

全球宏观经济季度报告

总览：新兴市场考验，金融市场动荡

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	陆 婷
	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	李远芳	

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	陆 婷	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
	李远芳	国际金融	黄懿杰	科研助理
	陈 博	科研助理	伊林甸甸	科研助理
	张文豪	科研助理		

联系人: 伊林甸甸

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

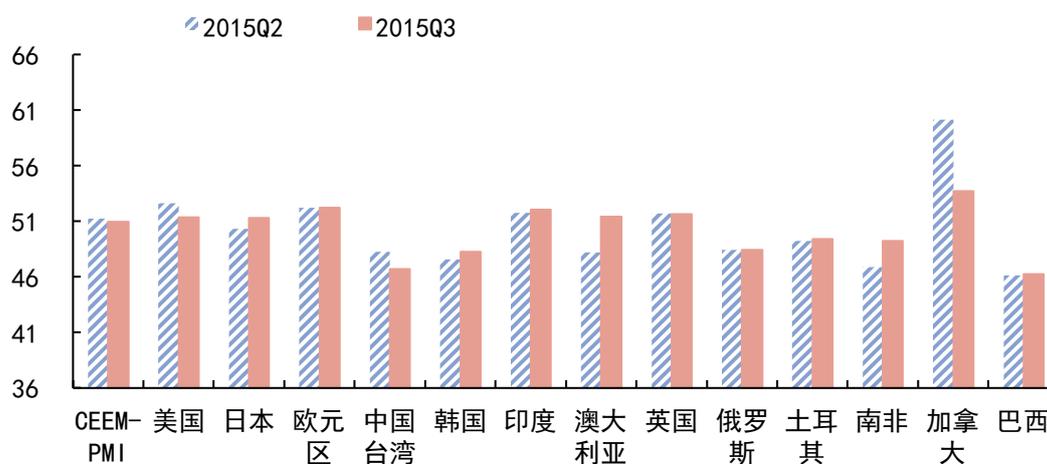
2015 年第 3 季度中国外部经济环境总览

——新兴市场考验，金融市场动荡

一、新兴市场经济承压，全球贸易低迷

2015 年第 3 季度，综合反映中国外部实体经济活力的 CEEM-PMI 指数为 50.9，较上季度下降 0.3 个百分点。美国、日本、欧元区等主要发达经济体 PMI 稍高于枯荣线，美国 PMI 有明显下行趋势。主要新兴经济体疲弱，除印度 PMI 保持扩张态势外，俄罗斯、土耳其、南非、巴西、韩国、台湾地区等经济体 PMI 均处于枯荣线下方。

图 1 中国外部经济综合 PMI



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验

美国经济温和增长，制造业部门表现欠佳。消费支出稳健增长，7~8 月份零售额环比增速折年率为 4.8%。不断下降的家庭债务负担和劳动力市场改善提高了可支配收入，为消费增长奠定了稳健基础。投资处于合理区间。从 5 月开始非国防资本品订单出现上升态势，该指标大致对应企业投资的主体部分即设备投资。房地产景气指数缓慢攀升，7-8 月房地产住宅新开工数量分别为 116

万套和 113 万套，处于合意区间。劳动力市场喜忧参半。7 月新增非农就业为 22.3 万，保持相对高位，但 8~9 月回落到 17.6 万和 14.2 万人，说明企业雇佣新员工的动力有所减弱。制造业部门向下调整。7~9 月 ISM 美国制造业采购经理指数（PMI）分别为 52.7、51.1 和 50.2，呈逐步回落态势，其中 9 月 PMI 已经接近 50 的荣枯线。就业、价格、出口等 PMI 子指数均呈回落态势。

欧元区维持低速增长。欧元区采购经理指数（PMI）保持在扩张区间，7-9 月综合 PMI 均值为 54.0，比上季度高出 0.1，创四年来新高。制造业 PMI 与服务业 PMI 均值则与上季度基本持平，分别为 52.2 和 54.1，表明欧元区复苏进程尚处于正轨。消费增长势头良好。预计 3 季度欧元区实际 GDP 季调环比增长率为 0.4%，与上个季度持平。与消费支出高度同步的零售业 PMI 的 7-8 月均值为 52.8，大幅超过上季度的均值 50.4。投资增长乏力，但是产能利用率处于 81.5% 的高位，较 2 季度提升 0.2 个百分点，这在全球制造业低迷的 3 季度更显得难能可贵。净出口放大，7 月，欧元区货物出口值（按欧元计）同比增长 6.6%，进口值同比增长 0.9%，贸易差额为 313.8 亿欧元，远高于去年同期的 212 亿欧元水平，成为自 1999 年 1 月以来的最大贸易顺差。劳动力市场仍在改善，欧元区季调总失业率 8 月为 11.0%，比上季度均值低 0.1 个百分点，降势已延续 9 个季度，合计下降 1.1 个百分点。

日本经济有所回升。日本第 3 季度制造业及服务业 PMI 分别为 51.3 和 52.1，较上季度的 50.3 和 51.5 均有所回升。投资动能增强，主要受益于机械订单和住房新开工面积回升，7 月住宅新开工面积同比增长 4.55%。出口同比增长率仍在放缓但降速收敛，进口同比降幅有缩小趋势。7 月和 8 月合计出口同比增长 5.45%；进口同比增长率为-3.12%。消费表现预计与上季度持平，7 月实际消费支出季调环比增长 0.6%。劳动力市场平稳，7-8 月份失业率为 3.35%，劳动收入还在稳步增长。

多数新兴市场经济体仍未止住经济下滑态势。俄罗斯和巴西经济继续处于大幅萎缩态势。俄罗斯 3 季度经济增长估计为-4.3%，经济衰退进一步扩大仍来自于石油价格走低和西方对俄经济制裁的影响。巴西 3 季度经济同比增速估计为-3.0%。8 月巴西通货膨胀已经上升至 9.5%，创下 2004 年以来最高，持续高企的通货膨胀令巴西央行继续收紧货币供给。不断收紧的货币政策以及美联储加息预期所引发的国际资本外流造成国内信贷增速下降，对投资和消费造成打压。印度 3 季度经济增速估计为 7.4%，继续保持新兴市场经济的亮点。印度 3 季度制造业 PMI 继续处于枯荣线上方，7-9 月份制造业 PMI 分别为 52.7、52.3、51.2，仍处于扩张区间。受国际金价和石油价格走低影响，印度国际收支继续保持稳定。南非 3 季度经济增长估计为 1.4%。电力短缺成为目前南非经济增长的最大障碍，其不但对制造业和采矿业造成巨大冲击，同时也对相关投资造成影响，提高了企业生产和居民生活成本。国际大宗商品价格的持续低迷不但对南非矿业投资带来负面影响，同时也加剧了南非矿业劳资矛盾，造成劳资纠纷不断，近期内这一状况难有显著改善。

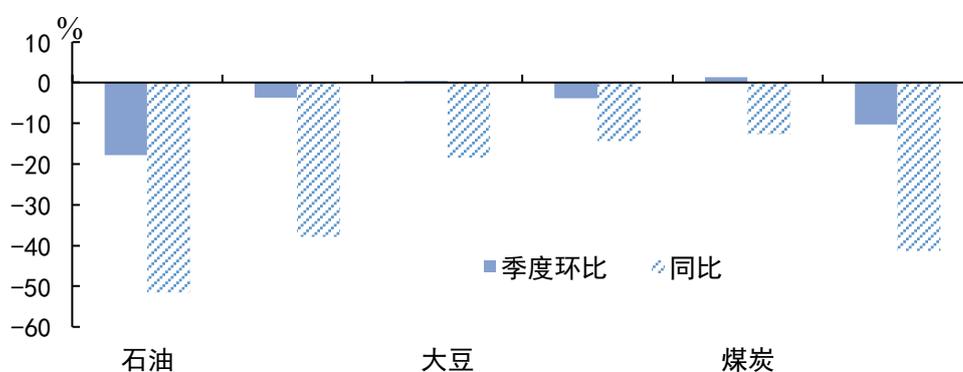
东盟六国 2015 年第 3 季度经济增长略有回升。预计东盟六国 2015 年第 3 季度经济增速为 4.4%，略高于上一季度的 4.2%。经济增长的好转仍主要来自于此前经济基本面较好的菲律宾和越南，印尼、马来西亚、新加坡和泰国经济并无明显起色。韩国经济 3 季度经济增速约为 2.3%，中东呼吸综合征（MERS）疫情对经济的负面影响消退，刺激政策发挥效力，内需向好，外需疲弱无改善。

全球主要大宗商品价格在 3 季度呈现跌势，石油价格再次大幅下跌，CEEM 大宗商品综合指数¹走低，季度环比下跌 10.3%。石油价格大幅下跌，一方面缘于伊朗石油潜在供给增加和新兴市场经济进一步下滑担忧加剧了供求矛盾，另一方面也受到市场风险偏好下降和美联储加息和美元走强的影响。金

¹ CEEM 大宗商品价格指数（月度）综合计算前五大进口商品月平均价格，并根据中国进口量分配权重。5 种商品价格为 OPEC 一揽子石油价格、普氏铁矿石综合价格指数、澳大利亚动力煤 FOB 价格、钢材亚太地区远东市场综合到岸价以及美洲综合大豆价格。指数以 2012 年平均价格为基准。

属方面，LME 铜价 6 月末以来大幅下跌，8 月下旬最低跌至 4888 美元/吨，较 6 月底跌幅 14.6%，之后小幅回升 3.2%。7 月至 8 月，铁矿石港口库存由 1.137 亿吨下降至 8195 万吨低位，下降幅度为 28%，但随着近期海外铁矿石供应的增加以及国内钢铁需求的放缓，港口库存重回上升的概率正在增加，供需矛盾依然突出并对价格形成压力。玉米、小麦等主要农产品价格依然疲弱，价格走势的压力仍然主要来自于供给过剩，天气因素的风险正在减小。

图 2 中国主要进口大宗商品价格变化



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

全球贸易低迷，中国外贸在剔除虚假高报后表现尚好。今年上半年，WTO 提供的全球进口额同比下滑 12.9%，剔除美元走强、大宗商品价格大幅回落在内的价格影响，全球进口量下降 3.0%。7-8 月，不含中国的全球进口同比增长-14%。3 季度的全球贸易数据尚未出炉，一个可供参考的指标是摩根大通全球制造业 PMI。该指数与全球进口增速相关系数达到 86%，其 3 季度表现略弱于 2 季度，由此可推测全球 3 季度贸易情况仍处于低迷状态。中国海关数据显示 7-8 月中国出口同比下降 7.0%，较 2 季度下降 4.8 个百分点。多种迹象表明，2014 年第 3 季度中国出口出现明显的虚假高报。排除基期虚假出口干扰，7-8 月出口实现 1%左右的增长，较 2 季小幅好转。

二、全球金融市场跌宕，风险资产价跌

新兴经济体货币普遍大幅贬值。美元指数、欧元、英镑、日元等货币波动范围基本上与二季度相似，市场对发达经济体货币政策、经济前景的看法与二季度并未发生显著差异。新兴经济体货币波动性放大，尤其是人民币、韩元、印度卢比、巴西雷亚尔等。新兴经济体货币原本在二季度走势较为平稳，多数处于窄幅波动，然而到三季度随着 8 月 11 日人民币汇率机制改革，人民币中间价三日内连续贬值 4.4%，新兴市场货币受到明显带动，几乎全部经历大幅贬值。

全球主要股市大幅下挫，发达经济体股市属于高位回调，部分新兴经济体股市则受预期恶化下的资本流出冲击。VIX 指数²从 18.23 上升至 40.74。美国股市经历了持续数年的增长后进入一个异常稳定时期，但进入 8 月份后开始大幅回调。欧元区股市在二季度受希腊问题影响已经领先美国出现回调，而在希腊第三轮救助协议达成后本又经历了一轮反弹，但 8 月以来受国际市场冲击再次急挫。日本股市深跌也是从 8 月开始，跌幅约 20%，在发达经济体股市中幅度最大。受对新兴经济体经济增长前景的看空情绪影响，韩国、巴西、俄罗斯、印度股市也出现大幅下挫。其中韩国、巴西和俄罗斯等资本账户开放程度较高的新兴经济体从 2012 年已经一道经历了五轮涨跌周期，具有相当高的同步性。

全球银行间市场拆借利率低位分化，三季度末普遍出现下行。随着升息预期时点临近，伦敦同业拆借市场上美元利率在 3 季度到达今年以来峰值，之后在美联储不升息的决策发布后略有回落。欧元区银行间拆借利率则在欧央行量宽及超储负利率的影响下，负利率状态进一步加深。日元拆借利率 3 季度在零利率附近出现一定波动，季末随着日本央行决定维持利率政策不变并承诺以每年 80 万亿日元的速度扩大基础货币，日元 Libor 利率进一步逼近零下限。

²VIX 指数用于衡量标准普尔 500 指数(S&P 500 Index)期权的隐含波动率，代表市场对未来 30 天的市场波动率的预期。

主要新兴经济体中，俄罗斯央行于 7 月 31 日宣布年内第五度降息，印度央行在 9 月 29 日的议息会上决定进行本年度第四次降息，将回购利率从 7.25% 下调至 6.75%，下调幅度超过预期。受到主要央行政策立场的影响，全球银行间市场流动性充足，主要货币拆借利率保持低位。

中国跨境资金净流出放大。2015 年 7-8 月，银行代客涉外收入为 5665 亿美元，同比上升 5%，银行代客涉外支出为 6041 亿美元，同比上升 12%，涉外收付款逆差为 375 亿美元。银行结售汇差额逆差大幅攀升至 869 亿美元，跨境资本再次呈现大幅外流的态势。资本外流的主要原因是 8 月 11 日人民币汇改以后，市场对人民币贬值预期升级，企业和居民部门加速减少外币负债或者选择持有外汇资产，以此规避人民币贬值风险或者获取人民币贬值收益。

人民币跨境资本加速回流。2015 年 7-8 月，跨境人民币业务占跨境资本流动的比率已经接近 30%。其中，跨境人民币收入占比从 31% 上升至 41%，支出占比从 29% 下降至 24%，这主要缘于汇改后人民币汇率出现贬值预期，国外贸易商和投资者更希望获得美元，因此，国内出口商采用人民币结算比率迅速上升，进口商采用人民币结算比率上升速度反而下降。人民币收入与支出二者之差为正，人民币净流入 500 亿美元。

三、加快汇率形成机制改革释放风险

上个季度我们的报告中曾提示，3 季度中国经济的主要外部风险来自全球金融市场。3 季度中国所经历的大幅资本外流和金融市场动荡印证了我们的担心。金融风险的严重程度和受伤害程度，一方面取决于外部冲击的强弱，另一方面也取决于自身应对措施是否够得当。特别是对于中国这样的大型经济体而言，应对措施是否得当更加关键。

当前的汇率形成机制不足以化解金融风险。我们再次强调此前提出过的政

策建议组合：“**放开汇率、放慢资本项目开放**”。通过市场化的汇率形成机制，让汇率价格杠杆平衡资本流动，可以自然地隔断资本流动对国内货币市场和金融市场的冲击，很自然地维持国内外利差。这不仅是绝大部分发达国家应对外部冲击的主要手段，也是学术界公认长期以来最认可的手段。为了缓解资本流动对汇率的压力过大（避免市场汇率过度波动），对资本流动的适当管制也得到学术界和 IMF 越来越多的认可。8.11 日的人民币汇率形成机制改革是一次汇率市场化改革的尝试，但很遗憾的是未能彻底推进，反而给市场留下了政府保汇率的信号，这同时也是政府担心市场会让人民币大幅贬值的信号。市场对人民币的贬值预期会因为政府强力干预下在短期内趋于缓和，但是如果未来中国经济继续下行且面临降息压力，或者是国际市场有大的动荡，未得到释放的人民币贬值预期会加倍地卷土重来。在今后国内经济结构转型困境和复杂的国内外金融市场背景下，加快汇率形成机制改革，让汇率成为各种冲击的吸收器而不是放大器是当务之急。

专题报告预览

美国经济：经济保持温和增长，通胀低于调控目标

美国经济保持温和增长态势，家庭资产负债表修复取得显著进展，房地产景气指数缓慢上升，政府财政状况明显改善。但近期美国工业生产、消费者信心、新增就业等数据有所回落，新兴市场经济下行和全球金融市场波动对美国经济产生负面影响。3 季度 GDP 增速将比 2 季度有所回落，预计 3~4 季度 GDP 增速将保持 2.3%~2.5% 左右。

欧洲经济：弱复苏，低通胀

第 3 季度，预计欧元区 GDP 环比增长 0.4%，与上季度增速基本持平。主要欧元区国家制造业活动持续扩张，生产动能良好，但受全球经济增长前景放缓的影响，季末扩张速度有所下降，投资增长亦明显放缓，表明复苏依旧脆弱。同时，在量化宽松政策的驱动下，欧元区企业出口竞争力增强的效应正在逐步显现，贸易顺差不断扩大，成为欧元区经济增长动力的主要来源之一。尽管如此，油价下跌再度阻碍了欧元区通胀水平的抬升，未来若通胀前景进一步恶化，欧央行可能将被迫扩大 QE 计划。居民消费方面，3 季度居民消费支出增长尚属平稳，但在面临增长前景不确定性提升、全球金融市场震荡带来家庭财富状况恶化的情况下，消费者信心指数有所下滑，料将导致 4 季度居民消费支出增速放缓。

日本经济：经济缓慢回升

2015 年第 3 季度，预计日本实际 GDP 季调环比增长折年率约为 3.5%，全年实际 GDP 同比增长 1.0% 左右。第 3 季度，机械订单和住房新开工面积有所回升，意味着投资需求将继续支撑增长。劳动收入增加稳定，能对消费需求形成支撑。不过净出口对第 3 季度 GDP 支撑仍然乏力。鉴于 2 季度基数较低，综合来看，预计第 3 季度同比增长率约为 2.0%，环比增长率折年率约为 3.5%。全年同比增长 1.0%。尽管日本经济出现回升迹象，但通货膨胀目标实现难度很大，日元贬值及政府债务规模维持高位所积聚的风险上升。中日政治关系恶化对经济的影响有所缓解，中日贸易有回暖苗头，日本对华直接投资亦出现改善迹象。

新兴市场经济：经济增长继续恶化

3 季度金砖国家经济增长仍延续上一季度分化格局。俄罗斯和巴西经济继续处于大幅萎缩态势，印度经济增长虽然在 2 季度意外放缓，但仍处于高速水平，

南非经济继续处于低迷态势，仅维持微弱正增长。当前，国际大宗商品价格持续低迷、美联储货币政策收紧在即仍是影响新兴经济体最大的外部不确定性因素。与此同时，各经济体仍面临着不同的经济困境，俄罗斯仍在遭受西方经济制裁、巴西的高通胀与紧缩货币环境、南非的电力短缺等问题也在困扰各自经济体。在这一情况下，我们下调了四个经济体 2015 年经济增长预期。预计 2015 年俄罗斯和巴西经济增长分别为-4.0%和-3.0%，印度经济增长预计为 7.3%，南非经济增长预计为 1.4%。

中国经济：痛苦调整着

2015 年第 3 季度，中国固定资产投资增速进一步走弱、创下新低。在 3 季度固定资产投资增速下滑中，房地产、制造业合计贡献 61%。同时，PMI 指数、经济增速在 3 季度的表现都不乐观，企业经营效益下降，3 季度企业原材料、产成品库存都有显著下降。

不过，中国经济并非乏善可陈。第一方面是稳定因素：就业和消费表现相对平稳、出口形势比看上去要好得多，金融市场流动性仍然保持宽松。第二方面是大量积极的变化正在暗中酝酿：固定资产投资结构当中，服务业多个领域表现抢眼；用电量的构成及其变化也显示，产能过剩行业正在经历去产能的调整，二、三次产业结构也正向有利方向调整。

东盟与韩国经济：增长略有回升，风险犹存

东盟六国 2015 年第 3 季度经济增长略有回升，但外需疲弱和内部经济结构问题仍然没有实质改变。总体经济增长的好转仍主要来自于此前经济基本面较好的菲律宾和越南，但是印尼、马来西亚、新加坡和泰国经济并无明显好转。预计东盟六国 2015 年第 3 季度经济增速为 4.4%，略高于上一季度的 4.2%，第 4 季度与第 3 季度持平。尽管东盟 2015 年总体经济增速预计为 4.4%，略高于上一年的 4.3%，但主要的贡献来自越南，其他国家的经济增长表现不尽如人意。韩国经济受疫情冲击的影响消退，刺激政策发挥效力，内需向好，外需疲弱无改善，2015 年第 3 季度经济增速约为 2.3%，预计韩国第 4 季度经济增速上升至 2.9%。韩国经济 2015 年表现较差，预计增速为 2.4%，远低于上年的 3.3%。

金融市场专题：全球金融风险上升，中国跨境资本流出加剧

2015 年第三季度，全球股市普遍大幅下跌，新兴经济体汇市风险上升，全球资本流动加剧，安全资产收益率逆转二季度上升态势开始回调走低。

第三季度，无论是欧美日发达国家股市，还是新兴市场国家股市，各类股指均大幅下跌。全球股市也已抹去了今年的全部涨幅。新兴市场国家货币兑美元汇

率一路狂泻。全球原油价格跌破每桶 40 美元。引发全球金融市场风险迅速上升的主要原因有三点,其一,美联储加息预期与全球经济低迷矛盾急剧放大。其次,量化宽松货币政策引发全球金融市场价格超出合理价格,在美联储即将收缩货币政策时,股票市场会有一定程度的回调。最后,人民币汇改增加了全球贸易和投资的外汇风险,一定程度上加剧了金融市场动荡。

人民币出现贬值预期,跨境资金流动出现净流出,银行结售汇逆差扩大。市场主体结汇意愿大幅下降,购汇动机迅速上升,企业普遍愿意持有美元。人民币跨境资本加速回流。

大宗商品专题：油价大幅下跌，金属及农产品价格持续疲弱

2015 年 3 季度全球大宗商品价格下滑,油价再次大幅下跌,金属与农产品主要品种价格均呈下跌趋势。由于各类商品供过于求的现状并未得到显著缓解,商品价格依然承压。石油价格再次大幅下跌主要缘于伊朗石油潜在供给增大与美联储加息临近市场风险偏好下滑;但来自于美国等发达国家的石油需求正在回升,同时,OPEC 开始减产,可能为油价未来走势提供一定支撑。金属方面,国内铜消费今年以来首次出现同比小幅回升,可能在一定程度上缓解供给压力,但总体来看铁矿石与铜的供求矛盾依然突出,不排除铜矿暴乱等小概率事件导致未来铜供应减少和铜价回升。农产品价格依然疲弱,未来价格走势的压力仍然主要来自于供给过剩,天气因素的风险正在减小。随着美联储加息的临近,市场对加息时点的预期存在分歧,可能导致下一季度大宗商品价格走势波动性加大。

外贸专题：进出口弱中好转

要正确理解 2015 年第 3 季度的中国出口增速,一定要考虑去年同期出口虚高情况。剔除虚高干扰,7-8 月中国出口大约增长 1%,较 2 季度有所好转。这与海关数据的表现不同,后者显示出口在 7-8 月继续小幅放缓。根据我们的分析,外需略有回落,但也未见显著恶化;出口小幅好转主要得益于中国出口市场份额增速的回升。

7-8 月,中国进口维持弱势好转的态势,剔除价格影响后的实际进口好转程度大于名义好转程度。中国货物贸易顺差继续高企,进口疲弱是主因。预计 4 季度外贸仍将低位增长。