

全球宏观经济季度报告

总览：增长动力小幅改善（已发布）

专题：美国 欧洲 日本 新兴市场 中国 东盟与韩国

金融市场 大宗商品 外贸

撰稿人

张 斌

曹永福

刘仕国

冯维江

徐奇渊

杨盼盼

熊爱宗

魏 强

肖立晟

匡可可

顾 弦

陈 博

吴海英

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》是中国社会科学院副院长李扬主编的中国社科智讯数据分析报告的组成内容，由中国社会科学院世界经济预测与政策模拟实验室为您提供。

主任	张宇燕		副主任	何帆
首席专家	张斌	开放宏观		
团队成员	刘仕国	欧洲经济	徐奇渊	中国经济
	吴海英	对外贸易	曹永福	美国经济
	冯维江	日本经济	肖立晟	国际金融
	高凌云	对外贸易	熊爱宗	新兴市场
	顾弦	大宗商品	杨盼盼	新兴市场
	匡可可	国际金融	魏强	国际金融
	陈博	科研助理	黄懿杰	科研助理
	刘天培	科研助理	沈仲凯	科研助理

联系人: 刘天培

邮箱: iwepceem@163.com

电话: (86)10-8519 5775

传真: (86)10-6512 6105

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预测与政策模拟实验室所有，未经本实验室许可，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，本实验室保留法律追责权利。

目 录

美国经济：经济增长高于趋势，数量宽松即将谢幕1

2 季度美国 GDP 增速强劲反弹至 4.6%，增强了市场信心，进入 3 季度以来 PMI 指数、消费信贷、消费者信心、房地产景气等指标延续稳健增长势头。预计 3~4 季度 GDP 增速比 2 季度略有回调，但仍将保持 3%左右的增长。美国经济内生增长动力逐渐增强，数量宽松政策谢幕之后货币政策正常化进程即将开启。

欧洲经济：复苏势头放缓，低通胀超预期8

秋季，乌克兰政局动荡以及欧-俄相互制裁活动升级，增大了经济运行的不确定性，导致投资回落；不过，消费稳中略升和外需改善，使欧元区 GDP 同比增长 0.9%，略快于夏季。以油价加速下跌为代表，大宗商品价格涨势放缓，拖累通胀继续走低，迫使货币政策进一步宽松。

冬季，乌克兰地缘政治不稳定的情况难以明显改善，欧元区结构性改革效应的释放依然缓慢，但有赖于进一步宽松货币政策的托底，欧元区 GDP 同比将增长 1%左右，略快于秋季。

日本经济：增长将放缓，风险仍然在 20

2014 年第 3 季度，预计日本实际 GDP 季调环比增长折年率为 4.1%，第 4 季度预计将放缓至 1.5%，全年实际 GDP 增长 1.0%。突击消费的回落效应和夏季恶劣天气，影响了消费税冲击后的经济反弹。第 3 季度的增长仍主要靠消费的恢复性增长。私人消费有所恢复，对 GDP 增长贡献约 6.2 个百分点，公共部门中的政府消费贡献约 0.50 个百分点。对外部门的贡献为负。制造业 PMI 仍维持 4 月以来的回升态势。产出分项指数触及六个月高位，表明工业生产趋于稳定。公共债务可持续性跟通胀目标之间的冲突风险仍然存在。日元贬值造成企业成本上升等负面效应开始显现。中日政治关系恶化造成日本对华进出口呈波动下行趋势并未改善，日本对中国直接投资的同比增长率连续第 5 个季度负增长。

新兴市场经济：经济继续承压 31

3 季度金砖国家经济继续承压。受美欧经济制裁不断升级影响，俄罗斯经济将会继续放缓并趋于停滞，长期经济前景堪忧。在经历 2 季度经济萎缩之后，巴西经济有望回升转正，但投资和工业活动的萎靡不振决定其经济反弹力度不大。印度 2 季度经济增速升至两年最快，但是作为经济增长主要驱动力量的工业生产和出口在 3 季度出现回落，预示印度经济可能会有所减速。受制于国内

接连不断罢工事件的影响，南非主导产业矿业生产备受打击，并将对下半年南非经济造成拖累。

中国经济：房地产和制造业主导投资放缓 37

2014 年 3 季度，中国实体经济需求、供给两方面未能延续上一季度的回暖，主要经济指标均表现为走弱。需求方面：房地产和制造业主导了固定资产投资继续走弱，外部需求虽然看似向好，但实则表现平淡。供给方面，4 大类主要工业生产活动回落到了年初的低谷状态。尤其需要关注的是，综合 PMI 就业指数在 3 季度稳定地处于景气临界值以下。

总体来看，我们对外部需求的改善不可寄予过高期望，目前国内需求持续疲弱的状态，需要更多着眼于国内的宏观调控政策来应对。最后，我们预估 3 季度 GDP 同比增速为 7.1%，通胀率为 2.0%。

东盟与韩国经济：外部环境向好，经济继续回暖 45

东盟六国 2014 年第 3 季度的加权经济增速约为 4.7%，高出本年第 2 季度 0.5 个百分点，韩国 2014 年第 3 季度的经济增速约为 3.5%，与第 2 季度持平。预计东盟六国第 4 季度经济增速将继续回升，为 4.8%，预计韩国第 4 季度经济增速也将继续回升，为 3.6%。东盟六国 2014 年的经济增速预计为 4.5%，不及 2013 年的 5.0%。但下半年的增速约为 4.8%，反映出东盟国家已逐步走出经济放缓的泥潭。韩国 2014 年第 3 季度制造业略有下滑，消费和房地产仍在复苏，复苏势头稳中偏弱。预计韩国 2014 年全年的经济增速将达到 3.6%，高于 2013 年 2.8% 的增长水平。

金融市场：发达国家货币政策分化，美元独领风骚 51

第三季度，主要发达经济体金融市场表现持续向好，新兴市场经济体金融市场总体趋于平静。美日欧货币政策差异化日趋显著，债券市场走势显露分化迹象，股票市场相对稳定，外汇市场美元持续上升，新兴市场货币贬值幅度较高。

9 月，欧央行正式公布量化宽松货币政策，预计将会在 2 年内购买最多 1 万亿欧元的 ABS 和担保债券、以及国债资产，这有助于可以压低欧元汇率，缓解欧元区金融分化。

受惠于美国的强劲增长和欧央行实施量化宽松货币政策，美元连续 12 周上涨，预计强势美元还会延续相当长一段时期。

大宗商品专题：供给充分，美元走强 全球大宗商品价格延续跌势 65

2014 年 3 季度，大宗商品价格总体下跌，铁矿石、煤炭等和中国需求联系密切的商品价格大幅下跌，石油价格也在充分的供给中下挫，地缘政治风险未造成实质影响。除玉米价格受国内旱情影响上涨外，大豆及小麦价格在充分的供给下都相对稳定。大宗商品的弱势从今年至今已维持一段时间，预计下一季度在基本面未有太大变化的情况下，难以出现对下滑趋势产生显著影响的短期因素，且美元的强势将对各大商品价格造成一定压力。但大宗商品目前的价格已基本反映出供求状况，4 季度跌幅将放缓。

外贸专题：谨慎看待出口好转 73

2014 年 3 季度，中国海关数据显示出口较 2 季度显著好转，但须谨慎看待。原因是近期出口局部出现高估迹象，并且主要贸易伙伴数据显示 7-8 月中国出口较 2 季度略有放缓，主要原因是中国出口产品的市场份额增速在放缓。此外，经济复苏强劲的美国进口在 7-8 月并没有回暖，且包括美国在内的大部分贸易伙伴 8 月的进口增速较 7 月在放缓。基于 WTO 对 2014 年全球贸易增长 3.1% 的预测，预计全年贸易伙伴进口表示的中国出口增长 8%。

3 季度，中国进口继续放缓，主要大宗商品价格持续下跌。预计 4 季度进口略有好转。前 3 季度，贸易顺差逐季走高，预计全年货物和服务净出口对 GDP 增长的贡献为 0.1 个百分点。

图 表 目 录

图表 1 PMI 指数持续处于高位	1
图表 2 零售额同比增长率（%）	2
图表 3 消费信贷存量变化（单位：亿美元）	2
图表 4 投资预期稳中略降	3
图表 5 房地产开工量小幅波动（单位：万套）	3
图表 6 就业市场继续改进	4
图表 7 通货膨胀仍然略低于美联储目标	5
图表 8 欧元区经济仍在复苏，但动力减弱	9
图表 9 消费和外需是欧元区经济增长的主要动力	9
图表 10 欧元区投资放缓	10
图表 11 欧元区私人消费略微加快	13
图表 12 欧元区出口平稳	14
图表 13 欧元区失业率缓慢下降	15
图表 14 欧元区通胀放缓力度加大	16
图表 15 日本提升消费税对经济增长影响显著	22
图表 16 日本工业生产指数冲高回落	22
图表 17 日本进出口维持逆差格局	24
图表 18 日本对主要贸易伙伴出口增长均呈放缓趋势	24
图表 19 日本景气指数下行趋势放缓	26
图表 20 日本制造业及服务业 PMI 回升	26
图表 21 日本就业形势良好	26
图表 22 日本核心消费物价升势受阻	28
图表 23 日本政府债务规模庞大	29
图表 24 日元近期升值压力凸显	29
图表 25 日本对华进出口仍未稳定恢复	30
图表 26 日本对华直接投资同比增长低于对世界平均水平	30

图表 27 中国与金砖国家贸易情况	35
图表 28 全球外汇市场货币对美元涨跌幅（2014 Q2-2014 Q3）	52
图表 29 主要国家国债收益率涨跌对比（2014 Q1-2014 Q2）	54
图表 30 英、美、巴西、土耳其 10 年期债券收益率已显露拐点迹象	54
图表 31 全球股指第 2 季度普遍上涨	56
图表 32 美元指数走势	57
图表 33 美日欧经济增长率预测值	57
图表 34 美联储、欧央行资产负债表	58
图表 35 美、日、欧元区 10 年期国债收益率	59
图表 36 美元指数与美国联邦基金利率	60
图表 37 欧元区通胀率与原油价格欧元区通胀与汇率	61
图表 38 欧央行与美联储、日本央行、英格兰银行总资产占 GDP 比重	62
图表 39 德国、意大利企业融资成本（5 年期以下贷款利率）	63
图表 40 3 季度大宗商品价格全面下降；大宗商品价格指数弱势已持续一年	66
图表 41 各大金属进口价格趋势性下行	67
图表 42 中国进口量下降，国际铜价持续下跌；国际铜价维系跌势	68
图表 43 三大原油价格全面下挫	68
图表 44 OPEC 原油供给大幅上涨，但预计 4 季度将回落；俄罗斯原油出口保持稳定.....	69
图表 45 中国石油进口回落；美国石油供应缺口持续下降	70
图表 46 玉米价格上涨，小麦及豆粕价格稳定；国际粮食价格持续下跌	71
图表 47 第 3 季度中国出口持续好转，主要归功于欧盟、香港和美国市场	74
图表 48 出口好转来自一般贸易、其他产品	74
图表 49 近期出口高估迹象：对俄罗斯、台湾和其他商品贸易	76
图表 50 中国出口产品的市场份额在 7-8 月明显放缓	78
图表 51 进口下滑主要来自一般贸易进口下滑	79

图表 52 中国贸易顺差及对 GDP 增长的贡献80

美国经济：经济增长高于趋势，数量宽松即将谢幕

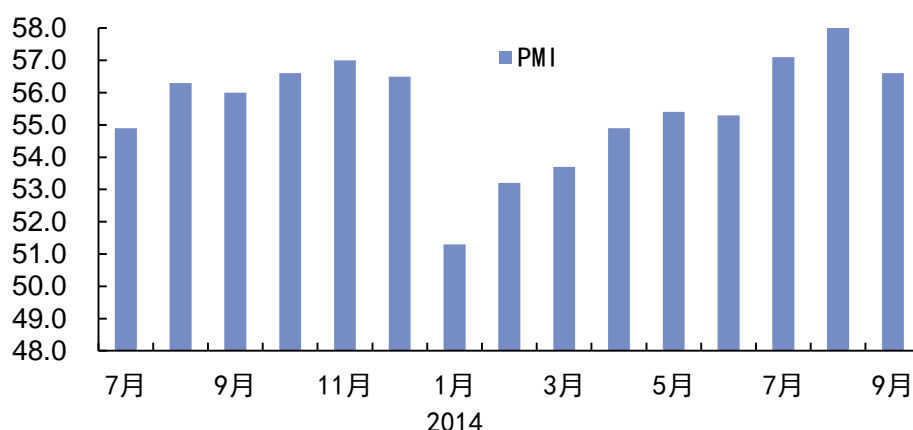
2 季度美国 GDP 增速强劲反弹至 4.6%，增强了市场信心，进入 3 季度以来 PMI 指数、消费信贷、消费者信心、房地产景气等指标延续稳健增长势头。预计 3~4 季度 GDP 增速比 2 季度略有回调，但仍将保持 3% 左右的增长。美国经济内生增长动力逐渐增强，数量宽松政策谢幕之后货币政策正常化进程即将开启。

一、经济运行态势

PMI 高企表明经济持续扩张

美国 PMI 处于高位。2014 年 7~9 月 ISM 发布的制造业采购经理指数（PMI）均值为 57.6，不仅显著高于 50 的荣枯线，而且比 2 季度的 55.2 又有所提升，经济存在持续扩张动力。其中 8~9 月 PMI 中的生产指数分别为 64.0 和 64.6，是 5 年来的最高值。PMI 根据对企业管理人员企业的问卷调查得到，带有主观判断成分，有时与经济运行轨迹不完全吻合，但 PMI 高企至少说明企业对市场前景的预期较为乐观。

图表 1 PMI 指数持续处于高位



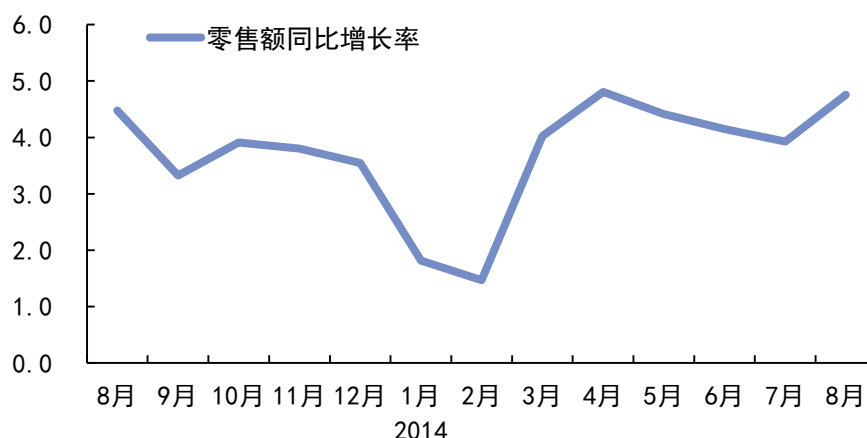
数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

消费平稳增长

消费平稳增长。2014 年 4~6 月美国零售总额同比增速略有下降，但 7~8 月份又回升到 4% 以上，增长率好于去年同期。1 月份以来密歇根大学消费者信心指数从 79.4 震荡攀升到 8 月份

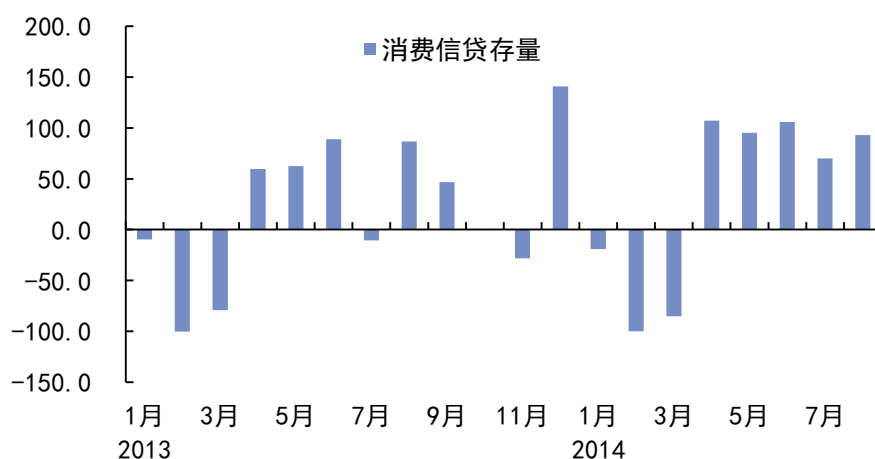
的 92.4，8 月份的数值创造金融危机结束以来的最高纪录。美国家庭资产负债表不断改善，就业机会逐渐增加，消费者预期日趋乐观，这与 PMI 的高企相互促进。而且乐观情绪也影响到银行信贷，4~8 月消费信贷存量连续 5 个月保持 100 亿美元左右的正增长，这种稳健增长在过去数年较为少见，信贷扩张支撑了消费增长。

图表 2 零售额同比增长率 (%)



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 3 消费信贷存量变化 (单位：亿美元)



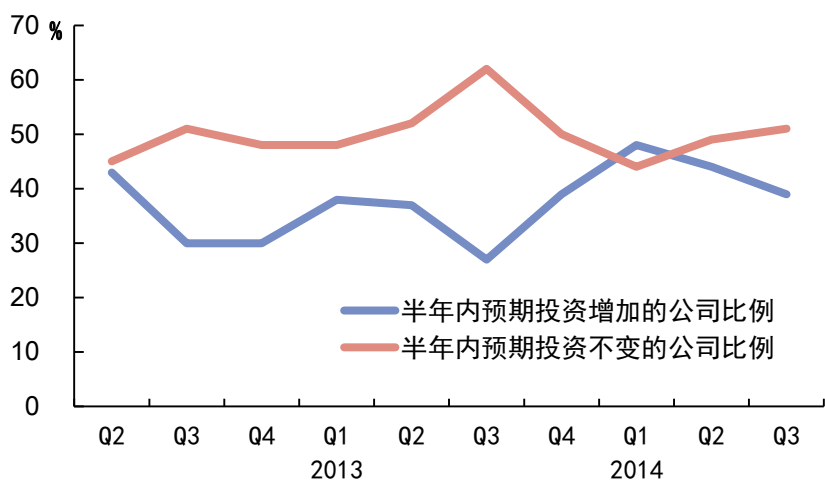
数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

企业投资强劲增长后将有所回调

企业投资在强劲增长后将略有回调。2014 年 2 季度企业投资（包括建筑、设备以及无形资产投资）增强劲长 9.7%，对当季 GDP 增长率贡献 1.2 个百分点，2013 年初投资折旧刺激政策

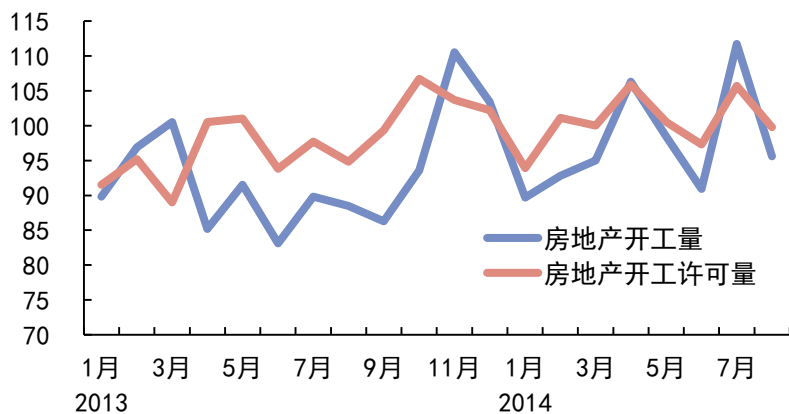
结束后这种高增速较为少见。3 季度商务圆桌会议对企业 CEO 的调查显示，未来半年内企业投资增加的比例为 39%，比 2 季度的 44%略有下降，说明企业投资在强劲增长后略有回调，但预期企业投资下降的比例仍然很低，3 季度仅为 10%，说明企业投资的动力仍然较为充足。

图表 4 投资预期稳中略降



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 5 房地产开工量小幅波动（单位：万套）



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

房地产市场
稳中趋好

新开工房屋数量整体平稳，房地产市场景气持续改善。2014 年以来美国住宅开工数量围绕每月 97 万套左右小幅震荡，开工许可量与开工量的波动趋势非常接近，其中开工许可量的波动幅度更小。6~8 月美国新开工房屋数量分别为 91、112 和 96 万

套，大致符合过去一年来的小幅波动态势。5~9月住宅业协会发布的房地市场景气指数从45稳步攀升到59，该指数包括房价、交易量、市场预期等指标，其上升印证了市场改善的态势；其中8月新房销售量环比上涨18%，创2008年来新高，给市场注入强有力的信心。

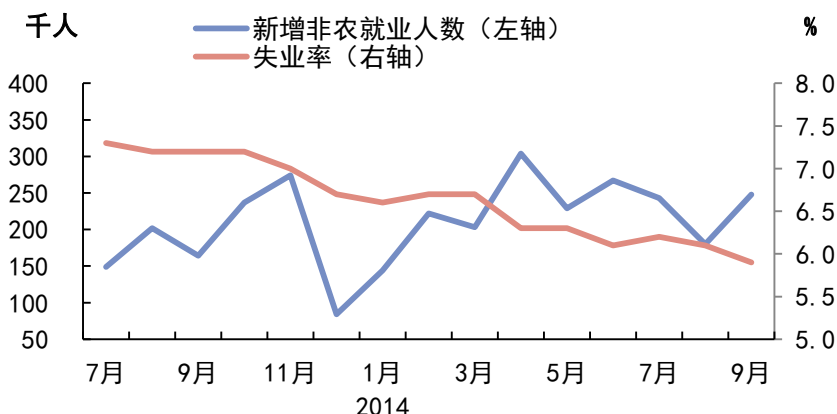
联邦政府与
州政府的开
支继续分化

联邦政府、州与地方政府开支继续分化。财政整顿措施的实施使得联邦政府开支继续保持小幅负增长，但随着联邦政府财政收支的改善，财政紧缩力度有所降低；经济复苏使得州与地方政府的税收收入有所增加，其政府开支保持正增长。以政府部门日常开支的重要组成部分—雇员开支为例，1~8月联邦政府就业累计减少4千人（-0.1%），州与地方政府则增加7万人（0.5%），说明联邦政府、州与地方政府的开支出现不同趋势。州与地方开支占美国政府总开支的约60%，因此政府部门整体将对增长构成正向贡献。

就业市场稳
步改善

就业市场稳步改善。美国7~9月新增非农就业人数均值为22.4万，与上半年22.8万的月均增幅基本持平，就业岗位稳步增加。首次申请失业人数震荡下降，9月份已经分别比年初和2季度末下降4.7万和1.7万人，企业裁员的步伐大大降低。9月份失业率为5.9%，跌破6.0%的大关，已比金融危机期间的峰值下降4个百分点，就业市场的改善取得显著进步。

图表6 就业市场继续改进



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

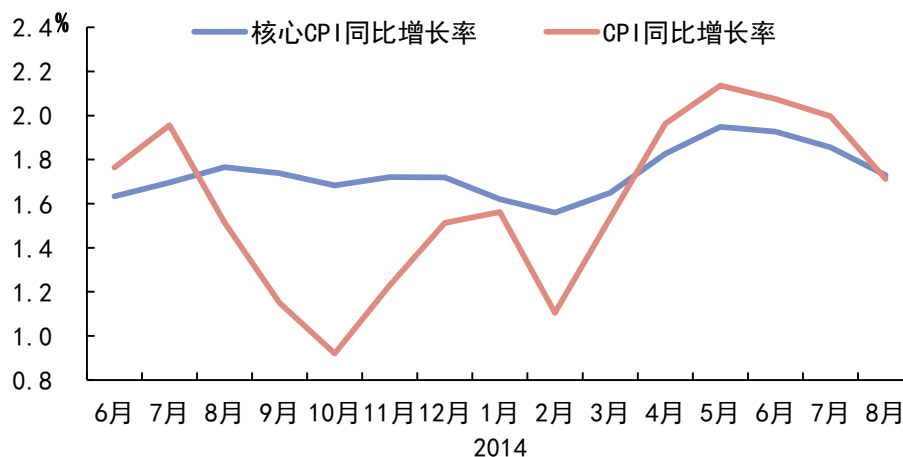
劳动参与率
处于低位

劳动参与率处于低位。尽管美国就业市场处于整体改善态势，但劳动参与率却仍然在低位徘徊。8~9月劳动参与率为62.8%~62.7%，仍处于35年来的最低水平，即使与2008年金融危机之前相比也低3.2个百分点，美国劳动力市场的深层次问题依然严重。从细分数据来看，中学学历以下、大学学历以上劳动力的参与率降幅较低，大约为3%~4%；而中学学历劳动者参与率比金融危机前下降了7%，这部分劳动者不乐意接受低层次就业岗位，但又很难进入高端就业市场，因此退出了劳动力市场，这部分群体是造成劳动参与率偏低的主要原因。

通胀仍低于
美联储调控
目标

通货膨胀仍略低于美联储的调控目标。7~8月美国整体CPI同比增幅为2.0%~1.7%，核心CPI同比增幅为1.8%~1.7%，消费者支出价格指数（PCE）则保持在1.4%~1.5%之间，这些指标虽然仍略低于美联储设定的2%的通胀目标，近期也有小幅波动，但通胀水平整体上已经比2013年底和2014年初有所提升。随着经济的回升，尤其是随着劳动力市场的改善，工资将缓慢上涨，预计未来通货膨胀将缓慢攀升。

图表7 通货膨胀仍然略低于美联储目标



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

二、经济政策走势

中期选举之前
财政领域
相对平静

中期选举前财政领域相对平静。2014年11月国会中期选举即将开始，议员的注意力被选战所吸引，财政领域相对平静。去年年底国会通过了2014~2015年的联邦政府预算框架，为预算纷争的缓解奠定了基础，但两党尚未就2015年新财年（10月份开始）各项支出的具体方案达成一致，政府只能依靠临时拨款运转，这仍然是一个悬而未决的问题。今年2月美国面临新的国债上限，当时国会将国债上限提高到2015年3月，给予联邦政府长达13个月的期限，但新的国债上限已经逐渐临近，中期选举结束之后国会将再次围绕相关问题展开博弈。

美国联邦政府的财政整顿已经取得显著进展，去年年初的财政悬崖谈判使投资者高度紧张，10月财政纷争甚至造成联邦政府暂时关门，引起公众强烈抱怨，共和党的政治形象受到冲击，政治家们将吸取经验教训，寻求妥协的意愿会有所增强，预计美国财政纷争会有所缓解，政策的不确定性也会有所降低。

数量宽松即
将退出

数量宽松政策即将谢幕。9月17日美联储议息会的声明指出美国经济保持温和增长，经济增长的内生动力逐渐增强，决定将每月资产购买规模从250亿美元降低到150亿美元，并明确宣布如果劳动力市场和通货膨胀的进展符合预期，10月底议息会将彻底结束数量宽松。对于即将到来的如此重要的标志性事件，美联储做出明确的前瞻性指引和充分的市场沟通，以引导市场预期。

在数量宽松结束之后加息的时间表成为市场关注的焦点，美联储对此延续了过去几次的表述：“在资产购买项目结束之后低利率仍将保持相当长的时期”，因此货币政策仍将继续处于高度宽松的状态。目前有鹰派人士主张2015年1季度开始缓慢加息，而主流的判断是美联储在明年年中甚至下半年开始小幅加息。

经过持续的数量宽松政策，美联储的资产负债规模比金融危机之前扩大了 5 倍，商业银行在中央银行积累了大量储备，在开启货币政策正常化进程之后，美联储的流动性调控手段值得关注。

三、经济增长前景以及国际影响

经济增长高于长期趋势

美国经济增长高于长期趋势。2014 年 1 季度美国经历空前的严寒天气，库存同时出现周期性向下调整，两者叠加导致 GDP 出现 2.1% 的负增长，但 2 季度经济增长高达 4.6%，创造 2012 年 4 季度以来的新高，这种高增长部分地归因于短期冲击结束之后的反弹，也归因于美国经济内生增长动力的增强。

进入 3 季度以来多项经济指标继续显示出积极信号，PMI、消费者信心指数、消费信贷、房地产景气指数等指标表现良好，投资者和消费者对经济前景的判断较为乐观。1~2 季度费城联储编制的美国经济领先指数分别为 1.4 和 1.7，7~8 月份该指数均值为 1.6，根据该指数做出的判断，3~4 季度的增长会比 2 季度有所回落，但仍将保持健康态势，预计 GDP 增长将保持 3% 左右。金融危机之后美国的长期潜在增长率约为 2.1%~2.5%，近期美国经济增速高于潜在增长率，周期性向上力量是主旋律。

经济复苏从贸易和金融渠道产生外溢

美国货币政策正常化将产生贸易和金融外溢效应。在全球经济复苏不均衡的背景下，美国成为全球经济的重要亮点，从贸易渠道来讲美国经济复苏可以增加对新兴市场国家的外需，有利于拉动其经济增长。但是金融渠道的影响则更为复杂，在数量宽松政策结束之后，美国货币政策的正常化进程即将开启，这将增强资本回流动力，并带动全球市场利率上升，同时美元也出现升值迹象，这对于新兴市场国家、尤其是其金融部门构成新的挑战。

欧洲经济：复苏势头放缓，低通胀超预期

秋季，乌克兰政局动荡以及欧-俄相互制裁活动升级，增大了经济运行的不确定性，导致投资回落；不过，消费稳中略升和外需改善，使欧元区 GDP 同比增长 0.9%，略快于夏季。以油价加速下跌为代表，大宗商品价格涨势放缓，拖累通胀继续走低，迫使货币政策进一步宽松。

冬季，乌克兰地缘政治不稳定的情况难以明显改善，欧元区结构性改革效应的释放依然缓慢，但有赖于进一步宽松货币政策的托底，欧元区 GDP 同比将增长 1%左右，略快于秋季。

一、经济复苏动能衰减，失业率缓慢下降

经济依然在
复苏，但动能
减弱。

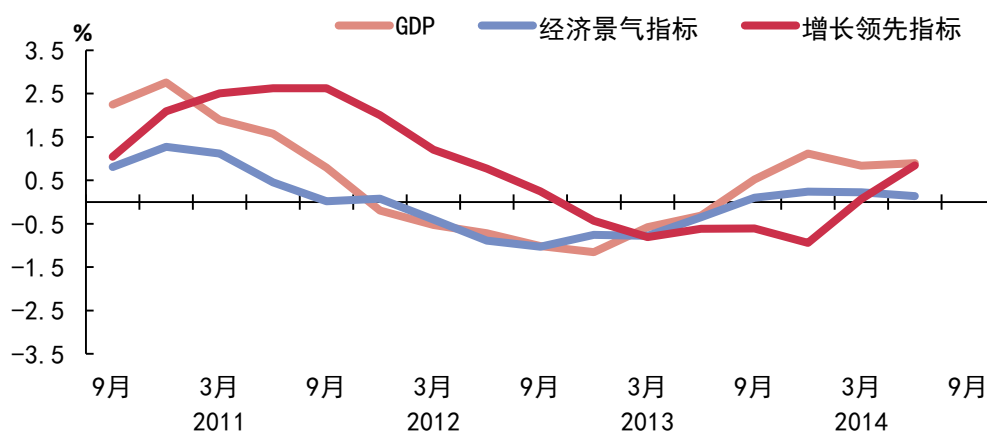
初步估计，欧元区 GDP 秋季¹同比增长 0.9%²，比夏季快 0.1 个百分点。该指标今春高达 1.1%，创 2011 年冬季以来新高，但夏季明显回落后，反弹乏力。按经季节和工作日调整后的环比指标，欧元区 GDP 夏季停止增长，秋季增长 0.1%，仍低于春季的 0.4%。与此相应，尽管欧元区经济景气指数（Business Climate Indicator, BCI）徘徊不前，但经济增长领先指数（Euro Growth Leading Indicator）、综合采购经理指数（PMI）、经济敏感指数（Sentix Economic Indicator）均延续了此前三个季度的升势，继续升高。

欧元区经济增速再次落后于美国，后者 GDP 秋季同比增长约 2.7%，快于夏季。

¹ 基于文本简洁的目的，本文将日历意义上的四季依次称为春季、夏季、秋季、冬季，同气象意义上的相应季节存在一定的差异。

² 按 CEEM 夏季报告的预计，该值为 1.1%。

图表 8 欧元区经济仍在复苏，但动力减弱

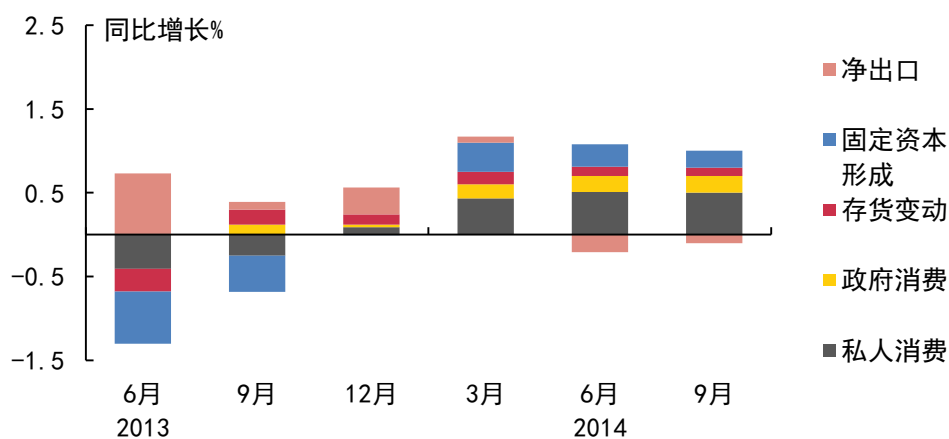


注：GDP 为同比变动幅度，经济景气指标即 Business Climate Indicator（季调），最近一个季度的数据均为估计值；增长领先指标即 Euro Growth Leading Indicator。

数据来源：欧盟统计局、欧盟 Economic and Financial Affairs, Euroframe, CEIC, 世界经济预测与政策模拟实验室。

同夏季相比，本季度各分项对 GDP 增长的贡献，投资下降，消费稳健，外需上升。

图表 9 消费和外需是欧元区经济增长的主要动力



注：最近一个季度数据为初步估计值。

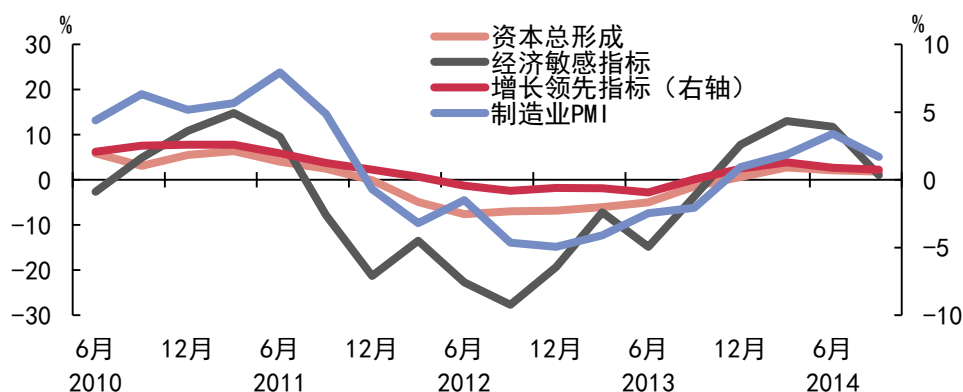
资料来源：欧盟统计局, CEIC, 世界经济预测与政策模拟实验室。

投资回落

资本总形成同比增长 1.9%，比此前两个季度（2.7%和 2.1%）有所放缓。与此相应，投资者对近数月来生产趋势的信心³比夏季降 1.8 个百分点。7-8 月，制造业 PMI⁴为 49.4%，比夏季低 1.1 个百分点。

具体表现如下。其一，订单放缓，相应信心指数⁵7-8 月比夏季降 0.3 个百分点。其二，制造业生产预期⁶近三个季度连续放缓，其中秋季比夏季放缓 1.9 个百分点，放缓呈加快势头。其三，存货投资对 GDP 增长的贡献，在截至夏季的四个季度里依次为 0.3、-0.2、0.3 和-0.2 个百分点，秋季将上升。

图表 10 欧元区投资放缓



注：资本总形成的单位为同比变动幅度；制造业采购经理指数（PMI）为原值扣减 50 之后的数值；近数月的生产趋势即投资者信心指数分项之一（ICI: Production Trend Observed in Recent Months），季调。

资料来源：欧盟统计局，Euroframe，Sentix，Markit，CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

近五个季度，欧元区投资不稳定，尚在乍暖还寒中震荡，资本总形成环比增速为-0.9%、2.2%、-0.2%、1.4%、-1.5%，其中

³ ICI: sa: EA 18: Production Trend Observed in Recent Months，来自欧盟 Economic and Financial Affairs 的调查。

⁴ 来自 Markit 公司调查结果。

⁵ ICI: sa: EA 18: Assessment of Order Book，来自欧盟 Economic and Financial Affairs 的调查。

⁶ Production expectations (manuf.)

固定资本依次为 0.1%、0.5%、0.9%、0.2%、-0.3%。

受乌克兰危机导致的不确定性增加所致

欧元区投资不稳主要是受乌克兰地缘政治危机的拖累所致。乌克兰东部局势或战或停，局势难以明朗。此外，欧盟同乌克兰之间的经济和政治关系正快速加深：乌克兰总理亚采纽克 8 月 29 日称，乌克兰将启动加入北约计划；欧洲议会 9 月 16 日批准欧盟-乌克兰联系国协定，为乌克兰加入欧盟打开了通道。这将对俄罗斯的国家利益构成迫切的重大挑战。欧美宣布对俄罗斯启动第三、第四轮制裁措施（7 月 29 日、9 月 12 日），制裁范围继续扩大，针对俄罗斯个人的旅行禁令和资产冻结的名单也不断延长。作为回应，俄罗斯则禁止大部分从欧盟和美国进口的食品（8 月 7 日），并很可能出台新的反制措施。显然，乌克兰的局势短期内仍难以稳定，欧美-俄罗斯争端仍将持续。

地缘政治争端对欧元区经济的影响尚未完全展现。比如，双向制裁对德国出口的负面影响仍在发酵。外部部门和制造业对德国经济增长和就业的重要性，超过西欧其他国家。俄罗斯经济的下滑，以及相关不确定性，势必拖累德国的投资计划。在德国对俄罗斯的出口中，机械（以专业石油设备和国防机械为代表）占 23%，汽车占 21%；在俄罗斯的德资企业约有 6 千家。按国际清算银行数据，今年第 1 季度，德国向俄罗斯银行部门贷款 174 亿美元，相当于德国 GDP 的 0.5%。德国商品的价格弹性也显著低于西欧其他国家。欧元走弱，不足以抵消关键出口市场需求的放缓。对俄制裁未来一年内仍将持续，势必同时拖累德国经济的外部需求和国内私人部门的信心。

制裁与反制裁一轮又一轮的对垒，引发经济系统很大不确定性，拖累当事国的经济增长。在面临不确定性时，因为改变投资决策的成本高昂，企业往往会削减投资需求，并推迟项目建设，雇员计划也受到负面影响。家庭部门会降低耐用品消费，直到不确定性有所缓解。经验证据表明，不确定性每增加 1 个标准差，将导致产出增长放缓 0.4-1.25 个百分点。此外，不确定

性下的复苏也比其他情况下的复苏更为脆弱⁷。

私人消费稳中略升

私人消费同比增长 1.1%，比夏季快 0.3 个百分点。7-8 月，欧元区零售贸易量（季调）同比增长 1.2%，持平夏季；私人消费信心⁸比夏季跌 1.5 个百分点，其中主要消费项目⁹跌 0.9 个百分点；零售部门的信心¹⁰降 2.4 个百分点；但是，服务消费信心¹¹继续上升。家庭部门对未来一年家庭境况的预期¹²，以及对未来一年买车的预期¹³同比均继续上升（升 1.9 个百分点），但升幅均低于夏季；不过，买房或建房预期¹⁴升 0.7 个百分点，超过夏季。

影响私人消费的主要原因如下。其一，支持因素。低通胀（物价上行预期¹⁵比夏季跌 3.2 个百分点）有利于增加真实收入和购买力；房地产价格预期向好（建筑商对冬季房地产价格的预期¹⁶比夏季升 3.1 个百分点）。其二，拖累因素。失业预期¹⁷比夏季上升 5 个百分点；股市的财富效应缩小（股价¹⁸同比增长 11.9%，较夏季增速回落 6.8 个百分点）。

⁷ Bloom, Nicholas; M. Ayhan Kose and Marco E. Terrones (2013), "Held Back by Uncertainty", *IMF Finance and Development*, March 2013.

⁸ Consumer confidence, 来自欧盟 Economic and Financial Affairs 的调查。

⁹ CI: sa: Euro Area 18: Major Purchase at Present, 来自欧盟 Economic and Financial Affairs 的调查。

¹⁰ Retail Trade Confidence Indicator (RTCI): sa: EA 18, 来自欧盟 Economic and Financial Affairs 的调查。

¹¹ SCI: sa: EA 18: Evolution of the Demand Over the Past 3 Months, 来自欧盟 Economic and Financial Affairs 的调查。

¹² Home Improvements Over the Next 12 Months, 来自欧盟 Economic and Financial Affairs 的调查。

¹³ Intention to Buy a Car Within the Next 12 months, 来自欧盟 Economic and Financial Affairs 的调查。

¹⁴ Purchase or Build a Home Within the Next 12 Months, 来自欧盟 Economic and Financial Affairs 的调查。

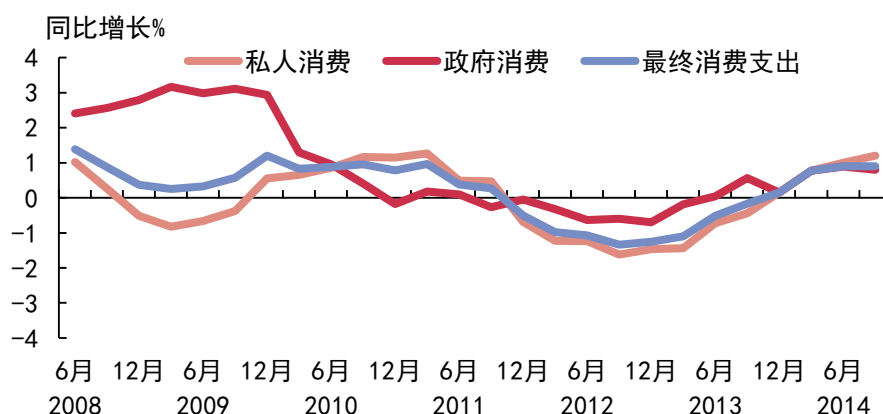
¹⁵ CI: sa: Euro Area 18: Price Trends Over Last 12 Months, 来自欧盟 Economic and Financial Affairs 的调查。

¹⁶ CCI: sa: EA 18: Prices Expectations Over the Next 3 Months, 来自欧盟 Economic and Financial Affairs 的调查。

¹⁷ CI: sa: Euro Area 18: Unemployment Expectations, 来自欧盟 Economic and Financial Affairs 的调查。

¹⁸ Equity Market Index: Month End: Dow Jones Euro Stoxx。

图表 11 欧元区私人消费略微加快



注：消费者信心即 Consumer Confidence Indicator (CI)。

资料来源：欧盟统计局、欧盟委员会，CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

政府支出保
持稳定

这主要是拜经济持续复苏和政府融资环境继续改善所赐。同夏季相比，重债国家十年期国债收益率秋季下降了：希腊和葡萄牙分别降 0.2 和 0.3 个百分点，意大利降 0.4 个百分点（7-8 月），西班牙、爱尔兰和法国均降 0.5 个百分点。

不过，经济复苏势头减弱，公共债务率未显著回落，可能对政府支出形成新的压力。

出口和进口
加速增长，但
进口增速超
过出口，致使
净出口缩小

7 月，货物出口和进口同比分别增长 1.7% 和 2.6%，超过夏季的 1% 的 0.7%。显然，出口加速低于进口加速。这很可能主要是对俄罗斯市场的出口受到欧盟-俄罗斯制裁与反制裁的拖累，而对美国和其他新兴经济体的出口则受到这些地区经济强劲复苏或反弹的鼓舞。

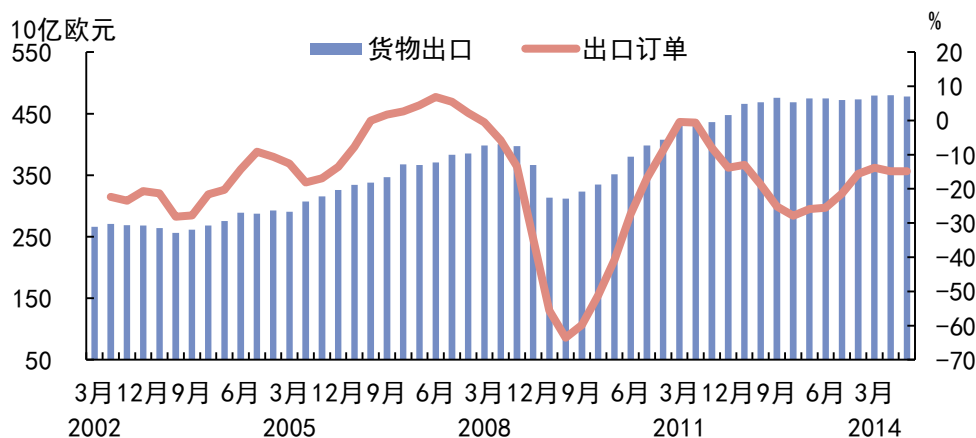
不过，7-9 月，欧元区出口订单¹⁹持平夏季。这很可能是欧-俄相互制裁升级导致欧元区出口受拖累程度逐渐上升，在量上冲抵了美国等其他地区对欧元区出口的拉动。

欧元区货物与服务在夏季的净出口超过春季：其出口环比

¹⁹ ICI: sa: EA 18: Assessment of Export Order Book, 来自欧盟 Economic and Financial Affairs 的调查。

增速（经季调）夏季为 0.5%，超过春季的 0.1%；进口环比增速夏季为 0.3%，低于春季的 0.8%。不过，这种势头在秋季未得到延续。

图表 12 欧元区出口平稳



注：货物出口数据已经季节和工作日调整；出口订单为调查指标 ICI: sa: EA 18: Assessment of Export Order Book（经季节和定基调整）。

资料来源：欧盟统计局和欧盟委员会经济与金融事务局（ECFIN），CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

失业率缓慢下降，重债国家加快下跌。

欧元区总失业率（季调）7-8月降至 11.5%，比夏季跌 0.1 个百分点。这一轮跌势已持续四个季度。

重债国家总失业率显著回落 0.1-0.6 个百分点。其中，希腊下降 0.1 个百分点至 27.1%（从春季到夏季），西班牙和爱尔兰均回落 0.2 个百分点，分别至 24.5%和 11.5%，塞浦路斯回落 0.3 个百分点至 15.6%，葡萄牙回落 0.4 个百分点至 14%。

意大利失业率不再恶化。该指标在 12.5%的历史高点已持续四个季度，且月度形势初显好转：8月环比降 0.3 个百分点至 12.3%，不过这种好转能否持续尚待观察（此前数月在 12.3%和 12.7%之间波动）。

法国劳动力市场仍在恶化。该国总失业率秋季比夏季升 0.3 个百分点至 10.5%，波动幅度超过此前六个季度（逐季波动幅度

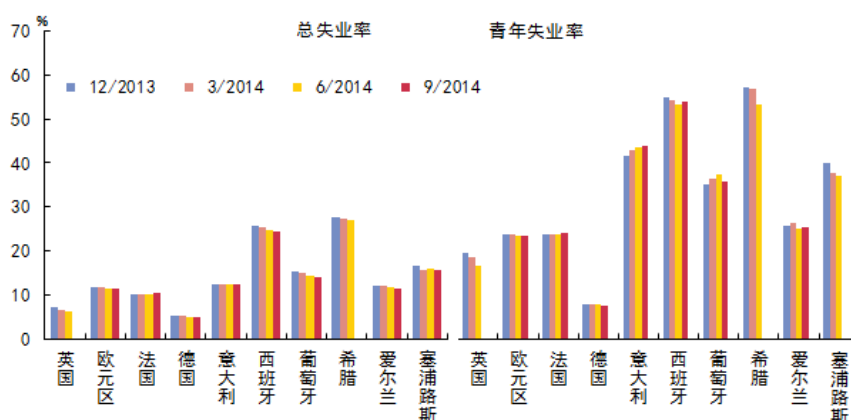
不超过 0.2 个百分点）。

欧元区职位空缺率²⁰趋于稳定。该指标夏季为 1.7%，持平春季，暂时终止了去秋（1.4%）到今春（1.7%）的上升势头。

青年失业率走势同总失业率类似。今年 7-8 月，欧元区 15-24 岁青年失业率（季调）为 23.4%，环比下降 0.1 个百分点，降势已持续四个季度。但是，爱、法、意、西恶化。

本季度的专家调查²¹结果显示，欧元区失业率今年将为 11.6%（即今年前 3 个季度的均值），低于夏季调查的 11.8%。

图表 13 欧元区失业率缓慢下降



资料来源：欧盟统计局，CEIC 数据库，世界经济预测与政策模拟实验室。

二、低通胀持续时间超预期，迫使货币政策进一步宽松

物价放缓势头仍在继续

欧元区消费者调和价格指数（Harmonised Indices of Consumer Prices, HICP）本季度同比涨 0.4%，比夏季放缓 0.2 个

²⁰ 职位空缺率（job vacancy rate）指标未经季节调整，数据来自欧盟统计局官网 http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=jvs_q_nace2&lang=en。

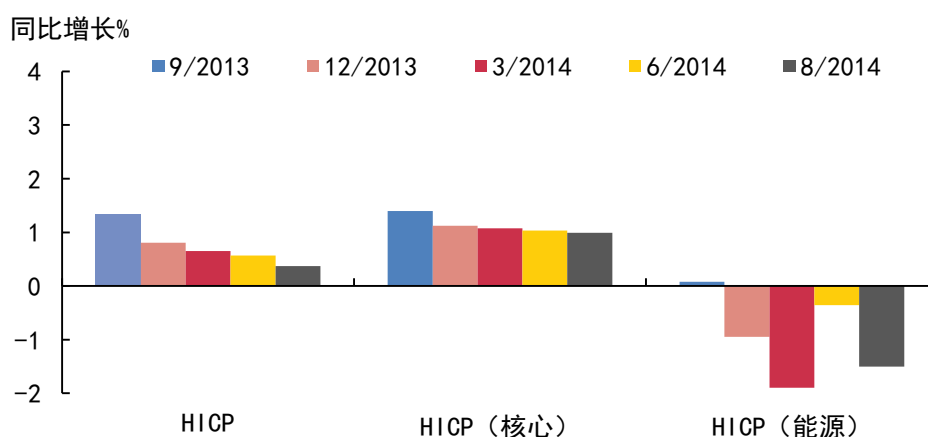
²¹ 该预期指标为 SPF: Unemployment Rate: YoY: Current Calendar Year，来自欧盟 Economic and Financial Affairs 的调查。

百分点，放缓力度加大。其中，该指标 9 月为 0.3%。

消费者通胀预期²²7-8 月比夏季低 0.9 个百分点，比春季低 5.5 个百分点，持续放缓，但势头减弱。

投资者对未来一段时间内产品售价的预期²³同比由夏季的小幅上升 0.2 个百分点转为下降 0.6 个百分点，尤其是法国、意大利和葡萄牙。

图表 14 欧元区通胀放缓力度加大



注：HICP（核心）为不含能源和未加工食品的 HICP。

资料来源：欧盟统计局，CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

核心通胀稳定 核心通胀（不含能源和未加工食品）同比涨 1%，持平夏季。近四个季度，核心通胀在 1.1%和 1%之间波动，较为稳定。

石油价格大幅下跌；非能源大宗商品 能源 HICP 秋季同比跌 1.5%，比夏季跌幅扩大 1.1 个百分点。这主要是国际油价大幅下跌所致：伦敦布伦特原油现货价格同比大跌 7.8%，而夏季涨 6.6%²⁴。

²² Consumer inflation expectations.

²³ ICI: sa: EA 18: Selling Price Expectations for the Months Ahead, 来自欧盟 Economic and Financial Affairs 的调查。

²⁴ 有观点认为，欧元走强也是低通胀加剧的原因，但未得到秋季数据的支持。在这个秋季，欧元实际上已走弱：欧元兑区外 20 个最重要贸易伙伴的实际有效汇率同比跌 0.3%，逆转了此前至少 5 个季度的强劲升势；环比跌 2.1%，跌幅比夏季扩大 2 个百分点，跌势持续两个季度了。

涨势放缓。非能源大宗商品价格 7-8 月同比涨 0.5%，较夏季的 1.5% 大为放缓。

低通胀持续时间过长，超过预期 不过，进口价格 7 月同比跌 1.1%，较夏季 1.5% 的跌幅缩窄。截至今年 9 月，欧元区 HICP 同比变动幅度近 20 个月连续低于货币政策目标 2%，近 12 个月不超过 1%，近 7 个月中有 6 个月不超过 0.5%。低通胀时期继续延长，超过了欧央行的预期，加大了其担忧。

欧央行出台新一轮宽松货币政策 为应对低通胀和经济增长动力弱化的威胁，欧央行 9 月 4 日推出了新一轮宽松货币政策，具体内容如下。

其一，降息。自 9 月 10 日开始，同时下调主要再融资利率、隔夜贷款、存款利率 10 个基点，分别至 0.3%、0.05% 和 -0.2%。6 月 5 日，欧央行已经降息 10-35 个基点。

其二，自 10 月开始，欧央行购买资产支持证券（ABS）。待购证券的资质按欧元体系的抵押框架来认定。其中，希腊和塞浦路斯的证券此前尚无资质作为货币政策操作的抵押品，其风险今后将专设规则来缓解。该项目最早于 10 月下旬开始，至少将持续两年。

此外，9 月 18 日，欧央行通过定向长期再融资操作（TLTRO）向银行提供 826 亿欧元长期廉价资金。这是落实欧央行 6 月 5 日宣布的货币政策内容之一，为总共八轮 TLTRO 的第一期。

欧元区当局理想是略低于 2% 的通胀和更强劲的经济增长。显然，上述宽松货币政策有助于实现该目标，但仅此手段仍然不够，必须在其他方面同时取得进展，尤其是劳动力市场等经济结构改革。

三、经济将在冬季继续稳中略升

欧元区经济冬季很可能维持不温不火势头，预计 GDP 同比增长 1%，比秋季快 0.2 个百分点；失业率继续缓慢下降；通胀仍处于低位。具体情况如下。

私人支出增长将略微加快

私人投资将有限反弹。理由如下。其一，货币政策继续宽松。商业银行资产负债综合评估在秋季结束后，随后很可能释放一批新贷款。从9月10日开始，欧央行三大政策利率各降0.1个百分点。欧央行将从10月下半月开始购买有担保的债券（Covered Bonds），并在季末开始购买资产支持证券（ABS），直接向实体经济注资，而不仅仅借道商业银行。此外，欧央行还将推出第二轮定向长期再融资操作（TLTRO）。宽松货币政策将继续强力支撑本地区股票市场的繁荣，增强私人投资的信心。

其二，欧元贬值和外需好转带动出口加快增长。首先，欧央行政策加大宽松力度，而美联储的货币政策则缩减宽松，这种反差将加大欧元贬值压力，改善欧元区出口，增强经济增长动力。其次，其他发达国家经济持续好转，进口需求将上升，从而弥补新兴经济体持续低迷所致的需求缺口（参见CEEM外部经济形势季报其他部分内容）²⁵。美国经济在冬季将强劲增长（同比增速很可能超过3%）。日本经济继续反弹，加快增长。在新兴市场中，中国增长平稳（7%-7.5%）；印度新政府更为注重经济发展，央行制定货币政策更为果敢，有助于经济持续温和加快；围绕乌克兰的动荡局势，俄罗斯的立场有所软化，经济环境略有改善，增长有望由负转正²⁶。此外，欧元区商业银行的去杠杆化过程进入收尾阶段，贸易融资条件趋于宽松，从而改善贸易融资前景。

其三，投资的反弹将是有限的。金融企业、非金融企业和家庭部门面临的去杠杆压力仍大，“投资-消费”仍难形成较强劲的内在互动循环。乌克兰-俄罗斯-欧美地缘政治争端仍难平息，给市场带来不确定性难以明显改观，会冲击当地企业的信

²⁵ 在2013年欧元区货物出口中，英美两国的份额分别为12%和11%，“金砖五国”约为15%。

²⁶ 南非矿业罢工此伏彼起，加上全球大宗商品价格低迷，经济难以明显好转；巴西受大宗商品价格低迷和资本流入减少（因为美国QE退出）的影响，足球世界杯赛事的拉动效应消失，经济继续放缓。

心，滞缓投资复苏势头。

私人消费稳步改善。宽松货币政策将巩固家庭部门对经济前景的信心，提升就业预期和股市的财富效应，增加消费支出。

结构性改革红利逐渐释放，但仍需加大改革力度。

当前的宽松货币政策将至少把经济稳定在温和“档位”。但如需提高增长潜力，有待结构性改革红利的释放。增强当前欧元区经济增长动力的关键是结构性改革。恰如欧央行行长的观点²⁷，经济改革确实存在各种成本，但缺乏增长本身就是成本之一，甚至是最大的成本：它会导致部分国家史无前例的高失业率，甚至导致新就业员工的工资回到 1980 年代末期的水平。有鉴于此，部分成员国在产品市场、劳动力市场和商业环境等重要方面，仍需采取决定性行动，以改善对前景尤其是经济前景的信心。全面一致地执行欧元区现有财政政策和宏观经济监管框架，将大大降低公共债务率、提高增长潜力和抵御外部冲击的能力。

2008-2009 年金融危机之后，世界经济进入深度调整阶段。为应对经济危机，欧盟尤其是重债成员国纷纷推进对市场结构的定向改革，并已初尝甜头。随着时间的延长，以及改革范围的扩大，上述改革红利将进一步释放，包括改善企业的生产率，吸引外商直接投资和促进增长。

按此，欧元区经济增长停滞是不大可能的。关键在于，欧元区各国在推进这些结构性改革时不可犹豫，更不能倒退。

²⁷ Draghi, Mario (2014), “Introductory statement to the press conference (with Q&A)”, Frankfurt am Main, 4 September 2014.

日本经济：增长将放缓，风险仍然在

2014 年第 3 季度，预计日本实际 GDP 季调环比增长折年率为 4.1%，第 4 季度预计将放缓至 1.5%，全年实际 GDP 增长 1.0%。突击消费的回落效应和夏季恶劣天气，影响了消费税冲击后的经济反弹。第 3 季度的增长仍主要靠消费的恢复性增长。私人消费有所恢复，对 GDP 增长贡献约 6.2 个百分点，公共部门中的政府消费贡献约 0.50 个百分点。对外部门的贡献为负。制造业 PMI 仍维持 4 月以来的回升态势。产出分项指数触及六个月高位，表明工业生产趋于稳定。公共债务可持续性与伦通胀目标之间的冲突风险仍然存在。日元贬值造成企业成本上升等负面效应开始显现。中日政治关系恶化造成日本对华进出口呈波动下行趋势并未改善，日本对中国直接投资的同比增长率连续第 5 个季度负增长。

一、消费有所恢复带动经济增长

提升消费税
造成经济增
长一度放缓

2014 年第 3 季度，预计日本实际 GDP 季调环比增长折年率为 4.1%，²⁸第 4 季度预计将进一步放缓至 1.5%。²⁹相应地，预计第 3 季度和第 4 季度季调同比增长率分别为 0.5%和 1.0%，³⁰全年实际 GDP 增长 1.0%。³¹鉴于上述第 3 季度预计增长率是在第 2 季度-7.1%的大幅下降³²基础上取得，这一成绩意味着日本经济在遭受“提升消费税冲击”之后的恢复并不十分理想。除此之

²⁸ 日本三菱东京日联银行、日本经济研究中心、彭博和英国经济学人智库(EIU)的预测值分别为 4.8%、3.66%、3.4%和 4.06%。

²⁹ 上述四家机构的预测值分别为 3.6%、2.26%、1.7%和 3.2%。

³⁰ 第 3、4 季度环比增速放慢而同比增速加快，出现这一反差是去年和今年末期环比增速差异所致。自 2013 年第 3 季度至 2014 年 4 季度的 GDP 季调环比增长率分别为 0.45%、-0.12%、1.47%、-1.82%、1.02%、0.37%。

³¹ 上述四家机构的预测值分别为 1.24%、0.34%、1.1%和 1.1%。日本政府的预期是 1.2%。

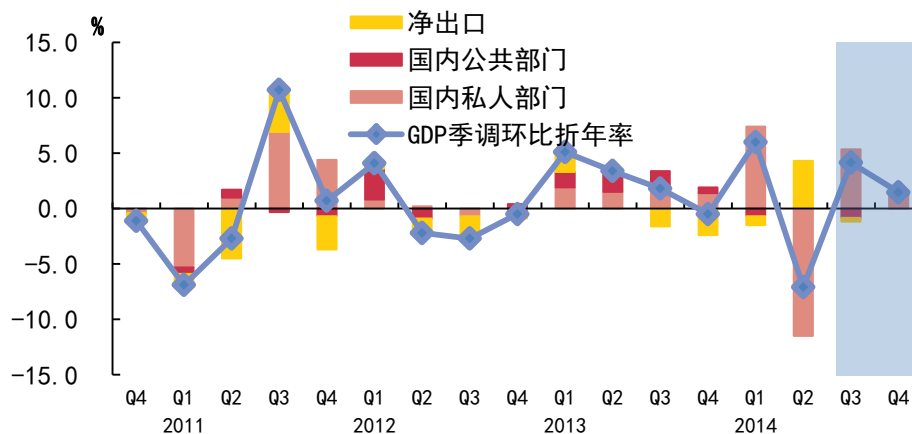
³² 在上期报告中我们预计第 2 季度实际 GDP 季调环比增长折年率-6.4%，这比多数其他机构的预测都要悲观得多（日本三菱东京日联银行、EIU 及彭博的预测值分别为-5.4%、-3.2%和-4.35%），不过现实中的经济下滑比包括我们在内的以上所有预测都更加严重。

外，夏季受到恶劣天气的影响（8月西日本遭遇1946年以来最大规模的降水，比正常年份同期高出两倍多，日照时数则创1946年以来最低值，只有正常年份的54%³³）也是我们判断造成第3季度经济增长不尽人意的原因之一。

回顾第2季度程度出乎意料的回落效应影响可以发现，家庭消费的大幅下跌是造成实际GDP下滑的主要原因。在7.1个百分点的增长下滑中，家庭消费贡献了12.6个百分点的下滑，私人部门住宅及非住宅投资分别贡献了-1.4和-2.9个百分点。公共部门的贡献为0，其中政府消费和公共投资分别贡献了0.1和-0.1个百分点。私人存货投资变化及净出口的正贡献显著，分别为5.5和4.3个百分点。对外部门的正贡献主要不是出口部门的功劳，而是进口下降所致，具体来说，出口贡献了-0.3个百分点，进口贡献了4.7个百分点。第3季度整体来看，增长仍主要靠消费的恢复性增长。具体来说，私人消费将有所恢复，对GDP的4.1个百分点增长的贡献约有6.2个百分点，但私人部门住宅及非住宅投资的贡献均为负，分别为-0.22和-0.53个百分点。公共部门中，政府消费贡献约0.50个百分点，公共投资贡献约-1.33个百分点。对外部门的贡献为负，净出口对增长贡献约-0.35个百分点。预计第4季度消费的恢复将较第3季度有所放缓，投资对增长的贡献则有所增进。私人消费对GDP增长的贡献只有0.1个百分点，私人部门非住宅投资的贡献预计为0.11个百分点，库存贡献约1.04个百分点。公共部门也开始发力，政府消费和公共投资分别贡献0.24和0.04个百分点。净出口有望贡献0.01个百分点的增长。

³³ Jun Saito, Current Economic Situation: An Assessment, October 7, 2014, <http://www.jcer.or.jp/eng/research/column.html>

图表 15 日本提升消费税对经济增长影响显著

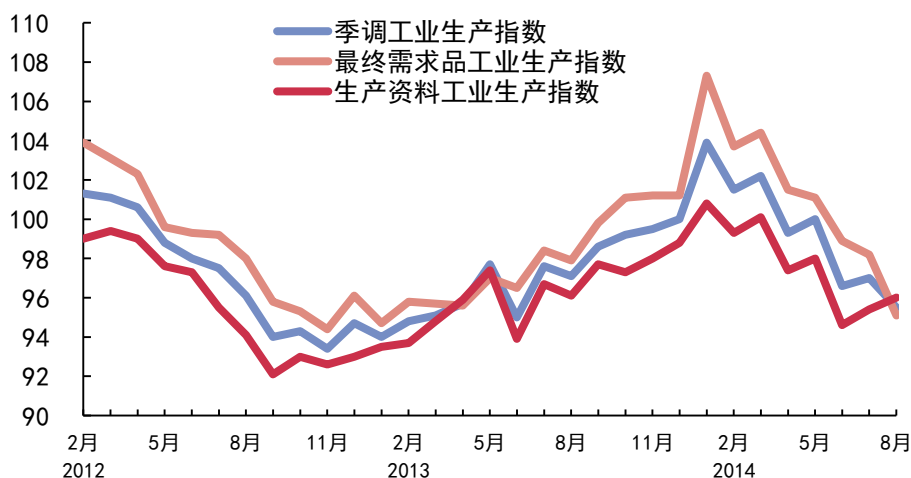


数据来源：日本内閣府，世界经济预测与政策模拟实验室

工业生产明显回落并放缓

工业生产明显回落并放缓。日本工业生产指数自 2014 年 1 月达到高点后，整体呈下行趋势，进入第 3 季度之后，这一趋势并未缓解。季调工业生产指数 4 至 8 月分别为 99.3、100、96.6、97 和 95.5，8 月降到年初以来的最低点，共下跌了 8.4 点。最终需求品工业生产指数更是一路下行，4 至 8 月分别为 101.5、101.1、98.9、98.2 和 95.1，年初到 8 月跌去了 12.2 点。生产资料工业生产指数 4 至 8 月分别为 97.4、98、94.6、95.4 和 96 点。总的来看，工业生产放缓的趋势比较明显，第 3 季度几乎已经跌至去年同期的水平，但生产资料工业生产指数有反弹的迹象。

图表 16 日本工业生产指数冲高回落



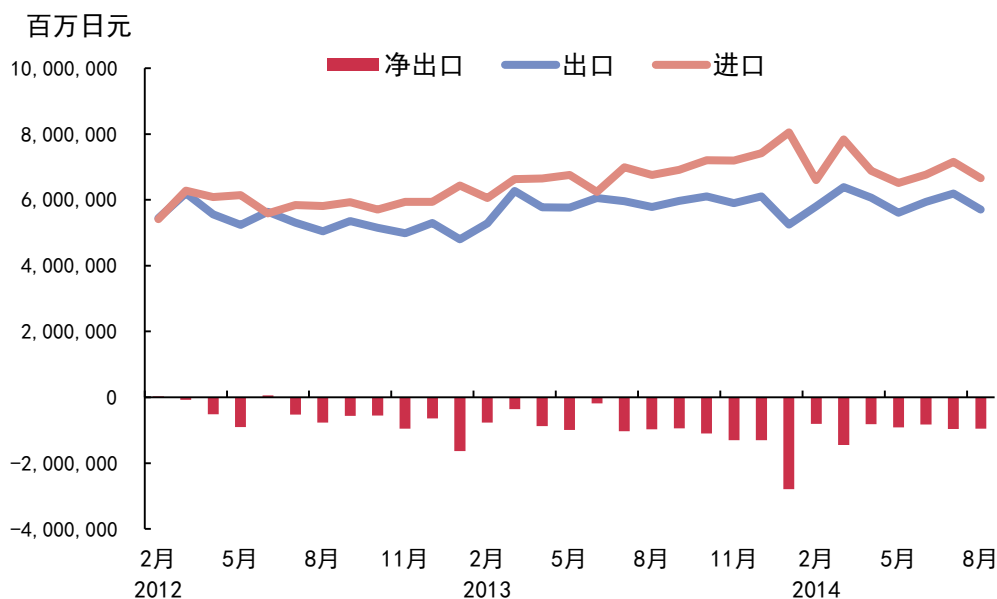
数据来源：日本经济产业省，世界经济预测与政策模拟

维持逆差格局, 出口依旧乏力

维持逆差格局，出口依旧乏力。2014 年第 2 季度，日本出口同比增长由上季度的 6.6%下降至 0.09%，同期进口同比由上季度的 17.6%回落至 2.65%，贸易逆差由上季度的同比扩大 82.8%收缩至扩大 24.6%，仍维持逆差格局。进入第 3 季度，日本的出口乏力状况并未得到根本改变。7 月，日本出口同比增长 3.92%，进口同比增长 2.37%，净出口同比增长率为-6.55%。8 月，进口与出口双双同比下降，其中出口同比增长率为-1.31%，进口同比增长率为-1.44%，净出口同比增长率-2.24%。

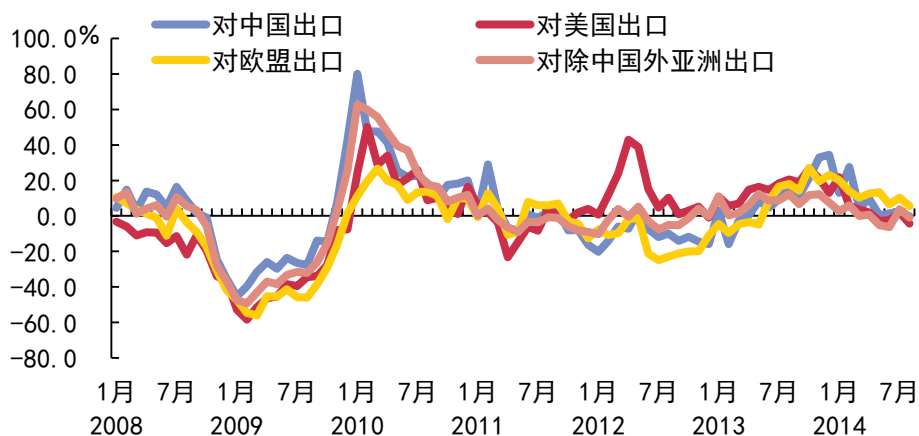
分地区来看，中国、美国、欧盟以及除中国之外的亚洲其他国家和地区是日本出口的主要目的地，以上四个国家或地区 2013 年分别占日本出口比重的 18.1%、18.5%、10.0%和 36.2%，合计占日本对外出口八成以上。中日关系恶化以来，日本对中国的出口逐渐被日本对美国的出口所替代，直到 2013 年第 4 季度，日本对中国出口的同比增速才重新超过美国。实际上，进入 2014 年以来，日本对上述主要贸易伙伴的出口都有明显的放缓，第 2、3 季度延续这一趋势。4 月至 8 月，对中国的出口同比增速分别为 9.70%、0.33%、1.46%、2.59%和-0.26%，8 月出现了同比负增长。同期对美国的出口同比增速分别为 1.96%、-2.94%、-2.35%、2.06%、-4.38%，同比负增长的态势明显，幅度增大。4 月至 8 月对欧盟出口同比增速分别为 12.71%、13.39%、6.49%、10.20%和 5.64%，虽然相对于其他经济体，日本对欧盟出口同比增速仍较高，但从趋势来看，也在下降。同期日本对除中国之外其他亚洲经济体的出口同比增长率分别为 0.70%、-5.29%、-6.30%、3.78%和-0.86%，也呈现出口乏力的状态。

图表 17 日本进出口维持逆差格局



数据来源：WIND数据库，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 18 日本对主要贸易伙伴出口增长均呈放缓趋势



数据来源：WIND 数据库，世界经济预测与政策模拟实验室

二、改革效果有待观察

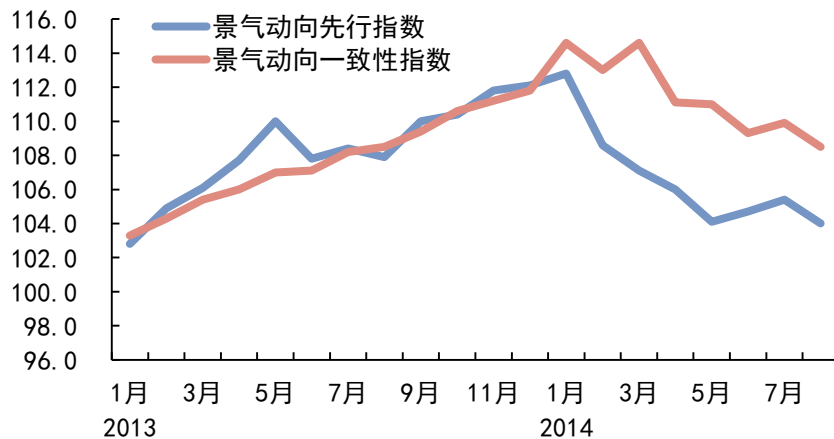
消费税提升
对生产经营
的负面影
响逐渐减退

消费税提升对生产经营的负面影响逐渐减退。日本央行 10 月 1 日发布的 9 月份企业短期经济观测调查（日银短观）显示，4 月份消费税上调对制造业企业运营的压力正慢慢减退。9 月份日本大型制造业企业信心指数为 13，高于经济学家平均预计的 10，也比上季度调查时的 12 要高。但是，大型非制造业企业信

心指数则从6月份的19大幅下滑至13,为连续第二个季度下滑。调查预测,12月份日本大型制造企业信心指数将维持在13的水平,而包括服务业等在内的大型非制造业企业信心指数则有望小幅回升至14。提升消费税冲击之后,景气指数一致性指标和先行指标均出现明显的下行转折,进入第3季度后下行势头出现放缓迹象。制造业及非制造业PMI双双止跌回升。9月制造业PMI虽小幅放缓,但仍维持4月以来的回升态势。且从分项来看,产出分项指数由8月终值52.9升至53.4,触及六个月高位,表明4月初消费税上调后需求大幅下滑之后,工业生产趋于稳定。但是新订单分项指数从8月终值54.4降至52.3;新出口订单指数也降至52.2。

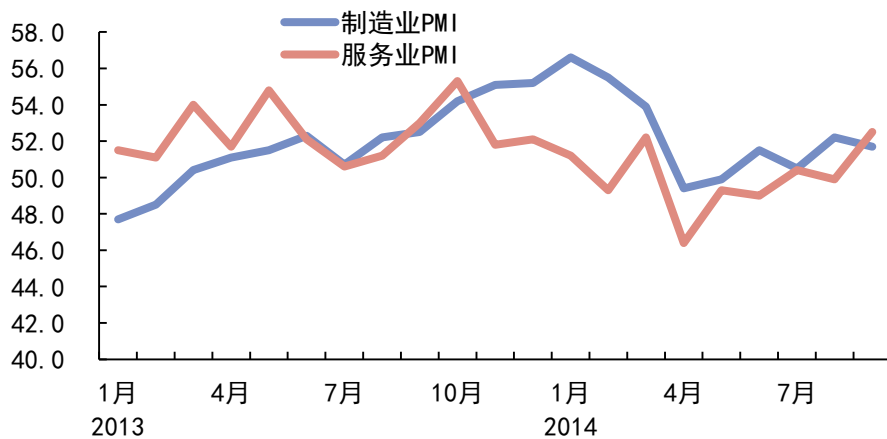
从就业方面看,进入第3季度,经季节性调整后日本失业率仍在低位,6月7月虽略有上扬,但8月再度下行至3.5%而与5月份持平,这是1997年12月份以来的最低值。具体来看,经季节性调整后,8月份因雇主或业务状况导致的非自愿离职者44万人,与第1季度月均52万相比,仍处于低位。8月份日本就业人数环比增长0.14%至6362万人,这是2009年2月以来的最高值。反映用人需求和求职人数之比的有效求人倍率由第二季度的109提升至7月的110,显示每对应100个求职者有110个就业岗位。这是近22年来的最佳水平。日本央行行长黑田东彦称,日本就业市场几乎没有闲置劳动力,企业也不存在闲置产能。尽管日本失业率维持低位,就业者并未因此牺牲薪酬而处于隐蔽性失业状态,这说明日本劳动力市场是有效的。从5月到8月,日本劳动调查显示的合同现金收入同比增长率分别为0.33%、0.41%、0.51%和0.69%,其中固定收入同比增长率分别为0.05%、0.21%、0.27%和0.60%,表明日本劳动收入的增长是比较稳定的。

图表 19 日本景气指数下行趋势放缓



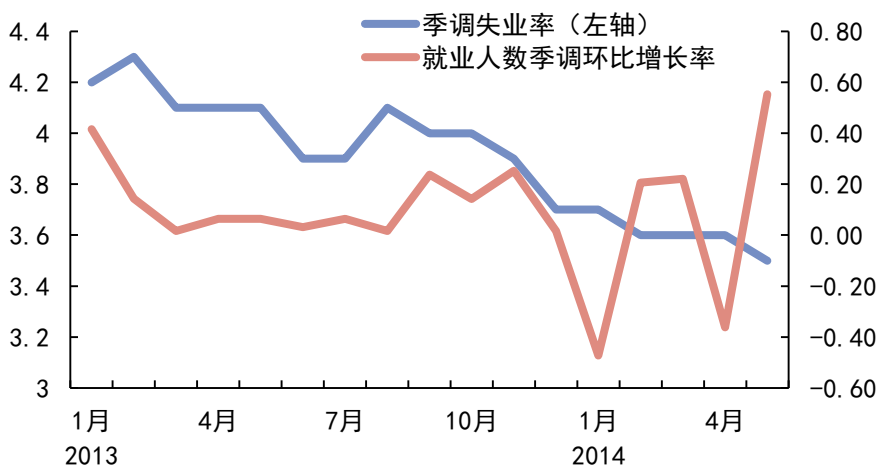
数据来源：WIND数据库，世界经济预测与政策模拟实验

图表 20 日本制造业及服务业 PMI 回升



数据来源：WIND数据库，世界经济预测与模拟实验室

图表 21 日本就业形势良好



数据来源：WIND,世界经济预测与政策模拟实验室

货币政策成效仍有待观察,日元贬值的负面影响显现

货币政策成效仍有待观察。日本央行迄今仍然坚持两年内实现 2%通胀目标为其首要任务³⁴, 为此不惜推动财政与货币双管齐下的政策。目前通胀已经有一定的回升。4 至 8 月, CPI 同比增速分别为 3.4%、3.7%、3.6%、3.4%和 3.3%, 同期剔除生鲜食品价格的核心 CPI 同比增长率也分别达到 3.2%、3.4%、3.3%、3.3%和 3.1%, 而剔除了生鲜食品及能源价格的核心 CPI 同比增长率分别为 2.2%、2.2%、2.3%、2.3%和 2.2%。黑田东彦称, 目前日本在实现 2%通胀目标的道路上只走了一半。如果有需要, 将考虑实施更多的宽松政策。大量金融资产都可以作为潜在的购买目标。和英国央行持有 40%的政府债券相比, 日本央行的规模只有 20%, 因此债券市场还有很大的利用空间。但包括日本籍国际货币基金组织副主席筱原尚之 (Naoyuki Shinohara) 等经济官员认为, 日本央行应尽快修改并延长两年期限的时间框架, 将达成 2%通胀目标的时间设在 2017 年或 2018 年。

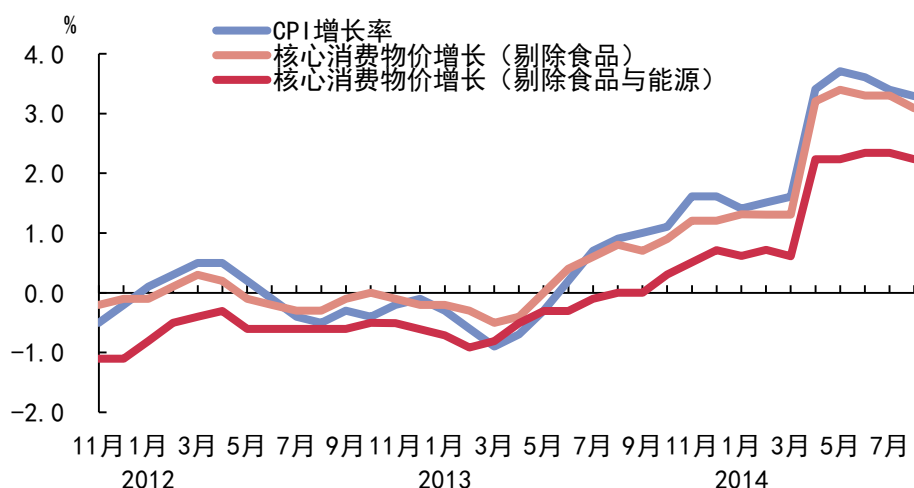
日本通货膨胀率很低是其庞大公共债务得以持续的前提。在此前提下, 日本采取了庞大规模的债务货币化, 即央行通过实施 QE 买入并持有政府债券至到期, 待债券到期后, 央行从政府手中取回本息。央行几乎一手包办了对政府债券的购买, 即便收益率处于历史低位, 日本政府的债券也能够大量出售。2013 年 11 月政府总债务达到 1022.0 万亿日元的历史高点, 12 月下降至 1017.9 万亿日元, 但 2014 年 1 月又回升至 1019.8 万亿日元, 4 月达到 1046.2 万亿日元的历史新高, 5 月进一步增加至 1049.6 的高位, 6 月和 7 月有所回落, 8 月上升后仍维持在 1048.7 的历史第二高点。从水平和趋势来看, 政府债务规模仍在高位并且不排除进一步上升的可能。风险在于, 央行遏制通胀的能力远远小于制造通胀的能力。一旦央行真的实现其通胀目标,

³⁴ 日本央行提出的通胀目标指标是剔除波动性比较大的生鲜食品价格的核心消费者物价指数(CPI)年率, 但日本政府曾有意采取更严格的目标, 即剔除了生鲜食品与能源价格后的核心消费者物价指数年率。

核心 CPI 可能惯性上扬。央行将被迫提升利率以遏制通胀，此时，庞大的公共债务将带来巨大的资金成本，收益率上升也可能造成国债价格大跌乃至市场崩盘。

日元贬值的负面影响开始显现。两年前 1 美元兑换 80 日元，到 2014 年 10 月，1 美元兑换 107.7 日元，后者贬值了四分之一强。近来，“安倍经济学”以日元贬值促进出口的做法越来越受到质疑，因为日元贬值可能对出口企业有利，但会令为数众多的中小企业增加进口成本。有“日元先生”之称的日本财务省前任次官神原英资(Eisuke Sakakibara)表示，日本企业已经把更多生产搬到海外，弱势日元现在难以像以往那样提振进口，但会推高能源和食品进口成本。日本东京商工研究机构(Tokyo Shoko Research Ltd)提供的数据显示，被疲软日元拖累而倒闭的企业数量正迅速增加。2014 年前 9 个月，这类破产企业为 214 家，去年同期仅为 89 家。³⁵除企业之外，日本家庭消费也受到日元贬值的不利影响，海外购买成本上升对国内消费也构成了挤压。

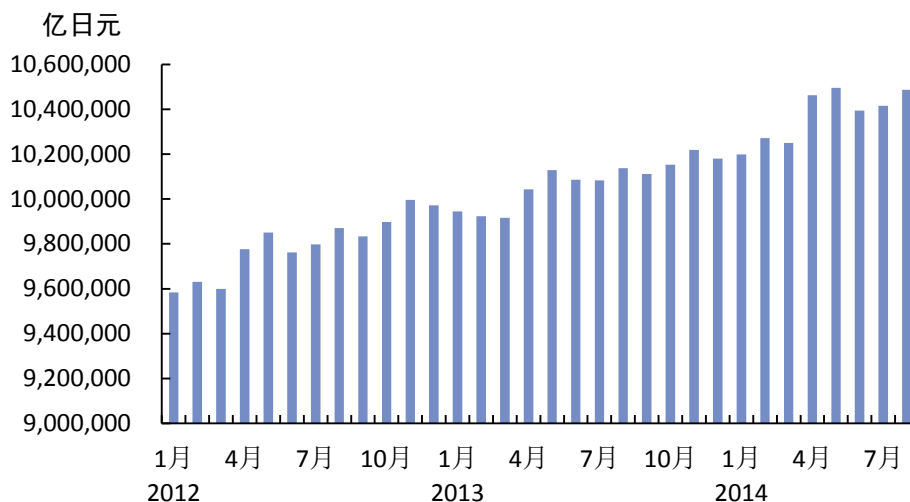
图表 22 日本核心消费物价升势受阻



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

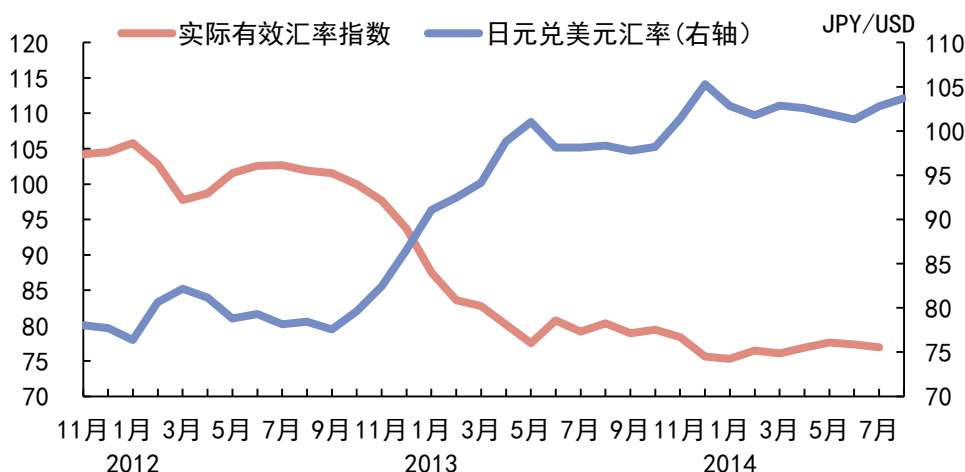
³⁵ 「円安」関連倒産 前年同期より 2.4 倍に急増, http://www.tsr-net.co.jp/news/analysis/20141008_6.html

图表 23 日本政府债务规模庞大



数据来源:Wind资讯, 世界经济预测与模拟实验室

图表 24 日元近期升值压力凸显



数据来源:CEIC, 世界经济预测与政策模拟实验室

三、对中国贸易投资下滑

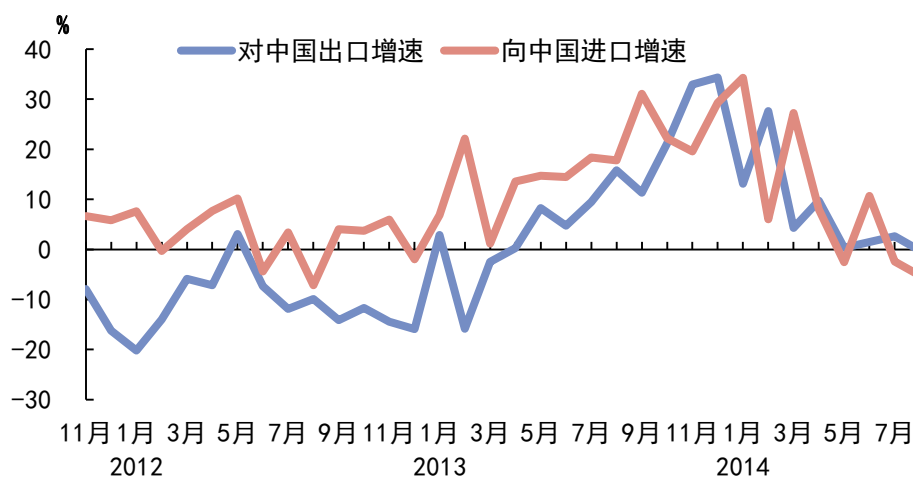
中日政治关系恶化对经济的影响仍然存在,日本对华进出口呈波动下行趋势,对中国

中日政治关系恶化对经济的影响仍然存在,日本对华进出口呈波动下行趋势。进入 2014 年后,日本对中国出口及自中国进口的同比增长率均出现明显的下滑趋势。5 月日本对中国出口同比增长率仅为 0.3%,较之 2 月份的 27.6%显著下降。6 月和 7 月对中国出口同比增长率有所回升,但 8 月出现 16 个月以来的首个负增长,同比下降了 0.24%。另一方面,5 月日本自中国进

直接投资的同比增长率连续四个季度负增长。

口出现 17 个月来首个负增长，为-2.6%，6 月同比增长 10.7%之后，7 月和 8 月连续出现同比负增长，增长率分别为-2.4%和-5.2%。无论是进口还是出口增长率，都总体上呈下行趋势，且波动都比较明显。

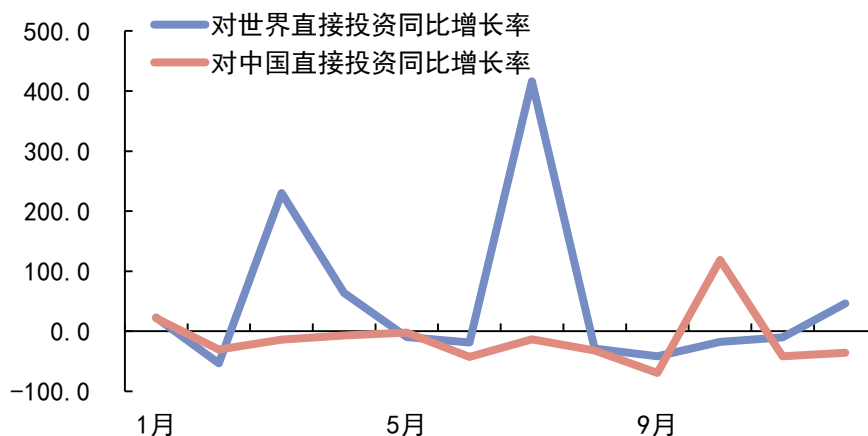
图表 25 日本对华进出口仍未稳定恢复



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

受中日关系恶化影响，日本对中国直接投资的同比增长率连续负增长，且总体低于对世界平均水平。自 2013 年第 3 季度至 2014 年第 2 季度，日本对华直接投资连续 4 个季度同比负增长，分别为-17.9%，-35.9%，-47.2%和-50.3%，进入 2014 年第 3 季度，负增长的态势并未扭转，7 月同比增长率为-13.0%。

图表 26 日本对华直接投资同比增长低于对世界平均水平



数据来源：WIND数据库，世界经济预测与模拟实验室

新兴市场经济：经济继续承压

3 季度金砖国家经济继续承压。受美欧经济制裁不断升级影响，俄罗斯经济将会继续放缓并趋于停滞，长期经济前景堪忧。在经历 2 季度经济萎缩之后，巴西经济有望回升转正，但投资和工业活动的萎靡不振决定其经济反弹力度不大。印度 2 季度经济增速升至两年最快，但是作为经济增长主要驱动力量的工业生产和出口在 3 季度出现回落，预示印度经济可能会有所减速。受制于国内接连不断罢工事件的影响，南非主导产业矿业生产备受打击，并将对下半年南非经济造成拖累。

金砖国家仍面临较大的通货膨胀压力，货币政策继续保持紧缩态势。3 季度俄罗斯和巴西的通货膨胀仍处于上升趋势，南非整体通货膨胀率（Headline CPI）在经过 7 月份短暂的下降之后，8 月重新回升。不过，印度通货膨胀处于下降趋势，8 月已经降至 7.8%，连续三个月处于 8% 以下。在这种情势下，俄罗斯和南非央行均在 7 月上调其基准利率，而印度和巴西则维持货币政策不变，但仍处于利率上行区间。在经济减速和通胀压力之下，各国进一步的货币紧缩空间已十分有限。

金砖国家货币对美元保持贬值。在美联储逐步退出量化宽松政策的背景下，国际资本总体回流美国，美元出现升值。8 月至 9 月，俄罗斯卢布对美元贬值 4.9%，巴西雷亚尔和南非兰特对美元贬值均在 3.1%，印度卢比对美元出现轻微贬值，但总体保持稳定。当前发达经济体货币政策分化严重，美欧货币政策出现截然相反走向，日本货币政策处于十字路口，金砖国家面临的外部金融环境更为复杂。

3 季度中国对金砖国家贸易持续回升，对金砖国家贸易占中国总贸易的比例在 8 月份上升至 7.8%。中国对金砖国家出口同比增速继续上升，但总体进口不旺，对金砖国家连续两个月保持贸易顺差，并有所扩大。

一、金砖国家：经济增长压力增大

预计 3 季度俄罗斯经济将会继续放缓,经济增长在 0.1% 左右。

俄罗斯 2 季度经济增速只有 0.8%，较 1 季度再次下滑 0.1 个百分点。2 季度美欧对俄罗斯的制裁力度有增无减，与此同时，俄罗斯也宣布采取反制裁措施进行应对，制裁与反制裁的不断升级令俄罗斯经济遭到重创。进入 3 季度俄罗斯各项经济指标继续恶化。7 月和 8 月，俄罗斯固定资产投资较去年同期分别萎缩 2.0%和 2.7%，社会零售商品总额同比增长只有 1.1%和 1.4%，出口同比增速分别为-2.6%和 5.4%，进口则分别同比萎缩 5.2%和 4.2%，显示国内经济活动依然不旺。7 月俄罗斯工业生产同比增速只有 1.5%，8 月则陷入 0 增长。7 月俄罗斯制造业 PMI 终于回升至 50 枯荣线之上达到 51.0，并在 8 月得以继续保持，但是 9 月则回落至 50.4，显示未来制造业活动可能会出现好转，但是依然不够稳定。预计 3 季度俄罗斯经济将会继续放缓，经济增长在 0.1%左右。受欧美经济制裁、下半年大宗商品价格走弱等因素影响，预计俄罗斯全年经济增速为 0.3%。

俄罗斯长期经济增长前景堪忧

俄罗斯长期经济增长前景堪忧。9 月 24 日，世界银行发布报告称，俄罗斯经济将陷入停滞，2014-2016 年经济增速料将不超过 0.5%。世界银行称，从中期来看，俄罗斯经济增长主要受到两个因素的影响，一是结构性改革的进展，二是地缘政治所引发的政策不确定性。根据基本预测情形，俄罗斯今年国内生产总值（GDP）增幅可能将与政府预估的 0.5%一致。不过世行预计俄罗斯经济 2015 年仅增长 0.3%，2016 年增长 0.4%，远低于官方预测的分别增长 1.2%和 2.0%。世行认为俄罗斯投资增长不会如政府所预测增长的那么快，而且预计未来几年消费增长将相当低迷。

预计 3 季度巴西经济将

巴西 2 季度经济同比增速为-0.9%，较 1 季度的 1.9%大幅下降。从环比来看，2 季度环比萎缩 0.6%，已经连续两个季度

会回升至 0.2%。出现负增长，这意味着巴西经济已经陷入技术性衰退。2 季度经济的大幅萎缩主要来自投资和工业活动萎缩，其中固定资本形成同比萎缩 11.2%，投资率则降至 16.5%，为 2007 年以来的最低水平。工业产出同比萎缩 3.4%，相比 1 季度更加恶化。3 季度巴西经济不会出现根本改观。热图利奥·瓦加斯基金会对巴西工业企业 3 季度的投资调查发现，30%的企业预计在未来 12 个月内增加投资，这一比例与上一季度持平，有 23%的企业预计会减少投资，这比上一季度增加了 2 个百分点，因此，3 季度投资可能会继续萎缩。7 月巴西零售量同比萎缩 0.9%，热图利奥·瓦加斯基金会的消费信心指数（CCI）在 7 月至 9 月同比则分别萎缩 2.6%、9.5%和 9.5%。7 月和 8 月，巴西工业产出同比增速分别为-3.6%和-5.4%，工业活动依然萎靡不振。8 月巴西制造业 PMI 回升至 50.2，但是 9 月再次回落至 49.3，重新跌至枯荣线之下，预计未来制造业活动仍不会好转。**预计 3 季度巴西经济将会回升至 0.2%，全年增长 0.2%。**

预计 3 季度印度经济增速为 5.2%。**印度 2 季度经济增速为 5.7%**，较 1 季度出现较大回升，为 2012 年以来最高值。经济超出预期主要来自于工业产出在接近两年停滞之后强势反弹的带动以及出口的强劲增长。4 至 6 月，印度工业生产指数同比增长分别为 3.7%、5.0%和 3.9%，重新回归大幅正增长态势，制造业生产指数也同比增长 2.6%、4.8%和 1.8%。从 5 月开始，印度出口结束连续 3 个月的同比负增长态势，5 月和 6 月实现同比增长 4.9%和 9.7%。3 季度印度经济或将回落。从工业生产来看，7 月工业生产指数同比增速回落至 0.5%，制造业生产同比增速则滑落至-1.0%。7 月制造业 PMI 指数跃升至 53，达到数月的高点，但是 8 月和 9 月则回落至 52.4 和 51，虽然仍在 50 枯荣线之上，但显示未来制造业活动活力将有所下降。出口方面，在经过 6 月份的高速增长之后，7 月和 8 月出口同比增速回落至 6.9%和 2.4%。**预计 3 季度印度经济增速为 5.2%，全年预计增长 5.5%。**

预计 3 季度
南非经济增
长 1.2%。

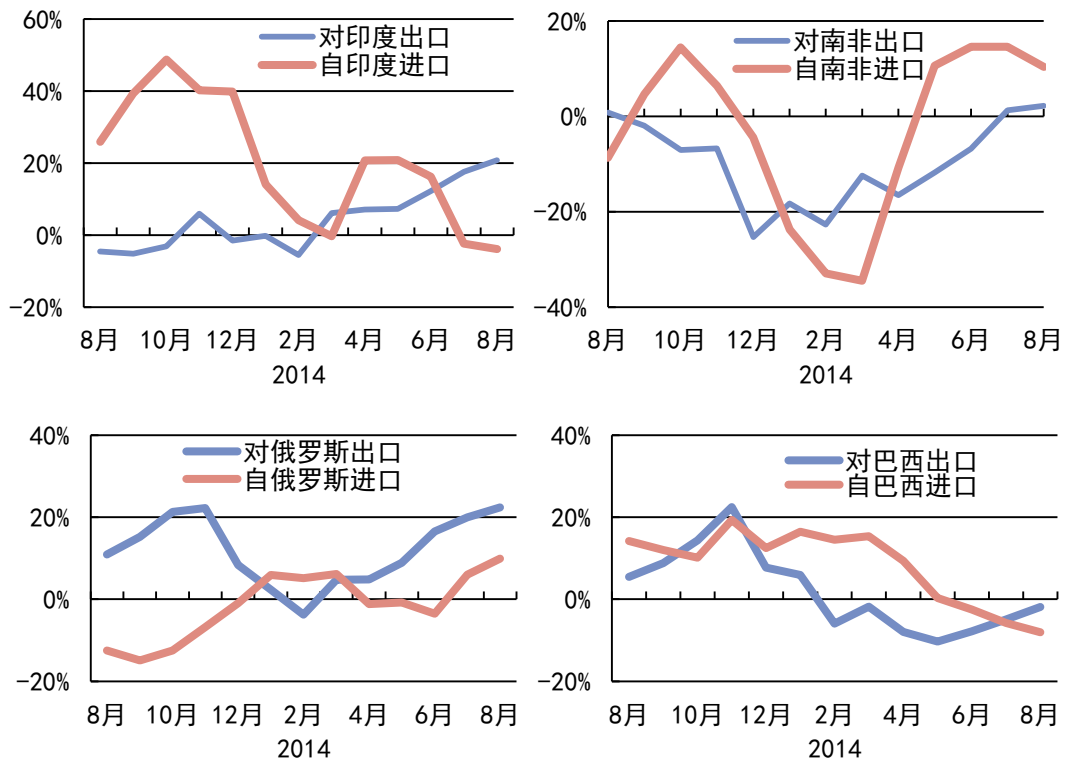
南非 2 季度经济增长 1.0%，相比 1 季度的 1.65%进一步放缓，经济整体继续呈下降趋势。南非铂金行业大罢工是造成经济增速放缓的重要原因。从今年 1 月 23 日开始一直持续到 6 月 23 日，5 个月的铂金矿业罢工对南非经济造成巨大打击，受其影响，矿业和制造业对经济增长贡献率大幅下降。分析估计，矿企至少需要三个月才能把生产水平完全恢复，这意味着 3 季度南非经济仍无法快速改善现有局面。然而，7 月南非二十多万金属工人再次掀起为期四周的罢工活动，此次罢工不仅影响钢铁行业生产，而且可能波及一万零五百家企业和一些电力项目，波及企业占南非国内生产总值的 4%左右，这将对 3 季度经济形成拖累。7 月南非制造业生产同比萎缩 8.0%，而矿业产量则同比萎缩 8.5%，分别为 2009 年 11 月和 2012 年 5 月以来的最大跌幅。不过，从制造业 PMI 来看，在经过 7 月 PMI 进一步下探至 46.4 之后，8 月和 9 月则重新回升至 51.1 和 52.6，预示未来制造业可能会有一个强劲反弹。**预计 3 季度南非经济不会出现根本性好转，预计为 1.2%**，全年经济增长预计为 1.3%。

二、金砖国家与中国经贸关系：持续回升

中国对金砖
国家贸易持
续回升，贸易
顺差有所扩
大。

中国与金砖国家贸易持续回升。5 月中国与金砖国家贸易规模占中国总贸易规模的比例快速上升至 7.5%，到 8 月则升至 7.8%。分国家来看，中国对印度和俄罗斯出口持续好转，7 月和 8 月，中国对印度出口同比增速分别为 11.1%和 23.6%，对俄罗斯出口同比增速则分别为 15.1%和 27.1%。对南非和巴西和出口则继续处于同比萎缩态势，但是对南非出口出现好转迹象，同比萎缩幅度有所收窄。3 季度中国对金砖国家总体进口不旺，除 7 月对南非进口同比增速达到 23%外，其他月份对各国的进口增速均在 1%以下甚至负增长。因此，7 月和 8 月，中国对金砖国家连续两个月保持贸易顺差，并有所扩大。

图表 27 中国与金砖国家贸易情况



资料来源：WIND 资讯，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。

附录：新兴市场经济数据概览

1. 实际 GDP 增速

	（季度同比，%）			（年度同比，%）		
	2014Q1	2014Q2	2014Q3E	2014Q1	2014Q2	2014Q3E
俄罗斯	0.9	0.8	0.1	0.9	0.8	0.1
巴西	1.9	-0.9	0.2	1.9	-0.9	0.2
印度	4.6	5.7	5.2	4.6	5.7	5.2
南非	1.6	1.0	1.2	1.6	1.0	1.2

2. 通货膨胀

	（季度同比，%）			（年度同比，%）		
	2014Q1	2014Q2	2014Q3E	2012	2013	2014F
俄罗斯	6.4	7.6	7.7	6.6	6.5	8.3
巴西	5.8	6.4	6.5	5.8	5.9	6.2
印度	8.4	8.1	7.9	10.4	8.3	7.6
南非	5.9	6.4	6.4	5.7	5.4	6.3

3. 汇率

	（名义汇率，per USD）		
	2014M7	2014M8	2014M9
俄罗斯	34.640	36.110	37.870
巴西	2.224	2.269	2.338
印度	60.096	60.874	60.898
南非	10.658	10.663	10.991

4. 制造业 PMI

	2014M7	2014M8	2014M9
俄罗斯	51.00	51.00	50.40
巴西	49.10	50.20	49.30
印度	53.00	52.40	51.00
南非	46.40	51.10	52.60

5. 出口*

	（同比增速，%）		
	2014M6	2014M7	2014M8
俄罗斯	-2.60	5.40	-
巴西	-3.16	10.66	-4.49
印度	9.65	6.89	2.35
南非	17.19	11.66	9.16

6. 进口*

	（同比增速，%）		
	2014M3	2014M4	2014M5
俄罗斯	-5.20	-4.20	-
巴西	-3.84	-5.53	-4.48
印度	7.63	4.54	2.08
南非	5.95	2.63	4.09

7. 对中国出口

	（同比增速，%）		
	2014M6	2014M7	2014M8
俄罗斯	-12.62	-1.67	3.81
巴西	1.80	-1.31	-8.05
印度	47.93	0.80	-0.20
南非	20.18	22.97	0.49

8. 从中国进口

	（同比增速，%）		
	2014M6	2014M7	2014M8
俄罗斯	7.38	15.12	27.09
巴西	-12.22	-10.92	-0.26
印度	2.10	11.07	23.64
南非	-19.00	-0.67	-0.64

中国经济：房地产和制造业主导投资放缓

2014年3季度，中国实体经济需求、供给两方面未能延续上一季度的回暖，主要经济指标均表现为走弱。需求方面：房地产和制造业主导了固定资产投资继续走弱，外部需求虽然看似向好，但实则表现平淡。供给方面，4大类主要工业生产活动回落到了年初的低谷状态。尤其需要关注的是，综合 PMI 就业指数在3季度稳定地处于景气临界值以下。

总体来看，我们对外部需求的改善不可寄予过高期望，目前国内需求持续疲弱的状态，需要更多着眼于国内的宏观调控政策来应对。最后，我们预估3季度 GDP 同比增速为 7.1%，通胀率为 2.0%。

一、主要经济指标维持疲势

综合 PMI 指数走弱，其中制造业 PMI 企稳，非制造业 PMI 走弱。

2014年7至9月，中国经济综合 PMI 指数分别为：53.2、53.0、52.8。三个月均值为 53.0，低于 2007 年以来的历史均值 54.7，也低于 2 季度均值 53.3，仅略高于 1 季度的 52.8。

制造业 PMI 在景气临界值附近企稳，但非制造业 PMI 有所回落。7至9月，制造业 PMI 指数分别为：51.7、51.0、51.0，是 2014 年初以来表现最好的季度。而非制造业 PMI 指数却有所下滑，第 3 季度三个月数值分别为：54.2、54.4、54.0，不同程度的弱于 1、2 季度。

综合 PMI 就业指数走弱，压力仍然主要来自非制造业。

3 季度就业景气疲弱主要原因来自非制造业。在 1、2 季度，综合 PMI 就业指数勉强在景气临界值附近挣扎，而在 3 季度，综合 PMI 就业指数终于下跌、并稳定地处于临界值以下。7—9 月，制造业、非制造业加权的综合 PMI 就业指数分别为：49.0，49.2，49.1。

与 2 季度的平均水平 49.8 相比，3 季度就业出现了下调，不过目前已经企稳、并停止了进一步的恶化。近期就业指数下滑，主要来自非制造业（贡献率为 81%）。

通胀率稳中
有降

通胀率稳中有降。在7至8月，CPI通胀率同比分别为2.29%、1.99%，较2季度的2.20%有所下降。而PPI通胀率同比分别为-0.87%、-1.2%，较2季度的-1.52%的降幅有所收窄。因此在3季度期间，CPI和PPI同比增速有所趋同，但是从环比口径来看，两者的缺口甚至有所放大。这表明CPI和PPI同比增速的缺口仍将持续存在。

二、需求面：投资走弱、消费稳定、外需平淡

1. 投资增速进一步走弱

投资增速进
一步走弱

固定资产投资进一步走弱。2014年7至8月，固定资产投资累计同比增速分别为17.0%、16.5%，不仅低于2014年6月的17.3%，而且进一步创下了2003年以来的增速新低。

房地产、制造
业主导了投
资下滑

投资走弱主要来自房地产业、制造业和基建，其中房地产业贡献最大。分行业的数据显示：与2013年8月同期相比，这三大行业的固定资产累计投资增速均明显走弱，三者对固定资产投资增速下滑的贡献率分别为：47%、30%、16%。从这一贡献率来看，房地产、制造业两者贡献达到77%，而基建行业仅贡献了16%。

在2012年上半年，彼时固定资产投资放缓的贡献当中：房地产和建筑业合计仅占到27%，而基建行业中仅交通运输、仓储和邮政业就占到25%。可见，与2012年投资放缓的政策主动调整相比，本轮投资放缓当中，市场因素具有更加重要的作用³⁶。

企业潜在产
能无近忧、有
远虑

企业潜在产能中短期将稳定、但中长期仍存忧。从投资类型来看，建筑安装工程投资增速进一步放缓、设备工具器具购置投资增速明显趋于稳定。8月上述两项同比增速分别下滑3.8、4.5个百分点，6月份这两个数据分别为2.7、4.5个百分点。

建筑安装工程会在中长期影响企业的产能，而设备工具器

³⁶ 参见《中国宏观季度报告：2012年第2季度》，中国外部经济环境监测（CEEM）。

具购置投资将在中短期内影响企业的产能。可见，与企业产能更直接相关的设备工具器具购置投资增速，已经得到了稳定。从供给面来看，这将有利于中期内的潜在产出增速得到稳定。但更长期的角度来看，企业对于增加产能的投资仍然非常谨慎。

投资资金来源
增速继续
下降

投资的资金来源增速继续下滑，国家预算、贷款的资金来源稳定，但自筹、其他资金来源增速仍在下降。在 2014 年 8 月，固定资产投资资金来源的累计同比增速为 12.8%，与基期 2013 年 8 月进行相比，这一增速下降了 7.7 个百分点。分项数据显示，在总体资金来源增速下滑当中，国家预算内资金、银行贷款合计只贡献了 10%；而自筹资金、其他资金来源增速的贡献分别为 25%和 64%。这两项解释了资金来源增速下滑的 89%。

这表明对投资资金来源的下滑，财政、货币政策的直接作用是非常有限的。目前投资资金来源增速出现明显的下降，主要原因是企业和市场本身的选择、以及对非正规金融体系加强监管的结果。从 2014 年 1 季度以来，投资资金来源的这种格局一直维持到目前 3 季度。预计在政策出台微刺激的背景下，国家预算、贷款有望对资金来源起到温和的稳定作用。

经济或已处
于主动加库
存阶段

原材料库存、产成品库存投资出现分化，经济或已处于主动加库存阶段。2014 年 7 至 9 月，PMI 原材料库存指数稳步上升，3 个月平均值为 48.8，较 1 季度、2 季度的 47.7，48.0 保持了连续上升，并超过了 2005 年 1 月以来的历史均值 48.1。虽然仍低于 50，但考虑到历史趋势水平，这仍然是一个原材料加库存的信号。与此同时，PMI 产成品库存指数，在 8 月跃升至 48.1 之后，却在 9 月回到了 47.2 的低位，目前这一水平甚至还略低于 1、2 季度的平均水平。

单纯将这两个库存指数与历史水平相比，可以判断目前正处于主动加库存状态。这可能反映了近期政策的一些结构性松动效果，但由于库存指数波动较为频繁，判断中国是否已经进入主动加库存，尚需要观察 4 季度的库存以及其他主要经济指

标。

2. 消费需求稳中趋弱

消费增速稳中趋弱

消费增速回稳。2014年8月，社会消费品零售总额累计同比增速为12.11%，几乎与上半年增速持平，与往年同期水平相比则有比较明显的放缓。如果剔除价格水平看同比，或者看环比数据，则关于社会消费品零售总额增速，还有更多走弱的迹象。

消费者的预期改善可能仅限于短期

消费需求回稳的动力尚弱。从人行储户调查数据来看，2014年3季度居民的未来就业预期指数、未来收入信心指数分别为：48.2、52.5，较2季度分别提高了0.4和0.9，较2013年同期也基本保持稳定（略有微幅下降），不过3季度的居民消费意愿比例为18%，较2季度的18.4%却有下降。这表明，3季度的就业预期指数、收入信心指数改善，可能都是基于较短期的预期，因此虽然短期内预期改善，但中长期的不确定性导致消费意愿比例仍然出现了下降。

外部需求总体表现平淡

中国面临的外部需求看似强劲、实际平淡。3季度的海关贸易数据较2季度明显好转：2014年7-8月，以美元计中国海关统计的出口累计同比增长11.9%，而前两季度出口增速分别为-3.5%和4.9%，出口在逐季好转。但是从13个主要贸易伙伴国公布的数据来看，其从中国进口的改善相当有限，甚至7-8月中国对其出口较2季度还略有放缓。具体可参见CEEM团队同期发布的中国外部经济环境监测《外贸专题》。

三、供给面：工业生产活跃度明显走弱

工业增加值增速明显放缓、工业企业利润相对稳定

工业增加值增速明显走弱。2014年7月和8月，工业增加值当月同比增速分别为9.0%和6.9%，8月工业增加值同比增速出现了明显的下行，其对应的环比为0.2%，也是2011年有数据以来的最低环比增速，次低点为2012年4月的0.33%。总体来看，6月、7月的工业增加值同比增速企稳，并未能继续维持，

8月出现了明显下行。

不过与此同时，工业企业利润总额累计同比增速在8月为10.0%，基本保持稳定，虽然低于6、7月的表现，但仍与年初表现基本持平。与工业增加值的波动形成对比，该项指标在2014年以来一直处于较为稳定的状态。

除货物周转外，主要工业生产活动增速均有放缓

主要工业生产活动不同程度走弱。截至2014年8月，主要工业生产活动的四大指标：货物周转量、发电量、钢材产量、水泥产量，其累计同比增速，除了货物周转量基本持平之外，其余三项指标均较2季度有所放缓。其中，货物周转量累计同比增速已经连续5个月维持在接近11%的较高水平；而发电量增速下降最为明显，8月累计增速为4.4%，较6月下滑1.4个百分点，钢材、水泥的增速下降均在1个百分点左右。

对于上述主要工业生产活动来说，如果与2014年1季度相比，只有货物周转量表现抢眼，而其他三项活动与1季度的弱势表现基本持平。这表明2季度的回稳在3季度没有得到延续。

四、货币与金融市场：流动性稳中趋紧

社会融资总量规模有所回落

社会融资总量规模有所回落。2014年7至8月，新增社会融资总量规模达1.2万亿，与去年同期的2.4万亿相比有明显回落。银行体系新增人民币贷款累计同比增速，未能保持2季度的两位数增长，8月累计同比增速已经降至5.1%。但由于其他资金来源的增速放缓更为明显，因此社会融资的脱媒现象已经开始发生逆转。今年8月，银行体系新增人民币贷款累计金额，占社会融资总量规模比例为58.0%，而去年同期这一比例为51.7%。

货币市场流动性略有收紧，但季末重回2季度宽

货币市场流动性略有收紧，但季末重现宽松状态。3季度当期SHIBOR隔夜利率均值为2.98%，比2季度的2.53%高出了45个基点。不过3季度利率走势呈现前高后低的分布，在季末SHIBOR利率又重新回到了2.53%的水平。3季度的7天回购利率

松状态 均值也表现为前高后低，均值为 3.58%，比 2 季度的均值 3.37% 高出了 21 个基点，不过也在季末回落到了 3.17%。前紧后松的流动性状况，在一定程度上也验证了央行对市场流动性的调节有一定的放松。

由于通胀率下降，真实利率水平仍有所提高 从真实利率角度看，3 季度利率水平也有所回升。2014 年 3 季度的通胀率预估为 2.0%，较 2 季度的 2.2% 略有回落。因此，从真实利率角度来看，SHIBOR 利率和 7 天回购利率的 3 季度均值，相比 2 季度的实际提高水平，还要进一步上调 20 个基点。虽然货币政策在名义上有所宽松，但从真实利率角度来看，货币政策仍然基本保持中性略偏紧的谨慎态度。

人民币对美元汇率停止贬值开始升值，但离岸汇率显示出一定贬值压力 人民币汇率重拾升势，但离岸汇价 CNH 显示有贬值压力。2014 年 3 季度在岸市场人民币即期汇率（CNY）均值为 6.1649 人民币/美元，比 2 季度平均汇率升值 1.04%，中止了 1、2 季度的持续贬值。从汇率的波动性来看，3 季度汇率波动的变异系数较 2 季度略有上升，但仅为 1 季度的 1/2 不到，总体汇率变化相当平稳。

从 CNH 与 CNY 的人民币汇率价差来看，两者在 3 季度又开始出现了一定的分化。3 季度人民币的贬值预期开始略有显现。CNH 和 CNY 的汇价差在 2014 年前 3 个季度依次经历了升值预期、平衡预期、贬值预期三个阶段。

五、国内经济走弱呼吁稳定政策，不可对外需抱过高期望

消费需求稳定、外部需求表现平淡，宏观政策需从内部着眼

从需求面来看：

（1）居民消费意愿虽然较为稳定，但社会消费品零售总额、就业预期、收入预期均有所走弱，可见居民消费意愿也难以在中期获得支撑。消费增速继续稳中走弱的可能性较大。

（2）固定资产投资方面，以房地产业、制造业主导的投资增速放缓，是近期经济疲弱在需求方面的最主要体现。同时，

本轮投资增速放缓中，基建行业所起的作用较小，表明政策调控对投资增速放慢所起到的直接作用较为有限，目前的投资放缓主要是企业和市场本身的选择、以及对非正规金融体系加强监管的结果（从资金来源来看也是这样）。

（3）近期海关数据显示，7、8月出口明显好转，符合我们2季度报告《中国经济：投资走弱、消费稳定、外需向好》中的判断。但是也要注意，海关数据可能高估了3季度外需的向好程度。具体可以参见CEEM团队同期发布的《外贸专题》。

因此，我们不可对外需复苏抱以过高的期望。宏观经济政策还需要多从内部总需求、改善总供给的角度来发力。

从供给面来看，近期4大类主要工业生产活动又失去了2季度的回升动力，重新回复到1季度的疲弱状态。工业企业增加值、综合PMI就业指标等数据也都显示供给能力正在下行之中。

从潜在产出角度来看，企业潜在产能没有近忧（设备工具器具购置增速趋于稳定）、但有远虑（建筑安装工程投资增速进一步放缓）。近期已经采取的对企业固定资产加速折旧政策，对于短期内稳定投资需求、以及长期稳定企业潜在生产能力，将可能起到积极作用。

总体来看，我们对外部需求的改善不可寄予过高期望，目前国内需求持续疲弱的状态，需要更多着眼于国内的宏观调控政策来应对。最后，我们预估3季度GDP同比增速为7.1%，通胀率为2.0%。

附表：中国经济数据概览

	2013 年		2014 年				
	Q4	Q1	Q2	7 月	8 月	9 月	
综合 PMI	53.8	52.7	53.3	53.2	53.1	52.8	
制造业 PMI: 就业指数	49.2	48.2	48.4	48.3	48.2	48.2	
非制造业 PMI: 就业指数	51.5	50.7	50.5	49.3	49.6	49.5	
综合 PMI 就业指数	50.8	49.9	49.8	49.0	49.2	49.1	
GDP	%	7.7	7.4	7.4		*7.1	
CPI	%	2.9	2.3	2.2	2.3	2.0	*1.8
PPI	%	-1.4	-2.0	-1.5	-0.9	-1.2	*-1.9
固定资产投资累计同比	%	19.6	17.6	17.3	17.0	16.5	*16.1
消费品零售额累计同比	%	13.1	12	12.1	12.1	12.1	*12.0
出口同比	%	7.4	-3.5	4.9	14.5	9.4	15.3
进口同比	%	7.1	1.6	1.5	-1.6	-2.4	7.0
贸易顺差: 亿美元		900.2	165.8	859.8	473.0	498.3	309.4
工业增加值: 同比	%	10.0	8.8	8.9	9.0	6.9	*7.4
工业企业利润额累计同比	%	12.2	10.1	11.4	11.7	10.0	
M2 同比增速	%	13.6	12.1	14.7	13.5	12.8	*13.0
人民币贷款 同比增速	%	8.4	9.4	13.0	6.0	5.1	
SHIBOR: 隔夜	%	3.69	2.93	2.53	3.21	2.94	2.78
美元/人民币:CNY		6.090	6.102	6.231	6.200	6.155	6.139
美元/人民币:CNH		6.083	6.085	6.232	6.201	6.156	6.145

*: 为 CEEM 预估值

东盟与韩国经济：外部环境向好，经济继续回暖

东盟六国 2014 年第 3 季度的加权经济增速约为 4.7%，高出本年第 2 季度 0.5 个百分点，韩国 2014 年第 3 季度的经济增速约为 3.5%，与第 2 季度持平。预计东盟六国第 4 季度经济增速将继续回升，为 4.8%，预计韩国第 4 季度经济增速也将继续回升，为 3.6%。东盟六国 2014 年的经济增速预计为 4.5%，不及 2013 年的 5.0%。但下半年的增速约为 4.8%，反映出东盟国家已逐步走出经济放缓的泥潭。韩国 2014 年第 3 季度制造业略有下滑，消费和房地产仍在复苏，复苏势头稳中偏弱。预计韩国 2014 年全年的经济增速将达到 3.6%，高于 2013 年 2.8% 的增长水平。

一、经济增长

正如我们在上季度报告里做出的判断，**2014 年东盟六国的总体经济增长将呈现前低后高的态势**，整体处于复苏通道中。东盟六国**第 3 季度的经济加权增速预计为 4.7%**，好于第 2 季度的 4.2%，**预计第 4 季度将进一步反弹至 4.9%**。**2014 年预计全年增速 4.5%**，低于 2013 年的 5.0%。

印尼经济企
稳

印度尼西亚经济维持稳定态势，**第 3 季度增速预计为 5.3%**，略高于第 2 季度的 5.1%，**预计第 4 季度略低于第 3 季度，为 5.2%**。继去年印尼经济出现过热情形之后，政府的宽松刺激政策悉数退出。今年全年的增长预计为 **5.2%**，在政府 **5.1%-5.5%** 年度增长目标的偏下水平。目前，印尼经济增速的回升主要得益于私人消费增速较为强劲，但增长仍然受到投资乏力的拖累，而后者主要来源于政府刺激政策的退出，预计短期内难有改观，印尼经济维持这一增速的可能性较大。由于印尼 2014 年上半年经济出现了显著的放缓过程，2014 年全年增速预计为 5.2%，不及 2013 年的 5.8%。

菲律宾经济

菲律宾经济增长进一步走强，**预计第 3 季度 GDP 增速达 6.4%**，高于第 2 季度的 6.2%，**第 4 季度将进一步升至 6.7%**。菲

走强 菲律宾经济持续增长的三大来源分别是：侨汇持续流入，今年全年有望达 240 亿美元的创纪录水平，这有助于维持私人消费的可持续增长；制造业发展态势强劲；受政策改革利好的影响，外商直接投资的增速加快，预计今年吸引外商直接投资 45 亿美元，同比增长约 20%。菲律宾经济在 2013 年达到了 7.2% 的高速增长，不过 2014 年有所回落，预计为 6.3%。

泰国逐步走出衰退 泰国经济在第 2 季度从衰退的虎口逃生，第 3 季度的经济增长有望升至 2.5%，第 4 季度预计达到 3.4%。泰国的消费者信心恢复至一年以来的最高水平，有助于促进国内需求增长。但是目前泰国经济的复苏尚处于起步阶段，后续的可持续性仍待观察，预计泰国新政府开展的一系列投资计划预计将帮助投资回升，从而带动经济增长。泰国 2014 年从衰退逐步走向复苏，预计 2014 年的增速为 1.5%。

越南经济起色不大 越南经济增长在第 3 季度有所回升，达到 5.5%，预计第 4 季度将进一步上升至 5.6%。越南的增长仍主要来自于外需的增长，出口一直保持两位数的增长，但是国内消费和投资仍然较疲弱，经济重回危机前高增长的前景尚不明朗，2014 年越南经济增长可能只是略高于 2013 年，约为 5.4%，复苏动力仍然偏弱。

马来西亚给经济降温 马来西亚第 3 季度的经济增长预计为 5.2%，低于第 2 季度，预计第 4 季度将继续放缓至 5.0%。马来西亚第 2 季度的经济增长达到预期之外的 6.4%，引发过热担忧，居民债务占 GDP 的比重上升至 86.8%，马来西亚央行 7 月加息 25 个基点防范经济过热。从 7 月已公布的工业产值数据来看，增速仅为 0.5%，大幅低于第 2 季度 5.8% 的平均增速，势必造成增长的放缓。此外，7 月的出口水平为 6.5%，少于第 2 季度的两位数增长。尽管马来西亚经济增速有所放缓，但是 2014 年总体的经济增速有望达到 5.7%，高于去年的 4.7%。

新加坡复苏 新加坡第 3 季度的经济增长预计为 3.4%，第 4 季度进一步下降至 3.2%。新加坡经济增长在第 2 季度遭遇了未预期到的“滑铁

进程受阻 卢”，经济增长仅为 2.4%，因此尽管第 3 季度的增长高于第 2 季度，其增长也难言理想。继去年 4.1% 的强劲复苏之后，今年新加坡经济复苏略显疲态，反映出外部环境复苏势头正在衰减。新加坡 7 月和 8 月的出口平均增速仅有 -0.1%。新加坡 2014 年的经济增速也将不如 2013 年，约为 3.4%。

韩国复苏势头稍有下挫 韩国经济复苏势头稍有下挫。韩国制造业经理人指数 3 季度平均 49.5，与上个季度基本持平。商业景气指数从 2 季度 74 下降到 3 季度 70.7；其中，制造业景气指数从 79.3 下降到 73.3，非制造业商业景气情况持平。工业产值 7 月数据较为强劲，为 3.9%，但 8 月则转为负增长，为 -1.6%。不过，韩国国内需求转暖迹象明显，7 月百货店销售同比增 2%，8 月消费者信心指数升至 107，高于第 2 季度平均值 1.2%。央行 8 月降息 25 个基点至 2.25%，房地产市场出现回暖迹象，今年前七个月房价同比上涨 1.2%，预计将有助于国内消费和投资的进一步提升。预计韩国 2014 年全年的经济增速将达到 3.6%，高于 2013 年 2.8% 的增长水平。

二、价格水平

东盟国家通胀压力进一步减轻，韩国通胀仍处下行态势。 东盟国家第 3 季度通货膨胀压力进一步减轻，加权平均水平为 3.4%，而上一季度为 4.6%，这主要得益于国际大宗商品价格的下跌。其中，印尼的通货膨胀水平有了显著地下降，第 3 季度的平均水平为 4.4%，远低于第 2 季度的 7.1%，成为东盟地区通货膨胀下降的主要来源，目前印尼央行尚没有货币政策调整计划。马来西亚和菲律宾第 2 季度的增长较强劲，马来西亚 7 月和 8 月的平均通货膨胀水平为 3.2%，菲律宾的通货膨胀第 3 季度的通货膨胀水平为 4.9%，7 月马来西亚和菲律宾央行分别将本国的政策利率上调 25 个基点，达到 3.25% 和 5.75%。韩国第 3 季度的通胀水平预计为 1.5%，与第 2 季度相比略有下降。韩国央行进行了一次降息。

第三季度，印尼卢比、马来西亚林吉特、菲律宾比索、新加

东盟国家货币轻度贬值，韩元贬值明显。坡元对美元出现贬值，贬值水平在 1.7%-2.6%之间。短期内，东盟国家无大规模贬值压力，但仍需警惕资本大进大出，重蹈此前新兴市场国家贬值潮的覆辙。受出口增速疲弱的影响，韩元本季度贬值幅度较大，为 3.5%。

三、贸易规模

东盟国家与中国之间的进出口出现回暖。第 3 季度，对中国出口同比增速为 7.4%，明显好于上季度-0.9%；对中国进口同比增速为 9.5%，高于上季度的 8.4%。东盟国家对中国出口强劲增长主要来自于菲律宾和越南，分别增长了 24.8%和 21.7%；所有东盟六国从中国的进口也都实现了正增长，这与东盟经济的回暖保持一致，其中马来西亚、菲律宾、新加坡和越南的进口均达到了两位数增长。

韩国对中国出口持续乏力，5-8 月已经出现连续 4 个月的下跌态势，中国需求放缓及与韩国企业的竞争是主要原因。韩国从中国的进口持续上升，预计第 3 季度增速为 9.7%。

附表：东盟与韩国经济数据概览

1. 实际 GDP 增速						
	（季度同比，%）			（年度同比，%）		
	2014Q2	2014Q3F	2014Q4F	2012	2013	2014F
印度尼西亚	5.1	5.3	5.2	6.2	5.8	5.2
马来西亚	6.4	5.2	5.0	5.6	4.7	5.7
菲律宾	6.2	6.4	6.7	6.8	7.2	6.3
新加坡	2.4	3.4	3.2	1.9	4.1	3.4
泰国	0.3	2.5	3.4	6.5	2.9	1.5
越南	5.2	5.5	5.6	5.2	5.3	5.4
东盟六国	4.2	4.7	4.8	5.7	5.0	4.5
韩国	3.5	3.5	3.6	2.1	2.8	3.6

2. 通货膨胀						
	（季度同比，%）			（年度同比，%）		
	2014Q2	2014Q3F	2014Q4F	2012	2013	2014F
印度尼西亚	7.1	4.4	5.3	4.0	6.4	6.1
马来西亚	3.3	3.2	2.7	1.7	2.1	3.2
菲律宾	4.3	4.7	4.1	3.2	2.9	4.3
新加坡	2.3	1.0	2.4	4.6	2.4	1.7
泰国	2.5	2.0	2.5	3.0	2.2	2.2
越南	4.7	4.3	5.9	9.3	6.6	4.9
东盟六国	4.6	3.4	4.0	3.9	4.1	4.1
韩国	1.6	1.6	1.8	2.2	1.3	1.5

3. 汇率						
	（名义汇率，per USD）				（实际有效汇率）	
	2014Q2	2014Q3	2014Q4F	2014F	2014Q2	2014Q3
印度尼西亚	11969.0	12212.0	11800.0	11863.8	86.5	85.7
马来西亚	3.2	3.3	3.2	3.2	99.1	98.1
菲律宾	43.8	45.0	44.0	43.9	108.3	106.9
新加坡	1.2	1.3	1.3	1.3	113.3	113.2
泰国	32.5	32.4	32.3	32.5	101.0	100.9
越南	21246.0	21246.0	21325.0	21320.0	n.a.	n.a.
韩国	1014.4	1050.6	1016.0	1017.0	111.8	108.0

4. 工业产值				5. 股票市场		
	（变动率，%）			（股票指数）		
	2014Q1	2014Q2	2014Q3F	2014Q1		2014Q2
印度尼西亚	3.5	4.6	3.0	印度尼西亚	3.5	4.6
马来西亚	4.7	5.8	3.6	亚		
菲律宾	3.6	12.3	7.7	马来西亚	4.7	5.8
新加坡	9.8	1.5	4.2	菲律宾	3.6	12.3
泰国	-7.1	-5.2	-3.5	新加坡	9.8	1.5
				泰国	-7.1	-5.2

越南	6.0	7.6	7.8
韩国	1.3	1.2	1.2

越南	6.0	7.6
韩国	1.3	1.2

6. 出口

	(变动率, %)		
	2014Q1	2014Q2	2014Q3F
印度尼西亚	-2.4	-2.3	2.1
马来西亚	5.8	12.4	6.5
菲律宾	7.0	9.8	11.4
新加坡	8.1	2.7	-0.1
泰国	7.6	10.9	-0.2
越南	14.9	16.3	11.2
韩国	1.6	3.3	4.0

7. 进口

	(变动率, %)		
	2014Q1	2014Q2	2014Q3F
印度尼西亚	-5.3	-4.1	-2.7
马来西亚	6.2	18.8	17.9
菲律宾	12.3	-0.5	0.0
新加坡	6.7	3.0	-4.2
泰国	-8.3	-3.5	-4.8
越南	13.6	10.7	12.9
韩国	2.1	3.2	5.6

8. 与中国经贸往来

	对中国出口 (变动率, %)			从中国进口 (变动率, %)		
	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q1	2014Q2	2014Q3
印度尼西亚	3.9	-23.7	-29.1	2.8	2.6	7.0
马来西亚	-6.5	-3.8	-6.5	-11.0	0.3	10.0
菲律宾	10.3	9.3	24.8	20.4	7.1	22.6
新加坡	6.5	3.9	-2.1	-8.4	2.8	15.3
泰国	1.2	-1.4	2.4	-3.6	-0.6	3.4
越南	11.2	14.8	21.7	29.9	23.4	19.9
东盟	3.9	1.7	11.4	4.5	7.5	12.9
韩国	7.2	-0.9	7.4	6.0	8.4	9.5

金融市场：发达国家货币政策分化，美元独领风骚

第三季度，主要发达经济体金融市场表现持续向好，新兴市场经济体金融市场总体趋于平静。美日欧货币政策差异化日趋显著，债券市场走势显露分化迹象，股票市场相对稳定，外汇市场美元持续上升，新兴市场货币贬值幅度较高。

9月，欧央行正式公布量化宽松货币政策，预计将会在2年内购买最多1万亿欧元的ABS和担保债券、以及国债资产，这有助于可以压低欧元汇率，缓解欧元区金融分化。

受惠于美国的强劲增长和欧央行实施量化宽松货币政策，美元连续12周上涨，预计强势美元还会延续相当长一段时期。

国际金融市场主要指标概览

外汇市场				股票市场			
名称	本季度	上季度	贬值幅度	名称	本季度	上季度	股指上涨幅度
美元指数	83.35	79.90	-3.46	上证	2201.13	2049.23	7.41
欧元	0.77	0.73	5.23	标普500	1975.76	1900.11	3.98
日元	105.45	101.77	3.62	德国DAX	9558.53	9710.10	-1.56
卢比	60.99	59.85	1.90	日经225	15549.55	14649.72	6.14
雷亚尔	2.31	2.23	3.77	巴西IBOVESPA	57265.17	52741.63	8.58
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	利率上涨幅度	名称	本季度	上季度	收益率上涨幅度
中国	3.65	3.44	6.21	中国	4.20	4.20	-0.05
美国	0.12	0.12	0.80	美国	2.50	2.62	-4.66
欧元	0.03	0.19	-84.88	欧元	0.84	1.64	-48.78
日本	0.06	0.07	-16.22	日本	0.53	0.60	-11.42
印度	7.71	7.95	-3.11	巴西	7.91	12.34	-35.88

注：外汇市场中的各国汇率均是采用直接标价法兑美元的汇率；各指标变动幅度的计算先根据2、3季度的日度数据分别求几何平均，然后用两个季度的几何平均数计算增长率；数据来源于wind和路透。

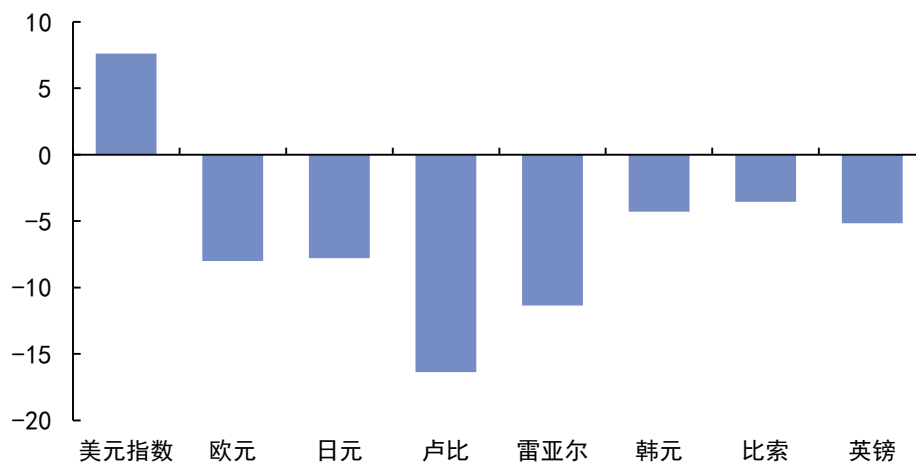
一、市场概况

外汇市场：美元指数创纪录上涨。

美元指数大幅攀升，欧元、日元对美元显著贬值，多数新兴市场经济体货币对美元汇率表现平稳，韩元和比索贬值幅度较大，其中，韩元对美元汇率贬值 4.2%；墨西哥比索对美元贬值 3.8%。

美元指数大幅攀升，欧元、日元对美元显著贬值，多数新兴市场经济体货币对美元汇率表现平稳，韩元和比索贬值幅度较大，其中，韩元对美元汇率贬值 4.2%；墨西哥比索对美元贬值 3.8%。

图表 28 全球外汇市场货币对美元涨跌幅（2014 Q2-2014 Q3）



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

债券市场：走势显露分化迹象

宽松货币政策环境下利率普遍下行。

3 季度，全球债券市场继续保持稳步走强的态势，多数国家长短期国债收益率表现下行。不过，由于各国经济复苏情况以及货币政策的差异性，从季度中期开始，美英与其他国家显露出走势分化的迹象。

美英以及巴

其中，欧元区、日本以及部分新兴市场国家 10 年期国债收

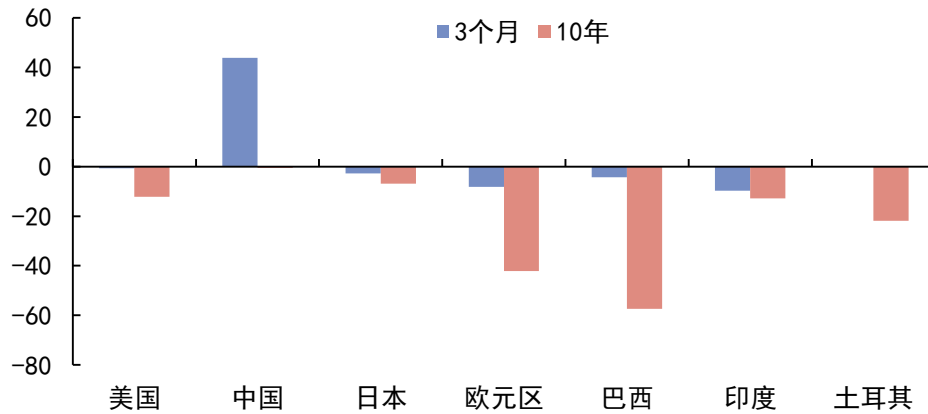
西等部分新兴市场国家走势显露拐点迹象。收益率延续了上半年的下行走势。欧元区和巴西分别下降了 42BP、57BP，降幅达 42.1%、57.4%。虽然美、英以及土耳其等新兴市场的 10 年期国债收益率在 3 季度整体表现也是下降的，但是从 8 月初走势开始反转上行，显露拐点迹象。中国 10 年期收益率虽然下行，但是 3 个月的短期收益率却大幅上行了 44BP，上涨幅度达 44%。

对全球债券市场走势影响较大的因素仍然缘于各国央行的宽松货币政策环境为市场流动性提供了充裕的支撑。尤其是，欧央行 9 月初宣布新一轮的降息和量宽政策之后，修正了投资者的预期，使得市场收益率略有回调。由于法国、意大利等经济体复苏相对乏力导致实体经济资金需求不足使得欧元区债券收益率下滑幅度较大。欧猪五国开始走出债务危机的困扰，主权信用风险降低引来国际资金的热捧，使得西班牙等国债收益率与欧洲核心国的利差不断缩小，并降到了英美之下。

值得注意的是，美、英等国 3 季度呈现稳定的复苏势头，实体经济对资金的需求日益上升，并强化了市场的加息预期，导致长期国债收益率开始回升。美英加息的预期也直接影响到了新兴市场的资金流入，再加上巴西选举、阿根廷债务违约等国政治风险的影响，部分国家从 8 月份开始主权债务风险的溢价上升。

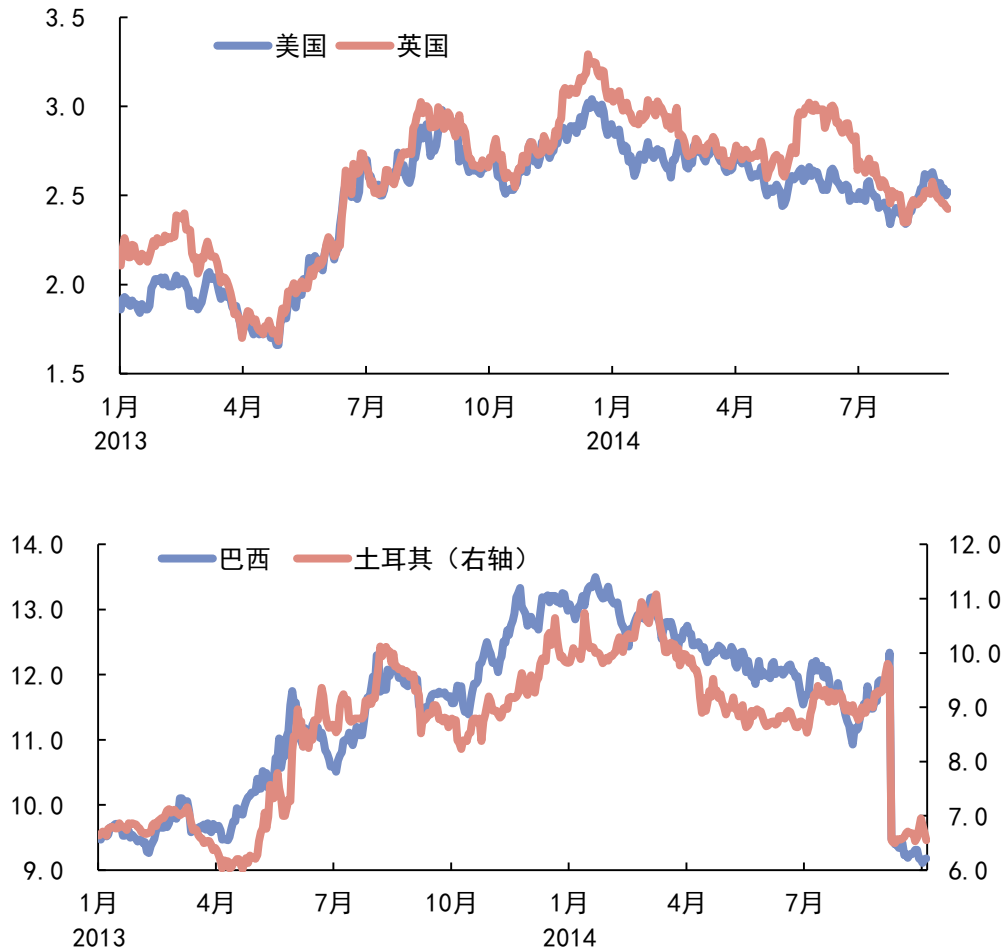
展望四季度，全球宽松的货币政策环境将会继续左右债券市场走势，而美、欧等国经济复苏程度的差异性将使得债券市场走势继续分化。美联储结束 QE 之后，有关加息预期的言行将会扰动市场。另外，部分国家通胀回升也会拉动名义利率中枢上移，导致债市压力加大。综合分析，全球债市的“牛市”行情在 4 季度行将结束，美英和部分新兴市场甚至会显露拐点迹象，但波幅不会太大。

图表 29 主要国家国债收益率涨跌对比（2014 Q1-2014 Q2）



数据来源：CEIC、路透 Lipper Flow of Funds 数据库，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 30 英、美、巴西、土耳其 10 年期债券收益率已显露拐点迹象



数据来源：Wind、路透 Lipper Flow of Funds 数据库，世界经济预测与政策模拟实验室

股票市场：发达国家出现波动，新兴市场表现良好

发达国家先
跌后升、新
兴市场表现
良好。

美股方面，7月末公布的二季度GDP增长率显著高于预期，同日联储发布声明进一步缩减购债规模，且联储内部在加息问题上开始出现分歧，提前加息预期升温；与此同时，阿根廷政府债务谈判破裂，标普将其信用评级下调至“选择性违约”。受此影响，美股出现大幅下跌，7月31日标普500指数下跌40点，创下4月以来的最高单日跌幅。由于美国经济复苏势头较好，8月8日后美股重回上升通道，9月18日达到历史新高后再次出现小幅波动，但标普指数仍稳定在1950点以上。

欧洲方面，俄乌局势再度恶化导致西方对俄制裁升级，引发投资者对经济复苏前景的担忧，欧股7月呈震荡走低趋势。7月30日，受美国加息预期和阿根廷债务违约影响，欧洲各大股市开始大幅下跌，德国达克斯指数一度跌至2013年12月以来的最低水平。8月8日后，欧股随美股回弹，9月4日欧央行意外降息，欧股再次出现小幅跳升。9月尾声，PMI指数等经济数据差强人意，进一步凸显了欧元区经济复苏脆弱，欧洲股市出现轻微下滑趋势，目前仍未回到7月底前水平。

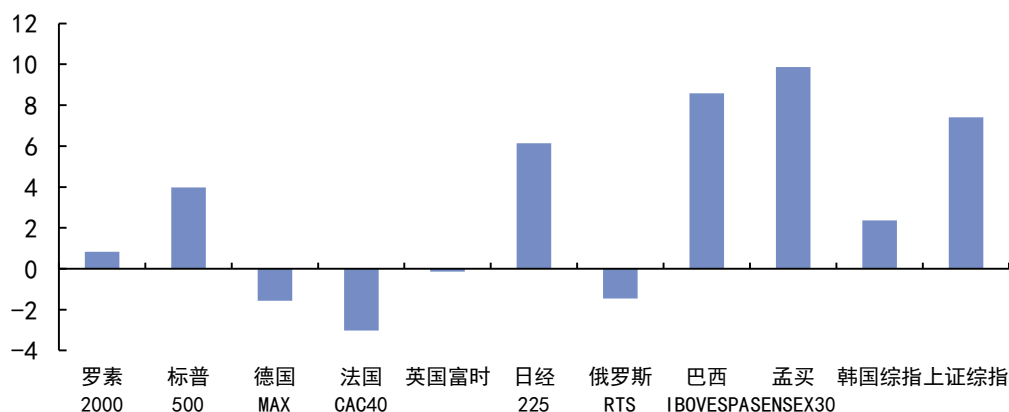
日本股市7月走势平稳，7月30日经指数跟随欧美股市出现下跌，8月8号日经指数跌至5月以来的最低位后跟随欧美股市出现回弹，尽管日本的经济数据并不乐观，但日本的强力宽松政策及疲弱的日元仍使日本股市延续了自2013年以来的牛市并于9月25日达到历史新高。

新兴市场方面，俄乌局势等地缘政治事件的影响导致一部分资金流向其他基本面较好的新兴市场国家，同时欧央行意外降息也进一步增强了市场流动性，除俄罗斯外的国家表现良好。俄罗斯股市受俄乌局势影响出现下跌，但7月末后跌势有所缓和。巴西股市的主要决定因素仍是大选走势，世界杯的糟糕表现令不受投资者喜爱的总统罗塞夫支持率下滑，股市不降反升，但季度末

罗塞夫支持率首次反超，股市出现下跌。印度是表现最为亮眼的国家之一，由于新任总理莫迪上任提振了对经济前景的信心，股市持续上涨，9月8日创下历史新高。

望下季度，虽然美国经济复苏势头稳健，但2009年至今美股牛市已维持了近六年，随着联储加息时点逐渐逼近，美股有出现回调的可能。欧洲和日本差强人意的经济形势将对股市形成压力，但强力宽松政策将起到很大支撑作用。新兴市场方面，欧央行的宽松政策将在一定程度上抵消美国加息预期带来的负面影响，预计除个别受地缘政治因素影响的国家外将保持不错的表现。

图表 31 全球股指第 2 季度普遍上涨



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

二、国际金融市场专题研究

专题一：美元牛市：美国的强劲增长和全球流动性供给的变化

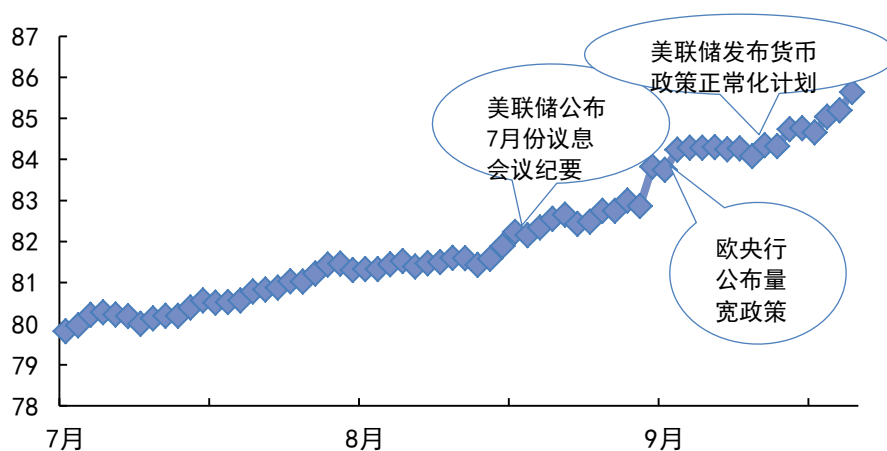
得益于美联储议息会议中释放的加息预期，以及欧央行推

在第三季度，美元创纪录连续上涨 12 周，美元指数从 79.99 攀升至 85.66，这主要得益于美联储议息会议中释放的加息预期，以及欧央行推出的量化宽松政策。下图表明，在 7 月 1 日至 9 月 30 日期间，美元指数出现了三次比较大的跳升：第一次在 8 月 21 日，美联储公布 7 月份议息会纪要显示，劳动力市场状况的改

出的量化宽松政策，美元创纪录连续上涨。

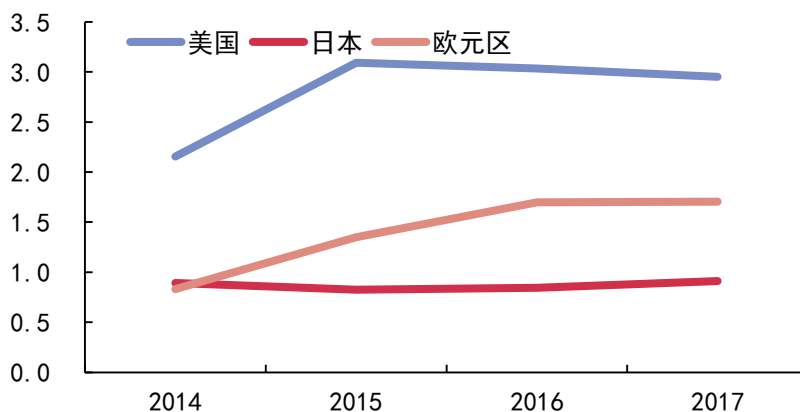
善整体超出预期，通胀已经企稳，“以快于当前预期的速度开始收缩货币政策可能是合适的”，反对宽松声音越来越强烈。第二次在9月4日，欧央行宣布再度降息并实施量化宽松货币政策，导致美元指数大幅跳升。第三次在9月18日，美联储发布货币政策正常化计划，市场预期加息逼近，美元指数出现进一步上升趋势。市场对这一轮美元牛市充满期待，预计在下一个季度，美元还会持续走强，主要基于以下三个方面的原因。

图表 32 美元指数走势



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 33 美日欧经济增长率预测值



数据来源：IMF，世界经济预测与政策模拟实验室

美国相对于其他发达国家

第一，美国相对于其他发达国家取得经济增长方面的优势。从美国来看，在2季度经济增长达到4.6%后，由于就业市场改善、

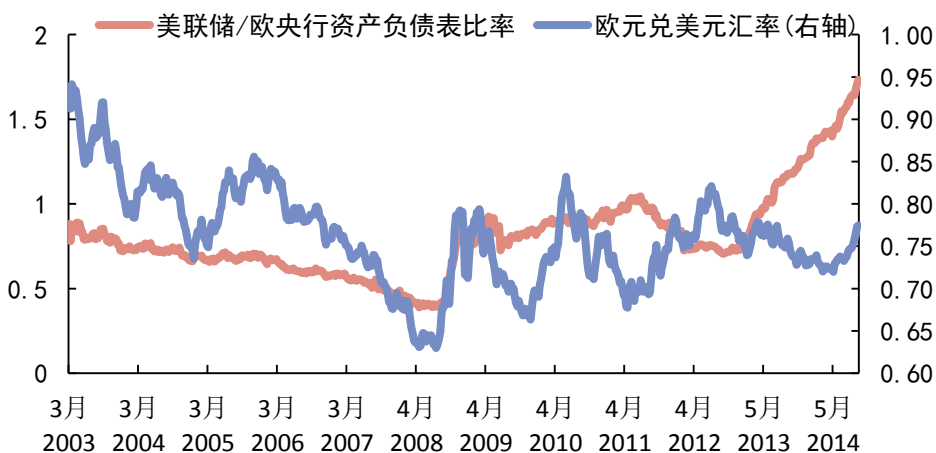
取得经济增长方面的优势

工业生产恢复和房地产市场复苏的趋势未变，下半年经济有望延续增长。进入 3 季度以来多项经济指标继续显示出积极信号，采购经理指数、消费者信心、消费信贷、房地产景气指数等指标表现良好，投资者和消费者对经济前景的判断日趋乐观。预计三季度 GDP 增长将保持在 3% 左右。金融危机之后美国的长期潜在增长率 2.1%~2.5% 之间，近期美国经济增速高于潜在增长率，周期性向上力量是近期主旋律。而且根据 IMF 的最新预测，2014 年至 2017 年间，美国经济增长率会比欧元区和日本高出 1-1.5 个百分点（见下图），进一步增强了美元的上升动力。

欧洲央行量宽政策释放的流动性成为支持美元走强的另一因素。

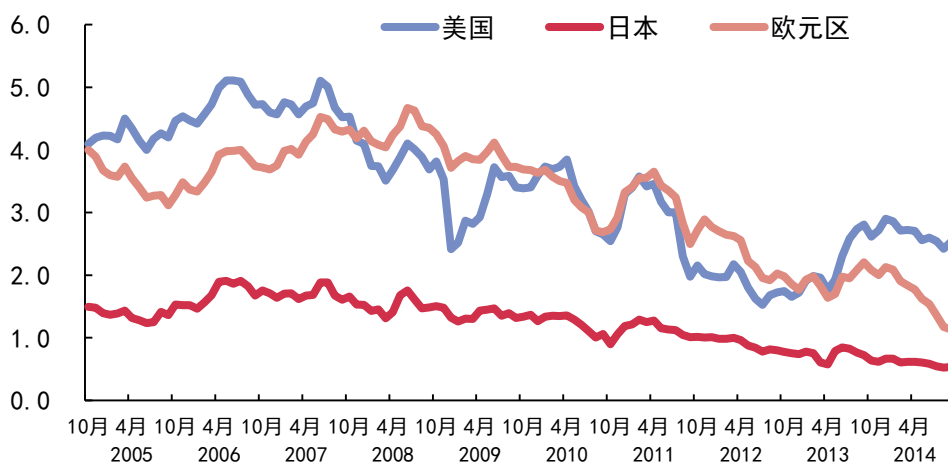
第二，欧洲央行量宽政策释放的流动性成为支持美元走强的另一因素。美联储量化宽松货币政策已经进入尾声，9 月份失业率为 5.9%，跌破 6.0% 的心理大关，10 月底的议息会议将彻底结束数量宽松货币政策。与此同时，欧央行公布新一轮宽松货币政策，即将于 2014 年 10 月开始入市购买资产支持证券(ABS)和担保债券市场，正式启动量化宽松货币政策。这代表全球流动性供给方从美联储转向欧央行。下图表明，自 2007 年金融危机以来，除了 2008 年初，由于美元安全港效应，美联储扩张资产负债表时，美元反而升值以外，其他时间段，美联储相对欧央行扩张资产负债表都伴随着美元相对贬值。特别是在 2011 年末欧央行启动 LTRO，美元出现大幅上涨。如果欧央行资产负债表的规模重新回到 2012 年初的水平，那么美联储/欧央行资产负债表的比率将会从 1.69 降至 1.13，美元将可能从当前的 0.78 上涨至 0.85。

图表 34 美联储、欧央行资产负债表



数据来源：路透，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 35 美、日、欧元区 10 年期国债收益率



数据来源：路透，世界经济预测与政策模拟实验室

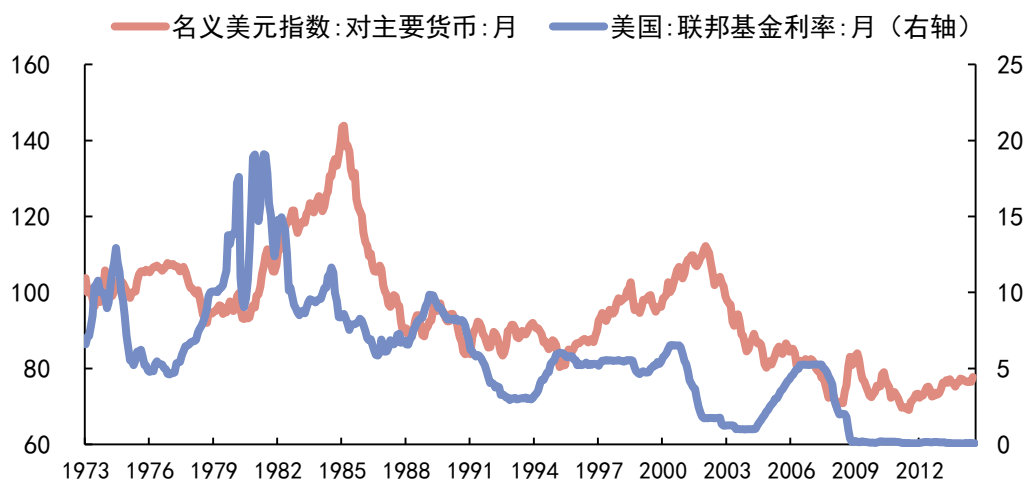
利差吸引资
金进入美国
金融市场，
进一步推高
美元。

第三，利差吸引资金进入美国金融市场，进一步推高美元。目前，美国 10 年期国债收益率走高，而德国、日本 10 年期国债收益率则大幅下跌，息差已扩大到 2011 年 8 月以来的最高值（见下图）。按照当前货币政策的退出速度，预计在 2015 年年中，美联储会提高联邦基金利率，进入加息轨道，这也将极大的刺激海外投资者对美元的需求。

上调利率与
美元升值之
间的关系并
不稳定。利
率变动仅仅
是经济进入
强劲复苏后
的货币政策
的反应。

但是加息本身与美元升值之间并没有必然联系。1972 年至今，美国金融市场有八次利率连续上涨，第一次是 1972 年 3 月，最近的一次是 2004 年 6 月，见下图。其中 80 年代早期和 90 年代中期，美联储上调联邦基金利率时，美元出现了连续上涨的牛市，其他时段利率上升后，并没有发现美元有较长时期的升值。值得注意的是，在 80 年代早期，美元牛市是在美联储连续加息之后才出现；90 年代中期的，利率上调则与美元升值基本同步。而此次美元升值则是基于美联储释放的加息预期，在正式加息之前就开始连续上涨。这表明，上调利率与美元升值之间的关系并不稳定。利率变动仅仅是经济进入强劲复苏后的货币政策的反应，在短期能够刺激资本流入，但在长期不一定会促进美元持续上涨。

图表 36 美元指数与美国联邦基金利率



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

专题二：欧央行量化宽松货币政策：欧元贬值+增加私人部门信贷

欧央行将会直接进入市场购买资产，而非将该类资产作为抵押品，而且，欧央行不会冲销购买计划中投放的流动性。

近期欧元区通胀水平的迅速下滑主要是缘于能源价格下

9月4日，欧央行正式宣布将于10月开始实施量化宽松货币政策，将ABS购买计划提上日程。具体措施包括以下两点：第一，下调三大基准利率10个基点。自2014年9月10日起下调三大基准利率各10个基点，隔夜贷款、主要再融资利率、存款利率分别降至0.3%、0.05%和-0.2%。第二，宣布启动ABS购买计划。10月2日，欧央行发布购买ABS的相关细节，落实新一轮宽松货币政策。

与此前LTRO和TLTRO相比，ABS购买计划的不同之处在于：欧央行将会直接进入市场购买资产，而非将该类资产作为抵押品，而且，欧央行不会冲销购买计划中投放的流动性。这标志从10月开始，欧央行开始正式实施量化宽松货币政策。

量化宽松货币政策触因是欧元区面临通货紧缩风险

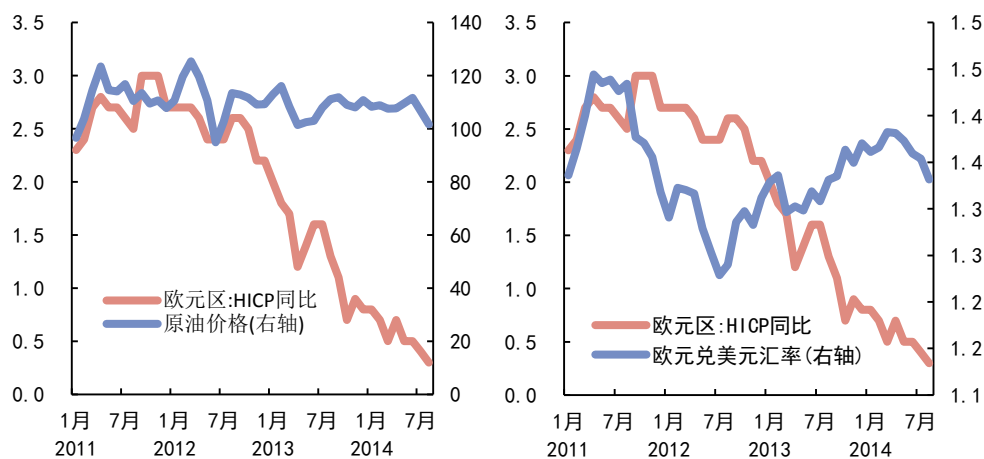
通货紧缩风险是当前欧元区经济面临的主要威胁。在私人企业与政府去杠杆化的过程中，欧元区出现了大量的闲置产能，导致通货膨胀率持续低于潜在水平。今年8月份，欧元区通胀指标HICP同比上涨0.3%，降至2011年末以来最低点。过去几个月，

跌，以及相对坚挺的欧元汇率。

西班牙、葡萄牙和希腊已经陷入通货紧缩，同时，德国和法国的通货膨胀率也低于 1.0%。

近期欧元区通胀水平的迅速下滑主要是缘于能源价格下跌，以及相对坚挺的欧元汇率。过去三年期间，欧元区通胀在 2011 年 9 月达到 3.0% 峰值，其后逐渐降至 0.3% 的低点。根据下图可以发现，欧元通胀前半段主要受国际能源价格显著下跌的影响，后半段则主要受欧元汇率偏强的影响。原油价格在 2012 年 2 月达到 120 美元一桶的顶点后，至 2013 年 5 月已经降至 100 美元一桶。能源价格下跌降低了欧元区进口产品的成本，在 2012-2013 年间确实压低了欧元区通胀率水平。但是其后能源价格保持稳定，与欧元区通胀率之间的相关性逐渐减弱。自 2013 年下半年开始，欧元汇率进入上升通道，至 2014 年 3 月上升至 1.38 的高点。强势欧元降低了进口成本，减少了出口收入，进一步恶化了欧元区通货膨胀的前景。

图表 37 欧元区通胀率与原油价格欧元区通胀与汇率



注：左轴是通胀率，右轴分别是原油价格、美元兑欧元汇率

数据来源：CEIC；英国布伦特原油现货价。

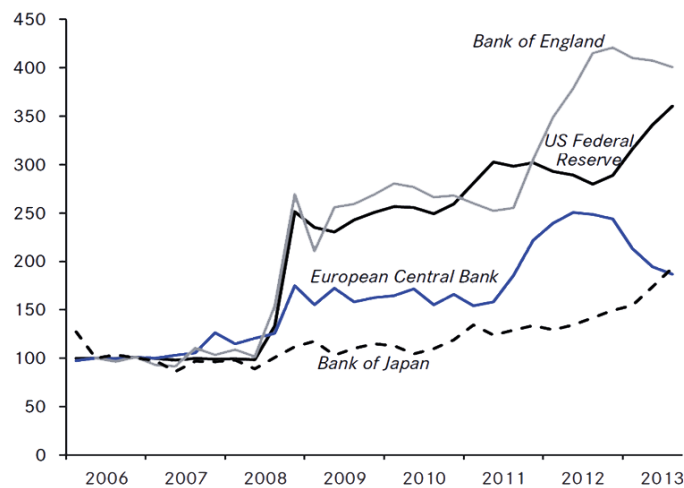
与美联储、英格兰银行、日本央

量化宽松政策可以压低欧元汇率，有助于缓解金融分化与美联储、英格兰银行、日本央行相比，欧央行是全球金融危机中最保守的中央银行。下图表明，在 2008 年次贷危机之后，

行相比，欧央行是全球金融危机中最保守的中央银行。

全球主要国家的央行总资产占 GDP 比重变化差异较大。以 2006 年第二季度为基准（假定基期为 100），美联储总资产占 GDP 比率在 2013 年末已经增长了 250%，英格兰银行增长了 300%，日本央行增长了 50%。欧央行总资产占 GDP 比重与基准值相比，在 2012 年中旬，累计增幅达到 150%，主要用于对欧元区银行提供约 1 万亿欧元的 LTRO 贷款，抵御欧债危机。随着南欧国家国债市场趋于平静，欧元区银行提前向欧央行偿还了 6000 亿 LTRO 贷款，欧央行总资产占 GDP 比重下降至基准值的 150% 水平。而且，无论是直接向市场购买国债的 SMP 计划（Securities Market Programme），还是通过商业银行间接向市场注入资金的 LTRO 计划，欧央行都对资金进行了全额冲销，对欧元汇率的影响偏中性，因此欧元汇率相对稳定。

图表 38 欧央行与美联储、日本央行、英格兰银行总资产占 GDP 比重
(2006 年 2 季度为基期)



数据来源：Agnès Bénassy-Quéré 等（2014）

欧元汇率将会继续走低，这有利于促进经济增长，消除

此次欧央行实施量化宽松政策有两个直接目标。其一是通过非冲销式干预压低欧元汇率。当前全球主要经济体之间的货币周期存在较大差异，美联储和英格兰银行已经开始收缩资产负债表，即将步入加息通道，日本央行则处于最激进的宽松政策阶段。随着欧央行货币政策越来越宽松，欧元汇率将会继续走低，这有

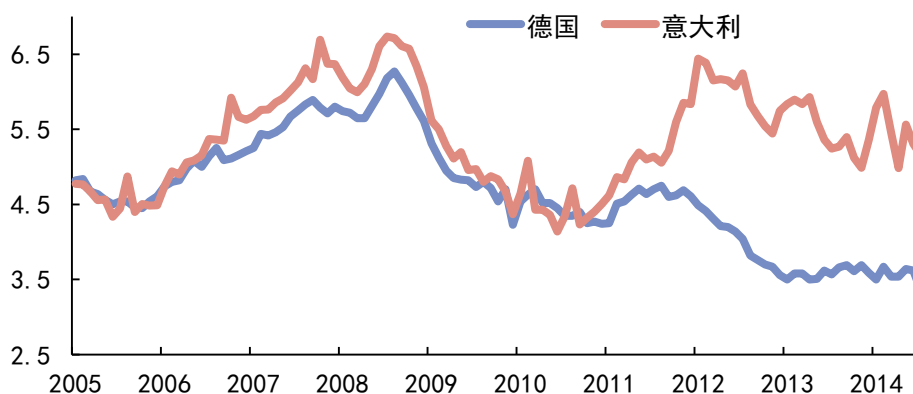
通货紧缩风险。

欧央行实施的负利率和量化宽松的组合作助于化解这一金融分化的局面。

利于促进经济增长，消除通货紧缩风险。预计截至 2014 年末，欧元兑美元汇率会从 1.33 逐步贬值至 1.25 左右。

其二是降低中小企业融资成本。当前欧元区经济增长和金融环境都出现分化，南欧国家的银行缺乏好的投资计划，银行间市场拒绝相互拆解资金，导致成员国之间的信贷环境严重分化。下图表明，虽然以德国为首的核心国企业融资成本低廉，5 年期以下的贷款利率低于 3.5%，但是南欧国家企业的融资成本则高出许多，意大利银行的贷款利率超过 5.5%。由于贸易伙伴需求疲软，这些银行甚至主动收缩对实体经济的贷款，使经济陷入下滑的恶性循环。欧央行实施的负利率和量化宽松的组合作助于化解这一金融分化的局面。首先，负利率政策实际上是对欧元区银行体系累积的准备金收费，南欧国家的银行出于降低风险的考虑，此前将大量资金作为超额准备金存放在欧央行，负利率政策可以迫使银行增加对实体经济的贷款，减少负利率的损失。其次，TLTRO 计划为银行提供了长期廉价资金来源，TLTRO 贷款最长的期限是 2018 年 9 月，这意味在此期间，银行向私人企业发放信贷的资金成本将会非常低廉，相当于欧央行对市场释放了长时间内保持低利率的前瞻性信号。最后，欧央行直接购买中小企业的 ABS 证券，相当于把资金直接注入实体经济，为企业信贷成本兜底。

图表 39 德国、意大利企业融资成本（5 年期以下贷款利率）



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

量化宽松只有与财政刺激和结构性改革相互配合，才能真正发挥效果。

欧央行已经为实体经济的发展提供了非常宽松的货币环境。但是，欧央行量化宽松货币政策是否有效主要取决于三个方面：

其一，欧央行是否能够提供充足的流动性，尽管欧央行已经展示了未来四年内实施量化宽松货币政策决心，但是欧元区内部的政治冲突会影响欧央行实施政策的效率，特别是德国与其他南欧国家在货币政策上的分歧，如果欧央行的政策不够果断和强有力，那么对经济的影响力将相对有限，这一点在欧债危机中已经表现得淋漓尽致。

其二，欧央行能否有效引导市场预期，目前欧元区的流动性已经非常充足，银行的超额准备金已经超过 1000 亿欧元，与常规存款准备金相当。如果欧央行通过购买 ABS，将私人部门债券的利率水平长期保持在较低水平，那么银行对企业违约风险的预期也会相对降低，从而有效增长信贷水平，而这也是量化宽松货币政策是否有效的关键所在。最好欧央行的量宽货币政策能按照时间表逐步推进，稳定市场预期。

其三，欧央行这一套组合拳的背后，还需要南欧国家进行结构性改革，以及欧盟增加投资刺激经济增长。只有与财政刺激和结构性改革相互配合，货币政策提供的流动性才能真正发挥效果，否则央行提供的廉价资金依然只会在金融市场间进行套利，无法支撑实体经济发展。

大宗商品专题：供给充分，美元走强 全球大宗商品价格延续跌势

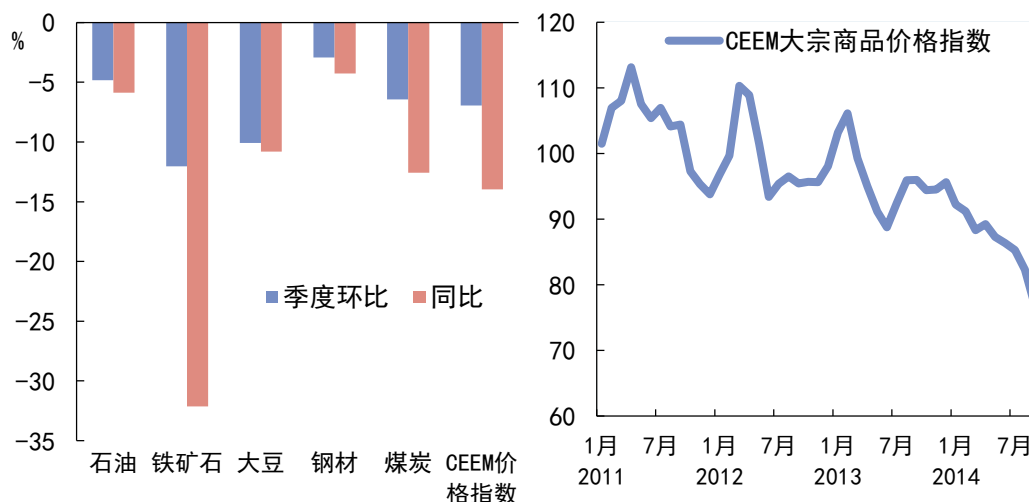
2014年3季度，大宗商品价格总体下跌，铁矿石、煤炭等和中国需求联系密切的商品价格大幅下跌，石油价格也在充分的供给中下挫，地缘政治风险未造成实质影响。除玉米价格受国内旱情影响上涨外，大豆及小麦价格在充分的供给下都相对稳定。大宗商品的弱势从今年至今已维持一段时间，预计下一季度在基本面未有太大变化的情况下，难以出现对下滑趋势产生显著影响的短期因素，且美元的强势将对各大商品价格造成一定压力。但大宗商品目前的价格已基本反映出供求状况，4季度跌幅将放缓。

一、大宗商品总体价格走势

3季度大宗商品延续跌势，铁矿石领涨，石油价格疲弱。供过于求仍然是主要影响因素。美元走强也对商品价格形成压力。

2014年3季度CEEM大宗商品价格环比下降4.4%，同比下降11.6%，其中铁矿石价格下降超过30%，煤炭、大豆的跌幅也在10%以上，延续了上季度的跌势，与我们预测相符。和2季度一样，供给充分、需求不足依然是主导大宗商品价格走势的核心因素。上季度地缘政治风险曾经一度让市场获得炒作题材，使部分商品价格小幅上升。但3季度大部分政治风险因素都未对供给面造成实质影响，包括石油在内的供给量更超出市场预期，使得价格进一步下挫。此外，美元在3季度末显著走强也使大宗商品价格承受较大压力。随着美国进一步缩紧货币政策，预计在全球市场流动性下降的情况下，大宗商品难以有较大反弹。

图表 40 3 季度大宗商品价格全面下降；大宗商品价格指数弱势已持续一年



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

二、主要大宗商品供求情况与价格走势

金属价格全面下跌，主要受中国工业生产增长放缓拖累。

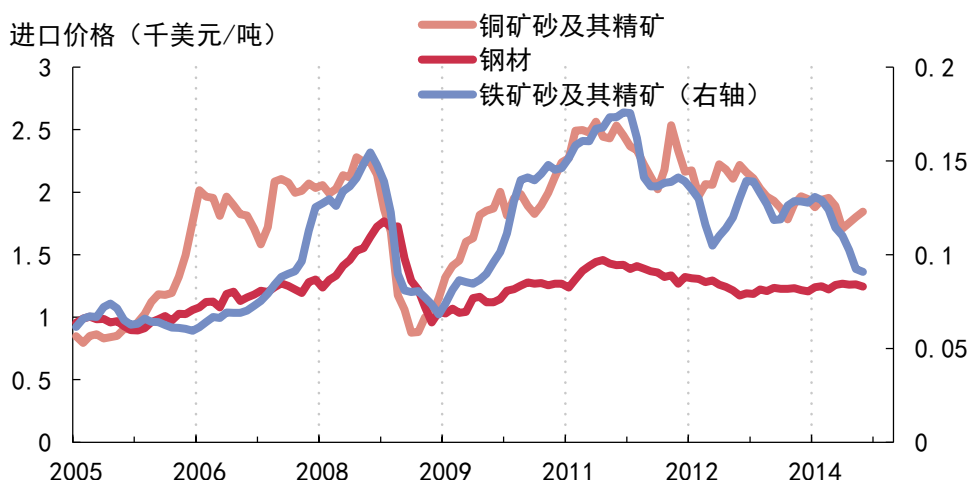
3 季度影响大宗商品价格的主要因素仍然包括中国需求放缓、美国量宽政策缩减。但 2 季度的地缘政治因素——伊拉克和乌克兰的紧张局势，并未对市场造成实质性影响，使市场多头受挫。再加上全球能源、金属和部分粮食供给都超出投资者预期，大宗商品市场承受较大下跌压力。需求方面，中国经济增速下滑的态势仍未得到显著改善，工业增加值增速进一步下滑，导致对大宗商品的需求持续下降，拖累了对石油、铁矿石和铜的需求。而美国量宽缩减逐步推动美元走强，也使得以美元计价的国际商品价格承压。

铁矿石供过于求，价格持续疲弱。3 季度国际铁矿石价格已经触及 5 年低点至 80 美元/吨左右。年初至今中国进口铁矿石价格已下降近 40%。8 月份中国进口铁矿石月度平均价格降至 90.85 美元/吨，创下 2010 年以来的最低值。尽管价格低迷，但澳大利亚矿业巨头必和必拓还是计划逆市增加 6500 万吨/年的铁矿石产量。市场分析此举意在将小型矿企逼迫出局，同时也表明巨头对后市需求较为乐观。但市场反弹前须消化过剩产能，预计

价格回升仍有待时日。

需求方面，中国工业生产疲弱，铁矿石需求持续下降。当前国内房地产、基建等投资增长不足，钢铁产业终端需求回落，港口铁矿石库存高企，导致对钢铁和铁矿石的需求减弱。

图表 41 各大金属进口价格趋势性下行

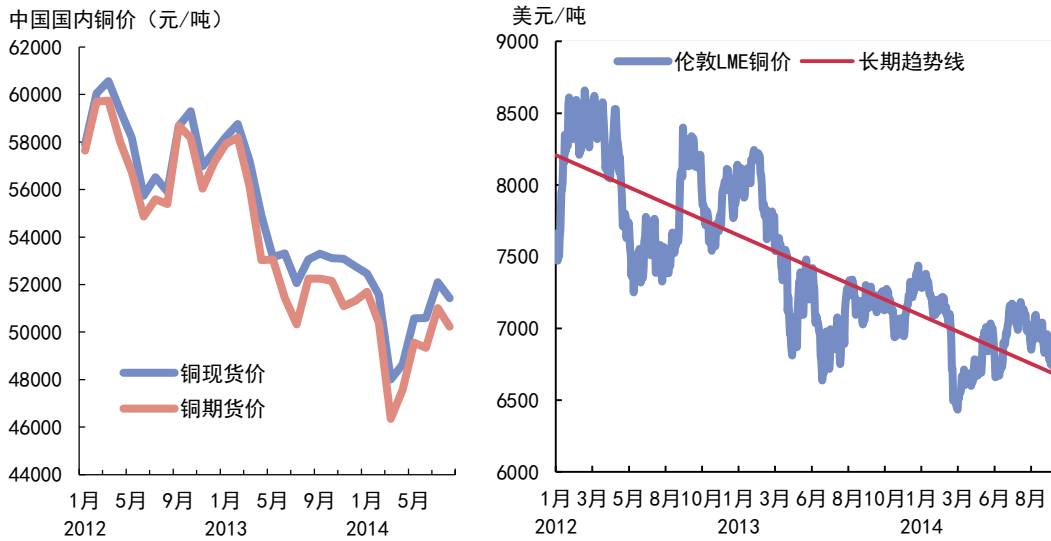


数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

中国进口量下降，国际铜价持续下跌。

3 季度国际铜价持续下降，国内铜价小幅反弹后下跌。3 季度国际铜价延续跌势，伦敦铜跌至 6800 美元/吨以下。中国国内铜价在季度初超跌反弹，但随后调头向下，且期货价格持续低于现货价格。随着新建产能落成及已有生产线检修完毕，中国国内精铜产量快速增长，3 季度增加了 11.3 万吨，导致进口减少。同期国内铜需求量不振，市场供过于求，在供需两端都对铜价造成压力。加之国内利率水平回落，人民币在上半年贬值，进口商通过进口贸易套利动力有限。铜融资市场监管趋严也打压了铜贸易的套利空间，使得铜的金融属性大为削弱。3 季度铜价出现的短暂回升主要受美国宏观经济数据利好支持，但持续时间有限。

图表 42 中国进口量下降，国际铜价持续下跌；国际铜价维系跌势



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

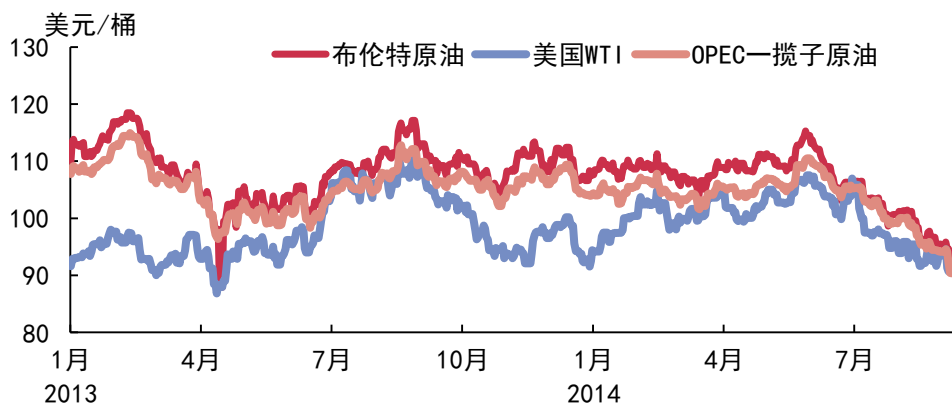
地缘政治风险下降，黄金价格支撑不足。

黄金价格下跌。随着乌克兰局势缓解，黄金市场缺乏炒作题材，难以对价格形成支撑。目前伦敦黄金已经跌破 1250 美元/盎司，接近去年年末的低点。

OPEC 产量超出预期，全球需求不振，压低油价。

国际原油价格持续下跌。3 季度国际油价大幅下跌，布兰特原油价格和 OPEC 一揽子价格跌破 100 美元/桶，下探至 90 美元左右，两者相对于美国 WTI 油价的价差近乎消失。在 OPEC 石油产量持续增长、供应旺盛，而全球需求不振的双重影响下，国际油价极度疲弱。

图表 43 三大原油价格全面下挫



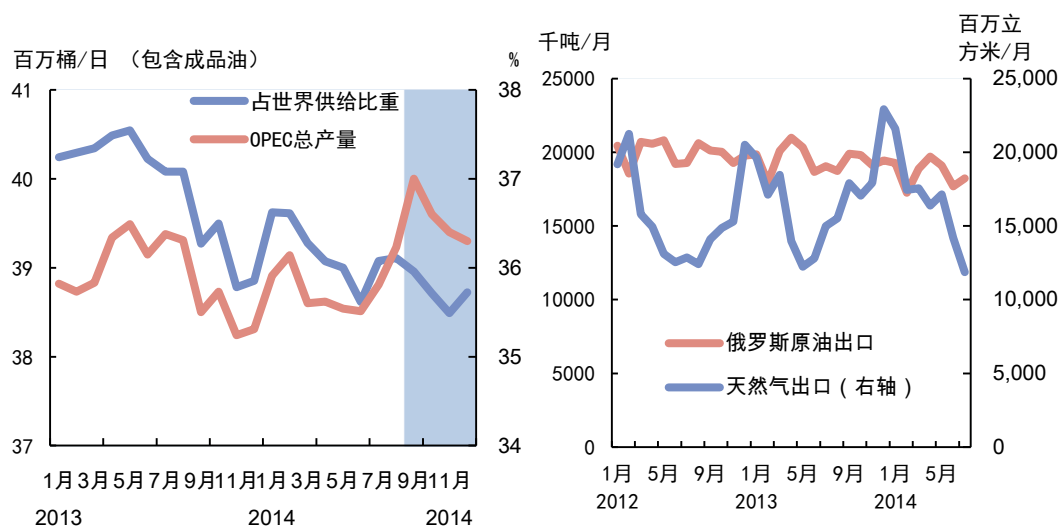
数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

俄罗斯石油出口保持稳定。

国际石油供应旺盛，9月OPEC石油产量创2012年来高点，平均日供应量超过三千万桶。战后恢复良好的利比亚和伊拉克大幅增加石油产出，并未受到伊斯兰国（ISIS）问题的明显影响。随着制裁措施放松，伊朗的石油出口也相应增加。尽管之前市场预计OPEC会缩减产量以支撑油价，但沙特出乎意料地增加产量，使市场承受较大压力。

与此同时，乌克兰危机逐渐平息。过去数月间，尽管天然气出口有所下降，但俄罗斯石油出口并未受到较大影响，一直保持稳定，迫使前期下注俄罗斯能源出口受阻的多头资金离场。

图表 44 OPEC 原油供给大幅上涨，但预计 4 季度将回落；俄罗斯原油出口保持稳定



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

在需求端，受中国工业生产疲弱及美国能源对外依存度持续下降的影响，国际需求维持疲弱态势。中国工业增加值同比在今年8月降至6.9%的低点。尽管市场揣测中国在逐步加大战略石油储备量，但从原油进口量来看并无明显增长，进口需求维持在650万桶/日。同时由于中国国内炼化能力显著提升，中国成品油进口明显下降。

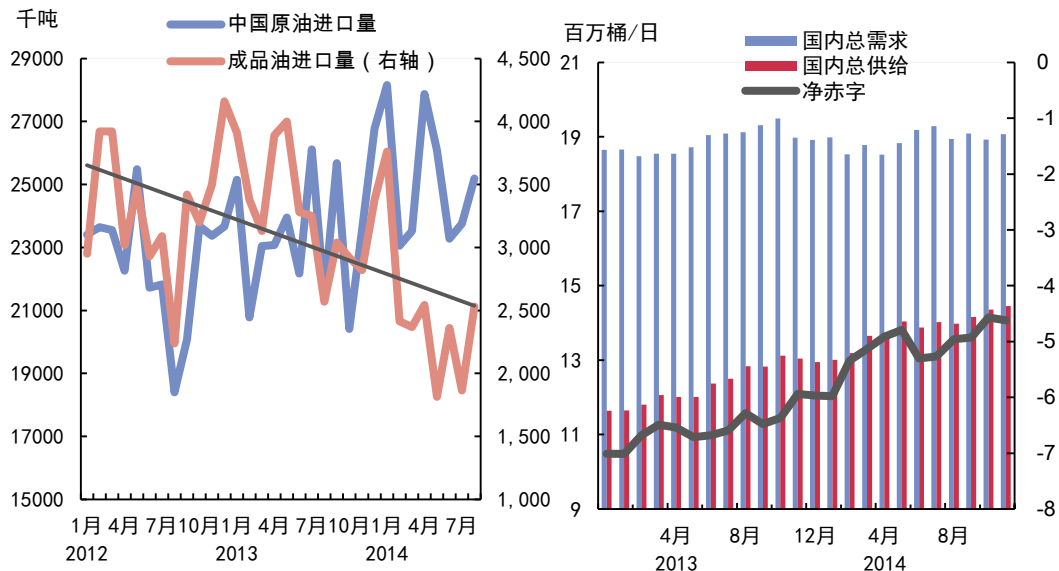
美国原油产量屡创新高，

美国原油进口需求持续下降，进一步对全球油价产生压力。尽管在经济复苏的支持下美国能源需求保持稳定，但国内原油产

逐步对全球
油价产生实
质性影响。

量增长迅速，对油价造成压力。3 季度美国日均生产石油约 840 万桶，9 月份单月产量更将达到 1986 年以来的最高水平。自 2013 年至今美国石油进口量已下降超过 30%。这一波石油增产在压低国内 WTI 油价的同时，逐步对全球油价开始产生影响。越来越多的西非及中东出口原油改变航线流向亚洲。但由于航运能力尚未跟上，买家购买兴趣有限，不少西非出产的石油以低价争夺市场，对国际油价造成了直接压力。这也成为布兰特油价和 WTI 油价两者价差缩减的原因之一。

图表 45 中国石油进口回落；美国石油供应缺口持续下降



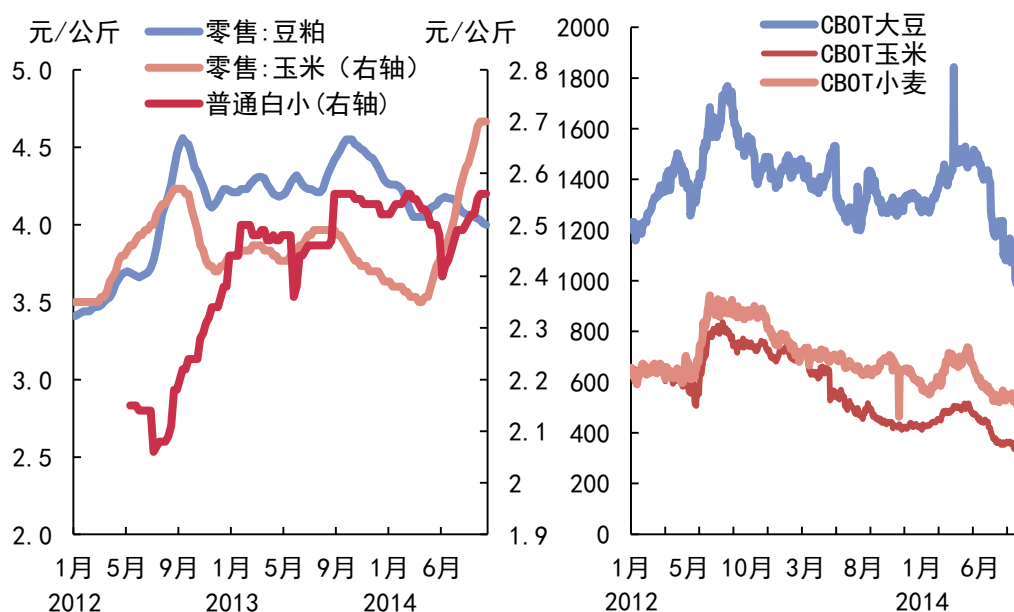
数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

2014 年 3 季度中国大豆进口价格继续下降，集贸市场豆粕零售价格与豆油价格均持续下滑。供给过剩是导致大豆与豆粕、豆油等豆类产品价格继续下滑的主要因素。USDA9 月公布全球农产品供需报告，继续上调大豆产量。主产区美国与南美天气不断向好，预计未来国际大豆市场仍将保持阶段性小幅供给过剩。需求方面，猪肉与鸡蛋价格略有回升，养殖户对饲料需求小幅上升，但总体来看需求压力有限。**预计 4 季度豆粕与豆油价格依然呈稳中回落态势。**

玉米价格大幅上涨。受我国西北制种基地灾情以及内蒙、河北等地区干旱影响，我国 3 季度玉米产量下滑明显，价格继续上涨。另一方面，玉米库存仍处于高位，预计未来去库存趋势明显，库存拐点有可能在今年年末出现，玉米价格仍有进一步上涨压力。

小麦价格或将保持稳中有升。3 季度小麦价格上涨明显，供给面来看，国内市场收购量攀升导致阶段性的供给压力增强；国际市场小麦产区迎来丰收，USDA9 月继续上调全球小麦产量。进入 4 季度传统消费旺季，预计国内小麦市场去库存将继续提振小麦价格，但由于全球市场供给依然充足，预计小麦价格上涨空间有限，总体仍将保持稳定。

图表 46 玉米价格上涨，小麦及豆粕价格稳定；国际粮食价格持续下跌



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

三、未来价格走势与风险

预计大宗商品整体将维

随着地缘政治局势缓和，未来供需基本面将重回市场主导地位。对于石油来说，OPEC 的产量调控将对油价有重要影响。但

持弱势。供过于求的基本面在 4 季度维持不变，美元强势也对商品价格形成压力。

9 月份 OPEC 并未如期下调产量以支持油价，表明其内部或有分歧。产油国之间必须协调产量分配的方式。但即使 OPEC 降低产量，非 OPEC 国家也有可能乘机扩大市场份额。在这样的背景下，OPEC 之间协调的难度大为增加，可能导致减产不充分。因此预计第 4 季度油价仍然难有明显反弹，弱势还将持续一段时间。

在金属方面，中国基本面仍然疲弱，政府已放松经济增长目标，使得大规模刺激的可能性较小，难以支撑铁矿石和铜的价格。但由于前期跌幅较大，预计 4 季度不会再出现大幅下跌，并可能随宏观经济形势好转出现一定的波段回升，**但我们仍然维持对金属价格趋势性下滑的判断。**

当前美元的强势将在一段时间内对大宗商品价格造成压力。随着美联储收紧货币政策，下一季度预计美元仍然将维持升势，使以美元计价的商品价格受到压力。而市场资金的紧缩将同时使大宗商品投资者谨慎入场，形成双重压力。

外贸专题：谨慎看待出口好转

2014年3季度，中国海关数据显示出口较2季度显著好转，但须谨慎看待。原因是近期出口局部出现高估迹象，并且主要贸易伙伴数据显示7-8月中国出口较2季度略有放缓，主要原因是中国出口产品的市场份额增速在放缓。此外，经济复苏强劲的美国进口在7-8月并没有回暖，且包括美国在内的大部分贸易伙伴8月的进口增速较7月在放缓。基于WTO对2014年全球贸易增长3.1%的预测，预计全年贸易伙伴进口表示的中国出口增长8%。

3季度，中国进口继续放缓，主要大宗商品价格持续下跌。预计4季度进口略有好转。前3季度，贸易顺差逐季走高，预计全年货物和服务净出口对GDP增长的贡献为0.1个百分点。

一、出口持续好转

3季度出口持续好转，主要归功于欧盟、香港、美国市场。

出口好转主要来自一般贸易和加工贸易，其他方式出口异常

3季度出口持续好转，主要归功于欧盟、香港、美国市场。2014年第3季度，以美元计，中国海关统计³⁷的出口累计同比增长12.9%，而前两季度出口增速分别为-3.5%和4.9%，出口在逐季好转。好转主要来自欧盟、香港和美国市场。3季度，中国对欧盟、香港、美国、东盟的出口同比分别增长了14.8%、14.7%、11.5%、12.9%；四者对出口增长依次贡献了18%、17.3%、15.4%和10.9%。

出口好转主要来自一般贸易和加工贸易，其他方式出口异常升高。3季度，一般贸易出口同比增速较2季度上升4.4个百分点，达到14.7%；加工贸易增速由2季度的0.7%回升到3季度的7.8%。值得关注的是，3季度其他方式出口³⁸增速较2季度上升了27.5个百分点，同比增长23%，对3季度总出口增长的

³⁷ 除非特别注明，下文贸易数据均为中国海关提供，单位是美元。

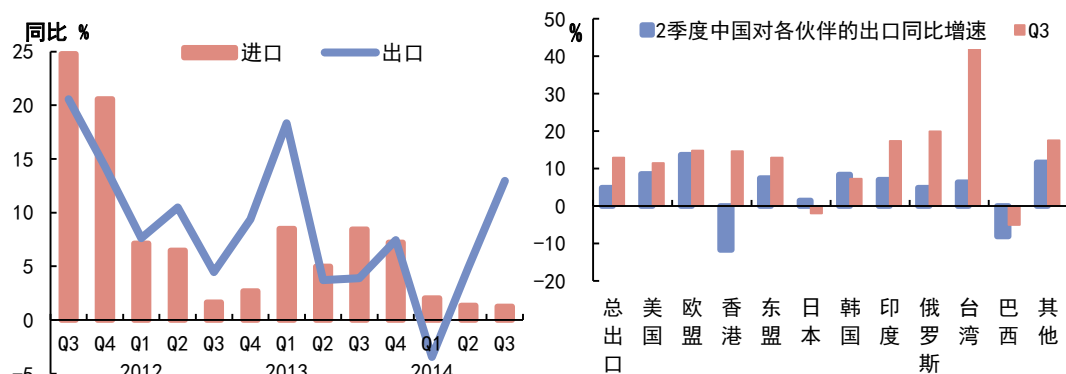
³⁸ 其他方式出口为不包括一般贸易和加工贸易之外的出口。详细解释见本报告附录。

升高。贡献逼近加工贸易，达到 19%。其中其他商品贸易出口增速在 3 季度高达 118%，和历史水平相比，表现异常。

出口好转主要来自其他产品和机电产品。

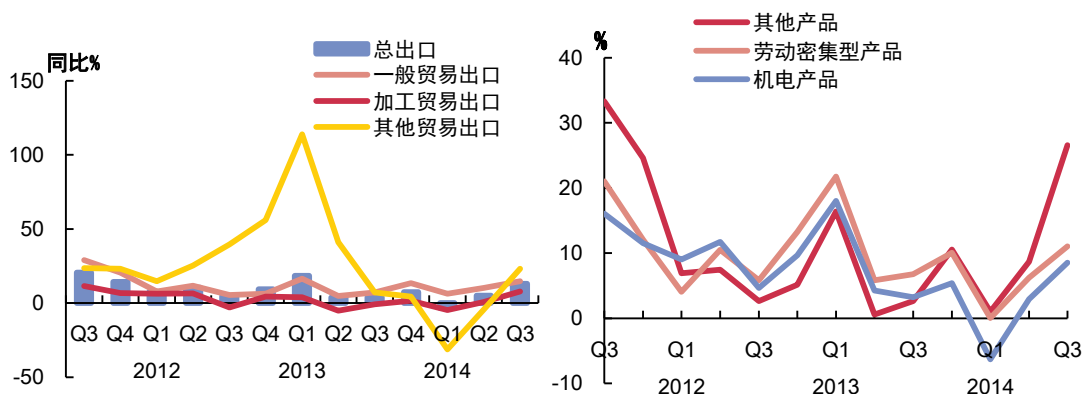
出口好转主要来自其他产品和机电产品。其他产品³⁹是除机电和七大类传统劳动密集型产品之外的产品。3 季度，机电产品、劳动密集型产品、其他产品出口增速分别为 8.5%、11.1%、27%，较 2 季度均有好转，三者对出口增长的贡献依次为 37%、19%和 44%。其他产品对出口的贡献超过了机电产品，占总出口的比例也超过了劳动密集型产品，表现突出。

图表 47 第 3 季度中国出口持续好转，主要归功于欧盟、香港和美国市场



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 48 出口好转来自一般贸易、其他产品



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

³⁹ 2014 年 3 季度，机电、七大类传统劳动密集型产品、其他产品占总出口比例分别为 54%、22%、24%。

二、近期出口好转：需谨慎看待

整体上看，前3季度出口累计增速被低估。

整体上看，前3季度出口累计增速被低估。理由是以中国贸易伙伴进口表示的中国出口增速好于中国海关提供的中国出口增速。1-8月，中国主要的13个贸易伙伴⁴⁰从中国进口的累计同比增速为6.9%，明显好于中国海关提供的同期总出口3.8%的增速。去年年初虚假贸易带来基期比较高是造成该现象的一个重要原因⁴¹。这说明从整体看，前3季度出口真实的增速好于数据表现。

但近期出口局部出现高估迹象。

但近期出口局部出现高估迹象，表现在中国对俄罗斯、台湾和其他商品贸易方式下的出口出现了异常升高。7-8月，中国提供的对俄罗斯出口累计同比增速为21.1%，相应地，俄罗斯提供的从中国进口累计同比增速是-2.6%，差异非常明显。对台湾，这两类增速分别为46.5%和20.7%，二者差异甚至超过2012年第4季度、2013年第1季度虚假贸易比较严重的时期。此外，贸易方式15类细项中的其他商品贸易方式也可能存在高估情况。3季度，该类出口同比增速高达118%，较2季度的22%上升了96个百分点，相应多出59亿美元⁴²，该产品3季度的增速明显高出历史通常的水平。最后，9月中国对香港出口同比增速从7月的13%、8月的-2%迅速上升至34%，成为2013年4月以来的高点，值得关注。

专栏

中国近期对俄罗斯出口数据异常升高

今年尤其是5月份以来，中国提供的对俄罗斯出口和俄罗斯提供的从中国进口二者之间的差距越来越明显，以8月最为显著。

从增速看，2014年1-8月，中国提供的对俄出口累计同比增速为9.4%，明显大于俄罗斯提供的从中国进口-2.1%的增速。8月，以上两类速度分别为27.1%和-5.5%，差距在持续扩大。

⁴⁰ 对13个贸易伙伴的说明见图4的说明。

⁴¹ 参考CEEM 2014年全球宏观经济季度报告第1季度和第2季度的外贸专题，CEEM 工作论文2014.001《中国出口真实规模的估计》，吴海英、徐奇渊，2014年4月25日。

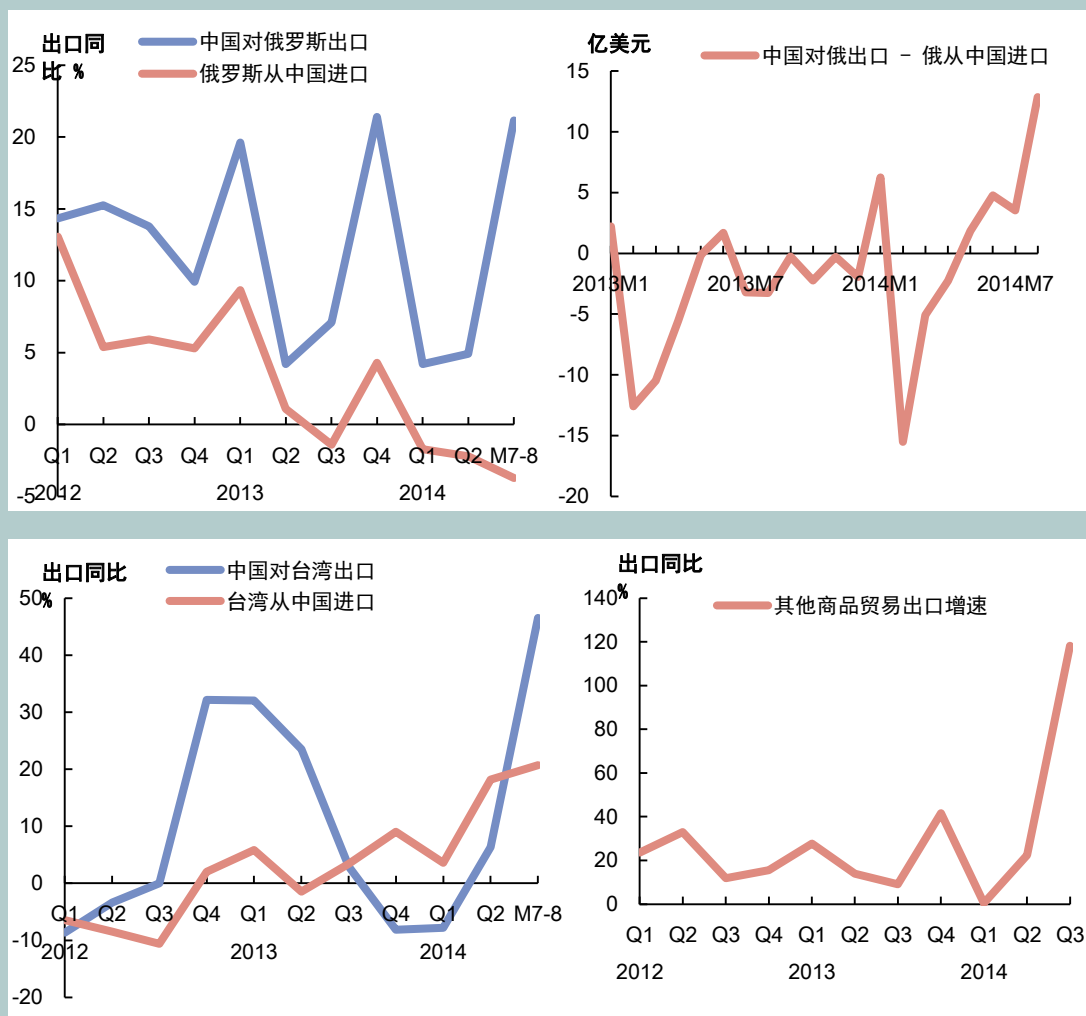
⁴² 假设3季度其他商品贸易方式出口同比增速等于第2季度的22%。

从绝对额看，历史数据显示除春节等单个特殊月份外，中国提供的对俄出口额均小于俄罗斯提供的从中国的进口额。而自 5 月，这一趋势开始持续发生改变。中国提供的对俄出口额持续高于俄罗斯提供的从中国的进口额。5-8 月高出规模累计达 23 亿美元，其中仅 8 月就高出 12.9 亿美元。如果考虑到同一贸易流的进口价格较出口价格，还包含保费运输等费用，以及中国经香港等转口到俄罗斯的贸易计入进口额而没有计入相应的出口额，那么 5-8 月实际的出口高出金额将超过 23 亿美元。

从产品看，7-8 月，中国提供的对俄出口增长主要来自两大类产品：皮革、橡胶、金属及纺织等制成品，家具、服装及其他杂项制品，增长贡献为 43% 和 36%，同比增速分别为 34% 和 24%，而 7-8 月俄罗斯提供的从中国总体进口增速是在下降，只有 -2.6%。进一步的对比分析还需等待俄罗斯公布相应的产品数据。

近期中俄贸易异常发生的背景是俄遭受美欧制裁、卢布持续贬值和俄经济增长堪忧。

图表 49 近期出口高估迹象：对俄罗斯、台湾和其他商品贸易



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

此外，需要谨慎看待 3 季度的出口好转。其一，主要贸易伙伴数据表明 7-8 月中国出口较 2 季度略有放缓。

其二，7-8 月美国进口并没有回暖，且大部分贸易伙伴 8 月的进口增速较 7 月在放缓。

其三，7-8 月中国出口产品市场份额增速在放缓。

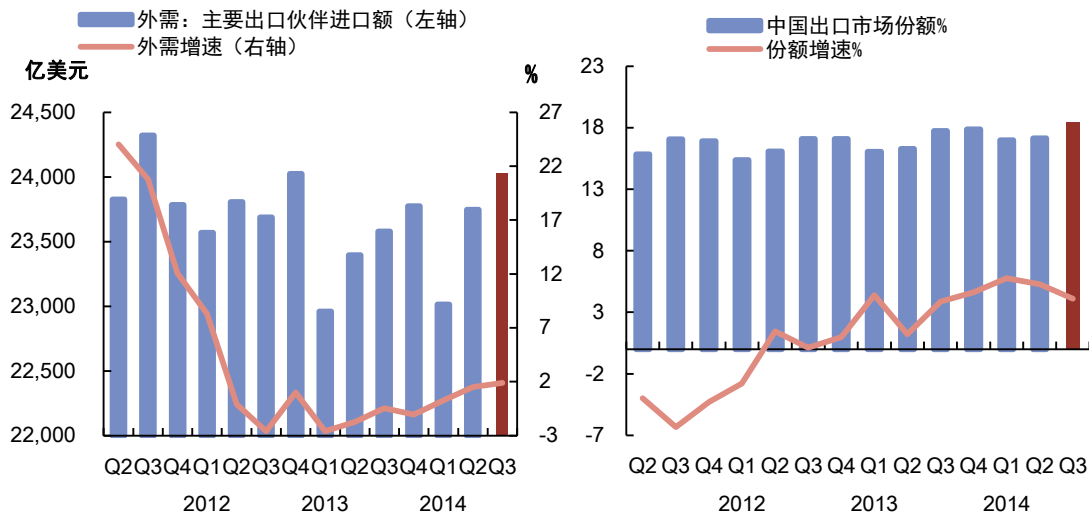
此外，需要谨慎看待 3 季度的出口好转。其一，主要贸易伙伴数据表明 7-8 月中国出口较 2 季度略有放缓。虽然中国海关数据表明 7-8 月的出口增长较 2 季度有显著好转，但与 13 个主要贸易伙伴提供的从中国进口增长趋势并不一致⁴³。7-8 月它们从中国进口的增速略低于 2 季度，中国对其出口并没有明显好转。究其原因，中国面临的外需（这些伙伴的进口）基本持平，从 1.5% 上升至 1.53%，而中国出口产品在其市场份额增速有明显下降，从 5.3% 下降至 3.9%，从而整体上中国对其出口在放缓，从 2 季度的 6.8% 下滑到 7-8 月的 5.4%。

其二，7-8 月美国进口并没有回暖，且大部分贸易伙伴 8 月的进口增速较 7 月在放缓。美国经济的明显复苏并没有相应带动美国进口需求的回暖，美国进口增速从 2 季度的 4.5% 降到 7-8 月的 2.5%，并且 8 月较 7 月在放缓，从 3.4% 降至 1.7%。7-8 月，欧盟、韩国、印度、台湾和巴西支撑了中国外需的好转，但相较于 7 月，8 月进口增速放缓的国家包括美国、东盟、德国、日本、韩国、印度、澳大利亚、台湾、巴西等地区。同时最新数据显示印度、韩国、日本及台湾 9 月制造业活动在下滑。

其三，7-8 月中国出口产品市场份额增速在放缓。放缓明显的地区是印度、巴西、日本、韩国和美国。中国海关近 3000 家企业调查问卷也显示，7-8 月出口企业综合成本指数处于 2014 年以来的高位，9 月较 8 月又上涨了 0.8 个百分点，至 23.2。

⁴³ 二者不一致的原因：一是 2013 年 2 季度虚假贸易导致 2014 年 2 季度出口增速偏低，夸大了 7-8 月出口好转程度；同时，如本报告所述，7-8 月出口也可能存在高估。二是两种口径的贸易伙伴范围不一致；三是同一贸易流的出口和进口由于运输存在时滞，数据统计时间不一致等其他原因。

图表 50 中国出口产品的市场份额在 7-8 月明显放缓



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：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。2013 年，中国对这 13 个地区再加上香港的出口接近总出口的 84%，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 2014 年第 3 季度为估算值。

三、进口持续放缓

3 季度进口

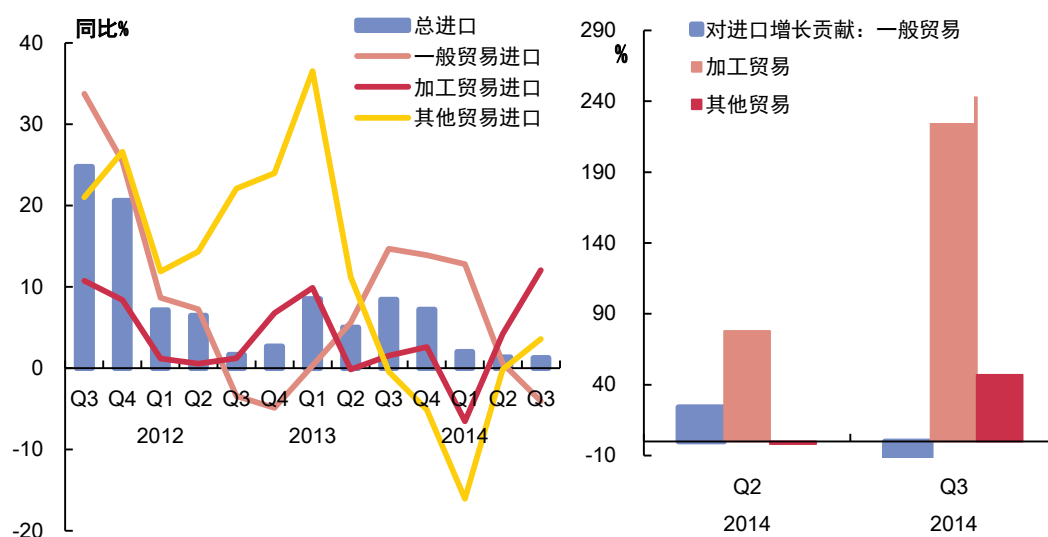
持续放缓。

3 季度进口持续放缓。2014 年 3 季度，中国进口同比增长 1.25%，较前两季度 2%和 1.34%的水平继续下滑。从海关提供的季调环比数据看，7-9 月进口有改善迹象，环比增速依次为-5.8%、3.1%和 11.6%。

与出口开始好转不同，第 2 季度进口持续放缓。

从贸易方式看，进口下滑主要来自一般贸易进口。一般贸易进口增速从 2 季度的 0.6%下滑至 3 季度的-4.1%，尽显国内需求疲弱；加工贸易进口则从 2 季度的 4.2%上升至 3 季度的 12%。分地区看，同第 2 季度相比，3 季度中国内地从香港进口明显放缓（同比增长-27%），从欧盟（增长 7%）、印度和巴西的进口也有明显下滑。

图表 51 进口下滑主要来自一般贸易进口下滑



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

国内经济增速和国际大宗商品价格持续走弱上造成了进口疲弱。

国内经济增速和国际大宗商品价格持续走弱造成了进口疲弱。3 季度中国实体经济需求较 2 季度走弱，房地产和制造业主导了固定资产投资继续走弱，预估 3 季度 GDP 同比增速为 7.1%，是 2009 年下半年以来的最低点（参见本期季报中国专题）。国内经济走弱导致了一般贸易进口增速下滑。从数量上看，3 季度大豆、铁矿砂、原油增速较 2 季度均在下降，只有钢材略有回升。此外，3 季度 CEEM 大宗商品价格指数持续下跌，同时 7-8 月进口价格指数较 2 季度仍在下滑，一定程度上加剧了金额表示的进口增速下滑。

四、贸易顺差创新高

3 季度贸易顺差创新高。

3 季度贸易顺差创新高，规模达 1281 亿美元，同比扩大 108%，超过了 1 季度和 2 季度贸易顺差之和。出口逐季好转而进口疲软是导致贸易顺差逐季走高的原因。从贸易方式看，一般贸易进口走弱导致的一般贸易顺差在逐季扩大，3 季度达 506 亿美元，接近同期加工贸易顺差的 60%。

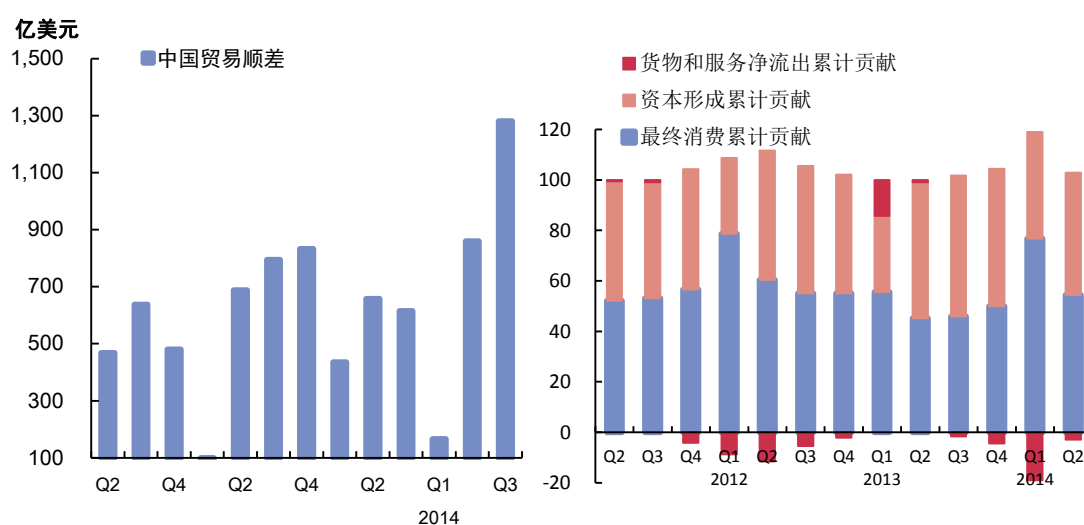
预计 2014 年

预计 2014 年净出口对 GDP 增长的贡献为 0.1 个百分点。

净出口对 GDP 增长的贡献为 0.1 个百分点。

2014 年前 3 季度贸易顺差已达 2306 亿美元，依据近期出口平稳增长而进口低位回暖的判断，预计今年贸易顺差将有大幅增长，达 3605 亿美元，明显高于去年 2614 亿美元的水平。考虑到服务贸易逆差及价格因素的影响，预计 2014 年货物和服务净出口对 GDP 增长的贡献为 0.1 个百分点，高于去年的贡献（-0.3 个百分点）。

图表 52 中国贸易顺差及对 GDP 增长的贡献



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

五、外贸展望

基于 WTO 对 2014 年全球贸易增长 3.1% 的预测，预计全年贸易伙伴进口表示的中国出口增长

为避开虚假贸易的影响，我们用中国贸易伙伴从中国的进口增速来估计中国实际的出口增速。它大致等于贸易伙伴从世界的进口增速（中国外需变化），与这些进口中来自中国进口占比的增速之和（中国出口市场份额增速，也即出口竞争力的变化）。

依据 WTO 对 2014 年全球贸易增长 3.1% 的假设，预计 2014 年贸易伙伴进口表示的中国出口增长 8%。将 WTO 提供的世界进口扣除中国进口和香港进口，增加香港自用进口，便是中国

8%。出口面临的外需⁴⁴。WTO 9 月下旬将今年全球贸易增速调整至 3.1%，对应中国的外需增速为 3.2%⁴⁵。假设 9-12 月中国出口市场份额增速保持主要贸易伙伴 7-8 月 4%的水平，则全年出口市场份额增速为 4.8%，2014 年由中国贸易伙伴进口数据表示的中出口增速为 8%（具体方法参见 CEEM 相关财经评论⁴⁶）。

预计 4 季度进口增长 4%，较 3 季度略有好转。

预计 4 季度进口增长 4%，较 3 季度略有好转。有利因素是外需改善有利于加工贸易进口的增长，在 9 月已有表现。不利因素是国内需求依然疲弱；PMI 进口指数 9 月为 48，较 8 月走弱 0.5 点，是今年以来的次低点。大宗商品价格在 4 季度下行压力大，也将一定程度上拉低名义值进口增速。此外，去年 4 季度基期也比较高，进口同比增长 7.2%。

⁴⁴ 原因是 WTO 提供的世界进口包含香港转口贸易，而转口到最终消费国的进口数据中再次统计了这些转口贸易。

⁴⁵ 假设 2014 年中国进口增长 2.2%，香港进口自用和香港进口增速同各自 2013 年的增速。

⁴⁶ CEEM 财经评论 14011 “2014 年全球贸易增长 4.7%对中国出口意味着什么？”，吴海英，2014 年 4 月 28 日。

附录：中国外贸数据概览

1. 外贸总体

	（季度同比%，亿美元）			（年度同比%，亿美元）		
	2014Q2	2014Q3	2014Q4F	2013	2013M1-9	2014M1-9
出口	4.9	12.9	10.0	7.8	8.0	5.1
进口	1.3	1.25	4.0	7.3	7.3	1.5
出口额	5708	6350	6549	22107	16153	16972
进口额	4849	5070	5250	19493	14445	14666
贸易余额	859	1281	1299	2614	1708	2306

2. 分地区出口

	（同比，%）			（规模，亿美元）		
	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q1	2014Q2	2014Q3
出口	-3.5	4.9	12.9	4913	5708	6350
美国	1.3	8.5	11.5	807	962	1089
欧盟	6.0	13.7	14.8	805	919	1017
日本	-31.3	-11.7	14.7	726	822	987
东盟	6.7	1.5	-2.0	373	365	378
俄罗斯	6.8	7.4	12.9	562	667	695

3. 贸易方式

	（同比，%）			（规模，亿美元）		
	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q1	2014Q2	2014Q3
一般贸易出口	6.2	10.3	14.7	2482	3007	3306
加工贸易出口	-4.8	0.7	7.8	1940	2092	2304
其他贸易出口	-31.3	-4.4	23.1	492	609	741
一般贸易进口	12.8	0.6	-4.1	2847	2779	2801
加工贸易进口	-6.6	4.2	12	1117	1245	1416
其它加工出口	-16.1	-0.2	3.6	784	825	853

说明：F 为 CEEM 预测值。

附录：对贸易方式的说明

2014 年 1-9 月，一般贸易出口占总出口比例的均值为 52%，加工贸易出口占比为 37%，其他贸易出口占比为 11%。贸易方式按海关监管方式划分，目前细项共有 15 类：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 15 个项目中除去 1、5、6 的项目。