



**NIFD**

国家金融与发展实验室  
National Institution for Finance & Development

【2019年3季度】

**NIFD 季报** 主编：李扬

**国内宏观经济**

张平

杨耀武 倪红福 张昭

2019年11月

《NIFD 季报》系国家金融与发展实验室集体研究成果之一，旨在定期、系统、全面跟踪全球金融市场、国内宏观经济、中国资金流动、国家资产负债表、财政运行、债券市场、股票市场、房地产金融、金融机构等领域的动态，并对各领域的金融风险状况进行评估。《NIFD 季报》由三个季度报告和一个年度报告构成。NIFD 季度报告于各季度结束后的第二个月发布，并在实验室微信公众号和官方网站同时推出；NIFD 年度报告于下一年度 3 月份发布。

# 外部冲击、经济减速与稳定政策选择

## 摘要

在全球经济高度融合的背景下，中美这两个当今世界贸易占比最高、经济体量最大国家之间，持续经贸冲突造成的影响，已大大超乎人们的预料。美欧日等发达经济体，制造业 PMI 持续数月处于荣枯线以下并创多年来的新低，同时消费者信心和投资者信心等先行指标也出现连续下滑。面对这种局面，包括欧美和新兴经济体在内的很多国家纷纷转向宽松货币政策，美联储今年来已降息 3 次，日本负利率政策延续、欧洲发达国家负利率程度加深。当前，发达国家货币政策继续宽松的空间和有效性变得越来越有限，同时欧日等经济体长期负利率对银行盈利能力的侵蚀和金融体系脆弱性的增强值得关注。

面对这种局面，世界银行(WB)和国际货币基金组织(IMF)等国际机构近期连续数次下调今明两年的全球经济增长预期。在外部冲击持续、国内经济结构性减速的情况下，2019 年前三季度中国经济实现了 6.2% 的增长，分季度看呈逐季递减之势，未来经济增速继续下移或将延续。基于“放缓情景”下的预测，我们推算中国经济 2019 年全年增长为 6.1%，仍保持在 6~6.5% 的年度目标区间内，2020 年增速则为 5.8%。

在全球经济已经高度融合的背景下，美对华挑起的经贸冲突将严重地破坏现存的全球产业链和供应链，而新的产业链和供应链重构不可能在短期内完成。因此，世界贸易量萎缩和受关税影响产品最终价格提高，以及全球经济增长步伐放缓所带来的福利损失，只能由包括美国在内的参与全球价值链的世界各国来负担。根据我们的测算，单就加征关税本身对美国消费者

本报告负责人：张平

本报告执笔人：

- 张平  
国家金融与发展实验室  
副主任
- 杨耀武  
国家金融与发展实验室  
特聘研究员
- 倪红福  
中国社会科学院经济研  
究所副研究员
- 张昭  
西安交通大学经济与金  
融学院博士后

### 【NIFD 季报】

全球金融市场  
国内宏观经济  
中国资金流动  
宏观杠杆率  
中国财政运行  
房地产金融  
债券市场  
股票市场  
银行业运行  
保险业运行

造成的福利损失就高达 95.58 亿美元，而中国的福利损失也有 37.39 亿美元。

随着中国经济的发展，中美之间经济互补性正在减弱，对抗性的成分逐步增多，中国在传统优势逐步减退的情况下，必须持续推动经济高质量发展，逐步适应以内需为主和创新驱动的“大国模型”。从短期经济增速放缓的迹象看，PPI 持续转负，极大地影响了企业的盈利水平和财政税收收入，使得企业融资成本升高，这在微观上降低了企业的活力。因此，稳定化政策要在稳需求的同时，切实推进企业供给侧改革，要把降成本和放松管制作为稳定化政策的重要着力点。

## 目 录

一、外部持续冲击 .....	1
(一) 弱需求和负利率趋势 .....	1
(二) 外部冲击引起中国经济增长预期下调 .....	5
二、近期中美加征关税对进出口及福利影响分析 .....	8
(一) 加征关税对进出口的影响 .....	8
(二) 加征关税对福利的影响 .....	11
三、中国高质量转型的潜力评估 .....	12
四、稳定化政策的选择 .....	16

在全球经济高度融合的背景下，中美这两个当今世界贸易占比最高、经济体量最大国家之间，持续的经贸冲突造成的影响已大大超乎人们的预料。美欧日等发达经济体，制造业 PMI 持续数月处于荣枯线以下并创多年来的新低，同时消费者信心和投资者信心等先行指标也出现连续下滑。面对这种局面，包括欧美和新兴经济体在内的很多国家纷纷转向宽松货币政策，美联储今年以来已降息 3 次，日本负利率政策延续、欧洲发达国家负利率程度加深。世界银行（WB）和国际货币基金组织（IMF）等国际机构近期连续数次下调今明两年的全球经济增长预期。在外部冲击持续、国内经济结构性减速的情况下，2019 年前三季度中国经济实现了 6.2% 的增长，分季度看呈逐季递减之势，未来经济增速继续下移或将延续。随着中国经济的发展，中美之间经济互补性正在减弱，对抗性的成分逐步增多，中国在传统优势逐步减退的情况下，必须持续推动经济高质量发展，逐步适应以内需为主和创新驱动的“大国模型”。本文基于中美互加关税对进出口和福利的影响以及中国高质量转型潜力评估的视角，结合宏观形势，分析当前外部冲击持续背景下的稳定化政策选择。

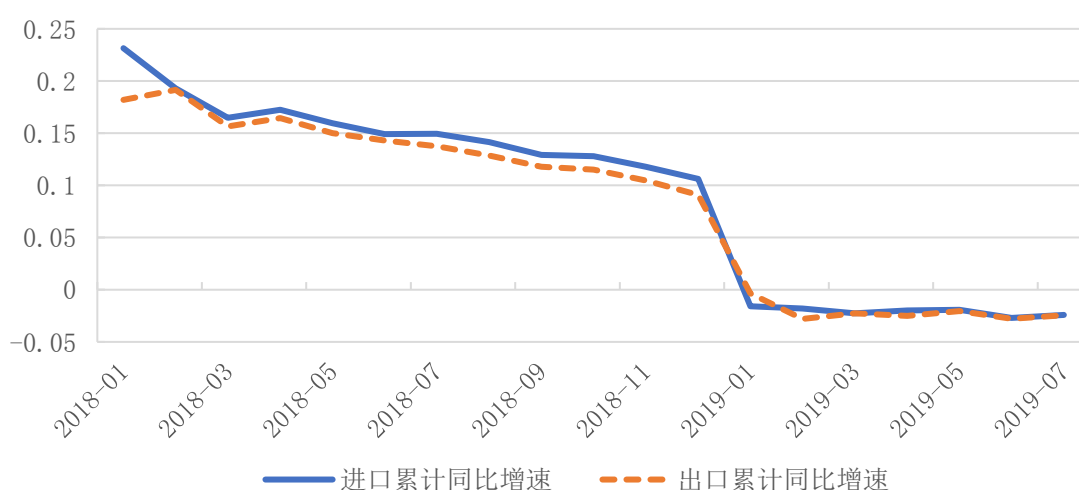
## 一、外部持续冲击

### （一）弱需求和负利率趋势

从 2018 年 3 月至今，中美经贸冲突已持续了一年半左右的时间。中美作为当今世界两个最大的经济体，其 GDP 之和占世界总量的近四成，对外贸易之和在全球贸易总量中超两成。在当今世界经济高度融合的背景下，中美之间的经贸冲突已不可能只对冲突双方产生影响，其外溢效应之强恐怕已经大大超乎人们的预料。持续升级的贸易紧张局势叠加“技术割裂”的倾向，不仅制约了全球贸易增长，更严重的是造成了对不确定性敏感的投资增速下滑和金融市场的大幅波动。全球经济增速持续放缓的冲击导致中国经济增长减速，2019 年第一季度中国经济实现了 6.4%

的增长,二季度 GDP 增速为 6.2%,较一季度下降 0.2 个百分点,第三季度为 6.0%,经济增长放缓 0.2 个百分点,为 1992 年以来的最低水平。从全球经济看,美国 2019 年第二季度 GDP 按年率计算增长 2.0%,大幅低于一季度 3.1%的水平,其中私人部门投资和出口较一季度分别下滑 6.3%和 5.7%。欧元区二季度 GDP 同比增长仅为 1.0%,较一季度和上年同期分别下降 0.2 和 1.4 个百分点,为 5 年来的新低;其中外贸占比高、先进制造业发达,有欧元区经济引擎之称的德国二季度同比零增长,环比折年下跌 0.3%;制造业产能利用率连续 4 个季度下滑,主要商品进出口上半年分别较去年同期下跌 3.9%和 6.3%。日本二季度 GDP 同比增长 1.0%,与上季度持平,较上年同期下降 0.5 个百分点;其中庆祝新天皇即位“十年休”造成的个人消费增长对经济起到了支撑作用,而主要商品进出口上半年则分别同比下降 2.3%和 6.0%。

从近期数据看,世界主要经济体景气程度下滑的趋势仍在延续。一是主要经济体的商品进出口累计同比增速从 2018 年初以来持续下滑,特别是商品出口增速从 2018 年 3 月开始下滑明显(见图 1)。



**图 1 主要经济体 2018 年 1 月至 2019 年 7 月进出口累计同比增速**

注：这些经济体包括：中国、美国、欧盟 27 国、英国和日本。

二是一些反映宏观经济走势和市场信心的先行指标持续回落。2019 年 10 月,中国制造业 PMI 为 49.3,较上月回落 0.5,

较去年同期下降 0.9，连续 6 个月处于荣枯线以下，其中新出口订单指数为 47.0，连续 17 个月处于荣枯线以下。9 月，美国供应管理协会制造业 PMI 为 47.8，比上月和上年同期分别回落 1.3 和 12.0，连续 2 个月处于荣枯线以下，创近 10 年多来的新低；欧元区制造业 PMI 为 45.7，较上月和上年同期分别回落 1.3 和 7.5，连续 8 个月处于荣枯线以下，创近 7 年来的新低；日本制造业 PMI 为 48.9，比上月和上年同期分别回落 0.4 和 3.6，连续 5 个月处于荣枯线以下。最新数据显示，10 月份美国密西根大学消费者信心指数较 8 月份的低点有所回升，但 Sentix 投资信心指数较 8 月继续回落了 9.0，这也创下了近 7 年多来的新低；欧元区消费者信心指数和 Sentix 投资信心指数，10 月分别较上月回落 1.1 和 5.7，比上年同期回落 2.3 和 28.2；日本 Sentix 投资信心指数，10 月较上月和上年同期分别下降 5.9 和 26.8。面对这种情况，国际组织纷纷下调对全球经济增长的预期，世界银行（WB）最新报告预计 2019 年和 2020 年全球经济增速分别为 2.6% 和 2.7%，比世行今年 1 月份的预测值分别下调 0.3 和 0.1 个百分点；国际货币基金组织（IMF）最新报告显示，世界经济今明两年分别增长 3.0% 和 3.4%，比 7 月份的预测分别下调 0.2 和 0.1 个百分点，这是 IMF 今年以来第 4 次下调全球经济增长预期；同时，经合组织（OECD）最新预测显示 2019 年世界经济仅增长 2.9%，为国际金融危机以来的最低预期，到 2020 年，预计增长将达到 3.0%，这比 5 月报告中对 2019 年和 2020 年增长率的预期分别

**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\\_8831](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8831)

