

研究报告

2019 年第 38 期

2019.4.26

研究团队:

胡婕 宋玮 郭可为
张静文 邱牧远 杨光
邮箱:
jie.hu@icbc.com.cn

全球经济同步趋缓 货币政策边际宽松

——2019 年一季度国际宏观经济金融走势分析及未来展望

要点

- 2019 年一季度，全球经济下行压力依旧较大，主要经济体增长趋势同步放缓，美国经济下行压力增大但不乏亮点，欧洲经济持续放缓，日本经济表现疲弱，主要新兴经济体经济走势总体平稳。
- 在此背景下，全球主要经济体开始扭转货币政策风向，呈现边际宽松态势，美联储暗示 2019 年停止加息，推动国际金融市场整体压力趋缓：美元指数震荡加剧，新兴市场货币有所升值，全球股市强势上扬，国际油价持续大幅反弹，黄金价格震荡盘整，全球国债收益率同步下降，美债长短端出现倒挂。
- 展望 2019 年上半年，美元或将震荡贬值，非美货币则可能持续反弹。美股仍有上涨的空间和动力，欧股、日股和新兴市场股指各有隐忧，未来不确定性较大。未来油价和金价或将波动中走高，美债收益率或将震荡下行。

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。

一、全球经济形势分析与展望

（一）美国经济复苏放缓，韧性犹存短期无忧

2018 年美国经济增速 2.9%，为 2015 年以来最高，但 2019 年以来部分经济数据显示，美国经济放缓迹象逐渐显现。其一，私人消费有所反弹但力度较弱。美国 1、2 月零售销售季调同比增长率分别为 2.81% 和 2.24%，大幅低于去年 4.91% 的月均增长率。其二，工业生产与制造业新增订单增长缓慢。美国 1 至 2 月工业总产值同比增速连续两个月低于 2%，分别为 1.99% 和 1.45%；同期制造业新增订单同比增长率分别为 1.64% 和 1.46%，远低于去年月均 4.9% 的增长率。其三，贸易形势不容乐观。今年 1 月，美国出口和进口分别同比增长 3.01% 和 1.62%，较去年平均水平大幅下滑。

但美国经济仍有一些亮点值得关注。一是房地产市场呈现繁荣景象。新屋销售和成屋销售今年以来保持较快增长。二是经济景气度有所改善。今年 3、4 月份的 PMI、消费者信心指数、投资信心指数均较前期有所反弹。三是劳动力市场继续处于充分就业水平。3 月失业率为 3.8%，处于历史低位。1 季度非农就业人数月均增长接近 18 万，表现亮眼。此外，通胀方面，美国一季度 CPI 增长好于预期，3 月 CPI、核心 CPI 分别增长 1.9% 和 2%。通胀率上升主要受食品、汽油和房租价格上涨推动。

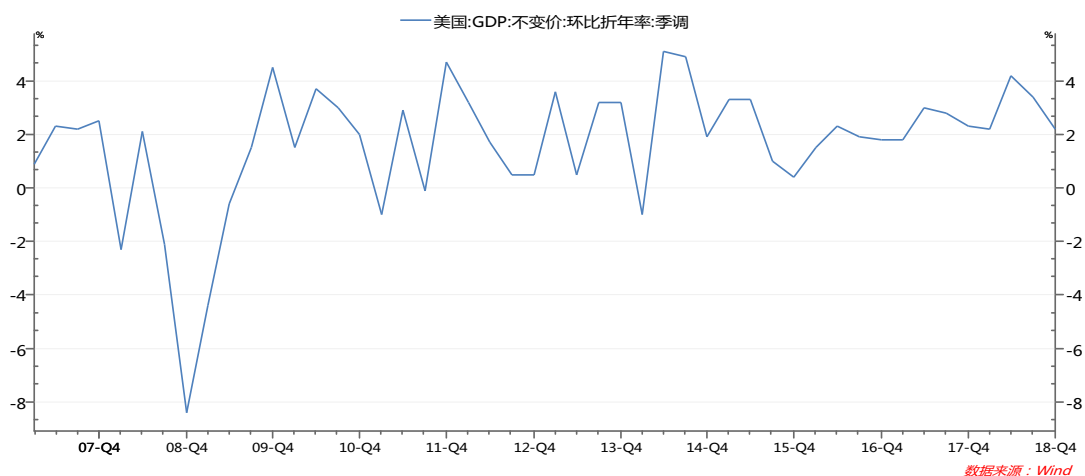


图1 美国季度 GDP 增速走势

宏观政策方面，美国基本维持了扩张性财政政策和温和的货币政策。一方面，特朗普政府的扩张性财政政策使美国债务风险集聚。美国2月份的政府财政预算赤字再创历史单月新高，达到2340亿美元，美国财政可持续前景令人担忧。另一方面，美联储在三月议息会议上决定维持联邦基金利率在2.25%-2.5%的区间内，并在9月结束缩表。美联储公布的利率点阵图显示2019年将大概率不会加息。

展望未来，我们认为在消费、投资、出口三大引擎动力减弱的情况下，美国经济增长的步伐或将继续放缓，但韧性不容低估。主要原因：一是较低的失业率对未来数月的个人消费支出及经济增速形成一定支撑。二是美联储货币政策由紧转松利好美国经济。三是中美贸易谈判最终达成互利共赢的协议也将提振美国经济。综合考虑，预计2019年美国经济增长率大约为2.3%。

（二）欧洲经济持续放缓，英国脱欧面临窘境

欧元区2018年GDP同比增速1.9%，较上年增速（2.4%）明显下降。2019年一季度，受英国脱欧、美国贸易施压等多重因素冲击，欧洲经济整体复苏有所放缓。

其一，出口形势不乐观，2019年1月欧盟出口同比增长2.1%，维持低增长趋势。其二，通胀率距离2%的目标值较远。欧元区3月调和CPI同比1.4%，不

及预期和前值 1.5%。欧元区 3 月核心调和 CPI 同比初值 0.8%，不及预期 0.9%。**其三**，经济景气下滑明显。2019 年 3 月欧元区 PMI 为 47.5，连续第九个月下滑，再创 2013 年 6 月以来的最低值。**其四**，失业率持续走低，2019 年 2 月欧盟和欧元区的季调失业率分别为 6.5%和 7.8%，是 1993 年和 2008 年 10 月以来的新低。此外，消费低迷拖累经济增长。2019 年 3 月欧洲消费者信心指数为-7.1%，继续维持近十年最低水平。

货币政策方面，2019 年 4 月 10 日召开的例行货币政策会议，继续维持欧元区主导利率为零，并预期 2019 年年底前不会加息。

展望未来，欧洲经济仍将维持低增长趋势。一方面，英国脱欧的不断延期使得欧洲经济始终存在不确定因素。欧盟 4 月 11 日决定把英国脱欧截止日期延长至 10 月 31 日。另一方面，意大利债务居高不下引发欧盟担忧。意大利公共债务和长期生产力疲软使意大利经济存在失衡风险，这将对欧盟其他国家构成威胁。预计 2019 年欧元区经济增速 1.5%。

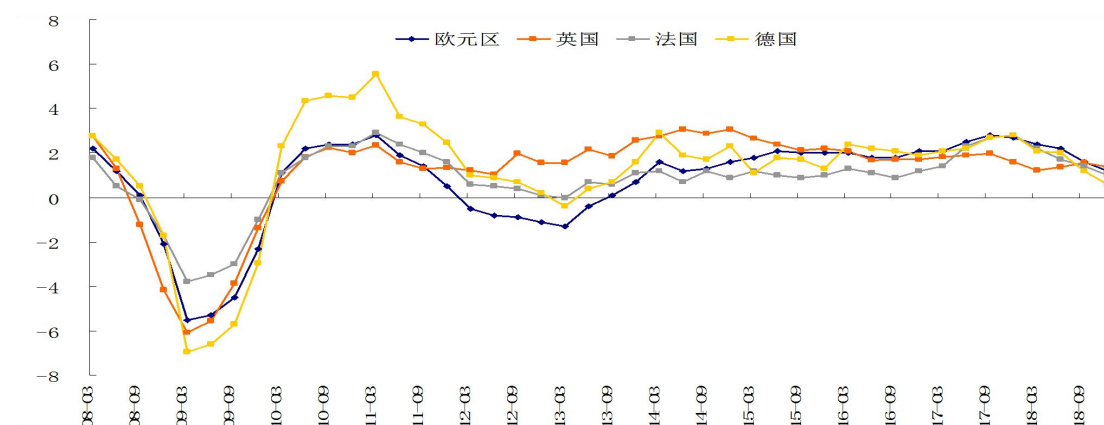


图 2 欧元区及主要国家 GDP 增速走势

（三）日本经济表现疲弱，复苏进程或将见顶

2018 年，日本经济增长不及预期，全年 GDP 同比折年率仅为 0.7%，较 2017 年的 1.9%有明显回落。2019 年一季度，日本经济表现更加疲弱，一是出口连续负增长。1 月和 2 月，日本出口增速分别-8.93%和-1.36%，原因是贸易战导致的全球贸易环境恶化和电子零部件、设备类、机械类产品需求放缓，其中以对

中国的出口下降幅度最为明显。二是投资持续下滑。1月和2月，日本机械订单数同比增长-11.46%和-2.71%，制造业企业受到出口恶化和劳动人手不足带来的用工成本增加等内外部因素的共同影响，经营压力增大，企业信心指数已跌至两年来的最低水平。三是通缩压力依然严峻。1月和2月CPI同比增速分别为0.8%和0.7%，较去年的平均水平有所下降，与2%的政府目标相比仍有较大差距。同出口和投资相比，日本消费表现较为稳定，这主要得益于就业环境持续改善，失业率稳步下降等因素带来居民工资收入的上升。

宏观政策方面，为应对疲弱的经济，日本在2019年仍将施行宽松政策，政府甚至有可能推迟今年10月将推出的消费税上调政策。

展望未来，日本经济仍面临巨大压力。首先，多项前瞻性指标预示日本经济下行风险增大。3月制造业PMI为49.2，跌至50荣枯线以下，日本央行数据也显示，一季度日本企业全行业信心指数较上季度下跌4-12个点，其中大型制造业企业信心指数跌幅最大，为12点，这是安倍执政以来的最大降幅，预示下季度日本企业经营前景不容乐观。其次，全球经济放缓导致的外部需求下降和贸易保护主义抬头带来的贸易局势趋紧，将持续对日本出口产生不利影响。最后，老龄化“暗礁”浮出水面。日本国会议员稻田朋美提出，日本适龄劳动人口在未来50年内将以每年1.1%的速度下降。这不仅将加剧日本企业“用工难”问题，还将使养老、旅馆、餐饮等服务行业面临困境。为此日本推出《出入境管理及难民认定法》，下调工作签证门槛，希望引进外籍劳动者弥补劳动力市场不足。

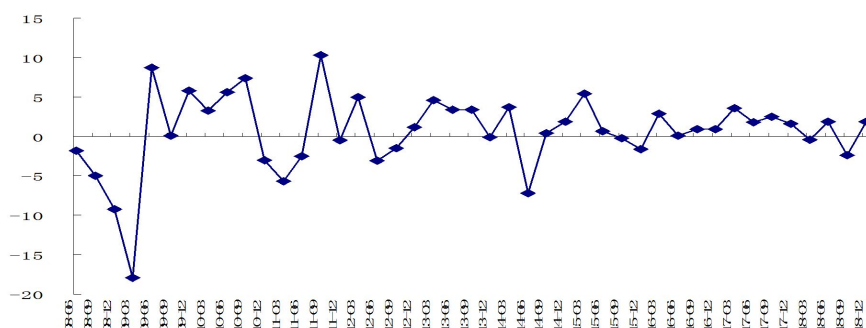
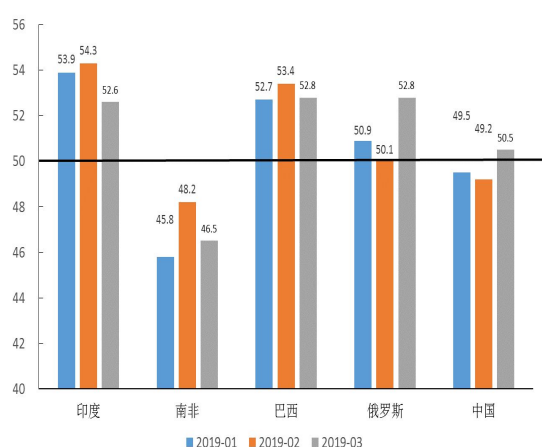


图3 日本GDP环比折年率

（四）新兴市场总体平稳，地缘风险不容忽视

2019 年一季度新兴市场经济运行总体平稳。2019 年 3 月，印度、巴西、俄罗斯和中国制造业 PMI 分别达到 52.6、52.8、52.8 和 50.5；服务业 PMI 指数则分别达到 52、52.7、52.4 和 53.6，均在 50 荣枯线以上。但值得注意的是，由于受大宗商品出口放缓和国内改革停滞的影响，近期南非国内经济形势不容乐观，3 月制造业 PMI46.5,较上月下跌 2.7，预计 2 季度仍将继续低迷。



数据来源：IMFWind

图 4 金砖国家制造业 PMI 指数
(2019M01-M03)

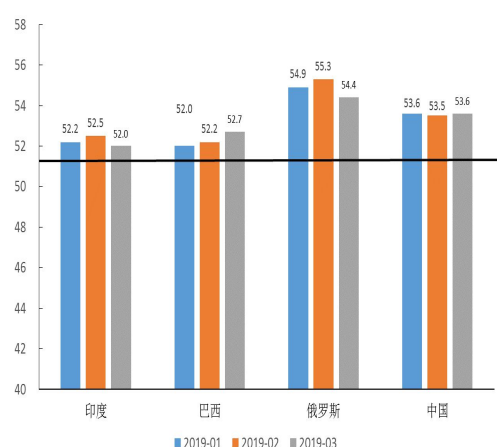


图 5 部分金砖国家服务业 PMI 指数
(2019M01-M03)

出口方面，新兴市场表现各异。受全球经济增速放缓影响，去年 4 季度以来原油、铁矿石等大宗商品价格呈现先大幅下降后反弹的深“V”走势。受此影响，巴西、俄罗斯等资源型经济体 1 季度出口增速依旧处于下降通道；但另一方面，印度、中国等制造业经济体出口有所好转，两国季内出口平均增速分别达 18.6%和 16%，高于去年同期水平。

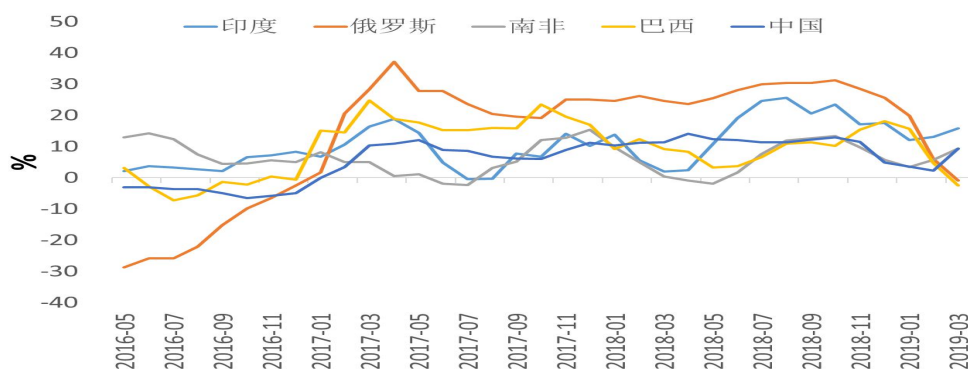


图6 新兴市场出口同比增速
(2016M05-2019M03, 三个月移动平均)

物价方面，一季度发达国家货币政策转向使得新兴市场国内流动性有所放宽，主要国家CPI呈持续上涨态势。2019年3月，巴西、俄罗斯、南非、印度、中国CPI同比增长率分别达到4.58%、5.3%、4.53%、2.86%和2.3%，较2月增加0.68、0.1、0.46、0.29和0.8个百分点。特别是俄罗斯受国内增值税税率上调影响，2019年CPI增速已连续3个月超过5%的警戒线。

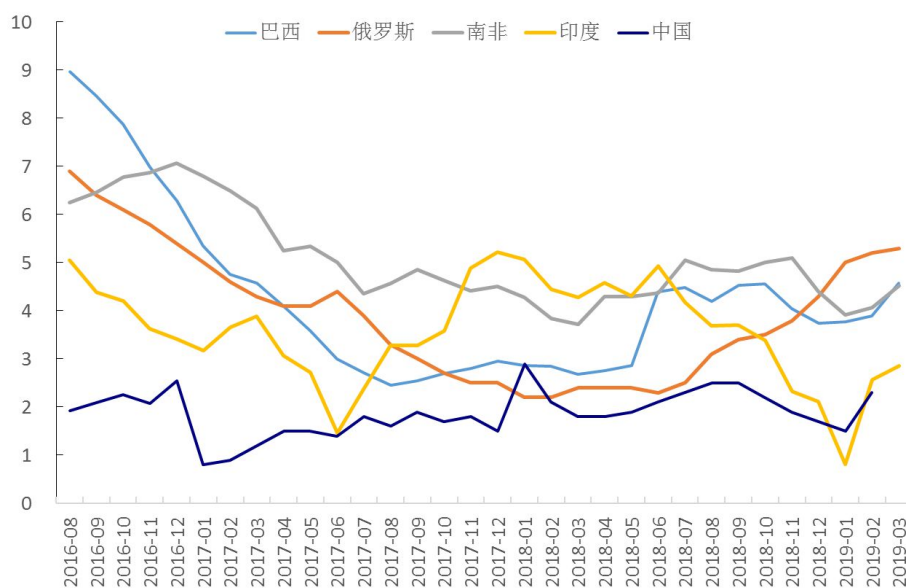


图7 金砖国家CPI走势
(2016年8月-2019年3月)

展望2019年上半年，新兴市场国内经济运行将基本维持稳定，但全球经济

增长放缓和区域风险带来诸多不确定因素，使新兴经济体面临更加不利的外部环境。

其一，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。作为多数新兴市场国家经济增长的重要动力，全球增长放缓将使出口增速下降；其二，尽管中美贸易摩擦趋于缓和，但随着近期美欧贸易摩擦加剧，全球贸易格局仍将保持震荡态势，或对新兴经济体增长造成一定负面影响；其三，随着委内瑞拉国内政治冲突加剧和外部势力干预，年内石油等大宗商品价格波动或将加剧；其四，新兴市场货币危机或产生外溢效果。一季度阿根廷比索和土耳其里拉的大幅贬值显示，去年部分新兴市场货币危机并未结束，未来不排除进一步发酵的可能。

二、国际宏观金融市场回顾与展望

（一）美元指数震荡加剧，新兴货币有所升值

2019 年一季度，美国货币政策转向导致美元指数震荡加剧。截至 3 月 31 日，美元指数报收 97.25，较年初 96.78 轻微上涨 0.48%。各发达国家汇率季内呈现震荡态势。截至 3 月 31 日，日元兑美元报收 110.88，较年初贬值 2.8%，其中，1-2 月份贬值 2.8%，3 月份升值 0.43%。由于欧元区经济进一步走弱，3 月欧央行继续维持鸽派立场，宣布将于 9 月启动新一轮定向长期再融资操作（TLTRO-III），由此带动一季度欧元下跌。截至 3 月 31 日，欧元兑美元报收 1.123，较年初贬值 1.42%；尽管英国脱欧进程一再拖延，但负面情绪逐渐平复，英镑 1 季度末收 1.30，较年初升值 3.35%。



图8 美元指数走势

(阴影部分为 2019 年 1 月 1 日至 2019 年 3 月 31 日)

多数主要新兴市场货币升值。截至 3 月 31 日，巴西雷亚尔、卢布、印度卢比、人民币、南非兰特、墨西哥比索兑美元的升贬值幅度分别为-0.96%、3.4%、0.63%、1.67%、-1.12%和 1.07%。值得注意的是，在外需放缓和国内通胀的双重压力下，一季度土耳其里拉和阿根廷比索继续呈贬值态势。截至 3 月 31 日，二者分别报收 5.54 和 42.82，较年初贬值 4.95%和 14.28%。目前，阿根廷政府已采取冻结物价和抛售美元等一系列措施加以应对。

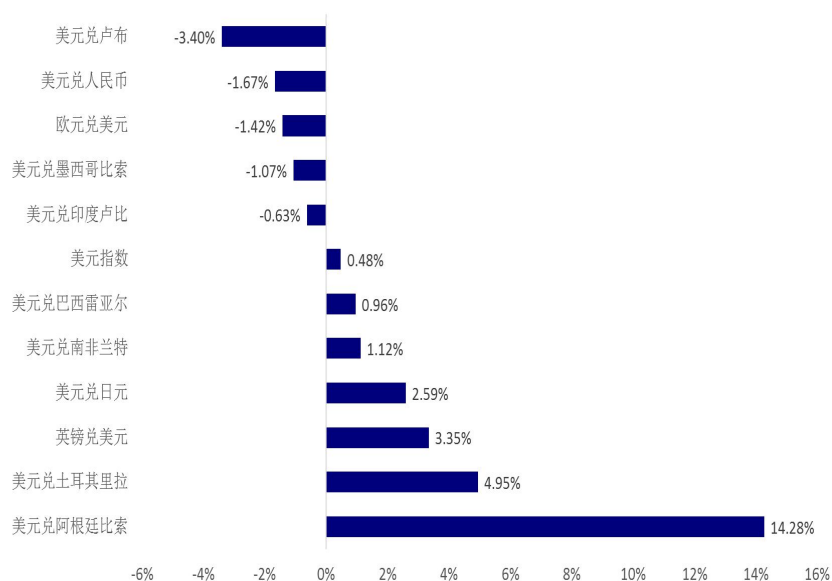


图9 2019年1-3月主要货币汇率涨跌幅(%)

展望2019年二季度，美联储货币政策的不确定性将成为汇率市场变化的最重要因素。随着美联储加息、缩表进程的停滞，美元或呈贬值趋势；欧元区经济复苏放缓与英国“硬脱欧”风险持续增大，将对欧元和英镑继续构成贬值压力；尽管日本国内经济增长难见起色，但在避险情绪带动下日元或保持升值。应密切关注阿根廷和土耳其等国的政治和经济形势，防范上述国家再次发生货币危机的可能。

（二）全球股市强势上扬，未来走势或将分化

今年一季度，受全球货币政策趋于宽松，中美贸易谈判进展较为顺利等因素影响，全球股市普遍走强。MSCI全球指数上涨11.61%。

美国股市在一季度强势反弹，道琼斯工业指数、标普500指数、纳斯达克指数分别上涨11.06%、12.92%和15.95%。美股表现抢眼的主要原因：一是美国经济增长仍相对强势。消费、投资、出口动能减弱但仍实现温和增长，劳动力市场持续繁荣，通胀上行，PMI等数据反弹显示美国经济复苏的基础仍然较为稳固，投资者对于股市前景的信心有所增强。二是美联储放缓货币政策收紧步伐利好股市。美联储本年度不再加息的概率很大，缩表也将停止。美元流动性改善的预期推动股指不断上扬。三是中美贸易谈判进展顺利。中美贸易谈判目前已进入冲刺阶段，投资者对于双方达成协议保持乐观态度也刺激股市上涨。展望后市，在经济稳定增长、流动性预期放松等利好影响下，美股仍有上涨的空间和动力，但需警惕美国与主要贸易伙伴的贸易争端增多、委内瑞拉或中东地缘政治动荡等因素。综合考虑，预计美股将震荡上行。

欧洲主要股指在一季度大幅回暖，欧洲STOXX50指数、德国DAX30指数、法国CAC40指数和英国伦敦金融时报100指数分别上涨12.93%、8.94%、14.10%和8.09%。欧股上扬的主要原因包括：一是美股的拉动。一季度美股大幅上扬刺激欧洲股市跟随上涨。二是欧洲央行宽松货币政策仍将延续，推动股市走高。三是英国脱欧获得暂时喘息机会，市场避险情绪有所降温推动股市上涨。展望

未来，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，英国脱欧僵局难以破解，欧股前景相对悲观。

日本股市一季度走强，日经 225 指数上涨 8.40%。主要原因在于美欧股市大幅上涨带动、日元汇率走软利好股市等。展望下阶段，日本经济增速放缓，全球贸易争端增多导致日本出口受限，10 月可能上调消费税都将打压市场风险偏好，预计日股未来不容乐观。

新兴经济体股指一季度普遍上涨，印度孟买 30 指数、巴西 IBOVESPA 指数和俄罗斯 RTS 指数分别上涨 6.67%、4.84% 和 10.24%。主要原因是国际主要股指上扬拉动，全球货币政策紧缩态势有所缓解，原油等大宗商品价格上涨等。展望未来，相对宽松的流动性环境、大宗商品走高等因素利好股市，但地缘政治动荡、经济对外依赖性较高、金融体系稳定性较差等痼疾会影响新兴经济体股指走势。

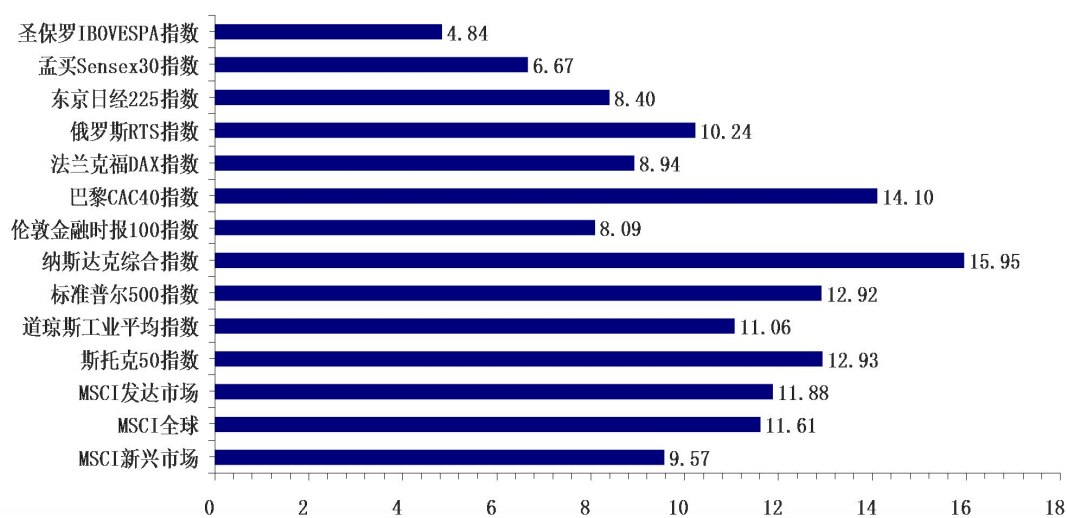


图 10 2019 年 1-3 月全球主要股指涨跌幅

（三）油价暴涨金价盘整，商品走势或将分化

2019 年一季度，国际油价迅速上涨，截至 3 月 31 日，布伦特原油价格收于 67.55 美元/桶，较 1 月 1 日 54.68 美元/桶上涨了 23.54%；WTI 原油价格收于 61.3 美元/桶，较 1 月 1 日上涨 21.2%。

主要原因：一是 OPEC 继续大力减产。3 月 OPEC 原油产量较上月减少 53.4 万桶/日至 3002.2 万桶/日，达到四年来的最低点。最新数据显示，OPEC 减产执行率已经高达 155%。**二是**委内瑞拉受到制裁并遭遇大规模停电导致石油生产受到影响，产量大幅下降。**三是**美元表现疲弱支撑油价上行。

展望未来，国际油价下行压力正在增加，预计二季度行情将以波动为主。
首先，美国原油产量正在大幅上升，4 月 5 日，美国能源署报告显示，美国当周原油库存增加 702.9 万桶，高于预期的 250 万桶，增幅创下 17 个月以来新高。美国原油产量上升不仅增加了市场供给，削弱了 OPEC 减产效果，更重要的是将打击 OPEC 国家减产信心并进一步压缩其减产空间。**其次，**OPEC 内部意见分歧，减产能否继续执行存疑。沙特是减产协议的支持者，委内瑞拉和伊朗受到美国制裁，可视为被动减产者，但阿联酋、利比亚、尼日利亚等国原油产量已经开始增加，俄罗斯态度不明，称将视情况决定是否继续减产。若 OPEC 停止减产，油价将承压下行。**最后，**全球经济增速放缓、原油需求疲弱将在中长期制约油价上行。

2019 年一季度，国际金价持续震荡。截至 3 月 31 日，黄金现货价格收于 1291.91 美元/盎司，较 1 月 1 日的 1284.16 美元/盎司微涨 0.6%。在这段调整期中，黄金基本面向好的趋势逐渐明朗，预计二季度将迎来上涨。同时，**我们维持黄金将成为 2019 年表现最好的大类资产的判断不变。**
首先，美国经济表现不佳制约美联储加息步伐，将利空美元、利好黄金；**其次，**全球经济不确定性日益增加，黄金作为避险资产有望获得青睐；**第三，**以中国和俄罗斯为代表的全球央行正在增持黄金，用以规避金融市场风险和增加外储多样化，目前各国央行手中的黄金持有量已达 50 年来最高水平。**最后，**全球通胀水平高企，黄金具有良好的抗通胀功能。**预计 2019 年金价有望回升至 1400 美元/盎司以上。**

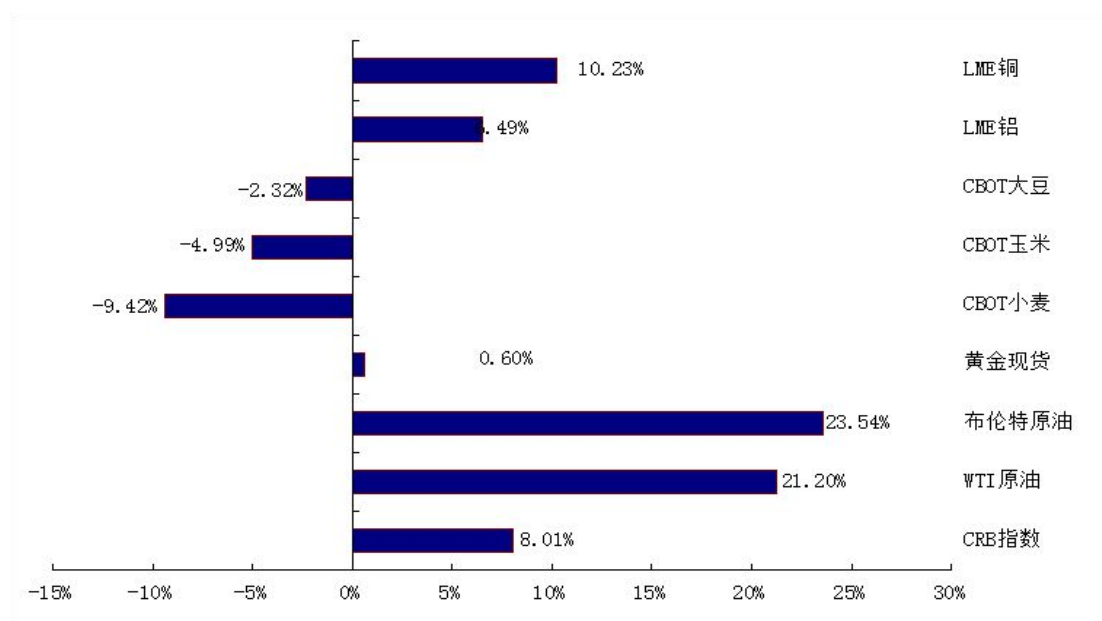


图 11 2019 年 1 至 3 月大宗商品价格变动

（四）全球国债收益率同步下降，美债长短端出现倒挂

2019 年一季度，在美联储如期加息、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下降走势。截至季末，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 2.41%、-0.07%、0.32%、1.06% 和 -0.08%。相较 2018 年末分别下降 0.28、0.32、0.39、0.27、0.11 个百分点。截至季末，巴西、印度、俄罗斯 10 年期国债收益率分别为 9.24%、8.37%、8.71%。相较 2018 年末，分别下降 0.26、0.02、0.23 个百分点。

3 月 22 日美国国债收益率出现倒挂，3 个月期美国国债收益率为 2.468%，10 年期美国国债收益率为 2.44%。主要原因：一方面是紧缩的货币政策。美国短端国债收益率主要由联邦基金利率决定，长端国债收益率由经济基本面决定。2018 年 12 月，美联储进行了本轮紧缩周期的第九次加息，并暗示未来将进一步加息，使短端利率稳步抬升，但由于对紧缩环境下经济基本面走弱的担忧，长端利率上行较缓慢，使得美债收益率趋平。另一方面是投资者对经济的悲观预期。2018 年四季度美国股市大幅调整，由于股市上涨已长达十年，市场担心股市先于经济调整，资金从股市撤出涌入债市避险，导致长端收益率下降。展望

2019 年上半年，随着美联储暗示 2019 年内不加息，预计美债收益率将小幅下降；西班牙及意大利脆弱的经济将影响欧元区经济发展，预计欧元区国债收益率有所上升；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，多数国家的国债收益率上行概率较大。

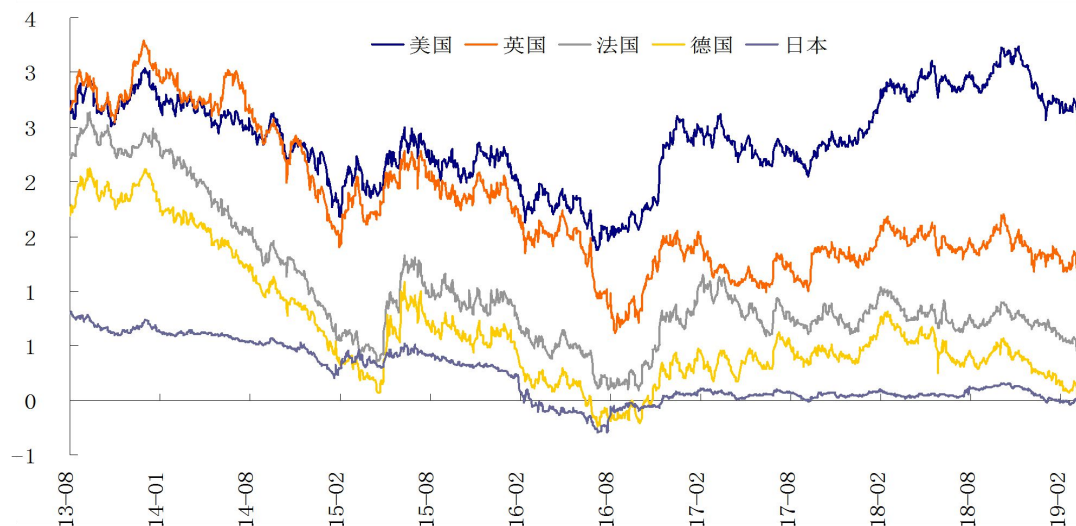


图 12 主要国家 10 年期国债收益率走势图

三、国际新形势下我行关注点及策略建议

——全球贸易形势未来仍存在诸多变数。中美贸易谈判进展比较顺利，但全球贸易不确定性仍存，需要警惕美国政府态度摇摆以及美欧、美日等经济体之间的贸易争端走势。在全球经济复苏步伐趋缓背景下，美国频繁挑起贸易摩擦对世界经济前景更加不利。

建议我行：一是充分认识全球贸易摩擦与国际贸易格局调整的长期性和复杂性；二是持续关注出口型企业客户的经营状况与资金质量，摸底排查，防范因全球贸易形势恶化导致企业经营困难，危及资产质量；三是高度关注企业产能外迁对我国经济及我行经营的深远影响；四是注重发现危中之机，发掘业务机遇，如部分大型中资企业人民币融资需求增多、重视境内募资渠道的开拓，

再如跨境资金业务等机遇；五是尊重企业经营规律，持之以恒支持优质客户等。

——密切关注美国 2020 年总统选举及特朗普政府最新政策方向。自中期选举后，特朗普已将下一目标瞄准了赢得 2020 年总统大选，并继续对其内阁高官进行大幅调整，一方面进一步降低共和党建制派束缚，强硬履行其竞选承诺，2019 年特朗普施政或更任性和变化无常；另一方面选择对其“更忠诚”的官员担任重要职务，全力推动目前尚未完成的竞选承诺。建议我行：对美国政策变化及其对中国及银行业的影响进行紧密研究，并提前做好相关预案。

——密切关注全球货币政策转向趋势及其对国际市场的短期冲击与中长期影响。建议我行：一是高度关注美国 2019 年停止加息和 9 月正式结束缩表对包括我国在内的新兴市场国家跨境资金流动及货币汇率预期的影响；二是寻求投资机会，及时优化美元与非美货币资产、负债结构和期限匹配度；三是运用多种金融工具对冲汇率风险；四是高度关注货币政策边际宽松对股市、债市、金价造成的波动，把握债市大幅波动下的机遇和风险，灵活调整资产配置。

——高度关注 5 月欧洲议会选举及英国脱欧进程，及时研判对欧洲和全球的影响。建议我行：一是跟踪研判意大利、德国、西班牙等国的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及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；三是研究英国脱欧对伦敦、巴黎、法兰克福国际金融中心竞争地位相对变化的影响，以及国际大型银行应对脱欧的相应举措。

——高度关注新兴市场面临的贸易保护和地缘政治等冲击。建议我行：调整新兴市场国际业务布局，制定有针对性的应对措施，及时调整对部分国家的风险敞口，提早预防危机冲击。一是密切监测债务风险比较大的资源型新兴市场经济体；二是高度警惕财政赤字风险较大的石油出口国和拉美国家，油价持续低迷或将加重其财政状况恶化；三是阿根廷、土耳其等国可能受债务或地缘政治风险冲击，发生货币危机。