

旧潮已退去，波涛安悠悠

摘要

- **全球经济在经历一年多持续放缓之后，近期出现企稳迹象，后续走势如何？** 全球经济自2018年开始持续放缓，但近几个月却出现企稳，全球制造业PMI也从8月开始持续回升。那么这种企稳是昙花一现还是趋势转变呢，要判断这个则需要理解驱动近年全球经济走势的主要力量。根据我们研究发现，近几年全球经济周期波动背后有两条主线，其中一条主线是全球利率的波动，另外一条主线是中国供给侧改革驱动的全球工业品价格变化，二者共同牵引着全球经济波动，也决定了后续经济企稳是短暂的还是可持续的。接下来我们将重点分析这两条主线的变化及其对经济的影响。
- **全球经济周期波动主线一：全球利率变化。** 由于美元在全球货币中的“霸主”地位，全球利率和流动性变化主要受联储货币政策影响。2018年联储加息节奏提速导致全球金融条件收紧的过紧，利率出现上行。利率上行通过两条渠道对经济产生抑制作用，首先利率上行导致对利率敏感的房地产销售和耐用品消费遭受打压。其次存货投资与利率负相关，因而利率上行也会造成存货投资承压回落。这是2018年全球经济共振下行的主要原因。2019年美国下行压力上升，海外风险加剧这促使联储货币政策迅速转向宽松，在8-10月连续降息3次，并从缩表转向扩表。这带动主要发达国家国债利率明显回落，利率回落又通过促进利率敏感部门以及存货投资而支撑全球经济。受全球金融条件改善影响，全球制造业景气度回升以及补库或将持续至2020年上半年。
- **全球经济周期波动主线二：中国供给侧改革驱动的全球工业品价格变化。** 中国的工业产出已经占到全球1/4左右，增量更是在一半以上，因而中国对全球工业品价格有着决定作用。这从中国PPI领先全球工业品价格也能得到印证。工业品价格直接决定着工业企业的盈利情况，而盈利又影响工业企业的设备投资，从而对全球经济走势产生影响。2016年中国供给侧改革带来上游产业供出明显收缩推升工业品价格，在让中国走出工业品通缩的同时也拉动全球工业品价格回暖以及全球制造业景气度回升。但2018年环保限产放松叠加需求走弱，共同导致中国和全球工业品价格和全球制造业景气度持续回落。工业企业盈利下行拖累设备投资，并对全球经济造成向下的压力。
- **旧潮已逝，全球经济将进入新的平稳期。** 首先，**美联储货币政策进入平稳期，全球利率将保持在当前水平震荡。** 去年全球过紧的货币政策在今年得到快速修正，当前联储货币政策回到数据依赖，将依未来的经济前景来调整货币政策。考虑到美国明年经济下行斜率明显趋缓以及美国核心PCE中枢回升，预计联储货币政策也将保持平稳。如果没有新的大冲击，美国经济再度出现大幅下滑可能性有限，预计2020年美联储可能保持货币政策平稳或者小幅降息1次。美国10年期国债利率将进入震荡期，全球利率快速下行阶段结束。利率保持平稳，对利率敏感部门以及存货的支撑也将保持平稳。其次，**中国工业品价格企稳将驱动全球制造业企稳。** 中国工业进入后供给侧改革时代，供给驱动行业和需求驱动行业都更多的开始受总需求走势影响。而我们判断房地产投资将持续强韧，逆周期政策发力下基建投资将缓慢回升，因而中国内需依然有韧性。这将支撑工业品价格企稳，因而18年以来中国工业供给释放对全球制造业的负面冲击将消退。伴随着中国工业品价格止跌企稳，以及对应的全球PMI回升，未来全球工业或进入平稳运行阶段。联储货币政策回归平稳，中国工业品价格企稳，这意味着全球经济将进入新的平稳期。
- **风险提示：** 联储货币政策转向收紧，中国工业品价格超预期下行。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn

分析师：张伟
执业证号：S1250519060003
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

相关研究

1. 穿越数据迷雾，经济企稳正在逐步被确认——月度经济预测 (2019-12-02)
2. 经济逐步企稳回升，悲观预期需要调整 (2019-12-01)
3. 宏观固收2020年投资策略：莫道桑榆晚，为霞尚满天 (2019-12-01)
4. 如何看待PMI发出的不同信号 (2019-12-01)
5. 企业盈利低点已现，未来几个月将触底回升 (2019-11-27)
6. 美国2020年或有一轮弱补库——全球央行追踪第14期 (2019-11-24)
7. 央行呵护流动性，稳增长依然有必要 (2019-11-24)
8. 普查调整GDP数据，增长任务压力会因此减轻吗？ (2019-11-23)
9. 从央行角度来理解本次OMO利率下调 (2019-11-18)
10. 央行稳定市场预期，经济延续企稳态势 (2019-11-17)

目 录

1 全球经济周期波动主线一：全球利率变化	1
1.1 全球利率变化主要受美联储货币政策影响	1
1.2 利率变化直接决定了利率敏感部门走势	3
1.3 利率也通过影响存货变化影响经济走势	4
2 全球经济周期波动主线二：中国供给侧改革驱动的全球工业品价格变化	5
3 旧潮已退，全球经济将回归平稳	8
3.1 美联储货币政策进入平稳期，利率将保持在当前水平附近	8
3.2 中国工业品价格企稳将驱动制造业企稳	9
4 2020 年全球经济展望	11
4.1 全球经济展望	11
4.2 核心结论	12

图 目 录

图 1: 全球经济在持续放缓一年多之后出现短暂企稳	1
图 2: 发达国家景气度普遍小幅回升	1
图 3: 美联储货币政策变化情况	2
图 4: 2019 年美债利率的下行走在联储货币政策调整之前	2
图 5: 全球利率在今年大幅度下行, 出现大量负利率资产	3
图 6: 2020 年 2 季度联储总资产将回升至 4.5-4.6 万亿美元	3
图 7: 美国利率水平变化直接决定了房地产走势	3
图 8: 利率水平变化同样决定了耐用品消费走势	3
图 9: 利率下行支撑美国私人消费	4
图 10: 全球制造业 PMI 回升以及补库或将持续至明年上半年	4
图 11: 美国利率下行将在未来一年驱动补库存进程	5
图 12: 利率下行对日本库存同样有支撑作用	5
图 13: 中国工业增加值全球占比居于第一	6
图 14: 中国工业增加值对全球增量贡献比在 50% 左右或更高	6
图 15: 中国供给驱动行业产出增速与 PPI 走势	6
图 16: 中国 PPI 领先于全球	6
图 17: 美国企业利润总额与 PPI 同比增速	7
图 18: PPI 通过企业盈利决定了美国设备投资	7
图 19: PPI 通过企业盈利决定了日本设备投资	7
图 20: 进口价格指数与美国核心 PCE 较相关	8
图 21: 使用进口价格指数、失业率以及通胀预期拟合美国核心 PCE	8
图 22: 经济平稳期内, 美联储继续大幅降息必要性下降	9
图 23: 美国 10 年期国债利率将进入震荡期	9
图 24: 中国制造业进入后供给侧改革时代	10
图 25: 供需缺口收窄将带动 PPI 企稳回升	10
图 26: 全球制造业景气状况与 PMI 走势一致	10
图 27: 美国金融条件改善将为美国经济提供支撑	11
图 28: 美元指数与美国 PMI 负相关	12
图 29: 黄金价格与实际利率负相关	12

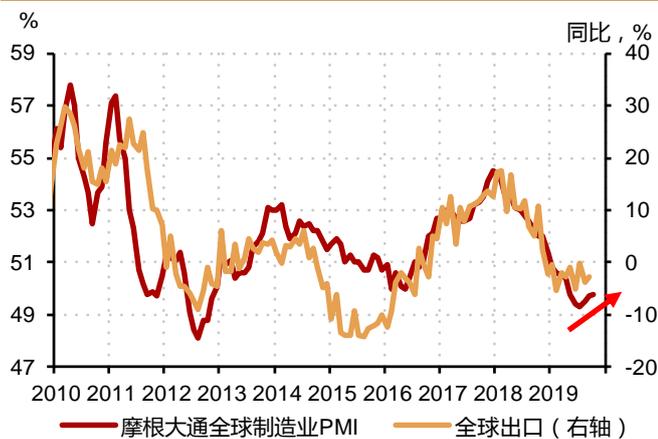
表 目 录

表 1: 美联储核心官员近期对货币政策的表态	9
表 2: 主要发达国家和地区经济指标预测	12

全球经济从 2018 年开始持续放缓，但在近几个月全球经济下行压力有所放缓，甚至出现一定企稳迹象。经历了 2017 年全球经济的共振复苏，进入 2018 年全球经济步入下行通道，主要国家的制造业 PMI 共振回落。但 2019 年 3 季度开始，全球经济景气度有所修复，摩根大通全球制造业 PMI 在 8-10 月持续反弹。美国 Markit 制造业 PMI 在 9-10 月也出现回升，欧洲、日本制造业 PMI 也在近期回暖。根据过往经验，全球制造业 PMI 走势与全球出口增速走势较同步。因而全球制造业 PMI 企稳回升意味着全球贸易也将企稳，这将减缓全球经济下行压力，甚至推动全球经济企稳。

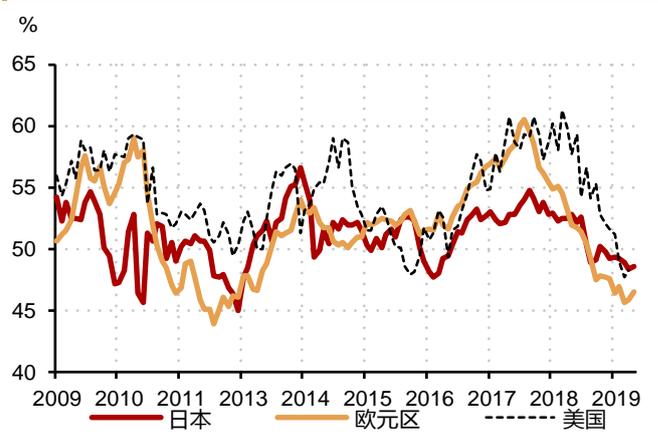
市场关心的是全球经济当前释放的企稳信号是一个短暂现象，还是能够持续下去。对于这个问题的判断需要从近几年全球经济周期波动背后的主要驱动力量入手。我们认为，2015 年以来驱动全球经济周期波动有两条主线，一条是全球货币政策调整驱动的利率变化，另外一条是中国供给侧改革驱动的全球工业品价格变化。接下来我们将重点分析这两条主线是如何牵引着全球经济周期波动的。

图 1：全球经济在持续放缓一年多之后出现短暂企稳



数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：发达国家景气度普遍小幅回升



数据来源：Wind，西南证券整理

1 全球经济周期波动主线一：全球利率变化

1.1 全球利率变化主要受美联储货币政策影响

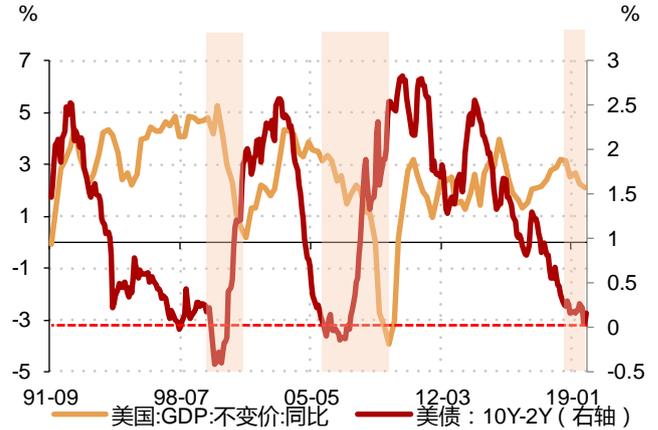
美联储货币政策是影响全球流动性和利率水平变化的主导因素。美元作为全球货币，在贸易结算方面占据绝对优势，因而全球流动性很大程度上被美元流动性所支配。美元流动性最终受美联储货币政策控制。此外，许多国家货币政策操作也将跟随联储货币政策变化而变化，这也加大的联储对全球流动性的控制力。美国联邦基金利率以及美债利率则可以近期代表全球利率水平。联储通过常规利率调整政策以及非常规的 QE 来释放货币政策松紧变化的信号，并进而传导至全球流动性和利率。

2015 年美联储进入加息周期，导致美国利率水平持续上升。为了对冲 2008 年金融危机的冲击，联储迅速下调联邦基金利率目标利率至 0.25%。但在零利率下限的制约下，联储只能依靠非常规货币政策来进一步加码宽松，推行了 3 轮 QE，并一直持续至 2014 年 11 月。随着美国失业率的回落，经济企稳，联储开始回归货币政策操作正常化，并于 2015 年 12 月开启加息周期。之后联储加息节奏越来越快，2015 年、2016 年各加息 1 次，2017 年加

息 3 次，而 2018 年加息 4 次，联储基金目标利率合计上行了 225bps。在 2018 年 4 季度美国货币政策收紧达到峰值水平，在联邦基金利率高点位置美联储继续对 2019 年给出加息 3 次的预期。伴随联储加息带来的短端利率上行也推动美国长端利率抬升，美国 10 年期国债收益率从 2016 年 7 月底点的 1.5%，震荡上行至 2019 年 10 月的 3.15%，上行了 165bps。

图 3：美联储货币政策变化情况


数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：2019 年美债利率的下行走在联储货币政策调整之前


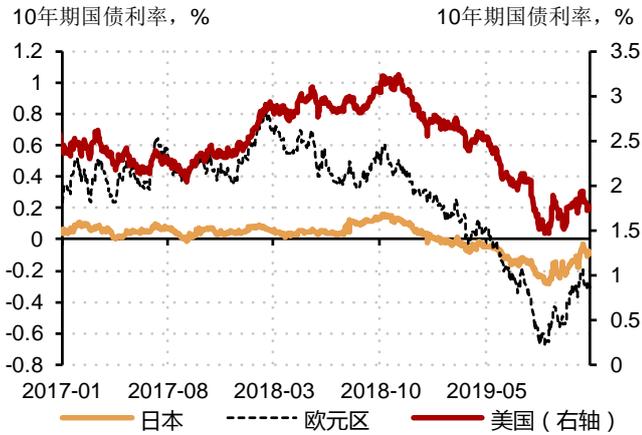
数据来源：Wind，西南证券整理

进入 2019 年，美国经济下行压力加大，联储货币政策“先发制人”，连续降息 3 次，并从缩表转向扩表，美债利率大幅回落。2019 年联储面临着三重挑战：特朗普财政刺激效力减退，美国经济内生下行压力加大；中美贸易摩擦，海外经济下行风险加剧；美国通胀疲弱。作为应对，联储货币政策迅速转向宽松并于 8-10 月连续降息 3 次，合计 75bps。而美国长端利率的反应走在了联储货币政策调整的前面。10 年期国债收益率从 2019 年年初便开始回落，并在 8 月末出现 10 年期国债收益率与 2 年期短期倒挂的情形。市场对美国经济预期更为悲观并在一定程度上推动联储走向宽松。

除了降息，联储重启扩表。联储宣布在 8 月 1 日停止缩表，并且为了维持美国货币市场流动性稳定，保持充足的准备金供应，联储从 10 月开始通过购买短期国债重启扩表。联储将每月购买 600 亿美元短期国债，该操作将持续至 2022 年 2 季度，预计本次扩表联储资产负债表将扩大 5000-6000 亿美元，最终联储资产负债表规模将回到缩表之前的水平，保持在 4.5 万亿美元左右。

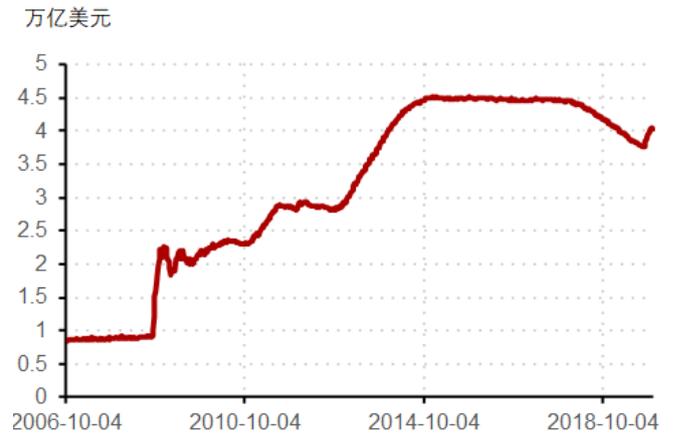
美国利率下行带动主要发达地区利率回落，负利率债券规模大幅攀升。欧元区和日本国债利率跟随美国利率下行而回落。欧元区 10 年期国债利率从 2019 年 4 月跌落负区间，并持续处于负区间。而日本 10 年期国债收益率从 2019 年 3 月开始在负利率区间的跌幅进一步加深。全球负利率债券规模从年初的 8 万亿美元，迅速攀升至 6 月份的 17 万亿美元，7 月后负利率债券规模回落至 13 万亿美元左右。

图 5：全球利率在今年大幅度下行，出现大量负利率资产



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：2020 年 2 季度联储总资产将回升至 4.5-4.6 万亿美元

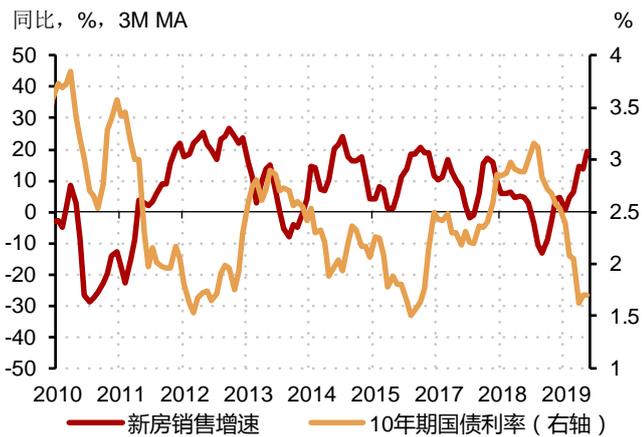


数据来源：Wind，西南证券整理

1.2 利率变化直接决定了利率敏感部门走势

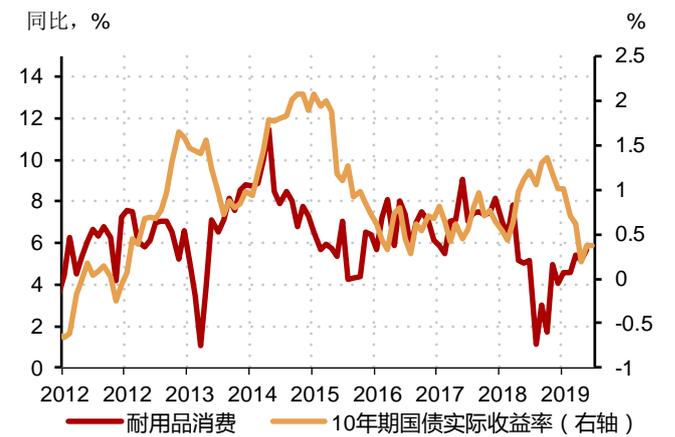
前期利率上升对房地产、耐用品消费等利率敏感部门形成明显抑制，进而导致经济走弱。伴随着美国利率的上行，美国新房销售以及耐用品消费增速均有所下行。美国新房销售在 2018 年回落的特别快，其 3 个月移动增速从 2018 年 1 月的 16.1%，快速回落至 12 月的 -18.3%。而美国耐用品消费也在 2018 年下半年出现明显下行，同比增速从 8 月的 7.8% 回落至 12 月的 1.1%，这也创下 2012 年以来的第二低增速。房地产销售以及耐用品消费消费回落，拖累美国居民消费下行，并拉低美国经济增速。美国 GDP 同比从 2018 年 2 季度的 3.2%，回落至了 2018 年 4 季度的 2.5%。

图 7：美国利率水平变化直接决定了房地产走势



数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：利率水平变化同样决定了耐用品消费走势

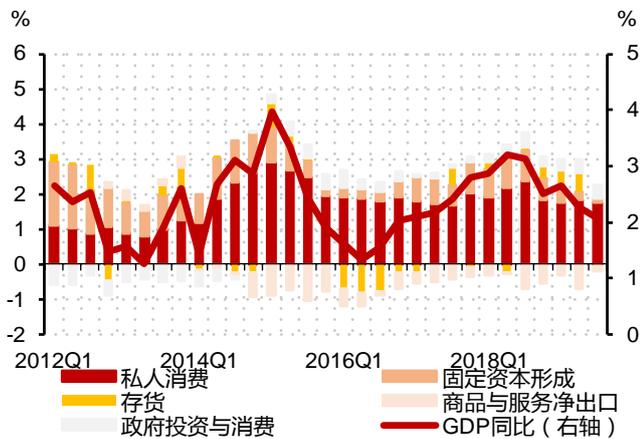


数据来源：Wind，西南证券整理

2019 年以来的利率水平大幅下行又对房地产、耐用品消费形成支撑，减缓经济下行压力。地产销售在 2019 年初开始回升，这与长端利率下行的节奏基本一致。其 3 个月移动同比从 1 月的 -8.8% 反弹至 9 月的 22.5%。耐用品消费增速也从年初开始回升，从 1 月的 3% 回升至 9 月的 6.4%。虽然美国经济继续下行，但下行速度放缓，从 2019 年 1 季度的 2.7%

下行 2 季度的 2.3%，再小幅下行至 3 季度的 2.1%。而且私人消费对美国经济的贡献已然企稳，2019 年前三季度消费对 GDP 同比的贡献分别为 1.7%、1.8%和 1.7%。

图 9：利率下行支撑美国私人消费



数据来源：Wind，西南证券整理

1.3 利率也通过影响存货变化影响经济走势

作为决定库存的重要变量之一，利率变化将直接影响企业库存投资情况。对于企业来说，持有库存的机会成本是利率，而持有存货获得的收益是卖出时的价格，这与 PPI 有关。当 PPI 上行或者利率下行导致实际利率下降时企业存货也会增加，因而企业存货投资与实际利率负相关。2019 年全球利率下降并将保持低位，意味着全球制造业将有一轮补库。

主要发达国家国债利率可以代表全球流动性的“价”，而离岸美元流动性可以代表全球流动性的“量”。从量的角度来看，全球制造业回升以及补库或将持续至 2020 年上半年。经验显示，离岸美元流动性增速领先全球制造业 PMI 半年左右。离岸美元流动性在 2019 年上半年持续回升，指向 PMI 在下半年的回升。虽然 BIS 暂未公布 2019 年下半年离岸美元流动性变化情况，但考虑到联储在 10 月重启扩表，美元指数保持平稳，预计 2019 年下半年离岸美元增速将保持回升态势。因而全球制造业 PMI 回升以及补库或将持续至明年上半年。

图 10：全球制造业 PMI 回升以及补库或将持续至明年上半年



数据来源：Wind，西南证券整理

分国家来看，利率下行对美、日等经济体库存投资均有支撑作用。金融条件改善将使得美国在 2020 年上半年有一轮弱补库。我们用穆迪评级为 Baa 级的公司债收益率与 10 年期美债利差来衡量美国金融条件松紧。该 Baa 利差同比变化与美国制造业库存负相关，并领先美国制造业库存投资 3 个季度左右。BAA 利差在 9 月触顶回落，意味着美国制造业补库将持续至 2020 年的上半年。但因为利差同比下行的幅度依然有限，所以是弱补库。

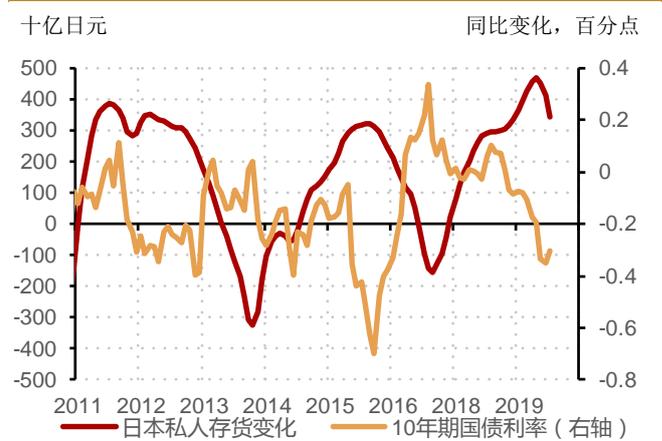
利率下行对日本库存同样有支撑作用。日本经济增速近年来保持在较低水平波动，2015 年至 2019 年三季度 GDP 同比均值为 1.1%。2018 年初日本 10 年国债收益率同比变化转向回落，并带动日本私人存货投资回升。

图 11：美国利率下行将在未来一年驱动补库存进程



数据来源：Wind，西南证券整理

图 12：利率下行对日本库存同样有支撑作用



数据来源：Wind，西南证券整理

2 全球经济周期波动主线二：中国供给侧改革驱动的全球工业品价格变化

中国对全球工业品价格的影响力很强，经验上中国 PPI 领先全球工业品价格。中国工业生产已经全球排第一，截止 2018 年中国工业增加值全球占比为 23%。如果从增量的角度来看，中国工业增加值增量占比更是在一半以上，2016 至 2018 年中国工业增加值增量占比均值为 51.5%。2014 年以来中国粗钢增量占到当年全球增量的一半以上。因而中国工业品供给和需求对全球工业品价格的影响力很强。经验上也能看到中国 PPI 同比领先全球，2016 年中国供给侧改革带来 PPI 回升，同时也带动了全球 PPI 回升。至 2017 年初中国 PPI 同比

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8647



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>