

# 第1章

## 导论

2016 年度报告中，我们认为 2016 年新兴 11 国 (E11)<sup>1</sup> 经济仍将面临较大的下行压力，与 2015 年相比，经济增速可能会出现小幅下降，按各国购买力平价计算的经济总量加权计算的经济增长率为 4.4%。在 2016 年度报告中，我们提出的影响 2016 年世界经济走势的各个因素均不同程度地发挥了作用。例如，发达经济体货币政策调整的方向、力度和频率，国际大宗商品的价格走势，国际和区域贸易与投资合作的进展，外汇市场风险以及部分国家国内政局仍不稳定等因素。根据 2017 年 1 月国际货币基金组织 (International Monetary Fund, IMF) 发布的数据计算，2016 年 E11 经济增长率为 4.4%，与 2016 年度报告的预期完全一致。

### 1.1 形势分析

2016 年，E11 经济增长总体缓中趋稳，各经济体经济增长分化收窄，物价温和上涨，大宗商品市场在波折中复苏，但就业与收入分化加大，国际贸易持续低迷，国际直接投资阴晴不定，债务持续攀升。

#### 1.1.1 经济增长：缓中趋稳

2016 年 E11 经济增长缓中趋稳，增长率较 2015 年仅下降 0.1 个百分点至 4.4%。

2010 年以来 E11 经济增速大幅下滑的势头得到抑制，并出现企稳向好的迹象。同期，世界经济增长率为 3.1%，欧盟和七国集团 (G7) 的经济增长率分别为 1.9% 和 1.4%，远低于 E11 的经济增长率。2016 年 E11 对世界经济增长的贡献率约为 60%。可见，E11 仍是推动世界经济增长的重要力量，并在世界经济中的地位得到进一步提升。E11 总体维持中速增长与各经济体内部消费需求扩大和经济结构调整密切相关。尽管投资的驱动力减弱、净出口的拉动效应递减，但私人消费对经济增长的贡献率有所增大。分国别来看，E11 各经济体经济增速的分化开始收窄。2015 年，E11 中经济增速最高和最低的经济体之间的速差为 11.4 个百分点。2016 年，E11 各经济体中，中国的经济增速最高，为 6.7%；巴西增速最低，为 -3.5%；两者相差 10.2 个百分点，比 2015 年的速差减少 1.2 个百分点。

#### 1.1.2 就业与收入：分化加大

E11 人口规模基数大、增长较快，2016 年 E11 人口合计达到 36.8 亿，较 2015 年增长 0.9% (同期 G7 国家人口仅增长 0.5%)。E11 国家年龄结构相对较轻，按照联合国关于 65 岁以上人口占总人口比重达到或超过 7% 的社会为老龄化社会的新标准，

1. 新兴 11 国是指二十国集团 (G20) 中的 11 个新兴经济体，即阿根廷、巴西、中国、印度、印度尼西亚、韩国、墨西哥、俄罗斯、沙特阿拉伯、南非和土耳其。

E11 中除俄罗斯、韩国、阿根廷、中国、巴西和土耳其之外，其他国家尚未进入老龄化社会。已经进入老龄化社会的 E11 国家中，俄罗斯和韩国老龄化水平较高（两国都超过了 13%），接近 G7 中老龄化程度最低的美国 14.8% 的水平。E11 的城镇化仍在继续，城镇人口比重有所提升并且与 G7 国家的差距缩小，阿根廷、巴西、沙特阿拉伯和韩国都超过了 G7 的平均水平，但印度的城镇化水平仍然偏低且速度较慢，2015 年城镇人口比重较 2014 年仅提高了 0.38 个百分点，明显低于同期城镇化最快、提升了 1.2 个百分点的中国。E11 的就业结构仍然存在农业占比较高、服务业占比较低的前现代化特征，但有所改善。中国、印度、土耳其和印度尼西亚 2016 年服务业就业人口占比较 2015 年分别提升了 1.0 个、0.8 个、0.7 个和 0.6 个百分点。E11 各国 2015 年至 2017 年失业率均值有所上升，南非、巴西和土耳其等部分国家 2016 年的失业率在 10% 以上，其中巴西失业率相比 2015 年上升了 2.9 个百分点，劳动力市场失业压力较大。E11 国家高等院校总入学率偏低，高端劳动力供应不足的现象仍然存在。E11 人均收入水平较低且有所下降，2015 年巴西、墨西哥和土耳其均由 2014 年的人均收入 1 万美元“俱乐部”跌出。收入分配不平等状况较发达国家更加严重，且出现了继续恶化的迹象。

### 1.1.3 物价：温和上升

E11 国家仍面临较大的通货膨胀压力。受国际大宗商品价格回升、货币贬值压力加大以及国内经济状况的影响，2016 年 E11 国家通货膨胀率普遍较 2015 年有所上升。根据 IMF 的统计，2016 年南非通货膨胀率为 6.3%，相比 2015 年上升 1.7 个百分点，中国通货膨胀率为 2.0%，相比 2015 年上升 0.6 个百分点，印度、韩国、墨西哥、沙特阿拉伯、土耳其等国的通货膨胀率也都有所上升。巴西、俄罗斯等国的通货膨胀率虽然在 2016 年有所下降，但是依然维持在较高

水平。生产者价格指数增长率也显示出 E11 国家仍面临较大的通货膨胀压力。2016 年巴西、印度尼西亚、南非、墨西哥等国的生产者价格指数增长率均维持在较高水平，且相比 2015 年出现较大幅度上升。印度、沙特阿拉伯、中国、韩国的生产者价格指数增长率则逐步由负转正或降幅收缩。尽管面临较大的通货膨胀压力，但由于经济增长疲弱，多数 E11 国家在 2016 年不断下调基准利率以刺激经济。在经济持续萎缩的背景下，俄罗斯两次将基准利率下调 100 个基点，而巴西也终于在 2016 年进入基准利率下行通道。印度尼西亚、印度等国的通货膨胀压力相对较小，2016 年也实施了多次降息行动。不过，在通货膨胀高企、汇率贬值压力加大的情况下，部分 E11 国家不得不提高基准利率。2016 年墨西哥央行共五次提高基准利率，累积加息 250 个基点，南非和土耳其在 2016 年也分别累积加息 75 个和 50 个基点。发达经济体货币政策持续分化，给 E11 国家货币政策操作带来了挑战。

### 1.1.4 国际贸易：持续低迷

世界贸易组织（WTO）数据显示，2015 年全球货物进出口总额为 33.25 万亿美元，较 2014 年下降 12.7%。其中，货物出口总额为 16.48 万亿美元，较 2014 年下降 13.2%；货物进口总额为 16.77 万亿美元，同比下降 12.2%。在纳入统计的 204 个 WTO 成员中，只有 21 个经济体的货物贸易总额实现正增长，并且其贸易总额仅为 4,980.22 亿美元，占全球贸易总额的比例为 1.5%。扣除价格因素后，2015 年世界贸易量较 2014 年增长 2.8%，预计 2016 年全球贸易量增速仅为 1.7%。国际贸易的持续低迷与贸易保护主义盛行、多边和区域贸易协定谈判进展缓慢相互影响，导致国际贸易环境日益恶化。根据英国经济政策研究中心报告，2008 年金融危机以来，二十国集团（G20）中的 19 个国家成员累计出台贸易与投资限制措施 5,560 项，而同期出台的自由

化措施仅为 1,734 项。这表明全球主要经济体的对外经济政策取向已与全球化深入发展的要求背道而驰。同时,受外需持续低迷、汇率贬值等因素影响,E11 对外贸易增长仍旧步履蹒跚。IMF 数据显示,2015 年和 2016 年 E11 对外贸易总体增速仍处于下滑趋势,但降幅收窄。2015 年 E11 的货物贸易额下降 13.5%,较同期世界货物贸易增长率低 1.6 个百分点;服务贸易额下降 4.8%,较 2014 年下降 19.1 个百分点。2016 年上半年,E11 货物贸易额较 2015 年同期下降 8.2%,降幅比 2015 年收窄 5.3 个百分点,但比同期世界货物贸易增长率低 3.1 个百分点;服务贸易总额较 2015 年同期下降 0.7%,增长表现好于 2014 年同期增长水平。从贸易联系来看,2015 年以来 E11 与发达经济体的贸易联系呈现增强势头,内部贸易联系却持续弱化。2015 年,发达经济体占 E11 对外贸易的份额达到 58.6%,较 2014 年上升 1.3 个百分点;E11 内部贸易占 E11 对外贸易总额的比例为 23.3%,较 2014 年下降 0.5 个百分点。2016 年上半年,发达经济体占 E11 对外贸易的份额进一步上升至 59.6%,E11 内部贸易占 E11 对外贸易总额的比例较 2015 年进一步下降 0.4 个百分点至 22.9%。

#### 1.1.5 国际直接投资:阴晴不定

联合国贸易和发展会议(UNCTAD)数据显示,2008 年国际金融危机爆发前的 10 年间,全球对外直接投资(FDI)流入额的年均增长率为 20.2%,而在 2008 年至 2015 年间,全球 FDI 的年均增长率仅为 0.8%。2015 年,全球 FDI 流入额为 1.762 万亿美元,较 2014 年大幅增长 38%,不仅扭转了此前连续的负增长,并且达到国际金融危机以来的最高水平。但与全球 FDI 增长形势不同,2015 年 E11 的 FDI 流入和流出总体上仍延续了 2014 年的下降趋势。UNCTAD 数据显示,2015 年 E11 的 FDI 流入总额为 3,432.02 亿美元,较 2014 年下降 2.8%。

其中,南非、俄罗斯、韩国和印度尼西亚的降幅较大,分别较 2014 年下降 69.3%、66.3%、45.6%和 29.1%;而阿根廷、土耳其、印度和墨西哥分别较 2014 年增加 130.1%、36.0%、27.8%和 18.0%;中国较 2014 年增加 5.5%。由于 FDI 流出的大幅下降,2015 年 E11 的 FDI 净流入总额达到 1,197.63 亿美元,较 2014 年增加 38.1%,扭转了此前三年 FDI 净流入的下降趋势。2016 年上半年,全球 FDI 流入额再度出现负增长,下降 5%,估计全年将下降 10%~15%。其中,发达经济体较 2015 年下降 10%~14%,发展中经济体较 2015 年下降 12%~16%,转型经济体较 2015 年增长 6%~34%。

#### 1.1.6 大宗商品:波折中复苏

2016 年,国际大宗商品价格在波折中维持了复苏态势。上半年,商品研究所(CRB)指数快速上行,由年初的 370 左右上升至 6 月的 420 点左右。6 月至 10 月经历了回调,一度下探回 400 点左右。自 10 月下旬起再度上行并突破年中的高点,到 2017 年 1 月上旬超过 430 点。整体来看,2016 年经过一年的时间,国际大宗商品价格恢复至 2015 年年初的水平,形成了以 2016 年年初为谷底的反转态势。从更长的观察窗口看,2016 年的复苏可能意味着国际大宗商品价格走完了始自 2011 年第二季度、特别是 2014 年第二季度的下行通道,开启了触底反弹的新周期。具体来看,2016 年原油、天然气、煤炭等能源类大宗商品价格均实现反弹,钢铁和有色金属及贵金属价格也都出现不同程度的回升,化肥类和农产品类大宗商品扭转了 2015 年全面下跌的趋势,不同品种价格有升有降。预计 2017 年大宗商品价格将维持温和上升的趋势,这对 E11 中沙特阿拉伯、俄罗斯、巴西、阿根廷、印度尼西亚和南非等大宗商品出口国而言是利好,但对中国、韩国、印度、土耳其和墨西哥等主要大宗商品进口国而言,可能因此出现福利转移、支出与成本上升、最终

产品市场竞争力削弱等现象。大宗商品价格的回升对 E11 各成员的直接影响的非中性的，这种周期性的波动如果能够通过 E11 成员之间的政策协调和经济合作“熨平”，那么对 E11 整体的福利将可能产生显著的改进。

### 1.1.7 债务：持续攀升

当前，高债务水平是全球经济复苏的重大障碍，可能使包括 E11 在内的各经济体面临债务一通缩螺旋循环的风险。从公共债务来看，相较于 G7 国家，E11 各国的公共债务水平较低，但存在不同程度的上升，其中沙特阿拉伯的公共债务上升最为迅猛。E11 各国的财政赤字水平存在较大差异，部分国家的财政赤字水平较高，且上升速度较快。从私人部门债务来看，新兴经济体的私人部门债务水平较高，并且持续上升，这与金融危机后发达经济体采取的宽松货币政策导致借贷成本下降，部分 E11 国家的私人部门扩大借贷规模密切相关。E11 各国私人无担保债务占总外债的比例存在较大差异。其中，巴西、土耳其和俄罗斯的比重相对较高，而墨西哥、中国和阿根廷的比重相对较低。从外债来看，E11 国家的外债规模整体有所下降。部分 E11 国家的偿债压力较大，2015 年巴西、印度尼西亚、阿根廷和俄罗斯的偿债率较高，均突破了国际公认的 20% 的警戒线。E11 国家的短期外债与国际储备的比例总体较低，但个别国家较高。2015 年阿根廷的短期外债与国际储备的比例高达 171.6%，尤为值得警惕，这与其经济增长滞缓、通货膨胀率高企、国际收支恶化和巨额财政赤字紧密相关。

### 1.1.8 金融市场：大幅波动

受美联储货币政策调整、英国脱欧、美国大选等事件的影响，国际金融市场波动加剧，E11 国家金融市场也受到冲击。外汇市场方面，2016 年 E11 国家货币对美元汇率普遍出现贬值。阿根廷比索、墨西哥比索、南非兰特、新土耳其里拉、俄罗斯卢布对美元汇率年度贬值均在 10% 以上。受未来美元

持续走强影响，E11 国家货币将继续面临贬值压力。国债市场方面，E11 国家十年期国债收益率在 2016 年仍维持不同的变动趋势。巴西、印度、俄罗斯等国十年期国债收益率出现下降，而土耳其、中国、墨西哥等国十年期国债收益率则出现一定程度的上升。部分 E11 国家如巴西、印度、印度尼西亚、墨西哥、俄罗斯、土耳其等国十年期国债收益率仍居于较高水平。尽管如此，从国债收益率看，一直较为动荡的阿根廷、俄罗斯、巴西等国国债市场出现了企稳迹象。股票市场方面，除中国外，2016 年多数 E11 国家股票市场规模均有所扩大。阿根廷、巴西、俄罗斯三国股票市场市值 2016 年相比 2015 年分别增长 37.0%、29.0%、28.4%。与此同时，多数 E11 国家股指出现上升，俄罗斯、阿根廷、巴西等国股票市场成为全球上涨幅度较高的几个股票市场。但 E11 国家股票市场的波动性依然较大。中国、巴西、沙特阿拉伯、阿根廷、俄罗斯、印度等国的股票市场在 2016 年都经历了较大幅度的上涨和下跌。受全球金融市场不确定性增加的影响，个别 E11 国家股票市场可能会出现较大调整。在房地产市场方面，多个 E11 国家房价出现快速增长，房地产市场蕴含的风险不断增加。E11 国家大都采取了针对性的措施，并取得了初步成效。未来 E11 国家房地产市场将会继续调整，但风险总体可控。

## 1.2 风险和挑战

2017 年，E11 经济增长仍将面临各种风险和挑战，例如劳动生产率增速放缓、收入分配差距扩大引发社会不稳定、债务水平攀升、外汇市场波动加剧、保护主义不断升级、美国经济政策存在不确定性及各种地缘政治风险加大等。

### 1.2.1 劳动生产率增速放缓

无论是发达经济体还是新兴经济体的劳动生产率增长率均呈下降趋势，换言之，劳



动生产率的增速放缓已成为全球性问题。根据美国大型企业联合会（The Conference Board）的数据计算，全球劳动生产率的增长率从 1999—2006 年年均增长 2.7%，下降至 2007—2013 年年均增长 2.1%，此后进一步降至 2015 年的 1.5%，导致劳动生产率增长率屡创新低的根本原因在于科技创新不足。缺乏创新以及技术扩散受阻等导致劳动生产率增速放缓，企业投资收益率也随之下滑，进而使经济增长减速。劳动力市场有效性不足是致使劳动生产率增速放缓的另一原因。在 E11 经济体中，除了印度外，中国、俄罗斯、韩国等国均面临严重的人口老龄化问题，人口老龄化会使适龄劳动人口的增长下降甚至负增长，劳动力供给减少，人口抚养比上升，进而导致部分新兴经济体劳动生产率的增长率下降。与此同时，全要素生产率增长缓慢和投资不足也是造成劳动生产率增长放缓的主要原因。技术进步对经济增长的促进作用减弱以及国内外存在诸多阻碍全要素生产率提升的制度因素，导致全要素生产率增长较慢。受经济和政策环境不确定性、融资约束以及投资壁垒的影响，新兴经济体的投资尤其是私人投资增速放缓，单位劳动使用资本的增长放慢，最终二者都阻碍了新兴经济体劳动生产率增速的提升。以中国为例，根据国际劳工组织发布的数据显示，1999—2007 年中国的劳动生产率增长率从 6.4% 持续攀升至 13.1%，创历史新高，但随着国际金融危机的爆发，该增长率整体呈下降态势（除 2010 年外），2015 年已下滑至 6.6%。导致中国劳动生产率增速放缓的原因包括以下方面：国际金融危机的冲击；人口老龄化压力凸显，“人口红利”逐渐消失；科技创新尚未成长为引领经济增长的主动能；全要素生产率下滑；生产要素成本快速上升；重点行业产能严重过剩等。

### 1.2.2 收入分配差距扩大

收入不平等已经成为一个值得警惕的世界性现象，其对社会稳定的冲击越来越不容忽视。中国国家主席习近平在 2016 年杭州 G20 工商峰会开幕式的主旨演讲中指出，现在世界基尼系数已经达到 0.7 左右，超过了公认的 0.6 “危险线”，必须引起高度关注。世界经济论坛（World Economic Forum）2017 年 1 月发布的《全球风险报告》也指出，不断扩大的收入差距和日益加剧的社会分化等趋势诱发了 2016 年的政局变化，如果不采取紧急措施，这些趋势可能会进一步加剧全球风险。该报告披露的最新调查显示，在决定未来十年全球发展的重大趋势中，收入和财富日益悬殊以及社会两极分化加剧分别排名第一位和第三位，而关系最紧密的一组风险是结构性高失业率或就业不足与激烈的社会动荡之间的关联。<sup>1</sup>E11 部分国家中，收入分配差距扩大引发社会动荡的现象已经出现。例如，在巴西，由于“返贫”的中产阶级倒戈成为抗议主力军，右翼副总统特梅尔 2016 年取代被国会弹劾的左翼总统罗塞夫，迫使执政近 14 年的左翼劳工党交出政权。又如，南非是世界上收入不平等程度最大的国家之一，当前收入分配不平等程度甚至还显著高于种族隔离政策结束时的水平，基尼系数长期在 0.6 以上，收入最高的 10% 的人拥有的收入占比在 50% 以上，且长期饱受 25% 以上的高失业率的困扰，其结果就是罢工和骚乱频发，恶性犯罪居高不下。

### 1.2.3 债务风险加大

美国经济学家欧文·费雪曾将债务与通缩比作“大反派”，他认为过度的负债和通缩的压力会相互强化，十分危险。当前，全球利率水平依然保持低位，通货紧缩压力犹存，而债务尤其是私人部门债务水平高企，新兴经济体的私人部门债务持续上升。根据

1. The World Economic Forum. The Global Risks Report 2017. [2017-01-11]. <https://www.weforum.org/reports/the-global-risks-report-2017>.

国际货币基金组织于 2016 年 10 月发布的《财政监测》显示, 2015 年全球债务总额高达 152 万亿美元, 约占 GDP 总额的 225%, 创历史新高。其中, 由非金融企业和家庭组成的私人部门债务约 100 万亿美元, 占全球债务总量的 2/3。2010 年以来新兴经济体的私人部门债务水平连续攀升, 截至 2015 年已超过 60%。为了应对金融危机的冲击, 发达经济体采取的量化宽松货币政策, 使国际资本市场流动性泛滥, 资金借贷成本降低, E11 等新兴经济体非金融企业部门的借贷额不断增加, 私人部门债务水平上升较快。在新兴经济体中, 中国的私人部门债务水平较高, 企业去杠杆压力较大, 债务违约风险凸显。根据麦肯锡研究院发布的数据显示, 2000—2013 年的金融危机前后中国私人部门新增债务占全球新增债务的比重从 10% 飙升至 47%, 包括房地产开发商在内的非金融类企业借贷额猛增以及影子银行信贷的推波助澜等, 是中国私人部门债务增长较快的主要原因。此外, 虽然 E11 的公共债务水平较低, 但部分新兴经济体的财政赤字水平较高, 且增长较快。根据国际货币基金组织的数据做简单平均计算, 2013—2016 年 E11 的公共债务占 GDP 的比重从 37.1% 逐步升至 43.8%, 财政赤字水平从 1.85% 变为 4.97%。沙特阿拉伯、巴西、阿根廷等的财政赤字水平较高, 且增长较快。这些国家的政府如不能在增收和减支间找到平衡点, 未来公共债务风险将大幅攀升。

#### 1.2.4 外汇市场持续波动

发达经济体货币政策持续分化以及新兴经济体自身经济状况变化可能会进一步造成新兴经济体外汇市场的波动。发达经济体不均衡的经济复苏状况使得其货币政策持续分化。在经济持续复苏的基础上, 美国货币政策将会在 2017 年继续收紧, 而欧元区、日本等发达经济体货币政策将继续保持宽松, 因此, 美元总体将会保持走强趋势。但由于美联储进一步加息的时点和节奏以及其他发

达经济体货币政策走向仍存在一定的不确定性, 这使得主要发达经济体货币汇率可能发生较大的波动。在这种情况下, 新兴经济体货币对美元汇率将继续面临较大的贬值压力, 同时波动性可能进一步上升。从新兴经济体内部来看, 受经济复苏缓慢、通胀压力上升等因素影响, 多数新兴经济体货币存在贬值基础。与此同时, 在经济基本面较为疲弱的情况下, 部分新兴经济体为促进出口和刺激总需求, 还存在鼓励或默认本国货币贬值的现实需求。如果各国货币当局不对此采取措施, 甚至可能引发竞争性货币贬值。外汇市场波动上升不但会引发国际和国内金融市场剧烈动荡, 也会对新兴经济体实体经济带来冲击, 从而进一步影响其经济复苏进程。

#### 1.2.5 保护主义不断升级

近年来, 各国都加大了政策调整的力度和频率。由于经济社会问题频现, 各国政府都寄希望于通过政策调整来维持稳定的经济社会秩序。这本来是应对问题与挑战的积极行动, 但很多国家在政策调整过程中均以自身利益为重, 甚至以邻为壑, 催生了各种形式的保护主义。并且, 以 G20 为代表的全球主要经济体, 仍在不断推出新的保护主义措施, 而在促进贸易和投资便利化方面进展缓慢。由于 G20 成员都是全球的主要经济体, 其政策的溢出效应和回荡效应较强, 因此一国的政策调整往往导致他国采取相应的应对措施, 这反过来又使该国不得不采取进一步的政策调整。在这种恶性循环中, 各国不得不加大政策调整的力度和频率。以邻为壑的保护主义政策不断升级引发了连锁负面反应, 不仅破坏了各国政策的延续性和可预期性, 也侵蚀了相互经贸合作的根基。作为全球最大的经济体, 美国已成为全球保护主义措施的主要推行者。在对外经贸关系上, 特朗普政府宣布退出跨太平洋伙伴关系协定 (TPP), 宣称重新谈判或退出北美自由贸易协定 (NAFTA), 并试图标定中国为汇率操纵

国从而对中国商品征收 45% 的高关税。全球范围内尤其是发达经济体不断升级的保护主义对 E11 参与和推动全球和区域经济合作增加了新的变数。

### 1.2.6 特朗普新政的溢出效应逐步显现

特朗普当选美国总统后，其国内经济政策倾向包括减税、增加基础设施建设投入、放松金融监管等，对外经济政策则倾向实施贸易保护。特朗普政府经济政策的不确定性包括以上政策究竟能在多大程度上得以实施以及最终政策效果的不确定性，其将从多个渠道对新兴经济体实体经济和金融市场带来影响。首先，特朗普政府经济政策将会通过美国经济来影响新兴经济体经济。如特朗普政府的财政政策刺激措施可能会推动美国经济增长，从而对全球经济和新兴经济体经济带来正向溢出效应。除此之外，特朗普政府的经济政策还会通过影响美元、美股走势，进而对国际金融市场和新兴经济体金融市场带来扰动。其次，特朗普政府经济政策的实施也可能对美国其他政策带来影响，如财政刺激措施将会影响美联储加息的节奏与步伐，从而迫使新兴经济体进行相应的政策应对。最后，特朗普政府的贸易保护主义倾向将会对新兴经济体带来巨大负面冲击。特朗普政府推行的“美国优先”的贸易政策试图追求对美国更为有利的贸易条件，但却破坏了全球的公平贸易秩序，其他贸易伙伴如果针对美国的贸易保护措施实施相应地反制措施，这无疑将引发贸易战和货币战，从而阻碍全球贸易和经济增长，新兴经济体或将首当其冲。

### 1.2.7 地缘政治风险进入高发期

欧亚集团（Eurasia Group）2017 年 1 月发布的年度风险预测报告以“地缘政治

衰退”为主题，认为世界将面临第二次世界大战后政治风险最为动荡的一年，对全球市场的影响与 2008 年经济衰退不相上下。<sup>1</sup> 特朗普就任美国总统后，连续签署了多项饱受争议的行政令，包括叫停“奥巴马医改”、退出 TPP、要求建造美墨边境墙等。其在 2017 年 1 月 27 日签署的“伊斯兰禁令”<sup>2</sup>，引起了国际社会及美国国内的强烈反弹，并被联邦法官判决暂停执行。特朗普当选、英国脱欧乃至欧洲大选中民粹主义政党崭露头角等现象，都反映内顾倾向、“逆全球化”的迅速抬头。一种对内过度承诺、讨好中低层民众，对外展示强硬、开展进攻性防御的保守趋向正在形成，开放经济体制和世界体系面临威胁。受此影响，以 E11 为代表的新兴经济体面临的来自发达国家的政治经济竞争可能加剧，特别是墨西哥、中国、韩国等受汇率战、贸易战影响的风险上升。特朗普上台后原本有望缓和的美伊关系再次蒙受阴影。除“伊斯兰禁令”的影响外，2017 年 2 月 3 日美国财政部以试射导弹及支持恐怖主义为由，宣布对才于 2016 年解除制裁的伊朗实施新一轮制裁。一旦对抗升级，国际大宗商品价格将因为中东地缘政治变动面临巨大的不确定性。恐怖主义威胁仍然存在，甚至在土耳其出现了恐怖袭击“常态化”迹象。在各方打击之下，伊斯兰国可能会被消灭，但对极端思想的清除还远不能乐观。

## 1.3 前景展望

从综合领先指数、消费者信心指数和商业信心指数来看，E11 经济走势出现向好的势头。但一些风险和挑战因素也将掣肘 E11 经济的稳定增长。鉴于 2016 年新兴经济体经济的运行态势以及 2017 年 E11 经济面临

1. Eurasia Group. Top Risks 2017: The Geopolitical Recession. [2017-01-03]. <https://www.eurasiagroup.net/issues/top-risks-2017>.

2. 即要求国务院采取“新审查措施”，今后 120 天内暂停所有难民入境美国，90 天内暂停向伊朗、苏丹、叙利亚、利比亚、索马里、也门和伊拉克七国普通公民发放签证；无限期禁止叙利亚难民进入美国。

的诸多风险与挑战，本报告认为，2017 年 E11 经济复苏仍将稳中向好，对世界经济增长的贡献将继续保持了积极态势。与 2016 年相比，经济增速可能出现小幅上升，按各

经济体购买力平价计算的经济总量加权计算的经济增长率为 4.5%。作为 E11 中最大的经济体，中国经济增速维持在 6.5%~6.7% 的可能性较大。



## 第2章

# 经济增长

2016年，E11 的经济缓中趋稳，增长速度符合预期。E11 各国经济增速分化收窄，以美元计价的经济规模止降回升。推动经济增长的“三驾马车”中，私人消费的贡献率上升，投资和净出口的拉动效应减弱。各先行指数显示 E11 经济体的短期经济走势向好。2017 年，预计 E11 的经济增长有望加速。

### 2.1 经济增长缓中趋稳，增速差距缩小

2016 年，E11 的经济增长率不仅高于欧盟，而且远高于 G7。按市场汇率现价美元计算的经济规模止降回升。E11 内部的经济增速差异变小。从基于购买力平价计算的各经济集团现价 GDP 增量来看，2007—2016 年 E11 的经济增量始终为正值，且分别高于 G7 和欧盟的经济增量，这说明新兴

经济体在世界经济中的影响力日益提升。

#### 2.1.1 经济增速分化收窄

2016 年，世界经济步履蹒跚，增长速度进一步放缓，发达经济体的经济复苏乏力，E11 的经济表现整体趋稳。根据国际货币基金组织发布的数据，预计 2016 年 E11 的 GDP 增长率约为 4.4%（见表 2.1）。尽管 E11 的经济增速放缓，但各国的增长率差距缩小。2015 年，E11 中经济增速最高和最低的经济体之间的速差为 11.4 个百分点。2016 年，中国的经济增速最高，为 6.7%；巴西的增速最低，为 -3.5%，两者相差 10.2 个百分点，比 2015 年的速差减少 1.2 个百分点。具体来看，印度的经济增长率下滑 1 个百分点，中国下降 0.2 个百分点；而俄罗斯大幅上升 3.1 个百分点，巴西上升 0.3 个百分点，韩国和印度尼西亚均上升 0.1 个百分点。

表 2.1 2006—2016 年 E11 国家的 GDP 增长率

单位：%

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
阿根廷	8.0	9.0	4.1	-5.9	10.1	6.0	-1.0	2.4	-2.5	2.5	-1.8
巴西	4.0	6.1	5.1	-0.1	7.5	3.9	1.9	3.0	0.1	-3.8	-3.5
中国	12.7	14.2	9.6	9.2	10.6	9.5	7.9	7.8	7.3	6.9	6.7
印度	9.3	9.8	3.9	8.5	10.3	6.6	5.6	6.6	7.2	7.6	6.6
印度尼西亚	5.5	6.3	7.4	4.7	6.4	6.2	6.0	5.6	5.0	4.8	4.9
韩国	5.2	5.5	2.8	0.7	6.5	3.7	2.3	2.9	3.3	2.6	2.7

续表

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
墨西哥	5.0	3.1	1.4	-4.7	5.1	4.0	4.0	1.4	2.2	2.5	2.2
俄罗斯	8.2	8.5	5.2	-7.8	4.5	4.0	3.5	1.3	0.7	-3.7	-0.6
沙特阿拉伯	2.8	1.8	6.3	-2.1	4.8	10.0	5.4	2.7	3.6	3.5	1.4
南非	5.6	5.4	3.2	-1.5	3.0	3.3	2.2	2.3	1.6	1.3	0.3
土耳其	6.9	4.7	0.7	-4.8	9.2	8.8	2.1	4.2	3.0	4.0	3.3
E11	8.5	9.3	6.1	3.6	8.5	7.1	5.5	5.5	5.1	4.5	4.4

资料来源：国际货币基金组织世界经济展望数据库（IMF-WEO），2016 年 10 月和 2017 年 1 月。

分国别来看，占 E11 GDP 总量约 50.7%（按照 2015 年的现价 GDP 计算）的中国经济增速放缓，原因在于其经济运行中仍存在不少突出的矛盾和问题，如产能过剩和需求结构升级矛盾突出，经济增长内生动力不足，金融风险有所积聚，部分地区困难增多等。为了解决这些难题，中国正围绕供给侧结构性改革这条主线，稳步推进工业去产能、房地产去库存、金融去杠杆、企业降税费成本、供给补短板（即“三去一降一补”）等，由此导致的经济增速放缓在所难免。随着结构调整不断加快，改革红利逐步释放，中国经济有望实现“软着陆”，继续保持中高速增长，基于此，2016 年中国 GDP 增长率约为 6.7%，这与我们在 2016 年度报告中的预期相符。

印度的经济总量（按照 2015 年的现价 GDP 计算，其经济总量约为 E11 的 9.4%）在 E11 中居第二位，尽管其经济增长保持了较好的势头，但 2016 年的增速有所下滑。自 2014 年 5 月莫迪政府以来，其推行了一系列政策来促进印度的发展，诸如“印度制造”“清洁印度”“数字印度”等。为了改善印度的营商环境，吸引更多的外国资本，其还放宽了对外国直接投资的限制（例如，贾坎德邦已于 2016 年 9 月取消了对私有资本和外国资本开采矿物资源的限制等），重新修订劳工和土地征收方面的法律法规，改

革税收体制，大力发展制造业以及铁路和智慧型城市等。2015 年年初，莫迪宣布取消具有 65 年历史的计划委员会，成立新的机构“全国改革印度学会（NITI）”。这些改革措施都为印度经济保持高速增长打下良好的基础。尽管如此，印度国内冗长的行政审批程序、严重的腐败现象以及落后的基础设施等问题仍有待改善。与此同时，为了打击黑钱交易和贪污腐败，莫迪政府在 2016 年 11 月实施的“废钞政策”可能使 86% 的印度卢比失去法定货币地位，该政策不仅引来社会底层的抱怨和非议，还引发印度前高层和经济学者的强烈抨击。鉴于废钞之举催生的不确定性，印度央行将 2016 至 2017 财年印度的经济增长预期从原先预计的 7.6% 下调至 7.1%。印度“界线资本”则预计，印度的 GDP 增长率或将下降 4.1 个百分点。惠誉评级也将 2017 年印度金融业的评级下调至负面，认为“废钞运动”将妨碍印度经济的正常运行。综上所述，预计 2016 年印度的 GDP 增长率约为 6.6%。

尽管俄罗斯受西方国家制裁、国际油价持续低迷和地缘政治冲突风险等外部因素的影响，以及投资、技术和人才短缺，竞争发展不足，商业氛围缺失等内部因素的影响，经济下行压力犹存，但与此同时，其经济运行中也出现了不少积极的信号。首先，俄罗斯联邦统计局于 2016 年 12 月 30 日发布的

1. 由于世界经济不确定因素增多、美联储 2017 年升息步伐加快使未来金融市场风险增大以及受国内需求下降等不利因素的影响，2016 年 12 月 29 日韩国分别将其 2016 年和 2017 年的经济增长预期从之前的 2.8% 和 3.0% 均下调至 2.6%，并称未来将采取扩张性的财政政策以刺激经济增长。

报告预计,当年其通货膨胀率仅为 5.4%,远低于 2015 年的 12.9%,处于创纪录的低水平。其次,相较于 2014 年的 1,530 亿美元、2015 年 569 亿美元的资本外流额,预计 2016 年俄罗斯的资本外流仅为 160 亿~170 亿美元,资本外流大幅下降,外汇储备流失压力减弱,这有利于卢布币值的坚挺(2016 年,俄罗斯卢布相对美元最多升值约 30.6%),并对俄罗斯经济起到“安全气囊”的缓冲作用。再次,俄罗斯农业也正朝着积极的方向发展,预计 2016 年其农业增速将不低于 4%,粮食产量将超过 1.19 亿吨。最后,国际油价从 2016 年 2 月的最低点每桶 20 多美元(2016 年 2 月 11 日,纽约原油期货价格跌至每桶 26.21 美元,创出近 12 年来的最低点),缓慢回升至现今的每桶 50 美元左右,这对资源依赖型的俄罗斯经济回温起到重要支撑作用。总体而言,俄罗斯为应对西方国家制裁和国际油价波动出台的措施成效显著,宏观经济运行发出相对积极的信号,预计 2016 年俄罗斯经济将小幅萎缩 0.6 个百分点,明显好于 2015 年的-3.7%。

巴西、韩国和印度尼西亚的经济增长率也对拉升 E11 的经济增速有所贡献。巴西的经济复苏将是一个微弱而渐进的过程,不可能一蹴而就。随着国内政局趋向稳定,政策走向日渐明朗,投资者和消费者信心开始恢复,以及国

际油价和大宗商品价格回升等有利因素的影响,巴西的经济走势可能有所改善,预计 2016 年其 GDP 增长率约为 -3.5%,好于 2015 年的 -3.8%。受益于稳定的经常账户和健康的财政状况,预计 2016 年韩国的 GDP 增长率约为 2.7%。<sup>1</sup> 尽管如此,低迷程度远超预期的全球贸易可能使韩国对外贸易额萎缩,加之造船、海运等产业的结构调整以及国内政局动荡等的不利影响,未来韩国经济下行的风险增大。受益于国际大宗商品价格回升以及多轮经济刺激政策和改革措施(如税务赦免计划、特殊经济区优惠政策等),预计 2016 年印度尼西亚的 GDP 增长率约为 4.9%。

对比世界主要国家集团的经济增长情况可见,2016 年 E11 的经济增长率(4.4%)和金砖国家的经济增长率(5.0%),不仅高于欧盟的 1.9%,而且远高于 G7 的 1.4%(见图 2.1)。持续消长的增长趋势使发达经济体与新兴经济体之间的差距不断缩小。根据 IMF 的估计,2016 年世界经济的增长率将进一步放缓至 3.1%。中国为全球经济增长贡献约 1.2 个百分点,美国贡献约 0.3 个百分点,欧洲则贡献约 0.2 个百分点,中国对世界经济增长的贡献远超美国和欧洲等发达经济体之和。新兴经济体在全球经济中的地位不断提升,已成为拉动世界经济增长的中坚力量。

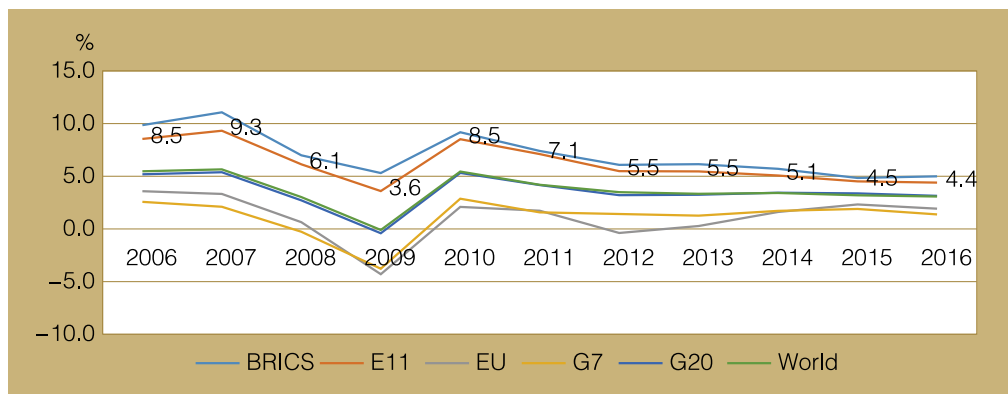


图 2.1 2006—2016 年主要国家集团的经济增长率

注:各国家集团的经济增长率是根据集团内各国按照购买力平价计算的现价 GDP 总量加权计算而得。图中数据为 E11 的经济增长率。

资料来源:IMF-WEO, 2016 年 10 月和 2017 年 1 月。

### 2.1.2 以美元计价的经济规模止降回升

无论是基于购买力平价计算的 GDP 还是按市场汇率计算的 GDP，二者均显示 2016 年 E11 的经济规模有所扩大。其中，前者计算的经济总量从 2015 年的 46.4 万亿国际元增至 2016 年的 49.1 万亿国际元，占世界经济的份额也从 40.7% 升至 41.3%；后者计算的经济总量止跌回升，从 22.0 万亿美元增至 22.3 万亿美元，但其占世界经济的份额却下降了 0.4 个百分点（见表 2.2）。由此可见，部分 E11 国家的货币贬值（如人民币、阿根廷比索、墨西哥比索、

新土耳其里拉）是导致按市场汇率计算的 E11 GDP 份额下降的主要原因。从经济增量来看，E11 的经济增量从 2015 年的 -1.1 万亿美元升至 2016 年的 2,416 亿美元。从各主要国家集团经济总量占世界经济的份额来看，E11 和金砖国家的份额均有所下滑，分别从 2015 年的 30.0% 和 22.6% 降至 2016 年的 29.6% 和 22.5%，G7 的份额却从 46.4% 升至 46.9%。这说明发达经济体为应对金融危机而采取的政策刺激效果逐步显现，经济开始缓慢复苏。

表 2.2 2014—2016 年主要国家集团与全球经济规模及份额变化情况（市场汇率，现价）

单位：十亿美元，%

	2014			2015			2016		
	总量	增量	份额	总量	增量	份额	总量	增量	份额
BRICS	17,399.9	838.4	22.3	16,667.9	-732.0	22.6	16,960.3	292.4	22.5
E11	23,116.2	893.7	29.6	22,042.9	-1,073.3	30.0	22,284.5	241.6	29.6
EU	18,580.0	568.0	23.8	16,300.5	-2,279.5	22.1	16,518.7	218.3	22.0
G7	35,645.8	792.5	45.7	34,171.1	-1,474.7	46.4	35,310.2	1,139.1	46.9
G20	66,912.9	1,734.9	85.7	63,280.0	-3,632.8	86.0	64,884.5	1,604.4	86.3
世界	78,041.7	1,966.9	100.0	73,598.8	-4,442.9	100.0	75,212.7	1,613.9	100.0

注：2016 年数据为估计值。

资料来源：IMF-WEO，2016 年 10 月。

从基于购买力平价计算的各经济集团现价 GDP 增量来看，2007—2016 年 E11 的经济增量始终为正值，且分别高于 G7 和欧盟的经济增量（见图 2.2）。2016 年，预计 E11 的经济增量约为 2.7 万亿国际元，金砖国家的经济增量约为 2.3 万亿国际元，二者分别占世界经济增量（约为 5.0 万亿美元）的 54.5% 和 45.6%，远高于 G7 的 19.7% 和欧盟的 12.7%。相较于 G7 和欧盟等发达经济体，E11 和金砖国家等新兴经济体对拉动世界经济增长做出的贡献更大，已成为推动世界经济增长的中流砥柱。

## 2.2 消费提升，但经济增长因素良莠不齐

E11 的经济增长率在经过自 2010 年以来的快速下滑后，于 2016 年出现企稳向好的迹象。推动经济增长的“三驾马车”中，私人消费的贡献率上升，投资的驱动力减弱，净出口的拉动效应递减。内需的扩大将为 E11 经济实现长期可持续增长夯实基础。

### 2.2.1 私人消费贡献增大

E11 的私人消费对经济增长的贡献率总体呈上升趋势。与 2014 年的 55.55% 相比，2015 年该贡献率升至 56.26%。具体分国别

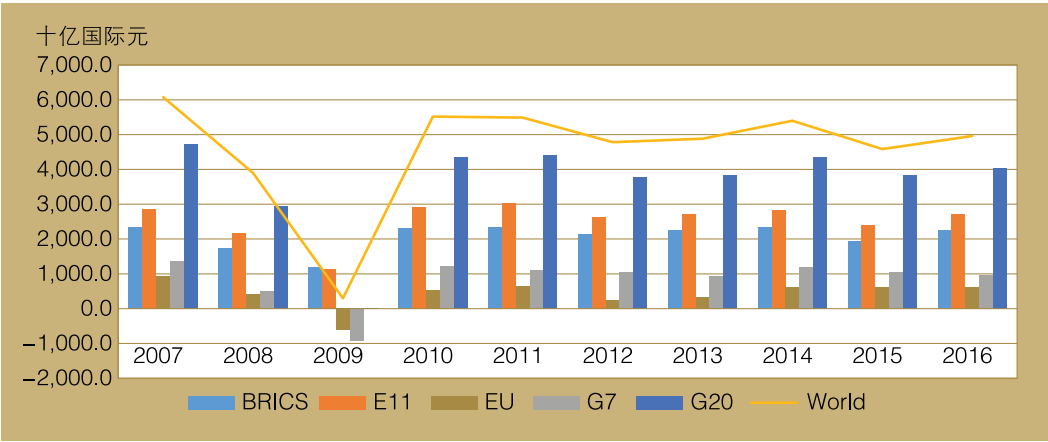


图 2.2 2007—2016 年主要国家集团与世界经济增量（PPP，现价）

注：2016 年数据为估计值。

资料来源：IMF-WEO，2016 年 10 月。

来看，阿根廷、巴西、墨西哥和土耳其的私人消费对经济增长的贡献率均在 63% 以上，其中，墨西哥和土耳其分别高达 67.1% 和 69.1%（见图 2.3）。沙特阿拉伯的私人消费对经济增长的贡献率为 40.8%，这与当年国际油价低位徘徊迫使其采取紧缩的财政政策密切相关。政府预算削减，政府部门或企业雇员收入缩水，家庭可支配收入下降，购买力减弱，加之受地缘政治局势紧张等不利因素的影响，沙特阿拉伯私人消费者的消

费意愿降低，消费支出放缓，尤其是对生活非必需品的支出萎缩明显，进而导致私人消费对国内生产总值的贡献率较低。2015 年，受益于居民收入水平的提高以及年轻中产阶层生活方式的改变，中国社会消费品零售总额实际同比增长 10.6%，消费对经济增长的贡献率达到 66.4%，同比提升 15.4 个百分点，但私人消费对经济的贡献率仅为 37.0%，未来仍有较大的提升空间。

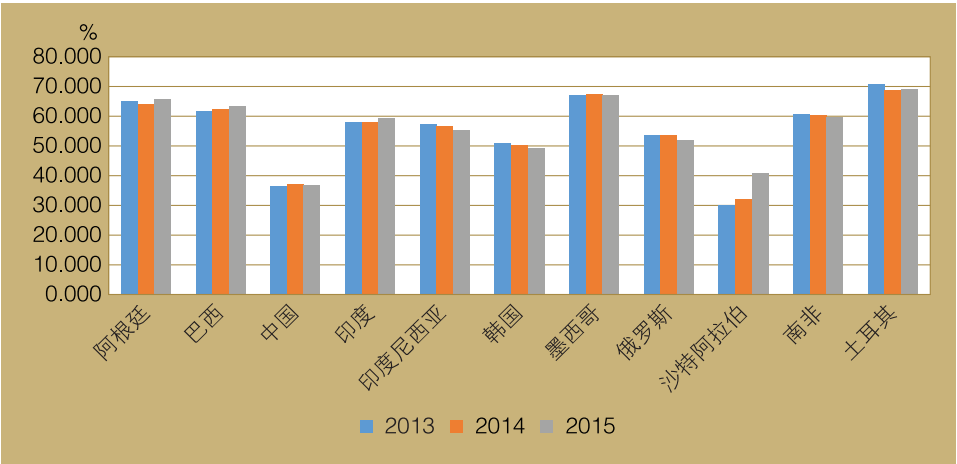


图 2.3 2013—2015 年 E11 国家私人消费对经济增长的贡献率

资料来源：香港环亚经济数据有限公司全球经济数据库（CEIC），2016 年 12 月。



从扩大内需的政策措施来看，一方面，中国实施了积极的财政政策，如全面推行营改增，降低企业税费成本；实施了稳健的货币政策如保持较低的利率，降低企业借贷成本，以增加企业利润，提高员工个人可支配收入水平。另一方面，继续完善社会保障体系如整合城乡居民基本医疗保险制度，消除制约养老、教育、体育和休闲等消费的体制和机制障碍，来激发社会消费的潜力。为了进一步促进居民消费的扩大和升级，2016 年中国又出台实施了“十大扩消费行动”方案，包括城镇商品销售畅通行动、农村消费升级行动、居民住房改善行动、汽车消费促进行动、旅游休闲升级行动、康养家政服务扩容提质行动、教育文化信息消费创新行动、体育健身消费扩容行动、绿色消费壮大行动、消费环境改善和品质提升行动。随着这些政策或措施的实行，预计消费对中国经济增长的贡献率将稳步提升，中国的经济增长将更加健康和可持续。

## 2.2.2 投资驱动力衰减

作为“三驾马车”之一的投资对经济增长的拉动作用至关重要。整体而言，E11 国家中总投资占 GDP 的比重呈下降趋势，说明总投资对经济增长的贡献有所减少。相较于 2015 年，2016 年仅有印度尼西亚、墨西哥和俄罗斯的总投资占 GDP 的比重上升，其他 E11 国家均出现下降。从量的方面看，中国的相对投资额下降，总投资占 GDP 的份额从 2013 年的 47.3% 下滑至 2016 年的 43.7%（见图 2.4），致使经济增长放缓；从质的方面看，资本利用效率降低，资本回报率下降，投资效益下滑。根据 2016 年 5 月中国国家信息中心发布的数据，中国的投资回报率从 1993 年的 15.67% 持续下降至 2000—2008 年的 8%~10%，金融危机之后投资回报率继续大幅下滑至 2014 年的 2.7%，创历史新低。这两方面的共同作用最终导致投资对经济增长的驱动力减弱。

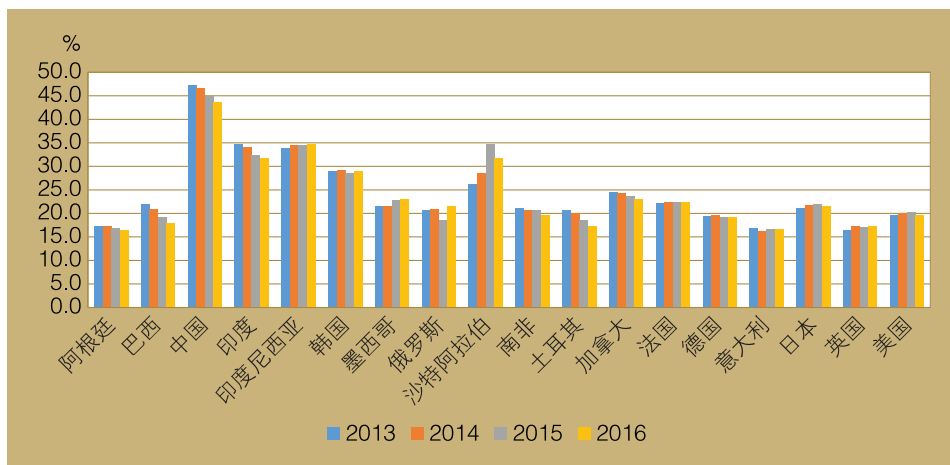


图 2.4 2013—2016 年 E11 国家与 G7 国家的总投资占 GDP 的比例

注：总投资或资本形成总额由固定资本形成总额、库存变化以及一个单位或部门非出售贵重物品的并购构成。2016 年数据为估计值。

资料来源：IMF-WEO，2016 年 10 月。

从相关政策措施来看，一是中国将低利率货币政策与有关房地产去库存的政策相结合，推动商品房销售快速增长，刺激了房地

产开发投资增速回升。二是采取扩大公共支出的财政政策，支持新型城镇化、基础设施建设、制造业等领域的投资发展。三是出台

鼓励民间投资的政策措施。以国企改革为契机,积极推广政府与社会资本合作(PPP)模式,支持放宽民间投资进入电力、电信、交通、油气、市政公用、养老、医疗、教育、文化、体育等领域的市场准入政策。尽管以上政策在扩大投资规模方面作用显著,但投资回报率下滑才是中国经济增速放缓的重要症结。未来亟须出台针对性较强的政策来引导资金更多投向高新技术产业、高端制造业和服务业等领域,通过创新升级弥补投资回报率下降的不利影响,以实现中国经济可持续增长。

### 2.2.3 净出口的拉动效应弱化

E11 中主要经济体的净出口对经济增长的贡献率和拉动效应均为负值。以中国为例,根据万得数据库发布的数据,2016 年第二季度和第三季度,货物和服务净出口对中国经济增长的贡献率分别为 -10.4% 和 -7.8%,拉动效应分别为 -0.7% 和 -0.5%。2016 年全年净出口对中国经济增长的贡献率为 -6.8%。

尽管净出口对经济增长的拉动效应弱化,但中国对外贸易仍表现出不少的亮点。例如,出口增速好于全球主要经济体和新兴市场国家,出口国际市场份额稳中有升,外贸发展的效益和质量不断提升。具体表现在以下方面:一般贸易出口保持增长,成为拉动出口的主要力量;机电产品出口保持增长,产品结构进一步优化;民营企业出口保持增长,成为出口的主力军;市场多元化取得进展,对“一带一路”沿线国家出口保持增长;中部地区占比提升,区域贸易结构优化;进口虽在低位运行,但质量效益提高;跨境电子商务、市场采购等新型商业模式正逐步成为外贸发展新的增长点。

从政策措施来看,为了提振净出口对经济增长的拉动作用,中国多种措施并举,采取了出口退税或减税的财政政策、服务于进出口的信贷政策、鼓励对外投资的资本政策以及改善外贸机制的组织政策等,以支持企业更好地参与对外贸易,提高自身的国际竞

争力。随着对外贸易结构的优化和质量的提升,净出口对中国经济增长的贡献仍将不容忽视。

## 2.3 经济增速有望提升

经济合作与发展组织(OECD)发布的综合领先指数(Composite Leading Index, CLI)、消费者信心指数(Consumer Confidence Index, CCI)和商业信心指数(Business Confidence Index, BCI)均显示,在短期内 E11 的经济走势出现向好的势头。随着发达经济体经济缓慢复苏、中国和印度经济企稳、国际大宗商品价格回升以及改革红利进一步释放等,预计 2017 年 E11 的 GDP 增长率约为 4.5%。

根据 OECD 发布的 CLI 可知,E11 国家的 CLI 整体表现较好,说明其经济出现企稳回升迹象。分国家来看,2015 年第四季度至 2016 年第三季度,仅有南非的 CLI 持续走低,下滑明显;其他 E11 国家的 CLI 总体表现较好(见图 2.5)。土耳其、印度尼西亚、墨西哥、巴西和印度的 CLI 连续四个季度走高,俄罗斯和韩国的 CLI 连续三个季度上升,中国的 CLI 在经历连续三个季度下降后于 2016 年第三季度企稳回升,这意味着 E11 经济企稳向好迹象明显,未来走势相对乐观。

根据 OECD 发布的 CCI 可知,E11 国家的 CCI 走势整体较好。分国家来看,2015 年第四季度至 2016 年第三季度,巴西和印度尼西亚的 CCI 总体呈上升趋势,俄罗斯、土耳其、南非和韩国的 CCI 均呈先抑后扬的“U”型走势(见图 2.6),说明这些国家的消费者对本国经济形势较为乐观,预期未来国民收入增长,消费信心回升。中国和墨西哥的 CCI 总体呈下降趋势,中国的消费者信心指数连续走低,可能与其房价上涨过快挤出消费、股市萎靡不振抑制消费等有关。消费者对其国内短期经济走势较为谨慎,消费信心也随之走弱。墨西哥的通货膨

胀率反弹且可能继续恶化、墨西哥比索下跌至创纪录的低位、国家信用评级面临下调风险以及政府连续四年下调经济增速预期等，导致市场对墨西哥国内经济短期走势持悲观态度，这必然影响国内民众的消费信心和消费支出。

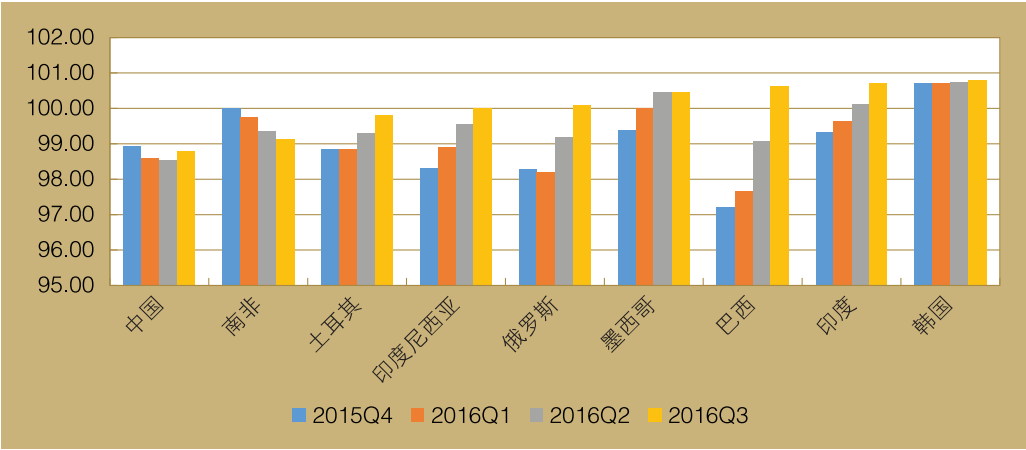


图 2.5 2015 年第四季度—2016 年第三季度部分 E11 国家的综合领先指数

注：原始数据为月度数据，季度数据为三个月平均值。在 OECD 数据库中，阿根廷和沙特阿拉伯的数据不详。图示按 2016 年第三季度数据排序。

资料来源：OECD-elibrary，2016 年 12 月。

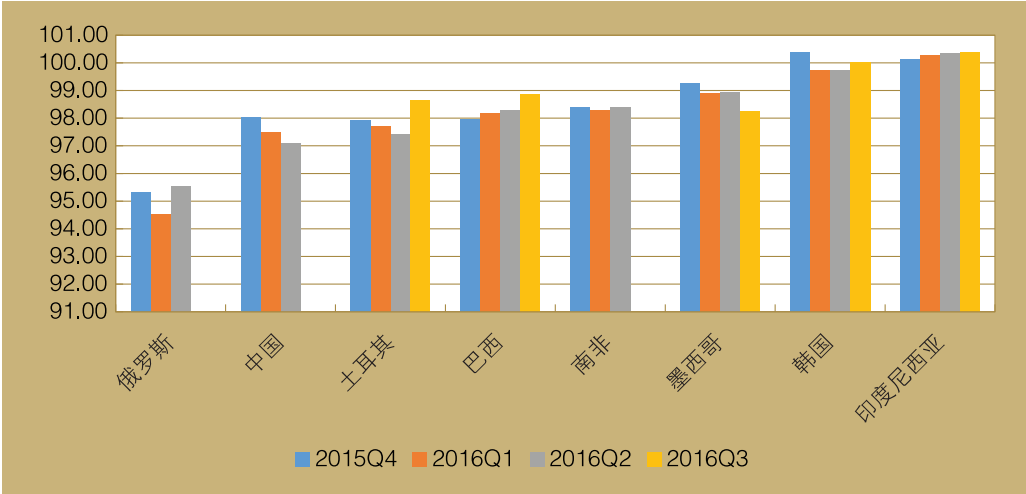


图 2.6 2015 年第四季度—2016 年第三季度部分 E11 国家的消费者信心指数

注：原始数据为月度数据，季度数据为三个月平均值。在 OECD 数据库中，阿根廷、印度和沙特阿拉伯的数据不详。南非的数据仅更新至 2016 年 6 月，中国和俄罗斯的数据则更新至 2016 年 8 月，故只计算出三国截至 2016 年第二季度的消费者信心指数。图示按 2016 年第二季度数据排序。

资料来源：OECD-elibrary，2016 年 12 月。

根据 OECD 发布的 BCI 可知, E11 国家的 BCI 全部为正值, 走势整体较好。具体分国家来看, 2015 年第四季度至 2016 年第三季度, 巴西的 BCI 持续攀升; 2016 年前三季度, 韩国、中国和俄罗斯的 BCI 连续回升; 此外, 2016 年第三季度南非和土耳其

其的 BCI 出现回升向好势头, 但印度尼西亚和墨西哥的 BCI 有所下降 (见图 2.7)。总体来看, E11 国家的企业对本国的经济走势较为乐观, 未来可能进一步扩大投资规模, 增加研发投入和产出。

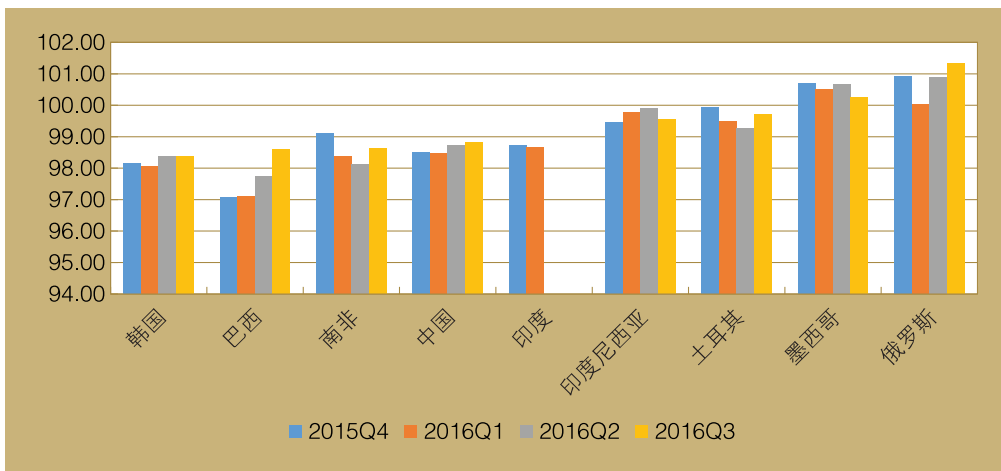


图 2.7 2015 年第四季度—2016 年第三季度部分 E11 国家的商业信心指数

注：原始数据为月度数据，季度数据为三个月平均值。在 OECD 数据库中，阿根廷和沙特阿拉伯的数据不详。印度的数据仅更新至 2016 年 5 月，故只计算出其截至 2016 年第一季度的商业信心指数。图示按 2016 年第三季度数据排序。

资料来源：OECD-elibrary，2016 年 12 月。

新兴经济体和发展中国家的经济前景保持稳定，以中国和印度为代表的新兴经济体表现出较好的增长势头。从基于不变价格计算的 GDP 增长率来看，未来五年 E11 的经济增长率总体呈上升趋势。预计 2017 年印度的 GDP 增长率约为 7.2%（见表 2.3），之后四年的经济增速还将不断提升。印度经济保持长期增长的动力来源主要包括工业化进程加速、劳动力供给充裕、劳动生产率提升等。与此同时，莫迪政府推行的系列经济改革政策，如“印度制造”“清洁印度”“数字印度”等，以及放松对外国投资的限制、加快国内税收体制改革、扩大对制造业

和基础设施建设的投资、加大惩治腐败的力度和提高政府部门行政效率等措施，也为推动其经济增长发挥重要作用。

预计 2017 年中国的 GDP 增长率将降至 6.5%，之后四年整体呈下降趋势。尽管如此，中国经济仍将保持中高速增长，为推动世界经济增长贡献巨大。中国经济减速的原因在于，其国内正在采取“三去一降一补”措施推进供给侧结构性改革，加快经济结构调整，推动经济增长从对工业和投资的依赖转向依靠服务业和消费拉动，这在短期内可能导致经济增长速度放缓，但将为实现更可持续、更稳定的长期经济增长奠定基础。

表 2.3 2017—2021 年 E11 国家 GDP 增长率

单位：%

	2017	2018	2019	2020	2021
阿根廷	2.7	2.8	2.9	3.1	3.3
巴西	0.2	1.5	2.0	2.0	2.0
中国	6.5	6.0	6.0	5.9	5.8
印度	7.2	7.7	7.8	8.0	8.1
印度尼西亚	5.3	5.5	5.8	6.0	6.0
韩国	3.0	3.1	3.0	3.0	3.0
墨西哥	1.7	2.0	2.9	3.0	2.9
俄罗斯	1.1	1.2	1.5	1.5	1.5
沙特阿拉伯	0.4	2.3	2.6	2.3	2.3
南非	0.8	1.6	2.2	2.2	2.2
土耳其	3.0	3.2	3.3	3.5	3.5

注：各国经济增长率为基于不变价格计算的 GDP 增长率。

资料来源：IMF-WEO，2016 年 10 月和 2017 年 1 月。

预计 2017 年俄罗斯的 GDP 增长率为 1.1%。石油减产协议的逐步落实将有利于国际油价的回升，这可能使俄罗斯的净出口增加，进而促使其经济缓慢复苏。2016 年 11 月 30 日石油输出国组织（OPEC）和非 OPEC 产油国达成了近八年来的首份减产协议，该协议已经于 2017 年 1 月 1 日正式生效。如果协议得以切实履行，这将对国际油价企稳回升有益，并利好资源依赖型的俄罗斯。尽管如此，但从以往经验来看，国际社会对减产协议能否不打折扣地落实存疑。除此之外，北美页岩油开发程度、美联储加息节奏、欧洲政治和经济走向等未知数都可能影响国际油价走势，进而给俄罗斯的经济增长带来不确定性影响。

预计 2017 年巴西的经济增长率由负转正，约为 0.2%。在连续两年陷入经济衰退之后，巴西政局开始趋向稳定，消费者和投

资者的信心逐步改善，社会投资规模扩大，这是助推巴西经济走出衰退的主要原因。

根据 IMF 于 2017 年 1 月公布的最新数据计算，相较于 2016 年，预计 2017 年 E11 的 GDP 增长率将回升至 4.9%（见图 2.8）。可能的原因包括以下方面：美国新政府可能推行扩张的财政政策并加大基础设施建设投入，中国和印度等新兴经济体保持中高速增长，石油等大宗商品价格或企稳回升，改革红利进一步释放等。但考虑到世界经济仍面临诸多重大挑战，例如，劳动生产率增速放缓、收入分配差距扩大引发社会不稳定、债务水平攀升、外汇市场波动加剧、保护主义不断升级、特朗普政府经济政策的不确定性及各种地缘政治风险等，我们预计 2017 年 E11 的 GDP 增长率将保持在 4.5% 左右，中国的 GDP 增长率将处于 6.5% 至 6.7% 之间。



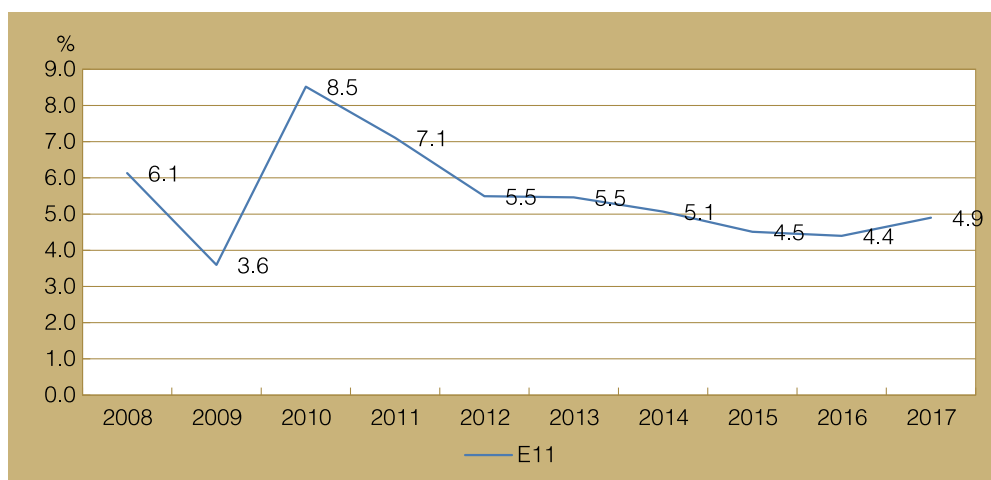


图 2.8 2008—2017 年 E11 的 GDP 增长率

注：E11 的经济增长率是根据各国按照购买力平价计算的现价 GDP 加权计算而得。

资料来源：IMF-WEO，2016 年 10 月和 2017 年 1 月。



## 第3章

# 就业与收入

**E11** 人口规模基数大，增长较快，年龄结构相对较轻，但部分国家受老龄化影响日益显著，城镇人口比重有所提升。E11 失业率均值有所上升，部分国家面临较大失业压力，高端劳动力供应不足的现象仍然存在。E11 人均收入水平较低且均值有所下降，收入分配不平等状况较发达国家更加严重，且出现继续恶化的迹象。

### 3.1 部分国家就业面临较大压力

E11 人口增长较快，劳动力规模大，劳动参与率性别差异仍然明显。受全球经济下行等因素影响，可比口径下 2016 年 E11 失业率均值略有上升，其中巴西、南非等部分国家失业率和青年人失业率双双攀升。

#### 3.1.1 人口统计特征没有显著变化

E11 的人口规模庞大。IMF 最新估算数据显示，2016 年 E11 总人口达到 36.8 亿，较 2015 年增长 0.9%。其中，中国人口总量为 13.8 亿，仍居世界第一。印度人口首次突破 13 亿，达到 13.1 亿人，成为世界上第二个人口超过 13 亿的国家。E11 中人口超过 1 亿的国家还有印度尼西亚、巴西、俄罗斯和墨西哥，世界排名分别维持在第四位、第五位、第九位和第十一位。IMF 预计，2017 年 E11 总人口将增加至 37.1 亿人，其中预计印度人口增长最多，约为 1,723 万人，中国将增长约 552 万人，印度尼西亚、巴西、墨西哥等国人口增长都将超过

100 万。

E11 人口增长率平均来看比发达国家更高。根据 IMF 估算数据计算，2017 年 E11 国家人口的年增长率均值约为 1.0%，相比之下，G7 国家人口年增长率均值仅为 0.5%。在 E11 国家中，沙特阿拉伯人口增长率最高，超过 2%；南非其次，约为 1.7%；超过 1% 的国家还有印度、印度尼西亚、阿根廷、墨西哥和土耳其；巴西、中国和韩国也保持增长势头，只有俄罗斯人口出现微弱负增长。G7 国家中，预计 2017 年人口增长率最高的是加拿大，为 1.2%；其他均在 1% 以下；日本还将出现 0.3% 的负增长。

从人口年龄结构来看，与 G7 国家相比，E11 国家相对更加年轻。65 岁及以上老龄人口的比重，2015 年 E11 平均来看是 7.96%，加总则为 7.70%，都比 G7 国家低得多（见表 3.1）。但与 2014 年相比，2015 年 E11 无论是各国均值还是加总来看，65 岁及以上老龄人口占比都有所上升。分国别来看，E11 中的部分国家存在人口老龄化现象。联合国关于老龄化的新标准将 65 岁以上人口占总人口比重达到或超过 7% 的社会视为老龄化社会。按此标准，2015 年 E11 中的俄罗斯、韩国、阿根廷、中国、巴西和土耳其都在此之列。E11 国家中沙特阿拉伯年龄结构最轻，65 岁以上人口占比 2015 年虽较 2014 年略有上升，但也只有 2.86%。

表 3.1 2014—2015 年 E11 国家和 G7 国家人口年龄结构及其变化

单位：%

	0~14 岁		15~64 岁		65 岁以上	
	2014	2015	2014	2015	2014	2015
阿根廷	25.35	25.19	63.84	63.88	10.81	10.93
巴西	23.53	23.03	68.90	69.13	7.58	7.84
韩国	14.31	13.99	73.01	72.88	12.68	13.13
俄罗斯	16.35	16.75	70.42	69.88	13.23	13.37
墨西哥	28.06	27.61	65.63	65.93	6.31	6.47
南非	29.53	29.24	65.45	65.73	5.03	5.03
沙特阿拉伯	28.82	28.58	68.38	68.56	2.79	2.86
土耳其	25.94	25.67	66.67	66.79	7.39	7.54
印度	29.21	28.79	65.30	65.60	5.49	5.62
印度尼西亚	27.98	27.69	66.91	67.13	5.11	5.17
中国	17.20	17.23	73.61	73.22	9.18	9.55
E11 平均值	24.21	23.98	68.01	68.07	7.78	7.96
E11 加总值	23.40	23.22	69.12	69.08	7.48	7.70
德国	12.98	12.89	65.95	65.87	21.07	21.24
法国	18.51	18.48	62.82	62.40	18.67	19.12
加拿大	16.04	15.97	68.27	67.89	15.69	16.14
美国	19.06	18.95	66.55	66.26	14.39	14.79
日本	12.94	12.86	61.36	60.80	25.71	26.34
意大利	13.79	13.71	64.20	63.88	22.01	22.41
英国	17.70	17.77	64.80	64.47	17.50	17.76
G7 平均值	15.86	15.80	64.85	64.51	19.29	19.69
G7 加总值	16.64	16.57	65.03	64.71	18.33	18.73

注：本表系根据世界银行数据库最新数据制作，该数据对历年数据有所调整。

资料来源：世界银行数据库，2017 年 1 月。

从城乡人口结构来看，2015 年 E11 国家城镇人口占比有所提升，与 G7 国家相比差距较 2014 年略有缩小，但仍然明显。2015 年 E11 城镇人口占比均值为 70.60%，较 2014 年提升了 0.40 个百分点，较 G7 国家均值 80.47% 还低了 9.87 个百分点，但这个差距较 2014 年缩小了 0.16 个百分点。具体来看，E11 国家城乡人口结构差异也非常大（见图 3.1）。最高的阿根廷 2015 年城

镇人口占比为 91.75%，其他超过 G7 国家均值的 E11 成员还有巴西、沙特阿拉伯和韩国。最低的印度只有 32.75%。中国为 55.61%，在 E11 中只高于印度和印度尼西亚。与 2014 年相比，E11 国家城镇化水平均有所提升，其中中国提升幅度最大，一年之中城镇人口占比上升了 1.20 个百分点，印度尼西亚其次，提升了 0.74 个百分点。

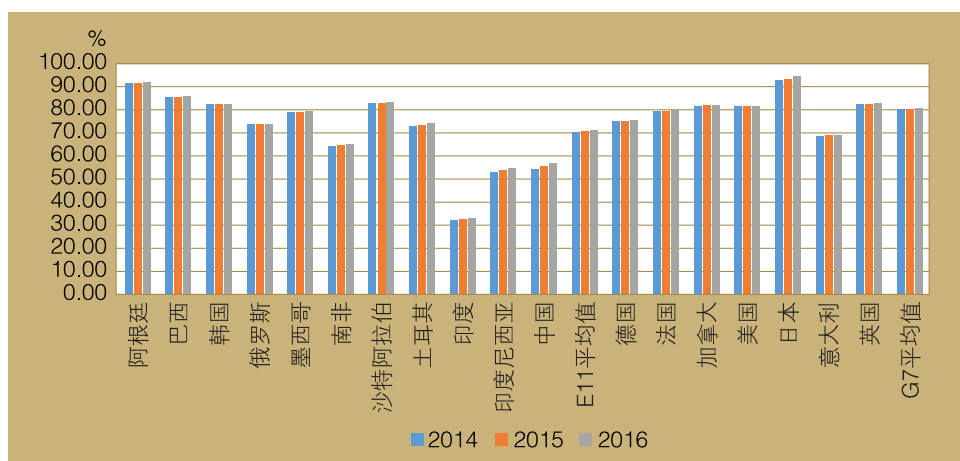


图 3.1 2014—2016 年 E11 国家和 G7 国家城镇人口占总人口比重

注：2016 年数据为本研究估算值。

资料来源：世界银行数据库，2017 年 1 月。

### 3.1.2 劳动力规模大，就业压力上升

劳动力参与率是人口规模既定前提下决定一国劳动力规模的因素。<sup>1</sup> 总体来看，E11 国家 15 岁以上人口劳动力参与率均值略高于 G7 国家。国际劳工组织预计 2016 年 E11 各国劳动力参与率均值为 60.39%，比同期 G7 国家的 58.94%略高（见图 3.2）。这主要是 2016 年 E11 国家男性劳动力参与率均值显著高于 G7，尽管其女性参与率均值比 G7 更低。E11 国家男性劳动力参与率均值比女性高大约 30 个百分点，G7 国家男女劳动力参与率均值差异约为 13 个百分点。实际上，男女劳动力参与率差异主要与文化有关而不是与经济发展水平有关。E11 国家中，沙特阿拉伯、印度、土耳其、墨西哥、印度尼西亚、阿根廷男女劳动力参与率比率差异都在 25 个百分点以上，其中沙特阿拉伯差异尤其悬殊，高达 58.75 个百分点。巴西和韩国这一差异略高于 20 个百分点，与 G7 国家中偏高者意大利、日本大致相当。南非、中国和俄罗斯的男女劳动力参与率差异都在 15 个百分点左右。

E11 国家劳动力规模较大，其中中国、印度、印度尼西亚和巴西四个国家的劳动力数量在 1 亿人以上（见图 3.3）。中国人口基数规模大，加之劳动力参与率在 E11 中又是最高的，其劳动力规模也很庞大。国际劳工组织最新估算数据显示，2016 年中国劳动力总量约为 8.1 亿人，较 2015 年增长约 167 万人。印度的劳动力参与率虽然不太高，但在庞大人口基数影响下，其劳动力规模在 E11 中居第二位，2016 年总量约为 5.1 亿人，较 2015 年增长约 945 万人。E11 中劳动力规模居第三位的印度尼西亚，2016 年劳动力规模约为 1.3 亿人，较 2015 年增长 169 万人，比 2016 年 G7 中劳动力规模最大的美国略低，但比 G7 中列第二位的日本要高。巴西 2016 年劳动力规模约为 1.1 亿人，较 2015 年增长 120 万人。E11 中只有俄罗斯劳动力规模出现下降，2016 年约为 7,524 万人，较 2015 年减少约 57 万人。G7 国家中劳动力规模缩小的现象要突出得多，德国、意大利和日本三国 2016 年劳动力规模均低于 2015 年。

1. 本报告中的劳动力参与率是指年龄在 15 岁以上人口中从事经济活动的人口比率。2016 年报告使用的世界银行数据系 15~64 岁人口劳动参与率，因该数据今年未更新，改用国际劳工组织口径的劳动参与率。



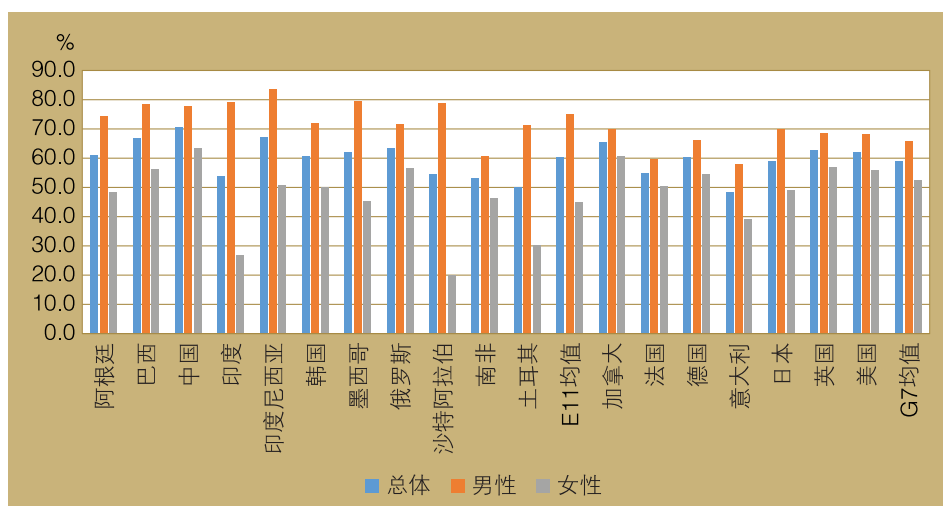


图 3.2 2016 年 E11 国家和 G7 国家劳动力参与率

注：图中数据为国际劳工组织 2015 年 7 月发布的估算值。

资料来源：国际劳工组织数据库，2017 年 1 月。

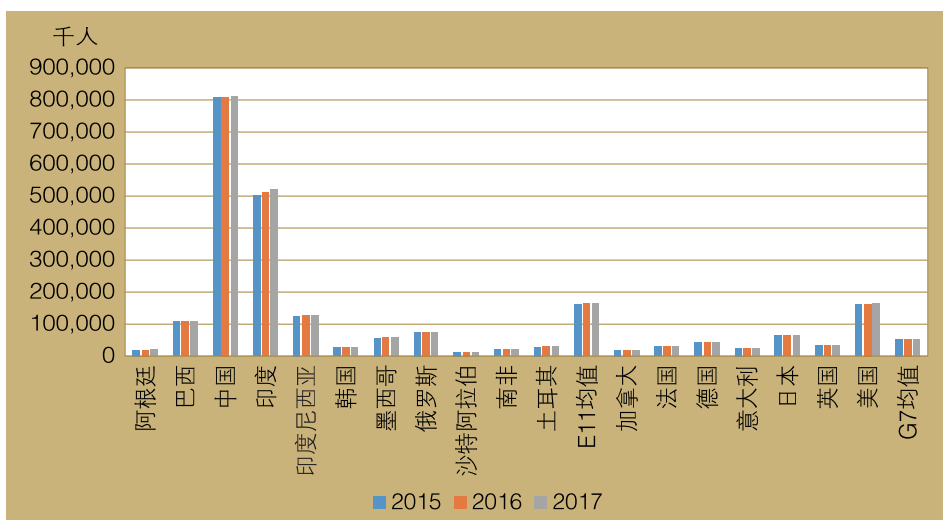


图 3.3 2015—2017 年 E11 国家和 G7 国家劳动力规模

注：图中数据为国际劳工组织 2016 年 11 月发布的估算值。

资料来源：国际劳工组织数据库，2017 年 1 月。

2016 年多数 E11 国家就业人数较 2015 年同期有所增加。虽然巴西和印度尼西亚就业人数较 2015 年同期有所下降（分别下降了 2.2% 和 0.2%），但是阿根廷、中国、印度、韩国、墨西哥、俄罗斯、土耳其和南非的就业人数都有所上升（见图 3.4）。E11 中，就业人数增长幅度最大的土耳其增长了 4.3%；沙特阿拉伯其次，增长了 4.1%；墨

西哥居第三位，增长了 2.6%。E11 国家就业人数 2016 年较 2015 年同期增幅均值为 1.3%。尽管如此，相比之下 E11 的就业人数增长情况不如 G7 国家。G7 所有成员 2016 年就业人数都有所增加，增幅均值为 2.9%，其中最高的德国相对 2015 年增长了 6.3%，位居其后的英国和意大利也分别增长了 5.7% 和 3.3%。

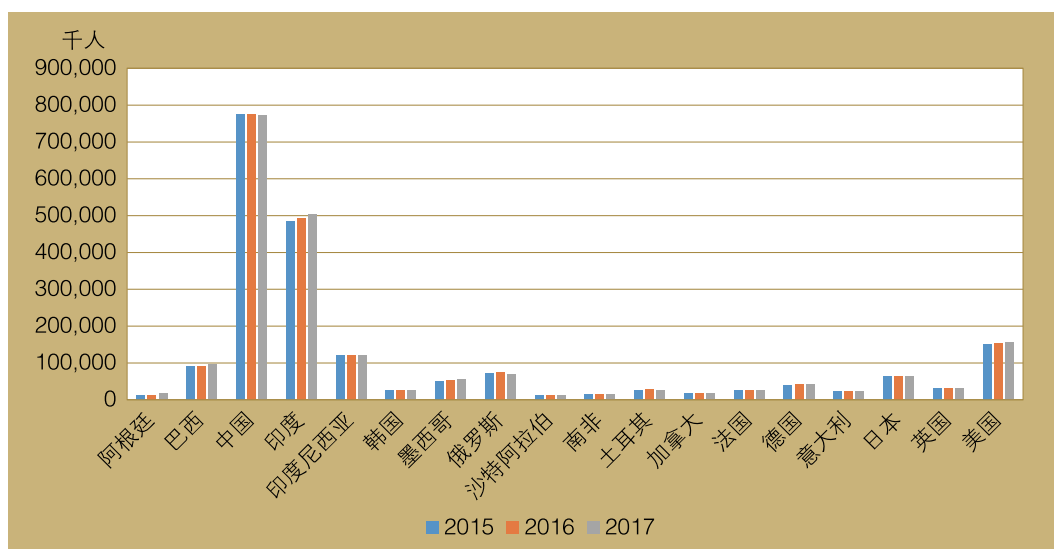


图 3.4 2015—2017 年 E11 国家和 G7 国家就业人数

注：2017 年各国数据均为国际劳工组织 2016 年 11 月发布的估算值。2015 年和 2016 年，巴西和阿根廷为贸易经济（Trading Economics）数据库提供的第三季度数据，印度为国际劳工组织估算数据，沙特阿拉伯为 IMF-IFS（国际金融统计）数据库第二季度数据，印度尼西亚和南非为 IMF-IFS 数据库第一季度数据，中国为国家统计局公布的年末数，其他均为 IMF-IFS 数据库第三季度数据。

资料来源：Trading Economics 数据库，中国国家统计局，IMF-IFS 数据库，2017 年 1 月。

从就业的产业构成来看，E11 中印度农业就业人数占比高于服务业和工业，印度尼西亚和中国的农业就业人数高于工业，除此之外其他 E11 国家都是服务业就业人数占比高于工业，而工业就业人数占比高于农业，表现出与 G7 国家同样的特征（见图 3.5）。整体来看，E11 农业部门吸纳的就业人数占比明显高于 G7，而其服务业部门吸纳的就业人数占比则明显低于 G7。2016 年 E11 各国服务业、工业和农业就业人口占比均值分别为 59.1%、24.6% 和 16.3%，G7 各国上述三项均值分别为 75.2%、22.5% 和 2.3%。在 E11 国家中，就业结构差异也比较明显。阿根廷、沙特阿拉伯和韩国就业结构与发达国家相似，其服务业就业人数占比分别为 73.2%、71.3% 和 70.0%，均超过了 G7 国家中最低的意大利。南非接近这一水平，为 67.7%。而印度、中国、印度尼西亚和土耳其则分别只有 30.6%、48.3%、45.5% 和 52.4%，显著低于发达国家水平。不过这些

E11 国家近年就业结构亦有所优化。例如，中国、印度、土耳其和印度尼西亚 2016 年服务业就业人口占比较 2015 年分别提升了 1.0 个、0.8 个、0.7 个和 0.6 个百分点。

从就业的年龄结构来看，2016 年 E11 国家 15 至 24 岁的青年占同年龄段就业人口的比重均值为 32.5%，明显低于 G7 国家的均值 40.7%（见图 3.6）。这意味着平均来看，发达国家给予青年人的就业机会比 E11 国家更多。但是，青年就业水平在 E11 内部也存在比较大的差异。根据国际劳工组织的最新估算，中国、巴西、墨西哥和印度尼西亚 2016 年青年就业率分别为 48.2%、43.6%、43.2% 和 40.1%，都接近或超过了 G7 国家的均值。阿根廷、土耳其、俄罗斯、印度和韩国也都在 25% 以上。但南非和沙特阿拉伯比较低，只有 12% 左右。与 2015 年相比，印度尼西亚、墨西哥、韩国和阿根廷青年就业率有所提升，升幅最大的印度尼西亚提升了 0.7 个百分点。

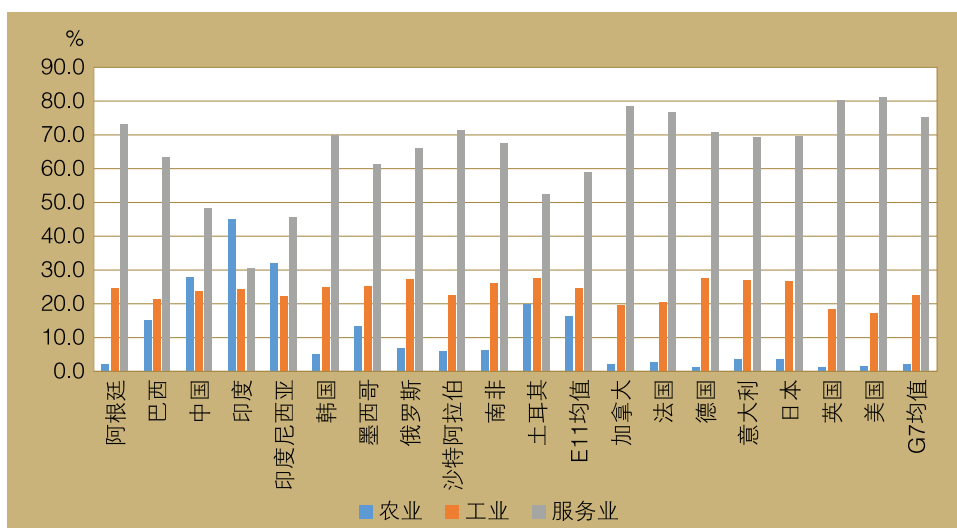


图 3.5 2016 年 E11 国家和 G7 国家就业的产业结构

注：图中数据为国际劳工组织 2016 年 11 月发布的估算值。

资料来源：国际劳工组织数据库，2017 年 1 月。

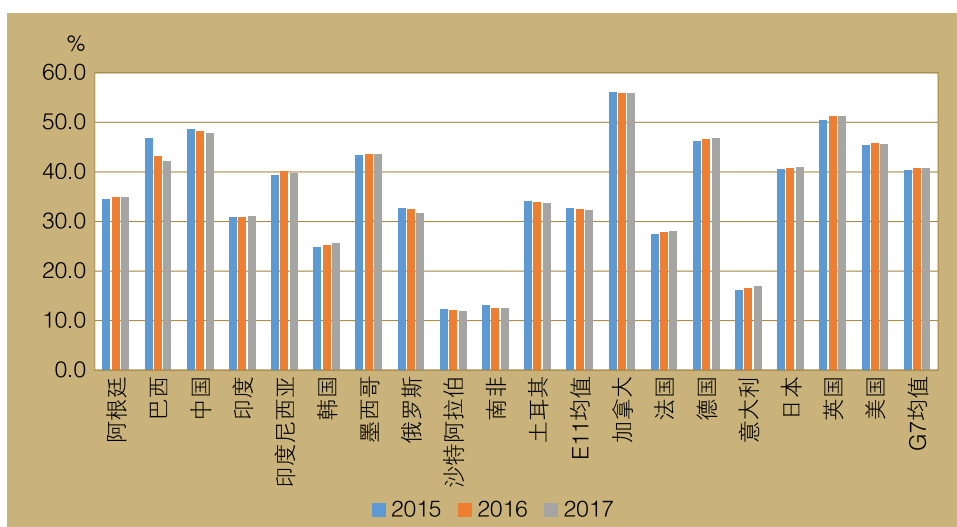


图 3.6 2015—2017 年 E11 国家和 G7 国家的青年失业率

注：图中数据为国际劳工组织 2016 年 11 月发布的估算值。

资料来源：国际劳工组织数据库，2017 年 1 月。

据国际劳工组织估算值计算，E11 自 2015 年至 2017 年失业率均值呈上升趋势，分别为 7.6%、7.9% 和 8.0%（见图 3.7）。E11 中，南非、巴西和土耳其 2016 年失业率都在 10% 以上的高位，分别为 25.9%、11.5% 和 10.3%。阿根廷、印度尼西亚、俄

罗斯和沙特阿拉伯 2016 年失业率在 5% 至 10% 之间。中国、墨西哥、韩国和印度的失业率相对较低，在 5% 以下。自 2015 年到 2016 年，巴西失业率上升了 2.9 个百分点，在 E11 中升幅最大。南非也有较明显的上升，上升了 0.8 个百分点。

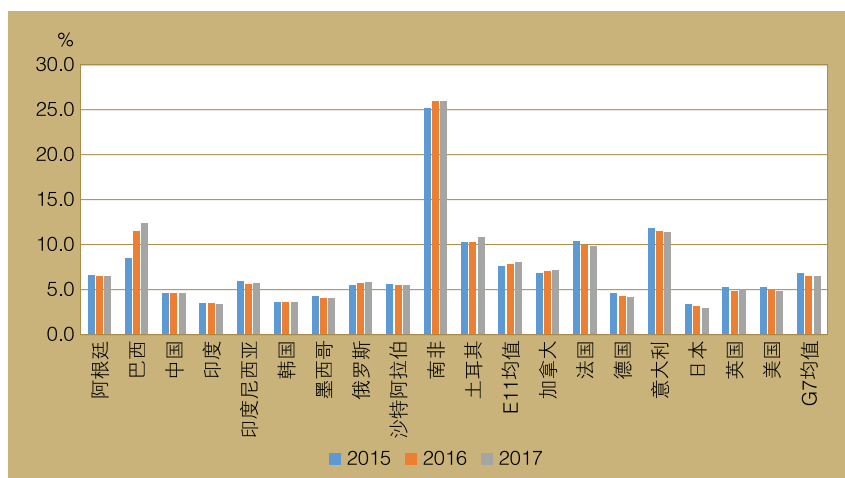


图 3.7 2015—2017 年 E11 国家和 G7 国家失业率

注：图中数据为国际劳工组织 2016 年 11 月发布的估算值。

资料来源：国际劳工组织数据库，2017 年 1 月。

青年人因为经验较少且更有动机尝试新的工作机会，所以青年失业率比总失业率一般来说要更高一些，无论是新兴经济体还是发达国家都是这样。2016 年 E11 青年失业率均值为 19.6%，较 2015 年的 19.1%稍有上升；G7 国家 2016 年青年失业率均值为 16.0%，较 2015 年的 16.7%略有回落（见图 3.8）。具体来看，南非青年失业率非常严重，一半以上的青年人希望就业却找不到工作，2016 年这个比重为 52.3%，较 2015 年上升 2.2 个百分

点。沙特阿拉伯的青年失业率也高达 31.2%，较 2015 年上升 1.3 个百分点。巴西 2016 年青年失业率在 E11 中居第三位，为 24.6%，但其增幅在 E11 中居第一位，较 2015 年上升 6 个百分点。青年失业率在 10%以上的国家还有土耳其（18.9%）、印度尼西亚（18.6%）、阿根廷（16.1%）、俄罗斯（15.5%）、中国（10.6%）和韩国（10.6%）；印度（9.6%）和墨西哥（7.9%）相对较低。

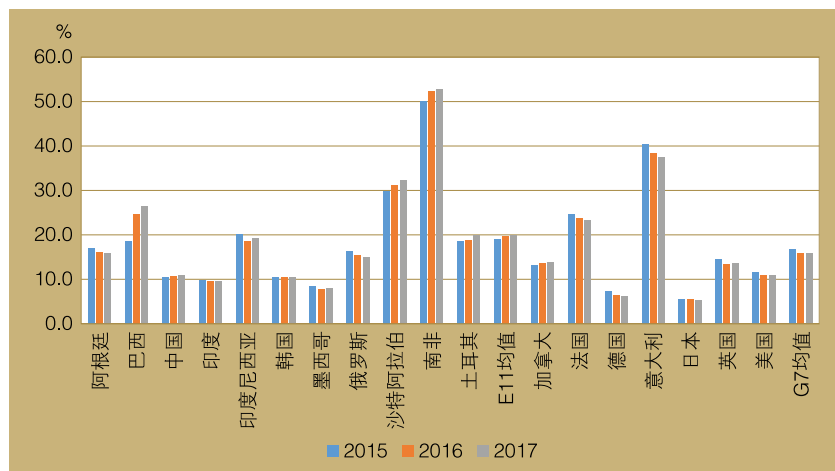


图 3.8 2015—2017 年 E11 国家和 G7 国家青年失业率

注：图中数据为国际劳工组织 2016 年 11 月发布的估算值。

资料来源：国际劳工组织数据库，2017 年 1 月。

### 3.1.3 高端劳动力供给水平相对较低

劳动力市场的质量很大程度上取决于该国的教育水平。从教育水平来看，与 G7 国家相比，E11 小学总入学率<sup>1</sup> 较高，中学总入学率略低一些，高等院校总入学率则显著偏低。具体来说，E11 国家小学总入学率均值 2016 年约为 106.0%，G7 均值则为 103.5%（见图 3.9）。E11 中最高的印度约为 117.3%，巴西、阿根廷和沙特阿拉伯都比 G7 中最高的英国还要高。中国和印度尼

西亚也都高于 G7 的均值。E11 2016 年中学总入学率均值约为 95.9%，比 G7 的均值约低 10 个百分点。E11 中的沙特阿拉伯、中国、阿根廷等都在 100% 以上。差距较大的是高等院校总入学率，E11 国家均值只有 55.8%，而 G7 国家则为 70.1%。E11 各国高等院校总入学率差异也非常大，最高的韩国高达 104.9%，阿根廷、俄罗斯和土耳其也超过了 G7 国家的均值；最低的南非只有 21.7%，印度也仅为 26.3%。

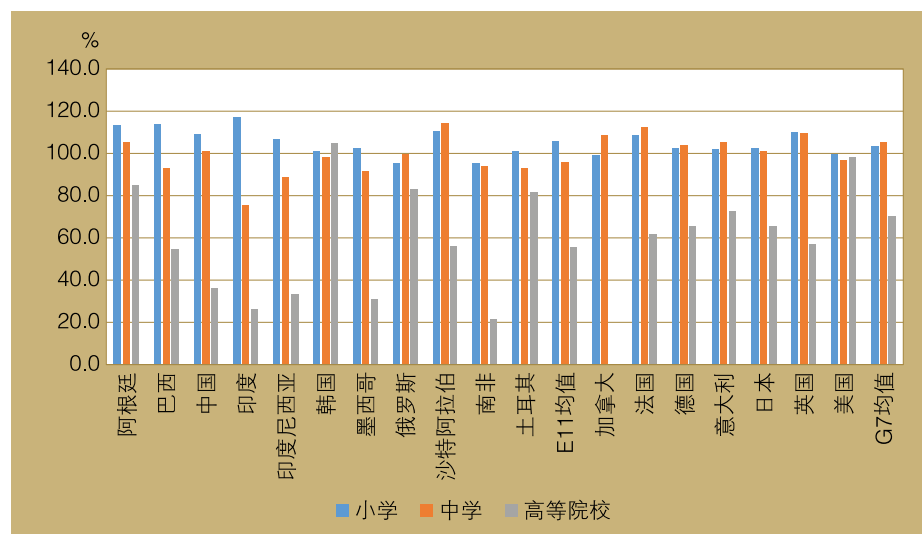


图 3.9 2016 年 E11 国家和 G7 国家不同教育层次入学率

注：德国高等教育入学率为 2014 年数据，其他均为本研究估算的 2016 年数据。

资料来源：世界银行数据库，2017 年 1 月。

从教育的投入或支出来看，E11 国家教育支出<sup>2</sup> 与国民总收入（GNI）之比的均值与 G7 国家接近，2016 年前者预计约为 4.4%，同期 G7 约为 4.6%（见图 3.10）。但 G7 各国这一比值集中分布在 3% 至 6% 之间，而 E11 各国之间的差异非常严重。沙特阿拉伯 2016 年预计高达 7.2%，巴西（6.2%）和南非（6.0%）也都在 6% 以上，但土耳其（2.7%）和印度（2.7%）都在

3% 以下，最低的中国只有 1.8%。

## 3.2 收入不均扩大

受经济下行影响，多数 E11 国家人均国民总收入明显下降，且与 G7 为代表的发达国家相比差距仍然明显。尽管人均收入水平相对较低且有所下降，E11 居民消费支出有所增加，但收入分配不平等的现象更加大。

1. 小学总入学率是指无论年龄大小，小学的总入学人数与官方规定的小学适龄总人口的百分比值。总入学率可能超过 100%，因为包含了较早或较晚入学及复读的超龄和小龄学生。

2. 教育支出是指当前的教育运营开支，其中包括工资和薪酬，而不包括建筑物和设备的资本投资。



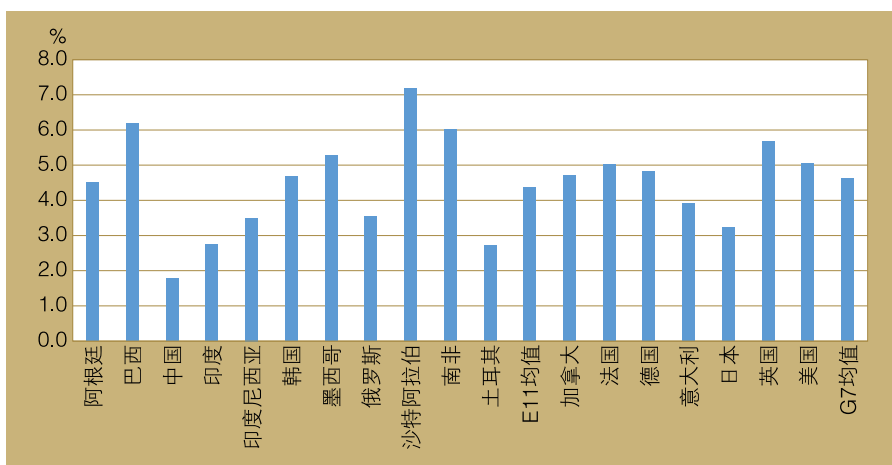


图 3.10 2016 年 E11 国家和 G7 国家教育支出占 GNI 的比例

资料来源：本研究根据世界银行数据库历史数据估算，2017 年 1 月。

### 3.2.1 人均收入均值有所下降

2015 年 E11 国家和 G7 国家的人均 GNI 均值都有所下降。与发达国家相比，E11 国家的人均收入差距仍然非常明显。2015 年，E11 国家人均 GNI 均值为 11,225 美元（2014 年为 11,925 美元），G7 国家的均值高达 43,269 美元（2014 年为 45,356 美元）（见图 3.11）。E11 中最高的韩国 2015 年只有 27,450 美元，比 G7 国家中最低的意大利（32,810 美元）还低。E11 内部收入水平差异也非常大。2015 年人均 GNI 最低的印度只有 1,600 美元，仅为最高者韩国

的 5.8%。除韩国之外，2015 年人均 GNI 超过 1 万美元的 E11 国家还有沙特阿拉伯、阿根廷、俄罗斯，而巴西、墨西哥和土耳其都由 2014 年的 1 万美元“俱乐部”跌出。受汇率变化影响，以美元计价的俄罗斯、巴西和南非 2015 年人均 GNI 较 2014 年大幅下降，降幅分别高达 20.2%、16.5% 和 10.7%，沙特阿拉伯、印度尼西亚和土耳其也下降了 5% 以上。中国人均 GNI 为 7,930 美元，较 2014 年提升了 5.5%，是 E11 中人均 GNI 提升幅度最大的国家。

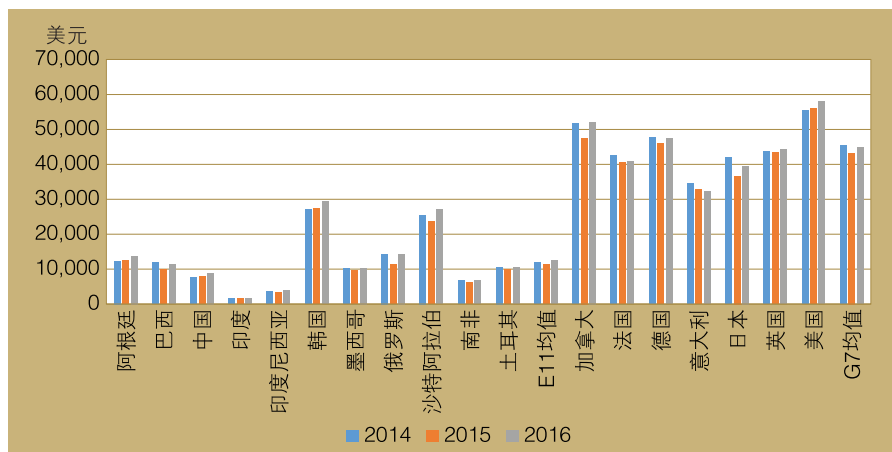


图 3.11 2014—2016 年 E11 国家和 G7 国家人均国民总收入

注：2016 年数据为本研究估算值。

资料来源：世界银行数据库，2017 年 1 月。

从工资收入相关指标看，阿根廷、印度、俄罗斯、土耳其等国 2016 年主要呈上涨趋势。其中，阿根廷 2016 年 1 月私人部门工资指数为 257，到 12 月上升至 334；印度主要城市<sup>1</sup> 棉纺织业平均月工资 2016 年第一季度约为 8,496 印度卢比，到第三季度上升至 8,707 印度卢比；俄罗斯实际工资指数 2016 年 12 个月中只有 1 月、4 月和 7 月同比下降，其他月份都同比上涨；土耳其 2016 年第一季度工资与薪酬指数为 222，第三季度升至 238。墨西哥和南非工资水平全年变化不大，前者人均工资指数第一季度为 98.2，11 月为 99.9；后者第一季度实际月收入约为 14,582 兰特，到第三季度约为 14,719 兰特。但有的 E11 国家工资水平出现下降，如韩国月平均工资 2016 年 1 月为 356 万韩元，到 11 月下降至 320 万韩元，而巴西实际平均月收入由 2016 年 1 月的

2,309 雷亚尔，下降至 11 月的 2,105 雷亚尔。巴西甚至因为警察行业工资低引发严重社会问题。

### 3.2.2 多数国家消费支出提升

2015 年 E11 国家居民最终消费支出<sup>2</sup> 均值约为 1.2 万亿美元，较 2014 年提升了 3.3%，同期 G7 国家均值为 4.1 万亿美元，较 2014 年提升 2.0%（见图 3.12）。E11 国家中只有中国超过了 G7 国家均值，2015 年居民最终消费支出 4.5 万亿美元，较 2014 年提升了 8.4%，中国也是提升幅度最大的 E11 国家。2015 年居民最终消费支出超过 1 万亿美元的 E11 国家还有巴西、印度和俄罗斯，不过巴西和俄罗斯较 2014 年分别出现了 3.4% 和 7.6% 的负增长。除了巴西和俄罗斯之外，其他 E11 国家居民最终消费支出都在 2015 年实现了正增长。

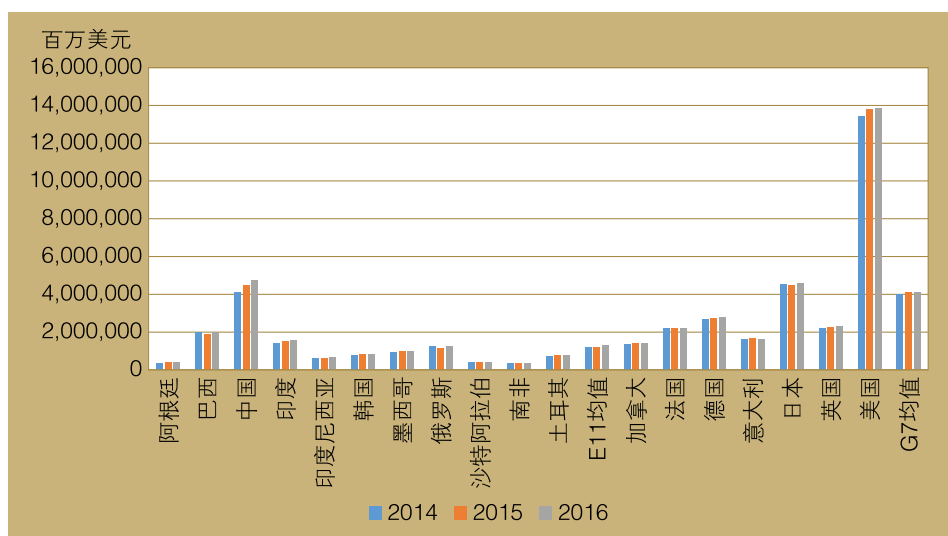


图 3.12 2014—2016 年 E11 国家和 G7 国家居民最终消费支出

注：图中数据为 2010 年不变价；2016 年数据为本研究估算。

资料来源：世界银行数据库，2017 年 1 月。

1. 包括班加罗尔、艾哈迈达巴德（Ahmedabad）、孟买、印多尔（Indore）、坎普尔（Kanpur）、西孟加拉（West Bengal）、哥印拜陀（Coimbatore）和金奈（Chennai）等。

2. 居民最终消费支出是指居民购买的所有货物和服务（包括耐用品，例如汽车、洗衣机、家用电脑等）的市场价值。它不包括购买住房的支出，但包括业主自住房屋的估算租金，也包括为取得许可证和执照向政府支付的费用。

### 3.2.3 收入不均扩大

国际通行以基尼系数衡量一个经济体中个人或家庭中的收入分配（在某些情况下是消费支出）偏离完全平均分配的程度。基尼系数为 0 表示完全平均，基尼系数为 100% 则表示完全不平均。2017 年度报告计算的 E11 的基尼系数均值为 43.9%，较 2016 年度报告的均值 42.4% 有所上升，这意味着在新一个报告期内 E11 国家平均来看收入分配有所恶化。同时，E11 国家与 G7 国家的差距仍然显著。国际上通常把 40% 作为收入差

距警戒线，大于这一数值容易出现社会动荡。E11 国家中南非基尼系数 2013 年仍然高达 62.5%，以下依次是巴西、墨西哥、中国、沙特阿拉伯、阿根廷和俄罗斯，都超出了警戒线水平（见图 3.13）。其中，中国 2016 年基尼系数为 46.5%，较 2015 年上升了 0.3 个百分点。土耳其和印度尼西亚在警戒线附近。韩国 2014 年的基尼系数为 30.2%，收入分配相对平均。G7 国家在本报告期的均值为 33.1%，较上一个报告期的 34.4% 有所下降。

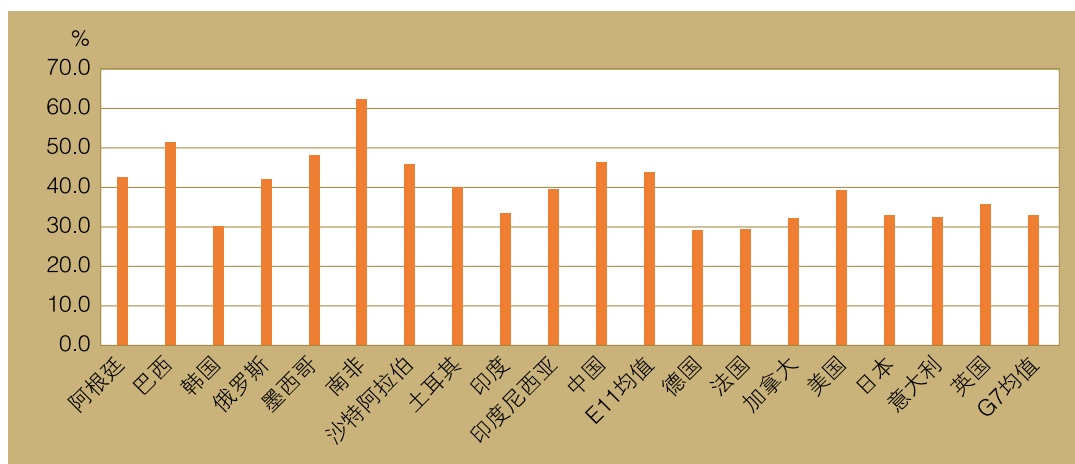


图 3.13 E11 国家和 G7 国家基尼系数

注：图中数据采取了 2013 年以来可获得的最新数据。

资料来源：G7 国家来自 OECD 数据库，中国数据来自国家统计局的 2016 年数据，韩国、俄罗斯、南非、印度和沙特阿拉伯数据来自美国《中央情报局世界概况 2016》（CIA World Factbook 2016），其他国家的数据来自世界银行数据库，2017 年 1 月。

### 3.2.4 部分国家社会保障能力相对较弱

社会缴款主要包括职工、用人单位、个体经营者所缴纳的社会保险缴款。在多数发达国家，这部分款项占收入的比重较高，由此国家有能力提供更加可靠的社会保障。2016 年 E11 样本国家中，社会缴款与收入之比的均值为 21.1%，与 G7 样本国家的 34.3% 存在一定差距（见图 3.14），这主要是因为 E11 中的印度和南非过低所致。巴西、中国、韩国、俄罗斯、土耳其的这一比值都比 G7 中的英国高。

与 G7 中的加拿大、美国、英国等国家相比，E11 国家运用金融市场帮助社会保障资金保值增值的能力相对较弱。以养老基金为例，E11 国家之中除了南非养老基金与 GDP 之比超过 50% 之外，其他国家都在 20% 以下（见图 3.15）。但是从趋势看，E11 多数国家养老基金与 GDP 之比呈上升之势。从 2013 年至 2015 年，巴西养老金与 GDP 之比有所下降，印度尼西亚大致不变，中国、印度、韩国、墨西哥、俄罗斯、土耳其、南非都表现出上升势头。

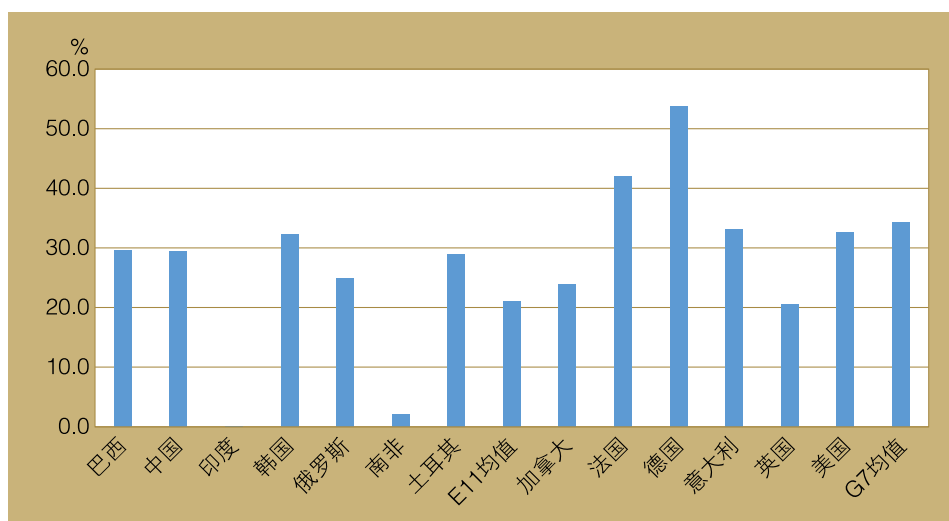


图 3.14 2016 年部分 E11 国家与 G7 国家社会缴款与收入之比

注：中国数据为 2014 年数据，其他数据为本研究根据世界银行数据估算的 2016 年数据。

资料来源：世界银行数据库，2017 年 1 月。

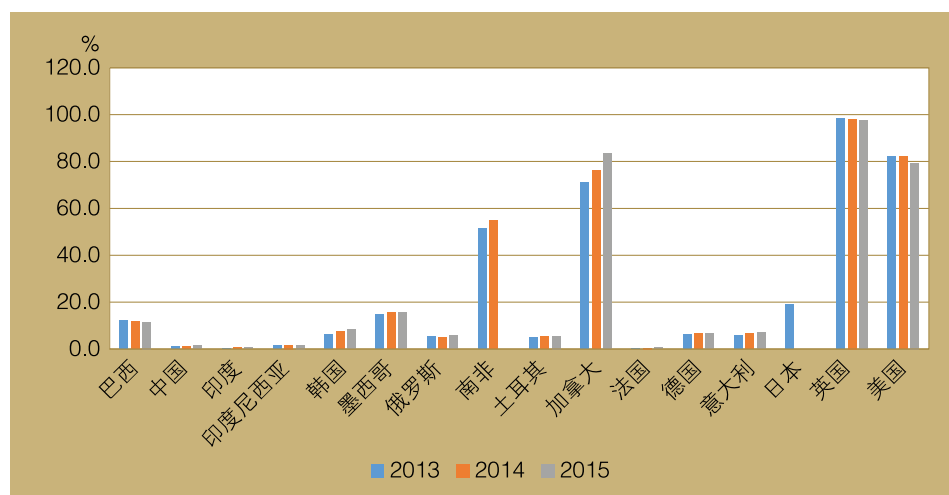


图 3.15 2013—2015 年部分 E11 国家和 G7 国家养老基金与 GDP 之比

资料来源：OECD 数据库，2017 年 2 月。

### 3.3 各尽其能保障就业

E11 部分国家经济增长放缓或下行的压力对就业造成影响，为此相关政府采取了强化失业保障、促进增长以及支持就业等政策。

失业较为严重的国家，主要是直接通过调整劳动与收入政策，来保证脆弱群体基本

生活，防止或减小社会秩序混乱的负面影响。例如，巴西地理统计局（IBGE）2017 年 1 月 31 日发布的数据显示，该国受经济持续负增长、通胀率高企导致就业机会减少的影响，2016 年失业率达 11.5%，创 4 年来新高，全国现有 1,230 万人失业。为保障就业及失业人口收入，巴西对就业与收入政策进行了调整。将最低工资标准由之前的

每月 880 雷亚尔调整为 937 雷亚尔，相应的最低失业保险额度也同步调整。此外，政府还宣布将允许劳动者提取至 2015 年年底的员工保障基金。又如，南非失业率在 2016 年第三季度达到 27.1%，创十三年来新高。为应对高失业带来的问题，南非也正式公布了最低工资标准，每周 40 小时和 45 小时工作时间的月薪分别为 3,500 兰特和 3,900 兰特。

对存在一定就业压力的国家来说，主要是采取政策刺激经济增长以拉动就业。例如，阿根廷总统马克里在 2015 年 12 月就职后，颁布了一系列改革举措，其中通过大规模基础设施建设来拉动增长和就业是重中之重。阿根廷计划在 2016—2019 年在基础设

施领域投资超过 330 亿美元，其中 125 亿美元用于新建道路，44 亿美元用于扩展铁路运输网，15 亿美元用于布宜诺斯艾利斯港集装箱码头现代化改造，12 亿美元用于机场建设，103 亿美元用于大都市区客运铁路建设，预计这些投资大概能直接或间接创造约 16 万多个就业岗位。再如，从城镇登记失业率看，中国失业压力较轻，但经济进入“新常态”后增速放缓也让政府高度重视促进就业。中国国务院 2017 年 2 月印发了《“十三五”促进就业规划》，强调通过加快经济发展和提升创业来带动就业，并着力加强高校毕业生、农村劳动力、过剩产能职工等重点人群的就业保障能力。





## 第4章

# 物价与货币政策

**受**国际大宗商品价格回升、货币贬值压力加大以及国内经济状况的影响，2016年E11国家通货膨胀率普遍较2015年有所上升，个别国家通货膨胀率虽有所下降，但依然维持在较高水平。然而在经济增长疲弱的情况下，多数E11国家不得不采取宽松的货币政策以刺激经济，特别是对于一些通货膨胀压力逐步减缓的国家，其货币政策宽松程度不断加大。发达经济体货币政策分化继续给E11国家货币政策带来挑战，为缓解美联储加息所带来的资本外流和本币贬值压力，部分E11国家不得不提高利率进行应对。

### 4.1 通货膨胀率温和上升

2016年E11国家通货膨胀率普遍有所上升。根据IMF的统计数据，2016年E11国家中多数国家的通货膨胀率相比2015年有所上升。从2016年全年的情况看，多数E11国家通货膨胀率走势呈现“两头高中间低”的态势。E11国家总体或将继续面临较大的通货膨胀压力。

#### 4.1.1 通货膨胀率总体有所上升

绝大多数E11国家通货膨胀率在2016年走高。据IMF统计，2016年南非通货膨胀

率为6.3%，相比2015年上升1.7个百分点；中国通货膨胀率为2.0%，相比2015年上升0.6个百分点；印度、韩国、墨西哥、沙特阿拉伯、土耳其等国通货膨胀率也都有所上升。部分E11国家的通货膨胀率则有所下降。2016年，巴西的通货膨胀率从9.0%下降至8.7%，印度尼西亚的通货膨胀率则从6.4%下降至3.5%。2016年，俄罗斯通货膨胀率为5.4%，相比2015年出现大幅下降，创下近年来历史新低。<sup>1</sup>

从季度数据看，2016年E11国家通货膨胀率的走高主要来自于上半年通货膨胀率上升（见表4.1）。巴西和俄罗斯尽管在2016年通货膨胀压力有所减轻，但是在2016年第一季度仍分别高达10.1%和8.3%。印度、印度尼西亚、韩国、沙特阿拉伯、土耳其等国通货膨胀率高点也均出现在2016年第一季度或第二季度。在经过2016年第三季度的走低之后，2016年第四季度E11各国通货膨胀率出现分化，其中巴西、土耳其等国通货膨胀率继续走低，而中国、印度尼西亚、墨西哥、南非等国的通货膨胀率则出现较大涨幅，从而带动2016年全年通货膨胀率重新上升。

1. 新华网. 2016 俄罗斯通货膨胀率 5.4% 创历史新低. [2017-01-12]. [http://news.xinhuanet.com/world/2017-01/12/c\\_129441662.htm](http://news.xinhuanet.com/world/2017-01/12/c_129441662.htm).

表 4.1 2015—2016 年 E11 国家和 G7 国家消费者价格指数同比增长率 单位: %

	2015	2016	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
阿根廷	27.5	43.1	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
巴西	9.0	8.7	10.1	9.1	8.7	7.0
中国	1.4	2.0	2.1	2.1	1.7	2.2
印度	4.9	n. a.	5.3	5.7	5.1	n. a.
印度尼西亚	6.4	3.5	4.3	3.5	3.0	3.3
韩国	0.7	n. a.	1.0	0.9	0.8	n. a.
墨西哥	2.7	2.8	2.7	2.6	2.8	3.2
俄罗斯	15.5	n. a.	8.3	7.4	6.8	n. a.
沙特阿拉伯	2.2	n. a.	4.2	4.1	3.4	n. a.
南非	4.6	6.3	6.5	6.2	6.0	6.6
土耳其	7.7	7.8	8.6	6.9	8.0	7.6
加拿大	1.1	n. a.	1.5	1.6	1.2	n. a.
法国	0.0	0.2	0.0	0.0	0.3	0.5
德国	0.2	0.5	0.3	0.1	0.5	1.1
意大利	0.0	-0.1	-0.1	-0.4	0.0	0.1
日本	0.8	n. a.	0.0	-0.3	-0.5	n. a.
英国	0.1	0.6	0.3	0.3	0.7	1.2
美国	0.1	1.3	1.1	1.0	1.1	1.8

注: “n. a.” 表示数据不详。阿根廷 2016 年数据为 2016 年 5 月数据。

资料来源: 阿根廷数据来自拉丁美洲和加勒比经济委员会 (ECLAC), 其他国家数据来自 IMF-PGI (Principal Global Indicators), 2017 年 1 月。

生产者价格指数增长率也显示出 E11 国家仍面临较大的通货膨胀压力 (见表 4.2)。从 IMF 的统计数据看, 2016 年巴西生产者价格指数增长率为 11.4%, 相比 2015 年上升 5.4 个百分点; 印度尼西亚和墨西哥的生产者价格指数增长率也分别从 4.7% 和 2.9% 上升至 8.1% 和 5.7%。2016 年南非生产者价格指数增长率为 7.0%, 相比 2015 年

也上升 3.4 个百分点。<sup>1</sup> 与此同时, 部分 E11 国家生产者价格指数增长率也逐步由负转正或降幅收缩。2016 年中国工业生产者出厂价格指数 (PPI) 同比下降 1.4%, 降幅比 2015 年收窄了 3.8 个百分点, 为 2012 年以来降幅最小的一年。<sup>2</sup> 2016 年韩国生产者价格指数增长率为 -1.8%, 相比 2015 年收窄 2.2 个百分点。<sup>3</sup> 印度、沙特阿拉伯的生产者

1. South African Reserve Bank. Producer Price Index December 2016. [2017-01-26].

<http://www.statssa.gov.za/publications/P01421/P01421December2016.pdf>.

2. 中华人民共和国国家统计局. 国家统计局城市司高级统计师绳国庆解读 2016 年 12 月份 CPI、PPI 数据. [2017-01-10].

[http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjld/201701/t20170110\\_1451697.html](http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjld/201701/t20170110_1451697.html).

3. 韩国中央银行 (The Bank of Korea), [http://ecos.bok.or.kr/jsp/vis/keystat/index\\_e.html#detail](http://ecos.bok.or.kr/jsp/vis/keystat/index_e.html#detail), 2017 年 1 月。

价格指数增长率也逐渐从负转正。生产者价格指数通常被视为通货膨胀变化的先行指

数，这预示着 E11 国家未来的通货膨胀压力依然很大。

表 4.2 2015—2016 年 E11 国家和 G7 国家生产者价格指数同比增长率 单位：%

	2015	2016	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
阿根廷	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
巴西	6.0	11.4	12.9	13.1	12.4	7.7
中国	-5.9	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
印度	-2.7	n. a.	n. a.	1.4	3.6	3.2
印度尼西亚	4.7	8.1	6.7	7.9	8.3	9.5
韩国	-4.0	n. a.	-3.3	-2.9	-1.8	n. a.
墨西哥	2.9	5.7	4.2	4.9	5.8	7.7
俄罗斯	12.4	n. a.	4.2	3.6	3.9	n. a.
沙特阿拉伯	-1.0	n. a.	2.8	4.0	3.7	n. a.
南非	3.6	n. a.	7.6	6.8	7.1	n. a.
土耳其	5.3	n. a.	4.7	3.2	2.9	n. a.
加拿大	-0.8	n. a.	-0.4	-1.1	-0.9	n. a.
法国	-1.6	n. a.	-3.3	-3.5	-2.0	n. a.
德国	-1.9	n. a.	-2.8	-2.6	-1.7	n. a.
意大利	-2.6	n. a.	-3.2	-3.5	-1.0	n. a.
日本	-2.3	-3.4	-3.5	-4.3	-3.7	-2.1
英国	-1.7	0.4	-1.0	-0.4	0.8	2.4
美国	-7.2	-2.6	-5.0	-4.0	-2.4	0.9

注：“n. a.”表示数据不详。

资料来源：IMF-PGI，2017 年 1 月。

#### 4.1.2 物价受多种因素影响

首先，国际大宗商品价格企稳回升对新兴市场通货膨胀带来压力。IMF 统计的初级产品价格指数显示，2016 年第一季度初级产品价格指数达到谷底，此后逐步回升，2016 年第四季度已恢复至 109.9，相比 2015 年第四季度上涨 12.9%。

能源价格特别是石油价格在 2016 年出现快速回升。2016 年第四季度相比 2015 年第四季度，能源产品价格指数上涨达到 15.8%，而石油价格指数则上涨 16.3%

(见表 4.3)。根据 IMF 的统计，2016 年 12 月，英国布伦特轻质原油、迪拜中质原油和美国西德克萨斯重质原油（WTI）现货价格分别达到 54.1 美元/桶、51.8 美元/桶和 52.0 美元/桶。考虑到石油输出国组织（OPEC）在 2016 年年底达成减产协议，2017 年原油价格或将进一步上升。

其他大宗商品价格也呈现一定的上涨态势。据 IMF 的统计，大宗金属价格指数从 2015 年第四季度的 111.0 上升至 2016 年第四季度的 132.5，涨幅为 19.4%；大

宗农业原料价格指数从 2015 年第四季度的 110.9 上升至 2016 年第四季度的 116.2，涨幅为 4.8%；大宗食品价格指数从 2015

年第四季度的 132.2 上升至 2016 年第四季度的 143.8，涨幅为 8.8%。

表 4.3 2015—2016 年初级产品价格指数

	所有商品	非燃料商品	食品	能源	石油
2015Q1	117.6	142.6	148.4	103.1	97.4
2015Q2	122.4	138.6	143.0	113.0	113.7
2015Q3	107.5	131.2	140.5	93.7	91.9
2015Q4	97.3	123.7	132.2	81.8	79.3
2016Q1	86.5	123.7	136.4	64.7	61.5
2016Q2	101.4	132.7	149.3	83.0	84.1
2016Q3	102.7	133.3	145.9	84.8	84.0
2016Q4	109.9	135.8	143.8	94.7	92.2

注：2005 年为 100，美元标价。

资料来源：IMF-Primary Commodity Prices，2017 年 1 月。

大宗商品价格波动将会对全球通货膨胀率尤其是新兴经济体通货膨胀率带来明显影响。尽管对于一些依靠大宗商品出口的新兴经济体来说，大宗商品价格走高将会带动这些国家经济趋好，但是新兴经济体通货膨胀率对大宗商品价格的反应更为敏感。大宗商品价格的回升将为新兴经济体带来更大的通货膨胀压力。

其次，汇率波动也对新兴经济体通货膨胀带来影响。如果新兴经济体货币汇率出现大幅贬值，将造成进口产品价格升高，从而给该国带来输入性通货膨胀压力。如新土耳其里拉对美元汇率 2016 年 12 月相比 2015 年 12 月贬值达到 19.6%，这在一定程度上加剧了其通货膨胀的压力。如果新兴经济体货币汇率出现升值，则可能缓解通货膨胀压力。如俄罗斯和巴西货币在 2016 年对美元汇率基本稳定也对两国通货膨胀压力的缓解起到了一定的作用。

最后，E11 国家国内经济状况的变动也对通货膨胀率走势产生影响。一是部分 E11 国家国内有效需求不足在一定程度上有利于

缓解其通货膨胀压力。如俄罗斯和巴西 2015 年和 2016 年连续两年维持经济负增长，低迷的消费需求抑制了通货膨胀率的上升。韩国一直是 E11 国家中通货膨胀率最低的国家，这与其经济长期存在 GDP 产出缺口有关。韩国央行 2016 年 12 月发布的《2017 年货币政策方向》（Monetary Policy Direction for 2017）指出，2017 年韩国 GDP 增长趋势仍低于其潜在水平，GDP 仍存在负向缺口。经济增速低于潜在增长率，经济活动陷入低迷，这将抑制物价水平的增长。

二是部分 E11 国家国内的财政金融状况也对通货膨胀产生影响。阿根廷建有较为完善的社会保障体系，为了不断提高社会福利水平，政府财政支出持续增加。全球金融危机爆发后，大宗商品价格下跌，阿根廷财政收入大幅减少，但政府财政支出却难以降低，这致使其财政赤字大增。由于此前的主权债务违约，阿根廷政府出现融资困难，为解决债务问题，阿根廷央行不得不加大货币供应量，从而导致通货膨胀率连续多年居高不下。

三是部分 E11 国家国内其他因素也推高了通货膨胀率。如南非在 2016 年遭遇了有记录以来最干旱的一年，这致使该国经济尤其是工农业生产受到较大影响。旱灾导致南非农业大幅减产，国内食品价格随之上涨。虽然 2017 年旱灾可能有所减轻，但分析认为旱灾对南非经济的影响恐怕需要 2 至 3 年的时间才能消除。这意味着旱灾对南非通货膨胀的影响在短期内难以消除。

#### 4.1.3 政策取向各有侧重

2016 年 E11 国家通货膨胀率总体有所上升，但各国的情况并非完全相同。这既表现在各国通货膨胀率不同的走势上，也表现为各国通货膨胀率的水平值仍存在差异。2016 年 E11 国家的通货膨胀率走势可以分为四类，这导致各国不同的政策取向。

第一类国家通货膨胀率在 E11 国家中处于高位，且相比 2015 年仍处于上升趋势，面临的通货膨胀压力较大，这包括阿根廷、土耳其和南非。特别是阿根廷的通货膨胀率持续维持在两位数水平，2016 年阿根廷政府试图通过紧缩性财政政策、物价改革措施以及不断改善统计数据质量等手段降低通货膨胀率，但效果并不明显。

第二类国家通货膨胀率在 2016 年出现较大幅度下降，通货膨胀风险得到控制，如巴西、俄罗斯、印度尼西亚。2016 年，印度尼西亚通货膨胀率从 2015 年的 6.4% 降至 3.5%，通货膨胀压力极大降低，这为其央行下调利率提供了空间。2016 年，巴西和俄罗斯通货膨胀率仍超出其央行通货膨胀目标上限，但在通货膨胀率下降的趋势下，两国央行也开始下调基准利率来刺激经济。不过，这些国家通货膨胀率仍处于相对较高的水平。

第三类国家通货膨胀率保持在温和通货膨胀状态，2016 年其通货膨胀率均出现一定升幅，如中国、印度、沙特阿拉伯、墨西

哥，这些国家需要对通货膨胀率上升趋势给予一定的关注。

第四类国家通货膨胀率一直保持在较低水平，其更多的是面临通货紧缩压力而非通货膨胀风险。韩国尽管在 2016 年通货膨胀率有所上升，但是通货紧缩的压力仍未消退。

## 4.2 货币政策总体维持宽松

2016 年 E11 国家货币政策总体继续维持宽松。尽管部分国家通货膨胀压力较大，但是由于经济增长仍处于较低水平，这促使部分国家不得不采取宽松的货币政策进行应对。

### 4.2.1 多数国家广义货币增速放缓

部分 E11 国家的广义货币投放增速有所降低。2016 年前三季度，阿根廷广义货币增长率仍超过或接近 30%，这成为阿根廷通货膨胀率一直居高不下的原因之一，但相比 2015 年的水平已有所降低（见表 4.4）。除阿根廷外，广义货币增长率出现下降的国家还包括中国、印度尼西亚、韩国、俄罗斯、南非、土耳其等，特别是沙特阿拉伯广义货币增长率在 2016 年前三季度均呈现同比收缩态势。不过，个别国家的广义货币投放速度有所加快。印度 2016 年第三季度广义货币增长速度达到 14.6%，成为 E11 中仅次于阿根廷的国家。墨西哥 2016 年第三季度广义货币增长速度也超过 10%。

E11 国家广义货币增速普遍超过发达经济体。对于新兴经济体来说，货币供给除了要满足经济的日常运转之外，还有部分货币要被固化在资本形成上。因此，当前新兴经济体普遍有着比发达经济体更快的广义货币供给速度，这是新兴经济体金融深化的自然过程。广义货币快速增长并不一定完全转化为通货膨胀压力，但是对于部分广义货币增长较快的国家仍需引起注意。

表 4.4 2015—2016 年 E11 国家和 G7 国家广义货币同比增长率 单位：%

	2015	2016Q1	2016Q2	2016Q3
阿根廷	37.3	34.2	31.7	29.0
巴西	11.2	11.2	10.5	11.9
中国	13.3	13.4	11.8	11.5
印度	10.7	10.2	10.3	14.6
印度尼西亚	9.0	7.4	8.7	5.1
韩国	8.2	7.9	6.7	7.2
墨西哥	7.2	7.7	8.5	10.1
俄罗斯	19.7	15.9	14.3	5.7
沙特阿拉伯	2.6	-0.4	-2.6	-2.3
南非	10.3	8.6	5.6	5.6
土耳其	16.2	13.2	12.0	7.7
加拿大	9.1	8.1	10.5	8.4
欧元区	4.7	5.2	5.1	5.1
日本	2.5	2.7	2.7	n. a.
英国	4.1	4.5	6.4	8.1
美国	5.8	6.2	6.9	7.4

注：“n. a.” 表示数据不详。

资料来源：IMF-PGI，2017 年 1 月。

#### 4.2.2 基准利率多数下调

经济增长与通货膨胀走势是决定一国货币政策走向的两个最重要变量。2016 年，多数 E11 国家在经济增长疲弱的情况下，普遍实施了宽松货币政策，央行基准利率不断下调。但是部分国家在通货膨胀高企、汇率贬值压力加大的情况下，也不得不提高基准利率，尽管这会对经济增长带来负面影响。

2016 年多数 E11 国家通过降低基准利率来刺激经济（见表 4.5）。在连续经历两年经济负增长的背景下，俄罗斯和巴西不断下调基准利率，2016 年两国分别两次下调基准利率累计 100 个基点和 50 个基点。需要注意的是，在经济萎缩的压力之下，俄罗斯自 2015 年即进入基准利率下降通道，而巴西为应对通货膨胀，即使在 2015 年出现经济萎缩的情况下，依然提高基准利率。

2016 年巴西开始逐步下调基准利率，显示了巴西央行刺激经济的动力增强，也显示出其通货膨胀压力的减轻。相比之下，印度尼西亚、印度等国的通货膨胀压力较小，这使得其货币政策有更多的空间可以刺激经济。2016 年印度尼西亚共四次下调基准利率，利率水平从 2015 年的 7.5% 下调至 2016 年的 6.5%。2016 年印度也两次降息共计 50 个基点，将基准利率下降至 6.25%。韩国由于利率水平已经处于低位，进一步下调的空间有限，在 2016 年只实施了一次降息，基准利率从 1.5% 下调至 1.25%。

部分 E11 国家在通货膨胀压力之下仍坚持紧缩性货币政策。墨西哥央行在 2016 年 2 月、6 月、9 月、11 月和 12 月共五次加息，将基准利率从 3.25% 提高至 5.75%，2016 年累计加息共 250 个基点。加息一方



面是应对通货膨胀上涨压力，另一方面则是化解墨西哥比索的贬值压力。土耳其的情形与墨西哥有些类似，为了应对新土耳其里拉急剧贬值的趋势，土耳其央行在 2016 年 11

月实施近三年来的首次大幅加息，加息 50 个基点至 8.0%。为抑制通货膨胀率的上涨，南非在 2016 年也实施了两次加息，累计上调基准利率 75 个基点。

表 4.5 2016 年部分 E11 国家基准利率调整

	基准利率调整及其水平		基准利率调整及其水平
巴西	2015 年 7 月 30 日，14.25% 2016 年 10 月 19 日，14.0% 2016 年 11 月 30 日，13.75%	中国	2015 年 10 月 23 日，4.35% 2016 年无调整
印度	2015 年 9 月 29 日，6.75% 2016 年 4 月 5 日，6.5% 2016 年 10 月 4 日，6.25%	印度尼西亚	2015 年 2 月 17 日，7.5% 2016 年 1 月 14 日，7.25% 2016 年 2 月 18 日，7.0% 2016 年 3 月 17 日，6.75% 2016 年 6 月 16 日，6.5%
韩国	2015 年 6 月 11 日，1.5% 2016 年 6 月 9 日，1.25%	墨西哥	2015 年 12 月 17 日，3.25% 2016 年 2 月 17 日，3.75% 2016 年 6 月 30 日，4.25% 2016 年 9 月 29 日，4.75% 2016 年 11 月 17 日，5.25% 2016 年 12 月 15 日，5.75%
俄罗斯	2015 年 7 月 31 日，11.0% 2016 年 6 月 10 日，10.5% 2016 年 9 月 16 日，10.0%	沙特阿拉伯	2009 年 1 月 19 日，2.00% 2016 年无调整
南非	2015 年 11 月 19 日，6.25% 2016 年 1 月 28 日，6.75% 2016 年 3 月 17 日，7.0%	土耳其	2015 年 2 月 24 日，7.5% 2016 年 11 月 24 日，8.0%

注：阿根廷数据不详。  
资料来源：全球利率网站（global-rates.com）（<http://www.global-rates.com/>），2017 年 1 月。

4.2.3 发达经济体货币政策走向带来不确定性

2016 年发达经济体货币政策继续呈现分化趋势。2016 年，美联储启动了全球金融危机之后的第二次加息行动，而欧央行和日本央行则继续维持其超级宽松的货币环境。发达经济体货币政策分化持续给新兴经济体带来挑战。

2016 年 12 月 14 日，美联储宣布加息 25 个基点，将联邦基金利率从 0.25%~0.5%调高到 0.5%~0.75%，为一年来首次

加息、十年来第二次加息。美联储在 2016 年 12 月货币政策会议纪要中表示，美国经济温和复苏，劳动力市场进一步改善，对通货膨胀在中期达到 2%的目标充满信心。在 2016 年 12 月对美国经济的预测中，美联储分别调高了对 2016 年和 2017 年的经济增长预期，美联储官员预计 2017 年美联储将加息三次，加息进程可能会有所加快。

欧元区和日本则进一步扩大货币宽松规模。2016 年 3 月，欧洲央行将主要再融资利率从 0.05%下调至零；存款利率继续维持

为负，且进一步下调至-0.4%；边际贷款利率从0.3%下调至0.25%。与此同时，欧洲央行还决定将量化宽松购买额度从每月的600亿欧元进一步提高至800亿欧元。由于利率已无下调空间，且英国脱欧、意大利修宪公投等风险层出不穷，欧洲央行在2016年12月进一步决定，将资产购买期限延长至2017年12月，其中，800亿欧元/月的购债规模将维持至2017年3月，从2017年4月起购债规模将降至600亿欧元/月。

为了进一步刺激经济，日本央行在2016年1月29日宣布将存款利率从0.1%调整至-0.1%。日本央行表示负利率政策与质化和量化宽松（QEE）政策同步实施，在必要时仍会进一步下调负利率。然而，面对持续性的通货紧缩压力，日本央行在2016年9月再次引入新的货币宽松框架，被称之为“收益率曲线控制的质化和量化宽松”政策。在新的框架下，日本央行维持-0.1%的利率不变，强调如有必要将进一步下调负利

率，为利率进一步下调留下余地。同时，日本央行将通过购买日本债券，将十年期国债收益率保持在零附近。日本央行希望通过这些措施最终达成2%的通胀目标。

发达经济体货币政策分化造成主要国际货币汇率出现分化，这将造成钉住这些货币的新兴经济体货币汇率剧烈波动。随着美联储货币政策的收缩，国际资本将会回流美国，尽管欧元区、日本的量化宽松政策将会在一定程度上弥补新兴经济体所面临的流动性不足的困境，但是主要经济体的政策分歧也使得国际资本流动更为剧烈。相比欧元区和日本，美国货币政策的调整仍是影响新兴经济体最为主要的国际因素。在美国提高利率、美元升值的背景下，部分E11国家不得不提高利率以避免资本大幅外流和本币贬值，但这无疑对经济增长形成抑制。这要求新兴经济体一方面加强国际货币政策协调，另一方面加强国际资本流动管理，以消除外部因素对本国的不利影响。

## 第5章

# 国际贸易

近年来，国际贸易增速持续低于世界经济增速。受多重因素影响，国际贸易持续低迷，E11的对外贸易增长依然乏力。2015年和2016年E11对外贸易额总体增速仍处于下滑趋势，但降幅收窄。从贸易联系来看，2015年以来E11与发达经济体的贸易联系呈现增强势头，内部贸易联系却持续弱化，相互经贸合作仍有待加强。

### 5.1 贸易增长步履蹒跚

世界贸易组织（WTO）数据显示，2015年世界贸易量较2014年增长2.8%，贸易增速连续四年低于3%，并且连续四年低于世界经济增速。WTO预计，2016年按贸易量计算的全球货物和服务贸易增速仅为1.7%。国际贸易的持续低迷与贸易保护主义盛行、多边和区域贸易协定谈判进展缓慢相互影响，导致国际贸易环境日益恶化。同时，受外需持续低迷、汇率贬值等因素影响，E11对外贸易增长仍旧步履蹒跚。

#### 5.1.1 贸易额萎缩势头减弱

2015年，E11按贸易额计算的对外贸易增速总体大幅下滑，增长动力明显不足。IMF数据显示，2015年E11货物贸易总额为85,422.19亿美元（见表5.1），较2014

年减少13,374.81亿美元。其中，出口额为46,294.50亿美元，较2014年减少5,497.49亿美元；进口额为39,127.69亿美元，较2014年减少7,877.32亿美元。2015年中国货物贸易总额为38,823.00亿美元，保持全球第一位。2016年上半年，E11货物贸易总额达到38,636.91亿美元，较2015年同期减少3,456.91亿美元。其中，出口额为20,499.95亿美元，较2015年同期减少2,201.82亿美元；进口额为18,136.96亿美元，较2015年同期减少1,255.08亿美元。UNCTAD数据显示，2015年E11服务贸易总额达到18,355.62亿美元，较2014年减少921.17亿美元。其中，出口额为7,614.81亿美元，较2014年减少335.72亿美元；进口额为10,740.81亿美元，较2014年减少585.45亿美元。2015年中国服务贸易总额为7,554.36亿美元，保持世界第二位。2016年上半年，E11服务贸易总额达到8,898.88亿美元，较2015年同期减少66.73亿美元。其中，出口额为3,600.81亿美元，较2015年同期减少141.55亿美元；进口额为5,298.07亿美元，较2015年同期增加74.81亿美元。

表 5.1 2013—2016 年上半年 E11 国家对外贸易额变化情况

单位：百万美元

	货物贸易				服务贸易			
	2013	2014	2015	2016 年 上半年	2013	2014	2015	2016 年 上半年
出口								
阿根廷	74, 297	67, 424	56, 788	24, 637	14, 561	13, 737	13, 943	6, 314
巴西	241, 690	225, 100	191, 134	88, 230	38, 112	39, 965	33, 778	16, 189
中国	2, 210, 661	2, 343, 221	2, 280, 540	990, 902	207, 006	280, 477	286, 540	134, 485
印度	315, 127	317, 733	266, 169	129, 593	149, 164	157, 196	156, 278	78, 943
印度尼西亚	182, 551	176, 292	150, 393	72, 959	22, 944	23, 531	22, 228	11, 161
韩国	559, 625	572, 651	526, 744	234, 743	103, 739	112, 106	97, 877	46, 353
墨西哥	380, 015	397, 129	380, 623	178, 831	20, 194	21, 086	22, 886	12, 166
俄罗斯	527, 266	497, 615	343, 427	129, 650	70, 123	65, 745	51, 742	23, 279
沙特阿拉伯	348, 658	333, 261	208, 301	90, 887	11, 845	12, 516	14, 474	8, 072
南非	95, 956	91, 164	81, 488	37, 923	16, 815	16, 837	15, 054	6, 850
土耳其	151, 802	157, 610	143, 844	71, 640	48, 198	51, 856	46, 681	16, 270
E11	5, 087, 651	5, 179, 199	4, 629, 450	2, 049, 995	702, 701	795, 053	761, 481	360, 081
进口								
阿根廷	74, 003	65, 249	59, 757	28, 531	18, 282	16, 801	17, 841	9, 255
巴西	263, 570	251, 966	188, 602	75, 134	84, 383	88, 072	70, 696	31, 006
中国	1, 949, 300	1, 963, 105	1, 601, 761	756, 454	330, 608	452, 832	468, 896	247, 933
印度	467, 950	460, 512	392, 237	182, 549	126, 952	128, 362	123, 567	65, 200
印度尼西亚	186, 628	178, 179	142, 695	69, 799	35, 015	33, 541	30, 529	14, 308
韩国	515, 585	525, 514	436, 499	202, 481	110, 238	115, 784	113, 585	54, 659
墨西哥	419, 331	439, 975	434, 756	204, 542	31, 177	33, 537	32, 056	14, 980
俄罗斯	314, 967	285, 844	182, 404	79, 289	128, 382	121, 022	88, 617	34, 165
沙特阿拉伯	163, 120	178, 605	173, 337	76, 025	76, 652	100, 545	90, 200	39, 937
南非	113, 265	109, 374	93, 487	39, 243	18, 054	17, 042	15, 531	6, 967
土耳其	251, 661	242, 177	207, 236	99, 650	24, 518	25, 088	22, 563	11, 395
E11	4, 719, 381	4, 700, 500	3, 912, 769	1, 813, 696	984, 260	1, 132, 626	1, 074, 081	529, 807
进出口								
阿根廷	148, 300	132, 673	116, 545	53, 169	32, 843	30, 538	31, 785	15, 569
巴西	505, 260	477, 066	379, 736	163, 364	122, 495	128, 038	104, 474	47, 195
中国	4, 159, 962	4, 306, 326	3, 882, 300	1, 747, 356	537, 613	733, 309	755, 436	382, 417
印度	783, 077	778, 246	658, 406	312, 142	276, 116	285, 558	279, 845	144, 144
印度尼西亚	369, 180	354, 471	293, 087	142, 758	57, 959	57, 072	52, 758	25, 469
韩国	1, 075, 210	1, 098, 165	963, 243	437, 224	213, 978	227, 890	211, 462	101, 012
墨西哥	799, 346	837, 104	815, 379	383, 373	51, 371	54, 623	54, 942	27, 146

续表

	货物贸易				服务贸易			
	2013	2014	2015	2016 年 上半年	2013	2014	2015	2016 年 上半年
俄罗斯	842, 233	783, 458	525, 830	208, 939	198, 504	186, 767	140, 359	57, 444
沙特阿拉伯	511, 779	511, 866	381, 638	166, 912	88, 496	113, 061	104, 674	48, 009
南非	209, 221	200, 538	174, 975	77, 166	34, 870	33, 879	30, 585	13, 817
土耳其	403, 464	399, 787	351, 080	171, 290	72, 716	76, 944	69, 244	27, 665
E11	9, 807, 033	9, 879, 699	8, 542, 219	3, 863, 691	1, 686, 960	1, 927, 679	1, 835, 562	889, 888

资料来源：IMF, DOT database, 2016 年 12 月；UNCTADSTAT, 2016 年 12 月。

从贸易增速来看，2015 年和 2016 年 E11 对外贸易总体增速仍处于下滑趋势，但降幅收窄。在货物贸易方面，2015 年 E11 名义增长率为 -13.5%，较同期世界货物贸易增长率低 1.6 个百分点。其中，出口额和进口额分别下降 10.6% 和 16.8%。2016 年上半年，E11 货物贸易总额较 2015 年同期下降 8.2%，降幅比 2015 年收窄 5.3 个百分点，比同期世界货物贸易增长率低 3.1 个百分点。其中，出口额和进口额较 2015 年同期分别下降 9.7% 和 6.5%。在服务贸易方面，2015 年 E11 名义增长率为 -4.8%，较 2014 年下降 19.1 个百分点。其中，出口额较 2014 年下降 4.2%，进口额较 2014 年下降 5.2%。2016 年上半年，服务贸易总额较 2015 年下降 0.7%，增长表现好于 2015 年同期增长水平。其中，出口额较 2015 年同期下降 3.9%；进口额较 2015 年同期上升 1.4%。

分国别来看，2016 年上半年 E11 各经济体的货物贸易额较 2015 年同期均出现不同程度的负增长，但相比 2015 年同期，多数经济体降幅有所缩小。其中，受欧美国家经济制裁、大宗商品价格低迷和汇率大幅贬值等因素影响，俄罗斯的降幅较大，为 22.2%；其次为巴西、沙特阿拉伯、南非和韩国，分别较 2015 年同期下降 16.5%、14.9%、13.8% 和 10.9%。墨西哥的下降幅度相对较小，但也下

降了 4.2%。在服务贸易方面，2016 年上半年 E11 贸易增速仍保持分化格局。联合国贸易和发展会议数据显示，2016 年上半年 E11 中 9 个经济体的服务贸易额同比出现下降。其中，俄罗斯降幅最大，为 17.4%；巴西、南非和土耳其也下降明显，分别下降 15.9%、14.4% 和 13.0%；中国和印度表现较好，分别上升 6.1% 和 1.4%。

5.1.2 货物和服务贸易份额变化趋势相反

2015 年以来，E11 的货物和服务贸易在世界贸易中的份额变化呈不同方向演进。在货物贸易方面，E11 对外贸易总额占全球贸易的份额延续了 2014 年以来的下降趋势。IMF 数据显示，2015 年 E11 货物贸易总额占全球的份额为 26.1%（见图 5.1），较 2014 年下降 0.5 个百分点，其中进口份额为 23.6%，较 2014 年下降 1.4 个百分点；出口份额为 28.6%，较 2014 年上升了 0.5 个百分点。2016 年上半年，E11 的货物贸易份额进一步下降 1.2 个百分点至 24.9%，其中出口和进口份额分别较 2015 年下降 1.7 个和 0.6 个百分点。分国别来看，2015 年，中国占全球贸易的份额下降幅度最大，贸易份额较 2014 年同期下降 0.6 个百分点至 11.3%；排在其后的是俄罗斯，贸易份额由 2014 年同期下降 0.3 个百分点至 1.3%；阿根廷、巴西、韩国和沙特阿拉伯均下降 0.1 个百分点；其他国家与 2014 年基本持平。

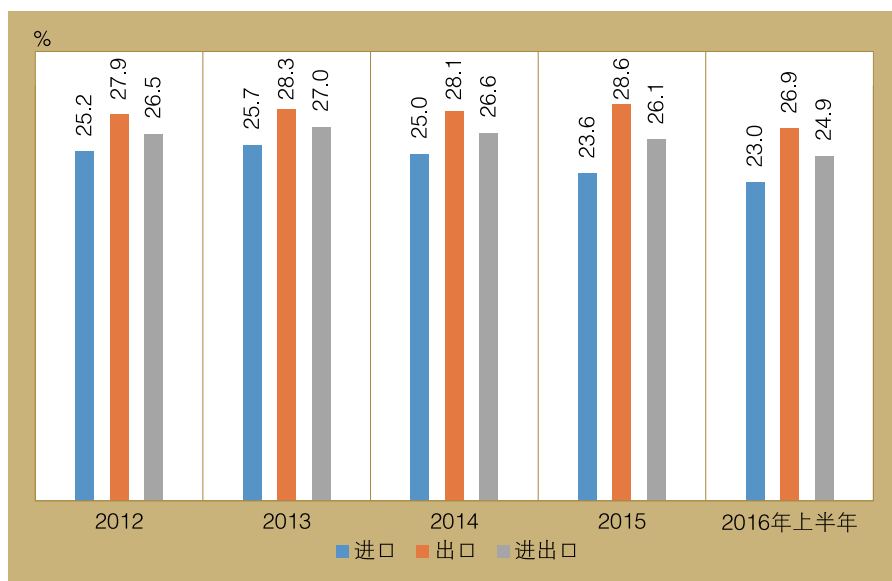


图 5.1 2012—2016 年上半年 E11 货物贸易占全球份额

资料来源：IMF，DOT database，2016 年 12 月。

在服务贸易方面，得益于服务业的开放水平不断提升，E11 在全球贸易中地位不断上升。UNCTAD 数据显示，2015 年 E11 对外贸易总额占全球贸易的份额为 19.6%（见图 5.2），较 2014 年上升 0.2 个百分点，其中出口份额上升 0.3 个百分点，进口份额上升了 0.2 个百分点。2016 年上半年，E11 的服务贸易份额较 2015 年上升 0.1 个百分点至 19.7%，其中出口份额下降 0.3 个百分点，但进口份额上升 0.6 个百分点。分国别来看，中国的服务贸易表现相对突出。近年来，随着服务业快速增长和相关政策体系的逐步完善，中国的服务贸易环境不断优化，中国在世界服务贸易中的地位快速提升。2015 年，中国服务贸易总额的全球占比为 8.0%，较 2014 年上升 0.6 个百分点；其中出口额与进口额的全球占比分别为 6.0% 和 10.2%，分别居全球第三位和第二位。2016 年上半年，中国的服务贸易额的全球占比继续上升至 8.5%，其中出口额与进口额的全球占比分别为 5.8% 和 11.2%，分别居全球第三位和第一位。印度和墨西哥的服务贸易额的全球占比也有小幅提升，2015 年较

2014 年均提高 0.1 个百分点。同期，俄罗斯、巴西和土耳其的服务贸易额的全球占比均出现不同程度下降，分别下降 0.4 个、0.2 个和 0.1 个百分点至 1.5%、1.1% 和 0.7%。

### 5.1.3 贸易不平衡有所缓解

2015 年，由于进口降幅大于出口，E11 的贸易顺差进一步扩大。但 2016 年 E11 的贸易不平衡得到了缓解。2015 年，E11 的对外贸易顺差额为 4,040.81 亿美元，较 2014 年增加 2,629.56 亿美元，增长率达 186.3%。其中，货物贸易实现顺差 7,166.81 亿美元（见表 5.2），较 2014 年增加 2,379.82 亿美元，增长率为 49.7%；服务贸易逆差额为 3,126.00 亿美元，较 2014 年减少 249.74 亿美元，降幅为 7.4%。2016 年，由于货物贸易顺差大幅下降及服务贸易逆差扩大，E11 的对外贸易顺差大幅收窄。2016 年上半年，E11 的对外贸易顺差额为 665.74 亿美元，较 2015 年同期减少 63.6%。其中，货物贸易实现顺差 2,362.99 亿美元，较 2015 年同期增长 28.6%；服务贸易逆差额为 1,697.25 亿美元，较 2015 年同期增长 14.6%。



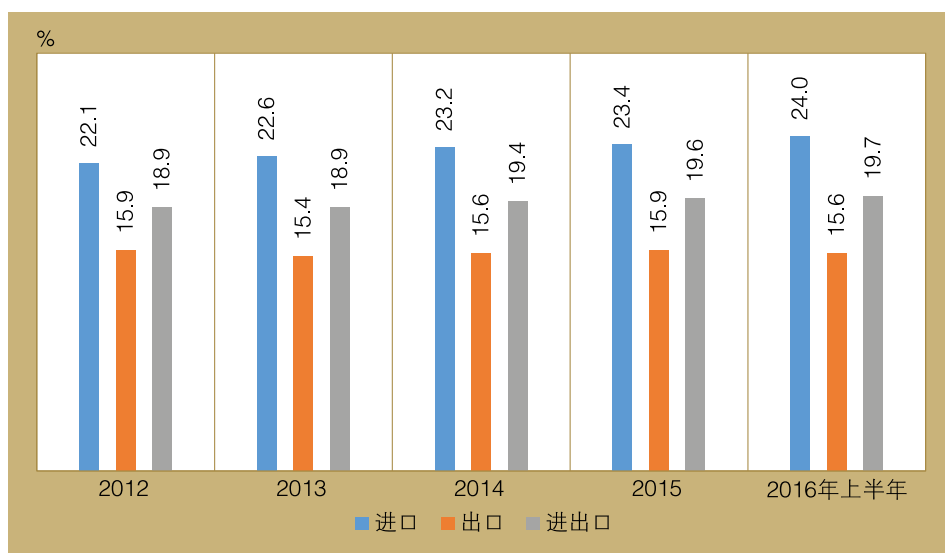


图 5.2 2012—2016 年上半年 E11 服务贸易占全球份额

资料来源：UNCTADSTAT, 2016 年 12 月。

表 5.2 2013—2016 年上半年 E11 国家对外贸易差额 单位：百万美元

	货物贸易				服务贸易			
	2013	2014	2015	2016 年上半年	2013	2014	2015	2016 年上半年
阿根廷	295	2, 175	-2, 969	-3, 894	-3, 720. 27	-3, 063. 81	-3, 898. 33	-2, 941. 54
巴西	-21, 880	-26, 866	2, 532	13, 096	-46, 270. 3	-48, 106. 8	-36, 918. 7	-14, 817
中国	261, 361	380, 116	678, 779	234, 447	-123, 602	-172, 355	-182, 356	-113, 448
印度	-152, 823	-142, 779	-126, 068	-52, 955	22, 211. 88	28, 834. 13	32, 711. 39	13, 742. 83
印度尼西亚	-4, 077	-1, 887	7, 698	3, 160	-12, 070. 5	-10, 009. 7	-8, 300. 57	-3, 147. 63
韩国	44, 040	47, 137	90, 245	32, 262	-6, 499. 2	-3, 678. 5	-15, 708. 1	-8, 305. 1
墨西哥	-39, 316	-42, 846	-54, 133	-25, 711	-10, 983. 4	-12, 451. 4	-9, 169. 55	-2, 813. 97
俄罗斯	212, 299	211, 771	161, 023	50, 361	-58, 259. 2	-55, 277. 6	-36, 874. 5	-10, 886. 3
沙特阿拉伯	185, 538	154, 656	34, 964	14, 862	-64, 807. 1	-88, 028. 6	-75, 726. 1	-31, 865. 2
南非	-17, 309	-18, 210	-11, 999	-1, 320	-1, 239. 19	-204. 65	-477. 44	-117. 877
土耳其	-99, 859	-84, 567	-63, 392	-28, 011	23, 680	26, 768	24, 118	4, 875
E11	368, 270	478, 699	716, 681	236, 299	-281, 559	-337, 574	-312, 600	-169, 725

资料来源：IMF, DOT database, 2016 年 12 月；UNCTADSTAT, 2016 年 12 月。

IMF 数据显示, 2015 年 E11 的经常项目顺差为 2, 588. 16 亿美元, 占 GDP 比例为 1. 2%, 较 2014 年提高 0. 2 个百分点, 2016 年这一比例将有望缩小至 1. 0% (见图 5. 3); 2015 年 G7 的经常项目赤字占 GDP 比例为 0. 6%, 较 2014 年下降 0. 1 个

百分点, 2016 年这一比例有望进一步收窄至 0. 5%。E11 外部经济不平衡的缓解在一定程度上反映出 E11 各国国内经济结构调整已初见成效, 但各国的经济结构改革与调整还需加大力度继续推进。

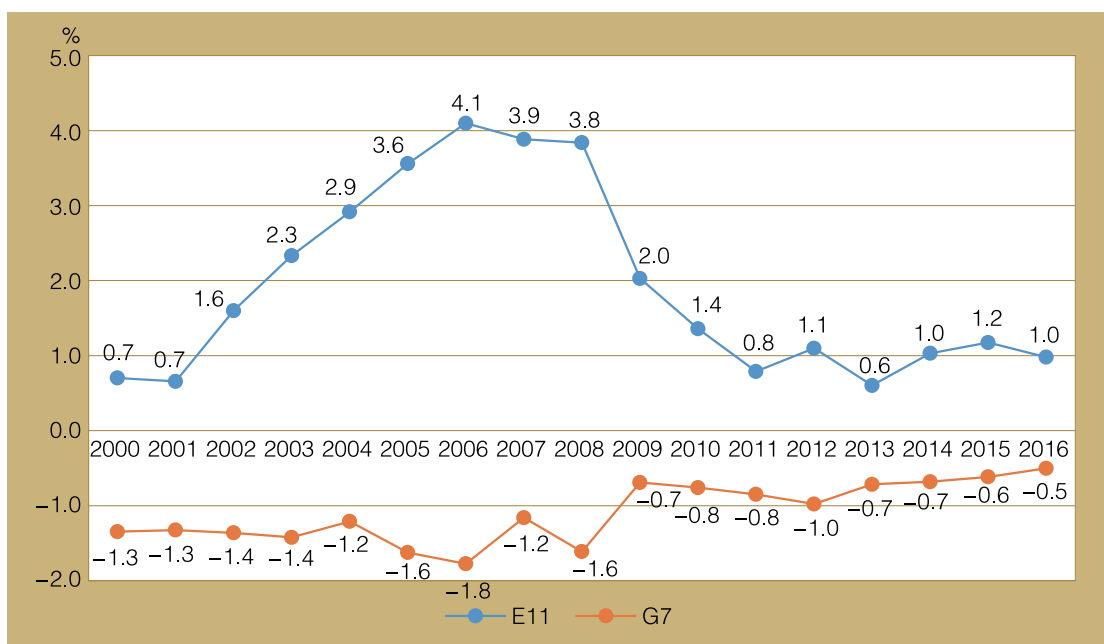


图 5.3 2000—2016 年 E11 与 G7 经常账户余额占 GDP 比例

注：2016 年数据为估计值。

资料来源：IMF, WEO, 2016 年 10 月。

分国别来看，国际货币基金组织估计 2016 年 E11 中除韩国、俄罗斯和中国外，其他经济体的经常账户均表现为逆差。其中，韩国经常账户顺差占 GDP 比例最高，为 7.2%，创 1999 年以来最高水平；沙特阿拉伯的经常账户逆差占 GDP 比例最高，为 6.6%，但较 2015 年收窄了 1.6 个百分点。IMF 估计 2016 年中国经常账户顺差占 GDP 比例为 2.4%，较 2015 年下降了 0.6 个百分点，扭转了 2015 年经常账户顺差占 GDP 比例的扩大势头。在 G20 中的发达国家成员中，2015 年德国的经常账户顺差占 GDP 比例最高，为 8.6%，较 2014 年上升 0.2 个百分点；美国的经常账户逆差占 GDP 比例为 2.5%，较 2014 年下降 0.1 个百分点。由此可见，全球主要经济体之间的经济不平衡问题有所缓解，但部分经济体的外部经济不平衡问题仍很突出。

## 5.2 积极推动贸易自由化

尽管 2008 年国际金融危机过去已近 9

年，但全球贸易保护主义措施有增无减，并在 2016 年创历史新高。为此，国际贸易复苏难见起色，新兴经济体的对外贸易更是深受贸易保护主义的损害。

### 5.2.1 发达经济体贸易保护主义倾向显著增强

英国经济政策研究中心（CEPR）发布的《全球贸易预警》报告显示，2008 年 11 月至 2016 年 10 月 E11 实施的贸易保护主义措施总计达 2,956 项（见表 5.3），平均每个经济体为 268.7 项；G20 发达国家成员实施的贸易保护主义措施总计达 2,604 项，平均每个经济体为 325.5 项，比前者高 56.8 项。2016 年，E11 新增贸易保护主义措施总计为 161 项，平均每个经济体为 14.6 项；G20 发达国家成员新增贸易保护主义措施总计达 240 项，平均每个经济体为 30 项，比前者高 15.4 项。这表明，发达经济体的贸易保护主义势头显著增强。

表 5.3 2009—2016 年 G20 国家贸易保护主义措施数量

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
阿根廷	47	98	198	251	309	349	390	397
巴西	27	62	102	143	190	244	286	299
中国	49	80	129	162	178	210	230	241
印度	90	168	220	297	384	460	529	562
印度尼西亚	31	56	76	116	144	181	226	241
韩国	13	28	37	47	63	80	92	95
墨西哥	12	22	33	49	58	75	93	101
俄罗斯	72	135	177	236	334	420	511	559
沙特阿拉伯	29	50	77	117	147	165	171	177
南非	13	24	39	58	75	92	109	115
土耳其	27	53	73	95	118	133	158	169
E11 总计	410	776	1, 161	1, 571	2, 000	2, 409	2, 795	2, 956
澳大利亚	13	21	41	61	81	85	107	124
加拿大	22	33	45	56	74	85	113	124
法国	42	72	106	136	166	195	222	251
德国	54	91	126	156	185	228	253	288
意大利	35	64	95	129	158	195	229	257
日本	20	55	77	119	142	156	193	208
英国	43	77	115	143	173	205	241	286
美国	120	234	390	592	741	899	1, 006	1, 066
发达国家成员总计	349	647	995	1, 392	1, 720	2, 048	2, 364	2, 604

注：截至 2016 年 10 月。

资料来源：Simon J. Evenett and Johannes Fritz (2016)。

从单个经济体来看，美国是全球贸易保护主义措施的主要推行者。《全球贸易预警》报告显示，2008 年 11 月至 2016 年 10 月，美国施行的贸易保护主义措施高达 1,066 项，居全球首位；印度为 562 项，排名第二；俄罗斯为 559 项，排名第三（见图 5.4）。2016 年，全球新增贸易保护主义措施最多的国家为美国，新增 60 项；其次为俄罗斯和英国，分别新增 48 项和 45 项。在 G20 成员中，韩国新增贸易保护主义措施最少，为 3 项；沙特阿拉伯、南非、阿根廷和墨西哥仅分别新增 6 项、6 项、7 项和 8 项。

作为最大的新兴经济体，中国是全球贸

易保护主义的主要受害者之一。在 WTO 的所有成员中，中国仍然是到目前为止受反倾销影响最大的国家。WTO 报告显示，2013 年 7 月至 2016 年 6 月，针对中国产品的反倾销调查占全部调查的比例达 28%。中国商务部数据显示，2016 年中国共遭遇来自 27 个国家和地区发起的 119 起贸易救济调查，涉案金额合计 143.4 亿美元，案件数量和涉案金额同比分别上升 36.8% 和 76%。其中，21 个国家和地区针对中国钢铁产品发起立案调查 49 起，涉案金额达 78.95 亿美元，案件数量和涉案金额分别上升 32.4% 和 63.1%。

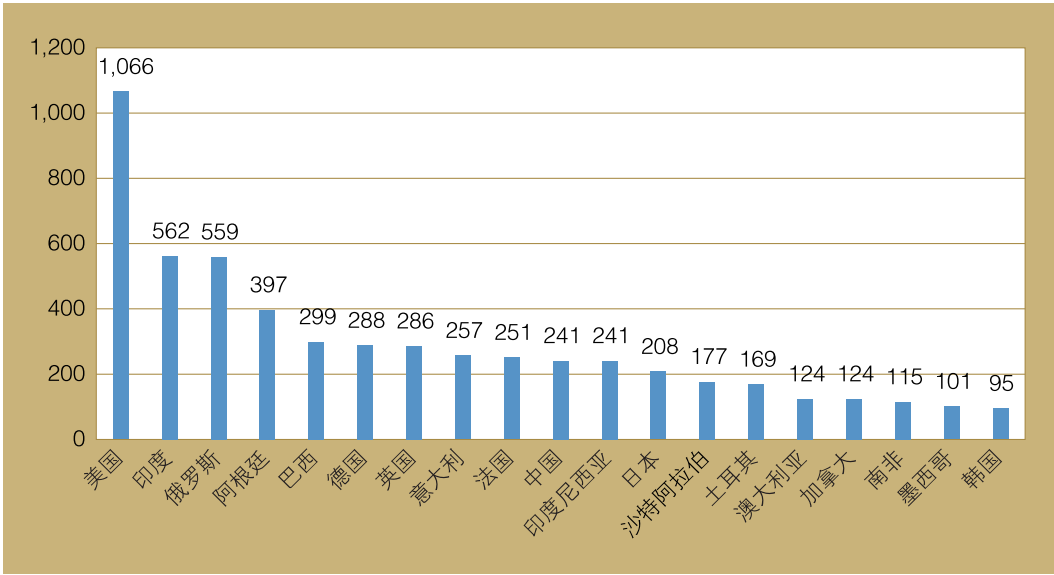


图 5.4 2016 年 G20 国家贸易保护主义措施数量排名

注：截至 2016 年 10 月。  
资料来源：Simon J. Evenett and Johannes Fritz (2016)。

5.2.2 积极推动贸易自由化

尽管以 E11 为代表的新兴经济体推行了诸多贸易保护主义措施，但在贸易自由化方面，新兴经济体发挥了重要的推动作用。《全球贸易预警》报告显示，2008 年 11 月至 2016 年 10 月，E11 推行的贸易自由化措施为 1,280 项（见表 5.4），其中 2016 年新增 86 项；G20 中的发达国家成员推行的贸易自由化措施为 454 项，其中 2016 年新增

32 项。这表明，在促进贸易自由化方面，新兴经济体比发达经济体的表现更为积极。分国别来看，E11 中的巴西、印度、俄罗斯和中国出台的贸易自由化措施较多，分别为 297 项、249 项、204 项和 125 项；G20 发达国家成员中的美国、英国、德国和法国出台的贸易自由化措施较多，分别为 103 项、74 项、73 项和 71 项。

表 5.4 2009—2016 年 G20 国家贸易自由化措施的数量

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
阿根廷	7	15	23	30	34	42	57	61
巴西	16	57	91	139	193	227	272	297
中国	23	36	54	73	87	103	119	125
印度	31	56	106	147	189	217	237	249
印度尼西亚	3	15	37	46	57	63	87	103
韩国	7	18	33	41	49	54	56	56
墨西哥	4	7	9	16	20	23	24	26
俄罗斯	20	37	67	82	113	148	188	204
沙特阿拉伯	1	1	1	3	3	4	5	5

续表

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
南非	28	40	55	63	76	84	92	96
土耳其	2	9	14	28	31	40	57	58
E11 总计	142	291	490	668	852	1,005	1,194	1,280
澳大利亚	3	6	7	10	11	16	19	19
加拿大	2	8	10	18	22	25	33	35
法国	6	12	18	36	43	60	69	71
德国	6	12	19	38	46	62	71	73
意大利	5	11	17	34	40	56	66	68
日本	4	4	4	7	9	10	11	11
英国	6	12	20	38	44	61	72	74
美国	1	5	9	13	28	50	81	103
发达国家成员总计	33	70	104	194	243	340	422	454

注：截至 2016 年 10 月。  
资料来源：Simon J. Evenett and Johannes Fritz (2016)。

2016 年 9 月，G20 杭州峰会批准的《G20 全球贸易增长战略》为国际贸易增长注入了新的动力。《G20 全球贸易增长战略》涵盖了全球贸易的核心问题，包括降低贸易成本、加强贸易投资政策协调、促进服务贸易、增强贸易融资、制定贸易景气指数、促进电子商务发展以及推动贸易与发展等七大领域，并以有针对性的行动方案促进全球贸易的复苏和发展。此外，G20 还对批准《贸易便利化协定》（TFA）和推进多哈回合剩余议题谈判等发挥了积极作用。2017 年 1 月 6 日，莫桑比克向 WTO 递交了批准 TFA 的文件，并成为第 105 个批准 TFA 的 WTO 成员。至此，仅需 5 个 WTO 成员批准，TFA 就能达到 2/3 成员批准的生效条件。FTA 旨在减少贸易壁垒，消除边贸成本。WTO 经济学家的研究显示，充分实施 TFA，能够使 WTO 成员的贸易成本平均下降 14.3%。

5.3 贸易合作进展坎坷

在贸易联系方面，E11 对发达经济体有很强的依赖性，并且发达经济体在 E11 对外

贸易中的地位持续上升，而 E11 内部贸易联系持续弱化。但总体来看，E11 对外经贸合作进展缓慢。

5.3.1 发达经济体占 E11 的贸易份额持续上升

相比新兴市场与发展中经济体，发达经济体与 E11 的贸易联系更为紧密。国际货币基金组织数据显示，2015 年 E11 同新兴市场与发展中经济体之间的货物贸易额为 34,556.63 亿美元（见表 5.5），而同发达经济体之间的贸易额达 48,941.15 亿美元，较前者多 14,384.52 亿美元；2016 年上半年，E11 同新兴市场与发展中经济体之间的货物贸易额为 15,300.95 亿美元，同发达经济体之间的贸易额为 22,544.46 亿美元，较前者多 7,243.51 亿美元。分国别来看，2015 年 E11 中的中国、墨西哥、俄罗斯、沙特阿拉伯、印度尼西亚和土耳其 6 国同发达经济体之间的货物贸易额高于同新兴市场与发展中经济体之间的货物贸易额，分别高出 11,768.32 亿美元、4,951.17 亿美元、549.88 亿美元、181.71 亿美元、139.03

亿美元和 101.92 亿美元；2016 年上半年，上述 6 国除沙特阿拉伯外，其他 5 国同发达经济体之间的货物贸易额仍高于同新兴市场与发展中经济体之间的货物贸易额。

表 5.5 2012—2016 年上半年 E11 国家与不同类别经济体之间的货物贸易情况

单位：百万美元

	2012	2013	2014	2015	2016 年上半年
同新兴市场与发展中经济体之间的贸易					
阿根廷	97,484	100,289	87,524	76,741	33,056
巴西	259,110	273,284	259,492	207,321	88,019
中国	1,313,274	1,396,001	1,481,616	1,276,502	553,349
印度	471,998	471,654	483,053	382,829	177,111
印度尼西亚	170,001	173,032	165,615	139,527	65,108
韩国	616,078	632,405	640,402	542,749	239,177
墨西哥	146,571	155,491	161,161	159,892	75,675
俄罗斯	360,386	349,561	327,130	235,277	97,263
沙特阿拉伯	220,384	226,880	223,949	180,685	85,971
南非	109,753	110,292	107,490	90,182	37,779
土耳其	194,759	195,739	191,643	163,958	77,586
E11	3,959,797	4,084,628	4,129,074	3,455,663	1,530,095
同发达经济体之间的贸易					
阿根廷	46,935	45,325	42,595	38,013	19,355
巴西	222,445	226,305	212,385	168,653	74,044
中国	2,382,176	2,575,813	2,649,321	2,453,334	1,132,081
印度	309,109	297,593	285,117	264,473	129,859
印度尼西亚	211,484	195,938	188,671	153,430	77,579
韩国	451,171	442,580	457,532	420,053	197,813
墨西哥	631,329	643,362	675,439	655,009	307,482
俄罗斯	480,473	492,322	456,007	290,265	111,527
沙特阿拉伯	295,318	282,736	285,839	198,856	79,920
南非	93,418	91,062	87,035	77,879	36,171
土耳其	178,293	190,585	190,924	174,150	88,615
E11	5,302,152	5,483,620	5,530,865	4,894,115	2,254,446

资料来源：IMF, DOT database, 2016 年 12 月。

从相对份额来看，2015 年以来 E11 与发达经济体的贸易联系呈现增强势头。2015 年，发达经济体占 E11 对外贸易的份额达到 58.6%，较 2014 年上升 1.3 个百分点。



点，而新兴市场与发展中经济体占 E11 对外贸易的份额则相应地从 2014 年的 42.7%降至 2015 年的 41.4%（见图 5.5）；2016 年上半年，发达经济体占 E11 对外贸易的份额进一步上升至 59.6%，而新兴市场与发展中

经济体占 E11 对外贸易的份额则相应地下降至 40.4%。这表明发达经济体仍是新兴经济体的主要贸易伙伴，而新兴经济体之间的贸易合作仍需加强。

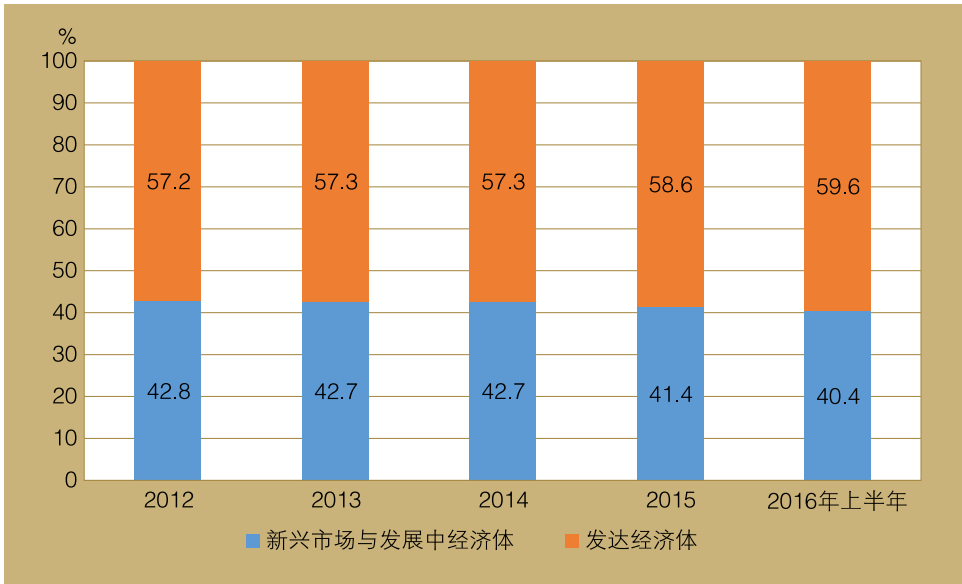


图 5.5 2012—2016 年上半年新兴市场与发展中经济体、发达经济体占 E11 对外贸易比例  
资料来源：IMF，DOT database，2016 年 12 月。

5.3.2 内部贸易联系减弱势头仍未扭转

由于经济增速持续放缓和进口需求下降，E11 各国之间的贸易额出现了持续下降。IMF 数据显示，2015 年 E11 内部货物贸易总额为 19,934.89 亿美元（见表 5.6），较 2014 年下降 15.4%，而同期 E11 对外货物贸易总额下降 13.5%，比 E11 内部贸易增速高 1.9 个百分点。其中，2015 年 E11 内部货物贸易出口总额为 9,115.00 亿美元，

较 2014 年下降 15.3%，而同期 E11 对外货物贸易出口额下降 10.6%，比 E11 内部出口增速高 4.7 个百分点。进入 2016 年，E11 内部贸易额总体依然延续下降态势。2016 年上半年，E11 内部货物贸易总额为 8,857.51 亿美元，较 2015 年同期下降 10.4%，而同期 E11 对外货物贸易额下降 8.2%，比 E11 内部贸易增速高 2.2 个百分点。

表 5.6 2012—2016 年上半年 E11 各国与其他 E11 国家之间的货物贸易情况  
单位：百万美元

	2012	2013	2014	2015	2016 年上半年
出口					
阿根廷	29,117	28,791	25,129	21,666	8,530
巴西	84,422	88,327	78,340	68,820	33,993

续表

	2012	2013	2014	2015	2016 年上半年
中国	331, 951	353, 401	377, 876	355, 185	168, 072
印度	52, 737	55, 078	59, 007	39, 516	17, 352
印度尼西亚	57, 359	55, 063	49, 097	41, 514	19, 942
韩国	207, 450	217, 636	216, 510	196, 139	84, 017
墨西哥	19, 513	20, 870	18, 711	16, 221	6, 533
俄罗斯	90, 393	88, 500	93, 174	71, 529	28, 010
沙特阿拉伯	134, 990	135, 426	126, 429	74, 428	34, 125
南非	19, 230	19, 315	16, 672	14, 170	6, 279
土耳其	16, 661	17, 147	14, 929	12, 312	4, 785
E11	1, 043, 823	1, 079, 555	1, 075, 874	911, 500	411, 638
进口					
阿根廷	33, 998	37, 589	30, 172	29, 993	12, 960
巴西	88, 478	93, 222	89, 823	67, 985	24, 764
中国	432, 267	447, 313	438, 375	349, 288	146, 474
印度	138, 802	136, 596	142, 219	130, 785	58, 797
印度尼西亚	58, 631	60, 884	60, 265	49, 397	22, 994
韩国	167, 349	163, 074	170, 943	144, 638	67, 248
墨西哥	90, 452	95, 302	102, 645	107, 826	50, 736
俄罗斯	80, 754	82, 281	78, 251	52, 370	22, 315
沙特阿拉伯	51, 740	54, 855	57, 488	53, 236	24, 834
南非	37, 803	39, 862	36, 368	30, 963	12, 422
土耳其	67, 686	70, 494	73, 229	65, 508	30, 569
E11	1, 247, 959	1, 281, 472	1, 279, 778	1, 081, 989	474, 113
进出口					
阿根廷	63, 115	66, 380	55, 301	51, 659	21, 490
巴西	172, 900	181, 548	168, 163	136, 805	58, 757
中国	764, 218	800, 714	816, 251	704, 473	314, 546
印度	191, 538	191, 675	201, 226	170, 301	76, 149
印度尼西亚	115, 990	115, 947	109, 362	90, 911	42, 936
韩国	374, 799	380, 710	387, 453	340, 777	151, 265
墨西哥	109, 965	116, 172	121, 356	124, 047	57, 269
俄罗斯	171, 147	170, 781	171, 425	123, 899	50, 325
沙特阿拉伯	186, 730	190, 281	183, 917	127, 664	58, 959
南非	57, 033	59, 177	53, 040	45, 133	18, 701
土耳其	84, 347	87, 641	88, 158	77, 820	35, 354
E11	2, 291, 782	2, 361, 027	2, 355, 652	1, 993, 489	885, 751

资料来源：IMF, DOT database, 2016 年 12 月。

分国别来看,由于经济规模差异较大和地理上相对分散等因素的影响,贸易联系不平衡是E11各国内部经济合作的主要特点之一。2015年,中国与其他E11国家之间的货物贸易额最高,为7,044.73亿美元;南非与其他E11国家之间的货物贸易额最低,为451.33亿美元。2016年上半年,中国、南非与其他E11国家之间的货物贸易额分别为3,145.46亿美元和187.01亿美元(见表5.7);在巴西、印度、印度尼西亚、韩国、

墨西哥、俄罗斯、沙特阿拉伯、南非和土耳其分别与其他E11国家的货物贸易中,中国的贸易额最大,分别为296.38亿美元、303.45亿美元、232.77亿美元、1,212.03亿美元、274.51亿美元、256.04亿美元、119.49亿美元、288.83亿美元和113.37亿美元;在阿根廷与其他E11国家的货物贸易中,巴西的贸易额最大,为109.52亿美元;在中国与其他E11国家的货物贸易中,韩国的贸易额最大,为1,024.02亿美元。

表 5.7 2016 年上半年 E11 国家之间货物贸易矩阵 单位: 百万美元

	阿根廷	巴西	中国	印度	印度尼西亚	韩国	墨西哥	俄罗斯	沙特阿拉伯	南非	土耳其	E11
出口												
阿根廷		4,329	1,199	899	446	252	393	325	210	342	135	8,530
巴西	6,158		18,817	944	1,007	1,439	1,999	1,028	1,315	438	848	33,993
中国	3,536	9,729		25,269	14,664	49,675	24,037	11,039	5,985	14,095	10,041	168,072
印度	248	1,056	4,108		1,529	1,544	1,600	2,672	1,482	932	2,180	17,352
印度尼西亚	102	512	7,028	5,208		4,002	585	994	308	535	668	19,942
韩国	511	1,998	57,303	5,535	3,377		5,476	4,204	522	2,039	3,052	84,017
墨西哥	709	1,319	2,304	602	33	1,055		89	51	253	118	6,533
俄罗斯	65	719	13,036	2,265	181	4,537	483		160	97	6,467	28,010
沙特阿拉伯	87	800	13,241	9,658	1,594	6,502	56	60		1,279	848	34,125
南非	64	163	3,017	1,510	111	568	82	176	210		379	6,279
土耳其	71	157	988	316	132	285	183	1,721	196	737		4,785
E11	11,550	20,780	121,041	52,207	23,074	69,859	34,895	22,309	10,438	20,748	24,737	411,638
进口												
阿根廷		6,618	4,300	273	129	545	780	71	96	72	78	12,960
巴西	4,794		12,400	806	642	2,209	1,739	911	880	198	186	24,764
中国	1,323	19,908		5,075	8,613	71,528	3,414	14,565	5,964	14,788	1,296	146,474
印度	991	1,183	27,552		6,182	5,948	842	10,624	2,628	2,457	390	58,797
印度尼西亚	524	1,116	13,800	1,681		3,587	52	1,753	110	226	144	22,994
韩国	288	1,826	45,098	1,837	4,634		1,425	7,152	687	3,951	350	67,248
墨西哥	432	2,506	36,487	2,354	729	7,009		729	62	82	346	50,736
俄罗斯	358	1,148	15,256	1,156	857	2,031	315		66	229	899	22,315
沙特阿拉伯	230	1,447	12,143	2,939	1,093	4,624	56	176		231	1,894	24,834
南非	363	589	6,784	1,696	351	607	253	140	1,407		235	12,422
土耳其	148	984	12,728	2,999	776	3,399	366	933	472	7,765		30,569
E11	9,450	37,324	186,549	20,816	24,006	101,487	9,243	37,054	12,372	29,997	5,816	474,114

续表

	阿根廷	巴西	中国	印度	印度尼西亚	韩国	墨西哥	俄罗斯	沙特阿拉伯	南非	土耳其	E11
进出口												
阿根廷		10,946	5,500	1,172	575	797	1,173	396	305	414	213	21,491
巴西	10,952		31,217	1,749	1,649	3,649	3,738	1,940	2,195	635	1,034	58,757
中国	4,859	29,638		30,345	23,277	121,203	27,451	25,604	11,949	28,883	11,337	314,546
印度	1,239	2,239	31,660		7,712	7,492	2,442	13,296	4,110	3,389	2,570	76,149
印度尼西亚	626	1,628	20,828	6,889		7,588	637	2,747	418	762	813	42,936
韩国	799	3,824	102,402	7,372	8,011		6,901	11,356	1,209	5,990	3,402	151,265
墨西哥	1,142	3,824	38,791	2,956	762	8,064		817	113	335	465	57,269
俄罗斯	422	1,867	28,292	3,421	1,038	6,568	798		226	327	7,365	50,325
沙特阿拉伯	318	2,247	25,384	12,597	2,687	11,126	113	236		1,509	2,742	58,959
南非	426	752	9,800	3,206	461	1,175	335	316	1,616		613	18,701
土耳其	219	1,141	13,716	3,315	908	3,684	548	2,654	668	8,502		35,355
E11	21,000	58,104	307,590	73,023	47,080	171,347	44,137	59,362	22,810	50,745	30,553	885,752

资料来源：IMF, DOT database, 2016 年 12 月。

从贸易份额来看，近年来 E11 内部贸易占 E11 对外贸易总额的比例持续下降。IMF 数据显示，2015 年 E11 内部贸易占 E11 对外贸易总额的比例为 23.3%，较 2014 年下降 0.5 个百分点（见表 5.8）。分国别来看，E11 在沙特阿拉伯、中国和南非对外贸易的

地位均有不同程度的下降，货物贸易份额分别较 2014 年下降 2.4 个、0.9 个和 0.6 个百分点；E11 在阿根廷的贸易份额上升幅度最大，为 2.6 个百分点。2016 年上半年，E11 内部贸易占 E11 对外贸易总额的比例较 2015 年进一步下降 0.4 个百分点至 22.9%。

表 5.8 2012—2016 年上半年 E11 内部贸易占 E11 对外贸易总额的比例变化

单位：%

	2012	2013	2014	2015	2016 年上半年
阿根廷	42.9	44.8	41.7	44.3	40.4
巴西	35.5	35.9	35.2	36.0	36.0
中国	19.8	19.2	19.0	18.1	18.0
印度	24.3	24.5	25.9	25.9	24.4
印度尼西亚	30.4	31.4	30.9	31.0	30.1
韩国	35.1	35.4	35.3	35.4	34.6
墨西哥	14.1	14.5	14.5	15.2	14.9
俄罗斯	20.3	20.3	21.9	23.6	24.1
沙特阿拉伯	36.1	37.2	35.9	33.5	35.3

续表

	2012	2013	2014	2015	2016 年上半年
南非	26.7	28.3	26.4	25.8	24.2
土耳其	21.7	21.7	22.1	22.2	20.6
E11	24.2	24.1	23.8	23.3	22.9

注：表中所列数据根据货物贸易数据计算而来。

资料来源：IMF, DOT database, 2016 年 12 月。

5.3.3 自贸区建设持续推进

2015 年 10 月，美国、日本、澳大利亚等 12 个国家成功结束跨太平洋伙伴关系协定（TPP）谈判，达成协定；2016 年 2 月，12 个成员国代表在新西兰奥克兰正式签署 TPP 协定。尽管 2017 年 1 月美国新总统特朗普上台后即宣布退出 TPP 协定，但 2009 年以来 TPP 谈判对新兴经济体对外经贸合作带来的潜在压力和挑战一直存在。正因如此，很多新兴经济体加快了对外自由贸易协定的谈判。

WTO 区域贸易协定数据库资料显示，2015—2016 年有 13 项签署并生效的双边和

多边贸易协定与 E11 有关，分别为韩国—加拿大自由贸易区协定、欧亚经济联盟协定、亚美尼亚加入欧亚经济联盟协定、塞舌尔加入南部非洲发展共同体协定、墨西哥—巴拿马自由贸易区协定、吉尔吉斯斯坦加入欧亚经济联盟协定、中国—澳大利亚自由贸易区协定、中国—韩国自由贸易区协定、韩国—新西兰自由贸易区协定、韩国—越南自由贸易区协定、太平洋联盟协定、韩国—哥伦比亚自由贸易区协定和土耳其—摩尔多瓦自由贸易区协定（见表 5.9）。贸易协定类型包括关税同盟（CU）、自由贸易协定（FTA）和经济一体化协定（EIA）等形式。

表 5.9 2015—2016 年 E11 国家签署并生效的贸易协定

序号	协定名称	覆盖范围	协定类型	生效日期
1	韩国—加拿大自由贸易区协定	货物与服务	自由贸易协定、经济一体化协定	2015 年 1 月 1 日
2	欧亚经济联盟协定	货物与服务	关税同盟、经济一体化协定	2015 年 1 月 1 日
3	亚美尼亚加入欧亚经济联盟协定	货物与服务	关税同盟、经济一体化协定	2015 年 1 月 2 日
4	塞舌尔加入南部非洲发展共同体协定	货物	自由贸易协定	2015 年 5 月 25 日
5	墨西哥—巴拿马自由贸易区协定	货物与服务	自由贸易协定、经济一体化协定	2015 年 7 月 1 日
6	吉尔吉斯斯坦加入欧亚经济联盟协定	货物与服务	关税同盟、经济一体化协定	2015 年 8 月 12 日
7	中国—澳大利亚自由贸易区协定	货物与服务	自由贸易协定、经济一体化协定	2015 年 12 月 20 日
8	中国—韩国自由贸易区协定	货物与服务	自由贸易协定、经济一体化协定	2015 年 12 月 20 日
9	韩国—新西兰自由贸易区协定	货物与服务	自由贸易协定、经济一体化协定	2015 年 12 月 20 日
10	韩国—越南自由贸易区协定	货物与服务	自由贸易协定、经济一体化协定	2015 年 12 月 20 日

续表

序号	协定名称	覆盖范围	协定类型	生效日期
11	太平洋联盟协定	货物与服务	自由贸易协定、经济一体化协定	2016 年 5 月 1 日
12	韩国—哥伦比亚自由贸易区协定	货物与服务	自由贸易协定、经济一体化协定	2016 年 7 月 15 日
13	土耳其—摩尔多瓦自由贸易区协定	货物	自由贸易协定	2016 年 11 月 1 日

注：欧亚经济联盟成员为白俄罗斯、哈萨克斯坦、俄罗斯、亚美尼亚、塔吉克斯坦和吉尔吉斯斯坦；南部非洲发展共同体成员为安哥拉、博茨瓦纳、刚果民主共和国、莱索托、马达加斯加、马拉维、毛里求斯、莫桑比克、纳米比亚、塞舌尔、南非、斯威士兰、坦桑尼亚、赞比亚和津巴布韦；太平洋联盟协定成员为智利、哥伦比亚、墨西哥和秘鲁。

资料来源：WTO，RTA database，2017 年 1 月。

## 第6章

# 国际直接投资

2015年，全球外国直接投资（FDI）流入大幅增长，并创2008年国际金融危机以来的最高水平。但与全球FDI增长形势不同，2015年E11的FDI流入和流出总体上仍延续了2014年的下降趋势。2016年，由于全球经济增长疲软以及世界贸易增长乏力，全球FDI流入大幅回落，新兴经济体的FDI增长表现更是堪忧。

### 6.1 投资增长大起大落

2015年，得益于全球跨境并购的大幅增长，全球FDI强劲复苏，扭转了此前三年的下跌趋势。但进入2016年，由于发达经济体经济下行、全球市场需求低迷以及地缘政治等影响，全球FDI未能维持2015年的增长势头，并可能出现大幅下滑。相对于发达经济体，新兴经济体的总体形势更为严峻，并且2015年E11的FDI甚至出现逆势下行。

#### 6.1.1 投资活动阴晴不定

联合国贸易和发展会议数据显示，2015年全球FDI总规模达1.76万亿美元，同比增长38.0%，其中超过一半以上投资流入发达经济体。由于欧美等发达经济体跨国企业为避税等目的进行大规模企业重组，跨境并购成为全球FDI增长的主要驱动力，为全球FDI贡献了约33个百分点的增长率。

在FDI流入方面，2015年发展与转型经济体的FDI规模延续了2014年的增长态势。联合国贸易和发展会议数据显示，2015年发展与转型经济体FDI流入额为7,997亿美元（见图6.1），创历史新高，较2014年增长5.9%，但流入规模不及发达经济体；同期发达经济体的FDI流入额为9,625亿美元，较2014年大幅增加84.4%，流入规模创2008年金融危机以来的最高水平，但仍未恢复至金融危机爆发前的水平。

在FDI流出方面，2015年发展与转型经济体的FDI规模达到4,091亿美元，较2014年大幅下降21.0%；同期，发达经济体的FDI规模为10,652亿美元，较上年增加33.0%，扭转了此前连续三年的下降趋势（见图6.2）。由此可见，新兴市场与发展中经济体在全球FDI中的地位面临严峻挑战。

进入2016年，全球FDI增长动力难以为继，上涨势头再度逆转。根据2017年1月联合国贸易和发展会议报告估算，2016年全球FDI流入额为1.525万亿美元，较2015年下降13%。其中，发达经济体FDI流入额为8,720亿美元，较2015年下降9%；发展中经济体FDI流入额为6,000亿美元，较2015年下降20%；转型经济体FDI流入额为520亿美元，较2015年增长38%。发达经济体在全球FDI流量中所占份额进一步提升，达到57%。美国仍是最大的



FDI 目的国，FDI 流入额约为 3,850 亿美元。2016 年全球跨境并购额较 2015 年增长 13%，达 8,310 亿美元（见表 6.1）。其中，发达经济体并购额增长 21%，达 7,790 亿美元；发展中经济体的跨境并购总额下降了

44%。2016 年全球绿地投资额较 2015 年增长 5%，达 8,100 亿美元。其中，发达经济体绿地投资额下降 12%；发展中经济体的跨境并购额上升了 19%。

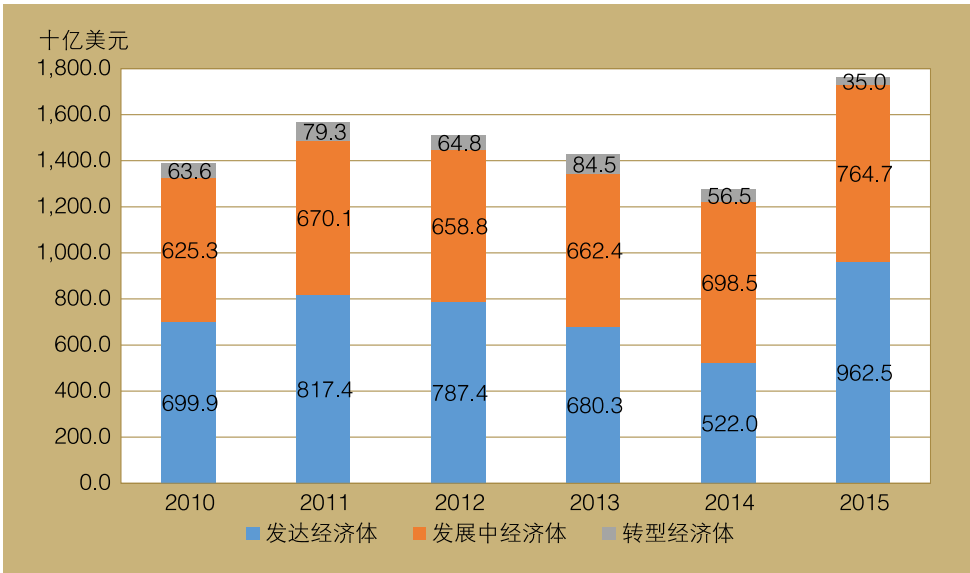


图 6.1 2010—2015 年全球 FDI 流入（流量）变化

资料来源：UNCTAD（2016a）。

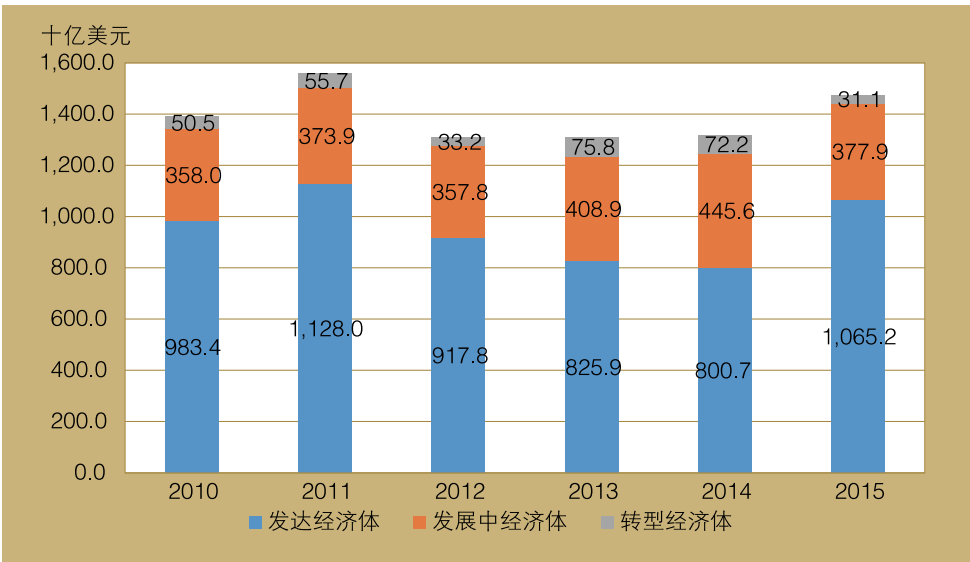


图 6.2 2010—2015 年全球 FDI 流出（流量）变化

资料来源：UNCTAD（2016a）。

表 6.1 2015—2016 年全球 FDI 流入、跨境并购和绿地投资

单位：十亿美元，%

地区	FDI 流入			跨境并购			绿地投资		
	2015	2016	增长率	2015	2016	增长率	2015	2016	增长率
全球	1,750	1,525	-13	735	831	13	769	810	5
发达经济体	963	872	-9	642	779	21	276	243	-12
欧盟	475	389	-18	268	359	34	161	139	-14
北美地区	391	414	6	318	365	15	85	68	-19
发展中经济体	749	600	-20	83	47	-44	455	540	19
非洲	54	51	-5	20	10	-53	68	103	52
拉美和加勒比地区	166	135	-19	11	3	-71	73	75	3
亚洲发展中经济体	527	413	-22	50	34	-32	314	361	15
转型经济体	38	52	38	10	5	-52	38	28	-26

注：2016 年数据为估计值。

资料来源：UNCTAD (2017)。

### 6.1.2 流量逆势下行

与全球 FDI 增长形势不同，2015 年 E11 的 FDI 流入和流出总体上仍延续了 2014 年的下降趋势。这既与经济增长放缓等宏观经济形势有关，也与投资回报率下降不无关联。联合国贸易和发展会议数据显示，2015 年 E11 的 FDI 流入总额为 3,432.02 亿美元（见表 6.2），较 2014 年下降 2.8%。其中，南非、俄罗斯、韩国和印度尼西亚的降幅较大，分别较 2014 年下降 69.3%、66.3%、45.6% 和 29.1%；而阿根廷、土耳其、印度和墨西哥分

别较 2014 年增加 130.1%、36.0%、27.8% 和 18.0%；中国较 2014 年增加 5.5%。2015 年 E11 的 FDI 流出总额为 2,234.39 亿美元，较 2014 年下降 16.1%。其中，俄罗斯、阿根廷、印度、南非和土耳其的降幅较大，分别较 2014 年下降 58.6%、40.7%、36.3%、30.3% 和 28.2%；而巴西较 2014 年增加了 37.7%；中国较 2014 年增加了 3.6%。由于 FDI 流出的大幅下降，2015 年 E11 的 FDI 净流入总额达到 1,197.63 亿美元，较 2014 年增加 38.1%，扭转了此前三年 FDI 净流入的下降趋势。

表 6.2 2011—2015 年 E11 国家 FDI 流量

单位：百万美元

	2011	2012	2013	2014	2015
流入					
阿根廷	10,840	15,324	9,822	5,065	11,655
巴西	96,152	76,098	53,060	73,086	64,648
中国	123,985	121,080	123,911	128,500	135,610
印度	36,190	24,196	28,199	34,582	44,208
印度尼西亚	19,241	19,138	18,817	21,866	15,508
韩国	9,773	9,496	12,767	9,274	5,042
墨西哥	23,649	20,437	45,855	25,675	30,285

续表

	2011	2012	2013	2014	2015
俄罗斯	36,868	30,188	53,397	29,152	9,825
沙特阿拉伯	16,308	12,182	8,865	8,012	8,141
南非	4,243	4,559	8,300	5,771	1,772
土耳其	16,142	13,284	12,284	12,134	16,508
E11	393,392	345,981	375,276	353,116	343,202
流出					
阿根廷	1,488	1,055	890	1,921	1,139
巴西	11,062	-5,301	-1,180	2,230	3,072
中国	74,654	87,804	107,844	123,120	127,560
印度	12,456	8,486	1,679	11,783	7,501
印度尼西亚	7,713	5,422	6,647	7,077	6,250
韩国	29,705	30,632	28,360	28,039	27,640
墨西哥	12,636	22,470	13,138	8,304	8,072
俄罗斯	48,635	28,423	70,685	64,203	26,558
沙特阿拉伯	3,430	4,402	4,943	5,396	5,520
南非	-257	2,988	6,649	7,669	5,349
土耳其	2,330	4,105	3,527	6,658	4,778
E11	203,852	190,484	243,181	266,401	223,439
净流入					
阿根廷	9,352	14,269	8,932	3,145	10,516
巴西	85,091	81,399	54,240	70,855	61,576
中国	49,331	33,276	16,067	5,380	8,050
印度	23,734	15,710	26,521	22,799	36,707
印度尼西亚	11,528	13,716	12,170	14,788	9,259
韩国	-19,932	-21,136	-15,593	-18,766	-22,598
墨西哥	11,013	-2,033	32,716	17,371	22,212
俄罗斯	-11,767	1,765	-17,288	-35,051	-16,733
沙特阿拉伯	12,878	7,781	3,921	2,616	2,621
南非	4,500	1,571	1,651	-1,899	-3,576
土耳其	13,812	9,179	8,757	5,476	11,730
E11	189,540	155,498	132,094	86,715	119,763

资料来源：UNCTAD，2016 年 12 月。

2016 年，经济增长放缓以及大宗商品价格低迷对流入新兴市场与发展中经济体的

FDI 造成了较大的影响。联合国贸易和发展会议估计数据显示，2016 年发展中经济体

FDI 流入量总体下降了 20%。其中,流入拉美和加勒比地区以及亚洲发展中经济体的 FDI 分别下降 22%和 19%。2016 年发展中经济体的跨境并购普遍下降,总额下降了 44%,但由于少数经济体的一些大型投资项目的推动,发展中经济体绿地投资额上升了 19%。分国别来看,2016 年流入韩国、俄罗斯、南非和中国等经济体的 FDI 较 2015 年有不同程度提升;流入墨西哥、土耳其和印度等经济体的 FDI 有所下降。2016 年,韩国的 FDI 流入量从 2015 年的 40 亿美元上升到 94 亿美元。由于国有资产的私有化,2016 年流入俄罗斯的 FDI 较 2015 年增加 62%至 190 亿美元。俄罗斯政府以 110 亿美元向瑞士嘉能可 (Glencore) 公司及卡塔尔主权基金组成的财团出售国有石油公司俄罗斯石油公司 (Rosneft) 19.5%的股权。同期,流入南非的 FDI 增加了 38%,为 24 亿美元;中国的 FDI 流入上升 2.3%至 1,390 亿美元的新高。2016 年,流入印度的 FDI 下降了 5%,约为 420 亿美元;巴西从 2015 年的 650 亿美元下降到约 500 亿美元;流入墨西哥的 FDI 减少了 20%,从 2015 年的

330 亿美元减至 260 亿美元。

### 6.1.3 份额大幅下降

从 FDI 流量来看,无论是流入还是流出,E11 占全球 FDI 的份额改变了 2013 年以来的上升趋势,出现大幅下降。联合国贸易和发展会议数据显示,2015 年 E11 占全球 FDI 流入的份额为 19.5%,较 2014 年下降 8.2 个百分点;E11 占全球 FDI 流出的份额为 15.2%,较 2014 年下降 5.0 个百分点 (见图 6.3)。此前两年 E11 的 FDI 规模在全球占比持续上升势头开始发生逆转,这表明 E11 在全球 FDI 中的地位有所下降。联合国贸易和发展会议估计数据显示,在 2016 年全球前十大外资目的地中,E11 仅占三席,其中中国居第三位;巴西居第六位,较 2015 年上升两位;印度居第十位,较 2015 年下降三位。其他经济体分别为美国 (3,850 亿美元,第一位)、英国 (1,790 亿美元,第二位)、中国香港 (920 亿美元,第四位)、新加坡 (500 亿美元,第五位)、法国 (460 亿美元,第七位)、荷兰 (460 亿美元,第八位) 和澳大利亚 (440 亿美元,第九位)。

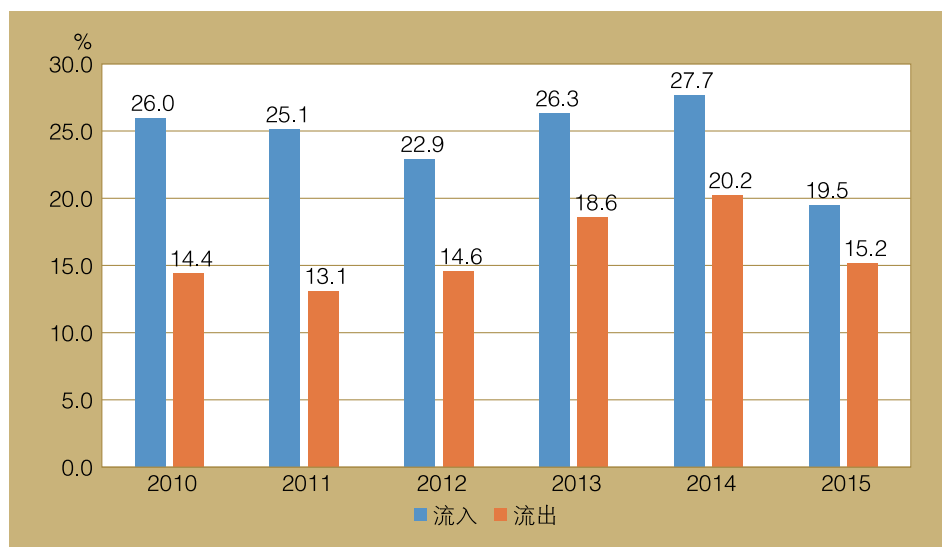


图 6.3 2010—2015 年 E11 占全球 FDI 流入和流出的比例变化

资料来源: UNCTAD, 2016 年 12 月。

从 FDI 的存量来看，无论是流入还是流出，E11 与 G20 发达国家成员之间的规模差距有所扩大。联合国贸易和发展会议数据显示，2015 年 E11 的 FDI 流入存量为 36,552.81 亿美元（见表 6.3），与 G20 中 8 个发达国家的 FDI 规模相差 70,828.37 亿美元，2010 年这一差距为 49,313.32 亿美元；2015 年 E11 的 FDI 流出存量为 23,511.24 亿美元，与 G20 中 8 个发达国家的 FDI 规模相差 11.46 万亿美元，2010 年这一差距为 10.36 万亿美元。但从 E11 与 G20 中 8 个发达国家的 FDI 比例来看，E11

的 FDI 流出表现较好。2015 年，E11 的 FDI 流出存量占 G20 中 8 个发达国家的 FDI 流出存量的比例为 17.0%，较 2010 年上升了 5.6 个百分点。在中美的 FDI 规模对比中，中国继续保持了上升势头。2015 年中国的 FDI 流入存量达到 12,209.03 亿美元，相当于美国的 21.8%，2000 年和 2010 年这一比例分别为 6.9% 和 17.2%；2015 年中国的 FDI 流出存量达到 10,102.02 亿美元，相当于美国的 16.9%，而 2010 年中国 FDI 流出存量仅相当于美国的 6.6%。

表 6.3 2000—2015 年 G20 国家 FDI 存量 单位：百万美元

	流入			流出		
	2000	2010	2015	2000	2010	2015
阿根廷	67,601	87,552	93,871	21,141	30,328	37,289
巴西	122,250	640,334	485,998	51,946	149,337	181,447
中国	193,348	587,817	1,220,903	27,768	317,211	1,010,202
印度	16,339	205,580	282,273	1,733	96,901	138,967
印度尼西亚	n. a.	160,735	224,843	n. a.	6,672	30,171
韩国	43,738	135,500	174,573	21,497	144,032	278,395
墨西哥	121,691	363,791	419,956	8,273	121,557	151,924
俄罗斯	29,738	464,228	258,402	19,211	336,355	251,979
沙特阿拉伯	17,577	176,378	224,050	5,285	26,528	63,251
南非	43,451	179,565	124,940	27,328	83,249	162,841
土耳其	18,812	187,151	145,471	3,668	22,509	44,656
E11	674,545	3,188,631	3,655,281	187,851	1,334,678	2,351,124
澳大利亚	121,686	527,064	537,351	92,508	449,740	396,431
加拿大	325,020	983,889	756,038	442,623	998,466	1,078,333
法国	184,215	630,710	772,030	365,871	1,172,994	1,314,158
德国	470,938	955,881	1,121,288	483,946	1,364,565	1,812,469
意大利	122,533	328,058	335,335	169,957	491,208	466,594
日本	50322	214,880	170,698	278,442	831,076	1,226,554
英国	463,134	1,057,188	1,457,408	923,367	1,574,707	1,538,133
美国	2,783,235	3,422,293	5,587,969	2,694,014	4,809,587	5,982,787
发达国家成员	4,521,083	8,119,963	10,738,117	5,450,728	11,692,343	13,815,459

注：“n. a.”表示数据不详；2000 年加总数据不包括数据不详的国家。

资料来源：UNCTAD，2016 年 12 月。

## 6.2 投资促进政策砥砺前行

2015年以来，E11各经济体投资自由化政策持续推进，并签署了新的双边投资协定以及与投资相关的经济合作协定，投资环境得到进一步改善。与此同时，出于保护国内相关产业的目的，部分国家仍在推出新的投资限制措施。

### 6.2.1 投资政策环境有所改善

2016年9月，G20杭州峰会批准的《G20全球投资政策指导原则》为新形势下推动国际投资合作建立了新的制度框架，在国际投资领域具有里程碑意义。《G20全球投资政策指导原则》是国际社会首次在多边机制内就全球投资规则达成框架性原则。它提出的国际投资政策的九条原则，涵盖了国

际投资体制的所有核心要素，为形成面向未来的全球多边投资框架奠定了坚实基础。此外，从各国出台的投资政策来看，全球投资环境正朝着更加自由化的方向发展。2015年，全球新增政策措施较2014年有所增加，并且投资自由化和促进政策的占比显著提高。根据联合国贸易和发展会议报告，2015年全球至少有46个经济体发布了96项涉及FDI的政策，涉及国家与政策变化数量分别较2014年上升12.2%和33.3%。2015年新增的96项政策措施中，有71项为投资自由化和促进措施，占比为74.0%，较2014年增加1.7个百分点，创2007年以来最高水平；13项为投资限制性和监管措施，占比为13.5%；12项为中性政策措施，占比为12.5%（见图6.4）。

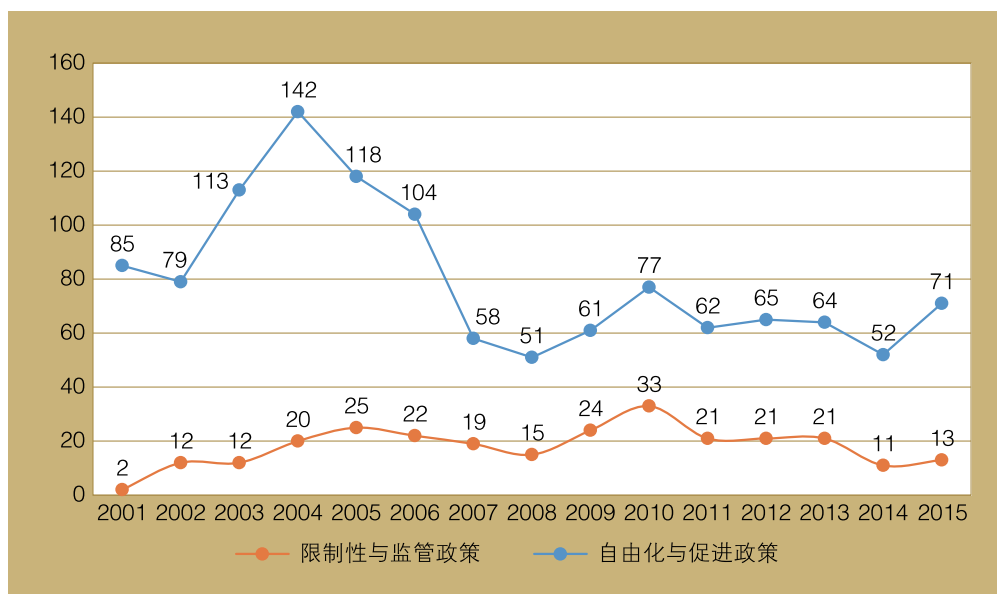


图 6.4 2001—2015 年全球投资政策变化情况

资料来源：UNCTAD（2016b）。

但是，全球主要经济体执行中的 FDI 干预政策仍以限制性政策为主。伊文奈特（Evenett）和弗里茨（Fritz）的研究显示，截至 2016 年 10 月，G20 中的 19 个国家正在执行的市场扭曲措施以及减少市场扭曲的措施分别为 3,919 项和 734 项（见表 6.4）。

其中，E11 各国执行中的市场扭曲措施为 2,032 项，平均每个国家 184.7 项；G20 发达国家成员执行中的市场扭曲措施分别为 1,887 项，平均每个国家 235.9 项。E11 各国和 G20 发达国家成员执行中的减少市场扭曲的措施分别为 535 项和 199 项，平均每

个国家分别为 48.6 项和 24.9 项。可见，发达经济体是投资保护主义的主要推动者。分行业来看，金融服务、陆路运输服务、房地产服务、航空运输、水运服务、邮政和电

信、基本化学品、农产品、原油和天然气、电动机械 10 个行业最易受到投资限制措施的影响。

表 6.4 G20 国家的 FDI 干预政策

单位：%

实施国家	执行中的市场扭曲措施				执行中的减少市场扭曲的措施			
	传统进口壁垒	本地化要求	贸易扭曲补贴	总计	传统进口壁垒	本地化要求	贸易扭曲补贴	总计
阿根廷	232	16	26	274	26	0	2	28
巴西	146	54	40	240	100	1	0	101
中国	87	12	19	118	38	4	1	43
印度	230	131	33	394	83	4	0	87
印度尼西亚	80	26	21	127	41	1	3	45
韩国	26	2	12	40	7	0	0	7
墨西哥	81	4	5	90	20	0	0	20
俄罗斯	96	35	217	348	102	0	0	102
沙特阿拉伯	9	28	130	167	1	0	0	1
南非	76	6	5	87	81	0	0	81
土耳其	141	6	0	147	20	0	0	20
E11	1,204	320	508	2,032	519	10	6	535
澳大利亚	55	10	8	73	4	0	0	4
加拿大	52	7	28	87	9	0	1	10
法国	130	4	51	185	27	0	1	28
德国	128	20	58	206	27	0	1	28
意大利	129	3	47	179	27	0	1	28
日本	7	2	84	93	4	0	0	4
英国	128	20	43	191	27	0	1	28
美国	217	164	492	873	44	23	2	69
发达国家成员	846	230	811	1,887	169	23	7	199
总计	2,050	550	1,319	3,919	688	33	13	734

资料来源：Simon J. Evenett and Johannes Fritz (2016)。

### 6.2.2 国际投资制度化建设稳步向前

作为国际投资体系的主要支撑，国际投资协定（IIA）能够减少或消除掣肘国家之

间相互投资的制度性障碍，从而推进国际投资的自由化与便利化。联合国贸易和发展会议以及经济合作与发展组织报告显示，截至



2015年，G20国家成员执行中的国际投资协定（IIA）达1,815项，其中双边投资协定1,263项，其他投资协定551项。<sup>1</sup>E11总

计有856项国际投资协定正在实施，平均每个国家77.8项；G20发达国家成员总计950项，平均每个国家118.8项（见表6.5）。

表 6.5 G20 国家国际投资协定数目

国别	双边投资协定			其他国际投资协定			国际投资协定
	终止 <sup>a</sup>	废除 <sup>a</sup>	小计 <sup>b</sup>	终止 <sup>a</sup>	废除 <sup>a</sup>	小计 <sup>b</sup>	总计 <sup>b</sup>
阿根廷	0	0	55	1	0	16	71
巴西	1	0	20	1	0	17	37
中国	0	0	129	0	0	19	148
印度	0	1	82	0	0	13	95
印度尼西亚	0	7	46	0	0	16	62
韩国	0	0	93	0	0	19	112
墨西哥	0	0	33	1	0	17	50
俄罗斯	2	0	78	0	0	6	84
沙特阿拉伯	0	0	23	0	0	13	36
南非	0	0	40	1	0	11	52
土耳其	3	1	97	1	0	21	118
E11	6	9	696	5	0	168	865
澳大利亚	0	0	21	1	0	18	39
加拿大	2	0	39	1	0	19	58
法国	0	0	104	2	0	65	169
德国	0	0	135	2	0	65	200
意大利	0	0	88	2	1	64	152
日本	2	0	28	1	0	20	48
英国	0	0	106	2	0	65	171
美国	0	0	46	2	0	67	113
发达国家成员	4	0	567	13	1	383	950

注：a 为 2015 年 10 月 16 日至 2016 年 10 月 14 日期间，b 为截至 2016 年 10 月 14 日。

资料来源：OECD and UNCTAD (2016a)，OECD and UNCTAD (2016b)。

2015—2016 年，E11 国家签署了 16 项双边投资协定，并且全部面向新兴市场与发展中国家。其中，E11 内部签署双边投资协定 2 项，分别为中国—土耳其、巴西—墨西哥双边投资协定；巴西分别与智利、哥伦比亚、马拉维、安哥拉、莫桑比克签署双边投

资协定 5 项，土耳其分别与格鲁吉亚、索马里、加纳、科特迪瓦签署双边投资协定 4 项，俄罗斯分别与摩洛哥、柬埔寨签署双边投资协定 2 项，墨西哥分别与阿联酋、海地签署双边投资协定 2 项，阿根廷与卡塔尔签署双边投资协定 1 项（见表 6.6）。

1. 其他国际投资协定是指除了双边投资协定之外的其他涉及投资相关条款的协定。

表 6.6 2015—2016 年 E11 国家签署或续签的双边投资协定

序号	协定名称	签署日期
1	阿根廷—卡塔尔 BIT (2016)	2016 年 11 月 6 日
2	土耳其—格鲁吉亚 BIT (2016)	2016 年 7 月 19 日
3	土耳其—索马里 BIT (2016)	2016 年 6 月 1 日
4	俄罗斯—摩洛哥 BIT (2016)	2016 年 3 月 15 日
5	土耳其—加纳 BIT (2016)	2016 年 3 月 1 日
6	土耳其—科特迪瓦 BIT (2016)	2016 年 2 月 29 日
7	巴西—智利 BIT (2015)	2015 年 11 月 24 日
8	巴西—哥伦比亚 BIT (2015)	2015 年 10 月 9 日
9	墨西哥—阿联酋 BIT (2015)	2015 年 9 月 3 日
10	中国—土耳其 BIT (2015)	2015 年 7 月 29 日
11	巴西—马拉维 BIT (2015)	2015 年 6 月 25 日
12	巴西—墨西哥 BIT (2015)	2015 年 5 月 26 日
13	墨西哥—海地 BIT (2015)	2015 年 5 月 7 日
14	巴西—安哥拉 BIT (2015)	2015 年 4 月 1 日
15	巴西—莫桑比克 BIT (2015)	2015 年 3 月 30 日
16	俄罗斯—柬埔寨 BIT	2015 年 3 月 3 日

资料来源：UNCTADSTAT，2017 年 1 月。

2015—2016 年，全球有 9 项新签署的其他投资协定涉及 E11 中的阿根廷、巴西、中国、韩国、墨西哥等国，8 项新生效的其他投资协定涉及 E11 中的阿根廷、中国、韩国、墨西哥和俄罗斯等国（见表 6.7）。太平洋联盟、欧亚经济联盟、韩国—加拿大自由贸易

协定（FTA）、中国—韩国自由贸易协定、中国—澳大利亚自由贸易协定、韩国—新西兰自由贸易协定、韩国—越南自由贸易协定、阿根廷—美国贸易和投资框架协议（TIFA）的生效为促进 E11 内部以及相关 E11 国家对外投资合作提供了新的制度性保障。

表 6.7 2015—2016 年 E11 国家签署或生效的其他投资协定

序号	协定名称	签署日期	生效日期
1	巴西—秘鲁 ETEA (2016)	2016 年 4 月 29 日	
2	阿根廷—美国 TIFA	2016 年 3 月 23 日	2016 年 3 月 23 日
3	TPP	2016 年 2 月 4 日	
4	土耳其—新加坡 FTA	2015 年 11 月 14 日	
5	中国—澳大利亚 FTA	2015 年 6 月 17 日	2015 年 12 月 20 日
6	中国—韩国 FTA	2015 年 6 月 1 日	2015 年 12 月 20 日
7	韩国—越南 FTA	2015 年 5 月 5 日	2015 年 12 月 20 日

续表

序号	协定名称	签署日期	生效日期
8	韩国—新西兰 FTA	2015 年 3 月 23 日	2015 年 12 月 20 日
9	韩国—土耳其 FTA 框架下投资协议（2015）	2015 年 2 月 26 日	
10	韩国—加拿大 FTA	2014 年 9 月 22 日	2015 年 1 月 1 日
11	欧亚经济联盟协定（2014）	2014 年 5 月 29 日	2015 年 1 月 1 日
12	太平洋联盟贸易协定	2014 年 2 月 10 日	2015 年 5 月 1 日

资料来源：UNCTADSTAT，2017 年 1 月。



## 第7章

# 大宗商品

2016年，国际大宗商品价格在波动中恢复上涨态势。上半年商品研究所（CRB）指数<sup>1</sup>快速上行，由年初的370点左右上升至6月的420点左右。6月至10月经历了回调，一度下探至400点左右。自10月下旬起再度上行并突破年中的高点，到2017年1月上旬超过430点。整体来看，经过2016年一年的时间，

国际大宗商品价格已恢复至2015年年初的水平，形成了以2016年年初为谷底的反转态势。从更长的观察窗口看，2016年的复苏可能意味着国际大宗商品价格走完了始于2011年第二季度、特别是2014年第二季度的下行通道，开启了触底反弹的新周期（见图7.1）。

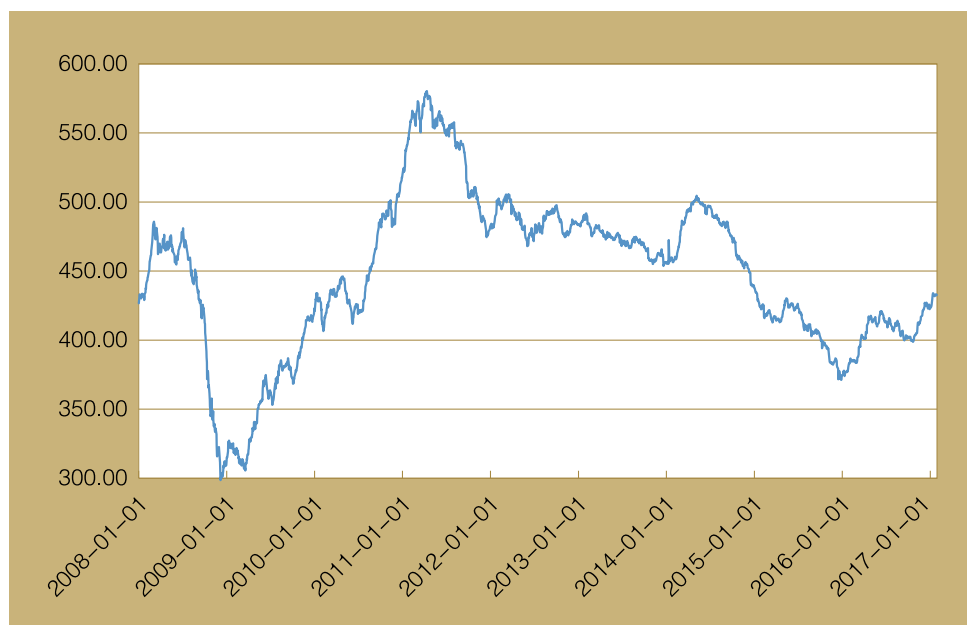


图 7.1 2008—2017 年 CRB 指数

资料来源：万得数据库，2017 年 1 月。

1. 商品研究所（CRB）指数涵盖了包括农产品、能源类和金属类的 19 种大宗商品加权价格，总体反映世界大宗商品价格的动态信息，被广泛运用于观察和分析商品市场的价格波动和宏观经济波动。

## 7.1 推动大宗商品价格回升

2016 年原油、天然气、煤炭、金属和贵金属等大宗商品价格均出现反弹。在 E11 积极参与推动石油限产协议达成、美国经济复苏等因素影响下，预计 2017 年能源等大宗商品价格将延续上升趋势。

### 7.1.1 原油价格波动上涨

国际市场原油价格在 2016 年 1 月中旬

跌破 30 美元/桶，其后触底回升，全年呈上升态势。英国布伦特原油 2016 年 12 月末的现货价为 54.94 美元/桶，较 2015 年同期上涨了 53.7%；美国西德克萨斯中级轻质原油（WTI）2016 年 12 月末的现货价为 53.72 美元/桶，较 2015 年同期上涨了 42.9%；迪拜原油中东离岸价 2016 年 12 月末为 53.99 美元/桶，较 2015 年同期上涨了 68.0%（见图 7.2）。

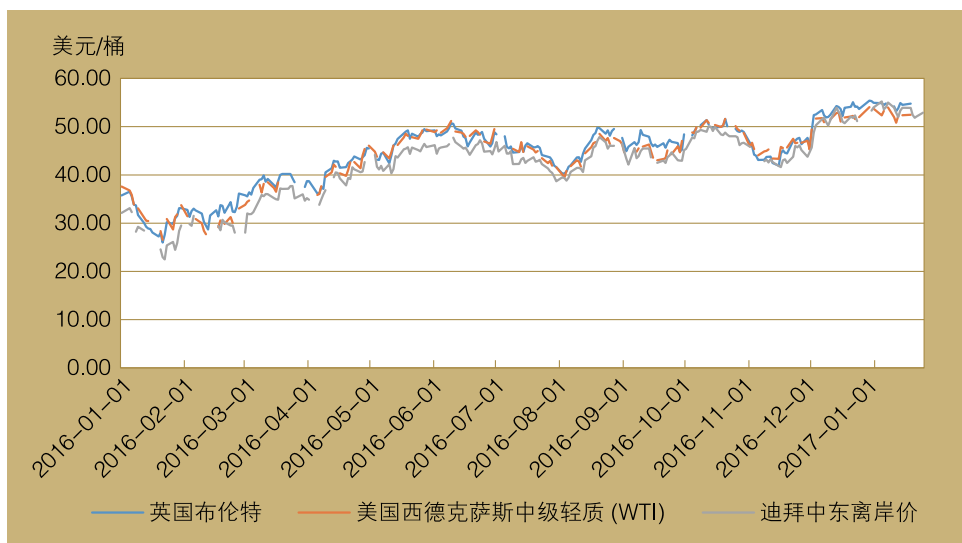


图 7.2 2016—2017 年国际原油现货价格

资料来源：万得数据库，2017 年 1 月。

美元是影响油价的重要因素。作为石油计价货币，美元走强通常意味着油价下行。从历史数据来看，美元指数走势与原油价格往往呈现负相关。也曾有几个阶段出现了美元与油价双双上涨的情况。例如，1979—1980 年、1999—2000 年和 2004—2005 年就曾出现同步上涨（见图 7.3）。但这对世界经济并非幸事，随后的 1980—1982 年、2000—2001 年、2007—2009 年均出现了世界性的经济危机。因为美元走强导致其他国家资本外流冲击了增长，油价上涨又推升了通胀，容易出现滞胀或造成资产价格泡沫破灭。2015 年 12 月和 2016 年 12 月，美联储

两次加息，2017 年预计还有加息举措，美元汇率进入上行通道，而 2016 年以来油价也开始回升，再次出现美元与油价同步上涨的现象。尽管不能由此得出即将再次发生世界经济危机的结论，但有必要密切关注风险信号，防患于未然。

驱动油价与美元升息周期带来的下行压力逆向而行的是供需基本面的力量。从 2016 年第二季度起，世界原油供给明显大于需求的状况有所改变，第三季度原油需求甚至还超过供给 0.13 百万桶/日。供需格局逆转推高了原油价格。2017 年，需求超过供给的局面将得以延续。从供给方面看，经过

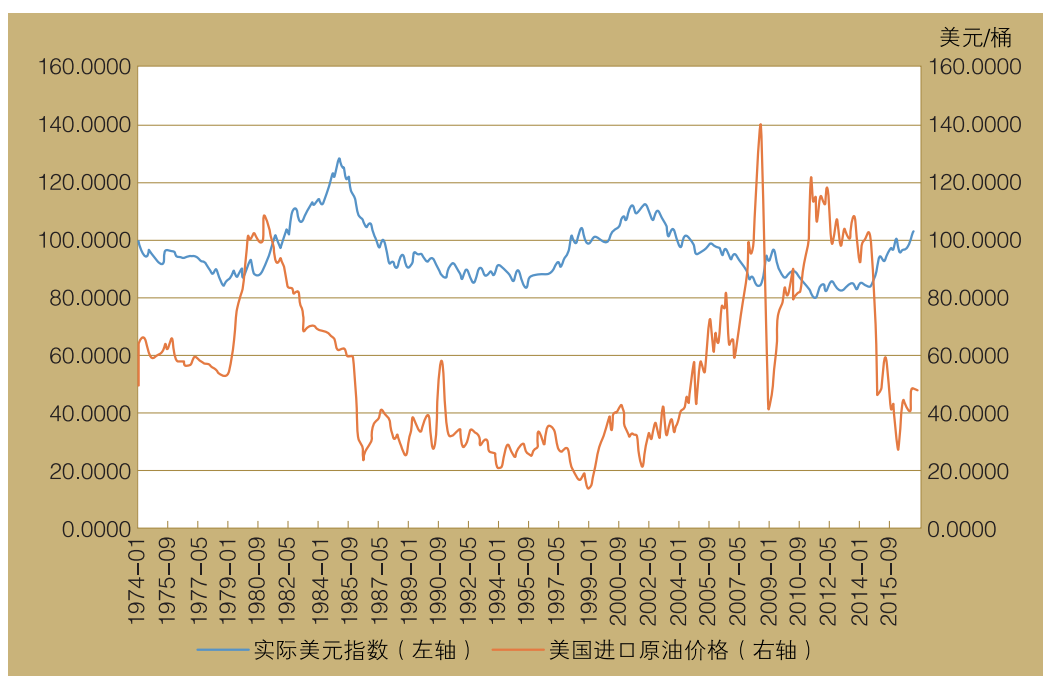


图 7.3 1974—2017 年美国进口原油价格与实际美元指数

资料来源：万得数据库，2017 年 1 月。

反复多次讨论，沙特阿拉伯、伊朗和俄罗斯终于在 2016 年年底同其他产油国达成限产协议。2016 年 11 月 30 日在欧佩克第 171 届部长级会议上，沙特阿拉伯以减产 48.6 万桶/日为代价，换取伊朗承诺在达到 380 万桶/日后不再增产，以及俄罗斯承诺 2017 年上半年将逐渐减产 30 万桶/日，最终石油输出国组织（OPEC）各成员国决定削减日产量 120 万桶，随后非 OPEC 国家也同意日产量减产 55.8 万桶，并决定 2017 年 1 月 1 日起正式实施减产协议。从需求方面看，受低油价影响，2016 年全球原油需求温和上涨，全年世界原油需求同比增长约 160 万桶/日。世界银行集团 2017 年 1 月发布的《大宗商品市场展望》（Commodity Markets Outlook）预计，2017 年世界原油需求将增长 130 万桶/日至 9,780 万桶/日。<sup>1</sup> 供给削减而需求稳步增长，这将对

原油价格提供有力的支撑（见图 7.4）。

### 7.1.2 天然气价格出现反弹

2016 年第一季度世界天然气价格触底，走出了 2015 年年初以来的下跌趋势。从第二季度起欧洲、美国和日本的自然气价格均呈上行趋势。俄罗斯输往欧洲的天然气价格由 2016 年 1 月的 5.09 美元/百万英热单位下探至 2016 年 5 月的 3.99 美元/百万英热单位，到 12 月回升至 5.16 美元/百万英热单位，全年上涨 1.4%。印度尼西亚输往日本的天然气价格由 2016 年 1 月的 8.46 美元/百万英热单位下探至 4 月的 6.68 美元/百万英热单位，到 12 月回升至 8.50 美元/百万英热单位，全年微涨 0.5%。美国路易斯安那州亨利港的天然气价格由 2016 年 1 月的 2.27 美元/百万英热单位下探至 3 月的 1.70 美元/百万英热单位，到 12 月回升至 3.58 美元/百万英热单位，全年上涨 57.5%（见图 7.5）。

1. World Bank Group. Commodity Markets Outlook, January 2017 : Investment Weakness in Commodity Exporting Countries. World Bank, Washington, DC, 2017.



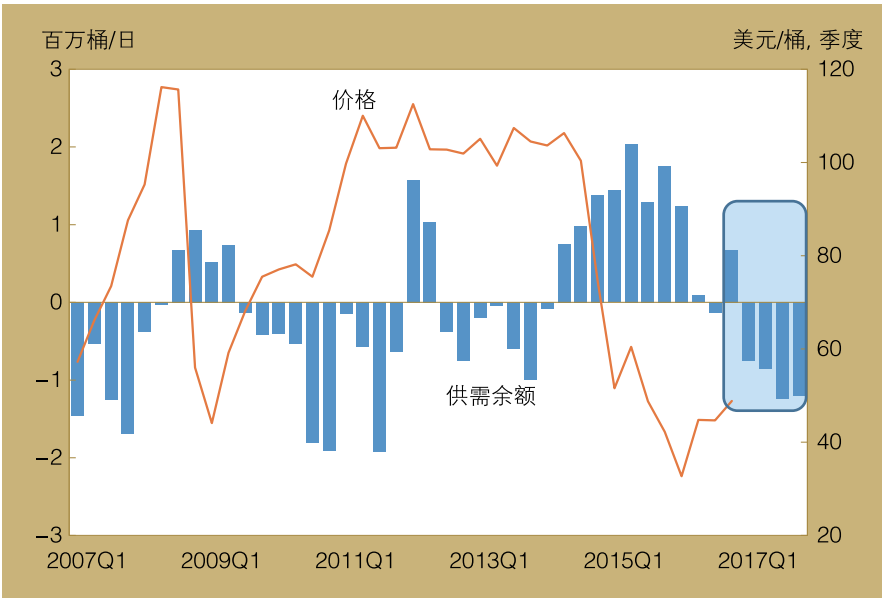


图 7.4 2007—2017 年世界原油价格和供需余额

注：供需余额指世界原油供给减去需求的差额。  
资料来源：世界银行，《大宗商品市场展望》，2017 年 1 月。

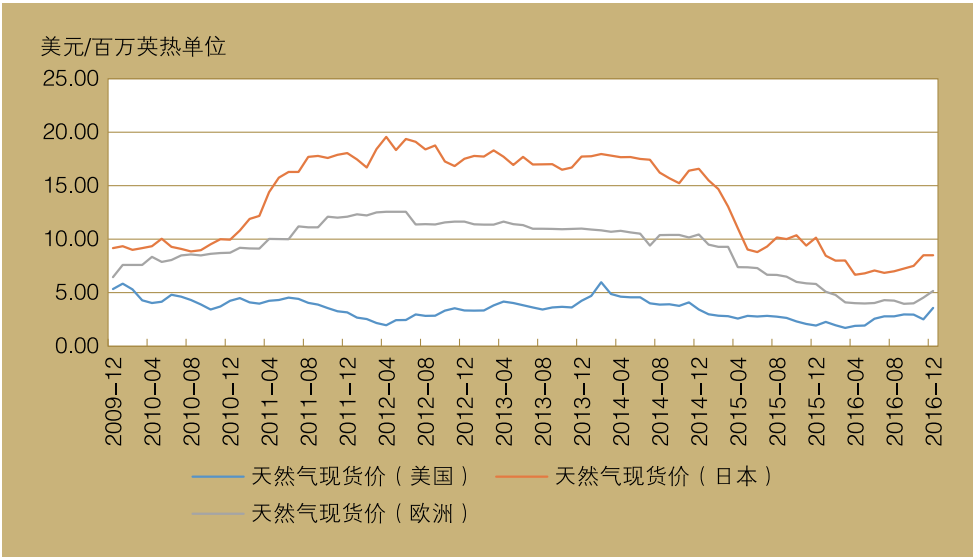


图 7.5 2009—2017 年欧洲、美国和日本市场天然气价格

资料来源：万得数据库，2017 年 1 月。

世界各国对天然气的消费增加支持了天然气价格反弹。2016 年第二季度、第三季度，OECD 国家天然气消费量从

2015 年第四季度、2016 年第一季度的同比负增长中走出，分别增长了 4.7% 和 3.5%（见图 7.6）。

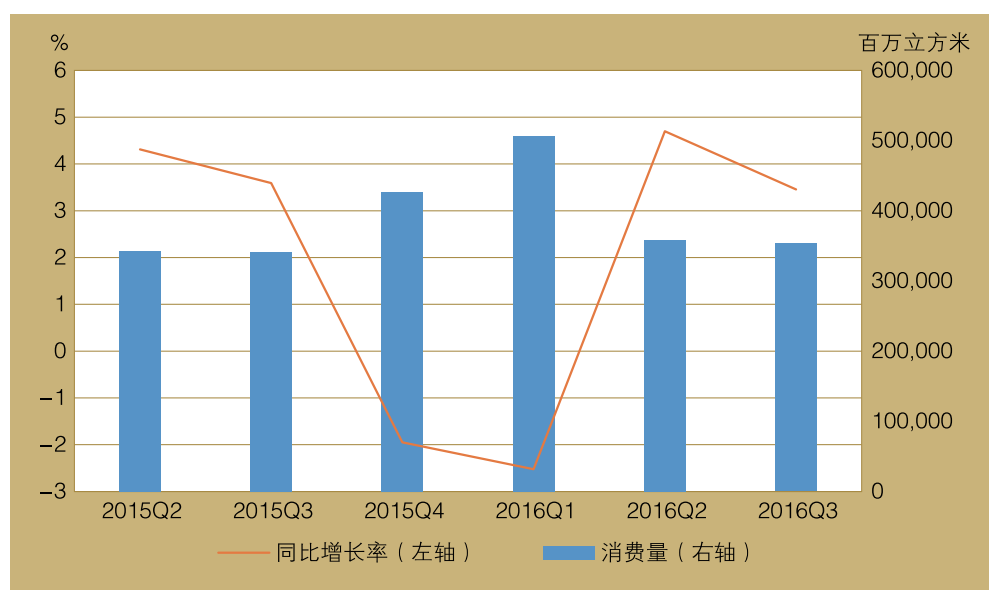


图 7.6 2015 年第二季度—2016 年第三季度 OECD 国家天然气消费量及同比增长率

资料来源：万得数据库，2017 年 1 月。

2017 年天然气价格仍将延续上涨趋势。世界银行集团预计，2017 年美国市场的天然气价格受国内需求强劲、出口提升及生产下降影响将上涨 20%，欧洲市场天然气价格将上涨 10%，日本市场天然气价格预计上涨 5%，整体来看全球天然气价格将上涨约 15%。<sup>1</sup>

### 7.1.3 煤炭价格触底反弹

国际煤炭价格在 2016 年上半年触底，并于下半年开始迅速反弹。澳大利亚动力煤价格自 2011 年 1 月的 141.94 美元/吨下降至 2015 年 12 月的 56.04 美元/吨，下跌了 60.5%。到 2016 年 6 月仍仅为 56.97 美元/吨，但到 12 月上涨至 92.74 美元/吨，并一度在 11 月突破一百美元达到 107.14 美元/吨。印度尼西亚基准煤价格自 2011 年 2 月的 127.50 美元/吨下降至 2016 年 1 月的 53.20 美元/吨，下跌了 58.3%。到 2016 年 6 月甚至进一步下跌至 51.81 美元/吨，但到 12 月大幅上升至 101.70 美元/吨（见图 7.7）。

中国是全世界最大的煤炭消费国和生产

国，其对煤炭的需求及生产政策的变化对煤炭价格影响很大。近年来，中国政府采取了削减煤炭产能的行业政策，2016 年这一政策有所加码（见图 7.8）。2 月，中国国务院发布《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，要求全国所有煤矿的生产能力以每年 276 个工作日代替此前的 330 个工作日重新核定，相比过去一贯的全年 330 个工作日产量下调了 16%。此举造成中国 2016 年煤炭各月产量均出现比较严重的同比负增长，4—10 月同比负增长都在 10% 以上（见图 7.9）。

由于火电、供暖等行业引致的对煤炭的需求居高不下，在国内产能受限的条件下中国不得不增加煤炭进口。2016 年 12 月，煤进口数量同比增长 36.7%，同期煤进口金额同比增长了 142.1%（见图 7.10）。煤炭价格的急剧上升引起决策者关注。2016 年 11 月，中国国家发展与改革委员会召开会议，取消了以每年 276 个工作日代替 330 个工作日的限制。

1. World Bank Group. Commodity Markets Outlook, January 2017 : Investment Weakness in Commodity Exporting Countries. World Bank, Washington, DC, 2017.

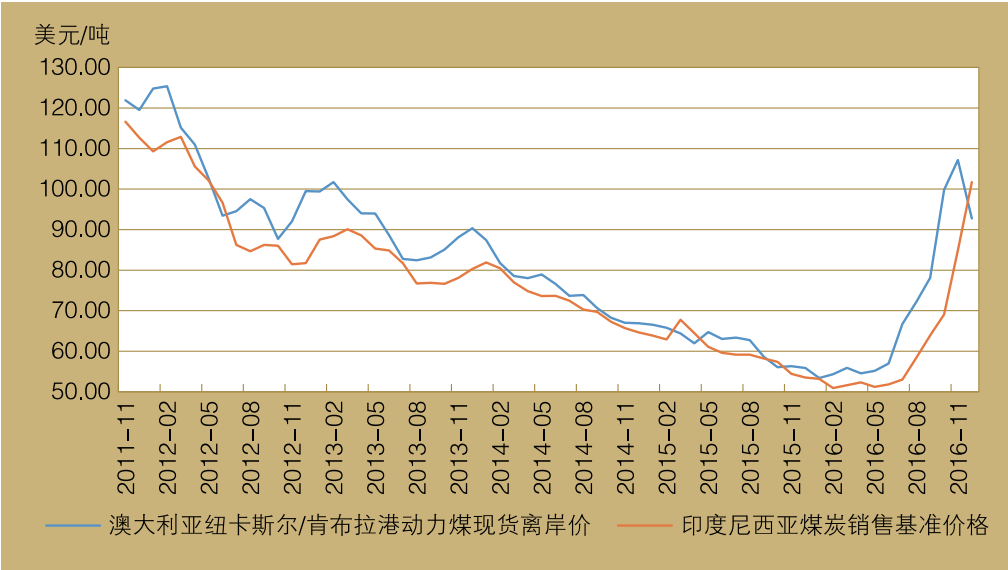


图 7.7 2011—2017 年国际煤炭价格迅速反弹

资料来源：万得数据库，2017 年 2 月。

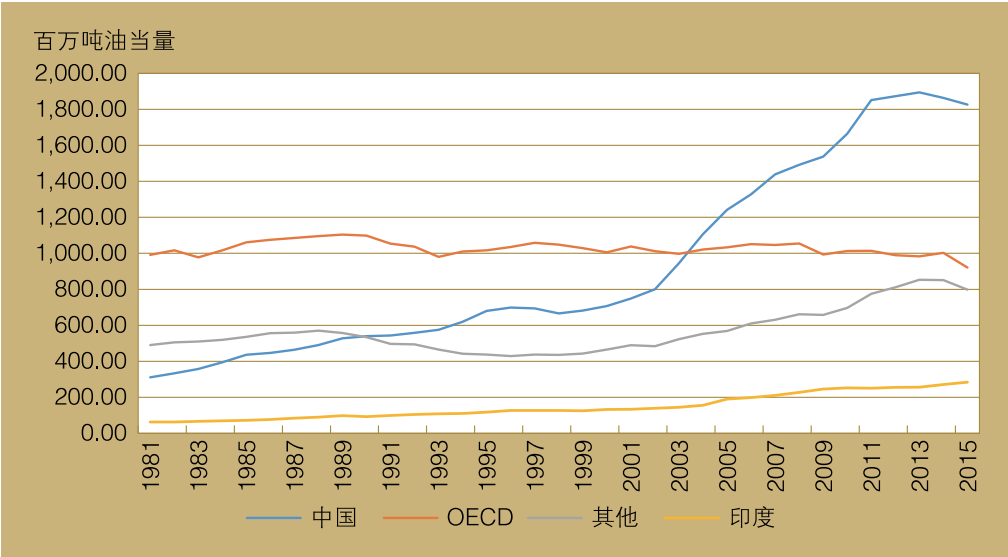


图 7.8 1981—2015 年世界主要煤炭生产经济体产量

资料来源：万得数据库，2017 年 1 月。

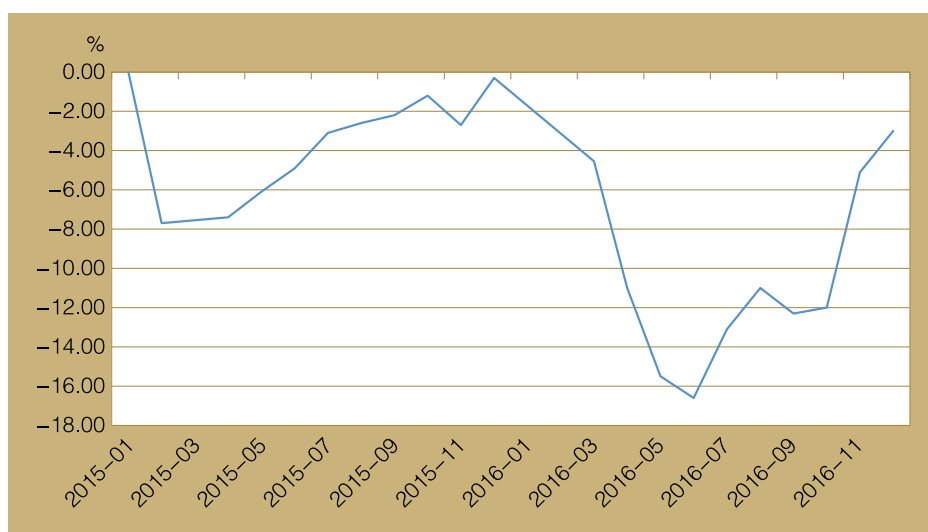


图 7.9 2015—2016 年中国煤炭月产量

资料来源：万得数据库，2017 年 1 月。

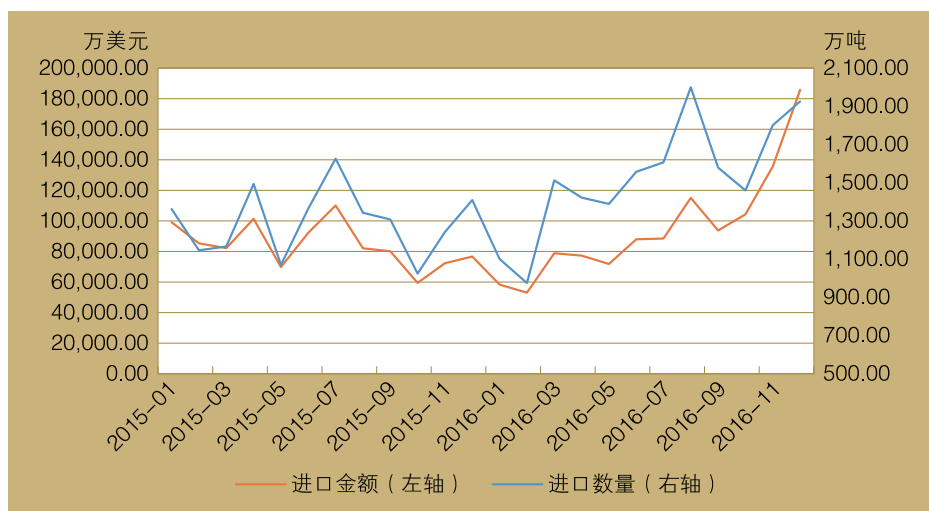


图 7.10 2015—2016 年中国煤炭月进口金额及数量

资料来源：万得数据库，2017 年 1 月。

鉴于中国消费了全世界产量一半的煤，并且中国能源需求中的三分之二由煤炭来满足，中国的政策是影响 2017 年煤炭价格走势的重要因素。世界银行集团《大宗商品市场展望》预计，随着中国煤炭行业政策的调整，2017 年煤炭国际市场价格不会长期滞留于 2016 年年底 100 美元/吨左右的高位，全年平均价格会在 70 美元/吨左右，较 2016 年平均价格略有上升。

#### 7.1.4 金属价格回升

金属方面，在经历 2015 年暴跌之后，钢铁价格在 2016 年明显回升且产量也有所增长，其他主要有色金属价格也出现不同程度的上涨。受中国国内需求、“一带一路”及美国因素推动的基础设施建设需求等驱动，预计 2017 年金属类大宗商品价格仍将维持上升势头。

2016 年钢铁价格出现明显回升势头。

中国钢铁指数 (Myspic) 综合钢价指数自国际金融危机后 2011 年 5 月 178.7 的高点到 2015 年年末 73.03 点, 下跌了 59.1%。仅 2015 年全年就下跌了 31.0%。2016 年 3 月后开始以较快速度上涨, 5 月突破 110

点, 6 月下旬回调至 90 点左右, 至 10 月下旬缓慢回升至 100 点左右, 此后迎来又一次快速上升过程, 到 12 月中旬一度突破 130 点, 此后维持在 125 点以上水平 (见图 7.11)。

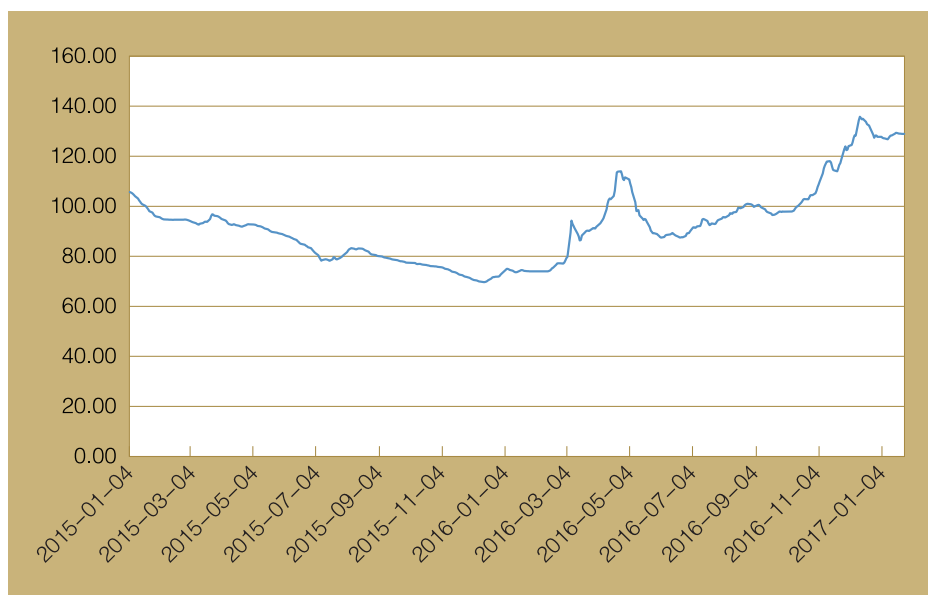


图 7.11 2015—2017 年 Myspic 综合钢价指数

资料来源：万得数据库，2017 年 1 月。

2016 年的钢铁产量也呈回升态势, 2015 年“价跌量缩”的局面得以扭转。以全球粗钢产量为例, 虽然 2016 年全年产量较 2015 年只小幅增长了 0.4%, 但从各月同比增长率

的变化趋势看, 全年加速增长的态势比较明显。2016 年 1 月, 粗钢产量同比增长率为 -7.5%, 进入下半年开始出现正增长, 到 12 月同比增长率提高至 5.8% (见图 7.12)。

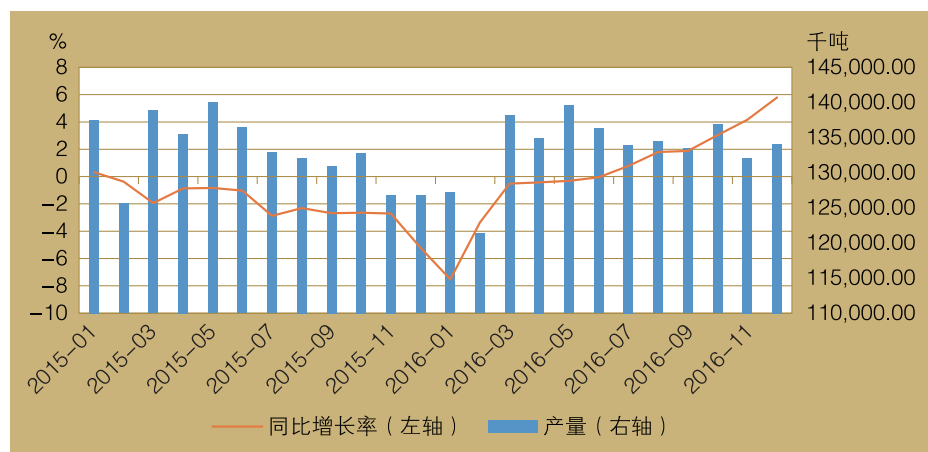


图 7.12 2015—2016 年世界粗钢月产量及同比增长率

资料来源：万得数据库，2017 年 1 月。

2017 年，受全球最大的钢铁生产与消费经济体中国需求推动，以及美国加大国内基础设施投资等因素影响，钢铁价格有望继续回升。

除钢铁之外，其他主要金属类大宗商品价格 2016 年也出现回升。从伦敦金融交易所（LME）有色金属现货结算价来看，从 2016 年年初到年末，铜价上涨了 18.4%至

5,501 美元/吨，铝价上涨了 16.9% 至 1,713.5 美元/吨，锌价上涨了 64.9% 至 2,563 美元/吨，铅价上涨了 12.7% 至 1,985 美元/吨，锡价上涨了 44.9% 至 21,100 美元/吨，镍价上涨了 17.6% 至 10,010 美元/吨（见图 7.13）。预计 2017 年有色金属价格仍能维持温和上升态势。

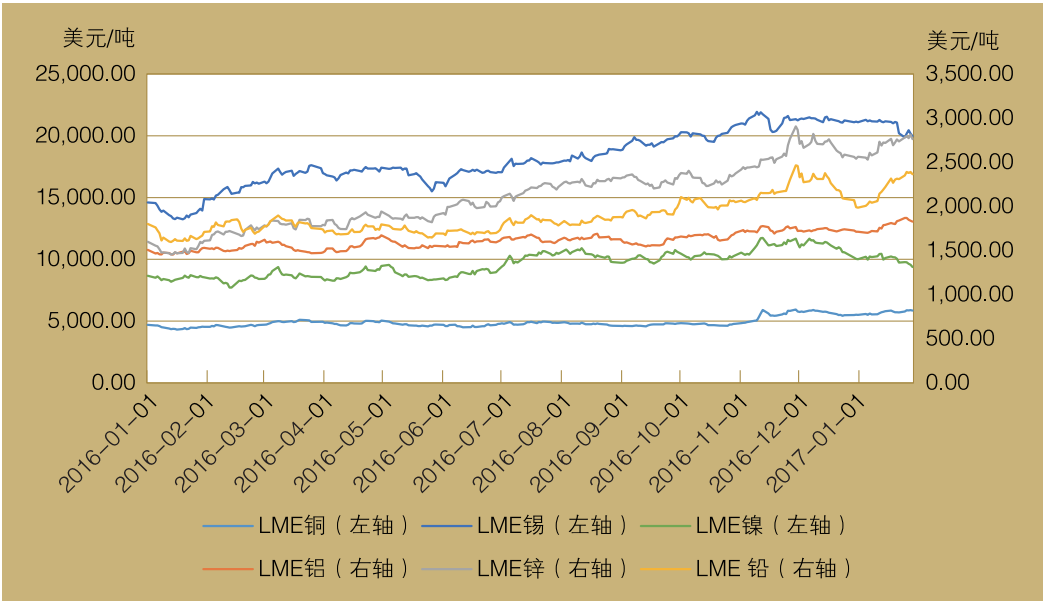


图 7.13 2016—2017 年伦敦金融交易所有色金属现货结算价格

资料来源：万得数据库，2017 年 1 月。

### 7.1.5 贵金属价格全线上涨

2016 年 1 月至 8 月，贵金属价格上涨较快。其后到 12 月中旬，黄金、铂和白银价格略有下降，钯价格在较高水平上波动。2016 年 12 月中旬到 2017 年 1 月，贵金属价格又有所上行。从 2016 年全年来看，各种贵金属价格都有不同程度的上涨。以伦敦金属交易所美元计价的贵金属为例，从 2016 年年初到年末，黄金价格上涨了 7.1% 至 1,159.10 美元/盎司，白银价格上涨了 16.0% 至 16.24 美元/盎司，铂价上涨了 3.8% 至 898 美元/盎司，钯价上涨了 37.9% 至 670 美元/盎司（见图 7.14）。贵金属产量有限，其价格主要与需求相关。由于贵

金属具有避险的功能，一般来说经济风险上升的时候投资人寻求保值会将资金投向贵金属领域，造成其价格的上升。2017 年，地缘政治冲突、美国发起贸易战、欧洲右翼势力兴起等风险因素凸显，投资人对贵金属的避险需求可能上升。除此之外，以美元计价的贵金属价格还主要受到美元汇率的影响。美元贬值，贵金属价格上涨；美元升值，则贵金属价格走低。2017 年，美元进入加息走强通道，对贵金属价格形成一定向下的压力。总体来看，避险因素可能超出美元升值的影响，预计 2017 年贵金属价格将有所提升。

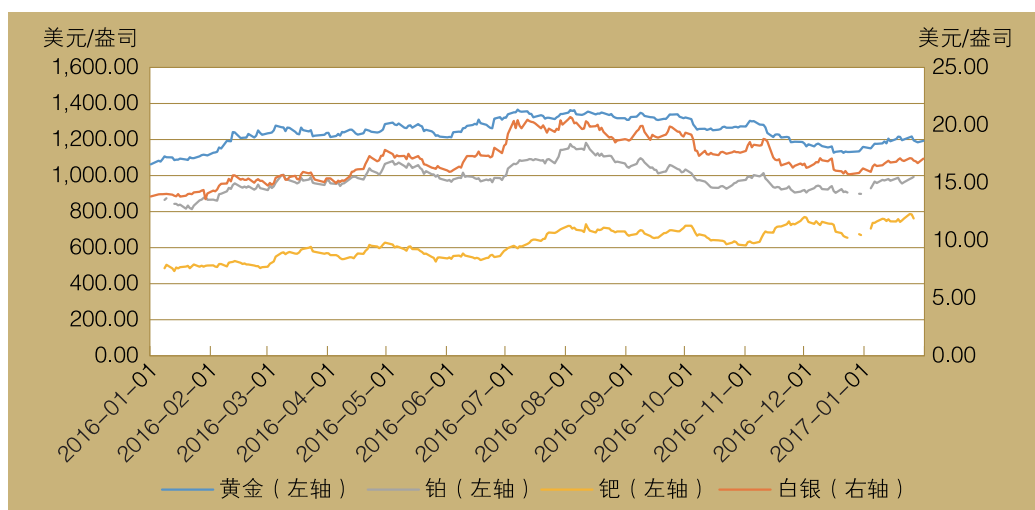


图 7.14 2016—2017 年伦敦金融交易所贵金属现货结算价格

资料来源：万得数据库，2017 年 1 月。

### 7.1.6 化肥价格升降分化

不同品种的化肥类大宗商品价格不再像 2015 年那样都呈下行趋势，而是在 2016 年有升有降。美国海湾地区合成氨成本加运费（CFR）价格由 2016 年年初的 355 美元/吨到 10 月一度下跌至 215 美元/吨，11 月下旬价格有所回升，年末由年初价下跌 28.2% 至 255 美元/吨，进入 2017 年后，1 月维持了这一价格水平。美国海湾地区尿素离岸价（FOB）由 2016 年年初的 220.5 美元/吨到 7 月一度跌破 170 美元/吨，其后有所回升，年末相对于年初还上涨了 7.5% 至 237 美元/吨，进入 2017 年之后继续上升，1 月下旬达到 252.5 美元/吨。中国复合肥成本加运费（CFR）价格 2016 年一路下滑，由年初的 395 美元/吨到年底下跌 22.8% 至 305 美元/吨。尽管 2017 年化肥类大宗商品的需求有所回升，但产能也有相应扩张，鉴于此预计化肥类大宗商品国际价格将小幅上涨。

### 7.1.7 农产品价格先升后降

从豆粕、小麦和玉米等农产品类大宗商品现货价格来看，2016 年经历了先上涨后回落的过程，不同品种全年来看有升有跌。其中，豆粕国际现货价格 2016 年年初为 286.27 美元/吨，7 月 4 日达到 448.17 美

元/吨的全年最高值，到年末回落至 330.81 美元/吨，从年初到年末上涨了 15.6%。小麦国际现货价格 2016 年年初为 5.03 美元/蒲式耳，4 月 20 日达到 5.58 美元/蒲式耳的全年最高值，到年末回落至 4.48 美元/蒲式耳，从年初到年末下跌了 10.9%。玉米国际现货价格 2016 年年初为 3.96 美元/蒲式耳，6 月 17 日达到全年最高价 4.79 美元/蒲式耳，到年末回落至 3.95 美元/蒲式耳，从年初到年末小幅下跌了 0.25%。随着美国等主要经济体的复苏，预计农产品类大宗商品价格 2017 年整体上将温和上涨。

## 7.2 价格回升影响不一

2016 年国际大宗商品价格总体以回升为主。价格变化对各国宏观经济的影响主要表现为对产出、政府收入等变量的影响。E11 各国自然禀赋不同、产业结构各异，受国际大宗商品价格回升影响的表现也各不相同。其中，沙特阿拉伯、俄罗斯是主要的石油、天然气等能源类大宗商品出口国，巴西、阿根廷是主要的农产品类大宗商品出口国，印度尼西亚、南非主要出口矿产品，中国、韩国、印度、土耳其和墨西哥等作为制造业经济体主要扮演着大宗商品



进口者的角色。

对大宗商品出口国而言，价格回升是重大利好。例如，沙特阿拉伯政府财政预算收入对石油收入的依赖非常高，2010—2015年石油收入占政府财政预算收入比重的平均值高达86%（见图7.15）。受低油价影响，

2015年和2016年沙特阿拉伯政府财政预算收入中来自石油的收入大幅负增长，增长率分别为-20.9%和-42.6%。沙特阿拉伯财政部预计，随着国际油价在2017年恢复上涨，政府财政收入中来自石油的收入同比增长将达到43.8%。

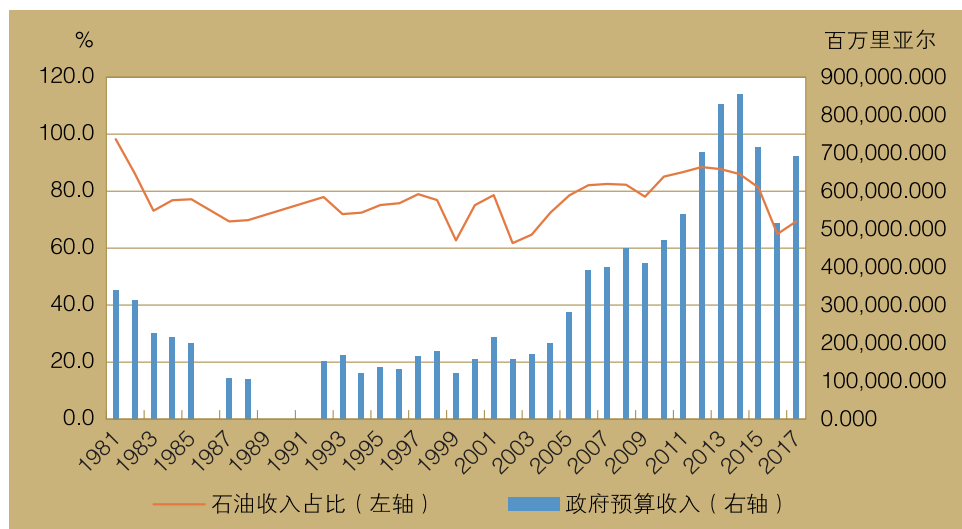


图 7.15 1981—2017 年沙特阿拉伯政府预算收入及石油收入占比

资料来源：CEIC 数据库，2017 年 1 月。

再如，俄罗斯财政收入增长状况也与能源特别是石油出口情况高度相关，石油出口的增加也有利于其国内财政的巩固和经济的改善。在经历2015年的大幅下跌之后，2016年俄罗斯原油出口额呈回升势头，财政收入累计同比增长率也出现回升（见图7.16）。

大宗商品价格回升对其他出口国的影响也类似。一方面，可以直接通过净出口的增加改善国际收支，推动增长。例如，受益于大宗商品价格恢复上涨，巴西商品项下的经常项目差额2016年较2015年显著好转，全年累计商品项顺差450亿美元，比2015年上升了155%；阿根廷商品项下经常项目2016年前三个季度累计顺差38亿美元，较2015年同期提升了414%。另一方面，还可以增加这些国家政府部门的收入，使政府有

更大的财政能力来提供福利和公共产品，并开展宏观调控，间接促进经济增长。

但对E11中的制造业新兴经济体来说，大宗商品主要是作为原材料的进口商品，其价格上涨可能转移福利，增加支出和成本，削弱最终产品的市场竞争力。例如，中国2016年各月进口原油的数量变化不大，但各月原油进口金额却呈现明显上升趋势（见图7.17）。如果维持2016年年初的低价不变，中国全年进口同等数量的原油可以少支付270亿美元。

再如，韩国的情况也与中国类似，由于其各月进口原油的数量变化较小而价格明显上涨（见图7.18），以年初的低价为参照，2016年韩国全年因价格因素在进口原油上多支付了123.7亿美元。

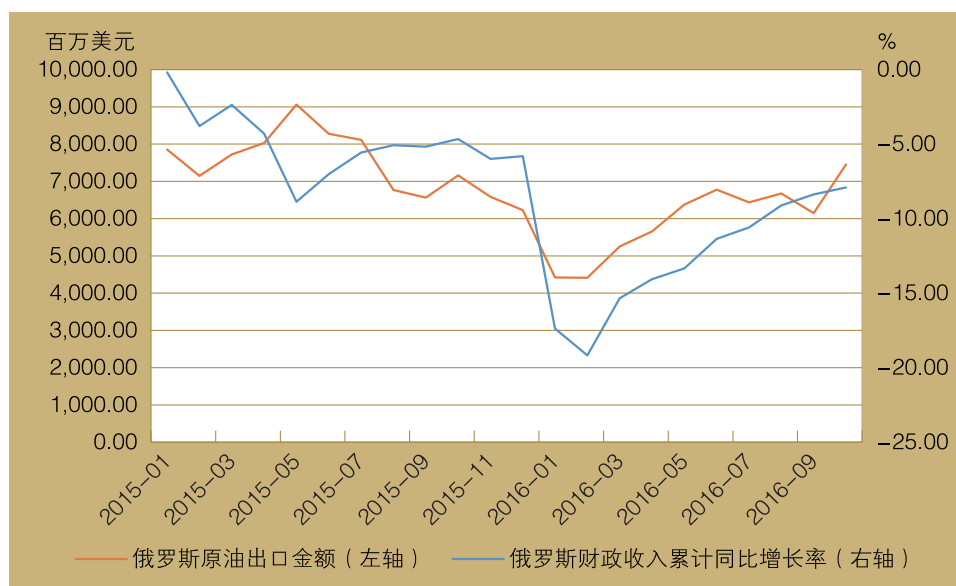


图 7.16 2015—2016 年俄罗斯每月原油出口额及财政收入累计同比增长率

资料来源：万得数据库，2017 年 1 月。

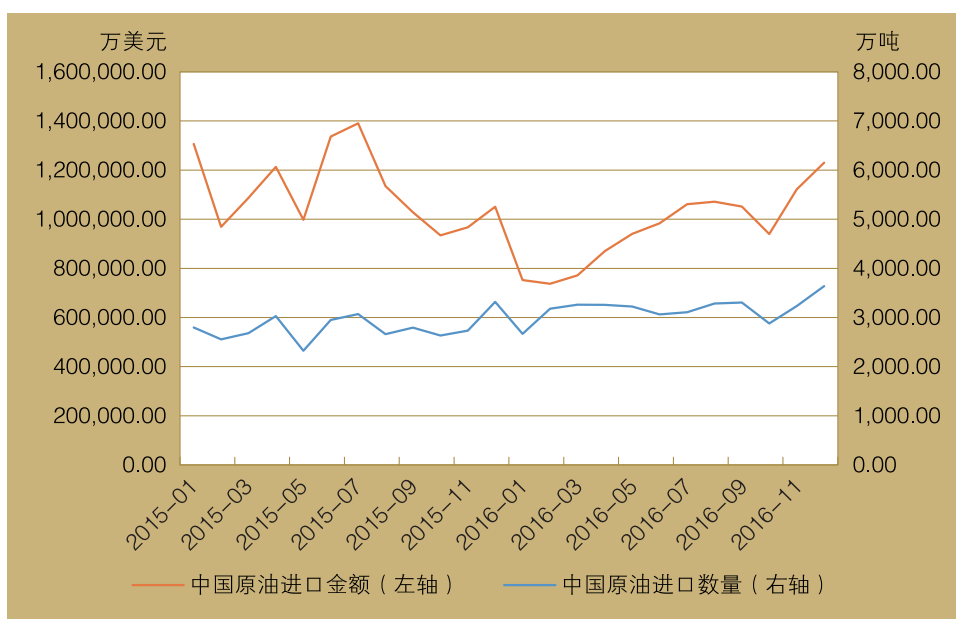


图 7.17 2015—2016 年中国每月进口原油数量与金额

资料来源：万得数据库，2017 年 1 月。

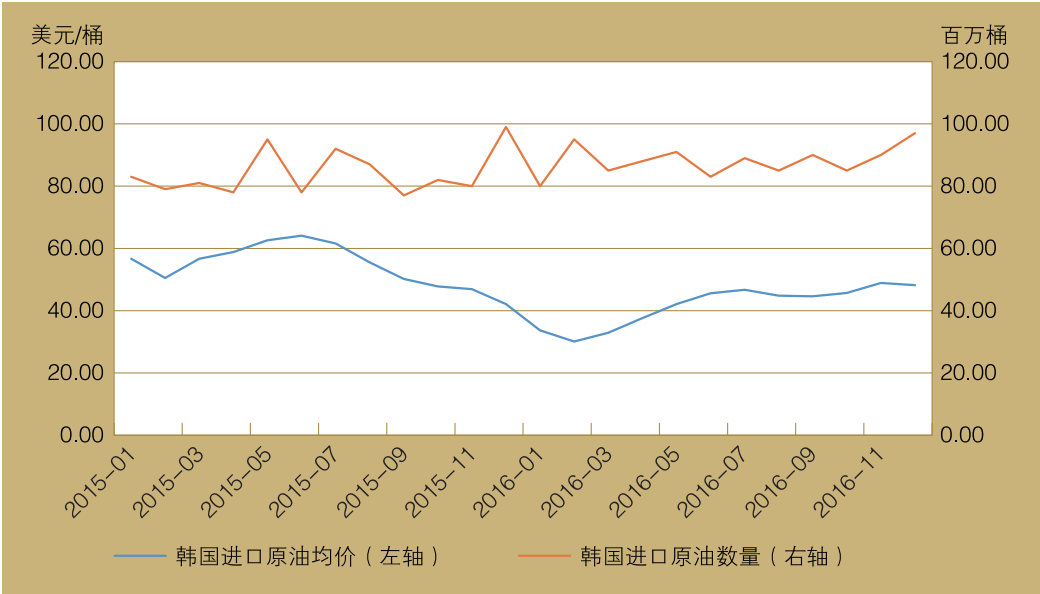


图 7.18 2015—2016 年韩国每月进口原油数量与金额

资料来源：万得数据库，2017 年 1 月。

总体来看，大宗商品价格的回升对 E11 各成员的直接影响同样是非中性的，这种周期性的波动如果能够通过 E11 成员之间的政

策协调和经济合作“熨平”，对 E11 整体的福利将可能产生显著的改进。



# 第 8 章

## 债 务

当前，高债务水平是全球经济复苏的重大障碍，可能使包括 E11 国家在内的各经济体面临债务—通缩螺旋循环的风险。本章研究发现，E11 国家的公共债务水平较低，财政赤字存在较大差异。新兴经济体的私人部门债务水平较高，并保持上升趋势，这与金融危机后发达经济体采取的宽松货币政策导致借贷成本下降，新兴经济体私人部门扩大举债规模密切相关。E11 国家的外债规模总体有所下降，但部分国家的偿债压力较大。

### 8.1 公共债务风险整体可控

E11 国家的政府债务占 GDP 的比重远低于 G7 国家，但公共债务水平存在不同程度的上升，其中沙特阿拉伯的公共债务水平上升最为迅猛。E11 各国的财政赤字水平存在较大的差异，部分国家的财政赤字水平较高，且上升速度较快。

#### 8.1.1 公共债务水平较低，但个别国家增速较快

从政府债务占 GDP 的比重来看，E11 国家的政府债务水平远低于 G7 国家。2016 年，巴西和印度的政府债务占 GDP 的比重较高，分别为 78.3% 和 68.5%；俄罗斯和沙特阿拉伯的相对较低，分别为 17.1% 和 14.1%（见图 8.1）。根据欧盟《稳定与增长公约》中的规定：公共债务规模占国内生

产总值的比例应控制在 60% 以内。但在 G7 国家中，2016 年日本的政府债务占 GDP 的比重高达 250.4%；即使是比重最低的德国，也约为 68.2%。换言之，G7 国家的公共债务水平均已超过该标准。与 G7 发达经济体相比，E11 各国的公共债务水平相对较低，且大部分国家的公共债务处于 60% 的水平以下，说明新兴经济体的公共债务水平相对安全可控。从政府债务占 GDP 比重的增速来看，个别国家的增长速度较快。2013—2016 年，除了土耳其外，其他 E11 国家的公共债务水平均存在不同程度的上升，其中，沙特阿拉伯的公共债务水平上升最为迅猛。尽管沙特阿拉伯的公共债务占 GDP 的比重最低，但近四年却呈爆发式增长，从 2013 年的 2.2% 猛增至 2016 年的 14.1%，年均增速高达 87%。

#### 8.1.2 部分国家的财政赤字水平较高

从财政赤字占 GDP 的比重来看，E11 各国的财政赤字水平差异较大，且相较于 G7 发达经济体，部分国家的财政赤字水平较高。2016 年，沙特阿拉伯的最为严重，高达 -13.0%；其次为巴西，约为 -10.4%；土耳其的相对较低，约为 -1.9%；韩国的财政状况最好，财政盈余约 0.8%。根据欧盟《稳定与增长公约》中的规定：财政赤字占 GDP 的比重应控制在 3% 以内。2016 年仅 有德国（财政盈余 0.1%）、意大利（-2.5%）

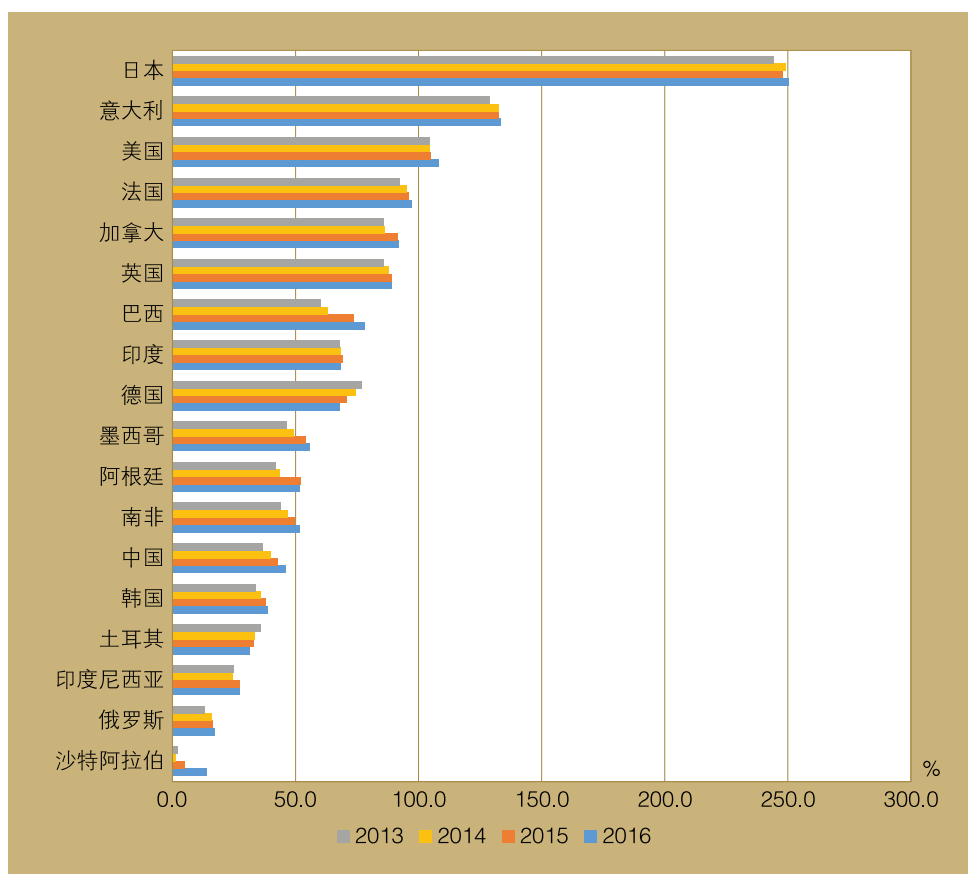


图 8.1 2013—2016 年 E11 国家与 G7 国家政府总债务占 GDP 的比例

注：2016 年数据为估计值。图示按 2016 年数据排序。

资料来源：IMF-WEO，2016 年 10 月。

和加拿大（-2.5%）达到该标准。E11 国家中有墨西哥（-3.0%）、中国（-3.0%）、印度尼西亚（-2.5%）、土耳其（-1.9%）和韩国（财政盈余 0.8%）达到该标准（见图 8.2）。相较于 G7 国家，沙特阿拉伯、巴西、阿根廷和印度的财政赤字水平较高。除此之外，E11 国家的财政赤字水平上升较快。其中，沙特阿拉伯最为显著，从 2013 年的财政盈余 5.8%变为 2016 年的-13.0%；巴西的则从 -3.0% 逐年扩大到-10.0%。

国际油价持续低位是部分国家的公共债务和财政赤字水平上升较快的原因。以沙特阿拉伯为例，原油出口占其全部收入至少 3/4 的份额，始于 2014 年 7 月的油价暴跌使严重依赖原油产业的沙特阿拉伯经济备受

打击，不仅暴露出其石油工业过大的畸形产业结构的脆弱性，而且导致其由财政盈余变为财政赤字。为了缓解财政失衡的压力，实现财政收支平衡，沙特阿拉伯从增收和减支两方面采取政策措施。增收方面的政策包括：提高对雇用外国员工企业的收费标准，提高市政和签证费用，上调汽油零售价格 50%，首次在国际资本市场发行主权债券，拟于 2018 年开征 5% 的增值税等。减支方面的政策包括：降低公务员津贴，停建、缓建和缩减基础设施项目，延迟支付到期工程款，削减燃油、水、电等的补贴，拟调整社会福利补贴方案以仅使低收入和中等收入群体受益等。未来随着国际油价企稳回升，预计沙特阿拉伯的财政状况亦会有所改善。

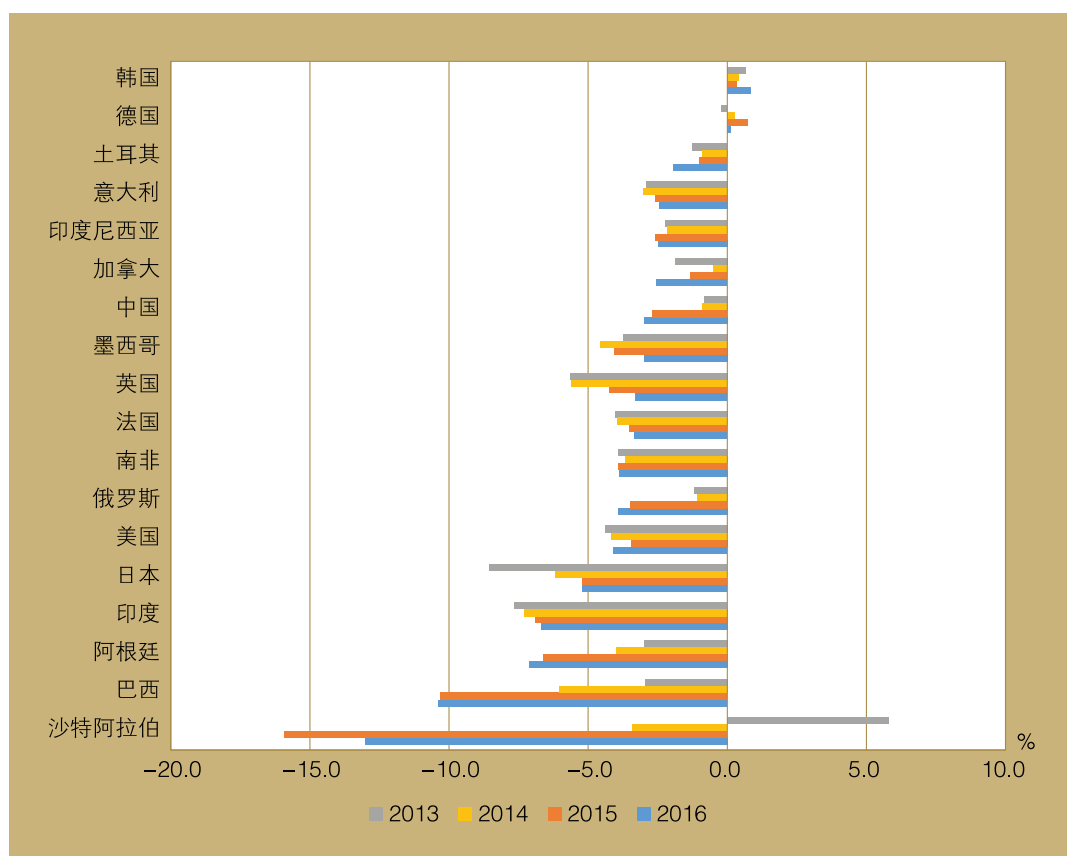


图 8.2 2013—2016 年 E11 国家与 G7 国家财政余额占 GDP 的比例

注：2016 年数据为估计值。图示按 2016 年数据排序。

资料来源：IMF-WEO，2016 年 10 月。

过度扩张的财政政策也是导致部分国家的公共债务负担沉重、财政赤字水平较高的原因。过去二十年中，巴西的财政支出增速明显高于国内生产总值增速，政府不得不通过增加税收和税种来弥补财政赤字，或者通过增加公共债务来加以平衡，而巨额财政赤字导致的公共债务激增、通货膨胀率高企，又严重挫伤市场信心，抑制国内投资，最终导致巴西经济陷入衰退。为了扭转这一不利形势，2016 年 12 月巴西参议院通过了一项旨在为各级政府公共开支设立上限的宪法修正案，根据该修正案的有关规定，在未来 20 年巴西联邦政府财政支出的增长幅度最高不得超过上一年的通货膨胀率。该修正案的通过也意味着至少在 2025 年前总统不得调整

此限制，否则将被视为违宪。这将有利于巴西联邦政府控制公共支出，遏制债务增长势头，最终实现财政收支平衡，助推其国民经济尽快走出衰退的阴影。

中国的财政赤字稍有扩大的原因在于，在货币政策因人民币贬值压力与资产价格泡沫双重制约而无法有效发挥效用的情况下，积极扩张的财政政策正在扮演更为重要的角色。中国政府在 2016 年年底的中央经济工作会议上已经明确提出，将“继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策”，随着供给侧结构性改革不断深化，“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”稳步推进，预计 2017 年中国的财政赤字占 GDP 的比重可能突破 3%。



## 8.2 私人债务风险值得警惕

新兴经济体的私人部门债务水平较高，且仍保持上升趋势，这与金融危机后发达经济体采取的宽松货币政策导致借贷成本下降密切相关。从私人无担保债务占总外债的比重来看，E11 各国的表现存在较大的差异。其中，巴西、土耳其和俄罗斯的比重相对较高，而墨西哥、中国和阿根廷的比重相对较低。

### 8.2.1 私人部门债务持续攀升

新兴经济体的私人部门债务水平较高，且总体保持上升趋势。根据 IMF 于 2016 年 10 月发布的《财政监测》显示，目前全球债务总量达到历史最高位，截至 2015 年年底其约为全球 GDP 总额的 225%，其中，私人部门债务的份额超过 2/3，且仍呈上升态势。从私人部门债务水平的阶段变化来看，

2002—2004 年新兴经济体非金融私人部门的债务水平基本保持平稳，2005—2009 年开始连续走高，2010—2011 年稍有下降，2012—2015 年又再次攀升至 60% 以上（见图 8.3）。尤其在金融危机之后，发达经济体采取了量化宽松的货币政策以刺激经济增长，宽松的货币政策不仅给国际资本市场带来流动性泛滥，而且降低了借贷成本，致使 E11 等新兴经济体非金融私人部门的借贷额不断增加，债务水平持续上升。随着发达经济体尤其是美国的经济缓慢复苏，美联储进入升息通道，这不仅会加重借贷者的债务负担，还会导致国际资本从 E11 等新兴经济体流出，加剧了国际金融市场的波动。在低增长、低利率、低贸易、低投资、低油价、高债务的现实情况下，这种私人部门债务水平屡创新高的态势将变得不可持续。

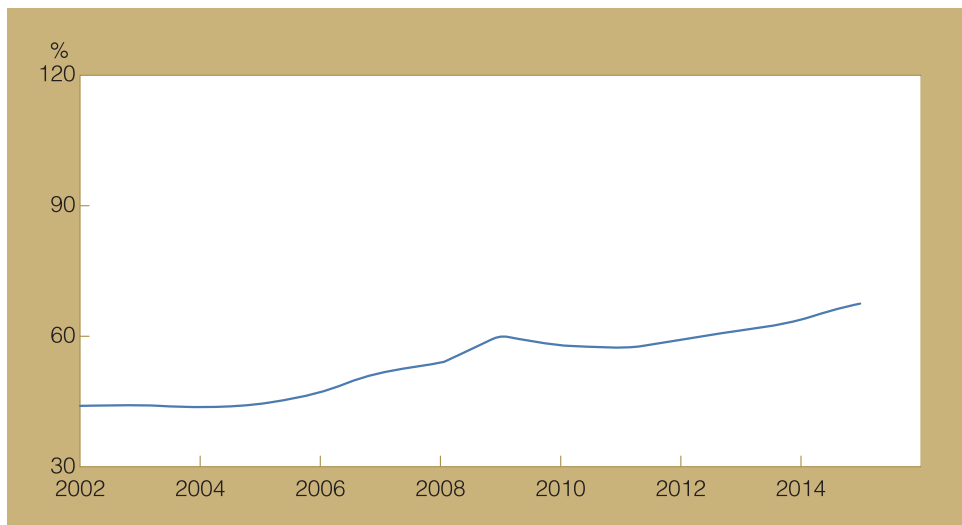


图 8.3 2002—2015 年新兴市场经济体非金融私人部门债务占 GDP 的比例

资料来源：IMF（2016b）。

金融危机后的宽松融资条件导致部分新兴市场经济体，尤其是中国的企业信贷规模持续扩张，私人部门的债务水平上升较快。根据麦肯锡发布的数据显示，2000—2007 年中国的家庭和非金融企业的新增贷款债务

为 2.7 万亿美元，约占全球新增贷款的 10%；美国和其他发达经济体的新增贷款债务比重分别为 39% 和 42%。2007—2013 年，中国的家庭和非金融企业的新增贷款债务占全球的比重已经飙升至 47%（约 10 万

亿美元)；受益于金融危机以来对私人部门持续去杠杆，美国的新增债务比重骤降至3%；无论是总额还是比重，欧洲等其他发达经济体的私人部门债务都较金融危机前大幅下降。导致中国私人部门债务增长较快的主要原因在于，包括房地产开发商在内的非金融类企业借贷额猛增，约45%的债务与房地产市场存在直接或间接的联系，约50%的新增贷款来自透明度低的影子银行体系。此外，汽车信用贷款、住房抵押贷款、信用卡普及度等的扩大，也带来居民债务水平的快速上升。随着私人部门债务水平不断上升，债务风险也在积聚，解决债务积压问题变得刻不容缓。为此，中国从多层面为降低私人部门的债务水平做了不懈努力。微观层面的政策包括支持企业债转股、兼并收购、债务重组等；中观层面的政策包括完善股市和债市等资本市场制度，提高直接融资比重等；宏观层面的政策则主要围绕供给侧结构性改革，推进“三降一去一补”等展开。在2016年年底的中央经济工作会议上中国再次明确：“去杠杆方面，要在控制总杠杆率的前提下，把降低企业杠杆率作为重中之重。要支持企业市场化、法治化债转股，加大股权融资力度，加强企业自身债务杠杆约束等，降低企业杠杆率”。未来随着私人部门杠杆率逐步下降，中国的经济增长将更加健康可持续。

国际大宗商品价格的波动传导使印度私人部门相关企业面临较大的债务偿还压力。根据印度评级和研究机构的报告，截至2015财年3月，500家非金融类上市公司中的1/3未能足额偿还债务利息。因2015年国际大宗商品价格下跌，钢铁公司的收益率急剧下滑，还债压力倍增；在基础设施建设领域，受工程延误和建造成本上升等的影

响，公司遭遇经营现金流压力。以上企业都将难以从银行获取新的贷款，与此同时，由于对这些背负巨额债务的公司的偿债能力存疑，印度的公共银行也没有动力将资金出借。而一旦企业的经营资金链出现断裂，就可能引发债务危机。

### 8.2.2 私人无担保债务占总外债的比重存在较大的差异

从私人无担保债务占总外债的比重来看，E11各国的表现存在较大的差异。2015年，巴西、土耳其和俄罗斯的比重相对较高，分别为57.9%、48.3%和47.8%；墨西哥、中国和阿根廷相对较低，分别为21.9%、23.2%和25.6%（见表8.1）。2013—2015年，中国和土耳其的私人无担保外债占总外债的比重增长速度较快，年均增速分别为19.3%和11.2%；而南非、巴西和阿根廷的下降速度较快。在E11国家中，虽然中国的私人无担保债务占总外债的比重相对较低，但近三年上升的速度却很快，这可能与近几年人民币国际化进程加快有关。从全口径外债的统计数据来看，人民币外债在全口径外债中的占比接近一半。其中，作为私人无担保债务主要构成的非居民存款和贸易融资类人民币外债约占2/3。非居民存款主要体现为境外机构持有的人民币存放于中国境内银行而产生的对外负债；贸易融资类人民币外债则是境内金融机构为进出口企业提供融资产品而产生的对外负债。当前，中国已成为世界第二大经济体，人民币在国际支付货币中居第六位，未来伴随中国经济金融对外开放程度不断提高，人民币国际化进一步加强，人民币外债在总外债的比重将会继续上升，私人无担保债务占总外债的比重也会上升较快。

表 8.1 2006—2015 年部分 E11 国家私人无担保外债占总外债的比例 单位：%

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
阿根廷	22.5	24.9	30.0	26.5	30.0	30.5	30.0	27.7	28.1	25.6
巴西	45.7	49.8	55.5	53.2	52.5	65.0	65.1	63.9	57.5	57.9
中国	19.7	22.0	26.8	22.8	52.7	15.1	18.2	16.3	19.8	23.2
印度	46.0	47.5	46.6	46.1	43.8	42.6	40.7	45.7	44.7	45.2
印度尼西亚	34.4	32.8	31.2	30.5	29.6	31.7	30.6	32.9	34.6	34.6
墨西哥	22.5	24.2	22.6	23.0	21.4	24.2	20.9	22.0	22.4	21.9
俄罗斯	53.0	43.7	50.3	48.9	43.9	49.7	49.2	45.2	45.7	47.8
南非	30.2	39.6	35.6	41.3	43.9	44.6	39.9	39.5	38.2	35.3
土耳其	41.4	48.8	50.1	47.7	41.0	40.7	40.2	39.1	42.3	48.3

注：总外债是指拖欠非居民的以外币、货物或服务形式偿付的债务，它是公共债务、公共担保债务和私人无担保长期债务、使用国际货币基金组织贷款和短期债务的总和。私人无担保外债（Total Private Nonguaranteed）是指没有公共实体提供偿还担保的私人债务人的长期对外债务。韩国和沙特阿拉伯的数据不详。

资料来源：WB-WDI，2016 年 12 月。

### 8.3 部分国家外债偿付压力较大

从季度数据来看，E11 国家的外债规模有所减少。从偿债率指标来看，部分 E11 国家的偿债压力较大。从短期外债与国际储备的比例来看，E11 国家总体较低，但个别国家较高。2015 年，阿根廷的短期外债与国际储备的比例高达 171.6%，尤为值得警惕。

#### 8.3.1 外债规模整体有所下降

从外债余额来看，E11 国家的外债规模有所下降，从 2015 年第三季度的 5.04 万亿美元降至 2016 年第二季度的 4.97 万亿美元。2016 年第二季度的数据显示，中国的外债余额最高，约为 1.4 万亿美元；巴西排名第二，约为 6,956.2 亿美元；南非最低，约为 1,324.3 亿美元（见图 8.4）。相比较而言，中国是巴西的 2 倍、南非的 10.6 倍。这与中国的经济和贸易大国地位紧密相关。随着中国经济规模不断扩大，对外贸易往来愈发密切，人民币国际化有序推进，中国保持较大的外债规模将成为

常态。从 2015 年第三季度至 2016 年第二季度的数据来看，E11 各国的外债余额增长存在较大差异。其中，阿根廷的增速高达 6.2%，从 1,572.7 亿美元增至 1,882.7 亿美元；而中国的外债余额却从 1.53 万亿美元降至 1.39 万亿美元，这也是导致 E11 外债规模总体下降的主要原因。为了丰富境内市场主体融资渠道、降低企业融资成本，中国人民银行和外汇管理局出台了系列改革政策，主要包括：便利中资企业外债资金结汇使用，大力推动银行间债券市场对外开放，稳步推进全口径跨境融资宏观审慎管理，进一步深化外债管理改革并便利资本项目结汇等。基于 2016 年以来中国全口径外债余额的变动趋势，预计中国外债规模将随着企业经营与资金运作需求的扩大以及上述外债管理改革和便利化措施的落地实施而稳步增长，这将有利于促进跨境资金流动和中国的国际收支趋向平衡。

巴西成为世界上对外负债较高的经济体之一，与近些年国际大宗商品价格大幅波动、

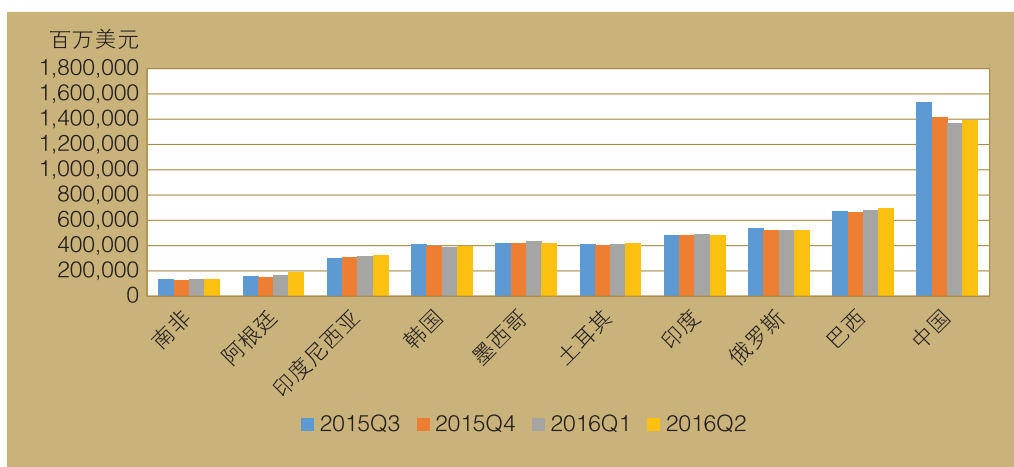


图 8.4 2015 年第三季度—2016 年第二季度部分 E11 国家的外债余额

注：沙特阿拉伯的数据不详。图示根据 2016 年第二季度数据排序。

资料来源：国际清算银行（Bank for International Settlements, BIS），2016 年 12 月。

国民经济逐步陷入衰退、政府财政赤字水平较高、通货膨胀率高企、国际收支失衡等密切相关。穆迪曾于 2016 年 7 月警告称，巴西是拉美地区外债增长最快的国家，作为主权外债发行国，外债过快增长将对其金融评级造成负面形象。从其对外贸易结构来看，矿产品、植物产品和食品饮料烟草等初级产品占其出口总额的一半以上，是巴西对外出口的主力军。一方面，全球贸易减速意味着外部需求萎缩，导致巴西的对外贸易受阻；另一方面，美联储进入升息周期，美元升值致使美元计价的大宗商品价格下跌，使巴西的出口收益减少。而对外贸易的成本攀升，最终导致其外债规模居高不下。阿根廷的外债规模在 E11 国家中较低，但增长却最快，值得警惕。这可能与其恶性通货膨胀持续、阿根廷比索贬值等密切相关，与此同时，美元升值也进一步加重了阿根廷的外债负担。

### 8.3.2 部分国家的偿债率较高

从偿债率指标来看，E11 各国的偿债率差异明显，部分国家的偿债压力较大。2015 年，巴西、印度尼西亚、阿根廷和俄罗斯的偿债率较高，分别为 38.1%、32.1%、24.1%和 23.3%（见图 8.5），均突破了国

际公认的 20% 的警戒线，说明以上四国存在较大的外债偿付压力，未来如不能扩大货物与服务贸易出口收入额或降低外债本金和利息偿还金额，外债违约风险会持续上升。中国的偿债率最低，2015 年仅为 4.7%，说明其外债偿债压力较小，偿付能力较强。2013—2015 年，E11 各国的偿债率年均增速各异，部分国家增长较快。其中，俄罗斯的偿债率逐年攀升且增速最快，高达 71.0%；印度尼西亚次之，约为 28.2%；南非和土耳其为负增长，分别为 -15.1% 和 -38.8%。

分国别来看，在 E11 国家中巴西的偿债率最高，外币偿债能力下滑明显。这与 2015 年巴西雷亚尔累计贬值约 49% 紧密相关，急剧加重了其外债负担。尽管巴西的公共外债规模不大，但国有能源矿产企业的外债偿付能力下降，银行体系的外债风险上升，这都可能推升巴西政府的或有负债风险。与此同时，考虑到经常项目持续逆差、资本外流给巴西雷亚尔带来进一步的贬值压力，国际储备对外部融资需求的覆盖率不断下降，政府的外币偿债能力显著减弱等因素，巴西的本、外币偿债能力有可能持续下降。

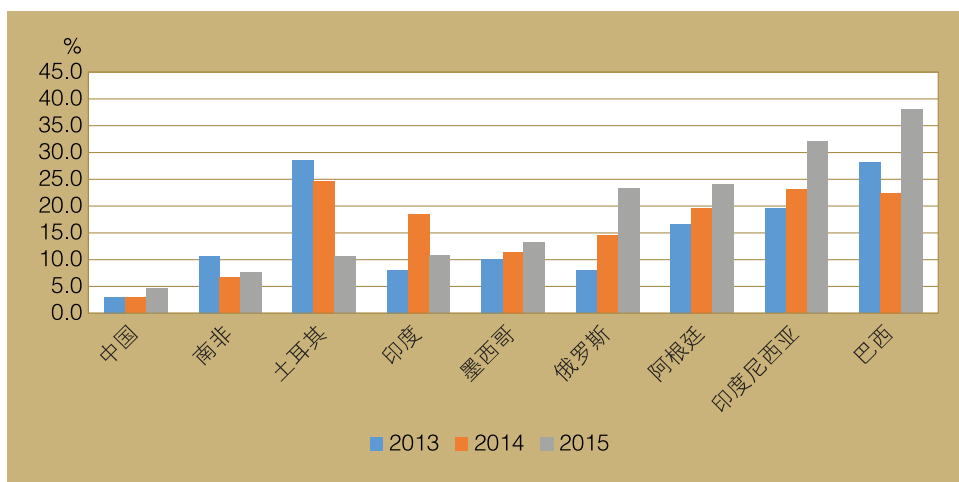


图 8.5 2013—2015 年部分 E11 国家偿债率的变化情况

注：偿债率为外债的本金和利息偿还金额除以当年国际收支统计口径的货物与服务贸易出口收入。债务还本付息总额为以外币、货物或服务形式实际支付的本金偿还额和利息额、短期债务的利息支付额以及 IMF 贷款的偿还额（回购和收费）。韩国和沙特阿拉伯的数据不详。图示根据 2015 年数据排序。

资料来源：WB-WDI，2016 年 12 月。

印度尼西亚和俄罗斯不仅偿债率较高，而且增长速度较快。由于美国经济缓慢复苏、美元进入升值周期，国际投资者纷纷将资本转向美元资产，导致印度尼西亚盾的币值遭受较大冲击，贬值压力较大。贬值预期增强会使以美元计价的中长期外债还本付息与短期外债付息额上升，而在货物与服务贸易出口额萎缩的情况下，这必然导致印度尼西亚的偿债率上升并保持较高水平。2015 年国际大宗商品尤其是原油价格大跌、至今尚未解除的来自美欧等国的制裁、国际资本规模外逃以及俄罗斯卢布急剧贬值等因素，是导致俄罗斯偿债率快速上升、偿付压力居高不下的主要原因。

### 8.3.3 短期外债与国际储备的比例较低

从短期外债与国际储备的比例来看，E11 的比例总体较低，但个别国家的比例较高。2015 年，阿根廷的短期外债与国际储备的比例最高，达到 171.6%；其次是土耳其，约为 92.5%；俄罗斯的比例最低，约为 11.5%（见图 8.6）。尽管自 2014 年以来因美欧国家的制裁导致国际资本规模外逃，但

俄罗斯用于偿付短期对外债务的国际储备仍然充裕，外债违约风险较低。从短期外债与国际储备的比例变化来看，2013—2015 年，巴西和阿根廷的比例上升较快，分别从 9.3% 和 120.2% 升至 14.7% 和 171.6%，年均增速为 25.4% 和 19.5%。相比较而言，中国的短期外债与国际储备的比例变化较小且有所下降。

具有实际的贸易支持和充裕的外汇储备是中国短期外债偿付压力较小的重要原因。一方面，中国的短期外债中超过一半与对外贸易相关，如银行贸易融资、企业间贸易信贷、远期信用证和海外代付、短期票据等，这部分外债有真实贸易往来做支持，偿付风险相对有限。另一方面，中国的国际储备尤其是外汇储备非常充裕，尽管近期为干预人民币贬值消耗了不少外汇储备，但截至 2016 年 12 月底中国仍持有 3.01 万亿美元，是世界第一外汇储备大国。基于此，中国的短期外债违约风险较小。近些年，阿根廷一直饱受经济增长滞缓和通货膨胀率高企的困扰，由于国际收支恶化和巨额财政赤字，阿

根廷面临较大的外债偿付压力。特别是随着美元进入升值通道，阿根廷比索贬值压力持

续增大，国际资本外流，外汇储备缩水，阿根廷再次债务违约的风险上升。

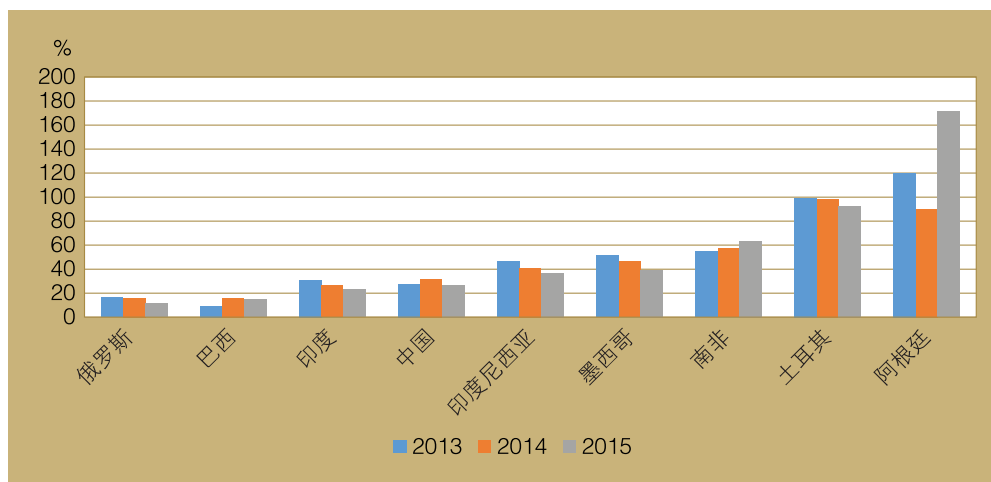


图 8.6 2013—2015 年部分 E11 国家的短期外债占国际储备的比例

注：短期外债包括原定偿还期一年（含）以下的所有债务和长期债务的拖欠利息。国际储备中包括黄金储备。韩国和沙特阿拉伯的数据不详。图示根据 2015 年数据排序。

资料来源：WB-WDI 和 BIS，2016 年 12 月。

土耳其的偿债环境恶化，偿债能力面临下降风险，主要原因包括以下方面：一是国内矛盾加剧、地缘政治风险上升、经济增速放缓、金融市场动荡导致融资成本上升、外部流动性风险加大，进而对政府财富创造以及偿债来源构成威胁；二是工资、社保和国防等开支明显扩大，而私有化收入却锐减，

使其财政面临收支失衡；三是国际储备缓冲能力严重不足，考虑到短期较高的资本外流和里拉贬值压力，土耳其外部流动性面临严峻挑战。综上所述，较重的外债负担与快速上升的短期债务，使土耳其外债偿付风险上升。





# 第 9 章

## 金融市场

2016 年 E11 国家金融市场继续维持动荡格局。受美联储货币政策调整以及国内经济运行影响，E11 各国货币相对美元汇率普遍出现贬值。部分国家十年期国债收益率出现下降，国债市场出现企稳迹象，但总体来看，E11 国家国债收益率仍居于较高水平。多数 E11 国家股指出现上升，但股票市场的波动性仍然较大。多个 E11 国家房价出现快速上涨，房地产市场蕴含的风险不断增加。受美联储货币政策继续调整、英国脱欧效应进一步发酵等事件影响，E11 国家金融市场将面临持续波动。

### 9.1 本币对美元持续贬值

2016 年，多数 E11 国家货币对美元指数相比 2015 年出现大幅贬值。美元指数变

动仍是影响 E11 国家货币汇率变化的重要外部因素。未来受美元处于强周期、E11 国家内部经济状况的影响，E11 国家货币将继续面临贬值压力。这将为 E11 国家带来多重挑战。

#### 9.1.1 货币普遍对美元贬值

除沙特阿拉伯继续实施钉住美元的固定汇率制度外，2016 年多数 E11 国家货币对美元汇率相比 2015 年出现一定程度的贬值（见表 9.1）。其中，货币贬值幅度较大的国家包括阿根廷（贬值 59.8%）、墨西哥（贬值 17.8%）、南非（贬值 15.3%）等，特别是阿根廷货币贬值幅度大幅超过 2015 年，爆发货币危机的概率在上升。新土耳其里拉和俄罗斯卢布对美元汇率贬值分别在 11.0% 和 10.0%。其他 E11 国家货币对美元汇率也出现不同程度的贬值。

表 9.1 2016 年 E11 国家与主要发达经济体货币对美元名义汇率同比变化率

单位：%

	2016	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
阿根廷	59.8	67.0	59.5	62.3	51.7
巴西	4.9	37.2	14.1	-8.2	-14.4
中国	6.7	6.6	6.8	6.4	7.0
印度	4.7	8.5	5.4	3.1	2.3
印度尼西亚	n. a.	5.7	1.4	-5.2	n. a.
韩国	2.6	9.3	6.0	-4.3	-0.1

续表

	2016	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
墨西哥	17.8	21.0	18.0	14.2	18.2
俄罗斯	10.0	20.0	25.1	2.6	-4.3
沙特阿拉伯	0	0	0	0	0
南非	15.3	34.9	24.3	8.2	-2.1
土耳其	11.0	19.7	8.7	3.9	12.9
加拿大	3.6	10.6	4.8	-0.3	-0.1
欧元区	0.3	2.2	-2.2	-0.4	1.5
日本	-10.1	-3.0	-10.8	-16.2	-10.2
英国	13.2	6.1	6.8	18.0	21.6

注：采取相对美元的直接标价法，>0 为贬值，<0 为升值。“n. a.” 表示数据不详。

资料来源：IMF-IFS，2017 年 1 月。

尽管 2016 年全年 E11 国家货币总体对美元贬值，但是从季度数据看，部分国家的货币贬值压力逐步降低，甚至还出现升值态势。印度卢比对美元汇率 2016 年第一季度同比贬值 8.5%，到 2016 年第四季度同比贬值幅度收窄至 2.3%。而巴西雷亚尔、印度尼西亚卢比、韩元、俄罗斯卢布、南非兰特等在 2016 年年底都对美元汇率出现同比升值。但阿根廷比索、中国人民币、新土耳其里拉对美元汇率在 2016 年第四季度仍保持非常大的贬值压力。

其他发达经济体货币对美元汇率也出现大幅波动。2016 年日元对美元升值 10.1%，而英镑对美元贬值则达 13.2%。日元升值来自其避险功能的强化，而英镑的贬值则主要来自英国脱欧的影响。这也显示出国际金融市场的动荡。

E11 国家货币的实际有效汇率也呈现不同的波动态势。2016 年巴西雷亚尔、印度卢比、印度尼西亚卢比、韩元、俄罗斯卢布、南非兰特实际有效汇率大体呈现“前贬后升”态势。中国人民币实际有效汇率则呈现“前升后贬”态势，新土耳其里拉实际有效汇率则表现为“两头贬中间升”态势。阿根廷比索、墨西哥比索实际有效汇率则经历

了大幅贬值，2016 年 12 月，两国货币实际有效汇率同比分别贬值 11.7% 和 14.7%。

#### 9.1.2 内外因素影响汇率波动

E11 国家货币汇率变动主要受到国内和国际两方面因素影响。从国际因素来看，美联储货币政策变动及其预期变化是影响 E11 国家货币汇率变动的重要外部因素。从国内因素来看，经济增长、通货膨胀、利率等经济状况的变化也对其汇率走势带来影响。

首先，美元指数变动仍是影响 E11 国家货币汇率变化的重要外部因素。2015 年第四季度，随着市场对美联储加息预期不断升温以及美联储最终在 2015 年 12 月进行全球金融危机之后的首次加息，美元指数出现快速上升。2016 年 1 月相比 2015 年 10 月，美元指数上升 4.4%。这导致多数 E11 国家货币对美元汇率在 2016 年第一季度出现大幅贬值。不过，随着美联储加息效应的逐步消退，美元指数出现回落，E11 国家货币对美元的贬值压力也有所降低。然而，此后随着美联储加息预期的再次升温，美元指数又一次出现大幅上升。2016 年 12 月相比 2016 年 9 月，美元指数再次上升 5.9%，这引发了部分 E11 国家货币对美元汇率在 2016 年第四季度的又一次贬值。

其次，E11 国家的内部经济情况是影响货币汇率走势的另一重要因素。总体上，E11 国家在 2016 年仍延续了经济低速增长态势，在美元总体走强的大背景下，这决定了 E11 国家货币币值偏弱的趋势。不过，E11 国家内部一些经济情况对于本币汇率稳定甚至是汇率走强也提供了支持。一是 E11 国家普遍偏高的利率水平。如巴西、俄罗斯虽然基准利率处于下行通道，但依然在 10% 以上。部分国家为化解美联储加息对本币带来的贬值压力，也希望通过提高利率水平进行应对。如墨西哥在 2016 年连续多次加息，这对于缓解本币贬值也起到了一定的作用。二是部分 E11 国家经济状况开始有所好转。从 2016 年起，部分 E11 国家经济状况有所好转，即使俄罗斯和巴西经济仍处于负增长，但是衰退幅度已有所降低。三是大宗商品价格企稳回升。多数 E11 国家对大宗商品出口存有依赖，大宗商品价格的回升不但有利于促进这些国家的经济恢复，同时也有利于恢复国际资本对这些国家的信心，从而为其汇率提供一定的支撑。

### 9.1.3 政策干预难度加大

为支持本币汇率，包括 E11 国家在内的新兴经济体不得不动用国际储备等手段进行外汇市场干预。为此，部分新兴经济体耗费了大量国际储备。2016 年，为稳定人民币汇率，中国的外汇储备出现大幅下降。截至 2016 年年末，中国外汇储备规模为 30,105.17 亿美元，全年累计减少 3,198.44 亿美元，储备量逼近“3 万亿”关口。从 2016 年全年的情况看，中国人民银行稳定人民币汇率是外汇储备规模下降的最主要原因。<sup>1</sup> 面对新土耳其里拉的大幅贬值，土耳其央行在 2017 年 1 月紧急将外汇准备金率下调 50 个基点，并将银行间拆借限额下调至 220 亿新土耳其里拉，并宣称必要时将采取额外措施抑制市场过度波动。墨西哥央行面对墨西哥比索的贬值压力，也积极入

市对比索进行干预。2017 年 1 月，墨西哥开展了自 2016 年 2 月以来的再一次汇市干预。与此同时，在本币贬值的压力之下，土耳其和墨西哥央行还通过提高利率试图阻止货币贬值，但这无疑对经济复苏形成阻碍。

## 9.2 国债市场总体向好

国债收益率是国债市场的重要刻画指标，反映了一国资本市场的风险偏好、市场参与者对于经济和流动性的预期。在发达市场经济国家，国债市场收益率已成为金融市场的基准利率，成为投资者判断市场趋势的风向标。

### 9.2.1 国债收益率变动方向不一

2016 年，E11 国家国债收益率仍存在较大的差异。以 5% 为分界线，中国和韩国十年期国债收益率长期低于 5%。阿根廷国债收益率在 2015 年出现大幅下降的基础上，2016 年也进一步下降至 5% 以下。2016 年 12 月，阿根廷十年期国债收益率已经降至 2.2%，成为 E11 国家中国债收益率最低的国家之一。十年期国债收益率超过 5% 的 E11 国家则包括巴西、印度、印度尼西亚、墨西哥、俄罗斯、土耳其等。其中，巴西和土耳其依然是国债收益率水平最高的两个国家，2016 年 12 月两国十年期国债收益率仍在 11% 左右。

从变动趋势看，部分 E11 国家十年期国债收益率呈现下降趋势。阿根廷十年期国债收益率 2015 年 12 月已经降至 1.75%，2016 年上半年虽重新有所上升，但是随后再次下降至 3% 以下。巴西十年期国债收益率虽维持在高位，但是 2016 年下降态势明显，从 2016 年 1 月的 16% 下降至 2016 年 12 月的 11.46%。印度十年期国债收益率也有明显的下降，从 2016 年 1 月的 7.78% 下降至 12 月的 6.52%。俄罗斯十年期国债收益率也从 2016 年 1 月的 10.3% 下降至 12 月的 8.38%。其他 E11 国家十年期国债收

1. 国家外汇管理局。国家外汇管理局负责人就 2016 年 12 月份外汇储备规模变动情况答记者问 [2017-01-07]. <http://www.safe.gov.cn>.

益率在 2016 年大都经历了先下降再上升的趋势。2016 年 6 月，土耳其十年期国债收益率从 2016 年 1 月的 10.54% 下降至 9.03%，但 2016 年 12 月重新上升至 11.09%（见图 9.1）。其他国家如中国、印

度尼西亚、韩国、墨西哥等国十年期国债收益率也经历了类似的走势，从 2016 年全年来看，除印度尼西亚外，这些国家的十年期国债收益率均出现一定的涨幅。

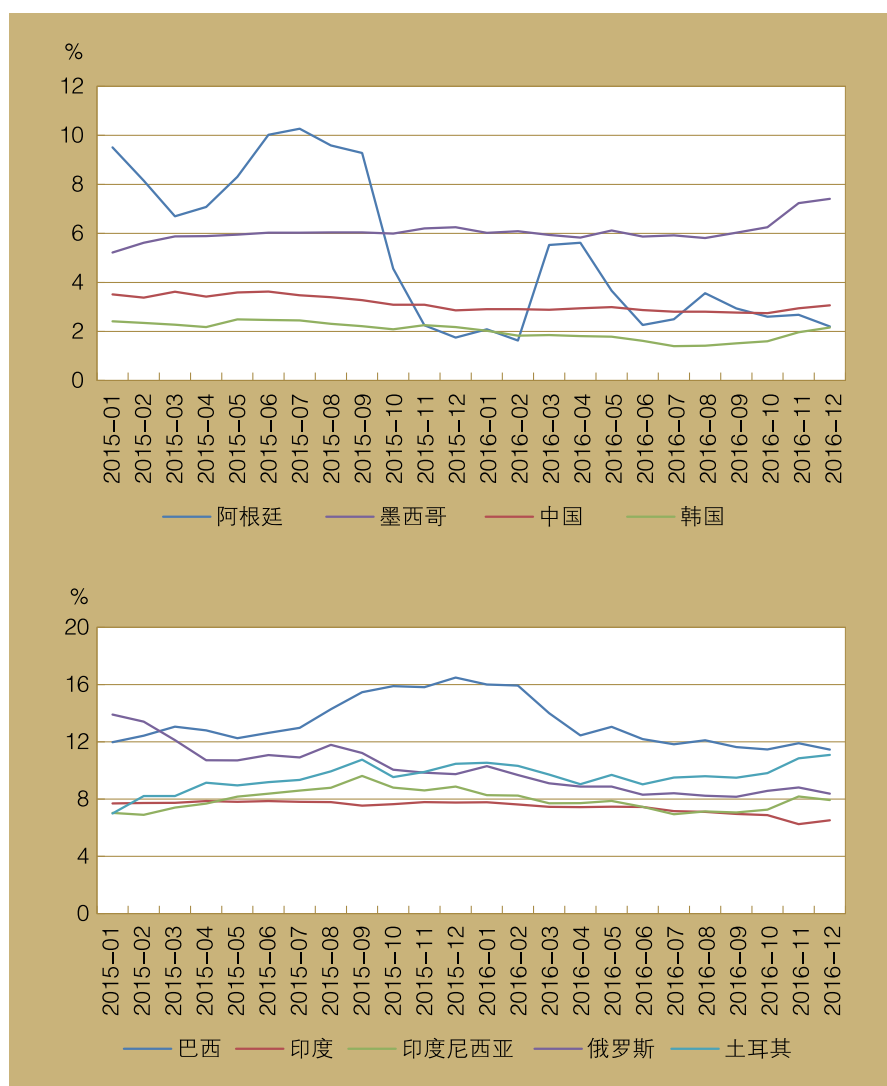


图 9.1 2015—2016 年部分 E11 国家十年期国债收益率

资料来源：万得数据库，投资网站（Investing.com）（<http://cn.investing.com>），2017 年 1 月。

### 9.2.2 影响国债收益率变动的因素

经济基本面是影响国债收益率变动的中长期因素，其决定了国债收益率的周期性波动。中国、韩国、印度及墨西哥等国近几年来经济总体保持平稳增长，这使得其国债收

益率保持稳定，且维持在相对低位水平。而俄罗斯、巴西等国近年来经济陷入衰退，经济的持续动荡致使其国债收益率持续位于高位。总体来看，由于新兴经济体经济大都处于高速发展时期，经济潜在增长率和资本回

报率较高，因此，其国债收益率要普遍高于发达经济体。

除经济基本面外，其他因素在短期内对国债收益率产生影响。一是货币政策的影响。当央行实施降息时，利率降低，国债价格上升，国债收益率下降。因此，国债收益率将随着央行利率水平同向变动。2016 年，俄罗斯、巴西等国利率处于下降通道，其国债收益率总体也处于下行趋势，而墨西哥、土耳其等国利率处于上升通道，其国债收益率总体处于上行趋势。

二是发达经济体经济政策的影响。发达经济体总体超低的利率水平在拉低发达经济体国债收益率的同时，也驱使国际资本不断涌入新兴经济体国债市场，以寻求更高的收益水平。这在一定程度上有助于新兴经济体国债收益率总体水平的走低。与此同时，作为全球基准的美国国债市场变动也会对新兴经济体国债市场带来影响。2016 年下半

年，美国十年期国债收益率出现飙升，2016 年 7 月至 12 月，累积上升近 1 个百分点。这被认为是导致众多新兴经济体国债收益率在 2016 年下半年出现大幅上升的重要原因。

三是主权信用评级的影响。从标准普尔对 E11 国家的主权信用评级来看，2016 年大部分国家的信用评级维持稳定。中国、印度、印度尼西亚、墨西哥、俄罗斯、南非等国最近给出的评级均与上次评级保持一致，这显示出这些国家国债市场总体保持稳定。阿根廷、韩国相较上次评级有所好转，特别是阿根廷 2016 年宣布正式走出债务违约，其主权信用评级也被标准普尔从 2014 年的选择性违约上升至 B-，这为其国债收益率大幅降低起到了关键作用。不过，巴西、沙特阿拉伯、土耳其的主权信用评级有所下调，这与其国债收益率维持高位是一致的（见表 9.2）。

表 9.2 E11 国家主权信用评级变化

	最新评级	前景	评级日期	上次评级	上次评级变动日期
阿根廷	B-	稳定	2016/5/6	SD	2014/7/30
巴西	BB	负面	2016/2/17	BB+	2015/9/9
中国	AA-	负面	2016/3/31	AA-	2010/12/16
印度	BBB-	稳定	2014/9/26	BBB-	2012/4/25
印度尼西亚	BB+	正面	2015/5/21	BB+	2013/5/2
韩国	AA	稳定	2016/8/8	AA-	2015/9/15
墨西哥	BBB+	负面	2016/8/23	BBB+	2013/12/19
俄罗斯	BB+	稳定	2016/9/16	BB+	2015/1/26
沙特阿拉伯	A-	稳定	2016/2/17	A+	2015/10/30
南非	BBB-	负面	2015/12/4	BBB-	2014/6/13
土耳其	BB	稳定	2016/11/4	BB	2016/7/20

注：SD：选择性违约；标准普尔在 2016 年共对土耳其进行了三次评级，除表格中的两次外，2016 年 5 月 6 日，标准普尔对土耳其的评级为 BB+，前景为稳定，而在此之前的评级是 2014 年 2 月 7 日，评级为 BB+。  
资料来源：全球利率网站（global-rates.com）（<http://www.global-rates.com/>），2017 年 1 月。

从十年期国债收益率的走势来看，过去较为动荡的阿根廷、俄罗斯、巴西等国国债

市场正逐步企稳。2016 年，阿根廷逐渐走出债务危机风波。主权信用评级公司纷纷提

高其主权信用评级，除标准普尔在 2016 年将其信用评级从选择性违约提高至 B-外，穆迪和惠誉也分别在 2016 年将其评级提高至 B3 和 B。2016 年 4 月，阿根廷政府发行 150 亿美元主权债券，但国际投资者认购意向高达 620 亿美元，最终发行额为 165 亿美元。这意味着阿根廷在时隔 15 年以后重返全球债券市场。2016 年 5 月，俄罗斯财政部也宣布发行一批十年期欧洲债券，这是俄罗斯在 2014 年遭到西方制裁以来首次发行欧洲债券。2016 年 10 月，沙特阿拉伯也首次面向国际资本市场发行债券，受到国际投资者的追捧。未来随着国内经济状况的好转以及大宗商品价格的企稳回升，投资者对于新兴经济体国债市场的信心将会进一步恢复，从而有利于这些国家国债市场的稳定。

### 9.3 股票市场维持波动

股票市场通常被认为是经济的晴雨表，因为投资者往往会将企业的未来表现作为投

资依据。经济基本面、货币政策的松紧以及国际金融市场的变化都对 E11 国家的股票市场有着直接影响。

#### 9.3.1 多数股票市场规模有所扩大

多数 E11 国家股票市场规模在 2016 年出现增长。尽管经济增长状况不佳，但阿根廷、巴西、俄罗斯三国股票市场市值在 2016 年出现大幅增长，相比 2015 年分别增长 37.0%、29.0%、28.4%。印度尼西亚、南非、土耳其等国股票市场市值也出现较大幅度增长。

中国是 E11 国家中唯一一个股票市场市值出现下降的国家，2016 年年末中国沪市和深市股票市场总市值为 50.77 万亿元人民币，相比 2015 年下降 4.4%（见图 9.2）。中国股市规模的收缩主要来自于 2016 年年初的股市动荡，受其影响，2016 年 1 月中国沪深两市股票市场总市值相比 2015 年 12 月剧烈下降达 24%。2016 年 2 月、4 月、9 月、12 月中国股票市场市值均出现一定程度的环比下降。

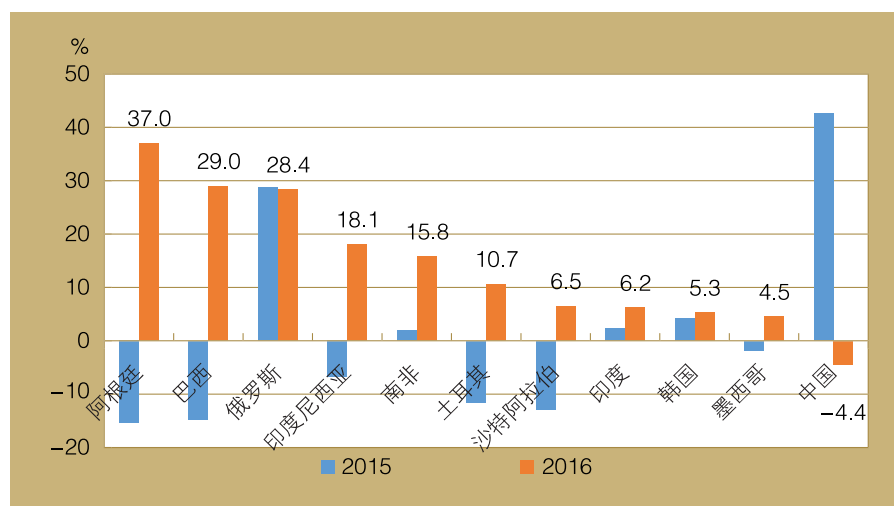


图 9.2 2015—2016 年 E11 国家股票市场市值增长率

注：各国股票市场市值数据选择说明如下：阿根廷布宜诺斯艾利斯证券交易所；巴西圣保罗证券交易所；中国上海证券交易所和深圳证券交易所；印度国家证券交易所；印度尼西亚证券交易所；韩国证券交易所；墨西哥证券交易所；俄罗斯莫斯科交易所；沙特证券交易所；南非约翰内斯堡证券交易所；土耳其伊斯坦布尔交易所。股票市场市值均以本币计价。图中标示数据为 2016 年数据，图示经过排序化处理，以 2016 年数据为排序依据。

资料来源：CEIC，2017 年 1 月。



### 9.3.2 股票市场波动仍然较大

2016 年多数 E11 国家股指出现上升。在经历了 2015 年的震荡之后, 2016 年 E11 国家股市均有所恢复。2015 年 12 月至 2016 年 12 月, 俄罗斯、阿根廷、巴西三国股指上升幅度分别为 52.2%、44.9%

和 38.9%, 成为全球上涨幅度较高的几个股票市场 (见图 9.3)。印度尼西亚、土耳其、墨西哥等国股指也出现较大幅度的上涨。只有中国和南非股票市场指数出现下降, 相比 2015 年 12 月, 2016 年 12 月两国股指分别收缩 11.3% 和 0.1%。

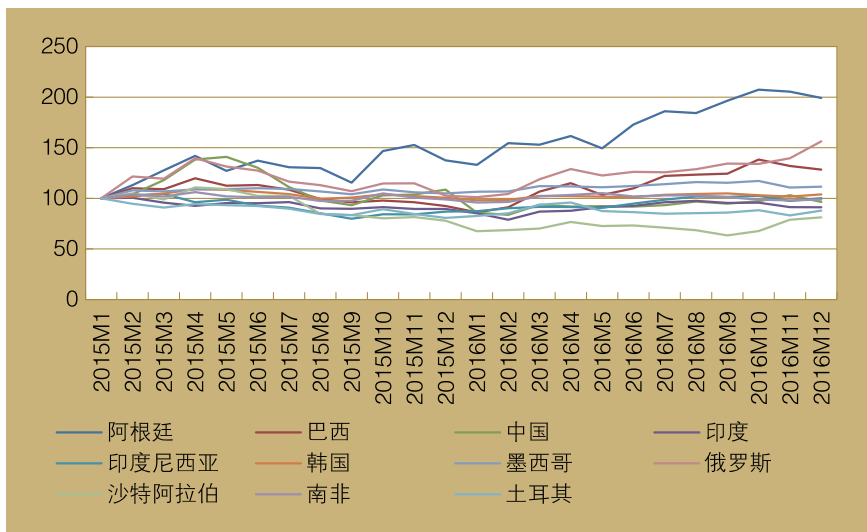


图 9.3 2015—2016 年 E11 国家证券市场股票相对指数

注: 各国股票指数选择说明如下: 阿根廷布宜诺斯艾利斯证券交易所指数; 巴西圣保罗证券交易所指数; 中国沪深 300 指数; 印度孟买证券交易所敏感 30 指数; 印度尼西亚雅加达综合指数; 韩国证券交易所 KOSPI 指数; 墨西哥证券交易所指数; 俄罗斯莫斯科股票市场指数; 沙特阿拉伯证券交易所基准股指; 南非约翰内斯堡证券交易所全股指数; 土耳其伊斯坦布尔证券交易所国家 100 指数。2015 年 1 月各国股指设定为 100。  
资料来源: CEIC, 2017 年 1 月。

E11 国家股市仍存在较大的波动性, 特别是对于涨幅较大的国家。巴西股指月度环比涨幅最大曾达到 17% (2016 年 3 月), 其月度跌幅也曾达到 -10.1% (2016 年 5 月)。阿根廷股指的月度最大涨幅和跌幅也分别达到 16% 和 -7.6%。沙特阿拉伯、俄罗斯、印度等国也存在类似的情况。中国股市在 2016 年更是经历了大幅波动。受实施熔断机制、资本外流、信心下挫等影响, 中国股市在 2016 年年初出现大幅下跌, 沪指在 2016 年 1 月前两周累积跌幅高达 18.9%, 1 月沪深 300 指数相比 2015 年 12 月更是下跌 21%。但 3 月受资金重新流入、政策利好、

美联储加息预期下降等因素影响, 沪深 300 指数上涨 11.8%。股指的大幅波动反映了新兴经济体股票市场的不稳定。

### 9.4 房地产市场风险累积

2016 年 E11 国家房价出现剧烈的分化, 部分国家的房价出现大幅上涨, 而部分国家房价则出现大幅下跌, 与此同时, 部分 E11 国家内部房地产市场发展也出现巨大差异。E11 国家采取了针对性的房地产政策, 这对于稳定房地产市场起到了一定的作用。但房地产市场的风险仍在不断累积。



### 9.4.1 房地产价格涨跌互现

房地产市场继续保持分化。全球房地产市场继续呈现缓慢复苏态势。根据 IMF 的统计,2016 年第三季度全球住房价格指数为 155.95,相比 2015 年同期上涨 2.5%,目前的房价指数几乎恢复到全球金融危机前的水平。

从 2016 年来看,E11 国家房价呈现出不同的特征。一是各国房价涨跌互现。2016 年第二季度,巴西和俄罗斯房价相比 2015 年同

期分别下跌 20.3%和 12.5%,南非和印度尼西亚房价也有不同程度下跌(见图 9.4)。相比之下,土耳其、墨西哥、中国、印度、韩国等国房价则与全球住房价格走势一致,部分国家房价涨幅甚至超过全球平均水平。二是各国国内房地产市场也存在巨大差异。如中国一线和热点二线城市房价持续攀升,而部分二线和绝大多数的三四线城市由于面临较大的去库存压力,房价上涨受到抑制甚至出现负增长。

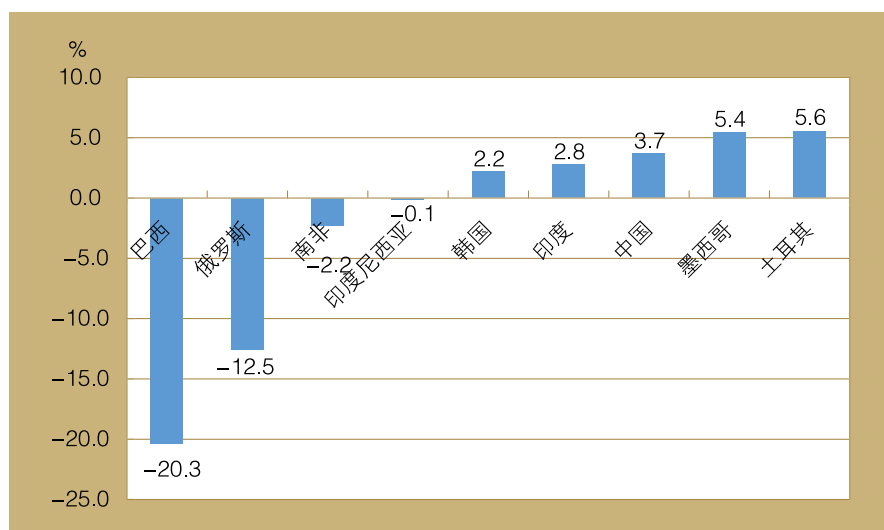


图 9.4 2016 年部分 E11 国家实际住房价格增长率

注:除南非、土耳其为 2016 年第三季度数据外,其他国家为 2016 年第二季度数据。

资料来源:IMF-Global Housing Watch,2017 年 2 月。

### 9.4.2 房地产市场因势利导

E11 国家房价走势与货币政策走向密切相关。部分 E11 国家的房价走高很大程度上来自于宽松货币政策下的信贷扩张。如中国 2015 年的国内信贷同比增长 23.8%,2016 年前两个季度分别达到 25.4%和 24.7%,2016 年第三季度稍微回落,也有 23.0%。墨西哥国内信贷同比增速在 2016 年第二季度达到 20.1%,远高于前几年的水平。相比之下,房价出现同比下降的印度尼西亚、南非等国其国内信贷增速在 2016 年则呈现逐步下降趋势。

E11 国家房价走势也受到外国投资的影响。凭借巨大的增长潜力,新兴经济体房地产市场一直受到外国投资者的关注,外资的流入也有助于新兴经济体房价的上涨。如土耳其 2016 年房地产市场的强劲表现就部分归因于外国投资的大幅流入,而巴西 2016 年经济与政治的不确定性则打击了外国投资者的信心。

面对房地产市场的不同走势,E11 国家采取了不同的房地产政策。中国在房地产市场分化加剧的情况下,强调“分类调控、因城施策”。针对房地产库存压力较大的二三

四线城市，中国政府出台了一系列刺激政策，包括下调不限购城市的贷款首付比例、降低契税等，不断释放居民潜在需求，促进房地产行业去库存。针对房价涨幅较大的一线城市，中央和地方政府密集出台调控政策，通过限购、限贷、加大土地供应等措施，抑制这些城市的房价过快上涨。为抑制房地产市场快速发展所引发的家庭债务激增问题，韩国政府也通过提高首付比例、出台房贷限制政策、延长转售房产持有期限等措施收紧房地产政策。面对房地产市场的下滑，印度尼西亚政府则通过放松放贷首付比例、放宽外国投资者投资限制等措施，来促进房地产市场的增长。

### 9.5 发展不确定性增加

2017年E11国家金融市场面临的国内外环境更为复杂。从国际环境看，全球经济复苏依然缓慢，美国、英国等发达经济体政策不确定性大幅提高，特朗普就任美国总统、英国脱欧的效应可能会进一步发酵，欧洲多国将会相继举行大选，民粹主义和反全球化情绪不断蔓延。其中，美联储货币政策变动仍是影响E11国家金融市场走势的重要外部因素。在2015年、2016年两次加息之后，美联储在2017年将会继续延续加息进程，美元总体将会保持走强趋势。尽管美联储进一步加息的时点和节奏的不确定性将会加剧美元指数的波动性，但未来美元走强的总体趋势不会变。全球金融条件收紧将导致全球金融市场波动加剧，新兴经济体金融市场也将不可避免地受到冲击。从国内环境看，部分E11国家经济增长复苏缓慢，通货膨胀率上升，债务风险不断累积，这些因素也可能加剧E11各国金融市场的波动。

在美元走强的情况下，E11国家货币将继续面临贬值压力。货币贬值会通过贸易和金融两大渠道影响经济发展。从贸易渠道来看，本币对美元贬值虽有利于促进新兴经济体对外出口，但在短期内受贸易合同无法更改等因素影响，反而可能造成经常项目收支逆差的增加或顺差的减少。<sup>1</sup>从金融渠道来看，本币贬值将会造成资本外流、美元债务压力增加、国内资产价格下跌等，从而增加新兴经济体的金融风险。国际清算银行发布的一份研究报告对本币贬值的贸易效应和金融效应进行了对比，其研究发现汇率贬值将会通过贸易渠道刺激经济活动，通过金融渠道抑制经济活动。对于大多数新兴市场经济体来说，货币贬值的金融渠道效应将会明显抵消来自贸易渠道的效应。也就是说，对多数新兴经济体来说，汇率贬值将令经济增长放缓。<sup>2</sup>

美联储加息仍是E11国家国债市场面临的最大的不确定性。美联储加息将促使国际资本回流美国，新兴经济体国债市场资金流入减少。一旦避险资金从新兴经济体国债市场大幅撤出，这将导致国债价格下跌，收益率上升。严重时可能出现大范围抛售国债的情况，从而增加国债市场风险甚至引发债务危机。

E11国家股票市场继续在波动中调整。伴随着股指的大幅上升，个别E11国家股票市场的风险在升高。如阿根廷股票市场近两年快速发展，布宜诺斯艾利斯证券交易所指数2016年12月已经升至16,917.9点，相比2015年1月上漲99.3%。当前阿根廷的经济基本面并不支持其股票市场的这种高度繁荣。在这种情况下，个别E11国家股票市场可能会出现较大调整。

1. 本国货币贬值后，在最初的一段时期内由于消费生产行为的“粘性”，进口和出口的贸易量并不会发生明显的变化，因此本币贬值将会造成出口收入的相对减少和进口支出的相对增加，从而使得经常项目收支状况反而会比原先恶化。经过一段时间后，货币贬值对经常项目的收支改善效果才开始发挥，这被称为“J曲线效应”。

2. Kearns J, Patel N. Does the Financial Channel of Exchange Rates Offset the Trade Channel? BIS Quarterly Review, December 2016.

E11 国家房地产市场风险上升，但总体可控。近几年，多个 E11 国家房价出现快速增长，甚至大大超过了其收入的增长，房地产市场蕴含的风险不断增加。从外部看，伴随着美联储加息，E11 国家房地产市场将同时面临国际资本外流和国内信贷收缩的双重挑战。从内部看，多数 E11 国家房地产市场还面临着房价快速上涨与高库存风险并存的困境。E11 国家大都采取了针对性的政策，取得了初步效果，未来仍需高度警惕。

此外，E11 国家银行业也在不断承压。2016 年，多数 E11 国家银行业不良贷款率

有所上升。其中，印度银行不良贷款率相比 2015 年上升了 1.69 个百分点，俄罗斯也上升了 0.82 个百分点，与此同时，这两个国家也是 E11 国家中不良贷款率最高的国家（见表 9.3）。除此之外，巴西、南非、土耳其、印度尼西亚等国的形势也不容乐观。2016 年，中国的银行不良贷款率为 1.75%，相比 2015 年上升 0.07 个百分点，在 E11 国家中总体处于相对较低的水平。银行不良贷款率的上升反映了银行业风险在不断累积，尤其是个别 E11 国家的比率甚至高于国际正常水平，值得关注。

表 9.3 2010—2016 年 E11 国家银行不良贷款占总贷款余额的比例 单位：%

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
阿根廷	2.117	1.396	1.735	1.733	1.990	1.737	1.894
巴西	3.108	3.467	3.447	2.857	2.855	3.312	3.847
中国	1.132	0.962	0.954	1.000	1.100	1.674	1.747
印度	2.386	2.670	3.374	4.028	4.346	5.884	7.573
印度尼西亚	2.532	2.144	1.773	1.687	2.067	2.431	2.981
韩国	0.588	0.484	0.594	0.571	0.622	n. a.	n. a.
墨西哥	2.043	2.116	2.444	3.243	3.037	2.523	2.337
俄罗斯	8.234	6.590	6.027	6.001	6.731	8.347	9.163
沙特阿拉伯	2.968	2.224	1.670	1.307	1.080	1.237	1.219
南非	5.792	4.681	4.043	3.641	3.245	3.121	3.174
土耳其	3.490	2.576	2.743	2.636	2.742	2.988	3.174

注：“n. a.”表示数据不详。

资料来源：World Bank-WDI，2017 年 2 月。

# 主要参考文献

---

1. AMRO. AMRO Surveillance Note on China. November 2016.
2. Evenett, Simon J., Johannes Fritz. FDI Recovers? The 20th Global Trade Alert Report. 2016.
3. IMF. World Economic Outlook: Subdued Demand: Symptoms and Remedies. October 2016a.
4. IMF. Fiscal Monitor: Debt: Use it Wisely. October 2016b.
5. IMF. Global Housing Watch. November 2016c.
6. IMF. World Economic Outlook Update: A Shifting Global Economic Landscape. January 2017.
7. Kearns, Jonathan, Nikhil Patel. Does the Financial Channel of Exchange Rates Offset the Trade Channel? BIS Quarterly Review, December 2016.
8. OECD, UNCTAD. Fifteenth Report on G20 Investment Measures. June 21, 2016a.
9. OECD, UNCTAD. Sixteenth Report on G20 Investment Measures. November 10, 2016b.
10. UNCTAD. World Investment Report 2016: Investor Nationality: Policy Challenges. 2016a.
11. UNCTAD. Global Investment Prospects Assessment 2016–2018. October 6, 2016b.
12. UNCTAD. Global FDI Flows Slip in 2016, Modest Recovery Expected in 2017. Global Investment Trends Monitor, No. 25, February 1, 2017.
13. World Bank Group. Commodity Markets Outlook: Investment Weakness in Commodity Exporting Countries. 2017.
14. 张宇燕. 世界经济黄皮书:2017 年世界经济形势分析与预测. 北京:社会科学文献出版社, 2016.

# 编写说明及致谢

为了帮助读者了解新兴经济体发展的最新情况，并为加强新兴经济体各领域的交流与合作搭建新的平台，在博鳌亚洲论坛秘书处的组织下，中国社会科学院世界经济与政治研究所的研究人员负责编写新兴经济体发展年度报告。该报告以二十国集团中的 11 个新兴经济体（E11）为研究对象，力求以准确的数据、翔实的资料以及深入的分析反映一年来 E11 各国经济和社会发展情况、相互之间经济合作以及 E11 与外部经贸联系的最新进展。

《博鳌亚洲论坛新兴经济体发展 2017 年度报告》由中国社会科学院世界经济与政治研究所所长张宇燕教授主编，并负责整个报告的框架设计。除序言外，本报告正文分为 9 章：第 1 章为 E11 经济总体形势分析和前景展望；第 2 章至第 9 章分别从经济增长、就业与收入、物价与货币政策、国际贸易、国际直接投资、大宗商品市场、债务和金融市场方面介绍了 E11 的经济发展状况。在写作的分工上，第 1 章执笔人为张宇燕，第 2 章和第 8 章执笔人为贾中正，第 3 章和第 7 章执笔人为冯维江，第 4 章和第 9 章执笔人为熊爱宗，第 5 章和第 6 章执笔人为徐秀军。张宇燕和徐秀军负责报告统稿。

在报告写作过程中，博鳌亚洲论坛秘书长周文重先生、高级顾问姚望先生以及博鳌亚洲论坛研究院执行院长洪斌先生给予了多方面的帮助与指导，巴西应用经济研究所教授里纳托·鲍曼（Renato Baumann）、印度尼西亚大学社会与政治学院国际关系系主任伊维·费瑞尼（Evi Fitriani）、墨西哥国立自治大学法学研究所研究员安都乐·加西亚（Arturo O. Garcia）、俄罗斯科学院经济研究所副所长斯威特拉娜·格林金娜（Svetlana P. Glinkina）、韩国国家经济政策研究所高级研究员金庆充（Heungchong Kim）、印度尼西亚观察家研究基金会主席苏丁德拉·库卡尼（Sudheendra Kulkarni）、中国国家发展和改革委员会学术委员会秘书长张燕生、中国人民大学副校长刘元春、国务院发展研究中心亚非发展研究所所长周晓晶、中国社会科学院经济研究所研究员裴长洪以及中国社会科学院世界经济与政治研究所副所长姚枝仲等均提出了许多有益帮助，在此一并表示诚挚的谢意。

在撰写过程中，由于作者所掌握的材料和水平所限，错漏之处在所难免，敬请广大读者批评指正。本报告并不必然代表博鳌亚洲论坛的观点，所有文责由作者承担。