

全球宏观经济季度报告

总览：2019 年夏季全球宏观经济运行与分析

撰稿人	张 斌	曹永福	陆 婷
	冯维江	熊爱宗	徐奇渊
	杨盼盼	常殊昱	李远芳
	肖立晟	熊婉婷	陈 博
	顾 弦	崔晓敏	

中国社会科学院世界经济与政治研究所

世界经济预测与政策模拟实验室

《全球宏观经济季度报告》由中国社会科学院世界经济与政治研究所全球宏观经济研究室为您提供。

中国社会科学院世界经济与政治研究所

全球宏观经济研究组

顾问	张宇燕			
首席专家	张 斌		姚枝仲	
团队成员	曹永福	美国经济	陆 婷	欧洲经济
	冯维江	日本经济	熊爱宗	金砖国家
	徐奇渊	中国经济	杨盼盼	东盟与韩国
	常殊昱	国际金融	李远芳	国际金融
	肖立晟	跨境资本流动	陈 博	大宗商品
	顾 弦	大宗商品	吴海英	对外贸易
	崔晓敏	对外贸易	熊婉婷	金融政策
	王 地	宏观经济	李陆屿	科研助理

联系人：李陆屿

邮箱：iwepceem@163.com

电话：(86)10-8519 5775

通讯地址：北京建国门内大街 5 号 1543 房间（邮政编码：100732）

免责声明：

版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所全球宏观经济研究组所有，未经本研究组许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，本研究组保留法律追责权。

2019 年第 2 季度中国外部经济环境总览

——2019 年夏季全球宏观经济运行与分析

1、2019 年 2 季度中国外部经济景气程度继续下行。2019 年 2 季度中国外部经济综合 CEEM-PMI 50.3，较上个季度下降 1.5 个点。美国经济景气程度显著下行，日本、欧元区和全球制造业 PMI 均低于荣枯线，多数新兴市场经济体经济景气度亦有不同程度回落，全球经济景气度延续了 2018 年以来的持续下行走势，进入探底阶段。

2、大宗商品价格小幅反弹。2019 年 2 季度 CEEM 大宗商品价格环比上涨 8.49%，主要受石油和铁矿石价格的走势推动。OPEC 国家联合减产仍是推动石油价格上涨 8.9% 的主要因素，但由于需求侧疲弱，季度末价格已经明显回调，且地缘政治等短期因素加大了价格波动。中美贸易战导致铜铝价格跳水，但铁矿石价格环比涨幅超过 22%。巴西淡水河谷矿山事故、澳大利亚飓风等事件的持续发酵，全球铁矿石供给端呈现偏紧状态。

3、受全球经济放缓以及中美贸易纠纷影响，全球金融市场波动性有所回升，总体处于中低水平。全球外汇市场稳定，美联储宽松货币信号支撑了欧元和日元相对美元升值。宽松的货币政策信号同时也支持了全球货币市场和国债市场利率继续走低，以及股票市场 6 月份的反弹，反弹力度因国别情况有显著差异。

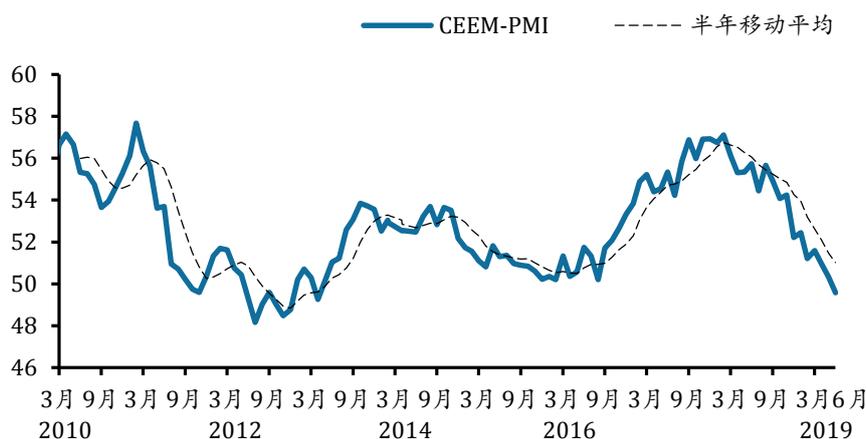
4、未来 1-2 个季度全球经济增长动力持续放缓，全球经济景气度进入探底过程。中国对外出口在此环境下有进一步放缓压力。主要发达国家货币政策再度趋向宽松，再加上金融市场开放吸引的证券投资流入增加，人民币贬值压力消除。

5、中国需要在三个方面做好应对措施：保持内需稳定对冲外需下降；增加汇率弹性应对资本流动冲击；理性应对中美贸易争端，寻求对外开放政策新突破，具体措施包括进一步降低进口有效税率、寻求中美谈判以外的对外开放工作抓手，以及加快服务业领域的对内和对外市场开放。

一、 全球经济景气度继续下行

2019 年 2 季度中国外部经济景气程度继续下行。2019 年 2 季度中国外部经济综合 CEEM-PMI¹50.3，较上个季度下降 1.5 个点。全球经济景气度延续了 2018 年初以来的持续下行走势。美国经济景气程度显著下行，日本、欧元区和全球制造业 PMI 均低于荣枯线，多数新兴市场经济体经济景气度亦有不同程度回落。

图 1 中国外部经济综合 CEEM-PMI



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

美国经济景气程度显著下行。2019 年 2 季度美国制造业 PMI 均值为 52.2，比上季度的均值 55.4 显著下降。6 月制造业 PMI 为 51.7，是 2016 年 10 月以来的最低值，表明企业管理层的扩张预期回落。劳动力市场情况尚好。4-6 美国新增非农就业人数均值为 17.1 万人，略低于 2017-2018 年的均值 20.0 万，但就业机会已经能够吸收新增劳动力，4-6 月的失业率均值为 3.6%，仍处于历史低位。2 季度月小时工资同比增速为 3.2%，与 1 季度相比变化不大。员工离职率、企业雇佣率等劳动力市场流动性指标接近历史高位，说明员工对就业机会信心充足，离职后能很快找到工作。

消费与投资增长相对平稳。2019 年 4-5 月密歇根大学消费者信心指数分别为 97.2 和 100.0，比 1 季度的 94.5 有所恢复。4-5 月美国实际消费支出同比增速为 2.7%，与 1 季度大致持平。企业投资增速有所下降。4-5 月非国防资本品订单金额为 688 亿美元，比 1-3 月的均值 692 亿美元略有下降，企业设备投资部分难有起色；3-4 月美国活跃钻井数量均

¹ China External Environment Monitor，根据主要对外贸易伙伴分布确定各国权重的 PMI 加权，简称 CEEM-PMI。

值为 1018 个，比 1-2 月的均值 1057 个也略有下降，该说明采掘业的建筑投资有回落动力。4-5 月新开工房屋数量均值为 128 万套，比 1 季度的 121 万套小幅增长。

美联储按兵不动，但释放鸽派信号。4-5 月美国核心 CPI 同比增速分别为 2.1%和 2.0%，比 1 季度出现小幅下降。美联储更关注消费支出价格指数（PCE），4-5 月核心 PCE 指数同比增速分别为 1.62%和 1.60%，比 1 季度的 1.66%略有回落，低于美联储 2%的调控目标。2019 年以来美联储一直按兵不动，4 次议息会均宣布保持联邦基金基准利率不变，上限一直保持在 2.5%。但是美联储释放出的信号有所变化，5 月 1 日议息会声明注意到美国外部经济环境不佳，国内通胀率有所回落，但联储在调整政策之前应当“保持耐心”；6 月 19 日议息会声明强调美国经济前景的不确定增加，删除了调整政策时保持耐心的表述，表示联储将采取适当措施支持经济扩张。

欧元区制造业景气度略有回升，制造业仍然低迷。欧元区 19 国综合采购经理人指数（PMI）在经历五个季度下滑后首次出现回升，2 季度综合 PMI 季度均值为 51.8，略高于上季度的均值 51.5。制造业 PMI 表现依然低迷，2 季度欧元区制造业 PMI 均值为 47.8，较上个季度的 49.1 进一步下滑。6 月制造业 PMI 初值为 47.8，不及预期值 48。失业率创新低。5 月欧元区 19 国失业率为 7.5%，创 2008 年以来新低。

欧元区消费者信心平稳，投资信心稍有改善。6 月消费者信心来至-7.2，较 5 月的-6.5 有所下滑，反映出欧元区家庭对于自身未来金融和消费状况的负面预期。4 月欧元区零售销售环比虽然下滑 0.4%，但同比增长依然实现了 1.5%的增速，表现仍算稳定。6 月欧元区投资者信心急剧恶化。Sentix 投资者信心指数从 5 月的 5.3 骤降至-3.3，再次进入负值区间。下降主要来自德国，6 月德国投资者信心跌至-0.7，为 2010 年 3 月以来首次进入负值区间。市场普遍认为，本来德国的关键产业——汽车制造业就已经处于危机当中，而德国政府又未能采取有效行动，意味着德国可能即将进入衰退。

欧央行披露 TLTRO-III 细节。6 月 6 日，欧洲央行公布 6 月利率决议，维持三大利率不变，预计将维持当前利率水平至少直到 2020 年上半年，并给出定向长期再融资操作（TLTRO）利率设定细节。此次会议公布了新一轮长期再融资 TLTRO-III 的细节，TLTRO-III 利率将设定为比主要再融资利率（MRO）高 10 个基点；且如果银行对实体经济放贷规模超过欧央行设定的基准，优惠利率可以降至比存款基准利率高 10 个基点

的水平。在目前情况下，这意味着 TLTRO-III 的利率区间为-0.3%~0.1%，高于上一轮长期再融资项目 TLTRO-II 的-0.4%~0.0%区间。这一决定让市场大失所望，会前市场普遍预期，随着下行风险的加剧，TLTRO-III 利率设定应比上一轮长期再融资项目 TLTRO-II 更加慷慨。

日本经济增长乏力。制造业 2 季度 PMI 较上季度小幅提升 0.3 至 49.8，连续两个季度处于荣枯线下方，表明市场仍处于收缩状态。服务业 PMI 为 51.8，较上季度下降了 0.2。4-5 月季调有效求人倍率均值 1.625，较第 1 季度的 1.63 微幅下降，岗位需求仍然明显多于求职人数。物价略有回升。4-5 月 CPI 同比增长率 0.8%，较第 1 季度的 0.3%小幅上升，但还没回到 2018 年第 4 季度的 0.9%的水平上。同期核心 CPI 同比增长率 0.8%，较第 1 季度微幅上升。

日本消费和投资均趋冷。4 月和 5 月合计一般商品零售额同比增长率-2.7%，延续了第 1 季度的负增长。汽车零售额由第 1 季度 4.7%的同比正增长转为 0 增长。投资各领域中，房地产开发投资趋冷。2019 年 4-5 月新屋开工户数同比负增长 7.2%，住宅和办公楼新屋开工建筑面积分别同比负增长 3.5%和 4.8%。机械设备相关投资增长率显著下滑。机械设备投资方面，2019 年 4-5 月工程机械出货金额同比增长 2.6%，较第 1 季度的 6.9%明显下滑；同期机械订单金额同比增长率由 1 季度的-5.0%进一步下降至-8.6%。日银短观指数第 2 和第 3 季度分别为 7 和 4，较第 1 季度 10 连续下滑，反映企业预期转差。

日本银行继续保持宽松货币政策。日本银行 2019 年 6 月 20 日发布的货币政策会议信息宣布维持超宽松货币政策不变，短期利率为负 0.1%，长期利率控制在 0%左右，继续以每年约 80 万亿日元的速度购买日本国债。日本央行继续重申，在达成 2%的通胀目标之前，日本央行将坚定执行超宽松货币政策不变。日本央行认为在当前时间点没有必要扩大宽松规模以保持经济稳定增长，但不排除未来加码宽松货币政策。日本央行继续扩大宽松很可能通过加大购买交易型开放式指数基金（ETF）的规模实现。目前，日本央行以存量每年分别增加约 6 万亿日元和约 900 亿日元的节奏购入交易型开放式指数基金（ETF）和房地产投资信托基金，资产购买仍有余地。

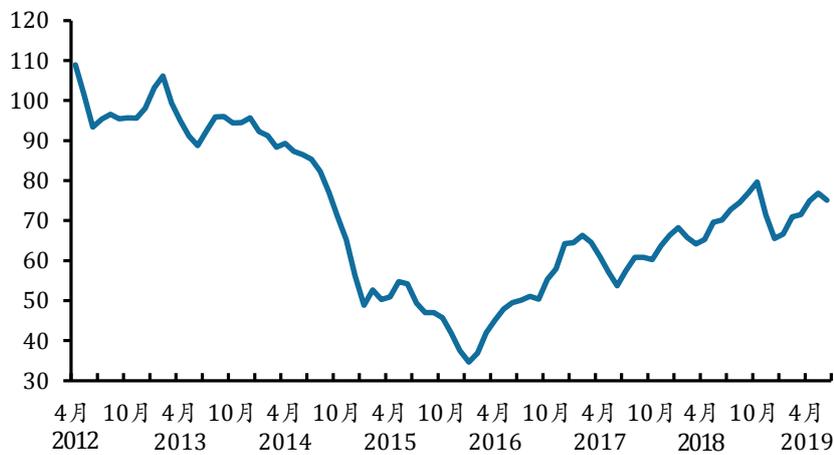
金砖国家内外部环境恶化，经济增长压力凸显。金砖四国 2 季度经济景气程度较上

个季度具有不同程度下降。俄罗斯制造业 PMI 在 5 月跌至枯荣线下方，结束了此前连续 8 个月在枯荣线上方的局面，6 月则进一步下探至 48.6，为 2018 年 7 月以来的低点。增值税税率上调削弱了俄罗斯消费需求，石油产出受限及欧洲能源需求疲弱抑制了俄罗斯出口。印度 2 季度制造业 PMI 均维持在枯荣线上方的 52.1，较上季度回落 1.2 个百分点。印度影子银行违约风险造成金融体系动荡，抑制了私人消费。印度商业预期指数从 1 季度的 116.2 降至 113.5，说明大选的结束在短期内并没有改善商业信心。巴西 2 季度制造业 PMI 进入枯荣线下方的 49.6，较上季度回落 1 个百分点。巴西总统博索纳罗所推行的经济和财政改革为巴西经济带来不确定性，全球贸易放缓也将继续对巴西经济带来负面影响。南非 2 季度制造业 PMI 进入枯荣线下方的 49.1，较上季度回落 1.9 个百分点。南非全国范围的停电对国内需求特别是固定资产投资造成负面影响，而全球贸易冲突也对南非影响显著。

东盟经济和韩国经济持续盘整。东盟 2019 年第 2 季度制造业 PMI 平均为 50.2，重回荣枯线之上，较上季度上升 0.3 个百分点。东盟六国中，除新加坡和菲律宾以外的其他经济体 PMI 均较上季度回升，除马来西亚以外的经济体 PMI 均高于荣枯线。韩国第 2 季度 PMI 为 48.7，处于荣枯线以下，较上季度提升 0.6 个百分点。第 2 季度景气程度的好转，主要出现在 4-5 月，6 月 PMI 数据开始下行，提示下半年经济仍有较大不确定性。域内前沿国家韩国 6 月出口是 3 年以来的最差水平，对华出口更是全球金融危机以来最差，凸显中美贸易摩擦对东亚价值链上国家的负面冲击进一步深化。东盟国家和韩国 2 季度的通货膨胀走势较为平稳。区域内的马来西亚和菲律宾央行于 5 月降息，受美联储降息可能性上升、区内经济增长放缓和通胀较为平稳等因素的影响，域内国家的货币政策将延续宽松基调。第 2 季度域内国家货币总体承受贬值压力。5 月，受到中美贸易摩擦再度升温、人民币贬值协同效应的影响，东盟国家和韩国货币承受贬值压力，韩元成为亚洲表现最差货币。中美贸易摩擦对区内国家的影响出现分化，大部分国家出口受到负面影响，仅有越南出口强劲，且 FDI 流入迅速增长，体现贸易转移效应的影响。

CEEM 大宗商品价格² 季度环比上涨 8.49%，主要受石油和铁矿石价格的走势推动。OPEC 国家联合减产仍是推动石油价格上涨 8.9% 的主要因素，但由于需求侧疲弱，季度末价格已经明显回调，且地缘政治等短期因素加大了价格波动。中美贸易战导致铜铝价格跳水，但铁矿石价格环比涨幅超过 22%。巴西淡水河谷矿山事故、澳大利亚飓风等事件的持续发酵，全球铁矿石供给端呈现偏紧状态。大豆价格国内外分化。5 月初开始，中美贸易战升级致使国内豆粕价格节节攀升，大幅上涨约 15%。而海外由于南美大豆丰收，且中国因非洲猪瘟疫情影响总需求下降，价格下降。贸易战仍是全球商品价格波动的重要影响因素，且需求侧走弱的影响在多个商品上逐步显现。

图 2 CEEM 大宗商品价格指数



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

中国出口进一步放缓。中国 2019 年 4-5 月出口（美元）同比增速为-0.8%，较上季度 1.3% 的同比增速下降 2.1 个百分点。2 季度出口增速总体下降主要来自外需因素，出口市场份额预期变化不大。分地区看，4-5 月，中国对多数贸易伙伴出口增速不同程度下降，对美国、日本、韩国、中国香港、巴西、印度和俄罗斯出口同比呈现负增长。对欧盟、东盟和中国台湾出口保持增长，但增速下降。4-5 月中国进口同比增速为-2.5%，较上季度回升 2.2 个百分点。4-5 月货物贸易顺差总额为 554 亿美元，同比提高 58 亿美元，服务贸易逆差规模缩小至 462 亿美元，同比下降 55 亿美元。

² CEEM 大宗商品价格指数（月度）综合计算前五大进口商品月平均价格，并根据中国进口量分配权重。5 种商品价格为 OPEC 一揽子石油价格、普氏铁矿石综合价格指数、澳大利亚动力煤 FOB 价格、钢材亚太地区远东市场综合到岸价以及美洲综合大豆价格。指数以 2012 年平均价格为基准。

二、全球金融市场波动增加，宽松货币政策护航

全球金融市场波动性仍处于中低水平。2019 年第 2 季度全球金融市场波动性有所回升，但总体处于中低水平。主要受中美贸易谈判突起波澜扰动市场预期的一系列事件影响，VIX 指数从季初 12.01 的低位，在 5 月初快速上升至 20.55，之后保持在 16 上下波动。随着美联储释放鸽派信号，市场预期美联储年内降息，美元 3 个月 LIBOR 和国债收益率双双下行，反映大型机构信用风险的 TED 利差仍处于非常低的水平，平均仅为 15 个基点，进入 5 月以来略有上升。

表 1 全球金融市场主要指标变动

外汇市场				股票市场			
名称	本季度	上季度	升值幅度	名称	本季度	上季度	上涨幅度
美元指数	97.3	96.4	0.9	标普 500	2884.0	2720.4	6.0
欧元	1.1	1.1	-1.03	德国 DAX	12118.9	11257.0	7.7
日元	109.9	110.2	-0.2	日经 225	21491.1	20935.4	2.7
人民币	6.8	6.8	-1.12	上证综指	3013.2	2776.8	8.5
雷亚尔	3.9	3.8	-4.08	巴西 IBOVESPA	96128.2	95729.4	0.4

货币市场（7 天同业拆借利率）				债券市场（10 年期国债）			
名称	本季度	上季度	变化基点	名称	本季度	上季度	变化基点
美国	2	2	-2	美国	2	3	-31
欧元	-0.44	0	0	欧元区	-0.06	0	-24
日本	-0.10	0	-1	日本	-0.07	0	-6
中国	3	3	1	中国	3	3	17
印度	6	6	-40	巴西	9	9	-41

注：原始数据来源于 Wind 数据库，经笔者计算。各指标季度数值为季内平均值，变动幅度则根据相邻两季度的平均值计算，除货币市场和债券市场利率变动外，其余变动幅度单位为百分点。其中，欧元汇率为间接标价法，日元、卢布、雷亚尔为直接标价法。货币市场和债券市场利率单位为百分点。变化基点单位为百分之一个百分点。

全球外汇市场总体稳定。美元指数维持 98 到 96 之间的窄幅波动态势，最大波幅仅为 2.29%。本季内随着美联储降息预期扩散，美元指数在 6 月有所走弱。欧元和日元本季内回升幅度分别为 2.42% 和 4.63%。新兴经济体货币总体跟随大势，也呈现先贬后升的形态。1 季度末再度显著贬值的土耳其里拉和阿根廷比索，2 季度均有所稳定。

全球金融市场风险有所上升，发达经济体股市高位波动，新兴经济体呈现一定分化。在负面风险事件冲击下，2 季度全球金融市场风险有所上升，同时全球经济下行信号更趋明显。发达经济体股市缺乏进一步向上动能，均在本季初出现显著下行。欧美央行为

应对经济下行和通胀趋缓信号，释放了鸽派信号，因此发达经济体股市也得到一定支撑，6月以来出现恢复性反弹。新兴经济体则出现分化，虽然大部分新兴经济体股市跟随了发达经济体股市的走势特征，但反弹力度则有相当差异性。巴西、俄罗斯、印度股市在反弹中创出阶段性新高，而中国、韩国甚至发达经济体中的日本反弹力度相对较弱。这一分化显示出当前全球贸易不确定性对东亚产业链的负面影响。

全球货币市场流动性更趋宽松。市场开始预期美联储货币政策可能在年内降息。美元 Libor 利率相应维持在 2.4% 以内，本季度内下降波幅为 7.41 个基点，美元流动性充裕。由于核心通胀未达预期，欧央行议息会议决定维持三大基准利率水平不变并修改加息前瞻指引，预计当前利率将维持至 2020 年上半年后，同时还公布了新一轮定向长期再融资操作的细节。欧元 Libor 在负利率区间保持稳定。日本央行判断出口和生产走势偏弱，并认为中美贸易摩擦等因素造成外部下行风险突出，因此决定维持超宽松货币政策不变。日元 Libor 在 6 月议息会议后也有所下行。新兴经济体中，俄罗斯、印度、智利在 2 季度降息，总体上货币市场都较为稳定。

发达经济体引领全球长期国债收益率下行。2 季度内，发达经济体中美国、欧元区和日本 10 年期国债收益率分别下降 60、39.4 和 15.4 个基点。受此影响，新兴经济体长期国债收益率在 2 季度内也显著下行，特别是巴西、印度、韩国的长债收益率分别下降 162、68.3、37.3 个基点。随着土耳其汇率的稳定，其长期国债收益率从五月初的 20 下降至月末的 16 左右。

中国的跨境资本流动基本稳定，有小幅逆差。2019 年 4 月至 5 月，银行代客涉外收入为 5796 亿美元，支出为 5935 亿美元，有小幅逆差。经常账户与资本和金融账户下的外汇净流入均有所下降。4 月至 5 月银行结汇总额为 3098 亿美元，售汇总额为 3146 亿美元，银行自身和代客结售汇逆差规模分别为 16 亿美元和 33 亿美元。在结售汇意愿方面，4 月至 5 月平均结汇率（银行代客结汇占银行代客涉外总收入比率）为 50.5%，较上 1 季度增加 5.1%。售汇率（银行代客售汇占银行代客涉外总支出比率）为 49.9%，较去年同期增加 2%，较上 1 季度增加 0.5%。

三、 展望与对策

全球经济增长继续放缓。全球经济景气度自 2018 年 1 季度开始高位下行，未来 1-2 个季度或将持续保持下行态势。本轮全球经济回落主要来自周期性因素，欧洲与日本经济率先向下调整，美国也开始从高位回落，全球经济进入探底进程。发达经济体再次释放宽松货币信号，这能起到减缓全球经济回落的深度，但难以扭转经济回落的基本格局。

中国出口增速将回落，贸易顺差放大。进出口贸易、全球工业品价格和全球经济景气程度高度相关。随着全球经济进入下行期，全球贸易增速随之回落，中国出口增速也将回落，受影响更明显的是投资品和耐用品出口。中国经济仍在探底过程中，相较出口增速回落，中国进口增速也在回落，贸易顺差有望放大。

跨境资本流动压力减缓，人民币贬值压力消除。2018 年中国经济下行探底且货币政策谋求宽松，而外部经济仍在高位且美联储持续加息不同，这种背景下人民币贬值压力在所难免。进入 2019 年以后，外部经济进入探底阶段，主要发达国家货币政策也不断释放宽松信号，再加上金融市场开放吸引的证券投资流入增加，人民币贬值压力显著缓解。

对应外部经济环境变化的三个重点举措。对冲外部经济走缓需要做好扩大内需准备，保持宏观经济和金融市场的稳定。保持总需求稳定的关键标志是将 GDP 缩减因子保持在 2-3% 的区间。将价格水平保持在这个区间是对合理的工业品价格和利润、投资、商业信心、就业等一系列关键经济指标的支撑，也有利于把杠杆率维持在相对稳定水平。不仅如此，上述宏观经济指标稳定对于减少资本外流压力也是最有力的保障。

保持宏观经济稳定需要多方面的手段，重点工作一是维持基础设施建设在合理增速。二是优化信贷环境，降低企业融资成本。资产新规和地方隐性债务治理会带来信用收缩，需要在堵住后门的同时尽快打开前门，这样才不会被再次打开后门。打开前门的重点一是尽快推出 REITs 为代表的权益类资产工具，二是地方政府基础设施建设的多元化融资体制建设。三是防范局部的市场违约引发更大范围的市场恐慌情绪，重点关注地方融资平台的债务市场。

保持定力，利用汇率价格弹性自发平抑短期资本流动。利用市场化的汇率价格波动自发平抑短期资本流动是发达国家普遍采用的做法。中国过去一直担心市场化的汇率波动过大，采用持续干预外汇市场的方式平抑汇率价格波动，为此付出的代价是汇率贬值/

升值预期迟迟不能消散，资本单边流动进一步加剧，外汇储备大量消散/积聚，基础货币供应受到严重冲击并威胁到国内宏观经济和资产价格稳定。教训已经非常深刻，不能再为了并不一定会出现的汇率剧烈波动而牺牲掉国内宏观经济。新一轮资本流动冲击面前，留足汇率弹性，就是给国内整体宏观经济稳定留下了更充裕的空间。

寻求对外开放政策新突破。具体措施包括：（1）**降低进口关税，避免有效进口税率上升。**降低对其他区域的进口关税有三个方面的积极作用：首先，增加世界其他地区的进口，减少因中美贸易纠纷带来的进口品价格上升及其对国内经济的负面影响。其次，增强其他地区的企业相对美国企业对中国出口的竞争力，这会刺激这些美国企业劝说美国政府避免贸易战；再次，中国社会各界一直以来赞同并坚持对外开放策略，保持较低的进口有效税率水平本身也是这一策略的具体体现，显示了中国继续对外开放的姿态，特别是在全球贸易保护主义盛行的时候弥足珍贵。（2）**坚持在多边框架内解决国际争端，积极参与包括 CPTPP 在内的区域经济合作机制，积极推动 WTO 改革。**无论中美是否能达成谈判协议，中国都需要进一步推动对外开放，中国都需要谋求更友善的国际经贸环境。这必须落实在具体的细节当中，需要具体的工作抓手。中国申请加入“全面与进步跨太平洋伙伴关系协定”（简称 CPTPP，Comprehensive Progressive Trans-Pacific Partnership）是当前重要的工作抓手。（3）**对内部和外部的市场开放，加强中高端服务的国际竞争力。**同样的一笔要素投入，可以配置在出口或者进口替代部门，将由此带来的外汇收入购买国外服务；还可以直接配置在国内服务业部门，对进口服务形成替代，这样对出口和进口替代的也会下降。在中国经济规模越来越大，中国货物在全球市场份额越来越大并对他国构成越来越强烈竞争关系的环境下，前面那种资源配置模式将会遭遇越来越多的阻力，后面那种模式应该得到更充分的重视。需要为后面那种模式解除发展瓶颈，支持中国中高端服务业发展。这需要对制造业和服务业平等对待，需要对国内和国外两个市场的开放，需要降低中高端服务业的市场准入门槛、需要在建立公平竞争环境、完善监管措施方面做出改革。这些措施不仅有助于中国经济更平衡发展，也是谋求更友好国际环境的重要经济基本面依托。

专题报告预览

美国：经济增速有所回落，联储释放鸽派信号

美国制造业 PMI 已经连续 4 个月回落，企业投资和房地产投资后劲不足，经济增速将有所下降。劳动力市场保持稳健，但通货膨胀率略有回落，美联储已经连续 4 次议息会保持基准利率不变，但 6 月以来开始释放出鸽派信号。

欧洲：颓势难改 风险犹存

2019 年 2 季度欧元区经济温和走弱，综合 PMI 指数略有改善，但制造业 PMI 依旧令人担忧，改善主要来自服务业。企业投资和工业产出疲态持续，贸易账户盈余收窄，出口大国德国制造业仍处于萎缩状态，成为欧元区经济疲弱的主要推手。黯淡的贸易和经济前景打击了欧元区消费者和投资者信心，二者均在 6 月经历了大幅下滑。通胀方面，受服务业价格上涨的影响，6 月欧元区整体通胀表现稳定，剔除能源食品价格后的核心通胀略有上升。考虑到 3 季度欧元区仍将面临外部需求减弱的挑战，欧央行 TLTRO-III 操作力度弱于预期，预计 GDP 增速难有较大改善，环比增长率或在 0.3% 左右，通胀水平则保持稳定。

日本经济：日本经济增长乏力

制造业 PMI 较上季度小幅提升 0.3 至 49.8，连续两个季度处于荣枯线下方，表明市场仍处于收缩状态。服务业 PMI 为 51.8，较上季度下降了 0.2。就业方面，2019 年第 2 季度失业率 2.4%，与上季度持平，仍处于较充分的就业状态。4-5 月季调有效求人倍率均值 1.625，较第 1 季度的 1.63 微幅下降，但岗位需求仍然明显多于求职人数。物价略有回升。4-5 月 CPI 同比增长率 0.8%，较第 1 季度的 0.3% 小幅上升，但还没回到 2018 年第 4 季度的 0.9% 的水平上。同期核心 CPI 同比增长率 0.8%，较第 1 季度微幅上升。第 2 季度日本消费下行，房地产开发投资趋冷，机械设备投资增长下滑。日银短观指数第 2 和第 3 季度分别为 7 和 4，较第 1 季度 10 连续下滑，反映企业预期转差。日本银行继续维持宽松货币政策，股价出现反弹趋势，日元对美元汇率升值。对中国出口同比增速跌幅扩大，自中国进口同比增长率略有回升，对华投资仍呈增长势头。

金砖国家：经济增长压力加大

内外部环境恶化加大金砖国家经济增长压力。从内部来看，1 季度国内大选以及改革进程加剧金砖国家经济增长的不确定性。不过，印度和南非在 5 月完成大选，预计将会为经济增长提供一个日益稳定的国内政治环境，但印度影子银行违约风险造成金融体系动荡，南非电力短缺则加剧经济衰退风险。巴西仍面临新总统推行的经济和财政改革的不确定性，这将继续影响其消费和投资，俄罗斯出口则继续受到石油限产的制约。从外部来看，全球贸易摩擦升级恶化金砖国家外部需求，下半年预计不会出现根本性好转，全球贸易增长放缓将对金砖国家造成长期负面影响。在经济增长压力之下，金砖国家货币政策预计将会进一步宽松，这将会对经济带来刺激。预计下半年金砖国家经济将会缓慢复苏。

中国经济：下行压力犹存，但后续政策空间变大

2019 年上半年，中国经济继续面临下行压力，预计下半年的下行压力犹存，但后续政策空间将逐渐变大。当前中国经济下行压力体现在：其一，固定资产投资疲态之下，结构扭曲、隐忧加剧。其二，上半年出口表现不佳，下半年将继续承压。其三，上半年工业企业利润陷入负增长，CPI 持续高于 PPI 提示企业经营压力增大。其四，风险溢价改善有限、资金周转期进一步拉长，企业财务困境仍待化解。尽管经济下行压力犹在，但通胀率已近年内高点、人民币汇率有望企稳，因此后续政策空间可能正在变大。

东盟韩国：经济继续盘整，贸易表现分化

东盟经济和韩国经济持续盘整。东盟 2019 年第 2 季度制造业 PMI 平均为 50.2，重回荣枯线之上，较上季度上升 0.3 个百分点。东盟六国中，除新加坡和菲律宾以外的其他经济体 PMI 均较上季度回升，除马来西亚以外的经济体 PMI 均高于荣枯线。韩国第 2 季度 PMI 为 48.7，处于荣枯线以下，较上季度提升 0.6 个百分点。然而，第 2 季度景气程度的好转，主要出现在 4-5 月，6 月 PMI 数据开始下行，提示下半年经济仍有较大不确定性。域内前沿国家韩国 6 月出口是 3 年以来的最差水平，对华出口更是危机以来最差，凸显中美贸易摩擦对东亚价值链上国家的负面冲击进一步深化，同时，全球外部宏观环境处于近三年低点。第 2 季度，东盟国家和韩国的通货膨胀走势较为平稳。区域内的马来西亚和菲律宾央行于 5 月降息，受美联储降息可能性上升、区内经济增长放缓和通胀较为平稳等因素的影响，域内国家的货币政策将延续宽松基调。第 2 季度域内国家货币总体承受贬值压力。5 月，受到中美贸易摩擦再度升温、人民币贬值协同效应的影响，东盟国家和韩国货币承受贬值压力，韩元成为亚洲表现最差货币。中美贸易摩擦对

区内国家的影响出现分化，大部分国家出口受到负面影响，仅有越南出口强劲，且 FDI 流入迅速增长，体现贸易转移效应的影响。

全球金融市场：风险有所上升，但获得政策支持

2019 年第 2 季度，全球金融市场风险相比 1 季度有所上升，但总体仍处于中低波动区间。随着全球经济动能减弱信号明显，欧美央行释放鸽派信号，全球货币市场和长债利率总体走低，但另一方面中美贸易谈判突起波澜等事件增添了市场不确定性。2 季度发达经济体股市总体在高位波动，新兴经济体出现一定分化。外汇市场总体保持了低波动水平。展望 3 季度，全球金融市场预计仍将维持中低水平，美元指数维持窄幅波动态势，新兴市场风险继续缓和，不同类型经济体的风险资产向上动能将继续分化。

大宗商品市场：需求侧影响力上升，地缘风险高发

2019 年 2 季度大宗商品价格反弹，环比上涨 8.49%。石油和铁矿石价格上涨是推动价格反弹的主要因素。OPEC 国家联合减产继续提振油价，但需求侧不振在季度下旬打压油价。金属价格涨跌互现，铜铝受贸易战影响下跌，而铁矿石受产能紧缩影响显著上涨。农产品价格延续国内外分化走势。随着供给端进一步明朗化，贸易战等政治因素以及需求侧走弱将成为影响大宗商品价格的重要因素。

外贸专题：出口增速持续下降，进口同比负增长

2019 年 4-5 月，中国出口（美元）同比增速为-0.8%，较上季度 1.3%的同比增速下降 2.1 个百分点。2 季度出口增速总体下降主要来自外需因素，出口市场份额预期同比变化不大。4-5 月中国进口同比增速为-2.5%，较上季度回升 2.2 个百分点，但同比仍处于负增长。4-5 月货物贸易顺差总额为 554 亿美元，同比提高 58 亿美元，服务贸易逆差规模缩小至 462 亿美元，同比下降 55 亿美元。尽管中美重启经贸磋商，但受全球经济景气下行和国内经济下行压力的制约，3 季度中国出口增速依然不容乐观。