

研究报告

2019 年第 101 期

2019.10.31

研究团队:

殷红 胡婕 郭可为

张静文 邱牧远

邮箱:

jie.hu@icbc.com.cn

全球经济同步放缓 各类风险持续发酵

——2019 年前三季度国际经济金融形势分析¹

要点

- 前三季度全球经济运行的总体特征。第一，全球经济增长动力弱化。第二，风险因素影响逐渐深化。第三，全球货币政策趋于同化。
- 美国经济走弱的迹象明显，贸易摩擦和全球经济放缓造成的影响已经开始向就业与消费蔓延。欧洲经济内忧外患，德、意等国经济增长更加弱势。日本经济持续缓慢复苏，但外围经济下行的冲击日益显现。新兴经济体增长动力明显不足。金砖四国经济增速均不尽如人意。
- 全球金融市场的特点：美元逆势上扬，新兴市场货币持续贬值；全球股市上半年普遍上涨，但之后呈震荡分化；全球国债收益率处于低位；大宗商品涨跌互现。
- 当前地缘政治局势的特点：一是全球贸易摩擦呈现长期化、扩大化、多级化特征。二是“脱欧”前景不明，加大英国经济衰退可能。三是逆全球化背景下，大国关系格局迎来调整期。四是波斯湾局势持续恶化，中东秩序亟待重构。

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。

¹ 本期报告得到了工银欧洲、工银伦敦、东京分行等境外机构的材料支持。

2019年以来，全球经济陷入同步放缓境地，国际货币基金组织（IMF）10月发布最新一期《世界经济展望报告》，连续第五次下调增长预期，将2019年世界经济增速下调至3%，为2008年国际金融危机爆发以来的最低水平，也是自2017年全球同步回升时期经济增长率达到3.8%以来的一次严重倒退。

一、全球经济走势及预测

（一）前三季度全球经济运行的总体特征

第一，全球经济增长动力弱化。表现为主要经济体制造业 PMI 大都处于荣枯线（50）之下、国际贸易增速在全球范围内大幅放缓、劳动力市场可改善空间缩小等方面。

第二，风险因素影响逐渐深化。贸易摩擦以及地缘政治紧张局势，包括英国脱欧的不确定性等，均在扰乱全球供应链的正常运转，并不断损害信心、投资和经济增长。

第三，全球货币政策趋于同化。今年全球已有 30 多个主要经济体宣布降息，特别是美联储与欧洲央行相继降息并重启资产购买计划，进一步明确了当前全球货币政策趋向宽松的主基调。

表 1 全球和主要经济体经济增长率

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2019
美国	3.1	2.0	1.8	1.7	2.4
欧元区	1.3	1.2	1.1	1.0	1.2
日本	2.2	1.3	0.6	-2.7	0.9
德国	0.9	0.4	0.4	0.4	0.5
英国	2.1	1.3	0.9	0.8	1.2
印度	5.8	5.0	5.8	6.5	6.1
巴西	0.5	1.0	0.9	1.2	0.9
俄罗斯	0.5	0.9	1.5	1.4	1.1
中国	6.4	6.2	6.0	6.0	6.1
全球					3.0

发达经济体					1.7
新兴经济体					3.9

数据来源: wind, 彭博, IMF。

(二) 主要经济体前三季度经济走势分析

表 2 全球主要经济体重要经济数据

	PMI	CPI	出口	失业率
美国	47.8	1.7	0.1	3.5
欧元区	45.7	0.8	-2.2	7.4
日本	48.5	0.2	-4.8	2.2
德国	41.9	0.9	-3.9	4.9
英国	48.3	1.7	-11.9	3.9
印度	51.4	4.0	-6.5	7.2
巴西	53.4	2.9	-2.3	11.8
俄罗斯	46.3	4.0	-9.7	4.5
中国	49.8	3.0	1.2	5.2

注: 黄色为 10 月数据, 绿色为 8 月数据, 其余为 9 月数据。

1. 美国: 失业率创 50 年来新低, 但经济下行压力增大

美国的经济状况在主要经济体中仍然相对较好, 失业率 9 月降至 3.5%, 创近 50 年来新低, 但从趋势看, 经济走弱的迹象明显。二季度 GDP 年化季率增长 2%, 远低于第一季度的 3.1%, 也是 2017 年特朗普上任以来的最低水平。

一方面是由于贸易摩擦和全球经济放缓造成的制造业表现疲弱。美国 9 月 ISM 制造业 PMI 由上月 49.1 继续下滑至 47.8, 为 2009 年 6 月以来的新低; 9 月工业产出环比-0.4%, 低于预期的-0.2%。

另一方面这种负面影响已经开始向就业与消费蔓延。9 月新增非农就业 13.6 万, 不及预期 (14.5 万); 工资增速放缓至 2.9%, 较上月回落 0.3 个百分点。同时, 占美国经济近七成的消费也出现不稳迹象: 美国 9 月零售环比下跌 0.3%, 为近七个月来首次下滑, 增添了市场对美国消费韧性的担忧。

货币政策方面, 美联储分别在 7 月和 9 月各降息 25 个基点。10 月 29 至 30 日, 美联储联邦公开市场委员会 (FOMC) 将召开议息会议, 10 月货币政策宽松加码是大概率事件。

2. 欧洲：经济内忧外患，德、意等国经济增长更加弱势

2019 年以来，受贸易摩擦、脱欧不确定性等因素影响，欧元区和英国经济呈现下滑态势。前两季度实际 GDP 增速，欧元区由 1.3% 降至 1.2%，英国由 2.1% 降至 1.3%。

一是制造业 PMI 连续多月处荣枯线下。欧元区 9 月制造业 (PMI) 终值 45.7，连续 8 个月在荣枯线以下；德国 9 月制造业 PMI 仅为 41.7，连续 9 个月在荣枯线以下；英国 9 月 PMI 连续五个月荣枯线之下。

二是欧洲通胀水平显著低于目标值。自 2013 年以来，欧洲通胀水平总体低于欧央行设定的 2% 目标。2019 年 9 月，欧元区、德国、英国 CPI 同比增长分别为 0.8%、0.9% 与 1.7%。

三是经济衰退风险从外围向核心蔓延。欧洲经济的火车头德国二季度 GDP 环比负增长；意大利前两季度同比均为负增长。

货币政策方面，欧洲央行于 9 月下调存款利率并重启资产购买计划；10 月货币政策会议上按兵不动。拉加德即将接任欧洲央行行长一职，预计将继续坚持宽松的货币政策。

3. 日本：出口持续 11 个月负增长，通缩压力增大

今年以来，日本经济持续缓慢复苏，但外围经济下行的冲击日益显现，二季度 GDP 环比折年率为 1.3%，较一季度 (2.2%) 显著下滑。

一是出口逐渐丧失活力。自 2018 年 11 月至今年 9 月持续 11 个月负增长，特别是面向中国等亚洲地区为中心的生产设备出口持续缺乏强劲动力。

二是工业生产受到冲击。受出口萎靡拖累，日本 8 月工业产出同比下降 4.7%；制造业 PMI 位于荣枯线以下窄幅波动，9 月为 48.9，连续第五个月低于 50。

三是通胀持续位于低位。9 月 CPI 同比上涨 0.2%，低于前值 0.3%，核心 CPI 同比上涨 0.3%，低于前值 0.5%，两项数据均距日本央行 2% 的通胀目标越来越远。

货币政策方面，日本央行行长黑田东彦近期表示，如有必要，将会进一步宽松；还表示首选政策工具仍是调降中短期利率，进一步强化了市场对日本央行 10 月降息的预期。

4. 新兴经济体整体走弱

发达经济体走弱给新兴经济体带来了严峻的外部冲击，新兴经济体增长动力明显不足。金砖四国经济增速均不尽如人意。印度前两季度 GDP 增速分别为 5.8%、5%，5% 的季增长率创 6 年来最低；巴西前两季 GDP 增速分别为 0.5% 和 1%；俄罗斯分别增长 0.5% 和 0.8%。

一是主要新兴经济体出口增速大幅放缓甚至萎缩。中国、印度、俄罗斯的最新月度出口增长率分别为 1.2%、-7.6%、-9.7%。

二是 PMI 表现分化。中国制造业 PMI 连续五个月在“荣枯线”以下，9 月仅为 49.8，俄罗斯为 46.3，印度和巴西较好，分别为 51.4 和 53.4。

三是通胀水平相对温和。9 月，中国、印度、巴西、俄罗斯 CPI 同比分别为 3%、4%、2.9%、4%。

货币政策方面，今年以来，印度已降息 5 次共 135 基点；巴西降息 2 次共 100 个基点；俄罗斯降息 3 次共 75 个基点。随着美联储等继续推动货币宽松，预计新兴经济体仍将继续采取宽松政策。

（三）四季度经济走势预测

第一，全球经济走势仍将下行。持续不断的贸易争端将继续拖累生产和出口，脱欧和地缘冲突也将加大经济增长的不确定性，预计全球经济四季度形势依然严峻。

第二，美国经济将继续放缓。消费增长放缓、劳动力市场见顶、贸易摩擦持续深化将使美国经济面临加速下行风险；扩张性财政政策使美国债务风险进一步集聚²；众议院对总统进行弹劾调查引发政坛持续动荡，市场对此次事件冲击美国经济的担忧上升。

第三，欧洲经济面临的内忧外患仍将延续。内生增长动力衰减、南欧债务问题、民粹主义抬头、英国脱欧僵局、德国陷入衰退等内忧难以解决；外围需

²截至 10 月 22 日，美国公共债务规模 23 万亿美元，已达美国 2018 年经济总量的 112%，该比例高于德、法、英等欧洲经济体以及大部分的新兴经济体。

求回落、美国关税施压、地缘风险升温等外部因素也使欧元区经济前景不容乐观。根据IMF、欧盟委员会预测，2019年欧盟经济增长将为1.2-1.4%，创2014年以来最低水平。英国表现略好，虽然其制造业多数行业下滑，制药、电气设备受到的冲击尤为严重，但消费仍保持增长，服务业增长稳健，2019年英国或将避免经济衰退。

第四，日本经济面临的内外困难仍较突出。国际贸易紧张局势是影响日本经济的主要不确定因素，世界经济减速可能引发的短期汇率风险、中长期投资及市场开拓、人员流动受阻等连锁反应将是影响日本经济连续性的外部风险；而10月消费税提高后内需能否维持、消费者信心是否持续恶化、国内设备投资能否维持增速、劳动力人口和就业情况能否改善、教育无偿化的长期效果等将给日本经济前景带来较大变数。叠加考虑三季度日本连续遭遇超级台风等大型自然灾害影响，预测日本四季度经济增长将弱于上半年。

第五，新兴经济体整体将继续承压。外需减弱、地缘政治动荡都将对经济基础相对薄弱、经济结构较为单一的新兴经济体造成不利影响与阶段性冲击。2020年部分受影响相对较小的新兴经济体将率先复苏。

二、全球金融市场走势

（一）美元逆势上扬，新兴市场货币持续贬值

截至10月20日，美元指数报收97.2032，较年初上涨1.12%；欧元兑美元报收1.1144，较年初贬值2.67%；英镑报收1.2899，较年初升值1.02%；日元报收108.6，较年初升值2.03%。从预测看，目前到明年1月底的关键时刻，英镑汇率将比以往更不稳定。

多数新兴市场货币震荡中贬值。截至10月20日，巴西雷亚尔、印度卢比、人民币、南非兰特和土耳其里拉较年初贬值6.78%、2.13%、3%、2.61%和11.78%。值得注意的是，由于财政纪律涣散及政局动荡，年内阿根廷比索大幅贬值已超过50%。俄罗斯卢布和墨西哥比索较年初升值8%和2.55%。

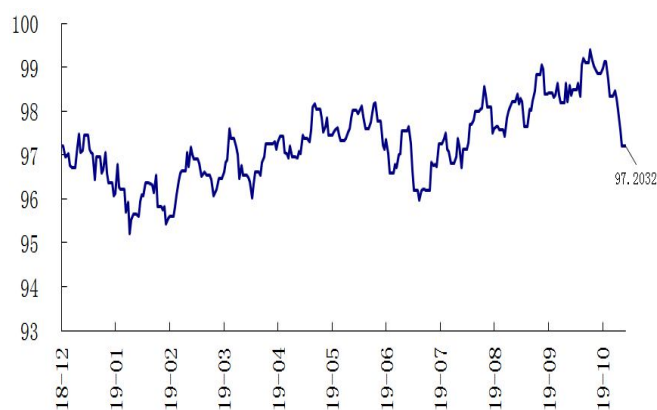


图1 今年以来美元指数走势 (2019年1月1日至10月20日)

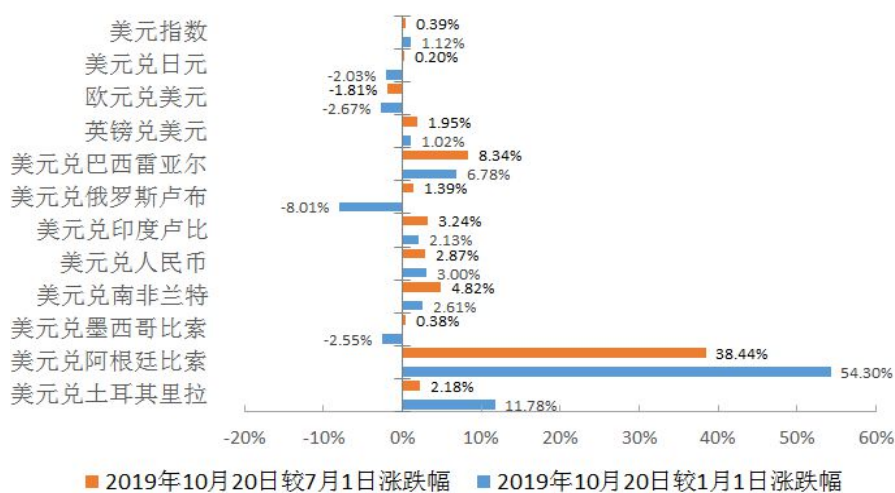


图2 主要汇率涨跌幅

(二) 全球股市上半年普遍上涨，但之后呈震荡分化

三季度以来，受英国脱欧影响，伦敦金融时报100指数已下跌4.63%；同时纳斯达克综合指数、俄罗斯RTS指数和孟买Sensex30指数也较7月初分别下跌0.02%、3.31%和0.98%。道琼斯工业平均指数、标准普尔500指数、巴黎CAC40指数等则发生了小幅上涨。

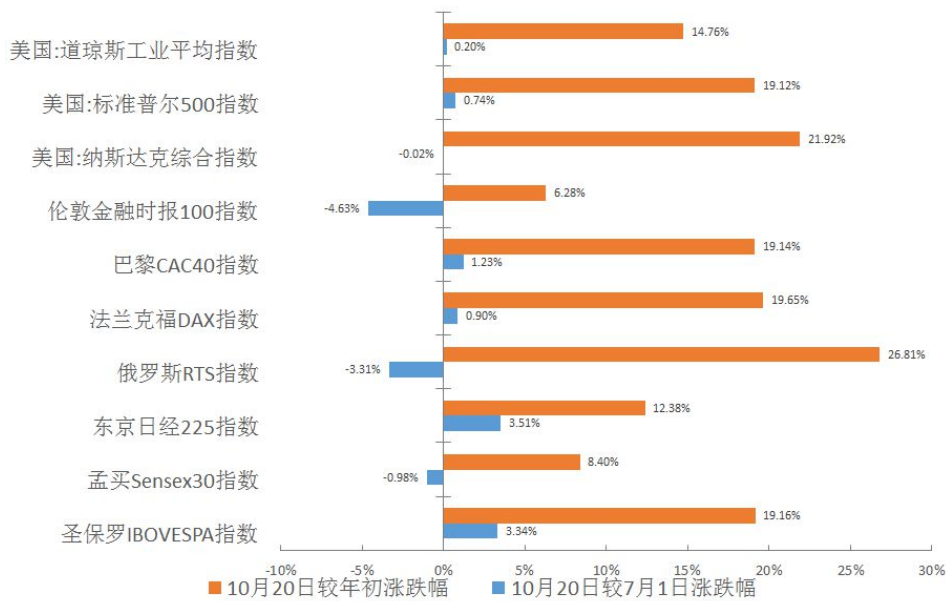


图3 全球主要股指涨跌幅（%）

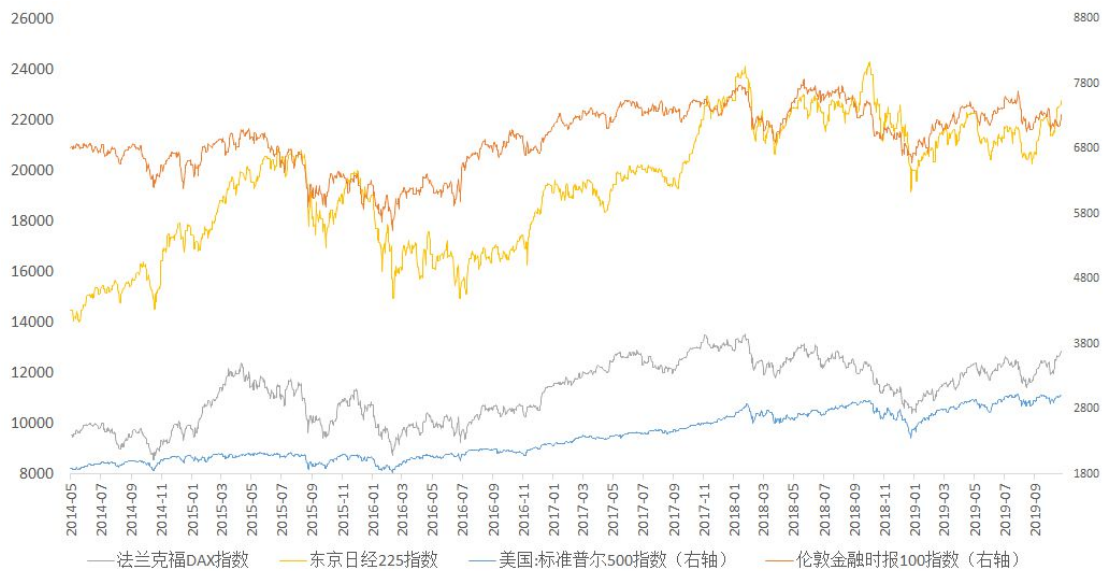


图4 全球主要股指走势（%）

（三）全球国债收益率处于低位

2019年以来，各国债券收益率普遍呈下行趋势。截至10月20日，美国、英国、法国、德国和日本10年期国债收益率分别为1.8%、0.775%、-0.039%、-0.35%和-0.136%，均较年初有不同程度的下降。目前，法、德和日本10年期国债收益率仍处负利率区间，美国国债收益率倒挂有所缓解。

投资者预计利率维持在极低水平的将长于年初的预期。

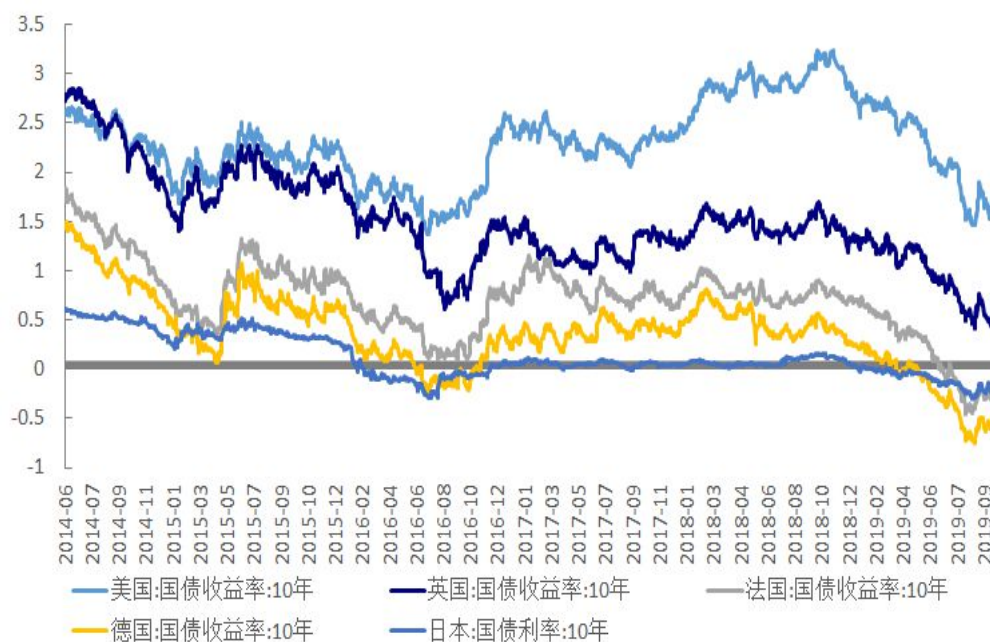


图5 世界主要国家10年期国债收益率走势

(四) 大宗商品涨跌互现

三季度，原油价格呈先涨后跌行情，总体跌幅大于涨幅。截至10月20日，WTI原油和布伦特原油价格为53.76美元/桶和59.06美元/桶，较7月初下跌9.2和9.44个百分点。OPEC减产和美国制裁伊朗导致全球原油出口下滑，但同时全球经济下行导致各国原油进口需求持续下降。

截至10月20日，小麦和大豆价格较7月初轻微上涨3.26%和2.84%；而玉米价格较7月初下跌7.63%。

全球经济放缓加大市场避险情绪，推高黄金价格。截至10月20日，伦敦黄金现货价格报收1490.89美元/盎司，较年初上涨16.28%，较7月初上涨7.88%，预计年内国际金价或将继续走高。

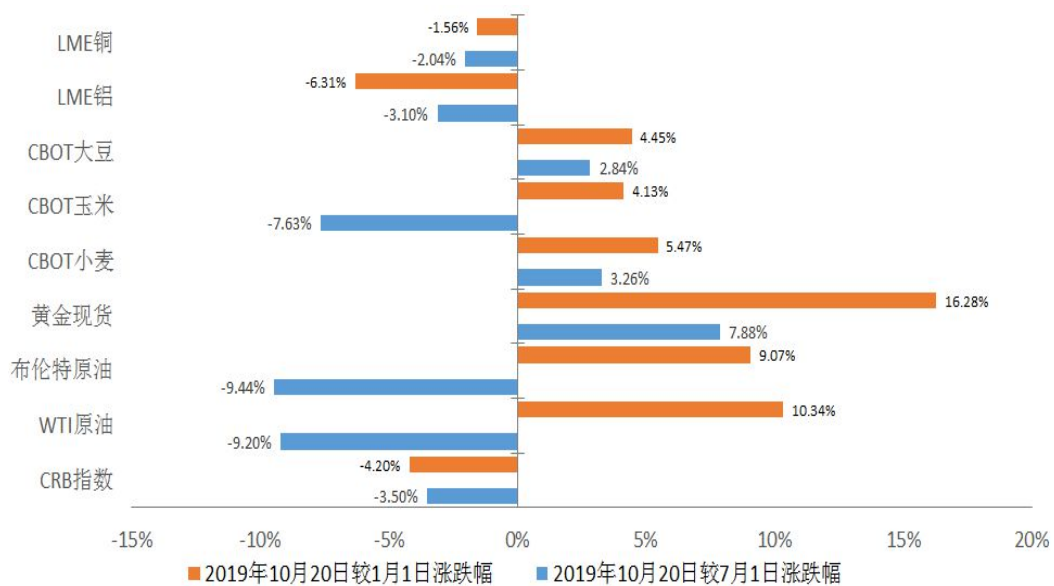


图6 大宗商品价格变动

三、地缘政治形势

（一）全球贸易摩擦呈现长期化、扩大化、多级化特征

1. 中美贸易战在迅速升级后趋缓，贸易摩擦将进入“长期化”阶段

8月以来，中美贸易战在两国新一轮制裁与反制裁交锋中迅速升级，除大规模互加关税外，美国还动用非常规手段，在与现有规则冲突的情况下，将中国列为汇率操纵国。而10月以来，特朗普政府在面临弹劾和大选将近的政治压力下，再度恢复与中国的贸易谈判，中美在贸易领域的紧张对峙局面有所缓和。但近期在香港社会暴乱、NBA事件等问题上，中美之间展现出的对立和不信任情绪已开始向社会大众层面蔓延。在此背景下，贸易战及其在贸易之外领域的影响都将呈现长期化特征。

2. 美国同其他国家的贸易战蓄势待发

美日方面，9月底达成的美日贸易协议具有应急性特征，对日本威胁最大的汽车关税问题被搁置，特朗普并未放弃对日本汽车产业“宰割”的权利。

美欧方面，美国10月18日决定正式对价值75亿美元的欧盟输美商品加征关税。此次征税具有一定威胁意味，是特朗普政府迫使欧盟11月前达成贸易协定的施压手段，欧盟称将对美国加征关税进行报复。

美越方面，越南成为贸易战中少数的短期获利者，今年前七个月，越南对美国出口总额增长25.4%。特朗普8月接受电视采访时宣称，越南占美国便宜比中国更甚，不排除未来对越南加征关税的可能。

日韩方面，两国已将双方从“白名单”中剔除，虽然目前摩擦仅涉及进出口程序，不涉及关税，也不是真正“禁运”，但相关影响已开始显现，韩国7-9月出口额同比跌幅均在10%以上，其中半导体出口跌幅最大，丰田、本田、日产在韩国的销量同比月降幅均超过30%，日本快销品牌优衣库7月销售额环比下降70%以上。8月韩国宣布终止和日本的《军事情报保护协定》，冲突从贸易扩展到军事领域。

（二）“脱欧”前景不明，加大英国经济衰退可能

英国脱欧进程一波三折，目前英国与欧盟达成新的脱欧协议草案，但未被英国议会通过，英国脱欧的最后期限后延三个月。脱欧的不确定性继续损伤企业和投资者信心，影响生产投资，引发资产外流。据彭博公司估计，德意志银行、摩根大通、高盛、花旗及摩根斯坦利等五家银行从伦敦向法兰克福转移资产超过7500亿欧元，不明朗的局势也将对伦敦的国际金融中心地位产生影响。

（三）逆全球化背景下，大国关系格局迎来调整期

1. **中日战略对话重启带动美中日“三角关系”新平衡**。8月新一轮中日战略对话中，双方确认将努力构建契合新时代要求的中日关系。这是中日双方在2013年之后，首次重启战略对话，中日关系开始改善。在中、美、日三国关系上，“贸易战背景下的中日关系”与“中日关系改善下的美日关系”相互作用，交织叠加，衍生出复杂而多重的“三角意涵”，预计中、美、日的合作与竞争将重点围绕“一带一路”建设与亚太地区秩序规则构建展开。

2. 英国正在重建全球关系网

8月英国与韩国签署约定两国在英国脱欧后继续正常经济往来的协定。此

前，英国已与智利、冰岛、挪威及瑞士等国签署了类似协议。今年年初，英国还透露过希望与中国达成自贸协定并开放汽车市场的意愿。英国在脱欧后被迫在全球重建“朋友圈”，将带来大国关系的微妙变化。

3. 俄罗斯战略合作重心进一步向远东地区倾斜

G7 峰会上，各国首脑就邀请俄罗斯重返 G7 开展了讨论，特朗普对 G7 重新接纳俄罗斯表示支持，但普京表示目前 G7 并不适合解决全球性问题，一个没有中国和印度的国际组织是无效的，这是俄罗斯对其远东战略的再次确认。俄罗斯目前正在加大同印度在军事、能源领域的合作，与日本的经贸投资力度也在加强。

（四）波斯湾局势持续恶化，中东秩序亟待重构

今年 6 月以来，霍尔木兹海峡多次发生油轮和商船遇袭事件，10 月伊朗油轮在红海地区靠近沙特港口附近遇袭，伊朗官员公开发表声明，称此事是国家行为，暗指美国和沙特设计了此次“报复”行动，伊朗已掌握大量证据，将向联合国申请调查。这一系列高频度、低烈度的地缘风险事件虽未对涉事国生产造成较大影响，油价在短线攀升后也迅速恢复，却推升了中东地区的紧张局势。随着美俄两国在中东地区影响力的分化³，中东秩序有望重整，地缘风险或将日趋缓和。

四、风险提示及政策建议

（一）风险提示

一是全球经济有同步放缓的迹象，投资和消费均有所下滑。同时，全球贸易摩擦局势、英国脱欧给全球产业链、资金链带来很多不确定性，实体企业经营面临不同程度的困难，银行业也将面临更大的信用风险与市场风险。

二是重回宽松的货币环境可能带来风险偏好提升、借贷过热、推高资产泡

³ 美国作为中东和平调停人的信誉逐渐减弱，与此同时俄罗斯与中东各国在能源领域长期保持良好的合作关系，并凭借其在中东反恐问题上的强势表现塑造“安全提供者”形象。

沫等潜在风险，同时对于经济前景的担忧或触发热钱快速撤离新兴市场国家，避险资金涌入美元推高美元指数。

三是负利率环境将给国际银行业经营带来较大的盈利压力，部分国际大银行为应对压力、削减成本，甚至已开启了新一轮裁员。

四是谨防新兴市场债务危机和货币危机。部分新兴市场国家债务规模已处于警戒线之上，宽松的外部融资条件可能会鼓励债务过度积累，提高未来债务违约风险。

（二）政策建议

一是针对各国货币政策动向，紧密跟踪市场行情，及时把控金融市场、资产管理和各类理财业务中的汇率风险、交易风险、信用风险，尤其做好市场极端情况下的风险敞口管理。

二是注意国际资本流动可能出现的转向，加强信用风险和流动性风险管理，保障我行境内外资产质量和资金运营安全。

三是针对货币政策相对宽松带来的全球通胀预期上升，加大“抗通胀”资产占比。

四是在银行业绩受经济影响有所下降、金融市场动荡加剧的背景下，需高度关注交易对手风险。