

研究报告

2019 年第 107 期

2019.11.28

研究团队:

殷红 胡婕 郭可为

张静文 邱牧远

邮箱:

jie.hu@icbc.com.cn

全球经济弱增长 金融市场强震荡

——11 月国际宏观经济金融月报

要点

- “五低”是当前世界经济的主要特征，指经济低增速、制造业低景气度、出口低增长、低通胀、低失业率。美国前三季度经济增速逐季放缓，消费者支出、政府支出持续增长是主要拉动因素，出口和私人投资是消极因素。欧元区和英国经济呈现下滑态势；日本经济复苏步伐阶梯式大幅放缓；发达经济走弱给新兴经济体带来严峻的外部冲击，新兴经济体增长动力明显不足。全球经济仍存在较大的下行压力。IMF 预测 2019、2020 年全球经济增速分别是 3%和 3.4%。
- 当前国际金融市场的特征包括：一是债券收益率持续低位，“负利率”债券规模不断加大；二是美元贬值，新兴市场货币震荡；三是大宗商品价格波动明显，黄金价格依旧处于高位；四是货币宽松支持全球股市景气。

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城市金融研究所所有，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，受贸易摩擦升级、地缘风险高企、英国脱欧反复等因素影响，全球经济始终面临较大的下行风险，主要经济体经济增速逐季下降。展望下阶段，全球经济仍面临较大的下行压力，且面临政策空间收窄、债务风险累积、金融市场趋于脆弱等风险。

一、全球经济走势及预测

（一）全球经济运行的总体特征

“五低”是当前世界经济的主要特征，指经济低增速、制造业低景气度、出口低增长、低通胀、低失业率。

一是全球经济低增速。主要经济体经济增速逐季放缓，部分主要经济体增长速度可能已周期性见顶。**二是全球制造业低景气。**全球制造业 PMI 近半年来均位于处于荣枯线（50）之下。**三是国际贸易低增长。**世贸组织将今年全球贸易增速下调至 1.2%，为 10 年来最低水平。**四是低通胀压力。**美国通胀水平持续位于美联储目标值以下，欧元区和日本则面临较大的通缩压力，部分新兴经济体通胀水平也处低位。**五是低失业率。**当前美、欧、日的劳动力市场恢复到不同历史阶段的最好水平，新兴经济体失业率也普遍较低，不过失业率作为滞后指标，不代表经济前景向好，同时低质量就业也成为隐忧。

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	1.9	1.7	2.4
欧元区	1.3	1.2	1.2	1	1.2
日本	2.2	1.3	0.2	-2.7	0.9
德国	1	0.3	0.5	0.4	0.5
英国	2.1	1.3	1	0.8	1.2
印度	5.8	5	5.8	6.5	6.1
巴西	0.5	1	0.9	1.2	0.9
俄罗斯	0.5	0.9	1.5	1.4	1.1
中国	6.4	6.2	6	6	6.1

全球					3
发达经济体					1.7
新兴经济体					3.9

数据来源：wind，彭博，IMF。黄色为 IMF 和彭博预测数据。

（二）主要经济体经济走势分析

表 2 全球主要经济体重要经济数据

	PMI	CPI	出口	失业率
美国	48.3	1.8	-1.8	3.6
欧元区	46.6	0.7	5.2	7.5
日本	48.6	0.2	-9.9	2.4
德国	43.8	0.9	4.6	4.8
英国	48.3	1.5	-3.9	3.4
印度	50.6	4.6	-4.5	8.5
巴西	52.2	2.6	-16.7	11.8
俄罗斯	47.2	3.8	-9.3	4.6
中国	49.3	3.8	-1.3	5.1

注：绿色为 9 月数据，黄色为 11 月数据，其余为 10 月数据。

1. 美国经济逆风渐强

2019 年，美国前三季度经济增速逐季放缓，分别为 3.1%、2%、1.9%，不过第三季度经济增长放缓幅度好于预期，消费者支出、政府支出持续增长是主要拉动因素，出口和私人投资是消极因素。

当前，美国经济最新走势包括：

一是制造业状况有所好转。美国两大 PMI 指标均略好于前值。10 月 ISM 制造业 PMI 为 48.3，略好于前值 47.8，但低于预期值 49。11 月 Markit 制造业 PMI 初值为 52.2，高于前值 51.3 和预期 51.4。

二是劳动力市场仍然强劲。美国失业率 10 月为 3.6%，新增非农就业 12.8 万人，好于市场预期值 8.9 万人。不过截至 11 月 16 日，当周季调后申请失业金人数 22.7 万人，高于前值与预测值，创季度内新高，说明就业对经济增长的

支撑作用或有松动。

三是消费仍具有韧性。美国 10 月零售同比增长 3.1%，环比增长 0.3%。且 11 月密西根大学消费者信心指数终值 96.8，高于前值和预期值，连续三个月维持增长，消费者情绪继续边际改善。

四是贸易战拖累出口，特别是重挫中美贸易。美国 9 月进出口均出现下降，出口下降 1.8%，进口下降 2.8%。其中，美国从中国进口的商品较上月下降 4.9%，为三年多来的最低水平，而美国对中国的出口下降 10%，至五个月低点。

五是物价上行动力不强。核心个人消费支出（PCE）9 月同比增长 1.7%，较 8 月低 0.1 个百分点，低于美联储 2% 的目标。

货币政策方面，11 月 21 日美联储公布 10 月货币政策会议纪要显示，多数美联储委员认为当前美国利息被调整至适中状态，除非美国经济前景出现实质性放缓迹象，美联储将不会改变当前利率稳定政策。与此同时，美联储几乎所有委员都否决了“负利率”。美联储将于 12 月 10 日举行议息会议，根据目前形势判断，不降息的概率较大。

2. 欧洲经济疲软持续

2019 年以来，欧元区和英国经济呈现下滑态势。前三季度实际 GDP 季调同比增速，欧元区为 1.3%、1.2%和 1.2%，德国为 1.0%、0.3%和 0.5%，英国为 2.1%、1.3%和 1%。

当前，欧洲经济最新走势包括：

一是制造业有所修复。欧元区 11 月制造业 PMI 初值为 46.6，连续两个月回升，好于预期值和前值；不过英国跌至 48.3。

二是通胀显著低于 2%。10 月，欧元区、德国、英国的 CPI 同比增速分别为 0.7%、0.9%与 1.5%。

三是经济衰退风险从外围向核心蔓延。欧洲经济的“火车头”德国经济低迷，意大利政治风险再掀波澜，英国“脱欧”悬而不决进一步损害欧洲经济前景。其中英国四季度 GDP 环比增速恐将出现负增长。各国间的再平衡变得更加困难。

货币政策方面，欧央行 10 月议息会议纪要指出，经济增速在可预期未来没

有加速迹象，应给予货币刺激措施更多时间以发挥效应。11月拉加德正式出任欧洲央行行长，拉加德的政策倾向有待在12月12日的议息会议上进一步观察。

3. 日本通缩卷土重来

2019年，日本经济复苏步伐阶梯式大幅放缓，前三季度GDP季调环比折年率分别为2.2%、1.3%和0.2%。

当前，日本经济最新走势包括：

一是出口延续疲软态势。10月，日本出口额同比下降9.2%，连续第11个月同比下滑，且降幅创下2016年10月以来新高。出口降幅进一步扩大的主要原因是汽车、发动机和钢铁出口大幅下降，降幅分别为9.6%、20.9%和16.7%。从国别看，日本对美出口同比下降11.4%，对欧盟下降8.4%。

二是生产投资陷入停滞。9月季调机械订货同比下降8.1%，环比下降18.7%。制造业景气度表现疲弱，制造业PMI位于荣枯线以下窄幅波动，10月为48.4，连续第六个月低于50，也创下2016年4月以来的新低。

三是消费税上调拉升物价。10月，日本核心CPI同比上涨0.4%，连续34个月同比上升，物价缓慢上涨的势头正在持续。

货币政策方面，日本央行行长黑田东彦近期表示，将继续竭尽全力实现价格目标，并强调财政和货币政策的组合更能产生刺激作用。下阶段日本央行的货币政策以观望为主。

4. 新兴市场整体走弱

今年以来，发达经济走弱给新兴经济体带来严峻的外部冲击，新兴经济体增长动力明显不足。印度前两季度GDP增速分别为5.8%和5%，5%的季增长率创下6年来最低；巴西分别增长0.5%和1%；俄罗斯分别增长0.5%和0.8%。

当前，新兴经济体的最新走势包括：

第一，制造业PMI在荣枯线左右徘徊。俄罗斯为47.2，印度和巴西表现相对较好，分别为50.6和52.2。

第二，出口负增长。印度、俄罗斯和巴西最新月度出口增长率分别为-4.5%、-9.3%和-16.7%。

第三，通胀水平较为温和。9月，印度、巴西、俄罗斯的CPI同比分别为4.6%、2.6%、3.8%。

（三）全球经济走势预测

全球经济仍存在较大的下行压力。在贸易摩擦、地缘冲突、英国脱欧等不确定因素影响下，2019年将呈现自2008年全球金融危机以来最无力的扩张期。2020年全球政治与贸易风险将有所缓和，宽松货币策继续托底，经济增长将逐步探底，陷入衰退的风险较小。IMF预测2019、2020年全球经济增速分别是3%和3.4%。

美国：劳动力市场见顶、制造业萎缩、贸易摩擦持续深化下的出口、投资疲弱将继续持续；宽松货币政策功效发挥仍有待时日；美国国会进入弹劾总统的正式议程，恐掣肘特朗普政府施政，并增加明年总统大选的变数，将影响经济表现与市场情绪。IMF预测2019、2020年美国经济的增速分别是2.4%和2.1%。

欧洲：美欧之间贸易摩擦、全球贸易萎靡继续打击欧洲经济；南欧债务问题、英国脱欧僵局等内部因素亦使欧洲经济持续承压、低位运行。欧央行下调今明两年欧元区经济增长预期至1.1%和1.2%。IMF预测2019、2020年欧元区经济的增速分别是1.2%和1.4%。英国的经济增速分别是1.2%和1.4%。

日本：国际贸易紧张局势尚未扭转、日韩两国贸易争端远未解决、消费税率上调是影响日本经济的主要因素。日元汇率坚挺，自然灾害频发等问题也有可能令日本经济加速下行。此外，通缩仍是日本的难解之题。公共需求或成为主要引擎，维持经济勉强增长。IMF预测2019、2020年日本经济的增速分别是0.9%和0.5%。

新兴经济体整体仍承压。受贸易保护主义、全球复苏放缓和地缘政治风险影响，新兴经济体将继续承压，宽松宏观经济政策支持内需改善，中美贸易摩擦仍是外需主要制约因素。IMF预测2019、2020年印度分别为6.1%和7%，俄罗斯分别为1.1%和1.9%，巴西分别为0.9%和2%。

二、全球金融市场走势

2019年三季度以来，贸易摩擦加剧和地缘政治冲突给全球经济带来的下行压力不减。为刺激经济，各国货币政策转向更加“鸽派”的立场。美联储分别于9月与10月两次宣布降息，欧央行于9月再次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，带动各新兴市场跟随降息。10月初至今，俄罗斯、印度、印度尼西亚等国已相继跟随降息。宽松的货币政策为经济提供了支撑，也给金融市场带来一定影响，主要体现在以下几个方面。

（一）债券收益率持续低位，“负利率”债券规模不断加大

主要发达国家政策利率不断下行，甚至突破零利率下限，导致各国债券收益率下行。截至2019年11月20日，德、法、日10年期国债收益率分别为-0.34%、-0.01%和-0.11%，连续4个月维持“负利率”区间。全球“负利率”债券¹规模不断扩大，已超17万亿美元，相当于全球GDP的20%。



图1 主要国家10年期国债走势

（二）美元贬值，新兴市场货币震荡

¹包含国债和公司债。

近期美元指数贬值明显。截至 11 月 20 日，美元指数报收 97.90，较 10 月初下跌 1.3%。相应地，英镑、日元兑美元分别升值 1%和 2%。受欧洲经济疲弱及欧央行降息影响，同期欧元贬值 2%。新兴市场方面，各国汇率走势表现各异。墨西哥比索、南非兰特、人民币和俄罗斯卢布小幅升值，而阿根廷比索、印度卢布、巴西雷亚尔则兑美元贬值。

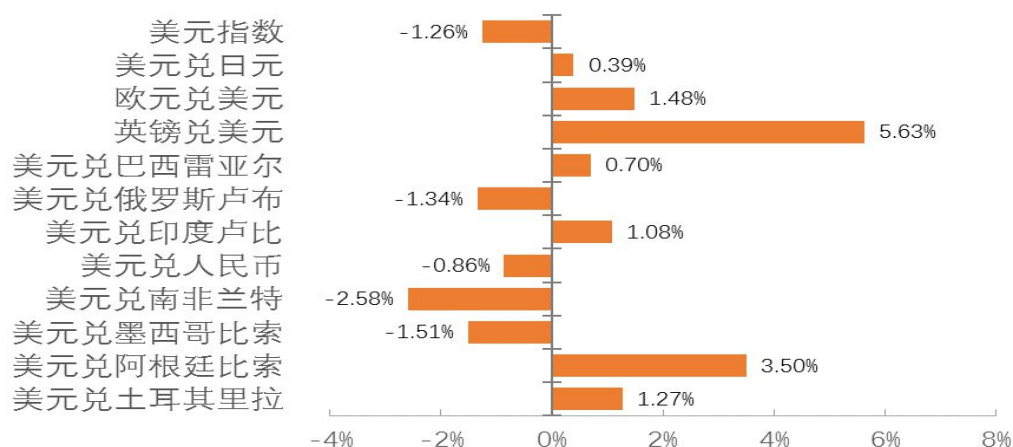


图 2 主要货币汇率变动情况 (2019 年 11 月 20 日较 2019 年 10 月 1 日)

(三) 大宗商品价格波动明显，黄金价格依旧处于高位

受全球流动性宽松的影响，近期全球大宗商品价格总体呈上涨趋势。10 月初至 11 月 20 日，路透商品研究局指数 (CRB 指数) 累计上涨 0.11%。至 11 月 20 日伦敦黄金现货价格为 1471.5 美元/盎司，较年初上涨 14.67%。根据世界黄金协会 (World Gold Council) 的数据，近年来各国央行黄金储备上升明显，截至 2019 年第二季度，全球央行黄金储备总量达 3.44 万吨，较 2014 年增加 7.3%。

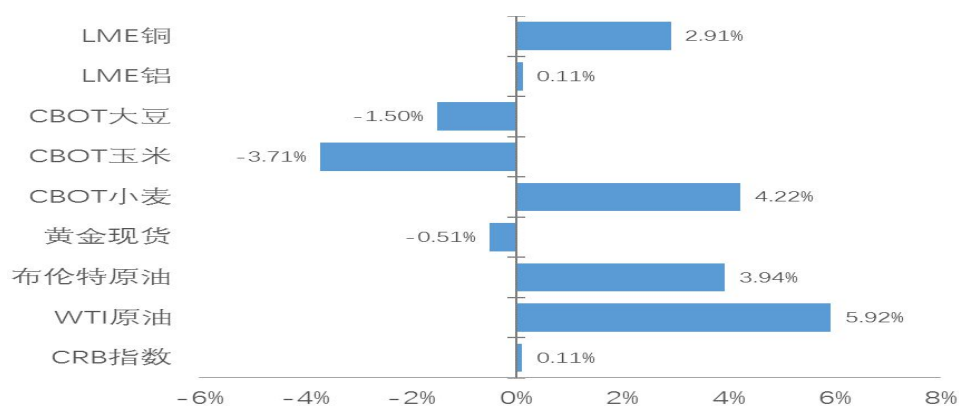


图3 全球主要商品价格涨跌情况（2019年11月20日较2019年10月1日）

（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收益率下行，也让更多资金配置高收益的权益类资产，带动全球股市景气。10月初至11月20日，全球股指总体呈上涨态势。道琼斯、标普、纳斯达克三大股指分别上涨4.7%、5.72%和7.81%；巴黎CAC40、法兰克福DAX分别上涨5.3%和7.29%²；俄罗斯、巴西、印度和中国股市也有不同程度上涨。

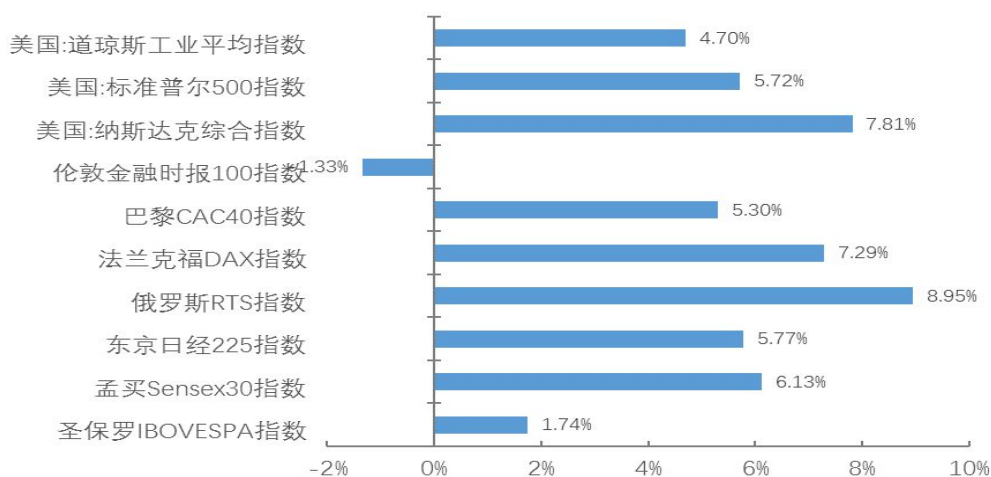


图4 全球主要股指涨跌情况（2019年11月20日较2019年10月1日）

²而受英国脱欧的影响，伦敦金融时报100指数则小幅下跌1.33%。