

全球宏观经济季度报告

总览：2018 年冬季全球宏观经济运行与分析

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

中国社会科学院世界经济与政治研究所

世界经济预测与政策模拟实验室

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

中国社会科学院世界经济与政治研究所

全球宏观经济研究组

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

联系人：张寒堤

邮箱：iwepceem@163.com

电话：(86)10-8519 5775

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

免责声明：

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

2018 年第 4 季度中国外部经济环境总览

——2018 年冬季全球宏观经济运行与分析

1、2018 年 4 季度中国外部经济综合 CEEM-PMI 为 53.5，较上个季度下降 1.5 个点。美国和欧元区经济景气程度有明显下滑，个别新兴市场经济体有亮点，全球经济景气程度进入周期下半场。

2、CEEM 大宗商品价格环比下跌 3.4%，油价为主要拖累因素。在减产不力、供给过剩和需求不振担忧的影响下，季度平均油价环比下跌 7.8%。

3、中国进、出口增速大幅下跌，贸易顺差放大。以美元和人民币计价的出口和进口增速均大幅下降，进口回落尤其突出，贸易顺差额从 3 季度的 841 亿美元扩大到 4 季度的 1321 亿美元。

4、国际金融市场风险放大，避险情绪上升。发达经济体股市大跌，不少新兴经济体亦遭受波及。市场避险情绪上涨，带动全球长债收益率继 3 季度上升后普遍回落。全球外汇市场延续 3 季度稳定化趋势，美元温和见顶。

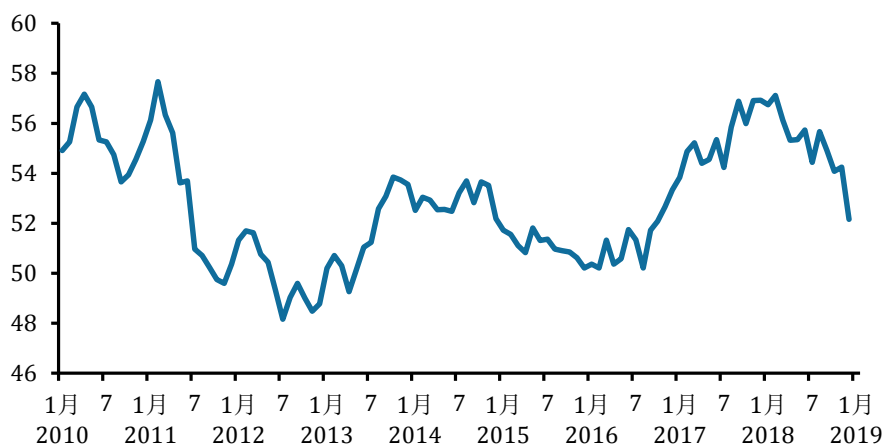
5、未来几个季度全球经济增长动力持续放缓，全球金融市场不安定因素增加。人民币进入窄幅钉住篮子货币汇率体制，出口增速回归到个位数。美国股市价格估值面临严重分歧，拉锯过程中会带来较大的价格波动并会带来显著外溢效应。

6、中国需要在三个方面做好应对措施：保持内需稳定对冲外需下降；增加汇率弹性应对资本流动冲击；理性应对中美贸易争端，寻求对外开放政策新突破。

一、 全球经济处于景气周期下半场

2018 年 4 季度中国外部经济景气程度继续下行。2018 年 4 季度中国外部经济综合 CEEM-PMI¹ 53.5，较上个季度下降 1.5 个点。美国和欧元区经济景气程度有明显下滑，全球经济景气程度进入周期下半场。

图 1 中国外部经济综合 CEEM-PMI



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

美国经济景气程度高位下行。2018 年 4 季度美国制造业 PMI 均值为 57.0，比 3 季度的均值 59.7 显著下降。其中 12 月制造业 PMI 从 11 月的 59.3 迅速下降到 54.1，创下 8 年来最大跌幅，新订单指数下降是 PMI 回落的主要原因。同时 12 月非制造业 PMI 指数为 57.6，也比 11 月的 60.7 有明显下降。两组 PMI 指数都高于荣枯线，制造业和非制造业还会保持扩张态势，但企业管理层预期的乐观程度有所下降。

消费高位平稳，投资回落。10~11 月密歇根大学消费者信心指数均值为 98.1，与 3 季度一样处于高位；11 月零售额环比增速略有下降，但如果扣除汽油价格下降的因素，消费表现仍然较为稳健。2018 年初特朗普政府大幅降低了企业所得税率，从而对投资产生刺激作用，但这种效应逐渐衰减，再加上投资者预期出现变化，投资呈现冲高回落态势。2018 年 3 季度美国企业投资（包括建筑、设备与知识产权投资）增速为 2.5%，大大低于前两个季度 11.5% 和 8.7% 的增速。10-11 月非国防资本品订单小幅回调，该指标对

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

企业设备投资有先导作用。9-11月石油与天然气活跃钻井数量上升速度明显放缓，预示着采掘业相关的建筑类投资可能出现回落。

美联储加息并释放鸽派信号。2018年12月19日美联储议息会决定加息0.25个百分点，使联邦基金利率目标范围上升至2.25-2.5%。2016和2017年美联储分别加息1次和3次，而2018年加息次数为4次，这种加息节奏与2018年相对较快的经济增速是相适应的。2019年1月初美联储持有的总资产相比上年同期减少约8.7%（3850亿美元），联储的缩表进程也在有序推进。但是随着近期经济增速的放缓，美联储货币政策正常化的节奏也将相应调整。2019年1月5日美联储主席鲍威尔在亚特兰大出席美国经济学年会时表达了对美国经济运行状态的信心，但同时他也表示联储政策路径不是预定的，联储会倾听市场的担忧，联储对加息是有耐心的，必要时会毫不犹豫的调整缩表节奏。

欧元区经济景气程度持续下行。欧元区19国综合采购经理人指数（PMI）连续第4个季度出现下滑，4季度综合PMI均值降至52.4，显著低于上季度54.3的均值。其中制造业PMI下滑幅度最大，4季度欧元区制造业PMI均值为51.7，较上季度的54.3下跌了2.6个点，12月制造业PMI更来到51.4的低位，为34个月以来的最低水平。服务业PMI同样表现疲弱。4季度欧元区服务业PMI均值为52.8，与上季度的54.4相比下跌了1.6个点，12月服务业PMI则为51.4，创49个月新低。

欧元区消费者和投资者信心持续下滑。欧元区消费者信心持续下跌，12月该指数从11月的-3.90骤降至-6.20，成为2017年2月以来的最低值。欧元区投资者信心也出现大幅下跌。12月的Sentix投资者信心指数从上月的8.8下跌至-0.3，不仅不如年初的32.9和此前市场预期的8.1，更是4年来首度跌至负值。

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

出地缘政治因素、保护主义威胁、新兴市场脆弱性和金融市场波动有关的不确定性持续存在是经济面临下行风险的主要原因。

英国脱欧悬而未决。英国原计划于 2019 年 3 月 29 日正式脱离欧盟，然而英国首相特雷莎·梅在 2018 年 11 月与欧盟达成的脱欧协议草案未能获得国会议员批准，导致英国政局前景不明。2018 年 11 月，欧盟公布了英国脱欧协议草案文件。这份草案覆盖了脱欧之后的公民权利、金融安排、脱欧后过渡期计划等，主要议题包括爱尔兰边界、公平竞争环境、未来贸易协定、渔业、政府治理和金融市场等方面。按照脱欧流程，下一步便是英国议会对草案的审批。然而，2019 年 1 月 15 日，英国议会以 432 票反对，202 票支持的史无前例压倒性多数，否决了梅首相的脱欧协议，导致英国不得不面临无协议硬脱欧、推迟脱欧并与欧盟重新协商脱欧协议、重新大选、再度公投等多重尴尬选择。目前主要反对党工党已趁势提议对现任政府举行不信任投票，意图迫使对方提早举行大选。英国政局所面临的不确定性大幅增加。

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

日本消费仍然乏力，投资有改善。从商业销售额看，第 4 季度 10 至 11 月一般商品销售额同比下降 2.2%，较第 3 季度 2% 的降幅继续扩大，不过耐用品如汽车的销售明显提升，同比增长了 5.8%。投资各领域中，房地产开发投资开始回暖。10 至 11 月新屋开工户数同比微降 0.1%，较第 2 季度的-2.0% 和第 3 季度的-0.2% 继续收窄；新屋开工住宅建筑面积同比增加 1.9%，扭转了自 2017 年第 3 季度以来的下降势头。机械设备投资形势继续向好。10 月机械订单金额季调同比增长 8.9%，较第 3 季度的 3.8% 明显提升。10 至 11 月工程机械出货金额同比增长 15.4%，较第 3 季度的 2.6% 也有显著上升。10 至 11 月出口同比增长 2.6%，较 2 季度的 7.5% 和第 3 季度的 4.1% 明显回落；进口同比增速

为 14.4%，在第 3 季度同比增长 12.1% 之后继续攀升。

日本银行继续保持宽松货币政策。2018 年 10 月 31 日召开的货币政策会议上，以多数票赞成决定维持货币宽松政策的现状，即诱导短期利率为-0.1%，长期利率（10 年期公债收益率）为 0% 左右。日本银行还维持了“正在缓慢扩张”的判断，但小幅下调了 2018~2020 年度的物价预期，将 2018 年度下调至 0.9%，2019 年度调至 1.4%，2020 年度调至 1.5%，分别下调 0.1~0.2 个百分点。大多数日本央行政策制定者强调需要继续实行目前的超宽松货币政策。

金砖国家经济有亮点。全球经济放缓背景下，俄罗斯、印度、巴西、南非四个经济体 4 季度的制造业 PMI 均较上个季度明显回升。2018 年 9 月，南非政府公布了一系列经济刺激政策，成为提振南非经济的重要因素。2019 年 1 月 1 日，雅伊尔·博尔索纳罗宣誓就任巴西总统，尽管其经济政策细节并不明朗，但其提出的一系列改革被认为是“市场友好型”的，受到了市场的欢迎。

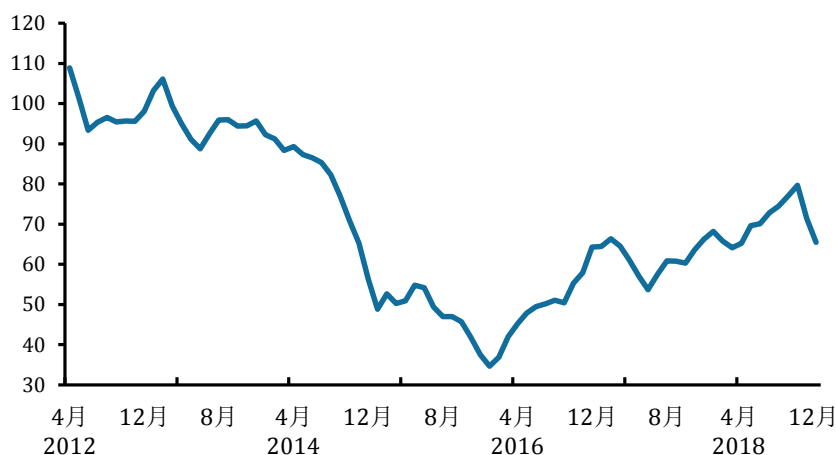
东盟经济和韩国经济总体继续下行。4 季度东盟制造业 PMI 平均为 50.2，较上季的 50.6 继续回落，接近荣枯线。东盟六国中，4 季度泰国和马来西亚已经跌落荣枯线，而第 3 季度时所有六国的 PMI 还均在荣枯线之上。印尼和新加坡的 PMI 较上季度有所下降，分别为 50.7 和 51.5；菲律宾和越南 PMI 则上升，分别为 53.8 和 54.7。韩国 4 季度 PMI 与上季基本持平，为 49.8，连续 3 个季度处于荣枯线下方。区内经济体受到贸易摩擦影响较为明显，但影响效果不一，马来西亚、新加坡和韩国的贸易出现较为明显的波动，影响主要为负面，但越南则因承接了更多贸易转移的投资而获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

大宗商品价格下跌。4 季度 CEEM 大宗商品价格²环比下跌 3.4%，而上季度为上涨

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。

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

图 2 CEEM 大宗商品价格指数



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

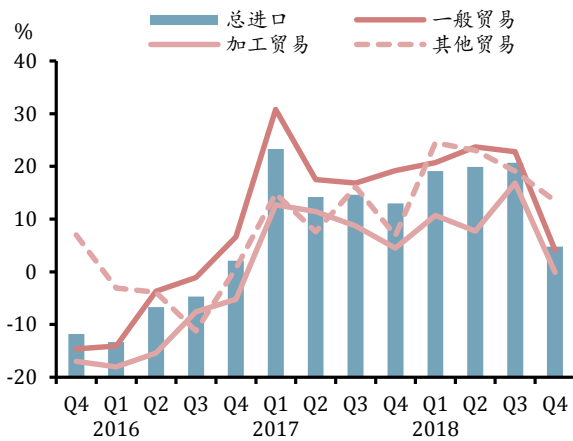
中国进、出口增速显著回落。4 季度以美元计价出口同比增长 4%，进口同比增长 4.4%，显著低于上个季度的 11.7%和 20.4%；以人民币计价出口和进口同比增长 8.6%和 9.1%，显著低于上个季度的 9.8 和 19.1%。进口回落大于出口回落，使 4 季度贸易顺差放大，从 3 季度的 841 亿美元扩大到 1321 亿美元。

分地区看，4 季度，除韩国、俄罗斯、巴西和中国台湾地区外，中国对其他主要贸易伙伴出口增速普遍下降。其中，对美国出口增长 6.3%，较上季度减少 6.6 个百分点；对欧盟出口增长 6.2%，较上季度减少 5.4 个百分点；对日本出口增长 3.8%，较上季度减少 6.4 个百分点；然而，对韩国和中国台湾地区出口同比增速较上季度分别提高 3.3 和 1.7 个百分点。从贸易方式看，4 季度，一般贸易出口同比增长 7.2%，较上季度减少 6.3 个百分点；加工贸易出口同比下降 0.3%，增速较上季度减少 8.3 个百分点，是 2017 年 1 季度以来的首次负增长。分产品看，4 季度，机电产品出口增速大幅下降，较上季度减

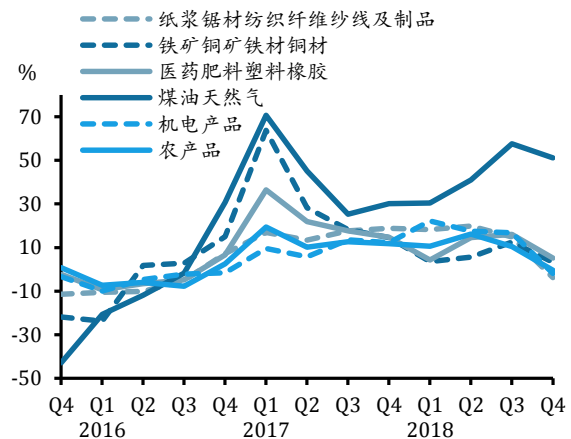
少 9.0 个百分点，同比增速为 3.1%；劳动密集型产品出口增速也出现了回落，出口同比增速为 4.2%，较上季度下降 2.1 个百分点。

中国进口增速大幅回落。分地区看，4 季度，除巴西和中国香港地区外，中国从其他主要贸易伙伴的进口增速均明显下降，而且一般贸易、加工贸易进口增速均明显下降。分产品看，4 季度，包括煤、油和天然气在内的主要产品进口增速均明显下降。其中，机电产品进口增速较上季度减少 18.7 个百分点，同比增速仅为-1.9%，是 2017 年 1 季度以来的首次负增长。煤、油和天然气进口增速较上季度下降 6.5 个百分点，结束了连续 4 个季度的上涨势头，但依然达 51.1%。如果剔除煤、石油和天然气的贡献，4 季度进口同比增速为-4.2%，较上季度回落 16.3 个百分点，是 2016 年 4 季度以来的最低水平。

图 3 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

二、全球金融市场避险情绪上升，全球股债分叉

全球金融市场风险明显上升。2018 年 4 季度全球金融市场风险再次攀升，重现了 1 季度的大幅波动。VIX 指数从季初 12 的低位反弹，并在季末快速拉升，达到 25.42。反映大型机构信用风险的 TED 利差进入 4 季度以来出现明显回升，从 17 个基点上升至超过 40 个基点。总体上，全球金融市场风险厌恶情绪加剧。

表 1 全球金融市场主要指标变动

外汇市场				股票市场			
名称	本季度	上季度	升值幅度	名称	本季度	上季度	上涨幅度
美元指数	96.5	94.98	1.6	标普 500	2689.44	2848.5	-5.58
欧元	1.14	1.16	-1.87	德国 DAX	11277.16	12411.11	-9.14
日元	112.74	111.47	-1.12	日经 225	21879.92	22674.85	-3.51
人民币	6.82	6.81	-1.6	上证综指	2615.33	2766.75	-5.47
雷亚尔	3.81	3.95	3.6	巴西 IBOVESPA	86202.8	77280.84	11.54

货币市场（7 天同业拆借利率）				债券市场（10 年期国债）			
名称	本季度	上季度	变化基点	名称	本季度	上季度	变化基点
美国	2.24	1.98	26.49	美国	3.04	2.92	11.73
欧元	-0.44	-0.42	-1.14	欧元	0.43	0.41	1.81
日本	-0.09	-0.07	-2	日本	0.11	0.09	1.26
中国	2.64	2.63	0.4	中国	3.42	3.57	-15.1
印度	6.41	6.30	11.28	巴西	10.22	11.66	-153.53

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

全球外汇市场总体稳定。美元指数 4 季度温和见顶，11 月中升至 97.7 后转而缓速回落，季末回落至 96 上方。其他主要发达经济体货币中，欧元和日元对美元相应都有所回升，澳元和瑞郎则在季中小幅回落。新兴经济体货币中，阿根廷和土耳其货币下跌已然得以扼制，特别是土耳其里拉明显反弹，收复前期约三分之一的下跌。其余主要新兴经济体货币均表现稳定。

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

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

全球长期国债市场同步回落。伴随避险情绪的急剧上涨，在全球股市总体大跌的同时，全球长期国债市场收益率均出现显著回落，显示资金从风险资产转向安全资产，从发达经济体转向部分新兴经济体的态势。第 4 季度内，发达经济体中美国、欧元区和日本 10 年期国债收益率分别下降 55、31.7 和 12.9 个基点。新兴经济体中，中韩等国 4 季度内的长期国债收益率跌幅紧跟美国，巴西、土耳其、印度等国在资金流入或者资本流出趋稳的背景下长期国债收益率下跌更为突出，4 季度分别达 227、402 和 93.9 个基点。

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

CEFTS 人民币汇率指数小幅上涨，人民币跨境资本流出继续扩大。市场主体结售汇意愿均有所下降，反映逆周期政策效果凸显。2018 年第 4 季度，CEFTS 人民币汇率指数从 92.30 上涨至 93.16，央行 8 月重启逆周期因子和提高远期售汇外汇风险准备金率等政策的调节效果逐步凸显。结汇率（银行代客结汇占银行涉外总收入比率）从 52%下降至 48%，售汇率（银行代客售汇占银行涉外总支出比率）从 52%下降至 50%，结售汇意愿均有所下降。人民币跨境资本流出继续扩大。2018 年 10 月至 11 月，跨境人民币业务占

跨境资本流动的月均比率为 21.8%，同比增加 1.6%，环比增加 0.9%。其中，跨境人民币收入占比为 19.9%，同比下降 3.2%，支出占比为 23.6%，同比增加 0.9%。人民币的月均净流出从 22 亿美元增加到 141 亿美元。

三、 展望与对策

全球经济增长继续放缓。全球经济景气度自 2016 中期至 2018 年初持续上升，2018 年 1 季度后开始持续高位下行，未来几个季度或将持续保持下行态势。支撑本轮经济反弹的主要力量并非技术进步、人口红利、制度改革或者其他长期可持续的因素，而是中国的工业品价格上涨，以及主要经济体较低的利率环境。随着中国经济的持续放缓和美联储货币政策收紧，势必会对未来的投资和消费开支带来不利影响，并影响到全球经济增长。中国经济见底回升以后，全球经济才有望再次反弹。

全球金融市场将进入更为频繁的波动状态。从市场预期上看，美国股市在 4 季度急跌之后，市场对股票价格的看法难以在短期重新达成一致，另外结构上对美国股市影响巨大的科技业、房地产和能源板块面临诸多下行风险，这将很大可能使得出现一段时间振荡下探及拉锯回调的反复过程。鉴于美国股市在全球股市中的风向标地位，其波动将外溢至全球，尤其是发达经济体。这一背景下，全球资金在股市与债市中的转换频繁，两类市场都将经历更为频繁的波动。

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

新兴市场风险总体收窄。2018 年土耳其、阿根廷经济动荡并未传染性扩散溢出，这反映多数新兴经济体国内实体经济和金融部门已具有一定韧性。2019 年美国升息很大可能放缓则意味着新兴经济体面对的最尖锐的外部冲击将明显缓解，因此新兴经济体对全

球资金总体上的吸引力将进一步增强。不过全球共同性冲击减弱也会使得新兴经济体内部的差异性更为凸显。

大宗商品价格总体弱势。需求回落环境下，大宗商品价格也面临压力。石油方面，OPEC 自 12 月起开始落实并加大减产力度，预计将对油价有助推作用。但中长期来看，美国及俄罗斯的产量仍将大幅度影响减产的效果，预计两国长期增产的趋势难以逆转。此外全球需求端走弱会抑制油价上涨，因此预计油价仍然将呈弱势震荡走势，预测油价区间为 60-75 美元。金属方面，2019 年价格走势主要取决于宏观经济下行压力以及环保限产、基建政策的博弈影响。铜、铝方面，短期在全球经济下行加剧的背景下，需求难以提振，铜、铝价格可能滞涨回落。钢材与铁矿石方面，供需两端均略有回暖，但预计宏观基本面对价格造成一定的下行压力。农产品方面，2019 年主要关注中美贸易战及供求格局对价格的影响。大豆方面，中美贸易摩擦缓和提振市场情绪支撑美豆价格短期上调，但长期来看供大于求的格局会进一步施压大豆价格至下行。玉米、小麦产需缺口大，供需格局偏紧将支撑二者价格进一步走高。

中国出口增速回落至个位数，贸易顺差放大。进出口贸易、全球工业品价格和全球经济景气程度高度相关。随着全球经济进入景气周期下半场，全球贸易增速将随之回落，中国出口增速也将回落，受影响更明显的是投资品和耐用品出口。中国经济仍在探底过程中，相较出口增速回落，中国进口增速回落可能更加明显，贸易顺差有望放大。

应对外部经济环境变化的三个重点举措。

对冲外部经济走缓需要做好扩大内需准备，保持宏观经济和金融市场的基本稳定。保持总需求稳定的关键标志是将 GDP 通胀因子保持在 2-5% 的区间。将价格水平保持在这个区间是对合理的工业品价格和利润、投资、商业信心、就业等一系列关键经济指标的支撑，也有利于把杠杆率维持在相对稳定水平。不仅如此，上述宏观经济指标稳定对于减少资本外流压力也是最有力的保障。

保持宏观经济稳定需要多方面的手段，重点工作一是维持基础设施建设在合理增速。二是优化信贷环境，降低企业融资成本。资产新规和地方隐性债务治理会带来信用收缩，需要在堵住后门的同时尽快打开前门，这样才不会被再次打开后门。打开前门的重点一是尽快推出 REITs 为代表的权益类资产工具，二是地方政府基础设施建设的多元化融

资体制建设。三是防范局部的市场违约引发更大范围的市场恐慌情绪，重点关注地方融资平台的债务市场。

保持定力，利用汇率价格弹性自发平抑短期资本流动。利用市场化的汇率价格波动自发平抑短期资本流动是发达国家普遍采用的做法。中国过去一直担心市场化的汇率波动过大，采用持续干预外汇市场的方式平抑汇率价格波动，为此付出的代价是汇率贬值/升值预期迟迟不能消散，资本单边流动进一步加剧，外汇储备大量消散/积聚，基础货币供应受到严重冲击并威胁到国内宏观经济和资产价格稳定。教训已经非常深刻，不能再为了并不一定会出现的汇率剧烈波动而牺牲掉国内宏观经济。新一轮资本流动冲击面前，留足汇率弹性，就是给国内整体宏观经济稳定留下了更充裕的空间。

寻求对外开放政策新突破。中美贸易争端对实体经济的影响还没有充分显现出来，真正的威胁并非中美贸易争端中双边的关税税率上升，这对贸易和 GDP 的影响都有限。真正的威胁是中美双边贸易争端激化双边进一步的情绪化政策出台，双边政策被迫陷入恶性循环，这对贸易、投资以及长远的经济发展和社会稳定造成严重破坏。中国需要坚定对外开放政策，化压力为动力，寻求对外开放政策新突破。

专题报告预览

美国：经济增速回落但未现衰退迹象

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

欧洲：经济增长放缓

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

日本经济：投资继续向好，复苏得以延续

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

金砖国家：经济恢复缓慢复苏

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

中国经济：中央经济工作会议布局2019

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

东盟韩国：经济下行态势确立，贸易摩擦影响不一

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

全球金融市场：避险情绪上升，全球股债分叉

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

大宗商品市场：油价拖累大宗商品价格下行

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

外贸专题：进、出口增速大幅下跌

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

中美贸易战缓解，人民币汇率回暖

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