

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

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。

目 录

总览：新兴市场考验，金融市场动荡1

2015年3季度中国外部经济表现低迷。美、欧、日等发达经济体处于温和复苏进程，美国制造业有向下调整趋势。新兴市场经济面临更加严峻的经济增长困境，巴西和俄罗斯经济负增长加剧。全球贸易增长延续前两个季度以来的低迷走势，主要原因是大宗商品价格下跌和全球制造业增长乏力。

美国经济：经济保持温和增长，通胀低于调控目标9

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 16

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 24

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 37

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 45

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。

东盟与韩国专题：增长略有回升，风险犹存 53

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：全球金融风险上升，中国跨境资本流出加剧 60

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 73

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 87

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，3 季度中国出口大约增长 0.4%，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 3 季度继续小幅放缓。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。3 季度，中国进口维持弱势，剔除价格影响后的实际进口增速好于名义值，且在好转。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。

图 表 目 录

图表 1 PMI 指数有所回落	9
图表 2 消费者信心有所波动.....	10
图表 3 资本品订单有回升迹象（单位：百万美元）.....	11
图表 4 房地产市场波动但无大碍（单位：百万套）.....	11
图表 5 劳动力市场继续稳步改进.....	12
图表 6 通货膨胀仍低于联储调控目标.....	13
图表 7 欧元区经济温和复苏.....	17
图表 8 居民消费支出增长平稳.....	18
图表 9 欧元区投资增长放缓.....	19
图表 10 贸易顺差创新高.....	20
图表 11 欧元区失业率持续回落.....	20
图表 12 欧元区通缩压力仍存.....	21
图表 13 日本经济缓慢回升.....	25
图表 14 日本工业生产指数下滑.....	26
图表 15 日本进口及出口增长下行势头有所遏制.....	27
图表 16 日本对主要贸易伙伴商品出口增长下降.....	28
图表 17 日本景气先行指数回升乏力.....	29
图表 18 设备与住宅投资先行指标有所回升.....	30
图表 19 日本制造业 PMI 回落但仍在荣枯线上方.....	30
图表 20 日本失业率仍在较低水平.....	31
图表 21 日本通缩压力仍然存在.....	32
图表 22 日元对美元贬值加剧.....	32
图表 23 日本政府债务规模维持高位.....	34
图表 24 日本对华贸易出现回暖迹象.....	35
图表 25 日本对华直接投资出现恢复迹象.....	36

图表 26 中国与金砖国家贸易情况.....	41
图表 27 主要经济体汇率走势.....	61
图表 28 主要经济体股指走势.....	63
图表 29 主要货币市场利率走势.....	64
图表 30 主要经济体国债收益率走势.....	65
图表 31 美日欧英央行资产规模.....	66
图表 32 境内银行收付款.....	70
图表 33 银行结售汇差额.....	71
图表 34 企业结售汇比率.....	71
图表 35 跨境人民币收付比率.....	72
图表 36 季度大部分大宗商品价格均下跌.....	74
图表 37 CEEM 大宗商品指数下跌.....	74
图表 38 三大原油价格反弹后回稳.....	76
图表 39 市场风险偏好下降、油价下跌.....	76
图表 40 美国汽车市场稳步增长.....	77
图表 41 美国原油进口量环比增长.....	78
图表 42 中国原油进口量小幅上升.....	78
图表 43 俄罗斯原油出口平稳.....	79
图表 44 OPEC 原油产量持续增长.....	80
图表 45 北美石油钻井数仍稳步增长.....	80
图表 46 中国进口铜价小幅反弹.....	81
图表 47 铁矿石价格跌幅加大.....	81
图表 48 豆粕、玉米、小麦价格均呈跌势.....	83
图表 49 国际期货市场农产品价格波动为主.....	83
图表 50 中国出口地区和产品.....	88
图表 51 2014 年 3 季度出口明显高报.....	90
图表 52 第 3 季度外需略有回落，没有明显恶化.....	91
图表 53 出口 3 季度小幅回暖来自中国出口产品市场份额增速的回升... ..	91

图表 54 实际进口回暖程度好于名义回暖程度.....	93
图表 55 近期中国货物贸易顺差与服务贸易逆差高企.....	94
图表 56 全球及发达经济体 PMI	94

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

2015 年 3 季度中国外部经济表现低迷。美、欧、日等发达经济体处于温和复苏进程，美国制造业有向下调整趋势。新兴市场经济面临更加严峻的经济增长困境，巴西和俄罗斯经济负增长加剧。全球贸易增长延续前两个季度以来的低迷走势，主要原因是大宗商品价格下跌和全球制造业增长乏力。

CEEM 大宗商品综合指数相较于上一季度下跌 10.3%。石油价格大幅下跌，铜和铁矿石价格下跌，玉米、小麦等主要农产品价格依然疲弱。供给面的改善和需求不景气是大宗商品价格下跌的主要原因。

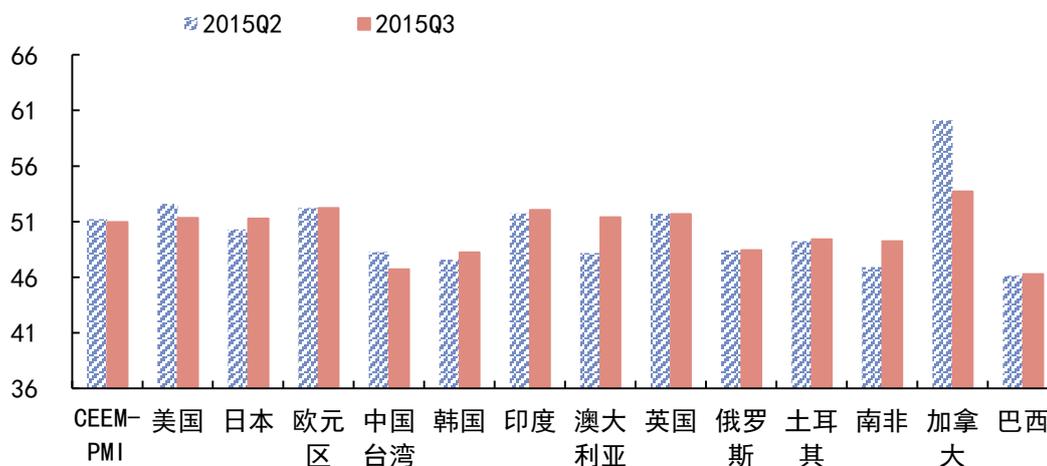
全球金融市场动荡。新兴经济体货币再度普遍大幅贬值。全球主要股市自 8 月份以来大幅下挫，发达经济体股市属于高位回调，部分新兴经济体股市则受预期恶化下的资本流出冲击。8 月 11 日的人民币汇率形成机制改革加剧了人民币贬值预期，企业和居民部门加速偿还外债或者增持外币资产，资本外流加剧。

未来主要外部风险来自金融市场。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”。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。

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

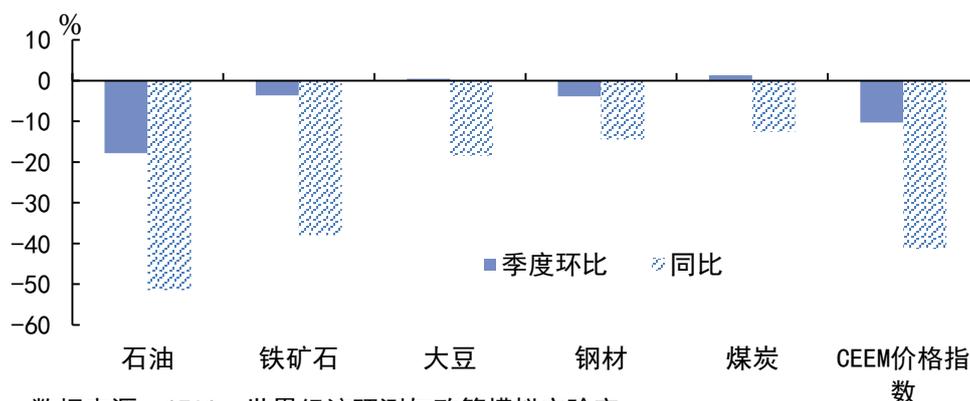
矿业投资带来负面影响，同时也加剧了南非矿业劳资矛盾，造成劳资纠纷不断，近期内这一状况难有显著改善。

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

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。



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。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

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。

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。

美国经济：经济保持温和增长，通胀低于调控目标

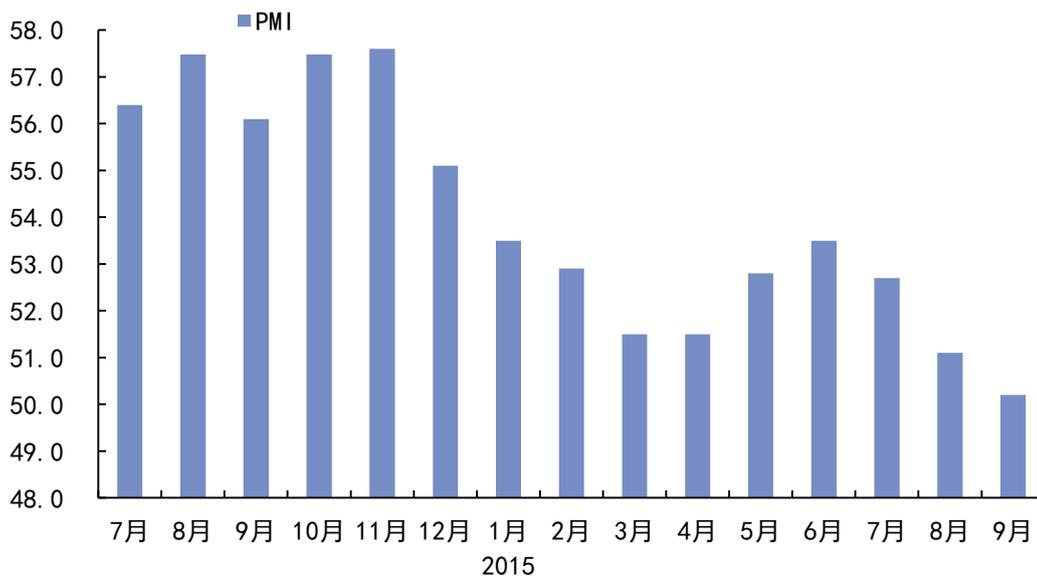
美国经济保持温和增长态势，家庭资产负债表修复取得显著进展，房地产景气指数缓慢上升，政府财政状况明显改善。但近期美国工业生产、消费者信心、新增就业等数据有所回落，新兴市场经济下行和全球金融市场波动对美国经济产生负面影响。3 季度 GDP 增速将比 2 季度有所回落，预计 3~4 季度 GDP 增速将保持 2.3%~2.5% 左右。

一、经济运行态势

工业生产
负增长

工业生产负增长，PMI 回落。2015 年 1~8 月美国工业生产指数除 7 月外均呈现小幅环比负增长，这是 2008 年以来首次出现的现象。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，与工业生产指数的运行态势基本吻合。制造业产出为可贸易品，更容易受到低迷外部经济环境的影响。尽管工业行业占美国 GDP 的比例较低，但工业生产指数是经济运行的重要同步指标，其运行态势需要加以重视。

图表 1 PMI 指数有所回落

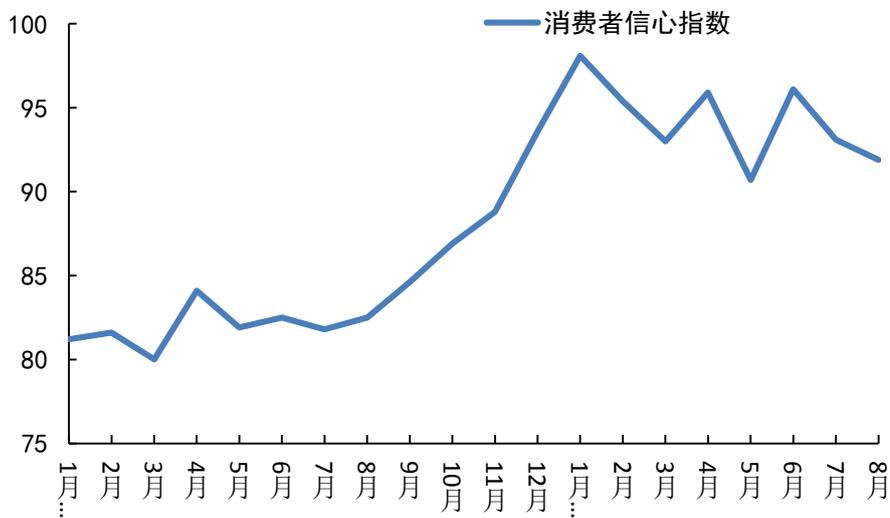


数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

消费支出
仍较为稳
健

消费者信心波动，消费支出仍较为稳健。9月密歇根大学消费者信心指数从8月的91.9降至87.2，其中现状指数为100.3，为去年10月以来新低，近期金融市场的波动对消费者心理预期产生影响。但消费支出的基本面支撑尚较为稳健，家庭财务状况取得显著改善，家庭资产负债率在2009年创下29.9%的高位后逐步下降，2014年初~2015年2季度稳定在20.7%左右，就业岗位数和人均工资保持稳步增长，家庭可支配收入不断提高，7~8月份零售额环比增速折年率稳定在4.8%左右。

图表2 消费者信心有所波动

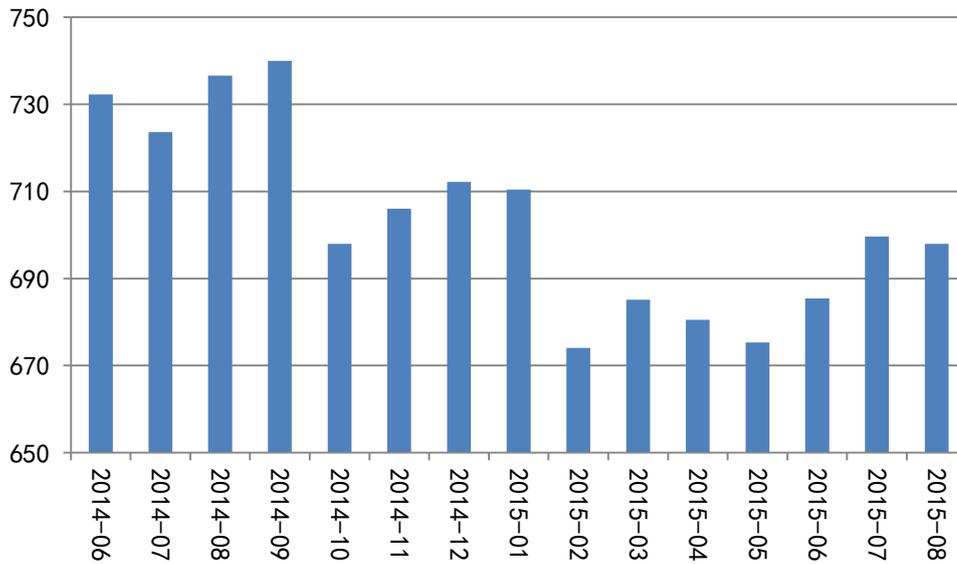


数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

企业投资
有低位恢
复迹象

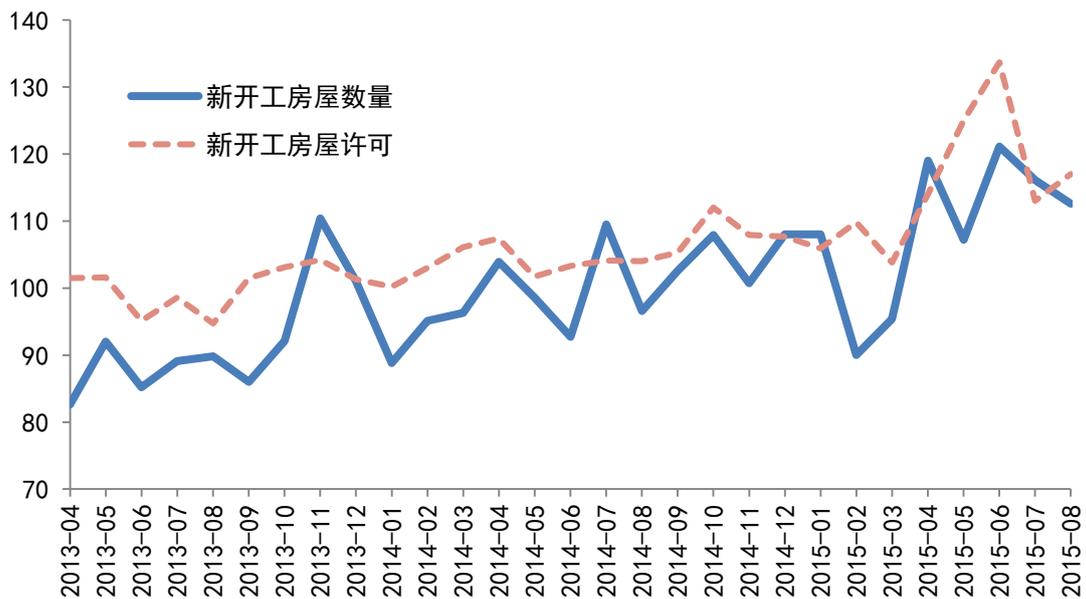
企业投资有低位恢复迹象。近期美国企业投资并不活跃，上半年企业投资（含建筑投资、设备投资和无形资产投资）对GDP增长平均贡献0.37个百分点，比2013-2014年0.74个百分点的均值有显著回落。但从5月开始非国防资本品订单出现上升态势，该指标大致对应企业投资的主体部分即设备投资。说明随着经济形势的逐渐好转，企业有追加产能的动力。

图表 3 资本品订单有回升迹象 (单位: 百万美元)



数据来源: CEIC, 世界经济预测与政策模拟实验室

图表 4 房地产市场波动但无大碍 (单位: 百万套)



数据来源: CEIC, 世界经济预测与政策模拟实验室

房地产市场保持缓慢上升

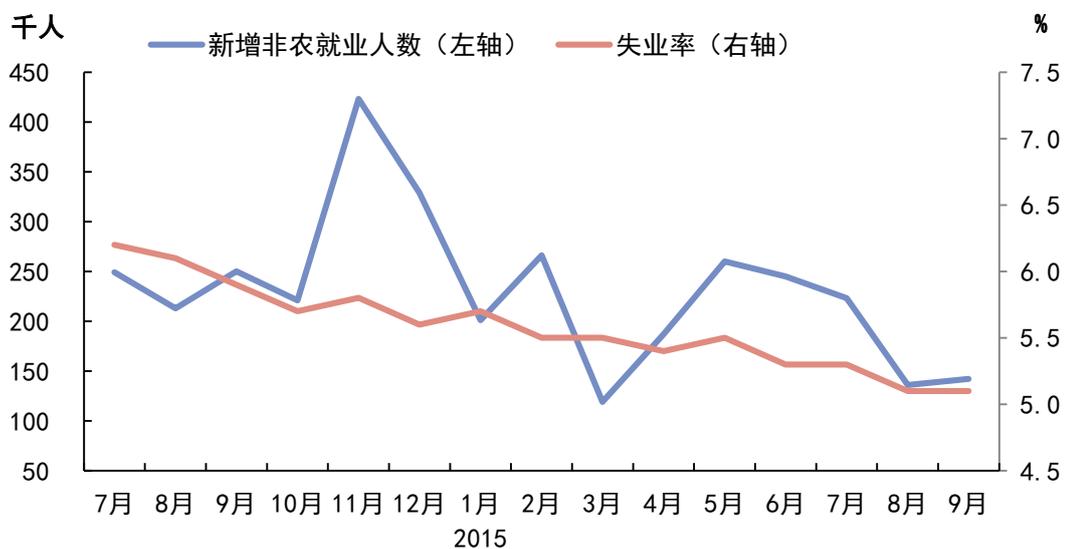
房地产市场继续缓慢上升。2015年1~7月房地产价格指数同比增长保持在5.0%左右, 房地产景气指数缓慢攀升, 开发商对市场的信心仍在增强。

2015年6月美国住宅新开工数量达到121万套的危机后峰值，7~8月有所回落，分别为116万套和113万套。但这种数据调整主要是部分州调整房地产税收政策的结果，开工量仍处于相对高位。业内人士估计，金融危机前美国新开工房屋量的稳态大约为150万套/年，因为老龄化进程加快，金融危机后大约为120万套/年，目前开工量已接近新稳态。

州与地方政府开支有所增长。2015年2季度联邦政府真实开支零增长，联邦政府压缩预算赤字的努力仍然在发挥效果；州与地方政府开支对GDP增长贡献0.46个百分点，与联邦政府形成鲜明对比。随着居民收入的上升，政府税收逐渐增加，政府财政状况有所好转，其中州与地方政府的效应更为明显。雇员开支是政府部门最重要的经常性开支，5~8月联邦政府、州政府、地方政府的雇员数量分别增长0.11%、0.26%和0.46%，州与地方政府的成长势头好于联邦政府。

州与地方
政府开支
有所增长

图表5 劳动力市场继续稳步改进



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

劳动力市
场喜忧参
半

劳动力市场喜忧参半。8月失业率为5.1%，已低于金融危机前长期均值；首次申请失业救济人数已连续35周低于30万人，创1973年以来的最好记录，近期该指标只有小幅波动，美国企业经营形势与雇佣关系较为稳定，裁员速度较低，没有将更多工人推入失业群体。7月新增非农就

业为 22.3 万，保持相对高位，但 8~9 月回落到和 17.6 万和 14.2 万人，说明企业雇佣新员工的动力有所减弱。

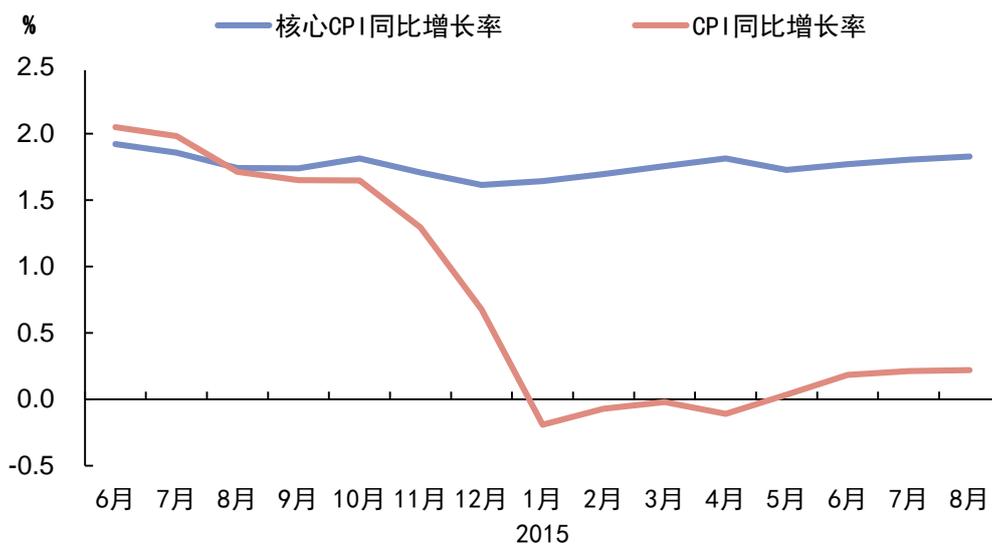
2009 年以来美国劳动参与率波动下降，2015 年 6~8 月劳动参与率连续保持 62.6% 不变，但 9 月又跌至 62.4% 并创造金融危机结束以来的新低。影响劳动参与率的因素很多，人口老龄化、退休人口的增加可能会引起劳动参与率趋势性下降，失业保险福利水平会影响劳动者的就业激励，而劳动力市场的周期性变化也会影响工人寻找工作的信心。9 月的短期数据下挫说明劳动力市场又出现负面动态。

通货膨胀
仍低于联
储调控目
标

通货膨胀低于联储调控目标。受大宗商品价格下降的影响，整体 CPI 处于低位，7~8 月同比增长保持在 0.2% 左右；排除食品和能源后的核心 CPI 同比增长保持在 1.8% 左右，仍然低于美联储的调控目标。近期 PPI 有轻微下降态势，对 CPI 产生向下动力。

美国资本品价格增速缓慢，设备类资本品价格有所下降，企业持有过剩产能的成本降低，因此美国的工业产能利用率比较低，富余产能的存在有利于降低通胀；而且工资增长缓慢，企业单位劳动力成本增速较为稳定。这些因素使得美国有可能在较长期内保持温和通胀。

图表 6 通货膨胀仍低于联储调控目标



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

股票市场
小幅下挫

股票市场小幅下挫，美元汇率相对稳定。受美联储加息预期等因素影响，美国股票市场从 2015 年初开始停止过去数年的连续上涨态势，2~8 月道琼斯价格指数和标准普尔价格指数分别累计下降 8.9% 和 6.3%，但降幅尚较为温和。年初以来美元指数也停止过去数年的升值态势，开始保持相对稳定。尽管国际金融市场的动荡波及到美国，但美国温和而稳健的增长势头使外部冲击的程度较弱。

二、经济政策走势

政府关门
得以避免

政府关门得以避免。白宫和国会围绕预算和政府拨款的斗争从未停息，2015 年 9 月底财年结束之前各方围绕医疗保障、社保支出等传统议题继续争论，而且伊朗核协议实施、生育服务(Planned Parenthood)等方面的拨款成为政治敏感议题。部分保守共和党众议员威胁如果政府继续拨款支持生育服务机构，将联合起来迫使议长博纳下台，但博纳突然主动宣布辞职降低了部分议员的政治杠杠，有利于拨款协议的达成。

在参议院通过截止到 2015 年 12 月 11 日的拨款法案之后，众议院于 9 月 30 日投票通过该法案，避免了 2013 年联邦政府关门事件的重演。目前国会领袖和白宫正在磋商正式政府预算，而且期望预算能够支撑未来两年的政府开支，避免在 2016 年大选年出现过于激烈的预算纷争。

年内加息
概率较大

美联储年内加息概率较大。9 月 17 日 FOMC 会议之前市场普遍预期联储将开启加息进程，但联储出人意料地宣布将保持 0~0.25% 的目标利率不变。美国劳动力市场已接近理想状态，但近期外部经济环境的低迷和金融市场波动引发联储的担忧，再加之通胀率仍低于长期调控目标，美联储此刻仍缺乏启动加息的充分理由。

随着经济的温和改进，加息预期更加强烈。17 个 FOMC 参会者中有 13 个预期 2015 年内会有一次加息，因此 10 月底和 12 月中旬的两次议息会是关键时点。

当然即使启动加息，节奏也将较为缓和，短期内并不会改变真实利率为负的局面，而且美联储持续将到期债券收入再投资购买债券，高达 4.5

万亿美元的联储资产负债规模不会迅速收缩（2006 年为 8 千亿美元），美国货币政策整体上将仍然较为宽松。

三、经济形势展望

预计 3~4 季度 GDP 增速将为 2.3%~2.5% 左右。在美国 2 季度 3.9% 的高增长之后很可能出现技术性回调，再加上外部经济环境低迷对美国制造业带来负面影响，近期工业生产、消费者信心、新增非农就业等数据出现回落，预期 3 季度增速会回落到 2.3% 左右。但整体上美国仍保持向好态势，家庭资产负债表修复取得显著改善，房地产市继续缓慢上升，失业率已经低于金融危机之前，州与地方政府的开支明显增长，经济将继续保持温和增长，预计 4 季度 GDP 增速将恢复到 2.5% 左右。

预计 3 季度
GDP 增速将
有所回调

在油价下降的一次性冲击减退之后，美国通货膨胀有温和的上升动力。但考虑到较低的工业产能利用率、较低的劳动力成本增速，美国有望在相当长时期内保持相对温和的通货膨胀。

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。

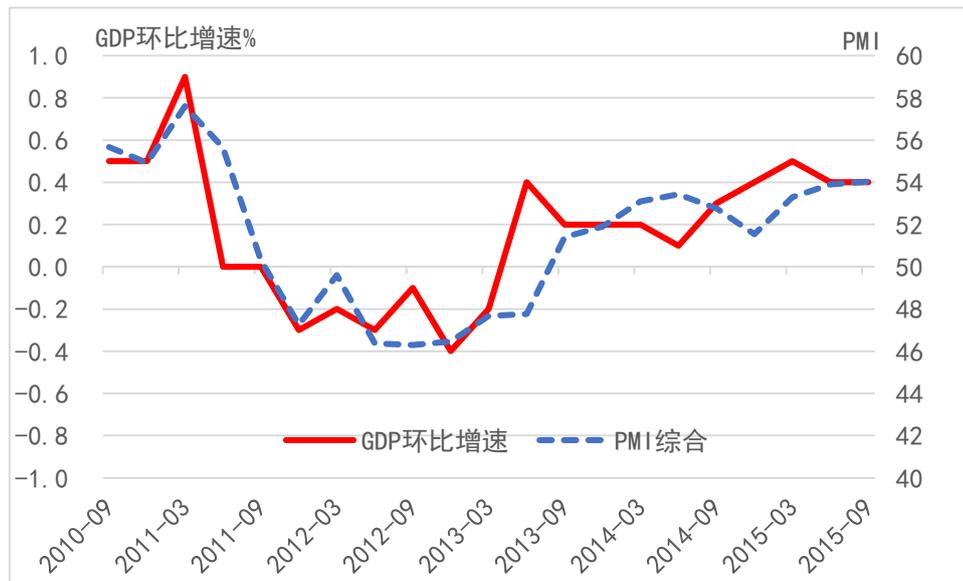
一、经济持续温和复苏

经济持续温和复
苏

2015年第3季度，预计欧元区实际GDP季调环比增长率为0.4%，与上季度环比增速持平。第3季度，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，经济增长仍维持着不错的动能。

分国别看，德国、法国、意大利的经济在第3季度继续稳步扩张。同2季度相比，德国制造业PMI和服务业PMI都有所上升，综合PMI达到54.3，远高于上一季度的53.5。法国服务业PMI虽较上一季度有所回落，但依旧处于扩张区间，且好于市场预期，制造业PMI则增长了0.1。与此相反，意大利服务业PMI第3季度表现出色，8月录得54.6，为2009年以来的最高值，而其制造业PMI在7-9月的均值也达到了53.9，略逊于上季度的54.5。

图表 7 欧元区经济温和复苏

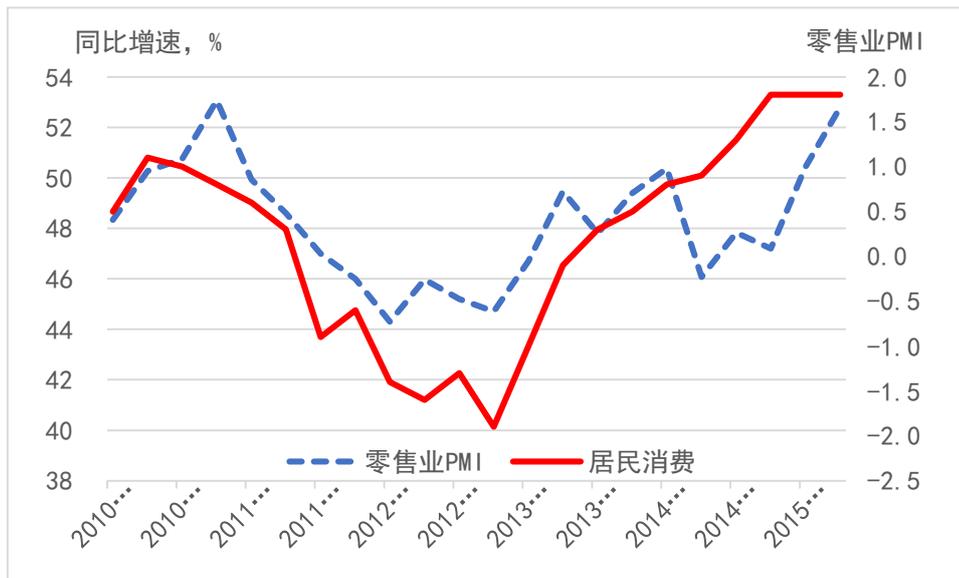


数据来源：欧央行、Markit；CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

居民消费支出增
长平稳

7-8月，欧元区零售业 PMI 均值为 52.8，大幅超过上季度的均值 50.4，而在居民消费支出方面，2015 年第 2 季度，欧元区居民消费支出同比增长 1.8%，季调环比增长 0.4%，与 1 季度增速持平，延续了自 2014 年第 3 季度以来的稳步增长态势，反映出欧元区居民消费支出基本面稳固。结合这两方面数据，可以看出第 3 季度欧元区居民消费支出应能维持较为平稳的增长速度。

图表 8 居民消费支出增长平稳



资料来源：欧央行、欧盟委员会，CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

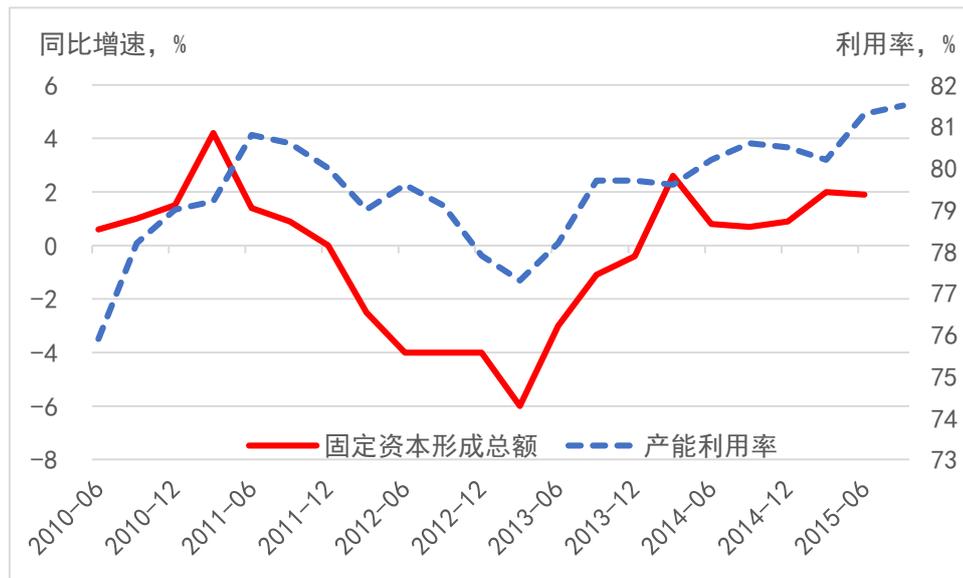
消费者信心显著
下滑

第 3 季度欧元区消费者信心指数经季调后均值为-7.07，较上季度的-5.27 有显著下滑，德国 GfK 消费者信心指数也同样较上季度下降了 0.1 个点，表明欧元区消费者对全球经济前景担忧加重。第 3 季度全球金融市场震荡、家庭财富状况恶化也在一定程度上对消费者信心指数形成拖累。

投资增长放缓，
但生产动能依旧
良好

2015 年第 2 季度，欧元区固定资本形成总额同比增长 1.9%，较第 1 季度低 0.1 个百分点。在最近的四个季度，季调后的固定资本形成总额环比增幅依次为 0.3%、0.6%、1.4%和 -0.5%，固定资本投资对实际 GDP 增速的拉动也在连续三季度做出正向贡献后，重新回归负值，表明欧元区固定资本投资在经济前景不明朗的影响下有一定程度的放缓。不过第 3 季度欧元区的制造业产能利用率仍在高位，为 81.5%，比上季度提升了 0.2 个百分点，7 月工业生产指数同比增长 1.9%，营建产出指数同比增长 1.8%，表明欧元区整体生产动能依旧良好。

图表 9 欧元区投资增长放缓

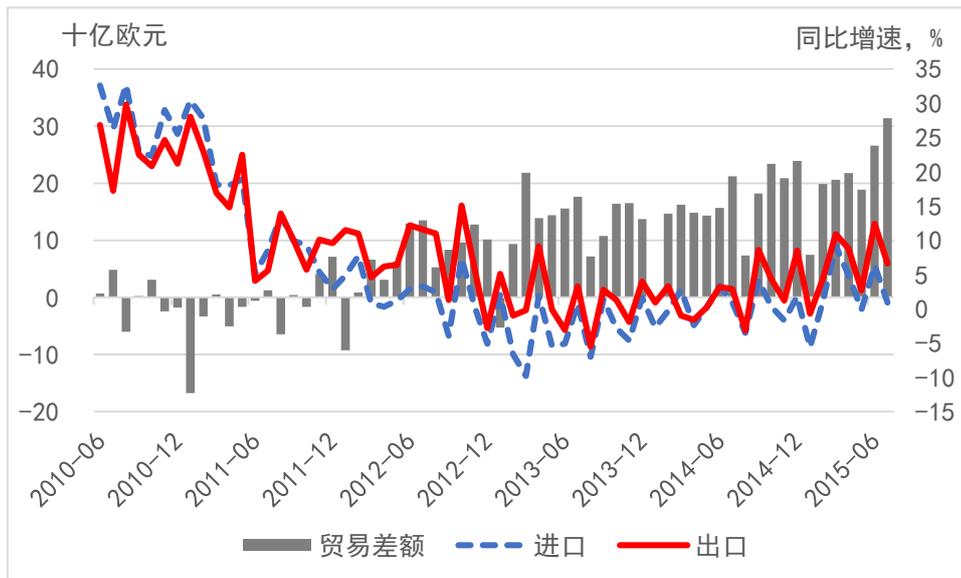


资料来源：欧央行，Markit 公司；CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

贸易顺差创新高

2015 年第 2 季度，净出口成为支撑欧元区经济增长的主要动力，其对实际 GDP 增速的拉动达到 0.3 个百分点。进入第 3 季度，欧元区商品贸易出口和进口的同比增速都较上季度均值有小幅回落，但出口额依旧显著高于进口额。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。这表明疲软的欧元在 3 季度继续通过促进出口、抑制进口的方式刺激经济增长。

图表 1 0 贸易顺差创新高



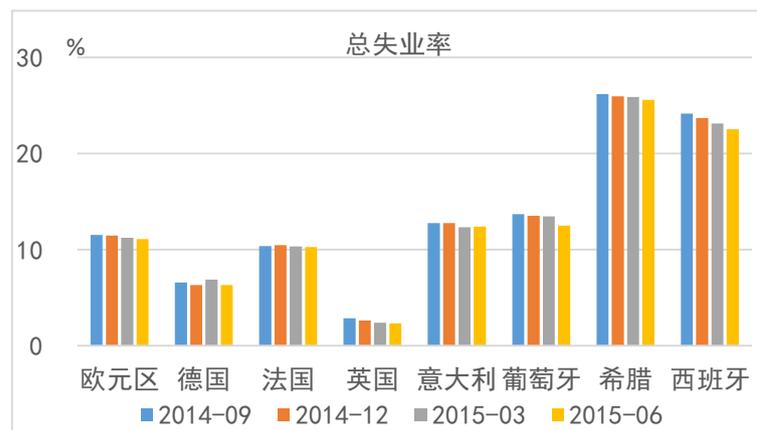
资料来源：欧央行，Markit 公司；CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

二、劳动力市场温和改善

就业信心略有下
滑

受全球经济前景不明朗的影响，欧元区就业信心略有下滑，区内 19 国工业企业对未来就业的信心今年 7-8 月比上季度均值下降了 0.8 个百分点，但欧盟 28 国工业企业就业信心较上季度均值回升了 0.1 个百分点，表明整体信心仍属良好。

图表 1 1 欧元区失业率持续回落



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。

失业率继续下降

欧元区季调总失业率今年 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。

同上季度相比,7月英国、法国和德国的失业率基本维持不变,而意大利和葡萄牙受益于服务业的活跃,7月失业率均降低了0.4个百分点。

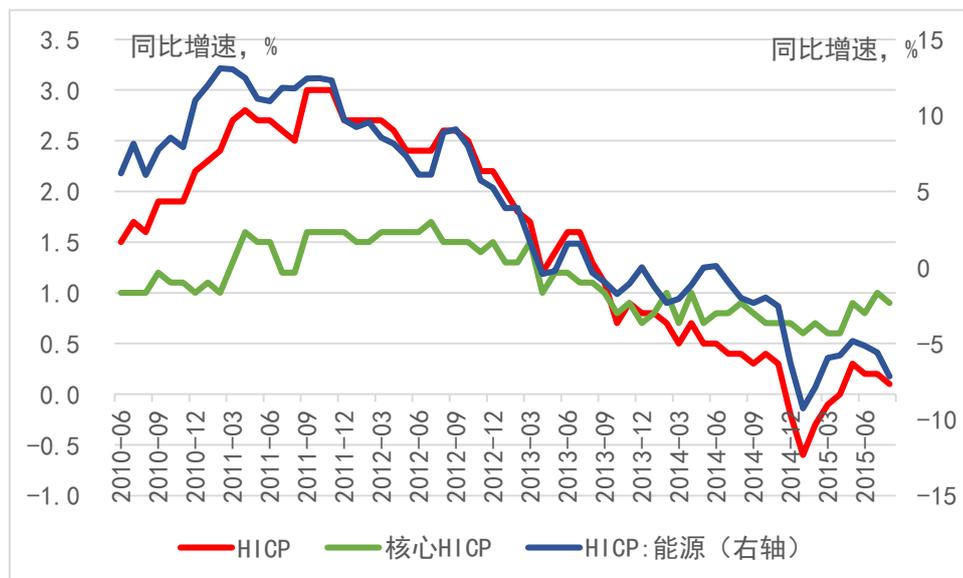
欧元区青年(15-24岁)季调失业率也延续了下降态势。7月欧元区青年失业率为21.9%,比上季度均值下降0.4个百分点,降势已持续10个季度,累计下降2.5个百分点。失业率下降,有利于增加居民收入,促进消费。

三、通胀预期疲软

通缩压力仍存

7-9月,欧元区消费者调和价格指数(Harmonised Indices of Consumer Prices, HICP)同比上涨0.1%,较上季度的均值0.17%显著下滑,9月HICP同比更跌为负值,为今年3月欧央行实施政府债券购买计划以来首次,显示欧元区通缩压力仍存。不仅如此,7月,欧元区生产者物价指数(Producer Price Index, PPI)月率下跌0.1%,年率下跌2.1%。作为通胀的前瞻性指标,PPI下滑也表明欧央行的刺激政策并未能有效提振欧元区的通胀水平。

图表 1 2 欧元区通缩压力仍存



资料来源: 欧盟统计局, CEIC, 世界经济预测与政策模拟实验室。

能源价格进一步下降是通胀走软的主因

今年第3季度，英国伦敦布伦特原油和美国 WTI 原油平均现货价格分别为 50.3 美元和 46.1 美元，比第2季度均价分别下跌了 18.8% 和 20.5%。受其影响，欧元区能源消费品价格也显著下降，7-8 月，欧元区能源消费品价格同比增长-6.4%，比上季度下滑 1.1 个百分点，而剔除能源和非加工食品的核心消费品价格同比增长 0.9%，与上季度基本持平，表明油价下跌依旧是压低欧元区通胀的主要原因。

四、第4季度经济缓慢增长

第4季度，受全球经济放缓以及供给过剩的影响，油价在短期内难以大幅攀升，并将继续为欧元区通胀水平带来下行压力。不过，欧元区整体经济活动仍处于扩张区间，宽松的货币政策也将继续支持商品贸易出口，因此仍有足够的动能支撑欧元区经济温和复苏。同时，随着希腊大选的尘埃落定以及在难民问题上共识的达成，由政治不确定性所带来的风险逐渐减小，有助于经济的平稳增长，预计4季度 GDP 将环比增长 0.4%，与第3季度持平。

私人支出将缓慢增长

居民消费支出增速放缓。受经济前景不明朗、居民消费信心有所下滑的影响，第4季度居民消费支出将延续3季度缓慢增长的态势，逐步趋稳。而在投资方面，较低的大宗商品价格以及宽松的货币环境，将继续为企业的融资和投资行为提供支持，但下滑的投资者信心指数和经济情绪指数有可能部分抵消前者所带来正面效应，使得整体投资水平的增长势头保持在较弱的区间。

就业温和改善

劳动力市场将温和改善。随着欧元区经济弱复苏态势的延续，制造业和服务业活动扩张，未来一段时间内的就业将逐步改善，失业率将进一步下降，但下降速度将有所减缓。

通胀难有起色

预计第 4 季度欧元区 HICP 将继续维持在低位。4 季度，国际原油市场上将延续供给过剩的局面，这将导致石油价格在短期内难以大幅攀升，继续给欧元区通货膨胀水平带来下行压力。同时，新兴市场经济增长的放缓可能会对欧元区增长前景造成冲击，进一步抑制消费者价格指数的上扬。

量化宽松政策或将加码

若欧元区通胀前景进一步恶化，欧央行或将加码量化宽松政策。9 月欧央行已下调欧元区的通胀预期，行长德拉吉等央行决策者也多次公开表示，必要时将采取更多刺激措施以提振欧元区的通胀水平。目前由于核心 HICP 表现尚属良好，短期内欧央行仍将保持观望态度，但若 4 季度通胀表现显著恶化，通缩风险增大，则预期欧央行年底前有可能采取行动，扩大资产购买计划。

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。

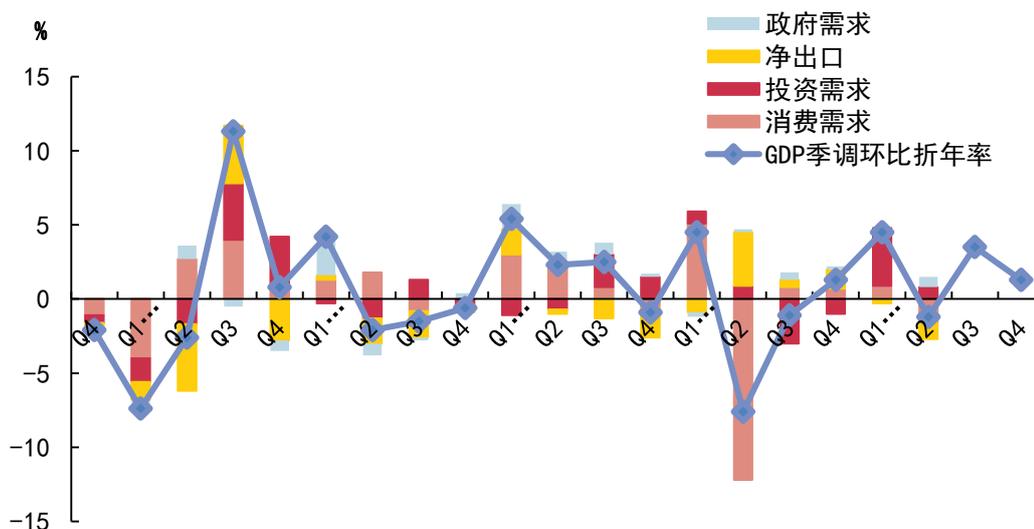
一、经济增长有所改善

日本经济增
长有所改善。

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%，全年增长1.0%左右。第2季度受消费特别是出口大幅下降的影响，实际GDP季调环比折年率在连续两个季度正增长之后重新转为-1.2%。具体来看，公共部门贡献最大，为0.7个百分点；私人消费和私人部门设备投资的贡献均为负，分别为-1.6和-0.5个百分点，私人部门合计贡献-0.8个百分点；出口贡献-3.3个百分点，进口贡献了2.2个百分点，净出口的贡献是-1.1个百分点。

预计第3季度不会延续上个季度的负增长。首先，质量并举的宽松货币政策将继续压低长期利率、降低投资成本从而为私人部门投资创造条件，而日元贬值常态化也有利于日本出口的恢复，特别是对复苏势头相对稳健的美国等发达市场的出口。其次，2014年的预算盈余为2015年后半年的财政刺激留下了空间。第三，企业利润和投资意愿的增加也能促进私人部门投资，而雇员收入的改善则有利于消费的增加，7月实际消费支出季调环比增长0.6%。再考虑到第2季度较低的基期，预计2015年第3季度日本实际GDP季调环比增长折年率为3.5%左右。

图表 13 日本经济缓慢回升

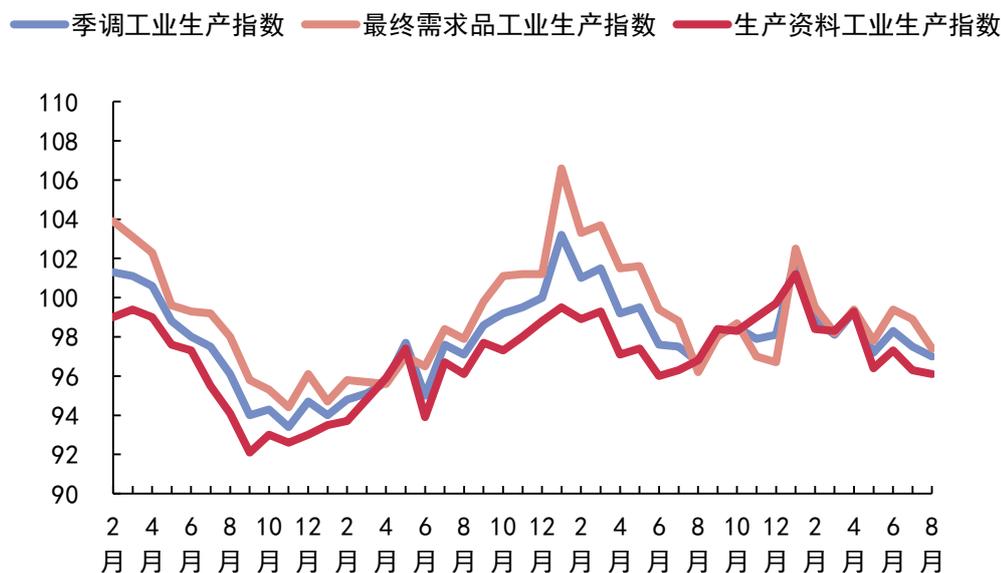


数据来源：日本内阁府，世界经济预测与政策模拟实验室

工业生产延续下滑态势。

工业生产延续下滑态势。日本工业生产 2015 年持续滑坡。第 1 季度季调工业生产指数、最终需求品工业生产指数和生产资料工业生产指数分别为 99.7、100.1 和 99.3。第 2 季度分别为 98.3、98.9 和 97.7。进入第 3 季度后下滑态势仍在延续。7 月和 8 月平均来看，季调工业生产指数、最终需求品工业生产指数和生产资料工业生产指数分别为 97.3、98.2 和 96.2。

图表 14 日本工业生产指数下滑



数据来源：日本经济产业省，世界经济预测与政策模拟实验室

进口额和出口额环比下滑放缓，而出口同比仍然增长，贸易逆差缩小。

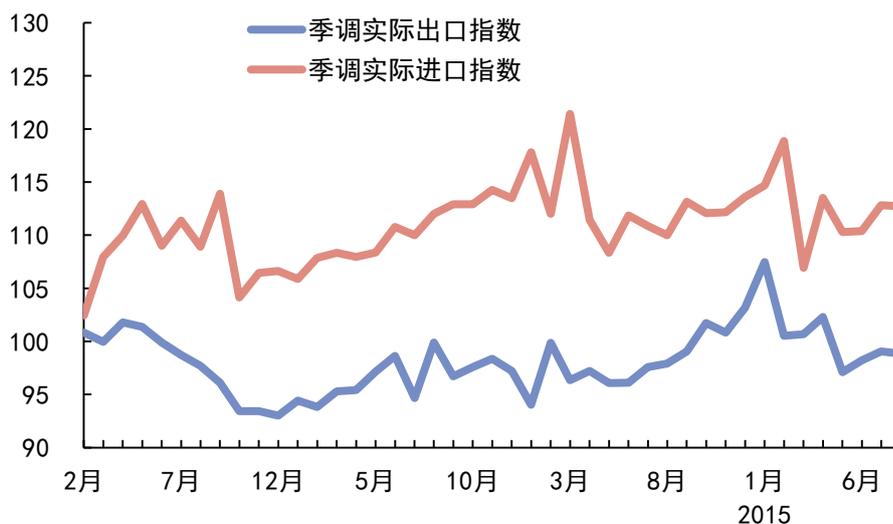
进口出口环比下滑放缓，而出口同比增长，贸易逆差缩小。上个季度，日本季调实际出口指数和季调实际进口指数分别为 99.20 和 111.41，较 1 季度的 102.89 和 113.49 有所下滑。进入第 3 季度后，下滑势头有所遏制，进口指数还有反弹迹象。7 月和 8 月平均来看，季调实际出口指数和进口指数分别为 98.95 和 112.77。

同比来看，第 2 季度出口增长 6.72%，较上季度的 9.05% 有所下降；进口增长 -5.15%，较上季度的 -9.33% 有所回升。进入第 3 季度，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 月合计来看，出口同比增长 5.45%；进口同比增长率为 -3.12%。

累计来看，2015 年 1-8 月出口合计 50.35 万亿日元，同比增长 7.26%；进口合计 52.92 万亿日元，同比增长率为 -6.32%。贸易逆差由上年同期的 9.55 万亿日元缩小至 2.57 万亿日元。

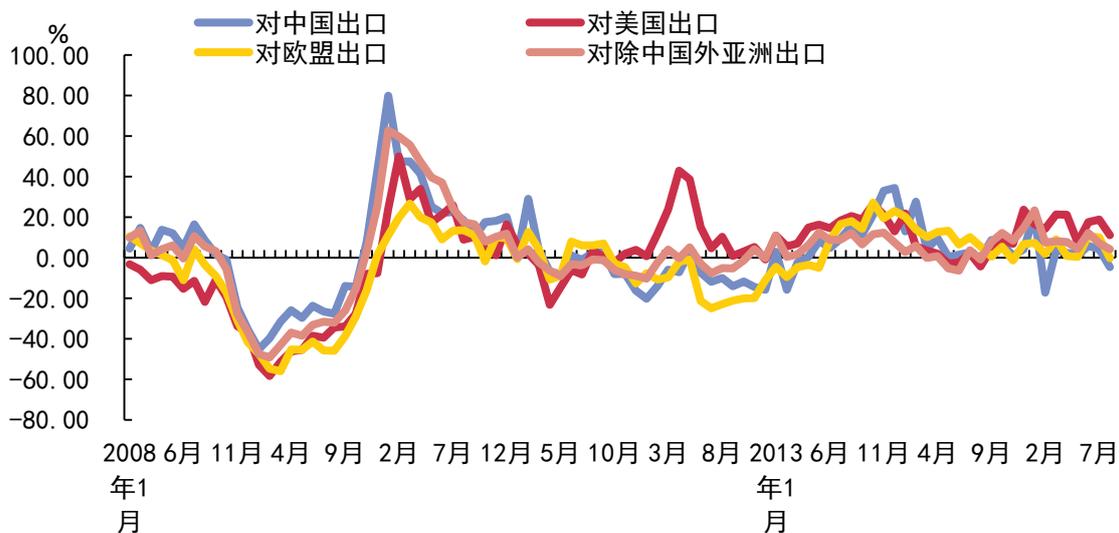
分国别或区域来看，2015年上半年日本对中国的出口增速有所提升，但对美国、欧盟及亚洲其他国家的出口增速则呈下降态势。第1季度日本对中国、美国、欧盟及亚洲其他国家的出口同比增速分别为1.27%、17.47%、6.19%和12.51%；第2季度日本对中国、美国、欧盟及亚洲其他国家的出口同比增速分别为3.11%、15.72%、3.95%和8.17%。进入第3季度，除对欧盟出口同比增长率有所上升外，对其他主要地区出口增速均放缓，对中国甚至出现了负增长。7、8月份合计数据显示，中国、美国、欧盟及亚洲其他国家的出口同比增速分别为-0.22%、15.13%、5.10%和5.66%。

图表 15 日本进口及出口增长下行势头有所遏制



数据来源：WIND数据库，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 16 日本对主要贸易伙伴商品出口增长下降



数据来源：WIND数据库，世界经济预测与政策模拟实验室

二、通胀目标实现难度很大

日本经济景气呈现回升迹象，但通货膨胀目标实现难度很大，日元贬值带来的风险仍在。

提升消费税冲击之后开始下行的景气指数一致性指数和先行指数在 2015 年上半年下行趋势得到遏制，但进入第 3 季度后出现回升乏力的迹象。其中，一致性指数 2015 年第 2 季度为 113.0，较上季度的 112.9 有所上升。进入第 3 季度升势放缓，7 月为 113.1。先行指数第 2 季度为 106.1，较上季度提升了 2 个点，但 7 月回落至 105.0。尽管如此，景气仍然保持回升的趋势。

从生产投资方面的先行指标来看，设备投资及住宅投资均有所回升：机械新增订单由 2015 年第 1 季度同比增长 0.1% 上升至 2 季度的同比增长 17.9%；住宅新开工面积由 2015 年第 1 季度同比增长 -8.79% 上升至 2 季度的同比增长 4.14%。进入 3 季度，住宅新开工面积增长势头得以延续，7 月同比增长 4.55%。

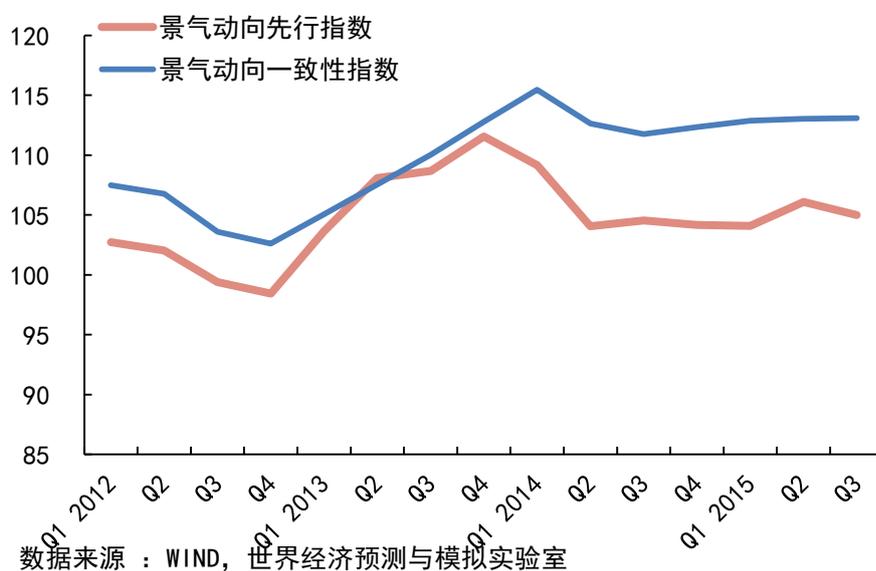
制造业及服务业 PMI 双双回升。2015 年第 3 季度，日本制造业及服务业 PMI 分别为 51.3 和 52.1，较上季度的 50.3 和 51.5 均有所回升。

从就业方面看，2015 年经季节性调整后日本失业率维持较低水平，第 1 季度为 3.50%，第 2 季度进一步下降至 3.33%，进入第 3 季度略有上升，7、8 月份平均为 3.35%。季调就业人数环比有所下降，第 2 季度较上季度下降了 0.16%。进入第 3 季度，仍呈下降势头，7 月较上月下降了 0.20%。

有效求人倍率进一步提升，2015 年 2 季度为 118，较上季度增加 3 个单位。进入第 3 季度维持增加趋势，7 月有效求人倍率为 121，这意味着日本就业岗位充足，每对应 100 个求职者就有 121 个就业岗位，为该指标 1992 年 3 月份以来最佳。

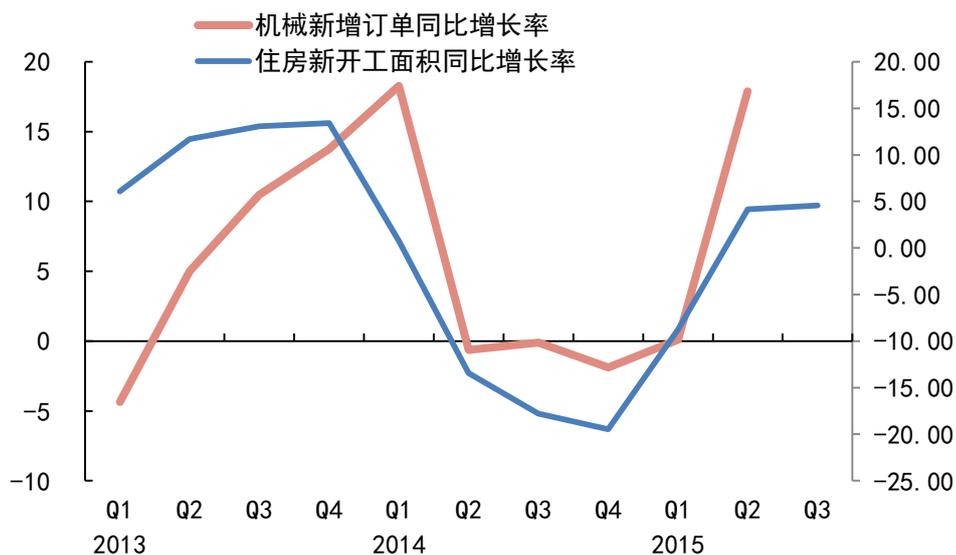
尽管日本失业率维持低位，就业者并未因此牺牲薪酬而处于隐蔽性失业状态，这说明日本劳动力市场是有效的。日本劳动调查显示，2015 年 2 季度月均劳动现金收入 32.3 万日元，较上季度提升了 5.5 万日元。进入第 3 季度后继续有所提升，7 月劳动现金收入提升至 36.9 万日元。日本劳动收入增长比较稳定。

图表 17 日本景气先行指数回升乏力



注：2015 年第 3 季度为 7 月值。

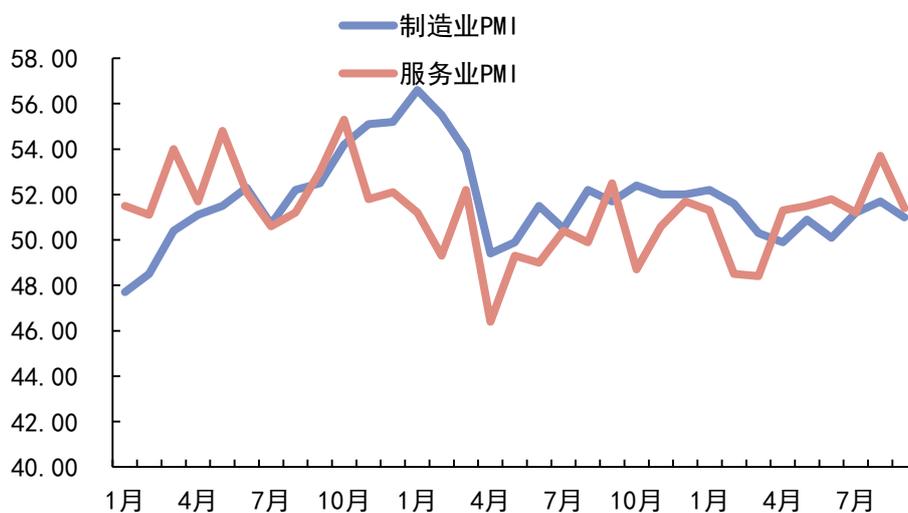
图表 18 设备与住宅投资先行指标有所回升



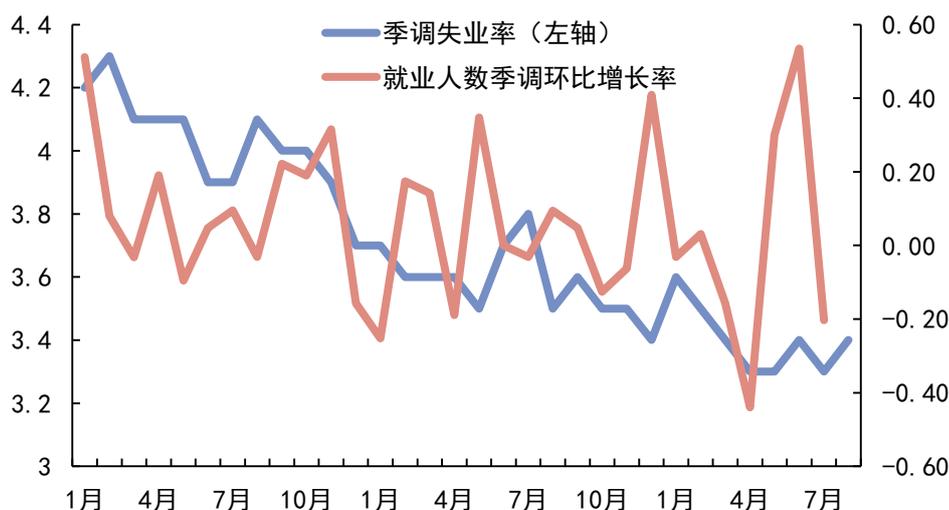
数据来源：WIND，世界经济预测与模拟实验室

注：2015年第3季度的开工面积同比增长率为7月数据。

图表 19 日本制造业 PMI 回落但仍在荣枯线上方



图表 20 日本失业率仍在较低水平



数据来源: WIND, 世界经济预测与政策模拟实验室

通胀目标实现难度大,对美元维持相对较低汇率水平。

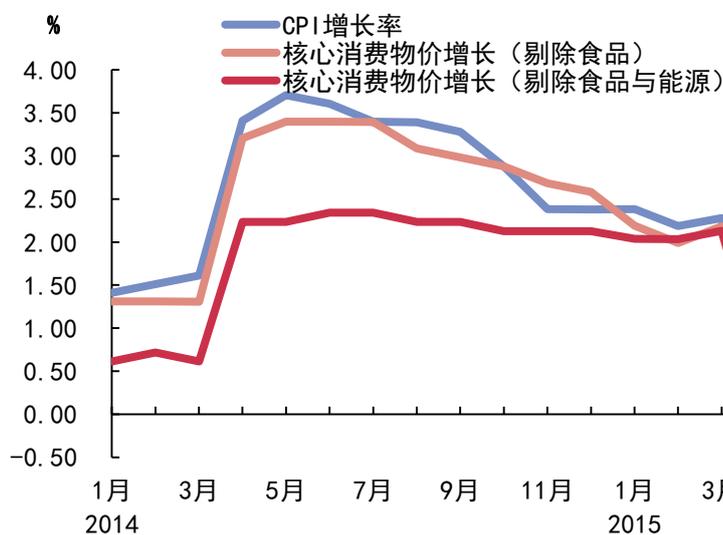
通胀目标实现难度很大。2015年,日本央行继续推行大规模宽松货币政策,但两年内实现2%通胀目标的难度较大。2015年6月日本银行议息会议继续维持每年扩大80万亿日元基础货币的刺激政策不变。进入2015年3季度以来,日本通胀率呈下行趋势。7月及8月CPI同比增长率、剔除食品的核心消费物价同比增长率以及剔除食品与能源核心消费物价同比增长率均值分别为0.2%、-0.1%和0.7%,第2季度上述指标分别为0.5%、0.1%和0.4%。除了剔除食品及能源的核心物价外,其他两项CPI增长率均有所下降。这意味着日本走出通缩实现央行2%通胀目标的道路还很漫长。野村证券研究团队认为日本2016财年核心消费者物价指数(CPI)年率平均水平只有1.2%。

日元对美元维持相对较低汇率水平。受大规模宽松货币政策影响,日元对美元在2015年仍维持相对较低汇率水平。2015年第1季度日元对美元中间汇率约为1美元兑换119.07日元,第2季度上升至1美元兑换121.35日元,第3季度进一步上升至1美元兑换122.23日元。2015年8月下旬以来,日元对美元有小幅升值,由1美元兑124日元左右,升值至1美元兑120日

元左右。但从长期水平看，日元对美元汇率仍然维持在相对低位。

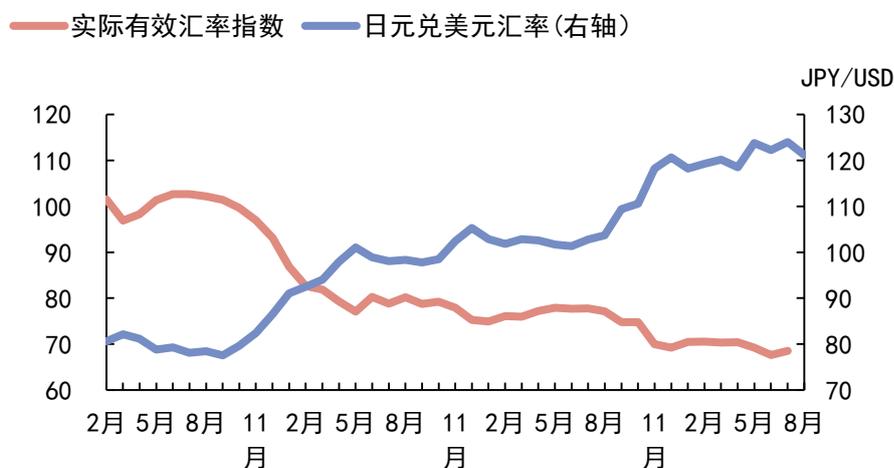
日元汇率较低虽然有利于大型出口企业，但加重了小企业和进口商的生产成本，并且损害了家庭的可支配收入。日本首相顾问滨田宏一曾指出，考虑到购买力平价，1美元兑105日元是合适的汇价。按此标准，日元已经过度贬值。过度和长期的贬值对经济增长的负面效果会大于刺激作用。

图表 21 日本通缩压力仍然存在



数据来源：日本总务省统计局

图表 22 日元对美元贬值加剧



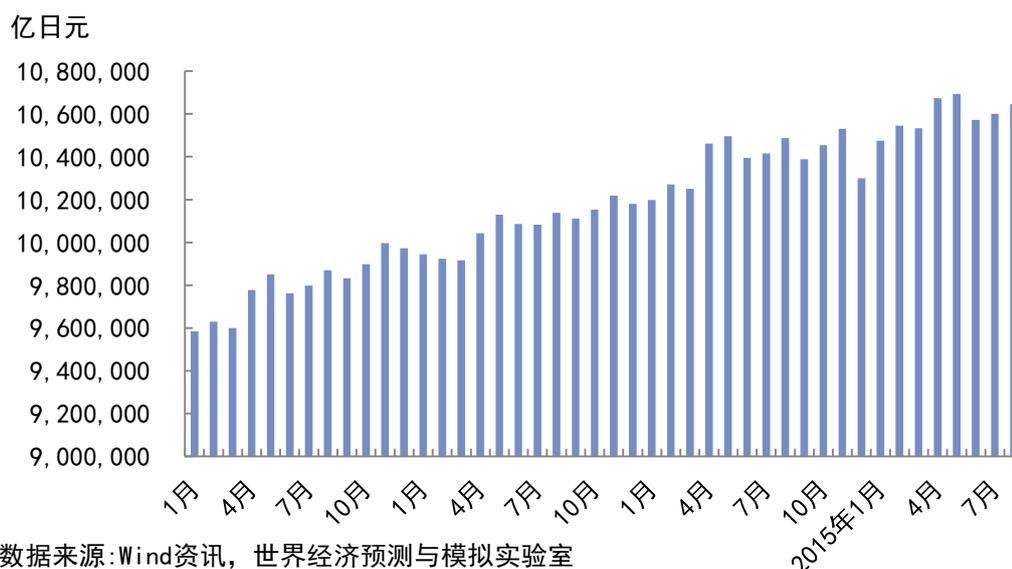
数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

公共债务规模仍在高位。

公共债务规模仍在高位。2015-2016 财年的预算草案计划将支出规模提升 0.4%至创纪录的 96.3 万亿日元（约合 5 万亿元人民币）。由于 2014 年 4 月提升消费税以及公司所得税增加，本财年日本财政收入预计增长 9%，为此，日本政府六年来首次可以缩减国债发行规模至 40 万亿日元以内。这有助于政府在本财年将初级赤字由 2010-2011 财年占 GDP 的 6.6%缩减一半至占 GDP3.3%的目标的实现。尽管如此，日本政府债务压力依旧巨大。2015 年 2 月，日本政府债务达到历史最高水平 1054.55 万亿日元，继 2014 年 11 月之后再次刷新了历史记录。这个记录在 4 月和 5 月连续两次被刷新，这两个月分别为 1067.38 万亿日元和 1069.27 万亿日元。6 月下降至 1057.22 万亿日元，但 7 月和 8 月连续两月上涨，分别为 1060.01 万亿日元和 1064.51 万亿日元。巨额政府债务的可持续性相当程度上依赖于低通胀率。一旦通胀率上升，债务负担将明显扩大，日本将面临债务危机的风险。

日本国会参议院 3 月 31 日通过一项税制修改法案，取消了经济不景气时可停止增税的条款，同时正式决定从 2017 年 4 月开始将消费税税率上调至 10%。这一消费税税率上调期限与此前预定期限相比延迟了 1 年半。

图表 23 日本政府债务规模维持高位

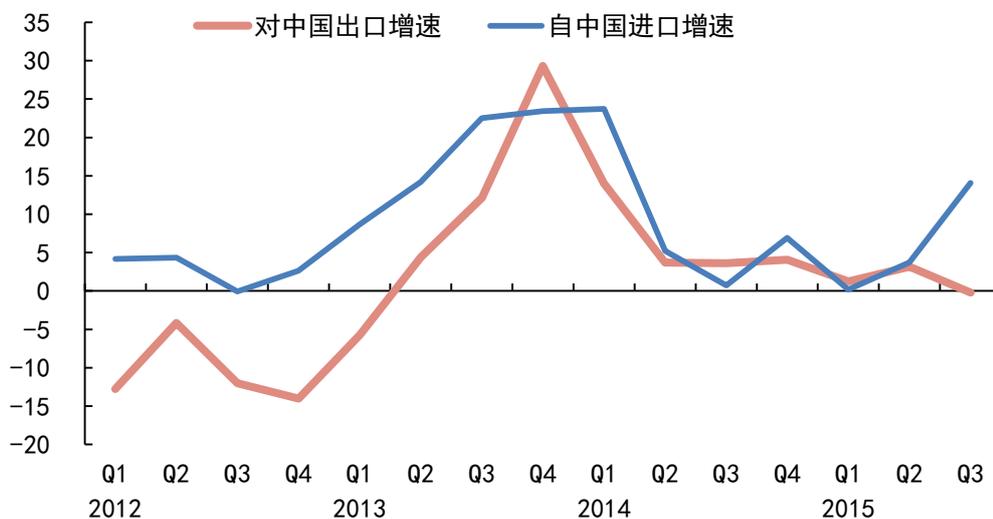


中日政治关系恶化对经济的影响有所缓解,中日贸易有回暖的苗头,日本对华直接投资亦出现改善迹象。

三、对中国贸易投资关系仍未稳定

日本与中国的贸易有回暖迹象,但尚未稳定恢复。从对中国出口增速的变化来看,下行的趋势已经放缓,自中国进口增速甚至有明显反弹。2015年第2季度日本对华出口同比增速3.14%,较上季度的1.26%有所上升,但进入第3季度出现同比负增长,7月与8月对中国出口合计同比增长率为-0.21%。进口方面,2015年第2季度自华进口同比增长3.71%,较上季度的0.20%明显下降,第3季度进一步提升,7-8月合计同比增长率达到14.06%。整体来看,对华贸易增速大幅下滑的趋势已经放缓,但全面恢复尚有待时日。

图表 24 日本对华贸易出现回暖迹象

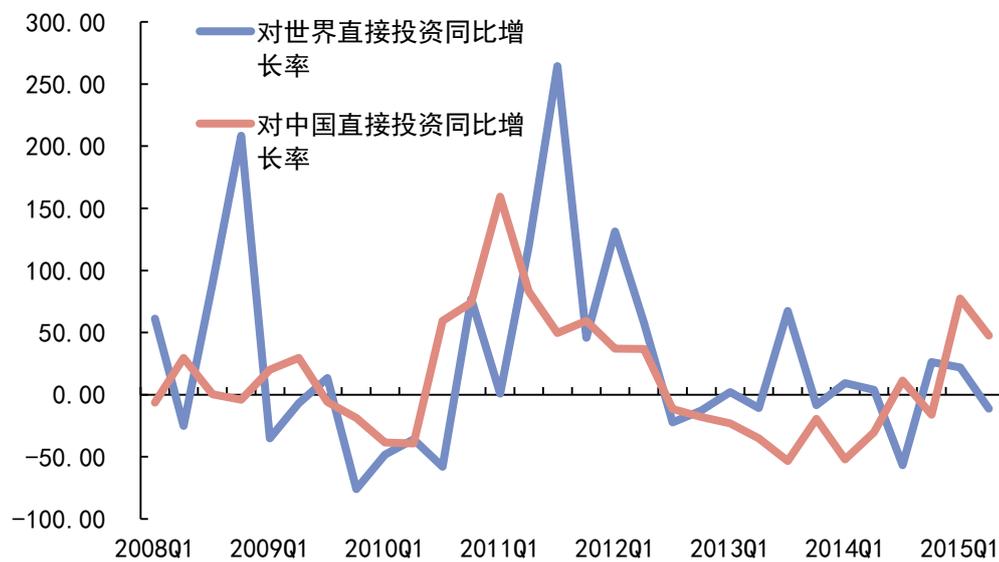


数据来源：WIND，世界经济预测与模拟实验室

注：2015年3季度值为7-8月合计值。

日本对中国直接投资状况有所改善。自中日两国关系恶化以来，日本对华直接投资随之下降。自2011年第1季度同比增长159.28%后，对华直接投资同比增长率直线下落。自2012年第3季度起，连续8个季度出现同比负增长。2014年第3季度首次出现11.4%的同比正增长，但第4季度旋即转为-16.24%。尽管如此，改善的迹象已经出现。2015年第1季度，日本对华直接投资同比大幅增长了77.30%，尽管有基期效应的影响存在，但仍可算作改善的迹象。第2季度维持改善势头，同比增长了47.51%。与日本对全世界直接投资增长情况相比，2011年第2季度以来，对华投资增速总体低于对世界直接投资增速的状况也开始有所变化。2015年第1、2季度，对华直接投资增速都超过了对全世界直接投资增速。特别是，当第2季度对全世界直接投资负增长，但对对中国直接投资仍然维持了较高的增长率。2015年第2季度，日本对华直接投资25.1亿美元，占全部对外直接投资总额304.9亿美元的8.22%。这比上季度7.18%的占比有所提升。尽管如此，对华投资关系是否就此趋向稳定，还不能作确定的结论。

图表 25 日本对华直接投资出现恢复迹象



数据来源：JETRO数据库，世界经济预测与模拟实验室

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%。

一、金砖国家经济增长进一步恶化

3 季度俄罗斯经济增长估计为-4.3%

俄罗斯 3 季度经济增长估计为-4.3%。根据俄罗斯联邦统计局公布的数据，今年 2 季度俄罗斯经济增长同比收缩 4.6%，较上一季度衰退幅度进一步扩大，萎缩幅度为六年来最大。这也标志着俄罗斯经济陷入自 2009 年金融危机以来首次衰退。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。4 月，国际原油尽管出现一轮暴涨，但 5 月、6 月重回跌势。经济制裁方面，继 1 季度美国宣布对俄罗斯制裁延长 1 年后，欧盟在今年 6 月份也决定对俄罗斯的经济制裁延长半年。3 季度将会继续延续 2 季度的衰退走势。从国内各项数据看，7 月和 8 月，俄罗斯固定资产投资较去年同期萎缩 8.5%和 6.8%，社会零售商品总额同比萎缩 9.2%和 9.1%，出口同比萎缩 25.6%和 40.2%，进口同比增速为-38.3%和-41.9%，和上季度相比并没有出现任何改善迹象。工业活动萎缩仍在加剧，7 月和 8 月俄罗斯工业生产同比增速为-4.7%和-4.3%，制造业 PMI 仍处于枯荣线下方，7-9 月分别为 48.3、47.9、49.1，显示未来制造业活动仍将继续走弱。

预计 4 季度
经济增长 -
4.0%， 2015
年全年经济
增长为-4.0%

4 季度俄罗斯经济预计萎缩 4.0%。俄罗斯经济当前基本状况并没有改变，全年仍将保持负增长态势。石油价格走势和欧美经济制裁仍是当前俄罗斯经济面临的两大不确定性因素。3 季度开始国际石油价格再度出现下挫，回到今年 1 季度时的低迷水平，这致使俄罗斯国际收支和财政状况继续承压。尽管欧美分别决定延长对俄罗斯制裁时间，但是并无出台新的制裁措施，我们认为制裁对于俄经济的边际影响已有所降低。未来石油价格走势将会成为影响俄罗斯经济的决定性因素。从国内来看，在国内通胀下降以及经济下行压力下，俄罗斯央行将会进一步宽松货币政策。不过，考虑到目前俄罗斯通货膨胀仍持续在较高水平，俄罗斯央行的降息空间并不是太大。在此情况下，**预计 2015 年经济萎缩 4.0%**。

3 季度巴西
经济增速估
计为-3.0%

巴西 3 季度经济同比增速估计为-3.0%。2 季度巴西经济环比衰退 1.9%，创下逾 6 年来最严重下滑，已经连续两个季度陷入负增长；同比萎缩 2.6%，已经连续 5 个季度陷入负增长。巴西已经陷入技术上的经济衰退。2 季度巴西固定资产投资同比萎缩高达 11.9%，家庭消费萎缩 2.7%，在雷亚尔大幅贬值的推动下，净出口增速表现抢眼，其中出口同比增长 7.5%，进口则下降 11.7%，但是依然无法挽救经济颓势。3 季度巴西国内经济形势依然严峻。持续高企的通货膨胀令巴西央行继续收紧货币供给。8 月巴西通货膨胀已经上升至 9.5%，创下 2004 年以来最高。7 月巴西央行再次将利率提高 50 个基点至 14.25%，为 2009 年 1 月以来最高水平。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。投资方面，巴西热图利奥·瓦加斯基金会对巴西工业企业 2015 年第 3 季度的投资调查发现，企业家投资意向指数为 86，为 2012 年建立该指数以来的倒数第二位低点，环比上升 3.6%，同比萎缩 19.6%。调查显示，未来 12 个月有 19% 的工业企业预计增加投资，有 33% 的工业企业预计会减少投资，减少投资的企业比例

继续超过增加投资企业的比例，预期未来投资萎缩的局面不会出现改变。消费信心继续下探，9月热图利奥·瓦加斯基金会的消费信心指数（CCI）为76.3，同比下降25.9%，环比下降5.3%，目前已经远低于金融危机期间的水平。工业生产活动继续萎靡不振，7月和8月工业产出同比增速均在-9.0%，衰退幅度有所扩大。巴西制造业PMI继续处于枯荣线下方，7-9月分别为47.2、45.8、47.0，制造业将会进一步恶化。

预计4季度
经济增速为-
4.0%，2015
年经济增长
为-3.0%

预计4季度巴西经济增长为-4.0%。当前，巴西政府可实施的政策空间十分有限。从货币政策来看，由于通胀持续高企，高利率的货币紧缩环境在短期内不会改变。从财政政策来看，2014年巴西出现财政赤字325亿雷亚尔，为13年来首次出现赤字。9月，巴西财长宣布将在2016年预算中削减260亿雷亚尔（约68亿美元）开支，同时，将征收包括金融交易税在内的税费，有望实现280亿雷亚尔（约73亿美元）的收入。这些计划虽有利于改善巴西财政状况，但可能在短期内为经济增长带来抑制。从外部环境来看，美联储加息预期逐步迫近，巴西资本外流压力逐步增大，国内信贷条件进一步收紧，债务风险加剧。与此同时，国际大宗商品价格仍处于低位，将继续拖累巴西经济。**预计2015年全年经济增长-3.0%。**

3季度印度
经济增速估
计为7.4%

印度3季度经济增速估计为7.4%。2季度印度经济增长为7.0%，低于预期。经济增速放缓主要来自于服务业的放缓，与此同时，制造业和农业增速也较1季度有所放缓。从支出结构来看，固定资本形成和政府消费同比增速较1季度有所上升，但是私人消费同比增速却有所下降。尽管如此，短期内印度的经济前景依然看好。7月印度的通货膨胀已经降至3.69%，8月通货膨胀的初步估计为3.66%，这为印度央行提供了广阔的货币政策操作空间。9月底，印度央行进一步将利率从2季度的7.25%下调至6.75%，从而可以为消费和投资提供更为宽松的信贷环境。受国际金价和石油价格走低影响，国际收支继续保持稳定。印度工

业活动持续扩张，7月工业生产指数同比增长4.2%，制造业生产指数同比增长4.6%，均保持在较高水平。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。

预计4季度
经济增速为
7.5%，2015
年经济增长
为7.3%

4季度印度预计经济增长为7.5%。2季度经济增速放缓在一定程度上表明当前印度的高速经济增长仍不够稳定，也在一定程度上说明印度政府在改革方面仍面临诸多压力。经济增速放缓体现出印度国内经济结构仍不均衡，这将是印度政府继续推进改革面临的又一道难题。印度的外商直接投资仍在大幅增长，反映出外国投资者对印度经济依然充满信心，但是在建筑、通信、医药以及冶金等工业领域，外商直接投资增幅却在放缓，这要求印度政府应进一步推动相应的改革。从短期来看，宽松的货币政策环境、稳定的财政状况，都增加了政府对于经济体的调控能力，大宗商品价格依然处于低位，继续为印度创造良好的国际环境。**预计全年经济增长7.3%。**

3季度南非
经济增速估
计为1.4%

南非3季度经济增长估计为1.4%。受国际大宗商品价格持续低迷以及国内电力短缺等因素影响，2季度南非经济同比增长1.2%，环比萎缩1.3%，低于此前预期。电力短缺已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。3季度以及未来一段时间内，这一负向冲击将会持续困扰南非经济。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，近期内这一状况不会有太大变化。7月南非制造业生产同比增速为5.57%，结束了3个月持续萎缩态势，但从6月开始，南非制造业PMI滑入枯荣线下方，预示未来制造业好转可能难以持续。

预计4季度
经济增速为

2015年南非经济不会出现根本性好转，4季度预计经济增长0.8%。首先，基础设施投资不足困境特别是电力短缺问题将持续

0.8%，2015
年经济增长
为 1.4%

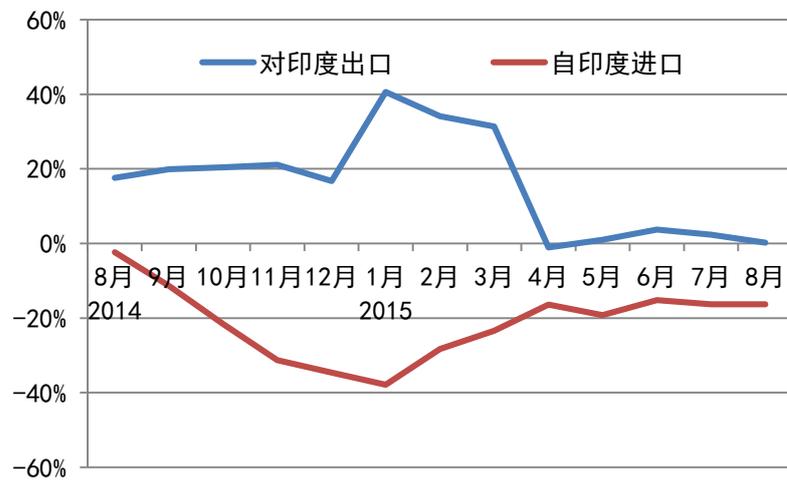
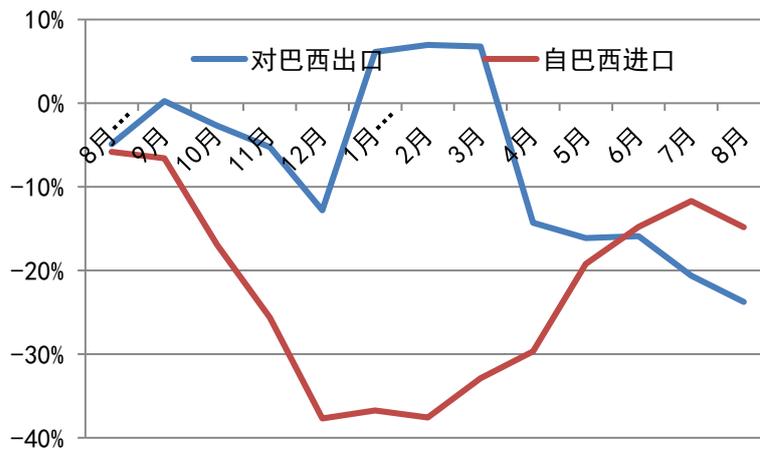
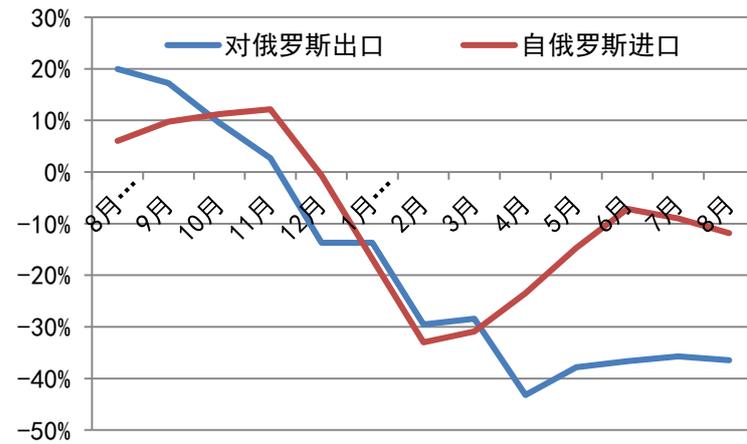
困扰南非政府，这决定了在较长时期内南非经济不可能出现根本性改观。其次，当前南非仍面临着一定的通货膨胀压力，与此同时，美联储加息启动在即，南非金融市场仍面临巨大压力，这使得南非央行或将继续保持当前偏紧的货币政策。最后，美联储将在今年晚期或明年早期开启加息进程，将会造成南非外资流出、兰特贬值，并对南非经济带来负面影响。预计 2015 年全年经济增长 1.4%。

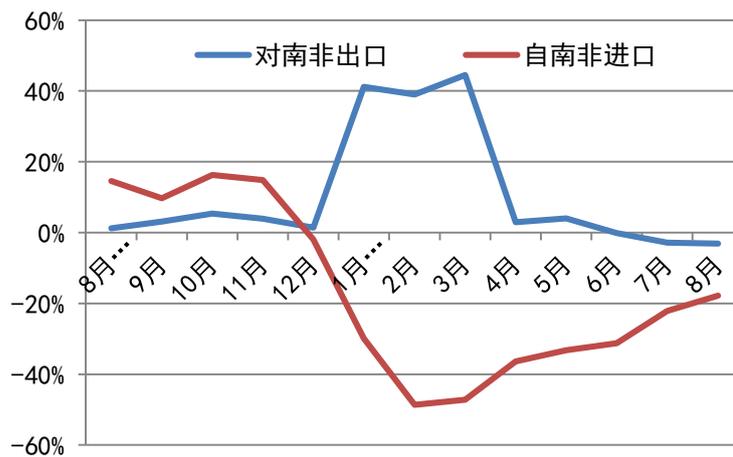
二、金砖国家与中国经贸关系有所回升

中国对金砖
国家贸易有
所回升，贸易
顺差有所增
长

中国与金砖国家贸易有所回升。7 月和 8 月中国与金砖国家贸易规模占中国总贸易规模的比例分别为 7.2%和 6.9%，相比 2 季度有所回升，但中国对金砖国家贸易同比增速仍处于萎缩态势。出口方面，中国对俄罗斯和巴西出口同比增速继续处于大幅萎缩态势，其中 8 月对俄罗斯出口同比萎缩 37.6%，对巴西出口同比萎缩 29.8%。中国对印度和南非出口形势稍好，不过在 8 月份也正增长陷入负增长。进口方面，中国对所有金砖国家的进口同比增速仍在萎缩，但形势相比上半年有所好转。8 月份对印度进口同比萎缩 22.8%，对南非进口同比萎缩 3.8%，对俄罗斯进口同比萎缩 23.8%，对巴西进口同比萎缩 17.4%。由于出口同比萎缩幅度大于进口同比萎缩幅度，这导致中国对金砖国家贸易顺差出现一定程度的恢复性增长。

图表 26 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。

实际 GDP 增速						
	(季度同比, %)			(年度同比, %)		
	2015Q2	2015Q3E	2015Q4F	2013	2014	2015F
俄罗斯	-4.6	-4.3	-4.0	1.3	0.6	-4.0
巴西	-2.6	-3.0	-4.0	2.7	0.1	-3.0
印度	7.0	7.4	7.5	5.0	6.9	7.3
南非	1.2	1.4	0.8	1.9	1.5	1.4

通货膨胀						
	(季度同比, %)			(年度同比, %)		
	2015Q2	2015Q3E	2015Q4F	2013	2014	2015F
俄罗斯	15.8	15.6	12.6	6.5	7.8	12.0
巴西	8.5	9.5	9.3	5.9	6.3	8.8
印度	6.6	5.4	5.0	8.3	6.1	6.2
南非	4.6	4.9	5.4	5.4	6.4	5.0

汇率			制造业 PMI			
	(名义汇率, per USD)			2015M7	2015M8	2015M9
	2015M7	2015M8	2015M9			
俄罗斯	57.070	65.150	66.770	48.3	47.9	49.1
巴西	3.229	3.515	3.903	47.2	45.8	47.0
印度	63.605	65.097	66.167	52.7	52.3	51.2
南非	12.460	12.901	13.639	48.9	49.3	47.9

出口*			进口*			
	(同比增速, %)			(同比增速, %)		
	2015M7	2015M8	2015M9	2015M4	2015M5	2015M6
俄罗斯	-35.40	-40.20	-	-38.30	-41.90	-
巴西	-19.51	-24.33	-17.68	-24.73	-33.70	-35.77
印度	-9.74	-20.64	-	-9.93	-10.14	-
南非	8.97	14.12	-	2.11	4.32	-

对中国出口			从中国进口			
	(同比增速, %)			(同比增速, %)		
	2015M4	2015M5	2015M6	2015M4	2015M5	2015M6
俄罗斯	0.1	-23.8	-	-35.3	-37.6	-
巴西	-12.3	-17.4	-	-17.8	-29.8	-
印度	-9.9	-22.8	-	5.1	-4.8	-
南非	-31.8	-3.8	-	1.1	-7.3	-

资料来源: Wind 资讯, CEIC 数据库, IMF WEO 数据库

*俄罗斯、巴西、印度为美元计价, 南非为本币计价

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。

一、主要经济指标仍然偏弱

综合 PMI 指数继续走弱

2015年7至9月，中国经济综合 PMI 指数分别为：52.3、51.9、51.9。三个月均值为52.0，低于2007年来的历史均值54.5，略低于上季度的52.1，再创危机以来的新低。从3个月的综合 PMI 指数来看，总体表现为前高后低。

制造业 PMI 弱、非制造业 PMI 稳

制造业 PMI 呈现走弱，非制造业 PMI 相对平稳：7至9月，制造业 PMI 指数分别为：50.0、49.7、49.8，荣枯临界点得而复失，且整体较上季度有所走弱。其中，8月制造业 PMI 指数已达到36个月以来的最低水平。

此外，3季度非制造业 PMI 指数，整体上较2季度保持稳定，第3季度三个月数值分别为：53.9、53.4、53.4，其中7月值达到年内高点。总体上，3季度非制造业 PMI 指数略高于2季度0.1个点。

综合 PMI 就业指数较为稳定。

就业景气水平弱中企稳。2015年7至9月，制造业、非制造业加权的综合 PMI 就业指数分别为：48.8，49.0，49.0，总体收缩情况有所改善。3季度综合 PMI 就业指数表现出正面的变化，非制造业就业表现相对较好，而制造业就业情况收缩幅度有所加强。由于非

制造业（包括建筑业和服务业）的就业比重远大于制造业，因此综合 PMI 就业指标仍有改善。

CPI 通胀率
继续上升。

CPI 通胀率继续保持升势，CPI 与 PPI 通胀率缺口继续放大。2015 年 7 至 8 月，CPI 通胀率同比分别为 1.7%、2.0%，3 季度整体通胀率预计为 1.8%，较上期 1.4%有所上升。其中，8 月 CPI 通胀率已经达到 13 个月以来的最高点；季度 CPI 通胀率已经连续 2 个季度出现上升，而且预计 4 季度还将进一步上升。通缩压力暂时远去，由于物价涨幅温和，通胀问题仍尚未对货币政策构成压力。

另一方面，3 季度 PPI 通胀率进一步走低，7 至 8 月的同比增速分别为-5.4%、-5.9%。第 3 季度 CPI 和 PPI 同比增速缺口扩大到 8 个百分点，而在上季度缺口还是 6 个百分点。

二、需求面：投资弱、消费和出口相对稳定

投资增速继
续走弱。

1. 固定资产投资增速继续走弱。第 3 季度，固定资产投资完成额的环比、累计增速同比，继续保持双降。8 月，固定资产投资累计同比增速为 10.9%，继续创出新低；和 2014 年同期相比，这一增速下降了 5.6 个百分点，降幅略有收窄。按照目前的趋势，固定资产投资增速可能在明年初滑向个位数增长。

房地产、制
造业，仍然
是投资增速
下滑的主要
力量。

房地产业、制造业仍然是投资走弱的主要力量，而服务业投资表现较好。与去年同期相比，2015 年 8 月，房地产业、制造业的固定资产累计投资增速明显走弱，两者对总体投资增速下滑的贡献分别是 40%和 21%，合计贡献达 61%。

不过，2015 年 8 月和去年同期相比，在所有 21 个行业分类中，也有一些行业的投资增速稳定甚至还出现了上升势头，而且这些行业几乎都集中在服务业。这些行业有：教育，居民服务、修理和其他，金融业，公共管理、社会保障和其他服务业，卫生和社会工作，电力、热力、燃气及水，还有农、林、牧、渔业。

资金来源增
速再创新
低，国家预

投资资金来源增速继续下降，各项资金来源增速均下降显著，只有国家预算资金来源逆势劲增。2015 年 8 月，固定资产投资资金来源的累计同比增速为 6.8%，较上季度末的 6.3%有所回升，但是较去年同期的 12.8%还是有显著下降。分项数据进一步显示，在总体

算资金一支
独秀。

资金来源增速下滑当中，自筹资金、国内贷款两类资金来源，对总体资金来源增速下滑的贡献分别为 64%和 23%。这两项解释了资金来源增速下滑的 87%。这表明市场机构的投资意愿仍然疲弱。

但是 3 季度也有亮点，在所有投资资金来源中，国家预算资金累计同比增速为 21.1%，较去年同期大增 8.9 个百分点。不过国家预算在总体投资资金来源的占比并不高(2014 年全年这一比例仅为 5%不到)，其对市场投资的带动作用还有待观察。

原材料、产
成品库存双
降。

企业进入被动去库存阶段。PMI 指数显示，第 3 季度原材料库存指数、产成品库存指数双双出现下降。2015 年 9 月，PMI 产成品库存指数下降至 46.8，低于 6 月的 47.7，也是 21 个月以来的最低点。另一方面，PMI 原材料库存指数也在 9 月降至 47.5，降至 8 个月以来的最代点。

2. 消费需求目前仍表现稳定

消费增速较
为平稳。

消费增速较为稳定：(1) 从名义值来看，社会消费品零售总额累计同比增速在第 3 季度表现好于第 2 季度；(2) 剔除价格因素后，社会消费品零售总额 7、8 月实际同比增速分为 10.4%、10.4%，在前两季度走弱的基础上出现了回稳。(3) 2015 年国庆黄金周假期期间，中国居民零售餐饮金额首次突破万亿，同比增 11%，增速比去年的 12%略有下降，但仍然显示出居民消费增速相对稳定。

不过消费需求回稳的势头还没有确立。目前，中国经济增速一直在走弱，投资增速下滑显著，很多指标都处于危机以来的最低水平。从实体经济来看，目前的消费回暖缺乏基础，尤其是劳动力的就业及收入状况，并不支持目前的消费需求回暖。尤其是 2015 年 3 季度月央行的储户调查也显示，居民的未来就业预期指数较上季度下降 1.5 个点，未来收入信心指数则下降 1.4 个点。

3. 出口比看上去的要好

外贸形势没
有数据表现

根据中国海关数据，2015 年 1 至 8 月中国出口累计同比增速为 -1.5%，而且月度出口增速基本是逐月走弱。尤其是 7 月和 8 月，中国出口增速分别为 -8.4%和 -5.5%。但是，我们认为，这和 2014

的那么糟糕。年同期的虚假贸易有关。例如，2014年8月中国和贸易伙伴的双边数据出现明显偏离。从逻辑上看，中国出口大致等于贸易伙伴从中国的进口。但是占中国总出口83%的14个主要贸易伙伴在去年8月，从中国的进口增速为1.1%³，而同期中国总出口增速达9.4%。

此外，吴海英（2014）还从以下几个方面论证了2014年3季度的出口增速虚高：出口增速与出口交货值增速的矛盾，对贵金属、其他机电产品的出口异常升高，其他商品贸易方式下的出口异常变化，以及出口增速异常高于货物出口结汇增速。在排除了基期的虚假贸易因素之后，实际上7月出口增速大约在0%左右，而8月增速约为2%。具体分析还可以参见吴海英（2015a, 2015b）。目前，从摩根大通全球制造业PMI指数、中国外贸出口先导指数等指标来看，其下滑幅度都已经明显收窄，2015年4季度中国出口的真实增速（剔除虚假贸易）将有望实现弱势企稳。具体分析参见CEEM同期发布的《外贸专题》。

三、供给面：工业生产活跃度弱中见稳

工业增加值
增速弱势稳
定。

工业生产处于弱势稳定，但利润情况则表明工业企业效益下降。2015年7-8月工业增加值当月同比增速分别为6.0%、6.1%。工业增加值增速在年初触及了危机以来的最低点（3.6%）之后开始出现反弹和走稳，但目前增速势头仍然较弱。

与此同时，工业企业利润总额累计同比增速进一步走低，其中8月值为-1.9%，较6月的-0.7%进一步出现下降。而工业企业成本费用利润率在8月为5.75%，较6月的5.87%也略有下降。

主要工业生产活动仍然处于疲弱中。截至2015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，其累计同比增速分别为0.21%、0.50%、1.50%、-5.00%。四项

³ 14个贸易伙伴是美国、欧盟、香港、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。考虑到中国对香港出口的绝大部分是转口贸易，这里香港提供的从中国进口为香港从中国进口的自用部分，等于香港自中国进口-香港来自中国的转口额×（1-转口毛利率）。

主要工业生产活动仍然疲弱。指标当中，发电量、钢材产量较上季度有进一步走弱，另外两项情况则略有所改善。

专栏：用电量构成揭示产业结构正在经历调整

2015年1至8月，从各行业的用电量累计同比增速来看：全国用电量同比仅仅增长1.0%，较往年表现有大幅下滑，似乎难以支撑中国经济7%的增速。但是同时也可以发现，第二产业用电量增速为-0.7%，而第二产业中，主要又是重工业用电量下降，尤其是以非金属矿产品（水泥行业为代表）、黑色金属冶炼及压延加工业（铝、钢铁行业为代表）的用电量下降最为显著，两者同比增速分别下降6.4%，7.9%。同时我们还可以看到，第三产业用电量同比增7.5%，这一增速明显高于2014年同期值。

由此可见，用电量的下降主要发生在重工业，这些行业恰恰是用电大户。进一步观察用电量累计同比增速，剔除钢铁和水泥行业后的用电量累计同比增速，以及第三产业用电量累计同比增速，则2015年8月三个指标分别为：1.0%、2.6%、7.5%。2014年同期，这三者增速分别为：4.0%、3.9%、5.8%。这表明，产能过剩部门正在去产能，而供给相对短缺的服务业部门正在获得稳定发展，实际上二、三次产业结构正在发生着积极的变化。

四、货币与金融市场：流动性相当宽松

社会融资总量同比金额下降，银行人民币贷款之外的融资额有显著下滑。

社会融资总量同比持续回落。2015年1至8月，新增社会融资总量规模为10.6万亿，比去年同期少增1.2万亿，但是少增额较2季度有6000亿的收窄。

具体分项来看，1—8月银行体系人民币贷款累计增加8.0万亿，比去年同期的6.8万亿增加了1.1万亿。1—8月，人民币贷款累计同比增速为16.5%，较1—6月的14.8%明显上升。但是除了银行人民币贷款之外，所有其他的社会融资渠道合计仍然为负增长，1—8月累计同比增速为-46.9%。可见，银行贷款在支撑着社会融资总量，而其他渠道的情况则相对较弱。

货币市场名义流动性总体宽松。第3季度当期SHIBOR隔夜利率均值为1.62%，比上季度的1.56%微弱上升6个基点。该利率从7月初到8月末一直处于上升通道当中，从略高于1%的水平攀升至

货币市场名义流动性仍然宽松。

由于通胀率略升，第3季度实际利率水平继续下降。

离岸汇价贬值压力骤升，近期又暂时得到缓解。

1.9%附近，之后在9月一直稳定在这个水平。截至10月10日，SHIBOR隔夜利率为1.90%，是近4个月以来的高点，但从近7年的历史来看，这一名义利率水平仍然是2008年金融危机以来的较低点。

实际上流动性在3季度进一步得到放松。从真实利率角度看，第3季度利率水平下降更为显著。2015年第3季度的通胀率为1.8%，较上季度的1.4%上升了0.4个百分点。因此，在剔除了通胀率之后，从真实利率角度来看，SHIBOR隔夜利率在3季度的表现，比2季度实际仍然下降了34个基点，进一步创下了多年来的实际利率最低值。

从银行间债券的7天回购利率来看，3季度利率名义值比2季度上升了0.02个百分点，剔除通胀率则相应的实际利率下降了0.38个百分点。由于3季度通胀率的上升，各种口径的真实利率实际上都有了更为显著的下降。

人民币即期汇率在第3季度出现了贬值，尤其是8月11日改革之后，人民币还在短期内出现了较大幅贬值。同时，3季度离岸汇价总体呈现贬值预期。8.11汇改后，由于在岸汇率的调整实际上受到了管制，因此离岸市场的人民币贬值预期迅速上升。不过在10月6日前后，离岸市场的贬值预期似乎暂时得到了缓解（主要是由于干预因素导致，因此这时候，实际上离岸和在岸的汇价差不再反映真实的市场贬值预期）。2015年3季度人民币即期汇率略有贬值，贬值幅度为2.52%。总体来看，在岸市场人民币即期汇率均值为6.3025人民币/美元，而第2季度均值为6.2040。

与此同时，CNH市场人民币即期汇率也有一定的贬值，3季度CNH均值为6.3343，较2季度贬值2.32%。从CNH与CNY的人民币汇率价差来看，离岸市场在3季度继续维持人民币对美元的贬值预期。但是以8.11为转折点，贬值预期分成截然不同的两段时间，之前人民币贬值预期微弱，大部分时候低于100个基点，而在8.11之后人民币的贬值预期一度超过1000个基点。

五、在关注下行压力时，也要看到稳定因素和积极因素

下行压力仍然较大。但也有不少亮点值得关注。

素

综上所述，第3季度中国固定资产投资增速进一步走弱、创下新低。其中，房地产、制造业合计对总体投资增速下滑贡献率为61%。同时，PMI指数、经济增速在3季度的表现也都不乐观，企业主体正在进行着被动去库存的调整，原材料库存、产成品库存都有显著下降。

不过中国经济也有亮点，从稳定因素来看：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。从积极的因素来看，更重要的是，很多有利的调整正在暗中酝酿：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，过剩行业正在经历去产能的调整，二、三次产业结构正在经历着有利的转型。

附表：中国经济数据概览

	2014			2015		
	Q4	Q1	Q2	M7	M8	M9
综合 PMI	52.5	52.2	52.1	52.3	51.9	51.9
制造业 PMI: 就业指数	48.2	48.0	48.1	50.0	49.7	49.8
非制造业 PMI: 就业指数	49.2	49.7	48.7	53.9	53.4	53.4
综合 PMI 就业指数	48.9	49.2	48.5	48.8	49.0	49.0
GDP	% 7.3	7.0	7.0		6.8*	
CPI	% 1.5	1.2	1.4	1.7	2.0	
PPI	% -2.8	-4.6	-4.7	-5.4	-5.9	
固定资产投资累计同比	% 15.7	13.5	11.4	11.2	10.9	
消费品零售额累计同比	% 12.0	10.6	10.4	10.4	10.5	
出口同比	% 8.5	4.6	-2.2	-8.3	-5.5	
进口同比	% -1.6	-17.8	-13.6	-8.1	-13.8	
贸易顺差: 亿美元	1495	1237	1395	430	602	
工业增加值: 末月同比	% 7.9	5.6	6.8	6.0	6.1	
工业企业利润额累计同比	% 3.3	-2.7	-0.7	-1.0	-1.9	
M2 同比增速	% 12.2	11.6	11.8	13.3	13.3	
新增人民币贷款累计增速	% 10.0	19.7	14.8	17.2	16.5	
SHIBOR: 隔夜	% 2.70	3.08	1.55	1.27	1.69	1.91
美元/人民币:CNY	6.14	6.236	6.204	6.209	6.332	6.369
	8					
美元/人民币:CNH	6.15	6.244	6.206	6.214	6.374	6.417
	6					

*: 为 CEEM 预估值

东盟与韩国专题：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%。

一、经济增长

印度尼西亚
仍未重拾增
长动力。

印度尼西亚 2015 年第 3 季度的增长略有回升，GDP 增速预计为 4.9%。2015 年印尼第 2 季度的 GDP 同比增速为 4.7%，与第 1 季度持平。在经历了上半年经济的持续低迷之后，印尼经济在下半年并无显著好转，仅略有回升。大宗商品价格低迷的影响仍在，出口没有起色，7 月出口同比增速仅为-18.8%，是 2012 年中以来最差水平，8 月依旧负增长，为-12.3%。这使得汇丰制造业 PMI 继续处于荣枯线以下，7 月、8 月和 9 月分别为 47.3、48.4 和 47.4。政府开支扩张是此前预期经济增长的主要原因，但截至 8 月，政府支出仅占年度预算的 1/2，其中资本开支支出仅占 1/5，政府刺激政策仍然有限。预计印尼 2015 年第 4 季度的经济增速为 5.0%。

马来西亚经
济增长持续
放缓。

马来西亚 2015 年第 3 季度的经济增速仍将继续放缓，预计为 4.8%。马来西亚 2015 年第 2 季度的 GDP 增速为 4.95%，相较 2015 年第 1 季度超预期的 5.6% 的增长大幅放缓。预计第 3 季度增速将继续下行。影响经济增速的不利因素仍主要来自于大宗商品价格下跌和外需的拖累，经过季调的 7 月出口增速为 3.8%，相比 6 月的 5.1% 增速再度放缓。尽管出口正增长，但其幅度不及进口，马来西亚的

贸易顺差迅速缩窄，经常账户占 GDP 的比重为 2.7%，仅为去年同期的一半。预计马来西亚 2015 年第 4 季度的经济增速为 4.9%。

菲律宾经济
企稳回升。

菲律宾 2015 年第 3 季度的经济增速企稳回升，预计为 6.3%。菲律宾今年上半年的经济增长并不理想，第 2 季度的经济增速较第 1 季度持平，同比增速为 5.3%。菲律宾出口受到大宗商品价格低迷的负面影响仍在，但是电子产品和服务业出口仍然强劲，7 月菲律宾出口同比增速为-1.8%，大幅优于第 2 季度-7.8%的平均值。内需仍然支持菲律宾增长，第 3 季度私人消费增速预计为 6%，总投资增速预计为 8%。菲律宾财政开支的增速仍然缓慢，这是拖累经济增长的重要因素。预计菲律宾今年第 4 季度的经济增速为 6%。

新加坡延续
放缓态势。

新加坡 2015 年第 3 季度的经济增长预计为 1.8%，经济增长仍呈现放缓态势。今年第 2 季度新加坡的经济增长为 1.8%，预计全年经济走势仍不理想。新加坡经济增长对外需依赖较高，2015 年第 3 季度出口水平延续了第 2 季度的疲弱，继续负增长，8 月经过季调的出口甚至恶化至-11.3%，是今年 2 月以来的最差值，7 月为-2.84%。受外需不振的影响，工业产值在 8 月下滑-7%。第 2 季度制造业的好转未能在第 3 季度得以延续，自 6 月 PMI 达到 50.4 之后再度跌下荣枯线，7 月、8 月和 9 月的 PMI 分别为 49.7、49.3 和 48.6，呈现进一步恶化趋势，电子制造业 PMI 的恶化更加严重，分别为 49.5、49.0 和 48.5。新加坡主要贸易伙伴经济的放缓及复苏的不确定性，使得新加坡出口和制造业前景仍然堪忧。新加坡今年的经济增长难有重大起色。预计今年第 4 季度的经济增速为 2.0%。

泰国经济持
续低迷。

泰国 2015 年第 3 季度的经济增速预计为 2.9%，并未走出低迷。泰国的第 2 季度 GDP 数据为同比 2.8%，稍低于一季度的 3.1%，私人部门的需求疲软并未好转，在第 2 季度反而恶化，私人消费增速放缓至 1.5%，私人投资增速下滑至-3.4%，第 3 季度出口未有较强起色。从第 2 季度的消费者信心指数来看，私人部门消费可能进一步恶化，7 月和 8 月分别为 33.7 和 34.6，低于第 2 季度 38.9 的水平。7 月和 8 月的工业产值增速也为负增长，分别为-6.4%和-7.9%，与上

季度相比没有显著好转迹象。继续拖累经济增长，7月出口同比增速为0.09%，8月稍微上升至0.65%，今年上半年均呈现负增长态势。工业产值增速亦没有起色，7月和8月的同比增速分别为-6.47%和-7.9%，与第2季度-7.7%的平均增速相比并无起色。出口略有好转，7月和8月的同比增速为0.1%和0.6%，摆脱上一季度的负增长，但增长水平同样不容乐观。**预计泰国第4季度的经济增速为2.4%。**

越南经济保持平稳。

越南2015年第3季度的经济增长为6.3%，经济增长保持平稳。2015年第1季度，越南的经济增速为6.0%，2015年第2季度，越南经济增速为6.3%，是东盟六国中经济增速唯一保持在6%以上的国家，延续了上一年的强劲增长。越南经济的强劲增长仍然得益于东亚价值链的变迁，出口和制造业强劲。7月、8月和9月的出口增速保持高位，分别为9.8%、9.3%和12.4%。第3季度制造业PMI保持平稳，7月和8月分别为52.6和51.3，虽低于前一季度53.5的平均水平，但仍处于荣枯线以上的水平。**越南第4季度经济增长预计为6.2%。**

韩国经济现复苏迹象。

韩国2015年第3季度现复苏迹象，预计经济增速为2.3%。中东呼吸综合征（MERS）疫情的影响在第3季度基本淡退，韩国的内需出现好转，消费者信心指数在7月重新回到100，8月和9月进一步攀升至102和103。制造业PMI持续好转，在6月触底至46.1后，7月、8月和9月的PMI分别为47.6、47.9和49.2。除此之外，韩国央行今年的两次降息也有助于信贷恢复和房地产市场的发展。内需复苏的同时，外需依旧疲软。出口在第3季度进一步放缓，同比增速分别为-5.1%、-14.9%和-8.3%，目前未见回暖迹象。**预计第4季度的经济增速为2.6%。**

二、价格水平

受油价回升影响，部分国家通胀承

印尼的通胀水平在**2015年第3季度略有回落**。7月、8月和9月的CPI同比变动分别为7.3%、7.2%和6.8%，在第2季度较高涨幅的基础上有所下降，但是总体仍面临较大的通胀压力。央行考虑到

压，内需疲弱国家仍深陷通缩泥潭或有通缩风险。

本季度新兴市场国家资本普遍外流，货币贬值加剧。

油价下跌的影响已经逐渐消退，可能会维持紧缩立场避免通胀进一步加剧。**印尼卢比仍持续走软**。今年第3季度印尼卢比对美元的双边汇率与第2季度相比贬值了超过9%，印尼卢比的持续承压表明印尼经济增长前景仍不乐观且存较大不确定性。

马来西亚通货膨胀水平上升较快。7月CPI同比变动为3.3%，8月CPI同比变动为3.1%，显著高于上半年1.4%的平均通胀水平。总体而言，这一变动反映出油价触底反弹对通胀的影响，同时商品与服务税改革也对价格有显著影响。**马来西亚林吉特继续承压**。作为大宗商品货币，且受资本流出新兴市场的影响，林吉特下跌降至17年新低，且至2015年9月初，林吉特出现连续11周下跌，是1993年以来最长的一次。

菲律宾通货膨胀继续走低。菲律宾第3季度的通货膨胀水平继续走低，7月为0.6%，8月为0.8%，低于央行设定的2%-4%的通货膨胀区间，也低于第2季度1.7%的平均水平。**菲律宾比索的币值基本保持稳健**，对美元双边名义汇率轻微走低，9月比索兑美元平均水平46.9，略低于上半年的均值44.5。

新加坡通缩的情形在2015年第3季度延续。新加坡CPI至今尚未走出通缩泥潭，7月及8月CPI同比增速均为-0.7%，这一轮源于去年11月的通缩情形尚没有结束，预计第4季度仅仅略有回升，至0.1%。目前，CPI的负增长主要与房地产市场降温密切相关，同时由于内需不振，家庭耐用品和服务价格水平也出现下降。**新加坡元在本年度呈现波动形态，继第2季度轻微升值后，本季度再度贬值**，7-8月对美元的平均水平较今年第2季度水平贬值约4%。

泰国2015年第3季度通缩情形持续。7月、8月和9月CPI同比变动幅度分别为-1.0%、-1.2%和-1.1%，今年上半年呈现全面通缩态势，反映国内需求低迷。**泰铢受泰国经济前景暗淡的影响继续承压**，泰铢对美元第3季度月平均水平比第2季度时贬值了约7.13%。

越南的通胀水平继续保持低位，恐现通缩，第3季度平均通胀水平为0.5%，而在两年前越南的通胀水平还接近7%。第2季度，

越南 CPI 同比变动为 1.0%，本季度继续呈现走低趋势。**越南盾持续轻微贬值**以继续刺激出口。

2015 年第 3 季度，韩国通货膨胀水平略有回升，但仍处于低位。韩国 7 月、8 月和 9 月的 CPI 同比变动水平分别为 0.7%、0.7% 和 0.0%，通胀略有回升反映出内需的逐步好转及政府宽松措施的效果。**第 3 季度，韩元延续第 2 季度的贬值态势。**本季度韩元贬值了 5.9%，主要受到新兴市场资本外流的影响。

三、贸易规模

2015 年 7-8 月，东盟国家对中国的出口总体出现好转，同比增速-2.1%，高于第 2 季度的-2.3%。东盟国家从中国的进口出现恶化，从上季度的 0.6% 下降至-1.6%。国别来看，对华出口方面，越南和泰国对华出口保持 26.7% 和 12.5% 的正增长，其他四国为负增长。新加坡、泰国、越南 7-8 月从中国的进口为正增长，其他国家为负增长。

韩国对中国出口持续乏力，7-8 月的出口增速为-7.6%，延续了第 2 季度的负增长；韩国从中国的进口仍为负增长，从第 2 季度的-0.9% 下降至-1.2%，反映出内需的疲软。

数据附表:

1. 实际 GDP 增速

	(季度同比, %)			(年度同比, %)		
	2015Q2	2015Q3F	2015Q4F	2013	2014	2015F
印度尼西亚	4.7	4.9	5.0	5.6	5.0	4.8
马来西亚	4.9	4.8	4.9	4.7	6.0	5.1
菲律宾*	5.3	6.3	6.0	7.1	6.1	5.7
新加坡	1.8	1.8	2.0	4.4	3.0	2.1
泰国*	2.8	2.9	2.4	2.8	0.9	2.8
越南	6.3	6.3	6.2	5.4	6.0	6.3
东盟六国	4.2	4.4	4.4	4.9	4.3	4.4
韩国*	2.2	2.3	2.6	2.9	3.3	2.4

2. 通货膨胀

	(季度同比, %)			(年度同比, %)		
	2015Q2	2015Q3F	2015Q4F	2013	2014	2015F
印度尼西亚	7.1	7.1	5.3	6.4	6.4	6.5
马来西亚	2.2	3.2	2.3	2.1	3.1	2.0
菲律宾	1.7	0.7	1.5	2.9	4.2	1.9
新加坡*	-0.5	-0.7	0.1	2.4	1.0	-0.3
泰国	-1.1	-1.1	0.1	2.2	1.9	-0.6
越南	1.0	0.5	1.2	6.6	4.1	1.3
东盟六国	2.8	2.8	2.5	4.1	4.0	2.8
韩国	0.5	0.7	1.3	1.3	1.3	0.8

3. 汇率

	(名义汇率, per USD)				(实际有效汇率)	
	2015Q2	2015Q3	2015Q4F	2015F	2015Q2	2015Q3F
印度尼西亚	13332.0	14657.0	14400.0	13868.3	89.3	89.6
马来西亚	3.8	4.4	4.3	4.1	96.9	92.9
菲律宾	45.2	46.9	47.1	46.0	118.0	117.5
新加坡	1.3	1.4	1.4	1.4	113.3	112.2
泰国	33.8	36.4	36.4	34.8	106.6	103.4
越南	21673.0	21890.0	22500.0	21880.3	-	-
韩国	1124.1	1194.5	1210.0	1158.4	114.3	109.8

4. 工业产值

	(变动率, %)		
	2015Q1	2015Q2	2015Q3F
印度尼西亚	5.0	5.5	5.7
马来西亚	6.4	4.3	6.1
菲律宾	5.2	-0.2	-0.5
新加坡*	-2.3	-4.8	-6.7
泰国*	0.0	-7.7	-7.2
越南	11.4	10.3	12.7
韩国*	-1.5	-1.9	-1.5

5. 股票市场

(股票指数)	
2015Q2	2015Q3
5071	4512
1757	1652
7620	7181
3399	2972
1509	1391
575	583
2105	1978

6. 出口	(变动率, %)			7. 进口	(变动率, %)		
	2015Q1	2015Q2	2015Q3F		2015Q1	2015Q2	2015Q3F
印度尼西亚	-11.9	-11.7	-15.6	-15.1	-20.3	-22.7	
马来西亚*	-2.7	-3.5	3.8	-0.2	-4.9	4.7	
菲律宾	-0.3	-7.8	-1.8	-3.1	-1.0	16.9	
新加坡*	-5.4	-8.7	-7.1	-15.7	-13.0	-8.6	
泰国	-4.4	-3.4	0.4	-5.7	-7.5	-3.4	
越南	8.5	9.4	10.5	19.8	13.7	13.7	
韩国	-2.9	-7.2	-9.4	-15.6	-15.5	-18.5	

8. 与中国经贸往来	对中国出口 (变动率, %)			从中国进口 (变动率, %)		
	2015Q1	2015Q2	2015Q3F	2015Q1	2015Q2	2015Q3F
印度尼西亚	-46.0	-12.8	-1.1	20.8	-17.2	-15.3
马来西亚	-8.3	1.3	-1.8	31.9	-0.6	-11.2
菲律宾	2.0	-6.0	-13.9	26.2	14.9	8.1
新加坡	-9.7	-2.0	-7.0	42.5	-0.1	4.4
泰国	-13.0	0.0	12.5	34.7	10.8	11.8
越南	17.9	26.3	26.7	31.7	6.4	-0.9
东盟	-14.6	-2.3	-2.1	30.2	0.6	-1.6
韩国	-8.1	-6.3	-7.6	5.5	-0.9	-1.2

数据说明:

1. 带“*”号的国家实际数据为经季节调整后的数据。

2.1 的预测基于彭博预测和作者估计, 2、3 的预测基于月度数据外推与彭博预测, 4、6、7、8 的预测基于月度数据外推。

金融市场：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。

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	升值幅度	名称	本季度	上季度	上涨幅度
美元指数	96.3	96.0	0.34	标普500	2026.8	2102.2	-3.59
欧元	1.11	1.11	0.52	德国DAX	10701.2	11594.8	-7.71
日元	122.2	121.4	-0.69	日经225	19448.8	20029.5	-2.90
人民币	6.30	6.20	-1.55	上证	3536.72	4463.09	-20.76
雷亚尔	3.54	3.07	-15.14	巴西IBOVESPA	48608.3	54564.0	-10.92
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	变化基点	名称	本季度	上季度	变化基点
美国	0.15	0.15	0.55	美国	2.22	2.16	5.87
欧元	-0.14	-0.11	-3.24	欧元	0.80	0.63	17.39
日本	0.03	0.05	-1.85	日本	0.40	0.40	-0.69
中国	2.53	2.65	-11.37	中国	3.43	3.52	-9.32
印度	6.96	7.16	-19.67	巴西	13.96	12.60	135.54

注：各指标季度数值为季内平均值，变动幅度则根据相邻两季度的平均值计算；数据来源于wind。其中，欧元汇率为间接标价法，日元、卢布、雷亚尔为直接标价法。货币市场和债券市场利率单位为百分点。变化基点单位为百分之一个百分点

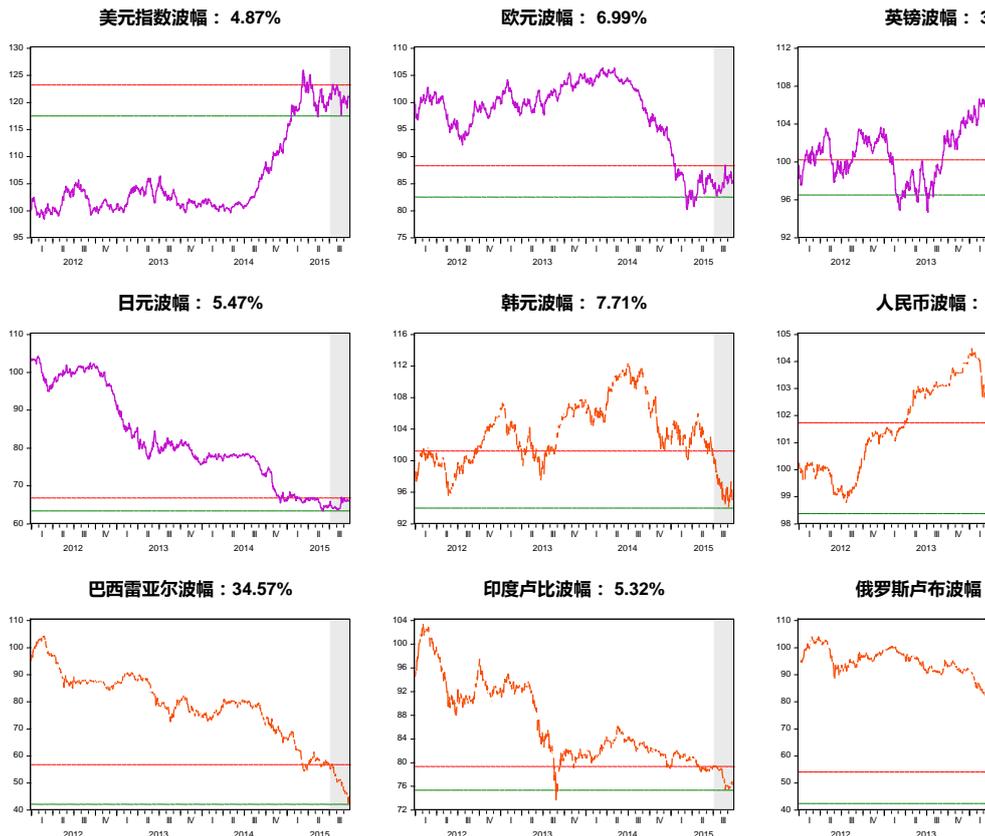
一、国际金融市场概况

发达经济体货币宽幅波动，新兴经济体货币普遍大幅贬值。二季度以来，全球外汇市场波动性⁴相比 2014 年显著上升，三季度延续这一态势。发达经济体货币从波动幅度看，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，显示发达经济体货币政策、经济前景相对状况与二季度并未发生显著差异。虽然美联储委员对 2015 年美国经济增长、失业率等于起相比 6 月更为正面，但由于能源价格和进口价格下降导致预期通胀略有下降，同时国际风险有所上升，美联储 9 月 17 日议息会议决定继续维持 0-0.25% 的联邦基金利率目标范围。这一决定对于市场并不意外，因此并未引起外汇市场的大幅调整。

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。随着人民币汇率机制改革的扰动逐步被消化，市场对人民币汇率形成机制形成更为稳定的预期，预计四季度新兴经济体汇率大幅贬值的可能性降低，更可能出现区间波动的状态。

图表 2 7 主要经济体汇率走势

⁴季度波动性定义为季内每日汇率变化率的标准差。

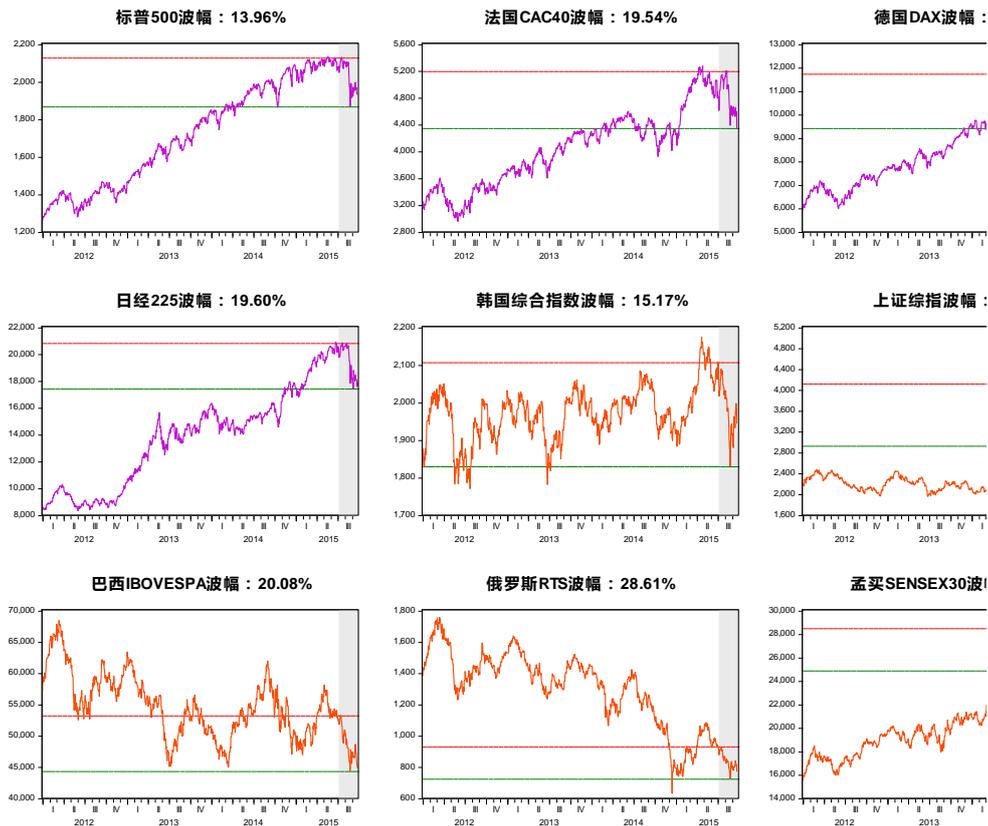


注：原始数据来自 Wind 数据库。经笔者计算，所有汇率均调整为间接标价法，上升代表升值，并将 2012 年全年均值定为 100。季度波幅定义为季内最高值相对最低值的偏离百分比。各图中位置较高的红色虚线代表季内最高值，较低绿色虚线代表季内最低水平。阴影部分代表第四季度。

全球主要股市三季度大幅下挫，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。全球股市中，中国股市下行震荡幅度超过 40%，引发中国监管层的高度重视并出台多项整治和救助措施。美国股市经历了持续数年的增长后，二季度标普 500 指数连续 8 周上涨或下跌的幅度没有超过 1%，这是 21 年来最长时间。而随着人民币汇市大幅波动、中国股市大跌，国际上引发对中国经济浓重的看空情绪，包括美国在内的全球股市遭受明显冲击，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，显示与中国经济相对而言最为紧密的关联。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。

图表 28 主要经济体股指走势



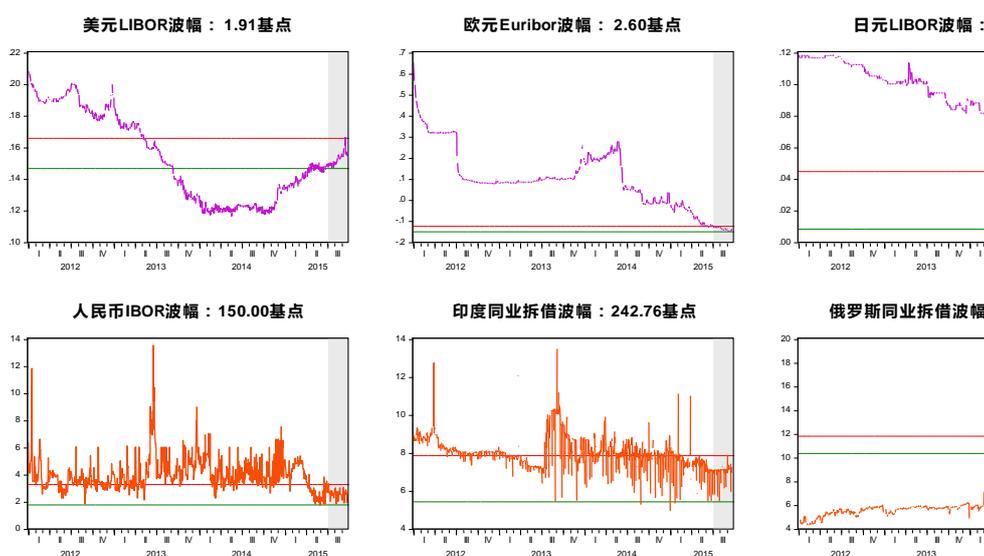
注：原始数据来自 Wind 数据库。季度波幅定义为季内最高值相对最低值的偏离百分比。各图中位置较高的红色虚线代表季内最高值，较低绿色虚线代表季内最低水平。阴影部分代表第四季度。

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，美元利率略有回落。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。主要新兴经济体中，中国央行均在 3 季度两次通过降准

降息进一步放松货币政策。为应对通胀和经济下行压力，俄罗斯央行于 7 月 31 日宣布年内第五度降息。同样，为实现 6% 的通胀目标并提振经济，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。

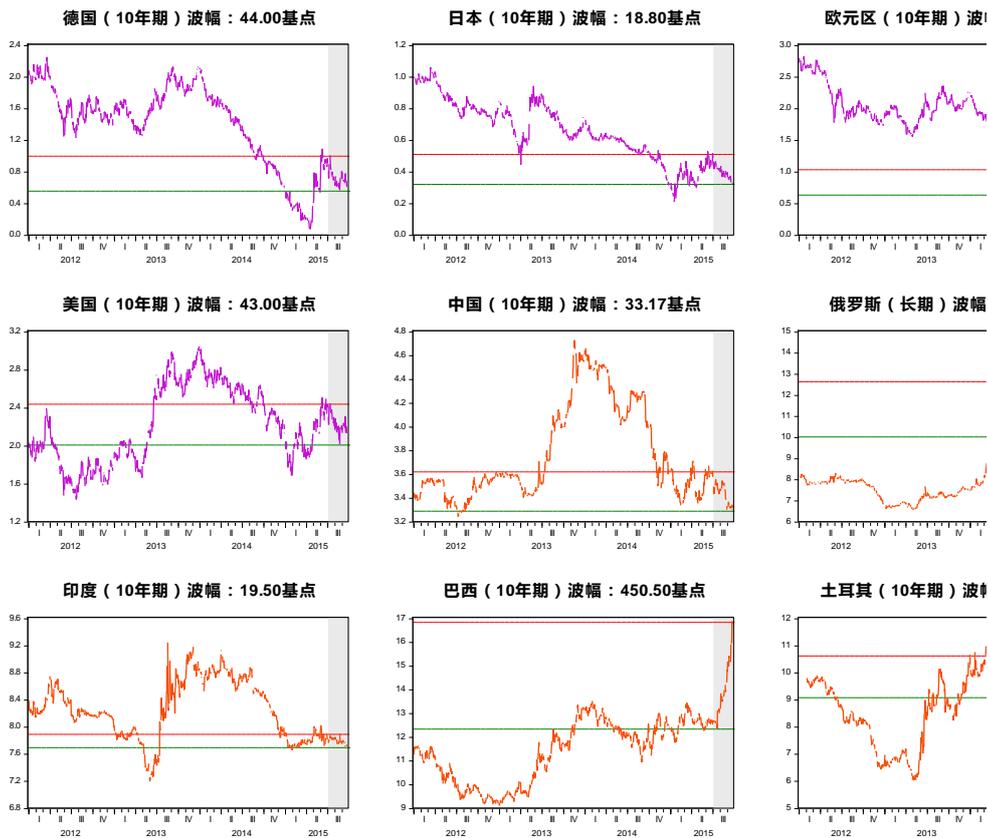
图表 2 9 主要货币市场利率走势



注：原始数据来自 Wind 数据库。季度波幅定义为季内最高值与最低值之差。各图中位置较高的红色虚线代表季内最高值，较低绿色虚线代表季内最低水平。阴影部分代表第四季度。

主要长期国债市场收益率走低，少数新兴经济体收益率明显上行。三季度随着救助希腊的第三轮协议达成，希腊退欧风险缓解，同时全球股市汇市风险上升及增长预期走弱，发达经济体长期国债作为安全资产，收益率下行明显。美联储在 9 月公开市场委员会声明中，认为美国经济仍在温和扩张，而劳动市场上就业在持续好转，然而由于国际经济风险上升，美联储暂缓加息。这对美国长期国债市场提供了支撑。新兴经济体中，中国和印度受货币政策宽松举措、通胀下行及增长动力减弱的影响，长期国债收益有所下行。俄罗斯、巴西、土耳其等国的国债市场与国际金融市场联系更为紧密，受到看空新兴经济体资产的市场情绪影响，长期国债收益率均大幅上扬。

图 表 3 0 主要经济体国债收益率走势

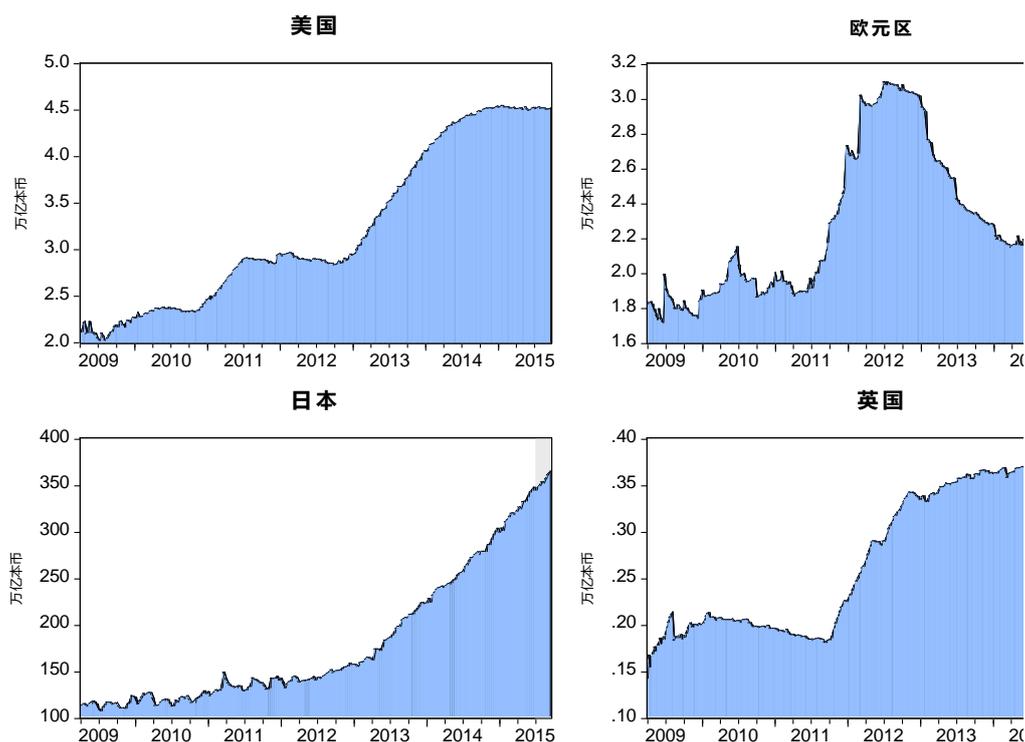


二、国际金融市场风险评估

1、全球流动性保持宽松

主要国际货币发行国货币政策仍处于极其宽松的状态。欧元区央行于去年末宣布将开启大规模资产购买计划，并于 3 月开始大举购买欧元区成员国政府国债。此举结束了欧央行资产负债表从 2013 年以来随着银行偿还此前长期再融资操作提供的借款而被动收缩的局面。日本央行资产负债表则继续随着量宽政策快速扩张。美国虽然已于去年中停止购买资产，但并没有抛售表内资产，因此美联储资产负债表仍维持在史上最高规模。这些经济体政策利率维持在零利率上下。三季度，美日欧英央行的政策立场并未发生根本变化，全球发达经济体的银行体系流动性充足。

图表 3 1 美日欧英央行资产规模

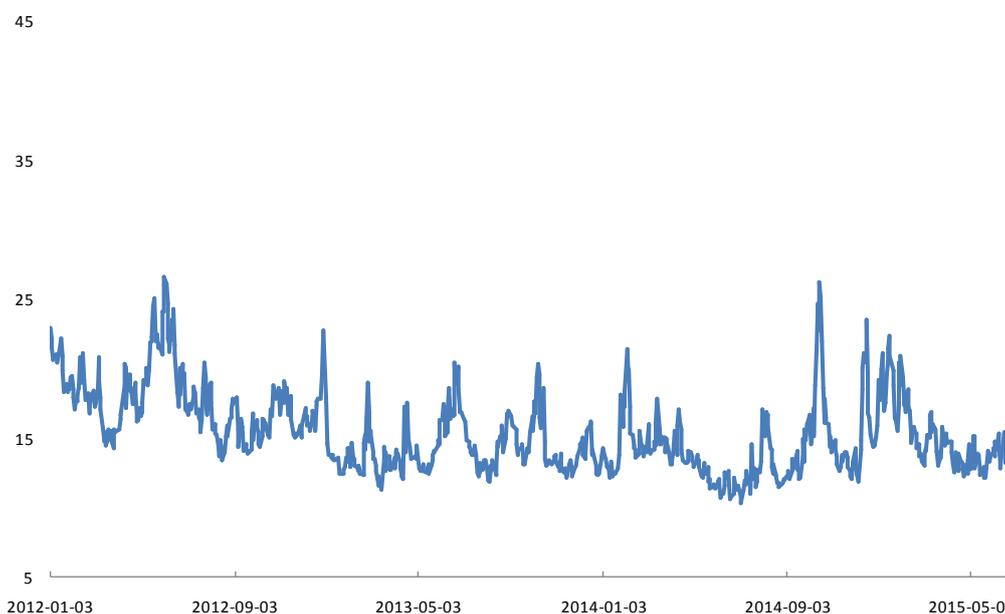


注：原始数据来自 Wind 数据库。

2、全球金融市场波动加剧，投资者风险偏好迅速上升

受美联储加息预期影响，投资者风险偏好上升。第三季度，VIX 指数⁵从 18.23 上升至 40.74。8 月下旬，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。新兴市场股市面临三年多来的最大跌幅，香港、印尼、台湾股市均已进入熊市。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。

⁵VIX 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。



数据来源：Bloomberg。

专栏 汇改后离岸人民币汇率缘何暴涨暴跌

8月11日，中国人民银行宣布实施人民币中间价报价机制改革。离岸人民币汇率（CNH）波动幅度开始骤然加剧，一度超过6.50的高位，相对在岸人民币汇率（CNY）的偏离保持在600-1200个基点，达到2012年以来峰值，在9月11日，CNH又突然升值至6.40。与此同时，尽管经济基本面依然良好，在岸人民币的贬值压力却也随之加大。

期间，究竟哪些因素引发了CNH的暴涨暴跌？

汇改之前，离岸汇率基本是跟着在岸汇率走。然而，汇改之后，游戏规则发生了一些变化，离岸汇率对在岸汇率的影响力开始上升，甚至在最近一段时间内成为人民币汇率的主导力量。

汇改最大的变化是央行放弃了中间价这一干预工具，致力于让市场供需决定人民币汇率。今年二季度，我国资本外流大幅缓解，在岸人民币汇率甚至有小幅升值，反映整体宏观经济的基本面并没有大幅贬值的基础。因此，央行认为一次性贬值5%以后，汇率应该会双向波动，基本保持稳定。然而，境外资本与央行对人民币汇率未来走势判断并不一致。海外投资者对中国经济总是倾向于接受盲目悲观的消息，一旦有风吹草动，就会降低对人民币资产的

需求，导致离岸汇率贬值。当中国经济出现坏消息时，离岸人民币汇率的贬值幅度一般要高于在岸人民币汇率。也就是说，离岸市场投资者对人民币汇率贬值预期与央行的判断并不完全一致。

同一个货币，两个汇率，供需不同，预期还不一样，投资者自然会从中套利。在汇改前，央行对付跨境套利有很好的管理办法。例如，今年 2 月份，人民币汇率的贬值预期非常强劲。在整个 2 月份，几乎每天的在岸人民币汇率都相对中间价要贬值 1.8%左右，屡屡触及中间价波幅上限。

然而，整个 2 月份，在岸人民币汇率仅贬值 0.2%，离岸汇率仅贬值 0.3%。这是因为央行可以每天重新制定中间价，所以尽管境内外有汇差，投资者却只能在日间套利，风险很大。例如最典型的“境内购汇+境外结汇”模式，若在早盘，套利者发现离岸比在岸汇差高 250 个基点，那么就会在境内市场购汇，然后将这些美元悉数转往香港结汇，套取 250 个基点的汇差。与之类似还有境外主体人民币 NRA 账户套利模式。不过这些套利盘大多是日度操作，风险很高，一旦央行扭转汇率走势，就会有亏损本金的风险。央行从 3 月下旬开始，一方面连续下调中间价，从 6.16 降至 6.10，另一方面进入外汇市场干预，逆转日度的人民币贬值幅度，套利盘顿时土崩瓦解。从历史经验来看，在不加强资本管制的前提下，境内外汇差在 60-100 个基点以下基本不会有太多套利机会，而一旦超过 60-100 个基点就会引发套利盘。

汇改后，离岸市场平美元头寸的需求触发了离岸人民币汇率的第一波贬值。离岸市场人民币流动性的主要来源并非 2 万亿离岸人民币存款，而是通过银行间外汇掉期交易获得。外汇掉期市场日均交易量可超过 200 亿美元，基本可以满足离岸市场人民币流动性需求。这种外汇掉期交易主要是用美元对人民币进行掉期操作，相当于以美元为抵押获取人民币的融资方式，投资者先以较低融资成本借入美元，然后通过掉期交易获得人民币。在人民币有升值预期时，掉期价格会下降。有贬值预期时，掉期价格会随之上升。

在汇改之前，投资者普遍预期人民币汇率会维持稳定，一个月的美元对人民币掉期价格保持在 150 个点左右的低位。汇改当天，一个月的掉期价格跳升至 220 个点，随后一路飙升，直至 8 月 26 日达到 600 个点的历史高点。这反映投资者市场参与者前期为了获得人民币流动性，积累了大量

的美元负债，导致汇改后美元买盘需求强烈，从而引发了人民币贬值。汇率的动荡让某些机构开始看空人民币，通过借入离岸人民币来做空，进一步恶化了人民币贬值预期，让其他投资者平美元头寸的压力更大，导致人民币掉期价格一路飙升。

与此同时，由于人民币贬值预期强烈导致美元对人民币掉期价格上升，离岸投资者获得人民币的成本上升，相当于堵塞了一个重要的人民币供给渠道，离岸人民币利率出现飙升。8月25日，香港离岸人民币隔夜拆借利率达到7.81%的高位。直到香港金管局向市场释放人民币流动性才平抑掉期价格和利率的波动。

从这个角度来看，离岸市场汇率和利率形成的恶性循环是人民币汇率贬值预期迅速发酵的重要原因。一方面，离岸市场缺乏央行提供流动性，投资者只能通过掉期交易等衍生品间接获得人民币，导致自身美元敞口过高；另一方面，离岸市场没有逆回购市场，遇到流动性紧张时没有缓解机制，利率会不断攀升。在这个过程中，当期汇率贬值引发利率上升，利率上升使远期汇率贴水，诱发贬值预期，贬值预期又再度提升短期利率，循环往复。

套利盘进一步恶化了人民币贬值预期，触发了第二波贬值。当离岸人民币和在岸人民币的汇差从86激增至500个基点以上时，境内外套利盘闻风而动。在合法途径下，大多数跨境企业都会在内地购汇，香港结汇，或者在内地远期售汇。在灰色途径下，则会利用香港设立的贸易账户或者人民币NRA账户进行虚假贸易。这些套利交易恶化了人民币的贬值预期。然而，由于央行不再使用中间价干预，每天的CNY汇率基本是连续的，套利盘不再局限于日度套利，套利成本大幅下降，对第二天的贬值预期也越来越强烈。

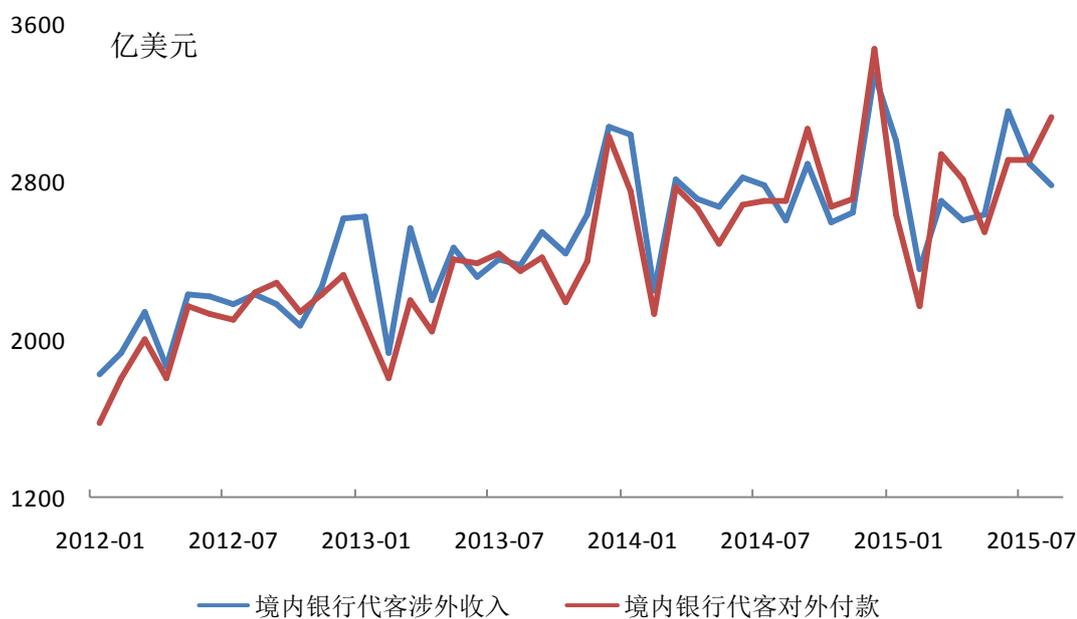
为了应对离岸市场人民币汇率的波动，中国人民银行采取了重要举措。第一，直接对在岸和离岸市场进行数量型干预，降低汇差水平，压缩套利空间；第二，加强对远期合约的管理，征收远期售汇20%准备金增加套利成本和难度。第三，加强资本流动管理，对贸易真实程度和人民币NRA账户进行严格审查，减少套利渠道。这几项措施都非常有针对性的打击了跨境套利的投资者，在8月26日和9月11日分别将汇差收窄至600个基点和260个基点。

然而，我们也注意到，这些措施并不能从根本上消除贬值预期，效果持续时间有限。而且，放弃中间价这一调控工具后，央行还需要消耗外汇储备入市干预，这并非长久之计。从过去的经验来看，离岸市场对人民币贬值预期的持续时间大概是 2-3 个月（2011 年 9 月至 12 月，2014 年 12 月至 2015 年 2 月）。在这段时间内，央行要让汇率稳定在心理范围之内，可能还需要和离岸市场展开一场恶战。

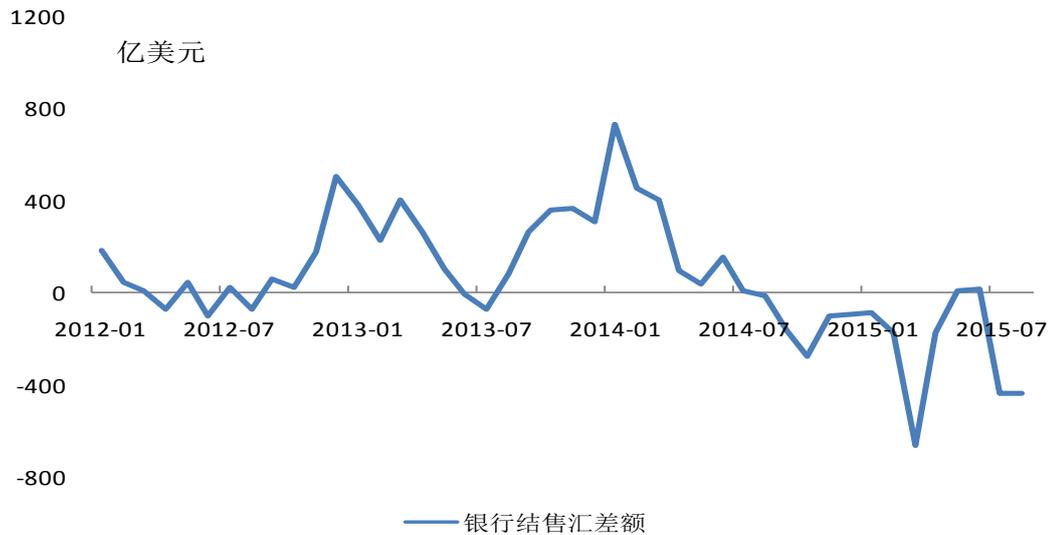
三. 中国跨境资本流动大幅流出，人民币资本出现净流入

跨境资金流动出现净流出，银行结售汇逆差扩大。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。

图表 3 2 境内银行收付款

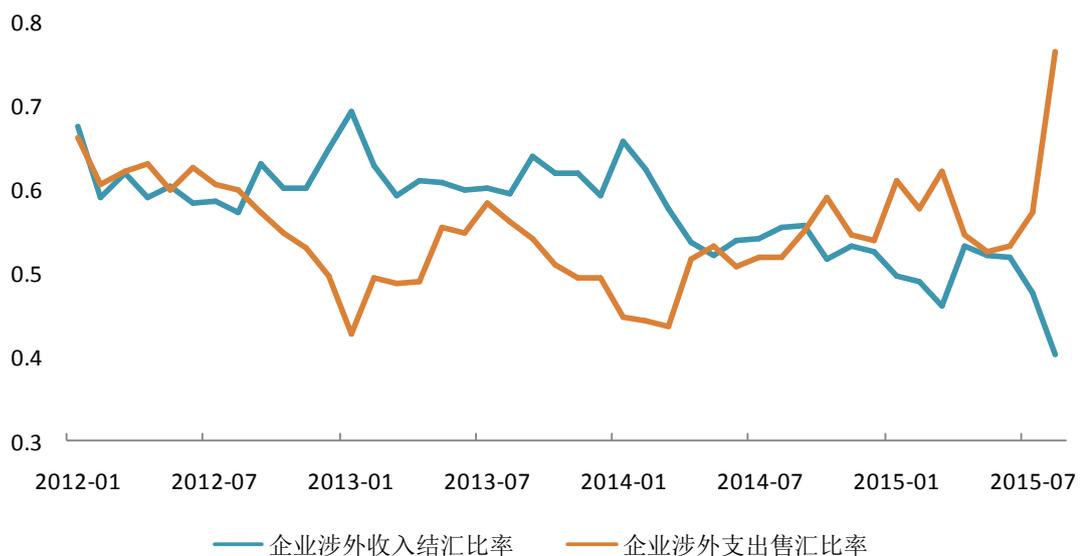


图表 3 3 银行结售汇差额



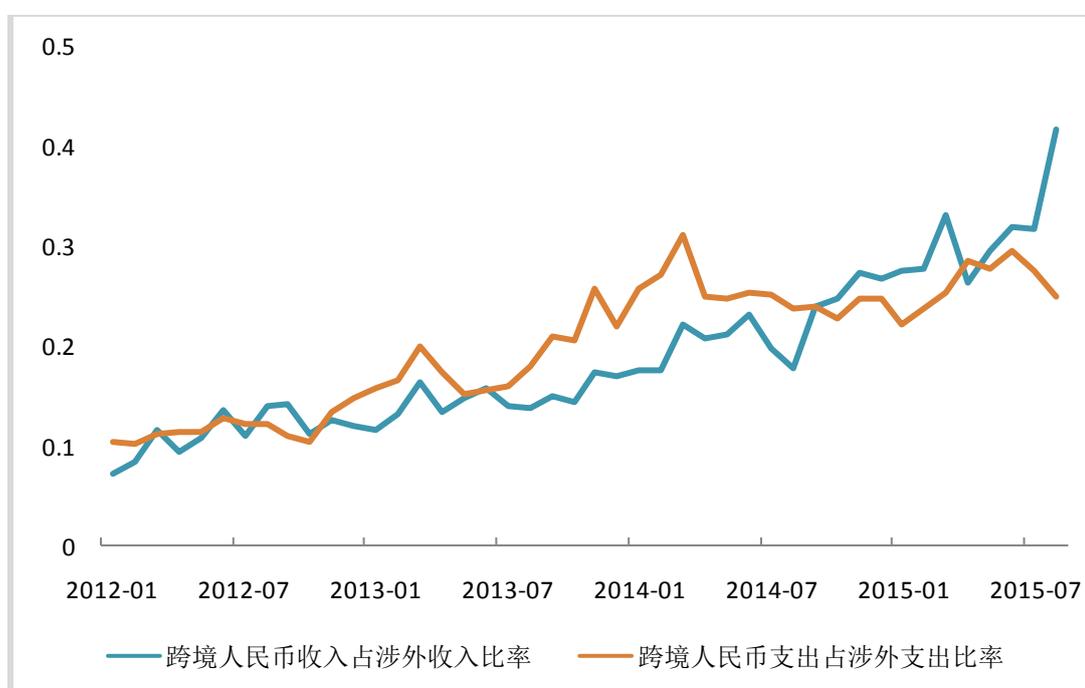
市场主体结汇意愿大幅下降，购汇动机迅速上升，企业普遍愿意持有美元。2015年7-8月银行代客结汇占银行涉外总收入比率从0.51降至0.40的历史低点，银行代客售汇占银行涉外总支出从0.53上升至0.76的近年新高。这反映在第三季度，受811汇改的影响，企业获得美元后持有美元的意愿上升。

图表 3 4 企业结售汇比率



人民币跨境资本加速回流。下图表明，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。预计短时期内人民币汇率还会继续震荡，人民币跨境资本下一季度仍然会保持回流态势。

图表 3 5 跨境人民币收付比率



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。

一、大宗商品总体价格走势

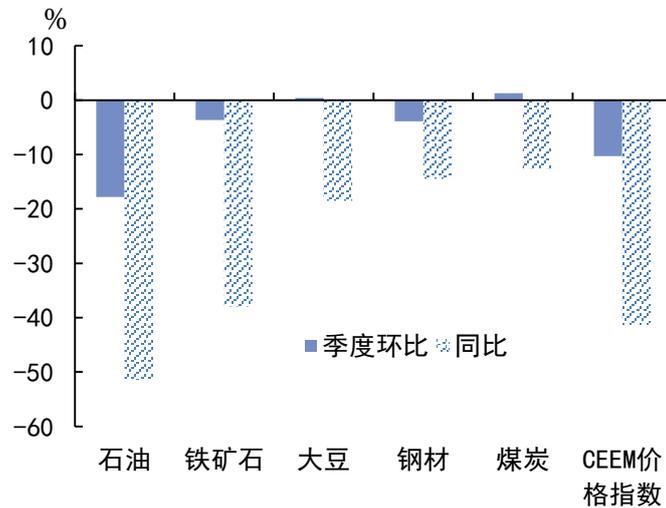
受石油价格大幅下跌拖累，3季度CEEM指数回落，金属和农产品价格依然呈现疲弱态势。

2015年3季度全球主要大宗商品价格大部分呈现跌势，石油价格再次大幅下跌，CEEM大宗商品综合指数⁶走低，季度环比下跌10.3%。3季度，石油价格扭转2季度的回升趋势，再次陷入跌势。在美联储加息临近、美元升值预期加强以及伊朗石油潜在供给增大的推动下，油价季度环比下跌17.8%；同时，油价走势的波动性正在加大。金属方面，铁矿石、钢材价格季度环比分别下跌3.7%和3.9%，煤炭价格环比小幅增长1.3%，铜价季度环比大幅下跌12.8%，且在6月末至8月末期间下跌14.6%，之后小幅回升。国内铁矿石库存下滑，铜消费开始出现小幅回升。农产品方面，中国大豆进口价格与上季度基本持平，但国际主要市场大豆价格仍在下滑，集贸市场豆粕价格环比下跌2.5%；玉米国际价格小幅下

⁶ 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。

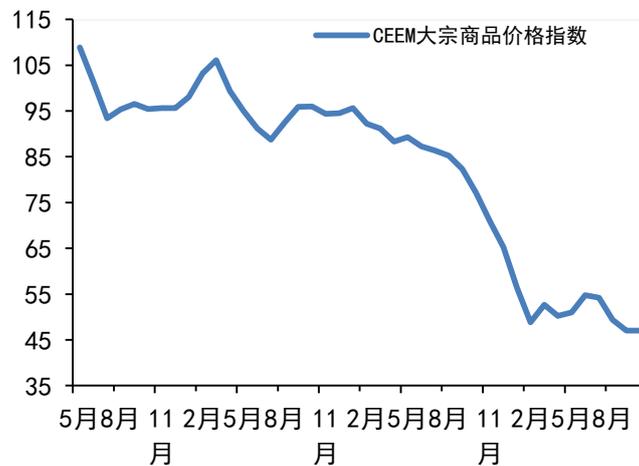
降，集贸市场玉米零售价格下跌约 3.7%；小麦国际与国内市场均呈现供过于求，价格继续下跌。

图表 3 6 季度大部分大宗商品价格均下跌



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 3 7 CEEM 大宗商品指数下跌



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

3 季度国际
油价持续疲
弱，季度环
比下跌
17.8%，波动

二、主要大宗商品供求情况与价格走势

3 季度国际油价持续疲弱，季度环比下跌 17.8%，但波动性加剧。油价从 7 月初至 8 月底一路下跌，其中，布伦特油价从 7 月 1 日至 8 月 24 日下跌 32.1%；之后油价一度暴涨 10%，并波动加

性加大。

大。季度末三大原油价格均跌至 50 美元以下，为 08 年金融危机以来的最低点。

油价持续走弱的主要原因依然是原油市场供过于求；同时，随着美联储加息在即，市场风险容忍度下降。第一，尽管美国原油需求略好于预期，但新兴市场国家，特别是中国的需求持续走弱，市场同时担心巴西、俄罗斯等陷入衰退，悲观情绪较浓。从供给来看，OPEC 终于达成减产，但伊朗可能在 4 季度增产。国际大宗商品巨头嘉能可的危机可能成为市场黑天鹅因素，引发连锁反应。第二，随着美联储加息在即，市场风险偏好下降，同时美元进一步升值的预期仍在加强，大宗商品承压。

油价走势的波动性正在加大，其原因主要在于市场深度下降，大量资金撤离原油市场，使得价格较为敏感。8 月份底至 9 月初的两周内一度暴涨主要缘自美国原油库存不及预期，同时，部分投机者已经开始下注于原油价格探底反弹，市场出现分歧。但从期货市场开仓比例来看，空头仍然占据绝对优势。

图表 3 8 三大原油价格反弹后回稳



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 3 9 市场风险偏好下降、油价下跌



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

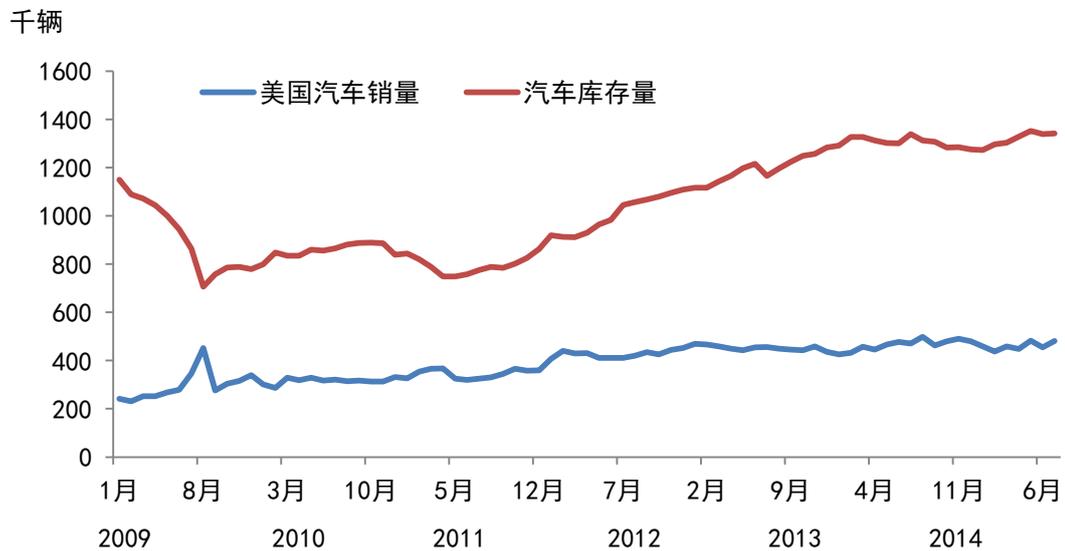
根据 OPEC 8 月份的预测，2015 年全球原油需求平均为 9408 万桶/日，较去年增长 129 万桶。其中以美国为代表的发达国家略好于预期，但新兴市场国家需求持续疲弱。

需求面来看，以美国为代表的发达国家略好于预期，新兴市场经济国家需求持续疲弱。

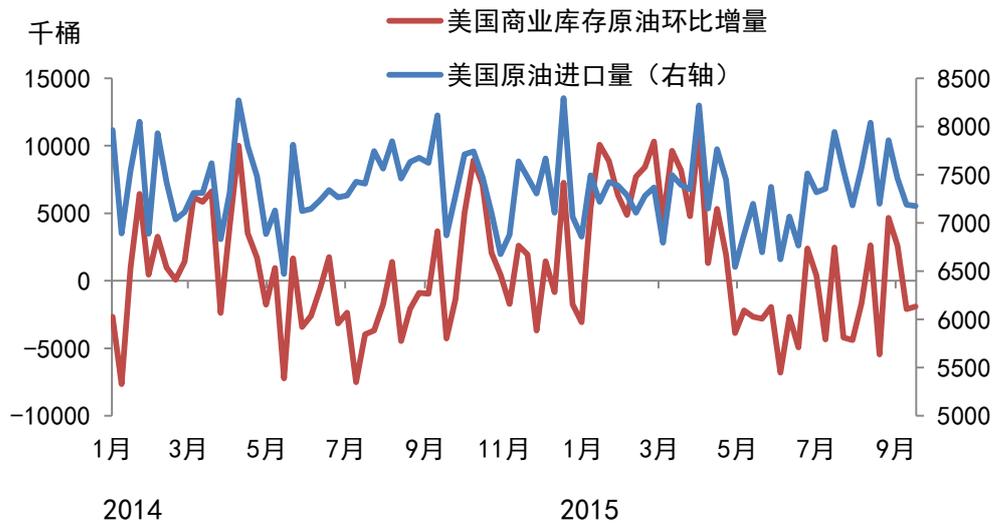
美国原油需求增长略好于预期的主要原因之一在于汽车市场的稳步增长，特别是今年以来车辆库存的增长和高耗油 SUV 需求的上升。油价的低迷是刺激这一增长的主要原因。

3 季度美国原油进口量要高于 2 季度平均水平，整体库存水平和 2 季度接近，但是显著低于 1 季度。这部分解释了 8 月低油价的一轮剧烈反弹。

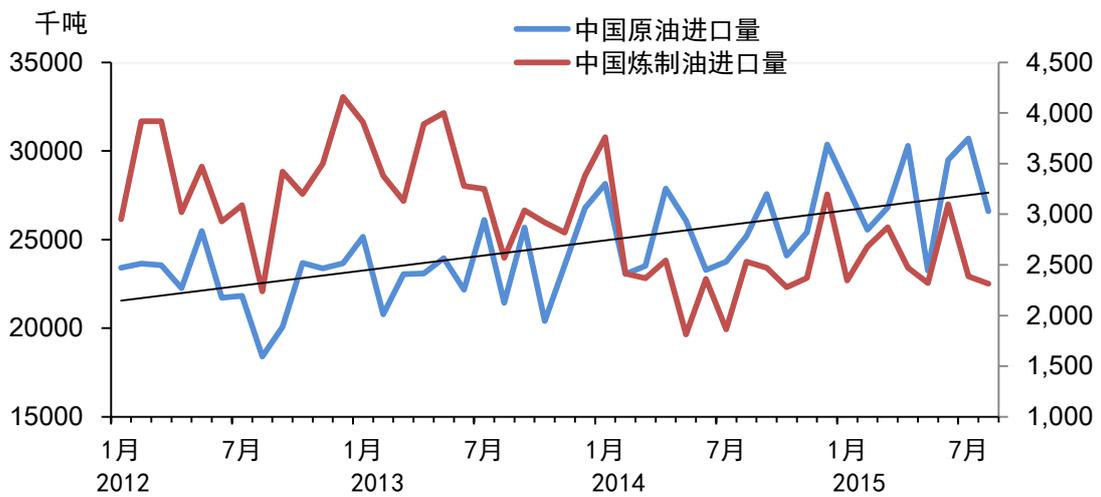
图表 4 0 美国汽车市场稳步增长



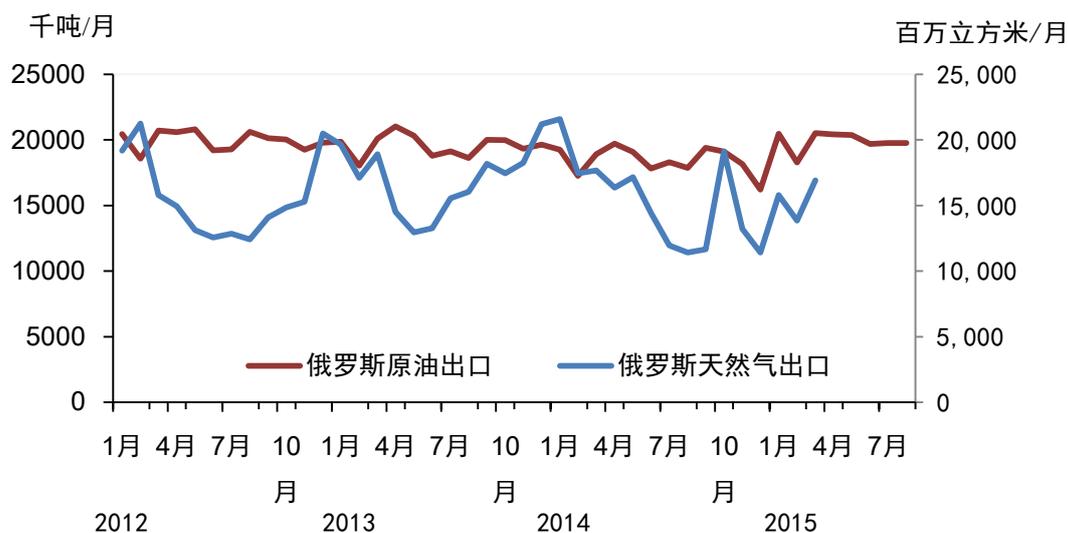
图表 4 1 美国原油进口量环比增长



图表 4 2 中国原油进口量小幅上升



图表 4 3 俄罗斯原油出口平稳



目前造成全球油价低迷的主要因素仍然是供给过剩，但 OPEC 组织 9 月开始减产，可能在一定程度上缓解供求矛盾。对 3 季度油价产生重要影响的包括伊朗核谈问题以及 OPEC 组织开始减产。一方面，伊朗核谈协议的达成意味着将在未来几年内持续释放潜在供给。伊朗也有很大意愿获得更大的市场份额。伊朗官员表示，预计伊朗最早将在 11 月份后期开始增加石油出口，或激增 50 万桶/日，并希望 OPEC 在 12 月份会议上讨论伊朗回归石油出口市场的问题。另一方面，9 月 OPEC 组织终于达成减产，日产量从 8 月的 3228.1 万桶降至 3204.8 万桶，日减产量达 23.3 万桶。其中，沙特减产幅度最大，9 月日产量降至 1030 万桶/日，减产幅度为 20 万桶/日。综合两方面因素，未来国际原油市场供给将取决于 OPEC 组织会否进一步削减产量规模，如果维持目前的日产量规模，则未来供给仍有可能进一步增加。

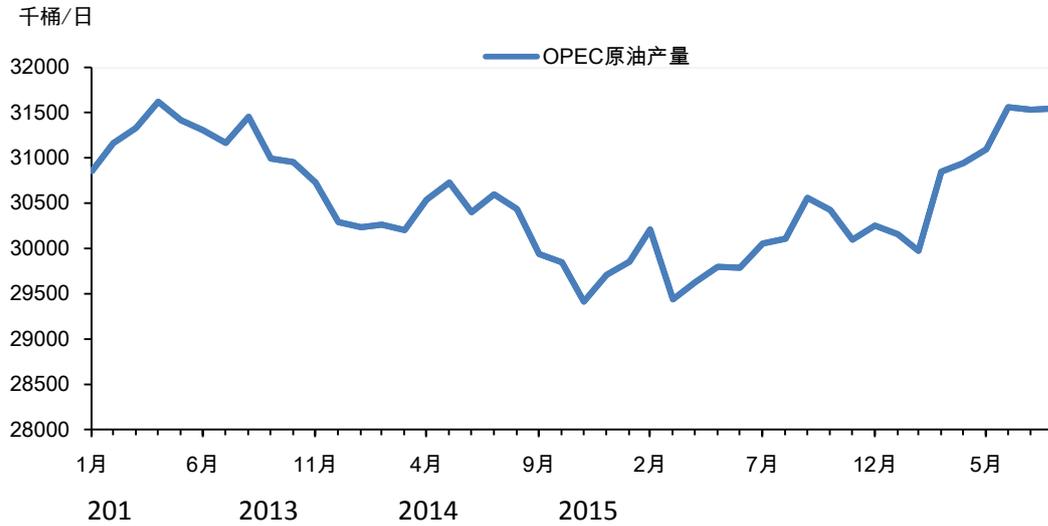
造成全球油价低迷的主要原因仍来自于供给面。OPEC 最终减产，可能在一定程度上缓解供求矛盾，但伊朗将在未来几年内持续释放潜在供给，美国亦未放缓原油开采进度。

美国并未放缓原油开采进度。2 季度市场一度揣测在油价低迷的情况下，美国页岩油开采量会下降。但 3 季度数据显示，钻井关停数有限，开采量增速并未放缓。事实上，美国墨西哥湾石油钻井数在 3 季度出现明显上升。

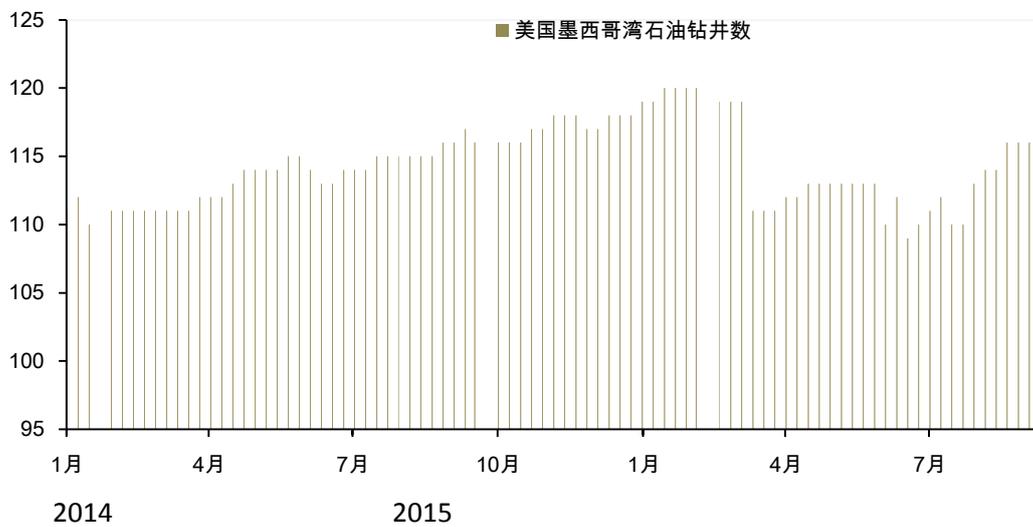
国际大宗商品巨头嘉能可的危机也是市场关注的因素。嘉能可陷入债务危机后，股价急速下跌，可能引发清仓或抛售库存自

救，将使大宗商品市场进一步承压。危机还可能引发连锁反应，牵连多个市场和相关企业。

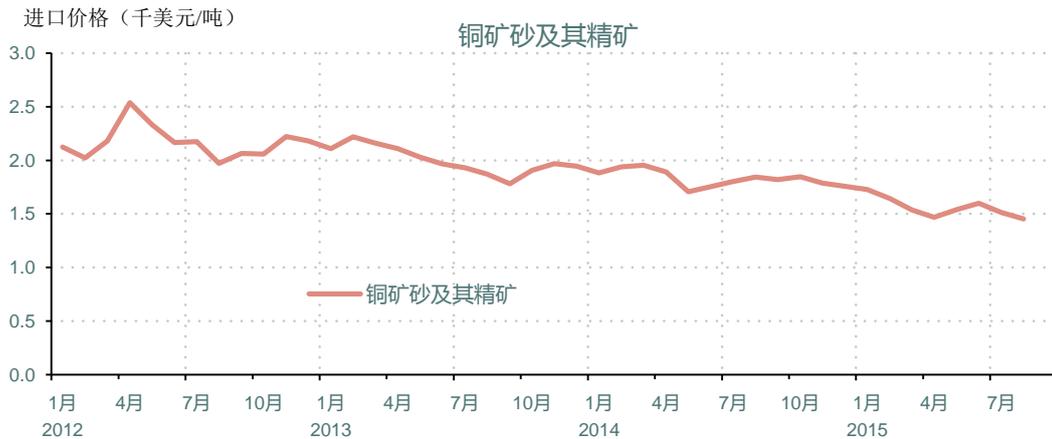
图表 4 4 OPEC 原油产量持续增长



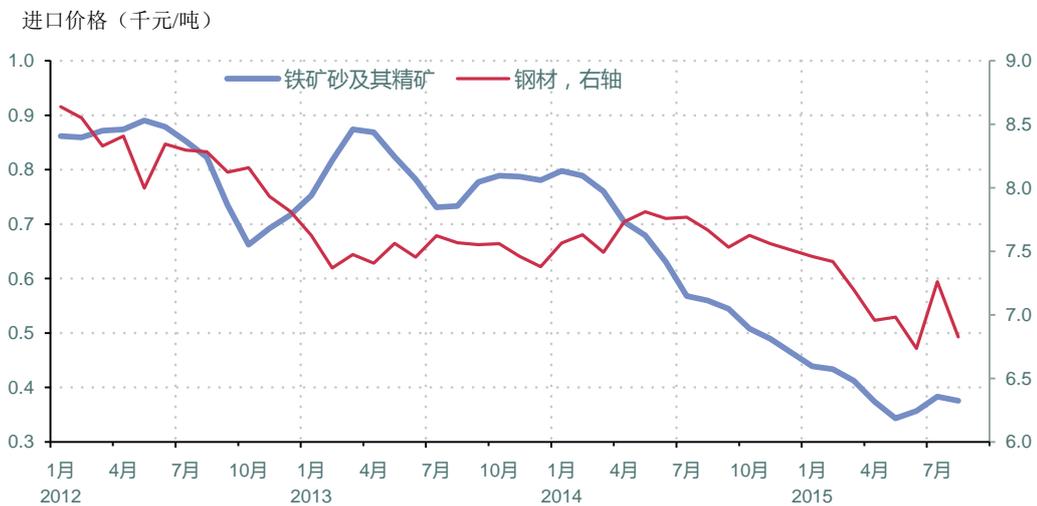
图表 4 5 北美石油钻井数仍稳步增长



图表 4 6 中国进口铜价小幅反弹



图表 4 7 铁矿石价格跌幅加大



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

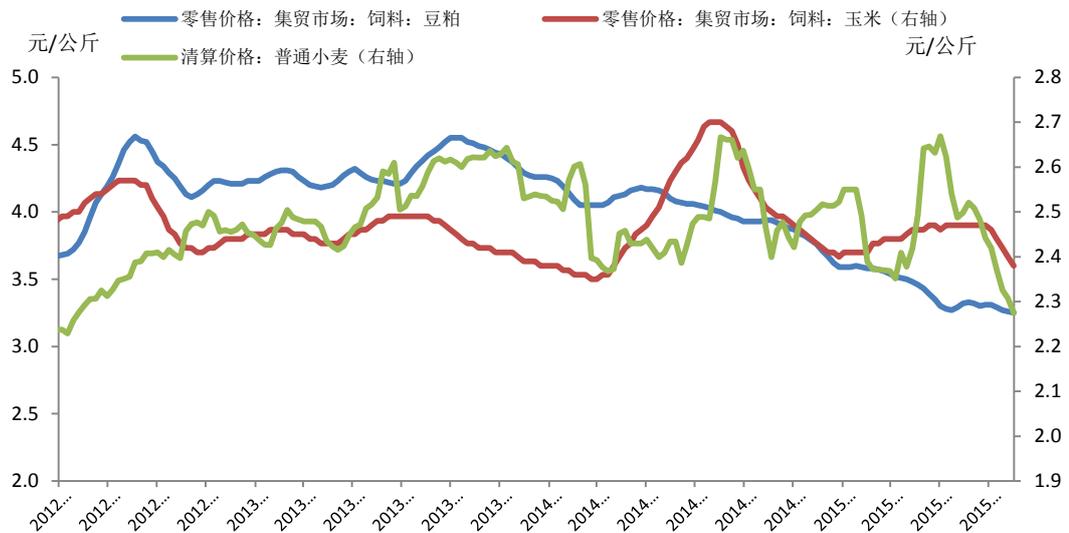
金属价格总体下跌，铜价6月以来大幅下跌，铁矿石与钢铁价格继续下跌。在国内终端需求疲弱态势下，预计

3 季度金属价格总体下跌。铜方面，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%；我国进口铜砂矿及其精矿价格在 7-8 月从 1512.4 美元/吨下跌至 1453.1 美元/吨。国内铜消费有所回升，7 月与 8 月末锻造铜及铜材进口量较去年同比分别上升 1.54%和 3.19%，是今年年初以来的首次同比回升。预计未来一季度内铜价仍将在波动中小幅下跌。

未来一季度
铜价、铁矿
石与钢铁价
格仍将保持
弱势。

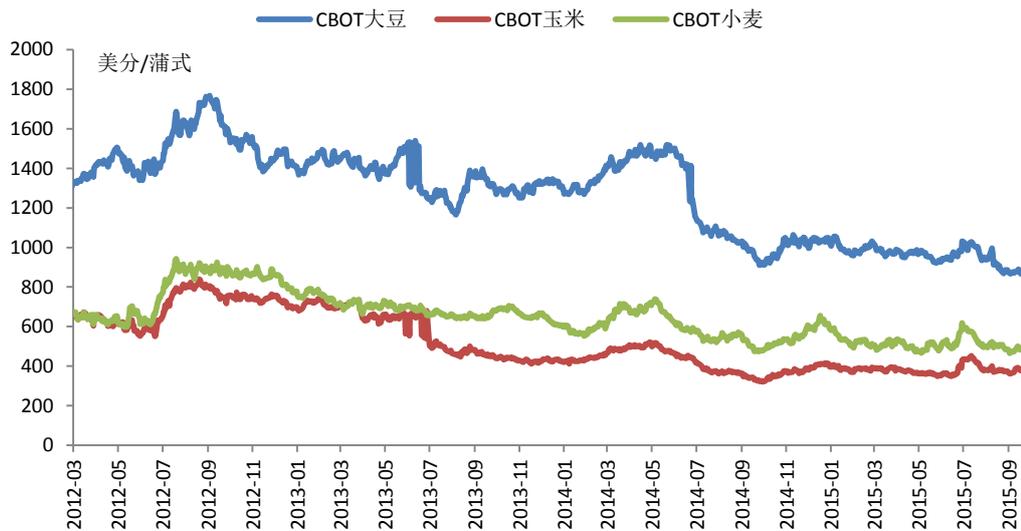
铁矿石与钢铁方面，7月以来铁矿砂及其精矿进口价格从62.6美元/吨下跌至59.6美元/吨，钢材进口价格从1187.1美元/吨下跌至1082.6美元/吨。从库存来看，7月至8月，铁矿石港口库存由1.137亿吨下降至8195万吨低位，下降幅度为28%，但随着近期海外铁矿石供应的增加以及国内钢铁需求的放缓，港口库存重回上升的概率正在增加。因此，供需矛盾依然突出。6至7月间基建项目的集中开工带动了钢材价格的小幅反弹，但动力不足，8月钢材价格重返跌势。预计未来一季度内铁矿石价格与钢铁仍将保持弱势。

图表 4 8 豆粕、玉米、小麦价格均呈跌势



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 4 9 国际期货市场农产品价格波动为主



2015年3季度中国大豆进口价格与2季度基本持平，集贸市场豆粕零售价格与豆油价格继续回落。3季度国际大豆市场价格继续下跌，但跌幅有所收窄，中国大豆进口价格环比微涨0.39%；7月下旬以来，集贸市场大豆零售价格重返下跌态势，豆粕价格下跌2.5%；CBOT大豆价格也继续震荡回落。供需面来看，供给压力仍然是大豆与豆粕、豆油等豆类产品价格继续下滑的主要因素，但预计未来此方面的影响将减小。美国农业部

大豆价格进口价格与上季度基本持平，集贸市场豆粕与豆油零售价格继续回落；玉米价格重返跌势；小麦价格继续下跌。考虑到北半球即将迎来大豆丰收季节，预计未来一季大豆及豆产品价格仍将小幅下滑，但空间不大；玉米价格波动为主，小麦价格继续小幅下滑。

(USDA) 在 9 月报告中将全球大豆产量预期下调 0.14% 至 43.7 万吨，主要原因是乌克兰天气干旱影响大豆产出；同时，还上调了全球大豆消费量 24 万吨，库存消费从 8 月的 28.04% 回落至 27.40%。由于 9 月底、10 月北半球即将迎来大豆收获季节，短期出现极端天气严重影响的可能性不大，北半球大豆丰产预期强烈，预计未来一个季度内大豆与豆类产品价格可能延续跌势，但空间不大。

玉米价格重返跌势。3 季度国际市场玉米价格小幅下降，集贸市场玉米零售价格下跌约 3.7%。9 月 USDA 将全球玉米产量预期水平从 9.86 亿吨下调至 9.78 亿吨，美国、欧盟、中国等地产量预期均有所下调，北半球天气因素是产量波动的主要原因；同时玉米需求也下调了 0.04% 至 9.858 亿吨，主要原因是美国和欧盟饲用量的减少，库存消费比下降至 19.24%。目前来看，供需两方面因素都较为脆弱，如果天气因素进一步限制供给，那么未来一至两个季度内，玉米价格存在上升可能。国内市场来看，玉米供应较为充足，加上 2015 至 2016 年的玉米临时收储价格较去年下降了 11.3%⁷，为过去八年以来的首次下降，预计今年的临储玉米拍卖成交可能比过去几年低迷，未来一至两个季度的国内玉米价格将以波动为主。

小麦价格进一步下滑。3 季度以来国际市场小麦价格小幅下滑，主要原因是供给增长大于消费增长，9 月 USDA 上调全球小麦产量预期 0.70% 至 7.32 亿吨，较去年产量上升 0.88%，这也是 USDA 自今年 5 月开始连续第四次提高小麦产量预测，主要变动来自于对主产国加拿大、印度产量的上调以及对欧盟、俄罗斯产量的下调；同时，全球消费量预期上调 0.20% 至 7.15 亿吨，较去年上升 1.55%，全球小麦期末库存增加 510 万吨至 2.27

⁷ 2015 年 9 月 18 日，国家粮食局公布今年国家临时存储玉米挂牌收购价格水平确定为 1 元/斤（国标三等质量标准），比去年的 1.13 元/斤下降约 11.5%。

亿吨，主要来自于欧盟、俄罗斯和菲律宾的饲用亮都有明显提升，抵消了食用小麦需求量的小幅下滑；期末库存消费比从之前的 30.80% 上升至 31.69%，高于前两年水平。国内市场来看，随着华北地区小麦逐步收割入市，供应压力持续加大，加上市场需求疲弱，小麦价格下滑。预计未来一至两个季度内国际市场与国内小麦价格的仍将进一步小幅下滑。

三. 未来价格走势与风险

石油方面，4 季度风险主要来自于伊朗石油供应的增长，同时，市场对美联储加息时点预期分歧可能带来油价波动的加大。第一，石油市场供过于求的基本面状况在短期之内难以改变，而伊朗将加大石油潜在供给可能会进一步冲击石油市场；第二，以美国为代表的发达国家对石油的需求正在逐步回升，这将在一定程度上缓解供求失衡；第三，随着美联储加息的临近，风险偏好下降与美元走强也可能进一步压低油价，但市场对加息时点预期存在不一致，可能使油价在下一季度内波动性继续加大；第四，目前石油价格已经逼近部分生产商的边际生产成本，因此，预计油价下跌的最低点在 40 美元/桶左右的水平。未来一季油价将加大波动幅度与频率，我们依然维持全年均价 55-65 美元/桶（布兰特原油）的预测。

金属方面，近期导致价格超预期下跌的风险仍然主要来自于美元上涨预期以及中国需求的进一步放缓。随着美联储加息的临近，金属价格仍有可能出现一轮超预期的大幅下跌。而另一方面，新兴市场国家的需求放缓，中国制造业终端没有快速复苏迹象；同时，包括俄罗斯卢布在内的货币贬值，又导致一些企业减产，基本上难以对金属价格形成支撑。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。铜价 9 月初商品巨头嘉能可宣布旗下位于非洲的两个旗舰铜矿将停产 18 个月，这可能导致铜产量减少约 20%。但考虑到当前铜库存处于历史高位，铜价在未来一季内反弹的可能性不大。

4 季度油价可能加大波动幅度与频率，我们依然维持全球均价 55-65 美元/桶的预测；金属与农产品供求矛盾突出，预计价格仍将疲弱。

农产品方面，天气因素的风险正在减小，但适宜的天气条件仍可能带来大豆的增产，对小麦与玉米产出的影响不大。未来农产品价格走势的压力仍然主要来自于供给过剩与需求疲弱，预计主要农产品价格仍将呈现波动下滑。

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，3 季度中国出口大约增长 0.4%，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 3 季度继续小幅放缓。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。3 季度，中国进口维持弱势，剔除价格影响后的实际进口增速好于名义值，且在好转。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。

一、中国出口弱中好转

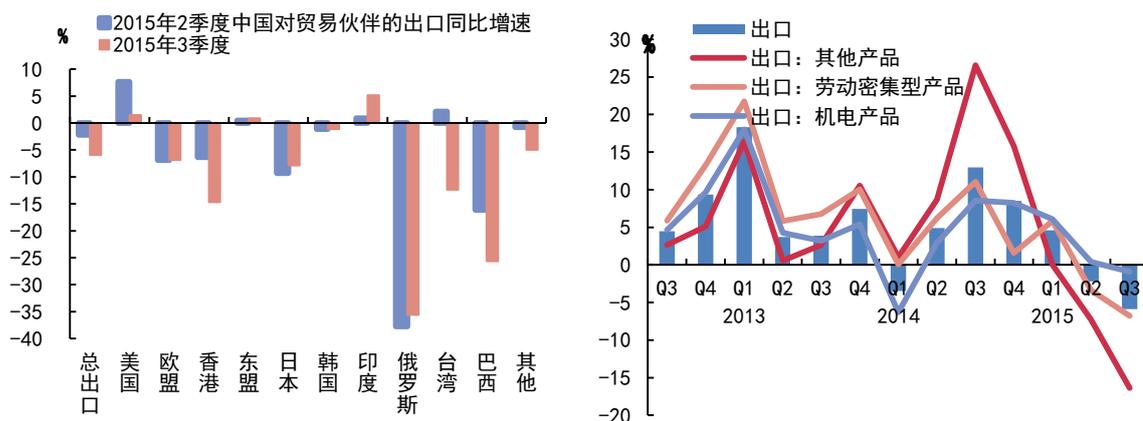
海关数据
显示 3 季度
出口增速
进一步小
幅放缓。

海关数据显示 3 季度出口增速进一步小幅放缓。3 季度，中国海关数据⁸显示中国出口同比下降 5.9%，较 2 季度-2.2%的增速下降 3.7 个百分点，已持续四个季度下滑，下滑幅度有所收窄。相较 2 季度，分地区看，3 季度出口放缓主要来自美国、香港和台湾。中国对美国、欧盟、香港出口分别增长 1.5%、-6.9%和-14.7%，对台湾和东盟出口分别增长-12.4%和 0.9%。从贸易方式看，出口放缓主要来自一般贸易出口，同比增速由 2 季度的 1.6%下滑至 3 季度的-2.8%。从产品看，出口放缓主要来自其他产品⁹和机电产品，3 季度二者出口同比增速依次为：-16.4%和-0.9%。

⁸ 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，增速为同比增速。

⁹ 其他产品为除机电和七大类传统劳动密集型产品以外的产品，大致对应 SITC 分类中的初级产品、工业制品中的化学品、按原料分类的制成品（部分）。2015 年 2 季度，机电产品出口占总出口比例为 57.4%，七大类传统劳动密集型产品占比为 20.8%，其他产品占比为 21.8%。

图表 50 中国出口地区和产品



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

3 季度出口放缓受到基期虚假出口高报的拖累。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。表现在中国对香港、台湾地区、美国、欧盟、俄罗斯、贵金属、电器及电子产品、其他商品贸易等方式下的出口异常升高，来自外贸企业报关单的出口增速异常高于出口生产厂商提供的出口交货值增速，同时异常高于货物出口结汇增速等。其结果是去年 3 季度的出口高报直接拉低今年 3 季度的出口同比增速。

排除基期虚假出口干扰，3 季度出口实现 0.4% 左右的增长，较 2 季小幅好转。第一种去除虚假出口的方法是，将占中国出口约 84% 的 14 个主要贸易伙伴提供的从中国的进口增速，作为同期中国真实出口增速的一个近似替代¹⁰。则去年 3 季度中国出口增速将由 12.9% 变为 5.4%，从而今年 3 季度出口增速将变为 0.8%。第二种方法是估算并扣除异常虚假出口。文献通常用贸易双方对同一贸易流进口和出口报价之间的差额来估算虚假贸易。考虑到双边统计数据准确性、货运时滞等因素，这里只关注异常月份偏离正常时期的异常虚假出口。去年 3 季

¹⁰ 14 个贸易伙伴是美国、欧盟、香港、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。考虑到中国对香港出口的绝大部分是转口贸易，这里香港提供的从中国进口为香港从中国进口的自用部分，等于香港自中国进口-香港来自中国的转口额×(1-转口毛利率)。

较2季小幅
好转。

度，中国与14个主要贸易伙伴之间的异常虚假出口约为374亿美元，将其扣除后，去年3季度出口同比增速由12.9%变为6.3%，今年3季度出口增速将变为0%。以上两种估计表明，排除基期虚假出口干扰后，今年3季度出口增速大约可达到0.4%，明显好于数据公布的-5.9%，也好于2季度出口-2.2%的增长水平。

3季度中国
出口增速
明显好于
全球贸易
增速具有
合理性。

3季度中国出口增速明显好于全球贸易增速具有合理性。3季度我们估计中国出口同比增长0.4%左右，相比外需（不含中国的全球进口）-14%左右的增长似乎显得异常。对其合理性的解释：其一，这种明显的差异在今年1季度就已经出现，并不是新出现的现象。2015年1季度，外需增速为-12.2%，开始明显下滑。同期中国海关提供的中国出口增速为4.6%，13个主要贸易伙伴提供的从中国的进口增速为5.4%，二者均明显高于外需增速。今年7月，排除基期虚假贸易干扰后我们估计中国出口大约增长-1%，13个主要贸易伙伴从中国进口增速为-3.3%¹¹，二者比较接近同时也明显好于同期外需-13.8%的增速。其二，外需名义增速明显下滑的主要原因来自美元强劲升值和大宗商品价格大幅下降，这一趋势在3季度同样存在。2015年1季度，美元指数同比上升18.3%，CEEM大宗商品价格指数同比下降44.2%。3季度，美元指数同比上升17.2%，CEEM大宗商品价格指数同比下降42.5%。其三，支持中国出口增速高于外需增速的原因，是中国出口市场份额增速的显著增长。后者来自以美元计中国贸易伙伴进口的减少，也即外需增速的下滑，受到了强劲美元和大宗商品价格大幅下降的影响。2015年1季度，中国对13个主要贸易伙伴的出口市场份额增速高达20.5%，7月增速为13.1%。

专栏：2014年3季度虚假出口高报明显

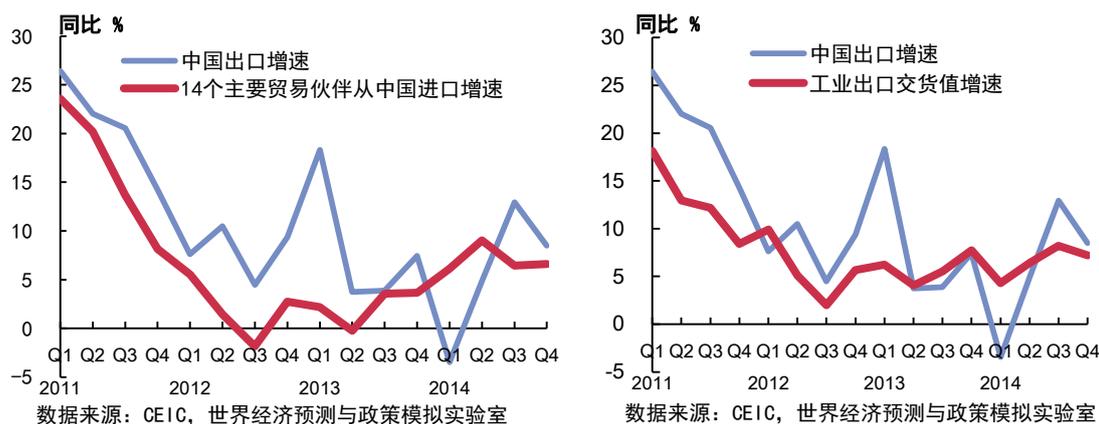
首先，去年3季度中国和贸易伙伴的双边数据出现明显偏离。从逻辑上看，中国出口大致等于贸易伙伴从中国的进口。但是占中国总出口83%的14个主要贸易伙伴在去年3季度，从中国的进口增速为5.5%，而同期中国总出口增速达12.9%。其中，中国对香港、美国、台湾地区、

¹¹ 截止目前，最新数据至7月。

俄罗斯的出口偏离程度最为明显。具体看，2014年3季度，美国、香港和台湾地区各自提供的从中国的进口增速分别为5.8%、5.0%和18.7%，而中国提供的中国对这三个地区的出口增速依次为11.5%、14.7%和42.4%。

其次，去年3季度中国出口高估还表现在以下几方面¹²：一是去年3季度12.9%的出口增速明显高于同期8.2%的出口交货值增速，意味着出口货物流并不支撑出口高增长。二是去年3季度中国对贵金属、电器及电子产品、其他机电产品等的出口异常升高，同比增速分别达300%、6.9%和28.4%。单价高、运输成本低使这些产品成为出口高报的重要载体。三是其他商品贸易方式下的出口异常增速，从去年上半年13.7%的平均水平上升至3季度的118.2%。类似地，同期一般贸易增速由8.4%上升至14.7%。四是去年3季度12.9%的出口增速异常高于1.9%的货物出口结汇增速，而同期出口退税与出口增速持续同步走高，表明虚增出口很可能是为了获取出口退税。

图表 51 2014年3季度出口明显高报

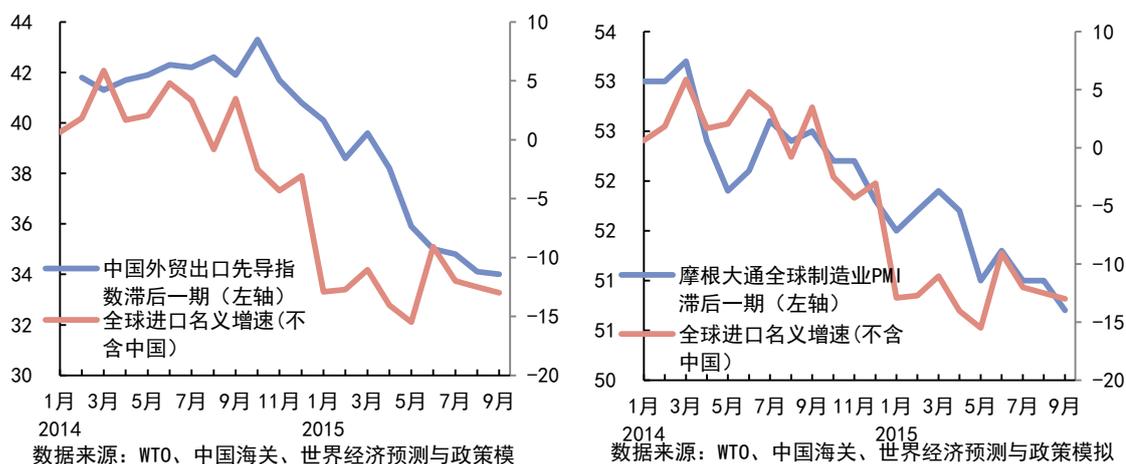


3季度外需略有回落，没有明显恶化。从定义式看，中国外需增速（不含中国的全球进口增速）与中国出口产品在贸易伙伴进口市场的份额增速之和大致决定了中国出口增速。这两项数据均来自中国贸易伙伴提供的数据，排除了基期虚假高报的干扰。2014年至2015年6月，摩根大通全球制造业PMI指数滞后一期值、中国外贸出口先导指数一期滞后值，与WTO提供的不含中国的全球进口增速存在较强的相关关系，相关系数分别为0.80和0.86。根据这一关系，可以估计3季

¹² 参见《剔除基期虚假贸易，7月出口增速并未出现大跌》，吴海英、徐奇渊，2015年8月11日澎湃网。《8月出口实现低位正增长》，吴海英，CEEM财经评论15019，2015年9月8日。

度外需的变化情况。今年 2 季度、6 月、7 月、8 月，摩根大通全球制造业 PMI 指数分别为 51.3、51、51、50.7，同期中国外贸出口先导指数依次为 36.4、34.8、34.1、34，两个指数的趋势均是略有走低，因此预计 3 季度外需增速较 2 季度略有回落，没有明显恶化。

图表 52 第 3 季度外需略有回落，没有明显恶化



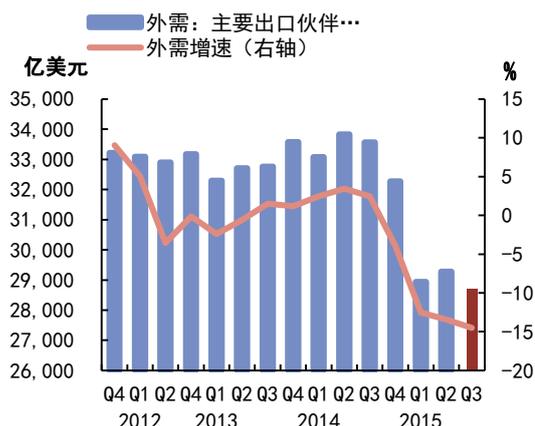
说明：全球进口名义增速（不含中国）2015 年 8 月、9 月值为估计值。今年上半年，WTO 提供的全球进口额同比下滑 12.9%，剔除美元走强、大宗商品价格大幅回落在内的价格影响，全球进口量下降 3.0%。

3 季度出口的小幅好转来自中国出口产品市场份额增速的回暖。

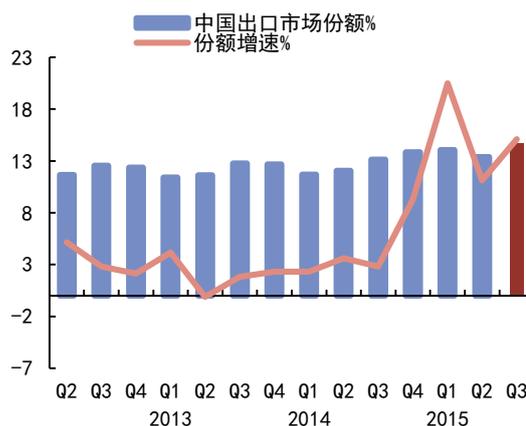
3 季度出口的小幅好转来自中国出口产品市场份额增速的回暖。

根据以上分析，3 季度中国出口较 2 季度有小幅好转，而外需略有下滑，因此是中国出口产品在贸易伙伴的市场份额增速回升推动了出口的好转。出口市场份额增速的回暖部分得益于 3 季度出现的政策环境改善。8 月 11 日，人民币中间价报价机制完善以来，人民币实际有效汇率持续上升的势头有所改变，之前对中国出口市场份额增速的拖累将受到抑制。7 月 15 日，国务院常务会议再次部署促进进出口稳定增长的 6 项政策措施，有利于中国出口竞争力的提升。

图表 53 出口 3 季度小幅回暖来自中国出口产品市场份额增速的回升



数据来源: CEIC, 世界经济预测与政策模拟实验



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。2014年, 中国对这13个地区再加上香港的出口接近总出口的83%, 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2015年第3季度为估算值。中国主要贸易伙伴进口增速与中国在其市场份额增速之和大致决定了中国出口增速。

二、中国进口疲弱中持续回升

中国进口维持弱势, 受到去年9月加工贸易进口异常升高的拖累。

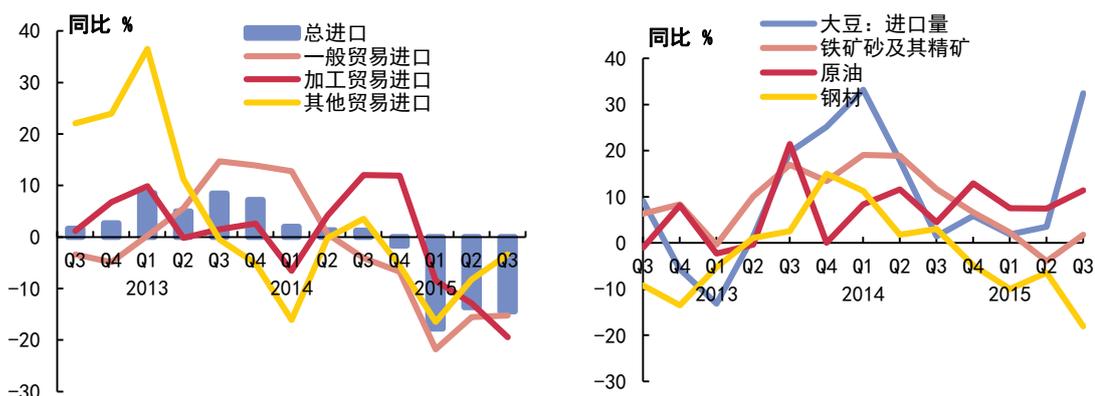
进口维持弱势, 受到去年9月加工贸易进口异常升高的拖累。3季度, 中国进口同比下降14.4%, 较2季度-13.6%略有下滑。从贸易方式看, 进口下滑主要来自加工贸易进口。加工贸易进口增速从2季度的-12.9%下滑至3季度的-19.4%, 受到了9月增速大跌至-32.4%的拖累。而今年9月加工贸易进口增速的大幅下挫与去年同期29.7%的异常高速增长有关, 因为去年6-8月加工贸易进口平均增长只有6.9%的水平。这种异常很可能与去年9月中国与香港之间的出口高报有关, 因为当时中国对香港出口同比增速高达34%, 大大高于香港提供的香港从中国进口5.6%的增长水平。很有可能其间的虚假出口产品通过加工贸易的方式出入中国, 导致加工贸易进口增速出现异常增加。因此, 对今年9月以及3季度进口的下滑需要谨慎判断。

相较2季度, 3季度一般贸易进口增速的降幅略有收窄, 由-15.6%上升至-15.2%, 内需对进口的拉动依旧疲弱。

剔除进口价格影响，7-8月实际进口增速好于名义进口增速，且在好转。

剔除进口价格影响，7-8月实际进口增速好于名义进口增速，且在好转。7-8月，实际进口增速为2.4%¹³，较2季度-2.2%的增速明显回暖。从数量上看，3季度大豆、原油、铁矿砂进口增速较2季度均在回暖，同比增速依次为：32.4%、11.4%、1.8%，同期钢材进口有所下降，同比下降18.1%。

图表 54 实际进口回暖程度好于名义回暖程度



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

货物贸易顺差继续高企，进口疲弱是主因。

三、中国货物贸易顺差继续高企

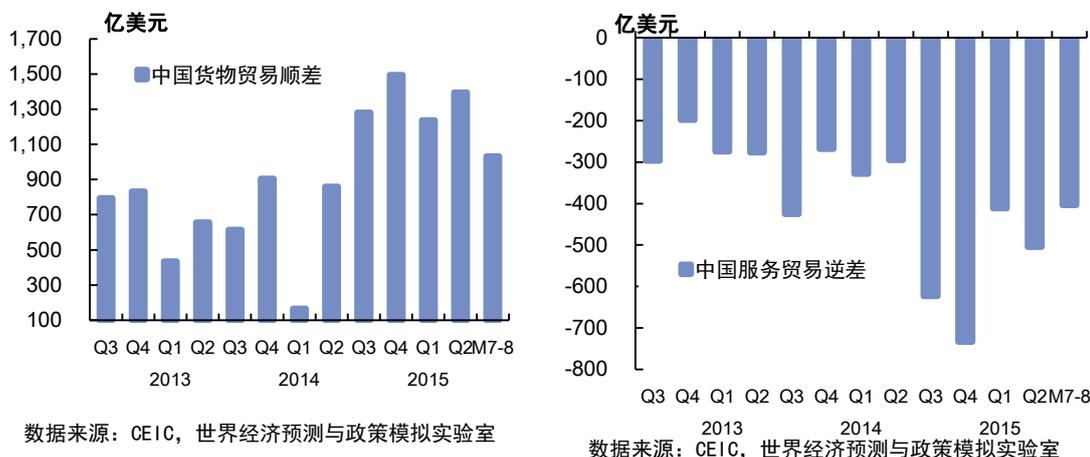
货物贸易顺差继续高企，进口疲弱是主因。3季度，货物贸易顺差为1636亿美元，同比增长27.7%，继续维持高位。从贸易方式看，3季度一般贸易顺差为839亿美元，接近加工贸易顺差（916亿美元）。今年前9月，货物贸易顺差达4269亿美元，较去年同期增加1963亿美元。进口疲软是导致贸易顺差维持高位的主要原因。其中，大宗商品价格持续大幅下跌显著拉低了中国的进口增长，导致顺差增加。

服务贸易逆差高企。3季度服务贸易逆差为404亿美元，同比增长8.9%。其中，境外旅行持续快速增长，3季度实现逆差369亿美元，同比增长61.8%。随着出境游增多，以及更多统计数据采集的实现（比

¹³ 进口价格指数 2005=100，价格指数最新数据截止至 8 月。

服务贸易 如出境游商品购买数据收集)，近年来服务进口快速上升从而服务贸易
逆差高 易总体逆差呈现趋势性的高增长。
企。

图表 55 近期中国货物贸易顺差与服务贸易逆差高企

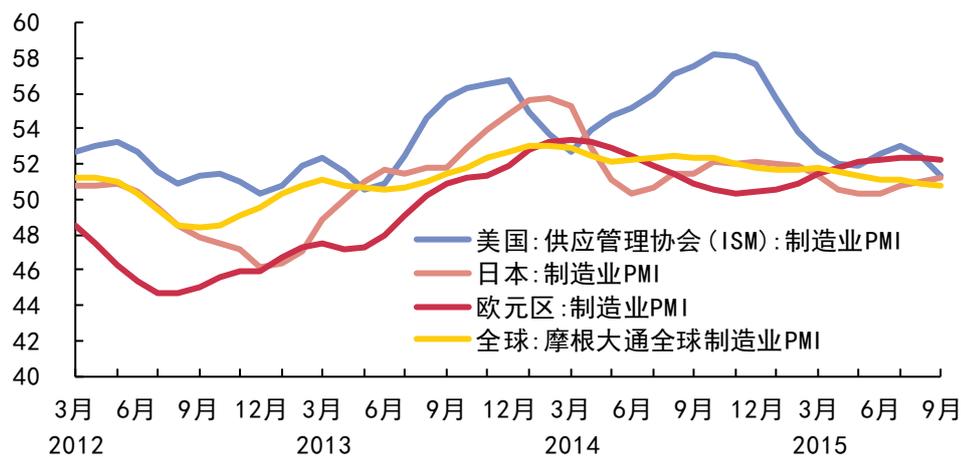


预计 4 季度
外贸仍将
小幅回升。

四、外贸展望

预计 4 季度外贸仍将低位增长。其一，外需仍在小幅回落。9 月摩根大通全球制造业 PMI 指数预计小幅下滑，由 8 月的 50.7 到 50.6。9 月主要发达经济体 PMI 均在下滑：美国由 51.1 到 50.2，欧元区由 52.3 到 52.0，日本由 51.7 到 50.9，例外是中国由 49.7 微升至 49.8。全球制造业增长乏力，全球贸易低迷（参见本季报总揽）。其二，4 季度中国出口产品在主要贸易伙伴的市场份额增速有望维持现有水平。其三，大宗商品价格同比跌幅有望收窄，直接导致外需增速和中国进口增速的回暖。去年 4 季度，大宗商品价格显著下跌，因此今年 4 季度进口商品价格同比跌幅将有望收窄。其四，海关公布的 4 季度出口数据仍受去年 11、12 月虚假高报的拖累。相应地对出口形势的判断需要排除虚假出口的干扰，更多考虑贸易伙伴提供的参考数据。

图表 56 全球及发达经济体 PMI



数据来源: CEIC, 世界经济预测与政策模拟实验室, PMI为三个月移动平均值。

中国外贸数据概览:

1. 外贸总体						
	(美元同比%、亿美元)			(美元同比%、亿美元)		
	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2012	2013	2014
出口	4.6	-2.2	-5.9	7.9	7.8	6.0
进口	-17.8	-13.6	-14.4	4.4	7.3	0.7
出口额	5140	5584	5975	20501	22107	23432
进口额	3903	4189	4339	18173	19493	19631
贸易余额	1237	1395	1636	2328	2614	3801

2. 地区出口						
	(美元同比、%)			(规模、亿美元)		
	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q1	2015Q2	2015Q3
出口	4.6	-2.2	-5.9	5140	5584	5975
美国	11.2	7.6	1.5	897	1036	1105
欧盟	2.4	-6.8	-6.9	825	856	947
香港	-10.4	-6.3	-14.7	650	770	842
日本	-11.8	-9.3	-7.9	329	331	348
东盟	20.6	0.5	0.9	678	670	701
俄罗斯	-34.5	-37.7	-35.6	71	76	106

3. 贸易方式						
	(美元同比、%)			(规模、亿美元)		
	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q1	2015Q2	2015Q3
一般贸易出口	11.9	1.6	-2.8	2777	3056	3214
加工贸易出口	-6.1	-8.7	-10.7	1820	1910	2057
其他贸易出口	10.4	1.6	-4.8	543	618	704
一般贸易进口	-21.8	-15.6	-15.2	2226	2346	2375
加工贸易进口	-8.4	-12.9	-19.4	1023	1085	1141
其他贸易进口	-16.5	-8.2	-3.4	655	758	823