

全球宏观经济季度报告

总览：2016 年夏季全球宏观经济运行与分析

专题：美国 欧洲 日本 新兴市场 中国 东盟与韩国

金融市场 大宗商品 外贸

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

李远芳

肖立晟

顾 弦

陈博

中国社会科学院世界经济与政治研究所

世界经济预测与政策模拟实验室

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

主任 张宇燕

首席专家 张斌 开放宏观

团队成员 陆婷 欧洲经济 徐奇渊 中国经济

吴海英 对外贸易 曹永福 美国经济

冯维江 日本经济 李远芳 国际金融

肖立晟 国际金融 熊爰宗 新兴市场

顾弦 大宗商品 杨盼盼 东盟与韩国

陈博 大宗商品 安婧宜 科研助理

侯书漪 科研助理

联系人: 安婧宜

邮箱: iwepceem@163.com

电话: (86)10-8519 5775

传真: (86)10-6512 6105

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

免责声明:

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

目录

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

美国：增长动力显著减弱	9
--------------------------	----------

家庭收入和消费的增长仍然是美国经济的主要支撑，但企业部门指标开始走弱：工业生产负增长，企业利润和企业投资增长乏力，住宅开工量呈锯齿型波动。失业率已经接近自然失业率水平，继续改进的空间有限。美国经济增长的动力显著减弱，未来1~2年美国出现经济衰退的概率仍然较低，很有可能围绕较低的增长率徘徊。

欧洲：英国脱欧导致不确定性走高	16
------------------------------	-----------

2季度欧元区整体经济状况正在逐步向好，复苏动能有加强的迹象，消费者信心的稳定和贸易账户良好的表现部分抵消了固定资产投资疲弱的持续。就业市场的改善程度进一步得到加强，失业率跌至5年新低。能源价格下跌放缓也促使通胀重返正值区间。不过，英国脱欧将为正在回暖的欧元区经济带来难以定量的不确定性冲击，企业活动有可能在不明朗的经济前景下进一步放缓，从而拖累欧元区复苏步伐。欧元区经济政策的不确定性程度也将随之走高，与英国具有密切贸易往来的欧元区成员国将承受一定压力。但总体来看，英国脱欧导致欧元区出现严重金融风险的概率较低。预计3季度欧元区经济表现将略逊于上半年，GDP环比增速在0.4%左右，通胀率则可能缓步升至0.2%。

日本经济：形势转差	24
------------------------	-----------

2016年第2季度，预计日本实际GDP季调环比增长折年率约为-0.7%。企业利润同比增长率大幅回落，企业商业信心不足，制造业及服务业PMI双双跌至荣枯线以下，工业生产指数整体出现低位下滑迹象，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。私人消费对经济增长构成一定支撑，但可持续性不足。进出口增速双双下滑，贸易差额出现衰退型顺差。负利率政策效果不彰，股指相对低迷、物价增长率由正转负、日元升值明显，宏观经济不确定性增加。日本对华贸易进一步趋冷，对华直接投资同比增速下滑。预计在2季度较低基数基础上，第3季度GDP季调环比折年率预计增长1.1%。

新兴市场经济：经济增长压力稍减	38
------------------------------	-----------

2 季度金砖国家经济将继续延续上一季度增长格局，但是增长状况总体将有所好转。其中，受石油价格回升、美联储加息预期减弱，俄罗斯国内经济和金融环境逐步稳定，2 季度经济预计同比萎缩 1.0%，全年预计萎缩 1.2%，好于我们此前预期。巴西经济仍在深度衰退，但是部分指标出现好转迹象，当前巴西政局能否尽快稳定成为影响巴西经济增长的重要因素，预计 2 季度经济萎缩 5.0%，全年萎缩 4.5%。在 1 季度经济高速增长之后，印度经济增速将有所回落，但依然是全球经济增速最快的国家之一，预计 2 季度经济增长 7.5%，全年有望实现增长 7.6%。受矿业生产下滑影响，南非经济预计将会继续下滑，2 季度预计经济萎缩 0.3%，全年经济增速预计为 0.2%。不过下半年，新兴经济体经济增长仍面临着一定的不确定性，从外部来看，美联储加息的不确定性将会为新兴市场带来持续金融扰动，从内部来看，新兴经济体财政空间受限以及由于通货膨胀压力而带来的货币政策收紧等，也将会影响新兴经济体经济增长。总体来看，当前新兴市场仍面临较大的经济增长压力，但压力相比此前已有所减轻。

中国经济：经济复苏面临压力 45

从 2015 年 4 季度经济企稳开始，到 2016 年 1 季度的主要经济指标回暖，以及 2 季度整体经济形势的改善，本轮经济回暖已经持续了 3 个季度。在 2 季度，多项经济指标表现稳定、或者继续改善：制造业 PMI 在荣枯线附近稳定、非制造业 PMI 在扩张区间略有上升；出口有所改善，总需求总体稳定；工业企业增加值增速略增，利润情况同步改善。不过，目前的复苏已经显示出一些疲态：其一，房地产投资增速的反弹能否持续，存在不确定性。其二，目前固定资产投资资金来源稳定，主要是政策发力的结果，尚未形成经济的内生增长动力。在这种情况下，一旦政策力度有所减弱，经济持续复苏就可能面临更大的压力。其三，3 季度外部需求尚有诸多不确定因素。

东盟与韩国经济：私人及外需不振，增长仍靠刺激 54

东盟六国 2016 年第 2 季度经济增长预计为 4.4%，与上季度持平。六国中，目前增长可以称为强劲的只有菲律宾，但是大选结束之后经济增长回调可能性较大，此前表现亮眼的越南增长受自然灾害影响上半年经济增速迅速放缓，印尼由于政府开支未能及时兑现而增长放缓，马来西亚和新加坡仍受外需拖累，泰国经济增长主要来自于政府部门的刺激措施，私人部门依然不振。韩国经济放缓，官方已将 2016 年全年经济增速从 3.1% 下调至 2.9%，韩国继续加码宽松，预计第 2 季度经济增速为 2.9%，略好于上一季度。

金融市场：英国脱欧惊扰国际金融市场，人民币贬值预期**基本平稳 61**

2016年2季度国际金融市场相较1季度风险因素有所上升，但总体上并未形成明显的趋向性走势，仍处于上升和下降风险总体平衡的小幅波动状态。风险因素主要有两方面，一是美联储加息预期曾一度升温，二是季末英国脱欧公投成为海外市场的黑天鹅。

受货币政策分化和商品价格反弹影响，发达经济体和新兴经济体内部均出现了货币走势的分化势头。在不确定性温和上升背景下，全球股市窄幅波动，方向不明，长期国债利率则普遍下行。多数经济体中市场预期货币政策将延续宽松，除美国外的主要经济体银行间市场利率也继续下行。

在此背景下，中国跨境资金流动总量二季度总体趋稳，跨境资本外流态势略有好转。人民币汇率贬值预期基本稳定，市场主体结汇意愿继续回升，售汇意愿下降。人民币跨境收付规模虽然还在低位徘徊，但进口商采用人民币结算比率增长较快。人民币收入与支出二者之差为负，人民币净流出306亿美元。预计短时期内人民币跨境资本流动还会持续震荡。

大宗商品专题：风险事件频发，大宗商品反弹 72

2016年2季度大宗商品价格出现反弹趋势，环比上涨25%，其中石油领涨。前期超跌所构筑的底部较为稳固，加上供需结构不断调整，大宗商品价格获得支撑。在总体反弹的趋势下，2季度风险事件影响较大，成为波动性的主要来源。尼日利亚和加拿大的事件推动油价上涨，英国脱欧则使油价波动加剧。极端天气影响农产品供需关系。金属价格则主要受下游需求和库存变化的影响。由于全球经济仍然呈弱势格局，且风险偏好较低，预计近期大宗商品价格将承受一定压力。

外贸专题：进出口增速改善 80

2016年2季度中国出口降幅收窄，同比增速较上季度回升5.4个百分点，扭转了1年半以来出口增速持续下滑的走势。出口改善的原因，主要是出口市场份额增速回升。同时，2季度进口也出现了回升，受到大宗商品价格反弹和进口数量上升的双重支撑。2季度中国货物贸易顺差略有扩大。预计3季度中

国外贸维持弱势。短期内英国脱欧对中国出口不会造成严重冲击，长期或将给中国出口带来压力。

图表目录

图表 1 中国外部经济综合 PMI.....	2
图表 2 CEEM 大宗商品进口价格指数.....	5
图表 3 工业生产徘徊不前.....	10
图表 4 消费者信心有所改善.....	11
图表 5 非国防资本品订单有所下降（单位：百万美元）.....	11
图表 6 房地产开工量锯齿型震荡（单位：亿套）.....	12
图表 7 新增就业岗位下降.....	13
图表 8 通货膨胀保持平稳.....	14
图表 9 PMI 喜忧参半，工业产出震荡反复.....	17
图表 10 消费者信心总体稳定.....	18
图表 11 企业投资增长放缓.....	19
图表 12 贸易账户盈余扩大.....	19
图表 13 失业率创新低.....	20
图表 14 通货膨胀终结四连降.....	21
图表 15 日本经济经济增长动力不足.....	25
图表 16 日本企业经常利润同比回落，企业信心不足.....	26
图表 17 制造业和服务业 PMI 双双跌破荣枯线.....	27
图表 18 日本工业生产指数下跌.....	28
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.....	29
图表 20 日本劳动收入同比增长率和家庭消费倾向均有所回升.....	29
图表 21 日本进口同比增速持续下滑.....	31
图表 22 日本季调实际进出口指数.....	31
图表 23 日本对主要贸易伙伴商品出口同比增长率下降.....	32
图表 24 负利率对东京日经 225 指数长期影响有限.....	33
图表 25 日本通缩加剧.....	35

图表 26 日元对美元近期呈升值态势	35
图表 27 日本对华贸易增速继续下滑	36
图表 28 日本对华直接投资增速低迷	37
图表 29 中国与金砖国家贸易情况	43
图表 30 国际金融市场主要指标变动	62
图表 31 VIX 指数	63
图表 32 主要经济体汇率走势	64
图表 33 主要经济体汇率走势比较	65
图表 34 主要经济体股指走势	66
图表 35 主要货币市场利率走势	67
图表 36 主要经济体国债收益率走势	68
图表 37 跨境资本总流动	70
图表 38 银行结售汇差额	70
图表 39 企业涉外收入支出结售汇比率	71
图表 40 跨境人民币收入支出占涉外收入支出比率	71
图表 41 2 季度大宗商品价格价格延续反弹趋势	73
图表 42 大宗商品价格触底反弹	73
图表 43 2 季度石油价格持续上涨	74
图表 44 中国原油进口稳定在高位	74
图表 45 美国商业库存环比下降	74
图表 46 美国石油钻井数回落	74
图表 47 LME 铜、铝价格波动加大	75
图表 48 国际铁矿石价格先涨后跌	75
图表 49 豆粕、玉米价格反弹，小麦疲弱	77
图表 50 国际期货市场农产品价格回升	77
图表 51 中国出口增速的地区和产品分布	81
图表 52 预计 2 季度外需增速略有放缓	83
图表 53 出口 2 季度改善来自中国出口产品市场份额增速的回升	83

图表 54 中国进口增速的贸易方式和产品分布.....	85
图表 55 中国货物贸易顺差及服务贸易逆差	87
图表 56 全球及主要经济体制造业 PMI.....	88

2016 年第 2 季度中国外部经济环境总览

——2016 年夏季全球宏观经济运行与分析

中国外部经济环境处于多年来的低位，没有进一步下降。全球经济处于荣枯线边缘，2016 年 2 季度中国外部经济综合 PMI 为 50.7，较上个季度轻微上升 0.1 个百分点。美国和欧元区经济较上个季度有轻微上升，日本经济较上个季度显著下降，新兴市场经济整体表现低迷。

大宗商品 2 季度呈现出反弹趋势，CEEM 大宗商品价格指数较上季度上涨 25%。石油延续了上季度的上涨趋势，油价一度冲击 50 美元的阻力位，但受到英国脱欧等事件的影响未能突破该价位。

中国外贸形势有好转。2016 年 4-5 月，以美元计价的中国出口同比下降 3.4%，较上季度-9.7%的增速回升 6.3 个百分点，中断了持续 1 年半以来出口增速不断下滑的走势。出口改善原因不在于外部需求改善，而主要来自中国出口市场份额增速的回升。

全球金融市场在二季度多数时间相对平静，全球债券、股票、外汇和货币市场都在窄幅区间波动，但是季度末的英国脱欧公投成为市场黑天鹅事件。当公投显示结果为“脱欧”时，避险情绪笼罩全球金融市场。黄金、日元和美债等避险资产纷纷大涨、全球股市哀鸿遍野，VIX 指数从 17 飙升至 25。中国 2 季度的跨境资金流动总量逐渐趋稳，跨境资本外流态势略有好转。人民币跨境资本流动总量在低位徘徊。

未来外部经济环境低迷形势将长期持续。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。

一、外部实体经济环境低迷，大宗商品反弹

中国外部经济环境处于多年来的低位，没有进一步下降。全球经济处于荣枯线边缘，2016年2季度中国外部经济综合 PMI¹50.7，较上个季度轻微上升 0.1 个百分点。美国和欧元区经济较上个季度有轻微上升，日本经济较上个季度显著下降，新兴市场经济整体表现低迷。

图表 1 中国外部经济综合 PMI



美国经济景气程度 2 季度小幅上升，但经济增长动能偏弱。美国 2 季度制造业和非制造业 PMI 分别为 51.8 和 55，较上个季度分别上升了 1.9 和 1.2 个点，说明美国经济景气程度较上个季度上升。就业岗位增幅有所放缓。美国首次申请失业救济金人数已经连续 16 个月低于 30 万人，没有大批工人被解雇进入失业群体，岗位空缺率和员工离职率变化，说明就业市场整体稳定，但未来改进的空间也有所下降。2016 年 4—6 月新增非农就业岗位分别为 14.4 万和 1.1 万和 28.7 万人，比过去一年 23 万人的月度均值明显下降。

从支出法看，美国消费增长稳固，投资情况不乐观。4—5 月美国消费支出

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

较 1 季度有明显改善，5 月消费者信心达到 94.7，较之前 4 个月 90.9 的均值有明显改善。就业市场整体稳定，家庭收入稳步增长，再加之房地产价格稳步上涨带来财富效应，消费支出仍然是支撑美国经济增长的主要引擎。企业投资 1 季度环比下降 4.5%。4—5 月非国防资本品订单金额仍然保持环比负增长，说明企业投资增速继续下滑。外部经济环境低迷是导致企业投资走弱的主要原因，全球能源价格低迷导致美国采掘业萎缩，全球贸易的低迷使得制造业生产徘徊不前。房地产投资相对稳定，新开工房屋数量的上升遇到瓶颈，2015 年下半年以来一直围绕 115 万套（折年率）上下锯齿型波动。近期新房开工许可量略低于开工量，预示着未来新房开工量难有明显上升。

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，但是截止到 6 月 15 日的 4 次议息会均保持利率不变。美国经济指标表现不够强劲，尤其是 5 月就业数据很不理想；美联储近期对外部经济环境的担忧有所增加，对英国脱欧事件的影响还需要做更长期的评估。联储需要确认美国经济有实质性改善之后才会再次启动加息。

欧元区经济状况较上个季度轻微好转。欧元区 2 季度制造业和非制造业 PMI 季度均值分别为 52.0 和 53.1，前者较上个季度分别上升了 0.3 个点，后者下降了 0.2 个点。欧元区失业率稳步下降，创出新低。自 2013 年中开始，欧元区季调总失业率一直呈稳步下降的态势，目前已累积下降了 2 个百分点。5 月欧元区季调总失业率为 10.1%，达至近 5 年的最低点。从支出法看，消费意愿总体较为平稳，居民消费支出稳步增长；投资增长乏力；进口和出口有显著反弹。

英国脱欧将为正在回暖的欧元区经济带来难以量化的不确定性冲击，企业活动有可能在不明朗的经济前景下进一步放缓，从而拖累欧元区复苏步伐。欧元区经济政策的不确定性程度也将随之走高，欧元区的财政和货币政策势必将在不断对经济状况的评估和审视的前提下适时做出调整，以更好地应对脱欧对欧元区经济产生的负面效应。欧洲央行行长德拉吉向欧盟领导人表示，预计英

国退欧会使未来三年欧元区经济增速最多下降 0.5 个百分点。如果英国经济陷入衰退，那么将立刻对欧元区产生影响。

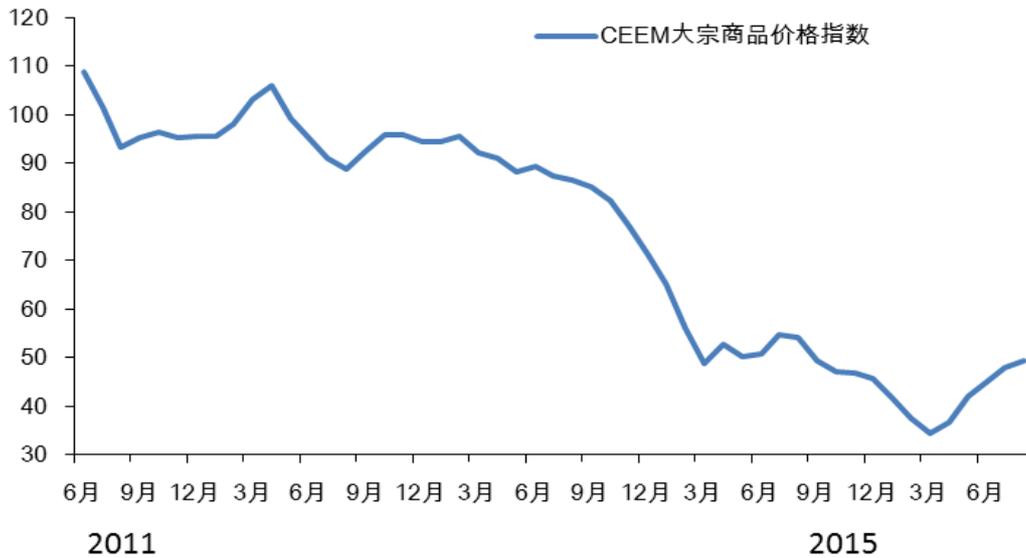
日本经济恶化。日本 2 季度制造业和服务业 PMI 分别为 48 和 49.9, 双双跌破荣枯线, 较上个季度分别下降了 2.5 和 1.3 个点。劳动力市场仍然维持很低的失业率, 4、5 月份就业人数环比均有正增长。5 月日本就业用人需求和求职人数之比(有效求人倍率)为 1.36 倍, 为近 25 年来最佳水平。从支出法看, 日本企业投资和出口均面临较大压力, 消费尚能保持稳定。投资不振源于企业盈利下滑和商业信心恶化, 日银短观扩散预测指数 2016 年第 1 季度则为 3.0, 2 季度下降至 1.0, 企业对经营环境的判断趋于恶化。日元升值对出口形成了新的压力。

新兴市场经济增长压力稍减。2 季度金砖国家经济将继续延续上一季度增长格局, 但是增长状况总体将有所好转。其中, 受石油价格回升、美联储加息预期减弱, 俄罗斯国内经济和金融环境逐步稳定。巴西经济仍在深度衰退, 但是部分指标出现好转迹象, 当前巴西政局能否尽快稳定成为影响其经济增长的重要因素。印度经济增速将有所回落, 但依然是全球经济增速最快的国家之一。受矿业生产下滑影响, 南非经济陷入负增长, 但此后预计将会有所好转。总体来看, 当前新兴市场仍面临较大的经济增长压力, 但压力相比此前已有所减轻。

东盟六国 2 季度经济与上季度持平, 韩国经济放缓。六国中目前增长可以称为强劲的只有菲律宾, 但是大选结束之后经济增长回调可能性较大。此前表现亮眼的越南增长受自然灾害影响上半年经济增速迅速放缓。印尼由于政府开支未能及时兑现而增长放缓。马来西亚和新加坡仍受外需拖累。泰国经济增长主要来自于政府部门的刺激措施, 私人部门依然不振。此外, 韩国经济放缓, 官方已将 2016 年全年经济增速从 3.1% 下调至 2.9%, 韩国继续加码宽松, 预计第 2 季度经济增速为 2.9%, 略好于上一季度。

大宗商品 2 季度呈现出反弹趋势,CEEM 大宗商品价格指数较上季度上涨 25%。石油延续了上季度的上涨趋势,油价一度冲击 50 美元的阻力位,但受到英国脱欧等事件的影响未能突破该价位。多种因素刺激油价回升。中国为加强战略石油储备,石油进口量上升趋势明显,从去年起就在不断加大进口,目前单月进口超过 3000 万吨。同时,5 月份 OPEC 产油量有小幅下降,美国商业库存环比连续下降同时墨西哥湾钻井数维持在低位。此外,本轮油价上涨还受到突发事件的推动,包括尼日利亚恐怖袭击和加拿大大火的影响。尼日利亚的冲突导致该国产量下降。

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

金属价格相比上季度的低点也有所回升。铁矿石和钢材的涨幅均在 15% 以上,铜和铝价格波动明显。受极端天气影响,农产品价格呈升势,其中大豆和玉米价格明显反弹。和 1 季度主要受风险偏好影响不同,2 季度大宗商品价格更多受到供需关系调整的影响。随着供需再平衡,市场情绪逐渐稳定,大宗商品基本确定筑底反弹的趋势,但在回升过程中遇到英国脱欧、央行宽松等多重事件带来的不确定性从而受阻。

中国外贸形势有好转。2016年4-5月，以美元计价的中国出口同比下降3.4%，较上季度-9.7%的增速回升6.3个百分点，中断了持续1年半以来出口增速不断下滑的走势。出口改善原因不在于外部需求改善，而主要来自中国出口市场份额增速的回升。4-5月中国进口较上季度回升，受到了大宗商品价格反弹和进口量上升的双重支撑，国内需求有所改善。4-5月中国货物贸易顺差基本稳定，服务贸易逆差增速放缓。

英国脱欧对中国外贸短期冲击有限。由于英国公投脱欧到真正脱离欧盟还有较长时间，欧洲理事会主席图斯克预估整个谈判至少长达7年，因此，短期内英国实际GDP变动带来的外需变动较小，脱欧对中国出口的影响更多体现在英镑、欧元、人民币汇率变动带来的美元计价外需变化和市场份额变动上。如果继续维持目前脱欧后的汇率走势，英镑贬值将带来英国进口需求的减少，而人民币对美元和欧元的贬值均将带来中国产品在英国进口市场份额的上升。外需减少和市场份额上升对中国出口有相反的影响，两相抵消，短期内英国脱欧对中国出口预计不会出现显著的负面冲击。

二、英国脱欧惊扰国际金融市场

英国脱欧公投成为海外市场的黑天鹅。全球金融市场在二季度多数时间相对平静，全球债券、股票、外汇和信贷市场都在窄幅区间波动，但是季度末的英国脱欧公投一石激起千层浪。由于投资者此前一致预期“留欧”阵营将获胜，因此当公投显示结果为“脱欧”时，避险情绪笼罩全球金融市场。黄金、日元和美债等避险资产纷纷大涨、全球股市哀鸿遍野，VIX指数²从17飙升至25。

英镑大跌，日元大涨。6月23日公投当日，英镑上涨1.3%，反映市场预

²VIX指数用于衡量标准普尔500指数(S&P 500 Index)期权的隐含波动率，代表市场对未来30天的市场波动率的预期。

期公投很可能如苏格兰脱英公投一般，较大可能只是闹剧一场。然而公投结果最终显示脱欧派以明显优势胜出，令市场大为震动。结果公布日英镑比前一日大跌约 9%。目前英镑仍处 30 年历史低位，相比 2012 年平均水平已缩水 15%。在此期间，被投资者定义为避险货币的日元大涨，大涨的原因是从事套利交易的资金（Carry trade）出于对风险的担忧卖出买入日元，卖出其他货币。

股市大跌。6 月 23 日美国标普 500 指数在英国时间公投结果出炉之前收盘，仍上涨 1.34%。然而到 24 日，标普 500 指数遭遇抛售，低开 39.4 点，跌幅 1.86%，收盘时已大跌 3.6%。欧洲股市暴跌 7%，盘中英、法、德一度跌幅超 10%，其中，银行股暴跌最为严重，达 14.5%。意大利的 FTSE MIB 指数和西班牙 IBEX 蓝筹股指数分别暴跌 12.5% 和 12.4%，创最大单日跌幅的记录。

英国公投结束后，并不意味着风险完全释放。不仅英国国内政治过程和与欧盟新的条约协商过程存在很大不确定性，欧盟一体化进程遭到明显打击后，未来发展不确定性也大大增加。因此，全球市场一度极为悲观，无论是发达经济体还是新兴市场股市均出现明显滑落。不过随着消化更多的信息，市场很快回调，但回调力度出现分化。欧洲以外的经济体相对欧洲而言风险下降，公投后一周股市普遍已经回到公投前的水平。但欧洲股市则仍受不确定性的负面影响，还未恢复前期水平。英国公投结果并未对全球经济基本面产生直接影响，然而公投之后长达两到三年的脱欧之路及对区域经济一体化信心的冲击，却可能对欧洲地区的长期投资和居民消费活动发生不利影响。短期来看，这些影响可能不会冲击其他主要经济体，甚至由于“选美效应”，某些地区还有所受益，但长期全球增长将受拖累，并且不能排除在未来引爆导致欧洲地区政治和经济不稳定的风险事件的可能。

中国 2 季度的跨境资金流动总量逐渐趋稳，跨境资本外流态势略有好转。2016 年 4-5 月，银行代客涉外收入与支出总额为 9086 亿美元，同比下降 14%。其中，银行代客涉外收入为 4381 亿美元，同比下降 16%，银行代客涉外支出为 4705 亿美元，同比下降 13%，涉外收付款逆差为 235 亿美元。银行结售汇

差额逆差为 362 亿美元，跨境资本急剧外流态势得到部分缓解。

人民币跨境资本流动总量在低位徘徊。2016 年 4-5 月，跨境人民币业务占跨境资本流动的比率从 23% 上涨至 24%。其中，跨境人民币收入占比维持在 20% 左右，支出占比从 26% 上升至 28%。人民币跨境收付规模虽然还在低位徘徊，但进口商采用人民币结算比率增长较快。人民币收入与支出二者之差为负，人民币净流出 306 亿美元。预计短时期内人民币跨境资本流动还会持续震荡。

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。同时在 G20 平台积极推动结构性改革，以结构性改革为核心构建长期、可持续的增长框架，将创新作为推动经济持续增长的关键动力，使 G20 在提振全球经济潜在增长水平上发挥更加重要的作用。

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。

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：增长动力显著减弱

家庭收入和消费的增长仍然是美国经济的主要支撑，但企业部门指标开始走弱：工业生产负增长，企业利润和企业投资增长乏力，住宅开工量呈锯齿型波动。失业率已经接近自然失业率水平，继续改进的空间有限。美国经济增长的动力显著减弱，未来 1~2 年美国出现经济衰退的概率仍然较低，很有可能围绕较低的增长率徘徊。

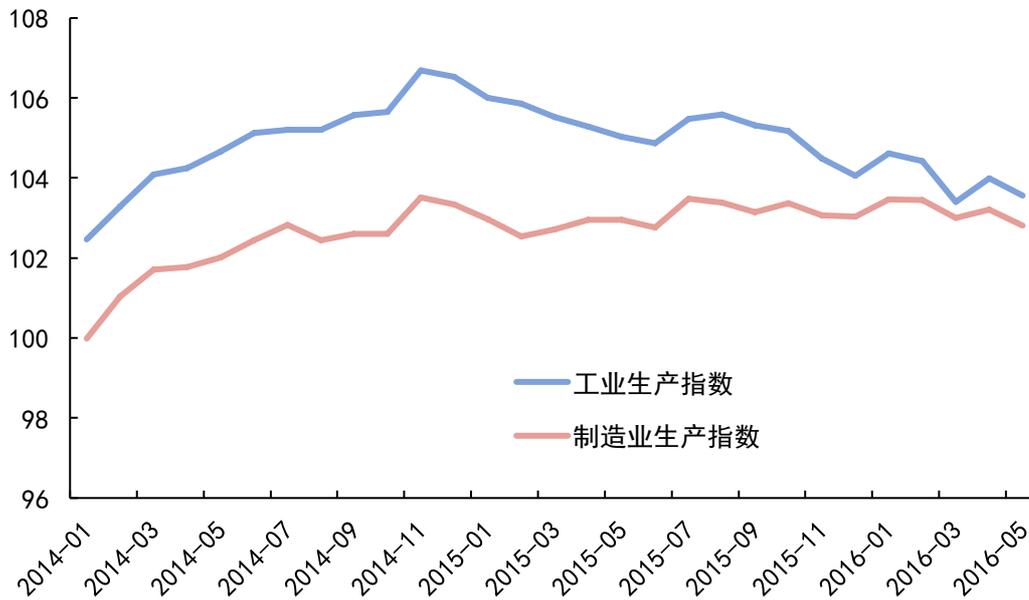
一、经济运行态势

工业生产徘徊不前

工业生产徘徊不前。4~5 月美国工业生产指数同比增长 -1.2%和-1.4%，这种负增长态势已经连续保持 9 个月。如果排除波动性较大的采掘业，制造业同比增速也接近于 0。4~5 月工业产能利用率和制造业产能利用率分别比 1 季度下降 0.30 和 0.34 个百分点，产能闲置状态加重。美国的工业部门没有起色，这种状态不能完全归因于大宗商品价格低迷状态引起的采掘业萎缩，它与全球经济增速下滑、美元升值等因素密切相关。

2016 年 4~6 月美国供应管理协会公布的采购经理人指数（PMI）有所回升，企业管理层对市场的预期较 1 季度有所改善，但这种预期是否能够转换为实际生产仍需观察。

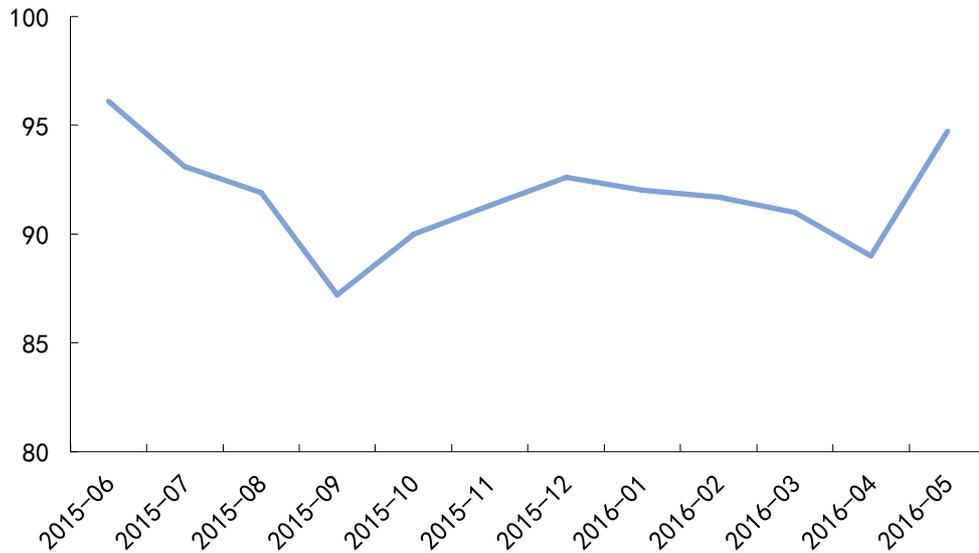
图表 3 工业生产徘徊不前



消费支出平
稳增长

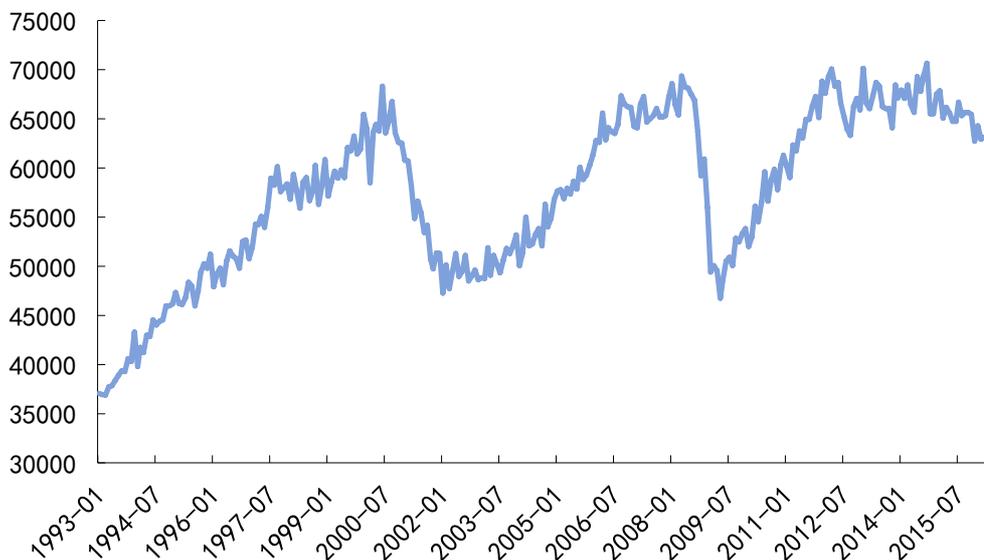
消费支出和消费者信心有所改善。4~5 月美国消费支出较 1 季度有显著改善，消费者对经济衰退的担忧有所下降，5 月消费者信心达到 94.7，较之前 4 个月 90.9 的均值有明显提高。就业市场整体稳定，家庭收入稳步增长，房地产价格上涨带来财富效应，消费支出仍然是支撑美国经济增长的主要引擎。

图表 4 消费者信心有所改善



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 5 非国防资本品订单有所下降（单位：百万美元）



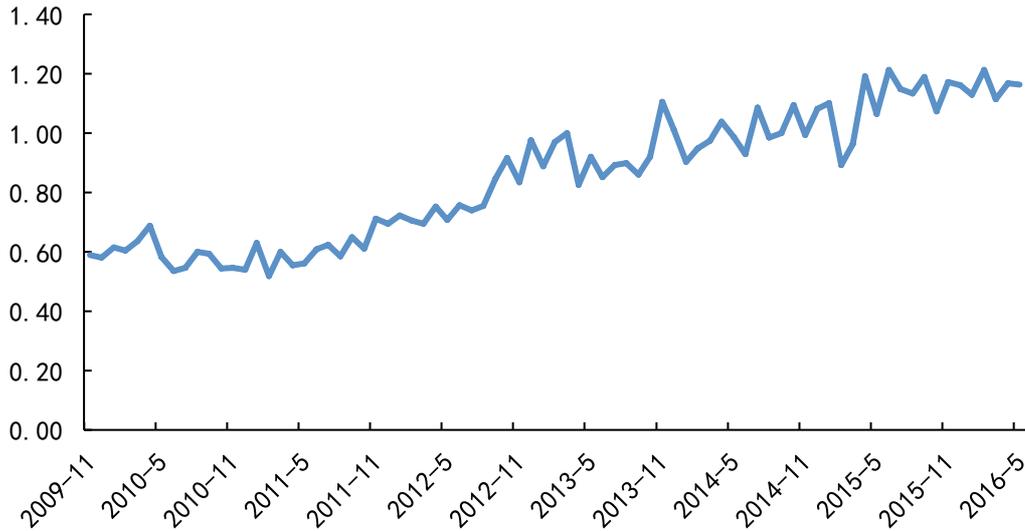
数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

企业投资明
显下滑

企业投资疲软。2015 年美国企业投资（含建筑投资、设备投资和无形资产投资）增速为 2.6%，而今年 1 季度环比下降 4.5%。4~5 月非国防资本品订单金额保持环比负增长，说明企业投资有继续下滑的势头。2016 年 1 季度企业利润同比增长

1.1%，显著低于 2014~2015 年 2.8% 的平均增速，这是导致企业投资下滑的基本原因。美国劳动生产率增长缓慢，随着劳动力市场的趋紧，企业利润空间将继续缩小，预计短期内企业投资的低迷状态难以改观。

图表 6 房地产开工量锯齿型震荡（单位：亿套）



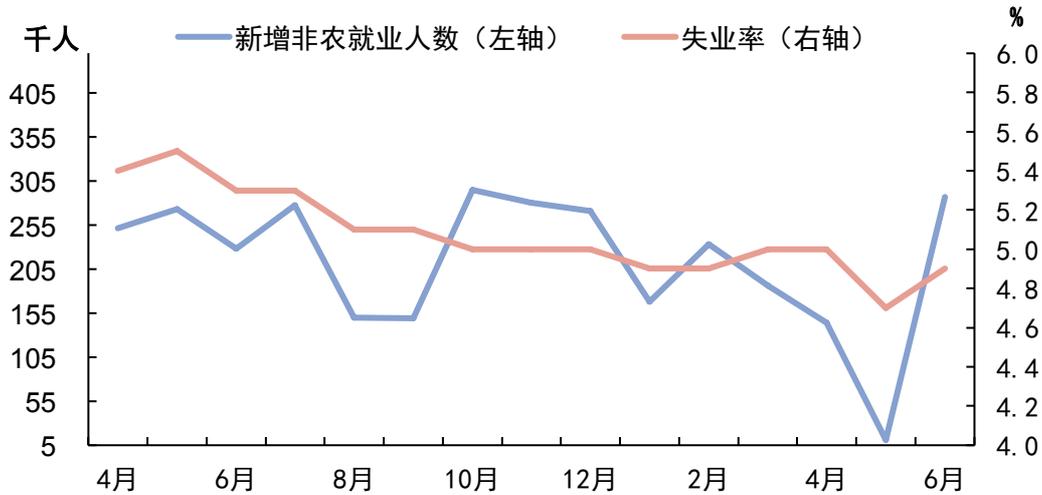
数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

房地产开工
量锯齿型波
动

房地产开工量呈锯齿型波动。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 年下半年以来一直围绕 115 万套（折年率）上下呈锯齿型波动；新房开工许可量略低于开工量，预示着未来开工量难有明显上升。因为人口老龄化加速，美国的新屋开工量难以恢复到危机前 150 万套左右的稳态，115 万套的水平已经接近金融危机后的新稳态。

尽管房价和二手房交易量的上升可能继续带动房地产市场景气，但新开工房屋数量直接带动其他行业的产出以及就业增长，是影响经济周期走向的重要的指标。房屋开工量进入新稳态预示着美国经济遇到瓶颈。

图表 7 新增就业岗位下降



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

就业岗位增
幅有所放缓

就业岗位增幅放缓。美国首次申请失业救济金人数连续16个月低于30万人，没有大批工人被解雇进入失业群体，岗位空缺率和员工离职率变化不大，就业市场整体稳定，但未来改进的空间也有所下降。2016年4~6月新增非农就业岗位出现较大波动，分别为14.4万、1.1万和28.7万人，均值为14.7万人，比过去一年23万人的月度均值有明显下降。

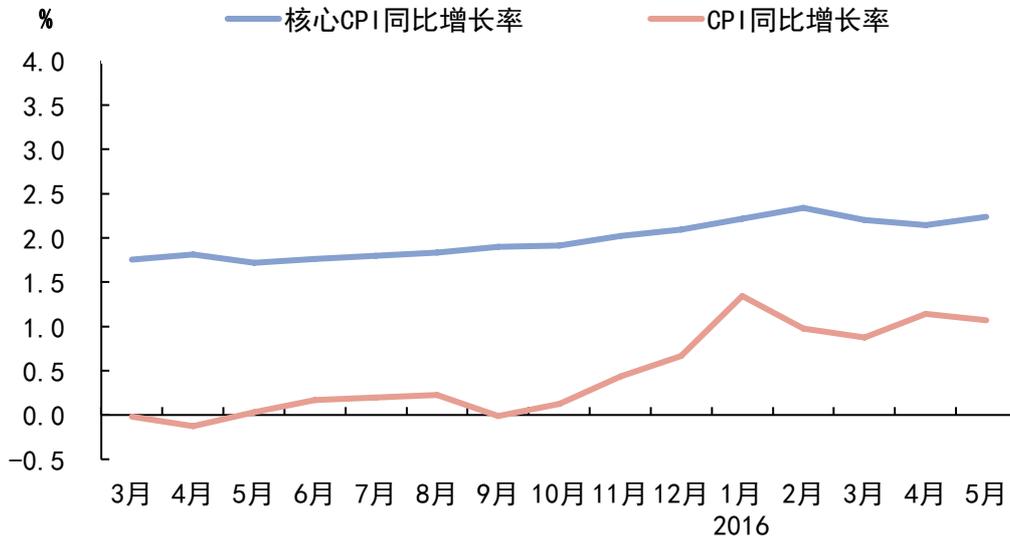
2016年1~6月失业率停止之前的稳步下降态势，开始围绕4.9%左右的均值上下波动。美国失业率已经接近自然失业率，继续下降的空间有限。

通货膨胀较
为平稳

通货膨胀较为平稳。2016年4~5月美国整体CPI同比增速均为1.1%，大宗商品价格的企稳回升使得整体CPI抬头，但仍处于较低水平；近5个月来核心CPI同比增速围绕2.2%~2.3%小幅波动。美联储更看重核心消费者支出价格指数（PCE）的变化，1~5月该指标同比增速围绕1.7%~1.6%小幅波动，仍然略低于美联储设定的2%的通胀目标。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，成本有推动通胀上升的动力；

但是目前消费者通胀预期仍然较为稳定，预示着通胀的变化将是平缓的。

图表 8 通货膨胀保持平稳



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

股票市场水
平震荡

股票价格水平震荡。近期宏观经济数据较 1 季度的低位有所改善，因此股票价格指数水平震荡，6 月底英国脱欧公投结果导致美国股票价格指数下跌，但很快恢复到之前数月的平均水平，说明脱欧公投结果短期的冲击更多是心理层面的。美联储的加息节奏将更加缓和，这对股票市场有支撑作用。

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。新财年的预算正在制定，随着大选的临近，各派会采取相对克制的态度，预料不会出现政府关门等极端事件。联邦政府的国防开支有所波动，但州与地方政府的就业岗位缓慢增加，这对经济增长有轻微的刺激效果。

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，但之后截止到 6 月 15 日的 4 次议息会均保持利率不变。美国经济表现不够强劲，尤其是 5 月就业数据很不理想；美联储近期对外部经济环境的担忧有所增加，英国脱欧事件的影响还需要做长期评估。联储需要确认美国经济有实质性改善之后才会再次启动加息进程。

经济增长动
能明显减弱

美国增长动能减弱。去年 3 季度到今年 1 季度美国 GDP 增速分别为 2.0%、1.4%和 1.1%，2 季度略微有所好转但预计不会超过 1.8%，过去 1 年平均 1.6%的增速显著低于金融危机结束以来 2.2%的均值，美国经济增长的动能明显减弱，经济复苏降落至新的平台期。今年 IMF 两次下调 2016 年美国增长预期，说明国际组织对美国经济并不乐观。

美国经济增
长的自身瓶
颈制约日益
凸显

美国经济增长的自身瓶颈制约日益凸显。外部经济环境是导致增长动能减弱的部分原因，全球能源价格低迷冲击美国采掘业，全球贸易的低迷使得制造业生产徘徊不前。但美国自身增长的瓶颈更为重要，失业率接近自然失业率水平，就业市场继续改进的空间已经有限；住宅开工量结束反弹进行平台期，直接影响经济景气。美国经济扩张已经持续 7 年，时间长度接近过去 3 轮经济扩张期的均值，增长动力的减弱在所难免。

家庭收入和消费的稳定增长仍然是美国经济增长的重要支撑，房价的稳步上涨也会产生财富效应，多家金融机构预测 1~2 年内美国出现经济衰退的概率仍然较低，但增长的动力减弱使得 GDP 增速可能在 1.5%~2.0%之间的低位上徘徊。

欧洲:英国脱欧导致不确定性走高

2 季度欧元区整体经济状况正在逐步向好,复苏动能有加强的迹象,消费者信心的稳定和贸易账户良好的表现部分抵消了固定资产投资疲弱的持续。就业市场的改善程度进一步得到加强,失业率跌至 5 年新低。能源价格下跌放缓也促使通胀重返正值区间。不过,英国脱欧将为正在回暖的欧元区经济带来难以定量的不确定性冲击,企业活动有可能在不明朗的经济前景下进一步放缓,从而拖累欧元区复苏步伐。欧元区经济政策的不确定性程度也将随之走高,与英国具有密切贸易往来的欧元区成员国将承受一定压力。但总体来看,英国脱欧导致欧元区出现严重金融风险的概率较低。预计 3 季度欧元区经济表现将略逊于上半年,GDP 环比增速在 0.4%左右,通胀率则可能缓步升至 0.2%。

一、经济运行态势

PMI 喜忧参半,工业产出震荡反复

PMI 喜忧参半,工业产出震荡反复。2016 年 4~6 月欧元区综合采购经理指数 (PMI) 分别为 53.0、53.1 和 52.8,季度均值较上一季度下滑约 0.26,且 6 月综合 PMI 为 17 个月以来新低,表明欧洲地区的政治不确定性正在削弱企业活动的整体动能。然而,欧元区制造业 PMI 状况转佳,季度均值较上季度上升 0.3 至 51.9,6 月制造业 PMI 更意外跳升至 52.6,为 6 个月以来的最高点。但制造业 PMI 亮眼的表现依旧不足以抵消服务业的显著下滑,服务业 PMI 季度均值则为 52.9,较上季度下滑约 0.4。

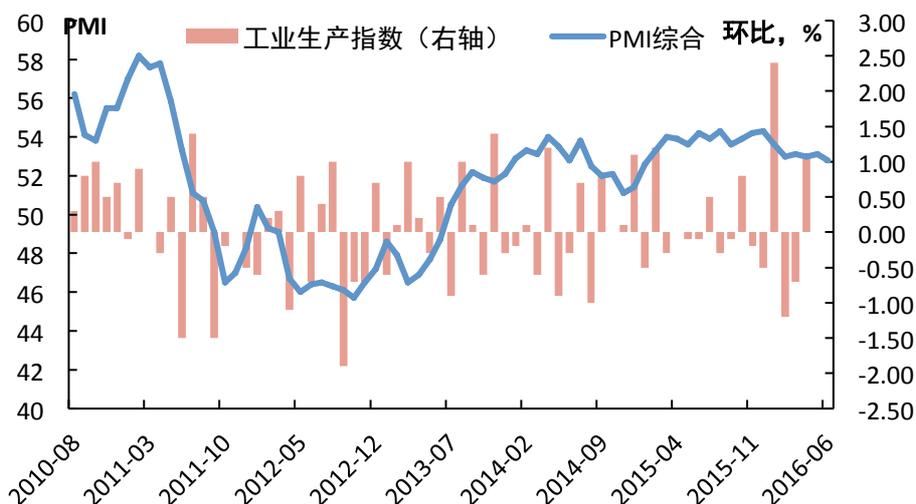
就欧元区的主要国家来看,德国企业似乎并未受到英国脱欧公投的影响,生产商得益于其他国家的需求上升,保持稳健增长趋势。德国 6 月综合 PMI 初值为 54.1,该数据已经连续 38 个月高于 50 的荣衰分界线;制造业 PMI 则跃升至 54.4,高于预期值 52.0,也高于前值 52.1。法国在劳工改革引发罢工并导致商业环境愈发艰难的背景下,6 月制造业 PMI 初值跌至 16 个月以来新低,服务业 PMI 初值跌至 3 个月以来最低,综合 PMI 初值跌至 4 个月以来新低,预计这种低迷的趋势将延续到下半年。

工业生产指数方面,工业产出环比增速在连续两个月下跌

后，于4月止跌回升，且升幅大于预期。4月欧元区工业生产指数为104.72，经过季节因素调整后环比增长1.1%，升幅高于预期的0.8%。汽车和冰箱等耐用品产出的上升，成为欧元区4月工业产出上升的主要推动力。欧元区4月耐用品产出环比上升2.3%，而3月为环比下降0.8%。除耐用品订单外，4月欧元区其他行业的产出全线上升，例如包括机器在内的生产资料产出环比上升1.9%，非耐用品环比产出上升1.6%，能源产出环比上升0.3%，中间产品产出环比上升0.4%。

欧元区两大经济体德国、法国的4月工业产出也终止了两连跌，4月德国工业产出环比上升1.1%，法国工业产出环比上升1.2%，而意大利工业产出在3月持平后，4月环比上升0.5%。

图表9 PMI 喜忧参半，工业产出震荡反复



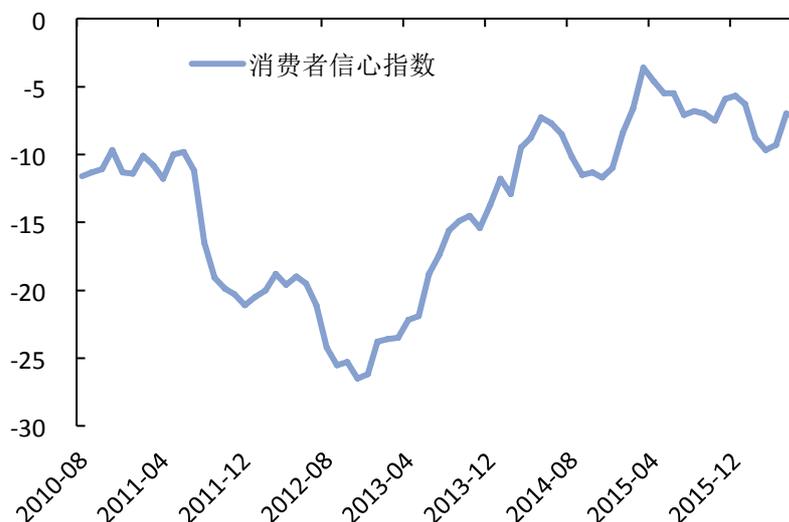
数据来源：欧央行、Markit；CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

消费者信心
总体稳定

消费者信心总体稳定，居民消费支出回升。第二季度前两个月欧元区消费者信心指数出现回升势头，从3月的-9.70快速提升至5月的-7.00，6月受英国脱欧公投的影响，消费者信心指数有一定程度的下滑，但仅下滑了0.3，基本符合市场预期，表明欧元区消费者消费意愿总体较为平稳。居民消费支出方面，2016年第1季度，欧元区居民消费支出同比增长1.9%，季调环比增长0.6%，较2015年末均有显著上升。同时，消费支出的基

本面支撑仍旧稳健，4月份经季调后的零售销售指数为102.92，同比增长1.4%，显示居民消费对欧元区经济增长的贡献有望缓慢回升。

图表 10 消费者信心总体稳定

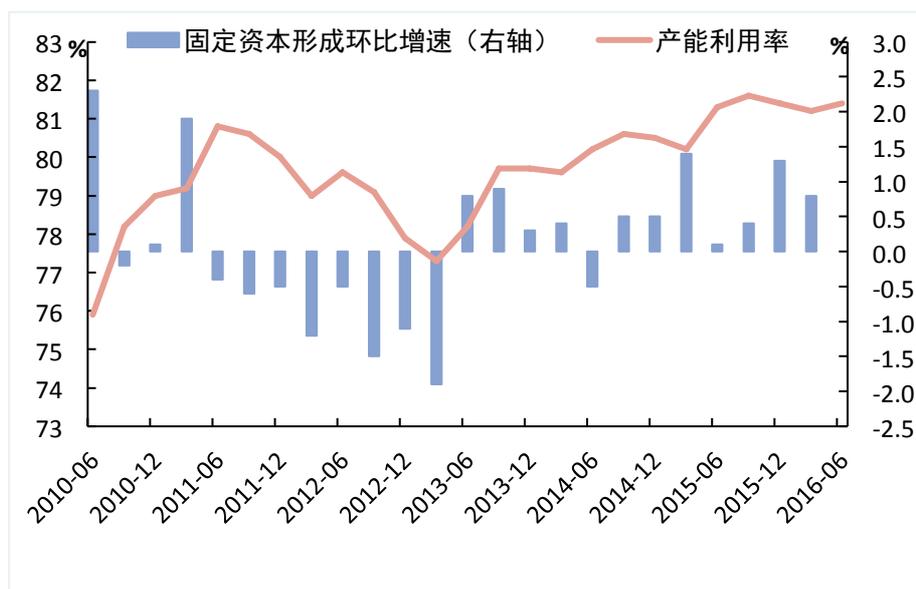


数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

企业投资增
长放缓

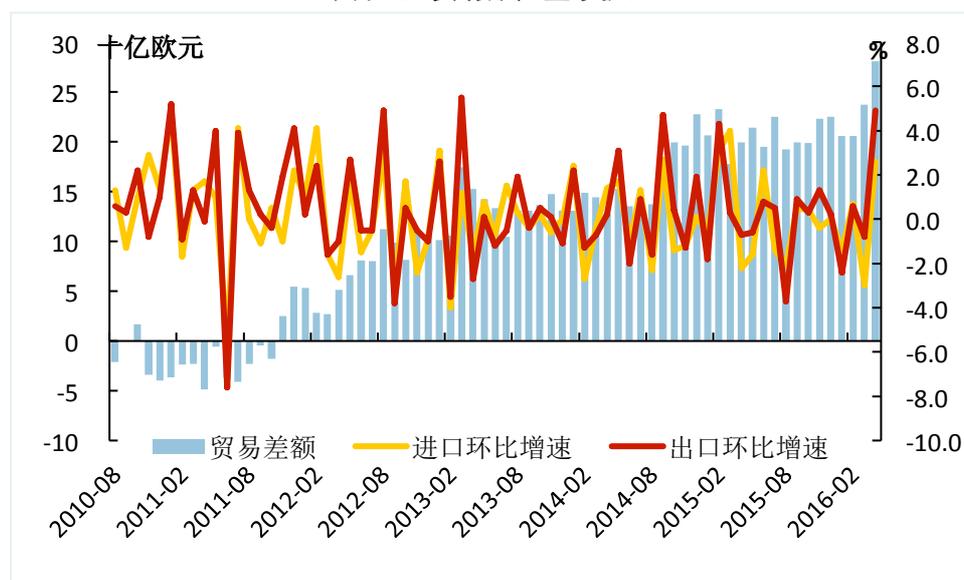
企业投资增长放缓。欧元区企业投资在经历了2015年年末的小幅拉升之后增速又再度放缓。2016年一季度，欧元区固定资本形成总额同比增长2.3%，环比增长0.8%，对GDP增长贡献0.16个百分点，较2015年年末的0.29个百分点有明显下滑。不过，制造业产能利用率依旧处于高位，并较上季度提升了0.1个百分点，达81.4%。

图表 11 企业投资增长放缓



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 12 贸易账户盈余扩大



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

贸易账户盈

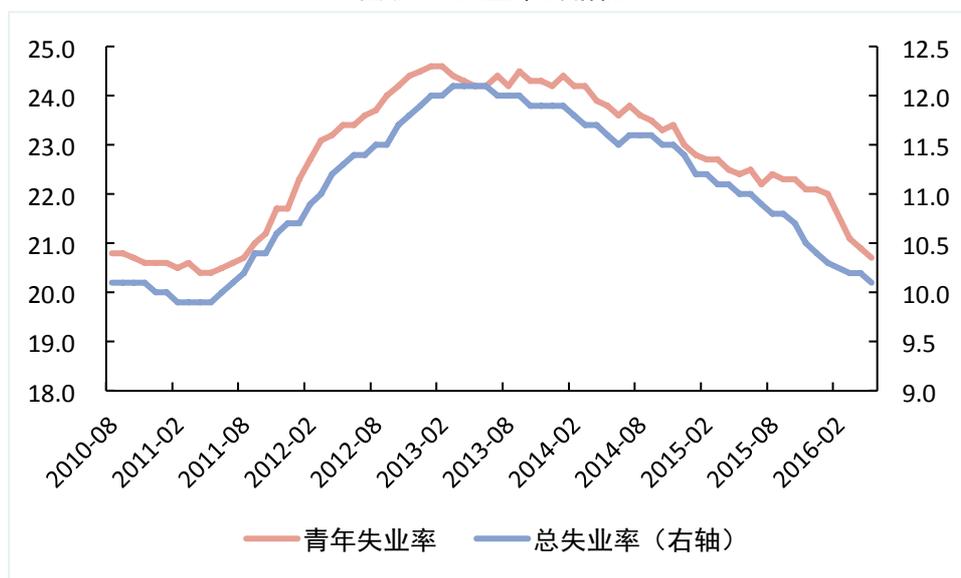
余扩大

进出口双双反弹，贸易账户盈余扩大。欧元区4月季调后贸易盈余从237亿欧元扩大至280亿欧元，高于预期值的215亿欧元，表明欧元区贸易依然强劲，预示着该区今年二季度GDP增速有望加快。欧洲央行（ECB）此前警告称，中国和俄罗斯等大型发展中国家的经济增速放缓，可能使得欧元区出口受到影

响，进而伤及该地区经济，而欧元区 4 月贸易盈余的上升势头如能持续下去，将减轻欧洲央行的这一担忧。

4 月商品贸易进出口环比增速也双双反弹，进口环比增速为 2.6%，出口环比增速为 4.9%，为 2015 年以来的最高值。不过，2016 年第 1 季度商品及服务出口对 GDP 环比增速的拉动仅为 0.19 个百分点，远低于去年第 4 季度的 0.31 个百分点。德国 4 月出口经季节调整后与 3 月持平，进口则下降 0.2%，而其 4 月经调整贸易顺差升至 240 亿欧元，为 1990 年开始有该记录以来的最高水平，表明其经济正在努力上行。

图表 13 失业率创新低



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

失业率创新
低

失业率创新低。5 月欧元区季调总失业率为 10.1%，较 4 月份下降 0.1 个百分点，达至近 5 年的最低点。德国失业率 4.2%，为欧元区最低国家之一；失业率最高是希腊的 24.1%，以及西班牙的 19.8%。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 2 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，4 月欧元区青年失业率为 20.7%。不过，该失业数据涵盖的上周英国脱欧公投之前的时期。未来英国脱欧会

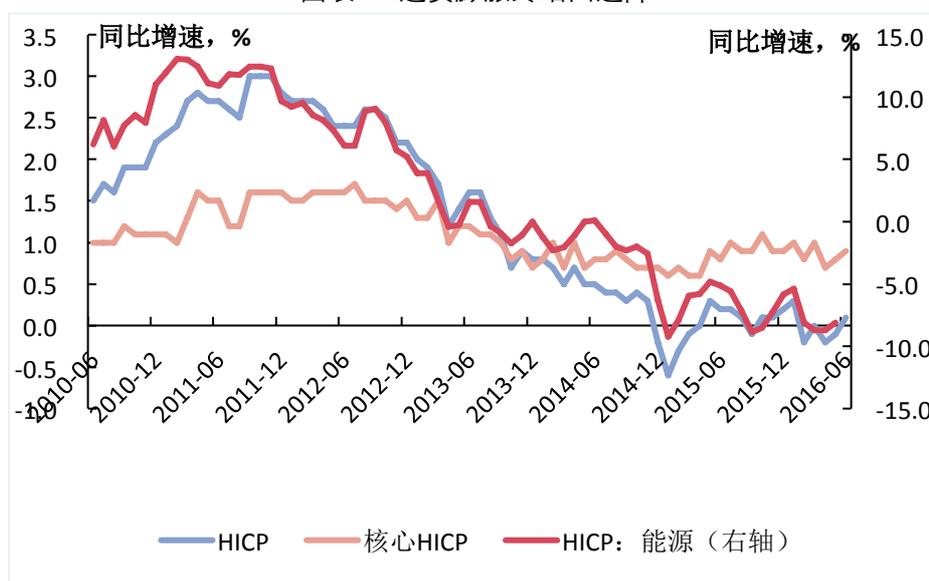
使欧元区更不稳定，中期来看恐对成长与就业数据形成负面冲击。

通货膨胀终结四连降

通货膨胀终结四连降。6月欧元区消费者调和价格指数（Harmonised Indices of Consumer Prices, HICP）同比增速为0.1%，终结了此前连续四个月下降的趋势，排除食品和能源后的核心CPI同比增长回升到0.9%左右，与上季度均值持平。4月欧元区生产者物价指数（Producer Price Index, PPI）环比下跌0.31%，同比下跌4.38%，对未来欧元区通胀水平的走势造成一定压力。

6月欧元区通胀水平提升的主要原因在于能源价格下跌放缓。5月，欧元区能源消费品价格同比增长-8.08%，较4月份的-8.73%提升了0.65个百分点，表明欧元区能源价格同比虽然仍处于持续下降区间，但降幅已放缓，未来对欧元区通胀的压力或逐渐减弱。

图表 14 通货膨胀终结四连降



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

二、政策走势

英国脱欧为

英国脱欧为欧元区带来政策不确定性。6月23日英国退

欧元区带来
政策不确定性

欧公投最终以 51.89%对 48.11%的比率得出“脱欧”的结果，当日引发全球金融市场巨震，英镑对美元汇率大幅跳水，跌至 1985 年来最低点，欧元也难逃一劫，兑美元汇率一度触及三个半月低点。随后几日，金融市场紧张情绪逐渐缓和，但围绕英国脱欧机制如何实现、英国如何重塑与欧盟之间关系、疑欧情绪是否会蔓延等问题的疑虑却愈演愈烈，也为英国、欧盟成员国的经济前景笼上了一层阴霾。

具体就欧元区而言，由于英国并非欧元区成员国，故脱欧事件对欧元区直接造成冲击并引发债务违约及重大金融风险的概率较低。但由于英国脱欧将导致英国与欧盟重新谈判贸易、移民等各方面协定，欧元区内与英国贸易投资联系密切成员国势必遭受负面影响，这将进一步威胁到欧元区的经济复苏进程。而英国脱欧为欧元区成员国带来的示范效应也有可能给欧元区造成不稳定，在不确定的经济前景下，欧元区企业投资等活动也可能会有有一定程度的放缓。

面对未来的诸多不确定因素，欧元区的财政和货币政策势必将在不断对经济状况的评估和审视的前提下适时作出调整，以更好地应对脱欧对欧元区经济产生的负面效应，确保经济不脱离复苏轨道。这意味着未来欧元区政策不确定性的程度将有所提升。

货币政策继续
保持宽松

货币政策继续保持宽松。英国脱欧公投后，欧洲央行行长德拉吉向欧盟领导人表示，预计英国脱欧会使未来三年欧元区经济增速最多下降 0.5 个百分点。如果英国经济陷入衰退，那么将立刻对欧元区产生影响。德拉吉认为，目前欧央行的措施在支持经济更坚实地复苏方面已经起到作用，如果没有欧央行的政策刺激，欧洲经济增长和通胀将会显著降低。

不过，7 月欧央行报告显示，欧元区闲置产能或许比之前预估的规模高一倍，全球经济和地缘政治持续发酵的脆弱状态，下行风险依然需要重视。欧央行将继续关注价格稳定的前景，

如有必要，已经准备好动用职责范围内所有工具，来实现目标。这表明未来一段时间宽松仍将是欧元区货币政策的主旋律。

三、经济形势展望

预计 3 季度
GDP 环比增
速为 0.4%

预计第 3 季度欧元区 GDP 环比增速将在 0.4%左右。从 2 季度各类经济数据的表现来看，欧元区整体经济状况正在逐步向好，复苏动能有加强的迹象，消费者信心的稳定和贸易账户良好的表现部分抵消了固定资产投资疲弱的延续。欧元区就业市场的改善程度也进一步得到加强，失业率稳步回落，表现亮眼，为欧元区经济增长奠定坚实的基础。

不过，英国脱欧公投将为正在回暖的欧元区经济带来难以定量的不确定性冲击，企业活动有可能在不明朗的经济前景下进一步放缓，从而拖累欧元区复苏步伐。综合来看，第 3 季度欧元区经济可能略逊于第 1 和第 2 季度的表现，GDP 环比增速或在 0.4%左右。

通胀水平继
续缓慢回升

欧元区第 3 季度通胀率预计将升至 0.2%。受益于能源价格下跌减缓，以及欧央行量化宽松政策的支持，6 月欧元区通胀水平重回正值区间，为市场带来意外之喜。未来考虑到欧元区核心通胀表现稳定，能源价格带给通胀的负面压力有望进一步缓解，预期第 3 季度欧元区通胀率仍将维持在正值区间，并延续回升势头。然而由于经济不确定性的增强可能会给消费带来一定负面影响，这种回升将会是缓慢的，预计第 3 季度通胀率可能会升至 0.2%。

日本经济：形势转差

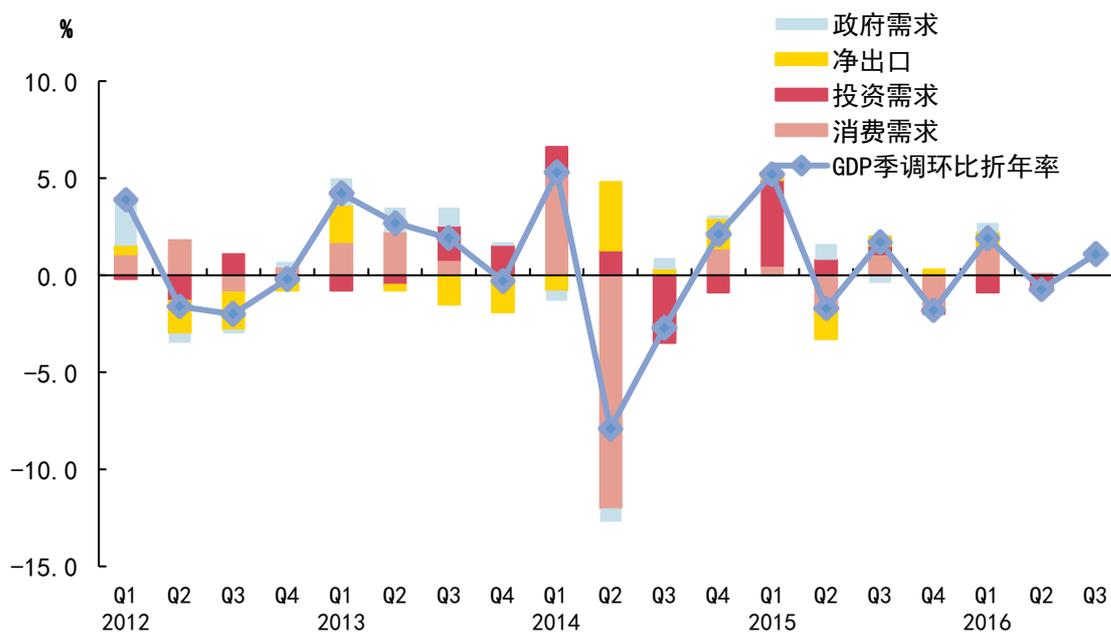
2016年第2季度，预计日本实际GDP季调环比增长折年率约为-0.7%。企业利润同比增长率大幅回落，企业商业信心不足，制造业及服务业PMI双双跌至荣枯线以下，工业生产指数整体出现低位下滑迹象，私人部门投资下降或将成为拖累该季度经济增长的主要影响因素。私人消费对经济增长构成一定支撑，但可持续性不足。进出口增速双双下滑，贸易差额出现衰退型顺差。负利率政策效果不彰，股指相对低迷、物价增长率由正转负、日元升值明显，宏观经济不确定性增加。日本对华贸易进一步趋冷，对华直接投资同比增速下滑。预计在2季度较低基数基础上，第3季度GDP季调环比折年率预计增长1.1%。

一、经济增长动力不足

预计第2季度日本实际GDP季调环比增长折年率约为-0.7%。

2016年第2季度，预计日本实际GDP季调环比增长折年率约为-0.7%。6月8日，日本内阁府公布了第1季度GDP修正值，将环比折年率上调0.2点至1.9%。支撑第1季度经济增长的主要是私人消费，贡献了1.5个百分点；净出口和公共部门分别贡献了0.7和0.5个百分点；私人投资疲弱，对1季度经济增长的贡献为负（-0.9个百分点）。第2季度私人消费预计对GDP仍有正贡献，但私人投资和外需双双乏力，总体来看或将出现微弱负增长。在2季度较低基数基础上，第3季度GDP季调环比折年率预计增长1.1%。

图表 15 日本经济经济增长动力不足

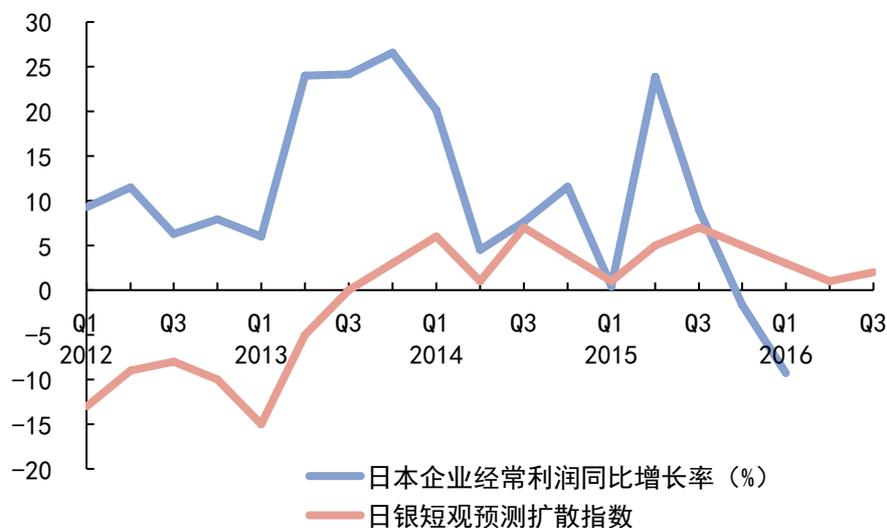


数据来源：日本内阁府，世界经济预测与政策模拟实验室

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，企业商业信心低迷，将对私人部门投资能力与意愿均造成负面影响。2016年第1季度企业经常利润同比增长率由上季度-1.7%进一步大幅降至-9.3%，预计第2季度将延续负增长。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，2016年第1季度为3.0，第2季度下降至1.0。这意味着企业对经营环境的判断趋于恶化。预计2016年第2季度私人部门投资力度疲软将拖累经济增长。

图表 16 日本企业经常利润同比回落，企业信心不足

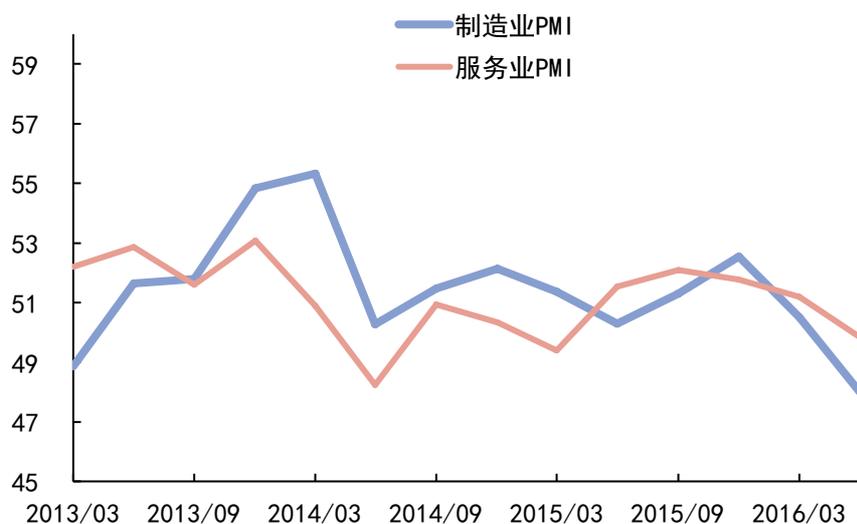


数据来源：WIND数据库，世界经济预测与政策模拟实验室

制造业和服务业 PMI 双双跌破荣枯线。

制造业和服务业 PMI 向下跌破荣枯线的糟糕表现，可与日本企业商业信心趋于恶化的形势互为印证。2016 年第 2 季度，日本制造业 PMI 下滑至荣枯线以下为 48.0，较上季度下滑了 2.5 个点；同期服务业 PMI 也跌破荣枯线为 49.9，较上季度下滑了 1.3 个点。

图表 17 制造业和服务业 PMI 双双跌破荣枯线

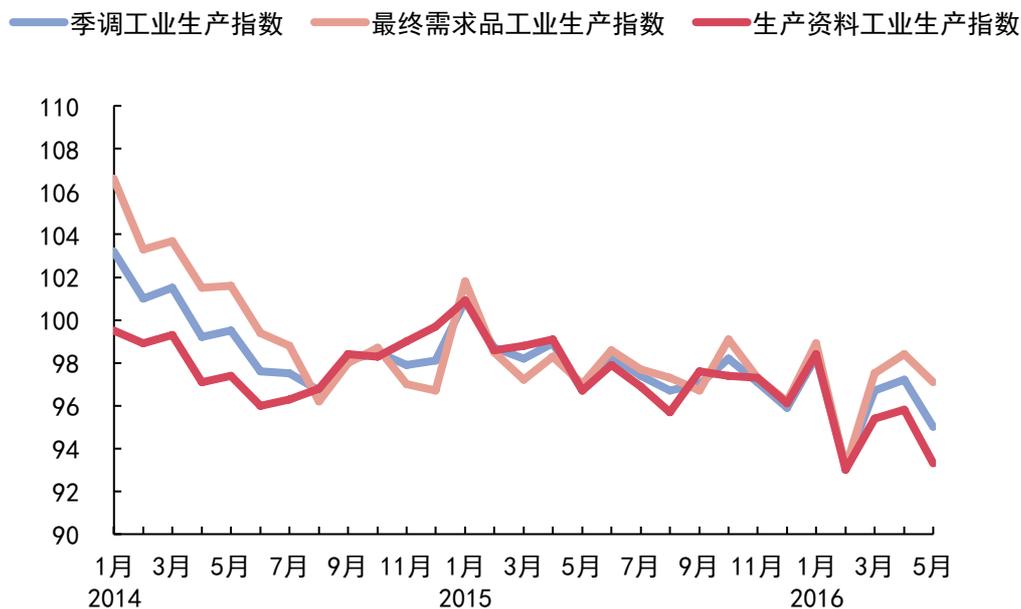


数据来源：WIND数据库，世界经济预测与政策模拟实验室

工业生产指数下跌。

工业生产的下跌也反映了投资需求的低迷态势。从2014年1月以来的数据表现看，生产资料工业生产指数低于最终需求品工业生产指数的阶段，工业生产倾向于下行。2016年第2季度不仅再次出现了生产资料工业生产指数低于最终需求品工业生产指数的现象，并且工业生产指数整体来看也出现低位下滑的迹象。季调工业生产指数（采矿业和制造业）由4月的97.2下滑至5月的95，最终需求品工业生产指数由4月的98.4下滑至5月的97.1，生产资料工业生产指数由4月的95.8下滑至5月的93.3。疲软的工业生产指数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



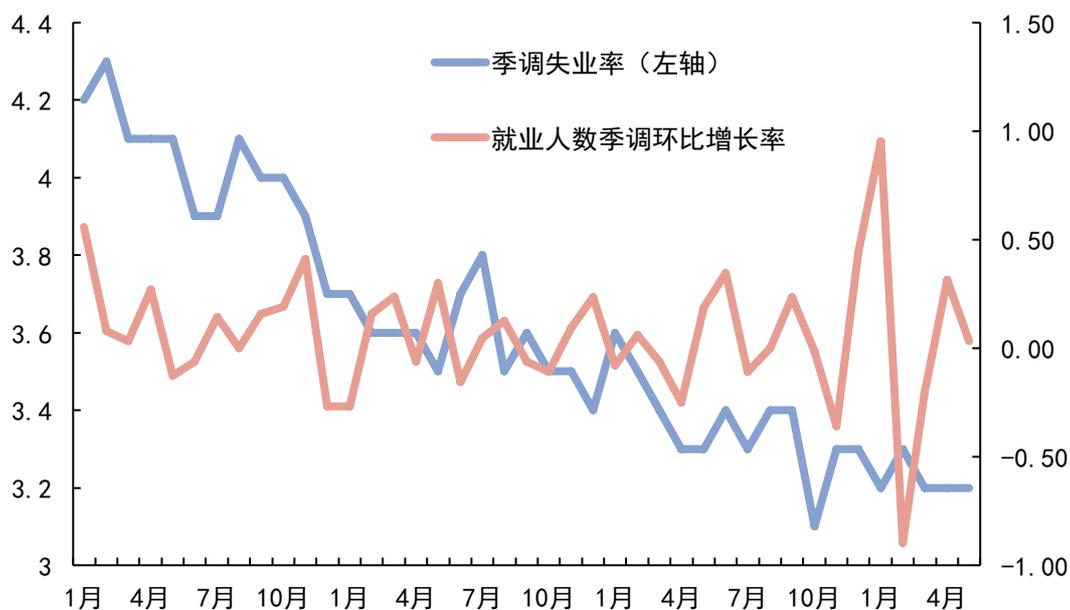
数据来源：日本经济产业省，世界经济预测与政策模拟实验室

私人消费回暖,但可持续性不足。

2016年第2季度私人消费回暖,但可持续性不足。理论上,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。日本家庭调查显示,两人以上家庭(非农)消费倾向第2季度在上季度84.63的基础上进一步上升至92.45,这意味着本季度私人消费意愿比较强烈。但从收入方面看,经历第1季度短暂转正之后,第2季度劳动者现金收入同比增长再现负值,为-0.03%,较上季度的0.78%显著下降。这意味着趋于强烈的消费意愿缺乏坚实的收入支撑。就业方面,日本第2季度仍然维持很低的失业率,4、5月份就业人数环比均有正增长。另据厚生劳动省公布的数据,5月日本就业用人需求和求职人数之比(有效求人倍率)为1.36倍,意味着每对应100个求职者就有136个就业岗位,为近25年来最佳水平。不过,与理论推断有所不同,在日本年轻群体消费态度趋于谨

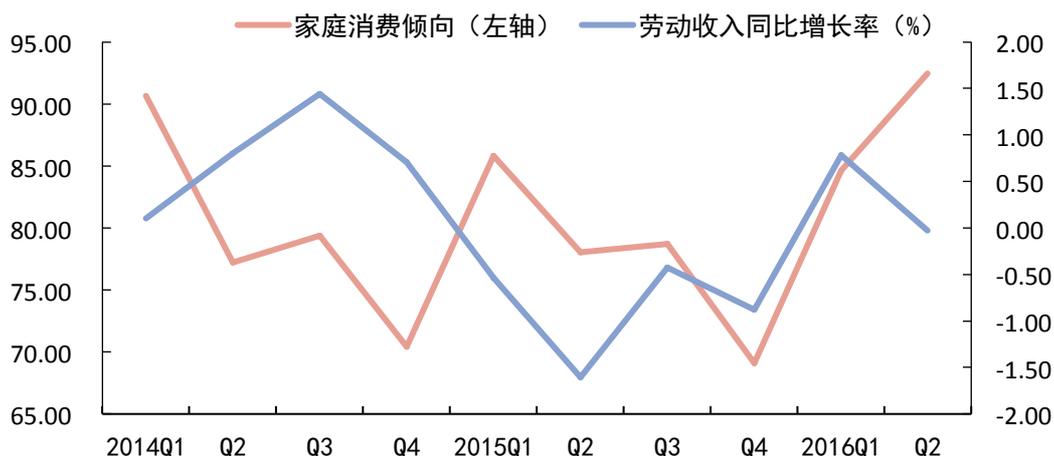
慎的背景下，就业市场的稳定并未充分转化为现实的消费能力。综上，2016年第2季度私人消费继续回暖但呈现出后劲不足的迹象。

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和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
易差额出现
衰退型顺差。

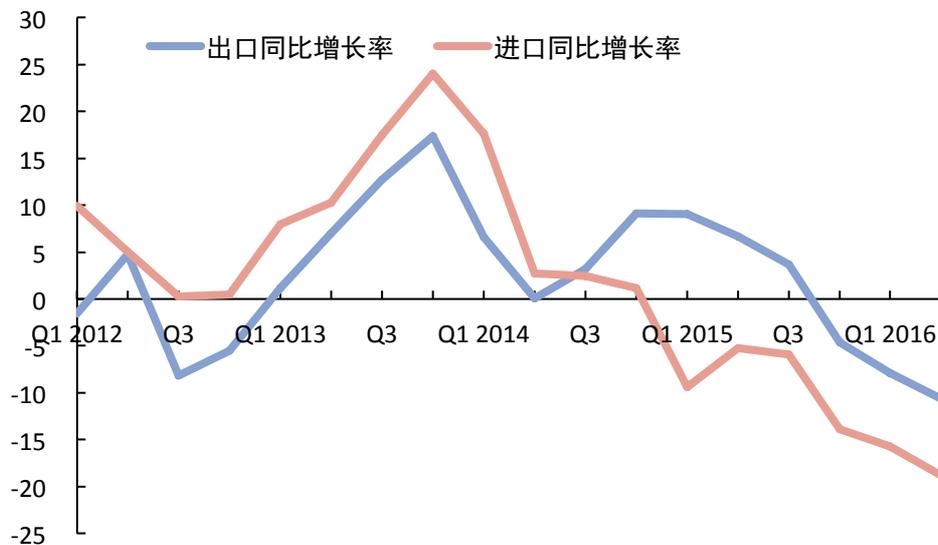
出口和进口同比增速双双下滑，但进口同比增速下降幅度更大，贸易差额由逆差转为顺差。第2季度出口同比增长率较上季度的-7.87%进一步下滑至-10.63%，进口同比增长率由上季度-13.91%进一步下滑至-18.79%。贸易差额在第1季度由上季度的逆差1438亿日元转为顺差3412亿日元，进入第2季度顺差有进一步扩大的趋势，4月和5月合计顺差已达7800亿日元。

贸易数量也显示了进出口下滑的趋势。2016年第2季度季调实际出口指数4、5两月均值为101.05，低于第1季度的101.39；第2季度季调实际进口指数4、5两月均值111.51，明显低于第1季度的114.15。

从日本的主要出口对象来看，第2季度日本对中国、美国、亚洲（不含中国）三大贸易伙伴的出口同比增长率均为负（分别为-11.17%、-11.34%和-12.45），其中对中美同比负增长的程度较上季度都有所扩大，对亚洲（不含中国）的负增长较上季度略有收小。第2季度日本对欧盟出口维持同比正增长（3.13%），但增幅较上季度的5.97%有所下降。

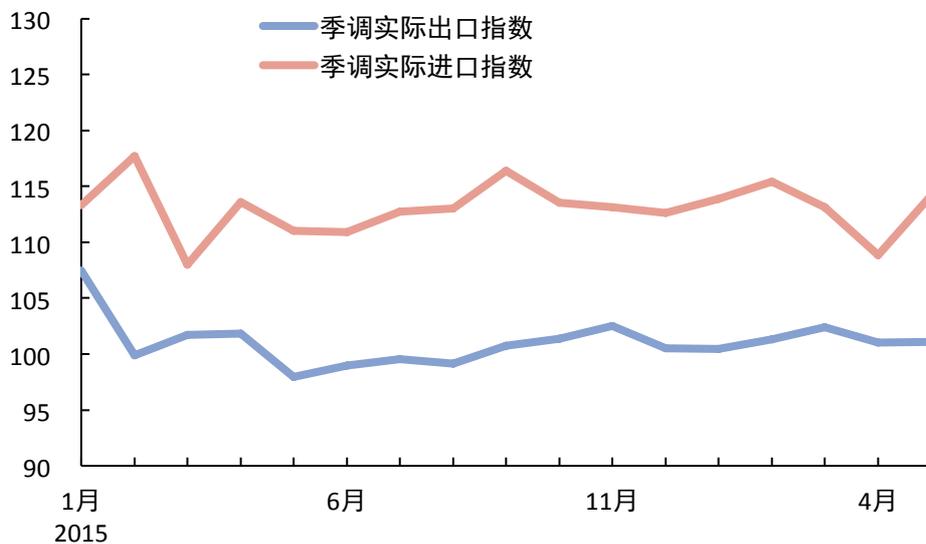
出口趋弱显示日本外需乏力，进口大幅下降反映了日本国内需求不振的程度较为严重，虽然出现顺差扩大的现象，但这种顺差属于衰退型顺差，对实际经济增长是不利的。

图表 21 日本进口同比增速持续下滑



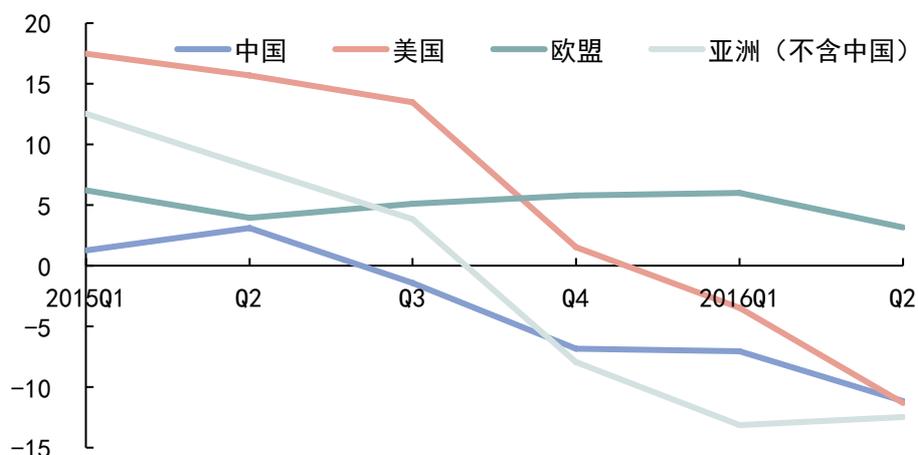
数据来源：WIND数据库，世界经济预测与政策模拟实验室

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 日本对主要贸易伙伴商品出口同比增长率下降



数据来源：WIND数据库，世界经济预测与政策模拟实验室

注：第 2 季度为根据 4、5 月数据的估算值。

二、负利率政策效果不彰

日本央行出台负利率政策，迄今效果不彰，宏观经济不确定性增加。

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。

在上一期报告中我们指出，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。从实际效果来看，日本实施的这些货币政策并未让基础货币有效进入实体经济。两轮 QQE 中，

日本央行累计投放 200 万亿日元基础货币，但通过信贷等方式流入实体经济的风险资产仅增加 10 万亿日元，绝大多数货币又以商业银行活期存款流回日本央行；另一方面，受经济增速放缓和能源价格下跌影响，日本的通胀水平始终在 0% 附近徘徊，近几个月甚至再度回落至负值区间。

从股市价格、CPI、日元汇率等指标看，负利率推行至今效果不彰。

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。2016 年 7 月 4 日日经 225 指数 15776 点，比宣布负利率时低大约 12%。

图表 24 负利率对东京日经 225 指数长期影响有限



通胀目标渐
行渐远，对美
元汇率出现

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

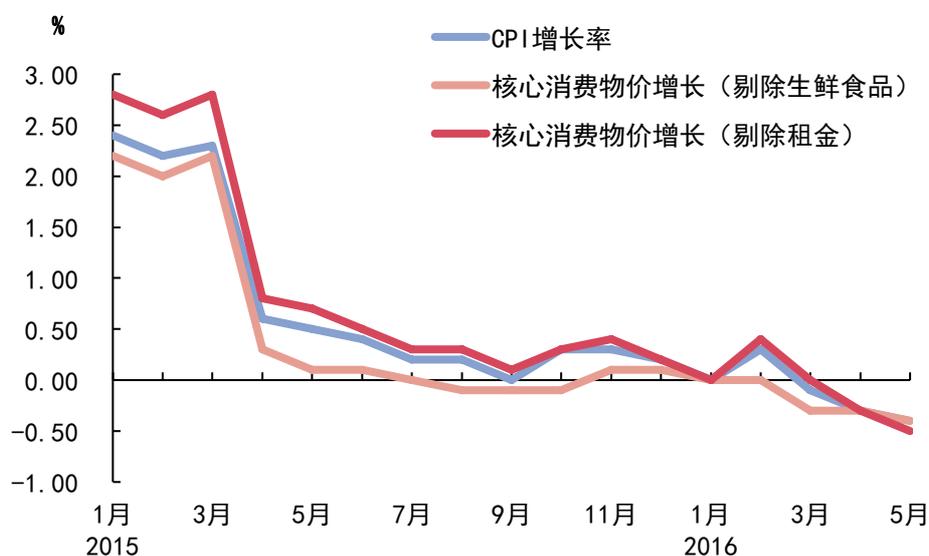
升值趋势。再次推迟第二轮消费税增长计划。

为 0.8%，远低于通胀目标。进入 2016 年第 2 季度，通胀指标继续下探。4-5 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租金的核心消费物价同比增长率均值全部为负，分别为-0.4%、-0.4%和-0.4%，与上季度的 0.1%、-0.1%和 0.1%相比有所下降。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。

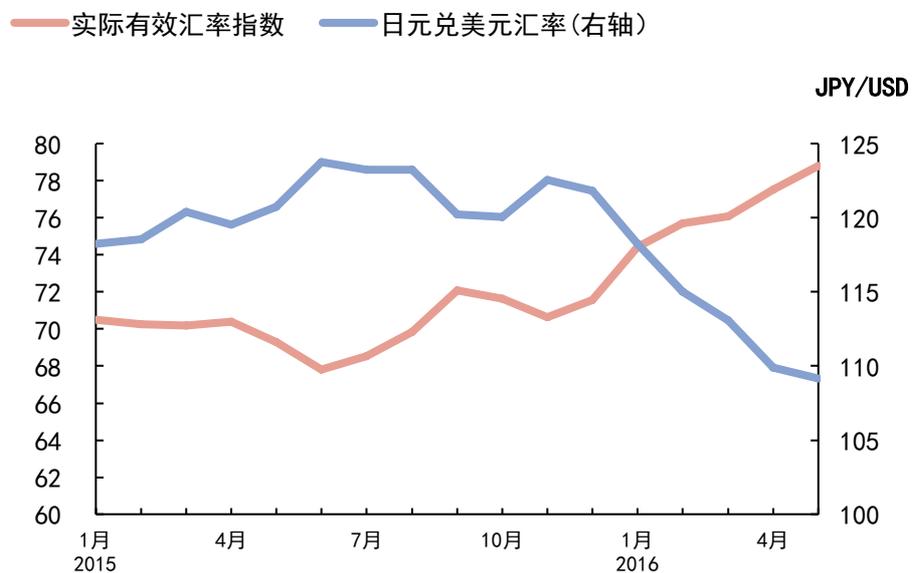
鉴于日本走出通缩遥遥无期，经济仍处于困顿之中，安倍政府在 6 月 1 日宣布推迟第二轮消费税增长计划至 2019 年 10 月起实行。早在 2014 年 11 月，安倍政府就曾宣布推迟第二轮消费税增长计划至 2017 年 4 月实行，当时安倍政府承诺，“除非发生雷曼冲击或‘3·11’大地震事件”，增税决不再延。此次以“经济为先”、世界经济面临巨大风险为由再度延期提高消费税，引发外界对日本政府政策确定性的质疑以及日本信用评级或将遭到下调的担忧。

图表 25 日本通缩加剧



数据来源：WIND数据库，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 26 日元对美元近期呈升值态势



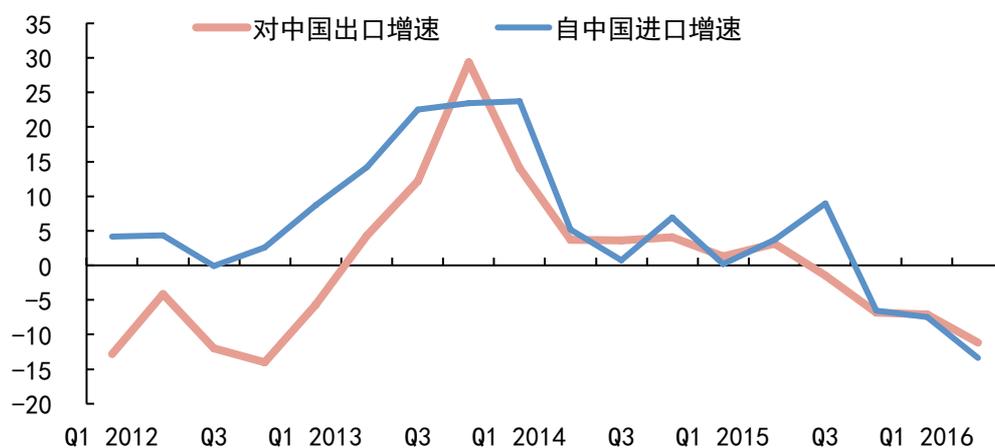
数据来源：WIND，世界经济预测与政策模拟实验室

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2季度日本与中国的贸易进一步趋冷。从2016年4月及5月合计来看,日本对华出口同比下降11.2%,延续了第1季度同比下降7.1%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13.4%,而第上季度为同比下降7.5%。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 日本对华贸易增速继续下滑

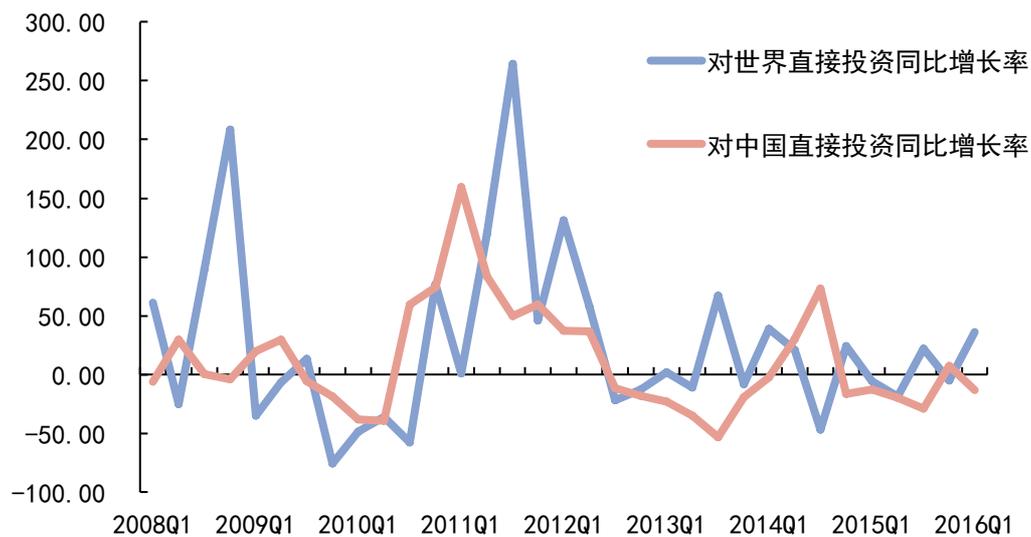


数据来源：WIND，世界经济预测与模拟实验室

注：2016年1季度值为1-2月合计值。

日本对中国直接投资同比增速明显下滑。2016年第1季度,在日本外直接投资明显上升的背景之下(对全世界直接投资同比增长36.0%),对华直接投资同比出现13.4%的负增长(上季度同比增长7.3%)。对华直接投资占全部对外直接投资比重也由上季度的6.4%下滑至4.6%,这是2013年第4季度以来的最低值。预计第2季度日本对华直接投资低迷的态势还将延续。

图表 28 日本对华直接投资增速低迷



新兴市场经济：经济增长压力稍减

2 季度金砖国家经济将继续延续上一季度增长格局，但是增长状况总体将有所好转。其中，受石油价格回升、美联储加息预期减弱，俄罗斯国内经济和金融环境逐步稳定，2 季度经济预计同比萎缩 1.0%，全年预计萎缩 1.2%，好于我们此前预期。巴西经济仍在深度衰退，但是部分指标出现好转迹象，当前巴西政局能否尽快稳定成为影响巴西经济增长的重要因素，预计 2 季度经济萎缩 5.0%，全年萎缩 4.5%。在 1 季度经济高速增长之后，印度经济增速将有所回落，但依然是全球经济增速最快的国家之一，预计 2 季度经济增长 7.5%，全年有望实现增长 7.6%。受矿业生产下滑影响，南非经济预计将会继续下滑，2 季度预计经济萎缩 0.3%，全年经济增速预计为 0.2%。不过下半年，新兴经济体经济增长仍面临着一定的不确定性，从外部来看，美联储加息的不确定性将会为新兴市场带来持续金融扰动，从内部来看，新兴经济体财政空间受限以及由于通货膨胀压力而带来的货币政策收紧等，也将会影响新兴经济体经济增长。总体来看，当前新兴市场仍面临较大的经济增长压力，但压力相比此前已有所减轻。

一、金砖国家经济增长压力稍减

2 季度俄罗斯经济增长估计为-1.0%

俄罗斯 2 季度经济增长估计为-1.0%。1 季度俄罗斯经济同比萎缩 1.2%，相比去年 4 季度的-3.8%大为好转，为 2015 年 1 季度俄罗斯经济陷入负增长后的最好水平。2 季度俄罗斯经济好转迹象继续巩固。4 月和 5 月消费同比增长-4.8%和-6.1%，萎缩幅度继续收窄，出口同比分别增长-30.1%和-28.8%，进口同比增长-10.6%和-6.5%，相比上一季度萎缩幅度也有所降低。工业生产在 4 月和 5 月分别增长 0.5%和 0.7%，为 2015 年 2 月以来首次连续两个月出现正增长。俄罗斯制造业 PMI 在 6 月最终上升至枯荣线上方，4-6 月分别为 48、49.6、51.5，表

明俄罗斯制造业活动未来将会转好。在此情况下，俄罗斯 2 季度经济增长仍将处于衰退区间，但是萎缩幅度将会继续有所收窄，估计为-1.0%。

3 季度俄罗斯经济预计增长-1.0%，全年经济增长为-1.2%

3 季度俄罗斯经济预计萎缩-1.0%。整体来看，下半年俄罗斯经济预计将会继续好转。一是国际油价逐步回升带动俄罗斯经济好转。进入 7 月，国际油价震荡于每桶 50 美元关口附近，相比年初上涨近 20 美元，伴随着石油价格的回升，俄罗斯石油天然气出口收入逐步恢复，这无疑会极大缓解政府财政状况并提升俄罗斯经济信心。二是美联储加息预期减弱，使得俄罗斯资本外流状况有所缓解。俄罗斯经济发展部预计 2016 年俄罗斯资本外流为 250 亿美元，相比 2015 年的 569 亿美元已大幅下降。受此影响，卢布汇率在 2 季度维持稳定并略有升值，1 月至 6 月卢布对美元汇率升值约 14.5%。与此同时，今年 5 月，俄罗斯还首次在 2014 年遭到西方制裁以来发行欧洲债券，表明俄罗斯面临的国内外金融环境逐步稳定，这将为经济复苏提供保障条件。然而，未来俄罗斯经济也面临着不确定性，下半年伴随着美联储加息讯号的逐步明确，俄罗斯将会和其他新兴经济体一样遭遇新一轮的国际金融市场波动，与此同时，6 月俄罗斯通货膨胀重新出现上升趋势，且远高于其通胀目标水平，货币政策继续宽松的空间十分有限。**预计俄罗斯 3 季度经济萎缩-1.0%，2016 年经济萎缩 1.2%。**

2 季度巴西经济增速估计为-5.0%

巴西 2 季度经济同比增速估计为-5.0%。1 季度巴西经济环比萎缩 0.3%，同比萎缩 5.4%，同比增速已连续 8 个季度出现萎缩。1 季度巴西投资同比萎缩达 17.5%，家庭消费萎缩 6.3%，衰退幅度较上一季度继续扩大。农业产出萎缩 0.3%，工业产出和服务业产出则分别下降 1.2%和 0.2%。2 季度巴西部分经济指标出现好转迹象，但总体仍不容乐观。巴西热图利奥·瓦加斯基金会对巴西工业企业 2 季度的投资调查发现，未来 12 个月企业家投资意向指数为 82.5，相比上一季度上升 0.6 个点，

为该指数 2013 年第 4 季度以来首次出现上升。调查显示，未来 12 个月有 16.2%的工业企业预计增加投资，有 33.7%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有所回落。消费信心连续两个月出现回升，6 月热图利奥·瓦加斯基金会的消费信心指数（CCI）为 71.3，相比 5 月上升 3.4 个点，为该指数去年 6 月以来的最高点。工业生产萎缩幅度有收窄趋势，4 月和 5 月工业产出同比增速分别为-6.9%和-7.8%，相比前两个季度衰退幅度有所降低。不过，巴西制造业 PMI 仍继续处于枯荣线下方，4-6 月维持在 42.6、41.6、43.2，显示未来制造业将会进一步恶化。在此情况下，预计巴西 2 季度经济同比增速估计为-5.0%。

3 季度巴西经济预计增长-4.5%，全年经济增长预计为-4.5%

3 季度巴西经济预计增长为-4.5%。巴西经济社会状况不断恶化。今年 3 月至 5 月巴西移动季度失业率已经升至 11.2%，为 2012 年有数据以来的新高，而青年失业率也已经超过 26%。通货膨胀在 2 季度有所回落但依然在 9%以上，远远超出其通胀目标水平。因此，伴随经济衰退幅度不断加深，就业恶化、通胀上升、赤字增加等进一步限制巴西政策施展空间。当前能否尽快恢复政治稳定事关巴西经济走向。今年 5 月 12 日，巴西参议院表决通过弹劾报告，总统罗塞夫被停职 180 天，总统一职由副总统特梅尔接任。特梅尔在临时政府成立初期即公布了首批经济措施，以控制政府开支，恢复市场信心。但就在特梅尔就职尚未满月之际，其已有多名内阁大员因巴西石油腐败案相关事件辞职，而特梅尔本人甚至也牵涉其中，这进一步为巴西经济增添了新的不确定性。**预计 3 季度巴西经济萎缩 4.5%，2016 年经济萎缩 4.5%。**

2 季度印度经济增速估计为 7.5%

印度 2 季度经济增速估计为 7.5%。1 季度印度经济同比增长 7.9%，较去年 4 季度有所上升。据印度统计局数据，2015-2016 财年(截至 2016 年 3 月底)印度经济增长达到 7.6%。印度经济增长主要来自农业的复苏和服务业的稳定增长，但私

人投资低迷以及出口下滑等使印度经济增长受到妨碍。与此同时，印度的工业产出增速仍然较为低迷，4月印度工业产出同比负增长-0.8%，制造业增速更是同比下滑3.1%。不过，印度制造业PMI一直维持在50以上，4-6月其PMI维持在50.5、50.7、51.7。预计印度2季度经济增速估计为7.5%。

3 季度印度
经济增速预
计为 7.6%，
全年经济增
长 预 计 为
7.6%

3 季度印度预计经济增长为 7.6%。当前印度已成为全球经济增速最快的国家，但也并非完全一帆风顺。如其进出口已经连续18个月处于同比收缩态势，此外，信贷增长放缓、就业不足、银行坏账严重等也对印度经济增长形成潜在制约。不过，当前，印度经济增长仍有很多有利条件。6月20日，印度总理莫迪公布了一系列放宽印度外商直接投资限制的政策措施。根据新的政策，在航空和国防领域，外国投资对境内公司的持股从原来49%的限额放宽至100%，免除了外国军火制造企业必须贡献国家先进技术的条件。在医药方面，新制度允许外国企业无须经政府批准即可购买现有印度制药公司最高达74%的股份。在零售业，单一品牌零售商在进入印度市场头3年不受“商品价值30%或以上必须源自印度境内供应商”的条件限制，而前沿高新技术产品的豁免期可另外再延长5年。这次大规模放宽外商直接投资的系列措施或成为印度经济转型发展的一剂强心剂，预示莫迪政府未来将进一步促进市场化。这些举措或将进一步吸引对外直接投资。数据显示，印度2015-2016财年FDI净流入达400亿美元，同比增长29%，显示外国投资者对印度经济普遍看好。**3 季度印度预计经济增长为 7.6%，2016 全年经济增长 7.6%。**

2 季度南非
经济增速估
计为-0.3%

2 季度南非经济增长估计为-0.3%。1季度南非经济环比增长-1.2%，同比增长-0.2%，为全球金融危机之后首次出现环比同比均为负增长情况。经济萎缩主要来自矿业生产的大幅下滑，1季度矿业生产同比萎缩8.5%，而农业产出同比萎缩2.9%，制造业产出也下滑0.9%。2季度南非制造业PMI维持在枯荣线

上下波动，4-6月分别为47.9、50.2、49.6，整体维持疲弱态势。

预计2季度南非将会继续维持萎缩态势，经济增长-0.3%。

3季度南非
经济增速预
计为0.2%，
全年经济增
长预计为
0.2%

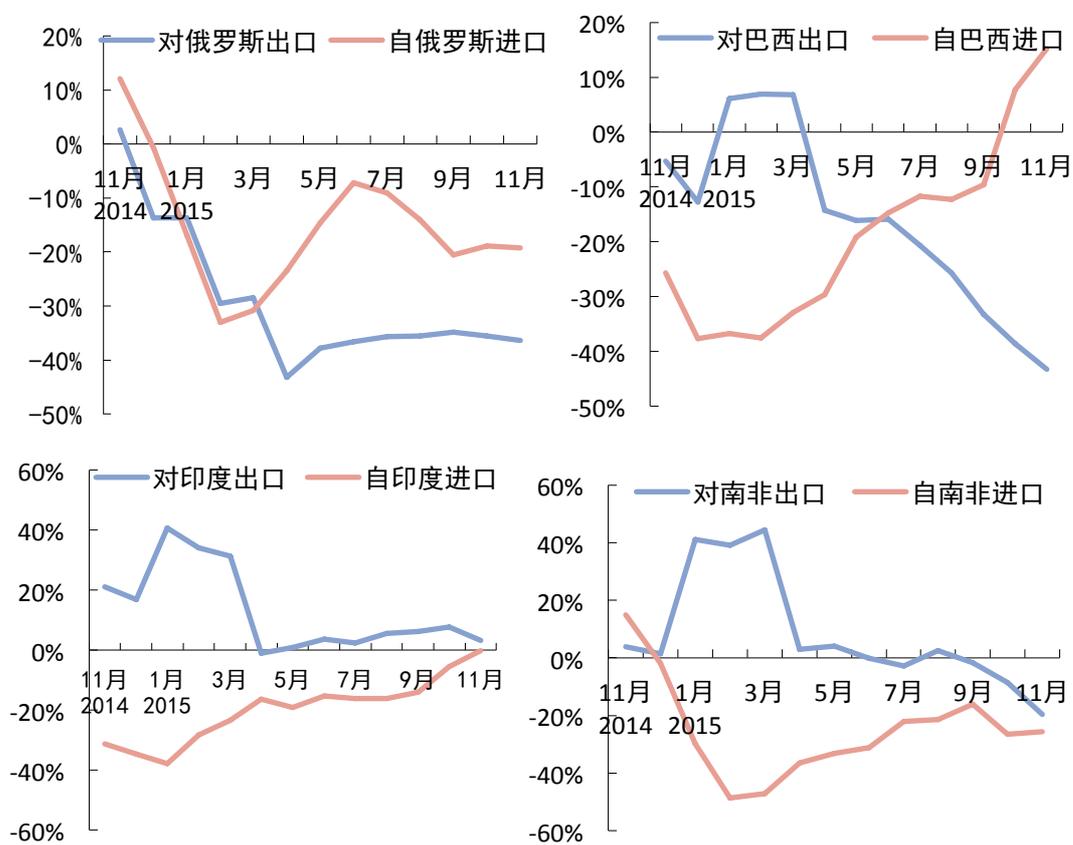
3季度预计经济增长0.2%。矿业生产在很大程度上决定南非经济的走势。受全球商品价格走势不确定、需求低迷以及初级产业获利下滑等因素影响，南非矿业生产将持续萎缩。在这种情况下，南非经济可能会继续承压。南非政策空间回旋余地不大。从财政政策来看，出于财政整固的需要，南非**2016/2017财年**将实施财政紧缩政策，这将限制财政政策的发挥；从货币政策来看，目前南非通货膨胀有所缓和，但5月份依然高达**6.1%**，远超出其央行的通胀目标。在出现1季度的经济萎缩之后，南非央行面临经济萎缩和高通胀的严峻形势，货币政策如何调整成为一个棘手问题。**预计2016年全年经济增长0.2%。**

二、金砖国家与中国经贸关系有所回升

中国与金砖
国家贸易有
所回升

中国与金砖国家贸易有所回升。2016年4月和5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回升至**6.5%**和**6.9%**，中国与金砖国家总体贸易规模有所恢复，但是总体仍保持在较低水平。出口方面，中国对俄罗斯出口同比增速快速回升，5月已经回升至**30%**左右，对印度出口同比增速也连续3个月维持正增长。但对南非和巴西出口仍维持萎缩态势，5月对南非和巴西出口分别同比萎缩**20.9%**和**28.4%**。进口方面，除巴西外，中国自金砖国家进口同比增长仍在萎缩，其中，5月自印度和南非进口同比增速分别萎缩**13.3%**和**25.2%**，自俄罗斯进口同比萎缩**3.4%**。中国自巴西进口继续保持增长态势，5月同比增长进一步升至**26.9%**。

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, %)		
	2016Q1	2016Q2E	2016Q3F	2014	2015	2016F
俄罗斯	-1.2	-1.0	-1.0	0.6	-3.7	-1.2
巴西	-5.4	-5.0	-4.5	0.1	-3.8	-4.5
印度	7.9	7.5	7.6	6.9	7.6	7.6
南非	-0.2	-0.3	0.2	1.5	1.3	0.2

汇率			制造业 PMI			
	(名义汇率, per USD)			2016M4	2016M5	2016M6
	2016M4	2016M5	2016M6			
俄罗斯	66.680	65.660	65.220	48.0	49.6	51.5
巴西	3.563	3.540	3.423	42.6	41.6	43.2
印度	66.4219	66.8895	67.2655	50.5	50.7	51.7
南非	14.587	15.326	15.050	47.9	50.2	49.6

中国出口			中国进口			
	(同比增速, %)			(同比增速, %)		
	2016M4	2016M5	2016M6	2016M4	2016M5	2016M6
俄罗斯	17.3	29.1	-	3.4	-3.4	-
巴西	-20.6	-28.4	-	5.2	26.9	-
印度	1.4	11.9	-	-17.5	-13.3	-
南非	-15.5	-20.9	-	-20.6	-25.2	-

资料来源：Wind 资讯，CEIC 数据库

中国经济：经济复苏面临压力

从 2015 年 4 季度经济企稳开始，到 2016 年 1 季度的主要经济指标回暖，以及 2 季度整体经济形势的改善，本轮经济回暖已经持续了 3 个季度。在 2 季度，多项经济指标表现稳定、或者继续改善：制造业 PMI 在荣枯线附近稳定、非制造业 PMI 在扩张区间略有上升；出口有所改善，总需求总体稳定；工业企业增加值增速略增，利润情况同步改善。不过，目前的复苏已经显示出一些疲态：其一，房地产投资增速的反弹能否持续，存在不确定性。其二，目前固定资产投资资金来源稳定，主要是政策发力的结果，尚未形成经济的内生增长动力。在这种情况下，一旦政策力度有所减弱，经济持续复苏就可能面临更大的压力。其三，3 季度外部需求尚有诸多不确定因素。

一、综合 PMI 在扩张区间稳定

综合 PMI 在 2016 年 4 至 6 月，中国经济综合 PMI 指数分别为：52.1，扩展区间维持稳定。51.9，52.2。三个月均值为 52.1，较 1 季度的 51.8 略有上升。从本季度 3 个月的综合 PMI 指数来看，总体表现为先降后升。但是 2 季度末的 PMI 指数略低于上季度末的水平。

制造业 PMI 在荣枯线附近稳定、非制造业 PMI 在扩张区间略有上升。4 至 6 月，制造业 PMI 指数分别为：50.1，50.1，50.0，6 月值达到了近 4 个月以来的低点，显示出了近期制造业复苏已经出现疲态。此外，2 季度非制造业 PMI 指数三个月数值分别为：53.50，53.1，53.70，整体较 2016 年 1 季度略有上升，，但 2 季度末指数仍低于上季度末水平。

综合 PMI 就业指数在收缩区间继续回稳。就业景气指数在收缩区间弱势回稳。2016 年 4 至 6 月，制造业、非制造业加权的综合 PMI 就业指数分别为：48.8，48.8，48.4，就业情况在收缩区间继续趋稳。2 季度综合 PMI 就业指数均值为 48.7，比上季度上升 0.3。从制造业部门、非制造业部门分别来看，两者在 2 季度均出现了不同程度的回暖，非制造业部门表现稍好。但两者仍处于收缩区间。

CPI 通胀率回落, CPI 与 PPI 通胀率缺口继续收窄。

CPI 通胀率有所回落，CPI 与 PPI 通胀率缺口继续收窄。

2016 年 4 至 6 月，CPI 通胀率同比分别为 2.3%，2.0%，1.9%，2 季度整体通胀率为 2.07%，略低于上季度的 2.13%，并且季度内逐月回落。其中 6 月 CPI 通胀率已经是近 5 个月来的低点。我们在 1 季度对当时 CPI 通胀率回暖做出的判断“目前只是猪肉和蔬菜价格上升引发的 CPI 指数上涨，总需求温和回暖、甚至复苏基础尚不稳固，因此尚不必过分担忧物价水平的大幅攀升”，基本得到了验证。

另一方面，2 季度 PPI 通胀率的收缩幅度进一步放缓，4 至 6 月的同比增速分别为-3.4%、-2.8%、-2.6%。其中 6 月的 PPI 同比增速，是近 18 个月以来的最高水平。同时，2 季度末 CPI 和 PPI 同比增速缺口缩小到了 4.5 个百分点，缺口继续显著收窄。

二、需求面：投资稳中趋弱、消费需求稳定、出口有所改善

投资增速稳中趋弱。

1. 固定资产投资增速稳中趋弱

5 月，固定资产投资累计同比增速为 9.6%，这是固定资产投资增速首次陷入个位数增长。我们在 2015 年冬季报告中指出“按目前趋势，固定资产投资增速可能在明年（2016）初滑向个位数增长”。与当时的基准预期相比，固定资产投资增速出现个位数增长的时间已经从年初推迟到了年中。

同时，2 季度以来，固定资产投资的季调环比增速持续表现疲弱，值得引起关注。2 季度前两个月的投资季调环比增速分别为 0.53%，0.49%，这不仅远低于 2015 年全年 0.9% 的平均增速，而且也是自 2011 年有数据以来的连创新低。

房地产投资有所回升。投资稳定和回升大多集中在服务业。

与去年同期相比，2 季度制造业、交通运输业、批发零售业的投资增速继续走弱。三者对总体投资增速下滑的贡献分别是 73%、41%和 32%，合计贡献超过 100%。不过，房地产业投资的下滑态势在 1 季度明显减弱的情况下，在 2 季度出现了

扭转。2016年1至5月，房地产投资累计增速为7.7%，高于去年同期的6.1%。

2016年5月和去年同期相比，投资增速出现上升的行业进一步增多，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，电力、热力、燃气及水的供应，租赁和商务服务业，文化、体育和娱乐业，以及房地产业，一共有6大行业的投资出现同比上升。而在上一季度，只有4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了稳定，这些行业大都集中在服务业。

来自财政和信贷的投资资金增长显著，自筹资金增长乏力，总体资金增速稳定。

总体投资资金来源增速稳定，自筹资金增长乏力，财政资金、贷款资金等增长显著。2016年1至5月，国内贷款资金来源累计同比增速为13.7%，较去年同期-6.3%的增速，上升了20个百分点。除了国内贷款增速之外，国家预算内资金在1至5月的累计同比增速为21.4%，比去年同期上升11.1个百分点。利用外资虽然仍然处于负增长，但降幅比去年同期也有明显改善。此外，其他资金同比增速也有显著上升。

在各种资金来源当中，只有自筹资金的同比增速较去年下降了8.6个百分点，达到了1%的水平。由于自筹资金来源占到全部资金盘子的三分之二，所以自筹资金的下降基本抵消了其他资金来源的改善，使得总体资金来源同比增速较低（只有1.9%）。同时，我们看到，自筹资金的增长乏力，政府和银行主导的预算资金、贷款资金等成为投资资金的主要力量。这和总体投资中，国有企业投资保持一定增速，而民间资本投资增速遇冷的现象相符。

企业主动去库存。

原材料去库存、产成品去库存。PMI指数显示，2季度原材料库存指数、产成品库存指数一降一升。2016年6月，PMI产成品库存指数为46.5，是今年以来的较高位置。另一方面，PMI原材料库存指数下降至47.0。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，而且历史均值均明显低于 50（原材料库存和产成品库存，两者指数的历史均值分别为 48.1,47.4）。即便如此，目前两个库存指标均显示处于去库存阶段。

2. 消费需求基本稳定

消费需求基本稳定。

首先，从累计名义增速来看，社会消费品零售总额累计同比增速在 1 至 5 月为 10.2%，与 1 季度的 10.3% 基本持平。其次，如果从当月同比增速的名义值来看，4 至 5 月同比增速分别为 10.1% 和 10.0%，比 1 季度略有下降。再次，如果看社会消费品零售总额季调环比增速，4 至 5 月增速分别为 0.79%、0.76%，与上一季度的均值 0.80% 略有走弱。因为 2 季度以来 CPI 通胀率有所回落，所以剔除物价水平之后，社会消费品零售总额较上季度仍然基本持平。其实际当月同比 4 至 5 月分别为 9.3% 和 9.7%。

另外，消费的主观调查数据改变了持续下滑的趋势。消费者对未来就业、收入的信心虽然仍在收缩区间，但都出现了不同程度的改善。2016 年 6 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 45.0，48.8，均处于临界值 50 以下，但是较 2016 年 3 月分别上升了 0.2 和 0.4。此外，消费意愿比例为 21.2%，也较 3 月上升了 0.9。

3. 进出口增速均有改善

出口、进口形势改善。

2016 年 2 季度中国出口降幅收窄，同比增速较上季度回升 5.4 个百分点，中止了 1 年半以来出口增速不断下滑的态势。同时，进口增速也较上季度回升，一定程度上反映了国内需求的改善。具体分析参见 CEEM 同期发布的《外贸专题》。

三、供给面：工业增加值、利润双双改善

工业增加值略增，利润有改善。

工业增加值增速略增，利润情况同步改善。2016 年 4 月和 5 月工业增加值同比增速均为 6.0%，较 1 季度的均值 5.9% 略有上升。与此同时，工业增加值的环比增速在 2 季度也基本

稳定。

同时，工业企业利润总额累计同比增速，在 1 季度回暖的基础上进一步趋好。4 月和 5 月，工业企业利润累计同比增速分别为 6.5% 和 6.4%，这一增速好于 2015 年(-2.3%)、2014 年(3.3%) 的水平。

主要工业生
产活动两升
两降。

钢铁、水泥产量增速有所上升，货物周转量、发电量增速回落。截至 2016 年 5 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-0.46%、0.90%、1.00%、3.70%。四项指标当中，钢材、水泥产量的增速较上季度有所上升，而货物周转量、发电量增速有所回落。其中，货物周转量累计增速为负，其他三项增速均为正。

四、金融市场基本稳定

货币市场名
义流动性基
本稳定。

货币市场名义流动性基本稳定。第 2 季度 SHIBOR 隔夜利率总体均值为 2.01%，比上季度的 1.99% 微升 2 个基点。该利率在 2 季度总体呈现出两头高、中间低的特征。截至 2016 年 7 月 1 日，SHIBOR 隔夜利率为 2.03%，与 2016 年 3 月 31 日的 2.02%、2015 年 12 月 31 日的 1.99% 均几乎持平，显示出该利率在近几个季度中较为稳定。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。

真实流动性
基本稳定。剔
除通胀，
SHIBOR 隔
夜利率为零
利率，银行间
债券回购利
率也接近零。

真实流动性在 2 季度基本稳定。从真实利率角度看，1 季度利率水平有所趋紧。2 季度通胀率为 2.07%，较上季度的 2.13% 下降 0.06 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 2 季度的表现，相对于 1 季度上升了 8 个基点，基本保持稳定。

从银行间债券 7 天回购利率来看，2 季度利率的平均值为 2.45%，比 1 季度上升 1 个基点。剔除通胀率则相应的实际利率上升 7 个基点。

上述两种口径的真实利率都略有上升，主要不是由于名义利率本身的波动，而是由于 2 季度通胀率下降导致。即便如此，在 2 季度总体通胀率为 2.07% 的背景下，SHIBOR 隔夜利率对应的实际利率在 2 季度也基本维持了零利率的水平，银行间债券 7 天回购利率剔除通胀后也只有 0.38%。

人民币汇率再度处于贬值预期状态。

2016 年 4 月 1 日至 6 月 30 日，人民币即期汇率渐进贬值。 2 季度人民币兑美元的即期汇率贬值幅度为 2.7%（期末较期初贬值幅度）。总体来看，在岸市场人民币（CNY）即期汇率在 2 季度的均值为 6.5338 人民币/美元，而第 1 季度均值为 6.5375。两个季度的均值变化不大。

同时，离岸市场人民币（CNH）即期汇率也伴随出现了贬值。2 季度 CNH 均值为 6.5442，2 季度末较 1 季度末贬值 2.9%，贬值幅度略高于在岸市场。从 CNH 与 CNY 的人民币汇率价差来看，3 月份以来离岸市场人民币对美元的升值预期，进入 4 月份之后就消失了。贬值预期在 2 季度又成为常态。整个 2 季度当中，离岸市场和在岸市场的人民币汇率差价约为 103 个基点，显示出了一定的贬值压力。

五、经济回暖势头乏力，3 季度复苏承压

经济已经连续 3 个季度回暖,但是接下来可能复苏乏力。

从 2015 年 4 季度经济企稳开始,到 2016 年 1 季度的主要经济指标回暖,以及 2 季度整体经济形势的改善,本轮经济回暖已经持续了 3 个季度。

在 2 季度,多项经济指标表现稳定、或者继续改善:(1)制造业 PMI 在荣枯线附近稳定、非制造业 PMI 在扩张区间略有上升;(2)在投资略有走弱、消费需求稳定的情况下,出口需求有所改善,总需求总体稳定;(3)生产活动方面,工业企业增加值增速略增,利润情况同步改善;(4)金融市场方面,虽然外汇市场又再次面临贬值压力,但国内金融市场流动性基本稳定。在春季报告中,我们对 2 季度复苏态势将会延续的判断,得到了印证。

不过,目前的复苏已经显示出一些疲态。

其一,在固定资产的三大支柱领域(制造业、房地产、基建)当中,上半年只有房地产投资增速高于去年——但是房地产投资增速能否继续保持较高增速可能存在不确定性。因为当前的房地产投资受到之前一轮全国大范围房价上涨的滞后影响。今年春季之后,全国房价又回到相对稳定的状态,相应的,后期房地产投资增速也可能出现回落。

其二,目前固定资产投资资金来源当中,主要是财政预算、银行贷款在起作用,因此是财政驱动、信贷驱动型投资。作为固定资产投资最主要资金来源的自筹资金,仍然是负增长。与此对应,国有企业投资增速保持较快,而民间固定资产投资增速显著下滑。这表明,目前的固定资产投资资金来源稳定,主要是政策发力的结果,尚未形成经济的内生增长动力。在这种情况下,一旦政策力度有所减弱,经济持续复苏就可能面临更大的压力。

其三,3 季度外部需求尚有诸多不确定因素。从 2 季度来看,固定资产投资的名义增速略有下降(而且是在 PPI 增速回升的情况下),消费需求基本稳定,所以是出口增速的回升才抵消了

固定资产投资的增速略降。如果 3 季度外部需求表现不佳，恐怕内需难以完全抵消外部影响。

附表：中国经济数据概览

	2015			2016		
	Q3	Q4	Q1	M4	M5	M6
综合 PMI	52.0	52.1	51.8	52.1	51.9	52.2
制造业 PMI: 就业指数	49.8	49.7	47.8	47.8	48.2	47.9
非制造业 PMI: 就业指数	53.6	53.7	48.6	49.2	49.1	48.7
综合 PMI 就业指数	48.9	48.5	48.4	48.8	48.8	48.4
GDP %	6.9	6.9	6.7		*6.7	
CPI %	1.7	1.4	2.1	2.3	2.0	1.9
PPI %	-5.8	-5.9	-4.8	-3.4	-2.8	-2.6
固定资产投资累计同比 %	10.3	10.0	10.7	10.5	9.6	*9.5
消费品零售额累计同比 %	10.9	11.1	10.5	10.1	10.0	*10.0
出口 (美元) 同比 %	-5.9	-5.1	-9.7	-1.8	-4.1	-4.8
进口 (美元) 同比 %	-14.4	-11.9	-13.3	-10.9	-0.4	-8.4
贸易顺差: 亿美元	1636	1758	1257	456	500	481
工业增加值: 同比 %	5.7	5.9	5.9	6.0	6.0	*6.1
工业企业利润额累计同比 %	-1.7	-2.3	7.4	6.5	6.4	*6.2
M2 同比增速 %	13.1	13.3	13.4	12.8	11.8	*12.0
人民币贷款增速 %	15.4	14.3	14.7	14.4	14.4	*15.0
SHIBOR: 隔夜 %	1.62	1.84	1.99	2.01	2.00	2.01
美元/人民币:CNY	6.303	6.392	6.538	6.479	6.530	6.593
美元/人民币:CNH	6.335	6.427	6.559	6.486	6.542	6.604

*: 为 CEEM 预估值

东盟与韩国经济：私人及外需不振，增长仍靠刺激

东盟六国 2016 年第 2 季度经济增长预计为 4.4%，与上季度持平。六国中，目前增长可以称为强劲的只有菲律宾，但是大选结束之后经济增长回调可能性较大，此前表现亮眼的越南增长受自然灾害影响上半年经济增速迅速放缓，印尼由于政府开支未能及时兑现而增长放缓，马来西亚和新加坡仍受外需拖累，泰国经济增长主要来自于政府部门的刺激措施，私人部门依然不振。韩国经济放缓，官方已将 2016 年全年经济增速从 3.1% 下调至 2.9%，韩国继续加码宽松，预计第 2 季度经济增速为 2.9%，略好于上一季度。

一、经济增长

印度尼西亚
经济增长未
及预期。

印度尼西亚 2016 年开年经济增长不及预期，第 1 季度实际 GDP 同比增速从“5”跌落，为 4.9%，预计第 2 季度经济增速为 5.0%。印尼 2016 年第 1 季度的经济增长不及预期主要受政府消费大幅放缓的影响，同比增速为 2.9%。这与我们此前的担忧保持一致，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。除政府消费外，居民消费和投资增速均符合预期，分别为 5% 和 5.6%。印尼央行于 6 月 16 日将关键政策利率下调 25 个基点至 5.25%，以期提升经济增长。从第 2 季度的月度表现来看，PMI 保持在荣枯线之上，三个月分别为 50.9、50.6 和 51.9。斋月提前使得消费者信心指数从 4 月的 109 上升至 5 月的 112.1，进口的下降态势有所缓和，4 月和 5 月的同比增速分别为 -14.4% 和 -4.1%。第 2 季度的印尼经济增长有望略有回升。

马来西亚经
济增长继续
放缓。

马来西亚第 1 季度经济增长延续放缓态势，实际 GDP 同比增速为 4.2%，第 2 季度经济增速预计为 4.2%。马来西亚经济放缓符合此前预期，主要是由于主要贸易伙伴经济放缓及大宗商品价格的低迷，不过第 1 季度增速如此之低还与基期效应有

关，马来西亚消费者在消费税落实之前大量消费拉高了 2015 年第 1 季度零售额，这使得 2016 年第 1 季度零售业绩下降 4.4%。不过基期效应将不会对私人消费产生持续影响，但第 1 季度季调失业率上升至 3.4%则可能对私人消费产生持续打击，如果真如此，那么马来西亚就将面临内外需求同时走弱的局面。

菲律宾经济增长超出预期。

菲律宾 2016 年第 1 季度达到超出预期的 7.0%增速，预计增速达到顶峰，第 2 季度为 6.4%。菲律宾第 1 季度的高增长和此前类似，均为投资的高速增长所致，一季度投资同比增长 25.6%，是五年新高。侨汇的稳定流入促进私人消费增长，一季度私人消费同比增长 7.0%，是三年新高。大选前的这一快速增长效应在 2010 年时也曾出现。第 2 季度消费前景综合指数为-6.4，略低于上一季度的-5.7，进口增速仍然强劲，4 月为 29.2%，4 月工业产值增速为 10.5%，内需仍然强劲。预计第 1 季度高增长不太可能持续，但是菲律宾仍将保持较高增速。

新加坡经济依然疲软。

新加坡经济增长依然疲软，第 1 季度增速为 1.8%，预计第 2 季度为 1.9%。第 1 季度经济增速略好于此前预期的主要原因是生物医药行业对制造业增长的促进，但是这一行业的发展对整体经济并无显著助益，不能支持长期增长。服务业的增长支撑着新加坡此前已经放缓的经济，但是第 1 季度，服务业出现了-5.9%的增速，动力失去。第 2 季度制造业总体情况好于第 1 季度，制造业 PMI4 月和 5 月均为 49.8，高于第 1 季度 49.0 的平均水平，其中电子行业 4 月和 5 月分别为 49.5 和 49.1，高于第 1 季度 48.5 的平均水平。出口的降幅缩窄，4 月和 5 月分别为-7.0%和-2.7%，预计第 2 季度新加坡经济增速将略有好转，但缺乏强劲复苏动力。

泰国经济增长动力仍然不足。

泰国经济第 1 季度录得超出预期的 3.2%增长，但预计这一增速难以保持，第 2 季度经济增速预计为 3.0%。第 1 季度的高增长主要来自于政府部门和出口部门。第 1 季度政府消费和投资增速分别为 8.0%和 12.4%，而私人部门则分别仅有 2.3%和 2.1%，占 GDP 约 70%的私人部门好转尚未出现。第 1 季度的出口

增速亮眼,但主要源自 2 月黄金大量出口带来的超过 20%的增长,并不可持续。从第 2 季度的数据来看,4 月和 5 月的出口增速分别为-1.5%和 3.2%,未见可持续增长态势。

越南经济上半年大幅放缓。

越南 2016 年上半年经济大幅放缓,第 1 季度和第 2 季度实际 GDP 同比增速均为 5.5%,大幅低于 2015 年 6.7%的经济增速。越南上半年经济增速不如人意的主要原因是气候恶劣和自然灾害频发导致第一产业负增长,占 GDP 约 18%的农林水产业上半年增速为-0.18%。第 2 季度同第 1 季度相比,制造业有所回升,制造业 PMI4-6 月分别为 52.3、52.7 和 52.6,好于上一季度 50.8 的平均水平。下半年经济增速有望好转。

韩国经济复苏动力不足。

韩国经济复苏动力不足,第 1 季度经济增速为 2.8%,预计第 2 季度经济增速为 2.9%。韩国经济第 1 季度经济增速反映出宽松政策的效应有所消退,目前政府已将 2016 年全年经济增速预期由 3.1%下调至 2.8%,并提出 170 亿美元的经济刺激方案。第 2 季度的经济形势略好于第 1 季度,制造业 PMI 保持在荣枯线之上,4-6 月分别为 50.0、50.1 和 50.5,出口增速下滑有所放缓,4-6 月分别为-11.1%、-6.0%和-2.6%,工业生产指数同比增速由负转正,4 月和 5 月分别为-0.9%和 2.8%。不过消费者信心指数仍处低位,4-6 月分别为 101.0、99.0 和 99.0。

二、价格水平

东盟国家部分通胀水平小有回升,受经济放缓影响,部分通胀水平下降,汇率水平较稳定。韩国通货膨胀和汇率总

印尼的通胀水平在 2016 年第 2 季度进一步下降。自 2015 年第 4 季度 CPI 出现回落之后,印尼通胀压力大幅度缓和。今年 4 月-6 月的通胀水平分别为 3.6%、3.3%和 3.5%,低于第 1 季度平均 4.3%的通胀水平。印尼卢比继续表现稳健,印尼卢比对美元基本同上一季度持平。印尼卢比自去年第 4 季度开始走强,目前表现继续好于多数区域货币。通胀压力的减轻和货币稳定为央行货币政策宽松提供了空间,有助于促进经济增长。

马来西亚的通货膨胀在第 2 季度下行。4 月和 5 月分别为

体稳定。2.1%和 2.0%，大幅低于第 1 季度的 3.4%。通胀放缓有两个原因：一是油价下跌带来国内燃油价格下调的持续影响，二是国内需求疲软。目前央行没有降息举动。马来西亚林吉特仍是域内主要国家中表现最差，对美元比上季度贬值了 2.5%。

菲律宾通货膨胀水平有所回升，但仍低于通胀目标区间。菲律宾 4 月通胀水平为 1.1%，5 月上升至 1.6%，但仍低于央行设定的 2%-4%通货膨胀区间。通货膨胀水平的回升为央行适度收紧货币政策提供了空间。菲律宾比索小幅贬值，第 2 季度对美元双边名义汇率同上一季度相比贬值了约 1.8%。

新加坡通缩的情形在 2016 年第 2 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，且通缩幅度上升，4 月及 5 月 CPI 同比增速为-1.1%和-1.4%。考虑到政府放宽汽车贷款举措和油价复苏，通缩有望消退。新加坡元第 2 季度同第 1 季度相比基本保持稳定。

泰国 2016 年第 2 季度走出通缩。4-6 月 CPI 同比增速分别为 0.1%、0.5%和 0.4%，结束了 15 个月通缩局面。泰铢第 2 季度基本保持稳定。

越南的通胀水平继续回升。越南通货膨胀由于 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，4-6 月分别为 1.9%、2.3%和 2.4%。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。4 月、5 月和 6 月的 CPI 同比变动水平分别为 1.0%、0.8%和 0.8%。2016 年第 2 季度，韩元基本保持稳定。

三、贸易规模

2016 年 4-5 月，东盟国家对中国的出口有所好转，平均同比增速为 0.6%，高于今年第 1 季度的-4.2%。东盟国家从中国的进口也有所好转，从上季度的-12.2%上升至 4.7%。国别来看，对华

出口方面，越南继续保持高增长，录得了 50.6%的高增速，是促使东盟出口上升的主要因素，新加坡对华出口略有上升，其他四国均为负增长。进口方面，菲律宾和泰国从中国进口的增速分别达到 34.2%和 13.3%，其他国家相对于上季度的进口也有好转。

韩国对中国出口仍为负增长，4-5 月平均增速为-10.5%，比上季度略有好转；韩国从中国的进口也有好转，4-5 月平均增速为-4.4%。

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, %)		
	2015Q4	2016Q1	2016Q2F	2014	2015	2016F
印度尼西亚	5.0	4.9	5.0	5.0	4.8	5.0
马来西亚	4.5	4.2	4.2	6.0	5.0	4.3
菲律宾*	6.6	7.0	6.4	6.2	5.9	6.8
新加坡	1.8	1.8	1.9	3.3	2.0	1.9
泰国*	2.8	3.2	3.0	0.8	2.8	3.1
越南	6.7	5.5	5.5	6.0	6.7	5.8
东盟六国	4.5	4.4	4.4	4.4	4.4	4.5
韩国*	3.1	2.8	2.9	3.3	2.6	2.8

2. 通货膨胀						
	(季度同比, %)			(年度同比, %)		
	2015Q4	2016Q1	2016Q2F	2014	2015	2016F
印度尼西亚	4.8	4.3	3.5	6.4	6.4	3.8
马来西亚	2.6	3.4	2.1	3.1	2.1	2.3
菲律宾	1.0	1.1	1.3	4.2	1.4	1.2
新加坡*	-0.7	-0.7	-1.3	1.0	-0.5	-0.9
泰国	-0.9	-0.5	0.3	1.9	-0.9	-0.1
越南	0.3	1.3	2.2	4.1	0.6	2.0
东盟六国	2.0	2.1	1.8	4.0	0.7	1.9
韩国	1.1	1.0	0.9	1.3	0.7	0.9

3. 汇率						
	(名义汇率, per USD)				(实际有效汇率)	
	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2015	2016Q1	2016Q2F
印度尼西亚	13795.0	13276.0	13180.0	13765.0	92.0	90.5
马来西亚	4.3	3.9	4.0	4.1	87.3	90.0
菲律宾	47.2	46.1	47.0	46.4	115.2	113.8
新加坡	1.4	1.4	1.4	1.4	109.4	110.3
泰国	36.1	35.2	35.2	35.4	100.3	99.2
越南	21890.0	21857.0	21873.0	21827.5	-	-
韩国	1172.0	1153.5	1164.7	1161.0	106.8	107.8

4. 工业产值			5. 股票市场		
	(变动率, %)			(股票指数)	
	2015Q4	2016Q1	2016Q2F	2016Q1	2016Q2
印度尼西亚	4.8	4.3	1.6	4744	4884
马来西亚	2.9	3.3	3.0	1680	1651
菲律宾	3.6	19.4	10.5	6874	7452
新加坡*	-5.6	-1.4	2.1	2712	2824

泰国*	0.2	-0.9	1.9	1347	1425
越南	11.5	19.3	17.9	555	616
韩国*	0.0	-0.2	1.0	1942	1983

6. 出口

	(变动率, %)		
	2015Q4	2016Q1	2016Q2F
印度尼西亚	-18.7	-13.8	-11.1
马来西亚*	8.1	1.3	0.4
菲律宾	-5.0	-7.8	-4.1
新加坡*	-5.9	-12.1	-4.8
泰国	1.1	11.1	0.8
越南	4.5	6.4	5.2
韩国	-11.8	-13.4	-6.6

7. 进口

	(变动率, %)		
	2015Q4	2016Q1	2016Q2F
印度尼西亚	-20.6	-13.0	-9.2
马来西亚*	4.0	-0.5	0.3
菲律宾	13.7	8.9	29.2
新加坡*	-9.9	-8.1	-6.8
泰国	-3.6	-3.2	-0.2
越南	2.2	-4.0	2.3
韩国	-17.8	-16.2	-10.6

8. 与中国经贸往来

	对中国出口 (变动率, %)			从中国进口 (变动率, %)		
	2015Q4	2016Q1	2016Q2F	2015Q4	2016Q1	2016Q2F
印度尼西亚	-5.5	0.1	-5.4	-21.0	-16.4	5.7
马来西亚	-5.3	-13.7	-13.1	-17.9	-26.2	-6.6
菲律宾	-15.9	-18.3	-12.1	14.1	18.8	34.2
新加坡	-18.5	-25.0	2.9	-4.2	-13.6	3.4
泰国	-4.2	-4.8	-4.7	3.1	0.8	13.3
越南	19.9	52.8	50.6	-7.7	-16.0	0.5
东盟	-9.4	-4.2	0.6	-6.8	-12.2	4.7
韩国	-3.7	-11.6	-10.5	4.0	-11.4	-4.4

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：英国脱欧惊扰国际金融市场，人民币贬值预期

基本平稳

2016年2季度国际金融市场相较1季度风险因素有所上升，但总体上并未形成明显的趋向性走势，仍处于上升和下降风险总体平衡的小幅波动状态。风险因素主要有两方面，一是美联储加息预期曾一度升温，二是季末英国脱欧公投成为海外市场的黑天鹅。

受货币政策分化和商品价格反弹影响，发达经济体和新兴经济体内部均出现了货币走势的分化势头。在不确定性温和上升背景下，全球股市窄幅波动，方向不明，长期国债利率则普遍下行。多数经济体中市场预期货币政策将延续宽松，除美国外的主要经济体银行间市场利率也继续下行。

在此背景下，中国跨境资金流动总量二季度总体趋稳，跨境资本外流态势略有好转。人民币汇率贬值预期基本稳定，市场主体结汇意愿继续回升，售汇意愿下降。人民币跨境收付规模虽然还在低位徘徊，但进口商采用人民币结算比率增长较快。人民币收入与支出二者之差为负，人民币净流出306亿美元。预计短时期内人民币跨境资本流动还会持续震荡。

一、国际金融市场概况

2016年2季度国际金融市场相较1季度风险因素有所上升。虽然一方面，英国脱欧公投尘埃未定之前美联储暂缓加息，但另一方面，随着美联储看似有意的平衡对市场的信息释放，加息预期相比1季度末曾一度有所增强。

其次，日度VIX指数走势反映，虽然全球金融市场在二季度多数时间相对平静，但是季末英国脱欧公投成为海外市场的黑天鹅。由于投资者此前一致预期“留欧”阵营将获胜，因此当公投显示结果为“脱欧”时，避险情绪笼罩全球金融市场。黄金、日

元和美债等避险资产纷纷大涨、全球股市哀鸿遍野，VIX 指数³从 17 飙升至 25。鉴于英国脱欧程序较为漫长，金融市场经过数日调整后，逐渐恢复平静。

总体上，2 季度国际金融市场并没有形成明显的趋向性走势，仍处于上升和下降风险总体平衡的小幅波动状态。

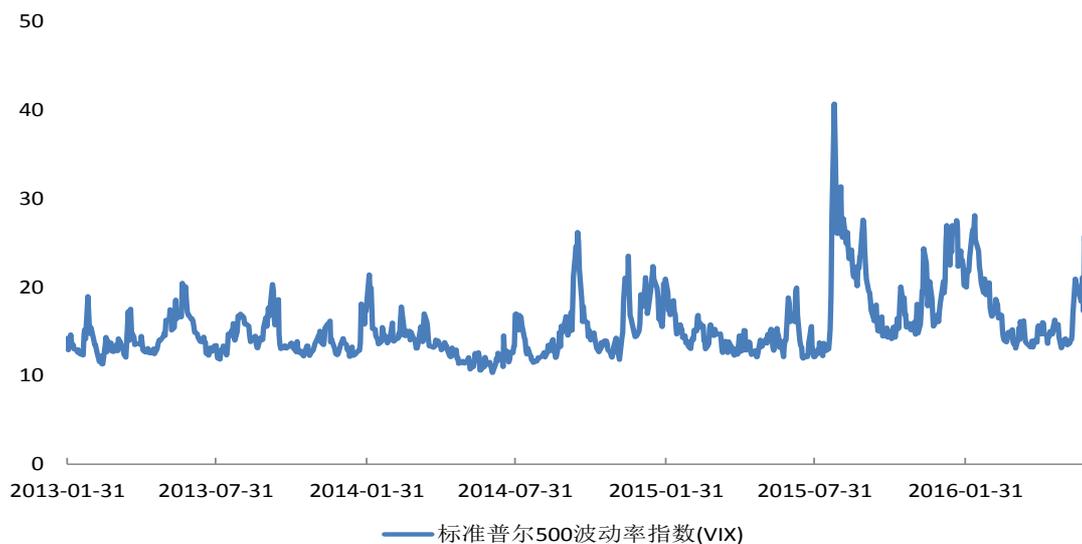
图表 30 国际金融市场主要指标变动

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	94.55	97.44	-2.96	标普 500	2074.1	1952.5	6.23
欧元	1.13	1.10	2.32	德国 DAX	9952.0	9689.6	2.70
日元	107.9	115.33	6.41	日经 225	16385.1	16884.9	-2.96
人民币	6.53	6.54	0.12	上证综指	2921.6	2910.8	0.37
雷亚尔	3.51	3.90	10.11	巴西 IBOVESPA	50997.8	43398.5	17.5
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	0.41	0.39	1.42	美国	1.75	1.91	-16.41
欧元	-0.36	-0.28	-8.17	欧元	0.17	0.42	-25.72
日本	-0.05	-0.02	-3.07	日本	-0.12	0.05	-17.65
中国	2.33	2.42	1.02	中国	2.93	2.84	8.4
印度	6.37	6.81	-43.27	巴西	12.83	15.50	-266.98

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。

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。

图表 31 VIX 指数

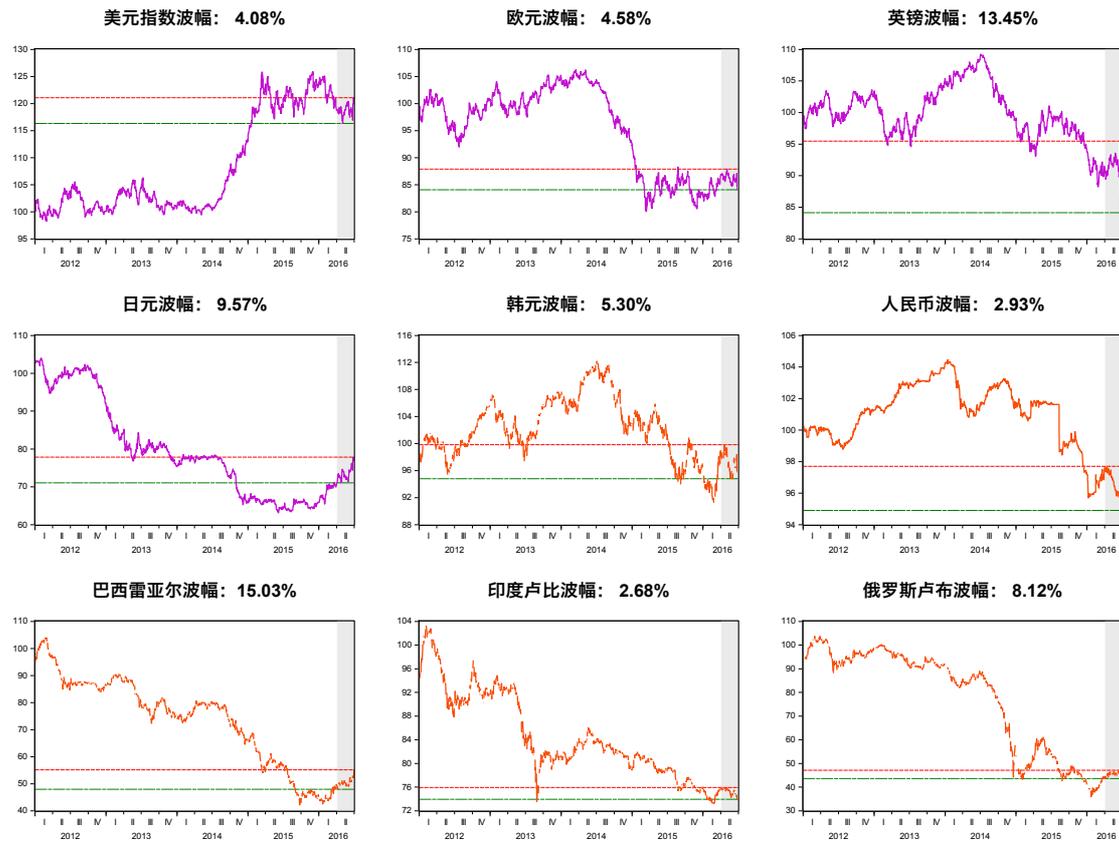


注：原始数据来自 Wind 数据库，下同。

二、国际金融分市场走势分析

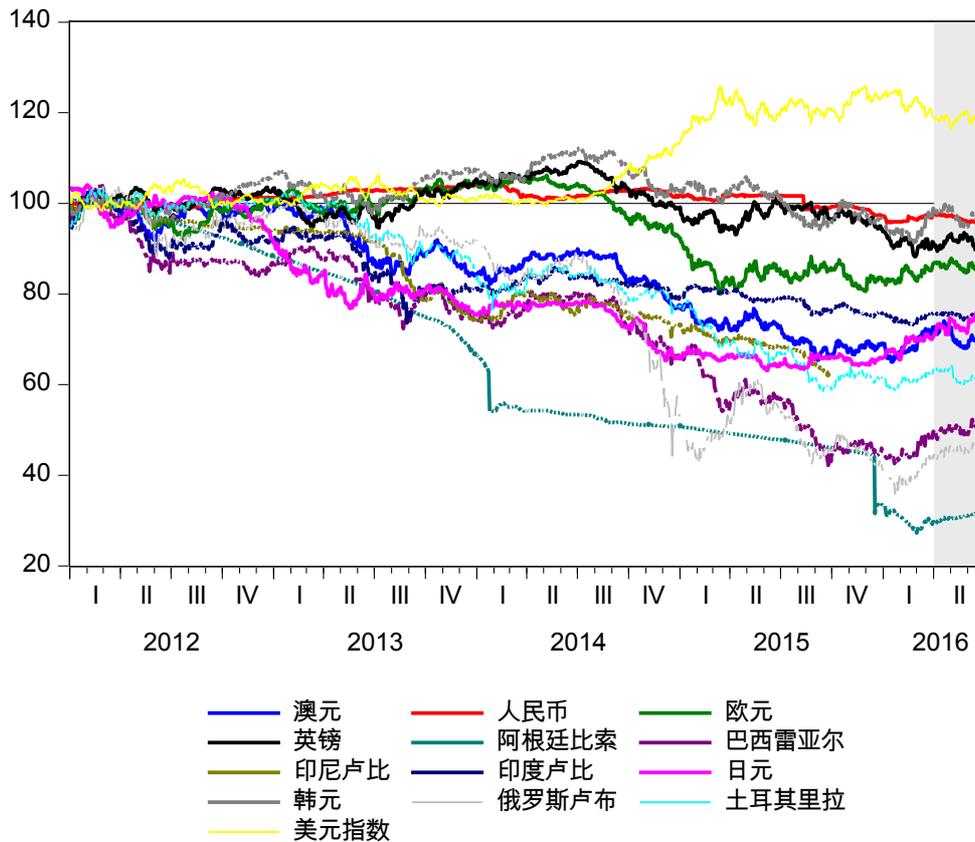
外汇市场方面，发达经济体和新兴经济体内部均出现了货币走势的分化势头。美元和欧元反复波动，但日元延续 1 季度走势继续大幅走强，年初至今已经升值近 17%。新兴市场货币自 2014 年下半年以来普遍开始震荡贬值，无论是受较多管理的人民币还是巴西雷亚尔、俄罗斯卢布、印度卢比等更为市场化的货币。这一情况自今年初以来有所逆转，新兴市场货币随着美联储加息预期减弱而升值。二季度以来，新兴市场货币有所分化。受商品价格底部回暖影响，巴西雷亚尔、俄罗斯卢布仍延续了一季度的升值态势，人民币、印度卢比则转为跌势。

图表 32 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。阴影部分代表第四季度。

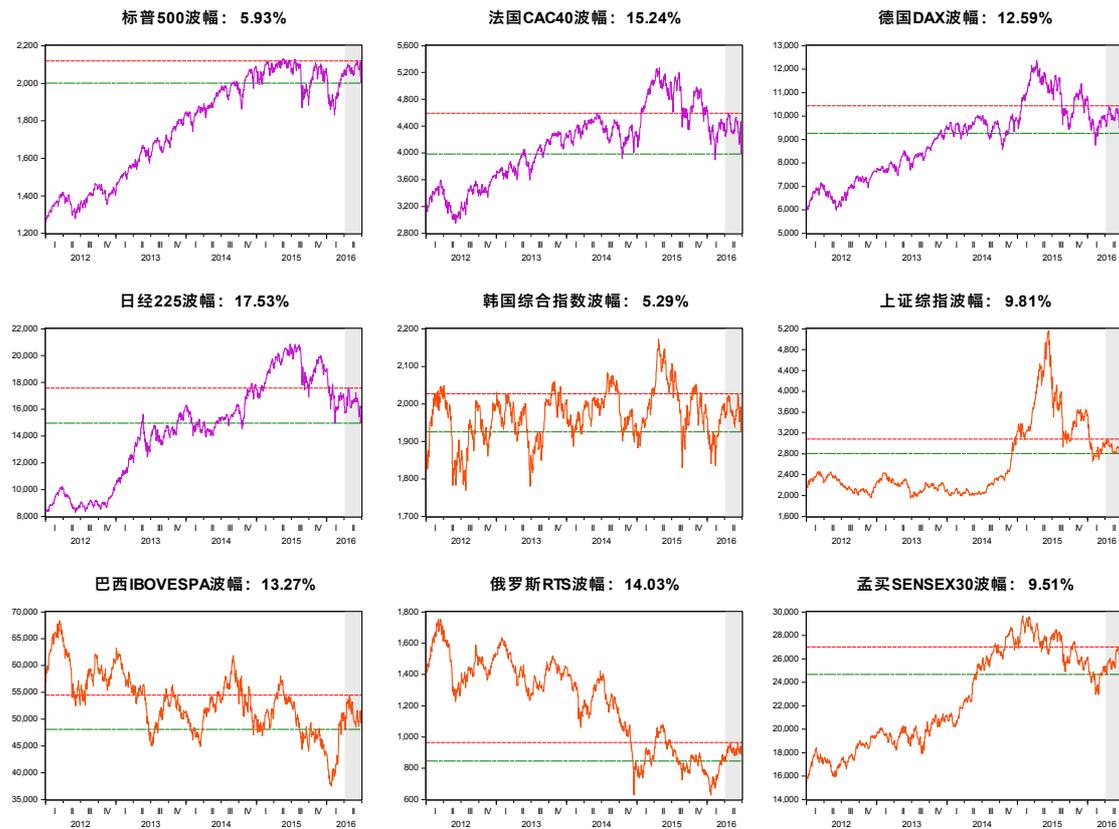
图表 33 主要经济体汇率走势比较



注：同上。

股市方面，二季度全球股市窄幅波动，方向不明。受美联储加息预期反复调整的影响，主要发达经济体和多数新兴经济体股市于2季度没有延续1季度的反弹，而是反复波动。主要新兴经济体中，印度股市一枝独秀，受积极的经济信号支持，印度股市二季度继续显著上涨。

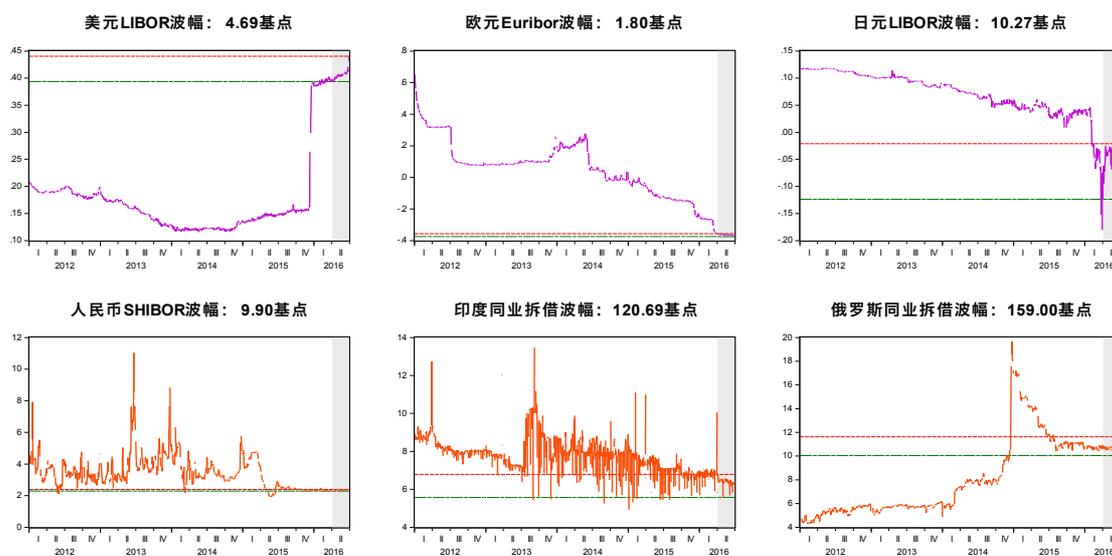
图表 34 主要经济体股指走势



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

货币市场方面，受美联储加息预期的概率上升影响，美元 Libor 在 2 季度上升约 5 个基点。除此之外的主要发达经济体和新兴经济体货币市场利率继续下行，尤其是欧元和日元银行间市场隔夜拆借的负利率状态进一步深化，反映经济复苏前景的不明朗以及货币政策延续宽松的预期。

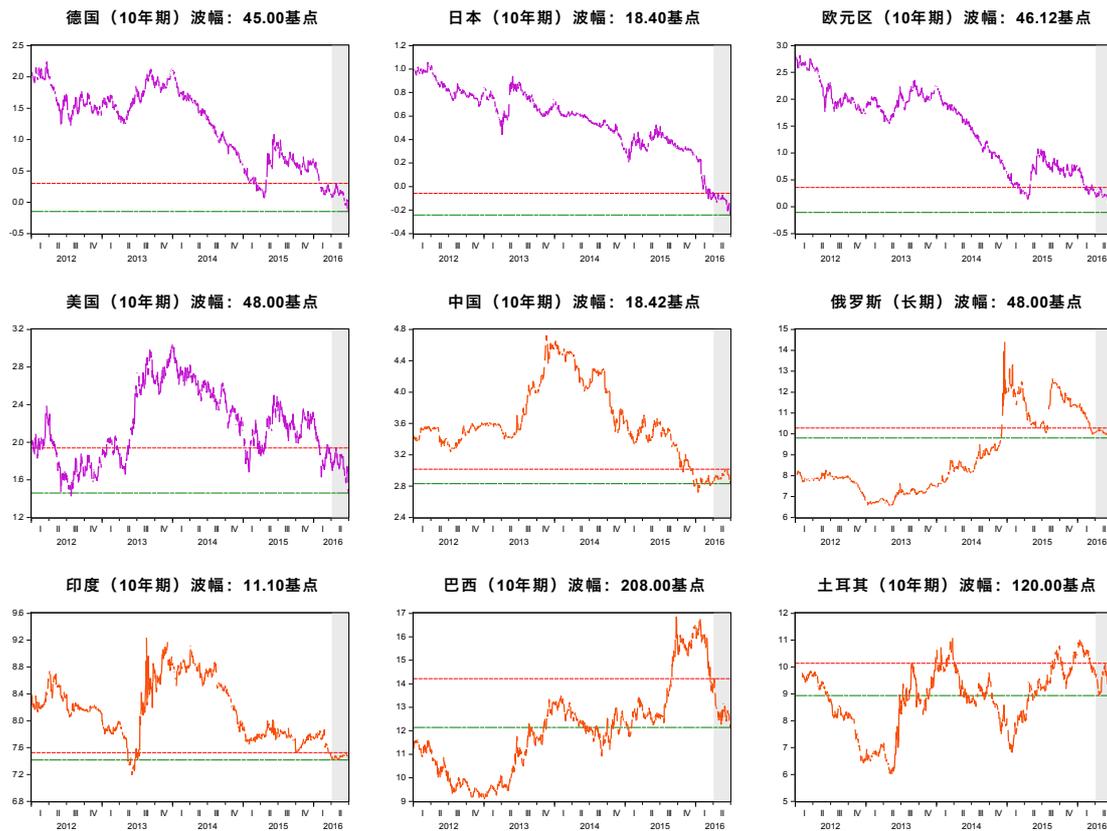
图表 35 主要货币市场利率走势



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

随着经济形势及政策不确定性有所上升，二季度全球主要经济体长期国债收益率普遍出现明显下行。中国和印度季内长期国债收益率小幅上升后，也于六月回落。

图表 36 主要经济体国债收益率走势



注：同上。

三、英国脱欧公投冲击及影响

2 季度波澜不惊的国际金融市场在 6 月底被英国脱欧公投的结果激起阵阵涟漪。出乎很多政治和市场精英人士意料，民意倒向了脱欧派。外汇市场和股票市场均做出强烈反应。

6 月 23 日公投当日，英镑上涨 1.3%，反映市场预期公投很可能如苏格兰脱英公投一般，较大可能只是闹剧一场。然而公投结果最终显示脱欧派以明显优势胜出，令市场大为震动。结果公布日英镑比前一日大跌约 9%。目前英镑仍处 30 年历史低位，相比 2012 年平均水平已缩水 15%。

股市方面，23 日美国标普 500 指数在英国时间公投结果出炉之前收盘，仍上涨 1.34%。然而到 24 日，标普 500 指数遭遇抛售，低开 39.4 点，跌幅 1.86%，收盘时已大跌 3.6%，回到去年收盘水准之下。欧洲股市暴跌 7%，盘中英、法、德一度跌幅超 10%，

其中，银行股暴跌最为严重，达 14.5%。意大利的 FTSE MIB 指数和西班牙 IBEX 蓝筹股指数分别暴跌 12.5%和 12.4%，创最大单日跌幅的记录。

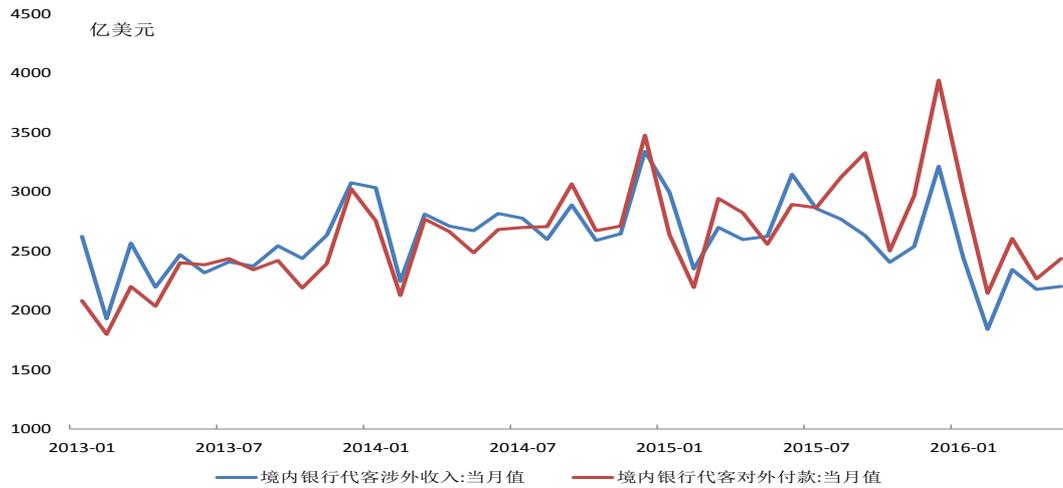
英国公投结束后，并不意味着风险完全释放。不仅英国国内政治过程和与欧盟新的条约协商过程存在很大不确定性，欧盟一体化进程遭到明显打击后，未来发展不确定性也大大增加。因此，全球市场一度极为悲观，无论是发达经济体还是新兴市场股市均出现明显滑落。不过随着消化更多的信息，市场很快回调，但回调力度出现分化。欧洲以外的经济体相对欧洲而言风险下降，公投后一周股市普遍已经回到公投前的水平。但欧洲股市则仍受不确定性的负面影响，还未恢复前期水平。

总体上英国公投结果并未对全球经济基本面产生直接影响，然而公投之后长达两到三年的退欧之路及对区域经济一体化信心的冲击，却可能对欧洲地区的长期投资和居民消费活动发生不利影响。短期来看，这些影响可能不会冲击其他主要经济体，甚至由于“选美效应”，某些地区还有所受益，但长期看全球增长可能会略受拖累，并且不能排除在未来引爆导致欧洲地区政治和经济不稳定的风险事件的可能。

四、中国跨境资本流出总量趋稳，人民币跨境资本流动在低位徘徊

跨境资金流动总量逐渐趋稳，跨境资本外流态势略有好转。2016 年 4-5 月，银行代客涉外收入与支出总额为 9086 亿美元，同比下降 14%。其中，银行代客涉外收入为 4381 亿美元，同比下降 16%，银行代客涉外支出为 4705 亿美元，同比下降 13%，涉外收付款逆差为 235 亿美元。银行结售汇差额逆差为 362 亿美元，跨境资本急剧外流态势得到遏制。

图表 37 跨境资本总流动

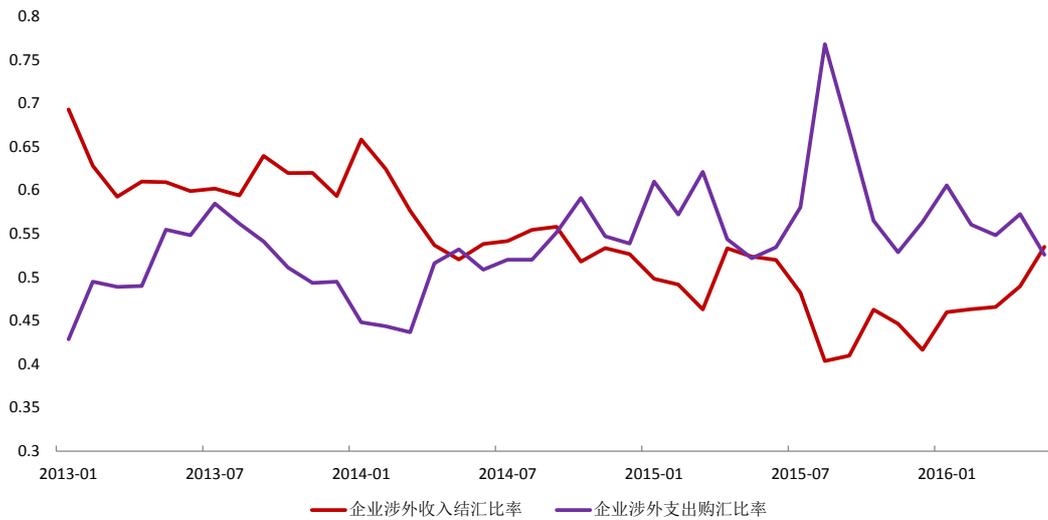


图表 38 银行结售汇差额



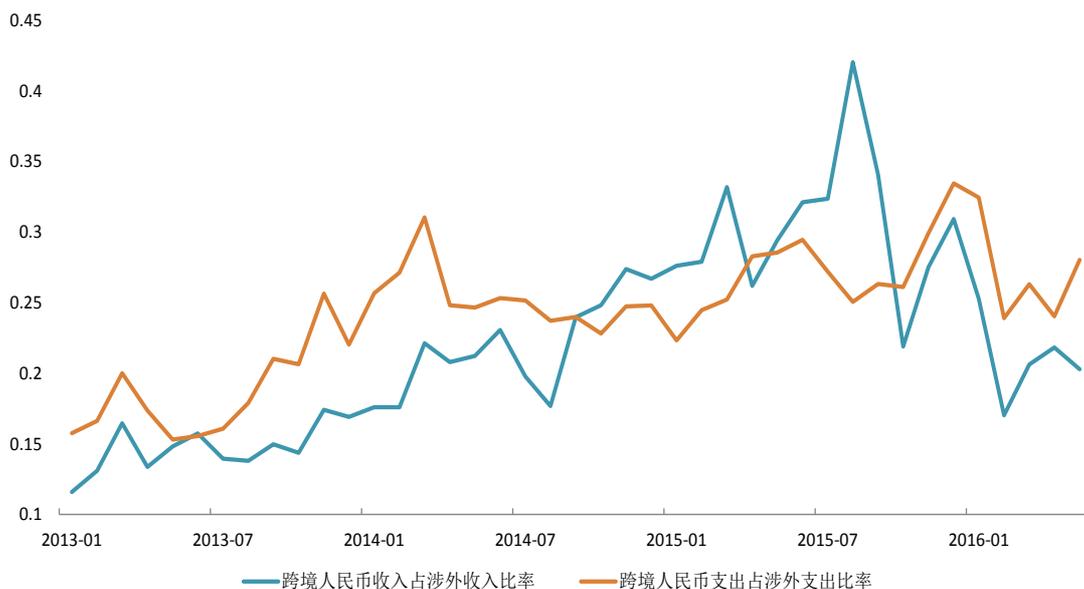
人民币汇率贬值预期基本稳定，市场主体结汇意愿继续回升，售汇意愿下降。2016年4-5月银行代客结汇占银行涉外总收入比率从0.46的低点开始回升至0.53，银行代客售汇占银行涉外总支出从0.54回落至0.52。这反映在第二季度，市场开始认识到央行用篮子货币维稳的决心。人民币汇率贬值预期阶段性缓解，企业获得美元后持有美元结汇意愿上升，售汇意愿下降。

图表 39 企业涉外收入支出结售汇比率



人民币跨境资本流动总量在低位徘徊。2016年4-5月，跨境人民币业务占跨境资本流动的比率从23%上涨至24%。其中，跨境人民币收入占比维持在20%左右，支出占比从26%上升至28%。人民币跨境收付规模虽然还在低位徘徊，但进口商采用人民币结算比率增长较快。人民币收入与支出二者之差为负，人民币净流出306亿美元。预计短时期内人民币跨境资本流动还会持续震荡。

图表 40 跨境人民币收入支出占涉外收入支出比率



大宗商品专题：风险事件频发，大宗商品反弹

2016年2季度大宗商品价格出现反弹趋势，环比上涨25%，其中石油领涨。前期超跌所构筑的底部较为稳固，加上供需结构不断调整，大宗商品价格获得支撑。在总体反弹的趋势下，2季度风险事件影响较大，成为波动性的主要来源。尼日利亚和加拿大的事件推动油价上涨，英国退欧则使油价波动加剧。极端天气影响农产品供需关系。金属价格则主要受下游需求和库存变化的影响。由于全球经济仍然呈弱势格局，且风险偏好较低，预计近期大宗商品价格将承受一定压力。

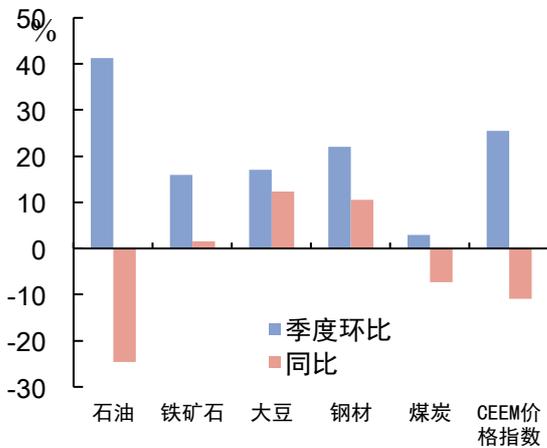
一、大宗商品总体价格走势

2 季度大宗
商品价格受
供需结构调
整的影响出
现反弹趋势，
但风险事件
频繁导致明
显波动

2016年2季度大宗商品呈现出反弹趋势，CEEM大宗商品价格指数较上季度上涨25%。其中石油延续了上季度的上涨趋势，并受到多重突发事件的影响，环比上涨41%。金属价格相比于1季度的低点也有所回升，其中铁矿石和钢材的涨幅均在15%以上，铜和铝价格波动明显。受极端天气影响，农产品价格呈升势，其中大豆和玉米价格明显反弹。

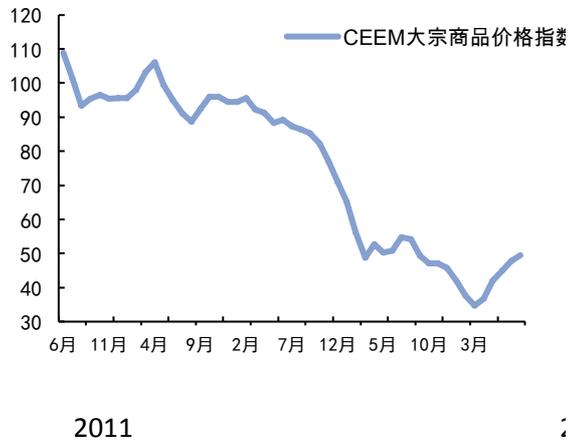
和1季度主要受风险偏好影响不同，2季度大宗商品价格更多受到供需关系调整的影响。随着供需再平衡，市场情绪逐渐稳定，大宗商品基本确定筑底反弹的趋势，但在回升过程中遇到英国退欧、央行宽松等多重事件带来的不确定性从而受阻。

图表 41 2 季度大宗商品价格价格延续反弹趋势



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 42 大宗商品价格触底反弹



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

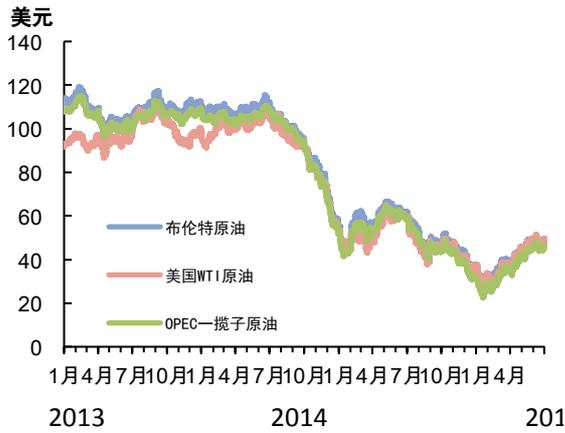
二、主要大宗商品供求情况与价格走势

突发风险事件推动油价上涨

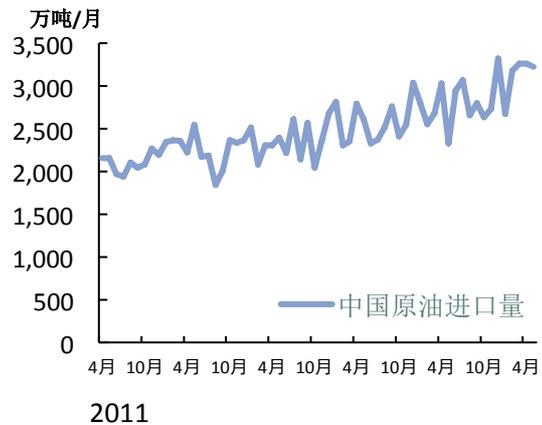
2016 年 2 季度全球原油价格延续上季度的反弹趋势，季度环比上涨 41%，其中三大油价一度冲击 50 美元的阻力位，但受到英国脱欧等事件的影响未能突破该价位。除了市场情绪稳定后的超跌反弹，本轮油价上涨还受到突发事件的推动，包括尼日利亚恐怖袭击和加拿大大火的影响。尼日利亚的冲突导致该国产量降至 30 年来的低点，较高峰时期每日产出减少约 100 万桶。加拿大野火也导致该国每日产出下降约 100 万桶左右。

从长期因素来看，中国为加强战略石油储备，石油进口量上升趋势明显，从去年起就在不断加大进口，目前单月进口超过 3000 万吨。同时，5 月份 OPEC 产油量有小幅下降，美国商业库存环比连续下降同时墨西哥湾钻井数维持在低位，多重因素刺激油价回升。

图表 432 季度石油价格持续上涨



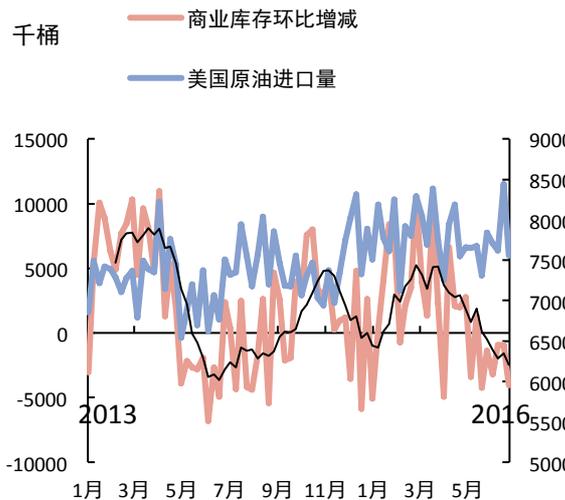
图表 44 中国原油进口稳定在高位



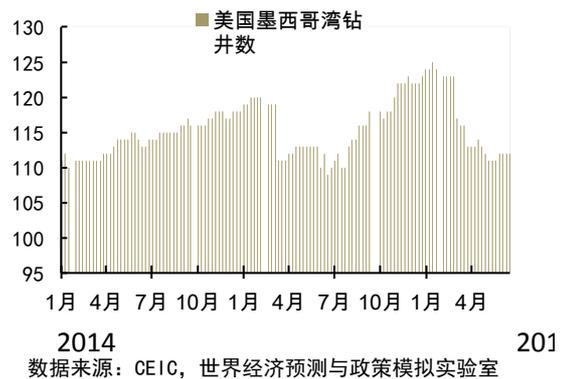
伊朗和俄罗斯
斯为争夺市
场均将产量
维持在高位

尽管有各类短期风险事件的支撑，但从供需结构来看，石油价格仍然承受较大压力。在供给端，OPEC 短期内减产的努力或被伊朗产油量增长所打断。伊朗出口量现已超过 200 万桶每日，印度、波兰等从伊朗的进口订单量都较高，预料伊朗不会在短期内限制产量。俄罗斯为了和伊朗争夺市场也将产能维持在高位。此外中国的战略储备进口经过了半年多的高峰运行，预计将逐渐缩量。更重要的是当前全球经济仍然较为疲弱，各类风险事件层出不穷，使得油价走势出现明显波动性。

图表 45 美国商业库存环比下降



图表 46 美国石油钻井数回落

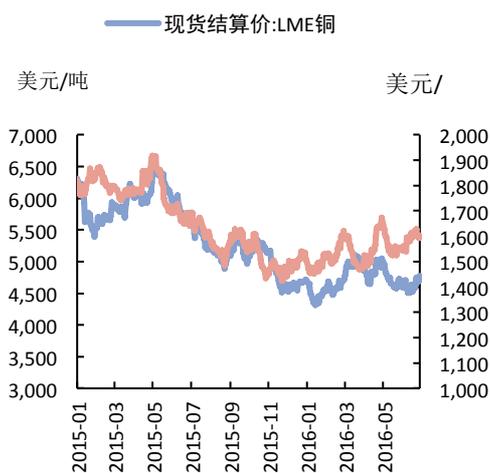


数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

英国脱欧对
油价的影响
具有两面性

英国脱欧公投结果揭晓后，全球金融市场巨震，原油作为风险资产受到牵连，国际油价急跌 5%，但随后市场情绪平稳，油价又再次反弹。一方面，英国脱欧导致美元走强，大量资金涌入避险资产，从而对油价造成压力。英国脱欧对欧元区实体经济的负面影响也使市场对油价有所担忧。但另一方面，全球央行联手宽松以及美联储推迟加息的预期又对美元形成压力并对风险资产利好，导致油价有上升动力。因此在当前的背景下，油价形成了供需基本面决定趋势，短期风险事件决定震荡区间的格局。

图表 47 LME 铜、铝价格波动加大



图表 48 国际铁矿石价格先涨后跌



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

受房地产、汽
车和基建领
域需求放缓
与库存降低
的双重影响，
2 季度金属

2 季度金属价格波动加大。铜方面，LME 铜价 2 季度以来波动为主，4 月价格上涨明显，4 月底最高上涨至 5025 美元/吨，之后价格回落，6 月底重新小幅回升至 4777.5 美元/吨；LME 铝价 2 季度价格变动趋势类似，4 月上涨了 9.8%，5 月初至 5 月中旬价格回落明显，之后又小幅回升。进口铜矿砂及其精矿价格从 4 月底 1168.4 美元/吨小幅回升至 1221.5 美元/吨。库存方面，铜

价格波动加大。随着7、8月份下游需求淡季的到来,预计未来两月金属价格将面临更大的压力。

库存走低,6月底上期所铜库存较3月中旬的高点39.5万吨下降57.8%;LME铜库存为19.4万吨,较去年年底下降16%左右,其中,欧洲与北美地区库存下降是主要原因。

总体而言,本季度铜、铝价格波动加大主要原因是原因是房地产、汽车和基建领域需求放缓,而库存的降低又为价格提供了一定支撑作用。预计,未来一季度内房地产的需求疲弱以及7、8月份下游开工淡季的到来,铜价整体仍将呈现震荡疲弱的走势,预计未来一季度内铜价的运行区间将位于4400美元/吨至4800美元/吨。

铁矿石与钢铁价格亦波动加大。TSI铁矿石价格指数从3月底至4月下旬大幅上涨约27%,之后大幅回落,2季度末价格相对于1季度末下跌1.5%。铁矿砂及其精矿的进口价格从3月底的45.3美元/吨反弹至57.7美元/吨;钢材进口价格微跌,从3月底的992.9美元/吨下跌至989.9美元/吨。从库存来看,2季度铁矿石港口库存相对稳定,未出现明显涨跌。

2季度铁矿石价格走软的原因主要在于房地产需求的走弱,随着一线城市房地产限购政策的陆续出台,房地产开发投资与新屋开工面积增速预计将进一步放缓,加之7、8月下游需求淡季即将到来,预计未来两个月铁矿石与钢材价格将面临更大的压力。同时,在全球钢铁产能过剩的背景下,中国钢铁出口正在遭遇欧美国家的贸易保护,5月18日,美国将进口自中国的冷轧扁钢最终进口税率提高至522%。全国基建投资可能对钢材价格形成一定支撑但预计作用有限。

本面正在逐步改善。国内市场来看，受国际市场影响，玉米价格在5月中旬触底之后有所反弹。去年4季度以来，由于东北三省与内蒙古自治玉米“市场化收购”与“补贴”配合的临储政策调整，玉米零售价格持续大幅下滑。但5月中旬之后，国际市场价格走势通过影响玉米进口与中间品、替代品价格开始影响国内市场，使得国内玉米价格开始触底回升。另一方面，从供给端来看，2016年国内玉米种植面积与产量预估值出现了2013年以来的首次下降⁴，供需可能出现一定改善。

小麦价格依旧疲弱。2季度国际市场小麦价格先升后降，震荡为主。CBOT小麦价格2季度最高上涨了9.0%左右，6月初之后小幅回落。供需来看，美国农业部（USDA）6月上调16/17年度全球小麦产量384万吨、上调小麦需求344万吨，小麦市场供需变化相对平衡。国内市场来看，小麦零售价格2季度有较大幅度的下跌，主要是由于天气回暖，单产回升。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仍在持续，预计小麦价格仍可能维持疲弱态势。

三. 未来价格走势与风险

预计未来一
季度油价上
升动力有限，
仍呈震荡走
势。金属价格
也以波动为
主，价格风险
主要来自于
美元等安全
性资产价格

石油方面，在全球经济疲弱的背景下，供过于求的基本面在短期内仍将持续。油价上升的动力更多来自于短期风险事件的影响和金融因素。但可以确定的是1季度构筑的底部较为牢固，年内跌穿的可能性较小。预计近期油价将在40-50美元的区间震荡。

金属方面，预计下一季度价格仍将以波动为主，价格风险主要来自于美元等安全性资产价格上涨超预期。从基本面来看，在新兴经济体增长疲软的背景下，对金属消费来自于实体段的需求病危出现实质性的改善，而国内房地产限购等调控性政

⁴参见《中国农业展望报告：2016-2025》，中国农业部，2016年4月。

上涨超预期。农产品方面，看好大豆价格未来走势，玉米与小麦价格仍将震荡。

策下，金属需求也可能进一步走软。英国脱欧公投之后，未来一季度到半年内的风险事件可能导致美元反弹超预期，这种情况下金属价格可能会超预期下跌。

农产品方面，看好大豆价格未来走势，玉米与小麦价格仍将波动为主，价格风险主要来自于未来天气与资金因素。2 季度以来，农产品市场供需基本面出现了不同程度的改善，未来价格主要风险仍来自于南美等国天气的不确定因素。另外，资金因素来看，由于 CFTC 基金近期持仓多头都处于不同时间段内的历史高点，从这个角度来看，农产品价格短期内可能面临一定回调压力。

外贸专题：进出口增速改善

2016年2季度中国出口降幅收窄，同比增速较上季度回升5.4个百分点，扭转了1年半以来出口增速持续下滑的走势。出口改善的原因，主要是出口市场份额增速回升。同时，2季度进口也出现了回升，受到大宗商品价格反弹和进口数量上升的双重支撑。2季度中国货物贸易顺差略有扩大。预计3季度中国外贸维持弱势。短期内英国脱欧对中国出口不会造成严重冲击，长期或将给中国出口带来压力。

一、中国出口增速略有改善

2季度出口增速略有改善，降幅收窄。

2季度出口增速略有改善，降幅收窄。2016年2季度，中国海关数据显示，以美元计⁵，中国出口同比下降4.3%，较上季度-9.7%的增速回升5.4个百分点。出口同比增速在持续6个季度下滑后⁶，开始略有改善，降幅收窄。相较上季度，分地区看，2季度出口改善主要来自东盟、欧盟和香港；中国对这三个地区的出口分别增长1.5%、-0.9%和-4%。中国对美国和日本出口分别下降10.6%和6.8%，降幅较上季度均略有扩大。

从贸易方式看，2季度出口改善主要来自一般贸易⁷，贡献度为65%，其同比增速由上季度的-7.3%上升至2季度的-1.1%。从产品分类看，2季度出口改善主要来自机电产品⁸，贡献了45%，其出口同比下降5.6%，较上季度回升4.2个百分点；同期七大

⁵除非特别注明，下文的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。

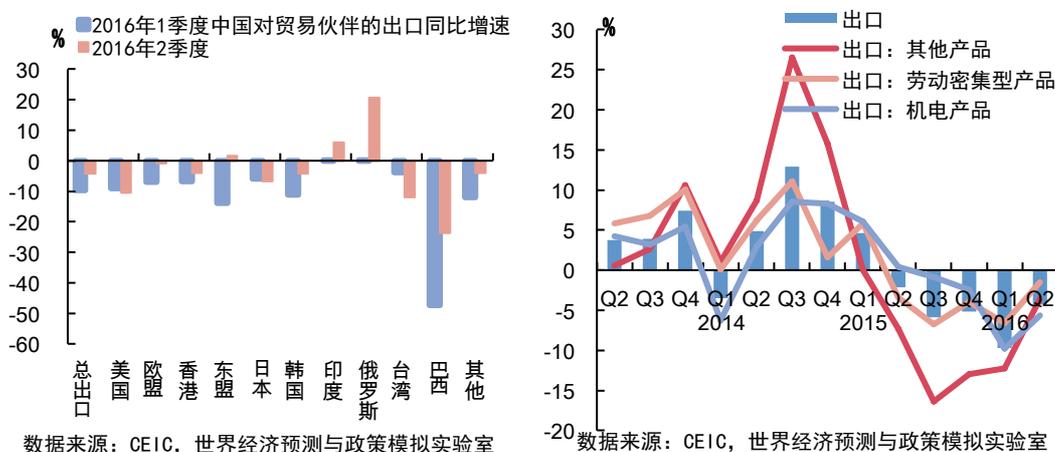
⁶2014年7月-12月、2015年11-12月中国出口高报现象明显。剔除其干扰后，2015年4季度出口增速低于3季度增速，而不是海关数据显示的略有上升。

⁷贸易方式包含一般贸易、加工贸易和其他贸易方式。2016年2季度，这三种贸易方式出口占总出口的比例依次为56.6%、31.4%和12%，加工贸易出口占比连创季度数据的新低。

⁸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2季度，这三类产品占总出口比例依次为56.6%、21.4%和22%。

类传统劳动密集型产品出口同比下降 1.5%，降幅收窄。

图表 51 中国出口增速的地区和产品分布



出口放缓受到 2 季度外需放缓的拖累。

2 季度外需疲弱，可能拖累了出口改善。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），与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⁹。2014 年 1 月至 2016 年 2 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（外需增速）存在较强的相关关系，相关系数分别为 0.81 和 0.69。根据这一关系，可以估计今年 2 季度外需的变化情况。

2016 年 3 月至 5 月，摩根大通全球制造业 PMI 指数分别为 50.6、50.1、50（平均值为 50.2），低于前 3 月的平均值 50.5，意味着从全球制造业 PMI 来看，今年 2 季度外需增速较上季度很可能放缓。此外，2016 年 3 月至 5 月，中国外贸出口先导指

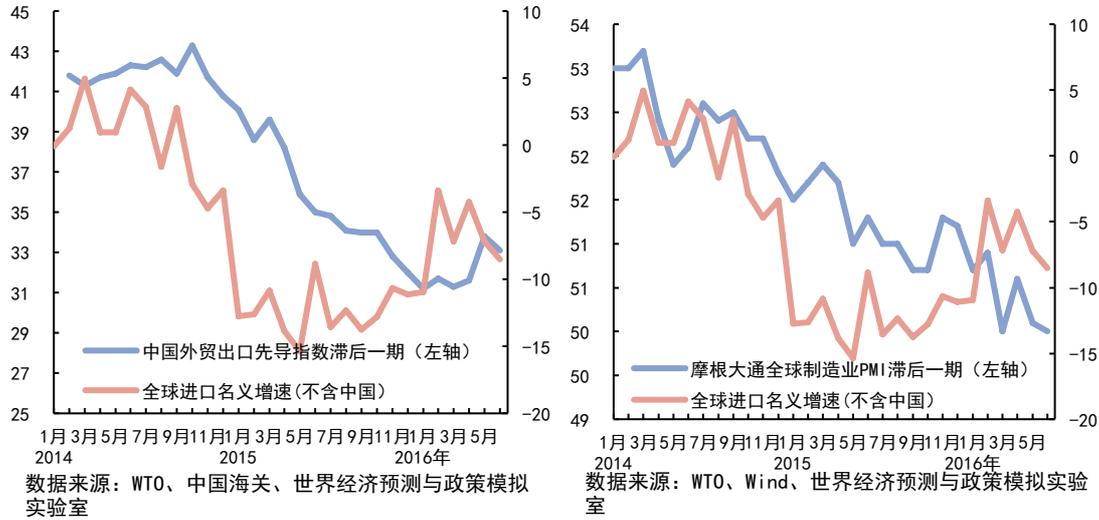
⁹最新数据显示 2015 年 4-5 月没有明显的出口虚报。

数依次为 31.6、33.8、33.1（平均值为 32.8），高于前 3 月的平均值 31.4，表明从中国外贸出口先导指数看，今年 2 季度外需增速较上季度有可能回暖。由于摩根大通全球制造业 PMI 指数与外需的相关性，高于中国外贸出口先导指数与外需的相关性，因此我们预估 2 季度外需增速较上季度略有放缓，支撑中国 2 季度出口增速回暖的可能性较小。

2 季度出口
回暖主要来自
中国出口产品
市场份额增速的
回升。

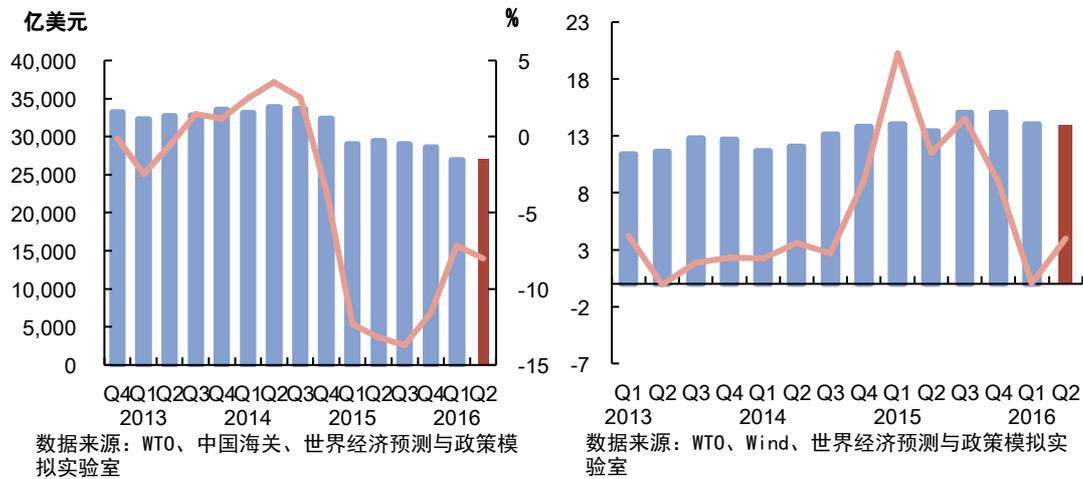
2 季度出口回暖主要来自中国出口产品市场份额增速的回升。首先，从贸易伙伴提供的数据看，基期因素有利于 2 季度出口市场份额增速好于 1 季度。这是因为 1 季度中国出口产品在 13 个主要贸易伙伴的市场份额增速只有 0.06%，去年 1 季度增速高达 20.2%，而去年 2 季度增速较低，为 11.5%。此外，2015 年 3 月至 2016 年 2 月，中国海关总署发布的中国出口企业综合成本指数一期滞后值与中国出口产品在 13 个主要贸易伙伴的市场份额增速相关系数为-0.72。根据这一关系，可以看到 2016 年 3 月至 5 月，中国外贸出口企业综合成本指数依次为 29.1、28.3、29.1，平均值为 28.8，低于前 3 月的平均值 29.8。也即中国出口企业综合成本有所下降，意味着 2 季度出口市场份额增速很可能较上季度回升，成为支撑中国 2 季度出口增速回暖的主要原因。

图表 52 预计 2 季度外需增速略有放缓



说明：全球进口名义增速（不含中国）2016 年 5 月、6 月值为估计值。

图表 53 出口 2 季度改善来自中国出口产品市场份额增速的回升



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 2 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。

专栏

英国脱欧对中国出口的影响

2016 年上半年，中国对英国出口占总出口的 2.6%，英国是连接中欧经贸合作的重要纽带。

英国脱欧对中国出口影响的途径有二：一是脱欧后英国直接的进口需求变化和由此引发的他国进口需求的变化，对中国出口的影响；二是脱欧后中国产品在英国的市场份额变化，以及脱欧引发的中国产品在他国进口市场份额发生变化，对中国出口的影响。

短期看，由于英国公投脱欧到真正脱离欧盟还有较长时间，欧洲理事会主席图斯克预估整个谈判至少长达 7 年，因此，短期内英国实际 GDP 变动带来的外需变动较小，脱欧对中国出口的影响更多体现在英镑、欧元、人民币汇率变动带来的以美元计外需变化和市场份额变动上。如果继续维持目前脱欧后的汇率走势，英镑贬值将带来英国进口需求的减少，而人民币对美元和欧元的贬值均将带来中国产品在英国进口市场份额的上升。外需减少和市场份额上升对中国出口有相反的影响，两相抵消，短期内英国脱欧对中国出口预计不会出现显著的负面冲击。

长期看，一方面，脱欧导致的英国和欧盟等经济体需求疲软将对中国出口产生压力。国际货币基金组织（IMF）预计¹⁰，脱欧将导致英国明年陷入衰退，并造成“永久性的较低收入”，并损害欧洲其他国家经济。即使在最好情形下，2021 年英国 GDP 也将下降 1.4%，不利情形下，GDP 将降低 4.5%。另一方面，英国脱欧之后，在双边层面上与中国政府的关系可能会显著增强，例如率先承认中国的市场经济地位等¹¹。英国财政大臣奥斯本 7 月 4 日即表示，英国将积极寻求新的双边贸易协议，他将于今年对中国展开一次拓展访问，以保持投资继续流入英国。其结果是中国产品在英国的市场份额很可能提升。但同时，中国失去了英国作为通向欧洲门户的作用，可能会面对一个更为保护主义的欧盟，不利于中国出口增长。

综上，短期内英国脱欧对中国出口不会造成严重冲击，长期内将给中国出口带来压力，挑战和机遇并存。

¹⁰ “IMF：脱欧将严重损害英国经济”，FT 中文网，埃米莉·卡德曼报道，6 月 17 日。

¹¹ 张明，“不必对英国脱欧过分悲观”，RCIF Policy Brief No. 2016.042，6 月 28 日。

二、中国进口增速有所改善

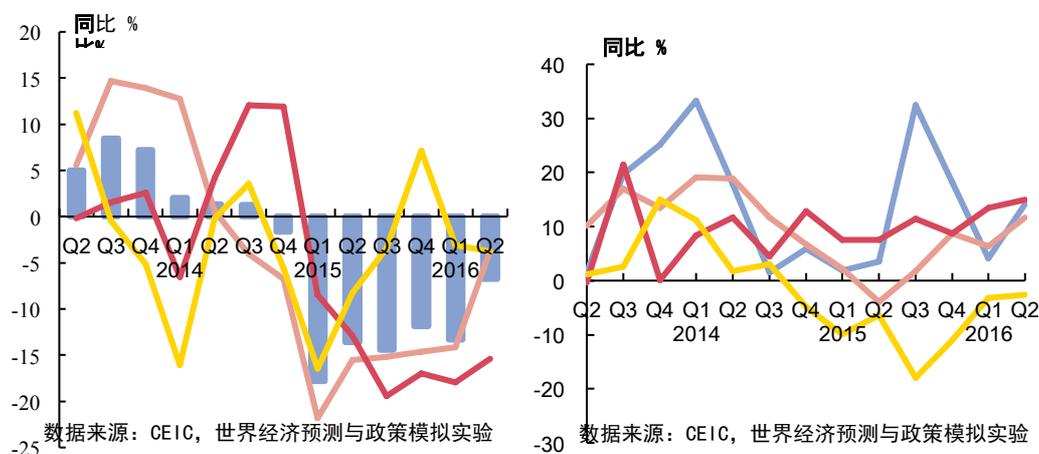
2 季度中国进口增速有所改善。

2 季度中国进口增速有所改善，降幅收窄，受到了大宗商品价格反弹和进口量上升的双重支撑。2 季度，以美元计，中国进口同比下降 6.8%，较上季度的-13.3%回升 6.5 个百分点。从贸易方式看，2 季度进口改善主要来自一般贸易方式进口¹²，贡献度达 91%，其增速从上季度的-14.1%收窄至 2 季度的-3.7%。加工贸易进口仍然低迷，2 季度同比下降 15.4%，较上季度仅收窄 2.6 个百分点。

4-5 月进口实际增速较上季度提升。

剔除进口价格影响，4-5 月进口实际增速较上季度亦有所提升¹³。4-5 月，中国进口实际增速为 3.7%，高于上季度 3.0%。从大宗商品进口数量上看，2 季度，大豆、铁矿砂、原油和钢材的进口量增速均较上季度有所回升。其中，石油进口量增长了 15%，大豆进口量增长了 14.2%，铁矿砂进口量增长了 11.6%。

图表 54 中国进口增速的贸易方式和产品分布



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 2 季度，一般贸易进口占总进口比例为 57.8%，加工贸易进口占比为 23.5%，其他贸易方式进口占比为 18.7%。

¹³目前，6 月价格指数尚未发布。

三、中国货物贸易顺差略有扩大

2 季度货物贸易顺差略有扩大。

2 季度货物贸易顺差略有扩大。2016 年 2 季度，中国货物贸易顺差为 1436 亿美元，同比增长 2.9%，较上季度增加 179 亿美元。从贸易方式看，2 季度一般贸易顺差 763 亿美元，较上季度增加 101 亿美元；加工贸易顺差 760 亿美元，较上季度增加 69 亿美元。

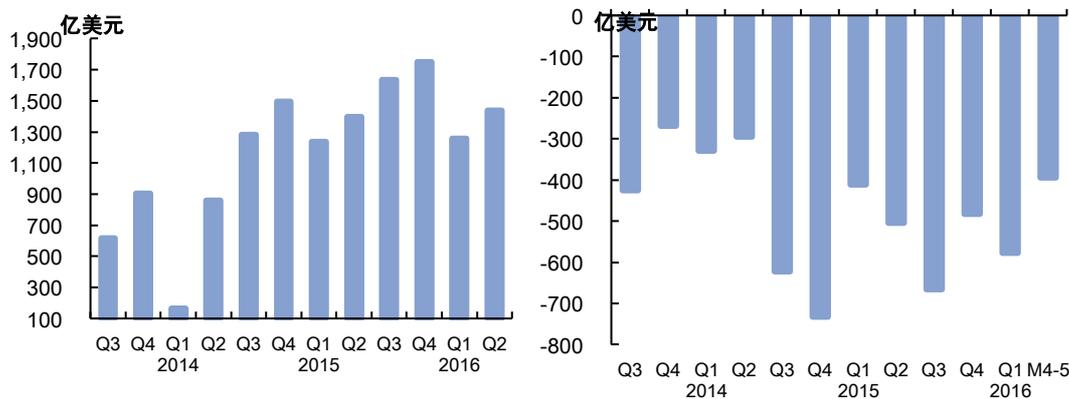
4-5 月服务贸易逆差增速放缓，境外异常购保现象减少。

4-5 月服务贸易逆差增速放缓，境外异常购保现象减少。2016 年 4-5 月，中国服务贸易逆差为 394 亿美元，同比增长 10.9%，较上季度 40.2% 的增速明显回落。其中，4-5 月境外旅行逆差 348 亿美元，同比增长 9.2%，较上季度 36.4% 的增速显著回落。从规模上看，随着出境游增多，以及更多出境游商品购买数据的收集，服务进口上升从而服务贸易总体逆差呈现趋势性的增长。值得注意的是，4-5 月保险和养老金服务逆差增速较上季度明显放缓，隐藏其中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明显缓解。4-5 月保险和养老金服务逆差较去年同期增加 4.2 亿美元（1 季度增加了 17.9 亿美元），同比增速为 76%（1 季度 268%），同时 5 月增速已降至 21.3%，异常情况逐渐缓解。

1 季度货物和服务净出口拖累增长 1.4 个百分点。

1 季度货物和服务净出口拖累 GDP 增长 1.4 个百分点。1 季度，中国货物贸易顺差 1257 亿美元，服务贸易逆差 577 亿美元。按不变价计，1 季度货物和服务净出口对 GDP 增长的贡献为 -1.4 个百分点，显著低于去年 1 季度 1.3 个百分点的正贡献。

图表 55 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

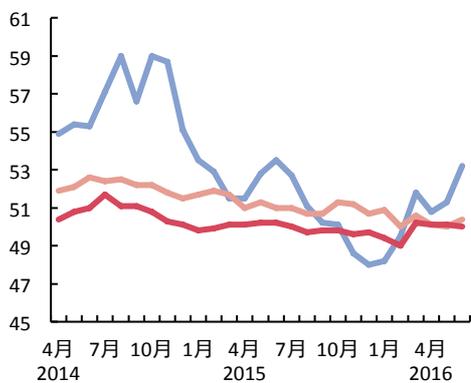
四、外贸展望：维持弱势

预计 3 季度
外贸将维持
弱势。

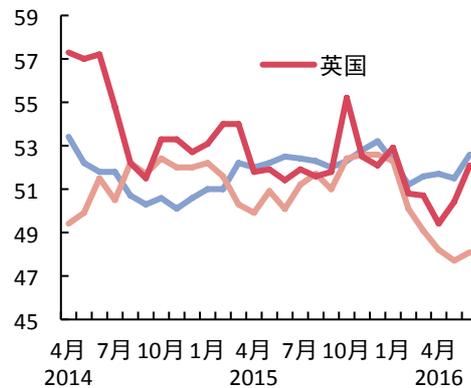
预计 3 季度外贸将维持弱势。其一，外需持续低迷。虽然 6 月摩根大通全球制造业 PMI 指数为 50.4，较 5 月上升 0.4¹⁴，但 6 月底英国公投脱欧事件将给 3 季度 PMI 指数和外需带来不利影响。预计 3 季度外需仍将持续疲软。同时，7 月 8 日世界贸易组织首次发布的全球贸易景气指数为 99，稍低于趋势水平，预示 7-8 月世界贸易增长仍将持续低迷。其二，3 季度中国出口产品在主要贸易伙伴的市场份额增速有望保持 2 季度较低的增速。其三，由于全球经济仍然呈弱势格局，且风险偏好较低，预计 3 季度大宗商品价格将承受一定压力（参见本季报大宗专题），低于 2 季度增速，由此名义价格表示的外需增速和中国进口增速将受压制。其四，中国 3 季度经济维持 2 季度回暖走势的可能性减弱（参见本季报中国经济专题），进口的持续回暖难度较大。

¹⁴除中国外，主要经济体 6 月制造业 PMI 指数均在上升。具体地，美国由 5 月的 51.3 上升至 6 月的 53.2；欧盟同期由 51.5 上升至 52.6，日本由 47.7 上升至 48.1；英国由 50.4 上升至 52.1；例外是中国由 50.1 下降至 50.0。

图表 56 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



数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验

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)		
	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2013	2014	2015
出口	-5.1	-9.7	-4.3	7.8	6.0	-2.6
进口	-11.9	-13.3	-6.8	7.3	0.7	-14.4
出口额	6130	4641	5342	22107	23432	22829
进口额	4376	2815	3906	19493	19631	16806
贸易余额	1754	1257	1436	2614	3801	6023

2. 地区出口

	(美元同比、%)			(规模、亿美元)		
	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2015Q4	2016Q1	2016Q2
出口	-5.1	-9.7	-4.3	6130	4641	5342
美国	-3.6	-9.0	-10.6	1063	816	926
欧盟	-3.4	-7.0	-0.9	936	767	848
香港	-1.3	-6.7	-4.0	1083	607	739
日本	-7.7	-5.9	-6.8	352	309	308
东盟	-6.7	-13.8	1.5	741	585	680
俄罗斯	-32.9	0.1	20.7	96	71	91

3. 贸易方式

	(美元同比、%)			(规模、亿美元)		
	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2015Q4	2016Q1	2016Q2
一般贸易出口	-2.5	-7.3	-1.1	3165	2573	3021
加工贸易出口	-12.2	-16.0	-12.1	2203	1530	1678
其他贸易出口	8.1	-0.7	3.9	763	539	642
一般贸易进口	-14.6	-14.1	-3.7	2293	1911	2259
加工贸易进口	-17.0	-18.0	-15.4	1232	839	918
其他贸易进口	-6.9	-3.1	-3.8	850	634	728

数据来源：CEIC 数据库。