

全球宏观经济季度报告

专题：美国 欧洲 日本 金砖国家 中国 东盟与韩国
金融市场 大宗商品 外贸 人民币汇率

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

全球宏观经济研究室

《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	张寒堤	科研助理

联系人：张寒堤

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。

目录

美国：经济增速回落但未现衰退迹象1

美国家庭收入的增长和资产负债表的改善使得私人消费平稳增长，但汽车、房地产等强周期产业的上升遇到瓶颈，投资者预期的变化和减税效应的减弱使企业投资出现回落，美国经济增速将会出现回调。劳动力市场的收紧使得工资增速略有提升，但通胀仍较为温和。本轮经济扩张的时间长度接近历史最高纪录，但美国尚未表现出明显的衰退迹象。

欧洲：经济增长放缓 10

2018年4季度欧元区经济数据表现疲弱，综合PMI指数连续第4个季度下滑，企业投资和居民消费支出双双放缓，而在全球贸易局势紧张的大背景下，贸易账户盈余也不断收窄。区内消费者信心指数和投资者信心指数在法国黄背心运动、意大利预算问题、英国脱欧协定、美欧贸易摩擦等事件的影响下出现大幅下滑。不过，欧元区失业率保持稳定，劳动力市场趋紧势头不改，为区内经济增长提供了支撑。通胀方面，受能源价格下跌影响，欧元区整体通胀率快速回落，但剔除能源食品价格后的核心通胀始终维持稳定。2019年欧元区仍将面临地缘政治风险的多轮冲击，以及外部贸易环境恶化的可能，预计GDP增速将进一步放缓，全年增长率约1.7%，通胀水平则在能源价格下行的压力下行至1.5%左右。

日本经济：投资继续向好，复苏得以延续 18

2018年第4季度，日本经济复苏态势放缓的局面有所改善。制造业PMI为52.6，较上季度回升0.2，结束了自2018年第1季度以来连续下降的趋势。服务业PMI为51.9，较上季度回升了0.9。两者均在荣枯线上方，显示日本景气处于复苏区间。就业方面，第4季度失业率小幅上升，由上季度2.4%上升至2.5%，仍处于较充分的就业状态。第4季度CPI及核心CPI同比增长率回升势头受阻，仅与第3季度持平。第4季度日本消费总体仍然乏力，但房地产投资开始回暖，机械设备投资继续向好。日本银行继续维持宽松货币政策，股价受美股及国际油价下跌连累回落，日元对美元汇率及日元实际有效汇率双双走贬。与中国经贸投资关系持续改善，连续8个季度对华出口及自华进口正增长。预计第4季度实际GDP季调环比折年率2.3%，2018年全年0.8%，2019年第1季度0.6%。

金砖国家：经济恢复缓慢复苏 24

2018年4季度金砖国家经济重现缓慢复苏态势，预计2019年巴西、南非经济增速将进一步加快，俄罗斯和印度经济增速虽有所回落，但仍保持在稳健水平。2019年影响金砖国家经济增长的因素包括以下几个方面：一是大宗商品价格预计将有所回落，这将对俄罗斯、巴西、南非经济带来负面影响，但对印度经济却是好消息；二是在国内通胀压力与国际金融环境总体收紧的情况下，金砖国家货币政策或将继续保持紧缩状态，但收紧力度预计会有所减弱；三是国内大选、全球贸易摩擦、地缘政治风险等因素将对金砖国家经济带来冲击。

中国经济：中央经济工作会议布局 2019 30

2018年12月19-21日，中央经济工作会议在北京召开。会议通稿充分肯定了过去一年中国经济发展取得的成绩，同时也强调要看到经济运行稳中有变、变中有忧，外部环境复杂严峻，经济面临下行压力。会议延续2018年7月31日国务院常务会议提出的“六稳”提法，指出应该“创新和完善宏观调控，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作，保持经济运行在合理区间，进一步稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期，提振市场信心”。在2019年经济面临下行压力的背景下，经济工作思路以稳为主。本文试图对本次经济工作会议内容进行8个方面的解读。

东盟韩国：经济下行态势确立，贸易摩擦影响不一 37

东盟经济和韩国经济总体继续下行。2018年第4季度东盟制造业PMI平均为50.2，较上季的50.6继续回落，接近荣枯线。东盟六国中，第4季度泰国和马来西亚已经跌落荣枯线，而第3季度时所有六国的PMI还均在荣枯线之上。印尼和新加坡的PMI较上季度有所下降，分别为50.7和51.5；菲律宾和越南PMI则上升，分别为53.8和54.7。第4季度，韩国PMI与上季基本持平，为49.8，连续3个季度处于荣枯线下方。区内经济体受到贸易摩擦影响较为明显，但影响效果不一，马来西亚、新加坡和韩国的贸易出现较为明显的波动，影响主要为负面，但越南则因承接了更多贸易转移的投资而获得正面影响。域内前沿国家新加坡和韩国经济出现超出预期的经济放缓，提示2019年全球经济下行风险可能加剧。主要东盟国家和韩国的货币在第4季度对美元较上季度保持相对稳定，结束了上季度因美联储加息和新兴市场货币贬值潮带来的集体贬值。

全球金融市场：避险情绪上升，全球股债分叉.....47

2018年第4季度，全球金融市场的主要扰动来自发达经济体股市大跌，不少新兴经济体亦遭受波及。市场避险情绪上涨，带动全球长债收益率继3季度上升后普遍回落。全球外汇市场延续3季度稳定化趋势，美元温和见顶，阿根廷土耳其汇市也在两个季度大跌后稳定并反弹。全球货币市场流动性较为稳定，主要经济体货币政策符合预期。国内方面，外汇市场逆周期政策效果逐步凸显，市场主体结售汇意愿下降。人民币汇率呈现双边波动态势，预期未来短期资本外流有所下降。展望2019年，全球金融市场波动性预计将总体上升，美元指数受压制但下行空间有限，同时新兴市场风险相对收窄，总体上可能迎来一轮资金流入。

大宗商品市场：油价拖累下行.....55

2018年4季度大宗商品价格受油价拖累环比下跌3.4%。供给强劲和需求不振导致4季度油价单边下跌超30%，但进入新年后OPEC减产刺激油价反弹。铜、铝价格下跌，国内基建加码推动铁矿石和钢材价格于季度末上涨。大豆国际价格波动并小幅上扬，国内价格下跌。产需缺口推动玉米与小麦价格小幅攀升。

外贸专题：进、出口增速大幅下跌.....63

2018年4季度，中国出口（美元）同比增长4.0%，较上季度11.7%的同比增速下降7.7个百分点。外需和出口市场份额增速回落共同导致出口增速下降，前者是主要原因。4季度中国进口（美元）同比增长4.4%，较上季度下降了16个百分点。4季度货物贸易顺差总额为1321亿美元，同比提高29亿美元。10-11月，中国服务贸易逆差为406亿美元，同比提高12.8%，较上季度16.8%的同比增速下降4.0个百分点。预计2019年出口下行压力较大。

2018-2019年人民币汇率形势分析与展望.....77

货币政策分化和中美贸易战是2018年人民币汇率波动的主要原因。人民币汇率贬值没有形成贬值预期-资本外流的恶性循环。人民币汇率波动重新进入“窄幅盯住篮子货币”的汇率体制中。如果贸易摩擦没有进一步恶化，经济层面对人民币汇率具备一定支撑因素。在美股波动以及美国经济指标走弱背景下，美元指数会有所回落，人民币汇率将会呈现双向波动情形，在个别季度会呈现较强的升值压力。

图表目录

图表 1	制造业 PMI 略有下降	1
图表 2	汽车销量呈现盘整态势（折年率，百万辆）	2
图表 3	资本品订单小幅回调（单位：百万美元）	3
图表 4	劳动力市场收紧	4
图表 5	通货膨胀略有下降	5
图表 6	PMI 持续下滑，工业产出表现平稳	11
图表 7	通胀水平回落	12
图表 8	失业率保持稳定	12
图表 9	消费者信心大幅下挫	13
图表 10	企业投资放缓	14
图表 11	贸易账户盈余继续缩窄	15
图表 12	日本经济复苏态势放缓态势得到遏制	19
图表 13	消费乏力和房地产投资回暖	19
图表 14	出口同比增长率继续回落，进口同比增长率维持上扬	19
图表 15	日本东京日经 225 指数高位回落	21
图表 16	日元对美元小幅贬值	21
图表 17	日本自华进口增速继续回升	22
图表 18	日本对外直接投资连续两个季度实现同比正增长	23
图表 19	日本季调实际 GDP 环比折年率	23
图表 20	中国与金砖国家贸易情况	28
图表 21	金砖国家数据概览	29
图表 22	东盟六国与韩国的制造业 PMI	37
图表 23	东盟六国与韩国货币第 4 季度对美元走势	38
图表 24	东盟六国与韩国宏观经济数据概览	45
图表 25	全球金融市场主要指标变动	48

图表 26	全球金融市场风险状况图	48
图表 27	主要发达和新兴经济体汇率走势一览	49
图表 28	主要发达与新兴经济体股市走势一览	50
图表 29	全球主要发达与新兴经济体货币市场走势一览	51
图表 30	全球主要发达与新兴经济体长期国债市场走势一览	51
图表 31	银行代客收付款与结售汇顺差差额	53
图表 32	银行代客远期结售汇签约差额	53
图表 33	银行代客远期结售汇展期差额	54
图表 34	4 季度大宗商品价格环比由升转跌	55
图表 35	大宗商品价格 4 季度单边下跌	55
图表 36	4 季度国际油价单边下行	56
图表 37	OPEC 产量 10、11 月上涨，12 月回调	56
图表 38	4 季度美国商业库存持续净增长	57
图表 39	中国原油进口需求反弹	57
图表 40	美国原油净进口持续走低	58
图表 41	欧洲需求仍然稳中有升	58
图表 42	铜矿砂及其精矿进口价格持续下跌	58
图表 43	中国钢材进口价格小幅上升	58
图表 44	LME 铜价与铝价震荡下降	59
图表 45	国际铁矿石价格波动显著，小幅上涨	59
图表 46	大豆现货价格下跌、小麦玉米现货价格稳中有升	60
图表 47	CBOT 农产品价格均小幅上扬	60
图表 48	预计 4 季度全球贸易增速继续下行	64
图表 49	中国出口增速的地区和产品分布	65
图表 50	预计 4 季度外需增速将下降	67
图表 51	预计 4 季度中国出口产品市场份额将维持高位，	68
图表 52	中国进口增速的地区分布（单位：%）	69

图表 53	中国进口增速的贸易方式和产品分布.....	70
图表 54	中国货物贸易顺差及服务贸易逆差.....	72
图表 55	全球及主要经济体制造业 PMI.....	74
图表 56	中国外贸数据概览.....	75
图表 57	中国进出口同比增速与原油价格变化.....	79
图表 58	人民币汇率与新兴市场国家货币指数比较.....	80
图表 59	中间价分解：收盘价+篮子货币+逆周期因子.....	82

美国：经济增速回落但未现衰退迹象

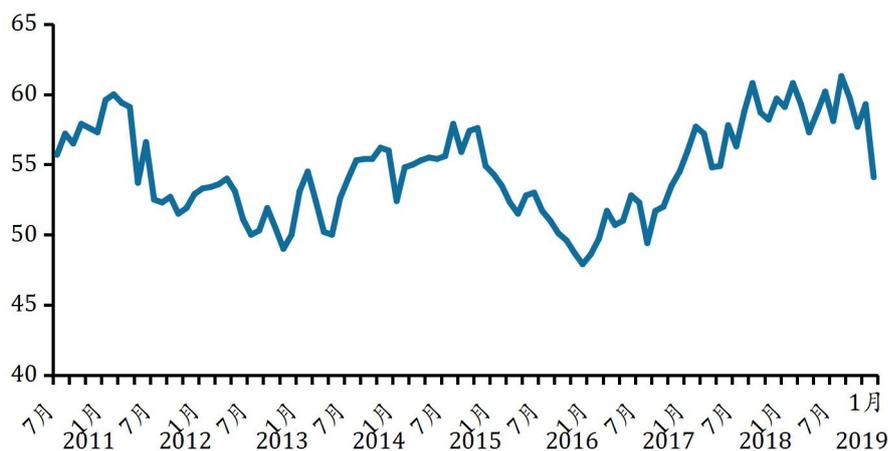
美国家庭收入的增长和资产负债表的改善使得私人消费平稳增长，但汽车、房地产等强周期产业的上升遇到瓶颈，投资者预期的变化和减税效应的减弱使企业投资出现回落，美国经济增速将会出现回调。劳动力市场的收紧使得工资增速略有提升，但通胀仍较为温和。本轮经济扩张的时间长度接近历史最高纪录，但美国尚未表现出明显的衰退迹象。

一、经济运行态势

PMI 有所回落

PMI 有所回落。2018 年 4 季度供应商协会公布的美国制造业 PMI 均值为 57.0，比 3 季度的均值 59.7 有所下降。其中 12 月制造业 PMI 从 11 月的 59.3 迅速下降到 54.1，创下 8 年来最大跌幅，新订单指数下降是 PMI 回落的主要原因。同时 12 月非制造业 PMI 指数为 57.6，也比 11 月的 60.7 有明显下降。两组 PMI 指数都高于荣枯线，制造业和非制造业还会保持扩张态势，但指数的回落表明企业管理层预期的乐观程度有所下降。

图表 1 制造业 PMI 略有下降



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

消费支出较为平稳

消费支出整体平稳。美国就业机会持续增加，工资增速略有提升，带动家庭收入稳步增长；房价上涨带动美国家庭的资产负债表结构持续改善，2018年3季度家庭净资产负债/年可支配收入的比例达到7.0，高于1999和2005年两次历史峰值，而且该比例比1~2季度的6.8和6.9又有所提升。10~11月密歇根大学消费者信心指数均值为98.1，与3季度一样处于高位；11月零售额环比增速略有下降，但如果扣除汽油价格下降的因素，消费表现仍然较为稳健。

汽车是美国家庭最重要耐用消费品，其销量对经济景气变动较为敏感。20世纪80年代以来美国汽车销量的长期月度均值为1500万辆（折年率），当前1600万~1700万辆的年销量高于长期均值。美联储的加息进程导致贷款利率上升，对汽车销售产生抑制作用。2018年9-11月汽车销量围绕1740万辆波动，既没有明显上涨、也没有显著下降趋势。2018年年底美国股市剧烈震荡，股市导致的财富缩水尚未影响私人消费，但未来两者的关系值得关注。

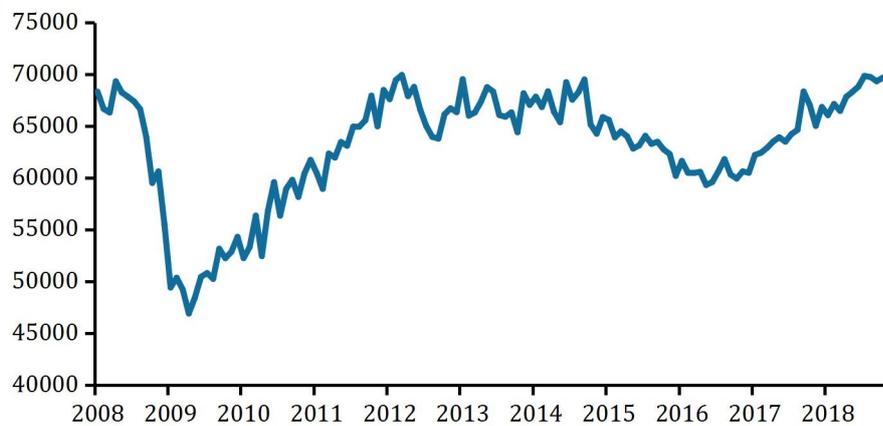
图表2 汽车销量呈现盘整态势（折年率，百万辆）



企业投资有所回落

企业投资有所回落。2018年3季度美国企业投资（包括建筑、设备与知识产权投资）增速为2.5%，大大低于前两个季度11.5%和8.7%的增速。2018年初特朗普政府大幅降低了企业所得税率，从而对投资产生刺激作用，但这种效应逐渐衰减，再加上投资者预期出现变化，投资呈现冲高回落态势。10-11月非国防资本品订单小幅回调，该指标对企业设备投资有先导作用；9-11月石油与天然气活跃钻井数量上升速度明显放缓，预示着采掘业相关的建筑类投资可能出现回落。企业投资的回落将是带动美国GDP增速下降的重要力量。

图表3 资本品订单小幅回调（单位：百万美元）



数据来源：美联储圣路易分行，世界经济预测与政策模拟实验室

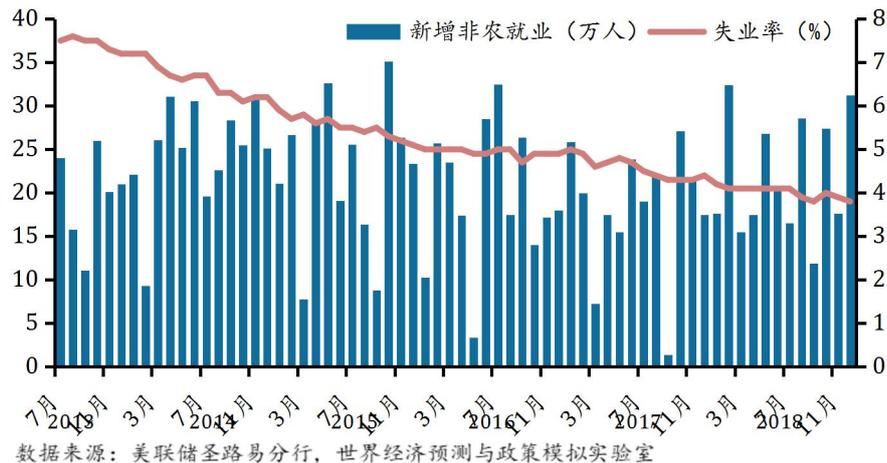
新屋开工量较上半年回落

新屋开工量略有回落。2018年10~11月新屋开工量（折年率）均值为124万套，与3季度的123万套相差不大，但比上半年每月129万套的开工量有所下降。尽管2018年底开工许可量有所上升，但也低于上半年的峰值，预示着近期开工量即使有所恢复，力度较为有限。随着美联储加息进程的推进，30年期住房抵押贷款利率有所上升，这会提高房屋购置成本，对新屋开工量的上升构成制约。2018年1~3季度支出法GDP口径下的房地产投资环比增速折年率分别为-3.4%、-1.3%和-3.6%，已经连续3个季度负增长。

贸易赤字有所扩大

贸易赤字有所扩大。2018年10月美国货物与服务贸易逆差为555亿美元，高于2季度的每月均值529亿美元，其中美国进口的快速增长是贸易逆差扩大的主要原因。尽管2018年下半年中美爆发贸易战，但部分商家赶在加关税措施生效之前完成订单，这可以部分解释近期美国贸易逆差的扩大。

图表4 劳动力市场收紧



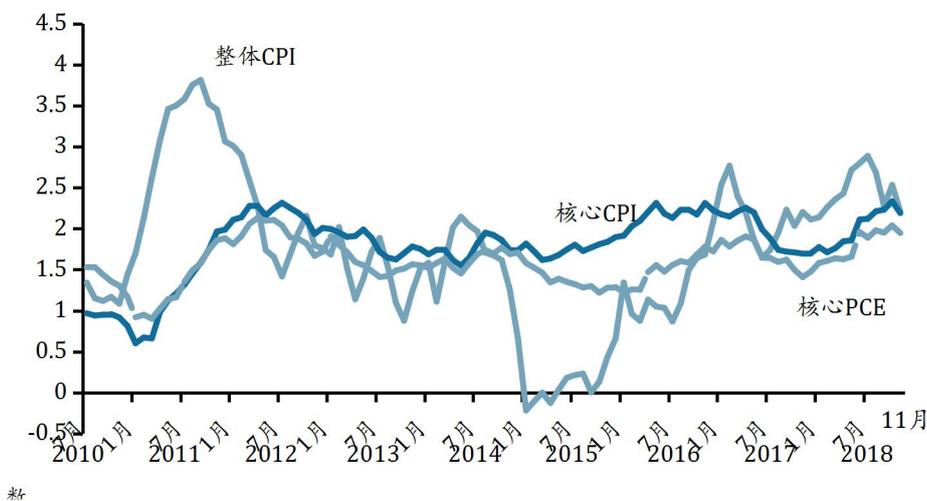
劳动力市场收紧

劳动力市场逐渐收紧。美国12月新增非农就业人数为31.2万，超出市场预期，金融市场对于就业数据做出了正面回应。但就业与整体经济活动的波动并不完全同步，不益过分看重这一短期数据波动。2018年4季度失业率围绕3.7%~3.9%的区间小幅波动，处于历史低位；2016年以来劳动参与率一直围绕62.7%~63.0%区间呈锯齿形波动，没有出现明显改善，但也停止了之前的持续下降态势，说明美国劳动力继续改善的空间较为有限。衡量劳动力市场流动性的雇佣率、离职率等指标与2008年金融危机前的峰值持平，岗位空缺率超过金融危机之前，工人对就业市场较有信心。

通胀略有回调

通货膨胀略有回调。2018年11月整体CPI和核心CPI同比增速分别为2.21%和2.24%，因为国际大宗商品价格下降，整体CPI的增速出现明显回落，而核心CPI增速相对平稳。11月核心PCE同步增长1.88%，非常接近联储2%的调控目标。2018年下半年以来小时工资同比增速温和攀升，11~12月达到3.0%，劳动力市场收紧将拉动通胀上涨。但是消费者的通胀预期较为稳定，预示着未来通胀上升的速度将较为缓和；如果经济增速回调，通胀压力还会减小。

图表5 通货膨胀略有下降



金融市场波动

金融市场剧烈波动。2018年10月以来美国股市连续下挫，投资者的担忧情绪有所上升。TED利差（银行间同业拆解利率减短期国债利率）从2018年10月的0.18%上升到12月底的0.48%，金融风险贴水略有上升。但是相比于2016年9月和2018年上半年的局部峰值0.68%和0.64%，近期TED利差的上升尚处在可控范围之内。从实体经济部门来看，2017年12月以来穆迪Baa利差（Baa级企业债利率减联邦基金利率）保持相对稳定，甚至有轻微下降，说明实体经济部门的公司信用状况较为稳健。

尽管美联储货币政策正常化会提高资金成本，但截止到2018年3季度美国金融企业和非金融企业的利润没有下降，企业的盈利能力尚可，因此股票市场的基本面没有根本恶化。股市受市场预期等多种因

素影响，波动较为频繁。从历史经验看，经济衰退一般都伴随股市暴跌，但股市暴跌并不一定伴随经济衰退，因此尚不能根据近期的股市波动得出美国经济面临拐点的判断。

二、经济政策

财政赤字有所扩大

财政赤字有所扩大。2018年前3季度美国政府开支对GDP增长构成正向贡献，其中国防开支的贡献最为显著。因为特朗普政府减税政策的实施，公司税收入显著下降，导致联邦政府财政赤字增大。根据白宫管理与预算办公室的预测，2018年财政赤字/GDP的比例约为4.2%，而2019年将上升至4.7%。

2018年底特朗普要求新的拨款法案必须包括50亿美元的边疆墙建设预算，但民主党拒绝该提议，导致部分联邦政府部门因缺乏运转资金而暂时关门，这是两党移民政策分歧白热化的表现。本报告写作时政府关门已经持续近20天，给民众生活带来诸多不便。2018年11月民主党通过中期选举获得众议院控制权，与共和党的党派斗争会更加激烈，特朗普政府将面临更强烈的政治掣肘，在财政政策上将难有大的作为。

美联储再次加息

美联储加息节奏将会放缓。2018年12月19日美联储议息会决定加息0.25个百分点，使联邦基金利率目标范围上升至2.25-2.5%。2016和2017年美联储分别加息1次和3次，而2018年加息次数为4次，这种加息节奏与2018年相对较快的经济增速是相适应的。2019年1月初美联储持有的总资产相比上年同期减少约8.7%（3850亿美元），联储的缩表进程也在有序推进。但是随着近期经济增速的放缓，美联储货币政策正常化的节奏也将相应调整。

2019年1月5日美联储主席鲍威尔在亚特兰大出席美国经济学会年会时表达了对美国经济运行状态的信心，但同时他也表示联储政策路径不是预定的，联储会倾听市场的担忧，联储对加息是有耐心的，必

要时会毫不犹豫的调整缩表节奏。鲍威尔的上述表态带有明显的鸽派色彩。

经济增速将有所 放缓

经济增速放缓,但没有明显衰退迹象。2018年前3季度美国GDP增速超出市场预期,进入4季度之后出现明显减速迹象。12月制造业和非制造业PMI的同时出现明显回落,企业市场预期的乐观程度有所下降;汽车、房地产等强周期行业的上升遇到瓶颈;特朗普政府降低公司税的举措一度刺激了企业投资,但这种刺激效应逐渐减弱,企业投资增速出现明显回落。2018年底美国金融市场的动荡也显示了投资者对经济增长前景的担忧。

国际大型企业联合会发布的数据显示,2018年9~11月美国经济周期领先指标的变动值分别为0.6、-0.3和0.2,这预示2019年美国经济增长会放缓,但是尚没有出现明显的衰退迹象,预计2019年经济增长将保持在2.4%左右。截止到2018年底本轮经济扩张将达到114月,时间长度很有可能超过历史最高记录120个月,但扩张的动力将有所衰减。

欧洲：经济增长放缓

2018年4季度欧元区经济数据表现疲弱，综合PMI指数连续第4个季度下滑，企业投资和居民消费支出双双放缓，而在全球贸易局势紧张的大背景下，贸易账户盈余也不断收窄。区内消费者信心指数和投资者信心指数在法国黄背心运动、意大利预算问题、英国脱欧协定、美欧贸易摩擦等事件的影响下出现大幅下滑。不过，欧元区失业率保持稳定，劳动力市场趋紧势头不改，为区内经济增长提供了支撑。通胀方面，受能源价格下跌影响，欧元区整体通胀率快速回落，但剔除能源食品价格后的核心通胀始终维持稳定。2019年欧元区仍将面临地缘政治风险的多轮冲击，以及外部贸易环境恶化的可能，预计GDP增速将进一步放缓，全年增长率约1.7%，通胀水平则在能源价格下行的压力下下行至1.5%左右。

一、经济运行态势

PMI持续下滑，工业产出表现平稳

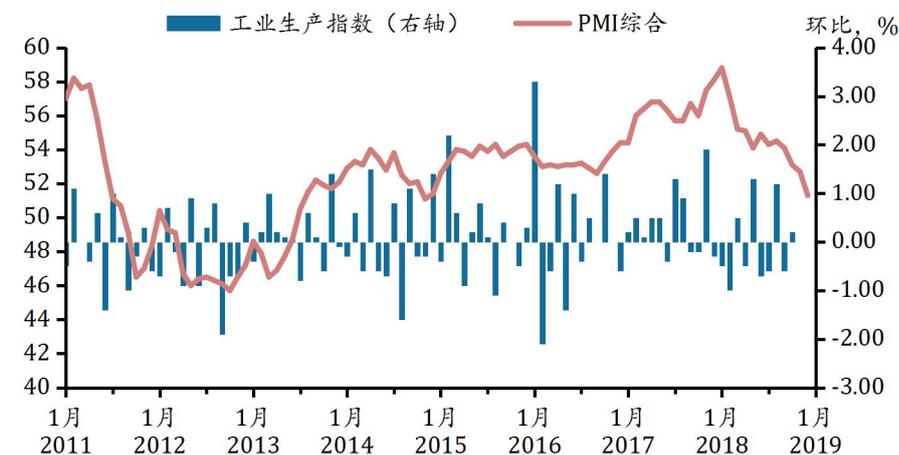
PMI持续下滑，工业产出表现平稳。欧元区19国综合采购经理人指数（PMI）连续第四个季度出现下滑，4季度综合PMI季度均值降至52.4，显著低于上季度均值的54.3。其中制造业PMI下滑幅度最大，4季度欧元区制造业PMI均值为51.7，较上季度的54.3下跌了2.6个点，12月制造业PMI更来到51.4的低位，为34个月以来的最低水平。

服务业PMI同样表现疲弱。4季度欧元区服务业PMI均值为52.8，与上季度的54.4相比下跌了1.6个点，12月服务业PMI则为51.4，创49个月新低，低于预期的52.8和前值52.7。持续下滑的PMI表明，欧元区经济增长在3季度的降温并非暂时现象，由贸易战、关税以及持续紧张的政治不确定性所造成的制造业活动放缓，正在逐步蔓延至服务业，经济前景下行风险增大。

从工业生产指数来看，欧元区工业生产指数在进入第4季度时总体表现平稳。10月欧元区19国工业生产指数环比上升0.2%，高于市场预期的0.1%；同比增长1.2%，同样高于此前市场预期的0.8%。但9月工业生产指数则经历了小幅度下修，环比增速由-0.3%扩大至

-0.6%，同比增速也由初值的 0.9% 下调至 0.8%，表明尽管环比增速止跌回升，工业生产指数总体表现平稳，欧元区工业活动依旧难言乐观。

图表 6 PMI 持续下滑，工业产出表现平稳



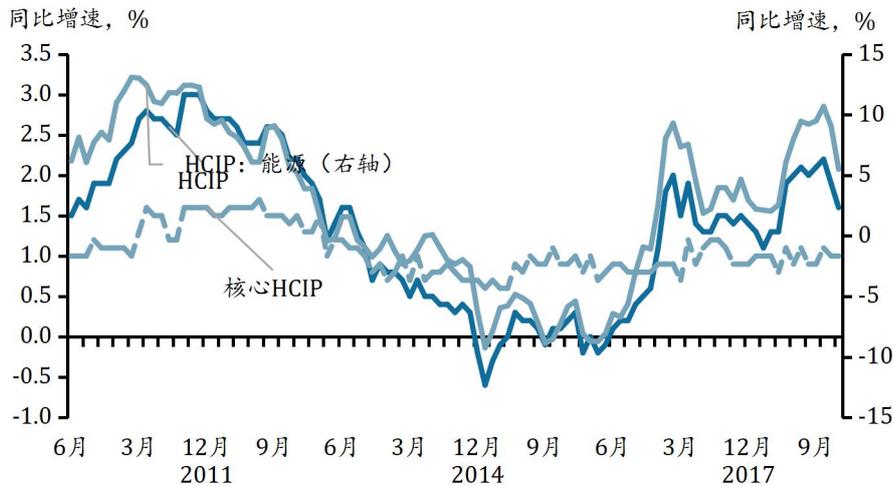
数据来源：欧央行、Markit；CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

通胀水平回落

通胀水平回落。12 月份欧元区消费者调和价格指数（Harmonised Indices of Consumer Prices, HICP）同比增速为 1.6%，低于市场预期的 1.7%，且较 11 月的 1.9% 小幅回落 0.3 个百分点，为八个月来最低水平。从分项来看，12 月能源价格同比增长率居冠，达到 5.5%，但低于 11 月的 9.1%，其次为食品、酒精和烟草（1.8%），同样低于 11 月数值（1.9%）。

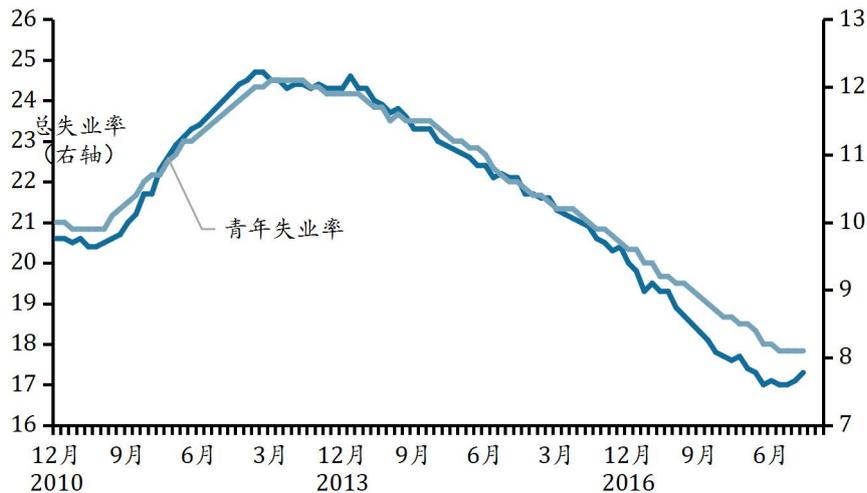
剔除了波动性较大的能源和食品之后，欧元区核心通货膨胀率维持在 1.0%，符合市场预期，表明欧元区核心通胀水平依旧低迷，这势必增加欧央行对欧元区通胀下行风险的预期，并延缓欧元区货币政策正常化进程。以各国来看，德国 12 月 CPI 同比增长 1.7%，法国同比增长 1.9%，均低于 11 月的 2.2%。

图表 7 通胀水平回落



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 8 失业率保持稳定



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

失业率保持稳定

失业率保持稳定。10月欧元区19国失业率为8.1%，连续第4个月未发生变化，保持在10年以来的低位，但表现略逊于此前市场预期的8%，表明从趋势看欧元区失业率继续下降的空间已经十分有限。从成员国看，德国10月失业率再创新低，达到3.3%，较上个月再降0.1个百分点，失业率较高的是希腊（18.9%，统计至2018年8月）、西班牙（14.8%）、意大利（10.6%）和法国（8.9%）。

欧元区青年失业率存在上升趋势。10月欧元区19国青年失业率为17.3%，已经连续两个月上涨，较上月增加0.2个百分点。截至2018年10月底，欧盟约有348.8万25岁以下青年失业人口，其中欧元区占250.3万人。

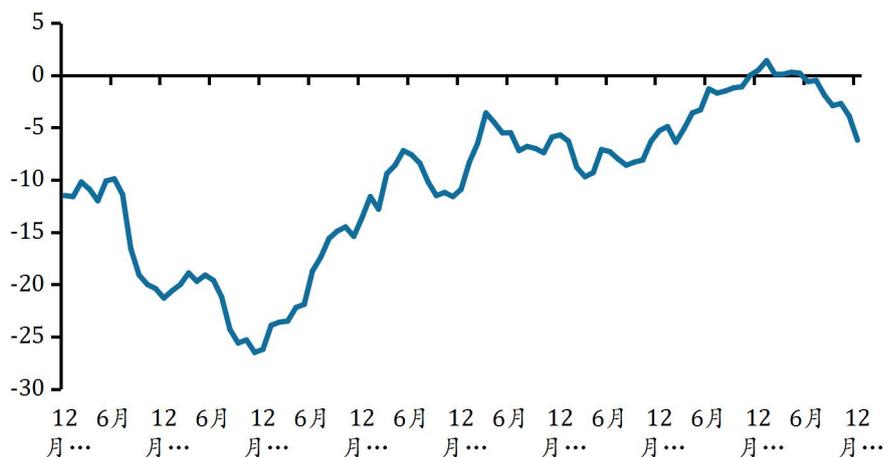
二、支出法分解

消费者信心大幅下挫

消费者信心大幅下挫，居民消费支出放缓。2018年12月欧元区消费者信心延续前一个月的跌势，大幅下挫，从11月的-3.90骤降至-6.20，成为2017年2月以来的最低值。这表明包括英国“脱欧”在内的一系列不确定性正慢慢传导至欧元区消费市场，损害着消费者信心。

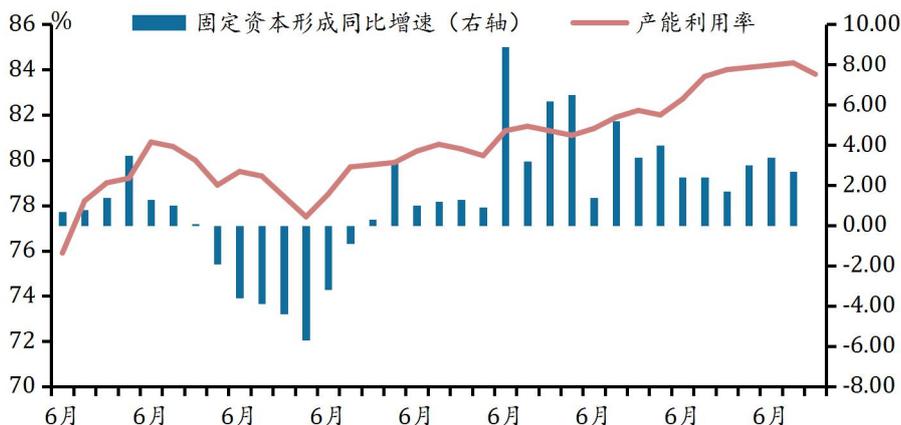
居民消费支出方面，2018年第3季度欧元区居民消费支出增长继续放缓，同比增长1.0%，低于前一个季度的1.3%，其对GDP的环比拉动率仅有0.05个百分点，远低于上一季度0.11个百分点。不过，从欧元区零售销售来看，总体表现尚算平稳。10月欧元区零售销售环比上涨0.3%，高于此前市场预期的0.2%，同比亦增长了1.7%，高于前值0.3%。

图表9 消费者信心大幅下挫



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 10 企业投资放缓



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

企业投资放缓

企业投资放缓。2018年3季度不变价欧元区固定资本形成总额同比增长2.7%，低于上季度3.4%的增速，显示出欧元区企业投资放缓的迹象。在对GDP的环比拉动率方面，3季度固定资本形成的贡献度仅0.04个百分点，远低于2季度0.31个百分点。与此同时，欧元区制造业产能利用率也出现下滑，2018年3季度产能利用率为83.8%，较上季度的84.3%下跌了0.5个百分点。

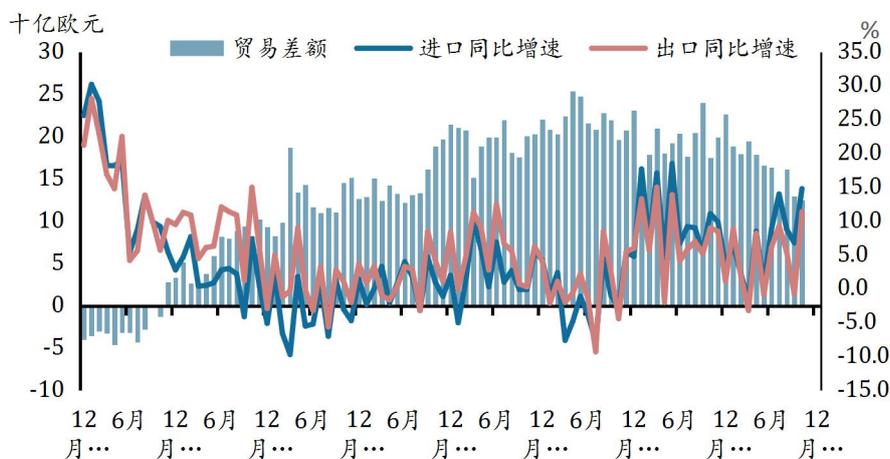
12月欧元区投资者信心也出现大幅下跌。Sentix投资者信心指数从上月的8.8下跌至-0.3，不仅不如年初的32.9与此前市场预期的8.1，更是4年来首度跌至负值，主因在于投资者对于全球经济衰退的担忧加剧。美国总统的贸易政策以及欧洲内部一些问题如意大利财政、英国脱欧等等也都是影响因素。

贸易账户盈余继续收窄

贸易账户盈余继续收窄。2018年10月，欧元区19国季调后货物贸易顺差为125亿欧元，低于前值的134亿欧元及预期值140亿欧元，这是欧元区贸易账户顺差在经历8月的小幅回升后连续第二个月收窄。不过欧元区货物进出口依旧保持了较高的增速，10月，出口货物为2097亿欧元，同比增长11.4%，季调后环比增长2.1%；进口1958亿欧元，同比增长14.8%，季调后环比增长2.6%。就整体而言，2018年1~10月，欧元区货物出口额18960亿欧元，同比增长4.4%，进口额为17400亿欧元，同比增长6.9%，贸易顺差1560亿欧元，较去年

同期下降了 310 亿欧元。

图表 11 贸易账户盈余继续缩窄



三、政策走势

欧央行结束量化宽松

欧央行结束量化宽松。12月13日，在议息会议上，欧洲央行管理委员会决定，主要再融资业务的利率、边际贷款工具和存款工具的利率将分别维持在现有水平不变，并于月底结束购买新债。欧央行行长德拉吉在会议后的新闻发布会时表示，将保持现有关键利率水平不变至少到2019年夏季末。并指出，委员会将改善再投资的前瞻性指引，在首次加息后进行再投资计划，再投资计划持续时间会保持必要的长度，以维持有利的流动性条件和货币宽松的充足程度。

在此次议息会议上，欧央行调降了全球经济增长预期，指出地缘政治因素、保护主义威胁、新兴市场脆弱性和金融市场波动有关的不确定性持续存在是经济面临下行风险的主要原因。预计2019年，全球经济增长将放缓至1.7%，前值为1.8%，但在2020至2021年期间将保持稳定。

英国脱欧悬而未决

英国脱欧悬而未决。英国原计划于2019年3月29日正式脱离欧盟，然而英国首相特雷莎·梅在2018年11月与欧盟达成的脱欧协议草案未能获得国会议员批准，导致英国政局前景不明。

2018年11月，欧盟公布了英国脱欧协议草案文件。这份草案覆

盖了脱欧之后的公民权利、金融安排、脱欧后过渡期计划等，主要议题包括爱尔兰边界、公平竞争环境、未来贸易协定、渔业、政府治理和金融市场等方面。按照脱欧流程，下一步便是英国议会对草案的审批。然而，2019年1月15日，英国议会以432票反对，202票支持的史无前例压倒性多数，否决了梅首相的脱欧协议，导致英国不得不面临无协议硬脱欧、推迟脱欧并与欧盟重新协商脱欧协议、重新大选、再度公投等多重尴尬选择。目前主要反对党工党已趁势提议对现任政府举行不信任投票，意图迫使对方提早举行大选。英国政局所面临的不确定性大幅增加。

四、经济形势展望

预计 2019 年欧元区 GDP 增速将在 1.7% 左右

预计 2019 年欧元区 GDP 增速将在 1.7% 左右。进入 2018 年第四季度，欧元区各项经济动能明显减弱，PMI 制造业和服务业指数、消费者和投资者信心指数都出现大幅下滑。2019 年，在美欧存在贸易摩擦的大背景下，欧元区的经济增速料将进一步放缓。

首先，欧洲经济在 2019 年仍将面临地缘政治风险的多轮冲击，包括 5 月欧洲议会改选、英国脱欧进程、德国将迎来“后默克尔时代”等。其次，美国在贸易方面的政策将影响全球贸易局势，从而给欧洲出口造成需求端压力。到目前为止，美欧贸易摩擦仅集中在一些在欧元区经济中并未占有很大份额的产业中，若 2019 年美国对全球推出汽车税，欧盟经济将遭受较以往更大的负面冲击。此外，意大利的高债务风险也值得关注，一旦引发债务危机，不仅会给意大利乃至欧洲银行业的稳定造成冲击，也会给欧洲经济活动构成压力。

不过，尽管欧元区经济下行风险有所增加，但稳定的就业市场、持续的工资增长和依然宽松的金融环境表明欧元区经济仍具有一定韧性。预计 2019 年欧元区 GDP 增速将进一步放缓，但仍旧保持在其长期趋势线之上，同比增速或在 1.7% 左右。

欧元区 2019 年通

欧元区 2019 年通胀继续放缓。在 2018 年里推动欧元区通胀水平

胀继续放缓

数度超预期表现的一个重要因素是能源价格，但不论欧元区总体还是各个国家，剔除原油价格影响后的核心通胀始终保持在 1% 的较低水平。随着欧佩克和俄罗斯的增产，2019 年原油价格对欧元区通胀影响或减弱，这也意味着欧元区通胀更多要看来自薪资水平增长的证据。就目前而言，欧元区内产能利用率仍处于高位，劳动力市场趋紧，区内成本压力正继续扩大，对薪资增长和通胀中枢尚能够形成一定支撑。因此，尽管欧元区通胀表现在 2019 年能源价格下跌的压力下会有所回落，但在经济增长不遭遇重大负面冲击的情况下，通胀年增长率或能维系在 1.5% 左右。

日本经济：投资继续向好，复苏得以延续

2018年第4季度，日本经济复苏态势放缓的局面有所改善。制造业 PMI 为 52.6，较上季度回升 0.2，结束了自 2018 年第 1 季度以来连续下降的趋势。服务业 PMI 为 51.9，较上季度回升了 0.9。两者均在荣枯线上方，显示日本景气处于复苏区间。就业方面，第 4 季度失业率小幅上升，由上季度 2.4% 上升至 2.5%，仍处于较充分的就业状态。第 4 季度 CPI 及核心 CPI 同比增长率回升势头受阻，仅与第 3 季度持平。第 4 季度日本消费总体仍然乏力，但房地产投资开始回暖，机械设备投资继续向好。日本银行继续维持宽松货币政策，股价受美股及国际油价下跌连累回落，日元对美元汇率及日元实际有效汇率双双走贬。与中国经贸投资关系持续改善，连续 8 个季度对华出口及自华进口正增长。预计第 4 季度实际 GDP 季调环比折年率 2.3%，2018 年全年 0.8%，2019 年第 1 季度 0.6%。

一、经济复苏放缓态势得到遏制

2018 年第 4 季度，日本经济复苏放缓的态势得到遏制，但物价涨幅回升受阻。

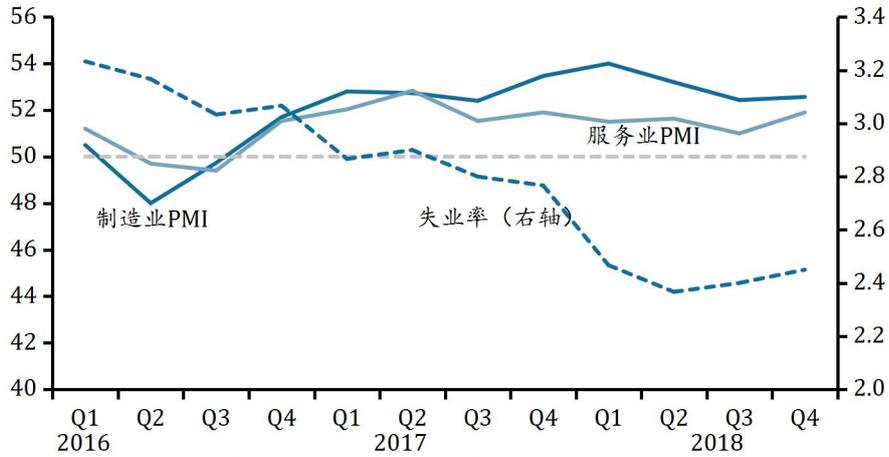
2018 年第 4 季度，日本经济复苏放缓态势得到遏制。制造业 PMI 为 52.6，较上季度回升 0.2，结束了自 2018 年第 1 季度以来连续下降的趋势。服务业 PMI 为 51.9，较上季度回升了 0.9。两者均在荣枯线上方，显示日本处于景气复苏区间。就业方面，第 4 季度失业率小幅上升，由上季度 2.4% 上升至 2.5%，仍处于较充分的就业状态。10-11 月季调有效求人倍率均值 1.63，与第 3 季度基本持平。物价回升受阻，第 4 季度 CPI 和核心 CPI 同比增长率与上季度也大致持平。

消费乏力，房地产投资开始回暖，机械设备投资形势继续向好。

第 4 季度日本消费仍然乏力。从商业销售额看，第 4 季度 10 至 11 月一般商品销售额同比下降 2.2%，较第 3 季度 2% 的降幅继续扩大，不过耐用品如汽车的销售额明显提升，同比增长了 5.8%。**投资各领域中，房地产开发投资开始回暖。**10 至 11 月新屋开工户数同比微降 0.1%，较第 2 季度的 -2.0% 和第 3 季度的 -0.2% 继续收窄；新屋开工住宅建筑面积同比增加 1.9%，扭转了自 2017 年第 3 季度以来的下降势头。**机械设备投资形势继续向好。**10 月机械订单金额季调同比增长 8.9%，较第 3 季度的 3.8% 明显提升。10 至 11 月工程机械出货金额同比增长

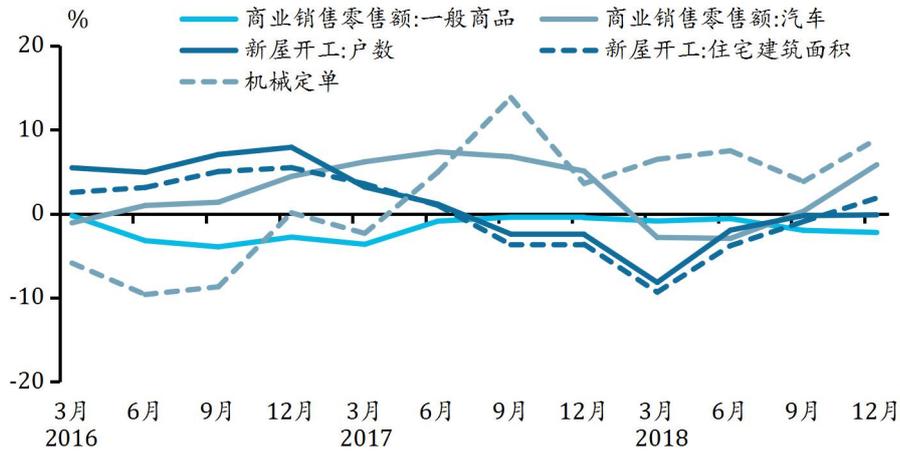
15.4%，较第3季度的2.6%也有显著上升。

图表 12 日本经济复苏态势放缓态势得到遏制



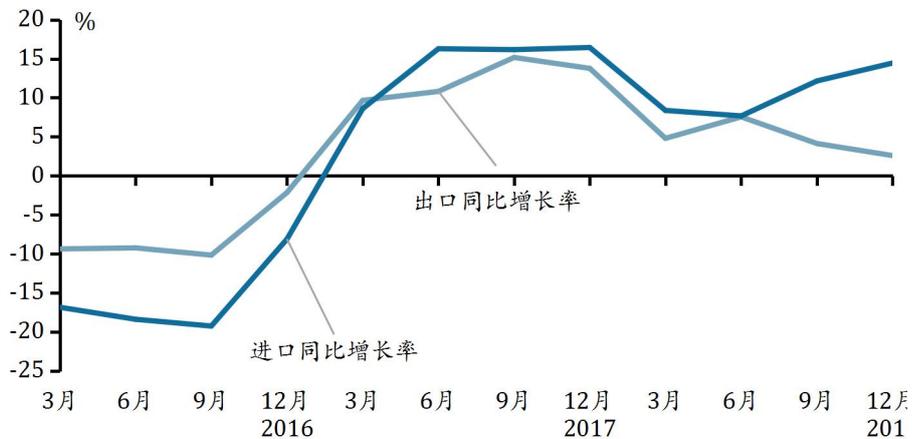
数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室

图表 13 消费乏力和房地产投资回暖



数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟数据库

图表 14 出口同比增长率继续回落, 进口同比增长率维持上扬



数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室

延续出口增速回落、进口增速攀升的趋势。

出口同比增速继续回落，进口同比增速延续攀升势头。2018年第4季度10至11月出口同比增长2.6%，较2季度的7.5%和第3季度的4.1%明显回落，进口同比增速为14.4%，在第3季度同比增长12.1%之后继续攀升。

二、维持宽松货币政策

日本央行继续维持宽松货币政策。股指回落，CPI同比增长率回升受阻。

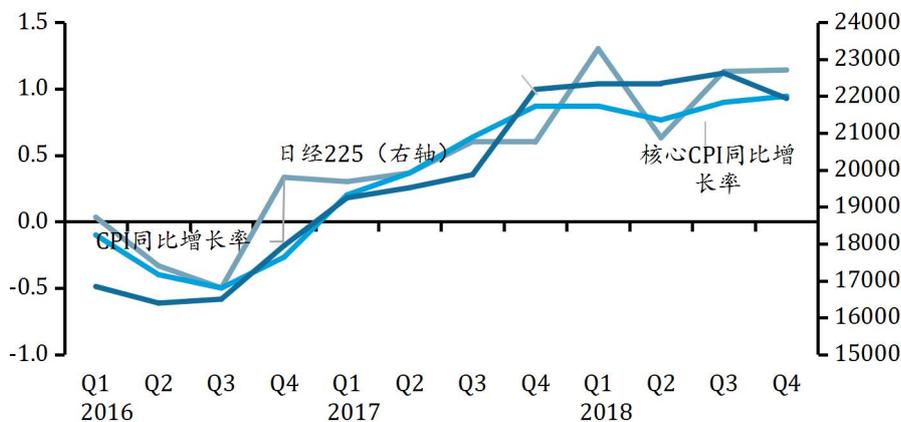
日本银行在2018年10月31日召开的货币政策会议上，以多数票赞成决定维持货币宽松政策的现状，即诱导短期利率为-0.1%，长期利率（10年期公债收益率）为0%左右。日本银行还维持了“正在缓慢扩张”的判断，但小幅下调了2018~2020年度的物价预期，将2018年度下调至0.9%，2019年度调至1.4%，2020年度调至1.5%，分别下调0.1~0.2个百分点。大多数日本央行政策制定者强调需要继续实行目前的超宽松货币政策，但其中一位委员表示，将公债收益率限制在零附近可能“减弱对通胀预期的正面影响”。这位委员表示，“灵活思考”是否有空间允许日债收益率在更宽阔的交易区间内波动或是调整目标券种，“这点很重要”。另一位委员则反对这样的举动，称允许公债收益率在更大交易区间内波动可能会削弱市场对日本央行实现2%通胀目标承诺的信心。虽然市场呼吁放宽交易区间，日本银行7月份承诺提高10年期国债收益率灵活性的表态仍然存在争议。

第4季度日经225指数有所回落，但仍在近年较高水平。宽松货币政策刺激之下，日本股价呈现显著的上升趋势。第3季度日本东京日经225指数均值为22625点，较上季度均值22348点上涨了1.2%。进入10月后延续上升势头。10月2日达到24271点，为上世纪90年代初泡沫破灭后，具体说自1991年11月14日以来的最高值。但是其后日经225指数开始迅速下滑，到12月25日跌破20000点跌至全年最低的19156点，这也是2017年4月26日以来的最低点。其后日经225指数反弹至20000点以上。第4季度日本股市下跌与日本经济基本面或货币政策取向无关，主要是受美联储加息造成美股大跌、国际油

价大幅下跌等影响投资者信心所致。

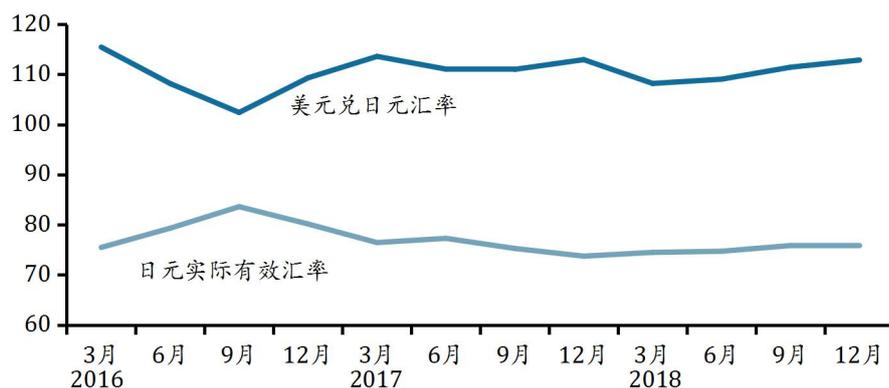
CPI 同比增长率回升受阻。进入 2018 年第 3 季度，CPI 同比增长率由上季度 0.63% 上升至 1.13%，第 4 季度 10-11 月同比增长率维持在 1.14%；核心 CPI 同比增长率在由第 2 季度的 0.77% 上升至第 3 季度的 0.90% 之后，第 4 季度 10-11 月同比增长率微幅上调至 0.94%。从第 4 季度情况看，日本 CPI 同比增长率回升势头已经受阻，而这与日本银行 2% 通胀目标还有很大差距。

图表 15 日本东京日经 225 指数高位回落



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室
注：CPI 同比增长率 CPI 同比增长率 2016 年第 1 季度数据为 10.11 月值。

图表 16 日元对美元小幅贬值



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室
注：第 4 季度实际有效汇率为 10-11 月平均值。

第 4 季度日元对美元继续贬值，日元实际有效汇率也微幅走贬，但仍然超过去年平均水平。2018 年第 4 季度，美元强势升值背景下，第 4 季度日元对美元继续贬值，日元实际有效汇率也微幅走贬，但仍然超过去年平均水平。2018 年第 4 季度，

实际有效汇率升值趋势受阻。

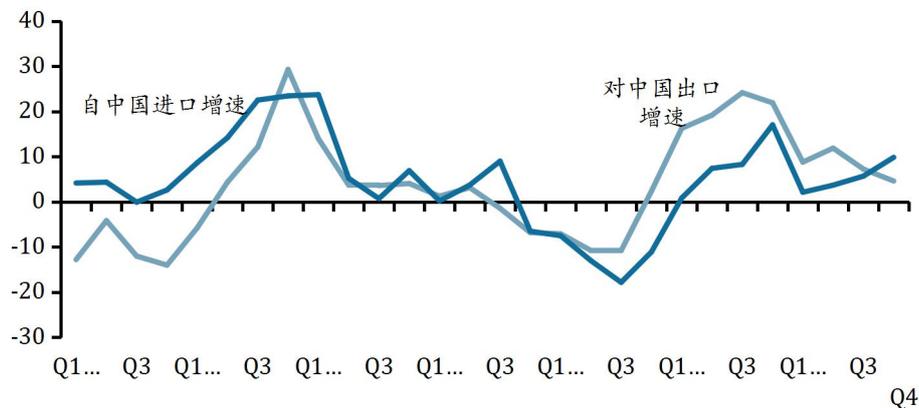
日元对美元在第3季度贬值2.1%的基础上进一步贬值1.3%至1美元兑112.87日元，与去年同期相比则贬值了0.1%。从日元实际有效汇率指数看，10-11月均值为75.8，较第3季度均值75.85有所下降，但仍超过了2017年全年均值。

三、对中国经贸投资关系持续改善

日本与中国经贸投资关系持续改善。

进入2018年第4季度，日本自中国进口同比增速进一步提升，对中国出口增速有所放缓。10-11月合计自中国进口同比增速由第3季度的5.7%提升至9.9%；对中国出口同比增速则由第3季度的7.3%回落至4.6%，尽管如此，这比同期日本全部出口同比增速2.7%更高。自2017年第1季度以来，日本对华出口和自华进口同比均维持正增长的局面已经维持了8个季度。

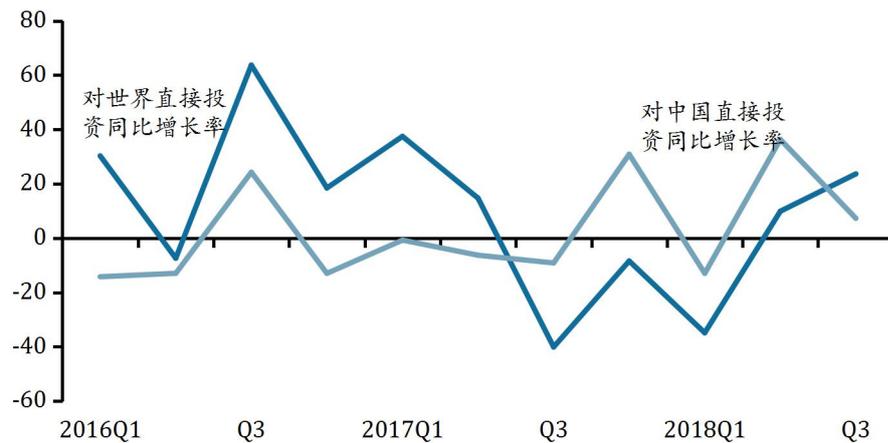
图表 17 日本自华进口增速继续回升



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室
注：2018年4季度值为10-11月合计值。

2018年第3季度，日本对外直接投资连续第2个季度维持正增长，当季对世界直接投资同比增长了23.6%，对中国直接投资同比增长率也达到7.3%。中日经贸投资实现连续正增长，经济关系的回暖与5月李克强总理访日对中日关系的期待是相符的，与我们对中日经济关系的展望也一致。

图表 18 日本对外直接投资连续两个季度实现同比正增长



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

四、预测与展望

预计第 4 季度实际 GDP 季调环比折年率 2.3%，2018 年全年 0.8%，2019 年第 1 季度 0.6%。

2018 年第 4 季度整体消费仍较乏力，进口增速快于出口，净出口拉动效果有限，但投资能够给 GDP 增长以较有力的支撑，预计能够避免在上季度负增长之后再次录得负增长从而陷入技术性衰退。受上季度实际 GDP 季调环比折年率-2.5%的较大负增长基期效应影响，预计第 4 季度日本实际 GDP 季调环比折年率为 2.3%，全年实际 GDP 增长 0.8%。从日银短观指数看，第 4 季度为 12，略低于第 3 季度的 13，而 2019 年第 1 季度则进一步回落至 10。预计 2019 年第 1 季度实际 GDP 季调环比折年率 0.6%。

图表 19 日本季调实际 GDP 环比折年率



数据来源：日本内阁府，世界经济预测与政策模拟实验室

金砖国家：经济恢复缓慢复苏

2018年4季度金砖国家经济重现缓慢复苏态势，预计2019年巴西、南非经济增速将进一步加快，俄罗斯和印度经济增速虽有所回落，但仍保持在稳健水平。2019年影响金砖国家经济增长的因素包括以下几个方面：一是大宗商品价格预计将有所回落，这将对俄罗斯、巴西、南非经济带来负面影响，但对印度经济却是好消息；二是在国内通胀压力与国际金融环境总体收紧的情况下，金砖国家货币政策或将继续保持紧缩状态，但收紧力度预计会有所减弱；三是国内大选、全球贸易摩擦、地缘政治风险等因素将对金砖国家经济带来冲击。

一、金砖国家经济形势

2018年4季度俄罗斯经济增长估计为2.2%，全年经济增长估计为1.6%

2018年4季度俄罗斯经济增长估计为2.2%。3季度俄罗斯经济同比增长1.5%，相比上一季度的1.9%有所下降，这主要是因为农业生产下滑对GDP增长贡献下降。4季度俄罗斯各项经济指标继续维持向好趋势。10月和11月，俄罗斯零售总额同比增长分别为1.9%和3.0%，出口同比增长分别为24.8%和30.8%，进口同比增长分别为-2.9%和0.5%，出口对经济增长的拉动作用进一步增强，但进口的缓慢增长则反映出国内消费的低迷。工业生产继续保持稳步增长，10月和11月同比增长分别为3.7%和2.4%。俄罗斯制造业PMI继续处于枯荣线上方，10月至12月分别为51.3、52.6和51.7，未来制造业将继续走强。**2018年4季度俄罗斯经济增长估计为2.2%，全年经济增长估计为1.6%**。

2019年1季度俄罗斯经济预计增长1.7%，全年经济增长1.5%

2019年1季度俄罗斯经济增长预计为1.7%。石油价格不断回升成为2018年俄罗斯经济反弹的重要支撑因素，但2019年石油价格回落将为俄罗斯带来负面影响，与此同时，地缘政治因素的不确定性和美国对俄罗斯的经济制裁也可能对其石油部门造成冲击。俄罗斯通货膨胀率继续缓慢上升，2018年12月达到4.2%，超过央行设定的4%的通胀目标。因担忧通胀加速，俄罗斯央行在2018年12月将基准利率上调25个基点至7.75%，俄罗斯央行表示，预计通胀将在2019年上半年触顶，将会考虑进一步加息。此外，俄罗斯政府还决定，自2019

年1月起，俄罗斯将增值税率从现行的18%上调至20%，这也可能对当前的经济活动产生影响。预计2019年1季度俄罗斯经济增长1.7%，全年经济增长1.5%。

2018年4季度巴西经济同比增速估计为1.6%，全年经济增长估计为1.3%

2018年4季度巴西经济同比增速估计为1.6%。3季度巴西经济环比增长0.8%，同比增长1.3%，经济复苏步伐有所加快。4季度，巴西经济信心逐步增强。2018年12月巴西热图利奥·瓦加斯基金会的消费信心指数（CCI）升至93.8点，为2014年4月以来的最高点，4季度累计上升11.7点。与此同时，该基金会统计的商业信心指数（BCI）在2018年12月也上升至95.9点，为2014年3月以来的最高点。2018年4季度热图利奥·瓦加斯基金会调查的巴西工业企业投资意向指标上升4.4点至117.4点，为2018年最高点。巴西制造业PMI在4季度不断升高，10月至12月分别为51.1、52.7、52.6。**2018年4季度巴西经济同比增速估计为1.6%，全年经济增长估计为1.3%**。

2019年1季度巴西经济预计增长1.7%，全年经济增长预计2.3%

2019年1季度巴西经济预计增长为1.7%。2019年1月1日，雅伊尔·博尔索纳罗宣誓就任巴西总统，尽管其经济政策细节并不明朗，但其提出的一系列改革被认为是“市场友好型”的，这受到了市场的欢迎，2018年4季度巴西经济信心的增强说明了这一点。巴西新政府拟定的社会保障、国企私有化和简化税收等一系列改革措施将进一步推动巴西经济增长，市场对巴西经济发展预期较为乐观。巴西通货膨胀率一直维持在低位水平，这使得巴西央行可以继续维持其宽松政策。不过，也存在对巴西经济复苏不利的因素，这包括2019年国际大宗商品价格预计将比2018年有所回落，对经济的带动作用降低。主要发达经济体逐步收紧货币政策，巴西雷亚尔汇率贬值压力加大，金融市场动荡加剧等。**预计2019年1季度巴西经济增长为1.7%，全年经济增长为2.3%**。

2018年4季度印度经济增速估计为7.3%，全年经济增长估计为7.5%

2018年4季度印度经济增速估计为7.3%。3季度印度经济同比增长7.1%，相比2季度下降1.1个百分点，也低于市场预期。这主要是因为私人消费支出同比增速从2季度的8.6%下降到3季度的7.0%。4季度预计印度经济增速估计将有所回升。10月印度工业产出增速升至

8.1%，为 2017 年 12 月以来的最高值，10 月至 12 月印度制造业 PMI 均维持在枯荣线上方，分别为 53.1、54.0 和 53.2。**2018 年 4 季度印度经济增速估计为 7.3%，全年经济增长估计为 7.5%。**

2019 年 1 季度印度经济增速预计为 7.0%，全年经济增长预计 7.4%

2019 年 1 季度印度经济增长预计为 7.0%。随着 2019 年印度大选的临近，印度各政党开始为竞选造势。印度总理莫迪也希望通过扩张性政策刺激经济，但目前一方面印度政府开支压力增大对财政政策形成制约，另一方面，印度政府希望通过央行放松贷款限制刺激经济的想法，也由于 2018 年 12 月印度央行前行长乌尔吉特·帕特尔的辞职而变得更加困难。大选在短期内势必加剧印度经济走势的不确定性。在 2018 年 10 月的议息会议上，印度央行将货币政策立场从“中性”转为“校正性紧缩”。新上任的央行行长沙克蒂坎塔·达斯是否会延续从紧货币政策值得观察。不过，2019 年原油价格预计会比 2018 年有所回落，这对于高度依赖石油进口的印度来说是一个好消息。**预计 2019 年 1 季度印度经济增长为 7.0%，全年经济增长 7.4%。**

2018 年 4 季度南非经济增长估计为 1.3%。全年经济增长 0.9%

2018 年 4 季度南非经济同比增长估计为 1.3%。3 季度南非经济环比增长 2.2%，结束此前连续两个季度的萎缩；同比增长 1.1%，相比上一季度也有所加快。农业产量和制造业产出的双增长推动了经济增长的加速。2018 年 9 月，南非政府公布了一系列经济刺激政策，成为提振南非经济的重要因素。南非商工总会（Sacci）编制的商业信心指数（BCI）数据显示，南非 2018 年 11 月 BCI 为 96.1，环比上涨 0.3，但 12 月重新下降至 95.2。Sacci 指出南非商业发展仍面临艰巨挑战，唯有改善经济增长前景才能提振市场信心。4 季度南非制造业 PMI 继续维持在枯荣线以下，10 月至 12 月分别为 46.9、48.2 和 49.0。**2018 年 4 季度南非经济同比增长估计为 1.3%。全年经济增长 0.9%。**

2019 年 1 季度南非经济增速预计为 1.0%，全年经济增长预计为 1.5%

2019 年 1 季度南非经济增长预计为 1.0%。2019 年南非将迎来总统大选，财政刺激措施可能会在明年选举之前提升经济情绪。在大选之前，部分激进改革措施可能会暂时停滞，例如针对南非议会宪法审议委员会做出的修改宪法以明确无偿征收土地政策合法性的建议，非国大（ANC）表示在 2019 年全国大选前不会启动修宪。这有利于保持

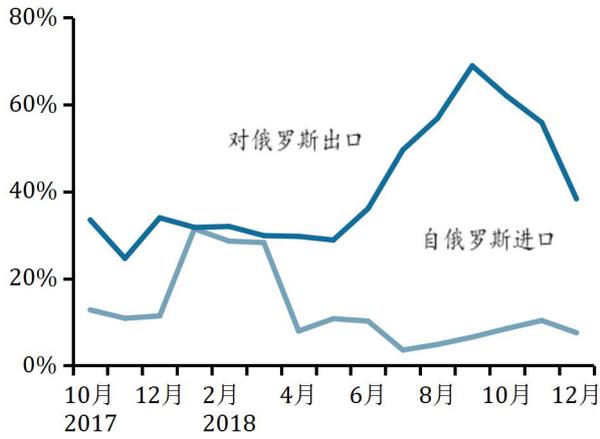
南非经济的稳定。拉马福萨能否赢得选举事关其改革措施能否继续推行，这对南非经济也有重要影响。由于兰特贬值和油价上升推动通货膨胀上升，南非央行在 2018 年 11 月将基准利率从 6.5% 上调至 6.75%，为 2016 年一季度以来首次加息。由于通货膨胀处于上升通道，南非货币政策总体仍将偏向紧缩。**2019 年 1 季度南非预计经济增长 1.0%，全年经济增长 1.5%。**

二、金砖国家与中国贸易保持稳步增长

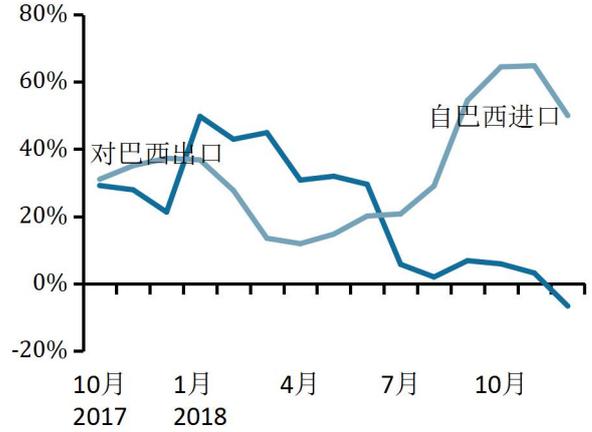
中国与金砖国家贸易出现走弱迹象

中国与金砖国家贸易出现走弱迹象。中国对金砖国家出口呈现走弱迹象。2018 年 10 月中国对印度和巴西出口同比增速均超过 20%，对俄罗斯和南非出口同比增速也在 16.0% 和 8.7%。但 11 月和 12 月，中国对巴西和南非出口同比增速都转为负值，12 月对印度出口同比增速也转为负值，只有对俄罗斯出口同比增速仍保持在正增长。与 2018 年三季度比，四季度中国对印度和南非出口同比增速均有所下降。中国自金砖国家进口也表现出类似特征。2018 年四季度，中国自印度进口同比增速从 10 月的 31.6% 下降至 11 月和 12 月的 4.0% 左右，自南非进口同比增速则从 10 月的 15.3% 下降至负增长。不过自巴西和俄罗斯进口同比增速仍保持在较高水平，2018 年 12 月，中国自上述两国的进口同比增速仍保持在 41.8% 和 28.6%。2018 年 10 月中国与金砖国家贸易的快速增长使得中国与金砖国家贸易规模占中国总贸易规模的比例上升至 8.1%，但 11 月降至 7.5%，12 月重新升至 7.9%。由于自金砖国家进口增速远高于出口增速，中国对金砖国家贸易逆差呈现扩大趋势。

图表 20 中国与金砖国家贸易情况



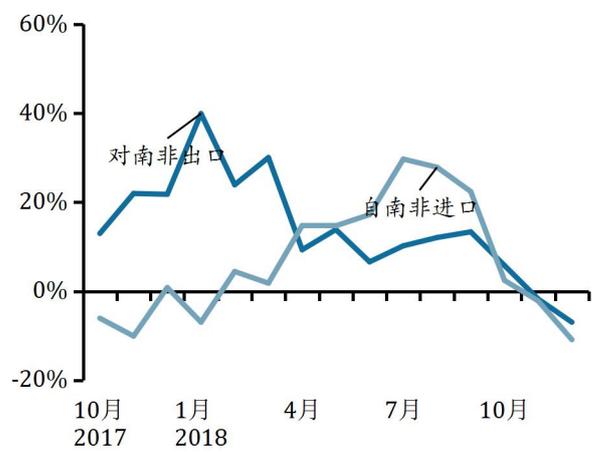
数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室



数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室



数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室



数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室

注: 对进出口同比增长率进行了三月移动平均处理以减轻其波动性。

图表 21 金砖国家数据概览

实际 GDP 增速						
	(季度同比, %)			(年度同比, %)		
	2018Q3	2018Q4E	2018Q1F	2017	2018E	2019F
俄罗斯	1.5	2.2	1.7	1.5	1.6	1.5
巴西	1.3	1.6	1.7	1.0	1.3	2.3
印度	7.1	7.3	7.0	6.5	7.5	7.4
南非	1.1	1.3	1.0	1.3	0.9	1.5

汇率			制造业 PMI				
	(名义汇率, perUSD)						
	2018M10	2018M11	2018M12	2018M10	2018M11	2018M12	
俄罗斯	65.890	66.240	67.310	51.3	52.6	51.7	
巴西	3.761	3.786	3.883	51.1	52.7	52.6	
印度	73.561	71.738	70.833	53.1	54.0	53.2	
南非	14.487	14.090	14.257	46.9	48.2	49.0	

中国出口			中国进口			
	(同比增速, %)			(同比增速, %)		
	2018M10	2018M11	2018M12	2018M10	2018M11	2018M12
俄罗斯	16.0	2.9	12.2	91.0	48.1	28.6
巴西	22.8	-8.7	-4.6	94.4	58.2	41.8
印度	24.2	0.1	-1.9	31.6	4.1	4.2
南非	8.7	-2.7	-11.2	15.3	-11.7	-10.0

数据来源: Wind, CEIC。

中国经济:中央经济工作会议布局 2019

2018年12月19-21日,中央经济工作会议在北京召开。会议通稿充分肯定了过去一年中国经济发展取得的成绩,同时也强调要看到经济运行稳中有变、变中有忧,外部环境复杂严峻,经济面临下行压力。会议延续2018年7月31日国务院常务会议提出的“六稳”提法,指出应该“创新和完善宏观调控,统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作,保持经济运行在合理区间,进一步稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期,提振市场信心”。在2019年经济面临下行压力的背景下,经济工作思路以稳为主。本文试图对本次经济工作会议内容进行8个方面的解读。

一、财政政策强调积极、强调加力提效,2019年预算赤字率将逼近3%

2019年财政政策加力

通稿指出,“积极的财政政策要加力提效,实施更大规模的减税降费,较大幅度增加地方政府专项债券规模”。回顾2018年3月的政府工作报告,其对财政政策的表述是“聚力增效”。聚力增效的背景,是2018年相对于2017年的赤字规模保持不变,维持在2.38万亿,但同时,赤字率有所下降,即从2017年的3%降至2.6%。聚力增效是指削减不必要支出,集中财力、使相同财力发挥更大作用。而本次“加力提效”的表述,结合“更大规模减税降费”、“较大幅度增加地方政府专项债券规模”,总体上将配合以更高的赤字率。

2019年赤字率可能逼近3%,甚至有所突破

考虑到2017年预算赤字率已经触碰到3%,在最近关于3%红线的激烈争论氛围当中,最终可能以两种形式逼近或突破3%:一种情况,预算赤字率谨慎的逼近3%,例如2.8%的水平,但是后续决算的赤字率仍有做大空间。另一种情况是,在预算赤字率之外的地方政府专项债方面加大力度。由于地方政府专项债只是由财政部代发,因此并不计入中央政府的赤字率当中,不过从广义口径上来看,这仍然意味着财政赤字的较大幅度提升。

目前财政扩张面临传导机制不畅的困境

财政政策扩张的两种思路

2019 年地方专项债发行可能破 2 万亿

在经济下行压力背景下，货币政策将有适应性宽松

货币政策更重要的任务是改善传导机制

二、2019 年地方政府专项债发行增量可能突破 2 万亿

目前财政扩张面临的困境是，中央、地方之间的传导机制不畅通。项目组在地方调研发现，个别地方甚至存在“中央踩油门、省里挂空挡、地方踩刹车”的情况。这一方面和地方官员不作为有关，另一方面，也和政策预期混乱、担忧有关。

结合经济下行压力的背景，财政政策可能有两种思路：一种思路是中央财政将更加积极，另一种思路是给地方政府堵上隐性后门的同时、把明面上的前门开得更大一些，减少地方政府的后顾之忧。对第二种思路，可以注意通稿中提到，“较大幅度增加地方政府专项债券规模”。

接下来的问题是，专项债的“较大幅度增加”到底是多大幅度？可以看一组数据，2017 年 8000 亿，2018 年 13500 亿，2018 年较 2017 年增 5500 亿。可见，即使按照 2018 年的增幅，2019 年的专项债发行也将达到 1.85 万亿。考虑到“较大幅度增加”，那么，2019 年地方政府专项债发行破 2 万亿的可能性较大。这时候，想做事的地方政府，应该已经摩拳擦掌、开始准备发债了。

三、货币政策的主要任务，体现在“稳健”、“保持”、“改善”

通稿提到，“稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕，改善货币政策传导机制”。由于 2019 年经济面临一定的下行压力，在此背景下，松紧适度的货币政策，意味着要和下行压力的背景相适应。因此可以看到货币政策在一定程度上的灵活调整，但是这并不意味着货币政策将全面走向宽松。这是由两方面的考虑决定的：其一，当前货币政策面临的主要问题，并不是流动性不足，而是货币政策的传导机制不畅。其二，在没有解决传导机制障碍的前提下，一旦货币政策全面宽松，则房地产市场的调控压力将再次上升，使宏观政策再次陷入困境。

从货币政策传导机制来看，目前金融市场的主要问题是“宽货币、紧信用”。银行手里的流动性比较充裕，但是不愿意、或者无法将这些流动性转化为对企业、非金融机构的贷款。所以银行更多购买了像国债这样的无风险资产，这导致无风险资产（国债）、有风险资产（企业债）收

益率利差的持续扩大。可见，当前货币政策的主要任务，并不是增加流动性，而是“保持”流动性的合理充裕，同时“改善”货币政策传导机制，打通从货币到信用的传导机制。

四、WTO 多边贸易规则改革、中美贸易协商等，在经济工作会议通稿中多有体现

竞争中性内容在报告中多有体现

例如，竞争中性、知识产权保护、国际规则、国内大市场的培育等等。这里略讲几点重要的内容。首先，关于“竞争”政策，通稿中有 3 处、5 次提到了竞争中性相关内容，其国企改革部分提到了两次。官方第一次提到“竞争中性”，是易纲行长在今年 IMF 的印尼央行会议上，此后激起了各方的讨论和关注。而这次通稿中，没有完整的、专门的阐述“竞争中性”，但是实际上竞争中性的内核，已经分解、体现在了结构性政策、供给侧改革、国企改革等方面。

例如，“强化竞争政策的基础性地位，创造公平竞争的制度环境，鼓励中小企业加快成长”（结构性政策部分），“加快建设统一开放、竞争有序的现代市场体系”（供给侧改革部分），“要加快国资国企改革，坚持政企分开、政资分开和公平竞争原则”（国企改革部分）。这些都是对国际多边贸易体系改革、中美贸易冲突的一个反馈和体现。

五、供给侧改革和去杠杆攻坚战，两大表述都有进一步完善

对外开放更强调制度型开放，而不仅是扩大进口

供给侧改革的新表述，对去产能强调“巩固”成果，因为去产能已经基本上实现目标（实际上，2016 年、2017 年已经基本实现了 3 年目标）。新表述中，供给侧改革的“三去一降一补”，重点主要强调“降成本、补短板”，这和当前宏观经济政策的方向一致。

去杠杆新表述强调
稳妥、有序、适度

去杠杆部分，通稿强调“结构性去杠杆”，而且在去杠杆过程中，要防范金融市场出现异常波动和共振。也就是说，去杠杆是为了防风险，但是去杠杆过程中本身也要防范加大风险、触发风险。同时，通稿还强调，去杠杆过程要“稳妥、有序、适度”。这些都表明，监管层的政策对金融市场怀有了更多的敬畏之心，意识到要避免监管政策本身带来金融市场大幅震荡。

六、创新政策方面，强调共性技术研发平台、强调制造业和现代服务业的深度融合。相应地，国家开始着力关注提供“新型基础设施”

创新政策重点有所
调整

强调共性技术研发平台，是向美国等发达国家学习，向通用技术、共性技术研发平台提供支持。一方面，这种创新支持政策是符合国际规则的，另一方面，中国发展到现阶段，也迫切需要政府在这方面提供支持。

在此背景下，国家将抓紧布局国家实验室、重组国家重点实验室体系，而且强调企业为主本的产学研一体化创新机制。对于很多科技领先企业来说，这也是一轮政策机遇，要好好抓住。

保持产业优势的两
大应对之策

此外，目前中国面临部分产业外移、流失到其他发展中国家的问题。要保持中国的产业优势，在通稿中至少看到两个应对之策，一个是“推动先进制造业和现代服务业深度融合”，这方面已经有很多成功的例子，例如无人机、AI 在制造业中的应用等等。未来，制造业和服务业的界限将越来越模糊，这是中国应对产业转移、巩固产业优势的重要政策方向。这方面的例子很多，比如某著名机械企业，已经开始靠售后维修作为重要的营收来源，逐渐从制造机器的企业、向提供售后、维修服务转型。而这种转型的基础，也是基于互联网和信息技术。

第二个应对之策，就是“提升产业链水平，注重利用技术创新和规模效应形成新的竞争优势，培育和发展新的产业集群。”产业链和配套体系完善，这是中国制造业最大的优势。在中美贸易冲突、部分传统

制造业外移的情况下，通稿再次强调产业链，也具有重要意义。

七、农业政策方面，在十九大报告的基础上，国家粮食安全的理念发生重要转变

国家粮食安全理念正发生重要转变

传统上，我们国家的粮食安排理念是，“手里有粮，心里不慌”。十九大报告当中提到，“构建现代农业产业体系、生产体系、经营体系”，这次通稿中进一步提到“推动藏粮于地、藏粮于技”。这表明，关于粮食安全、农业补贴的政策方向进一步明确。我们将会看到，政策方向是减少对农产品收购、粮食储备的补贴，但是增加对农业生产技术、农业生产过程的补贴和支持。

八、关于房地产的相关政策。

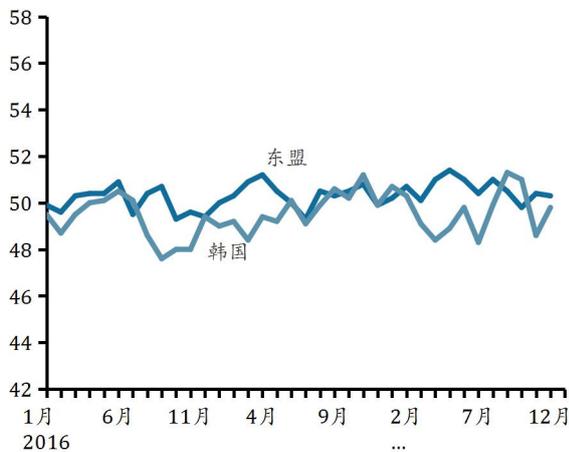
房地产市场的民生工作定位进一步明确

注意到，2017年中央经济工作会议的通稿中，房地产政策是作为一个单独分类来谈的，排在民生问题之后，列为第七点工作重点。而2018年中央经济工作会议中，通稿给予房地产政策的定位，不是作为经济支柱，也不是作为宏观经济调控的政策，而是放在民生部分当中。这种分类体现了决策者对房地产市场的民生定位，房地产政策更多是从民生工作的内容来考虑。这意味着，将房地产行业作为刺激对象、大幅松动相关政策的可能性较小。另外通稿也没提及房产税。

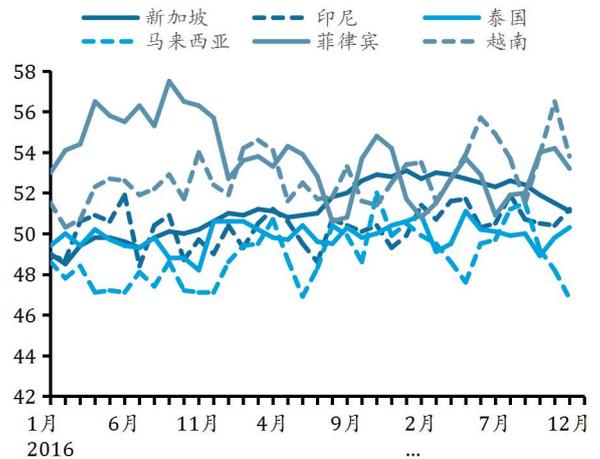
东盟韩国：经济下行态势确立，贸易摩擦影响不一

东盟经济和韩国经济总体继续下行。2018 年第 4 季度东盟制造业 PMI 平均为 50.2，较上季的 50.6 继续回落，接近荣枯线。东盟六国中，第 4 季度泰国和马来西亚已经跌落荣枯线，而第 3 季度时所有六国的 PMI 还均在荣枯线之上。印尼和新加坡的 PMI 较上季度有所下降，分别为 50.7 和 51.5；菲律宾和越南 PMI 则上升，分别为 53.8 和 54.7。第 4 季度，韩国 PMI 与上季基本持平，为 49.8，连续 3 个季度处于荣枯线下方。区内经济体受到贸易摩擦影响较为明显，但影响效果不一，马来西亚、新加坡和韩国的贸易出现较为明显的波动，影响主要为负面，但越南则因承接了更多贸易转移的投资而获得正面影响。域内前沿国家新加坡和韩国经济出现超出预期的经济放缓，提示 2019 年全球经济下行风险可能加剧。主要东盟国家和韩国的货币在第 4 季度对美元较上季度保持相对稳定，结束了上季度因美联储加息和新兴市场货币贬值潮带来的集体贬值。

图表 22 东盟六国与韩国的制造业 PMI

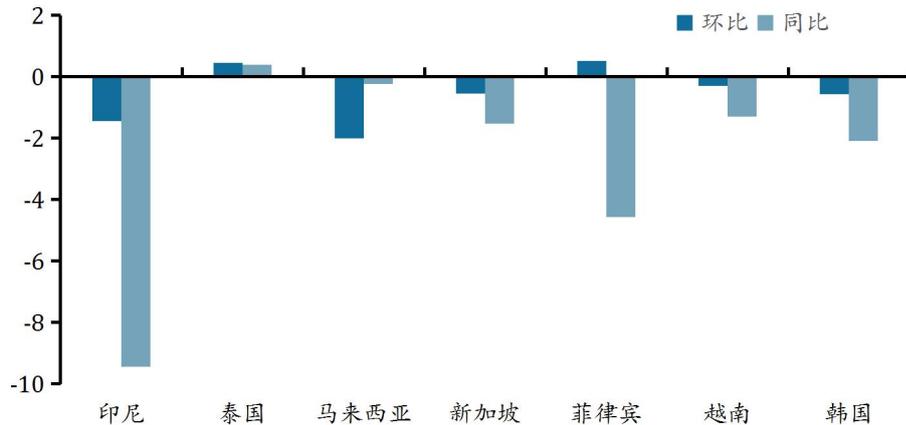


数据来源：Markit，世界经济预测与政策模拟实验室



数据来源：Markit，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 23 东盟六国与韩国货币第 4 季度对美元走势



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

一、印度尼西亚经济

印度尼西亚经济近期处于景气调整状态。

印度尼西亚经济近期处于景气调整状态。第 4 季度，制造业 PMI 均值为 50.7，低于上季度的 51.0；消费者信心指数均值为 123.0，与上季度基本持平。通货膨胀压力上升，CPI 同比均值 3.2%，环比均值 0.4%。印尼卢比对美元贬值，较上季度缓和，季平均环比贬值 1.4%，同比贬值 9.4%。

支出法分解来看，消费放缓，投资回升，出口大幅放缓。

支出法分解来看，消费放缓，投资回升，出口大幅放缓。第 4 季度消费放缓。消费者信心中现期收入指数季均值为 116.8，低于上季度的 121.9；耐用品购买指数季均值为 111.5，低于上季度的 116.1。近期数据显示投资回升。第 3 季度固定资本形成同比增速为 7.0%，高于第 2 季度的 5.9%。其中建筑投资同比增速 5.7%，高于第 2 季度，反映灾后重建机器设备投资同比增速 22.1%，高于第 2 季度。第 4 季度进口强于出口，月出口同比增速季均值为 0.5%，显著低于上季度的 8.9%；进口季均值为 17.8%，低于上季度的 23.5%。印尼呈现贸易逆差格局，11 月贸易逆差再度超过 20 亿美元，为五年最高，使得印尼卢比继续承压。

政策方面，印尼央行加息，与 EFTA 达成协议。

政策方面，印尼央行于 11 月 15 日加息 25 个基点，7 天回购利率达到 6%，至此，印尼央行在 2018 年加息 175 个基点。加息的主要目的在于抑制印尼卢比贬值和应对资本外流。12 月 17 日，印尼与欧洲自由

贸易联盟（EFTA）签署全面经济伙伴协议，双方在贸易和投资领域达成更广泛的市场准入。

预计印尼 2019 年的经济增速为 5.1%。

印尼经济 2019 年第 1 季度经济预计将保持相对稳定，GDP 同比增速预计为 5.1%。消费者信心稳中有降；PMI 显示商业信心仍然景气，但 12 月发生的海啸靠近印尼首都，预计对经济增长产生不利影响；出口改善有限，卢比将继续承压。预计印尼 2019 年的经济增速为 5.1%，低于 2018 年的 5.2%。

二、泰国经济

泰国经济近期处于景气下行状态。

泰国经济近期处于景气下行状态。第 4 季度，制造业 PMI 均值为 49.7，跌落荣枯线，低于上季度的 50.0；消费者信心指数均值为 35.8，低于上季度的 37.6。工业生产指数季同比增速为 3.4%，高于上季度的 1.0%。就业形势总体向好，失业率 1.0%。通货膨胀放缓，CPI 同比均值 0.8%，环比均值-0.8%。泰铢本季对美元保持基本稳定，季平均环比升值 0.4%，同比升值 0.3%。

支出法分解来看，消费和投资回升，出口也有好转。

支出法分解来看，消费和投资第 4 季度可能趋弱，出口回升。近期数据显示消费回升。第 3 季度私人消费支出同比增速为 5.0%，高于上季度的 4.6%。近期数据显示投资回升。第 3 季度固定资本形成总额同比增速为 3.9%，高于上季度的 3.7%。但第 4 季度消费者信心和商业信心下降。因此，消费和投资可能趋弱。第 4 季度出口增速好转，出口月同比增速季平均为 3.9%，高于上季度的 3.3%。进口增速下降，同比增速为 12.9%，低于上季度的 14.4%。

政策方面，泰国央行时隔七年首次加息。

政策方面，泰国央行时隔七年首次加息，将基准利率从 1.5% 提升至 1.75%。加息是对此前长期宽松政策的调整，也考虑了国内家庭债务高企的金融稳定需求。

预计泰国 2019 年的经济增速为 3.9%。

泰国经济 2019 年第 1 季度经济增长预计将有所放缓，GDP 同比增速预计为 3.5%。私人消费和消费者信心都已触顶回落；PMI 显示商业信心回落，预计对经济增长产生不利影响；出口改善有限，工业生产活动预计 2019 年有所减慢。预计泰国 2019 年的经济增速为 3.9%，低于 2018 年的 4.1%。

三、马来西亚经济

马来西亚经济近期处于景气下行状态。

马来西亚经济近期处于景气调整状态。第 4 季度，制造业 PMI 均值为 48.1，跌落荣枯线，低于上季度的 50.8。10 月工业生产指数同比增速为 4.2%，高于上季度的 2.4%。就业形势稳定，7 月失业率为 3.3%，低于上季度的 3.4%。通货膨胀压力较小，CPI 同比均值 0.4%，环比均值 0.2%。马来西亚林吉特对美元贬值幅度可控，季度平均环比贬值 2.0%，同比贬值 0.2%。

支出法分解来看，消费、投资和出口均好转。

支出法分解来看，消费、投资和出口在近期出现回升。近期数据显示消费回升。第 3 季度的私人消费支出同比增速为 9.0%，高于上季度的 8.0%。近期数据显示投资回升。第 3 季度私人投资同比增速为 6.9%，高于上季度的 6.1%，10 月的商业景气领先指数为 119.3，高于上季度的 118.5。第 3 季度出口对经济增长的贡献为负，但第 4 季度出口走强。10 月出口同比增速为 17.7%，高于上季度的 5.3%；进口同比增速为 11.4%，高于上季度的 6.3%。

政策方面，央行维持基准利率不变，中期审查未来增长被下调。

政策方面，马来西亚央行在 11 月 8 日召开的年终货币政策会议中将基准利率维持在 3.25% 不变。同期，马来西亚政府对第 11 个马来西亚五年计划中期审查调降了 2019-2020 年的经济增长预期，从 5-6% 调降至 4.5%-5.5%，调降反映出取消或推迟高铁建设项目导致的公共部门投资下降。

预计马来西亚 2019 年的经济增速为 4.5%

马来西亚 2019 年第 1 季度经济增长预计将有所放缓，GDP 同比增速预计为 4.7%。2019 年，马来西亚经济主要受到国内私人消费的带动，外需对经济增长的贡献因中美贸易摩擦而不明确，这也会影响制造业产出和投资的前景，政府取消或推迟的基建项目也将对增长产生不利

影响。预计马来西亚 2019 年的经济增速为 4.5%，低于 2018 年的 4.7%。

四、新加坡经济

新加坡经济近期处于景气调整状态。

新加坡经济近期处于景气调整状态。第 4 季度，制造业 PMI 均值为 51.5，低于上季度的 52.4。制造业生产指数同比季均值为 6.6%，高于上季度的 3.6%。2019 年 1 月 2 日新加坡第 4 季度 GDP 预测数据显示 GDP 同比增速放缓至 2.2%，全年增速 3.3%。通货膨胀压力较小，CPI 同比均值 0.5%，环比均值-0.1%。新加坡元对美元贬值，季平均环比贬值 0.5%，同比贬值 1.5%。

支出法分解来看，消费放缓，投资和出口回升。

支出法分解来看，消费放缓，投资回升，出口回升。近期数据显示消费放缓。第 3 季度私人消费同比增速为 3.4%，低于上季度的 3.7%。近期数据显示投资回升。第 3 季度投资同比增速为 3.3%，高于上季度的-0.9%。但经济综合领先指数下降，第 2 季度为 112.1，低于上季度的 112.5。出口回升，第 4 季度月出口同比增速均值为 7.0%，高于上季度的 4.8%；进口增速为 6.0%，高于上季度的 5.9%。

政策方面央行继续紧缩政策，新加坡进一步开展在金融服务领域的国际合作。

政策方面，新加坡金融管理局于 10 月 12 日发布政策声明，略微增加新加坡元名义有效汇率政策区间斜率，为 2018 年第二次收紧货币政策，政策收紧的理由是经济稳步增长及通胀加速。新加坡与巴林于 11 月 13 日签署金融科技（Fintech）协议，显示出金融服务业成为新加坡发展外向型经济的新的抓手。

预计新加坡 2019 年的经济增速为 2.9%。

新加坡 2019 年第 1 季度经济增长预计保持在现有水平，GDP 同比增速预计为 2.2%。2018 年下半年，新加坡经济增长的放缓速度略超预期，这可能释放出一个信号，即本轮全球周期性经济放缓的强度高于预期。2019 年，受到中美贸易摩擦不确定性仍存以及全球消费电子产品有较大可能性保持低迷的影响，新加坡经济增长低位运行。预计新加坡 2019 年的经济增速为 2.9%，低于 2018 年的 3.3%。

五、菲律宾经济

菲律宾经济近期处于景气上升状态。

菲律宾经济近期处于景气调整状态。第4季度，制造业 PMI 均值为 53.8，高于上季度的 51.6；消费者信心指数（下一季）为 42.3，低于上季度的 45.7。工业生产指数同比增速均值为 3.3%，低于上季度的 9.8%。通货膨胀压力下降，CPI 同比均值 5.9%，季调环比均值-0.1%。菲律宾比索对美元走势平稳，季平均环比升值 0.5%，同比贬值 4.6%。

支出法分解来看，消费放缓，投资回升，进口强于出口。

支出法分解来看，消费放缓，投资强劲，进口强于出口。第4季度消费放缓，消费者展望指数显示，经济状况和家庭财务状况下行。近期数据显示投资强劲。第3季度固定资本形成同比增速为 16.5%，低于第2季度的 21.2%，其中建设投资同比增速 14.8%，高于第2季度的 13.6%。第4季度进口强于出口。10月出口同比增速为 3.3%，高于第3季度的 1.5%；10月进口同比增速为 21.4%，高于第3季度的 22.9%。这一贸易收支情况导致菲律宾比索承受贬值压力。

政策方面，央行继续紧缩货币政策。

政策方面，受到高通货膨胀及贸易赤字带来贬值压力的影响，菲律宾央行保持货币紧缩政策，11月15日基准利率被提高 25 个基点至 4.75%，至此菲律宾央行 2018 年内加息五次。为了应对国内高通胀，政府还采取了放松大米进口限制和推迟进口燃料消费税增加的举措。

预计菲律宾 2019 年的经济增速为 6.3%

菲律宾 2019 年第 1 季度经济增长预计保持在现有水平，GDP 同比增速预计为 6.3%。2019 年，菲律宾经济增长前景仍主要受到通货膨胀高企的影响，燃料消费税和酒税的增加将使得 2019 年通胀维持在较高水平，这将继续抑制国内私人消费需求。与此同时，政府消费和投资预计仍将处于较高水平，促进经济增长。出口的贡献可能进一步下降，进口仍然强劲，这将使得侨汇越来越无法弥补贸易项下的赤字，菲律宾比索承压。预计菲律宾 2019 年的经济增速为 6.3%，大致与 2018 年持平。

六、越南经济

越南经济近期处于景气上升状态。

越南经济近期处于景气上升状态。第4季度，制造业 PMI 均值为 54.7，高于上个季度的 53.4。工业生产指数同比增速均值为 9.6%，低于上季度的 12.3%。第4季度 GDP 同比增速达 7.1%，高于上季度的 6.8%。通货膨胀压力下降，CPI 同比均值 3.4%，环比均值为-0.1。越南盾对美元轻度贬值，季平均环比贬值 0.3%，同比贬值 1.3%。

支出法分解来看，消费稳健，投资强劲，出口放缓。

支出法分解来看，消费稳健，投资强劲，出口放缓。第4季度消费稳健。11月零售销售累计同比增幅 11.5%，是 2018 年最高。第4季度投资强劲。第4季度国内投资月同比均值为 15.9%，高于上季度的 15.0%。第4季度出口放缓。出口月同比平均增速为 5.8%，低于上季度的 8.9%；进口同比增速为 11.4%，低于上季度的 14.8%。

政策方面，越南批准了 CPTPP。

政策方面，越南 11 月 12 日批准了全面与进步跨太平洋伙伴关系协定（CPTPP），CPTPP 于 12 月 30 日正式生效，2019 年 CPTPP 成员国间将按计划削减关税，并致力于协定内容和成员国的扩容。

预计 2019 年越南经济增速为 6.8%。

越南 2018 年经济增速达到 7.1%，是全球危机以来的最高增速。越南增速并未受到全球经济放缓和中美贸易摩擦的负面影响，逆市上升，其主要原因在于越南承接了中国劳动力密集产品生产的更多份额，中美贸易摩擦加快了这一转移步伐。这使得越南的投资和经济景气程度保持高位。预计 2019 年，越南经济仍将强劲增长，经济增速为 6.8%。

七、韩国

韩国经济近期处于景气下行状态。

韩国经济近期处于景气下行状态。第4季度，制造业 PMI 均值为 49.8，与上季度持平；消费者信心指数均值为 97.6，低于上季度的 100.1。失业率下降，季调月失业率均值为 3.9%，低于上季度的 4.0%。通货膨胀压力较小，CPI 同比均值 1.8%，环比均值-0.4%；核心 CPI 同比均值 1.3%，环比均值零增长。韩元对美元汇率贬值，季平均环比贬值 0.6%，同比贬值 2.1%。

支出法分解来看，
消费和投资放缓，
出口强劲。

支出法分解来看，消费平稳，投资放缓，出口强劲。第4季度消费保持平稳，收入预期下调但耐用品开支好转。预期家庭收入变化指数均值为98.0，低于上季度的99.3；消费者调查指数中的耐用品开支计划均值为95.5，高于上季度的94.3。近期数据显示投资放缓。第3季度固定资本形成同比增速为-6.7%，其中建筑投资同比增速-9.1%，设施投资同比增速-7.4%，均显著低于上季度。出口强劲，第4季度月出口同比增速均值为8.5%，高于上季度的2.2%。进口同比增速均值为13.5%，高于上季度的8.1%。

政策方面，央行加息。

政策方面，韩国央行于11月30日加息25个基点至1.75%，是继2017年11月之后的再次加息，反映出央行对家庭负债、美联储加息带来的韩美利差扩大的应对。

预计韩国2019年
经济增速为2.6%。

韩国经济增长预计在2019年仍将承受较大压力。文在寅政府实施长期结构性改革和自由市场的主张在短期内遇到一定的挫折，韩国2018年下半年经济增长不理想，特别是投资出现了负增长。第3季度经济增长率更是创下近年新低，近期景气指数表现也不佳，韩国作为区内前沿国家，这一变化可能预示着全球经济在2019年将更快步入下行周期。为此，政府正在出台相应的供给侧短期刺激政策，包括为投资新设备和技术的企业提供融资等，其效果有待进一步观察。私人部门消费因家庭去杠杆正部分失去动力。外需部门在2019年因中美贸易摩擦面临不确定性。预计韩国2019年经济增速为2.6%，低于2018年的2.7%。

图表 24 东盟六国与韩国宏观经济数据概览

宏观经济核心指标	2017		2018				2019	
	Q3	Q4	Q1	Q2F	Q3	Q4F ¹	Q1F ²	全年 F ²
印度尼西亚								
实际 GDP 同比增速 (%)	5.1	5.2	5.1	5.3	5.2	5.2	5.1	5.1
制造业 PMI	49.9	49.9	50.7	51.2	51.0	50.7		
消费者信心指数	123.0	123.1	123.4	125.1	122.9	123.0		
失业率 (%，半年)			5.1		5.3			
出口总额 ³ 同比增速 (%)	25.3	13.6	8.9	11.3	8.9	0.7		
进口总额 ³ 同比增速 (%)	25.4	20.4	20.5	25.4	23.5	17.9		
CPI 同比增速 (%)	3.8	3.5	3.3	3.3	3.1	3.2		
CPI 环比增速 (%)	0.1	0.3	0.3	0.3	0.0	0.4		
美元兑印尼卢比同比增速 (%)	1.5	2.2	1.7	4.8	9.5	9.4		
美元兑印尼卢比环比增速 (%)	0.1	1.5	0.3	2.8	4.7	1.4		
泰国								
实际 GDP 同比增速 (%)	4.3	4.0	4.9	4.6	3.4	3.6	3.5	3.9
制造业 PMI	49.8	50.1	50.2	50.3	50.0	49.7		
消费者信心指数	38.8	40.1	40.4	37.8	37.6	35.8		
工业生产指数同比增速 (%)	5.0	4.4	4.2	3.7	1.0	3.4		
失业率	1.2	1.1	1.2	1.1	1.0	1.0		
出口总额 ³ 同比增速 (%)	12.3	11.5	11.7	10.7	3.3	3.9		
进口总额 ³ 同比增速 (%)	13.9	14.1	17.2	14.6	14.4	12.9		
CPI 同比增速 (%)	0.5	0.9	0.6	1.3	1.5	0.8		
CPI 环比增速 (%)	0.6	0.2	-0.3	0.9	0.5	-0.8		
美元兑泰铢同比增速 (%)	-4.2	-6.9	-10.2	-6.8	-1.2	-0.4		
美元兑泰铢环比增速 (%)	-2.7	-1.3	-4.3	1.3	3.2	-0.5		
马来西亚								
实际 GDP 同比增速 (%)	6.2	5.9	5.4	4.5	4.4	4.8	4.7	4.5
制造业 PMI	49.5	50.2	50.0	48.6	50.8	48.1		
工业生产指数同比增速 (%)	5.9	3.5	3.9	2.9	2.4	4.2		
失业率 (%)	3.4	3.3	3.3	3.3	3.4	3.3		
出口总额 ³ 同比增速 (%)	22.2	12.4	5.8	8.4	5.2	9.6		
进口总额 ³ 同比增速 (%)	19.7	14.6	-0.2	8.9	6.2	8.2		
CPI 同比增速 (%)	3.6	3.5	1.8	1.3	0.5	0.4		
CPI 环比增速 (%)	0.4	0.2	0.0	-0.3	0.3	0.2		
美元兑林吉特同比增速 (%)	5.3	-3.8	-11.8	-8.8	-4.1	0.2		
美元兑林吉特环比增速 (%)	-1.6	-2.4	-5.7	0.6	3.6	2.0		
新加坡								
实际 GDP 同比增速 (%)	5.5	3.6	4.6	4.1	2.2	2.2	2.2	2.9
制造业 PMI	51.6	52.8	52.9	52.7	52.4	51.5		
制造业生产指数同比增速 (%)	19.5	6.3	10.5	11.0	3.8	6.6		
季调失业率 (%)	2.1	2.1	2.0	2.0	2.1	0.0		

出口总额 ³ 同比增速 (%)	5.2	5.5	2.1	4.1	4.8	7.0		
进口总额 ³ 同比增速 (%)	7.9	7.4	1.4	3.8	5.9	6.0		
CPI 同比增速 (%)	0.4	0.5	0.2	0.3	0.7	0.5		
CPI 环比增速 (%)	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	-0.1		
美元兑新加坡元同比增速 (%)	0.6	-3.9	-6.9	-4.2	0.5	1.5		
美元兑新加坡元环比增速 (%)	-2.2	-0.5	-2.6	1.1	2.6	0.5		
菲律宾								
实际 GDP 同比增速 (%)	7.2	6.5	6.6	6.2	6.1	6.2	6.3	6.3
制造业 PMI	51.4	54.2	51.3	53.1	51.6	53.8		
工业生产指数同比增速 (%)	-4.1	-7.9	12.4	16.1	9.8	3.5		
消费者信心指数, 下季	28.1	34.9	37.1	36.3	45.7	42.3		
失业率 (%)	5.0	5.3	5.5	5.4	5.1			
出口总额 ³ 同比增速 (%)	17.4	7.5	-5.4	-1.3	1.5	3.3		
进口总额 ³ 同比增速 (%)	8.7	19.0	7.2	20.0	22.9	21.4		
CPI 同比增速 (%)	2.7	3.0	3.8	4.8	6.3	5.9		
CPI 环比增速 (%)	0.3	0.4	0.7	0.4	0.7	-0.1		
美元兑菲律宾比索同比增速 (%)	8.0	3.7	2.9	5.2	5.3	4.6		
美元兑菲律宾比索环比增速 (%)	2.0	0.2	1.0	1.9	2.1	-0.5		
越南								
实际 GDP 同比增速 (%)	6.4	6.8	7.4	6.7	6.8	7.1	7	6.8
制造业 PMI	52.3	51.8	52.8	54.1	53.4	54.7		
工业生产指数同比增速 (%)	9.9	15.1	12.5	9.6	12.3	9.6		
出口总额 ³ 同比增速 (%)	22.3	24.7	24.3	9.2	8.9	5.8		
进口总额 ³ 同比增速 (%)	21.3	16.4	15.8	5.7	14.8	11.4		
CPI 同比增速 (%)	3.1	2.7	2.8	3.8	4.1	3.4		
CPI 环比增速 (%)	0.5	0.3	0.3	0.4	0.3	-0.1		
美元兑越南盾同比增速 (%)	2.5	1.7	1.0	0.8	1.0	1.3		
美元兑越南盾环比增速 (%)	0.3	0.0	-0.1	0.5	0.5	0.3		
韩国								
实际 GDP 同比增速 (%)	3.8	2.8	2.8	2.8	2.0	3.0	2.8	2.6
制造业 PMI	49.9	50.4	50.0	49.0	49.8	49.8		
消费者信心指数	109.3	110.5	108.7	106.8	100.1	97.6		
失业率 (%)	3.6	3.7	3.7	3.8	4.0	3.8		
出口总额 ³ 同比增速 (%)	23.9	8.4	10.3	3.5	2.2	8.5		
进口总额 ³ 同比增速 (%)	18.0	11.5	14.1	13.0	8.1	13.5		
CPI 同比增速 (%)	2.2	1.4	1.1	1.5	1.6	1.8		
CPI 环比增速 (%)	0.3	-0.2	0.4	0.0	0.5	-0.4		
美元兑韩元同比增速 (%)	1.1	-4.7	-7.0	-4.4	-1.0	2.1		
美元兑韩元环比增速 (%)	0.2	-2.5	-2.9	0.7	3.9	0.6		

数据说明：¹GDP 增速为预测数或初值，汇率为季度日均值变动，其余为基于已公布月度数据的平均值。²预测数。³美元计价。

全球金融市场：避险情绪上升，全球股债分叉

2018年第4季度，全球金融市场的主要扰动来自发达经济体股市大跌，不少新兴经济体亦遭受波及。市场避险情绪上涨，带动全球长债收益率继3季度上升后普遍回落。全球外汇市场延续3季度稳定化趋势，美元温和见顶，阿根廷土耳其汇市也在两个季度大跌后稳定并反弹。全球货币市场流动性较为稳定，主要经济体货币政策符合预期。国内方面，外汇市场逆周期政策效果逐步凸显，市场主体结售汇意愿下降。人民币汇率呈现双边波动态势，预期未来短期资本外流有所下降。展望2019年，全球金融市场波动性预计将总体上升，美元指数受压制但下行空间有限，同时新兴市场风险相对收窄，总体上可能迎来一轮资金流入。

一、全球金融市场总体情况

股市风险凸显，避险情绪上升。

2018年第四季度全球金融市场的主要扰动来自发达经济体股市大跌，助长市场避险情绪，带动长债收益率继三季度上升后普遍回落。相比之下，汇市与货币市场总体波澜不惊。在持续两个季度的攀升或者高位波动后，发达经济体股市开始引领全球股市急速下挫，仅部分个体性风险占据主导的新兴经济体置身动荡之外。避险情绪下，全球长债利率普遍下行。全球外汇市场延续三季度稳定化趋势，美元温和见顶，土耳其阿根廷汇市也在两个季度大跌后稳定并反弹。全球货币市场流动性较为稳定，主要经济体货币政策符合预期。

全球金融市场风险明显上升。

全球金融市场风险明显上升。2018年第四季度全球金融市场风险再次攀升，重现了一季度的大幅波动。VIX指数从季初12的低位反弹，并在季末快速拉升，达到25.42。这反映进入四季度后，总体风险预期出现不断放大的态势。反映大型机构信用风险的TED利差进入四季度以来出现明显回升，从17个基点上升至超过40个基点。总体上，全球金融市场风险厌恶情绪加剧。

图表 25 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	96.5	94.98	1.6	标普 500	2689.44	2848.5	-5.58
欧元	1.14	1.16	-1.87	德国 DAX	11277.16	12411.11	-9.14
日元	112.74	111.47	-1.12	日经 225	21879.92	22674.85	-3.51
人民币	6.82	6.81	-1.6	上证综指	2615.33	2766.75	-5.47
雷亚尔	3.81	3.95	3.6	巴西 IBOVESPA	86202.8	77280.84	11.54

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	2.24	1.98	26.49	美国	3.04	2.92	11.73
欧元	-0.44	-0.42	-1.14	欧元	0.43	0.41	1.81
日本	-0.09	-0.07	-2	日本	0.11	0.09	1.26
中国	2.64	2.63	0.4	中国	3.42	3.57	-15.1
印度	6.41	6.30	11.28	巴西	10.22	11.66	-153.53

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，欧元兑美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。

图表 26 全球金融市场风险状况图



注：数据来自 Wind 数据库。阴影部分为 2018 年第 4 季度。

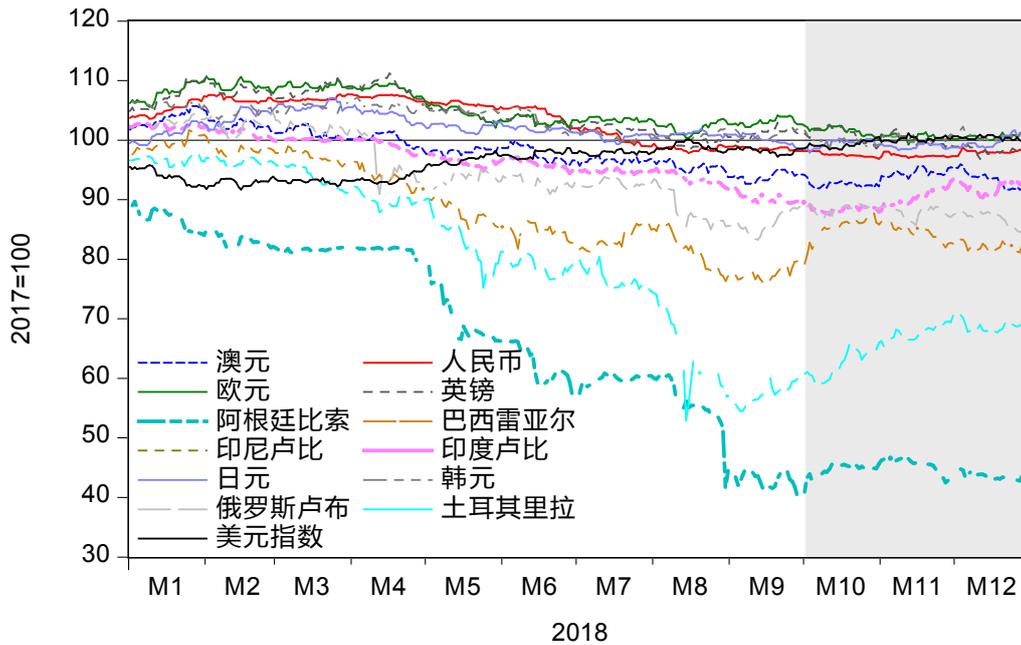
二、全球金融分市场运行态势

美元温和见顶，汇市进一步稳定。

2018 年第四季度全球外汇市场延续 3 季度态势不断趋于稳定。美元指数 4 季度温和见顶，11 月中升至 97.7 后转而缓速回落，季末回

落至 96 上方。其他主要发达经济体货币中，欧元和日元对美元相应都有所回升，澳元和瑞郎则在季中小幅回落。新兴经济体货币中，阿根廷和土耳其货币下跌已然得以扼制，特别是土耳其里拉明显反弹，收复前期约三分之一的下跌。其余主要新兴经济体货币均表现稳定。

图表 27 主要发达和新兴经济体汇率走势一览

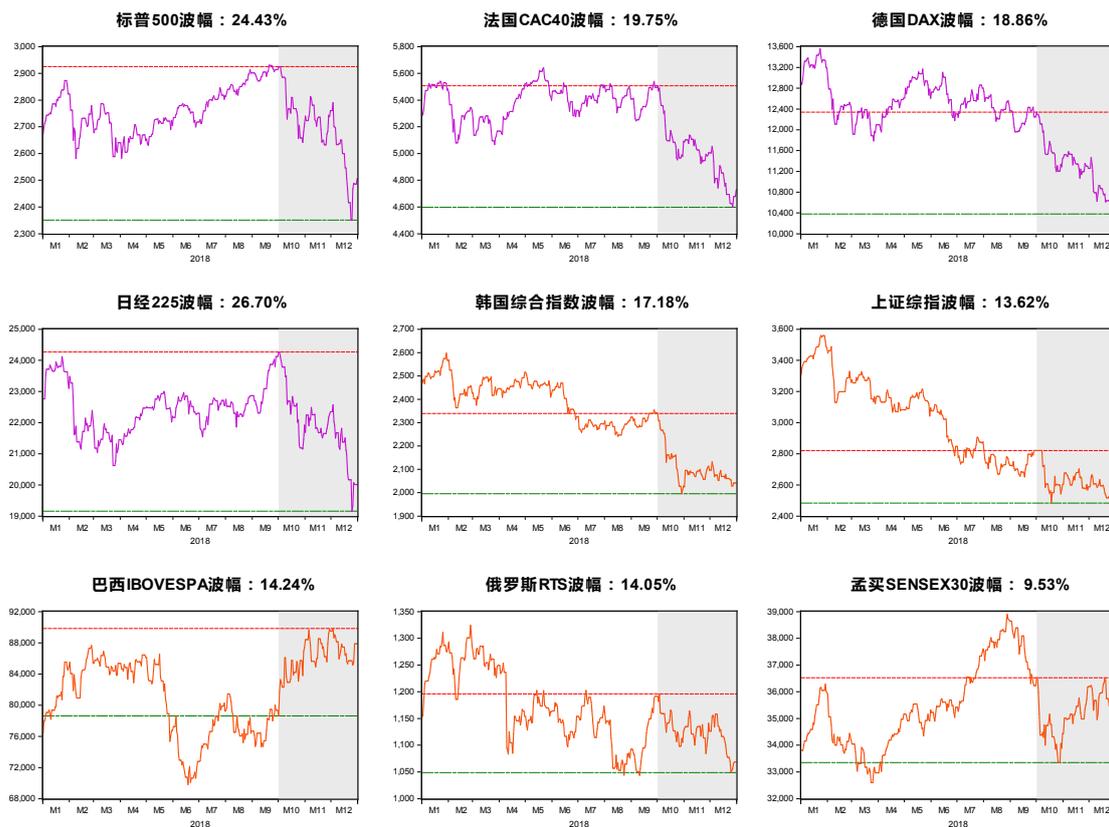


注：原始数据来自 Wind 数据库，经笔者计算。采用间接标价法，上升代表该货币升值。阴影部分代表第四季度。

发达经济体引领全球股市下挫。

发达经济体股市引领全球股市急速下挫，仅部分新兴经济体置身动荡之外。发达经济体中，美国股市在 2、3 季度持续上行后再次重挫，季末已回落至 2017 年初的水平。日本股市和欧洲股市相比美国股市，在 2018 年前 3 三个季度持续高位震荡，4 季度与美国股市一道急速下跌，季末回落至 2016 年 4 季度的水平。发达经济体股市波动影响了不少新兴经济体，韩国、中国、俄罗斯等国股市也出现大幅下跌，仅巴西、印度等新兴经济体股市相对独立于全球短期共同趋势，分别在 3 季度大跌后，在四季度明显反弹。

图表 28 主要发达与新兴经济体股市走势一览

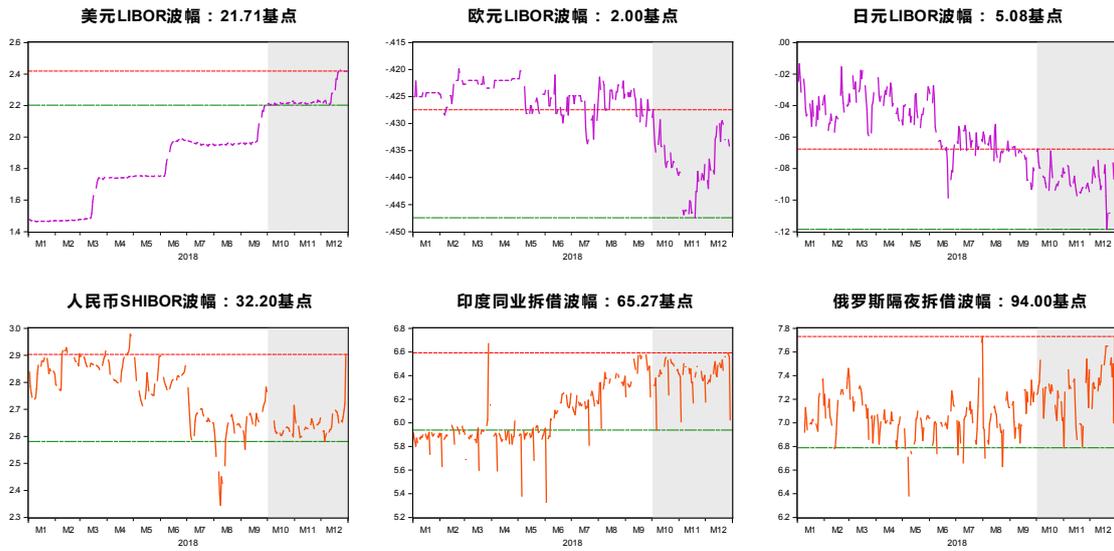


注：原始数据来自 Wind 数据库。季度波幅定义为季内最高值相对最低值的偏离百分比。各图中位置较高的红色虚线代表季内最高值，较低绿色虚线代表季内最低水平。阴影部分代表 2018 年第四季度。

全球货币市场流动性稳定，主要经济体货币政策符合预期

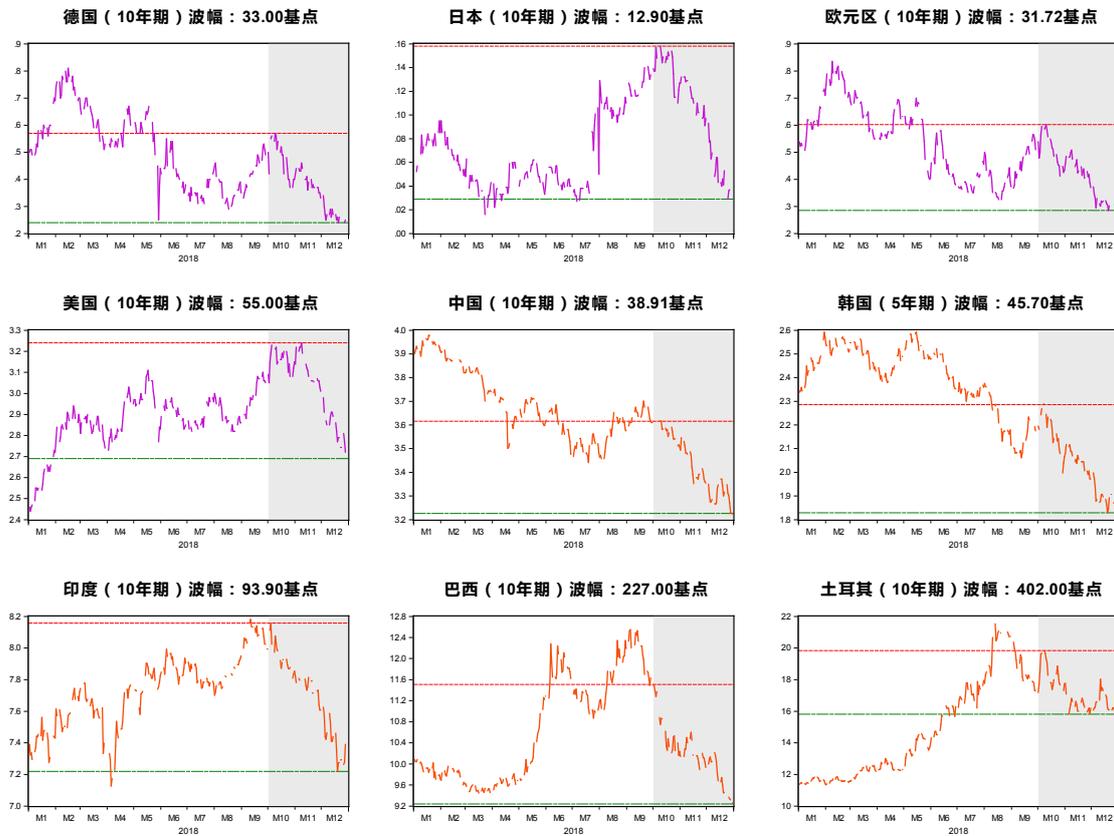
全球货币市场流动性较为稳定，主要经济体货币政策符合预期。4 季度美联储如市场预期启动了今年的第四次升息，将联邦基金利率目标上调至 2.25% 到 2.50%，美元 Libor 利率相应上行。欧央行 12 月议息会议虽然宣布年底结束购买新债，但重申将保持利率不变至少到 2019 年夏天。日本央行在 12 月会议上决定维持货币政策不变。其他发达经济体中，加拿大和瑞典在四季度升息 25 个基点，以应对国内通胀上升压力。新兴市场中，智利、捷克、南非、南非、俄罗斯、沙特、墨西哥等国央行在美国升息或者本国通胀考虑下均在四季度实施了 25 个基点的缓和升息。

图表 29 全球主要发达与新兴经济体货币市场走势一览



注：同上。

图表 30 全球主要发达与新兴经济体长期国债市场走势一览



注：同上。

避险情绪下，全球长期国债市场同步回落。

跨境资金流动总量同比增速下降，跨境资本维持小幅净流出压力。

人民币跨境资本流动比率继续扩大。

全球长期国债市场同步回落。伴随避险情绪的急剧上涨，在全球股市总体大跌的同时，全球长期国债市场收益率均出现显著回落，显示资金从风险资产转向安全资产，从发达经济体转向部分新兴经济体的态势。第4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55、31.7和12.9个基点。新兴经济体中，中韩等国四季度内的长期国债收益率跌幅紧跟美国，巴西、土耳其、印度等国在资金流入或者资本流出趋稳的背景下长期国债收益率下跌更为突出，4季度分别达227、402和93.9个基点。

三、跨境资本流动基本稳定，人民币汇率呈现双向波动

跨境资本流动总量同比增速下降，跨境资本维持小幅净流出。2018年10月至2018年11月，银行代客涉外收入与支出总额为1.16万亿美元，同比增长3.28%。其中，银行代客涉外收入为5661亿美元，同比上升1.43%，银行代客涉外支出为5957亿美元，同比上升5.1%，涉外收付款逆差为296亿美元，银行结售汇差额逆差为208亿美元，跨境资本维持上一季度出现的小幅净流出压力。从跨境资本流动的结构来看，银行代客涉外收付款的逆差主要由经常账户逆差主导，并伴随资本和金融账户顺差规模的小幅缩减。经常账户逆差主要来自货物贸易由顺转逆带来的净资本流出，资本与金融账户的变化主要由直接投资和证券投资所对应的净资金流入缩减所导致。

人民币汇率小幅上涨，市场主体结售汇意愿均有所下降，反映逆周期政策效果凸显。2018年第4季度，CEFTS人民币汇率指数从92.30上涨至93.16，央行8月重启逆周期因子和提高远期售汇外汇风险准备金率等政策的调节效果逐步凸显。结汇率（银行代客结汇占银行涉外总收入比率）从52%下降至48%，售汇率（银行代客售汇占银行涉外总支出比率）从52%下降至50%，结售汇意愿均有所下降。

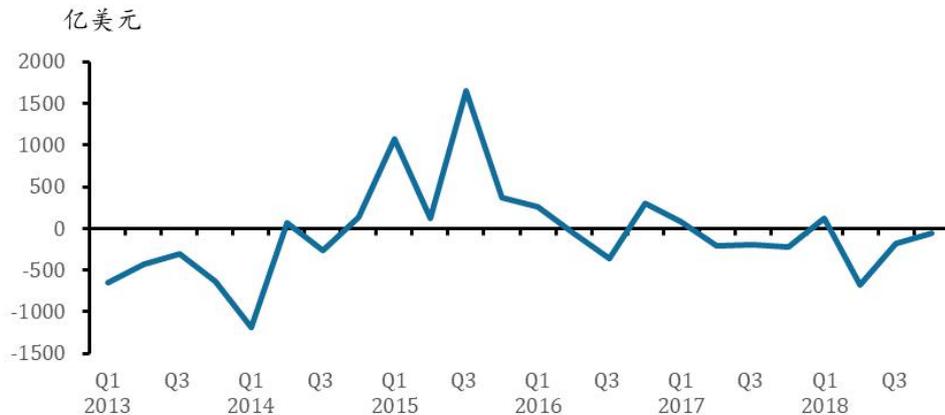
人民币跨境资本流出继续扩大。2018年10月至2018年11月，跨境人民币业务占跨境资本流动的月均比率为21.8%，同比增加1.6%，环比增加0.9%。其中，跨境人民币收入占比为19.9%，同比下降3.2%，

支出占比为 23.6%，同比增加 0.9%。人民币的月均净流出从 22 亿美元增加到 141 亿美元。

人民币汇率呈现双边波动态势，预期短期资本外流压力下降。

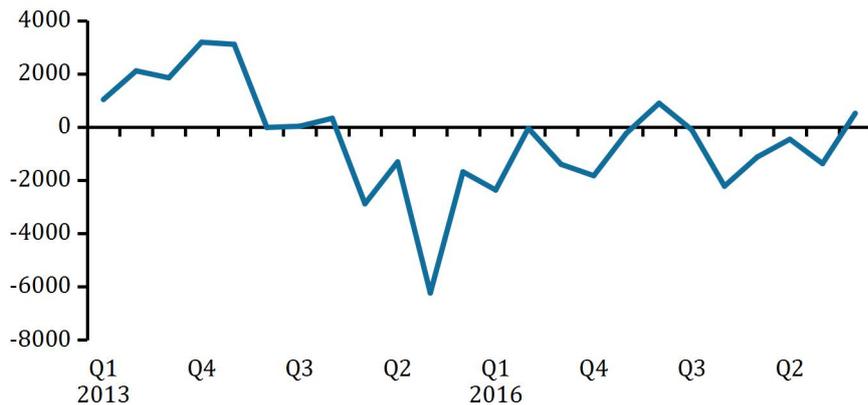
人民币汇率呈现双边波动态势，预计资本外流 2019 年短期资本外流将有所减少。一般来说，涉外外汇顺差与银行代客结售汇差额、远期结售汇签约差及远期结售汇展期差额这三个指标下降往往代表市场的贬值预期强，资本外流压力增大。但从 2018 年 10 月和 11 月的银行结售汇数据看，三个指标均呈上升趋势，说明短期看人民币更可能呈双向波动趋势，市场情绪释放过程中人民币汇率会出现升值。

图表 31 银行代客收付款与结售汇顺差差额



数据来源：Wind数据库，作者计算整理(最后一期值为2018年10月、11月合计值)

图表 32 银行代客远期结售汇签约差额



数据来源：Wind数据库，作者计算整理(最后一期值为2018年10月、11月合计值)

五、全球金融形势展望

2019 年全球金融市场波动性预计将

全球金融市场在 2019 年预计将进入更为频繁的波动状态。市场预期上看，美国股市在 4 季度急跌之后，市场对股票价格的看法难以在

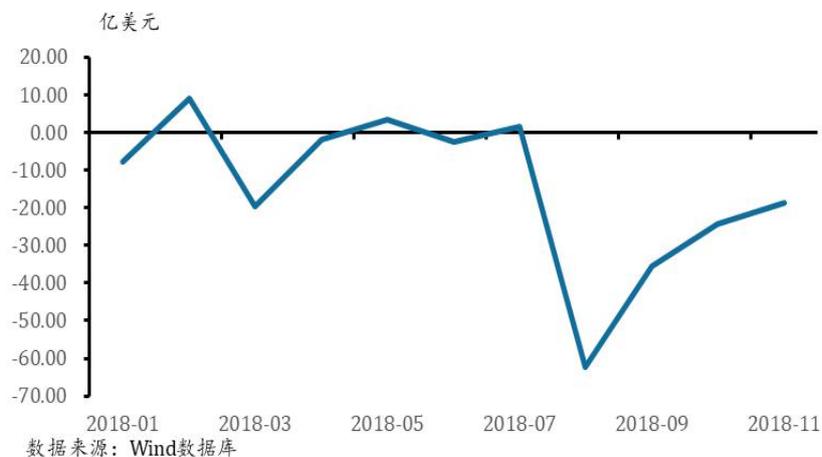
总体上升。

短期重新达成一致，另外结构上对美国股市影响巨大的科技业、房地产和能源板块面临诸多下行风险，这将很大可能使得出现一段时间振荡下探及拉锯回调的反复过程。鉴于美国股市在全球股市中的风向标地位，其波动将外溢至全球，尤其是发达经济体。这一背景下，全球资金在股市与债市中的转换频繁，两类市场都将经历更为频繁的波动。

美元指数受压制但
下行空间有限

美元指数将受压制，但下行空间受限。从货币政策看，美联储目前利率水平已接近中性利率，在投资者信心不稳定的状态下，美联储放慢加息是较为确定的事件。这一预期会对美元产生下行压力。另外，虽然欧央行根据经济走势会权衡夏季后是否升息，但欧洲经济目前已出现诸多负面信号，同时欧央行将迎来新一任行长，欧洲加息条件很可能不成熟。从宏观经济面看，目前欧洲经济较美国经济更为脆弱，在美国经济减速之前，欧洲经济可能已受波及。特别是特朗普贸易保护主义对欧洲汽车业的冲击仍难见好转，这意味着美元下行空间亦不大。

图表 33 银行代客远期结售汇展期差额



新兴市场风险相对
收窄，可能迎来一
轮资金流入

新兴市场风险总体收窄。2018 年土耳其、阿根廷经济动荡并未传染性扩散溢出，这反映多数新兴经济体国内实体经济和金融部门已具有一定韧性。2019 年美国升息很大可能放缓则意味着新兴经济体面对的最尖锐的外部冲击将明显缓解，因此新兴经济体对全球资金总体上的吸引力将进一步增强。不过全球共同性冲击减弱也会使得新兴经济体内部的差异性更为凸显。

大宗商品市场：油价拖累下行

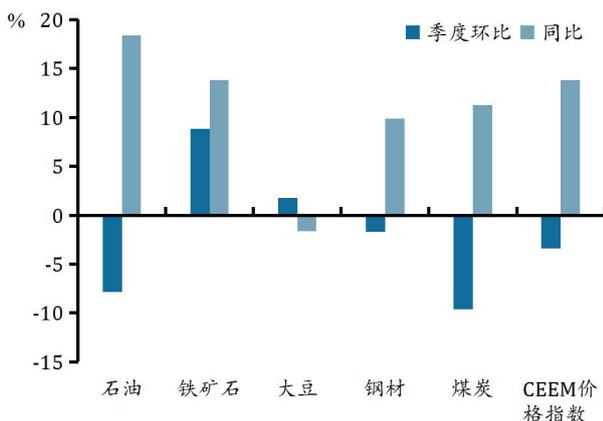
2018年4季度大宗商品价格受油价拖累环比下跌3.4%。供给强劲和需求不振导致4季度油价单边下跌超30%，但进入新年后OPEC减产刺激油价反弹。铜、铝价格下跌，国内基建加码推动铁矿石和钢材价格于季度末上涨。大豆国际价格波动并小幅上扬，国内价格下跌。产需缺口推动玉米与小麦价格小幅攀升。

一、大宗商品总体价格走势

4季度大宗商品价格在石油价格的拖累下单边下跌，金属涨跌不一，大豆价格国内外持续分化，玉米和小麦上涨

2018年4季度CEEM大宗商品价格¹环比下跌3.4%，而上季度为上涨9.4%。其中油价为主要拖累因素。在减产不力、供给过剩和需求不振担忧的影响下，季度平均油价环比下跌7.8%，实际季度末油价相较于季初高点下跌超30%，震荡显著。4季度金属价格波动率增大，涨跌不一。铜、铝价格震荡下降。钢材与铁矿石价格波动明显，其中铁矿石价格上涨8.8%，钢材价格下跌1.7%。环保限产力度放松导致10月铁矿石价格一路走高，且上游铁矿石港口库存持续减少至年内最低位。煤炭价格下跌9.6%。大豆国际价格波动并小幅上扬1.8%，国内价格下跌。玉米与小麦小幅攀升。

图表 34 4季度大宗商品价格环比由升转跌



数据来源：CEIC，世界经济预测与模拟实验室

图表 35 大宗商品价格4季度单边下跌



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

¹ 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。

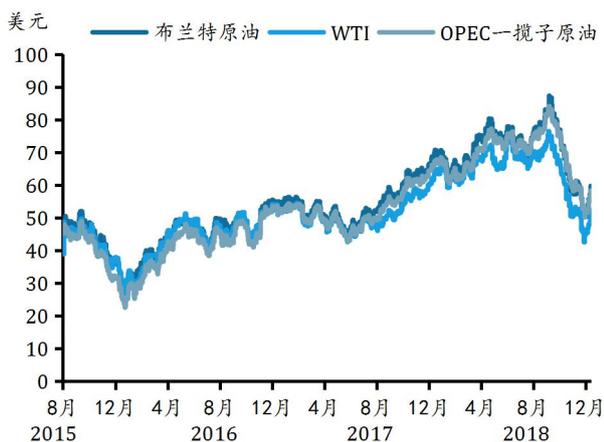
二、主要大宗商品供求情况与价格走势

4 季度国际油价跌去超过 30%，振幅达 30 美元，波动加剧

2018 年 4 季度，国际油价基本呈单边下行走势。油价受地缘政治风险的推动于 10 月初达到了高点后，随即在供给过剩和需求不振的影响下进入单边下行通道，一度下跌至 2017 年中水平。平均价格相较于上季度下跌 7.8%。具体来看，4 季度布伦特原油价格从季度初每桶 87 美元的高点，到 12 月底一度跌至 50 美元附近，除短暂的盘整外形成单边下挫走势。该价位已回落接近 2016-17 年间长达一年半的盘整区间，属于重要心理支撑位。但进入 1 月份后，油价出现显著反弹，重回区间上方。此外布伦特-WTI 价差在 10 月份达到最高，随后由于布伦特油价的下挫，两者价差缩小至 7 美元左右。从全年来看，2018 年油价形成先涨后跌的走势，波动幅度相较于前两年明显放大，振幅接近 30 美元，平均油价在 60-65 美元之间，基本符合预期。

回顾 2018 年，全年油价先受供给端影响，在减产协议的推动下市场情绪好转，推动价格从前两年的盘整中反弹至高点。但随后需求端不振的担忧占据主导，且减产协议效果不如预期，导致油价掉头向下，基本抹去全年涨幅。

图表 36 4 季度国际油价单边下行



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 37 OPEC 产量 10、11 月上涨，12 月回调



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

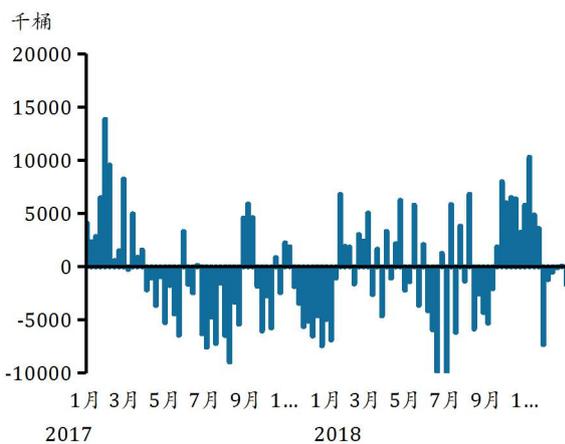
OPEC 产量仍然超

原油价格在季度初上升至高点后，市场仍处于宽松平衡的状态，

出预期，美国、沙特、俄罗斯三大产油国全年产量均同比增长

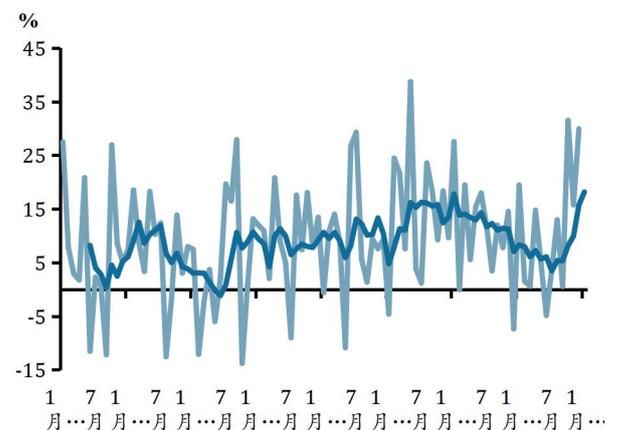
且 OPEC 原油产量并未如期下降，反而于 4 季度迅速攀升，10 和 11 月日产量均在 3296 万桶以上，直到 12 月才有所下降，但对市场影响滞后。俄罗斯的石油日产量也有所回升，全年平均为 1116 万桶，较 2017 年增长 1.6%。美国原油日产量在 2018 年 12 月也再度达到创纪录的 1170 万桶。美国钻井公司在 2018 年增加了大约 138 个石油钻井平台，为连续第二年增加平台数量。美国 10 月原油日均产量为 1153.7 万桶，同比上涨 18.9%，一度超越沙特阿拉伯与俄罗斯成为最大产油国。美国原油供给大增的后果是美国净进口量持续下降。鉴于美国、沙特、俄罗斯三大主要产油国 2018 年产量增速都超出预期，供给端给油价带来了持续压力，抵消了其他国家减产的影响，也让前 3 季度市场期待的减产效果落空，导致油价下挫。

图表 38 4 季度美国商业库存持续净增长



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 39 中国原油进口需求反弹



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

需求端因素主要体现在对未来经济增长放缓的担心，尚未完全体现在石油需求量上

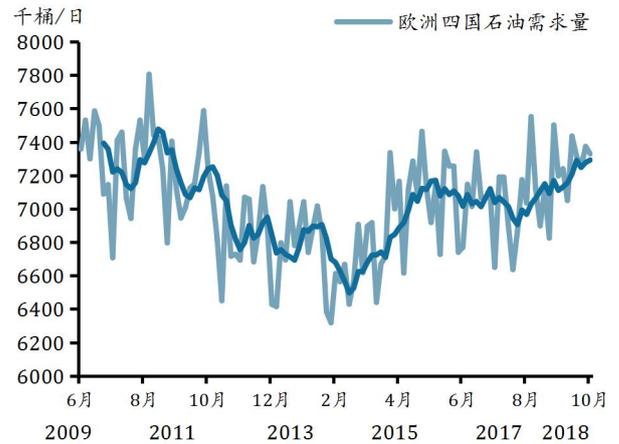
从需求端来看，全球经济增长放缓的担心走强，也使得油价承压。根据 OPEC 对全球经济的预测，2019 年经济增速为 3.5%，相较于 2018 年下降 0.2 个百分点，其中主要发达经济体和印度及中国等都有下降，体现出 OPEC 对经济前景的看法。此外，IMF 和世界银行的预测也表明这些国际组织认为全球经济下行风险加剧。

图 40 美国原油净进口持续走低



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

图 41 欧洲需求仍然稳中有升



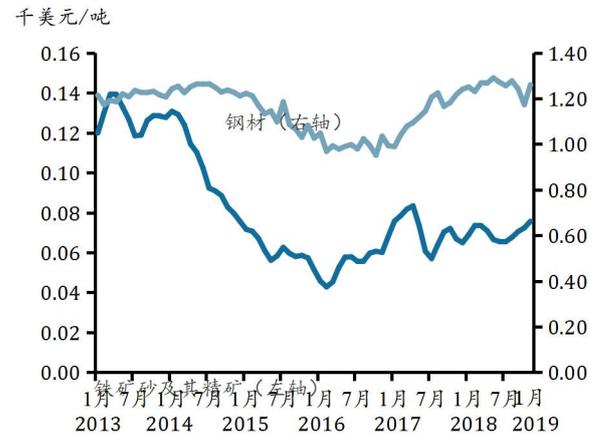
数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

图 42 铜矿砂及其精矿进口价格持续下跌



数据来源：WIND，世界经济预测与政策模拟实验室

图 43 中国钢材进口价格小幅上升



数据来源：WIND，世界经济预测与政策模拟实验室

需求端的压力在短期内主要体现在经济活动上，在原油需求上尚未完全体现。中国原油进口量在 4 季度有所反弹，欧洲四国石油需求量也在走强，或有一定逢低进口的操作影响。但中国乘用车销量在 2018 年出现 26 年来首次负增长，中长期需求看弱。且疲弱表现一旦在具体石油需求上体现，或对市场信心造成更大压力。和中国及欧元区相反，美国的石油需求下降更为明显，商业库存变动有近两个月时间为净增加。

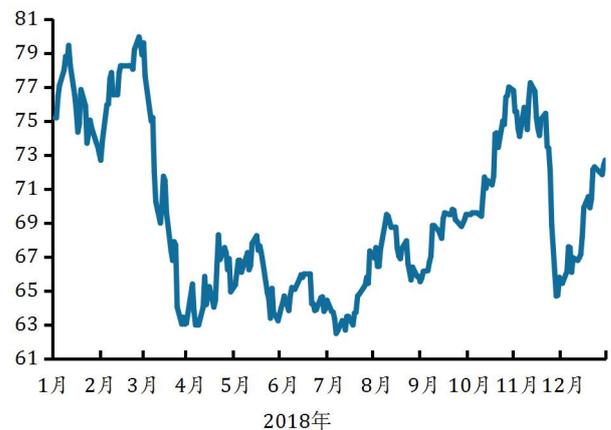
此外，4 季度美元对主要货币持续升值也对油价带来向下压力。

图表 44 LME 铜价与铝价震荡下降



数据来源：WIND，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 45 国际铁矿石价格波动显著，小幅上涨



数据来源：WIND，世界经济预测与政策模拟实验室

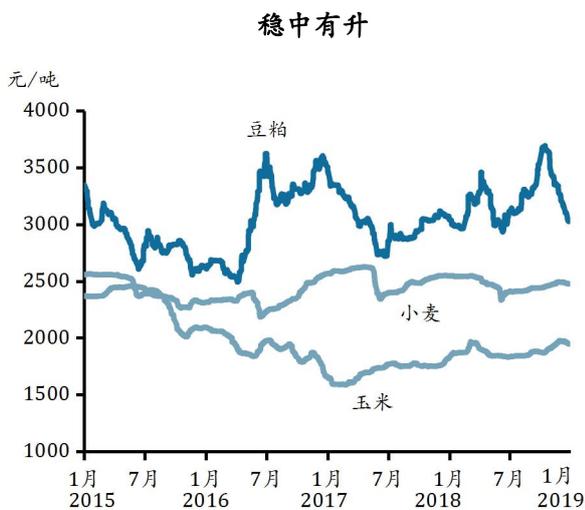
4 季度金属价格波动显著，铜、铝价格震荡下跌，钢材与铁矿石价格波动上涨。铜、铝、铁矿石库存均下滑至近年来绝对低位。全球经济下行压力加大致基本金属表现疲软，环保限产趋松，基建需求抬升或对冲宏观压力。

4 季度金属价格波动率增大，涨跌不一。铜、铝价格震荡下降。铜方面，10 月初至 12 月中旬，LME 铜价以小幅震荡为主，维持在 6120 美元/吨左右。12 月中下旬受美联储加息影响，伦铜一度跌破 6000 美元/吨关口，随后在 12 月底小幅回升至 6018 美元/吨。进口铜矿砂及其精矿价格从 9 月底的 1574 美元/吨继续下滑至 11 月底的 1536 美元/吨。从铜矿进口数量来看，10 月和 11 月分别进口 156 万吨和 169 万吨铜矿砂及其精矿，以及 42 万吨和 46 万吨未锻造铜及铜材。库存方面，LME 铜库存从 9 月初的 20.2 万吨一路下滑至 12 月底的 13.22 万吨，整体来看，铜库存本季度持续下滑，处于 2016 年以来绝对低位水平，且去库持续。铝方面，10 月初，受挪威海德鲁公司将关闭巴西氧化铝厂剩余 50% 产能的影响，LME 铝价从九月底的 2012 美元/吨大幅上涨 11.5%，至 2244 美元/吨。随后因缺乏利好消息推动、海德鲁巴西氧化铝产能复产及欧美股市暴跌，伦铝回吐全部涨幅。受需求走弱之影响，LME 铝价于 10 月中旬一路下跌至 12 月底的 1881 美元/吨。4 季度铜、铝持续走软主要源于基本面颓势未改。预计在全球经济下行压力渐显的背景下，铜、铝价格可能滞涨回落。

4 季度钢材与铁矿石价格波动明显，季末小幅上涨。钢材进口价格从 9 月底的 1242 美元/吨大幅下滑，至 10 月底降至 1173 美元/吨，随后小幅上涨至 11 月底的 1260 美元/吨；钢材进口数量 9 月和 11 月

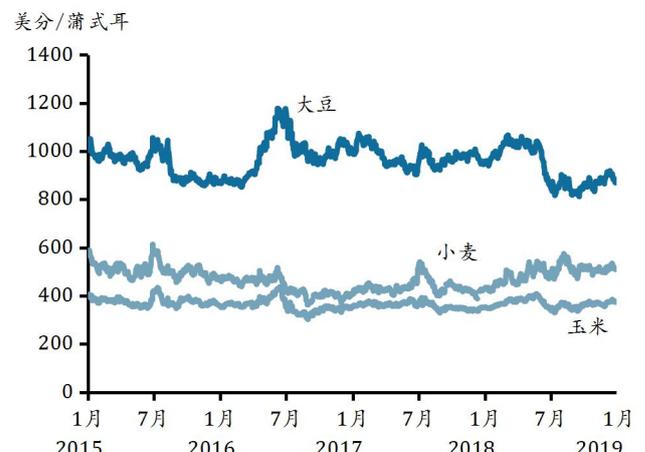
分别为 120 万吨和 106 万吨。国内钢材的生产和供给方面，钢铁行业月粗钢产量 10 月和 11 月分别为 8255 万吨和 7762 万吨，11 月份环比下跌 6.0%。螺纹钢价格自 11 月初走弱，从 9 月底的 4530 元/吨大幅下跌 12.5%，至 3962 元/吨。钢材库存 10 月和 11 月分别为 1243 万吨以及 1345 万吨，较本年度第 3 季度略有回升，主要源自冬储需求。4 季度国内钢材价格先抑后扬主要受如下影响：前期环保限产不及预期下高炉开工率小幅震荡以及经济下行压力冲击渐强导致 11 月份价格下降；后期环保限产趋松以及基建在政策大力支持下需求略有抬头导致 12 月份价格小幅回升。需求面来看，房地产持续承压，投资需求转弱的可能性仍存在，但政策利好基建拉升钢材需求。供给面来看，供给侧去产能基本结束，环保限产趋松。供需预期略微宽松将在一定程度上对冲宏观压力，钢价预期弱势震荡。

图表 46 大豆现货价格下跌、小麦玉米现货价格



数据来源：WIND，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 47 CBOT 农产品价格均小幅上扬



数据来源：WIND，世界经济预测与政策模拟实验室

铁矿石方面，TSI 铁矿石价格从 10 月初的 69.5 小幅上升至 12 月底的 72.7，期间 11 月份价格显著下行，但 12 月有所回升。从进口量来看，铁矿石及其精矿进口 10 月和 11 月分别为 8840 万吨和 8625 万吨，相比于 3 季度略有回落。环保限产力度放松导致 10 月铁矿石价格一路走高；11 月份钢价下挫，压力传导至原料端，铁矿跟跌；12 月份宏观预期修复提振经济复苏信心，钢价反弹带动铁矿石价格上

涨。从整体产业链库存变化来看，上游铁矿石港口库存持续减少至年内最低位，低于去年同期 600 多万吨；重点企业钢材库存稍有回涨。

4 季度大豆国际与国内价格表现不一；玉米和小麦价格小幅上涨。中美贸易摩擦缓和提振市场情绪，国际大豆价格上涨，国内豆价下跌。全球供给严重过剩，大豆价格攀升有限。

4 季度农产品国内外价格表现不一。大豆国际价格波动并小幅上扬，国内价格下跌。国际市场来看，CBOT 大豆价格 10 月小幅走弱，之后从 10 月底到 12 月初震荡上行，总体 12 月底较 10 月初价格有小幅上扬。10 月豆价走弱主要由于贸易战持续叠加产量大增以及中国猪瘟导致的豆粕需求下降。11 月国际大豆价格震荡上行主要是中美贸易摩擦对大豆的冲击已基本被吸收，巴西大豆出口大幅上行所致。12 月美国农业部 (USDA) 报告将 2018/19 全球大豆预期产量上调 170 万吨至 3.69 亿吨，较上月预测上升 0.46 个百分点。产量上调主要受巴西大豆增产预期增强影响。期末库存上调 322 万吨至 1.15 亿吨，连续第七个月上调；库存消费比上升至 32.81%。期末库存、库存消费比均为历史最高。消费量下调 41 万吨至 3.52 亿吨，供给严重过剩。整体来看，2018/19 年度全球大豆供大于求格局依旧，产量预计创达新高，全球库存有望继续累积，大豆价格攀升有限。国内市场表现略有不同，由于中美贸易摩擦缓和提振市场情绪，美豆价格上涨，国内大豆价格同期有所下滑，豆粕价格从 10 月初至 12 月末下跌约 17%。

4 季度玉米与小麦小幅攀升。国际市场来看，CBOT 玉米价格 4 季度走势较为平稳，总体小幅上涨，季末较季初上涨 2.53%。美国农业部 (USDA) 12 月供需报告小幅上调 2018/19 种植季全球玉米产量 96 万吨至 11 亿吨，全球玉米消费量预测下调 105 万吨至 11.31 亿吨，期末库存上调 129 万吨至 3.09 亿吨，库消比预计为 27.3%。产测预测上修主要来自对乌克兰、欧盟和泰国等国家 (地区) 预期玉米产量调增，南非和加拿大等国预期产量调减。总体来看，2018/19 玉米产需缺口大，库销比连续第二年下降，预计全球玉米价格仍处于上行通道。国内市场来看，玉米现货价格受惜售情绪影响在 10 至 11 月上涨，12 月下旬新玉米上市带动现货价格小幅下滑，总体 4 季度季末较季初上涨 4%。根据 12 月中国农产品供需形势分析报告，2018/19 年我国玉

米预期产量为 2.15 亿吨，预期国内消费量为 2.51 亿吨，供需缺口上升至预计为 3331 万吨。玉米供需格局预计将整体维持在偏紧态势，玉米价格预期震荡上行。

小麦方面，CBOT 小麦价格 4 季度较为平稳，总体季末较季初上涨 0.1%。12 月美国农业部（USDA）供需报告预期调减 2018/19 种植季全球小麦产量 10 万吨至 7.33 亿吨，下调全球消费 55 万吨至 7.45 亿吨，上调期末库存 139 万吨至 2.68 亿吨。总体来看，全球小麦普遍减产，产需缺口较大，预计国际小麦价格将继续上涨。国内 4 季度小麦稳步小幅上涨，季末较季初上涨 1.4%。

三、未来价格走势与风险

油价受需求端疲弱抑制，且中长期美俄产量仍将增长，预计油价涨幅有限。2019 年金属价格主要取决于宏观经济下行压力及政策博弈结果。农产品价格主要关注供求格局的长期影响及中美贸易摩擦短期扰动。

石油方面，OPEC 自 12 月起开始落实并加大减产力度，预计将对油价有助推作用。但中长期来看，美国及俄罗斯的产量仍将大幅度影响减产的效果，预计两国长期增产的趋势难以逆转。此外全球需求端走弱会抑制油价上涨，因此预计油价仍然将呈弱势震荡走势，预测油价区间为 60-75 美元。

金属方面，2019 年价格走势主要取决于宏观经济下行压力以及环保限产、基建政策的博弈影响。铜、铝方面，短期在全球经济下行加剧的背景下，需求难以提振，铜、铝价格可能滞涨回落。钢材与铁矿石方面，供需两端均略有回暖，但预计宏观基本面对价格造成一定的下行压力。

农产品方面，2019 年主要关注中美贸易战及供求格局对价格的影响。大豆方面，中美贸易摩擦缓和提振市场情绪支撑美豆价格短期上调，但长期来看供大于求的格局会进一步施压大豆价格至下行。玉米、小麦产需缺口大，供需格局偏紧将支撑二者价格进一步走高。

外贸专题：进、出口增速大幅下跌¹

2018年4季度，中国出口（美元）同比增长4.0%，较上季度11.7%的同比增速下降7.7个百分点。外需和出口市场份额增速回落共同导致出口增速下降，前者是主要原因。4季度中国进口（美元）同比增长4.4%，较上季度下降了16个百分点。4季度货物贸易顺差总额为1321亿美元，同比提高29亿美元。10-11月，中国服务贸易逆差为406亿美元，同比提高12.8%，较上季度16.8%的同比增速下降4.0个百分点。预计2019年出口下行压力较大。

一、全球贸易运行态势

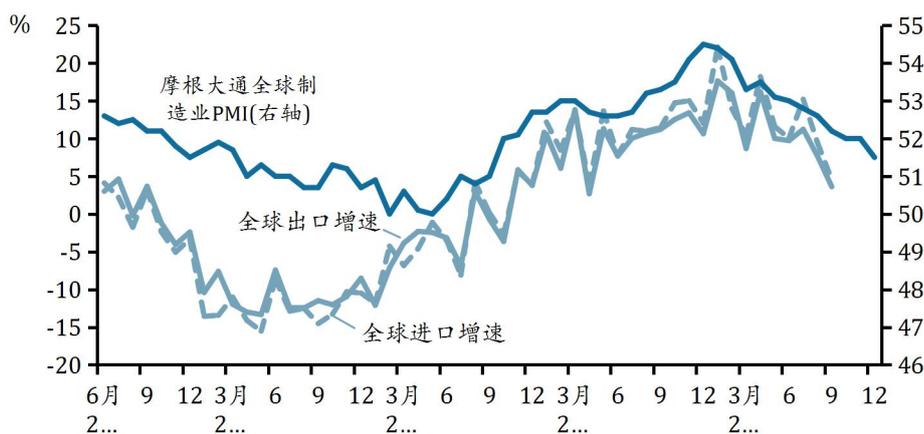
预计全球贸易增速在4季度继续下行。

预计全球贸易增速在4季度继续下行。根据世界贸易组织数据，2018年3季度全球出口总额4.4万亿美元²，同比增速为7.4%，较上季度下降4.4个百分点；进口总额4.6亿美元，同比增速为9.6%，较上季度下降3.5个百分点。从月度数据看，2018年1月全球出口和进口增速达到2014年以来的高位，分别为17.8%和22.0%；2-9月进、出口增速呈现波动下降的变化趋势，至9月出口和进口增速仅为3.6%和4.5%。2014-2017年，摩根大通全球制造业PMI指数与全球贸易表现高度一致。考虑到该指数从2017年12月54.5的高位持续下降至12月的51.5，预示4季度全球贸易将继续下行。在此背景下，中国将受到全球贸易下行的不利影响。

¹ 本季报进、出口总额数据来自中国海关总署，而按贸易方式、产品和地区等分类的子项贸易数据则来自CEIC数据库。事实上，CEIC数据库中的外贸数据也来自中国海关，但由于海关事后对已公布的贸易总额数据进行了修正，而CEIC并没有完全同步调整，导致二者略有不同；对于按贸易方式、产品和地区等分类的子项贸易数据，海关未披露修正后的数值，因此海关统计月报数据和CEIC数据库一致。总体上，两个数据来源中外贸数据的变化趋势基本一致，故对本季报的主要结论影响不大。

² 除非特别注明，下文贸易数据单位为美元，增速为同比增速。按人民币和美元计价增速的差异来自于人民币兑美元汇率的变化。

图表 48 预计 4 季度全球贸易增速继续下行



数据来源：WTO、Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

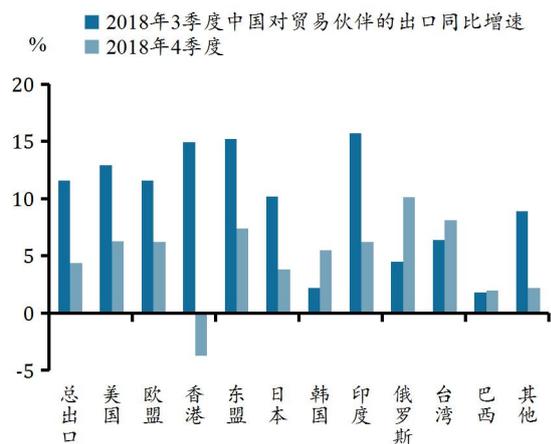
二、中国出口增速下降

4 季度，出口增速显著下降。除韩国、俄罗斯、巴西和中国台湾地区外，中国对其他主要贸易伙伴出口增速普遍下降。

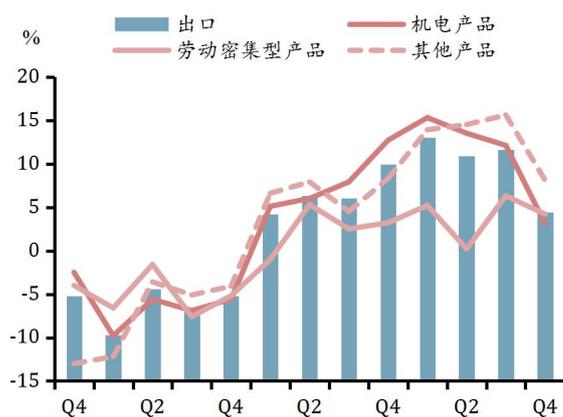
中国海关数据显示，2018 年 4 季度，以人民币计，中国出口总额 4.6 万亿元，同比增长 8.6%；以美元计，出口总额 6604 亿美元，同比增长 4.0%，较上季度的 11.7% 下降 7.7 个百分点。其中，10 月出口同比增速为 14.3%，11 月出口同比增速为 3.9%，12 月出口同比增速为 -4.4%。

分地区看，4 季度，除韩国、俄罗斯、巴西和中国台湾地区外，中国对其他主要贸易伙伴出口增速普遍下降。对多数发达市场出口同比均显著下降。其中，对美国出口增长 6.3%，较上季度减少 6.6 个百分点；对欧盟出口增长 6.2%，较上季度减少 5.4 个百分点；对日本出口增长 3.8%，较上季度减少 6.4 个百分点；对中国香港出口同比下降 3.7%，增速较上季度减少 18.6 个百分点。然而，对韩国和中国台湾出口同比增长 5.5% 和 8.1%，较上季度分别提高 3.3 和 1.7 个百分点。对主要新兴市场出口同比增速下降。其中，对东盟出口同比增长 7.4%，较上季度减少 7.8 个百分点；对印度出口同比增长 6.2%，较上季度减少 9.5 个百分点；然而，对俄罗斯和巴西出口同比增速均较上季度有所提高，出口同比增速分别为 10.1% 和 2.0%。

图表 49 中国出口增速的地区和产品分布



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

4 季度，加工贸易出口增速下跌至负值。

一般贸易和加工贸易出口同比增速双双下降。从贸易方式看，4 季度一般贸易出口同比增长 7.2%，较上季度减少 6.3 个百分点，降幅较上季度扩大 3.4 个百分点；加工贸易出口同比下降 0.3%，增速较上季度减少 8.3 个百分点，是 2017 年 1 季度以来的首次负增长；其他贸易方式出口同比增长 5.0%，较上季度减少 7.8 个百分点³。从贡献率上看，一般贸易、加工贸易和其他贸易方式对 4 季度出口变动的贡献率分别为 89.6%、-2.6%、13.0%，其中加工贸易的贡献率明显下滑。“抢出口”可能对加工贸易产生了更大的透支效应。1-10 月加工贸易的出口表现相对较好，其中 1 月、2 月、9 月和 10 月加工贸易出口同比增速均在 10% 以上，接近 2012 年以来的最好水平，然而 11-12 月其出口急速下跌至负增长，跌幅甚至高出一般贸易。

4 季度，机电产品出口增速大幅下降，劳动密集型产品出口增速也出现了回落。

分产品看，4 季度，机电产品出口增速大幅下降，劳动密集型产品出口增速也出现了回落。其中，机电产品出口增速较上季度减少 9.0 个百分点，同比增速为 3.1%⁴。自 2018 年 1 季度以来，机电产品出口同比增速累计下降 12.2 个百分点，4 季度降幅高达 9 个百分点。特别地，机电产品中高新科技产品出口同比增速从 1 季度的 19.7 连续下降到 4 季度的 2.9%。七大类传统劳动密集型产品出口同比增速为 4.2%，较上季度下降 2.1 个百分点，这一下降主要来自 12 月，相反，10-11 月该类产品出口同比增速仍高达 7.7%。其他产品出口同比增速为 8.1%，较上季度下降 7.5 个百分点。总体上看，机电产品出口增速走弱与总体出口表现一致，其出口增速波动自 2000 年其始终高于劳动

3 海关统计的贸易方式按海关监管方式进行划分，共有 15 类细项：1.一般贸易，2.国家间、国际组织无偿援助和赠送的物资，3.其他捐赠物资，4.补偿贸易，5.来料加工装配贸易，6.进料加工贸易，7.寄售代销贸易，8.边境小额贸易，9.对外承包工程货物，10.租赁贸易，11.出料加工贸易，12.易货贸易，13.保税监管场所进出境货物，14.海关特殊监管区域物流货物，15.其它商品贸易方式。本报告中一般贸易对应第 1 项，加工贸易对应第 5 和 6 项，其他方式贸易对应除去 1、5、6 项的剩余项目。2018 年 3 季度，一般贸易、加工贸易和其它贸易方式出口占总出口的比重分别为 56.1%、31.8%、12.2%。

4 2018 年 3 季度，机电产品、七大类传统劳动密集型产品和其他产品出口占总出口的比重分别为 57.8%、20.2%、22.0%。

密集型产品，呈现较强的周期性；而劳动密集型产品出口在 4 季度也出现了回落，可能来自于外需回落的总体效果。

中国出口由外需和出口市场份额决定。

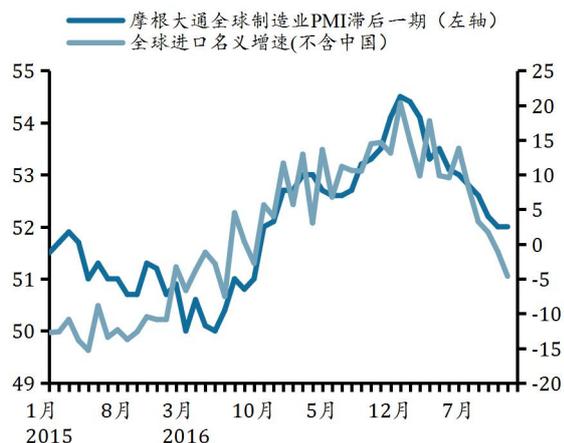
中国出口由外需和出口市场份额决定。从定义式看，中国的总体外部需求增速（不含中国的全球进口增速），与中国出口产品在全球市场上的份额增速（同样不包含中国市场），两者之和大致决定了中国出口增速。这两项数据均来自中国贸易伙伴提供的数据，有利于排除虚假高报的干扰。

预计 4 季度外需增速较上季度下降。

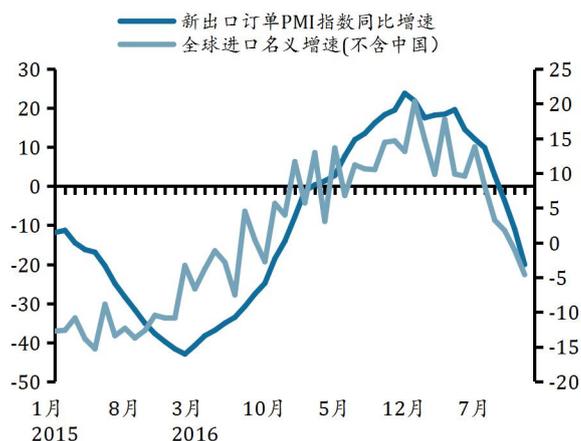
预计 4 季度外需增速较上季度下降。

一方面，全球制造业 PMI 指数滞后一期值较上季度继续下降 0.7 个百分点。2016 年 1 月至 2018 年 9 月，摩根大通全球制造业 PMI 指数滞后一期值，与来自 WTO 提供的不含中国的全球进口增速（外需增速）的相关系数为 0.89。2018 年 10 月至 12 月，摩根大通全球制造业 PMI 指数滞后一期分别为 52.2、52.0、52.0，平均值为 52.3，较前 3 个月下降 0.7 个百分点。这意味着从全球制造业 PMI 来看，2018 年 4 季度外需增速较上季度将下降。另一方面，新出口订单 PMI 指数也较前 3 个月下降。2016 年 1 月至 2018 年 9 月，中国新出口订单 PMI 指数同比增速与外需增速的相关系数为 0.89，表明中国新出口订单 PMI 指数能较好地预见外需增速的变化。2018 年 10 月至 12 月，中国新出口订单 PMI 指数同比增速依次为-3.8%、-11%和-20.1%，较前 3 个月显著下滑，上一次该指数同比负增长还是在 2015-2017 年初。因此从中国新出口订单 PMI 指数来进行预估，4 季度外需增速较上季度将下降。

图表 50 预计 4 季度外需增速将下降



数据来源：WTO、Wind、世界经济预测与政策模拟实验室



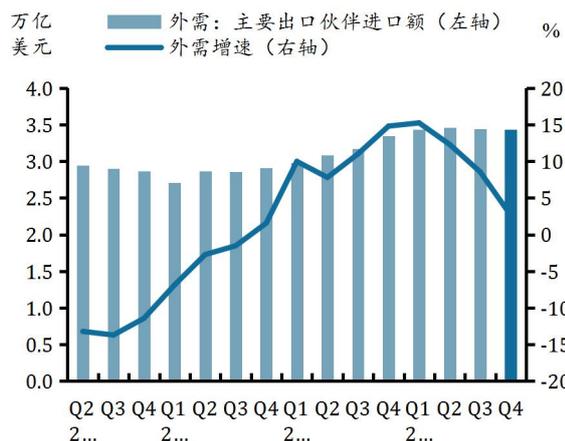
数据来源：WTO、中国海关、世界经济预测与政策模拟实验室

注：全球进口名义增速（不含中国）根据 WTO 数据计算，2018 年 10、11 和 12 月值由于 WTO 暂未公布，为根据全球摩根大通 PMI 指数、新出口订单 PMI 指数得到的估计值。

预期 4 季度出口产品市场份额保持高位，但同比将有所下降。

预期 4 季度出口产品市场份额保持高位，但同比将有所下降。出口产品市场份额能够反映一国产品在国际市场上的竞争力。从历史数据看，中国出口产品市场份额的季度指标在 2015 年 3 至 4 季度上升到 14.8% 的高位后，进入窄幅波动期。2016 年 1 月至 2018 年 9 月，中国出口产品市场份额的平均值为 14.0%，上下浮动区间在 0.8 个百分点左右。从 2018 年 1 至 3 季度数据看，中美贸易摩擦加剧后，受贸易风险加剧招致交易行为提前以及全球经济景气周期下行导致贸易伙伴总进口增速放缓因素的影响，主要贸易伙伴从中国进口份额快速上涨至 14.6%，预期 4 季度仍有望维持高位。然而，考虑到去年同期中国出口产品市场份额已经达到 14.6%，4 季度出口产品市场份额同比将有所回落。

图表 51 预计 4 季度中国出口产品市场份额将维持高位，但受基期因素影响，同比将下降



数据来源: CEIC, 世界经济预测与政策模拟实验室



数据来源: CEIC, 世界经济预测与政策模拟实验室

注: 中国的贸易伙伴选择了美国、欧盟、东盟、日本、韩国、印度、俄罗斯、澳大利亚、中国台湾、巴西、加拿大、沙特和南非。2017年, 中国对这13个地区再加上香港的出口接近总出口的84%, 由于中国对香港的出口绝大部分是转口贸易, 因此上图中的贸易伙伴不包括香港。中国出口市场份额为以上13个贸易伙伴的总进口中国产品的比例, 这些伙伴的总进口额为中国出口面临的外需, 相关数据由各伙伴国提供。图中2018年第4季度为估算值。中国主要贸易伙伴进口增速与中国在其市场份额增速之和大致决定了中国出口增速。

三、中国进口增速大幅回落

除巴西和中国香港地区外, 中国从其他主要贸易伙伴的进口增速均明显下降, 而且是一般贸易、加工贸易进口增速均明显下降。

中国海关数据显示, 2018年4季度, 以人民币计, 中国进口总额3.6万亿元, 同比增长9.1%; 以美元计, 进口总额5283亿美元, 同比增长4.4%, 较上季度20.4%的同比增速下降16.0个百分点。其中, 10月进口同比增速为20.3%, 11月进口同比增速为2.9%, 12月进口同比增速为-7.6%。

分地区看, 4季度, 除巴西和中国香港地区外, 中国从其他主要贸易伙伴的进口增速均明显下降。其中, 从美国、欧盟、日本、韩国、东盟和中国台湾地区进口增速较上季度依次减少26.9、8.0、12.8、25.4、21.5和18.9个百分点。这些国家是中国机电产品进口原材料和零部件的主要来源国, 从其进口下降与机电产品出口大幅下降相一致。然而, 从中国香港进口同比增长47.8%, 较上季度提高54.7个百分点; 从巴西进口同比增长63.4%, 较上季度提高34.2个百分点。

图表 52 中国进口增速的地区分布 (单位: %)

国家	总进口	美国	欧盟	东盟	日本	中国香港
2018年4季度	4.8	-23.0	4.8	-0.9	47.8	-1.3
较上季度变化	-15.9	-26.9	-8.0	-12.8	54.7	-21.5
国家	韩国	印度	俄罗斯	巴西	其他	中国台湾
2018年4季度	-3.8	11.8	53.0	63.4	-3.1	10.3
较上季度变化	-25.4	-7.7	-2.9	34.2	-18.9	-17.8

从贸易方式看，4季度，一般贸易进口同比增长4.1%，较上季度减少18.7个百分点；加工贸易进口同比下降0.1%，增速较上季度减少16.9个百分点；其他贸易方式进口同比增长13.4%，较上季度减少5.7个百分点。⁵。从贡献率上看，一般贸易、加工贸易和其他贸易方式对4季度进口变动的贡献率分别为49.6%、-0.5%、50.9%，一般贸易贡献率继续下降14.3个百分点，而其他贸易贡献率提高。

4季度，包括煤-油-天然气在内的主要产品进口增速均明显下降。

分产品看，4季度，包括煤-油-天然气在内的主要产品进口增速均明显下降⁶。其中，机电产品进口增速较上季度减少18.7个百分点，同比增速仅为-1.9%，是2017年1季度以来的首次负增长。特别地，机电产品中高科技产品进口同比增速跌至0.2%。4季度，农产品、铁矿-铜矿-铁材-铜材、医药-肥料-塑料-橡胶、纸浆-锯材-纺织纤维纱线及制品进口同比增速依次较上季度下降10.9、9.2、11.0和18.7个百分点。其中，农产品和纸浆-锯材-纺织纤维纱线及制品进口均呈现负增长。煤、油和天然气进口增速较上季度下降6.5个百分点，结束了连续4个季度的上涨势头，但依然达51.1%。从贡献率上看，机电产品对总进口的贡献率跌至-19.5%，而煤-油-天然气的贡献率则较上季度提高94.4个百分点，达到125.0%。

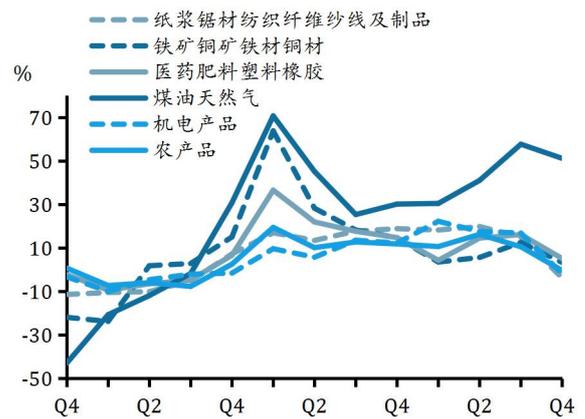
图表 53 中国进口增速的贸易方式和产品分布

⁵ 2018年3季度，一般贸易、加工贸易和其它贸易方式进口占总进口的比重分别为58.9%、23.3%和17.7%。

⁶ 2018年3季度，农产品、铁矿-铜矿-铁材-铜材、煤-油-天然气、医药-肥料-塑料-橡胶、纸浆-锯材-纺织纤维纱线及制品、机电产品进口占总进口的比重依次为6.3%、5.8%、14.4%、4.5%、2.7%、47.4%。



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

说明：2016年1月中国海关将天然气纳入进口重点商品表中。因此，2016年之前，煤-油-天然气产品同比增速为不包含天然气的进口同比变化。

从原因上看，中国进口增速下降与国内经济景气程度下行，中国出口增速走低相关。中国制造业 PMI 指数从 2018 年 5 月的 51.9 降至 12 月的 49.4。此外，根据 OECD TiVA 数据库，2014-2015 年中国进口中约 70% 为中间产品，进口的中间品中约 31% 再出口。因此，出口增速的走低也将拖累进口增长。

随着价格回落，煤、石油和天然气对进口增长的带动作用将逐步收缩。

随着价格回落，煤、石油和天然气对进口增长的带动作用将逐步收缩。自 2016 年 4 季度以来，煤、油和天然气对中国进口增速的百分点贡献率骤然提升。特别地，2017 年 3 季度到 2018 年 4 季度其对总进口同比增速的贡献率从 2.8 个百分点提高至 8.6 个百分点。如果剔除煤、石油和天然气的贡献，4 季度进口同比增速为 -4.2%，较上季度回落 16.3 个百分点，是 2016 年 3 季度以来的最低水平。煤、石油和天然气贡献提升主要源于：国际油价的大幅上涨，以环保为抓手的供给侧改革推高国内对进口矿物燃料和矿物油的需求，且价格因素占主导地位。然而，11-12 月，布伦特原油现货价从 10 月 81.15 美元/桶（月度均值）的巅峰快速回落至 12 月的 57.39 美元/桶，煤、石油和天然气对总进口的带动作用将逐步收缩（参见本季报大宗商品专题）。

四、货物贸易顺差同比增速提高

货物贸易顺差同比
增速提高。

2018年4季度，以人民币计，中国货物贸易顺差额为9086亿元，同比增速为6.3%；以美元计，顺差总额为1321亿美元，同比提高2.2%（上季度增速为-25.1%）。其中，10、11和12月货物贸易差额分别为331、419和571亿美元。从贸易方式看，4季度，一般贸易差额为667亿美元，较去年同期回升129亿美元；加工贸易差额为976亿美元，较去年同期下降6亿美元；其他贸易逆差为276亿美元，较去年同期下降87亿美元。

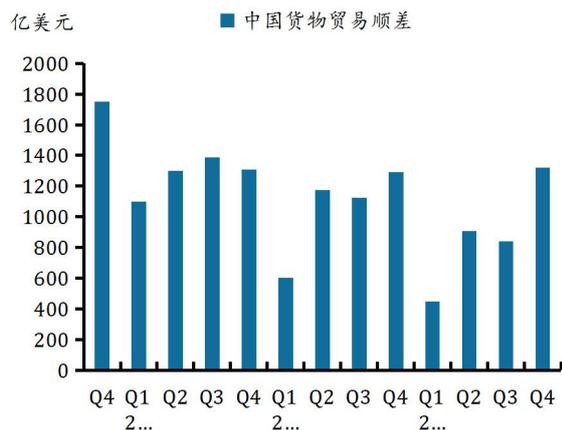
10-11月服务贸易
逆差同比增速下
降。

10-11月服务贸易逆差同比增速下降。10-11月，中国服务贸易逆差为406亿美元，同比提高12.8%，较上季度16.8%的同比增速下降4.0个百分点。其中，境外旅行服务逆差为339亿美元，同比提高12.2%，较上季度提高3.4个百分点。运输服务逆差为102亿美元，同比提高5.2%，较上季度下降22.3个百分点。保险和养老金服务逆差为15.1亿美元，同比提高35.6%，较上季度提高19.8个百分点。

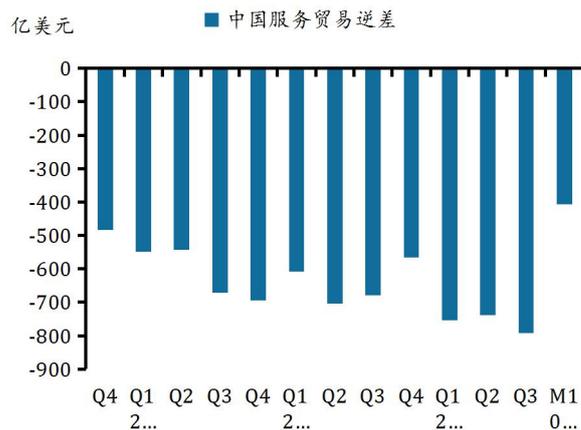
3季度货物和服务
净出口对GDP增
长的贡献为-0.6个
百分点。

3季度货物和服务净出口对GDP增长的贡献为-0.6个百分点。3季度，中国货物贸易顺差841亿美元，服务贸易逆差792亿美元。按人民币不变价计，3季度，货物和服务净出口对GDP增长的贡献为-0.6个百分点，低于去年同期0.1个百分点贡献度。

图表 54 中国货物贸易顺差及服务贸易逆差



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

五、外贸展望

2018 年出口延续了 2017 年的回暖势头，贸易摩擦的影响逐步显现。

2018 年出口延续了 2017 年的回暖势头，贸易摩擦的影响逐步显现。2018 年，以美元计，中国出口总额为 2.49 万亿美元，同比增长 9.9%，较去年同期提高 2 个百分点；进口总额 2.14 万亿美元，同比增长 15.8%，较去年下降 0.3 个百分点；货物贸易顺差总额 3518 亿美元，较去年同期下降 678 亿美元。自 2018 年初，中美贸易摩擦不断激化，7-8 月双方出台了加征 25% 关税的 500 亿美元清单，9 月美国再次对约 2000 亿美元的中国产品加征 10% 关税，中国则对美国约 600 亿美元产品加征 25%-5% 的不等关税，中美贸易摩擦对中国出口的不利影响逐步显现。从季度数据上看，出口增速从 1 季度的 13.7% 降至 4 季度的 4.0%，11 月出口增速跌至 3.9%，12 月甚至负增长。

2019 年中国出口下行压力较大。

2019 年中国出口下行压力较大，面临以下几方面不利因素。第一，全球经济景气程度继续下行。IMF 在 10 月的《世界经济展望》中将 2019 年全球经济增速预期由 3.9% 下调至 3.7%，将美国 2019 年经济增速预期也下调 0.2 个百分点至 2.5%。美国、欧元区、东盟、日本和中国制造业 PMI 指数继续下行，韩国制造业 PMI 指数连续 3 个季度处于荣枯线下方。第二，国际金融和商品市场波动加剧，全

球股市动荡，2018 年美股、欧股和中国 A 股大幅下跌，企业和投资者信心下滑，金融投资和实体经济投资趋于谨慎。第三，联邦基金利率目标区间已达 2.25%-2.50%，美联储加息态度日益软化，预示美元强周期临近结束，人民币汇率贬值空间变小甚至可能反转。第四，“逆全球化”思潮涌动，各国贸易政策更加保守，贸易限制措施增多，同时中美贸易摩擦仍未尘埃落定。贸易政策的不确定性，短期可能通过抢出口效应透支中长期增长，长期还可能造成全球产业链的迁移，进而不利于中国出口的稳定增长。

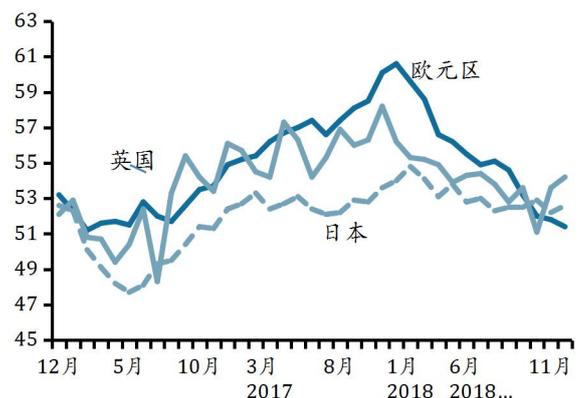
出口增速下行以及国内经济增长放缓，将不利于进口维持高速增长。

出口增速下行以及国内经济增长放缓，将不利于进口维持高速增长。一方面，中国出口和进口呈现出较高的同步性，2019 年出口增速面临下行压力预示着届时进口增速也难以维持高速增长。1995 年以来月度进、出口金额相关系数达 0.99，且 2014-2015 年约 31% 的进口中间品用于再出口。另一方面，中国经济增长放缓，国内面临经济结构扭曲问题，特别是债务大量积累的挑战（参见季报中国经济部分分析）。2002-2008 年中国 GDP 通胀因子平均为 4.81%，而到 2012-2018 年则平均仅为 1.87%，中国宏观经济运行面临过冷和通货紧缩的压力（张斌，《澄清当前宏观经济讨论中的几点认识》），这也将不利于进口增长。

图表 55 全球及主要经济体制造业 PMI



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 56 中国外贸数据概览

1. 外贸总体						
	(美元同比/%、亿美元)			(美元同比/%、亿美元)		
	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2015	2016	2017
出口	10.9	11.6	4.4	-2.6	-7.7	6.7
进口	19.9	20.7	4.8	-14.4	-5.5	15.9
出口额	6262	6568	6604	22829	20974	22804
进口额	5356	5727	5283	16806	15875	18423
货物贸易余额	906	841	1321	6023	5099	4381
2. 地区出口						
	(美元同比/%)			(规模/亿美元)		
	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2018Q2	2018Q3	2018Q4
出口	10.9	11.6	4.4	5882	6355	3721
美国	11.3	12.9	6.3	1180	1326	1292
欧盟	9.8	11.6	6.2	1021	1104	1086
香港	10.9	14.9	-3.7	729	818	840
日本	8.8	10.2	3.8	360	377	394
东盟	18	15.2	7.4	825	807	876
俄罗斯	10.4	4.5	10.1	122	127	128
3. 贸易方式						
	(美元同比/%)			(规模/亿美元)		
	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2018Q2	2018Q3	2018Q4
一般贸易出口	16.4	13.5	7.2	3652	3699	3700
加工贸易出口	6.2	8.0	-0.3	1910	2095	2195
其他贸易出口	-1.0	12.8	5.0	734	802	765
一般贸易进口	23.7	22.8	4.1	3282	3371	3033
加工贸易进口	7.7	16.8	-0.1	1099	1335	1219
其他贸易进口	23	19.1	13.4	966	1014	1042

数据来源：CEIC 数据库。

2018-2019 年人民币汇率形势分析与展望

货币政策分化和中美贸易战是 2018 年人民币汇率波动的主要原因。人民币汇率贬值没有形成贬值预期-资本外流的恶性循环。人民币汇率波动重新进入“窄幅盯住篮子货币”的汇率体制中。如果贸易摩擦没有进一步恶化，经济层面对人民币汇率具备一定支撑因素。在美股波动以及美国经济指标走弱背景下，美元指数会有所回落，人民币汇率将会呈现双向波动情形，在个别季度会呈现较强的升值压力。

一、2018 年人民币汇率走势回顾

中美贸易战触发人民币汇率贬值压力。

2018 年 1 月 1 日-12 月 31 日，人民币汇率从 6.5 贬值至 6.86，贬值幅度达到 5.4%。这在一定程度上反映了市场对中美贸易战，以及中国经济走势的不确定性。

中美贸易战触发人民币汇率贬值压力。2018 年 1 月，央行宣布暂停逆周期因子操作，开始逐步退出常规性外汇市场干预。此后，人民币汇率的走势出乎市场意料之外。在 1 月份，大多数观察人士认为人民币汇率对美元会保持强势，甚至有交易员担心人民币汇率会升值破 6。彼时，欧央行加息预期较强，美元走势偏弱，中国经济复苏态势较强，经济基本面有力的支撑人民币汇率。而且，中美贸易摩擦还在初级阶段，为了释放谈判的善意，投资者认为央行不会让汇率贬值。5 月底，中美贸易谈判破裂，国内外形势急转直下，中美货币政策分化加剧，人民币汇率开始迅速贬值。8 月，央行调整了远期售汇外汇风险准备金率，并且重启了逆周期因子，仍然没有阻止人民币汇率的贬值趋势。直到 12 月 5 日，G20 峰会中美领导人会晤决定暂时中止贸易战，人民币汇率才止跌反弹。

中国央行相对宽松的货币政策进一步增加人民币汇率贬值压力。2018 年，在整体平稳的宏观经济形势下，我国金融监管力度显著加强，非标融资大幅收缩。为了降低小微企业融资成本，央行实施了三次定

向降准。结构性宽松的货币政策一方面对冲了强监管的信用收缩，另一方面也增加了人民币汇率的贬值压力。

2018年，人民币汇率与美元指数出现两次分化。

2018年，人民币汇率与美元指数出现两次分化。从现象上来看，这一次贬值有些与众不同，人民币汇率走势与美元指数相关性显著减弱。6月20日-8月3日，短短32个交易日，人民币汇率贬值幅度达到6%，美元指数维持在95左右，基本没有波动。人民币汇率走势很大程度上由贸易战紧张情绪引导，短期内打破了过去依赖美元指数的定价机制。9月份，人民币与美元指数再度出现分化，由于美联储主席发布偏鸽派言论，美元指数再度大跌。然而，在贸易战的威胁下，人民币汇率不仅没有随之上涨，反而进一步从6.82贬值至6.87。

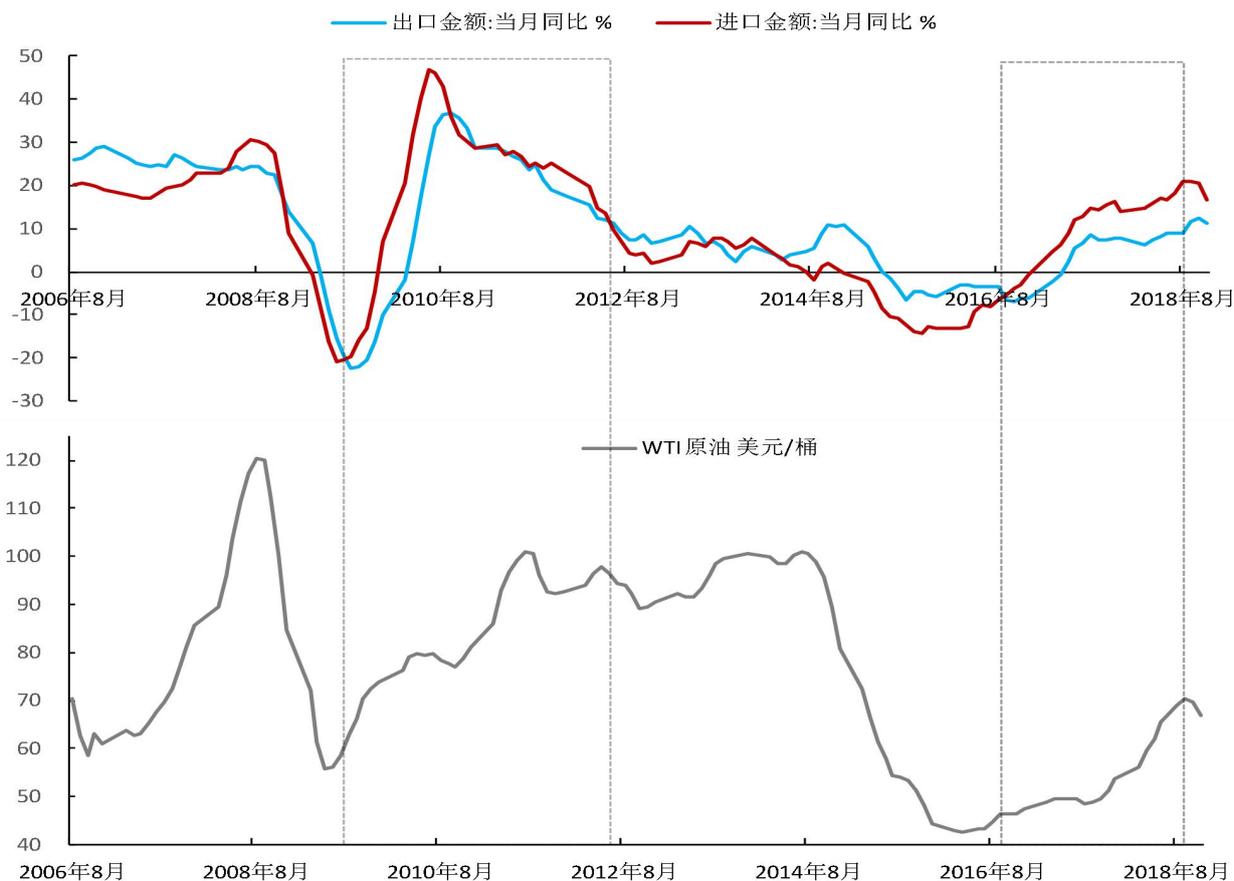
二、货币政策分化和中美贸易战是人民币汇率波动的主要原因

中国贸易顺差收窄主要源于大宗商品价格上涨。

无论观察贸易顺差还是资本流出的指标，人民币汇率的基本面压力都在逐步缓解。然而，2018年人民币汇率走势与基本面走势并不一致。

中国贸易顺差收窄主要源于大宗商品价格上涨。2018年1-11月，我国贸易顺差为3000亿美元，同比下降18%。其中，出口同比增长8.2%，进口同比增长14.6%。进口增速远超出口的主要原因在于今年油价高涨。2018年1-10月，WTI原油价格从57暴涨至70，带动南华商品指数上涨20%，极大推升进口价格成本。这一情形在2009年全球大宗商品价格暴涨时也曾出现。从出口份额的变化来看，中国外贸依然保持了较强的出口竞争力，并没有对汇率造成强烈冲击。

图表 57 中国进出口同比增速与原油价格变化



注：中国进出口同比增速与 WTI 原油价格均采用 6 个月滚动回归处理。

数据来源：Wind 数据库。

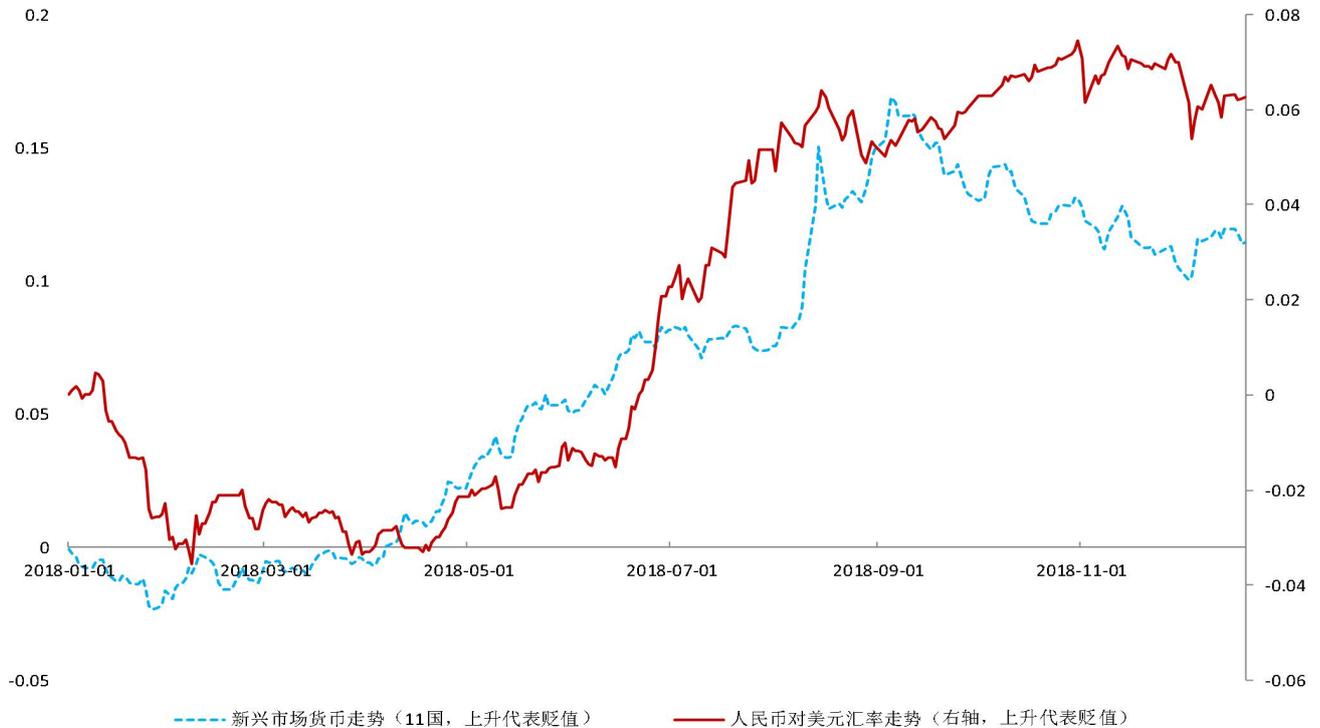
中国跨境资本流出压力显著下降。

中国跨境资本流出压力显著下降。2018 年 1-11 月，中国银行结售汇逆差从去年同期 1200 亿美元收窄至 489 亿美元。从全球资金流向数据来看，根据 EPFR 数据库，1-12 月流入发达经济体的股票基金资金净流量和债券基金资金净流量分别为 187 亿美元和 13 亿美元。1-12 月流入新兴市场国家的股票基金资金净流量和债券基金资金净流量分别为 544 亿美元和 -85 亿美元。10 月份是全球跨境资本流动的拐点，10 月初，美联储主席提出“美国利率水平距离中性利率还有一段长路”的论断，美股开始持续调整，跨境资本从发达经济体流向新兴经济体。

全球资本流动从发达国家流向新兴市场国家，原本应对人民币汇率有一定的支撑。然而，2018 年 9-11 月，当其他新兴市场货币持续升

值时，人民币汇率反而从 6.82 继续贬值至 6.95。这在一定程度上反映了市场对中美贸易战的悲观预期。

图表 58 人民币汇率与新兴市场国家货币指数比较



注：采用 11 个主要新兴市场国家货币（浮动汇率制度）相对美元平均加权 汇率作为参考标准，以 2018 年 1 月 1 日为基期，对比分析人民币对美元和新兴市场货币走势。

数据来源：Wind 数据库，作者计算结果。

人民币汇率贬值没有形成贬值预期-资本外流的恶性循环。

人民币汇率贬值没有形成贬值预期-资本外流的恶性循环。与“811”汇改不同，此次央行没有对外汇市场进行数量型干预，汇率贬值并没有触发外汇市场投机和套利。一般而言，CNY（在岸人民币汇率）市场管制相对较多，CNH（离岸人民币汇率）市场交易相对自由。如果存在贬值预期，投资者可以在两个市场进行套利。最典型的套利方式之一是通过 DF（人民币远期可交割合约）和 NDF（人民币无本金交割远期外汇交易）市场进行远期合约套利。当离岸人民币远期汇率贬值幅度大于在岸时，贸易商可以在境内购买 DF 远期合约，同时在

离岸市场没有出现短期资本套利投机的情况。

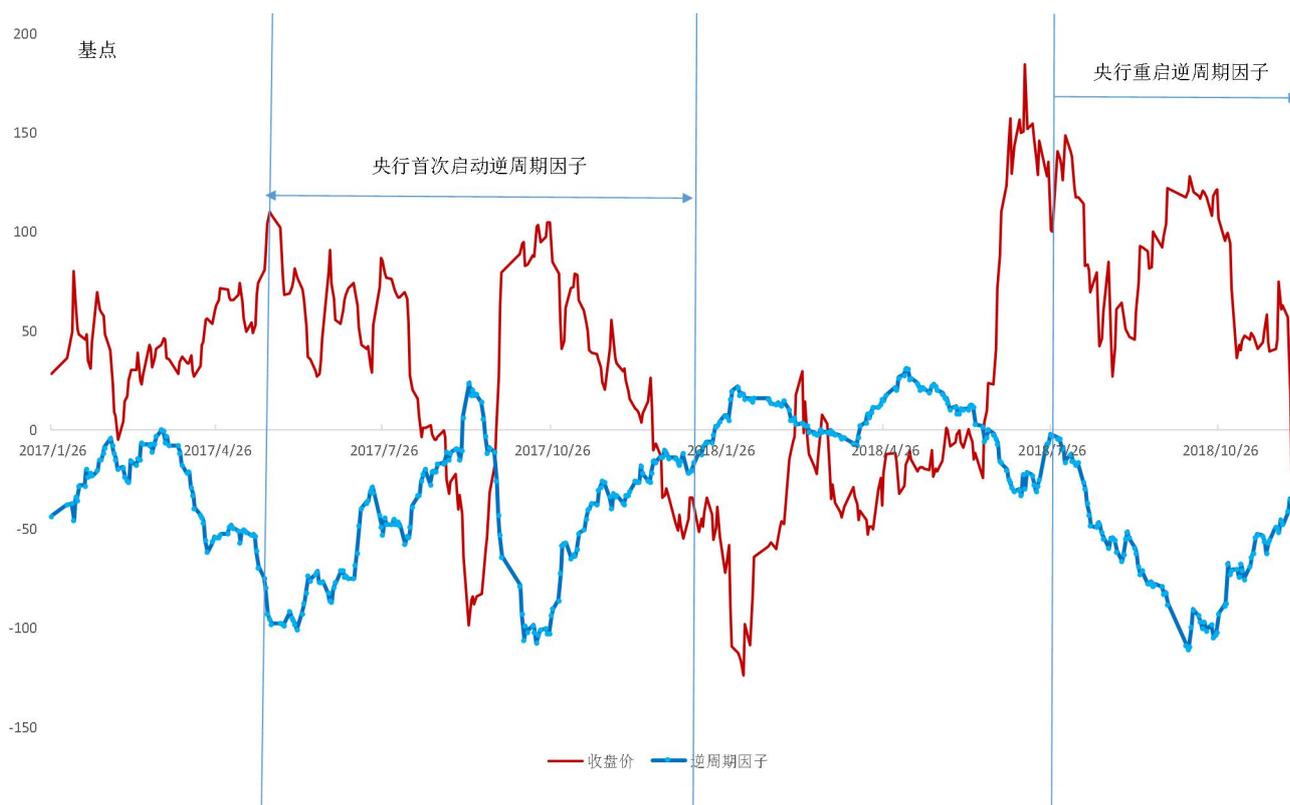
离岸市场卖出 NDF 远期合约。到期后，根据境内 DF 远期合约购买的美元，可以在境外 NDF 市场卖出，换取更多的人民币。这种套利模式在“811”汇改后非常流行，央行为此专门出台政策，对远期售汇征收 20% 风险准备金，提高跨境套利成本。NDF 和 DF 之间的汇差一直维持在 400 个基点左右，显著低于“811”汇改后 1000 个基点的汇差，CNY 和 CNH 市场没有出现套利机会。

离岸市场没有出现短期资本套利投机的情况。离岸市场的套利方式是借入人民币，然后将贷款换为外币，在人民币贬值之后偿还贷款，赚取差价。这种套利方式过去在离岸市场比较流行，会导致 CNH 市场利率大幅上升。CNH Hibor 同业拆借利率一直稳定在 4% 的水平，并没有出现 2015 年和 2016 年底迅速飙升的情况。这表明在外汇市场上，人民币汇率并没有形成显著的贬值预期，短期资本流动无法捕捉到无风险套利机会。也就是说，虽然汇率在迅速贬值，但是中国外汇市场没有出现：汇率贬值—央行干预—贬值预期上升—资本外流加剧的恶性循环。

面对中美贸易战压力，央行重启逆周期因子，对冲市场压力。2018 年 1 月，央行让做市商暂停实施逆周期因子，但是并没有停止调整中间价。我们将每日中间价分解为收盘价+篮子货币+中间价调整，对各个成分做 20 个工作日平滑处理。结果表明，1-5 月，人民币汇率收盘价一直处于升值空间，“中间价调整”则在小幅对冲收盘价的升值幅度，避免 CFETS 指数升值过快。6 月下旬，人民币收盘价出现显著贬值压力，平均每天贬值接近 300 个基点。对比 1 月份升值压力，央行在面对贬值压力时，运用“中间价调整”对冲贬值的力度更大，表明央行并不希望人民币汇率出现持续贬值。8 月 3 日，央行调整远期售汇业务的外汇风险准备金率，表明货币当局已经开始关心汇率稳定问题。8 月 24 日，央行重启逆周期因子，此后强调稳定汇率的行为，在一定程度上会对冲中美贸易战和美联储加息冲击。

逆周期因子与“811 汇改”之前央行调整中间价的措施，没有本质的区别。中间价最后的决定权仍然在央行手中。逆周期因子的本质，只是为央行提供了市场供求信息。究竟如何使用信息，取决于央行对外汇市场的判断。如果认为人民币汇率的压力脱离了基本面，央行就会使用逆周期因子调升人民币汇率。如果认为市场升值的压力脱离了基本面，央行则会使用逆周期因子调降人民币汇率。无论是那种情况，中间价原本蕴含的市场供求信息都会被逆周期因子对冲。

图表 59 中间价分解：收盘价+篮子货币+逆周期因子



注：数据来源：wind 数据库，作者计算结果，数据做 20 个工作日平滑处理。

三、2019 年人民币汇率双向波动概率较大

从 2017 年的经验来看，当央行出台逆周期因子等措施之后，外汇市场各个交易主体通常会跟随央行的指挥棒行动，直到累积的不均衡重新打破并形成新一轮的剧烈波动。中美贸易战由于涉及太多政治

动向，金融市场难以对其定价，引发了较大的波动。从当前的形势来看，特朗普并不希望继续在贸易领域与中国纠缠，在一定程度上降低了外汇市场的不确定性。

如果贸易摩擦没有进一步恶化，经济层面对人民币汇率具备一定支撑因素。从其他国家对华进口同比增速来看，2018 年对华进口增速最高的并不是美国，而是日韩台、以及东盟六国等东亚经济体。也就是说，今年出口扩张并非完全缘于中美贸易战引发的“抢出口”（除了 10 月数据外），而是海外经济扩张引发的进口需求。一旦贸易战警报解除，中国出口增速并不会出现市场担忧的坠崖式下跌。

人民币汇率又会重新进入“窄幅盯住篮子货币”的汇率体制中。个别季度，人民币汇率会出现较强升值压力。

下一阶段，人民币汇率的波动又会重新进入“窄幅盯住篮子货币”的汇率体制中。由于中间价主要反映篮子货币的信息，人民币汇率制度事实上成为窄幅盯住一篮子货币汇率制度。此时，人民币汇率的决定权重新和美元指数挂钩。美元指数上涨，人民币汇率会出现贬值压力，美元指数下跌，人民币汇率会出现升值压力。在美股波动以及美国经济指标走弱背景下，美元指数会有所回落，人民币汇率将会呈现双向波动情形，在个别季度会呈现较强的升值压力。