



全球宏观复苏疲态已现

摘要

2018年下半年以来，中美贸易战持续发酵、欧洲经济增长疲弱、新兴市场货币暴跌，给全球经济的复苏蒙上了一层阴影。目前受贸易战影响，欧洲主要国家经济景气度出现了回落趋势，中国经济在投资持续下滑和消费疲弱的情况下面临着较大压力，其他新兴市场国家在美元和原油同涨周期下也面临较大的货币贬值和财政压力，而美国经济在能源产业复苏下出现了一枝独秀的情况，然而美国消费与投资增长后劲不足，一旦出现油价下跌或者需求下滑，美国经济复苏也难以持续，全球经济复苏面临着较大风险。

在全球经济分化的情况下，各国资产价格走势也势必发生分化。美元资产目前表现仍然非常强劲，而欧洲和新兴市场资产价格走势则较为弱势，预计四季度这一格局难以发生大的变化，未来一段时间内贸易战进展仍然是全球资产价格的主要关注点。

南华期货研究所

章睿哲

投资咨询证号：Z0013599

zhangruizhe@nawaa.com

010-83168383

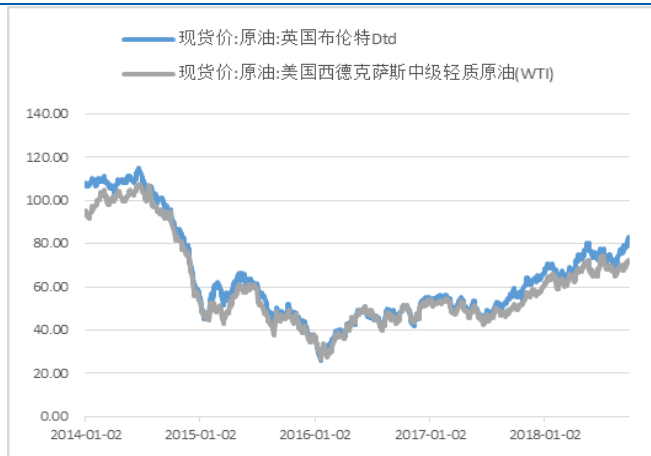
全球宏观复苏疲态已现

欧洲经济出现回落趋势

2018年下半年以来，中美贸易战持续发酵、欧洲经济增长疲弱、新兴市场货币暴跌，给全球经济的复苏蒙上了一层阴影。从周期视角来看，此轮全球经济复苏始于2016年底，那么，是什么促成了2016年以来全球经济的复苏，从名义GDP和实际GDP的对比，可以比较直观地发现问题。实际上从2013年开始，全球主要发达国家的实际经济增速已经开始回升，但由于通胀疲弱甚至是通缩，使得名义GDP在2015和2016年出现不断下滑态势。由于持续低迷的通胀，2016年初欧元区区和日本实施了负利率政策，从某种程度上讲，欧元和日元是全球主要货币，这两大经济体的货币政策确实对抑制通胀下行起到了一定作用，原油价格在2016年初触底之后开始持续回升并进入上涨周期，当然这与欧佩克的限产政策也有较大关系，也是商品经济规律的结果。原油价格反弹是全球经济复苏的重要前奏。

对于欧洲经济而言，在负利率政策、英国脱欧带来的负面预期和2016年底美元指数创新高的多重因素之下，欧元兑美元价格一度跌至接近平价，并持续了半年多时间，这种情况对欧洲出口起到了较大的刺激作用。从GDP拉动率上可以看到，2016年以来出口对欧洲经济的拉动作用是最明显的，2017年欧洲经济的复苏势头比美国更为强劲，从而使得欧元在2017年下半年到2018年上半年这一时间里持续走强。因此，欧洲经济的复苏是此轮经济复苏前半程的重要推动因素。

图 1、原油价格走势（美元/桶）



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 2、欧元兑美元走势



资料来源：WIND 资讯 南华研究

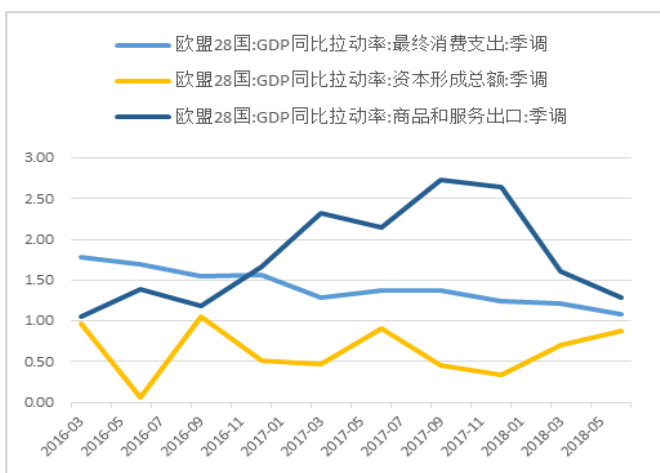
但目前来看情势已经发生了变化，在出口回暖的同时，欧洲的投资增长并没有出现明显改善，消费对经济的贡献率则在持续下滑，通胀水平仍然较为疲弱，而且近期出口增长出现了回落。作为欧洲经济增长引擎的德国，7月份贸易差额出现2017年以来的最低水平，与此同时，欧洲主要国家的经济景气度也出现了大幅回落的趋势，这种情况与特朗普在全球大范围掀起贸易战有很大关系。

今年6月1日，美国开始对欧盟输美钢铁和铝产品分别加征25%和10%的关税，特朗普还威胁要对所有从欧洲进口的汽车征收25%关税，并开启对欧洲汽车进口的232调查，以决定其是否对美国国家安全构成担忧。由于美国是德国最大出口市场，其中德对美出口汽车和汽车零部件达286亿欧元，占德国对美货物出口25%，

德国汽车占据美国高端汽车市场 90% 份额，如果美国对欧洲进口汽车征收 25% 的关税，德国高端汽车制造商将面临巨额损失，而且这也会给欧洲经济造成沉重打击，因为德国出口的汽车产品大部分零部件、组装等都是其他国家完成。虽然 7 月底欧盟主席容克和美国达成了一个初步“停战”协议，但结果仍不明朗，贸易战威胁仍在，这种情况对欧洲经济景气的影响也非常明显，大量企业因担忧贸易前景而推迟投资和招聘，使欧洲经济复苏中途受阻。

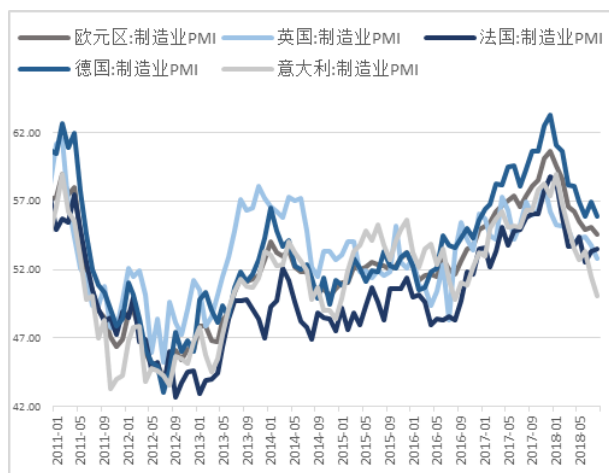
从欧洲的经济结构来看，商品和服务出口占 GDP 的比重高达 50%，而中国和美国这一比例仅为 20% 和 13% 左右。所以，相比于中国，欧洲国家对外贸的依赖度显然更高、对美国贸易政策也更为敏感。加之欧洲国家普遍财政状态不佳，难以通过投资托底经济，而消费对经济增长的贡献也越来越弱，这使欧洲的经济复苏愈加脆弱敏感。

图 3、欧盟 GDP 同比拉动率



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 4、欧洲主要国家经济景气情况



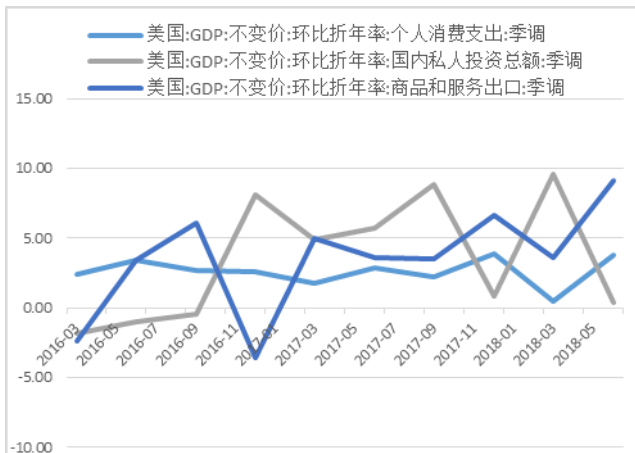
资料来源：WIND 资讯 南华研究

美国经济一枝独秀但暗藏风险

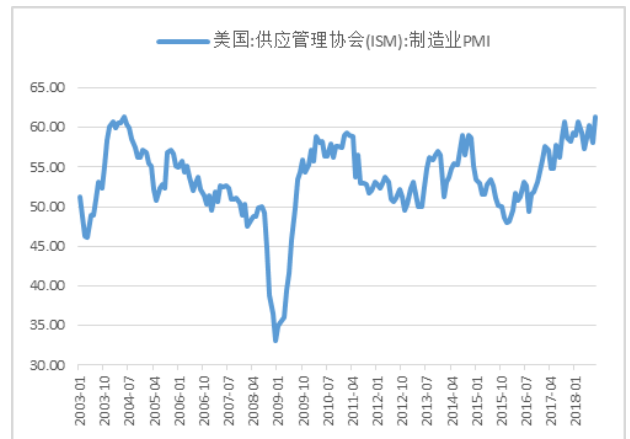
如果说此轮全球经济复苏上半场的驱动力是欧洲，那么下半场的驱动力则是美国，2018 年二季度美国 GDP 环比增速达到 4.2%，经济景气度更是持续攀升，8 月份美国制造业 PMI 达到了 61.3，创下了 2003 年以来的新高。而且观察三驾马车的贡献可以发现，欧洲和美国经济复苏的主要贡献都是出口，2018 年二季度美国商品和服务出口环比增长率达 9.1%，净出口对 GDP 环比的贡献率达 1.17%，是 2013 年以来最高水平。但需要指出的是，美国出口的复苏并不是由于贸易战，而是与油价上涨和能源产业复苏密不可分。可以明显看到，近两年美国出口增长以原油出口增长为主，2017 年美国石油和石油产品出口总额已经创历史新高，是 2016 年的两倍还多，2018 年 1-7 月的石油出口总额已经超过 2017 年全年水平，目前原油出口已占美国货物出口超过 10%，原油出口的增长某种程度上抵消了贸易战的不利冲击，使得美国出现了整体出口的复苏。

图 5、美国 GDP 三驾马车环比增长情况

图 6、美国制造业 PMI 走势



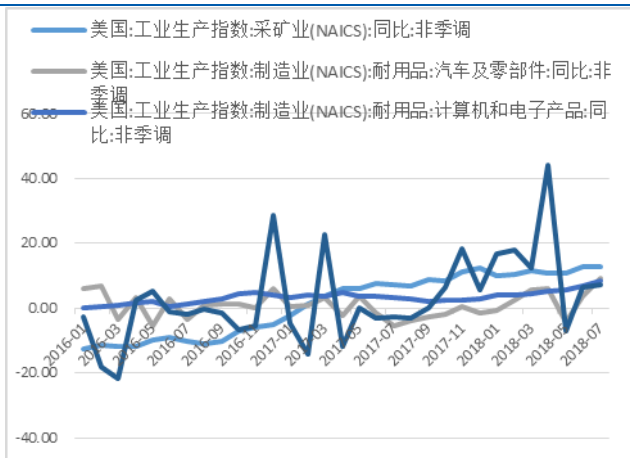
资料来源：WIND 资讯 南华研究



资料来源：WIND 资讯 南华研究

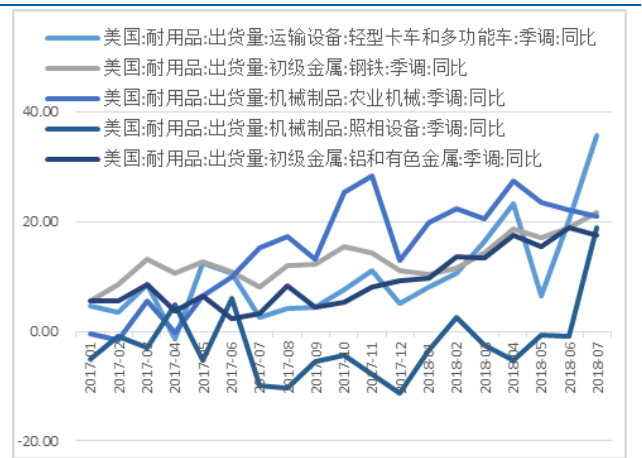
近年来，美国页岩油气技术有了较大突破，而且自 2014 年就放开了出口政策，但由于彼时油价较低，油气行业投资低迷，虽有较大潜力，但在经济增长中的作用并不明显。而到了近两年油价大幅大涨时，相关行业的投资就开始增加，而且在美国石油产量持续不断创新高并且已经超过沙特的情况下，油气运输出现了较大瓶颈，由此也带动了管道运输等行业。从美国工业生产指数和耐用品出货量情况来看，采矿业、天然气运输业以及初级金属等大宗商品相关的工业指数和出货量增长最为明显，这也印证了美国的经济复苏是由原油上涨所拉动。

图 7、美国部分行业工业生产指数情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 8、美国部分耐用品出货量增长情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

而消费和投资方面，二季度美国消费支出增长虽然仍较为强劲，但后劲不足，主要是由于新增就业人数出现下滑趋势，与此同时薪资增长也较为疲弱，而未来贸易战所带来的消费成本上升也势必影响消费支出，此外利率的不断攀升对于投资增长也是不利影响。

目前美国经济增长对原油需求和价格的依赖度在不断上升，短期来看，能源行业的复苏带动交通运输投资和工程器械消费，使得经济仍然维持相当高的景气度；长期来看，作为一个贸易逆差大国，油价上涨和贸易战势必给美国带来更大的通胀压力，尤其是作为进口大国，贸易战给美国带来的通胀压力要高于欧洲、日本和中国，因此

美联储势必将进一步地被动进行加息，从而抑制投资增长，并给金融市场带来更大的风险。

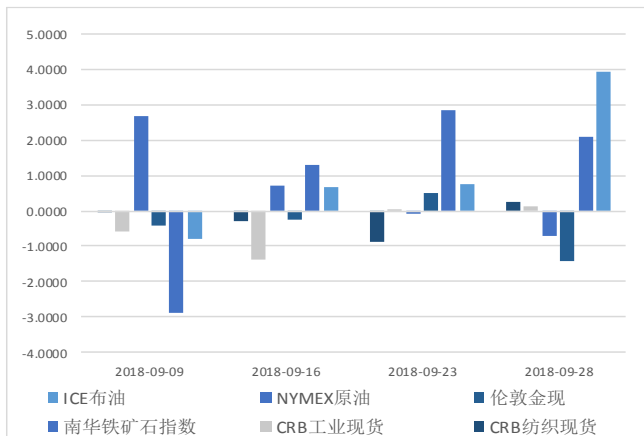
从全球宏观的角度来看，2018年以来欧洲经济景气度已经出现下滑态势，中国经济在投资持续下滑和消费疲弱的情况面临着较大压力，其他的新兴市场国家在美元和原油同涨周期下也面临较大的货币贬值和财政压力，美国经济已经和其他国家出现了较大程度的分化。美国经济的一枝独秀本身是一件暗藏风险的事情，尤其是这种复苏是建立在原油出口和贸易战带动的情况下，一旦油价出现下跌或者需求出现下滑，美国的经济复苏也难以持续。

资产价格方面，短期来看，在全球经济分化的情况下，货币和资产价格走势也势必发生分化。美元资产目前表现仍然非常强劲，受美国通胀预期和经济增长强劲的影响，上周道琼斯和标普指数刚刚创下新高。与此同时，由于全球能源供应格局的变化，美国已经成为原油的主要出口国，这使得美元和原油之间的关系正在发生变化，美元和原油的同涨同跌或将成为新的规律，在原油供需仍然偏紧的情况下，美元仍有较强支撑。而欧洲和新兴市场资产价格走势则较为弱势，预计四季度这一格局难以发生大的变化，未来一段时间内贸易战进展仍然是全球资产价格的主要关注点。

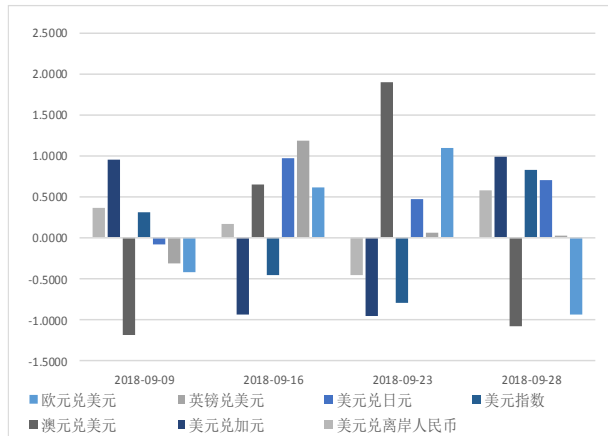
【本周全球大类资产表现】

2018年9月28日

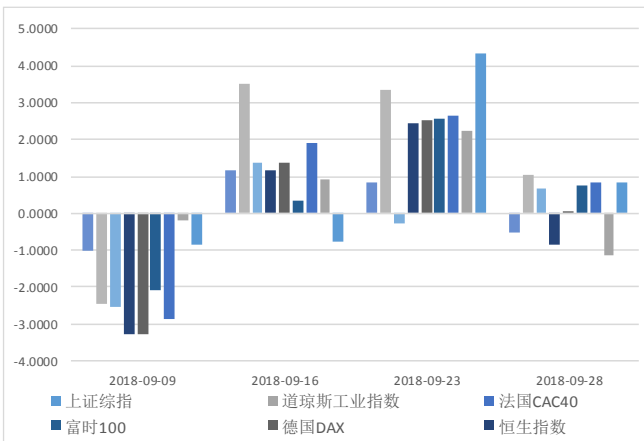
主要大宗商品涨跌幅



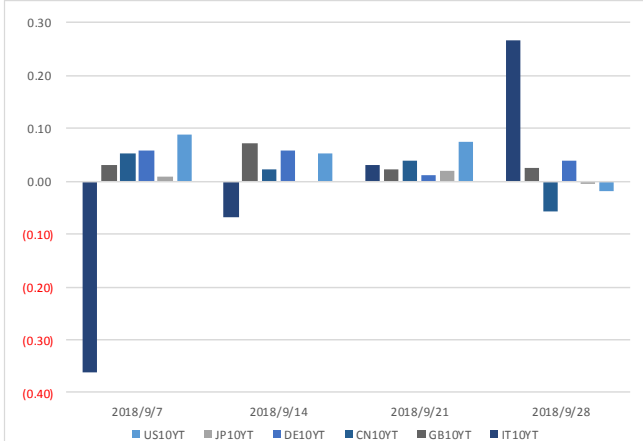
全球主要货币对涨跌幅



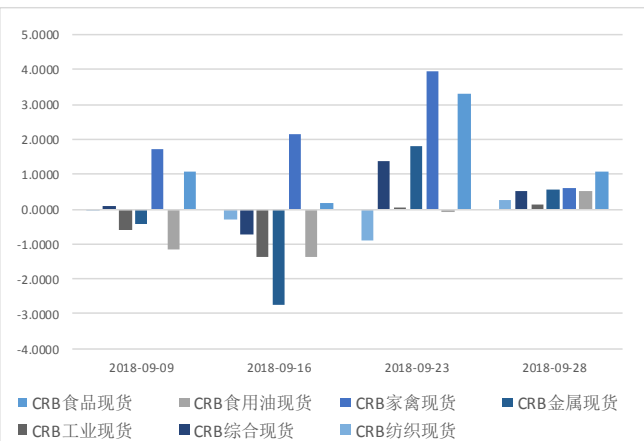
全球股指涨跌幅



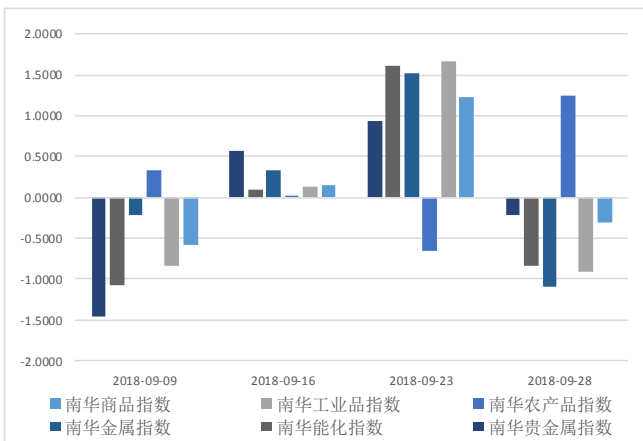
全球债市涨跌基点



CRB 指数涨跌幅



南华指数涨跌幅



资料来源: WIND 南华研究

南华期货分支机构

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路438号东南科技研发中心2101室
电话：0571-83869601

台州营业部

台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦203室
电话：0576-88539900

温州营业部

浙江省温州市车站大道2号华盟商务广场1801
电话：0577-89971808

宁波分公司

宁波市海曙区和义路77号901、902
电话：0574-87280438

宁波营业部

浙江省宁波市和义路77号汇金大厦9楼
电话：0574-87274729

慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道1277号香格大厦7楼
电话：0574-63925104

嘉兴营业部

嘉兴市中山路133号综合大楼东五楼
电话：0573-82153186

绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心1幢1单元3101室
电话：0575-85095807

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段1700号1栋2单元12层1209号
电话：028-86532609

兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路437-451号
金地商务大厦11楼001号
电话：0931-8805351

大连营业部

大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座
大连期货大厦第34层3401、3410号
电话：0411-39048000

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街28号2幢B803、B805室
电话：010-63155309

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街28号2幢B801、B802、B608、B609室
电话：010-63161286

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路93号801、802、810室
电话：0451-58896600

郑州营业部

郑州市商务外环路30号期货大厦1306室
电话：0371-65613227

青岛营业部

青岛市闽江路2号1单元2501室
电话：0532-80798985

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路51号闽商总部大厦15层C室
电话：024-22566699

天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧 大安大厦A座1003
电话：022-28378072

上海分公司

上海浦东新区芳甸路1155号嘉里城801-802单元
电话：021-20220312、021-50431979

上海芳甸路营业部

上海浦东新区芳甸路1155号嘉里城803-804单元
电话：021-20220312、021-50431979

上海虹桥路营业部

上海市虹桥路663号1楼、7楼
电话：021-52586179

深圳分公司

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2701、2702室
电话：0755-82577529

深圳营业部

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2703、2705室
电话：0755-82577909

广州营业部

广州市天河区珠江新城花城大道68号环球都会广场2008单元
电话：020-38904626

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心1002室
电话：0553-3880212

重庆营业部

重庆市江北区建新南路1号20-2、20-3
电话：023-62611588

永康营业部

永康市丽州中路63号11楼
电话：0579-89292777

太原营业部

太原市迎泽区解放南路2号山西景峰国际商务大厦8层805室
电话: 0351-2118018

余姚营业部

余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心3幢102室
电话: 0574-62509011

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起3至8间首层至二层
电话: 0663-2663855

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路1048号一层、七层
电话: 0573-83378538

舟山营业部

浙江省舟山市定海临城街道翁山路555号交易中心大楼三层
3232、3233、3234、3235室
电话: 0580-8125381

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路88号环球财富广场1幢2909室
电话: 0512-87660825

济南营业部

地址: 山东省济南市历下区泺源大街102号祥恒广场15层1505室
电话: 0531-80998121

南通营业部

江苏省南通市南大街89号总部大厦六层603、604室
电话: 0513-89011168

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道96号之二砖石海岸B栋1903单元
电话: 0592-2120291

汕头营业部

汕头市龙湖区金沙路103号星光华庭商铺112、212号房复式
电话: 0754-89980339

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场B区准甲办公室1405室(第14层)
电话: 0791-83828829

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路208号2楼
电话: 0574-85201116

南京分公司

南京市建邺区河西商务中心区B地块新地中心二期808室
电话: 025-86209875

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net