

证券研究报告 / 宏观专题报告

全球货币政策延续宽松，经济共振到分化， 人民币有望升值——2020 年海外宏观年度展望

报告摘要：

2019 年全球经济处于同步下行趋势。但 2020 年，造成今年经济加速下行的很多风险因素都有望缓解。美国经济明年大概率下行。欧元区经济增速自 2017 年触顶之后，一路下行，但明年欧元区经济将筑底回升。日本和英国将保持低速增长。新兴经济体今年整体表现不佳，是今年全球经济降速的主要来源。但引起新兴经济体衰退的大多因素有望在明年缓解，从而成为明年全球经济的重要拉动力量。

今年年初至今已有众多经济体实施了降息，美联储 7 月开始也已经降息三次。我们认为美联储年内将维持当前利率水平不变，但明年仍有继续降息的可能。未来欧元区再降息的概率不高，即使降息，幅度也会很小。但在全球经济确认回升之前，预计欧央行仍将保持宽松的货币政策。日本央行亦表示将长期保持宽松政策。

2019 年美元指数呈现震荡上行的趋势，主要原因是今年美国经济相对于其它主要经济体更加坚挺。美国经济增速目前处于下行趋势，明年增长将弱于今年，而多数国际机构预测全球经济增速明年将高于今年。决定美元指数的几个主要经济体经济来看，欧元区和英国或将筑底回升，日本可能小幅下降，总和趋势向上。此消彼长之下，美国经济的相对增速会降低，从而引起美元指数下行。

今年人民币汇率的波动更多受到中美经贸摩擦的影响。目前中美谈判进展顺利，第一阶段协议接近达成，而人民币也会大概率升值，但这个升值不会是一次性完成的。要警惕的风险是中美经贸磋商的反复性。

海外风险因素来看，我们认为中美谈判再度破裂的几率很小。中美协商将分为几个阶段，预计关税的取消也将是渐进的。后续协议将主要围绕知识产权保护和高科技封锁等方面进行博弈。美欧贸易摩擦是明年全球又一大风险因素。如果双方谈判不顺利、关税战升级，将给明年全球经济造成较大的打击，全球整体经济的回暖时间可能会延后。

风险提示：1. 中美经贸协商再起波折，导致贸易受阻、人民币贬值。
2. 欧洲经济未能企稳，美元被动升值。3. 美国与其他经济体再发生贸易冲突，打击全球经济。



相关报告

《中美敲定部分文本，再出现反复的几率很小——海外宏观周度观察(2019 年第 43 周)》
(20191028)

《数说特朗普当前处境及未来行动演绎》
(20190902)

《全球经济走弱，货币宽松，美元指数下行——2019 年海外宏观中期展望》

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001
18917252281 shenxf@nesc.cn

研究助理：尤春野

执业证书编号：S0550118060022
13817489814 youcy@nesc.cn

联系人：曹哲亮

执业证书编号：S0550119010010
18010018933 caozl@nesc.cn

目 录

1. 主要经济体的未来展望.....	4
1.1. 美国：“退而未衰”的平稳下行.....	4
1.2. 欧元区：有望触底回升.....	8
1.3. 英国与日本：低速增长.....	10
1.4. 新兴经济体：明年全球经济的重要拉动力.....	12
2. 全球货币政策延续宽松.....	14
2.1. 美联储年内预计不再降，明年仍有可能.....	16
2.2. 欧日央行将保持宽松政策.....	17
3. 美元指数大概率下行，人民币汇率有望继续升值	18
3.1. 美元难以维持强劲势头.....	18
3.2. 人民币或将升值.....	19
4. 海外风险因素.....	20
4.1. 中美关税战边际效果减弱，谈判有望进一步取得进展.....	20
4.2. 美欧贸易战仍具不确定性.....	23

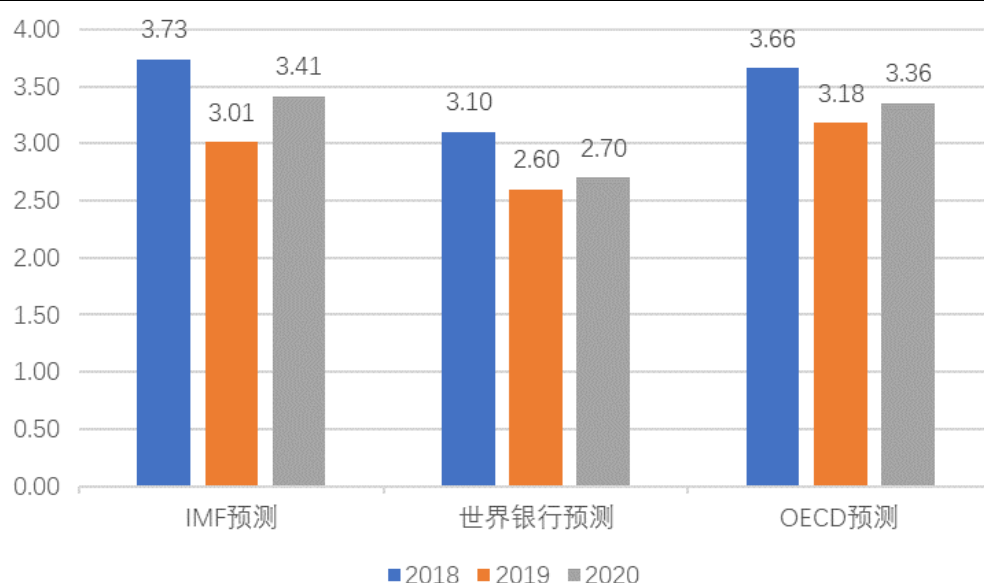
图 1：几大国际机构预测明年全球经济增速高于今年.....	4
图 2：美国经济增长弱于去年.....	5
图 3：各分项对 GDP 环比的拉动率.....	5
图 4：美国消费仍具韧性.....	5
图 5：美国就业和薪资强劲	5
图 6：美国工业产出大幅下滑	6
图 7：美国制造业 PMI 一路下行.....	6
图 8：耐用品订单下滑	6
图 9：美国库存周期进入下行阶段.....	6
图 10：生产指数是 GDP 的领先指标	7
图 11：失业率是 GDP 的滞后指标.....	7
图 12：美国财政赤字的高增长难以为继	7
图 13：美国利率通常领先失业率两年.....	8
图 14：欧元区经济增速持续下行.....	9
图 15：欧元区制造业 PMI 大幅滑落.....	9
图 16：各分项对 GDP 环比的拉动.....	9
图 17：欧元区 9 月工业产出反弹.....	10
图 18：欧元区投资信心指数反弹.....	10
图 19：今年英国经济趋势向下	11

图 20: 英国 GDP 各分项同比增长率	11
图 21: 英国 PMI 下滑明显	11
图 22: 日本 GDP 低速增长	12
图 23: 日本制造业景气度下行	12
图 24: 今年日本出口一直同比负增	12
图 25: 重要新兴经济体今年经济增长放缓	13
图 26: 重要新兴经济体今年经济增长放缓(2)	13
图 27: 今年全球经济受到政局动荡影响较大	13
图 28: 美国失业率不支持降息	16
图 29: 新增非农就业屡超预期	16
图 30: 核心 PCE 水平支持降息	16
图 31: 核心 CPI 早已超过 2%	16
图 32: 欧洲通胀疲软	18
图 33: 日本通胀下行	18
图 34: 美国经济相对强弱决定美元指数	18
图 35: 美国相对其它发达经济体增长更加稳健	18
图 36: 人民币汇率主要受到中美经贸问题的影响	20
图 37: 美国对中国出口大幅下滑	21
图 38: 美国贸易逆差并未收窄	21
图 39: 关税上调幅度主要由美国消费者承担	21
图 40: 中美经贸摩擦影响企业情绪	22
图 41: 中美经贸摩擦影响消费者信心	22
图 42: 今年全球政策不确定性升至十年最高	22
 表 1: 今年实施了降息的经济体	 14
表 2: 历届美国总统首届任期经济表现	23
表 3: 美欧贸易冲突	24

1. 主要经济体的未来展望

2019 年全球经济处于同步下行趋势。一方面，主要经济体内需减弱，进而影响到其它国家的出口。另一方面，几大经济体之间贸易摩擦逐渐升级，对全球供应链造成了打击。此外，一些潜在的风险因素，比如英国脱欧等对投资情绪的压制，以及部分新兴经济体的政局动荡，都加速了全球经济的下行。但 2020 年，造成今年经济加速下行的很多风险因素都有望缓解，几大国际机构均预测明年全球经济增长将高于今年，IMF 在 10 月份预测今年和明年经济增速分别为 3%和 3.4%；世界银行在 6 月份预测今年和明年分别为 2.6%和 2.7%；OECD 在 5 月份预测今年与明年分别为 3.2%和 3.4%。

图 1：几大国际机构预测明年全球经济增长高于今年



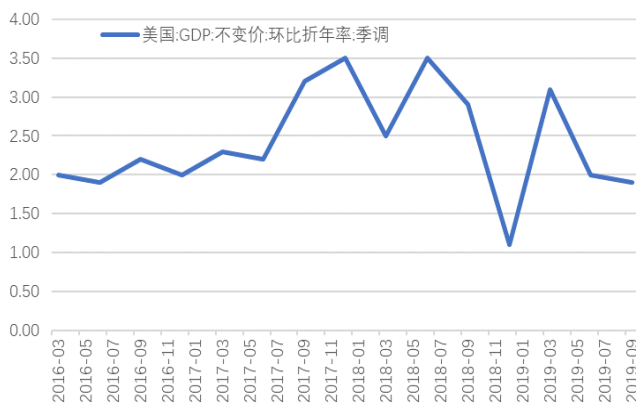
数据来源：东北证券，Wind

1.1. 美国：“退而未衰”的平稳下行

2019 年美国经济增长总体较 2018 年放缓，但仍有超预期的增长。美国一、二、三季度 GDP 环比折年率分别为 3.1%、2%和 1.9%，拾级而下，也反映了经济增长高位回落的趋势。

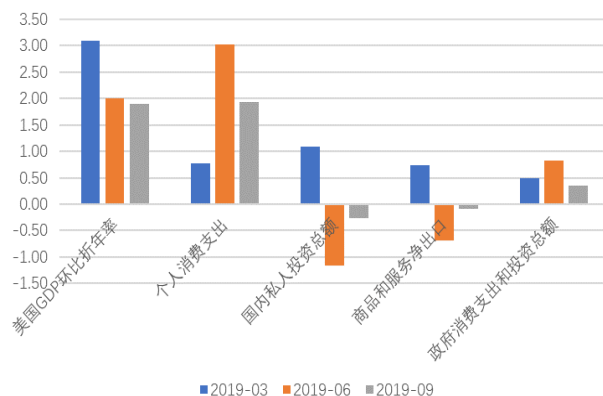
分项来看，今年一季度美国经济各方面总体平稳，消费、投资、净出口与政府支出均平稳增长；但二季度开始，投资与净出口对 GDP 的贡献就持续为负，消费成为拉动经济增长的绝对动力，此外政府支出对经济的拉动效果也较为明显。

图 2: 美国经济增长弱于去年



数据来源: 东北证券, Wind

图 3: 各分项对 GDP 环比的拉动率

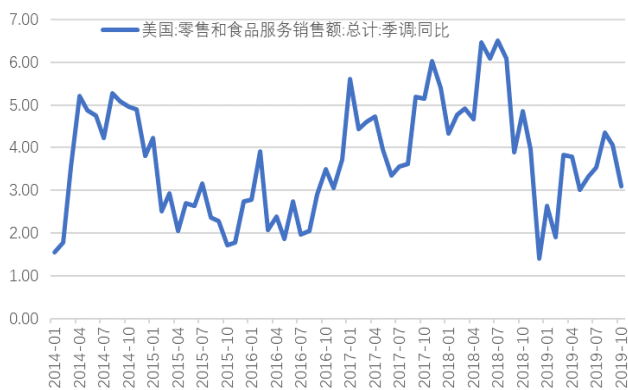


数据来源: 东北证券, Wind

目前美国经济呈现两个特点: 一是消费和就业较强; 二是工业生产和投资较弱。

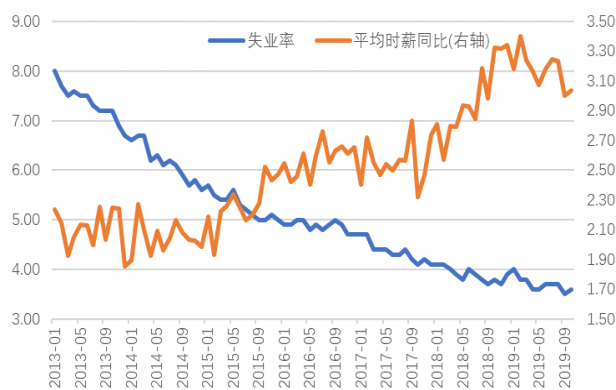
消费是今年美国经济的主要支撑点, 消费具有韧性的根本原因在于美国就业市场的强劲。指向消费的零售销售数据在 2018 年减税之后维持了较高的增长, 今年较去年有所回落, 但增速亦不低, 这主要因为美国就业市场较好, 今年美国失业率降至 50 年来新低, 达到 60 年代战时的最低水平。同时平均时薪也保持了较高的增速。充分的就业和薪资增长带动了消费。但就业及薪资水平是经济增长的滞后性指标, 而非前瞻性指标。今年就业和薪资主要反映了去年及今年前两季度经济增长的强劲。

图 4: 美国消费仍具韧性



数据来源: 东北证券, Wind

图 5: 美国就业和薪资强劲



数据来源: 东北证券, Wind

与消费和就业的强劲对应的, 是工业生产和投资的一路下行。今年以来, 美国工业生产指数同比和制造业 PMI 指数均一路下行, 反映出制造业的不景气。相应的, 与美国商业投资关系较大的耐用品订单数据也出现了明显下滑。制造业和投资的强弱与企业情绪直接相关, 企业对美国经济前景较为悲观, 所以减少生产和投资。这一方面是去年美国减税等刺激政策消退的结果; 另一方面, 美国与多个国家的经贸摩擦带了较大的政策不确定性, 而不确定性会极大影响企业和市场的信心。

所以，作为企业和市场信心的指向标，生产指数的下行也预示着美国经济前景并不乐观。历史数据可以看出，工业生产是库存的前瞻性指标，通常会领先半年至一年。产出增速接近一年的下行意味着美国库存周期也将进入下行阶段。

工业生产也同样是经济总量的领先指标。历史经验来看，工业生产通常会领先 GDP 增速一季度左右。所以当前近期工业生产的下滑指向未来美国经济增长可能放缓。

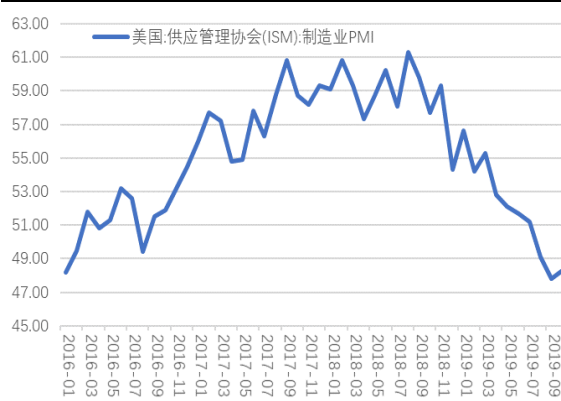
综合以上两个因素，美国消费和就业虽强，但却是经济的滞后指标；而疲弱的制造业和投资却是经济的前瞻性指标。所以我们预计美国经济未来会延续下行的趋势。

图 6: 美国工业产出大幅下滑



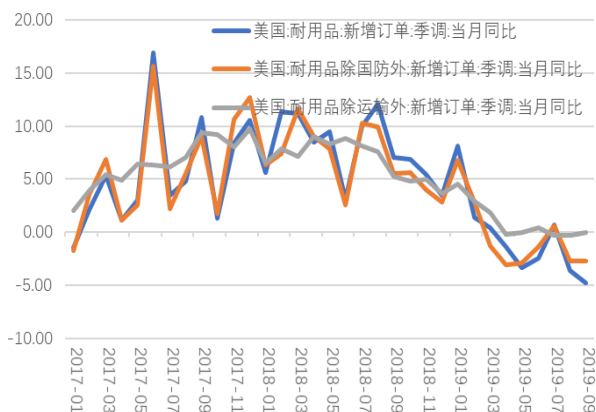
数据来源：东北证券，Wind

图 7: 美国制造业 PMI 一路下行



数据来源：东北证券，Wind

图 8: 耐用品订单下滑



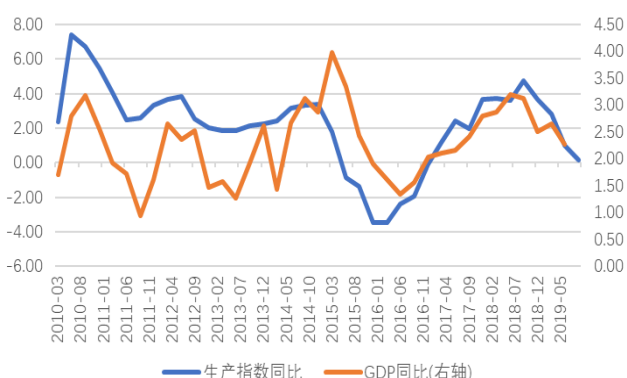
数据来源：东北证券，Wind

图 9: 美国库存周期进入下行阶段



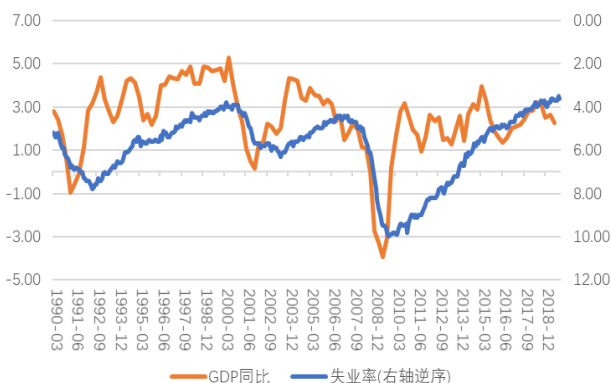
数据来源：东北证券，Wind

图 10: 生产指数是 GDP 的领先指标



数据来源：东北证券，Wind

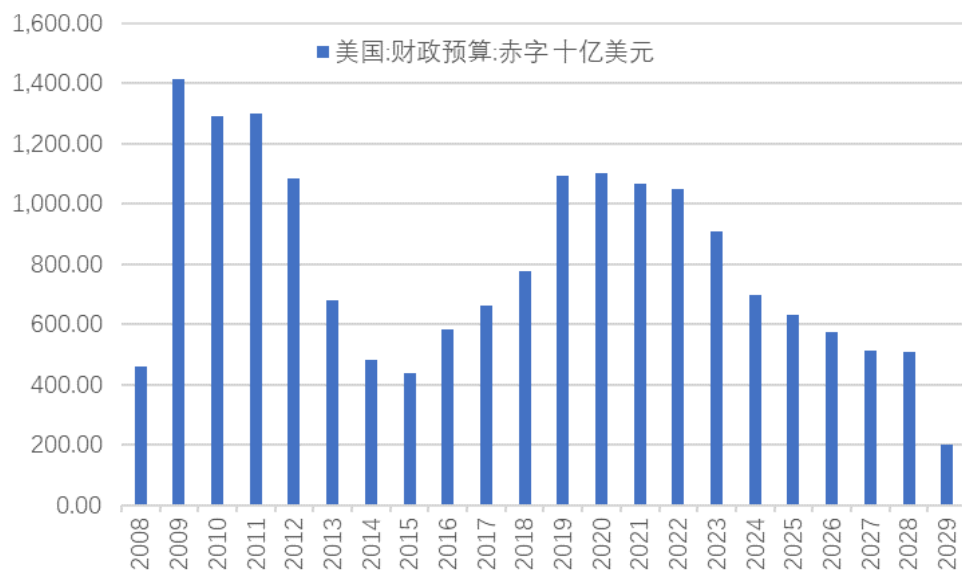
图 11: 失业率是 GDP 的滞后指标



数据来源：东北证券，Wind

此外，美国政府开支也难以持续高速增长。截至今今年 10 月份，美国财政赤字已经达到 8000 亿美元，同比增加 22%。白宫预算管理局预计今年赤字会超过 10920 亿美元，接近 2009-2012 年的水平。11 月 12 日，美联储主席鲍威尔在美国国会联合经济委员会听证会上也提到，“目前美国联邦政府财政状况难以为继，债务水平高企且不断上升。”如果不加以解决，赤字的增加，可能抑制财政政策制定者通过财政政策，拉动经济的意愿或能力。可以看出，美国政府债务的高企使得后续难有大规模强刺激。根据白宫预算局的预测，今年财政赤字较去年有大幅增加，但明年与今年接近，政府支出的增速将大幅降低，也成为拉低经济增速的潜在因素。

图 12: 美国财政赤字的高增长难以为继



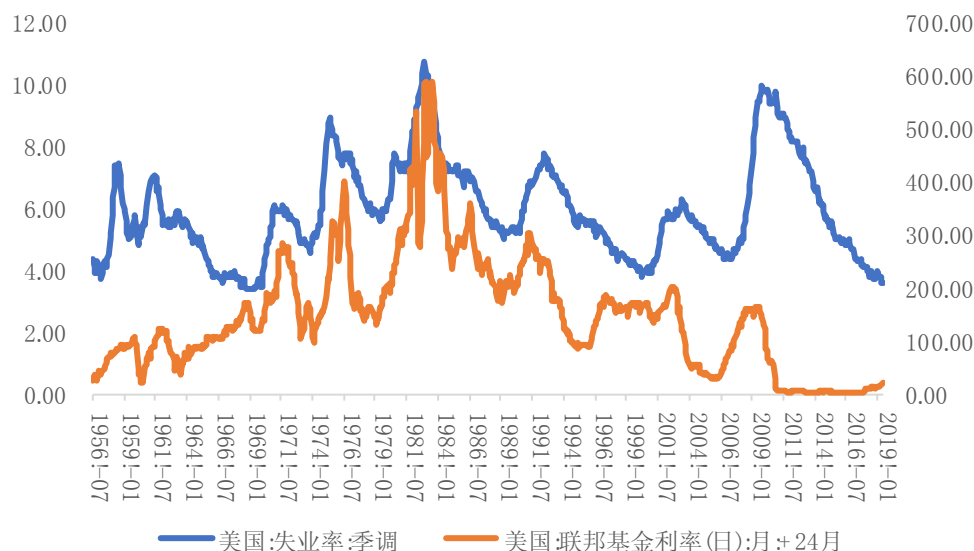
数据来源：东北证券，Wind

美联储今年实施了三次降息，并重启扩表进程释放流动性。这能否对明年经济起到提振作用？回顾历史上美国的五次降息周期，可以分为两种情况。第一种是经济大衰退阶段，降息往往先伴随着失业率上行，至少两年后失业率才会开始下降。例如 1989 年 6 月美联储开启了一轮降息（降息 21 次，总计 681.25bp），但失业率从 1990

年7月开始明显上升，在1992年6月达到顶点（7.8%），降息起点领先失业率高点2年。纳斯达克泡沫破裂后的这轮降息（降息12次，总计550bp）始于2001年1月，但失业率持续上行，到2003年6月才见顶，降息起点领先失业率高点2.5年。次贷危机这一轮降息（降息8次，总计500bp）始于2007年9月，对应失业率持续上行至2009年10月回落。降息起点领先失业率高点2年。第二种是小降息周期，维持经济景气，或者延缓经济衰退。例如克林顿任期内的两次降息。始于1995年7月的这一轮降息（连续降息3次，每次25bp），对应的是失业率继续降低，经济景气度没有下行，仅仅因为通胀指数走低。1998年9月开启的这一轮降息（连续降息3次，每次25bp）之前，6-7月美债收益率曾出现一个半月的倒挂，但降息后失业率在当年11月就开始明显下降。

总体来看，降息对于经济的作用，大约在两年之后会有比较确定性的提振。由于目前美国就业市场已经处于过饱和状态，所以降息对于明年经济的作用，大概率是延缓经济的衰退，但难以阻止增长放缓。

图 13: 美国利率通常领先失业率两年



数据来源：东北证券，Wind

1.2 欧元区：去杠杆与宽松

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_8868

