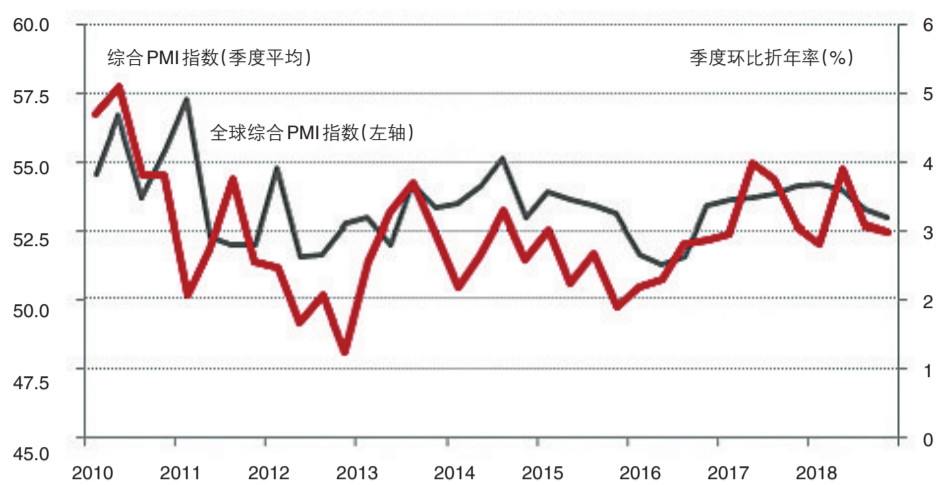
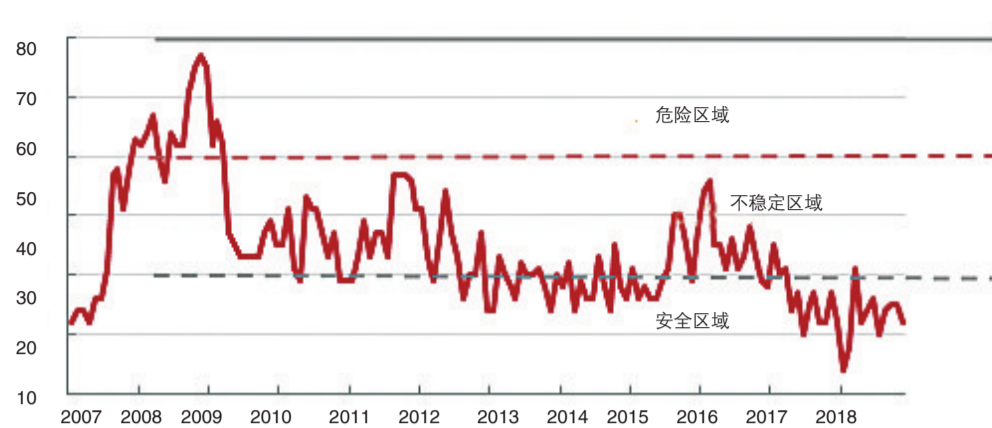


图1 全球GDP与综合PMI指数对比



资料来源:Wind, 中国银行国际金融研究所

图2 美国金融风险监测指标(ROFCI)



资料来源:中国银行国际金融研究所

■ 中国银行国际金融研究所 全球经济金融研究课题组

2018年,全球经济保持复苏,但分化态势明显,主要经济体增速接近触顶,部分新兴市场国家出现金融动荡。展望2019年,全球经济面临的下行风险加大,加息将成为2019年货币政策“主旋律”,美国经济增长见顶、中美贸易摩擦不明朗、全球债务负担上升等可能成为潜在的风险,值得高度警惕。

实体经济复苏进入转折点

全球经济在2018年之初延续了上年趋势,呈现出同步增长的良好势头。但自2018年4月以来,在全球贸易摩擦、美联储收紧货币政策、美元升值、全球美元流动性趋紧、地缘政治冲突、原油市场波动等因素影响下,全球经济扩张的均衡性开始下降,主要经济体增速接近触顶,一些新兴市场国家经济下滑并出现金融动荡,全球经济增长的下行风险逐渐上升。

课题组认为,全球实体经济复苏可能在

发达经济体金融状况总体上依然相对宽松,股市、债市持续增长,波动率虽有上升但仍相对稳定且低于历史水平。其中美国股市进入历史上最长牛市,虽然在2018年初和10月经历了大幅下跌和波动,但表现仍优于其他地区,吸引了全球资金流入。美国股市风险偏好依然强劲,估值远高于历史水平。我们编制的美国金融危机风险指标ROFCI尽管出现波动,但总体维持在安全区域内(见图2)。欧洲受到经济增长前景疲软的困扰,加上欧洲公司盈利弱于美国,并且许多公司对新兴市场有较大风险敞口,导致投资者对欧洲市场更加谨慎。

新兴经济体近年来基本面虽有改善,但仍易受发达经济体货币政策正常化和美元升值的影响。2018年外部融资成本上升、美元流动性短缺、地缘政治风险增加、贸易紧张等因素导致多数新兴经济体金融状况有所收紧,金融市场风险增加,主要表现在:本币贬值,通货膨胀上升,外部融资难度增加;非居民资本流入增长放缓,资本流动逆转导致股市下跌;债市由于息差扩大仍吸引资金净流入,但增速放缓;外汇储备

正在累积。国际清算银行(BIS)就曾警告,美国下一场衰退可能是非典型的商业周期,可能与2001年和2008年情况类似,由金融周期崩盘所引发。另一方面,特朗普减税等财政刺激政策虽已实施,但其效果到2020年将逐渐消退。而且2018年中期选举后,民主党夺回众议院控制权,特朗普今后两年财政政策的实施会面临更多掣肘。同时,这种顺周期财政政策已导致美国财政赤字和政府债务不断攀升,长期来看也会威胁到经济增长的潜力。因此,伴随着美国减税红利消退、货币政策不断紧缩,美国经济增长的可持续性面临较大挑战,全球经济复苏面临较大不确定性,也会影响金融市场参与者信心,引发美股乃至全球资本市场的波动。

第二,中美贸易摩擦仍不明朗。2019年,随着中美互相加征关税的举措不断落地,贸易摩擦的影响将进一步显现。尤其是,考虑到特朗普政府的高度不确定性,中美贸易摩擦是一个长期、反复的过程,也不排除出现摩擦升级和恶化的情形。一旦如此,将对全球经济和金融市场产生影响。一是阻碍国际贸易和全球经济复

苏。世界银行指出,全球关税广泛上升将会给国际贸易带来重大负面影响,至2020年全球贸易额可能下降9%。二是冲击全球价值链。根据中国商务部测算,美国对华第一批340亿美元征税产品清单中,约有200多亿美元产品(占比约59%)是美、欧、日、韩等在华企业生产的。包括美国企业在内,全球产业链上的各国企业都将为美国政府的关税措施付出代价。三是损害金融市场的信心。自2018年5月以来,全球尤其是新兴市场出现大幅波动。我们发现,每当中美贸易关系出现紧张都会引发投资者的广泛担忧,导致全球金融市场波动。如2018年11月20日美股和亚太股市出现暴跌,与美国商务部拟定的针对关键技术和相关产品出口管制框架不无关系。

加息将成为主要经济体货币政策“主旋律”

发达经济体方面,美联储将继续渐进式加

前瞻2019

深化新时代 改革开放 (2)

2019: 全球经济复苏放缓

2019年进入重要转折。

一方面,经济增长的动力仍然存在。摩根大通全球综合PMI指数仍维持在53以上的水平(见图1),其中新订单指数、服务业指数均保持在53.5以上,制造业略有下滑,不过也维持在52以上。全球就业状况持续改善,美日两国基本处于充分就业水平;在一系列劳动力市场改革措施的推动下,欧元区失业率大幅降低至8.1%,接近危机前最低水平。全球通胀率略有上升,但仍处于温和状况,有利于企业扩大生产

全球实体经济复苏可能在2019年进入重要转折,一方面,经济增长的动力仍然存在;另一方面,下行风险日益凸显。未来全球经济增长是延续复苏态势还是掉头向下,取决于上述两股力量的博弈。目前来看,全球经济面临的下行风险加大。

和提高薪资水平,从而推动固定资产投资和居民消费增长。

另一方面,下行风险日益凸显。全球外国直接投资流量连续三年下滑,其中2016年同比减少2%,2017年同比减少23%,2018年上半年同比减少41%,降幅创国际金融危机以来新高,主要是作为全球投资主导力量的发达经济体在收缩国际投资。在贸易保护主义的阴霾下,全球贸易增速明显下滑。根据荷兰经济政策分析局(CPB)数据,2018年8月全球货物贸易量环比增长仅0.2%,较上月下滑1.3个百分点。如果全球贸易保护主义持续升级,将严重打击商业信心,过去长期以来担当经济增长重要推动力的贸易恐将成为经济发展的拖累。

未来全球经济增长是延续复苏态势还是掉头向下,取决于上述两股力量的博弈。目前来看,全球经济面临的下行风险加大,2019年继续回落0.1个百分点,达3.1%。

全球金融市场走势分化明显

2018年,全球金融状况有紧缩趋势,发达市场与新兴市场金融状况的差异增大。即使在发达市场内部,美欧金融市场走势也出现较大分化。

大幅减少。不过,在全球风险偏好高涨的环境下,到目前为止市场压力仍集中于基本面及政策框架薄弱、政治风险及外部脆弱性较高、外部债务占比较高且缺乏充足储备缓冲的经济体,土耳其、阿根廷、巴西等国金融市场波动性远大于其他国家。

展望2019年,全球金融风险虽低于历史水平但处于上升状态,多年来积累的一些脆弱性可能因金融状况的急剧收紧而暴露。更多的发达经济体央行可能会紧缩货币政策。美国通胀若继续走高,市场将预期美联储继续甚至加速加息,导致金融条件趋紧,使得风险重新评估和资产组合重新配置,引发股票、债券、汇率市场急剧变动。欧元区周期性系统性风险较低但呈上升趋势,部分南欧国家公司财务状况不佳妨碍银行信贷中介功能的发挥。公共和私人债务水平处于历史高位且进一步恶化,这些风险相互交织,其中任何一种风险的显性化都可能激化其他风险,产生连锁反应。特别是部分国家的主权债务水平仍过高,且政治风险上升进一步影响其债务可持续性,而南欧国家银行资产中主权债务占比往往较高,主权债务风险加大将增加银行违约风险。新兴市场的主要脆弱性在于高杠杆、大量外部融资需求、短期外币债务、不稳定的投资者和贸易风险。不过从区域上来看,新兴亚洲金融市场相对稳定,自1997年亚洲金融危机后亚洲新兴经济体经常账户盈余改善,外债降低,外汇储备增加,再次发生类似危机的可能性降低。未来主要风险可能集中于“双赤字”的拉美及新兴欧洲国家。

美国经济增长见顶、中美贸易摩擦、全球债务负担将是未来主要风险

2019年,预计全球经济金融体系的波动性将显著上升,动荡和不确定性恐将成为常态,以下潜在风险值得高度警惕。

第一,美国经济增长见顶。2018年,全球关于美国经济增长可持续性的讨论不断升温,表明投资者对美国经济增长可能见顶并对全球经济造成冲击的担忧。在维持了长达9年的扩张后,美国正处于经济复苏的晚期。一方面,随着美联储货币政策继续加息,短期利率不断上行并引发10年/2年期国债利差倒挂。从过去40年的经验来看,每次经济衰退前都出现了这种倒挂。同时长期的低利率环境使得美国投资者风险偏好上升,股市估值偏高,金融市场脆弱性

息,预计2019年加息2—3次。欧元区以稳为主,在2019年上半年不会加息,下半年若经济状况稳定有可能开启首次加息,不过考虑到核心通胀以及政治经济风险,加息举措将是谨慎而渐进的。日本通胀始终不及预期,预计日本央行会缓慢、小幅减少购债规模,加息尚待时日。加拿大、英国、韩国、澳大利亚等国则已经或正在计划加息。新兴经济体方面,2018年已有多个央行(包括印尼、菲律宾、土耳其、印度、墨西哥、阿根廷等)采取加息或多次加息举措。未来随着全球流动性不断收紧,越来越多新兴经济体为对抗资本外流和汇率贬值将不得不被动加息。因此,对发达经济体而言,加息是为下一次潜在的危机留足“弹药”和空间,而对于新兴经济体而言,则是为了对抗实实在在的风险。

第三,全球债务负担上升。主要经济体不断加息将引发全球利率中枢的上移,这对于过去10年习惯了在低利率环境下运行的各类实体而言将是巨大的挑战。目前,发达经济体非

息,预计2019年加息2—3次。欧元区以稳为主,在2019年上半年不会加息,下半年若经济状况稳定有可能开启首次加息,不过考虑到核心通胀以及政治经济风险,加息举措将是谨慎而渐进的。日本通胀始终不及预期,预计日本央行会缓慢、小幅减少购债规模,加息尚待时日。加拿大、英国、韩国、澳大利亚等国则已经或正在计划加息。新兴经济体方面,2018年已有多个央行(包括印尼、菲律宾、土耳其、印度、墨西哥、阿根廷等)采取加息或多次加息举措。未来随着全球流动性不断收紧,越来越多新兴经济体为对抗资本外流和汇率贬值将不得不被动加息。因此,对发达经济体而言,加息是为下一次潜在的危机留足“弹药”和空间,而对于新兴经济体而言,则是为了对抗实实在在的风险。

(执笔:廖淑萍,中国银行国际金融研究所研究主管;陆晓明,中国银行纽约分行资深经济学家)

表1 2019年全球主要经济体关键指标预测(%)

地区	国家	GDP增长率			CPI涨幅			失业率		
		2017	2018f	2019f	2017	2018f	2019f	2017	2018f	2019f
美洲	美国	2.3	2.9	2.6	2.1	2.5	2.3	4.4	3.9	3.6
	加拿大	3.1	2.1	2.1	1.6	2.3	2.1	6.3	5.9	5.8
	墨西哥	2.0	2.1	2.1	6.0	4.9	4.0	3.4	3.4	3.5
	巴西	1.0	1.3	2.3	3.5	3.8	4.3	12.9	12.2	11.4
	智利	1.5	4.0	3.4	2.2	2.5	3.0	6.6	6.9	6.5
	阿根廷	2.9	-2.3	-0.6	23.6	33.7	35.3	8.4	8.9	9.1
亚太	日本	1.7	1.0	1.1	0.5	1.0	1.2	2.8	2.4	2.3
	澳大利亚	2.3	3.2	2.8	1.9	2.1	2.2	5.6	5.4	5.1
	中国	6.9	6.6	6.5	1.6	2.2	2.3	3.9	4.0	4.0
	印度	7.1	7.3	7.4	3.6	4.7	5.0	—	—	—
	韩国	3.1	2.7	2.6	1.9	1.6	1.9	3.7	3.8	3.8
	印尼	5.1	5.2	5.1	3.8	3.3	3.8	5.5	5.4	5.3
欧非	欧元区	2.4	2.0	1.8	1.5	1.8	1.7	9.1	8.3	7.9
	英国	1.8	1.3	1.5	2.7	2.5	2.1	4.5	4.1	4.0
	俄罗斯	1.5	1.8	1.5	3.7	2.9	4.9	5.2	4.8	4.8
	土耳其	7.4	3.5	0.8	11.1	16.7	19.6	10.9	11.0	12.2
	尼日利亚	0.8	2.0	2.8	16.6	12.1	10.9	18.8	—	—
	南非	1.3	0.7	1.7	5.3	4.7	5.5	27.5	27.3	27.7
全球	3.3	3.2	3.1	3.2	3.3	3.3	—	—	—	

资料来源:中国银行国际金融研究所

注:f为预测