

全球宏观经济季度报告

总览：2020 年冬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	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

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	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)10-85195775

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 4 季度中国外部经济环境总览

——2020 年冬季全球宏观经济运行与分析

1. 4 季度，中国外部经济景气程度继续回升，但整体仍处于疫后修复阶段。2020 年 10-12 月中国外部经济综合 CEEM-PMI 分别为 55.8、54.7 和 56.3。值得注意的是，10-11 月美欧等经济体疫情再度抬头，外部经济景气指数较 10 月回落 1.1 个百分点。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。
2. 大宗商品市场受多重因素利好推动价格持续上涨。4 季度 CEEM 大宗商品价格季度均价环比上涨 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。疫情期间，各国货币持续宽松，大宗商品在经济复苏迹象确定后，获得较强的资金面支撑。
3. 全球金融市场平稳收官。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。
4. 疫情疫苗赛跑愈发明显，全球风险情绪来回拉扯。随着秋冬季节到来，病毒生存和传播加快，且出现了多种不同的变异类型，防疫压力进一步加大。经济复苏的节奏关键在于安全有效的疫苗，然而当前疫苗普及速度远不及预期，全人群免疫屏障构建仍然任重道远。
5. 需关注美国长端利率过快上涨的潜在风险。未来一段时间，多项因素支持美国 10 年期国债收益率继续上行。这将可能对资本市场形成负面冲击，同时增加新兴市场国家的短期资本流动压力。
6. 警惕新兴市场国家爆发债务和货币危机。由于疫情导致的经济萎缩和有关经济刺激

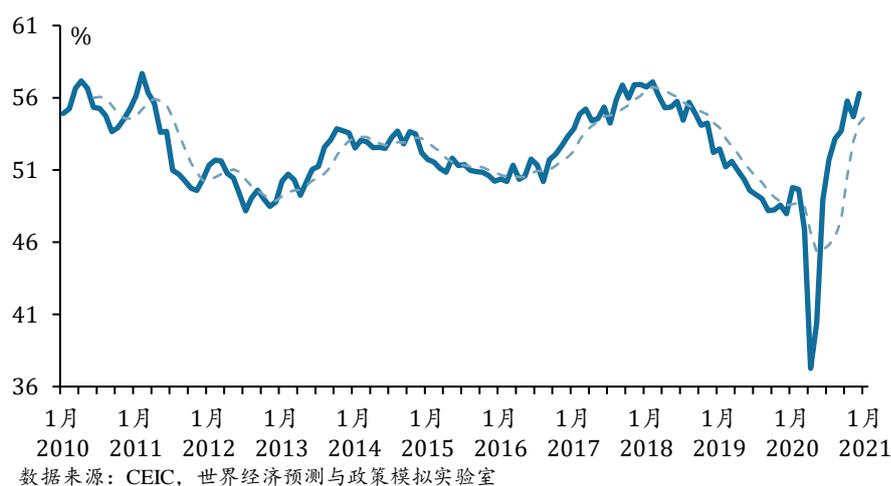
政策的实施，阿根廷、巴西、印度、土耳其等代表性国家普遍面临债务水平再创新高、通胀攀升、汇率贬值、财政空间不足等多重挑战。如果在发达经济体调整货币政策预期之前，新兴市场国家疫情没有得到有效控制，可能会出现一定程度债务和货币危机。

7. 警惕资本大进大出，冲击国内资产价格。2021 年，主要发达经济体经济复苏进程可能加快，金融市场风险偏好提升，实际利率和通胀预期抬升。美国经济强劲复苏等可能因素将导致资本双向流动加剧。
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、 全球经济继续修复

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，5-10 月逐步回升；10-11 月，美欧等经济体疫情再度抬头，11 月外部经济景气指数较 10 月小幅回落 1.1 个百分点；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。2020 年 10-12 月中国外部经济综合 CEEM-PMI¹分别为 55.8、54.7 和 56.3。

图表 1 中国外部经济综合 CEEM-PMI



美国经济复苏动能略显疲软。11 月以来，美国疫情进入第三波爆发期，经济复苏

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。

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。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%。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。

新纾困政策出台，货币政策继续宽松。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。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。货币政策方面，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。参照 2008 年金融危机后货币政策退出经验，考虑到美国经济有望在 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。

欧洲经济活动受挫，复苏预期推迟。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。制造业的活跃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。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，连续第 6 个月处于扩张区间，其中制造业显现出强劲扩张的态势，服务业略有改善。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。欧元区失业率自 7 月高位缓慢下行，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。同时，根据欧盟统计局估计，10 月欧元区失业人数约为 1382 万，相较上一个月减少了 8.6 万人。但青年失业率则小幅上升了 0.1 个百分点来至 18.0%，人数为 255 万，比前一个月增加了 2.9 万人。

欧央行如期加码宽松，英欧贸易和合作协议开始临时实施。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，欧央行每月通过该计划购买的资产额将超过 700 亿欧元。此外，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%，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。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。

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，较第 3 季度的平均值继续回升，并逐渐接近荣枯线；服务业 PMI 分别为 47.7 和 47.8，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。第 4 季度日本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。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%。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。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。

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。日本银行继续进行资产购买。根据日本银行账户，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。未来两个月日本央行购买资产计划与 2020 年 11-12 月持平。

金砖国家经济仍面临较大不确定性。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。俄罗斯出现第二波疫情，10 月和 11 月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。工业生产同比增速继续回升，但依然处于萎缩态势，不过 11 月处于 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。

巴西经济情况有望继续好转。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 年以来最好水平。工业生产在 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%。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。

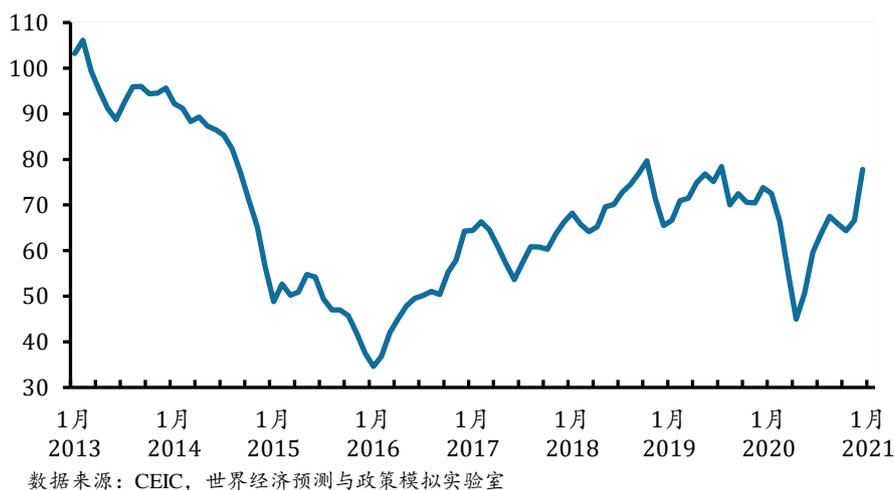
印度经济增长依然面临较大压力。9 月印度央行公布的消费信心当期指数跌至 49.9，相比 7 月下降 3.9 点，11 月稍微恢复至 52.3，但仍低于疫情前水平。9 月印度工业生产同比增速结束衰退，达到 0.5%，10 月进一步恢复到 3.6%。目前印度是继美国之后第二大疫情最严重的国家。疫情仍令印度经济面临巨大挑战——12 月失业率达到 9.1%，为 2020 年 6 月份以来的最高点；税收减少、支出增加，财政赤字大幅增加；通货膨胀从 5 月起总体处于上升趋势。

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。4 季度南非消费者信心指数连续两个季度回升，不过目前仍低于 2020 年 1 季度的情况。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。

东盟韩国制造业复苏加速。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，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。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，股票市场显著上行，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。东盟六国和韩国汇率总体稳中有升，韩元升值较多。货币政策方面，央行延续宽松举措，宽松政策旨在恢复经济；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。

多重因素利好推动大宗商品价格持续上涨。4 季度 CEEM 大宗商品价格²季度均价环比反弹 5.8%，延续上 1 季度的涨势。价格同比虽仍有 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%。

图表 2 CEEM 大宗商品价格指数



出口连续超预期回升，进口回升力度放缓。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

² 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。

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。

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。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。

二、全球金融市场：平稳收官

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。

美元、澳元贬值，日元、欧元、英镑升值；亚洲地区货币大幅升值，但卢布、阿根廷、土耳其货币大贬。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。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。

全球股市普遍大涨。全球金融市场流动性宽松，新冠疫苗成功推出，2021 年主要经济体货币财政持续积极，全球经济体复苏预期增强，主要经济体股市持续上升、且上升幅度较大。因秋冬疫情反弹严重、财政刺激政策落地反复摇摆，美国、法国、德国等欧美经济体股市曾出现过短暂的明显回调。后因疫苗推出、货币宽松等积极因素，欧美经济体股市持续上扬。但新兴经济体和亚洲经济体的股市几乎不受疫情干扰，经济复苏和货币宽松推动股市持续大幅上涨。其中，俄罗斯、巴西、韩国股市的上涨幅度较大，中国上证综指上涨幅度最小。

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。

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。

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	92.15	94.07	-2.04%	标普 500	3554.80	3316.41	7.19%
日元	1.19	1.17	2.04%	德国 DAX	12998.82	12839.00	1.24%
欧元	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%
雷亚尔	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)				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	0.10	0.11	-0.89	美国	0.86	0.65	21.17
欧元	-0.57	-0.55	-1.94	欧元区	-0.55	-0.45	-10.53
日本	-0.11	-0.10	-0.94	日本	0.03	0.03	-0.47
中国	2.18	1.83	35.08	中国	3.23	3.02	21.61
印度	3.19	3.41	-21.50	巴西	7.45	6.76	68.77

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。

三、展望与对策

疫情疫苗赛跑愈发明显，全球风险情绪来回拉扯。一方面，主要经济体疫情再度抬头并愈演愈烈，另一方面，疫苗普及速度远不及预期。

随着秋冬季节到来，病毒生存和传播加快，且出现了多种不同的变异类型（传染性更强），防疫压力进一步加大。美国和欧洲疫情再度抬头，新兴经济体仍深陷疫情困境。截至 1 月 8 日，美国近 7 日平均日增新冠确诊病例超过 24.8 万例，平均日增死亡病例近 3000 例，两项数据均创美国新冠疫情以来新高。欧洲近 7 日平均日增新冠确诊病例约为 25.3 万例，逼近 11 月初的历史最高水平，其中英国新增新冠确诊病例已创单日最高纪录。新兴经济体中巴西、俄罗斯、南非、墨西哥等国新增确诊病例居于全球前十。受疫情影响，多国加码管控措施。

经济复苏的节奏关键在于安全有效的疫苗，然而当前疫苗普及速度远不及预期，全人群免疫屏障构建仍然任重道远。截至 1 月 9 日，中国和美国疫苗接种覆盖率分别达到

0.63 剂/百人和 2.02 剂/百人，欧洲的国家中意大利、德国和西班牙接种量排名靠前，但每百人接种量均在 1 剂以下。多数新兴和发展中经济体医疗卫生条件有限，在疫苗储备和疫苗普及上处于明显劣势地位。疫苗的储备、分配、运输及民众对疫苗的疑虑是阻碍疫苗普及的重要原因。此外，疫苗对于变异病毒的有效性也有待检验。

需关注美国长端利率过快上涨的潜在风险。1 月 6 日，美国 10 年期国债收益率上升至 1.1% 以上。10 年期利率迅速走高的直接原因是市场对拜登新政府将实行更大规模财政刺激预期迅速上涨。从经济增长和通胀数据来看，美国经济走势与次贷危机后政策强刺激下的快速反弹期（2008 年 3 季度至 2009 年 4 季度）类似。由于次贷危机导致居民资产负债表受损严重，在刺激政策退出后，2011 年美国地产再次下滑，经济随后进入漫长的居民资产负债表修复期。此次不同的是，新冠疫情危机的风险主要来源于供给层面，居民和企业杠杆率相对平稳。如果未来疫苗能够推动经济恢复正常，美国经济反弹速度可能会超出市场预期。未来需警惕美国长端利率过快上涨，这会对资本市场形成负面冲击，也会增加我国和其他新兴市场国家的短期资本外流压力。

警惕新兴市场国家爆发系统性债务和货币危机。由于疫情导致的经济萎缩和有关经济刺激政策的实施，阿根廷、巴西、印度、土耳其等代表性国家普遍面临债务水平再创新高、通胀攀升、汇率贬值、财政空间不足等多重挑战。2020 年以来，巴西宣布因为财政资金不足而削减疫情纾困补贴，赞比亚、阿根廷宣布违约并开启债务重组谈判，标普、惠誉等评级机构对新兴市场的净负面展望达到十余年最高，南非、土耳其、哥伦比亚等国面临主权信用评级下调风险。委内瑞拉、津巴布韦、苏丹、黎巴嫩、苏里南、也门和伊朗等国面临恶性通货膨胀挑战。

警惕资本大进大出，冲击国内资产价格。低利率环境下，我国凭借相对收益率优势，吸引境外机构加速持有我金融资产。根据国际金融协会(IIF)数据，2020 年 11 月外资流入新兴市场的资金高达 765 亿美元，创单月历史新高。2020 年 2-3 季度，我国证券投资项目累计净流入 850 亿美元，外资持有我股票规模已达 A 股总市值的 4.7%。展望 2021 年，主要发达经济体经济复苏进程可能加快，金融市场风险偏好提升，实际利率和通胀预期抬升。美国经济强劲复苏等可能因素将导致资本双向流动加剧，警惕资本大进大出加剧国内资产价格波动。

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基本稳定。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，货币政策尚没有到收紧的时候。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。

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，但企业家受新冠疫苗推出预期的鼓舞，投资信心不减。服务业则持续处于萎缩状态，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

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

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业已向好的趋势。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？

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将可能转向轻微逆差，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

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

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，但受经常项目盈余可能下降、美国经济强劲复苏等可能因素导致资本双向流动加剧、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

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

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。