



专题报告
2016年12月

新兴经济体经济增长 仍面临一定压力

Emerging Economies

Still Facing Pressure on Growth





总 编：朱荣恩
主 编：丁豪樑
分析师：齐 涵 黄 田

联系人：齐 涵
电 话：021-63501349
邮 箱：qh@shxsj.com

重要声明：

本报告版权归新世纪评级所有，未经书面授权与许可，任何单位与个人不得复制、转载、散发和出售报告的信息。

新世纪评级系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

新世纪评级已力求系列报告的独立、客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见都不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，新世纪评级不对任何人因使用报告中的任何内容所导致的损失负法律责任。



微信扫一扫
关注“新世纪评级”

<http://www.shxsj.com>

更多内容请登录
新世纪评级官网

公司简介

新世纪评级成立于1992年7月，是中国成立较早、具有全部资质、有一定知名度和声誉的信用评级机构。新世纪评级自成立以来，立足上海、服务全国、辐射全球，为中国实体经济、金融机构、地方政府的信贷和债券融资、资产证券化等结构化融资、境外企业在境内发行熊猫债的融资提供了优质、高效的信用评级服务，评级业务覆盖了中国大陆全部省市及香港地区和境外的部分国家和地区，涵盖了全部信用评级业务品种。同时，新世纪评级与国际评级机构标准普尔建立了全面战略合作，形成了具有“国际视野、中国特色”的信用评级理念和方法，有力地促进了中国信用评级行业的发展。

公司资质

中国人民银行总行批准的从事全国企业债券信用评级业务资格；

中国人民银行总行认定的全国银行间债券市场评级业务资格；

中国国家发展和改革委员会认可的从事全国企业债券信用评级业务资格；

中国保险监督管理委员会认可的信用评级机构资格；

中国证券监督管理委员会核准的从事证券市场资信评级业务资格；

中国人民银行上海总部认可的从事上海市借款企业主体信用评级、集团企业评级、担保公司评级和中小企业评级业务资格。

摘要

2016 年新兴市场经济体态势总体好转。印度短期维持中高速增长态势，但是货币政策的空间正在减小。消费在印度经济中占主导地位，而投资需求近年有所下降，因此印度经济结构仍然有待改善。在推进工业化的力度方面，印度在土地资源整合、促进要素流通、控制人口过快增长和提高劳动力素质等方面的政策效果相对不足，已经与中国拉开较大的差距。因此从长期来看，印度应当注意对产业政策的推进，以防止落入中等收入陷阱。俄罗斯与巴西两国正在从经济萎缩的阴影中复苏，消费温和增长，投资需求回暖，对外贸易有所改善。但美联储加息等外部因素增加了这两国复苏过程的不确定性。南非经济增长乏力，而通胀水平较高，使得南非央行不得不实行偏紧的货币政策，从而对经济增长形成制约。各国通胀态势较去年均总体缓和，但程度不同，而使其货币政策相异。新兴市场经济体仍面临产业结构升级问题，合适的产业政策是必要的。

关键词：中高速、复苏、通胀、产业结构

目录

一、印度短期保持较强增长势头	1
(一) 经济维持中高速增长	1
(二) 需求总量增长结构仍待优化	2
(三) 货币政策的空间正在缩小	4
(四) 印度应当警惕中等收入陷阱	5
(五) 印度经济总结与政策展望	7
二、俄罗斯经济逐步复苏	7
(一) 经济形势有所好转	8
(二) 消费温和上升，投资明显复苏	8
(三) 进出口有所回升但仍然低迷	9
(四) 通胀程度有所改善	10
(五) 货币政策以刺激经济为主	11
(六) 俄罗斯经济总结与政策展望	12
三、巴西经济缓慢复苏	12
(一) 总产出下滑态势收敛	12
(二) 消费较稳投资复苏	13
(三) 进出口贸易复苏，经常项目改善	14
(四) 通胀压力稍有缓解但不乐观	15
(五) 货币政策仍面临较大冲突	16
(六) 巴西经济总结与政策展望	16
四、南非低速增长中呈现不稳定性	17
(一) GDP 增长缓慢且缺乏稳定	17
(二) 消费呈现温和平稳增长	18
(三) 投资波动较大、增减交替	18
(四) 出口小幅增加进口需求乏力	19
(五) 通货膨胀风险增加	19
(六) 货币政策将以降低通胀为主	20
(七) 南非经济总结与政策展望	21
六、总结与展望	21

图表目录

图表 1: 印度 GDP 总量与增长率	2
图表 2: 印度制造业与服务业 PMI 指数	2
图表 3: 印度最终消费需求	2
图表 4: 印度私人与政府消费需求	2
图表 5: 印度资本形成总额与环比	3
图表 6: 固定资本形成总额环比增速	3
图表 7: 印度出口总额与进口总额	3
图表 8: 印度贸易差额	3
图表 9: 印度总需求结构	4
图表 10: 印度通货膨胀	4
图表 11: 印度基准利率与 M2 增速	4
图表 12: 印度国际收支	5
图表 13: 印度卢比汇率	5
图表 14: 巴西与阿根廷人均 GNI	6
图表 15: 中国与印度人均 GNI	6
图表 16: 中国与印度的部分国家政策比较	6
图表 17: 俄罗斯 GDP 总量与增长率	8
图表 18: 俄罗斯制造业与服务业 PMI 指数	8
图表 19: 俄罗斯总需求结构	9
图表 20: 俄罗斯资本形成总额及占 GDP 比重	9
图表 21: 俄罗斯进出口总额	10
图表 22: 俄罗斯 GDP 增长率与通货膨胀率	10
图表 23: 俄罗斯投资需求与基准利率	11
图表 24: 俄罗斯基准利率与汇率指数	11
图表 25: 巴西 GDP 总量及增长率	13
图表 26: 巴西制造业和服务业 PMI 指数	13
图表 27: 巴西总需求构成情况	13
图表 28: 巴西固定资本形成总额	15
图表 29: 巴西进出口总额及贸易差额	15
图表 30: 巴西通货膨胀率	16
图表 31: 巴西雷亚尔基准利率与汇率	16

图表 32: 南非季度 GDP 总量及增长率	18
图表 33: 南非 PMI 指数	18
图表 34: 南非最终消费支出及增长率	19
图表 35: 南非季度资本形成总额及环比增长率	19
图表 36: 南非进出口总额与贸易差额	20
图表 37: 南非通货膨胀率	20
图表 38: 南非回购利率水平	21
图表 39: 南非名义有效汇率	21

新兴经济体经济增长仍面临一定压力

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

研发部 齐涵 黄田

(2016年12月)

2016年新兴市场经济体的增长态势总体好转。印度维持了中高速增长，通胀水平降低，消费稳定增长。双赤字的状况有所缓解，但尚无实质性转变。经济结构进一步改善，但是工业占比仍然相对落后。印度当前的宽松货币政策得益于石油等大宗商品价格偏低，但是其空间正在缩小。从长期来看，印度应当警惕中等收入陷阱的束缚。俄罗斯与巴西的经济状况有所好转，经济增速的颓势不断收敛，资本流出的状况缓和，投资需求持续复苏。南非经济增长总体乏力，消费温和增长但投资出现下滑，与资本流出压力有关。各国通胀态势本年均总体收敛，但是程度不同，而使其货币政策有差别。

一、印度短期保持较强增长势头

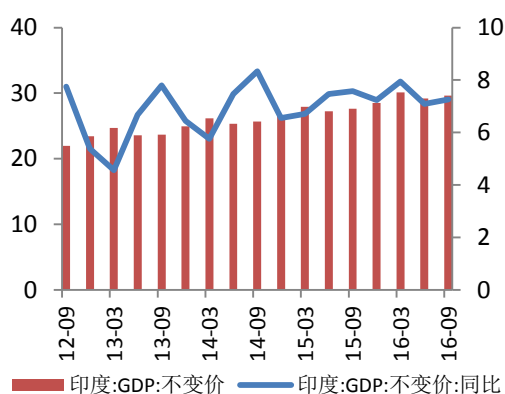
2016年印度经济保持了中高速增长态势，制造业与服务业PMI指数总体乐观。消费稳步增长并且波动性降低，对经济起到支撑的作用。投资需求升温，与印度央行实行的宽松性货币政策有关，但是在国际大宗商品价格回暖、生产领域通胀抬头的条件下，货币政策的空间正在减小。经常项目赤字较温和，国外资本净流入有所减弱。印度的产业结构仍待改善，投资占比仍待提高。从长期来看，印度应当注意推进产业政策以避免中等收入陷阱。

(一) 经济维持中高速增长

2016年前三季度印度不变价GDP分别为30.12万亿印度卢比、29.17万亿印度卢比和29.63万亿印度卢比，当季同比增速分别为7.95%、7.09%和7.26%，维持了中高速增长态势，并且增长势头与去年大致相当。从外部来看，印度经济的良好增长态势得益于外部资金流入的增加与大宗商品价格走低，在国内则得益于庞大的消费和投资潜力以及宽松的财政和货币政策。

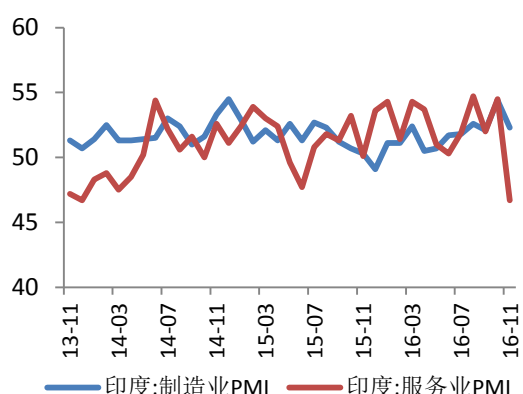
2016年1-11月印度制造业与服务业PMI指数总体良好。制造业PMI始终维持在枯荣线以上，并且下半年态势优于上半年。服务业PMI也总体处在50以上，但是11月降至46.7，但服务业总体良好的态势不变。

图表 1: 印度 GDP 总量与增长率



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 2: 印度制造业与服务业 PMI 指数

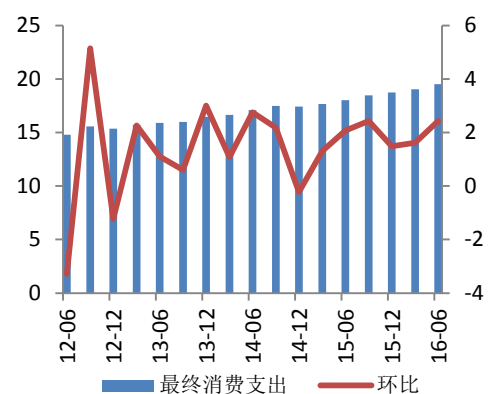


资料来源: Wind, 新世纪评级整理

(二) 需求总量增长结构仍待优化

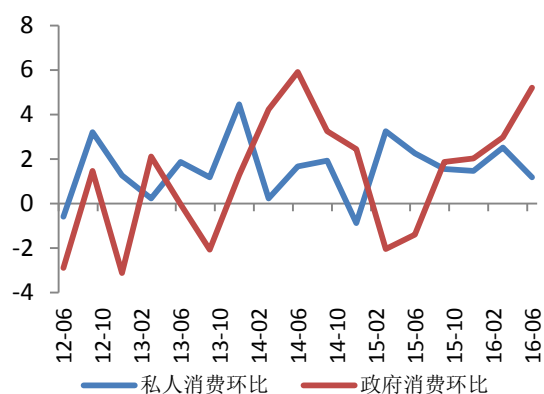
2016 年前两季度印度不变价最终消费支出分别为 19.05 万亿印度卢比和 19.51 万亿印度卢比, 较上年保持了稳步增长的态势。季调环比增速分别为 1.62% 和 2.43%, 环比增长势头优于去年同期。分项来看, 前两季度印度私人消费支出环比增速分别为 2.52% 和 1.17%, 延续了往年的温和增长态势。政府消费支出环比增速分别为 2.98% 和 5.20%, 处于近年的较高值, 与印度政府的扩张性财政政策思路有关。

图表 3: 印度最终消费需求



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

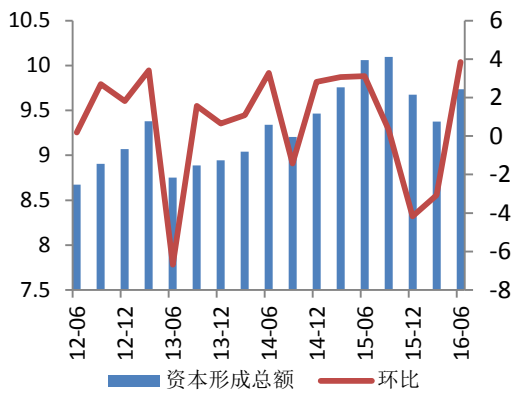
图表 4: 印度私人与政府消费需求



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

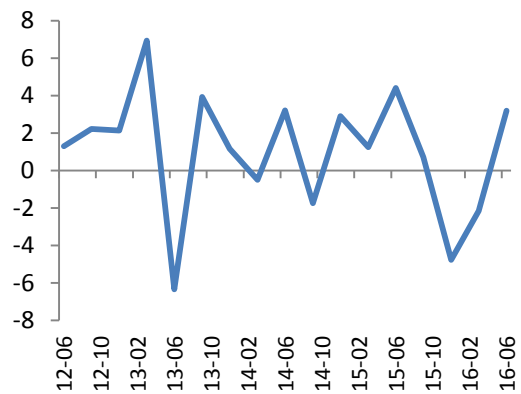
2016 年前两季度印度资本形成总额分别为 9.38 万亿印度卢比和 9.74 万亿印度卢比, 与去年同期相比有所下降。前两季度环比增速分别为 -3.07% 和 3.84%, 表现出短期回温的态势。固定资本形成总额环比增速分别为 -2.15% 和 3.19%。自去年四季度以来印度投资需求增长态势减缓, 印度央行则连续下调回购利率以支持投资, 当前资本形成总额有所回暖。但应当注意的是, 印度当前偏宽松的货币政策得益于石油等大宗商品价格走低而导致的通胀水平下降, 从长期来看这并不具有持续性。因此印度投资需求未来可能会受到抑制。

图表 5: 印度资本形成总额与环比



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

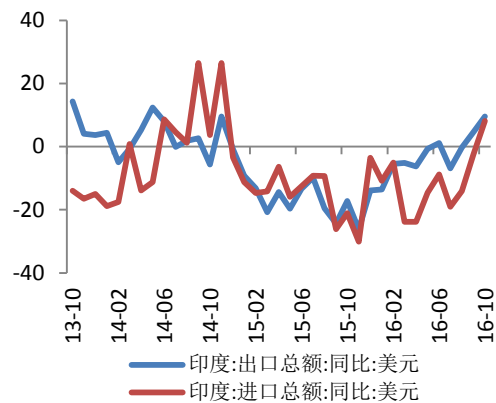
图表 6: 固定资本形成总额环比增速



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

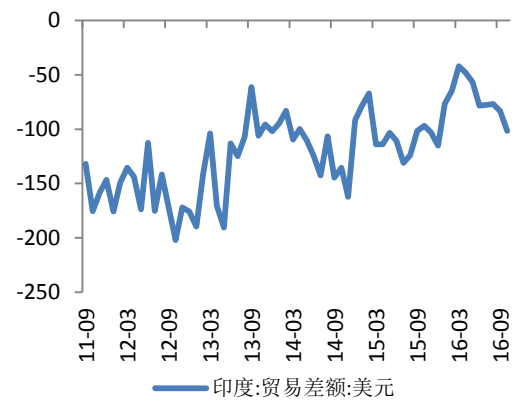
2016 年 1-10 月, 以美元计价的印度出口总额与进口总额当月同比增速较去年大幅改善。2015 年全年印度出口总额与进口总额均维持两位数跌幅, 本年则持续收敛跌势, 10 月份增速分别为 9.59% 和 8.11%。贸易环境的改善与主要发达经济体与新兴市场经济体的回暖有关。印度贸易差额仍然维持在赤字水平, 但收益于石油等大宗商品价格仍然偏低, 贸易赤字状况较前 5 年仍相对温和。对于尚处在发展中国家水平的印度来说, 贸易赤字并不利于其有效利用外部需求以推进工业化。

图表 7: 印度出口总额与进口总额



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 8: 印度贸易差额

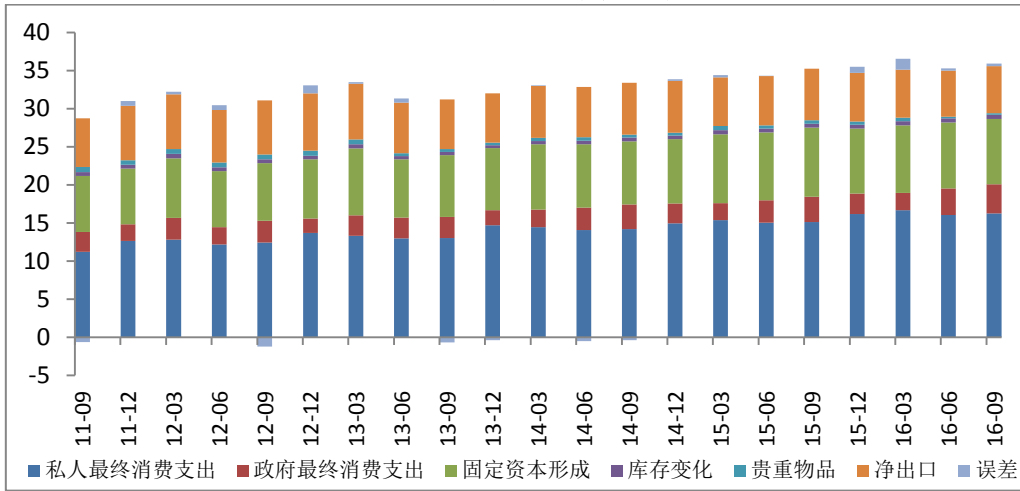


资料来源: Wind, 新世纪评级整理

从结构来看, 私人最终消费仍然在总需求中处于主导地位, 近 10 年占比总体上维持在 55% 左右, 并且占比的波动幅度有所下降, 说明私人消费在经济中的支撑作用更加稳固。投资需求占比近年总体下降, 2016 年前三季度下滑压力有所缓和。与中国相比, 印度的投资需求占比一直偏低, 对其经济增长造成制约。印度的现行征地法案强调土地所有者的权益, 因此在某些情况下倾向于抬高项目成本而抑制投资需求, 而莫迪政府针对该法案的改革方案已经以失败告终。投资需求是拉动经济发展的重要因素, 因此印度应当加强对投资项目的支持, 以促进

需求结构的优化。

图表 9：印度总需求结构



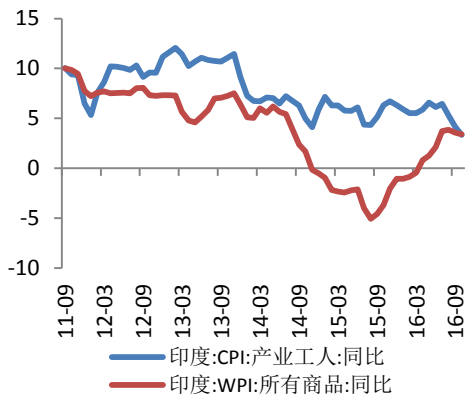
数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

(三) 货币政策的空间正在缩小

2016 年 1-10 月印度消费价格指数 (CPI) 同比增速总体较低，10 月份降至 3.35%。批发价格指数 (WPI) 则在第二季度结束了跌势，并逐渐升至 3.39%。在 CPI 维持低位的条件下，印度央行本年扩大了宽松的力度，分别在 3 月份和 10 月份下调回购利率。在宽松的背景下，印度 M2 增速本年持续上升，由年初 12.27% 升至 9 月份 21.32%。

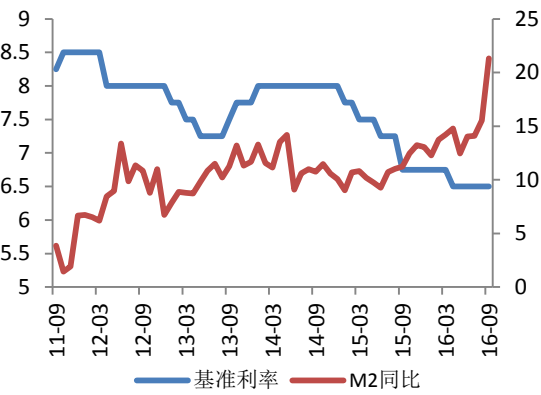
印度通胀水平近年偏低，很大程度上受益于石油等大宗商品价格走低，并且为印度扩大宽松的货币政策提供了空间。应当注意的是，当前印度 M2 增速处在高位，批发价格指数持续回升，大宗商品价格正在回暖，因此印度进一步推行宽松性货币政策的空间正在缩小。

图表 10：印度通货膨胀



资料来源：Wind，新世纪评级整理

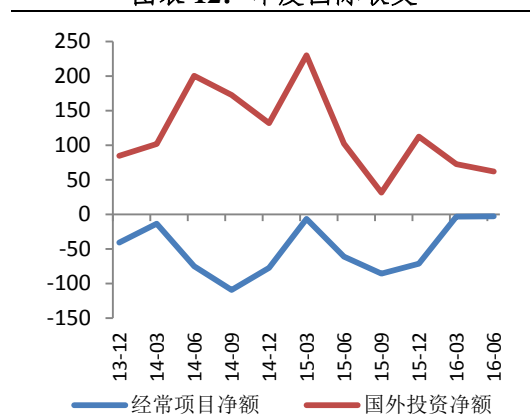
图表 11：印度基准利率与 M2 增速



资料来源：Wind，新世纪评级整理

2016 年前两季度印度经常项目净额分别为-3.38 亿美元和-2.99 亿美元，与往年相比经常项目赤字有所改善。前两季度国外投资净额分别为 72.59 亿美元和 61.92 亿美元，处于近 3 年的较低水平。国外投资净流入的减少与美国等经济体的复苏和美元资产走强有关。美元兑印度卢比汇率在 2016 年总体稳定，大概在 65-70 的区间内波动。随着美元强势，2014 年初至 2016 年初印度卢比对美元已经累计贬值约 16%，虽然近期美国新政府提出积极的政策思路，但印度卢比对美元继续大幅走弱的可能性不高。

图表 12: 印度国际收支



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 13: 印度卢比汇率

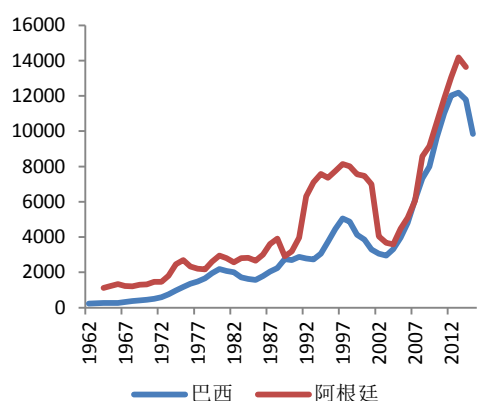


资料来源: Wind, 新世纪评级整理

(四) 印度应当警惕中等收入陷阱

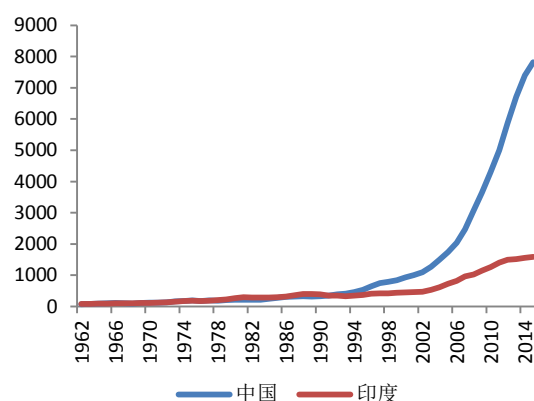
中等收入陷阱是指一些发展中国家进入中等收入区间之后，人均国民收入出现了长时间的徘徊与停滞，而导致其进入高收入国家的步伐相对缓慢。世界银行按照各国人均 GNI 分布划分出低收入国家、中等收入国家和高收入国家等层级。日本、韩国等跨越中等收入区间的时间较短，在 10 年左右。而另一些国家则耗时几十年，比较典型的例子有南美洲的巴西、阿根廷和东南亚的马来西亚等。阿根廷人均 GNI 在 1986 年已达到 3000 美元，至 2010 年才升至 10000 美元以上。巴西人均 GNI 在 1994 年达到 3000 美元，2013 年已经非常接近高收入国家门槛 (12746 美元)，却因大宗商品市场的波动与国际资本的流出而陷入衰退，2015 年又跌至 9850 美元，仍然在该门槛前徘徊。中国与印度也同处在发展中国家的水平，但是发展的道路有所不同。1976 年两国人均 GNI 均为 180 美元，2015 年则有了较大差别，中国为 7820 美元，印度则为 1590 美元。从收入阶段来看，中国已经处在中高等收入国家行列，印度则相对落后。

图表 14: 巴西与阿根廷人均 GNI



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 15: 中国与印度人均 GNI



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

印度与中国发展速度的差别相当程度上源于两国推进工业化的国家政策效力不同。工业化意味着土地、劳动力和资金的聚集与整合, 交通运输条件的改善以及劳动力素质的提高。从中印两国在这些方面的政策来看, 中国实行土地公有制, 并且土地的管理与征收受地方和基层的影响较小, 印度实行土地私有, 没有统一的土地管理体系, 土地的管理和征收受到地方、基层群众等多方面的牵制; 中国在建国时便已废除内部关税, 印度迄今尚未废除内部关税; 中国铁路营运里程在 1980-2015 年间增长了 110%, 印度仅增长 8%; 印度人口增速一直远高于中国; 2011 年左右中国 15 岁及以上成人识字率为 95%, 已基本消灭文盲, 同期印度 15 岁及以上成人识字率为 69%, 仍有近三分之一的文盲。总的来看, 印度在土地资源整合、促进要素流通、控制人口过快增长和提高劳动力素质等方面的政策效果都逊于中国。

图表 16: 中国与印度的部分国家政策比较

领域	国家政策及效果
土地政策	<ol style="list-style-type: none"> 1. 土地权属: 中国实行土地公有制, 即国家土地所有制和集体土地所有制, 并且实行有偿、有期限、可流动的土地使用制度; 印度实行土地私有制, 70%的土地属于私人, 并且基本是永久产权; 2. 土地管理: 中国于 1986 年成立国家土地管理局, 逐渐建立起土地垂直管理体制, 实行统一的《土地管理法》; 除了征地方面, 印度没有统一的土地管理法律, 地方政府拥有土地的实际管理权、控制权和征税权; 3. 土地征收: 中国土地征收的补偿范围严格限定在与被征收土地有直接联系的经济损失, 补偿价格是一种政策性价格; 印度土地征收的补偿范围是“任何附着于土地之物”及“任何合法权利及利益遭受损失之人”, 补偿价格基于市场, 2011 年印度《征地和重新安置法案》规定, 农村用地补偿价需要达到市场价的 4 倍, 城市用地补偿价则为市场价的 2 倍。印度于 2013 年通过新的征地法案, 要求公私合营项目征地前要征得 70% 的土地所有者同意, 私营项目征地前要征得 80% 的土地所有者同意。
关税政策	中国大陆在工业化起步阶段便废除了内部关税; 自印度建国以来, 始终存在中央和地方两个征税主体, 各邦拥有独立的课税权力; 印度政府自 20 世纪 80 年代便开始尝试改革税制, 以促进统一税制体系的

	形成，截至 2015 年底仍未实现。
交通政策	1980 年中国铁路营业里程为 5.33 万公里，印度为 6.12 万公里；2015 年左右中国铁路营业里程已经升至 12.1 万公里，印度仅为 6.6 万公里；截止 2015 年底中国高速铁路营运里程已达 2.36 万公里，居世界第一。
人口政策效果	中国的人口出生率得到了有效控制，人口出生率由 1963 年的 43‰ 降至 2013 年的 12‰； 大规模绝育成为 1977 年国大党下台的重要原因，印度政党从此再不敢推行强制性计划生育，印度人口出生率一直远高于中国，2014 年高达 20‰（如图表 17）。
教育政策效果	2011 年左右中国 15 岁及以上成人识字率为 95%，已基本消灭文盲，同期印度 15 岁及以上成人识字率为 69%，仍有近三分之一的文盲。从这方面来看，印度劳动力总体素质低于中国。

资料来源：姚国跃、刘胜华：《中国与印度土地制度及其效能比较研究》，《世界地理研究》2015 年第 2 期；Wind；新世纪评级整理。

从上述比较可以看出，印度推行工业化的国家政策效力相对较弱，这是该国形成消费主导经济模式的重要原因。与中国相比，印度的投资需求受到体制因素的束缚，并且产品出口结构有所恶化，不利于印度工业化的推进与产业结构的改善，而可能会抑制印度的长期增长趋势。当前印度的人均国民收入水平偏低，巨大的增长潜力使其尚可以保持良好的增长态势，但如果该国在长期中不注意对产业政策的推进，这样的抑制作用在长期可能会逐渐突显，而不利于印度跨越中等收入陷阱。

（五）印度经济总结与政策展望

2016 年印度经济保持了中高速增长态势，制造业与服务业 PMI 指数总体乐观。消费稳步增长并且波动性降低，对经济起到支撑的作用。投资需求升温，与印度央行实行的宽松性货币政策有关，但是在国际大宗商品价格回暖、生产领域通胀抬头的条件下，货币政策的空间正在减小。经常项目赤字维持在较温和的水平，国外资本净流入则受到美元强势等因素的影响而有所减弱。印度的产业结构仍待改善，投资占比仍待提高。在推进工业化的力度方面，印度在土地资源整合、促进要素流通、控制人口过快增长和提高劳动力素质等方面的政策效果都逊于中国，这是其形成消费主导经济模式的重要原因。长期来看，印度应当注意对产业政策的推进，以保证良好的经济增长态势，否则可能会受到中等收入陷阱的束缚。

二、俄罗斯经济逐步复苏

2016 年俄罗斯经济总量有所上升但增幅不大，其中消费呈现缓慢上升的态势，连续两次的降息刺激了投资的增加，进出口贸易则同比小幅回升，但仍然未

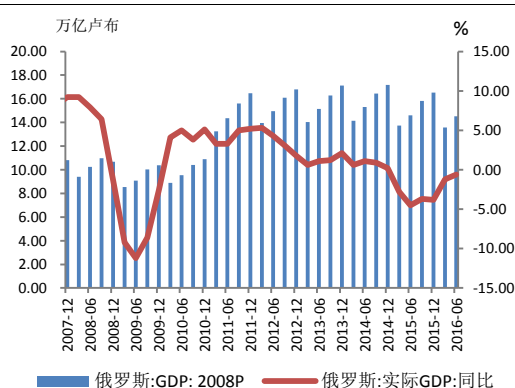
拉动经济明显增长。国内制造业景气度的上升和卢布汇率的小幅增加减小了俄罗斯通胀压力。俄罗斯央行已经将货币政策转向以刺激经济为主兼顾币值稳定，俄经济走上缓慢复苏道路。

（一）经济形势有所好转

俄罗斯 2016 年 GDP 逐渐从 2015 年下滑的趋势中缓慢复苏，且同比增长率逐渐上升。自 2015 年第三季度开始，俄罗斯 GDP 总量持续走低，基本接近于危机前的水平；进入 2016 年后开始缓慢复苏，6 月份 GDP 总量已经复苏至去年同期水平，几乎抵消了俄罗斯 2015 年的萧条；同比增速由去年第二季度的最低-4.6% 逐渐缩小至今年二季度的-0.6%，跌幅逐渐缩小。俄经济正逐渐从 2015 年下行的趋势中缓慢回升，经济形势有所改善。但是由于欧美国家对俄罗斯进行一系列的制裁措施，导致俄经济下滑严重；加之难以改变的低迷的国际油价和美国经济复苏导致的资本流出，加剧了俄罗斯经济的萎缩。因此俄经济总量虽有所改善，但短期内复苏势头尚不明朗。

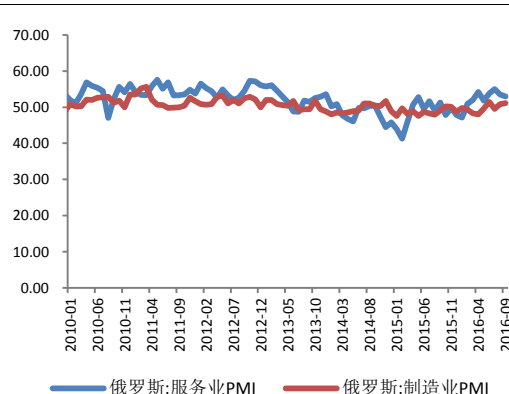
2016 年 1-10 月俄罗斯服务业和制造业采购经理人指数(PMI)总体均比 2015 年同期有明显回升。其中服务业 PMI 从年初最低的 47.1 上升至 7 月的最高值 55，并且除 1 月份之外其他月份均位于枯荣线 50 之上，但仍有小幅波动。制造业 PMI 前三季度始终维持在 50 左右，6 月份最高升至 51.5，略高于枯荣线。服务业 PMI 总体均高于制造业 PMI，说明俄服务业相对制造业前景预期更为乐观；两大 PMI 指数总体回升且均已位于枯荣线之上，表明俄服务业和制造业均已开始复苏，前景有明显改善且预期乐观，但有待进一步稳定。

图表 17：俄罗斯 GDP 总量与增长率



资料来源：Wind，新世纪评级整理

图表 18：俄罗斯制造业与服务业 PMI 指数



资料来源：Wind，新世纪评级整理

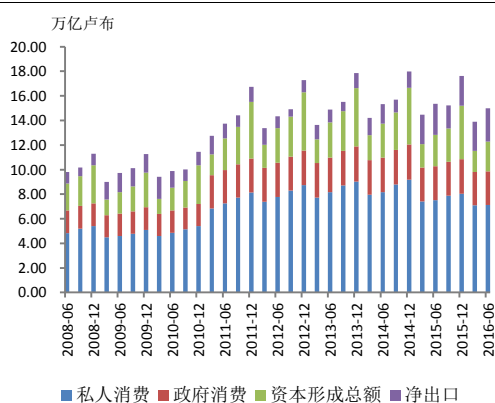
（二）消费温和上升，投资明显复苏

消费和投资作为俄经济两大主力，在经历 2015 年大幅度下滑之后，2016 年

前三季度同比下降的幅度均大幅减小。2016 年前两季度居民最终消费同比变动分别为-4.3%和-5.2%，相比 2015 年 12 月-12.4%的大幅下降趋势来说已有明显的好转。2016 年前两季度的资本形成总额同比变动分别为 8.2%和 5.7%，俄罗斯消费和投资在经历 2015 年的衰退之后表现出了强有力的回升势头，占 2016 年第二季度 GDP 的比重已近 82%，对经济的整体复苏起到了稳定和支撑的作用。

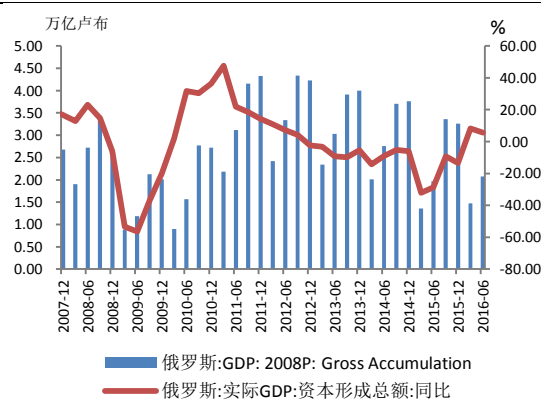
2016 年俄罗斯投资需求逐渐复苏，自乌克兰危机升级导致俄罗斯投资需求下降以来，2016 年前两季度资本形成总额同比变动幅度分别为 8.2%和 5.7%，已由 2013、2014 和 2015 年的持续负值扭转为正，但投资总体增幅仍未恢复至危机前水平，且存在较大差距。投资的逐步复苏是俄罗斯经济缓慢复苏的主要因素。据俄罗斯统计局统计，一、二季度资本形成总额在 GDP 总量中的比重已经升至约 16%。在政府祭出的各种刺激措施下，预计俄投资会在小幅震荡中缓慢上升。但是在国内经济形势仍然严峻、发达国家复苏引起资本外流等因素的作用下，估计投资需求短期内难以恢复到正常水平。

图表 19：俄罗斯总需求结构



资料来源：Wind，新世纪评级整理

图表 20：俄罗斯资本形成总额及占 GDP 比重



资料来源：Wind，新世纪评级整理

(三) 进出口有所回升但仍然低迷

2016 年俄罗斯出口贸易额有所增长但仍面临诸多不利因素。本年俄罗斯制造业景气度的回升对出口造成有效的拉动；欧美等发达国家经济尚未完全复苏，中国印度等新兴市场发展放缓，使得国际大宗商品需求不振。OPEC 传统产油国与新进入石油市场的页岩油生产商为争夺市场维持高产量，导致油价低迷。作为大宗商品的出口大国，俄罗斯对石油和天然气出口依赖性较强，2016 年国际油价低迷的情况没有真正改变，使俄罗斯出口量持续萎缩，对经济造成持续拖累。本年前三季度俄罗斯货物出口总额分别为 602.5 亿美元、678.9 亿美元和 713.7 亿美元，同比分别下滑 33%、26%和 9%，同比下滑复苏逐渐缩小，显示了进出口缓慢复苏的势头。但是由于国际石油生产国对俄罗斯出口市场的争夺，预计俄

油气出口需求的疲软状态短期内难有实质改善，因此俄罗斯无法从根本上扭转出口需求的颓势。

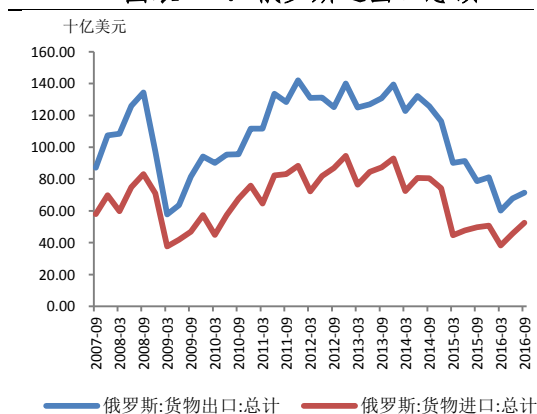
俄罗斯的进口贸易有所抬头但仍然疲软。受季节等因素的影响第一季度货物进口额几乎跌至金融危机以来的最低水平 381.9 亿美元，同比下跌近 14%，1 月份货物进口额为 98.47 亿美元，同比跌幅达到 19%。俄进口贸易的下滑有多重原因：一方面是全球经济放缓、各国贸易集体萎缩的大背景；卢布的大幅贬值也使得俄进口成本显著升高，从支付能力上制约了进口需求；另一方面，本年俄罗斯制造业和服务业景气度上升使得本国对货物的进口需求降低。

（四）通胀程度有所改善

俄罗斯通胀水平在经历了 2014 年下半年至 2015 年的高通胀以来，物价水平也经历了加速上升的过程，但 2016 年 1-9 月俄通胀水平已经开始降低，从 2015 年持续的两位数降到本年 9 月的最低 6.4%，已经低于危机前水平。2016 年前三季度居民消费物价指数（CPI）和生产者出厂价格指数（PPI）同比增长率一度下降，至 2016 年 9 月 CPI 与 PPI 同比增长已分别低至 6.4% 和 0.2%。虽然俄罗斯已经扭转 2015 年的通胀压力，通胀率已出现缓慢下降，国内的金融市场和国际大宗商品市场已经稳定，但是国内通胀风险仍然存在。

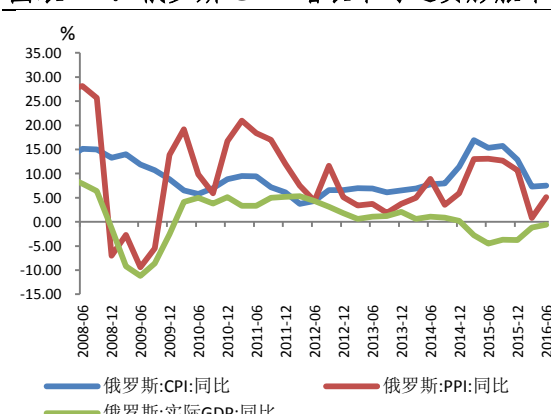
在俄罗斯国内景气指数上升的情况下，俄罗斯国内外的产品和服务供给的进口需求得到了缓解，但是肉蛋奶等食品和衣服、鞋类等生活必需品进口量仍然很小、其他进口来源有限，国内刚性需求得不到有效满足，使得物价持续走高。其次，卢布汇率的缓慢复苏使得进口成本相对减小，也减轻了输入型通胀。因此，俄罗斯本年的通胀水平逐渐减低，但仍然面临一定风险且有待继续稳定。

图表 21：俄罗斯进出口总额



资料来源：Wind，新世纪评级整理

图表 22：俄罗斯 GDP 增长率与通货膨胀率



资料来源：Wind，新世纪评级整理

（五）货币政策以刺激经济为主

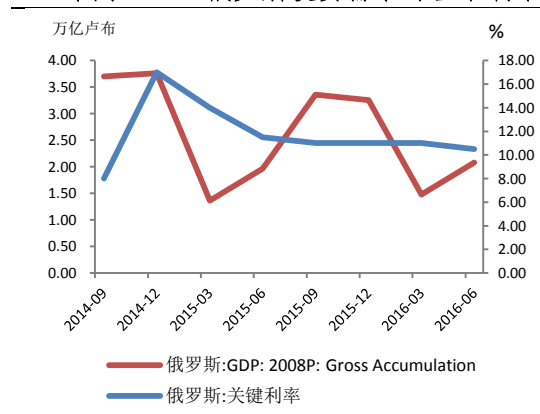
有利的外部环境和对经济前景的乐观预期打破了 11 个月的沉寂，俄央行于 2016 年 6 月下调了 50 个基点基准利率到 10.5%，是自 2015 年 8 月以来首次放宽货币政策；随后在 2016 年 9 月，俄央行再次降息 50 个基点到 10%，并将维持此基准利率至年底。俄央行为了刺激经济增长不断下调基准利率刺激投资。总体来看，2016 年俄罗斯的货币政策主要目标是支持经济发展。在今年连续两次降息的适度从紧的货币政策支持下，卢布兑美元汇率在 2016 年初经历了小幅下跌之后逐渐恢复，基本在 80 以下浮动，但仍不及危机前水平，而通胀水平稳步下降，至 2016 年 9 月已降至 6.4%。

正是俄央行的两次降息刺激了 2016 年俄投资的骤增，同时也刺激了进出口需求，俄罗斯经济正在从经济下行的压力中逐步复苏。在央行的降息步伐下，投资同比由 2015 年的-13.4% 骤然变化为 2016 年第二季度的 5.7%，与此同时，汇率在经历本年初的小幅下降之后也在逐步复苏。

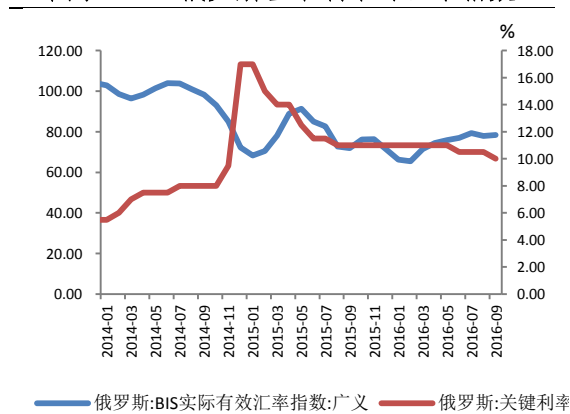
在经历了 2015 年至今开始的持续降息之后，目前俄罗斯的货币政策在经济发展与币值稳定之间权衡，重点考虑 GDP 风险、通货膨胀和汇率水平。从三者的关系来看，经济发展属于根本性的因素。只有在供求双方相对平衡、经济的良性循环可以维持的情况下，物价水平才能真正保持在相对稳定的状态，并且投资者对经济前景的预期才能乐观而稳定。货币对内和对外的价值不稳定，根本上来说都是经济失衡引起的，反过来又将加剧经济的不平衡而引起恶性循环。

在通胀预期和通胀风险都降低的情况下，俄央行掀起新一轮的宽松货币政策，并表示把基准利率维持在 10% 的水平至本年年底，但不排除 2017 年第一季第二季仍有降息的可能。预计俄央行短期内将继续以支持 GDP 增长作为主要的政策目标。

图表 23：俄罗斯投资需求与基准利率



图表 24：俄罗斯基准利率与汇率指数



（六）俄罗斯经济总结与政策展望

2016 年俄罗斯经济逐步复苏，同比下降的速率逐渐减小，消费需求呈现上升态势，但上升幅度很小；投资需求骤增，刺激经济逐渐向好。面对全球需求放缓、油气市场持续供过于求，俄进出口贸易总额仍不景气。通胀水平的逐步下降缓和了国内巨大的通胀压力，在有利的外部环境和对经济前景的乐观预期下，俄罗斯经济已经走上了缓慢复苏的道路，基于全球经济增长的放缓，预计俄罗斯未来的经济将实现缓慢增长。

经济的逐步复苏使俄罗斯央行将近期货币政策的重心由稳定币值转到了刺激经济上面，俄央行连续两次降息掀起新一轮放宽货币政策的浪潮。在经济逐步复苏的状况下，预计俄央行短期内将继续以支持经济增长为主要目标，同时兼顾降低通胀和汇率稳定。俄罗斯货币政策将继续面临矛盾，但不排除继续降息的可能。

三、巴西经济跌势收敛

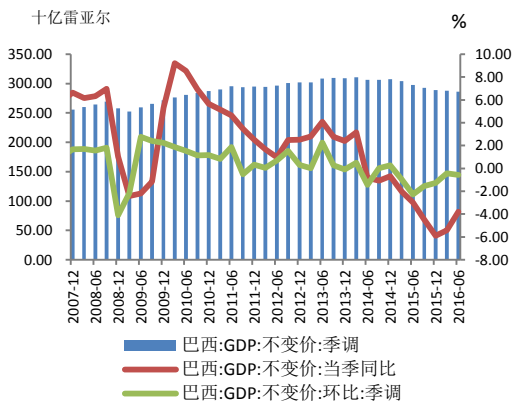
2016 年巴西经济从萎缩中缓慢复苏，GDP 呈现缓慢抬头的态势，制造业和服务业 PMI 指数维持在枯荣线以下。消费需求较稳，投资需求则缓慢复苏。巴西进出口总额同比双双呈现小幅增长的态势。汇率小幅增加减轻了输入型通胀，缓解了较大的通胀压力。央行的持续加息对雷亚尔的币值稳定起到了一定的作用，但通胀水平仍然较高。巴西经济正从颓势中缓慢复苏，但短期内难以得到根本扭转，恢复到经济危机前的水平仍需要一定时间。

（一）总产出下滑态势收敛

2016 年前两季度巴西总产出较去年继续下滑，但同比下降幅度逐渐减小，呈现出缓慢上升态势。自 2010 年开始巴西经济增长就逐渐放缓，并且在 2014 年初转为萎缩。整个 2015 年巴西 GDP 各季度同比降幅均低于 2%，第四季度达到有史以来最低降幅 5.89%。而本年一、二季度 GDP 同比降幅逐步减小，并且二季度降幅到了 3.79%，仍然超过了 2008 年金融危机时的下滑幅度。

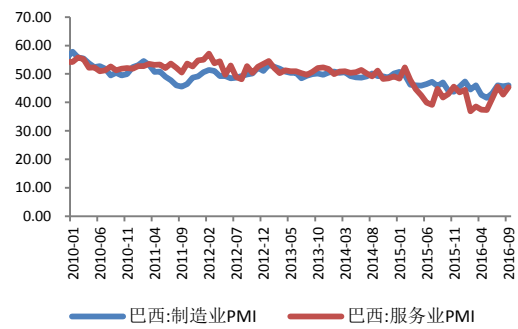
从环比增长来看，2015 年各季度巴西 GDP 的环比下降经历了增大又减小的波动，本年这种环比下降趋势已接近 0。总产出前两季度均环比下跌，但速度减小，跌幅均在 0.5% 左右。巴西经济呈现出缓慢复苏的趋势。

图表 25: 巴西 GDP 总量及增长率



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 26: 巴西制造业和服务业 PMI 指数



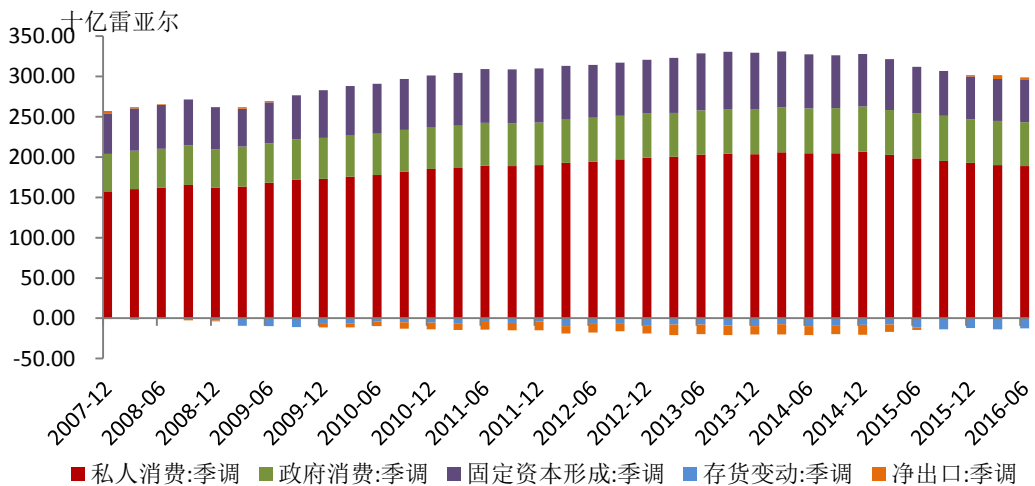
资料来源: Wind, 新世纪评级整理

巴西制造业和服务业采购经理人指数 (PMI) 本年全年维持在 50 的临界值以下, 并且与往年同期相比均有所下降。2015 年巴西 PMI 大多数月份尚且在 45 以上, 到了本年各月普遍低于去年同期水平。尤其是服务业 PMI 普遍在 45 以下甚至在 5 月份探至 37.3 的最低值。总体来看, 巴西制造业和服务业 PMI 均处于经济危机以来较低水平, 说明生产面对巴西经济近期的前景仍然悲观。在经济稍有回缓的状况下, 预计巴西 PMI 近期内将仍然在较低水平徘徊。

(二) 消费较稳投资复苏

从拉动经济的需求结构来看, 消费占比较大且相对比较稳定, 对经济下行有一定的缓冲作用。投资和净出口需求则变动较大, 并且呈萎缩趋势, 拖累了总需求增长。值得注意的是巴西库存变动近年来持续为负, 说明企业对持有库存的行为比较谨慎。在经济增长疲软、总需求不振的背景下, 厂商对于滞销比较敏感而倾向于缩减库存。

图表 27: 巴西总需求构成情况



数据来源: wind 资讯

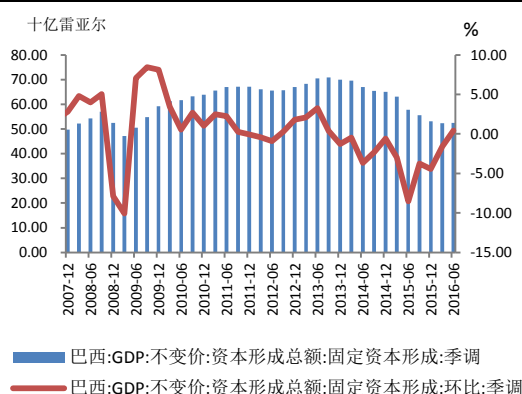
巴西投资需求在经历了 2015 年的持续萎缩之后进入 2016 年开始逐步复苏，环比变化速度由 2015 年四季度的-4.43%扭转为本年第二季度的 0.42%。2016 年第二季度巴西固定资本形成总额大体上与危机前水平持平，而远低于复苏时期的高值。从环比来看，固定资本需求已由 2015 年之前环比下降扭转为环比增长；2016 年第一、第二季度，固定资本形成总额分别环比变化-1.61%和 0.42%，下降幅度低于去年同期且二季度投资开始增加。在发达国家经济复苏带动的资本出逃和本国央行不断加息的背景下，巴西的投资需求一季度有所下滑，但在经济缓慢增长、消费小幅回升的情况下，投资需求得到了微小的拉动，本年前两季度相比去年同期小幅增加。

(三) 进出口贸易复苏，经常项目改善

全球经济放缓、尤其是中印等进口大国的需求减弱，使得巴西出口需求近年来持续下降。2016 年前三季度巴西出口总额分别为 405.7 亿美元、496.7 亿美元和 491.2 亿美元，同比分别下滑 5%、4%和 2%；进口总额前三季度分别为 321.8 亿美元、344.2 亿美元和 365.9 亿美元，同比分别下滑 33%、21%和 13%。巴西本年进出口贸易虽处于下滑状态，但呈现跌幅缩小的态势。另一方面，本年进出口总额环比均呈现出有增有减的状况，出口环比变化分别为-13%、22%和-1%，进口环比变化分别为-13.5%、7%和 6%。2016 年巴西进出口已从去年经济危机以来的最低值开始缓慢复苏，跌幅的减弱使得巴西经常项目有所改善。

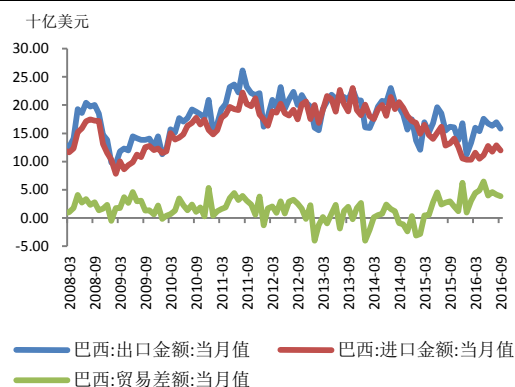
与俄罗斯类似，本年难以改变的低迷国际油价是造成巴西等严重依赖大宗商品国家近年来所面临的诸多经济问题的重要原因，其引起的出口下行造成资本流出、货币贬值等不稳定因素。进入 2016 年初巴西雷亚尔延续剧烈贬值的趋势，随后汇率在波动中逐渐稳定在 3.2 左右，一定程度上缓解了货币贬值带来的本国出口需求量下行的幅度。但应当注意的是，巴西与俄罗斯一样，其货币汇率的持续走低相当程度上是出口下行、经济衰退引起的，只不过反过来起到了一定的弥补作用，但是无法从根本上扭转出口的颓势。

图表 28: 巴西固定资本形成总额



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 29: 巴西进出口总额及贸易差额



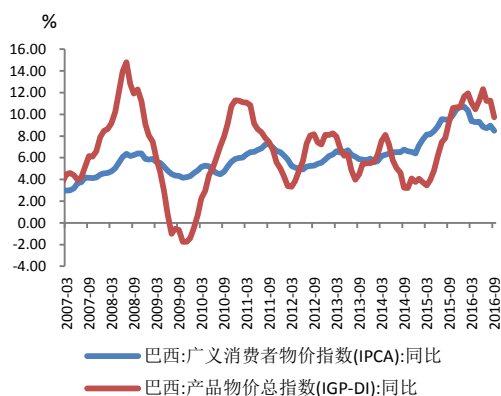
资料来源: Wind, 新世纪评级整理

(四) 通胀压力稍有缓解但不乐观

2016 年第一季度巴西物价水平延续 2015 年快速走高的趋势, 通胀压力持续增大。2016 年 2 月广义消费者物价指数 (IPCA) 同比增长率达到 10.71% 左右, 达到了金融危机以来的最高水平。随后二三季度通胀水平有小幅下降, 通胀压力稍有缓解; 但从产品物价总指数 (IGP-DI) 来看, 2015 年三季度至今一路骤增, 于 2016 年二季度末达到 12.32% 的峰值, 仅在本年 9 月稍有下降。为了遏制高通胀、维持货币稳定, 巴西央行自 2013 年以来持续加息, 至 2015 年 7 月巴西隔夜利率已达到 14.25% 的最高值, 本年二季度以来通胀水平呈现下降趋势, 但仍然远高于金融危机前的水平。

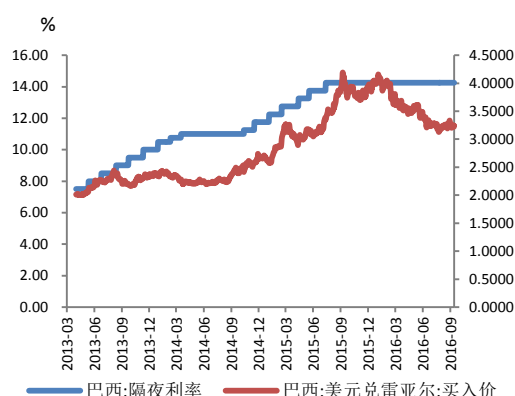
巴西的通胀面临多方面原因。近年来巴西遭受了数十年来最严重的干旱天气, 使得国内农作物大幅减产, 而难以满足居民生活等刚性需求, 从产业链源头推高了物价; 但在本年经济缓慢温和复苏过程中, 其进出口得到小幅增加, 从而缓解了通胀。另一方面, 美元兑雷亚尔汇率小幅降低, 使得巴西进口成本有所降低, 减轻了输入型通胀。高通胀腐蚀投资回报、加剧资本风险, 使得巴西对国外投资者的吸引力下降, 转而加剧外资出逃, 引起货币对内通胀和对外贬值相互加强的恶性循环, 本年虽有缓解, 但情况仍不乐观。

图表 30：巴西通货膨胀率



资料来源：Wind，新世纪评级整理

图表 31：巴西雷亚尔基准利率与汇率



资料来源：Wind，新世纪评级整理

（五）货币政策仍面临较大冲突

与俄罗斯不同，巴西当前的货币政策目标仍然以货币稳定为主。为了打击高通胀和减小对外贬值，巴西央行近两年来持续加息，已经将基准利率升至 14.25%，为危机以来最高水平。但是巴西通胀压力和汇率跌势并没有得到遏制，反而双双恶化，尤其是不断加息与汇率暴跌并存的局面，说明投资者对巴西经济前景比较悲观。

当前巴西利率自 2015 年 7 月调整到历史最高值至今没有再做任何变动，高利率对投资的抑制作用正在加大。高通胀问题进入本年二季度开始逐步有所缓解，但是低汇率的问题仍然没有明显改善，出现了与俄罗斯相似的通胀稍有降低、汇率小幅下降与经济缓慢复苏共存的局面。巴西央行维持 14.25% 的基准利率水平不变，说明其与俄罗斯央行一样处于左右为难的境地。当前巴西面临的政策空间已经不多，如果仍然无法制止生产衰退与货币不稳的恶性循环，则投资的进一步下滑将迫使其也转向以挽救经济为主的政策思路。

（六）巴西经济总结与政策展望

2016 年巴西经济下滑趋势有所减缓，制造业和服务业 PMI 指数仍然维持在悲观水平。消费需求疲软得到小幅抑制，投资需求在经济缓慢增长、消费小幅回升的情况下得到了微小的拉动。巴西进出口总额同比下降幅度呈现逐渐减小的态势，在雷亚尔持续贬值得到小幅抑制的条件下，进口需求缓慢增长，使得巴西经常项目有所改善。美元兑雷亚尔汇率的小幅降低减轻了输入型通胀，缓解了较大的通胀压力，巴西物价水平上升幅度逐渐减小。

巴西为稳定币值而做出的货币政策努力目前收效较小，通胀压力仍然较高。

在经济恶性循环加剧的状况下，预计其货币政策将继续面临较大的冲突，需要做到支持经济与稳定货币的兼顾。在总产出增幅较小的状况下，短期内不能排除巴西为了挽救危局而将货币政策转向以支持经济为主的可能性。

四、南非经济增长乏力

2016 年南非经济总体呈现低速增长的态势，但存在不稳定因素。制造业和服务业 PMI 指数在临界值 50 上下徘徊，消费温和平稳增长，投资则波动较大。欧美经济复苏和兰特汇率贬值带动南非出口小幅增加，但进口需求乏力。在干旱导致农业减产、进口成本增加的背景下，南非通胀水平很高。汇率的不稳定变化使得货币政策将以稳定币值、降低通胀为主。

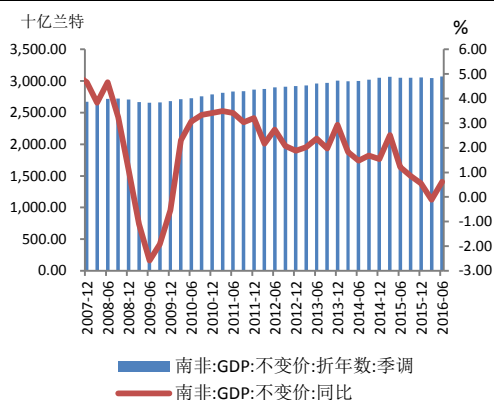
（一）GDP 增长缓慢且缺乏稳定

2016 年前两季度南非 GDP 经历了小幅下降之后又小幅回升，同比分别变化 -0.12% 和 0.62%；从环比来看，第二季度较第一季度有所上升，环比增加 0.8%，说明增长趋势开始温和回升，但仍然缺乏稳定。

南非经济在金融危机之前曾保持 5% 以上的中速增长，现在虽然已经复苏至高于危机前的水平，但是增速不断放缓且不断波动。具体来说，2010 年至 2015 年的 6 年间，南非 GDP 呈现出阶段式的降速：第一阶段为 2010、2011 年，GDP 开始从危机阴影中走出，总体增速在 3%-4%；第二阶段为 2012、2013 年，增长速度降至 2%-3% 的区间；第三阶段为 2014 年至 2015 年，GDP 进一步放缓至 1%-2%；进入 2016 年初增速出现了负值，GDP 出现小幅下降后又恢复了 1% 左右的增幅。与其他新兴市场国家一样，南非经济也表现出换档降速的趋势，逐渐进入“新常态”。但是与中国、印度等增长态势较好的新兴市场国家相比，南非经济增速相对低迷，并且呈现出一定的不稳定性。

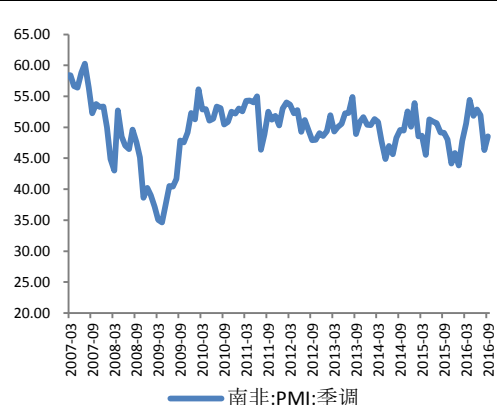
2016 前三季度南非采购经理指数（PMI）延续了 2014、2015 年的不稳定态势，在 50 的临界水平上下徘徊。其最高时在 4 月份录得 54.4，最低也在 1 月份探至 43.8，显示出一定的波动性。本年二季度 PMI 保持在 50 的枯荣线以上，与二季度总产出的复苏相呼应。总的来看南非经济增长力度不足且缺乏稳定。

图表 32: 南非季度 GDP 总量及增长率



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 33: 南非 PMI 指数



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

(二) 消费呈现温和平稳增长

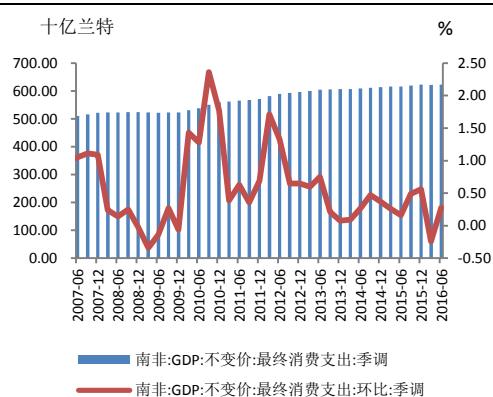
2016 年前两季度南非消费需求在第一季度出现了小幅下降, 二季度恢复到了 2015 年温和而平稳的增长速度, 环比变化分别为-0.24%和 0.28%。作为经济中较稳定的一项, 消费需求近年来和 GDP 一样也呈现阶段性的增长速度放缓。2012 年各季度最终消费支出环比增速尚且在 1%之上, 2013 年则降低至 0.5%附近, 而 2014 年初至今则维持在 0.4%以下, 进入 2016 年增速降为负随后又上升至 0.3%左右, 在速度换档的同时, 消费增长趋势的波动性也在减弱, 近两年维持在较低速区间。

(三) 投资波动较大、增减交替

2016 年前二季度南非资本形成总额延续了 2015 年以来的温和下降趋势, 环比跌幅逐渐增大, 已跌至接近经济危机时的水平。南非投资需求自 2012 年底恢复至危机前水平后, 并没有延续平稳的增长势头, 而是呈现增减交替的不稳定态势。2015 年第一季度总投资额曾录得 8.87%的环比高增长, 二季度陡然下滑, 跌幅达 11.39%, 三四季度转至温和增长的趋势, 本年一二季度又出现下降态势。投资需求的波动性造成了经济总量的波动性, 增加了南非经济增长的不稳定性。

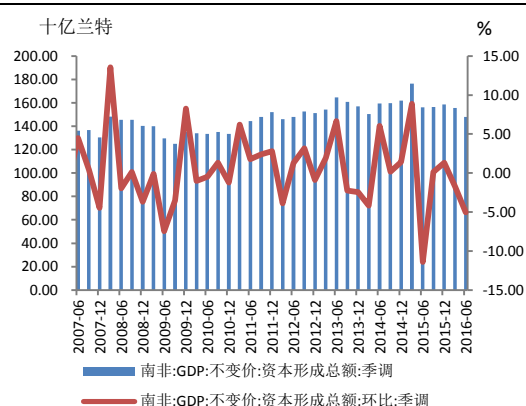
南非近期投资需求的波动有较复杂的原因。2016 年一二季度的下滑与本年的连续两次加息相关, 南非央行于本年一月和三月连续两次加息, 使得南非回购利率增长到 7%并维持至今。从外部环境来看, 发达国家复苏以及美联储加息预期升温引起包括南非在内的许多新兴市场国家的资本外流。国内社会及政治环境不稳定是制约投资增长的内在因素之一, 种族关系和劳资关系导致的社会矛盾也加剧了不稳定性, 使得南非对资本的吸引力下降。

图表 34：南非最终消费支出及增长率



资料来源：Wind，新世纪评级整理

图表 35：南非季度资本形成总额及环比增长率



资料来源：Wind，新世纪评级整理

（四）出口小幅增加进口需求乏力

2016 年前两季度南非商品和服务出口总额在波动中呈现了小幅增长态势。第一、第二季度出口总额分别为 2.24 万亿兰特和 2.34 万亿兰特，同比增幅分别达到 0.2% 和 1.0%，环比变动幅度分别为 -2.1% 和 4.25%。自金融危机至 13 年期间南非出口一直增长疲软，但 2014 年初至今则保持了较好的增长态势，已经超过危机前水平，但增幅不稳定，一直处于波动中。本年南非出口需求的增长态势与兰特贬值增强出口竞争力有关。另外南非国家企业制造商协会 2015 年 11 月发布的报告显示，2015 年前三季度南非累计出口汽车 26 万台，同比增长 33.7%。其中欧洲进口量增长 82.3%，占汽车出口总量的一半；北美进口量增长 7.9%，已经取代非洲成为南非汽车第二大出口地。本年前两季度南非进口总额有所下降，且呈现出一定的不稳定性，第一季度环比下降 2.75%、第二季度环比下滑 1.31%。

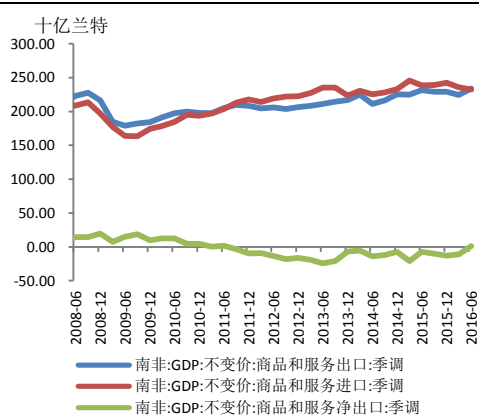
（五）通货膨胀风险增加

2016 年前三季度南非通胀压力再次增大，通胀水平上升至 6.5% 左右，2 月份达到了 7 年来的最高水平 7.0%。而 2015 年南非消费者物价指数（CPI）同比增速全年基本维持在 5% 以下，3 月份达到 2012 年以来的最低值 3.96%；生产者物价指数（PPI）同比增长率在 3%~4% 范围内小幅波动，同样 3 月份触底达到了 2.6%，而本年前三季度 PPI 基本在 6%~8% 范围内变动。其部分原因是货币贬值引起的输入型通胀加剧。2014 年中期至 2015 年 CPI 与 PPI 则一改高通胀态势，增速双双回落，至 2015 年 8 月则已经分别降至 4.51% 和 3.4%。物价增速的放缓主要原因是国际油价自 2014 年上旬开始持续走低，使得南非作为石油进口国缓解了通胀压力。

需要注意的是，2016 年南非通胀水平再次升高，一方面低油价进一步放缓

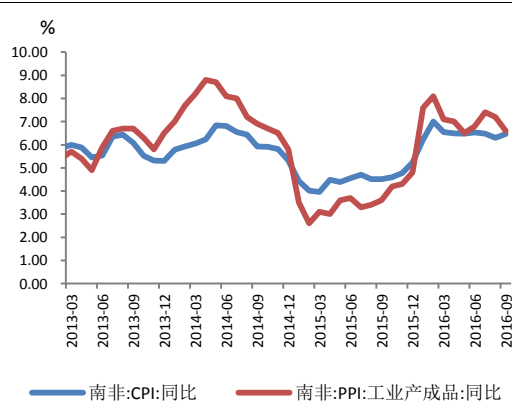
的空间有限；另一方面，南非近几年所遭受的气候异常，导致农业产出减少。虽然 2014 年夏季以来的厄尔尼诺现象已有所减弱，但大旱造成的粮食大幅减产仍然使得南非由粮食出口国变成进口国。此外本年 11 月的异常潮汐现象也使得南非多个地区连续遭到严重雷暴雨袭击，造成河流水位暴涨、道路损毁、桥梁断裂、人员伤亡等状况。兰特的持续贬值将增加粮食等必需品的进口成本，而加剧输入型通胀。总的来看，南非存在国内刚性需求难以满足、向外寻求供给又比较困难的问题，因此本年持续面临通胀加剧的压力。本年 2 月通胀水平已经达到南非央行总裁甘亚格去年对南非通胀长期预期的 7% 水平，高通胀、低汇率和经济波动又可能导致投资等需求进一步萎缩。

图表 36: 南非进出口总额与贸易差额



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 37: 南非通货膨胀率



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

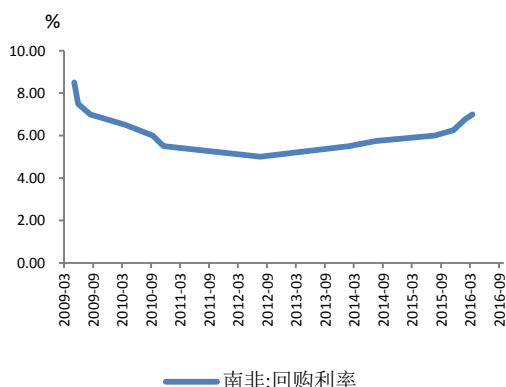
(六) 货币政策将以降低通胀为主

2014 年和 2015 年南非兰特呈现出较大的不稳定性。一方面通货膨胀水平持续高涨, CPI 指数达到 7%; 另一方面兰特汇率持续下跌, 2015 年第四季度与 2014 年第四季度相比名义汇率指数累计跌幅已近 22%。在输入型通胀的带动下, 南非通胀水平从今年年初开始再次持续走高, 目前位于 6.5% 上下波动。为稳定兰特币值和缓解通胀压力, 南非央行从 2014 年 1 月开始逐渐加息, 将基准利率由 5.5% 逐步提高至本年 3 月的 7.0%。兰特名义汇率指数 2015 全年相对稳定, 总体维持在 60 附近, 2016 年又呈现了不稳定的态势, 一二季度大多处于 55 以下, 三四季度又逐渐上升至 60 左右。在央行的稳定措施下, 南非兰特依然缺乏稳定性。

南非通胀水平再次走高有两方面原因: 一方面与南非近几年遭遇的异常天气相关, 恶劣的气候造成南非国家的农产品必须依靠进口, 从而带来输入型通胀; 另一方面兰特对外贬值趋势不改。预计南非货币政策短期内将仍然以币值稳定和控制通胀为主要目标, 存在进一步加息的可能性。但另一方面, 2016 年第二季

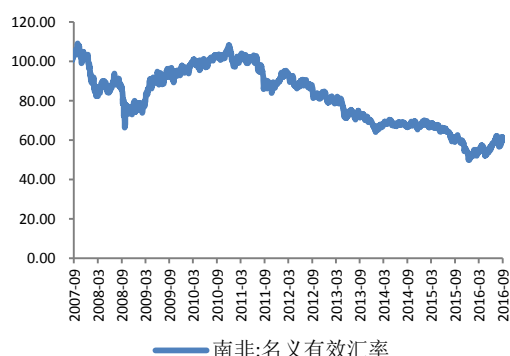
度投资的环比大幅萎缩将增加货币政策实施的难度。

图表 38：南非回购利率水平



资料来源：Wind，新世纪评级整理

图表 39：南非名义有效汇率



资料来源：Wind，新世纪评级整理

（七）南非经济总结与政策展望

2016 年南非经济总体呈现低速增长的趋势，但缺乏稳定性。制造业和服务业 PMI 指数持续在临界水平上下徘徊。消费需求表现出温和而平稳的增长，但是投资波动较大，呈现增减交替的状态。投资增长乏力的原因一方面是发达国家经济复苏引起资本外流，另一方面是南非国内失业问题与社会环境的恶化。贸易方面，由于欧美等传统贸易市场需求复苏、兰特贬值降低出口成本，南非出口总额呈现增长趋势，拉动了经济上升。在持续干旱导致农业减产、兰特汇率又持续走高的背景下，南非短期内通胀压力可能会加大。

与印度、中国等当前施行较宽松货币政策的国家相比，南非经济的对外依存度较高，并且外汇储备较有限。因此南非央行对低油价提供的政策空间态度将更加谨慎。在经济尚且呈现低速增长趋势的背景下，预计南非货币政策短期仍将以货币稳定为主要目标，而难有大幅度宽松。

六、总结与展望

2016 年印度经济保持了中高速增长态势，制造业与服务业 PMI 指数总体乐观。消费稳步增长并且波动性降低，对经济起到支撑的作用。投资需求升温，与印度央行实行的宽松性货币政策有关，但是在国际大宗商品价格回暖、生产领域通胀抬头的条件下，货币政策的空间正在减小。经常项目赤字维持在较温和的水平，国外资本净流入则受到美元强势等因素的影响而有所减弱。印度的产业结构仍待改善，投资占比仍待提高。在推进工业化的力度方面，印度在土地资源整

合、促进要素流通、控制人口过快增长和提高劳动力素质等方面的政策效果都逊于中国，这是其形成消费主导经济模式的重要原因。在长期中，印度应当注意对产业政策的推进，以保证良好的经济增长态势，不然可能会受到中等收入陷阱的束缚。2016年巴西经济下滑趋势有所减缓，制造业和服务业 PMI 指数仍然维持在悲观水平。消费需求疲软得到小幅抑制，投资需求在经济缓慢增长、消费小幅回升的情况下得到了微小的拉动。巴西进出口总额同比下降幅度呈现逐渐减小的态势，在雷亚尔持续贬值得到小幅抑制的条件下，进口需求缓慢增长，使得巴西经常项目有所改善。美元兑雷亚尔汇率的小幅降低减轻了输入型通胀，缓解了较大的通胀压力，巴西物价水平上升幅度逐渐减小。2016年俄罗斯经济逐步复苏，同比下降的速率逐渐减小，消费需求呈现上升态势，但上升幅度很小；投资需求骤增，刺激经济逐渐向好。面对全球需求放缓、油气市场持续供过于求，俄进出口贸易总额仍不景气。通胀水平的逐步下降缓和了国内巨大的通胀压力，在有利的外部环境和对经济前景的乐观预期下，俄罗斯经济已经走上了缓慢复苏的道路，基于全球经济增长的放缓，预计俄罗斯未来的经济将实现缓慢增长。2016年南非经济总体呈现低速增长的趋势，但缺乏稳定性。制造业和服务业 PMI 指数持续在临界水平上下徘徊。消费需求表现出温和而平稳的增长，但是投资波动较大，呈现增减交替的状态。投资增长乏力的原因一方面是发达国家经济复苏引起资本外流，另一方面是南非国内失业问题与社会环境的恶化。贸易方面，由于欧美等传统贸易市场需求复苏、兰特贬值降低出口成本，南非出口总额呈现增长趋势，拉动了经济上升。在持续干旱导致农业减产、兰特汇率又持续走高的背景下，南非短期内通胀压力可能会加大。

公司刊物

书籍系列



资信评级



英汉信用评级
词汇手册



信用评级基础
知识

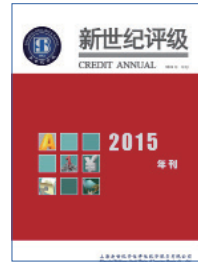


新世纪信用评级
研究与探索



新世纪信用评级
国际研究

期刊系列



新世纪评级（季刊）

新世纪评级（年刊）

研究系列



宏观经济分析与展望

地方政府债券信用评级研究



行业信用分析报告

上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.



地址：中国 上海 汉口路398号华盛大厦14楼
邮编：200001
电话：021-63501349 021-63500711
传真：021-63500872
E-mail: mail@shxsj.com
<http://www.shxsj.com>