

全球宏观经济季度报告

总览：2020 年秋季全球宏观经济运行与分析

撰稿人	张 斌	肖立晟	杨子荣
	陆 婷	冯维江	熊爱宗
	徐奇渊	杨盼盼	常殊昱
	栾 稀	陈 博	云 璐
	崔晓敏	熊婉婷	

中国社会科学院世界经济与政治研究所

世界经济预测与政策模拟实验室

《全球宏观经济季度报告》由中国社会科学院世界经济与政治研究所全球宏观经济研究室为您提供。

中国社会科学院世界经济与政治研究所

全球宏观经济研究组

顾问	张宇燕			
首席专家	张 斌		姚枝仲	
团队成员	肖立晟	国际金融	杨子荣	美国经济
	曹永福	美国经济	陆 婷	欧洲经济
	冯维江	日本经济	周学智	日本经济
	熊爱宗	金砖国家	徐奇渊	中国经济
	杨盼盼	东盟与韩国	常殊昱	国际金融
	栾 稀	国际金融	李远芳	国际金融
	陈 博	大宗商品	顾 弦	大宗商品
	云 璐	大宗商品	吴海英	对外贸易
	崔晓敏	对外贸易	熊婉婷	宏观经济
	王 地	宏观经济	陈 韵	科研助理

联系人：陈韵

邮箱：iwepceem@163.com

电话：(86)10-85195775

通讯地址：北京建国门内大街 5 号 1543 房间（邮政编码：100732）

免责声明：

版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所全球宏观经济研究组所有，未经本研究组许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，本研究组保留法律追责权。

2020 年第 3 季度中国外部经济环境总览

——2020 年秋季全球宏观经济运行与分析

1. 3 季度，中国外部经济景气程度持续回升，但整体仍处于疫后修复阶段，主要经济体失业率仍在较高水平。2020 年 7-9 月中国外部经济综合 CEEM-PMI 分别为 51.7、53.2 和 53.7。虽然进入 7 月以后，外部经济景气指数回升到 50 以上，但全球经济的修复力度仍不乐观。
2. 大宗商品市场受需求疲弱拖累，价格震荡反弹。3 季度 CEEM 大宗商品价格季度均价环比反弹 59.1%，主要得益于 2 季度价格跌至谷底后的超跌反弹。但受需求疲弱和疫情前景不确定影响，反弹趋势受到拖累。原油价格波动上行，但季度末小幅回落。有色金属上涨但涨势放缓，铁矿石价格继续偏强运行，农产品总体走强。
3. 全球金融市场风险再现，资产价格波动再上升。大部分国家的股市整体回升，但 9 月份均出现不同程度的回调。发达经济体货币市场利率相对稳定、国债收益率窄幅震荡；新兴经济体货币市场利率走势分化，国债收益率普遍上升、但上升程度不一。美元明显贬值，除土耳其、俄罗斯、阿根廷等个别国家外，大部分国家货币升值。
4. 重视疫苗投产与各国纾困政策进展。疫苗投产并不等于疫情结束，疫苗效果还取决于疫苗的保护期、病毒是否变异以及病毒宿主等方面条件。在此期间，各国纾困政策的重点将是保证这段时间内经济的平稳过渡。
5. 警惕美国通货膨胀重新抬头。此次美国核心通胀回升主要是由纾困政策推动。4 季度的财政支出计划是影响美国短期通胀的关键。如果美国大选后，两党能对该支出计划达成一致，财政对居民收入的支持将再度抬升美国通胀。
6. 欧央行有望加码宽松货币政策，警惕美元指数重新反弹。目前欧元区通胀率一直处于低于零的区间，随着二次疫情的出现，区内经济复苏的节奏将在一定程度上被打乱，欧洲央行很可能在年底前仍需要出手进行干预。未来两个月的经济数据将在很

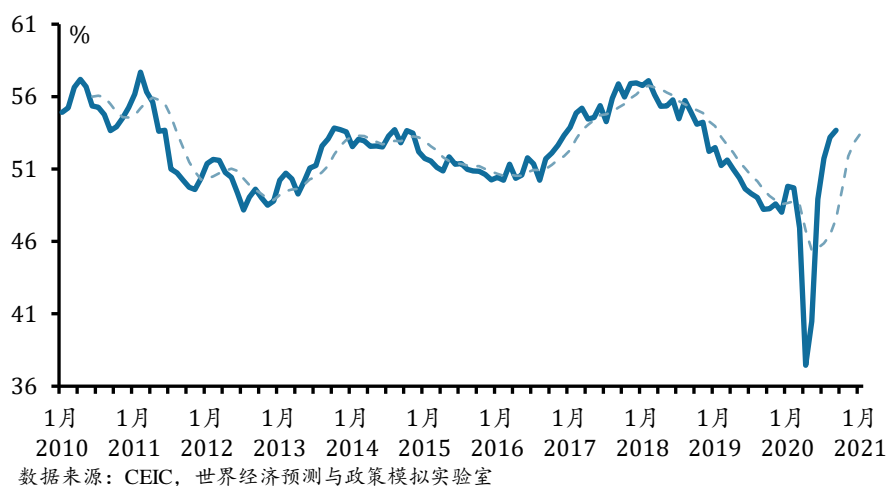
大程度上决定欧央行干预的方向和力度，届时欧元对美元会相对疲弱，推动美元指数反弹。

7. 重视中国经济价格下行压力，保持相对宽松货币政策环境。保持总需求稳定的关键标志是将 GDP 平减因子保持在 2-3% 的区间。保持相对宽松的货币政策环境，可以保持需求的稳定，有利于改善企业利润，进而解决就业问题。
8. 应对危机需要全球联合行动。一是倡导各国共同反对贸易保护主义，全面降低关税。二是倡导全球公共财政支出扩张，弥补市场需求不足。三是推动全球金融安全网更好地发挥功能。四是呼吁各国应在政治层面凝聚共识、搁置争议、齐心应对。

一、 全球经济有所修复

受新冠疫情影响，中国外部经济景气在 2020 年 4 月份大幅下行至历史低位，5-9 月逐步回升。2020 年 7-9 月中国外部经济综合 CEEM-PMI¹ 分别为 51.7、53.2 和 53.7。虽然进入 7 月以后，外部经济景气指数回升到 50 以上，但全球经济的修复力度仍不乐观。随着秋冬季节的到来，病毒生存和传播可能加快，美、欧等发达经济体疫情当前已出现第二波反弹，经济活动可能再度局部停摆。随着疫情防控措施的逐步放缓，新兴市场经济体经济景气指数回升，但仍只是疫情重压之下的缓慢复苏。

图表 1 中国外部经济综合 CEEM-PMI



¹China External Environment Monitor，根据主要对外贸易伙伴分布确定各国权重的 PMI 加权，简称 CEEM-PMI。

美国经济进入弱复苏阶段。3 季度各州经济逐渐重启，经济和生产活动部分恢复正常，制造业和服务业出现明显改善。制造业 PMI 在 4 月见底后回升，7-9 月份制造业 PMI 分别为 54.2%、56% 和 55.4%，其中新订单指数增长强劲，7-9 月分别为 61.5%、67.6% 和 60.2%。非制造业 PMI 也连续三个月扩张，但扩张速度有所放缓。7-8 月非制造业 PMI 分别为 58.1% 和 56.9%，其中新订单指数回落明显，8 月非制造业新订单指数环比大幅下降 10.9 个百分点至 56.8%。2020 年 4 月美国非农就业人数减少 2053.7 万，失业率飙升至 14.7%，创下大萧条以来最高纪录。随着经济重启，失业率逐步下降，9 月美国失业率降至 7.9%，持续领取失业金人数也减少至 1177 万人，新增非农就业 66.1 万人。劳动力市场的改善反映了受新冠疫情而被限制的经济活动持续恢复。

新纾困政策暂时缺位，货币政策继续宽松。3 月份以来，美国政府已出台了三轮主要救助方案，这些纾困政策保障了美国家庭尤其是贫困家庭的基本生活和避免中小企业的大规模破产。随着已有的纾困政策逐渐到期，而关于新一轮纾困政策，两党尚未达成一致意见，新纾困政策的暂时缺位可能会导致消费下滑和经济复苏势头受阻。为了应对经济恢复的不确定性，美联储维持宽松货币政策不变，9 月的美联储议息会议点阵图显示美联储预计将维持当前 0% 至 0.25% 的利率水平直至 2023 年底，这意味着，未来三年时间美联储不会有加息操作，将在较长一段时间保持极度宽松的货币政策。美联储修订货币政策框架，正式采用平均通胀目标制，对于通胀的容忍度提升，这进一步强化了宽松货币政策预期。此外，与 6 月峰值相比，3 季度美联储资产负债表规模略有缩小，但仍处于绝对高位。

欧洲疫情再起，经济复苏受阻。2020 年 3 季度欧元区受二次疫情的影响，经济复苏进程放缓。欧元区 19 国综合采购经理人指数（PMI）3 季度均值为 52.4，较上季度的历史低位 31.3 大幅改善。不过，从月度数据来看，欧元区综合 PMI 在 7 月反弹至 54.9 的高位后显现出后继乏力的态势，此后两个月连续下滑，最终跌至 9 月的 50.4，接近荣枯分界线。随着欧元区新冠肺炎感染人数的上升，区内经济活动受各国政府重新实施部分限制措施的影响，再度出现低迷的苗头。9 月德国综合 PMI 表现较好，来到 54.7 的高位，

较前一个月的 54.3 继续上升，表明德国经济活动持续活跃。法国方面，综合 PMI 由 8 月 51.6 的下滑至 48.5，受服务业拖累明显。8 月欧元区 19 国经季节性调整后的失业率连续第 5 个月上升，来到 8.1%，较 7 月的 8.0% 上升 0.1 个百分点。根据欧盟统计局估计，8 月欧元区失业人数约为 1318 万，相较上一个月增加了 25.1 万人。欧元区青年失业率也同样处于持续攀升状态。8 月欧元区 19 国青年失业率为 18.1%，较前月上升 0.3 个百分点，青年失业人数为 246 万人，比前一个月增加了 6.9 万人。

英欧贸易谈判一波三折。英欧贸易谈判自 3 月初启动以来波折不断，鉴于双方在政府援助、捕鱼、北爱尔兰等问题上的较大分歧，多轮谈判都未能取得太大进展。9 月初，英国政府公布了《内部市场法案》，意在“凌驾”于《北爱尔兰议定书》之上，使英国政府能够自行控制北爱地区贸易、关税和人员往来的相关规定。该举动引起欧盟强烈反应，启动针对英国的法律程序，给英欧贸易谈判带来巨大不确定性。不过，英欧随后在布鲁塞尔举行的第九轮贸易协议谈判似乎又给事情带来了转机。根据谈判相关报道，欧盟有意将脱欧贸易谈判延长至 11 月并表示双方已“接近达成协议”。这意味着英欧或能避免在 12 月 31 日英国脱欧过渡期结束时出现破坏性的“无协议”局面。

日本经济反弹力度较弱。2020 年第 3 季度，日本新冠肺炎疫情发展较为平稳，但经济反弹力度并不理想。7 至 9 月制造业 PMI 分别为 45.2、47.2 和 47.3，均值 46.6，连续第 7 个季度或 20 个月处于荣枯线之下。并且，9 月制造业 PMI 反弹势头明显减弱。服务业 PMI 分别为 45.4、45.0 和 45.7，均值为 45.4，距离荣枯线尚有一定距离。疫情对以个人消费行为为主的零售行业的冲击相对较小，而对以企业商业行为为主的批发行业影响较大，且前者恢复也相对较快。投资领域中，机械设备订单总额 7 月份同比减少 19.4%，第 2 季度为-17.7%。建设工程方面，7 月份日本建筑工程竣工额 40008 亿日元，同比减少 3.2%，同比跌幅进一步扩大。其中居民住宅建设竣工额同比下跌 10.5%，官方部门主导的公共工事竣工额同比增长 2.1%，政府托底显现效果。投资各领域中，房地产开发投资出现比较严重的负增长，机械设备相关投资同比负增长较之前更加严重。日银短观第 2 季度预测指数为-18，实际指数为-31；第 3 季度预测指数为-34，这说明景气收缩大大超出企业预期，并且在未来更趋悲观。

金融财政政策继续保持宽松。日本央行维持经济刺激力度不变，在 2020 年 9 月 16-17 日的金融政策会议决定：政策利率维持在-0.1%不变，10 年期国债收益率目标维持在 0%附近不变，通胀目标（扣除食品的 CPI）为 2%不变。日本央行同时预期，由于日本经济复苏状况不理想，国际石油价格缺乏上涨动力，未达成通胀目标，基础货币将有可能继续增加。财政政策方面，日本财政部根据第 2 季度提出的刺激方案，在第 3 季度加大了国债投放力度。以 10 年期国债为例，7 月和 8 月日本财政部每月计划发行 26000 亿日元国债，较 2019 年 4 月到 2020 年 5 月间每月 21000 亿日元的金额大幅提高。日本央行和财政部的积极政策，为日本创造了更加宽松的货币环境。国内银行贷款总额同比增幅维持在绝对历史高位。7 月和 8 月，日本全国银行贷款总额分别同比增长 6.9%和 6.7%，连续四个月同比增速超过 6%，其中 7 月份同比增幅为历史新高。广义货币 M2 供给同比增加 7.9%和 8.6%，8 月份同比增幅创下 1990 年 12 月以来的最高值。但日本财务省在第 3 季度没有推出新的力度较大的刺激方案，预计 2020 年剩余时间里，日本央行和财政部将按兵不动。

金砖国家经济在疫情重压之下开始缓慢复苏。随着疫情防控措施的逐步放缓，各国经济在 3 季度有所恢复，虽然部分指标仍在负向区间运行，但衰退幅度已有所降低。7 月和 8 月俄罗斯零售总额同比分别萎缩 2.6%和 2.7%，相比上 1 季度大幅收窄。工业生产同比增速依然大幅下滑，7 月和 8 月同比萎缩分别为 8.0%和 7.2%，但相比 5 月、6 月有所收窄。制造业 PMI 在 8 月重回景气区间，达到 51.1，但 9 月再次回落至 50 以下，至 48.9，显示商业信心依然不稳。

巴西消费信心指数回升，但仍低于疫情暴发前水平。7 月巴西零售总额同比增长 5.5%，已经连续两个月恢复正增长；环比增长 5.2%，已经连续三个月恢复正增长，但是增速有些回落。商业信心指数也在缓慢恢复，9 月重新升至 97.5，高于疫情暴发前的水平，已经连续 5 个月处于回升态势。7 月和 8 月，工业生产同比萎缩 2.8%和 2.7%，幅度较上 1 季度有大幅收窄。3 季度巴西制造业 PMI 出现大幅反弹，7-9 月分别为 58.2、64.7 和 64.9，已经连续四个月处于景气区间。

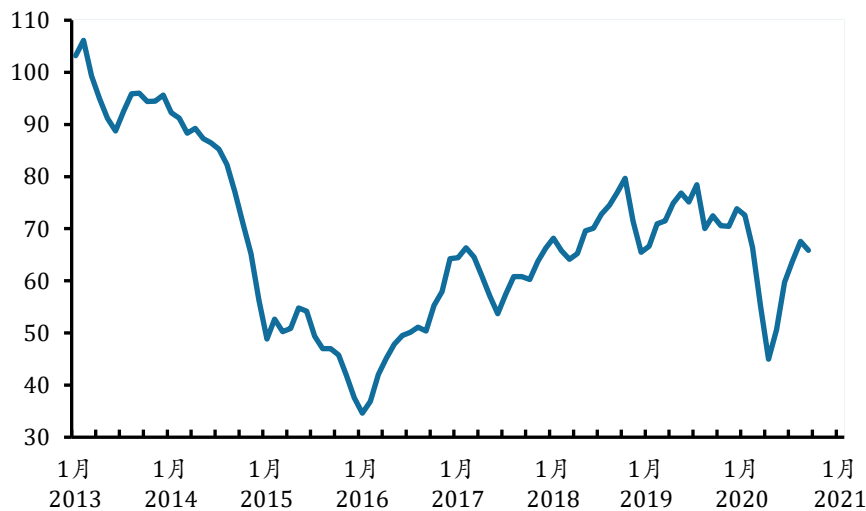
3 季度印度经济增长依然面临较大压力。7 月印度消费者信心大跌，印度央行公布的消费信心当期指数为 53.8，相比 5 月进一步下降 9.9 点，未来预期指数则稍微有所上升。7 月，印度出口同比萎缩 10.2%，进口同比萎缩 28.4%，萎缩幅度均有所收窄。工业生产在 7 月同比萎缩 10.4%，尽管已连续五个月处于收缩态势，但萎缩幅度呈现逐月收窄态势。制造业 PMI 在 7 月下滑至 46，但 8 月和 9 月重新升至景气区间，分别为 52 和 56.8。

虽然从 5 月开始，南非隔离措施逐步放松，但消费信心依然十分低迷。3 季度南非消费者信心指数从 2 季度的-33 回升至-23，疫情以及相关的防疫措施仍对消费者的消费意愿和消费能力带来沉重打击。工业生产自 5 月开始同比萎缩幅度逐步收窄，但 7 月萎缩幅度仍在 11.9%。南非制造业依然处于景气区间之下，7 月和 8 月分别为 44.9 和 45.3，显示商业信心依然不稳。

东盟韩国经济复苏确立，但程度偏弱。3 季度，东盟六国和韩国经济开始复苏，但程度偏弱。印尼和菲律宾疫情加剧，但总体好于全球；新加坡已经稳定，而泰国和越南始终未出现大规模疫情爆发。韩国第 3 季度疫情有小幅反弹。尽管 3 季度本区疫情新增病例未有明显缓解，但总体状况好于世界其他地区，经济总体保持复苏态势，无明显系统性风险。3 季度，东盟整体制造业 PMI 月均值大幅回升至 47.9，较上季上升 11.3。各主要东盟国家的 PMI 3 季度均值较上季也上升，9 月新加坡、菲律宾和越南的 PMI 处于荣枯线之上，分别为 50.3、50.1 和 52.2，泰国也接近荣枯线，为 49.9，其他经济体景气程度也有不同程度好转。作为外需的晴雨表，韩国 PMI 在 9 月接近荣枯线，为 49.8。区内 3 季度贸易数据走出了上季度普遍的出口和进口同比增速为负情形。本季度区内金融市场表现偏弱，股票市场普遍缺乏上行动力。股指再度下跌导致目前主要经济体的股票市场指数距年初水平仍有不小距离，仅有韩国综合指数水平超过年初水平，这反映金融市场对于本区经济体复苏仍谨慎乐观。区内经济体受疫情冲击的影响，2020 年上半年经济出现普遍负增长，经济受疫情冲击的降幅远超此前预期，尽管各国央行延续宽松举措，并出台多轮计划支持经济复苏，预计 2020 年下半年，东盟及韩国地区持续复苏，但动能偏弱。

大宗商品市场受需求疲弱拖累，价格震荡反弹。3 季度大宗商品反弹趋势放缓，需求侧疲弱成为压制价格的主要因素。2020 年 3 季度 CEEM 大宗商品价格季度均价环比反弹 59.1%，涨幅巨大，主要得益于 2 季度价格跌至谷底后的超跌反弹。但受需求疲弱和疫情前景不确定影响，反弹趋势受到拖累。原油价格在跌至谷底后持续反弹，OPEC 破纪录减产为主要推动力，但 3 季度减产的边际效果减弱，市场需求仍存在较大不确定性，油价承压回调。有色金属上涨但涨势放缓，铜需求走弱且供应端逐步恢复。铁矿石在中国复苏带动下相对强势，但季度末随着全球需求前景不明朗有所承压。农产品总体走强，中国强烈的买货需求以及市场对恶劣天气的担忧带动价格上涨。

图表 2 CEEM 大宗商品价格指数²



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

中国出口超预期回升，进口降幅收窄。2020 年 7-8 月，中国出口（美元）同比增长 8.3%，较上季度提高 8.2 个百分点；进口同比增速为-1.8%，较上季度提高 7.9 个百分点；货物贸易顺差总额为 1213 亿美元，较去年同期提高 426 亿美元；服务贸易逆差为 242 亿美元，同比下降 265 亿美元。3 季度出口增速回升来自两方面力量：一是，随着海外疫情的好转，外需较 2 季度有所恢复；二是，中国出口产品市场份额同比仍处在高位。分

²CEEM 大宗商品价格指数（月度）综合计算前五大进口商品月平均价格，并根据中国进口量分配权重。5 种商品价格为 OPEC 一揽子石油价格、普氏铁矿石综合价格指数、澳大利亚动力煤 FOB 价格、钢材亚太地区远东市场综合到岸价以及美洲综合大豆价格。指数以 2012 年平均价格为基准。

地区看，7-8月中国对主要贸易伙伴出口增速普遍回升，但对部分发达经济体出口增速回落。其中，对美国、韩国、中国香港、东盟、巴西、印度、俄罗斯出口增速依次较上季度提高15.5、3.5、9.9、13.6、6.4、23.5、10.3个百分点；而对欧盟、日本、中国台湾出口增速较上季度减少1.5、11.4、4.2个百分点。值得注意的是，对美国和东盟出口增长最快（分别为16.2%和13.5%），提升幅度也较大。分产品看，7-8月，机电产品和劳动密集型产品出口同比增速均较上季度继续提升，其他产品拖累总体出口增长。

二、全球金融市场：美元贬值，风险隐现

全球金融市场流动性充裕，但波动上升。美联储对流动性持续呵护，并释放出稳定的货币宽松信号，TED利差保持低位，市场流动性风险不高。但9月份，VIX指数回升，市场波动率上升。9月初，因美股出现大跌，VIX指数回升至30%以上。虽然随后有所回落，但依然在20%以上的相对较高水平，并且未见趋势性下行。

美元大幅贬值，日元、欧元升值；多数新兴经济体货币平均汇率升值，卢布、阿根廷、土耳其货币贬值。美元自5月下旬起开始持续贬值，3季度贬值幅度进一步扩大。3季度，美元指数由98逐渐回落至94上下，平均贬值幅度达4.86%。日元、欧元、英镑、澳元明显升值，欧元、澳元升值幅度较大。3季度，欧元平均升值6.26%。值得注意的是，美元和欧元的跨境支付结算份额再次十分接近。根据SWIFT数据，2020年8月，美元在国际支付中的份额为38.96%，而欧元的份额上升至36.04%，与美元的差距为近五年来最低。本季度，大部分新兴经济体货币升值幅度均在2%左右。3季度人民币兑美元平均中间价为6.92，较2季度升值2.24%。升值幅度较大的货币有：南非兰特（5.78%）、菲律宾比索（3.02%）、马来西亚林吉特（2.72%）。仅三个新兴经济体货币贬值，分别为：阿根廷比索（-8.32%）、土耳其里拉（-4.81%）、卢布（-1.68%）。

全球股市整体上涨，9月出现回调。全球金融市场流动性宽松、欧美疫情一度出现边际好转，主要经济体股市持续上升，但上升幅度不及上季度。9月，欧洲国家疫情出现反弹，股市脱离基本面持续上涨、财政刺激政策可持续存疑引发市场情绪调整，主要经济体股市均出现不同程度的回调。2020年3季度，上证综指的波幅14.05%。

多数经济体货币市场利率下降或稳定，中国货币市场利率上升。3 季度，除美联储修整货币政策目标策略外，主要发达经济体并未有明显的货币政策调整。美国货币市场利率稳定在零利率附近，欧元 Libor 和日元 Libor 的负利率程度略有加深。新兴经济体中，巴西、印度的货币市场利率保持基本稳定，中国的货币市场利率自 5 月份起持续回升，但货币市场整体平衡，利率上升或受央行货币宽松低于预期影响。

图表 3 全球金融市场主要指标变动

外汇市场				股票市场			
名称	本季度	上季度	升值幅度	名称	本季度	上季度	上涨幅度
美元指数	94.07	98.88	-4.86%	标普 500	3315.28	2926.96	13.27%
日元	1.17	1.10	6.16%	德国 DAX	12839.67	11207.17	14.57%
欧元	106.15	107.57	1.31%	日经 225	22857.46	20703.03	10.41%
人民币	6.92	7.08	2.24%	上证综指	3315.22	2872.67	15.41%
雷亚尔	5.35	5.38	0.70%	巴西 IBOVESPA	100773.59	84292.25	19.55%
货币市场（7 天同业拆借利率）				债券市场（10 年期国债）			
名称	本季度	上季度	变化基点	名称	本季度	上季度	变化基点
美国	0.11	0.14	-3.10	美国	0.65	0.69	-3.81
欧元	-0.55	-0.51	-4.47	欧元区	-0.44	-0.36	-7.75
日本	-0.10	-0.09	-0.59	日本	0.03	0.01	2.33
中国	2.17	1.83	33.59	中国	3.01	2.68	33.04
印度	3.41	3.74	-33.74	巴西	6.73	7.32	-58.73

注：原始数据来源于 Wind 数据库，经笔者计算。各指标季度数值为季内平均值，变动幅度则根据相邻两季度的平均值计算，除货币市场和债券市场利率变动外，其余变动幅度单位为百分点。其中，欧元汇率为间接标价法，日元、卢布、雷亚尔为直接标价法。货币市场和债券市场利率单位为百分点。变化基点单位为百分之一个百分点。

美欧国债收益率区间震荡，新兴经济体国债收益率上升。因经济恢复、通胀预期回升，主要经济体十年期国债收益率均出现阶段性上升。但或由于欧洲疫情出现反弹、美联储释放出明显的货币宽松预期，美欧十年期国债收益率又出现回落。9 月 25 日，美国国债（10Y）收益率为 0.66%，与 2 季度末持平；欧元区公债（10Y）收益率为-0.48%，较 2 季度末下降 3bp。发达经济体中，日本国债（10Y）收益率已回升至零利率上方，或因日本央行的收益率曲线控制有关。新兴经济体国债收益率上升明显，但上升趋势和幅度不一。印度疫情持续恶化，印度国债收益率于 9 月出现回落，而中国经济持续恢复，

中国国债收益率持续上升。2020年9月底，印度国债（10Y）收益率为6.02%，较6月底上升13bp，较3月底下降9bp；中国国债（10Y）收益率为3.13%，较6月底上升约30bp，较3月底上升约54bp。

三、展望与对策

重视疫苗投产与各国纾困政策进展。随着秋冬季节到来，病毒生存和传播加快，防疫压力将进一步加大。疫苗成为遏制疫情发展的最有效手段。9月初全球共有9种疫苗进入三期临床试验，年底前至少有一款疫苗将推出并量产，2021年疫苗生产将常态化。然而，疫苗投产并不等于疫情结束，疫苗效果还取决于疫苗的保护期、病毒是否变异以及病毒宿主等方面条件。在此期间，各国纾困政策的重点将是保证这段时间内经济的平稳过渡。随着时间的推移，经济改善速度的长期放缓可能引发经济进一步衰退，这也意味着将需要更大规模和更长时间的纾困政策，以支撑更大范围破产的家庭与企业以及修复严重受损的生产动能。

警惕美国通货膨胀重新抬头。此次美国核心通胀回升归根到底是由纾困政策推动。8月，美国核心CPI同比升至1.7%，其他主要经济体核心通胀未见起色。从疫情防控和恢复情况看，美国需求回升明显不及中国、甚至不及欧日，私人部门有效需求难以拉动美国核心通胀。从通胀分项上看，此次美国核心通胀上升主要来自于住宅、通讯、教育等必需品，非必需品价格未见普遍抬头迹象，这与各分项消费数据吻合。纾困政策提高了低收入群体收入，低收入群体的必需品消费占比较高，成为此次美国核心通胀上升的主要推动力量。**4季度的财政支出计划是影响美国短期通胀的关键。**近期众议院通过2.2万亿美元的财政支出计划HEROES法案，法案将覆盖每个家庭成员1200美元收入支持和600美元失业救济金延长至2021年1月31日。如果美国大选后，两党能对该支出计划达成一致，财政对居民收入的支持将进一步抬升美国通胀。

欧央行有望加码宽松货币政策，警惕美元指数重新反弹。7月以来，欧洲央行在货币政策方面一直保持谨慎态度，始终维持各项政策不变，9月货币政策决议的内容与7月相比一字未动，表明在充满不确定性的环境中，欧央行也很难做出决策，更倾向于等待和观望，期望能够在对经济状况进一步仔细评估后再行动。考虑到目前欧元区的通胀

率一直处于低于零的水平，且随着二次疫情的出现区内经济复苏的节奏将在一定程度上被打乱，欧洲央行很可能在年底前仍需要出手进行干预。未来两个月的经济数据将在很大程度上决定欧央行干预的方向和力度，届时欧元对美元会相对疲弱，推动美元指数反弹。

应对外部经济环境变化的两大举措：

一是，保持宏观经济和金融市场的稳定。保持总需求稳定的关键标志是将 GDP 平减因子保持在 2-3% 的区间。将价格水平保持在这个区间是对合理的工业品价格和利润、投资、商业信心、就业等一系列关键经济指标的支撑，也有利于把杠杆率维持在相对稳定水平。当前中国经济正在缓慢恢复中，但从物价、就业等宏观经济指标的表现看，货币政策还远没有到收紧的时候。目前中国宏观经济中核心 CPI 在持续下行、PPI 仍然在负增长区间，这对资产负债表已经大幅恶化的企业来说，企业资产负债表不但不会被修复，甚至会进一步恶化。保持相对宽松的货币政策环境，可以保持需求的稳定，有利于改善企业利润，进而解决就业问题。

二是，积极推动国际联合行动，抵御全球经济衰退和逆全球化。第一，应倡导各国共同反对贸易保护主义，全面降低关税。全球疫情大暴发给全球经济和国际贸易带来新的严峻挑战。缺少国际贸易的支持，世界各国对抗疫情和复苏经济的能力将大幅降低。G20 主要大国应考虑以一年为期，实行临时全面降低关税政策，尤其对紧急医疗和人道主义必需品全面实行零关税。第二，倡导全球公共财政支出扩张，弥补市场需求不足。第三，推动全球金融安全网更好地发挥功能。支持国际货币基金组织为遇到流动性困难的成员国提供紧急融资准备，帮助成员国稳定国内金融市场。支持世界银行以及各种多边开发机构做好抗击疫情的贷款支持，以及免除或者递延穷国债务。敦促区域性金融安全网络、世界各国央行之间的货币互换网络做好准备，保持市场流动性充裕，稳定金融市场，避免疫情暴发带来的次生伤害。第四，呼吁各国应在政治层面凝聚共识、齐心应对。应对疫情需要各方摒弃冲突，而不是相互推诿、借机打击对手。政治动荡、军事冲突频发的地区很可能成为疫情防控的盲区。中国可以通过联合国和 G20 等平台呼吁所有冲突地区全面停火，对有新冠病毒感染危险的难民营提供医疗检测和救治等人道主义援助。

专题报告预览

美国：经济进入弱复苏阶段

随着经济活动的部分重启、巨额纾困政策与无限量宽松货币政策的支持，美国经济在4月中旬开始快速反弹。3季度美国经济进入弱复苏阶段，经济继续复苏，但复苏速度放缓。分项来看，3季度美国PMI延续复苏态势，尤其是制造业新订单指数增长强劲；消费恢复速度放缓；企业投资谨慎反弹，房地产市场强势复苏；对外贸易同比增速跌幅收窄，贸易逆差进一步扩大；劳动力市场持续修复，失业率仍然高企；通货膨胀有所回升；金融市场与经济表现继续背离，金融市场波动概率加大；美元指数持续下行。由于已有的纾困政策逐步到期，而新的纾困政策由于两党意见不一致迟迟未获通过，美国经济增长动能逐渐不足，前期风险可能再度显现。未来经济复苏速度与持续时间主要取决于新冠疫情走势和新的纾困政策出台情况。

欧洲：疫情再起，经济复苏受阻

2020年3季度欧元区受二次疫情影响，经济复苏进程放缓。综合PMI从7月的高点逐步下滑至接近荣枯线水平，其中服务业PMI下挫最为严重，而制造业PMI则在出口需求改善的支撑下展现出较强韧性。区内失业率不断攀升，消费信心未能得到修复，通胀表现持续低迷，给欧洲央行货币政策的制定带来挑战。不过，欧元区企业的投资生产活动逐渐恢复，贸易账户表现亦好于预期，为3季度经济正增长奠定了基础。就目前而言，随着各国隔离防疫措施的重新实施，4季度欧元区经济再度陷入萎缩的可能性显著增加，疫情发展和政策应对将会是影响未来2~3个月欧元区经济的关键。

日本：经济反弹力度较弱

2020年第3季度，日本新冠肺炎疫情发展相对平稳，经济恢复状况却并不理想。7月到9月，日本制造业PMI均值为46.6，连续第7个季度或20个月处于荣枯线之下。服务业PMI均值为45.4，继续收缩。失业率环比升高，有效求人倍率环比下降。进入第3季度，日本主要消费和投资指标继续同比负增长。7月日本家庭消费动向指数实际值和2人以上家庭实际消费总额均较去年同期减少7.6%。7月和8月，日本一般商品零售额分别同比下降12.9%和12.4%，同比数据均较6月份有所恶化。日本投资状况依旧不佳：7月机械订单同比减少19.4%；7月份日本建筑工程当月完成额同比减少3.2%，同比跌幅进一步扩大。7月和8月，日本对外贸易连续两个月实现顺差，日本对华出口在7月和8

月都实现同比正增长。日本金融政策和财政政策在第3季度未有明显变化，仍以宽松为主基调。日本央行在第3季度继续大力度购入资产。在日本央行和财政部的刺激政策下，流动性在第3季度保持充裕。7月日本国内银行贷款总额同比增幅创历史新高。从7月初的调查数据看，中小企业可能是贷款需求增加的主要力量。8月M2同比增幅创1990年12月以来新高。不过，核心CPI和PPI仍然未有明显起色，8月扣除食品和能源后的CPI重新落入负值，PPI同比跌幅逐步减小。第3季度日本股市和汇市总体平稳，日经225指数和日元兑美元汇率稳中有涨，日元实际有效汇率微跌。无担保隔夜拆借利率和10年期国债收益率在0%附近波动。预计日本第3季度实际GDP同比增长率为-7%到-6%之间。

金砖国家：疫情重压之下的经济缓慢复苏

受疫情影响，金砖国家经济在2季度受到严重冲击，不过随着疫情防控措施的逐步放缓，各国经济在3季度有所恢复，虽然部分指标仍在负向区间运行，但衰退幅度已有所降低。与此同时，部分国家宏观景气指数出现大幅上升，如巴西制造业PMI在9月上升至64.9，印度制造业PMI在9月也恢复至56.8。但当前金砖国家疫情防控压力依然较大，特别是印度、巴西、俄罗斯，各国在恢复经济发展、逐步放松防控措施的同时，仍要对疫情的进一步发展保持警惕。经济能否在复苏的轨道上持续运行，仍要视疫情的发展而定，4季度经济仍将面临较大的不确定性。各国仍需在财政政策和货币政策上发力，但财政赤字大幅增加、政府债务不断攀升限制了各国的刺激空间，货币政策基准利率大都降至历史低位，进一步宽松的空间也变得十分有限。

中国：如何构建双循环新发展格局

1980年代后期，国际大循环及其对应的沿海经济发展战略提出并获得了巨大成功，不过之后也伴随出现了一系列的挑战和结构性问题。在此基础上，中国的经济发展战略也进行了与时俱进的调整，经历了“构建扩大内需长效机制”、“供给侧结构性改革”、“强大国内市场”、“畅通国民经济循环”等思考与探索。最终在新形势下，双循环的新发展思路更加明确、清晰起来，并逐渐清晰地表述为“构建国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”。双循环的新发展格局从供求互动出发，同时又超出了简单的供求关系，贯穿、扩展到了生产、分配、流通、消费各个环节。从此意义上而言，双循环的新发展格局与供给侧改革有继承的关系，同时也有了更进一步的扩展。

东盟韩国：经济复苏确立，但程度偏弱

2020年第3季度，东盟六国和韩国经济开始复苏，但程度偏弱。第3季度，印尼和菲律宾疫情仍未结束，区内其他经济体的情况则相对较好。第3季度，东盟整体制造业PMI回升至47.9，较上季上升11.3；韩国制造业PMI为48.4，较上季上升6.3。9月最新数据显示，新加坡和越南的制造业PIM已经重回荣枯线以上，韩国PMI也已接近荣枯线，大多数国家的景气程度出现好转，但疫情反复可能影响内需复苏，外需回暖的不确定性仍存。贸易初步数据支持经济外部环境的好转，但出口能否全面重回正增长尚不确定。金融市场本季度稳中走弱，美元走弱背景下区内货币升值也较有限，这也反映出经济增长前景弱复苏的预期。预计东盟六国和韩国经济在2020年下半年继续复苏，2020年全年，本区域除越南外的主要经济体都有较大概率出现负增长。

全球金融市场：美元贬值，风险隐现

多国疫情反弹和纾困政策退出疑虑使得全球金融市场风险再现，资产价格波动再上升。风险资产方面，大部分国家的股市整体回升，但9月份均出现不同程度的回调。利率方面，发达经济体货币市场利率相对稳定、国债收益率窄幅震荡；新兴经济体货币市场利率走势分化，国债收益率普遍上升、但上升程度不一。汇率方面，美元明显贬值，除土耳其、俄罗斯、阿根廷等个别国家外，大部分国家货币升值。展望4季度，疫苗出台、美国大选、新一轮纾困政策等重要事件将成为影响全球金融市场走势的重要因素。尽管特朗普及其政府不断制造不确定性，但美元指数难现往年的选前强势。

大宗商品市场：价格震荡反弹，受需求疲弱拖累

2020年3季度大宗商品价格持续震荡反弹，但在季度末受油价拖累小幅回调，且总体走势面临实体需求相对疲弱的影响。受新冠疫情的需求冲击影响，大宗商品价格在2季度跌至谷底。随着疫情常态化及中国率先恢复，几乎所有品种均超跌反弹，并在供给端收缩和资金面宽松的驱动下，上涨至接近疫情前水平。但疫情反复及需求疲弱仍对主要品种价格形成压制。OPEC大幅减产的边际效果下降，油价反弹后回调，需求前景仍然疲弱。有色金属价格上涨，但铜价由于需求不振涨势放缓；铁矿石和钢材价格受中国复苏拉动走强。3季度国际国内农产品价格表现一致，涨势强劲，大豆和小麦等因供给收紧、需求增长而上涨。

外贸专题：出口超预期回升，进口降幅收窄

2020年7-8月，中国出口（美元）同比增长8.3%，较上季度提高8.2个百分点；进口同比增速为-1.8%，较上季度提高7.9个百分点；货物贸易顺差总额为1213亿美元，较去年同期提高426亿美元；服务贸易逆差为242亿美元，同比下降265亿美元。3季度出口增速回升来自两方面力量：一是，随着海外疫情的好转，外需较2季度有所恢复；二是，中国出口产品市场份额同比仍处在高位。预计4季度中国出口同比增速修复力度放缓，不确定性增加。一方面，外部经济的景气程度仍有望继续改善，但改善力度大概率将放缓。另一方面，出口市场份额对中国出口的拉动作用可能走弱。此外，全球经济仍然面临较大不确定性，包括疫情发展和疫苗效果，美国大选干扰下中美经贸关系政治化，以及贸易保护主义倾向加强等。