



2019 年下半年国际经济与市场展望：无可奈何花落去，似曾相识燕归来

中国民生银行

金融市场部规划研究中心

汤湘滨

Tel: 010-58560666-9656

E-mail: tangxiangbin@cmbc.com.cn

2019/7/26

2019 年以来国际各资产的走势与 2018 年的走势大不相同。2018 年由于美联储的持续加息对国内外各类市场形成较大压力，风险资产跌幅较大，而现金类资产（如美元和黄金）以及固收类资产表现较好。但是进入 2019 年，国际市场预期出现显著变化。去年跌幅较大的全球股市全面反弹；全球固收类市场继续稳中向好；贵金属市场开始闪耀，黄金重新转强而钯金则创出历史新高；大宗商品市场有所分化，原油价格涨幅居首，但国际金属商品和农产品的表现则仍显低迷。

在 2019 年国际主要资产转向反弹的背后，我们发现有三个值得关注的变化。首先，**全球经济政策不确定性上涨至 1997 年来最高**。这主要表现在随着美国贸易政策不确定性地大幅上升带动其货币政策、财政政策、移民政策的不确定性全面上升。另一方面，欧元区经济政策面临的不确定性主要是英国“硬脱欧”的风险。

其次，**全球经济的 growth 趋势进一步放缓，但仍能延续弱势增长，全球经济自身在短期陷入快速衰退的风险并不高**。主要表现在美国经济增速仍在放缓，但经济趋势尚未陷入衰退；欧元区经济维持弱势增长，依然面临英国脱欧不确定性的困扰；新兴市场国家受到贸易摩擦的冲击而延续分化，但国际资金有重新流入的迹象。

最后，2019 年以来全球主要央行重新回到降息或“鸽派”的货币政策导向上。美联储已基本确定了将在 7 月份底的议息会议上转向降息。欧元区和日本央行也再度重申或强调了极度宽松货币政策的必要性。其他主要央行方面，2019 年以来澳大利亚、



新西兰、印度、菲律宾、马来西亚、韩国等央行已经降息一次或多次。

在全球经济基本面尚无全面陷入衰退风险的背景下，2019 年下半年国际各个资产市场的走势将主要受到全球经济政策不确定性和央行降息两大宏观因素的影响。这一宏观组合在近几十年来并不常见。

由于目前本次美国的经济和市场均还处于正常的经济周期，根据历史经验我们预计美联储的降息将主要集中在 2019 年 7 月至 2020 年 1 月（首次降息后的前 6 个月），随后美联储的利率政策将转向中性（维持利率不变），累计降息三到四次。

在资本市场方面，正常的经济周期下美联储降息将有利于支撑美国股市和相应新兴市场股市阶段性上涨。本次美联储转向降息也将对新兴市场 and 香港股市的上涨形成支撑。但是考虑到当前新兴市场更易于受到地缘不确定性的影响，下半年对风险事件的担忧可能会抑制新兴市场 and 香港股市的涨幅。

在美国国债方面，随着美联储降息落地，预计未来 6 个月美国 10 年期国债收益率有望在 1.6%至 2.3%间波动，收益率在节奏上将先下行后上涨。

在外汇市场方面，从历史上看美联储降息对美元汇率的影响并不明确，下半年美元指数走势仍取决于美国与欧元区经济和货币政策的相对变化，美元指数震荡下行，逐步走弱的概率较大。

在贵金属和原油市场方面，下半年美联储降息和宏观因素仍有利于国际金价继续上涨。而国际原油市场在宏观多、空因素交织的背景下，下半年国际原油价格有望继续维持区间震荡的走势，震荡区间将主要在每桶 50 美元至 70 美元之间。

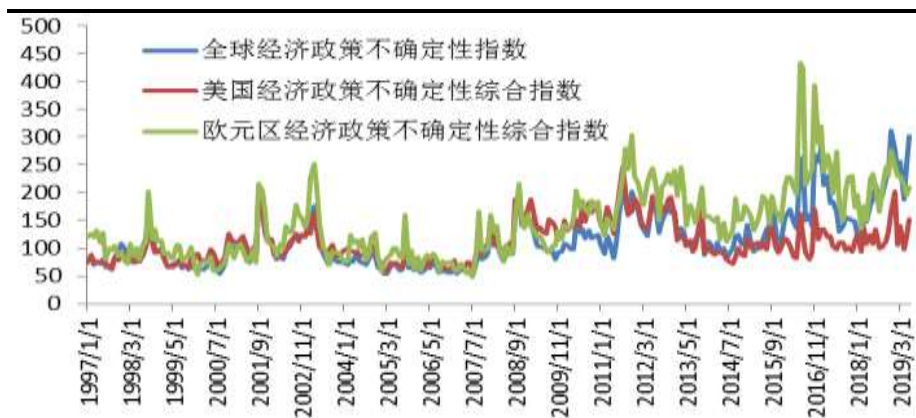
一、无可奈何花落去，全球经济政策不确定性上涨至 1997 年来最高

1、全球经济政策不确定性上涨至 1997 年来最高

全球经济政策不确定性上涨至 1997 年以来最高，这意味着目前全球经济和市场面临着越来越大的政策风险。从历史上看，全球经济政策不确定指数一般在 100 附近，而目前已大幅上涨至 300 上方，远高于历史平均水平。（图 1）从结构上看，美国、欧元区和中国经济政策的不确定性全面上升，（图 1）这主要是由于美国单边的贸易政策和英国脱欧的不确定性造成的。这也说明近十几年来经济全球化的趋势遭到了显著的退化，这将对全球的资本流动、经济增长模式以及市场带来深远的影响。



图 1：全球经济政策不确定性指数走势



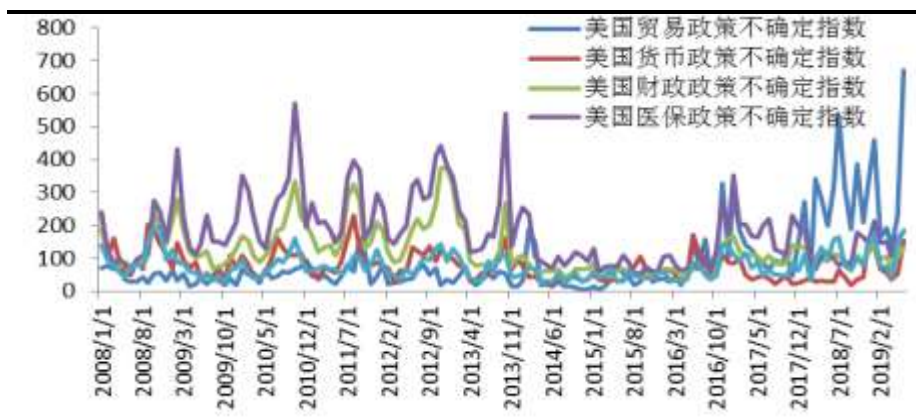
数据来源：Baker, Bloom&DavisBloomberg

2、美国主要经济政策的不确定性全面上升，但贸易政策的影响和外溢性最强

造成当前全球经济政策风险持续上升的主要因素是美国经济政策不确定性的全面上升，但是其中贸易政策的风险最大，带来的外溢性也最强。2018 年以来，美国贸易政策的不确定性就开始进入新的“躁动”周期（图 2）。进入 2019 年，躁动的幅度更大，年初时一度回落至 200 下方，但上半年末又快速跳升至 670 的历史高位。美国贸易政策的不确定性与其单边的贸易政策以及与中国贸易摩擦的升级息息相关。

值得关注的是，随着美国贸易政策风险的快速上升，美国其他主要经济政策的不确定性均全面上行。这主要表现在货币、财政、医保、国土安全和移民政策上，这说明美国的经济政策体系正进入调整或不稳定的状态下，这也将给全球市场带来更多长期的风险因素。

图 2：美国主要经济政策不确定性指数走势



数据来源：Baker, Bloom&DavisBloomberg

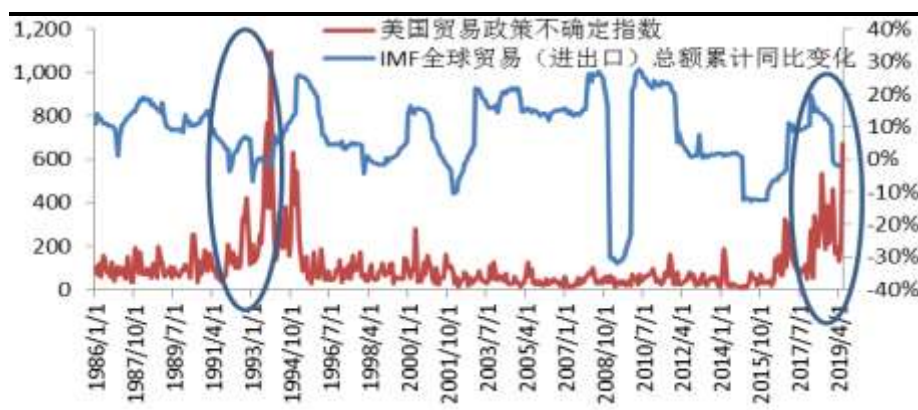


3、美国单边贸易政策的不确定性正在给全球贸易明显的下行压力和深远的影响

美国贸易政策不确定性上升的直接影响是对全球贸易增长形成下行压力。今年以来，随着美国贸易政策风险的上升，IMF 全球进出口（贸易）总额的累计同比增速快速回落。（图 3）截止至 4 月末，IMF 全球贸易总额的增速由去年底的 10.2%，快速回落至-1.8%，这表明美国贸易政策风险对全球贸易的压力非常明显。

从历史上看，美国的贸易政策并非首次对全球贸易增长造成明显的下行风险。上世纪 90 年代初，美国贸易政策的风险就曾大幅上升，当时的受害者就不止日本，而是全球的贸易增速都受到了明显压力而迅速回落。（图 3）

图 3：历史上看美国贸易单边主义就曾给全球贸易带来快速下行的压力



数据来源：Baker, Bloom&DavisBloomberg; IMF

4、全球贸易总量快速回落的背后是全球制造业受到了剧烈冲击

随着全球贸易增长的转弱，全球的制造业正在受到剧烈冲击。近年来全球制造业 PMI 指数与贸易增长趋势非常一致。贸易总量增长时，全球制造业 PMI 指数趋于上行；相反如果贸易增长回落，全球制造业 PMI 指数也将承压转弱。（图 4）今年以来，随着全球贸易增速由正转负，全球制造业 PMI 指数持续转弱，截止至 6 月摩根大通全球制造业 PMI 指数回落至 49.4，低于荣枯线之下，表明贸易增速放缓已经使全球制造业由扩张转向收缩的状态。

图 4：近年来 IMF 全球贸易增长变化与全球制造业 PMI 指数走势变化比较

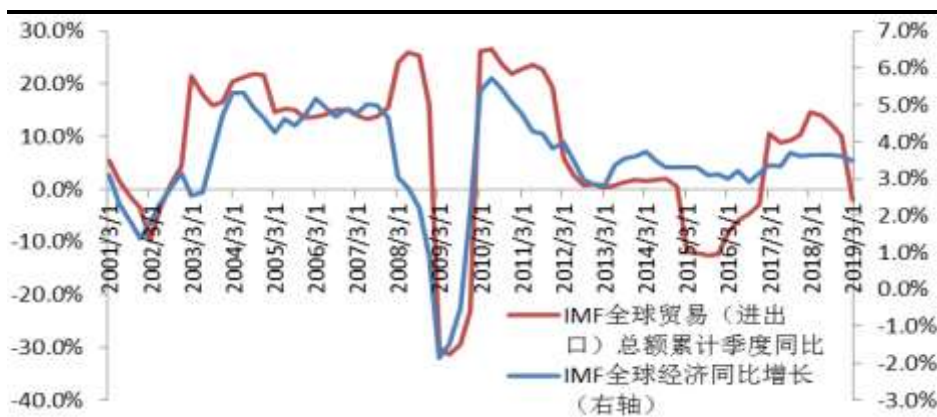


数据来源: IMF; Bloomberg

5、全球贸易的下行趋势正在给全球经济增长形成越来越显著的拖累

随着全球制造业转向收缩, 贸易的下行趋势正在给全球经济增长形成越来越显著的拖累。长期看全球经济增长与贸易增长在趋势上关系密切, 全球贸易增长的持续下行往往意味全球经济增长面临压力。(图 5) 由于当前美国单边的贸易政策风险难以在短期得到彻底缓和, 全球贸易市场预期偏紧以及制造业和供应链转弱都将给全球的经济增长形成越来越显著的拖累。

图 5: 全球经济增长与全球贸易增长走势变化比较



数据来源: IMF; Bloomberg

二、全球经济的的增长趋势进一步放缓, 但尚能延续弱势增长

今年上半年全球经济的的增长趋势进一步放缓, 但仍能延续弱势增长, 全球经济自身在短期陷入快速衰退的风险并不高。主要表现在美国经济增速仍在放缓, 但经济趋势尚未陷入衰退; 欧元区经济维持弱势增长, 依然面临英国脱欧不确定性的困扰; 新



兴市场国家受到贸易摩擦的冲击而延续分化，但国际资金有重新流入的迹象。

下半年贸易的紧张预期和地缘政治的不确定性（如：英国硬脱欧等）仍将使全球经济增长面临着风险和不确定性。但是随着美联储转向降息周期，将为全球央行提供更多降息和货币宽松的空间，并为全球经济增长提供必要的支撑。

（一）、美国：美国经济增速仍在放缓，但经济趋势尚未陷入衰退

当前美国经济基本面在短期虽仍无陷入衰退的风险，但是多个经济指标进一步回落。主要表现在美国制造业 PMI 指数持续回落；美国地产和建筑业数据同比指标快速下滑；美国就业指标出现波动，新增就业人数波动加大，随着重要经济指标的进一步转弱，美国股市的波动加大，市场对美联储降息的预期加强。从美国利率期货市场的隐含概率看，当前市场主流预期预计年内美联储将降息 2-3 次，目前降息概率较高的月份分别是 7 月、9 月和 12 月。

1、美国制造业 PMI 指数持续回落

虽然当前美国制造业 PMI 指数仍在荣枯线之上（50%），但是回落的趋势进一步显现。6 美国制造业 PMI 指数连续下滑至 51.7。美国制造业 PMI 指数自 2018 年 8 月自近年高位回落以来，目前仍没有企稳的迹象。（图 6）由于国际贸易不确定性依然较大，美国制造业 PMI 指数进一步回落，甚至下跌至荣枯线之下的风险仍在上升。并将继续对美国经济形成下行压力和拖累。

图 6：美国制造业与非制造业 PMI 指数仍在回落



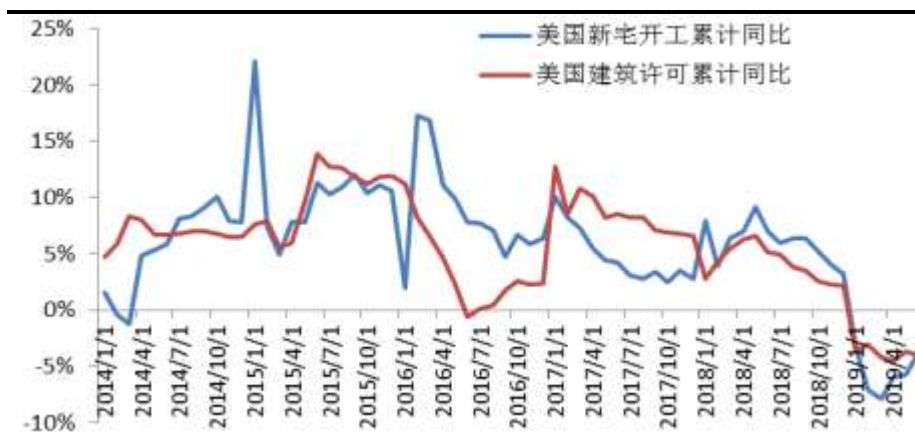
数据来源：Bloomberg

2、今年以来美国地产和建筑业的下滑非常明显



近年来美联储的连续加息对美国地产和建筑业的压力在今年上半年集中显现。今年以来，美国地产和建筑业无论是建筑许可还是新宅开工的趋势都出现了快速下滑，累计同比均转向萎缩。（图 7）6 月美国建筑许可和新宅开工的累计同比双双回落至-4%和-3.9%，仍处于近年来的低位，这表明美国地产和建筑业的快速萎缩正在对美国经济形成显著的负面影响。

图 7：今年以来美国新宅开工和建筑许可累计同比快速回落



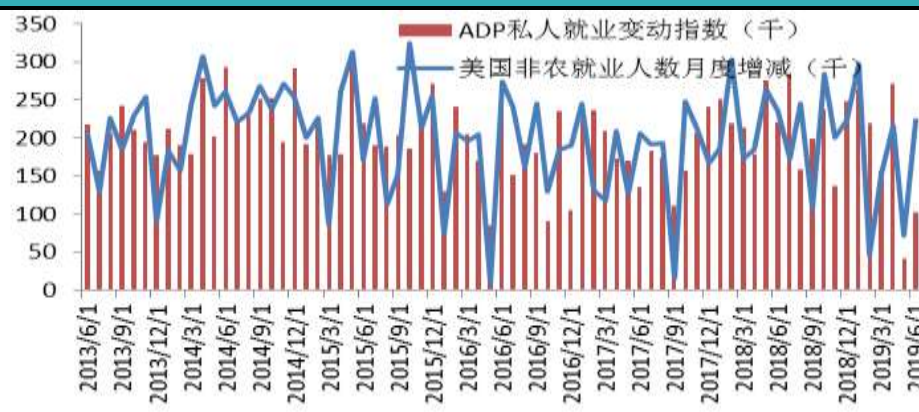
数据来源：Bloomberg

3、美国就业指标转弱，新增就业人数波动较大

就业数据往往是经济趋势的滞后指标，新增就业数据的大幅回落往往意味着经济已经累积了相当的下行压力，并传导到就业市场。二季度美国新增就业波动加大，显示就业市场稳定增长的趋势减弱。

5 月美国的新增就业数据剧烈下跌，表明美国就业市场的增长拐点可能正在到来。美国 5 月公布的 ADP 私人就业数据环比骤减 81%，回落至 41（千），创 2013 年以来的月度新。另一方面，5 月美国非农就业仅增长 72（千），环比减少 62%，比 6 个月均值减少 51%，也回落至近期的低点。（图 8）美国新增就业的剧烈减少表明支撑美国经济的关键指标正在转弱。

图 8：美国新增就业人数趋势



数据来源: Bloomberg

（二）、欧洲：欧元区经济维持弱势增长，英国脱欧的不确定性依然较高

虽然欧元区制造业依然低迷，但是服务业和建筑业仍在复苏体现出经济的韧性；另一方面，欧元区失业率仍在下降，薪资保持增长；价格方面短期欧元区既没有通胀的压力，也没有通缩的风险；此外，虽然欧元区央行停止了QE，但是其巨大的存量效应仍在持续对欧元区信贷和金融市场提供充足的宽松环境。

1、欧元区制造业和服务业趋势有所分化

今年以来欧元区制造业与服务业的趋势有所分化，虽然欧元区制造业 PMI 指数仍在荣枯线之下（6 月为 47.6），但是服务业 PMI 指数却回升企稳。（6 月为 53.6）欧元区服务业与制造业 PMI 指数的分化表明欧元区服务业的韧性较强，并未受到制造业低迷的拖累。（图 9）

图 9：欧元区服务业和制造业 PMI 指数走势

65

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11204

