

民银智库研究

2019年第23期

总第115期

中国民生银行研究院

2019年11月22日

否极转泰 守冬待春

——2020年全球与中国宏观经济形势展望

宏观研究团队

黄剑辉

huangjianhui@cmcb.com.cn

王静文

wangjingwen2@cmcb.com.cn

应习文

yingxiwen@cmcb.com.com

孙莹

sunying16@cmcb.com.cn

张雨陶

zhangyutao@cmcb.com.cn

袁雅程

yuanyacheng@cmcb.com.cn

伊楠

yinan@cmcb.com.cn

赵金鑫

zhaojinxin@cmcb.com.cn

孔雯

kongwen1@cmcb.com.cn

程斌琪

chengbinqi@cmcb.com.cn

- **2019年全球经济增速将创金融危机以来新低，2020年全球经济增速预计将由3.0%回升至3.4%。**美国经济增长引擎和改善动能减弱，货币政策宽松节奏放缓，总统大选和弹劾进程将影响经济表现；欧元区2020年经济有望较2019年小幅改善，欧央行可能再度降息和加大月度购债规模，英央行将以英国“脱欧”结果为风向标；出口和消费将严重拖累日本经济，日央行扩大宽松可能性加大；新兴市场经济体宽松宏观经济政策支持内需改善，经济增长有望边际好转。需关注贸易摩擦、地缘政治和全球资产价格泡沫。
- **2019年，我国经济延续下行态势，全年经济增速预计约为6.2%。**受政策边际收紧、贸易摩擦加剧、市场风险升温等因素影响，二季度以来经济明显放缓。下半年政策基调重新转向稳增长，积极因素正在不断聚集：一是外需制约减弱、库存去化趋缓以及减税降费等对工业生产形成一定支撑；二是三季度以来专项债发行节奏加快以及项目资本金下调等将有助于推升基建投资增速；三是刺激消费政策、汽车消费好转和居民消费升级将支撑消费。
- **2020我国GDP增速或将小幅放缓至6.0%左右，CPI冲高至3.6%左右。**从外部看，主要经济体货币宽松效应显现，全球经济有望探底企稳；从国内环境看，2020年是实现GDP翻番的最后一年，经济增速至少需要保持在6.0%以上，预计政策逆周期调节的力度将会继续加大。货币政策在稳健基调下通过全面降准、定向降息、LPR改革等手段切实降低实体经济融资成本，但上半年物价走高和通胀预期扩散将一定程度上掣肘政策空间；财政政策将会进一步加力提效，专项债规模扩大、发行前置，赤字率有望提高；各项改革措施将加速落地。需关注稳增长下的结构恶化、中美贸易谈判变数以及房地产市场的异常波动。
- **政策展望与建议。**稳增长仍将是政策主线，货币政策和财政政策将围绕翻番目标发力。但在稳增长的同时，着眼中长期目标，我们建议：一是积极有效应对中美贸易谈判；二是全面深化改革；三是全面扩大开放；四是加快推出房地产长效机制。

目 录

一、全球经济形势：2019 年回顾与 2020 年展望	1
(一) 2019 年回顾：全球经济再创新低	1
1. 美国：经济渐进回落，美联储预防式降息	1
2. 欧洲：经济增长乏力，通胀面临脱锚风险，货币政策重返宽松	4
3. 日本：经济低位运行，通胀表现疲软，货币政策保持宽松	6
4. 新兴经济体：经济增长放缓，宽松政策开启	8
5. 全球市场：多重风险并存，资产逆势上涨	11
(二) 2020 年展望：全球经济有望触底回稳	13
1. 美国：经济持续承压，政策保持观望	13
2. 欧洲：经济有望小幅修复，货币政策仍将宽松	14
3. 日本：经济增长持续放缓，扩大宽松可能性加大	16
4. 新兴经济体：宽松政策支持内需改善，贸易摩擦仍是主要制约因素	17
5. 全球市场：市场情绪改善，资产价格重估	18
(三) 2020 年需关注的风险因素	19
1. 贸易摩擦风险因素	19
2. 地缘政治风险因素	20
3. 全球资产价格泡沫	20
二、中国经济形势：2019 年回顾与 2020 年展望	22
(一) 2019 年回顾：经济下行贯穿全年	22
1. 供给端：工业生产持续放缓，服务业稳中趋降	22
2. 需求端：投资渐进下行，消费全面回落，进出口增速明显下降	24
3. 通胀形势：猪肉唱主角，核心仍低迷	28
4. 金融环境：信贷社融稳定增长，M1-M2 剪刀差收窄	31
5. 金融市场：人民币汇率整体下行，债券市场收益率震荡下行	32
(二) 2020 年展望：GDP 增速有望持稳于 6% 左右	34
1. 供给端：工业温和承压，服务业仍具韧性	34
2. 需求端：投资回落，消费回升，进出口回稳	36
3. 通胀形势：CPI 前高后低，PPI 小幅通缩	39
4. 金融环境：社融增速或先降后升，信贷保持平稳增长	41
5. 金融市场：人民币汇率有望企稳回升，债券市场或继续承压	42
(三) 2020 年需关注的风险因素	43
1. 稳增长下的结构恶化	43

2. 中美贸易谈判变数仍存	43
3. 房地产市场的异常波动	44
三、政策回顾与展望	45
(一) 2019 年政策回顾：逆周期调节的收与放	45
1. 货币政策：保持松紧适度	45
2. 财政政策：加力提效	46
3. 其他政策：稳增长逐渐加码，稳物价全力推进	48
(二) 2020 年政策展望：逆周期调节有望加码	49
1. 货币政策展望：逆周期调节将继续发力	49
2. 财政政策展望：定向发力、精准施策	51
3. 其他政策：需求侧继续发力，继续做好“六稳”工作	52
四、政策建议	53
(一) 积极有效应对中美贸易摩擦	53
(二) 全面深化改革	54
(三) 全面扩大开放	54
(四) 加快推出房地产长效机制	55
主要宏观经济及金融数据一览表	56

一、全球经济形势：2019 年回顾与 2020 年展望

（一）2019 年回顾：全球经济再创新低

2019 年，受 2018 年货币政策紧缩滞后效应、全球贸易形势恶化以及地缘政治不确定性增加影响，全球经济继续共振下行，主要指标降至历史低位。10 月摩根大通全球综合 PMI 回落 0.3 个百分点至 50.8%，连续 3 个月下滑后已达 2016 年 2 月以来最低水平。OECD 综合领先指标 9 月已降至 99.1，为金融危机以来最低水平。国际货币基金组织连续四次下调经济增速预期，10 月的《世界经济展望》将 2019 年世界经济增速预期下调至 3.0%，为金融危机以来最低水平。

分国别看，2019 年税改效应褪去后，国际贸易紧张局势和全球经济疲软使美国经济下行风险加大，美联储由加息转向“预防式降息”，年内已降息三次并提早扩表；受制于贸易摩擦和英国脱欧不确定性，欧元区经济增长动能持续疲弱，制造业下行压力加大并出现向服务业蔓延和向劳动力市场传导的迹象，通胀屡创新低并面临脱锚风险，欧央行降息并重启 QE，英央行继续按兵不动；日本出口和生产双双不振，经济低位运行，通胀疲软，距离目标愈发遥远，日央行维持原有宽松货币政策不变；在外部不确定性和内部结构性问题双重叠加下，主要新兴市场国家经济增长普遍放缓，除部分经济体受益于中美贸易摩擦外，大部分新兴市场 PMI 指数和出口出现下行，主要新兴市场经济体均进入降息通道。

1. 美国：经济渐进回落，美联储预防式降息

2019 年，受贸易局势等不利因素牵制，美国经济增速渐缓。美国 2019 年一季度实际 GDP 年化季环比终值 3.1%，较前一季度提升 0.5 个百分点，市场普遍认为这一数据存在高估。从二季度增长 2% 情况看，受商业投资疲软、政府支出增长放缓和贸易局势紧张等因素影响，经济表现与此前特朗普承诺的 3% 渐行渐远。三季度经济增速继续放缓，实际 GDP 年化季环比终值为 1.9%，创近三年来新低。四季度以来，工业生产、消费都有边际好转，美国经济进入衰退的可能性不大。从全年表现来看，2019 年下半年实际 GDP 增长总体明显低于上半年。从经济周期看，美国经济扩张已进入第 11 个年头，持续时长破历史纪录，或正逐步接近繁荣时代尾声。

通胀平稳，先抑后扬。2019 年，以核心 PCE 和核心 CPI 衡量的美国通胀表现出先抑后扬状态。1 月至 5 月，核心 PCE 同比涨幅由 1.8% 降至 1.5%，核心 CPI 波动相对较平稳，同比涨幅徘徊在 2% 至 2.1% 之间，处于年内低位；6 月后通胀指标持续上扬，8 月核心 PCE 回弹至 1.8%，同期核心 CPI 升至年内最高 2.4%；10 月以来，通胀水平略有回落，10 月核心 PCE 同比增速回落至 1.7%，核心 CPI 同比增速回落至 2.3%。

劳动力市场保持韧性。2019 年美国失业率持续下行，由 1 月 4% 降至 9 月 3.5%，触及 1969 年 12 月以来最低水平。10 月，失业率微升至 3.6%。2019 年有 8 个月份新增非农就业人数超 10 万人，劳动力市场表现尤为强韧；10 月再新增 12.8 万人，显著超出预期 4 万余人。劳动参与率由年初提升至 63.3%，抬高 0.1 个百分点。平均时薪 10 月同比涨幅录得 3%，均较 9 月抬升 0.1 个百分点。目前美国劳动力市场接近充分就业，风险在短期内有望延续均衡。

贸易逆差微降。2019 年，受经济增速放缓和贸易紧张局势压制，美国出口动力不足，但国内强劲消费增长支撑进口提升，进口部分抵消出口回落，外贸总体呈现温和波动态势。截至 2019 年 9 月，美国外贸规模达 3.76 万亿美元，占 GDP 总量比重、贡献率分别为 23.5%、-2.6%。此外，美国单边贸易保护主义政策并未有效缩减贸易赤字，截至 2019 年 9 月，美国贸易逆差额累计达 4813 亿美元，同比上涨 5.43%；9 月美国贸易逆差额回落至 525 亿美元，对华贸易逆差额降至 316 亿美元，为近 5 月最低，但中国仍为美国第一大贸易逆差来源国。

美联储逐步推进宽松货币政策。基于美国经济基本面下行压力较大，且出现了 3 月期和 10 年期国债收益率倒挂等状况，美联储由加息通道进入预防式降息，分别在 7 月、9 月、10 月降息 25 个基点，当前利率处于 1.50%-1.75% 区间。美联储在 6 月声明中首提“采取适当行动维持扩张”，但 10 月会议将该措辞删除。美联储主席鲍威尔近期强调，当前家庭支出稳步提升，但制造业产出、商业投资和出口疲态延续；同时，全球经济增长放缓及贸易局势对美国经济造成持续性压力；在内外部环境显著变化的情况下，降息旨在为持续风险提供保障，有助于美国经济保持强劲。未来联储在制定货币政策时将更关注经济发展形势，若经济前景与其三大目标相一致，就会保持当前适当的货币政策立场；如果出现需对前景作出重大重新评估的事态，才进行回应。短期内，预计 12 月继续降息可能性极微；2020 年货币政策将主要依据经济表现而定。

中美贸易谈判一波三折。由于年初的谈判并未达成令双方满意的结果，自 5 月份起，美国加大对中国企业的制裁力度，并提高了关税税率、扩大了征税范围，进而引发了人民币兑美元汇率的近 10 年来首次破 7，贸易战有向科技战、金融战蔓延之势。后经过双方紧锣密鼓的磋商，10 月 10 日至 11 日，第十三轮中美经贸高级别磋商在华盛顿如期举行，此次磋商建立在平等和尊重基础之上，是以合作共赢精神解决双方分歧迈出的重要一步，关系着两大国关系的未来乃至全球经济走向。磋商结果符合市场预期，中美双方相向而行推动谈判，在农业、知识产权保护、汇率、金融服务、扩大贸易合作、技术转让、争端解决等领域取得实质性进展，双方已就第一阶段协议文本取得共识，预计 2019 年内签署贸易协议。在该协议中，中方将增加 400 至 500 亿美元自美农产品进口，美方将进行部分技术转让。向前看，谈判仍将继续，有关取消加征关税的核心关切有待解决，双方正朝最终达成协议的方向努力。

图 1：美国 GDP 环比折年率及各项拉动

图 2：美国 CPI 与核心 CPI

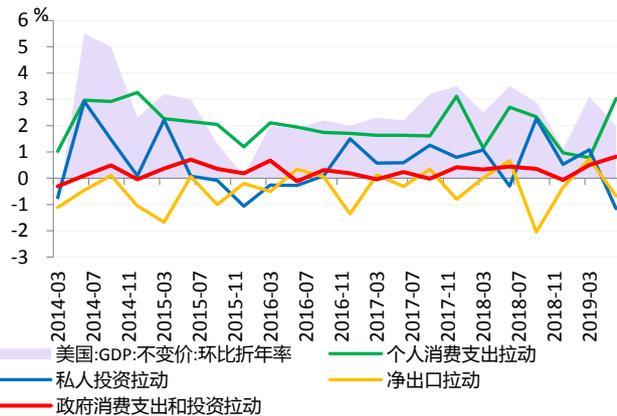
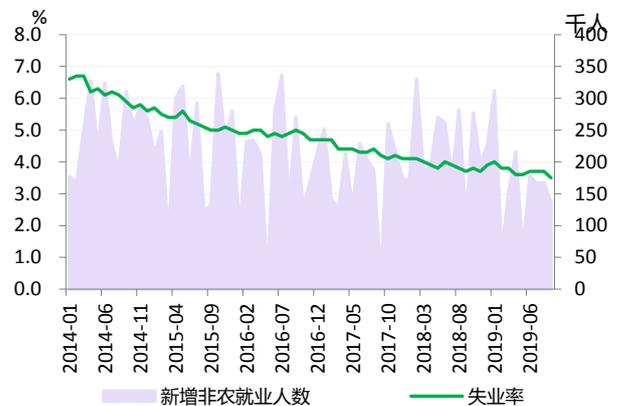
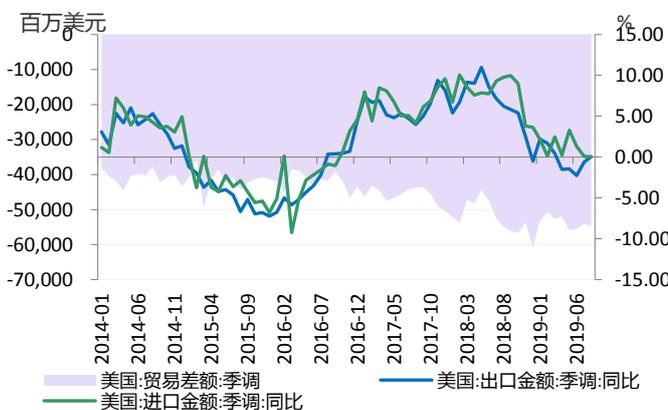


图 3：美国月度进出口数据

图 4：美国月度季调失业率与新增非农就业人数



数据来源：WIND

2. 欧洲：经济增长乏力，通胀面临脱锚风险，货币政策重返宽松

2019 年欧元区经济增长乏力。受全球需求不振、贸易摩擦不断和英国脱欧不确定性影响，2019 年前三季度欧元区 GDP 季调同比增速持续保持低位，分别录得 1.3%、1.2% 和 1.2%，较上年同期近乎腰斩，为 2014 年以来最低和次低水平，预计全年同比增速为 1.2%。**内部分化加剧。**尽管法国经济的消费与投资端均出现边际向好的信号，但德国经济依然疲弱，以意大利为代表的高债务南欧成员国经济也延续弱势。**欧美贸易摩擦升级。**2019 年 10 月 18 日，美国对欧盟的大型民用飞机征收 10% 关税，对欧盟农产品、工业品征收 25% 关税。欧盟表示计划对美国 120 亿美元的输欧产品施加报复关税。

欧元区生产动能疲弱。2019 年 2 月以来，欧元区制造业 PMI 持续位于收缩区间，制造业下行压力加大，并出现向服务业蔓延和向劳动力市场传导的迹象。**投资需求放缓。**从 2019 年需求端对 GDP 的拉动率来看，消费仍是欧元区经济增长的首要引擎，并且对经济拉动作用有所增强，净出口拉动率由负转正并基本保持稳定，对经济的拖累作用消退，但资本对经济的支撑作用显著减弱，二季度降至 0.24%，为 2015 年以来次低水平。这与 2019 年欧元区 Sentix 投资信心指数除 5 月外均位于负区间相互印证，主要源于贸易和政治不确定风险持续削弱投资者信心。**通胀持续低迷。**受能源价格影响，2019 年下半年以来欧元区通胀持续下滑，10 月 CPI 同比增速仅录得 0.7%，创 2016 年 11 月以来新低，显著不及欧央行略低于 2% 的中期通胀目标，有与中长期通胀预期脱锚的风险。

欧央行开启降息周期并重启量化宽松。在 2018 年底彻底停止量化宽松后，欧元区经济增速和通胀双双加速下滑。2019 年 6 月，欧央行行长德拉吉发表鸽派声明，表示如果欧元区经济前景没有得到改善，欧央行将会采取额外的刺激措施。这一表态标志着德拉吉在其 8 年任期内给出了最大的货币政策逆转信号，欧央行已意识到其不得不逆转货币政策由宽松回归正常化的进程。2019 年 9 月 12 日，欧央行宣布一揽子“超额”宽松举措，将政策性利率下调 10 个基点至 -0.5%，并且将从 11 月起重启量化宽松，以每月 200 亿欧元的规模开始购买债券，持续时间为开放式，同时决定推出分级利率体系、并下调长期定向再融资操作利率。

英国第三次延期脱欧。2019 年以来，英国脱欧进程一拖再拖，显著影响英镑、欧元表现和投资者信心。继 6 月 7 日前英国首相特蕾莎·梅宣布辞职、7 月 24 日鲍里斯·约翰逊正式接任首相后，脱欧局势发生了显著变化。以强硬“脱欧派”著称的约翰逊上任后随即表达了不惜代价推动英国脱欧的决心，誓要在 10 月 31 日脱欧大限前完成脱欧程序。然而，这一承诺在议会程序的阻挠下最终未能兑现。10 月 22 日，英国议会投票通过了脱欧协议法案，但随即投票否决了约翰逊政府提出的脱欧协议时间表，致使英国在 10 月 31 日大限前按时脱欧的可能性基本破灭。10 月 29 日，欧盟同意将英国脱欧期限延至 2020 年 1 月 31 日，英国脱欧大限第三次后延。随后，英国议会同意在 12 月 12 日提前举行大选。这将成为英国近百年来首次在 12 月提前举行大选。约翰逊表示，大选有望赋予他新的授权来推进脱欧协议，以打破当前的脱欧僵局。

英国经济持续放缓，央行保持观望。受全球经济增长放缓和脱欧阴云笼罩，英国制造业和企业投资表现不佳，2019 年前三季度经济增速持续放缓，三季度 GDP 同比增速仅录得 1.0%，创 2010 年二季度以来新低。**英央行保持观望。**2019 年英央行始终按兵不动，维持关键利率在 0.75% 不变，以期在英国脱欧和大选前景更为明朗时再采取行动。然而，由于对英国脱欧的不确定性和全球经济放缓愈加担忧，在 11 月议息会议上的决策投票中，有两名委员意外支持降息，为 2016 年以来首次有委员投票支持放松货币政策。

图 5：欧元区 GDP 与三大需求对 GDP 的拉动

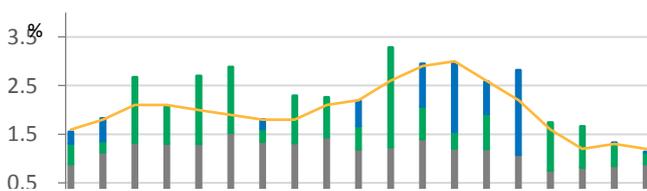
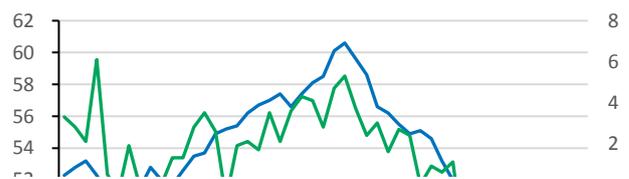


图 6：欧元区制造业 PMI 与工业产出同比



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_8796

