

## 全球宏观经济季度报告

总览：2016 年冬季全球宏观经济运行与分析（已发布）

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

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 李远芳 国际金融

肖立晟 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 特朗普专题

侯书漪 科研助理 安婧宜 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

### **美国经济：经济运行呈疲弱态势..... 1**

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

### **欧洲经济：制造业活动增强 通胀回升 ..... 10**

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

### **日本经济：出现回暖迹象 ..... 20**

2016年第4季度，预计日本实际GDP季调环比增长折年率约为2.3%。第4季度经济比上季度更加活跃。从需求看，企业经常利润增长率回升、商业信心恢复，投资需求抬头；家庭消费倾向上升显示消费需求向好，股市大涨为提振消费提供了支撑；而日元贬值则刺激了出口。从生产看，制造业和服务业PMI在第4季度双双回升至荣枯线上方，分别为51.7和51.5，工业生产指数也延续上升态势。受第4季度增长回升拉动，预计日本2016年实际GDP增长1.1%。2017年第1季度将延续增长势头，预计实际GDP季调环比

折年率 1.2%。尽管对华贸易降速放缓、直接投资增速回升，但中日政治关系趋冷对双边经贸投资的负面影响长期化的态势并未根本扭转。

### **新兴市场经济：经济继续向好 ..... 33**

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

### **中国经济：短期还将继续回暖、中期面临压力 ..... 39**

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

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

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

**东盟与韩国经济：外需现曙光，中国东盟抱团取暖 ..... 48**

东盟六国 2016 年第 4 季度加权平均经济增长率预计为 4.6%，比第 3 季度上升 0.2 个百分点。预计 2016 年东盟六国加权平均增速为 4.5%，比上年上升 0.1 个百分点。由于内需向好且外需有望持续回暖，东盟六国 2017 年增长预计将进一步上升，达 4.6%。韩国 2016 年第 4 季度经济增长预计为 2.3%，比第 3 季度低 0.3 个百分点。预计 2016 年韩国经济增速为 2.7%，比上年上升 0.1 个百分点，但本轮复苏可能已终结，政局混乱和对外竞争力下降使得韩国 2017 年经济增长预计为 2.5%。从当前东盟各经济体的表现来看，内需复苏仍然保持稳固，外需也有好消息传来，作为“外需风向标”的新加坡 2016 年第 4 季度经济出现强劲复苏，各国出口数据在 2016 年 11 月后出现好转态势，这意味着外需温和转暖和外部压力的减轻，对经济增长前景是利好。展望中国与东盟经贸往来，除了一般认为的中国作为东盟的主要需求方之外，东盟在中国出口中也越来越多地扮演积极角色，同危机之前（2007 年）相比，2016 年前 11 个月东盟在中国出口中占据的份额上升了 4.1 个百分点。

**金融市场：美联储顺利加息，人民币汇率贬值压力犹存**

..... 58

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

12 月 14 日美联储全票通过加息 25bp 的方案，全球货币应声而动，美元指数突破 100 以上，此次非美发达经济货币调整甚于新兴经济体。由于符合市场预期，总体上此次加息的市场冲击明显小于去年年底的首次加息。全球货币市场上，美元以外其他主要货币隔夜拆借利率并未对此事件有明显反应，但主要经济体长期债券收益率大幅上行，特别是欧日十年期国债收益率已脱

离负值区间，可见美联储升息通过该渠道对全球金融市场产生方向性影响，并对非美经济体货币政策形成明显制约。

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

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

#### **大宗商品专题：供需端利好，商品和美元同涨 ..... 73**

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

#### **外贸专题：进出口好转，不确定性增加 ..... 81**

2016年4季度，中国出口（美元）同比下降5.2%，较3季度回升1.5个百分点。出口回升来自外需回暖和出口市场份额增速的回升。4季度中国进口同比增长2.1%，也较3季度明显好转。同时，货物贸易顺差增速继续放缓，一般贸易顺差显著减少；服务贸易逆差增速显著提升。

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

### **特朗普专题**

<b>特朗普关税对中国出口和就业的影响 .....</b>	<b>91</b>
<b>警惕美国贸易 301 条款卷土重来 .....</b>	<b>99</b>
<b>特朗普税改 .....</b>	<b>107</b>

## 图表目录

图表 1 制造业 PMI 与工业生产指数偏离 .....	2
图表 2 汽车销售进入平台期（单位：万辆） .....	3
图表 3 资本品订单略有下降（单位：百万美元） .....	3
图表 4 新屋开工量锯齿型波动（单位百万套） .....	5
图表 5 就业市场整体稳定 .....	6
图表 6 通胀率缓慢上升 .....	7
图表 7 PMI 稳步上行，工业产出表现平平 .....	11
图表 8 消费者信心不断攀升 .....	12
图表 9 企业投资仍处于低位 .....	13
图表 10 贸易账户盈余收窄 .....	14
图表 11 失业率缓步下降 .....	15
图表 12 通货膨胀水平达三年来新高 .....	16
图表 13 日本经济增长重拾动力 .....	21
图表 14 日本企业经常利润同比回升，企业信心恢复 .....	22
图表 15 制造业和服务业 PMI 回归荣枯线上方 .....	23
图表 16 日本工业生产指数加速回升 .....	24
图表 17 日本家庭消费倾向回升，劳动收入同比延续正增长 .....	25
图表 18 日本季调失业率维持较低水平 .....	25
图表 19 日本进口同比增速回升 .....	26
图表 20 日本季调实际进出口指数 .....	27
图表 21 日本东京日经 225 指数第 4 季度大涨 .....	28
图表 22 日本 CPI 增长率与核心 CPI 增长率背离 .....	30
图表 23 日元对美元近期明显贬值 .....	30
图表 24 日本对华贸易增速下滑放缓 .....	31
图表 25 日本对华直接投资增速回升 .....	32



图表 26 中国与金砖国家贸易情况 .....	37
图表 27 国际金融市场主要指标变动 .....	59
图表 28 VIX 指数 .....	60
图表 29 主要经济体汇率走势比较 .....	61
图表 30 主要经济体汇率走势比较 .....	62
图表 31 主要经济体股指走势 .....	63
图表 32 主要货币市场利率走势 .....	64
图表 33 主要经济体国债收益率走势 .....	65
图表 34 跨境资本总流动 .....	66
图表 35 银行结售汇差额 .....	66
图表 36 企业涉外收入支出结售汇比率 .....	68
图表 37 跨境人民币收入支出占涉外收入支出比率 .....	69
图表 38 4 季度大宗商品价格涨幅加大 .....	74
图表 39 大宗商品价格持续反弹，涨幅扩大 .....	74
图表 40 4 季度石油价格单边上行 .....	74
图表 41 4 季度油价和美元出现同涨局面 .....	74
图表 42 OPEC 原油产量维持在高位，减产尚未见效 .....	75
图表 43 欧洲原油需求上升 .....	75
图表 44 美国钻井数维持在低位 .....	76
图表 45 美国商业库存 4 季度走低 .....	76
图表 46 中国进口铜价基本平稳 .....	77
图表 47 中国钢材进口价格上涨 .....	77
图表 48 LME 铜、铝价格 11 月暴涨后震荡回落 .....	78
图表 49 国际铁矿石价格 11 月暴涨后高位震荡 .....	78
图表 50 CBOT 农产品价格 .....	79
图表 51 中国出口增速的地区和产品分布 .....	82
图表 52 预计 4 季度外需增速有所回升 .....	85
图表 53 预计 4 季度中国出口产品市场份额增速有所回暖 .....	85

图表 54 中国进口增速的贸易方式和产品分布 .....	87
图表 55 中国货物贸易顺差及服务贸易逆差 .....	88
图表 56 全球及主要经济体制造业 PMI .....	89
图表 57 中美逆差 2015 年排名前 15 的产品类别 .....	92
图表 58 美国就业人数同比增速 .....	93
图表 59 共和党税收政策蓝图及与特朗普版的区别 .....	105

## 美国：经济运行呈疲弱态势

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

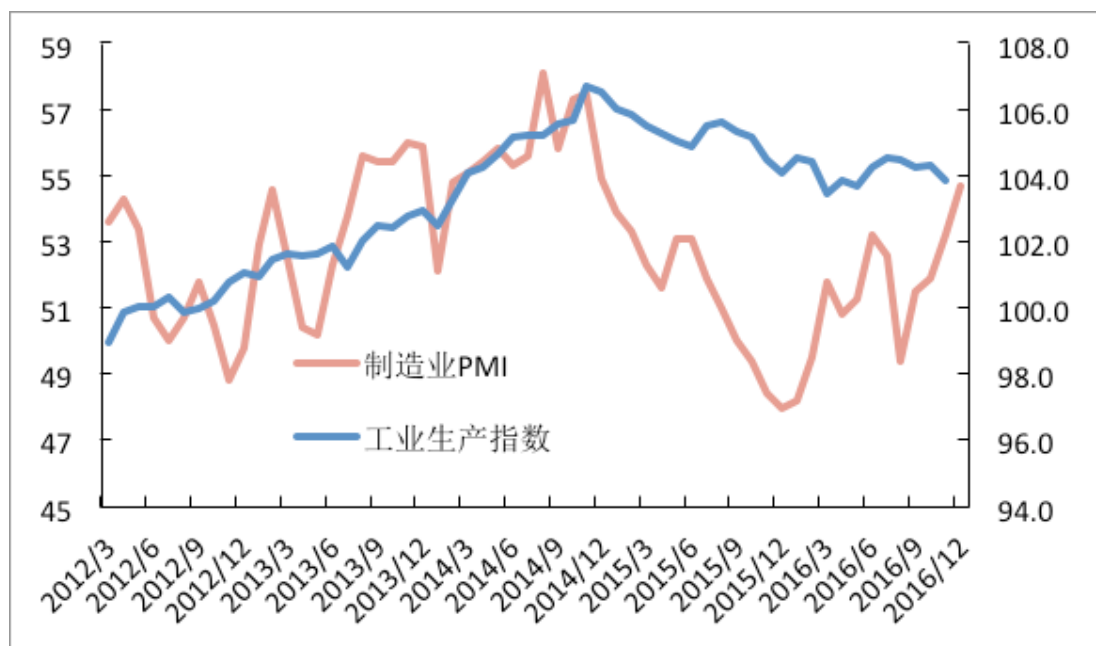
### 一、经济运行态势

工业生产震  
荡下行

工业生产震荡下行。2016 年 10~12 月 ISM 制造业采购经理人指数（PMI）分别为 51.9、53.2 和 54.7，均高于 50 的荣枯线，管理层对市场的预期较好；但同期工业生产继续保持零增长或轻微负增长。预期往往受管理层主观心理感受的影响较大，波动噪音偏多，从经验看预期改善短期内并不一定伴随实际工业生产的增长。

全球经济增速低迷通过生产网络影响美国制造业，美元升值对其制造业产生负面作用，因为大宗商品价格的回升采掘业近期生产出现反弹，但对整体工业生产的拉升幅度有限，美国工业生产处于相对疲软的状态。

图表 1 制造业 PMI 与工业生产指数偏离

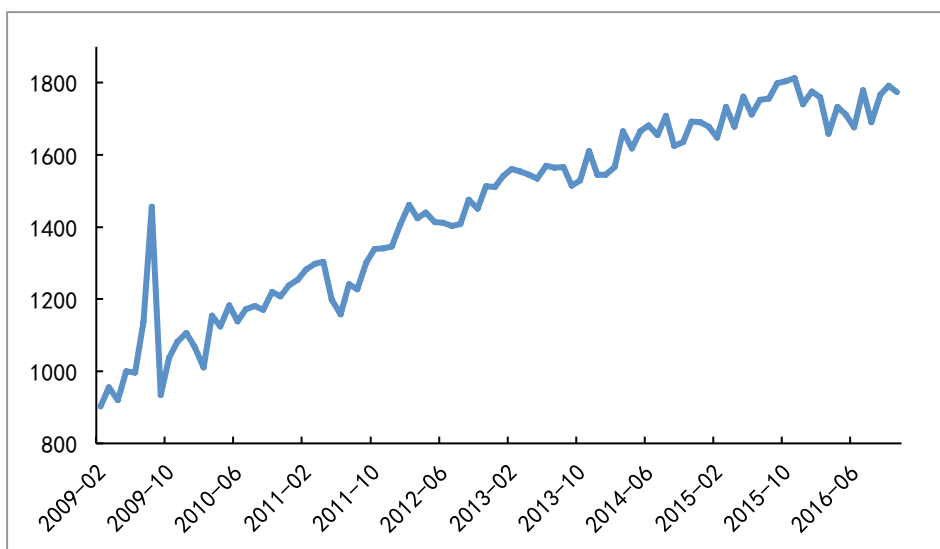


消费支出较为稳定,但汽车销量进入平台期。

消费支出较为稳定,但汽车销量遇到平台期。就业机会稳步增加使家庭可支配收入增加,房价和股价的上升使美国家庭资产负债表稳步改善,2016年3季度美国家庭净财富/可支配收入已超过金融危机前的峰值,这对消费产生财富效应。2016年6~11月美国真实个人消费保持2.8%~2.9%的稳定增速,是经济增长的主要引擎。

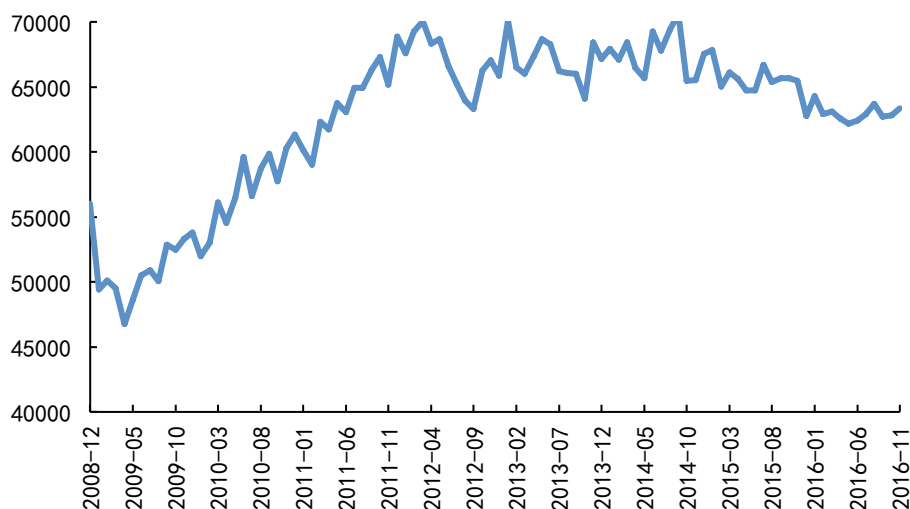
特朗普减税和增加就业的政策承诺改善了家庭对未来经济状况的预期,2016年11月大型企业联合会发布的消费者信心指数升至107.1,远高于之前10个月的均值97.5,但信心提升能否显著刺激消费尚存在疑问,11月零售额增速不及预期。近期汽车消费的走势尤为值得关注,2016年年初以来美国汽车销量结束长达7年的强劲增长,开始围绕1740万辆(年率)左右的规模水平震荡,9~11月只有小幅波动。汽车占家庭消费的20%,是消费波动最重要的主导因素,汽车销量的徘徊对家庭消费产生制约作用。

图表 2 汽车销售进入平台期（单位：万辆）



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 3 资本品订单略有下降（单位：百万美元）



数据来源：美联储圣路易分行，世界经济预测与政策模拟实验室

企业投资低位徘徊

**企业投资低位徘徊。**2016年2~3季度美国企业投资（含建筑投资、设备投资 and 无形资产投资）对GDP增速的贡献分别为0.12和0.18个百分点，大大低于2009~2015年平均每季度0.69个百分点的贡献，企业投资低位徘徊。从细分结构看，企业无形资产投资如软件、研发等方面较为稳健，但建筑和设备等硬

件投资呈现负增长，低投资增速与美国知识经济时代的投资结构有关。

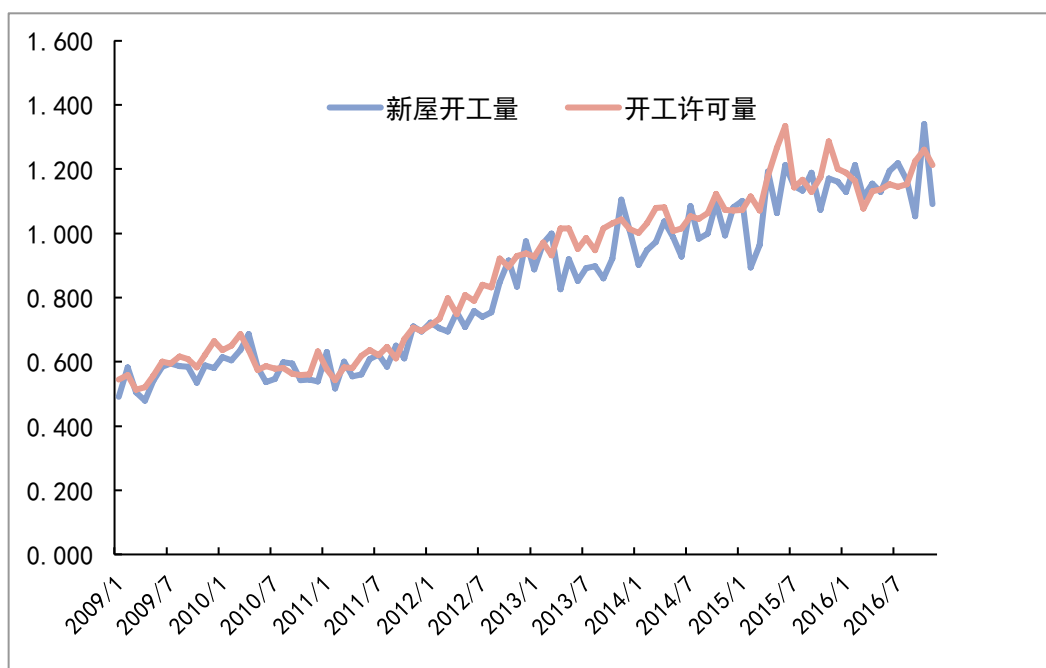
从月度数据看企业投资没有好转迹象，非国防资本品订单大致可以看作企业投资的先导指标，2016年10~11月延续过去的下降态势。2016年4季度CEO投资意愿调查显示预期投资增加的企业比重为35.0%，略低于前3季度36.3%的均值。尽管企业的流动性资产较多，但大量企业用现金回购本公司股票，投资意愿仍然较低。特朗普在竞选期间承诺降低企业税率，如果这项承诺能够落实企业利润会提升，但在企业流动性充足的背景下，利润提升不一定能转化为企业投资。

房地产锯齿  
性震荡

**房地产开工量锯齿性震荡。**2016年11月新房销售量5.2%的环比增速创4个月来新高，美联储加息使贷款利率上升，部分家庭加速购房决策；2016年12月综合考虑房屋销量、房价、地产商预期等数据的房地产市场景气指数攀升到70.0，大大高于前3季度59.4的均值。

但是销售量的向好并不能说明房地产市场的持续繁荣。更反映经济增加值的指标——新屋开工数量持续徘徊，2016年9~11月的均值为116万套（折年率），与之前1年的开工量均值相等，房屋开工量停止了金融危机结束后的快速反弹，受到家庭形成数量等长期人口因素的制约，新房开工许可量与开工量波动态势也基本一致。支出法GDP数据印证了房地产投资的低迷，2016年2~3季度住宅投资对GDP的贡献为-0.31和-0.16个百分点，这种连续负增长是2009年经济复苏以来很少见的现象。房地产市场对经济复苏的拉动效果值得担忧。

图表 4 新屋开工量锯齿型波动（单位：百万套）

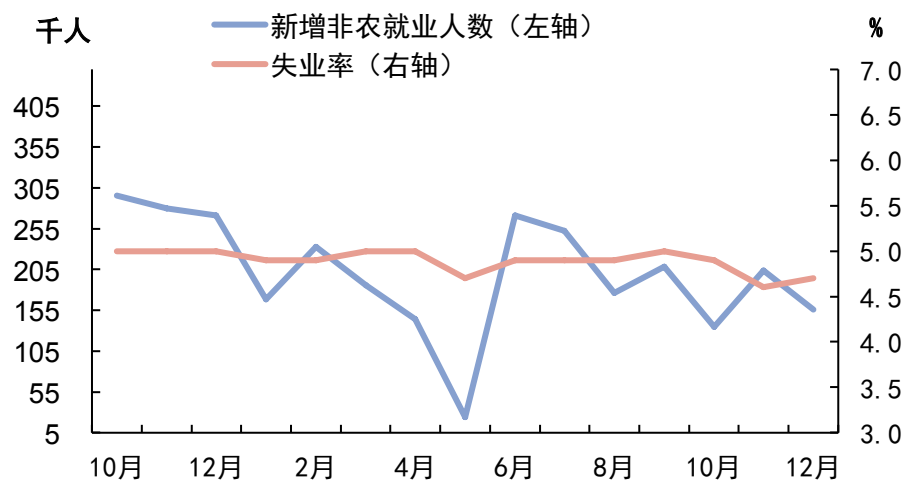


就业市场整  
体稳定

**失业率接近理想状态。**2016年11~12月美国失业率为4.6%和4.7%，已经略微低于二战以来的长期均值，学界普遍认为美国失业率已经接近自然失业率，继续下降的空间较为有限。10~12月新增非农就业均值为16.0万，比之前一年20.9万人的月均增幅有所放缓，但考虑到失业率已经很低，新增就业人数的下降在所难免。2016年6~11月美国劳动参与率围绕62.7%~62.9%之间小幅徘徊，结束了过去9年以来的震荡下行态势，这是较为正面的进展。随着失业率的降低，新增就业将主要依靠过去的非活跃人群加入到劳动力市场。

尽管美国长期失业率仍然偏高，兼职工作者仍然偏多，但美国的就业市场整体上已经接近理想状态，继续改进的空间逐步缩小。

图表 5 就业市场整体稳定



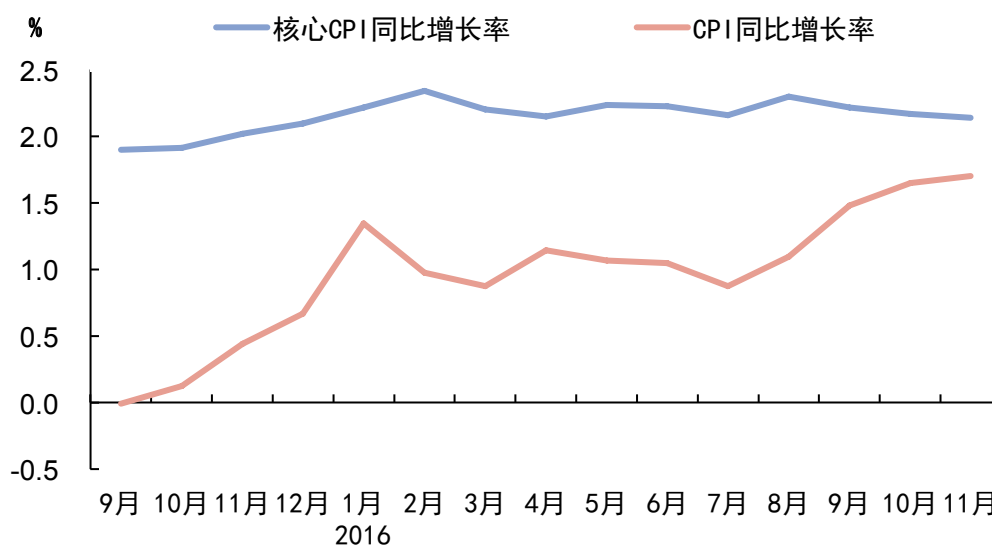
数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

通胀率上升  
缓慢

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



图表 6 通胀率缓慢上升



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

## 二、经济政策

财政政策面  
临重大抉择

**财政政策面临重大抉择。**特朗普的诸多政策主张如减税、增加基础设施投资等均属于财政政策的范畴。2016年12月9日参众两院通过临时拨款法案，将联邦政府拨款延续到2017年4月28日，因此短期内财政政策还将延续过去的态势。特朗普政府上台后必须在3个月内与国会磋商截止到2017年9月财年结束前的政府拨款，此外还包括2017~2018新财年的预算案，这将是特朗普落实其政策主张的主要抓手。此外2017年3月美国将面临国债上限，国会势必借此机会提出政策要价，磋商是否会冲击金融市场将主要取决于特朗普政府与国会的沟通能力。

加息节奏更  
加谨慎

**美联储加息节奏将非常谨慎。**2016年12月美联储决定将联邦基金利率目标范围提高到0.5%~0.75%，这是美联储在2015年12月加息后的第2次，加息频率显著低于2016年年初的金融市场预期。当前失业率已经接近理想水平，通货膨胀率

已经出现上升态势，货币政策正常化有其必然性。

美国经济的走势明显走弱，本轮经济复苏已经持续 7 年之多，诸多金融机构仍然在讨论经济衰退的风险，美联储适度加息也为未来可能出现的经济衰退预留政策空间。但面临当前这种非常微妙的经济形势，美联储未来的货币政策将更加审慎、更加踌躇。

### 三、经济形势展望

增长呈现疲  
软态势

**增长呈现疲软态势。**2016 年年底美国经济多项指标呈现疲软态势。消费支出虽然较为稳健，但主要耐用消费品汽车的销量进入平台期，这对消费构成负面影响；企业尽管流动性充足，但投资意愿依旧偏弱，资本品订单持续负增长；房地产投资连续两个季度对 GDP 增长构成负向贡献，这是 2009 年经济复苏开始以来罕见的现象，而且加息进程将会进一步影响房地产市场。消费和投资两大类需求呈现疲软态势。

从供给端来看，失业率已经接近理想状态，劳动力市场继续改进的空间变窄，净新增就业岗位将主要依靠劳动参与率的提高，而新参与市场的劳动者能力较低，势必会影响经济增长后劲。但另一方面来看劳动力市场的收紧势必带动通货膨胀上升。

特朗普当选总统前后，若干信心类指标出现明显上升。如制造业采购经理人指数连续高于荣枯线，消费者信心指数创 2009 年以来新高，公众对特朗普的减税、增加基础设施投资的政策抱有期望。但政策承诺能够落实多少，政策能否刺激消费和投资仍然需要观察。

2015 年 4 季度~2016 年 3 季度美国 GDP 增速均值为 1.7%，比之前 1 年 2.2% 的均值有明显下降，3 季度 3.5% 的高增速矫正了之前连续两个季度的超低增速，这种技术性反弹恐将很难持续。2016 年 10~11 月费城联储测算的美国经济领先指数均值为

1.30，比 2015 年全年的 1.52、2016 年前 3 季度的 1.43 均有所下降，这说明经济运行前景并不乐观。根据各项指标走势，预计 2016 年 4 季度增速将回落到 1.8%左右，2017 年 1 季度新政府上台之后即使经济有所回升，也将保持在 2.1%~2.2%之间。

## 欧洲经济：制造业活动增强 通胀回升

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

### 一、经济运行态势

PMI 稳步上行，工业产出表现平平

**PMI 稳步上行，工业产出表现平平。**2016 年 10~12 月欧元区综合采购经理指数（PMI）分别为 53.3、53.9 和 53.9，季度均值较上一季度增加约 0.8，且 11 和 12 月综合 PMI 为 2016 年内最高水平。

综合 PMI 稳步上行，主要受到制造业活动复苏的提振。10~12 月欧元区制造业 PMI 分别为 53.5、53.7 和 54.9，较上季度均值足足跃升了约 1.9，其中 12 月份制造业 PMI 更刷新了 2011 年 4 月以来的最高水平，带领欧元区制造业以强劲的复苏劲头迈入 2017 年。相比之下，欧元区服务业 PMI 表现较为平稳，季度均值较上季度略有上升，从 52.6 升至 53.2，回到了 2016 年初时的水平。

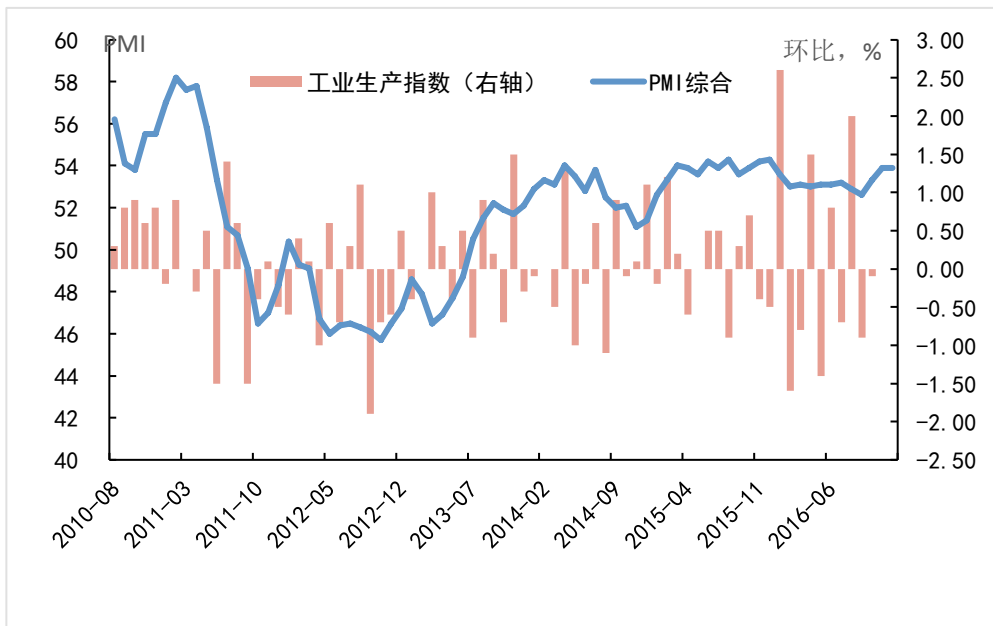
就欧元区的主要国家来看，除了希腊制造业 PMI 低于 50 的荣枯分界线之外，德国、法国、意大利和西班牙都在 2016 年末表现强劲。德国 12 月制造业 PMI 终值录得 55.6，增速达到了近 3 年来的最高水平；法国 12 月制造业 PMI 连续第三个月扩张，终值录得 53.5，为 2011 年 5 月以来最高水平；意大利 12 月制造业 PMI 则为 53.2，为 2016 年 6 月以来最高水平，显示出意大利经济在年末有加速的迹象。

工业生产指数方面，工业产出环比增速延续了上一季度震

荡反复的走势，在经历过 8 月一扫颓势的 2% 增长后，9、10 两月连续跌入负值区间，10 月欧元区工业生产指数为 104.8，经过季节因素调整后环比增长 -0.1%，较上一个月 -0.9% 的跌幅有所收窄。

欧元区 10 月工业产出表现平平，表明该区域的经济复苏仍然温和。其中，德国 10 月工业生产环比上升 0.2%，远不及预期值上升 0.8%，但是大大好于前值下降 1.1%（创年内最大降幅）。德国能源产出月率下降 5.9%，成为工业产值的拉低因素，与此同时，中间产品和消费品产业的有关数据也有所下降。法国 11 月工业生产则收窄了跌幅，环比增速为 -0.2%，也逊于市场预期 0.6%。

图表 7 PMI 稳步上行，工业产出表现平平



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

不断攀升

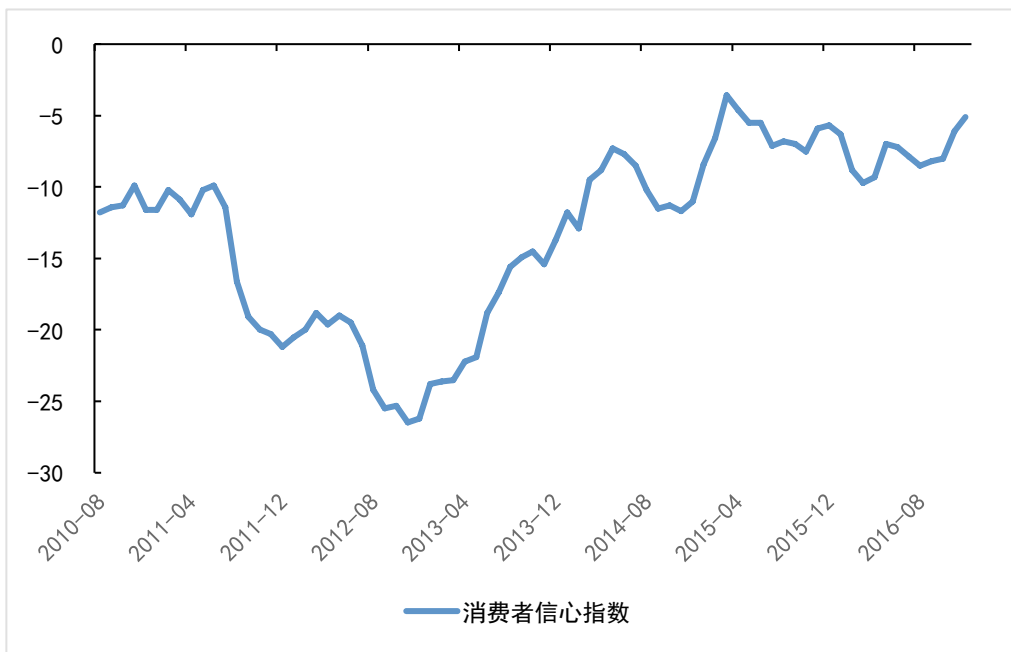
**消费者信心不断攀升，居民消费支出平稳。**第四季度欧元区消费者信心指数整体呈节节上扬态势，季度均值为 -6.40，较上季度提升了 1.8 左右。其中 12 月消费者信心指数表现最佳，为 -5.1，显著优于此前市场预期的 -6.0，较 11 月份增加 1.1，连续第 4 个月呈上升态势，达到 1 年半以来新高，强化了市场对

欧元区 4 季度经济将有所提振的信心。

就欧元区主要国家来看，德国消费者信心在即将进入 12 月之际意外改善，升至 9.8，超过此前调查平均预估的 9.7。其中经济预期分项指数连续第二个月上升，收入预期分项指数则大体持稳，购买意愿改善，同时储蓄倾向大幅下降。法国 12 月份消费者信心指数停留于 11 月的 99 点，为九年来的高位。意大利 12 月消费者信心指数也有所上扬，由 11 月的 109.1 降至 107.9 上升到 111.1。

居民消费支出方面，2016 年第 3 季度，欧元区居民消费支出同比增长 1.6%，季调环比增长 0.3%，总体处于平稳区间。同时，消费支出的基本面支撑仍旧良好，10 月份经季调后的零售销售指数为 104.5，同比增长 2.4%，显示居民消费对欧元区经济增长的贡献还将持续表现稳健。

图表 8 消费者信心不断攀升



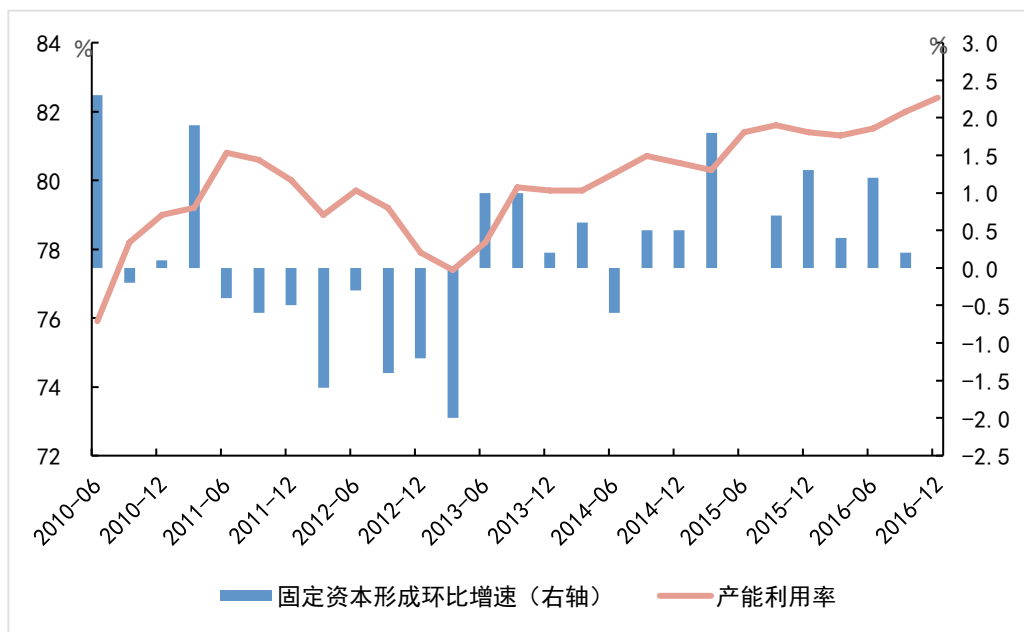
数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

企业投资仍  
处于低位

**企业投资仍处于低位。**欧元区企业投资在经历了第二季度的小幅拉升之后增速有所放缓。2016 年三季度，欧元区固定

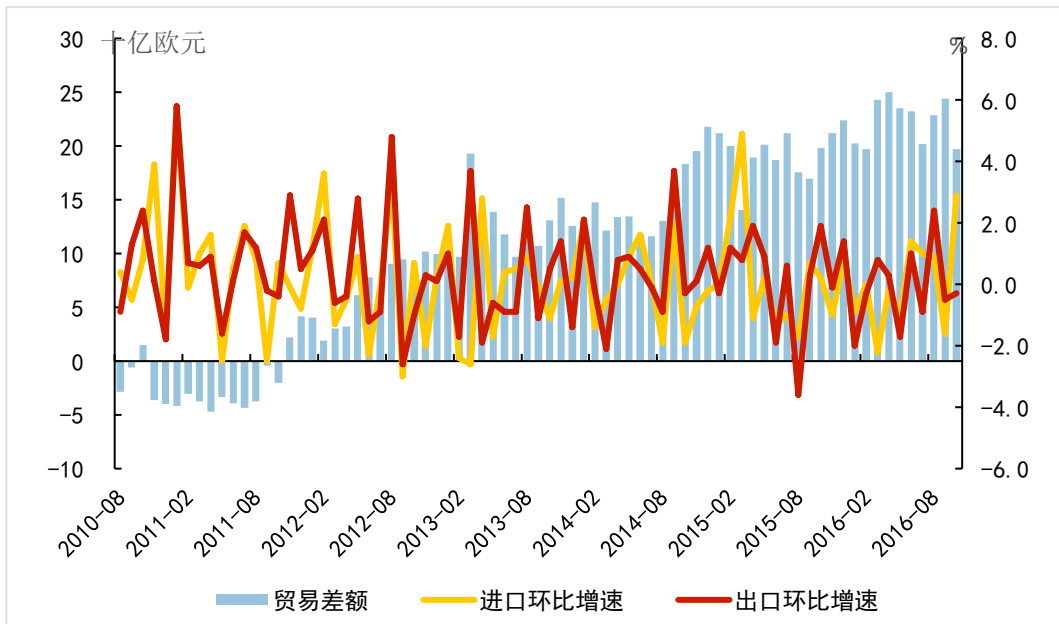
资本形成总额同比增长 2.1%，环比增速 0.2%，对 GDP 增长贡献 0.03 个百分点，较上季度的 0.23 个百分点有明显下滑。不过，制造业产能利用率依旧持续走高，并较上季度提升了 0.4 个百分点，达 82.4%。

图表 9 企业投资仍处于低位



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 10 贸易账户盈余收窄



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

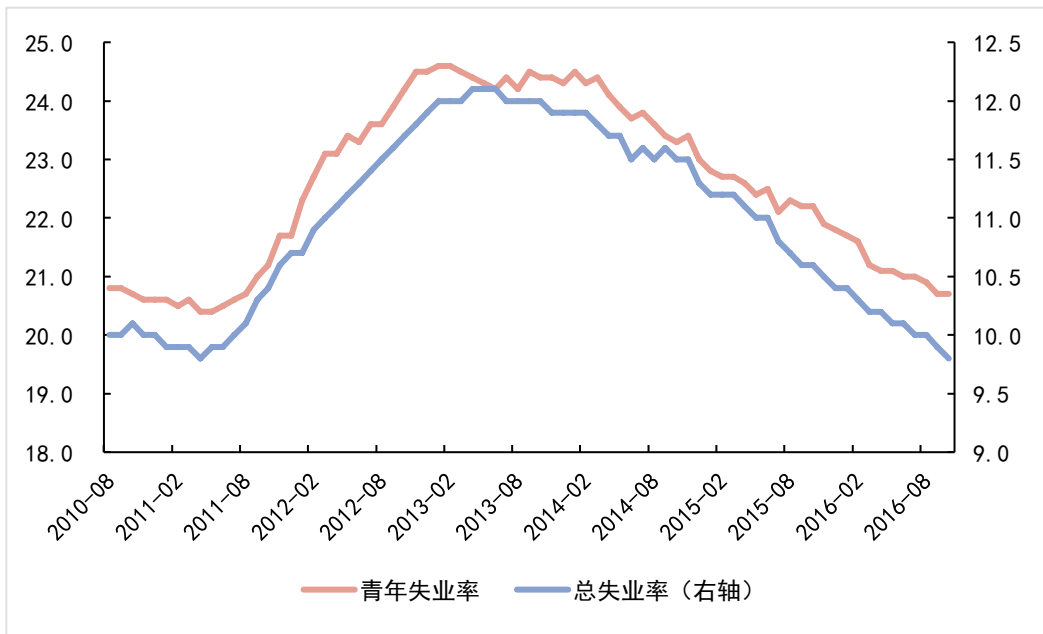
贸易账户盈  
余收窄

**进口增速远超出口，贸易账户盈余收窄。**欧元区 10 月季调后贸易盈余由 9 月的 244 亿欧元降至 197 亿欧元，低于预期值 250 亿欧元。在经历过 8、9 两个月的小幅增长之后，重新收窄的贸易账户盈余无疑为 2017 年度欧元区的经济增长前景蒙上了一层阴影。

10 月商品贸易进口环比增速有所提升，为 2.9%，为年内最高值，相比之下，出口环比增速为-3.0%，较 9 月的-0.5%略有回升。具体就各个国家而言，经季节性因素调整，德国 10 月份货物出口额为 1006 亿欧元，环比上升 0.5%，同比下降 4.1%；进口额为 801 亿欧元，环比上升 1.3%，同比下降 2.2%。10 月份季调后货物贸易顺差 205 亿欧元，较前值减少 6 亿欧元。法国 10 月贸易赤字较上月略微上升，达 52 亿欧元，9 月为 48 亿欧元。贸易赤字的扩大主要是航空产业出口下降。法国连续 12 个月贸易赤字累计已达 498 亿欧元，而上一相同周期为 454 亿欧元。



图表 11 失业率缓步下降



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

失业率缓步  
下降

**失业率缓步下降。**10月欧元区季调总失业率为9.8%，低于9月的9.9%和去年同期的10.6%，同时创2009年7月以来的新低。青年失业率也继续保持了缓步下降的趋势，10月欧元区青年失业率为20.7%。就业人口方面，第三季度欧元区就业人数环比增长0.2%，同比增长1.2%，就业人数也创下2008年第四季度以来的新高，就业人数为1.534亿人。环比增速最快的行业为房地产业(0.9%)，贸易、交通运输、住宿和食品服务业(0.6%)，以及金融保险业(0.3%)。尽管欧盟就业人数近期出现了上升势头，欧盟各国领导人依旧在考虑如何解决年轻人就业难的问题，期望继续加大投资计划的力度，增加年轻人就业的机会。

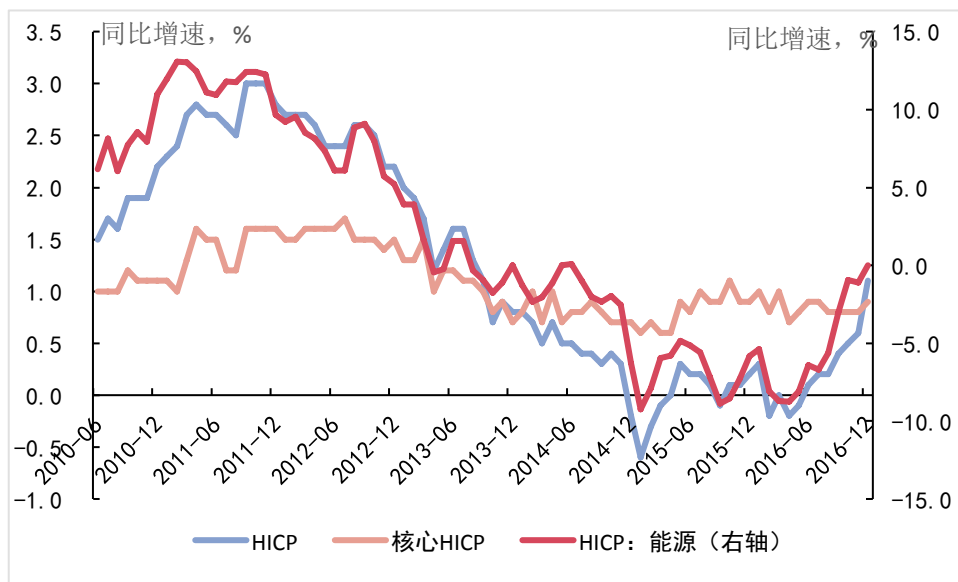
通货膨胀水  
平达三年来  
新高

**通货膨胀水平达三年来新高。**12月欧元区消费者调和价格指数(Harmonised Indices of Consumer Prices, HICP)同比增速为1.1%，升幅创2013年以来最高水平，且高于预期值1.0%。排除食品和能源后的核心CPI同比增长则略有上行，为0.9%。10月欧元区生产者物价指数(Producer Price Index, PPI)也有所走强，环比上升0.8%，高于预期的0.4%及9月的0.1%，同比则下降0.4%，降幅为2013年中以来最小，低于预期降幅的1%。

显示其对未来欧元区通胀水平的走势或会带来一定支撑作用。

欧元区 12 月通胀录得三年多来的最快增速，主要受能源、食物、酒、烟草和服务成本上升提振。其中能源价格上升 2.5%，升幅创逾一年最高水平；食物、烟草和服务价格均上升 1.2%。自 5 月以来，欧元区通胀增速有所加快，缓解了市场对其陷入长期通缩的担忧。目前通胀虽然仍远低于欧洲央行的目标水平，不过也正在朝着其目标水平迈进，这或会让欧洲央行感到欣慰，并降低其进一步放松政策的压力。

图表 12 通货膨胀水平达三年来新高



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

## 二、政策走势

欧委会财政  
刺激方案未  
获支持

**欧委会财政刺激方案未获支持。**进入 2016 年第四季度，欧盟委员会再度发声，表示为延续欧洲经济复苏步伐，欧盟、欧元区及成员国三个层面都应实施更加积极的财政政策。这是欧盟委员会在长达五年紧缩政策后首次倡导积极财政政策。

欧盟委员会表示，要实现欧洲经济复苏，欧洲央行“独木难支”。每个成员国都要发挥作用，有能力的国家要加大投资力度，其他财政空间相对狭小的国家则需推进改革和整顿财政，

使其更加有利于经济增长。欧盟各机构要积极落实 2017 年工作要点，不断加大对“欧洲投资计划”的支持力度。同时，各成员国应加倍努力，促进投资、结构性改革等措施协调发展。

然而，欧委会这一呼吁并未获得其成员国的支持。12 月欧盟峰会上，欧委会一项在欧元区采取 500 亿欧元财政刺激的方案完全被成员国首脑忽略。同时在欧元集团会议上，大部分欧元区国家反对积极财政政策，仅有意大利、法国、西班牙、葡萄牙和希腊表示支持。

不仅如此，12 月出炉的欧元区成员国 2017 年在债市举债的预估也显示，欧元区国家政府对扩大支出以提振经济的呼吁充耳不闻，举债规模增加的 200~400 亿欧元主要用于债券展期。这表明，扩大财政刺激离欧元区还很遥远。

量化宽松政策  
延长

**量化宽松政策延长。**12 月货币政策会议上，欧洲央行管理委员会继续维持三大利率不变，同时决定从 2017 年 4 月起将月度资产购买规模从 800 亿欧元降至 600 亿欧元，延长购债计划期限至 2017 年 12 月，并将更短期债券纳入可购买范围。此前，大多数机构预期，欧洲央行将延长 QE 至 2017 年 9 月底，并维持购债规模和三大利率不变。

此次货币政策会议反映出欧央行对于减码宽松政策较为谨慎的态度。近期，欧元区通货膨胀水平节节走高，尤其是德国，2016 年 12 月德国消费者物价调和指数初值较上年同期上升 1.7%，远高于 11 月的 0.7%，且为 2013 年 7 月以来的最高水平。不少分析人士担心，这将促使欧洲央行以更快的速度缩减购债计划。不过，考虑到欧元区成员国政治不确定性风险仍在酝酿，法国等地的物价压力仍然较低（法国 2016 年 12 月 HICP 同比升幅仅从前月的 0.7% 小增至 0.8%），欧洲央行缩减购债规模的还是存在一定阻力的。德拉吉在 12 月的议息会议上就一再强调，缩减每月购债规模不等于开启了退出购债计划的“大门”，目前欧央行并没有意图稳定而持续地缩减购债计划。

2017 年欧元区不少成员国都将面临政治选举，这或将导致欧央行进入货币政策静默期。目前欧央行有官员表示，在延期了资产购买计划后，欧洲央行的新目标是暂缓推出新措施，直到 9 月德国大选之后。当然，如果经济大幅放缓，或政治风险加剧影响市场，欧洲央行也将积极采取干预行动。

### 三、经济形势展望

预计 2017 年  
欧元区 GDP  
增速将在  
1.3%左右

**预计 2017 年欧元区 GDP 增速将在 1.3%左右。**在迈入 2017 年之际，欧元区及其各主要成员国制造业活动呈现了良好的增长态势，服务业活动也有所恢复，为 2017 年一季度欧元区经济继续温和增长奠定了不错的基础。不过，欧元区的投资和出口依旧较为萎靡，除消费外的经济增长点仍处于疲软状态，就业市场的改善程度也似乎进入了平稳区间，这限制了欧元区经济在 2017 年有强劲表现。

不仅如此，2017 年欧元区经济还存在着不少下行风险。其中政治不确定性是最为突出的风险之一。2017 年欧洲还将面临一系列大选，包括荷兰、法国和德国在内的主要国家都存在着整体政策导向改弦易张的可能性，英国脱欧也将在三月进入谈判程序，欧元区乃至整个欧盟一体化进程将何去何从成为笼罩在经济复苏上的阴影。企业生产及经济增长都有可能受政治不确定性的负面影响而停滞甚至倒退。

除此之外，美国特朗普上任后实施的贸易及税收政策也很有可能为欧元区经济带来负面冲击。目前贸易在欧元区经济中扮演重要角色，欧元区总体享受贸易顺差。一旦反自由贸易潮流兴起、减税政策吸引资本回流，欧元区将可能面临困难的处境。

综合来看，2017 年欧元区经济上行机会有限，在没有意外的情况下维持温和复苏的可能性较大，但倘若下行风险变为现实，则有可能向负面滑落。预计 2017 年欧元区在 GDP 增速或在

1.3%左右。

欧元区 2017  
年通胀率或  
在 1.2%左右

**欧元区 2017 年通胀率或在 1.2%左右。**受能源价格上涨带动，2016 年 12 月欧元区通胀水平创出 2013 年 9 月以来的新高，为市场带来意外之喜。不过，油价企稳对数据的影响预计到 3 月开始逐步消退，欧元区内部经济增长的乏力也将对通胀上升形成掣肘，这使得通胀率难持续升高。不过，目前欧洲央行应该还不会急于退出宽松货币政策。未来一年的经济与政治形势仍然高度不确定，购债计划将有助减少市场压力及降低政府借贷成本，为欧元区经济提供安全防护网。这将为欧元区的通胀上行继续提供支持。从外部来看，随着未来美国国内的经济增长和通胀回升，将促使美联储加息步伐加快和美元升值，这或会给欧元区带来一定输入型通胀压力。预计 2017 年欧元区通胀率将维持在 1.2%左右。

## 日本经济：出现回暖迹象

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

### 一、经济重拾动力

预计第4季度日本实际GDP季调环比增长折年率约为2.3%。

2016年第4季度，预计日本实际GDP季调环比增长折年率约为2.3%。2016年第3季度实际GDP季调环比折年率修正值由初值的2.2%向下修正至1.3%，虽较上季度有所下降但仍维持了正增长。其中出口和私人消费的贡献最大，分别贡献了1.3和0.7个百分点；但受到私人投资的拖累，其贡献为-1.0个百分点。第4季度经济比上季度更加活跃。从需求看，企业经常利润增长率回升、商业信心恢复，投资需求抬头；家庭消费倾向上升显示消费需求向好，股市大涨为提振消费提供了支撑；而日元贬值则刺激了出口。从生产看，制造业和服务业PMI在第4季度双双回升至荣枯线上方，工业生产指数也延续上升态势。受第4季度增长回升拉动，预计日本2016年实际GDP增长1.1%，2017年第1季度将延续增长势头，预计实际GDP季调环比折年率1.2%。

图表 13 日本经济增长重拾动力

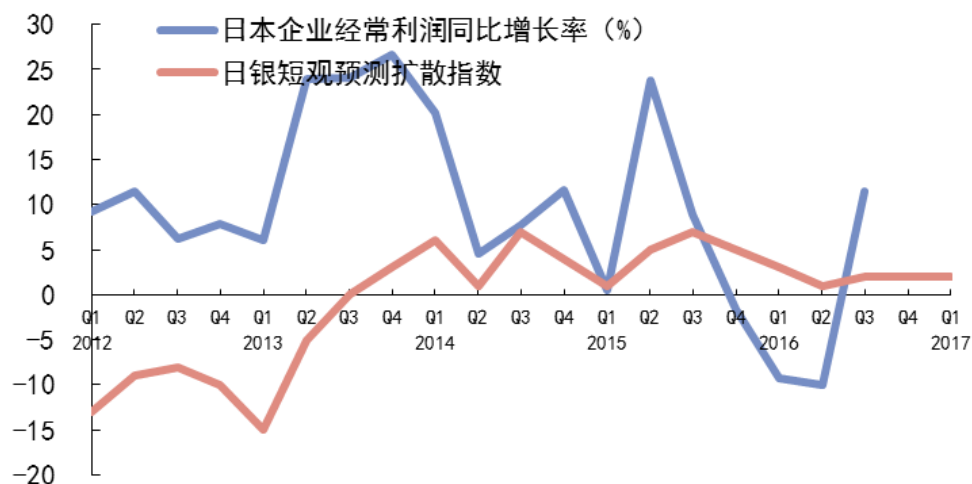


数据来源：日本内阁府，世界经济预测与政策模拟实验室

日本企业利润同比增长率回升，企业商业信心恢复，对私人部门投资构成积极影响。

日本企业利润同比增长率回升，企业商业信心恢复，对私人部门投资构成积极影响。2016年第3季度企业经常利润同比增长率由上季度-10%大幅提升至11.5%。商业信心方面，日银短观扩散预测指数显示，2016年第3、4季度均为2.0，较第2季度的1.0有所提升，2017年第1季度也维持2.0。另，从新屋开工户同比数据看，2016年10月和11月分别为13.1%和6.7%，这意味着住宅投资趋于活跃。预计2016年第4季度私人部门投资将对经济有较大支撑。

图表 14 日本企业经常利润同比回升，企业信心恢复



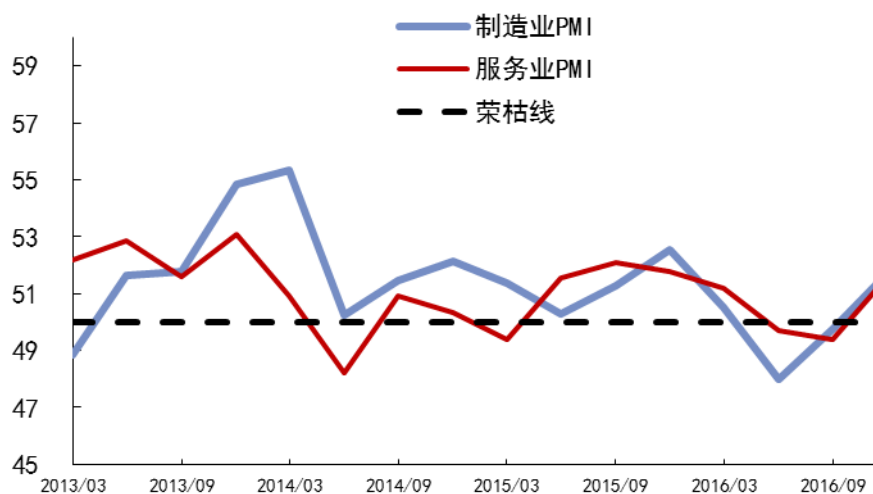
数据来源：WIND数据库，世界经济预测与政策模拟实验室

制造业和服务业 PMI 回归荣枯线上方。

时隔两个季度，制造业和服务业 PMI 回归荣枯线上方，可与第 4 季度投资趋于活跃互为印证。2016 年第 4 季度，日本制造业 PMI 由上季度的 49.7 上升至 51.7，服务业 PMI 由上季度的 49.4 回升至 51.5，双双恢复至此轮跌破荣枯线之前 2016 年第 1 季度水平（分别为 50.5 和 51.2）的上方。



图表 15 制造业和服务业 PMI 回归荣枯线上方

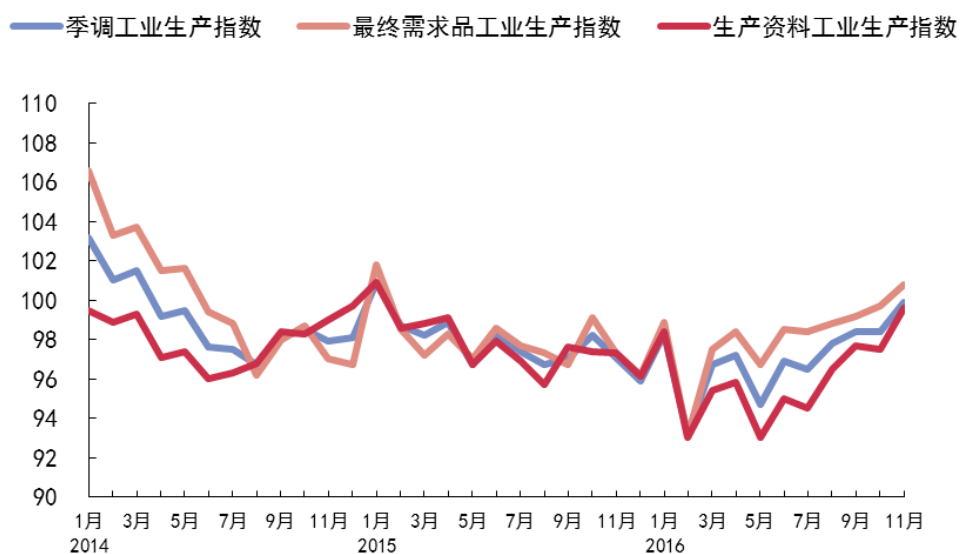


数据来源：WIND数据库，世界经济预测与政策模拟实验室

工业生产指数加速回升。

**工业生产加速回升。**2016年第4季度日本工业生产指数延续了上季度的回升态势，并且回升力度有所加大。10-11月季调工业生产指数、最终需求品工业生产指数和生产资料工业生产指数均值分别为99.2、100.3和98.6，较第3季度分别提升了1.6、1.5和2.3点，而第3季度较第2季度分别仅提升了1.3、0.9和1.6点。2016年第4季度工业生产指数已经接近2015年年初开始下降前的最高水平，其加速回升势头与制造业PMI的恢复表现是一致的。

图表 16 日本工业生产指数加速回升

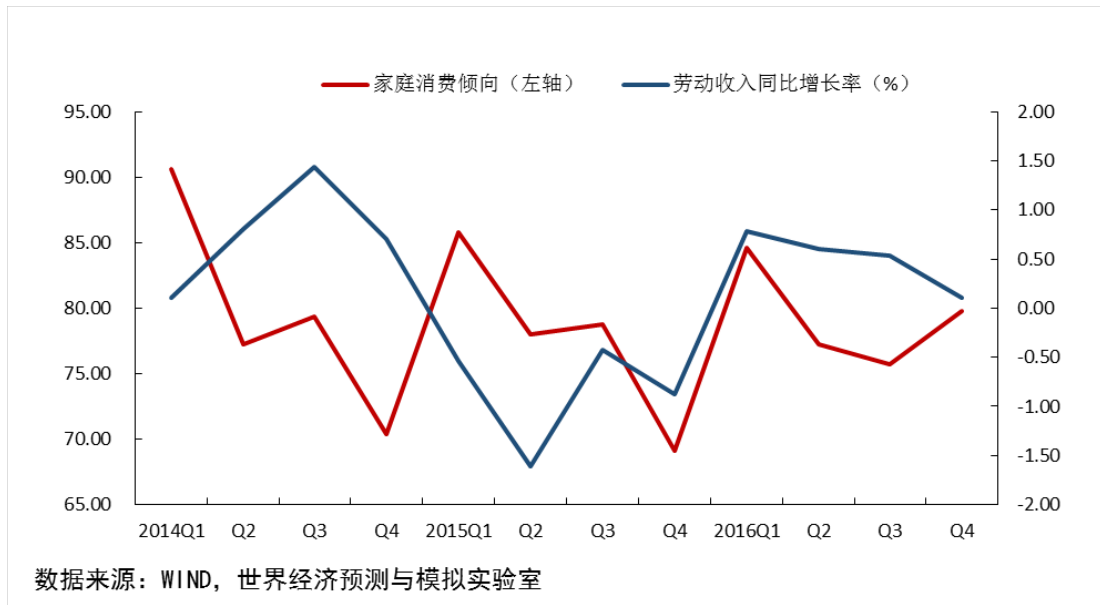


数据来源：日本经济产业省，世界经济预测与政策模拟实验室

私人消费意愿抬头，就业形势良好。

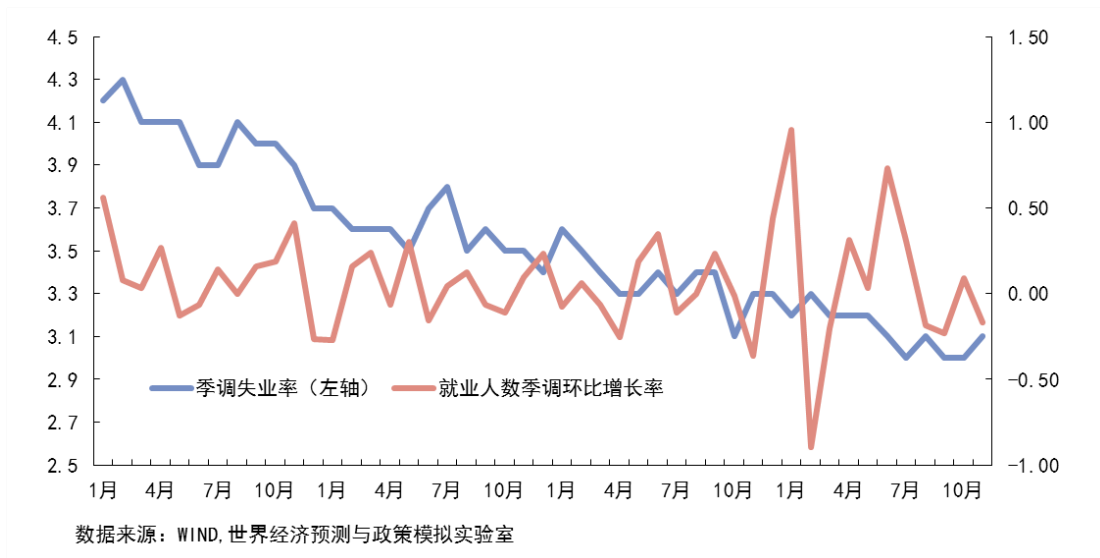
**2016 年第 4 季度私人消费意愿抬头。**短期来看，私人消费受到收入和消费意愿的影响；更长时间段来说则受到就业影响较大。家庭调查显示，两人以上家庭（非农）消费倾向第 4 季度在经历上季度（为 75.7）的下降之后，回升至 79.8。虽然较此轮下降之前 2016 年第 1 季度的高点 84.6 有所不及，但已经超过了第 2 季度 77.3 的水平。这意味着受新年节庆等因素影响，第 4 季度私人消费意愿重新抬头。从收入来看，第 4 季度劳动收入同比增长率较上季度有所下降但仍然维持了正增长，增长幅度为 0.11%。该指标已经连续四个季度维持正增长。从就业方面看，2016 年经季节性调整后日本失业率维持在较低水平，第 1 季度为 3.23%，第 2 季度下降至 3.17%，进入第 3 季度进一步下降至 3.03%，第 4 季度维持在较低水平，10 月和 11 月分别为 3.0 和 3.1。季调就业人数同比有所上升，第 3 季度较上季度上升了 1.3%。进入第 4 季度，仍呈上升势头，10-11 月同比上升 1.1%。总体来看，日本劳动力市场状况比较健康。

图表 17 日本家庭消费倾向回升，劳动收入同比延续正增长



注：第 4 季度数据系按照 10 月和 11 月估算

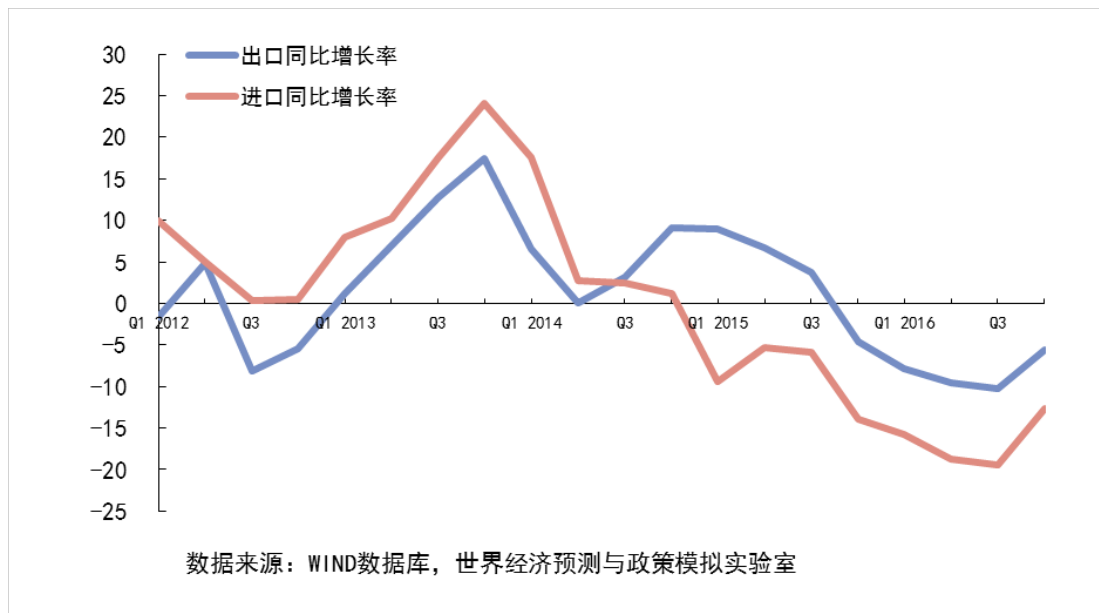
图表 18 日本季调失业率维持较低水平



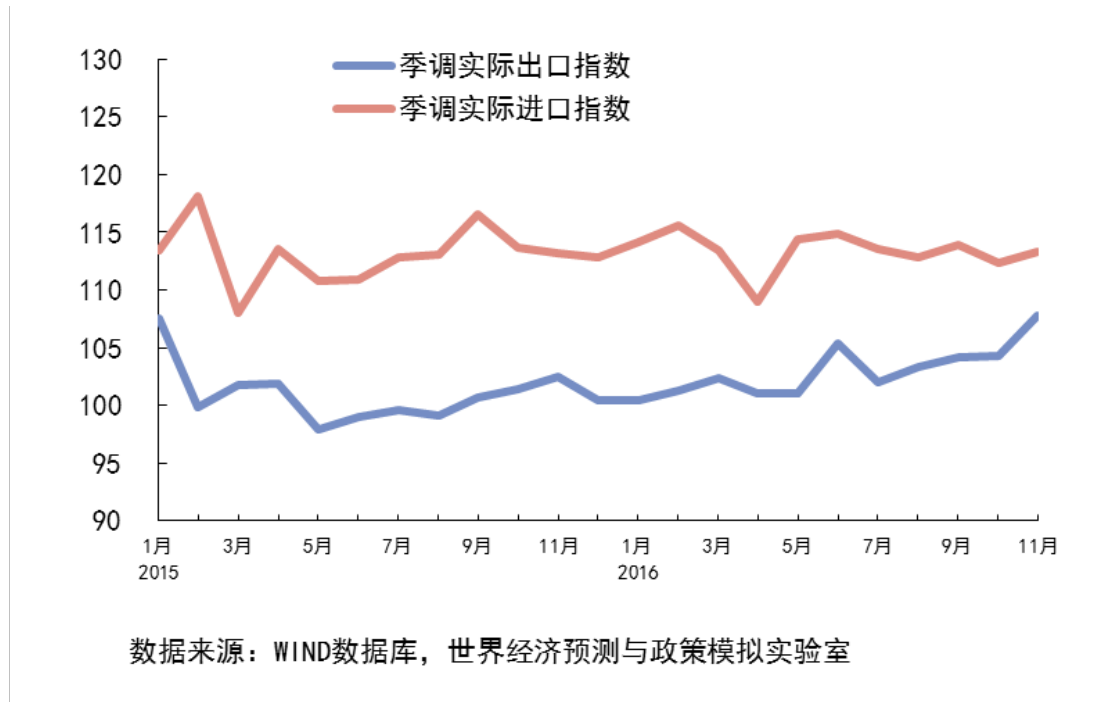
出口和进口  
同比增速虽  
仍为负，但已  
经出现触底  
回升态势。

出口和进口同比增速虽仍为负，但已经出现触底回升态势。第4季度出口同比增长率较上季度的-10.2%回升至-5.5%，进口同比增长率由上季度-19.5%回升至-12.6%。贸易差额在第3季度为9807亿日元，进入第4季度仍维持顺差，10月和11月合计顺差已达6424亿日元。鉴于出口和进口同比增速开始回升，其衰退型顺差的状况有所缓解。季调实际出口指数在第4季度也有所回升。出口指数和进口指数10-11月均值分别为106.0和112.9，前者较第3季度的103.2有明显提升，后者较第3季度的113.4略有下降。出口形势好转与第4季度日元贬值密切相关。

图表 19 日本进口同比增速回升



图表 20 日本季调实际进出口指数



## 二、维持宽松货币政策

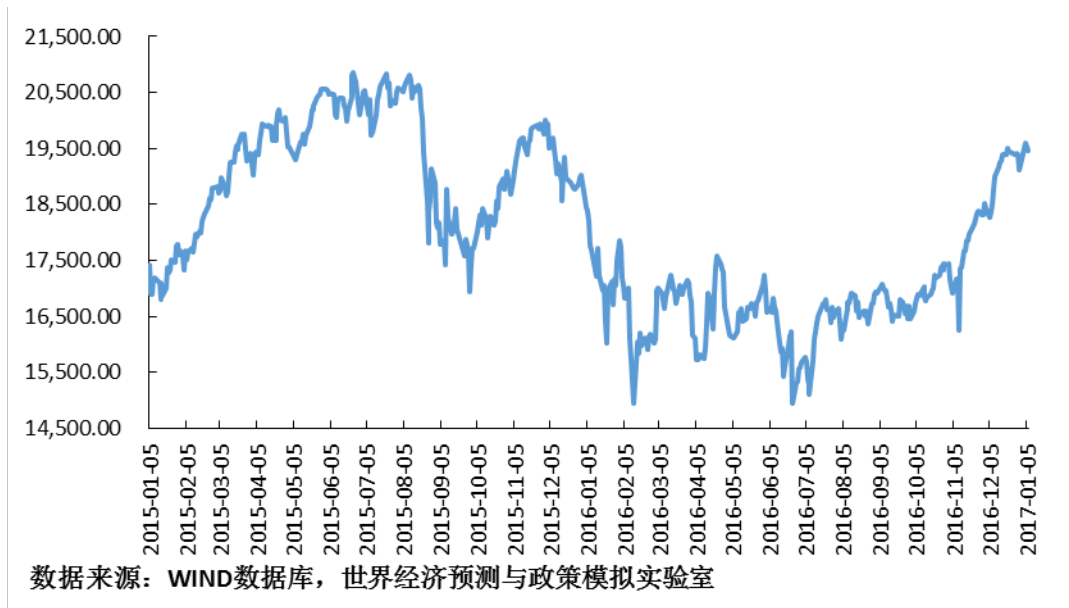
日本央行维持宽松货币政策，第4季度股市、CPI和日元汇率表现都有显著变化。

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

从股市价格、CPI、日元汇率等指标看，2016年第4季度以来出现比较显著的变化。东京日经225指数在2016年11月9日美国大选结果出台当日相对上日大幅下跌5.4%，此后利空“出尽”转入上涨通道，到2017年年初突破19500点。虽然较2015

年 6 月 24 日高点的 20868 点还有一定距离，但 2016 年仅从第 4 季度来看涨幅明显，上涨了 15.2%，超过了年初最高水平。2016 年全年来看也上涨了 3.6%。

图表 21 日本东京日经 225 指数第 4 季度大涨



CPI 同比增长率抬头，但日本央行与 2% 通胀目标仍有距离。

**CPI 同比增长率抬头，但日本央行与 2% 通胀目标仍有距离。** 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。4 月再度推迟实现 2% 通胀目标的预计时间，不再以 2017 财年上半年为限。7 月会议称预计到 2017 财年下半年能达到 2% 通胀目标。9 月会议索性不再提出实现通胀目标的预计期限。11 月会议将 2% 通胀目标的达成时间推迟到了 2018 财年（2018 年 4 月 1 日至 2019 年 3 月 31 日），这也是继今年 4 月之后的第 5 次延期。同时，日本央行下调了 2017 财年（2017 年 4 月 1 日至 2018 年 3 月 31 日）预期核心 CPI（除生鲜食品外）0.2 个百分点至 1.5%。

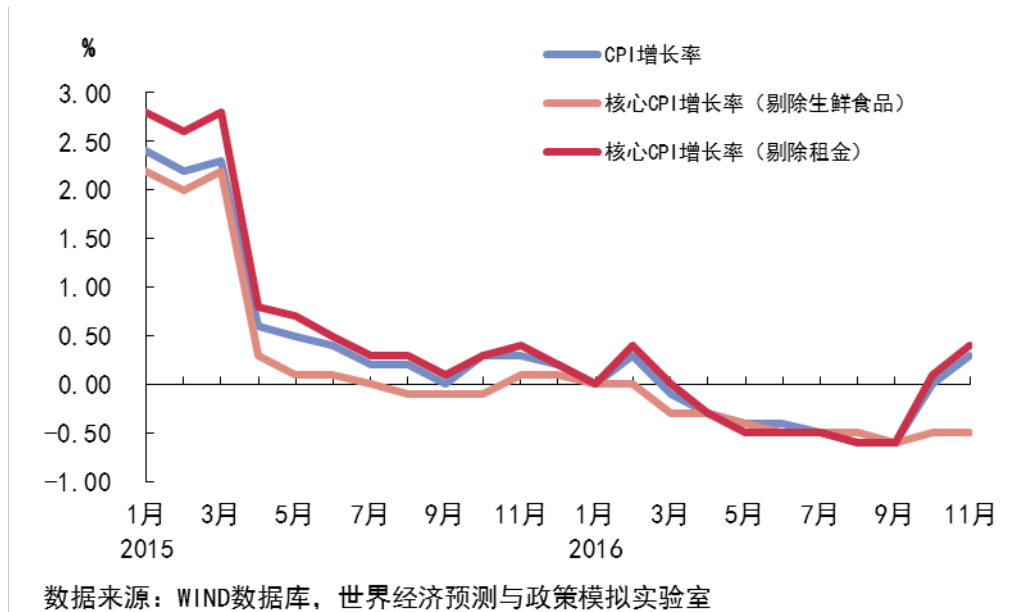
从 CPI 增长率实际表现看，2016 年第 4 季度剔除生鲜食品

的核心消费物价同比增长率延续此前低迷态势，10月和11月均为-0.5%，但CPI同比增长率和剔除租金的核心消费物价同比增长率有明显的上升，前者10月和11月分别为0和0.3%，后者分别为0.1%和0.4%，上个季度CPI同比增长率和剔除租金的核心消费物价同比增长率仅为-0.6%和-0.6%。这意味着生鲜食品价格出现了比较明显的同比上涨。2016年2月，曾经出现类似的背离，但最终CPI同比增长率和剔除租金的核心消费物价同比增长率向下行的剔除生鲜食品的核心消费物价同比增长率回归，延续了物价下行的走势。鉴于此次背离程度较大且持续时间比上次更长，如果这一状况延续，不能排除由生活成本拉动CPI整体上行的可能。

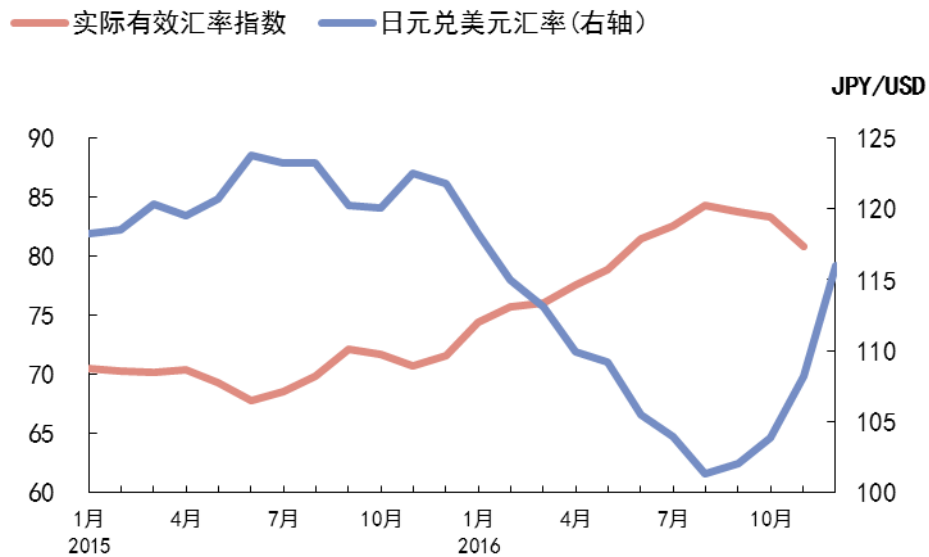
**第4季度日元汇率贬值。**2016年8月起，日元对美元迎来明显贬值的过程，特别是9月之后贬值速度显著加快。8月东京市场美元兑日元中间汇率月平均值为1美元兑101.27日元，日元汇率达到全年高点，随后迅速贬值。到2016年12月，东京市场美元兑日元中间汇率月平均值达到1美元兑115.95日元。日元实际有效汇率也展示了上述贬值过程。2016年8月日元实际有效汇率指数为84.36，是2013年2月以来最高点，其后逐月下降，2016年11月回落至80.79。

综合来看，2016年前三个季度，宽松货币政策在股市、CPI及汇市三个传导方向的表现不佳，但第4季度表现与政策目标的方向比较相符，但这一趋势能否维系还有待观察。

图表 22 日本 CPI 增长率与核心 CPI 增长率背离



图表 23 日元对美元近期明显贬值



### 三、对中国贸易增速下滑放缓，投资增速上升

日本与中国的贸易持续负增长，第 4

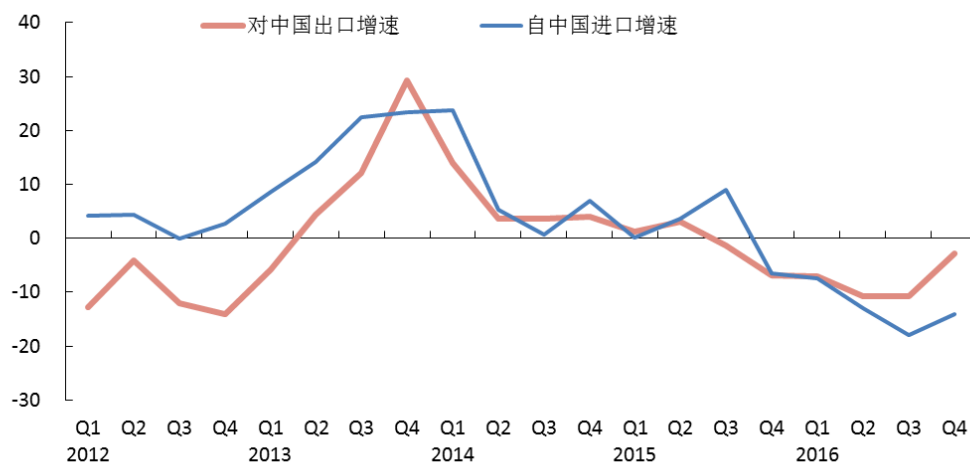
日本与中国的贸易持续负增长，2016 年第 4 季度降幅有所收敛。从日本与中国的进口及出口增速的变化来看，2015 年第 4 季度以来双双下行趋势明显。2016 年第 1 季度和第 2 季度日



季度降幅有所收敛。近期对华直接投资增速呈上升态势,但仍不及世界平均水平。

本对中国出口同比增速分别为-7.07%和-10.77%,第3季度继续下滑至10.78%,进入第4季度虽仍然下降但降幅明显收敛,10-11月合计同比下降2.82%。2016年第1季度和第2季度日本自中国进口同比增速分别为-7.5%和-13.0%,第3季度下滑速度明显加快,为17.9%。进入第4季度有所收敛,但10-11月合计同比仍然大幅下滑了14.0%。

图表 24 日本对华贸易增速下滑放缓

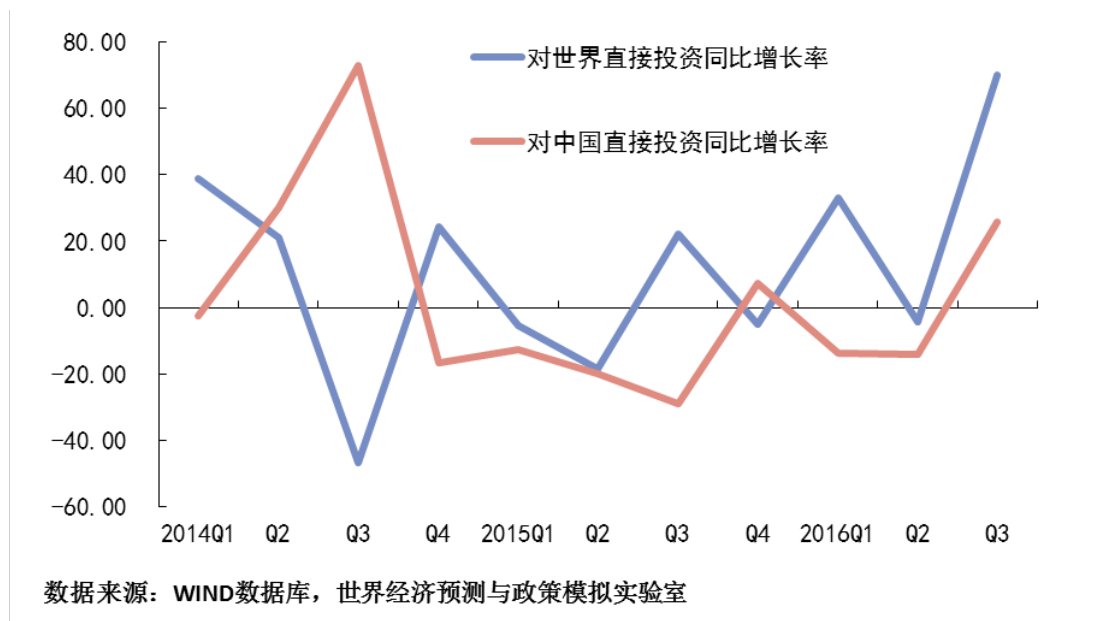


数据来源：WIND，世界经济预测与政策模拟实验室

注：2016年3季度值为10-11月合计值。

日本对中国直接投资同比增速回升。2016年第1季度,日本对中国直接投资19.3亿美元,同比下降13.8%,同期日本对全世界直接投资同比增长了33.1%。第2季度,日本对中国直接投资21.8亿美元,同比下降14.0%,同期日本对全世界直接投资同比下降4.5%。第3季度,日本对中国直接投资22.2亿美元,同比增长25.7%,尽管如此,同期日本对全世界直接投资同比大幅增长了70.1%,对中国直接投资占世界比重仅为4.2%,低于上个季度的7.0%。尽管贸易降速放缓,投资增速回升,但中日政治关系趋冷对双边经贸投资的负面影响长期化的态势并未根本扭转。

图表 25 日本对华直接投资增速回升



## 新兴市场经济：经济继续向好

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

### 一、金砖国家经济继续向好

2016年4季度俄罗斯经济增长估计为0，2016年经济增长-0.5%

**2016年4季度俄罗斯经济增长估计为0。**2016年3季度俄罗斯经济同比萎缩0.4%，较上一季度收窄0.2个百分点，连续三个季度出现回升。4季度俄罗斯经济增长有望继续恢复。10月和11月消费同比分别增长-4.4%和-4.1%，虽然仍在萎缩，但萎缩幅度继续收窄。1-9月固定资产投资累积同比萎缩2.3%，萎缩幅度逐步收窄。10月和11月出口同比分别增长-3.0%和-7.6%，相比此前月份出现极大改善，进口同比增长7.9%和8.2%，已经连续3个月实现正增长。工业生产仍在波动中趋好，10月和11月分别同比增长-0.3%和2.6%。俄罗斯制造业PMI在8月份上升至50以后，一直保持在扩张区间，12月份甚至上升至53.7，制造业复苏态势不断巩固。**预计2016年4季度俄罗斯经济萎缩幅度将会继续收窄，估计为0，2016年经济增长为-0.5%。**

2017年1季度俄罗斯经济增长

**2017年1季度俄罗斯经济增长预计为0.1%。**当前俄罗斯经济下行压力依然较大，但是总体趋向平稳，2017年经济

济预计增长 0.1%，全年经济增长 0.5%

有望实现正增长。一是国际油价有望在 2017 年企稳反弹。考虑到石油输出国组织（OPEC）八年来首次达减产协议，俄罗斯也承诺降低石油产量，原油价格将在 2017 年有所上升。这将促使俄罗斯经济回升。二是金融环境趋稳。据估计，2016 年俄罗斯资本净流出额为 170 亿美元左右，相比 2015 年大幅降低，资本外流形势得到了有效改观。卢布汇率在 2016 年整体略有升值，并逐步趋稳。俄罗斯莫斯科股票市场在 2016 年也出现较大涨幅。这表明俄罗斯面临的国内外金融环境逐步稳定。三是货币政策有望继续宽松。俄罗斯通货膨胀整体处于下降趋势，2016 年俄罗斯央行两次下调基础利率，随着通货膨胀的走低，2017 年可能会进一步降低。在这种情况下，**预计 2017 年 1 季度俄罗斯经济增长 0.1%，全年经济增长 0.5%。**

2016 年 4 季度巴西经济增速估计为 -2.5%，2016 年增长 -3.4%

**2016 年 4 季度巴西经济同比增速估计为 -2.5%。**3 季度巴西经济环比萎缩 0.8%，同比萎缩 2.9%，同比增速已连续 10 个季度出现萎缩，但是衰退幅度不断收窄。投资萎缩仍是拖累经济增长的最重要因素，3 季度巴西投资和家庭消费同比下降 8.4% 和 3.4%，较上一季度有所收窄。巴西热图利奥·瓦加斯基金会对巴西工业企业 4 季度的投资调查发现，未来 12 个月企业家投资意向指数为 93.0，相比上一季度上升 2.6 个点，为该指数 2015 年第 2 季度以来最高值。调查显示，未来 12 个月有 17.8% 的工业企业预计增加投资，有 24.8% 的工业企业预计会减少投资，增加投资的企业比例较上一季度大幅上升。不过，消费信心有所回落。10 月热图利奥·瓦加斯基金会的消费信心指数（CCI）一度上升至 82.4，但 11 月和 12 月降至 79.1 和 73.3。工业生产萎缩幅度有进一步扩大趋势，10 月工业产出同比增速为 -7.3%。4 季度巴西制造业 PMI 仍处于枯荣线下方且不断走弱，12 月最终滑落至 45.2，显示制造业一时难以恢复正增长。在此情况下，**预计 2016 年 4 季度巴西经济同比增速估计为 -2.5%，2016 年增长 -3.4%。**

2017 年 1 季度巴西经济  
度巴西经济  
预计增长  
-2.5%，全年  
经济增长预  
计为 0.5%

**2017 年 1 季度巴西经济预计增长为-2.5%。**在连续经历 2 年的经济大幅萎缩之后，巴西经济逐步出现回升迹象。2017 年巴西经济有望从谷底反弹。首先，受石油、铁矿石等商品价格回升影响，巴西对外出口出现好转。2016 年巴西出口额为 1852.4 亿美元，进口总额为 1375.5 亿美元，对外贸易顺差为 476.9 亿美元，创自 1989 年公布外贸数据以来的最高纪录。这将为巴西经济增长提供正向增长动力。其次，随着通货膨胀的降低，巴西央行不断下调利率。2016 年 10 月，巴西央行实施自 2012 年 10 月以来首次降息。随着通货膨胀的不断降低，2017 年巴西央行可能会继续下调基准利率。然而，当前巴西财政状况不佳可能进一步限制巴西政府的空间。2016 年 12 月，巴西众议院通过一项给预算开支设置上限的举措，规定自 2017 年起，巴西在未来 20 年内公共支出涨幅不得超过上一年通胀率。这虽然有利于解决预算缺口，将公共债务水平拉回可持续发展轨道，但是也限制了巴西政府刺激经济的空间。**预计 2017 年 1 季度巴西经济萎缩 2.5%，2017 年经济增速为 0.5%。**

2016 年 4 季度印度经济  
度印度经济  
增速估计为  
7.3%，2016  
年经济增长  
7.4%

**2016 年 4 季度印度经济增速估计为 7.3%。**2016 年 3 季度印度经济同比增长 7.3%，增速高于上季度的 7.1%，但低于去年同期的 7.6%。印度经济增长低于预期，仍主要来自投资的萎缩，3 季度其固定资本形成同比萎缩 5.6%，较上一季度扩大 2.4 个百分点。消费增长仍维持在较高水平。3 季度居民消费支出同比增长 7.6%，政府消费支出同比增长 15.2%。从生产法看，3 季度采掘业下降成为拖累经济增长的主要原因。工业产出增速仍维持较大波动，7 月-10 月印度工业产出同比增长 -2.6%、-0.7%、0.7%、-1.9%。10 月和 11 月印度制造业 PMI 一直维持在 50 以上，不过，12 月却出现大幅回落至 49.6。这是印度制造业 PMI 自 2015 年 12 月以来首次跌破 50 的荣枯分界线，也是自 2008 年金融危机以来最大的月度降幅。分析认为，这显示出印度废钞举措正对印度经济带来损害。**预计 2016 年**

**4 季度印度经济增速估计为 7.3%。2016 全年经济增长 7.4%。**

2017 年 1 季度印度经济增速预计为 7.1%，全年经济增长预计为 6.5%

**2017 年 1 季度印度经济增长预计为 7.1%。**2016 年 11 月，印度政府宣布取消 500 和 1000 卢比两种大面值的钞票的流通。由于废除两款大额纸币占流通纸钞总金额的 80%以上，而印度经济又高度依赖现金，这将对印度经济产生深远影响。“废钞”将造成印度经济体系现金不足，使得民众整体消费意愿减弱，短期内将对印度消费造成冲击。由于消费占到印度 GDP 的 70%以上，这或将黯淡印度在 2017 年的经济增长前景。不过，随着通货膨胀的降低，印度央行将会进一步降息以刺激经济增长。**预计 2017 年 1 季度印度经济增长为 7.1%，全年经济增长 6.5%。**

2016 年 4 季度南非经济增速估计为 0.3%，2016 年经济增长 0.4%

**2016 年 4 季度南非经济增长估计为 0.3%。**2016 年 3 季度南非经济环比增长 0.2%，同比增长 0.7%，同比增速与上一季度持平。从生产法看，3 季度南非矿业、金融、房地产等对 GDP 增长贡献较大，而农林渔业、制造业、电力天然气及水力、贸易餐饮住宿等行业则有所收缩。从需求法看，3 季度南非经济萎缩主要来自投资和零售业销量下降。如果投资在 4 季度进一步下降，将对 2017 年的经济增长造成负面影响。制造业呈现疲弱态势，7-10 月份同比增长为 1.7%、0、-0.1%、-1.3%。10 月和 11 月南非制造业 PMI 均在 50 枯荣线上方。**预计 2016 年 4 季度南非经济增速 0.3%，2016 年全年经济增长 0.4%。**

2017 年 1 季度南非经济增速预计为 0.5%，全年经济增长预计为 1.0%

**2017 年 1 季度南非预计经济增长 0.5%。**由于大宗商品价格回升，百年难遇旱情缓解，南非经济 2017 年将有所恢复。但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，由于 2016 年 4 季度，南非通货膨胀率重新出现抬头迹象，这或使得央行的宽松空间受限。**2017 年 1 季度南非预计经济增长 0.5%，全年经济增**

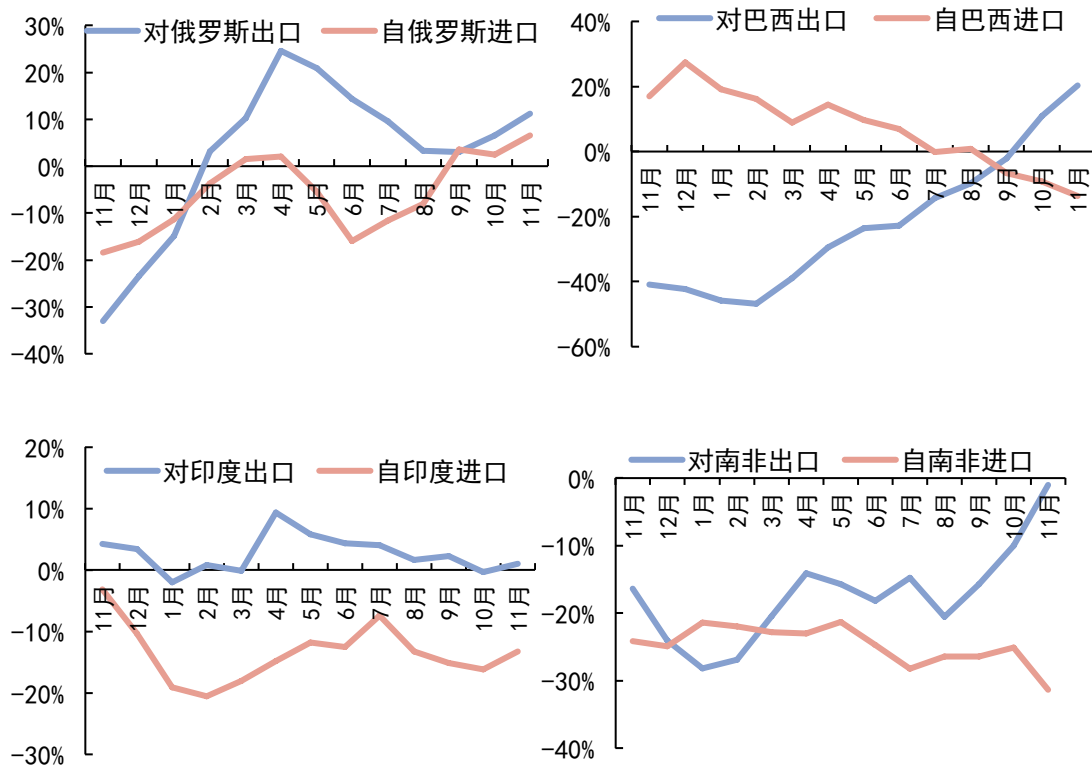
长 1.0%。

## 二、金砖国家与中国经贸关系有所下降

中国与金砖  
国家贸易有  
所下降

中国与金砖国家贸易有所下降。中国与金砖国家贸易规模占中国总贸易规模的比例在 3 季度升至高点之后再次出现回落，2016 年 10 月和 11 月分别下降至 6.4% 和 6.3%。出口方面，中国对巴西出口在 4 季度出现好转，在连续出现 19 个月的同比负增长之后，10 月和 11 月，中国对巴西出口同比增长 4.3% 和 36.5%。中国对俄罗斯、南非和印度出口在 11 月也出现同比增长 25.4%、6.4% 和 3.2%。进口方面，4 季度除俄罗斯外，中国从其他金砖国家进口都呈现同比萎缩状态，特别是 10 月和 11 月，中国自南非进口同比萎缩达 30.9% 和 31.8%。受进口大幅萎缩影响，中国对金砖国家贸易顺差出现一定程度的增长。

图表 26 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，%）		
	2016Q3	2016Q4E	2017Q1F	2015	2016E	2017F
俄罗斯	-0.4	0	0.1	-3.7	-0.5	0.5
巴西	-2.9	-2.5	-2.5	-3.8	-3.4	0.5
印度	7.3	7.3	7.1	7.6	7.4	6.5
南非	0.7	0.3	0.5	1.3	0.4	1.0

汇率			制造业 PMI			
	（名义汇率，per USD）			2016M10	2016M11	2016M12
	2016M9	2016M10	2016M11			
俄罗斯	64.60	62.68	64.36	52.4	53.6	53.7
巴西	3.26	3.19	3.34	46.3	46.2	45.2
印度	66.74	66.75	67.53	54.4	52.3	49.6
南非	14.02	13.97	13.92	50.5	50.5	51.6

中国出口			中国进口			
	（同比增速，%）			（同比增速，%）		
	2016M10	2016M11	2016M12	2016M10	2016M11	2016M12
俄罗斯	-2.9	25.4	-	6.8	6.4	-
巴西	4.3	36.5	-	-25.4	-1.9	-
印度	-1.2	3.2	-	-25.5	-1.0	-
南非	-8.4	6.4	-	-30.9	-31.8	-

资料来源：Wind 资讯，CEIC 数据库



## 中国经济：短期还将继续回暖、中期面临压力

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

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

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

### 一、PMI 指数进一步回暖

综合 PMI 继续回暖。2016 年 10 至 12 月，中国经济综合 PMI 指数分别为：52.9，53.5，53.2。三个月均值为 53.2，较 3 季度的 52.3 上升了 0.9。从 4 季度 3 个月的综合 PMI 指数来看，总体呈现为上升趋势。2016 年 4 季度的综合 PMI 指数，也是 2014 年 3 季度以来的最高水平。

两大 PMI 进一步回升。制造业 PMI、非制造业 PMI 进一步走强。2016 年 10 至 12 月，制造业 PMI 指数分别为：51.2，51.7，51.4，其中 11 月值是 2014 年 8 月以来的最高值。此外，4 季度非制造业 PMI 指数三个月数值分别为：54.0，54.7，54.5，其中 11 月指数是 2014 年 6 月以来的最高水平。

综合 PMI 就业指数开始接近 50 的荣。就业景气指数回升至荣枯线附近。2016 年 10 至 12 月，制造业、非制造业加权的综合 PMI 就业指数分别为：49.6，50.2，

枯线。 49.6，就业形势在进一步趋稳。4 季度综合 PMI 就业指数均值为 49.8，比上季度上升 0.9。从制造业部门、非制造业部门分别来看，两者在 3 季度均出现了不同程度的回暖，非制造业部门走势更强。目前，制造业部门 PMI 就业指标仍处于收缩区，但正在向荣枯线附近趋近。同时，非制造业 PMI 从业人员指数已经达到荣枯线水平，并在这一水平上波动。

CPI 与 PPI 通胀率缺口逆转。 **CPI 和 PPI 通胀率齐升，CPI 与 PPI 通胀率缺口逆转。**2016 年 10 至 11 月，CPI 通胀率同比分别为 2.1%、2.3%，4 季度整体通胀率预估为 2.2%，高于上季度的 1.7%。其中 11 月 CPI 通胀率已经回到了年内高点。

另一方面，在 9 月首次转正的基础上，10 至 11 月的 PPI 通胀率出现劲升，其同比增速分别为 1.2%、3.3%，12 月预估为 4.5%。其中 11 月的 PPI 同比增速，已经是 2011 年 11 月以来的最高水平。在 11 月，CPI 和 PPI 同比增速缺口出现逆转，结束了 2011 年 10 月以来 CPI 一直高于 PPI 的状况。

## 二、需求面：投资增速回稳、消费信心强、外贸有好转

### 1. 固定资产投资增速回稳

投资增速回稳。 11 月，固定资产投资累计同比增速为 8.3%，连续 4 个月出现回升或持平，但回升势头较弱，总体呈现平稳状态。

同时，10 月以来，固定资产投资的季调环比增速也略现疲态。10 月和 11 月的投资季调环比增速分别为 0.55%，0.54%，远低于 2015 年全年 0.9% 的平均增速。其中，11 月的环比增速创出了年内次低水平。

制造业、批发零售业、投资增速继续走弱，房地产、水利环境和 **与 2015 年同期相比，2016 年 4 季度制造业、批发零售业、交通运输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 63%、28% 和 13%。尤其是制造业投资的增速下滑，是整体固定资产投资下滑的最重要原因。

公共设施投资增速上升。

另一方面，房地产业投资的下滑态势在 2 季度实现扭转之后，3、4 季度一直支撑着总体投资的稳定。2016 年 1 至 11 月，房地产投资累计增速 6.5%，高于去年同期的 2.8%。同时，水利、环境和公共设施的投资增速在 1 至 11 月为 23.9%，也高于去年同期水平。房地产、水利环境和公共设施，两大领域的投资增速稳定，成为 2016 年固定资产投资增速稳定的重要支撑因素。

2016 年 11 月和 2015 年同期相比，投资增速出现上升的行业有 6 个，除了房地产、水利环境和公共设施之外，教育，租赁和商务服务业，科学研究、技术服务地质勘探，文化、体育和娱乐业，这些服务业领域的投资也出现了增长。而其他行业的投资增速均有不同程度的下滑。

总体投资资金来源增速稳中趋弱，自筹资金增长仍然乏力。

**总体投资资金来源增速稳中趋弱，自筹资金增长仍然较为乏力。**总体来看，2016 年 1 至 11 月，固定资产投资资金来源累计同比增速 5.4%，较 2015 年同期有所下降，较 2016 年 1 至 9 月的增速也略有下降。具体地，2016 年 1 至 11 月，国内贷款资金来源累计同比增速为 8.9%，较 2015 年同期-4.3%的增速，上升了 13.2 个百分点。除了国内贷款之外，其他类资金来源的累计同比也有大幅改善，2016 年 1 至 11 月累计增速为 31.5%，高于去年同期 21.8 个百分点。此外，利用外资虽然仍然处于负增长，但降幅比 2015 年同期也有明显改善。

在各种主要资金来源当中，自筹资金、国家预算内资金的同比增速出现了下降，两者分别较 2015 年同期下降了 9.6、4.9 个百分点。这两项资金来源的增速下降，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 5.4%），较去年同期增速下滑 2.5 个百分点。。

产成品降至 2009 年 10 月以来低点。

**原材料加库存、产成品去库存。**PMI 指数显示，4 季度原材料库存指数、产成品库存指数一升一降，两者缺口扩大。2016 年 12 月，PMI 原材料库存指数为 48.0，其中 11 月的 48.4 更是年内的最高点。另一方面，PMI 产成品库存指数降至 44.4，探至

年内低点（实际上也是 2009 年 10 月以来的低点）。

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。目前两个库存指标显示出：原材料处于加库存阶段，而产成品则处于去库存阶段。或者说，目前企业开始进入被动补库存阶段。

## 2. 消费需求稳定、信心走强

消费需求稳定、信心增强。

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 11 月为 10.4%，与 3 季度累计增速持平。其次，如果从当月同比增速的名义值来看，10、11 月同比增速分别为 10.0% 和 10.8%，与 3 季度表现大体相当。由于 CPI 通胀率有所回升，剔除物价水平之后，社会消费品零售总额的增速较上季度有所走弱。其实际当月同比在 10 至 11 月分别为 8.8% 和 9.2%。

另外，在 2016 年 3 季度有所改善的基础上，消费的主观调查数据在 4 季度进一步改善。消费者对未来就业的预期指数，在 4 季度达到了 49.4，是 2014 年 1 季度以来最接近临界值 50 的一次。同时，4 季度消费者对未来的收入信心指数劲升至 54.9，这不但是 2015 年 4 季度以来第一次站到临界值 50 以上，而且也是 2013 年 2 季度以来的最高值。此外，消费意愿比例为 23.1%，较 9 月上升了 2.0 个点，这也是 2009 年 2 季度以来的最高值。

## 3. 进出口形势有所好转，但未来仍然面临压力

外贸形势有所好转。

2016 年 10-11 月，美元计中国出口同比下降 3.7%，但较 3 季度还是回升了 3.1 个百分点。出口回升来自外需和中国出口产品市场份额增速的回暖。10-11 月中国进口同比增长 2.9%，也较 3 季度明显好转。与此同时，货物贸易顺差增速继续放缓。虽然 4 季度中国外贸在回稳向好，但中国外贸未来很可能遭遇特朗普贸易保护政策带来的负面冲击。具体参见 CEEM 同期发布的《外贸专题》。

### 三、供给面：工业增加值稳定、利润改善显著

工业增加值  
增速稳定，利  
润显著改善。

工业增加值增速稳定，工业企业利润进一步改善。2016年10月和11月工业增加值同比增速分别为6.1%和6.2%，与3季度的整体增速相当，较上年同期则有所改善。与此同时，工业增加值的环比增速在3季度回暖的基础上，2016年10月至11月，继续稳定维持在0.5%及以上的水平。

同时，工业企业利润总额累计同比增速，在3季度回暖的基础上又进一步改善。10月和11月，工业企业利润累计同比增速分别为8.6%和9.4%。其中，11月增速是2014年8月以来的最高值。

主要工业生  
产活动持续  
扩张。

货物周转量、发电量、钢材产量、水泥产量持续扩张。截至2016年11月，主要工业生产活动的四大指标：货物周转量、发电量、钢材产量、水泥产量，其累计同比增速分别为4.6%、4.2%、2.4%、2.7%。四项指标增速全部为正，而且是2016年6月以来，连续第6个月累计同比增速处于正区间，甚至增速也在持续上升。四大物量指标的增速，较3季度均有不同程度的上升。

### 四、金融市场总体稳定、债市汇市有波动

货币市场名  
义流动性稳  
中趋紧。

货币市场名义流动性基本稳中趋紧，SHIBOR隔夜利率有所上升。第4季度SHIBOR隔夜利率总体均值为2.26%，比上季度的均值水平2.05%上升21个基点。该利率在4季度围绕平均水平上下波动，当季度最高点出现在12月21日，为2.35%。截至4季度末，SHIBOR隔夜利率为2.22%，与2016年9月30日的2.33%相比，该利率在4季度期间下降了11个基点。

真实流动性  
略有宽松。Y

真实流动性在4季度略有宽松。4季度通胀率为2.20%，较上季度的1.67%上升了0.53个百分点。剔除通胀率之后，从真实利率角度来看，4季度SHIBOR隔夜利率均值，相对于3季

度下降了 32 个基点（ $53-21=32$ ），实际流动性在稳定中趋于宽松。

从银行间债券 7 天回购利率来看，4 季度利率的平均值为 2.77%，比 3 季度上升 29 个基点。剔除通胀率则相应的实际利率下降了 24 个基点。

上述两种口径的真实利率都有所下降，主要不是由于名义利率水平的下降（实际上两者名义利率都在上升），而是由于 4 季度通胀率扩张导致。在此背景下，出现了上述两种利率水平名义流动性趋紧，而真实流动性趋松的情况。

人民币汇率  
仍然面临贬  
值压力。

**2016 年 10 月 1 日至 12 月 31 日，在岸人民币即期汇率（CNY）表现为持续贬值。**整个 4 季度，CNY 贬值幅度为 4.19%（4 季度期末较 3 季度期末贬值幅度）。从总体均值来看，在岸市场人民币（CNY）即期汇率在 4 季度的平均水平为 6.8463 人民币/美元，而第 3 季度均值为 6.6661。

在 2016 年 10 月 1 日至 12 月 31 日，离岸市场人民币（CNH）即期汇率也伴随出现了贬值。4 季度 CNH 均值为 6.8592，4 季度末较 3 季度末贬值 4.41%，贬值幅度较 3 季度的 0.8% 明显加速。

从 CNH 与 CNY 的人民币汇率价差来看，4 季度 CNH 和 CNY 的价差平均水平为 129 个基点，较 3 季度平均水平 85 个基点又进一步上升。这表明，4 季度人民币对美元一直面临贬值压力。

CNH 出现异  
动。

**2017 年 1 月 4 日、5 日，CNH 市场出现异动。**CNH 即期汇率从 1 月 3 日的 6.9588 迅速跌至 6.7886，两日累计大跌 1702 个基点。与此同时，CNH 与 CNY 的价差出现倒挂，CNH 市场即期汇率的交易结果与 CNY 相比出现了“升值预期”的价差。

CNH 的价格巨大波动，与同期全球外汇市场美元的走弱有关。但与其他汇率相比，CNH 无疑是过度反应了。无论是什么原因导致了 CNH 的这种异动，它总是以离岸市场人民币流动性不断枯竭为背景的，因此 CNH 市场人民币汇价的参考价值在下降。

再者 CNH 市场存在利用杠杆进行投机交易的行为，而 CNY 市场则基本无法使用杠杆进行交易。因此，CNY 短期虽然在市场情绪方面受到了 CNH 波动的冲击，但是之后仍然将回复到既有的波动轨道上来。

## 五、经济已经持续回暖，短期内还将进一步强化，中期承压

短期内回暖还将持续，中期有压力。

截至 2016 年 4 季度，本轮经济回暖已经持续了 5 个季度。4 季度经济释放出了多个积极信号：

（1）2016 年 4 季度的综合 PMI 指数，也是 2014 年 3 季度以来的最高水平。制造业 PMI、非制造业 PMI 进一步走强。两者在 4 季度均创下了 3 年以来的最高值。此外，就业景气指数回升至荣枯线附近。

（2）在上季度 PPI 通胀率转正的基础上，CPI 与 PPI 通胀率缺口首次出现逆转。2016 年 11 月，CPI 和 PPI 同比增速缺口出现逆转，结束了 2011 年 10 月以来 CPI 一直高于 PPI 的状况。工业企业基本走出了债务—通缩恶性循环的风险。

（3）供给面工业企业增加值略升，而且工业企业利润改善较为显著，尤其是钢铁、水泥、货物周转量、发电量四大工业生产活动在 3 季度全面恢复正增长的情况下，在 4 季度又实现了增速的进一步扩张。

此外，由于以下原因，上述回暖势头在短期内还将进一步加强：

（1）短期内存在产成品加库存的压力。库存方面，4 季度的重要变化就是：原材料库存指数在 11 月达到年内最高点。而另一方面，产成品库存指数则降至 2009 年 10 月以来的最低点。这意味着企业对未来的市场需求较为乐观。接下来的短期内，产成品将可能进入到加库存阶段。

（2）消费者信心显著增强。消费者对未来就业的预期指数，已达到 3 年以来最接近临界值 50 的水平。消费者对未来的收入

信心指数劲升至 54.9，这不但是一年以来首次站到临界值 50 以上，而且也是 2013 年 2 季度以来的峰值。此外，消费意愿比例为 23.1%，这也是 2009 年 2 季度以来的最高值。

当然，本轮宏观经济的回暖也存在诸多隐忧：在 2017 年，房地产投资难以像 2016 年那样对经济的回暖起到支撑作用；货币政策以化解系统性金融风险为主要任务，在此背景下，资金面也难以看到显著的宽松；此外，外部经济环境也存在诸多不确定因素，美联储冲击、特朗普冲击都可能对中国经济产生影响。因此，尽管中国经济在短期内还将进一步回暖，但中期仍然存在压力。



附表：中国经济数据概览

		2016					
		Q1	Q2	Q3	M10	M11	M12
综合 PMI		51.8	52.1	52.3	52.9	53.5	53.2
制造业 PMI: 就业指数		47.8	48.0	48.4	48.8	49.2	48.9
非制造业 PMI: 就业指数		48.6	49.0	49.1	50.0	50.6	50.0
综合 PMI 就业指数		48.4	48.7	48.9	52.9	53.5	53.2
GDP	%	6.7	6.7	6.7		*6.7	
CPI	%	2.1	2.1	1.7	2.1	2.3	2.2
PPI	%	-4.8	-2.9	-0.8	1.2	3.3	4.5
固定资产投资累计同比	%	10.7	9.0	8.2	8.3	8.3	*8.3
消费品零售额累计同比	%	10.4	10.2	10.5	10.0	10.8	*10.9
出口（美元）同比	%	-9.7	-4.3	-6.7	-7.9	-1.6	-6.1
进口（美元）同比	%	-13.3	-6.8	-4.7	-1.9	4.7	3.1
贸易顺差：亿美元		1257	1437	1442	486	442.3	408
工业增加值：同比	%	5.9	6.1	6.1	6.1	6.2	*6.3
工业企业利润额累计同比	%	7.4	6.2	8.4	8.6	9.4	*9.7
M2 同比增速	%	13.4	11.8	11.5	11.6	11.4	*11.5
人民币贷款增速	%	29.4	13.6	11.2	11.0	9.6	*9.8
SHIBOR：隔夜	%	1.99	2.01	2.05	2.22	2.25	2.30
美元/人民币:CNY		6.539	6.535	6.666	6.747	6.841	6.924
美元/人民币:CNH		6.553	6.547	6.674	6.756	6.864	6.929

\*: 为 CEEM 预估值

## 东盟与韩国经济：外需现曙光，中国东盟抱团取暖

东盟六国 2016 年第 4 季度加权平均经济增长率预计为 4.6%，比第 3 季度上升 0.2 个百分点。预计 2016 年东盟六国加权平均增速为 4.5%，比上年上升 0.1 个百分点。由于内需向好且外需有望持续回暖，东盟六国 2017 年增长预计将进一步上升，达 4.6%。韩国 2016 年第 4 季度经济增长预计为 2.3%，比第 3 季度低 0.3 个百分点。预计 2016 年韩国经济增速为 2.7%，比上年上升 0.1 个百分点，但本轮复苏可能已终结，政局混乱和对外竞争力下降使得韩国 2017 年经济增长预计为 2.5%。从当前东盟各经济体的表现来看，内需复苏仍然保持稳固，外需也有好消息传来，作为“外需风向标”的新加坡 2016 年第 4 季度经济出现强劲复苏，各国出口数据在 2016 年 11 月后出现好转态势，这意味着外需温和转暖和外部压力的减轻，对经济增长前景是利好。展望中国与东盟经贸往来，除了一般认为的中国作为东盟的主要需求方之外，东盟在中国出口中也越来越多地扮演积极角色，同危机之前（2007 年）相比，2016 年前 11 个月东盟在中国出口中占据的份额上升了 4.1 个百分点。

### 一、经济增长

印度尼西亚  
经济增长略有  
下滑。

印度尼西亚 2016 年第 3 季度实际 GDP 同比增速为 5.0%，增速较上季度有所下降，反映出内部需求动力的减弱，预计第 4 季度的 GDP 增速为 5.0%。印尼第 2 季度超预期的增长没能在第 3 季度延续，政府消费增长率为-3%，大幅低于上季度的 6.3%。这一情形与我们此前的判断一致，即印尼经济的不确定性主要来自于政府部门的开支计划。私人部门消费增速继续保持稳定，为 5%，投资增速延续下滑态势，从第 2 季度的 5.1% 下滑至 4.1%。并未现好转迹象。政府支出在第 4 季度发挥更大作用的可能性较小，目前税收特赦进展不力，政府支出难回此前高增速。第 4 季度消费者信心达到全年最高水平，10 月和 11 月分别为 116.8 和 115.9，高于第 3 季度 112.5 的平均水平，私人消费仍将保持稳健。制造业 PMI 仍在荣枯线之下徘徊，但 11 月达到 49.7，相较于 10

月的 48.7 有所提升，制造业的进一步回暖成为带动私人投资与出口的关键。第 4 季度的印尼经济增长预计与第 3 季度持平，**2016 年全年经济增速预计为 5.0%，高于上年的 4.8%**。2017 年，印尼经济增长仍将以内需为主要动力，私人部门消费的稳健是增长的基础，不确定性来源于政府消费和投资，私人投资和出口如有好转则将带动经济进一步提升，**预计 2017 年的经济增速为 5.2%**。

马来西亚经济增长回暖。

**马来西亚 2016 年第 3 季度实际 GDP 同比增长 4.3%，增长相较上一季度回升，预计第 4 季度经济增速为 4.4%**。马来西亚经济增长延续外冷内热局面。第 3 季度，私人消费增速 6.4%，比上季度的 6.3%略高，但是投资回落，投资同比增速从上季度的 6.1%下降至 2.0%。出口增长由正转负，同比下降 2.4%。第 4 季度，马来西亚出口情形仍不容乐观，10 月季调出口同比增速 -8.6%，跌入谷底，原油、液态天然气、机械和金属出口下跌是主因，电子出口略有增长，出口仍在等待外部环境的转暖。但工业产值增速有所回升，10 月同比增速为 4.2%，好于上季度 3.9%的平均水平，制造业助推了工业产值的回升。目前，马来西亚仍然面临较为严峻的外需环境，增长主要依赖内需拉动，**预计 2016 年全年经济增速为 4.2%，低于上年 4.8%的增速**。2017 年，马来西亚增长仍将以内需支撑为主，私人消费保持稳健，投资特别是私人投资有望向好，政府 2017 年预算案实施积极财政政策，如外需转暖，则马来西亚的复苏进程有望加快，**预计马来西亚 2017 年的经济增速为 4.5%**。

菲律宾经济增长持续超出预期。

**菲律宾 2016 年第 3 季度经济继续超预期增长，为 6.9%，与第 2 季度持平，私人消费的强劲是支撑增长的首要动力，预计第 4 季度经济增速为 6.8%**。菲律宾第 3 季度的经济增长继续走高，新选政府继续采取扩张的财政政策，第 3 季度财政支出同比增速 14.4%，投资继续维持强劲动力，同比增长 23.5%。占据 GDP 约 70%的私人消费第 3 季度增长 7.3%，同上季度持平。

强劲的内需带动菲律宾领跑东盟六国经济增长。菲律宾 2016 年每月侨汇超过 23 亿美元，这成为私人消费强劲的重要原因，2016 年第 4 季度，菲律宾的内需仍将维持强劲，预计经济增速为 6.8%。预计 2016 年全年经济增速为 6.9%，高于上年 5.9% 的增速，为东盟六国中最高。2017 年，菲律宾经济增长仍将有赖内需带动，受到人口红利、侨汇稳健、投资增长的积极带动，私人部门消费预计仍将高速增长，新政府的积极财政措施带动投资增加，预计菲律宾 2017 年经济增速为 6.5%。

新加坡经济触底反弹。

“外需风向标”新加坡经济有望触底，反映外需转暖，第 3 季度经济增长 1.1%，预计第 4 季度为 1.8%。新加坡第 3 季度经济增长触底，第 4 季度回弹，制造业 PMI 从 9 月开始恢复至荣枯线之上，9-12 月分别为 50.1、50.0、50.2 和 50.6，其中电子产品则从 8 月开始恢复至荣枯线之上，8-12 月分别为 50.2、50.3、50.8、50.5 和 51.2，可见，至第 4 季度，新加坡制造业呈现稳步上升态势，电子产品出现了较为稳固的复苏。从工业产值增速来看，9 月增速达 8.0%，10 月为 1.2%，11 月又上升至 11.0%，这与前八个月近乎零增长的平均水平形成鲜明对比。出口在 11 月转正，同比增速 4.2%，结束了 26 个月的负增长。据 2017 年 1 月 3 日公布的第 4 季度 GDP 预估值，第 4 季度经济同比增速预计为 1.8%，季调环比增速达到约 9.1%。预计 2016 年新加坡全年经济增速为 1.7%，低于上年 2.0% 的增长水平。作为“外需风向标”，新加坡经济的好转反映出外部市场，特别是美国、中国的需求出现阶段性好转，这对于新加坡乃至全球经济而言不啻于一则好消息。然而这一好转是否稳固，特别是全球贸易保护主义倾向的上升，外部市场需求能够转化为贸易需求并带动国内产业发展，还有待进一步观察。预计新加坡 2017 年经济增速为 1.6%。

泰国经济回暖势头放缓。

泰国经济第 3 季度的经济回暖势头放缓，实际 GDP 同比增长 3.2%，不及第 2 季度的 3.5%，第 4 季度经济增速预计为 3.4%。第 3 季度经济增长的主要动力同第 2 季度一致，均为私人

消费，然而私人消费的动力不及第 2 季度强劲，同比增 3.5%（上季度为 3.8%），消费者信心指数从 8 月的 38.9 回落，9-11 月分别为 36.2、36.4 和 35.7，这为第 4 季度的消费蒙上阴影。此前支撑经济增长的政府部门消费与投资继续走低，第 3 季度均为负增长，投资总体仅增长 1.4%。出口现好转态势，11 月的出口增速达到 9.2%。综合来看，泰国仍然面临着公私部门动力转换不完全，考私人部门复苏不稳健的难题，出口的回暖在一定程度上能够缓解下行压力，预计 2016 年第 4 季度，泰国经济增速为 3.4%。**2016 年，泰国经济仍在经历缓慢的复苏，预计全年经济增速为 3.3%，高于上年的 2.8%。**泰国经济能否持续改善，还有待于内需的进一步复苏，泰国国王的逝世为国内经济带来不确定性，外需如能继续回暖，则对泰国经济也是一大利好，**预计 2017 年泰国经济增速为 3.4%。**

越南经济进一步加速。

**越南 2016 年第 3 季度经济增速为 5.9%，显示经济开始复苏，预计第 4 季度经济增长为 6.2%。**2016 年，越南经济增长不尽如人意，主要原因为气候恶劣和自然灾害频发导致第一产业农林水产业负增长，同时，大宗商品价格低迷导致原油和煤炭开采量下降。不过，这些负面因素在 2016 年下半年均有所好转，越南经济开始复苏。从制造业和出口来看，越南经济仍然充满增长动能，10 月和 11 月的制造业 PMI 分别为 51.7 和 54.0，11 月这一数值创下 2015 年 5 月以来的高点。预计第 4 季度的经济增长将进一步抬升，达 6.2%。**越南 2016 年全年 GDP 增速为 6.2%，低于上年 6.7%的水平，从东盟经济领头羊跌落。**2017 年，自然灾害冲击的影响将消退，制造业和出口保持强劲，开启一年的结构性改革政策为增长提供动力，**预计 2017 年越南经济增速为 6.6%。**

韩国经济继续下行。

**韩国经济继续下行，第 3 季度经济增速为 2.6%，受总统政治丑闻给国内需求带来的打击，预计第 4 季度经济增速为 2.3%。**第 3 季度，韩国经济放缓主要由于出口和私人消费的放缓，

投资和政府消费增长较快。第 4 季度，韩国经济进一步下行可能性较大，受总统政治丑闻的影响，韩国消费者信心指数 11 月和 12 月快速下滑，分别 95.8 和 94.2，是 2009 年 3 月以来的低点。制造业 PMI 仍然没有起色，自 8 月跌落荣枯线以来，一直在荣枯线之下，10 月和 11 月均为 48.0。出口有一定的回暖，10-12 月同比增速为-3.2%、2.5%和 6.4%。预计第 4 季度韩国经济进一步下行，同比增速 2.3%。**韩国 2016 年 GDP 全年增速为 2.7%，高于上年 2.6%的水平，但是上轮经济复苏可能已停止。**韩国经济 2017 年面临的不确定性仍大，竞争力下滑和限韩令可能使得韩国在全球外需缓慢复苏背景下也难获得太多好处，国内政局仍处于混乱局面将继续抑制私人消费和公共部门开支计划，预计 2017 年韩国经济增速为 2.5%。

## 二、价格水平

受油价上升和内需回暖影响，域内主要国家的通货膨胀水平总体呈现上升态势；受特朗普当选美国总统及美联储加息带来美元指数上涨，主要国家货币均有不同程度贬

2016 年第 4 季度，受油价上升和内需回暖影响，域内主要国家的通货膨胀水平总体呈现上升态势；受特朗普当选美国总统及美联储加息带来美元指数的上涨，主要国家货币均有不同程度贬值。

**印尼的通胀水平在 2016 年第 4 季度出现上行态势。**受油价上行的影响，印尼 2016 年第 4 季度的通胀压力有所回升，10 月和 11 月的 CPI 同比增速为 3.3%和 3.6%，高于上季度 3.0%的平均水平。若油价不出现明显下跌，印尼在 2017 年通胀将继续处于上行通道。**印尼卢比在美联储加息背景下表现较稳健，未现大规模贬值。**第 4 季度印尼卢比对美元较上季度贬值 3.3%，同比则升值 2.7%。同 2013 年中在美联储削减恐慌中受到重大负面影响相比，因基本面总体较好，印尼卢比在近期冲击中表现稳健。

**马来西亚的通货膨胀 2016 年第 4 季度出现回升。**受到油价回升和经济回暖的影响，马来西亚通货膨胀出现回升，10 月和

值。11月的CPI同比增速分别为1.4%和1.8%，总体高于上季度1.4%的平均水平，通胀完成触底开始回升。马来西亚林吉特对美元出现贬值。11月，林吉特对美元比上月环比贬值5.9%，第4季度环比总体贬值7.6%，为东盟六国中贬值幅度最大的国家。

**菲律宾 2016 年第 4 季度通货膨胀水平持续回升。**受原油价格走高、内需强劲及食品价格上升影响，菲律宾第4季度通货膨胀继续走高，10-12月分别为2.3%、2.5%和2.6%，处于2%-4%通货膨胀区间下部，且为2014年12月以来的高点。预计通胀仍将继续走高，预计菲律宾央行在2017年将可能收紧货币政策。**菲律宾比索继续贬值**，第4季度对美元双边名义汇率同上一季度相比贬值了约3.1%，同上年相比贬值了5.3%，同比贬值幅度是东盟六国中最大的。这一调整主要由通胀走高及经常账户盈余缩窄带来。

**新加坡 2016 年第 4 季度通胀水平由负转正，走出通缩。**始于2014年11月通缩终于在2016年11月终结，10月和11月的CPI同比增速分别为-0.4%和0.1%。通胀回升与经济回暖保持一致。**新加坡元对美元在第4季度出现贬值。**新加坡第4季度对美元双边名义汇率相对上一季度贬值约5.6%，在东盟六国中贬值幅度仅次于马来西亚。

**泰国 2016 年第 4 季度通货膨胀继续上行。**2016年4月，泰国结束了长达15个月的通货紧缩，此后CPI同比增速维持小于1%的轻微正增长，不过这一情况在2016年末被打破，10-12月的同比增速分别为0.3%、0.6%和1.1%，通胀走势是内需转暖的表现。**泰铢对美元第4季度环比贬值。**泰铢对美元第4季度比上季度贬值3.2%，这与央行不希望泰铢走强的态度保持一致。

**越南的通胀水平第4季度继续回升。**越南通货膨胀继续延续回升态势，10-12月分别为4.1%、4.5%和4.7%。通胀上升主要由政府取消医疗教育补贴和自然灾害带来食品价格上升有关。**越南盾对美元第4季度出现贬值。**与第3季度相比，越南盾对

美元贬值约 1.0%。

**2016 年第 4 季度，韩国通货膨胀先升后降。**10 月-12 月的 CPI 同比变动水平分别为 1.5%、1.5%和 1.3%，高于上季度 0.7% 的平均水平。**2016 年第 4 季度，韩元对美元大幅度贬值。**第 4 季度韩元对美元同上一季度相比贬值了约 9.3%，与去年同期相比贬值了 3.0%。

### 三、贸易规模

中国东盟呈现抱团取暖态势。2016 年第 4 季度，中国与东盟的出口和进口均呈现回暖态势，韩国与中国的出口和进口则持续恶化。

2016 年前 11 个月，中国向东盟出口同比增速为-5.58%，中国从东盟进口同比增速为 2.73%。这一增速同危机之前的双位数增长相比，并不理想。但是考虑到全球贸易的放缓，东盟作为中国外部需求的来源其重要性在危机之后正在上升，呈现抱团取暖态势。比较中国出口的主要国别和区域分布，在危机之前（2007 年），美国、欧盟、日本和香港的占比分别为 19.11%、20.13%、8.38%和 15.13%，危机之后（2016 年前 11 个月），这一占比分别为 18.27%、16.07%、6.14%和 13.50%，同危机之前相比，分别下降了-0.84、-4.06、-2.24 和-1.62 个百分点。东盟危机之前的占比为 7.74%，危机之后占比为 12.36%，上升了 4.63 个百分点。东盟作为外部需求对中国的影响力在上升。分国别来看，占比的上升主要来自于菲律宾、泰国和越南，占比分别上升了 3.64、1.97 和 10.73 个百分点，印尼、马来西亚和新加坡的占比下降，分别下降了 1.0、4.1 和 13.5 个百分点。从趋势上来看，占比的升降与国内的经济形势密切联系，考虑到东盟国家 2017 年的经济形势有望进一步向好，预计将为中国的出口继续提供有力支持。此外，数据的变化还反映出区域内价值链的变迁，目前，越南的占比从危机前（2007 年）的 12.6%上升至 23.4%，新加坡的占比则从危机前的 31.5%下降至 18.0%。

2016 年 10-11 月，东盟国家向中国出口大规模上升，平均同比增速为 22%，高于今年第 3 季度的 2.8%。东盟国家从中国的进



口有所好转，从上季度的-6.3%下降至 10-11 月的-2.4%。国别来看，对华出口方面，越南继续保持高增长，录得了 73.2%的高增速，印尼和泰国也录得 31.1%和 37.8%的双位数增长，其余三国也实现了正增长。进口方面，印尼、马来西亚和菲律宾进口正增长，增速分别为 9.5%、4.0%和 6.0%，其他国家为负增长。

韩国对中国出口和从中国进口仍在恶化，10-11 月平均增速分别为-10.3%和-10.8%。

## 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，%）		
	2016Q2	2016Q3	2016Q4F	2015	2016F	2017F
印度尼西亚	5.2	5.0	5.0	4.8	5.0	5.2
马来西亚	4.0	4.3	4.4	5.0	4.2	4.5
菲律宾*	6.9	6.9	6.8	5.9	6.9	6.5
新加坡	2.0	1.1	1.8	2.0	1.7	1.6
泰国*	3.5	3.2	3.4	2.8	3.3	3.4
越南	5.5	5.9	6.3	6.7	6.2	6.6
东盟六国	4.6	4.4	4.6	4.4	4.5	4.6
韩国*	3.2	2.6	2.3	2.6	2.7	2.5

2. 通货膨胀						
	（季度同比，%）			（年度同比，%）		
	2016Q2	2016Q3	2016Q4F	2014	2015	2016F
印度尼西亚	3.5	3.0	3.3	6.4	6.4	3.5
马来西亚	1.9	1.3	1.6	3.1	2.1	2.1
菲律宾	1.5	2.0	2.5	4.2	1.4	1.8
新加坡*	-1.0	-0.4	-0.1	1.0	-0.5	-0.6
泰国	0.3	0.3	0.7	1.9	-0.9	0.2
越南	2.2	2.8	4.4	4.1	0.6	2.7
东盟六国	1.8	1.7	2.2	4.0	2.5	2.0
韩国	0.8	0.7	1.5	1.3	0.7	1.0

3. 汇率						
	（名义汇率，per USD）				（实际有效汇率）	
	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2016	2016Q3	2016Q4F
印度尼西亚	13180.0	12998.0	13436.0	13222.5	92.4	94.2
马来西亚	4.0	4.1	4.5	4.1	88.6	86.0
菲律宾	47.0	48.3	49.8	47.8	112.4	110.9
新加坡	1.4	1.4	1.4	1.4	110.5	108.3
泰国	35.2	34.7	35.8	35.2	99.7	100.4
越南	21873.0	21949.0	22159.0	21959.5	-	-
韩国	1164.7	1096.3	1208.5	1155.8	111.7	111.1

4. 工业产值			5. 股票市场		
	（变动率，%）			（股票指数）	
	2016Q2	2016Q3	2016Q4F	2016Q3	2016Q4
印度尼西亚	5.0	5.2	-2.7	5322	5289
马来西亚	3.6	3.9	4.2	1661	1644
菲律宾	9.0	11.1	8.3	7793	7009
新加坡*	1.6	1.7	6.1	2853	2866

泰国*	1.5	-0.1	2.0	1519	1516
越南	17.5	16.5	13.5	671	669
韩国*	1.2	0.2	0.9	2031	2006

## 6. 出口

	(变动率, %)		
	2016Q2	2016Q3	2016Q4F
印度尼西亚	-8.7	-5.6	13.2
马来西亚*	1.6	-2.4	-0.5
菲律宾	-6.4	-3.6	3.7
新加坡*	-4.6	-3.3	-0.9
泰国	2.7	2.2	1.1
越南	5.1	9.4	13.6
韩国	-6.7	-4.6	1.9

## 7. 进口

	(变动率, %)		
	2016Q2	2016Q3	2016Q4F
印度尼西亚	-8.4	-4.3	6.7
马来西亚*	3.5	-0.8	2.4
菲律宾	28.2	8.0	5.9
新加坡*	-6.6	-6.7	1.7
泰国	-1.5	0.0	2.7
越南	2.8	4.2	16.2
韩国	-10.1	-4.9	4.0

## 8. 与中国经贸往来

	对中国出口 (变动率, %)			从中国进口 (变动率, %)		
	2016Q2	2016Q3	2016Q4F	2016Q2	2016Q3	2016Q4F
印度尼西亚	0.3	-1.3	31.1	-5.0	-0.9	9.5
马来西亚	-15.6	-4.7	1.9	-10.4	-10.2	4.0
菲律宾	-10.6	-7.1	2.7	28.7	7.7	6.0
新加坡	-7.2	-4.3	8.1	1.9	-16.4	-9.2
泰国	-7.2	-0.8	37.8	13.3	-2.5	-9.6
越南	40.9	52.4	73.2	-1.4	-4.8	-3.6
东盟	-3.2	2.8	22.0	1.7	-6.3	-2.4
韩国	-8.4	-8.2	-10.3	-4.2	-2.5	-10.8

## 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：美联储顺利加息，人民币汇率贬值压力犹存

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

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

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

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

## 一、国际金融市场概况

2016年4季度国际金融市场相较3季度风险因素增多，市场波动性有所上升。3季度美联储升息预期并未发生剧烈波动，美联储仍释放9月不加息的信号。因此总体上，全球外汇市场波动性回落，货币市场平稳，风险资产价格温和回暖。反映金融市场预期波动性的VIX指数从27下降至15（见图错误！未找到引用源。）。4季度以来，国际金融市场表现了较明显的事件驱动特点。特朗普出乎主流民调和专家预测成功当选，美联储在美国经济数据支持下成功引导市场预期并完成去年底以来的第二次加息，是主导国际金融市场波动的两大事件。

虽然特朗普当选超出市场预期，华尔街事前对特朗普当选的市场影响主要是负面评价，然而当特朗普真正胜选后的表现使得投资者意识到他将以商人的精明及实用主义去处理复杂的经济政治问题，因此避险情绪很快得以恢复。VIX指数在FBI重启邮件门调查后迅速上升至22.51，在大选结果公布后快速回落至低位。

由于符合市场预期，12月14日美联储全票通过加息25bp的方案对全球金融市场的冲击也明显小于去年年底的首次加息。VIX指数对这一事件基本上波澜不惊。

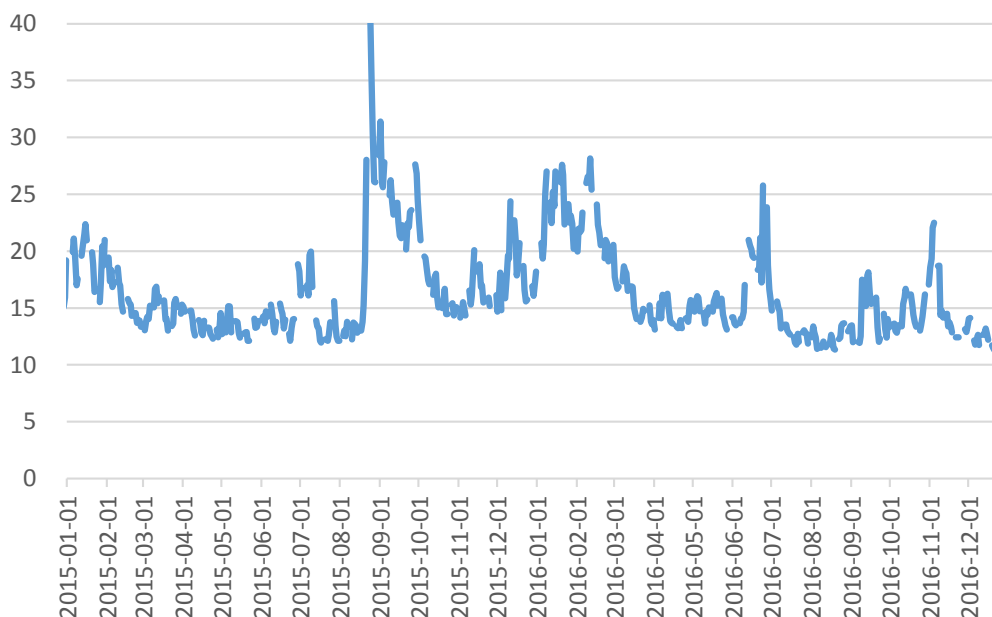
图表 27 国际金融市场主要指标变动

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	99.80	95.80	4.18	标普 500	2185.2	2160.9	1.12
欧元	1.08	1.12	-3.34	德国 DAX	10807.0	10338.3	4.53
日元	109.5	102.4	-6.98	日经 225	17925.2	16489.3	8.71
人民币	6.83	6.67	-2.47	上证综指	3138.5	3032.1	3.51
雷亚尔	3.29	3.25	-1.52	巴西 IBOVESPA	60937.6	57164.1	6.60
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	0.50	0.44	5.92	美国	2.14	1.56	57.43
欧元	-0.39	-0.39	-0.41	欧元	0.21	-0.09	30.43
日本	-0.04	-0.06	2.86	日本	-0.00	-0.13	12.41

中国	2.45	2.36	9.09	中国	2.90	2.76	14.60
印度	6.10	6.36	-25.70	巴西	11.69	12.01	-31.02

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。

图表 28 VIX 指数



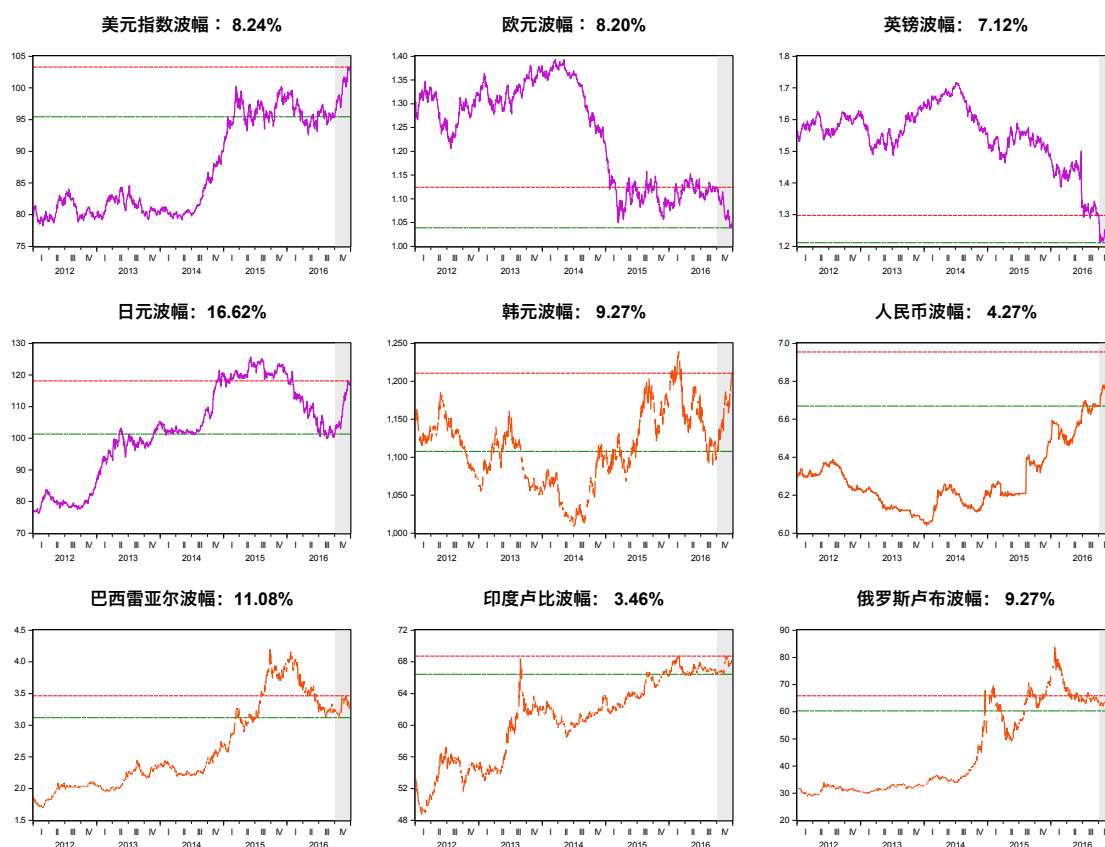
注：原始数据来自 Wind 数据库，下同。

## 二、国际金融分市场走势分析

全球外汇市场波动性上升。4 季度以来，美国经济数据总体向好，三季度 GDP 环比终值上修至 3.2%，达到两年来最高水平，制造业和非制造业 PMI 均上升至较高水平，新增非农就业数据也表现较强，美国劳动市场已接近充分就业，同时通胀从 9 月开始快速上涨。这些美联储关心的指标均表现良好，因此市场普遍预期 12 月美联储将加息。良好的经济数据以及加息预期推动美元指数从三季度末的 95 上下快速上升至 103，涨幅超过 8%。

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

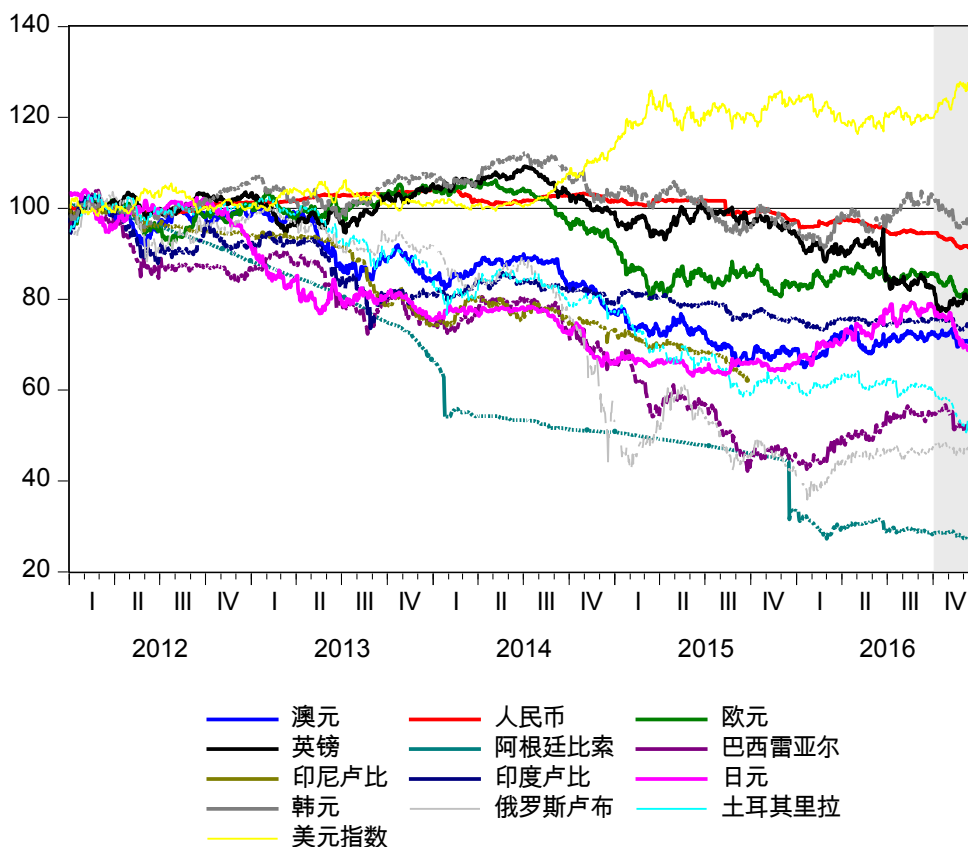
图表 29 主要经济体汇率走势比较



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 30 主要经济体汇率走势比较

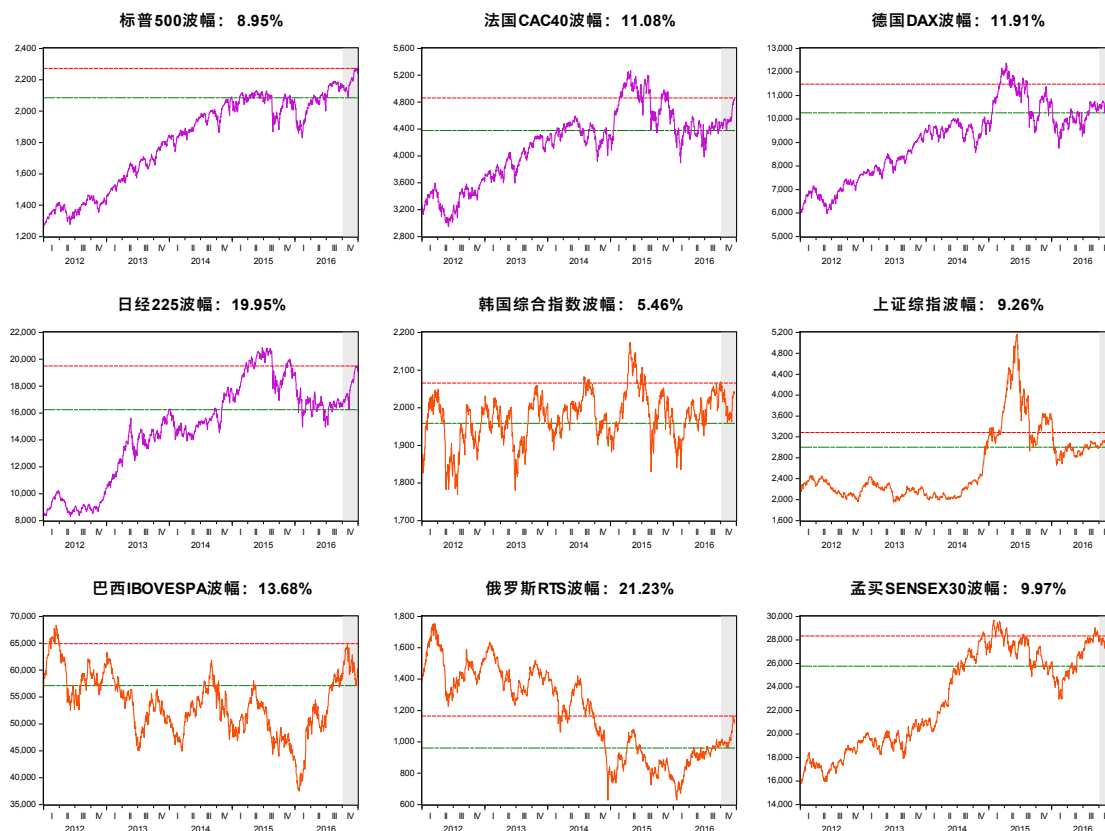


注：同上。

四季度伴随主要经济体良好的短期增长势头，及区域风险的释放，欧美及日本股市均经历大幅上涨或者反弹。标普 500 指数在大选前有小幅下跌，但自那时起反弹约 9%，已大幅高于前期高点。欧洲股指自 12 月以来迅速拉升，幅度超过 10%。日经 225 指数更是从 11 月初大涨约 20%。但另一方面，新兴经济体股市表现参差不齐。巴西、印度股市进入 4 季度以来出现明显的回调，韩国、中国股市反复波动，俄罗斯股市则在特朗普示好美俄关系、油价反弹等因素作用下在四季度继续 2016 年以来的反弹势头，四季度反弹幅度一度超过 20%。



图表 31 主要经济体股指走势

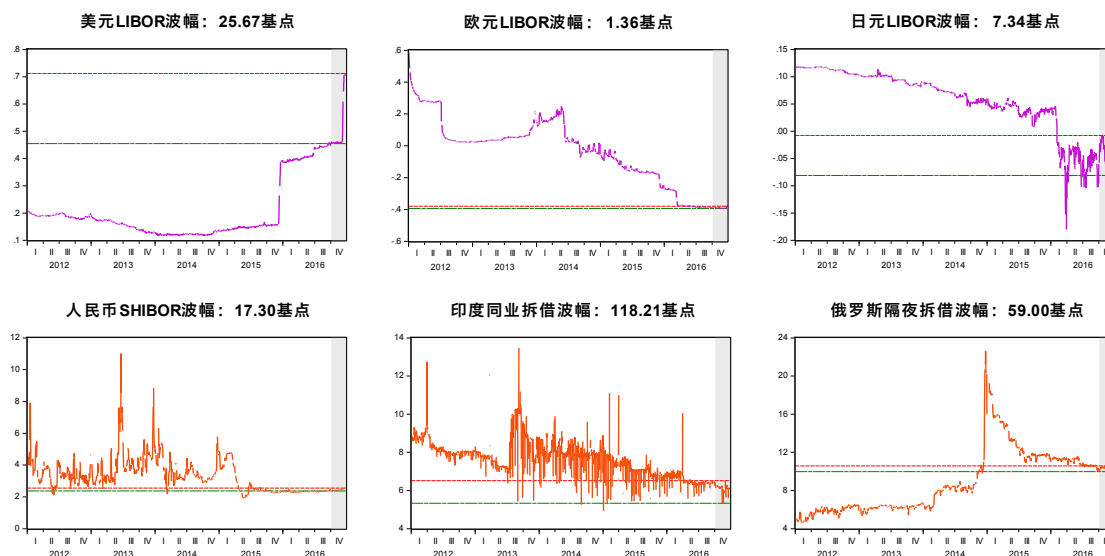


注：原始数据来自 Wind 数据库。季度波幅定义为季内最高值相对最低值的偏离百分比。各图中位置较高的红色虚线代表季内最高值，较低绿色虚线代表季内最低水平。阴影部分代表第四季度。

货币市场方面，主要经济体利率走势分化依然明显。

四季度美联储升息直接影响美元 LIBOR 跳升 25.7 个基点。欧元和日元同业拆借利率在各自维持不变的宽松货币政策下，保持负利率水平。然而，进入负利率区间以来，日元 LIBOR 波幅要明显超过欧元 LIBOR。主要新兴经济体货币的短期拆借利率保持在低位，货币政策未显示跟随美联储的迹象。

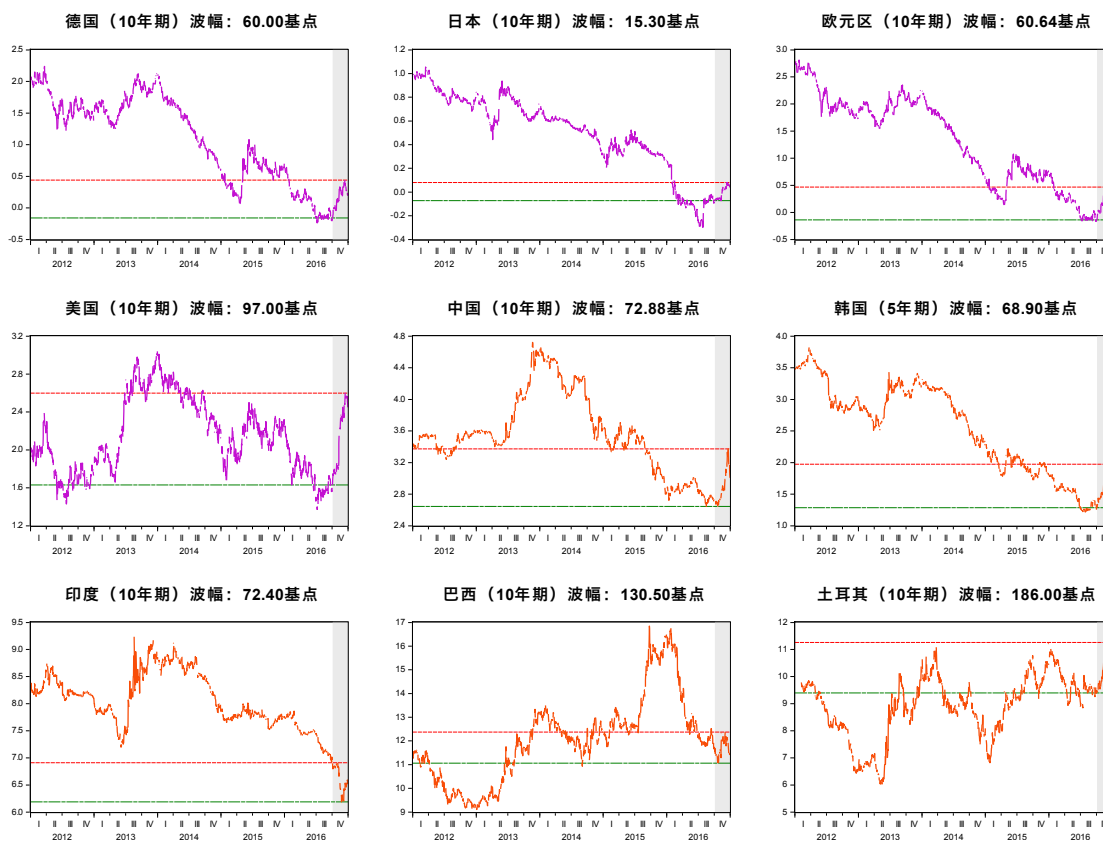
图表 32 主要货币市场利率走势



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。

长期国债市场走势深受美国升息的影响。四季度美国 10 年期国债上升接近 100 个基点，近四倍于隔夜利率的上升幅度。虽然全球主要货币市场仍主要反应分化的全球货币政策这一现实，非美货币的短期利率并未受美国升息的影响，但在长端美国升息却对全球长期国债市场产生了显著影响。目前欧元区、日本的 10 年期国债收益率均回到正值区间，甚至连德国长期国债也是如此。大多数的主要新兴经济体长期国债利率亦大幅上升，甚至连中国 10 年期国债也在季内上升了约 73 个基点。可见美联储升息通过长期利率渠道已对全球金融市场产生方向性影响，反过来也会对非美经济体货币政策形成明显制约。

图表 33 主要经济体国债收益率走势

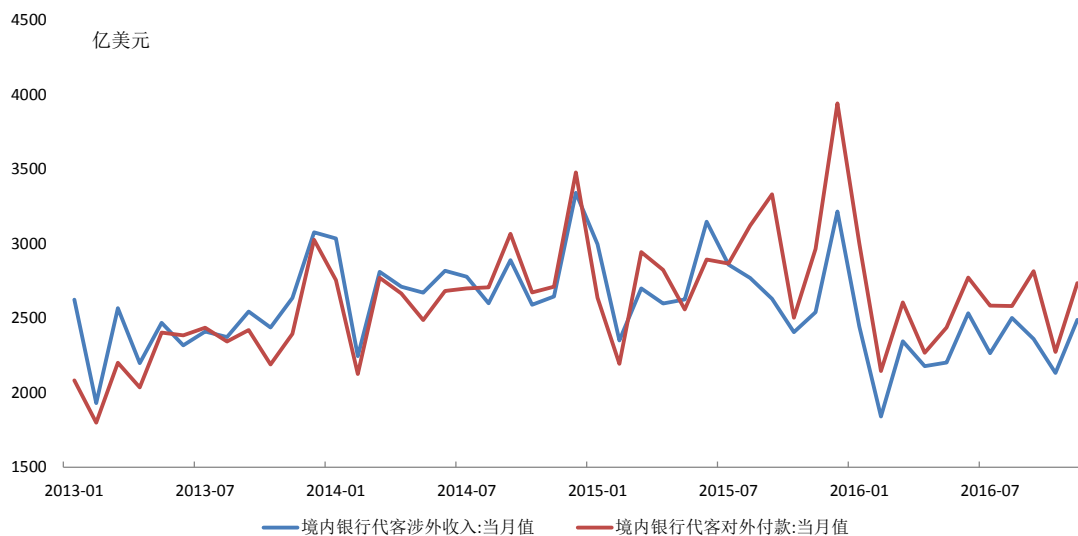


注：同上。

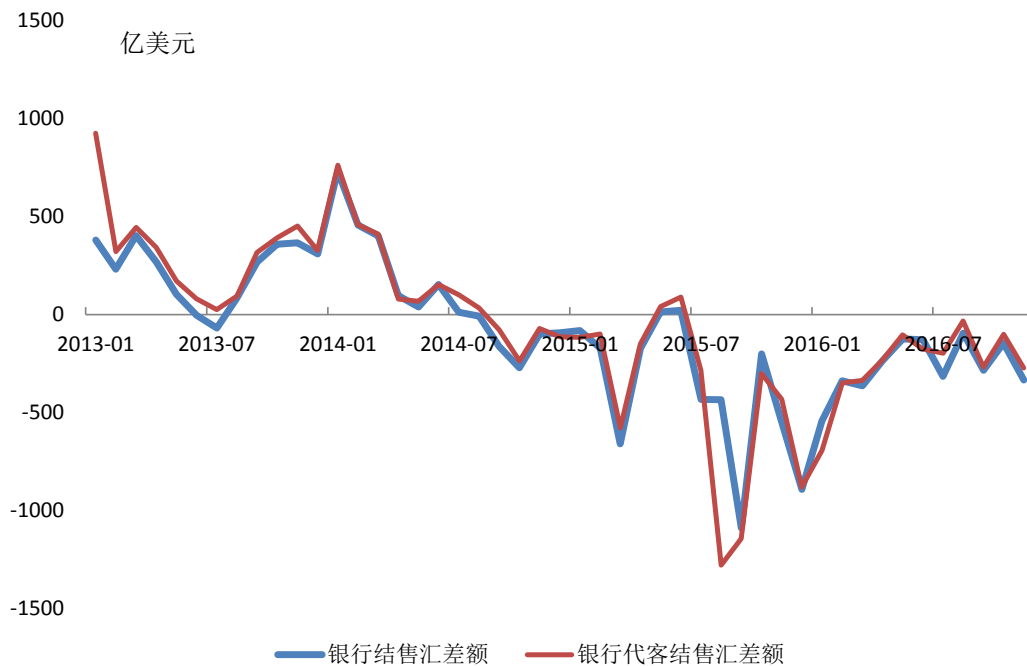
### 三、中国跨境资本流出总量趋稳，人民币跨境资本流动低位徘徊

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

图表 34 跨境资本总流动



图表 35 银行结售汇差额



## 专栏

### 人民币汇率与美元指数的关系

与传统盯住篮子汇率制度不同，当前人民币汇率形成机制同时参考了收盘价和篮子货

币，不仅要化解美元指数上涨的冲击，还要承担境内外汇市场供求失衡的压力。这导致人民币汇率与美元指数之间的关系存在一定的非对称性，并不是简单的此消彼长关系。

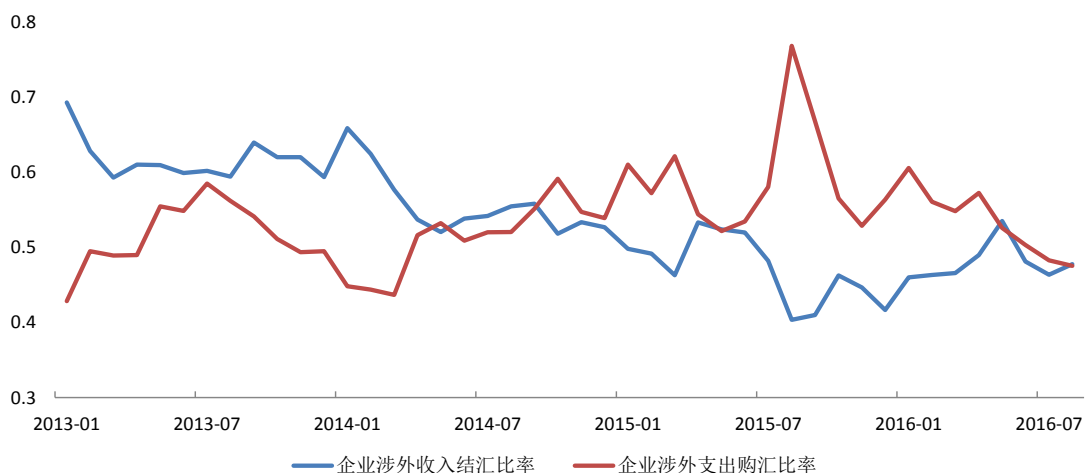
**人民币汇率贬值并非完全基于美元指数绝对值变动，仅仅通过美元指数的上下波动，就可以让人民币汇率逐步贬值。**举个例子，在2016年1月至4月，美元指数下跌了5%，人民币对美元升值了0.5%。10月至11月，美元指数升值5%，人民币对美元贬值2.5%。美元指数一下一上基本持平，人民币汇率贬值幅度却达到2%。

根据2016年的经验，美元指数从年初的99到年末的103，虽然水平值只上涨了4%，但一年内美元指数有5次小波动。每一次美元指数下行1%时，人民币汇率只有对应0.1%的升值，但是美元指数上行1%时，人民币汇率却有对应0.5%的贬值。经过这5次反复，最终人民币的贬值幅度远远超出了美元指数一年内升值幅度。

**因此，不能简单的用美元指数年初至年末的水平值变动来预测2017年人民币汇率。**很可能2017年美元指数只有5%的升值，但是人民币汇率会有接近7%-10%的贬值。在2017年，意大利公投、德法大选可能会引发欧元动荡，造成美元指数波动。届时，即使美元指数全年保持稳定，人民币汇率也会因为美元指数的波动而产生较大幅度贬值。如果美联储加息速度超出预期，美元指数年底可能会升值7%至110，届时人民币汇率将会面临非常大的压力。面对这种超出预期的贬值速度，央行将会需要消耗大量的外汇储备稳定汇率，而货币政策基本没有进一步宽松的空间。

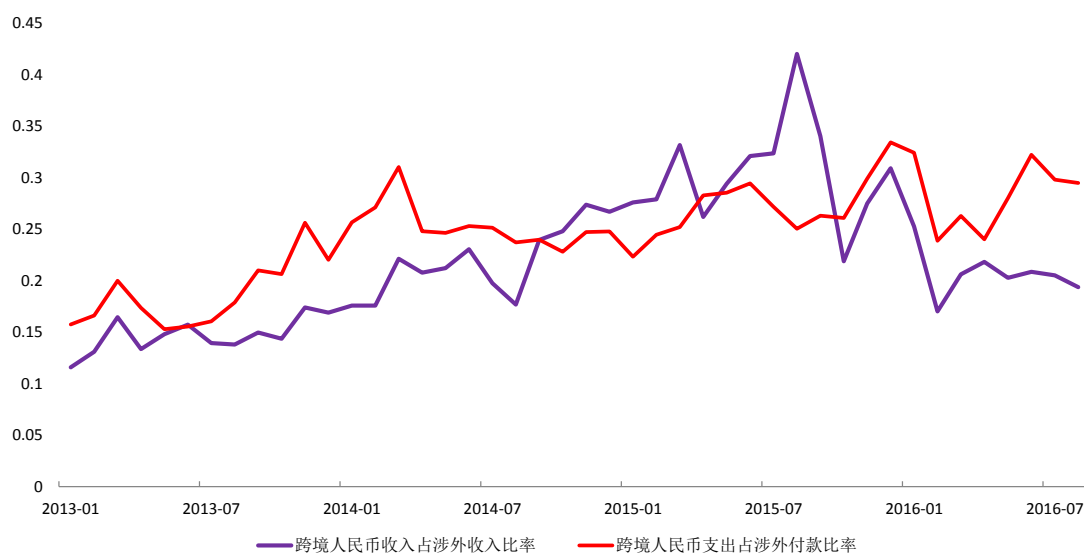
**人民币汇率贬值预期迅速攀升，市场主体结汇意愿迅速下降。**2016年9-11月银行代客结汇占银行涉外总收入比率从0.47下降至0.45，银行代客售汇占银行涉外总支出从0.47上升至0.51。在第四季度，受美联储加息的影响，人民币汇率贬值预期迅速攀升，离岸市场人民币1年期远期贬值幅度约为4%，在岸即期市场难以及时消化美元冲击，人民币汇率的压力都被堆积到离岸远期市场。企业获得美元后持有美元结汇意愿大幅下降，企业涉外支出的购汇比率随之上升。

图表 36 企业涉外收入支出结售汇比率



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

图表 37 跨境人民币收入支出占涉外收入支出比率



#### 四、2017 年全球金融市场风险展望

2016 年世界经济形势日益分化，逐渐呈现多重波动的态势。英国公投结果脱欧、美国大选特朗普超预期胜出等“黑天鹅事件”让全球金融市场受到严重冲击。展望 2017 年，全球金融市场仍会经历重重考验。具体而言，有如下四大风险值得关注。

##### 风险一：“特朗普新政”能否产生“特朗普通胀”。

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

特朗普提出的解决方案是实施减税政策吸引资本回流，为国内 1 万亿美元的基础设施提供融资来源，刺激经

经济增长，推高通货膨胀。这一方案的起点是税改政策，主要包括企业税从 35% 降至 15%、海外利润一次性征收 10% 资金税等。税改政策既符合共和党执政传统，也符合当前美国经济背景，实施的政策阻力较小。金融市场对这一政策也充满期待。根据美国税收政策中心的测算，特朗普税改计划有望在未来两年提高美国 GDP 约 1.1%-1.7%（关于特朗普税改政策的具体分析请参见 CEEM 专题报告“特朗普税改”）。

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

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

**风险二：欧盟各国大选将反欧力量推向前台。** 欧盟各经济体最近几年经济低迷，失业率高企，居民对经济复苏的耐心在一点一点的损耗。近期难民潮引发的恐怖袭击问题则将各国选民的不满情绪推向了顶峰。2017 年即将展开的各国大选注定不会风平浪静。首先是意大利公投引发的提前大选风险。意大利总理伦齐辞职除了提高意大利脱欧可能性外，对意大利银行业也会造成严重冲击。伦齐上台后实施了银行债转股，资本补



充计划等措施，不良贷款的处置计划已经有了显著成效。2015年意大利银行的不良贷款率从 21%下降至 19.8%。一旦 2017 年意大利政府宣布“脱欧公投”，势必会破坏新政府政策处理不良贷款政策的延续性，重新激发意大利银行风险。

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

一旦出现“脱欧公投”等黑天鹅事件，欧元将会面临最为黑暗的时刻。欧元区债券将会遭受疯狂抛售，价格严重缩水，连带其他新兴市场国家的风险资产价格下滑，资金将重新涌入美国国债市场。

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

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

**风险四，日元大幅贬值的风险。**2016年9月日本央行决

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

## 大宗商品专题：供需端利好，商品和美元同涨

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

### 一、大宗商品总体价格走势

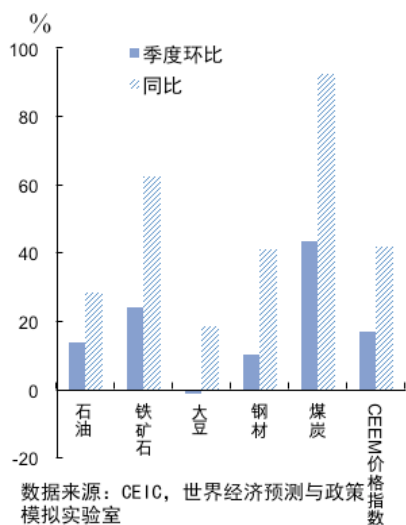
4 季度大宗商品价格涨势明显，煤炭和金属价格领涨，石油价格紧随其后，农产品则震荡走软

2014 年 4 季度 CEEM 大宗商品价格<sup>1</sup>较上季度上涨 17.0%，同比上涨 41.8%，已回升至 2014 年底水平。4 季度大宗商品价格加速上涨，其中煤炭价格领涨，环比上涨 43.7%，主要受上半年去产能及冬季备煤影响，导致供应相对紧张。铁矿石价格上涨 24.0%，钢材价格上涨 10.3%，铜价也一度上涨超过 20%。下游钢铁厂利润情况明显好转，拉动上游铁矿石价格。但不可否认的是黑色系商品的迅猛上涨受到期货市场投机的助推。此外，石油价格 4 季度环比增长 13.8%，OPEC 达成初步减产协议推动油价走高。4 季度主要农产品价格震荡走软。大豆价格震荡回落，小麦和玉米价格总体波动加大。

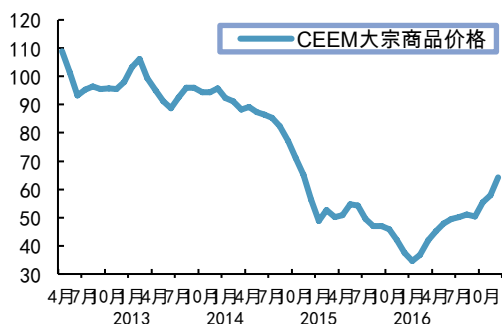
---

<sup>1</sup> 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。

图表 38 4 季度大宗商品价格涨幅加大



图表 39 大宗商品价格持续反弹, 涨幅扩大

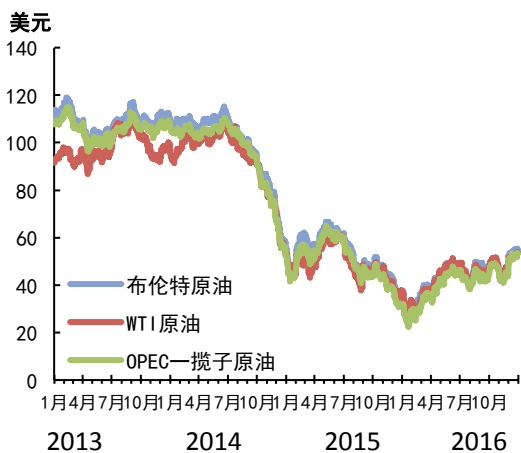


## 二、主要大宗商品供求情况与价格走势

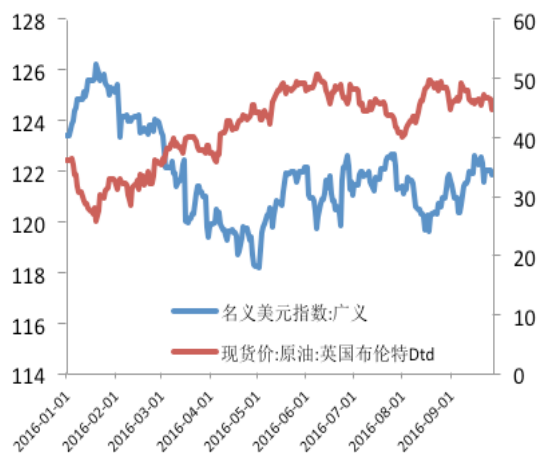
4 季度油价单边上行, 和美元出现同涨局面

**2016 年 4 季度油价基本处于单边上行走势, 突破 50 美元/桶, 甚至反常地出现和美元同涨的局面。**而反观前三季度, 油价基本和美元呈反方向运动。出现这种情况的原因之一在于美元走势的边际影响在减弱, 商品价格对美元的敏感性下降, 反而对美元走强背后的因素更为敏感——即对美国经济增长的正面预期。这点从美国近期信心类指标的走好也可以看出。另一方面, 供给侧的缩减也对油价提供了支撑。

图表 40 4 季度石油价格单边上行



图表 41 4 季度油价和美元出现同涨局面

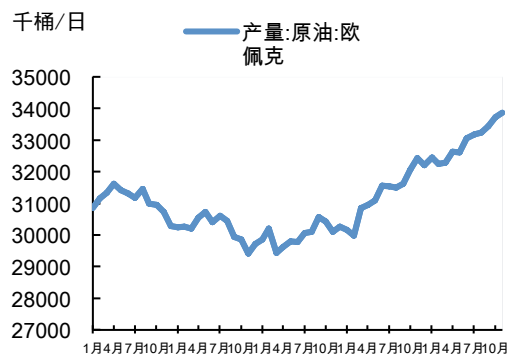


OPEC 冻产协议初步达成，对油价形成利好

**OPEC 冻产协议初步达成，在时隔 8 年后达成首次限产协议，11 个国家将合计减产 116.6 万桶/日。**俄罗斯等非 OPEC 国也表示配合。虽然实际落实仍然阻力重重，且伊拉克、伊朗等国都提出寻求豁免，但该协议毕竟是对节节攀升的产油量预期的一次调整。油价整体回升至 2015 年末的水平，当时油价在这一价格平台出现超过一季度的震荡反复。该价格线也接近于页岩油开采的平均成本。回升至这一水平意味着油价受到了一定的支撑。

图表 42 OPEC 原油产量维持在高位，减产尚

未见效



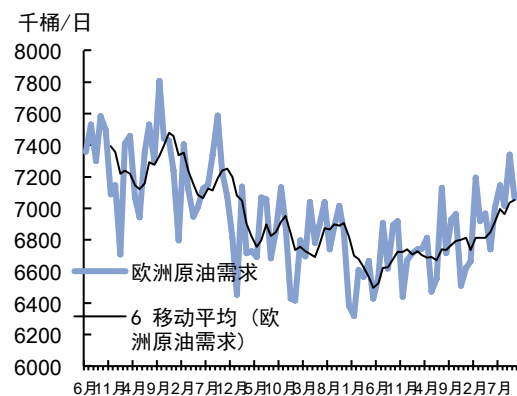
2012

数据来源: CEIC, 世界经济预测与政

油价回涨而美国原油库存下降且钻井数保持在低位对油价形成了支撑

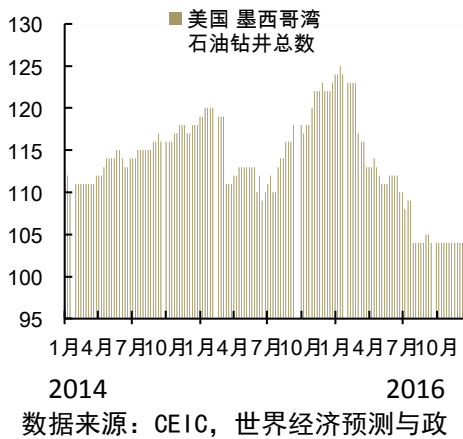
相应的，美国原油库存持续负增长，且钻井数保持在低位，意味着美国供应商尚未大规模恢复产能，也对短期油价形成了支撑。欧洲和中国的原油进口需求也处于稳定的增长态势。整个 2016 下半年油价都处于区间波动态势，涨跌互现，没有再出现此前剧烈的单边走势。从长期历史来看，以 2014 年不变价美元计算，当前的油价低于 08 年危机后的低谷，但高于 9/11 前的水平，也高于第一次石油危机前的长期水平，处于历史均值上方。考虑到新兴市场国家需求近十年来迅速的增长，可以将目前的波动态势视为市场在寻找新的长期均衡油价。

图表 43 欧洲原油需求上升

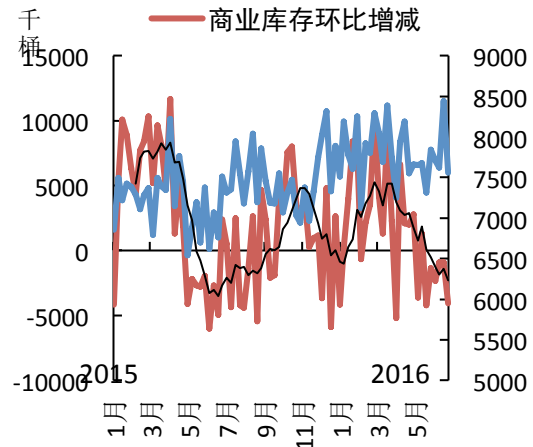


2009

图表 44 美国钻井数维持在低位



图表 45 美国商业库存 4 季度走低



4 季度金属价格总体上涨。受美国大选影响,金属价格 11 月初出现短期暴涨,之后小幅震荡。供求格局来看,中国方面的需求疲弱,未来价格讲主要依赖于美国需求的提振,但仍需等待政策落地。

**4 季度金属价格总体上涨。**铜方面, LME 铜价从 10 月初的 4806 美元/吨大幅上涨至 11 月上旬的 5900 美元/吨, 上涨约 23%, 之后震荡回落至 12 月末的 5500 美元/吨; LME 铝价走势也呈现同步趋势, 从 10 月初的 1649 美元/吨上涨至 1778 美元/吨, 涨幅约为 7.8%, 之后逐步震荡小幅回落至 1713 美元/吨。进口铜矿石及其精矿价格从 10 月初的 1227 美元/吨微跌至 11 月的 1224 美元/吨。总体来看, 4 季度金属价格仍然有不同程度的上涨, 而 11 月初有色金属的短期价格暴涨主要原因是美国大选特朗普获胜演讲中提及的将重修基础设施建设所引发的市场对“美版四万亿”计划的预期, 但由于美国未来政策仍具有相当大的不确定性, 以及需求面并没有实际的明显改善, 之后有色金属价格均震荡回落。从国内情况来看, 地产投资、汽车销售增速均在年末 12 月出现了不同程度回落, 铜的需求面依旧疲弱, 铜库存回升明显。

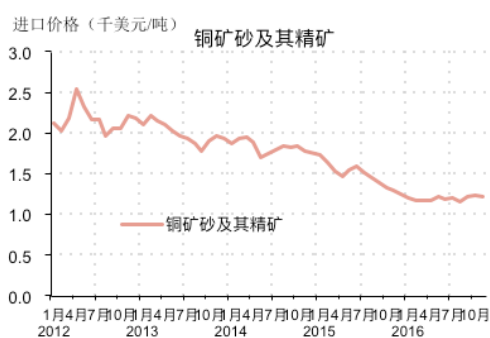
前瞻的看, 在中国需求边际下行的背景下, 未来有色金属价格的上涨空间将主要取决于美国需求能否有实质性的回升。从今年 11 月初美国大选之后有色金属价格的短期暴涨来看, 市场对美国财政发力给予了较高的预期, 有色金属广泛应用于电力、建筑、汽车和家电等领域, 投资或消费的上行预期均能为价格带来上涨动力; 而另一方面, 在中国经济短周期的下行压力下, 国内

对有色金属的需求依旧以弱，中国需求的下行将使得有色金属价格承压。总体来看，2017年有色金属的价格上涨空间主要取决于美国需求层面的回升程度。

铁矿石与钢铁价格也有所上涨。TSI 铁矿石价格指数从 10 月初至 11 月上旬暴涨 44.6%，之后高位震荡并有小幅下跌。钢铁价格也是先经历了一小轮快速上涨，之后小幅回落。从产业链库存变化来看，上游铁矿石港口库存上升至过去两年内新高，螺纹钢社会库存低位回升受阻。从粗钢产量来看，4 季度全国粗钢日均产量在 226 万吨左右，环保压力取代去产能成为限制产量回升的主要因素。总体来看，黑色产业链供需平衡开始趋于宽松，加上地产投资拐点的逐步显现，预计钢材价格在未来短期内可能温和回落。

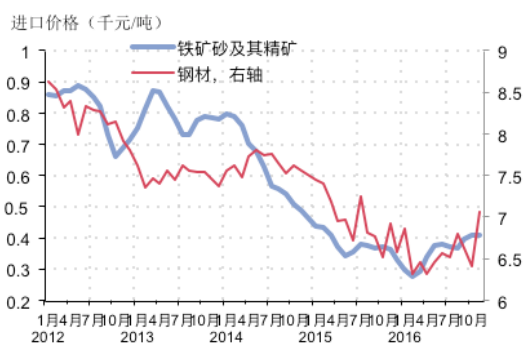
前瞻的看，铁矿石、钢材价格在 2017 年表现的较为温和，并不会出现明显的上涨趋势，原因主要包括如下几个方面：第一，中国边际需求下行压力增加，钢材的需求主要来自于地产投资、基建投资以及汽车与家电的生产，在未来经济增长面临压力的情况下，对钢材的需求预计仍将疲弱；第二，美国需求的增长对铁矿石、钢材价格带来支撑仍然需要时间以及政策的进一步出台；第三，从铁矿石库存来看，我国铁矿石港口库存已经逼近历史高点，随着焦煤与焦炭价格的回落，铁矿石需求可能相应回落。总体来看，2017 年铁矿石、钢材价格将难以持续目前的上涨态势。

图表 46 中国进口铜价基本平稳

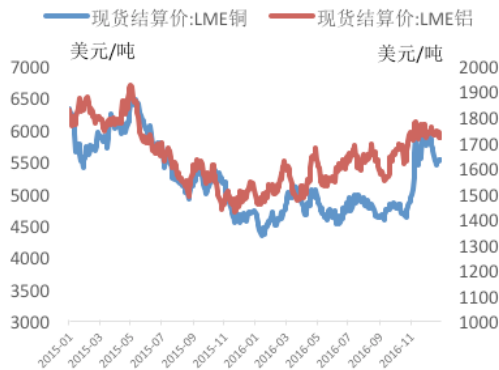


数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 47 中国钢材进口价格上涨



图表 48 LME 铜、铝价格 11 月暴涨后  
震荡回落



数据来源: CEIC, 世界经济预测与政策模拟实验室

图表 49 国际铁矿石价格 11 月暴涨后  
高位震荡



4 季度国际主要农产品价格震荡走软,供给压力依然存在。国内玉米市场临储政策压低价格的局面严峻。

#### 4 季度主要农产品价格震荡走软。大豆价格震荡回落。

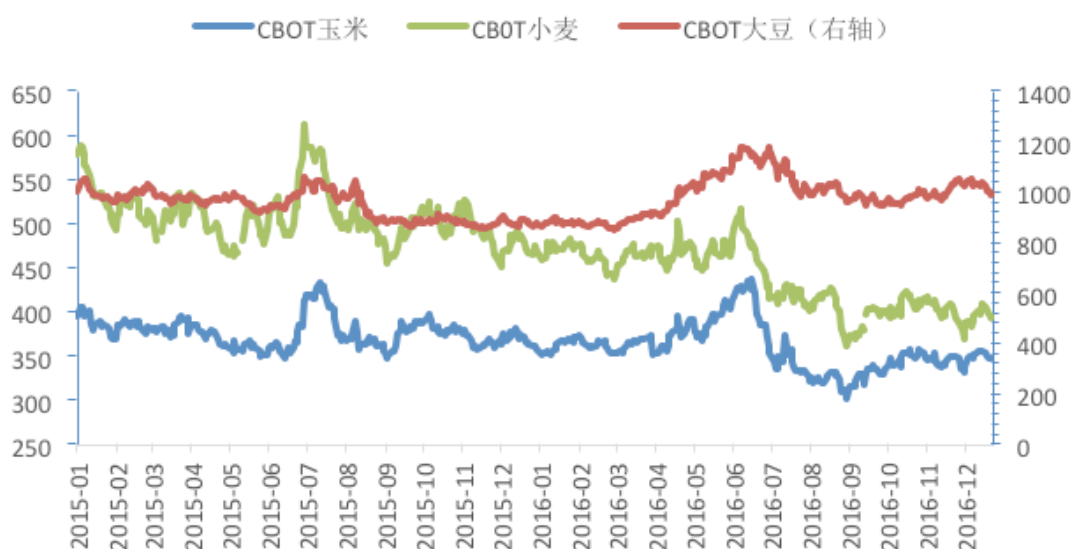
大豆方面,10 到 11 月大豆 CBOT 价格小幅反弹 3%,之后回落约 2%。美国农业部 12 月供需报告显示,16/17 年全球大豆及其产品供给的变化,主要来自于欧盟和印度的大豆压榨量上涨,印度的豆粕出口上调,以及阿根廷、巴西和美国豆粕的出口下调。

小麦和玉米价格总体波动加大。其中,CBOT 小麦价格先是小幅下跌 8%左右,之后回升 5%;CBOT 玉米价格则是先小幅下跌 5%左右,后小幅回升 3%。CFTC 期货管理基金净持仓占比下跌。美国农业部 12 月供需报告显示,预计 16/17 年全球小麦产量上调 650 万吨,其中澳大利亚上调 470 万吨,中国上调 90 万吨,欧盟和巴西上调 40 万吨,而澳大利亚的上调主要是由于近期种植天气环境非常理想。全球总体供应量增加快于使用量,期末库存上调 290 万吨,仍处于历史高位,供给压力依然承压。粗粮方面,预计全球 16/17 年粗粮产量上调 970 万吨至 13.294 亿吨,除了美国之外的其他国家谷物产量和消费量均有上调,尤其是中国与巴西的玉米产量上调明显,巴西玉米的收割面积与单产均有明显上升。其他地区,包括俄罗斯、加拿大以及印度尼西亚的玉米产量均有增长。国内市场来看,玉米临储政策加剧了我国玉米市场供给过剩的格局,玉米价格承压。



总体来看，2016年农产品价格整体呈现出先涨后跌的态势，4季度价格波动加剧，2017年供给端仍然压力明显，但大豆与玉米的形势可能好于小麦。第一，供给方面来看，主要农产品种类的产量与库存均处于高位，而从库存消费比来看，小麦处于历史高位，并仍在上升，玉米虽然同样也处于历史高位，但进一步上升趋势已经不明显，大豆的基本面由于玉米和小麦，库存消费比过去一年多以来整体呈现回落态势，但在2016年下半年略有反弹。第二，中国农产品市场化改革目前主要体现在收储变化与种植面积调控，而这两方面影响最大的就是玉米，目前玉米库存压力大，价格承压明显

图表 50 CBOT 农产品价格



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

### 三. 未来价格走势与风险

2017年油价供需端利好有限，美元压力渐显，不确定性来自于页岩油的恢

石油方面，尽管OPEC初步达成冻产协议，对近期油价形成了支撑，但冻产的落实仍然阻力重重，多个国家都在寻求豁免或协商产量分配。近期市场的震荡反映出市场仍对限产效果持怀疑态度，边际上对各国的表态较为敏感。市场更担心随着油价回升，大量美国页岩油厂商恢复产能，形成供给压力。当

复供应和地缘政治风险。金属价格总体上上涨动力减弱,不确定性主要来自美国方面扩张财政政策能否出台;农产品方面价格预计继续承压,不确定性主要是美元超预期走强与拉尼娜现象强于预期带来的极端天气削减南美产区农产品产量。

前全球经济的复苏步伐也难以支撑油价进一步显著上涨。考虑到美国在 2017 年加息的频率,美元走强迟早将对油价形成压力,预计石油和美元同涨的局面难以长期维持,2017 年预期布伦特油价在 55 到 65 美元间。

**金属方面,预计 2017 年价格上涨动力减弱,不确定性主要来自于美国方面财政政策能否落地以及需求能否回升。**2017 年中国市场的需求端由于房地产市场的政策限制,对全球市场的贡献度预计有限,而供给方面,钢铁、煤炭等行业在整合和环保的压力之下,产量的控制与调节也将明显;而美国需求能否有实质性的改善仍将取决于扩张财政政策能否如市场预期落到实处,即使财政政策出力,从政策出台到实际对铁矿石、钢材等需求的提升依然需要时间,因此,预计 2017 年金属价格整体缺乏上涨动力。

**农产品方面,预计 2017 年价格承压,不确定性主要来自于美元超预期走强与天气因素等。**尽管大豆的情况略好于玉米和小麦,目前农产品市场整体供给压力较大的现象在过去两年一直没有实质性的改善,预计 2017 年整体农产品市场价格依旧承压。如果美元超预期走强,那么价格面临的下行压力可能更大。天气方面,从今年 9 至 10 月开始,全球已经步入弱拉尼娜状态,虽然国际机构已经调低了拉尼娜可能引发极端天气的概率,但由于今年厄尔尼诺强度明显高于以往,而按照历史经验,强厄尔尼诺之后往往会迎来强拉尼娜,因此,拉尼娜可能带来的极端天气仍有可能对农产品价格带来超预期波动,尤其是对南美产区可能带来明显的减产影响。如果这种情况出现,可能对价格有部分提振作用。

## 外贸专题：进出口好转，不确定性增加

2016年4季度，中国出口（美元）同比下降5.2%，较3季度回升1.5个百分点。出口回升来自外需回暖和出口市场份额增速的回升。4季度中国进口同比增长2.1%，也较3季度明显好转。同时，货物贸易顺差增速继续放缓，一般贸易顺差显著减少；服务贸易逆差增速显著提升。

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

### 一、中国出口增速回稳向好

出口增速降幅收窄，回稳向好。

**出口增速降幅收窄。**2016年4季度，中国海关数据显示，以美元计<sup>2</sup>，中国出口同比下降5.2%，较3季度-6.7%的增速回升1.5个百分点，略有好转。从全年分季度看，4季度出口出现回稳向好迹象。相较3季度，分地区看，4季度出口好转主要来自美国和东盟。其中，中国对美国出口同比增长2%，对东盟出口下降2.4%，二者增速较3季度分别回升5.7和4个百分点。中国对美国出口自3季度以来一直在好转，表现突出。4季度，中国对欧盟和日本出口增速分别为-3.2%和-2%，较3季度均有所好转。4季度中国对香港出口下降20.7%，较3季度下降8.1

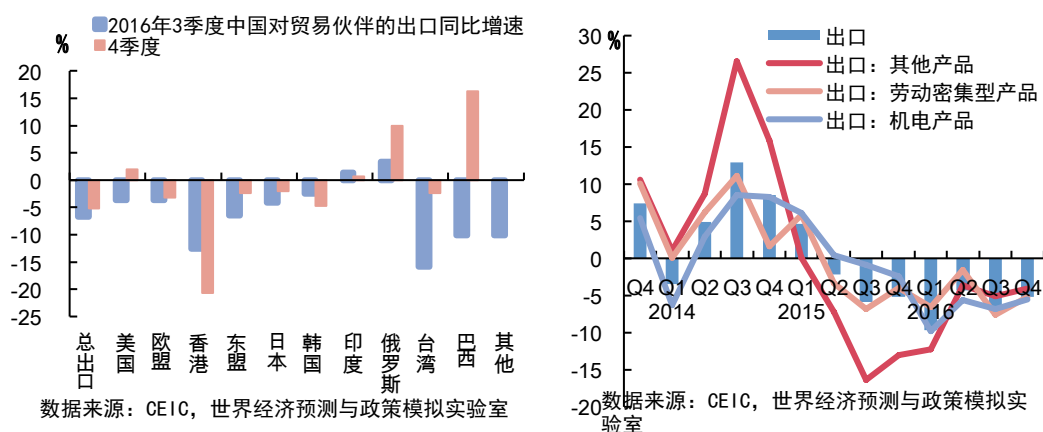
---

<sup>2</sup> 除非特别说明，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。

个百分点，受到了去年同期虚假出口高报的拖累。

从贸易方式看，4 季度出口回暖近 83% 的贡献来自加工贸易出口<sup>3</sup>，其同比增速为-5.3%，较 3 季度的-8.9%回升了 3.6 个百分点。从产品分类看，4 季度出口好转近 51% 的贡献来自机电产品<sup>4</sup>，其出口同比增速为-5.6%，较 3 季度回升 1.3 个百分点；4 季度七大类传统劳动密集型产品出口同比下降 5.2%，降幅较 3 季度收窄 2.4 个百分点。

图表 51 中国出口增速的地区和产品分布



<sup>3</sup> 海关统计的贸易方式按海关监管方式进行划分，共有 15 类细项：1.一般贸易，2.国家间、国际组织无偿援助和赠送的物资，3.其他捐赠物资，4.补偿贸易，5.来料加工装配贸易，6.进料加工贸易，7.寄售代销贸易，8.边境小额贸易，9.对外承包工程货物，10.租赁贸易，11.出料加工贸易，12.易货贸易，13.保税监管场所进出境货物，14.海关特殊监管区域物流货物，15.其它商品贸易方式。本报告中一般贸易对应第 1 项，加工贸易对应第 5 和 6 项，其他方式贸易对应除去 1、5、6 项的剩余项目。2016 年 4 季度，这三种贸易方式出口占总出口的比例依次为 51.7%、35.9%和 12.4%。

<sup>4</sup> 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 4 季度，这三类产品占总出口比例依次为 58.8%、19.7%和 21.4%。

4 季度出口  
回暖的程度  
好于海关数  
据的表现。

**4 季度出口回暖的程度好于海关数据的表现。**剔除 2015 年 4 季度虚假高报的干扰,2016 年 4 季度出口增速大约为-2.5%,较 3 季度回升的幅度更为显著。多种迹象表明,2015 年 11-12 月,中国对香港、欧盟、半导体、集成电路等方式下的出口异常升高。去除虚假出口方法是将占中国出口约 84%的 14 个主要贸易伙伴提供的从中国的进口增速,作为同期中国真实出口增速的一个近似替代<sup>5</sup>。则 2016 年 4 季度出口增速将由没有调整的 -5.2%变为-2.5%。

中国出口由  
外需和出口  
市场份额决  
定。

中国出口由外需和出口市场份额决定。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,有利于排除虚假高报的干扰<sup>6</sup>。

全球制造业  
PMI 指数预  
示 4 季度外  
需可能回升。

**全球制造业 PMI 指数有所上升,预示 4 季度外需可能回升。**2014 年 1 月至 2016 年 7 月,摩根大通全球制造业 PMI 指数滞后一期值与来自 WTO 提供的不含中国的全球进口增速(外需增速)的相关关系为 0.55。2016 年 9 月至 11 月,摩根大通全球制造业 PMI 指数分别为 51、52、52.1,平均值为 51.7,高于前 3 月的平均值 50.7,意味着从全球制造业 PMI 来看,2016 年 4 季度外需增速较 3 季度很可能回升。此外,本总览报告用外需分布加权各国 PMI 得到 CEEM-PMI,用其代表中国外部经济

---

<sup>5</sup> 14 个贸易伙伴是美国、欧盟、香港、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。考虑到中国对香港出口的绝大部分是转口贸易,这里香港提供的从中国进口为香港从中国进口的自用部分,等于香港自中国进口-香港来自中国的转口额 $\times$ (1-转口毛利率)。

<sup>6</sup> 基期 2015 年第 4 季度有明显的出口虚报。

综合 PMI，该指数第 4 季度为 52.7，较 3 季度的 50.9 回升 1.8 个点，这也表明 4 季度外需在回升。

中国外贸出口先导指数也预示 4 季度外需可能回升。

中国外贸出口先导指数明显回升，也预示 4 季度外需很可能回升。2016 年 1 月至 8 月，中国外贸出口先导指数一期滞后值，与外需增速相关系数为 0.74，表明中国外贸出口先导指数能较好地预见外需增速的变化。2016 年 9 月至 11 月，中国外贸出口先导指数依次为 35.8、35.6、36.9，平均值为 36.1，显著高于前 3 月的平均值 33.7。这表明从中国外贸出口先导指数看，2016 年 4 季度外需增速较上季度很有可能回暖。

4 季度中国出口产品市场份额增速可能回升。

中国出口产品市场份额增速也有可能回升。2015 年 3 月至 2016 年 8 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-0.67。根据这一关系，可以看到 2016 年 9 月至 11 月，中国外贸出口企业综合成本指数依次为 27.6、27.4、25.5，平均值为 26.8，明显低于前 3 月的平均值 28.3。也即中国出口企业综合成本在 9-11 月有所下降，意味着 4 季度中国出口市场份额增速很可能较 3 季度回升，支撑 4 季度出口增速的回暖。

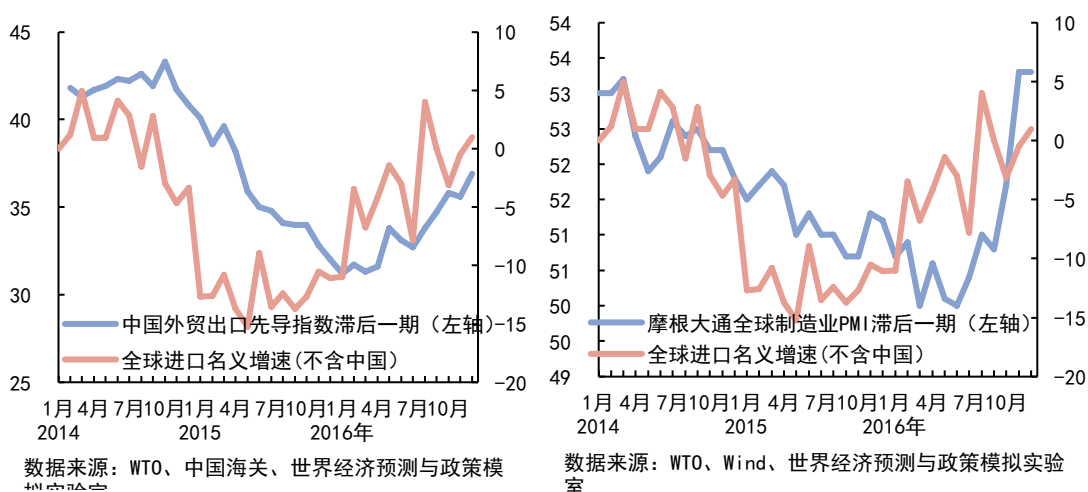
前 10 月中国

扣除价格因素后，前 10 月中国实际出口增速好于全球出口总体表现。从名义值看，2016 年前 10 月，WTO 提供的数

实际出口增速好于全球出口总体表现。

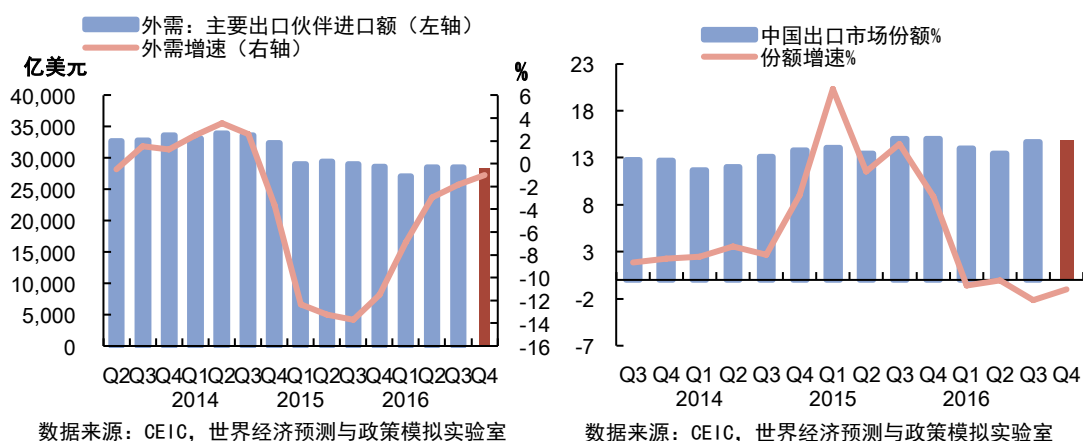
据显示全球出口同比下降 4%，好于同期中国出口-6.9%的增速<sup>7</sup>。从实际值看，按全球制成品出口价格指数扣除价格因素后，前 10 月全球实际出口同比下降 2.7%，低于中国实际出口 0.9%的增速水平<sup>8</sup>。

图表 52 预计 4 季度外需增速有所回升



说明：全球进口名义增速（不含中国）2016 年 11 月、12 月值为估计值。

图表 53 预计 4 季度中国出口产品市场份额增速有所回暖



<sup>7</sup> 中国出口增速来自 CEIC 数据库。

<sup>8</sup> 中国出口价格指数来自中国海关。原始数据是人民币计价，这里需要转换为美元计价。

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4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、中国进口显著改善

中国进口增速显著好转。

中国进口增速显著好转。2016年4季度，以美元计，中国进口同比增长2.1%，较上季度的-4.7%大幅回升6.8个百分点。从贸易方式看，4季度进口改善61%的贡献来自一般贸易进口<sup>9</sup>，其增速从3季度的-1.1%回升至4季度的6.6%。加工贸易进口降幅略有收窄，4季度同比下降5.2%，较3季度收窄2.4个百分点。4季度进口回暖受到了内需继续好转（参见本季报中国经济专题）、全球大宗商品价格继续反弹（参见本季报大宗商品专题）和外需改善的支撑。

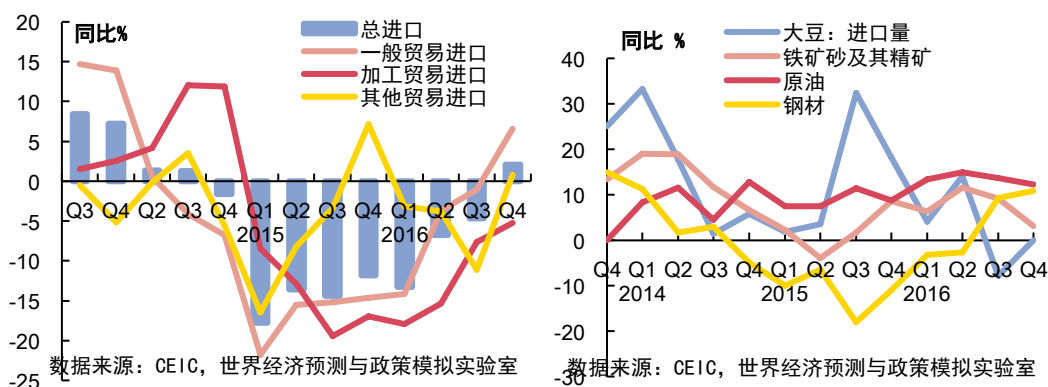
大豆、钢材进口量回升，铁矿和原油进口量放缓。

大豆、钢材进口量回升，铁矿和原油进口量放缓。2016年4季度，大豆进口量同比增长0%，较3季度上升7.8个百分点；钢材进口量同比增长10.9%，较3季度上升1.6个百分点。4季度铁矿砂进口量增长3.1%，原油增长12.3%，二者增速较3季度分别下降6.2和1.5个百分点。

<sup>9</sup> 2016年4季度，一般贸易进口占总进口比例为54.7%，加工贸易进口占比为26.1%，其他贸易方式进口占比为19.2%。



图表 54 中国进口增速的贸易方式和产品分布



### 三、货物顺差放缓、服务逆差回升

货物贸易顺差增速继续放缓，一般贸易顺差显著减少。

货物贸易顺差增速继续放缓，一般贸易顺差显著减少。从增速上看，2016年4季度货物贸易顺差为1338亿美元，同比下降23.4%，低于3季度-11.8%，下半年以来持续放缓。从金额上看，4季度货物贸易顺差较3季度减少104亿美元。从贸易方式看，4季度一般贸易顺差558亿美元，较3季度下降121亿美元；加工贸易顺差918亿美元，较3季度增加97亿美元。

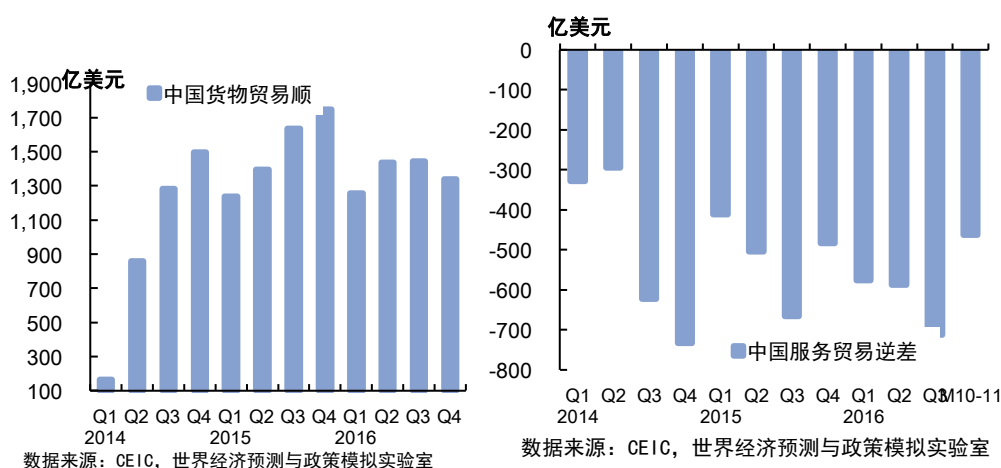
10-11月服务贸易逆差增速显著提升。

10-11月服务贸易逆差增速显著提升。2016年10-11月，中国服务贸易逆差为463亿美元，同比增长55.9%，较3季度6.8%的增速显著回升。其中，10-11月境外旅行逆差433亿美元，同比增长57.5%，显著高于3季度6.6%的增速。

前3季度货物和服务净出口对GDP增长的贡献为-0.5个百分点。

前3季度货物和服务净出口对GDP增长的贡献为-0.5个百分点。2016年，按美元计，中国出口同比下降7.7%，进口下降5.5%，货物贸易顺差5099亿美元，同比缩小15.3%，较2015年减少924亿美元。2016年前11个月，服务贸易逆差为2340亿美元，较2015年同期增加461亿美元。按人民币不变价计，2016前3季度，货物和服务净出口对GDP增长的贡献为-0.5个百分点，高于前2季度-0.7的贡献，但低于2015年前3季度-0.1个百分点的贡献。

图表 55 中国货物贸易顺差及服务贸易逆差



短期内, 中国外贸有望保持 2016 年 4 季度回稳向好的态势。

#### 四、外贸展望：2017 年有望好转，但不确定性增加

短期内, 中国外贸有望保持 2016 年 4 季度回稳向好的态势。从外需看, 未来全球经济环境有望继续改善, 先导指标预示外需短期内有望继续好转。12 月摩根大通全球制造业 PMI、美国、欧盟、日本等主要国家 PMI 均在上升, 其中全球制造业 PMI 为 2014 年以来最高点。12 月中国外贸出口先导指数为 37.4, 是 2015 年 4 月以来的最高值。新兴市场国家经济继续向好 (参见本季报新兴市场国家专题)。从出口竞争力看, 2016 年 4 季度出口企业综合成本较上季度明显下降, 相关外贸政策的落实有望继续降低出口企业综合成本, 促进出口增长。

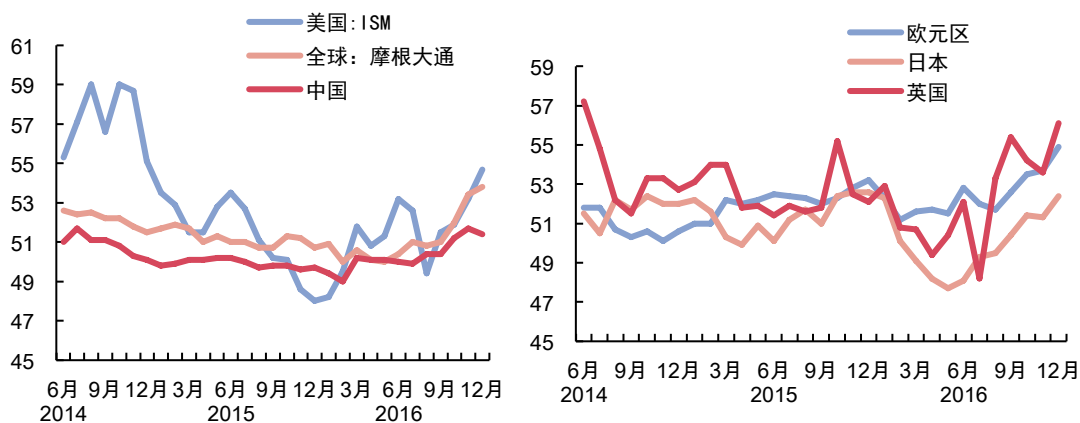
年内看, 中国外贸进一步好转仍面临不确定性因素。

从 2017 年来看, 中国外贸进一步好转仍面临不确定性因素。特朗普上任美国总统后, 很可能对中国推行贸易保护政策, 对中国相关出口和就业造成负面冲击。我们以 2016 年为基础的估算表明: 如果美国对中国 59% 的顺差产品征收 150 天 15% 的关税, 纺织品业约 1371 亿人民币的出口和 29 万人的就业将受影响。如果美国征税再延长 150 天, 其结果可能是中国通信设备计算机电子设备、电器机械器材, 纺织品三个行业合计约 6080 亿人民币的出口将受到影响, 约占 2016 年中国出口总额的 4.1%; 相应受影响的就业为 142 万人, 约占 2016 年中国工业平

均从业人数的 1.6%。(细节参见本季报特朗普关税对中国出口和就业影响的专题)。为此,中国应提早准备好应对措施。

此外,大宗商品价格承压也给 2017 年的中国外贸增长带来压力。在前期超跌反弹后,2017 年预计大宗商品价格难以保持强劲的升势。强势美元依然会给大宗商品价格带来压力(参见本季报大宗商品专题)。

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室

数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室

## 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)		
	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2014	2015	2016
出口	-4.3	-6.7	-5.2	6.0	-2.6	-7.7
进口	-6.8	-4.7	2.1	0.7	-14.4	-5.5
出口额	5342	5577	5808	23432	22829	20974
进口额	3906	4135	4470	19631	16806	15875
贸易余额	1436	1442	1338	3801	6023	5099

2. 地区出口						
	(美元同比、%)			(规模、亿美元)		
	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2016Q2	2016Q3	2016Q4
出口	-4.3	-6.7	-5.2	5342	5577	5808
美国	-10.6	-3.7	2.0	926	1024	1085
欧盟	-0.9	-3.7	-3.2	848	912	906
香港	-4.1	-12.6	-20.7	739	736	859
日本	-6.9	-4.1	-2.0	308	339	345
东盟	1.5	-6.5	-2.4	680	656	723
俄罗斯	20.7	3.4	9.9	91	109	105

3. 贸易方式						
	(美元同比、%)			(规模、亿美元)		
	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2016Q2	2016Q3	2016Q4
一般贸易出口	-1.1	-5.8	-5.0	3021	3029	3001
加工贸易出口	-12.1	-8.9	-5.3	1678	1874	2087
其他贸易出口	3.9	-4.3	-5.6	642	674	720
一般贸易进口	-3.7	-1.1	6.6	2259	2349	2443
加工贸易进口	-15.4	-7.6	-5.2	918	1054	1168
其他贸易进口	-3.8	-11.1	0.8	728	732	858

数据来源: CEIC 数据库。

## 特朗普关税对中国出口和就业的影响

特朗普倡导的贸易保护政策给中国外贸发展带来了不确定性。本文从美国提供的贸易数据出发,考虑香港转口贸易的因素,利用投入产出方法,就特朗普可能对中国产品提高关税的范围幅度,对中国出口和就业带来的负面冲击进行了实证分析。其方法和结论为中国更好地参与贸易谈判,提前做好应对措施提供了有益的参考。

为实现“美国再次强大”,工作岗位回归美国的竞选目标,特朗普竞选期间在个人官网公布了7条贸易政策,其中3条直接针对中国<sup>10</sup>。考虑到特朗普不可预测的个人风格,近期任命对华贸易鹰派人物担任白宫国家贸易委员会主任、美国贸易代表,设立国际谈判特别代表等举动,特朗普上任后有可能兑现竞选中贸易政策的大部分承诺,对中国推行激进的贸易保护政策。

假定特朗普贸易政策的目标之一是出于政治需要,促使制造业工作岗位回流美国,尤其是增加白人蓝领的就业岗位,那么他可能采取的一项措施是援引贸易法,以应对国际收支逆差为由,对中国产品加征最长150天,最高15%的临时性关税。在产品全球化生产的大背景下,美国单方面对中国大幅提高关税,将对中美以及全球经济带来显著的负面冲击。但如果特朗普不计后果,一意孤行,那么提高关税将对中国相关行业出口和就业产生怎样的负面冲击?本文将对此做出回答。

### 一、美国可能对中国提高关税的产品

选择依据是这些产品在中美贸易中存在较大的逆差。根据美国人口普查局提供的贸易数据,2015年美国对中国货物贸易逆差为3657亿美元。中美逆差占比靠前的15类产品(SITC2分类)占2015年中美逆差产品总额的82.6%<sup>11</sup>。其中,逆差排名前4的产品类别依次是电信、录音和放声设备(占逆差产品总额20.1%),

---

<sup>10</sup> <https://www.donaldjtrump.com/policies/trade>

<sup>11</sup> 根据美国提供的数据,2015年SITC2分类中,美国对中国产品存在逆差的产品金额为4139.7亿美元,存在顺差的金额为482.7亿美元,合计中美贸易逆差3656.9亿美元。

办公机械及自动数据处理（16.5%），服饰及其配件（8.4%），电气机器、仪器和器械（8.4%），这4类产品合计占中美逆差产品总额的53.3%。

图表 57 中美逆差 2015 年排名前 15 的产品类别

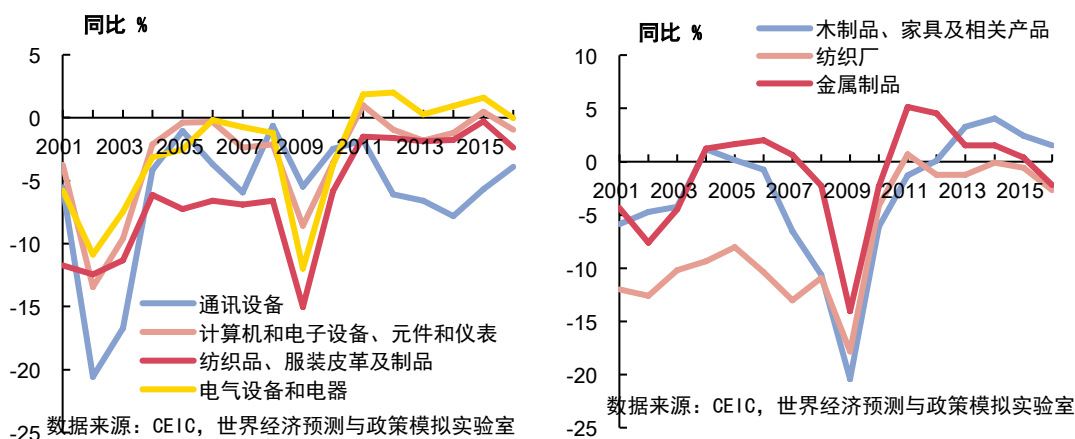
排名	SITC2 分类	2015 年占中美逆差产品的比例%	累计比例%
1	电信、录音和放声设备	20.1	20.1
2	办公机械及自动数据处理	16.5	36.5
3	服饰及其配件	8.4	44.9
4	电气机器、仪器和器械	8.4	53.3
5	家具及其零部件等	5.1	58.4
6	金属制品（未另作说明）	4.3	62.7
7	鞋类	4.2	66.9
8	一般工业机械和设备	3.8	70.7
9	杂项制品：婴儿车、玩具、游戏及运动商品，印刷品，办公器材和文具用品	3.4	74.1
10	纺织用纱、织物和纺织品	2.6	76.7
11	旅行用品、手袋和类似容器	1.8	78.5
12	非金属矿产制成品（未另作说明）	1.4	79.9
13	发电机械及设备	1.1	81.0
14	软木及木材制品，不包括家具	0.9	81.9
15	钢铁	0.6	82.6

数据来源：CEIC，美国人口普查局。

从美国就业岗位看，本世纪以来，中美贸易逆差排名靠前的行业在大多数年份就业人数逐年减少。这一现象增加了特朗普对中国相关产品提高关税的动机。数据显示，2000 年以来，中美逆差排名前 7 的产品所在行业的就业增速基本为负，就业岗位在逐年减少。其中，中美逆差排第 1 的产品所在的通讯设备业，在 2015 年就业增速虽然较 2014 年有所好转，但也下降了 5.7%；2016 年前 11 月，其就业仍然下降 3.9%，同比减少 3.8 万人。中美逆差排第 2 的产品所在的计算机和电子设备元件仪表业，2016 年前 11 月就业同比下降 1%，同比减少 21.1 万人。

虽然研究表明<sup>12</sup>，支持特朗普竞选成功最关键的铁锈地带，其就业机会的减少并非都是因为全球化，更多是由于自动化生产效率提高和产业升级造成的。但这些行业同时存在就业岗位萎缩、对中国贸易大额逆差的情形，无疑刺激了特朗普就这些产品向中国大幅提高关税的意图。

图表 58 美国就业人数同比增速



## 二、关税提高对应的中国出口

从统计上看，美国对中国进口产品的统计既包含了从中国的直接进口，也包含从中国经香港转口到美国的产品<sup>13</sup>。从而，美国对中国产品征税也将包含这两部分产品。研究关税对中国出口和就业的影响，首先需要明确这两部分产品对应中国以离岸价表示的出口金额。

对第一部分的分类产品，中国直接出口到美国的出口额，可以大致等于（美国提供的从中国进口额 - 香港提供的中国经香港转口到美国的出口额\*到岸离岸转换比例）/到岸离岸转换比例。通常外贸统计中出口按离岸价（FOB）统计，进口按含成本、保险加运费的到岸价（CIF）统计。本报告借鉴冯国钊与刘遵义

<sup>12</sup> “特朗普的胜利与经济学的失败”，FT 中文网，张欣，2016 年 12 月 14 日。

<sup>13</sup> 中国将经香港转口到美国的产品计入中国对香港的出口。从而，美国提供的从中国进口数据，与中国提供的中国对美国出口数据口径并不一致，这也是造成双方统计的贸易逆差显著不同的重要原因。

(1999) 的研究<sup>14</sup>，将到岸离岸转换比例设定为 1.1。此外，公式中的中国经香港转口到美国的转口分类数据需要估计。由于中国经香港转口美国的转口额，占有所有国家经香港转口美国的比例接近 87%，占比较大。因此，我们假设 SITC 分类的转口数据也满足这一比例关系。根据所有国家经香港转口美国的 SITC 分类数据<sup>15</sup>，我们估计得到公式所需的，中国经香港转口到美国的 SITC 分类数据。

对第二部分的分类产品，需要将中国经香港转口到美国的出口额，转换回以离岸价表示的中国出口分类数据。关键是剔除香港转口商在转口中的毛利润，转换公式为中国经香港转口到美国的 SITC 分类数据 \* (1-转口毛利润) / 到岸离岸转换比例<sup>16</sup>。

### 三、美国提高关税对中国出口的直接冲击

根据前述分析，我们选择中美逆差占比靠前的 6 类产品（SITC2 分类），作为特朗普可能对中国产品提高关税的范围。这 6 类产品可以大致对应中国最新的 2012 年 42 部门投入产出表中的 3 个行业。其中，中美逆差最多的两类产品：电信、录音和放声设备，办公机械及自动数据处理可以合并归到中国行业分类的通信设备、计算机和其他电子设备业。中美逆差较多的服饰及其配件（排名第 3），鞋类（排第 7），旅行用品、手袋和类似容器（排第 11）可以归入中国行业分类的纺织服装鞋帽皮革羽绒及其制品业。中美逆差排第 4 的电气机器、仪器和器械直接对应中国行业分类的电气机械和器材业。以上 6 类产品合计占 2015 年中美逆差产品总额的 59.2%。以下将从短期和中期看，美国对这 6 类产品提高关税对中国出口可能带来的直接冲击。

---

<sup>14</sup> 冯国钊与刘遵义（1999）：《对美中贸易平衡的新估算》，《国际经济评论》，第 5-6 期。

<sup>15</sup> 图表 1 第 9 项“婴儿车、玩具、游戏及运动商品，印刷品，办公器材和文具用品”来自 SITC2 杂项制品中中美存在显著逆差的 3 类细项。由于香港提供的对美国杂项制品转口只有总额数据，没有细分数据，这里按美国从中国进口杂项制品中上述 3 类细项的比例，来估计香港对美国转口的这 3 类数据。

<sup>16</sup> 假定中国对香港的转口毛利润（SITC 分类值）等于中国对香港的转口毛利润，后者根据香港政府统计提供的香港总体转口毛利来估计。



全球价值链背景下，关税对中国出口商的冲击可部分由贸易伙伴进口商分担。这是因为 Jensen<sup>17</sup>的研究表明美国进口企业和出口企业很可能是同一批企业，征收关税很难在不影响美国出口商的同时单独惩罚进口商。美国排名前 1% 约 1300 家公司的进口商，其中 96% 是出口商，共占美国商品出口额的 60%。从而，对于中美中间品贸易占比大，生产链条长的两个行业：通信设备、计算机和其他电子设备，电气机器、仪器和器械，我们假定短期内，关税提高对中国出口商的传递系数为 0.5，也即关税提高的一半由中国出口商承担，另一半由美国进口商承担。对纺织服装鞋帽皮革羽绒及其制品行业，其生产链条和美国进口商关联少，假定关税传递系数为 1，完全由中国出口商承担关税提高带来的影响。

**第一阶段，假定特朗普以应对国际收支逆差为由，对中国这 6 类产品征收 15% 的关税，为期 150 天。**假设中国出口商在关税改变前后，产品成本保持不变，产品出口市场竞争程度高，价格不能提高。关税提高后，企业通过降低成本利润率来消化关税提高带来的冲击。那么当成本利润率低于关税比例时，企业的成本利润率即使降为零也不足以弥补关税提高带来的冲击，企业将面临亏损。

根据中国国家统计局的最新数据，2014 年通信设备、计算机和其他电子设备的成本利润率为 5.2%，电气机械和器材为 6.5%。根据这两个行业短期内关税传递系数为 0.5 的假设，中国出口商完全负担的关税提高幅度为 7.5%，略大于行业的成本利润率。这两个行业对美国的出口将面临 1%-2% 的亏损。如果企业预期关税提高在 150 天后将结束，那么短期内企业可能承受这一亏损，不减少对美出口规模。

对纺织服装鞋帽皮革羽绒及其制品行业，由于关税传递系数为 1，中国出口商完全承担关税对产品价格带来的影响。2014 年该行业成本利润率为 6.7%，明显低于 15% 的关税水平。这表明企业出口在短期内也将受到较大的冲击。受冲击规模大约为 1371 亿人民币，约 196 亿美元。数据来自 2016 年美国提供的，从中国进口纺织服装鞋帽等制品数据，经调整后得到的中国对美国出口(含香港转口)

---

<sup>17</sup> J. Bradford Jensen, "Importers are Exporters: Tariffs Would Hurt Our Most Competitive Firms", 2016-12-7, Peterson Institute for International Economics.

规模。

第二阶段，假设特朗普继续对中国这 6 类产品征收 15% 的关税，为期 150 天。此时，纺织服装鞋帽皮革羽绒及其制品行业受冲击的出口规模仍然是 1371 亿人民币。对通信设备、计算机电子设备，以及电气机械和器材这两个行业，如果美国进口商预期关税将持续征收，那么从中国以外地区进口替代品的可能性增强，关税传递系数由原来的 0.5 可能慢慢调整到 1，中国出口商将承担越来越多的关税提高带来的负面影响，持续亏损至减少出口。以 2016 年数据为基础，经估算，第二阶段中国通信设备、计算机电子设备对美国出口（含转口），受关税影响的规模约为 3600 亿人民币，约 514 亿美元；电器机械器材对美出口受影响的规模约为 1109 亿人民币，约 158 亿美元。加总三个行业出口受影响的规模约为 6080 亿美元，约 869 亿美元，占 2016 年中国对美国出口总额（含香港转口）的 21.2%，占 2016 年中国出口总额的 4.1%。

#### 四、美国提高关税对中国就业的直接影响

根据投入产出表方法，最终需求中的出口受关税影响发生改变后，假设主要由生产工艺决定的部门间投入产出系数不变，那么出口改变带来的产出改变量等于部门间的完全消耗系数矩阵乘以出口改变列向量，进而，就业改变量等于直接就业系数行向量乘以完全消耗系数矩阵以及出口改变列向量<sup>18</sup>。对应前述两阶段，我们估计美国提高关税对中国就业可能带来的直接影响。

在第一阶段，关税征收期为 150 天。通信设备、计算机电子设备，以及电气机械和器材两个行业的出口商在承担一半的关税提高后，短期内承担 1-2% 的亏损，可能不减少对美出口规模，就业不受影响。纺织服装鞋帽皮革羽绒及其制品行业的出口可能受影响的规模为 1371 亿人民币。基于最新的中国 2012 年投入产出表，该行业对应受影响的就业为 29 万人。

在第二阶段，特朗普继续征收 150 天的关税。根据行业出口受影响的程度，我们的估计表明，通信设备、计算机电子设备就业约 90 万人受影响，程度最严

---

<sup>18</sup> 类似于刘遵义（2007）中出口对就业影响的模型思路，后者运用了非竞争型投入产出模型。刘遵义（2007），《非竞争型投入占用产出模型及其应用\_中美贸易顺差透视》，《中国社会科学》，第 5 期。

重；其次是纺织服装鞋帽皮革羽绒及其制品，受影响的就业大约为 29 万人；最后是电器机械和器材行业，大约 23 万人受影响。合计三个行业约 142 万人受影响，约占 2016 年中国工业平均从业人数的 1.6%。

以上分析结果的准确度受以下因素的影响，引用时需加以注意。

其一，本文假设其他因素不变，采用中国的投入产出表得到关税提高对中国出口和就业产生的直接影响。没有考虑中国出口减少后，对美国和世界其他地区的影响，进而对中国出口和就业带来的间接影响。

其二，受数据所限，本文没有考虑中国加工贸易的特点，有可能造成出口和就业结果的高估。原因是受关税提高影响，加工贸易出口减少的同时，加工贸易进口也会相应减少，造成最终需求中净出口的减少量，比不考虑加工贸易时的净出口减少量小。

其三，由于中国国家统计局 2012 年后没有公布工业分行业的产值数据，本报告所用的就业直接系数矩阵，最新的数值只能截止至 2012 年。一些部门随着劳动生产率的进步，单位产出需要的就业人数将下降，这将造成就业影响量的高估。

其四，受数据所限，最新公布的中国投入产出表是 2012 年表，数据滞后，这将给估计结果带来偏差。同样受数据所限，在把美国从中国进口数据，转换为中国对美行业出口数据过程，存在一些估计偏差。如对分行业的中国经香港转口到美国的转口毛利润的估计，货物到岸价和离岸价转换比例的设定。

## 五、结论

2016 年 4 季度以来，中国出口形势回稳向好，但未来可能遭遇特朗普贸易保护政策带来的负面冲击。我们以 2016 年为基础的直接估算表明：如果美国对中国 59% 的顺差产品征收 150 天 15% 的关税，纺织品业约 1371 亿人民币的出口，29 万人的就业将受影响。如果美国征税再延长 150 天，其结果可能是中国通信设备计算机电子设备，电器机械器材，纺织品三个行业合计约 6080 亿人民币的出口将受到影响，约占 2016 年中国出口总额的 4.1%；相应受影响的就业为 142 万人，约占 2016 年中国工业平均从业人数的 1.6%。中国受损的同时，美国跨国公司、消费者，以及征收产品所在全球生产链条上的相关各方都会受损。

在此背景下，美国可能以提高关税为由增加同中国贸易谈判的筹码。本文的实证研究为特朗普提高关税对中国出口和就业产生的潜在直接冲击，提供了一个估计方法，其结论为中国更好地参与谈判，提早做好应对措施提供了有益的参考。

### 警惕美国贸易 301 条款卷土重来

目前，特朗普有关 301 条款的官方表述可在其竞选官网上找到，位列“特朗普通过自由贸易重建美国经济七大计划”的最后一条。全文如下：

“如果中国不停止其非法活动（包括窃取美国贸易秘密），则将穷尽一切总统的法定权力解决争端-包括基于 1974 年贸易法案的 201 条款和 301 条款及 1962 年贸易扩展法的 232 条款”。

从其表述来看，301 等条款的使用主要针对的是中美双边贸易。事实上，在特朗普的七大计划中，除了广受关注的退出 TPP 和重谈 NAFTA，共有三大计划直指中国。除了上述 301 等条款，还包括令财政部将中国列为货币操纵国和令美国贸易代表向中国和 WTO 提出贸易申诉。

相比其他两大计划，301 条款主张应当受到更多的关注。从上述三条的可行性来说，令财政部将中国列为货币操纵国的困难较大。美国彼得森国际经济研究所名誉所长博格斯滕曾经是力主将中国列为货币操纵国的美国学者，但是他也认为在当前将中国列为货币操纵国的可能性不大。这是因为基于 2015 贸易便利化和贸易权利加强法案，货币操纵国需要满足三个条件：持续的大规模顺差，经常账户占 GDP 的比重超过 3%以及官方持续大规模的压低汇率。目前中国仅满足第一个条件，而经常账户规模下降得很快，央行现在主要是避免人民币过度贬值，这其实对美元竞争力的提升是有好处的。而美国贸易代表向中国及通过 WTO 提出贸易申诉则是一直以来美国对中国的做法，中美双方的博弈即使发生变化也有此前的规律可循。但是，通过分析 301 条款的历史演变过程及其内涵，我们发现，它可能成为对中美贸易关系可能带来潜在负面冲击的最重要来源。

从特朗普援引的三个法案条款来看，均属于总统可以采取报复性措施的法律条款。在这其中，最为著名的是 301 条款。301 条款针对美国贸易对手方不公平的贸易行为可发起调查并进行磋商。如果确认这一不公平行为的存在，则总统（贸易谈判代表）有权采取包括提高关税在内的报复性措施。301 条款经过多次修订，并于 1988 年综合贸易与竞争法中增加了特别 301 条款（针对知识产权，存续至今）和超级 301 条款（针对影响贸易自由化的重点国家和领域，临时性举措）。201 条款规定，如果美国国内因进口增多导致某行业受到实质性的损害或威胁，则总统可要求国际贸易委员会（ITC）对这一情况进行调查，总统决定是否采取补救措施。232 条款主要是与国家安全相关的贸易措施。

301 条款在过去很长一段时期内已经较少被援引，目前仍然活跃的是关于知识产权的特别 301 条款，以及美国贸易代表办公室每年定期发布的《国家贸易评

估报告》。这是因为经过几次修订，301条款已经从总统具有较大自由裁量权的、外交性质浓厚的法案变成了一个程序严格的贸易救济法案。随着WTO磋商机制的完善和其他贸易救济措施的出台，301条款因其过于严厉不易被其他贸易伙伴认可，且本身就是磋商机制的补充，造成其使用空间在过去近十年间非常狭窄。然而，从特朗普对待贸易政策的态度及总体的政策背景来看，以301条款为代表的报复性措施很可能卷土重来。

首先，立法部门（国会）和行政部门（总统）同时为贸易保护主义站台前所未见。国会基于国内民众和企业的立场认为贸易自由化应当建立在互惠的基础上，主张各国应当在信守贸易承诺的基础上开展自由贸易。他们相信，贸易对手国未能遵守自己的承诺是导致美国贸易地位下降的原因。因此，应当纠正这种行为，基于此，国会天然地具有贸易保护主义倾向。通常情况下，总统因为身兼外交职能及全盘统筹考虑，更多情况下支持自由贸易。在301条款修正的讨论中，行政部门对于强制报复持有保留态度。因为这一做法意味着贸易双方陷入零和博弈，使得本可能通过沟通磋商实现共赢的局面变成与邻为壑的两败俱伤。

实际上，国会之所以提出301条款（及301条款的前身1962年贸易扩展法的252条款）及随后对301条款多次修订，主要是在贸易问题上表达对总统未能充分重视美国对外利益的不满。在301条款的演进过程中，一直存在着国会的贸易保护主义和总统的自由贸易主张的博弈。国会通过在行政部门的分权来进行博弈，赋予总统的自由裁量权在缩小，而美国贸易代表的权力在扩大。1974年301条款里总统的自由裁量权很大，1984年301条款里总统权力开始被削减，贸易代表获得了独立报复权，且贸易代表开始每年提供国家贸易评估报告，评估各国的贸易壁垒，这成为援用301条款的重要参考。1988年法案修订的301条款则进一步确定由贸易代表来确定外国的贸易政策是否公平，总统只是发出特别指示确认采取行动。

然而，即便如此，美国贸易代表仍然是行政部门的组成部分且听命于总统。因此，其举动仍然在很大程度上反映总统的政策意图。只要总统的政策基调没有根本性的转变，301条款就不会彻底地沦为国会发泄不满情绪的工具。正是因为国会和总统贸易政策取向差异的相互制衡，使得美国对外贸易的报复性举措在具备杀伤力的同时也具有相当的缓冲措施。而如今，伴随着特朗普的上台，如果他按照竞选时期的贸易主张行事，这一相互制衡将完全消失，301条款就可能成为最具杀伤性的报复武器。

第二，从条法的细节来看，特朗普引用的是1974年贸易法案的301条款，总统自由裁量权很大。那时，美国总统的自由裁量权相比经多次修改并最终定型的1988年301条款要大很多。从提起申诉到进行审查到最终采取行动，1974年法案

中总统的自由裁量权都很大。从历史上来看，由于前文所述的国会与总统在自由贸易中的分歧，总统对于自由裁量权的运用主要体现为“自由地不使用/消极使用”301条款。因此，在1974年至1988年法案修改前，美国对301条款的援用并不频繁，且多未见报复行动。这才有了后来将301条款的总统权力部分转移给美国贸易代表的修正。然而，不难想象的是，这一自由裁量权如果给予的是一位主张贸易保护的总统，其情况可能是截然相反的。

第三，从301条款发展的国际背景来看，美国当时是基于对GATT体制的不满提出这一条款的，WTO争端解决机制的改进在很大程度上受到该条款的影响，301条款本身就具备对抗和改变国际规则的渊源。再看当下，WTO谈判的停滞使得美国难以在WTO框架下反映自身诉求，特朗普更是认为WTO的各缔约国并未遵守各自义务，美国难以受惠于这一机制，这一背景与当年十分相似。

第四，从301条款针对的贸易对象来看，其重点打击对象一直是美国对外贸易的主要竞争者和威胁者。301条款的前身1962年贸易扩展法252条款的提出同欧洲共同体的发展和欧洲经济一体化密切相关，早期的条款援用也多针对欧共体；二十世纪80年代末-90年代初日美贸易摩擦达到顶峰，1988年法案中新增的超级301条款将日本列为重点国家。在6起超级301调查案中，日本就占了3起。当前，如果301条款再度发威，其针对对象将十分明确，正如特朗普其贸易政策中所阐述的，是中国。因此，中国尽早研究301条款的负面影响、应对办法和反制措施。

#### 参考文献：

C. Fred Bergsten, China is No Longer Manipulating its Currency, PIIE Trade and Investment Policy Watch, November 18, 2016.

杨国华，《美国贸易法“301条款”研究》，北京：法律出版社，1998年。

## 特朗普税改

1月20日,候任总统特朗普将正式入主白宫,成为美国第45任总统。随着就职典礼的日益临近,市场对特朗普上台后将推行政策的关注度也越来越高。这其中,特朗普在竞选期间多次提到的大规模税改计划,无疑是重中之重。作为特朗普经济政策的核心之一,该税改计划全面涉及在美国的所有企业和个人,减税规模高达4.4万亿美元,是自里根时代以来最大规模的税改。显然,如此力度的税改计划,一旦落实,将给美国以及全球经济带来巨大影响。

### 税改计划的主要内容

特朗普此次提出的税改计划,包括针对个人所得税和企业所得税两部分的税制改革。个人所得税方面,一是将联邦个人收入所得税率由目前的七档简化为12%、25%和33%三档。这意味着美国最高联邦个人收入所得税率将由39.6%降至33%,同时最低税率将从10%上升至12%<sup>19</sup>。二是取消个人税务豁免,提高标准扣除额。单身报税人的标准扣除额从6,300美元提升至15,000美元,已婚联合报税扣除额则从12,600美元提升至30,000美元。三是取消净投资收益税,目前个人收入中的股息和资本利得需缴纳这一税种,税率为3.8%。四是取消替代性最低限额税,该税种主要用来堵住税收优惠漏洞,保证高收入水平人群至少缴纳一定数额的所得税。五是引入新的儿童和被抚养人照顾支出税务抵免,增加低收入家庭纳税优惠。

企业所得税方面,一是将联邦企业税率由现行的35%降至15%。二是对美国企业以现金形式回迁的海外利润一次性征税10%,以其他形式回迁的利润一次性征税4%,且该税赋可在十年内分期偿还。这与现行条款下企业回迁海外利润最高需缴税39%形成鲜明对比。三是税收透明型企业(如个人独资企业、合伙制企业、S类公司)的所有人从该企业中获得的收入可以不再按个人收入缴税,而按15%的单一税率缴税。由于美国大部分中小企业都是税收透明体形式,这一方案争议极大,且具体细节尚未明确。

---

<sup>19</sup> 但由于特朗普的税改计划中对标准扣除额和个人税务豁免也同时进行了修改,最低税级所涵盖的调整后收入区间有所上移。



除此之外，特朗普还计划取消遗产税。根据美国税收基金会(Tax Foundation)的估算，特朗普的税改计划在不考虑宏观经济反馈效应的情况下将给联邦未来十年的收入带来4.4-5.9万亿美元的损失。其中按保守估计，个税税制改革造成的收入下降为2.2万亿美元，企业税制改革造成的收入下降为1.9万亿美元，其他累计造成收入下降0.3亿美元。

具体到各个分项来看，对联邦税收收入造成最大负面影响的是企业税税率的下调，带来损失2.1万亿美元，其次分别是个人所得税税率的调整（1.4万亿美元）、取消净投资收益税（6280亿美元）、以及儿童看护相关改革（5000亿美元）。倘若针对税收透明体的政策调整得以实现，它将额外给联邦政府带来1.5万亿美元的损失。

那么，减税是否意味着联邦政府在未来的10年内至少需要缩减开支4.4万亿美元呢？或者在开支不变的情况下，财政赤字是否会持续扩大呢？显然这不是特朗普团队的计划。特朗普的计划的理想情景是，依然维持“税收中性”，通过减税提高美国的政策环境竞争力，鼓励更多的新增投资落地美国，减少美国企业以减税为目的的跨国“逆向并购”和通过离岸子公司藏匿利润等行为<sup>20</sup>。同时这种“税收中立”理论同样适用于特朗普的另一重要主张——基建投资。即在不动用政府任何资金的情况下，政策撬动民间资本参与规模万亿美元的基建投资。而以上情景若能实现，即可以在降税率的同时，带来新增的税基，从而保证联邦政府的总税收收入水平不受大的影响，实现“少即是多”（Less is More）。

当然，这只是最理想的情形，新增投资是否增加、企业是否回流利润、新的基建项目是否能顺利上马都是未知数，进一步讲，投资增加、利润回流、基建投资开展带来的税收增加是否足以抵补减税带来的联邦政府收入减少，这也是未知数。我们也很容易找到联邦政府试图通过减税鼓励税收回流但效果不佳的先例，2004年，《美国就业机会创造法案》规定，在规定期限内，只要跨国公司汇回海外利润，即可享受5.25%的超低“特赦”税率。但企业的响应并不十分积极，期间有843家公司调回利润，金额共计3120亿美元。也有其他研究显示，汇回的资

---

<sup>20</sup> 特朗普团队号称海外留存利润高达5万亿美元，但美联储和其他非盈利机构的公布海外留存利润额比这个数字小的多。

金中，90%都被用作了回购、派息和发放高层薪酬，而非研发或是制造业投资。当然，对于 2004 年法案的限定时期，特朗普团队以十年为实现期的减税计划可能会带来更好的效果，但也面临更多的未知数。这些重要的未知数都显著影响着税改计划的可行性。

### 税改计划的可行性

不言而喻，能否在国会得到通过是特朗普税改计划所面临的首要问题。就有利因素而言，特朗普税改计划与共和党所一贯秉持的税收政策理念相符，较容易获得共和党人的支持。

自 1920 年以来，“减税”就一直是共和党税收政策的核心。此次特朗普的税改计划，在许多地方都与共和党 6 月在众议院所提出的税改蓝图极为相似，例如二者都意图提高标准扣除额，将个人所得税由七档简化为三档，且为个人和企业提供更低的税率。不仅如此，特朗普也有意让自己的税改计划与共和党方案更为接近。最早特朗普税改方案中所设计的三档个税税率，分别为 10%、20%和 25%，而非现在的 12%、25%和 33%。现在计划中的三档税率实际上与共和党众议院方案所做的设定如出一辙。考虑到共和党在未来两年内都将参众两院保持多数席位，这对特朗普税改计划通过无疑是有利的。

不过，成本过于高昂是特朗普税改计划的硬伤。如果想要在共和党内得到更广泛的支持，特朗普恐怕有必要与共和党相关人士进行协调磋商，得出一份对联邦政府收入影响更为温和的改革方案。众议院共和党人 6 月提出的税改蓝图，就由于同时限制和取消了部分企业及个人的税收优惠，成本较特朗普税改计划低了近三分之一。表 1 详细列举了共和党人在众议院提出的税改方案及其与特朗普版税改计划的主要不同<sup>21</sup>。

然而，即便特朗普的税改计划在经过调整后得到了共和党的一致支持，其要在国会立法通过也非易事。目前尽管共和党在两院占多数，但他们并没有在参议院达到 60%的绝对占优。这意味着参议院存在利用“阻挠议事”手段阻止法案通过的可能性。针对这种情况，共和党可启动预算协调程序，在这一程序下，税改计划可以作为预算程序的一部分得以通过，但有效期只有十年。

---

<sup>21</sup> 该提案由共和党人保罗·瑞安于 2016 年年中正式提出。

综合来看，可能性较大的结果是特朗普的税改计划在大幅调整后，经预算协调程序在国会通过。调整后的税改计划从成本上将与众议院共和党人所提出的方案更为接近，对联邦政府收入的影响也更加温和。至于共和党人提案中所提及的“边境调整”（border adjusted）和“基于现金流发生地的税收制度”（destination-based cash flow tax）的方案，由于对美国现行税收体制调整过大，我们认为最终被通过的可能性较小<sup>22</sup>。

图表 59 共和党税收政策蓝图及与特朗普版的区别

	共和党税收政策蓝图	特朗普税改更激进之处
个税	税率档次简化：7 档变 3 档 取消个人税务豁免 提高起征点 儿童和抚养人免税 提供扣除 50% 的资本利得、股息和利息收入。 创造了一个 500 美金的不可退税退现额度， 儿童除外	取消净投资收益税(目前 个人收入中的股息和资 本利得需缴纳这一税 种，税率为 3.8%)
企业税	降低税率：从 35% 到 20% 消除了企业替代最低税额。 从“过账企业”的所获收益的最高税率为 25% 资本投资成本可以全部且立即抵扣 取消净利息花费的税收抵扣 允许净经营亏损无限期向后结转，增加了一个 因素反映通货膨胀和真正的资本回报率 不允许净经营亏损向前结转 取消国内生产活动的税收抵扣 建立一个全领土税收系统，海外子公司股息 红利免税	1、税率降幅更大：从 35% 到 15%； 2、税收透明型企业 （如个人独资企业、合 伙制企业、S 类公司）的 所有人从该企业中获得的 收入可以不再按个人 收入缴税，而按 15% 的 单一税率缴税。
	海外利润，现金和现金等价物收税 8.75%，其	

<sup>22</sup> 这两个原则表明，税改后的征税是基于货物的目的地，而非生产地。举例来说，若美国企业在美生产的 100 美金的货物销往中国，该批货物的销售地在中国，那么这 100 美金的货物销售在美国本土是免税的。同个企业若也在本土销售商品，且该商品在加工环节中从中国进口了 100 美金的原材料或者中间品，那么这 100 美金在中国在中国已缴税部分不能作为其在美纳税的税省。这显然是对美国出口企业的一种贸易保护。

他利润收税 3.5%

税收坚持边界调节原则，海外进口部分征税，

出口不征税

取消资本投资的摊销

对跨国公司的海外收益免税

利息支出不再抵税

公司税的“边境调整”导向

### 税改计划的经济影响

特朗普的税改计划旨在拉动美国经济的总需求，进而增加总产出。个人方面，通过调整各档税率，税改计划在不同程度上削减了美国各收入阶层所需缴纳的税收金额，变相提高了居民税后可支配收入，有助于促进居民消费，拉动经济增长。而在企业方面，企业税的大幅削减一方面能够帮助企业增厚净利润，鼓励企业进行投资，带领美国走出资本投资低迷的困境，另一方面也能够吸引以往为避开高税率而将产业迁移至海外的美国企业回归，在美国本土经营生产，促进美国国内的就业和投资。不仅如此，针对企业海外利润汇回的税收政策调整，还有望引导企业在海外留存的利润回流，活跃本土投资的同时弥补财政收入，为政府扩张基础设施建设提供一定的资金支持。

不过，理想和现实或许会存在不少差距。例如，个人所得税削减带动居民消费增长的效果就有可能被打折扣，因为从个税税率调整中获益最多的高收入人群，其边际消费倾向远低于低收入群体，对于提高整体居民消费支出作用有限。再例如，针对美国企业留存海外高达 2.6 万亿美元利润的优惠税收政策，可能也未必能如所想那般活跃国内的创新研发和投资。如前所述，2004 年美国曾临时性下调相关税率吸引企业将资金汇回本土，但效果欠佳。因此，这一次汇回资金能否对美国国内投资及就业创造形成有力提振，尚属未知之数。

尽管如此，特朗普的税改计划一旦全面推行，将在短期内提振美国经济增长和通胀是毋庸置疑的，这也是现在市场研究的普遍共识。根据美国税收政策中心的测算，特朗普税改计划有望在未来两年提高美国 GDP 约 1.1%~1.7%。但是就减税对 GDP 增速的长期影响而言，不同的机构得出的结论不尽相同。例如，美国税收政策中心认为，在长期，由于政府赤字增加、利率上行以及投资挤出等对税改计划良性效应的平衡，美国 GDP 反而会比没有税改计划的情况更低。在 2026

年税改计划的存在将导致 GDP 下滑 0.5%，而在 2036 年这一负面影响将进一步扩大到 4%。这与美国税收基金会对税改计划长期效应的预估结果截然相反。当然，考虑到税改的具体政策尚未落地，探讨长期影响确实为时过早。

在国际层面上，特朗普税改计划的推行有可能导致各国为留住企业和资本而纷纷跟进减税政策，引发一轮全球减税的浪潮。日前英国新任首相特蕾莎·梅就已正式批准了进一步下调企业税的政策，承诺到 2020 年将企业税下调至 17%，实现在二十国集团中最低的企业税率，促进企业创新。德国、法国以及其他北欧国家虽然对税改计划表示反对，声称其将严重冲击其他国家企业，并对英国减税提出警告，但考虑到近几年德国、法国、日本的税率均有所下调，欧央行行长德拉吉也曾表示过各国政府可以考虑减税以改善经济及就业状况，一旦特朗普贯彻“美国优先”战略，力排众议将税改计划付诸行动，欧洲国家跟进减税的概率还是不低的。

### 税改计划与中国

如果特朗普税改计划能够促使中国进一步加快减税步伐，是我们所期待的。目前中国以间接税为主的税制决定了绝大部分的税收都来源于企业，造成企业税负偏重。根据世界银行与普华永道的联合调查，2016 年中国企业总税率（指企业的税费和强制缴费占商业利润的比例）为 68%，在全球 190 个经济体里税负排第 12 位。有鉴于此，2016 年年中，中共中央政治局会议就已提出“降低宏观税负”这一财税战略，意在为企业税收负担松绑。如今在特朗普税改的背景下，为保持中国营商环境对国内外企业的投资吸引力，加快税改步伐、增大减税力度显然更为重要。

另外，在国内税收制度的改革过程中，也可以充分考虑合理利用 WTO 的现有规则。即善用 WTO 规则的同时制定出对我国出口有利的税收政策。以出口退税为例，从国际上影响看，出口退税制度经常被视为我国违反 WTO 规则的贸易保护，从国内影响看，出口退税实行过程中不可避免地会催生寻租、腐败和骗税行为。而在现有的 WTO 规则中，消费税的“边境调节”原则是被支持的。即哪里消费哪里征税，这意味着，适用此规则即能够减轻出口企业负担又能对抗国外的反倾销、反补贴指控。同时，这也有效规避了假出口的骗税行为，把节约的利润留在真正从事出口贸易的公司。

综上，在国内经济的困难摆在眼前，是否触底各方仍在争论之时，外部压力的增大反倒给税收体制改革提供了契机，部分减少了改革的阻力，经济困难时期若能倒逼出聪明的政策选择，会对经济长期发展利好。