

全球宏观经济季度报告

总览：2019 年冬季全球宏观经济运行与分析

撰稿人 张 斌 杨子荣 陆 婷
冯维江 熊爱宗 徐奇渊
杨盼盼 常殊昱 栾 稀
陈 博 顾 弦 崔晓敏
熊婉婷

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	杨子荣	美国经济	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
	栾 稀	国际金融	李远芳	国际金融
	肖立晟	国际金融	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	宏观经济
	王 地	宏观经济	李佳欣	科研助理

联系人：李佳欣

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 4 季度中国外部经济环境总览

——2019 年冬季全球宏观经济运行与分析

1、全球经济景气度延续了 2018 年初以来的持续下行走势。2019 年 4 季度中国外部经济综合 CEEM-PMI 为 48.2，较上季度下降 0.6 个点，环比降幅缩窄 0.9 个点。多数国家和地区的制造业景气依然低迷，但景气领先地区已出现复苏曙光。

2、2019 年 4 季度大宗商品价格受铁矿石和钢材拖累，小幅下挫，环比下跌 2.74%。4 季度原油价格在 OPEC 持续减产的影响下震荡爬升，但因经济预期疲弱，缺乏较强的推力。铜铝价格受中美贸易谈判取得进展影响，价格中枢上抬。由于供应回暖，铁矿石价格震荡下跌，钢材价格略有回暖。农产品方面，国际大豆价格先抑后扬，总体略涨；国内大豆价格下挫。当前地缘政治因素对大宗商品价格走势有短期影响，但中期动向仍取决于基本面。

3、因中美贸易争端缓和与全球货币宽松，全球金融市场避险情绪下降，风险偏好上升。美日欧货币汇率略有贬值，部分新兴经济体货币汇率升值。全球货币市场继续走低，主要国家国债收益率因各国宽松程度不同略有分化，主要经济体股票市场大涨。

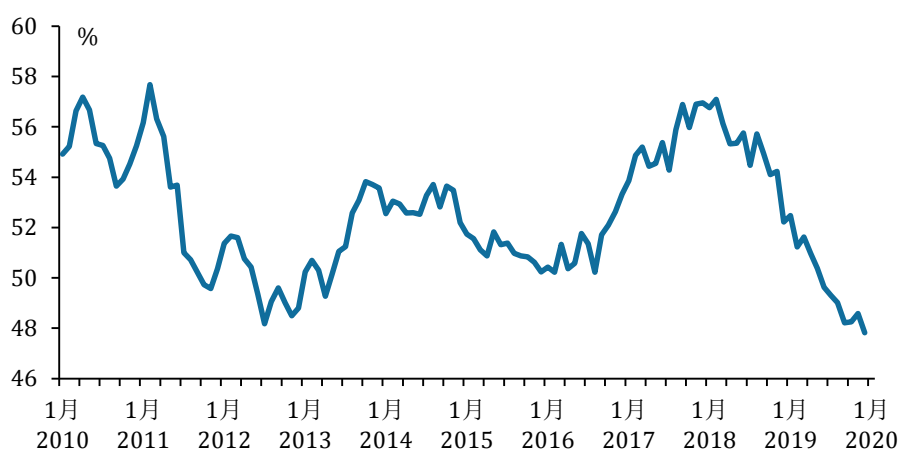
4、在周期性反弹力量、全球主要经济体一致性的宽松货币政策，以及对中美贸易达成第一阶段协议等多方面积极因素影响下，接下来几个季度全球经济有望企稳复苏。尽管基期水平下降将对贸易同比增速回升提供支撑，但未来仍需关注贸易摩擦波动反复对出口的影响。其他风险因素包括：低利率环境下的资产价格泡沫、高债务规模以及主要经济体换届选举和其他地缘政治风险事件等。

5、中国需要在三个方面做好应对措施：合理实施逆周期政策稳定内需，应对外需波动冲击；充分发挥浮动汇率自动稳定器作用，应对中美贸易争端对汇率的冲击；坚持对外开放，同时改善营商环境以提振商业投资和跨境贸易。重点措施包括更多发挥财政政策的逆周期调节功能，保持汇率弹性应对外部冲击，加大服务业领域的对内和对外市场开放。

一、全球经济继续回落，但出现企稳复苏现象

2019年4季度中国外部经济景气继续下行，领先国家出现企稳回调迹象。2019年4季度中国外部经济综合 CEEM-PMI¹48.2，较上个季度下降 0.6 个点，环比降幅缩窄 0.9 个点。全球经济景气度延续了 2018 年初以来的持续下行走势，但下跌态势有望企稳。美国、日本和欧元区等发达经济体制造业 PMI 持续低于荣枯线并继续呈现下行趋势。虽然多数新兴市场国家制造业 PMI 依然走势低迷，但全球制造业景气领先地区（如韩国）已经开始回调。

图表 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

美国经济增速继续放缓。2019年4季度，制造业 PMI 继续在荣枯线以下，自 2019 年 8 月以来，美国制造业 PMI 一直位于荣枯线下方，12 月 PMI 仅有 47.2，创下 2009 年 6 月以来最低值。具体来看，美国消费韧性仍然较高，自 2018 年 3 季度以来，美国个人消费支出同比增速已连续 4 个季度稳定在 2.6% 左右，消费仍是支撑美国经济增长的稳健动力。劳动力市场维持强劲，失业率较 3 季度进一步下降，新增非农就业人数超过预期。但企业投资和出口增速继续下滑，拖累经济增长；通货膨胀率进一步下降，核心 PCE 依然低于 2% 的货币政策目标。

美联储在三次降息后按下暂停键。2019 年美联储共降息三次，在 12 月联邦公开市场委员会（FOMC）会议决议中，决定维持联邦基金利率目标区间在 1.50%-1.75% 不变，

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。

该决议获得委员会全体成员的一致同意。这主要是因为美联储认为核心考量指标“通胀率”仍保持低迷，但当前的货币政策立场对于支持经济的持续扩张、就业和通胀目标是合适的，美联储将会继续监控经济前景的变化情况。点阵图显示，大多数官员认为明年美联储货币政策很可能会保持不变，但随着时间推移，部分委员认为利率应重回上升轨道。鲍威尔称，加息需要看到持续的、显著的通胀提升。

欧元区经济继续下行。欧元区 19 国综合采购经理人指数 (PMI) 4 季度均值为 50.7，较上季度的均值 51.2 下滑 0.5。不过，12 月综合 PMI 小幅回升至 50.9，高于市场预期的 50.7，显示出企稳迹象。制造业 PMI 表现依旧低迷，4 季度欧元区制造业 PMI 均值为 46.4，与上个季度持平。12 月制造业 PMI 为 46.3，低于预期的 47.3 和前值 46.9，连续第 11 个月低于荣枯线。欧元区制造业产能利用率继续下滑，德国 12 月制造业继续表现疲弱，12 月制造业 PMI 下滑至 43.7。2019 年 3 季度产能利用率为 82.2%，较上季度的 82.7% 再下跌了 0.5 个百分点。德国制造业恶化程度最突出。2019 年 4 季度，欧元区制造业产能利用率为 81.3%，较上季度下跌了 0.9 个百分点。11 月欧元区商业信心指数为 99.5，是 2013 年 7 月以来的最低水平，显示企业对未来商业状况依旧悲观。

欧央行维持三大关键利率不变。12 月 12 日，欧央行议息会议决定继续维持欧元区三大关键利率不变，符合市场预期；重申维持 11 月开始的每月 200 亿欧元的资产购买计划规模 (QE) 不变，直至下次加息前，并预计该计划将在一段必要的时间内持续，以增强宽松效果。这次会议是欧央行首位女行长、国际货币基金组织 (IMF) 原总裁拉加德 11 月上任以来首次主持的欧央行议息会议，因此备受市场瞩目。有外界分析认为，拉加德可能会提供政策重新评估和丰富政策工具箱等线索，但此次会议并未提及。拉加德在发布会上表示，在欧元区通胀预期朝着接近但低于 2% 的水平出现强劲增长势头前，预计欧元区基准利率将维持在当前水平或更低水平。

日本经济增速大幅下降。2019 年第 4 季度，日本制造业 PMI 较上季度再次下降 0.6 至 48.6，连续 4 个季度处于荣枯线下方，表明市场收缩态势加剧；服务业 PMI 较上季度大幅下降 2.8 至 49.8，出现 12 个季度以来首度跌破荣枯线的情况。日本消费和投资增速

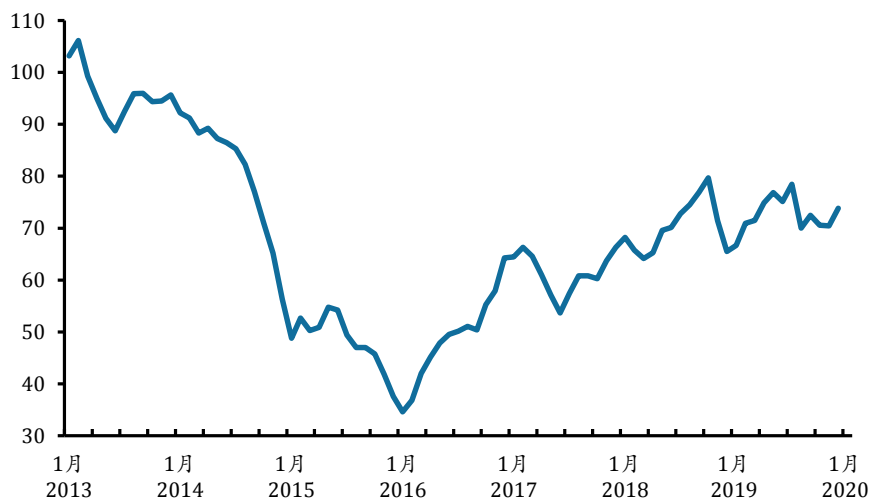
大幅下滑。投资各领域中，房地产开发投资趋冷，机械设备相关投资增长率出现较严重的负增长。消费方面，从商业销售额看，第4季度10月和11月合计一般商品零售额同比增长率由3季度的2.3%下滑至-8.7%，汽车零售额同比增长率由第3季度的7.5%转为-11.2%。进出口同比降幅均明显扩大。出口方面，2019年10-11月日本出口同比增长率-8.7%，较第3季度的-5.6%降幅明显扩大，达到自2016年第4季度以来最低值；同期进口同比增长率-13.2%，在第3季度的-6.0%基础上继续大幅下行。受2019年10月份消费税率提升提前消费效应之后的消费投资回落等因素影响，预计第4季度实际GDP季调环比折年率为-4.7%，2019全年实际GDP增长率1.0%。

日本银行继续维持宽松货币政策。2019年12月19日，日本银行发布的货币政策会议信息宣布维持现行超宽松货币政策不变。短期利率方面，日本央行政策存款利率维持在-0.1%水平。长期利率方面，为了将10年期国债利率控制在0%，日本央行将继续计划每年购买80万亿日元的长期国债。在长期国债之外的资产购入方面，日本央行将会继续每年增加保有价值6万亿日元的交易型开放指数基金（ETF）和价值900亿日元的不动产投资信托（J-REIT）。此外，还继续将所保有的融资债券（CP）和公司债券余额维持在2.2万亿日元和3.2万亿日元。尽管长期执行宽松货币政策，但日本大量流动性以超额存款准备金形式沉淀在银行为代表的金融机构。日本银行数据显示，2019年10月日本各金融机构存放在日本银行的超额准备金为344.3万亿日元。这让货币政策效果大打折扣。

金砖国家维持缓慢增长。2019年金砖国家经济增速有所放缓，其中增速最快的印度经济下滑尤其明显，显示出金砖国家面临较大的经济增长压力。从制造业PMI来看，俄罗斯和南非均位于荣枯线下方，并有继续下滑的趋势。印度和巴西位于荣枯线上方，印度景气呈回升态势，但巴西有回落迹象。中国与金砖国家的贸易有所放缓，出口保持同比增长，进口维持负增长，与金砖国家的贸易在中国总贸易中的比例下降至7.6%。2020年金砖国家经济预计仍维持缓慢增长态势。货币政策成为刺激经济的主要发力工具，但部分国家政策利率已达到历史低位。对印度而言，通货膨胀上升也限制了货币政策进一步宽松的空间。

东盟韩国现复苏曙光。2019 年第 4 季度，东盟经济总体在底部企稳，韩国经济出现景气回升。东盟第 4 季度制造业 PMI 均值为 49.2，与上季度持平。除了马来西亚和新加坡之外，其他东盟四国的 PMI 较上季度均下滑，其中印度尼西亚、泰国、马来西亚、新加坡的 PMI 在荣枯线以下。不过，12 月数据显示除越南外其他五国景气程度较上月回升。韩国第 4 季度制造业 PMI 均值为 49.3，较上季度提升 1.2 个百分点，12 月 PMI 重回荣枯线之上。2019 年，区内所有国家货币政策渐次宽松，马来西亚是区内第一个降息的国家，新加坡是最后一个宽松国家，印尼和菲律宾年内降息三次，泰国和韩国的政策利率均降到历史低位。受贸易摩擦影响，2019 年区内的贸易投资政策发生迅速变革。向心力方面，区内大型自贸区有望形成，区域全面贸易伙伴关系（RCEP）文本谈判基本完成；离心力方面，区内政策竞争加速，东盟多国出台投资促进计划，以期加速接纳来自中国的价值链转移，东亚国家与欧盟签署自贸协定或开展自贸协定谈判在 2019 年达到高峰。

图表 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

大宗商品市场：地缘政治风险主导短期价格走势，中期动向仍取决于基本面。2019 年 4 季度大宗商品价格受铁矿石和钢材拖累，小幅下挫，环比下跌 2.74%。4 季度原油价格在 OPEC 持续减产的影响下震荡爬升，但因经济预期疲弱，缺乏较强的推力。季度末中东地缘风险剧烈上升，一度拉升布兰特油价突破 70 美元，但随着局势缓和，油价缺乏支撑跌回至 65 美元附近。铜铝价格受中美贸易谈判取得进展影响，价格中枢上抬。由于

供应回暖，铁矿石价格震荡下跌，钢材价格略有回暖。农产品方面，国际大豆价格先抑后扬，总体略涨；国内大豆价格下挫。当前地缘政治因素对大宗商品价格走势有短期影响，但中期动向仍取决于基本面。

中国进、出口同比增速回升。2019年4季度，中国出口（美元）同比增长1.9%，较上季度提高2.1个百分点。出口增速回升主要受外需因素影响，而出口市场份额预期较2015-2018年同期水平变化不大。此外，2018年11-12月出口增速已经出现下滑，较低的基期水平也为今年4季度同比增速回升提供支撑，此外还有春节效应的作用。4季度进口同比增长3.2%，较上季度提高9.4个百分点；货物贸易顺差总额为1270亿美元，同比下降47亿美元。10-11月服务贸易逆差为363亿美元，同比下降43亿美元。分地区看，2019年4季度中国对东盟出口增速大幅提高，而对美、欧、日、韩出口增速下降。其中，对美国、欧盟、日本、韩国、中国台湾出口较上季度分别减少3.0、1.1、3.7、2.1、5.4个百分点；但对东盟和中国香港出口增速较上季度提高7.8和4.9个百分点。从贸易方式看，4季度一般贸易出口同比增长2.4%，较上季度减少0.3个百分点；加工贸易出口同比下降8.5%，较上季度提高0.7个百分点。

二、全球金融市场避险情绪下降，风险偏好上升

全球金融市场避险情绪下降。因全球金融市场避险情绪下降，2019年第4季度市场的隐含波动率较3季度明显下降。VIX指数较3季度末进一步下降，12月底已徘徊在12%-14%区间。但反映美国金融机构风险的TED利差却持续上升。这可能与美国近期货币市场面临“钱荒”有关，其背后原因在于美联储此前“缩表”使得金融机构准备金结构性短缺。因此，3个月期LIBOR与同期限国债收益率的利差走扩。但总体来看，因中美贸易摩擦缓和，全球金融市场潜在风险下降，市场风险偏好整体略有抬升。

主要国家货币市场利率均下降。4季度，主要经济体的货币条件普遍宽松，其货币市场利率均较3季度有所下降。其中，因美国、印度、俄罗斯在4季度再度降息，美元Libor、印度隔夜拆借利率、俄罗斯隔夜拆借利率的下降幅度较大。4季度，中国央行下调MLF利率5bp，中国Shibor（1周）较三季度平均下降2.4bp。

图表 3 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	97.87	97.98	-0.11%	标普 500	3088.595	2958.087	4.41%
欧元	1.11	1.11	-0.43%	德国 DAX	12973.84	12138.09	6.89%
日元	108.71	107.33	-1.28%	日经 225	23026.13	21298.53	8.11%
人民币	7.04	7.01	-0.31%	上证综指	2942.856	2924.94	0.61%
雷亚尔	4.11	3.97	-3.68%	巴西 IBOVESPA	108499.5	102611.2	5.74%

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	1.68	2.18	-49.83	美国	1.79	1.80	-0.60
欧元	-0.55	-0.47	-7.21	欧元区	-0.31	-0.47	15.61
日本	-0.10	-0.09	-0.40	日本	-0.09	-0.20	10.63
中国	2.59	2.61	-2.40	中国	3.20	3.10	9.44
印度	5.03	5.45	-41.90	巴西	6.77	7.27	-50.16

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。

美日欧汇率略有下降，部分新兴经济体汇率表现佳。因避险情绪下降和美国政治风险上升，美元指数略有下降，较 3 季度平均下降 0.11 个百分点。日本经济再现疲软，日元较 3 季度平均贬值 1.28%。欧元区经济增长乏力，欧元小幅贬值 0.43%。约翰逊连任英国首相并承诺脱欧期限，英镑较三季度大涨 4.39%。因风险偏好上升、资本回流至新兴经济体，多数新兴经济体货币相对稳定，多数东亚和东南亚国家货币有所升值，货币升值的国家数量明显较 3 季度增加。巴西央行和印度央行再次降息，印度卢比和巴西雷亚尔较 3 季度分别贬值 1.19%、3.68%。阿根廷比索持续大幅贬值。

货币宽松和风险偏好上升推动全球股市普遍上涨。4 季度，美联储再度降息，主要经济体货币政策维持原有宽松政策不变，中国、印度、巴西等新兴经济体持续降息。中美达成第一阶段的贸易协定，全球避险情绪下降。全球各国股市普遍上涨。2019 年 4 季度，主要发达经济体和多数新兴市场经济体股市的季内涨幅超过 10%。

因货币宽松程度不一，主要经济体长期国债收益率现分化。因避险情绪下降、市场

风险偏好上升，股债“跷跷板”效应显现，货币政策未进一步宽松或宽松幅度较小的经济体长期国债收益率在 4 季度整体上行。比如，日本、欧元区、中国、韩国等。进一步降息的美国、巴西、印度，其长期国债收益率均有不同程度的下降。因汇率相对趋于稳定，土耳其长期国债收益率进一步下降，12 月末下降至 12%。

中国的外汇收支总体稳定，跨境资本由净流出转为流入。2019 年 10 月至 11 月，银行代客涉外收入与支出总额为 1.20 万亿美元，同比下降 5.2%。其中，银行代客涉外收入为 6041 亿美元，同比上升 6.7%，环比下降上升 2.7%。银行代客涉外支出为 5936 亿美元，同比下降 3.5%，环比下降 3.4%。从资金流向上看，银行代客涉外收付款上季度逆差为 286.8 亿美元，11-12 月转为 104.8 亿美元顺差。从银行代客涉外收付款的分项结构来看，经常账户下资本净流出幅度有所收窄。具体看，货物贸易顺差小幅增加，服务贸易逆差小幅下降。资本和金融账户下的外汇净流入维持下降趋势，直接投资、证券投资的净流入齐降，其他投资项下资本净流出规模大幅增加。

中国公司海外发债量小幅反弹。4 季度海外公司债发行量维持平稳，同比、环比均呈微升趋势。截至 12 月底，90 家中国公司在境外发行 125 笔外币公司债券。发债额总计 477.3 亿美元，相比于 1 季度上升 10.9%。海外公司债中的美元计价债券占比仍在 90% 以上，其次为欧元计价债券。房地产公司 4 季度发行债券 154 亿美元，发债量相比 3 季度微升 2.3%，成为 4 季度发债最多的行业。金融业 4 季度发行 148.7 亿美元，相比 3 季度上升 6.2%，以工农中建交等国有大型商业银行发行的高评级投资级公司债为主。地方政府融资平台四季度发行海外公司债 17 笔，发债总额为 32 亿美元，发债规模与 3 季度相当，666 号文对地方政府融资平台融资的限制作用仍在持续。

三、展望与对策

全球经济增速放缓态势有望企稳，或出现周期性弱反弹。2019 年前 3 季度，全球经济增速显著放缓，全球贸易和投资整体低迷。主要发达经济体普遍呈现“低增长、低通胀、低利率、低失业”态势。全球经济景气度自 2018 年 1 季度开始高位下行，进入 4 季度以后出现触底反弹迹象：景气先导国家 PMI 指数回升，全球汽车和半导体行业销售和

利润改善。在周期性反弹力量、全球主要经济体一致性的宽松货币政策以及对中美贸易达成第一阶段协议等多方面积极因素影响下，接下来几个季度全球经济有望企稳复苏。

考虑到基期水平下降有助于同比增速回升，但中国进出口贸易能否持续回暖还有待观察。全球经济景气周期下行导致贸易伙伴进口增速普遍放缓，考虑到中国产品在全球市场中仍具备较强竞争力，同时中美就第一阶段经贸协议文本达成一致，预估 2019 年 4 季度中国出口市场份额在维持 2015-2018 年均值水平的基础上略有提升。考虑到 2019 年作为进、出口同比的基期水平相对降低，这将支撑 2020 年中国出口同比增速出现回升，但受全球经济增长前景不稳定、政策不确定性风险的影响，贸易复苏仍然面临压力。

对应外部经济环境变化的三个重点举措。经济长期增长动力不足、贸易摩擦和政策不确定性和金融危机风险集聚是当前外部经济变化需要关注的主要矛盾。针对这些矛盾，中国应做好三方面准备。

（一）合理实施逆周期政策稳定内需，应对外需波动冲击。在全球经济同步下行、发达经济需求不足和中国经济结构转型的背景下，中国应合理实施逆周期政策，稳定通胀水平和增长预期，审慎应对中国经济下行的一系列风险。下跌的悲观预期会加速投资、消费的下行趋势，压缩经济结构调整和改革空间，恶化杠杆率水平，并且不利于防范中美经贸摩擦的风险。稳定内需的关键在于将 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。在逆周期政策的实施上，应让财政政策发挥更大作用，同时结合适度宽松的货币政策。其中，财政政策可从以下四个方面发力：1) 适度提高赤字上限（尤其是中央财政赤字）和专项债额度，为减税降费和扩大开支腾出空间，并加大针对公益和准公益类项目建设的政府融资安排；2) 改进财政体制和地方官员激励机制，充分调动地方政府和企业积极性；3) 优化减税降费和财政支出方式以提高财政政策效率，包括增加消费者补贴，减少生产者补贴、多管齐下处理地方政府隐性债务问题、允许人口流入的都市圈和区域中心城市进行适度超前的基础设施投资、考虑增设有利于促进人口增长的财政补贴等措施。货币政策将在工具使用上应更为灵活，通过多种方式引导市场利率下行，疏通货币政策传导机制，改善流动性分层，引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资。

（二）充分发挥浮动汇率自动稳定器作用，应对中美贸易争端对汇率的冲击。尽管中美两国在今年年末第一阶段经贸协议文本达成一致，但两国在重要政治经济问题上的依然存在分歧，下一阶段的中美谈判将更为困难，未来无法排除贸易摩擦升级以及向科技战和金融战发展的可能性。在汇率政策方面，应充分发挥浮动汇率对宏观经济的自动稳定器作用，给货币政策独立性留下空间。当经济面临负面冲击的时候，市场自发供求力量驱使下的货币贬值通过降低出口价格、增加进口替代等多个机制提振经济。此外，还应继续推进人民币国际化并加强关键核心技术领域的科技竞争力，做好应对科技战和金融战的准备。

（三）坚持对外开放，同时改善营商环境以提振商业投资和跨境贸易。受贸易摩擦、政策不确定和经济增速下行影响，国内企业运营挑战增多，生产投资趋于谨慎，出口增长支撑不足。在产业政策方面，可适当减少对扶持特定行业和企业政策依赖，转而采用有助于改善要素市场和更广泛商业环境、促进市场竞争的政策，并将更多行业向私人 and 外商投资开放。中国对服务业市场的限制大于 OECD 国家，因此加强竞争对促进服务业发展尤为有利。与向企业直接提供政府补贴或融资相比，减少商业监管、改善地方营商环境更有助于支持企业健康发展。国企改革有助于确保公平竞争，从而对营商环境和市场竞争的改善形成有益补充。

专题报告预览

美国：经济增速继续放缓

2019年4季度美国维持扩张、但增速继续放缓，制造业 PMI 继续在荣枯线以下，经济景气趋于下行。分项来看，美国消费韧性仍然较为稳健；企业投资和出口增速继续下滑，拖累经济增长；通货膨胀率显著低于 2% 的目标；劳动力市场维持强劲，失业率仍处低位，新增非农就业人数超过预期。为应对经济下行压力，美国财政政策发力空间有限，货币政策在三次降息后按下暂停键。

欧洲：经济减速持续

2019年4季度欧元区经济增长继续放缓，制造业 PMI 连续 11 个月低于荣枯线，工业产出下滑幅度加大。不过，欧元区服务业韧性仍存，综合 PMI 小幅回升，就业状况和居民消费支出稳定，贸易账户盈余也在能源进口减少的影响下有所改善。通胀方面，受服务业的支撑，欧元区通胀在年末有所回升。考虑到 2020 年欧元区仍将承受贸易环境和地缘政治不确定性，以及外部需求减弱的挑战，其经济状况恐难有较大改善，GDP 增长率或维持在 1.1% 左右。

日本经济：提前消费效应后的负增长

2019年第4季度，日本经济增速大幅下降。制造业 PMI 较上季度再次下降 0.6 至 48.6，连续 4 个季度处于荣枯线下方，表明市场收缩态势加剧。服务业 PMI 较上季度大幅下降 2.8 至 49.8，出现 12 个季度以来首度跌破荣枯线的情况。本季度，日本消费和投资增速大幅下滑。投资各领域中，房地产开发投资趋冷，机械设备相关投资增长率出现较严重的负增长。就业方面，2019年第4季度失业率 2.3%，较上季度略有上升。进出口同比降幅均明显扩大。2019年 10-11 月日本出口同比增长率 -8.7%，较第 3 季度的 -5.6% 降幅明显扩大，达到自 2016 年第 4 季度以来最低值；同期进口同比增长率 -13.2%，在第 3 季度的 -6.0% 基础上继续大幅下行。日本央行继续维持宽松货币政策。受制造业尤其是半导体产业复苏预期影响，日本股票市场指数显著上扬，2019 年第 4 季度日经 225 指数均值较第 3 季度上涨 8.4% 至 23042 点，创下新高。消费物价增速仍然在较低水平。日元出现贬值势头。受 2019 年 10 月份消费税率提升提前消费效应之后的消费投资回落等因素影响，预计第 4 季度实际 GDP 季调环比折年率为 -4.7%，2019 全年实际 GDP 增长率 1.0%。2020 年第 1 季度，日本外部环境将受到美国伊朗冲突爆发、中美贸易战第一阶段

协议的不确定性、中国春节效应等抑制性因素影响，但在 2019 年第 4 季度基数效应影响下，或将呈现微弱正增长，预计实际 GDP 季调环比折年率 0.8%。

金砖国家：经济维持缓慢增长

2019 年金砖国家经济增速有所放缓，尤其是印度经济季度同比增速跌破 5%，显示出金砖国家面临较大的经济增长压力。2020 年金砖国家经济预计仍维持缓慢增长态势。货币政策成为刺激经济的主要发力工具，虽然仍将继续维持宽松，但部分国家政策利率已达到历史低位，同时，像印度通货膨胀上升也限制了货币政策进一步宽松的空间。与此同时，政策传导机制不畅也将限制货币宽松的效果。从财政政策来看，各国对财政刺激存在一定的需求，但部分国家财政空间不足，公共债务风险上升。从外部环境来看，全球经济复苏缓慢，下行风险依然存在，外部需求疲软、全球贸易环境恶化、国际金融市场波动、地缘政治局势以及冲突加剧，都将影响金砖国家经济增长。

中国经济：中央经济工作会议布局 2020

2019 年 12 月 10 日至 12 日，中央经济工作会议在北京召开。回顾过去四年，供给侧结构性改革在 2016 年和 2017 年以去产能为工作重心，2018 年和 2019 年则以去杠杆、防风险为首要任务。从 2019 年 12 月中央经济工作会议的内容来看，去杠杆的色彩悄然淡出、暂告一段落，供给侧结构性改革的重点将转向“补短板、强弱项”。

东盟韩国：复苏的曙光已现

2019 年第 4 季度，东盟经济总体在底部企稳，韩国经济出现景气回升。东盟第 4 季度制造业 PMI 均值为 49.2，与上季度持平。除了马来西亚和新加坡之外，其他东盟四国的 PMI 较上季度均下滑，其中印度尼西亚、泰国、马来西亚、新加坡的 PMI 在荣枯线以下，不过，12 月数据显示除越南外其他五国景气程度较上月回升。韩国第 4 季度制造业 PMI 均值为 49.3，较上季度提升 1.2 个百分点，12 月 PMI 重回荣枯线之上。2019 年，区内所有国家货币政策渐次宽松，马来西亚是区内第一个降息的国家，新加坡是最后一个宽松国家，印尼和菲律宾年内降息三次，泰国和韩国的政策利率均降到历史低位。受贸易摩擦影响，2019 年区内的贸易投资政策发生迅速变革，向心力方面，区域内大型自贸区有望形成，区域全面贸易伙伴关系（RCEP）文本谈判基本完成；离心力方面，区内政策竞争加速，东盟多国出台投资促进计划，以期加速接纳来自中国的价值链转移企业和产业，东亚国家与欧盟签署自贸协定或开展自贸协定谈判在 2019 年达到高峰，日本和新加坡与欧盟的自贸区已分别于 2 月和 11 月生效，越南与欧盟于 6 月末完成了自贸协定的

签署，泰国 10 月与欧盟重启谈判。展望 2020 年，区内已初现复苏迹象，从区域前沿国家的情况来看，新加坡经济出现企稳，韩国经济初现回升态势，预示 2020 年外需将进一步回暖，受到这一趋势的带动，东盟和韩国在 2020 年经济有望复苏。东盟韩国区域经济前景向好也预示着全球经济在 2020 年有望走上复苏轨道。

全球金融市场：避险情绪下降，风险偏好抬升

2019 年第 4 季度，因中美贸易谈判达成第一阶段协定、全球货币政策偏向宽松，全球金融市场避险情绪下降、风险偏好明显上升，市场潜在风险下降。美日欧主要发达经济体汇率略有下跌，英镑因脱欧不确定性暂时下降大涨。部分新兴经济体汇率上涨，资本出现流向新兴经济体的迹象。主要经济体股市均大涨，货币市场利率有所下降，各国十年期国债收益率走势因其货币宽松力度有所分化。预计 2020 年 1 季度，全球金融市场总体谨慎乐观，关注市场情绪转向可能导致新兴经济体汇率回调的风险。

大宗商品市场：地缘政治风险主导短期价格走势，中期动向仍取决于基本面。

2019 年 4 季度大宗商品价格受铁矿石和钢材拖累，小幅下挫，环比下跌 2.74%。4 季度原油价格在 OPEC 持续减产的影响下震荡爬升，但因经济预期疲弱，缺乏较强的推力。季度末中东地缘风险剧烈上升，一度拉升布兰特油价突破 70 美元，但随着局势缓和，油价缺乏支撑跌回至 65 美元附近。铜铝价格受中美贸易谈判取得进展影响，价格中枢上抬。由于供应回暖，铁矿石价格震荡下跌，钢材价格略有回暖。农产品方面，国际大豆价格先抑后扬，总体略涨；国内大豆价格下挫。当前地缘政治因素对大宗商品价格走势有短期影响，但中期动向仍取决于基本面。

外贸专题：进、出口同比增速回升

2019 年 4 季度，中国出口（美元）同比增长 1.9%，较上季度提高 2.1 个百分点。出口增速回升主要由于外需有所好转，而出口市场份额预期较 2015-2018 年同期水平变化不大。此外，2018 年 11-12 月出口增速已经出现下滑，较低的基期水平也为今年 4 季度同比增速回升提供支撑，此外还有春节效应的作用。4 季度，进口同比增长 3.2%，较上季度提高 9.4 个百分点；货物贸易顺差总额为 1270 亿美元，同比下降 47 亿美元。10-11 月服务贸易逆差为 363 亿美元，同比下降 43 亿美元。考虑到进、出口同比的基期水平相对降低，这将支撑 2020 年中国出口同比增速出现回升，但受全球经济增长前景不稳定和经济不确定性风险的影响，贸易持续复苏仍然面临压力。