

全球宏观经济季度报告

总览：2016 年冬季全球宏观经济运行与分析

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	吴海英	肖立晟
	李远芳	顾 弦	陈 博

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

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

李远芳 国际金融 熊爱宗 新兴市场

顾 弦 大宗商品 杨盼盼 东盟与韩国

陈 博 大宗商品 安婧宜 科研助理

侯书漪 科研助理

联系人: 安婧宜

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

2016 年第 4 季度中国外部经济环境总览

——2016 年冬季全球宏观经济运行与分析

1, 2016 年 4 季度中国外部经济活力显著上升。2016 年 4 季度中国外部经济综合 PMI 达到 52.7, 较上季度显著上升 1.7 个百分点。美国、欧元区和日本经济制造业 PMI 相较于上季度均有明显上涨。印度、俄罗斯、东盟等经济体动能也在改善。

2, 美元相对于其他主要发达国家货币大幅升值, 相对于新兴市场经济体货币升值有限。美联储加息预期对全球货币市场短期利率影响有限, 但是显著抬升全球主要经济体长期国债利率。

3, 大宗商品价格继续大幅上涨。2016 年 4 季度 CEEM 大宗商品价格¹较上季度上涨 17.0%, 同比上涨 41.8%, 已回升至 2014 年底水平。石油价格 4 季度环比增长 13.8%, 主要受到美国经济改善和初步达成的 OPEC 冻产协议的影响。

4, 中国对外贸易改善。出口增速回稳向好, 主要得益于全球经济环境的改善。进口增速也有明显提升。

5, 2017 年全球经济有望继续保持小幅上升势头, 全球贸易也有望反弹。中国对外出口将从中得益。2017 年主要面临的风险依然是短期资本流出。化解资本流出压力的最佳方式是推进汇率形成机制改革, 以市场化的汇率价格波动平抑资本流动压力。

一、外部实体经济环境改善, 出口有起色

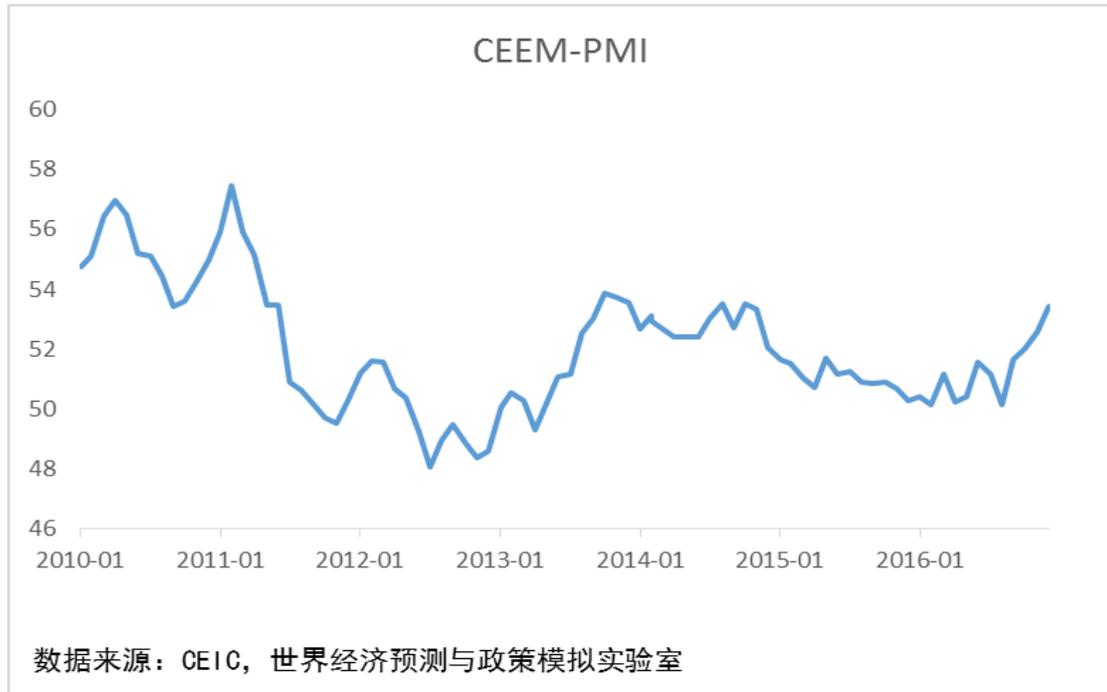
2016 年 4 季度中国外部经济活力显著上升。2016 年 4 季度中国外部经济综合 PMI²52.7, 较上季度显著上升 1.7 个百分点。美国、欧元区和日本经济

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。

²China External Environment Monitor, 根据外需分布确定各国权重的 PMI 加权, 简称 CEEM-PMI。

制造业 PMI 相较于上季度均有明显上涨。印度、俄罗斯表现也较好，处于枯荣线上方并且较上季度上涨。

图 1 中国外部经济综合 PMI



美国经济景气程度上升，经济增长动能改善。2016年10~12月ISM制造业采购经理人指数（PMI）分别为51.9、53.2和54.7，均高于50的荣枯线，企业管理层有较好的市场预期。整个工业部门生产改善还相对有限，采掘业近期因为大宗商品价格的回升生产出现反弹。2016年11~12月美国失业率为4.6%和4.7%，已经略微低于二战以来的长期均值，学界普遍认为美国失业率已经接近自然失业率，继续下降的空间较为有限。2016年6~11月美国劳动参与率围绕62.7%~62.9%之间小幅徘徊，结束了过去9年以来的震荡下行态势。

从支出法看，美国消费增长稳固，投资情况不乐观。就业市场改善增加了家庭可支配收入，房价和股价上升利于美国的家庭资产负债表表现。2016年6~11月美国真实个人消费保持2.8%~2.9%的稳定增速，成为经济增长的主要引擎。特朗普减税和增加就业的政策承诺改善了家庭对未来经济状况的预期，2016年11月大型企业联合会发布的消费者信心指数升至107.1，远高于之前10个月的均值97.5。

企业投资仍在低位徘徊。从细分结构看，企业无形资产投资如软件、研发等支出较为稳健，但建筑和设备等硬件投资呈现负增长。从月度数据看企业投资没有出现好转迹象，非国防资本品订单 2016 年 10~11 月延续过去的下降态势。2016 年 4 季度 CEO 投资意愿调查显示预期投资增加的企业比重为 35.0%，略低于前 3 季度 36.3% 的均值。房地产投资结束了危机以来的恢复期，进入新的平台期。新房销售情况较好，新屋开工数量 9~11 月的均值为 116 万套（折年率），与之前 1 年的开工量均值相等。

美国 CPI 同比增速逐渐攀升，2016 年 11 月达到 1.7%；7~11 月剔除食品和能源的核心 CPI 同比增速在 2.1%~2.3% 之间。美联储更看重核心消费者支出价格指数（PCE），2016 年 10~11 月该指数同比增速分别为 1.8% 和 1.6%，尽管仍然低于联储设定的 2% 的通胀目标，但增速已经呈现上升趋势。2015 年 10 月~2016 年 11 月美国私人部门小时工资平均同比增长 2.5%，比之前 3 年平均 2.0% 的增速有显著提升，工资缓慢上升会带动核心通胀缓慢攀升。

美联储推进货币政策正常化。2016 年 12 月美联储决定将联邦基金利率目标范围提高到 0.5%~0.75%，这是美联储在 2015 年 12 月加息后的第 2 次，加息频率显著低于 2016 年年初的市场预期。当前失业率已经接近理想水平，通货膨胀率已经出现上升态势，货币政策正常化得以延续。

欧元区经济景气程度上升，经济增长动能改善。2016 年 10~12 月欧元区综合采购经理指数（PMI）分别为 53.3、53.9 和 53.9，季度均值较上一季度增加约 0.8。综合 PMI 稳步上行主要来自制造业活动复苏的提振。10~12 月欧元区制造业 PMI 分别为 53.5、53.7 和 54.9，较上季度均值跃升了约 1.9 个百分点，其中 12 月份制造业 PMI 更刷新了 2011 年 4 月以来的最高水平，带领欧元区制造业以强劲的复苏劲头迈入 2017 年。相比之下，欧元区服务业 PMI 表现较为平稳。

欧元区消费者信心指数显著改善，四季度均值为 -6.4，较上季度的 -8.6 显著改善。企业投资仍处于低位，制造业产能利用率持续走高，并较上季度提升

了 0.4 个百分点，达 82.4%。

欧委会财政刺激方案未获支持，货币政策基调不变。欧盟委员会数度发声，表示为延续欧洲经济复苏步伐，欧盟、欧元区及成员国三个层面都应实施更加积极的财政政策。这是欧盟委员会在长达五年紧缩政策后首次倡导积极财政政策。然而，欧委会这一呼吁并未获得其成员国的支持。12 月欧盟峰会上，欧委会称之为“迈向预算联盟重要一步”的一项在欧元区采取 500 亿欧元财政刺激的方案完全被成员国首脑忽略。欧洲央行管理委员会继续维持三大利率不变，同时决定从 2017 年 4 月起将月度资产购买规模从 800 亿欧元降至 600 亿欧元，延长购债计划期限至 2017 年 12 月，并将更短期债券纳入可购买范围。此前，大多数机构预期，欧洲央行将延长 QE 至 2017 年 9 月底，并维持购债规模和三大利率不变。此次货币政策会议反映出欧央行对于减码宽松政策较为谨慎的态度。

日本经济回暖。日本制造业和服务业 PMI 在第 4 季度双双回升至荣枯线上方，工业生产指数也延续上升态势。从需求端看，企业经常利润增长率回升、商业信心恢复，投资需求抬头；家庭消费倾向上升显示消费需求向好，股市大涨为提振消费提供了支撑；而日元贬值则刺激了出口。

2016 年 9 月日本央行决定修改货币政策框架，引入附加收益率曲线控制的量化质化宽松货币政策 (QQE with Yield Curve Control)，从盯住“货币基础”转向盯住“利率曲线”。新政策由两部分组成：一是收益率曲线控制，调节短端以及长端利率，继续购买日本国债直至 10 年期国债收益率保持在零附近；二是承诺扩大基础货币水平直至 CPI 超越 2% 的目标，并且稳定在 2% 的上方。此外，日本央行还决定取消所持国债平均期限目标。2016 年 12 月，日本央行货币政策会议，以多数赞成决定维持现行货币宽松政策。维持日本货币政策利率在负 0.1% 不变，维持 10 年期国债收益率目标在 0% 左右不变，维持日本国债持有量年增幅 80 万亿日元的目标不变。

金砖国家经济活力改善。俄罗斯和巴西经济衰退幅度进一步降低，印度和南非经济则继续保持增长态势。巴西经济仍未摆脱负增长，但是经济萎缩幅

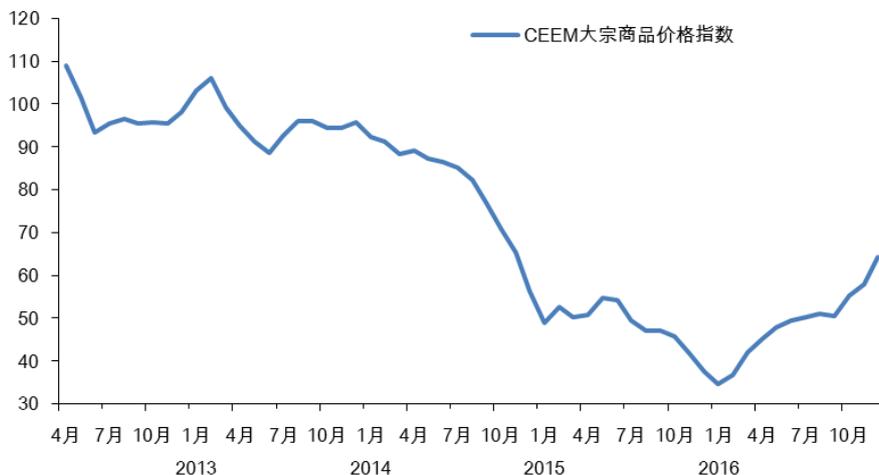
度持续收窄。尽管印度废钞举措带来短期负面冲击，印度经济仍保持 7% 以上的经济增速。南非经济稍高于零增长。

东盟六国经济活力改善，韩国经济放缓。东盟各经济体的内需复苏仍然保持稳固，外需有好消息传来，作为“外需风向标”的新加坡 2016 年第 4 季度经济出现强劲复苏，各国出口数据在 2016 年 11 月后出现好转态势。东盟六国 2016 年第 4 季度加权平均经济增长率预计为 4.6%，比第 3 季度上升 0.2 个百分点。韩国经济第 4 季度仍处在下行通道，除了出口有所回暖，整体需求局面不佳。韩国消费者信心指数 11 月和 12 月快速下滑，分别 95.8 和 94.2，是 2009 年 3 月以来的低点。制造业 PMI 仍然没有起色，自 8 月跌落荣枯线以来，一直在荣枯线之下，10 月和 11 月均为 48.0。

大宗商品价格继续大幅上涨。2016 年 4 季度 CEEM 大宗商品价格较上季度上涨 17.0%，同比上涨 41.8%，已回升至 2014 年底水平。4 季度大宗商品价格加速上涨，其中煤炭价格领涨，环比上涨 43.7%，主要受上半年去产能及冬季备煤影响，导致供应相对紧张。铁矿石价格上涨 24.0%，钢材价格上涨 10.3%，铜价也一度上涨超过 20%。下游钢铁厂利润情况明显好转，拉动上游铁矿石价格。黑色系商品的迅猛上涨受到期货市场投机的助推。此外，石油价格 4 季度环比增长 13.8%，主要农产品价格震荡走软。大豆价格震荡回落，小麦和玉米价格总体波动加大。

2016 年 4 季度油价基本处于单边上行走势，突破 50 美元/桶，甚至反常地出现和美元同涨的局面。商品价格对美元的敏感性下降，反而对美元走强背后的因素更为敏感——即对美国经济走势的正面预期。这点从美国近期信心类指标的走好也可以看出。另一方面，OPEC 冻产协议初步达成，在时隔 8 年后达成首次限产协议，11 个国家将合计减产 116.6 万桶/日，俄罗斯等非 OPEC 国也表示配合，供给侧的缩减也对油价提供了支撑。

图 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

中国对外贸易改善，出口增速回稳向好。2016年10-11月，以美元计中国出口同比下降3.7%，较3季度-6.7%的增速回升3个百分点，略有好转。分地区看，10-11月出口好转主要来自美国和东盟。其中，中国对美国出口同比增长0.8%，对东盟出口增长-1.9%，二者增速较3季度均回升4.5个百分点。中国对美国出口自3季度以来一直在好转，表现突出。10-11月，中国对欧盟和日本出口增速分别为-1.8%和0%，较3季度均有所好转。从贸易方式看，10-11月出口回暖近50%的贡献来自加工贸易出口；从产品分类看，10-11月出口好转近50%的贡献来自机电产品。

扣除价格因素后，2016年前10月中国实际出口增速好于全球出口总体表现。按WTO全球制成品出口价格指数扣除价格因素后，前10月全球实际出口同比下降2.7%，低于中国实际出口0.9%的增速水平。从名义值看，2016年前10月，WTO提供的数据显示全球出口同比增速-4%，好于同期中国出口-6.9%的增速。

2016年10-11月，以美元计中国进口同比增长2.9%，较上季度的-4.7%大幅回升7.6个百分点。进口回暖受到了内需继续好转、全球大宗商品价格继续反弹和外需改善的支撑。

二、美联储加息，人民币贬值压力犹存

国际金融市场 2016 年 4 季度的波动性较 1 季度和 3 季度明显上升，波动来源主要是在特朗普当选总统和美联储加息落地的事件冲击。

外汇市场方面，美元指数从三季度末的 95 上下快速上升至 103，涨幅超过 8%。主要发达经济体货币贬值尤为突出。欧元对美元贬值 8.2%，英镑贬值 7.1%，日元更是逆转今年以来作为避险货币的升值趋势，大幅贬值 16.6%，又贬至接近 120 的水平。新兴经济体货币中，除韩元和人民币在四季度基本上一路下跌外，其他新兴市场货币均有不同程度的反复波动。巴西雷亚尔在特朗普胜选后大幅贬值，但随后部分回调，并未在 12 月受美联储升息的更多影响。印度卢比则主要受莫迪突然宣布废除大面值纸币的影响，相比之下美联储升息的影响较为有限。俄罗斯卢布季末甚至升值至 2015 年四季度以来的最高水平。这似乎反映，部分资本账户开放度较高的新兴经济体货币已经在前期经历较充分的调整，因此对本次美联储升息决策反应有限。

股票市场方面，欧美及日本股市均经历大幅上涨或者反弹。标普 500 指数在大选前有小幅下跌，但自那时起反弹约 9%，已大幅高于前期高点。欧洲股指自 12 月以来迅速拉升，幅度超过 10%。日经 225 指数更是从 11 月初大涨约 20%。新兴经济体股市表现参差不齐。巴西、印度股市进入 4 季度以来出现明显的回调，韩国、中国股市反复波动，俄罗斯股市则在特朗普示好美俄关系、油价反弹等因素作用下在四季度继续 2016 年以来的反弹势头，四季度反弹幅度一度超过 20%。

货币市场方面，主要经济体利率走势分化依然明显。美联储升息直接影响美元 LIBOR 跳升 25.7 个基点。欧元和日元同业拆借利率在各自维持不变的宽松货币政策下，保持负利率水平。然而，进入负利率区间以来，日元 LIBOR 波幅要明显超过欧元 LIBOR。主要新兴经济体货币的短期拆借利率保持在低位，货币政策未显示跟随美联储的迹象。

主要经济体长期国债市场走势深受美国升息的影响。美国 10 年期国债 4 季度上升接近 100 个基点，近四倍于隔夜利率的上升幅度。虽然全球主要货币市场仍主要反应分化的全球货币政策这一现实，非美货币的短期利率并未受美

国升息的影响，但在长端美国升息却对全球长期国债市场产生了显著影响。目前欧元区、日本的 10 年期国债收益率均回到正值区间，甚至连德国长期国债也是如此。大多数的主要新兴经济体长期国债利率亦大幅上升，甚至连中国 10 年期国债也在季内上升了约 73 个基点。可见美联储升息通过长期利率渠道已对全球金融市场产生方向性影响，反过来也会对非美经济体货币政策形成明显制约。

中国跨境资金流动总量同比增速下降，跨境资本外流规模上升。2016 年 9-11 月，银行代客涉外收入与支出总额为 14807 亿美元，同比下降 10%。其中，银行代客涉外收入为 6982 亿美元，同比下降 7%，银行代客涉外支出为 7825 亿美元，同比下降 11%，涉外收付款逆差为 842 亿美元。银行结售汇差额逆差为 764 亿美元，跨境资本外流规模上升。

人民币汇率贬值预期攀升，市场主体结汇意愿迅速下降。2016 年 9-11 月银行代客结汇占银行涉外总收入比率从 0.47 下降至 0.45，银行代客售汇占银行涉外总支出从 0.47 上升至 0.51。在第四季度，受美联储加息的影响，人民币汇率贬值预期攀升，离岸市场人民币 1 年期远期贬值幅度约为 4%，在岸即期市场难以及时消化美元冲击，人民币汇率的压力都被堆积到离岸远期市场。企业获得美元后持有美元结汇意愿大幅下降，企业涉外支出的购汇比率随之上升。

人民币跨境资本维持净流出态势。2016 年 9-11 月，跨境人民币业务占跨境资本流动的比率保持在 24%的水平。其中，跨境人民币收入占比从 19%下降至 18%，支出占比维持在 29%水平。人民币跨境资本流动总量略有回升，进口商采用人民币结算比率增长较快。人民币收入与支出二者之差为负，人民币净流出 1072 亿美元。预计短期内人民币跨境资本流动还会持续震荡。

三、2017 年全球市场展望与对策

全球经济景气程度经过 2014-2015 年的持续下滑以后，2016 年下半年以来主要经济体 PMI 不同程度回升，全球贸易回升，大宗商品价格持续涨价。这一系列信号表明全球经济迈入新阶段。

推动全球经济回升的主要力量并非技术、劳动力市场改善这些长期因素，而更可能是中短期因素。一方面是前期企业投资持续削减和产能下降；另一方面是日欧货币政策刺激力量发酵，以及美国经济内生需求力量的恢复。供求双方力量此消彼长，企业盈利预期改善，投资和生产回升在情理之中。得益于未来全球经济环境改善，中国出口增速也有望改善。

主要面临的压力仍然是化解资本流出和人民币贬值预期。资本流出压力主要来自两方面力量，一是中美利差预期，二是人民币汇率形成机制，这两者共同决定了持有人民币和美元资产的预期收益率差和资本流出压力。化解中美利差扩大预期的最佳策略是允许汇率价格调整，通过汇率价格变化充分释放利差变化预期带来的压力。目前的人民币汇率形成机制不仅不能释放压力，反而是树立了人民币的渐进贬值预期并因此加剧了资本流出压力。加快汇率形成机制改革成为政策调整的当务之急。

展望 2017 年，全球金融市场仍会经历重重考验。具体而言，有如下四大风险值得关注。

风险一：“特朗普新政”能否产生“特朗普通胀”。美国候任特朗普曾多次抨击美联储的低利率政策，认为低利率对经济造成了扭曲，并曾扬言换掉鸽派主席耶伦。美联储则面对美元指数快速上涨抑制国内通胀的窘境。在美联储加息预期引导下，美元指数迅速上升，大宗商品价格随之下降，美国生产和消费的能源成本也相应降低，一定程度上抵消了经济增长对通胀的推动作用。美联储主席耶伦和副主席费希尔都曾公开表示美元走强对通胀的限制作用。因此，在全球需求不振，大宗商品价格低迷的前提下，美联储加息的进程注定会相对缓慢，起伏不定。

特朗普提出的解决方案是实施减税政策吸引资本回流，为国内 1 万亿美元的基础设施提供融资来源，刺激经济增长，推高通货膨胀。这一方案的起点是税改政策，主要包括企业税从 35% 降至 15%、海外利润一次性征收 10% 资金税等。税改政策既符合共和党执政传统，也符合当前美国经济背景，实施的政策阻力较小。金融市场对这一政策也充满期待。根据美国税收政策中心的

测算，特朗普税改计划有望在未来两年提高美国 GDP 约 1.1%-1.7%（关于特朗普税改政策的具体分析请参见 CEEM 专题报告“特朗普税改”）。

减税政策会吸引资本从新兴市场国家回流至美国，压低其他国家货币，推高美元。特朗普强调放松市场管制，取消美国能源生产限制，会在一定程度上引发原油价格下行。而且，财政刺激政策会进一步恶化美国财政赤字，推高美国国债收益率，相当于间接替美联储推高了利率水平。**预计 2017 年美国通胀率难以急速推升到 2% 的合意区间，美联储仍会保持渐进加息的节奏。**

小概率的风险事件是特朗普的财政刺激方案引发通胀预期迅速上升。特朗普上台以及相应的刺激计划会进一步改善美国经济基本面，投资者将重估通胀预期。随着美国经济持续复苏，大宗商品需求将迎来边际增长。届时可能再度出现美元指数与大宗商品价格同步上涨的局面，美联储不得不连续加息稳定通胀。新兴市场则会面临资本大幅流出和本币贬值的严峻考验。

风险二：欧盟各国大选将反欧力量推向前台。欧盟各经济体最近几年经济低迷，失业率高企，居民对经济复苏的耐心在一点一点的损耗。近期难民潮引发的恐怖袭击问题则将各国选民的不满情绪推向了顶峰。2017 年即将展开的各国大选注定不会风平浪静。首先是意大利公投引发的提前大选风险。意大利总理伦齐辞职除了提高意大利脱欧可能性外，对意大利银行业也会造成严重冲击。伦齐上台后实施了银行债转股，资本补充计划等措施，不良贷款的处置计划已经有了显著成效。2015 年意大利银行的不良贷款率从 21% 下降至 19.8%。一旦 2017 年意大利政府宣布“脱欧公投”，势必会破坏新政府政策处理不良贷款政策的延续性，重新激发意大利银行风险。

此外，法国极右翼领导人勒庞成为法国大选的有力竞争者，主张尽快退出欧元区，重新恢复本国货币。德国总统默克尔在寻求连任的过程中，不断遭受民粹主义的政治势力对难民问题的攻击。尽管在法国和德国大选中，极右翼势力上台的概率相对较低。但是这些极端政党的表现，反映了欧洲大部分国家人民对当前欧盟以及本国采取政策的不满情绪，反欧力量将会逐渐登上政治舞台。

一旦出现“脱欧公投”等黑天鹅事件，欧元将会面临最为黑暗的时刻。欧

元区债券将会遭受疯狂抛售，价格严重缩水，连带其他新兴市场国家的风险资产价格下滑，资金将重新涌入美国国债市场。

风险三，英国脱欧风险仍将扰动全球外汇市场。2017年英国能否与欧盟顺利达成脱欧相关协议，仍然会扰动市场脆弱的神经。2017年1月和3月是英国脱欧的重要时点，分别对应最高法院裁决结果以及原定开启脱欧流程。英国政府预计将在2017年3月底触发里斯本50条，正式开启脱欧谈判，谈判立场介于硬脱欧和软脱欧之间。英国工党和议会作为“软脱欧”代表希望保护欧盟单一市场准入权。英国首相梅作为“硬脱欧”代表则表示英国要退出欧盟单一市场，与欧盟之间的贸易往来将遵循WTO规则。

英国政府同议会的博弈使英国脱欧进程充满不确定性，2017年英镑仍然是全球外汇市场上重要的不确定因素之一。

风险四，日元大幅贬值的风险。2016年9月日本央行决定修改货币政策框架，引入附加收益率曲线控制的量化质化宽松货币政策，从盯住“货币基础”转向盯住“利率曲线”。新政策由两部分组成：一是收益率曲线控制，调节短端以及长端利率，继续购买日本国债直至10年期国债收益率保持在零附近；二是承诺扩大基础货币水平直至CPI超越2%的目标，并且稳定在2%的上方。在新的货币政策框架下，投资者对日美长期国债利差会更加敏感，一旦美联储加息步伐加快，可能引发大量套利资金流出，压低日元汇率。

专题报告预览

美国经济：经济运行呈疲弱态势

美国居民消费整体稳健，但汽车消费量进入平台期；企业资金流动性充足但投资意愿不强，房地产投资呈现负增长，消费和投资这两大类需求整体偏弱。失业率已接近理想状态，劳动力市场收紧带动通货膨胀温和上升。特朗普的政策承诺使信心类指标有所反弹，但信心能否带动经济回升需观察。在3季度高增长的基础上，2016年4季度GDP增速将回落到1.8%左右，2017年1季度即使有所回升也将在2.0%~2.2%之间。

欧洲经济：制造业活动增强 通胀回升

4季度欧元区及其各主要成员国制造业活动呈现了良好的增长态势，服务业活动也有所恢复，消费者信心不断攀升，失业率稳步下降，为欧元区经济复苏带来一抹亮色。不过贸易账户盈余连续下滑，固定资产投资持续疲弱，显示出欧元区经济想要寻求强劲增长依旧较为困难。通胀方面，能源价格上涨带动欧元区通胀水平急速回升，创三年新高。2017年欧元区面临不少下行风险，选举年造成的政治不确定性风险有所上升，美国新总统上任推行的贸易、税收等政策为欧元区所带来的冲击也属未知之数。预计2017年欧元区GDP增速在1.3%左右，通胀率则可能为1.2%。

日本经济：出现回暖迹象

2016年第4季度，预计日本实际GDP季调环比增长折年率约为2.3%。第4季度经济比上季度更加活跃。从需求看，企业经常利润增长率回升、商业信心恢复，投资需求抬头；家庭消费倾向上升显示消费需求向好，股市大涨为提振消费提供了支撑；而日元贬值则刺激了出口。从生产看，制造业和服务业PMI在第4季度双双回升至荣枯线上方，分别为51.7和51.5，工业生产指数也延续上升态势。受第4季度增长回升拉动，预计日本2016年实际GDP增长1.1%。2017年第1季度将延续增长势头，预计实际GDP季调环比折年率1.2%。尽管对华贸易降速放缓、直接投资增速回升，但中日政治关系趋冷对双边经贸投资的负面影响长期化的态势并未根本扭转。

新兴市场经济：经济继续向好

2016 年 4 季度金砖国家经济整体延续向好态势。俄罗斯和巴西经济衰退幅度有望进一步降低，印度和南非经济则继续保持增长态势。2016 年预计俄罗斯和巴西经济萎缩幅度进一步收窄至-0.5%和-3.4%，印度和南非经济预计增长在 7.4%和 0.4%。2017 年，全球大宗商品价格有望企稳回升，而各国通货膨胀压力的缓解则为进一步的货币宽松奠定基础，这都将有利于新兴市场经济体经济的恢复。美联储加息仍是新兴市场经济体面临的最大的外部不确定性，但从 2016 年的情况看，这种不确定性正慢慢被新兴市场经济体消化。总体来看，2017 年新兴市场经济体经济增长压力将进一步减轻。

中国经济：短期还将继续回暖、中期面临压力

本轮经济回暖已持续 5 个季度：(1) 2016 年 4 季度，制造业和非制造业 PMI 均创下 3 年来的峰值。就业景气指数回升至荣枯线附近。(2) 2011 年 10 月以来 CPI 通胀率一直高于 PPI 的状况，在 4 季度得以扭转。工业企业走出债务—通缩恶性循环的风险。(3) 工业企业利润显著改善，主要工业生产活动增速持续扩张。

短期内回暖势头还将得以强化：(1) 产成品面临加库存压力。产成品库存下降很快，同时企业在主动增加原材料库存，这意味着企业对未来较为乐观。(2) 消费者信心显著增强。消费者对未来就业预期指数、对未来的收入信心指数，均创 3 年来的峰值。消费意愿比例更是达到了 2009 年 2 季度以来的最高值。

当然，本轮宏观经济的回暖也存在诸多隐忧：在 2017 年，房地产投资难以像 2016 年那样对经济的回暖起到支撑作用；货币政策以化解系统性金融风险为主要任务，在资金面也难以看到显著的宽松；此外，外部经济环境也存在诸多不确定因素，美联储冲击、特朗普冲击都可能对中国经济产生影响。

东盟与韩国经济：外需现曙光，中国东盟抱团取暖

东盟六国 2016 年第 4 季度加权平均经济增长率预计为 4.6%，比第 3 季度上升 0.2 个百分点。预计 2016 年东盟六国加权平均增速为 4.5%，比上年上升 0.1 个百分点。由于内需向好且外需有望持续回暖，东盟六国 2017 年增长预计将进一步上升，达 4.6%。韩国 2016 年第 4 季度经济增长预计为 2.3%，比第 3 季度低 0.3 个百分点。预计 2016 年韩国经济增速为 2.7%，比上年上升 0.1 个百分点，但本轮复苏可能已终结，政局混乱和对外竞争力下降使得韩国 2017 年经济增长预计为 2.5%。从当前东盟各经济体的表现来看，内需复苏仍然保持稳固，外需也有好消息传来，作为“外需风向标”的新加坡 2016 年第 4 季度经济出现强劲复苏，各国出口数据在 2016 年 11 月后出现好转态势，这意味着外需温和转暖和外部压力的减轻，对经济增长前景是利好。展望中国与东盟经贸往来，除了一般

认为的中国作为东盟的主要需求方之外，东盟在中国出口中也越来越多地扮演积极角色，同危机之前（2007年）相比，2016年前11个月东盟在中国出口中占据的份额上升了4.1个百分点。

金融市场专题：美联储顺利加息，人民币汇率贬值压力犹存

2016年第四季度，国际金融市场在特朗普出乎主流民调和专家预测成功当选以及美联储加息落地的主要事件驱动下，波动性较一季度和三季度明显上升，然而并未超过二季度英国公投脱欧事件引发的市场动荡。特朗普当选尽管超出预期，但全球金融市场对特朗普胜选的担忧仅短暂停留便得到消化并大幅逆转，避险资产日元和黄金从上涨迅速转为下跌，股市转为上行。

12月14日美联储全票通过加息25bp的方案，全球货币应声而动，美元指数突破100以上，此次非美发达经济货币调整甚于新兴经济体。由于符合市场预期，总体上此次加息的市场冲击明显小于去年年底的首次加息。全球货币市场上，美元以外其他主要货币隔夜拆借利率并未对此事件有明显反应，但主要经济体长期债券收益率大幅上行，特别是欧日十年期国债收益率已脱离负值区间，可见美联储升息通过该渠道对全球金融市场产生方向性影响，并对非美经济体货币政策形成明显制约。

中国跨境资金总流动方面，四季度同比增速下降，跨境资本外流规模上升。9-11月，涉外收付款逆差为842亿美元。银行结售汇差额逆差为764亿美元。人民币汇率贬值预期迅速攀升，市场主体结汇意愿迅速下降。人民币跨境资本流动总量保持平稳，但进口商采用人民币结算比率增长较快。人民币净流出1072亿美元。预计短期内人民币跨境资本流动还会持续流出。

展望2017年，全球金融市场仍会经历重重考验。首先，石油价格的波动会对全球货币政策产生较大冲击。若石油价格出现大幅上涨，将会加速美联储的加息步伐，欧央行也将加快退出宽松货币政策的速度。其次，意大利经济面临严峻挑战。意大利银行业的不良贷款率高达18%，给其银行业的资产负债表造成巨大压力。一旦2017年意大利政府宣布“脱欧公投”，欧元区可能会中断复苏进程，金融市场重新陷入混乱。再次，英国脱欧风险仍将扰动金融市场。2017年英国能否与欧盟顺利达成脱欧相关协议，仍然会扰动外汇市场脆弱的神经。最后，美联储加息引发日元大幅贬值的风险。2017年日本央行仍然难以达到2%的通胀目标，利率将会继续维持在低位，一旦美联储加息步伐加快，可能引发大量套利资金流出，压低日元汇率。

大宗商品专题：供需端利好，商品和美元同涨

4 季度大宗商品价格环比上涨 17%，煤炭价格领涨，金属价格上涨明显，油价紧随其后。除农产品震荡走弱之外，大宗商品市场在前期的超跌反弹后惯性上升，并受到供给端和需求端的利好刺激，一度出现和美元同涨的局面，期货市场的炒作也推波助澜。但进入 2017 年，供需两端的利好已有所减弱，美元升值的压力渐显，预计大宗商品价格难以保持强劲的升势，而将进入区间震荡行情。

外贸专题：进出口好转，不确定性增加

2016 年 10-11 月，中国出口（美元）同比下降 3.7%，较 3 季度回升 3.1 个百分点。出口回升来自外需回暖和出口市场份额增速的回升。10-11 月中国进口同比增长 2.9%，也较 3 季度明显好转。同时，货物贸易顺差增速继续放缓，一般贸易顺差显著减少；服务贸易逆差增速显著提升。

虽然 4 季度中国外贸形势回稳向好，全球贸易也有望反弹，但未来可能遭遇特朗普贸易保护政策带来的负面冲击。基于行业层面的观察，我们分析了美国对中国出口产品提高关税可能在出口、就业方面带来的冲击。