

宏观经济、金融研究

全球市场中期面临大考：珍爱本金、远离泡沫

分析师

周茂华
电 话 010-63636391
邮 箱
zhoumaohua@cebbank.com

观点摘要：

我们认为，中期全球市场面临三大考验：全球货币政策收紧影响递增，中期全球经济面临下行压力；以及特朗普政策、地缘政治等不确定因素。

政策边际影响递增。可以预见，中期全球将有更多央行加入紧缩“俱乐部”，全球金融资产高估值，高债务、高杠杆面临考验。目前市场表现平稳，主要是欧美货币政策收紧初期，利率上行相对缓慢，但随着全球政策收紧持续，政策收紧的边际影响递增，金融市场压力随之上升。

中期基本面下行压力。全球经济中期面临三大潜在风险：
1、**楼市放缓。**2017 年以来，中、加、澳洲等经济体楼市出现降温态势，这是否意味着中期主要经济体楼市进入同步放缓周期，楼市连接实体与金融，影响重大。
2、**贸易保护政策与汇率剧烈波动。**贸易无疑是本轮全球经济复苏核心引擎，贸易摩擦与汇率剧烈波动将增加贸易成本，进而拖累全球贸易复苏，近两年全球贸易摩擦案件呈快速上升态势与全球外汇市场不确定性，令人担忧。
3、**中日欧经济存波动。**

不确定性如影随形。展望中期，全球仍面临诸多不确定性因素干扰。
1、**特朗普政策。**特朗普税改效果，特朗普承诺的基建、医疗等政策能否兑现？
2、**中期地缘政治风险不容小觑。**其中中东、欧元区风险对经济、政策走势影响相对大。
3、**中期通胀走势。**全球通胀受诸多因素影响，有长短期、结构性等，中期走势存不确定性，若中期经济放缓、通胀失控（“类滞胀”）将对全球市场构成巨大冲击。

整体上，全球经济短期仍有望延续复苏格局，金融体系爆发系统性崩溃可能性低，但中期全球市场波动较为剧烈，市场交易难度较大，基于谨慎交易策略，中期需要警惕泡沫化倾向的相关资产。

一、政策边际影响递增

2018 年至中期，全球今年全球有望迎来后危机时代最密集的货币政策收紧，2018 年将会有更多央行加入收紧行列（见图 1），随着全球货币政策收紧影响边际递增，金融市场将面临考验。

1、FED。美联储去年 12 月政策会议纪要显示，今年有望加息三次，市场普遍预期特朗普税改恐令美联储加息节奏加快，今年美联储将按部就班缩表 4200 亿美元，相当于加息 3 次。

2、ECB。欧央行将于 1 月份启动缩减购债规模，若经济基本面、通胀表现符合预期，欧央行很可能在 9 宣布结束购债。

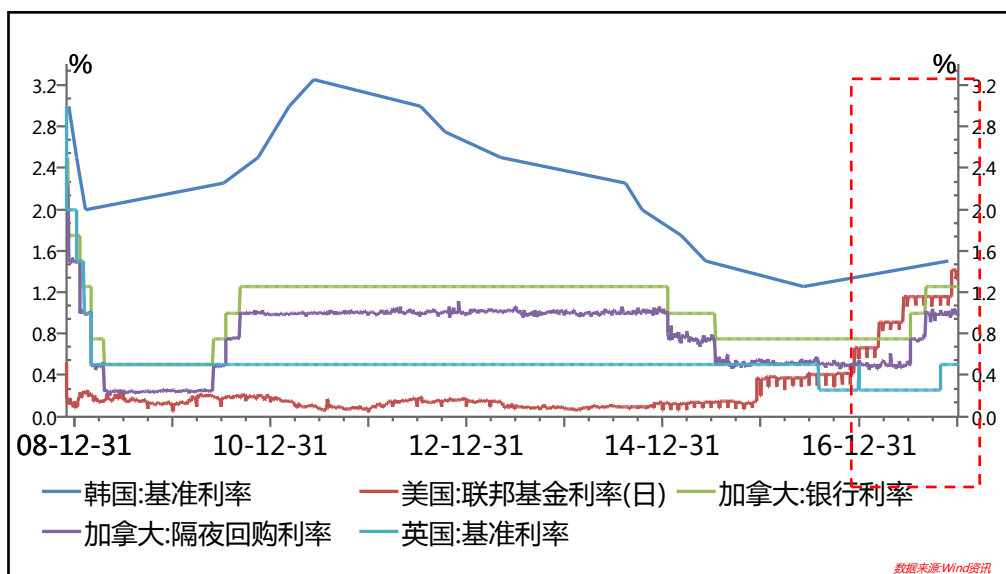
3、BOJ。尽管日本通胀偏离央行目标较远，但日本经济有望连续 8 个季度扩张，通胀呈现缓慢改善迹象，日本央行政策立场略有松动迹象，若今年经济、通胀发展态势符合预期，不排除日本央行明年初启动缩减购债规模或调整控制收益率曲线等。

4、BOE。英国央行为防范通胀失控，于 2017 年 11 月份启动十年来首次加息，受到弱势欧元，贸易成本上升等因素影响，英国通胀仍存在上行动力，英国央行处于加息轨道。

5、中国等新兴经济体。受欧美央行政策收紧的外溢效应，中国等新兴经济体仍面临一定资本外流与本币贬值压力，为维护国内金融体系稳定，墨西哥、土耳其、捷克等央行或逐步进入加息周期。亚洲韩国与 2017 年 12 月也启动六年来首次加息，主要是为防范经济过热。中国央行或维持贷款基准利率稳定，依据内外环境与金融市场反映，适度调高金融市场基准利率。

6、加拿大和澳大利亚央行。两家央行为防范通胀和抑制楼市泡沫风险，加拿大央行于 2017 年 9 月加息。由于国际大宗商品维持高位，澳洲失业率持续下降，市场普遍预计 2018 澳大利亚央行将进入加息轨道等。

图 1：更多央行加入升息行列



数据来源：Wind 资讯，光大银行金融市场部。

可以预见 2018 年将有更多央行加入收紧“俱乐部”，全球正式进入收紧时代。在全球收紧货币政策初期，金融环境相对宽松，市场表现平稳，但随着货币环境持续收紧，利率上升的边际影响递增，全球资产价格将面临重新定价，全球金融市场压力将随之上升。

(1) 高估值风险。为应对 2008 年金融海啸，欧美主要央行启动非常规货币政策，自此全球金融资产盛宴延续近 10 年（见图 2），美股估值处于历史高位。美股不断刷新纪录的三大基础：美联储非常规货币政策、企业盈利和企业回购股票。澳大利亚与加拿大均面临楼市泡沫风险，其直接推手是全球超低利率和超宽松货币环境。随着全球货币环境紧缩，无风险收益率持续上升，全球资产估值面临压力，尤其是高估值风险资产。

图 2：美股与美联储超宽松政策



数据来源：Wind 资讯，光大银行金融市场部。

(2) 非金融企业债务风险。中期看，全球经济整体温和扩张格局有望延续，相对政府、居民及金融机构，非金融企业债务风险压力大。受到欧美超宽松货币环境，非金融企业近年来债务扩张迅速（见图 3），根据美联储统计，截至 2017 年 10 月，美国非金融企业债务 8.7 万亿美元左右，超过美国 GDP 比重 45%，美国非金融企业近两年未偿还债务增长 1 万亿美元左右。即便全球维持低利率环境，按照目前非金融企业债务走势，非金融企业的债务风险将快速上升（见图 4）。受全球低利率环境影响，新兴经济体债务快速增长，主要集中在非金融企业，国际金融协会（IIF）统计显示，2016 年，本币债务总额达 48.5 万亿美元，而外币债务为 7.2 万亿美元，非金融公司，其债务占 GDP 的比例从 2006 年的 68% 上升到 2016 年的 100%。新兴经济体债务上升面临利率上升压力，同时也面临外债到期集中偿还压力。据 IIF 测算，2018 年底，发展中国家大约有 1.7 万亿美元外资到期。

图 3：美国非金融企业债务与美国 GDP

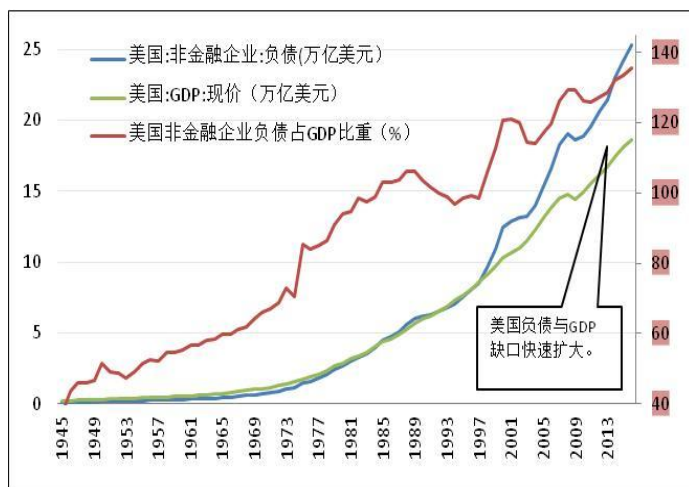
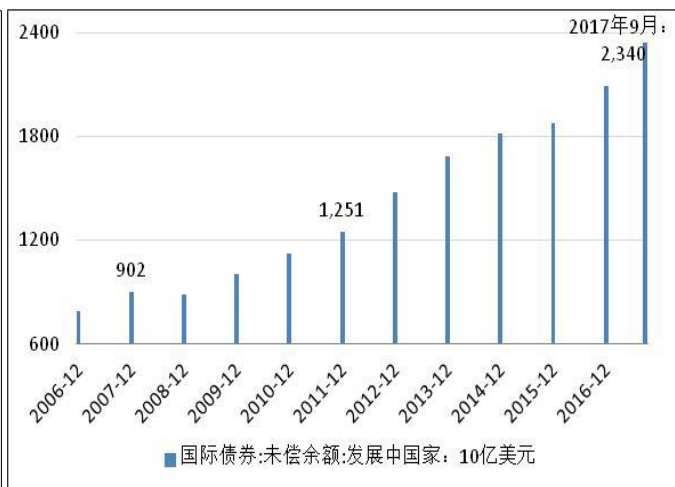


图 4：发展中国家未偿外债余额



数据来源：Wind 资讯，大智慧数据库，光大银行金融市场部。

二、中期全球经济下行压力再现？

2017 年全球最明显特征是，全球供需有所改善，欧美央行引领全球货币政策正常化。由于经济惯性及主要央行收紧政策谨慎，全球经济中期陷入衰退的概率偏低。但我们分析认为，中期全球经济复苏动能温和，甚至面临一定下行压力。压力主要来自以下三个方面：全球房地产同步放缓；贸易保护与汇率冲击；中、日、欧经济波动。

（一）全球房地产降温“共振”？

2017 年以来，澳大利亚、加拿大、中国等经济体房地产放缓日趋明显，我们预计美国楼市也将面临一定下行压力。2017 年澳大利亚为抑制楼市泡沫，澳政府打击海外炒家、收紧信贷，悉尼、墨尔本房价持续下滑，12 月澳洲平均房价下滑 0.3%，目前，房地产市场降温潮似乎正在向全澳蔓延。（见图 5）。同样，为遏制房价飞涨，加拿大各地区分别出台诸如“外国买家税”等一系列楼市降温措施（见图 6）。中国房地产经历 2016 年跌宕起伏后，2017 年房地产降温态势日趋明显，随着管理层“住房不炒”、疏堵结合调控及推进长效机制，中国楼市或将呈现稳中趋缓态势（见图 7）。美国房地产方面，我们预计受到特朗普税改及美联储加息周期影响，美国楼市中期也将面临放缓的压力。其中，特朗普税改新规，住房贷款利息抵税额度将从原先的 100 万美元调低至 50 万美元，也就是说超过 50 万美元房产按揭不能享有税收减免，这使得楼价较高

的旧金山、加州等地楼市需求降温，这些地方楼市在全美具有风向标意义等（见图 8）。全球房地产市场已然呈现出“同步”放缓迹象。

图 5：澳大利亚楼市呈现放缓迹象

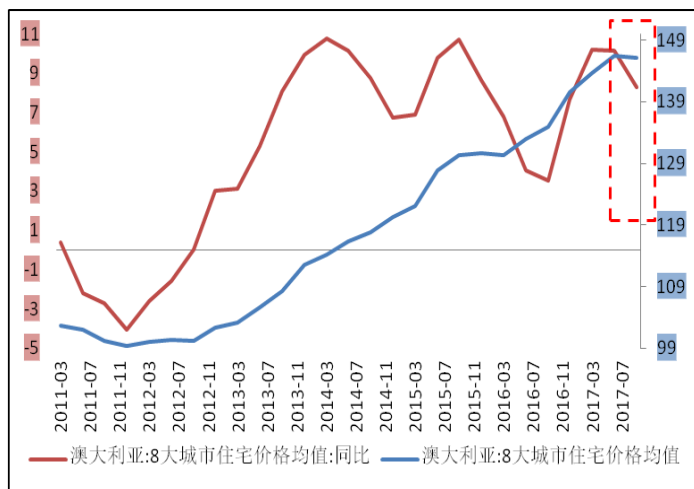
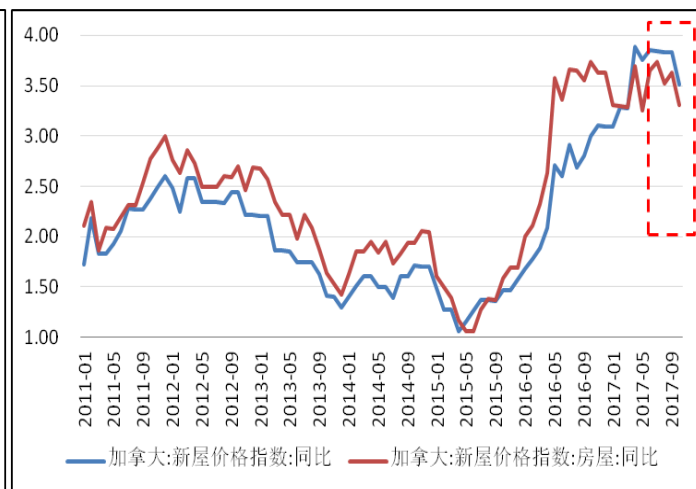


图 6：加拿大楼市降温



数据来源：Wind 资讯，光大银行金融市场部。

图 7：中国楼市呈现放缓态势

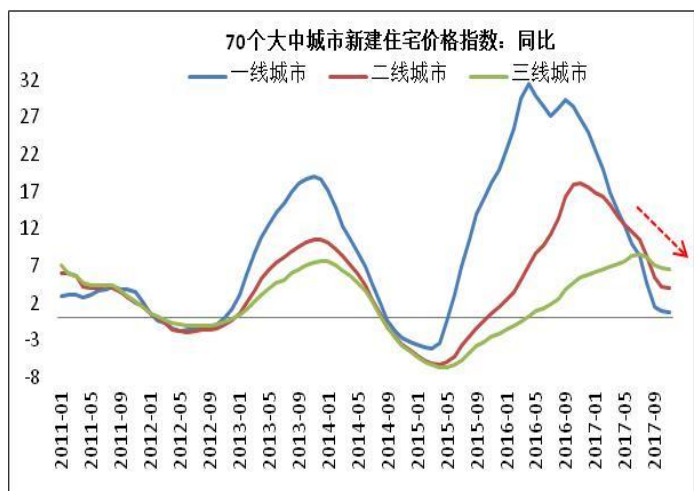
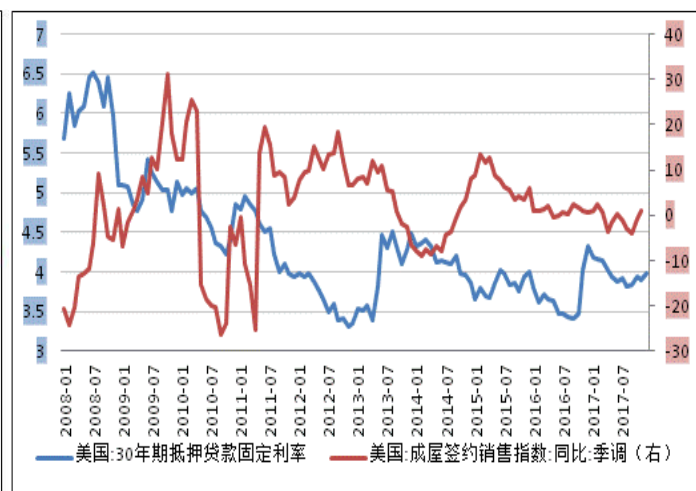


图 8：美国抵押贷款利率与成屋签约同比



数据来源：Wind 资讯，光大银行金融市场部。

整体上，由于房地产属于资金密集型、高负债行业，在全球货币环境收紧的背景下，房地产融资、债务压力将上升，同时，为抑制房地产泡沫风险各国管理层陆续出台调整政策必然选择，这将抑制楼市需求。从各国情况看，加拿大、澳大利亚、中国等楼市呈现放缓态势。而美国楼市前景也存隐忧，主要是特朗普新税制、美联储持续收紧政策等因素影响将抑制美国楼市需求。从 2006 年以来数据看，中、美大中城市住宅价格走势较为一致，中国楼市价格走势领先美国大中城市 6-9 个月。中美大中城市楼

市价格整体联动性较强，主要是 2006 年以来，中美政策联动性有所增强，而中美政策联动性，主要是美国金融危机对中国经济造成深远影响与 FED 非常规政策的强外溢性，数据显示，美联储三轮 QE 与中国三次较大规模居民信贷扩张时间相仿（见图 11）。

图 9：中国房地产企业债务压力较大

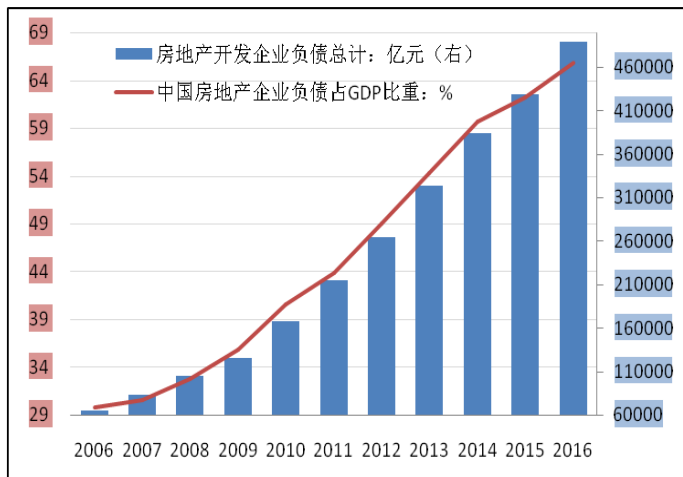
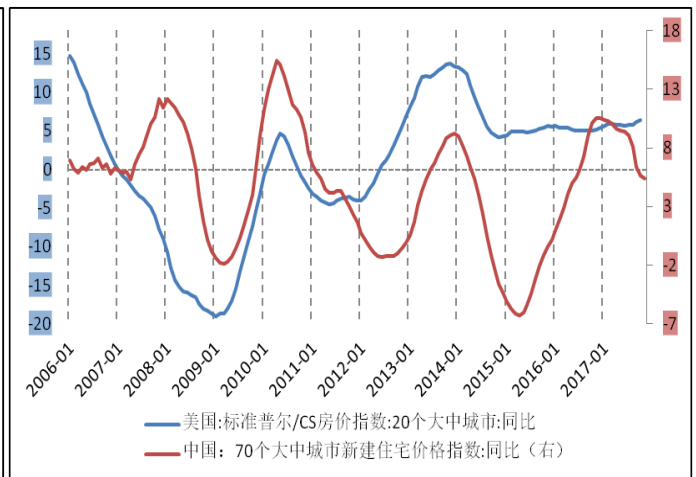
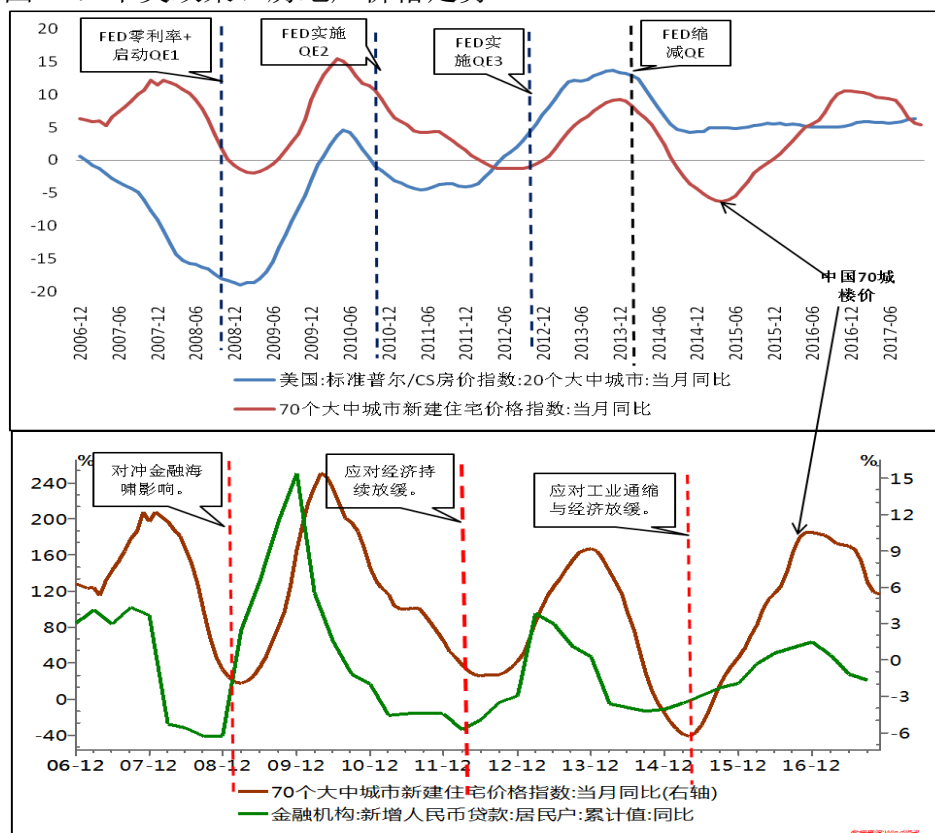


图 10：中、美大中城市住宅价格走势



数据来源：Wind 资讯，光大银行金融市场部。

图 11：中美政策、房地产价格走势



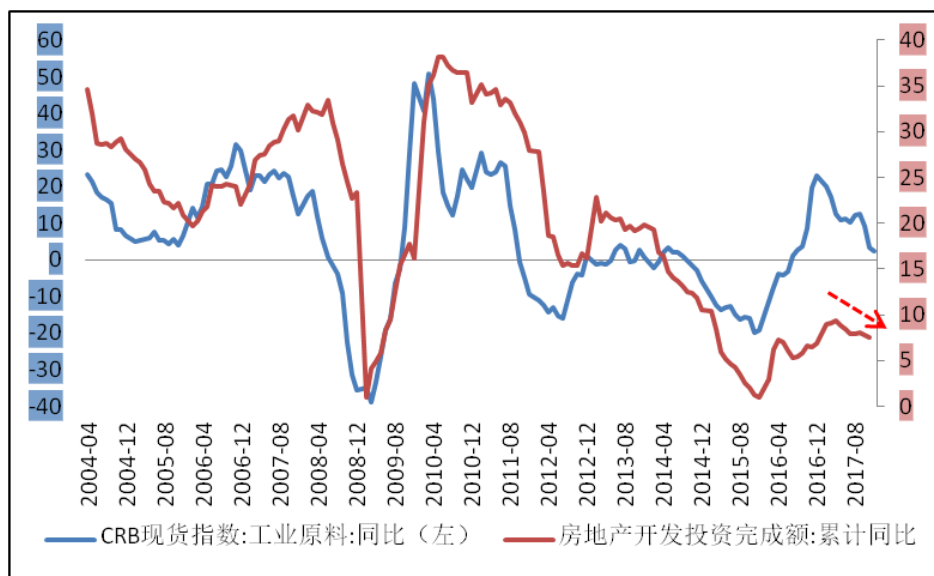
数据来源：Wind 资讯，光大银行金融市场部。

若中期全球楼市“同步”至少在以下两方面造成不利影响：

1、拖累房地产及其相关行业。全球房地产是否开启“同步”放缓模式有待进一步观察，但同步放缓风险值得警惕。一旦主要经济体楼市持续下降，市场预期进一步强化，容易引发全球楼市量价进一步下滑。房地产涉及细分行业众多，连接着投资与需求，房地产大幅度放缓将对全球经济构成拖累，进而冲击全球金融市场稳定，从历史经验看，房地产往往是经济景气度的先导指标。

2、大宗商品受压。房地产与大宗商品密切相关（见图 12）。一旦市场对全球楼市持续降温预期成型，大宗商品价格或受压，商品国需求将受到冲击，削弱全球经济复苏动能。本轮复苏中，沙特、巴西、俄罗斯、南非等经济体的复苏与大宗商品价格改善密切相关。

图 12：中国房地产投资与 CRB 工业指数相关性



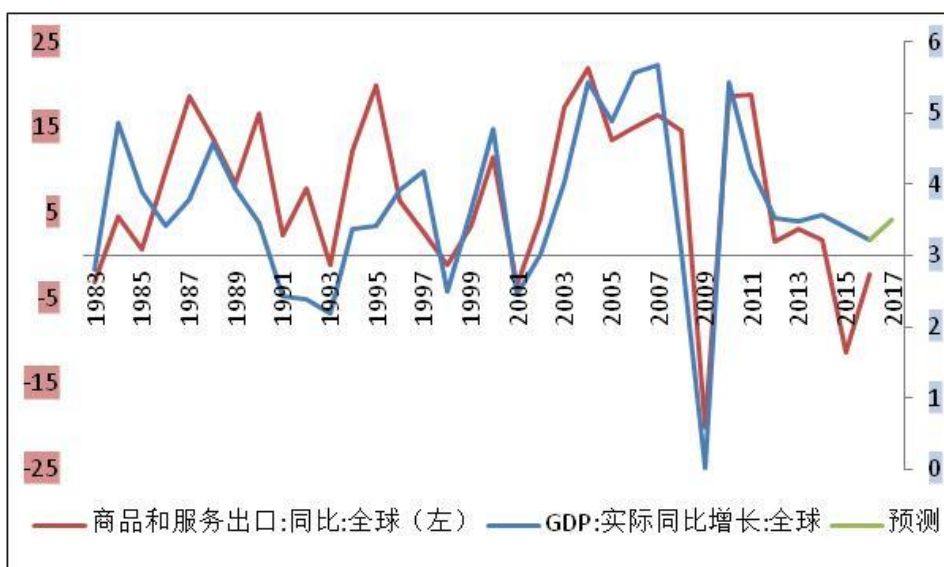
数据来源：Wind 资讯，光大银行金融市场部。

（二）贸易保护与汇率冲击

从中长期看，全球生产率改善与贸易表现将是全球经济扩张部分是否加快的关键（见图 13）。在全球生产率增长缓慢情况下，贸易保护将成为阻碍全球经济复苏最重要因素。2016 年 4 季度以来，全球贸易有所改善，但目前整体增速仍低于经济增速。从

国际贸易理论看，贸易成本是国际贸易发展的重要影响因素，贸易成本涵盖了关税壁垒、非关税壁垒，以及汇率波动等。从目前发展态势看，各变种非关税壁垒与汇率波动将是制约国际贸易核心因素，例如，非市场经济国认定、反倾销、知识产权调查、反垄断、国家安全等。另外，全球主要央行政策与各国基本面发展不同步将引发全球外汇市场剧烈波动，尤其是在货币政策收紧周期。

图 13：全球经济增长与贸易相关性强



数据来源：Wind 资讯，光大银行金融市场部。

根据世界贸易组织统计，2016 年，中国共遭受来自 27 个国家(地区)发起的 117 起贸易救济调查，平均 3 天就发生一起案件；涉案金额总计 139.8 亿美元，案件数量和涉案金额同比上升了 34.5%和 71.5%。商务部新闻发言人高峰表示，2017 年上半年，中国产品共遭遇 37 起贸易救济调查案件，涉案金额总计 53 亿美元。

2016 年特朗普参加竞选以来曾多次扬言要退出世界贸易组织（WTO），多次抨击 WTO；同时，重启北美自由贸易谈判等。特朗普无疑成为全球自由贸易一大不确定性因素，一旦美国举起贸易保护大旗，短期内对全球贸易秩序将造成冲击，毕竟本轮经济复苏有赖于全球贸易改善。全球贸易若出现倒退，高估值资产将何以依附。

（三）中、日、欧经济波动

中国面临房地产降温及地方政府财政约束，中国内需短期面临一定放缓压力。日本经济中期也面临一定不确定性，尽管全球、日本经济经历长时间复苏，但企业上调薪资的意愿不强，显示企业对全球结构性问题忧虑并未消除，日本政府计划 2019 年上调消费税促进财政收支平衡，但在薪资增长乏力背景下，政府上调消费税与通胀上升将削弱居民购买力。欧元区经济，2017 年欧元区经济表现超预期，欧元区经济也面临较大不确定性：欧元汇率走势，特朗普减税及政治风险。2017 年海外需求进一步改善，欧元区政治平稳超预期，欧元区民间经济活跃度上升带动就业持续改善，内需有所增强，但从中期看，欧元区人口老化、高债务问题、地区发展不平衡，“货币统一、财政分治”等结构性问题未有实质性起色，并且欧元区政治稳定性较危机前明显削弱，另外，欧元区经济也面临强势欧元影响，以及特朗普减税对欧元区制造业投资、外贸等造成冲击。

中欧日经济放缓将明显拖累全球的经济复苏。2016 年三大经济体经济总量占全球比重 35%左右，2017 年对全球经济增长贡献有望超四成，三大经济体放缓将拖累全球复苏动能。

三、不确定性如影随形

（一）特朗普政策效果

1、特朗普税改效果。特朗普税改的三大支柱：大幅降低企业税，降低中产阶级税赋，以及促进资本、制造业回流美国。特朗普税改效果存在不确定性：

（1）减税对中期企业、家庭支出影响。未来 10 年美国减少税收约 1.4 万亿美元，目前，企业拥有大量现金，企业不缺钱；美国家庭每年节省税赋 800-1,300 美元左右，这个额度容易被通胀、债务利息支出所对冲。

（2）美国赤字、债务增加。华盛顿智库彼得森国际经济研究所测算的结果显示，按照新法案，未来 10 年美国财政赤字平均每年增加约 1,500 亿到 2,000 亿美元，将进

一步推高美国政府的债务水平。按照国会税收联合委员会发布报告估计，特朗普税改法案将在未来 10 年带来 1 万亿美元的赤字。赤字、债务增加将推动美政府增加债券发行（见图 14），叠加美联储收紧政策，利率过快上升不利于美国复苏。

图 14：美国财政赤字与公债发行量



数据来源：Wind 资讯，光大银行金融市场部。

（3）美国减税是否刺激海外资本回流。从中期看，制造业大量回流美国的可能性低，但对不同经济体影响存在差异。对于产业同质竞争明显的经济体，例如、欧美日之间的制造业流动相对容易，但对于偏向互补型、市场潜力大经济体，市场才是企业未来不竭利润源泉。

2、特朗普基建、医改能否兑现。2016 年特朗普胜选以来，美股持续创出新高，很大程度上是投资者对特朗普未来一系列扩张性政策的憧憬，但 2017 年一系列事件暴露出特朗普团队未来仍面临复杂的政治博弈，尽管 2017 年底美国税改法案落地，但考虑政治博弈等因素，特朗普推动基建与医改计划所面临阻力不小。若特朗普后续政策无法兑现或对资本市场构成明显冲击。

（二）全球通胀走势

中期全球主要经济体通胀走势的“确定与不确定性”。

1、确定性。2018 年全球主要经济体通胀有望进一步改善，得益于全球经济延续扩张态势，原油、商品整体有望摆脱低迷格局，上游工业价格持续走高或部分向中下游消费商品传导（见图 15、16）。

图 15：欧元区 GDP 与 CPI 同比

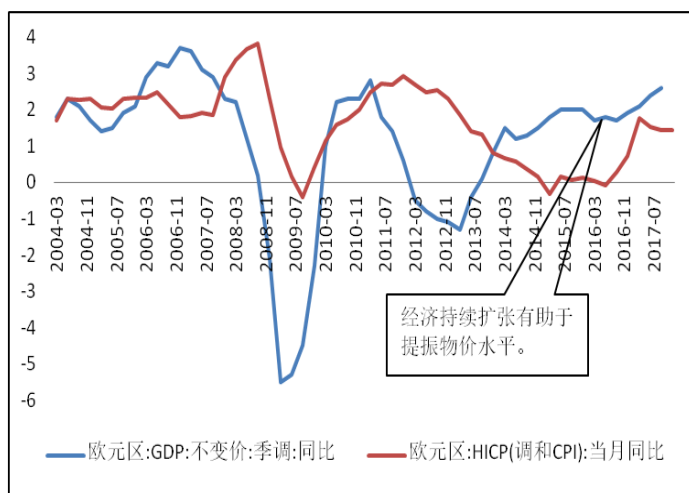


图 16：房地产投资与 CRB 现货指数



数据来源：Wind 资讯，光大银行金融市场部。

2、不确定性。2018 及中期通胀是否存在加速可能？我们认为，全球通胀低迷原因既有结构性因素，也与全球供给过剩、需求竞争激烈，以及信息技术快速发展与普及相关。若结构性因素、信息技术及全球化影响占据主导，全球低通胀问题将是长期性的。

（1）结构性因素。主要包括人口老化、贫富差距、各地区发展不平衡等。

（2）信息技术发展与普及。全球性低通胀预示全球目前仍处于产能相对过剩时代，需求市场竞争激烈，商家溢价能力偏弱。而人工智能等信息技术快速发展，雇员薪资溢价能力减弱。同时，物流和信息快速发展，人工智能由传统制造业不断向服务业（部分金融等高端服务业）渗透，这些因素都在较大程度上制约物价。

我们预计，2018 年通胀将有所改善，但中期全球通胀是否失控存在较大不确定性。

（三）地缘政治风险

从中期看，中东、欧元区及朝鲜三大地缘政治风险不容忽视，其中，相对于朝核

危机中东与欧元区政治风险对市场影响更大。

1、中东。中东地区政治稳定与否将对能源市场产生重要影响。若中东政治动荡冲击原油供给，国际原油价格波动加剧，原油价格大幅飙升将增加原油进口国生产成本，同时推升欧美发达国家通胀水平，央行收紧政策步伐加快，对全球风险偏好构成抑制。

2、欧元区。中期欧元区政治稳定面临较大挑战，例如：英国脱欧、德国联合政府、意大利选举等。欧元区政治风险将影响投资者、消费者预期，影响经济复苏动能，进而左右欧央行政策走向。若英国脱欧失败，英国面临政治动荡，经济衰退，英镑汇率大幅下滑通胀上升，英国可能陷入滞胀。德国总理默克尔尽管获得连任，但需要与多数小党组成联合政府，执政难度可以想象，德国乃欧洲之重心，德国稳定至关重要。

3、朝鲜。2017 年朝核危机对市场影响有限，从韩国等亚太股市、债市可见一斑。主要是朝核危机并未失控，朝鲜地缘政治复杂，牵涉方较多，一旦朝鲜半岛局势失控，其影响难以预测。特朗普执政以来，美、朝、韩及日本各方虽然剑拔弩张，但并未并未发生实质的战争冲突，市场情绪保持稳定。我们预计，短中期美、朝各方博弈持续，对市场情绪有所扰动，但影响偏有限。

2018 年巴西、墨西哥等新兴经济体面临大选，一定程度上影响全球地缘政治关系前景；另外，非洲恐怖主义风险也值得关注。

四、结论

中期全球市场面临三大考验：

（一）全球货币政策收紧

从主要经济体贸易、制造业等数据看，全球经济中期有望延续扩张态势，全球将有更多央行加入货币政策收紧（正常化）行列，有些央行为防范经济过热风险，有些央行为抑制资产泡沫风险，有些央行对冲欧美央行外溢效应等。值得注意的是，中期全球央行可能出现“1+1 大于 2”的紧缩效果，若全球金融环境收紧过快，债务风险、

泡沫风险都将暴露，金融市场恐遭重创。

（二）经济存在波动

我们分析认为，可能造成中期全球经济波动的三个因素：

1、全球房地产是否同步进入放缓周期。2017年受投资者青睐的澳洲、加拿大等个房地产投资国家，楼市均出现降温迹象，叠加中国房地产步入调整周期，同时，我们对中期美国楼市前景也持谨慎乐观。全球政策收紧周期+楼市放缓迹象=中期楼市同步放缓？

2、全球贸易与汇率波动。全球贸易复苏是本轮经济复苏核心引擎之一，在全球整体结构性改革进展缓慢，制约经济发展动能不强等，全球贸易引擎熄火将拖累经济复苏，但近两年来全球贸易摩擦案件上升，全球贸易壁垒（贸易保护、汇率波动等）对全球经济拖累不可小视。

3、中欧日经济存在波动。中国房地产、基建投资走势对内需影响程度存在不确定性；欧日自身结构性问题严重，并且特朗普税改，欧元、日元汇率为欧日经济前景造成较大不确定性。

（三）不确定性如影随形

1、特朗普政策不确定性。美国目前基本实现充分就业，结合历史经验，我们认为特朗普税改短期对经济有所提振，但中期对劳动生产率的提高有限，美国财政面临较严重失衡的问题，美国赤字货币化将推升市场利率，美国利率政策具有很强外溢性，全球利率也将因此快速上升，全球资产价格面临重估，严重时，全球利率短期上升过快恐引发局部债务、金融风险暴露。同时，特朗普基建、医改等措施能否兑现等也是影响市场走势的重要因素。

2、地缘政治风险影响。全球中期仍面临较多地缘政治风险，例如：中东、欧元区及朝鲜等。中东风险是否对原油供给造成冲击，关系到全球原油价格、通胀及央行政

策等。

3、中期通胀走势存在不确定性。从短期看，全球需求改善、能源商品价格摆脱低迷格局利好物价。但金融危机以来，全球通胀面临更加复杂的因素，既有结构性因素，也有全球化、信息技术快速发展等方面制约因素，这就使得通胀在中期走势存在较大不确定性。

展望中期，货币政策收紧边际影响递增，全球经济面临房地产放缓、贸易保护及地缘政治风险等诸多不确定因素的影响，全球经济扩张动能是否强到足以支撑资产价格持续走高？值得警惕。

风险提示：中、欧经济波动超预期，欧美央行政策失误，贸易保护加剧，美股大幅调整，欧美通胀超预期，地缘政治风险。

【分析师声明】

本报告的相关研判应被视为分析师、研究员个人观点，并不代表所在机构。我司分析师与研究员会根据不同阶段、市场情况变化，可在不作另行通知的情况下更改报告观点、意见。分析师与研究员自视保持客观中立立场，但报告中相关信息、观点与我司业务利益存在直接或间接关联不作任何保证，请本报告阅读者务必对相关的业务风险做出独立评估，我司、分析师、研究员不承担由此引发的任何法律责任。分析师、研究员薪酬过去、现在、将来均不会与本报告中的具体推荐、策略或观点直接或间接相关。

【风险提示与免责声明】

本报告由中国光大银行股份有限公司提供，本报告中提供的信息均来源于公开资料，中国光大银行股份有限公司对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。本报告仅作为资讯参考，并不应被视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易之专业推介、建议、邀请或邀约。一切商业决策均将由报告阅读者综合各方信息后独立做出，对于使用本报告期内资料所引发的任何直接或间接损失，我司均不承担任何法律责任。

中国光大银行股份有限公司拥有此报告内容的版权，在未获得我司许可前，不得翻印、分发或发行本报告以作任何用途，在本报告公开发表情况下，其他个人、机构引用、转发、发表，请务必注明出处为中国光大银行股份有限公司，并不得对本报告原来观点、意见进行曲解、串改、删节等。我司对于本免责声明条款具有修改和最终解释权。