年第3期

2019. 1. 3

报告执笔:

宋 玮 郭可为 张静文

邱牧远 杨 光

邮箱:

wei.songcsr@icbc.com.cn

全球避险情绪高涨 股油债市联动大跌 ——2018年12月国际宏观经济金融走势分析及未来展望

要点:

➤2018年11月至12月中旬，受贸易摩擦、美联储继续加息及英国脱欧等因素影响，全球避险情绪大幅提高，经济增长继续放缓，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，美股下跌引领全球股市低迷，国际油价持续暴跌，黄金价格震荡微升，主要国家国债收益下跌。展望未来，美元有望继续维持高位态势，非美及新兴市场货币将继续前期贬值态势；全球股指前景不容乐观，国际油价或将继续下跌，金价或将低位震荡，美债收益率或将出现先扬后抑走势。

➤关键词：避险情绪 经济放缓 金融市场 大幅震荡

全球经济形势回顾与展望

➤2018年11月至12月中旬，受贸易摩擦、美联储继续加息及英国脱欧等因素影响，全球避险情绪大幅提高，经济增长继续放缓，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。

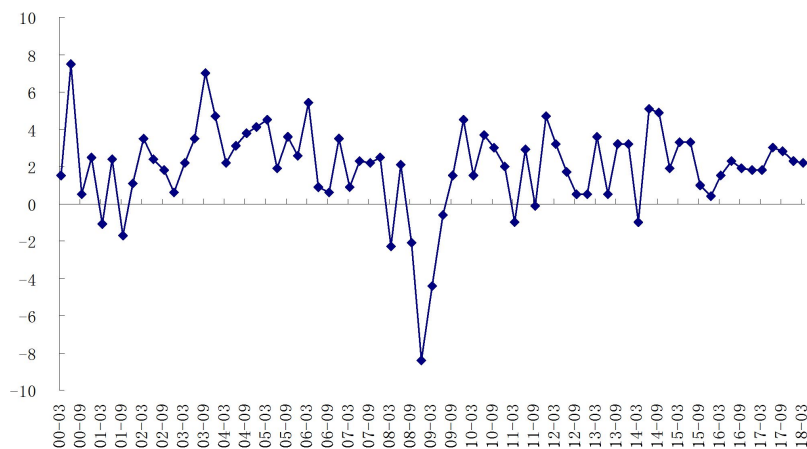
➤避险情绪高涨致使国际金融市场大幅震荡：美元指数震荡走高，美股大跌引领全球股市低迷，国际油价持续暴跌，黄金价格震荡微升，主要国家国债收益下跌。展望2019年一季度，美元有望继续维持高位态势，非美及新兴市场货币将继续前期贬值态势；全球股指前景不容乐观，国际油价或将继续下跌，金价或将低位震荡，美债收益率或将出现先扬后抑走势。

美国经济增长动力减弱，加息进程有所放缓

- 2018年以来，美国经济整体延续了前期向好趋势，不仅经济增长强劲，还基本实现了充分就业与温和通胀。
- 近期美国经济显现出复苏动力减弱的迹象。第一，私人消费增长步伐较前期放缓。9月至11月，美国零售额季调同比增长均在4%-5%区间内，11月仅为4.24%，较今年5月至8月6.37%的平均季调同比增速明显放缓。第二，制造业前景不容乐观。美国11月工业总产值季调同比增长2.24%，连续第二个月下滑。制造业新增订单同比增长率在8月以来阶梯型下滑，8月至10月分别为8.48%、6.95%和4.37%。11月ISM制造业PMI仅为59.3，虽较10月有所回升，但仍不及8月的61.3和9月的59.8。第三，出口高增长难以持续。随着能源价格的上行，今年以来美国出口保持较快增长，但8月至10月的增速已经呈现下滑趋势，平均增长率为6.4%，明显低于前7个月8.2%的平均增速。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，9月至11月同为3.7%，11月非农就业人口增加15.5万人逊于预期，薪环比增速也不及预期。劳动力市场继续改善的空间有限。通胀方面，由于汽油价格和住房价格有所回落，美国11月CPI和核心CPI均降至2.2%，个人PCE仍维持在美联储设定的2%的通胀目标之上。货币政策方面，美联储12月货币政策会议决定加息25BP，将联邦基金利率目标区间上调至2.25%-2.5%。这是2018年的第4次加息，也是本轮加息周期的第9次加息。

美国经济未来展望

- 展望未来，我们认为短期内美国经济仍有望继续温和增长。主要原因在于减税对经济的刺激作用仍将持续一段时间、中美贸易摩擦暂时出现缓和等。但美国经济面临的中长期风险也不容忽视。
- 预计2018年美国经济增长率为2.9%，2019年增长率放缓至2.5%。美联储主席鲍威尔表示2019年加息次数可能下降，保持缩减资产负债表的步伐不变。根据点阵图显示，美联储2019年和2020年还将分别加息2次和1次。



美国季度GDP增速走势图

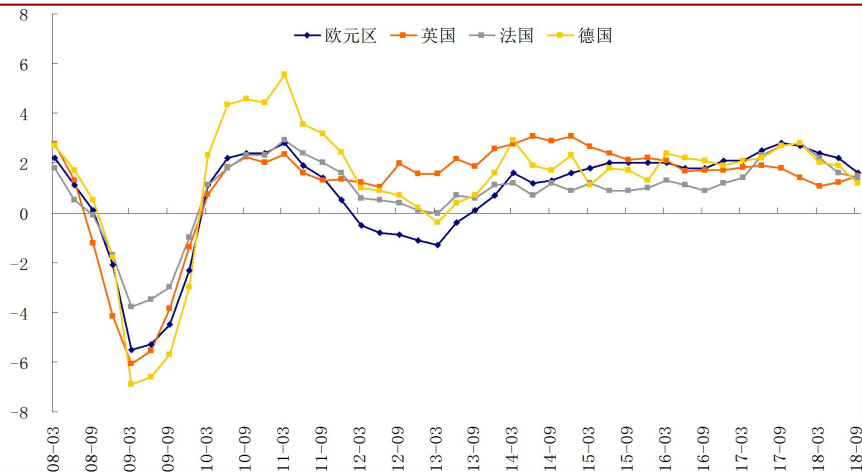
欧洲经济风险加大，未来前景不容乐观

- 2018年三季度欧洲经济增速放缓，当季欧元区GDP同比增长1.6%，明显低于二季度的2.2%。
- 主要体现在：其一，欧元区制造业放缓，12月综合PMI持续回落至51.3，逊于9月的54.1，为2014年11月以来的最低水平；其二，经济景气大幅下降，12月Sentix投资信心指数-0.3，为2014年12月以来最低水平。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。其四，通胀下降，11月季调CPI同比增长1.9%，低于央行2%的通胀目标，核心CPI同比增1.0%，较上月下降0.1%。但就业形势持续改善，9月欧元区失业率为8.1%，继续维持2009年以来的最低水平。
- 货币政策方面，欧洲央行12月政策利率会议决议维持三大利率和购债规模不变，计划本月过后结束QE，并首次明确再投资将持续到首次加息后的较长时间。英国11月CPI同比增长2.3%，与预期持平，核心CPI同比增长1.8%，为2017年3月以来最小升幅。

欧洲经济短期内难有显著好转

➤展望未来，欧洲经济短期内难有显著好转。法国的“黄马甲”示威活动持续蔓延。11月17日以来，法国巴黎持续爆发示威抗议游行，这场强大的反燃油税示威活动已逼迫政府宣布暂停上调燃油税，但示威活动并未停止，教育界和医疗界也趁势而起，局势朝失控方向发展。若示威活动不能尽快停止，法国经济将受到严重打击，欧盟一体化也将经受考验。

➤。欧元区经济增长放缓概率较大，预计2018年和2019年欧元区经济增速分别放缓至2.0%、1.9%。英国方面，下半年以来经济有所恢复，脱欧对经济影响已逐渐下降。若按计划脱欧，英国经济将重回正轨。预计未来英国经济或有好转。



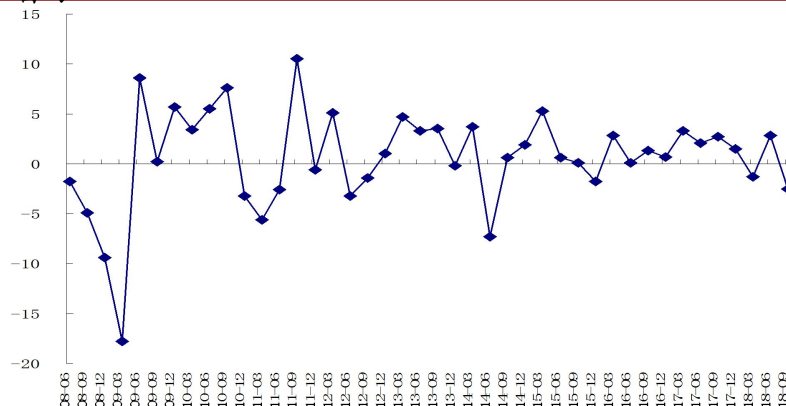
英国、欧元区及主要国家GDP走势

出口萎缩消费回暖，灾后日本缓慢复苏

➤受严重自然灾害影响，日本三季度GDP环比折年率出现严重萎缩为-2.5%，创下四年来最大降幅。10月以来，日本企业开始恢复生产，但国外需求的放缓和日益趋紧的贸易环境阻碍了日本经济迅速“复元”，预计四季度日本GDP增速将为0.5%左右。

➤出口持续萎缩。11月日本月出口额同比增速仅为0.18%，较10月的5.25%出现明显下滑，创下2016年12月以来的新低。一方面，全球智能手机需求高峰已过，导致日本电子零部件、设备出口增势放缓。另一方面，贸易战带来的不确定性及市场信心下降也是导致出口萎缩的重要原因。

➤消费环境有所改善。随着自然灾害结束，日本消费出现复苏迹象，加上就业环境不断改善，居民工资收入有所上升，民众信心也在不断恢复。10月日本商业销售额同比增长6.11%。



日本GDP环比折年率

日本经济未来展望

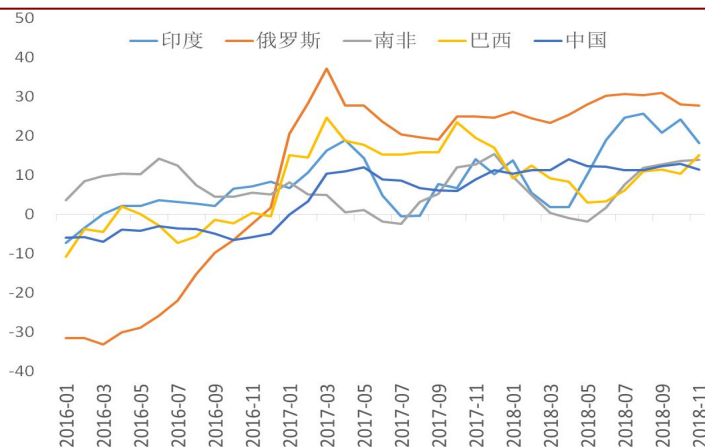
- 展望未来，日本经济或将迎来一段缓慢复苏期。
- 首先，贸易摩擦风险已下降。日本与美国签订了物品贸易协定（TAG），美国同意暂不对日本增加汽车关税；日欧经济伙伴关系协定（EPA）也落地，从明年2月起，欧盟将取消99%从日本进口商品的关税。但在贸易战拖累全球经济增长的背景下，日本恐难独善其身。
- 其次，政治保持稳定。2018年9月安倍晋三获得连任，使日本在国际政治、经济复杂敏感的关键时刻维持了稳定性和连续性，预计日本央行在未来还将继续施行宽松政策。
- 最后，在企业“用工难”背景下，日本居民工资收入开始增加，对消费形成推动效应。

新兴市场经济表现各异，通胀进入上升通道

- 近期新兴市场经济继续呈分化走势。11月，印度、南非、巴西和俄罗斯制造业PMI分别达到54、55、52.7和52.6，较上月分别上升0.9、9.8、1.6和1.3。
- 从外需看，近期美欧等发达国家经济增长步伐减慢使新兴经济体出口增速放缓。从出口同比增速的三月移动平均线来看，印度、俄罗斯、南非和中国均处于下降通道。特别是印度和中国11月出口同比增速仅为11.66%和5.7%，较上月下降明显。
- 通胀方面，新兴市场表现各异。2018年11月，巴西、印度和中国CPI同比分别为4.05%、2.33%和2.2%，较上月降低0.41、1.05和0.3个百分点。特别是印度CPI已连续3个月低于央行此前设定的4%的中期目标，预计印度央行将采取降息措施。但另一方面，南非和俄罗斯通胀却有所抬头。受食品和柴油价格上涨推动，11月南非CPI同比增速为5.1%。俄罗斯11月CPI同比增速为3.8%，价格呈加速上涨趋势。为此，俄罗斯央行已于12月将基准利率上调25个基点至7.75%。

新兴市场未来走势

- 展望未来，受全球经济增长放缓和地缘政治风险诸多不确定因素影响，新兴市场将面临更加不利的外部环境。
- 全球经济增长放缓将降低新兴经济体外需。根据国际货币基金组织预测，2019年全球经济增长率为3.65%，较2018年降低0.08个百分点，全球增长放缓将使新兴市场出口增速下降。
- 中美贸易摩擦将继续对出口产生负面影响。如果两国近期不能就贸易摩擦达成协议，关税制裁幅度和范围将在2019年进一步扩大，进而威胁全球贸易和经济增长。



金砖国家CPI同比增长率（2016M03-2018M10）

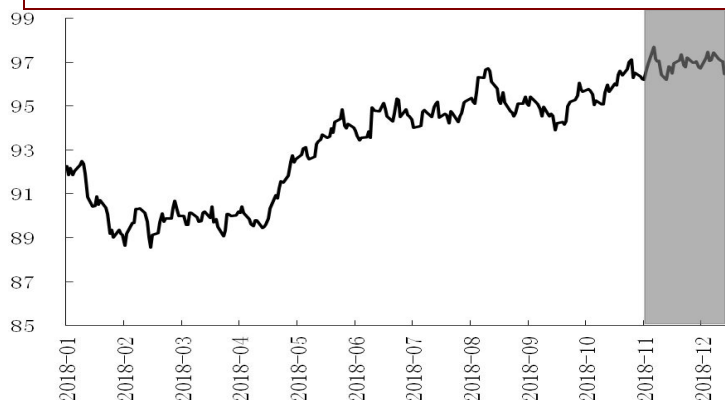
美元指数震荡，新兴市场货币表现分化

➤2018年11月以来，美元指数在震荡中小幅上升。截至12月20日，美元指数报收96.45，较11月初上涨0.2%。同日，欧元兑美元报收1.145，较11月初小幅升值0.5%；受英国脱欧协议难产的影响，英镑兑美元报收1.263，贬值2.6%；日元报收112.52，小幅贬值0.3%。

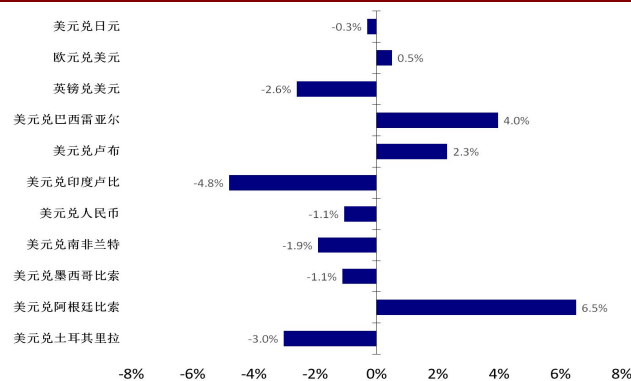
➤新兴市场货币兑美元涨跌不一。截至2018年12月20日，巴西雷亚尔、卢布和阿根廷比索分别报收3.843、67.11、38.07，较11月初分别贬值4%、2.3%和6.5%；印度卢布、人民币、南非兰特、墨西哥比索和土耳其里拉兑美元呈升值态势，分别报收70.28、6.89、14.34、19.90和5.33，较11月初升值4.8%、1.1%、1.9%、1.1%和3.0%。

未来汇率市场展望

➤ 近期美国经济数据表现亮眼，市场普遍预期美联储明年仍将加息2次，美元或将在2019年上半年继续保持坚挺。其他发达国家方面，由于近期欧元区经济数据持续疲弱，欧央行对加息仍将维持审慎态度，带动欧元小幅贬值；由于国内反对，英国首相特蕾莎·梅不得不将“脱欧协议”投票推迟至2019年1月21日前举行，增大英国“无协议脱欧”的风险，或将使英镑继续下跌。新兴市场方面，美元升值带来的资本外流压力依然存在，各国货币短期仍处于贬值通道。



美元指数走势



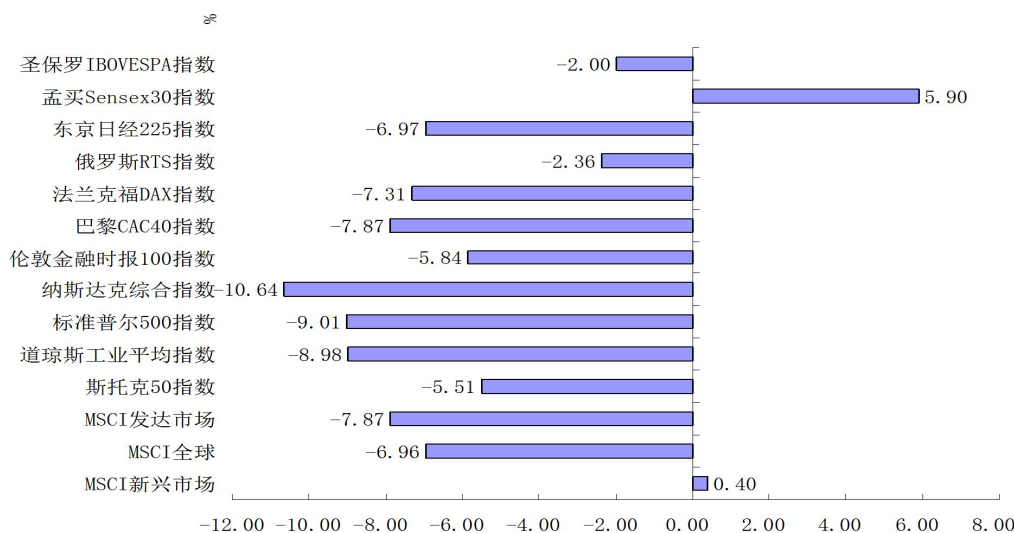
主要货币汇率变动

美股下跌引领全球股市低迷，前景堪忧

- 今年11月以来，由于全球经济的下行风险增大，美联储持续加息、高科技股大幅回调等因素影响，全球股市整体低迷。截至12月20日，MSCI全球指数较11月初下跌6.96%，同期，MSCI发达市场指数下跌7.87%，MSCI新兴市场指数的微涨0.4%。
- 美国三大股指深度回调。截至12月20日，道琼斯工业指数、标普500指数、纳斯达克指数较11月初的跌幅分别为-8.98%、-9.01%和-10.64%。其中纳斯达克指数进入技术性能市，其余两大指数也在熊市边缘。
- 欧洲股市低迷不振，截至12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11月初的涨跌幅分别为-5.51%、-7.31%、-7.87%和-5.84%。
- 日本股市也跟随大势震荡走低，截至12月20日，日经225指数较11月初的涨跌幅为-6.97%，主要原因在于欧美股市的大跌、日本三季度GDP负增长、出口增速放缓等因素。
- 截至12月20日，印度孟买30指数、巴西IBOVESPA指数和俄罗斯RTS指数较10月初的涨跌幅分别为5.9%、-2%和-2.36%，墨西哥、南非等国股指也持续下跌。

美股下跌引领全球股市低迷，前景堪忧

➤展望后市，美股今年创下史上最长牛市后，需要技术性调整来释放风险，美国经济复苏态势基本已到顶部也加大了美股下行的概率。综合考虑，美股将继续震荡调整。考虑到欧洲经济复苏步伐已有所放缓，欧洲央行结束购债、英国脱欧、意大利预算问题尚未得到彻底解决，黄马甲运动仍在持续等，欧股前景不容乐观。外围形势复杂，日本经济复苏前景不佳，总体而言，日本股市未来比较低迷。美联储继续收紧货币政策、全球经济复苏前景不明朗、贸易战乌云笼罩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

悲观预期主导市场，油价暴跌金价回升

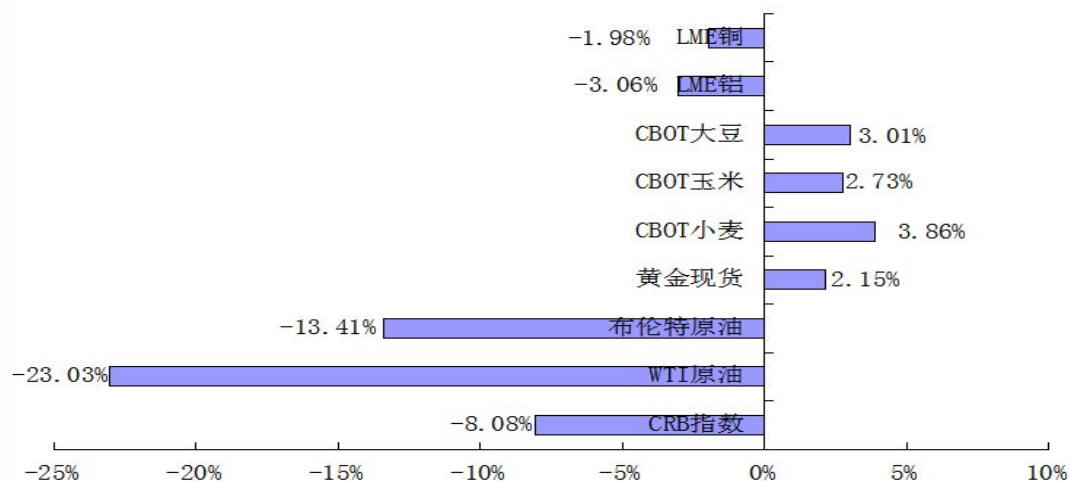
➤11月以来，国际油价延续单边下跌行情，截至12月20日，布伦特原油价格收于55美元/桶，较11月1日的72.25美元/桶暴跌23.03%；WTI原油价格收于48.85美元/桶，较11月1日的63.52美元/桶下跌13.41%。基本面恶化与市场悲观预期是导致此轮油价暴跌的主要原因。从供给侧来看，美国原油产量已经超过1170万桶/日，预计今年内就将成为全球最大的原油生产国，伊朗和俄罗斯的原油产量也在不断上升，而明年二月生效的OPEC新一轮减产协议似乎无法对当前油价提供支持。

➤展望未来，超跌的油价在短期有望企稳回升，但从长期来看仍面临较大下行压力。目前来看，美国页岩油产量扩张、新能源技术的大规模应用、全球经济增长放缓等利空油价的因素将在中长期持续存在，唯一的变数是OPEC国家的减产力度，但随着美国从原油消耗国到输出国的转变步伐加快，OPEC手中的牌也将越来越少。鉴于市场担忧全球经济增速放缓，拖累原油需求减缓，以及美国、俄罗斯产量不断刷新纪录，加之减产协议尚未实施，市场对供需格局充满悲观情绪，预计2019年上半年油价或将低位大幅震荡。

利好出尽油价下滑，美元上涨金价承压

➤11月以来，国际金价震荡上行，截至12月20日，黄金现货价格收于1259.69美元/盎司，较11月1日的1233.2美元/盎司上涨2.15%。

➤展望未来，在全球金融市场波动加剧的背景下，黄金有望成为表现最好的大类资产，能够满足市场多元化的投资需求，并对冲投资组合风险。黄金价格面临的主要利空因素仍然是强势美元，近期美联储启动加息将在一定程度上制约黄金价格的增长步伐。预计2019年上半年金价将在1250美元/盎司-1300美元/盎司区间震荡。



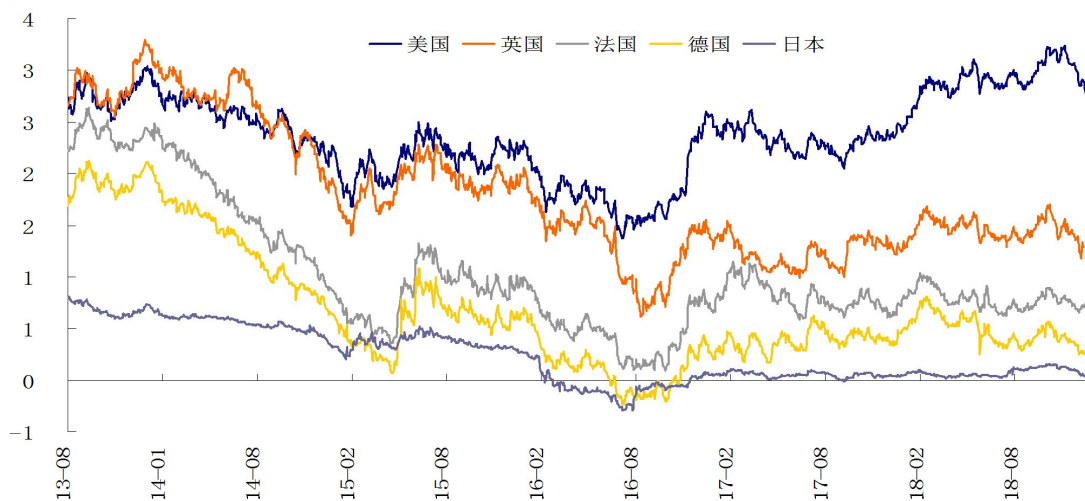
大宗商品价格变动

美债收益率创新低，市场避险情绪弥漫

- 11月以来，受美股下跌、债务风险加大等因素影响，投资者对全球经济担忧加剧，全球债券市场收益率出现大幅下挫。截至12月20日，美国、德国、法国、英国以及日本10年期国债收益率较上月同期分别下降0.27、0.13、0.07、0.11和0.69个百分点，巴西、印度、中国10年期国债收益率较上月同期分别下降0.07、0.52和0.07个百分点。
- 一方面，市场避险情绪上升致使美债受到追捧，推动收益率大幅下滑。美国三大股指自10月以来大幅回调，叠加美国两年期和十年期国债利率倒挂，美国经济出现衰退迹象，引发市场对美国经济的担忧，资金避险情绪明显。
- 另一方面，美国债务风险加大推动收益率下滑。目前美国的债务已经达到21.85万亿美元，美国政府债务占国内生产总值的比重已经达到105.4%，远高于60%的国际警戒线，接近历史峰值。

美债收益率短期波动，未来或将继续上涨

➤展望2019年上半年，尽管美联储加息将带动美债短期上涨，但美国股市回调明显，经济见顶可能较大，预计国债收益率大概率下降。受法国“黄马甲”事件影响以及英国“无协议脱欧”风险影响，欧洲国债收益率或将下降。随着增长前景恶化，日本国债收益率或将小幅下降。部分风险较大的新兴市场国债收益率或将有所上升。



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。一是继续加强对中美贸易摩擦可能演变趋势的跟踪研究，对于其可能向科技战乃至更多领域蔓延，做好风险防范预案；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摸底排查，防范企业经营状况恶化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。

➤ 在美联储持续推动加息和缩表带动下，欧洲央行、英国央行等货币当局纷纷开启货币政策正常化进程，几大货币当局的同向行动或将导致全球资金流向的逆转和投资偏好的改变。一要针对美元及其实际利率上行导致的全球资产重新估值趋向，集团层面应进一步优化全球资产负债结构配置，适时调整自营交易及代客理财领域的资产配置策略。二要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。三是密切监测股市、债市、金价、油价的波动情况，特别是美债收益率出现倒挂现象预示金融产品的价值需要重估，面临的利率、汇率、市场风险较大，需要更稳妥地进行资产调配。

建议及对策

➤ 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。一是跟踪研判意大利、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；二是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；三是脱离欧盟的英国或将加大与中国的贸易往来，将给我行带来贸易融资等方面的业务机遇，同时我行伦敦机构可通过加大对非中资企业债和英镑本币债的投资力度，分散信贷资产风险。

➤ 高度关注俄乌冲突及其后续进展。近期俄罗斯与乌克兰在亚速海爆发的军事冲突引发国际社会的普遍关注。特别是北约各国已明确表示对乌克兰的支持立场，或将引发俄乌军事对抗的升级。我行应及时评估、预警相关地区不稳定因素给客户和业务带来的影响，避免产生损失。

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。
