

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

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

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	杨子荣	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	金融政策
	王 地	宏观经济	吴泓蓁	科研助理

联系人：吴泓蓁

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：经济增速继续放缓 1

2019 年 3 季度美国经济增速继续放缓，制造业 PMI 跌破荣枯线，经济景气趋于下行。分项来看，美国消费者信心有所回落，消费韧性初现疲软；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，但新增非农就业人数不及上半年均值。为应对经济下行压力和贸易的不确定性，美国财政政策发力空间有限，货币政策则两度降息，但内部分歧加大。

欧洲：经济加速下行 货币政策发力 7

2019 年 3 季度欧元区经济加速下行，综合 PMI 表现低于预期，制造业收缩进一步加深，并有向服务业蔓延的趋势。德国制造业萎缩程度加剧，工业产出疲态尽显，成为欧元区经济最大拖累。不过，欧元区就业状况整体稳定，居民消费支出和企业投资仍具有一定韧性，贸易账户盈余也自 6 月大幅收窄后有所回升。通胀方面，受能源价格下跌的影响，9 月欧元区通胀维持在低位，剔除能源食品价格后的核心通胀略有上升。为刺激通胀、提振欧元区经济，欧央行 9 月采取了降息和重启量化宽松的操作。考虑到 4 季度欧元区仍将面临贸易摩擦持续、外部需求减弱的挑战，预计欧元区 GDP 经济状况难有较大改善，环比增长率或在 0.2% 左右。

日本经济：增长进一步放缓 15

2019 年第 3 季度，日本经济增长动力不足。制造业 PMI 较上季度下降 0.6 至 49.2，连续 3 个季度处于荣枯线下方。服务业 PMI 为 52.6，较上季度回升了 0.8。就业方面，2019 年第 3 季度失业率 2.2%，较上季度下降了 0.2 个百分点，保持充分就业状态。7-8 月季调有效求人倍率均值 1.59，较第 2 季度的 1.62 有所下降，但岗位需求仍然明显多于求职人数。消费物价增速回落。7-8 月 CPI 同比增长率 0.4%，较第 2 季度的 0.8% 有所回落。同期核心 CPI 同比增长率 0.5%，较第 2 季度的 0.8% 也有所下降。第 3 季度日本消费增速下行势头得到遏制，房地产开发投资回暖，机械设备相关投资增长率下滑趋势放缓。日银短观指数第 3 和第 4 季度分别为 4 和 2，较第 1 季度 10 和第 2 季度 7 连续下滑，但下滑幅度有所减少。日本银行继续维持宽松货币政策，

股票市场指数延续了上个季度的回升势头，日元延续小幅升值趋势。受全球增长形势疲弱影响，第3季度日本对中国贸易和直接投资增速均有所下滑。预计2019年第3季度实际GDP季调环比折年率0.5%，第4季度-0.3%，全年增长1.0%。

金砖国家：经济增长乏力 21

金砖国家经济增长压力继续加大。俄罗斯、巴西、南非经济增速都在低位徘徊，印度经济增速则连续两个季度跌破6%。在内外部经济政策的不确定性下，各国经济信心有所下降，这抑制了国内消费与投资，全球经济增长低迷与贸易紧张局势加剧则造成金砖国家外部需求下降。在最终需求疲软、通胀低迷的背景下，金砖国家都转入宽松性货币政策，未来仍有进一步降息的空间。财政政策因各国财政空间不同而异。俄罗斯在石油收入的支持下可能会加大在基础设施上的投资，印度财政部则在近期推出了一系列刺激经济增长的措施，巴西总体仍偏向财政整固，财政支出可能会有所下降，南非由于加大对国家电力公司的救助而造成财政负担加大，也将限制政府支出。

中国经济：猪价涨幅压力仍然较大 27

当前中国面临的非洲猪瘟形势严峻，但是其对猪肉价格的影响还未完全显现。两个现象预示着未来猪肉价格还将面临更大上涨压力：其一，在生猪存栏量持续大幅下滑的情况下，生猪出栏数量相对稳定。短期内相对稳定的出栏数量，可能透支了未来的供给。事实上，2019年以来，生猪补栏数量也出现了异常的下降。其二，能繁母猪的存栏量下降，与生猪存栏量的大幅下滑基本一致。2020年春节期间的CPI通胀率，其范围可能在3.5%左右甚至更高，甚至不排除接近4%的可能性。不过之后，CPI通胀率将出现放缓。猪肉价格上涨带来结构性通胀压力，同时中国又面临经济下行压力和PPI走低，货币政策宜采取不对称降息的做法来进行应对：一方面保证存款基准利率基本不变，另一方面，继续降低企业的融资成本。

东盟韩国：经济持续放缓，价格水平走低 35

东盟经济和韩国经济在第3季度呈现继续下行态势。东盟第3季度制造业PMI均值为49.2，较上季度的50.2下降1.0个百分点，重回荣枯线之下。除了菲律宾之外，其他东盟五国的PMI较上季度均下滑，其中印度尼西亚、马来西亚、新加坡的PMI在荣枯线以下。韩国3季度制造业PMI均值为48.1，较上季度下降0.6个百分点，低于荣枯线。受全球需求低迷和制造业周期

性低谷的影响，全区通胀缓和，部分国家面临通缩压力。与全球货币宽松的氛围一致，本地区多国央行在第3季度降息，其中，印尼和菲律宾央行降息2次，泰国和韩国央行降息1次。在中美贸易摩擦的背景下，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，这些政策的后续影响需要进一步关注。

全球金融市场：波幅抬升，宽松政策加码 45

2019年第3季度，全球金融市场风险相比2季度有所上升，中美贸易谈判一波三折等事件增添了市场不确定性，但市场波动总体仍处于中低区间。因全球经济下行压力上升、主要经济体央行陆续宽松，全球货币市场和长债利率总体走低，发达经济体股市在流动性的支撑下总体上涨，新兴经济体股市分化。外汇市场总体保持了低波动水平，美元指数仍在上升。展望4季度，尽管全球金融市场不确定性上升，但货币宽松或能在短期缓和波动，全球金融市场预计仍将维持中低水平，美元指数或将继续在高位震荡，关注美股回调风险。

大宗商品市场：石油和金属普遍走弱 55

2019年3季度CEEM大宗商品价格环比下跌2.60%，主要受石油和金属价格回落影响。由于需求侧疲弱以及市场对经济前景预期相对悲观，原油价格下跌5.97%，但季度末中东地缘风险事件高发推动了油价小幅反弹。金属价格普遍走弱，铁矿石和钢材价格在上游供给放宽的影响下回落，铜铝价格受中美贸易纷争影响下跌。此外大豆价格微涨，玉米和小麦价格下跌。

外贸专题：进、出口动能依然偏弱 65

2019年3季度，中国出口（美元）同比增速为-0.4%，较上季度小幅回升0.6个百分点。出口动能依然偏弱主要受外需因素影响，而出口市场份额预期同比变化不大。3季度中国进口同比增速为-6.5%，较上季度下降2.5个百分点；货物贸易顺差总额为1189亿美元，同比提高348亿美元。7-8月服务贸易逆差为507亿美元，同比下降36亿美元。目前全球经济景气程度仍在下行探底的过程中，贸易摩擦引致的不确定性仍在增加，受这两方面影响，预计4季度中国进、出口将继续低迷。

新一轮宽松难解欧洲经济困局 75

9月12日，欧洲央行在议息会议上宣布了一系列旨在提振欧元区经济和通胀水平的货币刺

激措施，包括下调存款利率 10 个基点至-0.5%、重启资产购买计划、引入利率分层机制和更优惠的定向长期再融资操作（TLTRO III）条件等。这是欧央行自 2016 年以来首次同时动用多项非常规货币政策工具释放宽松，政策节奏超出市场预期，显示出欧央行在下行风险不断扩大的情况下托底欧洲经济、助推通胀上行的决心。然而，细究此次欧洲经济失速的动因，不难发现，想单纯依靠宽松货币政策来拯救欧洲经济，恐怕难有成效。

图表目录

图表 1	美国制造业和服务业 PMI	1
图表 2	美国个人消费支出与消费者信心指数	2
图表 3	美国私人投资与投资者信心指数	2
图表 4	美国对外贸易	3
图表 5	美国劳动力市场	3
图表 6	美国通货膨胀	4
图表 7	PMI 表现低于市场预期，工业产出持续下滑	8
图表 8	通胀水平维持在低位	9
图表 9	失业率稳步下行	9
图表 10	消费者信心小幅波动	10
图表 11	企业投资表现平稳	11
图表 12	贸易账户盈余扩大	12
图表 13	日本经济增长乏力	16
图表 14	日本消费和投资增速下行势头得到遏制	16
图表 15	进出口同比降幅双双扩大	17
图表 16	日本东京日经 225 指数继续回升	18
图表 17	日元小幅升值	18
图表 18	日本对华贸易增速持续下滑	19

图表 19	日本对外直接投资增长率继续下探.....	20
图表 20	日本季调实际 GDP 环比折年率.....	20
图表 21	中国与金砖国家贸易情况.....	24
图表 22	金砖国家数据概览.....	25
图表 23	生猪存栏量及其变化趋势：2008 年 12 月至 2019 年 8 月.....	27
图表 24	生猪存栏量同比增速：2009 年 12 月至 2019 年 8 月.....	28
图表 25	生猪存栏量出现反季节异常减少（环比，%）.....	28
图表 26	相较于生猪出栏情况，存栏恶化更快，后续出栏增速不乐观.....	29
图表 27	生猪净补栏数量在 2019 年以来也急剧下滑，后续出栏面临压力.....	30
图表 28	能繁母猪存栏量显著下滑，制约后续产能.....	31
图表 29	能繁母猪出现反季节异常减少.....	31
图表 30	潜在产出缺口占存栏规模的相对比例.....	32
图表 31	东盟六国与韩国的制造业 PMI.....	35
图表 32	东盟六国与韩国货币第 3 季度对美元走势.....	35
图表 33	东盟六国与韩国宏观经济数据概览.....	43
图表 34	全球金融市场主要指标变动.....	45
图表 35	全球金融市场风险状况图.....	46
图表 36	主要发达和新兴经济体汇率走势一览.....	47
图表 37	全球主要发达与新兴经济体股市走势一览.....	48
图表 38	全球主要发达与新兴经济体货币市场走势一览.....	49
图表 39	全球主要发达与新兴经济体长期国债市场走势一览.....	49
图表 40	美国国债收益率曲线期限利差.....	50
图表 41	银行代客收付款分项结构.....	51
图表 42	外币公司债季度发债额度与频率.....	53
图表 43	3 季度大宗商品价格进一步回落.....	55
图表 44	大宗商品价格下跌后小幅反弹.....	55
图表 45	3 季度石油价格震荡下行.....	56

图表 46	3 季度 OPEC 产量持续下降	56
图表 47	3 季度美国商业库存反弹	57
图表 48	中国原油进口需求小幅下滑	57
图表 49	美国石油净进口量持续下降	57
图表 50	欧洲需求小幅回升	57
图表 51	铜矿砂及其精矿进口价格下滑	58
图表 52	中国钢材进口价格高位震荡后下跌，铁矿砂及其精矿进口价格持续走高	58
图表 53	LME 铜价与铝价持续下跌	59
图表 54	国际铁矿石价格高位震荡后断崖式下跌	59
图表 55	国内农产品现货价格小幅震荡	61
图表 56	CBOT 农产品价格均先抑后扬，但涨跌不一	61
图表 57	预估 3 季度全球贸易增速继续下行	66
图表 58	中国出口增速的地区和产品分布	67
图表 59	预计 3 季度外需增速继续下降	68
图表 60	预计 3 季度中国出口产品市场份额同比变化不大	69
图表 61	中国进口增速的地区分布（单位：%）	70
图表 62	中国进口增速的贸易方式和产品分布	71
图表 63	中国货物贸易顺差及服务贸易逆差	72
图表 64	全球及主要经济体制造业 PMI	73
图表 65	中国外贸数据概览	74
图表 66	欧洲主要经济体 GDP 同比增速（单位：%）	76
图表 67	欧元区工业信心指数和消费者信心指数	79
图表 68	欧元区主要国家 10 年期国债收益率（单位：%）	80

美国：经济增速继续放缓

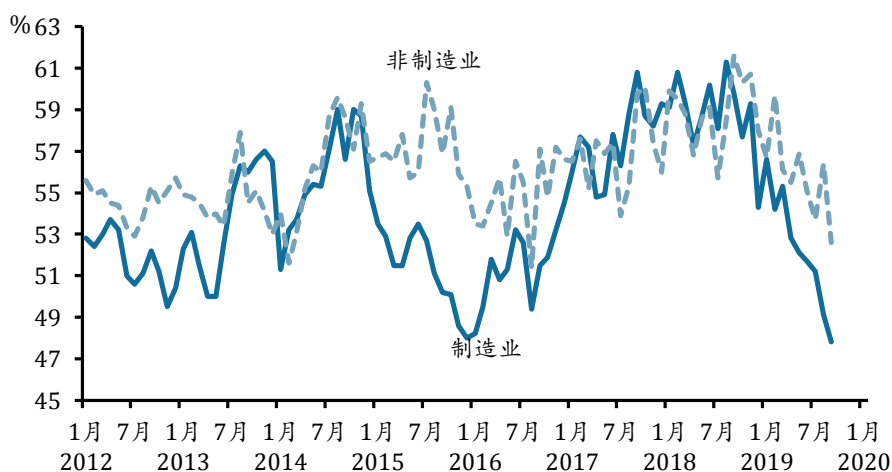
2019年3季度美国经济增速继续放缓，制造业 PMI 跌破荣枯线，经济景气趋于下行。分项来看，美国消费者信心有所回落，消费韧性初现疲软；企业投资和出口增速继续下滑，拖累经济增长；通货膨胀率显著低于 2% 的目标；劳动力市场维持强劲，失业率仍处低位，但新增非农就业人数不及上半年均值。为应对经济下行压力和贸易的不确定性，美国财政政策发力空间有限，货币政策则两度降息，但内部分歧加大。

一、经济运行态势

预估 3 季度美国经济增速继续放缓。

制造业 PMI 跌破荣枯线。2019 年 8 月美国制造业 PMI 指数下降至 49.1，是 2017 年以来首次跌破荣枯线，9 月制造业 PMI 进一步下探至 47.8，预警美国经济可能从扩张逐渐走向衰退。9 月非制造业 PMI 也大幅降至 52.6，创下 2016 年 9 月以来的新低。考虑到服务业在美国经济中的绝对占比，若服务业 PMI 跌破荣枯线，美国经济衰退概率将会增加。此外，美国 7-8 月工业部门产能利用率继续下跌至 77.7%，低于上半年均值 78.2%，预示经济周期趋于紧缩。

图表 1 美国制造业和服务业 PMI

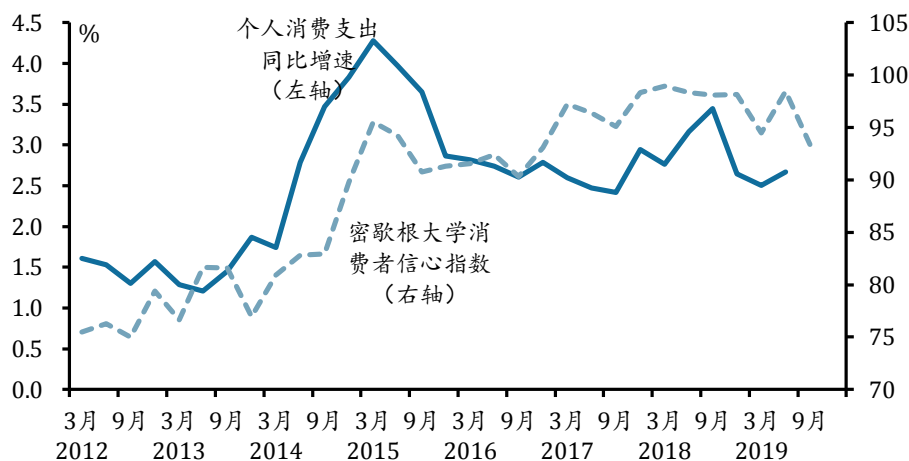


数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

消费韧性初显疲弱。

消费韧性初显疲弱。消费一直是支撑美国经济增长的主要动力，密歇根大学消费者信心指数是消费的前瞻性指标。尽管 2019 年第 2 季度美国消费支出环比增速达 4.7%，拉动经济增长 3.1 个百分点，但第 3 季度一直表现稳健的美国消费者信心指数由 98.5 大幅下滑至 93.4，消费韧性初显疲弱。

图表 2 美国个人消费支出与消费者信心指数

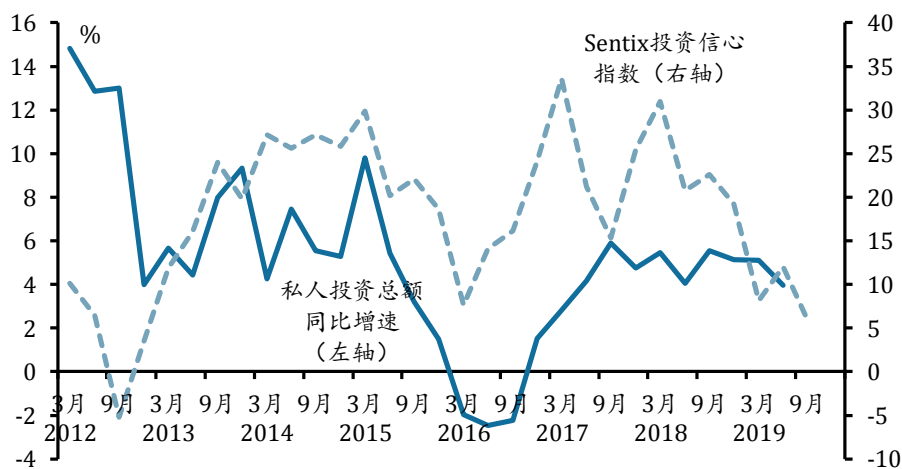


数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

企业投资后劲不足。

企业投资后劲不足。2019 年第 3 季度，美国 Sentix 投资信心指数降至 5.8，已连续四个季度下降，CEO 经济展望资本支出分项指数连续六个季度下降，中小企业资本支出计划乐观指数连续三个季度下降，企业投资信心持续恶化。2019 年第 2 季度美国私人投资环比增速为 -6.1%，企业投资迅速恶化，未来美国企业投资仍有进一步下滑可能。

图表 3 美国私人投资与投资者信心指数



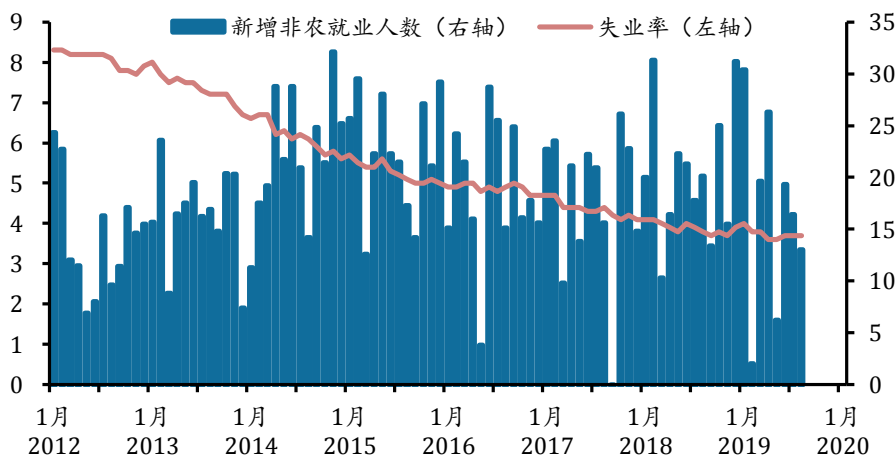
数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

出口疲弱。

出口疲弱。2019年7月美国出口同比增速为-0.64%，连续四个月负增长，进口增速也快速下滑。受全球经济增速下行影响，外部需求不振，美国出口疲势短期难有改善。外加美国发起的贸易摩擦范围不断扩大，尤其是中美互征关税导致中美双边贸易已连续九个月负增长，进一步恶化了美国对外出口。

图表4 美国对外贸易

数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

图表5 美国劳动力市场

数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

劳动力市场维持强劲。

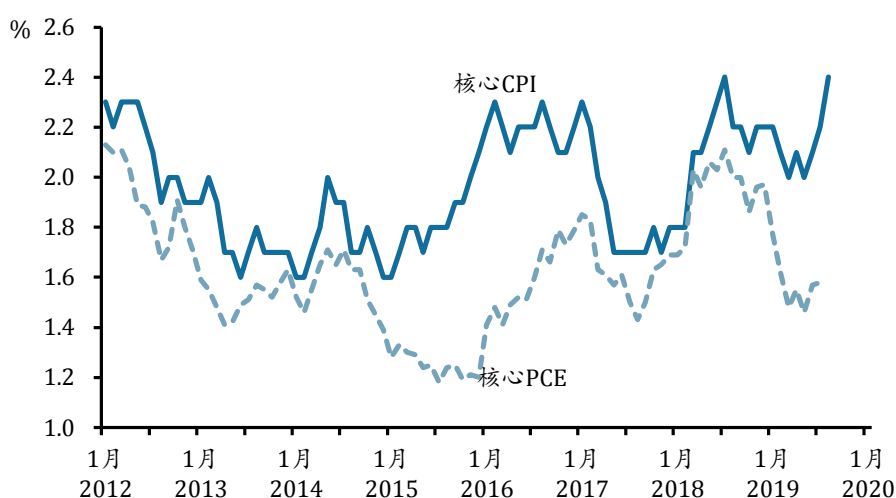
劳动力市场维持强劲。2019年7-8月，美国失业率为3.7%，略低于上半年均值3.75%，劳动参与率为63.1%，略高于上半年均值62.98%，就业市场维持强劲。2019年7-8月，新增非农就业人数月度均值为14.7

万人，低于上半年月度均值 17.3 万人；私人非农企业全部员工平均月薪的同比增速均值为 3.3%，略高于上半年同比增速均值 3.2%。

通货膨胀指标分化。

通货膨胀指标分化。历史上核心 CPI 和核心 PCE 在走势上基本一致，虽然美联储更关注核心 PCE，但核心 CPI 在走势上对于核心 PCE 有明显的指示作用。2019 年 7-8 月，美国核心 CPI 同比增速均值为 2.3%，高于上半年均值 2.08%；7 月，美国核心 PCE 同比增速为 1.58%，与上半年均值持平，但远低于 2018 年均值 1.95%，两者走势出现明显分化。

图表 6 美国通货膨胀



数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

金融市场风险增加。

金融市场风险增加。2019 年 5 月以来，美国 10 年期和 3 个月国债收益率发生持续性倒挂，8 月 27 日 10 年期和 2 年期国债收益率首次出现倒挂，反映了投资者对长期经济下行的担忧，预警经济可能出现衰退。美股高位震荡，仍具韧性，但美股对风险更为敏感，中美贸易摩擦及其不确定性加剧了美股波动。美元指数维持高位震荡、略呈上行态势，全球避险情绪上升助推了近期美元指数上行。

二、宏观政策分析

财政政策空间有限，货币政策两度

财政政策发力空间有限。美国联邦财政赤字继续恶化，2019 年 7-8 月联邦财政赤字月均值为 1600.2 亿美元，远高于上半年的月均值

降息但分歧加大。 713.6 亿美元。然而，财政政策发力空间有限，2018 年美国政府部门杠杆率已达到 98.28%，远高于金融危机前 2007 年的 57.53%。债务上限约束了美国财政政策发力空间，虽然 7 月份两党再次达成协议，暂停未来两年美国债务上限，但并未从根本上解决债务问题。

美联储两度降息，内部分歧加大。2019 年 8 月 1 日美联储宣布降息 25 个基点，联邦基金利率目标区间下调至 2%-2.25%，这是美联储时隔十年的首次降息。同时，美联储提前两个月结束资产负债表的缩减计划。关于本次降息，美联储给出三个理由：全球经济增长放缓、贸易的不确定性以及通货膨胀率显著低于 2% 的目标。与历次美联储首次降息相比，这一次美联储降息表现出了明显不一样的特征：首先，美联储在经济基本面仍然较好的情况下实施降息；其次，美联储的独立性受到质疑与挑战；最后，美联储关于未来货币政策释放出刻意模糊的信号。此外，本次美联储重启降息打开了全球降息通道。

美联储 9 月 18 日宣布降息 25 个基点，同时将超额准备金利率下调 30 个基点至 1.8%，再次引发多个经济体跟随降息。美联储本次降息的主要理由是，即使目前经济活动持续扩张、劳动力市场保持强劲，但考虑到要实现 2% 的通胀目标，未来增长前景的不确定性仍然存在。但是，美联储内部分歧加大，本次 10 位具有投票权的联邦公开市场委员会成员（票委）中，有 3 位投了反对票，这是鲍威尔担任美联储主席以来出现最多反对票的一次会议。此外，点阵图显示，17 名官员中有 10 名委员认为 2019 年不会再降息，只有 7 名委员认为还将降息一次，2020 年预期没有降息，2021 年和 2022 年各有一次加息。

三、美国经济形势展望

美国经济增速放缓几成定局。

美国经济增速放缓几成定局。当前美国消费者信心开始回落，企业投资后劲不足，出口疲弱，外加全球经济放缓和中美贸易摩擦存在不确定性，而美国国内的财政政策发力空间不足，货币政策在应对经济下行时的刺激作用有限，且美联储降息幅度仅剩 1.75 个百分点，美

国经济前景不容乐观。世界银行预测美国 2019 年经济增速为 2.5%，美联储卡普兰预计美国 2019 年经济增速仅有 2%。应充分关注美国国债收益率倒挂等预警指标，谨防美国经济出现衰退。

欧洲：经济加速下行 货币政策发力

2019年3季度欧元区经济加速下行，综合PMI表现低于预期，制造业收缩进一步加深，并有向服务业蔓延的趋势。德国制造业萎缩程度加剧，工业产出疲态尽显，成为欧元区经济最大拖累。不过，欧元区就业状况整体稳定，居民消费支出和企业投资仍具有一定韧性，贸易账户盈余也自6月大幅收窄后有所回升。通胀方面，受能源价格下跌的影响，9月欧元区通胀维持在低位，剔除能源食品价格后的核心通胀略有上升。为刺激通胀、提振欧元区经济，欧央行9月采取了降息和重启量化宽松的操作。考虑到4季度欧元区仍将面临贸易摩擦持续、外部需求减弱的挑战，预计欧元区GDP经济状况难有较大改善，环比增长率或在0.2%左右。

一、经济运行态势

PMI表现低于市场预期，工业产出持续下滑。

PMI表现低于市场预期，工业产出持续下滑。欧元区19国综合采购经理人指数（PMI）3季度均值为51.3，较上季度的均值51.8下滑0.5。9月综合PMI由8月的51.9下跌至50.4，显著低于市场预期的52，且为2013年7月以来最低水平。制造业PMI表现尤其令人担忧，3季度欧元区制造业PMI均值为46.4，较上个季度的47.7进一步下滑。9月制造业PMI由8月的47下跌至45.7，创2012年10月以来的最低水平，显示欧元区制造业收缩正在加深。

制造业走弱有向服务业蔓延的趋势。3季度欧元区服务业PMI均值为52.9，略低于上季度的53.1，9月服务业PMI由8月的53.5下降至52，为8个月最低水平，表明欧元区服务业活动有所放缓。

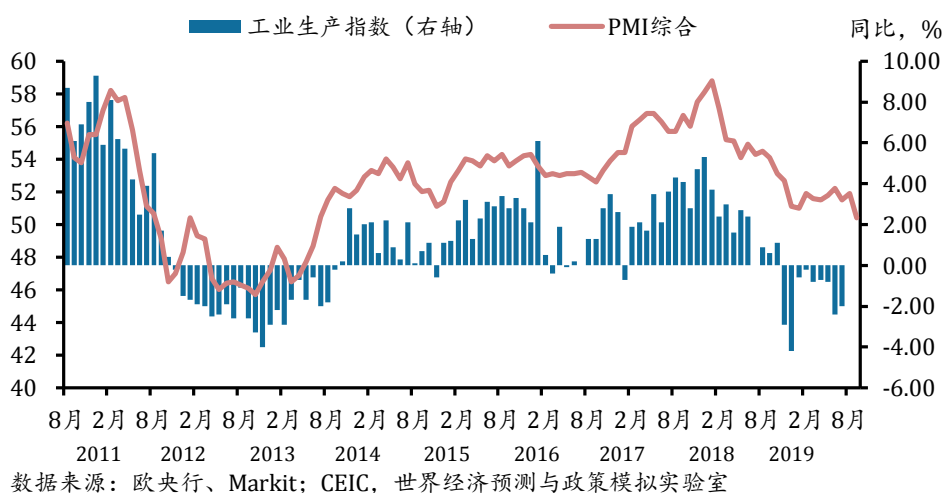
就欧元区主要国家来看，德国制造业恶化程度为欧元区之首。9月德国制造业PMI为41.7，远低于预期的44，较前值43.5也有明显下滑，为2009年6月以来的最低水平。受其影响，德国综合PMI指数9月落至49.1，低于8月份的51.7，是2013年以来首次低于50。法国9月PMI各项数据也大幅下挫，综合PMI初值为51.3，制造业PMI初值为50.3，服务业PMI初值为51.6，全部低于预期值。

工业产出方面，欧元区工业生产指数在7月延续了前一个月的下

滑态势，但下滑幅度有所收窄。经季节调整后欧元区 7 月份工业生产环比下降 0.4%，小于 6 月 1.4% 的降幅，同比下降 2.0%，亦低于 6 月 2.4% 的降幅。从细项来看，7 月欧元区非耐用消费品生产环比下降 0.8%，能源下降 0.7%，中间产品下降 0.3%，而耐用消费品生产则上升 1.2%，资本品生产环比上升 1.8%。

作为欧元区内主要经济体，德国 7 月份工业产出也在收缩，季调后工业生产指数环比下降 0.6%，同比下降 4.2%，其中，能源生产环比下降 1.3%，建筑业生产环比上升 0.2%。与此同时，7 月德国制造业订单指数依旧处于负增长区间，同比下降 2.8%，表明德国工业经济复苏仍无迹可寻。

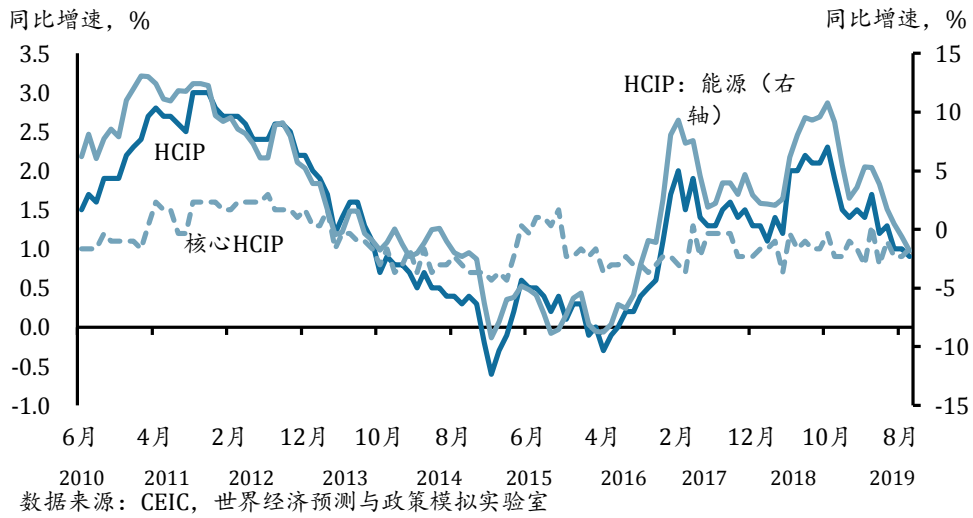
图表 7 PMI 表现低于市场预期，工业产出持续下滑



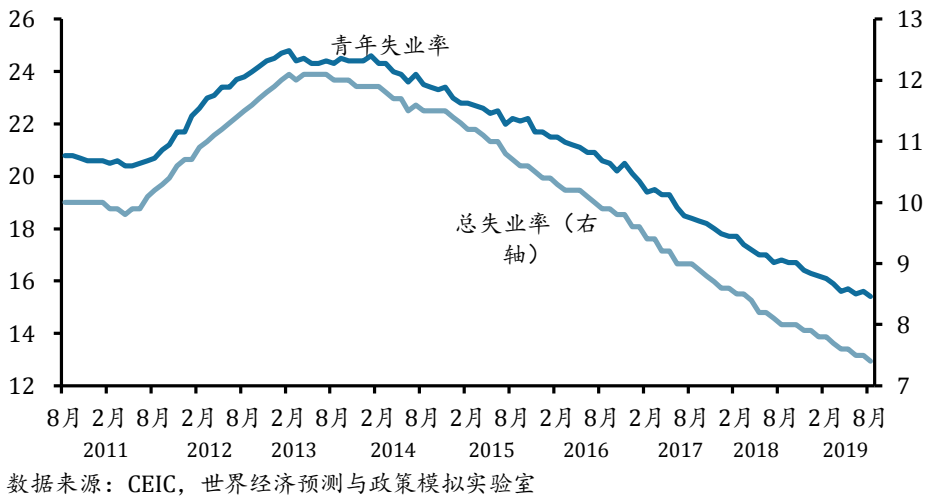
通胀水平维持在低位。

通胀水平维持在低位。9 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 0.9%，低于前值和预期值的 1%，主要受能源价格走低影响。从分项来看，9 月食品、酒类和烟草类通胀同比增长 1.6%，低于 8 月的 2.1%，服务业和非能源工业制品通胀同比分别上涨 1.5% 和 0.3%，能源类产品通胀较去年同期则下滑了 1.8%。剔除了波动性较大的能源和食品之后，9 月欧元区核心通货膨胀率预计将在 1.0%，较前一个月的 0.9% 略有上调。

图表 8 通胀水平维持在低位



图表 9 失业率稳步下行



失业率稳步下行。

失业率稳步下行。 8月欧元区19国失业率为7.4%，较7月的7.5%继续下降0.1个百分点，创2008年5月以来新低。失业人数则从7月份下降至1216.9万人，减少9.6万人。从成员国看，经季节调整后，9月份德国失业人数为227.6万人，比8月份终值减少1万人。当月失业率为5.0%，与此前4个月的失业率持平，表明德国就业市场总体仍然保持强劲。法国的就业情况正步入缓慢但稳定的改善区间，并逐步显现长期稳定趋势。2季度失业率由上季的8.7%降至8.5%，创2008年底以来最低。同期法国创造就业岗位数量略有上升，在实现1季度0.4%的增长后，2季度增长达0.2%，达到56200个。

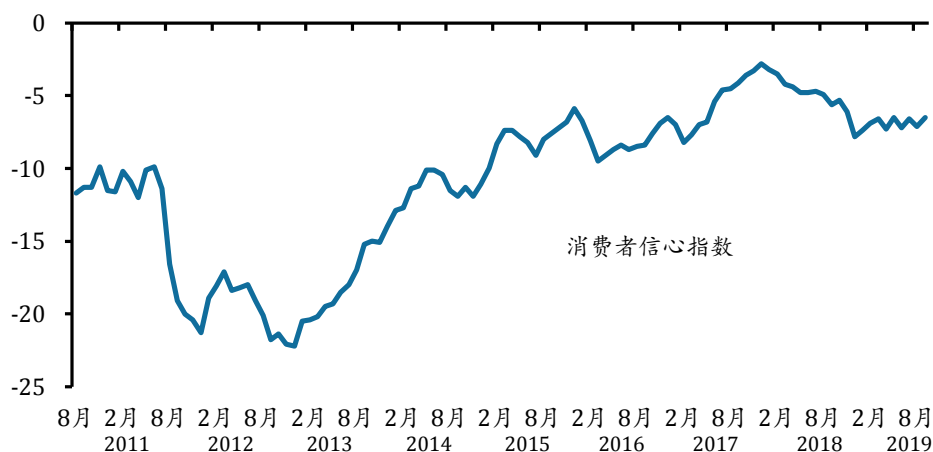
欧元区青年失业率也保持下降趋势。8月欧元区19国青年失业率为15.4%，较前月减少0.2个百分点，失业人数为220.2万人，比去年同期减少了20.5万人。从成员国来看，青年失业率最低的是德国（5.7%）和荷兰（6.9%），最高的是希腊（33%），西班牙（32.2%）和意大利（27.1%）。

二、支出法 GDP 分解

消费者信心小幅波动。

消费者信心小幅波动，居民消费支出增长放缓。9月消费者信心来至-6.5，较8月的-7.1有所回调，与7月的-6.6基本持平，表明由于对当前个人财政和就业状况乐观，而对整体经济前景悲观，欧元区居民的信心继续曲折波动。

图表 10 消费者信心小幅波动



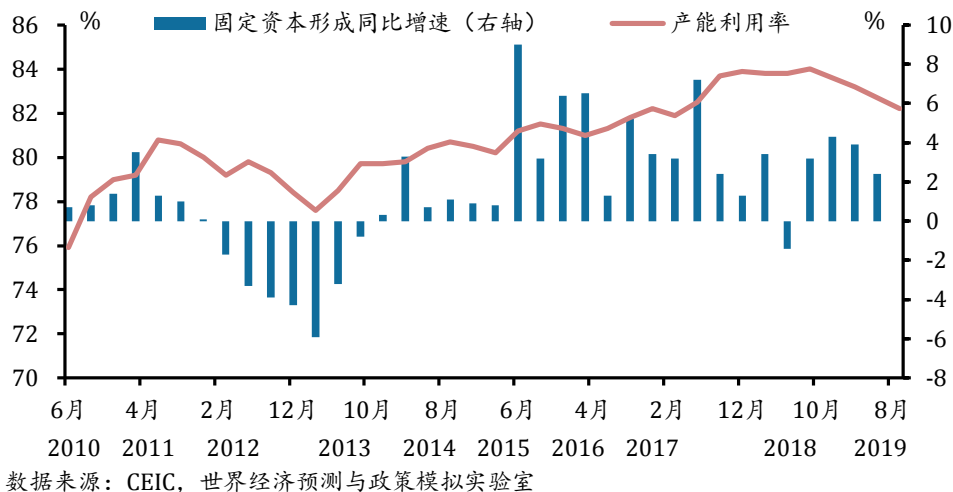
数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

就成员国而言，德国9月消费者信心指数持稳于9.7，好于预期的9.6。而法国9月消费者信心指数数据上升至104，为2018年1月以来的最高水平，高于前值103和市场预期的102。消费者信心改善，主要由于通胀偏低，消费者对于物价上涨的担忧缓解，同时失业率的稳步改善也使得家庭对失业的担忧有所好转。

居民消费支出方面，2019年第2季度欧元区居民消费支出增长放缓，环比增长0.2%，低于前1季度的0.4%，其对GDP的环比拉动率从前

1 季度的 0.22 个百分点下滑到 0.11 个百分点，显示家庭消费增长动能正在减弱。从欧元区零售销售来看，8 月欧元区零售销售环比上升 0.3%，符合市场预期，表明欧元区消费活动仍具有一定韧性。

图表 11 企业投资表现平稳



企业投资表现平稳。

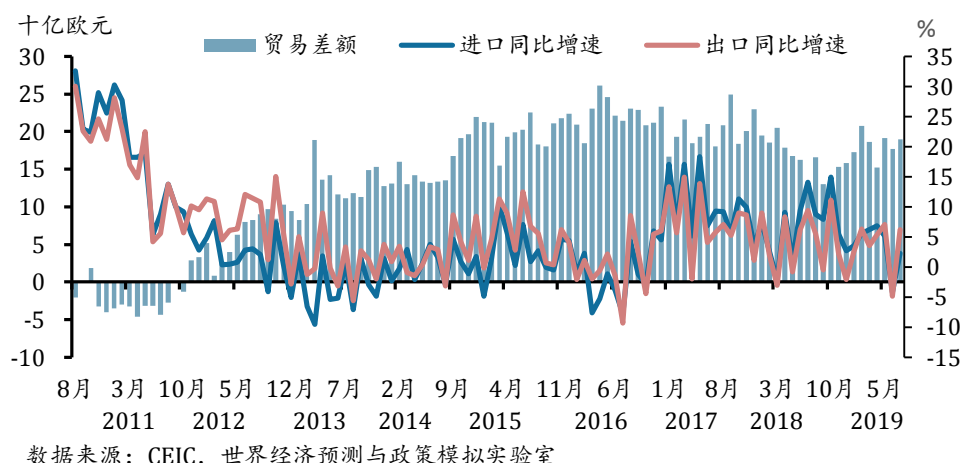
企业投资表现平稳。2019 年 2 季度欧元区不变价固定资本形成总额同比增长 2.4%，低于上季度的 3.9%，但从环比来看，2 季度固定资本形成环比增长 0.5%，较上 1 季度的 0.2% 有所上升。在对 GDP 的环比拉动率方面，2 季度固定资本形成的贡献度为 0.12 个百分点，大幅高于前 1 季度的 0.4 个百分点，表明欧元区企业投资表现总体尚属稳定。与此同时，欧元区制造业产能利用率继续下滑，2019 年 3 季度产能利用率为 82.2%，较上季度的 82.7% 再下跌了 0.5 个百分点。

9 月欧元区工业景气指数创 2013 年 7 月以来的最低水平，由 8 月的 -5.8 跌至 -8.80，跌幅远高于市场普遍预期，表明贸易紧张局势和英国脱欧带来的不确定性对企业信心的负面影响正在加剧。

贸易账户盈余扩大。

贸易账户盈余扩大。2019 年 7 月，欧元区 19 国季调后货物贸易顺差为 190 亿欧元，高于前值的 177 亿欧元，也高于预期的 175 亿欧元，表明在经过 6 月快速萎缩后，7 月欧元区贸易表现有所回调。经季节性因素调整后，欧元区 7 月份出口总规模为 1952 亿欧元，较 6 月增长 12 亿欧元，出口环比增长 0.6%；进口规模为 1763 亿欧元，与 6 月持平。欧元区内贸易额为 1615 亿欧元，较 6 月下降 11 亿欧元。

图表 12 贸易账户盈余扩大



三、政策走势

欧央行重启量化宽松。

欧央行重启量化宽松。9月12日，欧洲央行召开货币政策会议，宣布下调欧元区隔夜存款利率至负0.5%，同时维持欧元区主导利率为零、隔夜贷款利率为0.25%不变。这是欧洲央行自2016年3月以来首次调降欧元区关键利率。

在非常规货币政策方面，欧洲央行决定从11月起重启资产购买计划，每月购债规模为200亿欧元。为增强利率政策宽松效果，购债将持续足够长时间，预期在欧洲央行首次加息前结束。

与此同时，欧央行将改变新一轮季度目标长期再融资操作(TLTRO III)的模式，以保持有利的银行贷款条件。对于符合资格的净贷款额超过基准的银行，TLTRO III业务所适用的利率将会较低，甚至可能低至存款安排在整个业务期间的平均利率，期限从2年延长至3年。分层利率机制也正式出台，为了支持以银行为基础的货币政策传导，将引入双层准备金制度，使银行持有的部分过剩流动性免受负存款利率的影响。

欧盟计划重新审查现行财政规则。

欧盟计划重新审查现行财政规则。随着欧盟经济放缓，而货币刺激措施被视为接近极限，欧盟正准备重新审视其严格的财政规则。9月9日欧盟轮值主席国芬兰起草的一份文件表示，欧元区财政政策在

支持经济方面的作用越来越重要，因为人们认为货币政策“越来越受到约束”。欧洲央行多年来的负利率和货币刺激政策，已消除了欧元区生存面临的直接风险，但未能充分提高欧元区的通胀和经济增长。根据现有规定，欧盟执行委员会必须在今年年底前重新评估其财政规则。

四、经济形势展望

预计 4 季度欧元区 GDP 环比增速将在 0.2% 左右。

预计 4 季度欧元区 GDP 环比增速将在 0.2% 左右。2019 年 3 季度，欧元区经济下行风险继续扩大，PMI 制造业指数、工业产出和投资者信心指数都出现下滑。欧元区经济最重要的引擎德国，9 月制造业 PMI 降至 2009 年 6 月以来最低点，表明其对欧元区经济的拖累仍将持续。

考虑到贸易摩擦和外需走软的态势短期内难以得到改善，欧元区经济在下 1 季度的表现恐怕较难有起色。不过随着宽松货币政策短期刺激效应的显现，以及各成员国为本国经济提供小幅财政支持可能性的增加，欧元区经济 GDP 在 4 季度或许能保持弱增长的态势而不至于陷入衰退，环比增速或在 0.2% 左右。

通胀继续维持在低位。

欧元区 4 季度通胀继续维持在低位。较低的大宗商品价格以及劳工议价能力的削弱和全球低通胀的市场环境，使得欧元区通胀水平在 4 季度将继续承压。面对这些结构性因素所带来的通胀下行压力，欧央行宽松货币政策的提振作用有限，预计 4 季度欧元区通胀年增长率或将稳定在 0.9% 左右。

日本经济：增长进一步放缓

2019 年第 3 季度，日本经济增长动力不足。制造业 PMI 较上季度下降 0.6 至 49.2，连续 3 个季度处于荣枯线下方。服务业 PMI 为 52.6，较上季度回升了 0.8。就业方面，2019 年第 3 季度失业率 2.2%，较上季度下降了 0.2 个百分点，保持充分就业状态。7-8 月季调有效求人倍率均值 1.59，较第 2 季度的 1.62 有所下降，但岗位需求仍然明显多于求职人数。消费物价增速回落。7-8 月 CPI 同比增长率 0.4%，较第 2 季度的 0.8% 有所回落。同期核心 CPI 同比增长率 0.5%，较第 2 季度的 0.8% 也有所下降。第 3 季度日本消费增速下行势头得到遏制，房地产开发投资回暖，机械设备相关投资增长率下滑趋势放缓。日银短观指数第 3 和第 4 季度分别为 4 和 2，较第 1 季度 10 和第 2 季度 7 连续下滑，但下滑幅度有所减少。日本银行继续维持宽松货币政策，股票市场指数延续了上个季度的回升势头，日元延续小幅升值趋势。受全球增长形势疲弱影响，第 3 季度日本对中国贸易和直接投资增速均有所下滑。预计 2019 年第 3 季度实际 GDP 季调环比折年率 0.5%，第 4 季度 -0.3%，全年增长 1.0%。

一、经济增长动力不足

2019 年第 3 季度，日本经济增长动力不足。

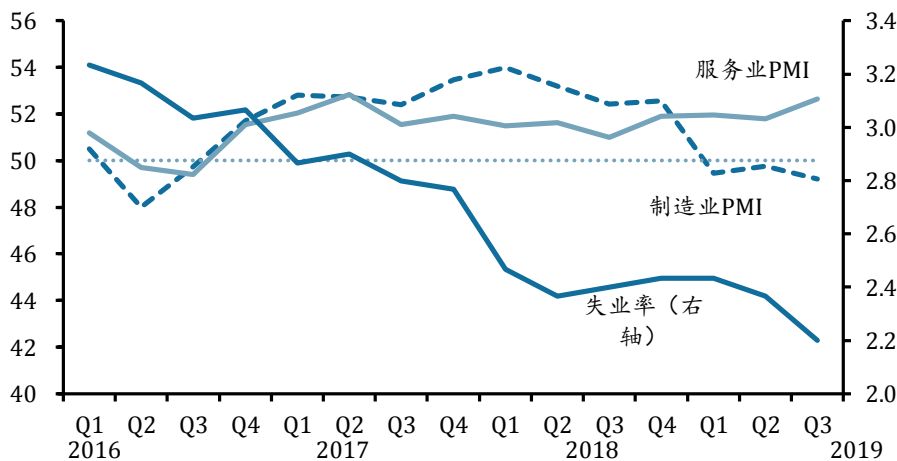
2019 年第 3 季度，日本经济增长动力仍然不足。制造业 PMI 较上季度下降 0.6 至 49.2，连续 3 个季度处于荣枯线下方，表明市场尚未摆脱收缩状态。服务业 PMI 为 52.6，较上季度回升了 0.8。就业方面，2019 年第 3 季度失业率 2.2%，较上季度下降了 0.2 个百分点，保持充分就业状态。7-8 月季调有效求人倍率均值 1.59，较第 2 季度的 1.62 有所下降，但岗位需求仍然明显多于求职人数。

日本消费和投资增速下行势头得到遏制。

2019 年第 3 季度日本消费和投资增速下行势头得到遏制。从商业销售额看，第 3 季度 7 月和 8 月合计一般商品零售额同比增长率 -2.9%，延续了第 2 季度的负增长。汽车零售额由第 2 季度的 -0.3% 转为同比增长 2.5%。7 月和 8 月两者合计同比增长了 0.3%，较第 2 季度 -1.3% 的同比负增长相比止跌回升。**投资各领域中，房地产开发投资回暖。**2019 年 7-8 月新屋开工户数虽然延续同比负增长，但住宅和办公楼新屋开工建筑面积分别由上季度同比负增长转为 0.1% 和 14.7% 的正增

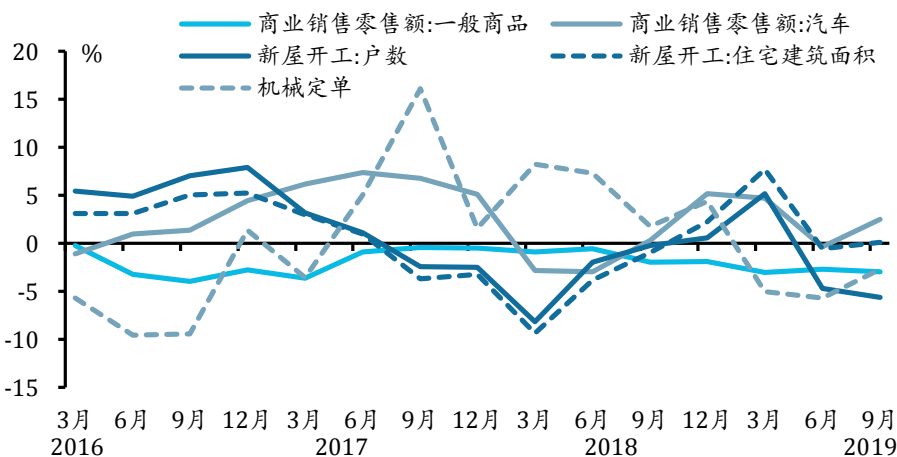
长。机械设备相关投资增长率下滑趋势放缓。机械设备投资方面，2019年7-8月工程机械出货金额同比增长0.1%，较第2季度的0.5%有所下滑但维持了正增长；同期机械订单金额同比增长率由2季度的-5.7%收敛至-2.7%。日银短观指数第3和第4季度分别为4和2，较第1季度10和第2季度7连续下滑，但下滑幅度有所减少。

图表 13 日本经济增长乏力



数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室

图表 14 日本消费和投资增速下行势头得到遏制



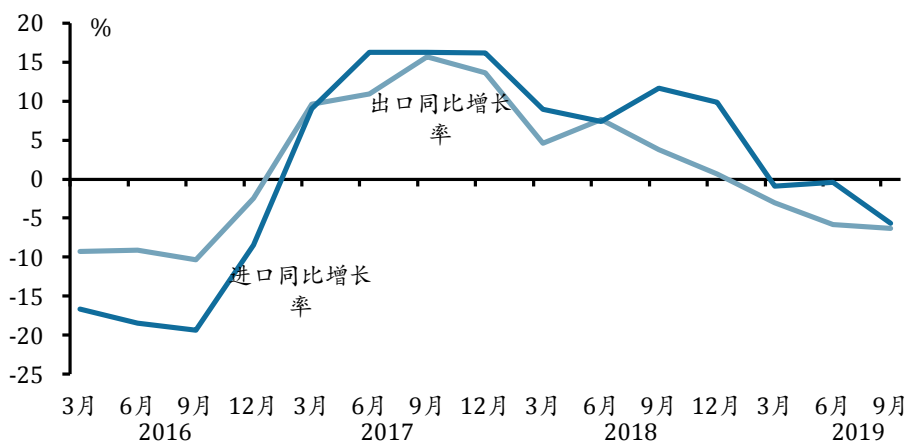
数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟数据库

进出口同比降幅双双扩大。

进出口同比降幅双双扩大。2019年7-8月出口同比增长率-6.3%，较第2季度的-5.8%降幅继续扩大，这是自2018年第2季度以来连续5个季度下滑；同期进口同比增长率-5.7%，较第2季度的-0.4%大幅下行。从出口的地区国别来看，2019年7-8月对美国实现2.0%的正增长，较第2季度6.0%的同比增长有明显下滑；对欧盟出口由第2季度-5.4%

改善至 0.5%；对中国和除中国之外亚洲国家出口同比增长率均为负，分别为-10.7%和-9.0%，降幅较第 2 季度-8.7%和-7.4%都有所扩大。自中国进口 7-8 月同比增长率-2.8%，较第 2 季度的-0.04%降幅扩大。

图表 15 进出口同比降幅双双扩大



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

二、维持宽松货币政策

日本央行继续维持宽松货币政策。股票市场指数延续了上个季度的回升势头。消费物价增速回落。

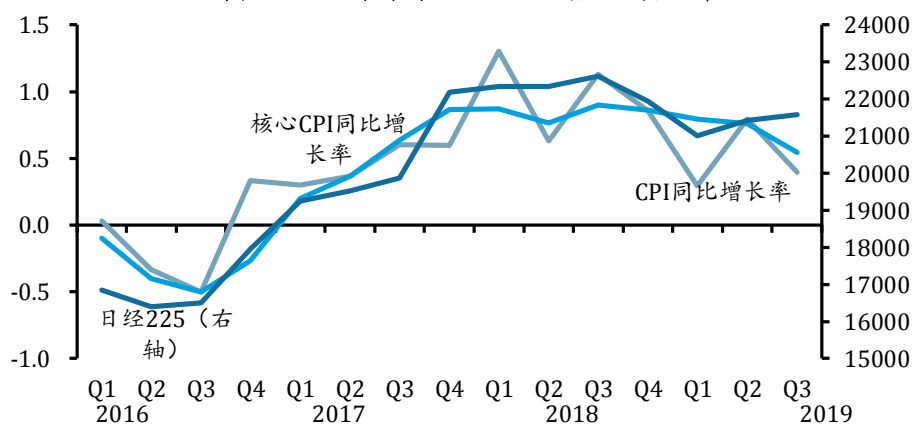
2019年9月19日，日本银行发布的货币政策会议信息宣布维持现行超宽松货币政策不变，短期利率继续维持负0.1%的水平；并继续以每年约80万亿日元的速度购买长期国债，使长期利率维持在零左右。日本央行继续重申，在达成2%的通胀目标之前，日本央行将坚定执行超宽松货币政策不变。在当前世界经济前景不明、10月提高消费税率的背景下，至少在2020年春季之前，日本央行将坚持当前货币政策不变，维持当前超低利率水平。在7月底举行的上次议息会议后发表的声明里，日本央行宣布维持超宽松货币政策不变，同时明确表示，如果物价上涨势头受阻，经济运行遭遇重大风险，央行将毫不犹豫地追加宽松措施。此次议息会议货币政策尚未加码，但日本央行将在10月31日政策会议之前密切评估经济数据和金融市场发展，以决定是否真的必须采取行动。

股票市场指数延续了上个季度的回升势头。2019年第3季度日经

225 指数均值较第 2 季度上涨 0.8% 至 21585 点，虽然与 2018 年第 3 季度均值相比仍下降了 1.6%。从高频的日度数据看，日经 225 指数自 2019 年 4 月下旬以来呈大幅波动态势，4 月开始的下行趋势在 6 月初已经走完，从 6 月初之后进入上行轨道，7 月底触顶后回落，8 月底开始反弹，9 月底达到季度高点后再次回落。

消费物价增速回落。7-8 月 CPI 同比增长率 0.4%，较第 2 季度的 0.8% 有所回落。同期核心 CPI 同比增长率 0.5%，较第 2 季度的 0.8% 也有所下降。

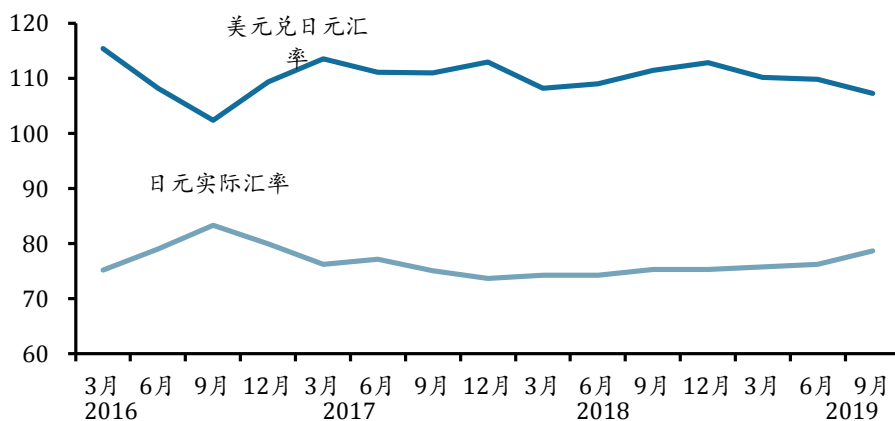
图表 16 日本东京日经 225 指数继续回升



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

注：CPI 和核心 CPI 同比增长率 2019 年第 1 季度数据为 1-2 月值。

图表 17 日元小幅升值



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

注：2019 年第 3 季度实际有效汇率为 7-8 月平均值。

日元延续小幅升值趋势。

日元延续小幅升值趋势。2019 年 9 月美元兑日元中间汇率为一美元兑 107.4 日元，6 月为一美元兑 108.1 日元，日元对美元升值了 0.6%。

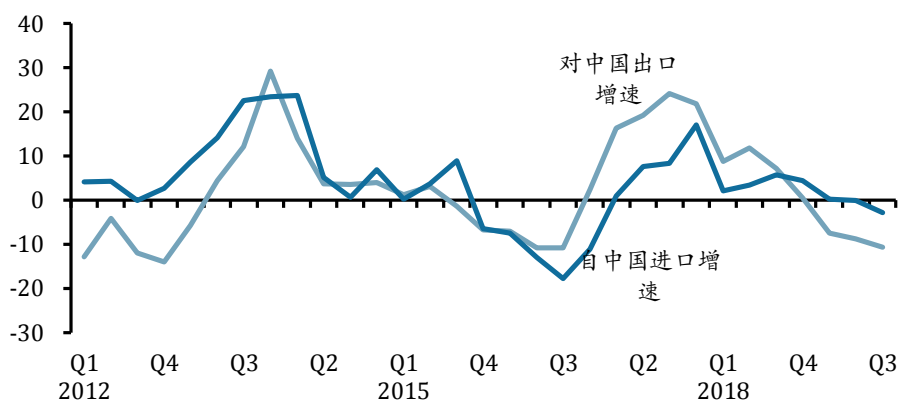
日元实际有效汇率也有所上升。7-8月实际有效汇率均值78.8，较第2季度均值76.3有所上升。

三、对华贸易投资增长率持续下滑

日本对中国贸易投资增长率持续下滑。

进入2019年第3季度，日本对中国出口同比增速和自中国进口同比增速都持续下滑。7-8月，日本对中国出口同比增长率为-10.7%，较第2季度的-8.7%跌幅进一步扩大，这是自2018年第2季度以来连续5个季度下滑。自中国进口增速下滑幅度也有所扩大，由第2季度的同比增长-0.04%下滑至7-8月合计的-2.8%。

图表 18 日本对华贸易增速持续下滑

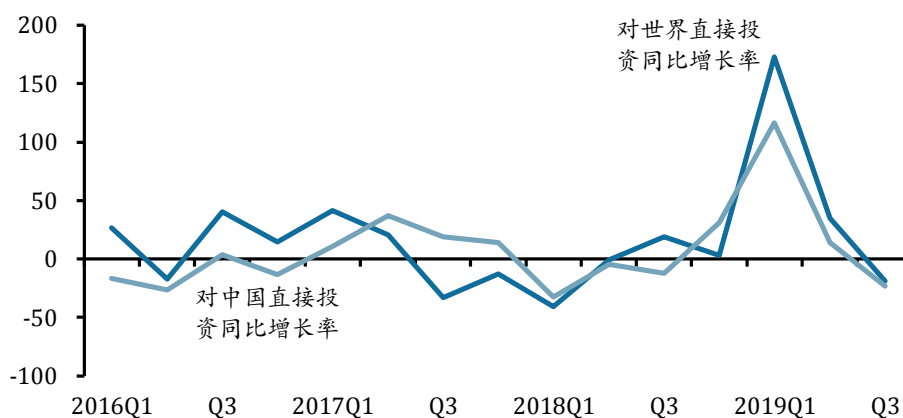


数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

注：2019年第3季度值为7-8月合计值。

对华FDI同比增长率下滑。2019年2季度日本对中国FDI规模为3.9万亿日元，较上个季度的4.1万亿有所下降，同比增长率14%，较上季度的116.3%大幅回落。第2季度日本对全世界FDI规模57.1万亿日元，同比增长了35%，较上季度的172.8%也大幅下降。进入第3季度，7-8月合计来看日本对中国及对全世界FDI同比增长率都继续回落并转为负增长，其中对中国FDI同比增长率为-23.0%，对全世界FDI同比增长率为-18.7%。本季度日本对华贸易投资增长率下滑并非中日关系的影响，而是全球经济整体疲弱以及中美贸易摩擦对东亚价值链产生影响的表现。

图表 19 日本对外直接投资增长率继续下探



数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室

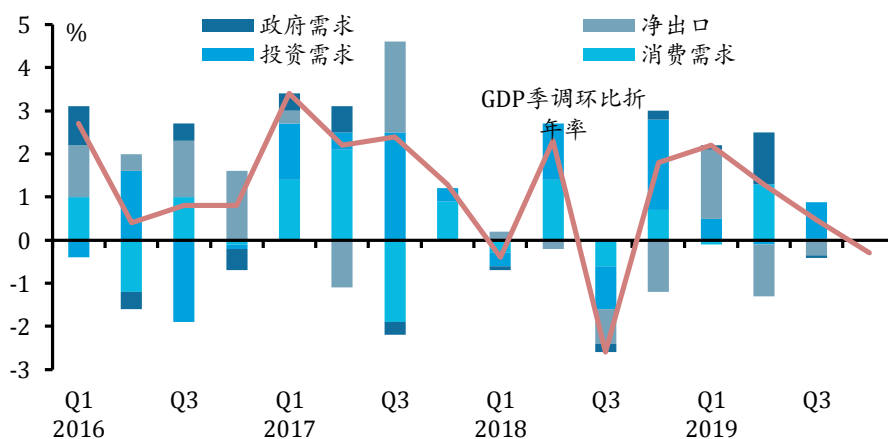
注: 2019 年第 3 季度值为 7-8 月合计值。

四、预测与展望

预计 2019 年第 3 季度实际 GDP 季调环比折年率 0.5%，第 4 季度 -0.3%，全年增长 1.0%。

受 10 月份消费税率提升的提前消费效应等因素影响，第 3 季度消费、投资下滑态势有所放缓，但出口走弱仍然拖累经济增长，预计能够维持较弱正增长，实际 GDP 季调环比折年率为 0.5%，其中私人部门消费贡献为正但十分微弱，投资预计贡献 0.8 个百分点，政府部门贡献 -0.1 个百分点，净出口贡献为 -0.4 个百分点。第 4 季度消费税率提升的紧缩效应或将开始显现，日本内阁府 10 月 7 日发布的数据也显示，反映经济景气现状的一致指数 8 月环比下降 0.4 点至 99.3，并据此将对日本经济基本情况的判断下调至“正在恶化”，预计第 4 季度出现轻微负增长，实际 GDP 季调环比折年率为 -0.3%，2019 年全年增长 1.0%。

图表 20 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：经济增长乏力

金砖国家经济增长压力继续加大。俄罗斯、巴西、南非经济增速都在低位徘徊，印度经济增速则连续两个季度跌破6%。在内外部经济政策的不确定性下，各国经济信心有所下降，这抑制了国内消费与投资，全球经济增长低迷与贸易紧张局势加剧则造成金砖国家外部需求下降。在最终需求疲软、通胀低迷的背景下，金砖国家都转入宽松性货币政策，未来仍有进一步降息的空间。财政政策因各国财政空间不同而异。俄罗斯在石油收入的支持下可能会加大在基础设施上的投资，印度财政部则在近期推出了一系列刺激经济增长的措施，巴西总体仍偏向财政整固，财政支出可能会有所下降，南非由于加大对国家电力公司的救助而造成财政负担加大，也将限制政府支出。

一、金砖国家经济形势

3 季度俄罗斯经济增长估计为 0.8%。

3 季度俄罗斯经济增长估计为 0.8%。2 季度俄罗斯经济同比增长 0.9%，相比 1 季度加快 0.4 个百分点。其中消费支出同比增长 1.2%，但固定资产投资增长近乎为零，外需也有所下降。7 月和 8 月俄罗斯零售总额同比增长仅为 1.0% 和 0.8%，总体增速低于上 1 季度。俄罗斯联邦统计局发布的消费者信心指数从 2 季度的-15 微升至 3 季度的-13，仍在零门槛以下，但已经连续三个季度回升，且是自 2018 年 2 季度以来的最高值。出口方面，7 月和 8 月分别同比增长-10.5% 和-2.6%；进口方面，7 月和 8 月分别同比增长-5.3% 和 4.7%。贸易顺差下滑明显。工业生产仍保持稳步增长态势，7 月同比增长 2.8%，8 月同比增长 2.9%。制造业 PMI 在 7 月有所回升，但此后再次下滑，9 月进一步跌至 46.3，为 2009 年 5 月以来的最低值。

4 季度俄罗斯经济预计增长 1.3%，全年经济增长 1.0%。

4 季度俄罗斯经济增长预计为 1.3%。尽管近期国际油价呈现走低趋势，对俄罗斯财政收入造成一定影响，但俄罗斯从石油上获得的财政收入依然较为可观。这可能会推动俄罗斯政府在基础设施上的投资。货币政策继续保持宽松。鉴于消费需求仍较疲软，通货膨胀率降幅超预期，9 月俄罗斯中央银行将基准利率从 7.25% 下调至 7%，为今年连续第三次降息，未来仍有进一步降息的空间。不过，美欧制裁的

持续威胁、石油价格波动以及全球贸易紧张局势依然对俄罗斯经济前景造成影响。预计俄罗斯全年经济增长 1.0%。

3 季度巴西经济同比增长估计为 0.8%。

3 季度巴西经济同比增长估计为 0.8%。 2 季度巴西经济环比萎缩 0.4%，相比上 1 季度加快 0.2 个百分点；同比增长 1%，相比上 1 季度上升 0.5 个百分点。这主要得益于消费和投资回暖以及工业生产和服务业领域扩张。3 季度巴西经济信心总体有所回升。7-9 月巴西热图利奥·瓦加斯基金会的消费信心指数（CCI）分别为 88.1、89.2、89.7，但仍处于 100 以下的悲观区间；该基金会统计的商业信心指数（BCI）在 5 月达到低点之后也开始反弹，7-9 月分别为 93.8、94.0、94.1。工业生产同比增速在 3 季度陷入萎缩，7-9 月分别为 -5.9%、-2.5% 和 -2.3%。巴西制造业 PMI 在 7 月跌至 50 以下，但 8 月和 9 月重新升至枯荣线上方，9 月达到 53.4。

4 季度巴西经济增长预计为 1.2%，全年经济增长预计为 0.8%。

4 季度巴西经济增长预计为 1.2%。 巴西政府财政压力加大导致公共投资减少。今年上半年，巴西全国 26 个州和联邦区及 24 个州府城市共投资 92.1 亿雷亚尔，较 2015 年同期下降 52.8%。巴西政府希望通过实施紧缩性财政政策来改善政府财政状况，预计政府公共支出将会进一步下降。不过，7 月养老金制度改革法案在众议院获得通过，为该法案顺利进行铺平了道路，这项改革将大幅削减公共财政支出，法案在众议院的通过也在短期内也降低了改革的不确定性。由于经济复苏缓慢且通胀率较低，巴西 7 月和 9 月再次实施降息，基准利率下调至 5.5%，为 1986 年以来历史最低水平。与此同时，全球贸易紧张局势将继续对巴西经济带来负面影响，特别是重要贸易伙伴阿根廷经济萎靡，可能拖累巴西经济。预计巴西全年经济增长为 0.8%。

3 季度印度经济增速估计为 6.4%。

3 季度印度经济增速估计为 6.4%。 2 季度印度经济同比增长只有 5.0%，相比上 1 季度下降 0.8 个百分点，连续两个季度跌破 6%。国内需求全面放缓，2 季度私人消费同比增速大幅放缓至 3.1%，固定资产投资同比增长也仅为 4.0%。印度消费者信心不断减弱，9 月印度央行公布的消费信心当期指数从 7 月的 95.7 下降至 89.4。印度汽车制造商协会发布的数据显示，继 7 月份印度乘用车销量大幅暴跌 31% 之后，8

月份印度乘用车销量同比下降 41%，汽车消费下降对整个上下游产业都会带来连锁反应，累及整个产业链投资。进出口增速总体处于下降趋势。7 月和 8 月，印度出口同比增速分别为 2.3% 和 -6.0%，进口同比增速分别为 -10.4% 和 -13.4%。7 月印度工业产出同比增速为 4.3%，但相比前几个季度仍处于较低水平。7 月至 9 月印度制造业 PMI 均维持在枯荣线上方，分别为 52.5、51.4 和 51.4，但相比前两个季度有所回落。

4 季度印度经济增长速预计为 **6.8%**，**全**年经济增长预计为 **6.3%**。

4 季度印度经济增长预计为 6.8%。面对不断下挫的经济增速，8 月印度财政部宣布了一系列刺激经济增长的措施，这包括向国有银行注资、取消对外国证券投资者征收更高的资本利得附加费、对初创企业实施相关税收优惠、进一步优化和简化商品和服务税（GST）等。9 月，财政部表示，将围绕住房建设和外贸发展等领域出台更多经济刺激政策。与此同时，印度央行也在 8 月和 10 月实施了今年的第四次和第五次降息，基准利率已经降至近 10 年来的最低水平。**预计印度全年经济增长 6.3%**。

3 季度南非经济增长估计为 **0.7%**。

3 季度南非经济同比增长估计为 0.7%。2 季度南非经济环比增长 3.1%，扭转了 1 季度经济萎缩的局面；同比增长 0.9%，相比上 1 季度回升 0.9 个百分点。电力供应短缺的缓解促进了国内需求的回升。不过，3 季度南非商业信心指数出现较大幅度下降。7 月和 8 月，南非商工总会（Sacci）编制的商业信心指数（BCI）数据分别降至 92 和 89.1。南非制造业产出自 6 月出现同比萎缩之后，7 月进一步下滑至 -2.4%。南非制造业 PMI 仍在枯荣线下方，7 月至 9 月分别为 48.4、49.7 和 49.2。

4 季度南非经济增速预计为 **0.6%**，**全**年经济增长预计为 **0.5%**。

4 季度南非经济增长预计为 0.6%。为解决南非国家电力公司的债务问题，7 月，南非财政部宣布，除 2 月份预算中的 230 亿兰特拨款外，政府还将在 2019/2020 财年和 2020/2021 财年分别向南非国家电力公司增加 260 亿兰特和 330 亿兰特的财政拨款，这将进一步加重南非政府的财政负担，从而限制政府支出。在通胀缓解、经济增长前景堪忧的情况下，南非央行在 7 月宣布降息 25 个基点，为 15 个月以来首次调整利率。不过，自 9 月开始，南非连续爆发“排外冲突”，加剧了国内

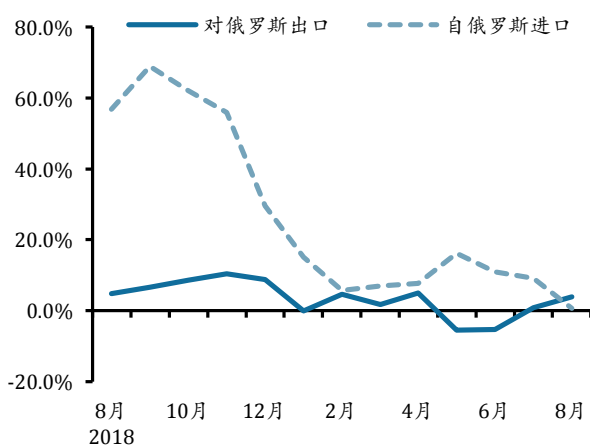
的紧张局势，给南非商业环境带来极大负面影响，不利于经济的复苏。预计南非全年经济增长 0.5%。

二、金砖国家与中国贸易

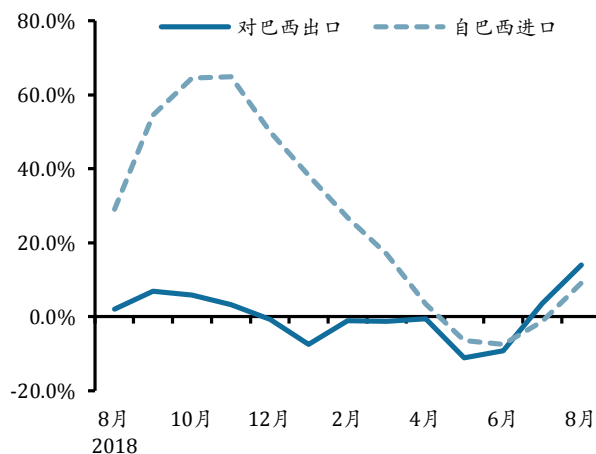
中国与金砖国家贸易出现好转迹象。

中国与金砖国家贸易出现好转迹象。中国对金砖国家出口总体有所好转。7-8 月，中国对巴西出口同比增长 16.7% 和 11.3%，对俄罗斯出口同比增长 3.1% 和 4.8%，扭转了此前负增长的态势；对印度出口同比增长 7.0% 和 -0.8%，总体也要好于上 1 季度；对南非出口同比增速则分别为 19.5% 和 -0.8%。中国自金砖国家进口也出现向好趋势。7-8 月，中国自巴西进口同比增速分别为 17.6% 和 0.8%，自印度进口同比增速分别为 -0.7% 和 -1.2%，都要好于上 1 季度。不过，中国自俄罗斯进口同比增速在 7 月和 8 月分别为 -0.1% 和 1.6%，总体要差于上 1 季度，中国自南非进口在 7 月同比增长 1.0% 后，8 月再次下滑至 -28.6%。在与金砖国家贸易向好的趋势下，中国与金砖国家贸易在中国总贸易中的比例也有所回升，7 月回升至 8.3%。

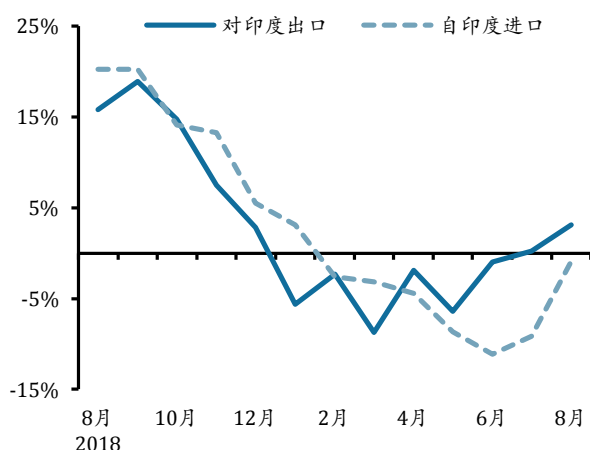
图表 21 中国与金砖国家贸易情况



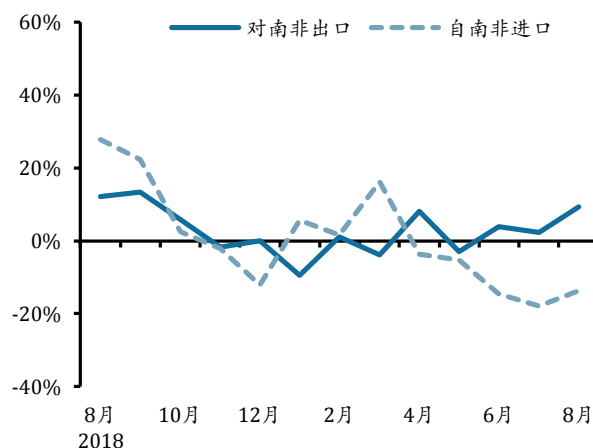
数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室



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 22 金砖国家数据概览

实际 GDP 增速	(季度同比, %)			(年度同比, %)		
	2019Q2	2019Q3E	2019Q4F	2017	2018E	2019F
俄罗斯	0.9	0.8	1.3	1.5	2.3	1.0
巴西	1.0	0.8	1.2	1.0	1.1	0.8
印度	5.0	6.4	6.8	6.5	7.4	6.3
南非	0.9	0.7	0.6	1.3	0.8	0.5

汇率	(名义汇率, perUSD)			制造业 PMI		
	2019M7	2019M8	2019M9	2019M7	2019M8	2019M9
俄罗斯	63.198	65.528	64.980	49.3	49.1	46.3
巴西	3.779	4.022	4.120	49.9	52.5	53.4
印度	68.739	71.189	71.311	52.5	51.4	51.4
南非	14.036	15.156	14.826	48.4	49.7	49.2

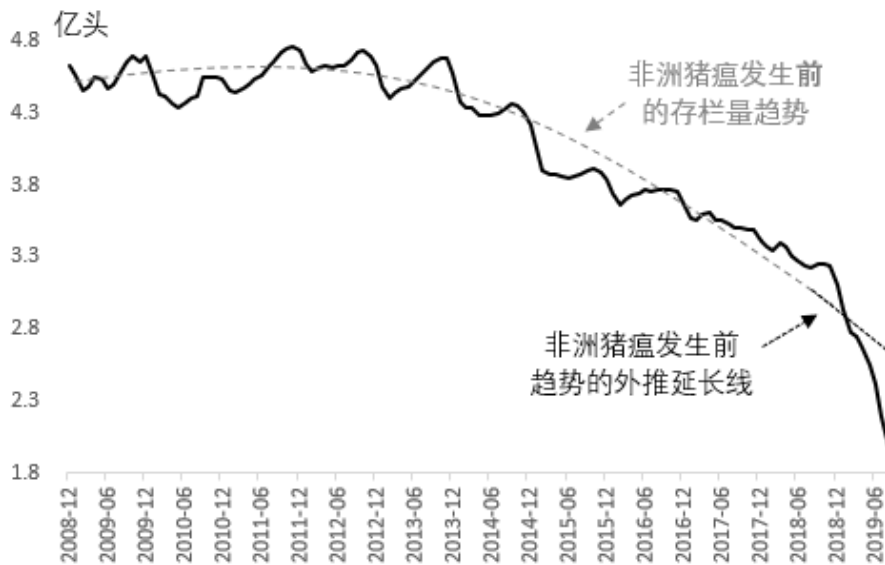
中国出口	(同比增速, %)			中国进口		
	2019M7	2019M8	2019M9	2019M7	2019M8	2019M9
俄罗斯	3.1	4.8	-	-0.1	1.6	-
巴西	16.7	11.3	-	17.6	0.8	-
印度	7.0	-0.8	-	-0.7	-1.2	-
南非	19.5	-0.8	-	1.0	-28.6	-

数据来源: Wind, CEIC。

中国经济：猪价涨幅压力仍然较大

当前中国面临的非洲猪瘟形势严峻，但是其对猪肉价格的影响还未完全显现。两个现象预示着未来猪肉价格还将面临更大上涨压力：其一，在生猪存栏量持续大幅下滑的情况下，生猪出栏数量相对稳定。短期内相对稳定的出栏数量，可能透支了未来的供给。事实上，2019年以来，生猪补栏数量也出现了异常的下降。其二，能繁母猪的存栏量下降，与生猪存栏量的大幅下滑基本一致。2020年春节期间的CPI通胀率，其范围可能在3.5%左右甚至更高，甚至不排除接近4%的可能性。不过之后，CPI通胀率将出现放缓。猪肉价格上涨带来结构性通胀压力，同时中国又面临经济下行压力和PPI走低，货币政策宜采取不对称降息的做法来进行应对：一方面保证存款基准利率基本不变，另一方面，继续降低企业的融资成本。

图表 23 生猪存栏量及其变化趋势：2008年12月至2019年8月



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

一、疫情形势严峻，生猪存栏明显下降

疫情形势严峻。

2018年8月非洲猪瘟爆发之后到2018年末，生猪存栏量变化未超出历史波动区间。但是，从2019年初开始，生猪存栏量出现锐减。截至2019年8月，生猪存栏量已经降至1.978亿头，2018年8月的生猪存栏量为3.224亿头，同比降幅达38.6%。

生猪存栏量下滑
超历史波动范
围。

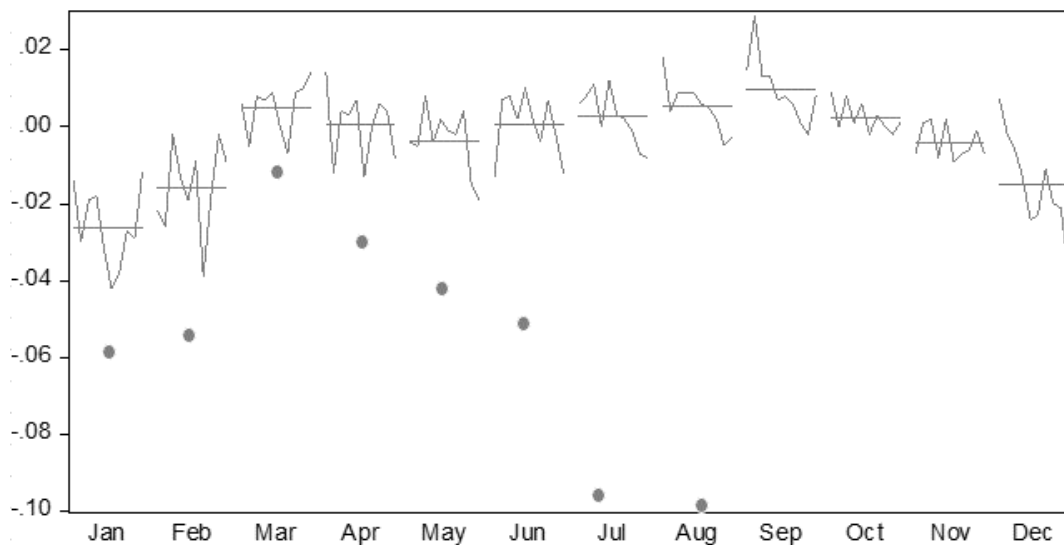
目前，生猪存栏规模已经明显偏离非洲猪瘟发生前的趋势外推值。从同比增速的历史波动范围来看，一般在-10%到+5%之间，而2019年1月以来的存栏量同比变化，已经明显超出这一波动范围。2019年4月以来，存栏同比降幅一直维持在20%以上，而且目前尚未见到缓和迹象。生猪存栏明显下降的事实说明，本次疫情与过去的情况有很大不同。

图表 24 生猪存栏量同比增速：2009 年 12 月至 2019 年 8 月



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 25 生猪存栏量出现反季节异常减少（环比，%）



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

数据说明：季节分数布数据为2009年1月至2018年12月，黑点表示2019年以来的各月数据。

生猪存栏波动表现出强烈的反季节性。

同时，生猪存栏量的下降，表现为突出的反季节性。从 2009 年 1 月至 2018 年 12 月这 10 年的生猪存量环比增速来看，一般的季节性特征是：年末 11 月、12 月到年头 1 月、2 月，生猪存栏量有季节性的环比下调，而在年中的大部分时间，生猪存栏量将呈现出月度环比上升的情况。

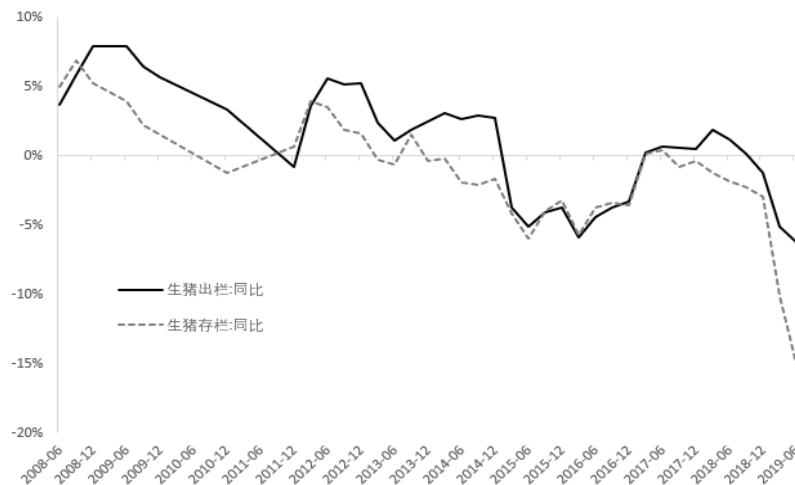
但是，2019 年 1 月至 8 月，生猪存栏量的各月环比数值明显偏离过去 10 年的波动范围，最近的 7、8 两月，生猪存栏量环比降幅均接近 10%。与历史的季节波动性相比，2019 年以来的生猪存栏量波动，大大超出了正常波动范围，这也表明目前疫情状况压力较大。

存栏急剧下滑，但出栏变化相对稳定。

二、三方面迹象表明，未来猪肉出栏供给压力将明显增大

第一，当前生猪出栏量变化较稳定，但是生猪存栏量已经出现急剧下滑。2019 年 2 季度，生猪出栏量仅下降 6.2%，而同口径的生猪存栏量已经下滑 15%¹。6.2% 的出栏量同比下降，虽然也是反季节的变化，但是在过去 10 年的历史波动中，这一增速处于正常波动范围的下限。

图表 26 相较于生猪出栏情况，存栏恶化更快，后续出栏增速不乐观



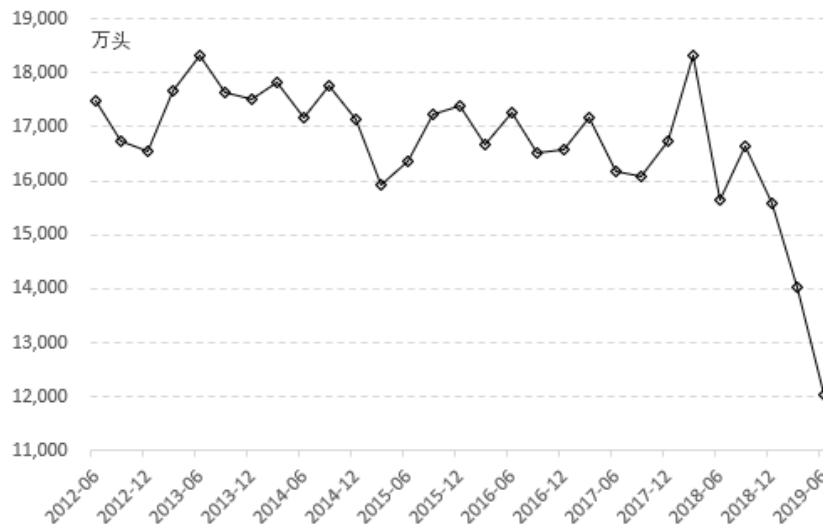
数据来源：Wind 金融数据终端，世界经济预测与政策模拟实验室

¹ 2019 年 2 季度的生猪存栏量同比增速为 15%，但月度数据中 3 个月降幅均大于 20%。这可能是由于两者口径不同。但是这并不影响我们这里的分析结论，即生猪出栏增速较为稳定，而存栏量波动明显超出历史正常波动范围。

猪肉供给压力还将继续上升。

出栏同比降速稳定，而存栏同比下降较大，意味着同期的净补栏数量大幅下降。这可能是在非洲猪瘟背景下，恐慌性出栏导致出栏数量相对较为稳定，而存栏量经历了更快的调整。但是，在存栏量深幅调整的情况下，出栏量的短期稳定，将透支后续猪肉的潜在供给，导致后续猪肉的供给压力进一步上升。

图表 27 生猪净补栏数量在 2019 年以来也急剧下滑，后续出栏面临压力



数据来源：Wind 金融数据终端，世界经济预测与政策模拟实验室。

数据说明：根据生猪存栏量、出栏量估算得到净补栏数量，经过 X12 季调。

能繁母猪存栏量下降也将制约猪肉供给。

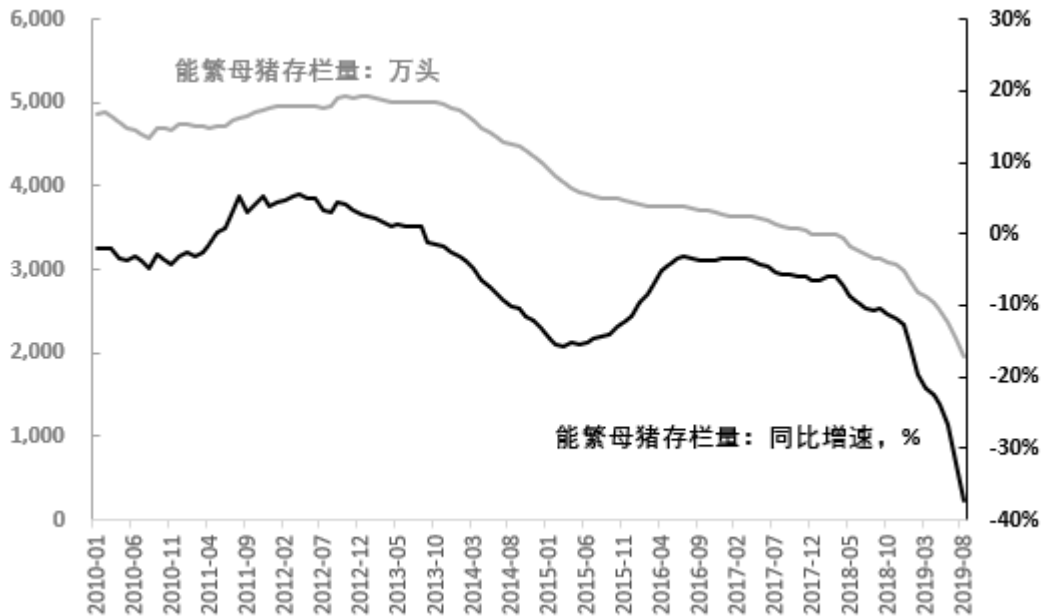
第二，在生猪存栏量显著下降的同时，能繁母猪的存栏量也在明显下降。根据《中国政府网》公布的数据，截至 2019 年 8 月，能繁母猪的存栏量为 1968 万头，与 2018 年 8 月的 3145 万头相比，同比降幅为 37.4%，与同期生猪存栏量的降幅基本一致。而且，进入 2019 年以来，能繁母猪的月度环比增速，也明显超出了一般的季节性变动，尤其在 7、8 两个月度，能繁母猪的月度环比均出现了 9% 左右的降幅。这一变化表明，在生猪存栏量出现短缺、不足的情况下，由于能繁母猪的存栏量存在限制，生猪存栏量很难在一个生产周期（包括能繁母猪的生产、成熟和生猪的生产周期）之内实现有效的补充。

两大原因共同增大猪肉供给压力。

可见，由于当前生猪出栏量相对稳定，猪肉供给的缺口压力、价格涨幅压力尚未充分释放。而在未来，由于两个方面的压力，猪肉供给缺口压力、价格涨幅压力将进一步上升。第一，当前的生猪出栏量稳定，

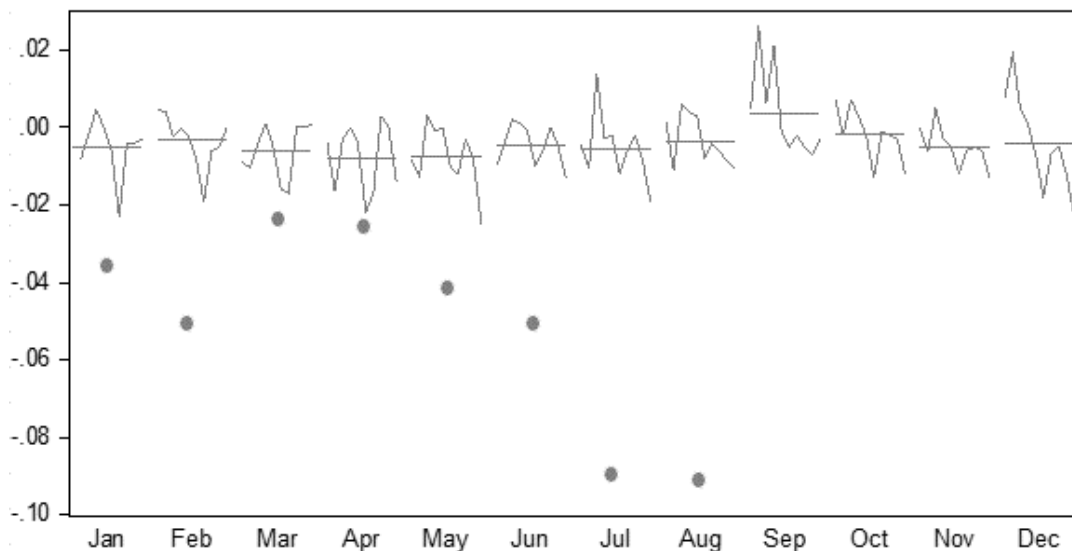
透支了未来生猪存栏数量的供给。当前的生猪存栏量将难以支撑后续的出栏增速稳定。第二，能繁母猪存栏量的降幅，与生猪存栏量降幅基本一致，能繁母猪的存栏量限制，将成为生猪存栏量反弹的制约。

图表 28 能繁母猪存栏量显著下滑，制约后续产能



数据来源：国家统计局，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 29 能繁母猪出现反季节异常减少



数据来源：国家统计局，世界经济预测与政策模拟实验室

数据说明：季节分数布数据为 2009 年 1 月至 2018 年 12 月，黑点表示 2019 年以来的各月数据。

使用三种形式拟合潜在需求变化轨迹。

最后选择二次函数形式。

估算猪肉潜在产出缺口。

三、潜在猪肉产出缺口估算

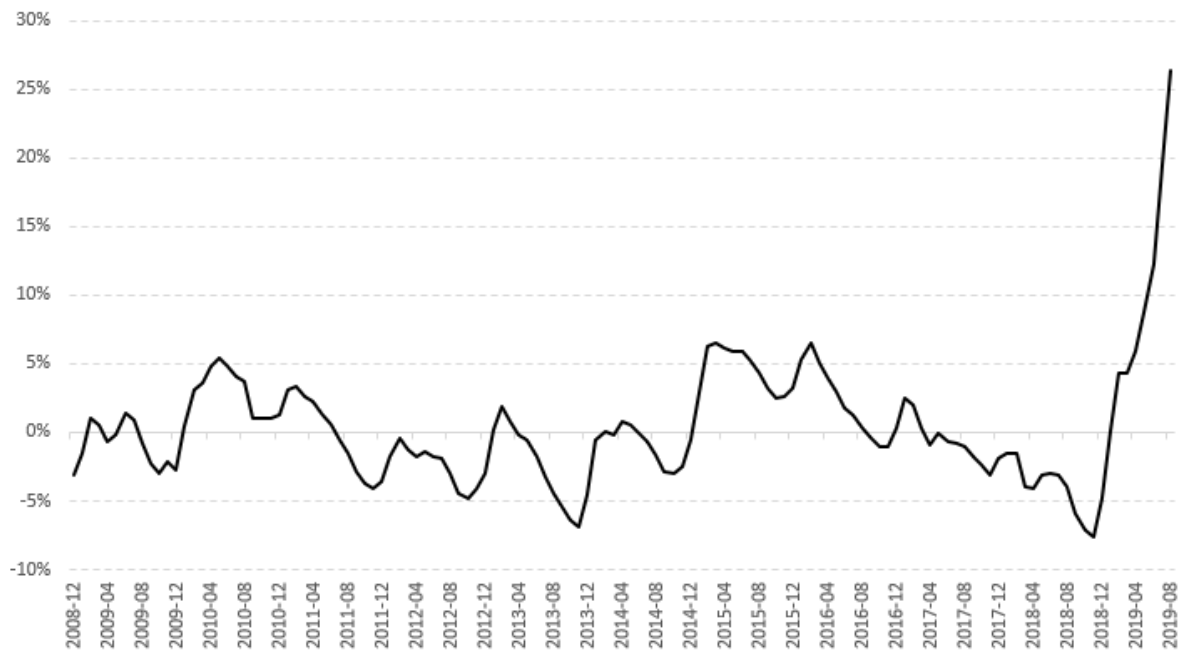
首先假设，在过去 10 年中，猪肉的需求和供给端大体保持平衡，而在非洲猪瘟爆发之后，供给明显收缩，潜在需求按照原来的消费习惯仍然保持相对稳定。这种供求的不平衡，将会带来猪肉价格调整的压力。

根据 2008 年 12 月至 2018 年 12 月的生猪存栏数量，我们对生猪存栏量的历史变化趋势进行观察。分别使用线性、二次函数、三次函数进行拟合，然后使用外推的趋势线，得到猪肉潜在需求的变化轨迹。

从历史数据来看，猪肉存栏量在达到峰值之后，逐渐呈现出递减的趋势，这符合收入提高、经济发展阶段的消费选择特征。结合上述三种趋势线拟合的结果，我们选择二次函数作为趋势线的方程（事实上，选择线性、三次函数的情况，之后估算出来的产出缺口会更大）。

2019 年以来，供给端猪肉存栏量的异常下滑，与外推趋势线所代表的潜在需求形成了巨大缺口。我们将实际的生猪存栏数量作为供给量，而将趋势线及其外推作为潜在的需求量。将两者作差，得到了猪肉潜在产出的缺口。

图表 30 潜在产出缺口占存栏规模的相对比例



数据来源：国家统计局，世界经济预测与政策模拟实验室

之所以将上述差值作为潜在产出缺口，而不是现实的产出缺口，这是因为，现实的猪肉供给取决于生猪出栏数量，而生猪的存栏量则决定了后续一段时间的潜在供给。由于生猪出栏数量只有季度数据，而且样本时间较短，因此我们使用生猪存栏量来简单估算生猪的潜在产出缺口。

CPI 后续走势和政策应对。

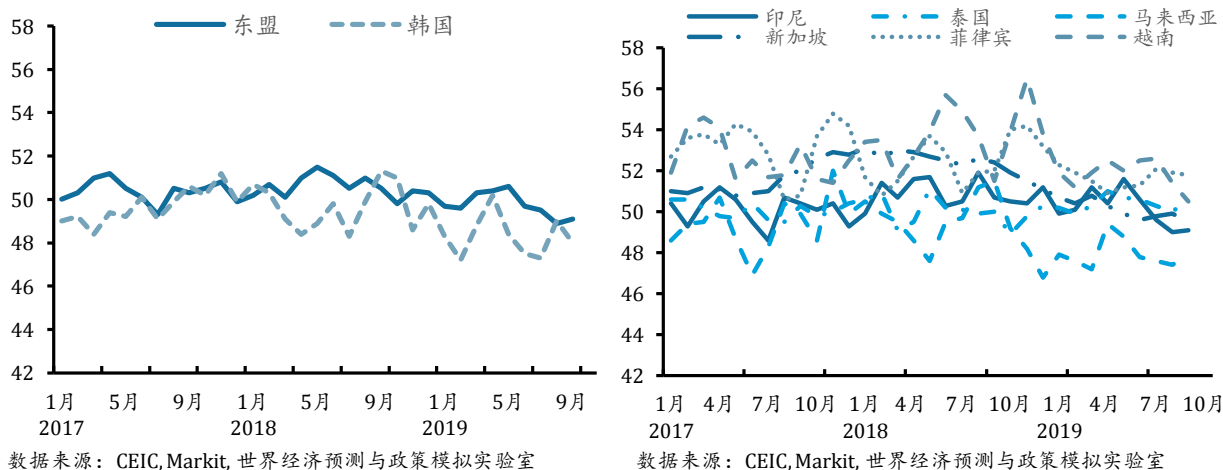
基于上述观察，2020 年春节期间的 CPI 通胀率将可能高企，其范围可能在 3.5% 左右甚至更高。在疫情发展加重的背景下，不排除接近 4% 的可能性。不过在春节之后，尤其是年中之后，CPI 通胀率随即将出现显著放缓。

需要说明的是，货币政策更应关注 CPI 核心通胀率和 PPI 通胀率。猪肉价格上涨带来了结构性通胀压力，同时中国又面临着经济下行压力和 PPI 走低，货币政策宜采取不对称降息的做法：一方面保证存款基准利率基本不变，另一方面，继续降低企业的融资成本。

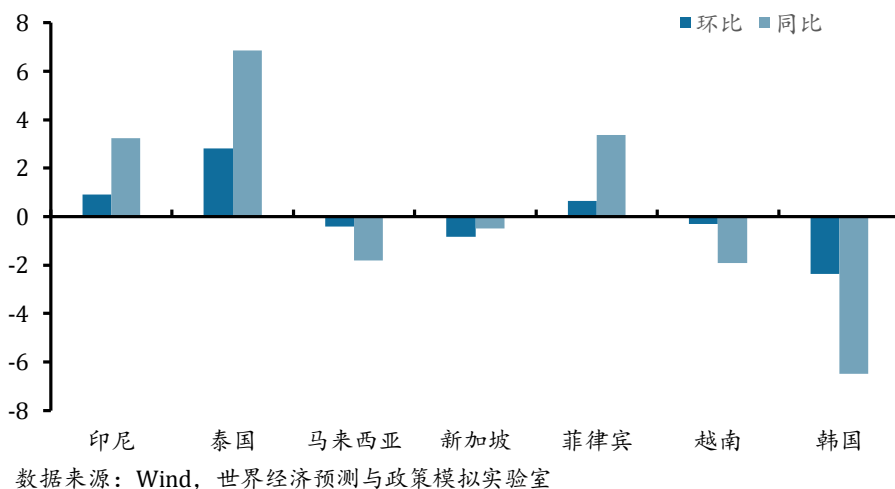
东盟韩国：经济持续放缓，价格水平走低

东盟经济和韩国经济在第3季度呈现继续下行态势。东盟第3季度制造业PMI均值为49.2，较上季度的50.2下降1.0个百分点，重回荣枯线之下。除了菲律宾之外，其他东盟五国的PMI较上季度均下滑，其中印度尼西亚、马来西亚、新加坡的PMI在荣枯线以下。韩国3季度制造业PMI均值为48.1，较上季度下降0.6个百分点，低于荣枯线。受全球需求低迷和制造业周期性低谷的影响，全区通胀缓和，部分国家面临通缩压力。与全球货币宽松的氛围一致，本地区多国央行在第3季度降息，其中，印尼和菲律宾央行降息2次，泰国和韩国央行降息1次。在中美贸易摩擦的背景下，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，这些政策的后续影响需要进一步关注。

图表 31 东盟六国与韩国的制造业 PMI（月度）



图表 32 东盟六国与韩国货币第3季度对美元走势



一、印度尼西亚经济

印度尼西亚经济近期处于景气下行状态。

支出法分解来看，消费放缓，投资平稳，贸易表现不佳。

政策方面，印尼降息两次，确立迁都计划。

预计 2019 年第 4 季度印尼实际 GDP 增速为 4.9%，全年为

印度尼西亚经济近期处于景气下行状态。第 3 季度，制造业 PMI 均值在荣枯线下方，为 49.2，较上季度下降 1.6 个百分点；消费者信心指数均值为 123.2，低于上季度的 127.6。通货膨胀稳定，CPI 同比均值 3.4%，环比均值 0.1%，处于央行设定的目标区间。印尼卢比本季对美元升值，受油气利润上升的积极影响，印尼外汇储备规模上升，这为卢比的稳定提供了基础，卢比季平均同比升值 3.2%，环比升值 0.9%。

支出法分解来看，消费放缓，投资平稳，贸易表现不佳。第 3 季度消费放缓。消费者信心中现期收入指数季均值为 120.2，低于上季度的 125.8；耐用品购买指数季均值为 113.1，低于上季度的 115.4。近期数据显示投资变化不大。2019 年第 2 季度固定资本形成同比增速为 5.0%，其中建筑投资同比增速 5.5%，均与第 1 季度持平，不过机器设备投资同比增速 9.9%，高于 1 季度的 8.4%，但由于第 2 季度前两个月经济形势较好，这一投资增速能否延续至第 3 季度，还有待观察。2019 年第 3 季度出口仍然负增长，月出口同比增速季均值为-7.5%，比上季度的-9.0%略有好转；进口同比增速季均值为-15.5%，较上季度的-6.8%进一步恶化。

政策方面，印尼央行于 7 月和 8 月进行了两次降息，每次将 7 天回购利率降低 25 个基点，目前的通货膨胀仍然在 2.5%-4.5%的通胀目标之内，同时考虑到全球经济前景不明，预计印尼央行将在下半年剩余时间和明年维持宽松基调，并进一步降息。印度尼西亚政府在 8 月 17 日宣布，将在东加里曼丹省的北佩纳占巴塞与库泰卡塔内加拉的部分地区建设新首都，预计将在 2020 年底前动工，2024 年前开启迁都程序，预计相关开支将对印尼经济产生逐步的、持续的影响。

2019 年第 3 季度，印尼实际 GDP 同比增速约为 5.0%。国内私人消费是经济增长的中枢，但是目前消费者信心有所下降，预计对经济增长造成一定的拖累；投资在近段时间出现显著回升；外部环境还将持续对经济增长产生负面影响。预计 2019 年第 4 季度，印尼实际 GDP 同

5.0%。比增速为 4.9%，2019 年全年 GDP 同比增速为 5.0%。

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 3 季度，制造业 PMI 均值在荣枯线上方，为 50.3，较上季度下降 0.5 个百分点。消费者信心指数均值为 47.0，低于上季度的 50.2。工业生产指数同比增速为-3.9%，低于上季度的-2.4%。失业率第 3 季度为 1.07%，高于上季度的 1.0%。通货紧缩压力上升，CPI 同比均值 0.6%，环比均值为 0。泰铢本季对美元同比大幅升值，季平均同比升值 6.9%，环比升值 2.8%。

支出法分解来看，消费下降，投资放缓，出口略有回升。

支出法分解来看，消费下降，投资放缓，出口略有回升。近期数据显示消费下降。2019 年第 2 季度私人消费支出同比增速为 4.4，低于上季度的 4.9，考虑到第 3 季度消费者信心下降，因此，消费可能下降。近期数据显示投资放缓。第 2 季度固定资本形成总额同比增速为 2.0%，低于 1 季度的 3.2%。2019 年第 3 季度贸易状况不佳，出口略有回升，月出口同比增速季均值为 0.1%，高于上季度的-3.7%，但 8 月出口较 7 月出口恶化；进口同比增速季均值为-6.5%，低于上季度的-3.6%，反映出贸易前景不佳带来的进口放缓。

政策方面，泰国央行降息，政府通过一项刺激计划，宣布一项吸引外资流入的措施。

政策方面，泰国于 8 月 7 日宣布降息。将政策利率下调 25 个基点至 1.5%，出口偏软和国内需求的低迷是降息的重要原因。政府于 8 月末通过一揽子约 3160 亿泰铢（约合 100 亿美元）的刺激计划，主要针对受干旱影响农民的债务减免，低收入、老年人、儿童的额外补贴以及泰国国民的旅游补贴。此外，泰国政府 9 月宣布了一项吸引外资流入的措施，对截止 2021 年到位投资金额大于 10 亿泰铢（约合 3210 万美元）的企业提供为期五年的 50% 企业税减免，企业须于 2020 年提出这项申请并获得泰国批准。此举旨在吸引因中美贸易摩擦而有意愿转移产业链的企业，并提升泰国作为投资目的地在东盟国家内部的吸引力。

预计 2019 年第 4 季度泰国实际

泰国 2019 年第 3 季度的实际 GDP 同比增速约为 3.0%。泰国近期经济增长仍然趋缓，主要原因在于贸易摩擦带来的外需放缓，以及由此

GDP 增速为 3.1%，全年为 2.8%。

引致的国内制造业部门放缓，消费者信心也出现了一定程度的下滑。预计 2019 年第 4 季度，泰国实际 GDP 同比增速为 3.1%，2019 年全年 GDP 同比增速为 2.8%。

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下行状态。第 3 季度，制造业 PMI 均值在荣枯线下方，为 47.6，较上季度下降 1.1 个百分点。工业生产指数同比增速为 1.2%，低于上季度的 3.9%。就业形势总体保持平稳，失业率为 3.3%，与上季度持平。通货膨胀保持稳定，CPI 同比均值 1.5%，环比均值 0.2%。马来西亚林吉特本季对美元小幅贬值，季平均同比贬值 1.8%，环比贬值 0.4%。

支出法分解来看，消费回升，投资提升，出口略有好转。

支出法分解来看，消费回升，投资提升，出口略有好转。近期数据显示消费回升。2019 年第 2 季度私人消费支出同比增速为 7.8%，高于上季度的 7.6%。近期数据显示投资提升。第 2 季度固定资本形成总额同比增速为 1.8%，高于 1 季度的 0.4%；商业景气领先指数为 118.5，高于上季度的 117.3。2019 年第 3 季度出口仍然乏力，月出口同比增速季均值为 0.5%，相较于上季度的-0.4%仅略有好转；进口进一步恶化，月同比增速季均值为-9.3%，低于上季度的-1.4%。

政策方面，马来西亚计划再发武士债，成立新委员会加速来马投资审批。

政策方面，马来西亚政府 8 月宣布计划新发行一笔由日元计价的武士债券，以更低利率为上届政府产生的债务进行再融资，此举为马哈蒂尔兑现选举承诺、降低政府债务负担的一部分。8 月，马来西亚新设部际联席国家投资委员会(NCII)，该委员会旨在加速各类投资特别是 FDI 的进入，将审批至获准设立的时间控制在 1 个月内。此举部分目的在于吸引因中美贸易摩擦而有意愿转移产业链的企业，提升马来西亚作为投资目的地的竞争力。

2019 年第 4 季度马来西亚实际 GDP 同比增速预

2019 年第 3 季度，马来西亚实际 GDP 同比增速约为 5.0%。马来西亚的私人消费仍然强劲，这成为经济增长的主要支撑，私人消费促使第 2 季度马来西亚的经济增长创下 2018 年第 1 季度以来的最高增速，

计为 4.7%，全年为 4.8%。

预计也将持续支撑 2019 年下半年的增长。出口略有好转，但制造业总体仍面临较大不确定性。预计 2019 年第 4 季度，马来西亚实际 GDP 同比增速为 4.7%，全年增速为 4.8%。

四、新加坡经济

新加坡经济近期处于景气下行状态。

新加坡经济近期处于景气下行状态。第 3 季度，制造业 PMI 均值在荣枯线下方，为 49.7，较上季度下降 0.2 个百分点。工业生产指数同比季均值为-4.0%，较上季度的-3.2%进一步恶化。近期数据显示就业总体稳定，2019 年第 2 季度季调失业率为 2.2%，与上季度持平。通货膨胀处于低水平，CPI 同比均值 0.5%，环比均值 0.1%。新加坡元第 3 季度对美元略有贬值，季平均同比贬值 0.5%，环比贬值 0.8%。

支出法分解来看，消费下降，投资放缓，出口持续疲软。

支出法分解来看，消费下降，投资放缓，出口持续疲软。近期数据显示消费下降。2019 年第 2 季度私人消费同比增速为 3.4%，低于上季度的 5.4%；政府消费同比增速为 3.1%，基本与上季度持平。近期数据显示投资放缓。第 2 季度固定资本形成总额同比增速为-0.3%，低于 1 季度的-0.1%；经济综合领先指数下降，第 2 季度为 108.1，低于上季度的 109.3，经济放缓压力仍然较大。新加坡受到中美贸易摩擦的影响较为显著，2019 年第 3 季度出口继续恶化，月出口同比增速季均值为-6.4%，低于上季度的-5.0%，出口持续 6 个月负增长；进口同比增速季均值为-4.3%，低于上季度的-0.8%。

政策方面，货币宽松改率上升。

政策方面，考虑到当前全球贸易摩擦和经济增长前景对新加坡外向型经济的不利影响，新加坡金管局 10 月三年半以来首次放松货币政策。9 月 24 日，新加坡和缅甸结束三年谈判，签署双边投资协定（BIT）。

预计 2019 年第 4 季度新加坡经济增速为 2.5%，全年 1.3%。

新加坡 2019 年第 3 季度实际 GDP 同比增速约为 1.6%。中美贸易摩擦所带来的出口和制造业的萎缩将持续影响新加坡的经济增长，近期工业生产指数和景气指数均不乐观，显示新加坡下半年经济低迷将持续。预计 2019 年第 4 季度新加坡经济增速为 2.5%，2019 年全年增速 1.3%。

五、菲律宾经济

菲律宾经济近期处于景气调整状态。

菲律宾经济近期处于景气调整状态。第3季度，制造业 PMI 均值在荣枯线上方，为 51.9，较上季度提高 0.8 个百分点；2019 年第 2 季度下季度消费者信心指数为 32.7，低于上季度的 39.6。工业生产指数同比增速均值为-6.7%，高于上季度的-10.7%。失业率上升，2 季度失业率为 5.4%，高于上季度的 5.1%。通货膨胀处于较低水平，CPI 同比均值 1.7%，季调环比均值 0.1%。菲律宾比索本季对美元同比升值，季平均同比升值 3.4%，环比升值 0.7%。

支出法分解来看，消费回升，投资放缓，进口弱于出口。

支出法分解来看，消费回升，投资放缓，进口弱于出口。近期消费者展望指数显示下季经济状况回升，但家庭财务状况下降。2019 年第 2 季度消费者展望指数下季所有经济状况为 11.5%，高于上季度的 10.5%；消费者展望指数下季所有家庭财务状况为 6.0%，低于上季度的 8.9%。近期数据显示投资放缓。第 2 季度固定资本形成同比增速为 -4.8%，低于 1 季度的 6.4%；其中建设投资同比增速下降，第 2 季度为 2.6%，低于上季度的 6.4%。2019 年第 3 季度出口和进口增速均提升，出口同比增速为 2.1%，高于上季度的 1.8%；进口同比增速为-8.0%，较上季度的-5.8%进一步恶化。

政策方面，央行两次降息。

政策方面，菲律宾央行第 3 季度两次降息，年内降息累计三次，目前基准利率为 4%。考虑到通胀平缓，央行有进一步宽松空间。

预计 2019 年第 4 季度，菲律宾实际 GDP 同比增速为 5.5%，全年 5.5%。

2019 年第 3 季度，菲律宾实际 GDP 同比增速预计为 5.6%。菲律宾经济在 2019 年出现显著放缓，经济持续走低。私人消费和政府消费均出现放缓，此外，由于政府 2019 年预算延期通过，导致许多公共部门的投资项目延迟，这一后果目前看来仍在持续。外需同样对经济产生拖累。预计 2019 年第 4 季度，菲律宾实际 GDP 同比增速为 5.5%，2019 年全年增速 5.5%。

六、越南经济

越南经济近期处于景气调整状态。

越南经济近期处于景气调整状态。第3季度，制造业 PMI 均值在荣枯线上方，为 51.5，较上季度下降 0.8 个百分点。工业生产指数同比增速均值为 10.2%，高于上季度的 9.5%。通货膨胀缓和，CPI 同比均值 2.2%，环比均值为 0.3%。越南盾本季对美元贬值，季平均同比贬值 1.9%，环比贬值 0.3%。

支出法分解来看，消费持平，投资放缓，出口仍然强劲。

支出法分解来看，消费持平，投资放缓，出口仍然强劲。近期数据显示消费保持强劲，2019 年第 3 季度零售累计同比增幅为 11.5%，与上季度持平。近期数据显示投资放缓，2019 年第 2 季度国内投资月同比均值为 2.8%，低于 1 季度的 3.8%。2019 年第 3 季度出口仍然强劲，出口月同比平均增速为 13.5%，高于上季度的 8.3%，ICT 产品和配件带动了出口，越南是东盟经济体中受到中美贸易摩擦贸易转移效应最为明显的国家；进口同比增速为 9.7%，低于上季度的 13.6%。

预计 2019 年第 4 季度越南的经济增速为 7.0%，全年为 6.9%。

越南 2019 年第 3 季度实际 GDP 同比增长率为 7.0%。越南 2019 年经济增长直接得益于中美贸易战带来的贸易转移，此外，由于中国经济转型、越南相对较低的劳动力成本、区位优势以及积极参与自由贸易协定，越南的经济增长仍将继续保持强劲。预计 2019 年第 4 季度越南的经济增速为 7.0%，2019 年全年经济增速为 6.9%。

七、韩国经济

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 3 季度，制造业 PMI 均值在荣枯线下方，为 48.1，较上季度下降 0.6 个百分点；消费者信心指数均值为 95.1，低于上季度的 99.0。失业率下降，季调月失业率均值为 3.6%，低于上季度的 4.0%。通货膨胀水平非常平缓，CPI 同比均值 0.0%，8 月单月同比零增长，是央行公布通胀月度数据以来的首次，CPI 环比均值 0.1%；核心 CPI 同比均值 0.8%，环比零增长。受韩国经济下行及韩日贸易争端影响，韩元本季对美元同比大幅贬值，季平均同比大幅贬值

6.5%，环比贬值 2.3%。

支出法分解来看，消费下降，投资好转，出口持续恶化。

支出法分解来看，消费下降，投资好转，出口持续恶化。近期数据显示消费下降，耐用品开支下降。第 3 季度预期家庭收入变化指数均值为 95.7，低于上季度的 97.7；消费者调查指数中的耐用品开支计划均值为 92.0，低于上季度的 94.3。近期数据显示投资有所好转。2019 年第 2 季度固定资本形成总额同比增速为-3.6%，高于 1 季度的-8.5%；其中建筑投资同比增速-3.7%，高于上季度的-7.4%；设施投资同比增速-7.8%，高于上季度的-17.5%。韩国出口增长持续低迷。2019 年第 3 季度，月出口同比增速季均值为-12.2%，低于上季度的-8.6%，受到中美、日韩贸易摩擦的影响，截止至 8 月，韩国出口出现了持续四个月的双位数放缓；进口同比增速季均值为-4.1%，低于上季度的-3.3%。

政策方面，货币政策和财政政策双宽松。

政策方面，由于国内消费和投资增长动力不足，全球贸易仍然面临较大不确定性，韩国央行于 7 月降息 25 个基点至 1.5%。由于通货膨胀处于较低水平，韩国央行有进一步降息的空间，但居民部门债务的高企会缩窄这一空间。财政政策方面，政府 9 月初提交了新一年 513.5 万亿韩元（约合 4430 十亿美元）的预算案，这一规模较上一年提高 9.3%，预算提高的重点领域为教育、福利和就业以及研发领域，两项较上年分别增长 12.8% 和 17.3%。此外，此次提交的预算案将是自全球金融危机以来韩国的首份赤字预算案，韩国政府将发行债券为赤字融资。

预计 2019 年第 4 季度韩国实际 GDP 增长率约为 1.8%，全年预计为 2.0%。

韩国 2019 年第 3 季度实际 GDP 增长率约为 2.3%。韩国经济在 2019 年全年总体低迷，经济主要受到出口的拖累，其原因包括：中美贸易摩擦经由价值链的传递效应、全球制造业周期性低谷、日韩贸易摩擦升温等。受外部环境的影响，国内工业产出和投资放缓。此外，受到家庭债务约束，私人部门消费也难以支撑经济增长。预计 2019 年第 4 季度韩国实际 GDP 增长率约为 1.8%，2019 年全年经济增速预计为 2.0%。

图表 33 东盟六国与韩国宏观经济数据概览

宏观经济核心指标	2018				2019		
	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3 ¹	Q4 ²	全年
印度尼西亚							
实际 GDP 同比增速 (%)	5.2	5.2	5.1	5.0	5.0	4.9	5.0
制造业 PMI	51.0	50.7	50.4	50.9	49.2		
消费者信心指数	122.9	123.0	125.0	127.6	123.2		
失业率 (%，半年)	5.3	n.a.	5.0	n.a.			
出口总额 ³ 同比增速 (%)	8.9	-0.9	-8.2	-9.0	-7.5		
进口总额 ³ 同比增速 (%)	23.5	12.5	-7.6	-6.8	-15.5		
CPI 同比增速 (%)	3.1	3.2	2.6	3.1	3.4		
CPI 环比增速 (%)	0.0	0.4	0.1	0.6	0.1		
美元兑印尼卢比同比增速 (%)	9.5	9.4	4.2	2.2	-3.2		
美元兑印尼卢比环比增速 (%)	4.7	1.4	-4.5	0.9	-0.9		
泰国							
实际 GDP 同比增速 (%)	3.2	3.7	2.8	2.3	3.0	3.1	2.8
制造业 PMI	50.0	49.7	50.1	50.8	50.3		
消费者信心指数	37.6	36.3	51.3	50.2	47.0		
工业生产指数同比增速 (%)	2.4	2.6	-1.1	-2.4	-3.9		
失业率	1.0	1.0	0.9	1.0	1.1		
出口总额 ³ 同比增速 (%)	3.3	2.0	-2.0	-3.7	0.1		
进口总额 ³ 同比增速 (%)	13.6	4.9	-1.2	-3.6	-6.5		
CPI 同比增速 (%)	1.5	0.8	0.7	1.1	0.6		
CPI 环比增速 (%)	0.5	-0.8	0.6	0.6	0.0		
美元兑泰铢同比增速 (%)	-1.2	-0.4	0.3	-1.1	-6.9		
美元兑泰铢环比增速 (%)	3.2	-0.5	-3.6	-0.1	-2.8		
马来西亚							
实际 GDP 同比增速 (%)	4.4	4.7	4.5	4.9	5.0	4.7	4.8
制造业 PMI	50.8	48.1	47.6	48.7	47.6		
工业生产指数同比增速 (%)	2.4	3.2	2.7	3.9	1.2		
失业率 (%)	3.4	3.3	3.3	3.3	3.3		
出口总额 ³ 同比增速 (%)	5.6	9.0	-1.3	-0.4	0.5		
进口总额 ³ 同比增速 (%)	6.7	6.0	-3.0	-1.4	-9.3		
CPI 同比增速 (%)	0.5	0.3	-0.3	0.6	1.5		
CPI 环比增速 (%)	0.3	0.2	0.0	0.1	0.2		
美元兑林吉特同比增速 (%)	-4.1	0.2	4.2	5.0	1.8		
美元兑林吉特环比增速 (%)	3.6	2.0	-1.9	1.4	0.4		
新加坡							
实际 GDP 同比增速 (%)	2.6	1.3	1.1	0.1	1.6	2.5	1.3
制造业 PMI	52.4	51.5	50.6	49.9	49.7		
制造业生产指数同比增速 (%)	3.5	4.6	-0.2	-3.2	-4.0		
季调失业率 (%)	2.1	2.2	2.2	2.2	0.0		
出口总额 ³ 同比增速 (%)	5.1	2.5	-2.3	-5.0	-6.4		

宏观经济核心指标	2018				2019		
	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3 ¹	Q4 ²	全年
新加坡							
进口总额 ³ 同比增速 (%)	6.4	5.1	0.8	-0.8	-4.3		
CPI 同比增速 (%)	0.7	0.5	0.5	0.8	0.5		
CPI 环比增速 (%)	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1		
美元兑新加坡元同比增速 (%)	0.5	1.5	2.7	2.2	0.5		
美元兑新加坡元环比增速 (%)	2.6	0.5	-1.5	0.6	0.8		
菲律宾							
实际 GDP 同比增速 (%)	6.0	6.3	5.6	5.5	5.6	5.5	5.5
制造业 PMI	51.6	53.8	51.9	51.1	51.9		
工业生产指数同比增速 (%)	6.1	-0.9	-3.7	-8.9	-6.7		
消费者信心指数, 下季	45.7	42.3	39.6	32.7	36.2		
失业率 (%)	5.1	5.2	5.1	5.4			
出口总额 ³ 同比增速 (%)	2.5	-1.5	-2.9	1.8	2.1		
进口总额 ³ 同比增速 (%)	27.5	10.3	4.7	-5.8	-8.0		
CPI 同比增速 (%)	6.3	5.9	3.8	3.0	1.7		
CPI 环比增速 (%)	0.7	-0.1	0.1	0.2	0.1		
美元兑菲律宾比索同比增速 (%)	5.3	4.6	1.8	-0.7	-3.4		
美元兑菲律宾比索环比增速 (%)	2.1	-0.5	-1.7	-0.6	-0.6		
越南							
实际 GDP 同比增速 (%)	7.0	7.1	6.8	6.8	7.0	7.0	6.9
制造业 PMI	53.4	54.7	51.7	52.3	51.5		
工业生产指数同比增速 (%)	12.3	9.6	9.1	9.5	10.2		
出口总额 ³ 同比增速 (%)	8.9	3.5	2.3	8.3	13.5		
进口总额 ³ 同比增速 (%)	14.8	10.2	9.9	13.6	9.7		
CPI 同比增速 (%)	4.1	3.4	2.6	2.7	2.2		
CPI 环比增速 (%)	0.3	-0.1	0.2	0.2	0.3		
美元兑越南盾同比增速 (%)	1.0	1.3	2.1	2.1	1.9		
美元兑越南盾环比增速 (%)	0.5	0.3	0.7	0.6	0.3		
韩国							
实际 GDP 同比增速 (%)	1.9	3.0	1.6	2.1	2.3	1.8	2.0
制造业 PMI	49.8	49.8	48.1	48.7	48.1		
消费者信心指数	99.9	97.3	98.9	99.0	95.1		
失业率 (%)	4.0	3.8	4.0	4.0	3.6		
出口总额 ³ 同比增速 (%)	2.2	8.1	-8.6	-8.6	-12.2		
进口总额 ³ 同比增速 (%)	8.0	13.5	-6.8	-3.3	-4.1		
CPI 同比增速 (%)	1.5	1.8	0.5	0.7	0.0		
CPI 环比增速 (%)	0.5	-0.4	0.0	0.1	0.1		
美元兑韩元同比增速 (%)	-1.0	2.1	5.0	8.0	6.5		
美元兑韩元环比增速 (%)	3.9	0.6	-0.2	3.6	2.4		

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：波幅抬升，宽松政策加码

2019年第3季度，全球金融市场风险相比2季度有所上升，中美贸易谈判一波三折等事件增添了市场不确定性，但市场波动总体仍处于中低区间。因全球经济下行压力上升、主要经济体央行陆续宽松，全球货币市场和长债利率总体走低，发达经济体股市在流动性的支撑下总体上涨，新兴经济体股市分化。外汇市场总体保持了低波动水平，美元指数仍在上升。展望4季度，尽管全球金融市场不确定性上升，但货币宽松或能在短期缓和波动，全球金融市场预计仍将维持中低水平，美元指数或将继续在高位震荡，关注美股回调风险。

一、全球金融市场总体情况

风险有所上升，波动总体温和。

2019年第3季度全球金融市场风险相比2季度有所上升，但总体温和。3季度，因中美贸易谈判一波三折等因素，金融市场不确定性上升，机构避险情绪上升。但随着全球经济动能减弱信号明显，3季度欧美央行陆续降息，主要经济体央行集体宽松，长债利率总体走低，发达经济体股市在波动中上升，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，人民币汇率弹性上升。

图表 34 全球金融市场主要指标变动

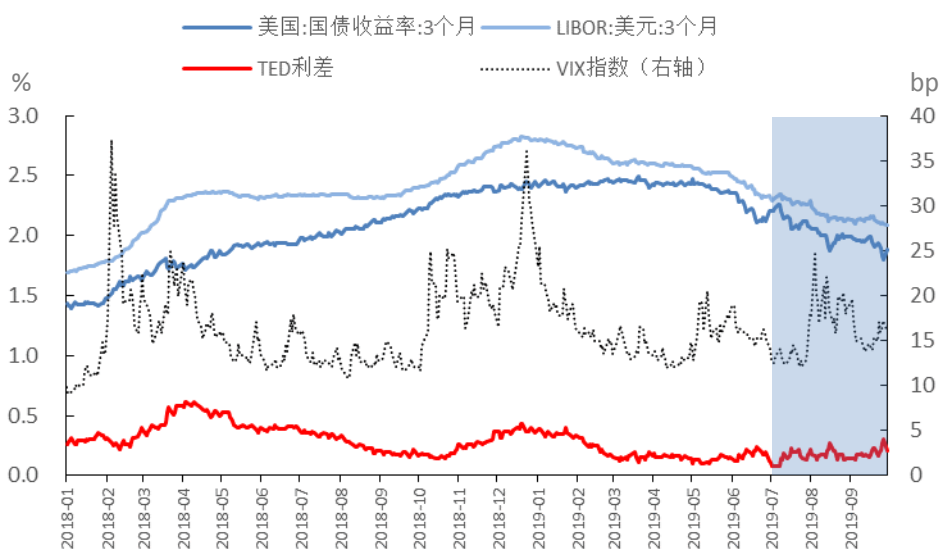
外汇市场				股票市场			
名称	本季度	上季度	升值幅度	名称	本季度	上季度	上涨幅度
美元指数	97.98	97.32	0.68%	标普 500	2958.087	2883.982	2.57%
欧元	1.11	1.12	-1.08%	德国 DAX	12138.09	12118.88	0.16%
日元	107.30	109.93	2.39%	日经 225	21298.53	21491.14	-0.90%
人民币	7.01	6.83	-2.75%	上证综指	2924.94	3013.185	-2.93%
雷亚尔	3.97	3.92	-1.31%	巴西 IBOVESPA	102611.2	96128.23	6.74%
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	2.21	2.39	-21.81	美国	1.80	2.34	-54.09
欧元	-0.46	-0.44	-2.81	欧元区	-0.47	-0.06	-40.94
日本	-0.09	-0.10	0.64	日本	-0.20	-0.07	-12.25
中国	2.61	2.59	1.39	中国	3.10	3.30	-19.31
印度	5.45	5.91	-48.33	巴西	7.27	8.60	-132.74

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。

全球金融市场波动不确定性上升。

全球金融市场波动不确定性上升。2019 年第 3 季度全球金融市场波动性较 2 季度有所抬升。季初，美联储降息，VIX 指数在 7 月份保持在 12 左右的较低水平。受中美贸易谈判突起波澜等一系列事件影响，VIX 指数一度上升至 8 月初的 24.59。后因中美贸易摩擦现缓和迹象，VIX 指数逐渐回落，9 月中下旬以来，VIX 指数维持在 15 左右波动。3 季度，美联储连续两次降息共计 50bp，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（16 个基点左右），较 2 季度略有上升。总体上，因贸易摩擦等不确定性因素增多，全球金融市场波动加大，市场风险偏好依然不高。

图表 35 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 2019 年第 3 季度。

二、全球金融分市场运行态势

各经济体表现分化，日元和美元相对强势。

2019 年第 3 季度，各经济体货币表现分化，日元和美元相对强势。美元指数相比 2 季度平均上升 0.68 个百分点，因全球避险情绪上升、美元资产需求上升，7 月份美联储降息后，美元指数不降反升，9 月底升破 99，季内最大波幅达 2.79%。日元作为避险货币，自 2 季度以来持续上升，3 季度较上季度升值 2.39%。欧洲经

济低迷、英国脱欧不确定持续，欧元、英镑继续贬值，英镑较 2 季度平均贬值 4.12%、欧元较 2 季度平均贬值 1.08%。多数新兴经济体货币贬值或小幅波动，但泰铢在基本面不佳的情况下却持续升值，或因大量热钱持续涌入投机所致。土耳其里拉表现回归稳定，阿根廷比索 3 季度再现大幅贬值。

图表 36 主要发达和新兴经济体汇率走势一览

		2019 年 3 季度	2019 年 2 季度	升值幅度
主要发达经济体	美元指数	97.98	97.32	0.68%
	日元	107.30	109.93	2.39%
	英镑	1.23	1.29	-4.07%
	欧元	1.11	1.12	-1.08%
	澳元	0.69	0.70	2.13%
金砖国家	巴西雷亚尔	3.97	3.92	-1.31%
	卢布	64.57	64.56	-0.02%
	南非兰特	14.67	14.39	-1.94%
	印度卢比	70.38	69.56	-1.18%
	人民币	7.01	6.83	-2.75%
东南亚	菲律宾比索	51.76	52.06	0.57%
	越南盾	23107.30	23036.58	-0.31%
	马来西亚林吉特	4.17	4.15	-0.38%
	泰铢	30.72	31.62	2.85%
	印尼卢比	14131.33	14265.89	0.94%
东亚	韩元	1194.41	1167.32	-2.32%
	新加坡元	1.37	1.36	-0.81%
	新台币	31.21	31.15	-0.22%
	港币	7.83	7.84	0.13%
其他	阿根廷比索	50.42	43.94	-14.76%
	土耳其里拉	5.67	5.88	3.50%

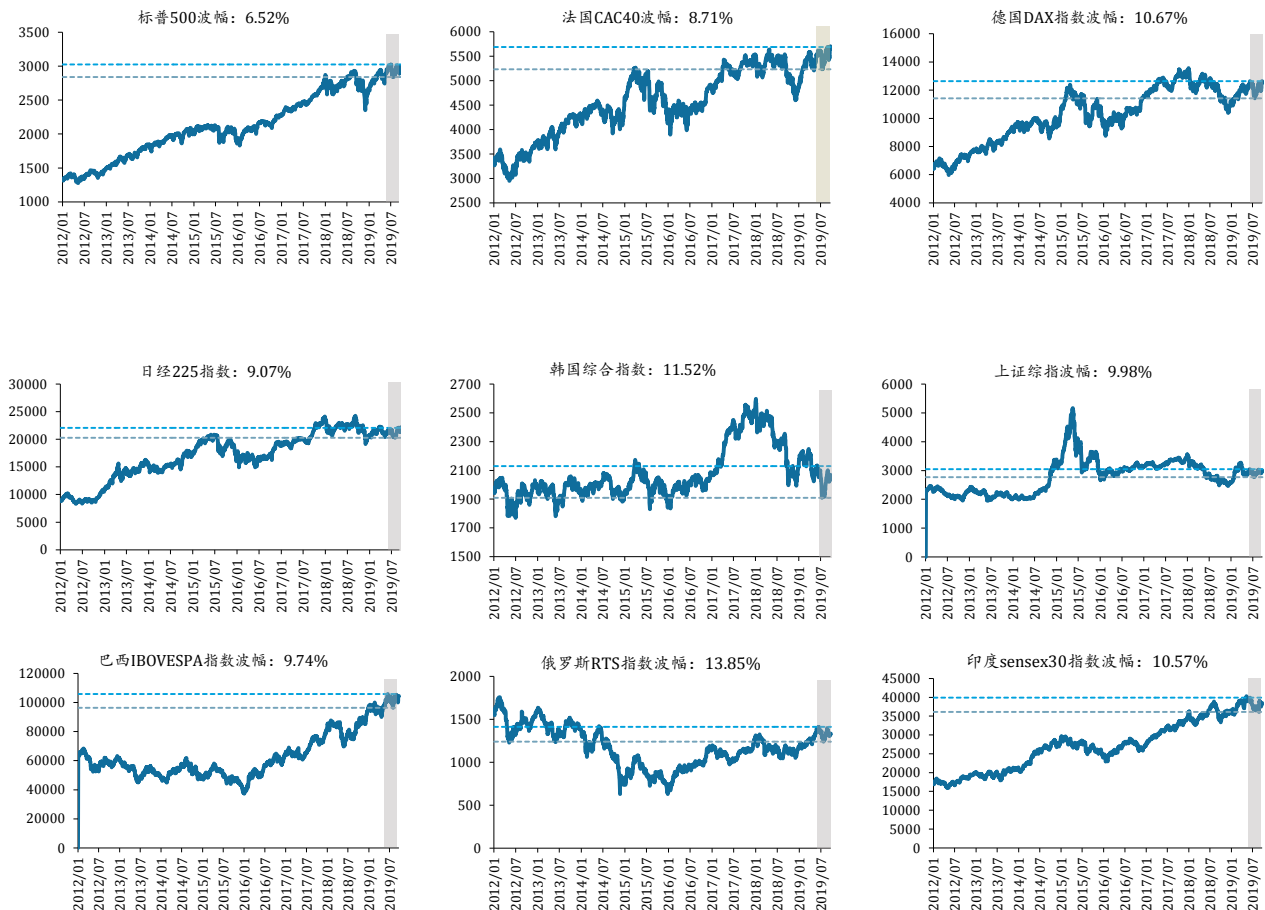
注：原始数据来源于 Wind 数据库，经笔者计算。各指标季度数值为季内平均值，变动幅度则根据相邻两季度的平均值计算，其中，欧元汇率、英镑汇率为间接标价法，其余均为直接标价法。

发达经济体股市上涨，
新兴经济体分化。

全球货币宽松，发达经济体股市震荡上升，新兴经济体继续分化。3 季度，主要发达经济体的货币政策集体宽松，美国、法国、德国等主要发达经济体股市出现不同程度的上升，日本股市在高位窄幅震荡。新兴经济体出现分化，巴西、俄罗斯股市在 3 季度整体继续上涨，印度股市在前期持续上涨后出现一定程度的回调；因经济基本面持续不佳，韩国股市继续下跌。同时，受中美贸易谈判一

波三折、全球经济下行信号更趋明显等因素影响，多数经济体股市的波动性较 2 季度略有上升。

图表 37 全球主要发达与新兴经济体股市走势一览



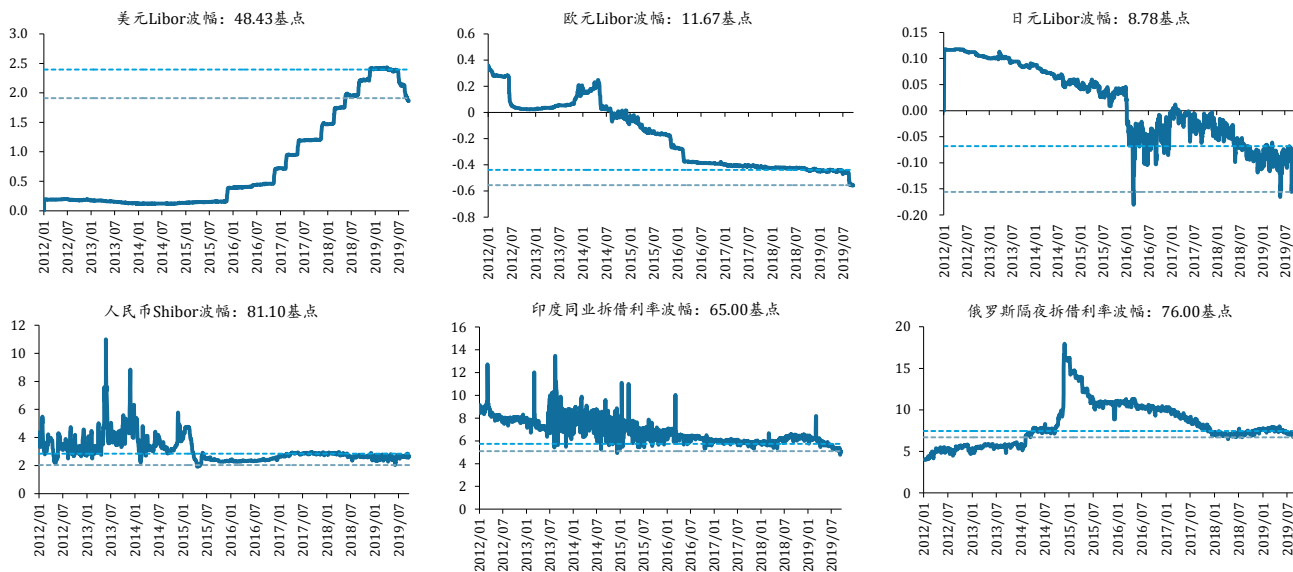
注：原始数据来自 Wind 数据库。季度波幅定义为季内最高值相对最低值的偏离百分比。各图中位置较高的虚线代表季内最高值，较低的虚线代表季内最低水平。阴影部分代表 2019 年第 3 季度。

全球货币市场流动性更趋宽松。

全球货币市场流动性更趋宽松。主要央行中，美联储、欧央行均在 3 季度降息，俄罗斯、印度等新兴经济体也陆续降息。截至 2019 年 9 月 20 日，今年共有 30 家主要央行降息。央行政策利率下降带动主要国家货币市场利率进一步下降，美元 Libor、欧元 Libor、印度同业拆借利率、俄罗斯隔夜拆借利率均较 2 季度明显下降。日本央行仍维持基准利率-0.1%不变，日元 Libor（7 天）仍在-0.15%-0.10%区间窄幅波动。中国央行在 9 月 16 日下调法定存款准备金率 0.5 个百分点，但利率中枢并未下降，货币市场利率保

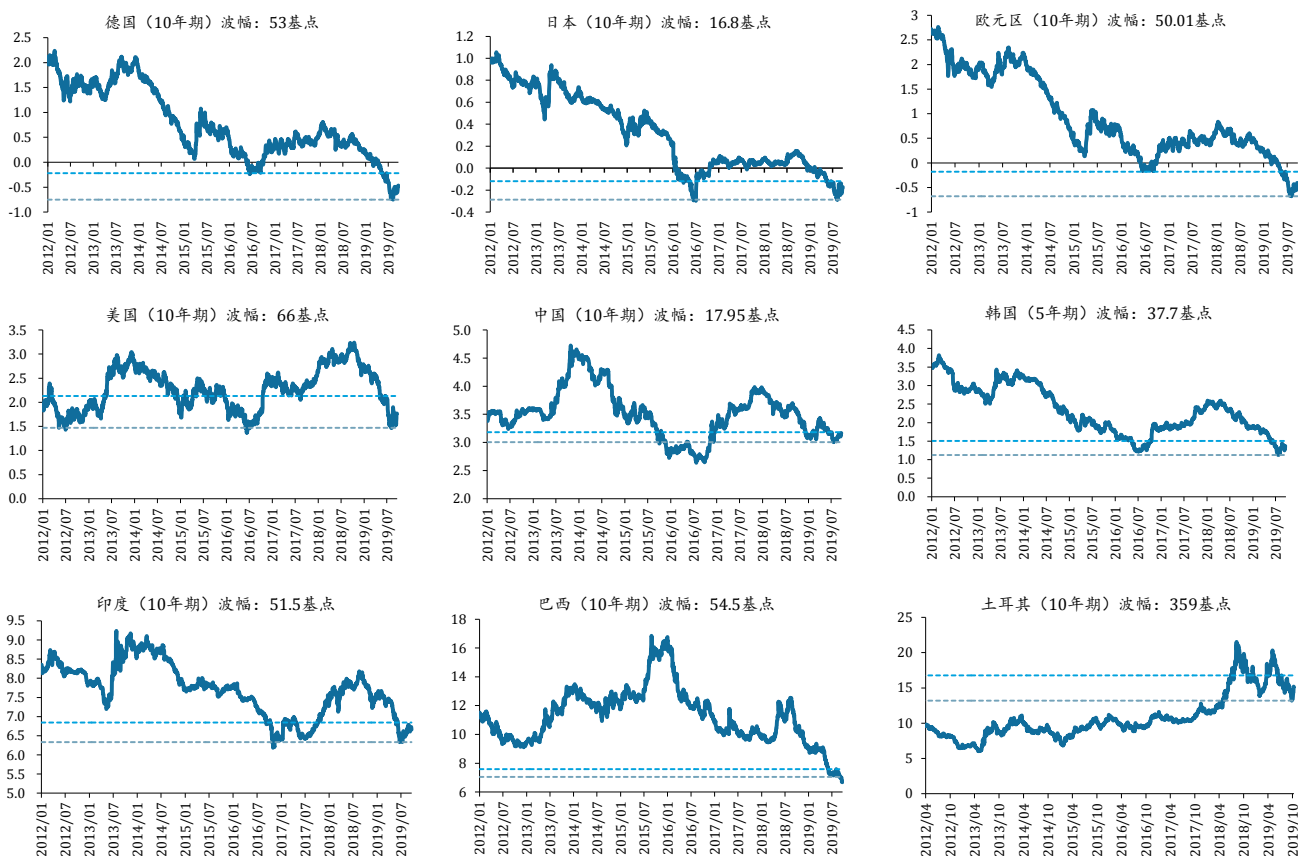
持平稳。

图表 38 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 39 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。

主要经济体货币宽松，全球长期国债收益率继续下行，美债收益率曲线持续倒挂。

经济下行压力上升，主要央行重回宽松，全球长期国债收益率下行。全球经济下行压力加大和主要央行集体宽松背景下，各国长期国债收益率大幅下行。3 季度，发达经济体中，美国、欧元区和日本 10 年期国债收益率平均较 2 季度分别下降 54、41 和 12 个基点。新兴经济体长期国债收益率在 3 季度也显著下行，中国、巴西、印度、韩国的长债收益率分别下降 19、133、204、35 个基点。随着土耳其汇率的稳定，其长期国债收益率进一步下降，9 月末已下降至 13.2%，较季初下降 263 个基点。美债收益率曲线持续倒挂，金融市场对经济衰退的预期升温。

图表 40 美国国债收益率曲线期限利差



数据来源：Wind

三、全球金融形势展望

全球金融市场波动性预计将维持中低水平。

全球金融市场不确定性上升，货币宽松或能在短期缓和波动。3 季度全球经济增长趋缓以及中美贸易谈判出现波折的背景下，全球金融市场受到扰动，但在货币政策宽松预期的支持下获得支撑。4 季度这一局面料将持续，市场已逐渐适应中美关系博弈的复杂性多边形和长期性，因此虽然会维持一定的风险水平，但对全球金融市场造成巨大震荡的可能性反而有所降低。同时，主要经济体货币政策宽松能在短期内继续为金融市场提供支持。

美元指数仍将在高位波动。

美元指数仍将在高位波动。虽然美联储调整政策立场对美元走

势构成向下压力，但由于全球经济指标总体趋缓，在美元指数中占据最大比重的欧元缺乏走强动能，欧洲经济疲软程度超出预期，欧央行也调整其政策立场，避险情绪上升导致美元资产受追捧，因此美元指数将继续从外部获得一定支撑。

关注美股回调风险。

美联储若停止宽松，美股或面临回调风险。在全球经济下行、美国经济现衰退预期的背景下，没有良好基本面支撑的资产价格主要靠流动性支撑，这决定了股票市场对央行宽松有较高的期待。9月份美联储议息会议显示 FOMC 委员一致认为未来至多还有一次的降息可能性，如果 FOMC 委员保持这一判断不变或者未来美联储边际削弱宽松预期，美国股市将有可能面临回调风险。

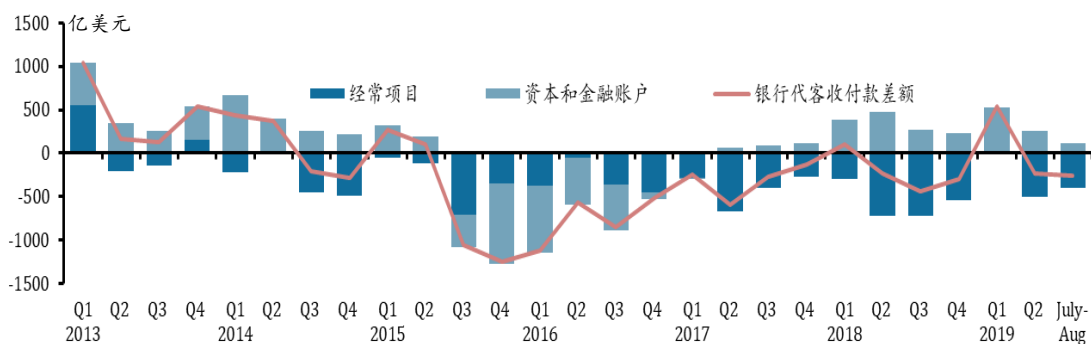
四、跨境资本维持小幅净流出局面，整体风险可控

外汇收支总体规模稳定，跨境资本维持小幅净流出。

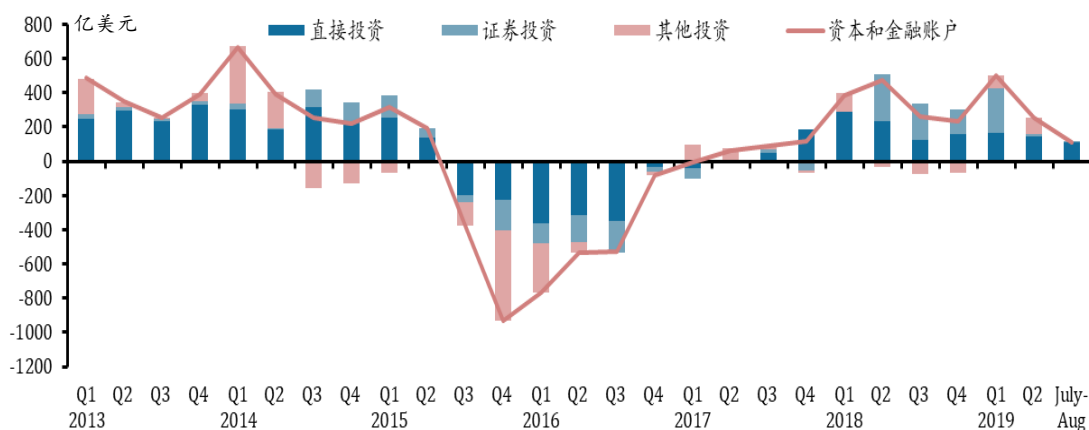
3 季度外汇收支总体稳定，跨境资本维持小幅净流出。7 月至 8 月，银行代客涉外收入与支出总额为 1.20 万亿美元，同比增速由正转负，由上 1 季度的增长 3.31% 转为下降 1%。其中，银行代客涉外收入为 5881 亿美元，同比下降 1.9%，环比上升 1.5%。银行代客涉外支出为 6145 亿美元，同比下降千分之 2.5，环比增加 3.5%。从资金流向上看，银行代客涉外收付款上季度逆差为 230 亿美元，7-8 月逆差进一步扩大至 264 亿美元。

图表 41 银行代客收付款分项结构

跨境资本流动结构：基于银行代客收付款分项



数据来源：WIND



数据来源: WIND

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。受全球贸易收缩影响,3季度货物贸易顺差和服务贸易逆差齐降,后者降幅大于前者。资本和金融账户下的外汇净流入下降,除直接投资净流入有所增加外,其他投资项由净流入转为净流出,证券投资净流入额度也呈小幅收窄趋势。

零售外汇市场继续维持结售汇逆差,市场主体售汇意愿相比于2季度有所增强。

零售外汇市场继续维持结售汇逆差,市场主体售汇意愿相比于2季度有所增强。7月至8月结售汇差额为-115亿美元,维持了2018年3季度以来的逆差趋势,逆差规模相比2季度前两个月增长了67亿美元。从供求规模来看,银行结汇总额为3321亿美元,售汇总额为3436亿美元。从交易主体来看,银行自身和代客结售汇逆差规模分别为74亿美元和41亿美元。在结售汇意愿方面,7月至8月的平均结汇率小幅高于售汇率。平均结汇率(银行代客结汇占银行代客涉外总收入比率)为51.2%,较去年同期下降2个百分点,较上季度增加1.9个百分点。售汇率(银行代客售汇占银行代客涉外总支出比率)为50.2%,与去年同期基本一致,较上季度下降1.7%。

人民币业务在总跨境资本流出的占比与上季度基本持平。

人民币业务在总跨境资本流出中的占比与上季度基本持平,同比小幅提升。7月至8月,人民币业务在银行代客涉外收入总额中占比为26.7%,在涉外支出总额中占比为27%,较去年同期分别增加2个和3.8个百分点。此外,人民币形式的涉外收付款保持净流出趋势,7-8月逆差为88亿美元,较上季度扩大6亿美元。

本轮贬值中,人民银行的应对政策得当。

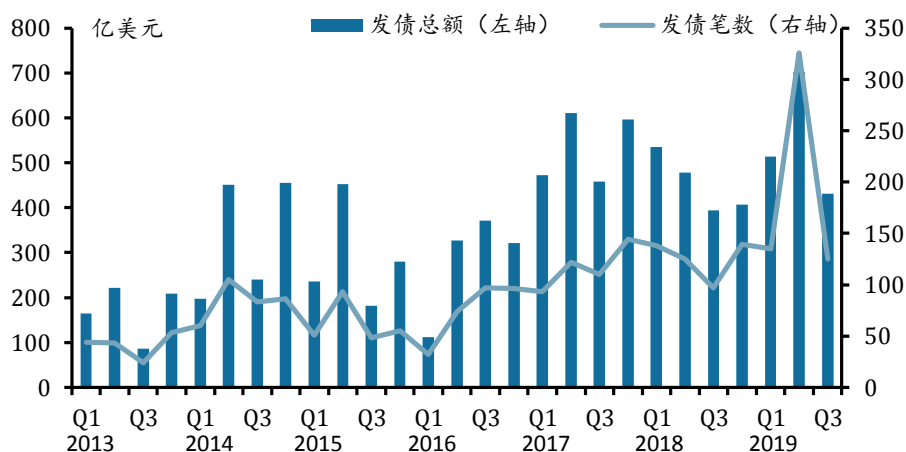
从本季度前两个月的跨境资本流动数据看，人民币破 7 后跨境资本流出规模虽有所增加，但幅度远低于 2015 年的“811 汇改”后的跨境资本流出规模。人民银行在此次人民币贬值中采取了减少直接外汇干预、增加汇率弹性的应对措施，有效降低了汇率贬值对短期资本外流的冲击作用，化解了市场对人民币汇率的进一步贬值预期。

五、2019 年 3 季度海外公司债融资

3 季度中国公司海外发债量显著下降。

3 季度海外公司债发行量下跌。受监管政策和汇率贬值影响，3 季度中国公司海外发债发行量显著回落。截至 9 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 430.3 亿美元，相比于 2 季度下降 62.9%。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。

图表 42 外币公司债季度发债额度与频率



数据来源：Dealogic数据库，作者计算整理

地产行业成为 3 季度发债最多的行业，金融业次之。

地产、金融行业为 3 季度发债主力。房地产公司 3 季度发行债券 150.6 亿美元，相较 2 季度下降 14.3%。经历 1 季度发债高峰后，房地产海外发债连续第二个季度下跌。一方面，778 号文收紧了房地产海外发债的条件，规定新增发债只能用于偿还既有债务用途，不得用作一般公司用途、并购和其他用途。另一方面，人民币贬值

增加了房地产海外融资的汇率成本，降低了地产企业的发债热情。成本方面，全球利率走低降低了地产融资的海外平均成本，高收益债平均发债成本相比 2 季度回落近一个点，回到年初水平。在低利率环境下，若地产业海外发债的监管条件和汇率条件利好，可以预期地产业海外发债的再次反弹。

金融业 2 季度发行 140.0 亿美元，相比 2 季度下降 26.5%。金融业发行产品以工商银行、建设银行等发行的高评级投资级公司债为主，平均发债成本为 3.4%，相比上季度下降了 0.2 个百分点。由于境内货币政策的放松，金融业境内融资成本下降，可能是造成金融业海外发债下行的主要原因。

地方政府融资平台 3 季度发行海外公司债 13 笔，发债总额为 34.8 亿美元，仅相当于 2 季度发债规模的 27.4%。平台公司的融资行为一向跟随监管风向，7 月发改委发布的 666 号文再次强调平台融资不以政府债务增加为前提，导致平台公司境内外发债融资规模齐降。

大宗商品市场：石油和金属普遍走弱

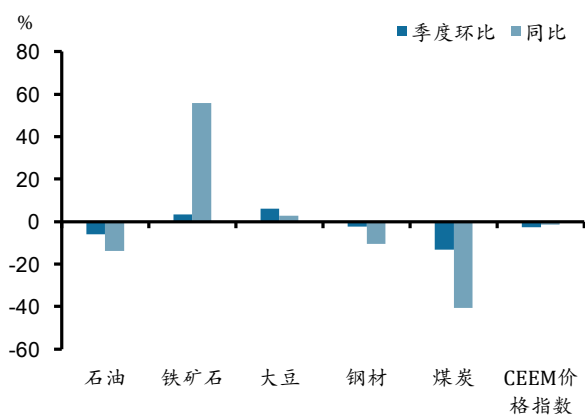
2019年3季度CEEM大宗商品价格²环比下跌2.60%，主要受石油和金属价格回落影响。由于需求侧疲弱以及市场对经济前景预期相对悲观，原油价格下跌5.97%，但季度末中东地缘风险事件高发推动了油价小幅反弹。金属价格普遍走弱，铁矿石和钢材价格在上游供给放宽的影响下回落，铜铝价格受中美贸易纷争影响下跌。此外大豆价格微涨，玉米和小麦价格下跌。

一、大宗商品总体价格走势

3季度大宗商品价格持续下跌，原油和金属价格整体疲弱。

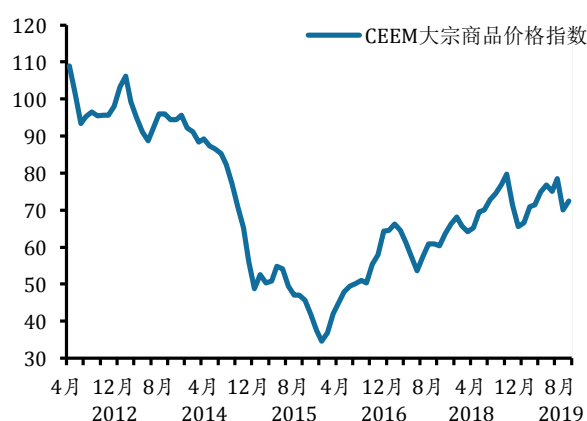
3季度CEEM大宗商品价格环比下跌2.60%。需求侧疲弱以及市场对经济前景预期相对悲观推动原油价格下跌5.97%。中东油田受到袭击提升市场对地缘风险的担忧，季度末油价有所反弹。但今年以来油价大致在60-70美元区间的范围内波动，缺乏新的趋势性走势。金属价格整体走弱。随着巴西和澳大利亚等主产区产能恢复，铁矿石和钢材价格在供给放宽的推动下回落。中美贸易问题拉锯使铜铝价格震荡走弱。国际大豆价格受美国和欧盟产量预测下调影响小幅上涨，玉米和小麦价格波动下跌。

图表 43 3季度大宗商品价格进一步回落



数据来源：CEIC, 世界经济预测与模拟实验室

图表 44 大宗商品价格下跌后小幅反弹



数据来源：CEIC, 世界经济预测与政策模拟实验室

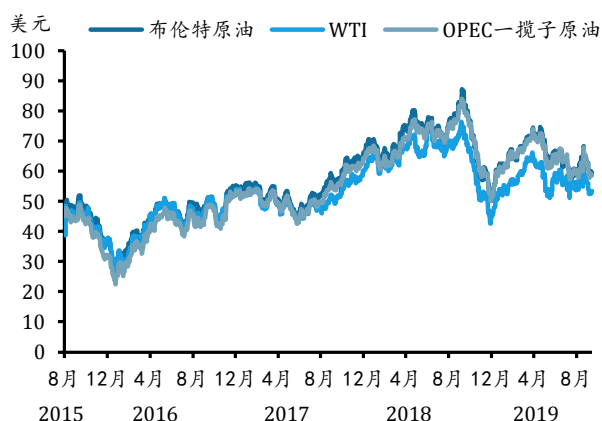
² CEEM 大宗商品价格指数（月度）综合计算前五大进口商品月平均价格，并根据中国进口量分配权重。5 种商品价格为 OPEC 一揽子石油价格、普氏铁矿石综合价格指数、澳大利亚动力煤 FOB 价格、钢材亚太地区远东市场综合到岸价以及美洲综合大豆价格。指数以 2012 年平均价格为基准。

二、主要大宗商品供求情况与价格走势

3 季度全球需求预期不乐观对油价形成压力，供给端减产不足以支撑油价。

2019 年 3 季度，国际油价均价震荡下行 5.97%。布伦特原油价格从季度初 65 美元/桶一度下探至 58 美元/桶，随后在地缘风险因素的刺激下反弹至 65 美元上方，但很快回落至 58 美元附近。今年 2 季度以来至今，油价进入窄幅震荡区间，缺乏明确的趋势性走向。布伦特原油在 58-68 美元区间内反复震荡。值得注意的是尽管供给端较为坚定地执行减产政策，但需求端变化的影响力显著走强，市场关注点切换至全球经济前景不明朗和贸易摩擦对油价带来的负面影响。这和上半年油价走势主要受 OPEC 减产进度影响有明显区别。

图表 45 3 季度石油价格震荡下行



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 46 3 季度 OPEC 产量持续下降



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

尽管 OPEC 长期减产，但对油价提振效果已远不如上半年。美国活跃钻井数下降，但效率提升，产量增加。

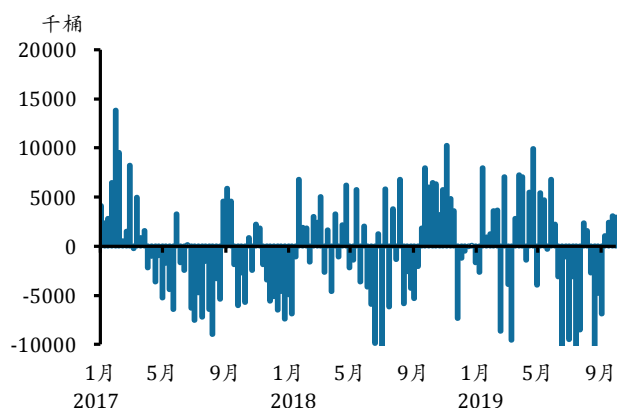
原油市场供给端的确切性相对较强，对市场边际影响力在减弱。3 季度尽管全球原油产出在持续下降，但未对价格有显著的提振。OPEC 原油日产量维持在 3000 万桶下方，9 月份进一步下跌至 2849 万桶/日。OPEC 减产已稳定执行近一年，尽管期间伊朗等国对减产额度分配有所争议，但基本实现了年初的目标，且受到俄罗斯的配合。俄罗斯 9 月份原油日产量在 1127 万桶/日左右，低于 8 月份。伊朗则受到美国制裁，9 月份石油产量降至 223 万桶/日，为自 1988 年 8 月以来最低水平，在寻找买家上仍面临困难，对印度等国的出口显著下降。委内瑞拉也因美国制裁和自身经济状况不稳，日均原油产量 93.3 万桶，远低于 2017 年超过 200 万桶的水平，但委政府预计明年可恢复到 200 万桶以上。

OPEC、俄罗斯和其他产油国自 1 月以来实行减产 120 万桶/日，

以支撑油市。该协议有效期至 2020 年 3 月，产油国将在 12 月 5-6 日开会制定政策，市场对此保持关注。在年底前，预计市场对 OPEC 减产力度的稳定预期不会有明显改变。

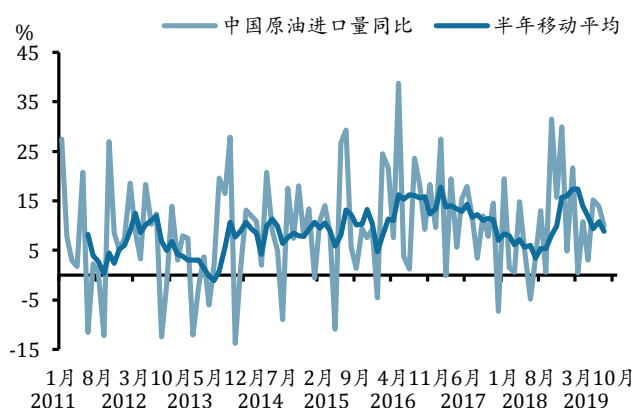
非 OPEC 国家中，美国仍然是增产的主力。尽管活跃原油钻井数量下降，但效率提升，使得美国能源信息署预计原油产量将从 2018 年的 1100 万桶/日升至 2019 年的 1230 万桶/日。美国石油活跃钻井数截至 9 月底已经连续 10 个月录得减少，为历史上最长连续下降月数，但进入 10 月后有所反弹。美国 10 月 11 日当周石油钻井数为 712 座，较上周增长 2 座。与此同时，美国的石油净进口量在 9 月降至新低，达到 353.5 万桶/日。本土产量的提升抑制了进口需求。

图表 47 3 季度美国商业库存反弹



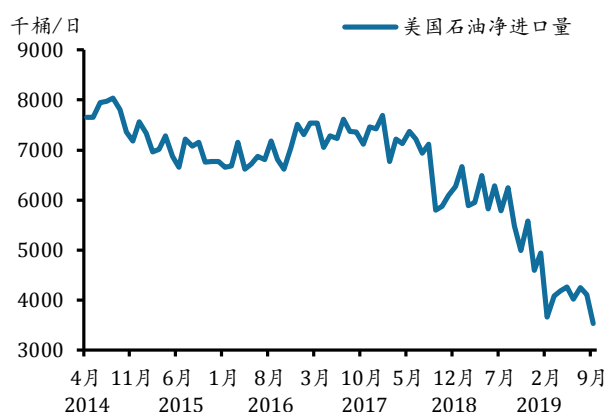
数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 48 中国原油进口需求小幅下滑



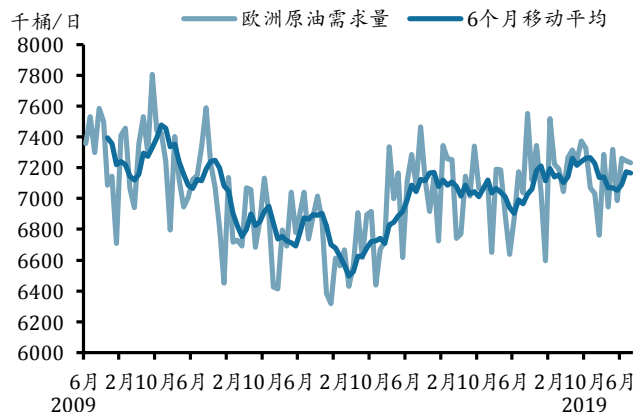
数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 49 美国石油净进口量持续下降



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 50 欧洲需求小幅回升



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

近期 OPEC 产出下降的另一个主要原因为沙特石油设施受到无人机袭击。估计沙特 9 月份产量下降 60 到 120 万桶/日。但沙特强调 10 月份产量已经基本恢复。

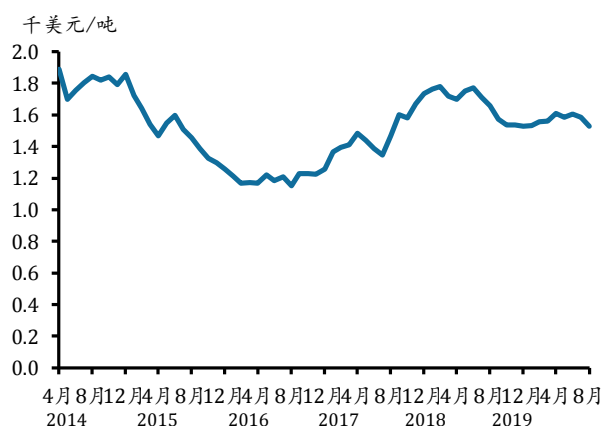
对需求端的悲观预期拖累油价,供过于求的局面将持续一段时间。

相对于供给端,需求侧的影响力持续提升。OPEC 近期发布的 10 月石油市场报告,将 2020 年全球经济增长预估从 3.1% 下调至 3%,且受美国等其他产油国供应增加影响,明年国际市场对 OPEC 石油的需求将下降。OPEC 预计明年全球原油需求将增加 108 万桶/日,但供给增幅将超过 200 万桶,使得供过于求的状况仍然将持续。在我们的预测中,如果美国等发达经济体经济增速不如预期,原油需求增量可能进一步缩减。

3 季度中国原油进口量同比有所下滑,欧洲需求小幅提升。美国商业原油库存则在 9 月份连续数周净增长,改变了 8 月份下滑趋势,短期内对油价形成利空。

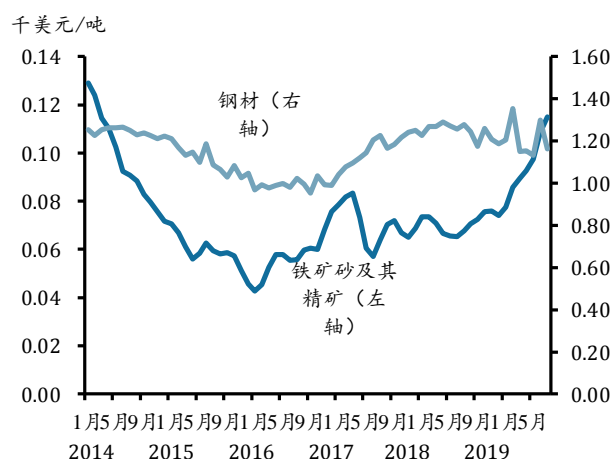
国际贸易形势则仍然不容乐观。虽然中美贸易摩擦有初步达成阶段协议的迹象,但中美贸易量已经连续下降,航运和交通带来的原油需求会受到持续影响。

图表 51 铜矿砂及其精矿进口价格下滑



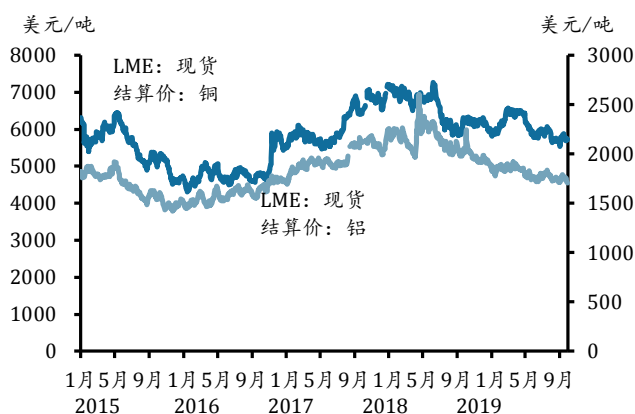
数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室

图表 52 中国钢材进口价格高位震荡后下跌,铁矿砂及其精矿进口价格持续走高



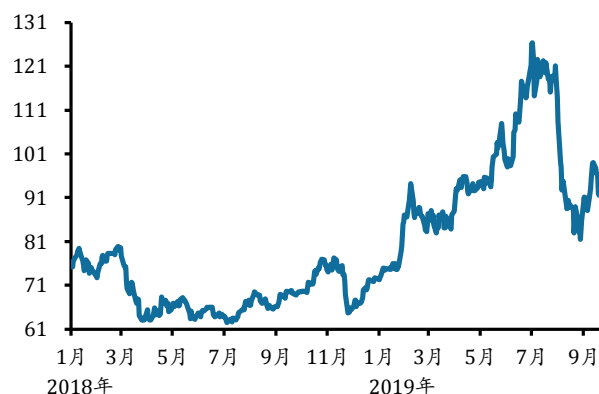
数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室

图表 53 LME 铜价与铝价持续下跌



数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室

图表 54 国际铁矿石价格高位震荡后断崖式下跌



数据来源: WIND, 世界经济预测与政策模拟实验室

3 季度金属价格普遍走弱。铜、铝价格受中美贸易冲突拉锯、特朗普大选在即等影响低位区间震荡走弱。房地产政策收紧及环保限产打压市场导致黑色金属高位承压下跌,中美贸易摩擦加剧进一步利空黑色金属价格。

3 季度金属价格普遍走弱。中美贸易问题拉锯引发市场担忧,铜铝价格低位区间震荡走弱。铜方面,3 季度中美贸易不确定性继续使得铜价延续下跌趋势,季度跌幅 4.52%。季度初,美联储主席释放鸽派信号,降息预期增加,中美新一轮谈判重启增加市场预期,铜价格由季初的 5999 美元/吨稳步小幅上涨至 6066 美元/吨;季中,中美贸易问题拉锯,双方分别宣布加征关税及关税反制措施,市场担忧贸易摩擦加剧,人民币汇率走贬,伦铜价格持续下跌;九月以来,全球主要国家以宽松政策为主,美联储降息落地,特朗普大选临近,中国加快金融市场开发,市场预期中美关系好转可能性加大,铜价反弹上涨至 5877 美元/吨;九月末特朗普弹劾事件发酵,美元指数连续飙升,伦铜承压下行。库存方面,全球铜库存本季度增幅明显,从 7 月初的 24.09 万吨震荡上行至 9 月底的 26.44 万吨。全球铜矿山产量增速回落,产量减少主要由于 Freeport 旗下的印尼 Grasberg 矿,地上矿向地下矿转换导致总产量下滑。国内铜矿砂及其精矿进口价格 3 季度一路下跌,从 5 月底的 1586 美元/吨跌至 8 月底的 1527 美元/吨,季度跌幅 3.77%。从铜矿进口数量来看,7 月和 8 月分别进口 207 万吨和 181 万吨铜矿砂及其精矿,高于去年同期;未锻造铜及铜材 7、8 月份进口量分别为 42 万吨和 40 万吨,低于去年同期。铝方面,受中美贸易争端影响,LME 铝价 3 季度价格走势与 LME 铜价趋同,季度跌幅 4.19%,自 7 月初的 1778 美元/吨下跌至 9 月底的 1703 美元/吨。

3 季度国际铁矿石、钢材进口价格均高位震荡后持续下跌。TSI 铁矿石价格 3 季度初在供需两旺的市场环境下，在 114 美元/吨与 126 美元/吨区间内持续高位震荡；季中随着巴西、澳大利亚铁矿石发货量恢复正常，加之国内唐山限产阶段性影响铁矿石需求，市场供给偏紧的局势有所改善，铁矿石价格断崖式下跌到 81.45 美元/吨；进入九月，铁矿石海外发运整体较为平稳，国内随着传统钢材需求旺季的到来，叠加大庆之前的环保限产，自下而上传导至原料端，铁矿石的需求受到一定提振，铁矿石价格小幅回升 93.20 美元/吨。从国内进口价格来看，铁矿砂及其精矿进口价格 7 月和 8 月分别为 108.6 美元/吨和 115 美元/吨，延续 2019 年年初以来的价格强势。从整体产业链库存变化来看，铁矿供需缺口仍然较大，但扩大趋势放缓，3 季度港口库存下滑趋势基本止住并小幅回升，由 7 月初的 1.1 亿吨小幅回升至 9 月底的 1.17 亿吨。

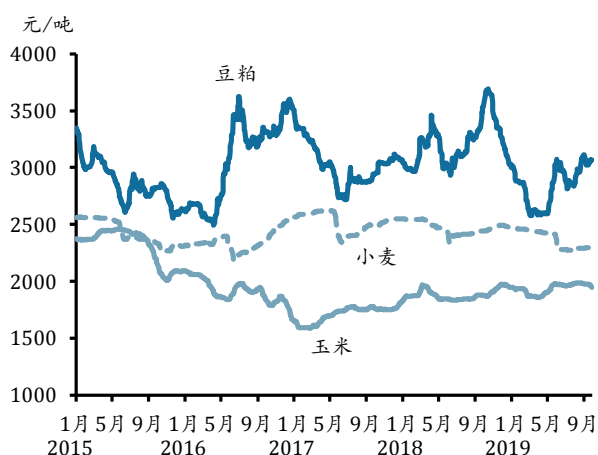
钢材方面，7 月钢价表现坚实，月均钢材进口价格 1297 美元/吨，唐山限产提振钢价；8 月唐山环保限产方案不及预期，下游维持淡季格局库存累积幅度高于往年同期，而房地产政策同时收紧，打压了市场对于旺季消费向好的预期。因此在多重利空施压下，钢价明显下跌，中美贸易摩擦加剧进一步利空钢价，截至八月底，钢材进口价格下滑至 1161 美元/吨。钢材进口数量 2019 年 7 月和 8 月分别为 84 万吨和 97 万吨。国内钢材的生产和供给方面，钢铁行业月粗钢产量有所回落但仍处高位，7 月和 8 月分别为 8522 万吨和 8725 万吨。钢材库存方面，社会库存由增转降，但仍明显高出去年同期。处于高位的库存对市场价格形成较大压力。

3 季度农产品价格表现迥异。国内外大豆价格季度内小幅上涨，但走势不一：国际大豆价格先抑后扬，稳中略涨；国内大豆价格先扬后抑，大幅上涨后高位震荡回落。国际市场来看，CBOT 大豆价格先抑后扬，整体相对平稳，季度涨幅 2.29%。7、8 两月，USDA 大豆减产预期虽推升豆价一定幅度上涨，但不敌中美贸易摩擦加剧影响，CBOT

3 季度农产品价格涨跌不一。大豆价格上涨、玉米价格下跌；小麦国际市场价格下跌，国内市场小幅上涨。中美贸易冲突升级继续影响国内市场乃至国际市场。

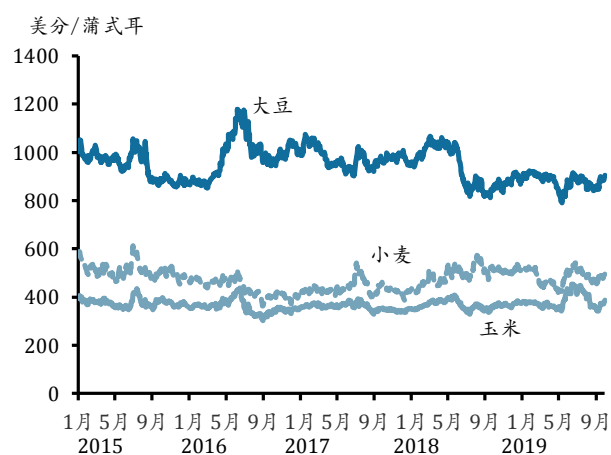
大豆价格第 3 季度前两个月自 884 美分/蒲式耳震荡下跌至 857.50 美分/蒲式耳；进入九月份，USDA 供需报告调低美豆产量预测，中国大笔采购美豆且将大豆排除在加征关税之外令市场憧憬中美贸易冲突可能缓解，美豆价格受此提振，于季末上升至 904.25 美分/蒲式耳。9 月美国农业部 (USDA) 报告将 2019/20 全球大豆预期产量小幅下调至 3.414 亿吨，比 8 月份预测值低 44 万吨，比上年减少 5.7%。产量下调源于美国、欧盟和乌克兰的产量下滑，这在一定程度上抵消印度、加拿大和中国的产量增幅。全球消费量较 8 月预测小幅调减 0.26 个百分点至 3.53 亿吨。期末库存下调 255 万吨，预计达到 9919 万吨；预期期末库存消费比继续下降 0.65 个百分点至 28.07%，全球大豆库存消费比仍处于历史第 6 高水平，低于 2016/17 年度。国内豆粕市场目前主要影响因子在于中美贸易消息、美豆产量预期以及国内豆粕需求情况。7、8 两月国内利多支撑仍在，中美贸易利多国内豆价，现货豆粕价格一路大幅上涨 5% 左右至 3110 元/吨。但是随着价格的走高，利多情绪有所消化，支撑力度有所减弱，再加上中美再度贸易谈判缓和的消息影响下，国内豆价进入 9 月份高位回落至 3065.14 元/吨。

图表 55 国内农产品现货价格小幅震荡



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 56 CBOT 农产品价格均先抑后扬，但涨跌不一



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

3 季度农产品价格涨跌不一。大豆价格上涨、玉米价格下跌；小麦国际市场价格下跌，国内市场小幅上涨。中美贸易冲突升级继续影响国内市场乃至国际市场。

3 季度玉米价格下跌，小麦价格国内外两向分化。国际市场来看，CBOT 玉米价格 3 季度 7、8 两月震荡下行，9 月价格有所回温，但回升幅度不敌之前下挫幅度，季末较季初下降 5.9%。美国农业部（USDA）9 月供需报告下调 2019/20 种植季全球玉米产量 336 万吨至 11.05 亿吨，全球消费量预测下调 0.08 个百分点至 11.28 亿吨，预测期末玉米库存比小幅回落，调减 0.11 个百分点至 27.15%，国际玉米库存比（剔除中国）处于 6 年来历史低位。国内市场来看，港口库存持续下滑、饲料行业旺季到来推高玉米价格，使 3 季度玉米现货市场季度中旬之前总体呈上行趋势；季度中下旬随着新玉米上市临近，供应承压，中美贸易摩擦导致玉米价格下滑，季末较季初小幅下降 0.75%。根据 9 月中国农产品供需形势分析报告，2019/20 年我国玉米预期产量为 2.55 亿吨，预期国内消费量为 2.81 亿吨，供需缺口预计收窄至 2000 万吨以内，较上年度略有扩大。玉米仍维持产不足需格局。

小麦方面，CBOT 小麦价格 3 季度走势与玉米基本一致，总体季末较季初下降 3.36%。9 月美国农业部（USDA）供需报告预期 2019/20 全球小麦供应量下调，消费量及出口量减少，期末库存增加。供应减少主要是由于澳大利亚产量预期减少和哈萨克斯坦持续干旱导致。本月全球供应量减少不到 100 万吨，全球产量的减少的影响被高库存所抵消。由于澳大利亚和哈萨克斯坦产量的减少，世界出口量减少 180 万吨至 1.81 亿吨。由于印度尼西亚、俄罗斯、乌兹别克斯坦和乌克兰的消费量下降，全球消费量减少了 190 万吨。尽管本月全球供应减少，但全球小麦预期期初库存调增叠加总消费量调减，预计 19/20 年期末库存仍将创纪录地达到 2.87 亿吨，其中中国占 51%。库存比由此上升 0.24 个百分点至 37.89%（剔除中国后则为调增 0.29 个百分点至 22.42%）。期末库存预计小幅调整 0.64 个百分点至 2.77 亿吨。国内 1 季度小麦小幅上涨，季度增幅 1.34%。

油价将持续在区间内波动,缺乏显著趋势,但需求走弱会造成持续压力。中美贸易摩擦将继续影响金属及农产品价格走势。

三、未来价格走势与风险

石油方面,尽管 OPEC 持续减产,且美国可能随着油气开发方面的资本开支下降而降低石油产出,但全球需求端的疲弱难以支撑油价大幅反弹。叠加贸易摩擦带来的贸易量持续下滑,即使是地缘政治风险高发,原油价格也难以出现持续上涨的行情。预计布伦特原油仍将在 60-70 美元区间震荡一段时间。

金属方面,未来价格走势主要关注供求关系和中美贸易争端演变的双重影响。铜、铝方面,鉴于全球央行宽松货币周期到来,逆周期政策政策有望助力铜铝价格企稳,或有偏强表现,然而中美贸易争端不确定性依然制约价格。铁矿石方面,预计后期宏观放松利好基建,成材企稳向上,铁矿石整体需求将保持偏高水平,推高铁矿石价格反弹,而供应端海外发货逐渐恢复将在一定程度减缓价格上涨速度,整体铁矿石价格仍有缓慢向上趋势。钢价方面,预计后市在需求下滑的大背景下,钢价将震荡下行,然而短期内考虑到金九银十房地产需求旺季以及国庆环保限产,多因素致使钢价阶段性震荡反弹。

农产品方面,主要关注中美贸易战及供求格局对价格的影响。大豆方面,USDA 需求调增以及单产和面积超预期下调强势支撑美豆价格,为后市走强奠定了较为良好的基础。美豆整体不悲观,但中美贸易谈判仍然是主要扰动项,此外产区天气尤其是早霜情况也将影响美豆价格走势。玉米、小麦产需缺口依旧存在,供需格局偏紧将支撑二者价格正当上行,中美贸易摩擦仍然是影响国际价格的重要因素之一。

外贸专题：进、出口动能依然偏弱³

2019年3季度，中国出口（美元）同比增速为-0.4%，较上季度小幅回升0.6个百分点。出口动能依然偏弱主要受外需因素影响，而出口市场份额预期同比变化不大。3季度中国进口同比增速为-6.5%，较上季度下降2.5个百分点；货物贸易顺差总额为1189亿美元，同比提高348亿美元。7-8月服务贸易逆差为507亿美元，同比下降36亿美元。目前全球经济景气程度仍在下行探底的过程中，贸易摩擦引致的不确定性仍在增加，受这两方面影响，预计4季度中国进、出口将继续低迷。

一、全球贸易运行态势

预估3季度全球贸易增速仍处于下行探底的过程中。

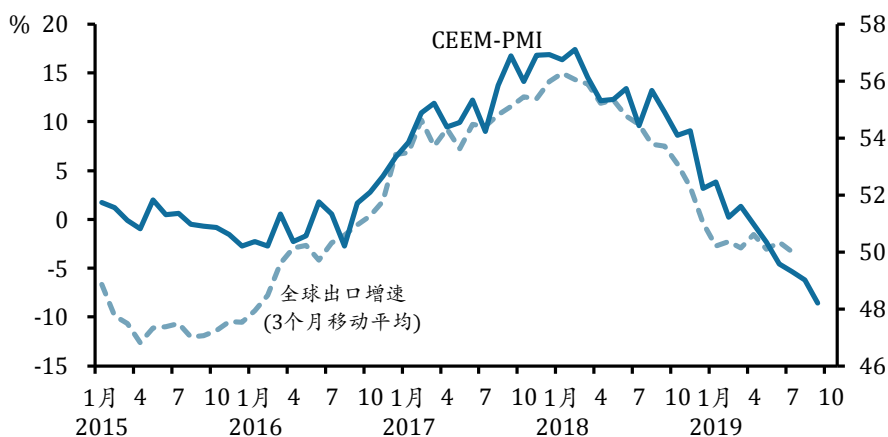
预估3季度全球贸易增速仍处于下行探底的过程中。根据世界贸易组织数据，2019年2季度全球出口总额4.36万亿美元⁴，同比增速为-3.1%，较上季度继续下降0.8个百分点；进口总额4.45亿美元，同比增速为-3.0%，与上季度基本持平。从月度数据看，2018年1月全球出口和进口增速达到2014年以来的峰值，分别为17.9%和22.0%；2-12月进、出口增速呈现波动下行的变化趋势，至2019年6月出口和进口增速仅有-6.4%和-6.8%。2014-2018年，CEEM中国外部需求指数（简称CEEM PMI）⁵与全球贸易表现变化趋势高度一致。考虑到该指数从2018年2月57.1%的高位下降至2019年9月的48.2%，全球贸易前景不太乐观。从出口增速的3个月移动平均值看，2019年2月以后全球出口增速降幅较2018年明显收敛，但下行压力依然较大。

³ 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，对主要结论影响不大。

⁴ 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汇率变化。

⁵ CEEM PMI指数是基于中国主要贸易伙伴国PMI指数构建的中国外部需求景气指数，该指数与摩根大通全球制造业PMI指数总体一致，但更侧重于反映中国的外部需求情况。

图表 57 预估 3 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、中国出口动能依然较弱

中国海关数据显示，2019年3季度，以人民币计，中国出口总额4.5万亿元，同比增长3.8%；以美元计，出口总额6544亿美元，同比增速为-0.4%，较上季度提高0.6个百分点。其中，7月出口同比增速为3.3%，8月出口同比增速为-1.0%，9月出口同比增速为-3.2%。如果考虑不同年份间的工作日差异，从季调同比看，7、8、9月出口增速分别为0.7%、-0.4%和1.2%，较4月变好，但较5和6月变差，由此表明出口增速并未呈现稳定的回升势头。

3季度中国对除美国和中国香港以外的主要贸易伙伴出口增速较上季度均有所回升。

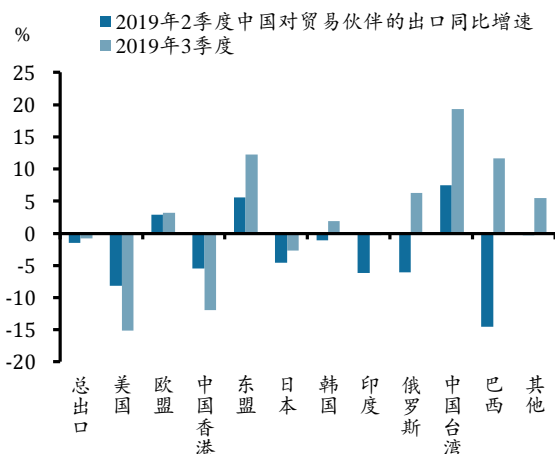
分地区看，3季度中国对除美国和中国香港以外的主要贸易伙伴出口增速较上季度均有所回升。发达市场中，中国对欧盟、韩国和中国台湾出口保持增长，出口同比增速分别为3.2%、1.9%和19.3%，较上季度提升0.3、3.0和11.8个百分点；而对美国、日本和中国香港出口同比下降，增速分别为-15.1%、-2.7%和-11.9%。新兴经济体中，对东盟、巴西、印度和俄罗斯出口增速均较上季度提高。其中，对东盟出口同比增长12.2%，较上季度提高6.6个百分点。

从贸易方式看，3季度一般贸易和其他贸易方式出口增速回升，

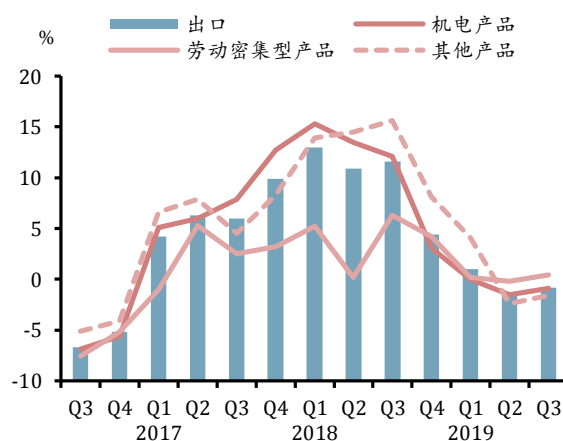
3季度一般贸易和其他贸易方式出口增速回升，而加工贸易出口增速依然下行。

而加工贸易出口增速依然下行。⁶3季度一般贸易出口同比增长2.7%，较上季度提高2.5个百分点；加工贸易出口同比增速为-9.2%，较上季度减少2.1个百分点；其他贸易方式出口同比增长5.1%，较上季度提高0.5个百分点。这反映了当前以中美贸易摩擦为代表的贸易保护主义对以加工贸易为组织方式之一的全球价值链体系的重点打击。

图表 58 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

3季度，机电产品和劳动密集型产品出口增速均有好转。

分产品看，3季度，机电产品和劳动密集型产品出口增速均有好转。⁷其中，机电产品出口增速较上季度提高0.6个百分点，同比增速为-0.9%，增长动能依然较弱。从历史数据看，机电产品贸易与经济周期呈现同步性。当下机电产品出口增长动能较弱，主要与全球经济景气程度回落和中美贸易摩擦变数频出有关。3季度，七大类传统劳动密集型产品和其他产品出口同比增速依次为0.4%和-1.6%，较上季度提高0.6和0.8个百分点。从贡献率上看，3季度，机电产品对总出口的贡献率较上季度提高6.2个百分点，传统劳动密集型产品贡献率则减少13.2个百分点。

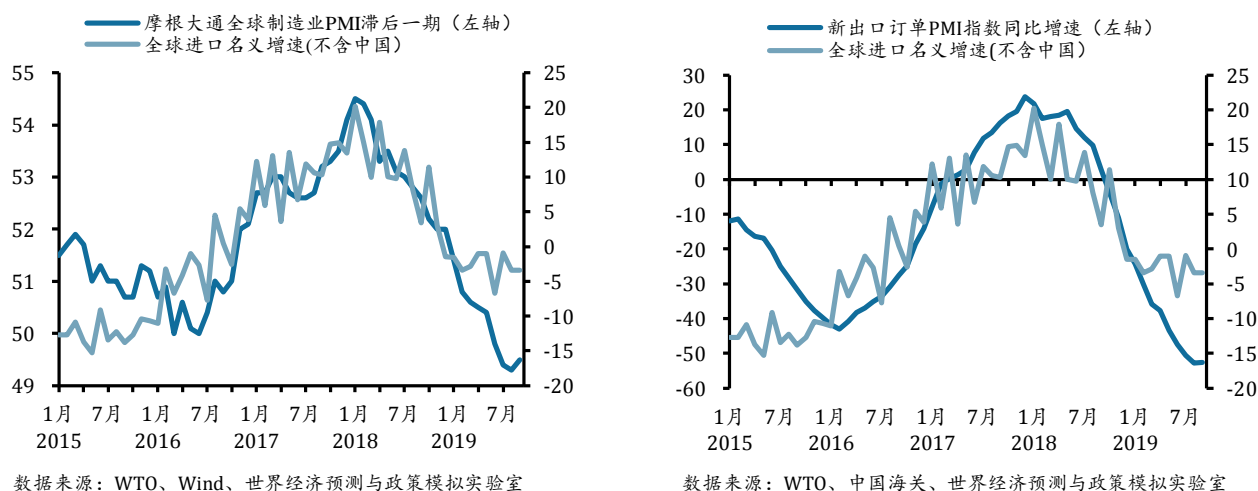
⁶ 海关统计的贸易方式按海关监管方式进行划分，共有15类细项：1.一般贸易，2.国家间、国际组织无偿援助和赠送的物资，3.其他捐赠物资，4.补偿贸易，5.来料加工装配贸易，6.进料加工贸易，7.寄售代销贸易，8.边境小额贸易，9.对外承包工程货物，10.租赁贸易，11.出料加工贸易，12.易货贸易，13.保税监管场所进出境货物，14.海关特殊监管区域物流货物，15.其它商品贸易方式。本报告中一般贸易对应第1项，加工贸易对应第5和6项，其他方式贸易对应除去1、5、6项的剩余项目。2019年2季度，一般贸易、加工贸易和其它贸易方式出口占总出口的比重分别为59.0%、28.6%、12.4%。

⁷ 2019年2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%、19.4%、22.8%。

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。

图表 59 预计 3 季度外需增速继续下降



注：全球进口名义增速（不含中国）根据 WTO 数据计算，其中 2019 年 7 月基于已披露数据国家计算，8-9 月值由于 WTO 中大多数国家暂未公布，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。

预估 3 季度外需增速较上季度将下降。

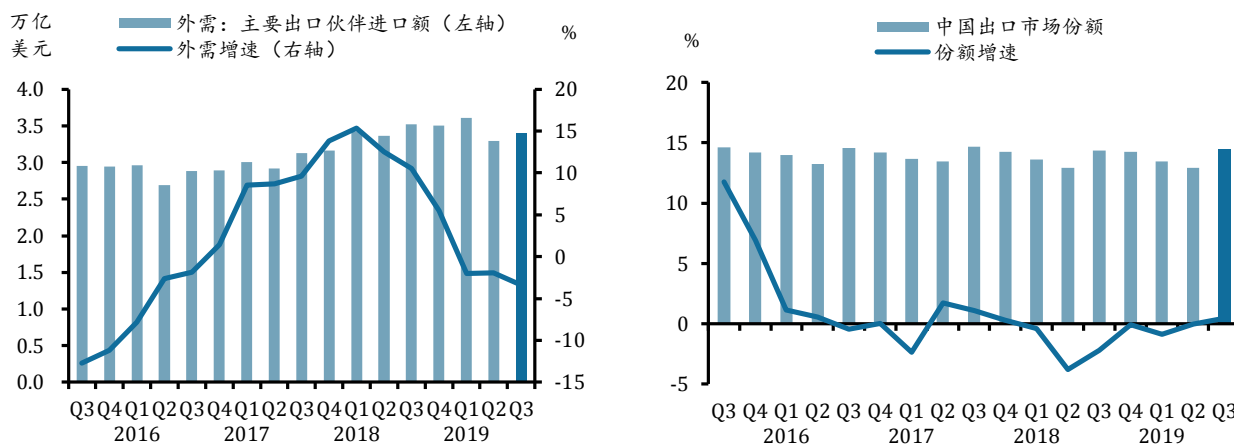
预估 3 季度外需增速较上季度将下降。

一方面，全球制造业 PMI 指数滞后一期较上季度下降 0.8 个百分点。2016 年 1 月至 2019 年 6 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。2019 年 7 月至 9 月，摩根大通全球制造业 PMI 指数滞后一期分别为 49.4、49.3、49.5，平均值为 49.4，较前 3 个月下降 0.8 个百分点。这意味着从全球制造业 PMI 指数来看，2019 年 3 季度外需增速较上季度将下降。

另一方面，新出口订单 PMI 指数同比增速也较前 3 个月继续下降。2016 年 1 月至 2019 年 6 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 0.9，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。2019 年 7 月至 9 月，中国新出口订单 PMI 指数

同比增速依次为-50.5%、-52.7%和-52.5%，较前3个月继续下滑。因此从中国新出口订单 PMI 指数来进行预估，3 季度外需增速较上季度将继续下降。

图表 60 预计 3 季度中国出口产品市场份额同比变化不大



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。2018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2019年第3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。

预估 3 季度出口产品市场份额同比变化不大。

预估 3 季度出口产品市场份额同比变化不大。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，且出口市场份额时间序列的变化主要来自季度差异。2016年1月至2019年6月，中国出口产品市场份额的平均值为13.8%，上下浮动区间约在0.8个百分点。2017-2019年的1季度，中国对主要贸易伙伴的出口市场份额平均为13.6%，上下波动0.1个百分点；2018-2019年的2季度均为12.9%；2015-2018年的3和4季度均值分别为14.6%和14.5%，波动范围在0.1个百分点之间。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，同时中美经贸摩擦目前仍在可预期的范围内，没有进一步恶化与升级，预估2019年3季度中

国出口市场份额同比变化不大。

三、中国进口持续低迷

中国海关数据显示，2019年3季度，以人民币计，中国进口总额3.7万亿元，同比增速为-2.8%；以美元计，进口总额5355亿美元，同比增速为-6.5%，较上季度-4.0%的同比增速下降2.5个百分点。其中，7月进口同比增速为-5.3%，8月进口同比增速为-5.6%，9月进口同比增速为-8.5%。

3季度中国从美国、印度、巴西、中国香港和中国台湾进口增速较上季度明显好转，而从欧盟、日本、韩国和俄罗斯进口增速进一步恶化。

分地区看，3季度中国从美国、印度、巴西、中国香港和中国台湾进口增速较上季度明显好转，而从欧盟、日本、韩国和俄罗斯进口增速进一步恶化。其中，从美国进口增速为-19.1%，较上季度提高8.8个百分点；从欧盟进口增速为-5.0%，较上季度减少9.8个百分点；从东盟进口同比增长4.4%，与上季度基本持平。

图表 61 中国进口增速的地区分布（单位：%）

国家	总进口	美国	欧盟	日本	中国香港	东盟
2019年3季度	-6.4	-19.1	-5.0	-9.5	21.0	4.4
较上季度变化	-2.5	8.8	-9.8	-2.9	8.7	-0.2
国家	韩国	印度	俄罗斯	巴西	中国台湾	其他
2019年3季度	-21.8	-0.4	-3.7	-0.1	-5.3	-12.8
较上季度变化	-7.4	8.4	-19.3	8.6	2.2	-7.6

从贸易方式⁸看，3季度，一般贸易进口同比增速为-4.6%，较上季度减少0.6个百分点；加工贸易进口同比增速为-15.6%，较上季度减少6.7个百分点；其他贸易方式进口同比增速为-0.2%，较上季度减少2.3个百分点。从贡献率上看，一般贸易和加工贸易对3季度进口变动的贡献率分别为42.6%和56.7%。

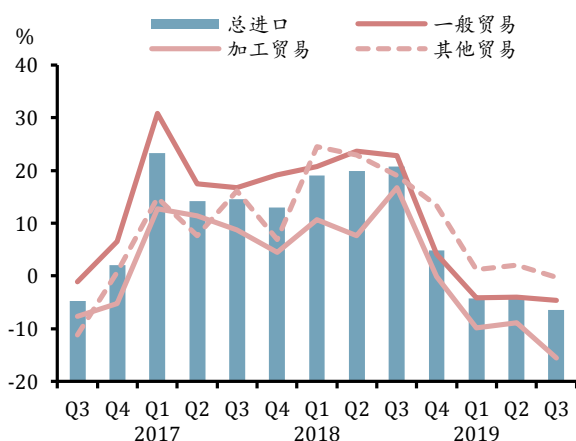
分产品看，除农产品和铁矿-铜矿-铁材-铜材外，其他重点产品的进口增速均较上季度下降。3季度，机电产品进口增速较上季度减少5.1个百分点，为-11.5%。特别地，机电产品中高新科技产品进

⁸ 2019年2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61.3%、19.5%和19.2%。

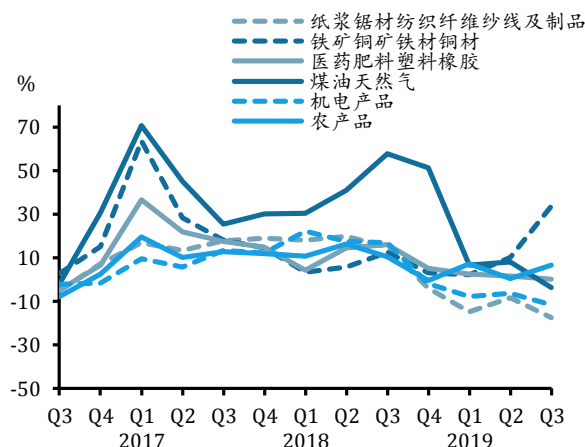
如果扣除以非洲猪瘟带动的农产品进口需求急剧增加,以及铁矿砂及其精矿价格仍在高位运行的影响,3季度中国进口表现将会更差。

口同比增速较上季度减少 3.7 个百分点,为-9.8%。3 季度,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⁹进口同比增速较上季度分别下降 12.0、1.5 和 8.9 个百分点,而农产品和铁矿-铜矿-铁材-铜材进口同比增速较上季度提高 6.2 和 23.3 个百分点,为 6.6%和 33.5%。如果扣除以非洲猪瘟带动的农产品进口需求急剧增加,以及铁矿砂及其精矿价格仍在高位运行的影响,3 季度中国进口表现将会更差(参见本季报中国经济专题和大宗商品专题)。从原因上看,国内经济不景气导致进口品需求下降,全球经济下行和贸易摩擦纷争冲击以服务外部市场为主的进口需求,是导致 3 季度进口持续低迷的关键原因。

图表 62 中国进口增速的贸易方式和产品分布



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

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。

四、货物贸易顺差继续扩大

3 季度, 以人民币计, 中国货物贸易顺差额为 8206 亿元, 同比增速为 50.4%; 以美元计, 顺差总额为 1189 亿美元, 同比提高 41.4% (上季度增速为 16.7%)。其中, 7、8 和 9 月货物贸易差额分别为

⁹ 2019 年 2 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 7.3%、6.8%、16.2%、5.0%、2.8%、43.0%。

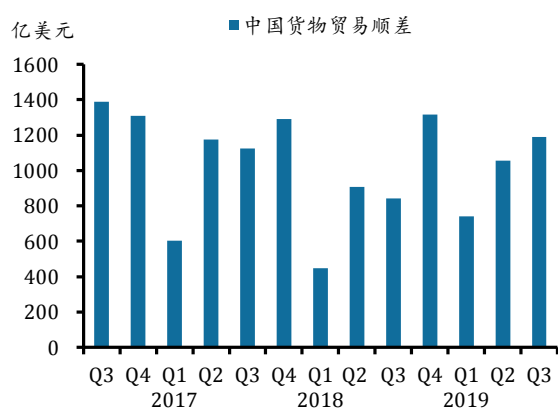
货物贸易顺差继续扩大。

445、348 和 397 亿美元。从贸易方式看，3 季度，一般贸易差额为 584 亿美元，较去年同期回升 256 亿美元；加工贸易差额为 775 亿美元，较去年同期回升 16 亿美元；其他贸易逆差为 168 亿美元，较去年同期下降 43 亿美元。

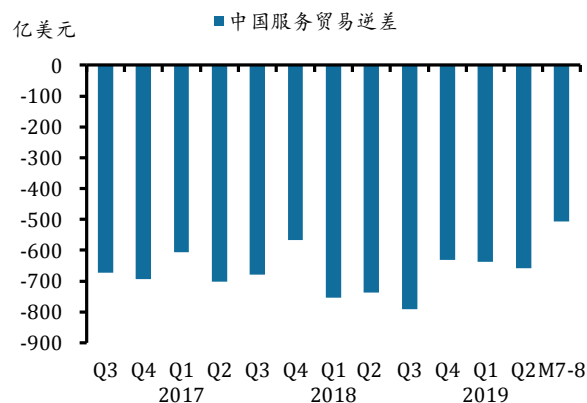
7-8 月服务贸易逆差继续缩小。

7-8 月服务贸易逆差继续缩小。7-8 月，中国服务贸易逆差为 507 亿美元，同比增速为-6.7%，较上季度-10.7%的同比增速提高 4.0 个百分点。其中，境外旅行服务逆差为 406 亿美元，同比增速为-3.8%，较上季度提高 4.3 个百分点。运输服务逆差为 114 亿美元，同比增速为-13.2%，较上季度提高 2.2 个百分点。保险和养老金服务逆差为 8.3 亿美元，同比增速为-23.9%，较上季度下降 55.3 个百分点。

图表 63 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

2019 年 2 季度，货物和服务净出口对 GDP 增长的贡献为 1.2 个百分点。

2019 年 2 季度，货物和服务净出口对 GDP 增长的贡献为 1.2 个百分点。2 季度，中国货物贸易顺差 1059 亿美元，服务贸易逆差 659 亿美元。按人民币不变价计，2 季度，货物和服务净出口对 GDP 增长的贡献为 1.2 个百分点，高于去年同期-0.8 的百分点贡献度。

五、外贸展望

全球经济景气程度仍在下行探底的过程中，意味着中国

预计 4 季度中国进、出口将继续低迷。

第一，全球经济景气程度仍在下行探底的过程中，意味着中国

出口增长在需求面缺乏支撑。

全球经济不确定性风险增加，不利于中国出口增长。

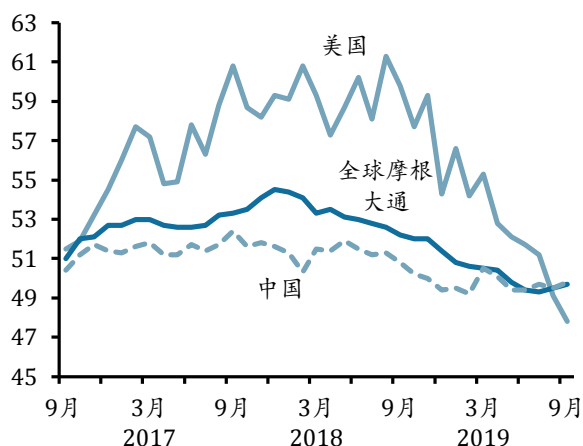
中国经济下行压力依然较大，难以支撑进口增长。

出口增长在需求面缺乏支撑。一方面，9月联合国贸发会议和10月世界银行分别下调2019年世界经济增速至2.3%和2.5%。另一方面，从历史表现看，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2019年7月的49.3%，8-9月继续在低位盘旋，预示全球经济景气程度仍在下行探底的过程中，中国出口将继续承压。

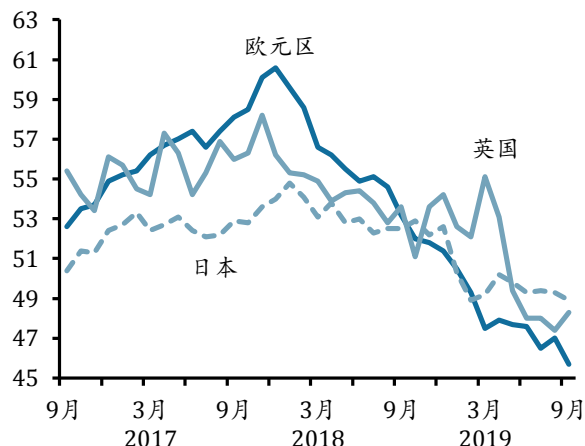
第二，全球经济不确定性风险增加，不利于中国出口增长。2019年3月至8月，全球经济政策不确定性指数再度攀升，7月达到350.8的历史最高点，8月略有下降。未来1-2个季度，受贸易摩擦、英国脱欧以及地缘政治紧张局势的影响，全球经济不确定性指数有可能再冲新高，进而不利于中国出口增长。

第三，中国经济下行压力依然较大，难以支撑进口增长。一方面，中国制造业PMI指数在今年2月跌至49.2%的低位，5-9月一直在荣枯线下方挣扎，反应国内经济增长动能依然偏弱。另一方面，多个实体经济指标仍在回落。7-8月全国规模以上工业增加值同比增速平均为4.6%，较2季度5.6%的均值回落1个百分点。1-8月全社会消费品零售总额累计同比为8.2%，较前6个月下降0.2个百分点，并低于去年同期的9.3%平均水平。1-8月全国固定资产投资累计同比增长5.5%，较前6个月回落0.3个百分点。

图表 64 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 65 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)		
	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2016	2017	2018
出口	1.0	-1.5	-0.8	-7.7	7.9	9.9
进口	-4.3	-3.9	-6.4	-5.5	16.1	15.8
出口额	5510	6199	6544	20974	22804	24870
进口额	4768	5142	5355	15875	18423	21359
货物贸易余额	741	1056	1189	5099	4381	3511
2. 地区出口						
	(美元同比/%)			(规模/亿美元)		
	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q1	2019Q2	2019Q3
出口	1.0	-1.5	-0.8	5882	6355	3721
美国	-9.0	-8.2	-15.1	910	1083	1126
欧盟	8.1	2.9	3.2	977	1051	1140
香港	-6.7	-5.5	-11.9	606	689	720
日本	2.4	-4.6	-2.7	353	343	367
东盟	9.1	5.6	12.2	774	872	906
俄罗斯	3.3	-6.1	6.3	106	115	135
3. 贸易方式						
	(美元同比/%)			(规模/亿美元)		
	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q1	2019Q2	2019Q3
一般贸易出口	5.2	0.2	2.7	3220	3660	3799
加工贸易出口	-5.2	-7.1	-9.2	1674	1774	1903
其他贸易出口	-2.6	4.6	5.1	621	767	843
一般贸易进口	-4.1	-4	-4.6	2894	3150	3215
加工贸易进口	-9.8	-8.9	-15.6	943	1001	1128
其他贸易进口	1.2	2.1	-0.2	918	986	1011

数据来源：CEIC 数据库。

新一轮宽松难解欧洲经济困局

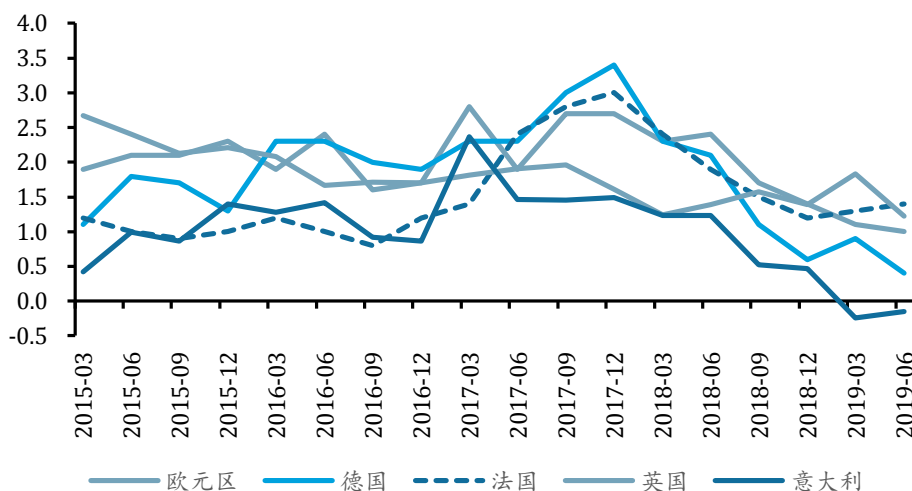
9月12日，欧洲央行在议息会议上宣布了一系列旨在提振欧元区经济和通胀水平的货币刺激措施，包括下调存款利率10个基点至-0.5%、重启资产购买计划、引入利率分层机制和更优惠的定向长期再融资操作（TLTRO III）条件等。这是欧央行自2016年以来首次同时动用多项非常规货币政策工具释放宽松，政策节奏超出市场预期，显示出欧央行在下行风险不断扩大的情况下托底欧洲经济、助推通胀上行的决心。然而，细究此次欧洲经济失速的动因，不难发现，想单纯依靠宽松货币政策来拯救欧洲经济，恐怕难有成效。

一、欧洲经济减速的三重原因

贸易保护主义压力下欧洲经济引擎熄火。

一是贸易保护主义压力下欧洲经济引擎熄火。作为欧洲第一大经济体，德国自欧债危机以来一直是驱动欧洲经济复苏的引擎。然而，2018年下半年开始，全球贸易环境随着美国贸易保护主义政策的推进而急剧恶化，全球最终需求走软，严重依赖出口贸易的德国经济受到重创，经济增速从2017年的2.2%骤降至2018年的1.4%，季度经济增长也屡屡为负，挣扎在技术性衰退的边缘。2019年2季度，德国实际GDP环比增速为-0.1%，在欧盟28国中排名倒数第二，仅略优于深陷脱欧泥沼的英国（-0.2%）。从细项来看，净出口已连续四个季度对德国GDP同比拉动为负，工业生产指数也自2018年11月起经历了连续9个月的同比收缩，并于2019年7月跌至三年内的最低水平，表明在外贸表现疲弱的带动下，德国制造业正快速萎缩。受其拖累，欧元区内部的制造业价值链投资也有所收缩，欧元区经济持续放缓，实际GDP同比增速不断下滑（图1），9月制造业PMI和综合PMI更分别来到45.6和50.4的历史低位，显示下行压力仍在持续。

图表 66 欧洲主要经济体 GDP 同比增速（单位：%）



数据来源：Wind。

面对全球贸易紧张局势，德国经济之所以表现得如此“不堪一击”，与其自身经济结构的长期失衡密切相关。降低成本、发展以出口为导向的制造业是德国经济一直以来的立足之本。2005-2018年，德国货物出口占GDP平均比重为38%，经常账户盈余占GDP比平均为6.7%，显著高于英法意等其他欧洲主要国家，汽车、机械制造、电子电气和化工制药作为德国传统四大支柱产业，出口规模长期在全部出口商品中保持50%左右的占比。这种以出口工业耐用品和中间品为主的外向型经济结构导致德国对全球贸易体系的依赖度极高，且在外需减弱时难以用内需予以替代，进而造成出口贸易与制造业一荣俱荣、一损俱损的局面，给经济增长带来双重压力。目前，美国和欧盟之间的关税战有愈演愈烈的趋势，美方9月底才因航空补贴争端获世贸组织批准对75亿美元欧盟商品加征关税，是否提高从欧洲进口汽车的关税依旧悬而未决，表明贸易保护主义对全球供应链的干扰仍将在未来一段时间内困扰德国经济，继而拖累欧洲整体的经济增速。

二是英国脱欧的高度不确定性多渠道发酵，同时损害欧盟¹⁰和英国经济。两度延期、耗时近三年的英国脱欧即将在10月31日再次迎来“分手”期限，然而，时至今日，脱欧究竟将以何种形式进行、会

¹⁰ 确切而言是指除英国外的欧盟其他27个成员国，为简便起见，在此简称其为欧盟。

英国脱欧的高度不确定性多渠道发酵，同时损害欧盟和英国经济。

否出现无协议硬脱欧、北爱尔兰和爱尔兰共和国之间的边界脱欧后如何处理等关键问题尚未能有答案，英国政坛内部更是变数迭起，首相约翰逊不仅遭遇了一系列议会投票失败，还被英国最高法院裁定违法暂停议会，或将面临不信任投票而下台。如此乱局所带来的高度不确定性，无疑正通过贸易、投资、消费等多重渠道给欧盟和英国自身的经济带来压力。

从贸易来看，脱欧方式不确定所带来的关税风险抑制了英国与欧盟间的贸易往来。一直以来，欧盟与英国的贸易关系非常紧密，英国进出口总额中有一半以上与欧盟相关，同时也是欧盟第四大贸易伙伴。然而，随着脱欧大限的临近和硬脱欧风险的上升，不少企业为避免在无协议脱欧情况下被征收关税，采取了撤销订单或取消交货的方式，英国汽车行业甚至纷纷将原本的夏季停工提前至4月，以预防关税造成的零部件短期供应中断风险。2019年2季度英国对欧盟的出口和进口同比分别下降了3.1%和5.8%，表明双方之间的贸易活动正在减弱。

从投资来看，自2016年脱欧公投以来，英国国内企业投资下滑了11%，生产率亦由于企业需要投入时间和精力为脱欧做准备、绿地及研发投资减少等原因而下降了2%至5%。¹¹欧盟方面，脱欧使企业对欧元区及欧盟制度的稳定性产生担忧，爱尔兰、德国、法国、荷兰、瑞典等在就业、贸易和资本流动上与英国联系紧密的国家，增长前景也受不确定性困扰，打击了企业投资的信心。不过，由于欧盟在吸引国际资本方面对英国存在一定替代，其受冲击程度远小于英国本土。即便是经济增长放缓、硬脱欧风险急剧上升的上半年，欧盟27国实际固定资产投资仍实现了环比小幅增长，但增速下降了1.3个百分点。

从消费来看，尽管由于就业市场的改善和工资收入的增长，欧盟和英国居民消费支出表现出一定韧性，但二者的同比增速自脱欧进程

¹¹ Bloom, Nicholas Philip Bunn, Scarlet Chen, Paul Mizen, Pawel Smietanka, Gregory Thwaites, 2019, "The Impact of Brexit on UK Firms", NBER Working Paper No. 26218.

启动以来始终保持震荡下行态势。随着硬脱欧风险的上升，家庭财务状况对于消费者信心的支撑作用不断减弱，人们对明年就业形势的担忧日渐加深。据德国研究机构分析，硬脱欧将威胁德国国内超过 10 万人的就业，法国也将会有 5 万工作岗位受到影响。这使得欧盟和英国消费者信心在 2019 年整体波动走平，表明高不确定性下的谨慎态度对家庭消费支出的抑制仍将持续。

政治乱局掣肘经济增长。

三是政治乱局掣肘经济增长。在此轮经济减速中，欧元区排名第二和第三的经济体法国和意大利，都因国内社会和政治环境动荡而付出了经济代价。根据法国国民议会经济事务委员会的调查，法国自 2018 年 11 月中旬开始、持续 35 周的“黄马甲”抗议运动，造成巴黎市中心商业营业额下降 20% 至 30%，商业中心损失约 20 亿欧元，不少中小企业因道路封锁、经济活动瘫痪而面临严重的现金流问题，并不得不削减雇佣人员。国家及地方政府也因修复公物、维持秩序、支付加班费等事项而额外支出约 1 亿欧元，而运动给商业信心、国家税收、消费活动带来的负面影响更是难以估量。为平息“黄马甲”示威，回应民众对于社会公正的诉求，法国总统马克龙不得不放弃提高燃油税，并推出减税加薪等一系列增加福利的措施。然而，这些举措也加剧了政府财政赤字积累，2019 年 1 季度和 2 季度法国财政赤字率（财政赤字占国内生产总值的比重）分别为 3.5% 和 3.4%，均超出欧盟 3% 的红线，对实现财政平衡构成挑战。

意大利方面，民粹主义政党五星运动与政治主张带有极右翼色彩的联盟党在 2018 年 5 月组成联合政府后一直风波不断，不仅在财政预算问题上与欧盟对峙严重，导致双方关系僵化，执政两党自身也在移民税收等问题上矛盾重重，内斗不止，最终导致执政联盟解体。政局的动荡使得意大利政府的投资计划和经济改革被搁置，意大利经济在过去一年多时间内增长几乎为零，劳动力市场亦改善有限，2019 年 8 月青年失业率仍高达 27.1%，在欧盟内仅次于希腊和西班牙，导致内需无法对经济增长形成支撑。而意大利政府与欧盟之间围绕预算

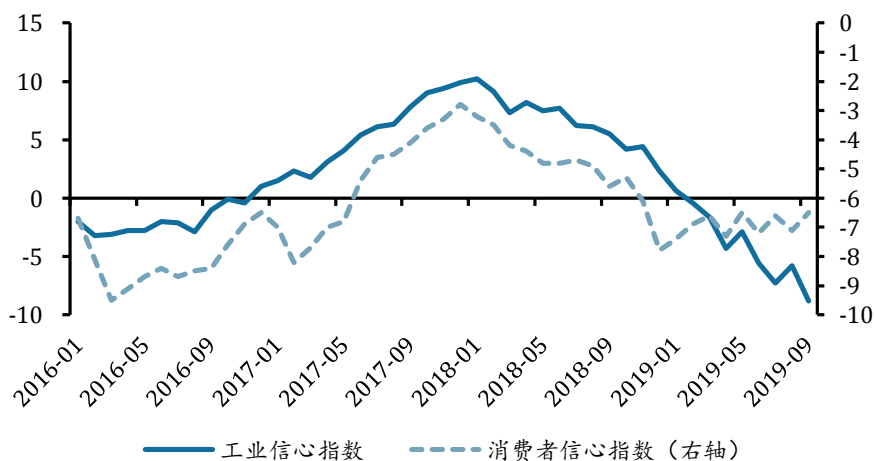
赤字和公共债务负担的冲突，则加剧了市场对债务危机爆发的担忧，削弱了投资者对意大利投资的信心，进一步抑制了意大利国内的经济活动。

宽松货币政策力不从心。

二、宽松货币政策力不从心

可以看到，贸易保护主义对全球价值链的袭扰和不确定性风险是造成此次欧洲经济降温的关键，而非流动性不足或融资成本过高。宽松货币政策难以从根本上解决由贸易争端带来的出口需求萎缩和制造业衰退。不仅如此，在贸易、投资和收入前景仍不明朗的大背景下，欧元区的工业信心指数和消费者信心指数均处于低位（图 2），企业和居民趋于谨慎，对扩大生产和增加消费抱持观望态度。因此，旨在通过营造低利率和充裕流动性环境来鼓励企业和个人借贷的宽松货币政策，受制于个体消费和投资意愿的疲弱，也很难有效拉动需求增长，扭转经济颓势。

图表 67 欧元区工业信心指数和消费者信心指数

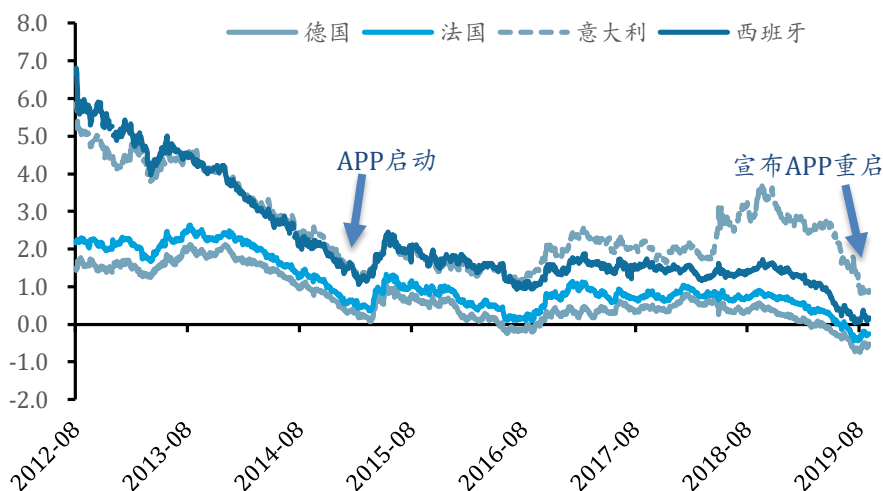


数据来源：Wind。

欧央行宽松货币政策对利率水平的影响效果本身也有待观察。以对欧央行而言十分重要的非常规政策工具资产购买计划 (APP) 为例，2015 年 3 月上一轮 APP 推出的短短数周内，收益率为负的欧洲债券就达到了 2.17 万亿欧元，欧元区主要国家 10 年期国债收益率也纷纷

跌至历史低点（图3）。2016年3月，当APP由每月600亿欧元扩容至800亿欧元时，德法意西四国10年期国债平均收益率亦在当月下行了11个基点。然而，无论是启动还是扩容，APP对长端收益率的压低效果都局限在短期内，持续性较弱。不仅如此，2019年年初以来，由于避险情绪的升温，欧洲多国的长期国债收益率已然一路下行，德国和法国10年期国债均跌至负收益率区间。在此情形下，以200亿欧元小规模重新启动的APP想进一步对利率水平产生显著下行影响，恐怕并不容易。

图表 68 欧元区主要国家 10 年期国债收益率（单位：%）



资料来源：Wind。

财政支持日趋迫

切。

三、财政支持日趋迫切

鉴于欧元区国家较高的财政赤字和公共债务水平，欧央行和宽松货币政策自危机以来一直是驱动欧洲经济复苏的主力。然而，结构性因素对欧洲经济增长负面影响的日益凸显，以及长期宽松环境下政策效果的递减，都表明单纯依赖宽松货币政策已难以消除抑制需求的障碍，实现恢复通胀、复苏经济的目标。此次欧央行推出宽松政策组合时就再三敦促有能力的成员国政府通过实施支持性政策来对货币政策进行配合，从而助力经济增长。欧盟委员会也呼吁长期保持预算盈

余的德国和荷兰，加大政府投资以应对当前形势下的增长放缓和下行风险。

不过，尽管越来越多决策者意识到从货币政策转向财政政策的必要性，但最终欧元区成员国财政刺激的规模和力度能达到多少，仍是未知之数。一些有积极意愿推行财政刺激的国家，如法国和意大利，所受阻碍主要来自于本国较高的公共财政赤字和债务水平与欧盟财政纪律的背离，而被寄以厚望的德国，则由于其自身对预算平衡的追求和基本法中结构性赤字最高达 GDP 的 0.35% 规定，财政腾挪空间也受到限制。德国政府 9 月推出的财政补贴措施，就因范围和力度都很有限而令市场大失所望。在贸易摩擦和脱欧等政治不确定性仍将持续的未来，欧洲经济能否摆脱衰退风险，很大程度上依赖于成员国政府能否及时、有效地在财政方面采取行动，仅靠欧央行宽松货币政策的不断加码，已难力挽狂澜。