

研究报告

2020 年第 2 期

2020.01.16

研究团队：

周月秋 殷 红

郭可为 张静文 邱牧远

邮箱：

guokewei@icbc.com.cn

全球经济低增长，货币宽松将延续

——2019 年国际宏观经济金融形势分析及展望

摘要：

- 2019 年全球经济的主要特点：一是全球经济增长普遍放缓；二是制造业低迷不振；三是国际贸易增速下滑；四是通货水平维持低位；五是失业率处于较低水平。
- 主要经济体中，美国经济动能趋弱，私人投资和出口拖累经济增长；欧洲经济衰退风险向核心国家蔓延；日本经济复苏放缓，通缩压力挥之不去；主要新兴市场国家经济增速也同步放缓。展望未来，全球经济下行风险正在累积，美欧日印等主要经济体增长前景不容乐观。
- 金融市场方面，主要国债收益率不断走低，美元先升后贬，新兴市场货币震荡，大宗商品价格分化，全球股市有不同程度上涨。展望 2020 年，应重点关注地缘政治风险、全球贸易摩擦、国家债务问题等给国际金融市场带来的冲击。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行现代金融研究院所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

2019 年以来，全球经济增长持续走弱。在贸易摩擦以及地缘政治冲突的持续影响下，全球呈现“低增长、低通胀、低失业”的“三低”特征，各经济体普遍降息甚至重启量化宽松政策。从国际金融市场看，全年主要呈现以下特征：一是流动性持续宽松带动全球债券收益率下行，主要股指和黄金价格普遍上涨；二是全球经济增长放缓带动大宗商品价格下跌；三是地缘政治风险加剧金融波动。展望 2020 年，全球经济或保持低增长态势，贸易摩擦、地缘政治冲突或将带来持续负面影响。在此背景下，主要经济体仍将维持宽松货币政策，金融市场流动性将进一步宽裕。

一、全球经济走势及预测

（一）全球经济总体形势

2019 年，全球经济增长持续放缓，呈现以下几方面特点。

第一，全球经济增长普遍放缓。2019 年，主要发达经济体和新兴市场国家的经济增长普遍放缓。预计全年全球经济增长将由 2018 年的 3.6% 急跌至 3% 左右，为金融危机以来的最低水平。

表 1 全球和主要经济体经济增长率

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2019
美国	3.1	2.0	2.1	1.7	2.4
欧元区	1.4	1.2	1.2	1.0	1.2
日本	2.6	2.0	1.8	-2.7	0.9
德国	1.0	0.3	0.5	0.4	0.5
英国	2.0	1.2	1.1	0.8	1.2
印度	5.8	5.0	4.6	6.5	6.1
巴西	0.6	1.1	1.2	1.2	0.9
俄罗斯	0.5	0.9	1.7	1.4	1.1
中国	6.4	6.2	6.0	6.0	6.1
全球					3.0
发达经济体					1.7
新兴经济体					3.9

数据来源：wind，彭博，IMF。

注：黄色为预测数据。



第二，全球制造业低迷不振。经济复苏周期临近尾声叠加贸易摩擦因素影响，带动全球制造业景气程度持续下降。年内，中国、美国、德国、日本等制造业大国 PMI 连续多月呈收缩态势。

第三，国际贸易增速下滑。在贸易摩擦和经济下行的双重影响下，全球贸易增速持续下滑。目前，世界贸易组织（WTO）已将 2019 年全球贸易增速预测下调至 1.2%，为 10 年来的最低水平。中国、美国、德国、日本等贸易大国进出口增速也呈现低增长甚至负增长。

第四，通货水平维持低位。2019 年全年，全球主要经济体通货膨胀率均维持低位。其中，欧洲、日本等主要发达经济体面临较大的通缩压力，新兴经济体通胀总体水平持续走低，只有个别国家存在严重通胀。

第五，失业率保持低水平。当前美、欧、日的就业均达到历史最好水平，新兴经济体的失业率也普遍较低。但值得关注的是，较低的失业率并不反映经济前景向好，低质量就业正成为各国隐忧。

表 2 全球主要经济体重要经济数据

	PMI	CPI	出口	失业率
美国	48.1	2.1	-1.4	3.5
欧元区	45.9	1.0	4.1	7.5
日本	48.8	0.5	-7.5	2.2
德国	43.4	1.2	1.9	4.8
英国	47.4	1.5	3.2	3.5
印度	51.2	5.5	-0.7	8.5
巴西	52.9	3.4	-16.0	11.2
俄罗斯	47.5	3.0	-12.6	4.6
中国	50.2	4.5	-0.7	5.1

注：绿色为 10 月数据，黄色为 12 月数据，其余为 11 月数据。

（二）主要经济体经济走势分析与展望

1. 美国经济动能趋弱

2019 年前三季度，美国经济增长率分为 3.1%、2%和 2.1%，增速有所放缓。旺盛的消费支出和景气的就业是支撑美国经济增长的重要基石。其一，消费对美国经济增长贡献明显，各季度贡献率接近 70%。2019 年 2-3 季度，全美家庭支出分别增加 4.6%和 2.9%；其二，劳动力市场景气对经济形成支撑。11 月，美国新增就业 26.6 万，远超预期。10 月数据由 12.6 万上修至 15.6 万；9 月初值也上修 1.3 万，至 19.3 万。目前，美国失业率保持在 3.5%，为 50 年来最低水平。稳健的家庭消费支出和繁荣的劳动力市场，冲抵了贸易政策、美国大选等不确定性带来的负面影响。

但在另一方面，美国经济增长显现动能不足的迹象。其一，美国制造业持续处于收缩区间。由于贸易摩擦和全球经济放缓造成制造业需求疲弱，美国 8 至 11 月 ISM 制造业总体和新订单 PMI 均连续四个月在 50 荣枯线之下。其二，对外贸易摩擦拖累美国出口。美国 10 月进出口均连续两个月同比下降，出口下降 1.43%，进口下降 4.68%。其三，通胀水平仍无法达到美联储的目标值。尽管美联储于 2019 年 7 月 31 日、9 月 18 日、10 月 30 日三次降息，降息幅度累计 75 个基点，但美联储最关注的核心个人消费支出（PCE）同比增长率仍未达到其设定的 2%的目标，11 月同比增长 1.6%。

展望 2020 年，美国经济下行风险正在累积、增大。一是财政刺激政策空间有限。2015 年美国财政赤字占 GDP 比例为 2.4%，预计 2019 年达到 5.1%的历史新高，制约财政政策拉动经济的能力。二是企业债务高企有可能成为危机爆发的导火索。数据显示，美国企业债务从 2007 年的 5 万亿美元增加到 2019 年中期 9.5 万亿美元，企业债务占 GDP 的比例已同历次衰退期持平。一旦企业利润下滑，巨额企业债务或将引发下一场金融危机。三是贸易摩擦和政治风险不容小觑。2020 年，特朗普弹劾案、美国大选将接踵而至，中美贸易摩擦也有再度升级的可能。这些风险事件将加大市场对美国经济走向衰退的担忧，从而进一步影响私人投资和消费。预计美国 2020 年经济增长将放缓至 2.0%，但在发达经济体中仍属相对较快。

2. 欧洲经济底部运行



2019年，欧洲经济继续呈现低迷态势。前三季度，欧元区实际GDP同比增速分别为1.4%、1.2%和1.2%，经济下行压力持续增大。与此同时，经济衰退风险持续向核心国家蔓延。作为欧洲经济的“火车头”，德国各季度经济增速低于欧元区平均增速，分别仅为1.0%、0.3%和0.5%。意大利经济更是连续三个季度接近零增长。受“脱欧”悬而不决困扰，英国前三季度经济增速逐季下滑，分别为2.0%、1.2%和1%。

欧洲经济特点可以概括为以下几点：**第一，制造业十分疲软。**欧元区12月制造业（PMI）终值45.9，是2012年10月以来的第二低，连续11个月在荣枯线以下。德国12月制造业PMI仅为43.4，连续12个月在荣枯线以下。英国的9月PMI也连续8个月在荣枯线之下。**第二，通胀持续低迷。**2019年11月，欧元区、德国、英国的CPI同比增速分别为1%、1.2%与1.5%，均显著低于欧洲央行所设定的2%的目标。**第三，失业率处于低位。**2019年以来，欧元区失业率均在8%以内，11月降至7.5%，达到2008年7月以来的新低。

展望2020年，欧洲经济面临多重挑战，经济下行风险犹在。一是美欧经贸争端带来的不确定性。因补贴、数字税等问题，美国目前已对75亿美元的欧盟商品征收关税。未来，美国有可能加大欧洲出口商品的征税力度和征税范围，以收窄长期以来与欧洲大陆的贸易逆差。**二是货币宽松政策操作空间进一步缩小。**2019年内，欧央行再次调低政策利率并重启量化宽松政策，使得欧元区负利率情况进一步加深。目前，欧洲银行业、市场投资者对持续超宽松货币政策特别是负利率副作用的担忧正在提高。**三是英国“脱欧”相关风险。**英国将于2020年1月31日正式脱欧。随后，英欧将展开自由贸易谈判，如果在2020年末未达成协议，英国和欧盟经贸关系将受到进一步影响。展望2020年，预计欧元区和英国经济增长率仅为1.1%和1.0%。

3. 日本经济复苏放缓，外困虽解内忧犹存

2019年前三季度，日本GDP环比折年率分别为2.6%、2%和1.8%，增速逐步放缓。**一是出口迅速萎缩。**受日益紧张的国际贸易局势影响，日本出口在2019年持续下滑，1-11月中共有10个月出现负增长。11月日本出口增速为-7.47%，

从产品类别来看，汽车、钢铁行业出口下降明显，从地区来看，日本对美国、中国的出口同比分别大降 12.9%和 5.4%；二是通缩压力持续加大。上半年，日本核心 CPI 同比增速在 0.7%-0.9%区间波动，下半年降至 0.3%-0.5%区间，显示通缩压力逐渐加大。2019 年 11 月，日本核心 CPI 同比增速为 0.5%，剔除消费税上调影响后，核心 CPI 实际增幅仅为 0.2%，是两年以来的最低值；三是生产投资加速下滑。年内，日本机械订单增速持续下降，10 月同比增速为-14.31%，为三年来月度降幅之最。同时，12 月制造业 PMI 仅为 48.88，连续第七个月低于 50。

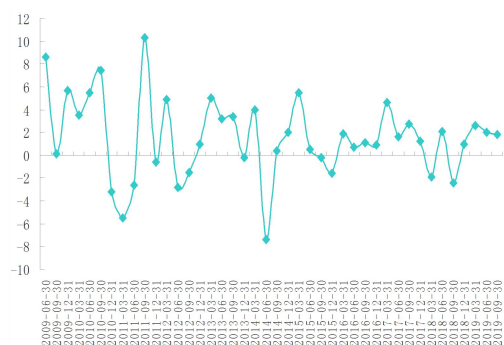


图 1 日本 GDP 同比折年率

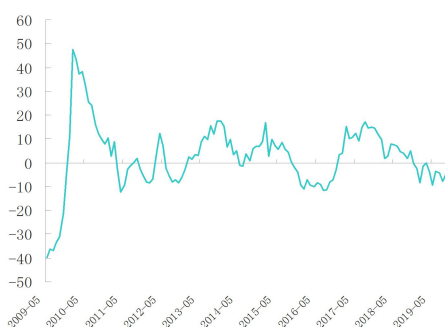


图 2 日本出口金额同比增速

展望 2020 年，外部环境的改善将有利于日本出口止跌企稳，但受人口老龄化等长期因素困扰，创新能力不足、政府负担过重等问题将持续削弱日本经济增长的动力。货币政策方面，由于进一步放松货币政策将损害金融机构，且对经济的刺激作用甚微，预计日本央行进一步降低利率的可能性不大，或将继续采取增加 ETF 购买额度的方式增加市场流动性；财政政策方面，日本政府在 12 月中旬已经推出了大规模经济刺激计划，但预计对经济增长的刺激作用比较有限，我们预测 2020 年日本 GDP 增速为 0.6%。

4. 新兴市场整体承压，未来警惕多重风险

受发达经济体经济走弱影响，2019 年以来，新兴市场国家经济增速持续放缓。前三季度，印度 GDP 增速分别为 5.83%，5%和 4.55%，较 2018 年 8%的平均增速出现明显下滑。巴西和南非的经济也在低位运行，三季度增速分别仅为



1.19%和0.11%；出口方面，受贸易战影响，主要新兴市场国家出口增速从2019年下半年开始迅速转负并加速下行。2019年10月，印度、俄罗斯、巴西的出口额同比增速分别为-4.47%、-12.6%和-15.97%；物价方面，2019年新兴市场国家整体通胀水平保持稳定。11月，印度、巴西、俄罗斯的CPI同比增速分别为5.54%、3.27%、4.5%；制造业方面，11月俄罗斯工业PMI仅为45.6，呈持续下滑态势。印度和巴西表现相对较好，分别为51.2和52.9。

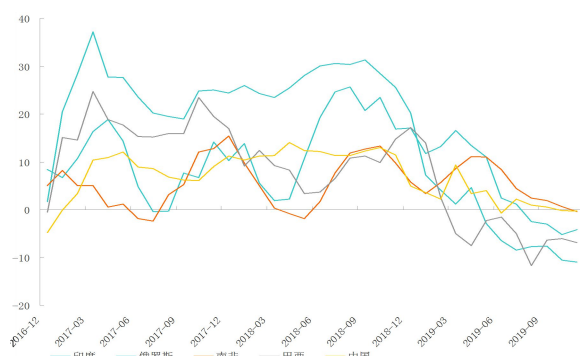


图3 新兴市场出口同比增速
(三个月移动平均)

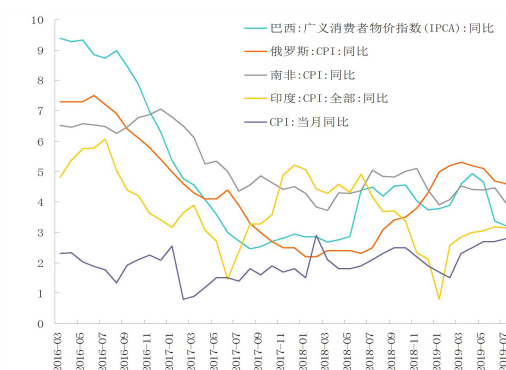


图4 新兴市场CPI同比增速

展望2020年，以下风险将对新兴市场构成持续影响：第一，贸易摩擦升级，全球经济增速持续放缓；第二，美国大选等“黑天鹅”事件带来的扰动；第三，部分新兴国家政府违约风险和地缘政治风险加剧。预计新兴市场国家将推出更加宽松的货币政策以刺激经济增长。

二、全球金融市场走势

2019年，在贸易摩擦和国内经济放缓的双重压力下，主要经济体货币政策呈现“鸽派”的立场。美联储在下半年连续三次宣布降息，欧央行于9月降低边际存款利率至-0.5%的水平并宣布重启量化宽松政策。四季度以来，俄罗斯、印度、印度尼西亚等国已相继跟随降息¹。宽松的货币政策为经济提供了支撑，全球金融市场流动性充裕。

¹11月，中国人民银行也宣布下调贷款市场报价利率（LPR）。

（一）债券收益率不断走低，负利率债券规模不断扩大

截至 2019 年 12 月 31 日，德国、法国、日本 10 年期国债收益率分别为 1.9%、0.89%、0.12%和-0.19%，较年初下跌 0.74、0.37、0.53 和 0.39 个百分点；同时，全球“负利率”国债和公司债规模已超过 17 万亿美元，相当于全球 GDP 的 20%。其中，负利率国债总量约为 2.14 万亿美元，较 2013 年末增加 1.4 万亿美元，较 2008 年末增加 1.96 万亿美元。



图 5 主要国家 10 年期国债走势

（二）美元先升后贬，新兴市场货币震荡

2019 年，美元指数呈“倒 U 型”走势。上半年，美国经济的超预期表现带动美元指数一路走高。但随着美国经济三季度走弱，美联储在 8-10 月间三次降息，推动美元指数转而走低。截至 2019 年 12 月 31 日，美元指数报收 96.4481，较年初上涨 0.34%；**欧元方面**，受英国脱欧及欧元区经济增长疲软的影响，全年欧元呈明显贬值态势。截至 2019 年 12 月 31 日，欧元兑美元报收 1.1217，较年初贬值 1.89%；**英镑方面**，汇率全年呈“V 字型”走势。由于英国议会多次否决政府脱欧协议并导致首相特蕾莎·梅辞职，导致上半年英镑贬值明显。但随着新首相鲍里斯·约翰逊带领保守党赢得大选并推动议会通过新版脱欧协议，英镑汇率下半年有所反弹。全年，英镑兑美元升值 3.45%，年末报收 1.3252；**日元方面**，汇率与美元指数呈相似走势。截至 2019 年 12 月 31 日，日元兑美元报收 108.66，较年初贬值 1.33%。



新兴市场方面，各国汇率走势分化明显。截至 2019 年 12 月 31 日，巴西雷亚尔、俄罗斯卢布、印度卢比、人民币、南非兰特、墨西哥比索、阿根廷比索、土耳其里拉分别报收 4.03、61.91、71.27、6.98、14.04、18.86、59.9 和 5.94，较年初涨跌幅为 -4.02%、10.95%、-2.24%、-1.65%、2.57%、4%、-58.43%和-12.91%。受国内政治动荡和高速通胀影响，阿根廷比索和土耳其里拉年内大幅贬值。

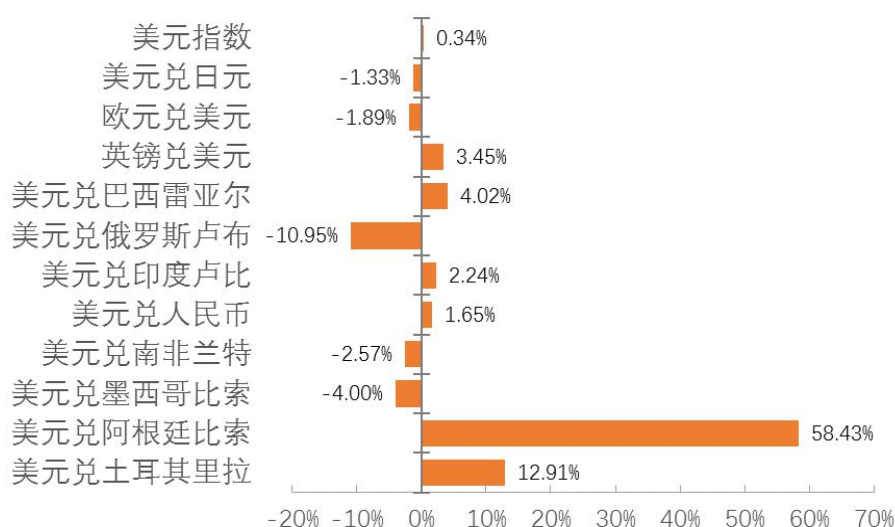


图 6 主要货币汇率变动情况

(2019 年 12 月 31 日较 2019 年 1 月 1 日涨跌幅)

(三) 大宗商品价格总体下跌，不同商品价格分化明显

受全球经济增速放缓影响，2019 年大宗商品价格总体呈下跌态势。截至 12 月 31 日，路透商品研究局现货综合指数（CRB 综合指数）报收 401.58，较年初下跌 8.85 点，跌幅达 1.58%。

2019 年内，各类大宗商品价格走势呈以下特点。

国际原油方面，供求因素与地缘政治风险交织，带动油价大幅波动。截至 2019 年末，WTI 原油和布伦特原油价格分别报收 56.45 美元/桶和 66.03 美元/桶，较年初上涨 15.87%和 21.94%。分季度看，受沙特、俄罗斯等国减产影响，一季

度国际油价呈上涨走势，布伦特原油期货价格于4月25日创下75.6美元/桶高点；进入二季度以后，全球经济增速放缓带动石油需求疲软，使得油价呈下跌行情；受地缘紧张局势影响，三季度后国际油价出现大幅度震荡行情，并延续至2019年年底。**展望未来**，可再生能源技术的不断发展将持续影响全球能源结构，原油总体将呈现供大于求的态势，带动原油价格长期下跌趋势。但在另一方面，中东、拉美主要产油国的政治动荡或在2020年有所加剧，对短期原油价格走势带来一定冲击。

金属方面，价格走势呈分化态势。全球流动性泛滥背景下投资者加大了贵金属的配置比例，推动黄金价格持续走高。截至2019年12月31日，黄金现货报收1517.18美元/盎司，较年初上涨18.33%；另一方面，全球经济放缓带动需求疲软，多数基本金属价格下跌。

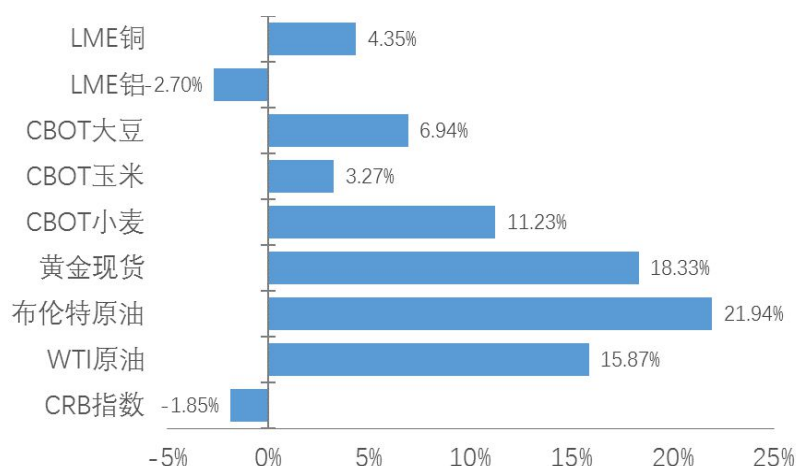


图7 主要大宗商品价格年内变动情况

(2019年12月31日较2019年1月1日)

农产品方面，年内供求基本面变化不大，但受全球贸易摩擦加剧影响，主要农产品价格总体呈上涨态势。全年，大豆、玉米、小麦现货价格较年初分别上涨6.94%、3.27%和11.23%。

(四) 货币宽松支持全球股市景气

全球流动性宽松带动国债等无风险资产收益率下行，高收益资产受到追捧，



全球股市普遍上涨。2019 年全年，美国道琼斯工业平均指数、标准普尔指数和纳斯达克指数分别上涨 22.34%、28.88%和 35.23%；伦敦金融时报 100 指数、巴黎 CAC40 指数、法兰克福 DAX 指数分别上涨 12.1%、26.37%和 25.48%；俄罗斯、巴西、印度和中国等新兴市场股指也有不同程度上涨。

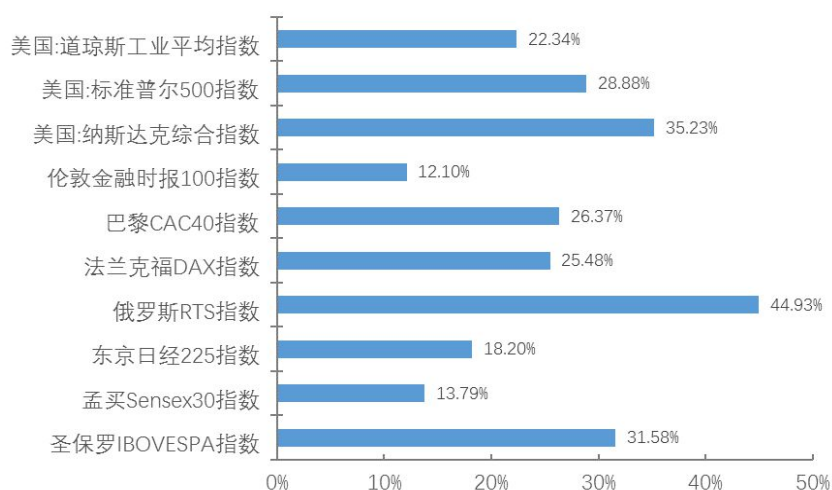


图 8 全球主要股指涨跌情况

(2019 年 12 月 31 日较 2019 年 1 月 1 日涨跌幅)

(五) 2020 年全球金融市场展望

展望 2020 年，美国、欧元区货币当局或将延续宽松货币政策，美元、欧元汇率贬值，债券收益率维持低位均是大概率事件。预计 2020 年全球经济仍将保持低增长，带动原油和基本金属等大宗商品价格小幅走高，全球股市波动加剧。需重点关注的风险包括：

第一，地缘政治风险冲击大宗商品市场。2020 年 1 月 3 日，美军对伊朗“圣城旅”高级指挥官苏莱曼尼实施斩首行动，随后伊朗对美国展开报复行动，国际原油价格因此大幅波动。未来中东地缘政治风险的不确定性将加剧大宗商品市场的震荡。

第二，全球贸易摩擦扰动国际金融市场。尽管中美两国已达成第一阶段经贸协议，但第二阶段经贸磋商能否达成进一步协议仍有较大不确定性。此外，美欧、美日、日韩等经济体之间也存在不同程度的贸易摩擦，一旦冲突升级将

加剧国际金融市场波动。

第三，重点国家债务问题。全球流动性宽松带动外部融资成本降低，使得部分新兴市场债务杠杆率迅速上升。根据国际货币基金组织 2019 年 10 月公布的《金融稳定报告》，目前新兴市场国家外部债务中位数与出口的比已从 2008 年的 100% 上升至 160%，部分国家已升至 300% 以上。

第四，负利率对全球金融市场的影响。目前，欧洲、日本的负利率政策仍在继续，导致全球负利率债券规模不断加大，风险资产持有比例有所提升。应密切关注“黑天鹅”和“灰犀牛”事件对全球金融市场带来的影响。