

# 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 英国脱欧

撰稿人 张 斌 曹永福 陆 婷

冯维江 熊爱宗 徐奇渊

杨盼盼 常殊昱 李远芳

肖立晟 熊婉婷 陈 博

顾 弦 崔晓敏

中国社会科学院世界经济与政治研究所

全球宏观经济研究室

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

中国社会科学院世界经济与政治研究所

全球宏观经济研究组

<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	金砖国家
	徐奇渊	中国经济	杨盼盼	东盟与韩国
	常殊昱	国际金融	李远芳	国际金融
	肖立晟	跨境资本流动	陈 博	大宗商品
	顾 弦	大宗商品	吴海英	对外贸易
	崔晓敏	对外贸易	熊婉婷	金融政策
	王 地	宏观经济	张寒堤	科研助理

联系人：张寒堤

邮箱：iwepceem@163.com

电话：(86)10-8519 5775

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

**免责声明：**

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

## 目录

**美国：增速明显回落，未现衰退迹象 ..... 1**

2019 年 1 季度美国制造业 PMI、消费者信心指数回落，工业生产走平，消费支出略有下降，企业投资和房地产投资后劲不足，经济增速出现明显回落。但企业利润仍然保持增长，银行和实体企业的风险贴水没有上升，金融风险没有明显恶化。3 月底美国出现长短期国债利率倒挂，但这是否意味着经济衰退临近尚难以定论。

**欧洲：增长快速下滑，衰退风险再起 ..... 7**

2019 年 1 季度欧元区经济疲软程度超过预期，综合 PMI 指数第五个季度下滑，制造业 PMI 连续两个月跌破荣枯线，创 2013 年 4 月以来新低。企业投资和工业产出再现疲态，欧元区经济最重要的引擎德国，受美国对欧洲汽车进口征收关税风险的影响，产出大幅下滑，制造业急剧萎缩；意大利经济则连续两个季度实现负增长，成为 2013 年以来欧盟第一个进入衰退的经济体，二者均拖累了欧元区增长预期。不过，欧元区失业率继续稳步下行，为缓和消费者信心和投资者信心提供了支撑。通胀方面，3 月欧元区整体通胀率意外放缓，剔除能源食品价格后的核心通胀下滑明显，促使欧央行继续推行超宽松政策和刺激措施。考虑到 2 季度欧元区仍将面临制造业震荡和外部需求普遍减弱等挑战，预计 GDP 增速将进一步放缓，环比增长率或将降至 0.2%，通胀水平则小幅下行至 1.3% 左右。

**日本经济：复苏出现停滞迹象 ..... 15**

2019 年第 1 季度，日本经济复苏出现停滞迹象。制造业 PMI 较上季度大幅下跌 3.1 至 49.5，时隔 9 个季度再次跌至荣枯线以下。服务业 PMI 为 52.0，较上季度微增 0.1。就业方面，2019 年第 1 季度失业率 2.4%，与上季度持平，仍处于较充分的就业状态。物价低迷，CPI 同比增长率明显下滑。1~2 月 CPI 同比增长率 0.2%，较 2018 年第 4 季度的 0.9% 明显回落，同期核心 CPI 同比增长率 0.7%，较 2018 年第 4 季度的 0.9% 也有所回落。2019 年第 1 季度整体消费增速放缓，房地产投资继续回暖，机械设备投资急转直下。日本银行继续维持宽松货币政策，股价回落但出现反弹趋势，日元对美元汇率及日元实际有效汇率双双升值。对中国进口和出口同比增长率均由正转负，对华投资仍呈增长势头。预计 2019 年第 1 季度实际 GDP 季调环比折年率 -1.0%，第 2 季度 0.3%。

**金砖国家：经济增长势头放缓 ..... 23**

在全球经济增速放缓的背景下，2019 年金砖国家经济增长势头预计也有所放缓。石油价格上升为俄罗斯经济带来支撑，但石油减产以及全球贸易增长放缓也造成俄罗斯出口下降，与此同时，美国对俄罗斯的经济制裁仍是俄罗斯经济的重大风险。巴西经济复苏仍较为缓慢，博索纳罗推行的社保改革能否发挥作用依赖于国会批准的情况，与此同时，近期发生的米纳斯吉拉斯州矿难以及农业产量预期下调等也对经济复苏造成压力。印度和南非都将在 2019 年举行大选，大选之前政治上的不稳定性将会在短期内影响经济复苏进程。除此之外，高油价以及影子银行体系的违约风险为印度经济带来风险，而财政空间不足和电力短缺问题则是南非经济面临的挑战。

**中国经济：为什么要保持一定的经济增速 ..... 29**

当前，国内外经济局面稳中有变、变中有忧，中国有必要采取积极的应对举措，将经济增速保持在合理区间。一方面，经济下行周期中，市场的供求失衡是一种对资源的浪费，需要进行干预将增速保持在一定水平。另一方面，在市场竞争机制不完善、正向淘汰机制欠缺的背景下，保持一定增速也是对市场不完善的一种补偿。同时，保持经济运行在合理区间，也是稳就业、防范金融市场重大风险的必要举措。

**东盟韩国：经济延续下行态势，货币表现总体稳健 ..... 33**

东盟经济和韩国经济总体景气下行。东盟 2019 年第 1 季度制造业 PMI 平均为 49.9，跌至荣枯线之下，较上季度下降 0.3 个百分点。东盟六国中，除泰国以外的其他经济体 PMI 均较上季度下降。去年第 4 季度景气程度较高的新加坡、菲律宾和越南制造业 PMI 在今年第 1 季度出现较大下跌，分别下降 0.9、1.9 和 3.0 个百分点至 50.6、51.9 和 51.7，印尼和泰国第 1 季度 PMI 比荣枯线略高，马来西亚的 PMI 为 47.6。韩国第 1 季度 PMI 为 48.1，较上季度进一步下降 1.7 个百分点。对于东南亚主要外向经济体而言，全球经济景气下行、消费电子产品周期性下行以及贸易摩擦因素导致各国景气程度有所降低。域内前沿国家新加坡和韩国经济继续放缓，提示 2019 年全球经济下行风险可能加剧。受油价走低的影响，东盟国家和韩国的通货膨胀水平较低。因为美联储推迟加息，东盟国家和韩国货币在第 1 季度总体表现良好，多数货币对美元较上季度均有所升值。

**全球金融市场：负面风险减少，风险偏好修复 ..... 43**

2019 年第 1 季度，全球金融市场总体波动性下行。在主要央行货币政策调门转缓和以及中美贸易谈判务实推进的背景下，金融市场避险情绪得以缓解，发达经济体和新兴经济体股市普遍反弹。主要受流动性宽松条件影响，发达经济体长债收益率总体下行；新兴经济体长债收益率保持相对低位，同时在市场风险偏好上升的作用下出现一定反弹。全球主要外汇维持低波动水平已持续三个季度，仅阿根廷和巴西货币对美元汇率再度大幅下跌，但整体速率相比去年三季度明显缓和。全球货币市场稳定。由于 1 季度市场反弹主要来自相对四季度的风险偏好修复，当前总体正面因素相对负面因素在减少，2 季度全球金融市场波动性预计仍将总体上升，发达经济体股市仍可能是波动率上升的主要来源，美元指数仍可能维持窄幅波动态势，新兴经济体总体风险下行，但受全球经济环境影响，市场向上动能仍很有限。

**大宗商品市场：走势反弹，但仍低于前期均值 ..... 53**

2019 年 1 季度大宗商品价格环比小幅下跌。虽然相对于上季度的均值仍有一定跌幅，但从走势上看价格逐步反弹。其中石油价格整体上行，铁矿石、铜价也较上季度末低点显著上涨。供给端收缩、政治和意外扰动因素为推动这些品种上涨的主要原因。农产品基本全线回落，主要受需求端疲弱和非洲猪瘟等特定事件的影响。全球经济复苏存在的不确定性仍然使大宗商品价格面临压力。

**外贸专题：进、出口增速继续下降 ..... 63**

2019 年 1 季度，中国出口（美元）同比增长 1.4%，较上季度 3.9% 的同比增速下降 2.5 个百分点。1~3 月出口增速大幅波动，来自春节效应的作用，但 1 季度出口增速总体下降则主要来自外需因素，而出口市场份额预期同比略有提升。1 季度中国进口同比下降 4.8%，增速较上季度下降 9.1 个百分点。货物贸易顺差总额为 763 亿美元，同比提高 314 亿美元。服务贸易逆差为 433 亿美元，同比下降 11.9%，较上季度 11.5% 的同比增速下降 23.4 个百分点。预期 2 季度中国出口依然面临一定下行压力。

**脱欧继续延期 ..... 75**

延期、再延期。曾经一度让全世界猝不及防的英国脱欧，如今业已演变成烂尾工程般的存在，不仅令英国和欧盟身心俱疲，也让市场看客不胜其烦。英国政坛各派势力的斗争、英欧关

系的博弈、北爱尔兰边界的争执，无一不给英国和欧盟的这场“分手”带来重重阻碍。三年时间转瞬即逝，英国却仍在脱欧路上泥足深陷，前程犹未可知。

### 中国经济增速的预测偏差：历史回顾的视角 ..... 83

笔者对 2008 年至 2019 年间，55 家机构对中国经济增速给出的年度经济预测进行了回顾，发现预测行为存在以下特点：其一，在经济上行期，机构预测均值倾向于低估，下行期倾向于高估，预测均值呈现出逆周期的特点。其二，预测偏差的这种逆周期特点，与可能导致这种偏差的内生性力量方向相反，所以从预测者本身的角度来进行反思恐怕是重要的角度。其三，预测偏差、预测分歧都在逐年减少。但是，这并不意味着实际增速的预测就有很强的意义，结论甚至是恰恰相反。笔者将指出，从很多角度来看，在实际增速相当稳定的情况下，名义 GDP 增速的预测可能更具分析意义。

## 图表目录

图表 1	制造业 PMI 下降但仍高于荣枯线.....	1
图表 2	汽车销量呈现盘整态势（折年率，百万辆）.....	2
图表 3	资本品订单金额略有回落（单位：百万美元）.....	3
图表 4	劳动力市场收紧.....	4
图表 5	通货膨胀略有回落.....	5
图表 6	PMI 表现不佳，工业产出同比下滑.....	8
图表 7	通胀再度下滑.....	9
图表 8	失业率保持稳定.....	9
图表 9	消费者信心缓慢回升.....	10
图表 10	企业投资再现疲态.....	11
图表 11	贸易账户盈余扩大.....	12
图表 12	日本经济复苏出现停滞迹象.....	16
图表 13	机械设备订单同比大幅减少.....	16
图表 14	进出口同比增长率双双下行.....	17
图表 15	日本东京日经 225 指数继续回落.....	18
图表 16	日元小幅升值.....	19
图表 17	日本对华贸易增速下滑.....	19
图表 18	日本对外直接投资连续三个季度实现同比正增长.....	20
图表 19	日本季调实际 GDP 环比折年率.....	21
图表 20	中国与金砖国家贸易情况.....	26
图表 21	金砖国家数据概览.....	27
图表 22	东盟六国与韩国的制造业 PMI.....	33
图表 23	东盟六国与韩国货币第 1 季度对美元走势.....	33
图表 24	东盟六国与韩国宏观经济数据概览.....	41
图表 25	全球金融市场主要指标变动.....	44

图表 26	全球金融市场风险状况图 .....	44
图表 27	主要发达和新兴经济体汇率走势一览 .....	45
图表 28	主要发达与新兴经济体股市走势一览 .....	46
图表 29	全球主要发达与新兴经济体货币市场走势一览 .....	47
图表 30	全球主要发达与新兴经济体长期国债市场走势一览 .....	47
图表 31	跨境资本流动结构：基于银行代客收付款分项 .....	50
图表 32	部分地区银行自身和代客结售汇数据（亿美元） .....	51
图表 33	外币公司债季度发债额度与频率 .....	52
图表 34	1 季度大宗商品价格环比下跌 .....	53
图表 35	大宗商品价格反弹，但仍低于前期均值 .....	53
图表 36	1 季度石油反弹，但仍低于前期高点 .....	54
图表 37	1 季度 OPEC 产量持续下降，减产落实 .....	54
图表 38	2 月份以来美国原油商业库存净下跌 .....	55
图表 39	中国原油进口需求稳步上涨 .....	55
图表 40	美国石油净进口量创新低 .....	56
图表 41	欧洲主要国家需求稳定 .....	56
图表 42	铜矿砂及其精矿进口价格小幅震荡上扬 .....	56
图表 43	中国钢材进口价格小幅上升 .....	56
图表 44	LME 铜价与铝价震荡上行 .....	57
图表 45	国际铁矿石价格大幅上涨 .....	57
图表 46	农产品现货价格均不同程度下跌 .....	59
图表 47	CBOT 农产品价格震荡下行 .....	59
图表 48	预估 1 季度全球贸易增速继续下行 .....	63
图表 49	春节效应与 1~3 月出口增速 .....	65
图表 50	中国出口增速的地区和产品分布 .....	66
图表 51	预计 1 季度外需增速将下降 .....	68
图表 52	预计 1 季度中国出口产品市场份额同比略有提升 .....	68



图表 53	中国进口增速的地区分布（单位：%）	69
图表 54	中国进口增速的贸易方式和产品分布	71
图表 55	中国货物贸易顺差及服务贸易逆差	72
图表 56	全球及主要经济体制造业 PMI	73
图表 57	中国外贸数据概览	74
图表 58	脱欧历程简图	81
图表 59	预测增速均值和事后公布增速的对比	84
图表 60	预测增速均值：上行期倾向于低估，下行期倾向于高估	84
图表 61	预测值的偏差逐年减少：预测越来越准了	86
图表 62	机构预测的分歧也在逐年缩小	86
图表 63	和 GDP 实际增速相比，名义增速周期性特征更加明显	90



## 美国：增速明显回落，未现衰退迹象

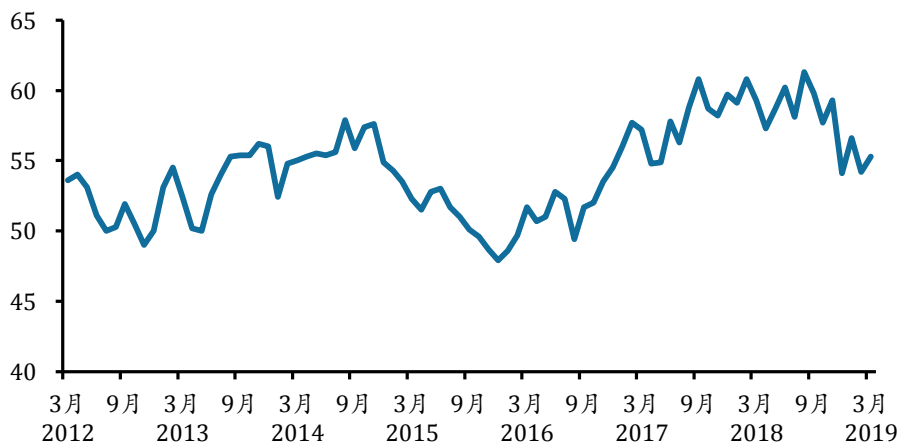
2019年1季度美国制造业 PMI、消费者信心指数回落，工业生产走平，消费支出略有下降，企业投资和房地产投资后劲不足，经济增速出现明显回落。但企业利润仍然保持增长，银行和实体企业的风险贴水没有上升，金融风险没有明显恶化。3月底美国出现长短期国债利率倒挂，但这是否意味着经济衰退临近尚难以定论。

### 一、经济运行态势

#### PMI 回落但仍高于荣枯线

PMI 有所回落但仍高于荣枯线。2019年1季度供应商协会公布的美国制造业 PMI 均值为 55.4，比去年 4 季度的均值 57.0 有所下降，但是仍然显著高于荣枯线，说明企业管理层仍然较好。1~3 月制造业 PMI 分别为 56.6、54.2 和 55.3，其中 3 月比 2 月略有反弹。1~2 月的工业生产指数与去年 12 月相比基本持平，其中工业生产中的制造业略有下降，采掘业继续上升。

图表 1 制造业 PMI 下降但仍高于荣枯线



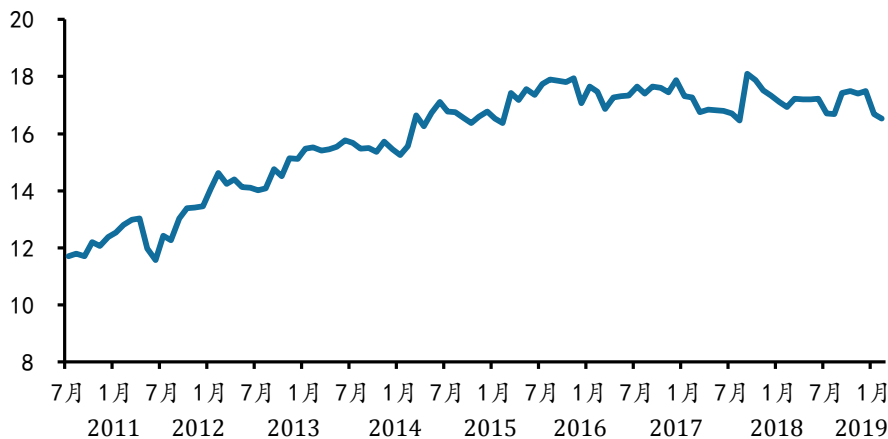
数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

## 消费支出略有下降

**消费支出略有下降。**美国家庭就业机会和收入持续增加，能够从基本面支撑消费支出的增长。2019年1季度密歇根大学消费者信心指数均值为94.5，低于去年4季度的98.1，金融市场的动荡、经济增长预期回落都影响了消费者信心。1~2月美国实际零售额相比去年4季度出现小幅环比下降，这很可能会拖累美国1季度的经济增长表现。

汽车是美国家庭最重要耐用消费品，其销量对经济景气变动较为敏感。20世纪80年代以来美国汽车销量的长期月度均值为1500万辆（折年率），当前1600万~1700万辆的年销量高于长期均值。2019年1~2月汽车销量的均值为1660万辆，低于去年下半年的均值，汽车销量呈现震荡中轻微下降的态势，预计将很难有明显起色，这会影响消费的增长。

图表2 汽车销量呈现盘整态势（折年率，百万辆）

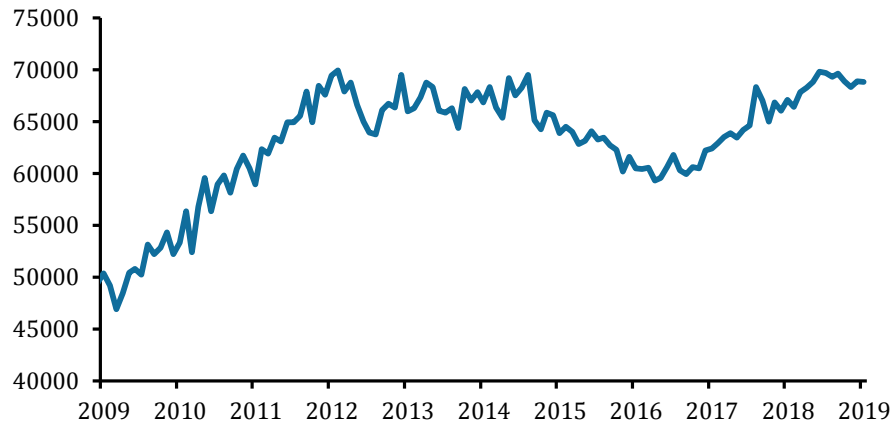


数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

## 企业投资后劲不足

**企业投资后劲不足。**美国企业投资划分为设备、建筑和知识产权投资三大类。去年年初特朗普政府大幅降低企业所得税，对企业投资起到刺激作用，但这种效应逐渐衰减，企业投资整体呈现回落态势。2019年1~2月非国防资本品订单金额均值为689亿美元，与去年4季度690亿美元的月度均值大致持平，该指标对企业设备投资有先导作用。1~2月石油与天然气活跃钻井数量比去年四季度略有下降，该指标与采掘业相关的建筑类密切相关。这两个指标的走势说明美国企业投资的增长动力不足。

图表 3 资本品订单金额略有回落（单位：百万美元）



数据来源：美联储圣路易分行，世界经济预测与政策模拟实验室

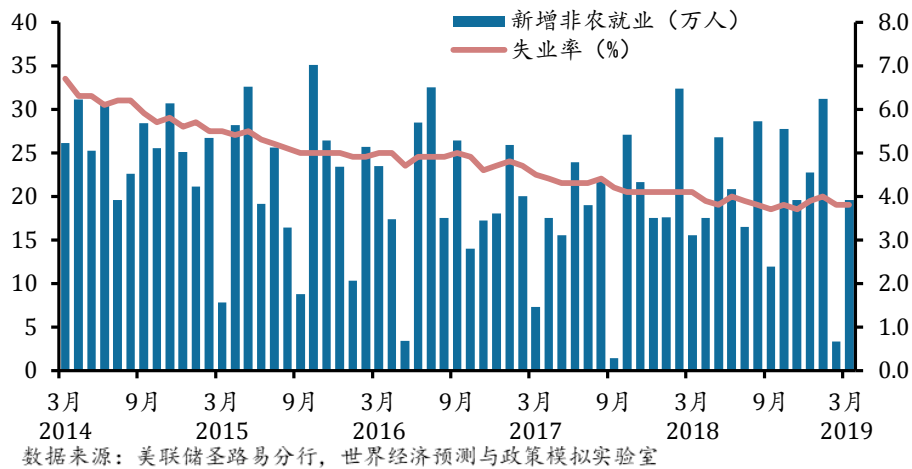
### 房地产市场上升空间有限

**房地产市场上升空间有限。**2019年1~2月新屋开工量（折年率）均值为122万套，比去年4季度的均值119万有小幅提升。但新屋许可量与去年4季度基本持平，该指标对于新屋开工量有先导作用，说明未来新屋开工量的上升空间有限，这会影响房地产投资的增长。去年4季度美国Case-Shiller二十城市房价指数同比增长4.5%，今年1月同比增长3.5%，房价仍然保持上涨态势，但已经低于之前数年6%左右的增速。2018年1~4季度支出法GDP口径下的房地产投资环比增速折年率分别为-3.4%、-1.3%和-3.6%和-4.7%，这种连续4个季度的负增长是2008年金融危机结束以来的第一次，未来房地产投资有可能出现调整性反弹，但预计难以出现强劲、持续攀升的局面。

### 政府开支小幅增长

**政府开支小幅增长。**1季度美国政府雇员数量同比增长0.5%，延续小幅增长态势，其中联邦政府雇员数基本走平，主要增长来自州和地方政府。因为南部边境墙的预算纷争，2018年12月22日~2019年1月25日美国联邦政府出现历史上最长的政府关门，对联邦政府的支出增长带来负面影响，但影响程度有限。

图表 4 劳动力市场收紧



### 劳动力市场继续 收紧。

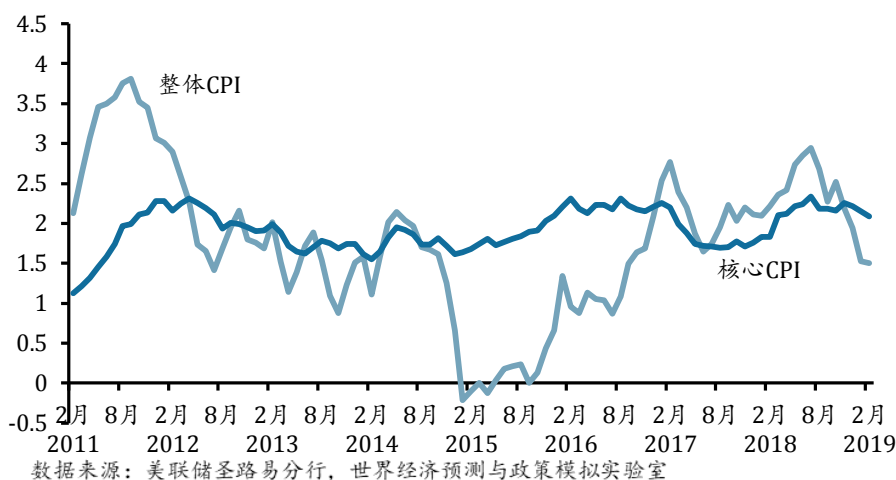
**劳动力市场继续收紧。**1~3月美国新增非农就业人数分别为31.1万、3.3万和19.6万，季度内出现较大波动。前3个月新增就业均值为18.0万，整体上略低于去年的21.0万；2~3月小时工资同比增速为3.4%~3.2%，工资增速高于2015-2017年2.0%~2.5%左右的增速。随着劳动力市场的收紧，新增就业数量回落、工资增速提高是必然的。

1季度首次申请失业救济人数的均值为22.0万，与去年全年的均值21.9万基本持平。而且该指标处于20世纪60年代末以来的历史低位，这一方面说明美国劳动力市场的流动性出现下降，另一方面也说明企业没有大批解雇员工，没有将工人推向失业救济队伍，劳动就业关系整体较为稳定。

### 调通胀小幅回落

**通货膨胀小幅回落。**2019年1~2月美国整体CPI同比增速分别为1.52%和1.50%，较去年下半年有明显回落，国际大宗商品价格的回落带动整体CPI的回落。扣除能源和食品价格后的核心CPI表现有所不同，1~2月同比增速分别为2.15%和2.08%，增速高于整体CPI，而且相比去年下半年的降幅很小。尽管近期美国劳动力市场收紧，小时工资增速高于3%，但劳动生产率的增长部分抵消了工资增长，再加上经济增速回落，预计美国核心通胀将保持稳中略降的态势。

图表 5 通货膨胀略有回落



### 金融风险没有明显恶化

金融风险没有明显恶化。3月底美国10年期国债利率一度低于3个月国债，出现长期与短期利率的倒挂，从历史经验看这是经济衰退的先兆。但此次利率倒挂背后的细节值得探讨，随着美国经济增长和加息节奏预期的回落，长期国债利率必然会快速下降；但短期利率并没有大幅上升，金融市场并没有出现流动性紧张，因此本次利率倒挂是否意味着经济衰退临近尚难有定论。

美联储圣路易斯分行的金融压力指数、芝加哥分行的金融条件指数都没有明显恶化；1季度标准普尔500指数和NASDAQ指数整体保持上升态势，投资者的市场预期没有明显恶化。TED利差（银行间同业拆解利率减短期国债利率）从2018年底的0.48%下降到3月底的0.21%，银行风险贴水略有下降；穆迪Baa利差（Baa级企业债利率减联邦基金利率）保持相对稳定，这两个利差指标的态势说明银行和实体企业的经营状况较为稳健。综合来看，美国近期没有出现明显的金融风险恶化。

## 二、经济政策

### 预算纷争持续不断

预算纷争持续不断。2018年底~2019年初特朗普要求国会在政府拨款法案中给予美墨边境墙50亿美元的预算，但国会拒绝该提议，特朗普则拒绝在拨款法案上签字。这是两党移民政策分歧白热化的表现，导致了美国历史上时间最长的政府关门。后来特朗普做出让步，不再

要求拨款法案中包括修墙费用，9月底财年结束之前的政府拨款得以落实。但2019年2月15日特朗普又发表声明指出南部边境充斥毒品犯罪和非法移民，宣布国家紧急状态，他表示之前的相关预算严重不足，宣布动用81亿美元的其他财政资金建设美墨边境墙，主要来源是国防部禁毒资金和军事设施建设资金。

特朗普绕开国会，以紧急状态为由公然改变既定的财政资金用途，这不仅是财政支出和移民政策问题，而且关系到美国的宪政体制，紧急状态声明在美国朝野引起轩然大波，但特朗普仍然一意孤行，坚持其政策立场，部分资金已经开始投入到边境墙建设当中。

近期白宫和国会正在磋商2019年10月1日之后2020财年的预算，其中的纷争将会持续不断。尽管有声音呼吁加强基础设施建设，但是在当前政党纷争日益激烈的背景下，预计将很难推出切实的政策。

#### 美联储暂缓加息

**美联储暂缓加息。**3月20日美联储公开市场委员会（FOMC）调低了经济增长预期，将联邦基金利率保持在2.25%~2.5%的区间不变。联储主席鲍威尔在议息会后的新闻发布会上指出，当前美联储利率是中性的，既不会刺激也不会限制经济增长；而根据FOMC发布的预测，2019年联邦基金利率预测值为2.4%，按照该预测美国年内加息的概率将大大降低。FOMC还宣布从5月开始放缓“缩表”节奏，到9月停止缩表。这意味着在经济增速放缓的背景下，美联储的货币政策正常化进程会告一段落。

### 三、美国经济形势展望

#### 经济增速回落但 短期内衰退风险 不大

2019年1季度美国制造业PMI和消费者信心指数有所回落，工业生产走平，零售额出现环比下降，企业投资后劲不足。2018年全年高达2.9%的增长速度将难以维持，预计1季度GDP增速回落到1.6%左右，2季度将保持到1.8%~2.0%之间。另一方面，美国企业的盈利能力仍然较强，劳动力市场持续收紧，银行和实体企业的风险贴水没有明显上升，金融风险没有显著恶化。尽管3月底美国出现长短期国债利率倒挂，但这是否是衰退迹象仍难有定论。



## 欧洲：增长快速下滑，衰退风险再起

2019 年 1 季度欧元区经济疲软程度超过预期，综合 PMI 指数第五个季度下滑，制造业 PMI 连续两个月跌破荣枯线，创 2013 年 4 月以来新低。企业投资和工业产出再现疲态，欧元区经济最重要的引擎德国，受美国对欧洲汽车进口征收关税风险的影响，产出大幅下滑，制造业急剧萎缩；意大利经济则连续两个季度实现负增长，成为 2013 年以来欧盟第一个进入衰退的经济体，二者均拖累了欧元区增长预期。不过，欧元区失业率继续稳步下行，为缓和消费者信心和投资者信心提供了支撑。通胀方面，3 月欧元区整体通胀率意外放缓，剔除能源食品价格后的核心通胀下滑明显，促使欧央行继续推行超宽松政策和刺激措施。考虑到 2 季度欧元区仍将面临制造业震荡和外部需求普遍减弱等挑战，预计 GDP 增速将进一步放缓，环比增长率或将降至 0.2%，通胀水平则小幅下行至 1.3% 左右。

### 一、经济运行态势

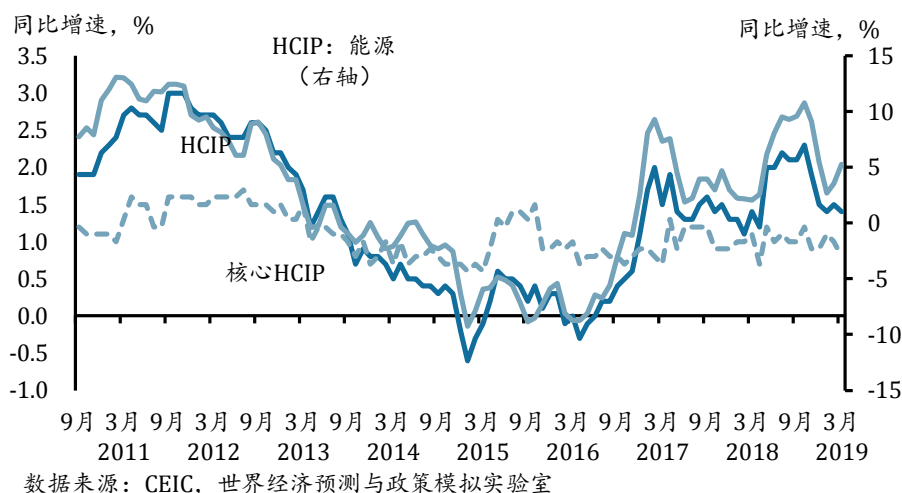
#### PMI 表现不佳，工业产出同比下滑

PMI 表现不佳，工业产出同比下滑。欧元区 19 国综合采购经理人指数（PMI）连续第五个季度出现下滑，1 季度综合 PMI 季度均值降至 51.4，低于上季度的均值 52.3。其中制造业 PMI 表现最为堪忧，1 季度欧元区制造业 PMI 均值为 49.1，为 2013 年 3 季度以来首次跌破荣枯线，3 月制造业 PMI 更来到 47.5 的低位，创下 2013 年 4 月以来新低，新订单分项指数也达到 2012 年 12 月以来最低水平。数据供应商 IHS Markit 表示，此次欧元区制造业 PMI 下滑由德国主导，德国 3 月制造业 PMI 终值仅 44.1，至此，德国制造业 PMI 已连续三个月低于 50 荣枯线，意味着制造业进入收缩期，订单数量、雇佣人数均出现下降。意大利情况也不容乐观，其 PMI 跌至近六年最低。

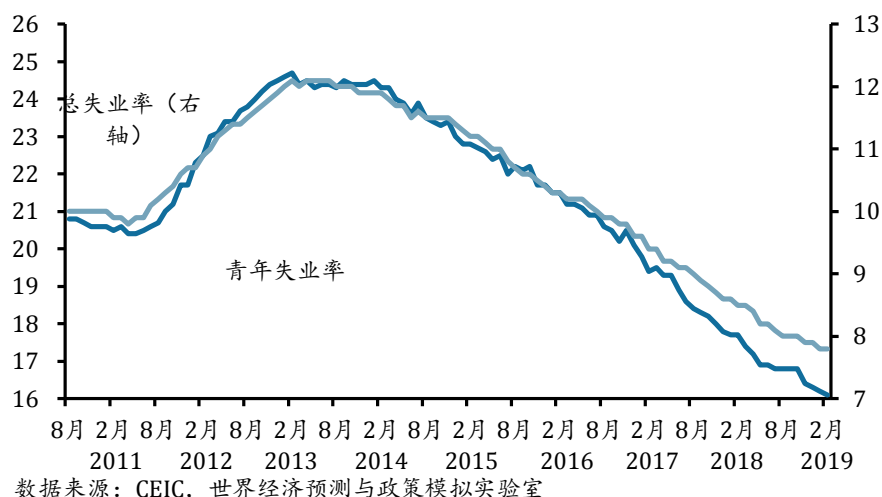
相比之下，欧元区服务业 PMI 表现则相对较为平稳。1 季度欧元区服务业 PMI 均值为 52.2，与上季度的 52.7 相比仅下跌了 0.5 个点，3 月服务业 PMI 则为 52.7，较 1 月的 51.2 显示出回升势头。尽管服务业表现尚属平稳，但制造业运营环境的恶化、新订单数的锐减，使得欧元区未来数月经济表现良好的可能性不高。



图表 7 通胀再度下滑



图表 8 失业率保持稳定



### 失业率保持稳定

**失业率保持稳定。**2月欧元区19国失业率为7.8%，与1月持平，保持在10年以来的低位，基本接近金融危机爆发前的水准。失业人数则从1月份的1280.7万下降至1273.0万人。从成员国看，德国失业率降至东西德统一以来最低，3月季调后失业率为3.9%，较前个月再降0.1个百分点，符合市场预期。法国失业率在2018年四季度下降了0.3%，达到8.8%的十年最低水平，全法失业人数减少了约9万人，整体失业规模约为250万，失业率处于下降区间。

欧元区青年失业率也在持续下降。2月欧元区19国青年失业率

为 16.1%，已经连续四个月下行，较前月减少 0.1 个百分点。

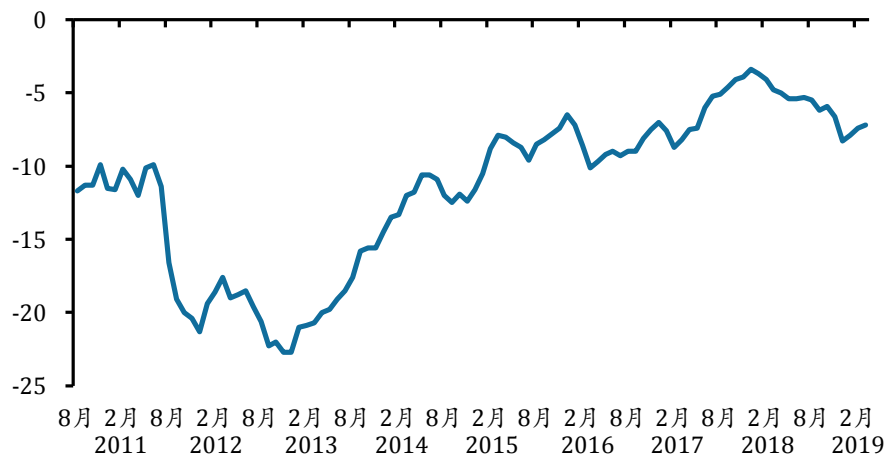
## 二、支出法 GDP 分解

### 消费者信心缓慢回升

消费者信心缓慢回升，居民消费支出平稳。在经历了 2018 年 12 月的大幅下挫后，1 季度欧元区消费者信心从-8.3 的低点逐步爬升，3 月消费者信心来至-7.2，符合市场预期。就成员国而言，3 月份德国消费者信心指数为 10.8 点，与 2 月持平。其分项指标中的经济前景指标连续第五个月下降，降至 2016 年 3 月以来的最低值；消费和购买倾向指标在 2 月大涨后出现回落；收入预期指标则逆势小幅上涨。法国消费者信心也从去年 12 月的四年低点中逐渐恢复，由年底的 87 攀升至 3 月的 96。

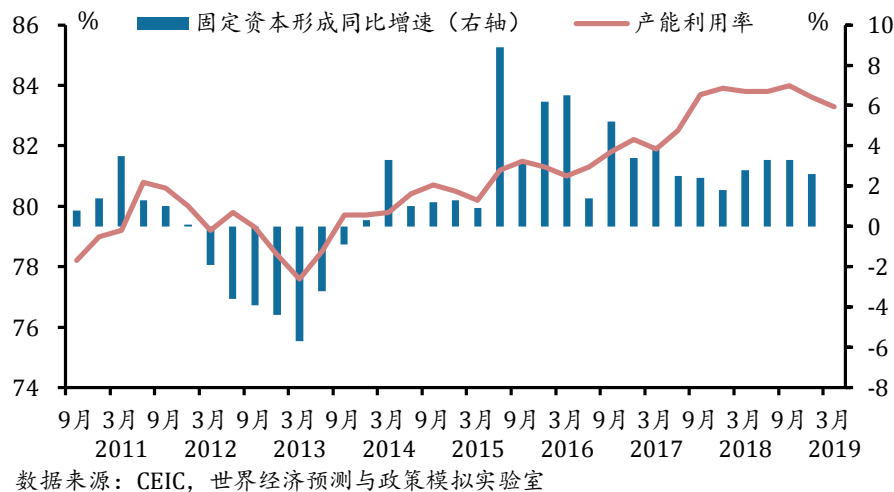
居民消费支出方面，2018 年第 4 季度欧元区居民消费支出增长平稳，同比增长 1.2%，高于前一个季度的 0.9%，其对 GDP 的环比拉动率也较上一季度 0.07 个百分点有所上升，来到 0.13 个百分点。从欧元区零售销售来看，1 月欧元区零售销售环比上涨 1.3%，同比亦增长了 2.2%，高于前值 0.3%，表现亦算稳定。

图表 9 消费者信心缓慢回升



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 10 企业投资再现疲态



### 企业投资再现疲态

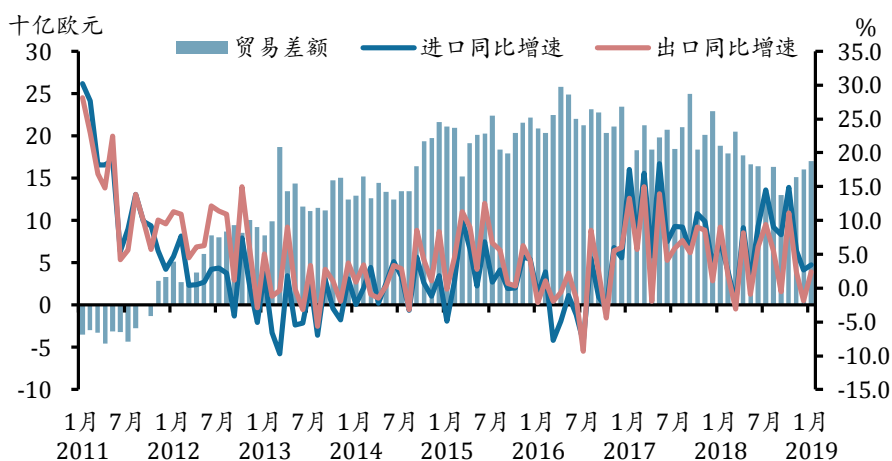
**企业投资再现疲态。**2018 年 4 季度欧元区不变价固定资本形成总额同比增长 2.6%，低于上季度 3.3% 的增速，显示出欧元区企业投资放缓的迹象。在对 GDP 的环比拉动率方面，4 季度固定资本形成的贡献度为 0.12 个百分点，略低于 3 季度 0.13 个百分点。与此同时，欧元区制造业产能利用率也在继续下滑，2019 年 1 季度产能利用率为 83.3%，较上季度的 83.6% 再下跌了 0.3 个百分点。

3 月欧元区投资者信心出现了小幅改善。Sentix 投资者信心指数从 2 月的 -3.7 回升至 -2.2，好于预期的 -3.1，这是欧元区投资者信心连续第二个月改善。改善的原因主要在于近期亚洲地区经济发展状况良好，投资者普遍希望除日本以外的亚洲地区经济活动的复苏能为欧元区提供动力。

### 贸易账户盈余扩大

**贸易账户盈余扩大。**2019 年 1 月，欧元区 19 国季调后货物贸易顺差为 170 亿欧元，高于前值的 160 亿欧元，这是欧元区贸易账户顺差连续第二个月出现增长。与此同时，欧元区货物进出口增速平稳，1 月，出口货物为 1948 亿欧元，同比增长 2.4%，季调后环比增长 0.8%；进口 1777 亿欧元，同比增长 3.4%，季调后环比增长 0.3%。

图表 11 贸易账户盈余扩大



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

### 三、政策走势

#### 欧央行开启新一轮 定向长期再融资操 作

欧央行开启新一轮定向长期再融资操作。3月7日，欧洲央行在最新的一次货币政策会议上决定维持三大基准利率水平不变，将利率前瞻的措辞由上一次会议中“至少维持到2019年夏季”修改为“至少维持到2019年年底”，暗示加息时点进一步延后；同时，该行宣布，将在今年9月开启新一轮的定向长期再融资操作（TLTRO）。

欧央行上一轮TLTRO于2014年至2017年间实行，对改善信贷结构及市场风险偏好、提振经济增长起到了较强的支撑作用。2020年，欧央行将有大量TLTRO贷款到期。有分析称，在欧央行退出大规模购债及经济下行压力加大的情况下，债务大国意大利和一些南欧国家面临融资断崖风险，而引入新一轮TLTRO有助于缓解上述风险，并给欧元区经济运行提供一定拉升力。

此次议息会议上，欧洲央行还下调了对欧元区未来三年经济增速和通胀率的预期。经济增长方面，将2019年GDP增长预期由此前的1.7%下调至1.1%，将2020年GDP增长预期由此前的1.7%下调至1.6%，维持2021年GDP增长预期在1.5%不变。通胀率方面，将2019年通胀率预期由此前的1.6%下调至1.2%，将2020年通胀率预期由此前的1.7%下调至1.5%，将2021年通胀率预期由此前的1.8%下调至1.6%。

**英国脱欧延期**

**英国脱欧延期。** 欧盟领导人 4 月 11 日做出决定，将英国“脱欧”期限再次延期到 10 月 31 日。此前英国议会下议院通过修正案，允许议会发起不具备法律约束力的指示性投票(indicative votes)，寻找 May 政府方案外的替代方案，这也使得议会基本掌控脱欧进程。3 月 27 日议会首轮指示性投票显示，关税同盟和二次公投目前是共识最高的替代性方案。3 月 29 日，首相 May 的脱欧协议被议会第三次否决，脱欧截止日将推迟至 4 月 12 日。4 月 1 日，议会再度进行第二轮指示性投票，结果不出意外，4 种脱欧方案无一获得通过。

**四、经济形势展望****预计 2 季度欧元区 GDP 环比增速将在 0.2%左右**

**预计 2 季度欧元区 GDP 环比增速将在 0.2%左右。** 进入 2019 年，欧元区经济下滑速度加快，PMI 制造业指数、工业产出和投资者信心指数都出现大幅下滑。欧元区经济最重要的引擎德国，工业生产下降，出口趋于停滞，而在民众示威游行中苦苦挣扎的法国和与欧盟持续对立的意大利也分别为欧元区经济增幅贡献了负面力量。这导致各大机构纷纷对欧元区经济增长预期进行了大幅下调：除欧央行外，OECD 也将欧元区 2019 年的增长预期下调了 0.8 个百分点，降至 1%。

展望下一季度，欧元区经济仍面临诸多风险，包括和美国潜在的贸易冲突、英国脱欧带来的不确定性和全球经济放缓。预计 2019 年 2 季度欧元区 GDP 增速将进一步放缓，环比增速或在 0.2%左右。

**通胀继续下滑**

**欧元区 2 季度通胀或将继续下滑。** 通胀疲软与劳动力市场的持续改善并行多年来一直困扰着欧元区，2019 年也不例外。1 季度受制造业受挫、经济信心下滑、需求减弱的影响，欧元区就业机会和工资收入增加的传导效应依旧缓慢，无法迅速推动通胀率上涨。未来几个月，全球制造业震荡和需求普遍减弱等挑战将进一步加剧就业向工资增长的缓慢转移。同时受世界经济增长不及预期、石油限产协议执行效率不彰等因素影响，预计未来能源类大宗商品价格会小幅回落，其对欧元区通胀的支撑力度将有所减弱。故预计 2 季度欧元区通胀年增长率或进一步下滑至 1.3%左右。





## 日本经济：复苏出现停滞迹象

2019年第1季度,日本经济复苏出现停滞迹象。制造业 PMI 较上季度大幅下跌 3.1 至 49.5, 时隔 9 个季度再次跌至荣枯线以下。服务业 PMI 为 52.0, 较上季度微增 0.1。就业方面, 2019 年第 1 季度失业率 2.4%, 与上季度持平, 仍处于较充分的就业状态。物价低迷, CPI 同比增长率明显下滑。1~2 月 CPI 同比增长率 0.2%, 较 2018 年第 4 季度的 0.9% 明显回落, 同期核心 CPI 同比增长率 0.7%, 较 2018 年第 4 季度的 0.9% 也有所回落。2019 年第 1 季度整体消费增速放缓, 房地产投资继续回暖, 机械设备投资急转直下。日本银行继续维持宽松货币政策, 股价回落但出现反弹趋势, 日元对美元汇率及日元实际有效汇率双双升值。对中国进口和出口同比增长率均由正转负, 对华投资仍呈增长势头。预计 2019 年第 1 季度实际 GDP 季调环比折年率-1.0%, 第 2 季度 0.3%。

### 一、经济复苏出现停滞迹象

**2019 年第 1 季度, 日本经济复苏出现停滞迹象, CPI 同比增长率明显下滑。**

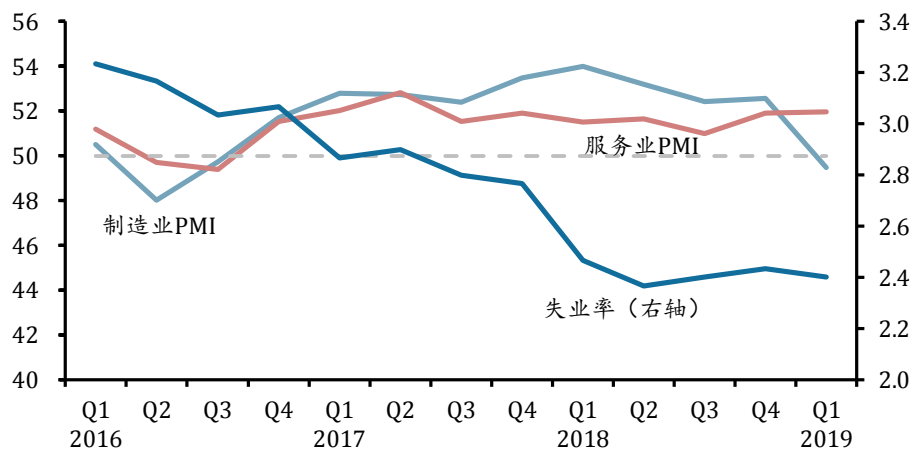
2019 年第 1 季度, 日本经济复苏出现停滞迹象。制造业 PMI 较上季度大幅下跌 3.1 至 49.5, 时隔 9 个季度再次跌至荣枯线以下。服务业 PMI 为 52.0, 较上季度微增 0.1。就业方面, 2019 年第 1 季度失业率 2.4%, 与上季度持平, 仍处于较充分的就业状态。1~2 月季调有效求人倍率均值 1.63, 与 2018 年第 4 季度基本持平。物价低迷, CPI 同比增长率明显下滑。1~2 月 CPI 同比增长率 0.2%, 较 2018 年第 4 季度的 0.9% 明显回落, 同期核心 CPI 同比增长率 0.7%, 较 2018 年第 4 季度的 0.9% 也有所回落。

**消费增长乏力, 房地产投资继续回暖, 机械设备投资形势急转直下。**

**2019 年第 1 季度日本汽车销售良好, 但一般销售仍然乏力, 整体消费增速放缓。**从商业销售额看, 第 1 季度 1~2 月一般商品销售额同比下降 4.2%, 较 2018 年第 4 季度 1.9% 的降幅明显扩大, 不过耐用品如汽车销售形势良好, 同比增长了 5.9%, 较 2018 年第 4 季度 5.2% 的同比增长率进一步上升。两者合计, 1~2 月消费同比增长 1.8%, 较 2018 年第 4 季度同比增长率 2.1% 略有回落。**投资各领域中, 房地产开发投资继续回暖。**1~2 月新屋开工户数同比增长 2.7%, 较 2018 年第 4 季度

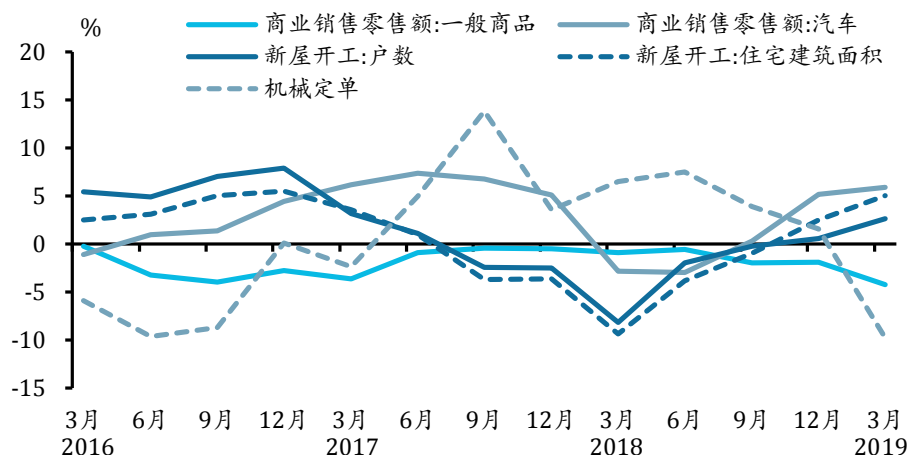
的 0.6% 明显提升；新屋开工住宅建筑面积同比增加 5.0%，在 2018 年第 4 季度同比增长 2.5% 的基础上进一步上升。**机械设备相关投资或将较大下滑**。1 月机械订单金额季调同比增长 -9.7%，较 2018 年第 4 季度的 1.6% 大幅下降。机械订单的减少与日本对中国机械设备出口下降有关，除春节因素影响外，中国需求下降是更重要的原因。1 至 2 月工程机械出货金额同比增长 6.9%，较 2018 年第 4 季度的 13.0% 也有显著下降。近期企业经常利润增长率连续下滑，可以作为投资形势不佳的佐证。2018 年第 2 季度至第 4 季度，除金融和保险业之外的企业经常利润同比增长率分别为 17.9%、2.2% 和 -7.0%。

图表 12 日本经济复苏出现停滞迹象



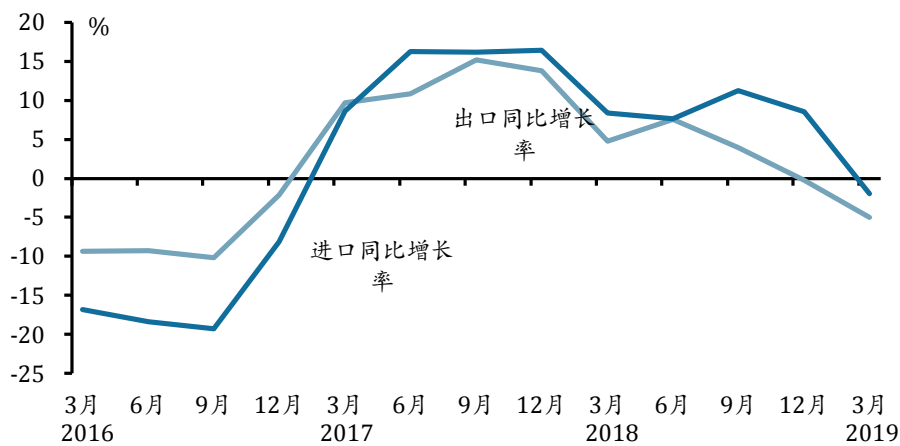
数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室

图表 13 机械设备订单同比大幅减少



数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟数据库

图表 14 进出口同比增长率双双下行



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

**进出口同比增速双双下行。**

进出口同比增速双双下行。2019年第1季度1~2月出口同比增长-5.0%，较2018年第4季度的-0.2%降幅继续扩大，进口同比增速也在2016年第4季度以来首现负值，约为-1.9%，较2018年第4季度同比增长8.5%显著下降。

## 二、维持宽松货币政策

**日本央行继续维持宽松货币政策。股指回落但出现反弹迹象，CPI同比增长率明显下滑。**

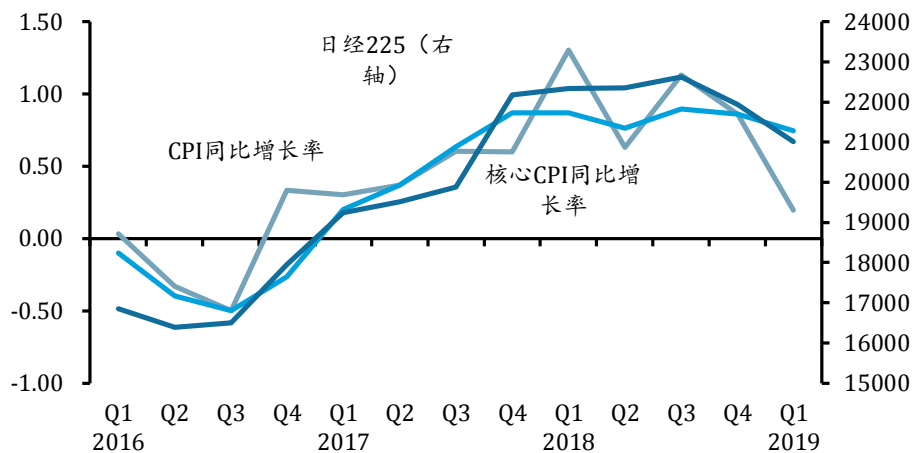
日本银行在2019年3月15日召开的货币政策会议决定维持超宽松货币政策不变，短期利率为负0.1%，长期利率控制在0%左右，继续以每年约80万亿日元的速度购买日本国债。日本央行认为，当前世界经济出现减速征兆，日本经济受到海外经济减速的影响，出口和国内生产均有所走弱，把对出口形势的评估从“保持增长”下调至“出现疲软的动向”，对生产的评估从“保持增长”下调至“出现疲软的动向，但仍保持温和增长态势”。日本银行认为，必须继续当前政策、关注经济发展，同时留心政策的副作用，如果经济、物价趋势发生变化，就应该提前采取政策行动，如果下行风险坐实，则必须予以政策回应启动准备。鉴此，如果世界经济增速严重放缓，日元大幅走高或者日本国内经济环境恶化，不排除日本银行未来加码宽松货币政策。

2019年第1季度日经225指数均值相对于上季度继续回落。在2018年第4季度较第3季度下跌687点基础上，2019年第1季度较上季度

进一步下跌 931 点至 21007 点，与 2018 年第 2 季度相比跌去了 6%。但从高频的日度数据看，目前日经 225 指数与 2018 年年末一度跌破 20000 点相比，有所反弹。2018 年年末日本股市下跌与日本经济基本面或货币政策取向无关，主要是受美联储加息造成美股大跌、国际油价大幅下跌等影响投资者信心所致。进入 2019 年后，美联储相继宣布暂停加息、暂停缩表，股市信心有所恢复，对日本股市企稳也产生了积极影响。

**CPI 同比增长率明显下滑。**进入 2019 年第 1 季度，CPI 同比增长率走弱态势明显。1-2 月 CPI 同比增长率 0.2%，较 2018 年第 4 季度的 0.9% 明显回落，同期核心 CPI 同比增长率 0.7%，较 2018 年第 4 季度的 0.9% 也有所回落。随着油价增速回落，日本 CPI 增速与通胀目标差距不降反增。

图表 15 日本东京日经 225 指数继续回落



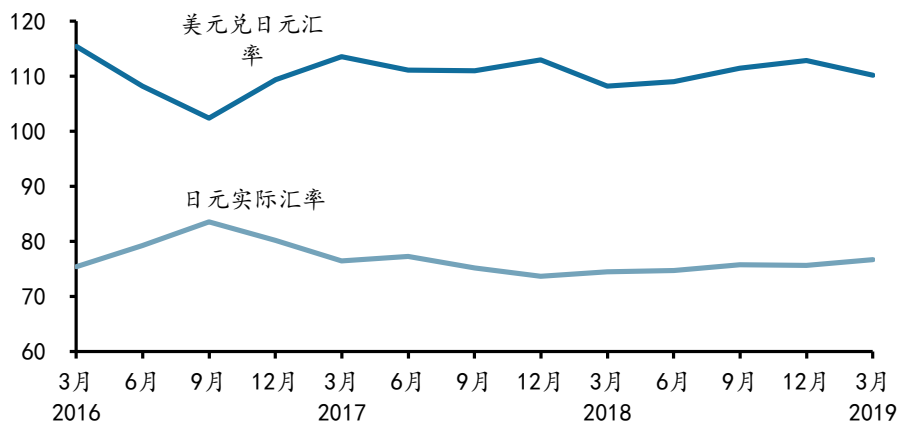
数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

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

日元对美元和日元实际有效汇率环比都有所升值。

**2019 年第 1 季度，日元对美元和日元实际有效汇率环比都有所升值。**2018 年第 1 季度以来的日元对美元连续贬值的趋势进入 2019 年后中止。2019 年第 1 季度，日元对美元较上季度升值 2.4% 至 1 美元兑 110.17 日元，但与上年同期相比，仍然贬值了 1.8%。从日元实际有效汇率指数看，2019 年 1~2 月均值为 76.7，较 2018 年第 4 季度均值 75.7 有所上升，且是 2017 年第 3 季度以来的最高值。日元升值可能对本来就乏力的日本出口产生不利影响。

图表 16 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

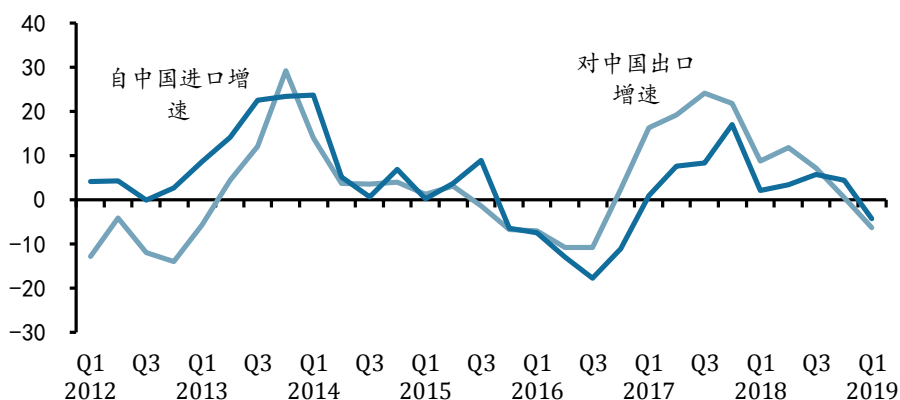
注: CPI和核心CPI同比增长率2019年第1季度数据为1~2月值。

### 三、对中国贸易增速转负，投资维持增长势头

日本对中国贸易增速转负，投资维持增长势头。

进入2019年第1季度，日本自中国进口和对中国出口同比增速双双跌为负增长。2019年1~2月合计，自中国进口同比增速由2018年第4季度的4.5%下跌至-4.3%；对中国出口同比增速由0.5%下跌至-6.3%。这是2016年第4季度以来，首次出现自中国进口和对中国出口同比增速双双负增长，2017年第1季度以来日本对华出口和自华进口同比均维持正增长的局面被打破。此次对华进出口同比降速与中日关系好坏无关，主要是日本国内外经济形势所致。同期，日本全部进口和出口同比增长率也均为负值，分别为-3.6%和-4.7%。

图表 17 日本对华贸易增速下滑



数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室

注: 2019年第1季度值为1~2月合计值。

2018 年第 4 季度,日本对外直接投资连续第 3 个季度维持正增长,不过第 4 季度同比增长率由上季度 24% 大幅回落至 0.7%。尽管如此,日本对中国直接投资同比增长率维持较高增速并有所提升,由 2018 年第 3 季度的 8.6% 提升至第 4 季度的 17.9%。对世界直接投资增速放缓的背景下,对中国直接投资同比增速上升且处于较高水平,反映了中日关系回暖对投资存在比较有力的支撑。鉴于第 1 季度设备投资放缓与中国出口降速有关,进入 2019 年后日本对华直接投资状况还有待观察。

图表 18 日本对外直接投资连续三个季度实现同比正增长

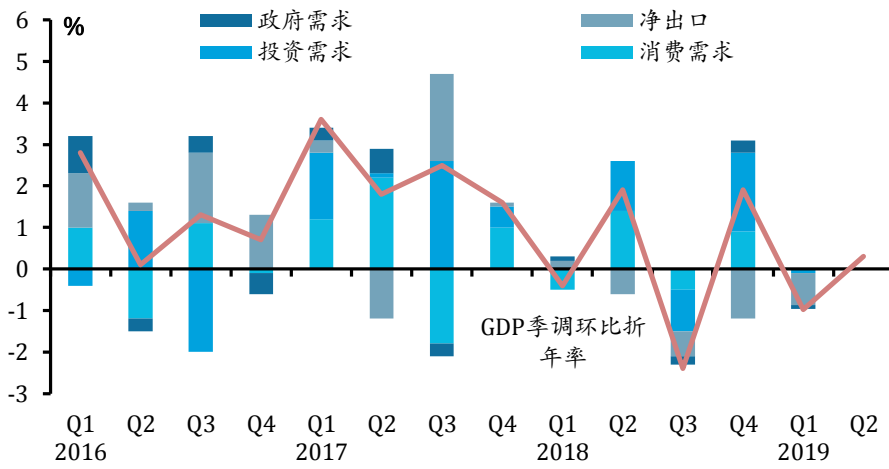


#### 四、预测与展望

**预计 2019 年第 1 季度实际 GDP 季调环比折年率 -1.0%，第 2 季度 0.3%。**

上季度报告中,我们预计 2018 年第 4 季度“能够避免在上季度负增长之后再次录得负增长从而陷入技术性衰退”“全年实际 GDP 增长 0.8%”,实际情况与我们的预计相符。2019 年第 1 季度消费需求乏力,投资需求下降,外需明显下降,预计实际 GDP 季调环比折年率-1.0%。从日银短观指数看,第 1 季度由上季度 12 下降至 10,第 2 季度进一步下降至 7。预计第 2 季度实际 GDP 季调环比折年率只有 0.3%的微弱增长。如果外需持续低迷,内需又得不到提振,不排除上半年出现技术性衰退的可能。受 10 月份消费税率提升的提前消费效应影响,第 3 季度经济增长表现可能转好。

图表 19 日本季调实际 GDP 环比折年率



数据来源：日本内阁府，世界经济预测与政策模拟实验室





## 金砖国家：经济增长势头放缓

在全球经济增速放缓的背景下，2019 年金砖国家经济增长势头预计也有所放缓。石油价格上升为俄罗斯经济带来支撑，但石油减产以及全球贸易增长放缓也造成俄罗斯出口下降，与此同时，美国对俄罗斯的经济制裁仍是俄罗斯经济的重大风险。巴西经济复苏仍较为缓慢，博索纳罗推行的社保改革能否发挥作用依赖于国会批准的情况，与此同时，近期发生的米纳斯吉拉斯州矿难以及农业产量预期下调等也对经济复苏造成压力。印度和南非都将在 2019 年举行大选，大选之前政治上的不稳定性将会在短期内影响经济复苏进程。除此之外，高油价以及影子银行体系的违约风险为印度经济带来风险，而财政空间不足和电力短缺问题则是南非经济面临的挑战。

### 一、金砖国家经济形势

#### 1 季度俄罗斯经济增长估计为 1.8%

1 季度俄罗斯经济增长估计为 1.8%。2018 年 4 季度俄罗斯经济同比增长 2.7%，相比上一季度的 2.2% 有所加快，这主要来自家庭消费的强劲增长。据俄罗斯统计局估计，2018 年俄罗斯经济增速为 2.3%，创下 2012 年以来的新高。进入 2019 年后，俄罗斯经济增速预计会有所放缓。1 月俄罗斯零售总额同比增长仅为 1.6%，2 月恢复至 2%。俄罗斯统计局公布的消费者信心指数显示，1 季度俄罗斯消费者信心指数为负 16 点，这虽然好于上一季度，但仍低于零的门槛值，显示消费者仍较为悲观。1 月俄罗斯出口同比增长 10.2%，但 2 月降至 -11.2%，1 月和 2 月进口同比增速均为负值，且相比上一季度增速均有所降低。工业生产继续保持稳步增长，1 月同比增长 1.1%，2 月同比增长 4.1%。制造业 PMI 继续处于枯荣线上方，1 月至 3 月分别为 50.9、50.1 和 52.8，制造业在未来将继续呈现扩张之势。1 季度俄罗斯经济增长估计为 1.8%。

#### 2 季度俄罗斯经济增长预计为 1.5%，全年经济增长 1.3%

2 季度俄罗斯经济增长预计为 1.5%。在经过 2018 年的价格回落之后，从 2019 年开始石油价格重新出现上涨，这将为俄罗斯经济提供重要支撑。不过，石油减产协议以及伴随全球贸易增长放缓，也导致俄罗斯出口增速下滑。与此同时，地缘政治因素的不确定性和美国对

俄罗斯的经济制裁仍是俄罗斯经济的重大风险。3月俄罗斯通货膨胀率继续缓慢上升至5.3%，为2016年12月以来的最高点。尽管如此，自2018年12月到2019年3月，俄罗斯央行一直将基准利率维持在7.75%。考虑到经济增速放缓以及增值税率增加，俄罗斯央行可能会提前采取降息行动。**预计2季度俄罗斯经济增长1.5%，全年经济增长1.3%。**

**1 季度巴西经济同比增长估计为1.4%**

**1 季度巴西经济同比增长估计为1.4%。**2018年4季度巴西经济环比增长0.1%，同比增长1.1%，全年经济增长1.1%，这是继2017年巴西经济恢复增长之后连续第二年实现增长。不过，1季度巴西经济信心总体有所下降。1月巴西热图利奥·瓦加斯基金会的消费信心指数（CCI）升至96.6点，为2014年2月以来的最高点，不过此后逐步回落，3月该指数大幅下跌至91.0点。该基金会统计的商业信心指数（BCI）在3月也下降至94.0点，为2018年10月以来的最低点。工业生产有所好转，2月同比增长2.0%，而1月同比增长为-2.4%。巴西制造业PMI在1季度始终处于枯荣线上方，1月至3月分别为52.7、53.4、52.8。**1 季度巴西经济同比增长估计为1.4%。**

**2 季度巴西经济增长预计为1.6%，全年经济增长预计为2.0%**

**2 季度巴西经济增长预计为1.6%。**2月，巴西总统博索纳罗向国会递交养老金改革议案，改革议案旨在通过增加养老金收入和减少开支实现社保金可持续性，有助于政府在10年内节省1.16万亿雷亚尔开支。改革将有助于促进政府财政的持续性、提振储蓄、吸引资本流入，并推动巴西经济发展，但该议案能否得到国会批准仍有待观察。巴西央行继续维持宽松政策。3月巴西通货膨胀率上升至4.6%，不过，国内经济放缓以及美联储货币政策紧缩预期降低使得巴西央行在短期内可能继续维持货币政策宽松。**预计2季度巴西经济增长为1.6%，全年经济增长为2.0%。**

**1 季度印度经济增速估计为6.5%**

**1 季度印度经济增速估计为6.5%。**2018年4季度印度经济同比增长6.6%，为2017年3季度以来的最低值。消费放缓仍是主要原因。受制于高油价和偏紧的金融状况，2018年4季度印度私人消费同比增长放缓至8.4%，而政府消费同比增速则放缓至6.5%。2019年1季度预计印度经济增速仍将处于低位。1月印度商品出口同比增速升至

3.7%，但 2 月降至 2.4%，1 月商品进口同比增速为零，2 月升至 5.4%。1 月印度工业产出同比增速为 1.4%，2 月进一步降至 0.1%，总体处于低位。1 月至 3 月印度制造业 PMI 均维持在枯荣线上方，分别为 53.9、54.3 和 52.6。**1 季度印度经济增速估计为 6.5%。**

**2 季度印度经济增速预计为 7.1%，全年经济增长预计为 7.2%**

**2 季度印度经济增长预计为 7.1%。**4 月，印度将举行全国大选，竞选活动的加剧可能会在短期内对市场情绪造成影响，从而加剧经济波动。除大选外，高油价以及印度影子银行体系的违约风险也成为印度经济的重大风险。不过，进入 2019 年，印度货币政策由紧缩向宽松转变。2 月和 4 月，印度央行两次降息累计 50 个基点，将基准利率维持在 6.0%。2 月印度通货膨胀率从 1 月份的 2.0% 上升至 2.6%，但仍处于较低水平。考虑到这种情况，未来印度央行仍有进一步降息的空间。**预计 2 季度印度经济增长为 7.1%，全年经济增长 7.2%。**

**1 季度南非经济增长估计为 0.9%**

**1 季度南非经济同比增长估计为 0.9%。**2018 年 4 季度南非经济环比增长 1.4%，同比增长 1.1%，全年经济增长 0.8%，相比 2017 年进一步走低。进入 2019 年，南非经济依然低迷。南非商工总会（Sacci）编制的商业信心指数（BCI）数据显示，2 月南非商业信心指数下降至 93.1，环比下降 1.7，同比下降 5.5，为 2018 年 9 月以来最低水平。分析认为，南非大选或将导致经济政策不确定性增加，从而对商业信心造成抑制。南非制造业 PMI 曾在 2 月升至 50.2，但在 3 月重新跌至 48.8，表明南非制造业部门依然低迷。**1 季度南非经济同比增长估计为 0.9%。**

**2 季度南非经济增速预计为 1.0%，全年经济增长预计为 1.1%**

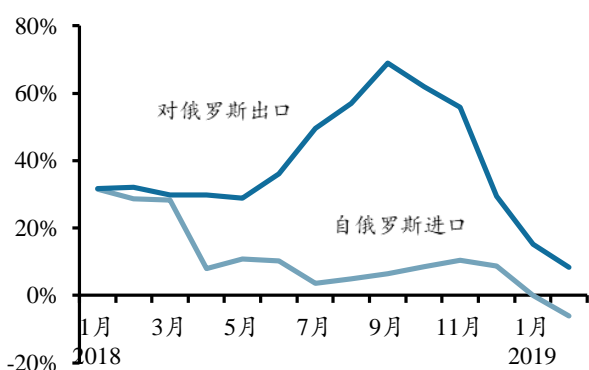
**2 季度南非经济增长预计为 1.0%。**5 月，南非将迎来总统大选，大选结果将会对拉马福萨实施的政策改革造成影响，并可能影响投资者的信心，从而影响南非的宏观经济稳定以及经济发展。同时，税收不足以及财政支出压力增大仍是南非政府必须面对的挑战，电力短缺问题如果得不到解决，也可能使南非经济再次陷入衰退。南非通货膨胀总体压力不大，2 月南非通货膨胀率为 4.1%，仍处于低位，这使得南非央行货币政策利率自 2018 年 11 月起一直保持在 6.75%，短期内南非央行将保持利率水平不变。**2 季度南非预计经济增长 1.0%，全年经济增长 1.1%。**

## 二、金砖国家与中国贸易

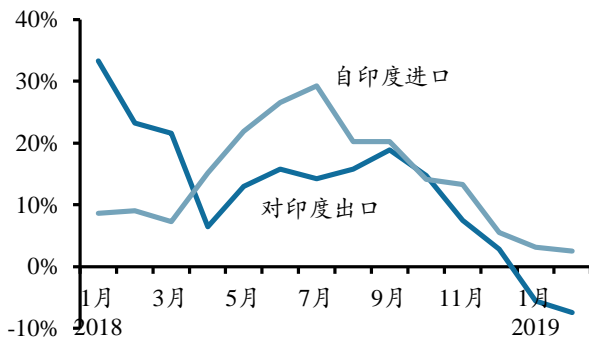
### 中国与金砖国家贸易继续走弱

中国与金砖国家贸易继续走弱。中国对金砖国家出口继续呈现走弱态势。特别是 2019 年 2 月，中国对南非出口同比萎缩 31.3%，对巴西出口同比萎缩 29.0%，对印度和俄罗斯出口同比萎缩也在 25.1% 和 23.4%。进口方面，除中国自南非进口同比增速有所回升外，自其他金砖国家的进口同比增速也均有所下降。2 月，中国自南非进口同比增速升至 41.6%，结束此前连续四个月的负增长态势。中国自印度进口在 2 月同比萎缩 3.2%，虽然自俄罗斯和巴西进口仍保持同比正增长，但也呈现下降趋势，2 月中国自以上两国的进口同比增速分别降至 5% 和 22.6%，均远低于前几季度。尽管如此，中国与金砖国家贸易在中国总贸易中的比例仍呈现上升趋势，2 月这一比例上升至 8.6%，为 2018 年 6 月以来的最高点。

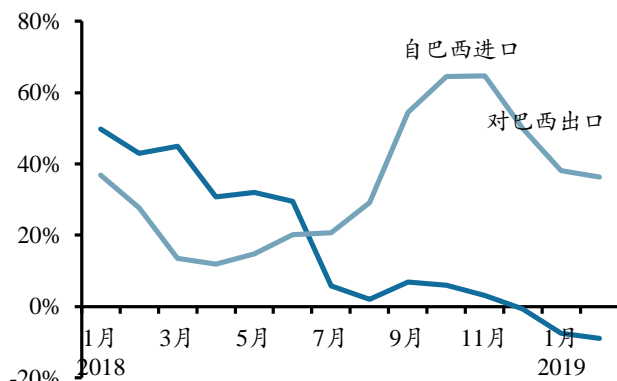
图表 20 中国与金砖国家贸易情况



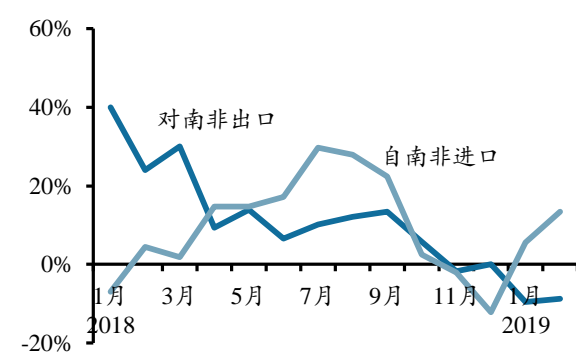
数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

注：对进出口同比增长率进行了三月移动平均处理以减轻其波动性。

图表 21 金砖国家数据概览

实际 GDP 增速						
	(季度同比, %)			(年度同比, %)		
	2018Q4	2019Q1E	2019Q2F	2017	2018E	2019F
俄罗斯	2.7	1.8	1.5	1.5	2.3	1.3
巴西	1.1	1.4	1.6	1.0	1.1	2.0
印度	6.6	6.5	7.1	6.5	7.4	7.2
南非	1.1	0.9	1.0	1.3	0.8	1.1

汇率			制造业 PMI			
	(名义汇率, perUSD)					
	2019M1	2019M2	2019M3	2019M1	2019M2	2019M3
俄罗斯	67.330	65.860	65.150	50.9	50.1	52.8
巴西	3.736	3.724	3.841	52.7	53.4	52.8
印度	70.710	71.174	69.490	53.9	54.3	52.6
南非	13.820	13.814	14.386	49.6	50.2	48.8

中国出口			中国进口			
	(同比增速, %)			(同比增速, %)		
	2019M1	2019M2	2019M3	2019M1	2019M2	2019M3
俄罗斯	11.2	-23.4	-	11.8	5.0	-
巴西	11.2	-29.0	-	50.2	22.6	-
印度	10.3	-25.1	-	8.3	-3.2	-
南非	13.8	-31.3	-	-14.8	41.6	-

数据来源: Wind, CEIC。



## 中国经济：为什么要保持一定的经济增速

当前，国内外经济局面稳中有变、变中有忧，中国有必要采取积极的应对举措，将经济增速保持在合理区间。一方面，经济下行周期中，市场的供求失衡是一种对资源的浪费，需要进行干预将增速保持在一定水平。另一方面，在市场竞争机制不完善、正向淘汰机制欠缺的背景下，保持一定增速也是对市场不完善的一种补偿。同时，保持经济运行在合理区间，也是稳就业、防范金融市场重大风险的必要举措。

### 一、即便没有中美贸易摩擦，国内经济也将面临下行压力

#### IMF 调低中国增速预期

国家统计局公布的数据显示，2018 年全年，中国经济增速为 6.6%，创出多年来的低点。IMF 在 2019 年 1 月发布的《世界经济展望》中也预测，中国经济在 2019 年的增速将降至 6.2%。不过，中国经济发展已经进入新时代，除了必要的增速之外，决策者更加关注经济的高质量发展。

#### 中国经济面临外需下行压力

但是毋庸置疑，中国经济仍然面临着一定的下行压力。一方面，2019 年中国主要贸易伙伴的经济增长预期不佳。2019 年，美国经济增速即将走到顶点，转向下行，欧元区和日本经济则一直没有走出负利率的政策区间。而且，由于欧元区国家的财政政策缺乏统一协调，日本政府债务高企，两者的财政空间也极其逼仄。IMF 在 2019 年 1 月发布的《世界经济展望》也对全球经济，包括美日欧为首的发达经济体增速普遍进行了下调。可见，即便没有中美贸易摩擦，中国外部需求的下行态势也已确立。

#### 国内经济也同样面临下行压力

另一方面，从国内经济来看：虽然金融市场信心有所恢复，短期信用周转有所好转；但是实体经济的中长期信贷面临的约束仍然较紧，制造业投资仍然面临外贸不确定性、成本上升的冲击。1~2 月，规模以上工业企业利润总额同比下降 14.0%。即使剔除春节因素，工业企业利润总额与上年同期在持平的背景下也略有下降。此外，房地产市场的限购和管制措施正陷入两难境地，松紧取向各有其难处。基建投资在 2019

年虽然将有所回暖，但难以回到像 2017 年近 20% 的增速。

## 二、保持必要的经济增速，是对短期内公平竞争机制缺位的一种补偿

保持必要增速，  
是对公平竞争机制缺位的补偿

2019 年外需下滑、内需不振，中国经济增速面临一定的下行压力。在此背景下，保持必要经济增速的重要性愈加凸显。尤其是在市场竞争机制不充分的情况下，经济下行会通过逆向淘汰机制，恶化资源配置。因此，保持必要增速，是对市场竞争机制不完善的一种补偿。反过来，在保持必要增速所争取到的时间内，必须通过改革，尽快建立起公平竞争的市场机制。

缺乏公平竞争，  
可能出现逆向淘汰

如果市场竞争机制能够有效、充分的发挥作用，那么，在经济下行压力下，市场将对资源重新配置，资源从低效企业向高效企业转移。如此，经济将再次找到新一轮的增长动力。但是，目前政企关系、国有企业、社会安全网的改革都亟待进一步推进，如果经济增长失速，首当其冲受到负面冲击的很可能不是僵尸企业，也不是一般的大型企业、国有企业，而将是广大最有活力的民营企业，尤其是中小民营企业。事实上，在 2018 年经济下行过程当中，规模以上工业企业的经营状况已经出现了这种分化现象<sup>1</sup>。

公平竞争是资源  
优化配置的必要条件

经济下行周期要发挥其新陈代谢、资源优化配置的作用，公平的市场竞争环境是必要条件。2018 年 12 月的中央经济工作会议就指出，“要强化竞争政策的基础性地位，创造公平竞争的制度环境，鼓励中小企业加快成长……要加快国资国企改革，坚持政企分开、政资分开和公平竞争原则”。

目前有必要保持  
一定增速

而在建立起充分、有效的公平竞争环境之前，有必要保持一定的经济增速。否则，逆向淘汰机制可能进一步恶化资源配置，使潜在经济增速进一步下降、并陷入恶性循环。例如，日本 1980 年代末的泡沫经济

<sup>1</sup>徐奇渊，《去杠杆背景下工业企业的结构分化》，《国际经济评论》，2019 年第 2 期。



破灭，之后经济陷入长期低迷，其中的重要原因之一，就是救援机制陷入了一种逆向淘汰机制。最具活力的中小企业都被淘汰了，而在政府和各大财团的保护下，一些僵而不死的大企业都还健在<sup>2</sup>。当然，这也意味着在保持必要经济增速的同时，要双管齐下，同时着力推进建设“竞争有序的现代市场体系”，这也是供给侧结构性改革的重要内涵。

### 三、稳增长，不是要改变市场均衡水平，而是要恢复供求的均衡水平

#### 稳增长和供给侧改革完全一致

在推进供给侧结构性改革的过程中存在一种误区，就是将其与适度扩大内需对立起来，将保持政策定力与适度扩大内需对立起来。事实上，保持必要的经济增速也是为竞争有序的市场体系建设提供宝贵的改革时间。在此意义上，稳增长和供给侧改革两者是完全一致的。

#### 稳增长、供给侧改革各有分工

从政策框架的分工、定位来看，扩内需、稳增长着重服务于稳定短期经济波动，而供给侧结构性改革，则主要服务于改善长期的经济增长潜力。其中，供给侧结构性改革，通过提升政府和市场的效率，改变长期的供求均衡水平，使其有实质性的提升，从而改善长期的增长潜力。

#### 稳增长不但是求稳定，也是求效率

而扩内需、稳增长所要解决的，也是效率问题。在经济下行压力加大的形势下，企业家投资冲动的起伏、金融投资者的情绪变化、消费者的信心改变，会使固定资产投资、金融资产价格、产能利用率、就业等指标出现过度调整，使市场供求偏离均衡水平，从而使经济增长低于应有的潜在趋势。虽然这种失衡可能是暂时的，但是也会带来产能的闲置、效率的损失，甚至造成就业岗位的过度流失和社会的不稳定。

#### 宏观调控不是要改变均衡水平，而是要恢复供求平衡

如此，短期宏观调控所要解决的，并不是改变市场的均衡水平，而是要重新使市场供求尽量恢复到应有的均衡状态，避免因市场未达到均衡水平而带来的效率损失。在这个框架下，供给侧结构性改革以提升长期均衡产出为目标，而扩大内需、保持必要的经济增速，则是为了解决短期经济波动中的供求不平衡而采取的措施。即使是相对成熟的市场经济体，在面临经济下行压力的形势下，也同样需要适度扩大内需，保持

<sup>2</sup>徐奇渊，《艰难的选择：房地产市场的泡沫预演》，《金融市场研究》，2017年第1期。

必要的经济增长。

#### 四、保持必要的经济增速，不仅仅是稳定就业、稳定实体经济的需要，也是防范化解重大风险的要求

如果增长失速，  
防范化解金融风  
险将面临困难

目前，中国正处于中等收入阶段，要跨越中等收入陷阱，关键就在于避免金融危机。而如果经济增长失速，防范化解金融风险将会面临困难，经济改革、产业升级，甚至社会稳定也将无从谈起。一方面，经济增长失速，将会直接对金融市场的资产价格产生影响，对金融市场造成冲击。另一方面，经济增速过低，也会通过收入机制，影响到劳动者的工资、企业的利润、政府的税收，从而使得债务违约率上升。从宏观的债务负担率来看，即债务余额占国内生产总值（GDP）的比重来看，如果作为分母的 GDP 增速下降过快，会导致宏观杠杆率的进一步上升，反而容易引发系统性风险。

要保持经济运行  
在合理区间

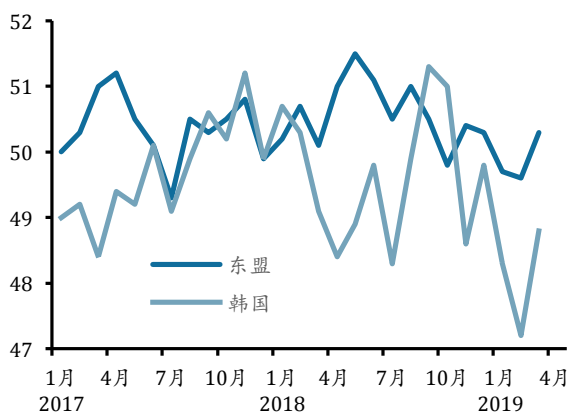
2019年1月，在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式上，习近平总书记指出，“着力防范化解重大风险，保持经济持续健康发展和社会大局稳定，……保持经济运行在合理区间。”而在当前形势下，中国经济的周期性下行压力有所加大，我们有必要采取积极的应对措施。

综上所述，在经济下行压力加大的形势下，在保持必要的经济增速的过程中，我们要区分短期的经济周期问题和长期的趋势问题，针对短期的经济下行压力，要用足政策、用好政策，保持经济运行在合理区间，在此基础上推进中国经济的高质量发展。

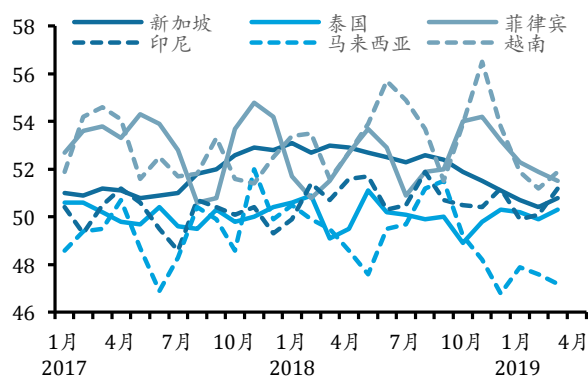
## 东盟韩国：经济延续下行态势，货币表现总体稳健

东盟经济和韩国经济总体景气下行。东盟 2019 年第 1 季度制造业 PMI 平均为 49.9，跌至荣枯线之下，较上季度下降 0.3 个百分点。东盟六国中，除泰国以外的其他经济体 PMI 均较上季度下降。去年第 4 季度景气程度较高的新加坡、菲律宾和越南制造业 PMI 在今年第 1 季度出现较大下跌，分别下降 0.9、1.9 和 3.0 个百分点至 50.6、51.9 和 51.7，印尼和泰国第 1 季度 PMI 比荣枯线略高，马来西亚的 PMI 为 47.6。韩国第 1 季度 PMI 为 48.1，较上季度进一步下降 1.7 个百分点。对于东南亚主要外向经济体而言，全球经济景气下行、消费电子产品周期性下行以及贸易摩擦因素导致各国景气程度有所降低。域内前沿国家新加坡和韩国经济继续放缓，提示 2019 年全球经济下行风险可能加剧。受油价走低的影响，东盟国家和韩国的通货膨胀水平较低。因为美联储推迟加息，东盟国家和韩国货币在第 1 季度总体表现良好，多数货币对美元较上季度均有所升值。

图表 22 东盟六国与韩国的制造业 PMI

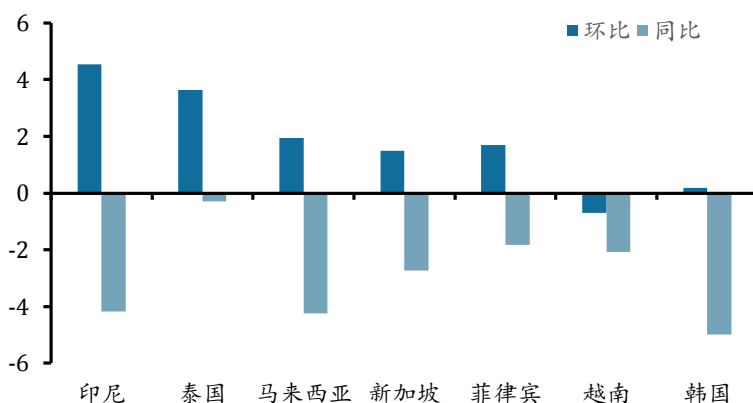


数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 23 东盟六国与韩国货币第 1 季度对美元走势



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

## 一、印度尼西亚经济

印度尼西亚经济近期处于景气调整状态。

印度尼西亚经济近期处于景气调整状态。2019 年第 1 季度，制造业 PMI 均值在荣枯线上，为 50.4，较上季度下降 0.3 个百分点；消费者信心指数均值为 125.0，高于上季度的 123.0。通货膨胀压力下降，CPI 同比均值 2.6%，环比均值 0.1%，目前处于印尼央行设定的 2.5-4.5% 通胀目标区间的下限附近。印尼卢比对美元季均值较上季升值 4.5%，同比贬值 4.2%。

支出法分解来看，消费平稳，投资放缓，贸易放缓。

支出法分解来看，消费平稳，投资放缓，贸易大幅下滑。2019 年第 1 季度消费平稳。消费者信心中现期收入指数季均值为 120.9，略高于上季度的 119.0，但耐用品购买指数季均值为 111.9，低于上季度的 113.5。消费仍然是经济增长的主要动力。近期数据显示投资放缓。2018 年第 4 季度固定资本形成同比增速为 6.0%，低于 3 季度的 7.0%。其中建筑投资同比增速 5.0%，低于 3 季度的 5.7%；机器设备投资同比增速 12.3%，低于 3 季度的 22.1%。进口和出口均负增长。受大宗商品价格下跌的影响，出口和进口增速均大幅下降。月出口同比增速季均值为 -7.7%，低于上季度的 -0.7%；进口同比增速季均值为 -7.9%，低于上季度的 12.5%，进口的快速下降还与政府去年 8 月对一系列消费品开征进口税有关。受此影响，2 月印尼出现小幅顺差，国际收支平衡压力略有减轻。

政策方面，印尼货币政策保持稳定，财政支出可能放缓，印尼加强与南太国家联系。

政策方面，印尼央行在 2 月选择维持政策基准利率不变，相比去年 6 次加息累积 175 个基点，今年印尼央行面临的压力明显较小，预计央行在 2019 年上半年不会调整政策利率。财政政策方面，印尼政府 1 月提出了六年以来最小的赤字预算案，预计政府的预算支出将放缓。印尼加强与南太平洋国家巴布亚新几内亚和斐济的联系，三国于 3 月 21 日达成一致，将致力于开展优惠贸易协定谈判，致力于减少贸易壁垒、促进投资。

2018 年印尼实际 GDP 同比增速为

2018 年，印尼的实际 GDP 同比增速为 5.2%，较 2017 年上升了 0.1 个百分点，是五年以来的最高增速。私人消费是经济增长的中枢，

5.2%，预计 2019 年为 5.1%。

预计将继续支持 2019 年印尼的经济增长，政府消费和固定投资则在 2018 年第 4 季度灾后重建基本完成之后开始放缓，贸易部门将总体偏弱。预计 2019 年，印尼的实际 GDP 增速为 5.1%。

## 二、泰国经济

泰国经济近期处于景气回升状态。

泰国经济近期处于景气回升状态。2019 年第 1 季度，制造业 PMI 均值在荣枯线上，为 50.1，较上季度提高 0.4 个百分点。消费者信心指数均值为 51.3，大幅高于上季度的 36.3。工业生产指数同比增速为 -0.5%，低于上季度的 2.6%。就业形势总体平稳，失业率为 0.9%，与上季度基本持平。通货膨胀平稳，CPI 同比均值 0.7%，环比均值 0.6%。泰铢对美元季均值较上季升值 3.6%，同比贬值 0.3%。

支出法分解来看，消费回升，投资提升，出口放缓。

支出法分解来看，消费回升，投资提升，出口放缓。近期数据显示消费回升。2018 年第 4 季度私人消费支出同比增速为 5.3%，高于上季度的 5.2%，考虑到 2019 年第 1 季度消费者信心上升，因此，预计消费将上升。近期数据显示投资提升。2018 年第 4 季度固定资本形成总额同比增速为 4.2%，高于 3 季度的 3.9%。2019 年第 1 季度出口下降，月出口同比增速季均值为 0.1%，低于上季度的 2.0%；同期进口下降，同比增速季均值为 2.0%，低于上季度的 5.9%。泰国出口连带制造业增长疲软，电子类产品 2 月的制造业生产指数同比下降 5.5%，反映出全球消费电子类产品需求的周期性低迷，橡胶和汽车产业的增长也出现放缓。

政策方面，泰国央行保持政策利率不变，香港在泰设经贸办事处。

政策方面，泰国央行在第 1 季度维持政策利率不变，由于通胀乏力，且经济增长面临外部环境较大的不确定性，预计 2019 年全年泰国央行不太可能收紧货币政策。2 月 28 日，香港确认将在泰国曼谷设立经贸办事处（ETO），这是香港在东盟国家开设的第三个办事处，预计将对泰国的资本流入产生积极影响。

2018 年泰国实际 GDP 同比增速为

泰国 2018 年经济增长强劲，实际 GDP 同比增速为 4.1%。经济增长主要受旺盛的私人消费所带动，出口部门的放缓在一定程度上被国内

4.1%，预计 2019 年为 3.6%。

政府支出与投资所抵消。考虑到 2019 年外部环境不确定性上升，私人消费信心可能有所下降，但是东部走廊建设等基础设施投入仍将带来政府消费和投资的稳健，预计 2019 年的经济增速为 3.6%。

### 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 1 季度，制造业 PMI 均值在荣枯线下方，为 47.6，较上季度下降 0.5 个百分点。1 月工业生产指数同比增速为 3.2%，与上季度持平。就业形势稳定，1 月失业率为 3.3%，与上季度持平。受石油和大宗商品价格偏弱的影响，马来西亚通货紧缩压力上升，CPI 同比均值-0.6%，环比均值-0.2%。马来西亚林吉特对美元季均值较上季升值 1.9%，同比贬值 4.2%。

支出法分解来看，消费下降，投资放缓，出口大幅放缓。

支出法分解来看，消费下降，投资放缓，出口大幅放缓。近期数据显示消费下降。2018 年第 4 季度私人消费支出同比增速为 8.5%，低于上季度的 9.0%。近期数据显示投资放缓。第 4 季度固定资本形成总额同比增速为 4.4%，低于 3 季度的 6.9%；第 1 季度商业景气领先指数均值为 118.2，低于上季度的 118.7。2019 年第 1 季度贸易放缓。第 1 季度出口同比增速季均值为-1.1%，低于上季度的 8.2%；进口同比增速季均值为-4.2%，低于上季度的 5.7%。

政策方面，央行维持基准利率不变，政府实施反腐计划。

政策方面，马来西亚央行保持基准利率不变。央行自 2018 年 1 月加息之后就按兵不动，其政策仍将继续支持经济增长，预计 2019 年也将维持这一政策立场。1 月 29 日，政府宣布实施为期五年的国家反腐计划（NACP），目的在于改善治理和消除腐败。

2018 年马来西亚实际 GDP 同比增速为 4.7%，预计 2019 年为 4.6%。

2018 年，马来西亚实际 GDP 增速为 4.7%，较上年放缓 1.2 个百分点。私人消费增速强劲，支持了 2018 年的增长。除此之外，其他部分的增速均较 2017 年有所放缓。外需部门的放缓尤为显著，出口增速从 2017 年的 9.4% 滑落至 2018 年的 1.5%。预计 2019 年，通货膨胀的低水平将继续使私人消费带动经济增长，外需部门预计仍难有起色。2019 年马来西亚的经济增速预计为 4.6%。

#### 四、新加坡经济

新加坡经济近期处于下行状态。

新加坡经济近期处于下行状态。2019 年第 1 季度，制造业 PMI 均值为 50.6，较上季度下降 0.9 个百分点。制造业生产指数同比季均值为 0.2%，低于上季度的 4.6%。近期数据显示就业略有下行，2018 年第 4 季度季调失业率为 2.2%，高于上季度的 2.1%。通货膨胀压力下降，CPI 同比均值 0.5%，环比均值 0.1%。新加坡元对美元季均值环比升值 1.5%，同比贬值 2.7%。

支出法分解来看，消费放缓，投资提升，进口强于出口。

支出法分解来看，消费放缓，投资降速放缓，进口强于出口。近期数据显示消费放缓。2018 年第 4 季度私人消费同比增速为 1.1%，低于上季度的 2.7%；政府消费同比增速为 0.7%，低于上季度的 2.3%。近期数据显示投资提升。第 4 季度固定资本形成总额同比增速为-3.0%，高于 3 季度的-7.0%；经济综合领先指数第 4 季度为 112.0，与上季度持平。2019 年第 1 季度出口下降，月出口同比增速季均值为-0.4%，低于上季度的 2.4%；进口同比增速季均值为 2.0%，低于上季度的 5.0%。制造业生产指数和出口的负增长均凸显出全球消费电子产品行业周期性低迷以及全球主要经济体增长势头放缓对新加坡制造业和贸易部门的拖累。

2018 年新加坡实际 GDP 同比增速为 3.2%，预计 2019 年为 2.5%。

新加坡 2018 年全年经济增速为 3.2%，较上年放缓 0.7 个百分点。同 2017 年相比，2018 年新加坡在私人消费、政府消费和投资领域的增速均显著放缓，出口则整体维持在较高水平，预计 2019 年受到外部环境的不利影响，新加坡的经济增长将进一步放缓，预计 2019 年经济增速为 2.5%。

#### 五、菲律宾经济

菲律宾经济近期处于景气下行状态。

菲律宾经济近期处于景气下行状态。2019 年第 1 季度，制造业 PMI 均值为 51.9，较上季度下降 1.9 个百分点；2019 年第 1 季度下季度消费者信心指数为 39.6，低于上季度的 42.3。工业生产指数同比增速均值为 -2.4%，低于上季度的-1.3%。失业率上升，2018 年第 4 季度失业率为

5.2%，高于上季度的 5.1%。通货膨胀环比压力有所提高，CPI 同比均值 3.8%，季调环比均值 0.1%。菲律宾比索对美元季平均较上季环比升值 1.7%，同比贬值 1.8%。

支出法分解来看，消费下降，投资放缓，进口强于出口。

支出法分解来看，消费下降，投资放缓，进口强于出口。近期消费者展望指数显示下季经济状况下降，家庭财务状况下降。2018 年第 4 季度消费者展望指数下季所有经济状况为-8.6%，低于上季度的-2.6%；消费者展望指数下季所有家庭财务状况为-0.4%，低于上季度的 5.5%。近期数据显示投资放缓。第 4 季度固定资本形成同比增速为 9.8%，低于 3 季度的 17.4%；其中建设投资同比增速上升，第 4 季度为 19.3，高于上季度的 16.4。**2019 年第 1 季度进口强于出口**，出口同比增速为 -1.7%，高于上季度的-2.3%；进口同比增速为 5.8%，低于上季度的 6.4%。

政策方面，央行保持基准利率不变，但宽松改革率上升，新预算案显示菲律宾 2019 年仍侧重于基建投资与民生。

政策方面，菲律宾央行 3 月 21 日决定保持基准利率不变，主要考虑到价格压力在旱季到来时会增加，因此没有出台宽松的货币政策，但是考虑到 2018 年菲律宾银行不良率较上年提升了 16.7%，以及 3 月新上任的行长央行较为鸽派，菲律宾年内仍有较大可能降息。2 月菲律宾参众两院批准了 2019 年国家预算法案，预算金额基本与 2018 年持平，将侧重于基础设施建设和社会福利提升。同月，新医改法案正式生效，菲律宾全民将被自动注册到国民健康保险计划中。

2019 年菲律宾实际 GDP 同比增速为 6.2%，预计 2019 年为 6.0%。

2018 年，菲律宾经济增速为 6.2%，较 2017 年下降 0.5 个百分点。经济增长的放缓与私人部门消费的放缓密切相关，私人消费同比增速为 5.6%，较上年下降 0.2 个百分点。外需部门的放缓也是经济放缓的原因，出口增速的下滑显著快于进口。支持 2018 年经济增长的主要动能是投资，同比增速达 14.3%。预计 2019 年基建投资将继续支持增长，受通货膨胀和外需疲软的影响，私人消费和出口预计较难出现大幅反弹，2019 年经济增速预计将进一步放缓至 6.0%。

## 六、越南经济

越南经济近期处于

越南经济近期处于景气下行状态。2019 年第 1 季度，制造业 PMI



景气下行状态。

均值为 51.7，较上季度下降 3.0 个百分点。工业生产指数同比增速均值为 9.1%，低于上季度的 9.6%。通货膨胀环比压力有所提高，CPI 同比均值 2.6%，环比均值为 0.2%。越南盾对美元总体贬值，季平均同比贬值 2.1%，环比贬值 0.7%。

支出法分解来看，  
消费稳健，投资强劲，出口放缓。

支出法分解来看，消费回升，投资放缓，进口强于出口。近期数据显示消费回升，2019 年 2 月零售累计同比增幅为 12.2%，高于 2018 年 12 月的 11.7%。近期数据显示投资放缓，2018 年第 4 季度国内投资月同比均值为 13.3%，低于 3 季度的 15.1%。**2019 年第 1 季度进口强于出口**，出口月同比平均增速为 2.3%，低于上季度的 3.5%；进口同比增速为 9.9%，低于上季度的 10.2%。工业生产指数和出口的放缓反映出外部环境放缓以及电子产品和通信设备周期性低迷的负面影响。

2018 年越南实际 GDP 同比增速为 7.1%，预计 2019 年为 7.0%。

越南 2018 年实际 GDP 增长率为 7.1%，较上年提升了 0.3 个百分点，也是近几年的高点。越南的 2018 年的私人消费、政府消费和总体投资增速均不及上年，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，越南的经济增长有望继续强劲。预计 2019 年越南的经济增速为 7.0%。

## 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。2019 年第 1 季度，制造业 PMI 均值在荣枯线下方，为 48.1，较上季度下降 1.7 个百分点；消费者信心指数均值为 98.9，高于上季度的 97.3。失业率上升，季调月失业率均值为 4.1%，高于上季度的 3.8%，1 月失业率创下九年新高，制造业的不景气是造成失业率上升的主要原因。通货膨胀整体走低，CPI 同比均值 0.5%，环比均值为 0，通胀的低水平主要源于油价和蔬菜价格的走低；核心 CPI 同比均值 1.1%，环比均值 0.2%。韩元对美元季平均环比升值 0.2%，同比贬值 5.0%。

支出法分解来看，消费下降，投资提升，进口强于出口。

支出法分解来看，消费下降，投资降速放缓，进出口双双大幅负增长。近期数据显示消费下降，耐用品开支持平。2019 年第 1 季度预期家庭收入变化指数均值为 98.0，低于上季度的 98.3；消费者调查指数中的耐用品开支计划均值为 95.0，与上季度持平。近期数据显示投资降速放缓。2018 年第 4 季度固定资本形成总额同比增速为-3.7%，高于 3 季度的-6.7%；其中建筑投资同比增速-5.8%，高于上季度的-9.1%；设施投资同比增速-2.7%，高于上季度的-7.4%。2019 年第 1 季度的贸易大幅下降，月出口同比增速季均值为-8.6%，低于上季度的 8.1%；进口同比增速季均值为-7.0%，低于上季度的 13.5%。出口的核心半导体行业持续低迷，对主要贸易伙伴的出口均出现下降，韩国贸易的低迷部分反映了中美贸易摩擦影响的余波，但更多反映出外需环境的周期性下行。

政策方面，央行维持基准利率不变，政府预计将提升公共开支。

政策方面，韩国央行在第 1 季度保持基准利率不变，受到核心通胀远低于 2%通胀目标、失业率上升以及经济放缓的影响，韩国央行之后也更倾向于维持当前利率水平，甚至降息。考虑到韩国经济的制造业部分在 2019 年仍面临较大的不确定性，预计政府将继续出台相关的扩大就业措施，提升公共开支。

2018 年韩国实际 GDP 同比增速为 2.7%，预计 2019 年为 2.5%。

韩国 2018 年的实际 GDP 增长率为 2.7%，创下六年增速新低。居民部门和政府部门的消费支持了 2018 年的增长，但是制造业及对外部门受到贸易摩擦和外部环境放缓的影响表现不佳，固定资产投资出现负增长，设备投资创下全球金融危机以来最大降幅，成为经济增长的拖累。2019 年，贸易摩擦对贸易部门的负面影响有望下降，但是全球经济放缓的风险在上升，预计 2019 年实际 GDP 增长率可能进一步放缓至 2.5%。

图表 24 东盟六国与韩国宏观经济数据概览

宏观经济核心指标	2017		2018			2019	
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1F <sup>1</sup>	全年 F <sup>2</sup>
<b>印度尼西亚</b>							
实际 GDP 同比增速 (%)	5.2	5.1	5.3	5.2	5.2	5.1	5.1
制造业 PMI	49.9	50.7	51.2	51	50.7	50.4	
消费者信心指数	123.1	123.4	125.1	122.9	123	125	
失业率 (%，半年)		5.1		5.3			
出口总额 <sup>3</sup> 同比增速 (%)	13.6	8.9	11.3	8.9	-0.7	-7.7	
进口总额 <sup>3</sup> 同比增速 (%)	20.4	20.5	25.4	23.5	12.5	-7.9	
CPI 同比增速 (%)	3.5	3.3	3.3	3.1	3.2	2.6	
CPI 环比增速 (%)	0.3	0.3	0.3	0	0.4	0.1	
美元兑印尼卢比同比增速 (%)	2.2	1.7	4.8	9.5	9.4	4.2	
美元兑印尼卢比环比增速 (%)	1.5	0.3	2.8	4.7	1.4	-4.5	
<b>泰国</b>							
实际 GDP 同比增速 (%)	3.9	5	4.7	3.2	3.7	3.4	3.6
制造业 PMI	50.1	50.2	50.3	50	49.7	50.1	
消费者信心指数	40.1	40.4	37.8	37.6	36.3	51.3	
工业生产指数同比增速 (%)	3.9	5.2	4.5	2.4	2.6	-0.5	
失业率	1.1	1.2	1.1	1	1	0.9	
出口总额 <sup>3</sup> 同比增速 (%)	11.5	12	11	3.3	2	0.1	
进口总额 <sup>3</sup> 同比增速 (%)	14.1	16.9	14.1	14.4	5.9	2	
CPI 同比增速 (%)	0.9	0.6	1.3	1.5	0.8	0.7	
CPI 环比增速 (%)	0.2	-0.3	0.9	0.5	-0.8	0.6	
美元兑泰铢同比增速 (%)	-6.9	-10.2	-6.8	-1.2	-0.4	0.3	
美元兑泰铢环比增速 (%)	-1.3	-4.3	1.3	3.2	-0.5	-3.6	
<b>马来西亚</b>							
实际 GDP 同比增速 (%)	5.9	5.4	4.5	4.4	4.7	4.4	4.6
制造业 PMI	50.2	50	48.6	50.8	48.1	47.6	
工业生产指数同比增速 (%)	3.8	3.4	3	2.4	3.2	3.2	
失业率 (%)	3.3	3.3	3.3	3.4	3.3	3.3	
出口总额 <sup>3</sup> 同比增速 (%)	12.4	5.8	8.4	5.2	8.2	-1.1	
进口总额 <sup>3</sup> 同比增速 (%)	14.6	-0.2	8.9	6.2	5.7	-4.2	
CPI 同比增速 (%)	3.5	1.8	1.3	0.5	0.3	-0.6	
CPI 环比增速 (%)	0.2	0	-0.3	0.3	0.2	-0.2	
美元兑林吉特同比增速 (%)	-3.8	-11.8	-8.8	-4.1	0.2	4.2	
美元兑林吉特环比增速 (%)	-2.4	-5.7	0.6	3.6	2	-1.9	
<b>新加坡</b>							
实际 GDP 同比增速 (%)	3.7	4.7	4.2	2.4	1.9	1.8	2.5
制造业 PMI	52.8	52.9	52.7	52.4	51.5	50.6	
制造业生产指数同比增速 (%)	6.3	10.1	10.7	3.5	4.6	0.2	
季调失业率 (%)	2.1	2	2.1	2.1	2.2		

出口总额 <sup>3</sup> 同比增速 (%)	5.5	3.9	5.8	5.2	2.4	-0.4	
进口总额 <sup>3</sup> 同比增速 (%)	7	3.9	5.8	6.5	5	2	
CPI 同比增速 (%)	0.5	0.2	0.4	0.7	0.5	0.5	
CPI 环比增速 (%)	0.1	0	0.1	0.1	0	0.1	
美元兑新加坡元同比增速 (%)	-3.9	-6.9	-4.2	0.5	1.5	2.7	
美元兑新加坡元环比增速 (%)	-0.5	-2.6	1.1	2.6	0.5	-1.5	
<b>菲律宾</b>							
实际 GDP 同比增速 (%)	6.5	6.6	6.2	6	6.1	5.8	6
制造业 PMI	54.2	51.3	53.1	51.6	53.8	51.9	
工业生产指数同比增速 (%)	-7.9	12.3	15.8	6.1	-1.3	-2.4	
消费者信心指数, 下季	34.9	37.1	36.3	45.7	42.3	39.6	
失业率 (%)	5.3	5.5	5.4	5.1	5.2		
出口总额 <sup>3</sup> 同比增速 (%)	13.3	-5.4	-1.3	1.4	-2.3	-1.7	
进口总额 <sup>3</sup> 同比增速 (%)	21	7.2	19.9	22.9	6.4	5.8	
CPI 同比增速 (%)	3	3.8	4.8	6.3	5.9	3.8	
CPI 环比增速 (%)	0.4	0.7	0.4	0.6	-0.1	0.1	
美元兑菲律宾比索同比增速 (%)	3.7	2.9	5.2	5.3	4.6	1.8	
美元兑菲律宾比索环比增速 (%)	0.2	1	1.9	2.1	-0.5	-1.7	
<b>越南</b>							
实际 GDP 同比增速 (%)	6.8	7.4	6.7	6.8	7.1	6.8	7
制造业 PMI	51.8	52.8	54.1	53.4	54.7	51.7	
工业生产指数同比增速 (%)	15.1	12.5	9.6	12.3	9.6	9.1	
出口总额 <sup>3</sup> 同比增速 (%)	24.7	24.3	9.2	8.9	3.5	2.3	
进口总额 <sup>3</sup> 同比增速 (%)	16.4	15.8	5.7	14.8	10.2	9.9	
CPI 同比增速 (%)	2.7	2.8	3.8	4.1	3.4	2.6	
CPI 环比增速 (%)	0.3	0.3	0.4	0.3	-0.1	0.2	
美元兑越南盾同比增速 (%)	1.7	1	0.8	1	1.3	2.1	
美元兑越南盾环比增速 (%)	0	-0.1	0.5	0.5	0.3	0.7	
<b>韩国</b>							
实际 GDP 同比增速 (%)	2.8	2.8	2.8	2	3.2	2.6	2.5
制造业 PMI	50.4	50	49	49.8	49.8	48.1	
消费者信心指数	110.5	108.7	106.8	99.9	97.3	98.9	
失业率 (%)	3.7	3.7	3.8	4	3.8	4.1	
出口总额 <sup>3</sup> 同比增速 (%)	8.4	10.3	3.5	2.2	8.1	-8.6	
进口总额 <sup>3</sup> 同比增速 (%)	11.5	14.1	13.1	8	13.5	-7	
CPI 同比增速 (%)	1.4	1.1	1.5	1.6	1.8	0.5	
CPI 环比增速 (%)	-0.2	0.4	0	0.5	-0.4	0	
美元兑韩元同比增速 (%)	-4.7	-7	-4.4	-1	2.1	5	
美元兑韩元环比增速 (%)	-2.5	-2.9	0.7	3.9	0.6	-0.2	

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

## 全球金融市场：负面风险减少，风险偏好修复

2019年第1季度，全球金融市场总体波动性下行。在主要央行货币政策调门转缓和以及中美贸易谈判务实推进的背景下，金融市场避险情绪得以缓解，发达经济体和新兴经济体股市普遍反弹。主要受流动性宽松条件影响，发达经济体长债收益率总体下行；新兴经济体长债收益率保持相对低位，同时在市场风险偏好上升的作用下出现一定反弹。全球主要外汇维持低波动水平已持续三个季度，仅阿根廷和巴西货币对美元汇率再度大幅下跌，但整体速率相比去年三季度明显缓和。全球货币市场稳定。由于1季度市场反弹主要来自相对四季度的风险偏好修复，当前总体正面因素相对负面因素在减少，2季度全球金融市场波动性预计仍将总体上升，发达经济体股市仍可能是波动率上升的主要来源，美元指数仍可能维持窄幅波动态势，新兴经济体总体风险下行，但受全球经济环境影响，市场向上动能仍很有限。

### 一、全球金融市场总体情况

负面风险减少，避险情绪回落

2019年第1季度全球金融市场负面风险减少，总体波动性下行，避险情绪回落，带动股市反弹。受不同主导因素影响，发达国家和新兴经济体长期国债收益率走势分叉。汇市与货币市场继续保持稳定。去年四季度发达经济体股市引领全球股市急速下挫，避险情绪下，全球长债利率普遍下行，今年一季度在美欧等经济体货币政策预期转温和以及中美贸易谈判务实推进的背景下，金融市场避险情绪得以缓解，发达经济体和新兴经济体股市普遍反弹。发达经济体长债收益率在金融条件放松背景下继续走低，新兴经济体更多受到资金配置倾向逆转的影响，长期国债收益率在保持相对低位中有所反弹。全球外汇市场连续三个季度保持稳定，土耳其阿根廷汇市也在两个季度大跌后稳定并反弹。仅阿根廷和巴西货币对美元汇率再度大幅下跌，但整体速率相比去年三季度明显缓和。全球货币市场流动性较为稳定。

### 全球金融市场波动性回落

全球金融市场波动性回落。2019 年第 1 季度全球金融市场负面风险减少，波动性总体波动。VIX 指数从季初 25 的相对高位，明显回落至季末 13 左右的低波动水平。这反映一季度以来，总体风险预期出现不断向下调整的趋势。反映大型机构信用风险的 TED 利差进入一季度以来也出现明显回落，从 39 个基点下降至超过 20 基点以内。总体上，全球金融市场风险偏好有所上升。

图表 25 全球金融市场主要指标变动

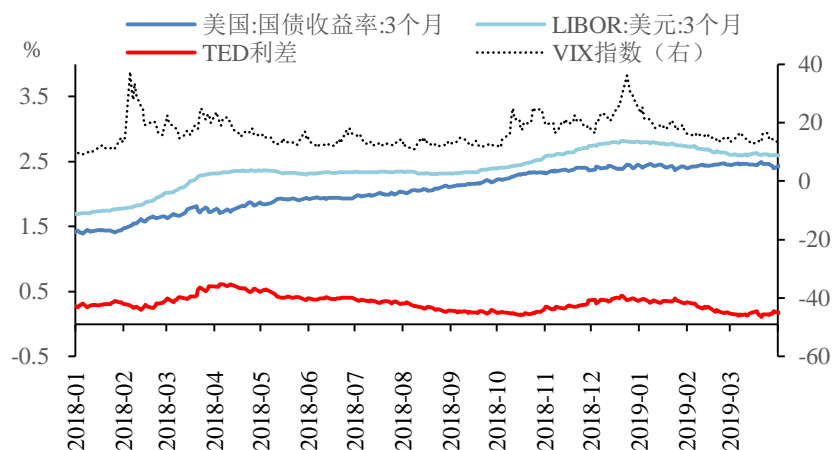
外汇市场				股票市场			
名称	本季度	上季度	升值幅度	名称	本季度	上季度	上涨幅度
美元指数	96.42	96.5	-0.08	标普 500	2720.4	2689.44	1.15
欧元	1.14	1.14	-0.47	德国 DAX	11257.01	11277.16	-0.18
日元	110.15	112.74	2.29	日经 225	20935.39	21879.92	-4.32
人民币	6.75	6.82	2.44	上证综指	2776.84	2615.33	6.18
雷亚尔	3.77	3.81	1.05	巴西 IBOVESPA	95729.37	86202.8	11.05

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	2.41	2.24	16.76	美国	2.65	3.04	-38.82
欧元	-0.45	-0.44	-0.85	欧元	0.18	0.43	-25.58
日本	-0.09	-0.09	-0.27	日本	-0.02	0.11	-12.14
中国	2.58	2.64	-6.56	中国	3.12	3.42	-29.51
印度	6.31	6.41	-9.29	巴西	9	10.22	-122.25

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。

图表 26 全球金融市场风险状况图



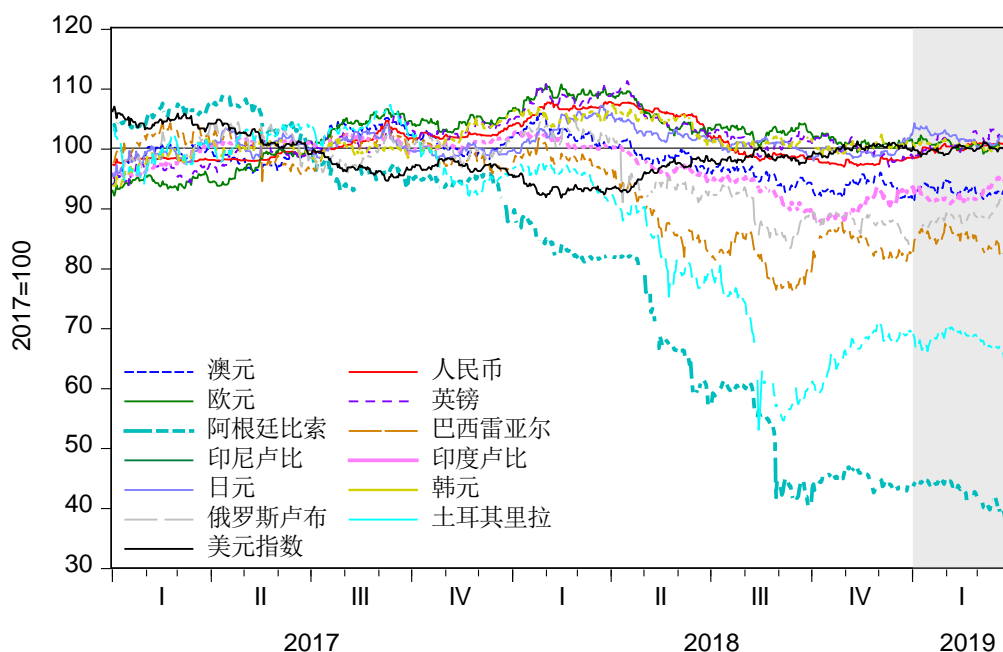
注：数据来自 Wind 数据库。阴影部分为 2019 年第 1 季度。

## 二、全球金融分市场运行态势

美元温和，全球汇  
市总体稳定

2019 年第 1 季度全球外汇市场相较去年三四季度更为稳定。美元指数几乎维持水平波动，波动幅度在 2.5 个点以内。欧元略有下行，日元对美元在月初升值后继而回落。新兴经济体货币总体表现稳定，受风险偏好上升导致资金流入影响，一些新兴货币出现温和的回升，但相对脆弱的阿根廷和巴西货币对美元汇率再度大幅下跌，整体速率相比去年三季度明显缓和。

图表 27 主要发达和新兴经济体汇率走势一览

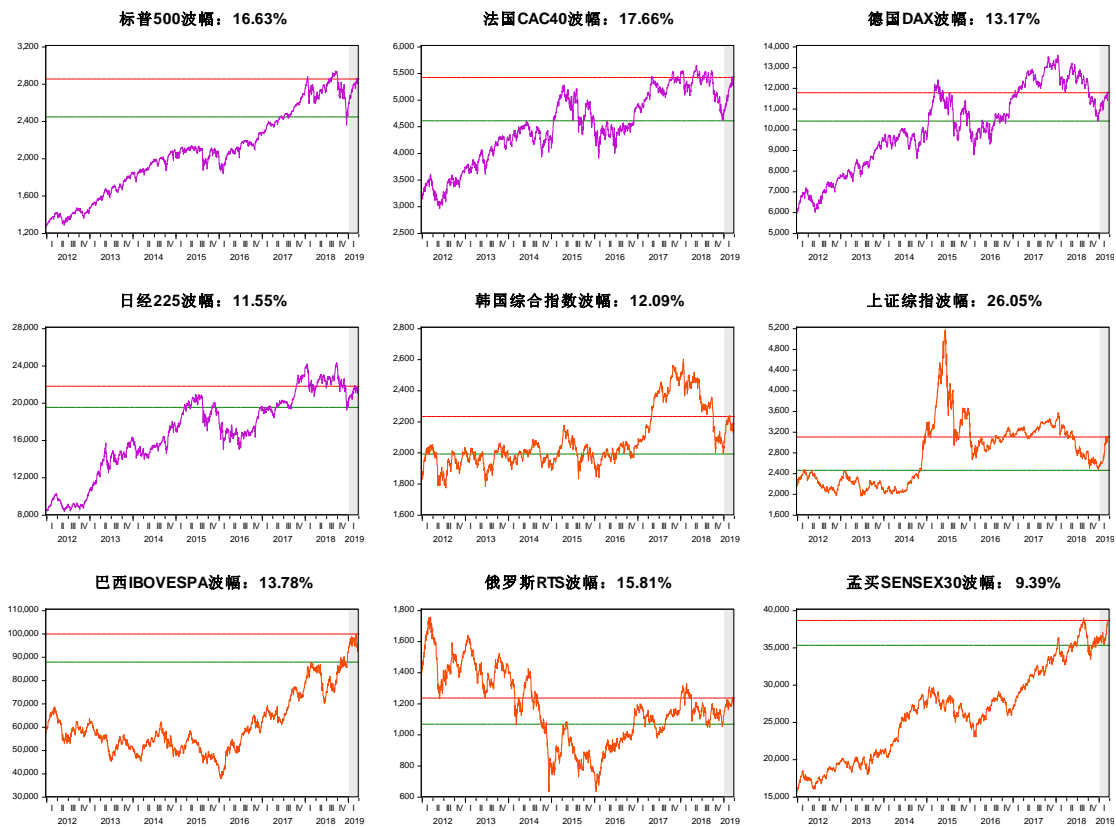


注：原始数据来自 Wind 数据库，经笔者计算。采用间接标价法，上升代表该货币升值。阴影部分代表 2019 年第 1 季度。

负面风险短期消  
减，全球股市反弹

全球经济负面风险得以控制的背景下，全球股市普遍反弹，收复上季度绝大部分或者半数以上的失地。去年四季度发达经济体股市集体重挫，带动多数新兴经济体大幅下跌。一季度以来美欧为代表的主要经济体央行纷纷释放了温和的前瞻指引，中美贸易谈判释放了积极的信号，使得市场预期向好发展，风险总体得以控制，发达经济体和新兴经济体股市普遍反弹。

图表 28 主要发达与新兴经济体股市走势一览



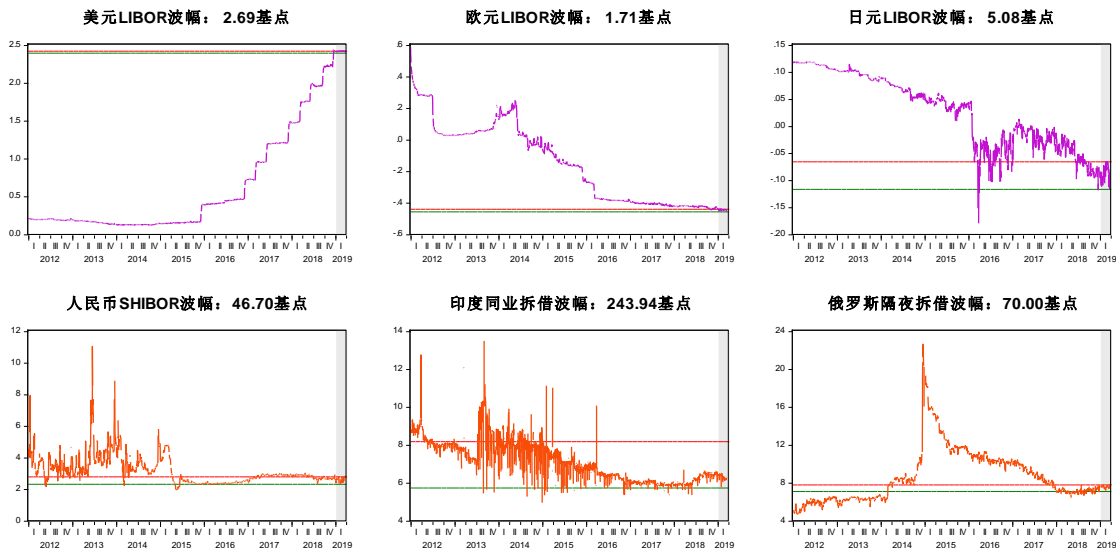
注：原始数据来自 Wind 数据库。季度波幅定义为季内最高值相对最低值的偏离百分比。各图中位置较高的红色虚线代表季内最高值，较低绿色虚线代表季内最低水平。阴影部分代表 2019 年第 1 季度。

## 全球货币市场流动性宽松

全球货币市场流动性宽松。主要央行中，今年以来美联储宣布暂停加息和缩表，美元 Libor 利率相应维持在 2.5% 以内，波幅仅 2.69 个基点，美元流动性充足。由于核心通胀未达预期，欧央行议息会议决定维持三大基准利率水平不变，并将加息的前瞻指引从 2019 年夏推迟到年底，并开启了新一轮定向长期再融资操作。因此欧元 Libor 继续有所下行。日本央行在 3 月会议上决定维持超宽松货币政策不变，继续维持日本国债的购买规模，因此日元 Libor 变化也极其有限。新兴经济体中，仅印度银行间市场流动性在季末出现紧张，不过印度央行已经采取迅速行动为市场提供流动性，将利率 4 月初降为正常水平。

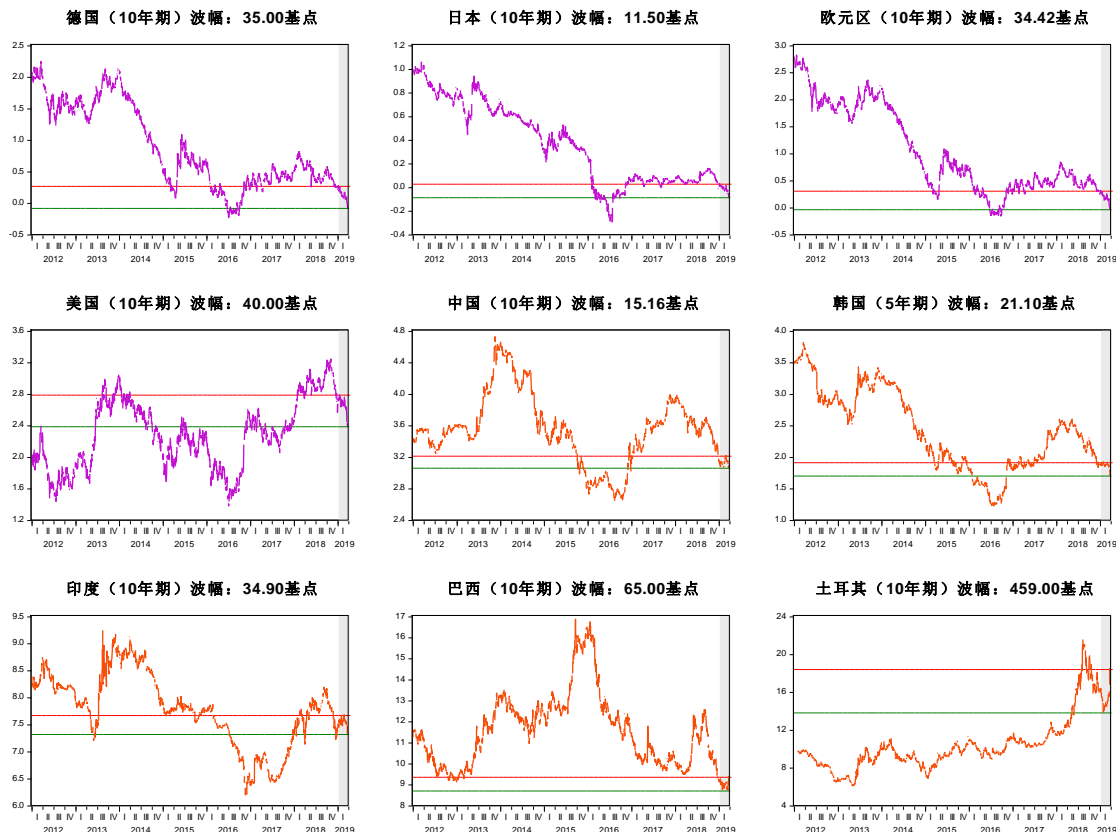


图表 29 全球主要发达与新兴经济体货币市场走势一览



注：同上。

图表 30 全球主要发达与新兴经济体长期国债市场走势一览



注：同上。

发达经济体货币政策明确的缓和信号下，发达经济体长期国债收益率继续下行

**全球长期国债市场同步回落。**在主要发达经济体央行转向更加宽松的政策立场，全球金融条件放松，虽然使得风险偏好有所上升，资金回流风险资产，但发达经济体长期国债收益率继上季度显著回落后仍继续下行，显示市场流动性供应上升是发达经济体市场变化的主导性因素。1 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 40、34.4 和 11.5 个基点。新兴经济体长期国债收益率在上季度紧跟发达经济体走势，本季度虽然总体处在相对低位，但季内出现不同程度的反弹，显示市场资金向风险资产的回流是新兴市场变化的主导因素。

全球金融市场波动性预计将总体上升

### 三、跨境资本流动规模基本稳定，呈现小幅净流入

跨境资本流动总量规模增速稳定，并呈现小幅顺差。2019 年 1 月至 2 月，银行代客涉外收入与支出总额为 1.10 万亿美元，同比增长 3.4%。其中，银行代客涉外收入为 5805 亿美元，同比上升 6.88%，银行代客涉外支出为 5240 亿美元，同比下降 0.13%。跨境资本流向从上一季度的小幅逆差转为小幅顺差：银行代客涉外收付款顺差为 565 亿美元。从跨境资本流动的结构来看，银行代客涉外收付款呈现顺差的主要原因在于经常项目由逆转顺，以及资本和金融项目顺差扩大。其中，经常账户的变动主要由货物贸易的增长驱动，资本和金融项目的变动主要由证券投资的增长所导致。

市场主体结售汇意愿基本稳定

市场主体结售汇意愿基本稳定，但存在汇率预期贬值压力。2019 年 1 月至 2 月，月均结汇率（银行代客结汇占银行代客涉外总收入比率）为 44.6%，较去年同期下降 4.4%，较上一季度下降 4.5%。售汇率（银行代客售汇占银行代客涉外总支出比率）为 50.3%，较去年同期增加 0.5%，较上一季度下降 0.5%。月均银行代客收付款和代客结售汇的差额之差为 298 亿美元，较上一季度大幅增加 302 亿美元，反映出较大的贬值预期压力。

外管局首次公布分

外管局首次公布分地区结售汇数据。其中，北京和上海的结售汇

**地区结售汇数据**

总额位居前二，并呈现结售汇逆差，反映出旺盛的外部支出需求。江苏、广东和浙江名列前五，并呈现结售汇顺差，体现其进出口贸易结构优势。

**人民币跨境业务比例小幅提升**

人民币业务在总跨境资本流出的占比小幅提升。2019年1月至2月，人民币业务在银行代客涉外收入总额中占比为24.0%，在涉外支出总额中占比为21.6%，分别较去年同期增加3.76%和0.09%。在此期间，人民币净流入为264亿美元，同比下降10.69%。

**1 季度中国公司海外发债量上升****四、境外公司债融资**

**发行量环比上升。**1 季度中国公司海外发债发行量有所上升。截至3月底，76家中国公司在境外发行135笔外币公司债券。发债额总计513.3亿美元，相比去年四季度上升26.1%。币种上，发债公司多选择发行美元债券，占比达94%以上，其他币种依次为欧元、港元和离岸人民币。

**金融、地产公司一季度是发债主力，平台公司发债量相比去年四季度减半**

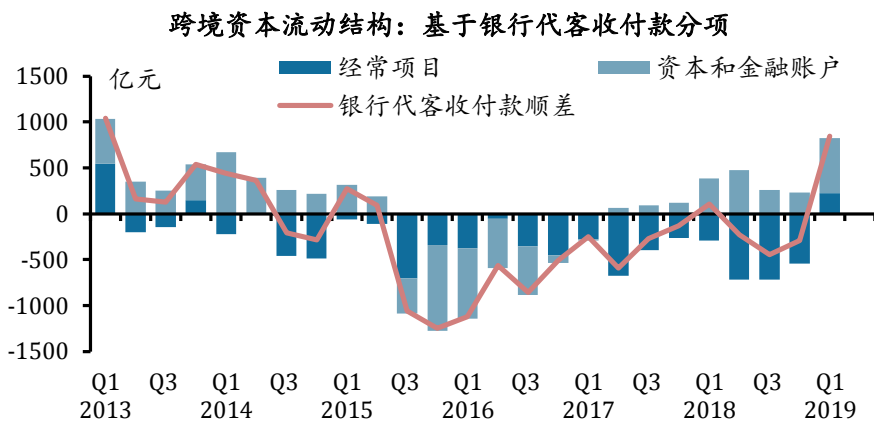
**地产、金融为发债最多行业，平台公司发债规模下降。**行业上，房地产公司仍是发债量最大的行业，发债量相当于第二大发债行业金融业的两倍。同时，地方政府融资平台发债相对于上季度减半。

房地产公司1 季度发行债券290.9 亿美元，占全部发行额度的56.7%，相较2018 年四季度增长94.8%。房地产企业仍以发行高收益公司债为主，四季度发行的平均成本为8.53%，相对于上季度下降0.4个百分点。2019 年是许多房地产企业的偿债高峰，因此可以看到部分企业发行两年期公司债用于长债，其平均成本高于三年期债券。发行成本最高的三家企业分别是阳光城、佳兆业和国瑞置业，发债成本高达11%-13.5%。

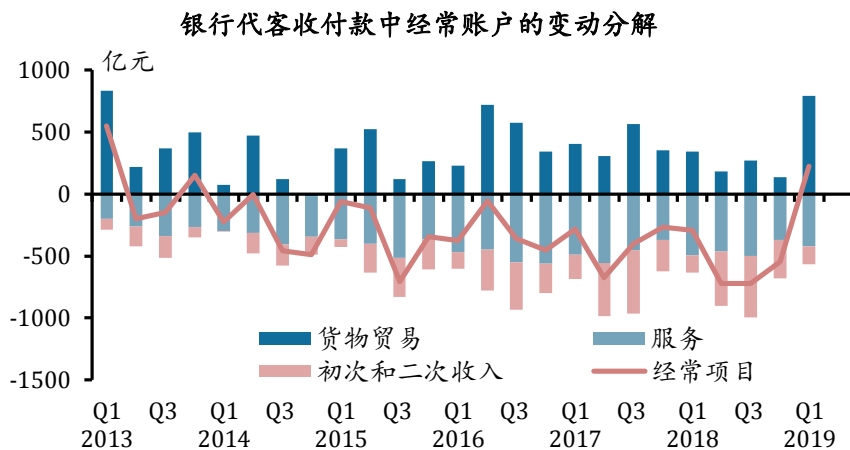
金融业4 季度发行158.0 亿美元，占全部发行额度的30.8%，券商、股份制商业银行均增加了海外发债发行，规模相比于4 季度增加49.6%。随着美联储加息步伐停滞，美元债发行成本下降，1 季度平均发行成本为3.9%，相比上季度下降了0.4 个百分点。

地方融资平台四季度发行 41.1 亿美元，不足上季度发行额的一半。

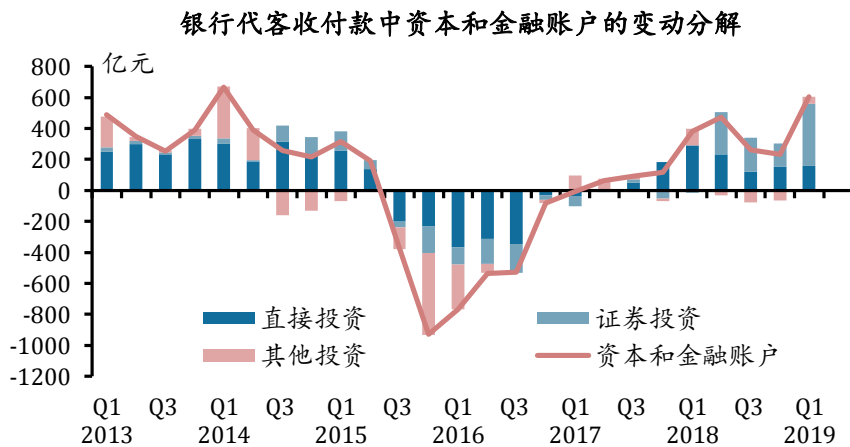
图表 31 跨境资本流动结构：基于银行代客收付款分项



数据来源：WIND



数据来源：WIND



数据来源：WIND

图表 32 部分地区银行自身和代客结售汇数据（亿美元）

排名	地区	结汇总额	售汇总额	结售汇差额	结售汇总额	各地区占比
1	北京	307	767	-460	1074	18.75%
2	上海	393	634	-241	1027	17.93%
3	江苏	384	174	209	558	9.74%
4	广东	330	188	143	518	9.04%
5	浙江	350	102	248	452	7.88%

注：所有数据均为银行自身和代客交易的总额。结售汇总额为结汇总额和售汇总额绝对值的加总，结售汇差额为结汇总额减售汇总额。排名和各地区占比均按结售汇总额计算。表中仅列出前 5 位城市。

## 五、全球金融形势展望

### 全球金融市场波动性预计将总体上升

全球金融市场预计仍将进入更为频繁的波动状态。1 季度市场负面风险相对减少主要由发达经济体货币政策立场转变以及中美贸易谈判取得实际进展等有利因素支撑。2 季度虽然发达经济体货币政策总体仍将维持宽松基调，但也难以给予更有利的刺激。虽然中美贸易谈判具有较高可能性谈成从而稳定全球经贸展望，但 2 季度全球经济增长趋缓的态势仍将延续。全球金融市场波动性预计仍将总体上升，发达经济体股市仍可能是波动率上升的主要来源。

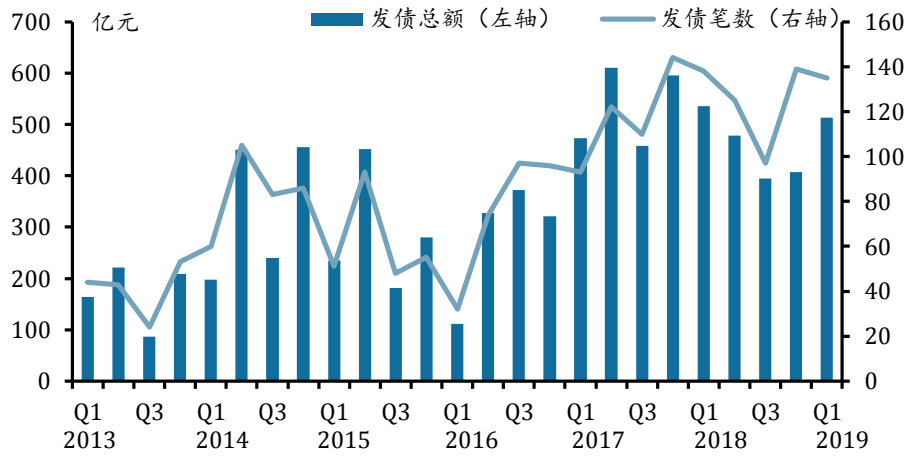
### 美元指数维持窄幅波动

美元指数仍可能维持窄幅波动态势。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，因此美元指数将从外部获得一定支撑。

### 新兴市场风险下降，但向上动能有限

新兴市场风险下降。除阿根廷、巴西等经济体还面临宏观经济上的复杂挑战外，新兴经济体货币在发达经济体货币宽松的大背景下，外部资金条件已经有明显改善，总体经济风险下降，其风险资产仍有一定向上动能，但幅度会受全球经济和贸易前景不佳的压制。

图表 33 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

## 大宗商品市场：走势反弹，但仍低于前期均值

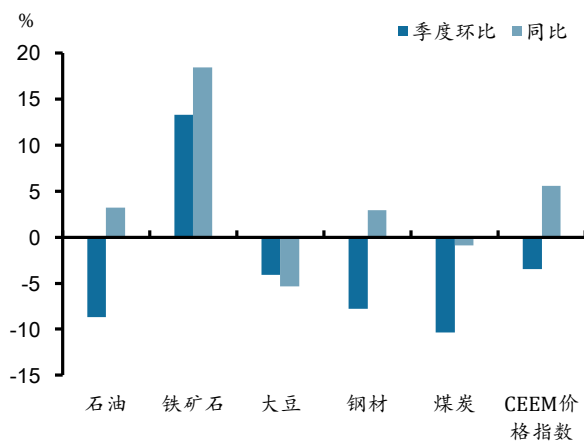
2019年1季度大宗商品价格环比小幅下跌。虽然相对于上季度的均值仍有一定跌幅，但从走势上看价格逐步反弹。其中石油价格整体上行，铁矿石、铜价也较上季度末低点显著上涨。供给端收缩、政治和意外扰动因素为推动这些品种上涨的主要原因。农产品基本全线回落，主要受需求端疲弱和非洲猪瘟等特定事件的影响。全球经济复苏存在的不确定性仍然使大宗商品价格面临压力。

### 一、大宗商品总体价格走势

1 季度大宗商品价格走势反弹，但仍低于前期均值。石油和主要金属价格反弹，农产品全线下跌

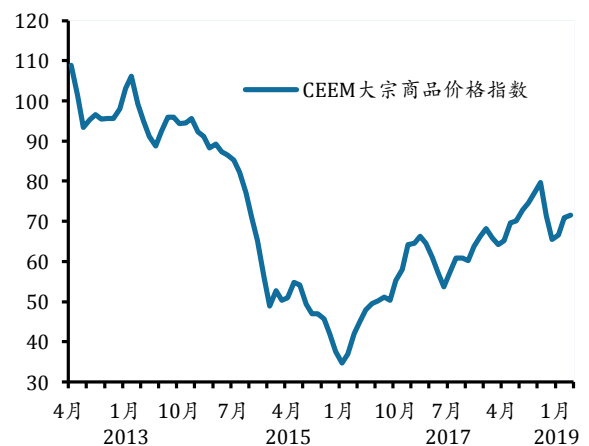
2019年1季度 CEEM 大宗商品价格<sup>1</sup>环比下跌-3.46%，虽然从走势上看逐步反弹，但均值相较于上季度仍有所回落，且相距上季度高点有近 10%的差距。其中石油价格整个季度呈上行走势，但季度均值环比仍然下降 8.67%。钢材、煤炭均有所下跌。铁矿石受供给端收缩影响上涨 13%。铜价受中美贸易缓和影响大幅上升。农产品方面全球大豆价格稳中略降，国内大豆价格显著下跌，玉米和小麦全线下跌。

图表 34 1 季度大宗商品价格环比下跌



数据来源：CEIC, 世界经济预测与模拟实验室

图表 35 大宗商品价格反弹，但仍低于前期均值



数据来源：CEIC, 世界经济预测与政策模拟实验室

<sup>1</sup> 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。

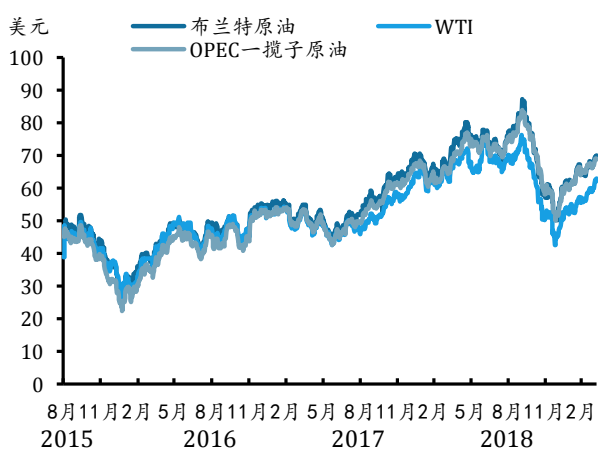
## 二、主要大宗商品供求情况与价格走势

### 1 季度 OPEC 和俄罗斯落实减产推动油价上涨

。2019 年 1 季度，国际油价基本呈单边上涨局面，布伦特原油价格从上季度末 52 美元左右的低点反弹至 68 美元。反弹幅度接近 30%。反弹走势前陡后缓，1 月份上涨至 60 美元后经过两个月时间爬坡至 68 美元附近，和上季度的下跌走势基本呈镜像，体现出对上季度油价下跌的修复。但平均来看，相较于上季度涨幅有限。拉长来看，当前油价相距 2018 年 87 美元左右的高点仍有一段距离。整个油价从 2015 年以来呈波段式上行走势。

过往两年中原油供给端变化主导了油价波动，需求端的影响相对较弱。其中以 OPEC 为首的减产效应推动了 2018 年油价的上涨，又因减产不力和需求走弱预期导致油价下跌。2019 年 1 季度同样是减产效果推动油价上涨。但不同的是该阶段减产落实力度较强，OPEC 产量明显下降，且委内瑞拉和伊朗的地缘政治问题导致两国原油出口下滑，供给端走弱确定性大增。与此同时，市场已经逐渐计入美国产量上涨和净进口下滑的影响。

图表 36 1 季度石油反弹，但仍低于前期高点



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 37 1 季度 OPEC 产量持续下降，减产落实



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室



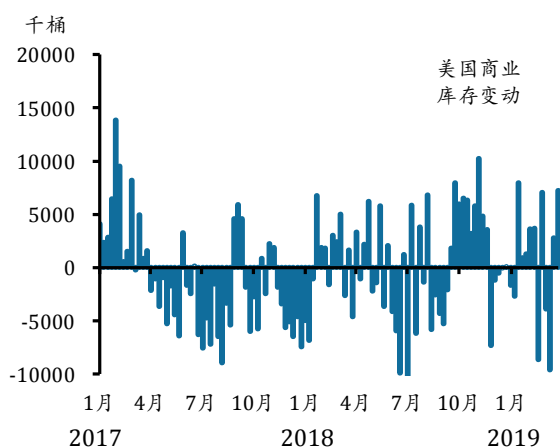
### OPEC 产量持续下降，且美国对委内瑞拉和伊朗制裁减少两国石油供给

原油价格从季度初的低点显著反弹。OPEC 减产落实成为主要推动力。OPEC 原油日产量从去年 9 月的高点 3276 万桶下跌至 2 月份的 3054 万桶。调查显示 3 月份也延续了减产趋势。其中沙特产量降至 1000 万桶以下，具有较强的示范效应。俄罗斯也同步将原油产量降低 22.8 万桶。本轮减产从 1 月份开始执行，到 6 月份结束并重新谈判。

此外，美国对委内瑞拉和伊朗的制裁也对两国的供给形成压力。由于大停电和政治纷争，委内瑞拉 3 月份原油产出减半，下降 80 万桶左右。伊朗则被美国禁止石油出口，受影响的体量在 150 万桶左右。

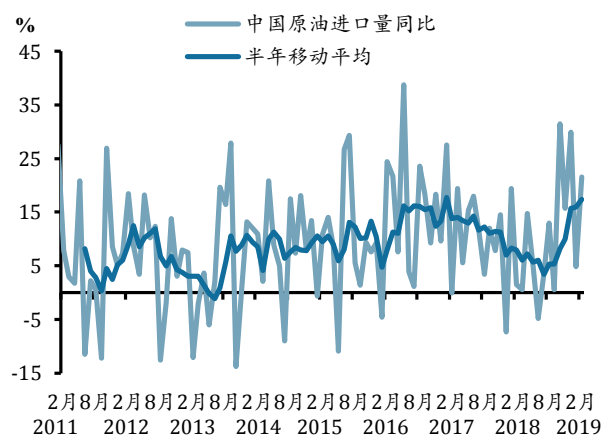
相比之下，美国产量上升的边际影响在该季度有所下降。一方面，美国活跃钻井数截止至 3 月底连续 6 周下降，为 2016 年以来最长的连降区间，主要受到去年下半年石油价格下跌的滞后影响，也反映出开采商对未来的预期不甚乐观。钻井数下降对 WTI 原油价格形成支撑。但另一方面，3 月底美国原油产量达到创纪录的 1220 万桶，出口量首次突破 300 万桶，显示出钻井的效能和利用率仍然强劲。

图表 38 2 月份以来美国原油商业库存净下跌



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 39 中国原油进口需求稳步上涨



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

### 全球经济增长疲弱影响仍然较大，不确

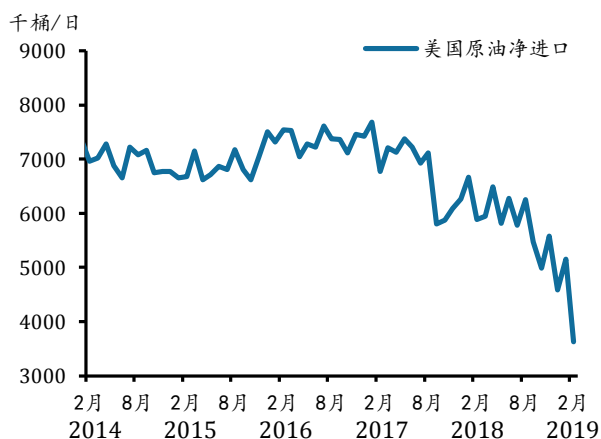
从需求端来看，全球经济增长放缓的担心仍然挥之不去。CEEM-PMI 连续下滑体现出经济复苏疲弱。IMF 也在最新的《世界经

## 定性走强

济展望》中将 2019 年全球增速预期下调 2 个点至 3.3%，为过去六个月中第二次下调增速预期。但 IMF 上调中国经济增速预期。美国经济指标好坏参半，在市场整体担忧衰退的背景下，一旦就业数据超过预期就对油价形成提振。美国原油商业库存则涨跌互现，2 月份以来出现净减少。中美贸易纷争有望缓和也对油价形成提振。从具体的石油需求来看，中国和欧元区国家的石油进口量都小幅上扬。

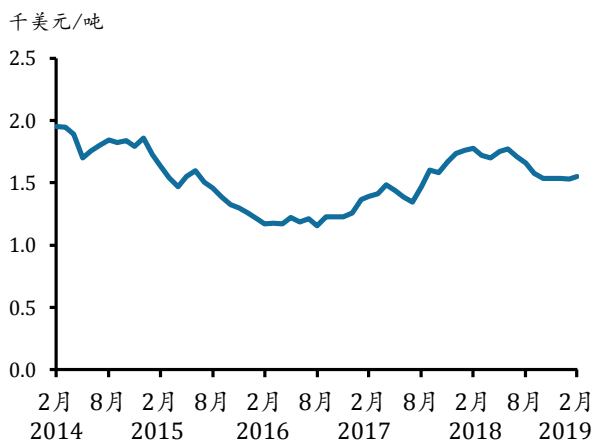
货币上美元指数走势平缓，但在美国经济下行担忧下有走弱的压力，对油价影响偏中性。

图表 40 美国石油净进口量创新低



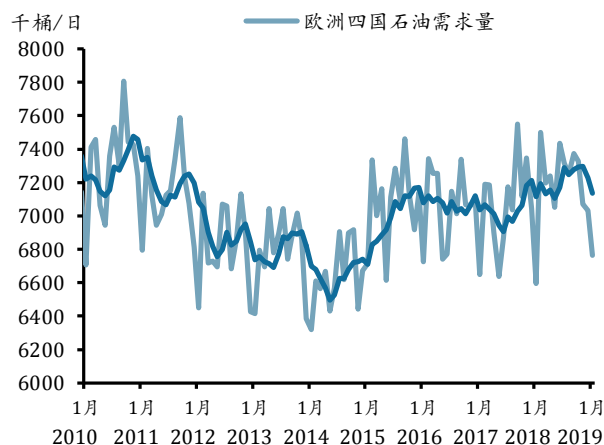
数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 42 铜矿砂及其精矿进口价格小幅震荡上扬



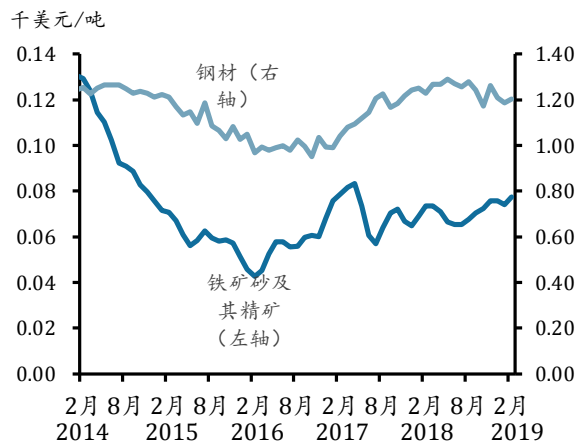
数据来源：WIND，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 41 欧洲主要国家需求稳定



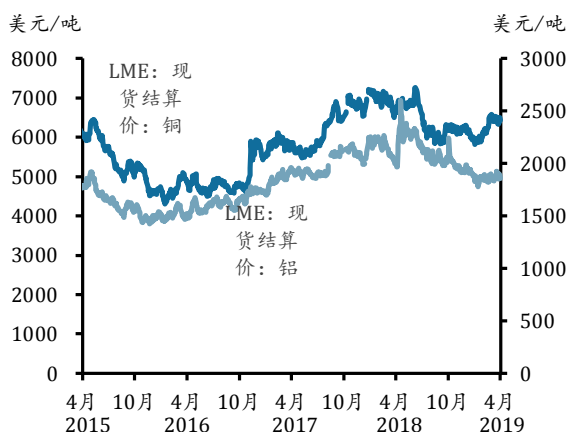
数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 43 中国钢材进口价格小幅上升



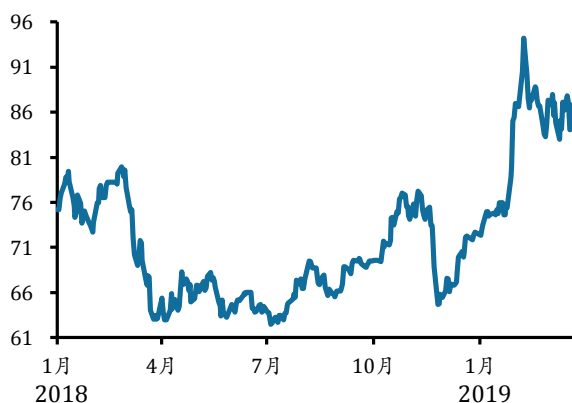
数据来源：WIND，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 44 LME 铜价与铝价震荡上行



数据来源：WIND，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 45 国际铁矿石价格大幅上涨



数据来源：WIND，世界经济预测与政策模拟实验室

**1 季度金属价格波动显著，铜、铝价格震荡上涨，钢材与铁矿石价格大幅走高。铜、铝库存均持续下滑。宏观利好消息及供需缺口致基本金属表现回暖；环保限产趋松，基建需求抬升对金属价格形成一定支撑。**

**1 季度金属价格表现不一。铜价大幅上涨，铝价偏弱震荡。**铜方面，1月初至3月底，受中美贸易争端缓解迹象之影响，LME 铜价震荡上行，自1月初的 2839 美元/吨一路大幅上涨至三月底的 6485 美元/吨。进口铜矿砂及其精矿价格从12月底的 1533 美元/吨小幅下滑至1月底的 1528 美元/吨，随后在2月份反弹至 1552 美元/吨。从铜矿进口数量来看，1月和2月分别进口 189 万吨和 192 万吨铜矿砂及其精矿，两月累计进口量为 382 万吨，高于去年同期的 306 万吨；1月和2月分别进口未锻造铜及铜材 48 万吨和 31 万吨，两月累计进口量为 78.9 万吨，低于去年同期的 79.4 万吨。1 季度铜精矿进口量增加主要源于铜供应端出现大量干扰事件：韦丹塔在印度南部的铜冶炼厂重启受阻，40 万吨冶炼产能搁置，令今年精铜产量较去年减少 14.5 万吨；与此同时，欧亚资源和嘉能可矿山减产，或有 20 万吨铜精矿减量。库存方面，LME 铜库存从1月初的 13.22 万吨一路下滑至三月中旬的 11.27 万吨，随后迅速猛增至 18.12 万吨再螺旋下降 16.85 万吨。整体来看，铜库存本季度依旧持续震荡下跌，虽于季末略有回升，但仍处于 2016 年以来绝对低位水平。铝方面，LME 铝价 1 季度维持在 1775 美元/吨至 1923 美元/吨的区间震荡，俄铝制裁事件裁决未明导致铝价在1月中旬出现稍大幅度扰动。1 季度宏观利好消息推动铜价上涨；供需趋淡导致铝价偏弱运行。

**1 季度钢材与铁矿石价格稳步上涨。**钢材进口价格自 2018 年 12 月底的 1207 美元/吨，小幅下滑至 2019 年 1 月底的 1187 美元/吨，随后回涨至 2 月底的 1204 美元/吨；钢材进口数量 2019 年 1 月和 2 月分别为 118 万吨和 82 万吨。国内钢材的生产和供给方面，钢铁行业月粗钢产量 1 月和 2 月分别为 7859 万吨和 7099 万吨，2 月份环比下跌 9.7%。螺纹钢价格自 2018 年第四季度持续下降后，2019 年 1 月初继续走弱至 3835 元/吨，随后小幅回升至 3977 元/吨。钢材库存 1 月和 2 月分别为 1190 万吨以及 1528 万吨，1 季度初钢材库存处于低位源于 2018 年度去库存效果明显。进入 1 季度国内钢材价格低位反弹，矿难导致钢材成本上升，后因钢材库存累积超预期而有所回落。随着消费逐步启动，成本支撑有所体现。加之国家政策对实体基建支持，虽然钢材供应逐步上升，但供求矛盾暂不明显，钢材期价春节过后区间震荡。供给面来看，钢材供应在环保限产结束情况下继续回暖。需求面来看，地产、基建、工程机械、出口均对钢材消费有所支撑；汽车、船舶、家电等方面对钢材消费则逐渐转弱。

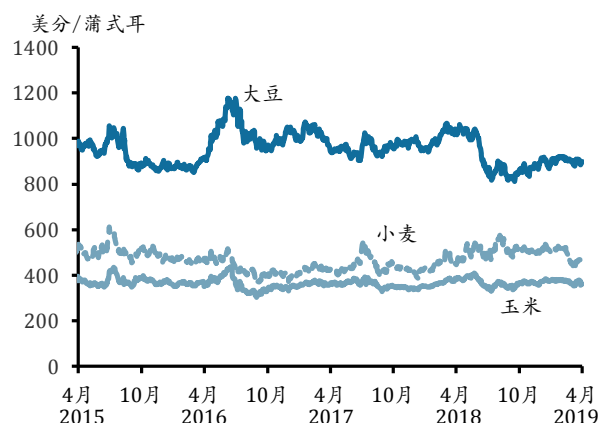
铁矿石方面，TSI 铁矿石价格从 1 月初的 72.4 震荡上升至 3 月底的 87.1，涨幅高达 32%。期间 2 月初价格显著上涨，之后略有回落。从进口价格来看，铁矿石及其精矿进口价格 1 月和 2 月分别为 74.2 美元/吨和 77.5 美元/吨，总体相较于 2018 年 4 季度小幅攀升。1 月份随着铁矿石基本面的持续改善，铁矿价格延续 2018 年 12 月走势，稳步上涨。1 月 25 日巴西淡水河谷溃坝事故造成铁矿石价格盘面大幅上涨。2 月至 3 月，受淡水河谷事故处理博弈加剧影响，铁矿石价格出现震荡。从整体产业链库存变化来看，得益于铁矿自身供应的收缩，以及限产政策放松所带来的消费增加，铁矿石库存总体较去年同期降低，铁矿港口库存由最高 1.6 亿吨的高位回落到当前的 1.4 亿吨水平，高库存压力减轻。重点企业钢材库存 1 月份大幅下降，2 月份逐渐回涨。

图表 46 农产品现货价格均不同程度下跌



数据来源：WIND，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 47 CBOT 农产品价格震荡下行



数据来源：WIND，世界经济预测与政策模拟实验

**1 季度农产品价格国内外齐跌。国际市场大豆较小麦、玉米表现平稳。国内市场农产品普遍跌幅较大。中美贸易摩擦继续影响国内市场乃至国际市场**

**1 季度农产品价格国内外齐跌。大豆国际价格整体稳中略降，国内价格大幅下跌。**国际市场来看，CBOT 大豆价格 1 月自 894.75 美分/蒲式耳震荡上行至 915 美分/蒲式耳。一月底至三月中旬，CBOT 大豆价格一路下跌至 888.50 美分/蒲式耳。3 月中旬，受美国中西部洪涝灾害影响，大豆库存受损，价格震荡反弹至 908.75 美分/蒲式耳，随后小幅走弱至月末 884 美分/蒲式耳。一季度国际大豆价格虽有波动，但整体表现平稳。3 月美国农业部（USDA）报告将 2018/19 全球大豆预期产量下调 91 万吨至 3.60 亿吨。产量预测下调主要来自巴西和巴拉圭大豆减产调整。全球消费量预测下调 95 万吨至 3.48 亿吨。消费量下调主要受中国发生非洲猪瘟的影响，中国大豆压榨需求量继续下调。期末库存预计达到 1.07 亿吨；库存消费比上升至 30.75%。消费量预计同比增长 1.89%，产需结余预计为 1159 万吨。整体来看，2015 年以来全球大豆价格一直处于低位，2018/19 年度全球大豆供大于求格局依旧，价格整体仍将处于熊市当中。国内大豆市场由于非洲猪瘟疫情影响部分养殖户补栏意愿，再加上中国对部分国家取消菜粕等杂粕进口关税后杂粕对豆粕的替代消费将增加，国内大豆价格自 2018 年 10 月底持续下滑，豆粕价格从 1 月初至 3 月末下跌约 14%。

**1 季度玉米与小麦价格双双下滑。**国际市场来看，CBOT 玉米

价格 1 季度震荡下跌，季末较季初下降 4.99%。美国农业部（USDA）3 月供需报告上调 2018/19 种植季全球玉米产量 155 万吨至 11 亿吨，全球消费量预测上调 315 万吨至 11.34 亿吨，期末库存预测下调 125 万吨至 3.10 亿吨，库消比预计为 27.21%。产量预测上修主要来自印度和东欧预期玉米产量调增。消费量上调主要来自预期中国进口高粱和大麦进口减少，从而带来玉米消费量增加。总体来看，2018/19 玉米产需缺口大，达到 3263 万吨，库销比连续第二年下降，预计供需继续偏紧，全球玉米价格仍将处于上行通道。国内市场来看，玉米现货价格 1 月运行相对平稳；2 月受春节假期及供给上量等因素影响现货价格加速下跌且跌幅扩大；3 月份玉米弱势延续。一季度玉米现货市场总体呈单边弱势下行趋势，季末较季初下降 4.37%。根据 3 月中国农产品供需形势分析报告，2018/19 年我国玉米预期产量为 2.57 亿吨，预期国内消费量为 2.83 亿吨，供需缺口预计为 2450 万吨。玉米仍维持产不足需格局，国内玉米价格预期弱势震荡运行。

小麦方面，CBOT 小麦价格 1 季度跌势明显，总体季末较季初下跌 9.24%。3 月美国农业部（USDA）供需报告预期 2018/19 全球小麦产量 7.33 亿吨，较上月预测值低 175 万吨，下调原因由于哈萨克斯坦、伊拉克和土库曼斯坦的产量降幅大于阿根廷和澳大利亚增幅。全球消费量预测下调 514 万吨至 7.42 亿吨，主要原因来自印度消费下调。期末库存与上季度预测持平，为 2.71 亿吨。总体来看，全球小麦产需缺口缩小，预计国际小麦价格涨幅放缓。国内 1 季度小麦小幅下降，季末较季初下降 1.64%。

### 三、未来价格走势与风险

油价反弹但关键支撑到年中出现变数，且需求端的基本面不足以支撑长期上涨。金属及农产品价

石油方面，OPEC 减产延续至 6 月份，且地缘政治因素仍然存在，对油价有支撑作用。但随着油价逐步逼近前期高点，回调压力上升。预计全球经济形势长期内难以支撑油价的持续上扬。6 月份减产协议到期后，OPEC 和俄罗斯的态度未明朗也为油价带来不确定性。我们暂时仍维持预测油价区间为 60-75 美元。

格主要关注供求格局的长期影响及中美贸易摩擦短期扰动

金属方面，2019 年未来价格走势主要取决于供求关系和中美贸易战的双重影响。铜、铝方面，产能投放增加一定市场供应，宏观预期修正影响及消费旺季叠加干扰预期，铜、铝价格多数时间呈现震荡态势，大幅的盘面波动或来自宏观强势政策指引及中美贸易谈判进程。铁矿石方面，由于供应存在不确定性，预计矿石价格总体保持震荡偏强格局。钢价方面，下游需求向好支撑钢价，但供应压力逐渐增强，未来供需博弈将成为钢价走势的重要因素。

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，全球及美豆供需仍旧充裕。南美天气及美豆新作面积下调配合可能支撑美豆价格上涨。此外，中国对进口大豆采购方向的选择将影响国际大豆价格走向。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长期缓慢上行，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、出口增速继续下降<sup>4</sup>

2019年1季度，中国出口（美元）同比增长1.4%，较上季度3.9%的同比增速下降2.5个百分点。1~3月出口增速大幅波动，来自春节效应的作用，但1季度出口增速总体下降则主要来自外需因素，而出口市场份额预期同比略有提升。1季度中国进口同比下降4.8%，增速较上季度下降9.1个百分点。货物贸易顺差总额为763亿美元，同比提高314亿美元。服务贸易逆差为433亿美元，同比下降11.9%，较上季度11.5%的同比增速下降23.4个百分点。预期2季度中国出口依然面临一定下行压力。

### 一、全球贸易运行态势

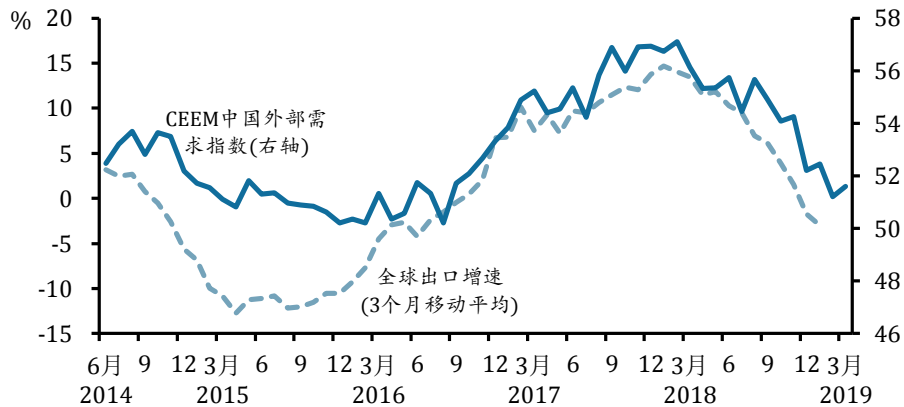
预估全球贸易增速在1季度继续下行。

预估全球贸易增速在1季度继续下行。根据世界贸易组织数据，2018年4季度全球出口总额4.4万亿美元<sup>5</sup>，同比增速为1.5%，较上季度下降5.3个百分点；进口总额4.6亿美元，同比增速为2.8%，较上季度下降6.2个百分点。从月度数据看，2018年1月全球出口和进口增速达到2014年以来的峰值，分别为17.8%和22.0%；2-12月进、出口增速呈现波动下降的变化趋势，至12月出口和进口增速仅为-4.9%和-3.7%。2014-2018年，CEEM中国外部需求指数（简称CEEM PMI，详见本季报大宗商品专题）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%的高位持续下降至2019年2月的51.2%，3月小幅反弹至51.6%，预示2019年1季度全球经济景气程度，特别是中国外部需求的景气程度仍在下行通道中。尽管3月美国、日本和中国PMI指数出现了回暖迹象，但欧元区PMI指数下调1.8个百分点，全球贸易前景依然不容乐观。

图表 48 预估 1 季度全球贸易增速继续下行

<sup>4</sup> 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。

<sup>5</sup> 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。



数据来源: WTO、Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

## 二、中国出口增速继续下降

中国海关数据显示, 2019年1季度, 以人民币计, 中国出口总额3.8万亿元, 同比增长6.7%; 以美元计, 出口总额5518亿美元, 同比增长1.4%, 较上季度3.9%的同比增速下降2.5个百分点。其中, 1月出口同比增速为9.3%, 2月出口同比增速为-20.8%, 3月出口同比增速为14.2%。

### 1~3月出口增速大幅波动, 来自春节效应的作用。

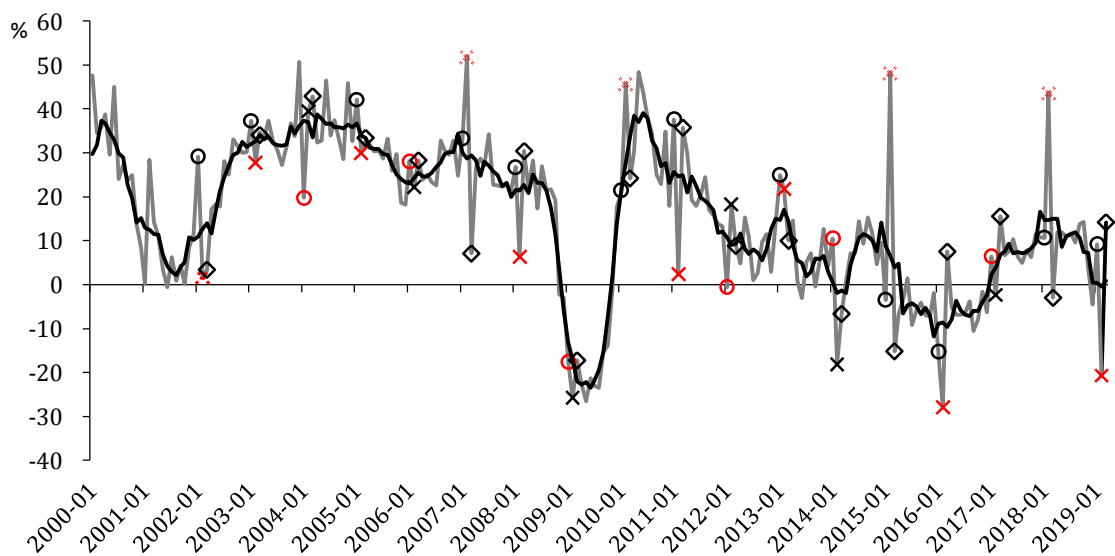
1~3月出口增速大幅波动, 部分来自春节效应的作用。从历史数据(2002-2019年)看, 春节假期6次起于1月下旬, 7次起于2月上旬, 5次起于2月中旬。在春节假期起于2月上旬的年份(2003、2005、2008、2011、2013、2016和2019年), 2月出口同比增速均较1月明显下滑, 3月出口同比增速较2月反弹(除2013年外)。在春节假期起于2月中旬的年份(2002、2007、2010、2015和2018年), 出口同比增速均较1和3月出现跃升(除2002年外2月外)。而在春节假期起于1月下旬的年份(2004、2006、2009、2012、2014和2017年), 1、2月出口增速未呈现明确关系(除2006和2014年外)。

“节前集中出口、节后进口先行”, 这是在历年春节前后, 中国外贸企业呈现出的经营特点。考虑到每年春节在1月下旬、2月上旬和2月中旬间交替的大背景下, 当春节假期起于1月下旬时, 节前抢出口的效应和节后工厂和航运停摆的共同作用导致1月出口表现不确定, 2006和2014年的例外则由于春节出现在1月最后3天, 导致

节后的负面效应全部传递到2月份；当春节假期起于2月上旬时，节前抢出口的效应部分甚至全部摊到1月，而节后3~4周工厂和航运才能逐步恢复，导致2月出口大面积停摆，出口同比增速大幅下调；当春节假期始于2月中旬时，节前抢出口效应完全体现在2月，而节后工厂和航运停摆的影响则部分分摊到3月，导致2月出口同比较1月和3月出现跃升。

从历史数据看，2019年1季度与2016年和2011年较为类似。2011、2016和2019年的春节假期均始于2月上旬，分别为2月2日、2月7日和2月4日。从出口增速的周期性表现看，2011年和2019年1季度均处于山峰右侧下行阶段，而2016年1~2月则处于上一轮周期的山谷，3月后出口增速进入上行周期。基于2011和2016年经验，2019年3月出口增速的反弹势头能否持续，还有赖于2季度的外部经济景气程度。

图表 49 春节效应与1~3月出口增速



注：灰线表示出口同比增速，黑线表示出口同比增速的5月中心移动平均值。○表示1月，×表示2月，◇表示3月。红色表示春节假期第一天所在月份，实线圆表示1月下旬，实线叉表示2月上旬，虚线叉表示2月中旬。数据来自 Wind 数据库。

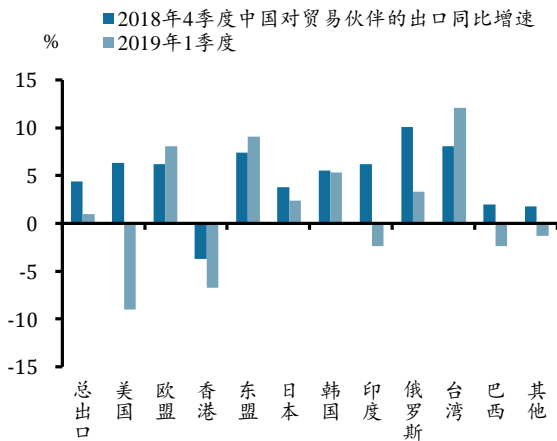
1 季度，中国对美  
国、日本、韩国、

分地区看，1 季度，中国对美国、日本、韩国、巴西、印度、俄罗斯和中国香港出口增速下降拖累总体表现。其中，对美国出口下降

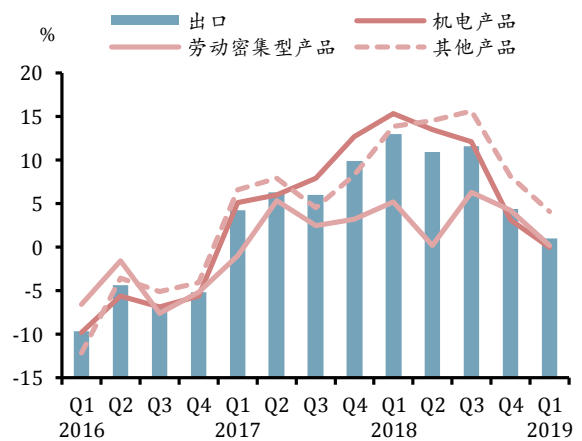
巴西、印度、俄罗斯和中国香港出口增速下降拖累总体表现。

9.0%，增速（下同）较上季度减少 15.3 个百分点；对日本出口增长 2.4%，较上季度减少 1.4 个百分点；对韩国出口同比增长 5.3%，较上季度减少 0.2 个百分点；对中国香港出口同比下降 6.7%，较上季度减少 3.0 个百分点。然而，对欧盟出口增长 8.1%，较上季度提高 1.9 个百分点；对中国台湾出口同比增长 12.1%，较上季度提高 4.0 个百分点。对主要新兴市场出口增速出现分化。其中，对东盟出口同比增长 9.1%，较上季度提高 1.7 个百分点；然而，对巴西出口同比下降 2.4%，较上季度减少 4.4 个百分点；对印度出口同比下降 2.4%，较上季度减少 8.6 个百分点；对俄罗斯出口同比增长 3.3%，较上季度减少 6.8 个百分点。

图表 50 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

1 季度，一般贸易出口增速继续放缓，加工贸易出口降速提升。

一般贸易出口增速继续放缓，加工贸易出口降速提升。从贸易方式看，1 季度一般贸易出口同比增长 5.2%，较上季度减少 2.0 个百分点，降幅较上季度收缩 4.3 个百分点；加工贸易出口同比下降 5.2%，增速较上季度减少 4.9 个百分点，是 2017 年 1 季度以来的最低值；其他贸易方式出口同比下降 2.6%，增速较上季度减少 7.6 个百分点<sup>8</sup>。

<sup>8</sup> 海关统计的贸易方式按海关监管方式进行划分，共有 15 类细项：1.一般贸易，2.国家间、国际组织无偿援助和赠送的物资，3.其他捐赠物资，4.补偿贸易，5.来料加工装配贸易，6.进料加工贸易，7.寄售代销贸易，8.边境小额贸易，9.对外承包工程货物，10.租赁贸易，11.出料加工贸易，12.易货贸易，13.保税监管场所进出境货物，14.海关特殊监管区域物流货物，15.其它商品贸易方式。本报告中一般贸易对应第 1 项，加工贸易对应第 5 和 6 项，其他方式贸易对应除去 1、5、6 项的剩余项目。2018 年 4 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 55.6%、33.0%、11.5%。

从贡献率上看，1 季度一般贸易出口增速继续放缓，加工贸易出口增速提升，拖累总体表现。

### 1 季度，机电产品和劳动密集型产品出口增速继续下降至 0 附近。

分产品看，1 季度，机电产品和劳动密集型产品出口增速继续下降至 0 附近。其中，机电产品出口增速较上季度减少 3.1 个百分点，同比增速为-0.01%，自 2017 年 1 季度来首次跌破 0<sup>9</sup>。自 2018 年 1 季度以来，机电产品出口同比增速累计下降 15.3 个百分点，其中 2018 年 4 季度降幅高达 9 个百分点，2019 年 1 季度收缩至 3.1 个百分点。从历史数据看，机电产品贸易与经济周期呈现同步性。1 季度机电产品出口的持续性下滑，主要与全球经济景气程度回落有关。特别地，机电产品中高新科技产品出口同比增速较上季度减少 4.8 个百分点，为-1.9%。1 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 0.2% 和 4.1%，均较上季度下降 4.0 个百分点。其中，七大类传统劳动密集型产品出口增速的下滑主要来自 2 月（为-34.2%），1 月和 3 月分别高达 11% 和 30.5%。

### 中国出口由外需和出口市场份额决定。

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

### 预估 1 季度外需增速较上季度将下降。

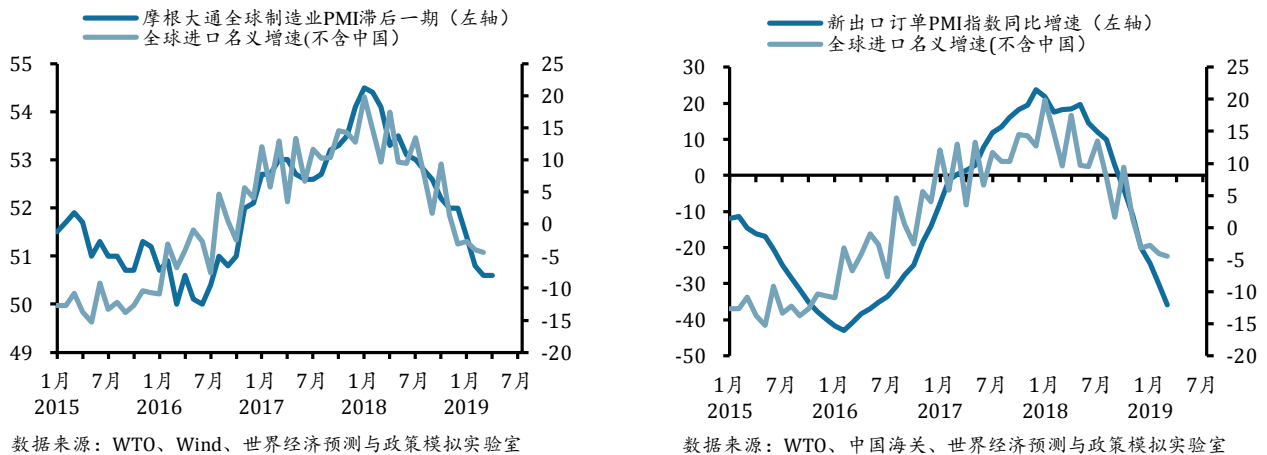
#### 预估 1 季度外需增速较上季度将下降。

一方面，全球制造业 PMI 指数滞后一期较上季度下降 1.2 个百分点。2016 年 1 月至 2018 年 12 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 0.86。2019 年 1 月至 3 月，摩根大通全球制造业 PMI 指数滞后一期分别为 51.4、50.8、50.6，平均值为 50.9，较前 3 个月下降 1.2 个百分点。这意味着从全球制造业 PMI 来看，2019 年 1 季度外需增速较上季度将下降。

<sup>9</sup> 2018 年 4 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 59.6%、18.5%、21.9%。

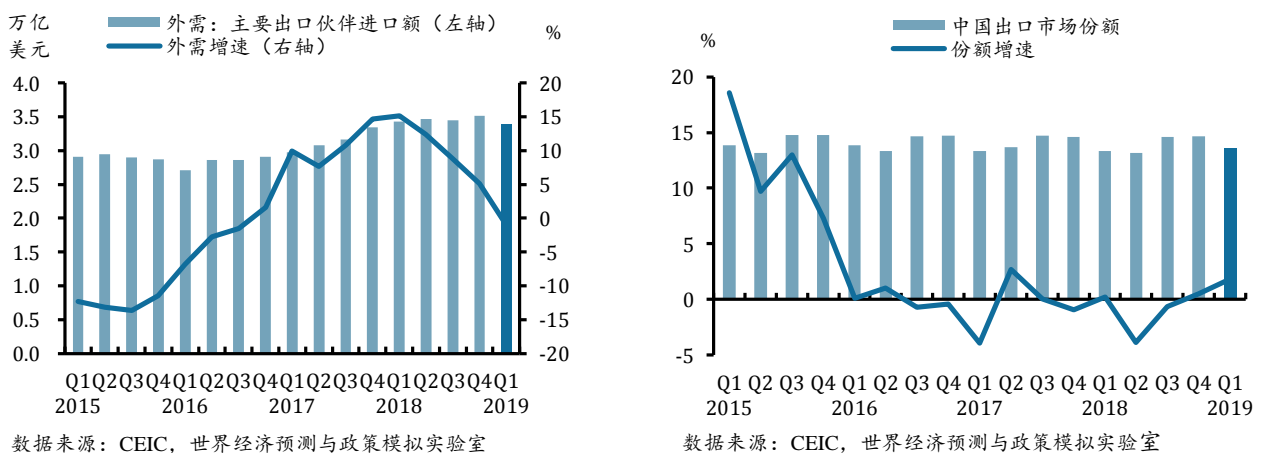
另一方面,新出口订单 PMI 指数同比增速也较前 3 个月下降。2016 年 1 月至 2018 年 12 月,中国新出口订单 PMI 指数同比增速与外需增速的相关系数为 0.88,表明中国新出口订单 PMI 指数能较好地预见外需增速的变化。2019 年 1 月至 3 月,中国新出口订单 PMI 指数同比增速依次为-24.3%、-30.2%、-35.9%,较前 3 个月继续下滑,上一次该指数同比大幅下降还是在 2016 年 3 季度(上一轮经济周期的波谷)。因此从中国新出口订单 PMI 指数来进行预估,1 季度外需增速较上季度将继续下降。

图表 51 预计 1 季度外需增速将下降



注:全球进口名义增速(不含中国)根据 WTO 数据计算,2019 年 1 月值由 WTO 已公布数据的国家(约占总体的 80%)计算,2 和 3 月值由于 WTO 暂未公布,为根据全球摩根大通 PMI 指数、新出口订单 PMI 指数得到的估计值。

图表 52 预计 1 季度中国出口产品市场份额同比略有提升



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1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。

**预期1季度出口产品市场份额同比略有提升。**

**预期1季度出口产品市场份额同比略有提升。**出口产品市场份额能够反映一国产品在国际市场上的竞争力。从历史数据看，中国出口产品市场份额的季度指标在2015年3至4季度上升到14.8%的高位后，进入窄幅波动期。2016年1月至2018年12月，中国出口产品市场份额的平均值为14.0%，上下浮动区间在0.8个百分点左右，且主要变化来自于季度差异。从历史数据看，2015-2018年3、4季度中国对主要贸易伙伴的出口市场份额均值为14.7%，上下波动0.1个百分点。2015和2016年1、2季度中国对主要贸易伙伴的出口市场份额分别为13.8%和13.9%，2017和2018年降为13.3%。随着中美贸易关系的逐步缓和以及全球经济景气周期下行导致贸易伙伴总进口增速放缓，预期2019年1季度中国出口市场份额将在保持稳定的基础上，同比略有提升。

### 三、中国进口增速持续下滑

中国海关数据显示，2019年1季度，以人民币计，中国进口总额3.2万亿元，同比增长0.3%；以美元计，进口总额4755亿美元，同比下降4.8%，较上季度同比增速下降9.1个百分点。其中，1月进口同比增速为-1.6%，2月进口同比增速为-5.2%，3月进口同比增速为-7.6%。

**1季度，从主要伙伴国进口增速均不同程度下降，且以一般贸易和加工贸易方式的进口均大幅下滑。**

图表 53 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1季度	-4.3	-31.6	2.1	-5.9	41.3	-5.4
较上季度变化	-9.1	-8.6	-2.7	-5.0	-6.5	-4.1
国家	韩国	印度	俄罗斯	巴西	中国台湾	其他
2019年1季度	-13.3	-2.7	6.1	26.6	-5.5	-4.1
较上季度变化	-9.5	-14.5	-46.9	-36.8	-2.4	-14.7

分地区看，1 季度，从主要伙伴国进口增速均不同程度下降，甚至持续负增长。其中，从美国进口下降 31.6%，增速（下同）较上季度减少 8.6 个百分点；从欧盟进口增长 2.1%，较上季度减少 2.7 个百分点；从日本进口下降 5.9%，较上季度减少 5.0 个百分点；从韩国进口同比下降 13.3%，较上季度减少 9.5 个百分点；从东盟进口同比下降 5.4%，较上季度减少 4.1 个百分点。从贡献率上看，从美国、韩国、东盟和中国台湾进口下降对总进口的贡献依次为 61.2%、29.1%、15.9%、10.2%。

从贸易方式看，1 季度，一般贸易进口同比下降 4.1%，增速较上季度减少 8.2 个百分点；加工贸易进口同比下降 9.8%，增速较上季度减少 9.7 个百分点；其他贸易方式进口同比增长 1.2%，较上季度减少 12.2 个百分点。从贡献率上看，一般贸易、加工贸易和其他贸易方式对 1 季度进口变动的贡献率分别为 57.6%、47.7%、-5.2%。

**1 季度进口下降主要来自机电产品，煤-油-天然气进口仍保持增长，但贡献率大幅下降。**

分产品看，1 季度进口下降主要来自机电产品，煤-油-天然气进口仍保持增长。机电产品进口增速较上季度减少 6.0 个百分点，同比增速为-7.9%。特别地，机电产品中高新科技产品进口同比增速较上季度减少 6.5 个百分点，为-6.3%。煤-油-天然气、纸浆-锯材-纺织纤维纱线及制品、医药-肥料-塑料-橡胶、铁矿-铜矿-铁材-铜材进口同比增速依次较上季度下降 44.6、11.5、2.6 和 1.2 个百分点，为 6.5%、-15.4%、2.5%、1.8%。然而，农产品进口同比增速较上季度提高 7.6 个百分点，达 7.2%<sup>10</sup>。

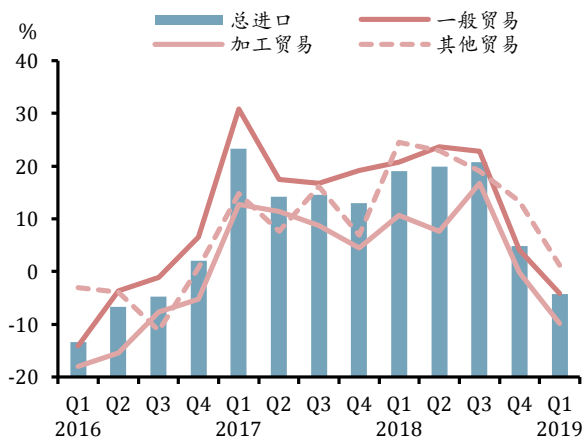
从贡献率上看，1 季度进口下滑主要来自机电产品。尽管煤-油-天然气进口仍保持增长，但对总进口的贡献率较上季度大幅减少。2019 年 1 季度煤、石油和天然气对总进口同比增速的贡献率为 1.0 个百分点，较上季度回落 7.6 个百分点。如果剔除煤、石油和天然气的贡献，1 季度进口同比增速为-5.3%，较上季度继续下降 1.5 个百

<sup>10</sup> 2018 年 4 季度，农产品、铁矿-铜矿-铁材-铜材、煤-油-天然气、医药-肥料-塑料-橡胶、纸浆-锯材-纺织纤维纱线及制品、机电产品进口占总进口的比重依次为 6.0%、6.0%、16.9%、4.8%、2.6%、45.0%。

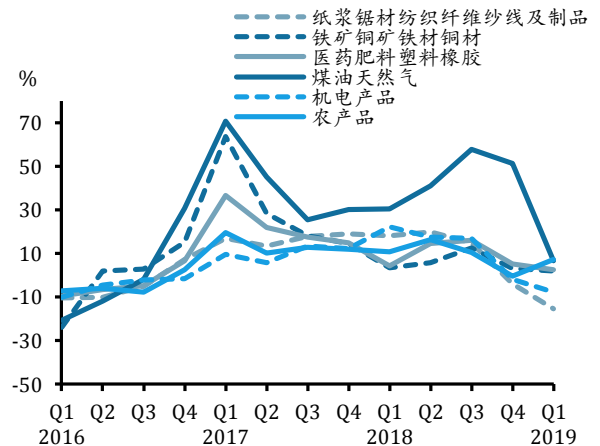


分点。1 季度，煤、石油和天然气进口增长主要来自数量因素（同比增长 11.8%），而布伦特原油现货价同比下降 5.3%，相反，2018 年 3 季度价格是主导因素，4 季度价格因素仍有近三成贡献。预计随着度过取暖季和油价的趋稳，煤、石油和天然气的作用将进一步回落（参见本季报大宗商品专题）。

图表 54 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。

**进口增速下降与国内经济景气程度下行、出口增速走低相关。**

从原因上看，中国进口增速下降与国内经济景气程度下行、出口增速走低相关。一方面，中国制造业 PMI 指数从 2018 年 5 月的 51.9 降至 2019 年 2 月的 49.2。另一方面，根据 OECD TiVA 数据库，2014-2015 年中国进口中约 70% 为中间产品，进口的中间品中约 31% 再出口。因此，出口增速的走低也将拖累进口增长。值得注意的是，3 月中国景气指数出现回暖势头，带动 1 季度总进口将好于 1-2 月表现。

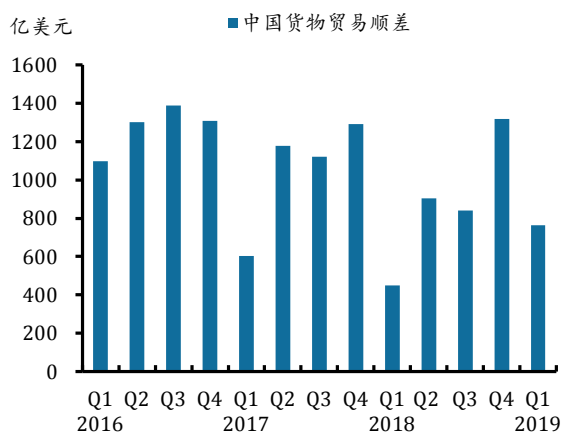
#### 四、货物贸易顺差同比大幅提高

**货物贸易顺差同比大幅提高。**

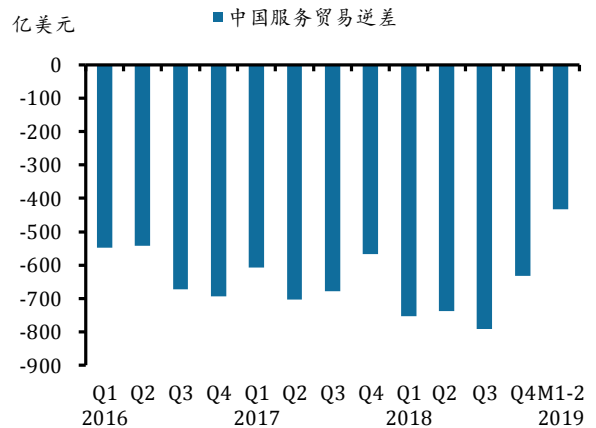
1 季度，以人民币计，中国货物贸易顺差额为 5297 亿元，同比增速为 74.7%；以美元计，顺差总额为 763 亿美元，同比提高 70.1%（上季度增速为 2.0%）。其中，1、2 和 3 月货物贸易差额分别为 398、

41 和 327 亿美元。从贸易方式看，1 季度，一般贸易顺差为 326 亿美元，较去年同期回升 285 亿美元；加工贸易顺差为 731 亿美元，较去年同期回升 11 亿美元；其他贸易逆差为 298 亿美元，较去年同期下降 28 亿美元。

图表 55 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

**1~2 月服务贸易逆差同比下降。**

**1~2 月服务贸易逆差同比下降。**1~2 月，中国服务贸易逆差为 433 亿美元，同比下降 11.9%，较上季度 11.5% 的同比增速下降 23.4 个百分点。其中，境外旅行服务逆差为 399 亿美元，同比下降 7.0%，较上季度下降 20.3 个百分点。运输服务逆差为 81 亿美元，同比下降 18.8%，较上季度下降 15.0 个百分点。保险和养老金服务逆差为 12.2 亿美元，同比下降 11.4%，较上季度下降 12.3 个百分点。

**2018 年 4 季度，货物和服务净出口对 GDP 增长的贡献为 0.5 个百分点。**

**2018 年 4 季度，货物和服务净出口对 GDP 增长的贡献为 0.5 个百分点。**4 季度，中国货物贸易顺差 1317 亿美元，服务贸易逆差 632 亿美元。按人民币不变价计，4 季度，货物和服务净出口对 GDP 增长的贡献为 0.5 个百分点，低于去年同期 2.0 的百分点贡献度。

## 五、外贸展望

预计 2 季度中国出口依然面临一定的下行压力。

第一，全球经济增长动能变弱，景气程度继续下行。根据 IMF 1 月 21 日发布的《世界经济展望》报告，2019 年全球经济增速预期

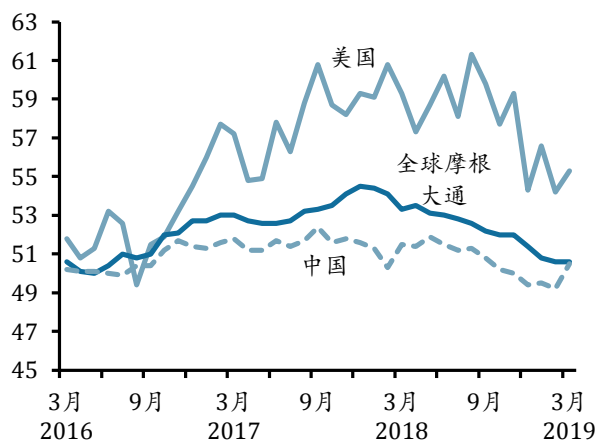
预计 2 季度中国出口依然面临一定的下行压力。

中国经济面临下行压力。

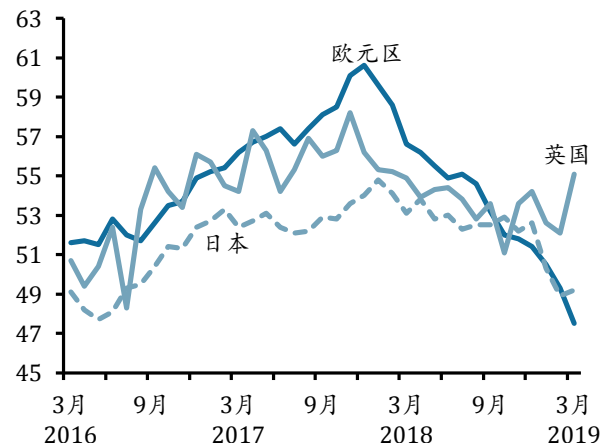
下调至 3.5%，为三年来最低；发达经济体增长率下调 0.3 个百分点至 2.0%。其中，美国和欧元区增长率分别下降到 2.5% 和 1.6%。从经济景气程度看，2018 年以来，美国、欧元区、日本和中国制造业 PMI 指数陆续步入下行通道。尽管 3 月美国、日本和中国制造业 PMI 指数出现小幅反弹，但回暖势头仍然较弱，同时欧元区制造业 PMI 指数连续下滑至 47.5%，为 2013 年 5 月以来的最低水平。3 月 21 日，出于对全球经济增长放缓和美国 1 季度经济活动放缓的担忧，美联储暂停加息，并将 2019 年加息预期从此前的两次下调至零。

第二，中国经济仍然面临着一定的下行压力。一方面，中国主要贸易伙伴的经济增长预期不佳。另一方面，中国实体经济的中长期信贷面临的约束仍然较紧，制造业投资仍然面临外贸不确定性、成本上升的冲击，房地产市场的限购和管制措施陷入两难境地，基建投资难以回到 2017 年的较高增速（详见本季报中国经济专题）。在经济全球化背景下，国内经济放缓不仅会从供给端对中国出口产生影响，还可能通过全球产业链传导至其他国家，引致对中国出口的需求冲击。

图表 56 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 57 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)		
	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2016	2017	2018
出口	11.6	4.4	1.0	-7.7	7.9	9.9
进口	20.7	4.8	-4.3	-5.5	16.1	15.8
出口额	6568	6600	5518	20974	22804	24870
进口额	5728	5283	4755	15875	18423	21359
货物贸易余额	840	1317	763	5099	4381	3511
2. 地区出口						
	(美元同比/%)			(规模/亿美元)		
	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2018Q3	2018Q4	2019Q1
出口	11.6	4.4	1.0	5882	6355	3721
美国	12.9	6.3	-9.0	1326	1292	910
欧盟	11.6	6.2	8.1	1104	1086	977
香港	14.9	-3.7	-6.7	818	840	606
日本	10.2	3.8	2.4	377	394	353
东盟	15.2	7.4	9.1	807	876	774
俄罗斯	4.5	10.1	3.3	127	128	106
3. 贸易方式						
	(美元同比/%)			(规模/亿美元)		
	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2018Q3	2018Q4	2019Q1
一般贸易出口	13.5	7.2	5.2	3699	3700	3220
加工贸易出口	8.0	-0.3	-5.2	2095	2195	1674
其他贸易出口	12.8	5.0	-2.6	802	765	621
一般贸易进口	22.8	4.1	-4.1	3371	3033	2894
加工贸易进口	16.8	-0.1	-9.8	1335	1219	943
其他贸易进口	19.1	13.4	1.2	1014	1042	919

数据来源：CEIC 数据库。

## 脱欧继续延期

延期、再延期。曾经一度让全世界猝不及防的英国脱欧，如今业已演变成烂尾工程般的存在，不仅令英国和欧盟身心俱疲，也让市场看客不胜其烦。英国政坛各派势力的斗争、英欧关系的博弈、北爱尔兰边界的争执，无一不给英国和欧盟的这场“分手”带来重重阻碍。三年时间转瞬即逝，英国却仍在脱欧路上泥足深陷，前程犹未可知。

### 一、一波三折脱欧路

早在英国宣布触发《里斯本条约》第 50 条，正式启动脱欧程序之前，英国上下就已初尝脱欧不易的滋味。先是国内逾 400 万人发起了举行二次退欧公投的请愿，接着是府院之争，政府和议会争夺启动脱欧权，后由英国高等法院裁定，政府在正式启动脱欧程序前需经议会批准。不过，彼时英国国内疑欧情绪正盛，这些风波并未能阻挠它迈向脱欧的步伐。拒绝二次公投、以压倒性多数通过脱欧法案、发布《脱欧白皮书》，英国政府和议会以果断、高效的行动，显示了其“开弓没有回头箭”的决心，并在 2017 年 3 月 29 日正式开启为期两年的脱欧倒计时。

随之而来的是与欧盟的漫长谈判。谈判过程中，英国与欧盟就脱欧费用、北爱尔兰边界和欧盟在英公民权等问题进行了激烈交锋，英国政府内部“软脱欧”和“硬脱欧”派的缠斗也使得英欧双方在贸易和未来关系安排上的分歧难以弥合。2018 年 11 月，在经过长达一年半的拉锯后，英国政府与欧盟达成脱欧协议草案。根据协议，英国需向欧盟支付总额约 390 亿英镑的“分手费”，并在脱欧后直至 2020 年底的过渡期内，继续留在欧洲共同市场和欧盟关税同盟内。同时，英国接受爱尔兰边境保障措施，该措施规定，即便欧盟和英国没能在过渡期结束之前达成全面性的关系安排，北爱尔兰和爱尔兰之间也不会有硬边界。届时北爱将留在单一市场与关税同盟内，部分食品和商品标

准采用欧盟规定。

这份由首相特蕾莎·梅历经艰辛拿下的协议草案，旋即在英国国内引发一场政治风暴，不仅“自家”内阁大臣以不满草案为由相继请辞，反对党工党更直斥协议是英国数百年来最大的耻辱。2019年1季度，脱欧协议及其修订版本在英国议会三度闯关失败，英国政府不得不先后两次向欧盟申请短暂延迟脱欧时限，以避免出现无协议硬脱欧的情况。在同意将原定的3月29日脱欧日推迟到4月12日后，欧盟是否会再度批准英国的延期申请，目前仍是未知之数。欧洲理事会主席图斯克显然更倾向于“弹性延期”计划，即将期限延长一年，同时允许英国在协议获批的情况下提前脱欧。不过，这一计划的代价是，英国必须作为成员国参加5月欧洲议会选举。

## 二、脱欧僵局僵在哪儿？

何以英国朝野上下齐齐反对特蕾莎·梅的这份脱欧协议？又何以没有任何一种方案能够在议会拥有足够共识，以至于议会两轮指示性投票中，12个替代梅政府的脱欧方案全部惨遭灭顶？脱欧难，究竟难在何处？

首当其冲的自然是在北爱尔兰边境问题，它不仅是英欧人员和贸易关系安排冲突的最前沿，也牵扯着英属北爱尔兰地区与爱尔兰共和国之间错综复杂的纠葛。1998年英国和爱尔兰签署《贝尔法斯特协议》以确保北爱尔兰和平进程，该协议的核心之一，就是北爱尔兰和爱尔兰共和国之间不设置任何边界，取消全部边境检查，货物和人员可完全自由流动。彼时英爱两国同为欧盟成员国的身份，可谓是协议取得成功的基石。如今若因英国脱欧而导致北爱尔兰和爱尔兰硬边界的出现，势必给来之不易的北爱和平局势带来危害。

特蕾莎·梅这份脱欧协议中爱尔兰边境保障措施的设立，正是出于对该问题的考量。然而，它又无可避免地带来了其他问题：一方面，

它有可能使英国在较长一段时间内无法摆脱欧盟关税同盟和单一市场下监管联盟的控制，进而无法与美国、中国等国家建立自由贸易协定，这显然与英国脱欧的初衷背道而驰；另一方面，将北爱单独留在单一市场与关税同盟内的做法，将加剧英国国内分离主义倾向，激化期望留欧的苏格兰摆脱中央政府的“异心”。正是这种种掣肘的存在，导致英国各党派始终无法就北爱尔兰边境问题形成一个有共识的解决方案，令脱欧进程一拖再拖。

脱欧陷入僵局的第二个重要原因是英国政党政治变迁所带来的撕裂。随着反一体化、民粹主义思潮的兴起，强调“身份认同”的身份政治理念开始逐渐在英国政坛占据一席之地，它与传统政党政治中的利益政治逻辑相互交织，使得经济和文化均成为左右脱欧路径选择的主要因素。原本以阶级利益为共识基础，因而能够迅速消除党内异见的保守党和工党，如今之所以内部分裂严重，党内均存在软脱欧、硬脱欧、留欧等派系，其中一个原因就在于此。分裂而碎片化的政党使得任何一份脱欧方案想要在议会获得足够的支持都绝非易事。特蕾莎·梅近日寻求与反对党工党合作，联合制定脱欧协议，就是想通过跨党派联盟来解决这一难题。考虑到双方政见上的差异，恐怕不是一朝一夕便能取得进展。

此外，想要通过推翻退欧决定，重回原点的方式来摆脱僵局，几乎也是不可能的。面对眼下的脱欧困境，不少英国民众都在呼吁政府就是否应该离开欧盟进行二次公投。他们的想法很简单，既然政府和议会都以“尊重民意”为由启动脱欧，那么现在也可以顺应民意，停止这场混乱。然而，事情远不像他们想的那般简单。首先，它触及到英国宪法体制中的一个基石，即代议制下的议会主权原则。2016年公投已然引发了议会主权和公投效力间的争议，如果再度依靠全民公投破局，那么就将进一步确立全民公投为重大决策进行仲裁的宪法地位，从而产生宪法危机的风险。再者，二次公投是对既有政治规则的否定，

对结果不满即可再来一次，那么公众对民主的信任何在？这一做法无异于给英国未来的政治动荡埋下祸根。由此可见，用二次公投结束脱欧是小概率事件，英国脱欧僵局可谓是真正的“进退两难”。

### 三、长路漫漫

4月8日，英国议会正式通过一项法案，强制要求首相特蕾莎·梅向欧盟寻求延期，以避免在4月12日大限出现无协议脱欧的情况。显然，无论是对英国还是对欧盟而言，无协议脱欧都是最糟情形，届时英国将不经历过渡期直接脱欧，所有欧盟法规都不再适用于英国，参与英欧贸易的企业和公民生活均将遭受重创，目前已然表现疲弱的欧盟和英国经济，很有可能在此打击下双双陷入衰退。

相比之下，继续延迟脱欧是较为温和、可能性也较高的解决方案，它给予英国实现平稳、有序脱欧一线生机。然而，前景茫然地一拖再拖，犹如饮鸩止渴，不仅让不确定性阴霾始终笼罩在英国经济的上空，也会加深民众对政府和议会这些精英阶层的不满，同时还可能导致各党内部、中央和地方之间裂痕持续扩大。“艰险我奋进”，倘若再获延期，英国政坛必须奋力跳出政治内耗，在平衡身份、利益多元化诉求的基础上构建新共识，否则这场脱欧僵局终将把英国的政治和经济拖向深渊。

### 附录：英国脱欧历程中的大事件盘点

2016年

6月23日，英国就是否脱离欧盟问题展开全民公投，并在翌日宣布了投票结果，脱欧派以51.9%的得票率击败了得票率48.1%的留欧派，时任英国首相卡梅伦旋即辞职。

7月13日，特蕾莎·梅正式宣誓就任首相。

10月2日，梅首相公布了英国脱欧时间表，表示英国将在2017年3月底之前触发《里斯本条约》第50条，启动脱欧程序。



## 2017 年

1 月 24 日，英国伦敦高等法院终审裁定，英国政府在启动脱欧程序前，必须获得议会批准。这一裁决意味着议会取得了英国脱欧进程的主导权。

2 月 2 日，英国政府发布脱欧白皮书，列出英国政府在未来脱欧谈判中将秉持的 12 项准则，包括限制移民、保护劳工权益、与欧盟达成自由贸易协定等，强调英国关切的重点是避免破坏性的断崖式脱欧，使英国脱离欧盟的过程平稳、有序。

3 月 13 日，英国议会上下两院投票通过脱欧法案，为英国正式启动脱欧扫清法律障碍。

3 月 29 日，英国正式触发《里斯本条约》第 50 条，启动脱欧程序。根据欧盟法律，该程序一旦启动，英国必须在两年内完成脱欧谈判并退出欧盟。

6 月 19 日，英国与欧盟的脱欧谈判开始。

12 月 15 日，英国与欧盟就脱欧费用、爱尔兰边界和欧盟国家公民权等问题达成框架协议，脱欧谈判开始进入第二阶段。

## 2018 年

3 月 19 日，英国与欧盟就过渡期结束日期、旅英欧盟公民权和金融安排达成协议。

7 月 6 日，特蕾莎·梅和内阁成员制定了契克斯计划，该计划提议英国脱欧后在境内设立货物自由贸易区（不包括服务业），保留与欧盟一致的贸易规则和产品标准，以确保英国与欧盟国家之间货物的自由流通，避免爱尔兰边境的关税检查。

7 月 12 日，英国政府发布《英国与欧盟未来的关系》白皮书。

9 月 20 日，契克斯计划在欧盟峰会上遭到驳回，欧盟认为该做法将破坏单一市场，给予英国企业竞争优势，并对欧盟产生威胁。

11 月 25 日，欧盟 27 个成员国领导人批准英国脱欧协议草案。该协议

由两部分组成，分别针对英国退出欧盟过程中的关键问题和脱欧后的英欧关系做出安排。

12月10日，特蕾莎·梅将英国议会就脱欧草案进行表决的日期由11日延后至2019年1月。

12月18~19日，英国内阁和欧盟分别开始就英国无协议脱欧拟定应急方案。

2019年

1月15日，英国议会以压倒性多数否决了英国政府与欧盟达成的脱欧协议。

3月11日，英欧就脱欧协议中的北爱尔兰边界问题达成具有法律约束力的变更，欧盟不再无限期将英国约束在爱尔兰边境保障措施中，并承诺在脱欧过渡期结束前用其他备选方案取代爱尔兰边境保障措施。

3月12日，英国议会下院就修改后的脱欧协议进行投票表决，最终以391票反对、242票支持的结果，再次否决了该协议。

3月14日，英国议会下院就是否延期脱欧和是否进行全英国第二次脱欧公投进行表决，否决了二次公投的可能性并同意寻求延期。

3月21日，欧盟领导人同意英国延期，表示若英国议会在29日表决通过脱欧协议，则可将正式脱欧日期由3月29日推迟至5月22日，即欧洲议会选举开始的前一天。若脱欧协议第三次遭议会否决，则英国需在4月12日做出抉择。

3月25日，英国议会下议院通过一项修正案，要求政府让议会主导脱欧进程。该动议允许议会发起不具备法律约束力的指示性投票（indicative votes），寻找梅政府方案外的替代方案。

3月27日，议会首轮指示性投票中，所有8个替代方案全部遭到否决。

3月29日，英国议会第三次否决了梅首相修改删节后的脱欧协议。该修改版的协议不包括此前与欧盟达成的协议中有关未来关系宣言的部分。

4月1日，议会第二轮指示性投票中4个替代方案全部遭否。

4月2日，特蕾莎·梅再度向欧盟提出短暂推迟脱欧的申请，并表示最晚不会晚于5月22日。然而这一申请遭到欧盟方面的果断拒绝。欧盟委员会主席容克称，4月12日是英国议会通过脱欧协议的最后期限，届时若仍未有结果，那么英国将面临两种选择，一是无协议脱欧，二是长时间延迟脱欧。

4月3日，英国下议院在不到6小时的时间内，以微弱优势通过了一项紧急法案。该法案由工党议员库伯和保守党议员莱特温爵士联合提出，旨在强制英国首相特蕾莎·梅进一步向欧盟寻求延迟脱欧期限，以避免在原定期限4月12日出现无协议脱欧情况。且经投票表决，英国议会下院决定不再就脱欧方案进行指示性投票。

4月5日，梅首相再次致函欧盟领导人，要求将英国脱欧延期至6月30日。在此期间，英国将安排相关候选人参加5月23日举行的欧盟议会大选。

4月8日，库伯-莱特温法案在英国议会正式通过，要求首相特蕾莎·梅再度向欧盟寻求推迟脱欧，法案经女王伊丽莎白二世签署后已经正式生效成为法律。

图表 58 脱欧历程简图





## 中国经济增速的预测偏差：历史回顾的视角

笔者对 2008 年至 2019 年间, 55 家机构对中国经济增速给出的年度经济预测进行了回顾, 发现预测行为存在以下特点: 其一, 在经济上行期, 机构预测均值倾向于低估, 下行期倾向于高估, 预测均值呈现出逆周期的特点。其二, 预测偏差的这种逆周期特点, 与可能导致这种偏差的内生性力量方向相反, 所以从预测者本身的角度来进行反思恐怕是重要的角度。其三, 预测偏差、预测分歧都在逐年减少。但是, 这并不意味着实际增速的预测就有很强的意义, 结论甚至是恰恰相反。笔者将指出, 从很多角度来看, 在实际增速相当稳定的情况下, 名义 GDP 增速的预测可能更具分析意义。

### 本文对 55 家机构的预测进行回顾

对新一年中国经济增速进行预测, 总是市场的一个热点。不过去年的预测是否有偏, 前年的预测是否准确, 往往已经少有人问津, 形势辩论的混乱之后, “运动场上留下的是一堆无人认领的鞋子”。笔者对 2008 年以来 12 年的经济预测进行了梳理、回顾, 希望能够有些启示。为了使分析具有足够代表性, 本文对关注的机构进行了筛选。具体包括: 国内券商、国内商业银行、外资金融机构、国际机构, 共计 55 家。具体机构名单可参见本文附录。

### 对机构给出的预测值进行处理

在整理数据时, 我们只关注上述机构在上年末或当年初, 对当年经济增速给出的预测。有时机构给出的预测值并不是一个确切数, 因此进行了以下处理: (1) 给出预测区间的情况, 以区间的中间值为准。例如 6.5%~7%, 计为 6.75%。(2) 如果给出的预测值是“6.5%左右”, 就按 6.5%来计。(3) 其他无法定量描述的, 例如“保持稳定增长”、“6%以上”, 不计入考虑。这样我们得到了 2008 年至 2019 年当中, 12 年的预测值, 其中前 11 年的预测值是可检验的。在这 11 年中, 并不是每家机构、每年都进行预测, 而且一些机构成立较晚、或当中进行了合并, 因此各年给出预测的机构数量不尽相同。其中, 发布预测机构数量最少的年份是 2008 年, 为 27 家; 最多的年份是 2014 年, 为 43

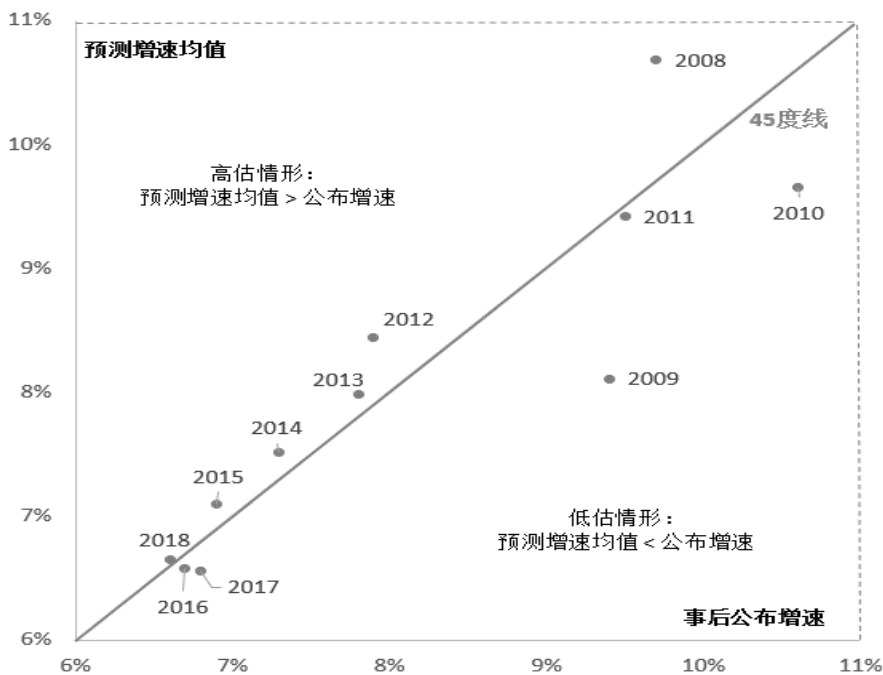
家；平均值为 36 家，没有明显的趋势性。以下是一些主要观察：

图表 59 预测增速均值和事后公布增速的对比



数据来源：各机构研报、新闻报道和作者整理。

图表 60 预测增速均值：上行期倾向于低估，下行期倾向于高估



数据来源：各机构研报、新闻报道和作者整理。

预测值表现出逆周期特征

## 一、机构预测均值：上行期倾向于低估，下行期倾向于高估

在过去 11 年中的大部分时间，预测增速均值都存在一定的偏差(图 59 和图 60)。其中，而预测值高估的情况，大都是处于下行期的年份，例如 2012 年至 2015 年，以及刚刚过去的 2018 年。预测值存在低估的时间，大都是经济比较景气的年份，例如 2010 年、2011 年、2016 年、2017 年。由于 2005、2006、2007 年的预测机构数量较少，所以这里没有将对应的预测结果放到图中。事实上这 3 年的预测值低估幅度更为明显。如果考虑上述 3 个年份，则上述结论会被进一步强化。此外，使用预测中位数代替均值，结果基本一致。可见，预测值不但存在偏差，而且存在一定的规律，即：在经济上行期，预测均值往往倾向于低估，而在经济下行期，预测均值则往往倾向于高估增速。

## 二、预测偏差可能存在内生性，所以其为必然？

预测行为的周期性可能具有内生性，但这一点并不成立

预测的这种逆周期偏差，即上行期低估、下行期高估，未必能够说明机构的预测不准确。理解这种偏差的一个重要角度是——预测均值有可能会影响到政策决策。如果市场预期过于悲观、市场信心不足，这时候，逆周期的政策可能采取措施、对经济进行反向调节。反之，如果市场信心过于亢奋，政策也会进行泼冷水式的调节。但是要注意的是，如果这种假设成立，则预测偏差应该是顺周期的。例如，经济下行期，预测比较悲观，政策调控之后，增速高于预期；再如，经济上行期，预测过于乐观，政策反向调控之后，增速低于预期。

预测的逆周期性，可能要更多从预测本身来反思

而前述 55 家机构在 11 年间的预测均值，其表现并不是顺周期的，反而恰恰是逆周期的特点，而且这种逆周期似乎是较为稳定的。因此，预测性偏差存在内生性的角度，完全无法解释过去的历史偏差。即便存在这种内生性导致预测偏差的力量，这种力量也是较弱的。实际上，机构对下一年的经济增速预测，往往也包括了对未来经济政策的预测。因此，探寻这种预测偏差的原因，可能是比较复杂的。不过，从预测

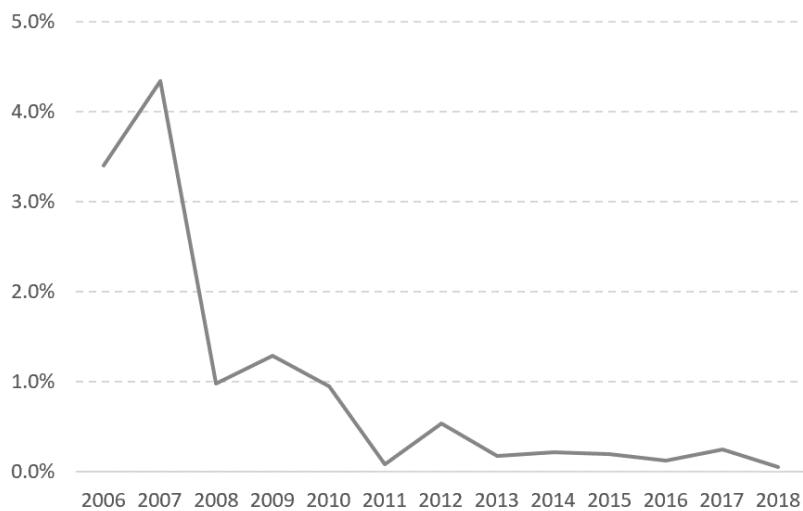
者本身的角度来进行反思这恐怕是重要的角度之一。

### 三、预测偏差、预测分歧都在逐年减少

#### 预测偏差逐年减少

虽然预测偏差呈现出一定的逆周期性，但是预测偏差本身的幅度正在逐年减少（图 61），而且衰减的趋势非常明显。如果这一规律仍然成立，给定 2019 年的增速预测值为 6.3%，则最终公布增速在比较接近预测值的情况下，可能会略低于这一预测均值。

图表 61 预测值的偏差逐年减少：预测越来越准了



数据来源：各机构研报、新闻报道和作者整理。

图表 62 机构预测的分歧也在逐年缩小



数据来源：各机构研报、新闻报道和作者整理。



### 预测分歧也在减少

与此同时，不同机构之间的预测分歧也在逐年衰减（图 62）。这表明，55 家机构的预测值越来越收敛、分歧越来越小。11 年间，预测分歧的平均值为 0.97 个百分点。2008 年，对经济增速的最高预测值和最低值，相差近 5 个百分点。而在 2018 年，这一偏差仅为 0.05 个百分点。在这个年份，事前 41 家机构的预测均值为 6.65%，而最后公布的实际增速为 6.6%。

总体上，预测偏差越来越小、预测分歧越来越小——这可能表明，各类机构在预测结果上共识越来越高、预测准确度方面也越来越高，预测似乎越来越逼近真实值。

## 四、预测偏差的改进、预测分歧的收敛，这是否具有足够的实际意义？

2018 年预测最准确，但仍然出乎市场意料

如前所述，过去 11 年中，2018 年的预测均值最为准确。但是，2018 年正是经济下行压力大幅度超预期的一年。不论是基建投资、金融市场，还是中美贸易冲突，2018 年给经济观察者带来了太多的始料不及。或者可以这么说：2018 年初，市场已经相当准确的预测到了 2018 年的增速会较 2017 年下降 0.2 个百分点左右。但是市场也万万没想到，这 0.2 个百分点对应的下行压力会是如此之大。

2017 年增速略升，但形势也大超预期

与此类似，2017 年全年，中国经济形势大大超出之前的市场预期，而且较 2016 年的改善幅度也非常明显，出口贸易、工业增加值、工业企业利润、PMI 景气指数等均表现强劲。但是，和下行压力较大的 2016 年相比，2017 年的经济增速也只是提升了 0.2 个百分点（徐奇渊，2018a），即从 2016 年的 6.7%，上升到了 2017 年的 6.9%<sup>11</sup>。

市场预测 2019 年增速下滑 0.3 个点，

可见近年来，即使实际 GDP 增速的波动幅度在上下 0.2 个百分点，

<sup>11</sup> 徐奇渊（2018b），L 型增长下的 V 型反弹和行业分化，《金融市场研究》，第 1 期。

要对此怀有敬畏

宏观经济和金融市场就已经面临较大的变化。而在当前形势下，2019年的预测增速均值为6.3%。假如这个预测相当准确，这意味着2019年增速将较2018年下滑0.3个百分点。这是否意味着，我们对接下来要完成的下行周期，也应怀有足够的敬畏之心？

观察名义增速的下滑，更容易理解经济波动

2018年增速仅下滑了0.2个百分点，市场就感受到了各种压力，这似乎难有些以理解。但是如果观察同期的名义GDP增速，则可能更容易理解这种变化。与2017年相比，2018年的名义增速下滑了1.2个百分点。如果看季度数据，同2017年1季度（本轮周期的顶部）相比，2018年4季度的名义增速已经下滑了3.6个百分点，而实际增速只下降了0.5个百分点。

实际增速的预测意义被削弱

2012年之后，特别是2015年之后，中国GDP实际增速本身的波动性也在下降，甚至趋向于相当稳定。因此，预测均值的准确性不断提高，一方面可能和分析者的理性程度提高有关，另一方面，则与GDP实际增速明显趋稳有关。在这种情况下，对实际增速预测的意义，甚至是实际增速指标的指导意义，都被明显的削弱了。

实际增速稳定背景下，预测分歧减少的意义也被削弱

又如，2015年3季度至2018年2季度，这12个季度当中，实际增速最高达到6.9%，最低也有6.7%。最高、最低点，相差不过0.2个百分点。从年度实际增速来看，2015至2017年3年的增速最高、最低点，同样相差不过0.2个百分点。可见，在实际增速波幅较窄、维持稳定的情况下，如果两家机构的预测值分歧达到0.2个、0.3个百分点，实际上已经意味着两者可能存在巨大分歧。所以，不同机构之间的预测观察，并没有看起来的这么富有共识。

## 五、GDP名义增速是一个更加值得关注的宏观指标

名义增速更有意

实际增速的预测意义、揭示周期的意义，都正在下降，而名义增速则是一个更加值得关注的指标（徐奇渊，2018b）<sup>12</sup>。除了两者的波

<sup>12</sup> 徐奇渊（2018a），去产能政策的进展及其影响，《国际经济评论》，第2期。

义，因为是名义总需求的反映

名义 GDP 直接对应总体名义收入

名义 GDP 更具有波动性

GDP 平减指数能够反映产出缺口

名义增速体现反映

动性大有不同，我们还可以加上另外两条理由：其一，短期宏观经济政策更加关心总需求，而从支出法来看，GDP 名义增速正是名义总需求的直接反映。当然，在着力推进供给侧结构性改革的背景下（例如 2016 年至 2017 年），有时候总需求未必有名义增速看起来的这么强。不过，一个快速上升的 GDP 平减指数、进而一个快速上升的 GDP 名义增速，仍然反映了正向供求缺口的扩大。

其二，从收入法的角度来看，名义 GDP 可以分解为工资、利润、租金、税收、利息等收入项。在通胀率相对稳定的情况下，各类市场主体更加关心的，还是上述收入项的名义值变化，而不是其实际值。在通胀率较为稳定的情况下，不会有企业拿 PPI 来对利润增速进行平减，也不会有地方政府拿通胀率对财政收入进行平减。同样地，金融资产价格也同名义 GDP 增速更加相关，而不是实际 GDP 增速。

其三，从观察经济波动周期来看，更有意义的指标不是实际增速，而是名义增速。首先，名义 GDP 增速的市场关注度低于实际 GDP 增速，因此该数据可能受到的干扰因素也更少。其次，从图 5 的数据来看，名义 GDP 具有更强的波动性。如果对名义 GDP 增速进行分解，可以看到其由两部分构成，即：名义 GDP 增速 = 实际 GDP 增速 + GDP 平减指数通胀率。

图 63 当中显示的实际 GDP 增速相当平缓，而名义 GDP 波动性非常明显，两者之间的差异，正是由 GDP 平减指数衡量的通胀率。而 GDP 平减指数通胀率，通过一个滞后期对应于总供给与总需求力量构成的产出缺口。可见，在实际 GDP 增速比较平稳的情况下，名义 GDP 增速能够较好的反映产出缺口的状态，从而反映经济波动的成分。

最后，从预测角度来看，在实际增速稳定的情况下，预测名义增速更为重要。正如前文所提及的，过去 11 年当中，分析机构对 2018 年的预测最为准确，同时对 2018 年的预测也是机构分歧最小的一年。但是实际上，2018 年的实体经济下行压力、资产价格下行压力，两者

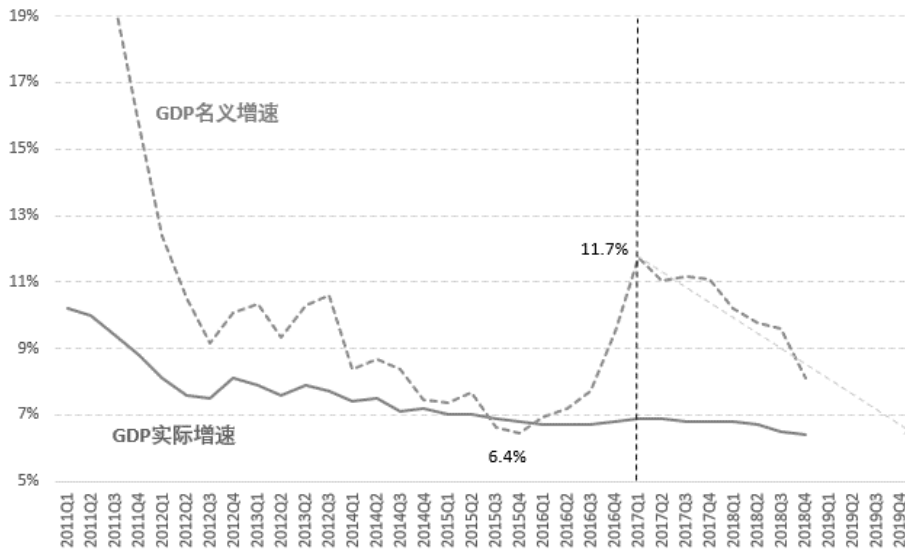
了 2018 年下行压  
力

预测面临挑战

均远超预期，只有名义 GDP 增速能够反映这种变化。

总体上，我们将看到，机构预测者和市场投资者会越来越多的关注名义增速（程实等，2018）<sup>13</sup>。但是，名义增速是如此的大起大落、捉摸不定，其预测实际上包含了对工业品出厂价格指数、服务业价格指数等的预测，而这些领域的预测则可能是一个更大的挑战。

图表 63 和 GDP 实际增速相比，名义增速周期性特征更加明显



数据来源：国家统计局，以及作者整理。

<sup>13</sup> 程实、张明、陈兴动、朱海斌、张斌等（2018），全球经济与中国经济:新周期还是旧周期?，《国际经济评论》，第 2 期。

### 附录：本文收集的预测机构

国内券商选取范围，包括了各年份总资产排名前 30 的机构，11 年来总计覆盖了 41 家。具体包括：中信证券、国泰君安、海通证券、广发证券、华泰证券、招商证券、申万宏源（成立于 2015 年）、银河证券（2007 年成立）、东方证券、中信建投、国信证券、中金公司、光大证券、兴业证券、方正证券、中泰证券、长江证券、安信证券（成立于 2006 年）、平安证券（成立于 2006 年）、东吴证券（成立于 2010 年）、东兴证券（成立于 2011 年）、国海证券、国元证券、东北证券、财通证券、西南证券、渤海证券、华融证券（成立于 2007 年）、浙商证券（成立于 2009 年）、中投证券（成立于 2005 年）、国金证券、长城证券、宏源证券（2015 年与申银万国合并为申万宏源）、国开证券、信达证券、上海证券、国都证券、申银万国（2015 年与宏源证券合并为申万宏源）、东海证券、山西证券、湘财证券。

国内商业银行背景的 3 家机构，包括：中银国际、工银国际、交通银行，共 3 家机构。外资机构 9 家，包括瑞银证券、野村证券、瑞穗证券、摩根大通、高盛、渣打银行、汇丰银行、花旗银行、美林美银。国际机构包括：国际货币基金组织（IMF）和世界银行。