

全球宏观经济季度报告

总览：增长内劲不足，分化显著

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（即将发布）

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

2014 年第 3 季度中国外部经济环境总览

——增长内劲不足，分化显著

中国外部经济整体表现与上季度基本持平，经济复苏步伐在低位徘徊，主要经济体的增长分化趋势明显。美国经济处于稳健复苏轨道。欧元区内，意大利和法国成为欧元区经济增长拖累，欧俄乌的地缘政治冲突给经济增长蒙上新的阴影，欧元区持续一年多的经济复苏步伐再次止步。日本经济在消费税冲击下大幅下滑，近期有所反弹，但反弹力度不尽人意。几个主要新兴市场经济体当中，俄罗斯、巴西经济负增长，印度、东盟和韩国经济稍有起色。总体而言，经济增长乏力和就业机会不足仍在困扰着大多数经济体。

全球金融市场总体表现平稳。美国经济相对出色的表现和美联储量化宽松政策退出，与其他主要经济体的经济困局和对继续保持宽松货币政策的需求形成强烈对比，美元在此背景下一路走强，美元指数在第 3 季度从 80 上升至 86。全球债券和股票市场波幅总体处于较低水平。新兴经济的金融市场总体表现也相对平稳。

中国主要进口大宗商品价格持续下跌。2014 年第 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。供给增强、对未来需求增长的担忧，再加上美元升值，是大宗商品价格下跌的主要原因。伊拉克和乌克兰的紧张局势，并未对石油价格造成实质性影响。

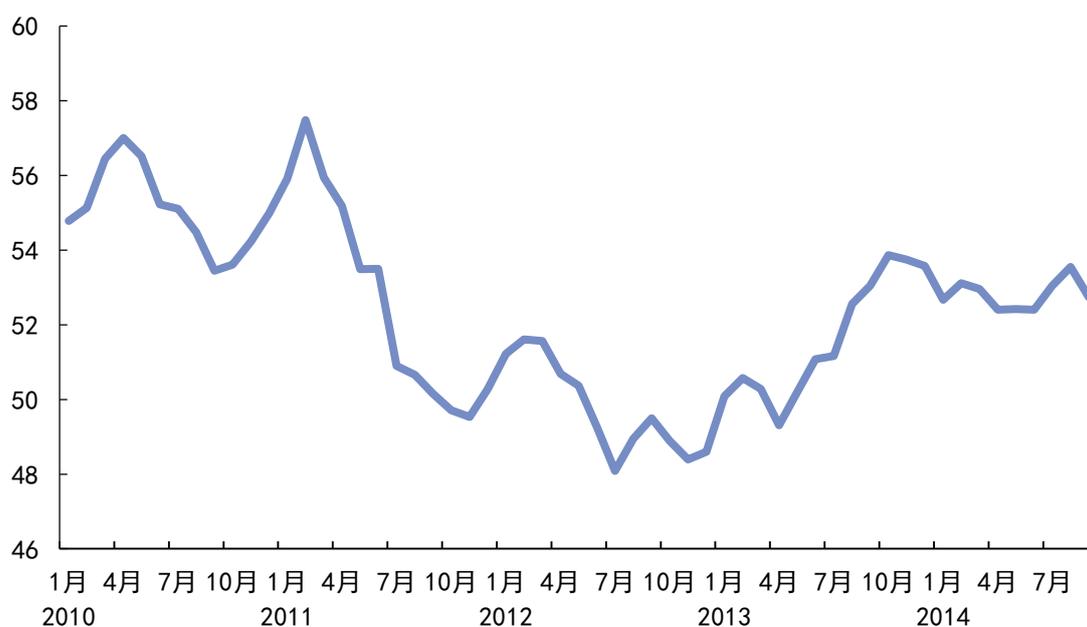
中国第 3 季度出口增速的大幅好转未必可靠。中国海关统计的第 3 季度出口累计同比增长 12.9%，前两季度出口增速分别为 -3.5% 和 4.9%，显示出口增速逐季大幅好转。但真实情况未必如此。由于

去年虚假贸易造成的基期问题，前两个季度的出口增速被低估，而第3季度的出口增速也出现了可能高估的迹象。全球经济第3季度的经济表现弱于第2季度，中国13个主要贸易伙伴自中国进口的增速从第2季度6.8%下滑到7-8月的5.4%，第3季度中国出口的真实增速可能弱于第2季度。

未来1-2个季度内，中国外部经济环境仍处于低位徘徊阶段。美国经济仍将保持目前的良好增长态势，预计未来1-2个季度美国经济增速保持在3%。欧元区经济将会在0.5-1%的经济增速上长期徘徊。日本经济增速会继续放缓至1.5%。俄罗斯和巴西近期内继续面临负增长考验。东盟和韩国经济出口难有太大起色，但刺激内需的政策还有余地。

中国外部经济在2014年第3季度总体表现与上季度基本持平，经济复苏步伐在低水平徘徊，各大经济体的经济增长形势有明显分化。

图表 1 中国外部经济综合 PMI



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验

美国经济延续了第 2 季度以来的良好态势，就业市场稳步改善。美国供应链管理协会发布的第 3 季度制造业和非制造业采购经理指数(PMI)均值分别为 57.6 和 59，高于第 2 季度的 55.2 和 55.9，显示经济存在持续扩张的动力。7~9 月新增非农就业人数均值为 22.4 万，9 月份失业率为 5.9%，跌破 6.0%的心理大关，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。

消费平稳增长。2014 年 4~6 月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 不断震荡攀升到 8 月份的 92.4，8 月份的消费信心指数创造金融危机结束以来的最高纪录，美国家庭资产负债表的改善和就业机会的增加使消费者预期日趋乐观，这与制造业采购经理指数的高企相互促进。此外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 1 亿美元左右的正增长，这种稳健增长是过去数年较为少见的，信贷扩张构成消费增长的重要支撑。

企业投资在强劲增长后将略有回调，新开工房屋数量整体平稳。第 3 季度商务圆桌会议对企业 CEO 的调查显示，未来半年内投资增加的比例为 39%，比第 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为少数，第 3 季度仅为 10%，说明企业投资的动力仍然较为充足。6~8 月美国新开工房屋数量分别为 91、112 和 96 万套，符合过去一年来小幅波动态势。5~9 月住宅业协会发布的房地产市场景气指数从 45 稳步攀升到 59，该指数包括房价、交易量、市场预期等指标，该综合指数的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。

美联储数量宽松政策进入尾声。9 月 17 日美联储议息会指出美国经济保持温和增长，并且认为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。对于如此重要的标志性事件，美联储做出非常明确的前瞻性指引，以引导市场预期。数量宽松结束之后加息的时间表成为市场关注的焦点。联储对此延续了过去的表述：“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。目前鹰派人士主张在 2015 年第 1 季度开始缓慢加息，而主流的判断是在明年年中甚至下半年开始小幅加息。

欧洲区经济复苏再遇波折。欧元区持续一年的经济上行态势在第 2 季度末开始逆转。Markit 发布的欧元区综合经理人采购指数均值从第 2 季度的 53.4 下降到 52.7。经济景气指数从 106.4 下降到 104.7，工业、服务业、零售业和营建信心指数都有不同程度下降。Sentix 投资信心指数从第 2 季度 11.8 下降到第 3 季度 1，消费信心指数从第 2 季度 -7.73 进一步下降到 -9.9。分区域看，南欧国家当中的西班牙和葡萄牙在经历了债务危机以后，真实工资水平大幅下降，竞争力和经济活力有所提升；但是意大利和法国经济结构失衡问题没有缓解，在一定程度上成为欧元区经济增长拖累。此外，近期乌俄地缘政治冲突对欧元区的出口和投资带来了新的不利影响。

物价水平过低，欧央行进一步放松货币政策。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%，比第 2 季度放缓 0.2 个百分点。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。欧央行 9 月 4 日推出了新一轮宽松货币政策，具体内容包括：降息、购买资产支持证券以及通过定向长期再融资操作（TLTRO）向银行提供长期廉价资金。

日本经济在消费反弹带动下回升，但总体经济活力不高。日本制造业和非制造业经理人采购指数均值分别从第 2 季度的 50.2 和 48.2 上升到第 3 季度的 51.4 和 50.9。预计日本经济第 3 季度实际 GDP 季调环比增长折年率约为 4.1%，鉴于这是在第 2 季度 -7.1% 的大幅下降基础上取得，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。

日本央行仍然坚持两年内实现 2% 通胀目标为其首要任务。4 至 8 月，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%。日本央行行长黑田东彦称，目前日本在实现 2% 通胀目标的道路上只走

了一半。日元贬值的负面影响开始显现。-“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。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。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。

金砖国家经济继续承压。受美欧经济制裁不断升级影响，俄罗斯经济继续放缓并趋于停滞，长期经济前景堪忧。在经历第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。印度第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第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。第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。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。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。

东盟六国经济整体向好。东盟六国2014年的总体经济增长呈现前低后高，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

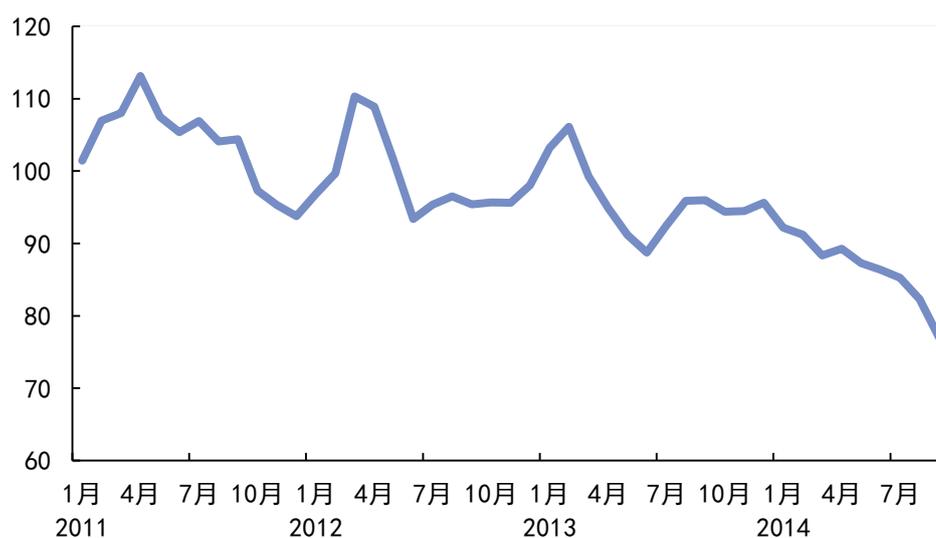
2 季度的 4.2%。其中，印度尼西亚、菲律宾、泰国、越南第 3 季度经济增速均较上个季度提高，马来西亚和新加坡第 3 季度经济增速稍有下降但处于合理区间。该地区第 3 季度通货膨胀压力进一步减轻。六国通货膨胀率第 3 季度加权平均水平为 3.4%，而上一季度为 4.6%，通胀下行的主要原因是大宗商品价格下降。第 3 季度，印尼卢比、马来西亚林吉特、菲律宾比索、新加坡元对美元出现贬值，贬值水平在 1.7%-2.6% 之间。短期内，东盟国家无大规模贬值压力，但仍需警惕资本大进大出，重蹈此前新兴市场国家贬值潮的覆辙。

韩国经济复苏势头稍有所下降。韩国制造业经理人指数第 3 季度平均 49.5，与上个季度基本持平。商业景气指数从第 2 季度 74 下降到第 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。物价水平还在下降通道当中，第 3 季度 CPI 平均同比增速 1.38%，低于第 2 季度 1.61%，第 3 季度核心 CPI 平均同比增速 2.17%。韩国央行 8 月降息 25 个基点至 2.25%。

全球金融市场表现总体平稳。美国经济相对出色的表现和美联储量化宽松政策退出，与其他主要经济体的经济困局和对继续保持宽松货币政策的需求形成强烈对比，美元在此背景下一路走强，美元指数在第 3 季度从 80 上升至 86。全球债券和股票市场波幅总体处于较低水平。新兴经济的金融市场总体表现也相对平稳。

中国主要进口大宗商品价格持续下跌。2014 年第 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。供给增强、对未来需求增长的担忧，再加上美元升值，是大宗商品价格下跌的主要原因。伊拉克和乌克兰的紧张局势，并未对石油供给造成实质性影响，同时欧佩克国家大幅增加产量，更是使国际油价跌至 4 年来新低。预计下一季度，石油、铁矿石、铜等主要商品仍然将延续供给充分这一个基本面情况。加之中国国内需求疲弱，如缺乏炒作题材，大宗商品市场短期内难以获得较强的上升动力。

图表 2 CEEM 大宗商品进口价格指数



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

中国第3季度出口增速的大幅好转未必可靠。中国海关统计的第3季度出口累计同比增长12.9%，前两季度出口增速分别为-3.5%和4.9%，显示出口增速逐季大幅好转。但真实情况未必如此。由于去年虚假贸易造成的基期问题，前两个季度的出口增速被低估，而第3季度的出口增速也出现了可能高估的迹象。全球经济第3季度的经济表现弱于第2季度，中国13个主要贸易伙伴自中国进口的增速从第2季度6.8%下滑到7-8月的5.4%，第3季度中国出口的真实增速可能弱于第2季度。

未来1-2个季度内，中国外部经济环境仍处于低位徘徊阶段。美国经济仍将保持目前的良好增长态势。但考虑到美国经济目前的经济增速已经显著高于其长期2.1%~2.5%的潜在增速，以及已经开始显现的投资增速向下调整，预计未来1-2个季度美国经济增速保持在3%左右。欧元区经济将会在0-0.5%的经济增速上长期徘徊，意大利和法国内部的结构性改革看不到起色，欧元区整体财政刺激政策余地很小，货币政策刺激的余地和效果也受到诸多限制。日本经济增速会继续放缓至1.5%，消费对经济增长的贡献会进一步下降，投资回升有限。俄罗斯和巴西近期内很难走出负增长考验。东盟和韩国经济增速受外部经济环境

影响，出口难有太大起色，但刺激内需的政策还有余地。

专题报告预览

美国：经济增长高于趋势，数量宽松即将谢幕

第2季度美国GDP增速强劲反弹至4.6%，增强了市场信心，进入第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增速比第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

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

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五个季度负增长。

新兴市场国家：经济继续承压

第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。在经历第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。

印度第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第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：投资走弱、消费稳定、外需向好

2014年第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就业指数在第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,我们预估第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

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。

金融市场专题：发达国家货币政策分化 美元独领风骚

第3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

2014 年第 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，第 4 季度跌幅将放缓。

外贸专题：谨慎看待出口好转

2014 年第 3 季度，中国海关数据显示出口较第 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 月中国出口较第 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%。

第 3 季度，中国进口继续放缓，主要大宗商品价格持续下跌。预计第 4 季度进口略有好转。前第 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。