

全球宏观经济季度报告

总览：2016 年春季全球宏观经济运行与分析

专题：美国 欧洲 日本 新兴市场 中国 东盟与韩国

金融市场 负利率 大宗商品 外贸

撰稿人	张斌	曹永福	陆 婷
	冯维江	徐奇渊	杨盼盼
	熊爱宗	吴海英	肖立晟
	李远芳	顾 弦	陈博
	常殊昱		

中国社会科学院世界经济与政治研究所

世界经济预测与政策模拟实验室

《全球宏观经济季度报告》是中国社会科学院副院长李扬主编的中国社科智讯数据分析报告的组成内容，由中国社会科学院世界经济预测与政策模拟实验室为您提供。

主任 张宇燕

首席专家 张斌 开放宏观

团队成员 陆婷 欧洲经济 徐奇渊 中国经济

吴海英 对外贸易 曹永福 美国经济

冯维江 日本经济 肖立晟 国际金融 负利率

李远芳 国际金融 熊爱宗 新兴市场

顾弦 大宗商品 杨盼盼 东盟与韩国

陈博 大宗商品 常殊昱 国际金融

侯书漪 科研助理 伊林甸甸 科研助理

联系人: 伊林甸甸

邮箱: iwepceem@163.com

电话: (86)10-8519 5775

传真: (86)10-6512 6105

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

免责声明:

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

目录

总览：2016年春季全球宏观经济运行与分析	1
------------------------------------	----------

美国经济：稳中有忧	7
------------------------	----------

美国经济整体保持温和增长态势。制造业生产增速平稳，私人消费仍然较为稳健，劳动力市场接近充分就业状态；但企业利润下降导致投资不振，外部经济环境低迷。经济数据稳中有忧，预计2016年全年美国经济增速将低于2015年。

欧洲经济：增长动能弱于预期	14
----------------------------	-----------

1季度欧元区经济复苏步伐有所放缓，经济增长动能弱于预期，制造业PMI下滑显著，居民消费支出增长减速。同时，受新兴市场经济下行的影响，欧元区出口连续两个季度表现疲软，而在能源价格低迷的压力下，通胀水平也步入负值区间。不过，就业市场改善势头进一步稳固，企业投资显现回升迹象，设备和建筑投资开始成为带动欧元区经济增长的主要动力。这表明虽然步伐放缓，但欧元区经济并未脱离复苏轨道。随着欧央行3月份扩大量化宽松政策的出台，欧元区弱复苏的态势有望得到一定支撑，预计2季度欧元区GDP环比增速将在0.3%左右，通胀率则可能缓步升至0.1%。

日本经济：或将再现技术性衰退	22
-----------------------------	-----------

2016年第1季度，预计日本实际GDP季调环比增长折年率约为-0.8%。由于上个季度增长率为-1.1%，日本或将继2014年第2、3季度之后，再次出现连续两个季度负增长的技术性衰退。企业利润同比增长率大幅回落，企业商业信心不足，3月制造业PMI跌至荣枯线以下，2月份工业生产指数创下东日本大地震造成供应链中断以来最大跌幅，私人部门投资下降或将成为拖累该季度经济增长的主要影响因素。1月29日日本央行出台负利率政策之后迄今效果不彰，股指相对低迷、物价指数略有下降、货币出现升值趋势，宏观经济不确定性增加。日本对华贸易进一步趋冷，对华直接投资增速下滑。

新兴市场经济：经济增长继续面临较大压力	37
----------------------------------	-----------

1季度金砖国家经济继续延续上一季度增长格局。俄罗斯和巴西经济仍然处于衰退态势，巴西经济衰退进一步加剧，但俄罗斯出现好转迹象，预计2016

年巴西和俄罗斯经济增长分别为-4.5%和-1.5%。南非经济继续维持低迷，且可能进一步放缓，预计2016年经济增长0.5%。印度经济增长保持稳定，并维持在较高水平，预计2016年经济增长7.5%。当前新兴市场总体仍面临较大的经济增长压力，与此同时，受制于财政空间收缩、通货膨胀高企等因素影响，政府调控经济的能力减弱。在欧日央行纷纷实施负利率政策、美国加息预期不断调整的情况下，新兴市场面临的国际金融环境进一步恶化。

中国经济：企稳回暖 44

在上季度经济企稳的基础上，2016年第1季度中国多项主要经济指标进一步回暖：制造业PMI指数重返荣枯线上，固定资产投资同比增速企稳，固定资产投资资金来源中贷款增速明显改善，工业企业利润有显著好转。由于2015年以来货币政策的转向，以及CPI通胀率的上升，真实流动性已经显著趋于宽松。尤其是1季度SHIBOR隔夜拆借利率已经低于同期CPI通胀率，实际利率呈现负利率；同口径的银行间债券7天回购实际利率也接近于零。在上述条件的支撑下，预计中国经济回暖态势有望在2季度得到延续。

东盟与韩国经济：内生动力待寻，外部压力减轻 51

东盟六国2016年第1季度经济增长预计为4.3%，低于上季度的4.5%。本季度，印尼和菲律宾经济增长继续向好，马来西亚、新加坡和泰国颓势难逆转，越南经济增长显著不及预期。各国仍在努力找寻经济增长的内生动力，多国出台基础设施投资计划，以投资促进长期增长，新加坡政府将大量资金投入现有产业升级中，这些都是促进内生增长的尝试。在美联储加息态度转变以及日本和欧洲负利率的大背景下，东盟主要国家保持了相对宽松或中性的货币政策，回旋余地较大，货币和资本外流的压力均较小。预计东盟六国2016年的经济增速为4.5%。受宽松政策效应淡退影响，韩国经济内需动力出现不足，外需依旧疲软，第1季度经济增速预计为2.8%。预计韩国2016年的经济增速为2.9%。

金融市场：美联储延缓加息进程，人民币贬值预期出现拐点 59

2016年第一季度，美联储在1季度延缓加息进程，欧日央行为实施负利率政策。人民币汇率贬值预期出现拐点。外汇市场上，最大的冲击来自于美联储延迟加息。这一预期变化下，美元指数总体走弱，从年初接近100的高位震荡下行，到3月末贬值约5%。新兴市场货币出现明显反弹。全球主要股市在去年12月美联储升息后开始共同走弱。随着美联储延迟加息的预期及新兴经

经济体经济前景有所起色，从2月开始明显反弹。欧央行和日本央行实施的负利率政策对零售端的利率作用很小，但直接影响了银行体系在央行的存款利率，导致银行间市场拆借利率和短端国债收益率下行。人民币贬值预期出现拐点。跨境资金流动总量大幅下降，跨境资本外流态势略有好转。市场主体结汇意愿逐渐回升，售汇意愿下降。人民币跨境资本流动总量继续收缩。跨境人民币业务占跨境资本流动的比率从29%的高位下降至20%。其中，跨境人民币收入占比从30%下降至17%，支出占比从32%下降至23%。

负利率专题：负利率政策的目标、操作和效果 80

负利率对宏观经济的直接影响非常有限。无论是正利率还是负利率，都是通胀预期的反映函数，在当前超宽松货币环境下，想让负利率刺激投资，进而影响通胀预期，似乎有些本末倒置。从银行信贷的角度，负利率政策取得了不错的效果。负利率政策让短期贷款利率迅速下降，侵蚀了银行利润，导致银行不得不配置收益率较高的中长期信贷资产。负利率政策对银行信贷效果的时滞大约为3个月。负利率政策对汇率的作用差异较大。丹麦的负利率政策有效稳定了丹麦克朗汇率，欧央行和日本央行负利率对汇率效果并不显著。当央行所有传统货币政策工具已经基本失效时，实施负利率政策的确可以改变金融资产的定价，但效果也仅限于金融市场。

大宗商品专题：超跌反弹，金融因素起关键作用 89

2016年1月，大宗商品价格超跌反弹，其中铁矿石和钢材领涨，石油价格跌幅减少。但各类商品的供需基本面仍未有较大改变，主要的变化来自于金融因素。美元升势受阻、风险偏好回升等因素在1季度推动了石油、金属和部分农产品价格的走强。但这些短期因素基本已经在当前的价格运动中得到体现，商品价格后续上涨动力有限。石油的冻产协议阻力较大，伊朗等国拒绝快速减产；中国房地产回暖对金属价格的推动持续性值得怀疑；天气等短暂因素对农作物的影响也相对有限。预计后市各商品价格将围绕当前的价格均衡点上下波动。

外贸专题：进出口双双放缓 98

2016年1季度中国出口同比增速较上季度进一步下降4.5个百分点。出口放缓来自外需和中国出口市场份额增速的双重走弱。1季度中国进口继续下滑，同比增速较上季度下降1.4个百分点。1季度中国货物贸易顺差收窄，受

到了出口增速下滑的拖累；同时服务贸易逆差有所回升。预计 2 季度中国外贸将小幅回暖。

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	3
图表 3 PMI 指数持续回落	7
图表 4 消费者信心不断震荡 (%)	8
图表 5 非国防资本品订单增长乏力 (单位: 百万美元)	9
图表 6 房地产开工量上升空间有限 (单位: 百万套)	10
图表 7 劳动力市场继续稳步改进	11
图表 8 通货膨胀有上升迹象	12
图表 9 PMI 表现欠佳, 工业生产超预期增长	15
图表 10 消费者信心下滑	16
图表 11 企业投资有回升迹象	17
图表 12 进出口增速下滑	17
图表 13 失业率持续下降	18
图表 14 通货膨胀未见起色	19
图表 15 日本经济经济增长动力不足	23
图表 16 日本企业经常利润同比回落, 企业信心不足	24
图表 17 制造业和服务业 PMI 下滑	25
图表 18 日本工业生产指数急剧下跌	26
图表 19 日本季调失业率上升, 就业人数季调环比增长率下降	27
图表 20 日本劳动收入同比增长率下降但家庭消费倾向均有所回升	28
图表 21 日本进口同比增速显著低于出口	29
图表 22 日本季调实际进出口指数	30
图表 23 日本季调实际进出口指数	30
图表 24 负利率对东京日经 255 指数长期影响有限	32
图表 25 日本通缩压力仍然存在	33
图表 26 日元对美元近期呈升值态势	34

图表 27 日本对华贸易再度趋冷	35
图表 28 日本对华直接投资增速下滑	36
图表 29 中国与金砖国家贸易情况	42
图表 30 国际金融市场主要指标变动	60
图表 31 主要经济体汇率走势	61
图表 32 主要经济体汇率走势比较	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 美日欧英央行资产规模	66
图表 37 VIX 指数	67
图表 38 跨境资本总流动	68
图表 39 银行结售汇差额	68
图表 40 企业涉外收入支出结售汇比率	69
图表 41 跨境人民币收入支出占涉外收入支出比率	70
图表 42 实际 GDP 增速 2014-2015 (季度环比, 年度同比)	71
图表 43 2016 实际 GDP 增速预测值中间范围	71
图表 44 实际 GDP 分项的季度变化	72
图表 45 各要素占 GDP 比例	73
图表 46 耶伦发言中关于就业数据的讨论	75
图表 47 美国就业市场主要指标及近期变化	76
图表 48 PCE 和核心 PCE 指标的同比变化	77
图表 49 负利率启动时间、内容及政策目标	81
图表 50 日本和欧元区实际利率水平	82
图表 51 欧元区银行信贷结构	83
图表 52 瑞典银行信贷结构	84
图表 53 各经济体实施负利率政策后通货膨胀率	84
图表 54 实施负利率后丹麦克朗对欧元波动情况	86

图表 55 欧日央行资产/GDP 比率	88
图表 56 1 季度大宗商品价格跌幅收窄	90
图表 57 大宗商品价格触底反弹。但幅度有限	90
图表 58 1 季度石油价格超跌反弹	91
图表 59 OPEC 原油产量	91
图表 60 俄罗斯原油出口平稳	92
图表 61 美国石油钻井数回落	92
图表 62 美国原油库存处于高位	92
图表 63 欧洲石油需求仍未回暖	92
图表 64 中国进口铜价持续回落	93
图表 65 铁矿石进口价格持续回落	93
图表 66 LME 铜、铝价格反弹	93
图表 67 国际铁矿石价格回升	93
图表 68 豆粕、玉米价格继续回落，小麦企稳回升	95
图表 69 国际期货市场农产品价格企稳回升	95
图表 70 中国出口增速的地区和产品分布	100
图表 71 预计 1 季度外需增速放缓	101
图表 72 出口 1 季度放缓来自外需和中国出口产品市场份额增速的双重放缓	101
图表 73 中国进口增速的贸易方式和产品分布	102
图表 74 中国货物贸易顺差及服务贸易逆差	103
图表 75 全球及主要经济体制造业 PMI	104

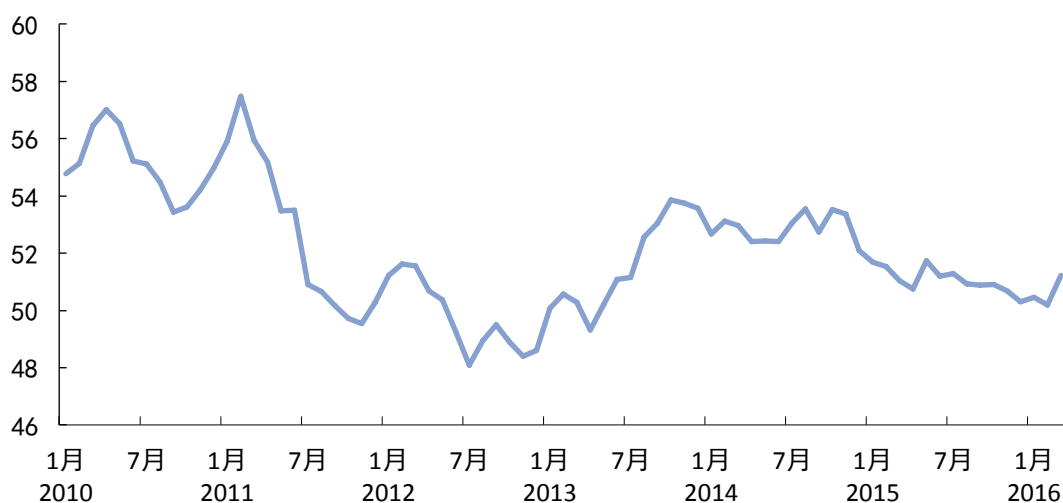
2016 年第 1 季度中国外部经济环境总览

——2016 年春季全球宏观经济运行与分析

一、经济增长缺乏动力

中国外部经济环境处于 2013 年以来的低位。全球经济处于荣枯线边缘，2016 年 1 季度中国外部经济综合 PMI¹50.6，与去年 4 季度持平。美国经济较上个季度有轻微上升，欧元区和日本经济较上个季度下降。

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

美国经济喜忧参半。2016 年 1 季度美国制造业和非制造业 PMI 分别为 49.8 和 53.8，制造业 PMI 稍高于 2015 年 4 季度接近 1 个点，非制造业 PMI 下降 3 个点。从支出法看，消费者支出、房地产投资增长稳健，联邦政府支出增长对经济的贡献由负转正，但是企业固定资产投资下降、出口增长带来的贸易逆差放

¹China External Environment Monitor，根据外需分布确定各国权重的 PMI 加权，简称 CEEM-PMI。

大。企业固定资产投资下降主要受石油价格走低、美元走强和全球经济增长放缓所累。跨国公司利润下挫，15年四季度企业获利年化季率初值大降8.4个百分点，为2014年第一季度以来最大降幅，且为连续两季度下降。全年企业税后获利下5.1个百分点，为2008年以来最大降幅。美联储主席近期讲话中多次强调“外部金融和经济的不确定性”，美国开始重点关注外部经济对美国经济的外溢。劳动力市场恢复，但仍存在缺口。从平均周工作指标看，3月平均每周工时为34.4小时，和前值一致，均比金融危机前低0.2小时。根据斯坦福大学的调查数据，0.2小时的平均工时，意味着80万工作岗位的缺口，相当于三四个月的非农就业增长人数。

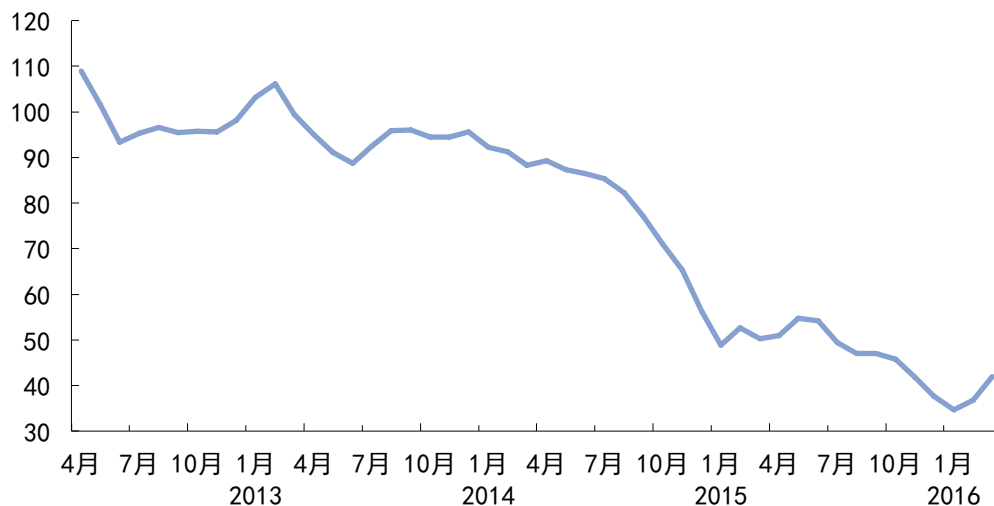
欧元区经济增长动能放缓。2016年1季度欧元区综合采购经理指数（PMI）分别为53.6、53.0和53.7，季度均值较上一季度下滑约0.7。制造业PMI下滑最为显著，季度均值较上季度下降1.0至51.7。从支出法看，消费支出增长减速，出口连续两个季度表现疲软，企业投资有所回升，设备和建筑投资成为带动欧元区经济增长的主要动力。消费支出下降的背后是消费者信心低迷，1季度欧元区消费者信心指数逐月下滑态势，从1月的-6.30快速降至3月的-9.70，接连创下自2015年1月以来的新低。

日本经济增长动能放缓。2016年1季度日本制造业和服务业PMI分别为50.5和51.2，分别比2015年4季度下降了2个点和0.6个点。从支出法看，家庭部门消费和企业投资增长动能均较上个季度下降，日本经济观察家调查指数显示，1季度日本家庭相关活动和企业相关活动的指数为44.4和46.1，分别较上季度下降2.3和1.9。

新兴市场经济继续保持分化格局。俄罗斯和巴西经济仍然处于衰退态势。巴西经济衰退进一步加剧，穆迪、惠誉、标普三大国际评级机构均已将巴西主权债务评级降至垃圾级。南非经济继续维持低迷，且可能进一步放缓。印度经济增长保持稳定，并维持在较高水平，预计2016年经济增长7.5%。东盟国家总体经济形势稳定，资本重新开始流入，前期货币贬值压力有所缓解。

大宗商品价格反弹，但仍处于低位。CEEM 大宗商品综合指数²自 2016 年 1 月份的近年低点 34.6 回弹到 3 月份的 42，即便如此，2016 年 1 季度的平均价格指数也只有 37.8，低于上个季度的 41.9。全球石油在 1 月份中旬达到低点，布伦特原油价格一度接近 22 美元/桶。超低油价对产油国带来的压力持续上升，以沙特为首的国家试图斡旋实行冻产，再加上美元升势受挫以及全球风险偏好的暂时回升等因素影响，石油价格开始大幅反弹。石油价格一度反弹到超过 40 美元/桶，但随后又有所下调。受伊朗、利比亚、俄罗斯等重要石油产出国的反对，石油的实质性冻产仍然阻碍重重，1 季度全球石油的实际出产量依然在高位徘徊。市场对冻产呈悲观态度，推动了油价在季度末回落。从 1 月初到 3 月末，铁矿石、动力煤、钢材等价格也都出现了不同程度反弹，大豆价格基本保持稳定。

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

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。指数以 2012 年平均价格为基准。

全球贸易仍处于低位。受全球经济大环境低迷，特别是主要经济体投资不景气影响，全球贸易未见起色。2015年4季度，季节调整后的全球贸易真实增速1%，与2015年3季度持平。进入2016年以后，全球贸易数据还没有统计，但是与全球贸易密切相关的全球制造业PMI指数从2015年4季度的51.07下降到50.47，从经验上看1季度的全球贸易表现会弱于去年4季度。

二、美元走弱，人民币贬值压力趋缓

美联储在1季度延缓加息进程，美元走弱。美元指数从年初接近100的高位震荡下行，到3月末贬值约5%。虽然欧央行加码了量宽政策和负利率政策，但市场预期这一政策将很快触底，欧元对美元汇率总体不降反而升值。日本央行没有加码宽松的货币政策，1季度日元汇率升值幅度更大。新兴市场货币出现明显反弹。

全球主要长期国债收益率明显下行。这一变化主要由主要发达经济体货币政策走向引发。美联储于去年12月升息后释放了部分风险，市场对未来利率上调节奏的预期减缓，长期国债收益率最大下行62个基点，最近受2季度再次升息预期的影响也仅只是部分回调。欧日央行实施负利率，导致欧元区下行至接近零利率的位置，而日本长期国债收益率则已进入负利率区间。发达经济体货币政策走向对全球资本流动产生影响，显著影响开放度较高的新兴经济体的长期国债收益率。土耳其、俄罗斯、巴西等国长期国债收益率均大幅下行，从130到300多个基点不等。

全球金融市场波动加剧，投资者风险偏好略有上升。2016年新年伊始，油价出现暴跌，中国经济各项指标不佳，市场担心美联储加息再度冲击新兴市场，美股大幅下挫，VIX指数³从18飙升至27。随后，美联储释放延迟加息的信

³VIX指数用于衡量标准普尔500指数(S&P 500 Index)期权的隐含波动率，代表市场对未来30天的市场波动率的预期。

号，中国和其他新兴市场经济出现亮点，VIX 指数逐渐下降至 13。美联储议息会议延迟加息和日本实施负利率的决议，导致发达国家股市，和新兴市场国家股市均出现波动。发达国家央行货币政策分化所引发的套利交易逐渐成为风险来源。

中国的跨境资金流动总量大幅下降，跨境资本外流态势略有所缓和。 2016 年 1-2 月，银行结售汇差额逆差从 894 亿美元降至 339 亿美元，跨境资本急剧外流态势得到遏制。人民币汇率贬值预期阶段性缓解，企业获得美元后持有美元结汇意愿上升，售汇意愿下降。银行代客结汇占银行涉外总收入比率从 0.41 的低点开始回升至 0.46，银行代客售汇占银行涉外总支出从 0.6 回落至 0.56。

人民币跨境资本流动总量继续收缩。 2016 年 1-2 月，跨境人民币业务占跨境资本流动的比率从 29% 的高位下降至 20%。其中，跨境人民币收入占比从 30% 下降至 17%，支出占比从 32% 下降至 23%。受贬值预期和央行收紧资本管制政策影响，人民币跨境收付规模已经降至历史低点。另一方面，也反映第一季度人民币汇率贬值预期相对“8.11”汇改初期有所好转，国外贸易商和投资者对人民币需求增加。其中，国内出口商采用人民币结算比率下降较快，进口商采用人民币结算比率下降较慢。人民币收入与支出二者之差为负，人民币净流出 199 亿美元。预计短时期内人民币跨境资本流动还会保持持续震荡。

三、积极合作寻求新增长动力

全球经济增长乏力格局长期持续，财政和货币政策空间愈发收窄。低迷的经济环境促成发达国家极端主义和保护主义政治力量抬头，成为未来全球经济新的不确定因素。恰逢中国担任 G20 主席国，中国需要在国际贸易、国际投资、全球金融体系构架等方面呼吁防止新保护主义抬头，寻找新的合作契机和更合理的全球治理规则。

多维度看待和评价出口。尽管中国出口增速大幅下降，但是与全球出口增

速相比，中国的出口表现尚好。更重要的是，中国出口构成当中的进口中间品比例快速下降，出口结构改善显著。在当前全球贸易低迷环境下，不宜再从单一的出口增长唯独评价出口表现，也不宜设立出口增长目标或者采取政策措施刺激出口。

尽快推进人民币汇率形成机制改革。汇率政策不仅绑架了货币政策，也绑架了诸多领域的改革，企业走出去战略在使用外汇方面受到越来越多限制，人民币国际化进程也严重受挫。当前国内外经济环境的差异正朝着有利于人民币的一面发展，应该抓住时机，下决心尽快解决汇率问题。

美国经济：稳中有忧

美国经济整体保持温和增长态势。制造业生产增速平稳，私人消费仍然较为稳健，劳动力市场接近充分就业状态；但企业利润下降导致投资不振，外部经济环境低迷。经济数据稳中有忧，预计 2016 年全年美国经济增长将低于 2015 年。

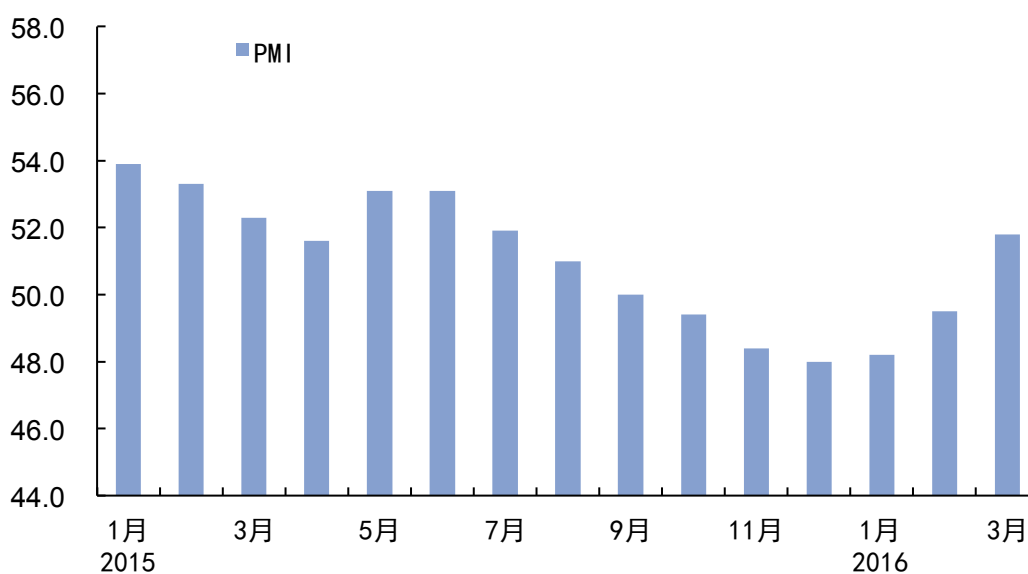
一、经济运行态势

制造业平稳
增长且出现
轻微积极信
号

制造业平稳增长。2016 年 1~2 月美国工业生产指数同比增速为-1.2%和-1.6%。其中大宗商品价格低迷导致采掘业生产指数同比下降 12.0%和 12.4%；如果排除采掘业，1~2 月制造业同比增速为 0.5%和 1.0%，平均增速与去年基本持平。采掘业产能利用率继续下降，制造业产能利用率稳定在 75.5%左右。

从 2016 年 1 月开始制造业 PMI 触底恢复，2016 年 3 月恢复到 51.8，企业管理层的市场预期有所好转。制造业整体平稳且出现轻微积极信号。

图表 3 PMI 指数持续回落

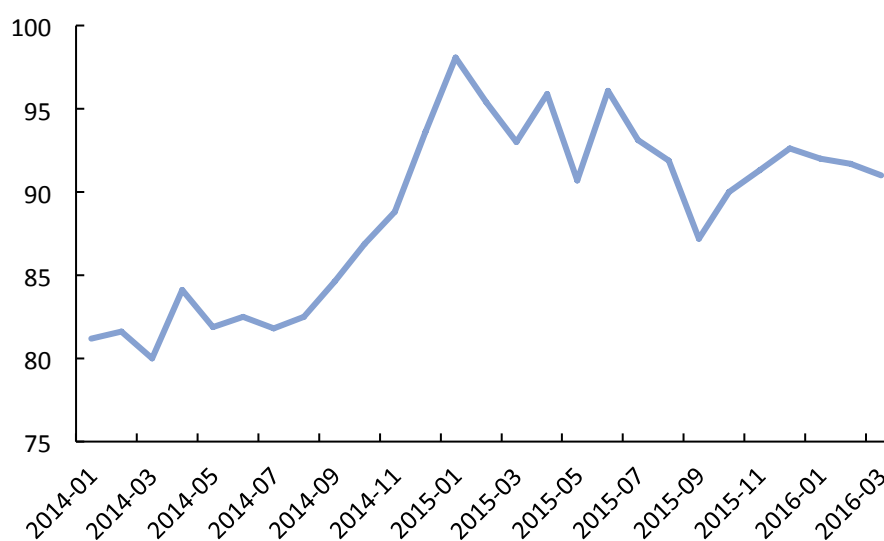


数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

消费支出平
稳增长

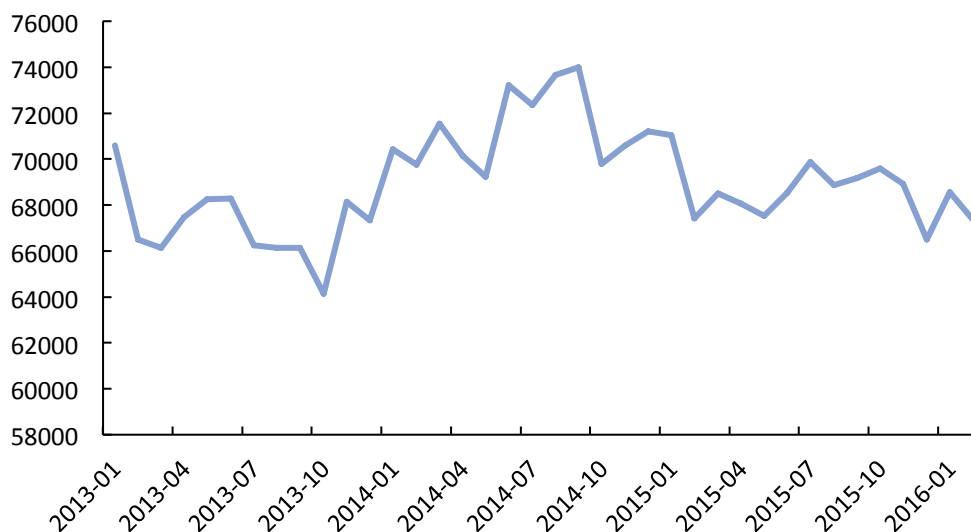
消费支出平稳增长，消费者信心有所波动。1~2月不变价消费支出同比增速保持在2.6%~2.7%左右，与去年下半年的增速变化不大。美国就业岗位逐步增加，家庭部门可支配收入逐步增长，支撑消费平稳增长。但是消费者信心指数不断震荡，1~3月该指数分别为97.8、94.0和92.2，金融市场波动、对美国经济增长后劲的担忧引起消费者预期出现波动。

图表4 消费者信心不断震荡（%）



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 5 非国防资本品订单增长乏力（单位：百万美元）

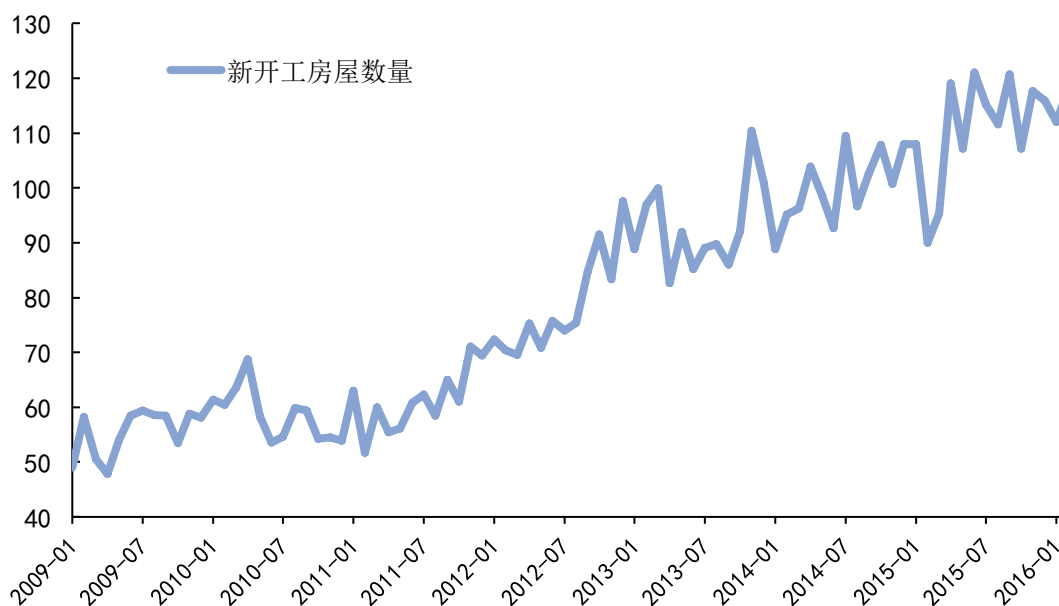


数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

企业投资增
长乏力

企业投资增长乏力。2012~2014 年企业投资（含建筑投资、设备投资 and 无形资产投资）年均增长 5.6%，2015 年增速回落到 2.6%，而今年 1~2 月非国防资本品订单金额仍然震荡回落，说明企业投资增速难有显著改善。2015 年 3~4 季度企业利润同比下降 5.1%~11.5%，这是导致企业投资增速回落的重要原因。随着劳动力市场的趋紧，企业利润空间可能继续下降，企业投资难有根本起色。从历史经验看，企业利润持续下降往往意味着经济形势走弱，未来该指标的走势值得关注。

图表 6 房地产开工量上升空间有限（单位：百万套）



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

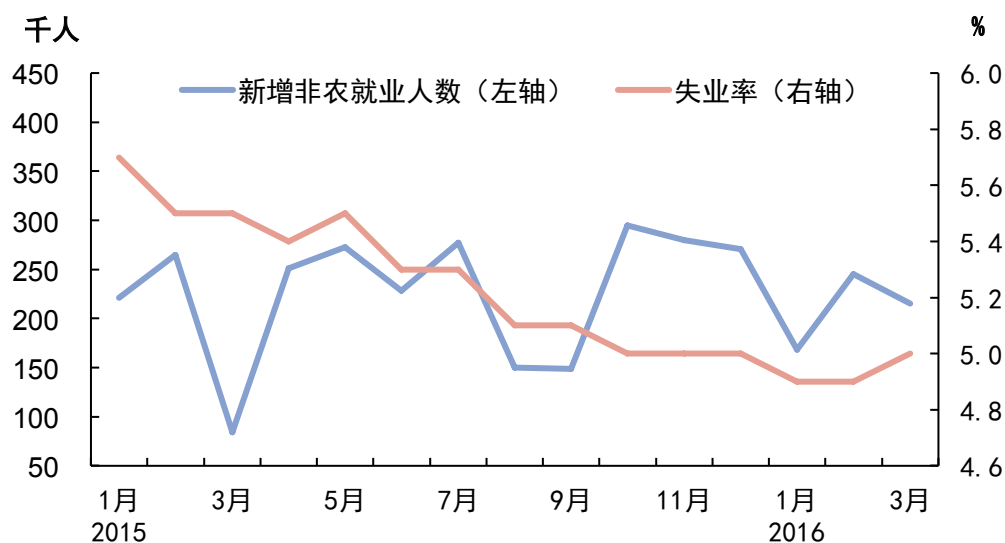
房地产开工
量上升空间
有限

房地产开工量上升空间有限。美国房地产价格指数以5.0%~6.0%的同比增速稳步上升，但新开工房屋数量的上升遇到瓶颈。2015年4月~2016年2月一直围绕115万套（折年率）上下锯齿型波动。二战结束到2008年金融危机之前美国新开工房屋数量的长期均值为150万套/年，因为老龄化等人口结构因素，房屋需求有所回落，预计新稳态将保持在120万套左右。尽管房价和二手房交易可能继续攀升，但新开工房屋数量的上升空间已较为有限。

贸易逆差扩
大

贸易逆差扩大。外部经济环境的低迷对美国带来不利影响，近期美国名义出口和进口均出现同比下跌，其中1~2月货物贸易出口同比下降7.5%，而货物贸易进口同比下降2.9%，出口跌幅显著大于进口跌幅，因此贸易逆差有所扩大。

图表 7 劳动力市场继续稳步改进



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

劳动力市场
接近充分就
业状态

劳动力市场接近充分就业状态。美国首次申请失业救济金人数已经连续 12 个月低于 30 万人，这是 1973 年以来的第一次，企业用工形势较为稳定，没有大批工人被解雇进入失业群体。就业岗位继续稳步增长，2016 年 1 季度平均每月新增非农就业 20.9 万人，与 2015 年月均 22.9 万的增速相差不大。失业率从去年 10 月以来一直在 4.9%~5.0%之间小幅波动，失业率已经接近自然失业率水平，继续下降的空间有限。

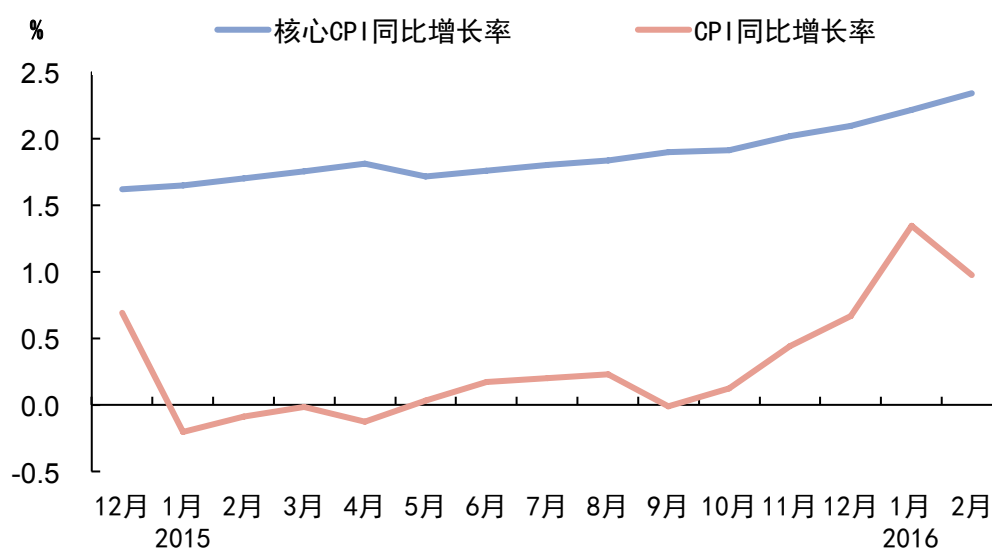
近期劳动参与率的走势值得关注。从金融危机结束到 2015 年 9 月劳动参与率一直处于震荡下跌态势，但从去年 10 月到今年 3 月却从 62.5%稳步提升到 63.0%。随着失业率的下降和劳动力市场的改善，过去没有信心去寻找工作的人开始加入求职队伍，从而扩大了劳动力规模。

通货膨胀有
上升迹象

通货膨胀有上升迹象。2016 年 1~2 月美国整体 CPI 同比增速为 1.3%~1.0%，这种较低的通胀率主要归因与大宗商品价格

的影响。而同期核心 CPI 同比增速为 2.2%~2.3%，呈现稳步上升态势。美联储更看重核心消费者支出价格指数（PCE），1~2 月该指标同比增速为 1.7%，虽然低于美联储设定的 2% 的通胀目标，但增速已经比去年 4 季度的 1.3% 有明显提升。随着大宗商品价格逐渐筑底，劳动力市场接近充分就业状态，美国通货膨胀将有上升态势。

图表 8 通货膨胀有上升迹象



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

股票市场有所恢复

股票市场有所恢复。随着宏观经济数据的恢复，再加上美联储释放出更缓慢的加息信号，去年年底金融市场的悲观情绪有所缓解，2016 年 2 月~4 月初道琼斯股票价格指数上升 11.5%，但仍然比 2015 年年初的高位低 4%。

二、经济政策

大选之年财政政策无悬念

大选之年财政政策无悬念。目前美国国债上限可以维持到 2017 年 3 月新总统上任之后，联邦政府财政拨款可以维持到 2016 年 9 月财年结束，围绕新财年的预算仍然有纷争，但随着

奥巴马任期接近尾声以及大选的临近，相信各派会采取相对克制的态度，预料预算争斗不会激化。

截止到 2016 年 2 月的本财年前 5 个月，联邦政府开支同比增长 2%，但随着就业岗位的增加和房地产市场的恢复，税收收入增加，联邦政府收入同比增长 5%，财政赤字继续收窄。

美联储加息
节奏更加谨慎

美联储加息节奏更趋谨慎。2015 年 12 月美联储首次加息 0.25 个百分点，结束了长达 7 年的零利率政策。但是近期因为全球经济环境较为低迷，金融市场不断动荡，再加上美国自身经济数据稳中有忧，2016 年 3 月美联储议息会宣布维持利率不变。2015 年底美联储官员预测今年将有 4 次加息，但最新的预测是只有 2 次加息。经济形势的变化使得美联储的加息节奏更加谨慎。

预计 2016 年
经济增长低于去年

预计 2016 年全年 GDP 增速低于去年。美国经济整体仍处于温和上升态势，但本轮扩张期从 2009 年 6 月开始已接近 7 年，未来经济扩张的持续性值得关注。尤其是近期美国企业利润开始下滑，失业率接近自然失业，再加之外部经济环境较为低迷，经济增长的后劲更值得担忧，预计 2016 年美国经济增长将低于 2015 年的 2.4%。2015 年 3~4 季度美国 GDP 增速为 2.0%~1.4%，近期经济运行与去年下半年相比有所改善但幅度有限，预计 2016 年 1~2 季度经济增长将保持在 1.5%左右。

欧洲经济：增长动能弱于预期

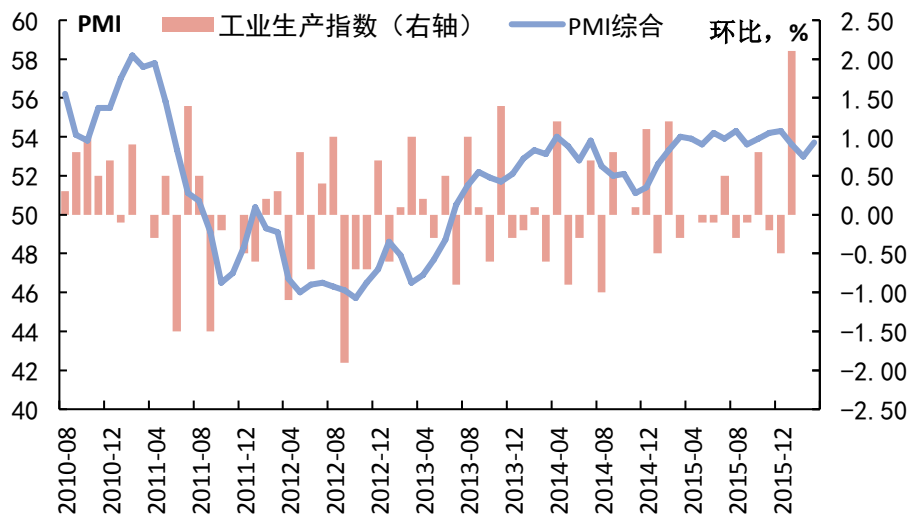
1 季度欧元区经济复苏步伐有所放缓，经济增长动能弱于预期，制造业 PMI 下滑显著，居民消费支出增长减速。同时，受新兴市场经济下行的影响，欧元区出口连续两个季度表现疲软，而在能源价格低迷的压力下，通胀水平也步入负值区间。不过，就业市场改善势头进一步稳固，企业投资显现回升迹象，设备和建筑投资开始成为带动欧元区经济增长的主要动力。这表明虽然步伐放缓，但欧元区经济并未脱离复苏轨道。随着欧央行 3 月份扩大量化宽松政策的出台，欧元区弱复苏的态势有望得到一定支撑，预计 2 季度欧元区 GDP 环比增速将在 0.3% 左右，通胀率则可能缓步升至 0.1%。

一、经济运行态势

PMI 表现欠佳

PMI 表现欠佳，工业生产超预期增长。2016 年 1~3 月欧元区综合采购经理指数（PMI）分别为 53.6、53.0 和 53.7，季度均值较上一季度下滑约 0.7。制造业 PMI 下滑最为显著，季度均值较上季度下降 1.0 至 51.7，为 2015 年中以来的最低季度均值。服务业 PMI 季度均值则为 53.6，较上季度下滑约 0.5。工业生产指数方面，在经历连续两个月小幅环比负增长之后，1 月欧元区工业生产指数为 105.10，经过季节因素调整后环比增长 2.1%，为 2009 年 9 月以来录得最高增速，远超过此前市场预期的 1.7%。表现欠佳的 PMI 指数，以及震荡反复的工业生产指数，表明欧元区经济依旧脆弱，减速担忧与复苏希望并存，短期内前景难以明朗。

图表 9PMI 表现欠佳，工业生产超预期增长

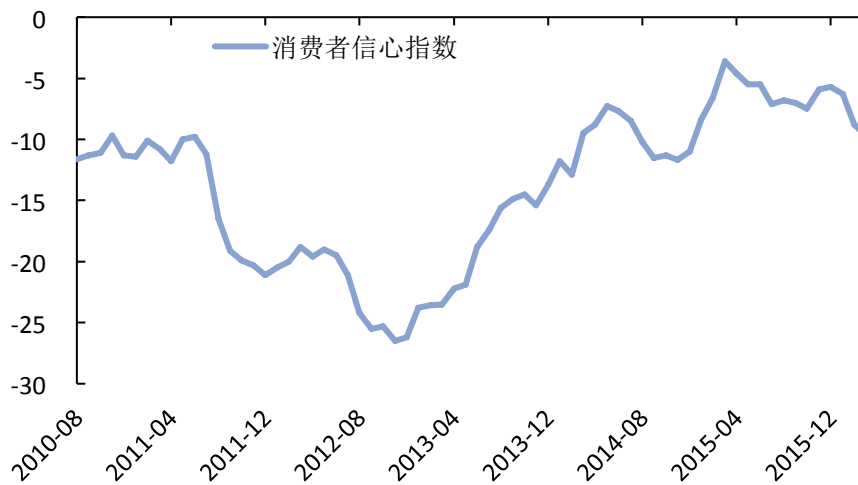


数据来源：欧央行、Markit；CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

消费者信心
下滑

消费者信心下滑，居民消费支出增长放缓。1~3月欧元区消费者信心指数呈逐月下滑态势，从1月的-6.30快速降至3月的-9.70，接连创下自2015年1月以来的新低，并大幅低于2015年第4季度平均水平，表明欧元区消费者消费意愿低迷。居民消费支出方面，2015年第4季度，欧元区居民消费支出同比增长1.5%，季调环比增长0.2%，二者均为2015年全年最低增速，显示居民消费对欧元区经济增长的贡献未来可能会有所放缓。不过，消费支出的基本面支撑仍旧稳健，1月份经季调后的零售销售指数为101.79，同比增长2.0%。

图表 10 消费者信心下滑

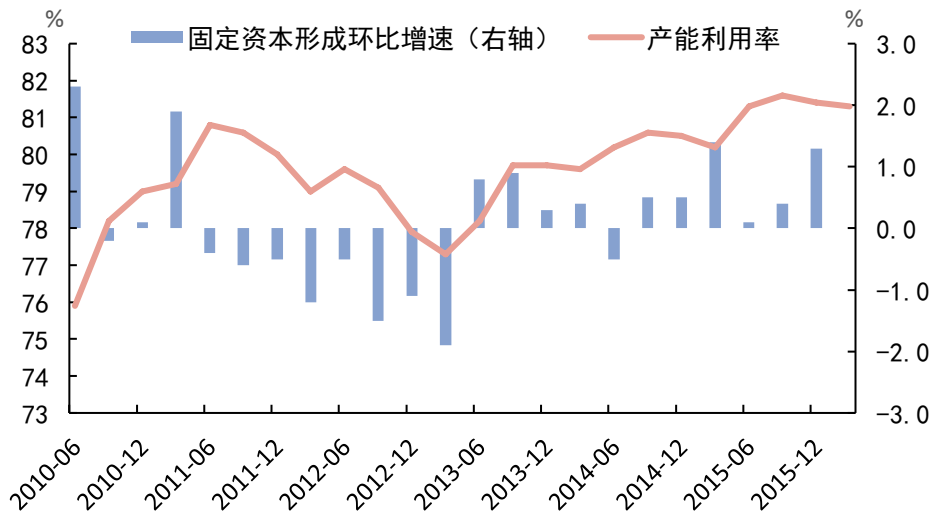


数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

企业投资有
回升迹象

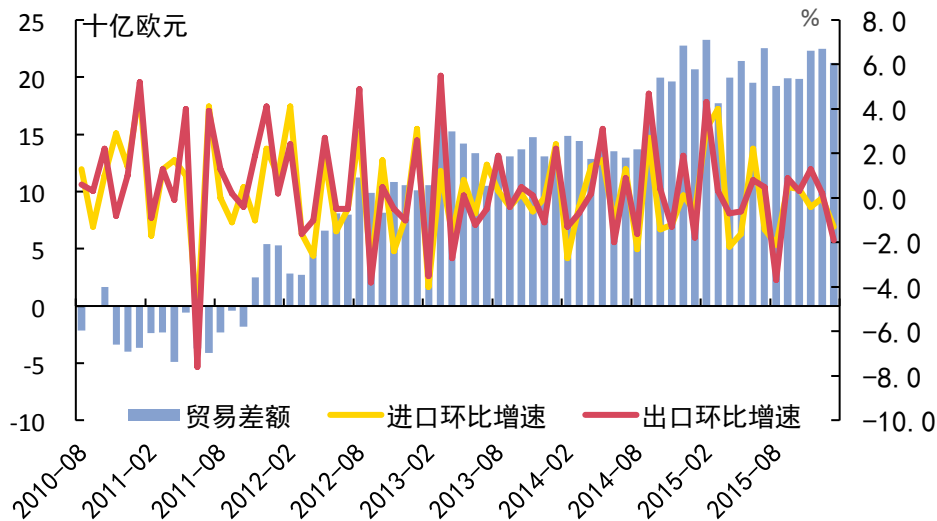
企业投资有回升迹象。欧元区企业投资的不活跃始终是掣肘欧元经济复苏的一个关键。2015 年全年，欧元区固定资本形成总额对 GDP 增长平均贡献 0.16 个百分点，离危机前 0.36 个百分点的均值还有一定距离。不过，第 4 季度欧元区固定资本形成总额同比增长 3.5%，环比增长 1.3%，对 GDP 拉动贡献 0.26 个百分点，表现出明显回升迹象。制造业产能利用率虽较上季度下滑了 0.1 个百分点，但依旧处于高位，达 81.3%。

图表 11 企业投资有回升迹象



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 12 进出口增速下滑



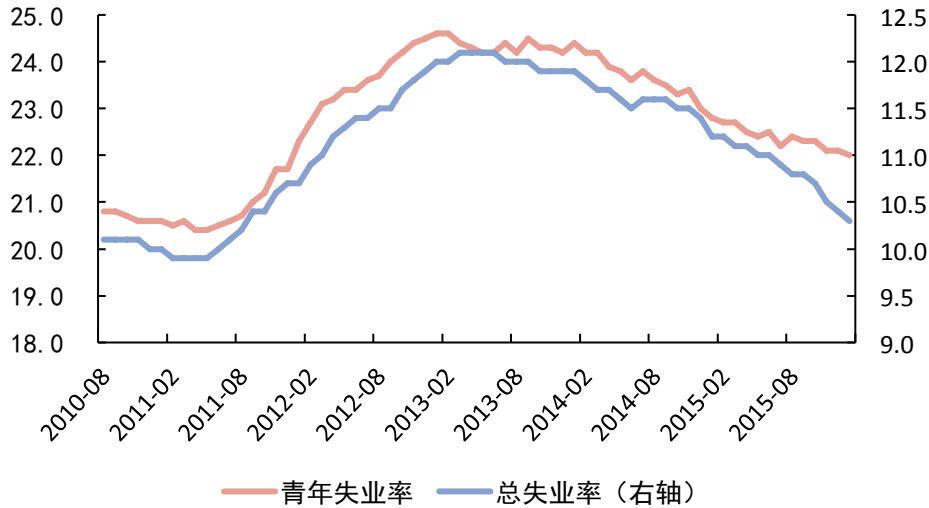
数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

进出口增速
下滑

进出口增速下滑，贸易账户盈余稳定。受新兴经济体经济表现欠佳的影响，近几个月欧元区进出口表现均不及预期。1月商品贸易进口环比增速为-1.3%，出口环比增速为-1.9%，为2015年9月以来的最低值。不仅如此，2015年第4季度商品及服务出口对GDP环比增速的拉动仅为0.1个百分点，与第3季

度持平，远低于第 2 季度的 0.73 个百分点。1 月欧元区的贸易帐盈余也有所收窄，季调后的商品贸易差额为 212 亿欧元，与上季度均值的 214 亿欧元基本相当。

图表 13 失业率持续下降



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

失业率持续
下降

失业率持续下降。1 月欧元区季调总失业率为 10.3%，较 2015 年 12 月份下降 0.1 个百分点，为 2012 年 1 月以来的最低值。事实上，自 2013 年中开始，欧元区季调总失业率就一直呈稳步下降的态势，目前已累积下降了 1.8 个百分点。欧元区的青年失业率也正处于逐步下降趋势中，下降速度较总失业率略缓，1 月欧元区青年失业率为 22.0%。从对就业同比增速的拉动来看，2015 年前三季度服务业对欧元区就业同比增速的贡献稳步上升，3 季度服务业贡献度为 1.02 个百分点，而工业对就业同比增速贡献则有所下滑，从第 2 季度的 0.11 个百分点降至 0.03 个百分点，但尚处于正值区间。

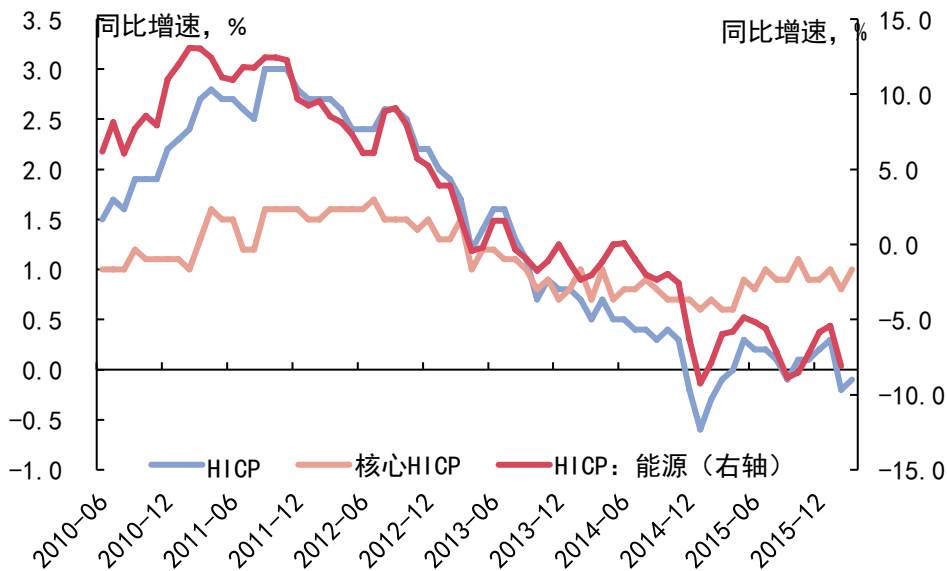
通货膨胀未
见起色

通货膨胀未见起色。受大宗商品价格下降的影响，欧元区消费者调和价格指数（Harmonised Indices of Consumer Prices, HICP）始终处于低位，3 月，HICP 同比增速为-0.1%，为连续第二个月的负值，排除食品和能源后的核心 CPI 同比增长则保持在

1%左右，与 1 月份持平。1 月欧元区生产者物价指数（Producer Price Index, PPI）月率下跌 1.0%，年率下跌 2.9%，对未来欧元区通胀水平的走势造成一定压力。

能源价格的走低依旧是制约欧元区通胀水平提升的主要因素。2 月，欧元区能源消费品价格同比增长-8.09%，较 1 月份的-5.39%下滑 2.7 个百分点。不过，就平均值来看，1~2 月欧元区能源消费品价格的同比增速比 2015 年第 4 季度有所回升，表明能源价格走低对欧元区通胀的压力有减弱的迹象。

图表 14 通货膨胀未见起色



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

二、经济政策走势

量化宽松政策力度超常

欧央行量化宽松政策力度超常。在通胀持续萎靡不振的情况下，市场对于欧洲央行继续降息和宽松一直抱有预期，尽管如此，欧央行在 3 月 10 日议息会议上的表现还是远远超过了市场预期。在该次会议上，欧央行全线下调三大利率：下调主要再融资利率 5 个基点至 0%，下调隔夜存款利率 10 个基点至 -0.4%，下调隔夜贷款利率 5 个基点至 0.25%。同时，扩大 QE 范

围，包括首次引入由欧元计价、非银行发行的投资级公司债，扩大月度 QE 购买额至 800 亿欧元，并启动新一轮长期再融资操作。

不过，在随后的记者会上，欧央行行长德拉吉表示，虽然仍有调降利率的空间，但不太可能进一步下调。他同时表示，货币政策能达到的效果有限，敦促各国政府充分利用财政政策空间，并采取结构性改革。

欧元区国家
财政操作空
间增大

欧元区国家财政操作空间增大。受益于欧央行持续多时的宽松货币政策，尤其是主权债务购买计划，目前欧元区不少国家都获得了一定的财政操作空间。虽然欧央行并不能在初级市场上直接购买主权债券，但购债计划还是有效为那些高政府赤字的国家提供了融资。同时，那些国家可以通过延长到期时间、用低利率对那些长期积压的债券加以再融资等方式，减少债务风险，降低债务成本。本月欧央行将购债计划增至 800 亿欧元，这将为欧元区国家政府资产负债表进一步创造财政操作空间。

三、经济形势展望

预计 2 季度
GDP 环比增
速为 0.3%

预计第 2 季度欧元区 GDP 环比增速将在 0.3% 左右。从 1 季度各类经济数据的表现来看，欧元区整体经济状况仍旧脆弱，复苏步伐蹒跚，较为稳固的复苏势头尚未形成，企业和居民的投资、消费信心时有反复，带来企业投资和居民消费支出的波动。同时，由于外部需求总体低迷，欧元区的进出口表现连续疲弱。近两个季度，设备和建筑投资逐渐成为带动欧元区经济增长的主要动力，帮助抵消了贸易连续两个季度下降带来的拖累。

不过，欧元区就业市场的改善程度正在进一步加强，失业率从峰值缓步回落的趋势已经稳固，这将为欧元区经济增长奠定坚实的基础。企业生产动能良好、固定资产投资有所起色对

于欧元区经济来说也是一个利好，如能保持下去将成为支撑欧元区经济复苏的动力。

综合来看，第 2 季度欧元区经济可能将延续 1 季度时有反复的脆弱表现，GDP 环比增速或在 0.3%左右。

通胀水平略有回升

欧元区第 2 季度通胀率预计将升至 0.1%。3 月欧央行远超市场预期的量化宽松政策或将在随后的第 2 季度中给予欧元区通胀水平一定的支撑作用，加上食品和服务价格水平有所向好，2 季度欧元区通胀水平均值或许能够脱离负值区间，升至 0.1%左右。不过，正如欧央行行长德拉吉所言，货币政策效果有其自身的局限性，倘若欧元区经济复苏动能持续弱势，欧元区或者还将在低通胀泥沼中挣扎一段时间。

日本经济：或将再现技术性衰退

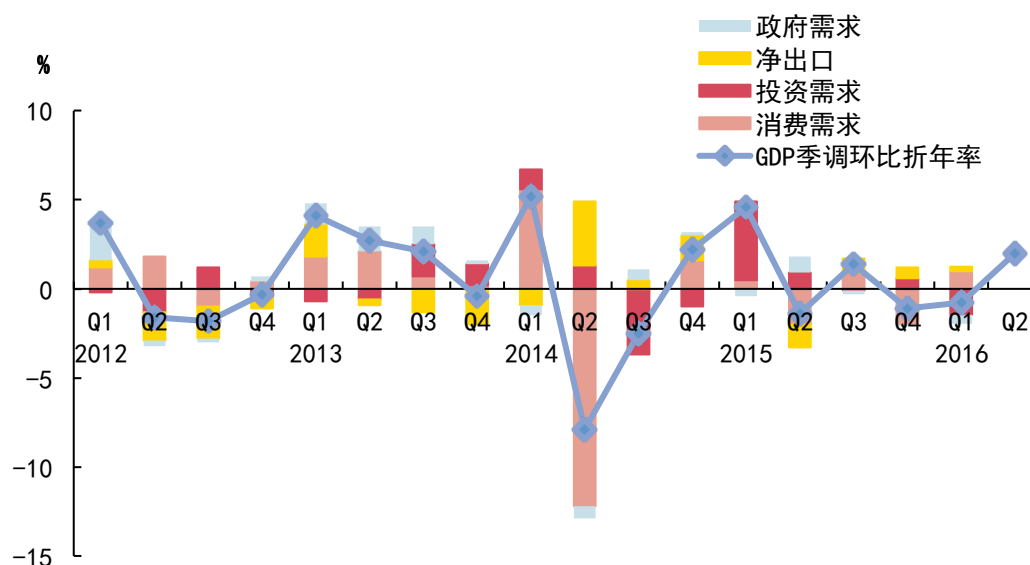
2016 年第 1 季度，预计日本实际 GDP 季调环比增长折年率约为-0.8%。由于上个季度增长率为-1.1%，日本或将继 2014 年第 2、3 季度之后，再次出现连续两个季度负增长的技术性衰退。企业利润同比增长率大幅回落，企业商业信心不足，3 月制造业 PMI 跌至荣枯线以下，2 月份工业生产指数创下东日本大地震造成供应链中断以来最大跌幅，私人部门投资下降或将成为拖累该季度经济增长的主要影响因素。1 月 29 日日本央行出台负利率政策之后迄今效果不彰，股指相对低迷、物价指数略有下降、货币出现升值趋势，宏观经济不确定性增加。日本对华贸易进一步趋冷，对华直接投资增速下滑。

一、经济增长动力不足

预计第 1 季度日本实际 GDP 季调环比增长折年率约为-0.8%

2016 年第 1 季度，预计日本实际 GDP 季调环比增长折年率约为-0.8%。由于 2015 年第 4 季度增长率为-1.1%，日本或将继 2014 年第 2、3 季度之后，再次出现连续两个季度负增长的技术性衰退。2015 年第 4 季度造成负增长最主要的原因是私人部门消费低迷，私人消费贡献了-2 个百分点。在 2016 年第 1 季度，预计私人消费将有所恢复，但私人部门投资下降或将成为拖累该季度经济增长的主要影响因素。日本南部九州地区 4 月 16 日凌晨发生 7.3 级地震，影响了当地的工业和农业生产，或将拖累 2016 年第 2 季度经济增长。但地震之后的恢复性增长，特别是日本政府可能采取的进一步的刺激性政策，加上 2017 年再次提升消费税税率的提前消费效应逐渐显现，下半年的经济增速或将有所提升。预计 2016 年全年增长 0.8%。

图表 15 日本经济经济增长动力不足

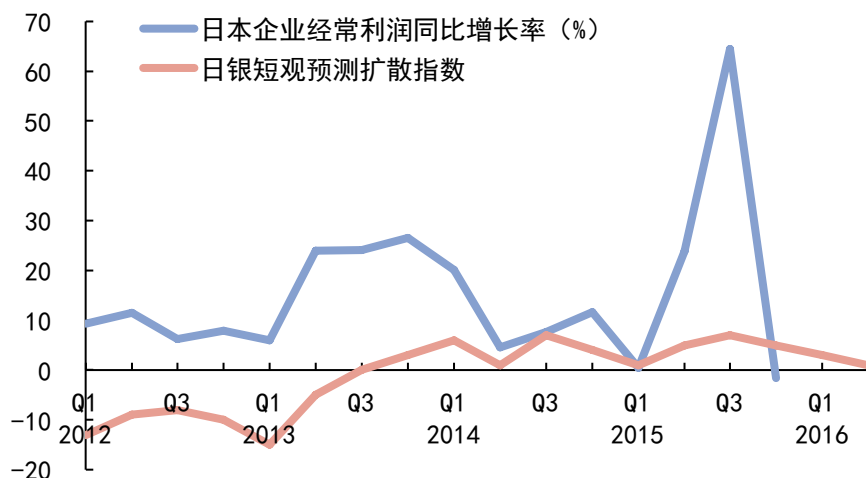


数据来源：日本内阁府，世界经济预测与政策模拟实验室

企业利润同比增长率大幅回落,企业商业信心不足,将对私人部门投资能力与意愿均造成负面影响

日本企业利润同比增长率大幅回落，企业商业信心不足，将对私人部门投资能力与意愿均造成负面影响。2015年第4季度企业经常利润同比增长率-1.7%，较上季度的增长64.4%大幅回落，这也是该项指标自2012年第1季度以来首次出现负增长。经常利润增长率的下滑将对企业投资能力构成负面影响。从商业信心方面来看，日银短观扩散预测指数显示，2015年第4季度为5.0，2016年第1季度则下降为3.0。对2016年第2季度的预测扩散指数进一步下降至1.0。这意味着企业对未来一段时间经营环境的判断趋于恶化。预计2016年第1季度私人部门投资力度疲软，难以对经济增长构成有力支撑。

图表 16 日本企业经常利润同比回落，企业信心不足

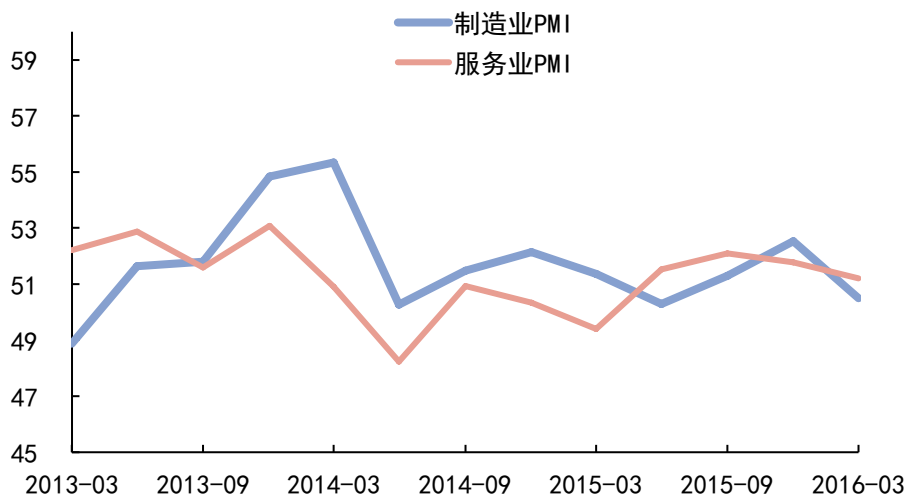


数据来源：WIND数据库，世界经济预测与政策模拟实验室

3 月制造业
PMI 跌至荣
枯线以下

进入 2016 年以来的制造业和服务业 PMI 向下的走势，可与日本企业商业信心趋于恶化的形势互为印证。2016 年第 1 季度，日本制造业 PMI 为 50.5，较上季度下滑了 2 个点；同期服务业 PMI 为 51.2，较上季度下滑了 0.6 个点。从月度数据来看，2016 年 1 至 3 月制造业 PMI 一路下滑，分别为 52.3、50.1 和 49.1。其中 3 月已经跌至荣枯线以下，这意味着制造业出现收缩的征兆。服务业 PMI 也一路下滑至荣枯线上，1 至 3 月分别为 52.4、51.2 和 50.0。

图表 17 制造业和服务业 PMI 下滑

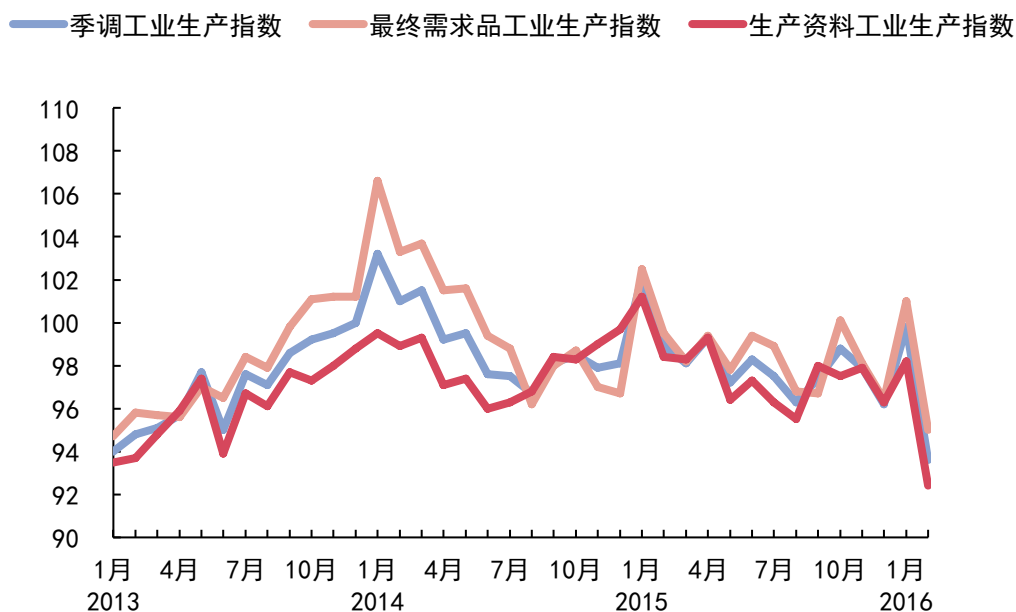


数据来源：WIND数据库，世界经济预测与政策模拟实验室

工业生产指
数急跌

工业生产的急剧下跌也反映了投资需求的低迷态势。2016年2月，季调工业生产指数由上月的99.8大幅下跌至93.6，创下2012年12月以来的最低纪录。最终需求品工业生产指数也由上月的101下跌至2016年2月的95，这是2013年2月以来的最低值。生产资料工业生产指数由上月的98.2下跌至92.4，更是创下2012年10月以来的最低值。2月份日本工业生产较上月跌幅很大，为2011年东日本大地震造成供应链中断以来最大的下跌幅度。工业生产在2月份出现大幅衰减，一方面是因为有钢厂爆炸、丰田停产一周等偶发因素的拖累，另一方面，即便扣除这些因素，工业生产指数仍然疲弱，这反映了日本工业品需求及背后的投资需求趋于低迷。

图表 18 日本工业生产指数急剧下跌



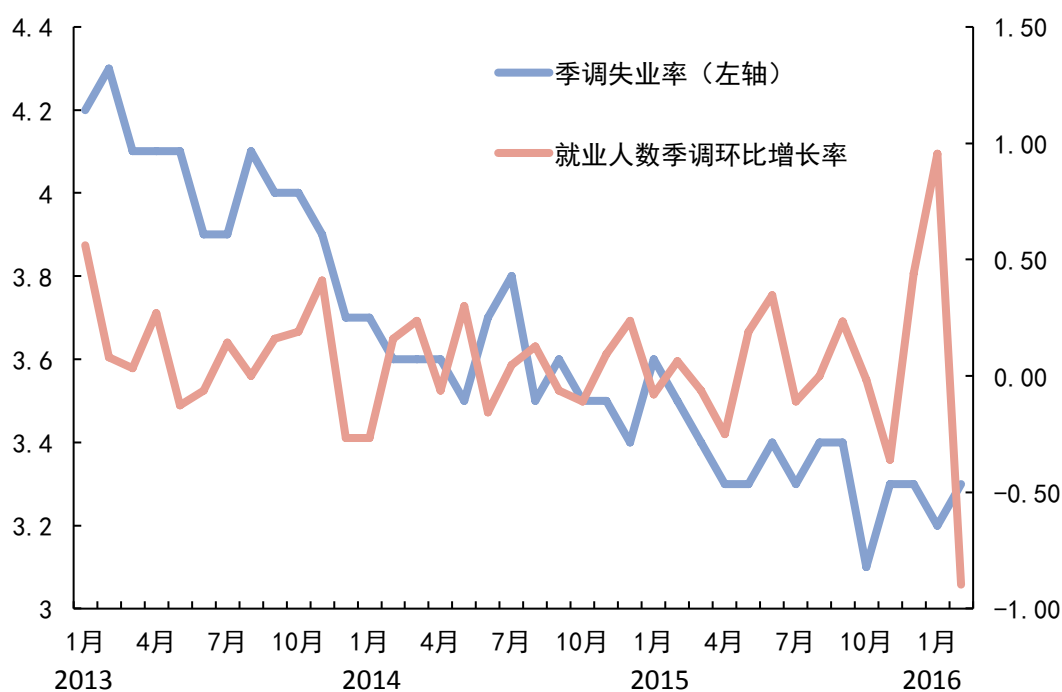
数据来源：日本经济产业省，世界经济预测与政策模拟实验室

私人消费回暖,但可持续性不足

2016 年第 1 季度私人消费回暖,但可持续性不足。短期来看,私人消费受到收入和消费意愿的影响;更长时间段来说则受到就业影响较大。收入方面,进入 2016 年第 1 季度,劳动者现金收入从上年同比负增长状态走出,1、2 月合计同比增长 0.45%。尽管如此,2016 年日本春季劳资谈判(也被称为“春斗”)结果显示,企业加薪意愿不足,大型企业加薪幅度仅达到去年一半,劳动收入增长未来难有大幅提升。家庭调查显示,两人以上家庭消费倾向 2016 年第 1 季度为 81.65%,不仅显著高于上季度的 69.1%,也比 2015 年第 2、3 季度都要高一些,但较上年同期略低一些。尽管如此,截至 2016 年第 1 季度,家庭消费倾向仍在回升趋势之中。另据日本政府 3 月 29 日公布的数据,2 月日本消费支出呈 6 个月来的首次增长,经物价调整的实际家庭支出同比上升 1.2%,主要是由于医疗保健、汽车以及外出就餐等消费上升。2 月零售销售同比增长 0.5%,低于此前经济学家

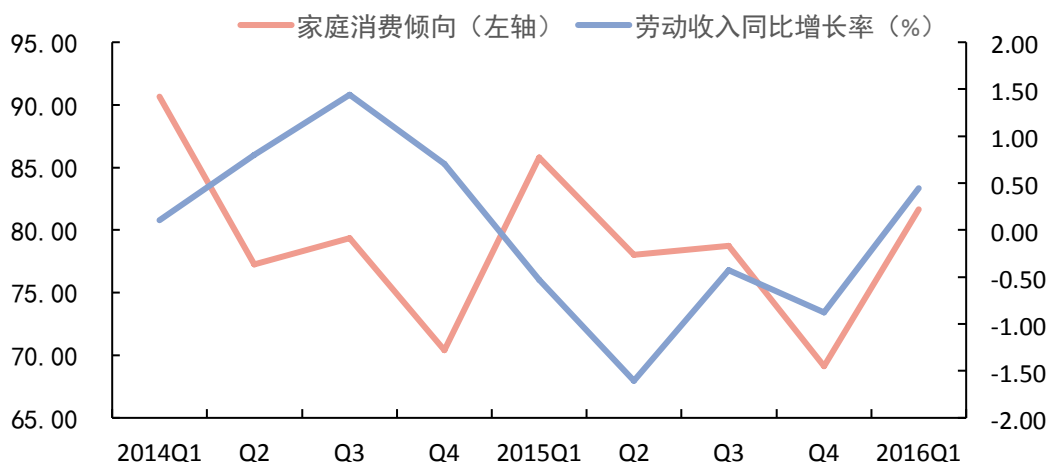
预期的中值 1.7%。但是，从就业方面来看，2016 年第 1 季度，日本就业人数季调环比增长率先升后降，近期来看仍呈下降态势。1 月就业人数季调环比增长率为 0.95%，2 月则下降了 0.9%。1 月日本季调失业率为 3.2%，2 月进一步上升至 3.3%，自去年 10 月触及 3.1% 的底部以来，近期失业率总体来看略有回升。综上，2016 年第 1 季度私人消费或有不错表现，但也呈现出后劲不足迹象。

图表 19 日本季调失业率上升，就业人数季调环比增长率下降



数据来源：WIND, 世界经济预测与政策模拟实验室

图表 20 日本劳动收入同比增长率下降但家庭消费倾向均有所回升



数据来源：WIND，世界经济预测与模拟实验室

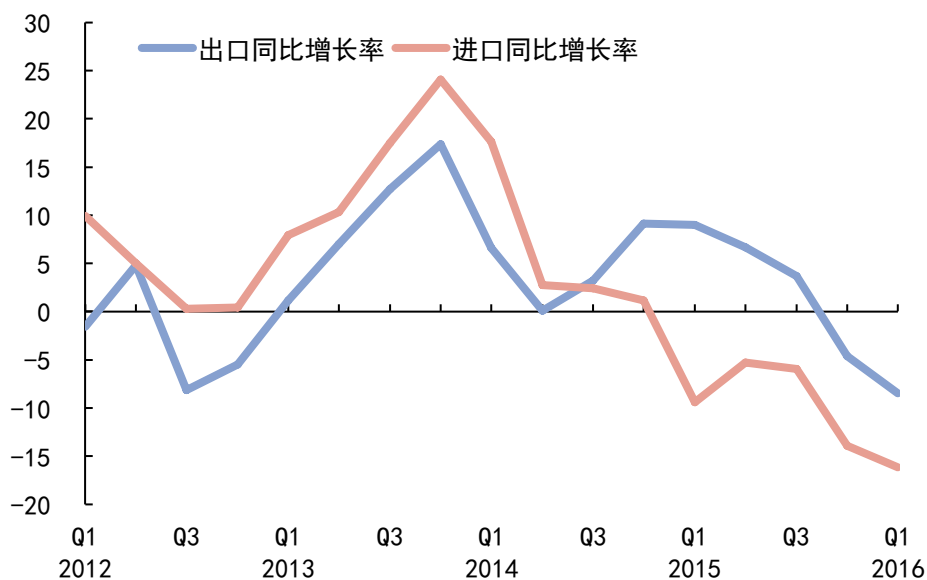
进出口增速
双双下滑，贸
易逆差缩小

出口和进口同比增速双双下滑，但进口同比增速下降幅度更大，贸易逆差缩小。自 2015 年第 1 季度以来，日本进口金额陷入持续同比负增长，第 4 季度增长率为-13.91%，进入 2016 年第 1 季度，情况并未好转，1-2 月合计同比增长率进一步下滑至-16.15%。出口方面在 2015 年第 4 季度也出现 11 个季度以来首次负增长（-4.6%）。这一态势在 2016 年年初得以延续和强化，1-2 月合计出口金额同比增长率为-8.5%。由于进口金额下降程度更大，贸易逆差显著缩小。2016 年 1-2 月贸易逆差同比下降了 74.4%。贸易数量也显示了进出口下滑的趋势。2016 年 1-2 月季调实际出口指数平均值为 101.5，低于上年同期的 103.98；季调实际进口指数平均值为 115.53，也低于上年同期的 116.7。

从日本的主要出口对象来看，自 2015 年第 1 季度以来，日本对美国、中国、欧盟及除中国之外的亚洲其他经济体的出口金额都呈现同比增长率下滑的趋势。其中，对亚洲其他经济体以及对美国出口的增速下滑最快，对中国出口增速下滑也比较

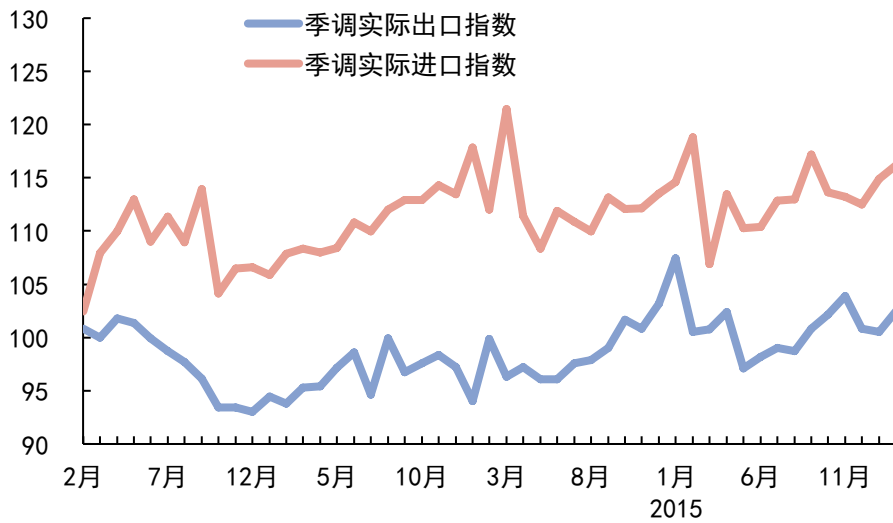
明显,对欧盟出口增速下滑比较平缓但进入 2016 年后幅度较大。具体来说,2016 年 1-2 月合计,日本对美国、中国、欧盟及除中国之外的亚洲其他经济体出口额同比增长率分别为-7.1%、-2.5%、2.6%和-14.3%,除对欧盟出口外,都出现了同比负增长。作为参照,2015 年第 4 季度对上述贸易伙伴的出口同比增长率分别为-6.8%、1.5%、5.8%和-8.0%。这意味着,日本对主要贸易伙伴的出口同比增长率较上季度都出现了下滑,即便仍然同比正增长的对欧盟出口也是如此。

图表 21 日本进口同比增速显著低于出口



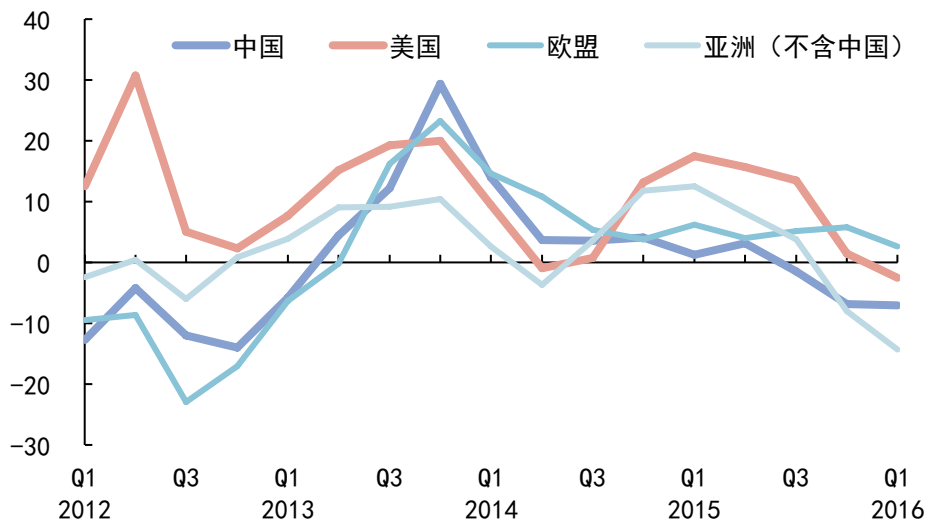
数据来源: WIND数据库, 世界经济预测与政策模拟实验室

图表 22 日本季调实际进出口指数



数据来源：WIND数据库，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 23 日本季调实际进出口指数



数据来源：WIND数据库，世界经济预测与政策模拟实验室

二、负利率政策前景尚不明朗

日本央行出台负利率政策,迄今效果

2016年1月29日,日本央行货币政策会议宣布除继续执行量化与质化宽松货币政策(QQE)之外,还将于2月16日起引入负利率。具体做法是,对于现有金融机构存放在日本央行的

不彰, 宏观经济
不确定性
增加

超额准备金（去年 12 个月均值之下的部分），实施 0.1% 的利率；对于金融机构存放在日本央行的法定准备金以及金融机构受到央行支持进行的一些救助贷款项目带来的准备金的增加，实施零利率；对于以上两点范围以外的存款准备金实施-0.1% 的利率。

日本央行货币政策委员会以 5:4 的投票结果通过上述政策，表明委员会不少成员对这一政策后果的担忧非常大。投反对票的委员木内登英认为，负利率只有在发生经济危机时才适用，该政策可能因为进一步损害金融机构收入而降低金融系统稳定性。另一位投反对票的委员白井早由里则表示，负利率会被市场解读为日本央行资产购买项目已经达到了极限。不过，白井早由里在货币委员会的任期已经在 2016 年 3 月 31 日结束。日本政府任命支持负利率的樱井真(Erika Sakurai)接替白井早由里进入货币政策委员会，反映了日本政府毅然决然推行负利率的态度。

实际上，日本推行的所谓负利率只是对银行存放在央行账上的过剩资金实施带有惩罚性质的负利率，而且主要是针对那些将在央行 QQE（量化质化宽松）措施下获得的资金又存到央行账户而不是投放到实体经济中的银行。短期来看，引导资金进入实体经济以促进经济增长的企图难以实现，象征意义大于实际价值。

除此之外，负利率还旨在实现结束通缩、促使日元贬值以提振出口、促进资金流入股市并通过财富效应提振消费等目标。但是，从股市价格、CPI、日元汇率等指标看，负利率推行至今，上述指标并未明显的趋势性改善。

从股市来看，负利率政策宣布后股价有短暂的上升，东京 255 指数由 1 月 29 日的 17518 点上升至 2 月 1 日的 17865 点但随后不久即出现大幅下跌，2 月 12 日跌至 14953 的低点。2015 年 8 月特别是 2015 年年底以来股市下降的趋势并未扭转。

图表 24 负利率对东京日经 255 指数长期影响有限



资料来源：WIND，世界经济预测与政策模拟实验室

通胀目标渐行渐远，对美元汇率出现升值趋势

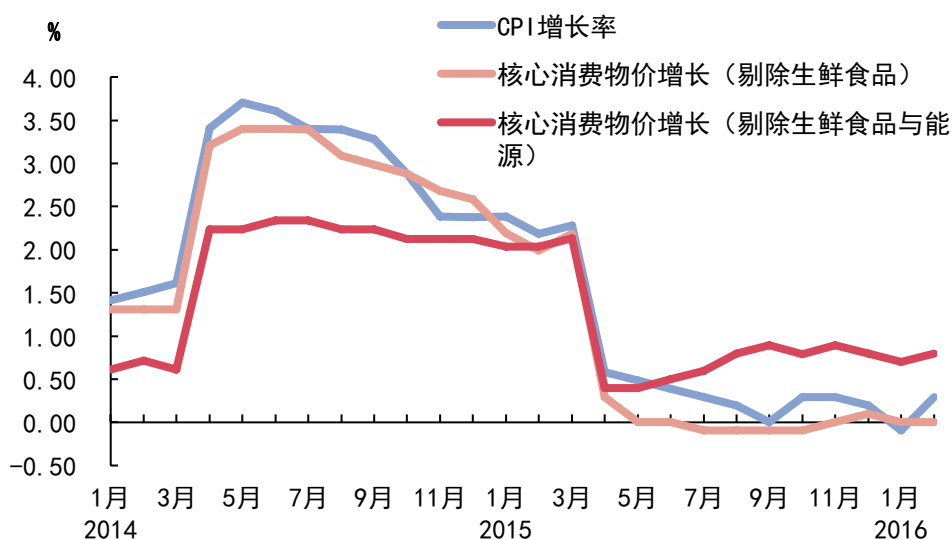
日本央行与 2%通胀目标渐行渐远。2016 年 1 月货币政策会议发布负利率政策时还宣布，第 3 次推迟实现 2%通胀目标时间半年至 2017 财年上半年，并预计 2016 财年的通胀水平仅为 0.8%，远低于通胀目标。实际上，进入 2016 年第 1 季度，通胀指标仍在较低水平。1-2 月 CPI 同比增长率、剔除生鲜食品的核心消费物价同比增长率以及剔除生鲜食品与能源核心消费物价同比增长率均值分别为 0.1%、0.0%和 0.7%，与 2015 年第 4 季度的 0.3%、0.0%和 0.8%相比，还有所下降。迄今负利率政策并未扭转通缩预期。

负利率政策出台之后，日元对美元不贬反升。2016 年 1-3 月，美元兑日元汇率分别为 1 美元兑 121 日元、兑 113.4 日元和 112.6 日元。1-2 月日元实际有效汇率指数均值为 74.88，比 2015 年第 4 季度的 71.28 要高得多。引入负利率政策后，日元汇率变化的不确定性还有所增加。日本央行在 1 月份的声明中还提到“若有必要，将进一步降低负利率”，但在 3 月货币政策会议宣告中已经将这一表述调整为“若有必要，将加大宽松”，

结果日元兑美元当日大幅升值。

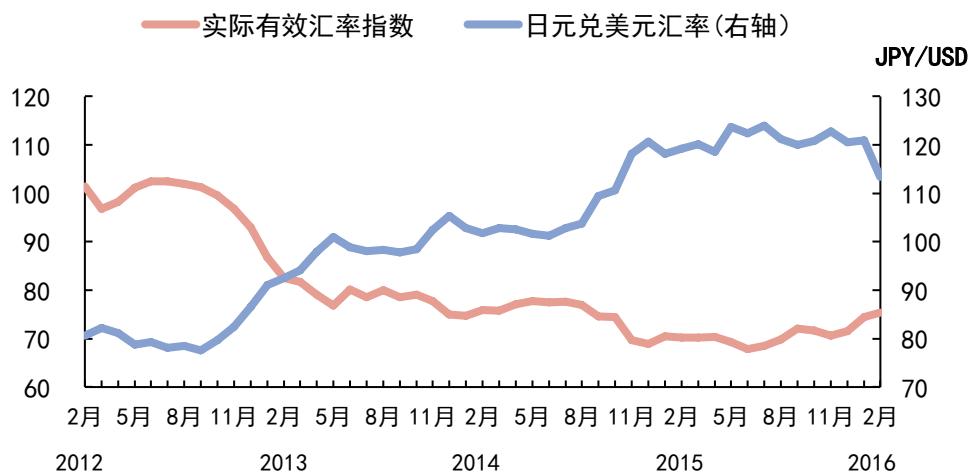
总之，迄今日本实施负利率给股市价格、CPI 和日元汇率的预定影响并未实现，反倒很可能增加了宏观经济的不确定性。此外，负利率影响之下，日本 10 年期国债收益率首次被压低至负区间并创出历史低位。在实施负利率后，日本央行加大了收益率中长端国债的购买，通过资本利得来补偿银行因负利率带来的成本。

图表 25 日本通缩压力仍然存在



数据来源：日本总务省统计局

图表 26 日元对美元近期呈升值态势



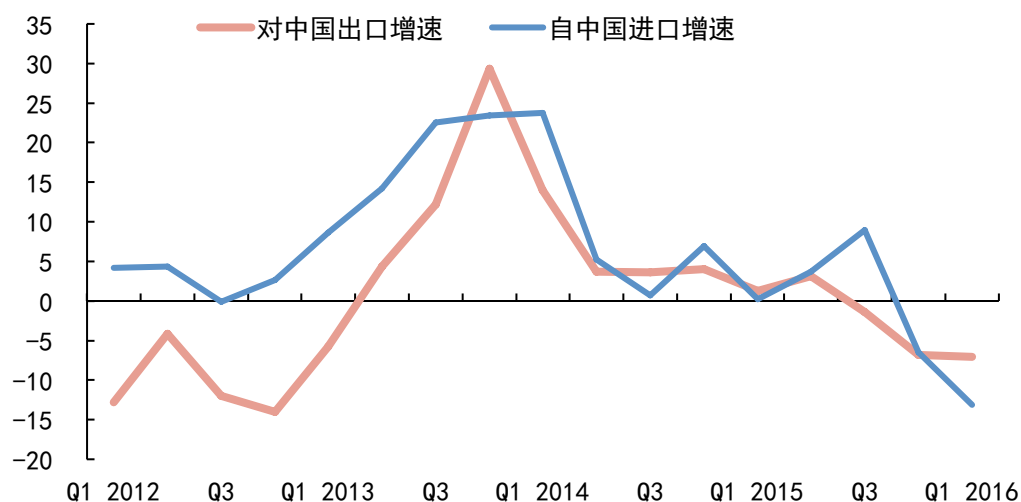
数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

三、对中国贸易投资增速下降

日本对华贸易进一步趋冷,对华直接投资增速下滑

2016年第1季度日本与中国的贸易进一步趋冷。从2016年1月及2月合计来看,日本对华出口同比下降7.06%,延续了第3季度同比下降6.82%的趋势并在程度上下降得更大;同期日本自华进口同比下降13.44%,而第3季度为同比下降6.51%。自中国进口增速的下滑幅度超过了对中国出口增速的降幅。

图表 27 日本对华贸易再度趋冷



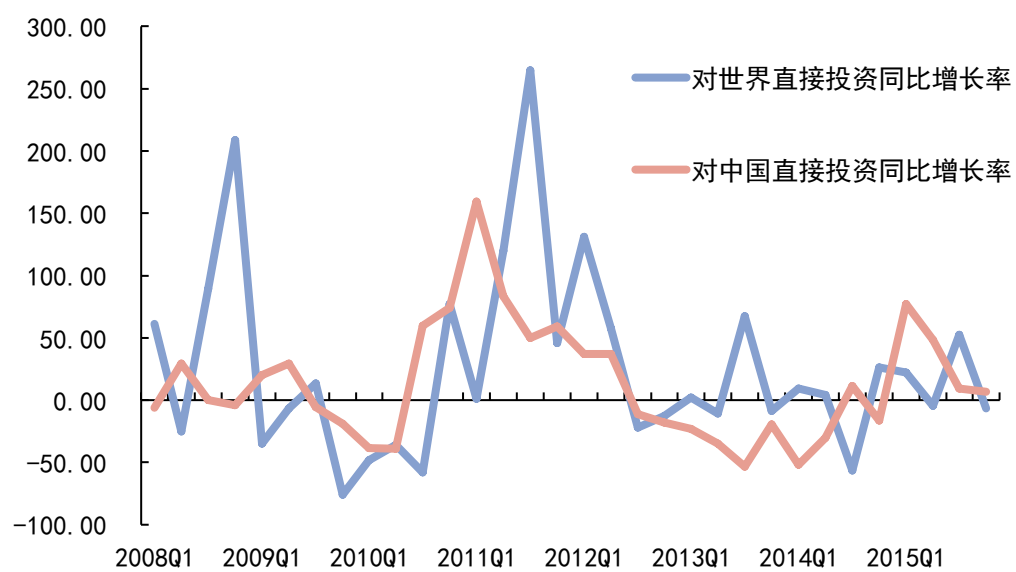
数据来源：WIND，世界经济预测与模拟实验室

注：2016年1季度值为1-2月合计值。

日本对中国直接投资增速下滑。2015年第1季度，日本对华直接投资同比大幅增长了77.30%，尽管有基期效应的影响存在，但仍可算作改善的迹象。第2季度维持改善势头，同比增长了48.43%。第3季度同比增长率进一步下滑至9.12%，但仍然实现了正增长。第4季度进一步下滑至6.65%。预计2016年第1季度难有明显改善。与日本对全世界直接投资增长情况相比，2011年第2季度以来，对华投资增速总体低于对世界直接投资增速的状况也开始有所变化。2015年第1、2季度，对华直接投资增速都超过了对全世界直接投资增速。特别是，当第2季度对全世界直接投资负增长，而对中国直接投资仍然维持了较高的增长率。不过，到第3季度日本对全世界直接投资同比大幅增长了52.36%时，对中国直接投资增长幅度相对较小。但第4季度对世界投资同比负增长6.57%时，对中国还实现了6.65%的正增长，也是非常不容易的。但在整体投资趋势不佳的背景下，对中国直接投资也难以“一枝独秀”。2015年第4季度，日本对华直接投资23.3亿美元，占全部对外直接投资总额366.1亿美元的6.53%。这比

上季度 5.56% 的占比有所上升。

图表 28 日本对华直接投资增速下滑



新兴市场经济：经济增长继续面临较大压力

1 季度金砖国家经济继续延续上一季度增长格局。俄罗斯和巴西经济仍然处于衰退态势，巴西经济衰退进一步加剧，但俄罗斯出现好转迹象，预计 2016 年巴西和俄罗斯经济增长分别为-4.5%和-1.5%。南非经济继续维持低迷，且可能进一步放缓，预计 2016 年经济增长 0.5%。印度经济增长保持稳定，并维持在较高水平，预计 2016 年经济增长 7.5%。当前新兴市场总体仍面临较大的经济增长压力，与此同时，受制于财政空间收缩、通货膨胀高企等因素影响，政府调控经济的能力减弱。在欧日央行纷纷实施负利率政策、美国加息预期不断调整的情况下，新兴市场面临的国际金融环境进一步恶化。

一、金砖国家经济增长压力不减

1 季度俄罗斯经济增长估计为-1.5%

俄罗斯 1 季度经济增长估计为-1.5%。2015 年 4 季度俄罗斯经济同比萎缩 3.8%，全年经济增长同比下降 3.7%。2015 年俄罗斯投资和消费大幅萎缩，其中固定资产投资同比下滑 8.4%，社会零售商品总额同比下滑更是高达 10%。2015 年卢布对美元汇率出现大幅贬值，但并未带来出口的恢复反而令进口进一步恶化，出口和进口分别同比萎缩 32.1%和 37.7%。农业产量略有增长为 3.0%，但是工业生产同比萎缩却达到 3.4%。今年 1 季度俄罗斯经济出现部分好转迹象，其中 1 月和 2 月消费同比增长-7.3%和-5.9%，萎缩幅度有所降低，出口同比分别增长-26%和-36.4%，进口同比增长-28.8%和-20.9%，总体也有所好转。工业生产在 1 月和 2 月分别增长-2.7%和 1.0%，农业生产分别增长 2.5%和 3.1%，均好于去年 4 季度。不过，制造业 PMI 在 1 月至 3 月均处于枯荣线下方，分别为 49.8、49.3、48.3，表明俄罗斯制造业活动仍然十分疲弱。在此情况下，**俄罗斯 1 季度经济增长仍将处于衰退区间，但是萎缩幅度将会有所收窄，估计为-1.5%。**

2 季度俄罗斯

2 季度俄罗斯经济预计萎缩-0.5%。面对不断恶化的经济形

斯经济预计
增长-0.5%，
全年经济增
长为-1.5%

势，3月初俄罗斯政府公布了2016年社会经济稳定发展行动计划，即反危机计划。该计划涉及资金规模约为8800亿卢布（约合120亿美元），共包括两大类120项措施。第一类是紧急措施，其目标是扶持那些遇到困难但有很大增长潜力的部门，如汽车工业、轻工业、交通机器制造和农业机器制造及建筑部门。第二类是计划进行结构性改革，包括扶持中小企业、改革司法体系、优化国家开支等。相比去年版的反危机计划，最新版计划不再将大笔资金投入银行、金融业，而是注重对实体经济的扶持，与此同时更加注重结构性改革。这一计划有望抑制俄罗斯经济的进一步下滑，但是能否为经济带来重大改观值得观察。

短期内俄罗斯国内外也出现一些向好因素。一是国际油价出现小幅回升。2月，伴随部分产油国达成有条件限产协议以及叙利亚停火协议开始执行，国际油价出现小幅回升，这对于依赖石油和天然气外汇收入的俄罗斯而言无疑是利好消息。二是美联储加息预期减弱，使得新兴经济体资本外流情况有所缓解，甚至在3月创下资本流入高位，这也相应地减轻了俄罗斯资本外流压力。受此影响，卢布在今年1季度甚至出现较大幅度的升值。三是俄罗斯的通货膨胀继续走低，前两个月俄罗斯通货膨胀已经降至10%以下。不过考虑到俄罗斯央行将2017年通货膨胀目标设定在4%，现在离这一目标尚远，货币政策可能难以宽松。未来，全球经济持续低迷、国际油价走低、西方对俄罗斯制裁等负面因素影响仍将继续困扰俄罗斯经济，预计**2季度经济萎缩-0.5%，2016年经济萎缩1.5%**。

1季度巴西
经济增速估
计为-6.0%

巴西1季度经济同比增速估计为-6.0%。2015年4季度巴西经济环比萎缩1.4%，同比萎缩5.9%，连续第四个季度出现萎缩。2015年全年巴西经济衰退3.8%，为近25年来最差表现。这一切表明巴西经济正在经历严重衰退。数据显示，2015年巴西投资萎缩幅度达14.1%，家庭消费萎缩幅度为4.0%。农

业生产虽增长 1.8%，但是工业生产和服务业却分别下降 6.2% 和 2.7%。与此同时，2015 年巴西失业率升至 7.9%，创下 6 年新高，而通货膨胀也高达 10.7%，为 12 年以来新高。财政赤字占 GDP 之比飙升至 10.3%，为此，穆迪、惠誉、标普三大国际评级机构均已将巴西主权债务评级降至垃圾级。

从 2015 年 4 季度来看，巴西固定资产投资同比萎缩高达 18.5%，家庭消费萎缩也在 6.8%。在雷亚尔大幅贬值的推动下，出口同比增长 12.6%，但进口同比下降 20.1%。巴西热图利奥·瓦加斯基金会对巴西工业企业 1 季度的投资调查发现，未来 12 个月企业家投资意向指数为 72.6，相比上一季度下降 12.3 个点。调查显示，未来 12 个月有 16.8% 的工业企业预计增加投资，有 44.2% 的工业企业预计会减少投资，减少投资的企业比例较上一季度出现大幅上升。消费信心继续下探，2 月热图利奥·瓦加斯基金会的消费信心指数（CCI）为 68.5，为该指数自 2005 年 12 月开始以来的最低值。工业生产活动继续萎靡不振，1 月工业产出同比增速进一步扩大至 -13.8%，衰退幅度接近 2009 年金融危机期间水平。巴西制造业 PMI 继续处于枯荣线下方，1-3 月分别为 47.4、44.5、46.0，显示制造业将会进一步恶化。在此情况下，预计巴西 1 季度经济同比增速估计为 -6.0%。

2 季度巴西经济预计增长 -4.5%，全年经济增长预计为 -4.5%

2 季度巴西经济预计增长为 -4.5%。当前巴西经济内外交困。从外部因素看，全球经济持续低迷，大宗商品价格维持低位，内部因素看，伴随经济衰退幅度不断加深，就业恶化、通胀上升、赤字增加进一步限制巴西政策施展空间，当前无论是财政政策还是货币政策，巴西政府都难有作为。与此同时，巴西国家石油公司（Petrobras）腐败丑闻持续发酵进一步打击巴西经济信心。巴西国家石油公司贿赂丑闻最先曝光于 2014 年 9 月，但是至今仍无调查结果。丑闻牵涉了巴西许多高层政治领导人，数位政治家、企业高管和亿万富翁被逮捕，同时调查

直接指向了前总统卢拉和现任总统罗塞夫。受到丑闻牵连，罗塞夫的支持率已降至低谷，成为巴西历史上最不受欢迎的总统之一。政治腐败案件的持续发酵，一方面进一步削弱了政府的治理能力，另一方面也打击了外国投资者的信心，国外投资者纷纷撤出资金，进一步恶化了巴西经济局势。预计 **2 季度巴西经济萎缩 4.5%，2016 年经济萎缩 4.5%。**

1 季度印度
经济增速估
计为 7.5%

印度 1 季度经济增速估计为 7.5%。2015 年 4 季度印度经济同比增长 7.3%，较 3 季度有所回落。即使如此，2015 年印度经济增速仍高达 7.6%，创五年以来最高水平。印度强劲的经济增长表现主要归功于制造业的快速增长。2015 年 4 季度，印度制造业增速达到 12.6%，相比 3 季度上升 3.3 个百分点，服务业同比增长 9.9%，但农业产出由 3 季度的 2.2% 的放缓至 1%。印度工业活动将会持续保持扩张，今年 1-3 月制造业 PMI 均维持在 50 以上，仍处于扩张区间。**印度 1 季度经济增速估计为 7.5%。**

2 季度印度
经济增速预
计为 7.6%，
全年经济增
长 预计 为
7.5%

2 季度印度预计经济增长为 7.6%。印度经济的快速增长来自多个因素的支撑。首先是低油价利好因素，印度依赖大量石油进口，油价下跌为其节省了大量外汇成本。其次，印度正增加对基础设施建设带动投资增长。例如印度政府曾在 1 月份宣布未来五年投入 150 亿美元进行城市厕所改造，这成为印度发力基础设施建设的一个缩影。2 月底，印度政府发布新的年度预算报告，计划在新的财年推动总额 2.18 万亿卢比（约合 320 亿美元）的铁路和公路投资计划，以进一步完善印度的基础设施建设。短期来看，当前印度通货膨胀继续处于低位水平，货币政策仍有进一步宽松的空间。**2 季度印度预计经济增长为 7.6%，2016 全年经济增长 7.5%。**

1 季度南非
经济增速估
计为 1.0%

1 季度南非经济增长估计为 1.0%。2015 年 4 季度南非经济同比增长 0.6%，较上一季度下降 0.6 个百分点。2015 年全年经济增长 1.3%，为 2009 年以来最低，较 2014 年下降 0.2

个百分点。2015 年 4 季度经济增长走低主要来自制造业与农业产出的下降，其对 GDP 的贡献率分别下降 1.5%和 2%。2016 年 1 月，南非制造业同比增长仍延续去年 4 季度萎缩态势，1-3 月制造业 PMI 分别为 49.6、49.1、47，仍处于枯荣线下方，短期内制造业不会出现好转。预计今年 1 季度南非全年经济增长 1.0%。

2 季度南非
经济增速预
计为 0.5%，
全年经济增
长 预计为
0.5%

2 季度预计经济增长 0.5%。当前南非面临大宗商品价格下跌、货币贬值、能源短缺等问题，短期经济前景依然堪忧。2016 年 2 月，南非总统祖马发表了 2016 年度国情咨文，坦诚南非经济面临的诸多问题，同时强调仍然应对南非经济保持信心，并提出了九项计划应对经济下滑，包括促进外商投资便利化、减少官僚主义和法律法规上的投资壁垒，进一步提升南非投资环境。但无论是财政政策还是货币政策来看，其回旋空间都不是太大。从财政政策来看，出于财政整固的需要，南非 2016/2017 财年将实施财政紧缩政策，这将限制财政政策的发挥，而从货币政策来看，目前南非通货膨胀已经达到 7%，远超出其央行的通胀目标，货币宽松的空间不大。在当前大宗商品价格下降以及国内和国际金融市场动荡等因素影响，预计 2016 年全年经济增长 0.5%。

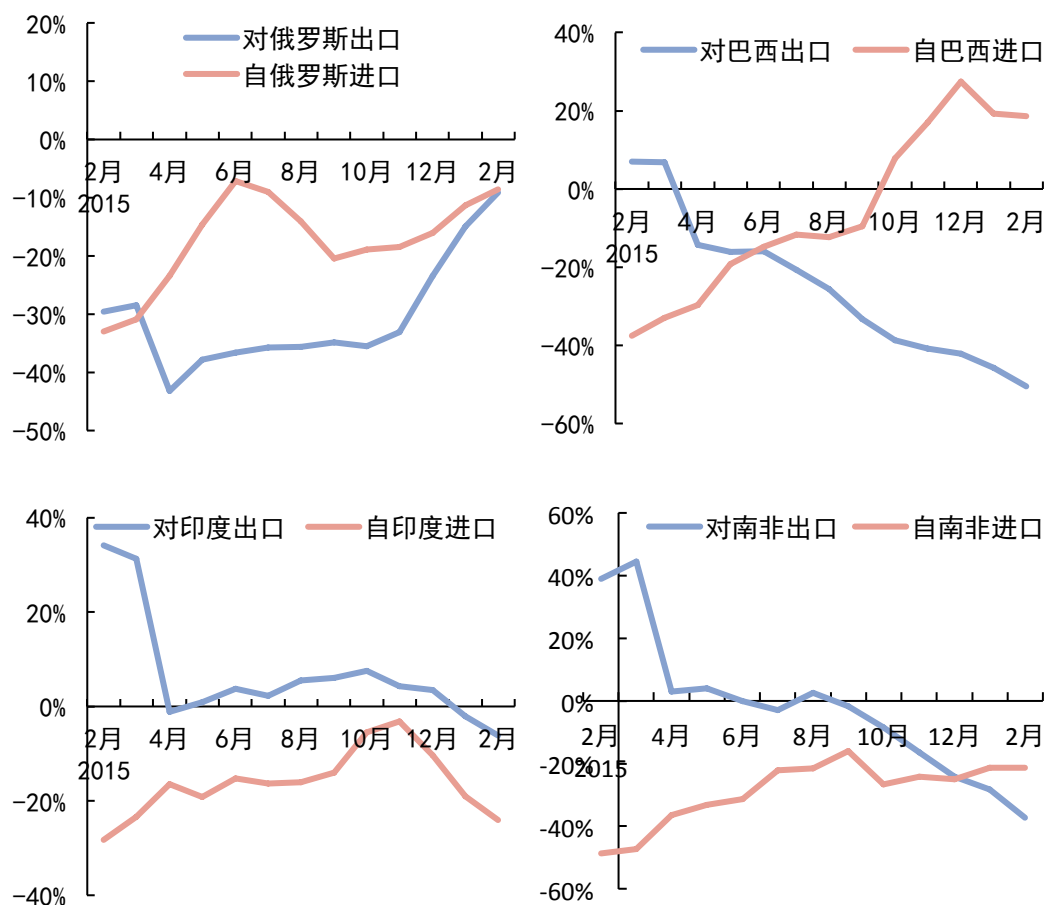
二、金砖国家与中国经贸关系继续处于低位

中国与金砖
国家贸易仍
处于低位

中国与金砖国家贸易仍处于低位。2016 年 1 月和 2 月中国与金砖国家贸易规模占中国总贸易规模的比例分别为 6.3%、6.2%，继续保持在低位水平。中国与金砖国家总体贸易规模同比增速仍处于萎缩态势。出口方面，中国对巴西、南非出口同比增速仍处于大幅萎缩态势，其中 2 月对巴西出口同比萎缩为 56.7%，对南非出口同比萎缩接近 40%，存在进一步恶化的趋势。对俄罗斯出口也继续在萎缩，但是衰退幅度有所放缓。相比其他国家，中国对印度出口形势稍好，1 月和 2 月同

比增长分别为 4.3%和-16.7%。进口方面，除巴西外，中国自金砖国家进口同比增速全面萎缩，其中，2月自印度和南非进口同比增速分别萎缩 23.3%和 24.7%，自俄罗斯进口同比萎缩 5%。中国自巴西进口仍保持增长态势，但是增速幅度有所放缓，2月同比增长 10.3%。

图表 29 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

实际 GDP 增速

	(季度同比, %)			(年度同比, %)		
	2015Q4	2016Q1E	2016Q2F	2014	2015	2016F
俄罗斯	-3.8	-1.5	-0.5	0.6	-3.7	-1.5
巴西	-5.9	-6.0	-4.5	0.1	-3.8	-4.5
印度	7.3	7.5	7.6	6.9	7.6	7.5
南非	0.6	1.0	0.5	1.5	1.3	0.5

通货膨胀

	(季度同比, %)			(年度同比, %)		
	2015Q4	2016Q1E	2016Q2F	2014	2015E	2016F
俄罗斯	12.6	8.6	8.0	7.8	15.5	8.0
巴西	9.4	8.0	7.0	6.3	9.0	7.0
印度	5.3	5.3	4.8	6.1	6.2	5.0
南非	5.4	6.5	6.0	6.4	4.6	5.9

汇率

(名义汇率, per USD)

	(名义汇率, per USD)			制造业 PMI		
	2016M1	2016M2	2016M3	2016M1	2016M2	2016M3
俄罗斯	76.250	77.220	70.470	49.8	49.3	48.3
巴西	4.056	3.964	3.698	47.4	44.5	46.0
印度	67.333	68.240	66.891	51.1	51.1	52.4
南非	16.325	15.762	15.379	49.6	49.1	47.0

中国出口

(同比增速, %)

	(同比增速, %)			中国进口		
	2016M1	2016M2	2016M3	2016M1	2016M2	2016M3
俄罗斯	-4.3	-14.0	-	12.0	-5.0	-
巴西	-44.4	-56.7	-	26.8	10.3	-
印度	4.3	-16.7	-	-24.9	-23.3	-
南非	-34.7	-39.9	-	-18.1	-24.7	-

资料来源: Wind 资讯, CEIC 数据库

中国经济：企稳回暖

在上季度经济企稳的基础上，2016年第1季度中国多项主要经济指标进一步回暖：制造业 PMI 指数重返荣枯线上，固定资产投资同比增速企稳，固定资产投资资金来源中贷款增速明显改善，工业企业利润有显著好转。由于2015年以来货币政策的转向，以及CPI通胀率的上升，真实流动性已经显著趋于宽松。尤其是1季度SHIBOR隔夜拆借利率已经低于同期CPI通胀率，实际利率呈现负利率；同口径的银行间债券7天回购实际利率也接近于零。在上述条件的支撑下，预计中国经济回暖态势有望在2季度得到延续。

一、领先指标率先回暖、滞后指标继续收缩

1 季度综合 PMI 指数维持稳定。

1 季度综合 PMI 指数维持稳定。2016年1至3月，中国经济综合 PMI 指数分别为：52.0、51.3、52.5。三个月均值为51.9，与2015年4季度的52.0基本持平。从1季度3个月的综合 PMI 指数来看，总体表现为先降后升。

制造业 PMI 显著回暖、非制造业 PMI 稳中有降。

制造业 PMI 显著回暖，非制造业 PMI 稳中有降：1至3月，制造业 PMI 指数分别为：49.4、49.0、50.2，其中3月份的 PMI 指数是近8个月以来第一次站上荣枯线上方，也是近9个月以来的最高点。

此外，2016年1季度非制造业 PMI 指数，整体较2015年4季度略有下降。第1季度三个月数值分别为：53.5、52.7、53.8，其中3月值是年内最高点，但低于2015年12月值。总体上，1季度非制造业 PMI 指数比上季度下降0.4个点。

综合 PMI 就业指数在收缩区间开始趋于稳定。

就业景气指数略有下降，但开始趋于稳定。2016年1至3月，制造业、非制造业加权的综合 PMI 就业指数分别为：48.5，48.5，48.2，就业情况在收缩区间开始趋稳。1季度综合 PMI 就业指数同季度基本持平。不过制造业部门和非制造业部门的就业指数表现各异，两者分别出现了回暖和继续走低。两者相抵后，总体就业景气指数基本持平。

CPI 通胀率
进一步回升。

CPI 通胀率有所回升,CPI 与 PPI 通胀率缺口继续略有收窄。2016 年 1 至 3 月,CPI 通胀率同比分别为 1.8%、2.3%、2.3%,1 季度整体通胀率为 2.1%,高于上季度的 1.5%。其中 2 月和 3 月 CPI 通胀率已经是近两年来的最高点。不过目前只是由猪肉和蔬菜价格上升引发了 CPI 指数上涨,总需求温和回暖、甚至中期反弹势头尚未明确,因此尚不必过分担忧物价水平的大幅攀升。

另一方面,1 季度 PPI 通胀率的收缩幅度放缓,1 至 3 月的同比增速分别为-5.3%、-4.9%、-4.3%。其中 3 月值是近 9 个月以来的最高水平。同时,第 1 季度 CPI 和 PPI 同比增速的缺口缩小到 6.6 个百分点,缺口进一步略有收窄。

二、需求面：投资出现企稳迹象、消费需求走弱

1. 固定资产投资同比增速趋稳

投资增速企
稳。

2 月,固定资产投资累计同比增速为 10.2%,虽然继续维持在历史低速水平,但是较上季末的增速(10.0%)略有回升。尽管同比增速只是略有回升,但也是从 2013 年 3 季度以来,同比增速首次出现回稳。

房地产、制造
业对投资下
滑的推动作
用明显减弱。

与去年同期相比,前 2 月房地产业、交通运输业、制造业的投资增速仍在继续走弱。三者对总体投资增速下滑的贡献分别是 38%、21%和 15%,合计贡献达 73%。不过房地产、制造业对固定资产投资下滑的推动作用已经明显减弱,在上一季度,这两大行业对投资增速下滑的贡献有 70%,而在 1 季度已经下降到 53%。

2016 年 1 至 2 月和去年同期相比,投资增速出现上升的行业明显增多,例如,水利、环境和公共设施,公共管理、社会保障和社会组织,教育、住宿和餐饮,一共有 4 个行业投资增速出现上升,而在上一季度,只有卫生和社会工作,农、林、

牧、渔服务业，这 2 类行业的投资增速出现上升。此外，还有一些行业的投资增速保持稳定，这些行业都集中在服务业，比如：农、林、牧、渔业，金融业，居民服务、修理和其他，科学研究、技术服务和地质勘查业，其他服务业。

资金来源中，国内贷款回暖，但其他资金来源不振。

投资资金来源中的贷款增速、其他资金来源增速，增速较上季度均有显著改善。2016 年 1 至 3 月，国内贷款资金来源累计同比增速为 13.9%。这不但一举扭转了过去 10 个月固定资产投资当中，贷款资金来源增速持续为负的局面，而且较去年累计-5.8%的增速出现大幅提升。

不过，除了国内贷款增速、其他资金来源之外，2016 年 1 季度数据中，国家预算内资金增速平稳，利用外资资金增速仍然持续为负增长，自筹资金增速还出现了显著下滑。最后，在“国内贷款”、“其他资金”的支撑下，1 至 3 月固定资产投资资金来源的累计同比增速为 6.4%，较去年同期基本持平。

原材料加库存、产成品去库存。

原材料加库存、产成品去库存。PMI 指数显示，第 1 季度原材料库存指数、产成品库存指数一升一降。

2016 年 3 月，PMI 产成品库存指数上升至 48.2，不仅高于去年 12 月的 47.6，也是 7 个月以来的高点，同时也是 7 个月以来第一次高于历史均值 48.1。由于技术进步、物流能力的提升，企业库存存在长期下降趋势，因此我们这里使用库存指数的历史均值作为荣枯临界值。另一方面，PMI 原材料库存指数继续下降，3 月数值为 46.0，较上季度末略有下降，显著低于历史均值 47.4。

2. 消费需求略有走弱

消费增速略有走弱,消费者预期仍处收缩区间。

首先,从名义值来看,社会消费品零售总额累计同比增速在第1季度(10.5%)稍弱于2015年全年的增速10.7%。其次,如果从当月同比增速的名义值来看,1至2月同比增速10.2%,比2015年4季度的11.1%差距更大。不过,如果从社会消费品零售总额季调环比增速来看,1至2月增速为0.82%,与上一季度的0.81%基本持平。第三,从实际值来看,消费需求也略有走弱。因为2016年初以来CPI通胀率有所上升,所以剔除物价水平之后,社会消费品零售总额1至2月的当月实际同比为9.6%,较2015年4季度接近11%的水平仍有所下降。

消费的主观调查数据仍在进一步走弱,消费者对就业和收入的信心在收缩区间进一步下滑。目前,虽然PMI指标、投资增速等指标出现企稳迹象,但是消费者对就业和收入预期并不乐观。2016年3月央行对储户的调查显示,居民的未来就业预期指数、未来收入信心指数分别为44.8、48.4,均处于临界值50以下,而且较2015年12月分别下降了0.5、0.7个点。

3. 出口减速、顺差收窄

进出口双双放缓

2016年1季度中国出口同比增速较上季度进一步下降4.5个百分点。出口放缓来自外需和中国出口市场份额增速的双重走弱。1季度中国进口继续下滑,同比增速较上季度下降1.4个百分点。1季度中国货物贸易顺差收窄,受到了出口增速下滑的拖累;同时服务贸易逆差有所回升。预计2季度中国外贸将小幅回暖。具体分析参见CEEM同期发布的《外贸专题》。

三、供给面：工业企业利润显著改善，产值增速触底中

工业增加值增速继续走弱,利润情况明显改善。

工业增加值增速进一步走低,但利润情况显著改善。2016年1至2月工业增加值同比增速为5.4%,较2015年4季度的5.9%进一步减速。工业增加值增速在2015年6月达到6.8%之后一路走低至今。与此同时,工业增加值的环比增速也在1

季度出现走弱。

不过，工业企业利润总额累计同比增速却出现了显著好转。1至2月，工业企业利润累计同比增速为4.8%，不仅扭转了2015年全年利润增速为负(-2.3%)的状态，而且这一增速也高于2014年全年工业企业的利润增速(3.3%)。

主要工业生
产活动两升
两降。

钢铁、水泥负增长开局，货物周转、发电量弱势好转。截至2016年3月，主要工业生产活动的四大指标：货物周转量、发电量、钢材产量、水泥产量，其累计同比增速分别为-0.18%（2月数据）、1.80%、-2.1%（2月数据）、3.50%。四项指标当中，除了钢材产量较上季度进一步走弱之外，货物周转量、发电量、水泥产量都有不同程度的改善。

四、货币市场名义流动性基本稳定

货币市场名
义流动性表
现基本稳定。

第1季度当期SHIBOR隔夜利率均值为1.99%，比上季度的1.84%上升了15个基点。该利率在1季度整体表现基本稳定，除了春节前后，其他时间都在均值附近小范围内表现平静。截至2016年4月1日，SHIBOR隔夜利率为2.01%，与2015年12月31日的1.99%几乎持平。虽然SHIBOR隔夜利率略有上升，但从近7年的历史来看，该名义利率仍然是2008年金融危机以来的较低水平。

剔除通胀，
SHIBOR 隔
夜利率为负，
银行间债券
回购利率接
近零。

真实流动性在1季度显著改善。预估2016年第1季度的通胀率为2.1%，较上季度的1.5%上升0.6个百分点。剔除通胀率之后，从真实利率角度来看，SHIBOR隔夜利率在1季度的表现，比2季度实际下降45个基点，实际利率重启下降。

从银行间债券的7天回购利率来看，1季度利率的平均值为2.44%，比2015年4季度上升3个基点。剔除通胀率则相应的实际利率下降57个基点。

由于1季度通胀率上行，上述两种口径的真实利率都有下降。而且SHIBOR隔夜利率对应的实际利率在1季度已经为负，

银行间债券 7 天回购利率剔除通胀后也接近零利率。

人民币汇率
回稳,贬值预
期消退。

2016 年 1 月 1 日至 3 月 31 日,人民币即期汇率总体呈现回稳,并且稳中有升。较期初的 1 月 1 日,3 月 31 日人民币即期汇率升值幅度为 0.4%。总体来看,在岸市场人民币即期汇率(CNY)在 1 季度的均值为 6.5375 人民币/美元,而第 4 季度均值为 6.3921。

与此同时,离岸市场人民币即期汇率(CNH)也有一定升值。1 季度 CNH 均值为 6.5586,1 季度末较去年 4 季度末升值 1.7%。从 CNH 与 CNY 的人民币汇率价差来看,过去一年多以来,离岸市场的贬值预期不但下降,甚至在 3 月份第一次呈现出了人民币对美元的升值预期。从外部环境看,贬值预期出现逆转主要是由于市场对美联储加息预期的落空所致。

五、经济在 2 季度有望延续

经济回暖有
望在 2 季度
得到延续。

在 2015 年第 4 季度经济企稳的基础上,今年第 1 季度多项主要经济指标进一步出现回暖:制造业 PMI 指数重返荣枯线上,固定资产投资同比增速企稳回调,固定资产资金来源中贷款增速明显改善,工业企业利润显著好转。由于 2015 年以来货币政策的转向,以及 CPI 通胀率的上升,真实流动性已经显著趋于宽松。1 季度 SHIBOR 隔夜拆借利率已经低于同期 CPI 通胀率,实际利率呈现为负利率。在上述条件的支撑下,预计经济回暖态势有望在 2 季度得到延续。

附表：中国经济数据概览

		2015			2016		
		Q2	Q3	Q4	M1	M2	M3
综合 PMI		52.1	52.0	52.1	51.8	51.2	52.3
制造业 PMI: 就业指数		48.1	49.8	49.7	47.8	47.6	48.1
非制造业 PMI: 就业指数		48.7	53.6	53.7	48.8	48.9	48.2
综合 PMI 就业指数		48.5	48.9	48.5	48.5	48.5	48.2
GDP	%	7.0	6.9	6.9		6.7	
CPI	%	1.4	1.7	1.4	1.8	2.3	2.3
PPI	%	-4.7	-5.8	-5.9	-5.3	-4.9	-4.3
固定资产投资累计同比	%	11.4	10.3	10.0	NA	10.2	
消费品零售额累计同比	%	10.4	10.9	11.1	NA	10.2	10.3
出口(美元)同比	%	-2.2	-5.9	-5.1	-11.2	-25.4	11.5%
进口(美元)同比	%	-13.6	-14.4	-11.9	-18.8	-13.8	-7.6%
贸易顺差: 亿美元		1395	1636	1758	632.9	325.9	298.6
工业增加值: 同比	%	6.8	5.7	5.9	NA	6.8	6.8
工业企业利润额累计同比	%	-0.7	-1.7	-2.3	NA	4.8	
M2 同比增速	%	11.8	13.1	13.3	14.0	13.3	13.4
新增人民币贷款累计增速	%	14.8	17.0	15.2	72.5	28.0	29.5
SHIBOR: 隔夜	%	1.55	1.62	1.839	1.98	2.02	1.97
美元/人民币: CNY		6.204	6.303	6.392	6.620	6.551	6.505
美元/人民币: CNH		6.206	6.335	6.427	6.569	6.537	6.507

*: 为 CEEM 预估值

东盟与韩国经济：内生动力待寻，外部压力减轻

东盟六国 2016 年第 1 季度经济增长预计为 4.3%，低于上季度的 4.5%。本季度，印尼和菲律宾经济增长继续向好，马来西亚、新加坡和泰国颓势难逆转，越南经济增长显著不及预期。各国仍在努力找寻经济增长的内生动力，多国出台基础设施投资计划，以投资促进长期增长，新加坡政府将大量资金投入现有产业升级中，这些都是促进内生增长的尝试。在美联储加息态度转变以及日本和欧洲负利率的大背景下，东盟主要国家保持了相对宽松或中性的货币政策，回旋余地较大，货币和资本外流的压力均较小。预计东盟六国 2016 年的经济增速为 4.5%。受宽松政策效应淡退影响，韩国经济内需动力出现不足，外需依旧疲软，第 1 季度经济增速预计为 2.8%。预计韩国 2016 年的经济增速为 2.9%。

一、经济增长

印度尼西亚
经济有望触
底反弹。

印度尼西亚 2016 年经济有望触底反弹，第 1 季度经济增速预计为 5.1%。印尼 2015 年受国际大宗商品价格低迷影响，经济增长较差，全年仅录得 4.8% 的增长。不过经济增长在第 4 季度有所好转，增速达 5.0%。2016 年第 1 季度多个指标显示印尼经济有望继续好转：第一，3 月印尼制造业 PMI 为 50.6，这是 2014 年 9 月以来首次超过 50 的荣枯线；第二，印尼消费者信心指数提升，1 月和 2 月分别为 112.6 和 110.0，好于上季度 103.5 的月均值，这将有助于提振私人消费，2 月消费品进口涨幅为 21.6% 是国内消费复苏的又一佐证；第三，出口跌势减缓，1-2 月印尼出口同比增速为 -14.3%，相较去年第 4 季度 -18.7% 的平均增速有所好转，2 月出口同比增速为 -7.2%，这使得印尼 2 月的贸易盈余达到 11 亿美元；第四，印尼央行连续三个月降息为经济注入流动性。印尼经济的不确定性仍然主要来自于政府部门，2015 年政府未能如期按照预算完成支出是拖累经济增长的重要原因，2016 年财政政策对印尼经济增长仍至关重要。**预计 2016 年印尼的经济增速为 5.2%。**

马来西亚经济
增长仍将
放缓。

马来西亚 2016 年经济仍难有起色，第 1 季度经济增速预计为 4.6%。2015 年，马来西亚经济逐渐放缓，从第 1 季度的 5.6%，下滑至第 4 季度的 4.5%，全年增速为 5.0%。拖累马来西亚经济的主要来源是主要贸易伙伴（中国、美国、欧洲、新加坡）经济放缓及大宗商品价格的低迷，2016 年这两大因素预计不会显著改善，外部因素仍将使马来西亚经济增长持续承压。1 月，由于林吉特贬值，以美元计价的出口数据出现约 20% 的负增长。1 月能源出口依旧低迷，原油和液化天然气出口增速分别为-38.2% 和-48.2%。1 月的工业生产指数表现尚可，增速为 3.3%。从目前的情况来看，马来西亚增长放缓仍将持续，经济未见显著上行动力，**预计马来西亚 2016 年的经济增速为 4.7%。**

菲律宾经济
增长继续好
转。

菲律宾 2016 年经济将继续好转，第 1 季度预计增速为 6.1%。菲律宾 2015 年全年的经济增速为 5.8%，是 2011 年以来的低值，不过经济在下半年已经好转，第 4 季度的经济增速达到 6.3%。阿基诺总统任内五年（2010-2015 年）菲律宾平均增长率达 6.2%，是金融危机以来表现最为稳定的东盟国家。菲律宾经济增长得益于投资带来的稳健内需，公共支出和公私合营计划是投资可持续的基础，阿基诺任内实现财政收入年均 12% 的增长，总投资增长贡献了经济增长的约三分之一。2016 年第 1 季度，菲律宾内需总体向好。反映私人消费水平的指标继续好转，菲律宾消费前景综合指数第 1 季度为-5.7，好于上季度的-8.1，也好于上年的-11.5。1 月进口增速达 30.8%，1 月工业产值增速为 34.2%，均反映出内需强劲。出口仍然没能摆脱负增长，1 月出口为-3.9%。**预计菲律宾 2016 年的经济增速为 6.1%，在东盟国家中表现亮眼。**

新加坡经济
持续恶化。

新加坡经济持续恶化，第 1 季度经济增速预计为 1.6%。2015 年新加坡经济持续放缓，全年经济增速仅为 2.0%，创下 2009 年金融危机之后的最差水平。支撑新加坡经济的制造业和出口仍然疲弱，制造业 PMI 在 2015 年 12 月达到 49.5 之后出现回落，1

月和 2 月分别为 49.0 和 48.5，PMI 已经连续 8 个月处于荣枯线以下，其中电子行业 PMI 分别为 48.5 和 48.2，2 月电子行业 PMI 是 2012 年 12 月以来的低点。工业生产指数 1 月增速为 0.4%，2 月下降至-6.6%，由于去年的基数已经非常低，这反映出制造业仍处于衰退状态。出口持续负增长，1 月和 2 月分别为-18.2%和-7.6%。新加坡经济好转遥遥无期。经济前景的恶化也影响到劳动力市场，2015 年人员冗余数上升至 15580，是全球金融危机以来的最高水平。**预计新加坡 2016 年的经济增速为 1.7%。**

政策方面，新加坡 3 月 25 日发布了新财年的预算案，这一预算案将重点放在引导企业转型和产业升级这一中期目标上，除退税、补贴等举措之外，还计划退出 45 亿新元的产业转型计划，对国内 20 多个重点产业的转型加以扶持，提升国际竞争力并持续创造就业。

泰国经济增
长动力仍然
不足。

泰国经济增长动力仍然不足，第 1 季度经济增速预计为 2.7%。泰国 2015 年经济增速为 2.8%，这是在 2014 年仅 0.8% 的年增长率基础上获得的，全球金融危机后的 2009 和 2011 年，泰国也曾有两次低增长，但随后年份都出现了超出 7% 的反弹，反观 2015 年的表现，其复苏态势难言乐观。2016 年，泰国经济的复苏动能仍将主要来自于政府部门，政府在 2016 年计划推出 500 亿美元的基础设施投资项目，不过考虑到 2015 年公共部门投资增速超过 20%，对 GDP 的增长贡献约占一半，2016 年再有大突破的可能性不大。私人部门有好转迹象，但是不确定性仍大。消费者信心指数在 2 月上升至 38.1，高过去年下半年以来的水平，但名义工资几乎零增长的现状使得私人消费增速没有明显改善，目前仍维持在 2% 左右。**预计泰国 2016 年的经济增速为 2.9%。**

越南经济开
年不利。

越南 2016 年经济开年不利，第 1 季度经济增速仅为 5.5%，大幅低于 2015 年 6.7% 的经济增速。越南 2015 年经济增长是东盟六国中最佳，2015 年增速为近五年最高。不过 2016 年开年越南经济表现不佳，主要原因包括：越南各地气候恶劣，自

然灾害频发，导致第一产业负增长，占 GDP 约 18% 的农林水产业出现 1.2% 的负增长；工业生产差强人意，工业生产指数增速 1 月和 2 月分别为 -0.8% 和 0.6%，制造业 PMI 略有下降，1-3 月分别为 51.5、50.3 和 50.7；政府偿债规模上升，根据越南财政部的统计，2016 年越南需要偿还的各项债务占国家财政收入的近四分之一。**越南 2016 年的经济增长预计为 6.3%。**

韩国经济复苏动能不足。

受宽松政策效应淡退影响，韩国经济内需动力出现不足，**第 1 季度经济增速预计为 2.8%**。韩国经济在 2015 年下半年逐步复苏，主要动力来自于政府宽松的货币政策与财政政策刺激内需，全年实现了 2.6% 的增长。2016 年第 1 季度数据表明宽松政策的效应有所消退，对内需动力的可持续性需要给与持续关注。制造业 PMI 在 2015 年 12 月短暂地回到荣枯线之上后又再度跌落，1-3 月分别为 49.5、48.7 和 49.5，工业生产指数同比增速 1 月和 2 月分别为 -0.8% 和 0.6%。消费者信心指数显著低于去年下半年 103 的平均水平，1-3 月分别为 100、98 和 100，对应的零售额在 1-2 月均下滑超过 1%。同时，韩国出口仍然呈现负增长，1-3 月分别为 -18.9%、-12.2% 和 -8.1%。韩国经济增长仍可能遭遇瓶颈。**预计 2016 年的经济增速为 2.9%。**

二、价格水平

东盟部分通胀小有回升，部分国家仍有通缩压力。资本外流和汇率贬值压力相对较小。韩国通货膨胀和汇率总体稳定。

在美联储加息态度转变以及日本和欧洲负利率的大背景下，东盟主要国家保持了相对宽松或中性的货币政策，回转余地较大。东盟主要国家货币在第 1 季度受到的压力减轻，特别是市场普遍对美联储进一步加息产生疑虑之后，这种压力得到进一步释放。根据路透社 3 月 31 日公布的对 20 位基金经理人、外汇交易员和分析师的调查，对区内印尼卢比、林吉特、菲律宾比索、新加坡元和泰铢均呈看多情况。这是各国货币走势的短期背景。以下具体分析。

印尼的通胀水平在 2016 年第 1 季度保持稳定。自 2015

年第4季度CPI出现回落之后，通胀压力大幅度缓和。2015年12月印尼央行通胀率为3.4%，是五年新低，今年1月-3月的通胀水平分别为4.1%、4.4%和4.4%，而总体的通胀目标为3-5%。通胀压力的减轻为货币政策宽松提供了空间，印尼央行今年以来已连续三月降息，基准利率下调至6.75%。印尼卢比表现良好，印尼卢比对美元第1季度同上一季度相比升值了约3.9%。印尼卢比自去年第4季度开始走强，目前表现好于多数区域货币。贸易盈余增加和资金流入是印尼卢比走强的直接原因，2月印尼的贸易盈余达到11亿美元，1-2月外资流入股市和政府债券市场规模达32亿美元。

马来西亚的通货膨胀压力在第1季度有所上升。在2016年1月通胀突破3%上升至3.5%之后，2月继续上升至4.2%。通胀率走高而增长放缓使央行在维持宽松货币政策基调的同时并未有降息举动。马来西亚林吉特对美元继续承压。2015年林吉特作为大宗商品货币，曾在第3季度下跌至17年新低，今年跌幅有所缩窄，1-3月同比下跌-12.63%、-14.41%和-5.24%。

菲律宾通货膨胀水平显著低于通胀目标区间。菲律宾1月通胀水平为1.3%，2月下降至0.9%，但仍低于央行设定的2%-4%通货膨胀区间。菲律宾目前经济总体运行平稳，且央行计划于第2季度切换至利率走廊框架，央行对于降息保持谨慎。菲律宾比索的币值略有升值，第1季度对美元双边名义汇率同上一季度相比升值了约2.3%。

新加坡通缩的情形在2016年第1季度延续。从2014年11月CPI同比增速出现负值开始，新加坡至今尚未走出通缩泥潭，上次出现长达16个月的负通胀是1977年。1月及2月CPI同比增速均为-0.6%。房地产市场不振及全球大宗商品及能源价格的低迷是通缩持续的原因。新加坡元第1季度同上年第4季度相比基本保持稳定。

泰国2016年第1季度通缩情形持续。1-3月CPI同比增速

均为-0.5%，相较上年通缩幅度有所缩窄，连续 15 个月的 CPI 负增长反映出国内需求依旧低迷。泰铢相比上年第 4 季度略有升值。

越南的通胀水平逐渐正常化，缓步上升，不过目前仍然可控。由于 2014 年越南通胀水平较高，2015 年受基期效应的影响越南通胀水平较低，平均只有 1%。2016 年 CPI 同比增速逐月回升，1-3 月分别为 0.8%、1.3%和 1.7%。预计随后还将有所上升。越南盾基本与上季度保持相同水平。

2015 年第 1 季度，韩国通货膨胀水平总体稳定。1 月、2 月和 3 月的 CPI 同比变动水平分别为 0.8%、1.3%和 1.0%。2016 年第 1 季度，韩元基本保持稳定。

三、贸易规模

2016 年第 1 季度，东盟国家对中国的出口有所好转，同比增速-4.2%，低于去年第 4 季度的-9.4%。东盟国家从中国的进口出现恶化，从上季度的-6.8%下降至-12.2%。国别来看，对华出口方面，越南录得了 52.8%的高增速，是促使东盟出口上升的主要因素，其他五国皆为接近零增长或负增长，除印尼外的四国对华出口较上一季度均进一步恶化。进口方面，除菲律宾和泰国分别录得 18.8%和 0.8%的增长，其他国家对华进口增速均为负增长，且较上季度有所恶化。

韩国对中国出口仍为负增长，第 1 季度平均增速为-11.6%，比去年第 4 季度-3.7%进一步恶化；韩国从中国的进口也出现恶化，从第 4 季度的 4%下降至-11.4%，与国内需求疲软保持一致。

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, %)		
	2015Q3	2015Q4	2016Q1F	2014	2015	2016F
印度尼西亚	4.7	5.0	5.1	5.0	4.8	5.2
马来西亚	4.7	4.5	4.6	6.0	5.0	4.7
菲律宾*	6.1	6.3	6.1	6.1	5.8	6.1
新加坡	1.8	1.8	1.6	3.3	2.0	1.7
泰国*	2.8	2.7	2.7	0.8	2.8	2.9
越南	6.5	6.7	5.5	6.0	6.7	6.3
东盟六国	4.4	4.5	4.3	4.4	4.4	4.5
韩国*	3.1	2.9	2.9	3.3	2.6	2.9

2. 通货膨胀						
	(季度同比, %)			(年度同比, %)		
	2015Q3	2015Q4	2016Q1F	2014	2015	2016F
印度尼西亚	7.1	4.8	4.3	6.4	6.4	6.5
马来西亚	3.0	2.6	3.9	3.1	2.1	2.0
菲律宾	0.6	1.0	1.1	4.2	1.4	1.9
新加坡*	-0.6	-0.7	-0.6	1.0	-0.5	-0.3
泰国	-1.1	-0.9	-0.5	1.9	-0.9	-0.6
越南	0.5	0.3	1.3	4.1	0.6	1.3
东盟六国	2.7	2.0	2.1	4.0	0.7	2.8
韩国	0.7	1.1	1.0	1.3	0.7	0.8

3. 汇率						
	(名义汇率, per USD)				(实际有效汇率)	
	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2015	2015Q4	2016Q1F
印度尼西亚	14657.0	13795.0	13276.0	13717.0	89.2	91.5
马来西亚	4.4	4.3	3.9	4.1	85.7	86.4
菲律宾	46.9	47.2	46.1	46.0	115.9	115.2
新加坡	1.4	1.4	1.4	1.4	109.4	109.2
泰国	36.4	36.1	35.2	34.7	100.6	100.4
越南	21890.0	21890.0	21857.0	21727.8	-	-
韩国	1194.5	1172.0	1153.5	1148.9	110.3	106.7

4. 工业产值			5. 股票市场		
	(变动率, %)			(股票指数)	
	2015Q3	2015Q4	2016Q1F	2015Q4	2016Q1
印度尼西亚	4.1	4.0	2.9	4498	4744
马来西亚	4.5	2.9	3.3	1677	1680
菲律宾	1.7	3.7	34.3	7004	6874
新加坡*	-5.9	-5.7	-3.1	2912	2712
泰国*	1.1	0.2	-2.4	1348	1347
越南	13.4	11.5	18.0	587	555

韩国*	0.1	0.0	-0.1	1994	1942	
6. 出口	(变动率, %)			7. 进口	(变动率, %)	
	2015Q3	2015Q4	2016Q1F	2015Q3	2015Q4	2016Q1F
印度尼西亚	-16.2	-18.7	-14.0	-23.4	-20.6	-14.4
马来西亚*	5.4	8.1	1.8	3.0	4.0	3.5
菲律宾	-7.9	-5.0	-3.9	12.3	0.4	30.8
新加坡*	-7.8	-5.9	-8.3	-9.2	-9.9	-6.3
泰国	2.1	1.1	11.3	-8.1	-3.6	-5.7
越南	9.4	4.5	4.1	11.7	2.2	-4.9
韩国	-9.6	-11.8	-13.1	-18.8	-17.8	-16.1
8. 与中国经贸往来	对中国出口			从中国进口		
	(变动率, %)			(变动率, %)		
	2015Q3	2015Q4	2016Q1F	2015Q3	2015Q4	2016Q1F
印度尼西亚	2.8	-5.5	-5.3	-12.8	-21.0	-30.4
马来西亚	-5.6	-5.3	-15.5	-11.4	-17.9	-38.4
菲律宾	-14.6	-15.9	-15.9	13.0	14.1	-5.1
新加坡	-8.8	-18.5	-27.2	12.6	-4.2	-23.6
泰国	5.6	-4.2	-4.0	11.4	3.1	-14.0
越南	19.3	19.9	48.8	1.7	-7.7	-27.3
东盟	-10.3	-9.4	-5.8	0.9	-6.8	-25.7
韩国	-13.2	-3.7	-13.1	-0.9	4.0	-17.6

数据说明:

1. 带“*”号的国家实际数据为经季节调整后的数据。

2. 1 的预测基于彭博预测和作者估计, 2、3 的预测基于月度数据外推与彭博预测, 4、6、7、8 的预测基于月度数据外推。

金融市场：美联储延缓加息进程，人民币贬值预期出现拐点

2016年第一季度，美联储在1季度延缓加息进程，欧日央行为实施负利率政策。人民币汇率贬值预期出现拐点。

外汇市场上，最大的冲击来自于美联储延迟加息。这一预期变化下，美元指数总体走弱，从年初接近100的高位震荡下行，到3月末贬值约5%。新兴市场货币出现明显反弹。

全球主要股市在去年12月美联储升息后开始共同走弱。随着美联储延迟加息的预期及新兴经济体经济前景有所起色，从2月开始明显反弹。

欧央行和日本央行实施的负利率政策对零售端的利率作用很小，但直接影响了银行体系在央行的存款利率，导致银行间市场拆借利率和短端国债收益率下行。

人民币贬值预期出现拐点。跨境资金流动总量大幅下降，跨境资本外流态势略有好转。市场主体结汇意愿逐渐回升，售汇意愿下降。

人民币跨境资本流动总量继续收缩。跨境人民币业务占跨境资本流动的比率从29%的高位下降至20%。其中，跨境人民币收入占比从30%下降至17%，支出占比从32%下降至23%。

图表 30 国际金融市场主要指标变动

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	97.44	97.69	-0.26	上证	1952.5	2051.6	-4.83
欧元	1.10	1.10	0.79	标普 500	9689.6	10623.0	-8.77
日元	115.33	121.4	5.02	德国 DAX	16884.9	19033.1	-11.29
卢比	6.54	6.39	-2.23	日经 225	2910.8	3457.4	-15.81
雷亚尔	3.90	3.84	-1.51	巴西 IBOVESPA	43398.5	46327.5	-6.32
货币市场（7 天同业拆借利率）				债券市场（10 年期国债）			
名称	本季度	上季度	变化基点	名称	本季度	上季度	变化基点
美国	0.39	0.20	19.30	美国	1.91	2.19	-27.62
欧元	-0.28	-0.18	-10.34	欧元	0.42	0.67	-24.61
日本	-0.02	0.03	-5.43	日本	0.05	0.31	-25.50
中国	2.42	2.38	4.37	中国	2.84	3.04	-19.74
印度	6.81	6.66	14.56	巴西	15.50	15.73	-25.26

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

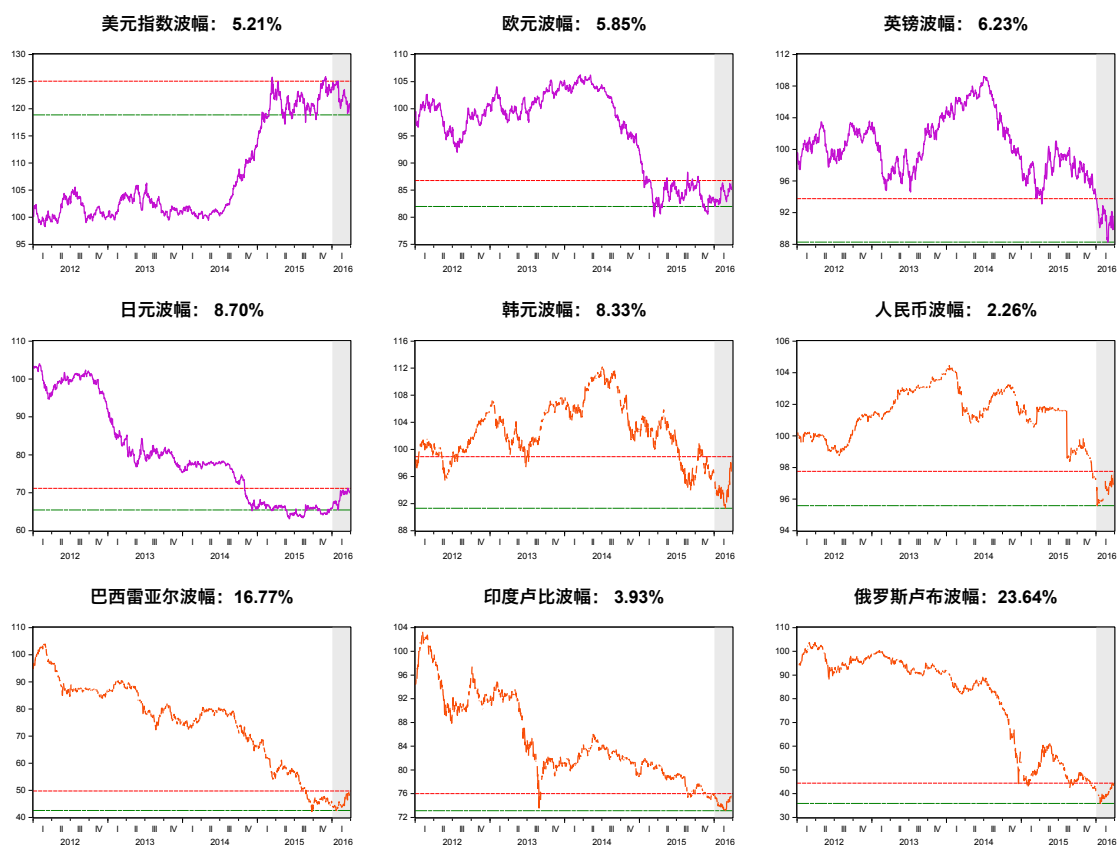
一、国际金融市场概况

出于对外部经济不确定性的担忧，美联储在 1 季度延缓加息进程。欧日央行为支持内部需求实施负利率政策。但总体而言，1 季度并没有出现大幅改变投资者预期的全球性风险事件，国际金融市场随着主要央行政策举措适应调整，总体表现平稳。

外汇市场上，最大的冲击来自于美联储延迟加息。这一预期变化下，美元指数总体走弱，从年初接近 100 的高位震荡下行，到 3 月末贬值约 5%。其他央行政策变动影响较弱。虽然欧央行加码了量宽政策和负利率政策，但市场预期这一政策将很快触底，欧元对美元汇率总体不降反而升值。日本央行没有加码宽松的货币政策，1 季度日元汇率升值幅度更大。

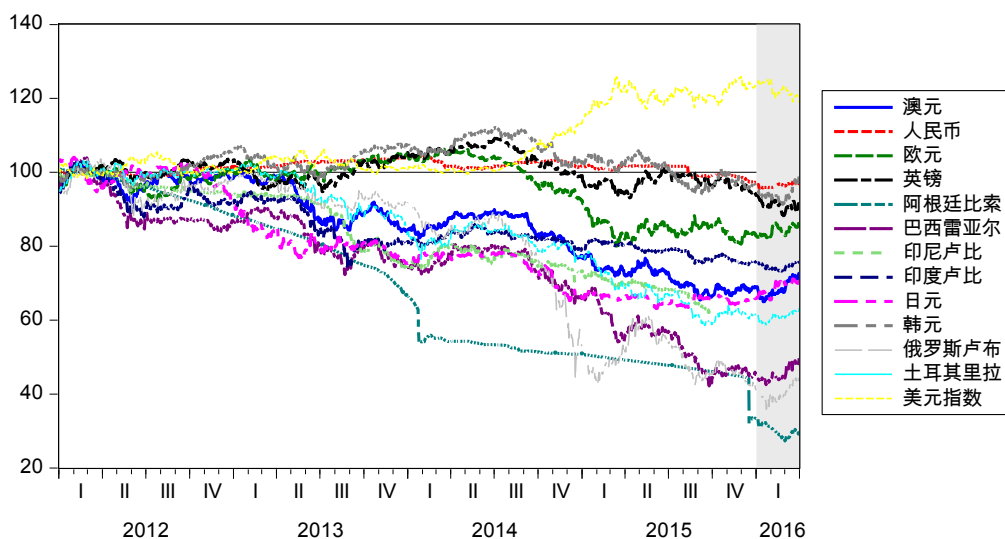
新兴市场方面，包括人民币、韩元、巴西雷亚尔、印度卢比、俄罗斯卢布在内的多种货币季内也出现明显的反弹行情。国际主要外汇市场上，仅英镑明显表现出个体风险特征，没有随着市场回调，而继续由于退欧风险而处于近年来的最低位。

图表 31 主要经济体汇率走势



注：原始数据来自 Wind 数据库。经笔者计算，所有汇率均调整为间接标价法，上升代表升值，并将 2012 年全年均值定为 100。季度波幅定义为季内最高值相对最低值的偏离百分比。各图中位置较高的红色虚线代表季内最高值，较低绿色虚线代表季内最低水平。阴影部分代表第一季度。

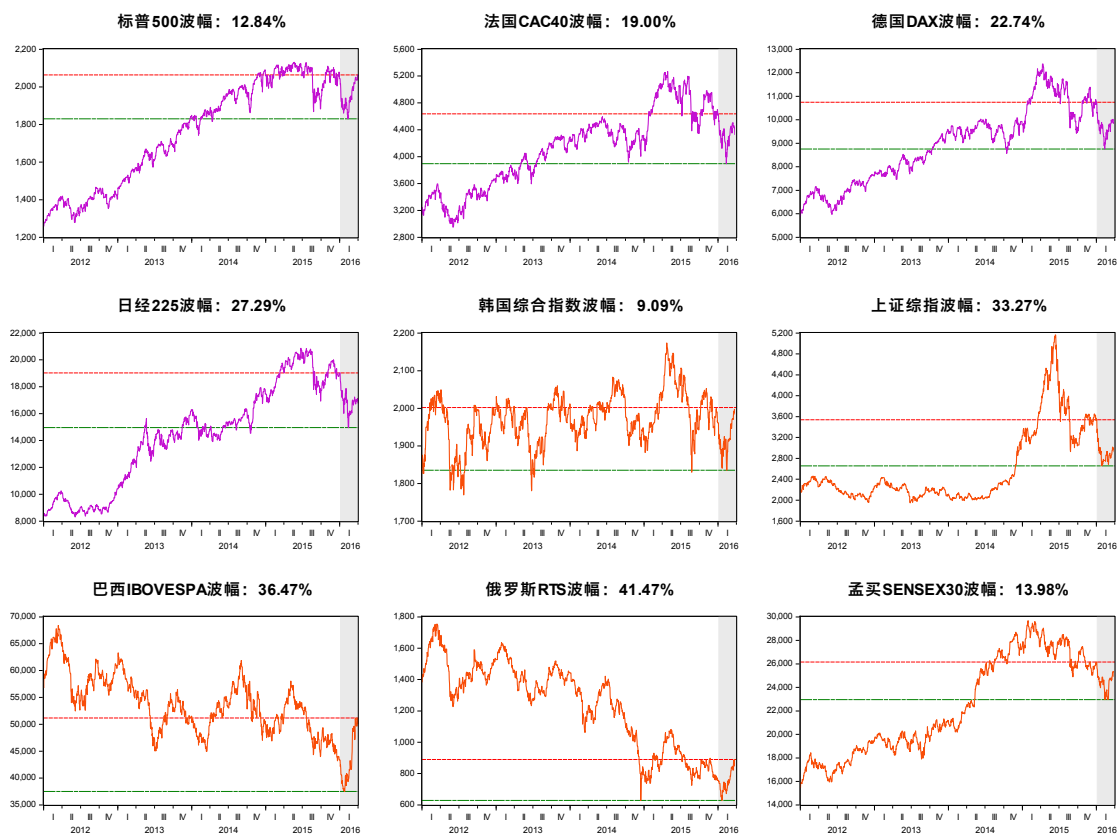
图表 32 主要经济体汇率走势比较



注：同上。

全球主要股市在去年 12 月美联储升息后开始共同走弱，随着美联储延迟加息的预期及新兴经济体经济前景有所起色，从 2 月开始明显反弹。然而，这一反弹力度都有限，总体都没有超过前期波段高点。从季度平均值看，无论发达经济体还是新兴经济体，主要股指 1 季度相比去年 4 季度都在下降。而随着美联储二季度加息的可能性愈发临近迫切，这一反弹可能随时逆转，再次震荡下行。总体下行趋势的逆转还有赖于全球经济增长展望的好转。

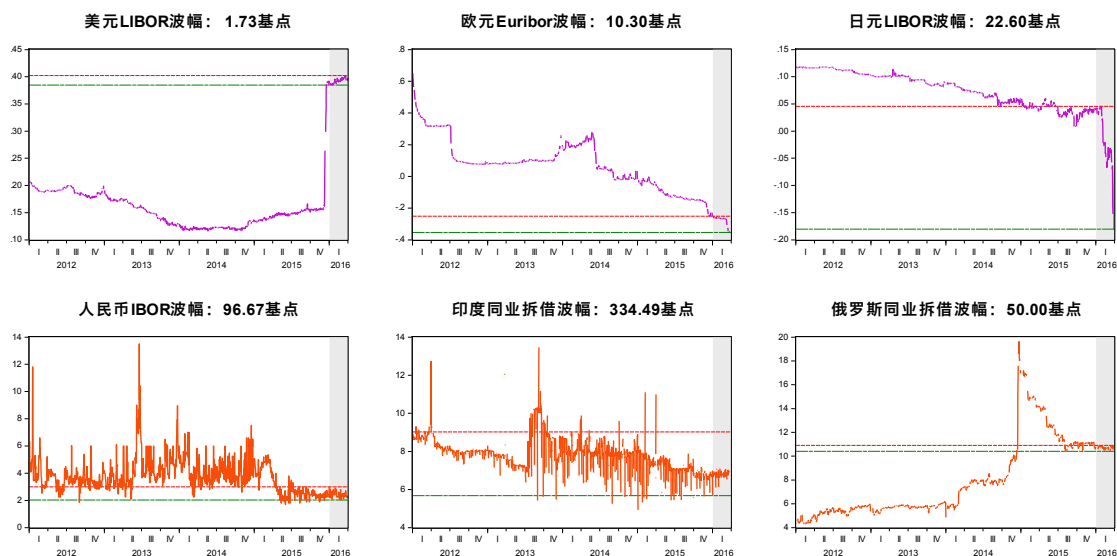
图表 33 主要经济体股指走势



注：原始数据来自 Wind 数据库。季度波幅定义为季内最高值相对最低值的偏离百分比。各图中位置较高的红色虚线代表季内最高值，较低绿色虚线代表季内最低水平。阴影部分代表第一季度。

全球银行间市场拆借利率随主要央行货币政策调整。1 季度除实施负利率政策的欧元区和日本以外，全球其他货币市场非常稳定，波动率显著减弱，但总体有一定微弱上升。欧央行和日本央行实施的负利率政策虽然对零售端的利率作用很小，但直接影响了银行体系在央行的存款利率，导致银行间市场拆借利率下行。欧元和日元隔夜市场拆借利率在 1 季度分别下降 10 个基点和 23 个基点。

图表 34 主要货币市场利率走势

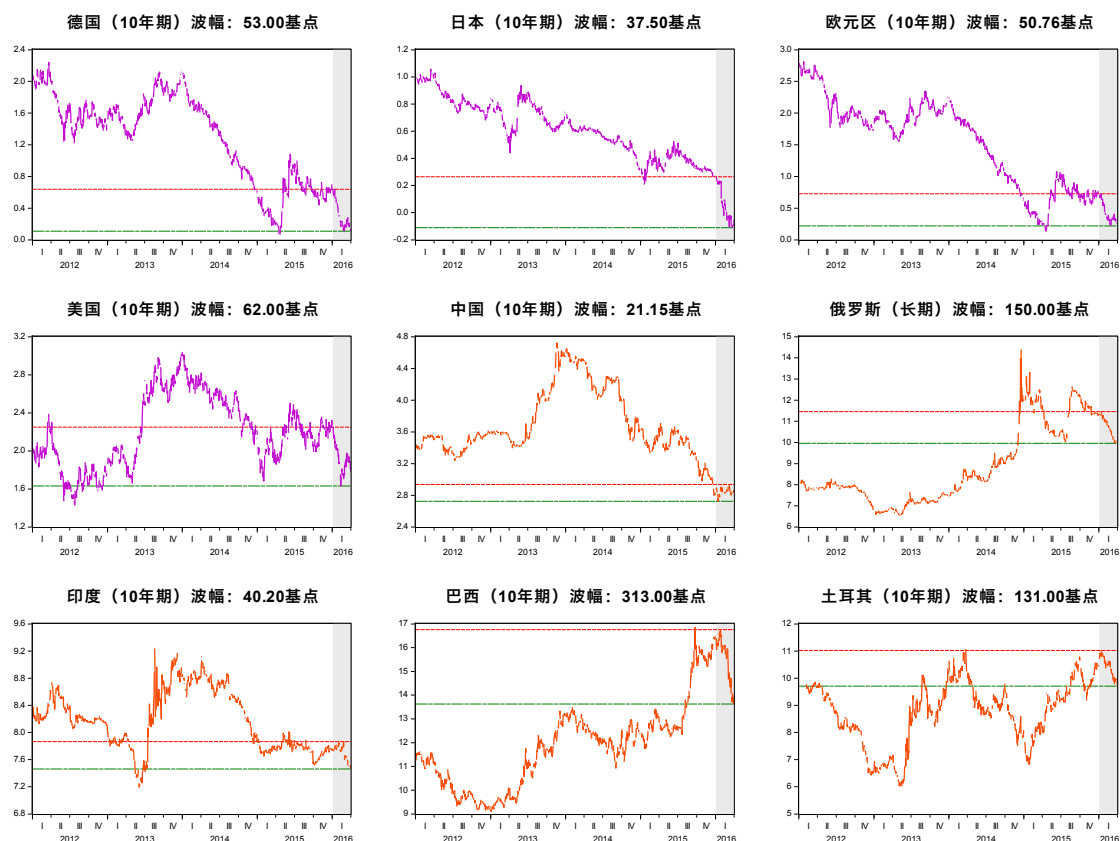


注：原始数据来自 Wind 数据库。季度波幅定义为季内最高值与最低值之差。各图中位置较高的红色虚线代表季内最高值，较低绿色虚线代表季内最低水平。阴影部分代表第一季度。

全球主要长期国债收益率 1 季度都出现明显下行，显示市场向下调整了对长期利率走势的预期。这一预期变化也主要由主要发达经济体货币政策走向引发。美联储于去年 12 月升息后，反而释放了部分风险，市场对未来利率上调节奏的预期减缓，长期国债收益率最大下行 62 个基点，最近受 2 季度再次升息预期的影响也仅只是部分回调。欧日央行实施负利率，导致欧元区下行至接近零利率的位置，而日本长期国债收益率则已进入负利率区间。

发达经济体货币政策走向对全球资本流动产生影响，显著影响开放度较高的新兴经济体的长期国债收益率。土耳其、俄罗斯、巴西等国长期国债收益率均大幅下行，从 130 到 300 多个基点不等。

图表 35 主要经济体国债收益率走势



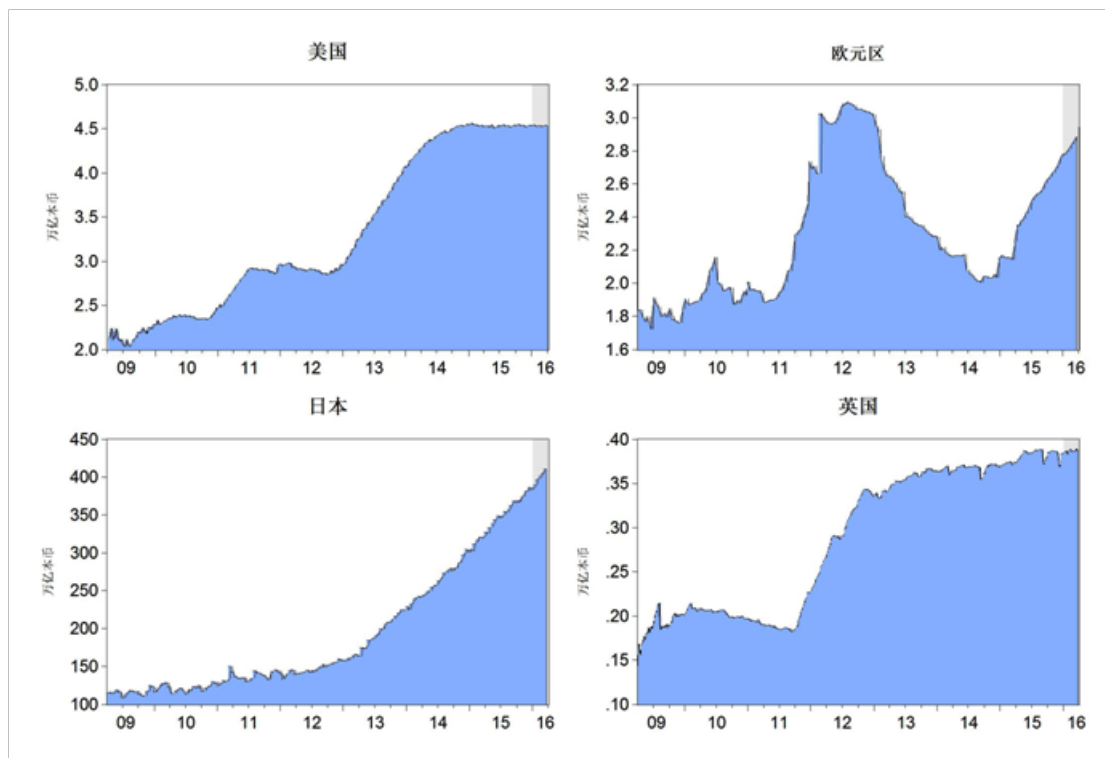
注：同上。

二、国际金融市场风险评估

1、全球流动性总体平稳

主要国际货币发行国货币当局资产负债表规模稳定或扩张。欧元区央行资产负债表延续了2015年以来的扩张态势，于1季度继续扩张了1600亿欧元，增幅为6%。日本央行资产负债表也继续随着量宽政策快速扩张，增幅同样为6%。美国虽然已于前年中停止购买资产，但仍没有抛售表内资产，因此美联储资产负债表处于高平台期。英国央行资产负债表总体情形与美国类似，基本上在高位保持稳定。

图表 36 美日欧英央行资产规模



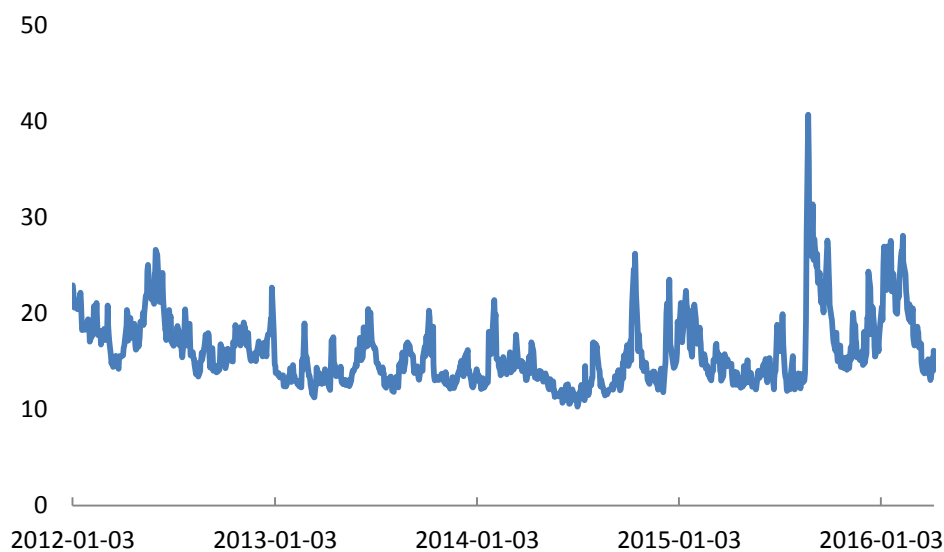
注：原始数据来自 Wind 数据库。

2、全球金融市场波动加剧，投资者风险偏好略有上升

受油价暴跌和美联储加息预期影响，投资者风险偏好上升。2016 年新年伊始，油价出现暴跌，中国经济各项指标继续恶化，市场担心美联储加息再度冲击新兴市场，美股大幅下挫，VIX 指数⁴从 18 飙升至 27。随后，美联储释放延迟加息的信号，VIX 指数逐渐下降至 13。期间，美联储议息会议延迟加息和日本实施负利率的决议，导致发达国家股市，和新兴市场国家股市均出现波动。发达国家央行货币政策分化所引发的套利交易逐渐成为风险来源。

⁴VIX 指数用于衡量标准普尔 500 指数(S&P 500 Index)期权的隐含波动率，代表市场对未来 30 天的市场波动率的预期。

图表 37 VIX 指数

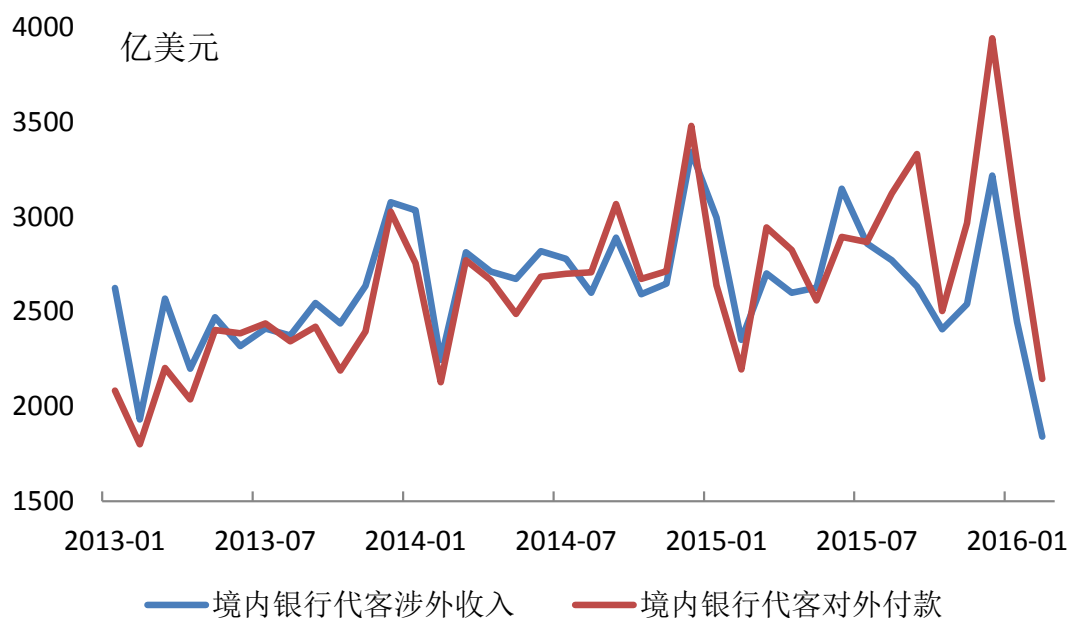


注：原始数据来自 Wind 数据库，下同。

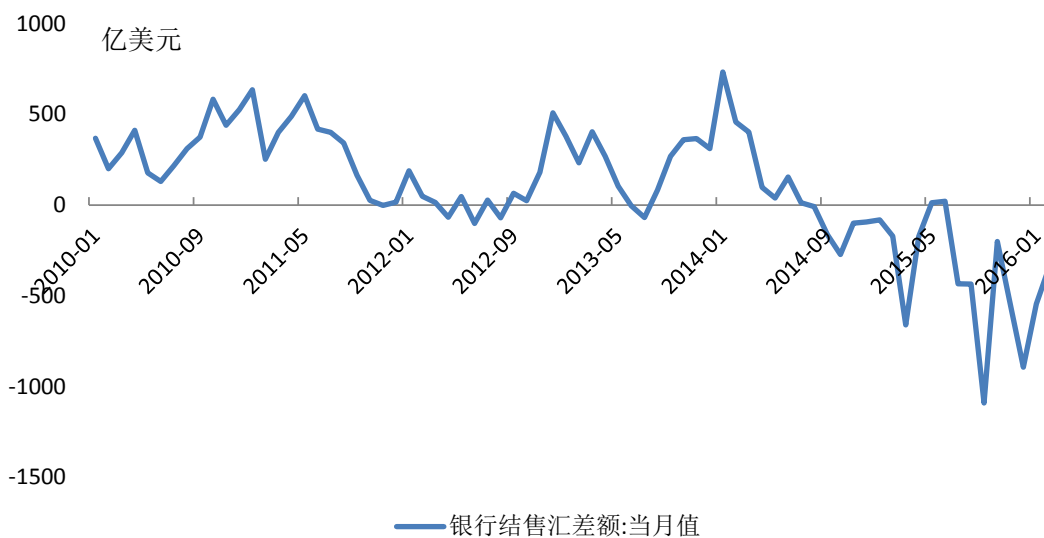
三、中国跨境资本流出总量收窄，人民币资本出现净流出

跨境资金流动总量大幅下降，跨境资本外流态势略有好转。2016年1-2月，银行代客涉外收入与支出总额为0.94万亿，同比下降7%。其中，银行代客涉外收入为4285亿美元，同比下降20%，银行代客涉外支出为5147亿美元，同比下降7%，涉外收付款逆差为862亿美元。银行结售汇差额逆差从894亿美元降至339亿美元，跨境资本急剧外流态势得到遏制。

图表 38 跨境资本总流动

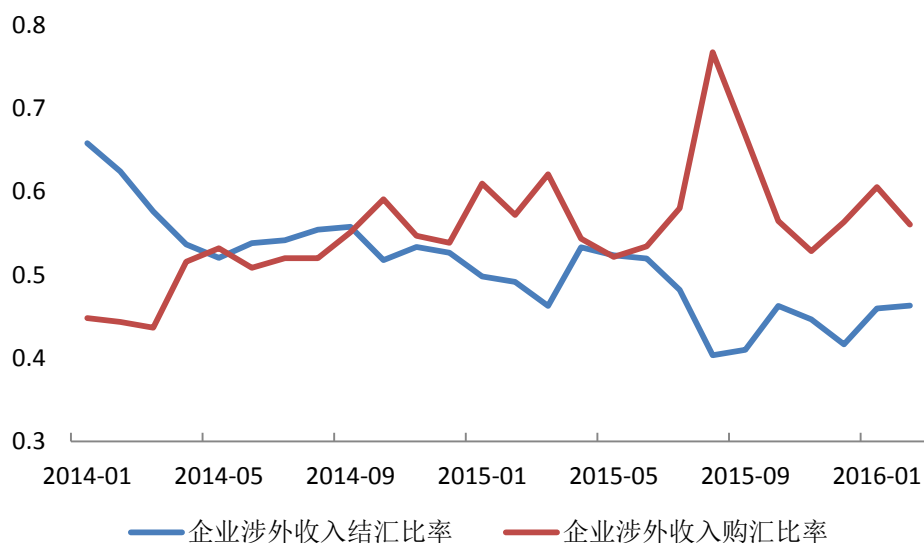


图表 39 银行结售汇差额



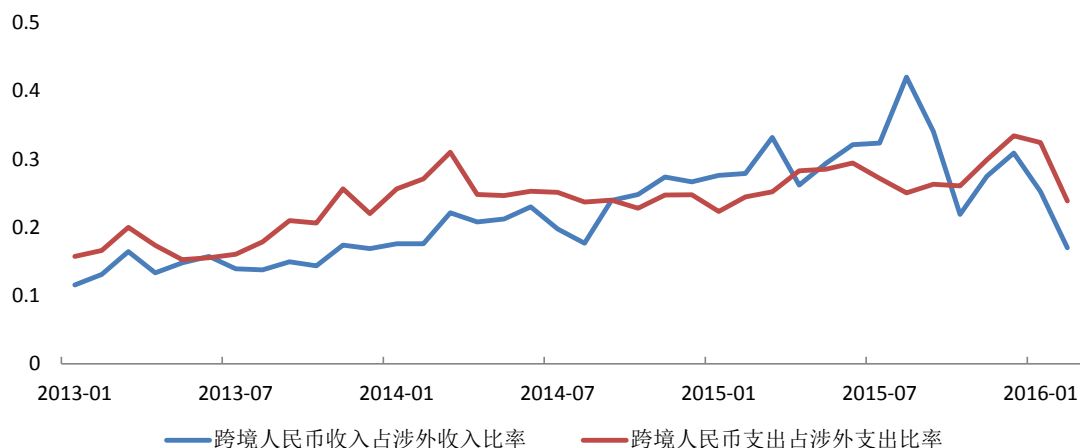
人民币汇率贬值预期出现拐点，市场主体结汇意愿逐渐回升，售汇意愿下降。2016年1-2月银行代客结汇占银行涉外总收入比率从0.41的低点开始回升至0.46，银行代客售汇占银行涉外总支出从0.6回落至0.56。这反映在第一季度，市场开始认识到央行短期用篮子货币维稳的决心。人民币汇率贬值预期阶段性缓解，企业获得美元后持有美元结汇意愿上升，售汇意愿下降。

图表 40 企业涉外收入支出结售汇比率



人民币跨境资本流动总量继续收缩。2016年1-2月，跨境人民币业务占跨境资本流动的比率从29%的高位下降至20%。其中，跨境人民币收入占比从30%下降至17%，支出占比从32%下降至23%。受贬值预期和央行收紧资本管制政策影响，人民币跨境收付规模已经降至历史低点。另一方面，也反映第一季度人民币汇率贬值预期相对“8.11”汇改初期有所好转，国外贸易商和投资者对人民币需求增加。其中，国内出口商采用人民币结算比率下降较快，进口商采用人民币结算比率下降较慢。人民币收入与支出二者之差为负，人民币净流出199亿美元。预计短时期内人民币跨境资本流动还会保持持续震荡。

图 41 跨境人民币收入支出占涉外收入支出比率



专栏

判断年内仍加息——美联储加息步伐徐缓而非暂停

自 15 年 12 月美联储历史性加息后，美国国内市场和海外市场都在关注 16 年的加息时点，已经过去的 3 月美联储并未加息，3 月底美联储主席耶伦在纽约俱乐部的演讲又暗示四月不会加息。和去年三月市场对加息的一致预期不同，目前市场的加息预期出现分化。一种声音认为考虑到“英国脱欧”、“美国大选”、“欧日负利率”和“新兴市场增长显著放缓”等一系列外部经济政治环境，加息或推迟到 2017 再议；市场的另一种声音则认为美国经济在回暖轨道上，年内加息势在必行，否则会影响货币政策的连续性和美联储信誉。

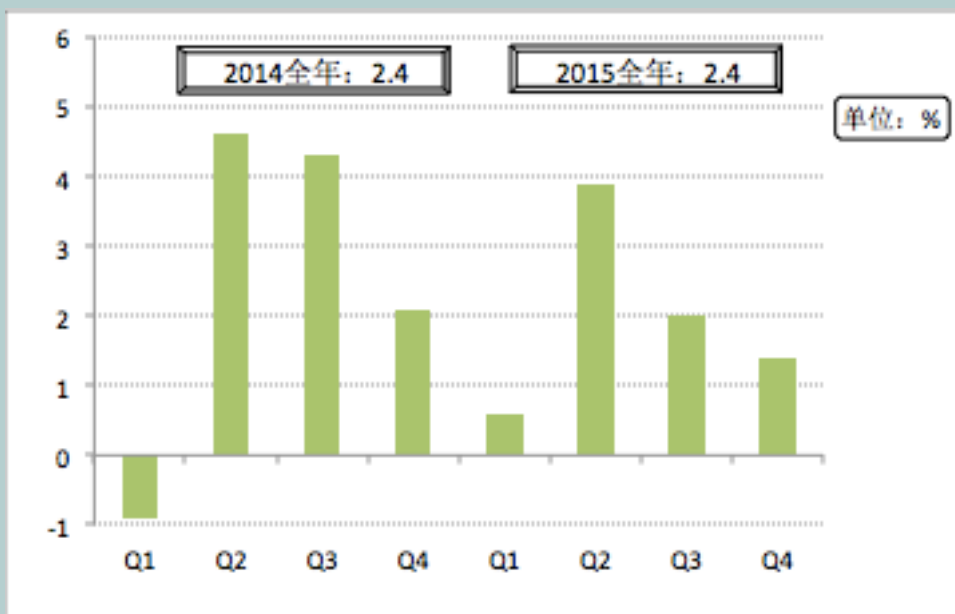
本文从经济增长、就业水平、通胀水平和外部环境四方面分析潜在的加息可能。认为美联储 16 年的加息决策节奏和 15 年一致，即通过上半年数据，确认经济发展趋势，观察外部经济政治环境，当经济发展趋势被判定为回暖，外部经济政治环境判断为“扰动”而非“惊吓”，则缓步加息，为货币政策操作预留空间。

四个方面的选取标准来自美联储与市场的一项重要沟通机制，即经济预测摘要（SEP）中。其他重要指标如石油价格、股票、债券市场波动，均作为这四项核心指标的影响因素被分析。

一、经济增长

美国商务部 3 月 25 日公布系列宏观经济数据，4 季度国内生产总值 (GDP) 被上修到 1.4% (Third Estimate)，预期值为 1.0%，统计初值 0.7%，修正值 1.0%，三季度终值 2.0%。总结来说，如图 1 所示，升幅好于预期值，但增速相对于前值放缓。全年 GDP 增速为 2.4%，与 2014 年一致。但由于计算基数大于 14 年，所以 GDP 绝对值的增长大于 14 年。另外，从对于美联储经济预测摘要的预测数据，2.4% 的增长要优于预期的中间值，详见表 1。

图表 42 实际 GDP 增速 2014-2015 (季度环比，年度同比)



资料来源：U.S. Bureau of Economic Analysis

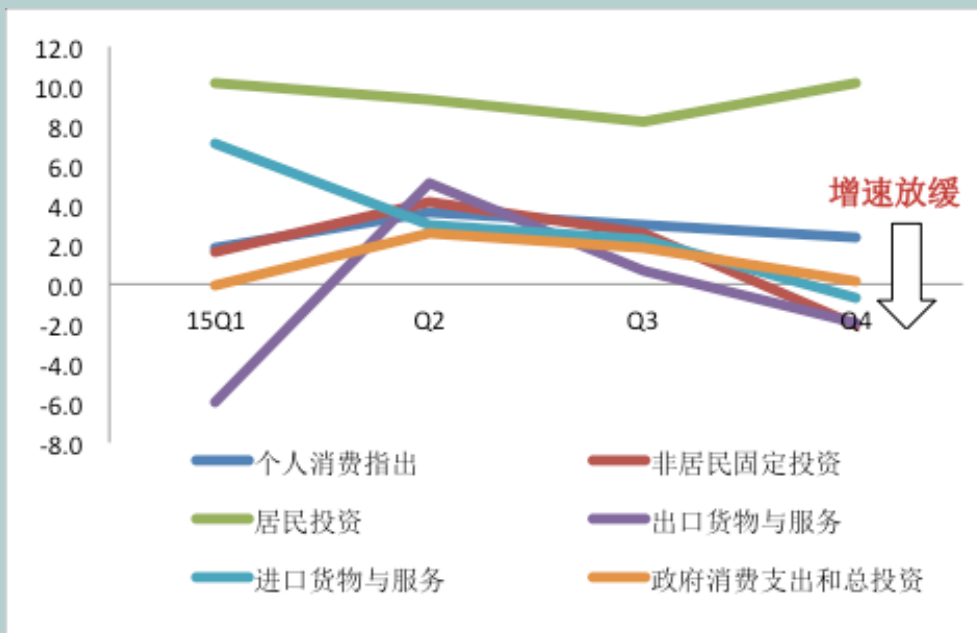
图表 43 2016 实际 GDP 增速预测值中间范围

FOMC 会议	2015-06	2015-09	2015-12
SEP 预期 GDP 中值 (%)	1.8-2.0	2.0-2.3	2.1

资料来源：www.federalreserve.gov

耶伦在演讲中表示“经济数据喜忧参半”，可以从实际 GDP 计算的加项和减项中清楚解读。实际 GDP 计算的正贡献项包括消费者支出、居民固定资产投资、联邦政府支出的小幅增长、私人库存投资、地方政府支出。负贡献项包括非居民固定资产投资、出口减少和进口增加。

图表 44 实际 GDP 分项的季度变化



资料来源：U.S. Bureau of Economic Analysis

个人消费支出提升美国经济的成长潜力

我们重点考虑增项中的个人消费者支出，根据 2 月数据，居民可支配收入 (DPI) 增加 23.7billion (上升 0.2%)，前值 57.2billion (上升 0.5%)。可支配收入的增加带来了消费者支出的增加 (PCE)，2 月增加值为 11.0billion (0.1%)，前值 10.7billion (0.1%)。从下表可知，消费者支出占美国经济总量的比例达三分之二以上，支出的强劲增长提升了美国经济的成长潜力。

图表 45 各要素占 GDP 比例

	2013Q4	2014Q4	2015Q4
GDP 总量	100	100	100
个人消费支出	68.2	68.5	68.5
私人国内投资总额	16.2	16.7	16.7
商品和服务净出口	-2.7	-3.1	-2.8
政府消费支出和总投资	18.4	18	17.6

资料来源：U.S. Bureau of Economic Analysis

低油价与强势美元使出口和制造业承压

但是，经济增长数据中负贡献项也不容小觑。受石油走低、美元走强和全球经济增长放缓所累，跨国公司利润下挫，15 年四季度企业获利年化季率初值大降 8.4%，为 2014 年第一季度以来最大降幅，且为连续两季度下降。全年企业税后获利下降 5.1%，为 2008 年以来最大降幅，大大高于 2014 年全年 0.6% 的降幅。航空和汽车领域领降。与此同时，强势美元也让制造业与出口难承其重，15 年全年逆差创四年来新高，ISM 制造业指数穿透分界线，来到 50 以下。相比之下，16 年 3 月的 ISM 制造业指数 51.8，回归 50 以上。

扩张状态虽回归，但扩张空间有待商榷，如国泰君安研究团队从国内国际两方面解释制造业反弹弱于以往危机后表现的背后原因。国内原因在于老龄化对劳动力人口结构的影响，如适龄劳动力人口增速下降（统计性分析见就业市场分析部分），国际原因在于全球经济疲软导致的贸易量萎缩。内外因素对最终结果的传导系数并无定论，但从这里完全可以解读出美联储没有选择三月也很大可能不会在四月加息的原因。在加息决策的道路上，美联储在等待四月数据对经济增长形势的确认，同时密切关注外部经济环境。

但从耶伦的演讲中推测，美联储对外部的担忧多于内部，这从美联储多次强调“外部金融和经济的不确定性”也可见一斑。内外因相较，就业市场结构的改变是一个更易测量和把握的变量，或者说他对经济增长的影响是长期的，系数是相对稳定的。从趋势分析上来看，就业数据也在全面向好

的方向发展（具体见就业部分分析）。而外部因素则可能是那个“further shock”。在 2016 年的加息决策中，美联储需要等待更多的数据印证增长，并充分观察外部经济增长、货币政策情况，并观察 15 年 12 月底的加息对外部的溢出效应有多大。如四月数据能够帮助排除“冲击”可能性，那么美联储就具备了继续加息的条件，但作者判断加息进程会是徐缓的，并密切测试和观察加息的溢出效应，再行对策。

二、就业数据解读

作为重要的加息门槛指标，失业率自 2012 年底引入后就备受关注，但随着时间的推移，美联储似乎先后放弃了“6.5%失业率以下”的加息门槛（2014 年），也没有理会“完全就业”，即通常所说的 5%的加息门槛（如 2016 年第一季度），而不断强调“长期失业率”“部分就业”、“资源剩余”、“新增薪资疲软”等失业率指标中隐藏的信息。下图选取不同时期耶伦关于就业市场的代表性发言，总结起来就是失业率数据本身过于单薄，不足以作为加息门槛的依据。美联储关注的是包括失业率在内的一系列指标，具体有：

长期失业率：关注长期失业状况的，对这部分人来说，随着时间的推移找到新工作的难度越来越大；

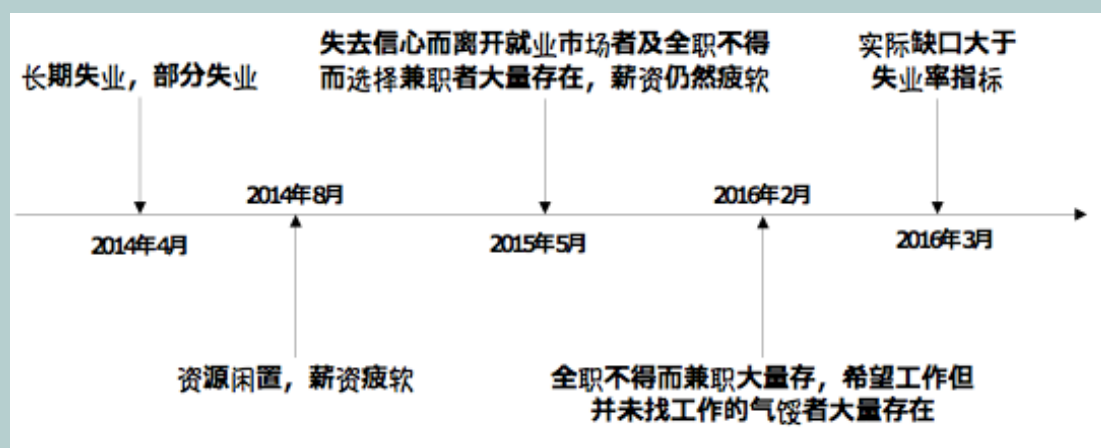
因经济原因而从事兼职工作者人数及其变化：关注所谓的“部分失业”者，他们意向全职，而现实只能做兼职谋生，就业质量低，同时也可能会伴着较低工作时间和薪酬；

劳动参与率和就业人数占总适龄劳动力的比率：关注就业积极性的指标；

潜在非农劳动者人数（marginally attached to labor force），“未找到工作的气馁者”人数（discouraged workers），**平均工作时间：**关注市场剩余和闲置的指标，通常认为在经济回暖时，“未找到工作的气馁者”更容易转化为新增就业；

平均小时工资：关注薪资是否疲软，衡量平均的就业质量。

图表 46 耶伦发言中关于就业数据的讨论



资料来源：作者自己整理

回顾这些时点，失业率实际是呈现不断下降的趋势，分别为 6.3%，6.1%，5.5%，4.9%和 5%，劳动参与率大体在 62.8%左右，就业人口比指标在下降，周工作时间变化不大，平均小时工资时增时减，从这些指标上看，比起失业率单一数据，美联储更加关注的是数字背后的就业质量的改善。我们将结合最新公布的就业数据展开分析。

失业数量在减少

根据 2016 年 4 月 1 日美国劳工部公布数据显示（具体见下表），3 月非农就业人数较 2 月增加 21.5 万人，微好于预期。就业增加分布于医疗、社会救助、零售业、餐饮服务、私人教育服务。相对于 1 月和 2 月，失业率由 4.9%微升至 5.0%。长期失业率（失业长达 27 周及以上）在总失业人口中占比 27.7%，人数为 2.2million，此数据自 15 年 6 月开始没有大的变化。失业率数据的微升主要来自劳动参与率的上升，由 62.9%上升至 63%。后者会让就业率计算中分子分母同时上升，为消除这种影响，我们可以参考就业人数占总适龄劳动力的比率，该指标由 59.8%上升至 59.9%，相比于 15 年 3 月提升了 0.6 个百分点。这 0.6 个百分点的提升过程对应着这一年间增近 300 万就业人口，就业市场在回暖。从所有失业率数据的统计口径上看，这种趋势都是明显的。

图表 47 美国就业市场主要指标及近期变化

单位：千	15-03	16-01	16-02	16-03	对比前月
民用非机构人口	250,080	252,397	252,577	252,768	191
民用劳动力	156,890	158,335	158,890	159,286	396
劳动参与率(%)	62.7	62.7	62.9	63	0.1
就业人口	148,333	150,544	151,074	151,320	246
就业人口比	59.3	59.6	59.8	59.9	0.1
失业人口	8,557	7,791	7,815	7,966	151
失业率(%)	5.5	4.9	4.9	5	0.1
不在劳动力人口	5.5	4.9	4.9	5	0.1

数据来源：Bureau of Labor Statistic

就业质量待观察

再看就业质量指标，同样喜忧参半。每小时工资上升至 25.43 美元/小时，环比增长 0.3%，比去年同期上涨 2.3%，绝对的积极信号；但另一方面，制造业的就业人口减少 2.9 万人。美国经济在复苏，制造业就业人口在减少，累计已达 150 万人，而餐厅服务生等临时性小时工的就业人口增长 160 万人，就业质量、就业结构及其对未来经济复苏的支撑作用仍有待观察。

就业缺口仍存在

而根据斯坦福大学教授爱德华·拉泽尔（Ed Lazear）的测算，考虑到老龄化因素对人口结构的影响，目前这个比例上升至 61%到 61.5%之间基本对应于危机前 63.5%的水平。而就他测算，这还需要新增 400 万的就业。可能这就是耶伦所说的“劳动力市场缺口”。以目前的就业增速，完成这一目标需要 15-20 个月。

从短期看就业缺口，可以参考平均周工作指标，3 月平均每周工时为 34.4 小时，和前值一致，仅比金融危机前低 0.2 小时。根据斯坦福大学的调查数据，0.2 小时的平均工时，意味着 80 万工作岗位的缺口，相当于三四个月的非农就业增长人数。如果四月非农就业仍有增长，那么距离短期目标的实现就越来越近了，美联储加息可能会增加。

综上，就业虽未回到危机前水平，但回暖的经济环境会创造更多的就业机会，使得“潜在失业者”，尤其是其中的“气馁者”回到就业市场，实现就

业率的实质性改善。数据也显示经济和就业在切实向好的方向发展，各个口径的失业率统计均呈现下降趋势，美联储或在等待二季度市场表现确认这一趋势，并排除外部环境的“惊吓”可能。

三、通货膨胀

PCE、核心 PCE 处历史高点

在 3 月公布的 2 月经济数据中，PCE 通胀率 1%，前值 1.2%；核心 PCE 指标达到 1.7%，前值 1.7%。通胀指标处于 2013 年以来的历史峰值（详见下表）。

图表 48 PCE 和核心 PCE 指标的同比变化

	2015-07	08	09	10	11	12	2016-01	02
PCE	0.3	0.3	2	0.2	0.5	0.7	1.2	1
核心 PCE	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4	1.4	1.7	1.7
食品	0.9	0.7	0.7	0.7	0.2	-0.3	-0.2	-0.1
能源商品和服务	-15.7	-16.2	-19.7	-18.3	-14.3	-12.4	-5.3	-12.3

资料来源：U.S. Bureau of Economic Analysis

面对历史高值，美联储对通胀数据的解读并未显兴奋，而是反复强调不确定性。这种不确定性来自预期。首先分析“过去的预期”，在 FOMC 去年 9 月和 12 月的货币政策会议中，对 2016 年 PCE 通胀预期中间区域为 1.5-1.8% 和 1.2-1.7%，对核心 PCE 的预期中值为 1.5-1.8% 和 1.5-1.7%。可以看出，PCE 并未达预期并较前值下降。

表 46 列出了 PCE 指标中的食品和能源品分项，数字清楚地阐释了 PCE 未达预期的原因是石油价格的持续下降，导致能源商品和服务产品的价格下降，截至 16 年 2 月，能源商品和服务品的价格较上年降幅仍达到 12.3%，这也解释了 PCE 通胀指标和核心 PCE 通胀指标环比变化方向的分离。

低通胀预期低来自石油价格

下面谈“未来的预期”。美联储在对 2016 年核心 PCE 的预期中保持 1.6 中值，与 12 月会议预期中值相同，但下调了 PCE 的预期中值，预期 16 年通胀水平为 1.2，前次 12 月货币政策会议为 1.6。调低预期是受市场预期

和调查预期的影响，FOMC 在 3 月发表的声明中指出基于市场的通胀预期仍然较低，通常这被解读为美国财政部发行的通货膨胀保值债券（TIPS）的较低收益和通胀互换利率的低位徘徊。这种有些保守的预期源自石油产品价格的下降对 PCE 的影响。原油问题涉及到地缘政治博弈，政治因素多于经济考量，预测难度较大。但是可以肯定的有两点，第一，石油价格已比 2015 年下降 70%，进一步下行空间有限。那么石油价格下降和其带来的进口品价格下降对就业市场的影响会递减。第二，尽管但不论是原油出口国还是原油企业，其所面临的压力都在大幅上升，这将提高油价企稳甚至出现反弹的可能。

四、外部环境

欧元区在 2015 年增长了 1.5%，这是 2011 年来的最高。但是失业率仍然高达 10%，说明欧元区内还有大量未被实现的经济潜能。持续低迷的需求增长反映在欧元区的通胀核心指标只有美国的一半。日本继续面临疲软的经济增长和低通胀。不时的经济紧缩，个人消费水平低于从前，这让日本银行 2% 的通胀率目标的实现是非常困难的。最后，新兴市场的疲软是全球增长弱势的关键原因。IMF 估计新兴经济体 2015 年增长了 4%，比 2014 年的 4.6% 要少，标志着连续五年增长放缓。我国也正在经历必需面对但过程艰辛的由投资-出口拉动型向消费-服务拉动型经济转变的任务。

综上，这变成了美联储不得不关注的“不确定”的外部环境。研究表明美联储货币政策和全球流动性呈正相关关系，故新兴市场十分关注加息决策，美联储则关心加息对新兴市场国家的冲击是“放缓”还是“衰退”，以及这种潜在风险会给美国带来什么。故美联储声明和耶伦演讲中多次强调外部环境风险也许也是对外部市场的一种观察和测试，判断外部对加息进程的判断、恐慌程度和可接受程度。如判定为风险可控，且四月经济数据又没有趋势性改变，那么加息步伐则不会暂停。

五、结论

美联储 2016 年加息与否的决定因素表面上看似乎在于“经济数据以外”如 9 月的美国选战；在于“美国以外”，如全球经济形势，如英国脱欧。但实质上，只要这些外在因素对美国经济的溢出效应不被判定为“further shock”，则年内加息概率大，从 2016 年 3 月的全球最新宏观数据看，有改善有风险，但并未见“shock”。因此作者预测加息年内进行，保持徐缓加息的节奏，可能必要时伴随财政政策上的刺激对冲加息对经济的负面影响，同时徐缓加息可以充分预留测试和观察时间，给进一步的货币政策留有操作空间。

负利率专题：负利率政策的目标、操作和效果

负利率对宏观经济的直接影响非常有限。无论是正利率还是负利率，都是通胀预期的反映函数，在当前超宽松货币环境下，想让负利率刺激投资，进而影响通胀预期，似乎有些本末倒置。

从银行信贷的角度，负利率政策取得了不错的效果。负利率政策让短期贷款利率迅速下降，侵蚀了银行利润，导致银行不得不配置收益率较高的中长期信贷资产。负利率政策对银行信贷效果的时滞大约为 3 个月。

负利率政策对汇率的作用差异较大。丹麦的负利率政策有效稳定了丹麦克朗汇率，欧央行和日本央行负利率对汇率效果并不显著。

当央行所有传统货币政策工具已经基本失效时，实施负利率政策的确可以改变金融资产的定价，但效果也仅限于金融市场。

2009 年至今，先后有五个经济体实施了负利率政策。分别是，瑞典、丹麦、瑞士、欧元区和日本（见下表）。所谓负利率政策，并不是说银行对普通储户会收取利息费用，而是指央行对银行存放在央行的准备金存款征收负利率。例如，丹麦是对金融机构在丹麦央行的 7 天存单征收负利率。欧央行是对商业银行的超额准备金征收负利率，日本采用三级利率体系，对金融机构未来新增的超额准备金征收负利率。从政策力度来看，欧央行的负利率政策力度最大，直接影响银行短期资金调配成本，日本央行的负利率政策相对保守，尚处于货币政策信号阶段。

从政策目标来看，实施负利率政策的国家可以大致分为汇率目标和通胀目标两类。其中，丹麦和瑞士分别于 2012 年和 2014 年实施负利率政策，狙击海外资本流入，降低本币升值压力，属于汇率目标。瑞典、欧元区和日本分别于 2009 年、2014 年、2016 年实施负利率政策，致力于通过宽松的货币政策，增加银行信贷，推动经济

增长，提高通货膨胀预期，属于通胀目标。从政策效果来看，负利率政策对于稳定汇率、增加银行信贷相对有效，但是对于促进经济增长，提高通胀预期的作用并不显著。

图表 49 负利率启动时间、内容及政策目标

国家	负利率启动时间和内容	政策目标	政策类型
丹麦	2012年7月至2014年4月：将金融机构7天定存利率降至-0.2%；2013年1月调升至-0.1%，2014年4月恢复正利率。	减缓资本流入，降低丹麦克朗升值压力	货币层面： 减缓资本流入，降低货币升值压力
	2014年9月：跟随欧央行利率决议，将定存利率再度调至-0.75%。	降低丹麦克朗升值压力	
瑞士	2014年12月：将基准利率降至-0.25%，2016年1月将负利率从-0.25%降至-0.75%。	缓解瑞士法郎升值压力	
瑞典	从2009年7月至2010年9月，降低基准利率至-0.25%。	经济衰退	实际经济层面：提高通胀率，增加银行信贷
	从2014年6月至今：降低基准利率至-0.5%，2015年2月，降低基准利率至-1.10%。	提高通货膨胀率	
欧元区	2014年6月，欧央行宣布降低存款便利利率至-0.1%，2014年9月进一步降至-0.2%。	促进经济增长，提高通货膨胀	
日本	2016年1月，日本央行引入三级利率体系，对金融机构未来新增的超额准备金，实施-0.1%的负利率。	提高通货膨胀率	

数据来源：各国央行网站

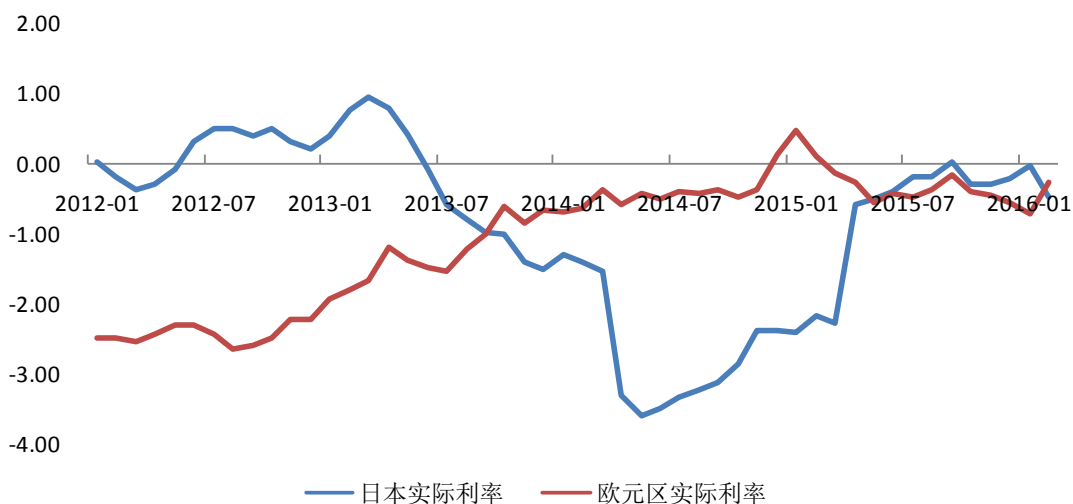
一、负利率对宏观经济的直接影响非常有限

在讨论负利率政策效果之前，首先需要厘清两个负利率的概念。负利率分为名义负利率和实际负利率。名义负利率是指央行对银行的超额准备金存款实施负利率。实际负利率则是指名义利率低于同期通货膨胀率。现在讨论得比较热烈的是名义负利率，一般是由央行调低利率走廊的下限——超额准备金利率来影响市场利率。但真正发挥作用的是实际利率的变化。

从宽松货币政策的逻辑来看，利率政策主要是通过改变实际利率刺激实体经济。降息一方面通过降低实际利率刺激投资和耐用消费品，增加信贷需求；银行放松信贷约束，增加信贷供给。另一方面促进抵押资产的价值上涨，让企业更容易获得信贷，产生金融加速器效果，增加信贷需求和供给。

与传统利率政策不同的是，负利率的宏观环境非常罕见。实施负利率政策之前，欧元区和日本已经有通缩迹象，如果要降低实际利率，只能将零利率进一步下调。从下图可以发现，欧央行（2014年6月）和日本央行（2016年1月）实施负利率政策后，并没有让实际利率迅速下降，而是维持在-1%的水平。这表明负利率并不能直接降低企业投资成本，只能防止实际利率上行，避免经济进一步紧缩。事实上，无论是正利率还是负利率，都是通胀预期的反映函数，在当前超宽松货币环境下，想让负利率刺激投资，进而影响通胀预期，似乎有些本末倒置。

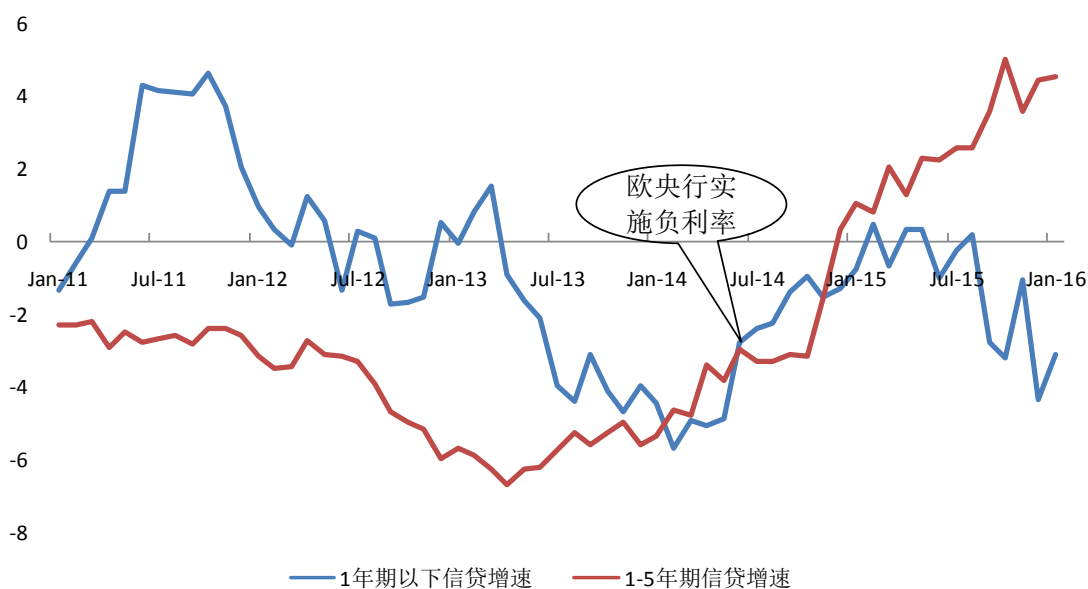
图表 50 日本和欧元区实际利率水平



数据来源：CEIC，下同。实际利率=1年期国债收益率-通货膨胀率

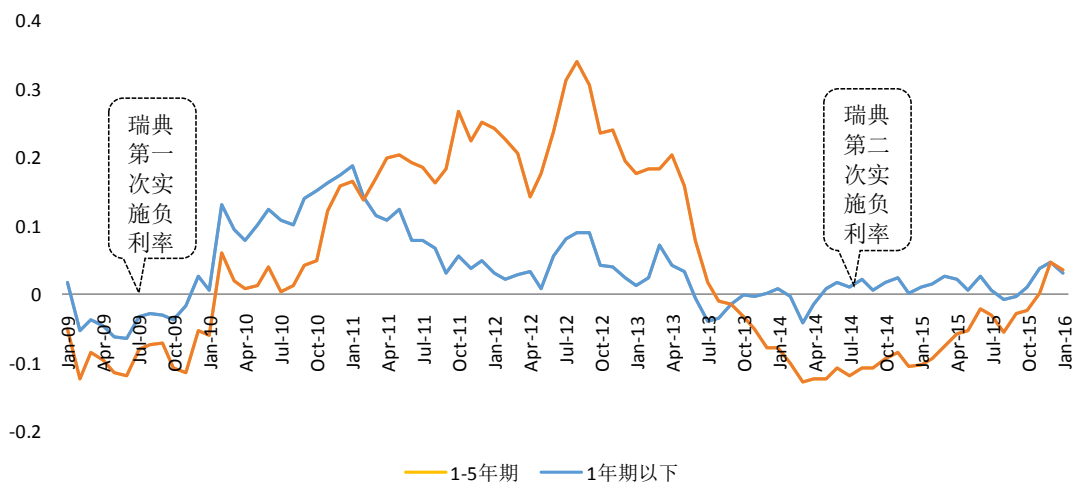
从银行信贷的角度，负利率政策取得了不错的效果。下图表明，自 2014 年 6 月 2016 年 1 月，欧元区信贷增速从-2.32%上升到 0.43%。一方面反映欧元区经济逐步复苏，另一方面表明负利率政策的确有效刺激银行发放贷款。因为，从贷款期限来看，实施负利率政策之前，短期信贷增速要高于中长期信贷增速。实施负利率政策之后，短期信贷增速逐步下滑至-3.12%，而 1-5 年期的中长期信贷增速却升至 4.56%。负利率政策让短期贷款利率迅速下降，侵蚀了银行利润，导致银行不得不配置收益率较高的中长期信贷资产。

图表 51 欧元区银行信贷结构



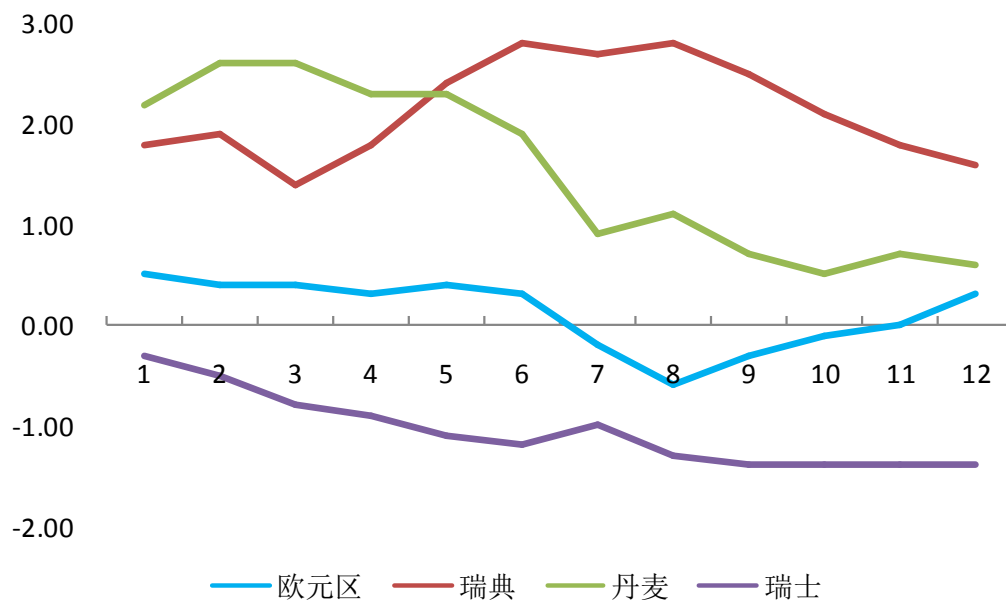
负利率政策对银行信贷效果的时滞大约为 3 个月。瑞典信贷结构改善效果也较为显著。2009 年 7 月，瑞典首次实施负利率政策，从 2009 年 10 月开始，瑞典 1-5 年期的中期信贷增速从-11%逐步上升至 33%的历史高点；2014 年 6 月启动第二轮负利率政策后，1-5 年期信贷增速再度从-12%上升至 4.5%。欧元区和瑞典的负利率政策经验表明，负利率政策对银行信贷结构有较为显著的影响，效果大约在 3 个月后开始出现，可以持续较长一段时间（瑞典第一次负利率政策效果持续了 3 年时间）。

图表 52 瑞典银行信贷结构



负利率政策对通胀作用并不显著。负利率对通胀刺激作用非常有限，传导渠道并不通畅。下图是各个经济体启动负利率政策后，12个月内通货膨胀率的走势。从图中可以发现除了瑞典通胀率短暂上升外，其他经济体通胀率并没有太多起色，欧元区和日本甚至有再度陷入通缩之虞。

图表 53 各经济体实施负利率政策后通货膨胀率



数据说明：上图是各个经济体启动负利率政策后一年内通胀率走势。

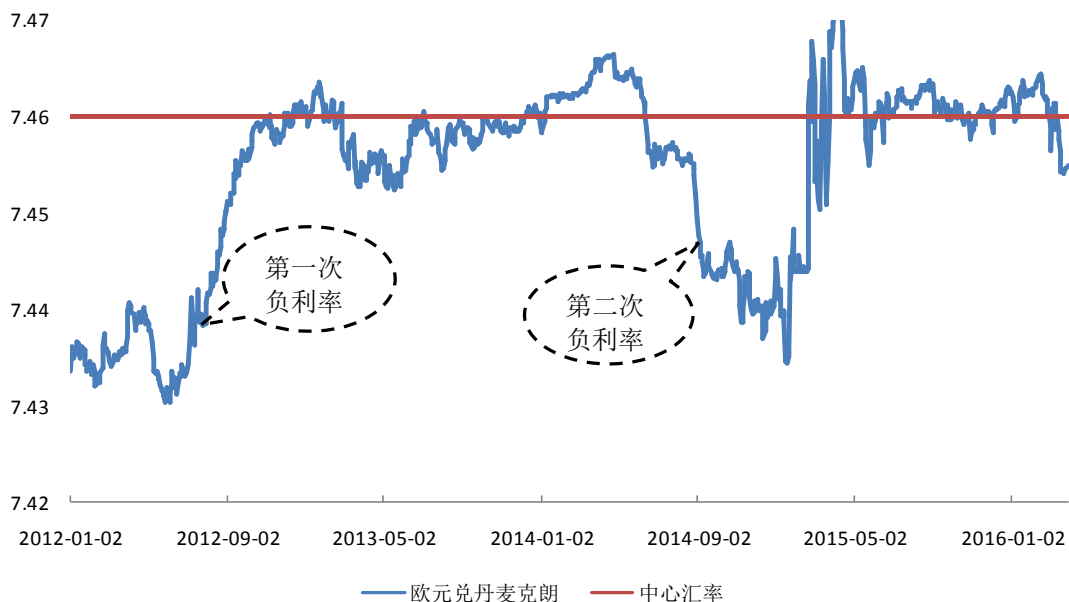
二、负利率政策对汇率的作用差异较大

无论是正利率还是负利率，主要是通过影响资本流动来改变汇率走势。负利率会降低无风险资产回报率，对汇率是一个利空冲击。从日本央行的表态来看，的确希望通过实施负利率压低日元汇率，减少通胀压力。

然而，从国际经验来看，实施负利率的国家，汇率走势并不相同。丹麦央行 2012 年 7 月实施负利率后，丹麦克朗对欧元稳定在 7.46 左右。欧央行在 2014 年 6 月实施负利率，欧元对美元贬值 22%。日本央行于 2016 年 1 月 29 日引入负利率后，日元对美元反而升值 6%。这令人有些费解。

丹麦的情况比较好解释。丹麦是欧洲汇率机制成员国。根据该机制，丹麦央行有义务将丹麦克朗对欧元保持在 7.46 上下 2.25% 的波动区间内。**丹麦央行的首要任务是维持汇率稳定，利率完全是为汇率服务。**2012 年 7 月，为了应对丹麦克朗对欧元的升值压力，丹麦央行宣布将金融机构在丹麦央行的定期存款利率（期限一周）下调至-0.2%。从下图可以发现，在 2012 年 7 月，丹麦央行实施负利率后，丹麦克朗对欧元迅速贬值至中心汇率水平。2014 年 4 月，丹麦央行恢复正常利率水平后，丹麦克朗再度面临升值压力，不得不在 9 月跟随欧央行重新进入负利率，维持汇率稳定。

图表 54 实施负利率后丹麦克朗对欧元波动情况



数据来源：wind，下同。

欧元和日本的情况比较类似，实施负利率的动机都是希望通过本币贬值，提高进口成本，增加通胀预期。只是欧元顺利进入贬值通道，日元反而出现升值。

首先看看日元短期升值的原因。套利者平仓是日元短期升值的原因。自 2012 年日本央行实施超级宽松货币政策以来，日元对美元从 80 一路贬值至 125。廉价的日元为套利提供了土壤。

一种套利是“做多境外股票+卖空日元”的投资组合。这种投资策略利用日本国内利率与其他国家利率的差异来获利。投资者借入日元，然后用这些日元投资国外收益率更高的资产，如定期存款和债券等以其他货币计价的资产。

另一种套利是“做多日股+卖空日元”的投资组合。这是看多日本政府“安倍经济学”的投资策略。如果安倍的宽松货币政策能够成功，那么日元贬值和日本股市上升会同时出现。相信“安倍经济学”的境外投资者可以借入日元，投资于日本股票市场，同时

获得汇兑收益和资本利得。

2015年12月，日本央行行长黑田东彦还在信誓旦旦的说“日本没必要实行负利率”。1月29日，日本央行突然宣布负利率的信息，境内金融市场迅速陷入混乱。日经225指数下跌超过14%。

此时，“做多日股+卖空日元”的套利者开始抛售股票，回购日元进行平仓，导致日元升值。“做多境外股票+卖空日元”的套利者日元融资成本也随之上升，同样抛售海外股票，回购日元平仓，进一步加剧日元升值压力。最后导致日元在短期内反而相对美元升值6%。

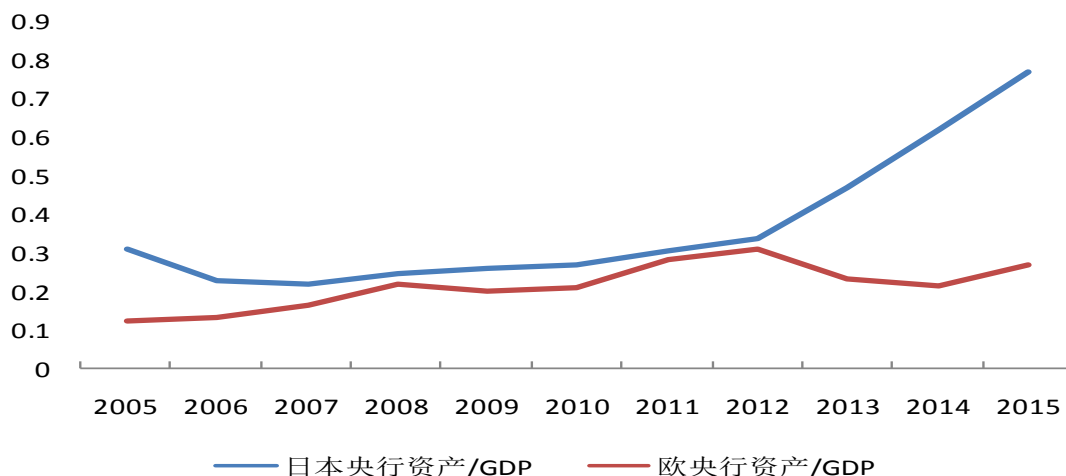
负利率对日元中长期的影响取决于日本央行放水能力。日元和欧元是国际货币。决定国际货币中长期走势的是国际外汇市场货币的供给和需求。从需求面来看，欧洲和日本是一对难兄难弟，都在衰退的边缘徘徊，需求方相对稳定。汇率走势主要看哪家央行货币供应的能力强，放水潜力大。

我们可以用央行资产/GDP指标，代表央行放水的程度。

从下图可以发现，2012年-2015年，日本央行资产占GDP比率从30%飙升至76%，日元对美元贬值55%。

欧央行从2014年9月才开始扩张资产负债表，央行资产占GDP比率从21%上升到26%，欧元对美元贬值20%。

图表 55 欧日央行资产/GDP 比率



与欧央行相比，日本央行不仅资产负债表扩张速度快，而且购买了市场上接近 40% 的本国国债。

理论上，日本央行可以把国债全部都买下来，但是这会让国债市场变成一潭死水，金融市场失去活力。大多数投资者认为日本央行很难再度大幅扩张资产负债表，日元进一步贬值的空间相对有限。所以，即使日本央行行长黑田东彦声称负利率还有下行空间，也很难引导市场增加对日元的贬值预期。另一方面，欧央行还有较大的空间进一步扩张资产负债表，如果欧央行行长德拉吉声称要进一步下调利率，可能会触发欧元再度贬值。

总体来看，当央行所有传统货币政策工具已经基本失效时，实施负利率政策的确可以改变金融资产的定价，但效果也仅限于金融市场。未来还需要有一系列促进经济增长的政策措施相互配合，央行实施的负利率政策才能真正发挥效果，否则商业银行只会通过资产负债表调整进行套利，无法支撑实体经济发展。

大宗商品专题：超跌反弹，金融因素起关键作用

2016年1月，大宗商品价格超跌反弹，其中铁矿石和钢材领涨，石油价格跌幅减少。但各类商品的供需基本面仍未有较大改变，主要的变化来自于金融因素。美元升势受阻、风险偏好回升等因素在1季度推动了石油、金属和部分农产品价格的走强。但这些短期因素基本已经在当前的价格运动中得到体现，商品价格后续上涨动力有限。石油的冻产协议阻力较大，伊朗等国拒绝快速减产；中国房地产回暖对金属价格的推动持续性值得怀疑；天气等短暂因素对农作物的影响也相对有限。预计后市各商品价格将围绕当前的价格均衡点上下波动。

一、大宗商品总体价格走势

1 季度大宗商品反弹的主要推动因素是金融因素，而供需基本面改变有限

2016年1季度全球主要大宗商品价格跌幅收窄，CEEM大宗商品综合价格指数⁵环比下跌25%，其中石油仍然是领跌品种，但大豆和煤炭已基本稳定，同时铁矿石和钢材价格出现超跌反弹。总体而言，大宗商品价格在1季度经历了触底反弹的过程，但反弹幅度有限，未能回升至上季度的水平。

1季度的反弹中金融因素起到了重要影响。前期的剧跌后不少空头获利平仓，同时美元升势受阻导致各商品价格下跌空间有限，获得底部支撑。由于1季度市场对风险资产的偏好回升，石油等高风险商品价格也受到推动上涨。但值得注意的是全球供需基本面仍未有本质性变化。石油冻产协议未能达成一致，且需求仍然疲弱。铁矿石和钢材随着中国楼市回暖受到支持，但幅度有限。农产品减产因素使得供过于求的局面稍有改观。市场仍然在寻找各商品由供需决定的中枢价格，并受

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

到金融因素影响反复震荡。

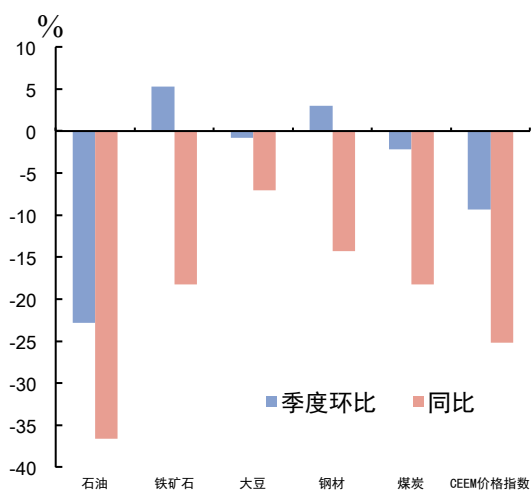
原油上涨的主要动力来自于金融因素,包括前期超跌反弹、美元升势受挫以及全球风险偏好的暂时回升。

二、主要大宗商品供求情况与价格走势

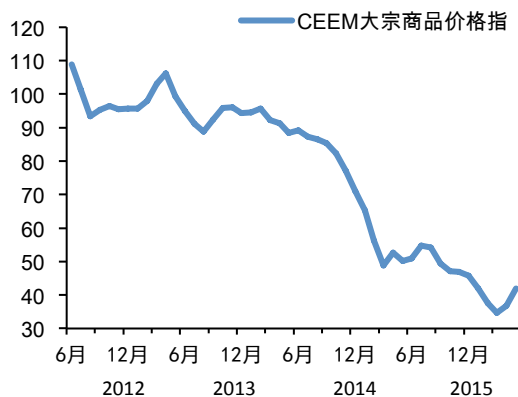
2016年1季度全球原油价格显著反弹后走稳,布伦特原油价格一度冲破40美元/桶,较最低点涨幅接近100%,但到季度末小幅回落,布伦特和WTI原油报收在38美元左右。

1季度全球石油供过于求的基本面仍未有太大改变。OPEC的冻产协议尚未达成且困难重重,各国石油需求也未见显著上升。原油上涨的主要动力来自于金融因素,包括前期超跌反弹、美元升势受挫以及全球风险偏好的暂时回升。

图表 561 季度大宗商品价格跌幅收窄

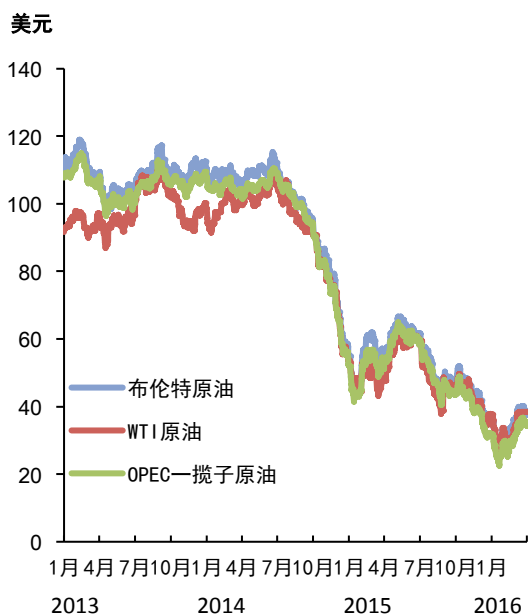


图表 57 大宗商品价格触底反弹。但幅度有限



数据来源: CEIC, 世界经济预测与政策模拟实验室

图表 58 1 季度石油价格超跌反弹



图表 59 OPEC 原油产量

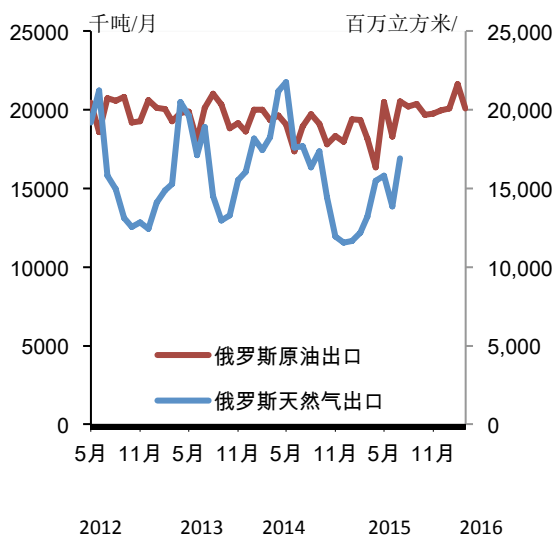


原油的实质
性冻产仍然
阻碍重重

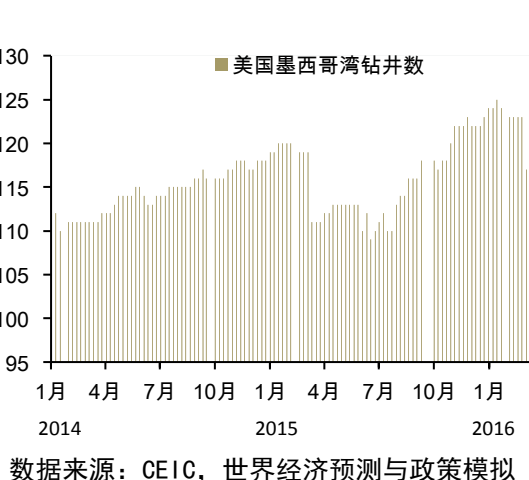
在全球石油供过于求，各产油国都拒绝率先减产的背景下，全球石油价格一路下挫，在 1 月份中旬达到低点，布伦特原油价格一度接近 22 美元。超低油价对产油国带来的压力持续上升，以沙特为首的国家试图斡旋实行冻产。加上 OPEC 2 月份日产量轻微下降 20 万桶左右，消息对市场看多情绪有小幅推动作用。但从计划到实质性冻产仍然阻碍重重，且 1 季度全球石油的实际出产量依然在高位徘徊。伊朗表示只有当自身日产量达到 400 万桶之后才会实行冻产，利比亚也配合表示抵制，俄罗斯的石油出口量更是在 1 季度创下记录。市场转而对冻产呈悲观态度，推动了油价在季度末回落。相对而言在供给方面比较有利于油价的一个迹象是美国的石油钻井数在下降，包括内陆的页岩油开采基地和墨西哥湾的钻井。但也有分析认为，这只是淘汰了部分产油成本较高的油井，并倒逼开采商提升效率。

另外，需求方面也未出现较大改善。中国国内经济走势在 1 季度仍未明朗，石油进口量维持趋势性上升，但并未高于市场预期。美国原油库存也徘徊在高位，持续正增长。欧洲的原油需求企稳，但仍然疲弱。

图表 60 俄罗斯原油出口平稳

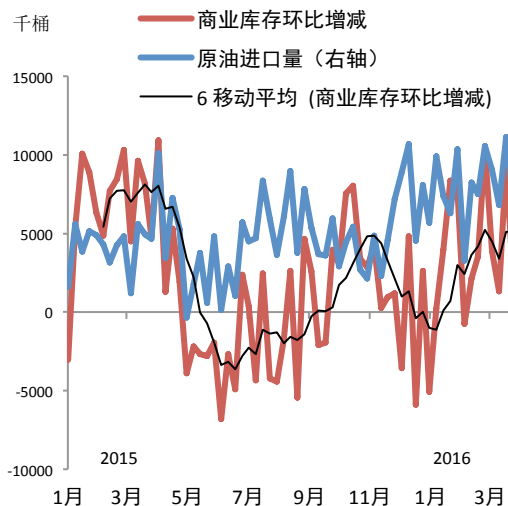


图表 61 美国石油钻井数回落

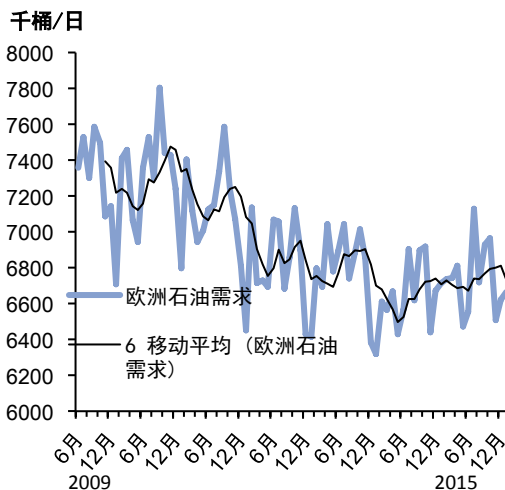


数据来源: CEIC, 世界经济预测与政策模拟

图表 62 美国原油库存处于高位



图表 63 欧洲石油需求仍未回暖

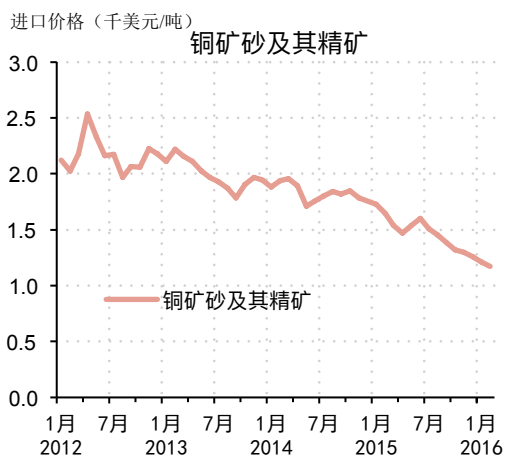


油价和风险
资产的走势
相关性走强

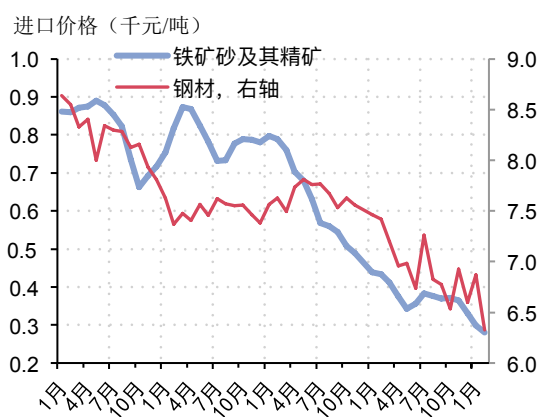
在基本面未有太大改善的情况下，推动石油价格在 1 季度反弹的最主要因素是金融市场因素。首先，美元走势在 1 季度回弱，以美元计价的大宗商品价格受到支撑。其次，前期油价超跌严重。除了超跌反弹外，空头扎堆，做空成本大幅上升，不少期货市场空仓为平仓而进行买入操作，也是使油价获得支撑的原因。

而更为重要的原因在于 1 季度市场风险偏好有所回升。风险偏好的回升原因有多重，包括对美联储加息次数减少和速度放缓的预判，以及对绝对收益的追求。明显的是，自 2015 年下半年以来，油价和全球风险资产，尤其是新兴市场股市的走势相关性走强，显示出市场将二者都视为标准的风险资产，其走势自然随着风险偏好的变化而发生波动。预计未来一段时间内，油价依然会和风险资产价格保持较高的关联性。

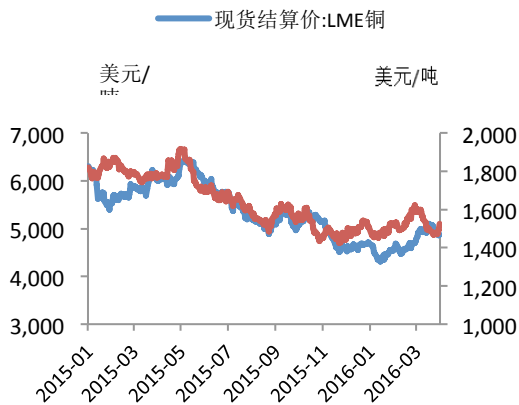
图表 64 中国进口铜价持续回落



图表 65 铁矿石进口价格持续回落



图表 66 LME 铜、铝价格反弹



图表 67 国际铁矿石价格回升



受美元回落影响，1 季度金属价格大幅反弹。铜价

1 季度金属价格总体反弹。铜方面，LME 铜价去年 12 月末以来大幅反弹，3 月中旬最高反弹至 5103.0 美元/吨，较 12 月底反弹幅度 8.5%，3 月中旬至 3 月底小幅回落至 4855.5 美元/吨；LME 铝价也从去年 12 月底的 1507.5 美元/吨最高反弹至 3 月初

反弹与中国
经济总体需
求疲弱的事
实并不符；铁
矿石与钢铁
价格回升主
要缘于 1 季
度国内房地
产需求旺盛
以及海外供
应商出口放
缓等因素。

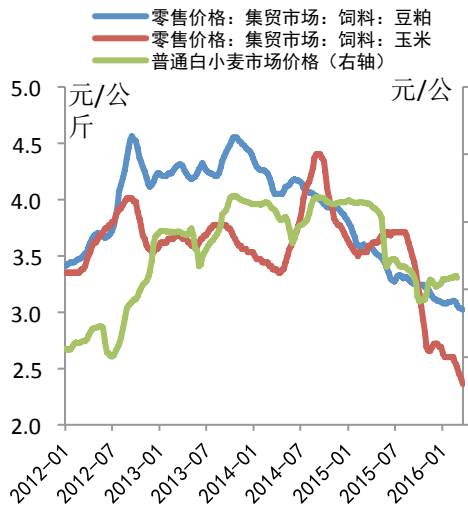
1603.5 美元/吨，之后小幅回落至 1491.5 美元/吨。我国进口铜砂矿及其精矿价格从去年 12 月的 1257.9 美元/吨仍然小幅下跌至 2 月的 1169.1 美元/吨。库存方面，上期所铜库存延续了去年年中以来的上升趋势，2 月中国精炼铜进口 32.86 万吨，铜精矿进口 145 万吨，为连续第七个月进口量超百万吨。

总体而言，本季度铜、铝价格反弹的一部分原因是美元上涨预期的减弱。而从铜的需求来看，铜进口的强劲增长与中国经济增长整体放缓的事实并不相符，也难以由行业的季节特征解释，潜在的原因可能是人民币贬值预期使投资者增加铜储备的动力增加。

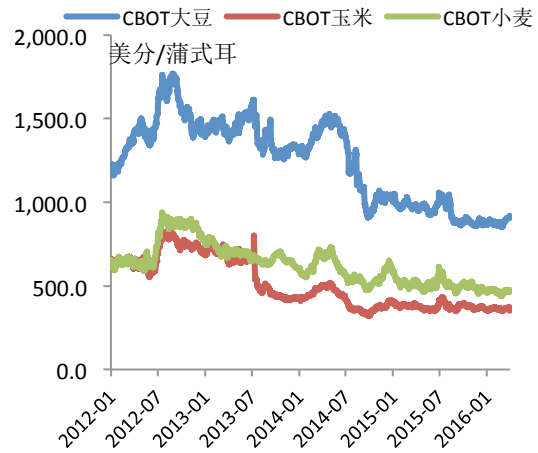
铁矿石与钢铁价格亦大幅反弹。铁矿石国际价格从去年 12 月底的 42.9 美元/吨大幅反弹 47.%至 3 月上旬的 63.3 美元/吨，之后小幅回落 3 月底 53.2 美元/吨。但 12 月以来铁矿砂及其精矿进口价格仍有小幅回落，从 12 月的 51.3 美元/吨继续回落至 2 月的 42.8 美元/吨；钢材进口价格从 1023.4 美元/吨小幅下滑至 968.2 美元/吨。

总体来看，1 季度的价格反弹主要缘于房地产销售反弹以及新屋开工与投资的改善与海外供应商出口放缓的季节性因素，其中国际巨头目标产量的下调以及包括中国在内的高成本铁矿石生产商的退出是本季度铁矿石价格上涨的主要原因，而中国房地产需求强劲增长的季节性因素则强化了铁矿石价格的反弹。从去年 12 月至 1 月，澳大利亚黑德兰港口的铁矿石发货量下降 10.2%，而国内铁矿石港口库存量暂停前几个月的升势，从 1 月中旬的 10063 万吨小幅回落至 9943 万吨。

图表 68 豆粕、玉米价格继续回落，小麦企稳回升



图表 69 国际期货市场农产品价格企稳回升



1 季度主要农产品国际价格企稳回升。国内市场来看，集贸市场豆粕与豆油零售价格继续回落，玉米价格受临储政策改革冲击下跌明显，小麦受不良天气因素影响价格小幅回升。

1 季度主要农产品国际价格均出现小幅反弹。大豆国际价格小幅回升，但中国进口大豆价格仍在回落，集贸市场豆粕零售价格与豆油价格也有不同幅度的微降。国际市场来看，CBOT 大豆价格 3 月底较去年 12 月底反弹 5.9%。CFTC 期货持仓显示，大豆的管理基金净持仓出现明显的多头加仓迹象。供需方面，美国农业部（USDA）3 月下调大豆产量 30 万吨，调整后全球大豆的库存消费比为 24.9%，较 2 月下降了 0.6%，供给压力减小也成为大豆价格企稳的因素之一。中国大豆进口价格仍有小幅回落，从去年 12 月的 392.3 美元/吨小幅回落至 379.4 美元/吨；国内集贸市场来看，3 月底豆粕零售价格较去年 12 月回落 2.7%。

玉米国际价格企稳，但国内价格仍在回落。1 季度国际市场玉米价格逐步企稳，CBOT 玉米价格 3 月底较去年 12 月底反弹 0.5%。从供需来看，干旱天气导致南非等多地玉米减产，美国农业部（USDA）3 月调低全球粗粮 15/16 年供应量 160 万吨，并将库存消费比从 2 月的 21.6% 小幅调低至 21.4%。供给压力减少支撑玉米国际价格。国内市场来看，玉米临储政策改革，2016 年东北三省与内蒙古自治区将玉米临储政策调整为“市场化收

购”与“补贴”配合的新机制⁶。受临储政策改革的冲击，玉米零售价格大幅下滑，3月底较去年12月底下滑5.2%。从长期来看，由于玉米市场结构性矛盾突出，库存庞大，收储政策难以为继，改革势在必行，但改革去库存的过程中玉米零售价格可能将长期在低位徘徊。

小麦价格企稳回升。1季度国际市场小麦价格企稳回升，CBOT小麦价格3月底较1月底上涨3.1%。供需来看，供给压力有所改善，美国农业部（USDA）3月下调全球小麦供应量330万吨，为过去10个月以来的首次下调，库存消费比从2月的21.6%下调至21.4%。产量下调主要来自印度，下调240万吨；澳大利亚由于收购面积减少亦导致产量下调150万吨。国内市场来看，由于天气寒冷等因素，小麦产量不足，虽然部分地区播种面积有所增长，但单产下降的影响难以抵消，小麦价格整体呈现企稳回升态势，3月底小麦零售价格较去年12月底上涨1.1%。但总体来看，小麦下游产品需求疲弱的格局以及下游企业资金趋近的状况并未明显改变，小麦价格回涨的趋势不会持久。

三、未来价格走势与风险

供需基本面未显著改变的情况下，金融等短期因素将起重要作用

石油方面，供需基本面目前仍未有显著改变，在冻产达成实质协议之前，对市场心态影响有限。库存高企，且伊朗等国对冻产的态度较为抵制。另一方面，美联储加息步伐不确定，全球经济复苏局势未明，都给油价带来了较大的不确定性。这一轮升势基本已经将当前的基本面和心理因素反映，预计为当前的均衡价格，后市也将随着各短期因素影响而在这一价格附近上下波动。预计全年中枢价格在35到40美元左右（布伦特原油）。

⁶3月28日，国家发改委联合中央农办、国家财政部、农业部、粮食局与中国农业发展银行举行媒体通气会。国家发改委经贸司副司长刘小南在会上表示，2016年东北三省与内蒙古自治区将玉米临时收储政策调整为“市场化收购”与“补贴”同时进行的新机制。

http://news.xinhuanet.com/fortune/2016-03/28/c_1118467755.htm

金属方面，近期导致价格增长超预期主要是美元上涨预期减弱以及国际生产商的减产。随着美联储加息预期与经济增长预期的下调，1 季度美元下滑，且未来进一步上涨的预期减弱，这在一定程度上导致了 1 季度金属价格的上涨。从需求端来看，新兴经济体增长疲软的背景下，对金属消费来自实体端的需求并未明显改善，而中国房地产强劲增长的短期因素也不可持续，在钢铁行业去产能的背景下，铁矿石下游需求整体疲软，3 月下游企业开工情况略低于预期。预计未来 1 季度内铜价可能继续维持小幅上涨，铁矿石价格可能在 60 至 65 美元/吨之间徘徊，但进一步大幅上涨的动力不足。

农产品方面，受美元下滑的影响，大豆、玉米、小麦等主要产品国际价格出现不同程度的企稳回升；同时，受天气因素影响，供给过剩的状况也得到了一定改善，主要产品的库存均出现不同幅度的下降。总体而言，农产品价格回升的可能性正在加大。未来价格风险仍然主要受天气因素的影响，天气因素导致的产量暂时下滑可能不可持续。

外贸专题：进出口双双放缓

2016年1季度中国出口同比增速较上季度进一步下降4.5个百分点。出口放缓来自外需和中国出口市场份额增速的双重走弱。1季度中国进口继续下滑，同比增速较上季度下降1.4个百分点。1季度中国货物贸易顺差收窄，受到了出口增速下滑的拖累；同时服务贸易逆差有所回升。预计2季度中国外贸将小幅回暖。

一、中国出口继续放缓

海关数据显示1季度出口增速持续放缓。

海关数据显示1季度出口增速持续放缓。2016年1季度，中国海关数据⁷显示中国出口同比下降9.7%，较上季度-5.1%的增速进一步下降4.5个百分点，出口持续6个季度下滑⁸。相较上季度，分地区看，1季度出口大幅放缓主要来自美国、东盟和香港；中国对这三个地区的出口分别增长-9.0%、-13.8%和-6.7%。1季度中国对欧盟出口下降7%，较上季度放缓；中国对日本出口下降5.9%，降幅较上季度收窄。

从贸易方式看，1季度出口放缓主要来自一般贸易方式出口⁹，后者同比增速由上季度的-2.6%下降至1季度的-7.3%。从产品分类看，1季度出口放缓主要来自机电产品¹⁰，其出口同比下降9.8%，较上季度下降7.3个百分点。

⁷除非特别注明，下文的国际贸易数据均为中国海关提供，来自CEIC数据库，单位是美元，增速为同比增速。

⁸2014年7月-12月、2015年11-12月中国出口高报现象明显。剔除其干扰后，2015年4季度出口增速低于3季度增速，而不是海关数据显示的略有上升。

⁹贸易方式包含一般贸易、加工贸易和其他贸易方式。2016年1季度，这三种贸易方式出口占总出口的比例依次为55.4%、33.0%和11.6%，加工贸易出口占比创季度数据的新低。

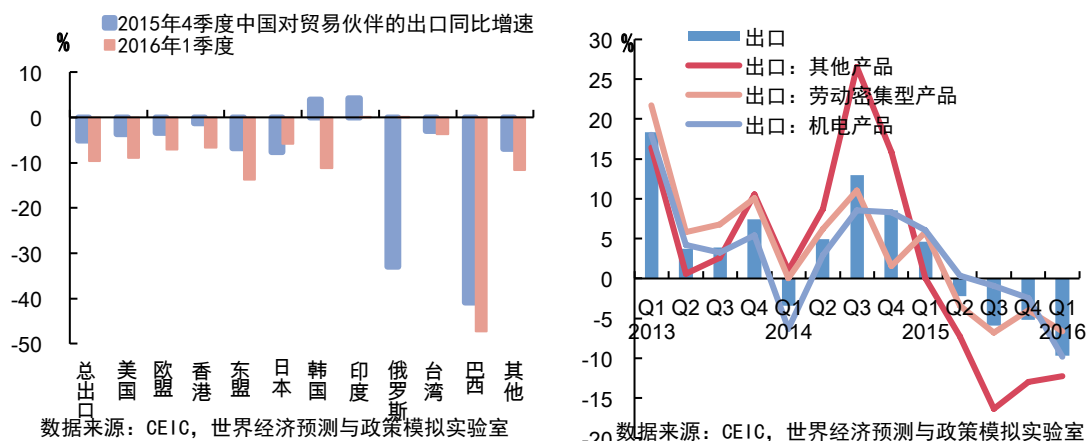
¹⁰这里产品分类为机电产品、七大类传统劳动密集型产品、其他产品三大类。2016年1季度，这三类产品占总出口比例依次为57.7%、20.7%和21.7%。

出口放缓受到 1 季度外需放缓的拖累。

出口放缓受到 1 季度外需放缓的拖累。从定义式看，中国的总体外部需求增速（不含中国的全球进口增速），中国出口产品在全球市场上的份额增速（同样不包含中国市场），两者之和大致决定了中国出口增速。这两项数据均来自中国贸易伙伴提供的数据，排除了虚假高报的干扰¹¹。2014 年 1 月至 2015 年 12 月，摩根大通全球制造业 PMI 指数滞后一期值、中国外贸出口先导指数一期滞后值，与 WTO 提供的不含中国的全球进口增速存在较强的相关关系，相关系数分别为 0.86 和 0.76。根据这一关系，可以估计今年 1 季度外需的变化情况。2015 年 12 月至 2016 年 2 月，摩根大通全球制造业 PMI 指数分别为 50.7、50.9、50，低于 2015 年 9-11 月 PMI 平均值 51.1，意味着从全球制造业 PMI 来看，今年 1 季度外需增速较上季度放缓。此外，2015 年 12 月至 2016 年 2 月，中国外贸出口先导指数依次为 31.2、31.7、31.3，也低于 2015 年 9-11 月的平均值 32.9，表明从中国外贸出口先导指数看，今年 1 季度外需增速也较上季度放缓。因此，我们预估今年 1 季度外需增速较上季度放缓，成为拉低中国 1 季度出口增速的一个原因。

¹¹数据显示 2015 年 1 季度出口高报并不明显，今年 1-2 月中国内地与香港之间的出口高报也不明显。

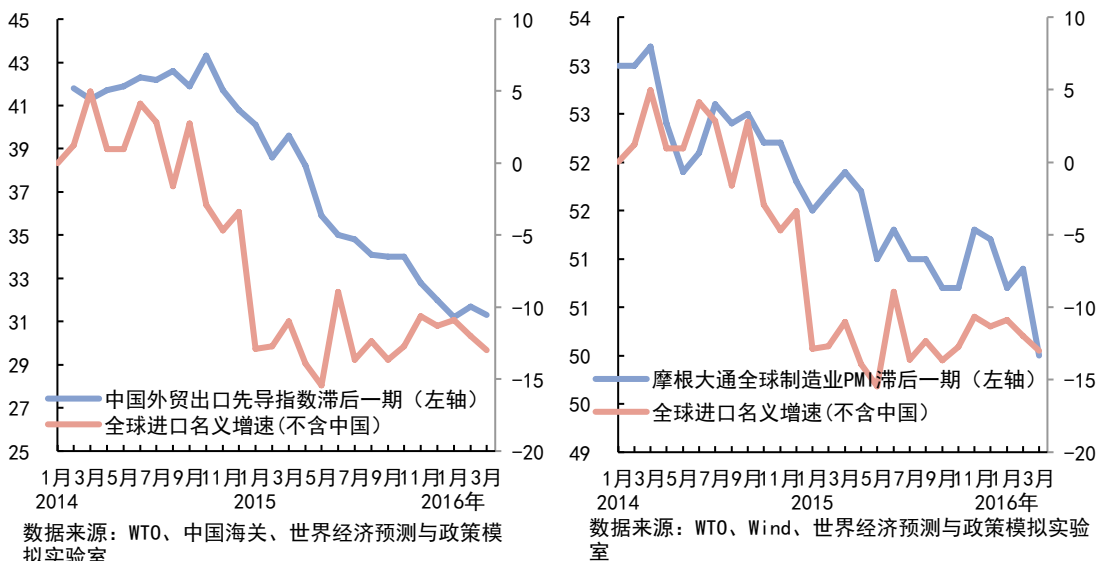
图表 70 中国出口增速的地区和产品分布



中国出口产品市场份额增速放缓是1季度出口放缓的另一个原因。

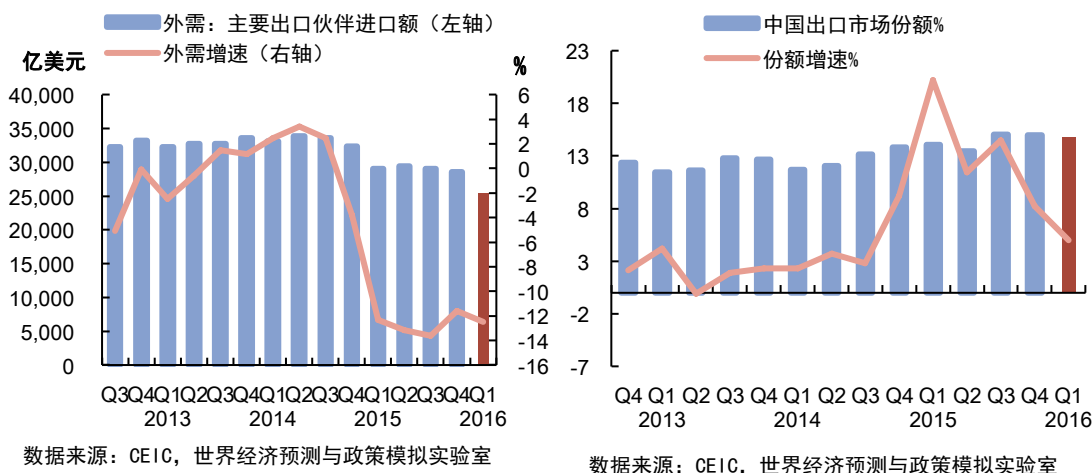
中国出口产品市场份额增速放缓是1季度出口放缓的另一个原因。从贸易伙伴提供的最新数据看，1月中国出口产品在13个主要贸易伙伴的市场份额增速只有2.6%，低于上季度的8.2%。其中，中国在东盟、加拿大、韩国、印度市场份额增速下降较为明显，较上季度下降幅度超过10个百分点；中国在欧盟的市场份额增速也下降了8.9个百分点。此外，2015年3月至2016年1月，中国出口企业综合成本一期滞后值与中国出口产品在13个主要贸易伙伴的市场份额增速相关系数为-0.75。根据这一关系，可以看到2015年12月至2016年2月，中国外贸出口企业综合成本指数依次为29.7、29.9、29.8，高于2015年9-11月的平均值28.9，中国出口企业综合成本在上升，意味着今年1季度出口市场份额增速很可能较上季度在放缓，成为拉低中国1季度出口增速的另一个原因。

图表 71 预计 1 季度外需增速放缓



说明：全球进口名义增速（不含中国）2016 年 2 月、3 月值为估计值。

图表 72 出口 1 季度放缓来自外需和中国出口产品市场份额增速的双重放缓



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。2015 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 2016 年第 1 季度为估算值。中国主要贸易伙伴进口增速与中国在其市场份额增速之和大致决定了中国出口增速。

二、中国进口继续下滑

海关数据显

海关数据显示 1 季度中国进口持续下滑。1 季度，中国

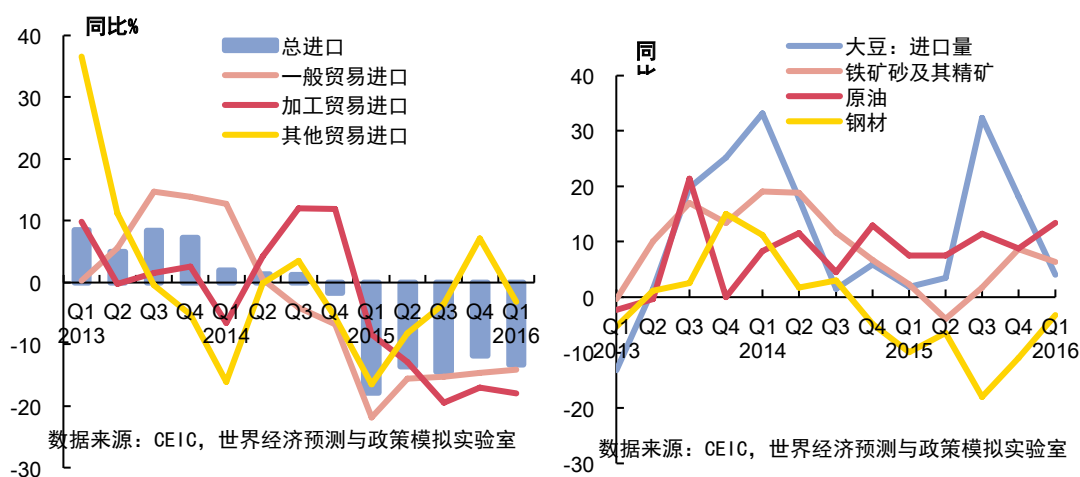
示 1 季度中国进口持续下滑。

进口同比下降 13.3%，较上季度的-11.9%下降 1.4 个百分点，没有延续上季度进口回暖的走势。从贸易方式看，1 季度进口放缓主要来自其他贸易方式进口¹²，其增速从上季度的 7.1%放缓至 1 季度的-3.1%。1 季度加工贸易进口同比下降 18%，较上季度下降 1 个百分点。一般贸易进口同比下降 14.1%，降幅较上季度略有收窄。

1-2 月进口实际增速较上季度亦有所放缓。

剔除进口价格影响，1-2 月进口实际增速较上季度亦有所放缓。1-2 月，中国进口实际增速为-0.8%，低于上季度 4%。从数量上看，1 季度，大豆和铁矿砂进口量同比增速分别为 4.1% 和 6.4%，较上季度放缓；进口量增速较上季度上升的有原油（1 季度同比增长 13.4%）、铜矿砂（33%）、钢材（-3.2%）。

图表 73 中国进口增速的贸易方式和产品分布



三、中国货物贸易顺差收窄

出口放缓导致货物贸易顺差收窄。

出口放缓导致货物贸易顺差收窄。2016 年 1 季度，中国货物贸易顺差 1257 亿美元，与去年同期基本持平，较上季度减少 490 亿美元。贸易顺差较上季度减少来自出口增速的相应放缓。从贸易方式看，1 季度一般贸易顺差为 662 亿美元（较上季度减少 205 亿美元），加工贸易顺差 691 亿美元（较上季度减少 279 亿

¹²其他贸易方式进口为不包括一般贸易和加工贸易之外的进口。2016 年 1 季度，一般贸易进口占总进口比例为 56.5%，加工贸易进口占比为 24.8%，其他贸易方式进口占比为 18.7%。

美元)。

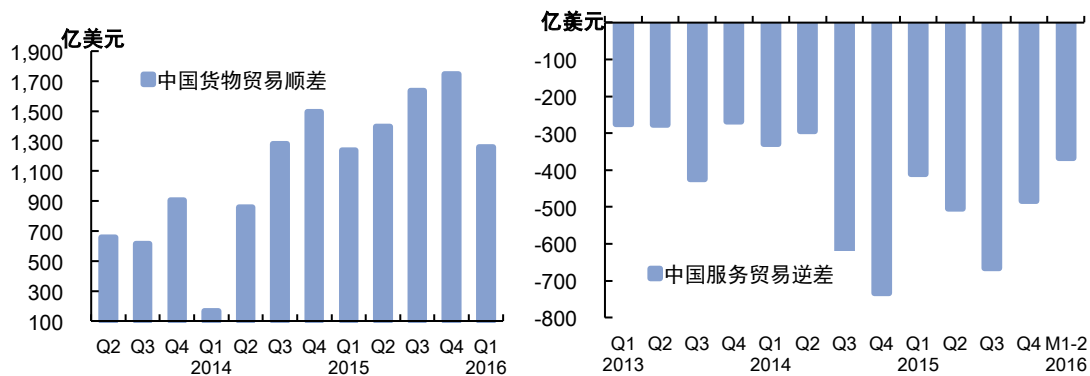
服务贸易逆
差有所上升。

服务贸易逆差有所上升。2016年1-2月,中国服务贸易逆差为367亿美元,同比增长40.1%,较上季度-34%的增速明显回升。其中,1-2月境外旅行逆差363亿美元,同比增长32%,较上季度24%的增速显著上升。随着出境游增多,以及更多出境游商品购买数据收集的实现,服务进口快速上升从而服务贸易总体逆差呈现趋势性的高增长。此外,1-2月保险和养老金服务逆差较去年同期增加了10.6亿美元,同比增幅高达234%,据报道其中隐藏着相当规模的内地居民通过境外银联刷卡购买保险实现资本外逃的现象。

2015年货物
服务净出口
对增长贡献
-0.2个百分
点。

2015年货物和服务净出口对GDP增长的贡献为-0.2个百分点。2015年,中国货物贸易顺差6024亿美元,服务贸易逆差2065亿美元。按不变价计,2015年货物和服务净出口对GDP增长的贡献为-0.2个百分点,低于2014年0.2个百分点的贡献度。

图表 74 中国货物贸易顺差及服务贸易逆差



数据来源: CEIC, 世界经济预测与政策模拟实验室

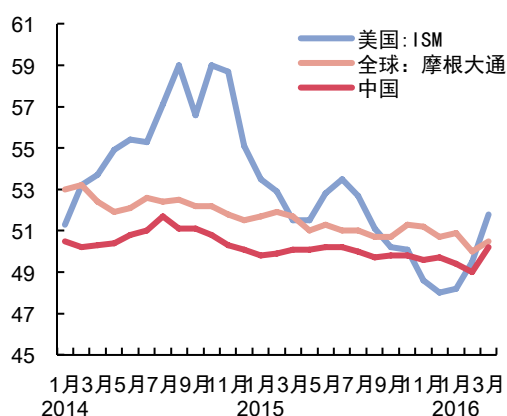
数据来源: CEIC, 世界经济预测与政策模拟实验室

四、外贸展望：小幅回暖

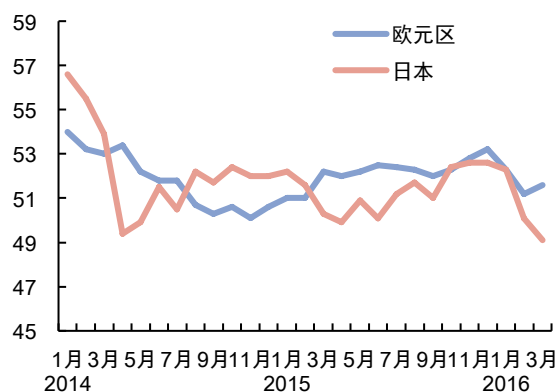
预计 2 季度
外贸将小幅
回暖。

预计 2 季度外贸将小幅回暖。其一，外需预计有小幅回升。3 月摩根大通全球制造业 PMI 指数为 50.5，较 2 月上升 0.5。主要经济体 3 月制造业 PMI 指数在上升。具体地，美国由 2 月的 49.5 上升至 3 月的 51.8；欧盟同期由 51.2 上升至 51.6，中国由 49 上升至 50.2（其中出口订单指数为 50.2，自 2014 年 10 月首次回到荣枯线以上）；例外是日本由 2 月的 50.1 下降至 3 月的 49.1。此外，3 月中国外贸出口先导指数较 2 月上升 0.3 个点。根据全球制造业 PMI 指数、中国外贸出口先导指数对外需的先导提示，预计 2 季度外需有望企稳回暖。其二，2 季度中国出口产品在主要贸易伙伴的市场份额增速有望超过 1 季度较低的增速。其三，2 季度大宗商品价格同比增速有望继续回升，有利于外需增速和中国进口增速的回暖。其四，中国 2 季度经济有望回升（参见本季报中国经济专题），有利于中国进口的回暖。

图表 75 全球及主要经济体制造业 PMI



数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室



数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室

附录：中国外贸数据概览

1. 外贸总体						
	(美元同比%、亿美元)			(美元同比%、亿美元)		
	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2013	2014	2015
出口	-5.9	-5.1	-9.7	7.8	6.0	-2.6
进口	-14.4	-11.9	-13.3	7.3	0.7	-14.4
出口额	5975	6130	4641	22107	23432	22829
进口额	4339	4376	2815	19493	19631	16806
贸易余额	1636	1754	1257	2614	3801	6023

2. 地区出口						
	(美元同比、%)			(规模、亿美元)		
	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2015Q3	2015Q4	2016Q1
出口	-5.9	-5.1	-9.7	5975	6130	4641
美国	1.5	-3.6	-9.0	1105	1063	816
欧盟	-6.9	-3.4	-7.0	947	936	767
香港	-14.7	-1.3	-6.7	842	1083	607
日本	-7.9	-7.7	-5.9	348	352	309
东盟	0.9	-6.7	-13.8	701	741	585
俄罗斯	-35.6	-32.9	0.1	106	96	71

3. 贸易方式						
	(美元同比、%)			(规模、亿美元)		
	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2015Q3	2015Q4	2016Q1
一般贸易出口	-2.8	-2.5	-7.3	3214	3165	2573
加工贸易出口	-10.7	-12.2	-16.0	2057	2203	1530
其他贸易出口	-4.8	8.1	-0.7	704	763	539
一般贸易进口	-15.2	-14.6	-14.1	2375	2293	1911
加工贸易进口	-19.4	-17.0	-18.0	1141	1232	839
其他贸易进口	-3.4	-6.9	-3.1	823	850	634

数据来源：CEIC 数据库。