

# 全球智库半月谈

CSIS 2020 展望：全球经济的未来

德意志银行全球观察

高盛 2020 全球经济展望：云中破局

OECD 社论：政策变化扭转局面

基尔 2020 德国经济展望

美国经济前景

欧元区的宏观经济预测

本期编译

李芳菲

刘铮

申劭婧

史明睿

吴泓蓁

杨茜

张子萱

（按姓氏拼音排序）

《全球智库半月谈》是由中国社会科学院世界经济与政治研究所的全球宏观经济研究室和国际战略研究组承担的编译项目，每半月定期发布。所有稿件均系网络公开文章，由项目组成员依据当前热点编译组稿。

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

<b>顾问</b>	张宇燕			
<b>首席专家</b>	张 斌		姚枝仲	
<b>团队成员</b>	曹永福	美国经济	陆 婷	欧洲经济
	冯维江	日本经济	熊爱宗	新兴市场
	徐奇渊	中国经济	杨盼盼	东盟与韩国
	肖立晟	国际金融	李远芳	国际金融
	常殊昱	跨境资本流动	顾 弦	大宗商品
	陈 博	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

国际战略研究组

<b>组 长</b>	张宇燕			
<b>召集人</b>	徐 进		<b>协调人</b>	彭成义
<b>团队成员</b>	李东燕	全球治理	袁正清	国际组织
	邵 峰	国际战略	徐 进	国际安全
	薛 力	能源安全	欧阳向英	俄罗斯政治
	黄 薇	全球治理	冯维江	国际政治经济学
	王鸣鸣	外交决策	高 华	北约组织
	卢国学	亚太政治	王 雷	东亚安全

彭成义	中外关系	徐秀军	全球治理
田慧芳	气候变化	李 燕	俄罗斯政治
任 琳	全球治理	丁 工	发展中国家政治

联系人: 薛懿 邮箱: [xueyi1800@163.com](mailto:xueyi1800@163.com) 电话: (86)10-8519 5775 传真: (86)10-6512 6105

通讯地址: 北京建国门内大街 5 号 1544 邮政编码: 100732

免责声明:

《全球智库半月谈》所编译的文章, 仅反映原文作者的观点, 不代表编译者、版权所有人或所属机构的观点。

## 目 录

### 全球经济展望

#### CSIS 2020 展望：全球经济的未来 ..... 6

导读：随着 2019 这一多事之年的结束和 2020 年的临近，我们西蒙政治经济研究中心将在 2020 年重点跟踪 5 个国际经济事务问题。正如我们在 2019 年年初所做的那样，本文既讨论了关于这些问题的“已知知识”，也会讨论他们的“未知知识”——也就是说，下文提出的问题，只有随着 2020 年的发展才能得到回答。

#### 德意志银行全球观察（2019 年 12 月 2 日） ..... 9

导读：本文为德意志银行于 2019 年 12 月 2 日发布的全球观察，主要包括宏观视角、市场评述及主要宏观和市场指标预测三部分。

#### 高盛 2020 全球经济展望：云中破局 ..... 13

导读：高盛发布《2020 全球经济展望》，预计全球增速放缓即将结束，迎来连续增长期，全球经济衰退风险有限，货币政策趋于友好，看好 2020 年金融市场发展。

#### OECD 社论：政策变化扭转局面 ..... 14

导读：过去两年，在持续的政策不确定性以及贸易和投资疲软的背景下，全球增长的成果和前景逐步恶化。反我们面临的不仅仅是周期性冲击，更重要的是结构性变化——包括气候变化、数字化、贸易摩擦和地缘政治。我们有必要采取更大胆的政策行动来恢复增长。

### 区域经济展望

#### OECD 经济展望：2020 年的东南亚、中国和印度 ..... 17

导读：OECD 预测，在 2019 年下半年，东南亚、中国和印度等亚洲新兴经济体的增长将进一步放缓，并下调了 2019 年和 2020 年亚洲新兴市场的经济增速预期。从中期来看，亚洲新兴经济体在 2020-2024 年的表现也将弱于 2013-2017 年。该地区的消费仍然对提振经济有着最主要的贡献，出口则逐渐摆脱贸易紧张的负面影响，固定资产投资的增长开始放缓。

#### 基尔 2020 德国经济展望 ..... 24

导读：虽然德国经济的衰退近期开始放缓，但我们预计最早要到 2021 年经济才会出现明显的复苏。基尔研究所近期将三年内德国 GDP 增长率分别调高了 0.1%，预计 2019 年德国 GDP 将增长 0.5%、2020 年 1.1%、2021 年 1.5%。其中 2020 年由于工作日较多，GDP 存在 0.4% 的自然增长，2021 年将再次出现财政赤字。

#### 美国经济前景 ..... 26

导读：2019年11月14日，美国联邦储备系统委员会主席鲍威尔在国会发表演讲，并向众议院预算委员会提交了相同的意见。该意见主要总结了美国今年经济的情况，介绍了未来政策的走向，并对未来形势作出展望。

## 欧元区的宏观经济预测 ..... 29

导读：欧元区在2019年第二和第三季度增长乏力之后，实际GDP增长预计在短期内将维持疲软，经济情绪指标有所下降。在短期后，有利的融资条件（由欧洲央行高度宽松的货币政策所驱动）、英国脱欧的有序假设和其他全球不确定性的消散、相关的外国需求逐步复苏以及显著的财政宽松都应得到支持，以促进中期增长持续复苏。总体而言，预计在2020年实际GDP增长将略微下降至1.1%，然后在2021年和2022年将增长至1.4%。本文由欧元区工作人员撰写，从实体经济、价格和成本、财政前景三方面，辅之以多个专题介绍，阐述对欧元区的宏观经济预测。

## 本期智库介绍 ..... 43

## CSIS 2020 展望：全球经济的未来

Matthew P. Goodman, Stephanie Segal, Jonathan E. Hillman / 文 史明睿/编译

导读：随着 2019 这一多事之年的结束和 2020 年的临近，我们西蒙政治经济研究中心将在 2020 年重点跟踪 5 个国际经济事务问题。正如我们在 2019 年年初所做的那样，本文既讨论了关于这些问题的“已知知识”，也会讨论他们的“未知知识”——也就是说，下文提出的问题，只有随着 2020 年的发展才能得到回答。编译如下：

**贸易：**2019 年的最后几个月，国际贸易政策领域出现了一系列动作。两个主要的区域贸易协定被缔结：美加墨协定（USCMA）和由 15 个亚洲经济体签订的区域全面经济伙伴关系（RCEP）。美国与世界第二、三大经济体中国和日本达成了“第一阶段”贸易协议。这些发展至少暂时可喜地降低了全球经济的不确定性。

但 2020 年仍有很大空间出现贸易意外。一个大问题是，面对外部的批评，这个让华盛顿和北京之间的大部分深层次分歧悬而未决的小贸易协定能维持多久。除此之外，尽管很多细节依然不明确，但这个贸易协定的执行机制似乎取决于持续的不确定性——据白宫贸易顾问纳瓦罗（Peter Navarro）称，“如果中国违反协议，美国基本上可以单方面报复”。与此同时，由于本月美国拒绝批准新成员，世界贸易组织（WTO）上诉机构在失去法定人数后面临着生存危机，这将使全球贸易体系中止，直至 2020 年 6 月在哈萨克斯坦举行的贸易部长两年一度会议。

随着美加墨协定（USCMA）的通过以及与中国和日本的小型交易协定的达成，美国贸易代表罗伯特·莱特希泽（Robert Lighthizer）是否会在 2020 年出台一项积极的贸易政策呢？可能并不是。中国和日本似乎都需要“第二阶段”的协议，这两个极具挑战性的协议都必须等待 2021 年开始的新总统任期。在伦敦与欧盟建立新关系之前，欧盟与英国的双边协议目前仍处于悬而未决的境地。

**技术竞赛：**去年我们把技术作为一个主题，这并没有让人失望。2019 年从美国国会为雄心勃勃的技术战略提供资金的提议，到旨在确保技术供应链安全的政府规则，这些事态的发展都突显出技术竞争的高风险性，以及制定有效应对政策的挑战。问题在于某些技术创新，例如人工智能、量子计算和生物技术，可能在为各国经济和安全方面创造优势的同时也带来了弱点。

毫无疑问，技术竞争将继续是未来一年的一个关键主题。一些问题可以帮助政策制定者梳理现有问题的框架：首先，哪些技术是成为未来创新领导者的基础？第二，政府应在促进此类技术的发展方面发挥什么作用？第三，美国在与盟国、伙伴以及竞争对手接触时，应该如何考虑这些问题？

迄今为止，技术竞争的框架大多是在中美背景下进行的。然而，欧盟方面越来越强硬的立场，包括欧盟新主席呼吁在一些关键技术领域拥有“技术主权”，这些都表明技术竞争不仅仅是一场双向竞争。制定一项战略，在共同利益和共识下与各国开展合作——例如，某些新技术的道德标准——应位列美国政府议程的重要位置。

**数字货币：**未来一年，技术进步也出现在另一个值得关注的话题：数字货币。有大量报道称，中国将在 2020 年至少试点推出自己的数字货币。中国的央行中国人民银行（PBOC）自 2014 年以来一直在制定“数字货币电子支付”（DCEP）计划。央行行长易纲表示，数字货币的目的不是创造新的货币，而是“部分数字化”中国现有的货币基础，与实物人民币不同，任何以人民币交易的人都可以使用数字人民币。这一步意义重大，将提高效率并促进数据收集。

作为一种主权法定货币，数字人民币在这一领域的创新不如其他货币那么激进。在过去的一年里，Libra 被引入了世界，其支持者将其设想为由 Facebook 领导的“一种建立在安全稳定的开源区块链上的稳定货币，由实体资产储备支持，并由独立协会管理。”它与中国的“数字货币电子支付”（DCEP）一样，从理念到实施还有很长的路要走；但与“数字货币电子支付”（DCEP）不同，Libra 不会成为主权货币，因为成为主权货币会引发一系列不同的问题，特别是对官方部门而言。

国际货币基金组织（IMF）、国际清算银行（Bank for International Settlements）、各国央行和财政部正忙于评估数字货币可能带来的影响。这些创新的采用将取决于消费者和投资者的偏好以及未来的法规，而这些法规又与洗钱、数据收集、隐私以及关键（金融）基础设施相关。数字货币的发展将影响国际货币体系，并可能影响以美元为中心的现有货币。

**中国的经济状况：**中国的“一带一路倡议”发展可能已经达到峰值速度，并可能在未来一年内出现变化。2019 年中国的支出可能是自“一带一路”倡议 2013 年底宣布以来的最低水平。潜在的制约因素既有国内的，也有国外的。中国政策制定者手头的现金减少，中国国内经济增长正在放缓，中国对进一步深入风险市场（“一带一路”倡议在风险市场上已取得了初步成效）的兴趣降低。与此同时，中国的一些合作伙伴已经承担了太多的债务，并对进一步借款犹豫不决。

这些动态强化了两种趋势。首先是中国希望“多边化”“一带一路”倡议。中国对双边交易的正常偏好使其成为大多数谈判中最强大的一方，但在项目出问题也会招致更大的财务和声誉成本。“多边合作中心”可以为筹集资源和分担风险提供一条途径。第二个趋势是，中国在数字基础设施方面的投入翻了一番，与其他基础设施类型相比，数字基础设施对受援国的成本往往更低，为中国提供

了重要的商业和战略价值。随着华为和中国其他科技巨头在西方市场面临越来越多的审查，他们将乘着“一带一路”倡议深入到发展中国家和新兴市场。

预计 2020 年会有更多裂缝浮出水面。多年前关于“改变游戏规则”项目的承诺正在逐渐消失。中国官员没有取消陷入困境的项目（这在经济上是明智的），而是向巴基斯坦等债台高筑的合作伙伴施压，要求他们重启这些项目。这反映了一个强烈的愿望：使“一带一路”倡议成功。但是也表明，低挂果已收获。随着时间的推移，尤其是在全球经济衰退的情况下，我们将了解到有多少是已经腐烂（不可行）的。

**全球经济治理：**两次年度峰会在 2020 年的全球经济日历上凸显。特朗普总统定于 6 月中旬在戴维营接待七国集团（G7）高级民主国家领导人。这群名义上“志同道合”的国家不乏迫切需要讨论的问题，包括中东冲突、伊朗和朝鲜核问题，以及自信的中国所带来的挑战。特朗普总统在之前的七国集团峰会上一直是一股破坏性力量，但在他竞选连任前几个月，作为东道主，他可能有动机擦亮自己的全球领导资格。值得关注的一点是，特朗普是否会贯彻他在去年法国峰会上的坚持，即俄罗斯重新加入该组织。

2019 年 12 月 1 日，沙特阿拉伯接任另一个全球经济治理主要论坛 20 国集团（G20）主席国。利雅得定于 2020 年 11 月下旬主办占全球经济 80% 以上的领导人峰会。一个问题是，在去年记者卡舒吉惨遭杀害后，20 国集团是否将帮助事实上的沙特统治者穆罕默德·本·萨勒曼亲王重新获得国际信誉，又或者沙特在也门灾难性战争中的作用是否会给峰会蒙上阴影。

近年来，即使是在最有能力的东道主之下，在 20 国集团实质性议程上取得进展也具有挑战性。尽管如此，2019 年夏天在大阪，日本还是能够在数据治理和高质量基础设施投资等领域推进一些有益的举措，在这些领域和其他领域的后续行动值得关注。如果全球经济危机在 2020 年爆发——无论是由中国或拉丁美洲的新一轮贸易冲突还是金融紧张引发的——20 国集团都可能有机会重建其在 2008 年金融危机后召开的早期峰会的凝聚力。

---

本文原题为“Financial Integration and External Adjustment”。本文作者 Matthew P. Goodman 是 CSIS 高级副总裁，任西蒙政治经济研究中心。Stephanie Segal 是 CSIS 西蒙政治经济研究中心的高级研究员。Jonathan E. Hillman 是 CSIS 西蒙政治经济研究中心的高级研究员，也是“重新连接亚洲”项目的主管。本文于 2019 年 12 月刊于 CSIS 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 德意志银行全球观察（2019年12月2日）

Deutsche Bank / 文 杨茜 / 编译

导读：本文为德意志银行于2019年12月2日发布的全球观察，主要包括宏观视角、市场评述及主要宏观和市场指标预测三部分。编译如下：

## 宏观视角

全球	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 全球经济增长继续放缓但仍将保持正增长，我们预计明年的经济状况将会有所改善。我们预测2019年和2020年的全球经济增长速率为3.1%。</li> <li>• 鉴于贸易进展、英国脱欧的积极进展和宽松的金融环境，对全球经济增长的预期在过去一个月内有所提高。</li> <li>• 风险仍然存在，贸易可能继续发生摩擦甚至加剧，英国脱欧的最终结果仍将取决于12月12日的英国大选结果。</li> </ul>
美国	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 尽管我们提高了对今年和明年增长率的预测，但经济增长已趋于潜在水平，当前我们预测2019年的增长率为2.3%，2020年的增长率将降至1.7%。</li> <li>• 制造业景气的先行指标已经反弹，不再指向进一步的下行趋势。然而，劳动力市场出现一些疲软迹象，申领失业救济人数表明就业增长可能出现下行。</li> <li>• 美联储的宽松政策正在推动经济活动，住房抵押贷款总额增加，使消费者能够利用更多的资金。</li> <li>• 我们认为主要的风险仍然是贸易战，无论是上行风险还是下行风险。</li> </ul>
欧元区	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 欧元区的经济周期已经触底，我们对2020年增长率的预测是0.8%。</li> <li>• 制造业景气程度已经停止下降，尤其是在德国。此外，欧元区新订单和库存之间的差距已大大缩小，表明经济增长将有所改善。</li> <li>• 不确定性增加，但之后将会下降。汽车关税尚未实施，英国大选后脱欧很有可能取得进展。</li> </ul>
中国	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 我们预计，未来几个月，中国经济活动将出现反弹，国务院也已发出支持基础设施建设的政策信号。我们预测2020年的增长率为5.9%。</li> <li>• 从PMI调查和实际基础设施投资来看，经济增长出现了稳定的</li> </ul>

	<p>早期迹象，因为先前的宽松政策会逐渐传递到经济活动中。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 由于猪肉价格高企且不断上涨，通货膨胀仍然是一个威胁。这可能会限制中国人民银行在短期内采取更为激进的宽松政策。</li> <li>• 贸易战已经取得了积极进展，但是仍然存在谈判破裂的风险，对峙已从贸易扩展到金融、技术、安全及其他领域。</li> </ul>
<p><b>新兴市场</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 我们预计 2019 年新兴经济体的经济增长率为 4.0%，较 2018 年大幅下降。我们还预计 2020 年这一指标将反弹至 4.4%，但经济刺激措施已达到极限。</li> <li>• 在拉丁美洲，我们认为经济增长率将从 2019 年的 0.5% 上升到 2020 年的 1.6%。然而，政治风险仍然是关键。</li> <li>• 在中东欧及中东和非洲国家，异质因素继续占据主导地位，尽管我们预计 2020 年此地区的经济增长将反弹至 2.7%。</li> <li>• 在亚洲，有迹象表明经济活动在增强，但进一步宽松的空间有限。</li> <li>• 由于中美贸易谈判仍可能出现负面消息，且许多国家和地区存在异质因素和地缘政治的不确定性，因此经济仍偏向面临下行风险。</li> </ul>
<p><b>货币政策</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>美联储：</b>在可预见的未来，利率保持不变。</li> <li>• <b>欧央行：</b>上季度如预期实行了宽松的货币政策，现在利率维持不变。</li> <li>• <b>日本央行：</b>收益率曲线控制（YCC）框架中的目标收益率没有变化，这一情形可能会持续到 2020 年。</li> <li>• <b>英国央行：</b>今年没有加息，政策路径在很大程度上取决于英国脱欧的进展。</li> <li>• <b>中国人民银行：</b>维持保守的态度，近期内不会推行宽松的货币政策。</li> </ul>
<p><b>主要的下行风险</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>贸易战：</b>美中贸易战升级和关税摩擦扩大至欧洲（汽车关税），都将扰乱全球贸易活动，重创全球经济增长。</li> <li>• <b>经济衰退：</b>中国和欧洲经济增长的长期和加速疲软以及相关的全球衰退/金融市场的急剧调整。</li> <li>• <b>地缘政治风险：</b>美国-土耳其，伊朗-沙特阿拉伯或其他国家之间紧张关系的加剧可能会引发不确定性。</li> <li>• <b>硬脱欧：</b>无协议脱欧的风险已经降低。英国两大政党现在都支持与欧盟达成某种协议，以降低自身在选举中的风险。</li> </ul>

<b>关键主题</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>全球触底：</b>有迹象表明全球经济已触底反弹。当前我们预计明年全球经济增长将有所改善。</li> <li>• <b>贸易战：</b>尽管12月份关税上涨的威胁依然存在，而且中美之间尚未达成确定的协议，但中美贸易战明显有所缓和。</li> <li>• <b>英国脱欧：</b>本月的大选将是关键，但民意调查显示保守党将获得多数席位，这将有助于英国通向谈判脱欧的道路，而不是无协议退出。</li> </ul>
-------------	---

### 市场评述

<b>市场情绪</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 英国脱欧和全球贸易朝着积极的方向发展，有迹象表明全球经济增长正在触底反弹。</li> <li>• 各大中央银行的货币宽松政策正在推动全球经济发展。</li> </ul>
<b>股票市场</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 全球股市反弹，好于预期的收益缓解了对经济衰退的担忧。</li> </ul>
<b>利率</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 在季节性因素和养老金需求的支撑下，我们预计到年底美国的利率曲线将进一步趋于平坦。</li> <li>• 对于欧盟和英国，我们认为其利率曲线会变陡峭。</li> </ul>
<b>外汇市场</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 我们预计欧元兑美元将升值，尽管时机在一定程度上取决于美国的政治进展。</li> <li>• 我们同样看好日元和俄罗斯卢布。</li> </ul>
<b>信贷市场</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 除非明年全球经济增长出人意料地呈现强劲且持续的态势，否则我们预计明年信贷利差会扩大。</li> <li>• 美元高收益债券表现将优于欧元高收益债券，但我们对欧元投资级债券和美元投资级债券大致持中立态度。</li> </ul>
<b>新兴市场</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 中国经济增长在第四季度应该会反弹，尽管通胀的威胁可能会抑制更为激进的货币宽松政策。</li> <li>• 在拉丁美洲，政治风险仍然是关键。</li> </ul>
<b>石油市场</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 我们预计明年油价将下跌，并有进一步的下行风险。</li> <li>• 欧佩克（OPEC）将维持现阶段的政策，现有的供应配额可能会延长。</li> </ul>

### 主要宏观和市场指标预测

图 1 GDP 增长率 (%)

	2018	2019 (预测)	2020 (预测)
全球	3.8	3.1	3.1

美国	2.9	2.3	1.7
欧元区	1.9	1.1	0.8
德国	1.5	0.5	1.0
日本	0.8	0.8	0.0
英国	1.4	1.2	1.3
中国	6.6	6.2	5.9

图 2 中央银行政策利率 (%)

	当前	2019 (预测)	2020 (预测)
美国	1.63	1.63	1.63
欧元区	-0.50	-0.50	-0.50
日本	-0.10	-0.10	-0.10
英国	0.75	0.75	0.75
中国	3.30	3.30	3.00
印度	5.00	5.00	4.75

注：当前价格为截至 2019 年 12 月 2 日的价格

图 3 重要市场指标

	当前	2019 年第四季度	2020 年第四季度
美国 10 年期国债收益率(%)	1.83	1.85	
欧元区 10 年期国债收益率(%)	-0.29	-0.40	
欧元/美元	1.10	1.10	1.20
美元/日元	109	108	100
美国标准普尔 500 指数	3141	3250	
黄金 (美元/盎司)	1461	1520	1644
WTI 原油 (美元/桶)	56.2	58.0	49.0
布伦特原油 (美元/桶)	61.6	65.0	53.0

注：当前价格为截至 2019 年 12 月 2 日的价格

---

本文原题为“Deutsche Bank the House View: Back on Track 2 December 2019”。本文于 2019 年 12 月刊于 Deutsche Bank 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 高盛 2020 全球经济展望：云中破局

Jan Hatzius, Daan Struyven, Ronnie Walker/文 李芳菲/编译

导读：高盛发布《2020 全球经济展望》，预计全球增速放缓即将结束，迎来连续增长期，全球经济衰退风险有限，货币政策趋于友好，看好 2020 年金融市场发展。编译如下：

我们预计，受金融环境放松及贸易战升级宣告结束的影响，自 2018 年初开始的全球增速放缓将很快结束。尽管年平均 GDP 增长或将仅从 2019 年的 3.1% 小幅上升至 2020 年的 3.4%，但其充分反映了经济增速连续下滑的情况已出现扭转。此外，根据我们的预测，明年经济将开始连续逐步增长。

全球经济衰退的风险低于“最终收益率曲线”模型预测结果，衰退风险有限。“最终收益率曲线”模型中，利率的长期溢价出现结构性下降，通货膨胀及激进的货币紧缩对失业率影响的预测价值已有所下降，模型对于经济前景的参考价值正逐渐减弱。此外，令人欣慰的是，除少数发达经济体以外，其他所有经济体均未出现显著的私营部门资金缺口。

我们对于美国的增长连续改善有着最强的信心，其需求对于金融状况的反应最为迅速，敏感性最强；英国受脱欧的负面影响或将出现逆转，财政政策将趋于宽松；同时，我们预测，欧洲的财政政策刺激力度可能仍然（非常）有限，并密切关注日本 10 月消费税上调带来的负面影响，受此影响，欧洲和日本的经济或将迎来更为缓慢地逐步复苏。此外，我们预计，中国的经济增长将继续适度放缓，从略高于 6% 降至略低于 6%，这也符合增速逐步放缓的增长潜力预期。

发达经济体劳动力市场将持续改善，工资增长面临上行压力，单位劳动力成本或将推高至央行通胀管理目标之上。但与此同时，由于通胀预期稳定，物价菲利普斯曲线的波动性大于货币工资菲利普斯曲线，货币工资菲利普斯相对平坦，通向核心价格的通货膨胀传递应当相对有限。

在我们的基础预测中，多数发达国家的央行政策将基本保持稳定。但是至少在今年年初，尤其是经济增长乏力且通货膨胀远低于目标水平的欧元区和日本，货币政策仍将趋于宽松。我们还预测，部分新兴市场和较小的发达市场有进一步降低利率的可能。

略呈好转的增长、有限的衰退风险和友好的货币政策或将为 2020 年初的金融市场提供良好的发展背景。然而，在美国总统大选即将到来之际，对于提高企业税、影响企业利润的担忧加剧，即使抛开政治因素不谈，未来几年的工资增长预期也将引发市场对企业利润率降低的担心。

---

本文原题为“Goldman Sachs Global Economics Analyst: A Break in the Cloud”。Jan Hatzius 为高盛首席经济学家。本文于 2019 年 11 月刊于 Goldman Sachs 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## OECD 社论：政策变化扭转局面

Laurence Boone/文 刘铮/编译

导读：过去两年，在持续的政策不确定性以及贸易和投资疲软的背景下，全球增长的成果和前景逐步恶化。反我们面临的不仅仅是周期性冲击，更重要的是结构性变化——包括气候变化、数字化、贸易摩擦和地缘政治。我们有必要采取更大胆的政策行动来恢复增长。编译如下：

过去两年，在持续的政策不确定性以及贸易和投资疲软的背景下，全球增长的成果和前景逐步恶化。据估计，今年全球 GDP 增长率为 2.9%，预计 2020-21 年将保持在 3% 左右，低于一年前预测的 3.5%，达到全球金融危机以来的最低水平。不过，由于贸易对于各国的重要性存异，因此短期内不同国家的成长前景不尽相同。预计到 2021 年，美国 GDP 增速将放缓至 2%，而日本和欧元区的增速分别为 0.7% 和 1.2% 左右。到 2021 年，中国的经济增长将继续小幅下降，至 5.5% 左右。由于经济的失衡，许多新兴市场经济体只能温和复苏。总的来说，增长率低于潜力。

货币政策和财政政策的组合并不平衡。各国央行一直在果断、及时地放松货币政策，部分抵消了贸易局势紧张带来的负面影响，有助于防止经济前景进一步恶化。通过这一方式，它们支持了结构改革和公共投资（例如将支出用于数字化建设和与气候变化有关的基础设施建设），有利于促进长期增长。然而，迄今为止，除了少数几个国家外，财政政策只在很小的程度上支持投资，而资产价格却一直保持上涨。

然而，最令人担忧的是，经济前景的恶化还在继续，反映出我们面临的不仅仅是周期性冲击，更重要的是结构性变化。对我们的经济而言，持续的结构变化包括气候变化和数字化。此外，贸易和地缘政治正在摆脱 1990 年代的多边秩序。如果将这些变化都视为可以用货币或财政政策解决的暂时性因素，那就大错特错了。如若在这四个议题上缺乏明确的政策方向，不确定性将继续高企，给增长前景蒙上阴影。

由于缺乏应对气候变化问题的政策措施，投资受到抑制。极端天气事件的数量正在上升，而政策行动不足可能进一步增加其频率。气候变化可能会在短期内对经济活动造成重大干扰，并在长期对资本和土地造成损害，甚至导致无序的人口流动。应对方案尚在初级阶段，要想通过碳税等措施减少化石燃料使用，从而减缓气候变化，在技术和政治上都极具挑战性。如果在碳价格、标准和监管方面没有明确的方向，又缺乏必要的公共投资，那么企业将推迟投资决策，给增长和就业带来严重后果。因此，各国政府必须迅速采取行动。

数字化正在通过投资、技术和贸易三种主要途径改变金融体系、商业模式以及价值链。到目前为止，只有少部分企业成功利用了数字技术的强大生产潜力——这在一定程度上揭示了为什么数字化无法抵消总生产力水平的下降。要获得数字技术的全部好处，就需要在计算机软件和数据库、研发、管理技能和培训方面进行互补性投资，这对许多公司来说是一个挑战。数字化也在影响人们的工作，因为它鼓励认知和创造性的工作，却给常规事务性的工作带来不利冲击，同时也产生了新的合同安排形式。但是，利用新技术的政策环境（技术提升、社会保护、通信基础设施接入、数字平台开发、数字市场竞争和跨境数据流监管等）相对滞后，使人们难以充分享受数字化红利。

中国经济正在发生结构性变化，从依赖出口和制造业转向更多的依托消费和服务业。一些制造业部门逐渐做到了核心投入的自给自足，反映出从进口技术转向自力更生的渴望。低污染能源的广泛使用，以及服务业的崛起，也使进口需求发生变化。未来中国对全球贸易增长的贡献将放缓，性质也会发生变化。预期印度经济将快速增长，但由于增长模式的不同，其对全球贸易增长的贡献不足以使它取代中国，成为全球制造业引擎。

由于数字技术的应用和服务业的崛起，以及地缘政治风险，贸易和投资也在发生结构上的变化。贸易限制的增加并不是新鲜事。自 2008 年全球金融危机以来，20 国集团经济体实施了约 1500 项新的贸易限制措施。过去两年，贸易限制措施激增，原本以规则为基础的全球贸易体系受到侵蚀。再加上政府的产业政策不断增加，导致了供应链中断和各国经济活动的重新分配，以上两种因素减少了投资动机，破坏了中期增长，对当前需求造成了拖累。

在此背景下，有必要采取更大胆的政策行动来恢复增长。降低政策不确定性、重新思考财政政策、积极应对数字化和气候变化带来的挑战等，都有可能扭转下滑趋势，促进未来增长和提高生活水平。

首先，面对数字化和气候变化挑战，明确政策向可持续增长的转向能够加速投资。各国政府不应仅关注财政刺激的短期收益，更应关注其长期收益。为此，政府应审查投资政策框架。着眼于未来的国家投资基金可以帮助各国政府设计投资计划，以解决市场失灵，并产生对整个社会的正外部性。一些国家已经有了这类专用基金，但为了确保投资获得更高的经济和社会回报，其管理还有待改善。

第二，提高贸易政策的可预见性和透明度，能在很大程度上减少不确定性和恢复增长。有必要提高扭曲国际市场的各种政府产业政策的透明度，同时需要就透明度、可预见性和减少产业政策制定全球规则。

第三，财政和货币政策需要协调一致，以更好地发挥作用。为保证家庭收入和消费稳定，应加强自动稳定器运用。欧元区的积极合作将有助于提振经济。此

外，如果前景恶化的程度超出预期，即使考虑到央行政策空间的有限性，在整个 20 国集团范围内的财政和货币协调行动，也能有效避免衰退——合作能提振信心。

低增长、低通胀和低利率水平下的稳定并不值得政策制定者洋洋自得。经济状况依然脆弱，结构性挑战令人望而生畏。不过仍然又一个能够避免经济停滞的机会之窗——恢复确定性以及为整个社会的利益而投资。

---

本文原题为“Editorial: Policy Changes to Turn the Tide”。本文作者 Laurence Boone 是 OECD 首席经济学家。本文是 11 月 OECD 全球经济展望的社论，于 2019 年 11 月刊于 OECD iLibrary。 [单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## OECD 经济展望：2020 年的东南亚、中国和印度

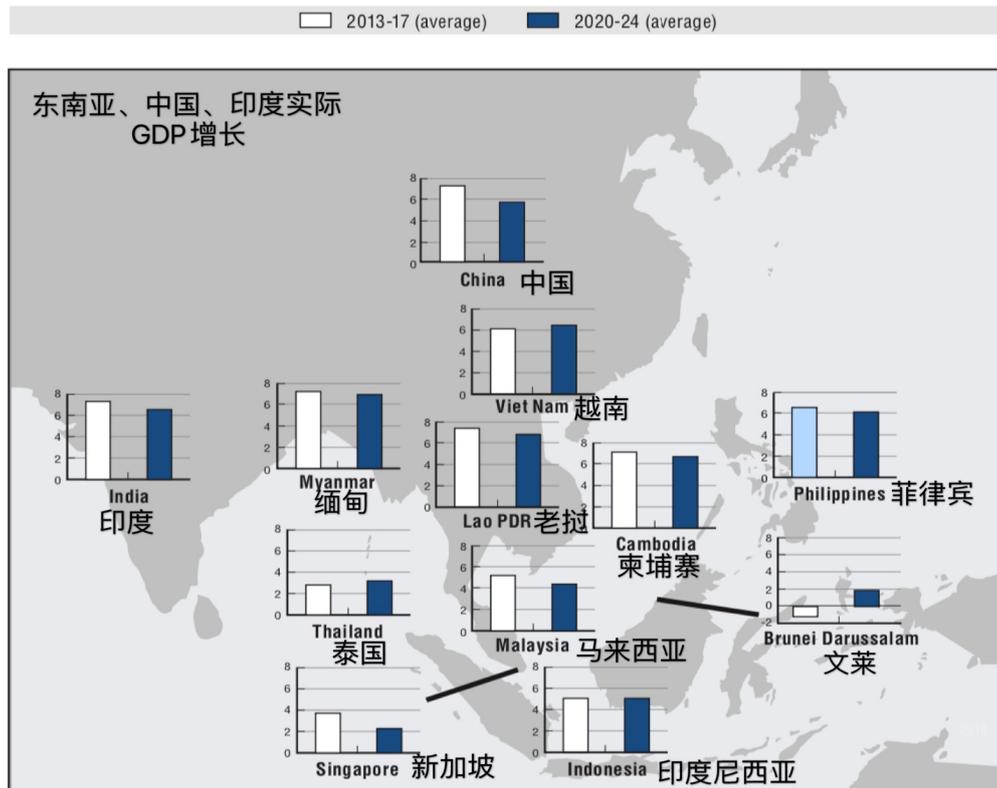
张子萱/编译

导读：OECD 预测，在 2019 年下半年，东南亚、中国和印度等亚洲新兴经济体的增长将进一步放缓，并下调了 2019 年和 2020 年亚洲新兴市场的经济增速预期。从中期来看，亚洲新兴经济体在 2020-2024 年的表现也将弱于 2013-2017 年。该地区的消费仍然对提振经济有着最主要的贡献，出口则逐渐摆脱贸易紧张的负面影响，固定资产投资的增长开始放缓。编译如下：

2019 年，中美贸易摩擦使新兴经济体笼罩在不确定性之下，发达国家经济增长放缓，新兴市场的外部环境正面临着严峻挑战。当前新兴市场国家已经开始通过货币政策来刺激经济增长，并开始考虑其他的经济刺激措施。我们认为，如何让刺激政策更为有效的作用于实体经济是当前亚洲新兴经济体面临的主要挑战，此外，气候和环境风险也很值得关注。

OECD 发展中心发布的《2020 年中期预测框架》指出，预计 2020-2024 年亚洲新兴经济体的平均 GDP 增速为 5.7%。中美贸易紧张局势持续，发达国家疲软的经济给新兴市场国家的出口前景增加很大的不确定性。预计新兴国家的劳动力市场将维持稳定，支撑国内消费，基建项目还将进一步提振国内需求。但即便如此，亚洲新兴市场未来五年的经济增速仍低于 2013-2017 年间的 6.7%。预计东南亚 2020-2024 年的平均增速为 4.9%，低于 2013-2017 年间的 5.0%。中国的结构性改革将拖累经济进一步放缓，印度方面，尽管本国银行业正逐步稳定，但经济增长仍缺乏动力。

Figure 1. Real GDP growth in Southeast Asia, China and India



Source: OECD Development Centre, Medium-term Projection Framework (MPF-2020).

StatLink xxxxx

### 东盟五国

- 印尼：预计印尼中期 GDP 增速将达到 5.1%，与 2013-2017 年持平。稳步下降的失业率将刺激消费，经济特区的扩大带来了良好的投资前景，对印尼政府来说，加强税收管理和提高基础设施建设的效率是未来面临的挑战之一。

- 马来西亚：马来西亚的中期经济增长为 4.4%，低于 2013-2017 年的 5.2%。本国实际工资增长出现放缓，但劳动力市场的稳定将继续刺激私人消费。经济将受益于数字基础设施的建设，但当局还需要进一步推行促进创业和动员税收的相关政策。

- 菲律宾：预计 2020-2024 年菲律宾经济增速为 6.2%，低于 2013-2017 年的 6.6%。虽然劳动力市场情况对消费较为有利，但劳动力参与率下降，基础设施建设落后等问题仍有待解决。

- 泰国：预计泰国经济增速为 3.2%，高于 2013-2017 年的 2.8%。泰国商业环境的相关指标近期出现改善，这对资本形成、劳动力市场和私人消费都是积极的。如何为金融服务领域创造一个有利的环境将是泰国未来几年的一个关键挑战。

- 越南：预计越南经济增速为 6.5%，超过 2017-2013 年的 6.2%。当地充满活力的投资环境将促进本国的私有化和外商投资的繁荣。越南最近签署的自由贸易

协定或将支持出口，抵消外部环境带来的不利影响，但如何使农村与城市的发展保持同步是一项关键挑战。

### 文莱和新加坡

•文莱：预计文莱经济增速将达到 1.9%，扭转 2013-2017 年-1.2%的负增长。国内商业环境的稳步改善将有助于增加私营部门的经济活动，促进劳动力市场的发展，同时大型基建项目也有助于提高经济效率。但随着资本市场的发展，如何加强央行对货币政策的管理是一项新挑战。

•新加坡：预计 2020-2024 年新加坡经济增长 2.3%，低于 2013-2017 年的 3.7%。未来几年，贸易或将主导新加坡的经济增长。初创企业将为本国经济带来转机，但必须有针对性的政策支持。新加坡推行了终身学习计划，如何呼吁更多公民参与到其中将成为新的挑战。

### 柬埔寨、老挝、缅甸

•柬埔寨：预计柬埔寨 2020-2024 年平均 GDP 增速为 6.7%，低于 2013-2017 年的 7.1%。随着本国基础设施的持续建设，固定资产投资成为了经济增长的支柱。柬埔寨的公司债以本币发行，这有利于资本市场的发展和瑞尔的使用，这将保证货币政策的有效性，同时，柬埔寨还需尽快完善资本流动相关条例的制定。

•老挝：预计老挝经济在 2020-2024 年增速为 6.8%，不及 2013-2017 年的 7.4%。基础设施项目和能源出口将成为经济的增长的主要动力。然而，经营环境可能会阻碍其他部门的发展，此外老挝还应建立健全的框架以应对环境问题。

•缅甸：预计中期内缅甸 GDP 增速 6.9%，略低于 2013-2017 年的 7.2%。外商直接投资将支撑经济活动，出口也将受益于经济特区的扩张。缅甸的商业环境还需进一步改善，电力供应和提高教育质量等问题也需要重点关注。

### 中国和印度

预计中国经济增长将持续放缓，从 2013-2017 年的 7.1%下滑至 5.6%。中国经济经历了从投资导向型转向消费导向型的转变，同时由于制造业产能过剩，投资开始放缓。中国所推行的结构性改革并未能减少预防性储蓄，因此消费也没有进一步增长，但鉴于收入的稳步增加，消费依然保持强劲。另外，老龄化压力也在增加，劳动年龄人口持续下降，中国应推行提高生产率的改革措施，例如取消行政垄断，进一步开放经济。

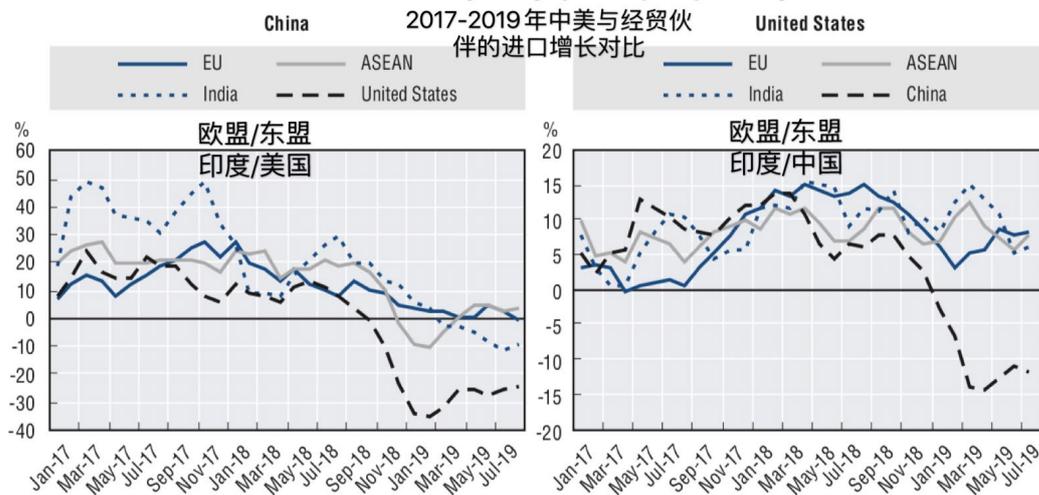
印度方面，预计 2020-2024 年的 GDP 增长将达到 6.6%，低于 2013-2017 年的 7.4%。印度经济将一直依赖消费的支撑，当前国内存在着大量的非正规劳动可以进一步推升消费。政府应进一步支撑银行业的健康发展，缩小城乡基础设施差距，以推进城市化进程，促进投资。

### 其它挑战

亚洲新兴经济体还将面临很多挑战，其一是在发达国家实体经济走弱之际，如何在中美的贸易紧张中周旋。出口前景的黯淡使新兴市场国家蒙上阴影，未来中国出口的下滑可能有所缓解，但尚未出现强劲反弹的迹象。在贸易战和结构转型的共同影响下，进口也或将出现萎缩。

观察东盟和印度最近与中美的贸易变化可以看到有趣的现象。美国从新兴亚洲（不包括中国）的进口增长更为强劲，而且有迹象表明这些贸易更多的小规模经济体中，较大的东盟经济体和印度则对中美贸易摩擦比较敏感，尽管他们受到贸易战的影响大小不同。

Figure 2. Growth in goods imports of China and United States by partner, 2017-19  
3-month moving average, year-on-year, percentage



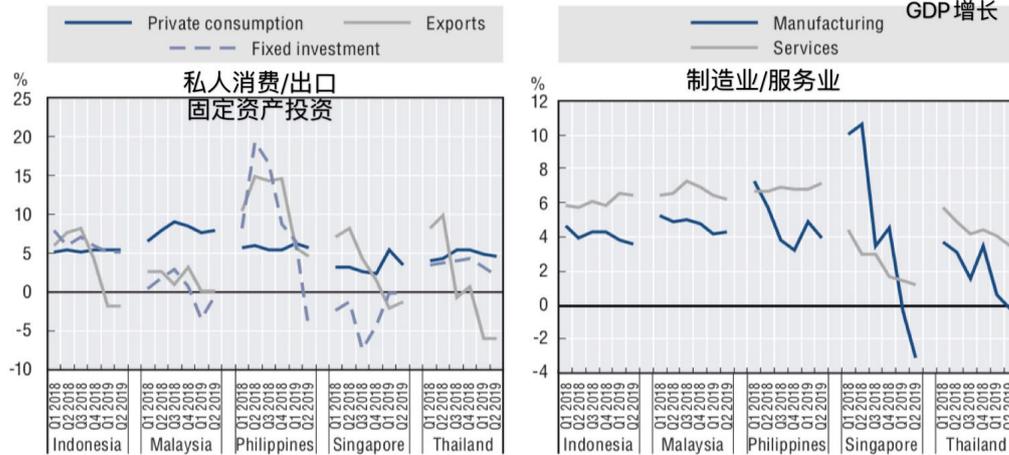
Note: The EU grouping is based on the definitions of the national source and may not necessarily be the same in China and the United States.

Source: OECD Development Centre calculations based on data from CEIC and national sources.

StatLink [StatLink](#)

贸易紧张影响一些国家的出口，经常账户头寸保持稳定，出口的萎缩和进口减少相互抵消，国际资本流动也得到了遏制，汇率和股票价格趋于稳定。一些亚洲新兴经济体的固定资产投资增长放缓，私人消费逐渐支撑经济活动。商业情绪的调查也表明，实体经济在风险下正变得越来越谨慎。生产数据显示，依赖海外市场的制造业感受到了相当大的外部压力，而服务业则更受国内经济的驱动。

Figure 3. Real growth in selected GDP components in Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore and Thailand, 2018-19  
 2019-2019 印尼、马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国实际 GDP 增长  
 Year-on-year percentage change



Note: For Singapore, services include ownership of dwellings.

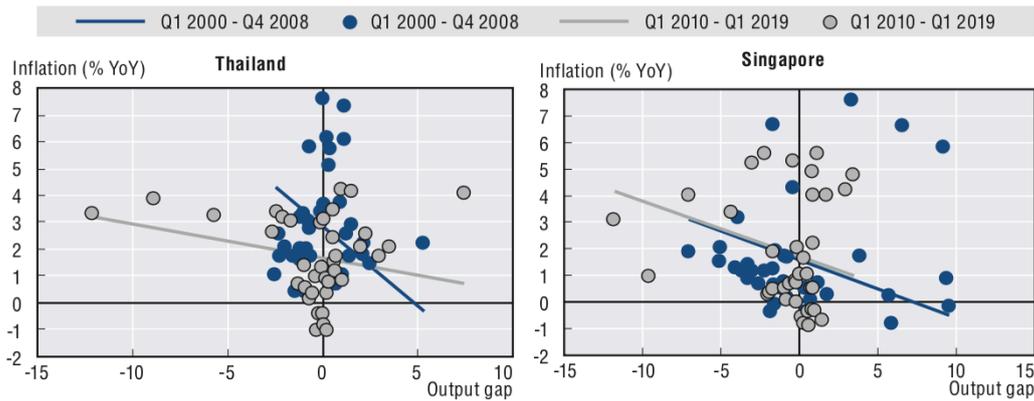
Source: OECD Development Centre based on data from CEIC and national sources.

StatLink  xxxxx

增强货币政策的影响力也是亚洲新兴市场面临的挑战。通胀温和，货币当局向市场注入流动性，以提振消费和投资信心，如何提高货币政策的有效性将是亟待解决的问题。菲利普斯曲线认为，当劳动力市场低迷时，调整工资和提高消费者需求有望使通胀上行。但事实上，当前发达经济体的曲线形状出现了改变，尽管在货币当局的干预下劳动力市场复苏，通胀仍然疲软，它们之间的关系出现减弱。这种菲利普斯曲线变缓的现象可以解释国内工资刚性、结构变化、技术转移、国际竞争和通胀预期的变化，它在欧元区和美国等发达经济体以及亚洲新兴经济体中均有存在，且程度不同。在东南亚，通胀总体上比前几十年有所下降，泰国和新加坡等东盟国家虽然经济环境不同，但它们的菲利普斯曲线也和发达国家一样逐渐趋平。

一般而言，东南亚国家的菲利普斯曲线趋缓主要与“全球产出缺口”等外部因素有关，而非欧元区和美国是源于国内因素。通胀预期对价格的决定也很重要，许多东南亚国家施行通胀目标制，通货膨胀预期往往是确定的。

Figure 4. The Phillips curve for Thailand and Singapore

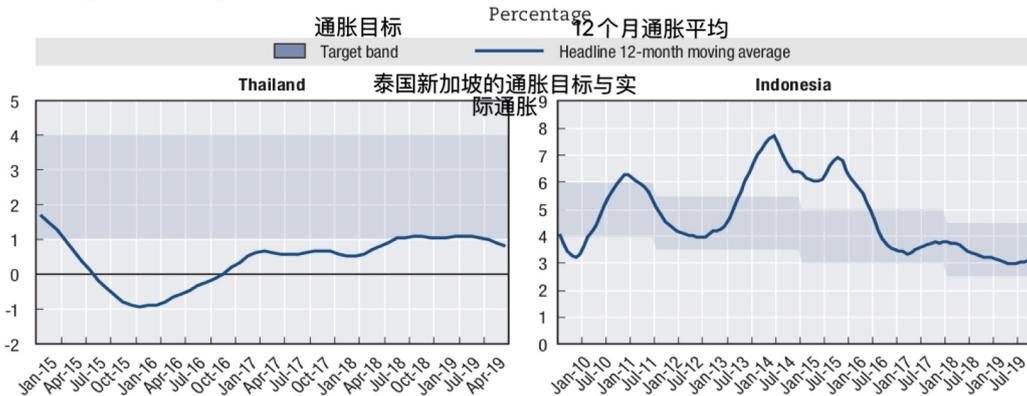


Note: The sample was split in two, from Q1 2000 to Q4 2008, and from Q1 2010 to Q1 2019; the estimation therefore does not include the global financial crisis.

Source: OECD Development Centre based on data from CEIC and national sources.

StatLink XXXXX

Figure 5. Target inflation band and actual inflation in Thailand and Indonesia



Source: OECD Development Centre based on data from CEIC and national sources.

StatLink XXXXX

在财政政策方面，鉴于目前贸易谈判尚明确的方向，贸易紧张局势对公共收入的潜在影响难以确定，许多亚洲新兴经济体目前正全面遏制财政扩张。

最后一个挑战则是加强地方政府应对自然灾害的能力。自然灾害可能导致严重的生命损失，并带来巨大的机会成本，不同程度的影响低收入公民，而且这些影响往往无法通过经济数据得到充分反映。

在国家国际两个维度，新兴亚洲国家应发起抗灾倡议，并将城市发展与适应气候变化结合。例如泰国的暖武里府在灾害发生前对湄南河沿岸的危险地区进行检查；菲律宾将减少灾害风险纳入地方政府的发展计划，并在 1995 年设立了阿尔拜公共安全和应急管理办公室。

新兴国家急需完善不健全的防灾体制，而且由于灾害的发生较为罕见，人们对防灾知识的记录也较少。防灾政策有以下几项重点：水资源综合管理；建设抗灾多用途疏散中心和社区中心；红树林造林以及水耕，这些项目可以在安全时期带来收入，并在灾难发生时保证粮食安全。海啸也是该地区应特别关注的问题，

随着沿海城市化的推进，海啸带来的破坏可能会更大。决策者还应考虑到灾民的迁移问题，仅在 2018 年，估计就有 1300 万人因自然灾害失去家园。

最后，亚洲新兴经济体还面临着其他挑战，包括英国脱欧带来的不确定性，以及石油输出国动荡的地缘政治局势对全球石油价格的影响。

## 基尔 2020 德国经济展望

Stefan Kooths/文 张子莹/编译

导读：虽然德国经济的衰退近期开始放缓，但我们预计最早要到 2021 年经济才会出现明显的复苏。基尔研究所近期将三年内德国 GDP 增长率分别调高了 0.1%，预计 2019 年德国 GDP 将增长 0.5%、2020 年 1.1%、2021 年 1.5%。其中 2020 年由于工作日较多，GDP 存在 0.4%的自然增长，2021 年将再次出现财政赤字。编译如下：

德国经济下行的实际原因是工业衰退，受低产能利用率的拖累，整个经济活动都不景气。近期受海外市场的提振，经济下行的势头正在减弱。然而历史经验表明，工业复苏和产能利用率的显著提升平均需要经历 5 个季度。这意味着至少要到 2020 年下半年德国经济才能实现复苏。基尔世界经济研究所预测中心负责人 Stefan Kooths 表示：“德国经济将步入全新的一年。”新兴市场经济的边际改善在明年可能带动全球经济实现复苏。在购买力平价的前提下，全球 GDP 在 2019 年增速将为 3.0%、2020 年 3.1%、2021 年 3.4%，其中 2019 年和 2020 年的增速是 2009 年金融危机后的最低水平。

### 国内经济企稳抵消工业衰退

德国经济的衰退在企业投资方面表现的尤为明显，今年德国企业投资增长 1.2%，预计 2020 年这一指标将下降至 1.1%，2021 年如果经济复苏，有可能升至 2.3%。与此同时，德国国内的经济活动将更加活跃，例如服务业和建筑业。虽然产能利用率较低，但有利的融资环境将继续推动建筑业的发展。今年德国建筑业投资增长 3.9%，预计未来两年每年将增长 2.5%。此外，受服务业就业的提振，劳动力市场将维持强劲，财政刺激政策的推行也有助于支撑私人部门，预计 2019、2020 年个人消费增长 1.5%，2021 年增长 1.7%。今年的通胀率将保持在 1.4%的水平，2020 年 1.5%，2021 年 1.6%。未来两年，德国失业率为 4.9%左右，接近今年的 5%。

### 2021 将出现财政赤字

2018 年，德国政府出现了创纪录的 620 亿欧元的盈余，虽然今年政府部门的盈余有所减小，为 530 亿欧元，但在全球范围内这仍是一个很大的数字。基尔预计 2020 年的盈余可能降至 243 亿欧元，并在 2021 年降至-17 亿欧元的负值。随着美国经济在 2020 年增长持续疲软，中国经济逐步放缓，预计未来德国出口增长将温和回升至 2020 年的 2.4%和 2021 年的 2.6%。

### 德国不需要经济刺激方案

尽管目前德国经济疲弱，但经济刺激方案可能不会出现。当前德国工业衰退的主要原因是全球贸易环境的恶化，而政府的刺激政策对提振出口几乎没有效果。

从中期来看，德国政府应更优先考虑加大投资支出。德国政府的投资具有很强的优先性原则，例如侧重对基础设施、教育的投资，这部分好项目的融资一直是可以保证的。如果盲目推行财政刺激方案，新增的债务并不会帮助那些重点项目，而只是为那些被排在后面的次要项目提供资金。更坏的情况下，刺激政策将因其只会带来无谓的预算赤字而被推迟。

## KEY INDICATORS 2018–2021



	2018	2019	2020	2021
<b>GDP-购买力平价</b>				
Gross domestic product (GDP), price-adjusted	1,5	0,5	1,1	1,5
Gross domestic product, deflator <b>GDP-平减指数</b>	5	2,0	1,9	1,8
Consumer prices <b>消费者价格指数</b>	1,7	1,4	1,5	1,6
Labor productivity (per hour worked) <b>劳动生产率</b>	0,3	-0,1	0,3	1,2
Employment (1000 persons) <b>就业</b>	44.854	45.253	45.488	45.719
Unemployment rate (percent) <b>失业率</b>	5,2	5,0	4,9	4,9
<b>in relation to nominal GDP</b>				
Public sector net lending <b>私人部门净负债</b>	1,9	1,5	0,7	-0,0
Gross public debt <b>公共债务总额</b>	61,7	58,7	56,2	54,7
Current account balance <b>收支平衡</b>	7,4	7,7	7,9	7,5

GDP, consumer prices, labor productivity: percentage change on previous year; unemployment rate: as defined by the Federal Employment Agency. | Source: Federal Statistical Office, Fachserie 18, Series 1.2; Federal Employment Agency, Monthly Bulletin; Federal Employment Agency, Employment Statistics; shaded: IFW forecast.

[www.ifw-kiel.de](http://www.ifw-kiel.de)

FORECASTING CENTER

本文原题为“Kiel Institute Economic Outlook: Upswing Not In Sight Until 2021 at the Earliest”。本文作者 Stefan Kooths 是基尔研究所宏观经济智库和商业周期分析部门预测中心高级经济学家。本文于 2019 年 12 月刊于 KIEL 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

## 美国经济前景

Jerome H. Powell /文 申劭婧/编译

导读：2019年11月14日，美国联邦储备系统委员会主席鲍威尔在国会发表演讲，并向众议院预算委员会提交了相同的意见。该意见主要总结了美国今年经济的情况，介绍了未来政策的走向，并对未来形势作出展望。编译如下：

李委员长、马洛尼副主席和委员会成员，我非常感谢今天有机会向你们作出陈述。首先我要说，我和我的同事强烈支持国会为货币政策制定的最大化就业和稳定价格的目标。我们致力于为我们的政策和行动提供明确的解释。国会给了我们重要的独立性，以便能根据事实和客观分析有效地实现法定目标。我们的独立性带来了透明度，以及问责的义务，对此我们非常赞赏。今天，我将讨论经济和货币政策的前景。

### 经济展望

美国经济正处于第11个增长年头，基线前景依然看好。国内生产总值(GDP)继去年和今年上半年以2.5%左右的速度增长后，今年第三季度按年率计算增长了1.9%。第三季度数据表现温和，部分原因是通用集团汽车工人罢工的暂时性影响。但这也反映了海外增长和贸易发展放缓正制约着商业投资，导致其疲软。这些因素也拖累了今年的出口和制造业。相比之下，在健康的就业市场、收入增加和消费者信心良好的支撑下，家庭消费继续稳步增长。这也体现在2018年末以来抵押贷款利率的持续下降，以及住宅投资在经历了长时间的疲软之后，在第三季度出现增长。

10月份的失业率为3.6%，接近半个世纪以来的低点。今年就业增长步伐有所放缓，但依然坚挺；事实上，继去年的强劲上涨之后，我们就曾预计会有所放缓。与此同时，在生命的黄金时期参加劳动的人们也越来越多。充足的就业机会似乎鼓励了許多人加入劳动大军，而其他则继续留在劳动大军中。这是一个非常值得欣喜的发展。

近年来，就业市场的改善使得众多个人和社区受益。事实上，最近的工资增长对低收入工人来说最为强劲。在低收入和中等收入社区生活和工作的的人们告诉我们，许多为找工作而挣扎的人现在有机会为自己的生活增添新的、更好的篇章。然而，不同工人团体和全国各地仍然存在显著差异：非裔美国人和西班牙裔的失业率仍然远高于白人和亚洲人，且乡村地区工作人口所占比例较低。

通货膨胀继续低于联邦公开市场委员会(FOMC)2%的目标。在能源价格下跌的拖累下，截至9月，个人消费支出(PCE)总价格指数(PCE)在12个

月内上升了 1.3%。不包括食品和能源价格，因此能更好地反映未来通胀的核心 PCE 通胀率同期为 1.7%。

展望未来，我和我的同事认为经济活动将持续扩张，劳动力市场会保持强劲，并且通货膨胀会接近我们 2% 的目标。这个有利的基准水平反映了我们为经济提供支持而做出的政策调整。然而，这一前景面临的值得注意的风险依然存在。特别是国外增长缓慢和贸易发展对经济造成压力构成了持续风险。此外，通胀压力依然温和，长期通胀预期处于历史低端。持续低于目标的通胀可能导致长期通胀预期出现下滑，这并不是件好事。我们将继续监测这些事态发展，并评估它们对美国经济活动和通货膨胀的影响。

我们还将继续监测金融体系的风险。过去一年，金融体系面临的整体脆弱性维持在中等水平。总体而言，尽管在某些资产类别上风险偏好有所上升，但投资者对风险的偏好总体上在正常范围内。企业债务负担历来很高，但家庭借款与收入的比率与危机前水平相比较低，并且近年来逐渐下降。杠杆率较低，且融资风险相对于近几十年的水平相对较低，这似乎反映了金融业的核心有较大弹性。本周末，我们将发布第三份金融稳定报告，并分享我们对美国金融体系弹性的详细评估。

### 货币政策

过去一年，全球经济增长乏力、贸易发展疲软以及通胀压力减弱，促使 FOMC 调整了对利率适当路径的评估。自 7 月以来，委员会将联邦基金利率的目标范围降低了 3/4 个百分点。这些政策调整将当前目标范围调整为 1-1/2% 到 1-3/4%。

委员会采取这些行动是为了帮助维持美国经济的强劲，尽量接近我们 2% 的目标，并提供一些防范持续风险的保险。由于货币政策运行滞后，这些调整对经济增长、就业市场和通货膨胀的全部影响将随着时间的推移而逐渐实现。我们认为，只要传入的经济信息大致符合我们对于温和经济增长、强劲劳动力市场和接近 2% 目标的通胀预期，那么目前的货币政策立场可能仍然适当。

我们将继续监测政策行动的影响以及影响前景的其他信息，同时也将不断评估联邦基金利率目标范围的适当路径。当然，如果出现需要对我们的前景进行重新评估的重大事态发展，我们将作出相应反应。这得到政策今天就暂且不谈。

FOMC 致力于确保其政策框架能够很好地实现其法定目标。我们认为，我们现有的框架是非常具有实用性的。尽管如此，目前的低利率环境可能会限制货币政策支持经济的能力。我们目前正在对我们的货币政策战略、工具和通信进行公开审查，这是美联储首次进行此类审查。随着美国经济接近最大就业水平，价格保持稳定，现在是进行这种审查的恰当时机。通过“美联储倾听”这一活动，我们不仅从学术专家，而且从消费者、劳工代表、企业、社区和其他团体的代表那

里听到了各种各样的观点。我们将利用这些见解来评估如何最好地实现和保持就业最大化和价格稳定。我们将继续在会议记录中报告我们的讨论情况，并在我们完成审查时分享结论，这可能在明年年中左右。

在经济低迷时期，财政政策支持经济也很重要。然而，正如国会预算办公室最近发布的长期预算展望所指出的那样，联邦预算处于不可持续的状态，因为债务居高不下，债务不断增加：随着时间的推移，这种前景可能会抑制财政决策者在经济低迷时期支持经济活动的意愿或能力。将联邦预算置于可持续发展的道路上，将有助于美国经济保持长期活力，确保决策者有利用财政政策的空间，并在经济下滑时帮助稳定经济。

最后，我将就货币政策的技术实施问题讲几句。今年1月，FOMC做出了在保持准备金充裕的前提下继续实施货币政策的关键决定。在这样的背景下，我们将继续主要通过设定管理利率来控制联邦基金利率，而不是通过频繁的干预来管理储备的供应。在向这一制度中有效储备水平过渡时，我们在5月份减缓了资产负债表的逐步下降，并在7月份最终停止了这种下降。为了应对9月中旬出现的货币市场资金压力，我们决定将储备水平维持在9月初或高于9月初的水平。为了达到这一储备水平，我们在10月中旬宣布将至少在明年第二季度购买国库券，并且这一行动将至少持续到明年1月。这些行动纯粹是技术性措施，用来保证货币政策的有效执行，我们也将继续了解适当的储备水平。它们并不代表货币政策立场的改变。

谢谢。我很乐意回答你们的问题。

---

本文原题为“The Economic Outlook”。本文是美国联邦储备系统委员会主席 Jerome H. Powell 在美国国会前的演讲。本文于2019年11月刊于联邦储备系统理事委员会的官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 欧元区的宏观经济预测

European Central Bank / 文 吴泓蓁 / 编译

导读：欧元区在 2019 年第二和第三季度增长乏力之后，实际 GDP 增长预计在短期内将维持疲软，经济情绪指标有所下降。在短期后，有利的融资条件（由欧洲央行高度宽松的货币政策所驱动）、英国脱欧的有序假设和其他全球不确定性的消散、相关的外国需求逐步复苏以及显著的财政宽松都应得到支持，以促进中期增长持续复苏。总体而言，预计在 2020 年实际 GDP 增长将略微下降至 1.1%，然后在 2021 年和 2022 年将增长至 1.4%。本文由欧元区工作人员撰写，从实体经济、价格和成本、财政前景三方面，辅之以多个专题介绍，阐述对欧元区的宏观经济预测。编译如下：

### 总览

欧元区在 2019 年第二和第三季度增长乏力之后，实际 GDP 增长预计在短期内将维持疲软。经济情绪指标有所下降，主要反映出了在全球不确定性持续存在的环境中，全球贸易持续疲软的状况（与贸易保护主义加剧，中国经济增速可能进一步放缓以及无协议退欧有关）。但是，最新的制造业指标显示出一定程度的稳定性，而建筑业的情绪和消费者信心则表现出了更大的弹性，劳动力市场形势仍然有利。在短期后，有利的融资条件（由欧洲央行高度宽松的货币政策所驱动）、英国脱欧的有序假设和其他全球不确定性的消散、相关的外国需求逐步复苏以及显著的财政宽松都应得到支持，以促进中期增长持续复苏。总体而言，预计在 2020 年实际 GDP 增长将略微下降至 1.1%，然后在 2021 年和 2022 年将增长至 1.4%。与 2019 年 9 月的预测相比，2020 年的增长已下调了 0.1 个百分点，主要由于更加宽松的财政和货币政策以及欧元有效贬值的影响仅部分抵消了对外国需求大幅下调的影响。

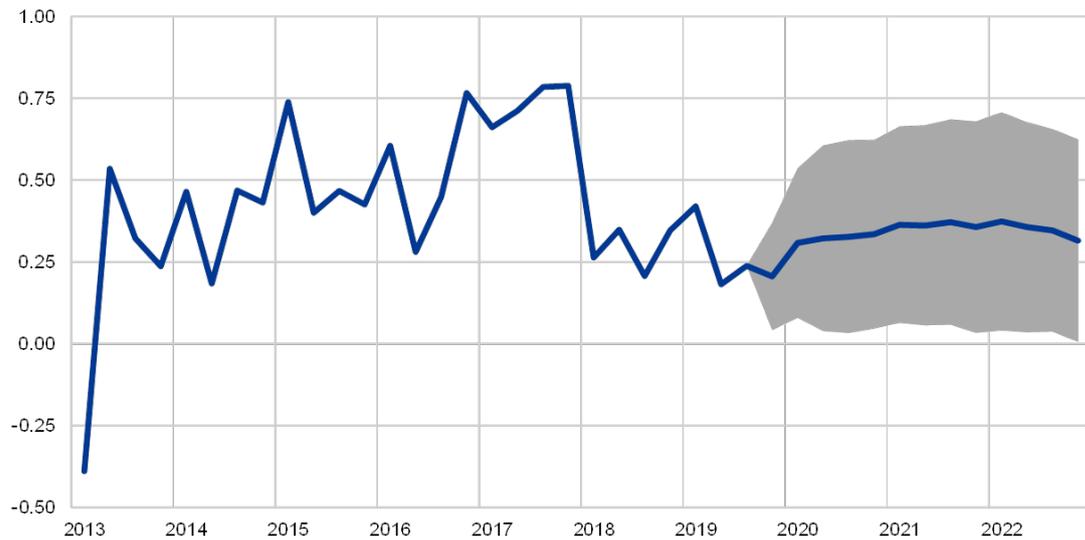
继 2019 年疲软之后，预计在 2020 年 HICP 的通货膨胀率将进一步放缓，后在 2022 年逐步上升至 1.6%。未来几个季度的总体通货膨胀率将受到能源通货膨胀的基本影响。在 2019 年底上涨之后，HICP 通货膨胀（不包括能源和食品）预计将在预测范围内逐步增强。它受到强劲的经济增长、相对强劲的工资增长和逐渐恢复利润率的支持，其中包括最近的货币政策方案，而非能源商品价格上涨也应支持潜在的通货膨胀。与 2019 年 9 月的预测相比，由于石油价格上涨，HICP 的通货膨胀率已在 2020 年上调；而由于外部价格压力降低以及工资和利润率发展疲软，2021 年的通货膨胀率略有下调。

### 1. 实体经济

2019 年第三季度欧元区的实际 GDP 增长为 0.2%，略高于 2019 年 9 月的预期。内需对 2019 年第三季度的增长做出了积极贡献，而净贸易和库存变化则有轻微的抑制作用。出口的适度增长反映了全球的不利因素，尤其是在全球不确定

性加剧的情况下，全球贸易活动疲软和外国需求不足。私人消费增长在第三季度保持稳定，并且仍是增长的主要动力。

图 1 欧元区实际 GDP（季度环比变化，季节性和工作日调整后的季度数据）



注意：围绕中心预测显示的范围是基于实际结果与多年来进行的先前预测之间的差异。范围的宽度是这些差异的平均绝对值的两倍。欧洲央行于 2009 年 12 月在“构建欧元体系和欧洲央行工作人员预测范围的新程序”中记录了用于计算范围的方法，其中涉及对特殊事件的更正，可在欧洲央行网站上获得。

**短期指标表明短期内增长将放缓。**在经历了两个月的下降之后，由欧洲委员会编制的经济情绪指标在 11 月有所改善，但仍低于第三季度的平均水平。持续的全球贸易疲软和持续的高度不确定性对商业预期构成压力，而这与全球贸易争端，英国脱欧的可能性以及中国经济放慢的风险有关。在制造业领域尤其如此，其情绪仍远低于其长期平均水平。相比之下，建筑业的情绪以及消费者的信心继续展现出韧性。采购经理人指数继续显示各个行业之间的差异，尽管制造业数据最近保持稳定，但制造业数据仍远低于 50 的增长门槛，而与服务业和建筑业有关的指数则保持在 50 以上。从制造业到服务业的溢出效应鉴于服务业受到全球冲击的影响有限，全球对制造业的负面影响有限，因此迄今为止，该行业受到了遏制，并且总体上与预期相符（见专题 3）。总体而言，最新指标表明，第二和第三季度的疲软增长将持续到 2019 年最后几个月和 2020 年初。

从中期来看，这些预测假定了全球不利因素的消散，使支持欧元区扩张的基本因素重新获得了驱动力（见图 1 和表 1）。尤其地，基准线假设英国有序退出欧盟，没有进一步的贸易保护主义措施（已经宣布的措施除外），这也减少了中国急剧放缓的机会。因此，当前的不确定性水平将逐渐下降，从而使支持增长的基本面重新获得吸引力。预计融资状况将保持非常宽松，欧洲央行的货币政策

措施，包括 2019 年 9 月的货币政策计划，将继续传递给经济。更具体地说，技术假设暗示名义利率将仅在预测范围内从目前的低水平适度增加。在短期内保持基本不变之后，在宏观经济环境改善，利率非常低以及家庭和非金融公司的银行贷款条件良好的刺激下，对非金融私营部门的贷款也应适度增加。较低的去杠杆需求和跨部门的偿债能力提高和利润的增加也将促进私人支出的活力。私人消费和住宅投资的增长也应得益于工资和净资产相对强劲的增长，以及失业率的下降。预计欧元区出口将受益于预期的外国需求回升和近期欧元的贬值。最后，预计财政立场将在 2020 年至 2021 年间放松，并在 2022 年大体上保持中立（参见第 3 节）。

然而，一些不利因素的消退将导致 2022 年期间的经济增长略有放缓。从中期来看，就业增长预计将放缓，这主要反映了一些国家日益紧张的劳动力供应限制。

表 1 欧元区宏观经济预测（年度百分比变化）

	December 2019				September 2019		
	2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021
<b>Real GDP</b>	1.2	1.1	1.4	1.4	1.1	1.2	1.4
	[1.1 - 1.3] <sup>1)</sup>	[0.5 - 1.7] <sup>1)</sup>	[0.5 - 2.3] <sup>1)</sup>	[0.4 - 2.4] <sup>1)</sup>	[0.9 - 1.3] <sup>1)</sup>	[0.4 - 2.0] <sup>1)</sup>	[0.4 - 2.4] <sup>1)</sup>
<b>Private consumption</b>	1.3	1.4	1.3	1.2	1.3	1.3	1.3
<b>Government consumption</b>	1.5	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4
<b>Gross fixed capital formation</b>	4.5	1.7	1.9	2.1	3.1	1.9	2.1
<b>Exports<sup>2)</sup></b>	2.3	1.9	2.5	2.6	2.3	2.4	3.0
<b>Imports<sup>2)</sup></b>	3.1	2.5	2.8	2.8	2.6	3.1	3.4
<b>Employment</b>	1.1	0.6	0.5	0.4	1.1	0.5	0.5
<b>Unemployment rate (percentage of labour force)</b>	7.6	7.4	7.2	7.1	7.7	7.5	7.3
<b>HICP</b>	1.2	1.1	1.4	1.6	1.2	1.0	1.5
	[1.2 - 1.2] <sup>1)</sup>	[0.6 - 1.6] <sup>1)</sup>	[0.7 - 2.1] <sup>1)</sup>	[0.8 - 2.4] <sup>1)</sup>	[1.1 - 1.3] <sup>1)</sup>	[0.4 - 1.6] <sup>1)</sup>	[0.7 - 2.3] <sup>1)</sup>
<b>HICP excluding energy</b>	1.2	1.4	1.5	1.6	1.2	1.4	1.6
<b>HICP excluding energy and food</b>	1.0	1.3	1.4	1.6	1.1	1.2	1.5
<b>HICP excluding energy, food and changes in indirect taxes<sup>3)</sup></b>	1.0	1.3	1.4	1.6	1.0	1.2	1.5
<b>Unit labour costs</b>	2.0	1.5	1.4	1.4	2.1	1.7	1.5
<b>Compensation per employee</b>	2.1	2.1	2.3	2.5	2.2	2.3	2.4
<b>Labour productivity</b>	0.1	0.6	0.9	1.0	0.1	0.7	0.9
<b>General government budget balance (percentage of GDP)</b>	-0.7	-0.9	-1.1	-1.1	-0.8	-0.8	-1.0
<b>Structural budget balance (percentage of GDP)<sup>4)</sup></b>	-1.0	-1.3	-1.5	-1.4	-0.8	-0.9	-1.1
<b>General government gross debt (percentage of GDP)</b>	84.5	83.4	82.3	81.1	83.8	82.5	81.2
<b>Current account balance (percentage of GDP)</b>	2.6	2.4	2.3	2.3	2.6	2.4	2.3

注意：实际 GDP 和组成部分，单位人工成本，每位员工的报酬和劳动生产率是指季节性和工作日调整后的数据。

1) 预测周围显示的范围是基于多年以来实际结果与先前预测之间的差异。范围的宽度是这些差异的平均绝对值的两倍。欧洲央行在 2009 年 12 月发布的《构建欧洲体系和欧洲央行员工预测范围的新程序》中记录了用于计算范围的方法，其中涉及对特殊事件的更正。该方法可在欧洲央行网站上找到。

2) 包括欧元区内贸易。

3) 该分项指标基于对间接税实际影响的估算。这可能与欧盟统计局的数据有所不同，后者假定税收影响会立即全部转嫁给 HICP。

4) 计算为经济周期的暂时影响和政府采取的临时措施的政府余额网。

私人消费增长在 2019 年第三季度保持稳健，在预测范围内应略有放缓。在坚强的消费者信心和有利的劳动力市场条件下，这一数字从 2019 年第二季度的 0.2% 增至第三季度的 0.5%。展望未来，预计 2019 年下半年私人消费的季度动态平均将比上半年略强，部分原因是消费对许多大国支持收入的政府措施的反应滞后。到 2020 年，消费者信心仍然相对良好，预计失业率将进一步下降，每名雇员的实际工资将继续增长，这表明消费增速回升，这也受到某些国家财政放松的积极影响的支持。预计 2021-22 年消费增长将小幅放缓，这与这两年实际可支配收入增长较低相符。

私人消费的增长应受到有利的融资条件和净资产增长的支持。预计短期内名义银行贷款利率将进一步下降，然后趋于稳定，并在 2021-22 年适度增加。鉴于未来几年银行对家庭的贷款利率和银行贷款量预计温和增长，总利息支出将保持在较低水平，因此将继续支持私人消费。此外，由于房地产持有量持续强劲的估值增长，预计净资产实际价值将在 2020-2022 年进一步增加。加上去杠杆化方面的较早进展，净资产的增加也应为消费提供适度的支持。

### 专题 1 有关利率，汇率和商品价格的技术假设

与 2019 年 9 月的预测相比，技术假设包括油价上涨，有效汇率疲软和利率上升。关于利率和商品价格的技术假设是基于市场预期，并以 2019 年 11 月 19 日为截止日期。短期利率是指三个月的 EURIBOR，其中市场预期来自期货利率。该方法给出的这些短期利率在 2019 年，2020 年和 2021 年的平均水平为 -0.4%，在 2022 年为 -0.3%。市场对欧元区十年期名义政府债券收益率的预期平均水平在 2019 年为 0.4%，在 2020 年为 0.3%，2021 年为 0.4%，2022 年为 0.6%。<sup>1</sup>与 2019 年 9 月的预测相比，市场对短期利率的预期在 2020 年上调了约 20 个基点，在 2021 年左右上调了约 25 个基点，而欧元区十年期政府名义债券收益率将在 2020 年和 2021 年上调了约 20 个基点。

关于商品价格，基于期货市场的路径，并采用以 2019 年 11 月 19 日为截止日期的两周期间的平均值，每桶布伦特原油价格预计将从 2019 年的 63.8 美元降至 2022 年的 56.8 美元。这条路径意味着，与 2019 年 9 月的预测相比，美元的油价在整个范围内都较高。以美元计的非能源商品价格估计在 2019 年有所下降，但在随后的几年中预计会反弹。

假设双边汇率在预测范围内保持不变，即以 2019 年 11 月 19 日截止的两周

---

<sup>1</sup>欧元区十年期政府名义债券收益率的假设是基于各国十年期基准债券收益率的加权平均值，再由年度 GDP 数据加权，再由欧洲央行欧元区全部债券 10 的正向路径扩展而来。年票面收益率，两个系列之间的初始差异在预测范围内保持恒定。假设特定国家的政府债券收益率和相应的欧元区平均值之间的利差在预测范围内是恒定的。

内的平均水平计。这意味着 2019 年的平均汇率为 1.12 美元/欧元，2020-22 年期间欧元兑欧元汇率为 1.10，略低于 2019 年 9 月的预测。自 2019 年 9 月的预测以来，欧元（针对 38 个贸易伙伴）的有效汇率贬值了 1.6%，反映出英镑对英镑的升值，因为人们担心即将达成无协议脱欧的担忧已经消退，并且一些人的相对实力有所减弱新兴市场货币。

### 技术假设

	December 2019				September 2019		
	2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021
Three-month EURIBOR (percentage per annum)	-0.4	-0.4	-0.4	-0.3	-0.4	-0.6	-0.6
Ten-year government bond yields (percentage per annum)	0.4	0.3	0.4	0.6	0.4	0.1	0.2
Oil price (in USD/barrel)	63.8	59.6	57.4	56.8	62.5	57.0	56.3
Non-energy commodity prices, in USD (annual percentage change)	-3.8	3.8	2.6	2.4	-3.2	3.4	3.7
USD/EUR exchange rate	1.12	1.10	1.10	1.10	1.12	1.12	1.12
Euro nominal effective exchange rate (EER38) (annual percentage change)	-1.1	-0.7	0.0	0.0	-0.6	0.5	0.0

**住房投资的增长预计将继续，尽管增速将放缓。**从短期来看，建筑业的信心指标表明住房投资将持续但适度扩大。发放的建筑许可数量减少，以及最近的调查显示，计划在明年进行住房改善的家庭所占比例下降，也表明持续的适度增长。从中期来看，住房投资增长预计将稳定在较低水平，这反映了一些国家建筑业日益受到约束的能力限制。预计某些国家的不利人口趋势将在中期抑制住房投资。

**短期内商业投资将保持疲软，并逐渐在预测范围内加快步伐。**预计短期内商业投资增长将保持疲软，这主要是由于外部需求疲软，产能利用率朝历史平均水平下降以及不确定性上升带来的不利周期性影响。从中期来看，预计商业投资增长将加快，但动力将不如前几年，这反映了全球贸易的相对温和发展以及对新工厂产能需求的降低。但是，从长远来看，随着不确定性的消散，预计许多有利的因素将支持商业投资。首先，由于多年以来总需求保持强劲，企业将加强投资，以扩大生产性资本存量。第二，预计融资条件在预测范围内仍将非常有利。第三，利润率有望提高，这将支持投资增长。第四，尽管综合债务总额仍高于前危机水平并预计会适度增加，对商业投资的支持应该来自股价回升、资产的持续积累和债务融资的适度增长。最后，非金融公司的总利息支出在过去几年中已降至历史最低水平，预计在未来几年中只会逐渐增加，从而支持商业投资。

### 专题 2 国际环境

最新的可用数据证实，2019 年全球实际 GDP 增长（不包括欧元区）急剧下降。在 2018 年下半年急剧减速之后，2019 年全球经济仍然疲软，标志着增长最弱的时期全球金融危机以来的势头。在贸易政策不确定性不断上升的情况下，制造业和投资疲软继续代表着全球经济的主要阻力，只有部分国家为抵御前景转弱

而采取的政策刺激措施部分抵消了这一不利影响。由于今年年初的特殊冲击，以及其中一些国家的结构性问题，新兴市场经济体出现的经济弱于预期。在发达经济体中，支持性的经济政策和一些有利的临时性因素有助于缓解经济放缓。

从中期来看，全球增长预计会略有回升，这反映了新兴市场经济体的温和复苏，抵消了发达经济体和中国增长的下滑。在从 2018 年的 3.8% 下降至 2019 年的 2.9% 之后，全球增长（不包括欧元区）预计将逐步恢复，到 2022 年将达到 3.4%。全球增长的发展由三个主要因素决定。大多数发达经济体的周期性动力放缓，以及中国逐步过渡到较低的增长路径，将对全球增长造成压力。相反，由于那些经历严重衰退的新兴市场经济体（例如阿根廷，委内瑞拉和伊朗）的活动稳定而产生的有利基础效应将为经济复苏做出贡献。与 2019 年 9 月的预测相比，全球增长前景已在预测范围内下调，反映出一些新兴市场经济体的复苏动力不及先前预期，而且在较小程度上受到了持续的全球贸易紧张局势的影响。

由于贸易紧张局势不断升级和工业活动放缓，全球贸易（不包括欧元区）在 2019 年大幅下降。在发达经济体中，在英国进口正常化的支持下，贸易预计将在 2019 年第三和第四季度恢复温和增长（在 2019 年初出现异常库存之后第二季度急剧下降），并且在第二季度暂时放缓之后，中欧和东欧欧盟国家的进口有所增加。在新兴市场经济体中，由于中国的贸易逆风，印度的经济放缓和拉丁美洲的政治动荡，预计第三季度贸易将下滑至负数。但是，这些经济体的贸易预计将在第四季度大致稳定。

#### 国际环境（年度百分比变化）

	December 2019				September 2019		
	2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021
World (excluding euro area) real GDP	2.9	3.1	3.3	3.4	3.1	3.4	3.5
Global (excluding euro area) trade <sup>1)</sup>	0.0	0.8	2.4	2.7	0.4	2.2	2.9
Euro area foreign demand <sup>2)</sup>	0.7	1.0	2.3	2.6	1.0	1.9	2.7

1) 计算为进口的加权平均值。

2) 以欧元区贸易伙伴的进口加权平均值计算。

中期来看，全球进口（不包括欧元区）预计将逐渐增加，但增速将低于全球活动。全球贸易紧张局势的进一步升级（其影响将持续到 2020 年），新兴市场经济体的复苏将比以前预计的更为缓慢，中国经济的结构性再平衡都将导致全球贸易复苏的推迟。所以，预计贸易对产出的弹性仅返回到单位价值的情况只会发生在预测范围之外。预计全球进口额（不包括欧元区）的增长将从 2018 年的 4.6% 显著下降至今年的 0%，后回升至 2020 年的 0.8%、2021 年的 2.4% 和 2022 年的 2.7% 的增长率。继在 2019 年 3.7% 的增长率后，欧元区预计在 2019 年下降至 0.7%，后在 2020 年逐步上升至 1.0%，2021 年为 2.3%，2022 年为 2.6%。

与 2019 年 9 月的预测相比，该指标已下调了 2019 年为 0.3 个百分点，2020 年为 0.9 个百分点，2021 年为 0.4 个百分点。除了在 2019 年 9 月的预测的截止日期之后宣布的关税以及较弱的结果的影响外，这些修订还反映出了经济增长前景疲弱，导致发达经济体和新兴经济体的进口动力疲弱。

**出口增长预计将在短期内减弱，并在其余的预测范围内逐步恢复。**继 2019 年第二和第三季度的低增长率之后，出口预计在 2019 年的最后几个月将保持疲软，这与全球贸易的持续放缓相一致。从中期来看，欧元区出口预计将恢复增长，并基本根据国外需求增长（见专题 2）。继 2019 年第二季度强劲增长（与爱尔兰投资增长猛增有关）和第三季度温和增长之后，预计进口量将大致与预测期内的总需求（国内需求加出口）保持一致。总体而言，在整个预测范围内，净贸易对实际 GDP 增长的贡献预计将大致保持中性。

**就业预计增长将减弱，在短期内部分反映临时因素，而劳动力供应的限制预计将在稍后出现。**2019 年第三季度员工人数增长了 0.1%，表明与过去四年的季度增长率相比，势头有所放缓。由于劳动力供应的限制，从中期来看，就业增长预计将保持相当低迷。此外，随着活动的放缓，劳动力需求也将趋于缓和。

**劳动力增长将在预测范围内放缓。**预计劳动力将继续扩大，这反映了预计的工人净移民（包括预期的难民融合）和参与率的持续提高。然而，这些因素预计将在预测范围内逐渐消失，并且人口老龄化对劳动力增长的不利影响预计会增加，因为年龄较大的人群脱离劳动力的人数要多于年龄较小的人群。

**欧元区的失业率预计将在 2022 年稳步下降至 7.1%。**2019 年 10 月的失业率将降至 7.5%，这是自 2008 年以来的最低水平。失业率预计将继续在欧元区国家之间呈现出巨大差异。

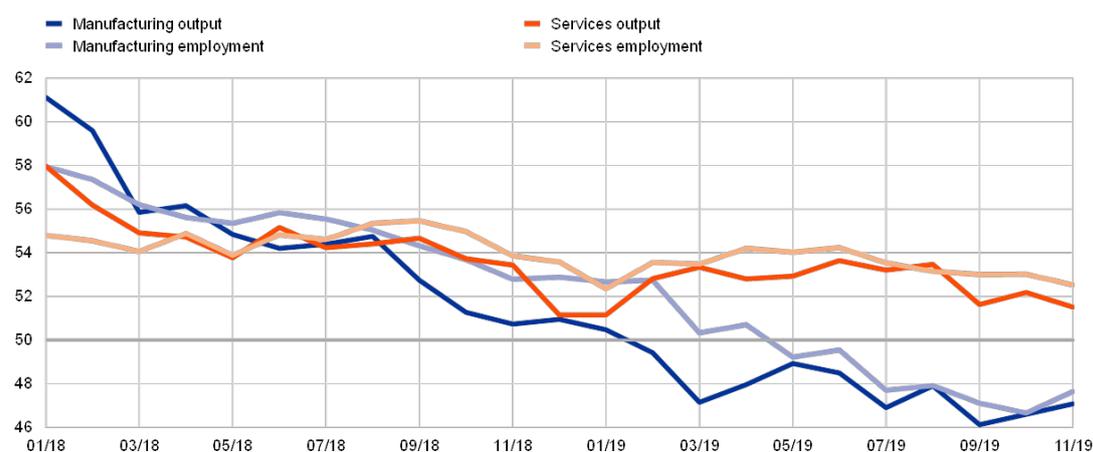
**劳动生产率的增长预计将在预测范围内恢复。**继 2017 年强劲的发展势头之后，2018 年人均劳动生产率和每小时劳动生产率的增长率下降，反映出活动的意外减弱。虽然产出增长疲弱，但就业增长仍然相当强劲，2019 年生产率增长也将被抑制。在剩余的时间里，随着活动恢复势头，而劳动投入的增长放缓，生产力的增长有望回升。从中期来看，劳动生产率的同比增长应该会收敛到危机前的平均水平（1.0%）。

与 2019 年 9 月的预测相比，2020 年的实际 GDP 增长率将下调，而 2021 年的增长率未作修正，这是由于大幅下调对外国需求的影响被更支持性财政、货币政策和欧元贬值的影响所抵消。在 2021 年，更有限的进一步下调对外国需求的影响将通过更具支持性的政策得到平衡。

### 专题 3 欧元区的跨国和跨行业溢出效应

自 2018 年初以来，伴随而来的两项发展影响了欧元区的经济增长：（i）全球贸易疲软，同时鉴于贸易紧张局势加剧和持续的全球政策不确定性（ii）制造业与服务业之间的脱钩。自 2018 年初以来，采购经理指数（PMI）中反映的制造业活动受到全球贸易下滑以及一些不利的国内因素（尤其是与德国汽车业有关的不利因素）的严重影响。迄今为止，整个服务部门的活动仍保持相对弹性，尽管最近的基于调查的指标指出服务方面存在一些弱点。

图表 A 欧元区采购经理人指数（扩散指数，50 = 无变化）



资料来源：Markit。

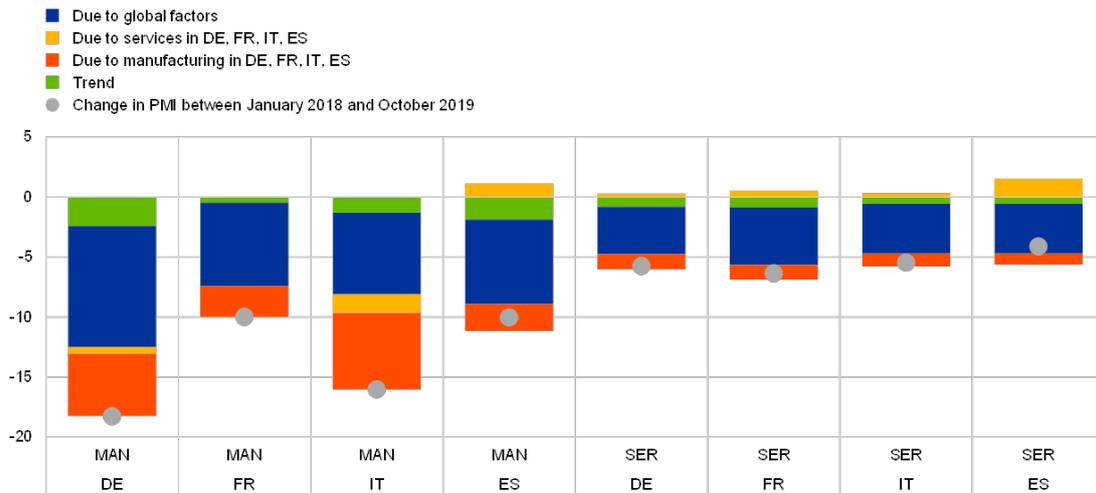
注意：最新观察是 2019 年 11 月。

模型结果表明，自 2018 年 1 月以来，全球因素一直是欧元区大国制造业产出 PMI 疲软的主要原因（见图 B）。<sup>2</sup>欧元区制造业遭受的不利冲击也导致制造业产出 PMI 指标下降。

服务还受到了全球和国内因素的负面影响，但表现出更大的弹性（见图 B）。服务产出 PMI 自 2018 年 1 月以来也有所下降，尽管幅度要小于制造业产出 PMI。模型结果表明，全球因素也是造成服务业产出 PMI 下降的主要因素，尽管其影响不如制造业严重。欧元区制造业冲击对服务产出 PMI 下降的作用有限。

<sup>2</sup>使用结构向量自回归（SVAR）模型评估了国内外冲击在解释制造业和服务业输出 PMI 指标方面的相对重要性。该练习使用法国，德国，意大利和西班牙的制造业产出 PMI 和服务业产出 PMI，以及新出口订单的欧元区 PMI。该模型在 2007 年 1 月至 2019 年 10 月期间进行了估计。震荡的识别基于绝对幅度限制方法：在本国发生的震荡中，对本国变量的绝对值的影响要大于对外国变量的绝对值的影响变量。此外，假定从贸易到制造业的溢出总是有积极的迹象。识别方法在 De Santis, R. A. 和 Zimic, S., “主权债务市场之间的溢出：通过绝对幅度限制进行识别”中进行了解释，《应用计量经济学》，第 1 卷。33，页 727-747，2018。

图表 B 欧元区国家制造业和服务业 PMI 的驱动因素（扩散指数的差异）



资料来源：Markit 和 ECB 计算。

注意：可以使用绝对幅度限制方法来识别冲击（De Santis, RA 和 Zimic, S., “主权债务市场之间的溢出：通过绝对幅度限制进行识别”，《应用计量经济学》，第 33 卷，第 727-747 页，2018）。“MAN”代表制造，“SER”代表服务。最新观察是 2019 年 10 月。

总之，结果表明到目前为止，即使整个服务业仍保持相对弹性，全球行业从制造业到服务业都有一些负面的溢出效应。这可能反映出，当前的不利冲击与货物贸易和汽车部门有关，此是特定于制造业的，而与此同时，所有部门的活动都因有利的融资条件而得到缓解，反映出各国高度宽松的货币政策的立场。

## 2. 价格和成本

HICP 通货膨胀率预计将在 2020 年下降到 1.1%，在 2021 年上升到 1.4%，在 2022 年上升到 1.6%（见图 2）。总体通货膨胀率可能会适度但在 2020 年第二季度之前会有所波动，这主要反映了 HICP 能源通货膨胀的基本影响。直到 2021 年初，随着油价期货曲线趋于稳定、一些税收增加也将生效，HICP 的能源通货膨胀率将保持负数并仅在 2021 年第二季度转为正数。HICP 的食品通胀预计将徘徊在 1.8% 左右。在到 2019 年底温和上升之后，不包括能源和食品的 HICP 通胀将在 2020 年左右横移，到 2021 年将上升至 1.4%，到 2022 年将上升至 1.6%。预计不包括能源和食品的 HICP 通胀将上升在经济活动加强，劳动力市场紧张的情况下相对强劲的工资增长以及随着活动恢复的步伐恢复利润率的支持下，欧洲央行于 2019 年 9 月采取了货币政策措施。非能源商品价格上涨预计也将为 HICP 通货膨胀提供一定的支持，而能源和食品除外。

图 2 欧元区 HICP（同比变化）



注意：围绕中心预测显示的范围是基于实际结果与多年来进行的先前预测之间的差异。范围的宽度是这些差异的平均绝对值的两倍。欧洲央行于 2009 年 12 月在“构建欧元体系和欧洲央行工作人员预测范围的新程序”中记录了用于计算范围的方法，其中涉及对特殊事件的更正，可在欧洲央行网站上获得。

在 2019 年下半年放松之后，随着劳动力市场的紧张，每位员工的薪酬增长预计将逐渐获得动力。而工资增长的主要动力是预期欧元区某些地区劳动力市场紧张的情况会增加。除周期性动力外，过去两年整体通货膨胀率的回升预计将有助于欧元区国家的强劲工资增长，这些国家的工资形成过程包括一些具有前瞻性的因素。此外，一些国家已经提高了最低工资标准，这可能会影响到工资分配。

到 2021 年初单位劳动成本的增长预计将减少，并来回波动。在生产率周期性下降的背景下，2019 年出现激增之后，单位劳动成本增长预计将在 2020 年期间放缓，此后保持在 1.4% 的水平。2020 年单位人工成本增速放缓反映出在工资水平持平的背景下生产率的增长加快，而随后的持平状况表明生产率增速持续提高，工资增长也有所回升。

在 2019 年收缩之后，利润率预计将在 2020 年继续下降，后在预测范围的其余部分略有恢复。自 2018 年中以来，利润率一直受到挤压，由于经济活动疲软，特别是制造业的疲软，2020 年利润率预计将继续压缩。在这种环境下，他们正在缓冲与生产率相关的单位人工成本的加速增长。此外，过去的石油价格上涨对贸易条件造成压力，对利润率的发展产生不利影响。随着石油价格稳定和经济活动恢复步伐，过去的工资逐渐转移到价格上，这些因素将变得不那么重要。

在 2019 年放缓之后，外部价格压力预计将适度上升至 2021 年，此后将保持稳定。据估计，进口平减指数的年增长率在 2019 年有所下降，并有望在 2020

年和 2021 年逐步上升。这一状况在很大程度上取决于石油价格的波动，这推动了 2019 年进口价格的下跌，并且正如石油期货曲线显示的，油价将继续在预测范围内有所削弱，但幅度要小得多。非石油商品价格上涨和潜在的全球价格压力为进口价格上涨提供了支撑。

与 2019 年 9 月的做法相比，HICP 通胀的预测已上调 2020 年并下调了 2021 年。这些修订部分由能源部分解释，能源部分由于油价上涨而在 2020 年上调但在 2021 年下调。短期来看，油价期货曲线略微向下倾斜。2020 年和 2021 年的食品价格通胀也已下调，部分反映了国际食品商品价格的较低通胀。HICP 通货膨胀（不包括食品和能源）预计在 2020 年进行了小幅上调，并在 2021 年进行了小幅下调，这一方面反映了汇率疲弱和石油价格上涨带来的间接影响之间的相互作用，以及另一方面，全球价格疲软、工资和利润率走低的情况。

### 3. 财政前景

欧元区的财政立场 被评估为在 2019-21 年间具有扩张性，并在 2022 年大体上保持中立。2019-21 年财政立场预计放松主要是由于直接税的削减和政府更高的转移支付，在某种程度上来自更高的政府投资和消费。预计到 2022 年，政府的财政立场将大致保持中立，伴随着有限的进一步直接减税和增加支出的措施。

欧元区预算余额预计将在 2019-2021 年间稳步下降，并在 2022 年趋稳，而债务比率保持下降趋势。2019-2021 两年期预算余额的下降是由于扩张性财政立场。这可以通过降低利息支出得到部分补偿，而在预测范围内，周期性成分则保持不变。尽管主要盈余不断在减少，有利的利率增长差异和主要盈余支持了预测范围内政府债务比率的下降。

与 2019 年 9 月的预测相比，欧元区 2020-2021 年的财政前景有所恶化。在 2019 年进行了有限的上调之后，2020 年和 2021 年的预算赤字增加反映出额外的财政宽松，而周期性部分和利息支付预测大致保持不变。由于历史数据的上调、主要盈余预计减少、2020-2021 年期间的利率增长差额较低，债务比率预计将比 2019 年 9 月的预测略高。

根据本文的定义，劳动力人口包含所有待业人员（包括全部“沮丧”工人和未被安置工人）加上就业人口。劳动力往往与总人口关联，所以就业人口比率就成为失业率的一个替代指标。如图 4 所示，2016 年 5 月的劳动参与率连续第二个月走低。由于 2016 年 1 月的人口再调查，并且家户调查数据在经季度调整后没有保持一致性和可比性，就业人口比率和劳动参与率似乎都达近期峰值水平，并且呈现剧烈波动。4 月份这两个未经调整的比率分别比调整后的数字低 0.2% 和高 0.1%，5 月份的数值差距有所缩小。4 月劳动参与率仍处于 2015 年 9 月后的历史低点，5 月份这个比率还会进一步下降。劳动参与率中劳动力数据使用的

就业人口加上 U.3 分类下的失业人口，存在的一个问题就是忽略长期“沮丧”的工人，使劳动参与率中的人口数据缩水，从而使劳动参与率水平偏高。

#### 专题 4 敏感性分析

预测在很大程度上取决于有关某些关键变量演变的技术假设。鉴于这些变量中的某些变量可能会对欧元区的预测产生重大影响，因此检查欧元区相对于这些基本假设的替代路径的敏感性可以帮助分析围绕该预测的风险。此框讨论了一些关键基础假设的不确定性以及这些变量的预测敏感性。

##### (1) 替代石油价格路径

该敏感性分析旨在评估替代石油价格路径的意义。基于石油期货市场的基准价格的油价走势进行技术假设预测，预计油价将略有下降，到 2022 年底布伦特原油每桶的价格约为 57 美元。有两种方式对石油价格进行了分析。第一种基于期权型密度分布的 25%，对 2019 年 11 月 19 日的油价进行分析。此方法表明油价在 2022 年将逐步下降至每桶 46.7 美元，低于该年的基准假设平均水平的 18.1%。使用许多员工宏观经济模型的平均结果，这条路径将对实际 GDP 增长产生较小的上行影响（在 2021 年约为 0.1 个百分点），而 HICP 通胀率将在 2020 年降低 0.4 个百分点，在 2021 年下降 0.3 个百分点，在 2022 年下降 0.2 个百分点。第二条是基于相同分布的第 75 个百分位数，意味着油价将在 2022 年升至每桶 78.7 美元，比基准价格高出了 38.1%。这将使 HICP 的通货膨胀率在 2020 年上升 0.7 个百分点，在 2021 年上升 0.6 个百分点，在 2022 年上升 0.3 个百分点，而实际 GDP 增长将略低（在 2020 年，2021 年和 2022 分别下降 0.1 个百分点）。

##### (2) 替代汇率路径

该敏感性分析研究欧元汇率升值的影响。这种情况与 2019 年 11 月 19 日美元/欧元汇率的期权隐含风险中性密度的分布一致，后者严重偏向欧元升值。该分布的第 75 个百分位数表示欧元兑美元对美元的汇率将在 2022 年升至 1.25 美元/欧元，比该年的基准假设高出 12.8%。欧元名义有效汇率的相应假设反映了历史规律，因此美元/欧元汇率的变化与有效汇率的变化相对应，其弹性刚好超过一半。在这种情况下，许多员工宏观经济模型的平均结果表明，实际 GDP 增长和 HICP 通货膨胀率在 2020 年降低 0.2 个百分点，在 2021 年降低 0.4-0.5 个百分点，在 2022 年降低 0.2-0.3 个百分点。

#### 专题 5 其他机构的预测

国际组织和私营部门机构均可提供有关欧元区的许多预测。但是，由于这些预测是在不同的时间点最终确定的，因此彼此之间或与欧洲央行/欧洲系统的工作人员宏观经济预测均无法严格比较。此外，他们使用不同的（部分未指定）方

法来得出财政，金融和外部变量（包括石油和其他商品价格）的假设。最后，不同预测之间的工作日调整方法也有所不同（请参见下表）。

国际组织和私营部门机构均可提供有关欧元区的许多预测。但是，由于这些预测是在不同的时间点最终确定的，因此彼此之间或与欧洲央行/欧洲系统的工作人员宏观经济预测均无法严格比较。此外，他们使用不同的（部分未指定）方法来得出财政，金融和外部变量（包括石油和其他商品价格）的假设。最后，不同预测之间的工作日调整方法也有所不同（请参见下表）。

图 3 近期对欧元区实际 GDP 增长和 HICP 通胀的预测比较（年度百分比变化）

	Date of release	GDP growth				HICP inflation			
		2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021	2022
<b>Eurosystem projections</b>	December 2019	1.2	1.1	1.4	1.4	1.2	1.1	1.4	1.6
		[1.1 - 1.3]	[0.5 - 1.7]	[0.5 - 2.3]	[0.4 - 2.4]	[1.2 - 1.2]	[0.6 - 1.6]	[0.7 - 2.1]	[0.8 - 2.4]
<b>OECD</b>	November 2019	1.2	1.1	1.2	-	1.2	1.1	1.4	-
<b>Euro Zone Barometer</b>	November 2019	1.1	0.9	1.2	1.3	1.2	1.2	1.5	1.6
<b>Consensus Economics</b>	November 2019	1.1	1.0	1.1	1.3	1.2	1.2	1.5	1.7
<b>European Commission</b>	November 2019	1.1	1.2	1.2	-	1.2	1.2	1.3	-
<b>Survey of Professional Forecasters</b>	October 2019	1.1	1.0	1.3	-	1.2	1.2	1.4	-
<b>IMF</b>	October 2019	1.2	1.4	1.4	1.4	1.2	1.4	1.5	1.7

资料来源：《经合组织经济展望》，2019 年 11 月；欧元区晴雨表的 MJEconomics，2019 年 11 月对 2019 年和 2020 年的调查，2019 年 10 月对 2021 年和 2022 年的调查；共识经济学预测》，2019 年 11 月对 2019 年和 2020 年的调查，2019 年 10 月对 2021 年和 2022 年的调查；欧洲委员会经济预测，2019 年秋季经济预测；欧洲央行专业预报员调查，2019 年第四季度；基金组织《世界经济展望》，2019 年 10 月。

注：欧元体系和欧洲央行的工作人员宏观经济预测以及经合组织的预测均报告了按工作日调整后的年增长率，而欧洲委员会和国际货币基金组织报告的年增长率并未根据每年的工作日数进行调整。其他预测未指定它们报告的是工作日调整后的数据还是非工作日调整后的数据。

---

本文原题为“Eurosystem Staff Macroeconomic Projections for the Euro Area”。本文作者 European Central Bank 欧央行。本文于 2019 年 12 月发布于欧央行官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 本期智库介绍

### Center for Strategic and International Studies (CSIS) 战略与国际问题研究中心

简介：该机构建于 1962 年。创始人是前海军作战部部长阿勒·伯克海军上校、尼克松政府助理国务卿戴维·阿布希尔和前总统国家安全事务助理查德·艾伦。该中心以维护美国传统的价值观念，主张强硬路线为宗旨，素有“强硬路线者之家”之称。主要研究政治与军事、国际资源、对外政策和第三世界问题。现有研究员人员 200 多人。在《2017 年全球智库报告》（The Global Go To Think Tanks 2017）中，CSIS 在全球（含美国）30 大智库中列第 5 名。

网址：<http://www.csis.org/>

### Deutsche Bank Research (DBResearch) 德意志银行研究部

简介：德意志银行研究部负责德意志银行集团内部的经济分析，涵盖资产配置和所有主要行业板块，分析了银行在金融市场、经济和社会中的相关趋势，强调了风险和机遇，并为银行、其客户和利益相关者提供咨询。德意志银行的研究报告提供了高质量、独立的分析，并积极推动有关经济、财政、劳动力市场和社会政策问题的公开辩论。在 [dbresearch.com](http://dbresearch.com) 上，其关注的主题包括：宏观经济分析和德国经济增长趋势分析，德国和欧洲的经济政策问题以及金融部门及其监管的全球研究。

网址：[https://www.dbresearch.com/PROD/RPS\\_EN-PROD/RPSHOME.alias](https://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/RPSHOME.alias)

### Goldman Sachs 高盛集团

简介：高盛集团成立于 1869 年，是全世界历史最悠久及规模最大的投资银行之一，总部位于纽约，在 23 个国家拥有 41 个办事处。高盛的主要业务包括，为企业提供买卖业务、融资和风险管理方面的建议；帮助地方、州和国家政府为它们的运作提供资金，使它们能够投资于学校、医院和道路等基础设施；进行交易投资：一方面协助客户进行交易，另一方面通过做市、交易和投资固定收益和股票产品、外汇、大宗商品及衍生产品，用自营资金进行交易；帮助市场保持高效和流动性，让投资者和公司能够满足他们的需求，包括投资、融资和管理风险；资产管理：向全球各类机构和个人提供投资顾问及理财规划服务。

网址：<https://www.goldmansachs.com/>

### Kiel Institute for the World Economy (IfW Kiel) 基尔世界经济研究所

简介：基尔世界经济研究所是一个研究全球经济事务、经济政策咨询和经济教育的国际中心。该研究所尤其致力于为全球经济事务中的紧迫问题提供解决方案。基尔研究所的研究领域包括经济预测、经济政策咨询、出版物、全球解决方案倡议、科学教育和公共关系。该研究所在其研究的基础上，向政策、商业和社会决策者提供咨询，并向更广泛的公众通报国际经济政策的重要发展。

网址：<https://www.ifw-kiel.de/>