

# 新兴市场能带动全球经济复苏吗

——新时代视野下的国际经济及大宗商品周察 第96期 (2019.12.23-2019.12.27)

宏观定期

潘向东 (首席经济学家) 刘娟秀 (分析师)

证书编号: 010-83561312

S0280517100001 liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号: S0280517070002

邢曙光 (联系人)

18046221202

xingshuguang@xsdzq.cn 证书编号: S0280118040021

证书编号: S0280118060007

钟奕昕 (联系人)

18070182515

证书编号: S0280118040021

证书编号: S0280118060007

## ● 新兴市场能带动全球经济复苏吗

美国和欧元区12月Markit制造业PMI初值均较前值有所下行,美国12月Markit制造业PMI初值录得52.5%,欧元区12月制造业PMI指数回落至45.9%,并且持续处于收缩区间,终结此前连续两个月走高的趋势。在美、欧等发达国家和地区制造业PMI表现疲软的同时,新兴市场制造业PMI近几个月回升则较为明显,且回升领先于全球其他国家和地区,那么新兴市场能否带动全球经济复苏呢?

从历史经验来看,全球制造业PMI受美国的影响较大。根据2018年数据,美国GDP占世界比重为24%,美国是核心消费国,美国消费扩张带动欧洲、日本、韩国、中国等生产国生产扩张,生产国生产扩张又带动拉美、中东资源国经济增长,生产国和资源国通过贸易获得的美元又回流美国支撑美国消费扩张。如此循环下去,世界经济协同波动。

全球摩根大通制造业PMI与美国ISM和Markit制造业PMI相关系数分别高达0.73,和0.68,说明美国 and 全球制造业PMI走势趋同。目前美国ISM制造业PMI指数已连续四个月低于荣枯线,与美国生产指数增速从2018年四季度开始下滑,2019年9月以来为负,及产能利用率自2018年末开始下相符合,说明美国经济周期确实存在向下调整的风险。由于美国对全球制造业影响较大,美国制造业低迷或对全球制造业造成持续影响。

那么为什么近期是新兴市场也出现企稳迹象?可能是因为新兴市场降息空间比较大,也比较有效,而发达国家普遍低利率,降息空间有限,同时结构性问题严重。2019年以来,在美联储货币宽松预期的推动下,印度、土耳其、俄罗斯等多个新兴市场国家相继宣布降息。美联储降息和新兴市场货币政策放松令金融环境更加宽松,为经济提供流动性支撑,可能会对经济增长产生积极的溢出效应。

新兴市场对全球经济的拉动可能有限。首先,除中国之外的新兴市场经济规模较小。根据IMF的数据,中国GDP总量占新兴市场总量的40%以上,除中国外的新兴市场体量仅占全球的23.6%,可见新兴市场经济体量不大,对全球经济回升的贡献有待考量。

其次,美国经济主要依靠消费,因此新兴市场复苏对美国的溢出效应可能有限,但是对日本、德国的影响或许会大一些。美国这一轮经济周期,2015年有见顶迹象,2016年经济增速下滑,但是2017年减税拉长了经济周期,随着减税效应消退,2019年实际经济增速开始下降,不过美联储预防式降息、重新扩表,经济周期再度拉长。但总体来看,美国经济周期向下难以逃避,但降息或许会导致2020年美国不会太差。

再次,如果把眼光放远一点,发达国家再工业化、贸易摩擦、中国产业升级等等,都会打破以前的经济周期运行模式,世界经济的协同效应也会弱化,世界贸易量增速下滑,可能不是简单的周期现象。

总之,全球经济看中美,在降息的刺激下,美国经济可能不差,甚至可能重演2017年美国减税拉动全球经济复苏的故事。虽然中国经济短期下行压力仍在,但却也出现了短期复苏迹象,2020年中国对世界经济的贡献可能高于2019年。如此看来,即使除中国外的新兴经济体对全球经济拉动有限,但是中美自身的经济韧性,也可以保障2020年全球经济不差。

## ● 美国房市回暖,但耐用品订单环比超预期下行

受国防订单的减少的影响,美国11月耐用品订单环比超预期下行,美国制造业仍面临下行风险。美国房市回暖,新屋销售超预期反弹,表明贷款利率下行对美国住房市场形成支撑,但同时新屋楼价也有所上行,主要是住房供给不足导致的。

## ● 美国制造业形势不乐观,美元指数回落

美国制造业形势依然不乐观,欧洲央行发布新报告对未来经济展现乐观态度,欧元上行,令美元指数承压回落至97.0017,人民币兑美元即期汇率收至6.9992。

## ● 商品指数涨跌不一

高炉开工率回落,供给端表现不强,利多钢价。市场情绪好转,铜库存回落,利多铜价。钢厂焦炭库存上行,需求回落,利空焦价。电厂日耗回升,利多煤价。美国原油库存超预期大幅减少,利多油价。下游生猪存栏量恢复较为缓慢,需求不强,利空豆粕价格。

## ● 风险提示: 美联储货币政策超预期

## 相关报告

国际经济及大宗商品: 美国消费怎么看  
2019-12-22

国际经济及大宗商品: 哪些国家经济在复苏

2019-12-15

国际经济及大宗商品: 怎么看美国ISM和Markit制造业PMI的背离?

2019-12-08

国际经济及大宗商品: 美国经济温和增长,前景依然乐观

2019-12-01

国际经济及大宗商品: 美联储降息预期降温

2019-11-24

国际经济及大宗商品: 美国10月零售销售超预期

2019-11-17

国际经济及大宗商品: 近期人民币升值的原因

2019-11-10

国际经济及大宗商品: 非农就业超预期增长,美国经济展示韧性

2019-11-03

国际经济及大宗商品: 美国货币政策泰勒规则失效了吗

2019-10-27

国际经济及大宗商品: IMF下调世界经济增速预期

2019-10-20

国际经济及大宗商品: 美联储宣布重新扩表,可以实现“一石多鸟”

2019-10-13

国际经济及大宗商品: 美国新增就业放缓,10月降息概率仍较大

2019-10-07

国际经济及大宗商品: 欧洲经济怎么看  
2019-09-29

## 目 录

1、 新兴市场能带动全球经济复苏吗.....	3
2、 国外经济形势一周综述.....	5
3、 汇率走势一周综述.....	6
4、 商品价格走势一周综述.....	6
4.1、 商品指数悉数上行.....	6
4.2、 黄金价格走高.....	7
4.3、 金属价格多数上行.....	8
4.4、 能源化工产品价格多数上涨.....	9
4.5、 农产品价格涨跌不一.....	11

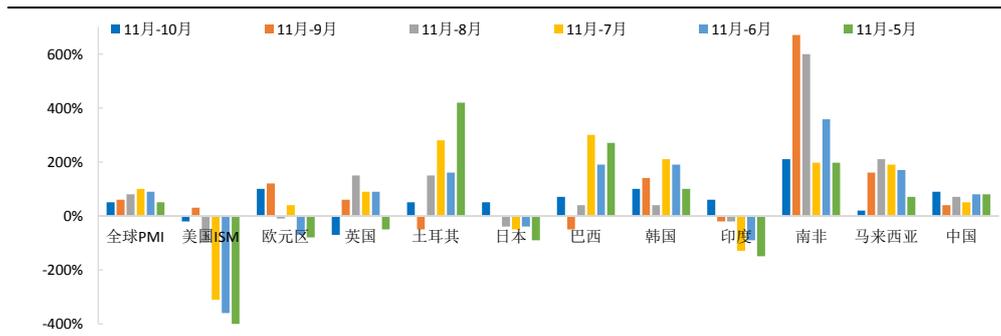
## 图表目录

图 1: 制造业 PMI 差值 (%) .....	3
图 2: 全球和美国制造业 PMI (%) .....	3
图 3: 全球制造业 PMI 和美国经济增速 (%) .....	3
图 4: 经济体量占比 (%) .....	4
图 5: 美国耐用品订单增速 (%) .....	5
图 6: 美国新屋销售年化总数 (千套) .....	5
图 7: 南华商品指数周度涨跌幅.....	7
图 8: 黄金价格走势 (美元/盎司) .....	7
图 9: 高炉开工率 (%) .....	8
图 10: 钢材库存 (万吨) .....	8
图 11: 上期所阴极铜库存(吨).....	9
图 12: 铁矿石港口库存 (万吨) .....	9
图 13: 焦化企业开工率 (%) .....	10
图 14: 独立焦化企业焦炭总库存 (万吨) .....	10
图 15: 港口焦炭库存 (万吨) .....	10
图 16: 国内样本钢厂焦炭库存(万吨).....	10
图 17: 下游发电集团煤炭库存 (万吨) .....	10
图 18: 6 大发电集团日均耗煤量 (万吨) .....	10
图 19: 6 大发电厂煤炭库存可用天数.....	11
图 20: 港口煤炭库存 (万吨) .....	11
图 21: 国际原油期货价格走势 (美元/桶) .....	11
图 22: 布伦特原油-WTI 原油价差 (美元/桶) .....	11
表 1: 2019 年主要新兴市场国家基准利率变动情况.....	4
表 2: 主要汇率及汇率指数一周概览 (2019.12.23-2019.12.27) .....	6
表 3: 商品指数总览 (2019.12.23-2019.12.27) .....	6
表 4: 黄金价格走高 (2019.12.23-2019.12.27) .....	7
表 5: 金属价格多数上行 (2019.12.23-2019.12.27) .....	8
表 6: 能源化工产品价格多数上涨 (2019.12.23-2019.12.27) .....	9
表 7: 农产品价格涨跌不一 (2019.12.23-2019.12.27) .....	11

## 1、新兴市场能带动全球经济复苏吗

美国和欧元区 12 月 Markit 制造业 PMI 初值均较前值有所下行，美国 12 月 Markit 制造业 PMI 初值录得 52.5%，略低于前值 52.6%；欧元区 12 月制造业 PMI 指数回落至 45.9%，不及前值 46.9%，并且持续处于收缩区间，终结此前连续两个月走高的趋势。在美、欧等发达国家和地区制造业 PMI 表现疲软的同时，新兴市场制造业 PMI 近几个月回升则较为明显，且回升领先于全球其他国家和地区，那么新兴市场能否带动全球经济复苏呢？

图1：制造业 PMI 差值 (%)



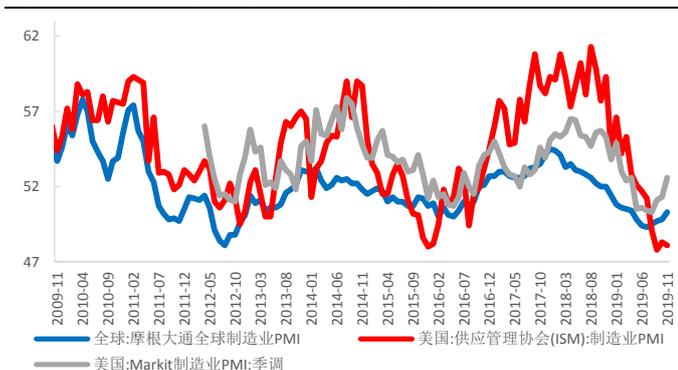
资料来源：Wind，新时代证券研究所 注：选取 2019 年 5 月至 11 月的数据

从历史经验来看，全球制造业 PMI 受美国的影响较大。根据 2018 年数据，美国 GDP 占世界比重为 24%，美国是核心消费国，美国消费扩张带动欧洲、日本、韩国、中国等生产国生产扩张，生产国生产扩张又带动拉美、中东资源国经济增长，生产国和资源国通过贸易获得的美元又回流美国支撑美国消费扩张。如此循环下去，世界经济协同波动。

根据 2009 年 10 月至 2019 年 11 月的数据，全球摩根大通制造业 PMI 与美国 ISM 制造业 PMI 相关系数高达 0.73，全球摩根大通制造业 PMI 与美国 Markit 制造业 PMI 相关系数达到 0.68，说明美国 and 全球制造业 PMI 走势趋同。全球摩根大通制造业 PMI 和美国经济 (ECRI 同步指标) 的相关系数为 0.31 (PMI 领先 7 期)。

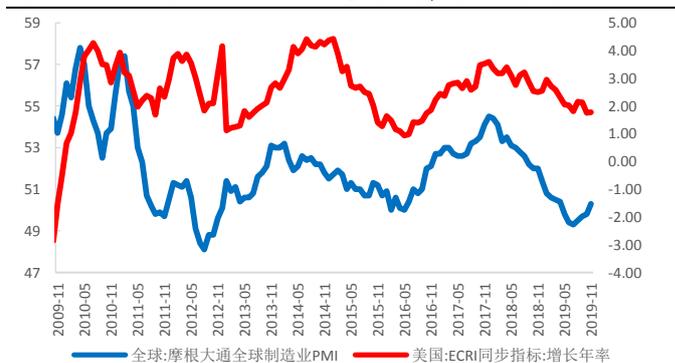
目前美国 ISM 制造业 PMI 指数自 2018 年 9 月开始下降，且已连续四个月低于荣枯线，这也和美国生产指数增速从 2018 年四季度开始下滑、2019 年 9 月以来为负，以及产能利用率自 2018 年末开始下相符合，这意味着美国经济周期确实存在向下调整的风险。而由于美国对全球制造业的影响较大，因此美国制造业的低迷或对全球制造业造成持续影响。

图2：全球和美国制造业 PMI (%)



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3：全球制造业 PMI 和美国经济增速 (%)



资料来源：Wind，新时代证券研究所

那么为什么近期是新兴市场也出现企稳迹象？可能是因为新兴市场降息空间比较大，也比较有效，而发达国家普遍低利率，降息空间有限，同时结构性问题严重。2019 年以来，在美联储货币宽松预期的推动下，印度、土耳其、俄罗斯等多个新兴市场国家相继宣布降息。2019 年印度央行已降息 5 次，共计将回购利率下调 135 个基点，而且未来可能还会继续降息；土耳其央行 4 次降息，将一周回购利率从 24% 大幅下调至 12%；俄罗斯央行 5 次降息，共计下调关键利率 150 个基点；墨西哥央行 4 次降息，将基准利率从 8.25% 下调至 7.25%。美联储降息和新兴市场货币政策放松令金融环境更加宽松，为经济提供流动性支撑，可能会对经济增长产生积极的溢出效应。

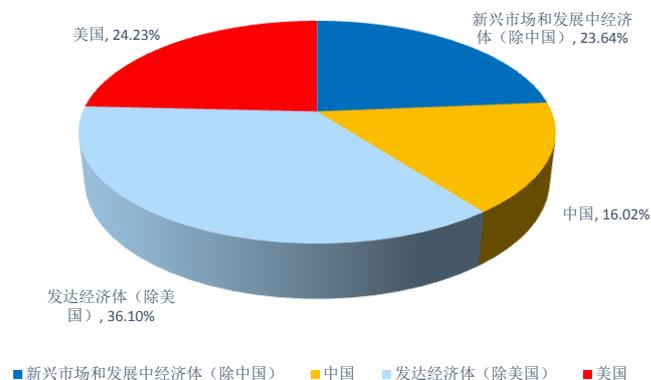
**表1： 2019 年主要新兴市场国家基准利率变动情况**

国家	2018 年末基准利率	2019 年末基准利率	降息幅度(BP)	降息次数
印度	6.50%	5.15%	135	5 次
俄罗斯	7.75%	6.25%	150	5 次
土耳其	24.00%	12.00%	1200	4 次
印尼	6.00%	5.00%	100	4 次
墨西哥	8.25%	7.25%	100	4 次
巴西	6.50%	4.50%	200	4 次
菲律宾	4.75%	4.00%	75	3 次
韩国	1.75%	1.25%	50	2 次
泰国	1.75%	1.25%	50	2 次
马来西亚	3.25%	3.00%	25	1 次
南非	6.75%	6.50%	25	1 次

资料来源：Wind，新时代证券研究所

新兴市场对全球经济的拉动可能有限。首先，除中国之外的新兴市场经济规模较小。根据 IMF 的数据，2018 年新兴市场和发展中经济体 GDP 总量为 336,867 亿美元，世界 GDP 总量为 849,295 亿美元，中国 GDP 总量为 136,081 亿美元。按比例来看，中国 GDP 总量占新兴市场总量的 40% 以上，除中国之外的新兴市场体量仅占全球经济体量的 23.6%，可见新兴市场经济体量不大，对全球经济回升的贡献有待考量。

**图4： 经济体量占比 (%)**



资料来源：Wind，新时代证券研究所

其次，由于消费占美国经济的三分之二以上，美国经济主要依靠消费，因此新兴市场复苏对美国的溢出效应可能有限，但是对日本、德国的影响或许会大一些。

美国这一轮经济周期，2015 年有见顶迹象，2016 年经济增速下滑，但是 2017 年减税拉长了经济周期，随着减税效应消退，2019 年，美国 PMI、债券利差等指标显示经济形势恶化，实际经济增速也确实开始下降了，不过美联储预防式降息、重新扩表，经济周期再度拉长。但总体来看，美国经济周期向下难以逃避，但降息或许会导致 2020 年美国经济不会太差，实际经济增速继续向 2% 的潜在经济增速收敛，并最终在潜在经济增速附近波动。

再次，如果把眼光放远一点，发达国家再工业化、贸易摩擦、中国产业升级等等，都会打破以前的经济周期运行模式，世界经济的协同效应也会弱化，世界贸易量增速下滑，可能不是简单的周期现象。

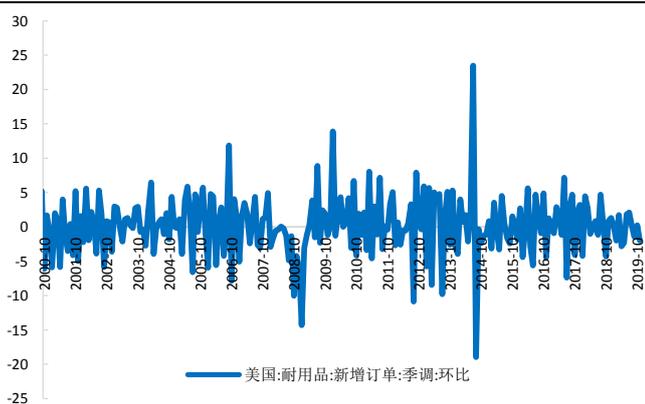
总之，全球经济看中美，在降息的刺激下，美国经济可能不差，甚至可能重演 2017 年美国减税拉动全球经济复苏的故事。虽然中国经济短期下行压力仍在，但却也出现了短期复苏迹象，2020 年中国对世界经济的贡献可能高于 2019 年。如此看来，即使除中国外的新兴经济体对全球经济拉动有限，但是中美自身的经济韧性，也可以保障 2020 年全球经济不差。

## 2、国外经济形势一周综述

美国 11 月耐用品订单环比超预期下行，加上此前公布的制造业 PMI 数据不及预期，说明美国制造业仍面临下行风险。美国 11 月耐用品订单环比下行 2%，远不及预期 1.5% 和前值 0.5%，耐用品订单的超预期下行主要是由于国防订单的减少。此外，美国 11 月扣除飞机非国防耐用品订单环比增长 0.1%，不及预期 0.2% 和前值 1.1%；扣除运输耐用品订单环比增长 0%，不及预期 0.2% 和前值 0.5%。

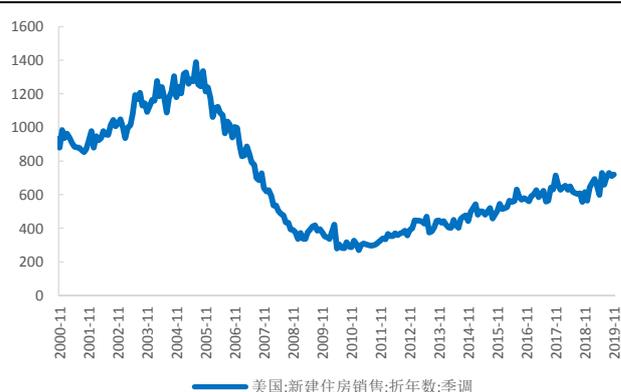
美国房市回暖，新屋销售超预期反弹，表明贷款利率下行对美国住房市场形成支撑，但同时新屋楼价也有所上行，主要是住房供给不足导致的。美国 11 月新屋销售环比超预期上行 1.3%，11 月新屋销售年化总数达到 71.9 万户；11 月新屋楼价中位数 33.08 万美元，上升 7.2%。

图5： 美国耐用品订单增速（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 美国新屋销售年化总数（千套）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

### 3、汇率走势一周综述

表2：主要汇率及汇率指数一周概览（2019.12.23-2019.12.27）

名称	上周收盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅	涨跌方向
美元兑人民币中间价	7.002	7.0119	6.9801	6.9879	-0.2014	↓
美元兑离岸人民币	7.0011	7.013	6.9869	6.9914	-0.1385	↓
美元兑日元	109.44	109.7	109.23	109.425	-0.0137	↓
欧元兑美元	1.1078	1.1312	1.1068	1.1175	0.8756	↑
英镑兑美元	1.3002	1.3117	1.2904	1.3073	0.5461	↑
美元指数	97.6901	97.8227	96.5359	97.0017	-0.7047	↓
CFETS 人民币汇率指数	91.32			91.5	0.1971	↑
人民币汇率指数(SDR 货币篮子)	91.19			91.81	0.6799	↑
人民币汇率指数(BIS 货币篮子)	94.96			95.18	0.2317	↑

资料来源: Wind, 新时代证券研究所 注: 人民币汇率指数时间区间为 12 月 13 日-12 月 20 日。

美元指数上周下行 0.7047 % 收至 97.0017。美国 11 月耐用品订单超预期下行, 美国制造业形势依然不乐观, 欧洲央行发布新报告对未来经济展现乐观态度, 欧元上行, 令美元指数承压走弱。上周欧元兑美元上行 0.8756%, 收报 1.1175; 英镑兑美元上行 0.5461 %, 收报 1.3073。

美元指数回落, 人民币兑美元升值。截至 12 月 27 日, 美元兑人民币即期汇率收至 6.9992, 一周下行 123BP; 美元兑人民币汇率中间价收至 6.9879, 较前一周下行 141BP; 美元兑离岸人民币汇率收至 6.9914, 较前一周下行 97BP; 12 个月期美元兑人民币 NDF 收至 7.0690, 较前一周下行 84BP。

### 4、商品价格走势一周综述

#### 4.1、商品指数悉数上行

表3：商品指数总览（2019.12.23-2019.12.27）

名称	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅	涨跌方向
南华商品指数	1517.43	1534.51	1513.00	1530.01	0.87	↑
南华工业品指数	2329.59	2348.17	2319.45	2340.98	0.56	↑
南华农产品指数	782.45	790.31	778.19	786.85	0.57	↑
南华金属指数	3437.75	3468.13	3426.68	3455.06	0.58	↑
南华能化指数	1340.98	1352.47	1331.60	1348.51	0.62	↑
南华贵金属指数	603.54	623.15	603.54	620.03	2.71	↑
CRB 现货指数:综合	398.22			401.00	0.69	↑

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

上周, 南华商品价格指数悉数上行。南华商品指数上行 0.87% 至 1530.01, 分项中, 南华贵金属指数上行 2.71%; 南华工业品指数上行 0.56%; 南华金属指数上行 0.58%; 南华农产品指数上行 0.57%; 南华能化指数上行 0.62%。此外, CRB 现货综合指数上周上行 0.69% 至 401.00。

南华贵金属指数上行 2.71% 至 620.03。中美贸易局势缓和, 美国经济数据表现

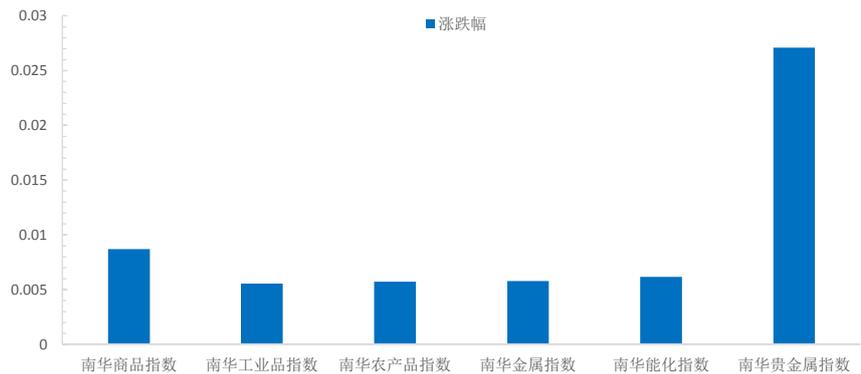
疲软，美元指数走弱，贵金属价格走强。

金属价格多数上行，南华金属指数下行 0.58% 至 3455.06。高炉开工率回落，供给端表现不强，利多钢价。市场情绪好转，铜库存回落，利多铜价。

能化类商品价格多数上涨，南华能化指数上行 0.62% 至 1348.51。钢厂焦炭库存上行，需求回落，利空焦价。电厂日耗回升，利多煤炭价格。美国原油库存超预期大幅减少，利多油价。

上周农产品期货价格涨跌不一，南华农产品指数上行 0.57% 至 786.85。下游生猪存栏量恢复较为缓慢，需求不强，利空豆粕价格。

**图7：南华商品指数周度涨跌幅**



资料来源：Wind，新时代证券研究所

## 4.2、黄金价格走高

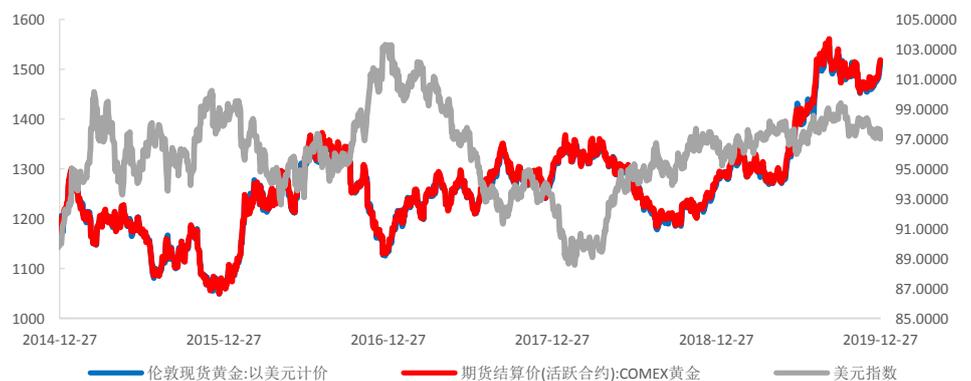
**表4：黄金价格走高（2019.12.23-2019.12.27）**

名称	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅	涨跌方向
SHFE 黄金	338.92	347.50	337.88	345.30	1.83	↑
COMEX 黄金	1482.40	1519.90	1481.20	1515.60	2.24	↑
美元指数	97.68	97.82	96.54	97.00	-0.70	↓

资料来源：Wind，新时代证券研究所

上周国内国际黄金价格走势一致，SHFE 黄金价格上行 1.83%，收于 345.30 元/克；COMEX 黄金价格上行 2.24%，收于 1515.60 美元/盎司。中美贸易局势缓和，美国经济数据表现疲软，美元指数走弱，贵金属价格走强。

**图8：黄金价格走势（美元/盎司）**



资料来源：Wind，新时代证券研究所

### 4.3、金属价格多数上行

表5： 金属价格多数上行 (2019.12.23-2019.12.27)

名称	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅	涨跌方向
SHFE 铜	49070	49940	48870	49730	1.43	↑
SHFE 螺纹钢	3510	3555	3470	3541	0.97	↑
DCE 铁矿石	634	649	628.5	642.5	1.18	↑
SHFE 镍	111970	114090	109840	109890	-1.66	↓
SHFE 铝	14200	14285	14020	14075	-0.71	↓
SHFE 锌	18180	18235	17800	17960	-0.83	↓
SHFE 铅	15020	15340	14770	15235	1.67	↑
LME 铜	6172.5	6266.5	6155	6226.5	0.83	↑
COMEX 铜	2.81	2.86	2.79	2.82	0.73	↑

资料来源：Wind，新时代证券研究所

上周 SHFE 螺纹钢价格上行 0.97%，收于 3541 元/吨。高炉开工率回落，供给端表现不强，利多钢价。截至 12 月 27 日，全国螺纹钢库存升至 314.95 万吨，全国主要钢材品种库存升至 772.26 万吨，全国高炉开工率降至 65.75%。上周 DCE 铁矿石期货价格收于 642.5 元/吨，上行 1.18%。铁矿石港口库存回落，截至 12 月 27 日，铁矿石港口库存升至 12,695.53 万吨，环比上行 0.02%。

SHFE 铜价格上行 1.43%，收于 49730 元/吨。国内外铜价走势一致，LME 铜价格上行 0.83%，收于 6226.5 美元/吨；COMEX 铜价格上行 0.73% 收于 2.82 元/磅。市场情绪好转，铜库存回落，利多铜价。截至 12 月 27 日，上期所有色库存中阴极铜库存降至 12.36 万吨；LME 铜库存降至 147,350.00 吨。

图9： 高炉开工率 (%)

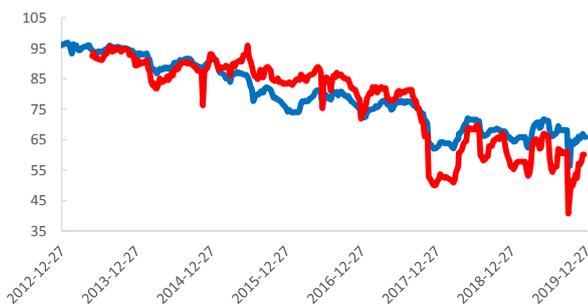
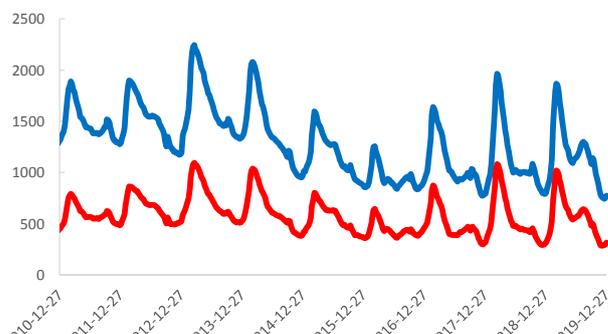


图10： 钢材库存 (万吨)



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_8127](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8127)

