

全球宏观经济季度报告

总览：2019 年秋季全球宏观经济运行与分析

撰稿人 张 斌 杨子荣 陆 婷
冯维江 熊爱宗 徐奇渊
杨盼盼 常殊昱 栾 稀
陈 博 顾 弦 崔晓敏
熊婉婷

中国社会科学院世界经济与政治研究所

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	杨子荣	美国经济	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
	栾 稀	国际金融	李远芳	国际金融
	肖立晟	国际金融	陈 博	大宗商品
	顾 弦	大宗商品	吴海英	对外贸易
	崔晓敏	对外贸易	熊婉婷	宏观经济
	王 地	宏观经济	吴泓蓁	科研助理

联系人：吴泓蓁

邮箱：iwepceem@163.com

电话：(86)10-8519 5775

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

免责声明：

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

2019 年第 3 季度中国外部经济环境总览

——2019 年秋季全球宏观经济运行与分析

1、全球经济景气度延续了 2018 年初以来的持续下行走势。2019 年 3 季度中国外部经济综合 CEEM-PMI 48.8，较上个季度下降 1.5 个点。美国、日本和欧元区等发达经济体制造业 PMI 均低于荣枯线，多数新兴市场经济体经济景气度亦有不同程度回落。

2、大宗商品价格小幅下跌。2019 年 3 季度 CEEM 大宗商品价格环比下跌 2.6%，主要受石油和金属价格回落影响。由于需求侧疲弱以及市场对经济前景预期相对悲观，原油价格下跌 5.97%，但季度末中东地缘风险事件高发推动了油价小幅反弹。金属价格普遍走弱，铁矿石和钢材价格在上游供给放宽的影响下回落，铜铝价格受中美贸易纷争影响下跌。此外大豆价格微涨，玉米和小麦价格下跌。

3、受全球经济放缓以及中美贸易纠纷影响，全球金融市场波幅有所回升，总体处于中低水平。日元和美元表现相对强势。宽松的货币政策信号支持了全球货币市场和国债市场利率继续走低，以及发达经济体股票市场反弹。

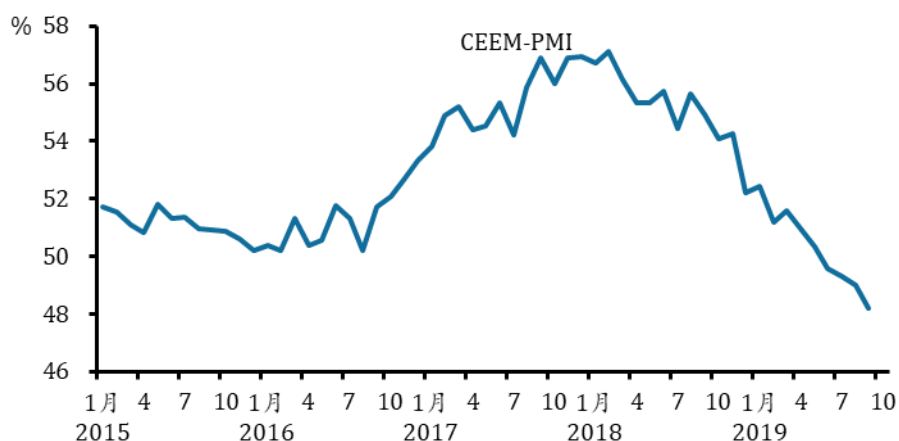
4、未来 1-2 个季度全球经济增长动力继续放缓，全球经济景气度进入探底过程。中国对外出口在此环境下有进一步放缓压力。主要发达国家货币政策再度趋向宽松，资本流出和人民币贬值压力减缓。

5、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，具体措施包括进一步降低进口有效税率、寻求中美谈判以外的对外开放工作抓手，以及加快服务业领域的对内和对外市场开放。

一、 全球经济继续回落，制造业堪忧

2019 年 3 季度中国外部经济景气程度继续下行。2019 年 3 季度中国外部经济综合 CEEM-PMI¹48.8，较上个季度下降 1.5 个点。全球经济景气度延续了 2018 年初以来的持续下行走势。美国、日本和欧元区等发达经济体制造业 PMI 均低于荣枯线，多数新兴市场经济体经济景气度亦有不同程度回落。

图 1 中国外部经济综合 CEEM-PMI



数据来源：WTO、Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

美国经济放缓，劳动市场仍保持韧性。2019 年 3 季度美国制造业 PMI 均值为 49.4，是 2017 年以来首次跌破荣枯线，比上季度的均值 52.2 显著下降。7-8 月工业部门产能利用率继续下跌至 77.7%，低于上半年均值 78.2%。非制造业 PMI3 季度均值 54.2，亦低于上个季度均值 55.8。劳动力市场情况尚好。7-8 月，美国失业率为 3.7%，略低于上半年均值 3.75%；新增非农就业人数月度均值为 14.7 万人，低于上半年月度均值 17.3 万人；私人非农企业全部员工平均时薪的同比增速均值为 3.3%，略高于上半年同比增速均值 3.2%。

消费、投资和出口均显疲态。一直表现稳健的美国消费者信心指数由 2 季度 98.5 大幅下滑至 3 季度的 93.4，消费韧性初显疲弱。美国 Sentix 投资信心指数 3 季度降至 5.8，已连续四个季度下降，CEO 经济展望资本支出分项指数连续六个季度下降，中小企业资

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。

本支出计划乐观指数连续三个季度下降，企业投资信心持续恶化。7月美国出口同比增速为-0.64%，连续四个月负增长，进口增速也快速下滑。美国发起的贸易摩擦范围不断扩大，尤其是中美互征关税导致中美双边贸易已连续九个月负增长，进一步恶化了美国对外出口。

美联储两度降息。2019年8月1日美联储宣布降息25个基点，联邦基金利率目标区间下调至2%-2.25%，这是美联储时隔十年的首次降息。同时，美联储提前两个月结束资产负债表的缩减计划。美联储关于本次降息给出三个理由：全球经济增长放缓、贸易的不确定性以及通货膨胀率显著低于2%的目标。与历次美联储首次降息相比，此次降息的显著差异在于：美联储在经济基本面仍然较好的情况下实施降息，美联储关于未来货币政策释刻意外放出模糊的信号。

欧元区经济继续下行。欧元区19国综合采购经理人指数（PMI）3季度均值为51.3，较上季度的均值51.8下滑0.5。9月综合PMI由8月的51.9下跌至50.4，为2013年7月以来最低水平。制造业PMI表现尤其令人担忧，3季度欧元区制造业PMI均值为46.4，较上个季度的47.7进一步下滑。9月制造业PMI由8月的47下跌至45.7，创2012年10月以来的最低水平，显示欧元区制造业收缩正在加深。欧元区制造业产能利用率继续下滑，2019年3季度产能利用率为82.2%，较上季度的82.7%再下跌了0.5个百分点。德国制造业恶化程度最突出。9月德国制造业PMI为41.7，较前值43.5明显下滑，为2009年6月以来的最低水平。

欧央行重启量化宽松。9月12日，欧洲央行召开货币政策会议，宣布下调欧元区隔夜存款利率至负0.5%，同时维持欧元区主导利率为零、隔夜贷款利率为0.25%不变。这是欧洲央行自2016年3月以来首次调降欧元区关键利率。在非常规货币政策方面，欧洲央行决定从11月起重启资产购买计划，每月购债规模为200亿欧元。为增强利率政策宽松效果，购债将持续足够长时间，预期在欧洲央行首次加息前结束。欧央行将改变新一轮季度目标长期再融资操作（TLTRO III）的模式，以保持有利的银行贷款条件。对于符合条件的净贷款额超过基准的银行，TLTRO III业务所适用的利率将会较低，甚至可能低至存款安排在整个业务期间的平均利率，期限从2年延长至3年。分层利率机制也正式出

台，为了支持以银行为基础的货币政策传导，将引入双层准备金制度，使银行持有的部分过剩流动性免受负存款利率的影响。

日本经济继续下行。日本3季度制造业PMI49.2，较上季度下降0.6个百分点，连续3个季度处于荣枯线下方。服务业PMI为52.6，较上季度回升了0.8。就业方面，2019年第3季度失业率2.2%，较上季度下降了0.2个百分点，保持充分就业状态。7-8月季调有效求人倍率均值1.59，较第2季度的1.62有所下降，但岗位需求仍然明显多于求职人数。消费物价增速回落。7-8月CPI同比增长率0.4%，较第2季度的0.8%有所回落。同期核心CPI同比增长率0.5%，较第2季度的0.8%也有所下降。

消费和投资增速下行，降幅有所收窄。从商业销售额看，第3季度7月和8月合计一般商品零售额同比增长率-2.9%，延续了第2季度的负增长。汽车零售额由第2季度的-0.3%转为同比正增长2.5%。7月和8月两者合计同比增长了0.3%，较第2季度-1.3%的同比负增长相比止跌回升。投资各领域中，房地产开发投资回暖。2019年7-8月新屋开工户数虽然延续同比负增长，但住宅和办公楼新屋开工建筑面积分别由上季度同比负增长转为0.1%和14.7%的正增长。机械设备相关投资增长率下滑趋势放缓。机械设备投资方面，2019年7-8月工程机械出货金额同比增长0.1%，较第2季度的0.5%有所下滑但维持了正增长；同期机械订单金额同比增长率由2季度的-5.7%收敛至-2.7%。日银短观指数第3和第4季度分别为4和2，较第1季度10和第2季度7连续下滑，但下滑幅度有所减少。

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

加码，但日本央行将在 10 月 31 日政策会议之前密切评估经济数据和金融市场发展，以决定是否真的必须采取行动。

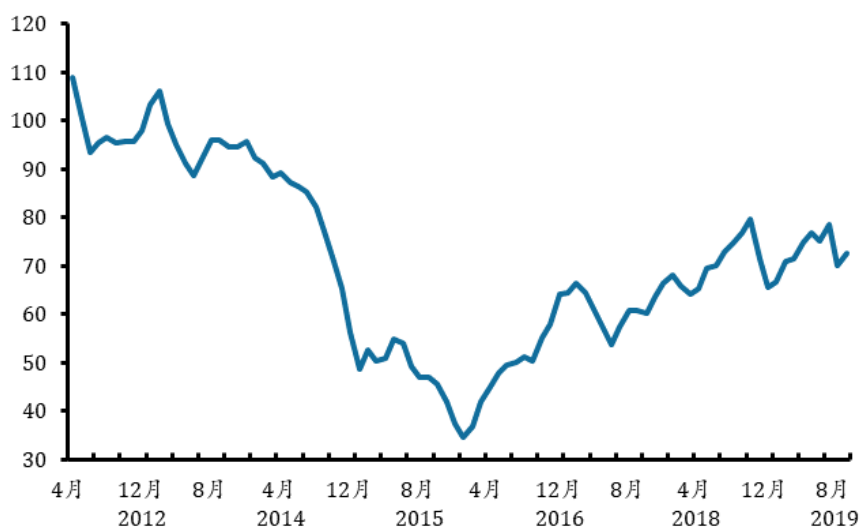
金砖国家经济增长压力继续加大。俄罗斯、巴西、南非经济增速都在低位徘徊，印度经济增速则连续两个季度跌破 6%。在内外部经济政策的不确定性下，各国经济信心有所下降，这抑制了国内消费与投资，全球经济增长低迷与贸易紧张局势加剧则造成金砖国家外部需求下降。在最终需求疲软、通胀低迷的背景下，金砖国家都转入宽松性货币政策，未来仍有进一步降息的空间。财政政策因各国财政空间不同而异。俄罗斯在石油收入的支持下可能会加大在基础设施上的投资，印度财政部则在近期推出了一系列刺激经济增长的措施，巴西总体仍偏向财政整固，财政支出可能会有所下降，南非由于加大对国家电力公司的救助而造成财政负担加大，也将限制政府支出。

东盟经济和韩国经济下行。东盟第 3 季度制造业 PMI 均值为 49.2，较上季度的 50.2 下降 1.0 个百分点，重回荣枯线之下。除了菲律宾之外，其他东盟五国的 PMI 较上季度均下滑，其中印度尼西亚、马来西亚、新加坡的 PMI 在荣枯线以下。韩国 3 季度制造业 PMI 均值为 48.1，较上季度下降 0.6 个百分点，低于荣枯线。受全球需求低迷和制造业周期性低谷的影响，全区通胀缓和，部分国家面临通缩压力。与全球货币宽松的氛围一致，本地区多国央行在第 3 季度降息，其中，印尼和菲律宾央行降息 2 次，泰国和韩国央行降息 1 次。在中美贸易摩擦的背景下，东盟多国出台投资促进计划，以期加速接纳来自中国的价值链转移企业和产业。

CEEM 大宗商品价格²环比下跌。需求侧疲弱以及市场对经济前景预期相对悲观，推动原油价格下跌 5.97%。但中东油田受到袭击引起市场对地缘风险的担忧，季度末油价有所反弹。金属价格整体走弱。随着巴西和澳大利亚等主产区产能恢复，铁矿石和钢材价格在供给放宽的推动下回落。中美贸易问题拉锯使铜铝价格震荡走弱。国际大豆价格受美国和欧盟产量预测下调影响小幅上涨，玉米和小麦价格波动下跌。

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。

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

中国出口小幅反弹。以人民币计，中国 2019 年 7-8 月出口总额 3.0 万亿元，同比增长 6.3%；以美元计，出口总额 4363 亿美元，同比增长 1.2%，较上季度提高 2.1 个百分点。中国对除美国和中国香港以外的主要贸易伙伴出口增速较上季度均有所回升。发达市场中，对欧盟、韩国和中国台湾出口保持较高增速，出口同比增速分别为 4.8%、5.7% 和 22.2%，较上季度提升 1.9、6.8 和 14.7 个百分点；而对美国、日本和中国香港出口同比下降，增速分别为-11.4%、-1.4%和-11.6%。新兴经济体中，对东盟、巴西、印度和俄罗斯出口增速均较上季度提高。其中，对东盟出口同比增长 13.5%，较上季度提高达 7.9 个百分点。从贸易方式看，7-8 月一般贸易和其他贸易方式出口增速回升，而加工贸易出口增速依然下行。

二、全球金融市场波幅抬升，宽松政策加码

全球金融市场波幅抬升。2019 年第 3 季度全球金融市场波动性较 3 季度有所抬升。季初，美联储降息，VIX 指数在 7 月份保持在 12 左右的较低水平。受中美贸易谈判突起波澜等一系列事件影响，VIX 指数一度上升至 8 月初的 24.59。后因中美贸易摩擦现缓和迹象，VIX 指数逐渐回落，9 月中下旬以来，VIX 指数维持在 15 左右波动。3 季度，美

反映大型机构信用风险的 TED 利差仍处于非常低的水平（16 个基点左右），较 2 季度略有上升。

图表 2 全球金融市场主要指标变动

外汇市场				股票市场			
名称	本季度	上季度	升值幅度	名称	本季度	上季度	上涨幅度
美元指数	97.98	97.32	0.68%	标普 500	2958.087	2883.982	2.57%
欧元	1.11	1.12	-1.08%	德国 DAX	12138.09	12118.88	0.16%
日元	107.30	109.93	2.39%	日经 225	21298.53	21491.14	-0.90%
人民币	7.01	6.83	-2.75%	上证综指	2924.94	3013.185	-2.93%
雷亚尔	3.97	3.92	-1.31%	巴西 IBOVESPA	102611.2	96128.23	6.74%

货币市场（7 天同业拆借利率）				债券市场（10 年期国债）			
名称	本季度	上季度	变化基点	名称	本季度	上季度	变化基点
美国	2.21	2.39	-21.81	美国	1.80	2.34	-54.09
欧元	-0.46	-0.44	-2.81	欧元区	-0.47	-0.06	-40.94
日本	-0.09	-0.10	0.64	日本	-0.20	-0.07	-12.25
中国	2.61	2.59	1.39	中国	3.10	3.30	-19.31
印度	5.45	5.91	-48.33	巴西	7.27	8.60	-132.74

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

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

日元和美元相对强势。美元指数相比 2 季度平均上升 0.68 个百分点，因全球避险情绪上升、美元资产需求上升，7 月份美联储降息后，美元指数不降反升，9 月底升破 99，季内最大波幅达 2.79%。日元作为避险货币，自 2 季度以来持续上升，3 季度较上季度升值 2.39%。欧洲经济低迷、英国脱欧不确定持续，欧元、英镑继续贬值，英镑较 2 季度

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

发达经济体股市震荡上升，新兴经济体继续分化。货币宽松背景下，美国、法国、德国等主要发达经济体股市出现不同程度的上升，日本股市在高位窄幅震荡。新兴经济体出现分化，巴西、俄罗斯股市在 3 季度整体继续上涨，印度股市在前期持续上涨后出现一定程度的回调；因经济基本面持续不佳，韩国股市继续下跌。同时，受中美贸易谈判一波三折、全球经济下行信号更趋明显等因素影响，多数经济体股市的波动性较 2 季度略有上升。

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

中国的外汇收支总体稳定，跨境资本维持小幅净流出。7 月至 8 月，银行代客涉外收入与支出总额为 1.20 万亿美元，同比增速由正转负，由上 1 季度的增长 3.31% 转为下降 1%。其中，银行代客涉外收入为 5881 亿美元，同比下降 1.9%，环比上升 1.5%。银行代客涉外支出为 6145 亿美元，同比下降千分之 2.5，环比增加 3.5%。从资金流向上看，银行代客涉外收付款上季度逆差为 230 亿美元，7-8 月逆差进一步扩大至 264 亿美元。从银行代客涉外收付款的分项结构来看，经常账户下资本净流出幅度有所收窄。受全球贸易收缩影响，3 季度货物贸易顺差和服务贸易逆差齐降，后者降幅大于前者。资本和金融账户下的外汇净流入下降，除直接投资净流入有所增加外，其他投资项由净流入转为净流出，证券投资净流入额度也呈小幅收窄趋势。

中国公司海外发债量显著下降。受监管政策和汇率贬值影响，3 季度中国公司海外发债发行量显著回落。截至 9 月底，90 家中国公司在境外发行 125 笔外币公司债券。发债额总计 430.3 亿美元，相比于 2 季度下降 62.9%。海外公司债中的美元计价债券占比

仍在 90%以上，其次为欧元计价债券。房地产公司 3 季度发行债券 150.6 亿美元，相较 2 季度下降 14.3%。经历 1 季度发债高峰后，房地产海外发债连续第二个季度下跌。金融业 2 季度发行 140.0 亿美元，相比 2 季度下降 26.5%。地方政府融资平台 3 季度发行海外公司债 13 笔，发债总额为 34.8 亿美元，仅相当于 2 季度发债规模的 27.4%。

三、展望与对策

全球经济增长继续放缓。全球经济景气度自 2018 年 1 季度开始高位下行，未来 1-2 个季度或将持续保持下行态势。本轮全球经济回落主要来自周期性因素，同时叠加了全球贸易冲突对贸易和投资者信心的打击，制造业部门承压尤甚。主要经济体再次释放宽松货币信号，这能起到减缓全球经济回落的深度，但难以扭转经济回落的基本格局。

中国出口增速将回落，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。随着全球经济进入下行期，全球贸易增速随之回落，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，中国进口增速也在回落，贸易顺差有望放大。

对应外部经济环境变化的三个重点举措。一是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稳定。保持总需求稳定的关键标志是将 GDP 缩减因子保持在 2-3% 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。

二是保持定力，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幅过大，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。

三是寻求对外开放政策新突破。具体措施包括：（1）降低进口关税，避免有效进口税率上升。降低对其他区域的进口关税有三个方面的积极作用：首先，增加世界其他地区的进口，减少因中美贸易纠纷带来的进口品价格上升及其对国内经济的负面影响。其次，增强其他地区的企业相对美国企业对中国出口的竞争力，这会刺激这些美国企业劝说美国政府避免贸易战；再次，中国社会各界一直以来赞同并坚持对外开放策略，保持较低的进口有效税率水平本身也是这一策略的具体体现，显示了中国继续对外开放的姿态，特别是在全球贸易保护主义盛行的时候弥足珍贵。（2）坚持在多边框架内解决国际争端，积极参与包括 CPTPP 在内的区域经济合作机制，积极推动 WTO 改革。无论中美是否能达成谈判协议，中国都需要进一步推动对外开放，中国都需要谋求更友善的国际经贸环境。这必须落实在具体的细节当中，需要具体的工作抓手。中国申请加入“全面与进步跨太平洋伙伴关系协定”（简称 CPTPP，Comprehensive Progressive Trans-Pacific Partnership）是当前重要的工作抓手。（3）对内部和外部的市场开放，加强中高端服务的国际竞争力。同样的一笔要素投入，可以配置在出口或者进口替代部门，将由此带来的外汇收入购买国外服务；还可以直接配置在国内服务业部门，对进口服务形成替代，这样对出口和进口替代的也会下降。在中国经济规模越来越大，中国货物在全球市场份额越来越大并对他国构成越来越强烈竞争关系的环境下，前面那种资源配置模式将会遭遇越来越多的阻力，后面那种模式应该得到更充分的重视。需要为后面那种模式解除发展瓶颈，支持中国中高端服务业发展。这需要对制造业和服务业平等对待，需要对国内和国外两个市场的开放，需要降低中高端服务业的市场准入门槛、需要在建立公平市场竞争环境、完善监管措施方面做出改革。这些措施不仅有助于中国经济更平衡发展，也是谋求更友好国际环境的重要经济基本面依托。

专题报告预览

美国：经济增速继续放缓

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

欧洲：经济加速下行 货币政策发力

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

日本经济：增长进一步放缓

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

中国贸易和直接投资增速均有所下滑。预计 2019 年第 3 季度实际 GDP 季调环比折年率 0.5%，第 4 季度-0.3%，全年增长 1.0%。

金砖国家：经济增长乏力

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

中国经济：猪价涨幅压力仍然较大

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

东盟韩国：经济持续放缓，价格水平走低

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

促进计划，以期加速接纳来自中国的价值链转移企业和产业，这些政策的后续影响需要进一步关注。

全球金融市场：货币宽松缓和金融市场波动

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

大宗商品市场：石油和金属普遍走弱

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

外贸专题：进、出口动能依然偏弱

2019 年 7-8 月，中国出口（美元）同比增长 1.2%，较上季度-1.0%的同比增速提高 2.1 个百分点。出口增速提高主要来自外需因素，出口市场份额预期同比变化不大。7-8 月中国进口同比增速为-5.5%，较上季度下降 1.4 个百分点。7-8 月货物贸易顺差总额为 794 亿美元，同比提高 256 亿美元；服务贸易逆差为 507 亿美元，同比下降 36 亿美元。目前全球经济景气程度仍在下行探底的过程中，贸易摩擦引致的不确定性仍在增加，受这两方面影响，预计 4 季度中国进、出口将继续低迷。