

全球宏观经济季度报告

总览：油价暴跌，贸易条件改善

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

刘仕国

冯维江

徐奇渊

杨盼盼

熊爱宗

魏 强

肖立晟

匡可可

顾 弦

陈 博

吴海英

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	刘仕国	欧洲经济	徐奇渊	中国经济
	吴海英	对外贸易	曹永福	美国经济
	冯维江	日本经济	肖立晟	国际金融
	高凌云	对外贸易	熊爱宗	新兴市场
	顾 弦	大宗商品	杨盼盼	新兴市场
	匡可可	国际金融	魏 强	国际金融
	李远芳	国际金融	黄懿杰	科研助理
	陈 博	科研助理	沈仲凯	科研助理
	刘天培	科研助理		

联系人: 刘天培

邮箱: iwepceem@163.com

电话: (86)10-8519 5775

传真: (86)10-6512 6105

通讯地址: 北京 建国门内大街 5 号 1543 房间 邮政编码: 100732

免责声明:

版权为中国社会科学院世界经济预测与政策模拟实验室所有，未经本实验室许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，本实验室保留法律追责权利。

目 录

总览：油价暴跌，贸易条件改善	1
-----------------------------	----------

美国经济：经济增长渐趋稳固，温和加息即将开启	8
-------------------------------------	----------

美国消费者信心指数屡创金融危机以来的新高，房地产市场升势缓慢但仍有提升空间，政府开支开始出现小幅增长，油价下跌对美国经济产生推力，金融市场表现强劲。2014 年第 2~3 季度的经济增速是美国 10 年来最好记录，近期 PMI 指数、经济周期领先指标和投资预期数据均显示经济在冲高之后将出现正常回调。

欧洲经济：复苏不稳，通胀过低	16
-----------------------------	-----------

2014 年，欧元区经济增长 0.9%，较 2013 年的-0.4%有较大改善。私人消费稳步复苏，投资需求由负转正实现复苏但尚待巩固，外需继续扩张。内需替代外需，成为本年度经济复苏的主动力。能源价格第 4 季度大幅下跌，直接和间接地拖累通胀大跌至 0.4%，远低于 2013 年的 1.3%，同欧央行 2%的政策目标渐行渐远。

2015 年，欧元区经济将增长 1%-1.2%。宽松货币政策和稳定的金融形势，促进私人消费稳步增长，仍将是本地区经济增长的主动力。油价继续下跌将拖累物价走势，通缩风险加剧，预计消费者价格指数增长 0.3%-0.8%。受反对财政紧缩政治势力的崛起和地缘政治动荡等风险的冲击，投资需求仍然会较大波动。

日本经济：重新陷入技术性衰退	28
-----------------------------	-----------

2014 年第 4 季度，预计日本实际 GDP 季调环比增长折年率为 3.6%。日本经济 2014 年上半年骤起骤落，下半年反弹乏力，第 2、第 3 连续两个季度负增长，陷入技术性衰退，全年实际 GDP 增长 0.2%。日本经济放缓的原因内部主要是由于提升消费税率冲击和日本政府为应对冲击而采取的刺激政策所致。从外部看，日元贬值的效果转向负面，对主要贸易伙伴出口乏力是日本经济复苏比预期更加疲软的重要原因。日本政府虽然修订了“日本复兴战略”，但要真正落实并产生效果还为时尚早，结构性改革不足将弱化刺激政策的效果。消费税率提升的冲击超出了日本政府的预期，安倍晋三宣布推迟原定的 2015 年再度提升消费税率计划的计划，民众对“安倍经济学”特别是结构性改革的信心受到影响。预计 2015 年增长 0.8%。

新兴市场经济：经济风险增大	40
----------------------------	-----------

第4季度金砖国家经济表现继续分化，俄罗斯和巴西经济可能陷入零增长，印度和南非经济有所向好，但是反弹力度不大，且南非经济增长仍保持在低位运行。2015年，受经济制裁、石油价格走低、卢布汇率贬值等一系列因素影响，俄罗斯经济将会逐步步入衰退，预计全年经济增长-2.5%。巴西、南非、印度2015年经济增长预计会好于2014年，但表现各异。巴西经济增长预计微弱回升至0.5%，相比前几年大为失色。随着罢工事件影响的逐步消退，南非在2015年预计回升至2.5%。印度经济表现亮眼，随着新政府经济改革的逐步推进，印度经济有望在2015年实现5.8%的增长。

通货膨胀走势也出现分化。第4季度俄罗斯通货膨胀急剧上升，12月俄罗斯消费者物价指数同比增长达到11.4%。巴西通货膨胀尽管出现下降趋势，但是依然保持在高位运行，且继续维持在巴西央行设定的通胀目标上限。南非和印度的通胀在第4季度继续走低，特别是印度通货膨胀已经从2013年11月的11.2%下降至2014年11月的4.4%。在这种情况下，巴西央行和俄罗斯央行分别在10月和12月多次上调基准利率，印度和南非则维持货币政策不变，但金砖国家的货币政策总体依然维持在上行区间。

金砖国家货币继续对美元保持贬值态势。9月至12月，俄罗斯卢布对美元贬值46.7%，巴西雷亚尔对美元贬值12.8%，印度卢比和南非兰特对美元贬值幅度也在2.8%和4.5%。受美国量化宽松政策退出、新兴经济体经济增长减速、地缘政治所引发的投资者风险偏好降低等因素影响，2015年个别新兴经济体货币的贬值压力可能会继续增大，不排除爆发汇率危机的可能。

第4季度中国对金砖国家贸易有所下降，对金砖国家贸易占中国总贸易的比例在12月份下降至6.7%。中国对金砖国家总体出口同比增速有所回落，总体进口增速萎缩幅度进一步加大，对金砖国家连续保持贸易顺差，但规模有所收窄。

中国经济：关注就业形势的进一步恶化 46

2014年第4季度，中国投资增速进一步走弱。尤其是固定资产投资增速降至2003年有数据以来的新低，库存投资也出现了被动加库存的迹象。此外，第4季度的固定资产投资下滑当中，起主导作用的房地产、基建行业的贡献有所下降，而制造业、采矿业的贡献显著上升。在总体投资增速进一步下滑的背景下，这表明投资下滑的行业范围有所扩大。

东盟与韩国经济：经济增长未及预期 53

此前的普遍预期是东盟六国在2014年下半年将重拾增长动力，韩国则将延续2014年上半年的强劲增长，不过从现实的情况来看，恐怕事与愿违。东盟六国2014年下半年增长未及预期，第4季度的加权经济增速约为4.3%，略

高于 2014 年第 3 季度的 4.1%；韩国 2014 年第 4 季度的经济增速约为 3.2%，与第 3 季度相比下降了 0.1 个百分点。预计东盟六国 2015 年第 1 季度经济增速为 4.8%，韩国 2015 年第 1 季度经济增速为 3.4%。东盟六国 2014 年全年表现不尽如人意，预计经济增速为 4.3%，2015 年增长预计为 4.7%；韩国 2014 年上半年增长强劲，带动全年经济增速达到 3.5%，高于去年的 2.1%，但 2014 年下半年开始下滑，预计 2015 年的经济增速为 3.4%。

金融市场：强势美元和油价暴跌威胁新兴市场金融稳定 61

第四季度，发达经济体股票市场普遍上扬，除中国外其他新兴经济体股票市场均处于下行态势。主要新兴经济体国债收益率波动不同程度上升。国际主要货币波动性在四季度均达到年内最高水平，新兴市场货币贬值幅度较高，外汇市场风险显著上升。

受美国强劲增长和美联储调整前瞻性指引影响，美联储提前加息预期持续升温。与此同时，原油价格从每桶 95 美元暴跌至 55 美元，主要原因在于，美国的“页岩油”开采成本下降，产油国间的博弈，利比亚重新开放石油出口。

强势美元和油价下跌对新兴市场经济体产生较大冲击，俄罗斯、南非、土耳其、巴西汇率贬值幅度较高，金融风险逐渐集聚。

人民币相对美元呈现贬值态势，跨境资本净流出，跨境人民币净流入。预计在 2015 年人民币会呈现先贬后升格局，跨境资本总体将会保持流入态势，但是双向波动将更为频繁。

大宗商品专题：供需不平衡，全球大宗商品价格继续全线下跌

..... 72

2014 年第 4 季度大宗商品持续下跌，跌幅扩大，相较于第 3 季度下跌 21.3%，全年跌幅高达 31%，其中石油领跌。中国经济疲弱、美元走强和前期投资旺盛造成产能过剩，构成了 2014 年大宗商品全线下跌的系统性因素。部分国家增产、农产品丰收、打击贸易融资等国别因素和系统性因素重合，也对价格造成压力。由于基本面因素在短期内未有大幅改变的迹象，预计 2015 年上半年大宗商品仍然维持弱势，但跌幅将会缩窄。在部分超跌的产品上如铜等将会有小幅反弹。

外贸专题：出口平稳增长 顺差再创新高 82

2014 年第 4 季度，中国海关数据显示中国出口较第 3 季度明显放缓，但主要贸易伙伴提供的代表中国真实出口水平的数据却表明，中国出口很可能在 6-7% 的区间低位平稳增长。不同时期的虚假出口干扰因素，是导致二者不一致的重要原因。第 4 季度中国出口增长主要来源于中国出口产品在贸易伙伴市场

份额增速的明显回升。第4季度以来，中国出口中的虚假高报明显减少。俄罗斯提供的数据显示近期中国对俄罗斯出口未出现大幅下滑。

第4季度，中国进口继续放缓为负增长，主要大宗商品价格大幅下跌。贸易顺差再创历史新高，预计2014年货物和服务净出口对GDP增长的贡献为1个百分点。预计2015年全球贸易小幅回暖，外需增长2%-3%，中国出口增长7%-8%。

图 表 目 录

图表 1 中国外部经济综合 PMI	1
图表 2 CEEM 大宗商品进口价格指数	6
图表 3 PMI 指数冲高回落	8
图表 4 零售同比增速较为平稳（%）	9
图表 5 消费者信心指数不断攀升	9
图表 6 投资预期稳中略降	10
图表 7 房地产开工量小幅波动（单位：万套）	11
图表 8 就业市场继续改进	11
图表 9 通货膨胀有所回落	12
图表 10 银行信贷温和增长	13
图表 11 欧元区经济在复苏但动力减弱	17
图表 12 内需正成为欧元区经济增长主动力	17
图表 13 欧元区消费稳步复苏	19
图表 14 欧元区对主要大国出口纷纷加快上涨，但对俄出口大幅下降	21
图表 15 除燃料外，欧元区从欧盟外进口的消费品、资本品和其他原材料 均好转.....	21
图表 16 欧元区失业率从高位缓慢回落	23
图表 17 欧元区去通胀势头凶猛	24
图表 18 欧元区物价短期下行主要拜能源所赐	24
图表 19 日本提升消费税对经济增长影响显著	29
图表 20 日本工业生产指数触底反弹	30
图表 21 日本进出口维持逆差格局但规模缩小	31
图表 22 日本对主要贸易伙伴出口增长有回升迹象	32
图表 23 日本景气指数下行趋势放缓	34
图表 24 日本制造业及服务业 PMI 回升	34
图表 25 日本就业形势良好	34

图表 26 日本核心消费物价升势受阻	37
图表 27 日本政府债务规模庞大	38
图表 28 日元贬值明显	38
图表 29 日本对华进出口仍未稳定恢复	39
图表 30 日本对华直接投资同比增长率提升	39
图表 31 中国与金砖国家贸易情况	44
图表 32 主要发达经济体汇率走势	62
图表 33 主要经济体股指走势	63
图表 34 主要货币市场利率走势	64
图表 35 主要经济体国债收益率走势	65
图表 36 美联储 2015-2017 年经济指标预期值	66
图表 37 新兴市场国家货币贬值幅度	67
图表 38 新兴市场国家货币贬值幅度	68
图表 39 人民币对美元即期汇率	69
图表 40 贸易顺差与金融资本账户跨境收付顺差	69
图表 41 银行结售汇对跨境收付比率	70
图表 42 CNY 与 CNH.....	70
图表 43 人民币收支占涉外收付之比	71
图表 44 大宗商品价格指数	73
图表 45 广义美元指数	74
图表 46 三大现货价格	75
图表 47 俄罗斯能源对外供给；中国原油进口情况	77
图表 48 各大金属进口价格；LME 进口铜价	78
图表 49 豆粕、玉米价格下滑，小麦价格平稳；国际期货市场农产品价格 略有上升.....	79
图表 50 第 4 季度中国出口放缓，主要来自欧盟、日本和俄罗斯	83
图表 51 出口放缓来自其他贸易方式、劳动密集型产品	83

图表 52 中国出口产品的市场份额在第 4 季度明显回升，而外需仍较疲弱84

图表 53 第 4 季度中国出口增速与真实出口增速趋于一致86

图表 54 第 4 季度各种表现形式的虚假出口在减少86

图表 55 近期中国对俄罗斯出口持续萎缩，中国对俄出口高报有所减少 .87

图表 56 进口下滑主要来自一般贸易进口下滑88

图表 57 中国贸易顺差及对 GDP 增长的贡献89

图表 58 全球及发达经济体 PMI 向好90

2014 年第 4 季度中国外部经济环境总览

——油价暴跌，贸易条件改善

2014 年第 4 季度，中国外部经济环境喜大于忧。中国外部经济复苏步伐原地踏步，反映中国外部实体经济活力的 CEEM-PMI 为 53.1，与上季度持平。美国经济第 4 季度回落，日本和欧元区经济反弹，新兴市场经济增长总体偏弱，俄罗斯经济陷入负增长。第 4 季度最大的亮点是石油价格大幅下降，不仅改善了非产油国的贸易条件，也为非产油国的货币、财政以及外汇储备管理政策调整带来了空间，将为提升未来中国和全球经济增速带来显著贡献。

图表 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

美国经济在经历了 2014 年第 2-3 季度的强劲增长后开始小幅回调，但总体经济增长形势在主要发达经济体中依然表现最佳。2014 年第 2~3 季度美国 GDP 增速分别为 4.6%和 5.0%，创 2003 年下半年以来的最好记录，远高于后金融危机时代 2-2.5%的美国经济长期潜在增速。冲高之后的回调在所难免。美国大型企业联合会发布的 10~11 月份领先指标环比增幅均为 0.6%，比 9 月份的 0.8%有

所下降，但仍然保持稳健增幅；PMI 的运行态势也表明经济扩张力度有所下降，经济回调主要来自波动性最大的企业投资。预计 2014 年第 4 季度~2015 年第 1 季度美国 GDP 增速将保持在 3.0%左右。

消费信心不断攀升。从历史经验看，消费者信心指数的持续攀升是经济复苏时期的典型表现，目前该指数正在不断创造 2008 年金融危机结束以来的最高记录。密歇根大学消费者信心指数 10~11 月间的指数均值为 91.4，在第 2 季度 90.1 的均值基础上又有小幅提升。美国家庭资产负债表状况不断改善，就业和工资的增加使可支配收入不断积累，近期的油价下降又切实增加了居民的购买力，这些因素都不断提升消费者信心。

企业投资处于高位，开始小幅回调。2014 年第 2~3 季度，美国企业投资（包括建筑、设备以及无形资产投资）对 GDP 的增长贡献大约为 1.1~1.2 个百分点，表现较为强劲。第 4 季度商务圆桌会议对企业 CEO 的调查显示，未来半年内企业投资增加的比例为 36%，比第 1~3 季度 44%的均值有所下降；同时 9~10 月份非国防资本品订单金额比 8 月份小幅下降 3%，这种订单的波动跟设备投资有很大的关联，而设备投资是企业投资的主体。预期和领先指标的回落说明企业投资在强劲增长后将有所回调。

房地产市场增长势头放缓。2014 年年初以来 Case-Shiller 房地产价格指数停止了之前的上涨态势，基本保持平稳；反映房屋价格、交易量、开发商信心等信息的综合指标—房地产市场指数也出现平稳态势，这说明金融危机结束以来美国房地产市场的超跌反弹势头已经减弱，进入相对平稳的阶段。然而 2014 年 9 月以来住宅开工许可量持续略高于开工量，预示着未来的房屋开工量还有小幅攀升空间，但难以出现大的跃升。

政府开支缓慢上升。随着经济复苏渐趋稳固，政府税收有所增加，美国联邦政府、州与地方政府的财政状况均有所好转。雇员工资构成政府部门最重要的经常性开支，2014 年开始州与地方政府雇员人数已经累计上升 0.5%，联邦政府的雇员人数的下降态势基本停止。随着联邦财政整顿力度的减弱，整体的政府开支将缓慢上升，不再构成经济增长的拖累因素。

就业市场显著改善。2014 年美国每周首次申请失业救济人数稳定在 30 万人左右，略好于危机之前的繁荣时期，美国企业的经营状况较为稳定，裁员力度较小。10~11 月非农就业人数分别净增 24.3 万和 32.1 万，均好于市场预期；失业率跌破 6.0% 的大关之后，10~11 月份保持 5.8% 左右，已比金融危机期间的峰值下降 4 个百分点，就业市场的改善取得显著进步。就业市场与家庭收入、居民消费之间构成了正反馈机制

政策环境和外部环境都比较有利。财政政策大框架敲定。共和党领袖吸取了 2013 年的教训，明确宣布不允许再出现政府关门的局面，2014 年 12 月 17 日达成总拨款 1.1 万亿美元的预算协议，可以将政府运转维持到财年结束即 2015 年 9 月。货币政策顺势而为。由鸽派主导的美联储对于加息采取非常审慎态度，美联储主席耶伦在重要场合表示对劳动力市场复苏可持续性的担心。2014 年 12 月 17 日议息会宣布继续保持零利率不变，重申未来加息步伐将取决于经济数据表现，并提出“对开启货币政策正常化进程要保持耐心”。国际环境方面，低油价有利于美国经济，国际货币基金组织估计，低油价将刺激美国经济增长 0.2-0.5 个百分点。

欧元区经济处于经济复苏通道，第 4 季度经济活力较第 2-3 季度上升，但总体经济复苏力量孱弱。2014 年第 2-3 季度欧元区 GDP 增速分别为 0.8% 和 1.1%，预计第 4 季度 GDP 增速回落至 0.7%。2014 年全年经济增长 0.9%。就业市场整体有改善，失业率从 2013 年的 12% 下降至 11.6%，但是局部地区，如意大利和塞浦路斯的失业率还在上升。欧元区通胀大大低于政策目标，且临近通缩边缘，消费者调和价格指数（Harmonised Indices of Consumer Prices, HICP）同比变动幅度近 23 个月（自 2013 年 2 月起）连续低于 2%，近 15 个月（自 2013 年 10 月起）连续低于 1%。2014 年 12 月，HICP 同比下跌 0.2%，创近 63 个月（自 2009 年 10 月起）新低。

欧元区经济复苏乏力，直接原因是银行体系对企业融资仍在萎缩（2014 年 1-11 月货币金融机构对非金融企业部门的贷款交易缩减 510 亿欧元），深层次的原因是对欧元区内部的货币和财政政策调整难以达成共识，价格扭曲得不到

纠正，经济资源难以实现合理再配置。企业盈利预期难有实质性改善，再加上前期积累的风险没有充分释放，银行减少对企业融资在所难免。

日本经济摆脱了 2014 年第 2-3 季度的负增长，但回升力度有限。受提高消费税影响，消费和企业投资大幅下降，带来了第 2-3 季度的负增长。工业生产指数在 2014 年 8 月止住跌势，从 8 月低点 95 回升至 11 月的 97。预计第 4 季日本经济环比增速回升至 3.5%，其中净出口对 GDP 的贡献约为 1.8 个百分点，国内私人部门贡献约 0.7 个百分点，公共部门贡献约 1.0 个百分点。2014 年全年日本经济增长 0.2%。

日本宽松货币政策遭受国内质疑。包括日本籍国际货币基金组织副主席筱原尚之（Naoyuki Shinohara）在内的经济官员认为，日本央行应尽快修改并延长两年期限的时间框架，将达成 2%通胀目标的时间设在 2017 年或 2018 年。“加强版”政策在货币政策委员会以 5 票对 4 票的微弱优势通过，这是自 2013 年 4 月黑田东彦执掌央行帅印以来遇到的首次针对他政策框架的分歧投票。反对票除了来自一直对黑田东彦通胀目标持怀疑态度的两位经济学家之外，还有两位商界的委员，商界担心宽松货币政策导致的日元贬值可能会推高进口商品价格从而不利于国内生产及消费有关。日本东京商工研究机构提供的数据显示，被疲软日元拖累而倒闭的企业数量正迅速增加。2014 年前 9 个月，这类破产企业为 214 家，去年同期仅为 89 家。

金砖国家经济面临挑战。俄罗斯经济大幅下滑。2014 年 11 月俄罗斯 GDP 增长同比下滑至-0.5%，这是 2009 年 10 月以来首次同比增长下滑。各项经济指标全面恶化。10 月和 11 月，俄罗斯固定资产投资较去年同期分别增长-2.9%和-4.8%，萎缩幅度较上季度进一步扩大，社会零售商品总额同比增长只有 1.7%和 1.8%，出口同比增速分别为-13.4%和-6.9%。印度经济活力持续下降，经济增速连续第三个季度持续下降，预计第 4 季度增速 3.2%。2014 年 10 月，印度工业生产指数再次出现负增长至-4.25%，制造业生产指数甚至大幅萎缩 7.6%。南非经济有所好转。南非矿业工人和金属工人罢工的影响逐步消退，制造业和矿业活动好转。10 月南非制造业生产同比增长 2.1%，连续两个月出现正增长，矿业

产量尽管仍同比萎缩 1.8%，但是相比此前罢工期间的情况已经极大好转。

东盟和韩国经济运行不及预期。受益于全球贸易环境小幅改善，韩国、马来西亚、越南等外向型程度较高的经济体表现尚好，2014 年经济总体表现好于去年。印度尼西亚、菲律宾、泰国等经济体内需乏力，2014 年经济增速分别较去年下降 1-2.5 个百分点不等。从 2014 年下半年的情况来看，东盟及韩国的经济增长不尽如人意，东盟六国中仅越南的经济增长继续回暖。印尼经济 2014 年下半年创下五年同比增速新低，10-12 月的 PMI 均跌至荣枯线以下；马来西亚 10 月出口现负增长，工业产值水平出现下滑；菲律宾公共部门投资下滑较快，私人消费也出现非预期的下降，拖累经济；新加坡第 4 季度数据先喜后忧，反映全球外需复苏的不稳定性；泰国经济在经历了三个季度平均 0.2% 的缓慢增长之后出现回暖势头，但增长前景仍难言乐观；韩国经济接连下挫，第 4 季度 PMI 三个月均处于荣枯线以下，10 月出口现负增长，工业产值在 10 月和 11 月均为负增长，消费者信心指数连续下跌。越南经济表现良好，2014 年全年 PMI 均在荣枯线以上，第 4 季度 PMI 逐月回升，出口双速增长。

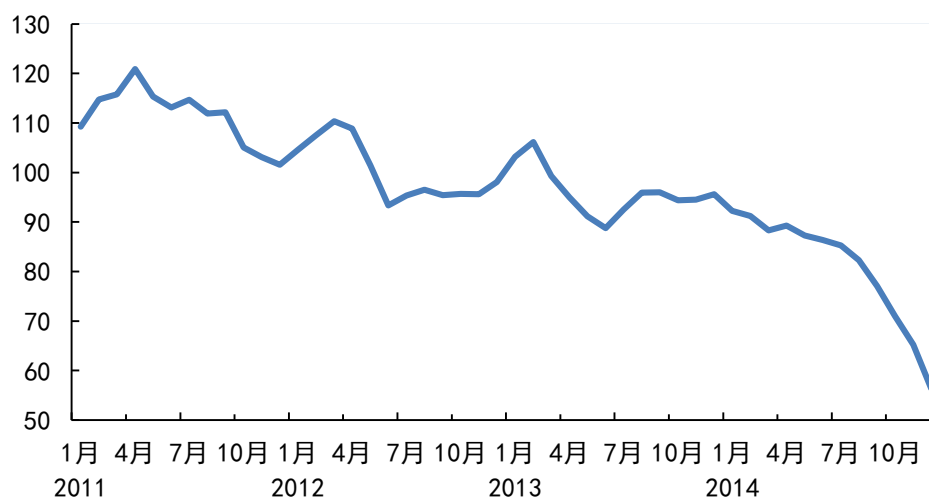
出口低位平稳增长，进口负增长，贸易顺差再创新高。2014 年第 4 季度，中国海关数据显示中国出口较第 3 季度明显放缓，但主要贸易伙伴从中国进口的数据表明，中国的真实出口增长没有显著放缓，而保持在 6%-7% 的区间低位平稳增长。出口增长主要来自中国出口产品在贸易伙伴市场份额增速的明显回升。虚假出口是导致海关数据低估第 4 季度出口增速的重要原因。第 4 季度中国进口增长-1.6%，进口下降主要来自一般贸易进口，主要原因是大宗商品价格下降和国内需求疲弱。第 4 季度贸易顺差为 1495 亿美元，其中 11 月为 545 亿美元，均创季度和月度历史新高。进口疲软是导致贸易顺差维持高位的原因。

中国重点进口大宗商品价格大幅下跌。2014 年第 4 季度，CEEM 大宗商品价格指数相较于第 3 季度下跌 21.3%。石油季度环比跌幅达 27.4%，为 2008 年金融危机后最大的单季跌幅。铁矿石环比跌 17.9%，同样创下跌幅记录。煤炭下跌 7.3%，跌幅和第 1 季度持平。钢材下跌 4.1%，为年内最大单季跌幅。大豆下跌 9.1%，仅轻微低于第 3 季度跌幅。CEEM 大宗商品价格指数相较于去年同期跌

幅高达 31%，显示出一年时间内大宗商品市场价格整体跌去超过三成。

石油价格暴跌是当前全球经济的焦点问题。此次石油价格暴跌，主要原因是供给面冲击。美国石油的持续增产，OPEC 将稳定石油价格目标转换为稳定市场份额目标，利比亚、伊朗等地区的石油产能恢复，再加上地缘政治冲突没有实质性影响石油供应等多重因素带来了旺盛的石油供应。需求面的冲击对油价下跌也发挥了一定作用。全球经济增长乏力和对单位 GDP 能源使用密度的下降，造成了目前石油需求每天下降 90 万桶，相当于全球石油消费的 1%。石油价格下跌，对全球经济增长带来了好消息。据国际货币基金组织、世界银行等国际组织估计，石油价格下跌将会提升 2015 年全球经济增速 0.3—0.7 个百分点，提升中国经济增速 0.4-0.7 个百分点，提升美国经济增长 0.2-0.5 个百分点。

图表 2 CEEM 大宗商品进口价格指数



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

全球金融显著分化，部分新兴市场承受压力。美元指数第 4 季度上升 6.4%。欧元、英镑、日元、澳元等主要国际货币相对美元则持续贬值，其中以日元贬值幅度最甚，相比上季末贬值约 10%。主要新兴经济体货币对美元出现不同程度贬值。国际主要货币波动性在第 4 季度均达到年内最高水平，新兴市场货币贬值幅度较高，外汇市场风险显著上升。发达经济体股票市场普遍上扬，除中

国外其他新兴经济体股票市场均处于下行态势。主要新兴经济体国债收益率波动不同程度上升。

预计 2015 年中国外部经济环境较 2014 年小幅改善。发达经济体改善幅度更加明显，预计美国、日本和欧元区 2015 年分别增长 3%、1.4%和 1%。新兴市场经济体当中，紧密融入全球分工链上的小型经济体受益，严重依赖资源出口的新兴市场经济体的金融市场脆弱性和经济增长压力进一步增加。全球贸易增长有望小幅提高，预计 2015 年中国对外出口增速保持在 7%-8%。美元将维持对其他货币的强势，以石油为代表的大宗商品价格将处于低位。

2015 年中国外部经济环境面临的主要风险有以下几个方面。1、在美联储加息和油价暴跌的双重压力下，部分新兴市场经济体遭遇金融市场动荡。2、欧元区和日本经济停滞，陷入通货紧缩。3、俄罗斯周边和中东的地缘政治风险升级。4、中国贸易顺差超预期扩张，再次引发人民币升值压力和贸易保护主义抬头。

重点考虑的政策应对措施包括以下几个方面。1、税收政策结构调整。一方面对切实减少对能源消费的各种隐性补贴，适当增加对能源消费税收；另一方面将能源方面的新增税收用于对中小企业的减税或者对中低收入群体的生活补贴。2、外汇储备管理改革。美元走强和大宗商品价格走低，意味着中国外汇储备的真实购买力大幅上升，为推进外汇储备管理改革提供了难得的机会窗口。3、汇率形成机制方面，引入更加透明、国际社会普遍接受的干预规则，不留下要求人民币升值的口实。4、保持和完善对跨境资本流动的监测。

美国经济：经济增长渐趋稳固，温和加息即将开启

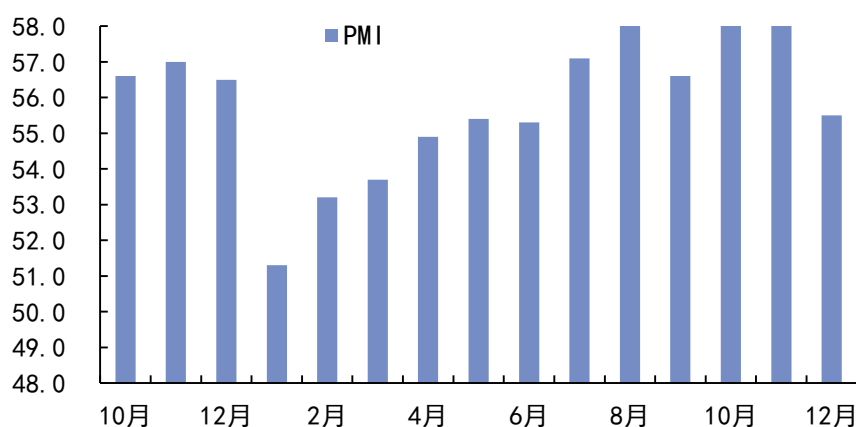
美国消费者信心指数屡创金融危机以来的新高，房地产市场升势缓慢但仍有提升空间，政府开支开始出现小幅增长，油价下跌对美国经济产生推力，金融市场表现强劲。2014 年第 2~3 季度的经济增速是美国 10 年来最好记录，近期 PMI 指数、经济周期领先指标和投资预期数据均显示经济在冲高之后将出现正常回调。

一、经济运行态势

PMI 高位小幅回落

采购经理指数高位小幅回落。2014 年 10~12 月 ISM 发布的制造业采购经理指数（PMI）分别为 59.0、58.7 和 55.5，仍显著高于 50 的荣枯线，说明企业经理对市场前景的预期仍然较为乐观，经济存在稳健的扩张动力。11~12 月数据比 10 月数据有所回落，原因是多方面的：首先石油等大宗商品价格的下降使得 PMI 中的价格指数从 5 月的 60.0 剧烈下降到了 12 月的 38.0，这属于正向供给冲击；而其他指数如产出、订单、出口等也有不同程度的小幅回落，说明之前的超高速扩张是难以持续的。

图表 3 PMI 指数冲高回落



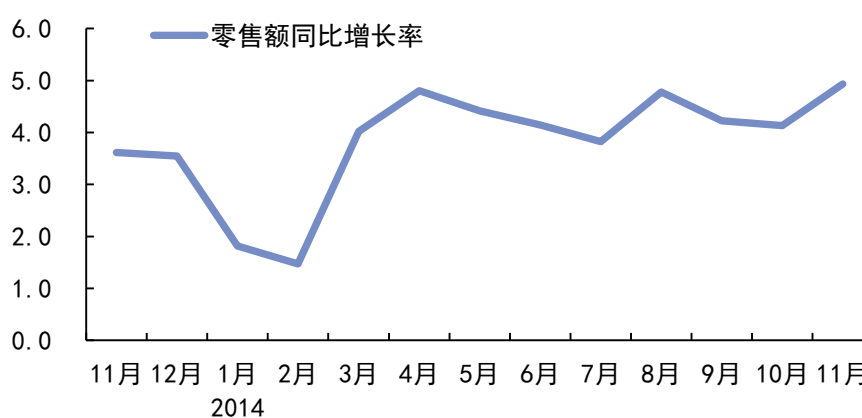
数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

消费者信心
震荡攀升

零售平稳增长，消费信心指数不断攀升。2014 年美国零售额保持平稳增长，月同比增速全年保持在 3.9% 左右，其中 2014

年年底出现小幅上扬。密歇根大学消费者信心指数震荡攀升，2014 年 10~11 月间指数均值为 91.4，在第 2 季度 90.1 的基础上又有小幅提升。从历史经验看，消费者信心指数的持续攀升是经济复苏时期的典型特征，目前该指数正不断创造 2008 年金融危机结束以来的新高。美国家庭资产负债表不断改善，就业、工资的增加使可支配收入不断积累，近期油价下跌切实增加居民购买力，这些因素都不断提升消费者信心。

图表 4 零售同比增速较为平稳 (%)



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 5 消费者信心指数不断攀升



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

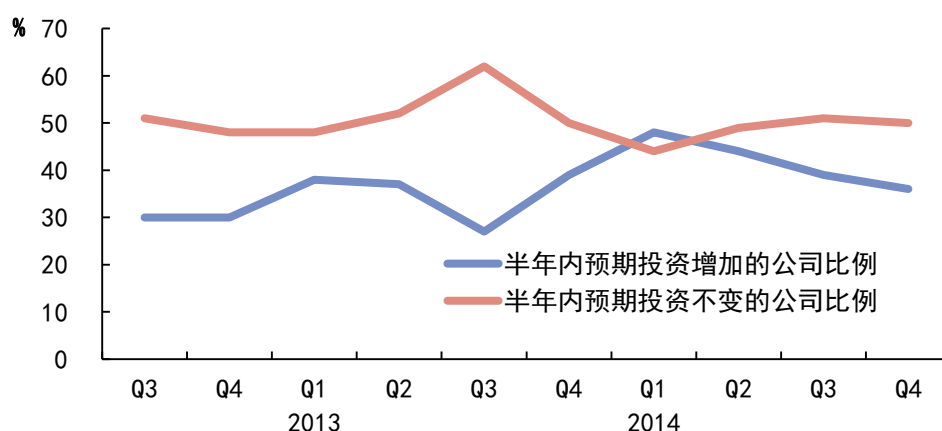
企业投资有
冲高回调态

企业投资处于高位，有小幅回调态势。2014 年第 2~3 季度，美国企业投资（包括建筑、设备以及无形资产投资）对 GDP 的

势

增长贡献大约为 1.2~1.1 个百分点，表现较为强劲。第 4 季度商务圆桌会议的调查显示，未来半年内企业投资增加的比例为 36%，比第 1~3 季度 44% 的均值有所下降；同时 9~10 月份非国防资本品订单金额比 8 月份小幅环比下降 3%，这种订单跟设备投资有很大关联，而设备投资是企业投资的主体。预期和领先指标的回落说明企业投资在强劲增长后将有所回调。

图表 6 投资预期稳中略降



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

房地产市场
增长势头缓
慢

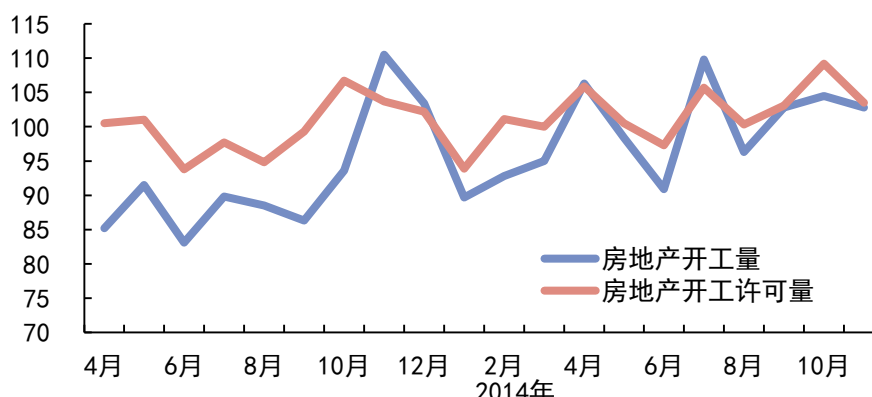
房地产市场增长势头放缓。2014 年年初以来 Case-Shiller 房地产价格指数停止了之前的上涨态势，基本保持平稳；反映房价、交易量、开放商信心等指标的房地产市场指数也出现平稳态势，这说明金融危机结束以来美国房地产市场的超跌反弹势头已经减弱，进入相对平稳的阶段。2014 年 9 月以来住宅开工许可量持续略高于开工量，预示着未来的房屋开工量还有小幅攀升空间，但难以出现大的跃升。

政府开支缓
慢上升

政府开支缓慢上升。随着经济复苏渐趋稳固，政府税收逐渐增加，联邦政府、州与地方政府的财政状况均有所好转。雇员工资构成政府部门最重要的经常性开支，2014 年州与地方政府雇员人数累计上升 0.5%，联邦政府的雇员人数停止下降。随着联邦财政整顿力度的减弱，整体政府开支将缓慢上升，不再

构成经济增长的拖累因素。

图表 7 房地产开工量小幅波动（单位：万套）

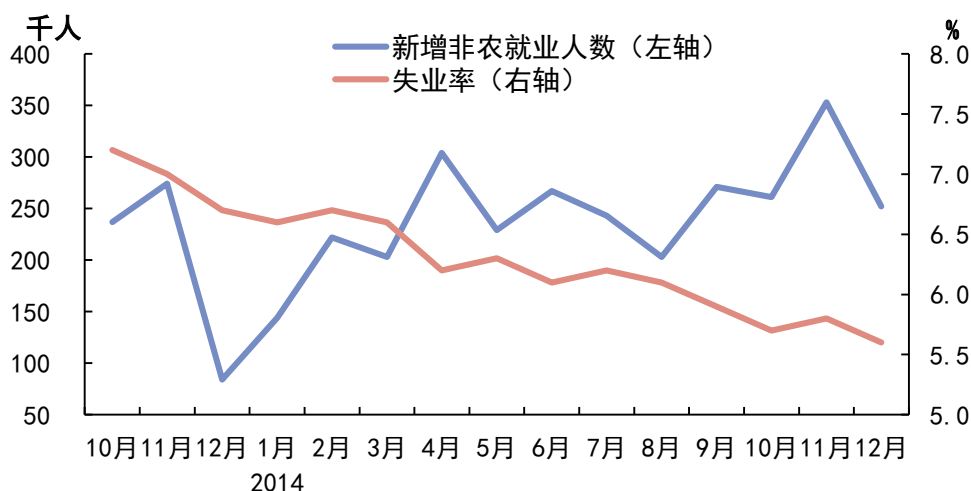


数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

就业市场显著改善

就业市场显著改善。2014 年美国首次申请失业救济人数稳定在 30 万人左右，略好于危机之前的繁荣时期，美国企业的经营状况较为稳定，裁员速度已经达到 17 年来最低。10~12 月非农就业人数分别净增 26.1 万、35.3 万和 25.2 万人，数据有所波动，但比之前一年月均新增 22.3 万人的水平已经有明显提升；失业率跌破 6.0% 的大关之后，11~12 月分别为 5.8%~5.6%，已接近 2008 年雷曼倒闭前的水平，就业市场取得显著改善。就业与家庭收入、居民消费形成正反馈机制。

图表 8 就业市场继续改进

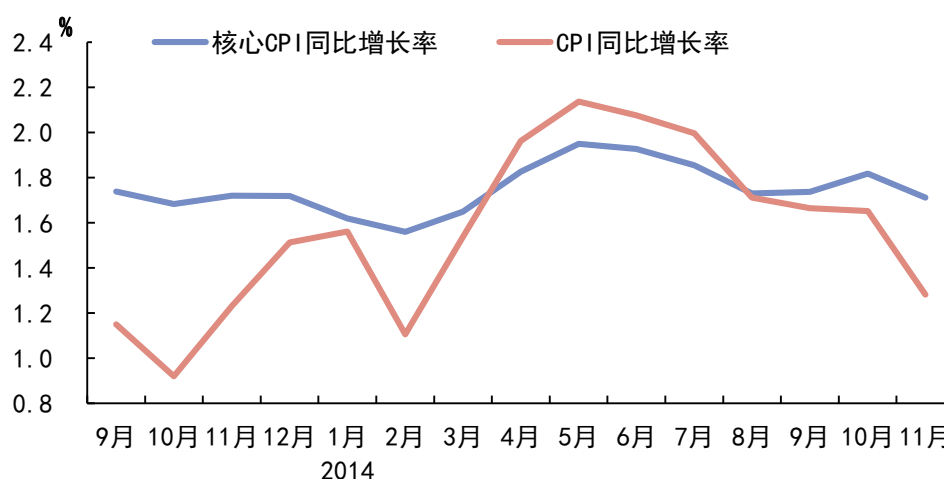


数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

大宗商品价
格下降带动
CPI 暂时下降

大宗商品价格下降带动整体通货膨胀暂时下降。2014 年上半年以来原油等大宗商品价格有所下降，再加上近期美元升值，美国生产者物价指数（PPI）有所回落，带动 CPI 回落，11 月整体 CPI 和核心 CPI 分别同比增长 1.3% 和 1.7%，整体 CPI 增速下降更为明显，核心 CPI 波幅略小。大宗商品下跌造成的冲击是短暂的，未来大宗商品的价格下降的空间有限；美国经济以服务业为主，雇员工资对核心通胀的影响更大。随着美国失业率的下降，工资将温和上升，从而带动核心通胀温和回升。

图表 9 通货膨胀有所回落

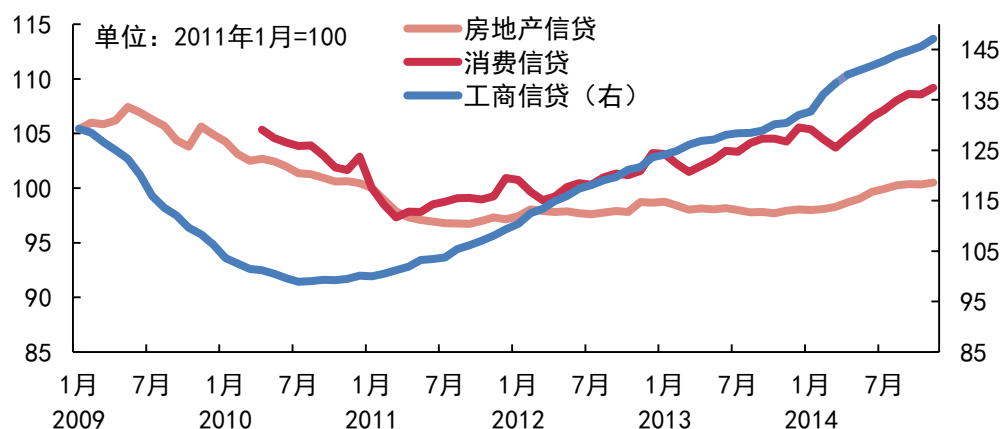


数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

金融市场表
现强劲，信贷
温和扩张

金融市场表现强劲，信贷温和扩张。随着实体经济的复苏，美国金融市场表现强劲，股票价格指数延续 2012 年以来上涨态势，2014 年 1~11 月累计上涨 16%；在外部市场表现相对疲弱的背景下，美元指数 2014 年 7 月以来强劲升值 9%。工商业信贷存量保持快速扩张；消费信贷震荡上升；房地产信贷在持续低迷之后 2014 年开始有所恢复。金融市场的稳健表现通过财富效应、资金价格、资金可及性等渠道对家庭和企业的经济活动产生刺激作用。

图表 10 银行信贷温和增长



二、经济政策走势

财政政策大局已定,仍有局部纷争可能

财政政策框架敲定, 但仍有局部纷争可能。美国联邦政府财政逐渐改善, 财政整顿压力减小。2014年9~12月政府在没有预算的情况下依靠临时拨款运转, 中期选举尘埃落定之后参众两院就预算展开磋商, 共和党领袖吸取了2013年的教训, 明确宣布不允许再出现政府关门的局面, 议员们本着克制的态度进行讨价还价, 多方终于在2014年12月17日达成总拨款1.1万亿美元的预算协议, 将政府运转维持到财年结束即2015年9月, 使得财政支出的框架基本敲定。

本次拨款解决了绝大多数部门的预算, 但国土安全部门的预算只维持到2015年2月, 国土安全与移民等敏感议题密切相关, 部分议员保留了反制手段。新一届国会开始之后共和党全面控制参众两院, 而且2015年3月政府国债上限将再次到期, 也构成重要的掣肘工具。共和党与奥巴马政府之间的分歧有可能在局部议题上出现激化, 但只要两党保持相对负责的态度, 冲突预计不会出现严重局面。

温和加息进程即将开启

货币政策正常化进程即将开启。美联储的数量宽松政策已在2014年10月结束, 12月17日议息会宣布继续保持零利率不变, 重申未来加息步伐将取决于经济数据表现。但本次声明的

措辞有所微调，原来的措辞是“低利率应当保持相当长时期”，而这次则指出“对开启货币政策正常化进程要保持耐心”，这种表态可以解读为不要急于开始加息。随着美国 GDP 增速持续恢复，失业率不断下降，长期零利率必然带来日益严重的资源配置扭曲和泡沫风险，加息已不可避免的提上议事日程。

2004 年美联储保持 1% 低利率，格林斯潘的表态措辞也从“保持相当长时期低利率”转换为“对加息保持耐心”，当时在措辞转换 5 个月之后美联储开始加息，因此目前市场普遍预期联储将在 2015 年年中开始加息。随着经济形势的演化，相信美联储会给出更加明确的市场沟通信号，引导投资者预期。

三、经济增长前景以及国际影响

经济增长高于长期趋势

经济增速仍然高于长期趋势。美国就业市场取得显著改善，家庭可支配收入持续增加；政府财政状况有所好转，政府开支开始温和增长；金融市场对实体经济有促进作用；尽管外部环境相对偏弱，但对美国的影响较为有限，相反资金的回流反而对美国经济有正面效应。美国经济复苏渐入佳境，增长动力有所增强。

根据笔者测算，金融危机之后美国的长期潜在增长率保持在 2.5% 左右，因为危机造成的冲击非常剧烈，危机之后连续数年增长缓慢，在 2016 年底之前 GDP 水平仍存在负向产出缺口，经济仍然存在向上的周期性力量。2013 年~2014 年第 3 季度美国平均 GDP 增速为 2.9%，高于长期趋势，预计 2015 全年增速将保持在 3.1% 左右。

短期增速将正常回调

从短期看增速将正常回调。2014 年第 2~3 季度美国 GDP 增速分别为 4.6% 和 5.0%，连续两个季度的高增长创造 2003 年下半年以来的最好记录，刺激了市场信心，但冲高之后的回调在所难免。大型企业联合会发布的 10~11 月份领先指标环比增幅均为 0.6%，比 9 月份的 0.8% 有所下降，但仍然保持稳健增幅；

PMI 的运行态势表明经济会持续扩张，但扩张力度有所下降；企业投资预期、非资本品订单的数据的回落说明经济回落很可能来自于波动性最大的企业投资部分。预计 2014 年第 4 季度~2015 年第 1 季度美国 GDP 增速将保持在 2.9%左右。

经济复苏从
贸易和金融
渠道产生外
溢

美国货币政策正常化将产生贸易和金融外溢效应。在全球经济复苏不均衡的背景下，美国成为全球经济的重要亮点，从贸易渠道来讲美国经济复苏可以增加对新兴市场国家的外需，有利于拉动其经济增长。但是金融渠道的影响则更为复杂，美国货币政策的正常化进程即将开启，这将增强资本回流动力，并带动全球市场利率上升，同时美元也出现升值，这对于新兴市场国家、尤其是其金融部门构成新的挑战。

欧洲经济：复苏不稳，通胀过低

2014 年，欧元区经济增长 0.9%，较 2013 年的-0.4%有较大改善。私人消费稳步复苏，投资需求由负转正实现复苏但尚待巩固，外需继续扩张。内需替代外需，成为本年度经济复苏的主动力。能源价格第 4 季度大幅下跌，直接和间接地拖累通胀大跌至 0.4%，远低于 2013 年的 1.3%，同欧央行 2%的政策目标渐行渐远。

2015 年，欧元区经济将增长 1%-1.2%。宽松货币政策和稳定的金融形势，促进私人消费稳步增长，仍将是本地区经济增长的主动力。油价继续下跌将拖累物价走势，通缩风险加剧，预计消费者价格指数增长 0.3%-0.8%。受反对财政紧缩政治势力的崛起和地缘政治动荡等风险的冲击，投资需求仍然会较大波动。

一、经济持续复苏，但动能减弱

经济依然在
复苏，但动能
减弱

经济明显复苏。初步估计，2014 年，欧元区 GDP 增长 0.9%¹，超过 2013 年的-0.4%。

不过，年内四个季度呈现两高两低的平稳震荡格局，而非震荡向上趋势，显示短期增长动力不足。第 1 和第 3 季度 GDP 同比均增长 1.1%，第 2 和第 4 季度分别 0.8%和 0.7%²。

内需取代外
需成为经济
复苏主力

2014 年，各分量对 GDP 增长 0.9%的贡献分别为：私人消费 0.5 个百分点，政府消费 0.2 个百分点，资本总形成 0.1 个百分点，净出口 0.1 个百分点，而 2013 年相应数值分别为-0.3、0、-0.5 和 0.4。

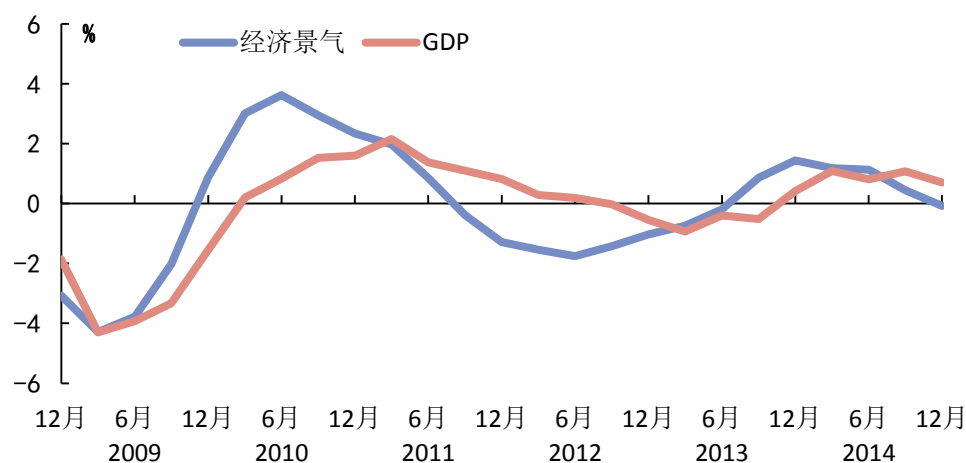
显然，内需已取代外需，重新成为欧元区经济增长的主要

¹ 主要国际组织的预测均为 0.8%，包括 IMF（WEO，2014 年 10 月 5 日）、EU（Autumn Forecast，2014 年 11 月 4 日）、OECD（Economic Outlook，2014 年 11 月 25 日）和联合国（WESP，2014 年 12 月 10 日）。此外，部分私营机构也持类似看法，如 EIU（Country Forecast: Europe: Regional Overview，2014 年 12 月）。

² 按 CEEM 第 3 季度报告的预计，该值为 1%。从 2014 年 9 月开始，欧盟统计局改按“欧洲国别及区域账户体系”（The European System of National and Regional Accounts，ESA）2010 版（ESA2010）编制数据。受此影响，本期季报中的部分数据，包括 GDP 指标尤其是其分项等数据，同以前各期季报相应数据（基于 ESA95）可能存在差异。

动力。2014 年，内需为本区域 GDP 的增长贡献 0.8 个百分点，外需的贡献为 0.1 个百分点，而 2013 年相应贡献分别为-0.8 和 0.4 个百分点。事实上，在 2008 年以来的多数年份，外需是本区域经济增长的主要动力，极大地弥补了内需的惨淡，为缓解经济困境立下汗马功劳。2014 年外部需求仍然在扩张，但相对于复苏势头更有力的内需而言，外需对经济增长的贡献下降了。

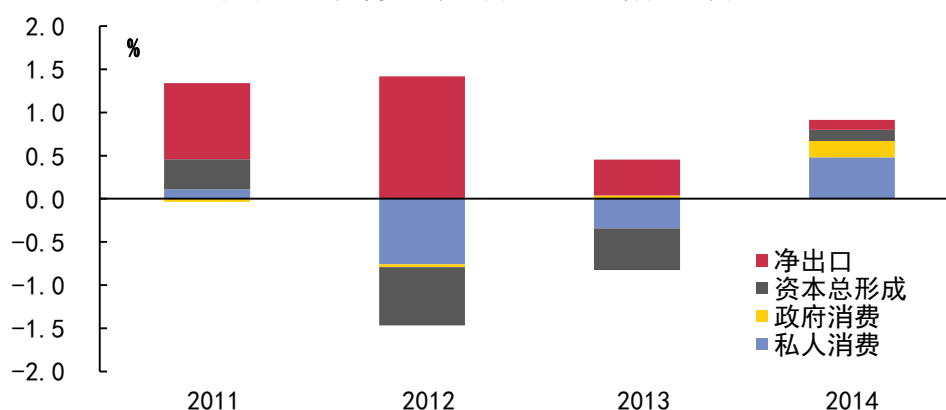
图表 11 欧元区经济在复苏但动力减弱



注：的 GDP 为同比增幅，“经济景气”（Business Climate Indicator, BCI）为同比差值。

数据来源：欧盟统计局、欧盟 Economic and Financial Affairs, Euroframe, CEIC, 世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 12 内需正成为欧元区经济增长主动力



注：各分项对 GDP 增长的贡献（百分点，分项同比增速×基期权重）。

数据来源：欧盟统计局、CEIC, 世界经济预测与政策模拟实验室。

投资终于复苏 资本总形成增长 0.7%，高于 2013 年的-2.4%和 2012 年的-3.3%，终于复苏。2013-2014 年，欧元区生产势头³上升 9 个百分点，对未来的生产预期⁴上升 4.3 个百分点；订单指数⁵上升 10.4 个百分点，其中出口订单⁶上升 7.8 个百分点。2014 年 1-9 月，欧元区工业生产⁷同比增长 1%，其中制成品⁸增长 1.9%，资本品生产增长 2%，中间品生产增长 1.6%，消费品生产增长 2.5%，均走出了 2013 年负增长的泥淖。

主要得益于 资本总形成由收缩转为复苏，主要得益于如下有利因素。
三大因素 其一，有利的利率环境。从 2013 年至 2014 年，欧元区主要再融资利率（Main Refinancing Operations, MRO）跌 0.383 个百分点至 0.158%，3 个月期利率（EURIBOR）⁹跌 0.021 个百分点至 0.204%。

其二，资本市场表现强劲，有助于企业增加融资。欧元区股指¹⁰上涨 12.3%，十年期国债收益率下跌 0.653 个百分点至 2.358%，均为 2008 年以来上佳表现。本地机构发行证券¹¹仅跌 14.1%（截至 10 月），比 2013 年少跌 20 个百分点。

其三，企业融资正在改善。货币金融机构对非金融企业部门的贷款交易¹²缩减 510 亿欧元（截至 11 月），比 2013 年同期少缩减 640 亿欧元，反弹强劲。其中，1-5 年期贷款交易¹³从缩

³ ICI: sa: EA 18: Production Trend Observed in Recent Months

⁴ ICI: sa: EA 18: Production Expectations for the Months Ahead

⁵ ICI: sa: EA 18: Assessment of Order Book

⁶ ICI: sa: EA 18: Assessment of Export Order Book

⁷ IPI (Industrial Production Index): sa: EA 18

⁸ IPI: sa: EA 18: Manufacturing (Mfg)

⁹ 即基准（prime）银行之间愿意相互借贷欧元资金的利率。

¹⁰ Dow Jones: Index: Euro Stoxx

¹¹ Securities: EA Residents: Euro: Issuances

¹² MFIs Loans: Transaction: Non Financial Sector (NF)

¹³ MFIs Loans: Transaction: NF: 1 to 5 Years

减 270 亿欧元转为增加 40 亿欧元，一年以内期限贷款交易¹⁴少缩减 290 亿欧元。

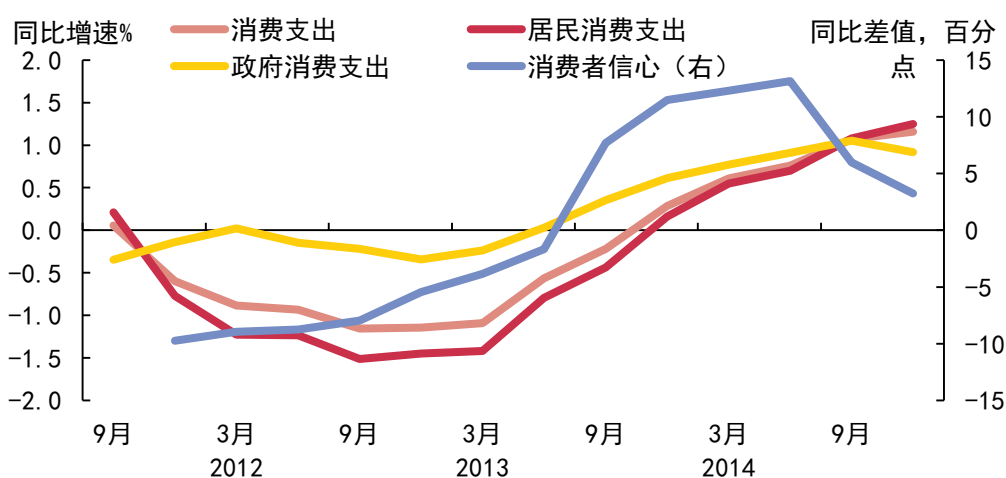
但短期走势
仍受到不确
定性的较大
影响

不过，投资前高后低，短期走势堪忧。2014 年四个季度，资本总形成同比增速依次为 0.4%、0.2%、0%和-0.1%，逐步放缓。主要原因是地缘政治危机¹⁵。围绕乌克兰问题，欧盟同俄罗斯展开制裁与反制裁，严重打击俄罗斯经济，持续恶化欧元区对俄出口（参见随后行文中“外贸”内容），增加了区内外向型部门生产的不确定性。经验证据表明，不确定性每增加 1 个标准差，将导致产出增长放缓 0.4-1.25 个百分点。此外，不确定性下的复苏也比其他情况下的复苏更为脆弱¹⁶。

消费大为改
善

消费支出全年增长 0.9%，较 2013 年的-0.4%大为改善。其中，第 3、第 4 季度同比均增长 1.1%，大大超过此前两个季度。私人消费涨势超过政府消费。

图表 13 欧元区消费稳步复苏



注：消费者信心即 Consumer Confidence Indicator (CI)。

资料来源：欧盟统计局、欧盟委员会，CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

¹⁴ MFIs Loans: Transaction: NF: Up to 1 Year

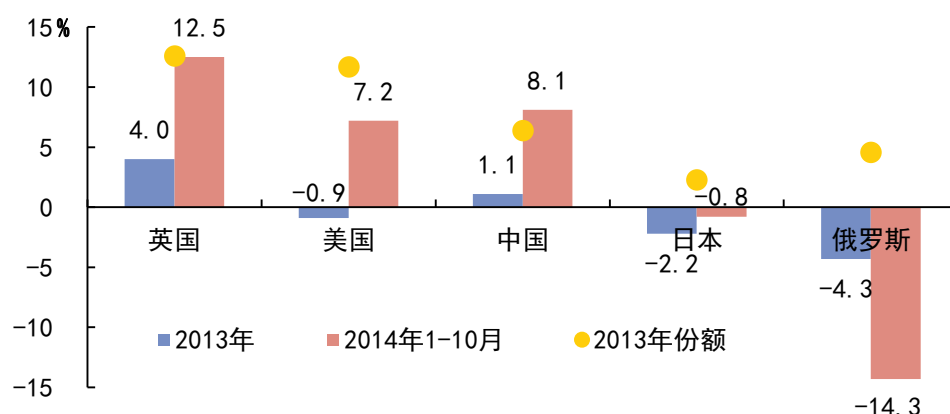
¹⁵ 影响企业投资的因素可分为两类。其一，标准因素，如需求疲弱、利润增长缓慢、投资刺激不足、高不确定性（来自金融、经济与政策）、增长潜力不足。其二，非标准因素，如经济减速和重组过程的延后效应。参见 ECB: “Factors behind the fall and recovery in business investment”, Box 6, *Monthly Bulletin*, April 2014; ECB: “The current weakness in euro area investment compared with past crisis episodes”, Box 4, *Monthly Bulletin*, Dec 2014.

¹⁶ Bloom, Nicholas; M. Ayhan Kose and Marco E. Terrones (2013), “Held Back by Uncertainty”, *IMF Finance and Development*, March 2013.

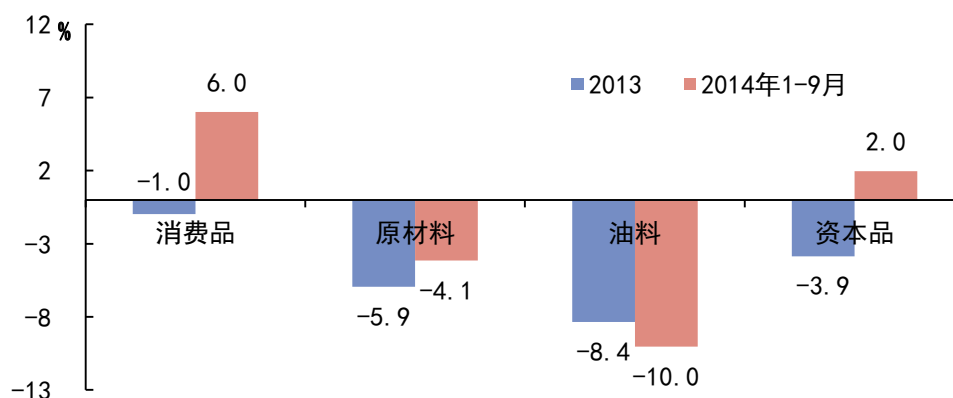
私人消费加速	私人消费全年增长 0.9%，超过 2013 年的-0.6%。年内四个季度渐次加速，不过，消费者信心涨势在下半年放缓，显示加速势头难以为继。
主要得益于三大因素	私人消费提速的主要动力在于通胀低迷、金融财富稳定增长和就业小幅改善。2014 年，欧元区通胀率（HICP）仅 0.4%，大大低于上年的 1.3%；尽管房价小跌 2%（上半年，持平 2013 年）和雇员人均工资 ¹⁷ 仅上涨 1.5%（前三季度，略低于 2013 年的 1.7%），但股市在上年 16.3%的涨幅之上，继续上涨 12.5%。此外，欧元区失业率比上年跌 0.4 个百分点至 11.6%。
政府消费也加快	2014 年，政府消费增长 0.9%，较上年加快 0.7 个百分点。主要得益于如下三点：欧元区经济继续好转，改善了财政收入；金融市场尤其是国债市场稳定，有利于政府低成本融资；促增长在财政政策目标中的地位提高。欧元区财政收支差额/GDP 降至-2.5%（截至 2014 年第 2 季度），同比好转 0.6 个百分点。这推动 10 年期国债收益率比 2013 年跌 0.65 个百分点至 2.358%，创 2008 年以来新低。不过，政府债务率（总债务/GDP）仍升至 92.7%（截至 2014 年第 2 季度），限制了政府消费支出增长的潜力。
出口加快增长，进口减速，致使净出口扩大	欧元区贸易盈余同比扩大。2014 年 1-10 月，欧元区货物贸易盈余 1490 亿欧元，同比扩大 270 亿欧元。类似地，第 1-3 季度，货物与服务贸易盈余同比扩大 100 亿欧元至 3030 亿欧元。这主要是因为出口复苏势头超过进口的复苏势头。

¹⁷ Compensation per Employee Index (CEI): EA 18: wdsa, 来自欧央行调查。

图表 14 欧元区对主要大国出口纷纷加快上涨，但对俄出口大幅下降



资料来源：欧盟统计局 <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>。

图表 15 除燃料外，欧元区从欧盟外进口的消费品、资本品和其他原材料¹⁸均好转

资料来源：欧盟统计局 <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>。

除俄罗斯外，对主要市场的出口均加快复苏

出口加快复苏。欧元区货物出口同比增长1.9%（截至10月），超过2013年的0.8%。其中，对英、美、中、日出口均加快增长，合计增长6.9%，高于2013年的1.2%；但对俄罗斯出口增长-14.3%，比2013年低10个百分点，萎缩势头已延续17个月，而且仍在加速恶化。在欧元区2013年的货物出口中，英、美、中、日、俄的份额分别为12.6%、11.7%、6.4%、2.3%（合33.1%）和4.6%。

¹⁸ 注：消费品包括BEC代码111、112、121、122、610、620和630，资本品包括410、420、510、512、522和530，原材料包括210、220、燃料（310、321和322）。

货物进口终于复苏,但势头尚待巩固

进口由负转正,但复苏势头尚待巩固。2014 年 1-10 月,欧元区货物进口同比增长 0.4%, 高于 2013 年的-2.9%。

多数货物的进口表现都在好转, 其中消费品和资本品进口已实现复苏, 原材料进口接近复苏。在欧元区从欧盟以外地区进口的货物(截至 9 月)中, 消费品价值同比增长 6%, 原材料增长-4.1%, 资本品增长 2%, 均超过 2013 年相应幅度(-1%、-5.9%和-3.9%)。在 2013 年欧元区自欧盟之外地区的进口额中, 消费品、原材料和资本品的份额分别为 19.3%、54%和 26.2%。

油料价格大幅下挫, 是燃料进口萎缩的首要原因。欧元区燃料进口值同比增长-10%(截至 9 月), 进口量增长-3.9%, 均低于 2013 年相应的-8.4%和-3.4%。其中, 进口量跌幅较稳定, 但进口值跌幅更大, 这是油价大幅下挫所致(参见本报告大宗商品专题等相关内容)。如果考虑到第 4 季度油价更大的跌幅, 上述特征必然更为明显。

从俄罗斯进口的燃料数量与价值均由增转降, 且降幅较大。欧元区自俄进口燃料金额同比下跌 6.5%(截至 9 月), 而 2013 年同比增长 4.1%; 进口量同比下跌 6.5%, 而 2013 年同比增长 9.2%。俄罗斯在欧元区燃料进口值中的份额, 2013 年为 45.7%。

二、就业缓慢好转, 失业率仍然偏高

失业率缓慢下降

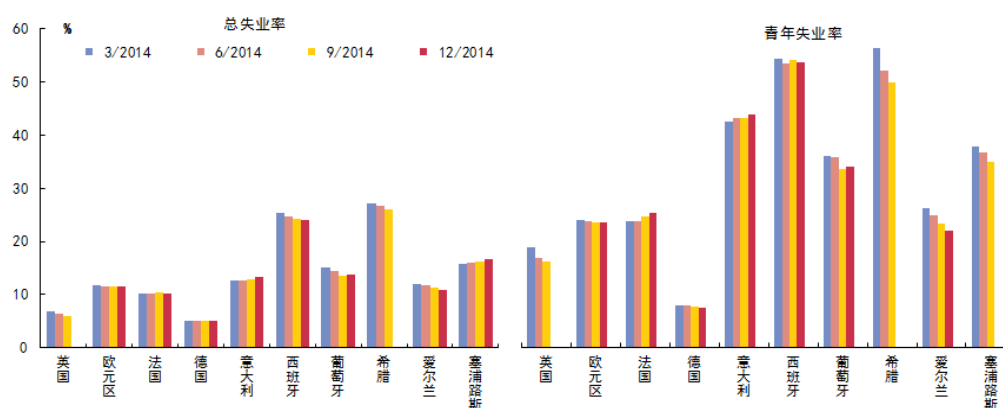
欧元区劳动力市场自 2013 年第 1 季度开始改善, 在当年第 4 季度就业环比开始正增长, 2014 年第 2 季度环比增长 0.2%(季调), 创 2008 年第 1 季度以来的最大增幅。2014 年 10-11 月, 本区域季调失业率为 11.5%, 持平第 3 季度, 已恢复到 2012 年 9 月的水平。这显示本区域就业对经济发展的敏感性和劳动力市场的弹性均在上升, 工时数也在拉长¹⁹。2014 年总失业率为 11.6%, 比 2013 年跌 0.4 个百分点。

¹⁹ ECB: Monthly Bulletin, Decm 2014, pp72.

各国劳动力市场差异仍大，但整体上均在改善。德、法、西、葡、希、爱就业形势继续好转。同 2013 年相比，2014 年，法国和德国失业率降 0.1-0.2 个百分点，西班牙、葡萄牙和爱尔兰降 1.6-1.8 个百分点；西班牙和希腊失业率分别为 24.5% 和 26.6%，法国、爱尔兰和葡萄牙分别为 10.2%、11.4% 和 14.2%。

但是，意大利和塞浦路斯就业继续恶化。意大利失业率升 0.6 个百分点至 12.8%，塞浦路斯升 0.3 个百分点至 16.2%。

图表 16 欧元区失业率从高位缓慢回落



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。

青年失业率走势同总失业率类似。同 2013 年相比，2014 年欧元区青年失业率（季调）降 0.5 个百分点至 23.6%。其中，德国和法国各降 0.1 和 0.5 个百分点，西、葡、希分别降 1.7、3.3、5.8 个百分点，爱尔兰和塞浦路斯降 2.7-2.9 个百分点；但是意大利升 3 个百分点。2014 年，德国青年失业率仅 7.7%，法国 24.3%，意大利 43%，西班牙 53.7%，希腊 52.6%。

三、低通胀持续时间超预期

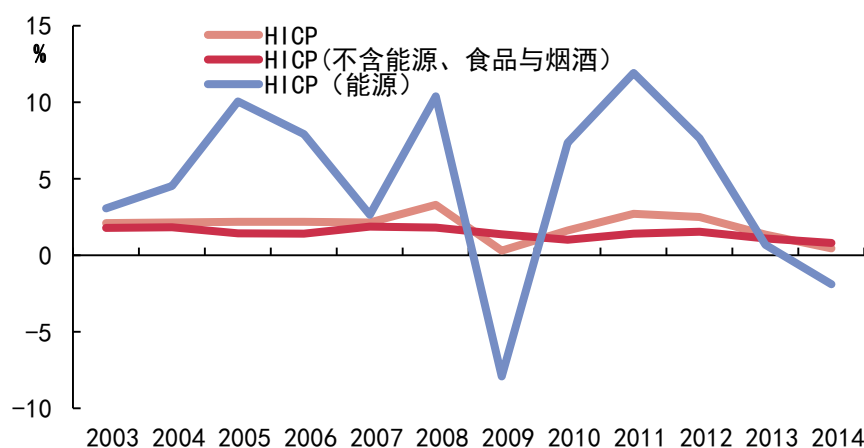
物价放缓势头仍在继续，持续时间远超预期

欧元区处于明显“去通胀”（Disinflation）通道。2014 年，消费者调和价格指数（Harmonised Indices of Consumer Prices, HICP）仅上涨 0.4%，大大低于 2013 年的 1.3%。

2014 年 12 月，欧元区 HICP 同比下跌 0.2%，创近 63 个月

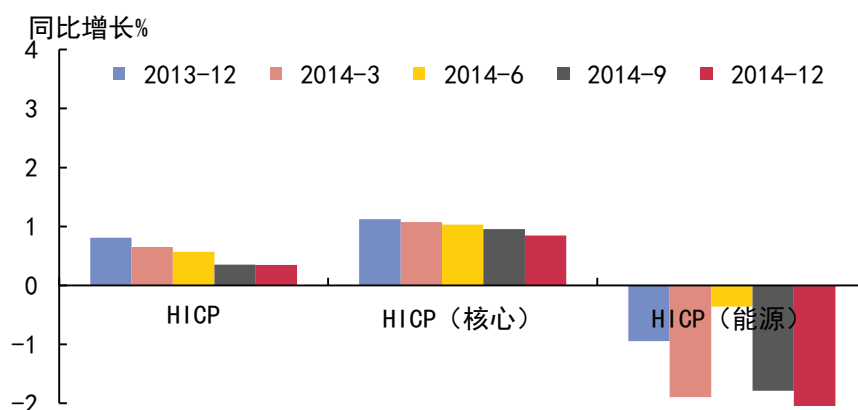
（自 2009 年 10 月起）新低，为近 62 个月内唯一下跌月份，近 23 个月（自 2013 年 2 月起）连续低于 2%，近 15 个月（自 2013 年 10 月起）连续低于 1%。

图表 17 欧元区去通胀势头凶猛



资料来源：欧盟统计局，CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 18 欧元区物价短期下行主要拜能源所赐



资料来源：欧盟统计局，CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

核心通胀下行

核心通胀率（HICP 不含能源、食品和烟酒）上涨 0.8%，比 2013 年低 0.3 个百分点，创欧元区诞生以来新低。核心部分在欧元区 HICP 中占 69.44%。这反映了消费需求相对低迷、工资温和增长以及能源价格下行的间接影响。

能源价格大幅下跌

能源通胀率跌 1.9%，而 2013 年上涨 0.7%。这主要是油价下跌所致，比如伦敦布伦特原油现货价大跌 8.8%。2014 年 7-12

月，伦敦布伦特原油价格环比跌幅依次为 4.5%、4.6%、4.3%、10.1%、10%和 20.6%，几呈逐月加速下跌势头。能源在欧元区 HICP 中的权重为 10.81%。天然气价格走势与此类似。

油价下跌间接拖累核心通胀

油价波动通过影响生产成本间接影响非能源商品价格的走势。受油价波动的影响，交通、医药等能源高密度产业的生产者价格也发生波动，并传导至消费者价格。贸易伙伴的商品或服务因油价波动而受影响，通过本区域进口，作为本区域的中间品、资本品或最终消费品，传导到消费者价格。实证显示，油价每波动 10%，会很快导致 HICP（能源部分）同向波动 0.4 个百分点，在三年以内会导致 HICP（非能源部分）同向波动 0.2 个百分点²⁰。

四、2015 年经济继续稳中略升

经济增长前低后高，逐步好转

2015 年，欧元区 GDP 预计增长 1%-1.2%²¹，HICP 通胀为 0.3%-0.8%²²。

2015 年第 1 季度，本地区经济增长将维持低位。PMI 等指标在 2014 年第四季度至 2015 年初将持续下行。此外，2014 年第 1 季度增长 1.1%，使 2015 年第 1 季度面临较高的基期效应。低迷的增长以及通胀跌破零的压力，将迫使欧央行推出进一步的宽松政策。²³

从 2015 年第 2 季度开始，本地区经济活动将趋于活跃，但限于温和状态。正面因素包括：基期效应偏低（2014 年第 2 季

²⁰ ECB: “Indirect effects of oil price developments on euro area inflation”, Box, Monthly Bulletin, Dec 2014, page 32-35.

²¹ 主要国际组织的预测值，部分为 1%（ECB, Monthly Bulletin, Dec 2014）；部分为 1.1%（OECD, Economic Outlook, 2014 年 11 月 25 日；EC, Autumn Forecast, 2014 年 11 月 4 日；World Bank, Global Economic Prospect, 2015 年 01 月 13 日），部分为 1.3%（IMF, WEO, 2014 年 10 月 5 日；UN, WESP, 2014 年 12 月 10 日）。

²² ECB 预计为 0.7%（ECB, Monthly Bulletin, Dec 2014），OECD 预计为 0.6%（OECD, OECD, Economic Outlook, 2014 年 11 月 25 日）。

²³ 欧央行行长德拉吉 2015 年 1 月 2 日、9 日和 14 日分别表示，“不能完全排除”欧元区的通缩风险，虽然这类风险有限，但“必须以行动抵御这类风险”；央行有必要采取扩张性的货币政策，包括购买政府债券。1 月 14 日，欧洲法院顾问表示，只要满足某些条件，欧洲央行的直接货币交易条 OMT 交易条件，欧洲央行：若实行交易条件，欧洲央行险有限，但“必须以行动抵御这类风险”必要且适度，因欧洲央行不会面临破产风险。

GDP 同比增长 0.7%)；新量宽政策越来越多地产生效应²⁴；金融市场的进一步改善；欧元贬值（主要受欧美货币政策扩大分化所致：欧央行货币政策进一步宽松，美联储货币政策正常化，详参本报告“国际金融”相关专题）；财政整顿和结构性改革取得更多进展；油价继续下探²⁵；外需进一步改善（主要来自美国的强劲复苏）。但受到如下负面因素的掣肘：高失业率，产能闲置较多，公私部门继续进行必要的资产负债表调整。

低通胀仍将
持续较长时
间

2015 年，预计通胀仍将在低位维持较长时间，全年为 0.5%-0.8%，仍远低于欧央行的货币政策目标。

油价或能源的走势将极大地影响综合物价走势。鉴于油价在 2014 年的前三季度均高企、末季剧跌，能源价格 2015 年中前期同比将继续下跌，直到第 4 季度才可能转正。

非加工食品 2015 年将上行。2014 年第 1-2 季度，由于天气较好，有利于果蔬生长，供应较上年同期更充足，使果蔬价格通胀率低于历史同期均值。因为该基期效应，2015 年上半年通胀率将上扬，随后稳定在历史平均水平。受此影响，非加工食品全年通胀率将超过 2014 年。与此高度相关，加工食品通胀也将上行。

非能源工业品通胀在 2015 年第 1 季度较低，第 2 季度将受欧元贬值和部分国家内需改善而逐步提升。但是，由于工业产能闲置较多和工资率稳定（因为失业率仍然较高），这部分商品的通胀全年不会超过历史均值 0.7%。

服务通胀率在全年多数时候将维持低位，直到后期经济活动更为活跃，才会提高。

主要风险有

2015 年本区域经济运行主要风险在于通缩、反对财政紧

²⁴ 不过，宽松货币政策同商业投资之间的关系仍然较弱。

²⁵ 其一，油价大幅下降，直接降低了区内用油成本、生产成本和消费成本，提高了私人可支配收入的实际购买力。其二，扩大贸易差额。因油价下行，石油净进口值下降。其三，减少外部需求。油价下跌，致使石油出口国因为收入下降而减少进口，包括从欧元区的进口。整体来看，欧元区原油贸易为净进口，从油价下跌中的净获益为正。参见 BANCA IMI: “Macroeconomic Outlook”, Dec 2014.

三

缩的政治压力上升和地缘政治动荡。

通缩风险压制总需求扩张潜力。目前，本区域通胀已然为负。在内需不强的背景下，油价进一步大幅下跌，将使低通胀演变为通缩。通缩将加重本区域业已高企的债务负担，削弱经济增长动力，形成通缩-增长恶性循环；将提高实际利率，降低企业盈利预期，不利于投资复苏；将提高经济主体持币动机而非花钱（含投资）动机；将限制货币政策空间（通缩期间，央行应该降息，但利率最多降至 0；非常规政策将被给予更大期待）。

重债国家财政紧缩的政治压力增大。2015 年是希腊、西班牙和葡萄牙选举年。希腊总统普选将于 2015 年 1 月 25 日进行，极左翼联盟（Syriza）很可能胜出。该党反对财政紧缩，并拟就本国债务问题同债权人展开新谈判。西班牙议会选举将于 2015 年 12 月举行，迅速崛起的 Podemos 党将严重冲击传统两大党：目前主政的“人民党”和在野的“社会党”。Podemos 党反对现政府的严厉紧缩政策。葡萄牙大选将在 2015 年中进行。

地缘政治紧张加大经济不确定性。其一，乌克兰冲突。乌克兰当政者多为亲欧派，各项政策均“向西”，难以化解同俄罗斯的紧张关系。因此，俄罗斯-欧盟之间的紧张关系难以好转，仍将维持相互制裁局面，势必增大当事各国政治、经济与金融不确定性。其二，英国脱离欧盟的风险。英国国家议会选举将于 2015 年 5 月 7 日进行。独立党（UKIP）不断壮大，可能分走保守党的选票，导致英国政治变革更为剧烈。身为保守党成员的首相卡梅伦已经承诺，若赢得连任，将就英国的欧盟成员国身份举行公投。届时英国退欧势头将愈发强劲。其三，《查理周刊》恐怖袭击案件，迫使法国等西欧国家加大区域内部的反恐投入。这如果成为一种趋势，势必加大政府财政负担，不利于当前正转向“促增长”主题的财政整顿。

日本经济：重新陷入技术性衰退

2014 年第 4 季度，预计日本实际 GDP 季调环比增长折年率为 3.6%。日本经济 2014 年上半年骤起骤落，下半年反弹乏力，第 2、第 3 连续两个季度负增长，陷入技术性衰退，全年实际 GDP 增长 0.2%。日本经济放缓的原因内部主要是由于提升消费税率冲击和日本政府为应对冲击而采取的刺激政策所致。从外部看，日元贬值的效果转向负面，对主要贸易伙伴出口乏力是日本经济复苏比预期更加疲软的重要原因。日本政府虽然修订了“日本复兴战略”，但要真正落实并产生效果还为时尚早，结构性改革不足将弱化刺激政策的效果。消费税率提升的冲击超出了日本政府的预期，安倍晋三宣布推迟原定的 2015 年再度提升消费税率计划的计划，民众对“安倍经济学”特别是结构性改革的信心受到影响。预计 2015 年增长 0.8%。

一、经济增长放缓

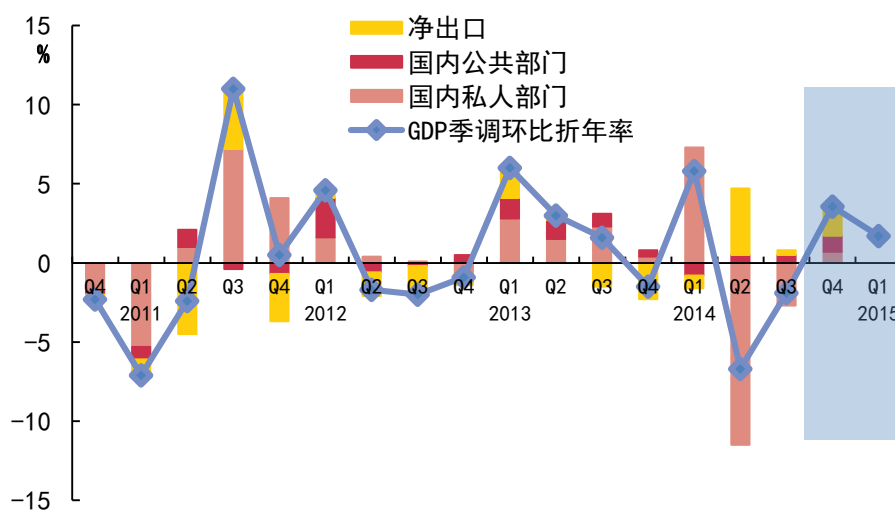
提升消费税
造成经济增
长放缓。

2014 年第 4 季度，预计日本实际 GDP 季调环比增长折年率为 3.6%。全年实际 GDP 增长 0.2%。回顾第 3 季度，GDP 环比增长折年的-1.9 个百分点中，家庭消费对 GDP 的贡献由上季度的-11.88 个百分点升为 0.87 个百分点；政府消费的贡献为 0.22 个百分点，与上季度的 0.23 基本持平；公共投资 0.23 个百分点，略高于上季度的 0.15；净出口对 GDP 的贡献尽管较上季度的 2.97 个百分点有显著下降，但仍为 0.41 的正值；私人住宅和设备投资虽然对 GDP 的贡献为负，但负贡献的程度小于上季度；拖累第 3 季度的主要因素是私人部门存货，对 GDP 的贡献为-2.2 个百分点，而上季度为 4.36 个百分点。预计第 4 季度净出口对 GDP 的贡献约为 1.8 个百分点，国内私人部门贡献约 0.7 个百分点，公共部门贡献约 1.0 个百分点。

从日本政府对进入 2014 年以来各月经济形势的定性判断来看，日本官方一直坚持经济维持缓慢复苏的基调，但其措辞的变化仍反映出经济出现波动并趋于疲弱的轨迹。日本内阁府每

月公布的经济报告对 1-9 月经济形势的总看法分别是：1 月，“经济正在缓慢复苏”；2 月维持了上月的判断；3 月是“经济正在缓慢复苏。此外，受消费税率将提升影响，需求增强”；4 月，“经济仍在继续缓慢复苏基调之中，应对消费税率提升的短期消费需求随着税率正式上调而结束，造成经济小幅波动”；第 5、6 两月的判断与 4 月一致；7 月的措辞修改为“经济维持缓慢复苏的基调，消费税调整对需求的冲击趋于缓和”；8 月维持上月的判断；但到 9 月形势为之一变，“近期观察到经济局部疲软现象，但缓慢复苏的基调仍在继续”；10 月对形势的判断更加严峻，“近期观察到经济疲软现象，但缓慢复苏的基调仍在继续”，这也是日本政府自 2012 年以来首次连续两个月下调对该国经济的基本评估；11 月和 12 月口风有所转变，改为“虽然个人消费有些疲软，但缓慢复苏的基调仍在继续”。

图表 19 日本提升消费税对经济增长影响显著



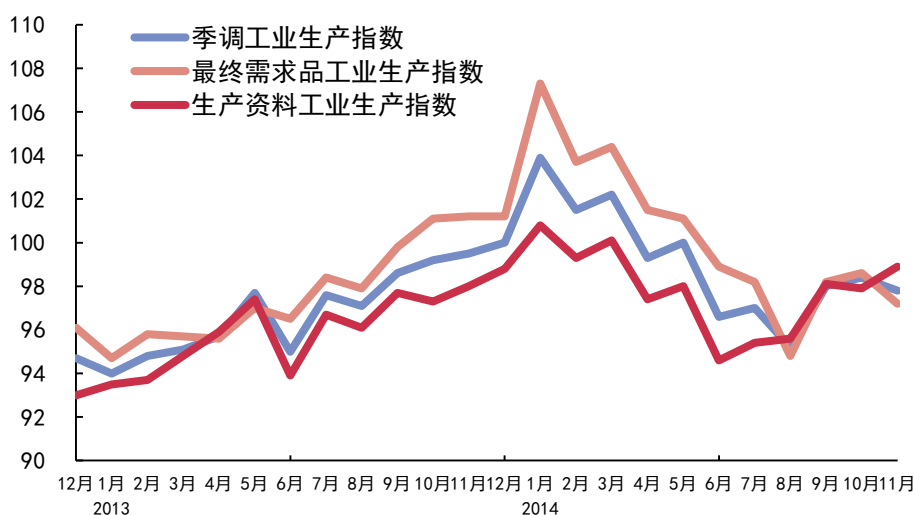
数据来源：日本内阁府，世界经济预测与政策模拟实验室

工业生产出现反弹迹象。

工业生产出现反弹迹象。日本工业生产指数在 2014 年上半年呈下行趋势，第 3 季度触底，进入第 4 季度出现反弹迹象。7 月生产资料工业生产指数率先反弹，最终需求品工业生产指数

和季调工业生产指数仍然延续下行趋势。9 月最终需求品工业生产指数和季调工业生产指数开始反弹上行。10 月生产资料工业生产指数向下回调，最终需求品工业生产指数和季调工业生产指数仍然上行但幅度有所收窄。11 月后两者出现回落，但生产资料工业生产指数再度显著上行。总体来看，工业生产指数仍在上行通道之中。生产资料工业生产指数的率先上行意味着企业对后续经济与生产形势的判断趋于积极。2014 年第 3 季度以来的工业生产反弹趋势有望继续延续。

图表 20 日本工业生产指数触底反弹



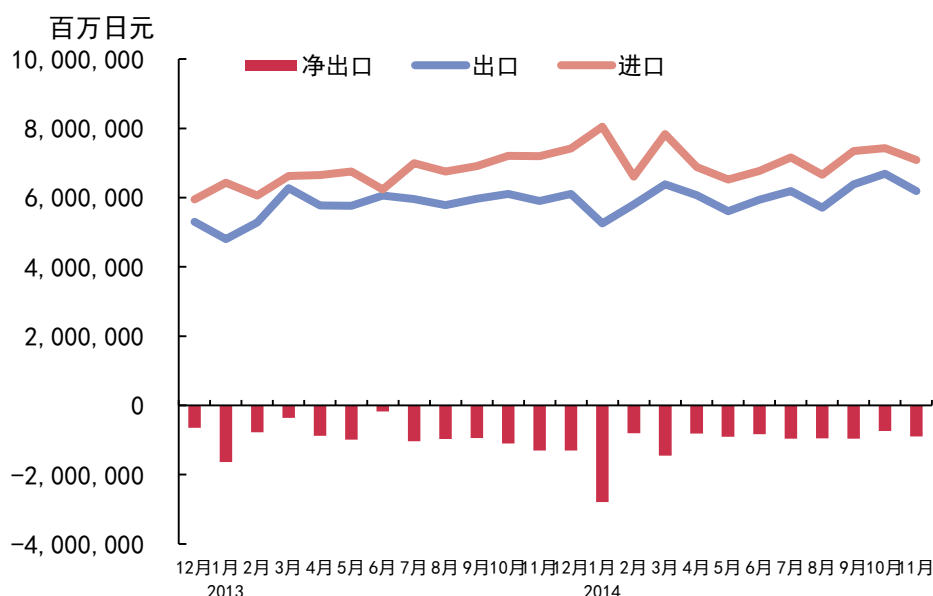
数据来源：日本经济产业省，世界经济预测与政策模拟实验室

出口增长有所恢复，贸易仍维持逆差格局但规模缩小。

出口增长有所恢复，贸易仍维持逆差格局但规模缩小。2014 年第 3 季度，日本出口同比增长由上季度的 0.09% 上升至 3.21%，同期进口同比由上季度的 2.65% 回落至 2.44%，贸易逆差缩小了 2.22%。进入第 4 季度，出口向好而逆差缩小的趋势更加明显。10 月出口同比增长 9.60%，进口同比增长 3.14%，逆差同比缩小 32.69%；11 月出口同比增长 4.91%，进口同比下降 1.64%，贸易逆差同比缩小 31.33%。自关闭核电站以来，日本能源对国际能源市场的依赖程度增加，进口增长率的下降与国际油价大幅下跌有关。

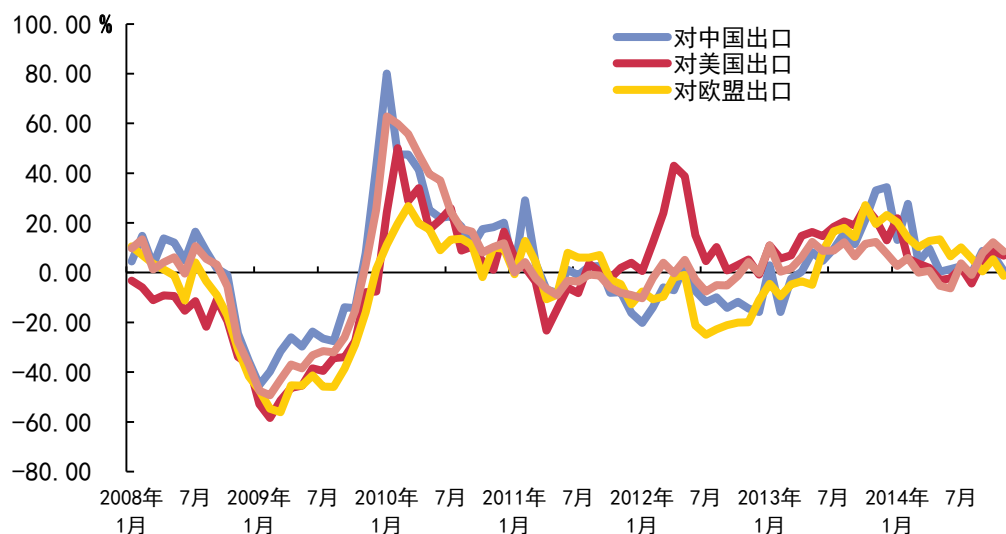
分地区来看，中国、美国、欧盟以及除中国之外的亚洲其他国家和地区是日本出口的主要目的地，以上四个国家或地区 2013 年分别占日本出口比重的 18.1%、18.5%、10.0%和 36.2%，合计占日本对外出口八成以上。中日关系恶化以来，日本对中国的出口逐渐被日本对美国的出口所替代，直到 2013 年第 4 季度，日本对中国出口的同比增速才重新超过美国。进入 2014 年以来，日本对上述主要贸易伙伴的出口都有明显的放缓，第 2、3 季度延续这一趋势。进入第 4 季度有所好转，除对欧盟出口同比增速较上季度下降外，其他均有所提升，特别是对美国和对亚洲除中国之外其他经济体出口的增幅提升较大。第 3 季度，日本对中国、美国、欧盟及亚洲除中国之外其他经济体的出口同比增长率分别为 3.59%、0.76%、5.30%和 3.59%；第 4 季度前两个月，对这些经济体的出口同比增长率分别为 3.98%、7.90%、2.18 %和 10.32%。

图表 21 日本进出口维持逆差格局但规模缩小



数据来源：WIND数据库，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 22 日本对主要贸易伙伴出口增长有回升迹象



数据来源：WIND 数据库，世界经济预测与政策模拟实验室

二、改革效果有待观察

消费税提升
对生产经营
的负面影
响逐渐减退。

2014 年 6 月 24 日，日本内阁通过了“日本增长战略（修改版）”，就去年 6 月份发布的“增长战略”提出的政策措施的实施情况进行确认，并进一步明确了今后的方针。此次修订的内容主要包括：确定从 2015 年开始降低企业税；就业方面推动建立新的劳动时间制度，侧重从成果而非工作时间内进行绩效考核；农业方面放宽企业获得农地的条件；医疗方面增加患者选择药品与治疗方法的自由度；推动地方城市发展，避免向东京高度集中等等。

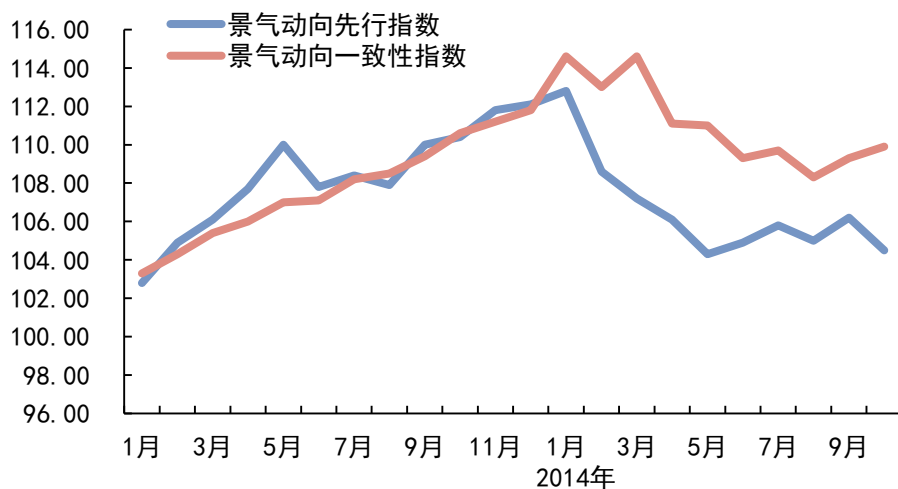
不难看出，这次修订基本还是按照原先的增长框架来开展的，虽然提出了更详细的措施，但距离落实并产生效果仍有不小的距离。例如，虽然提出 2015 年开始下调企业实际税率，但并未给出具体的降幅。预计在政府找到可靠的替代性财源之前，这方面的进展不会太大。而且即便是找到了替代性财源，如果这些财源仍来自企业，那么其实际负担可能无法减轻。“增长

战略”要真正惠及微观经济主体，还有较长的路要走。

虽然短期内还不能指望“增长战略”的红利惠及企业，但随着消费税率提升冲击影响逐渐淡出，日本企业对生产经营状况的改善信心开始有所恢复。日本央行 12 月 15 日发布的 9 月份企业短期经济观测调查（日银短观）显示，大型制造业企业景气判断指数下滑，部分公司担心日元疲软推高了投入成本。但大型非制造业企业的信心改善，表明相关消费者支出继 4 月初上调消费税后在逐步回升，这有助于经济继续复苏。提升消费税冲击之后，景气指数一致性指标和先行指标均出现明显的下行转折，进入第 3 季度后下行势头出现放缓迹象。进入第 4 季度一致性指标还出现回升迹象。制造业及服务业 PMI 双双止跌回升。9 月制造业 PMI 虽小幅放缓，但仍维持 4 月以来的回升态势。10 月制造业 PMI 回升至 52.4。

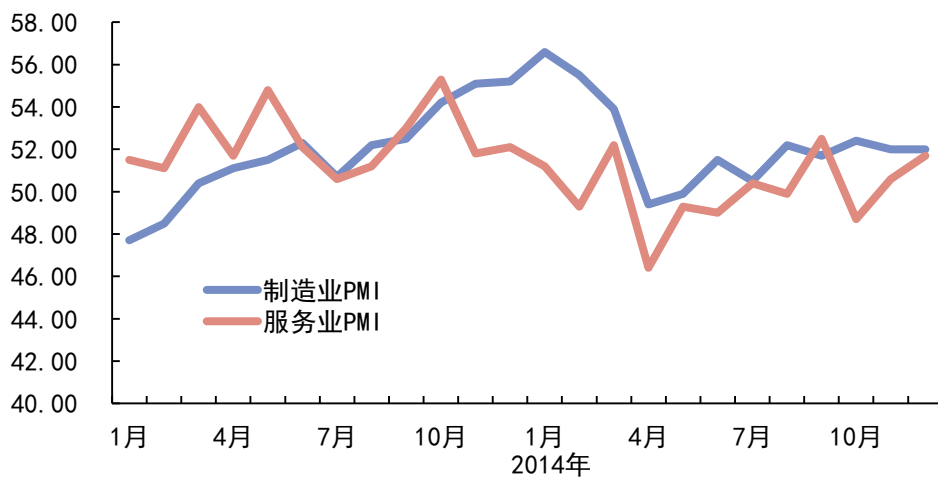
从就业方面看，进入第 4 季度，经季节性调整后日本失业率仍在低位，10 月和 11 月都为 3.5%，这是 1997 年 12 月份以来的最低值。具体来看，经季节性调整后，11 月份因雇主或业务状况导致的非自愿离职者 48 万人，与第 1 季度月均 52 万相比，仍处于低位。但就业人数有所下降。10 月和 11 月日本就业人数分别为 6355 万人和 6345 万人，明显低于上季度月均值 6360 万人。反映用人需求和求职人数之比的有效求人倍率 10 月仍维持在 110，显示每对应 100 个求职者有 110 个就业岗位。这是近 22 年来的最佳水平。日本央行行长黑田东彦称，日本就业市场几乎没有闲置劳动力，企业也不存在闲置产能。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。10 月和 11 月，日本劳动调查显示的合同现金收入同比增长率分别为 0.19%和 0.07%，其中固定收入同比增长率分别为 0.12%和 0.14%，表明日本劳动收入的增长是比较稳定的。

图表 23 日本景气指数下行趋势放缓

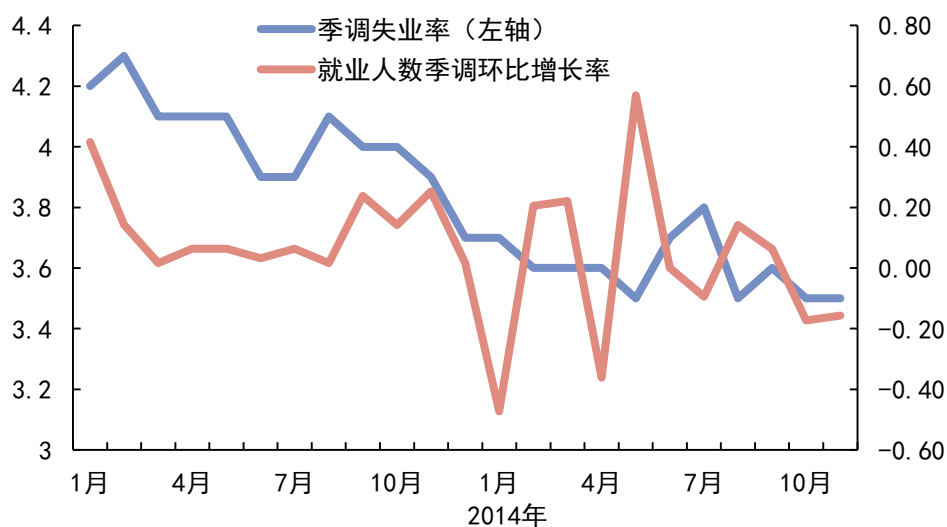


数据来源：WIND数据库，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 24 日本制造业及服务业 PMI 回升



图表 25 日本就业形势良好



数据来源：世界经济预测与政策模拟实验室

货币政策成效仍有待观察,日元贬值的负面影响显现。

货币政策成效仍有待观察。2014 年,日本央行继续其质量并举的宽松货币政策。日本银行资产负债表规模在其宣布实行质量并举的宽松货币政策以来扩张速度明显加快。在宣布实施该政策的 2013 年 4 月,日本银行资产负债表规模仅为 1628324.9 亿日元,到 2014 年 1 月上升至 2249866.4 亿日元,到 2014 年 10 月规模进一步扩大至 2795058.3 亿日元。从 2013 年 4 月到 2014 年 10 月的 18 个月间,日本银行资产负债表规模扩大了 71.7%;而在此之前的 18 个月中,日本银行资产负债表只扩大了 23.8%。

质化宽松或央行资产负债表结构调整方面,日本银行也采取了行动。2014 年以来,日本银行资产负债表在资产结构方面的变化主要表现为:第一,政府债券的买入大大增加。年初购买的日本政府债券只有 1828185.5 亿日元,到 10 月上升至 2329066.1 亿日元,增长了 27.4%,已经实现了“购买 50 万亿日元的日本政府债券”的货币政策指引目标。购买政府债券也是日本银行从资产方扩大规模释放流动性借以压低利率的主要方式。第二,日本银行的贷款规模也有所扩大,2014 年 10 月较之 1 月增加了近 3.5 万亿日元。日本银行希望扩大和放松贷款能够促进商业银行给企业的贷款,帮助推动经济增长。第三,通过财产信托购买交易型开放式指数基金和购买房地产投资信托基金的规模也有所上升,10 月与去年年末相比,上述两项目分别增长了 8092 亿和 238 亿日元,较全年 1 万亿和 300 亿日元的目标还有一定差距。

负债结构的主要表现是:第一,活期存款账户总额大幅增加,由 2014 年 1 月 1062887.7 亿日元,增加到 10 月的 1652011.9 亿日元,增加了近 59 万亿日元。日本银行中的活期存款主要是民间金融机构在央行的超额准备金。²⁶活期存款的快速增长,主要源自超额准备金的增長。从 2014 年 1 月到 9 月,超额准备金

²⁶ 武石桥:日本信贷宽松货币政策及其有效性,《外国问题研究》2014 年第 2 期,第 57-63 页。

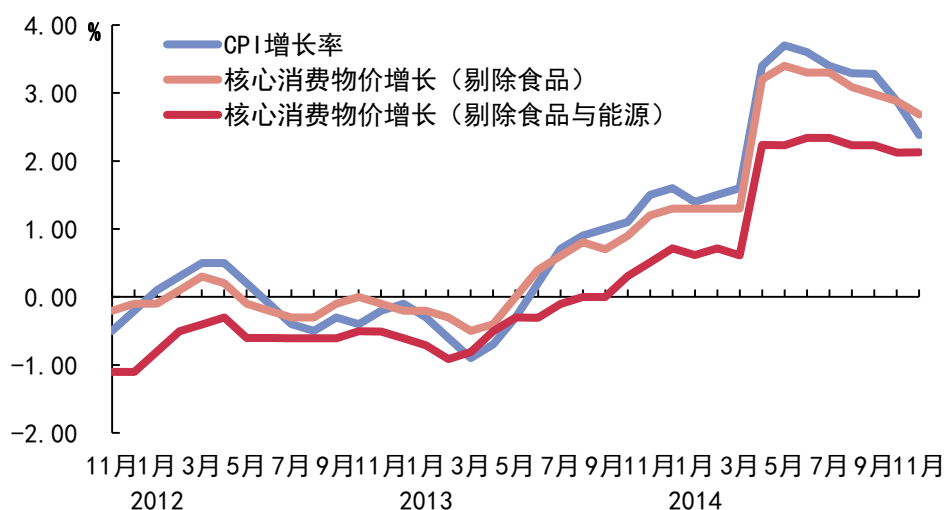
增加了近 49 万亿日元，占到同期日本银行活期存款增加额的 104%左右。这可能从金融的角度反映出日本私人部门投资不够活跃。第二，政府存款自年中以来呈明显下降趋势。2014 年 5 月政府存款约有 1.66 万亿日元，到 10 月下降至 1.10 万亿日元左右。这反映了消费税提升的紧缩效应显现之后，政府急于刺激经济，不得不减少在央行的存款用作财政支出。

2014 年 10 月 31 日，日本银行推出了质量并举宽松货币政策的“加强版”。新政策将每年基础货币投放增量由原来的 60-70 万亿日元扩大到 80 万亿日元。将每年政府债券购买规模由 50 万亿日元扩大到 80 万亿日元规模，并将所购政府债券平均剩余期限有原来的维持在 7 年左右调整为 7-10 年。还将每年增加购买交易型开放式指数基金和日本房地产投资信托基金的规模由 1 万亿日元和 300 亿日元扩大 2 倍至 3 万亿日元和 900 亿日元。日本央行推出这一政策，与日本经济增长在第一次提升消费税后的紧缩效应超出预期，消费者价格涨幅仅达到目标水平的一半有关。第一次提升税率之后，对经济紧缩的效果超出预期，第二季度增长大降 7.1%。这一下跌，让民众对安倍政府“稳增长”的信心丧失，甚至动摇了一些人士能否或是否应该如期第二次升税率的信念。受上调消费税率影响，日本核心 CPI 在 4 月份有明显上涨，但其后涨幅放缓，9 月核心 CPI 同比增长 3.0%，创六个月最低值。11 月进一步降至 2.7。包括日本籍国际货币基金组织副主席筱原尚之（Naoyuki Shinohara）等经济官员认为，日本央行应尽快修改并延长两年期限的时间框架，将达成 2%通胀目标的时间设在 2017 年或 2018 年。在此背景下日本央行升级质量并举的宽松货币政策，为经济刺激加码，也是在为安倍经济学作政策背书。但对扩大宽松货币政策效果的质疑也在增加，此次“加强版”政策就是是货币政策委员会 5 票对 4 票的微弱优势通过，这是自 2013 年 4 月黑田东彦执掌央行帅印以来遇到的首次针对他政策框架的分歧投票。反对票除了来自一直

对黑田东彦通胀目标持怀疑态度的两位经济学家之外，还有两位商界的委员，这与商界担心宽松货币政策导致的日元贬值可能会推高进口商品价格从而不利于国内生产及消费有关。

日元贬值的负面影响开始显现。两年前 1 美元兑换 80 日元，到 2014 年 10 月，1 美元兑换 110.6 日元，到 11 月进一步贬值至 1 美元兑换 118.2 日元。近来，“安倍经济学”以日元贬值促进进出口的做法越来越受到质疑，因为日元贬值可能对出口企业有利，但会令为数众多的中小企业增加进口成本。有“日元先生”之称的日本财务省前任次官神原英资表示，日本企业已经把更多生产搬到海外，弱势日元现在难以像以往那样提振进口，但会推高能源和食品进口成本。日本东京商工研究机构提供的数据显示，被疲软日元拖累而倒闭的企业数量正迅速增加。2014 年前 9 个月，这类破产企业为 214 家，去年同期仅为 89 家。²⁷除企业之外，日本家庭消费也受到日元贬值的不利影响，海外购买成本上升对国内消费也构成了挤压。

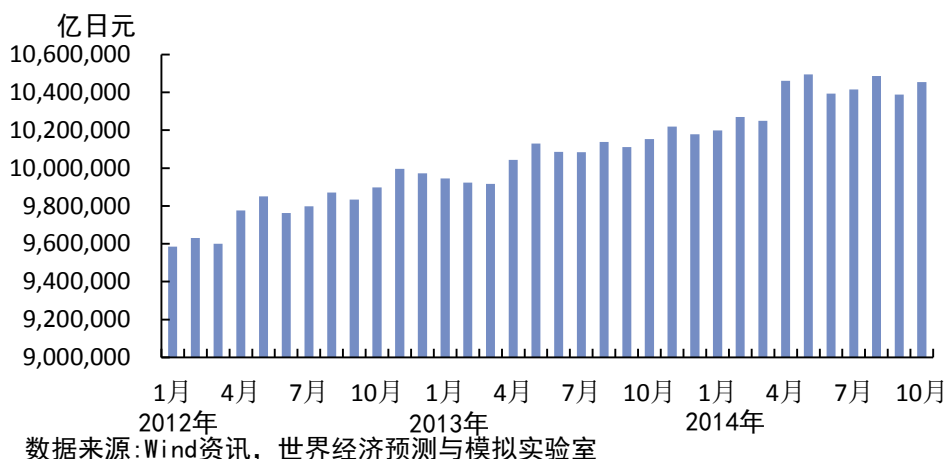
图表 26 日本核心消费物价升势受阻



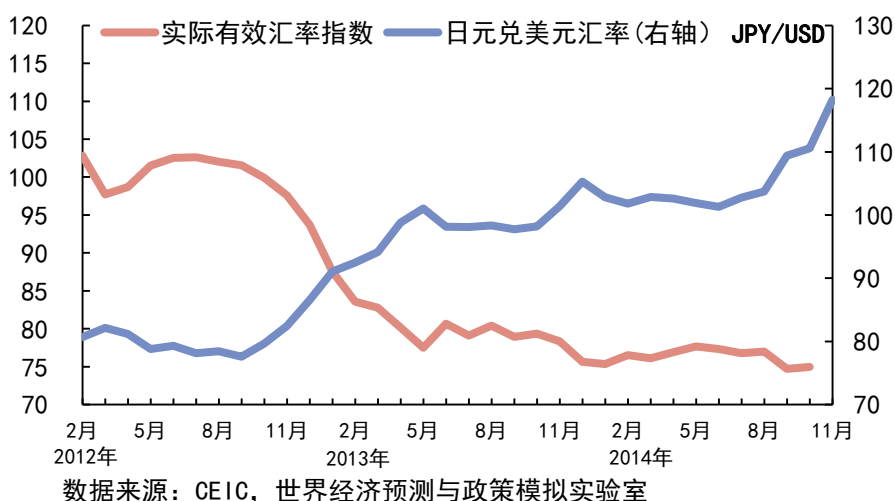
数据来源：日本总务省统计局，世界经济预测与政策模拟实验室

²⁷ 「円安」関連倒産 前年同期より 2.4 倍に急増, http://www.tsr-net.co.jp/news/analysis/20141008_6.html

图表 27 日本政府债务规模庞大



图表 28 日元贬值明显



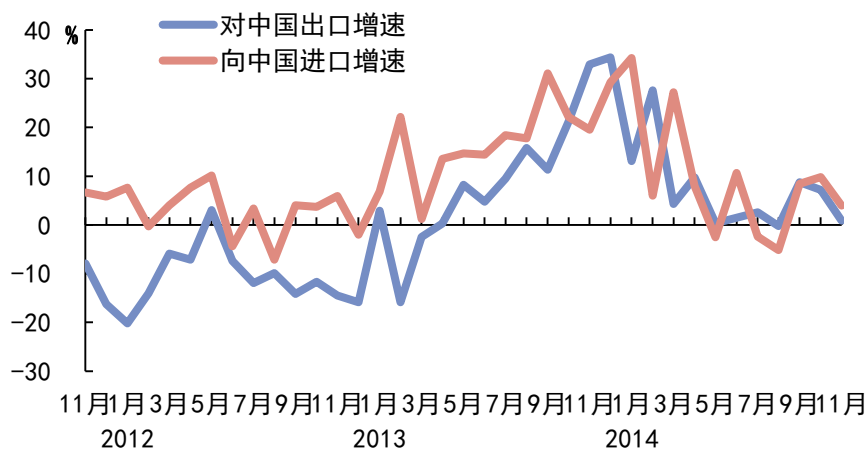
三、对中国贸易投资下滑

中日政治关系恶化对经济的影响仍然存在,日本对华进出口呈波动下行趋势,虽有恢

中日政治关系恶化对经济的影响仍然存在,日本对华进出口呈波动下行趋势。进入 2014 年后,日本对中国出口及自中国进口的同比增长率均出现明显的下滑趋势。8 月对中国出口出现 16 个月以来的首个负增长,同比下降了 0.24%。9 月和 10 月有所反弹,同比增长率分别为 8.73%和 7.17%,11 月又下行至 0.87%。另一方面,5 月日本自中国进口出现 17 个月来首个负增长,为-2.6%,6 月同比增长 10.7%之后,7 月和 8 月连续出现同

复迹象但仍 比负增长,增长率分别为-2.4%和-5.2%。9 月和 10 月反弹至 8.42%
不稳定。 和 9.79%, 11 月下行至 3.94%。无论是进口还是出口增长率,都
总体上呈下行趋势,且波动都比较明显。

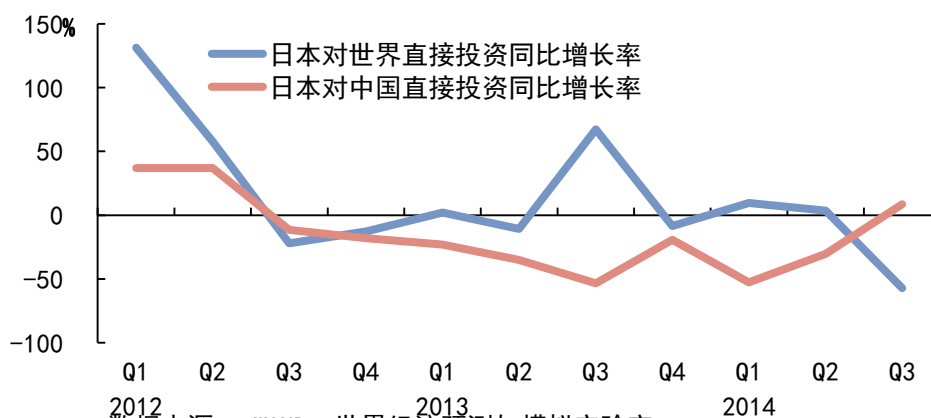
图表 29 日本对华进出口仍未稳定恢复



数据来源: CEIC, 世界经济预测与政策模拟实验室

受中日关系恶化影响,日本对中国直接投资的同比增长率连续负增长,且总体低于对世界平均水平。自 2012 年第 3 季度至 2014 年第 2 季度,日本对华直接投资连续同比负增长,进入 2014 年第 3 季度,恢复为 8.59%的正增长,且同期日本对外直接投资整体呈严重的负增长态势。对华直接投资能否稳住尚有待观察。

图表 30 日本对华直接投资同比增长率提升



数据来源: WIND, 世界经济预测与模拟实验室

新兴市场经济：经济风险增大

第4季度金砖国家经济表现继续分化，俄罗斯和巴西经济可能陷入零增长，印度和南非经济有所向好，但是反弹力度不大，且南非经济增长仍保持在低位运行。2015年，受经济制裁、石油价格走低、卢布汇率贬值等一系列因素影响，俄罗斯经济将会逐步步入衰退，预计全年经济增长-2.5%。巴西、南非、印度2015年经济增长预计会好于2014年，但表现各异。巴西经济增长预计微弱回升至0.5%，相比前几年大为失色。随着罢工事件影响的逐步消退，南非在2015年预计回升至2.5%。印度经济表现亮眼，随着新政府经济改革的逐步推进，印度经济有望在2015年实现5.8%的增长。

通货膨胀走势也出现分化。第4季度俄罗斯通货膨胀急剧上升，12月俄罗斯消费者物价指数同比增长达到11.4%。巴西通货膨胀尽管出现下降趋势，但是依然保持在高位运行，且继续维持在巴西央行设定的通胀目标上限。南非和印度的通胀在第4季度继续走低，特别是印度通货膨胀已经从2013年11月的11.2%下降至2014年11月的4.4%。在这种情况下，巴西央行和俄罗斯央行分别在10月和12月多次上调基准利率，印度和南非则维持货币政策不变，但金砖国家的货币政策总体依然维持在上行区间。

金砖国家货币继续对美元保持贬值态势。9月至12月，俄罗斯卢布对美元贬值46.7%，巴西雷亚尔对美元贬值12.8%，印度卢比和南非兰特对美元贬值幅度也在2.8%和4.5%。受美国量化宽松政策退出、新兴经济体经济增长减速、地缘政治所引发的投资者风险偏好降低等因素影响，2015年个别新兴经济体货币的贬值压力可能会继续增大，不排除爆发汇率危机的可能。

第4季度中国对金砖国家贸易有所下降，对金砖国家贸易占中国总贸易的比例在12月份下降至6.7%。中国对金砖国家总体出口同比增速有所回落，总体进口增速萎缩幅度进一步加大，对金砖国家连续保持贸易顺差，但规模有所收窄。

一、金砖国家：经济增长依然压力重重

预计第 4 季度俄罗斯经济限于停滞，全年经济增长在 0.3%左右，2015 年经济增长估计为-2.5%。

俄罗斯第 4 季度经济估计陷入零增长。西方国家对俄罗斯制裁继续保持高压，而近期国际油价暴跌和卢布危机则使俄罗斯经济坠入衰退的深渊。俄罗斯官方公布数据显示，2014 年 11 月该国 GDP 增长同比下滑 0.5%，这是 2009 年 10 月以来首次同比增长下滑。俄罗斯各项经济指标全面恶化。10 月和 11 月，俄罗斯固定资产投资较去年同期分别增长-2.9%和-4.8%，萎缩幅度较上一季度进一步扩大，社会零售商品总额同比增长只有 1.7%和 1.8%，出口同比增速分别为-13.4%和-6.9%，进口同比增速则分别为-10%和-12.4%，显示国内经济活动出现大幅萎缩。工业活动也出现萎缩迹象，10 月和 11 月俄罗斯工业生产同比增速只有 2.9%和-0.4%。12 月俄罗斯制造业 PMI 从 11 月的 51.7 大幅下滑至 48.9，表明未来制造业活动将会继续走弱，从而拖累俄罗斯经济增长。2014 年 1-11 月，俄罗斯经济同比增长仅为 0.6%，全年经济增长估计在 0.3%。

2015 年俄罗斯将会继续延续当前经济萎缩态势。首先，国际油价至少会在 2015 年上半年延续当前下跌态势，这将继续对俄罗斯能源行业造成打击，并通过降低财政收入进而削弱俄罗斯政府的经济干预能力。其次，经济减速、油价下跌、西方制裁等一系列因素诱发国际资本从俄罗斯大幅流出，卢布贬值压力持续增大，金融市场动荡将进一步恶化俄罗斯经济形势。最后，欧美对俄罗斯制裁压力将会继续存在。**预计 2015 年第 1 季度俄罗斯经济增长为-1.2%，全年经济萎缩 2.5%。**

预计第 4 季度巴西经济增速为 0，全年经济增速为 0.2%，

巴西第 4 季度经济同比增速估计为 0。投资活动继续走弱。巴西热图利奥·瓦加斯基金会对巴西工业企业 2014 年第 4 季度的投资调查发现，有 38%的企业预计在未来 12 个月内增加投资，这一比例较去年同期下降 2 个百分点，有 31%的企业预计会减少投资，这比去年同期增加了 6 个百分点。当前的经济增

2015 年经济增长为 0.5%。

长疲弱态势也造成 2015 年投资不确定性增加。对 2015 年的投资调查发现，有 41%的企业预计增加投资，这比 2014 年同期下降 6 个百分点，有 18%的企业预计减少投资，比 2014 年同期下降 1 个百分点，总体投资预期偏于悲观。消费信心大幅下降。2014 年 11 月热图利奥·瓦加斯基金会的消费信心指数(CCI)滑落至 95.3，相比 10 月份下降 6.1%，达到 2008 年 12 月以来的最低点。工业生产活动继续萎靡不振，10 月工业产出同比增速为-3.6%，连续 8 个月保持负增长。第四季度巴西制造业 PMI 整体处于回升态势，从 10 月份的 49.1 上升至 12 月份的 50.2，但整体走势并不稳定，且基本处于枯荣线附近，预计未来制造业并不会出现根本性好转。预计 2014 年巴西经济增长在 0.2%左右。

2015 年巴西经济虽会反弹，但经济增长情况预计仍会不佳。从国内情况看，通货膨胀持续高企将进一步对其国内消费形成抑制，而由于高通胀所带来的高利率货币政策也会对其国内投资造成不利影响。从外部情况看，中国经济减速、美元升值、大宗商品价格走低造成巴西外部经济情况恶化，将进一步拖累巴西经济增长。预计 2015 年第 1 季度巴西经济增长为零，全年经济增长 0.5%。

预计第 4 季度印度经济增长为 5.5%，2015 年经济增长为 5.4%，2015 年经济增长为 5.8%。

印度第 4 季度经济增速估计为 5.5%。进入第四季度，印度工业经济活动有所减弱。10 月印度工业生产指数在经过连续 6 个月同比正增长后，再次出现负增长至-4.25%，制造业生产指数甚至大幅萎缩 7.6%。未来情况可能会有所好转。印度制造业 PMI 指数在第 4 季度不断走高，从 10 月的 51.6 逐步上升至 12 月的 54.5，显示未来制造业活力不断增强。10 月和 11 月，印度出口同比增速分别为-7.9%和 7.3%，整体出口仍不稳定，进口同比增速则分别为 3.3%和 26.8%，11 月进口的大幅增长主要来自于印度对黄金进口限制的放松，如果剔除这一因素，进口表现并不强劲，预示第四季度国内经济活动依然不旺。

预计印度 2014 年经济增长 5.4%。

2015 年印度经济将会继续延续去年增长势头。首先，印度总理莫迪经济改革措施不断推进将成为印度经济新的增长动力。其次，低油价将为印度经济发展提供机遇，据印度政府统计，仅在 11 月其原油进口金额相比去年同期就下降了 9.7%。预计 2015 年第 1 季度印度经济增长 5.6%，全年经济增长 5.8%。

预计第 4 季度南非经济增长 1.5%，全年经济增长为 1.3%，2015 年经济增长速率为 2.5%。

南非第 4 季度经济增长 1.5%。2014 年第四季度，南非矿业工人和金属工人罢工的影响逐步消退，制造业和矿业活动有所好转。10 月南非制造业生产同比增长 2.1%，连续两个月出现正增长，矿业产量尽管仍同比萎缩 1.8%，但是相比此前罢工期间的情况已经极大好转。然而第四季度南非制造业 PMI 不断走低，从 10 月份的 52.7 下探至 12 月的 50.2，但仍在枯荣线上方，预示未来制造业将会继续好转。预计南非 2014 全年经济增长在 1.3%左右。

2015 年南非经济预计将会继续保持好转趋势，但是仍面临着一些不确定性因素。首先，南非经济要保持良好增长态势，需要确保不会出现新的劳资关系矛盾。其次，欧洲经济不振以及中国经济减速将会对南非经济构成不利影响。最后，南非仍面临着基础设施投资不足问题，例如电力短缺仍在困扰着南非经济。预计 2015 年第 1 季度南非经济增长 2.0%，全年经济增长 2.5%。

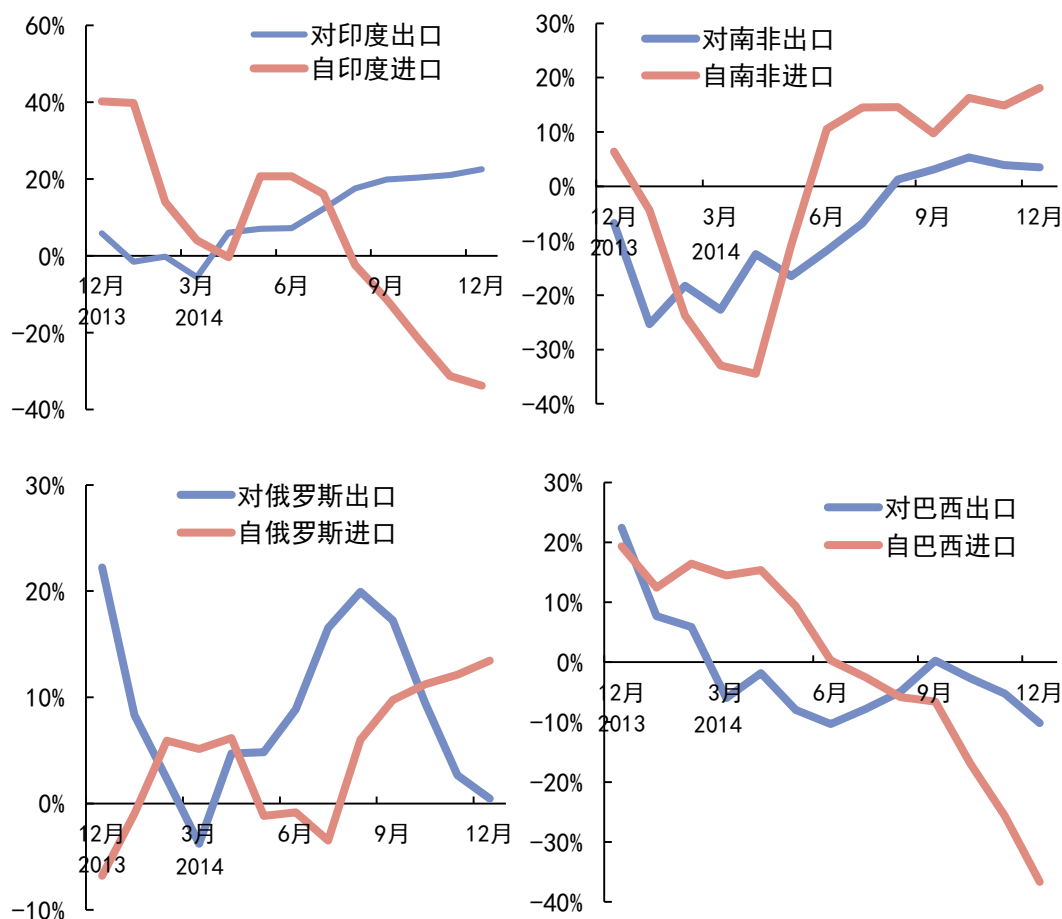
二、金砖国家与中国经贸关系：有所回落

中国对金砖国家贸易有所回落，贸易顺差有所收窄。

中国与金砖国家贸易有所回落。9 月中国与金砖国家贸易规模占中国总贸易规模的比例从 8 月份的 7.8%回落至 7.1%，到 12 月进一步下降至 6.7%。分国家来看，中国对印度出口持续好转。10 月至 12 月，中国对印度出口同比增速分别为 18.1%、25.1%和 20.1%，继续保持良好增长势头。中国对南非出口同比增速自 9 月份开始结束连续 9 个月的负增长，此后一直维持正

增长，但是 2014 年第 4 季度增速有所回落。对俄罗斯出口增速有所回落，并最终与 12 月滑落至负增长，对巴西出口继续疲弱，在 10 月出现 4.6% 的同比正增长之后，11 月和 12 月分别同比萎缩 9.1% 和 11.3%。进口方面，4 季度中国自南非和俄罗斯进口保持稳定增长态势，但是自印度和巴西进口则继续处于大幅萎缩态势，12 月中国自印度进口同比萎缩 36.6%，自巴西进口同比萎缩 34.3%。中国对金砖国家继续保持贸易顺差状态，但顺差规模出现收窄迹象。

图表 31 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。

附录：新兴市场经济数据概览

1. 实际 GDP 增速

	(季度同比, %)			(年度同比, %)		
	2014Q3	2014Q4E	2015Q1F	2013	2014E	2015F
俄罗斯	0.7	0	-1.2	1.3	0.3	-2.5
巴西	-0.3	0	0	2.5	0.2	0.5
南非	5.3	5.5	5.6	5.0	5.4	5.8
印度	1.4	1.5	2.0	1.9	1.3	2.5

2. 通货膨胀

	(季度同比, %)			(年度同比, %)		
	2014Q2	2014Q3	2014Q4E	2012	2013	2014E
俄罗斯	7.6	7.7	9.6	6.6	6.5	9.4
巴西	6.4	6.6	6.6	5.8	5.9	6.3
南非	8.1	7.4	4.4	10.4	8.3	7.4
印度	6.4	6.3	5.8	5.7	5.4	6.2

3. 汇率

	(名义汇率, per USD)		
	2014M10	2014M11	2014M12
俄罗斯	40.76	45.86	55.54
巴西	2.45	2.55	2.64
南非	61.37	61.68	62.60
印度	11.06	11.09	11.48

4. 制造业 PMI

	2014M10	2014M11	2014M12
俄罗斯	50.3	51.7	48.9
巴西	49.1	48.7	50.2
南非	51.6	53.3	54.5
印度	52.7	50.5	50.2

5. 出口*

	(同比增速, %)		
	2014M9	2014M10	2014M11
俄罗斯	-13.4	-6.9	-
巴西	-19.7	-25.0	-39.0
南非	0.9	-7.9	7.3
印度	19.5	7.8	-2.9

6. 进口

	(同比增速, %)		
	2014M9	2014M10	2014M11
俄罗斯	-10.0	-12.4	-
巴西	-15.4	-5.9	-27.0
南非	25.4	3.3	26.8
印度	6.7	17.2	4.5

7. 对中国出口

	(同比增速, %)		
	2014M10	2014M11	2014M12
俄罗斯	9.5	8.2	18.7
巴西	-3.5	-39.1	-34.3
南非	-26.3	-30.9	-36.6
印度	8.4	20.2	16.0

8. 从中国进口

	(同比增速, %)		
	2014M10	2014M11	2014M12
俄罗斯	7.0	3.8	-2.8
巴西	4.6	-9.1	-11.3
南非	18.1	25.1	20.1
印度	4.8	6.2	0.8

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：关注就业形势的进一步恶化

2014 年第 4 季度，中国投资增速进一步走弱。尤其是固定资产投资增速降至 2003 年有数据以来的新低，库存投资也出现了被动加库存的迹象。此外，第 4 季度的固定资产投资下滑当中，起主导作用的房地产、基建行业的贡献有所下降，而制造业、采矿业的贡献显著上升。在总体投资增速进一步下滑的背景下，这表明投资下滑的行业范围有所扩大。

投资增速如此疲弱，导致中国多个宏观经济指标进入了全球金融危机以来的低谷。中国经济综合 PMI、非制造业 PMI、综合 PMI 就业指数均处于 2009 年第 2 季度以来的最低水平。目前，中国综合 PMI 就业指数已经连续 7 个月低于 50 的荣枯线水平。我们需要警惕就业形势进一步恶化。预计第 4 季度 GDP 同比增速为 7.3%，2015 年 GDP 增长 7.0%。

一、主要经济指标降至危机以来最低水平

综合 PMI 指数降至全球金融危机以来最低水平。2014 年 10 至 12 月，中国经济综合 PMI 指数分别为：52.6、52.4、52.5。三个月均值为 52.5，低于 2007 年以来的历史均值 54.5，也低于 2014 年 2 季度均值 53.0，这也是该指数 2009 年第 2 季度以来的最弱表现。

制造业 PMI 反转走弱，但整体上非制造业 PMI 进一步走弱：
2014 年 10 至 12 月，制造业 PMI 指数分别为：50.8、50.3、50.1，未能维持第 3 季度的企稳态势，在 2014 年 4 个季度的表现中仅略好于第 1 季度。同时，非制造业 PMI 指数在第 3 季度的基础上进一步下滑，第 4 季度三个月数值分别为：53.8、53.9、54.1，这是 2009 年第 1 季度以来的最低水平。

综合 PMI 就业指数达到 2009 年第 2 季度以来最低水平。第 4 季度就业景气疲弱主要原因来自非制造业。第 3 季度以来，综合 PMI 就业指数稳定地处于临界值以下，而且第 4 季度进一步走弱。10 至 12 月，制造业、非制造业加权综合 PMI 就业指数分别为：48.7，49.1，48.8。这是 2009 年第 2 季度以

低水平。来，综合 PMI 就业指数的最低值。近期就业指数下滑主要来自非制造业（贡献率进一步上升至 89%）。

通胀率水平 进一步下降。 通胀率进一步下降。2014 年 10 至 12 月，CPI 通胀率同比分别为 1.6%、1.4%、1.5%，第 4 季度通胀率 1.5%，较第 3 季度的平均水平 2.0%有所下降。而 10 至 12 月，PPI 通胀率同比分别为-2.24%、-2.69%、-3.3%，降幅有所放大。第 4 季度 CPI 和 PPI 同比增速缺口均较上季度有所放大。

二、需求面：投资走弱、消费稳定、外需向好

1. 固定资产投资进一步走弱。

投资增速进一步走弱 固定资产投资进一步走弱。2014 年第 4 季度，尽管固定资产投资环比增速出现了一定的反弹，但累计同比增速仍然疲弱，10 至 11 月分别为 15.9%、15.8%，这是 2003 年有数据以来的新低。

制造业、采矿业对投资下滑的贡献明显上升。 投资走弱主要来自房地产业、制造业、基建和采矿业，其中房地产业贡献继续保持最大，但制造业、采矿业贡献明显上升。分行业的数据显示：与 2013 年 11 月同期相比，上述四大行业的固定资产累计投资增速均明显走弱，四者对固定资产投资增速下滑的贡献率分别为：46%、39%、12%、7%。从这一贡献率的动态来看，第 4 季度房地产、基建的贡献有所下降，而制造业、采矿业对投资下滑的贡献显著上升。在总体投资增速进一步下滑的背景下，这表明投资下滑的行业范围有所扩大。

资金来源增速继续下降。 投资资金来源增速进一步下降。其中，国家预算资金增速相对稳定，贷款增速有所下降，自筹和其他资金来源增速仍在下降。2014 年 11 月，固定资产投资资金来源的累计同比增速为 11.5%，较基期 2013 年 11 月下降了 8.7 个百分点，较第 3 季度 8 个百分点的降幅又有所放大。分项数据显示，在总体资金来源增速下滑当中，国家预算内资金、银行贷款合计只贡献了 9%；而自筹资金、其他资金来源增速的贡献分别为：44%、

47%。这两项解释了资金来源增速下滑的 91%。这表明对投资资金来源的下滑，国家预算、贷款政策的直接作用相对有限。

库存调整转向被动加库存。

库存投资已经转向了被动加库存状态。库存投资 PMI 指数显示，2014 年第 4 季度同时出现了原材料库存下降、产成品库存上升的情况，库存投资已经转向了被动加库存状态。2014 年 10 至 12 月，PMI 原材料库存指数反转向下，3 个月平均值为 47.9，未能维持第 2 季度、第 3 季度持续上升的趋势，再次陷入 2005 年 1 月以来历史均值 48.1 以下的水平。这表明当前的原材料去库存行为，要快于历史趋势水平。与此同时，PMI 产成品库存指数在第 4 季度为 47.6，与第 3 季度持平，低于历史平均趋势水平。

2. 消费需求出现积极信号，但基础不稳。

消费需求出现积极信号。

消费增速同比继续放缓，但出现了一些积极信号。社会消费品零售总额累计同比增速继续稳中有降，2014 年 11 月该增速为 11.96%，是 2014 年 4 月以来的新低。不过消费方面也有好消息：（1）剔除价格水平看，社会消费品零售总额当月实际同比增速有所有回暖，而且 11 月走出了 2014 年的最高增速。（2）社会消费品零售总额在第 4 季度的月度环比也有所回暖，当月同比指数在 11 月也有所回升。（3）人行的储户调查数据显示，未来就业预期指数仍处于收缩区间，但程度有所缓解；另外，未来收入信心指数、消费意愿比例均有相当程度的回暖，这两个指标在第 4 季度均为全年最高水平。

消费回稳基础尚不稳。

消费需求回稳基础未稳，后续仍待观察。如前所述，第 4 季度中，包括综合 PMI、综合就业指数、固定资产投资等在内的主要宏观经济指标，均处于全球金融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。因此，目前的消费需求回暖，在一定程度上可能与近期名义流动性的宽松、股票市场行情的强势回暖和乐观情绪，及其带来的财富收益增

加有关。另外，第4季度消费需求和意愿的上升，也可能和季节性因素有关。

外部需求在
平淡中企稳。

外部需求增速在低位稳定增长。一方面，2014年第4季度，中国海关数据显示中国出口较第3季度明显放缓；但另一方面，13个主要贸易伙伴提供的数据却表明，中国真实出口增速在低位平稳增长。历史上不同时期出现的虚假贸易干扰因素是导致二者不一致的重要原因。从主要贸易伙伴的数据来看，第4季度中国的出口增长主要来自出口市场份额增长，外需整体增长的贡献很小。具体可参见CEEM团队同期发布的中国外部经济环境监测《外贸专题》。

三、供给面：工业生产活跃度明显走弱

工业增加值
增速弱势回
稳。

工业增加值增速弱势回稳。2014年10月和11月，工业增加值当月同比增速分别为7.7%和7.2%。2014年8月份工业增加值同比增速出现明显下行，对应的环比增速为0.2%，是2011年有数据以来的最低值。此后，在2014年9月至11月，工业增加值同比和环比增速均出现了回稳。

不过，这一回稳势头较为疲弱。10月和11月的工业增加值同比增速，仍然是全球金融危机之后相当低的增速水平。不仅如此，工业企业利润总额累计同比增速在第4季度进一步走弱，11月已经下降至5.3%，而同口径数据在8月为10.0%，9月为7.9%。

主要工业生
产活动增速
均有放缓。

主要工业生产活动进一步走弱。截至2014年11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：10.1%、3.9%、4.5%、1.9%。四项指标较第3季度全面放缓，下降幅度分别为：-0.5、-0.5、-0.5、-1.1个百分点。

四、货币与金融市场：资金来源紧中有松

社会融资总量规模有所回落,不过银行贷款增长起到了缓解作用。

社会融资总量规模有所回落,银行贷款增长回暖。2014 年 10 至 11 月,新增社会融资总量规模达 1.8 万亿,与去年同期的 2.2 万亿相比有明显回落,不过这一回落幅度较第 3 季度已经得到相当的缓和。银行体系新增人民币贷款累计同比增速 11 月为 8.0%,较第 3 季度的 5.6%进一步回暖。由于其他资金来源的同期增速在放缓,因此向以贷款为主导的融资结构的回归仍在持续。2014 年 11 月,银行体系新增人民币贷款的累计金额占社会融资总量规模的 62%,而去年同期这一比例仅为 52%。

货币市场名义流动性较为宽松。

货币市场名义流动性较为宽松。2014 年第 4 季度当期 SHIBOR 隔夜利率均值为 2.70%,较第 3 季度的 2.98%下降 28 个基点。第 4 季度利率走势总体呈现为前低后高,季末 SHIBOR 利率又重新回到 3.5%左右的水平。第 4 季度的 7 天回购利率均值也表现为前低后高,均值为 3.50%,较第 3 季度的均值 3.58%下降 8 个基点,不过在季末却再次冲高至 5%左右的水平。第 4 季度末的流动性紧张也可能与季节性因素有关,在跨年之后即将得到缓解。

由于通胀率下降,真实利率水平略有上升。

但从真实利率角度看,第 4 季度利率水平并未有显著放松。2014 年第 4 季度的通胀率为 1.5%,较第 3 季度的 2.0%有所回落。因此,从真实利率角度看,SHIBOR 利率和 7 天回购利率的第 4 季度均值,相比第 3 季度,实际上分别上升了 22 个基点、42 个基点。虽然货币政策在名义上有所宽松,但从真实利率角度看,利率水平并未有显著放松。

人民币对美元即期汇率贬值,同期离岸汇价也显示贬值压力。

人民币汇率在第 4 季度转向贬值,同时离岸汇价亦显示出贬值压力。2014 年第 4 季度人民币由此前的升值转向贬值,在岸市场人民币即期汇率终值为 6.2163 人民币/美元,比第 3 季度末期贬值 1.1%。从 CNH 与 CNY 的人民币汇率价差看,第 3 季度在离岸市场出现的人民币贬值预期,在第 4 季度得到进一步强化。在整个第 4 季度,离岸和在岸人民币汇率的平均差价

为 75 个基点。

五、警惕就业形势进一步恶化

投资明显下滑,已导致中国主要宏观指标下降至全球金融危机以来最低水平。

从需求面来看:

(1) 居民消费意愿虽然较为稳定,但没有实体经济和就业预期的同步支撑。预计实体经济严峻形势的进一步传导,将导致消费增速出现走弱。

(2) 外部需求增速在低位稳定增长。第 4 季度中国出口的有限增长主要来自出口市场份额增长,外需整体增长的贡献很小。

(3) 固定资产投资进一步走弱。2014 年 10 月和 11 月分别为 15.9%、15.8%,这是 2003 年以来的增速新低。

(4) 固定资产投资走弱主要来自房地产业、制造业、基建和采矿业。其中,2014 年第 4 季度房地产、基建等主导行业对投资下滑的贡献有所下降,但制造业、采矿业对投资下滑的贡献显著上升。在总体投资增速进一步下滑的背景下,这表明投资下滑的行业范围有所扩大。

(5) 库存投资出现了被动加库存的迹象。从供给面来看,近期四类主要工业生产活动全面走弱。工业企业增加值弱势回稳,而综合 PMI 指数、综合 PMI 就业指标等数据都显示,2014 年第 4 季度的生产活跃程度正处于全球金融危机以来的低谷水平。

总体来看,目前国内需求持续疲弱的状态需要更多着眼于国内的宏观调控政策来应对。但是由于货币政策传导机制不畅,流动性的释放政策可能具有一定风险,这是值得关注的。最后,我们预估第 4 季度 GDP 同比增速为 7.3%,2015 年 GDP 增长 7.0%。

附表：中国经济数据概览

2014							
		Q1	Q2	Q3	10 月	11 月	12 月
综合 PMI		52.7	53.3	53.0	52.6	52.4	52.5
制造业 PMI: 就业指数		48.2	48.4	48.2	48.4	48.2	48.1
非制造业 PMI: 就业指数		50.7	50.5	49.5	48.9	49.5	49.1
综合 PMI 就业指数		49.9	49.8	49.1	48.7	49.1	48.8
GDP	%	7.4	7.5	7.3		7.3*	
CPI	%	2.3	2.2	2.0	1.6	1.4	1.5
PPI	%	-2.0	-1.5	-1.3	-2.2	-2.7	-3.3
固定资产投资累计同比	%	17.6	17.3	16.1	15.9	15.8	
消费品零售额累计同比	%	12	12.1	12.0	12.0	12.0	
出口同比	%	-3.5	4.9	12.9	11.6	4.7	9.5
进口同比	%	2.0	1.3	1.2	4.6	-6.7	-2.3
贸易顺差: 亿美元		165.8	859.8	1280.7	454.1	544.7	496.1
工业增加值: 同比	%	8.8	9.2	8.0	7.7	7.2	8.8
工业企业利润额累计同比	%	10.1	11.4	7.9	6.7	5.3	10.1
M2 同比增速	%	12.1	14.7	12.9	12.6	12.3	
人民币贷款 同比增速	%	9.4	13.0	5.6	5.7	8.0	
SHIBOR: 隔夜	%	2.93	2.53	2.98	2.50	2.55	3.04
美元/人民币:CNY		6.102	6.231	6.165	6.126	6.127	6.192
美元/人民币:CNH		6.085	6.232	6.167	6.138	6.131	6.198

*: 为 CEEM 预估值

东盟与韩国经济：经济增长未及预期

此前的普遍预期是东盟六国在 2014 年下半年将重拾增长动力，韩国则将延续 2014 年上半年的强劲增长，不过从现实的情况来看，恐怕事与愿违。东盟六国 2014 年下半年增长未及预期，第 4 季度的加权经济增速约为 4.3%，略高于 2014 年第 3 季度的 4.1%；韩国 2014 年第 4 季度的经济增速约为 3.2%，与第 3 季度相比下降了 0.1 个百分点。预计东盟六国 2015 年第 1 季度经济增速为 4.8%，韩国 2015 年第 1 季度经济增速为 3.4%。东盟六国 2014 年全年表现不尽如人意，预计经济增速为 4.3%，2015 年增长预计为 4.7%；韩国 2014 年上半年增长强劲，带动全年经济增速达到 3.5%，高于去年的 2.1%，但 2014 年下半年开始下滑，预计 2015 年的经济增速为 3.4%。

一、经济增长

印度尼西亚
经济维持疲
弱态势。

印度尼西亚经济仍现疲弱态势，2014 年第 4 季度增速预计为 5.0%，预计 2015 年第 1 季度的经济增速为 5.3%。印尼经济 2014 年第 3 季度的经济增速为 5%，创下五年来季度同比 GDP 增速的新低，第 4 季度将维持这一增速。第 3 季度，印尼经济增长多方面都表现出疲软态势，个人消费贡献经济增长 3 个百分点，投资则仅贡献 1 个百分点。第 4 季度的景气水平进一步恶化，10 月、11 月和 12 月汇丰 PMI 分别为 49.2、48.0、47.6，均在荣枯水平线之下，而 7 月、8 月和 9 月的 PMI 则分别为 52.7、49.5 和 50.7。出口在 10 月和 11 月均出现负增长，增速分别为-2.2%和-14.6%，上季度则为正。消费者信心指数则略有好转，10 月和 11 月分别为 120.1 和 120.6，好于第 3 季度。总体而言，2014 年第 4 季度印尼经济增速难言乐观。预计 2014 年全年的经济增速约为 5.1%，大幅度低于 2013 年的 5.8%。展望 2015 年，投资的疲软料将继续制约印尼经济的增长，但在油价走低的背景下政府大刀阔斧地削减燃油补贴势必会提升财政支出的空间，这将有助于公共部门和私人部门投资的提升，因此，预计 2015 年印尼的经济增速约为

5.4%。

马来西亚经济
增长放缓。

马来西亚经济 2014 年下半年较上半年有所放缓，但增长仍相对稳健，2014 年第 4 季度的 GDP 增速预计为 5.2%，2015 年第 1 季度的经济增速预计为 5.6%。在经历了上半年的高增长之后，马来西亚的经济增长逐渐回复正常状态。下半年经济放缓的主要原因是出口放缓。上半年，马来西亚出口的平均增速为 12.6%，而下半年则仅有不到 1%。2014 年 10 月和 11 月，马来西亚的出口增速分别为-3.2%和 2.1%，负增长是 2014 年以来的首次。除了基期效应之外，原油价格持续走低及主要贸易伙伴复苏乏力是出口放缓的主要原因。从工业产值的数据来看，2014 年 10 月的同比增速为 5%，低于 9 月和 8 月的 5.4%和 6.5%，内需出现了一定程度的下滑。因此，总体而言，马来西亚 2014 年第 4 季度的经济增速将低于第 3 季度的 5.6%。预计 2014 年全年的经济增速为 5.9%，高于 2013 年的 5.6%。不过考虑到 2014 年下半年经济已经渐趋放缓，而 2014 年上半年的增长则高出预期，预计 2015 年的经济增速大约为 5.2%。

菲律宾经济
出现未预期的
放缓。

菲律宾经济在 2014 年下半年遭遇超出预期的放缓，预计第 4 季度的经济增速为 5.5%，2015 年第 1 季度的经济增速为 5.2%。菲律宾经济在 2014 年第 3 季度出现超出预期的放缓，经济增速仅有 5.2%，而上半年的平均增速则为 6.0%。从 GDP 构成来看，政府支出同比下降 2.6%，成为经济放缓的最重要原因，私人消费增速为 5.2%，低于预期，投资增速为 10.1%，基本符合预期。2014 年第 4 季度，菲律宾消费前景指数为-21.8，好于第 3 季度的-26.3，但仍不及上半年水平。工业产值同比增速相较第 3 季度也出现好转，10 月和 11 月分别为 7.7%和 8.1%，好于第 3 季度 6.1%的平均水平，但也与上半年有差距。10 月的出口增速迅速放缓至 2.5%，但 11 月反弹至 19.7%，未出现持续恶化。预计菲律宾 2014 年第 4 季度的经济增速为 5.5%。由于下半年经济的放缓，预计菲律宾 2014 年全年经济增速为 5.7%，大幅低于 2013 年的 7.2%。考虑到

政府对经济的过热担忧，出台投资计划会更加谨慎，货币政策趋紧，公共部门和私人部门投资可能会出现放缓，私人消费的强劲增长态势同样有可能停止，**预计 2015 年的经济增速略高于 2014 年，为 5.8%。**

新加坡复苏
乏力。

新加坡自 **2014 年第 2 季度**起经济表现就不容乐观，**预计 2014 年第 4 季度经济增速为 1.5%，2015 年第 1 季度经济增速为 2.3%。**作为小型开放经济体，新加坡经济的走弱正是全球外需尚未回暖的绝佳体现。10 月出口增速为-7.1%，11 月则几乎为零增长。工业产值 10 月和 11 月的增速分别为-0.1%和-2.2%。10 月 PMI 由于受到圣诞节和元旦假日需求的刺激表现良好，制造业 PMI 为 51.9，其中电子产品 PMI 更是达到 52.5。节日效应在 11 月有所消退，电子产品 PMI 迅速下降至 50.6，制造业总体 PMI 略降为 51.8。12 月，制造业 PMI 跌至荣枯线以下，为 49.6。综合上述指标，新加坡 2014 年第 4 季度的经济增速预计为 1.5%。**新加坡 2014 年经济增速预计为 2.9%，**远低于 2013 年的 3.8%，反映出全球经济复苏的脆弱性，目前全球经济复苏前景仍然不明朗，发达国家货币政策的差异性和油价持续走低都可能影响 2015 年新加坡经济的走势，**预计 2015 年新加坡经济增长约为 3.0%。**

泰国经济持
续低迷。

2014 年以来，泰国经济持续低迷，预计 2014 年第 4 季度的经济增速为 2.7%，2015 年第 1 季度的经济增速约为 4.0%。泰国经济在 2014 年前三季度的平均经济增速只有 0.2%，第 4 季度有望回暖。第 4 季度消费者信心指数在 10 月上升至 46.1，随后的两个月维持在 44.2，高于 2014 年 34.6 的平均水平。10 月的出口同比增速为 7.0%，11 月为 2.9%，略好于上一季度。工业产值 10 月和 11 月的增速分别为-2.7%和-2.2%，比 2014 年前三季度-5.3%的增速有明显好转。除此之外，去年同期经济增速仅有 0.5%，受基期效应的影响，预计 2014 年第 4 季度泰国经济增速将上升至 2.7%，而 2015 年第 1 季度则将继续回升至 4.0%。不过，2014 年第 4 季度 GDP 增速的上升也难以弥补泰国经济在 2014 年全年的

低迷，预计 **2014** 年全年的经济增速仅有 **0.8%**，大幅度低于 2013 年的 2.9%。**2015** 年泰国经济增速可能回到 **2013** 年的水平，经济增速约为 **3.0%**，但其增长前景仍不乐观。

越南经济成
东盟六国中
唯一亮点。

越南经济成为一片黯淡的东盟六国中唯一的亮点，预计 **2014** 年第 **4** 季度的经济增速为 **6.0%**，**2015** 年第 **1** 季度的经济增速为 **6.0%**。越南 2014 年全年每个月的制造业 PMI 均保持在荣枯线以上，第 4 季度的三个月分别为 51.0，52.1 和 52.7，景气水平逐步提升。出口表现同样令人瞩目，10 月、11 月和 12 月的出口同比增速分别为 11.5%、10.3%和 12.6%，保持双位数增长。工业产值增速同样是东盟六国中最快的，10-12 月分别为 9.0%、9.8%和 11.2%，增长持续加速。预计 2014 年第 4 季度越南的经济增速将快于第 3 季度，为 6.0%。**2014 年越南全年的经济增速预计为 6.0%，2015 年经济增速与 2014 年持平。**

韩国复苏势
头稍有下
挫。

韩国经济增长继续下挫，预计 **2014** 年第 **4** 季度的经济增速为 **3.2%**，**2015** 年第 **1** 季度的经济增速为 **3.4%**。核心数据和景气指标一致指向韩国 2014 年第 4 季度经济继续放缓：10 月、11 月和 12 月的 PMI 分别为 48.7、49.0 和 49.9，均在荣枯线以下。工业产值在 10 月和 11 月出现负增长，分别为-1.8%和-3.0%。出口在 11 月出现负增长，为-2.1%，10 月增长 1.9%，12 月有所好转，为 3.7%。消费者信心指数连续下跌，10 月、11 月和 12 月分别为 105、103 和 102，而 8 月和 9 月时该值还为 107。电子行业的疲软是经济放缓的重要原因，由于韩国在该领域竞争力短期内难以提升，电子制造业及出口部门可能持续拖累经济。韩国经济在 2014 年上半年的强劲使得其在 **2014 年的经济增长预计为 3.5%**，这远远高于 2013 年的 2.1%增长水平。**2015 年的经济增长可能略有下滑，约为 3.4%**。2015 年经济改善的动力可能来自于国内房地产行业的回暖，这主要是因为央行采取了降息措施并放松了对个人抵押贷款的要求。

二、价格水平

东盟国家和
韩国通胀压
力进一步减
轻。

东盟国家 2014 年下半年通货膨胀压力减轻，第 4 季度通货膨胀加权平均水平为 3.5%，上一季度为 3.4%，这主要得益于油价的下跌。除了印尼之外，其他东盟国家的通货膨胀率与第 3 季度相比均出现了下降。印尼的通胀水平不降反升，这与印尼降低燃油补贴调高燃油价格有关，印尼的 CPI 在 2014 年 12 月蹿升至 8.4%，不过预计 2015 年印尼的通胀水平将有所缓和。采取类似措施降低燃油补贴的还有马来西亚，在低油价的背景下，此举有助于帮助这些国家实现财政可持续性，扩大财政支出的空间。同样得益于低油价的还有此前深受通货膨胀困扰的越南，在油价降低的背景下，政府 10 余次调降油价，使得燃料和交通运输成本均大幅下降，越南第 4 季度的通胀水平下降至 2.6%，与目前的增长配合是十分健康的组合。而深受经济放缓困扰的新加坡和泰国，则有陷入通缩的担忧。新加坡 2014 年 10 月和 11 月的通货膨胀水平均为-0.2%，而泰国 12 月的通货膨胀水平也降至 0.6%。韩国通货膨胀水平也有所下降，第 4 季度通货膨胀平均水平为 1%，低于上季度的 1.4%。

东盟国家货
币和韩元多
出现贬值。

第 4 季度，印尼卢比、马来西亚林吉特、新加坡元、泰铢和韩元对美元出现贬值，贬值水平在 1.8%-6.4%之间。2014 年 12 月 16 日美元兑印尼卢比的中间价达 12900，是 1998 年金融危机以来的高位。由于本季大部分国家的经济均出现放缓，且未来经济展望较为悲观，需要警惕贬值潮再度出现。

三、贸易规模

2014 年第 4 季度，东盟国家从中国的进口进一步回暖，但向中国的出口增速有所放缓。第 4 季度，从中国进口的同比增速为 17.1%，在上季度 12.9%的增速基础上进一步走强；向中国出口速度放缓至 3.5%，不及上一季度的 11.4%。越南从中国的进口增速激增至 48.8%，菲律宾、新加坡和泰国也录得双位数增长。出口

方面，主要原油出口国印尼和马来西亚对华出口负增长，增速分别为-37.0%和-8.7%，菲律宾和越南的对华出口仍保持双位数增长。

韩国对中国出口持续乏力，第4季度的出口增速为3.0%，不敌第3季度的7.4%，从中国进口仍然大增，从上季度的9.5%上升至18.4%。

附表：东盟与韩国经济数据概览

1. 实际 GDP 增速							
	(季度同比, %)				(年度同比, %)		
	2014Q3	2014Q4F	2015Q1F		2013	2014F	2015F
印度尼西亚	5.0	5.0	5.3		5.8	5.1	5.4
马来西亚	5.6	5.2	5.6		4.7	5.9	5.2
菲律宾	5.2	5.5	5.2		7.2	5.7	5.8
新加坡	2.8	1.5	2.3		3.8	2.9	3.0
泰国	0.6	2.7	4.0		2.9	0.8	3.0
越南	5.7	6.0	6.0		5.4	6.0	6.0
东盟六国	4.1	4.3	4.8		5.0	4.3	4.7
韩国	3.3	3.2	3.4		2.1	3.5	3.4
2. 通货膨胀							
	(季度同比, %)				(年度同比, %)		
	2014Q3	2014Q4F	2015Q1F		2013	2014F	2015F
印度尼西亚	4.4	6.5	7.3		6.4	6.4	7.0
马来西亚	3.0	2.9	2.8		2.1	3.2	4.0
菲律宾	4.7	3.6	3.9		2.9	4.2	3.7
新加坡	0.9	-0.2	0.5		2.4	1.1	1.2
泰国	2.0	1.1	1.6		2.2	1.9	2.0
越南	4.3	2.6	-		6.6	4.1	4.6
东盟六国	3.4	3.5	-		4.1	4.0	4.4
韩国	1.4	1.0	1.5		1.3	1.3	1.7
3. 汇率							
	(名义汇率, per USD)					(实际有效汇率)	
	2014Q3	2014Q4	2015Q1F	2015F		2014Q3	2014Q4F
印度尼西亚	12212.0	12440.0	12387.5	12387.5		87.3	88.7
马来西亚	3.3	3.5	3.4	3.4		101.3	101.5
菲律宾	45.0	44.6	45.2	45.2		110.9	111.8
新加坡	1.3	1.3	1.3	1.3		113.3	113.4
泰国	32.4	33.0	33.1	33.1		102.5	104.0
越南	21246.0	21246.0	21400.0	21400.0		-	-
韩国	1050.6	1099.2	1120.0	1120.0		112.8	110.0
4. 工业产值				5. 股票市场			
	(变动率, %)				(股票指数)		
	2014Q2	2014Q3	2014Q4F		2014Q3	2014Q4	
印度尼西亚	3.5	4.6	3.0	印度尼西亚	5121	5155	
马来西亚	4.7	5.8	3.6	马来西亚	1861	1812	
菲律宾	3.6	12.3	7.7	菲律宾	7066	7247	
新加坡	9.8	1.5	4.2	新加坡	3326	3330	
泰国	-7.1	-5.2	-3.5	泰国	1550	1559	
越南	6.0	7.6	7.8	越南	611	571	

韩国	1.3	1.2	1.2	韩国	2055	1954
6. 出口				7. 进口		
	(变动率, %)				(变动率, %)	
	2014Q2	2014Q3	2014Q4F	2014Q2	2014Q3	2014Q4F
印度尼西亚	-2.3	2.7	-8.4	-4.1	-1.7	-4.8
马来西亚	12.4	9.1	11.6	18.8	17.3	19.7
菲律宾	9.8	12.8	11.1	-0.5	-0.1	7.5
新加坡	2.7	-1.6	-3.5	3.0	-5.4	-7.0
泰国	10.9	1.3	5.0	-3.5	2.0	-0.9
越南	16.3	11.9	11.5	10.7	13.5	14.6
韩国	3.3	3.7	1.1	3.3	5.4	-2.6
8. 与中国经贸往来						
	对中国出口 (变动率, %)				从中国进口 (变动率, %)	
	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2014Q2	2014Q3	2014Q4
印度尼西亚	-23.7	-29.1	-37.0	2.6	7.0	8.9
马来西亚	-3.8	-6.5	-8.7	0.3	10.0	1.4
菲律宾	9.3	24.8	18.6	7.1	22.6	22.0
新加坡	3.9	-2.1	4.6	2.8	15.3	13.1
泰国	-1.4	2.4	-1.0	-0.6	3.4	17.3
越南	14.8	21.7	25.8	23.4	19.9	48.8
东盟	1.7	11.4	3.5	7.5	12.9	17.1
韩国	-0.9	7.4	3.0	8.4	9.5	18.4

金融市场：强势美元和油价暴跌威胁新兴市场金融稳定

第四季度，发达经济体股票市场普遍上扬，除中国外其他新兴经济体股票市场均处于下行态势。主要新兴经济体国债收益率波动不同程度上升。国际主要货币波动性在四季度均达到年内最高水平，新兴市场货币贬值幅度较高，外汇市场风险显著上升。

受美国强劲增长和美联储调整前瞻性指引影响，美联储提前加息预期持续升温。与此同时，原油价格从每桶 95 美元暴跌至 55 美元，主要原因在于，美国的“页岩油”开采成本下降，产油国间的博弈，利比亚重新开放石油出口。

强势美元和油价下跌对新兴市场经济体产生较大冲击，俄罗斯、南非、土耳其、巴西汇率贬值幅度较高，金融风险逐渐集聚。

人民币相对美元呈现贬值态势，跨境资本净流出，跨境人民币净流入。预计在 2015 年人民币会呈现先贬后升格局，跨境资本总体将会保持流入态势，但是双向波动将更为频繁。

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	87.5	82.2	6.39	上证	2619.17	2205.85	18.74
欧元	1.25	1.33	-5.77	标普 500	2102.17	1976.59	1.80
日元	114.5	104.0	-9.18	德国 DAX	9434.63	9551.89	-1.23
卢比	47.56	36.14	-24.02	日经 225	16682.20	15557.27	7.23
雷亚尔	2.54	2.27	-10.63	巴西 IBOVESPA	52701.37	57225.15	-7.91
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
中国	4.09	4.10	-0.50	中国	3.63	3.98	-35.19
美国	0.12	0.12	0.30	美国	2.27	2.52	-25.00
欧元	-0.01	0.03	-3.78	欧元	0.71	1.06	-34.76
日本	0.05	0.06	-0.72	日本	0.33	0.52	-18.80
印度	7.76	7.80	-3.93	巴西	12.50	12.34	16.00

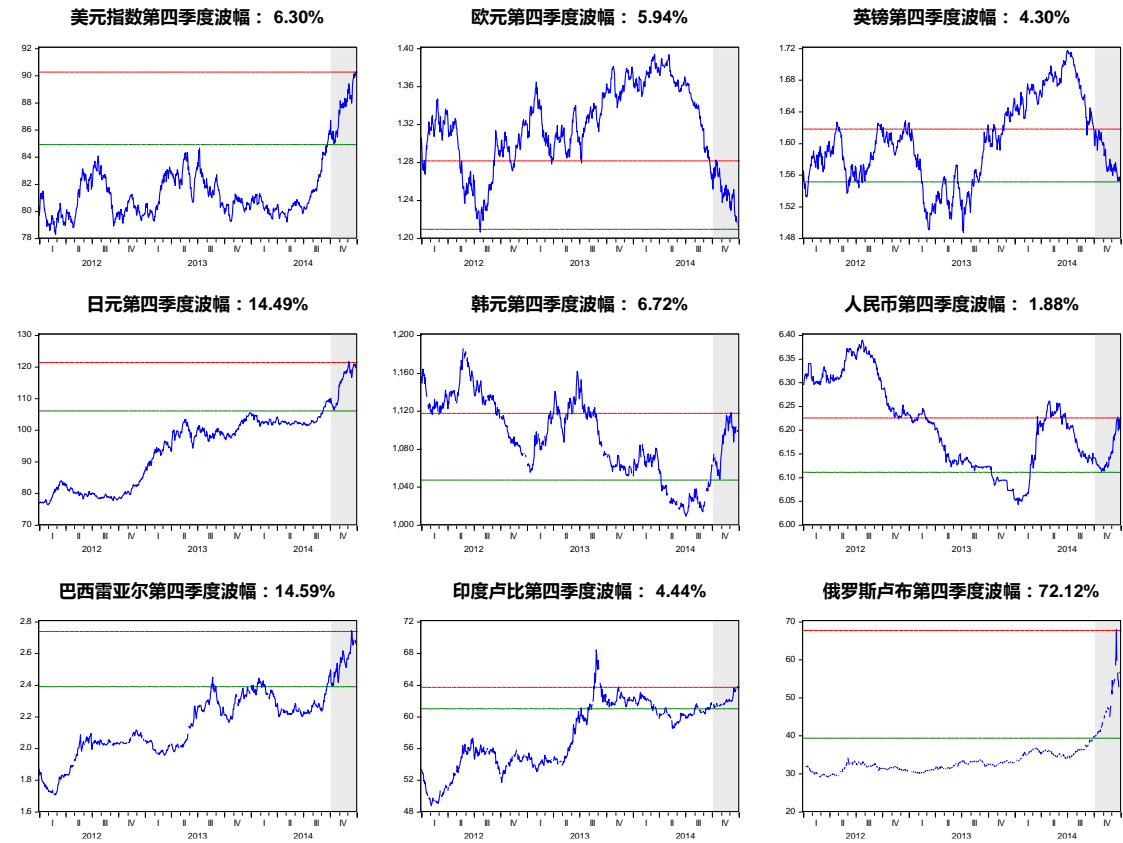
注：数据来自 WIND，CEEM。各指标季度数值为季内平均值，变动幅度则根据 3、4 季度的平均值计算。主要货币汇率为对美元双边汇率，其中欧元汇率为间接标价法，日元、卢布、雷亚尔为直接标价法。货币市场和债券市场利率单位为百分点。变化基点单位为百分之一个百分点。

一、市场概况

美元依然一枝独秀，国际主要货币波动性在四季度均达到年内最高水平，国际外汇市场风险显著上升。

第四季度外汇市场，美元依然一枝独秀，美元指数上升 6.4%。欧元、英镑、日元、澳元等主要国际货币则相对美元则持续贬值，其中以日元贬值幅度最甚，相比上季末贬值约 10%。主要新兴经济体货币对美元出现不同程度贬值。实际有效汇率所反映的情况与上述态势具有较高一致性，美元相比三季度走强近 3%，日元整体贬值幅度约 5.6%。以汇率增速标准差度量波动率，国际主要货币波动性在四季度均达到年内最高水平，国际外汇市场风险显著上升。

图表 32 主要发达经济体汇率走势



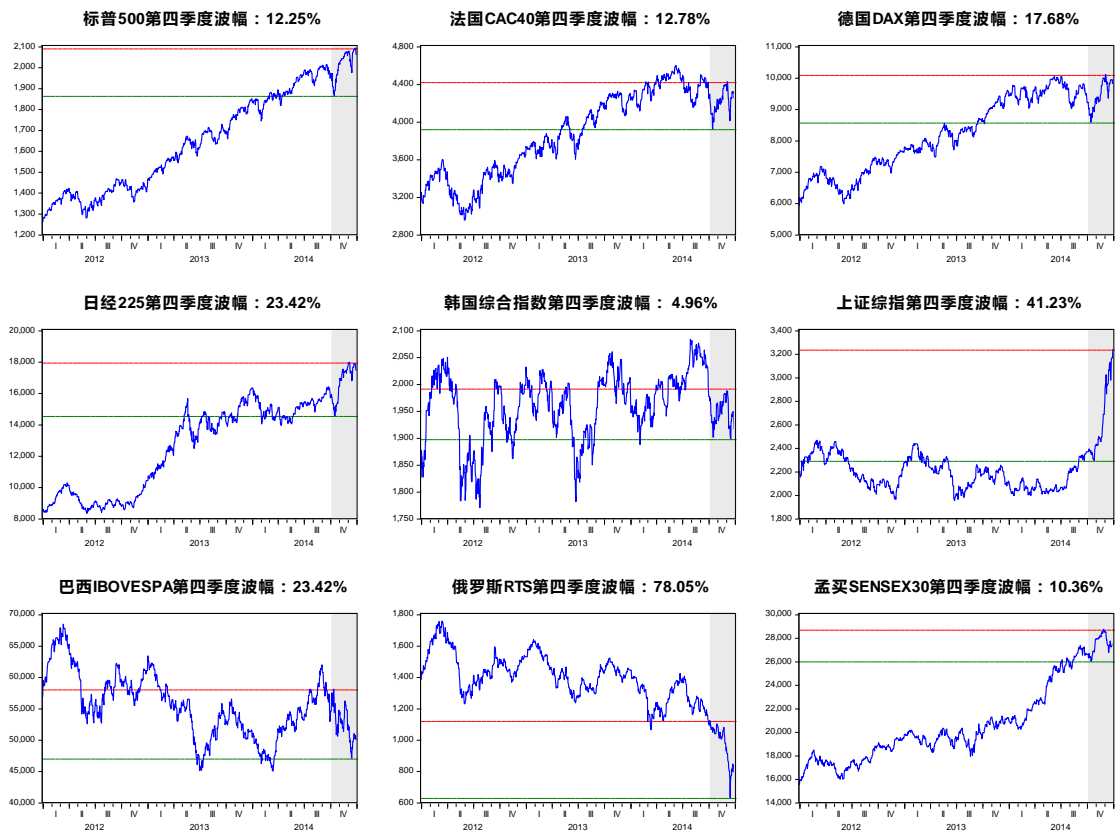
注：数据来自 Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。季度波幅定义为季内最高值相对最低值的偏离百分比。各图中位置较高的红色虚线代表季内最高值，较低绿色虚线代表季内最低水平。阴影部分代表第四季度。

股市方面，发达经济体

股市方面，发达经济体反弹，除中国外的新兴经济体普遍下行。美法德日等主要发达经济体股指在九到十月间出现较大幅度

反弹，除中国下挫后，于年末出现较大力度的反弹。其中日经 225 指数、德国 DAX 指数、美国标普 500 指数最大反弹力度依次为 23.4%、17.7%、12.3%。新兴经济体中，除中国在第四季度内经历约 41.2% 的最大涨幅，其他经济体股市表现明显逊色于发达经济体。其中，俄罗斯最大跌幅为 78.1%，巴西股指最大跌幅为 23.4%。主要经济体股市波动性在第四季度也都达到了年内的峰值，不少甚至达到了三年间的峰值。

图表 33 主要经济体股指走势

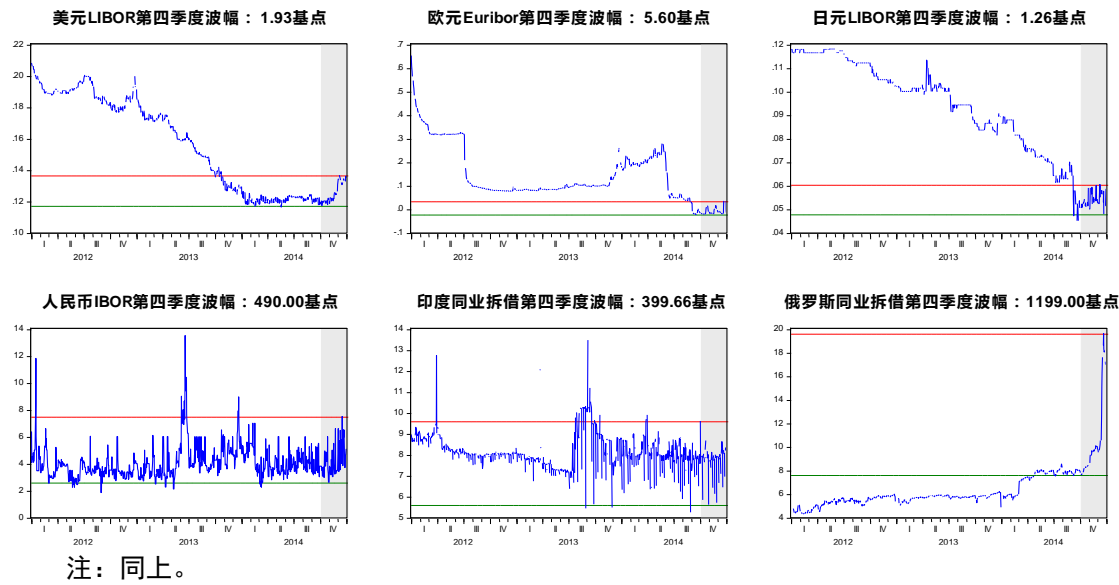


注：同上。

货币市场方面，各经济体货币市场利率走势随货币政策分化而分化。随着美联储正式结束资产购买，升息预期逐步临近，伦敦同业拆借市场上，美元利率结束前三个季度在 0.12% 的极低水平上波澜不惊的局面，在第四季度出现微弱的上升苗头。欧元区银行间拆借利率则在欧央行今年以来不断宽松的货币政策，达到了历史性低位。日元拆借利率仍处低位，波动性有一定上升。主

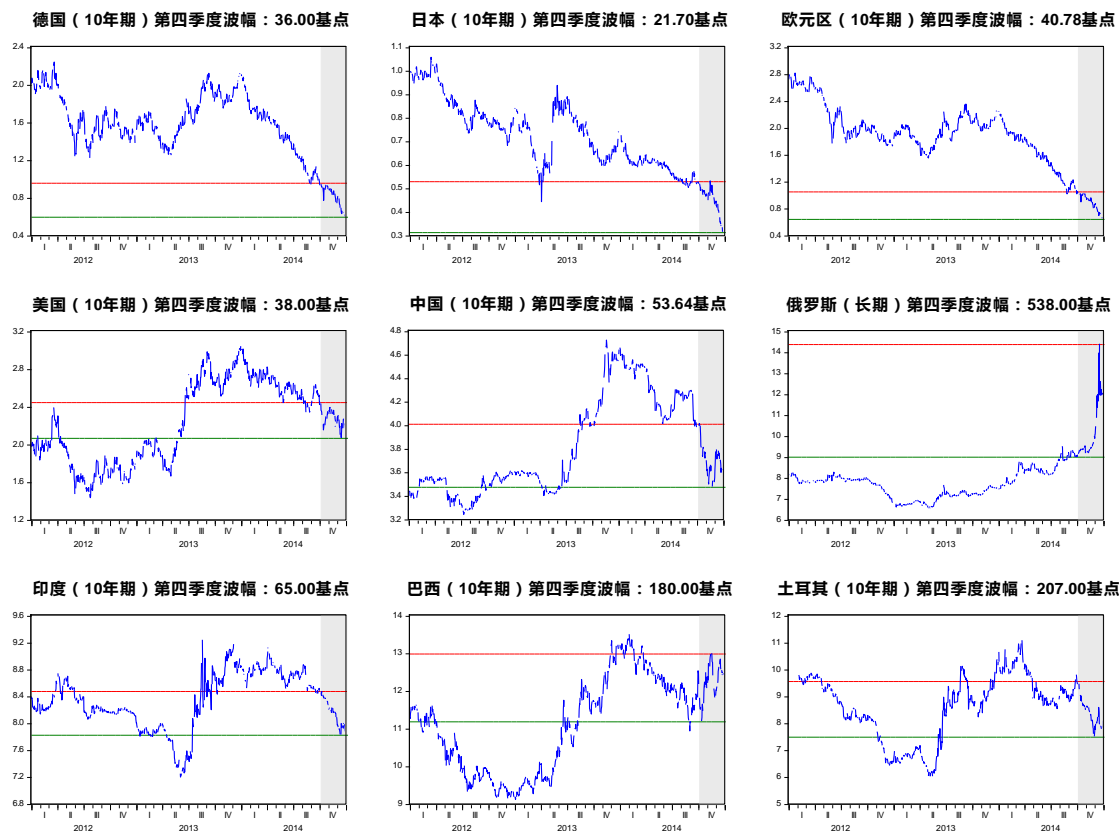
要新兴经济体货币市场走势分化明显。人民币同业拆借利率在频繁波动中有所上行，印度货币市场并未出现明显变化，但俄罗斯在油价引发的经济震荡中大幅提升利率，以降低资本外逃汇率急剧贬值的压力。

图表 34 主要货币市场利率走势



国债市场方面，第4季度市场波动性明显要强于三季度，不少国债收益率在季末还出现不同程度的上行。受退出量宽影响，美国的长期国债收益率在第4季度出现明显波折。与美国类似，一些主要新兴经济体国债收益率在四季度波动程度放大，巴西长期国债收益率则是在震荡中上行，俄罗斯长期国债收益率更是在第4季度内飙升了五个多百分点。例外的是日本和欧元区这类仍在实施或者扩大实施量化宽松货币政策的发达经济体，其10年期国债收益率延续去年以来不断下行的趋势。第4季度中国国债收益率波幅相比其他新兴经济体要窄，但相比发达经济体仍要偏大。

图表 35 主要经济体国债收益率走势



注：同上。

二、强势美元与油价下跌重创新兴市场货币

美联储提前加息预期持续升温，主要有两个原因。其一，美国经济增长势头强劲。

2014 年第 4 季度，美联储提前加息预期持续升温，其主要有如下两个原因。

一，美国经济数据表现亮眼。截至 12 月底，美国失业率已经降至 5.8%。申请失业人数连续 10 周低于 30 万人，是 2000 年以来最低。职位空缺增加 14.9 万，达到 483 万，是 2000 年以来次高水平。同时，通货膨胀率一直保持在 2% 以下的低位，11 月通胀率仅为 1.3% 消费者信心指数上升至 7 年来最高的 89.4；过去 7 个季度中美国 GDP 季率增速有 5 次超过 3%，四季度预期经济增长 3% 左右。过去 5 个季度中美国 GDP 季率增速有 4 次超过 3%，美国经济增长的速度已经超过潜在增速水平。

其二，美联储在 12 月 18 日发布的议息会议声明中对前瞻性指引做出了调整。

二，美联储在 12 月 18 日发布的议息会议声明中对前瞻性指引做出了调整。在 12 月的美联储议息会议上，美联储发表声明，维持联邦基金利率目标区间在 0-0.25% 不变，删除低利率前瞻指引中“相当长一段时期”的表述，转为“耐心的”将货币政策立场正常化。根据美联储的预测（见表 1），在未来三年内，经济增长率和失业率基本保持在潜在水平，通货膨胀率在短期内可能会受到油价下跌的影响，但是在强劲经济的推动下，还是会继续向 2% 的目标靠近。而且，美联储的一贯观点认为，外部环境对美国的影响有限。欧洲经济增长乏力，日本结构性改革停滞，以及俄罗斯地缘政治等风险都不会对美联储货币政策造成实质性影响。美联储主要根据美国国内的情况来调整政策，而不会过于考虑其他国家的情况。此外，基于 12 月最新的市场数据，2015 年 9 月份的 30 天联邦基金利率期货隐含利率为 0.34%，显示市场预期美联储将在 2015 年 9 月加息概率高于 50%。综合上述情况，预计美联储在 2015 年下半年开始进入加息通道，加息的节奏则会随着经济形势的变化进行调整。

图表 36 美联储 2015-2017 年经济指标预期值

	2015 年	2016 年	2017 年
GDP 增速	2.6-3.0%	2.5-3.0%	2.3-2.5%
失业率	5.2-5.3%	5.0-5.2%	4.9-5.3%
通货膨胀率	1.5-1.8%	1.7-2.0%	1.8-2.0%

数据来源：美联储官方网站，世界经济预测与政策模拟实验室。

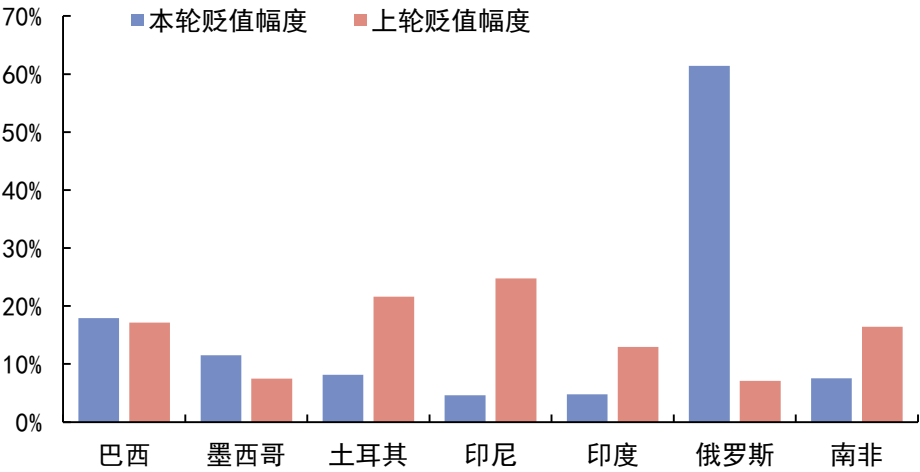
原油价格暴跌主要原因在于，美国的“页岩油”开采成本下降，产油国

第 4 季度，原油价格从每桶 95 美元暴跌至 55 美元，主要有以下三方面原因。其一，美国的“页岩油”革命改变全球能源结构，全球的石油供给超出需求量。由于美国油页岩水平钻探和“水力压裂”技术得到大范围推广，美国本土的页岩油和页岩气产量大幅上升，美国能源降低了对国际市场的依赖。其二，产油国间的博弈进一步加剧了短期内原油供给过剩的预期，欧佩克（OPEC）

间的博弈，宣布不会减少石油产量，油价出现短期剧烈波动。其三，石油产量丰富的利比亚反对派宣布重新开放石油出口。从能源的进出口角度来看，油价暴跌有利于进口型国家如日本、印度、中国，不利于出口型国家如沙特、伊朗、委内瑞拉，对俄罗斯经济打击严重；另外通过增加通缩压力，将推动欧元区和日本继续实施宽松货币政策。

在强势美元和油价暴跌的冲击下，大部分新兴经济体国家货币自 2014 年 6 月起开始出现贬值，美联储加息预期加剧了资金抽离新兴市场国家的速度。俄罗斯卢布在乌克兰危机和油价下跌的双重夹击下出现暴跌，2014 年下半年俄罗斯巴累积贬值 61%。其他新兴市场国家货币也出现了不同程度的贬值，巴西雷亚尔和墨西哥比索 2014 年下半年贬值幅度高达 18%和 11%，土耳其和南非兰特里拉贬值幅度也达到了 8%。目前来看，俄罗斯、巴西和墨西哥形势更为严峻，本轮贬值势头超过了联储退出量宽预期在 2013 年 5 月至 2014 年 2 月期间造成的贬值（见下图）。

图表 37 新兴市场国家货币贬值幅度

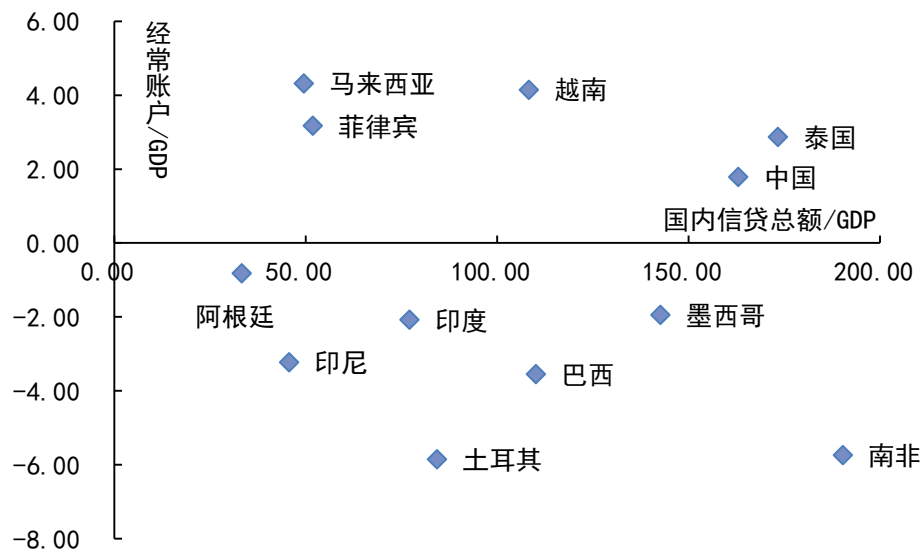


注：数据来自 WIND，世界经济预测与政策模拟实验室。

马来西亚、菲律宾、俄罗斯、越南、强势美元和油价下跌的具体影响将会因各国经济状况及应对资本外逃能力等方面的差异出现分化。已有的研究表明，在遇到外部冲击时，经常账户占 GDP 比率较低的国家容易引发货币危

和阿根廷处于相对稳健的区域，而南非、土耳其、巴西则处于相对危险的区域。我们发现，马来西亚、菲律宾、俄罗斯、越南和阿根廷处于相对稳健的区域，而南非、土耳其、巴西则处于相对危险的区域。预计在明年一季度，那些经济增长疲软且对外资依赖程度较大的新兴市场国家会面临较大冲击，在新兴市场国家经济增长普遍放缓的形势下，是否加息捍卫汇率将会是一个艰难抉择。而对于那些国际收支顺差、经济基本面较好的国家而言，美联储加息的影响会相对较小，且该国货币相对美元贬值反而有利于促进出口。

图表 38 新兴市场国家货币贬值幅度



注：竖轴代表 2014 年经常账户/GDP，横轴代表国内信贷总额/GDP。

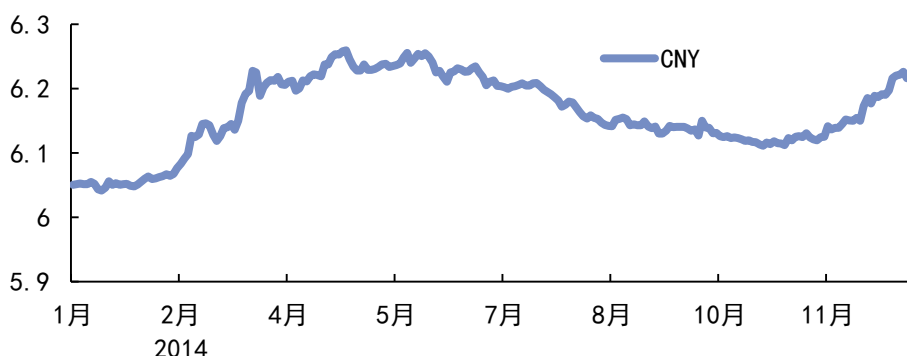
数据来源：IMF, Worldbank, 世界经济预测与政策模拟实验室。

三、中国跨境资本流动和汇率波动性加剧

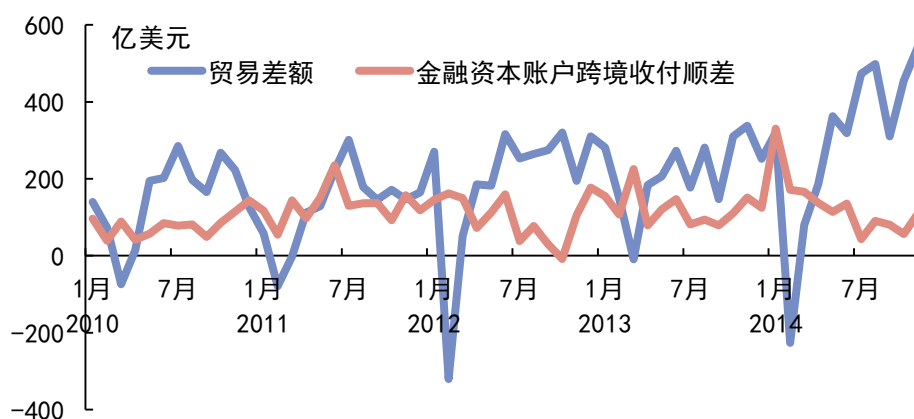
第四季度前两个月，我国跨境资本净流出 135 亿美元，创历史新高。第四季度，经常账户下贸易顺差较大，资本与金融账户下也有净流入，但是外汇市场上却出现供不应求，人民币兑美元汇率从 6.13 贬值至 6.2。10-11 月，我国贸易顺差为 1000 亿美元，同期，银行代客涉外收付中的资本与金融账户顺差为 166 亿美元，其中收入 901 亿美元，支出 735 亿美元。这种外汇市场供求关系的变化，是由于近期央行减少外汇市场干预，市场主体调整了外汇交易策略，在强势美元引导下，企

业购汇意愿普遍增强，结汇动机有所减弱。

图表 39 人民币对美元即期汇率



图表 40 贸易顺差与金融资本账户跨境收付顺差



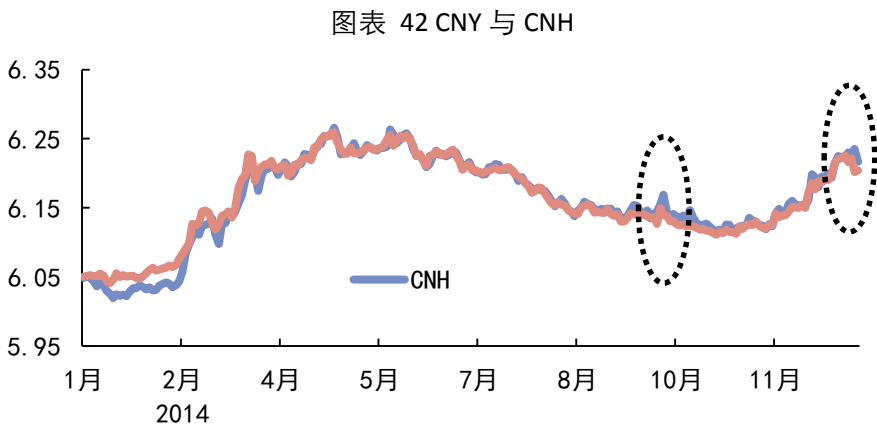
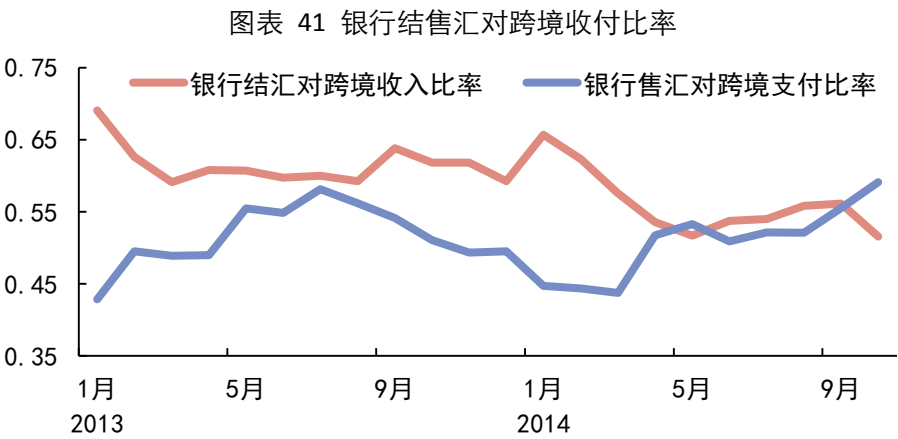
注：数据来自 Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

香港离岸人民币相对在岸人民币贬值，企业推迟结汇，持有美元意愿上升。

企业持有美元意愿上升。结售汇数据主要反映企业和个人在实现上述跨境资金收付前后，卖给银行（结汇）或从银行购买（售汇或购汇）的外汇数额，即非银行部门结售汇（也称银行代客结售汇），体现为资金通过银行体系在外汇和人民币之间转换。如果企业愿意持有美元，那么向银行的结汇就会随之下降，因此，可以用银行结汇/跨境收入这一指标度量企业是否愿意持有美元，越低代表企业愿意持有美元越多；同理，用银行售汇/跨境支出也可以度量企业是否愿意购买美元，越高代表企业越愿意购买美元。下图表明，10月和11月，由于香港离岸人民币相对在岸人民币贬值，企业在大陆购买外汇最划算，所以企业推迟结汇，

银行结汇/跨境收入从 0.52 升至 0.53，同时企业购汇意愿上升，银行售汇/跨境支出上升，从 0.59 降至 0.55。

从下图也可以发现，非银行部门结售汇仅占跨境收付的 50-60%，而且呈现进一步下降的趋势。监测跨境资金流动需要同时考察结售汇以外的人民币跨境资本流动。

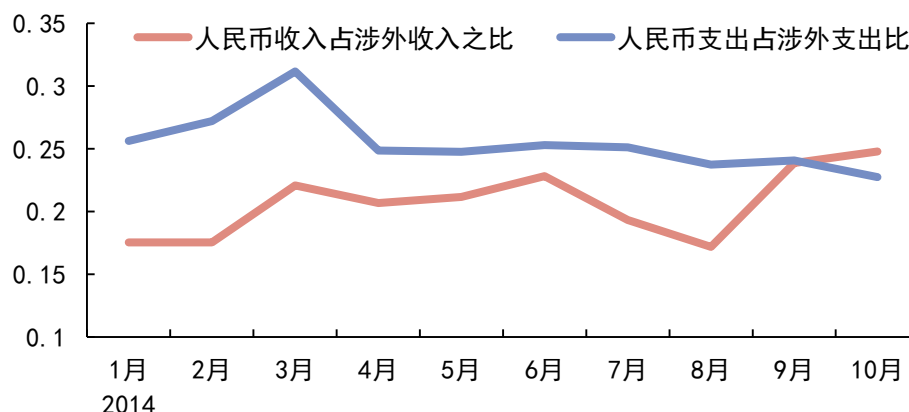


注：数据来自 Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

跨境人民币
资本出现净
流入。

人民币跨境资本流动也反映市场主体增加了美元需求。下图表明，2014 年 10 月至 12 月，跨境人民币业务占跨境资本流动的比率已经接近 25%，跨境人民币收入占比从 25% 上升至 27%，支出占比从 23% 上升至 25%，这主要是因为境外人民币价格相对境内更便宜，国外投资者希望获得美元，因此，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相对放缓。收入与支出二者之差为正，人民币净流入 545 亿元。

图表 43 人民币收支占涉外收付之比



注：数据来自 Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

在 2015 年，跨境资本将会继续保持流入态势，但是双向波动将更为频繁。人民币汇率在上半年波动性较高，下半年有缓慢升值。

预计在 2015 年，跨境资本会继续保持流入态势，双向波动将更为频繁。首先，我国将继续保持较大规模的外贸进出口顺差；其次，人民币相对美日欧的利差依然为正；最后，我国经济增长速度将维持在世界主要经济体中的较高水平，因此总体上跨境资本仍然保持净流入。但是，也需要考虑国内金融风险的释放，美联储调整货币政策等境内外利空因素，此时，跨境资本流出压力加大，境内市场外汇供求缺口有可能小于贸易顺差，出现外汇供不应求。

人民币汇率波动性加剧。随着央行逐渐退出常规的外汇市场干预，内外部不确定性因素，可能会使得跨境资金流动双向波动成为一种新常态，人民币汇率的波动性也会随之加剧。预计 2015 年上半年受美联储加息预期的影响，人民币汇率将会在 6.15-6.35 之间波动。下半年人民币汇率波动性会有所下降，随贸易顺差的增加，人民币会在一定程度上缓慢升值。

大宗商品专题：供需不平衡，全球大宗商品价格继续全线下跌

2014 年第 4 季度大宗商品持续下跌，跌幅扩大，相较于第 3 季度下跌 21.3%，全年跌幅高达 31%，其中石油领跌。中国经济疲弱、美元走强和前期投资旺盛造成产能过剩，构成了 2014 年大宗商品全线下跌的系统性因素。部分国家增产、农产品丰收、打击贸易融资等国别因素和系统性因素重合，也对价格造成压力。由于基本面因素在短期内未有大幅改变的迹象，预计 2015 年上半年大宗商品仍然维持弱势，但跌幅将会缩窄。在部分超跌的产品上如铜等将会有小幅反弹。

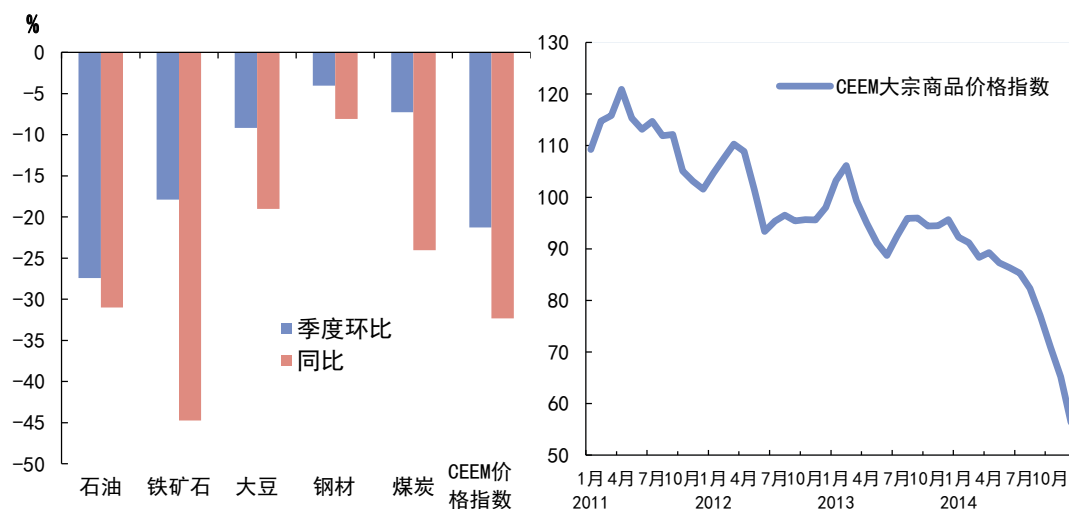
一、大宗商品总体价格走势

第 4 季度大宗商品全线下跌，石油单季跌幅创记录。

2014 年第 4 季度，大宗商品延续了上一季度跌势，同时跌幅扩大，石油季度环比跌幅达 27.4%，导致 CEEM 大宗商品价格指数²⁸整体下跌 21.3%，为 2008 年金融危机后最大的单季跌幅。铁矿石环比跌去 17.9%，同样创下跌幅记录。煤炭下跌 7.3%，跌幅和第 1 季度持平。钢材下跌 4.1%，为年内最大单季跌幅。大豆下跌 9.1%，仅轻微低于第 3 季度跌幅。CEEM 大宗商品价格指数同比跌幅更高达 31%，显示出去年底至今，大宗商品市场价格整体跌去近三成。

²⁸ 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 44 大宗商品价格指数



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

二、主要大宗商品供求情况与价格走势

中国经济疲弱、美元走强、前期投资过剩构成了大宗商品走弱的系统性原因。

CEEM 大宗商品价格指数以中国的需求分布综合计算全球大宗商品价格。由于石油占中国大宗商品进口金额超过 50%，自 2011 年以来，CEEM 指数的多次攀升都和石油价格相关。2014 年全球供给过剩、需求不振打击了油价，石油的剧跌进一步拖累 CEEM 指数。但大宗商品在 2014 出现了全面下调的现象，既有使几乎所有商品价格承压的系统性因素，也存在一定程度的巧合。

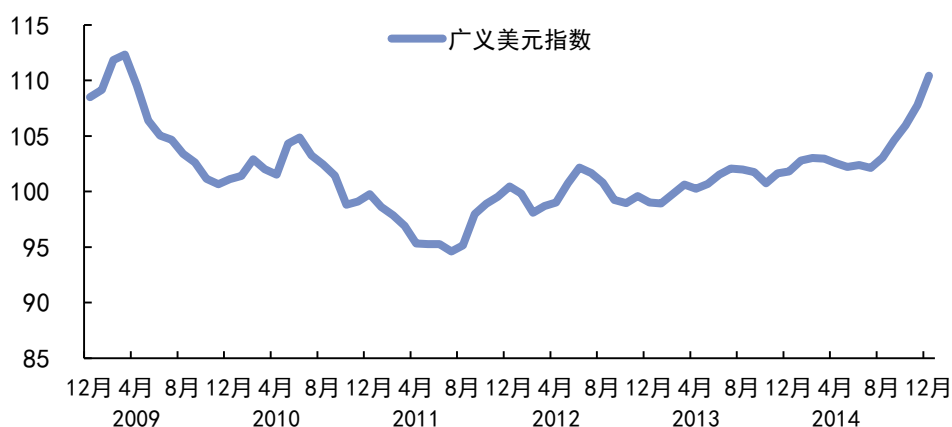
第一个系统性因素是中国经济走势疲弱。从中国五大主要进口大宗商品价格走势可以看到，铁矿石和煤炭的价格走势高度相关。两者的主要需求者都是中国，主要供给者都是澳大利亚。因此，中国的经济形势和政策因素以及澳洲的产品供给情况对两种商品有较大影响。2014 年，由于中国经济相对疲弱，进口需求不振，导致铁矿石和煤炭价格下跌，恰巧和石油价格剧跌重合。

因此，随着中国在全球经济体系中的系统重要性在上升，中国经济走势是左右 2014 年大宗商品市场的一个系统性因素。

此外，中国的政策因素也有较大的影响力。中国年内打击贸易融资的举措使得铁矿石和铜先后剧烈下跌。

第二个系统性因素是美国的货币政策。美联储在 2014 年正式退出量化宽松，使美国流动性相对收紧，美元走强。这意味着各国购买以美元计价的大宗商品成本上升，在其他条件不变的情况下，大宗商品的美元价格将会下降，市场出现调整。美国的货币政策还影响了全球投资者的资产配置情况。大宗商品作为高波动性金融产品，金融危机之后价格在新兴市场强劲需求的推动下步步走高，吸引了宽松政策带来的流动性资金涌入，进一步抬升价格。随着美联储退出量宽并可能进入加息周期，市场风险偏好会有所调整。在供需基本面压低市场价格后，大宗商品的收益已无法匹配其自身的高风险，资金开始撤离该市场，放大了跌幅。

图表 45 广义美元指数



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

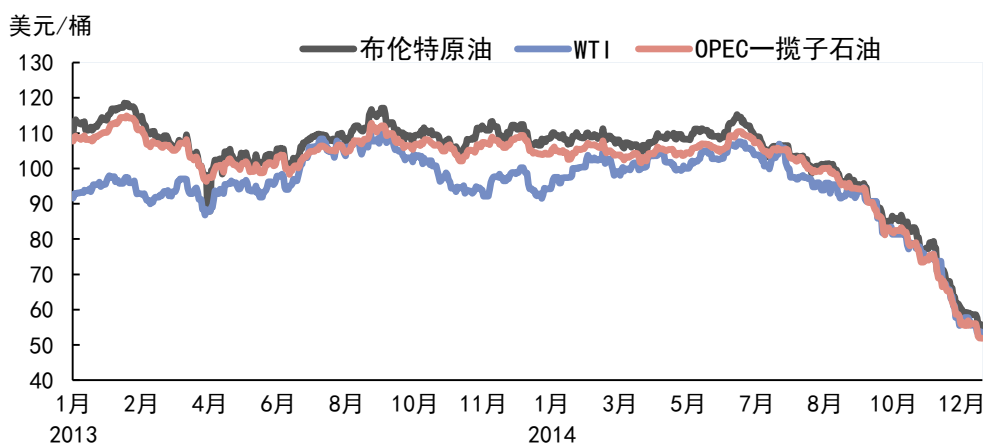
第三个系统性因素是金融危机后的大宗商品超级周期推动了业界进行大量投资，提升了整体产能。超级周期中，澳大利亚对中国出口的铁矿石、煤炭等产品利润率高、需求量大，刺激了几大生产商扩大生产。南美的铜矿投资也迅速扩张，导致产能超过需求增长，矛盾点在 2014 年集中爆发。

2014 年大宗商品价格的剧跌也存在巧合因素。美洲农产品

在 2014 年出现较大丰收，推动价格下跌；伊拉克、俄罗斯等国石油生产强劲增长；小型冲突未演化成大型地缘政治危机，市场情绪缓解。

2014 年，全球石油价格近乎腰斩。油价在 6 月份因为乌克兰危机走高后一度冲破 110 美元每桶的价格（布伦特原油），但随后在 OPEC 保持生产目标不变、美国生产强劲增长、全球需求疲弱的影响下，OPEC 一揽子价格、WTI 价格和布伦特价格同步下跌，均跌穿 60 美元/桶的低点，并持续向 50 美元/桶逼近，三者价差缩小。

图表 46 三大现货价格



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

由于 OPEC 坚持产量目标不变，美国生产强劲，且需求整体疲弱，导致供过于求。此外，当前金融市场空头力量较强。

需求疲弱，石油使用效率提升。根据估计，2014 年全球石油需求增长仅为 60-90 万桶/日，相较于此前各机构的预测都有所下调。尽管美国经济复苏明显，但由于其交通运输的能源使用效率提升、替代能源使用率上升，导致需求增长不及预期。亚洲、欧洲和南美洲等国由于经济增长低于预期，都对石油需求的增长产生压力。日本和欧洲的石油需求甚至出现下滑。

另一方面，低油价刺激了少数国家的石油需求，部分抵消了经济疲弱带来的影响。例如，中国通过积极进口原油扩大自身的储备。新兴市场国家经济结构的改变也导致了对交通燃油需求的上升。但总体而言，全球石油需求增长缓慢，全年供过于求。

OPEC 和美国石油产量超出预期。在供给方面，2014 非 OPEC 国家石油产量相较于 2013 年增产约 172 万桶/日，达到 5600 万桶/日。美国石油产出增长强劲，使得整体供给超出预期。致密页岩油的产量从 2008 年至今翻了将近 4 倍，如今已经占美国原油总产量的 35%。美国天然气产量扩大也对石油的需求产生了压力。墨西哥、北海油田和中亚的石油产出小幅下降，但未改变整体增产的势头。利比亚的动荡局势对石油生产造成了一定干扰，但影响有限。

2014 年油价的最高点出现在 6 月份。当时，乌克兰危机引发全球对俄罗斯及东欧石油生产稳定性的担忧。但随后乌克兰危机逐步平息，石油生产未受到显著影响。下半年，俄罗斯反而一再扩大石油产量。俄罗斯能源部公布数据的数据显示，2014 年俄罗斯原油产量创下后苏联时代的历史新高，日均产量高达 1058 万桶，与 2013 年相比增长 0.7%。

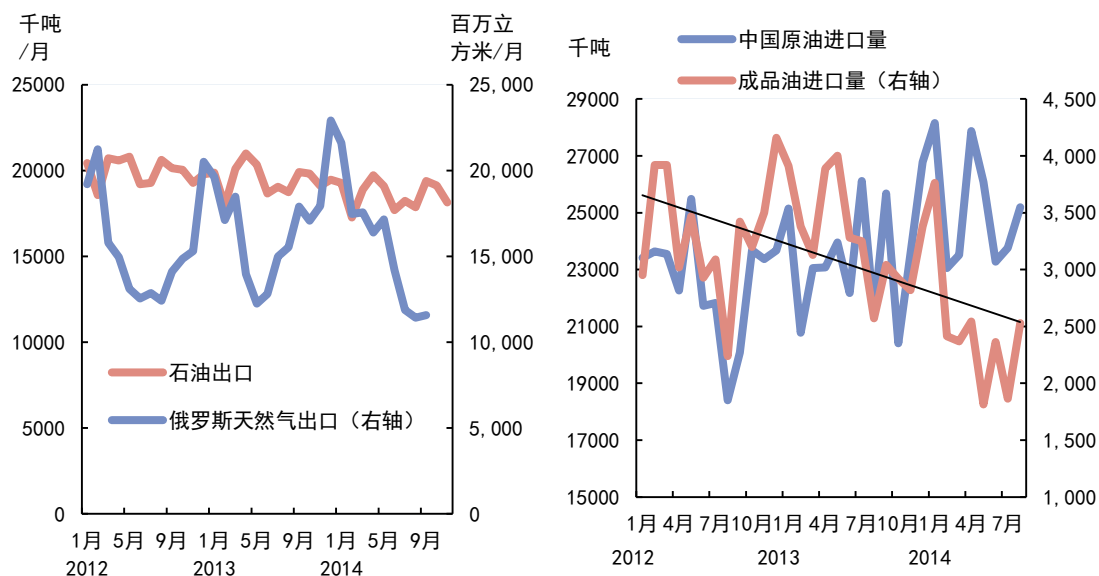
导致 2014 年石油价格出现结构性下调的核心原因是 OPEC 拒绝减产，维持产量目标在 3000 万桶/日的水平。11 月 OPEC 会议公布这一结果后，重创原油市场。导致这一现象的重要原因是沙特等国家对石油市场份额较为敏感，不愿通过削减产量丧失份额。非 OPEC 国家产量的大增也削弱了 OPEC 国家影响油价的能力。

除沙特等产油大国保持产量稳定以外，伊拉克也持续增产。伊拉克 12 月每日出口 294 万桶，创下 1980 年代以来的新高。

金融市场空头实力强劲。对布伦特原油走势看多的投资者在年末油价大跌后有所回升，但这部分投资者主要是金融投资者。相反，大部分的消费者和生产商加大对原油的做空力度。年末纽约原油期货和布伦特期货的交易量都出现明显下降。可能的原因包括大宗商品投机资金快速撤离，同时过大的回撤迫使部分投资者清仓。随着资金离场，原油价格下跌的压力仍然存在。由于供给充分，14 年末布伦特原油市场整体处于现货价格低于期货价

格的态势,但价差较小。纽约期货市场上已出现目标价位为 20-30 美元/桶的订单。

图表 47 俄罗斯能源对外供给；中国原油进口情况



数据来源: CEIC, 世界经济预测与政策模拟实验室

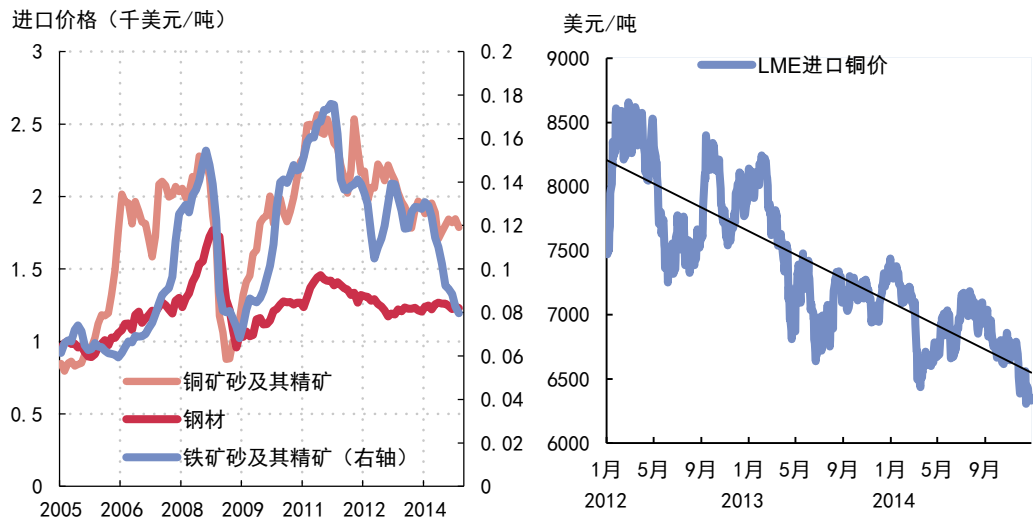
上游前期投资旺盛,产能仍在上升,短期内金属价格缺乏支撑。

金属价格在第 4 季度继续下跌。年末进口铁矿砂跌至 79 美元/吨的水平,为全年低点。铁矿石总体价格相较于 2011 年的高点跌去将近一半。中国经济持续疲软、全球供应面充足仍然是拉低铁矿石价格的主要因素。全球约 60%的铁矿石由淡水河谷、力拓、必和必拓和 FMG 四家提供,2014 年,国际四大矿商铁矿石新增产量预计将达到 1.15 亿吨/年左右,超过需求。国内供需也存在不平衡。据统计,2014 年前 11 个月,中国国产铁矿石原矿产量同比增长 4.8%。而下游生铁产量同比仅增长 0.4%。

铜价持续下跌,库存累积。7 月份到达高点后,LME 铜价持续走低,并间歇出现跳水行情。近两年全球铜矿产量增速进入高峰。数据显示,2015 年全球铜矿产量增速升至 7%,产量 1981.6 万吨。而中国经济增速下行,在去杠杆的压力下,下游需求疲弱,国内外库存均持续增长,难以支撑铜价。中国铜冶炼企业过往通过贸易融资的利润补贴精炼业务,但随着当局收紧政策,贸易融

资难度加大，对进口铜的需求也在下降。

图表 48 各大金属进口价格；LME 进口铜价



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

大豆、玉米价
格下滑，小麦
价格平稳，供
应稳定。

2014 年第 4 季度中国大豆进口价格继续下降，集贸市场豆粕零售价格与豆油价格均持续下滑。供给过剩是导致大豆与豆粕、豆油等豆类产品价格继续下滑的主要因素。美国农业部（USDA）在 12 月公布全球农产品供需报告中，继续上调大豆产量预期 75 万吨，上调的增量主要来源于加拿大、乌克兰和巴拉圭。近期北半球国家处于收割阶段，南美天气也变化不大，种植进程较为稳定，未来 1 季度大豆的国际产量仍有进一步上调空间，价格可能继续平稳下滑。尽管国内迎来需求旺季，但总体来看压力有限。预计未来 1 季度豆粕与豆油价格仍将平衡下滑。

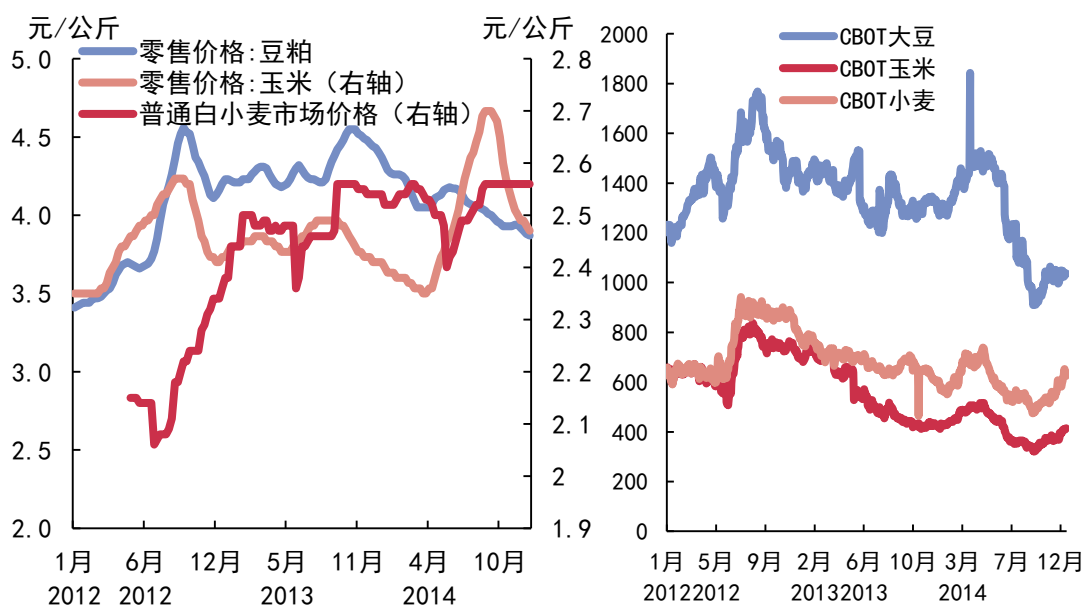
玉米价格下滑。2014 年第 3 季度受我国西北制种基地灾情以及内蒙、河北等地区干旱影响，玉米产量下滑，而其他产区则在第 4 季度出现了丰产，因而抵消了前期干旱的影响，玉米价格出现下滑。另一方面，玉米库存仍然处于较高水平，预计未来将持续去库存，价格上涨压力不大。

小麦价格平稳。需求方面，第 4 季度进入传统消费旺季，需

求端压力略有显现，但供给方面充足保证了价格的平稳运行。国际市场小麦产区丰收，美国农业部在 12 月报告中继续上调了小麦产量预期，主要来自于加拿大产区；而消费方面则由于欧盟饲用小麦的减少导致消费量被下调，未来小麦国际价格仍有可能存在下滑压力。

从各类大宗商品国际价格的历史相关性来看，农产品国际价格与原油价格高度相关——油价下跌将通过拉低生产成本带动大宗农产品价格下滑，但总体而言对国内农产品价格的影响有限。国内包括玉米与小麦在内的主要粮食品种的价格由政府管控，因此，在最低收购价的支撑下，受国际油价与农产品价格下跌的影响有限。

图表 49 豆粕、玉米价格下滑，小麦价格平稳；国际期货市场农产品价格略有上升



三、未来价格走势与风险

2015 年全年
平均油价预
计 55-65 美

国际油价仍然存在较多的下跌驱动因素。在需求方面，全球经济增长放缓担忧加剧。IMF 下调 2015 年增长预期至 3.8%，低于原先预测 0.2 个百分点。欧洲通缩和疲弱的风险加大，美国的

元之间。需求端在边际上起重要影响。金属和农产品目前都缺乏大幅反弹动力。

增长势头也受到影响。根据 OPEC 预测，2015 年全球原油日需求量为 9226 万桶，仅增加 112 万桶；EIA 下调 2015 年全球原油日均的需求预期至 9250 万桶，较 2014 年日均需求增长 110 万桶。其中 OECD 国家需求减少，主要受欧洲国家和日本影响。美国小幅增加。非 OECD 国家中，中国小幅增加。

供给方面，预计 OPEC 在短期内不会大幅减产以支持油价。但局部因素，如地缘冲突可能会造成小规模减产。EIA 的预测为 OPEC 相较今年减少 15 万桶日产出。

OPEC 产出变化和 2015 年全球需求变化息息相关。如经济复苏态势确定，新兴经济体需求显著回升，OPEC 减产动力将下降。这是因为 OECD 经合组织国家目前原油库存处于高位，在丧失了定价决定权的情况下，OPEC 各国更可能增产以抢占市场。如经济维持疲弱态势，欧洲情况恶化，整体需求下降，油价进一步承压，OPEC 之间协商减产以稳定油价的动力可能会较强。预计 2015 年情况可能更偏于后者，因此，本报告对 OPEC 产量的预测要低于 EIA，预计平均日产出减少量在 20-30 万桶左右。

非 OPEC 国家中，美国依然起关键因素。EIA 预计 2015 年美国原油日产量平均为 930-950 万桶，较 2014 年增加 70 万桶。数据显示，美国页岩油成本主要集中在 60—70 美元/桶关口。页岩油老井自然开采到第二年产量将减少 70%。油价降低将会使石油企业退出部分开采难度较高的地区。但目前仍有大量致密油开采成本较低的地区，能够承受较低的油价。因此，预计在油价持续下跌的情况下，美国原油生产增速将会放缓，但一旦油价回升超过 70 美元/桶，仍然有较大的增产空间。

因此，对明年油价的总体分析显示，需求基本面尚不足以支撑油价大幅反弹，供给基本面存在有利于支撑油价的因素，但只有在油价持续低迷的情况下才会起明显效果。综合来看，预计 2015 年油价**将出现短暂的超跌**，间歇跌破 50 美元/桶，且震荡区间较大，在美元走强的背景下油价整体难以出现较大反弹。平

均价位在 55-65 美元之间。

金属价格短期内仍然难有反弹动力。由于投资和产能扩张、调整都有滞后性，前期的过量投资带来的充足供给仍然将持续一段时间。主要生产商也不愿意停产或削减产能以提升价格，而更倾向于维持市场份额。再加上主要消费国经济疲软，预计上半年金属价格仍然将徘徊在低位。铜价有可能在超跌后小幅反弹。

农产品方面未来价格下跌的风险主要来自于可能发生的厄尔尼诺现象。目前，厄尔尼诺现象仅由日本宣布发生，澳大利亚气象局表示气候指标已经逼近厄尔尼诺阈值，并预测未来三个月内可能出现厄尔尼诺。因此，如果第 1 季度发生厄尔尼诺，大豆可能会因巴西南部到阿根廷中部等地区的降雨量突增带来产量上调。对国内各地的粮食生产也将形成冲击，可能造成北方地区的玉米减产。

外贸专题：出口平稳增长 顺差再创新高

2014 年第 4 季度，中国海关数据显示中国出口较第 3 季度明显放缓，但主要贸易伙伴提供的代表中国真实出口水平的数据却表明，中国出口很可能在 6-7% 的区间低位平稳增长。不同时期的虚假出口干扰因素，是导致二者不一致的重要原因。第 4 季度中国出口增长主要来源于中国出口产品在贸易伙伴市场份额增速的明显回升。第 4 季度以来，中国出口中的虚假高报明显减少。俄罗斯提供的数据显示近期中国对俄罗斯出口未出现大幅下滑。

第 4 季度，中国进口继续放缓为负增长，主要大宗商品价格大幅下跌。贸易顺差再创历史新高，预计 2014 年货物和服务净出口对 GDP 增长的贡献为 1 个百分点。预计 2015 年全球贸易小幅回暖，外需增长 2%-3%，中国出口增长 7%-8%。

一、中国出口较第 3 季度明显放缓：中国海关数据

中国海关数据显示，第 4 季度中国出口较第 3 季度明显放缓。

中国出口较第 3 季度明显放缓，出口放缓主要来自欧盟、日本和俄罗斯。2014 年第 4 季度，以美元计，中国海关统计²⁹的出口同比增长 8.5%，较第 3 季度的 13% 下降 4.5 个百分点。其中，中国对欧盟、日本和俄罗斯的出口依次增长 4.3%、-7% 和 2.5%，较 3 季度分别下降 10.5、5 和 17.5 个百分点。从对总出口增长贡献程度看，上述三个地区是第 4 季度中国出口放缓的主要来源地。第 4 季度，中国对美国出口同比增长 7.7%（较 3 季度的 11.5% 有所下降），中国对东盟出口增长 17.1%，较 3 季度的 12.9% 有所上升。

出口放缓主要来自其他贸易方式出

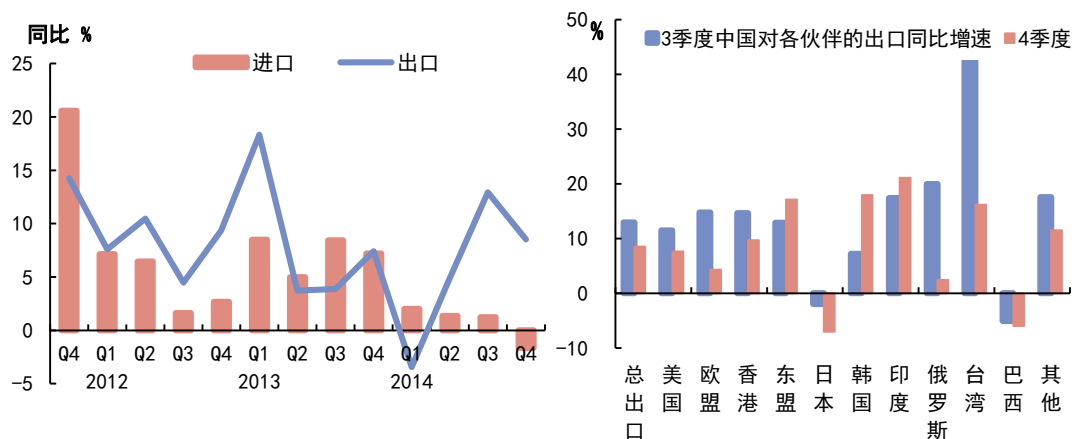
从贸易方式看，出口放缓主要来自其他贸易方式出口。2014 年 4 季度，其他贸易方式出口³⁰同比增长 6.5%，较 3 季度大幅下降 16.6 个百分点。下降的一个重要原因是隐藏其中的虚假出口

²⁹ 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，增长为同比增长。

³⁰ 其他贸易方式出口为不包括一般贸易和加工贸易之外的出口，2014 年 4 季度占总出口比例为 10.9%。

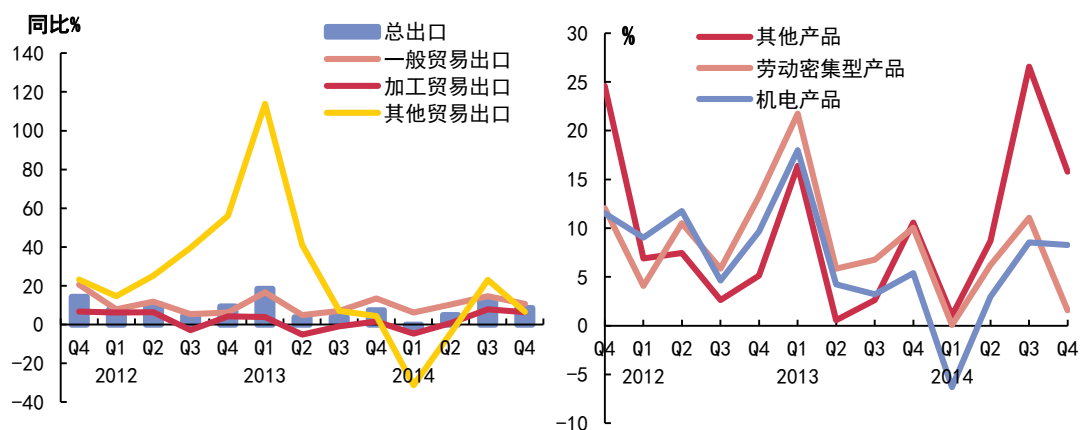
口。较 3 季度显著减少。4 季度，一般贸易和加工贸易出口同比分别增长 10.7%和 6.4%，较 3 季度略有下降。

图表 50 第 4 季度中国出口放缓，主要来自欧盟、日本和俄罗斯



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 51 出口放缓来自其他贸易方式、劳动密集型产品



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

出口放缓主要来自传统劳动密集型产品，需关注由此带来的

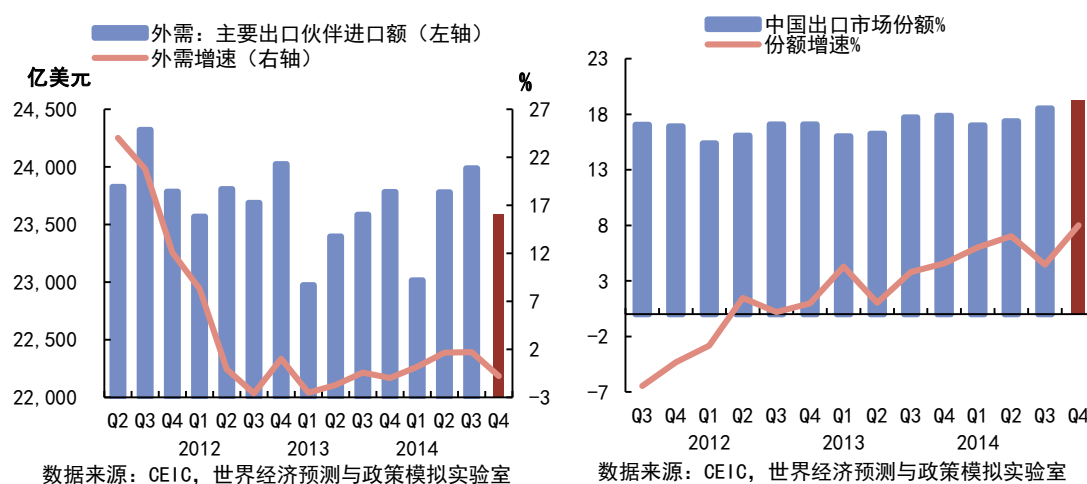
从产品看，出口放缓主要来自传统劳动密集型产品。2014 年第 4 季度，七大类传统劳动密集型出口同比仅增长 1.6%，较 3 季度下降 9.5 个百分点，成为出口放缓最主要的产品类别。11 月和 12 月，该类出口持续两月负增长，同期制造业 PMI 就业指数也是 2013 年第 1 季度以来的最低点，需要关注劳动密集型产

就业压力。 品出口放缓对就业带来的压力。第 4 季度，机电产品和其他产品³¹出口增速分别为 8.3%和 15.8%，较 3 季度也略有下降。

二、中国出口增速平稳：中国贸易伙伴数据

但贸易伙伴 但从中国贸易伙伴提供的数据看，2014 年第 4 季度中国出口较 3 季度没有显著放缓，而很可能在 6-7%的区间低位平稳增长。10-11 月，13 个中国主要贸易伙伴提供的从中国的进口同比增速为 6.1%，与第 3 季度的 6.6%基本持平。其中，美国、东盟、印度、巴西从中国的进口增速较 3 季度均有好转。

图表 52 中国出口产品的市场份额在第 4 季度明显回升，而外需仍较疲弱



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。2013 年，中国对这 13 个地区再加上香港的出口接近总出口的 84%，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 2014 年第 4 季度为估算值。

虚假出口干 不同时期的虚假出口干扰因素，是使中国海关、中国贸易 扰是使中国 伙伴提供的中国出口增长趋势不一致的重要原因。虚假出口是 海关、中国贸 没有贸易伙伴真实需求的出口，不包含在贸易伙伴提供的从中

³¹ 其他产品是除机电和七大类传统劳动密集型产品之外的产品。2014 年 4 季度，机电、七大类传统劳动密集型产品、其他产品 占总出口的比例分别为 57.4%、19.5%、23.1%。

易伙伴提供的中国出口增长趋势不一致的重要原因。

国进口的数据中，但包含在中国海关统计的出口中，虽然海关的每一笔出口对应着真实的货物。不同时期的虚假出口，造成以上两种统计口径对 2014 年 4 季度出口走势看法不一致：其一，2014 年 3 季度中国虚假出口明显增加，中国海关出口数据包括了这部分虚增的出口，从而抬高了 3 季度的出口增速（参见本报告 2014 年第 3 季度的外贸专题）。其二，2014 年 4 季度虚假出口较 3 季度明显减少，一定程度上使 4 季度出口增速看上去低于 3 季度。其三，2013 年 4 季度中国出口也有明显虚增³²，基期虚高拉低了 2014 年 4 季度出口的同比增速。

三、虚假出口明显减少

第 4 季度虚假出口较第 3 季度明显减少。中国出口增速与真实出口增速趋于一致。

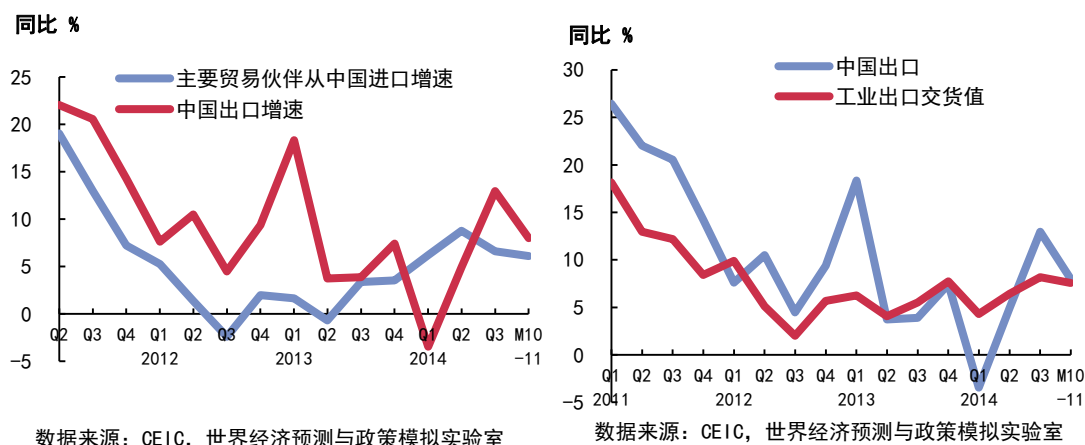
第 4 季度各种表现形式的虚假出口在减少。

第 4 季度虚假出口较第 3 季度明显减少，中国出口增速与真实出口增速趋于一致。2014 年 10-11 月，反映中国真实出口需求的中国主要贸易伙伴进口增速，同中国海关提供的出口增速差距较第 3 季度明显缩小。同期，中国出口生产商提供的出口交货值增速与外贸企业报关单提供的海关出口增速之间的差距也在减少。这两组增速差距曾在第 3 季度存在明显偏离，第 4 季度开始逐渐回归正常，表明虚假高报在第 4 季度有明显减少。

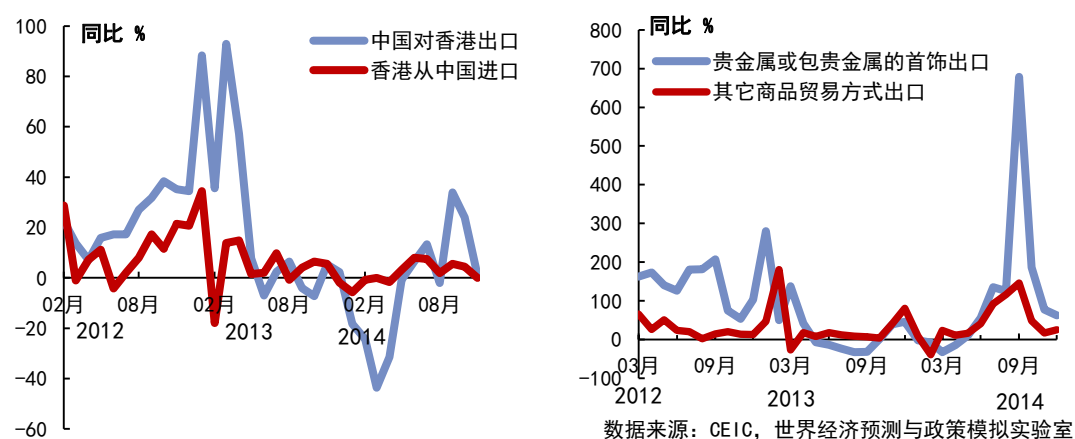
从虚假出口高发的地区、产品和贸易方式看，10-11 月隐藏其中的虚假出口高报均较第 3 季度有明显下降。10-11 月，中国海关提供的对中国香港出口增速明显放缓，同香港提供的香港从中国进口增速趋于一致。此外，第 3 季度虚假出口高报严重的贵金属出口、其他商品贸易方式出口增速，在第 4 季度均有明显回落。贵金属出口增速从 9 月的 678%下降至 12 月的 62%，其他商品贸易方式出口增速从 9 月的 146%下降至 12 月的 26%。

³² 参见《虚假出口：监测、估计和政策启示》，吴海英，《金融评论》2014 年第 6 期。

图表 53 第 4 季度中国出口增速与真实出口增速趋于一致



图表 54 第 4 季度各种表现形式的虚假出口在减少



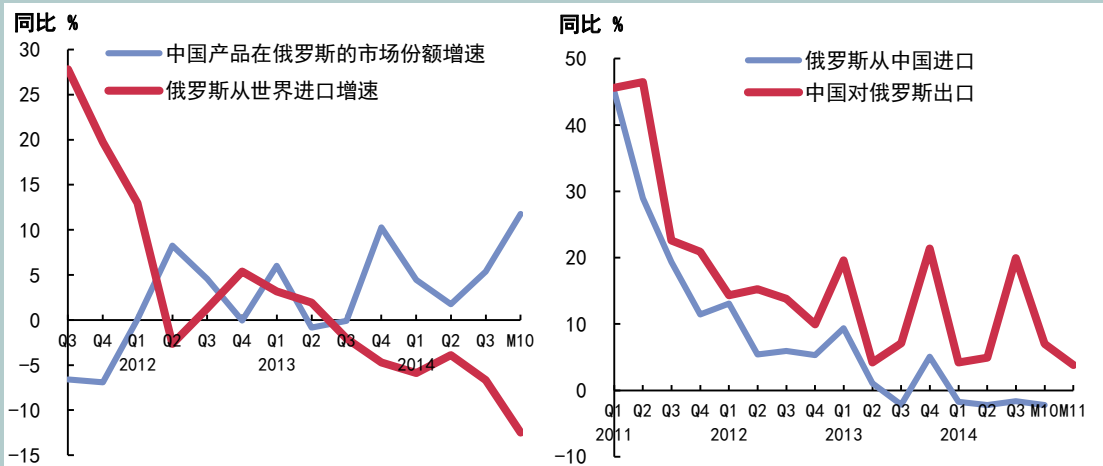
专栏

俄罗斯数据显示近期中国对俄罗斯出口未出现大幅下滑

2014 年以来受国际油价暴跌和西方制裁等因素影响, 俄罗斯经济表现欠佳, 卢布汇率一度贬值近 50%。从俄罗斯提供的数据看, 近期中国对俄罗斯出口维持小幅萎缩的态势, 没有出现大幅下滑。原因是虽然俄罗斯总进口出现了急剧下滑, 但中国出口产品在俄罗斯市场份额在迅速上升, 抵消了大部分外需下降带来的不利影响。10 月, 俄罗斯进口增速由第 3 季度的-6.7%继续下探至-12.5%, 但中国出口产品在俄罗斯的市场份额增速由 3 季度的 5.4%上升至 10 月的 11.8%, 市场份额水平值达到 19%。

但另一方面，中国海关提供的数据却表明第 4 季度以来中国对俄罗斯出口增速在快速减少。第 4 季度中国对俄罗斯出口同比增长 2.5%，较第 3 季度的 20%显著放缓。对比中国和俄罗斯各自提供的数据，可以看出自 2014 年 5 月，中国提供的中国对俄罗斯出口增速开始明显高于俄罗斯提供的从中国进口增速，虚假高报在第 3 季度最为明显，10 月以来差距有所下降，表明虚假出口高报现象有所缓解。

图表 55 近期中国对俄罗斯出口持续萎缩，中国对俄出口高报有所减少



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

四、进口持续放缓

进口持续放
缓为负增长。

进口持续放缓为负增长。第 4 季度，中国进口同比增长 -1.6%，较第 3 季度的 1.3%继续下滑。从海关提供的季调环比数据看，9-11 月，进口也在持续萎缩，环比增速依次为 11.6%、0.3%和-6.9%，12 月有所回暖至 0.2%。

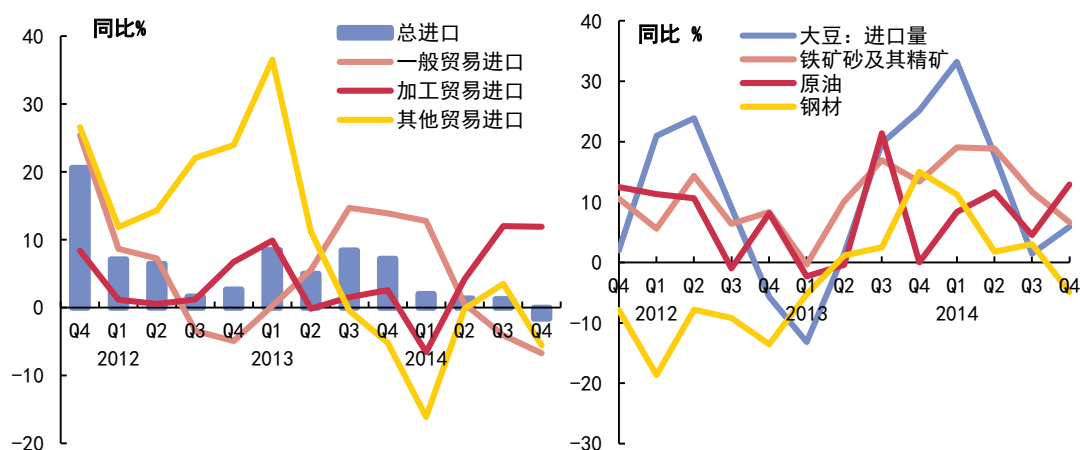
进口下滑主
要来自一般
贸易进口。

从贸易方式看，进口下滑主要来自一般贸易进口。一般贸易进口增速从第 3 季度的-4.1%下滑至第 4 季度的-6.7%，尽显国内需求疲弱；其他贸易方式进口也由第 3 季度的 3.5%下滑至 4 季度的-5.6%。加工贸易进口增速与第 3 季度基本持平，为 11.9%。分地区看，同第 3 季度相比，第 4 季度中国从印度、澳大利亚和巴西进口放缓最为显著，同比增速依次为-32%、-21%和-26%。

国内经济减速和国际大宗商品价格持续走弱造成了进口疲弱。

国内经济减速和国际大宗商品价格持续走弱造成了进口疲弱。第 4 季度中国实体经济需求依旧疲弱，除起主导作用的房地产、基建行业增速下滑外，制造业、采矿业投资进一步下滑，投资下滑行业的范围在扩大。预估第 4 季度 GDP 同比增速为 7.4%，是 2009 年下半年以来的最低点（参见本期季报之中国专题）。国内经济走弱导致一般贸易进口增速疲软。从数量上看，第 4 季度大豆、铁矿砂、钢材、铜矿进口增速较第 3 季度均在下降，只有原油进口增速明显回升。除去内需疲弱的影响，第 4 季度 CEEM 大宗商品价格指数大幅下跌 31%，同时 10 至 11 月中国商品进口价格指数较第 3 季度也有明显下滑，这些都加剧了金额表示的进口增速的下滑。

图表 56 进口下滑主要来自一般贸易进口下滑



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

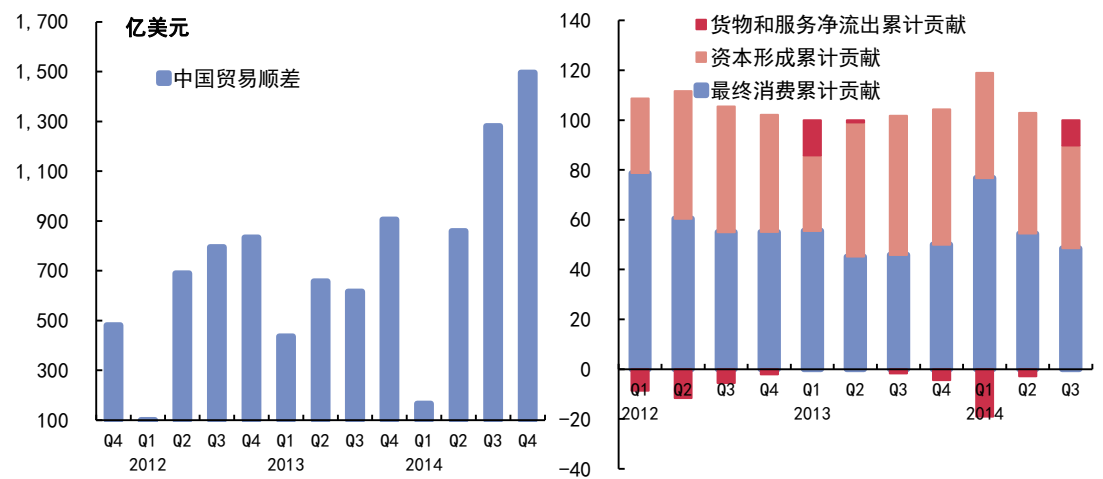
五、贸易顺差再创新高

贸易顺差再创季度和月度新高，进口疲弱是主因。

贸易顺差再创季度和月度新高，进口疲弱是主因。2014 年第 4 季度贸易顺差达 1495 亿美元，超过了第 3 季度 1281 亿美元的历史高点，其中 11 月顺差为 545 亿美元，创季度和月度新高。进口疲软是导致贸易顺差维持高位的主要原因。从贸易方式看，一般贸易进口持续走弱导致一般贸易顺差不断扩大，第 4 季度达 560 亿美元，接近同期加工贸易顺差的 55%。

预计 2014 年净出口对 GDP 增长的贡献为 1 个百分点。2014 年，中国出口同比增长 6%，进口增长 0.7%，贸易顺差达 3801 亿美元，明显高于 2013 年 2614 亿美元的水平，同比扩大 45.4%。2014 年前 3 季度，货物和服务净出口对 GDP 增长的贡献为 0.8 个百分点，考虑到服务贸易逆差及价格因素的影响，预计 2014 年货物和服务净出口对 GDP 增长的贡献为 1 个百分点，高于 2013 年的贡献（-0.3 个百分点）。

图表 57 中国贸易顺差及对 GDP 增长的贡献

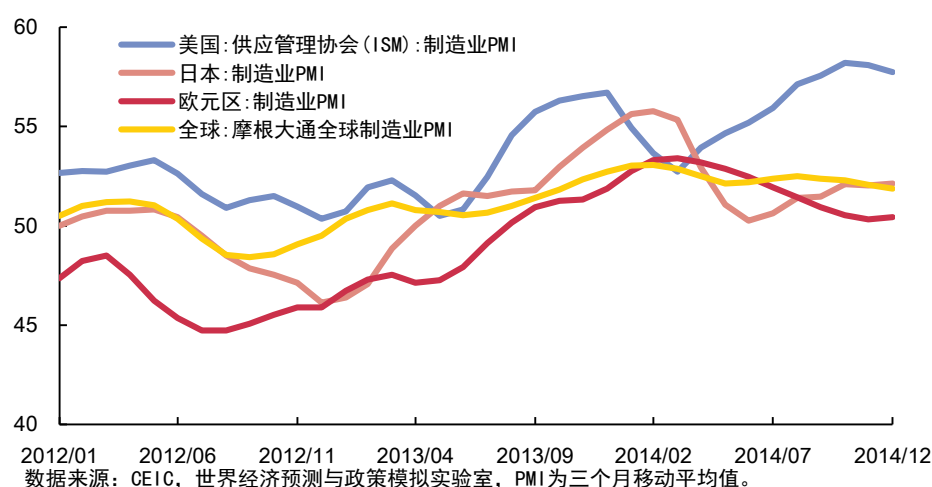


数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

六、外贸展望：小幅回暖

预计 2015 年全球贸易增速较 2014 年略有好转。这得益于中国外部经济环境的小幅改善（参见本季报总揽）。其中，以美国为首的发达经济体改善幅度更为明显，紧密融入全球分工链的新兴经济体受益也会更多。另一方面，2015 年美元对其他货币的持续强势，以及石油为代表的大宗商品价格的低位维持将一定程度上拉低美元表示的全球进口增速。

图表 58 全球及发达经济体 PMI 向好



预计 2015 年

中国外需增
长 2%-3%。

考虑到 2014 年全球进口增长乏力，预计 2015 年中国外需增长 2%-3%。2014 年前 11 月，中国 13 个主要贸易伙伴进口增速约为 0.5%，其中美国增长 3%，欧盟增长 1.3%，而东盟、日本、俄罗斯和巴西的进口均在萎缩，分别增长-1.1%、-1.6%、-7.8%、-4.4%。这些地区的货币对美元汇率均有不同程度的贬值。

预计 2015 年

中国出口产
品在主要贸
易伙伴的市
场份额增速
为 5%，略低
于 2014 的水
平。

预计 2015 年中国出口产品在主要贸易伙伴的市场份额增速为 5%，略低于 2014 的水平。2014 年前 11 月，该市场份额累计同比增速为 6.4%，市场份额水平值为 18%。

2015 年有利于提高中国出口产品市场份额的因素如下：1. 支持外贸增长的政策实施，如 2015 年 1 月 1 日开始部分产品出口退税率提高；全国海关通关贸易便利化进一步提升；天津、福建、广东三个自由贸易试验区对外贸的促进。2. “一路一带”带动出口增长。2014 年中国对“一路一带”沿线国家出口增长超过 10%，双边贸易占进出口总值的四分之一。3. 新自贸协定将促进出口增长，如中韩、中澳自贸区有望今年生效实施。

2015 年不利于提高中国出口产品市场份额的因素有：1. 劳动力成本上涨。截至 2014 年 9 月底，全国 17 个地区最低工资标准平均增长 14.1%。传统劳动密集型产品在发达经济体的市场份额在持续下滑。2. 融资成本增加、资源环境约束加大。3. 美元

相对其他货币的强势，造成人民币实际有效汇率上升。4.2014年制造业实际利用外资增速大幅下降制约 2015 年的出口增长。
5.伴随全球贸易低增长而来的贸易保护主义抬头。

预计 2015 年
中国出口增
长 7%-8%。

预计 2015 年中国出口增长 7%-8%，小幅回暖。对中国出口增长的预测基于中国主要贸易伙伴进口增速与中国在其市场份额增速的判断，二者增速之和大致决定了中国出口增速。综上所述，2015 年中国出口增速在 7%-8%之间，略高于 2014 年的 6%。

附录：中国外贸数据概览

1. 外贸总体

	(季度同比%, 亿美元)			(年度同比%, 亿美元)		
	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2012	2013	2014
出口	4.9	12.9	8.5	7.9	7.8	6.0
进口	1.3	1.25	-1.6	4.4	7.3	0.7
出口额	5708	6350	6460	20501	22107	23432
进口额	4849	5070	4966	18173	19493	19631
贸易余额	859	1281	1495	2328	2614	3801

2. 分地区出口

	(同比, %)			(规模, 亿美元)		
	2014Q3	2014Q4	2014	2014Q3	2014Q4	2014
出口	12.9	8.5	6.0	6350	6460	23432
美国	11.5	7.7	7.5	1089	1104	3961
欧盟	14.8	4.3	9.7	1017	969	3710
香港	14.7	9.7	-5.6	987	1097	3632
日本	-2.0	-7.0	-0.5	378	381	1497
东盟	12.9	17.1	11.4	695	795	2719
俄罗斯	20.0	2.5	8.2	164	143	537

3. 贸易方式

	(同比, %)			(规模, 亿美元)		
	2014Q3	2014Q4	2014	2014Q3	2014Q4	2014
一般贸易出口	14.7	10.7	10.7	3306	3245	12041
加工贸易出口	7.8	6.4	2.7	2304	2509	8845
其他贸易出口	23.1	6.5	-2.7	741	706	2546
一般贸易进口	-4.1	-6.7	0.2	2801	2685	11111
加工贸易进口	12	11.9	5.7	1416	1485	5264
其它加工出口	3.6	-5.6	-4.9	853	795	3256