

陈博

gccchicago@gmail.com

张明

zhangming@cass.org.cn

分化中的全球经济：2014 年回顾与 2015 年展望

一、2014 年全球经济回顾

1、总体走势

2014 年全球经济走势呈现出明显的分化特征。

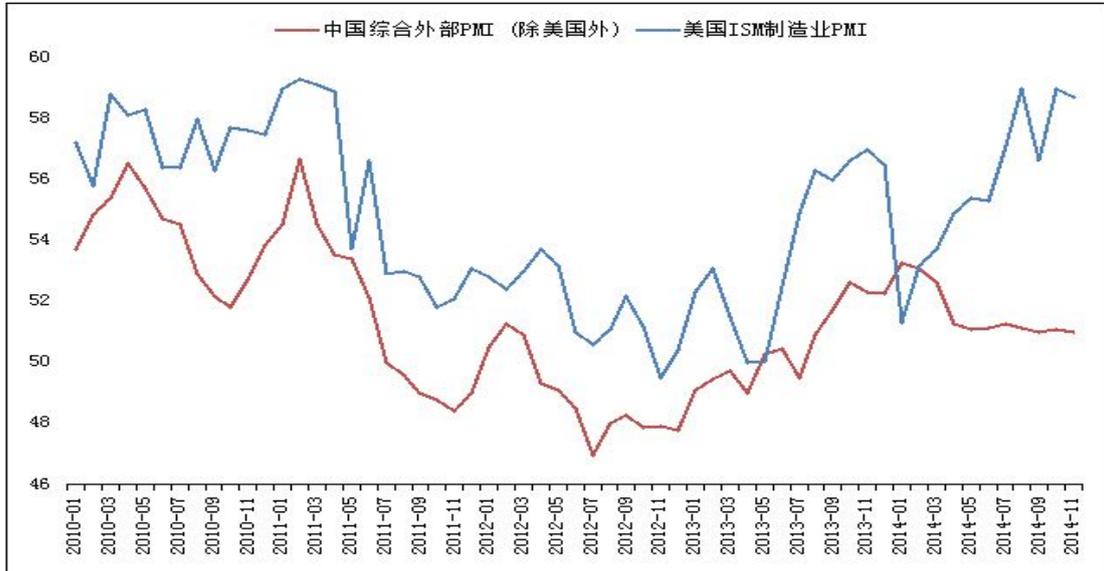
美国经济在发达国家中一枝独秀。经济稳步增长，金融市场活跃，失业率改善，财政状况有所好转。美联储尽管已经彻底退出了第三轮量化宽松，但并没有对美国造成太大影响。预计美国全年增长在 2% 以上。

欧元区经济仍在衰退边缘徘徊。尽管利率维持在低位，同时公共融资成本逐步下降，但信贷增速放缓，显示出银行业信心不足。同时欧元区公共债务依然高企，财政支出削减任务较重，对经济增长的拖累短期内不会消失。在通胀率长期处于低位，甚至面临通缩的情况下，欧央行在酝酿实行进一步宽松政策，但仍然阻力重重。欧元区全年增长尽管有望由负转正，但仍然不足 1%。

日本经济呈现出前高后低的剧烈震荡。第二季度提升消费税的负面影响显著大于预期，对消费增长造成打击，也部分抵消了货币宽松的效果。安倍政府被迫推迟第二轮消费税提升，

但也意味着难以完成大幅削减财政赤字的目标。此外，日本的通胀率未能达到日本央行的预期，经济增长前景仍然较为不确定。全年增长很可能不足 1%。

图表 1 美国 PMI 和中国外部经济综合 PMI¹差距扩大，显示出美国表现远优于平均水平



资料来源：CEIC 与 IIS。

新兴经济体整体走弱。除了受到高通胀这一共性因素的影响外，还受到地缘政治冲突、罢工等国别因素的显著影响。国际资本流动的影响较去年有所下降，但仍然扮演着非常重要的角色。

受西方制裁和油价暴跌的影响，俄罗斯全年增长近乎停滞。随着年末资本外流加剧，今年甚至可能出现轻微负增长。这是 2009 年后大宗商品上升周期中从未出现的现象。

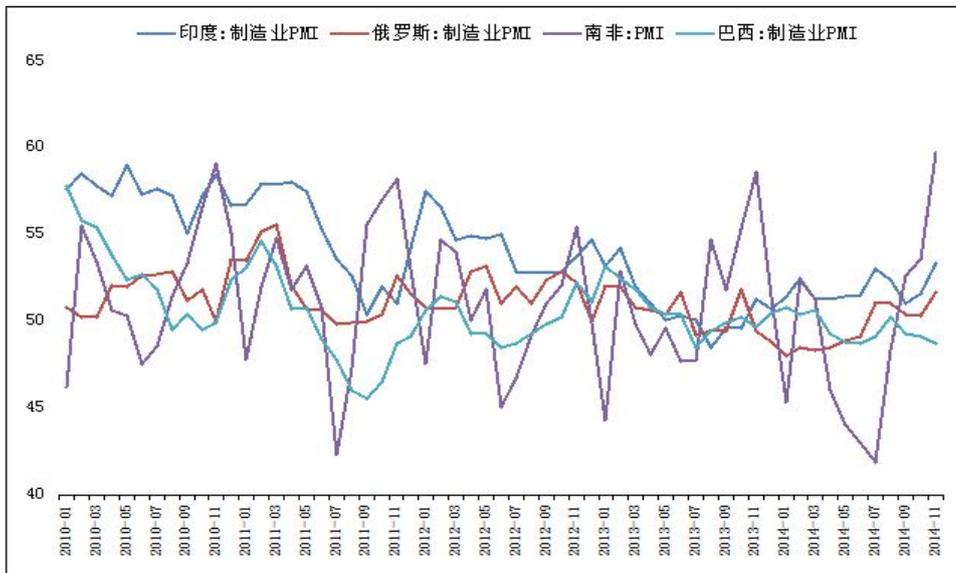
巴西饱受高通胀的困扰，促使央行连续加息，但紧缩的货币政策会打击投资信心，使政策制定者处于两难。加上贫富悬殊严重，大宗商品出口放缓，饱受困扰的巴西经济增长接近停滞，预计 2014 年全年增速仅为 0.2%。

印度自去年美联储宣布逐步退出量化宽松后，遭遇了一波资本外流，引起经济动荡。但今年来随着央行推出货币稳定措施，情况有所好转，在国内旺盛需求的带动下，经济增长有望高于去年，达到 5% 以上。

南非饱受国内罢工的影响，出口受阻，预计经济增速将连续第四年下降，低于 1.5%。

¹ 中国综合外部 PMI, China External Environment Monitor, 根据外需分布计算, 简称 CEEM-PMI。

图表 2 除印度保持稳定增长外，南非波动剧烈，巴西持续疲弱，俄罗斯增长昙花一现



资料来源：CEIC 与 IIS。

随着美联储退出量化宽松并可能逐步进入加息周期，而欧元区和日本仍然在推动宽松货币政策，全球的货币政策出现分化。目前美元强劲的升势显示出市场已经在逐步消化这一预期。加上大宗商品超级周期结束，石油、铁矿石等商品价格暴跌，大量资金撤离大宗商品市场，全球金融市场面临着资产的重新配置。因此，2014 年全球金融市场因美国股票市场连续稳步上涨而带来的低波动性很可能在明年结束。资金在重新寻找配置方向。美国经济好转有助于提升市场的风险偏好，高增长潜力的新兴市场经济体有望受到资本青睐。但目前新兴市场整体疲弱，哪一经济体将率先复苏尚不清晰。

2014 年全球贸易增长相对疲弱，受到中国虚假贸易的影响，全球进出口实际数值可能比统计数据更低。相反，全球直接投资和跨境并购依然是热点。

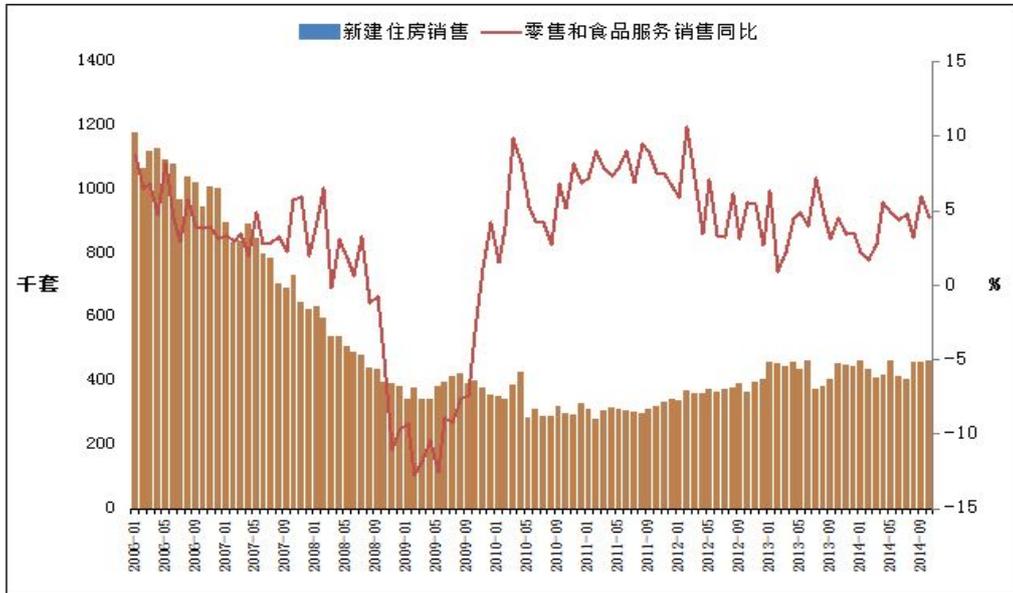
2、美国经济：一枝独秀，增长强劲

2014 全年，除第一季度受寒冷天气影响出现 2.1% 的负增长，美国经济稳步增长，二季度增长更高达 4.6%。美国 ISM 制造业 PMI 指数持续刷新纪录，读数连续多个月维持在 55 以上，在全球一枝独秀，超过大部分经济体。高企的 PMI 值显示美国企业对经济前景较为乐观。

美国消费保持良好的增长，旺盛的内需是经济复苏的基础。受油价下跌和预期薪资提升影响，美国 12 月密歇根大学消费者信心指数初值上升至 93.8，创 7 年来新高。全年零售增

速稳定在 4% 以上的水平。除零售市场稳定增长以外，耐用品支出和住房销售也呈回暖态势。

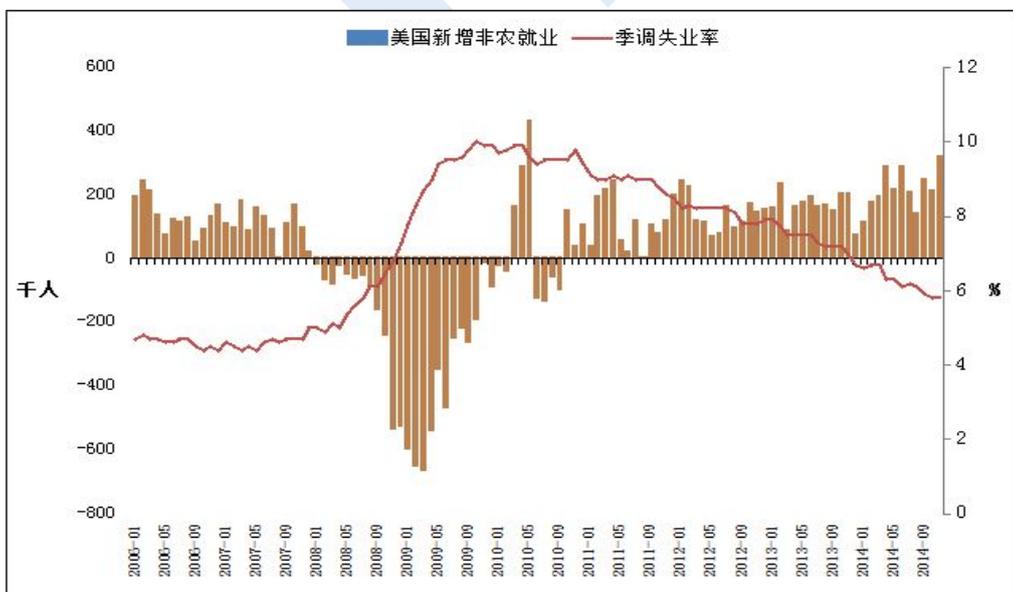
图表 3 美国零售稳步增长，新建住房销售缓慢上升



资料来源：CEIC 与 IIS。

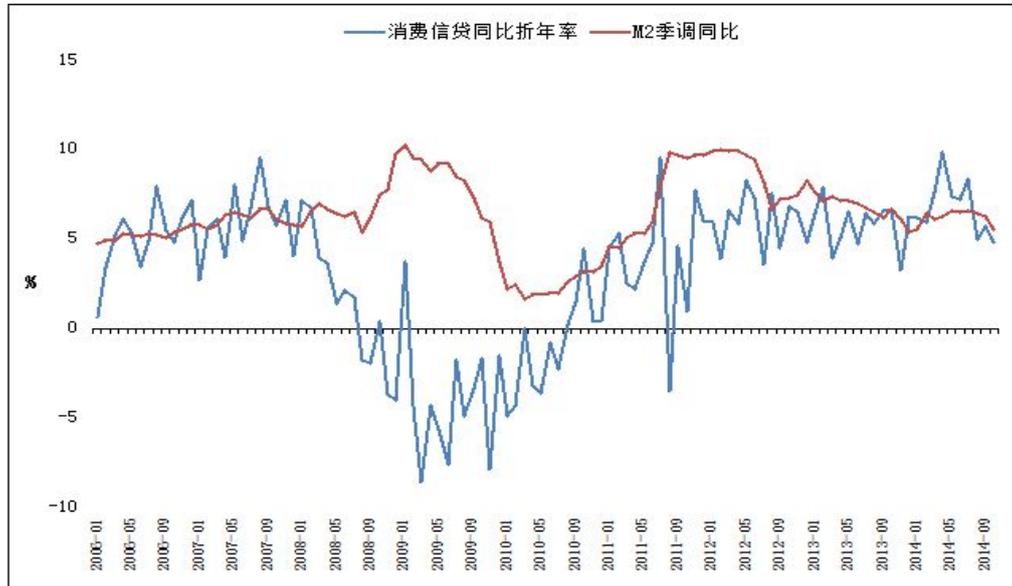
就业市场的持续改善也促进了消费的增长。除新增非农就业持续增长外，美国失业率已经回落至 08 年金融危机后的低点，稳定在 5.8%。信贷市场的改善也推动了消费增长。尽管美国在年末正式退出量化宽松，但当前市场资金成本仍然处于低点。消费信贷稳步增长，年化增长率更一度达到接近 10% 的高点。

图表 4 失业率回到 2008 年初的水平，就业市场持续改善



资料来源：CEIC 与 IIS。

图表 5 消费信贷增速已接近甚至超过 2007 年水平

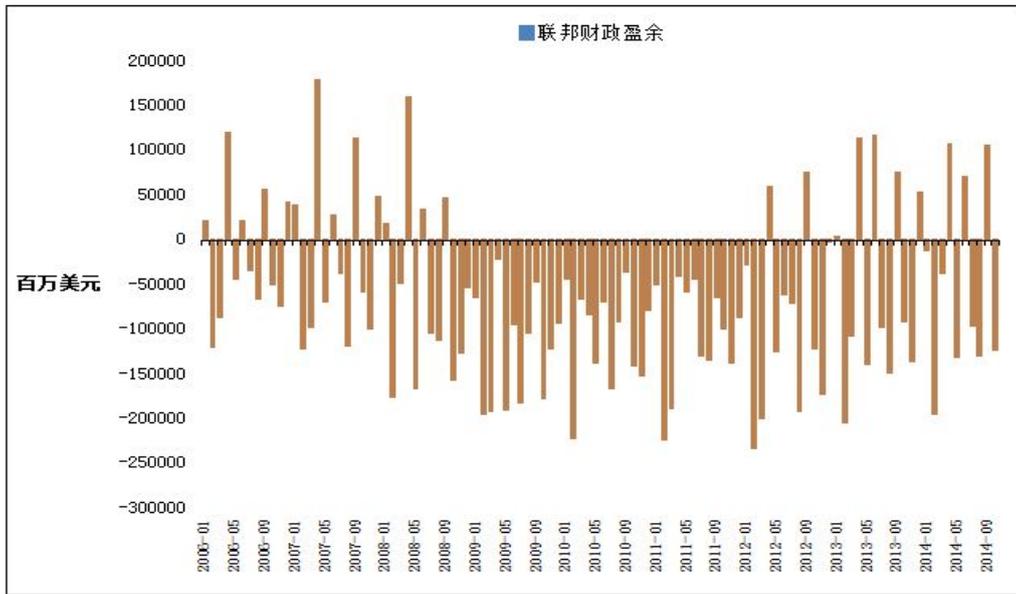


资料来源：CEIC 与 IIS。

消费强劲增长的同时，企业投资也稳步上升。2 季度建筑、设备及无形资产投资创下 9.7% 的高增长，显示出企业对未来的信心较为充足。

随着美国的财政状况小幅改善，财政支出削减对经济发展的拖累有所缓和。尤其是地方和州政府，在税收增长的推动下，财政支出出现正增长。

图表 6 联邦财政赤字有所改善，在个别月份出现较大盈余



资料来源：CEIC 与 IIS。

美国的经济增长同时反映在金融市场上。全年美国股指多次创出历史新高，而波动率 VIX 指数却徘徊在较低的水平上。第二季度美国企业利润创下历史高点，大型企业利润率升幅明显，为股市提供了动力。现金流充沛也促使企业大量回购股票，推高股价。

但临近年末，美国股市回撤幅度开始扩大，升势放缓，明年是否还能维系金融危机后这一轮超长牛市前景较为不确定。

图表 7 2014 年股指持续上涨，而波动性较低



资料来源：CEIC 与 IIS。

美国经济明年主要的风险在于能否平缓进入加息周期。资金成本上升不仅将影响美国企业利润率，进而影响金融市场，并通过财富效应影响社会消费水平，还将通过资本账户渠道影响国际市场。如果明年新兴市场仍然疲弱，资本可能会进一步流出发展中国家，扰动全球经济稳定性。

3、欧元区经济：债务成本下降，增长整体疲弱

2014 年欧元区整体表现不佳，但公共融资成本下降。自欧债危机爆发以来，欧元区公共融资成本一度飙升，但自 2012 年下半年起逐步下行。目前已经回落至危机后的低点。边缘国家的国债收益率也明显下降。

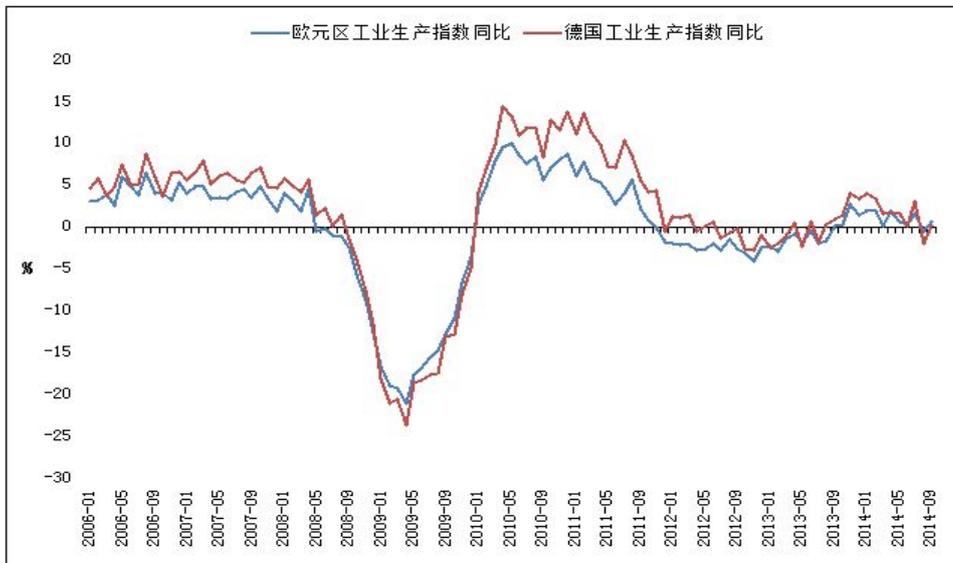
图表 8 欧元区公共融资成本下降



资料来源：CEIC 与 IIS。

尽管公共融资成本下降，但欧元区实体经济较为疲弱，需求不足。欧元区工业生产自年初逐步下降，一度出现萎缩。甚至德国等核心区国家也意外出现下滑。

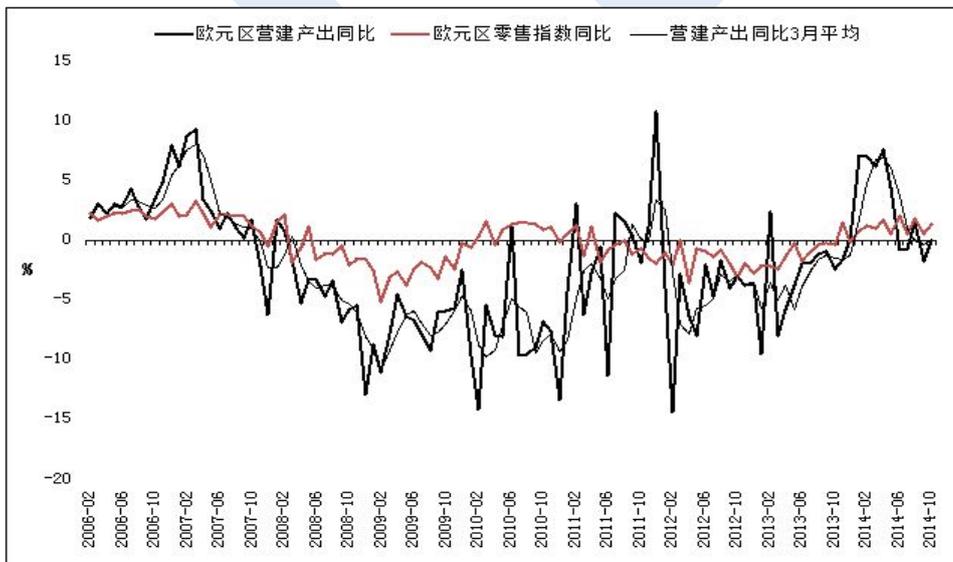
图表 9 德国工业生产意外下降，欧元区整体疲弱



资料来源：CEIC 与 IIS。

虽然相较于去年有所回升，但欧元区零售业仍持续在低位徘徊。相反，由于西班牙等地房地产市场回暖影响以及国际买家入场抄底，欧元区房地产市场一度出现明显增长，助推了营建等相关产业的的增长。但临近年末增速再次放缓。欧央行指出房地产市场存在泡沫，容易受到经济回调的影响。

图表 10 欧元区房地产行业冲高回落，零售业小幅回升



资料来源：CEIC 与 IIS。

受内需疲弱的影响，企业生产动力不足，市场缺乏良好的投资方向，资本回报率下降。这使得欧洲银行业愈加谨慎，抑制了信贷供给。尽管欧央行有意保持宽松，但银行业这一金融中介无法将宽松的货币政策传递至实体经济，银行信贷更长期出现负增长。

图表 11 尽管 M2 有所增长，但信贷持续萎缩，显示出银行业对贷款信心不足



资料来源：CEIC 与 IIS。

在实体经济疲弱、信贷不足的双重影响下，欧元区再次面临严重的通缩风险。调和 CPI 已经接近于零。

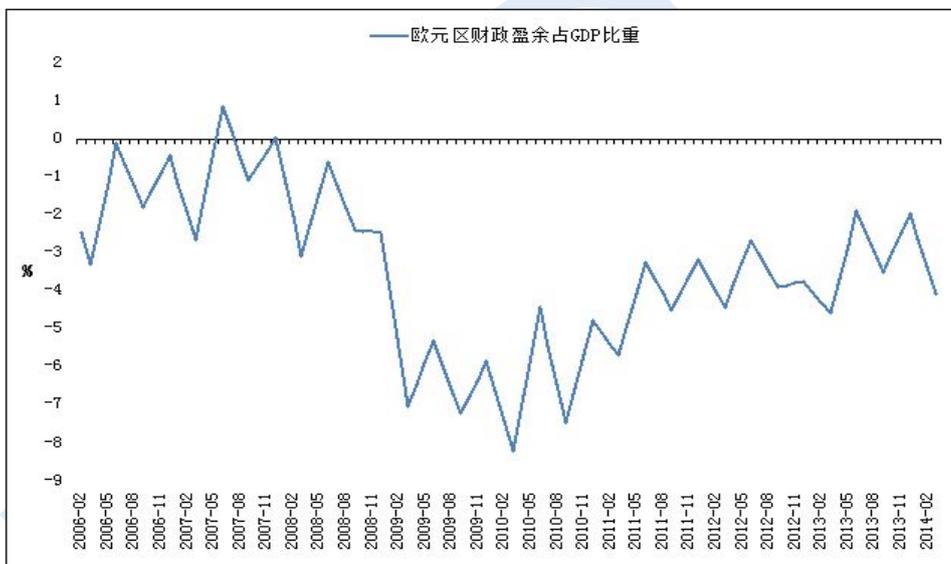
图表 12 欧元区面临通缩风险



资料来源：CEIC 与 IIS。

除货币政策缺乏有力的传导以外，财政紧缩也对经济增长造成负面影响。欧债危机以来欧洲一直没能解决公共债务高企的问题，财政整顿收效有限，支持增加福利开支的政党仍然有较大声音。由于欧元区财政盈余占 GDP 比重仍然长期为负，财政整顿势在必行，未来财政仍是拖累经济增长的一个重要因素。

图表 13 财政赤字仍然值得警惕，财政紧缩压力未得到缓解



资料来源：CEIC 与 IIS。

4、日本经济：波动加剧，前景不明

日本执政党，由安倍晋三率领的自民党在 12 月的议会选举中再次获得胜利，显示出民众对安倍经济学仍然有较大的信心。但从日本全年经济表现来看，增速相较于去年明显放缓，第三季度 GDP 年化增长率更是下修至-1.9%，陷入连续衰退。安倍的财政、货币和结构性改革三大主要措施中，仅货币宽松政策有明显效果。

消费税提升导致的负面后果超出预期，迫使安倍推迟第二轮调升。4 月份安倍上调消费税 3 个百分点后，零售增速快速下降，之后未能回到之前的水平，并出现了一段时间的负增长。该问题迫使安倍推迟第二轮消费税上调，但缺乏税收的支撑，在日本公共债务高企的背景下，日本政府难以实行积极有效的财政措施，高额的债务成本也是沉重的负担。

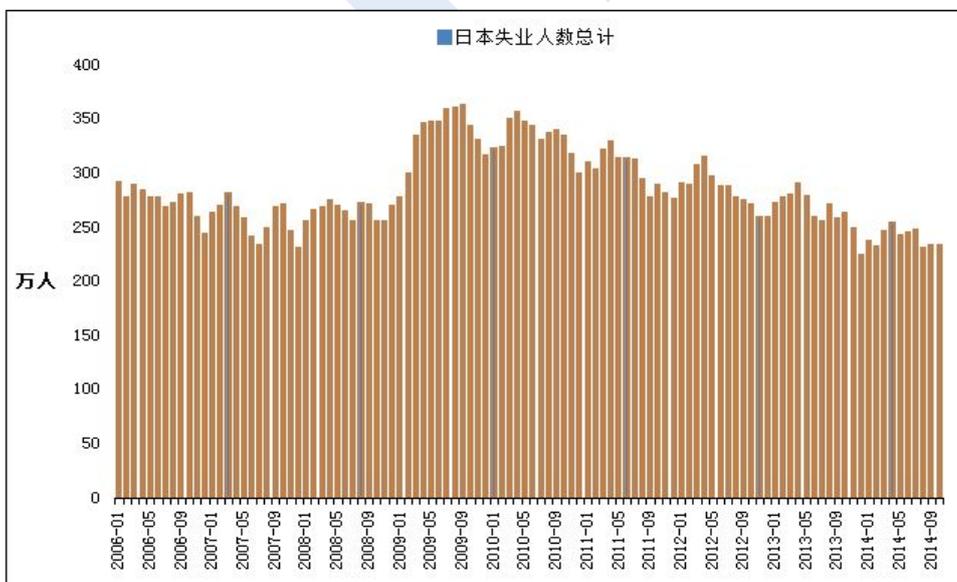
图表 14 消费税调升后销售增长低迷



资料来源：CEIC 与 IIS。

然而，尽管日本经济今年持续萎缩，民众仍然对安倍抱有信心。部分原因在于日本股市在货币政策的推动下出现较大升幅。同时，上市公司经营状况改善、利润增加，职工收入增长。日本 1250 家上市公司今年 4 月至 9 月份的税后纯利同比增长 9.58%。相应的，家庭收入增长。日本厚生劳动省的调查结果显示，今年 9 月份，全国职工平均工资连续 7 个月增长。日本失业率也有所改善。

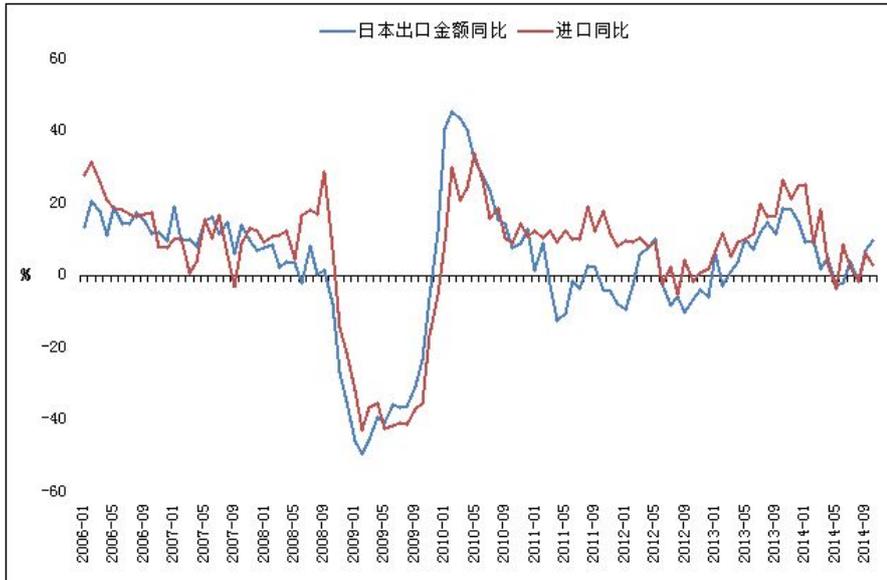
图表 15 日本就业状况有所好转



资料来源：CEIC 与 IIS。

宽松的货币政策造成弱势日元，在一定程度上刺激了出口。由于和中国的贸易回暖，2013年起日本进出口快速增长，到2014年初有所回落。下半年起日本进出口重拾升势。

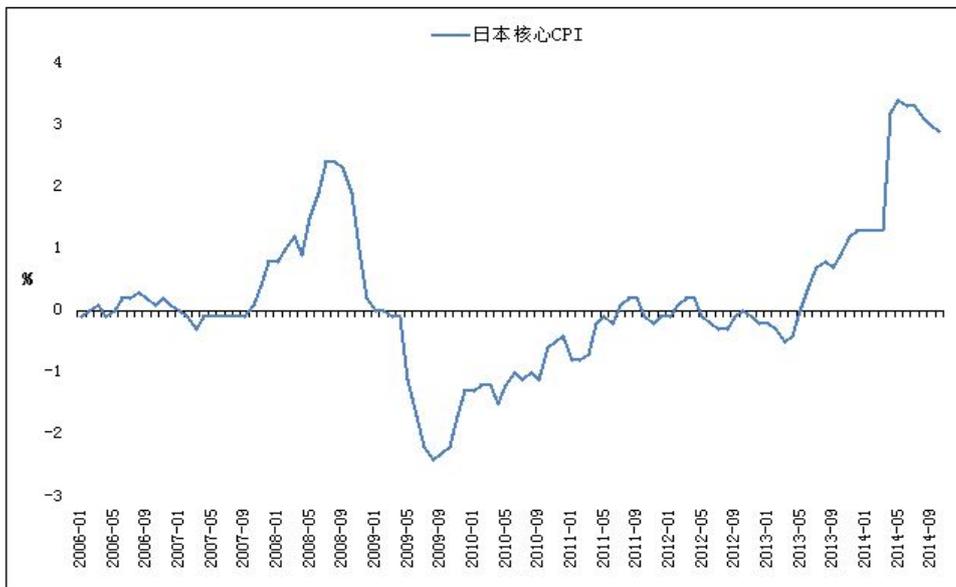
图表 16 日本进出口增幅放缓，但随着日元走弱，2014 年下半年开始回升



资料来源：CEIC 与 IIS。

宽松的货币政策推动日本经济走出通缩的泥潭。自去年起日本通胀率已经上升至 1%以上。但去除消费税的影响，目前的通胀率仍然没能达到央行的预期，反而可能推高泡沫，是值得警惕的风险。

图表 17 日本通胀率仍未达到央行预期



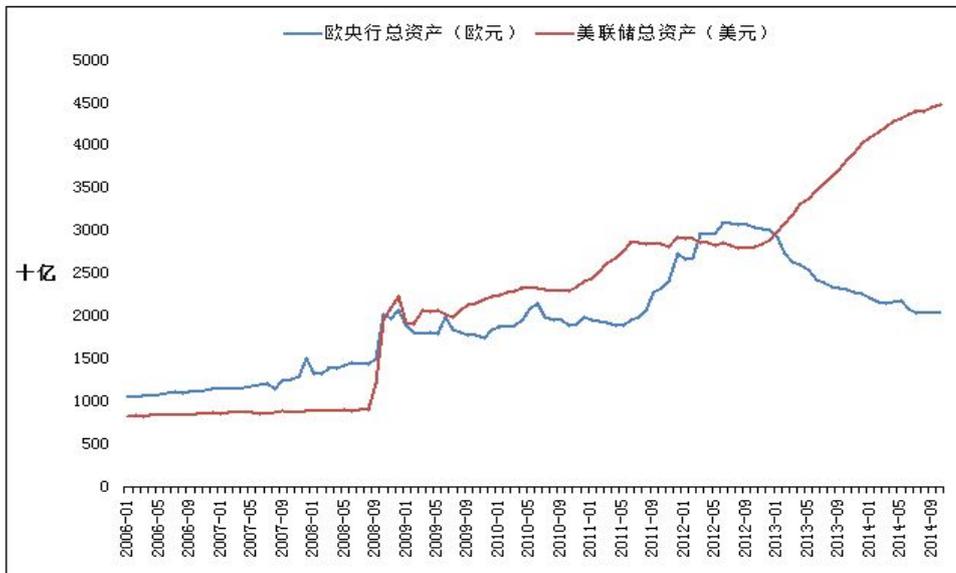
资料来源：CEIC 与 IIS。

5、发达国家货币政策出现分化

随着美国退出量化宽松并有可能在明年进入加息周期，而欧央行和日央行都在酝酿进一步宽松政策，发达经济体货币政策预计将出现较大的分化。

这一分化是金融危机后整体政策调整的一个反映。2013年后，欧央行为了保障、测试银行体系的稳定性，同时由于货币联盟内部一直面临着不同声音，导致欧元区的宽松规模较为有限。而美联储的第三轮量化宽松则顺利推行。从央行的资产负债表上可以看出2013年至今欧美央行之间出现的明显分化。

图表 18 欧美央行在金融危机后出现政策分化，但近期可能会出现逆转



资料来源：CEIC 与 IIS。

其次，欧央行一直苦于无法将低利率传递至实体经济。尽管今年欧央行已经将隔夜存款利率由此前的零降至-0.1%，但银行出于规避风险的考虑仍然不敢扩大信贷规模。这一问题已长期困扰欧元区，使得各界对欧央行扩大宽松的预期效果产生质疑。

但为遏制通缩风险，尽管仍然面临重重阻力，欧央行已经给出了实行包括债券购买计划在内的量化宽松的强烈信号。一旦宽松实行，势将逆转此前的趋势，欧央行对全球流动性的影响将大幅增加。

目前国际金融市场已经对这一信号做出反应。今年 6 月之后，美元指数大幅上升，美元相对所有发达国家和新兴经济体货币几乎同时走强，对日元和欧元分别升值将近 14% 和 10%。如美元升值势头延续，且美国经济增长显著超过日本和欧元区，资本可能会流出上述两个区域，在一定程度上削弱后两者货币宽松政策的效果。

图表 19 美联储退出量宽后美元走强



资料来源：CEIC 与 IIS。

6、新兴市场：国别因素影响显著，整体疲弱

2014 年新兴市场整体走弱，大多数经济体受到国别因素的影响，导致增长乏力。部分出口导向型经济体在美国走强的推动下有所回暖，但幅度有限。

深受西方制裁和油价暴跌的影响，俄罗斯全年增长近乎于零，甚至可能出现轻微负增长。国际资本也纷纷撤离俄罗斯，导致卢布贬值。自年初到 12 月以来，卢布兑美元汇率下跌约 40%，兑欧元汇率下跌约 32%。卢布在 12 月更是遭遇了暴跌，迫使央行将基准利率从 10.5% 上调至 17%，并抛售大量美元储备救市，但仍然难以遏制跌势。

更为严重的是困扰俄罗斯的通货膨胀。虽然能源价格下跌，但 11 月俄罗斯通胀却达到了 9.1% 的水平，物价呈现出失控状态。全球石油价格下跌还导致俄罗斯出口下滑，财政收入下降。如果石油跌破 60 美元/桶，将对俄罗斯的经济造成致命打击，2015 年可能将出现 2% 以上的萎缩。

巴西同样饱受高通胀的困扰。巴西世界杯未能如愿提振内需，预计全年增长从去年的 2.5% 下滑至接近于 0。巴西工业生产超过 8 个月处于萎缩，而通胀高达 6.5% 以上。巴西央行连续加息，但紧缩的货币政策抑制了国内需求，使政策制定者处于两难。

图表 20 新兴市场饱受高通胀困扰，印度表现相对良好



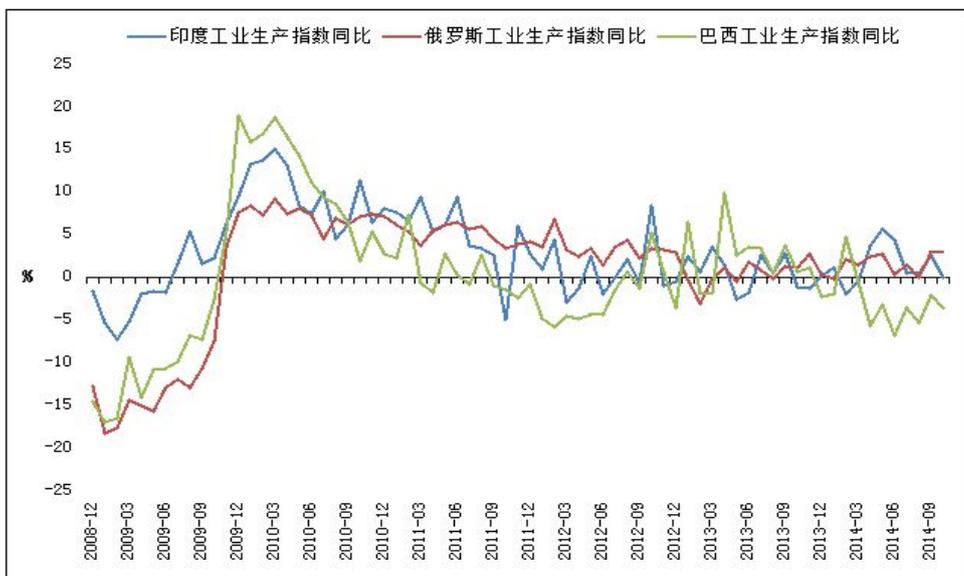
资料来源：CEIC 与 IIS。

印度自去年美联储宣布逐步退出量化宽松后，遭遇了一波资本外流，引起经济动荡。但今年来随着央行推出货币稳定措施，情况有所好转，在国内旺盛需求的带动下，经济增长有望高于去年，达到 5% 以上。同时，印度的通胀不断下行，已经回落至 2012 年的低点，在全球几大主要新兴市场国家中属于较低的水平。如明年通胀继续得到有效控制，印度央行将考虑降息，推动经济增长。

印度总理莫迪上任后大力推动经济改革，在吸引外资方面卓有成效。5-9 月份，外国对印度直接投资达到 127 亿美元，比上一年同期增长 24%。印度股市表现优异，年初至今已上升超过 30%。目前，贫富悬殊和基础设施建设落后仍然困扰着印度经济，但莫迪目前有效凝聚了社会的改革共识，有望推动 2015 年的增长。

南非因饱受国内罢工的影响，出口受阻，预计 2014 年经济增速将连续第四年下降，低于 1.5%。

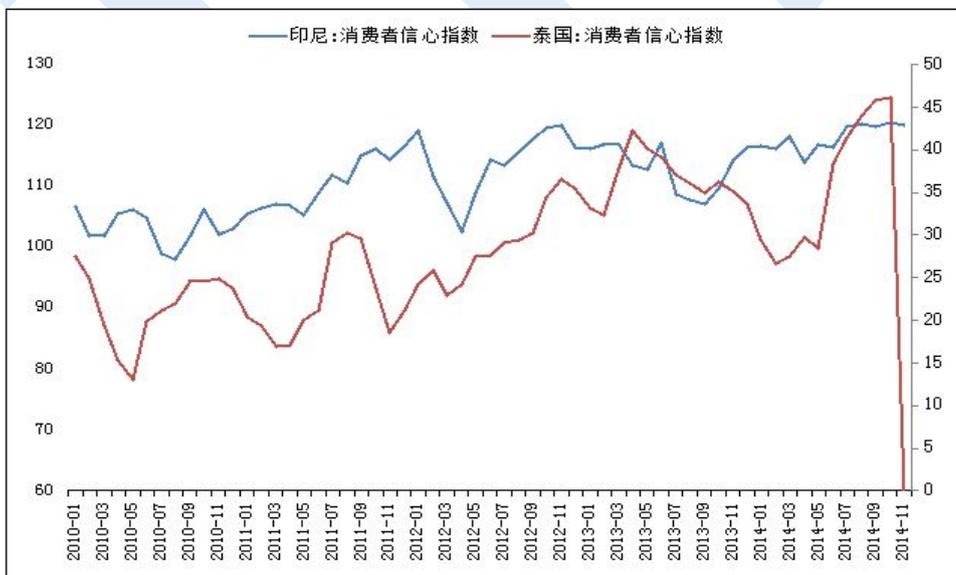
图表 21 新兴市场工业产出持续走弱



资料来源：CEIC 与 IIS。

相比之下，出口导向型的东南亚新兴经济体表现相对较好。泰国经济于年初经历一系列政治动荡后开始回暖，印尼表现稳步上升，两者都受到美国经济强劲复苏的拉动。

图表 22 东南亚国家出现复苏



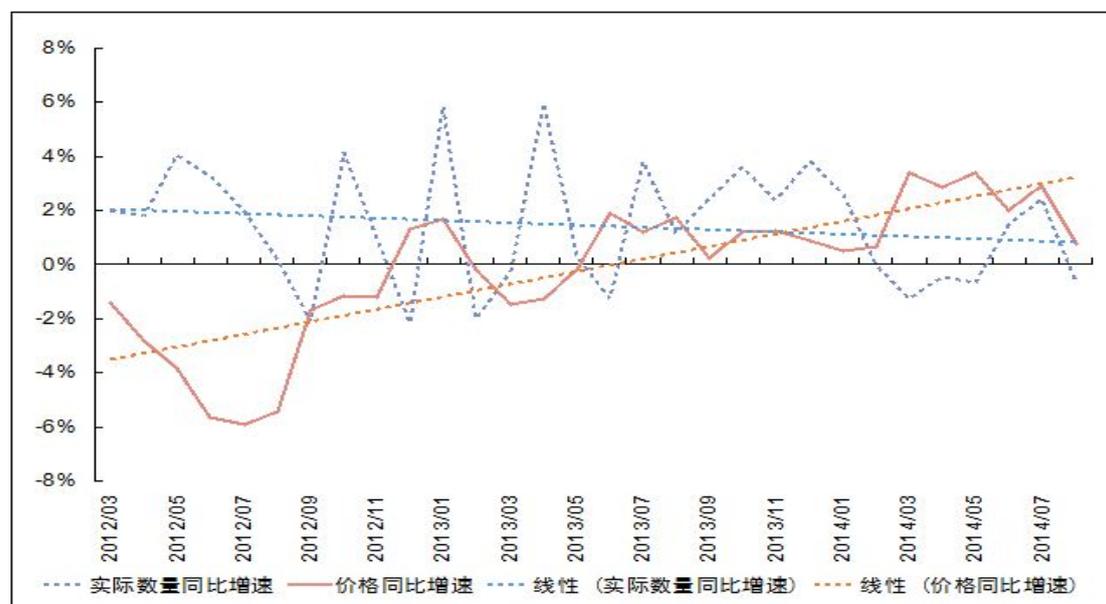
资料来源：CEIC 与 IIS。

7、贸易和直接投资

2014 年全球贸易品价格上涨，但实际数量增速下降。中国出口仍然强劲，但部分增长

由虚假贸易导致。在虚假贸易高企的月份，通过对比中国和贸易国之间的数据，我们测算出的实际增速相较于数据要低 2-3 个百分点。此外，日本出口波动较大，美国和德国的出口相对平稳。

图表 23 全球贸易价升量跌



资料来源：CEIC 与 IIS。

2014 年全球经常账户平衡保持在稳定的水平。预计美国的经常账户赤字占 GDP 比重和去年持平在 -2.4% 左右。欧元区经常账户盈余约为 2.1%，其中大部分由德国贡献。德国的经常账户盈余已经达到 6% 左右，尽管较去年有所下降，但其不平衡状况依然引起了较多关注。预计随着欧元相对于美元贬值，2015 年德国的经常盈余不会有太大下降。

由于能源、铁矿石等大宗商品价格下跌，今年以中东、澳大利亚为代表的资源出口国盈余有所下降，在一定程度上缓解了全球的不平衡状况。

在全球贸易增速放缓的同时，全球直接投资仍然增长强劲。根据联合国贸发会议发布的报告，2013 年，全球外国直接投资增长 11% 至大约 1.46 万亿美元，基本回升到国际金融危机爆发前的水平。中国全年吸引外资达 1239 亿美元，较上年增长 2.3%，居全球第二位，与全球第一的美国的距离进一步缩小。

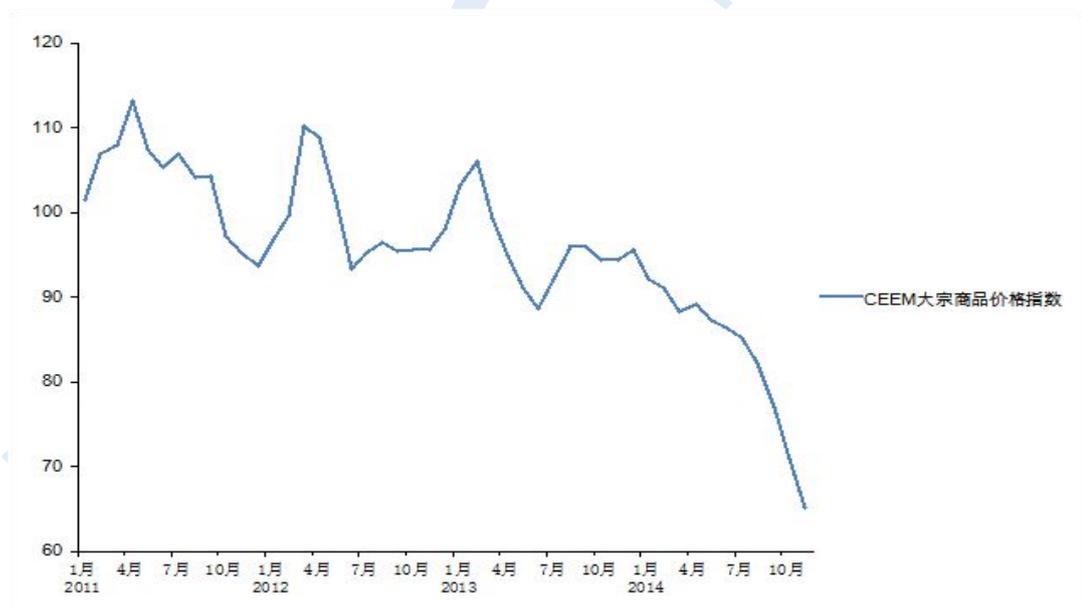
中国对外投资的高速增长同样引人注目。2013 年，中国对外投资达 1010 亿美元，较上年增长 15%，仅居美、日之后，为全球第三大对外投资国。中国对外投资有望在今年接近甚至超过吸引外资。根据商务部数据，今年 1-9 月，我国境内投资者共对全球 152 个国家和

地区的 4475 家境外企业进行了直接投资，累计实现投资 749.6 亿美元，同比增长 21.6%。中国的跨境并购除了在传统的能源、资源领域继续扩张外，在互联网和科技领域也有快速的增长。

8、大宗商品：暴跌频现，超级周期结束

2014 年，大宗商品价格剧烈下跌。截至 11 月，CEEM 大宗商品指数从年初 92 的高点跌至 65 附近，几乎跌去三分之一。

图表 24 大宗商品价格剧跌²（截至 11 月）

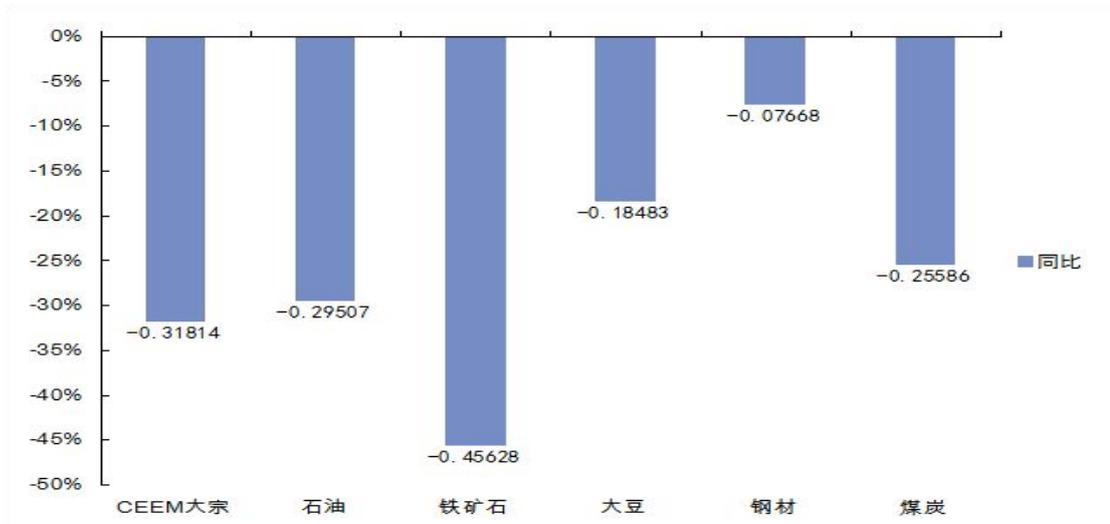


资料来源：CEIC 与 IIS。

其中，铁矿石价格全年跌幅超过 40%。石油下跌近 30%。大豆下跌超过 18%。

² 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。

图表 25 2014 年大宗商品全线下跌，铁矿石跌幅居前（截至 11 月）



资料来源：CEIC 与 IIS。

供给过剩、政策风险和资金撤离是影响大宗商品价格的三个主要因素。

在美国页岩革命的推动下，北美石油出产量大幅增长。EIA 预计 2014 年美国原油产量将增至 860 万桶/日，2015 年为 932 万桶/日，远超市场预期。而欧佩克 12 个成员国在 11 月每天产油 3056 万桶，已经连续第六个月超过其目标，并拒绝减产，导致布伦特原油价格在年末跌至 65 美元/桶下方的新低。而 2014 年年中，布伦特油价最高曾达到 110 美元/桶以上。当时乌克兰危机爆发，使得市场恐慌情绪加剧。但半年以来，随着地缘政治风波平息，世界石油产量不减反增。

图表 26 油价在年中受地缘风险推高后，在下半年剧烈下跌



资料来源：CEIC 与 IIS。

供给过剩同时也是影响粮食价格的主要因素。美国和南美等地的丰收压低了大豆价格。

另一方面，政策风险也对大宗商品产生了较大影响。2014 年年中因中国打击外贸融资，导致对铜材和铁矿石的需求大跌，两者价格暴跌。

由于大宗商品表现低迷，甚至多次出现暴跌行情，大量资金开始撤离市场。以原油为例，截至 12 月初，纽约原油期货未平仓量接近 144 万手。与 7 月上旬的顶峰时期相比，减少了约 32 万手。以每桶 60 美元计算，在最近 5 个月里，将近 200 亿美元的资金从原油市场流出。由于大宗商品市场和股票与债券相比体量较小，资金撤离对流动性带来的打击较大，价格将进一步承压。

二、2015 年全球经济展望

1、主要经济体经济走势

2014 年，新兴市场增长疲弱并饱受国别风险的困扰，部分金砖国家增长停滞不前，甚至可能出现萎缩。2015 年，部分新兴经济体有望率先复苏。通常而言通胀处于可控范围内、内需稳定的经济体更有回暖的潜力，主要原因在于政策当局可以更自由地使用货币政策刺激经济。同时，出口旺盛、工业基础较好的经济体也能借助美国的增长开始复苏。

从这个角度而言，印度和部分东南亚国家有望在 2015 年保持较为稳定的增长。对于印度来说，新总理上台后国内短期内存在较强的政治凝聚力，有望以一系列措施改善基础建设

不足、贫富悬殊的问题。此外印度越来越注重改善投资环境，吸引外资，依靠国际资本的力量进行大型投资。印度和东南亚等国还有机会承载中国的产业转移，并大力发展外贸加工，引进海外资本，都有助于加强这些国家的制造业实力，为长远发展打下基础。

相比之下，通胀高企的南美经济体则在货币政策上存在更多的束缚。巴西和阿根廷等经济体存在旺盛的内需，但其工业生产能力难以满足需求。如果无法促进投资和提升制造业，长期来看高通货膨胀仍然会是一个问题。而且由于南美经济体在国际资本市场上的融资能力有限，信用欠发达，容易受到资本快速进出的负面影响，造成汇率乃至经济的剧烈波动。

俄罗斯过分依赖于能源出口，而油价大跌使得该国 2015 年的预期增速已经被多次下调。加上西方制裁的影响，俄罗斯难以获得充足的资本进行投资，对长远发展将是一个严重的干扰。此外高企的通胀已经迫使俄罗斯央行多次加息，但收效仍然甚微。预计经济的长期动荡还将进一步影响其政治稳定性，可能会对 2015 年俄罗斯的增长造成新的障碍。

非洲的主要经济体则受到埃博拉疫情爆发、国内政治不稳定、石油价格下跌等多重因素困扰，预计明年增长将受到一定压力。

对于发达国家而言，美国预计仍将保持稳定的增长，利用国内石油产量大增、能源成本下降的机会，强化其新型制造业和高科技产业，进一步复苏。在这一过程中，创新已经成为推动其新一轮经济增长的重要力量，并受到乐观的资本市场环境支持。风险投资和并购的繁荣仍有望在 2015 年延续，但预计金融市场将小幅回调。

欧洲预计将在 2015 年小幅复苏，增长预期为 1% 左右。欧洲推出量化宽松的趋势越来越明显，但欧央行仍然需要促使银行业利用低成本资金扩大信贷。在实体经济不振，缺乏高回报投资机会的情况下，央行的货币政策难以有效传导。在这一问题背后更深层次的原因是创新的停滞，企业缺乏投资动力和寻找新增长来源的能力。在这一背景下，经济增长只能由超跌回调推动，而不是主动、可持续的增长。

2、主要风险

2014 年国别风险显著影响了经济增长。预计 2015 年这一基本特征仍然将延续。

首先，**地缘政治冲突仍是重要的风险来源**。全球政治冲突高危因素包括乌克兰地区的民族分离势力，以伊斯兰国为代表的极端宗教势力、非洲地方武装势力等军事和半军事力量，以及罢工劳工、极端反对政党等政治力量，以及由贫富悬殊等问题带来的社会反对力量。这类力量所带来的风险都会对经济政策的连贯性、一致性和有效性造成影响。甚至对于政治环境相对稳定的国家来说，在缺乏改革凝聚力的情况下，政策当局同样很难实行财政整顿、加息、削减福利一系列对经济增长而言必须的措施，因为部分群体的利益会受到暂时性的损害。

随着不平等、种族冲突等问题受到越来越多的关注，各国需要在应对经济问题时建立更广泛的社会信任。部分问题甚至会从国内问题演变为国际问题。乌克兰危机以及随后引起的俄罗斯介入以及西方对俄制裁都显示出事情的走向往往超出人们的预期。连锁反应之下，俄罗斯受到了沉重的打击。因此建立国际协调沟通机制，和平解决危机仍然是一个历久常新的议题。

其次，**突发事件可能给特定经济体造成新的负面冲击**。2014年我们同样看到了突发事件对经济增长的影响，包括疫情爆发、航班坠毁等。个别突发事件对于缺乏完善公共基础设施或过分依赖于外部环境的经济体来说，可能造成严重的伤害。

再次，**美联储货币政策转向也是潜在风险之一**。2013年美联储退出量化宽松的计划刚启动随即通过资本渠道引起了新兴市场的连锁反应。2015年，随着美联储、欧央行和日央行逐步推动落实新的货币政策，全球资产在风险偏好变化和实体经济增长变化的双重推动下可能会进行大范围重新配置，资本的快速流动或引起经济体的动荡，随之变化的利率、汇率等变量也会导致贸易、直接投资的相应变化，从而对全球经济的长远发展产生影响。

第四，**中国经济增速持续放缓也将给部分经济体造成显著负面影响**。2014年中国经济放缓已经引起澳大利亚等资源出口国增长放缓，大宗商品市场崩盘。2015年存在中国经济加速下滑的风险，或将引起连锁反应，对资源出口国和处于全球价值链上相邻位置的国家（如东南亚经济体等制造链下游和日本等以中国为主要贸易伙伴的国家）产生巨大的影响。

最后，**全球能源价格继续下降可能造成进一步的负面冲击**。能源成本下降有利有弊，对于制造业发达的国家，制造成本得到了有效控制，也避免了输入性通胀的负面后果。但对于过分依赖于资源出口的国家，特别是经济结构单一、政治不稳定的国家（如俄罗斯、尼日利亚、委内瑞拉、巴西等），能源价格下降可能会造成较大的动荡，进而影响经济的长远增长潜力。

IIS 简介：国际投资研究系列（International Investment Studies）是中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室的研究成果。该室的主要研究领域包括跨境直接投资、跨境间接投资、外汇储备投资、国家风险、国际收支平衡表与国际投资头寸表等。国际投资室的成员为张明、王永中、张金杰、李国学、潘圆圆、韩冰与王碧琚，定期参加国际投资室学术讨论和报告写作的成员还包括姚枝仲、高蓓、陈博、刘浩、黄瑞云与赵奇峰。我们的主要产品包括：中国跨境资本流动季度报告、中国对外投资季度报告、国家风险报告、工作论文与财经评论等。

责任条款：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室所有。未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。本报告仅代表研究人员的个人看法，并不代表作者所在单位的观点。