

# 全球宏观经济季度报告

专题：美国 欧洲 日本 金砖国家 中国 东盟与韩国  
金融市场 大宗商品 外贸

撰稿人	张 斌	肖立晟	杨子荣
	陆 婷	冯维江	周学智
	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

全球宏观经济研究室

《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

<b>顾问</b>	张宇燕			
<b>首席专家</b>	张 斌		姚枝仲	
<b>团队成员</b>	肖立晟	国际金融	曹永福	美国经济
	杨子荣	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)10-8519 5775

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。

## 目录

### 美国：经济复苏势头放缓 ..... 1

美国经济 4 季度延续复苏态势，复苏速度明显减缓。4 季度美国 PMI 继续复苏。个人收入和消费支出有所下降，消费者信心低位徘徊。房地产市场延续复苏态势，制造业处于去库存筑底阶段。对外贸易跌幅继续收窄，贸易逆差进一步扩大。通胀预期有所回升；美股在高位震荡，并再创历史新高，美元指数疲弱。9000 亿美元新纾困政策终出台，将支撑 2021 年 1 季度美国消费和经济反弹。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疫苗的研发与接种情况，房地产和库存周期有望支撑后续经济复苏。不过，新冠病毒变异、僵尸企业占比上升、中小企业倒闭潮等可能给未来美国经济复苏带来不确定性。

### 欧洲：经济活动受挫，复苏预期推迟 ..... 11

受二次疫情及相应管控措施的影响，2020 年 4 季度欧元区经济活动显著放缓。不过，相对于 2020 年春季，此轮疫情所带来的负面冲击相对温和，综合 PMI 在 12 月止住了连续 3 个月的下跌趋势，几乎回到荣枯线水平。制造业在出口需求快速修复的支撑下展现出较强韧性，虽然部分行业活动被迫叫停，但受企业家受新冠疫苗推出预期的鼓舞，投资信心不减。服务业持续处于萎缩状态，同时由于区内失业率下降速度缓慢，消费者储蓄倾向上升，加剧了欧元区经济恢复的难度。通胀方面，通胀率连续 4 个月同比增长为负，迫使欧洲央行不得不再度加码宽松。预计欧元区经济复苏的时间点将推迟至 2021 年下半年，2021 年全年欧元区经济增长率约为 4.0%，并逐步于 2022 年中恢复至疫情前水平。

### 日本：经济反弹后再次面临向下风险 ..... 19

2020 年第 4 季度，日本经济反弹效果强于第 3 季度。10 月制造业 PMI 均值继续位于荣枯线之下，但较第 3 季度有所好转。失业率仍处在 3% 附近的高位，就业状况未有根本好转。10 月日本主要消费和投资指标继续同比负增长，但较第 3 季度而言，同比萎缩幅度有所减小。由于外需尤其是中国经济恢复状况较好，10-11 月日本出口同比跌幅继续收窄，并保持连续 5 个月的贸易顺差。日本金融政策在第 4 季度有所调整，但整体变动不大。尽管日本银行资产负债表继续扩张，金融机构贷款总额和 M2 继续同比高速增长，但通缩压力凸显。第 4 季度，日本股市表现抢眼，日经 225 指数大涨 18.37%。4 季度日本和全球新冠肺炎疫情再度爆发，日本政府再次收紧外国人入境政策。新冠肺炎疫情的后续发展以及日本政府采取何种应对措施，都将会给日本经济带来新的变数。

### 金砖国家：经济仍面临较大不确定性 ..... 27

2020 年 3 季度，在疫情防控措施逐步放松的情况下，金砖国家经济开始逐步复苏，多数经济环比指标出现大幅好转。4 季度金砖国家经济延续向好趋势，宏观经济景气继续回升，除俄罗斯外，其他三国制造业 PMI 均处于景气区间，消费者信心指数和商业信心指数也有所好转。

不过，从 2020 年 4 季度开始，金砖国家先后出现第二波疫情，各国疫情防控措施再次收紧，这将延缓甚至打断各国经济向好的趋势。2021 年各国经济将在 2020 年大幅衰退的基础上有所反弹，但反弹的力度仍有赖于疫情的发展以及各国所采取的疫情防控措施。为应对疫情，各国均采取了积极的财政政策和宽松货币政策，但财政赤字大幅增加、政府债务高企限制了各国的财政刺激空间，货币政策基准利率大都降至历史低位，与此同时，通货膨胀上升、货币贬值等也压缩了货币政策利率降低的空间。2021 年金砖国家经济发展仍存在较大的不确定性。

### **中国：双循环下的货币金融体系逻辑之变？ ..... 35**

2020 年 5 月 14 日，中央政治局常委会会议首次明确提出了“国内国际双循环相互促进的发展格局”。此后的多个重要场合，又对双循环新发展格局进行了阐述，并逐步形成了“推动形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”的表述。

改革开放 40 年以来，我国经济建设取得了巨大成就，但一些体制性、结构性的问题也日渐突出。新发展格局，就是基于对我国发展阶段、环境和条件变化提出来的。这其中也包括了我国实体经济、金融体系面临结构性问题的反思。展望十四五期间，在双循环新发展格局下我国的国际收支可能将转向轻微逆差，这种变化趋势之确立将深刻影响到我国货币金融体系的运行逻辑，我国需要加快金融市场改革来应对这一变化。

### **东盟韩国：制造业复苏加速 ..... 43**

2020 年第 4 季度，东盟六国和韩国经济继续复苏，景气和外贸走势显示复苏加速。疫情方面，第 4 季度印尼和菲律宾疫情持续，马来西亚和韩国也再度出现新增病例大幅上升，但区内状况总体好于全球。第 4 季度 PMI 继续回升。东盟整体制造业 PMI 回升至 49.8，较上季上升 1.9；韩国制造业 PMI 重回荣枯线上，为 52.3，较上季上升 3.9。单月 PMI 显示，东盟制造业景气水平持续向好，PMI 于 11 月到达 50，是疫情以来的首次，并于 12 月进一步上升至 50.8，韩国在 11 月和 12 月均保持在 52.9 的高位。贸易数据显示外部环境继续好转。金融市场第 4 季度表现亮眼，货币普遍升值。东盟六国和韩国经济在 2020 年第 4 季度继续复苏，2020 年全年，本区域除越南外的主要经济体都将出现负增长。2021 年经济复苏将持续，且有望从区内前沿经济体扩展至区内各国。

### **全球金融市场：风险资产价格普涨，美元继续贬值 ..... 51**

4 季度，全球金融市场流动性宽松，美元持续贬值、风险资产价格上扬。汇率方面，美元、澳元贬值，多数经济体货币升值，韩元升值幅度较大，但俄罗斯、阿根廷、土耳其货币大贬。风险资产方面，主要经济体股市均大幅回升。利率方面，发达经济体货币宽松预期稳定、货币市场利率稳定，新兴经济体货币市场利率波动相对较大，经济复苏和通胀预期推动美国十年期国债收益率持续上升，其他经济体国债收益率出现分化。展望 2021 年 1 季度，主要发达经济体货币宽松持续、财政刺激落地以及疫苗投放均将加快经济复苏进程，金融市场风险偏好继续回升，美股或继续上升，美元将继续贬值。人民币将继续升值，但如果经常项目盈余下降、或

美国经济强劲复苏，资本双向流动可能加剧。加上中国货币政策转向动机不强的影响，人民币升值幅度可能不及市场预期。

### 大宗商品市场：多重因素利好推动价格持续上涨 ..... 65

2020年4季度大宗商品价格持续反弹，上涨5.8%。在多重因素的利好下，各大种类的价格均存在较强的上涨动力。疫苗研制进展明显带来经济正常化的乐观预期；中国经济明显复苏带动金属和农产品需求提升；美国选情落定为石油带来稳定的政治环境预期。而且由于疫情期间各国货币持续宽松，将使得大宗商品在经济复苏迹象确定后，获得较强的资金面支撑。但当前上涨仍有大部分基于预期而非实际复苏，预计大宗商品价格仍会随着疫情反复出现一段时间的波动行情。

### 外贸专题：出口连续超预期回升，进口回升力度放缓 ..... 75

2020年4季度，中国出口（美元）同比增长15.8%，较上季度提高7.0个百分点；进口同比增长4.4%，较上季度提高1.2个百分点；货物贸易顺差总额为2090亿美元，较去年同期提高823亿美元。10-11月，中国服务贸易逆差为201亿美元，同比下降162亿美元，预计经常账户顺差占GDP比重短期将达到3.1%左右，但中长期将逐步回落。4季度出口增速超预期回升来自两方面力量：一是，随着海外疫情的好转，外需较3季度继续修复；二是，中国出口产品市场份额同比仍处在高位，甚至可能在海外疫情再度抬头的背景下再次上升。在基期效应、渐进且不平衡的外需增长以及出口市场份额拉动减弱的共同作用下，预计2021年1-4季度中国出口同比增速整体将呈现回落态势，但仍然处于近年来的历史高位。未来，疫情进展仍然是影响中国出口增长前景最大的不确定性因素之一。

## 图表目录

图表 1	美国制造业和非制造业 PMI (ISM)	2
图表 2	美国个人消费支出	2
图表 3	美国新屋开工和制造业库存	4
图表 4	美国对外贸易	4
图表 5	美国劳动力市场	5
图表 6	美国通货膨胀	6
图表 7	美国经济运行状况：高频数据	9
图表 8	PMI 表现优于预期	12
图表 9	通胀率连续四个月同比增长为负	13
图表 10	失业率自 7 月高位缓慢下行	13
图表 11	消费者信心震荡	14
图表 12	企业投资活动展现韧性	15
图表 13	贸易差额恢复到疫情前的水平	16
图表 14	PMI 依然处于荣枯线下，失业率仍处在相对高位	20
图表 15	日本消费和投资在 Q4 初期同比跌幅大幅收敛	21
图表 16	10 月和 11 月继续实现贸易顺差	21
图表 17	日本银行第 4 季度资产购买力度依然较大	23
图表 18	流动性继续高速扩张	24
图表 19	全面通缩	24
图表 20	股市、汇市总体平稳	25
图表 21	短期货币市场利率微升、10 年期国债收益率微降	26
图表 22	中国与金砖国家贸易情况	32
图表 23	金砖国家数据概览	33
图表 24	主要因素对中国国际收支平衡的影响	37
图表 25	东盟六国与韩国的新冠累计确诊人数	44
图表 26	东盟六国与韩国的制造业 PMI 月度值	45

图表 27	区内国家主要股票指数季末环比变动	46
图表 28	区内国家货币对美元汇率（间接标价法）季末环比变动	47
图表 29	东盟六国与韩国宏观经济数据概览	49
图表 30	全球金融市场主要指标变动	52
图表 31	全球金融市场风险状况图	52
图表 32	主要发达和新兴经济体汇率走势一览	53
图表 33	全球主要发达与新兴经济体股市走势一览	54
图表 34	全球主要发达与新兴经济体货币市场走势一览	55
图表 35	全球主要发达与新兴经济体长期国债市场走势一览	55
图表 36	银行代客收付款分项结构	58
图表 37	银行代客收付款与结售汇顺差差额	60
图表 38	银行代客远期结售汇签约差额	60
图表 39	银行代客远期结售汇展期	61
图表 40	外币公司债季度发债额度与频率	61
图表 41	4 季度大宗商品价格已超过 2019 年同期	66
图表 42	4 季度主要大宗商品均有显著反弹	66
图表 43	全球油价持续反弹	66
图表 44	OPEC 开始放松减产要求，产量回升	66
图表 45	美国商业库存持续下降	67
图表 46	中国原油进口同比回落，主要因基期较高	67
图表 47	LME 铜铝价格大涨	68
图表 48	全球铜库存总量持续去库	68
图表 49	国际铁矿石价格加速上行	68
图表 50	国际钢价指数攀升	68
图表 51	国内农产品现货价格齐涨	72
图表 52	CBOT 农产品价格大幅上涨	72
图表 53	预估 4 季度全球贸易增速回升力度将趋缓	76

图表 54	预估 3 季度外需将部分修复 .....	77
图表 55	预估 4 季度外需继续修复 .....	79
图表 56	预计 4 季度中国出口产品市场份额小幅回升 .....	80
图表 57	中国进口增速的地区分布（单位：%） .....	82
图表 58	中国进口增速的贸易方式和产品分布 .....	82
图表 59	中国货物贸易顺差及服务贸易逆差 .....	84
图表 60	全球及主要经济体制造业 PMI .....	85
图表 61	中国外贸数据概览 .....	87



## 美国：经济复苏势头放缓

美国经济4季度延续复苏态势，复苏速度明显减缓。4季度美国PMI继续复苏。个人收入和消费支出有所下降，消费者信心低位徘徊。房地产市场延续复苏态势，制造业处于去库存筑底阶段。对外贸易跌幅继续收窄，贸易逆差进一步扩大。通胀预期有所回升；美股在高位震荡，并再创历史新高，美元指数疲弱。9000亿美元新纾困政策终出台，将支撑2021年1季度美国消费和经济反弹。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疫苗的研发与接种情况，房地产和库存周期有望支撑后续经济复苏。不过，新冠病毒变异、僵尸企业占比上升、中小企业倒闭潮等可能给未来美国经济复苏带来不确定性。

### 一、经济运行形势

**4季度美国经济复苏动能略显疲软。**

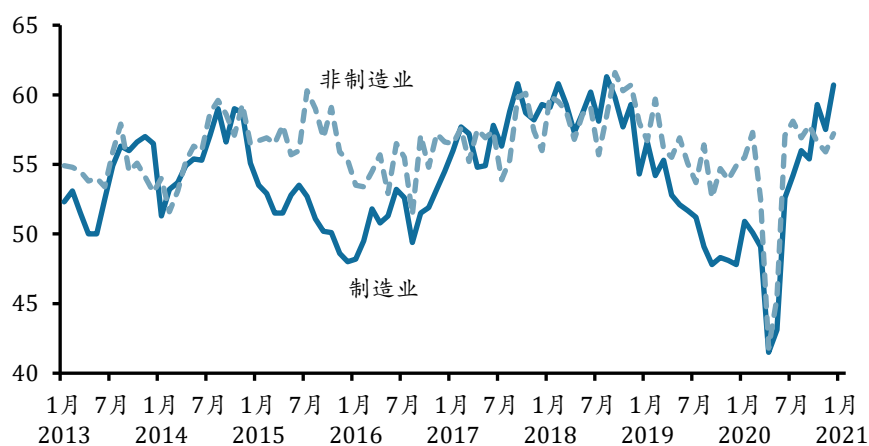
**PMI 延续复苏态势。**3季度美国各州经济逐渐重启，经济和生产活动部分恢复正常，制造业和服务业出现明显改善。11月以来，美国疫情进入第三波爆发期，经济复苏态势明显放缓，与10月份相比，11月制造业PMI自59.3回落至57.5，非制造业PMI自56.6回落至55.9，而12月经济复苏速度再次加速，制造业PMI回升至60.7，非制造业PMI回升至57.2，显示企业扩张和服务业复苏仍在持续。

**个人收入和消费支出双双下降，消费者信心低位徘徊。**

**个人收入和消费支出双双下降，消费者信心低位徘徊。**消费一直是支撑美国经济增长的主要动力。在疫情冲击下，美国的生产和生活活动被迫中断，失业人口暴增，但受益于纾困政策支持，美国个人收入反而超过疫情前水平，消费支出在4月份见底后也持续回升。11月份以来，疫情复发导致经济活动再度受阻，餐馆、酒吧和旅游等服务业消费减少，美国个人消费支出环比下降0.45%，为4月份以来首次下降。消费萎缩的同时，由于对企业发放的“薪资保障计划”贷款减少以及其他联邦工资援助措施陆续到期，11月份美国个人收入环比也下降1.25%。美国个人收入和消费支出双双下降，申请失业救济人数仍处于历史高位，若个人收入和消费支出继续下降，则可能是美国经济下滑信号。此外，11月美国零售销售环比增速为-1.1%，低于预期值-0.3%

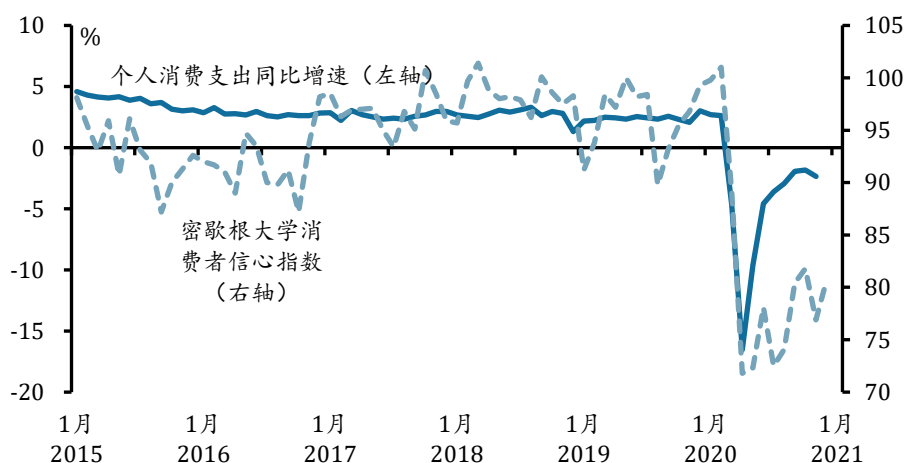
和前值-0.1%，且为连续第二个月下滑。11月美国汽车销量完成121.8万辆，同比下降15.3%。在低位徘徊的消费者信心也反映了疫情反复和新纾困缺位下美国消费后继乏力的困境，制约着美国经济的复苏前景。9000亿美元新纾困政策的出台暂时缓解了美国家庭收入和消费下降的隐忧，但纾困政策对家庭的支持仅能维持到2021年3月中旬，彼时家庭收入和消费能否支撑美国经济主要取决于疫情进展与失业情形。

图表 1 美国制造业和非制造业 PMI (ISM)



数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 2 美国个人消费支出



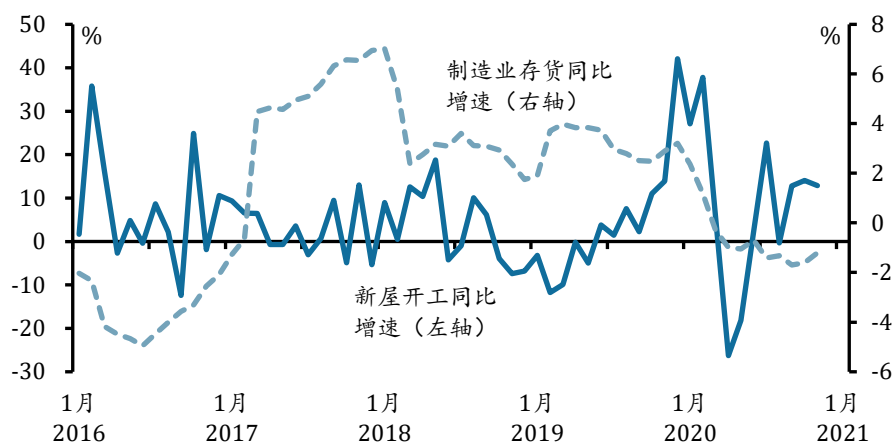
数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

房地产市场延续复苏态势，制造业处于去库存筑底阶段。

房地产市场延续复苏态势，制造业处于去库存筑底阶段。5月以来，美国出现地产销售热，7-10月美国新屋销售同比增速连续4个月在30%以上。美国房地产市场强劲复苏，与抵押贷款利率下降、纾困政策导致个人收入增加和储蓄率提高、以及疫情引发的居家办公和改善型住房需求有关。从销售结构和居民杠杆率来看，短期内美国并无明显的房地产泡沫。首先，从销售结构来看，新屋及成屋销售量与人口正相关、售价与薪资正相关。本轮地产热并没有引发不同售价新屋销售比例发生明显变化，0-25万美元的低售价房屋销售增速为负、50万美元以上的高售价房屋销售增速为正表明中高收入群体是本轮地产销售热的主要推动者。其次，居民杠杆率略有回升，但仍未达到泡沫水平。2季度美国居民杠杆率反弹至76.2%，但远低于2008年1季度的高点98.6%，且2季度美国居民杠杆率回升与GDP萎缩有关。最后，私人非金融部门信贷/GDP缺口仍在历史低位，表明地产尚无泡沫。BIS（2015）认为私人非金融部门信贷/GDP缺口在2-10%属正常范围，美国1季度该指标仅为-2.2%，短期内很难突破10%的预警值。

2021年美国房地产将延续复苏态势。第一，疫情约束导致新屋开工增速不及房屋销售增速，地产库存降至历史低位，房产销售热将继续带动新屋开工。第二，美国30年期抵押贷款固定利率短期内快速上行的可能性较小。从长期来看，2016年以来美国购房年龄段（20-49岁）人口增速逐渐回升，回升期有望持续到2026年，加上当前居民杠杆率较低的现实情况，美国房地产的上升周期具有长期基本面支撑。但是，也不能排除新冠疫情长期失控催化经济危机或美联储意外收紧货币政策等可能对房地产形成阶段性打压。企业投资方面，美国制造业正处于去库存阶段筑底阶段，未来开启补库存周期将进一步拉动美国制造业复苏。11月Sentix投资信心指数为4.8，这是4月份以来该指数首次转为正数，12月Sentix投资信心指数进一步回升至9.1，这表明企业投资信心有所恢复。

图表 3 美国新屋开工和制造业库存

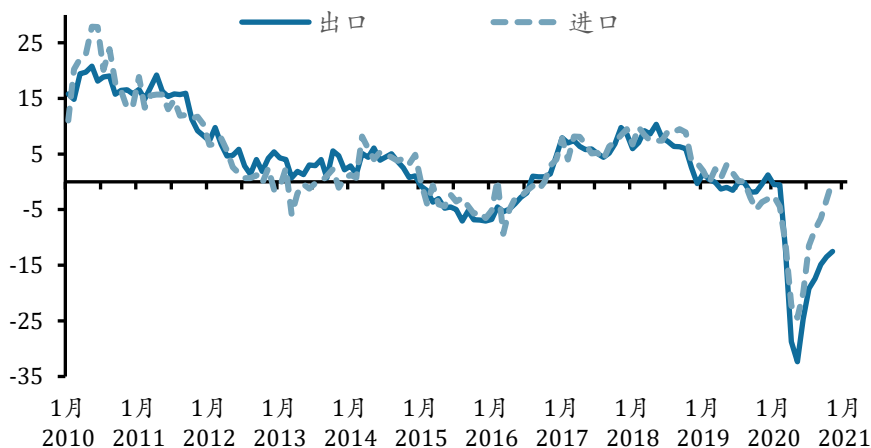


数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

**对外贸易跌幅继续收窄。**

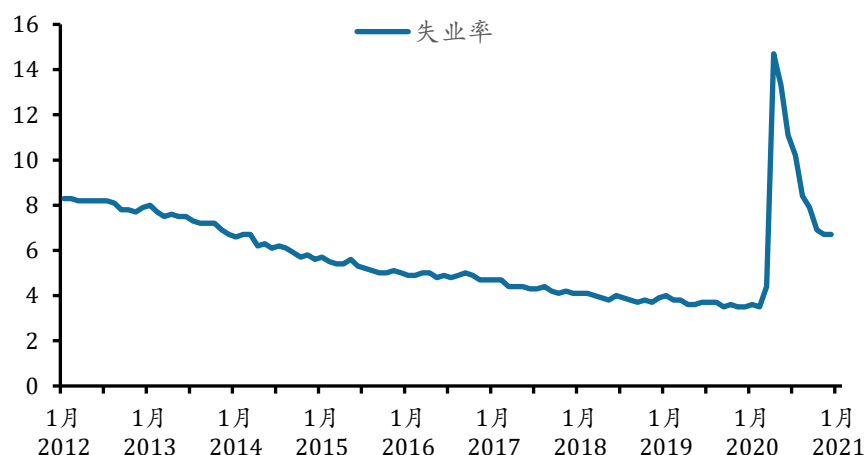
**对外贸易跌幅继续收窄。**随着新冠疫情造成的全球贸易活动物理性隔断部分解除，美国对外贸易在 2 季度出现断崖式下跌后开始反弹，跌幅收窄。2020 年 11 月，美国出口金额反弹至 1841.74 亿美元，同比减少-12.54%，进口金额反弹至 2523.16 亿美元，同比增加 0.27%。由于进口反弹幅度高于出口，美国贸易逆差进一步扩大，10 月贸易逆差额达到 681.42 亿美元。

图表 4 美国对外贸易



数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 5 美国劳动力市场

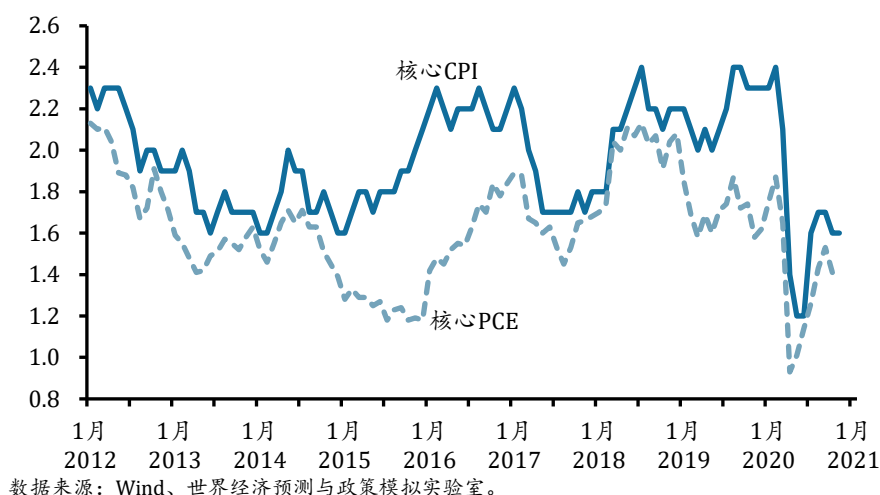


数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

失业率继续下降，  
仍处于历史高位。

失业率继续下降，仍处于历史高位。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，11月美国失业率降至6.7%，新增非农就业24.5万人，而12月失业率维持在6.7%，非农就业减少14万人。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。但是，美国的失业率和持续领取失业金人数都仍处于历史高位，且劳动参与率下降和永久性失业比例上升等情况令人担忧。12月美国劳动参与率为61.5%，显著低于疫情前水平。12月美国失业超过27周以上人数超过395.6万人，占比达到37.1%。12月美国持续领取失业金人数仍超过500万人，当周初次申请失业金人数也较11月有所反弹，超过800万人，反映疫情再度爆发对就业市场的影响再度显现。此外，美国就业市场复苏并不均衡，12月非洲裔美国人、拉丁裔美国人和白人失业率分别为9.9%、9.3%和6%。当周初次申请失业金人数反弹和新增非农就业人数创近六个月最低，表明疫情肆虐拖累美国就业市场复苏进程放缓。美国可能要到2023年之后失业率才能恢复至疫情前水平。

图表 6 美国通货膨胀



### 通胀预期有所回升。

受疫情冲击，叠加油价大跌，2020年4月美国CPI环比下降0.7%，为2008年12月份以来最大降幅，同比增长放缓至0.3%，为2015年以来最小增长。随着经济的恢复、油价的回升和纾困政策的支撑，美国通货膨胀也逐渐回升。与9月相比，10-11月美国核心CPI和核心PCE有所下降，这与同期美国个人收入环比下降相符合。作为衡量通货膨胀预期的重要指标，美国国债和可比国债通胀保值证券（TIPS）的收益率差持续扩大，近期已逼近2%，预示通胀预期抬头。总体来说，经济重启和需求回升的节奏、货币供给大幅上升、以及低基数效应，将支撑2021年美国通胀回升，但疫情反复、全球不确定性上升、僵尸企业比例扩大、以及主要刺激政策退出等因素将在一定程度上抑制通胀的上升幅度和持续时间。

### 金融市场风险不容忽视。

3月份美股出现崩盘式暴跌，随后美股出现V型反弹，目前已收复此前跌幅，并创历史新高。美股新高与实体经济疲软之间出现背离，主要源于美国大规模的财政刺激政策和美联储激进的救市政策。展望2021年，美联储仍将大概率维持零利率政策，实际利率可能进一步下行，新一轮纾困政策出台和疫苗上市等因素将继续支撑美股。不过，考虑到美国风险资产已经修复至历史高位，基本面或政策的边际变化均可能会引发市场的波动，疫情失控、两党博弈

阻碍政策出台、中小企业大范围倒闭以及地缘政治风险等是 2021 年美股面临的主要风险。5 月以来，美元指数在大多数时间里基本保持下行趋势，这主要是由于美国巨额的财政赤字和无限量宽松的货币政策所致，市场越来越质疑未来美元的购买力。展望 2021 年，考虑到美联储将继续维持宽松货币政策、美国通胀率先复苏、全球风险偏好情绪上升等因素，美元大概率将维持弱势。不过，不能排除病毒变异导致疫情再度失控、地缘政治紧张等潜在风险，可能使得投资者避险情绪再次升温，并支撑美元指数短期上涨。

## 二、宏观政策分析

### 新纾困政策出台。

**新纾困政策出台。**3 月份以来，美国政府已出台了四轮主要救助方案。这些纾困政策有效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和第三波疫情暴发，12 月 27 日美国总统特朗普终于签署一项总额达 2.3 万亿美元的新冠疫情纾困法案和避免政府“停摆”的大规模支出法案。其中，关于纾困计划的资金额度约 9000 亿美元，部分支出细节具体为：第一，单身年收入低于 7.5 万美元，夫妻收入年收入低于 15 万美元的家庭，每个成年人发放 600 美元收入，超过该标准的个人和家庭，纾困金将相应逐步减少。第二，每个受抚养儿童每人可领 600 美元，每个家庭最多 2 个儿童可以领取，一个家庭总计可发放 2400 美元封顶；第三，补助金方面，失业人士除可每周领取本州的 300 美元失业补助金外，还可领取每周 300 美元的联邦失业补助（每月大约 1200-1500 美元）一直到 2021 年 3 月 14 日；第四，发放 2840 亿美元薪资保护计划（PPP）给中小企业，这笔贷款将更加注重发放给少数族裔、妇女企业，通过第三方机构等方式发放给小型企业；第五，不再向州和地方政府提供援助，以及不再对企业因疫情导致诉讼提供保护，这两个问题是两党此前争议的焦点。新纾困方案对于维护当前家庭和企业的生存至关

重要，然而纾困力度和持续时间让不足以支撑明年美国经济的强势复苏。

**美联储维持宽松货币政策不变。**美国联邦公开市场委员会(FOMC)在 12 月议息会议上决定将其基准利率维持在 0%-0.25%的目标区间不变，直至通胀升至 2%及实现就业最大化。点阵图显示，美联储将维持利率在当前水平直至 2023 年。美联储将维持当前购债规模不变，并增加购债指引。关于美联储未来货币政策调整时点的判断，可参照 2008 年金融危机后货币政策退出经验，大致分三步走，即先削减并退出 QE，再加息，最后缩表。美联储于 2013 年 12 月宣布削减购买量，2014 年 10 月完全停止购买，2015 年 12 月宣布第一次加息，即宣布削减 QE 购买比首次加息预期提前 2 年左右。美联储点阵图显示可能继续显示其预计 2023 年底前不加息，而美国经济有望在 2022 年初前后基本回归到正常增长趋势，因此，美联储可能于 2022 年上半年开始削减 QE。

### 三、美国经济形势小结与展望

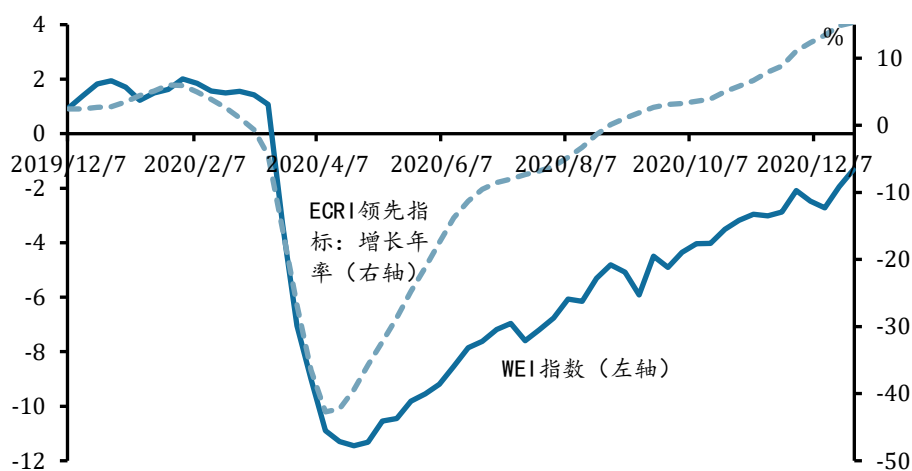
#### 美国经济复苏速度明显减缓。

**美国经济 4 季度复苏速度明显减缓。**4 季度美国 PMI 延续复苏态势；个人收入和消费支出双双下降，消费者信心低位徘徊；房地产市场延续复苏态势，制造业处于去库存筑底阶段；对外贸易跌幅继续收窄，贸易逆差进一步扩大；通胀预期有所回升；美股在高位震荡，并再创历史新高，美元指数疲弱；9000 亿美元新纾困政策终出台，美联储维持宽松货币政策不变。美联储上调美国经济前景预期，将 2020 年 GDP 预期增速由-3.7%大幅上调至-2.4%，将 2020 年失业率由 7.6%下调至 6.7%，维持 PCE 通胀同比增速为 1.2%，并将 2021 年 GDP 增速预期从 4.0%上调至 4.2%，预计 2021 年美国失业率为 5%，将 2021 年 PCE 通胀同比增速从 1.7%上调至 1.8%。美国亚特兰大联储 GDPNow model 最新估计美国 2020 年 4 季度 GDP 增速为 10.4%。由于特朗普签署了 9000 亿美元的纾困计划，高盛将 2021 年第 1 季度美国 GDP 增长速度的预期由 3%上调至 5%，2021 年全年 GDP 增速由 5.3%上调至 5.8%。



美国经济延续复苏态势，复苏速度放缓。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。图表 7 展示了高频数据反映的美国经济运行状况，WEI 指数显示美国经济增速自 4 月 25 日当周以来掉头向上，13 周移动平均也在 6 月 27 日以后扭转下跌趋势，ECRI 领先指标则更早体现了此趋势。4 季度以来，WEI 的斜率依然为正，但斜率趋缓，这表明美国经济继续复苏，但复苏速度放缓，ECRI 领先指标也表明美国经济将继续复苏。

图表 7 美国经济运行状况：高频数据



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疫苗的研发与接种情况，消费将支撑经济增长，房地产和库存周期可能是本轮经济复苏的亮点。

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疫苗的研发与接种情况，消费将支撑经济增长，房地产和库存周期可能是本轮经济复苏的亮点。美国疫情已进入第三波暴发期，累计确诊病例超过 2000 万，但与 2020 年年初疫情初始蔓延相比，企业、家庭和公众已更加适应疫情对经济社会的冲击。各地针对疫情反弹均采取针对性的防控措施而非全面的封城禁令，对经济复苏的不利影响也大大降低。9000 亿美元的纾困政策将有效保障 2021 年 1 季度美国家庭的收入，进而支撑消费和经济增速。房地产持续复苏和制造业补库存有望支撑 2021 年美国经济的继续反弹。不过，新冠病毒变异、僵尸企业占比上升、中小企业倒闭潮等可能给未来美国经济复苏带来不确定性。



## 欧洲：经济活动受挫，复苏预期推迟

受二次疫情及相应管控措施的影响，2020年4季度欧元区经济活动显著放缓。不过，相对于2020年春季，此轮疫情所带来的负面冲击相对温和，综合PMI在12月止住了连续3个月的下跌趋势，几乎回到荣枯线水平。制造业在出口需求快速修复的支撑下展现出较强韧性，虽然部分行业活动被迫叫停，但受企业家受新冠疫苗推出预期的鼓舞，投资信心不减。服务业持续处于萎缩状态，同时由于区内失业率下降速度缓慢，消费者储蓄倾向上升，加剧了欧元区经济恢复的难度。通胀方面，通胀率连续4个月同比增长为负，迫使欧洲央行不得不再度加码宽松。预计欧元区经济复苏的时间点将推迟至2021年下半年，2021年全年欧元区经济增长率约为4.0%，并逐步于2022年中恢复至疫情前水平。

### 一、经济运行态势

**PMI表现优于预期。**

**PMI表现优于预期。**受新冠肺炎疫情上升趋势再现、管制措施收紧的影响，欧元区19国综合采购经理人指数(PMI)4季度均值为48.4，较前1季度的52.4小幅下滑。不过，从月度数据来看，欧元区综合PMI在12月止住了连续3个月的下跌趋势，从11月的45.3上升至49.8，几乎回到了50荣枯分界线水平。这表明虽然欧元区当地的防疫措施仍在持续，但4季度经济下滑程度将远低于2020年春季疫情大流行初期的水平。

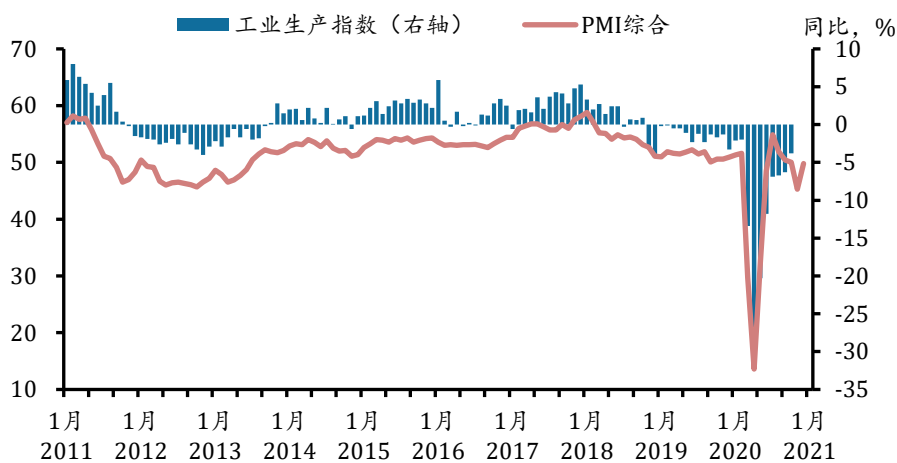
制造业活跃的表现是支撑欧元区经济的主要动力。12月欧元区制造业PMI为55.5，高于预期的53.0和前值53.8，同时也创下了31个月以来的新高。其中，商品的新出口订单指数快速扩张，表明制造业在国外需求的支撑下，受第二次疫情的影响总体较小。相比之下，服务业表现稍逊，连续第4个月处于萎缩区间，但也较11月有了较大幅度的改善，从41.7跃升至47.3，超出了此前市场普遍预期的41.9。

就欧元区主要国家来看，德国再次成为欧元区经济扩张的引擎。12月，德国综合PMI指数从11月的51.7上升至52.5，连续6个月处于扩张区间。其中，制造业PMI为58.6，创2018年3月以来的最高纪录，显现出强劲扩张的态势；德国12月服务业PMI为47.7，较11

月的 46.0 略有改善。法国方面，12 月法国综合 PMI 由 11 月 40.6 的回升至 49.6，创 4 个月最高纪录。其中，制造业重新回到温和扩张区间，服务业则接近稳定水平。12 月法国制造业 PMI 为 51.1，服务业 PMI 为 49.2，均较前一个月有所上升。

欧元区的工业产出在 11 月疫情防控措施收紧前整体处于缓慢回升状态，同比下降幅度逐月收窄，10 月欧元区工业生产指数同比下跌 3.8%，环比上升 2.1%，连续 3 个月实现了环比增长。法国、德国工业生产指数也保持了同样的回升趋势，分别在 10 月环比增长了 3.4% 和 1.6%。

图表 8 PMI 表现优于预期



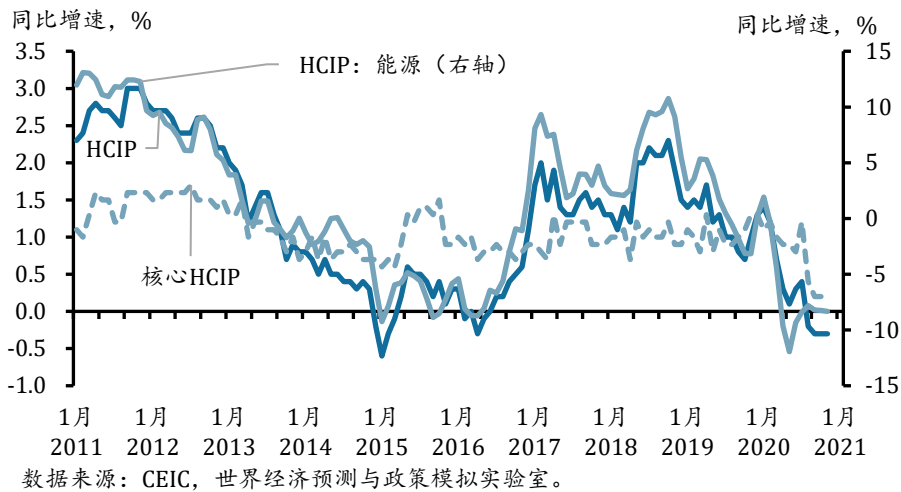
数据来源：欧央行、Markit；CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

通胀率连续四个月  
同比增长为负。

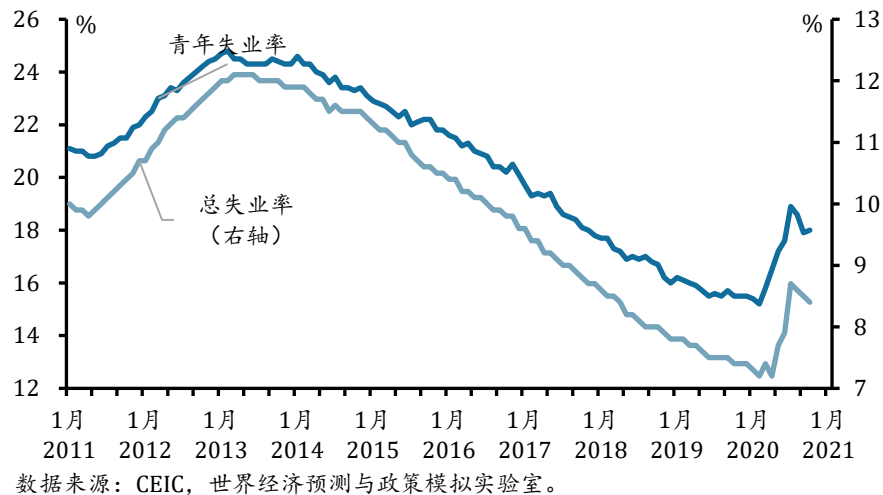
通胀率连续四个月同比增长为负。2020 年 11 月份欧元区消费者调和价格指数（Harmonised Indices of Consumer Prices, HICP）同比增长率为-0.3%，与 10 月份持平，为欧元区连续第 4 个月录得负值。

从分项来看，11 月欧元区食品烟酒通胀率为 1.9%，较上月回落 0.1 个百分点；服务业通胀率为 0.6%，较上月上升 0.2 个百分点；非能源工业品和能源行业通胀率分别为-0.3%和-8.3%，较上月分别回落 0.2 和 0.1 个百分点。剔除了波动性较大的能源和食品之后，11 月欧元区核心通货膨胀率为 0.4%，与 10 月份持平。

图表 9 通胀率连续四个月同比增长为负



图表 10 失业率自 7 月高位缓慢下行

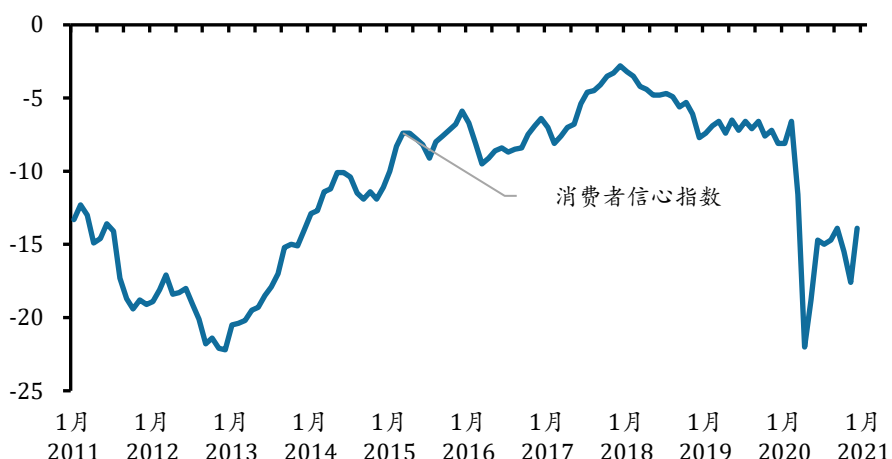


### 失业率自 7 月高位缓慢下行。

失业率自 7 月高位缓慢下行。2020 年 10 月欧元区 19 国经季节性调整后的失业率为 8.4%，较 9 月的 8.5% 下降 0.1 个百分点，但较 2019 年同期的 7.4% 高出 1 个百分点。同时，根据欧盟统计局估计，10 月欧元区失业人数约为 1382 万，较上一个月减少了 8.6 万人，但较 2019 年同期增加了 169 万人。

10 月欧元区 19 国青年失业率小幅上升了 0.1 个百分点至 18.0%。10 月欧元区青年失业人数为 255 万，比前一个月增加了 2.9 万人，较 2019 年同期增加 31.9 万人。

图表 11 消费者信心震荡



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

## 二、支出法 GDP 分解

### 消费者信心震荡。

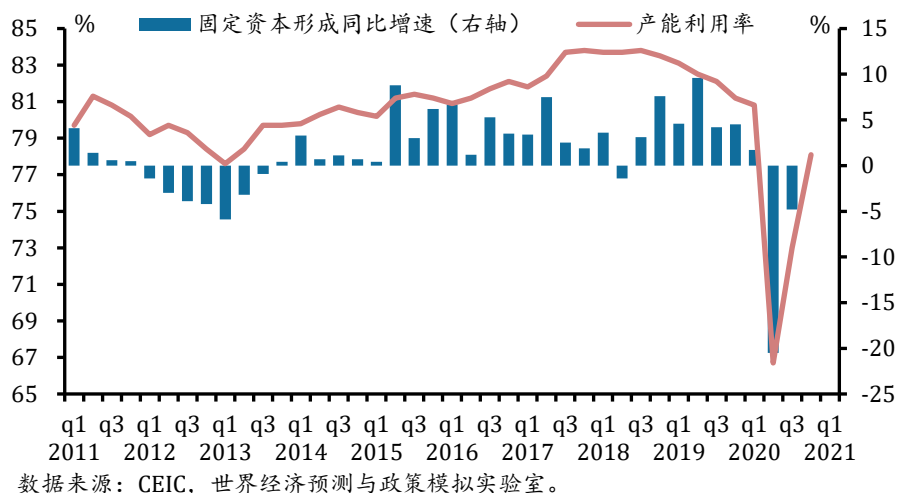
**消费者信心震荡。**2020 年第 4 季度欧元区消费者信心整体走势震荡，先跌后升，最终从 11 月-17.6 的低点回升至 12 月的-13.9，与第 3 季度末持平。

就成员国来看，受感染人数急剧上升、疫情防控措施进一步收紧影响，2021 年 1 月德国 GFK 消费者信心先行指数大幅下挫，创半年内新低，由 12 月的-6.8 点降至-7.3 点。GFK 调查人员表示，储蓄倾向的上升是导致德国消费者信心下降的主要原因，民众对失业恐惧增加，收入预期降低，进而推高了储蓄率。法国 INSEE 消费者综合信心指数在 11 月从 94 点跌至 90 点，创下 2018 年 12 月以来的最低纪录，并显著低于其长期平均水平（100 点）。意大利消费者信心在 12 月迎来大幅改善，ISTAT 公布的消费者信心指数从 98.4 升至 102.4，其中，对经济环境、个人环境、当前环境以及未来环境四个分项的信心指标均有所上升。

零售销售方面，2020 年 10 月份欧元区 19 个国家的零售销售环比增长 1.5%，较上月增加 3.2 个百分点。其中，食品销售环比增长 2.0%；汽车燃料销售环比下降 3.7%；非食品销售环比增长 2.0%。而

在非食品销售中，网络销售量增长 6.1%。从同比数据看，10 月欧元区零售销售增长 4.3%，较上月加快 1.8 个百分点。

图表 12 企业投资活动展现韧性



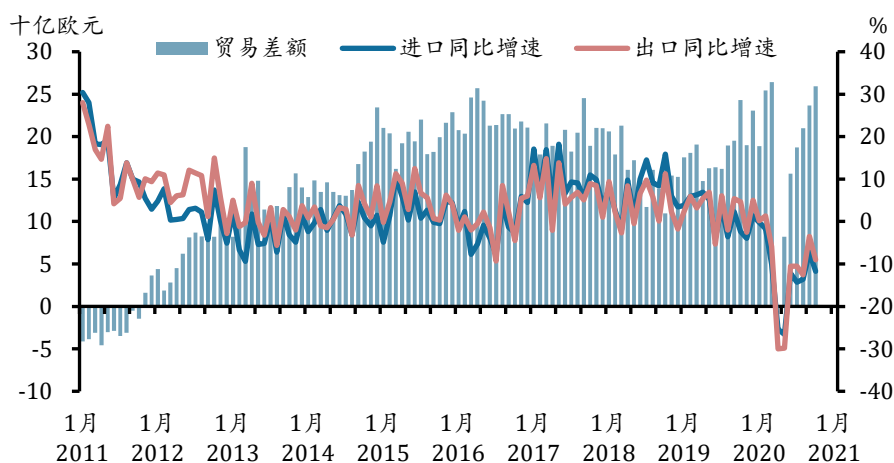
## 企业投资活动展现韧性。

企业投资活动展现韧性。2020 年 10 月德国制造业订单指数同比增长 2.40%，高出 9 月份 0.52 个百分点，季调后的环比增长率为 2.89%，亦高于前一个月的 1.11%。法国 10 月的制造业订单指数也相对 9 月有了小幅改善，环比增长 0.55%，同比增长率的下滑程度亦收窄了 0.54 个百分点至 -5.7%，表明在遭受二次疫情冲击前，欧元区内企业的生产投资活动正在缓慢恢复。

然而，随着更加严格的封锁措施推行，欧元区展现出来的经济韧性再度遭遇挑战，不少行业的企业活动出现小幅度的下滑。不过，受新冠疫苗推出的鼓舞，大部分欧元区制造商对 2021 年前景持乐观态度。12 月欧元区商业信心指数为 54.4，较上月上升 21.6 点。

与此同时，欧元区制造业产能利用率继续改善，2020 年第 4 季度产能利用率为 78.1%，较上季度的 73.0% 上升了 5.1 个百分点。从固定资本形成总额来看，欧元区 2020 年第 3 季度固定资本形成总额同比下跌 4.80%、环比上升 13.4%，自第 2 季度的低点回升。

图表 13 贸易差额恢复到疫情前的水平



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

**贸易差额恢复到疫情前水平。**

**贸易差额恢复到疫情前水平。**2020年10月，欧元区19个国家与全球其他地区的货物贸易顺差为300亿欧元，高于上年同期的272亿欧元。与去年同期相比，欧元区10月份的进口下降了11.7%，而出口下降了9.0%。经季节性波动调整后，欧元区10月贸易顺差为259亿欧元，高于9月的237亿欧元。欧盟统计局表示，在过去六个月中，出口恢复得比进口更快，因此贸易差额恢复到疫情前的水平。但是，与2020年2月份疫情爆发前相比，欧元区货物贸易的出口和进口分别下降了6.2%和7.4%。

### 三、政策走势

**欧央行如期加码宽松。**

**欧央行如期加码宽松。**12月10日，欧央行公布议息会议决议，如期加码宽松，增加5000亿欧元“大流行紧急购买计划”（PEPP）并将其延期至2022年3月。加码后的PEPP总额度为1.85万亿欧元，这意味着欧央行在2022年3月该计划结束前，每月通过该计划购买的资产额将超过700亿欧元。

不仅如此，欧央行还在决议中宣布将TLTRO利率优惠期延长12个月至2022年6月，在2021年6月至12月间增加三次操作以满足银行的资金需求，并将银行的最大可借上限由合格贷款的50%上修至



55%。这些修改将更加有利于发挥 TLTRO-III 支持欧元区银行信贷扩张、从而支持经济需求扩张的重要作用。

欧洲央行行长拉加德随后表示，受二次疫情影响，第 4 季度欧元区经济预计再次出现萎缩，且通货膨胀的长期疲软程度亦比此前设想严重。在此背景下，保持有利融资条件，有助于减少不确定性并增强信心。

#### 英欧贸易和合作协议开始临时实施。

**英欧贸易和合作协议开始临时实施。**英国和欧盟经过 9 个月谈判于 2020 年 12 月 24 日就双方未来关系达成了《英欧贸易和合作协议》，该协议规范了英国在 2020 年 12 月 31 日正式脱欧后，英欧之间贸易和合作的细节。双方自 2021 年 1 月 1 日至 2 月 28 日开始临时执行该协议。

根据该协议：1) 英国退出欧盟后，不再是欧盟经济区的一部分。不过，英国与欧盟之间的贸易依旧不受关税和配额的限制，同时英国将在贸易政策上更加灵活，能够与世界上其他国家分别谈判贸易协定。2) 英国同意提供五年半的过渡期，让欧盟在过渡期结束后将其在英国水域的捕鱼量削减 25%。过渡期之后，英国将与欧盟就欧盟的捕捞机会进行年度谈判。3) 在英国脱欧后，北爱尔兰将留在欧盟单一商品市场并遵守欧盟法规。这意味着，北爱尔兰和英国之间会不可避免出现贸易边界。4) 英国与欧盟将在航空、商业补贴、劳工权利、环境和执法方面建立共同标准框架。一旦出现争端，将有一个独立的争端解决机制负责处理纠纷。5) 欧盟与英国之间的人员自由流动将结束。欧盟公民将不再拥有在英国自动定居的权利，英国公民也将失去在欧洲其他国家生活、工作和退休的保障。

#### 四、经济形势展望

经济复苏将推迟至  
2021 年下半年。

经济复苏将推迟至 2021 年下半年。二次疫情的爆发以及相应防疫管控措施的推行使 4 季度欧元区经济活动再度放缓。此前市场普遍预期欧元区将在 2021 年春季迎来经济复苏，现在则不得不将该时间点延后。不过，考虑到第二波疫情对欧元区经济造成冲击相对温和，4 季度经济衰退幅度较 2 季度小，且新冠疫苗进展积极，预计下一轮经济反弹不会推迟太久。若疫情能够及时得到遏制，各国限制措施在 2021 年春季前逐步放宽和取消，则欧元区经济有望在 2021 年第 2 季度企稳，并于第 3 季度实现强有力的复苏。届时积极的财政政策、宽松的货币环境、以及回升的外需都将为欧元区经济修复提供动力与支持。预计 2021 年欧元区经济增长率约在 4.0% 左右，并逐步于 2022 年中恢复至疫情前水平。

## 日本：经济反弹后再次面临向下风险

2020 年第 4 季度，日本经济反弹效果强于第 3 季度。10 月制造业 PMI 均值继续位于荣枯线之下，但较第 3 季度有所好转。失业率仍处在 3% 附近的高位，就业状况未有根本好转。10 月日本主要消费和投资指标继续同比负增长，但较第 3 季度而言，同比萎缩幅度有所减小。由于外需尤其是中国经济恢复状况较好，10-11 月日本出口同比跌幅继续收窄，并保持连续 5 个月的贸易顺差。日本金融政策在第 4 季度有所调整，但整体变动不大。尽管日本银行资产负债表继续扩张，金融机构贷款总额和 M2 继续同比高速增长，但通缩压力凸显。第 4 季度，日本股市表现抢眼，日经 225 指数大涨 18.37%。4 季度日本和全球新冠肺炎疫情再度爆发，日本政府再次收紧外国人入境政策。新冠肺炎疫情的后续发展以及日本政府采取何种应对措施，都将会给日本经济带来新的变数。

### 一、经济继续反弹

**2020 年第 4 季度，PMI 仍处在荣枯线之下，但有所上升。就业状况未有好转。**

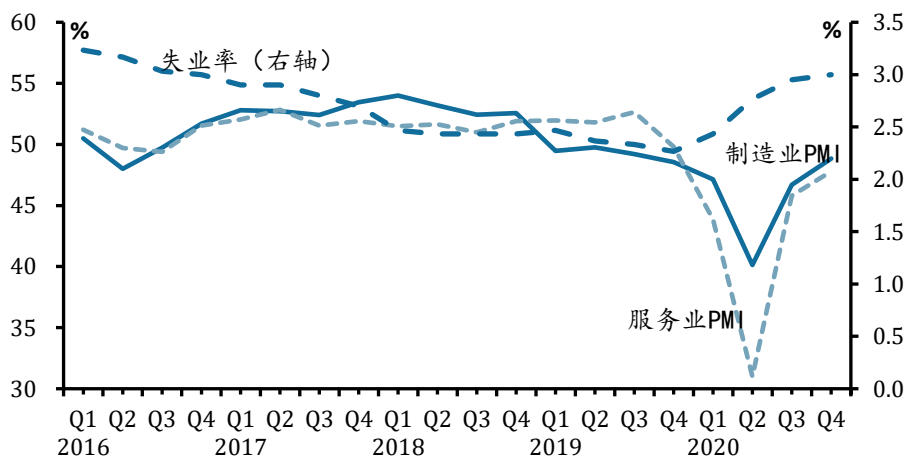
**2020 年第 4 季度，日本经济继续维持温和反弹。**10 月和 11 月，日本制造业 PMI 分别为 48.7 和 49.0，二者均值为 48.85，较第 3 季度的平均值继续回升，并逐渐接近荣枯线。不过，截止到 11 月，制造业 PMI 已连续 22 个月位于荣枯线之下。10 月和 11 月日本服务业 PMI 分别为 47.7 和 47.8，均值 47.75，同样高于第 3 季度均值。无论是制造业 PMI 还是服务业 PMI，都在 11 月创下了疫情后的新高，表明相关人士对日本经济悲观程度在不断减轻。日本失业率在第 4 季度仍处于高位，10 月和 11 月分别为 3.1% 和 2.9%，前者为疫情后的最高值，也是 2016 年 8 月之后的最高值。10 和 11 月均值为 3.0%，与第 3 季度持平，表明日本就业情况在第 4 季度初没有出现根本性好转。

**2020 年第 4 季度主要消费和投资项同比增速依然为负，但恢复较好，进一步向零增长靠拢。**

**2020 年第 4 季度主要消费和投资项同比增速依然为负，但恢复较好，进一步向零增长靠拢。**10 月日本家庭消费动向指数实际值的同比增速为-1.6%，第 3 季度则为-8.98%。同样，10 月日本商业贩卖额同比增速为-2.7%，较第 3 季度的同比-12.7% 向上收敛 10 个百分点。进一步，10 月批发总额同比增速为-3.4%，而零售总额同比增长高达 6.4%。其中，纤维品批发贩卖额同比减少 24.1%，仅较 9 月份收敛 2.1 个百分点，同

比增速在批发业的 12 大项中表现最差，恢复状况倒数第二位。农畜水产批发额同比增长 3.5%，在 12 大项中表现最佳。零售额方面，织物、衣服和日用品（織物・衣服・身の回り品）同样表现不佳，月度同比增速为-4.0%。在零售业的 9 大项中排名最后。零售业中同比增速较高的为汽车零售、机械器具零售，10 月份分别同比增长 16.7%和 27.3%。此外，食品饮料零售额也继续保持增长，该项仅在 3 月份出现萎缩。从以上日本消费数据可以看出，服装类商品受疫情冲击较大，而食品类商品则比较稳定，汽车零售则出现了爆发式的增长。以上情形与疫情之中、之后的中国消费品销售状况类似。投资领域中，机械设备订单总额 10 月份同比下降 0.6%，较第 3 季度的-11.6%大幅收敛，较 9 月份的-1.1%也有所好转。8 月份之后，日本的机械订单金额同比减少的状况已经基本消失。建设工程方面，10 月份日本建筑工程竣工额 46584 亿日元，同比减少 1.6%，同比跌幅有所收敛。其中居民部门住宅和土木建设竣工额同比下跌 7.4%，官方部门主导的公共工事竣工额同比增长 6.2%，政府托底显现效果。

图表 14 PMI 依然处于荣枯线下，失业率仍处在相对高位



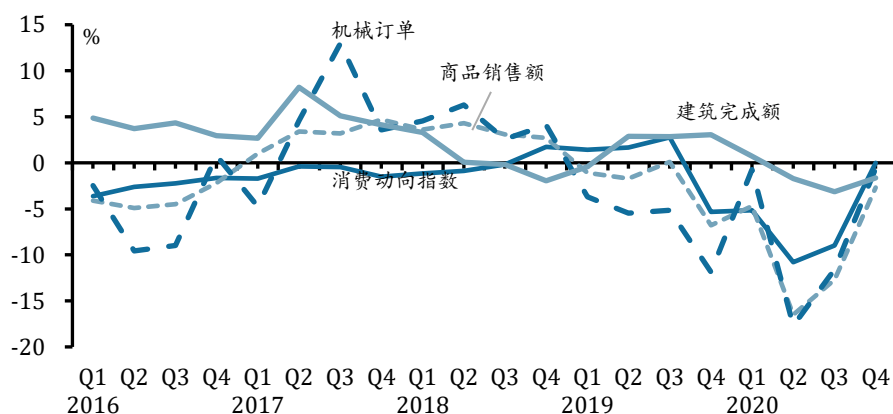
数据来源：Wind，日本厚生劳动省，世界经济预测与政策模拟实验室。

10 月和 11 月继续保持贸易顺差。

10 月和 11 月继续保持贸易顺差。10 月和 11 月，日本实现贸易顺差 8692 亿日元和 3661 亿日元，连续第五个月实现贸易顺差。10-11 月，日本出口同比下降 2.13%，进口同比下降 12.19%。以上表明，日本的外

部需求持续回暖，而国内需求虽然同比有所恢复，但仍未恢复到疫情前水平。继第3季度后，10月和11月日本对华出口继续保持同比增长，分别为10.2%和3.8%。同时，对美国出口则保持平稳，10-11月对美出口同比增长0.06%。日本对中国和美国的总出口金额占全部出口金额的约40%，所以中国和美国经济恢复所产生的进口需求是日本出口恢复的重要因素。

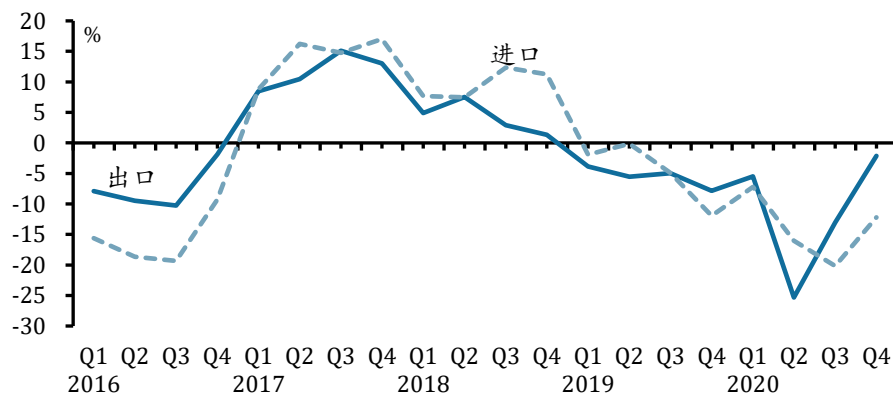
图表 15 日本消费和投资在 Q4 初期同比跌幅大幅收敛



数据来源：日本内阁府，日本统计局，世界经济预测与政策模拟实验室。

注：Q4消费动向指数同比值为2020年10月对2019年第四季度增长率；Q4商品销售额、机械订单和建筑完成额同比值为10月同比值。

图表 16 10月和11月继续实现贸易顺差



数据来源：日本财务省，世界经济预测与政策模拟实验室。

注：2020年第四季度出口同比增速为2020年10月和11月出口总额较2019年10月和11月出口总额的同比增长率。进口同理。

## 二、金融财政政策继续保持宽松

第 4 季度日本央行的金融政策有所微调，但大体仍保持不变。

日本银行金融政策微调。日本央行在 12 月 18 日公布的《当前金融政策运营》（当面的金融政策運営について）文件中决定维持政策利率在-0.1%不变，10 年期国债收益率在 0%不变。不过，随着新冠肺炎疫情的再次严重，日本央行决定对“应对新冠肺炎疫情的金融支援特别操作”延期半年，原计划则是在 2021 年 3 月末结束。与此相对应，为鼓励金融机构向中小企业进行贷款，日本银行决定废除此前制定的可对每家有资格金融机构提供 1000 亿日元资金支持的上限约束。日本银行此前决定在原有 5 兆日元的基础上新增购买 15 兆日元的商业票据和公司债，并于 2021 年 3 月末完成，此次会议将期限延长至 2021 年 9 月末，总金额则保持不变。通胀目标（扣除食品的 CPI）仍维持为 2%不变。不过显而易见的是，2020 年实现 2%的通胀目标基本无望。

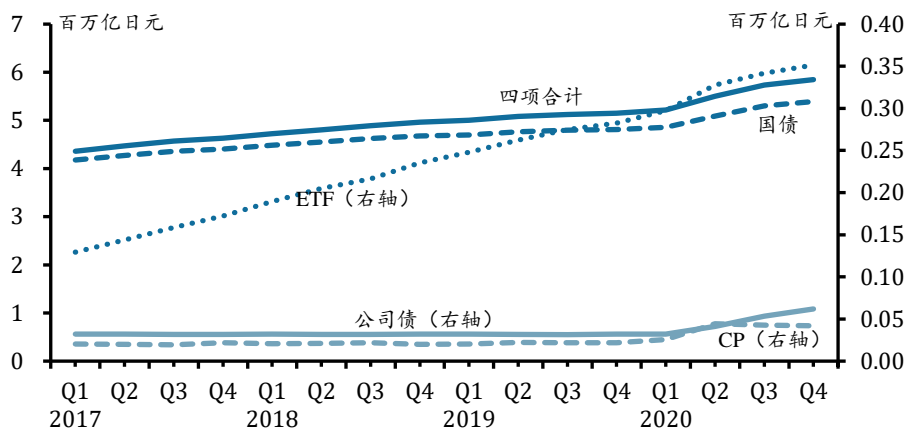
日本银行继续进行资产购买。根据日本银行账户（即资产负债表，部分项目见图表 4），日本银行 11 月底保有的国债存量、商业票据（CP）存量和交易型开放式指数基金（ETF）存量环比继续增加。但公司债保有金额环比有所降低。以上四项总额继续扩张，从第 3 季度末的 573.7 兆日元增长到 11 月末的 584.7 兆日元。同时，日本银行资产（负债）总额也从 690.0 兆日元上升到 705.3 兆日元。但是日本央行购买资产和资产负债表的环比增速较第 3 季度均有所收敛，且趋于稳定。这也与日本央行对日本经济正在“温和恢复”的判断相一致。

日本央行也对新冠肺炎疫情再度爆发表示了担忧。日本央行在 12 月份的《当前金融政策运营》中表示，必要时刻将会加大宽松力度，具体措施例如为抑制利率的上升而加速购买国债。同时日本央行也表示，目前而言尚没有对金融政策进行变动的需要，2021 年 3 月将会对现行政策进行检视。

未来两个月日本央行购买资产计划与 2020 年 11-12 月持平。2021 年 1 到 2 月，日本银行计划继续购入商业票据和公司债。计划分四次合计购入商业票据 2.4 兆日元，分两次合计购入剩余期限 1 年以上 3 年以

下的公司债 6000 亿日元，剩余期限 3 年以上 5 年以下的公司债 4000 亿日元。

图表 17 日本银行第 4 季度资产购买力度依然较大



数据来源：日本银行，世界经济预测与政策模拟实验室。

注：“国债”（Japanese Government Securities，日本银行勘定 / 资产 / 国债）、“CP”

（Commercial Papers，日本银行勘定 / 资产 / コマーシャル・ペーパー等）、“公司债”

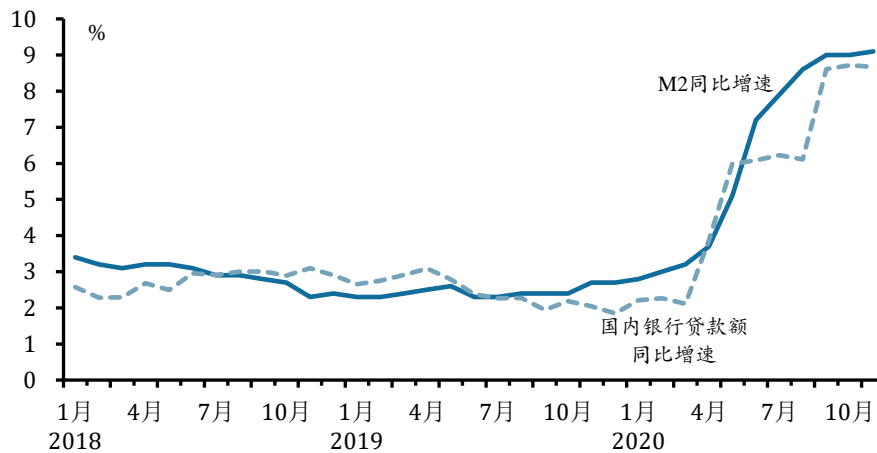
（Corporate Bonds，日本银行勘定 / 资产 / 社債）和“ETF”（Index-Linked Exchange-Traded Funds Held as Trust Property，日本银行勘定 / 资产 / 金銭の信託(信託財産指数連動型上場投資信託)）分别记在日本银行账户（日本银行勘定，Bank of Japan Accounts）的资产项目下；

“总计”为上述资产总和，作者计算；季度数据为每季度最后一个月数据；2020年第4季数据为11月末数据。

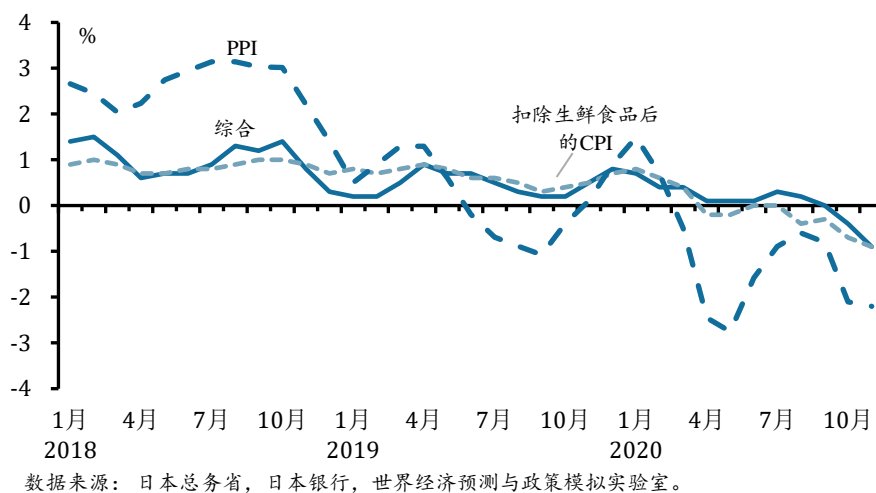
### CPI、核心CPI、PPI 同比增幅均为负值。

通缩压力凸显。日本 10 月和 11 月的 CPI 同比增幅分别为-0.4%和-0.9%，扣除食品后的 CPI 同比增幅为-0.7%和-0.9%；扣除生鲜食品及能源的 CPI 同比增幅为-0.2%和-0.3%。可见，日本经济在第 4 季度面已经全面进入通缩状态。导致日本物价下跌的原因主要是能源价格下跌，以及住宿价格下跌，后者与日本政府推出的旅游促销活动有关。不仅如此，PPI 的同比跌幅也在进一步扩大。10 月和 11 月，日本 PPI 同比增幅分别为-2.1%和-2.2%。PPI 的萎缩将会给未来 CPI 的上升带来压力。

图表 18 流动性继续高速扩张



图表 19 全面通缩



### 三、金融市场整体表现稳定，股票市场表现抢眼

日经 225 指数在向上突破，日/美汇率上涨，实际有效汇率下跌，利率平稳。

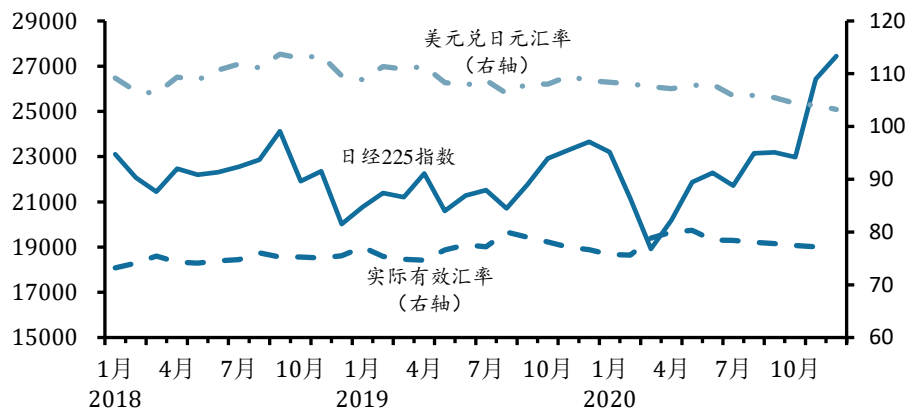
股票市场指数表现较好，但头部化明显。东京日经 225 指数 10 月 1 日开盘为 23355 点，12 月 30 日收于 27444.17 点，涨幅高达 17.5%。日本股市的继续上涨是全球股市的一个缩影。日本股市的上涨的原因是多方面的，例如全球流动性的充裕，日本经济的温和复苏，以及受到日本央行不断购入股票 ETF 的提振。不过，根据日经新闻测算，在日经 225 指数中的 225 支股票中，只有 74 家上市公司的年回报为正值，



其中 7 家表现最为抢眼：优衣库、软银、M3、东京电子、中外制药、大金空调和信越化学，7 家公司贡献了日经 225 指数 4400 日元涨幅中的 3000 日元。

日/美汇率继续上涨，日元实际有效汇率继续下跌。第 3 季度美元兑日元汇率收于 103.23，日元兑美元较上季度末升值了 2.1%。弱势美元是日/美汇率上升的主要原因。国际清算银行公布的数据显示，截止到 11 月底的日元实际有效汇率为 77.2，较 9 月份下跌 0.76%。

图表 20 股市、汇市总体平稳



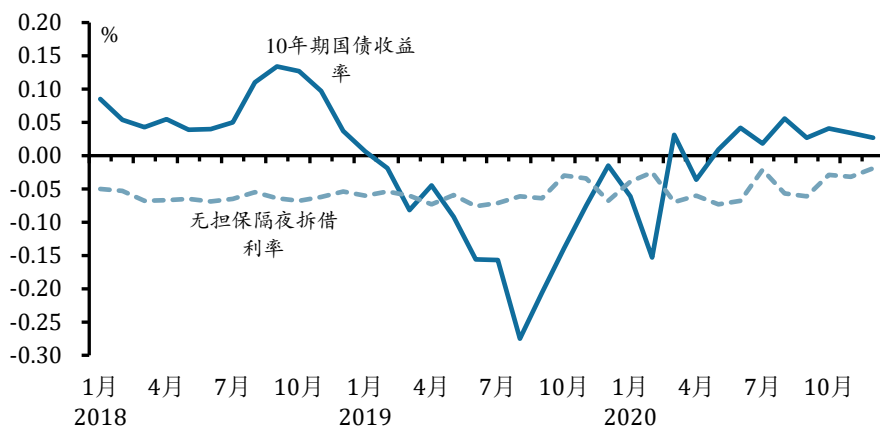
数据来源：Wind，日本银行，国际清算银行，世界经济预测与政策模拟实验室。

注：日经225指数和美元兑日元汇率月度数据为当月最后一个交易日收盘值。实际有效汇率为 BIS 公布的月度值，数据截止到 2020 年 11 月。

短期货币市场利率  
小幅上升，10 年期  
国债收益率稳中微  
降。

短期货币市场利率有所上升，10 年期国债利率稳中微降。2020 年 10 月末、11 月末和 12 月末的无担保隔夜拆借利率分别为 -0.029%、-0.032% 和 -0.019%。在此期间，无担保隔夜拆借利率呈现出上升态势，并明显高于前三个季度的平均水平。这表明日本政府释放流动性的边际效果在逐渐减小。但同时，日本 10 年期国债收益率则控制的较好，第 4 季度保持在比较稳定的水平。

图表 21 短期货币市场利率微升、10 年期国债收益率微降



数据来源：日本财务省，日本银行，世界经济预测与政策模拟实验室。

注：10年期国债收益率月度数据为当月最后一天的值；无担保隔夜拆借利率月度数据为当月最后一个交易的日均值。

#### 四、综合评述与展望

**2020 年第 4 季度实际 GDP 同比增长率明显强于第 3 季度，但新冠肺炎疫情的再度爆发将会给 2021 年第 1 季度日本经济带来较大不确定性。**

2020 年第 4 季度，日本经济继续呈现出温和复苏的态势，金融政策整体不变稍有微调，不过通胀不及预期。相较于实体经济的复苏，股票市场表现更加抢眼。预计日本第 4 季度经济增长率会继续向零增长收敛。

值得注意的是，日本新冠肺炎疫情在第 4 季度呈现出明显的爆发态势。日本政府（外务省）在 12 月末宣布，2020 年 12 月 28 日到 2021 年 1 月末，暂停所有国家的新入境。虽然该举措并非完全意义上的“封国”——因个别国家的商务签、长期签仍然有效，但却释放出日本政府有可能加大管控力度的信号。如果日本政府在 2020 年第 1 季度加大疫情管控力度，日本经济将会进一步受到冲击。此外，日本首相菅义伟也在 2021 年初表示，有信心在 2021 年举办东京奥运会。但是，如果日本新冠疫情以及全球新冠疫情得不到控制，即便东京奥运会在 2021 年举办，也可能将会是一场没有观众的奥运会。那么本届奥运会对日本经济的拉动效果将会大打折扣。

## 金砖国家：经济仍面临较大不确定性

2020年3季度，在疫情防控措施逐步放松的情况下，金砖国家经济开始逐步复苏，多数经济环比指标出现大幅好转。4季度金砖国家经济延续向好趋势，宏观经济景气继续回升，除俄罗斯外，其他三国制造业PMI均处于景气区间，消费者信心指数和商业信心指数也有所好转。不过，从2020年4季度开始，金砖国家先后出现第二波疫情，各国疫情防控措施再次收紧，这将延缓甚至打断各国经济向好的趋势。2021年各国经济将在2020年大幅衰退的基础上有所反弹，但反弹的力度仍有赖于疫情的发展以及各国所采取的疫情防控措施。为应对疫情，各国均采取了积极的财政政策和宽松货币政策，但财政赤字大幅增加、政府债务高企限制了各国的财政刺激空间，货币政策基准利率大都降至历史低位，与此同时，通货膨胀上升、货币贬值等也压缩了货币政策利率降低的空间。2021年金砖国家经济发展仍存在较大的不确定性。

### 一、金砖国家经济形势

俄罗斯经济依然处于萎缩之中，但有所回升。

2020年4季度俄罗斯经济继续回升。2020年3季度，由于疫情防控措施有所放松，俄罗斯经济出现回升，实际GDP同比下降3.4%，相比上1季度回升4.6个百分点；2020年前3季度实际GDP同比下降3.4%，相比去年同期下滑4.4个百分点。3季度经济的恢复主要来自制造业的复苏，批发和零售贸易也几乎恢复到疫情大流行前的水平。2020年4季度，俄罗斯出现第二波疫情，并为此宣布新一轮防疫措施，预计会对俄罗斯经济造成新的影响。10月和11月俄罗斯零售总额同比分别萎缩1.4%和3.1%，相比上1季度略有扩大。10月俄罗斯出口同比萎缩23.8%，进口同比萎缩8.8%，依然保持大幅萎缩态势。工业生产同比增速继续回升，但依然处于萎缩态势，2020年10月和11月同比萎缩分别为5.5%和2.6%，但11月的数据为2020年4月以来的最好水平。制造业PMI在8月短暂升至景气区间之后，重新跌至景气区间之下，2020年10月至12月分别为46.9、46.3、49.7。据俄罗斯经济发展部预计，10月俄罗斯经济同比增长为-4.7%，11月为-3.7%，经济仍处在衰退进程之中。

2021 年俄罗斯经济将会反弹，但前景依然黯淡。

2021 年俄罗斯经济会出现反弹，但前景依然黯淡。目前俄罗斯新冠肺炎确诊病例接近 330 万例，排在全球第四位，每日新增确诊病例在 2 万人以上。疫情冲击所带来的经济衰退以及石油价格走低，造成俄罗斯财政压力增大，预计 2020 年其财政赤字占 GDP 比例将达到 4.3%。不过，当前俄罗斯失业率不断走低。自 8 月份达到 6.4% 的高点之后，2020 年 11 月俄罗斯失业率已逐步降至 6.1%，就业形势逐渐稳定，但形势依然严峻。俄罗斯通货膨胀率仍在不断上升，2020 年 12 月已经上升至 4.9%，远超过俄罗斯央行 4% 的通胀目标，相比 2020 年 1 月上升 2.5 个百分点。在这种情况下，俄罗斯央行在 7 月降息 25 个基点至 4.25% 之后，一直保持货币政策利率不变。与此同时，卢布贬值压力也为未来俄罗斯央行实施货币宽松带来阻力。预计 2020 年俄罗斯经济萎缩 3.9%，2021 年增长 3% 左右。

疫情防控措施放松促使巴西经济逐步好转。

2020 年 4 季度巴西经济有望继续好转。2020 年 3 季度，巴西经济环比增长 7.7%，增幅为 1996 年以来最高，但仍不足以弥补疫情造成的损失，GDP 仅相当于恢复到 2017 年水平；3 季度 GDP 当季同比萎缩 3.9%，衰退幅度较上 1 季度大幅收窄；2020 年前 3 季度实际 GDP 累计同比萎缩 5.0%。经济好转很大程度上仍是来自疫情防控措施的缓解，2020 年 4 季度经济情况有望继续好转。2020 年 10 月巴西零售总额同比增长 8.3%，已经连续五个月恢复正增长，为 2012 年以来最好的 10 月；环比增长 0.9%，已经连续六个月恢复正增长。不过，巴西热图利奥·瓦加斯基金会公布的消费信心指数（CCI）显示，2020 年 4 季度巴西消费信心扭转此前回升态势，10 月至 12 月分别下降 1 点、0.7 点、3.2 点，从 9 月的 83.4 下降至 12 月的 78.5。在 9 月份达到相对高点之后，巴西商业信心指数也出现回落态势，2020 年 10 月至 12 月累计下降 7.9 点，从 9 月的 99.6 下降至 12 月的 91.7。对外贸易方面，2020 年 10 月至 12 月，巴西出口同比萎缩 9.3%、1.2% 和 0.7%；进口同比增长 -27.3%、-2.6% 和 46.6%，总体情况均要好于上 1 季度。工业生产在 2020 年 9 月恢复同比正增长 3.7%，10 月份有所回落，但依然保持在 0.3%。2020 年 4 季度巴西制造业 PMI 依然处于景气区间，

但有所下降，10月至12月分别为66.7、64和61.5，已经连续七个月处于景气区间。

**政策空间逐步收窄  
增加巴西经济复苏  
难度。**

**政策空间逐步收窄增加巴西经济复苏难度。**目前巴西新冠肺炎确诊病例接近790万，排在全球第三位。从2020年第4季度开始，巴西疫情再次呈现恶化趋势，为此，巴西各地政府收紧了疫情管控措施。在疫情冲击下，2020年9月，巴西失业率上升到14.6%，达到2012年的最高水平，失业人口上升至1410万人，10月稍微下降至14.3%。疫情给巴西财政造成巨大冲击，2020年巴西公共债务占GDP之比预计将超过95%，总统博索纳罗甚至宣布“巴西破产”，在财政压力之下，巴西政府宣布结束在全国实施的紧急救助金计划。从2020年7月开始，巴西通货膨胀率一直处于回升态势，10月和11月分别为3.9%和4.3%。为此，2020年8月巴西央行将利率降至2.0%之后，一直维持货币政策利率不变。**预计2020年巴西经济萎缩4.5%左右，2021年经济增长3.0%。**

**印度经济增长依然  
面临较大压力，但经  
济景气有所回升。**

**2020年4季度印度经济增长依然面临较大压力。**2020年3季度印度经济当季同比下滑7.5%，连续两个季度负增长；2020年前3季度，印度经济累计同比萎缩6%。4季度印度经济增长依然面临较大的压力。2020年9月印度央行公布的消费信心当期指数跌至49.9，相比7月下降3.9点，11月稍微恢复至52.3，但仍低于疫情前水平。未来预期指数11月则与9月持平，保持在115.9，基本恢复至疫情前水平。印度央行的调查显示，11月印度消费者对经济形势的看法要好于7月，虽然多数受访者对收入增加比较悲观，但支出增加的受访比例有所上升。印度进出口一直处于慢慢恢复趋势，2020年10月和11月，印度出口同比萎缩分别为5.1%和8.7%，进口同比萎缩11.5%和13.3%。2020年9月印度工业生产同比增速结束衰退，达到0.5%，10月进一步恢复到3.6%。2020年4季度制造业PMI继续保持在景气区间，10月至12月分别为58.9、56.3和56.4，连续五个月处于景气区间。

疫情仍为印度经济增长带来巨大压力，经济恢复并非易事。

疫情仍令印度经济面临巨大挑战。目前印度新冠肺炎确诊病例超过 1000 万，成为了继美国之后第二大疫情最严重的国家，每日新增确诊病例在 2 万人左右。印度经济继续面临前所未有的挑战。受疫情影响，2020 年 12 月印度失业人口从 11 月的 2740 万上升到 3870 万人，失业率达到 9.1%，为 2020 年 6 月份以来的最高点。疫情造成印度税收减少、支出增加，财政赤字大幅增加，进一步推出财政刺激计划的压力较大。从 2020 年 5 月开始，印度通货膨胀率总体处于上升趋势，10 月达到 7.6%，11 月降至 6.9%，但仍远高于 4% 的通胀目标，为此自 5 月印度央行将基准利率降至 4.0% 之后，其货币政策一直维持不变。**2020 年印度经济增长预计为 -7.0%，2021 年预计为 5.0%。**

2020 年 4 季度南非经济活动继续回升。

2020 年 4 季度南非经济活动继续回升。2020 年 3 季度南非经济同比萎缩 -6.0%，年化环比增长 66.1%，均大幅好于上 1 季度。这主要是因为疫情隔离措施逐步放松，所有行业的经济活动均出现了增长，其中矿业年化环比增长 288.3%，制造业年化环比增长 210.2%，批发与零售业年化环比增长 137.0%。2020 年 4 季度，南非基本实施最低一级的防控措施，这使得经济活动继续回升。据南非第一国民银行和经济研究会联合发布的南非 FNB/BER 消费者信心指数显示，2020 年 4 季度南非消费者信心指数从 3 季度的 -23 回升至 -12，连续两个季度处于回升态势，不过，目前仍低于 2020 年 1 季度的情况。2020 年 10 月，南非零售总额同比萎缩 1.8%，相比上 1 季度已大幅收窄。上述机构发布的南非商业信心指数也从 3 季度的 24 大幅上升至 4 季度的 40。从 2020 年 9 月开始，南非出口同比增速均达到两位数水平，10 月和 1 月同比增长分别为 20.4% 和 19.2%，进口虽然仍处于同比萎缩态势，但萎缩幅度大幅降低，10 月和 11 月分别为 -6.0% 和 -7.9%。2020 年 10 月南非制造业产出同比萎缩 3.4%，尽管相比 9 月衰退幅度有所扩大，但相比前几个月也有较大幅度收窄。从 2020 年 10 月开始，南非制造业 PMI 升至景气区间，10 月至 12 月分别为 51、50.3 和 50.2，显示制造商信心有所恢复。

疫情反弹加剧南非经济不确定性政府财政赤字大幅上升。

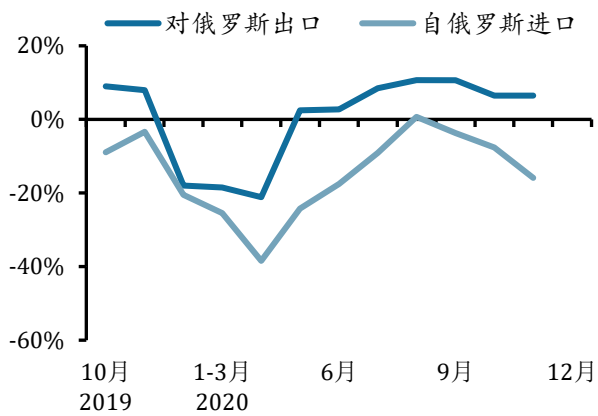
疫情反弹再次加剧南非经济不确定性。目前南非新冠肺炎确诊病例已超过 110 万，从 2020 年 12 月开始第二波疫情反弹明显。随着疫情的快速蔓延，2020 年底，南非政府宣布进一步收紧新冠疫情防控措施，将“封城”等级从一级上调至三级。防控措施的升级将会抑制原本复苏的经济势头。2020 年 3 季度南非失业率为 30.8%，相比 2 季度上升 7.5 个百分点，失业人数在 3 季度增长 220 万达到 650 万人。预计随着疫情防控措施的升级，失业人数将会进一步增加。经济萎缩令南非财政状况难以为继。南非财政部长姆博维尼表示南非财政出现收支不平衡巨大落差。南非通货膨胀率总体处于较低水平，从 2020 年 7 月起一直保持在 3% 左右，2020 年 11 月为 3.2%，处于南非央行通胀目标的下限。自 2020 年 7 月降息至 3.5% 之后，南非央行一直保持政策利率不变。**2020 年南非经济预计萎缩 8% 左右，2021 年经济增长 3.0%。**

## 二、金砖国家与中国贸易

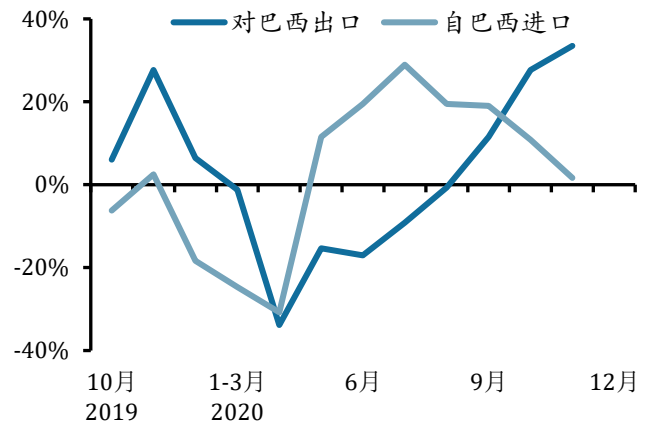
中国与金砖国家贸易缓慢复苏。

中国与金砖国家贸易持续复苏。2020 年 10 月和 11 月，中国与金砖国家贸易总额同比增长分别为 9.3% 和 6.0%，继续保持向好势头。出口方面，2020 年 4 季度，中国对所有金砖国家出口均恢复至同比正增长，10 月和 11 月，中国对巴西出口同比增速分别达到 21.5% 和 45.5%；对印度出口同比增速分别为 18.3% 和 19.4%；对南非出口同比增速分别为 18.9% 和 11.5%；对俄罗斯出口同比增速稍微有所回落，也分别为 7.8% 和 5.1%。进口方面，中国自印度进口仍保持同比增长，但增速有所回落，10 月和 11 月分别为 36.2% 和 9.1%；自南非进口同比增速由负转正，10 月和 11 月分别为 7.3% 和 13.5%；自巴西进口同比增速有所回落，并在 11 月转为负值（-3.6%）；自俄罗斯进口同比增速仍为负值，10 月和 11 月分别为 -12.1% 和 -19.7%。尽管中国与金砖国家贸易持续恢复，但由于中国对外贸易增长更为迅速，中国与金砖国家贸易总额在中国总贸易中的比例从 10 月的 7.9% 降至 11 月的 7.1%。

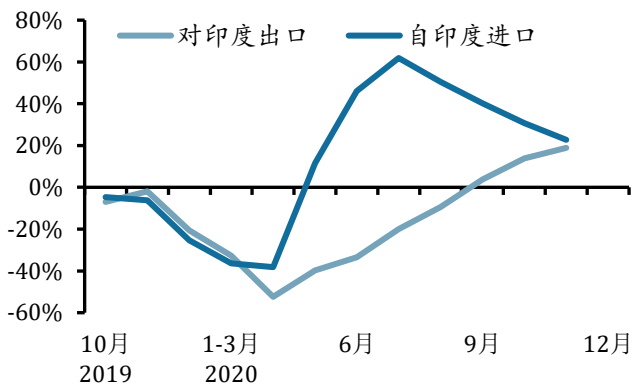
图表 22 中国与金砖国家贸易情况



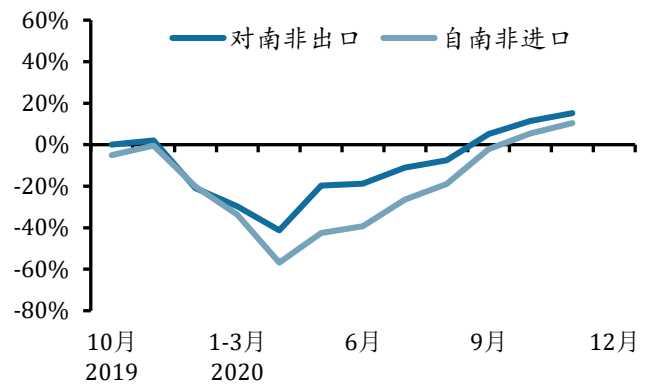
数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

注：对进出口同比增长率进行了三月移动平均处理以减轻其波动性。



图表 23 金砖国家数据概览

	实际 GDP 增速 (季度同比, %)			CPI 同比增速 (同比增速, %)		
	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020M10	2020M11	2020M12
	俄罗斯	1.6	-8.0	-3.4	4.0	4.4
巴西	-0.3	-11.4	-3.9	3.9	4.3	-
印度	3.1	-23.9	-7.5	7.6	6.9	-
南非	-0.1	-17.1	-6.0	3.3	3.2	-

	汇率 (名义汇率, perUSD)			制造业 PMI		
	2020M10	2020M11	2020M12	2020M10	2020M11	2020M12
	俄罗斯	77.5887	77.033	74.0563	46.9	46.3
巴西	5.6253	5.4482	5.1447	66.7	64.0	61.5
印度	73.5648	74.2311	73.6195	58.9	56.3	56.4
南非	16.4331	15.55	14.8818	51.0	50.3	50.2

	出口 (同比增速, %)			进口 (同比增速, %)		
	2020M10	2020M11	2020M12	2020M10	2020M11	2020M12
	俄罗斯	-23.8	-	-	-8.8	-
巴西	-9.3	-1.2	-0.7	-27.3	-2.6	46.6
印度	-5.1	-8.7	-	-11.5	-13.3	-
南非	20.4	19.2	-	-6.0	-7.9	-

	中国出口 (同比增速, %)			中国进口 (同比增速, %)		
	2020M10	2020M11	2020M12	2020M10	2020M11	2020M12
	俄罗斯	7.8	5.1	-	-12.1	-19.7
巴西	21.5	45.5	-	6.9	-3.6	-
印度	18.3	19.4	-	36.2	9.1	-
南非	18.9	11.5	-	7.3	13.5	-

数据来源: Wind, CEIC。



## 中国：双循环下的货币金融体系逻辑之变？<sup>1</sup>

2020年5月14日，中央政治局常委会会议首次明确提出了“国内国际双循环相互促进的发展格局”。此后的多个重要场合，又对双循环新发展格局进行了阐述，并逐步形成了“推动形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”的表述。

改革开放40年以来，我国经济建设取得了巨大成就，但一些体制性、结构性的问题也日渐突出。新发展格局，就是基于对我国发展阶段、环境和条件变化提出来的。这其中也包括了对我国实体经济、金融体系面临结构性问题的反思。展望十四五期间，在双循环新发展格局下我国的国际收支可能将转向轻微逆差，这种变化趋势之确立将深刻影响到我国货币金融体系的运行逻辑，我国需要加快金融市场改革来应对这一变化。

### 一、过于依赖外循环的弊端在实体、金融领域均有显现

过去的发展模式取得巨大成绩，同时也出现了问题。

改革开放以来，中国经济发展取得了巨大的成绩。不过从发展阶段来看，过去十多年，“两头在外、大进大出”的发展模式弊端也逐渐显现：过度依赖于外部需求，不但使中国面临严重的国际收支失衡和外部压力，而且在收入分配、地区差距等领域也面临突出问题，同时还伴随出现产业升级面临瓶颈制约、生态环境出现恶化等等问题。

国际循环大发展下金融领域也出现了结构问题。

金融是实体经济的镜像反映，长期以来依赖于出口和引进外资等国际大循环发展模式，在货币金融领域也引发了相应的结构性问题：基础货币投放主要通过外汇占款实现，货币政策独立性受到一定影响或者冲销成本较高，外汇储备的保值和安全面临现实或潜在的挑战，中国金融系统对美元体系的依赖性过高。

疫情冲击和中美经贸冲突是两大重要外部变化。

在此背景下，实体经济层面、货币金融体系从过于依赖外部循环走向国内循环为主、内外循环相互促进的新发展格局，既是我国经济发展阶段演进的要求，也是应对当前国际发展环境变化的需要。从发展环境、条件变化来看，在疫情冲击和中美经贸冲突背景下，出现了两个重要的外部变化：其一，全球经济陷入深度衰退、国际经济活动大幅萎缩，甚至在后疫情时代还将持续产生遗留影响。其二，经济全球化遭遇逆流，

<sup>1</sup> 作者：徐奇渊、杨盼盼。本文已经发表在《中国银行业》，2020年第11期。

单边主义和地缘政治风险上升。在上述变化背景之下，我国国内经济基本盘仍然稳定，经济韧性强、政策工具多。因此，从前述发展阶段、发展环境和条件变化来看，我国经济转向“国内大循环为主”的双循环发展格局，具有其历史和时代背景。

## 二、双循环新发展格局下，国际收支平衡格局面临转变

**国际大循环动能减弱，国内大循环活力日益强劲。**

2020年8月24日，习近平总书记在经济社会领域专家座谈会上的重要讲话指出：“两头在外的国际大循环动能明显减弱，而我国内需潜力不断释放，国内大循环活力日益强劲，客观上有着此消彼长的态势……，自2008年国际金融危机以来，我国经济已经在向以国内大循环为主体转变，经常项目顺差同国内生产总值的比率由2007年的9.9%降至现在的不到1%，国内需求对经济增长的贡献率有7个年份超过100%。未来一个时期，国内市场主导国民经济循环特征会更加明显，经济增长的内需潜力会不断释放。”

**改革开放以来中国的国际收支状况分为三个阶段。**

从改革开放之初开始观察中国的国际收支状况，可以分为以下三个阶段：第一阶段：1980年代至1994年，经常账户余额在小规模的顺差、逆差之间上下浮动，国际收支基本平衡。第二阶段：1994年至2007年，经常账户余额规模和GDP占比都不断上升，2007年经常项目余额的GDP占比甚至达到了10%附近，国际收支失衡成为一个突出的结构性问题，货币金融政策在主观、客观上都面临巨大的外部压力。第三阶段，2008年开始至今，经常账户规模和GDP占比都在不断下降，除了疫情期间的特殊扰动之外，近几年均仍保持在小幅顺差状态。

**十四五时期经常账户余额将继续下降。**

因此，经常账户从大幅顺差转向小幅顺差状态，这是一个客观现象、发展趋势。展望十四五时期（2021年至2025年），如果超越疫情的特殊冲击时期来看，我国的经常账户余额将继续呈现下降趋势，甚至转向一定幅度的逆差。根据我们的研究，从基准情形来看，中国的经常账户将在2023年前后转为轻微逆差。

### 展望经常账户变化的 8个渠道分析。

这一结论基于内外视角、8个渠道的分析：其中，外部因素主要是通过影响经常账户中的货物贸易、服务贸易，以及与经常账户对应的资本和金融账户等渠道实现的，在此我们也考虑了中美贸易冲突的背景。内部因素，则主要通过影响居民储蓄、政府储蓄和企业储蓄等渠道实现。在主要的8个渠道中，有5个渠道明确指向经常账户余额在中长期的进一步下降，有1个渠道的影响基本保持不变，1个渠道影响不明确，1个渠道的短期影响是下降、长期影响是上升。这表明在现有基础上，十四五期间的中国经常账户余额水平，将大概率转向逆差。

图表 24 主要因素对中国国际收支平衡的影响

	影响国际收支的因素	影响经常账户余额的渠道	对经常账户余额影响
外部因素			
1	扩大进口的政策	货物贸易	?
2	进一步开放服务贸易的政策	服务贸易	↓
3	企业海外投资及产业链外移	资本和金融账户	↓
4	主要经济体发展形势	货物贸易	→
5	中美贸易冲突	货物贸易	↓
内部因素			
6	人口结构因素	居民储蓄	↓
7	社会保障体系的逐渐完善	居民储蓄	↓
8	减税降费政策	政府储蓄和企业储蓄	短期↓ 长期↑

符号说明：? 代表不确定，↑代表上升，→代表基本持平，↓代表下降。

### 三、国际收支格局转变将深刻影响货币政策框架

#### 2014年之前中国的 货币政策框架。

2014年之前，中国的货币政策框架是：以外汇占款为主要投放渠道，同时辅之以反向冲销政策。这种政策框架与经常账户的大幅顺差、资本持续净流入的背景密切相关。在这一时期，央行的外汇占款在基础货币投放中的占比，从2002年的45%左右一路上升至2006年初的100%，这意味着全部基础货币投放都是通过外汇占款实现的。之后，从2006年初到2012年中，外汇占款在基础货币投放中的占比甚至超过了100%，最高曾多次达到130%。这意味着，通过外汇占款渠道投放的基础货币过多、流动性过多，因此央行通过发行央票、提高存准率等手段进行了反向的冲销操作，从而稳定基础货币和总体流动性。此后，

外汇占款在基础货币投放中占比稳定在 100% 附近，这种状态一直延续到 2014 年初，即美联储宣布退出 QE 之前。

**2014 年之前的货币政策框架以中性的冲销政策为特征。**

在 2014 年之前的这段时间，经常账户面临持续大幅顺差，资本账户的资金也以净流入为主。为了实现汇率稳定，在上述背景下，货币政策事实“以汇率政策为纲、纲举目张”。在这一政策框架下：（1）经常账户持续顺差、国际资本不断流入。（2）人民币持续面临升值压力，为了稳定汇率，央行持续干预外汇市场，通过外汇占款投放基础货币，同时不断积累外汇储备。（3）在人民币升值压力较大时，以外汇占款投放基础货币过多，货币政策被动进行反向的冲销干预，以稳定总体流动性。因此，这一时期的提高存准率、发行央票等货币政策工具运用较多。从局部来看，这些政策是紧缩性的货币政策，但从全局、结合外汇占款的投放来看，这些政策工具扮演的是冲销的角色，在事实上是中性货币政策的效果。

**2014 年之后，国内大循环日益活跃，货币政策框架开始发生改变。**

但是 2014 年之后，我国经济重心开始转向国内大循环，国际收支顺差显著收窄，货币政策继续通过外汇占款投放基础货币的外部条件已经发生了根本性改变。此时，经常账户仍然在总体上维持顺差，但顺差幅度逐渐收窄，而且面临的资本净流出压力不断上升，在此背景下，外汇占款渠道不但停止了基础货币净投放，而且事实上成为了基础货币净回笼的渠道。在 2014 年之后，货币政策开始通过创新的政策工具投放基础货币，以弥补外汇占款渠道基础货币的大规模回笼。

**2014 年之后货币政策框架发生变化的具体表现。**

2014 年之后，外汇占款在基础货币投放余额中的占比不断走低，2019 年中已经降至 70%，较峰值下降了 60 个百分点。另一方面，2014 年开始，外汇占款的绝对规模也开始出现了持续下降。2014 年 3 月，外汇占款金额为 27.3 万亿人民币，截至 2020 年 8 月已经降至 21.2 万亿人民币。在此期间，外汇占款金额下降了 6.1 万亿，或者说，通过外汇占款渠道，基础货币净回笼 6.1 万亿人民币。

**货币政策新框架下的新政策工具。**

在外汇占款渠道净回笼基础货币的情况下，央行创新了货币政策工具，通过 SLF（常备借贷便利）、MLF（中期借贷便利）以及 TMLF、PSL（抵押补充贷款）向金融市场投放基础货币、补充流动性。2014 年

3月至2019年，央行通过SLF、MLF、PSL共投放基础货币6.9万亿人民币。这一金额冲销了外汇占款渠道的基础货币下降数量，并且配合经济、金融体系发展，向市场提供了额外的合意的流动性。

**十四五期间，货币投放将在更大程度上取决于资本流动。**

在十四五期间，中国的经常账户将逐渐转向平衡甚至逆差，这将对中国的货币政策框架产生深刻、持久的影响。在此背景下，资本金融账户的净流入、净流出将呈现出周期性特点，而经常账户转向平衡或轻微逆差将成为发展趋势。两者叠加之后的效果是：如果要维持汇率稳定，则我国的货币投放机制将在很大程度上取决于国际资本流动的状况。

**当前的货币投放机制仍然有过渡性质。**

由于国际资本流动大进大出，中国的货币投放机制调整将面临较大挑战。一方面，中国的货币政策框架不再可能回到2014年之前的传统框架，另一方面，2014年至今的货币政策框架具有过渡性质，例如MLF的操作就有其局限性，这种“碎片化操作客观上也加剧了短期利率的波动”<sup>2</sup>（伍戈等，2017）。因此，在未来的中长期变化趋势下，我国需要反思当前的货币政策框架，推动货币政策的进一步完善和成熟。

**完善货币政策框架还需要两项配套措施。**

此外，上述分析有两个隐含假设：一是跨境资本自由流动，二是央行为了稳定汇率而对外汇市场进行干预。为了适应新的变化、使中国的货币投放机制具有稳定性和独立性，除了其他结构性改革政策之外，中国还需要采取两方面措施（特别是第二点）：其一，进一步加强完善资本项目的宏观审慎监管。其二，推动汇率制度改革，尽快实现人民币汇率的充分浮动，以减少冲销干预成本、为货币政策的独立提供充分的空间。

#### 四、加快推进国内金融改革，审慎推进资本账户开放

**十四五期间，货币金融政策需要推进适应性的调整、改革。**

在十四五期间，经常账户转向基本平衡甚至轻微逆差，这将使得中国在宏观经济、金融稳定领域面临更为严峻的挑战，这也将加剧中国央行货币政策操作的难度，也将进一步提高人民币汇率与国内金融市场的波动性。根据双循环背景下新的国际收支格局，货币和金融政策框架需要在以下方面推进适应性的调整和改革：

<sup>2</sup> 伍戈，亢悦，罗蔚，短期利率波动之谜，《中国外汇》2017年第14期。

货币政策需要重新寻锚、重塑框架。

第一，适应内循环为主下的国收收支变化趋势，推动货币政策框架转型、深化国内金融市场改革。在经常账户转向平衡、甚至逆差的变化趋势下，央行的货币政策需要重新寻锚、重塑新的政策框架。为此，货币政策框架的转型至少应关注以下四个方面：

货币政策框架转型应关注四个方面。

（1）审慎推动资本账户开放，同时应进一步完善资本项目的宏观审慎监管，强化中国金融市场的防火墙<sup>3</sup>。（2）把握有利时机，推动人民币汇率形成机制走向充分浮动，充分反映经常账户的外汇供求。（3）改变基础货币投放机制。汇率形成机制改革完成之后，基础货币将不再通过外汇占款渠道投放。同时，SLF、MLF、PSL 等过渡性的货币政策也将退出历史舞台。中国的基础货币投放机制，最终将走向公开市场业务操作。为此，需要积极发展和完善我国的债券市场，尤其是国债市场。特别需要强调的是，应当从金融市场基础设施的高度来看待我国国债市场的建设与发展。（4）从两个维度，增强货币政策的独立性、简化货币政策目标。一是从三元悖论的经济视角，通过人民币汇率的充分弹性，增强货币政策独立性。二是从行政独立性的视角，要增强央行对于其他行政部门的独立性。在经常账户变化趋势的背景下，货币政策的技术性、复杂性在增强，内外平衡的难度也在增大，货币政策亟待增强行政独立性，同时其目标也不宜过度多元化。

同时应推动国内金融改革。

同时应推动国内金融市场改革：（1）理顺央地两级财政体系，匹配两者的财权和事权，消除预算软约束。（2）在此基础上，发展政府债券市场，并进一步推动债券市场的利率期限结构更加成熟。（3）推动国有商业银行等金融市场主体的市场化改革，为利率市场化改革奠定市场体制性基础。（4）推动国有企业改革、竞争中性改革，形成合理的风险溢价，完善货币政策传导机制。

双循环的理解有两个视角。

总体上，“市场和资源两头在外的国际大循环动能明显减弱，而我国内需潜力不断释放，国内大循环活力日益强劲”，这两者的此消彼长是一种客观现象，而且“自 2008 年国际金融危机以来，我国经济已经在

<sup>3</sup> 张明，中国国际收支结构的可能反转及潜在影响，《FT 中文网》，2019 年 4 月 23 日。



向以国内大循环为主体转变”<sup>4</sup>。因此可以从两个视角来理解双循环，一方面，双循环是基于现有发展阶段、条件的变化，政策要积极主动去塑造的新发展格局；另一方面，双循环本身也是一种客观发展趋势，政策的积极主动塑造也是对现实环境的一种适应。

**双循环之下，需加快金融改革、完善政策框架。**

在货币金融体系中，双循环新发展格局下国际收支的趋势性转变，将对我国货币政策框架、金融市场运行产生牵一发而动全身的影响，需要我国加快金融市场改革、完善政策框架来积极应对。

**再分配、三次分配更加关注公平正义。**

再分配、三次分配则更侧重于关注社会的公平正义。该《意见》的第6点专门指出，要“坚持和完善民生保障制度，促进社会公平正义”。并强调，“优化收入分配格局，健全可持续的多层次社会保障体系，让改革发展成果更多更公平惠及全体人民”。具体地包括：健全以税收、社会保障、转移支付等为主要手段的再分配调节机制。完善第三次分配机制，发展慈善等社会公益事业。多措并举促进城乡居民增收，缩小收入分配差距，扩大中等收入群体。在完善覆盖全民的社会保障体系方面，《意见》也有详细的专门阐述，覆盖了民生领域的养老、医疗、失业、住房等问题。

---

<sup>4</sup> 习近平，《在经济社会领域专家座谈会上的讲话》，新华网，2020年8月24日。



## 东盟韩国：制造业复苏加速

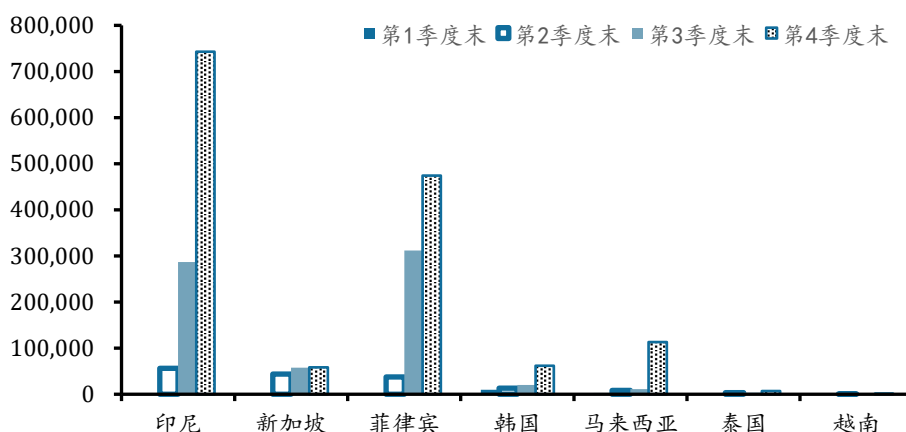
2020年第4季度，东盟六国和韩国经济继续复苏，景气和外贸走势显示复苏加速。疫情方面，第4季度印尼和菲律宾疫情持续，马来西亚和韩国也再度出现新增病例大幅上升，但区内状况总体好于全球。第4季度PMI继续回升。东盟整体制造业PMI回升至49.8，较上季上升1.9；韩国制造业PMI重回荣枯线上，为52.3，较上季上升3.9。单月PMI显示，东盟制造业景气水平持续向好，PMI于11月到达50，是疫情以来的首次，并于12月进一步上升至50.8，韩国在11月和12月均保持在52.9的高位。贸易数据显示外部环境继续好转。金融市场第4季度表现亮眼，货币普遍升值。东盟六国和韩国经济在2020年第4季度继续复苏，2020年全年，本区域除越南外的主要经济体都将出现负增长。2021年经济复苏将持续，且有望从区内前沿经济体扩展至区内各国。

### 一、疫情概览

本区域第4季度印尼和菲律宾疫情仍恶化，马来西亚和韩国新增病例的大幅上升，但总体仍好于全球。

第4季度，从累计确诊的情况来看，印尼和菲律宾疫情最为严重，马来西亚和韩国也再度出现新增病例的大幅度上升，但区内疫情状况总体仍好于全球。东盟六国中印尼和菲律宾的疫情最为严重，在第4季度末，累计确诊人数分别达到743,198和474,064人。其中，印尼单日新增病例未收敛，季末单日新增约为8000人左右，菲律宾单日新增人数显著下降，季末约为1000-1500人左右。单日新增病例未收敛，仍在2000-4000例左右。马来西亚和韩国第4季度再度出现新增病例的大幅度上升，第4季度末累计确诊病例分别为113,010和61,769人，单日新增分别约为2000和1000人。第4季度，泰国、越南和新加坡未出现大规模疫情爆发。总体而言，尽管第4季度本区疫情新增病例加速上升，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。

图表 25 东盟六国与韩国的新冠累计确诊人数



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

## 二、经济继续复苏

### 第 4 季度 PMI 继续回升。

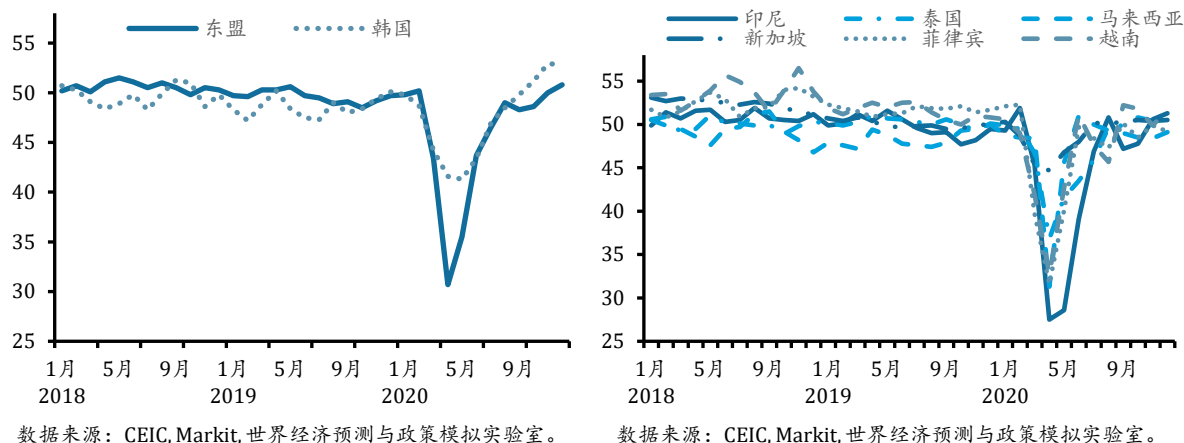
**第 4 季度 PMI 继续回升。**东盟整体制造业 PMI 回升至 49.8，较上季上升 1.9；韩国制造业 PMI 重回荣枯线上，为 52.3，较上季上升 3.9。月度数据情况显示，东盟作为一个整体制造业 PMI 于 11 月到达 50，是疫情以来的首次，并于 12 月进一步上升至 50.8，反映景气水平持续向好。12 月，除马来西亚和菲律宾外，其他主要东盟经济体及韩国均已在荣枯线之上或十分接近荣枯线。印尼、泰国、马来西亚、新加坡和越南的 PMI 指数均呈上升趋势，韩国在 11 月和 12 月均保持在 52.9 的高位。这意味着，尽管入冬之后疫情加剧，但对东盟主要国家和韩国的景气程度影响有限，PMI 反映制造业的复苏正在加速。

### 经济复苏使通货紧缩压力缓和。

**经济复苏使区内通货紧缩压力缓和。**第 4 季度，区内经济体的价格水平多有改善，不过仍有多国 CPI 同比增速为负。印尼、菲律宾和越南的 CPI 月同比增速季均值为正，反映经济复苏带来的通货紧缩压力缓和。泰国、新加坡和马来西亚第 4 季度 CPI 月同比增速季均值仍为负，分别为-0.4%、-0.2%和-1.6%，不过泰国和新加坡的紧缩程度较上季度缩窄，马来西亚的紧缩程度较上季度有所扩大，反映疫情冲击加剧通货紧缩压力。韩国的第 4 季度 CPI 环比增速季均值为正，但不及第 3 季度，

且环比负增长。在制造业持续复苏的背景下，各国的通货膨胀水平有望在 2021 年上升。

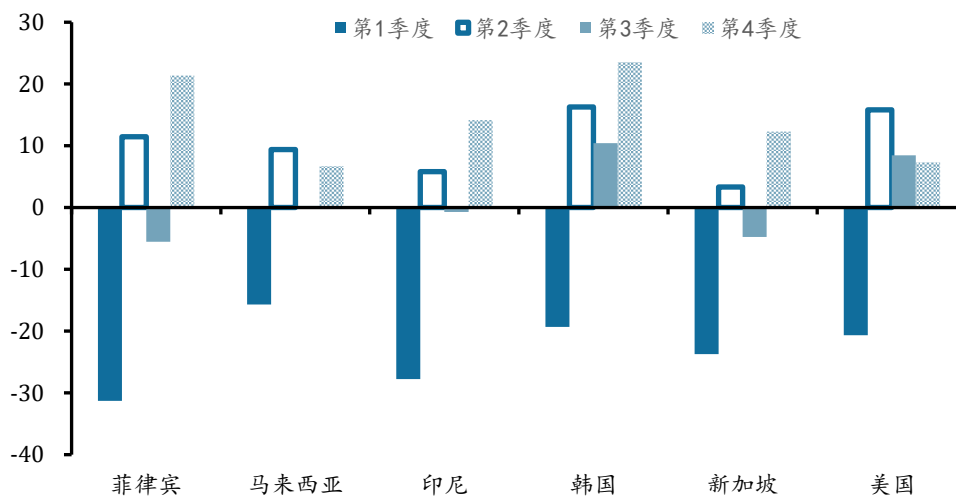
图表 26 东盟六国与韩国的制造业 PMI 月度值



贸易数据支持制造业复苏进入正轨，2021 年有望进一步加速。

贸易数据支持制造业复苏进入正轨，2021 年有望进一步加速。本区的重点出口国中，越南第 4 季度出口月同比增速季均值重现去年底 3 季度以来的首次双位数增长，为 15.5%，较上季度高 5.6 个百分点。韩国第 4 季度出口重回正增长，为 4.3%，较上季度高 7.7 个百分点。作为本区前沿经济体，韩国出口表现亮眼。韩国 2020 年 12 月出口同比增速为 12.6%，是 26 个月以来（2018 年 10 月增 22.5%）的最大增速。从出口结构来看，半导体产业的复苏和全球需求的好转均带动了韩国出口的上升。主要有两个理由。其一，从主要出口品结构来看，半导体强劲回升（29.99%），其他商品出口同样也较好，包括船舶（106%）、家用电器（23.38%）、生物制药（104%）。产业链好转的特征比较明显。手机和汽车同比均为负增长（-8.55%和-4.4%），但手机配件和汽车部件扩增（86.4%和 15.6%）；其二，从主要出口目的国来看，对中国出口较上年同比增 3.3%，对美国和欧盟同比增速分别为 11.6%和 26.4%。比较 2019 年的增速，韩国 2020 年全年出口增速为-5.4%，好于 2019 年的-10.4%。

图表 27 区内国家主要股票指数季末环比变动



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

### 三、金融市场上行

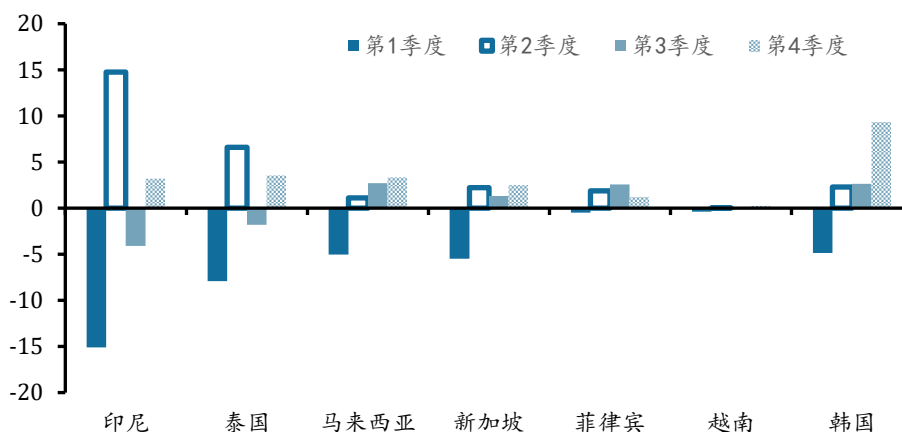
**金融市场第4季度表现亮眼，股票市场显著上行。**

金融市场第4季度表现亮眼，股票市场显著上行。五个区域代表性股指在第4季度均出现上涨，除马来西亚吉隆坡指数之外，其他指数季度环比涨幅均为2020年最高。其中，菲律宾马尼拉综合指数和韩国综合指数第4季度末相较于第3季度末的水平上涨超过20%，印尼雅加达综合指数和新加坡海峡指数也出现双位数上涨。股指上行虽然上述国家股指上行的原因较多，但能表明金融市场参与者对于本区经济体复苏乐观情绪上升。不过从全年情况来看，仅有韩国股市较年初呈现上涨态势，其余国家的股市并未恢复到疫情前水平。这意味着疫情以及年初的金融市场动荡对区内的资产价格产生了较为严重的冲击。

**第4季度，东盟六国和韩国汇率总体稳中有升，韩元升值较多。**

第4季度，东盟六国和韩国汇率总体稳中有升，韩元升值较多。第4季度，韩元对美元较第3季度末升值幅度达到9.3%，反映韩国经济复苏、出口回暖和资本流入。受美元周期性走弱和资本流入影响，东盟六国货币也有不同程度的升值，其中印尼和泰国扭转了第3季度贬值局面，出现了3.2%和3.5%的升值；马来西亚、新加坡和菲律宾货币对美元也有小幅升值。从全年的情况看，韩元总体强势，大部分国家汇率与年初持平。

图表 28 区内国家货币对美元汇率（间接标价法）季末环比变动



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

#### 四、政策维持宽松

货币政策方面，央行延续宽松举措，宽松政策旨在恢复经济。

货币政策方面，央行延续宽松举措，宽松政策旨在恢复经济。印尼央行于 11 月 19 日将基准利率 7 天逆回购利率下降 25 个基点至 3.75%。印尼 2020 年全年降息五次，累计降息 125 基点。泰国央行第 4 季度维持隔夜基准利率不变，2020 年内累计降息三次，基准利率水平为 0.5%，为历史低点。马来西亚央行第 4 季度维持隔夜官方利率不变，2020 年内累计降息四次。菲律宾央行 11 月 19 日意外降息，将基准利率隔夜逆回购工具利率下调 25 个基点至 2%，本年共计降息五次。新加坡金管局保持汇率政策不变。越南第 4 季度降息一次，2020 年累计降息三次，目的是加速经济复苏，再融资利率和贴现率分别为 4% 和 2.5%。韩国第 4 季度没有降息，基准利率维持在 0.5% 的历史低值。

财政政策方面，各国继续支持经济复苏，财政整固将是接下来一段时间的主题。

财政政策方面，各国继续支持经济复苏，财政整固将是接下来一段时间的主题。2020 年，本区经济体多退出应对疫情的财政纾困和刺激计划，政府开支的上升和收入的放缓使得政府赤字大增。印尼共计推出四个财政刺激计划，财政赤字占 GDP 的水平预计将超过 7%；泰国通过多轮刺激方案，预计财政赤字占 GDP 规模超过 5%；马来西亚推出两轮应对疫情的刺激方案，预计预算赤字达 GDP 的近 7%；菲律宾推

出两轮支持计划，预计赤字规模占 GDP 的比重为 7.7%；新加坡推出五轮疫情支持计划，预计占 GDP 的比重超过 13%；越南出台的疫情应对计划使得财政赤字占 GDP 的比重约为 7%；韩国共计公布四轮补充预算，预计赤字占 GDP 的比重约为-5.7%。展望 2021 年，各国仍将为疫情后的经济重建于复苏补充财政支持，但是规模将小于 2020 年，政府将通过发行新债、国际合作融资、调整开支结构等方式继续保持积极的财政基调，同时，财政整固也将重回各国的议事日程。

## 五、经济展望

区内经济体增长出现边际改善。

区内经济体增长出现边际改善。从最新 2020 年第 3 季度 GDP 同比增速来看，除越南外，其他区内经济体仍为负增长，印尼、泰国、马来西亚、新加坡、菲律宾和韩国的同比增速分别为-3.5%、-6.4%、-2.7%、-5.8%、-11.5%和-1.3%，但与上季度相比出现显著好转，分别上升了 1.8、5.7、14.5、7.5 和 1.5 个百分点，越南增长 2.1%，较上季度上升 0.3 个百分点。展望 2020 年全年，新加坡和越南已公布第 4 季度增长初值，分别为-3.8%和 2.9%，这两个经济体 2020 年的增速预计分别为-5.8%和 2.7%。其余经济体 2020 年将全部负增长。

展望 2021 年，东盟及韩国地区上行动能增强，预计将持续复苏。

展望 2021 年，东盟及韩国地区上行动能增强，预计将持续复苏。从当前东盟和韩国地区疫情整体可控，景气指标回升，区内经济体出现普遍复苏，区内前沿经济体的改善尤为明显，预计 2021 年，经济将走向进一步复苏的轨道。不过，疫情仍是最大的不确定性，将持续影响 2021 年东盟经济复苏。



图表 29 东盟六国与韩国宏观经济数据概览

宏观经济核心指标	2020				
	Q1	Q2	Q3	Q4 <sup>1</sup>	全年 <sup>2</sup>
<b>印度尼西亚</b>					
实际 GDP 同比增速 (%)	3.0	-5.3	-3.5		-2.1
制造业 PMI	48.8	34.0	48.3	49.9	
消费者信心指数	117.7	82.1	85.5	85.5	
失业率 (%，半年)	5.0		7.1		
出口总额 <sup>3</sup> 同比增速 (%)	3.2	-11.6	-6.9	2.8	
进口总额 <sup>3</sup> 同比增速 (%)	-3.7	-22.4	-25.2	-22.3	
CPI 同比增速 (%)	2.9	2.3	1.4	1.6	
CPI 环比增速 (%)	0.2	0.1	-0.1	0.3	
美元兑印尼卢比同比增速 (%)	0.7	5.2	4.2	2.2	
美元兑印尼卢比环比增速 (%)	1.2	5.4	-1.9	-2.3	
<b>泰国</b>					
实际 GDP 同比增速 (%)	-2.0	-12.2	-6.4		-6.1
制造业 PMI	41.6	40.6	48.5	50.7	
消费者信心指数	-6.2	38.0	43.0	45.5	
工业生产指数同比增速 (%)	1.1	-19.9	-8.0	0.0	
失业率	1.1	0.0	1.9	2.0	
出口总额 <sup>3</sup> 同比增速 (%)	-2.6	-14.5	-7.7	-5.2	
进口总额 <sup>3</sup> 同比增速 (%)	0.4	-23.5	-18.4	-7.7	
CPI 同比增速 (%)	-0.8	-2.7	-0.7	-0.4	
CPI 环比增速 (%)	-1.1	-0.5	0.8	0.2	
美元兑泰铢同比增速 (%)	3.3	1.1	2.0	1.1	
美元兑泰铢环比增速 (%)	0.0	2.1	-1.9	-2.3	
<b>马来西亚</b>					
实际 GDP 同比增速 (%)	0.7	-17.1	-2.7		-5.3
制造业 PMI	48.6	42.6	49.4	48.7	
工业生产指数同比增速 (%)	0.6	-18.0	0.8	-0.5	
失业率 (%)	3.5	5.1	4.7	4.7	
出口总额 <sup>3</sup> 同比增速 (%)	0.3	-14.3	4.6	2.3	
进口总额 <sup>3</sup> 同比增速 (%)	2.0	-14.7	-6.2	-7.5	
CPI 同比增速 (%)	0.9	-2.6	-1.4	-1.6	
CPI 环比增速 (%)	-0.4	-0.5	0.3	-0.1	
美元兑林吉特同比增速 (%)	2.2	4.2	0.9	-1.4	
美元兑林吉特环比增速 (%)	0.4	3.4	-2.8	-2.3	
<b>新加坡</b>					
实际 GDP 同比增速 (%)	-0.3	-13.3	-5.8	-3.8	-5.8
制造业 PMI	48.1	46.5	50.2	50.5	
制造业生产指数同比增速 (%)	8.2	-0.7	11.5	8.5	
季调失业率 (%)	2.4	2.8	3.6		
出口总额 <sup>3</sup> 同比增速 (%)	1.5	-7.4	0.3	-5.1	

宏观经济核心指标	2020				
	Q1	Q2	Q3	Q4 <sup>1</sup>	全年 <sup>2</sup>
<b>新加坡</b>					
进口总额 <sup>3</sup> 同比增速 (%)	6.9	-7.1	-1.1	-4.9	
CPI 同比增速 (%)	0.4	-0.7	-0.3	-0.2	
CPI 环比增速 (%)	-0.1	-0.1	0.2	0.0	
美元兑新加坡元同比增速 (%)	2.3	3.6	0.0	-1.2	
美元兑新加坡元环比增速 (%)	1.6	1.9	-2.7	-2.0	
<b>菲律宾</b>					
实际 GDP 同比增速 (%)	-0.7	-16.9	-11.5		-9.0
制造业 PMI	48.0	40.5	48.6	49.2	
工业生产指数同比增速 (%)	-4.1	-29.2	-14.0	-13.0	
消费者信心指数, 下季	33.3		26.4	26.4	
失业率 (%)	17.6	10.0	8.7		
出口总额 <sup>3</sup> 同比增速 (%)	-4.2	-29.8	-6.3	0.9	
进口总额 <sup>3</sup> 同比增速 (%)	-13.5	-43.0	-20.1	-18.9	
CPI 同比增速 (%)	2.7	2.3	2.5	3.1	
CPI 环比增速 (%)	0.2	0.2	0.1	0.7	
美元兑菲律宾比索同比增 (%)	-2.9	-3.1	-5.4	-5.4	
美元兑菲律宾比索环比增 (%)	-0.4	-0.7	-3.0	-1.4	
<b>越南</b>					
实际 GDP 同比增速 (%)	3.8	1.8	2.1	2.9	2.7
制造业 PMI	47.2	42.2	48.5	51.1	
工业生产指数同比增速 (%)	6.4	-0.9	2.0	6.5	
出口总额 <sup>3</sup> 同比增速 (%)	3.9	-5.9	9.8	15.5	
进口总额 <sup>3</sup> 同比增速 (%)	-0.6	-6.4	1.9	13.3	
CPI 同比增速 (%)	5.6	2.8	3.2	1.4	
CPI 环比增速 (%)	0.1	-0.3	0.2	0.1	
美元兑越南盾同比增速 (%)	1.3	0.9	0.5	0.1	
美元兑越南盾环比增速 (%)	0.2	0.2	-0.1	-0.2	
<b>韩国</b>					
实际 GDP 同比增速 (%)	1.4	-2.8	-1.3		-0.8
制造业 PMI	47.6	42.1	48.4	52.3	
消费者信心指数	93.2	76.7	83.9	93.1	
失业率 (%)	3.7	4.2	3.8	4.2	
出口总额 <sup>3</sup> 同比增速 (%)	-1.6	-20.1	-3.4	4.3	
进口总额 <sup>3</sup> 同比增速 (%)	-1.7	-15.7	-8.5	-1.9	
CPI 同比增速 (%)	1.2	-0.1	0.6	0.4	
CPI 环比增速 (%)	0.1	-0.2	0.4	-0.2	
美元兑韩元同比增速 (%)	6.1	4.6	-0.5	-5.0	
美元兑韩元环比增速 (%)	1.6	2.1	-2.6	-6.0	

数据说明: <sup>1</sup> 汇率为季度日均值变动, 其余为基于已公布月度数据的平均值。<sup>2</sup> 预测数。<sup>3</sup> 美元计价。

## 全球金融市场：风险资产价格普涨，美元继续贬值

4 季度，全球金融市场流动性宽松，美元持续贬值、风险资产价格上扬。汇率方面，美元、澳元贬值，多数经济体货币升值，韩元升值幅度较大，但俄罗斯、阿根廷、土耳其货币大贬。风险资产方面，主要经济体股市均大幅回升。利率方面，发达经济体货币宽松预期稳定、货币市场利率稳定，新兴经济体货币市场利率波动相对较大，经济复苏和通胀预期推动美国十年期国债收益率持续上升，其他经济体国债收益率出现分化。展望 2021 年 1 季度，主要发达经济体货币宽松持续、财政刺激落地以及疫苗投放均将加快经济复苏进程，金融市场风险偏好继续回升，美股或继续上升，美元将继续贬值。人民币将继续升值，但如果经常项目盈余下降、或美国经济强劲复苏，资本双向流动可能加剧。加上中国货币政策转向动机不强的影响，人民币升值幅度可能不及市场预期。

### 一、全球金融市场总体情况

美元持续贬值，风险资产价格上扬。

2020 年 4 季度，美元持续贬值，股市上涨。新冠肺炎疫苗推出、拜登成功当选、主要发达经济体延续或加码货币宽松，全球金融市场不确定性下降，经济复苏预期上升。风险资产方面，主要经济体股市整体上涨，美股、日经的上涨幅度较大。利率方面，各经济体货币市场利率相对稳定，美国、中国十年期国债收益率上升，十年期国债收益率出现分化。汇率方面，美元持续贬值，大部分经济体货币升值。

流动性充裕，不确定性下降。

全球金融市场流动性充裕，总统选举后市场不确定性下降。美联储保持零利率、延续每月 1200 亿美元的资产购买规模，美联储主席鲍威尔释放出不排除加大资产购买力度的信号，TED 利差保持低位，市场流动性风险不高。在美国总统大选前，受拜登当选预期和疫情二次暴发影响，美股频繁调整，VIX 指数一度持续冲高，市场波动率上升。美国大选落定之后，新冠肺炎疫苗出现积极信息，11 月初 VIX 指数回落至 22%-24% 左右。12 月底，VIX 依然在 20% 以上，这一水平为 2020 年内较低水平，但仍处在历史相对高位。

图表 30 全球金融市场主要指标变动

外汇市场				股票市场			
	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	92.15	94.07	-2.04%	标普 500	3554.80	3316.41	7.19%
	1.19	1.17	2.04%	德国 DAX	12998.82	12839.00	1.24%
	104.45	106.13	1.59%	日经 225	25152.59	22875.54	9.95%
人民币	6.63	6.92	4.18%	上证综指	3337.94	3312.11	0.78%
卢布	5.40	5.39	-0.25%	巴西 IBOVESPA	106144.61	100561.95	5.55%

货币市场 (7 天同业拆借利率)				货币市场 (7 天同业拆借利率)			
	本季度	上季度	变化基点	名称	本季度	上季度	变化基点
	0.10	0.11	-0.89	美国	0.86	0.65	21.17
	-0.57	-0.55	-1.94	欧元区	-0.55	-0.45	-10.53
	-0.11	-0.10	-0.94	日本	0.03	0.03	-0.47
	2.18	1.83	35.08	中国	3.23	3.02	21.61
	3.19	3.41	-21.50	巴西	7.45	6.76	68.77

：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、雷亚尔为直标价。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。

图表 31 全球金融市场风险状况图



注：数据来自 Wind 数据库。阴影部分为 2020 年第四季度。

## 二、全球金融分市场运行态势

美元贬值，多数经济体  
货币升值。

美元、澳元贬值，日元、欧元、英镑升值。美元持续贬值。12 月底，美元指数跌破 90，4 季度美元平均贬值幅度达 2.04%。日元、欧元、英镑均升值，日元、英镑升值幅度相对较大。因澳联储 11 月将基准利率降至 0.1% 的历史新低、并加大资产购买力度，4 季度澳

元贬值 2.31%，并未因美元贬值出现升值。但市场普遍预计，因亚太经济恢复、美元进入贬值周期，澳元在暂时回调后将继续升值，有望升至 0.8。

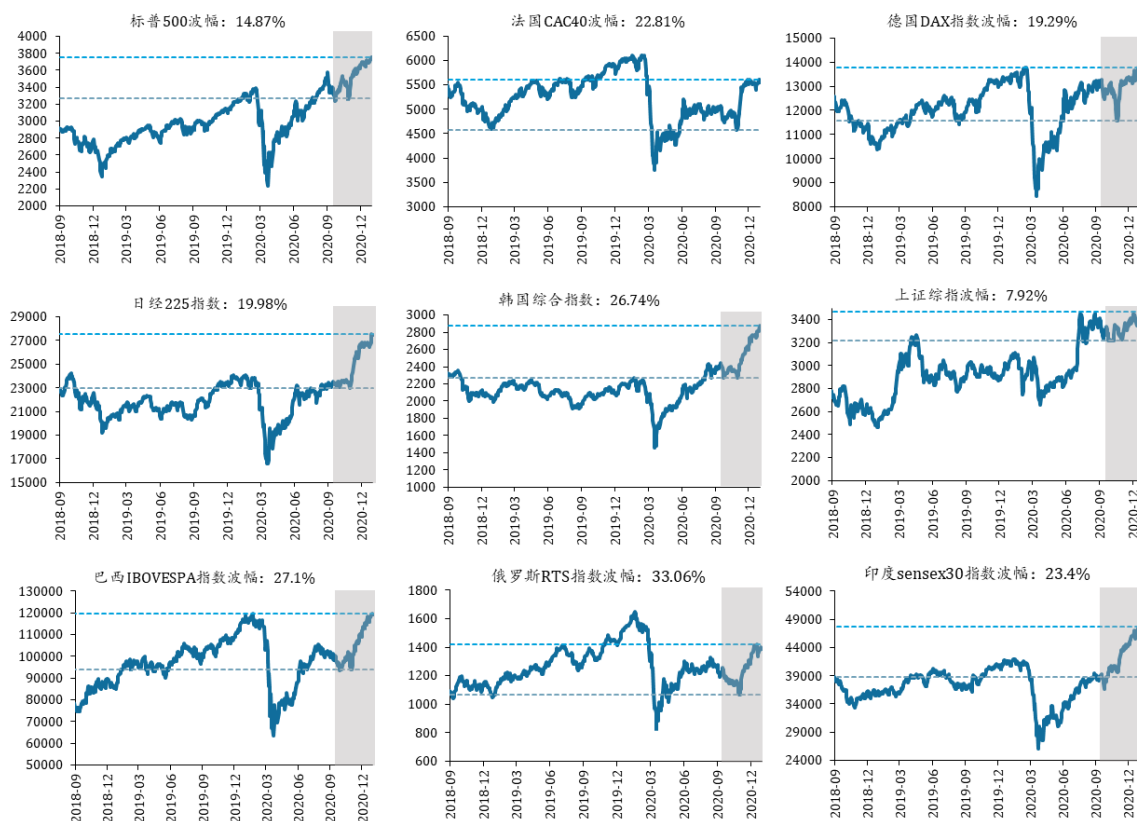
**亚洲地区货币大幅升值，但卢布、阿根廷、土耳其货币大贬。**  
本季度，大部分新兴经济体（主要集中在亚洲地区）货币升值幅度较大，超过了美元指数的升值幅度。4 季度人民币兑美元平均中间价为 6.63，较 2 季度升值 4.18%。升值幅度超过人民币的货币有：韩元（8.24%）、南非兰特（7.54%）、马来西亚林吉特（4.93%）、新加坡元（4.45%）、菲律宾比索（4.36%）、泰铢（4.25%）。五个新兴经济体货币贬值，其中阿根廷比索（-18.39%）、土耳其里拉（-14.59%）、卢布（-3.64%）贬值幅度较大。

图表 32 主要发达和新兴经济体汇率走势一览

		2020 年 4 季度	2020 年 3 季度	升值幅度
主要发达经济体	美元指数	92.15	94.07	-2.04%
	日元	1.19	1.17	2.04%
	欧元	104.45	106.13	1.59%
	英镑	1.32	1.29	2.28%
	澳元	0.73	0.71	-2.31%
金砖国家	巴西雷亚尔	5.40	5.37	-0.46%
	卢布	76.24	73.56	-3.64%
	南非兰特	15.64	16.91	7.54%
	印度卢比	73.75	74.38	0.85%
	人民币	6.63	6.92	4.18%
东南亚	菲律宾比索	48.26	50.46	4.36%
	越南盾	23173.59	23244.39	0.30%
	马来西亚林吉特	4.11	4.32	4.93%
	泰铢	30.60	31.96	4.25%
	印尼卢比	14385.38	15004.47	4.13%
东亚	韩元	1119.65	1220.21	8.24%
	新加坡元	1.35	1.41	4.45%
	新台币	28.79	29.93	3.80%
	港币	7.75	7.75	-0.03%
其他	阿根廷比索	80.09	67.65	-18.39%
	土耳其里拉	7.87	6.87	-14.59%

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，其中，欧元汇率、英镑汇率为间接标价法，其余均为直接标价法。

图表 33 全球主要发达与新兴经济体股市走势一览

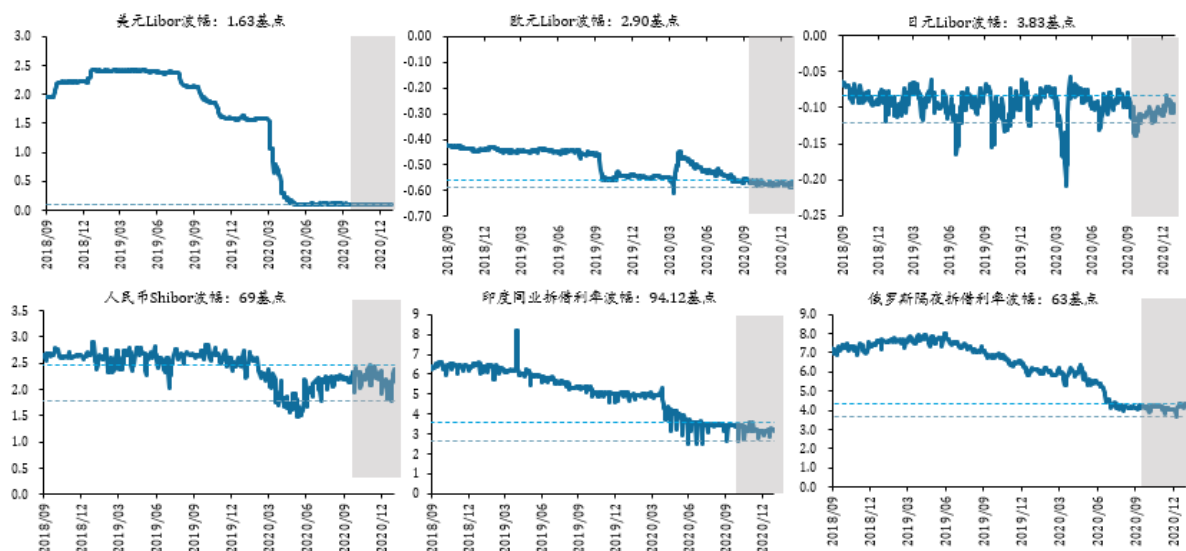


注：原始数据来自 Wind 数据库。季度波幅定义为季内最高值相对最低值的偏离百分比。各图中位置较高的红色虚线代表季内最高值，较低绿色虚线代表季内最低水平。阴影部分代表 2020 年第 4 季度。

**发达经济体货币宽松预期稳定。**

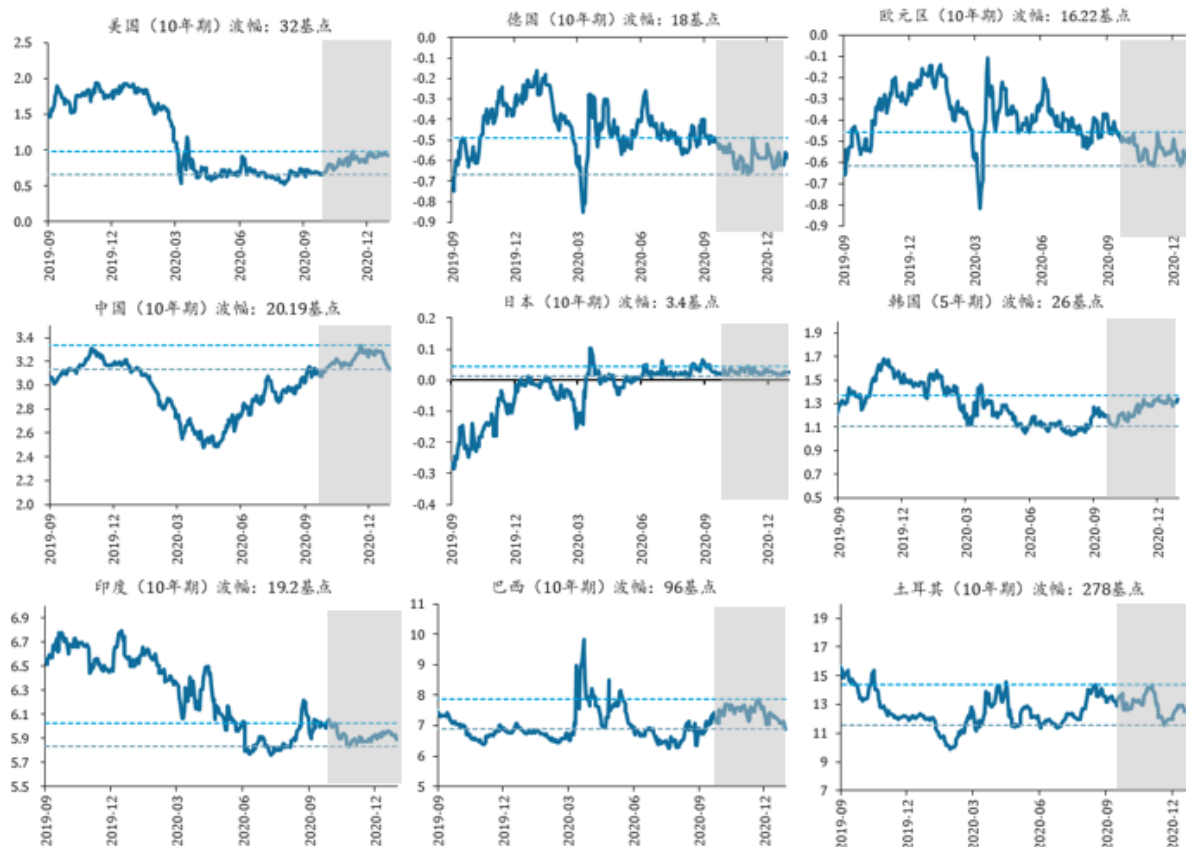
**发达经济体货币市场稳定，新兴经济体货币市场波动相对较大。**  
4 季度，主要发达经济体货币政策持续宽松。12 月底，各主要发达经济体央行均决定延续或加码当前的货币宽松。美联储至少维持当前每月 1200 亿美元的资产购买计划。欧央行维持每月 200 亿欧元的资产购买计划（APP），延期定向长期再融资计划（TLTRO III）和抗疫紧急长期再融资计划（PELTRO），将抗疫紧急购债计划（PEPP）规模提升至 1.85 万亿欧元。日本央行每年至少购买 80 万亿日元的国债、6.1 万亿日元的 ETF 和 J-REITs，企业融资援助或达 5 万亿日元。在稳定的流动性供给和宽松预期下，发达经济体货币市场利率稳定、季内波动极小。各新兴经济体央行在 4 季度未再进行货币政策调整，但新兴经济体货币市场波动相对较大。

图表 34 全球主要发达与新兴经济体货币市场走势一览



注: 同上。

图表 35 全球主要发达与新兴经济体长期国债市场走势一览



注: 同上。

美债收益率持续上升，其他主要经济体国债收益率出现分化、季内波动较大。

美债收益率持续上升，其他主要经济体国债收益率出现分化、季内波动较大。因经济恢复、通胀预期回升，十年期美国国债收益率持续上升，其他主要经济体长期国债收益率均呈现不同程度的波动。受疫情明显反弹和英国脱欧影响，欧洲各国十年期国债收益率波动较大，4 季度欧元区十年期公债平均收益率较 3 季度下行。东亚经济体中，因日本央行的收益率曲线控制，日本国债（10Y）收益率维持在零利率上方；韩国经济复苏势头强劲，韩国国债（10Y）收益率持续上行；人民银行年底流动性宽松，中国国债（10Y）收益率在年底出现回落。新兴经济体国债收益率出现分化。印度国债收益率整体较 3 季度上升，而 12 月底巴西国债收益率较 9 月底下行 12bp，土耳其国债收益率与 9 月底基本持平、但区间震荡幅度较大。

流动性充裕、经济复苏，风险偏好提升。

### 三、全球金融形势展望

新冠疫情继续扩散，美国累计确诊人数超过 2020 万人，欧洲疫情大幅反弹，但经济数据维持稳健，美国初请失业金人数连续两周回落。特朗普签署了 9000 亿美元的财政支出法案，市场预期未来对居民的现金发放将上升至 2000 美元，且随着拜登上台仍将出台更大规模的财政刺激政策，美联储至少维持当前的货币宽松规模、资产购买减少最早要等到 2021 年底，叠加疫苗投放将加快经济复苏进程，风险偏好继续回升，美股或继续上升，美元将继续贬值。在 2008 年金融危机后，美联储量化宽松过程中，美元指数最低贬至 73。考虑到此次美国经济复苏势头可能比较强劲，2021 年美元贬值程度或不及上一轮量宽期间。

人民币汇率升值幅度有限。

5 月底以来，人民币兑美元汇率升值约 10%。2021 年，因美元或将继续贬值、中国经济复苏，主要国际投行普遍预计人民币汇率将升至 6、甚至升破 6，但本文认为人民币升值幅度有限。原因如下：（1）2015 年汇改以来，随着人民币汇率弹性上升，人民币汇率年内波动加大、年度平均值基本在 6.4 以上。（2）未来我国经常项目状况不支持人民币持续单边升值。在 2009-2013 年美联储量化宽松期间，



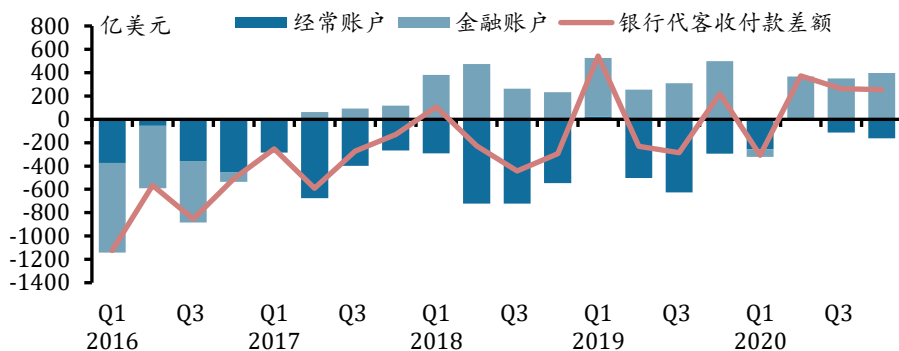
我国经常项目常年大幅盈余，人民币也仅升至 6.1；2020 年，我国凭借疫情期间供应链稳定的优势再次实现经常项目大幅盈余，但随着疫苗的推广和全球经济恢复，我国贸易盈余或较 2020 年下降，部分还会被服务项目和资本收入项抵消，经常项目盈余程度不及 2014 年之前。（3）资本双向流动加剧，将缓解人民币升值压力。海外央行货币持续宽松，流动性泛滥，资本流入可能压低国内利率；美国经济可能出现超预期反弹，美国通胀和名义利率的抬升，资本也可能回流美国；同时，我国金融监管部门也会积极引导资金走出去，以上因素均可能会引导资本双向流动，缓解人民币单边升值压力。（4）2021 年人民银行货币政策实质收紧的可能性较低，抗疫政策的部分退出并不代表货币政策转向。2021 年，部分支持企业流动性的抗疫政策将逐步退出，但特殊政策的退出并不代表货币政策转向。2021 年 11 月，我国 CPI 同比降至-0.5%、核心 CPI 同比降至 0.5%，人民币升值预期强劲，从维持人民币价值稳定的角度，人民银行货币政策并没有实质收紧的必要。从金融风险角度，尽管非金融企业杠杆率在 2020 年大幅上升，但当前部分企业的偿债风险已经暴露、违约事件上升，目前也不是人民银行为稳定杠杆率收紧货币政策的好时机。

#### 四、跨境收入增幅大于支出，资金流入翻倍增长

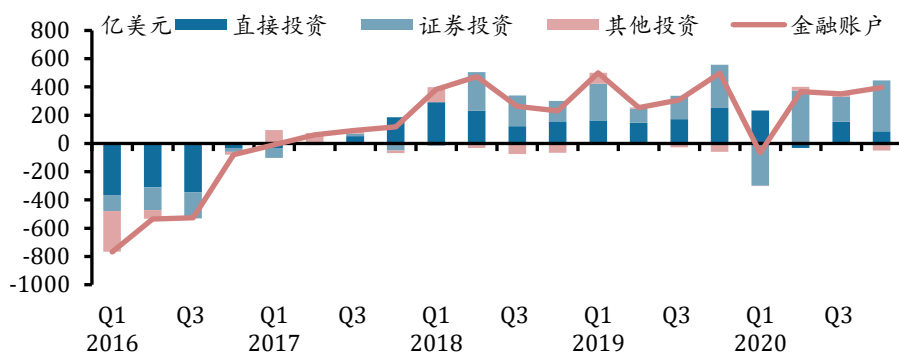
**4 季度外汇收支同步上涨，收入增长速度大于支出，跨境资金净流入翻倍增长。**

2020 年 4 季度银行代客涉外收付款项下的外汇收支同步大幅上涨，收入上升幅度大于支出，跨境资金保持净流入规模翻倍增长。2020 年 10 月、11 月，银行代客涉外收入与支出总额为 1.54 万亿美元，同比上升 28.4%，相对于 3 季度前两月上升 3.7%。其中，银行代客涉外收入为 7819 亿美元，同比上升 29.4%，相对于 3 季度前两月上升 4.6%。银行代客涉外支出为 7564 亿美元，同比上升 27.4%，环比上升 2.9%。银行代客涉外收支维持顺差，顺差额度为 255 亿美元，同比上升 143.4%，环比上升 93.6%。

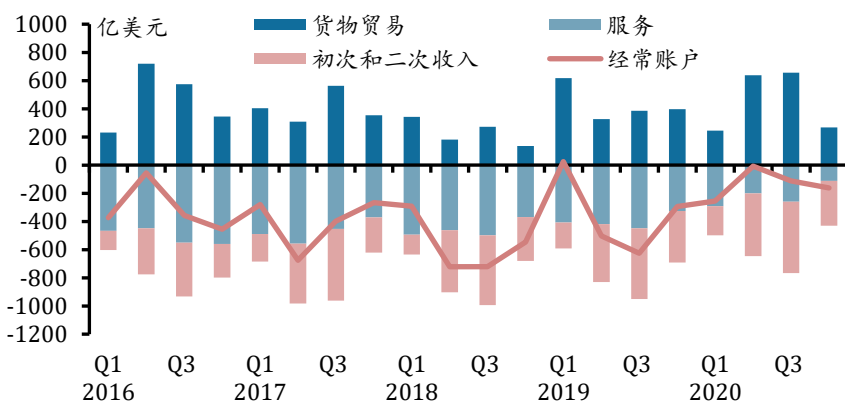
图表 36 银行代客收付款分项结构



数据来源: wind。



数据来源: wind。



数据来源: wind。

货物贸易顺差和服务贸易、收入项逆差规模均呈下降趋势，货物贸易顺差的下降幅度对大，

从境内银行代客涉外收付款的分项看，2020年10月、11月经常项目收支延续了上季度的逆差趋势，逆差幅度扩大78.6亿美元，至161.9亿美元。从细项看，10月、11月，货物贸易顺差和服务贸易、收入项逆差规模均呈下降趋势，货物贸易顺差的下降幅度最大，

是经常项目收付款逆差扩大的主要原因。

银行代客涉外收付款的资本和金融项目顺差规模激增，主要来自证券投资顺差规模的快速增长。

银行结售汇由逆差转为顺差。

市场主体结汇意愿与上季度基本持平。

人民币计价的银行代客收付款逆差规模较上季度增加 1.1 倍。人民币跨

是经常项目收付款逆差扩大的主要原因。2020 年 4 季度前两个月，货物贸易顺差相比于 3 季度同期下降 188.8 亿美元，至 268 亿美元；服务贸易逆差相比 3 季度同期收窄 59.3 亿美元，至 112.6 亿美元；收入项逆差较 3 季度同期收窄 50.9 亿美元，至 317.3 亿美元。

银行代客涉外收付款的资本和金融项目顺差规模激增，4 季度前两个月的顺差规模为 396.2 亿美元，相当于 3 季度同期顺差规模的 2 倍。从细项看，直接投资、证券投资的顺差规模相比 3 季度同期的扩大。其中证券投资的顺差规模上升幅度最大，相比 3 季度同期扩大 1.8 倍，是顺差的主要贡献因素；其他投资项的收入支出由上季度的顺差转为逆差。10 月、11 月，直接投资和证券投资项下的顺差规模为 85.5 和 361 亿美元，其他投资项下的逆差规模为 50.3 亿美元。

2020 年 10 月、11 月，银行结汇金额相比 3 季度同期上升，售汇金额较之下降，银行结售汇差额由逆差转为顺差。10 月、11 月银行结售汇顺差为 159.7 亿美元，其中，银行结汇总额为 3292.8 亿美元，售汇总额为 3133.2 亿美元。从交易主体来看，结售汇顺差全部由银行代客结售汇顺差贡献，4 季度前两个月银行代客结售汇顺差金额为 186.3 亿美元，相比 3 季度同期顺差上升 74.1%。银行自身结售汇维持逆差，但逆差规模相比 3 季度同期收窄 44.9 亿美元，至 26.6 亿美元。

在结售汇意愿方面，10 月、11 月平均结汇率微高于售汇率。平均结汇率（银行代客结汇占银行代客涉外总收入比率）为 39.8%，较去年同期下降 4.2 个百分点，和上季度基本持平。售汇率（银行代客售汇占银行代客涉外总支出比率）为 38.7%，与去年同期下降 7.5 个百分点，较上季度下降 1.3 个百分点。

境内银行代客收付款的人民币跨境流出持续大于流入，10 月、11 月净流出人民币 280.1 亿美元，相比上季度同期增加了 1.1 倍。人民币业务在银行代客涉外收入总额中占比为 35.7%，较去年同期增加了 8.1 个百分点，较上季度同期下降 2 个百分点；在涉外支出

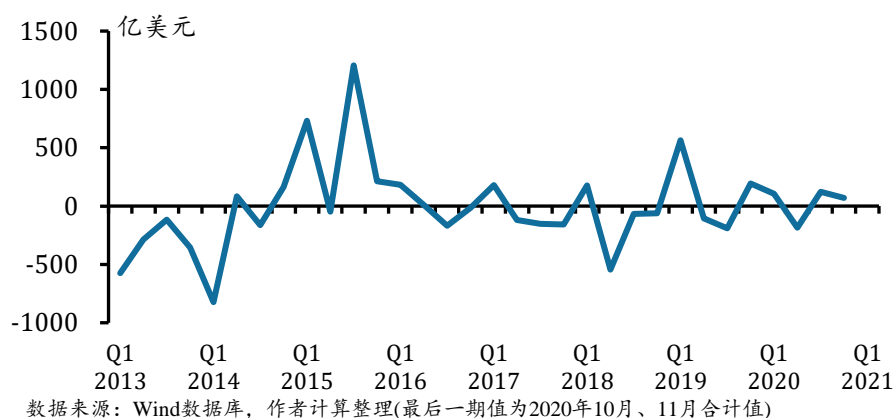
境收付业务总量与上季度基本持平。

总额中占比为 40.6%，较去年同期增加 10.7 个百分点，较上季度同期上升 0.5 个百分点。人民币计价的涉外收付款总额占银行代客收付款总额的比例与上季度基本持平。人民币项下的资本流出也反映了人民币升值下外国进口对人民币结算的偏好。

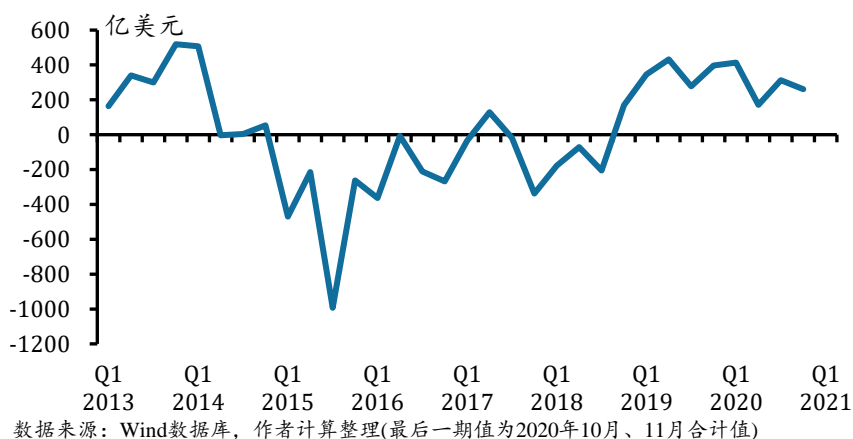
从收付款与结售汇数据看，市场对人民币汇率表现出升值预期。

一般来说，银行收付款与结售汇顺差差额、远期结售汇签约差及远期结售汇展期差额这三个指标下降往往代表市场的贬值预期强，资本外流压力增大。从 2020 年 10 月、11 月数据看，三个指标均为正且呈上升趋势，反映了市场对人民币的升值预期。

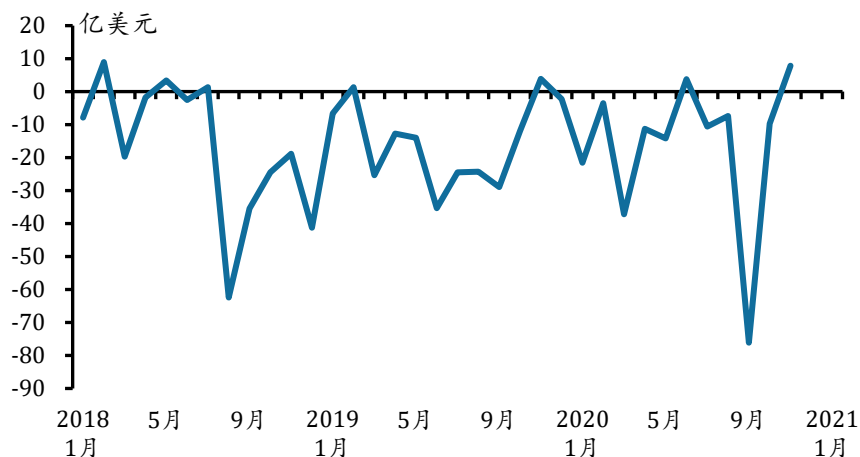
图表 37 银行代客收付款与结售汇顺差差额



图表 38 银行代客远期结售汇签约差额



图表 39 银行代客远期结售汇展期



数据来源: Wind数据库, 作者计算整理(最后一期值为2020年10月、11月合计值)

图表 40 外币公司债季度发债额度与频率



数据来源: Dealogic数据库, 作者计算整理。

## 五、2020年4季度中资企业海外债发行规模回落

4 季度中资企业海外发债规模相比 3 季度下降 20.7%，相比去年同期增长 5.4%。

2020 年 4 季度中资企业海外发债总额为 503 亿美元，同比增长 5.4%，环比下降 20.7%。除去 4 季度到期债务规模 394.4 亿美元，净新增发债规模 108.6 亿美元。在境内外融资成本息差收窄、房地产、地方政府融资平台监管政策和境内信用债违约事件的综合影响下，中资企业海外发债规模环比回落。从行业上看，银行业和地方政府融资平台 4 季度海外发债规模相比 3 季度下降明显，房地产行业发

债规模同比、环比涨幅均呈收窄趋势。计价货币上，4 季度境外发债依然以美元计价债券为主，占总发债额的 94.9%。

### 金融、房地产和地方政府融资平台为 4 季度发债主力。

金融、房地产和地方政府融资平台为 4 季度发债主力。金融业公司 4 季度境外发行公司债 188.4 亿美元，相比于上季度下降 24.8%。金融业发行主体以亚洲基础设施投资银行、国家开发银行、中国银行、中国农业银行的高评级投资级公司债为主。成本方面，4 季度平均发债成本为 2.5%，相比上季度上升了 0.6 个百分点。

房地产公司 4 季度发行债券 129.5 亿美元，发债量相比 3 季度增长 12.8%。发债类型上，4 季度房地产公司发行高收益公司债 85.9 亿美元，占行业全部发行量的 66.3%；发行投资级公司债 20.5 亿美元，占行业全部发行量的 15.8%。成本方面，房地产海外发行的高收益和投资级债券的信用利差扩大，高收益债平均发债成本为 8.5%，较 3 季度上行 0.5 个百分点，投资级公司债平均发行成本为 3.5%，较 3 季度下行 0.8 个百分点。

地方政府融资平台 4 季度境外发行公司债 55.7 美元，发债总额相比于 3 季度下降 34.9%。一方面，受 2019 年 6 月发改委 666 号文影响，城投发行仅能用于偿还一年内到期的中长期境外债务，此后城投海外融资渠道持续收紧。另一方面，境内多省在 4 季度变更再融资债权资金用途为“偿还政府存量债务”，“存量债务”可能包含了之前由城投公司发行的政府隐形债务。这些债务置换为更低成本的政府债务后，城投企业借新还旧的压力降低。4 季度城投企业发债用于债务偿还的比例明显降低，融资成本也显著下降至 3.2%。

回顾 2020 年，中资还外债市场发行量接近 2019 年的历史高位，但净融资量有所下降。疫情冲击、境内外融资条件的相对变化、监管升级和境内信用违约事件是净融资量同比下降的主要因素。2020 年上半年新冠疫情导致的美元流动性危机也让我们看到，在极端情况下，美元流动性是中资海外债券市场风险的极大掣肘。下半年境内违约事件的溢出效应也再次确认了中资美元债市场发行人、投资者与境内的重合关系。作为联系境内外债券市场的桥梁，关注美元

债市场的波动和风险，对于防范境外金融风险向境内溢出，维持境内金融稳定具有重要的政策含义。

展望 2021 年，预计中资海外发债仍将维持在较高水平。首先，境外融资成本相对境内仍有优势。其次，大量海外债券的到期也会催生企业的再融资需求。第三，南向通业务的推出将增加境内投资者对中资美元债市场的投资机会，美元债需求边际增加。第四、在人民币升值压力下，中国人民银行、国家外汇管理局决定将境内企业境外放款的宏观审慎调节系数由 0.3 上调至 0.5。这一政策或方便企业在海外市场上的人民币融资，人民币计价的离岸公司债券在全部海外发债规模中的占比未来或有所上升。





## 大宗商品市场：多重因素利好推动价格持续上涨

2020 年 4 季度大宗商品价格持续反弹，上涨 5.8%。在多重因素的利好下，各大种类的价格均存在较强的上涨动力。疫苗研制进展明显带来经济正常化的乐观预期；中国经济明显复苏带动金属和农产品需求提升；美国选情落定为石油带来稳定的政治环境预期。而且由于疫情期间各国货币持续宽松，将使得大宗商品在经济复苏迹象确定后，获得较强的资金面支撑。但当前上涨仍有大部分基于预期而非实际复苏，预计大宗商品价格仍会随着疫情反复出现一段时间的波动行情。

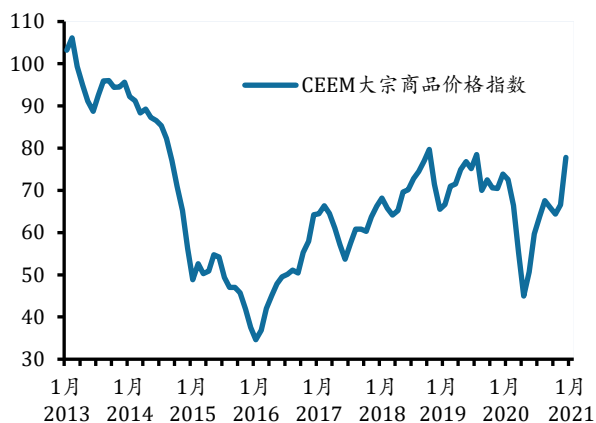
### 一、大宗商品总体价格走势

4 季度大宗商品延续涨势，季度末价格已超越 2019 年底，在货币宽松、疫情好转和经济复苏预期的多重推动下，存在较强的上涨动力。

2020 年 4 季度 CEEM 大宗商品价格<sup>5</sup>季度均价环比反弹 5.8%，延续上 1 季度的涨势。同比价格仍有 2.85% 的下降，但跌幅较上季度已经显著缩窄，且从季度末最新价格来看，大宗商品价格已经超越 19 年底同期疫情爆发前的水平。在全球货币宽松和复苏预期的推动下，大宗商品存在较强的上涨动力。具体来看，原油的季度均价虽然下跌，但季度末在疫苗研制进展和美国选情落定的推动下，布伦特油价已经上涨超过 50 美元每桶，接近 2020 年初水平。同期有色金属大涨，中国经济超预期恢复提振铜价和铝价。钢材和铁矿石价格也在中国需求上涨的推动下显著走强，且澳洲和南美原材料供给仍处于低位。农产品表现强劲，大豆、玉米和小麦价格均上涨，其中国际大豆价格受中国经济复苏刺激和疫苗研制影响，涨幅高达 28.6%。

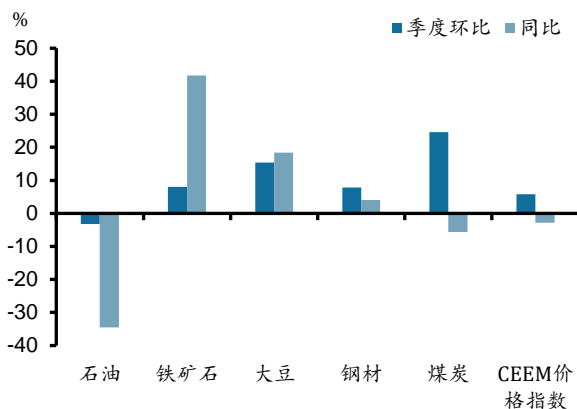
<sup>5</sup> CEEM 大宗商品价格指数（月度）综合计算前五大进口商品月平均价格，并根据中国进口量分配权重。5 种商品价格为 OPEC 一揽子石油价格、普氏铁矿石综合价格指数、澳大利亚动力煤 FOB 价格、钢材亚太地区远东市场综合到岸价以及美洲综合大豆价格。指数以 2012 年平均价格为基准。

图表 41 4 季度大宗商品价格已超过 2019 年同期



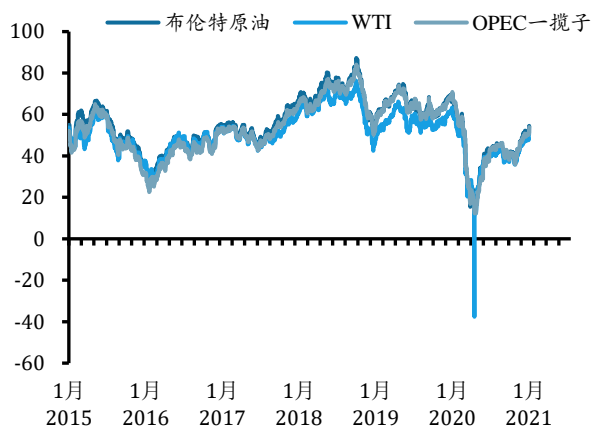
数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 42 4 季度主要大宗商品均有显著反弹

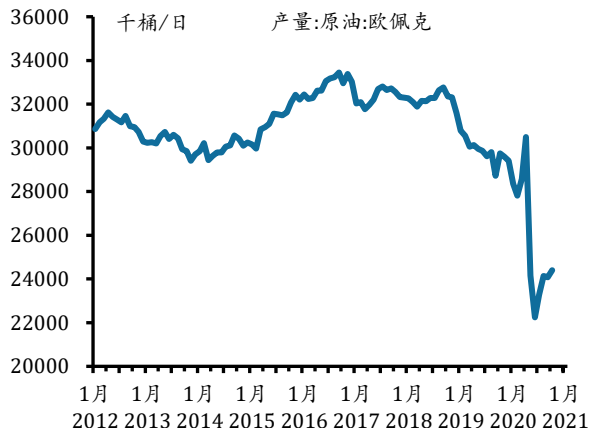


数据来源：CEIC，世界经济预测与模拟实验室。

图表 43 全球油价持续反弹



图表 44 OPEC 开始放松减产要求，产量回升



## 二、主要大宗商品供求情况与价格走势

疫苗研制出现新进展带来乐观预期，需求端复苏预期成为主导油价的关键。

4 季度全球原油价格先跌后升，随即波动上行。10 月份起布伦特油价在 40 美元每桶附近震荡，期间受疫情二次传播和美国政局前景未明影响，一度下跌至 37 美元下方。进入 11 月后，随着美国选情基本明朗，民主党胜选，加上各国疫苗试验成功消息迭出，疫情好转预期推动油价进一步上攻至 50 美元上方。虽然全球经济复苏的基础仍然薄弱，但受多重短期利好影响，油价仍有进一步上涨动力。

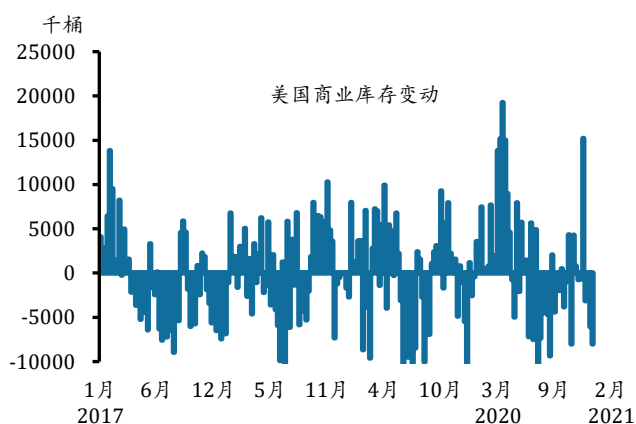
当前需求端的复苏预期成为主导油价的关键因素。虽然全球经济和社会秩序完全恢复仍有较长一段时间，但预期的影响已经开始显现。叠

加各国货币宽松的影响，若预期逐步被验证，大宗商品将整体备受利好，对油价有较强的提振。弱势美元和通胀预期也强化了该过程。与此同时，沙特等核心产油国仍有维持较低产量的动机，因为在需求的预期转折点上，减产的边际效果更为显著。

在供给侧，OPEC 虽然持续压低产量目标，但实际产量已开始环比回升。11 月最新数据显示，OPEC 原油产量为 2511 万桶每日，相较于 6 月份 2224 万桶的日产量低谷有近 300 万桶回升。该产量仍低于 2019 年均值近 500 万桶。非 OPEC 产油国日均产量相较于去年下降了 250 万桶左右，主要因美国、英国和挪威持续减产。全球日供给的下降已基本匹配需求端接近 1000 万桶每日的萎缩，供需逐步走向再平衡。且随着疫苗推广和经济复苏预期走实，供需差可能进一步缩小，为油价提供较强的支撑。

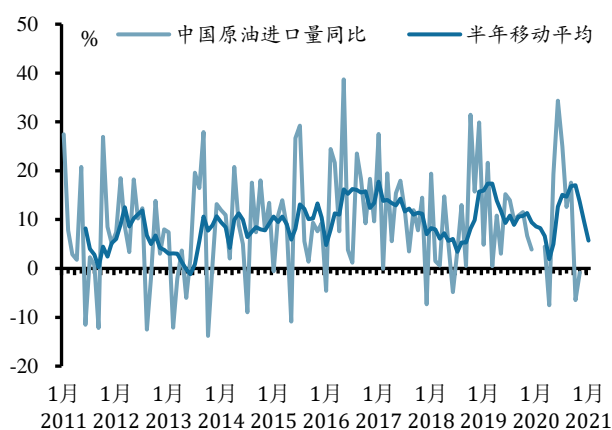
当前产油国的可见态度为谨慎乐观。在最新的 OPEC 会议上，OPEC 已宣布逐步下调减产规模，为需求复苏做准备。OPEC 减产规模从高峰期的 770 万桶，调整为 1 月份的 720 万桶/日，2 月 712.5 万桶/日，3 月 705 万桶/日。会后沙特主动提出额外减产 100 万桶，以抵消俄罗斯增产的影响。该举动显示产油国内部的分歧仍然存在，但主导国家有信心认为需求复苏带来的价格变化将补偿自身减产的损失。该姿态很快引发了国际油价上涨。

图表 45 美国商业库存持续下降



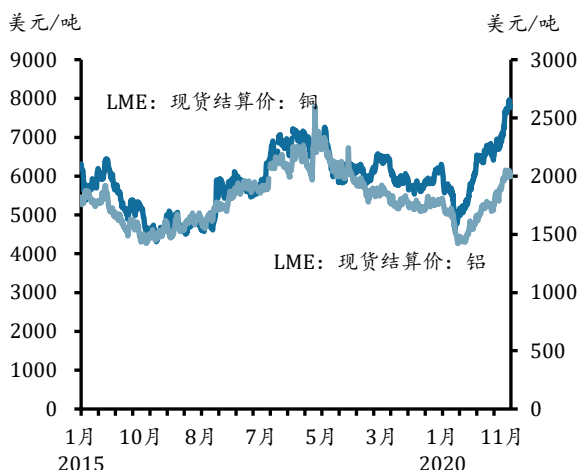
数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 46 中国原油进口同比回落，主要因基期较高



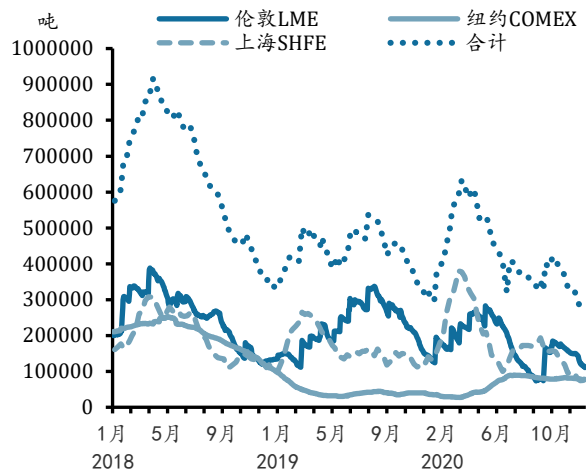
数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 47 LME 铜铝价格大涨



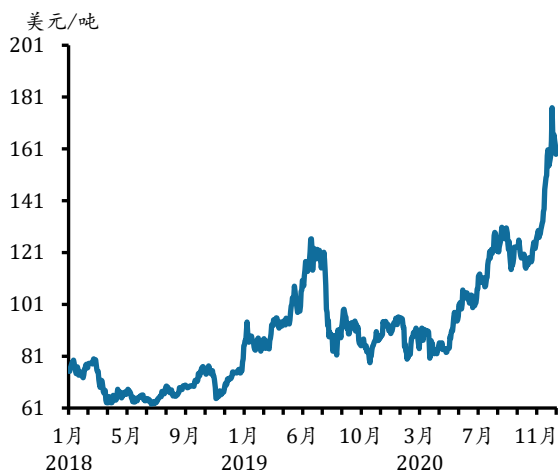
数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 48 全球铜库存总量持续去库



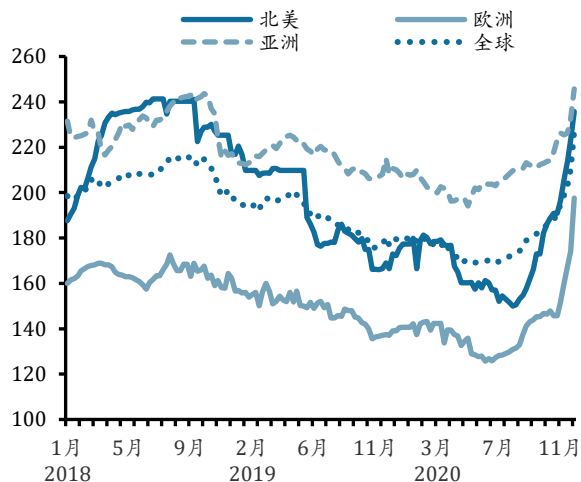
数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 49 国际铁矿石价格加速上行



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 50 国际钢价指数攀升



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

各界均认为 2021 年原油需求将显著复苏，且发展中国家强于发达国家。

在需求端，各界对 2021 年的需求复苏进度仍然存在分歧，但总体偏谨慎乐观，认为将较去年实现显著增长。OPEC 研究认为全年需求将增长 590 万桶。其中发展中国家的需求增长将部分抵消发达国家的疲态。尤其中国的进口需求将超出预期。

从实际走势来看，中国的原油进口同比增速在 2020 年 10-11 月连续下降，但主要因基期较高影响；美国进口同比降幅缩窄，且商业原油库存在 12 月末、1 月初有较大幅度的下降。近期需求整体有好转迹象。

在消息侧，各国新冠疫苗取得进展、美国选情落定均对油价有所提振。美国民主党上台后预计将加强卫生管控、通过更大的刺激方案，叠加此前显著的货币宽松政策，将进一步利好大宗商品。政治环境的确定也对油价有所利好。

**4 季度金属价格均大幅上涨：有色金属受宏观环境持续好转、市场风险偏好持续升温及供应偏紧之影响，价格大涨；黑色金属受成材需求超预期和供给减量超预期共振的影响，价格加速上涨。**

**4 季度国际有色金属价格大涨。**铜方面，受宏观经济持续好转影响，4 季度伦铜价格整体上延续 3 季度增长态势大幅走强，伦铜价格从季初 6614 美元/吨上涨至季末 7804 美元/吨，季度涨幅高达 18.06%。2020 年全年涨幅为 26.57%，年末 LME 铜价回到 2013 年以来高位。4 季度季初中国经济全面复苏至常态化运行，铜需求提升利多铜价，但美国总统大选不确定性叠加欧美疫情反复拖累经济复苏利空铜价，多空交织使得铜价在 6600 美元/吨附近区间震荡；11 月以来，随着拜登赢得美国大选、辉瑞疫苗三期临床有效，且中国铜消费市场向好，投资者对宏观经济的预期乐观，伦铜增速提升。铜上游供应方面，铜供应 4 季度整体持续恢复，但 2020 年全年全球铜供应受新冠疫情影响出现实质性减产，ICSG 预测 2020 年全球铜矿产量下降 1.5%，主要由于南美地区后期铜产量提升缓慢，无法弥补前期疫情管制导致的铜矿大幅减产。铜下游需求方面，全球铜消费稳定复苏，但仍以中国消费为主。2020 年全年来看，全球铜消费不降反增，ICSG 预测 2020 年全球铜消费小幅增长约 0.2%。铜消费地区分布差异明显，海外消费大幅下降，中国消费大幅增长。根据有色网预测数字，2020 年中国铜消费增长 6.5%，国内铜消费增长强劲主要源于经济恢复较早，海外订单向国内转移。铜库存方面，全球铜库存去库持续，年末库存维持在 2018 年来低位。截至 2020 年 12 月 18 日，全球三大交易所总库存报 27.60 万吨，相对 2020 年 3 季度减少约 12.45 万吨，其中 LME 库存减少 4.22 万吨，COMEX 库存下降 0.15 万吨，SHFE 库存减少 8.08 吨。总体而言，受新冠疫情影响，2020 年全球铜矿产出受到冲击，全球铜需求却相对平稳，全球铜市场供需偏紧，在全球流动性泛滥的背景下，铜受到资金的追捧，流动性对铜价的影响盖过自身供需的影响。

铝方面，LME 铝价 4 季度价格走势与 LME 铜价趋同，季度涨幅 14.88%，自 9 月底的 1737 美元/吨上涨至 12 月底的 1996 美元/吨，由于铝的金融属性和国际化属性弱于铜，因此价格回调幅度略弱于铜。

**4 季度国际铁矿石价格与国际钢价共振走强，加速上涨。**普氏 62%铁矿石价格 4 季度涨逾 29.27%，季末冲至 159.2 美元/吨，最高价格已回到 2011 年高位。铁矿石供给端方面，虽有巴西供应恢复，但澳矿由于产能增量有限检修较多导致供给整体表现平淡；需求端方面，作为铁矿石需求大国，我国的生铁产量放量以及焦炭价格大幅拉涨导致铁矿石需求量大幅增加，同时国内外钢材需求超预期恢复叠加 12 月份补库意愿进一步推升需求量。结构性供需偏紧的局面下，澳矿库存季中下滑提升铁矿石溢价使得铁矿石价格进一步走强；季末市场预测 2021 年上半年铁矿供应增量较少因此提前交易 2021 年上半年铁矿的供需缺口导致铁矿石 4 季度价格一骑绝尘。从港口库存来看，全球主要铁矿石库存量回升，较上季度末累库 1598 万吨至 2.2 亿吨：巴西矿库上升 30.62%至 4140 万吨；澳洲矿库小幅上涨 2.19%至 5862 万吨；我国铁矿石港口库存量上升 4.22%至 1.2 亿吨。全年来看，铁矿石库存较上年同期下降 2.83%。

钢材方面，4 季度国际钢铁价格指数大幅上涨。4 季度世界各地经济活动持续复苏，原材料铁矿石价格飙升，全球国际钢铁价格指数受此影响大幅上涨，季度环比上涨高达 24.92%至 227.1 点；同比上涨 26.94 个百分点。其中，欧洲钢铁价格指数环比上涨幅度最大（40.54%），北美涨幅其次（32.94%）；亚洲涨幅为 19.16%。从钢铁价格来看，国际螺纹钢市场价 4 季度除日本外均实现大幅正增长：独联体、欧盟、中国、美国季度涨幅从高到低，分别为 39.13%、36.11%、26.35%及 14.33%，分别涨至 640 美元/吨、735 美元/吨、681 美元/吨及 750 美元/吨；日本价格 4 季微降 0.59%至 670 美元/吨。从世界粗钢产量来看，截至 2020 年 11 月，向世界钢铁协会（WorldSteel）报告的 64 个国家的世界粗钢产量为 1.58 亿吨，与 2019

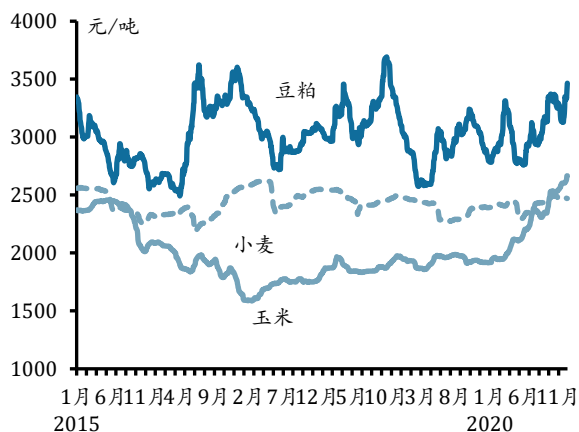
年 11 月相比同比增长了 6.63%。4 季度除亚洲外，其余地区均有不同程度的正增长。亚洲粗钢产量季度跌幅 1.35%至 1.16 亿吨，产量占全球总量的 73.55%。世界钢铁协会估测，2020 年全球钢铁需求量萎缩-2.4%，下降至 17.251 亿吨：中国成为唯一正增长的国家，由于在 2020 年推出了新基础设施建设的刺激措施，同时房地产市场表现强势，估计钢铁需求量增长 8.0%；发达经济体由于疫情打击及用钢行业萎缩，预计钢铁需求下跌 14.9%；除中国外的其他发展中经济体由于抗击疫情能力差及支持经济财政空间有限，需求预计将在 2020 年下降 12.3%。钢铁协会预测 2021 年全球钢铁需求量预计将恢复至 17.951 亿吨，同比增长 4.1%：中国受前期基建足够支撑及建筑行业可能降温的影响，需求增长表现平缓；发达经济体及其他发展中国家受疫情恢复滞后影响，需求分别上涨 7.9%及 10.6%，其中发展中经济体在基础设施投资的带动下钢材需求恢复速度高于发达经济体。

**4 季度国际国内农产品价格表现一致，大豆、玉米、小麦价格均有不同程度上涨。**

**4 季度国际国内农产品价格表现一致，涨势强劲。**国际市场来看，4 季度 CBOT 大豆价格持续走强，涨幅高达 28.6%至 1314 美分/蒲式耳。4 季度需求端旺盛，宏观消息、疫苗成功利好刺激市场预期，中国美豆进口持续维持高位；供给端紧张，USDA 持续下调美豆单产，南美干旱天气改善有限阻碍大豆播种，供需两端共同推动美豆价格 4 季度持续上升。12 月美国农业部（USDA）报告偏空：供给方面预测 20/21 年度全球大豆预期期初库存调增 0.13%至 9546 万吨；主要受阿根廷、欧盟和墨西哥等国家和地区大豆预期产量调减影响，全球大豆预期产量调减 0.16 个百分点至 3.62 亿吨；消费方面，20/21 年度预期国内总消费量较上月预测调增 0.19 个百分点至 3.70 亿吨。预期产量调减叠加总消费量调增，20/21 年度全球大豆预期期末库存最终调减 1.02 个百分点至 8564 万吨，预期期末库存消费比相应调减 0.28 个百分点至 23.16%。全球大豆库存消费比继续下降，处于历年低位，全球大豆供需格局偏紧。国内市场豆粕现货价格 4 季度震荡上涨 10.54%至 3464.29 元/吨。

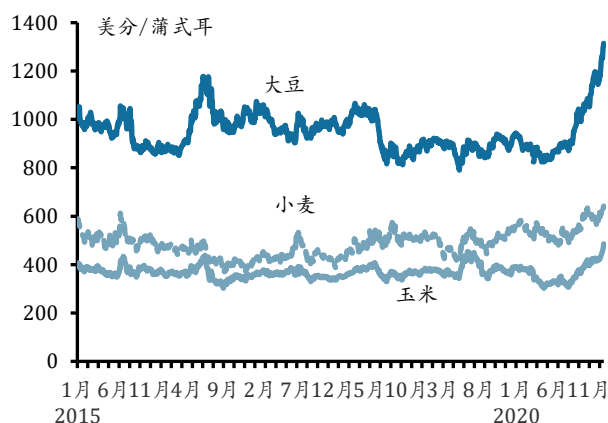
4 季度玉米、小麦价格国内外均上涨。国际市场来看，CBOT 玉米价格 4 季度上涨 28.51% 至 485.75 美分/蒲式耳。美国农业部（USDA）12 月玉米供需报告偏空：供给方面预期 20/21 年度全球玉米期初库存微幅调增 0.03 个百分点至 3.03 亿吨，主要受阿根廷、欧盟和加拿大等国家和地区玉米预期产量调减影响；预期产量调减 0.09 个百分点至 11.44 亿吨；预期进口量调增 0.75 个百分点至 1.80 亿吨。消费方面，预期国内总消费量调增 0.13 个百分点至 11.58 亿吨；预期总产量调减叠加总消费量调增导致本月预测 20/21 年度全球玉米期末库存继续调减 0.85 个百分点至 2.89 亿吨；期末库存消费比相应调减 0.25 个百分点至 24.95%（剔除中国则为调减 0.26 个百分点至 11.17%），全球玉米库存消费比（剔除中国）进一步下降。国内市场来看，玉米现货价格 4 季度持续上涨至 2665.10 元/吨，季度涨幅达 12.54%。

图表 51 国内农产品现货价格齐涨



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 52 CBOT 农产品价格大幅上涨



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

小麦方面，CBOT 小麦价格 4 季度震荡上行 11.9 个百分点，至 641.75 美分/蒲式耳。12 月美国农业部（USDA）供需报告偏空：供给方面预测 20/21 年度全球小麦预期期初库存较上月微幅调减 0.05 个百分点至 3.01 亿吨；预期产量较上月预测调增 0.17 个百分点至 7.74 亿吨；预期进口量调增 0.84 个百分点至 1.89 亿吨。消费方面预期国内总消费量调增 0.68 个百分点至 7.58 亿吨，预期出口量调增



1.50 个百分点至 1.94 亿吨。受预期总消费量调增影响，本月预测 20/21 年度预期期末库存调减 1.23 个百分点至 3.17 亿吨，预期期末库存消费比相应调减 0.81 个百分点至 41.77%（剔除中国后则为调减 0.32 个百分点至 24.90%）。全球小麦预期库存消费比（剔除中国）继续小幅下降，仍然处于历年高位。国内 4 季度小麦上涨至 2471.11 元/吨，季度涨幅 1.58%。

### 三、未来价格走势与风险

油价在疫苗进展的刺激下受到显著提振，主要受乐观预期影响，预计价格中枢将突破 50 美元。金属与农产品方面，新冠疫苗提振市场积极情绪、经济复苏致需求旺盛，而供给乏力导致最终供给格局偏紧，预期价格短时间内有进一步上升的动力。

石油价格方面，OPEC 减产规模已逐步缩小，后续走势主要取决于需求端的复苏进度。新冠疫苗和美国选情落定短期内均对油价有显著利好，推动油价上涨。该上涨主要建立在乐观预期上，基础仍然薄弱。虽然 2020 年底油价已突破 50 美元，但仍需要经济数据、疫情情况的不断确证好转来支撑，因此预计 1 季度仍有较大的波动行情。然而一旦复苏态势确立，预计油价对需求的边际改善高度敏感，会出现显著上涨局面。预计 2021 年上半年油价中枢将突破 50 美元。

金属方面，未来价格走势主要关注新冠肺炎疫情后的供给关系走势以及宏观面国家政策的影响。铜、铝方面，2021 年 1 季度疫情平稳、经济回暖有望同时改善供应需求两端，预计有色金属价格 2021 年第 1 季度依旧谨慎看涨，同时随着宏观环境逐步恢复正常，铜价也有望从流动性溢价逐渐回归真实消费定价。黑色金属方面，预计 2021 年国内外复苏势头强劲提升需求，供给端增量不明显，供需缺口仍存导致黑色金属价格继续上行。

农产品方面，主要关注供求格局对价格的影响及天气变动带来的不确定扰动。大豆、玉米、小麦供应预计收紧，库消比下行推升价格；中国进口规模持续升高提高需求预期，供不应求局面为价格提升提供动力，但南美地区天气不确定性将通过影响供给从而影响价格走势。



## 外贸专题：出口连续超预期回升，进口回升力度放缓<sup>6</sup>

2020年4季度，中国出口（美元）同比增长15.8%，较上季度提高7.0个百分点；进口同比增长4.4%，较上季度提高1.2个百分点；货物贸易顺差总额为2090亿美元，较去年同期提高823亿美元。10-11月，中国服务贸易逆差为201亿美元，同比下降162亿美元，预计经常账户顺差占GDP比重短期将达到3.1%左右，但中长期将逐步回落。4季度出口增速超预期回升来自两方面力量：一是，随着海外疫情的好转，外需较3季度继续修复；二是，中国出口产品市场份额同比仍处在高位，甚至可能在海外疫情再度抬头的背景下再次上升。在基期效应、渐进且不平衡的外需增长以及出口市场份额拉动减弱的共同作用下，预计2021年1-4季度中国出口同比增速整体将呈现回落态势，但仍然处于近年来的历史高位。未来，疫情进展仍然是影响中国出口增长前景最大的不确定性因素之一。

### 一、全球贸易修复力度放缓

**预估4季度全球贸易增速将继续回升，但回升力度可能趋缓。**

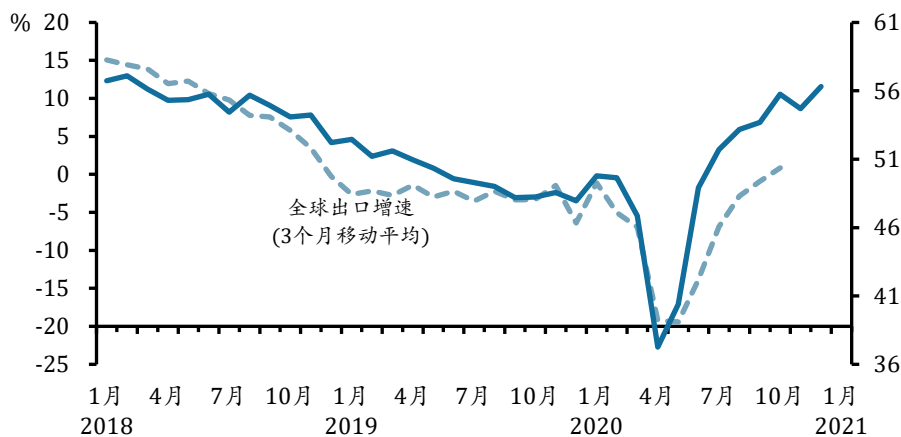
预估4季度全球贸易增速将继续回升，但回升力度可能趋缓。根据世界贸易组织数据，2020年3季度全球出口总额4.2万亿美元<sup>7</sup>，同比增速为-3%，较上季度提高16.7个百分点。2015-2019年，CEEM中国外部需求指数（简称CEEM-PMI）与3个月移动平均的全球出口增速走势高度一致。5-10月，CEEM-PMI指数连续回升，显示中国外部需求不断修复。然而，进入秋冬季后，新冠病毒的传播加快，疫情防控压力加大，部分地区甚至较第一波更为猛烈。受此影响，中国外部需求指数回升力度趋缓，甚至在11月出现小幅回调迹象，这显示外部经济前景仍存在较大不确定性。12月后，随着多款疫苗如期上市，外部经济景气程度重返上升轨道，但当前疫苗普及速度还远不及预期，全人群免疫屏障构建仍然任重道远。综上，预估4季度全球贸

<sup>6</sup> 本季报进、出口总额数据来自中国海关总署，而按贸易方式、产品和地区等分类的子项贸易数据则来自CEIC数据库。事实上，CEIC数据库中的外贸数据也来自中国海关，但由于海关事后对已公布的贸易总额数据进行了修正，而CEIC并没有完全同步调整，导致二者略有不同；对于按贸易方式、产品和地区等分类的子项贸易数据，海关未披露修正后的数值，因此海关统计月报数据和CEIC数据库一致。总体上，两个数据来源中外贸数据的变化趋势基本一致，对主要结论影响不大。

<sup>7</sup> 除非特别注明，下文贸易数据单位为美元，增速为同比增速。按人民币和美元计价增速的差异来自于汇率变化。

易增速将继续回升，但回升力度可能趋缓。未来，全球经济和全球贸易的复苏情况关键在于疫苗研发和普及情况。

图表 53 预估 4 季度全球贸易增速回升力度将趋缓



数据来源：WTO、Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

## 二、中国出口同比增速连续超预期回升

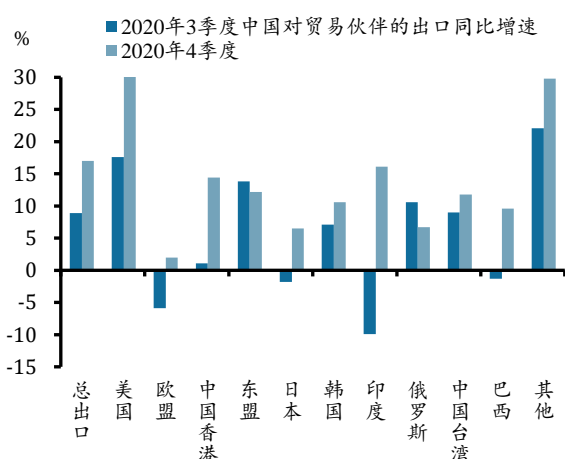
中国海关数据显示，2020年4季度，以人民币计，中国出口总额5.2万亿元，同比增长10.0%；以美元计，出口总额7793亿美元，同比增长15.8%，较上季度提高7.0个百分点。其中，10月、11月和12月出口同比增速分别为11.4%、21.1%和18.1%。特别地，以美元计出口增速提升幅度显著高于以人民币计出口增速，主要来自6月以来人民币兑美元汇率的持续升值。

4 季度，中国对多数贸易伙伴出口增速普遍回升，但对东盟和俄罗斯出口增速有所回落。

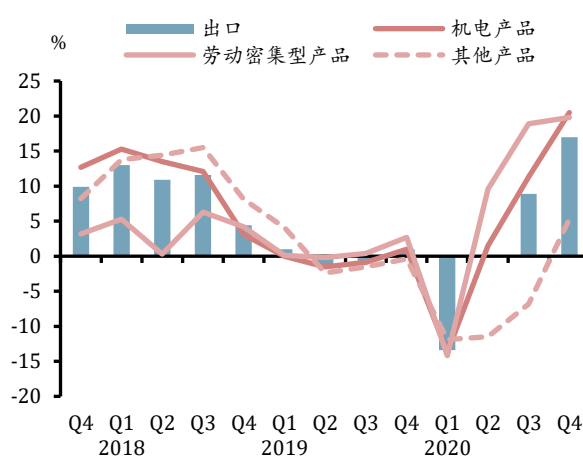
分地区看，4季度中国对多数贸易伙伴出口增速普遍回升，但对东盟和俄罗斯出口增速有所回落。其中，对美国、欧盟、日本、韩国、中国香港、中国台湾、巴西、印度出口增速依次较上季度提高16.7、7.9、8.3、3.5、13.3、2.8、10.9、26.0个百分点；而对东盟和俄罗斯出口增速较上季度减少1.6和3.9个百分点。值得注意的是，对美国出口的持续快速增长是拉动中国出口连续超预期增长的重要动力，4季度对美出口增长对总出口增长的贡献均达到24%。对主要发达经济体出口同步增加，显示外部需求总体不断改善，同时中国出口在疫情下仍表现出较高竞争力。

从贸易方式看，三类贸易出口增速均有所提升，但加工贸易仍是三类中增长最慢的。<sup>8</sup>4 季度，一般贸易出口同比增长 21.8%，较上季度提高 9.2 个百分点；加工贸易出口同比增长 7.8%，较上季度提高 11.0 个百分点；其他贸易方式出口同比增长 17.7%，较上季度减少 2.0 个百分点。从贡献率上看，一般贸易、加工贸易和其他贸易方式对 4 季度出口变动的贡献率分别为 72.1%、13.6%、14.3%。

图表 54 预估 3 季度外需将部分修复



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

**4 季度，各类产品出口同比增速均较上季度继续提升，其中机电产品贡献最大，石油化工等其他产品改善最明显。**

分产品看，4 季度，各类产品出口同比增速均较上季度继续提升，其中机电产品贡献最大，石油化工等其他产品改善最明显<sup>9</sup>。其中，机电产品出口增速较上季度继续提高 9.2 个百分点，同比增速为 20.5%。特别地，机电产品中高新科技产品出口同比增速较上季度提高 6.9 个百分点，至 17.2%。此外，4 季度，七大类传统劳动密集型产品和其他产品出口同比增速依次为 19.8%和 5.3%，较上季度提高 0.9 和 12.1 个百分点。其他产品主要包括农产品、石油、化工、黑色和有色金属制品等，尽管其出口增速仍是三类产品中最低的（价格因素是拖累石

<sup>8</sup> 海关统计的贸易方式按海关监管方式进行划分，共有 15 类细项：1.一般贸易，2.国家间、国际组织无偿援助和赠送的物资，3.其他捐赠物资，4.补偿贸易，5.来料加工装配贸易，6.进料加工贸易，7.寄售代销贸易，8.边境小额贸易，9.对外承包工程货物，10.租赁贸易，11.出料加工贸易，12.易货贸易，13.保税监管场所进出境货物，14.海关特殊监管区域物流货物，15.其它商品贸易方式。本报告中一般贸易对应第 1 项，加工贸易对应第 5 和 6 项，其他方式贸易对应除去 1、5、6 项的剩余项目。2020 年 3 季度，一般贸易、加工贸易和其它贸易方式出口占总出口的比重分别为 60.0%、25.8%、14.2%。

<sup>9</sup> 2020 年 3 季度，机电产品、七大类传统劳动密集型产品和其他产品出口占总出口的比重分别为 59.0%、22.2%、18.8%。

油和化工产品出口增长的重要原因之一)，但较上季度已有明显改善。从贡献率上看，4 季度，机电产品、七大类传统劳动密集型和其他产品出口对总出口的贡献率分别为 71.6%、21.7%、6.7%。

**与抗疫相关的医疗设备以及口罩、防护服等物资，与远程工作相关的电子类产品仍保持较高的出口增速。**

从出口品与疫情的关系看，一方面，与抗疫相关的医疗设备以及口罩、防护服等物资，与远程工作相关的电子类产品仍保持较高的出口增速。另一方面，在外需修复和供给替代作用下，其他产品出口增速大幅提升。根据中国海关总署统计的重点商品出口数据，我们将中药材及中式成药、纺织纱线、织物及制品、医疗仪器及器械归为抗疫物资，将集成电路和自动数据处理设备及其零部件归为电子产品。10-12 月，抗疫物资出口增速为 18.1%，较上季度继续下降 27.1 个百分点，但仍处在高位。电子产品出口增长 23.7%，较 3 季度提高 2.9 个百分点。其他产品增速较 3 季度继续回升 10.9 个百分点，同比增长 15.9%。值得注意的是，其他产品增速从 5 月-12.9%的低点连续回升至 12 月 16.0%，这主要有三方面原因：一是海外需求总体不断修复，二是受疫情影响海外供给能力受限，三是部分“面对面”服务（如旅游）转换为非接触性的商品消费（如玩具）。

**在外需修复和供给替代作用下，其他产品出口增速大幅提升。**

**中国出口由外需和出口市场份额决定。**

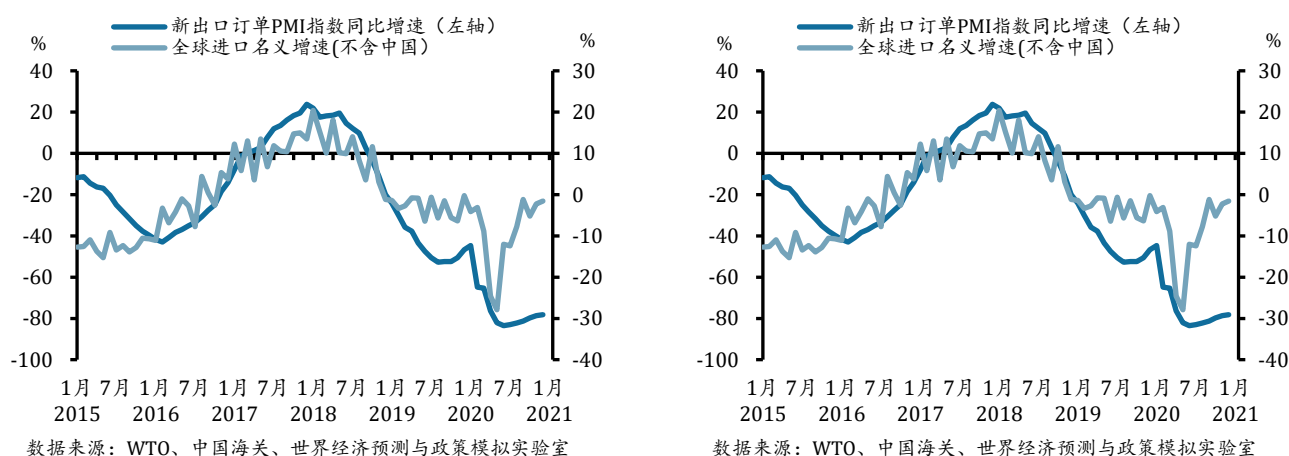
中国出口由外需和出口市场份额决定。从定义式看，中国的总体外部需求增速（不含中国的全球进口增速），与中国出口产品在全球市场上的份额增速（同样不包含中国市场），两者之和大致决定了中国出口增速。这两项数据均来自中国贸易伙伴提供的数据，有利于排除虚假高报的干扰。

**预估 4 季度外需继续修复，但改善幅度放缓。**

预估 4 季度外需继续修复，但改善幅度放缓。一方面，全球制造业 PMI 指数滞后一期较上季度继续提高 2.9 个百分点，但增幅下降 4.1 个百分点。2016 年 1 月至 2020 年 9 月，摩根大通全球制造业 PMI 指数滞后一期值与来自 WTO 提供的不含中国的全球进口增速（外需增速）的相关系数为 0.86，能较好地预见外需增速的变化。2020 年 10 月至 12 月，摩根大通全球制造业 PMI 指数滞后一期分别为 52.4、53、53.7，平均值为 53.0，较前 3 个月提高 2.9 个百分点。另一方面，新

出口订单 PMI 指数同比<sup>10</sup>仍录得负值，但降幅收窄。2016 年 1 月至 2020 年 9 月，中国新出口订单 PMI 指数同比增速与外需增速的相关系数为 0.89，表明中国新出口订单 PMI 指数能较好地预见外需增速的变化。2020 年 10 月至 12 月，中国新出口订单 PMI 指数同比增速依次为-79.8%、-78.7%和-78.2%，较前 3 个月提高 3.3 个百分点（环比持续小幅改善）。

图表 55 预估 4 季度外需继续修复



注: 全球进口名义增速(不含中国)根据 WTO 数据计算, 其中 2020 年 10 月基于已披露数据国家计算, 11-12 月值由于 WTO 中大多数国家暂未公布, 为根据全球摩根大通 PMI 指数、新出口订单 PMI 指数得到的估计值。

**预估 4 季度外需继续修复, 但改善幅度放缓。**

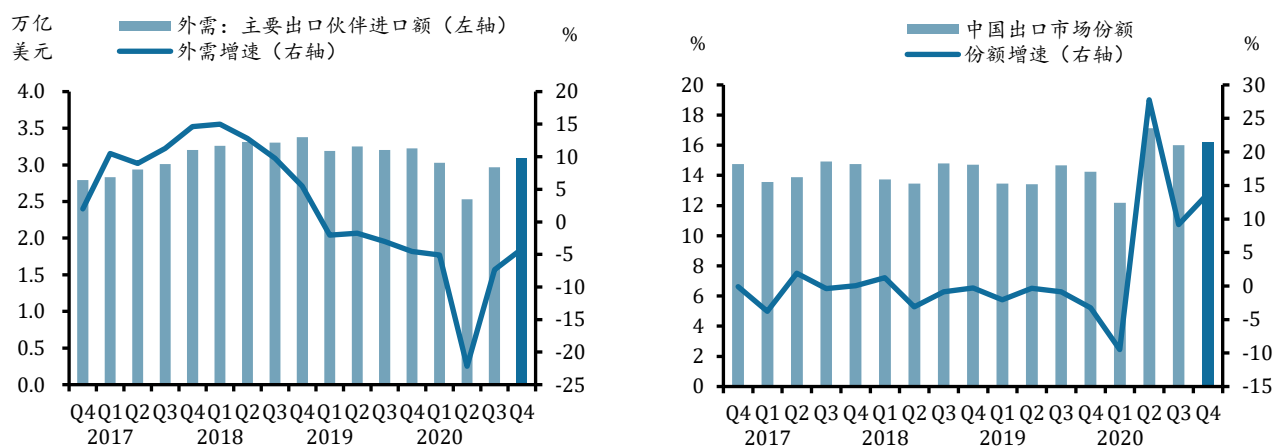
预估 4 季度外需继续修复, 但改善幅度放缓。一方面, 全球制造业 PMI 指数滞后一期较上季度继续提高 2.9 个百分点, 但增幅下降 4.1 个百分点。2016 年 1 月至 2020 年 9 月, 摩根大通全球制造业 PMI 指数滞后一期值与来自 WTO 提供的不含中国的全球进口增速(外需增速)的相关系数为 0.86, 能较好地预见外需增速的变化。2020 年 10 月至 12 月, 摩根大通全球制造业 PMI 指数滞后一期分别为 52.4、53、53.7, 平均值为 53.0, 较前 3 个月提高 2.9 个百分点。另一方面, 新出口订单 PMI 指数同比<sup>11</sup>仍录得负值, 但降幅收窄。2016 年 1 月至 2020 年 9 月, 中国新出口订单 PMI 指数同比增速与外需增速的相关

<sup>10</sup> 由于 PMI 指数的统计口径为环比, 因此需要先经过定基指数处理后再计算其同比变化。

<sup>11</sup> 由于 PMI 指数的统计口径为环比, 因此需要先经过定基指数处理后再计算其同比变化。

系数为 0.89, 表明中国新出口订单 PMI 指数能较好地预见外需增速的变化。2020 年 10 月至 12 月, 中国新出口订单 PMI 指数同比增速依次为-79.8%、-78.7%和-78.2%, 较前 3 个月提高 3.3 个百分点(环比持续小幅改善)。

图表 56 预计 4 季度中国出口产品市场份额小幅回升



数据来源: CEIC, 世界经济预测与政策模拟实验室。

数据来源: CEIC, 世界经济预测与政策模拟实验室。

注: 中国的贸易伙伴选择了美国、欧盟、东盟、日本、韩国、印度、俄罗斯、澳大利亚、中国台湾、巴西、加拿大、沙特和南非。2019 年, 中国对这 13 个地区再加上香港的出口接近总出口的 83%, 由于中国对香港的出口绝大部分是转口贸易, 因此上图中的贸易伙伴不包括香港。中国出口市场份额为以上 13 个贸易伙伴的总进口中国产品的比例, 这些伙伴的总进口额为中国出口面临的外需, 相关数据由各伙伴国提供。图中 2020 年第 4 季度外需和出口市场份额为估计值。中国主要贸易伙伴进口增速与中国在其市场份额增速之和大致决定了中国出口增速。

在美欧疫情再度抬头的背景下, 预计 4 季度中国出口产品市场份额可能回升。

在美欧疫情再度抬头的背景下, 预计 4 季度中国出口产品市场份额可能回升。出口产品市场份额能够反映一国产品在国际市场上的竞争力。从历史数据看, 中国出口产品市场份额的季度指标在 2015 年 3 至 4 季度上升到 14.8% 的高位后进入窄幅波动期, 且出口市场份额时间序列的变化主要来自季度差异。然而, 受新冠肺炎疫情和各国纾困刺激政策的影响, 近期中国出口市场份额表现偏离历史规律。2020 年 1 季度国内企业生产活动不同程度停摆, 导致 1 季度中国出口产品市场份额的下降至 12.2%, 显著低于历史上 1 季度的平均水平(13.6%)。而 4 月以后海外疫情快速蔓延, 叠加纾困和刺激政策作用, 海外需求和供给缺口放大, 中国率先复工复产并填补海外供给不足。在这一作用下, 2020 年 2 季度中国出口产品份额大幅反弹至



17.2%，超出历史平均水平 3.6 个百分点。6 月以后，海外疫情逐步得到控制，主要经济体重新开放经济，3 季度中国出口市场份额将回落至 16.0%，仍较历史平均水平高出 1.2 个百分点。10-12 月，海外疫情形势出现反复，美欧疫情二度抬头，甚至较第一波更为猛烈，一些地区不得不再次封锁经济，这将继续利好中国的出口市场份额。然而，长期来看，随着疫苗研发和普及取得积极进展，全球疫情将逐步得到有效控制，届时中国出口市场份额预计将再度回落到正常水平（主要呈现季节差异）。中国出口市场份额的变化完全支持我们在 1-3 期季度外贸季报中的相关分析。

### 三、中国进口增速继续回升，但力度明显放缓

中国海关数据显示，2020 年 4 季度，以人民币计，中国进口总额 3.8 万亿元，同比下降 0.9%；以美元计，进口总额 5703 亿美元，同比增长 4.4%，较上季度提高 1.2 个百分点。其中，10 月、11 月和 12 月进口同比增速分别为 4.7%、4.6%、6.5%。

#### 4 季度，中国进口增速提高和下降的国家数量约各占一半。

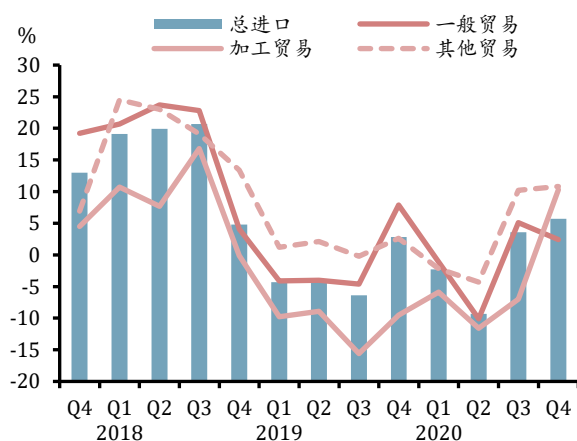
分地区看，4 季度，中国进口增速提高和下降的国家个数约各占一半。其中，从美国、欧盟、日本、东盟、中国香港、中国台湾进口增速依次较上季度提高 28.2、10.8、2.5、5.8、13.8 和 0.9 个百分点；而从韩国、巴西、印度和俄罗斯进口增速依次较上季度减少 2.7、21.6、30.3 和 13.6 个百分点。值得关注的是，从美国、印度和中国台湾进口增速均在 20% 以上。其中，自美进口增速从 2019 年 1 季度的 -31.6% 连续回升至 2020 年 4 季度的 38.3%，可能与一阶段协议购买计划执行有关。而 2019 年 3 季度以来自中国台湾进口的显著高于平均水平，则可能与美国对中国高科技企业的出口管制以及全球需求修复下机电产业复苏有关（2019 年自中国台湾进口 65.7% 为电机、电气、音像设备及其零附件）。

图表 57 中国进口增速的地区分布 (单位: %)

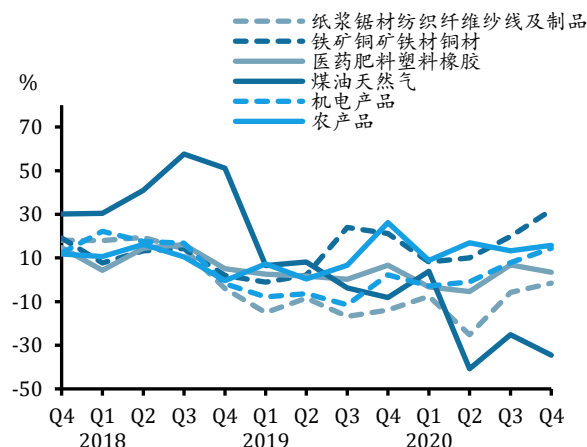
国家	总进口	美国	欧盟	日本	中国香港	东盟
2020 年 4 季度	5.7	38.3	9.7	8.5	1.0	11.4
较上季度变化	2.1	28.2	10.8	2.5	13.8	5.8
国家	韩国	印度	俄罗斯	巴西	中国台湾	其他
2020 年 4 季度	4.5	20.0	-12.9	-2.5	25.0	-7.0
较上季度变化	-2.7	-30.3	-13.6	-21.6	0.9	-8.0

从贸易方式<sup>12</sup>看, 4 季度, 一般贸易进口同比增长 2.4%, 较上季度减少 2.7 个百分点; 加工贸易进口同比增长 10.3%, 较上季度提高 17.3 个百分点; 其他贸易方式进口同比增长 10.8%, 较上季度提高 0.6 个百分点。其中, 一般贸易增速有所下调, 加工贸易增速提升较为明显, 这可能反映了在中国疫情防控形势较好和拜登新政府上台的背景下, 以加工贸易为代表的全球价值链活动前景有所改善。从贡献率上看, 一般贸易、加工贸易和其他贸易方式对 4 季度进口变动的贡献率分别为 25.7%、37.0%、37.3%。

图表 58 中国进口增速的贸易方式和产品分布



数据来源: CEIC, 世界经济预测与政策模拟实验室。



数据来源: CEIC, 世界经济预测与政策模拟实验室。

说明: 2016 年 1 月中国海关将天然气纳入进口重点商品表中。因此, 2016 年之前, 煤-油-天然气产品同比增速为不包含天然气的进口同比变化。

<sup>12</sup> 2020 年 3 季度, 一般贸易、加工贸易和其它贸易方式进口占总进口的比重分别为 61.0%、18.9%和 20.1%。

除煤-油-天然气、医药-肥料-塑料-橡胶外，其他产品进口增速回升。

分产品<sup>13</sup>看，除煤-油-天然气、医药-肥料-塑料-橡胶外，其他产品进口增速回升。4 季度，机电产品进口增速较上季度继续提高 6.6 个百分点，同比增速为 14.5%。特别地，机电产品中高新科技产品进口同比增速较上季度提高 5.1 个百分点，至 14.6%。值得注意的是，机电产品和高科技产品进口增速已处于高位，后续涨幅可能趋缓。农产品进口增速较上季度提高 2.4 个百分点，同比增速保持 15.7% 的高位。这主要来自于年末国内维持食品价格稳定和落实中美一阶段协议的双重压力。铁矿-铜矿-铁材-铜材进口增速继续提升 12.1 个百分点至 31.9%，反映了国内经济持续修复提振国际大宗商品需求。医药-肥料-塑料-橡胶进口增速回落至 3.5% 的低增长水平，煤-油-天然气和纸浆-锯材-纺织纤维纱线及制品仍是拖累进口增长的主要原因。价格和数量因素共同导致原油和成品油进口增长的持续下降。

中美一阶段协议购买计划中的 2020 年目标大概率无法完成。

中美一阶段协议购买计划中的 2020 年目标大概率无法完成。中美第一阶段协议对 2020 年新增采购的要求是，在 2017 年基础上，新增采购的制成品、农产品、能源产品及服务金额分别为 329 亿美元、125 亿美元、185 亿美元及 128 亿美元。彼得森国际经济研究所 (PIIE) 基于美国普查局提供的美国出口数据、国际贸易中心 (ITC) 和中国海关总署提供的中国进口数据，追踪了中美一阶段协议的执行情况。根据他们的研究，在美国统计口径下，1-11 月农产品、制成品和能源产品的完成进度分别为 67.4%、51.7%、31%。这意味着，中美一阶段协议购买计划中的 2020 年目标大概率无法完成。中美一阶段协议未按计划执行，主要因为疫情冲击下中国购买能力下降和美国供给能力不足双重原因，其中后一原因更为关键。中国率先从疫情中修复，具备完成购买计划的潜力，但如果为完成目标而强行购买，可能造成美国市场秩序的混乱。尽管如此，中国还应就一阶段购买计划执行情况

<sup>13</sup> 2020 年 3 季度，农产品、铁矿-铜矿-铁材-铜材、煤-油-天然气、医药-肥料-塑料-橡胶、纸浆-锯材-纺织纤维纱线及制品、机电产品进口占总进口的比重依次为 7.9%、11.1%、10.7%、5.0%、2.2%、46.7%。

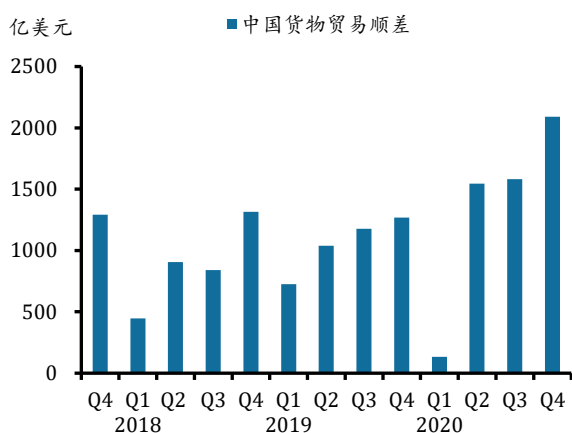
与美方及时沟通、达成一致并做好对外宣传，以防一些美国政客以此做文章。

#### 四、经常账户顺差持续被动上升

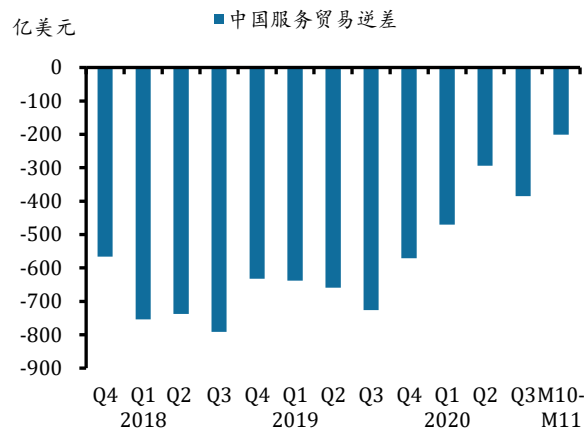
##### 4 季度，货物贸易顺差继续上升。

4 季度，货物贸易顺差继续上升。以人民币计，中国货物贸易顺差额为 14041 亿元，同比增速为 57.1%；以美元计，顺差总额为 2090 亿美元，同比提高 64.9%（上季度增速为 34.3%）。其中，10、11 和 12 月货物贸易差额分别为 584、754 和 782 亿美元。从贸易方式看，4 季度，一般贸易差额为 1265 亿美元，较去年同期回升 747 亿美元；加工贸易差额为 947 亿美元，较去年同期回升 42 亿美元；其他贸易逆差为 91 亿美元，较去年同期收窄 49 亿美元。

图表 59 中国货物贸易顺差及服务贸易逆差



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

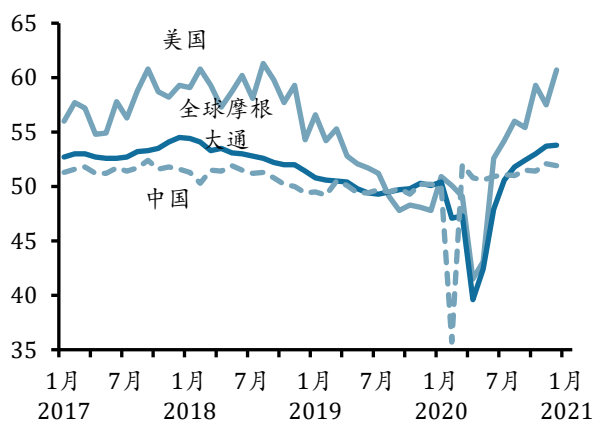
##### 服务贸易逆差规模继续缩小。

服务贸易逆差规模继续缩小。10-11 月，中国服务贸易逆差为 201 亿美元，同比下降 44.6%，降幅较上季度略微收窄 2.4 个百分点。其中，境外旅行服务逆差 159 亿美元，同比下降 45.7%，降幅收窄 7.9 个百分点。运输服务逆差 64 亿美元，同比下降 33.7%，降幅扩大 1.9 个百分点。保险和养老金服务逆差 10.5 亿美元，同比下降 7.4%，降幅扩大 117.6 个百分点。

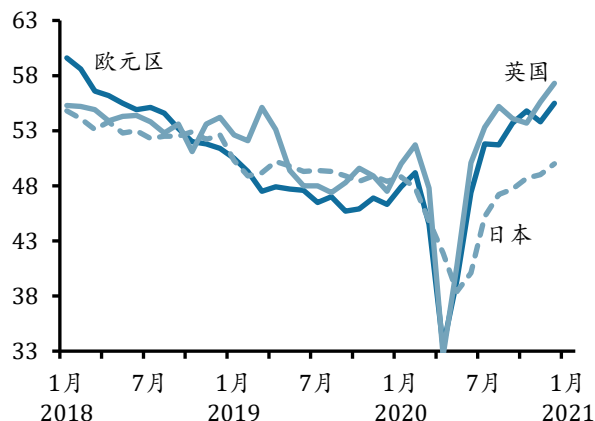
10-11 月中国经常账户占 GDP 比重预计在 3.1% 左右，但中长期将可能回落。

据国家外汇管理局统计，2020 年 10-11 月，以人民币计，中国货物贸易顺差为 8335 亿元，服务贸易逆差为 1338 亿元，即贸易贡献的经常账户盈余为 6997 亿元。考虑到 2019 年初次和二次收入赤字约为贸易盈余的 14.3%，同时假设 4 季度 GDP 增速在 6% 左右，则 10-11 月中国经常账户占 GDP 比重预计在 3.1% 左右。与此相比，3 季度，中国货物贸易顺差 11113 亿元，服务贸易逆差 2663 亿元，经常账户盈余 8450 亿元，占 GDP 的 2.9%。经常账户占比的短期走高，主要来自于疫情下经常账户盈余的被动上升，随着疫情防控形势向好和油价回归正常水平，经常账户占比预计将回落。按人民币不变价计，3 季度，货物和服务净出口对 GDP 增长的贡献为 0.6 个百分点，低于去年同期 0.9 个百分点贡献度。

图表 60 全球及主要经济体制造业 PMI



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

预计 2021 年 1-4 季度

中国出口同比增速整体呈现回落态势，但依然将处于近年来的历史高位。疫情进展仍然是最大的不确定性之一。

## 五、外贸展望

预计 2021 年 1-4 季度中国出口同比增速整体呈现回落态势，但依然将处于近年来的历史高位。疫情进展仍然是最大的不确定性之一。

从基期效应看，2020 年中国月度出口增速呈现持续改善的局面——2 月受国内疫情影响，出口表现最差，而 8-12 月受海外疫情影

响，出口连续超预期，由此带来的 2021 年出口同比增速可能呈现前高后低、逐月回落的态势。

从需求层面看，全球经济将呈现渐进且不均衡的增长。经合组织在 12 月的《全球经济展望报告》中，将 2021 年全球经济增速下调 0.75 个百分点。外部经济的景气程度取决于疫苗进展和有效性、疫情控制程度以及主要经济体的政策支持力度。一方面，目前已有多款疫苗上市，美欧等发达经济体有望在明年上半年实现大规模量产和接种，但多数新兴和发展中经济体由于疫苗储备不足仍将面临较大的疫情防控压力。另一方面，受二次疫情影响，多国央行延长甚至加码宽松政策，美欧还出台了新一轮财政刺激计划，这将在一定程度上支撑全球经济景气程度的回升。但随着经济的好转，宽松政策力度将可能收缩、甚至逐步退出。

从出口竞争力看，出口市场份额对中国出口的拉动作用可能走弱。2-4 季度，中国出口增速的连续超预期回升，得益于出口市场份额在疫情时期的快速增长。国内外疫情错位发展为中国制造提供了独特地增长机遇。国内有序推进复工复产，而海外疫情蔓延制约当地生产能力，在这一背景下，中国出口的相对优势增加，出口竞争力增强。然而，随着海外疫情逐步得到控制，主要经济体重新开放经济，中国出口市场份额已经出现回落，并将逐步回归正常水平。届时，中国出口表现仍将主要依赖全球需求的恢复进程。此外，高基期也意味着 2021 年出口市场份额的拉动作用将下降，甚至可能转负。

疫情进展仍然是最大的不确定性因素之一。进入秋冬季后，新冠病毒的传播加快、甚至出现变异，疫情防控压力加大。一方面新兴和发展中经济体疫情仍在不断发酵，另一方面欧美等发达经济体疫情再度抬头，甚至较第一波更为猛烈。法国、德国、意大利、爱尔兰、西班牙等欧洲国家再次实施封锁，经济面临二次考验。疫苗成为遏制疫情发展和保障经济复苏的最关键因素，但当前主要经济体实际接种情况远低于预期，疫苗普及仍存在较多阻碍。疫苗的采购、

分配、运输、配套基础设施等问题使得疫苗接种速度缓慢。更重要的是，不少群众目前对疫苗接种仍持观望态度。美国加州大学洛杉矶分校的一项调查发现三分之二的医护人员希望推迟接种或不愿接种；超过半数认为，联邦政府施压导致了疫苗研发过于仓促，使得他们对疫苗的信任度大打折扣。如果疫苗普及持续低于预期，全球经济全面、加速复苏将存在延迟的风险。

图表 61 中国外贸数据概览

外贸总体	(美元同比/%、亿美元)			(美元同比/%、亿美元)		
	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2017	2018	2019
出口	0.1	8.9	17.0	7.9	9.9	0.5
进口	-9.3	3.6	5.7	16.1	15.8	-2.8
出口额	6208	7127	7793	22804	24870	24984
进口额	4662	5544	5703	18423	21359	20769
货物贸易余额	1547	1583	2090	4381	3511	4215
地区出口	(美元同比/%)			(规模/亿美元)		
	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020Q2	2020Q3	2020Q4
出口	0.1	8.9	17.0	5882	6355	3721
美国	0.7	17.6	34.3	1091	1325	1423
欧盟	-3.4	-5.9	2	1016	1073	1132
日本	-8.2	1.1	14.4	633	728	893
东盟	10	-1.8	6.5	378	360	393
俄罗斯	-0.1	13.8	12.2	871	1031	1180
其他	2.4	10.6	6.7	118	150	148
贸易方式	(美元同比/%)			(规模/亿美元)		
	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020Q2	2020Q3	2020Q4
一般贸易出口	1.6	12.6	21.8	3720	4276	4617
加工贸易出口	-5.8	-3.2	7.8	1671	1841	2163
其他贸易出口	6.3	19.7	17.7	816	1009	1092
一般贸易进口	-10.1	5.1	2.4	2831	3380	3352
加工贸易进口	-11.6	-7	10.3	885	1049	1217
其他贸易进口	-4.3	10.2	10.8	943	1115	1184

数据来源：CEIC 数据库。