

宏观经济

外需温和复苏

国内：中国出口新动向

相比海关出口增速的大幅反弹，7月出口交货值同比增速的小幅回落可能更真实地反映了当前外需平缓复苏的态势。基于中国储蓄率下降、消费率上升的长期经济结构调整趋势，中国整体上对外净投资的需求增长放缓，除非人民币大幅贬值，出口增速难以回到过去持续两位数增长的快车道。

短期中国出口增速小幅回升仍然可期，主要动力来自于美国经济复苏的拉动。今年以来美国和欧盟等发达经济体市场在中国出口中的份额止跌回升。从历史数据看，美国GDP增速回升将显著带动中国对美出口增速上升，人民币汇率贬值也对中国对美出口存在滞后（约三个季度）的有利作用。因此未来几个季度中国对美国出口增速仍有望继续回升。

中国的贸易难以从西方对俄罗斯经济制裁以及俄罗斯的反制裁中获得较大收益。虽然中俄双边贸易规模可能因此而扩大，但是由于贸易伙伴的替代性，对中国总体贸易增长的直接贡献极为有限。同时，地缘政治冲突极可能阻碍欧盟这一中国重要贸易伙伴的经济增长，从而对中国外需的增长带来负面影响。

国际：下调欧元区经济增长预测

欧元区2季度GDP环比零增长，德国负增长，时隔三年，欧元区再次接近衰退边缘。主要原因是欧元区经济基本面较差，特别是周边国家银行坏账问题短期内难有改善，商业银行风险偏好下降。过去两年欧元区信贷持续负增长，消费和投资低迷，内部增长动力脆弱。

持续数月的乌克兰危机使得俄罗斯和欧洲贸易关系恶化，已经影响到欧元区出口，对依赖外需的经济复苏造成短期下行压力。由于短期内财政政策仍在紧缩，货币政策也处于观察期，我们对今年下半年欧元区经济增长前景变得更为悲观，将欧元区今年GDP增长预测从此前的1.0%下调到0.8%。

9月份欧央行将第一次实施定向长期再融资政策TLTRO，欧央行需要更多时间观察该措施的效果。我们判断未来欧元区弱信贷和低通胀的局面难有明显改善，欧央行今年年底/明年初推出QE的可能性上升，这有利于明年经济增长。我们维持明年增长1.3%的预测不变。

分析员

彭文生SAC 执业证书编号：S0080511010001
wensheng.peng@cicc.com.cn

分析员

赵扬SAC 执业证书编号：S0080513070005
yang.zhao@cicc.com.cn

分析员

边泉水SAC 执业证书编号：S0080511070001
quanshui.bian@cicc.com.cn

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V140715