

【推荐】IMF：世界经济回顾与展望

2016-04-28 大金所

大金所 — 微信号：djs_public

大金所包含项目平台、资金平台、金融资讯、金领职场、商学院、大金融圈六大板块，打造集交易、学习、交友为一体的金融生态高端平台。大金所订阅号仅转载最经典的金融、最重要法规类资讯。本文已对来源作了标注，如有异议，您可直接通过公众号联系我们处理。关注“大金所” - “金融服务” - “会员中心”进行注册自动成为中国最大金融社交平台“大金融圈”成员，或者加微信『Djs88Services』由其邀请进入“中国大金融圈微信群”（需名片认证）。

来源：第一财经研究院

导语：IMF发布的2016年首次《世界经济展望》预计全球2016、2017年增长率将分别为3.4%、3.6%。报告指出，受中国经济增速放缓、大宗商品价格持续走低、全球投资与贸易进一步放缓，全球经济活动复苏乏力。《展望》预测，发达经济体增速依旧缓慢约为2%，新兴市场经济体将呈温和增长，2016年增速可达4.1%。

《展望》强调发达经济体应进一步结构性改革，继续实行宽松的货币政策，并采取有利增长的收入、支出等措施加强财政支持。而新兴市场经济体应加强抵御脆弱性风险，建立透明的财政政策框架，给出锚定的长期政策目标以提升可信度，改善融资条件。

一、近期全球经济形势概览

受四季度经济增速大幅放缓影响，2015年下半年全球增速低于预期，仅为2.8%。发达经济体，尤其是美国、日本及其他亚洲发达经济体的经济活动越发疲软。新兴市场国家，除中国及其他亚洲新兴市场经济体表现出较高增长外，巴西、俄罗斯等一系列大宗商品出口国的宏观经济状况相当严峻。

就各地区情况具体来看：

- 美国

除暂时性影响外，非居民投资减少、国内需求不振也是导致增长放缓的主要因素。虽说增长不佳，但劳动力市场数据持续改善，就业增长强劲，失业率呈下降趋势。

- 欧洲

欧洲国内需求的改善缓解了外部冲击造成的负面影响，总体表现基本符合预期。其中西班牙复苏强劲，而意大利表现则差于预期。

- 日本

因家庭消费急剧下降，四季度数据显著差于预期。

- 中国

不同于其他经济体，中国表现出了优于预期的增长。中国国内需求、尤其是消费领域有所反弹。服务业的强劲增长抵消了近期制造业活动的恶化。

与中国大陆密切相连的亚洲发达经济体，如香港特别行政区、中国台湾省，2015年上半年因出口下行，经济活动变弱，下半年有所好转但仍低于预期。

- 拉丁美洲

巴西走弱更甚于预期，其他地区表现基本与预期一致。

- 俄罗斯

俄罗斯总体走势与预期一致，而受俄罗斯溢出、油价走低影响，其他独联体经济体情况恶化。

就各经济指标来看：

- 通胀

2015年发达经济体受大宗商品价格暴跌影响，平均通胀仅为0.3%，创全球金融危机以来新低。核心通胀维持在1.6-1.7%水平，依旧远低于央行目标。对于许多新兴市场经济体来说，低油价、低商品价格降低了通胀水平，但对于部分遭遇大幅货币贬值的国家，如巴西、哥伦比亚、俄罗斯来说，通胀不降反增。

- 汇率

2015年8月至2016年2月，发达经济体货币走强，其中日元升值显著，真实有效汇率上涨达10%，美元、欧元也分别升值3%、2%。英镑受英国退欧及货币政策正常化推迟的预期影响，贬值7%。新兴市场经济体中，南非、墨西哥、俄罗斯、哥伦比亚遭遇大幅贬值。中国人民币贬值2%，而印度卢比则相对平稳。自2月以来，随着全球风险规避情绪的减弱，大宗商品出口国汇率开始反弹，与之相反的是美元贬值1.5%，欧元贬值1%。

- 资本流动

新兴市场经济体净资本流入放缓，2015年下半年情况尤为严重。中国企业偿还更多的以美元计价的债务，而中国居民同时增持更多的境外资产，中国外汇储备大幅减少。大量采取固定汇率制度的石油出口国也出现同样的情况。

- 货币政策及金融条件

金融市场波动率回升，全球风险规避情绪加大、全球股市大跌、信贷息差走高、避险公债收益率降至历史新低的背后所反映出来的是：市场认为发达经济体在面对持续恶化的经济走势时缺乏政策空间，并对油价持续走低、中国经济增速放缓、以及中国政府政策会否干预存在担忧。

发达经济体金融环境在总体宽松的大背景下有所收紧：企业债收益率上升，融资成本提高；欧元区通胀预期下降，实际利率上升。德国、日本、英国、美国长期政府债券收益率自2015年9月以来出现大幅（30-60个基点）下降，市场避险情绪上升。

发达经济体货币政策整体依旧宽松，但各国政策立场呈不同程度的转变。一边是美联储2015年12月加息，这是六年来首次提高利率。而另一边，欧央行在3月宣布进一步扩大资产购买计划，降低政策利率。1月下旬，日本央行更是宣布实行负利率。

新兴市场经济体货币政策立场也各不相同。大宗商品出口国，如南非、墨西哥、智利、哥伦比亚、秘鲁等纷纷提高政策利率以应对货币贬值及通胀。相反，印度及印度尼西亚政策利率则继续宽松，中国则降低了存款准备金要求。

全球之变对宏观经济的影响

- 中国经济放缓的溢出效应

作为100多个经济体的主要贸易伙伴、大宗商品尤其是金属制品的进口大国、制造业大国，中国凭其庞大的规模、高开放程度、高投资率，对全球贸易、大宗商品、制造业产生巨大影响。近年来，中国增速放缓，投资与出口的减少通过贸易渠道传导至全球。IMF数据显示，中国出口增长（由投资驱动的）每减少1个百分点，二十国集团的增长就将减少0.25个百分点；2014年，金属制品的全球总需求中40%来自中国，而随着中国投资放缓，需求减少，大宗商品价格下跌，金属价格自2011年来已经平均跌去60%，导致矿业面临大量过剩产能，出口商获利空间不断被挤压；中国制造业部门产能过剩部分工业制品价格下跌也打压了中国竞争对手的收益与投资。

- 大宗商品价格下降影响可支配收入

大宗商品价格尤其是石油价格的下跌带来全球可支配收入的改变。2014年下半年以及2015年年末石油价格的陡然下跌令石油出口国受损，石油进口国获益，不过损失远胜于获益。石油进口国内需有所增强，而石油出口国内需则有所减少。数据显示贸易环境恶化导致的1个百分点的收入损失，会使2014-15年国内需求增长相较于2012-13年减少0.6个百分点。而GDP每损失1个百分点，导致实际进口增长也相应减少1个百分点。对于石油出口国的国家，进口走弱缓解了部分贸易损失对国内产出的负面影响：收入损失每1个百分点，GDP增长平均下降0.22个百分点。

- 能源及矿业的投资

大宗商品价格高涨时会带动投资，反之下跌则会抑制投资。主要能源出口国石油、天然气部门投资支出预计2015年较上一年下降24%（以美元计）。以能源、矿产为主要出口的国家2015年相较于前三年投资规模大幅减小。而投资疲软导致全球制造业活动与贸易又进一步减弱。

- 全球投资、贸易放缓

2014至15年中国进口与投资分别下降了4个百分点、2个百分点。鉴于中国在全球贸易、全球投资中所占的比重，中国经济放缓导致全球投资与贸易增长也出现减速。部分大宗商品国投资与进口的减少、多国汇率明显贬值、俄罗斯面临制裁、经济动荡时期资本支出、进口对总需求的高敏感度同样加剧了该现象。

- 低油价的全球效应

低油价未能如愿发挥全球增长强心针作用，全球经济表现依旧差强人意。事实上，是一系列因素减弱了供给驱动下石油价格下跌带来的正面效应。

首先是对石油出口国在面对利润受损时应对能力的担忧。油价低迷还将持续一段时期，无疑石油出口国支出也将继续承压。而与此同时，许多石油出口国所面临的更严峻的宏观经济形势、更紧的外部金融条件，又进一步限制了其减少支出的能力。

其次，石油进口国个人消费水平并未因可支配收入增加而显著提升。一方面可能是由于许多经济体持续降杠杆所致，而另一方面是由于部分进口石油的新兴市场经济体，并未将油价下跌反映到零售价格上去（补贴同步减少、税收增加等）。

再次，油价下跌影响资本支出。油价下跌前部分发达经济体，如美国，能源部门企业一直增加杠杆，而眼下，随着资源再分配、信贷收紧，资本支出大幅缩减，抑制总需求。

最后，全球主要央行难以通过进一步降低政策利率以支撑增长，与油价下跌带来的通缩压力抗争。

二、经济展望

2015年全球产出增长预计达3.1%，其中发达经济体增长1.9%，新兴市场及发展中经济体增长4.0%。2016年全球增长预计将在3.2%的水平，并在2017年达到3.5%。

新兴市场及发展中经济体，依旧是2016年全球增长的主要引擎，但预期增长仅较2015年略有上升，仍低于过去10年平均水平2个百分点。其背后是石油出口国经济疲软、中国经济放缓（工业、投资）、包括拉丁美洲等非石油商品出口国前景不甚乐观等几重因素叠加所致。石油进口国受益于油价下跌，但同时面临更紧的金融条件以及疲软的外部需求。发达经济体增长缓慢主要是受到能源价格下跌及宽松的货币政策影响。

随着新兴经济体，尤其是此前曾面临严峻宏观经济形势的国家经济转好，预计2017年全球增长将有所回升。而发达经济体中，日本因消费税提高，预计增长将下滑，且其负面影响将抵消其他发达经济体经济向好的正面影响。总的来说，最新预测要弱于2016年1月时的预期。IMF分别下调2016、2017年预期0.4个百分点、0.3个百分点。中期来看，随着新兴市场、发展中经济体增长回升，2017年后全球增速预计进一步提升，2021年底将达到近4%的水平。这一结果主要基于以下一系列假设：几大目前面临压力的经济体逐渐正常化；中国经济

济成功再平衡；商品出口国经济活动有所恢复以及其他新兴市场、发展中经济体弹性增长。不过这些要素面临一定下行风险，将在稍后展开。

- 美国

随着资产负债表、房地产市场的改善，财政不再拖累经济增长，美国经济将迈着稳健的步伐前进，缓解因美元走强、贸易伙伴增速放缓而引起的净出口减少、制造业疲软、部分经济部门（石油、天然气及相关行业）国内金融条件趋紧的负面影响。整体来看，2016年，正负影响两相抵消，经济维持在2.4%水平。2017年会有小幅上扬。不过鉴于潜在增长预期仅为2%，同时受老龄化、低全要素生产力增长的影响，长期增长预期相对较弱。

劳动力市场收紧令美国2016年的通胀预期由2015年0.1%上升至0.8%，中期上涨至2.25%，个人消费支出平减指数达到2%。

- 欧元区

外部需求恶化产生的负面影响有甚于能源价格走低、财政扩张、金融条件趋好带来的积极效应，2016-17年欧元区仍将缓慢复苏。因危机遗留问题（私有、公共部门债务、低投资以及高长期失业率对技能的侵蚀）、老龄化问题，以及低全要素生产率增速等问题，潜在增长预计依旧较弱。2016、2017年欧元区产出预计分别增长1.5%、1.6%，中期维持在1.5%的水平。德国（2017年1.6%）、法国（2016年1%、2017年1.3%）、意大利（2016年1%，2017年1.1%）呈温和增长。西班牙（2016年2.6%，2017年2.3%）增长减缓但依旧高于欧元区平均水平。葡萄牙经济将出现减速（2016年1.4%，2017年1.3%），希腊经济今年还将进一步收缩，预计2017年增长将有所回升。

在欧央行货币政策放松支持下，2016年通胀将达0.4%（2015年该值为0），并在2017年进一步上升至1.1%。中期来看通胀将缓步上升。

- 日本

2016年增速依旧维持在0.5%的水平，但随着消费税开始发挥作用，2017年将出现负增长，约为-0.1%。近期日元走强，新兴市场需求减弱，2016年上半年日本经济将受到抑制，但更低的能源价格、更富裕的财政将提振增长（仅财政刺激就能使产出提高0.5个百分点）。日本央行量化、质化宽松将有助于提升私有部门需求。中长期来看，日本增长依旧疲软，主要还是劳动力市场下滑所致。

受低能源价格及近期日元走强影响，2016年将有-0.2%的通胀。随着宽松的货币政策环境以及产出缺口的收窄，价格承受上涨压力，中期将升至1.0-1.5%。

- 中国

2016中国经济增长将放缓至6.5%，到2017年预计将降至6.2%，略高于2015年10月展望给出的预测。去产能影响下，房地产、地产相关上游行业，以及制造业等部门进一步走弱。随着经济从投资到消费的再平衡，服务部门增长将表现强健。收入高增长，劳动力市场强健，加之支持消费的结构性改革发力，中国经济将在再平衡道路上稳步前行。

受大宗商品价格下跌、人民币升值、国内需求疲软影响，2016中国通胀预计将维持在1.8%的低水平。

- 印度及东南亚国家

2016-17年印度经济增长将创下7.5%的高增长。受益于低能源价格、高实际收入，个人消费将继续推动增长。随着市场情绪回升，工业生产活动复苏，个人投资恢复将进一步拉动增长。在东南亚国家联盟五国经济体中，2016年马来西亚、越南增长将略有减缓（4.4%、6.3%），但印度尼西亚、菲律宾、泰国将小幅上升，分别将达4.9%、6.0%、3.0%。强劲的国内需求加上逐步提升的出口，东南亚五国经济将自2017年进一步回升。

三、下行风险显著增加

- 新兴市场经济体金融稳定风险

历经五年的经济下行，资本流入减少，新兴市场经济体对于投资者情绪变动的反应变得更加敏感、脆弱。过去两年左右的时间里大规模货币贬值使得债务多以美元计价、收益却以本币计值的公司的财务缓冲被削弱。大部分新兴市场经济体公共债务比例显著高于其2007年水平。曾经快速积聚的国际储备也出现了下降。

资本流入撤退收紧了新兴市场经济体金融条件，并对其货币造成额外压力，导致资产负债表恶化，融资面临挑战。资本逃离会导致资产价格、货币价值破坏性下跌，产生传染效应，进一步损害增长。

- 中国发展的国际影响

中国向新增长模式、更基于市场的经济模式转变是极具挑战的。在经历快速信贷、投资增长后，增速更趋于可持续发展水平，企业获利能力下降，而更低的企业收益反过来又降低了中国企业的偿债能力，抬高了银行不良贷款率。由于银行放贷能力受限，中国企业转而进入资本市场。公司资产负债表持续恶化、不良贷款率不断攀升以及债券、股权市场的无能都对金融稳定构成威胁。而与此同时中国政府还需减少过度杠杆引起的脆弱性的同时寻求经济再平衡。关键改革的进展有限，企业与金融部门风险加剧引发中期担忧，导致中国金融市场出现动荡。而政府未对抑制市场波动的政策行为进行有效沟通，往往使事态恶化。

中国经济超预期放缓，通过贸易、大宗商品价格及市场信心对国际市场造成很大的溢出效应，新兴市场及发达经济体也都因此面临更大程度的放缓，进一步损害投资、潜在增长及对未来收入的预期。

- 石油出口国进一步下跌风险

财政缓冲削弱、石油价格一再下跌，石油出口国不得不比预期减少更多的支出。全球金融条件收紧、市场对主权风险上升的预期，对支出造成额外压力。如果油价进一步下跌，支出承压现象更为严重，同时在目前低通胀环境下，更低的石油价格会进一步打压通胀预期，或有通缩风险。不过，油价持续下跌会引发油价将长期处于低位的猜测，石油进口国消费会有所上升，缓解部分不利影响。

- 金融市场近期动荡及股票财富的损失

2016年年初全球股票市场遭受重大损失。2015年12月底至2016年2月中旬，发达经济体股价下跌超12%，而新兴市场经济体也跌去了9%之多。此后，市场反弹。年初至今，发达经济体仅下跌2%，发展中经济体3月底股价开始上行，不过股价指数依旧远低于2015年春季时的峰值，尤其是新兴市场经济体。金融市场动荡加剧、股票估值持续下跌，风险溢价及部分利率上升，金融条件收紧，企业可获资本减少，进一步抑制投资。与此同时，资本市场波动还会导致负面的财富及信心效应，损害个人消费，尤其是那些家庭财富中股票占比较大的发达经济体。而消费需求的减少会削弱发达经济体增长，最终影响全球经济。

- 地缘局势紧张、地缘冲突加剧

近几年来武装冲突、恐怖袭击时有发生。目前部分非洲、中东地区以及乌克兰等地区的贸易、旅游、金融不断遭到破坏，进一步加剧国内、国际紧张局势。在欧洲，难民潮涌入对眼下欧盟劳动力市场吸收能力、经济一体化思想、欧盟政治体制提出挑战。

- 英国退欧

英国退欧会对英国及其他欧洲地区造成重大影响。退出安排的商谈很可能会被拖延，市场信心、投资不确定性将抬升，加剧金融市场波动。如果英国离开，欧洲单一市场很可能被破坏，并减少双边贸易及金融往来。经济合作、经济体一体化带来的收益将降低。

四、政策重点

发达经济体：改善供需

发达经济体面临人口老龄化引起的劳动力市场参与率减少、投资疲软对需求的抑制和对资产负债表的损害，以及新兴市场经济体增长放缓的溢出效应的风险，发达经济体要想获得更高、可持续的增长需要从三方面入手，包括结构性改革、继续执行宽松货币政策和更多的财政支持。

(1) 结构性改革

- 美国

在美国，要想增加劳动力供给，需要扩大劳动所得税抵扣范围、提高联邦最低工资水平、家庭福利（包括儿童保育），以及进行全面详尽的技术移民改革。基础设施支出、创新激励的提高短期将利于带动投资，中期有利于提高生产率。

- 欧元区

虽然区内各经济体政策重点会有所不同，但就整体面临的青年失业率居高不下、劳动者技能遭侵蚀以及由此产生的一系列影响而言，欧元区应当致力于减少劳动税契等抑制就业的因素，实施激活劳动力市场的政策是促进需求，降低长期失业导致的遗留问题。对产品、服务、劳动力市场、公共行政管理、破产机制进行改革将有助于提升企业生产力、竞争力及投资预期。欧盟应有力推动服务、资本、交通、能源等市场一体化，并且侧重构建更加有效的

经济治理框架，有效利用欧盟法律、稳定与增长公约来推进结构性改革。

- 日本

对日本来说，致力于提高生产力的结构性改革是解决中期风险、提升潜在产出的关键。此外，日本还应当出台收入相关政策来调节工资与物价间关系。

(2) 宽松的货币政策

在商品、劳动力市场改革对价格造成不确定性影响，多国长期处于低通胀这样一个大背景之下，强有力且可靠的货币政策框架是必不可少的。

- 美国

2015年12月中旬，美联储加息预示着美国经济走强。同时，当下的一系列指标也显示了美国劳动力市场已显著改善。进一步加息的速度将会缓慢有序地逐步进行。一个有效的货币政策沟通策略依旧必要，尤其是在金融市场更为波动，金融渠道溢出影响重大的环境下。

- 欧元区

欧洲央行的资产购买计划提升了市场信心、改善了金融条件，有助复苏。然而持续低通胀、低增长都意味着宽松的货币政策还需继续。欧洲央行近期的一系列政策措施展示出了对中期维持价格稳定目标的决心。这些政策将通过鼓励更多借贷，降低负利率对银行盈利能力的打压，使对银行的支持传导至实体经济。此外，欧洲央行应当加强审慎监管、债务执行制度与破产框架改革。

- 日本

日本央行对超额准备金账户实行负利率，以示维持通胀上升势头的承诺。在近期取得的成就之上，当局应当考虑采取柔和、可执行的工资增长目标，提高公共部门工资、最低工资。央行应当考虑转向更加基于预测的货币政策沟通，给市场以更强有力的指导。后者将提升银行通胀预期评估的透明度，当通胀脱轨，通过加强预期政策改变的沟通传达出对通胀目标的承诺。

(3) 财政支持

除了宽松的货币政策立场，财政支持也很关键。财政政策应通过鼓励岗位创造、提高生产力，鼓励创新支撑短期需求，提高中期潜在产出。对于公共债务高、融资条件不佳的地区，可以通过中期整顿计划创造财政空间。对于有财政空间的应当实行财政刺激，提高生产能力。

- 美国

随着利率逐渐提高，国家地缘政治局势趋紧，美国中期仍需进一步稳定债务与GDP之比。在2013、2015年两党预算议案基础上，实行可靠的中期削减赤字计划将能为基础设施建设投资提供融资空间，提高生产率，激发创新，增强工人的技能。

- 欧元区

《稳定与增长公约》中有财政空间的国家应当更大程度来支撑需求——如通过扩大公共投资。迅速有效地执行欧盟体制，促进公共、私人投资将提升短期、中期增长。

- 日本

承诺以之前宣布过的逐步提升消费税、增强财政机构为中心的财政整顿将确保近期财政空间维持增长势头。

新兴市场、发展中经济体：管控脆弱性问题、提升潜在产出

新兴市场及发展中经济体所面临的挑战，因各国国情及处置方式不同而各不相同。但都面临增长放缓、脆弱性加剧等问题。以下三点应当作为共同的政策重点：

（1）支持中国经济再平衡

中国经济减速再平衡对国际上其他国家造成了实质性影响。即便是与中国无直接贸易往来的国家也因中国经济放缓引发的大宗商品、制造品价格走低、全球信心受挫而受到波及。而如果中国增长模式得以再平衡，则能够带动全球增长，减少风险。因此，国际社会应该支持中国改革。目前中国政府面临的主要挑战在于向消费、服务驱动的增长模式转型以及让市场机制在经济中发挥更有力的作用。中国需进一步采取结构性改革措施来确保消费能顺利接过投资的接力棒，带动长久稳定的增长，并且着重国企改革，结束隐形担保，加强金融监管，增强利率作为货币政策工具的可靠性。与此同时，政府还应加强建立与市场的良好沟通。

（2）控制脆弱性进一步加剧

在新兴市场经济体资本流入减少的问题上，研究发现，此轮资本净流入放缓的原因与新兴市场经济体相较于发达经济体增速减缓密切相关。具有更灵活的汇率政策、更低的公共债务水平、更高的外汇储备的国家遭受资本流动波动的情况更小。虽然灵活的汇率制度已经缓冲了国际因素对资本流入的影响，但政策制定者依旧需要对可能存在的因大幅货币贬值导致的资产负债表恶化现象保持警惕。在全球风险偏好降低的大环境下应保持对金融稳定风险的检查，实施强有力的监管及宏观审慎框架。

（3）应对大宗商品价格走低

随着大宗商品价格再度下跌，高度依赖大宗商品出口的新兴市场及发展中经济体的财政及外部头寸面临严重恶化。鉴于大宗商品价格预计还将持续处于低位一段时间，这些国家需对国内支出进行一定规模的调整。应建立透明的财政政策框架，给出锚定的长期政策目标以提升可信度，改善融资条件。而对于进口石油的新兴市场及发展中经济体来说，低油价减轻了通胀压力，降低了外部脆弱性。在一些有石油相关补贴的重要国家，从低油价中获得的收益被用于提高公共部门储蓄，加强财政状况。

【征稿】苦于深度好文没人关注？想提升知名度成为金牌分析师？对所处行业如鲠在喉不吐不快，对

某个问题有独到的讲解。只要和金融有关，我们来者不拒。投稿一经采用，将署名刊载于大金所各大平台（金融粉丝10多万），并同步推送上百个微信群。欢迎投稿至：service@djs18.com.

如何关注

- ① 添加朋友-公众号搜索"**大金所**"，选择关注。
- ② 长按二维码，选择**识别图中二维码**，关注。



☞ 点击『阅读原文』进入最强金融同业人脉资源平台【**大金融圈**】。

[阅读原文](#)