

全球宏观经济季度报告

总览：2018 年春季全球宏观经济运行与分析（已发布）

专题：美国 欧洲 日本 新兴市场 中国 东盟与韩国

金融市场 大宗商品 外贸 新专题

撰稿人	张 斌	曹永福	陆 婷
	冯维江	徐奇渊	杨盼盼
	熊爱宗	崔晓敏	李远芳
	肖立晟	顾 弦	陈 博
	常殊昱		

中国社会科学院世界经济与政治研究所

世界经济预测与政策模拟实验室

《全球宏观经济季度报告》是中国社会科学院副院长李扬主编的中国社科智讯数据分析报告的组成内容，由中国社会科学院世界经济预测与政策模拟实验室为您提供。

主任 张宇燕

首席专家 张斌 开放宏观

团队成员	陆婷	欧洲经济	徐奇渊	中国经济
	崔晓敏	对外贸易	曹永福	美国经济
	冯维江	日本经济	李远芳	国际金融
	肖立晟	国际金融	熊爱宗	新兴市场
	顾弦	大宗商品	杨盼盼	东盟与韩国
	陈博	大宗商品	常殊昱	国际金融
	史明睿	科研助理		

联系人: 史明睿

邮箱: iwepceem@163.com

电话: (86)10-8519 5775

传真: (86)10-6512 6105

通讯地址: 北京建国门内大街 5 号 1543 房间 邮政编码: 100732

免责声明:

版权为中国社会科学院世界经济预测与政策模拟实验室所有, 未经本实验室许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登, 如有违反, 本实验室保留法律追责权利。

目录

美国：经济温和增长，通胀略有提升1

美国制造业 PMI 处于高位，消费者信心创 2004 年来新高，企业和家庭部门的预期较为乐观。近期消费数据出现回调，通货膨胀的微幅上升伴随着加息预期的增强，2018 年 1 季度美国 GDP 增速将有所回落，但幅度有限，2-3 季度 GDP 增速仍将保持 2.5% 左右。年初以来美国股票价格指数下挫，其影响值得关注；中美贸易战对美国实体经济的影响程度仍不甚明确。

欧洲：增长势头减弱，贸易风险上升8

2018 年一季度欧元区经济增长总体表现平稳，但出现了扩张势头减弱的苗头。综合 PMI 指数从高位回落，降至 14 个月以来最低水平，消费者和企业投资的信心指数均有所下滑，居民消费支出放缓，贸易盈余依旧不及预期。不过欧元区企业固定资产投资还在稳步上升，失业率刷新 9 年最低，为经济增长的持续奠定了基础。通胀表现疲软，屡屡不及预期，核心通胀始终维持在 1% 左右，使得欧央行货币正常化进程再度放缓。由美国关税政策引发的美欧贸易争端风险增大，欧盟内部在对美贸易反制问题上也存在分歧，为欧元区下一阶段的经济增长埋下隐患。在贸易战不全面升级的情况下，预计欧元区二季度 GDP 同比增长稳中有降，约 2.2% 左右，通胀则继续徘徊在 1.1% 的水平。

日本经济：外需和私人消费支持缓慢复苏17

2018 年第 1 季度，日本经济增长较上季度有所放缓，但仍在复苏轨道上，预计实际季度 GDP 增长折年率为 1.2%。外需和私人消费是支撑第 1 季度增长的主要因素，私人投资因房地产投资下滑拖累了经济增长。第 1 季度日本制造业 PMI 继续上行，由上季度的 53.5 提升至 54，但服务业 PMI 有所回落，由上季度的 51.9 下降至 51.5。两者都在荣枯线上方，意味着日本经济景气仍在扩张区间。但工业生产指数出现明显反转势头，自 2016 年第 2 季度以来的整体上升趋势或被打断。2018 年第 1 季度经季节性调整后日本失业率继续呈下降趋势，1-2 月均值为 2.5%。季调就业人数环比大幅上升，1 月和 2 月就业人数连续创下

历史最好水平，分别为 6595 万人和 6646 万人。日本股市价格在 1 月创下上世纪 80 年代末 90 年代初泡沫破灭以来最高值，但近期有所回落。CPI 同比增长率有所上升，但离通胀目标还有较大差距。日元汇率出现升值势头。中日经贸关系继续改善。

新兴市场国家：经济形势继续向好 27

2018 年 1 季度金砖国家经济形势继续向好。俄罗斯和巴西经济仍延续缓慢复苏步伐，预计 2018 年仍将维持低速增长态势。印度“废钞”和税收改革的冲击逐步消化，经济增速重返 7% 以上。南非政治局势逐步明朗，商业信心有所恢复，但经济增速依然维持在较低水平。2018 年，随着大宗商品价格回升以及全球经济前景向好，新兴市场国家外部需求有望进一步改善，与此同时，部分国家货币政策依然宽松，为内需增长提供动力。但各经济体依然面临不同的挑战。

中国经济：关注去产能的影响 34

去产能已经取得重大进展，在此背景下，十九大报告和 2018 年 3 月的政府工作报告都再次强调，要进一步深化供给侧结构性改革。这就需要对“去产能”的政策及其影响进行评估，以有助于供给侧结构性改革的进一步顺利推进。去产能确实取得了重大进展，不过在相当程度上这是行业间利益再分配的结果，并以抬高其他行业成本为代价，挤压了其他行业的利润空间和投资需求。这不但可能对资源配置产生扭曲影响，而且一旦外需扩张中断或出现逆转，则去产能的可持续性将面临问题。从中长期角度来看，利益在不同行业间的再分配，不但削弱了整体工业投资，也可能对潜在产出增速产生冲击，需要对去产能政策进行完善。

东盟与韩国专题：内外动力转换，经济相对稳健 41

2018 年第 1 季度东盟六国加权平均经济增速预计为 5.2%，比 2017 年第 4 季度低 0.1 个百分点。韩国 2018 年第 1 季度的经济增速预计为 3.0%，比 2017 年第 4 季度高 0.2 个百分点。2018 年开年，主要东盟国家和韩国在去年第 4 季度高位回调之后保持在较稳定的高点。不过目前的经济动力已出现外需向内需的转变，体现为出口和制造业景气指数多有下行，私人部门消费投资及公共建设支出增速上行。考虑到中美贸易摩擦升级以及欧元区、中国经济放缓的可能性上升，预计东盟六国和韩国在 2018 年难再现 2017 年下半年的景气增长。

2018 年第 1 季度，东盟六国和韩国通货膨胀总体走弱，通胀变动的主要因素包括食品价格、工资调整、产能变动和经济增长。第 1 季度域内国家币值多数相对于美元走强，经济基本面表现良好及外需稳健是货币走强的原因。

2018 年第 1 季度，东盟国家和韩国对华出口仍维持在高位，反映出中国仍在这些国家的外需增长动力中扮演重要角色。因内需向好，东盟国家和韩国从中国的进口进一步提升。

金融市场专题：全球金融市场波动放大，人民币汇率强劲升值

..... 50

2018 年一季度，全球金融市场开始进入动荡阶段，结束 2017 年多年来罕见的低波动。金融市场波动性主要反映在股市波动性和外汇市场波动性的显著回升上。外汇市场上，美元指数重续 2017 年初以来的跌势，主要发达经济体相对美元均呈不同程度升值态势，新兴经济体货币中人民币经历汇改以来升值最快的一个季度，其它货币则表现出更多的反复波动。股市方面，无论是发达经济体还是新兴经济体，都体现较强的共同趋势，在一季度内出现明显的波动向下特征。货币市场上，1 季度美联储于 3 月 21 日继续加息 25 个基点，基本符合市场预期，随之带动美元 Libor 利率上涨 28 个基点。主要发达经济体和新兴经济体银行间市场流动性充裕，并未出现异常波动。受不同的国内货币政策走向影响，发达经济体与新兴经济体长期国债收益率走势分化。

在此背景下，我国跨境资金流动总量同比增速上升。2017 年 12 月-2018 年 2 月，涉外收付款顺差 180 亿美元，银行结售汇差额逆差 31 亿美元。2018 年 1

月，人民币汇率收盘价对中间价已经没有贬值压力，央行宣布暂时中止逆周期因子。此后，叠加美元指数暴跌，人民币汇率开始骤然上涨。外汇市场市场主体结售汇意愿相对稳定，人民币对美元交易量略有反弹。人民币跨境净流出从 240 亿美元降至 44 亿美元。预计随着人民币汇率基本稳定，人民币跨境贸易与投资政策会慢慢松绑，人民币跨境资本流动比率将逐步回升。

大宗商品专题：供需再平衡推动大宗商品价格持续反弹 65

2018 年 1 季度大宗商品价格环比小幅上涨，涨幅相较于上季度收窄，且各商品基本都呈现先涨后跌的走势。影响商品走势的主要因素在于供给端增长带来的库存上升和中美贸易摩擦风险。其中美国页岩油增产使油价承压，抵消 OPEC 减产的影响；铜铝价格波动明显，钢材、铁矿石和大豆价格在 3 月后受中美贸易摩擦影响显著下跌。

外贸专题：进出口增速均明显提升 74

2018 年 1 季度，中国出口（美元）同比增长 14.1%，较上季度 9.6% 的同比增速提高 4.5 个百分点。开年出口同比增速明显提升，来自于外需和出口市场份额增速的共同作用。1 季度中国进口同比增长 18.9%，较上季度提高了 6.4 个百分点。货物贸易顺差总额为 484 亿美元，同比降幅扩大。服务贸易逆差规模较去年同期也扩大了 105 亿美元。预计下季度出口有望继续保持较高增速，但同比增速较 1 季度可能下降。

新专题：中国投资是否回暖：仍待观察 86

统计局 3 月 14 日发布数据显示，2018 年 1 至 2 月份，固定资产投资同比增长 7.9%，增速比 2017 年全年提高 0.7 个百分点。有媒体报道，这一增速大超市场预期。然而，固定资产投资增速真的超预期、真的回暖了吗？我们认为，目前的超预期只是统计数据错位造成的，并不是实际情况，投资是否超预期这一现象仍然尚待观察。

新专题：贸易争端背后的中美竞争力变化 90

自特朗普竞选美国总统以来，中美贸易摩擦从口头威胁到逐步落地、扩大，涉及的内容从钢铁等传统产品发展到技术、知识产权和高科技产品，采取的方式也从普通的反倾销和反补贴调查延伸到“232”、“301”调查等非常规手段。尽管从双方的市场结构和在全球分工中的位置看，中美经贸关系的互补性远大于竞争性，但仍需注意到的是中美双边贸易失衡的规模仍在上升趋势中，美方挑起贸易争端的背后隐藏着企业的诉求。这种诉求并非是因为美国企业在华遭遇了有失公允的对待（事实上外商直接投资在中国常常享受“超国民待遇”），而是来自全球化背景下双方企业在中国乃至全球市场竞争关系的转变。

本文的研究发现，自中国加入 WTO，中国企业在经济上实现了对以美国为代表的发达经济体的追赶。这表现为两个方面：第一，在中国市场，民营企业的增长步伐超过外资；第二，在全球市场，中国出口产品的复杂度不断提升，在高复杂度产品出口上实现了追赶。

图表目录

图表 1 制造业 PMI 处于高位.....	1
图表 2 汽车销量处于高位.....	2
图表 3 资本品订单处于上升通道.....	3
图表 4 新屋开工量保持温和上升.....	4
图表 5 通货膨胀轻微提升.....	5
图表 6 PMI 高位回落，工业产出动能减弱.....	10
图表 7 消费者信心出现下滑.....	11
图表 8 企业投资稳步增加.....	12
图表 9 贸易账户盈余不及预期.....	12
图表 10 失业率降至 9 年低位.....	13
图表 11 通胀表现疲软.....	14
图表 12 日本经济继续缓慢复苏.....	18
图表 13 日本企业经常利润同比回落，企业信心仍然较强.....	19
图表 14 服务业 PMI 小幅走低.....	19
图表 15 日本工业生产上升势头反转.....	20
图表 16 日本劳动收入同比增长率回升.....	21
图表 17 日本季调就业人数增长较大.....	21
图表 18 日本进出口同比增速回落.....	22
图表 19 日本季调实际出口指数维持上升趋势.....	23
图表 20 日本东京日经 225 指数冲高回落.....	24
图表 21 日本核心 CPI 增长率延续回升势头.....	25
图表 22 日元汇率出现升值趋势.....	25
图表 23 日本对华进口和出口增速回落但仍维持正增长.....	26
图表 24 日本对华直接投资维持同比正增长.....	26
图表 25 中国与金砖国家贸易情况.....	31

图表 26 国际金融市场主要指标变动.....	51
图表 27 VIX 指数.....	51
图表 28 Ted 利差走势.....	52
图表 29 主要经济体汇率走势.....	53
图表 30 主要经济体汇率走势比较.....	54
图表 31 主要经济体股指走势	55
图表 32 主要货币市场利率走势.....	56
图表 33 主要经济体国债收益率走势.....	57
图表 34 跨境资本总流动.....	58
图表 35 银行结售汇差额.....	58
图表 36 人民币汇率逆周期因子.....	59
图表 37 跨境人民币收入支出占涉外收入支出比率.....	60
图表 38 外币公司债季度发债额度与频率.....	61
图表 39 投资级&高收益美元债发行平均利率.....	64
图表 40 4 季度大宗商品价格涨幅收窄.....	66
图表 41 大宗商品价格先涨后跌.....	66
图表 42 1 季度石油价格下跌后进入震荡区间.....	66
图表 43 1 季度 OPEC 产量持续下降.....	66
图表 44 1 季度美国商业库存多周净增长.....	68
图表 45 中国原油进口需求稳定.....	68
图表 46 北美活跃钻井数再创新高.....	68
图表 47 炼油厂开工率相对稳定.....	68
图表 48 铜矿砂及其精矿价格波动剧烈.....	69
图表 49 中国钢材进口价格下跌.....	69
图表 50 LME 铜价与铝价 3 月剧烈下跌.....	69
图表 51 国际铁矿石价格 3 月大幅下跌.....	69
图表 52 农产品现货价格表现不一.....	71
图表 53 CBOT 农产品价格 1-2 月上涨、3 月下跌.....	71

图表 54 中国出口增速的地区和产品分布.....	75
图表 55 预计 1 季度整体外需增速将继续回升，但月度数据可能出现下滑	78
图表 56 预计 1 季度中国出口产品市场份额增速回升.....	79
图表 57 中国进口增速的地区分布.....	79
图表 58 中国进口增速的贸易方式和产品分布.....	81
图表 59 中国货物贸易顺差及服务贸易逆差.....	82
图表 60 全球及主要经济体制造业 PMI.....	84
图表 61 近 3 年的月度固定资产投资：同比增速每年前高后低.....	86
图表 62 2015 年以来的月度固定资产投资：季调环比也不是很纯粹.....	87
图表 63 房屋新开工面积：累计同比增速.....	89
图表 64 1998-2016 年规模以上工业企业的所有制构成.....	91
图表 65 2000-2016 年规模以上外资企业工业产值占比变化的行业分布....	91
图表 66 2000-2007 年规模以上企业成本加成率分布.....	92
图表 67 主要发达经济体对华实际外商直接投资占比.....	93
图表 68 2000-2014 年中美出口产品的复杂度指数分布.....	94
图表 69 中国实现追赶的产品种类.....	95

美国：经济温和增长，通胀略有提升

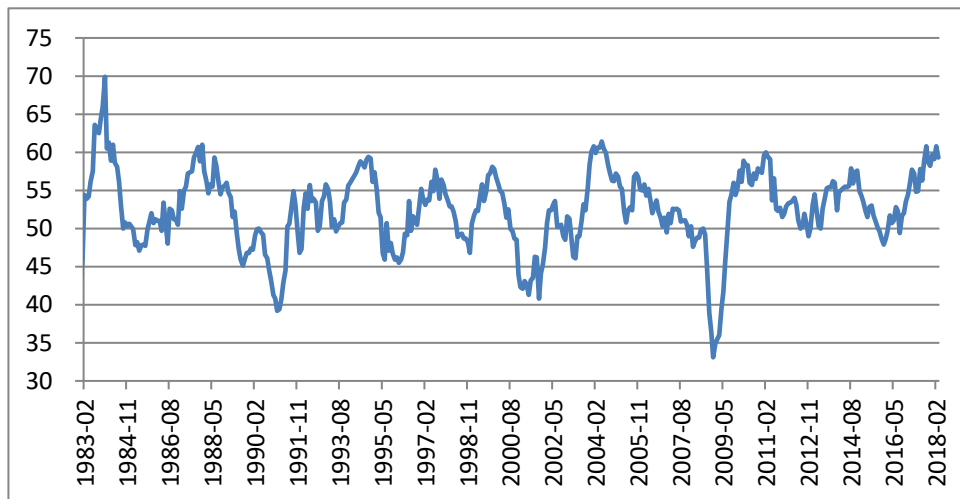
美国制造业 PMI 处于高位，消费者信心创 2004 年来新高，企业和家庭部门的预期较为乐观。近期消费数据出现回调，通货膨胀的微幅上升伴随着加息预期的增强，2018 年 1 季度美国 GDP 增速将有所回落，但幅度有限，2-3 季度 GDP 增速仍将保持 2.5% 左右。年初以来美国股票价格指数下挫，其影响值得关注；中美贸易战对美国实体经济的影响程度仍不甚明确。

一、经济运行态势

制造业 PMI
处于高位

制造业 PMI 处于高位，制造业稳中有升。今年 1~3 月供应商协会公布的美国制造业 PMI 分别为 59.1、60.8 和 59.3，持续处于高位，其中 2 月 PMI 创造 2004 年以来的新高，说明管理层的市场预期较为乐观。今年 1~2 月制造业生产指数增速为 1.7% 和 2.7%，处于稳中有升的态势；因为大宗商品价格上升，采掘业上升更为强劲，如果纳入采掘业，整体美国工业生产指数出现 3.5% 和 4.3% 的增长，这会带动经济景气上升。从历史经验来看，目前的 PMI 可能已经处于局部峰值，未来出现回调的概率较大。

图表 1 制造业 PMI 处于高位



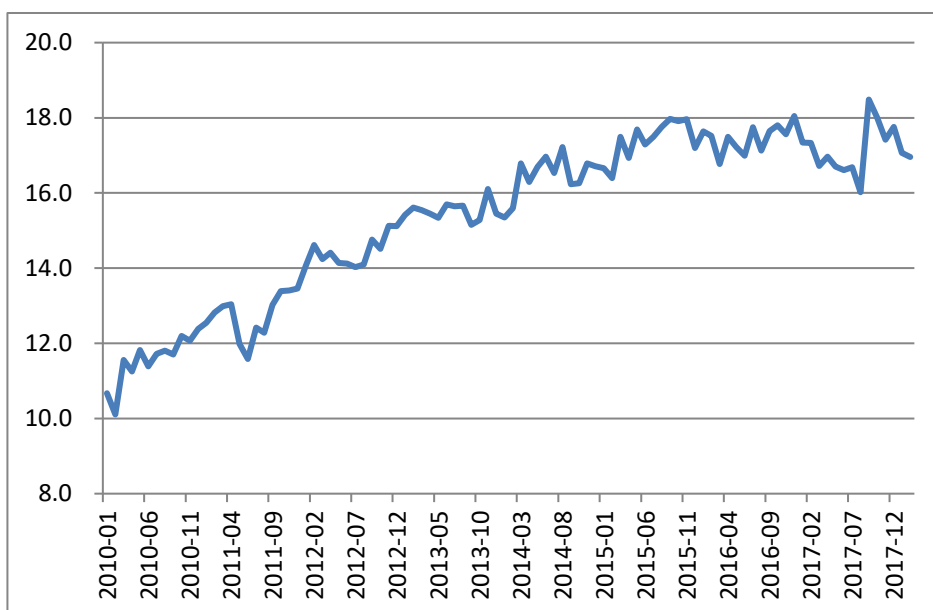
数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

消费支出
较为稳健

消费支出较为稳健。美国失业率处于历史低位，就业机会的增加和工资的增长带动家庭收入稳步增长，再加上股票和房地产价格持续上升，家庭资产负债表持续改善，特朗普政府的减税措施又起到刺激作用，这些因素使得消费者信心显著增强，3月美国密歇根大学消费者信心指数创2004年1月以来新高。同时，居民储蓄率从2015年的峰值6.3%稳步下降到今年1月的3.2%，从另外一个角度说明消费者预期比较稳健。

1~2月零售额同比增长6.0%~4.2%，2月增速虽略有下降但处于正常波动区间。汽车是最重要耐用消费品，而且对经济景气变动非常敏感。1~2月汽车销量（折年率）分别为1707万和1696万量，虽然略低于去年4季度的峰值，但仍处于相对高位。

图表2 汽车销量处于高位（百万辆）



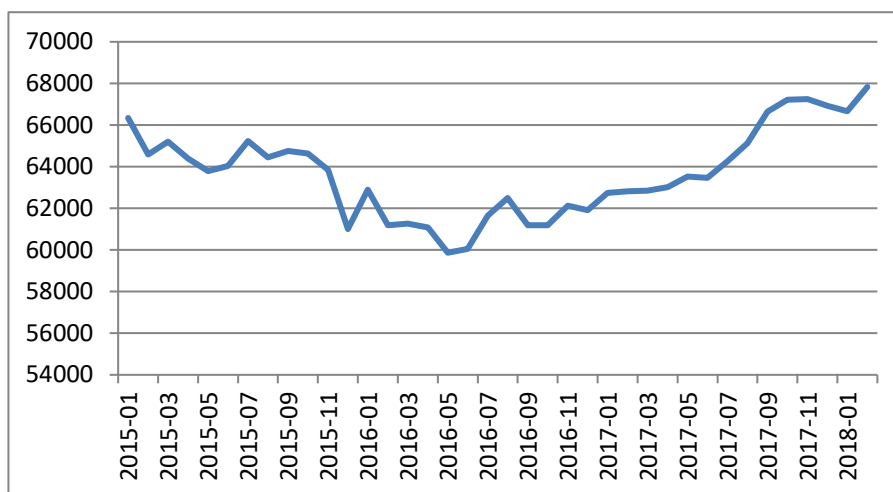
数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

企业投资
增速连续
攀升

企业投资增速连续上升。企业投资成为近期美国经济的重要亮点，其中企业投资的主体部分——设备投资从2016年4季度到2017年3季度的环比增速（折年率）分别为1.8%、4.4%、8.8%、10.8%和11.8%，连续5个季度的增速提升是2008

年金融危机结束以来少见的。随着劳动力市场的收紧，企业更多采用劳动节约型技术和资本投入，从而带动企业投资上升。2018 年年初以来非国防资本品订单从延续震荡上升态势，该指标对企业投资有先导指标的作用，订单的攀升说明企业投资仍有上升动力。

图表 3 资本品订单处于上升通道（单位：百万美元）



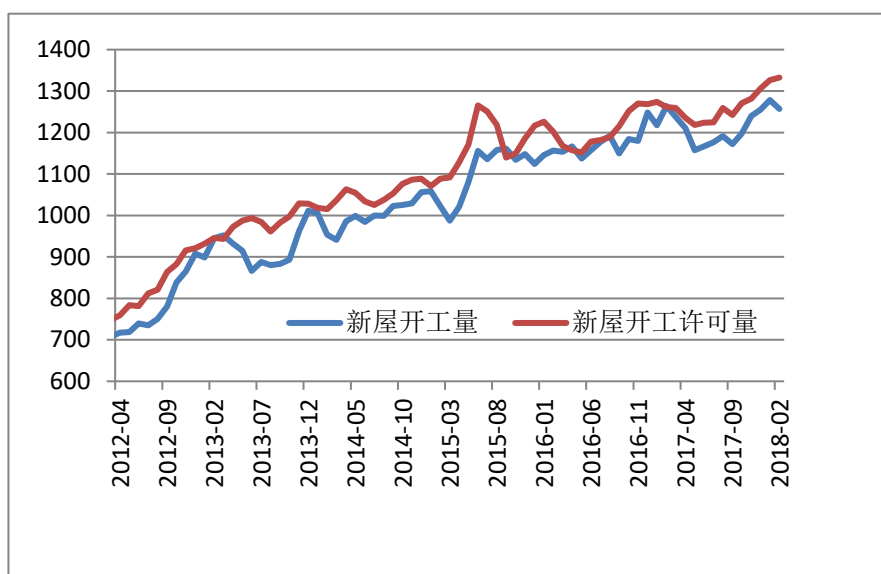
数据来源：美联储圣路易分行，世界经济预测与政策模拟实验室

新屋开工
量温和攀
升

新屋开工量温和攀升。2018 年 1~2 月新屋开工量分别为 133 万套和 124 万套，2 月数据比 1 月略有回落，但是从移动平均来看该开工量仍处于上升通道。新屋许可量是开工量的领先指标，从许可量看房地产市场仍保持较明显的上升态势。房屋空置率已经低于金融危机之前，2017 年底 Case-Shiller 房地产价格指数同比增速 6.2%，比之前数年 5.0% 的增速略有提升，当然美国房价增速低于 2005 年房地产泡沫膨胀时期的峰值（14.2%）。

美国房地产市场的上升空间有多大值得观察。年轻人与父母合住的比例仍然高于历史均值，人口结构对房地产市场形成制约作用，目前的新屋开工量已经接近稳态值。

图表 4 新屋开工量保持温和上升（3 个月移动平均，千套）



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

贸易逆差有所扩大

贸易逆差有所扩大。2016 年 1 月~2018 年 1 月美国贸易逆差从 434 亿美元扩大到 566 亿美元，贸易逆差占 GDP 比例从 2016 年 1 季度的-2.3%扩大到去年 4 季度的-2.6%。尽管美国出口持续增长，但国内需求更为强劲，进口增速有大幅提升，因此贸易逆差持续扩大，这成为引发贸易摩擦的缘由之一。

就业市场改进空间缩小

就业市场改进空间缩小。1~3 月美国新增非农就业岗位分别为 17.6 万、32.6 万和 10.3 万人，月度数据出现较大波动，其中 2~3 月建筑业就业变动从增加 6.5 万变为减少 1.5 万，带动整体就业波动。但 1~3 月新增非农就业均值仍保持在 20.4 万人的较好水平。3 月美国失业率保持在 4.1%，该数值已连续 6 个月保持不变，随着失业率接近稳态，劳动力市场继续改进的空间已经逐渐缩小。私人部门周均工资同比增速仍然保持在 2.7%左右，工资增速并没有明显提升。

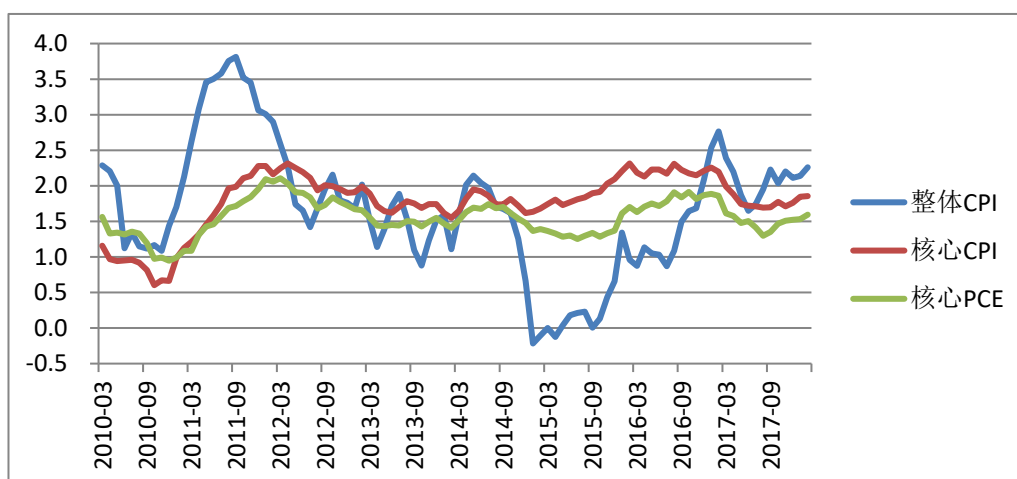
在失业率持续处于低位的背景下，劳动参与率成为焦点。从 2016 年初以来美国劳动参与率一直围绕 62.5%~63.0%

的区间窄幅波动，停止了之前的持续回落态势，但经济形势的好转也没有带动劳动参与率出现实质性上升。

通货膨胀率
率轻微上升

通货膨胀率轻微上升。2月整体CPI和核心CPI同比增速分别为2.3%和1.9%，美联储更看重核心PCE价格指数，该指数2月同比增长1.6%。受国际大宗商品价格回升影响，美国PPI增速有所上升；再加之随着失业率下降、产能利用率提高，CPI和PCE价格指数增速必然出现上升。3月密歇根大学消费者1年期通胀预期攀升到2.9%，创造2015年3月以来的新高，通胀预期也会通过消费者的跨期经济行为作用于实际通胀走势。

图表5 通货膨胀轻微提升（同比，%）



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

股票价格
有所回落

股票价格有所回落。2018年年初以来美国股票价格出现震荡下挫，截止到4月6日，道琼斯工业股价指数和标准普尔股价指数均比年初峰值下降10%，这个幅度的下降在2008年金融危机结束以来并不多见。随着投资者的加息预期升温，股价回调在所难免，近期的中美贸易战更是给股市带来不确定性。虽然股市不能严格预测实体经济增长，但它毕竟有一定

程度的“晴雨表”作用，近期美国股市下挫对实体经济的影响值得关注。

二、经济政策

财政政策
有所扩张

财政政策有所扩张。特朗普政府税制改革法案已经通过并开始实施，其核心条款是将公司所得税率从 35% 下降到 21%，此外还包括小幅调低个人所得税率、提高个人免税额度等诸多条款。此外 3 月底国会和白宫通过了 2018 财年的综合拨款法案，特朗普的很多意图并没有得到贯彻，但军费的大幅增加符合特朗普的主张。减税和增加开支都属于扩张性政策，对美国经济能够产生刺激作用，但幅度有限。

美联储第
6 次加息

美联储第 6 次加息。美国经济增长基础渐趋稳固，通货膨胀有轻微上升态势，3 月 21 日美联储公开市场委员宣布再次加息，这是 2015 年 12 月以来第 6 次加息，联邦基金利率目标上限已经从金融危机后的 0.25% 提高到 1.75%。如果用核心 PCE 价格指数计算，联邦基金真实利率已经从 2012 年初的 -2.0% 逐步回升到零，“缩表”进程也开始按计划推进。

3 月美联储 FOMC 对美国经济前景的预期有所改善，其中对 2019 年 GDP 的预测从之前的 2.1% 提高到 2.4%，对应的失业率预测有所下降，加息预期有所增强。3 月会议上 FOMC 对 2018 年联邦基金利率的预测中位数仍为 2.1%，与之前相比没有变化，但对 2019 年联邦基金利率的预测从之前的 2.7% 小幅提升到了 2.9%。当然联储的这种预测路径是否实现将取决于未来经济数据的表现。

三、经济形势展望

经济保持
温和增长

经济保持温和增长。2017 年 2~4 季度美国 GDP 增速分别为 3.1%、3.2% 和 2.9%，显著高于长期潜在增速，这种高增速将很难持续。2018 年 1 季度尽管 PMI、消费者信心等预期

类指标持续攀升，但消费数据略有回落，其中汽车销量回落更为明显，再加之美国金融危机结束之后年初经常出现季节性回调，因此预计 1 季度 GDP 增速会回落到 2.2%左右，但回落将仍然处于正常调整的范围，预计 2~3 季度美国 GDP 增速仍将保持在 2.5%左右。

中美贸易战给金融市场带来巨大不确定性，但对美国实体经济的影响程度仍不甚明确。

欧洲：增长势头减弱，贸易风险上升

2018 年一季度欧元区经济增长总体表现平稳，但出现了扩张势头减弱的苗头。综合 PMI 指数从高位回落，降至 14 个月以来最低水平，消费者和企业投资的信心指数均有所下滑，居民消费支出放缓，贸易盈余依旧不及预期。不过欧元区企业固定资产投资还在稳步上升，失业率刷新 9 年最低，为经济增长的持续奠定了基础。通胀表现疲软，屡屡不及预期，核心通胀始终维持在 1% 左右，使得欧央行货币正常化进程再度放缓。由美国关税政策引发的美欧贸易争端风险增大，欧盟内部在对美贸易反制问题上也存在分歧，为欧元区下一阶段的经济增长埋下隐患。在贸易战不全面升级的情况下，预计欧元区二季度 GDP 同比增长稳中有降，约 2.2% 左右，通胀则继续徘徊在 1.1% 的水平。

一、经济运行态势

PMI 高位回落，工业产出动能减弱。在创下十年来最佳年度表现之后，欧元区 19 国综合采购经理人指数（PMI）于 2018 年一季度现出了高位回落的态势，显示该地区增长势头有可能冷却。欧元区 3 月制造业 PMI 初值为 56.6，低于预期的 58.1 和前值的 68.6；服务业表现也未及预期，3 月服务业 PMI 初值 55，低于预期的 56 和前值 56.2。受其影响，3 月份欧元区私营部门经济增速降至 14 个月来的最低水平，综合 PMI 初值为 55.3，远低于预期的 56.8 和前值 57.1。

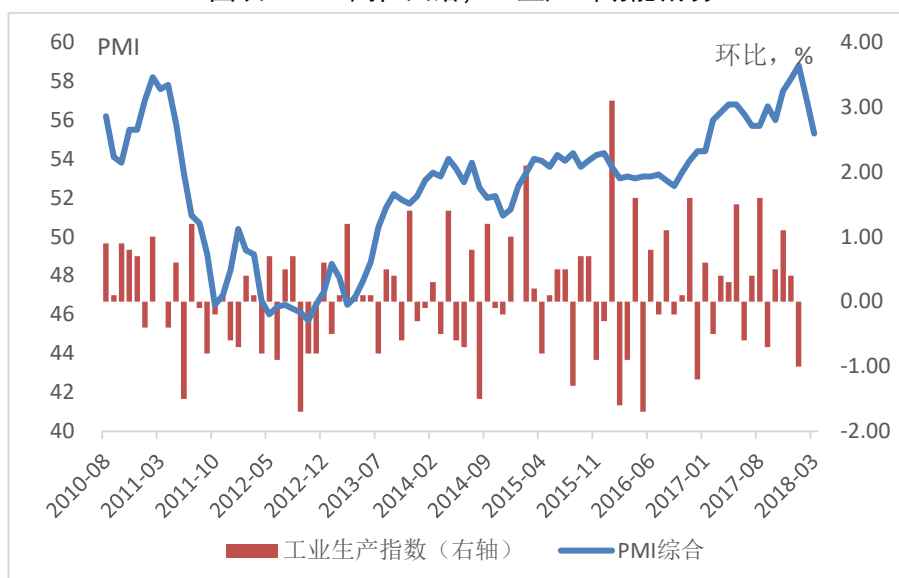
就欧元区的主要国家来看，德国私营部门经济增速继续放缓，虽然经济活动仍在增加，但水平却位于 8 个月来的低位。3 月德国制造业 PMI 初值 58.4，低于预期的 59.8 和前值 60.6；服务业 PMI 初值 54.2，同样低于预期的 55 和前值 55.3，表明服务业和制造业的乐观情绪都有所和缓。最终德国 3 月综合 PMI 下降明显，在今年 1 月达到近 7 年来的峰值后逐月下降，达到 55.4，低于预期的 57 和前值 57.6。

法国方面也出现了类似情况，扩张增速乏力的苗头有所显现。3月法国制造业 PMI 初值 53.6，创 12 个月新低，低于预期的 55.5 和前值 55.9。服务业 PMI 也同样不及预期，3 月服务业 PMI 初值 56.8，低于预期的 57 和前值 57.4。这导致 3 月法国综合 PMI 连续两个月下滑，降至 56.2，反映出私营部门经济增速的放缓。

由工业生产指数来看，可以看到 2018 年欧元区工业生产增长动能同样有所减弱。去年 12 月至今年 1 月份期间总工业产出下降，连续 3 个月的月度扩张趋势中止。1 月经过季节因素调整后欧元区产出环比下降 1.0%，为去年 9 月份环比下降 0.7% 以来首次环比产出下降，与去年年底 12 月 0.4% 的扩张形成鲜明对比。1 月份欧元区产出下降主要受到能源产出减少影响，能源产出环比下降 6.6%，此外耐用消费商品产出也下降了 1.9%、中间商品产出下降了 1.0%。月内唯一扩张的是资本商品（1.2%）和非耐用消费商品（0.1%）。

具体就欧元区主要国家而言，经价格、季节性因素和工作日调整后，德国 1 月份工业产出初值环比下降 0.1%。其中，消费品产出环比上升 2.0%，能源产出环比下降 3.3%。而法国产出月率下降 2.0%，回吐了 12 月份 0.2% 的增幅，其中制造业产出环比下降 1.1%，建筑业产出更是环比下降了 7.6%。就整体而言，1 月欧元区工业产出环比跌幅最大的国家为荷兰（-5.7%）、罗马尼亚（-2.9%）和西班牙（-2.5%）；增长表现排名前三的国家则分别是葡萄牙（2.5%）、爱沙尼亚（1.9%）和丹麦（1.8%）。

图表 6 PMI 高位回落，工业产出动能减弱



数据来源：欧央行、Markit；CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

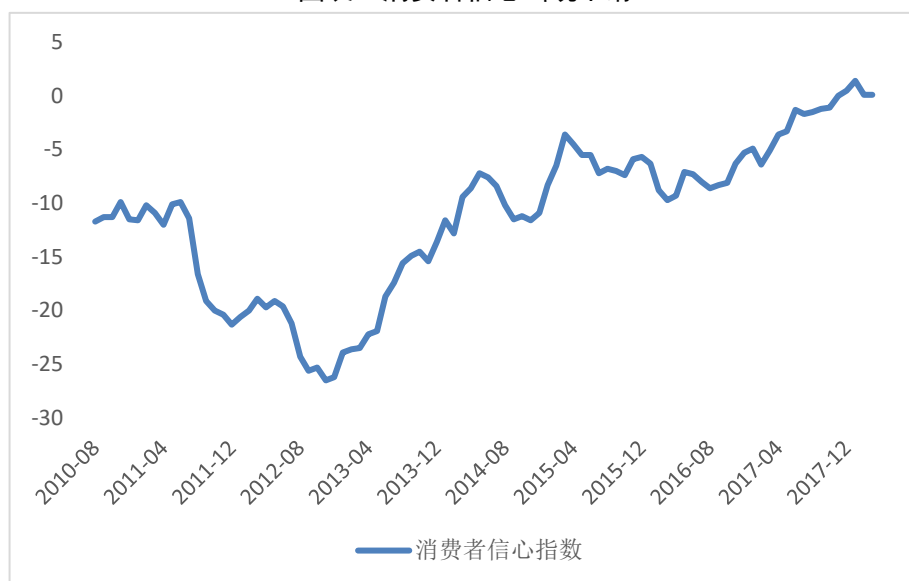
消费者信心
出现下滑

消费者信心出现下滑，居民消费支出增长放缓。2018年2月欧元区消费者信心出现大幅下滑，从1月的1.4降至0.1，远低于市场预期的1.0，出现了自去年7月以来的首次下滑。随后的3月份，消费者信心维持在0.1的水平，略好于市场预期的0.0。尽管如此，欧元区消费者信心指数仍位于长期均值的-12之上，尚属于17年来的高位。

就欧元区主要国家来看，德国2018年3月GFK消费者信心指数结束两个月的连升，由1月所创逾16年高位11，回落至10.8，略低于市场预期10.9。在反映德国消费者信心指数的三项指标中，经济预期指数也结束了连月的上升，由1月所创近七年高位54.4，急降至45.6，几乎蒸发1月所有升幅；收入预期指数也结束连升两个月，由1月56.8，回落至53.6；购买意愿指标由1月所创逾两年半高位60.4，回落至56.3。GFK称，这主要是受政府组阁时间漫长所带来的不确定性影响。随着3月德国新政府上台，消费者信心指数有望有所回升。法国2月消费者综合信心指数也略有下滑，从1月的104下降至100，低于预期的103。

居民消费支出方面，2017 年第 4 季度，欧元区居民消费支出增长放缓，同比增长 1.3%，季调环比增长 0.3%，为该季度的 GDP 增长仅贡献了 0.09 个百分点。不过家庭开支增长前景依然明朗，路透预计年度家庭开支增长可能在 2018 年上升到 3%，因消费支出的基本面支撑仍旧良好，一月份欧元区零售额同比增长 2.3%，超出预期。其中非食品产品销售额的增长，特别是网络消费的猛增是主要推动力。

图表 7 消费者信心出现下滑

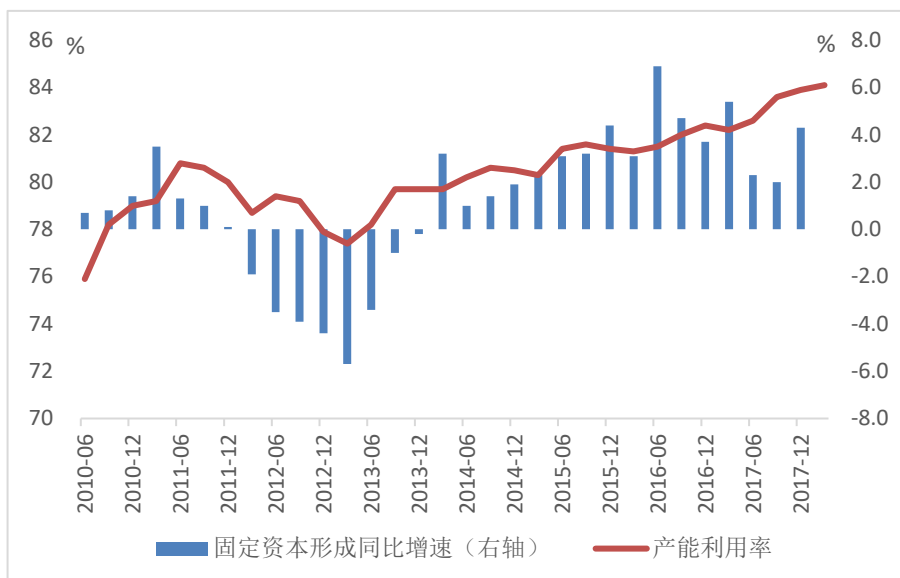


数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

企业投资稳步增长

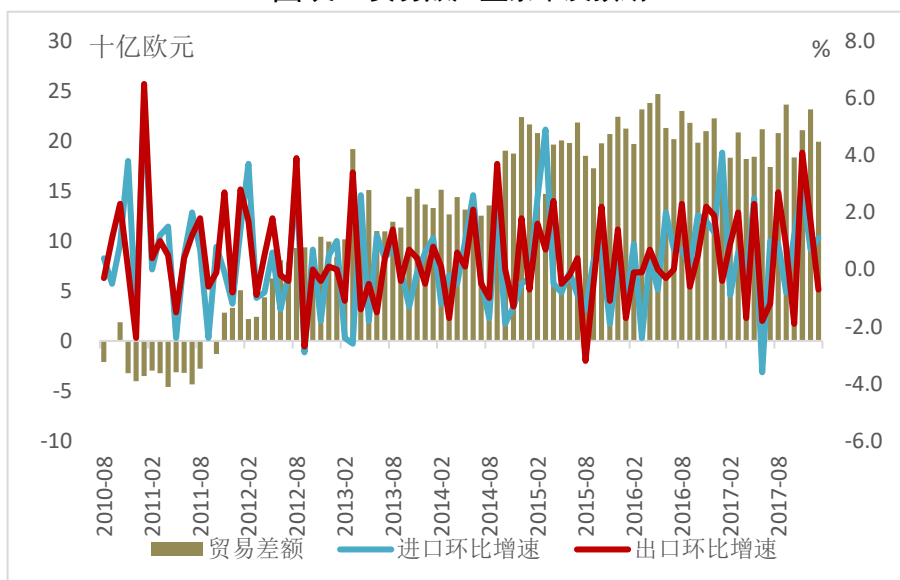
企业投资稳步增长。2017 年四季度，不变价欧元区固定资本形成总额同比增长 4.3%，对 GDP 增长贡献 0.18 个百分点。这表明，随着欧元区需求的不断改善，企业投资需求在稳步增长。欧元区制造业产能利用率也依旧在缓步上升，2018 年 1 季度产能利用率为 84.1%，较上季度的 83.9%上升了 0.2 个百分点。不过，需要注意的是，随着美国总统特朗普的进口关税计划引发贸易战的阴影，欧元区企业投资信心已有所下降，3 月投资信心指数已跌至 24.0，是自去年 5 月以来的最低。

图表 8 企业投资稳步增加



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 9 贸易账户盈余不及预期

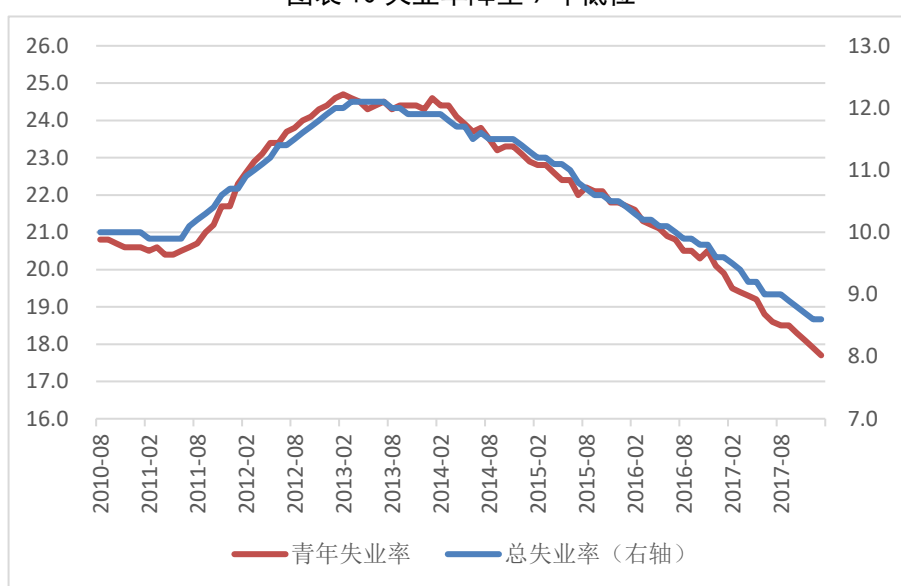


数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

贸易账户盈余不及预期。欧元区 1 月季调后经常帐盈余为 199 亿欧元，低于预期的 225 亿欧元及前值 232 亿欧元。其中，欧元区 1 月份国际货物出口额为 1879 亿欧元，同比增长 8.8%；货物进口额为 1689 亿欧元，同比增长 10.1%。欧元区区域内货物贸易额为 1600 亿欧元，同比增长 9.7%。可以看到，尽管国际货物贸易顺差不及预期，但货物进出口表现都尚属良好。

就各个主要国家而言，经日历和季节性因素调整后，德国1月份贸易顺差174亿欧元，低于预期的181亿欧元和前值182亿欧元。而去年全年德国贸易顺差达2449亿欧元，较2016年的2489亿欧元略有回落。其中出口总额达到12794亿欧元，同比增长6.3%，进口总额为10346亿欧元，同比增长8.3%。法国1月贸易帐余额则为-55.6亿欧元，逊于预期的-44.5亿欧元及前值-34.68亿欧元。

图表 10 失业率降至 9 年低位



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

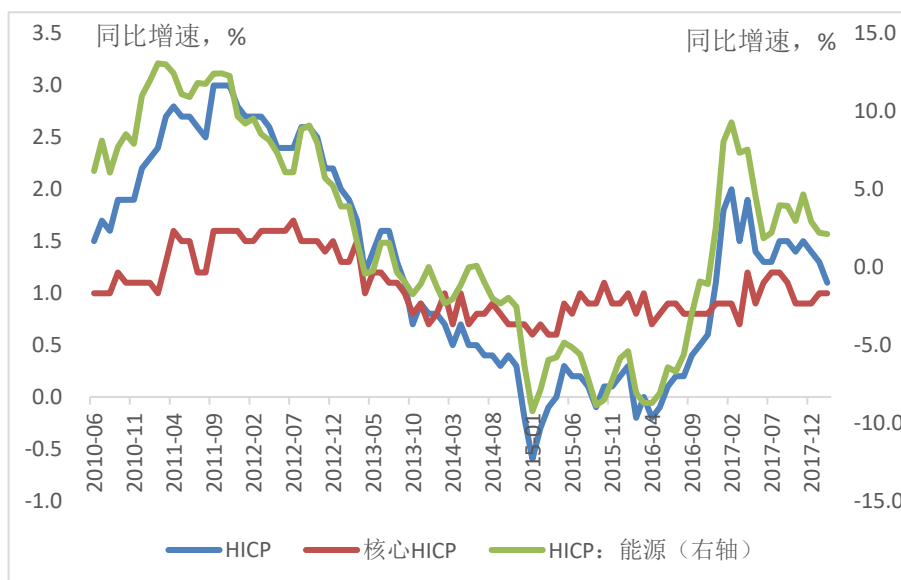
失业率降至 9 年低位。受欧元区经济强劲复苏推动，欧元区就业状况持续改善。1月欧元区19国失业率为8.6%，为2008年12月以来最低水平。同去年1月9.6%的失业率相比，所有欧元区成员国今年失业率均出现下降，但成员国间差异仍然较大。第一大经济体德国1月失业率较低，仅为3.6%，而希腊和西班牙的失业率分别高达20.9%和16.3%。法国1月失业率为9%，与上月持平。意大利失业率则从去年12月份的10.9%上升至11.1%。

欧洲年轻人仍然受到持续的失业打击。总体而言，欧盟青年失业率为16.1%，欧元区青年失业率则略高一些，为17.7%。

不过，相比 2017 年 1 月（欧盟与欧元区失业率分别为 17.6%和 19.9%），情况可称得上是有所好转。

通货膨胀表现疲软。2 月份欧元区消费者调和价格指数（Harmonised Indices of Consumer Prices, HICP）年率终值为 1.1%，低于预期的 1.2%和前值 1.3，这是欧元区通胀自 2017 年 11 月以来连续第 4 个月下跌，显示出欧元区通胀有放缓迹象。不过，剔除了波动性较大的能源和食品之后，欧元区核心通货膨胀率表现稳定，保持在 1.0%，持平预期与前值。过去一段时间中油价上涨所带来额外通胀的逐渐消失，以及单位劳动力成本的迟迟无法回升，是拖累通胀表现的主要原因。

图表 11 通胀表现疲软



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

二、政策走势

美关税政策加大欧元区贸易风险。3 月初特朗普宣布了对进口钢铁和铝产品分别征收 25%和 10%关税计划，包括欧盟和加拿大、墨西哥在内的八个贸易伙伴暂时获得初步豁免权，但豁免期将于 5 月 1 日结束。根据世界钢铁协会 2017 年的数据，德

国是欧盟中粗钢产量最高的国家，一旦豁免期结束而双方谈判未达成协议，将加剧德国及欧元区与美国贸易战的风险。

在特朗普宣布将对进口钢铁和铝产品征收惩罚性关税后，欧盟执行机构欧盟委员会表示，欧盟将迅速做出回击，对哈雷戴维森摩托车、波本威士忌等标志性美国进口产品征收关税。虽然德国与欧盟委员会一同批评了特朗普，但是德国官员担心，欧盟的报复措施可能引发“以牙还牙”的恶性循环，进而触发全面贸易战。德国坚持认为，欧洲应当采取一种保守策略，遵循世界贸易组织的规定。

随着谈判的推进，在如何应对美国关税问题上，欧盟两大成员德国和法国的分歧愈发明显。为了获得美国的关税豁免，德国倾向于向美国做出让步，以保护其出口导向型产业经济。马克龙则提醒特朗普，欧盟的钢铁和铝出口并不对美国的安全造成威胁，同时表示不愿意欧盟对美国做出任何妥协。

欧央行货币
政策正常化
继续放缓

欧央行货币政策正常化继续放缓。根据3月最新利率决议，欧央行继续维持主要三大政策利率不变，并维持每月购债规模300亿欧元不变，持续至今年9月，并且表示预计关键利率将在较长的时间内维持现有水平，QE将一直持续到管委会认为通胀路径调整至目标水平为止。

欧央行行长德拉吉认为，欧元区核心通胀指标依然低迷，并且尚未表现出令人信服的、持续回升的迹象。预计2018年HICP为1.4%，2019年和2020年分别为1.4%和1.7%。而欧洲央行其他官员表示，在通胀压力不大的情况下，欧洲央行甚至还没有开始讨论修改其货币政策框架或前瞻指引，这是因为目前的政策框架很适合欧元区。

除仍然低迷的通货膨胀率外，贸易保护主义的威胁也阻碍了欧央行货币政策的正常化。德拉吉在货币政策会议后的新闻发布会上表示，从目前的情况看，对钢铁和铝征收关税的直接影

响相对较小，但如果其他国家对此采取报复措施，那么影响将可能变大，这意味着欧元区经济将面临重要的不确定性。

三、经济形势展望

预计二季度
欧元区 GDP
增速将在
2.2%左右

预计二季度欧元区 GDP 增速将在 2.2%左右。随着欧元区综合 PMI 指数的回落以及消费者信心指数的走弱，二季度欧元区经济增长恐难以再现 2017 年四季度 2.7%的辉煌。不过，失业率水平持续下降、企业投资稳定增长，意味着欧元区的整体增长动能依旧稳健，经济增长步伐虽然有所放缓，但并未脱离复苏轨道。

不过，由美国关税政策所引发的美欧贸易争端风险，将会切实威胁到欧元区经济增长的走势，应当予以重视。在二者贸易争端不扩大升级的情况下，二季度欧元区 GDP 增速有望保持稳中有降的态势，同比增速或在 2.2%左右。

二季度通胀
或将继续徘
徊在 1.1%

欧元区二季度通胀或将继续徘徊在 1.1%。尽管欧元区经济增长动能稳健，但其薪资和价格却始终未能跟上步伐，通胀数据屡屡不及预期，反映出欧元区物价增速仍较低迷。对美国贸易保护和经济复苏放缓的担心，也使欧央行内部关于削减刺激的争辩更加复杂，阻碍了欧元区货币政策正常化进程。同时考虑到 2 月份以来，国际油价呈现震荡下滑趋势，未来能源价格对欧元区通胀的支撑力度出现大幅提升的可能性较低。这意味着，欧元区二季度通胀或变动不大，将继续徘徊在 1.1%。

日本经济：外需和私人消费支持缓慢复苏

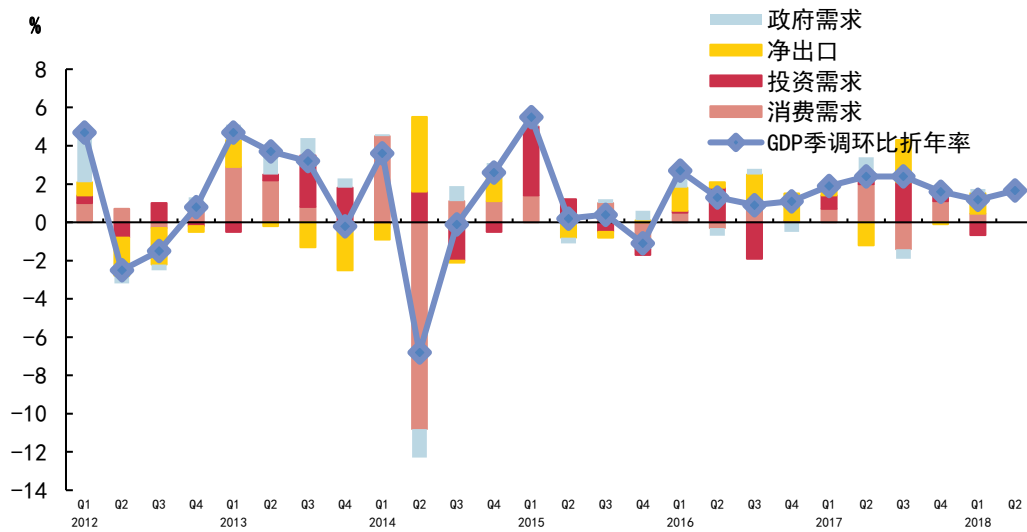
2018 年第 1 季度，日本经济增长较上季度有所放缓，但仍在复苏轨道上，预计实际季度 GDP 增长折年率为 1.2%。外需和私人消费是支撑第 1 季度增长的主要因素，私人投资因房地产投资下滑拖累了经济增长。第 1 季度日本制造业 PMI 继续上行，由上季度的 53.5 提升至 54，但服务业 PMI 有所回落，由上季度的 51.9 下降至 51.5。两者都在荣枯线上方，意味着日本经济景气仍在扩张区间。但工业生产指数出现明显反转势头，自 2016 年第 2 季度以来的整体上升趋势或被打断。2018 年第 1 季度经季节性调整后日本失业率继续呈下降趋势，1-2 月均值为 2.5%。季调就业人数环比大幅上升，1 月和 2 月就业人数连续创下历史最好水平，分别为 6595 万人和 6646 万人。日本股市价格在 1 月创下上世纪 80 年代末 90 年代初泡沫破灭以来最高值，但近期有所回落。CPI 同比增长率有所上升，但离通胀目标还有较大差距。日元汇率出现升值势头。中日经贸关系继续改善。

一、经济继续缓慢复苏

2018 年第 1 季度，预计日本实际 GDP 季调环比增长折年率约为 1.2%。

2018 年第 1 季度，日本经济增长较上季度有所放缓，但仍在复苏轨道上，预计实际季度 GDP 增长折年率为 1.2%。上期报告中，我们预计日本 2017 年实际 GDP 增长率为 1.8%，比日本政府发布的 GDP 增长率 1.7% 要高一些，主要原因是我们对其国内消费需求可能的贡献乐观了一些。2018 年第 1 季度，预计日本受外需拉动影响净出口对 GDP 增长率贡献较大，约有 1.1 个百分点；私人消费稳定增长，对实际 GDP 增长折年率贡献约 0.5 个百分点；政府部门也有 0.2 个百分点的小幅贡献；但私人部门投资受房产开工下滑拖累，预计对实际 GDP 增长折年率贡献为负 0.7 个百分点。第 2 季度，如果中美贸易摩擦不构成日本对华贸易重大冲击，那么受李克强总理访日等因素影响，中日经贸关系或继续改善，这将对日本经济增长构成外部利好。预计第 2 季度实际 GDP 增长折年率 1.7%。

图表 12 日本经济继续缓慢复苏

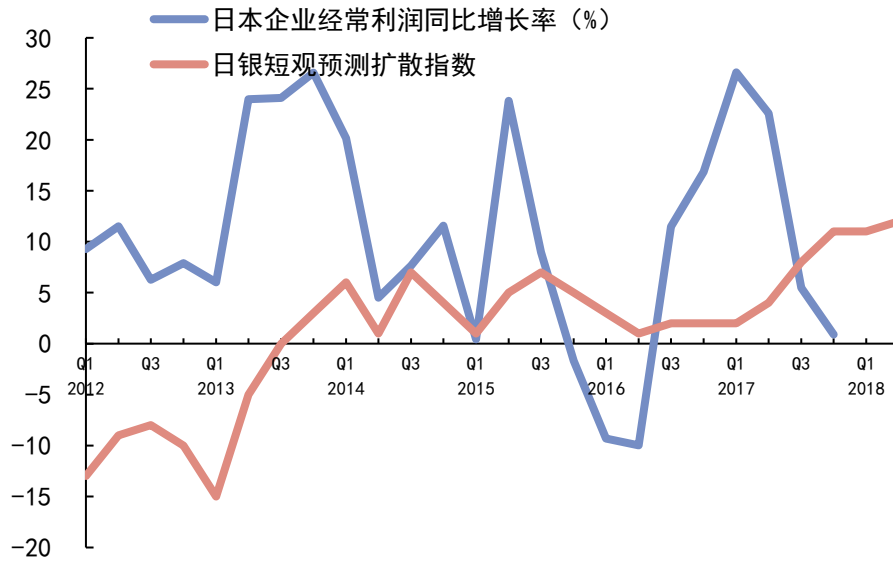


数据来源：日本内阁府，世界经济预测与政策模拟实验室

日本企业经常利润同比增长率进一步回落,企业商业信心仍然走强。

日本企业经常利润同比增长率进一步回落，企业商业信心仍然走强。企业经常利润同比增长率在 2017 年第 1 季度和第 2 季度都出现同比超过百分之二十的高速增长，第 3 季度仍维持正增长但同比增速回落至 5.5%，第 4 季度进一步回落至 0.9%。商业信心方面，企业对 2018 年第 2 季度商业环境的信心较上季度的 11 提升至 12，再创 1992 年第 1 季度以来最高值。机械订单第 4 季度同比增长 3.6%，较上季度的 13.0%明显下滑，进入 2018 年第 1 季度有所回升，1 月同比增长 10.7%。预计 2018 年第 1 季度私人部门设备投资对经济增长拉动较好。但私人住宅投资表现仍然不佳，新屋开工数 2017 年第 4 季度同比负增长 2.5%，进入 2018 年第 1 季度形势更加恶化，1 月和 2 月合计同比负增长 8.1%。

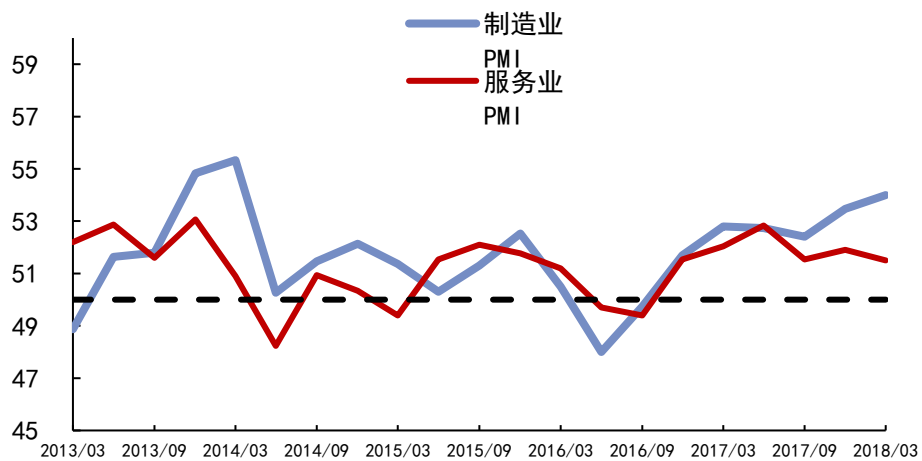
图表 13 日本企业经常利润同比回落，企业信心仍然较强



制造业 PMI 上行,服务业 PMI 有所回落。

2018 年第 1 季度日本制造业 PMI 继续上行,由上季度的 53.5 提升至 54,但服务业 PMI 有所回落,由上季度的 51.9 下降至 51.5。两者都在荣枯线上方,意味着日本经济景气仍在扩张区间。不过,从过去的的数据看,服务业 PMI 往往是制造业 PMI 的先行指标,该指标自 2017 年第 2 季度以来整体呈下行趋势,或将影响到后续制造业 PMI 走势。

图表 14 服务业 PMI 小幅走低

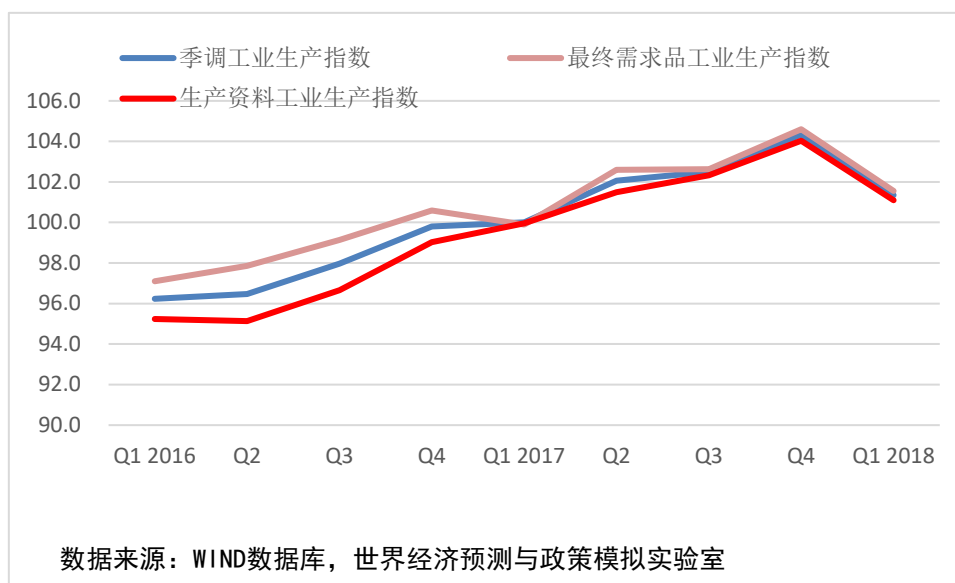


数据来源: WIND数据库, 世界经济预测与政策模拟实验室

工业生产指数回升势头反转。

工业生产上升势头反转。2018 年第 1 季度日本工业生产指数出现明显反转势头。1-2 月季调工业生产指数、最终需求品工业生产指数和生产资料工业生产指数均值分别为 101.4、101.6 和 101.1，较 2017 年第 4 季度分别下跌了 3.0、3.1 和 2.9 点，自 2016 年第 2 季度以来的整体上升趋势或被打断。

图表 15 日本工业生产上升势头反转



注：2018 年第 1 季度为 1-2 月平均值

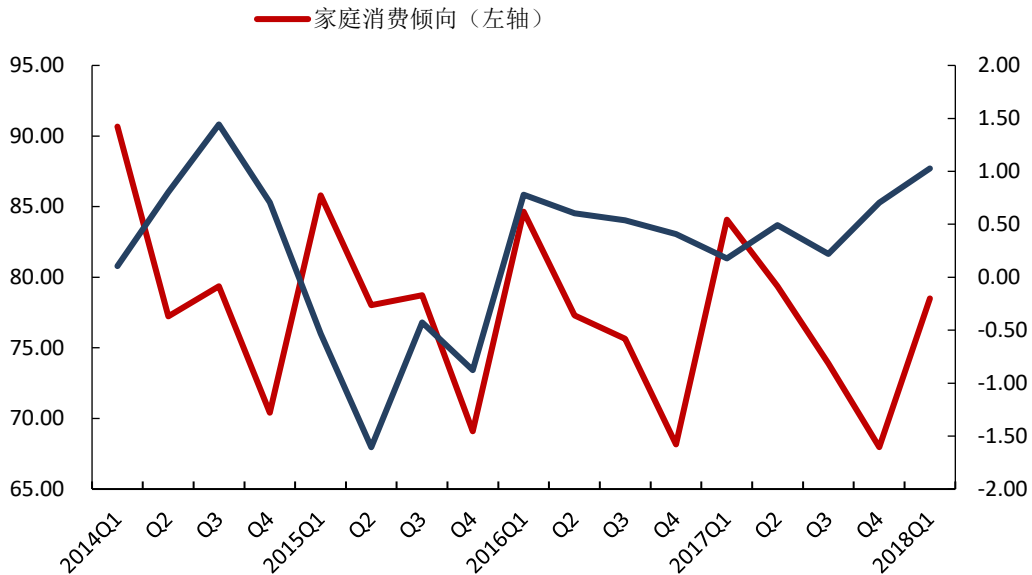
私人消费稳定，就业明显提升。

私人消费比较稳定。家庭调查显示，两人以上家庭消费倾向 2018 年 1-2 月均值为 78.5，比上年同期的 79.7 略有下降。从消费支出看，2018 年 1-2 月合计同比增长 0.3%，虽然较 2017 年第 4 季度的 1.9%有所下降，但维持了正增长。这说明消费倾向的下降，主要不是因为消费支出的下滑而是可支配收入的增长所致。收入数据也支持上述判断，2018 年 1-2 月合计劳动收入同比增长率为 1.0%，较 2017 年第 4 季度的 0.7%有所上升。此外，商业销售额数据显示，2018 年 1-2 月合计同比增长 4.3%，虽然比 2017 年第 4 季度同比增长 4.7%有所下降，但仍然维持在较高水平。

就业明显提升。2018 年第 1 季度经季节性调整后日本失业率继续呈下降趋势，1-2 月均值为 2.5%，比 2017 年第 4 季度的

2.8%更低。季调就业人数环比大幅上升，2018年1-2月均值较2017年第4季度均值上升了1.5%。这主要是因为1月和2月就业人数连续创下历史最好水平，分别为6595万人和6646万人。

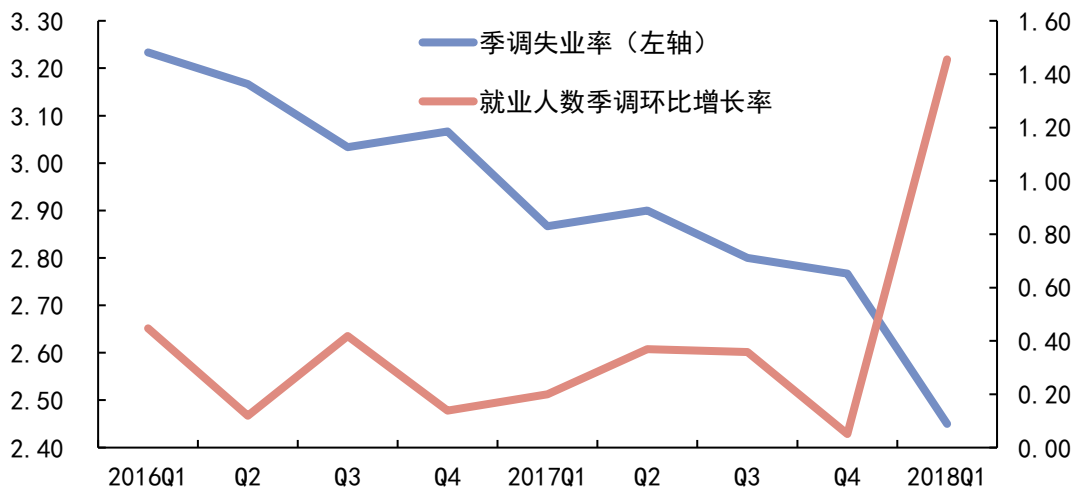
图表 16 日本劳动收入同比增长率回升



数据来源：WIND，世界经济预测与模拟实验室

注：第1季度数据系按照1月和2月估算。

图表 17 日本季调就业人数增长较大



数据来源：WIND, 世界经济预测与政策模拟实验室

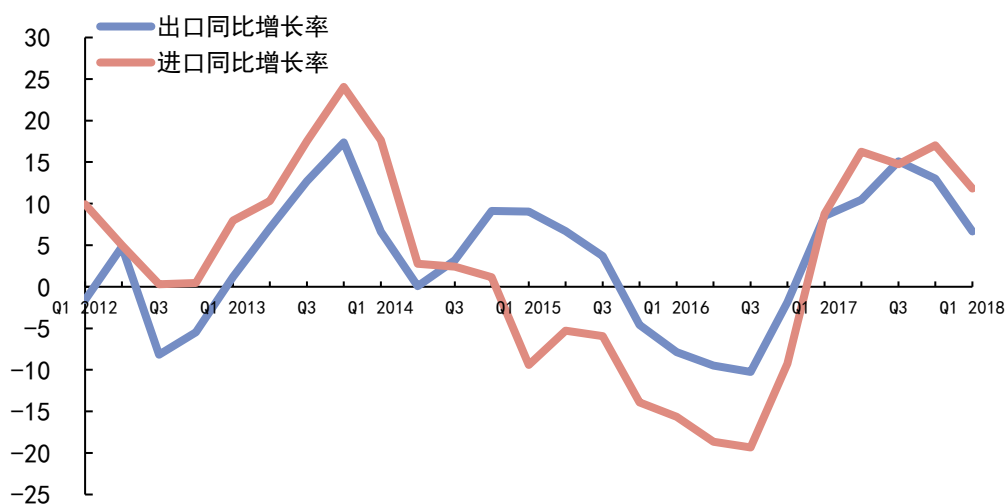
注：第1季度数据系按照1月和2月估算。

日本第 4 季度进出口同比增长率较高。

进出口同比增长率回落，但仍维持正增长。进入 2018 年第 1 季度，进出口额有所回落但仍维持同比正增长。1 月及 2 月合计，出口同比增长率为 6.64%，进口同比增长率为 11.82%，较 2017 年第 4 季度的 13.03%和 17.02%分别下降了 6.39 和 5.2 个百分点。

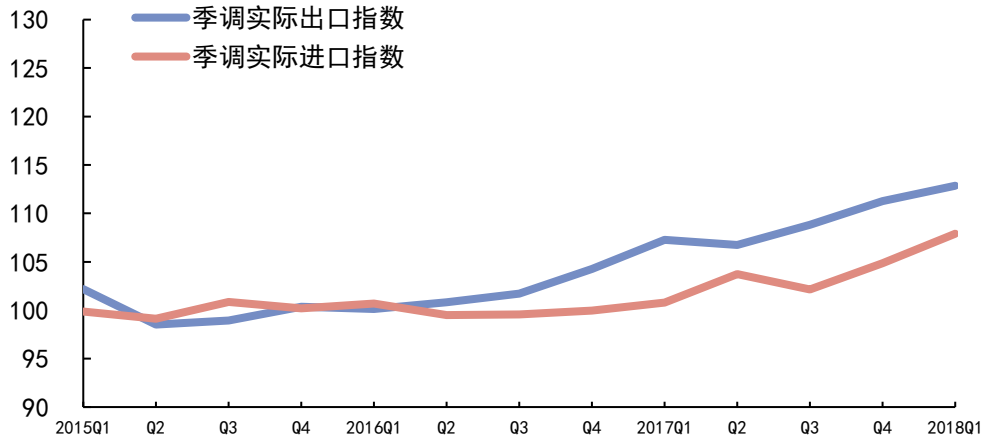
季调实际进出口指数显示，2018 年第 1 季度出口和进口指数延续上升势头。1-2 月季调实际出口指数值为 112.9，较 2017 年第 4 季度月均值的 111.3 有所提升；同期季调实际进口指数均值 107.9，比 2017 年第 4 季度的 104.9 明显上升。

图表 18 日本进出口同比增速回落



注：2018 年第 1 季度为 1-2 月合计同比增长率。

图表 19 日本季调实际出口指数维持上升趋势



数据来源：WIND 数据库，世界经济预测与政策模拟实验

注：2018 年第 1 季度为 1-2 月均值。

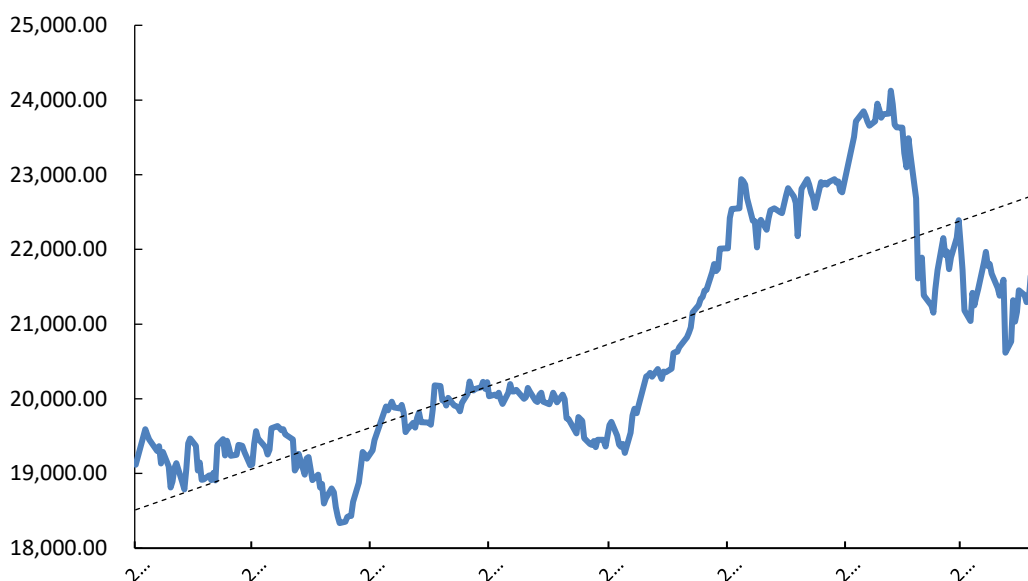
二、维持宽松货币政策

日本央行继续维持宽松货币政策。股指再攀高位。

2018 年 3 月 9 日日本银行货币政策会议对经济形势总体判断是经济仍在适度扩张，认为海外经济稳定增长，收入与消费良性循环有助于日本经济增长，但住房投资有所减弱。会议决定维持宽松货币政策，以 8:1 的投票比决定维持政策利率在-0.1%不变，保持 10 年期收益率曲线在 0%左右，资产购买计划不变，符合市场预期。

宽松货币政策对日本股价的刺激效果显著，但 2018 年第 1 季度股指冲高后出现回落。从股市价格表现看，东京日经 225 指数 2018 年 1 月 23 日一度突破 24000 点达到 24124 点，这不仅是 2013 年 4 月实行 QQE 刺激以来的最高值，也是上世纪 80 年代末 90 年代初日本泡沫经济破灭以来的最高值。但随后日经 225 指数出现回落，2018 年 2 月均值回落至 21992 点，3 月均值进一步回落至 21396 点。

图表 20 日本东京日经 225 指数冲高回落



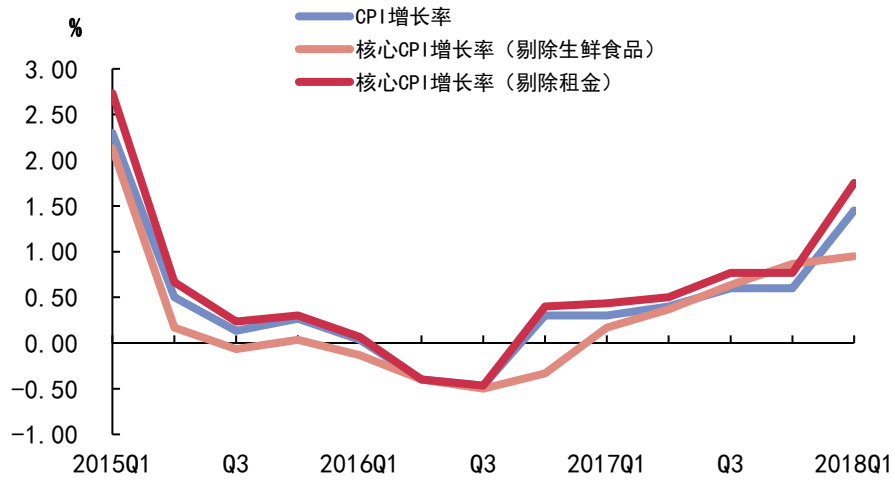
通胀目标难以实现,日元汇率稳中有贬。

CPI 同比增长率有所上升,但离通胀目标还有较大差距。进入 2018 年第 1 季度,日本 CPI 同比增长率、剔除剔除生鲜食品的核心 CPI 同比增长率和剔除租金的核心消费物价同比增长率较上季度均有所上升,1 月和 2 月均值分别为 1.5%、1.0%和 1.8%,较 2017 年第 4 季度分别上升了 0.9、0.1 和 1.0 个百分点。CPI 同比增长率和剔除租金的核心消费物价同比增长率上升尤其明显。尽管如此,日本 CPI 同比增速离 2%通胀目标还有很大距离。

日元汇率出现升值趋势。2018 年第 1 季度,日元对美元相对上季度升值 4.4%至 1 美元兑 108.2 日元,相对于去年同期更是升值了 5.0%。从日元实际有效汇率指数看,2018 年 1-2 月均值为 73.75,较 2017 年第 4 季度的 73.71 也出现小幅回升,但与 2017 年全年均值 75.66 或 2016 年 79.64 相比,日元汇率仍在低位。

综合来看,2018 年第 1 季度,CPI 同比增长变动趋势与日本央行宽松货币政策意图较为一致,日元汇率走势与政策意图相悖。

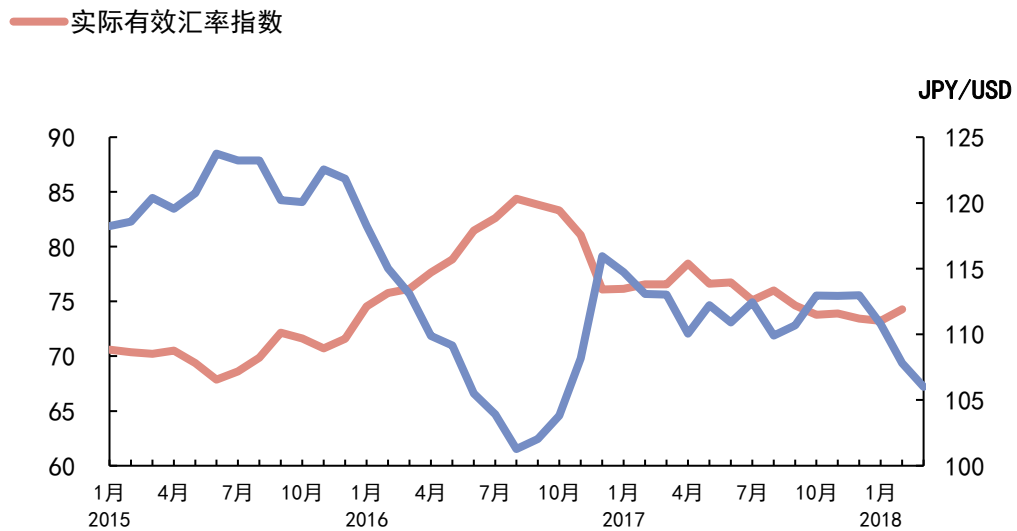
图表 21 日本核心 CPI 增长率延续回升势头



数据来源：WIND 数据库，世界经济预测与政策模拟实

注：2018 年第 1 季度为 1-2 月均值。

图表 22 日元汇率出现升值趋势



数据来源：WIND 数据库，世界经济预测与政策模拟实

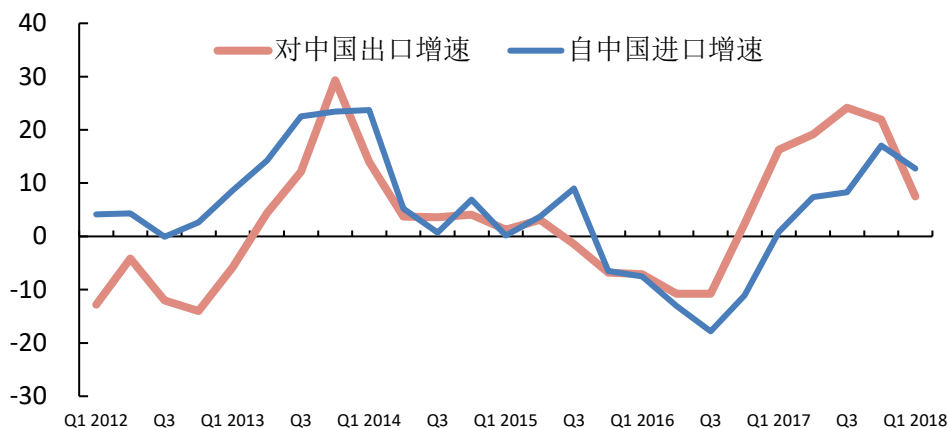
三、对中国经贸投资继续改善

日本与中国
经贸投资继
续改善。

进入 2018 年第 1 季度，日本对中国出口同比增速和自中国进口同比增速有所下降，但相对于 2015-2016 年仍然维持在较高水平。具体来看，1-2 月合计同比增长分别为 7.5%和 12.7%，较

2017年第4季度的21.9%和17.0%都有所下降，尽管如此，自2017年第1季度以来的进出口双双同比正增长的局面得到维持。

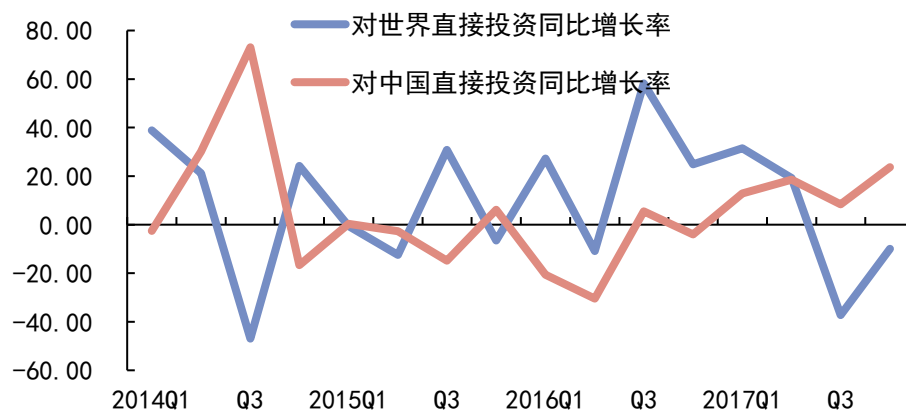
图表 23 日本对华进口和出口增速回落但仍维持正增长



注：2018年1季度值为1-2月合计值。

2017年日本对中国的直接投资流量全年整体呈加速态势，第1至第4季度同比增长率分别为12.8%、18.5%、8.4%和23.7%。自2012年第3季度以来，首次实现连续4个季度正增长。特别是，下半年对华直接投资的增长，是在日本对外直接投资总额同比大幅负增长的背景下实现的，第3和第4季度日本对外直接投资同比增长率分别为-37.2%和-10.0%。中日经贸投资回暖的迹象越来越明显。进入2018年，预计中日经贸关系将随着李克强总理访日等有助于双边关系发展的活动而趋于稳定。

图表 24 日本对华直接投资维持同比正增长



新兴市场国家：经济形势继续向好

2018 年 1 季度金砖国家经济形势继续向好。俄罗斯和巴西经济仍延续缓慢复苏步伐，预计 2018 年仍将维持低速增长态势。印度“废钞”和税收改革的冲击逐步消化，经济增速重返 7%以上。南非政治局势逐步明朗，商业信心有所恢复，但经济增速依然维持在较低水平。2018 年，随着大宗商品价格回升以及全球经济前景向好，新兴市场国家外部需求有望进一步改善，与此同时，部分国家货币政策依然宽松，为内需增长提供动力。但各经济体依然面临不同的挑战。

一、金砖国家经济形势向好

2018 年 1 季度俄罗斯经济增长估计为 1.8%

2018 年 1 季度俄罗斯经济增长估计为 1.8%。2017 年 4 季度俄罗斯经济同比增长 0.9%，虽较 3 季度的 2.2%有所放缓，但经济缓慢复苏的态势得以保持。俄罗斯经济 2017 年全年增长了 1.5%，结束了此前连续两年的衰退。2018 年 1 季度俄罗斯各项经济指标继续好转。1 月，俄罗斯零售总额同比增长 2.8%，出口和进口同比增长分别为 21.1%和 18.8%，均保持快速增长态势。工业生产增速在 2017 年 12 月恢复正增长之后，2018 年 1 月同比增长 2.9%。制造业 PMI 继续保持在扩张区间，1 月至 3 月分别为 52.1、50.2 和 50.6。**预计 2018 年 1 季度俄罗斯经济将继续维持稳步增长态势，估计为 1.8%。**

1 季度俄罗斯经济预计增长 1.6%，全年经济增长 1.8%

2 季度俄罗斯经济增长预计为 1.6%。宽松性货币政策将继续促进俄罗斯经济恢复。2018 年 2 月，俄罗斯通货膨胀率进一步下降至 2.2%，继续远低于央行设定的 4%的目标。为此，俄罗斯央行在 2018 年 2 月和 3 月继续两次降息累积 50 个基点至 7.25%。俄罗斯央行认为此前的货币政策过于紧缩，当前的货币政策正从适度紧缩向中性货币政策转变，未来这种转变进程还将会有所加快，这意味着俄罗斯央行仍有很大的降息空间。与此同时，油价上升也在短期内刺激了俄罗斯经济恢复，

并吸引国际资本重新回流该国。不过，俄罗斯与欧美各国由于“特工中毒案”而引发外交关系持续紧张或将其经济复苏带来阴影。预计 2018 年 2 季度俄罗斯经济增长 1.6%，全年经济增长 1.8%。

2018 年 1 季度巴西经济增速估计为 1.7%

1 季度巴西经济同比增速估计为 1.7%。2017 年 4 季度巴西经济环比增长 0.1%，为连续四个季度环比正增长；同比增长 2.1%，连续三个季度实现正增长。2017 年全年经济增长 1%，结束了此前连续两年衰退，重新步入复苏轨道。进入 2018 年，巴西经济继续保持良好增长势头。1 季度巴西经济信心不断回升。巴西热图利奥·瓦加斯基金会的消费信心指数（CCI）创下新高，3 月上升到 92.0 点，相比 2 月上升 4.6 点，相比去年同期上升 8.1 点。热图利奥·瓦加斯基金会对巴西工业企业 2018 年 1 季度的投资调查发现，未来 12 个月企业家投资意向指数为 123.7，相比上一季度上升 7.7 个点，为该指数 2013 年四季度以来最高值。调查显示，未来 12 个月有 34.7% 的工业企业预计增加投资，有 11.0% 的工业企业预计会减少投资，增加投资的企业比例较上一季度进一步上升。工业生产增长继续保持稳定，1 月和 2 月巴西工业产出同比增长分别为 5.8% 和 2.8%。巴西制造业 PMI 继续处于扩张区间，1 月至 3 月分别为 51.2、53.2 和 53.4。在此情况下，预计 2018 年 1 季度巴西经济同比增速估计为 1.7%。

2 季度巴西
经济预计增
长 2.2%，全
年经济增长
预计 2.3%

2 季度巴西经济预计增长为 2.2%。 尽管当前巴西仍面临财政赤字日益膨胀、公共债务不断增长、养老金改革停滞和大选充满不确定性等风险，但巴西经济正在复苏的道路上缓慢前行。2018 年 2 月巴西通货膨胀率为 2.84%，自 2017 年下半年以来一直低于央行通胀目标下限（3%）。为此，2018 年 2 月和 3 月，巴西央行继续两次下调基准利率，已经降至 6.5%，创历史新低。鉴于目前通胀水平较低，巴西央行可能继续保持当前的降息节奏。持续的低通胀和低利率环境有利于鼓励银行放贷，刺激国内消费和投资，确保巴西经济实现适度增长。巴西对外贸易继续维持良好增长态势。2018 年 1 季度巴西贸易顺差达到 139.5 亿美元，2018 年 2 月巴西经常项目实现顺差 2.8 亿美元。随着全球经济复苏和大宗商品价格的回升，巴西外需有望继续得到改善。**预计 2018 年 2 季度巴西经济增长为 2.2%，2018 年经济增速 2.3%。**

2018 年 1 季
度印度经济
增速估计为
7.3%

2018 年 1 季度印度经济增速估计为 7.3%。 2017 年 4 季度印度经济同比增长 7.2%，较 3 季度的 6.5% 明显回升，创五个季度以来新高。印度经济正逐步摆脱“废钞令”的束缚，同时税收改革的正向作用也在慢慢发挥。印度工业产出增速开始加快，自 2017 年 11 月开始其同比增速均保持在 7% 以上，2018 年 1 月达到 7.5%。印度工商联合会（FICCI）发布的 2018 年 1 季度制造业调查显示，有 55% 的受调查者相比去年同期会增加产量，这比上一季度上升 8 个百分点。2018 年 1 月至 3 月印度制造业 PMI 尽管有所降低，但均维持在枯荣线上方，分别为 52.4、52.1 和 51.0。**预计 2018 年 1 季度印度经济增速估计为 7.3%。**

2 季度印度
经济增速预
计为 7.4%，

2 季度印度经济增长预计为 7.4%。 随着改革措施的不断消化，印度经济有望保持稳步增长。与此同时，通胀形势的放缓也让印度央行的加息压力减轻不少。2017 年下半年开始，印

全年经济增
长预计 7.4%

2018 年 1 季
度南非经济
增速估计为
1.2%

2 季度南非
经济增速预
计为 1.5%，
全年经济增
长预计为
1.2%

度通货膨胀一路上涨，至 2017 年 12 月升至 5.2%，不过进入 2018 年通货膨胀率逐步下降，2 月份已下降至 4.4%，为近 4 个月的最低水平，同期的批发物价指数通胀率也降至 2.5%，为 7 个月以来的低点。为此，印度央行一直维持 6% 的利率不变。**预计 2018 年 2 季度印度经济增长为 7.4%，全年经济增长 7.4%。**

2018 年 1 季度南非经济同比增长估计为 1.2%。2017 年 4 季度南非经济环比增长 3.1%，连续三个季度实现正增长；同比增长 1.5%，相比上一季度加快 0.7 个百分点。南非新总统西里尔·拉马福萨上任后公布了一系列新政策，提振了国内外投资者信心。南非工商联合会（Sacci）发布的月度商业信心指数显示，2018 年 1 月和 2 月南非商业信心指数分别为 99.7 和 98.9，远好于 2016 年和 2017 年的情形。此外，全球市场回暖也刺激了南非制造业发展。2018 年 2 月南非制造业 PMI 终于升至枯荣线以上，1 月和 3 月分别为 49.0、51.4 和 51.1。**预计 2018 年 1 季度南非经济同比增长 1.2%。**

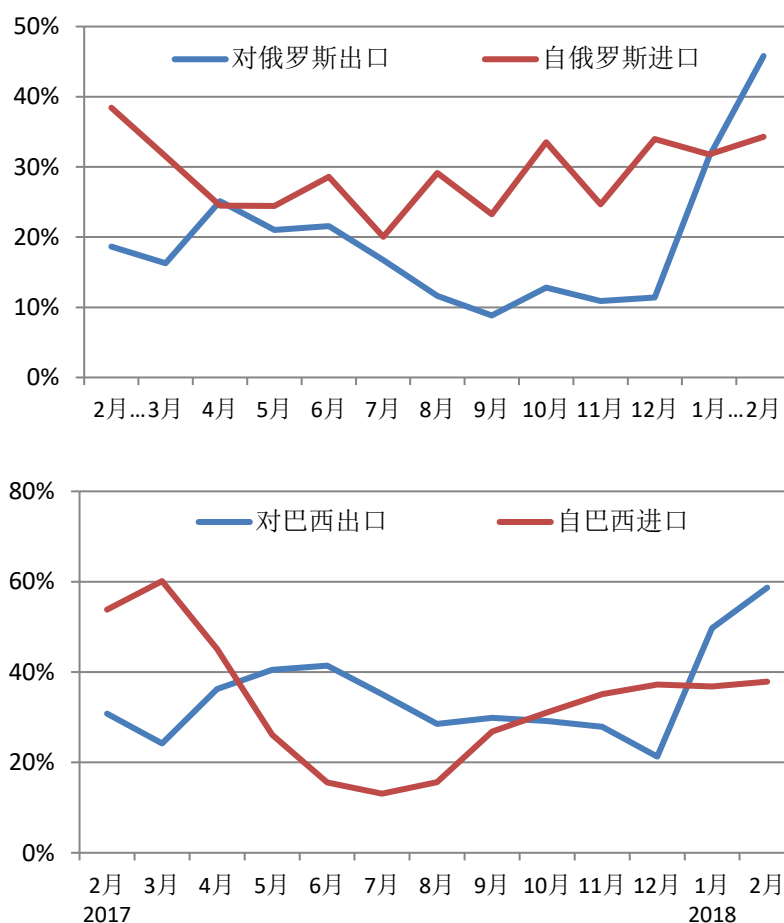
2 季度南非预计经济增长 1.5%。2018 年 2 月 15 日，西里尔·拉马福萨宣誓就任南非总统，南非政治前景逐步明朗，商业信心逐步增强。随后，拉马福萨还承诺通过提高增值税，使该国重新走上财政可持续发展的道路。然而，提高增值税也可能对私人消费造成负面影响。与此同时，2018 年 3 月，南非议会通过无偿征用土地的议案，并计划修改宪法中的相关条款，这引起了商界领袖和业主的担忧。南非通货膨胀率继续下降为货币宽松奠定基础。2018 年 2 月，南非通货膨胀率为 4.0%，为 2015 年 3 月以来的最低点。为此，3 月 28 日，南非中央银行宣布将利率下调 25 个基点，从 6.75% 下调到 6.50%。不过考虑到经济增长的脆弱性，未来货币政策走向仍有待观察。**2018 年 2 季度南非预计经济增长 1.5%，全年经济增长 1.2%。**

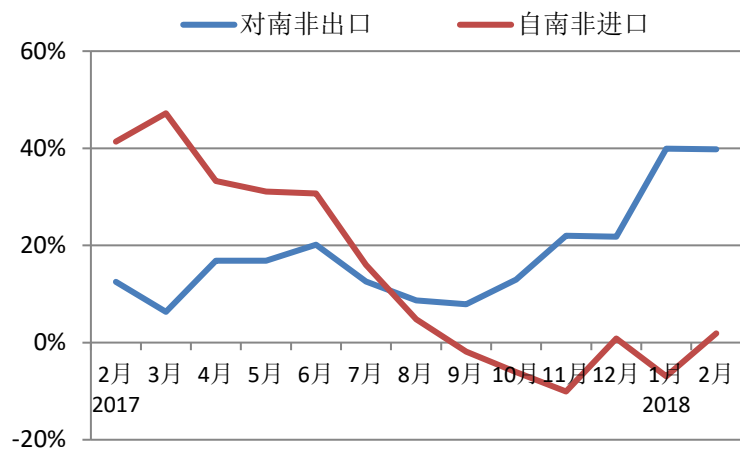
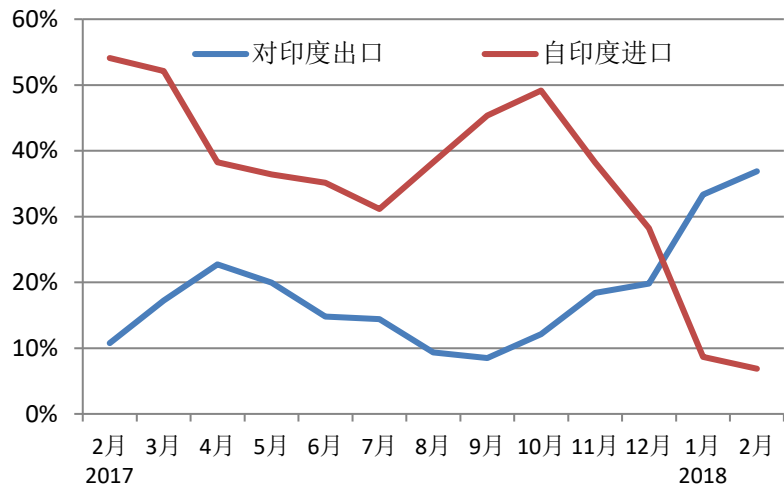
二、金砖国家与中国贸易继续维持增长

中国与金砖
国家贸易继
续维持快速
增长

中国与金砖国家贸易继续维持快速增长。2018年1季度，中国对金砖国家出口维持良好增长态势。特别是2018年2月，中国对巴西出口同比增长107.8%，对俄罗斯出口同比增长也达到77.9%，对南非和印度出口同比增速也在60%以上。进口方面，中国自印度和南非进口在经历1月份的同比增长之后，2月份出现同比萎缩，萎缩幅度分别为9.1%和28.1%，而自巴西和俄罗斯的进口则仍保持快速增长，其中，自巴西1月和2月进口同比增长分别为44.6%和31.2%，自俄罗斯同期进口同比增长分别为39.4%和29.1%。中国对金砖国家仍保持贸易顺差。与此同时，由于中国与金砖国家贸易快速增长，中国与金砖国家贸易规模占中国总贸易规模的比例也有所上升，2018年2月这一比例上升至7.9%。

图表 25 中国与金砖国家贸易情况





资料来源：WIND 资讯，世界经济预测与政策模拟实验室

注：对进出口同比增长率进行了三月移动平均处理以减轻其波动性。。

附录：新兴市场经济数据概览

实际 GDP 增速						
	(季度同比, %)			(年度同比, %)		
	2017Q4	2018Q1E	2018Q2F	2016	2017	2018F
俄罗斯	0.9	1.8	1.6	-0.2	1.5	1.8
巴西	2.1	1.7	2.2	-3.6	1.0	2.3
印度	7.2	7.3	7.4	6.8	6.5	7.4
南非	1.5	1.2	1.5	0.3	1.3	1.2

汇率			制造业 PMI			
	(名义汇率, per USD)			2018M1	2018M2	2018M3
	2018M1	2018M2	2018M3			
俄罗斯	56.78	56.81	57.03	52.1	50.2	50.6
巴西	3.2115	3.2507	3.279	51.2	53.2	53.4
印度	63.6452	64.43	65.0455	52.4	52.1	51.0
南非	12.1951	11.8216	11.8422	49.0	51.4	51.1

中国出口			中国进口			
	(同比增速, %)			(同比增速, %)		
	2018M1	2018M2	2018M3	2018M1	2018M2	2018M3
俄罗斯	13.7	77.9	-	39.4	29.1	-
巴西	9.5	107.8	-	44.6	31.2	-
印度	11.1	62.7	-	22.9	-9.1	-
南非	8.3	71.3	-	31.9	-28.1	-

资料来源：Wind 资讯，CEIC 数据库

中国经济：关注去产能的影响

去产能已经取得重大进展，在此背景下，十九大报告和 2018 年 3 月的政府工作报告都再次强调，要进一步深化供给侧结构性改革。这就需要对“去产能”的政策及其影响进行评估，以有助于供给侧结构性改革的进一步顺利推进。去产能确实取得了重大进展，不过在相当程度上这是行业间利益再分配的结果，并以抬高其他行业成本为代价，挤压了其他行业的利润空间和投资需求。这不但可能对资源配置产生扭曲影响，而且一旦外需扩张中断或出现逆转，则去产能的可持续性将面临问题。从中长期角度来看，利益在不同行业间的再分配，不但削弱了整体工业投资，也可能对潜在产出增速产生冲击，需要对去产能政策进行完善。

一、去产能政策取得重大进展

去产能目标有望提前完成

2015 年末供给侧结构性改革提出后，以“去产能、去杠杆、去库存、降成本、补短板”为重点的改革任务得到了有力的贯彻落实。其中，去产能是供给侧改革的重中之重，并在过去两年中取得了重要进展：2016 年、2017 年，煤炭领域退出产能 4.4 亿吨。同一时期，钢铁行业累计化解过剩产能 1.15 亿吨，同时 1.4 亿吨“地条钢”得到全面清理。以上两大领域的“十三五”去产能目标，都有望在 2018 年提前完成。

去产能行业大幅回暖

同时，去产能相关行业经营改善、利润状况大幅回暖。2015 年，煤炭、钢铁行业的利润分别为 441 亿元、526 亿元，2016 年两者分别为 1091 亿元、1659 亿元，2017 年更是达到了 2959 亿元、3419 亿元。此外，电解铝、水泥、平板玻璃等行业的过剩产能也得到了进一步化解，职工安置问题也得到了有序、妥善解决。

去产能使得金融风险下降

去产能政策的成效进一步体现为：（1）原有产能过剩企业的资产负债表变得更为健康，（2）商业银行的不良贷款率下降、资产质量提升，金融市场稳定性提升。从数据上看，规模以上工

业企业的资产负债率，在 2016 年、2017 年分别下降了 0.4、0.3 个百分点。同时，非金融企业部门的整体杠杆率（即负债占 GDP 比例），其多年来的上升势头在 2016 年得到遏制，甚至在 2017 年还出现了下降。同时，商业银行体系的不良率，也在 2016 年终结了升势并趋于稳定。2017 年该比例已降至 1.74%，较 2016 年的高点下降了 0.02 个百分点。同时，关注类贷款比例，也从 2016 年 9 月的高点 4.1% 降至了 2017 年末的 3.5%。

二、去产能背景下：工业分行业 PPI 分化显著

去产能抬高了电煤价格

去产能政策在一定程度上对产量构成了约束，抬升了上游产品价格。以煤炭行业为例，由于去产能、环保督察等因素，煤炭行业产量受限、市场集中度提高，同时伴随外需回暖，煤炭价格猛涨。2016 年初，全国电煤价格指数大致为 320 元/吨。2016 年末，则突破了 530 元/吨。2017 年上半年，价格稳中有降，但下半年又开始有所上升，2018 年 2 月更是达到了 567 元/吨的高点。

去产能带来了行业分化

相应地，2016 年全年，全国煤炭企业主营业务收入下降 1.6%，但是利润却大幅上升 224%。2017 年全年，煤炭企业主营业务收入增速转正，实现了 25.9% 的增速，利润更是猛增了 291%。煤炭价格的大幅变化，通过动力煤、燃料煤等渠道向中、下游行业传递。除煤炭业之外，一些矿产、化工行业面临类似情况。但是，一般的制造业的处境则完全不同，由于上游成本迅速抬升，而且这些成本难以完全转嫁，因此工业分行业的经营状况出现了较大分化。

部分行业 PPI 涨幅大

行业分化首先表现为行业 PPI 指数的分化。去产能政策发生在 2015 年之后，因此可以对比分行业的 PPI 定基指数在 2017 年与 2015 年的变化。可以看到：30 个工业细分行业（只有 30 个行业有年度 PPI 数据）的 PPI 通胀率当中，10 个行业的 PPI 增速大幅高于工业部门的总体增速（5.1%）。这 10 个行业中，

有 9 个行业是矿产资源的开采、冶炼和加工行业，以及化工类行业。其中，涨幅最高的煤炭开采和洗选业，PPI 涨幅达到 31%，涨幅第二的黑色金属冶炼及压延加工业（即钢铁行业），PPI 涨幅为 26%。

部分行业
PPI 涨幅低
甚至负增长

其他 20 个行业的 PPI 同比增速，则低于平均值。这些行业主要是家电、家具、纺织、皮革、食品、医药、娱乐用品等轻工业，也包括机械仪表、汽车制造等制造业。其中有 15 个行业 PPI 同比增速低于 2%、13 个行业 PPI 增速低于 1%、9 个行业 PPI 增速接近 0%或为负增长。

上下游 PPI
分化显著

可见，以重工业为主的上游原材料价格上升明显，而轻工业和机器设备为主的下游产品价格升幅度有限，这意味着上游企业利润有了显著改善的同时，下游企业的利润压力仍然较大。尤其是对于 PPI 增速接近 0%或者为负的 9 个行业，既面临着产品价格低迷，也面临着原材料成本上升。

三、去产能背景下：工业分行业利润分化显著

10 大类上游
行业利润明
显改善

同样基于 2015 年、2017 年两个时期，比较 39 个工业行业的利润增速改善情况。可以看到：首先，10 个行业的利润增速改善幅度大于同期整体工业企业的改善幅度（后者为 23.3 个百分点）。其中，煤炭开采和洗选业的利润改善幅度高达 425 个百分点。这 10 大行业，除了专用设备制造业、造纸及纸制品业之外，其余 8 类均为矿产资源开采、冶炼和加工行业，以及化工行业等重工业。

16 个行业利
润增速没有
改善甚至恶
化

同时，还有 16 个行业的利润增速没有改善，甚至还出现了恶化。其中电力、热力、燃气及水的生产和供应业，2017 年其利润增速为-10.7%，较 2015 年增速下降了 32 个百分点。这些显然和电煤价格的大幅上升、成本急升有关。这种成本上升的压力甚至引发了反弹。2018 年 1 月四大全国性电企联名向发改委告急，实际上五大电企的燃煤发电业务亏损面已经较大，发

电企业面临尴尬的境地。可见，与整体工业部门同期利润增速的大幅改善相比，这 16 个行业的情况形成了鲜明对比。

下游行业的
利润改善相
当有限

在利润增速改善最大的 10 个行业中，只有专用设备制造业不属于矿产资源、原材料、化工业。将该行业剔除后，观察 9 类行业，可以发现：2015 年全年，这 9 类行业的加总利润为 12177 亿元，在规模以上工业企业总利润中占比为 19%。而在 2017 年全年，这 9 类行业的加总利润上升至 20926 亿元，增长 72%，其同口径占比上升至 28%。如果看总体的工业企业利润改善情况，2017 年较 2015 年增长了 18.3%，但是如果剔除上述 9 个行业，则剩下 30 个行业的整体利润总额增速仅为 5.6%。

行业分化具
有更多影响

对于工业企业的分化，如果注意到，矿产资源和化工类行业是国有企业为主的上游行业、重工业，而其他行业、尤其是 16 个利润增速缺乏改善的行业，则是典型的非国有企业为主的下游行业、轻工业。因此，这种行业利益的再分配，实际上还具有更为广泛、更多维度的经济和社会影响。

四、行业分化导致固定资产投资走弱

近年来投资
增速下降主
要是因为工
业

首先，2015 之后的固定资产投资增速下滑主要来自工业部门。从固定资产投资名义值来看，2015 年增速为 10.0%，2016 年、2017 年增速分别为 8.1%、7.2%。如果分产业观察，第三产业投资增速在 2015 年为 10.6%，此后两年分别为 10.9%、9.5%，基本平稳。第二产业的投资增速，2015 年为 8.0%，此后两年分别为 3.5%和 3.2%，下滑明显。可见，2015 年以来名义投资增速的下降，主要来自于第二产业投资的增速下降。如果考虑 PPI 指数变化，这一结论将更加得到强化。

采矿业利润
大幅改善，
制造业利润

再看采矿业、制造业两大类投资：采矿业在 2015 年的投资增速为 -8.8%，在 2016 年、2017 年利润大幅改善的情况下，其投资增速却分别为-20.4%、-10.0%，增速不仅为负，而且还低于 2015 年。同样，制造业的投资增速在 2015 年为 8.1%，此后两

改善有限，
但投资增速
均走弱

年分别为 4.2%，4.8%，也都明显低于 2015 年。可见，不论是利润大幅改善的采矿业，还是利润改善较为有限的制造业，两类投资增速普遍走弱，这共同导致了 2015 年之后总体固定资产投资增速的走弱。

两个角度理
解工业投资
增速走弱

为何利润增速明显好转，而工业投资增速却持续下滑？可以从两方面来理解：其一，赢利状况大幅改善的行业，主要集中在上游去产能的行业，而在去产能背景下，这类行业本身就难以大幅扩大投资。其二，下游行业面临的成本大幅攀升，利润改善幅度相当有限，甚至有的行业状况有所恶化，因此也缺乏投资热情。

工业行业利
润“二八现
象”的一端

通过比较 2017 年和 2015 年整体工业部门的利润状况，可以看到：与 2015 年相比，2017 年工业部门的总体利润增加了 11633 亿元，其中仅 9 大类上游行业（主要是去产能行业）就贡献了 8750 亿元，增量贡献达 75%，而这些行业在 2015 年的总体利润占比仅为 19%。这是一个有趣的“二八现象”。在上述 75% 的贡献当中，煤炭开采和洗选业、黑色金属冶炼及压延加工业、化学原料及化学制品制造业，三类行业对利润增量的贡献分别达到 22 个百分点、25 个百分点、13 个百分点。

工业行业利
润“二八现
象”的另一
端

要注意到，其他 30 个行业在 2015 年的利润占比为 81%，但是对同期利润增量的贡献仅为 25%。这正是“二八”现象的另外一端。与此同时，还有 16 个行业的利润增速不但没有改善，甚至还出现了恶化，这与前述 9 大行业形成了鲜明对比。还是以电力、热力、燃气及水的生产和供应业为例，2015 年其利润增速为 13.5%，但是此后两年由于煤炭价格快速上升，2016 年和 2017 年该行业利润总额增速分别为-14.3%、-10.7%。盈利状况恶化，相应导致该行业的投资增速几乎滑向了零增长。这些行业的投资走弱，也对整体投资增速下降形成了拖累。

五、进一步深化供给侧结构性改革

去产能取得重大进展值得肯定

供给侧结构性改革，尤其是去产能政策的落实贯彻，已经取得了积极成效，其成绩值得充分肯定。尤其是在全球经济回暖、外需复苏的大背景下，本轮供给侧改革的时机选择恰到好处，这使得以减法为主要内容的“三去一降一补”供给侧改革获得了较为宽松的总需求环境。而且，外部需求有望在中短期继续处于稳定状态，因此在接下来的时间窗口期当中，供给侧改革仍将面临一个总体上较为有利的总需求环境，包括去产能等措施在内的供给侧改革也将可望进一步取得更大成效。

推进去产能也产生了一些问题

不过，去产能行业的经营状况好转，以外部需求的超预期回暖为背景，而且还在相当程度上是行业间、行业内利益再分配的结果，并以抬高其他行业成本为代价，挤占了其他行业的利润空间。去产能行业更多集中于上游行业、重工业、国有企业，而其他行业更多集中于下游行业、轻工业、非国有企业。这不但可能对资源配置产生扭曲影响，而且一旦外需扩张中断或出现逆转，则去产能的可持续性将面临问题。从中长期角度来看，利益在上述两大类企业之间的再分配，不但削弱了整体工业企业的投资增速，也可能不利于提高经济的潜在产出增速，甚至可能产生了一定的负面冲击。因此，去产能政策确实取得了阶段性成果，但这仍然无法取代其他根本性的改革，供给侧结构性改革需要进一步向纵深推进。

需要探索化解过剩产能的长效机制

其一，推动去产能的具体方式，需要从行政去产能，更多地向市场化、法制化转变，探索寻找化解过剩产能的长效机制。“去产能”在短时期内大见成效，行政部门的执行力起到了重要作用，去产能过程中政府的作用不可或缺（牛犁、陈彬，2017）¹。然而从长远看，市场化方式去产能是经济转型和产业升级的

¹ 牛犁、陈彬，《煤炭去产能要发挥好政府和市场“两只手”的作用》，《中国物价》，2017年第7期，第

必由之路（徐忠，2017）²。如何在行政去产能的基础上，以市场化、法制化建立起去产能的长效机制？在这方面，日本的历史经验具有一定的借鉴意义。1970年代末，日本通过行政力量进行去产能，也取得了显著成效，但是也产生了一些矛盾。随后在1981年至1982年，当时的日本通产省出台了一系列法律、政策，以市场化、法制化的方式建立起长效机制以应对产能过剩问题，并为此后一段时间日本经济的稳定增长提供了动力（渡边纯子，2016）³。

其二，巩固去产能的成果，需要深入推进体制改革。目前“去产能”政策取得了进展，但是行业间的利益再分配方式难以在中长期具有可持续性，尤其是如果外部需求扩张中断或出现逆转，则现有的“去产能”政策框架还可能带来滞胀风险。从根本上而言，供给侧结构性改革需要“实质推进国有企业改革，在产能过剩行业和自然垄断性行业的改革有突破性进展，建立有利于各类企业创新发展、公平竞争发展的体制机制”（黄群慧，2016）⁴。十九大报告也指出，要“深化供给侧改革”，同时，“加快完善社会主义市场经济体制”，“经济体制改革必须以完善产权制度和要素市场化配置为重点，实现产权有效激励、要素自由流动、价格反应灵活、竞争公平有序、企业优胜劣汰”。目前“去产能”政策确实取得了重大进展，但是不能满足于现状，而是要利用“去产能”政策取得的成果、及其创造的有利条件，着力推进国有企业改革、完善要素价格形成机制，进一步向纵深推进供给侧结构性改革。

27—29页。

² 徐忠，《有效去产能的关键》，《中国金融》，2017年第12期，第18—31页。

³ 渡边纯子，《通産省（経産省）の産業調整政策》（日语），RIETI Discussion Paper Series 16-J-033，2016年3月。

⁴ 黄群慧，《论中国工业的供给侧结构性改革》，《中国工业经济》，2016年第9期，第5—23页。

东盟与韩国专题：内外动力转换，经济相对稳健

2018 年第 1 季度东盟六国加权平均经济增速预计为 5.2%，比 2017 年第 4 季度低 0.1 个百分点。韩国 2018 年第 1 季度的经济增速预计为 3.0%，比 2017 年第 4 季度高 0.2 个百分点。2018 年开年，主要东盟国家和韩国在去年第 4 季度高位回调之后保持在较稳定的高点。不过目前的经济动力已出现外需向内需的转变，体现为出口和制造业景气指数多有下行，私人部门消费投资及公共建设支出增速上行。考虑到中美贸易摩擦升级以及欧元区、中国经济放缓的可能性上升，预计东盟六国和韩国在 2018 年难再现 2017 年下半年的景气增长。

2018 年第 1 季度，东盟六国和韩国通货膨胀总体走弱，通胀变动的主要因素包括食品价格、工资调整、产能变动和经济增长。第 1 季度域内国家币值多数相对于美元走强，经济基本面表现良好及外需稳健是货币走强的原因。

2018 年第 1 季度，东盟国家和韩国对华出口仍维持在高位，反映出中国仍在这些国家的外需增长动力中扮演重要角色。因内需向好，东盟国家和韩国从中国的进口进一步提升。

一、经济增长

印度尼西亚
2017 年第 4
季度实际
GDP 同比
增速为
5.2%，比上
季度高 0.1
个百分点，
预计 2018
年第 1 季度
同比增速略
有回落，为
5.1%。

印度尼西亚 2017 年第 4 季度实际 GDP 同比增速为 5.2%，比上季度高 0.1 个百分点，预计 2018 年第 1 季度同比增速略有回落，为 5.1%。2017 年第 4 季度，印尼内需继续强劲，居民消费支出、政府消费支出和资本形成总额的同比增速均高于上个季度，分别为 5.0%、3.8%和 8.4%，第 3 季度上述三项同比增速分别为 4.9%、3.5%和 2.8%，政府主导的基础设施投资促进了投资强劲。外需增速放缓，第 4 季度商品和服务出口同比增速为 8.5%，低于第 3 季度的 17.0%。进口增速也放缓，但放缓幅度不及出口，第 4 季度商品和服务进口同比增速为 11.8%，低于第 3 季度的 15.5%。印尼 2018 年第 1 季度经济增速预计略有回调。内需方面，私人消费景气，消费者信心指数仍处于高位，1 月和 2 月分别为 126.1 和 122.5，平均高于上季度 123.1 的水平。企业投资不确定性上升，制造业 PMI 去年 12 月跌落荣枯线，今年开始回升，1 月为

49.9，2月回升至荣枯线之上，为51.4。但工业产值同比增速恶化，1月为-0.4%，远低于上季度5.1%的平均水平。外需方面，贸易部门景气水平持续下滑，1月和2月出口同比增速分别为8.6%和11.8%，低于去年第4和第3季度13.5%和16.2%的水平。预计**印尼第1季度经济增速为5.1%，2018年的经济增速为5.0%。**

马来西亚
2017年第4
季度实际
GDP同比增
速为5.9%，
比上季度低
0.3个百分
点，预计
2018年第1
季度同比增
速略有回
调，为
5.8%。

马来西亚2017年第4季度实际GDP同比增速为5.9%，比上季度低0.3个百分点，预计2018年第1季度同比增速略有回调，为5.8%。2017年第4季度，马来西亚内需中消费仍然强劲，总体消费支出、居民消费支出和政府消费支出同比增速均高于上个季度，特别是政府消费支出有较大幅度上升，分别为6.9%、7.0%和6.9%，第3季度上述三项同比增速分别为6.6%、7.2%和3.9%。但资本形成总额同比增速较上季度有较大幅度放缓，为4.3%，第3季度为6.7%。回落主要源于政府部门投资放缓及库存负增长，私人部门投资仍然强劲。外需增速放缓，第4季度商品和服务出口同比增速为7.1%，低于第3季度的11.8%。进口增速也放缓，但放缓幅度不及出口，第4季度商品和服务进口同比增速为7.4%，低于第3季度的13.4%。**马来西亚2018年第1季度经济增速略有回调。**内需方面，经济前景总体稳定，1月领先指数为120.3，略好于上季度120.1的平均水平。制造业PMI2月跌落荣枯线，1月和2月分别为50.5和49.9，上季度平均为50.2。工业产值同比增速较上季度下滑，1月为3.0%，低于上季度3.7%的平均水平。外需方面，1月出口大涨，为18.2%，但可能与季节效应有关，可持续性仍待后续观察。预计**马来西亚第1季度经济增速为5.8%，2018年马来西亚经济增速为5.9%。**

菲 律 宾
2017年第4
季度实际
GDP同比增
速为6.6%，

菲律宾2017年第4季度实际GDP同比增速为6.6%，比上季度低0.2个百分点，预计2018年第1季度同比与上季度持平，为6.6%。2017年第4季度，菲律宾内需中消费仍然强劲，居民最终消费支出和政府最终消费支出同比增速均高于上个季度，特别是政府消费支出有较大幅度上升，分别为6.1%和14.3%，第3季度

比上季度低 0.2 个百分点，预计 2018 年第 1 季度同比与上季度持平，为 6.6%。

新加坡 2017 年第 4 季度实际 GDP 同比增速为 3.6%，比上季度低 1.9 个百分点，反映高位回调，预计 2018 年第 1 季度同比增速将上升，为 3.9%。

上述两项同比增速分别为 5.3%和 8.3%。但总资本形成同比增速较上季度放缓，为 8.2%，第 3 季度为 8.7%。回落主要源于库存负增长，以公共部门建设投资引领的固定资本增速仍然强劲。外需仍然强劲，第 4 季度商品和服务出口同比增速为 18.6%，高于第 3 季度的 17.7%。不过进口增速也强劲，走强幅度超过出口，第 4 季度商品和服务进口同比增速为 17.5%，高于第 3 季度的 15.8%。**菲律宾第 1 季度经济增长可能下行，但由于基期效应，增速不会下滑。**内需方面，第 1 季度消费者前景指数较去年第 4 季度下滑，从 10.2 下降至 9.5。1 月工业产值的月度增速大涨，为 21.9%，但可能与季节效应有关，可持续性仍待后续观察。外需方面，1 月出口平平，为 0.5%，低于上年第 4 季度 4.0%的平均水平。**预计菲律宾第 1 季度经济增速为 6.6%，2018 年菲律宾经济增速为 6.5%。**

新加坡 2017 年第 4 季度实际 GDP 同比增速为 3.6%，比上季度低 1.9 个百分点，反映高位回调，预计 2018 年第 1 季度同比增速将上升，为 3.9%。2017 年第 4 季度，新加坡内需总体稳定，私人消费支出仍然强劲，同比增速为 5.5%，高于第 3 季度的 5.3%，私人部门内需的稳定得益于政府演唱工资信贷计划（WCS）和推迟上调商品服务税（GST）；政府消费支出大幅下滑，同比增速为 0.5%，低于第 3 季度的 7.1%。固定资本形成总额同比增速走强，为 2.2%，高于第 3 季度的-2.7%，库存增速由负转正。从重要行业同比增速来看，制造业同比增速大幅度下滑，为 4.8%，低于第 3 季度的 18.9%。金融保险业同比增速也轻微下滑，为 6.3%，低于第 3 季度的 7.1%。外需增速放缓，第 4 季度货物和服务净出口同比增速为-5.1%，低于第 3 季度的-2.8%，出口和进口同比增速均放缓。**新加坡 2018 年第 1 季度经济增速预计略有回升。**内需总体稳健，12 月公布的综合领先指数为 112.6，高于上季度 110.4 的水平。制造业 PMI 及电子产品 PMI 仍然景气，但有下滑趋势，1 月和 2 月制造业 PMI 分别为 53.1 和 52.7，电子产品 PMI 分别为 52.9 和 52.1，低于上季度 52.8 和 53.3 的平均水平。工业产值表

现强劲，1月和2月季调同比增速分别为9.5%和14.6%，高于上季度月平均值6.6%。外需下滑明显，1月和2月出口同比增速分别为0.5%和5.8%，低于上季度7.2%的平均水平。预计新加坡第1季度经济增速为3.9%，2018年新加坡经济增速为3.2%。

泰国 2017
年第4季度
实际GDP同
比增速为
4.0%，比上
季度低0.3
个百分点，
预计 2018
年第1季度
同比增速为
3.5%。

泰国 2017 年第 4 季度实际 GDP 同比增速为 4.0%，比上季度低 0.3 个百分点，预计 2018 年第 1 季度同比增速为 3.5%。2017 年第 4 季度，泰国内需表现不及上季度，私人消费支出仍在改善，同比增速为 3.5%，高于第 3 季度的 3.4%；但政府消费支出有所下滑，同比增速为 0.2%，低于第 3 季度的 1.8%。固定资本形成总额同比增速也下滑，为 0.3%，低于第 3 季度的 1.2%，其中库存增速由负转正。外需继续改善，第 4 季度商品和服务出口同比增速为 7.4%，高于第 3 季度的 6.9%，同时进口也进一步改善，同比增速为 7.5%，高于上季度的 6.5%。泰国 2018 年第 1 季度经济增速预计继续放缓。内需可能走软，消费者信心指数 1 月为 41.0，2 月下降至 40.3，领先景气指数 1 月较上月下降，为 159.7。工业产值略有上升，1 月季调同比增速为 2.9%，高于上季度月平均值 1.7%。外需出现下滑，1 月和 2 月出口同比增速分别为 7.0%和-0.6%，2 月出现一年以来第一次负增长。预计泰国第 1 季度经济增速为 3.5%，2018 年泰国经济增速为 3.2%。

越南 2017
年第4季度
实际GDP同
比增速为
6.8%，比上
季度高0.3
个百分点，
2018年第1
季度同比增
速为7.4%。

越南 2017 年第 4 季度实际 GDP 同比增速为 6.8%，比上季度高 0.3 个百分点，2018 年第 1 季度同比增速为 7.4%。从主要行业的变化来看，越南农林渔业和工业建筑业均在改善，去年第 4 季度和今年第 1 季度农林渔业同比增速分别为 2.9%和 4.1%，高于第 3 季度的 2.8%，工业和建筑业同比增速分别为 8.0%和 10.0%，高于第 3 季度的 7.3%。服务业增速在第 1 季度略有放缓，为 6.5%，低于去年第 4 季度 7.4%的近年高点。1 月和 2 月，越南制造业 PMI 处在高位，分别为 53.4 和 53.5，高于上季度 51.8 的平均水平。1 月和 2 月出口同比增速分别为 41.6%和 9.5%，平均而言基

本与上季度平均同比增速持平。预计 2018 年越南经济增速为 7.5%。

韩国 2017 年第 4 季度实际 GDP 同比增速为 3.0%，比上季度低 0.8 个百分点，预计 2018 年第 1 季度同比增速与上季持平，为 3.0%。

韩国 2017 年第 4 季度实际 GDP 同比增速为 3.0%，比上季度低 0.8 个百分点，预计 2018 年第 1 季度同比增速与上季持平，为 3.0%。2017 年第 4 季度，韩国内需中最终消费支出仍然强劲，同比增速为 3.6%，高于上季度的 3.0%。固定资本形成总额同比增速放缓，为 8.6%，低于上季度的 9.9%。外需增速放缓，第 4 季度出口同比增速为-0.5%，低于第 3 季度的 5.0%。进口增速也放缓，第 4 季度进口同比增速为 4.2%，低于第 3 季度的 8.5%。2018 年第 1 季度增长预计同上一季度持平。内需略显疲软，消费者信心指数下降，1-3 月分别为 109.9、108.2 和 108.1，低于上季度 110.5 的平均水平。制造业 PMI 仍在荣枯线之上，1 月和 2 月分别为 50.7 和 50.3，上季度的平均水平为 50.4。工业产值 1 月负增长，为-3.0%，低于上季度 0.7%的平均水平。外需存在不确定性，1 月出口同比大增 22.3%，但是 2 月大幅度下降至 3.9%，低于上季度 8.4%的平均水平。预计韩国第 1 季度经济增速为 3.0%，2018 年韩国经济增速为 3.3%。

二、价格水平

2018 年第 1 季度，东盟六国和韩国通货膨胀总体走弱，通胀变动的主要因素包括食品价格、工资调整、产能变动和

2018 年第 1 季度，东盟六国和韩国通货膨胀总体走弱，通胀变动的主要因素包括食品价格、工资调整、产能变动和经济增长。第 1 季度域内国家币值多数相对于美元走强，经济基本面表现良好及外需稳健是货币走强的原因。

印度尼西亚的通货膨胀水平在 2018 年第 1 季度有所回落。印尼 1 月-3 月 CPI 同比增速分别为 3.3%、3.2%和 3.4%，低于上季度 3.5%的平均水平。核心 CPI 的下行对冲了食品价格上升的影响，央行依然注重价格管理。印尼卢比对美元第 1 季度轻度贬值。第 1 季度印尼卢比对美元同比和环比分别贬值 0.3%和 1.7%。

经济增长。
第 1 季度域
内国家币值
多数相对于
美元走强，
经济基本面
表现良好及
外需稳健是
货币走强的
原因。

马来西亚的通货膨胀水平在 2018 年第 1 季度有所回落。马来西亚 1 月和 2 月 CPI 同比增速分别为 2.7%和 1.4%，低于上季度 3.6%的平均水平，私人部门投资繁荣带来的产能充裕和工资增速放缓是通胀回落的原因。**马来西亚林吉特对美元第 1 季度强劲升值。**第 1 季度林吉特对美元同比和环比分别升值 13.3%和 6.1%，反映出马来西亚经济增长仍较稳健。

菲律宾的通货膨胀水平在 2018 年第 1 季度趋于上行。菲律宾 1 月-3 月 CPI 同比增速分别为 4.0%、4.5%和 4.8%，大幅高于上季度 3.3%的平均水平，突破了 2%-4%的目标区间。通胀在去年 10 月达到峰值之后的回落没能持续，菲律宾央行将近期通胀归因为税改，仍没有改变其政策利率。**菲律宾比索对美元第 1 季度继续贬值。**第 1 季度菲律宾比索对美元同比和环比分别贬值 2.8%和 1.0%，同比贬值幅度为东盟六国中最高，反映出通胀上升对币值带来的压力。

新加坡的通货膨胀水平在 2018 年第 1 季度有所回落。新加坡 1 月和 2 月 CPI 同比增速分别为 0.2%和 0.3%，低于上季度 0.5%的平均水平。尽管经济强劲回升，新加坡 CPI 同比增速仍然处于历史较低水平。**新加坡元对美元第 1 季度强劲升值。**第 1 季度新加坡元对美元同比和环比分别升值 7.3%和 2.7%，预计在 4 月新加坡金管局仍将维持货币政策不变，使新加坡元名义有效汇率区间的斜率为零。

泰国的通货膨胀水平在 2018 年第 1 季度呈现前低后高走势。泰国 1 月-3 月 CPI 同比增速分别为 0.7%、0.4%和 0.8%，低于上季度 0.9%的平均水平。增长基础仍未夯实是通胀走软的原因。**泰铢对美元第 1 季度强劲升值。**第 1 季度泰铢对美元同比和环比分别升值 11.3%和 4.3%，同比升值幅度为东盟六国中最高，升值主要原因是商品及旅游业出口强劲。

越南的通货膨胀水平在 2018 年第 1 季度略有上升。越南 1 月-3 月 CPI 同比增速分别为 2.7%、3.2%和 2.7%，上季度平均水平

为 2.7%。**越南盾对美元第 1 季度基本稳定。**第 1 季度越南盾对美元同比贬值 1.0%，环比升值 0.1%。

韩国的通货膨胀水平在 2018 年第 1 季度略有下降。韩国 1 月-3 月 CPI 同比增速分别为 1.0%、1.4%和 1.3%，低于上季度 1.5% 的平均水平。反映内需未出现实质性改善。**韩元对美元第 1 季度强劲升值。**第 1 季度韩元对美元同比和环比分别升值 7.5%和 3.1%，全球制造业的强劲体现在韩元币值之中。

三、贸易规模

2018 年第 1 季度东盟国家和韩国对华出口仍维持在高位，反映出中国仍在这些国家的外需增长动力中扮演重要角色。因内需向好，东盟国家和韩国从中国的进口进一步提升。

2018 年第 1 季度东盟国家和韩国对华出口仍维持在高位，反映出中国仍在这些国家的外需增长动力中扮演重要角色。因内需向好，东盟国家和韩国从中国的进口进一步提升。

2018 年 1-2 月，东盟国家向中国出口平均同比增速为 30.2%，比 2017 年第 4 季度高 13.0 个百分点。东盟国家从中国的进口增速为 27.3%，比 2017 年第 4 季度高 17.2 个百分点。国别来看，对华出口方面，除新加坡和泰国同比增速为 9.8%，其他四个东盟主要经济体的出口保持双位数增速。自华进口方面，所有国家进口出现双位数增长，且出新加坡之外，其他五国进口同比增速显著好于上一季度的水平。

韩国对中国出口和从中国进口较上季度均有所提升，2018 年 1-2 月平均同比增速分别为 16.1%和 10.3%，比 2017 年第 4 季度分别高 1.8 和 7.9 个百分点。

附表：东盟与韩国经济数据概览

1. 实际 GDP 增速

	(季度同比, %)			(年度同比, %)		
	2017Q3	2017Q4	2018Q1F	2016	2017F	2018F
印度尼西亚	5.1	5.2	5.1	2016	2017	2018F
马来西亚	6.2	5.9	5.8	5.0	5.1	5.0
菲律宾*	6.8	6.6	6.6	4.2	5.9	5.9
新加坡	5.5	3.6	3.9	6.9	6.6	6.5
泰国*	4.3	4.0	3.5	2.2	3.6	3.2
越南	6.4	6.8	7.4	3.3	3.9	3.2
东盟六国	5.4	5.3	5.2	6.2	6.8	7.5
韩国*	3.8	2.8	3.0	4.7	5.2	5.1

2. 通货膨胀

	(季度同比, %)			(年度同比, %)		
	2017Q3	2017Q4	2018Q1F	2015	2016	2017
印度尼西亚	3.8	3.5	3.3	6.4	3.5	3.8
马来西亚	3.6	3.6	2.1	2.1	2.1	3.3
菲律宾	3.1	3.3	4.4	1.4	1.8	3.5
新加坡*	0.4	0.5	0.2	-0.5	-0.5	0.5
泰国	0.4	0.9	0.6	-0.9	0.2	0.7
越南	3.1	2.7	2.8	0.6	2.7	3.5
东盟六国	2.8	2.8	2.5	3.1	2.2	2.9
韩国	2.3	1.5	1.3	0.7	1.0	1.7

3. 汇率

	(名义汇率, per USD)				(实际有效汇率)	
	2017Q3	2017Q4	2018Q1F	2017	2017Q4	2018Q1F
印度尼西亚	13329.1	13536.7	13576.2	13380.8	91.7	90.1
马来西亚	4.3	4.2	3.9	4.3	88.0	91.2
菲律宾	50.8	50.9	51.5	50.4	106.5	102.7
新加坡	1.4	1.4	1.3	1.4	108.1	107.1
泰国	33.4	32.9	31.5	33.9	105.1	105.6
越南	22441.8	22451.3	22434.9	22369.7	-	-
韩国	1131.2	1104.5	1071.4	1129.2	112.7	113.3

4. 工业产值

	(变动率, %)		
	2017Q3	2017Q4	2018Q1F
印度尼西亚	4.0	5.5	1.5
马来西亚	4.1	5.7	2.9
菲律宾	-0.2	-3.3	7.0
新加坡*	9.0	18.8	4.2
泰国*	0.8	4.9	5.1
越南	43.0	47.2	49.0
韩国*	2.1	2.3	-2.5

5. 股票市场

	(股票指数)	
	2017Q4	2018Q1
印度尼西亚	6105	6464
马来西亚	1754	1863
菲律宾	8393	8406
新加坡*	3405	3493
泰国*	1724	1811
越南	924	1135
韩国*	2489	2480

6. 出口	(变动率, %)			7. 进口	(变动率, %)		
	2017Q3	2017Q4	2018Q1F		2017Q3	2017Q4	2018Q1F
印度尼西亚	25.4	13.5	10.2	25.4	20.4	26.5	
马来西亚*	22.6	12.5	8.0	20.2	14.1	3.9	
菲律宾	8.5	4.0	0.5	3.9	17.7	11.4	
新加坡*	9.8	7.2	3.1	13.6	9.8	3.4	
泰国	7.6	5.0	3.2	10.0	7.7	8.9	
越南	22.6	25.0	22.2	20.8	16.4	16.3	
韩国	23.9	8.4	10.8	18.0	11.5	13.8	

8. 与中国经贸往来	对中国出口 (变动率, %)			从中国进口 (变动率, %)		
	2017Q3	2017Q4	2018Q1F	2017Q3	2017Q4	2018Q1F
印度尼西亚	31.1	30.8	29.3	1.0	12.9	43.3
马来西亚	11.2	5.1	20.8	3.1	9.6	25.3
菲律宾	10.1	10.3	21.7	6.8	12.0	22.0
新加坡	30.9	30.6	9.8	-6.2	6.8	15.1
泰国	10.3	-10.7	9.8	3.7	9.5	31.2
越南	36.8	52.4	90.1	23.3	18.9	26.4
东盟	20.4	17.2	30.2	6.9	12.9	27.3
韩国	14.0	14.3	16.1	7.9	4.4	10.3

数据说明:

1. 带“*”号的国家实际数据为经季节调整后的数据。
2. 1的预测基于彭博预测和作者估计, 2、3的预测基于月度数据外推与彭博预测, 4、6、7、8的预测基于月度数据外推。

金融市场专题：全球金融市场波动放大，人民币汇率强劲升值

2018年一季度，全球金融市场开始进入动荡阶段，结束2017年多年来罕见的低波动。金融市场波动性主要反映在股市波动性和外汇市场波动性的显著回升上。外汇市场上，美元指数重续2017年初以来的跌势，主要发达经济体相对美元均呈不同程度升值态势，新兴经济体货币中人民币经历汇改以来升值最快的一个季度，其它货币则表现出更多的反复波动。股市方面，无论是发达经济体还是新兴经济体，都体现较强的共同趋势，在一季度内出现明显的波动向下特征。货币市场上，1季度美联储于3月21日继续加息25个基点，基本符合市场预期，随之带动美元Libor利率上涨28个基点。主要发达经济体和新兴经济体银行间市场流动性充裕，并未出现异常波动。受不同的国内货币政策走向影响，发达经济体与新兴经济体长期国债收益率走势分化。

在此背景下，我国跨境资金流动总量同比增速上升。2017年12月-2018年2月，涉外收付款顺差180亿美元，银行结售汇差额逆差31亿美元。2018年1月，人民币汇率收盘价对中间价已经没有贬值压力，央行宣布暂时中止逆周期因子。此后，叠加美元指数暴跌，人民币汇率开始骤然上涨。外汇市场市场主体结售汇意愿相对稳定，人民币对美元交易量略有反弹。人民币跨境净流出从240亿美元降至44亿美元。预计随着人民币汇率基本稳定，人民币跨境贸易与投资政策会慢慢松绑，人民币跨境资本流动比率将逐步回升。

一、国际金融市场概况

继2017年全年国际金融市场处于多年来罕见的平稳状况后，2018年第一季度开始国际金融市场开始进入波动性上升的阶段，主要反映外汇市场和股市波动性的显著回升上。受美股处于历史高位的市场心理压力、中美贸易战、Facebook等科技股事件的多重因素影响，反映预期市场波动性的VIX指数在一季度出现了两次大幅波动，一度达到两年半未见的高点（图1）。2017年TED利差不断缩减，一度仅为15个基点，从去年末以来开始扬升，目前已接近60个基点（图26）。

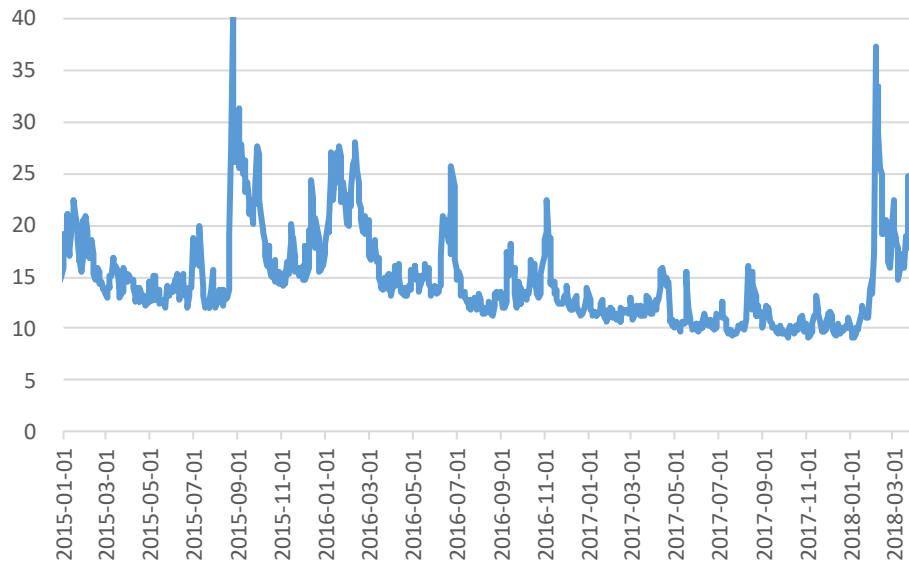
图表 26 国际金融市场主要指标变动

外汇市场				股票市场			
名称	本季度	上季度	升值幅度	名称	本季度	上季度	上涨幅度
美元指数	90.14	93.67	-3.77	标普 500	2733.33	2605.21	4.92
欧元	1.23	1.18	4.33	德国 DAX	12634.95	13078.52	-3.39
日元	108.31	112.88	4.05	日经 225	22332.82	22174.53	0.71
人民币	6.36	6.61	3.85	上证综指	3325.38	3353.11	-0.83
雷亚尔	3.24	3.25	0.10	巴西 IBOVESPA	83435.47	74435.23	12.09

货币市场 (7 天同业拆借利率)				债券市场 (10 年期国债)			
名称	本季度	上季度	变化基点	名称	本季度	上季度	变化基点
美国	1.51	1.26	25.27	美国	2.76	2.37	38.71
欧元	-0.42	-0.42	-0.44	欧元	0.67	0.45	22.35
日本	-0.04	-0.02	-1.51	日本	0.06	0.05	0.99
中国	2.85	2.86	-0.60	中国	3.87	3.86	0.66
印度	5.90	5.86	4.05	巴西	9.75	10.09	-34.40

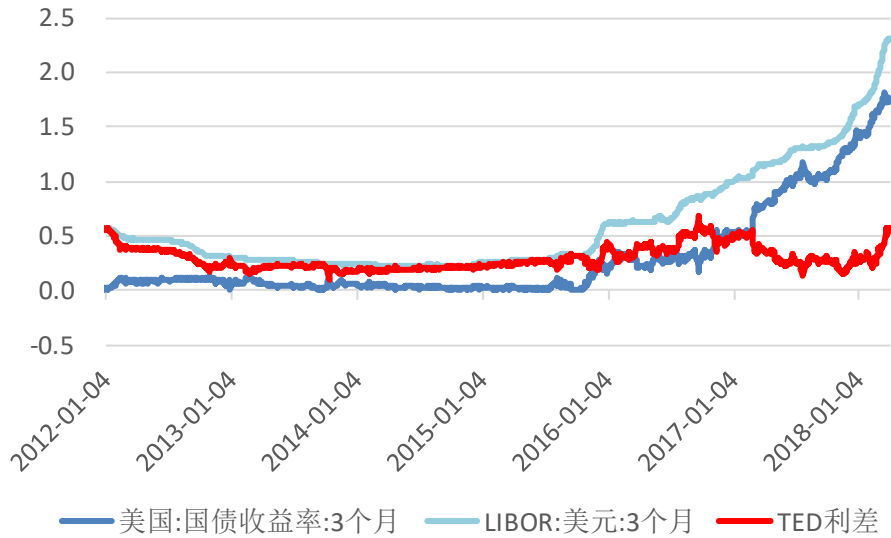
注：各指标季度数值为季内平均值，变动幅度则根据相邻两季度的平均值计算；数据来源于 wind。其中，欧元汇率为间接标价法，日元、卢布、雷亚尔为直接标价法。货币市场和债券市场利率单位为百分点。变化基点单位为百分之一个百分点。

图表 27 VIX 指数



数据来源：wind 数据库

图表 28 Ted 利差走势

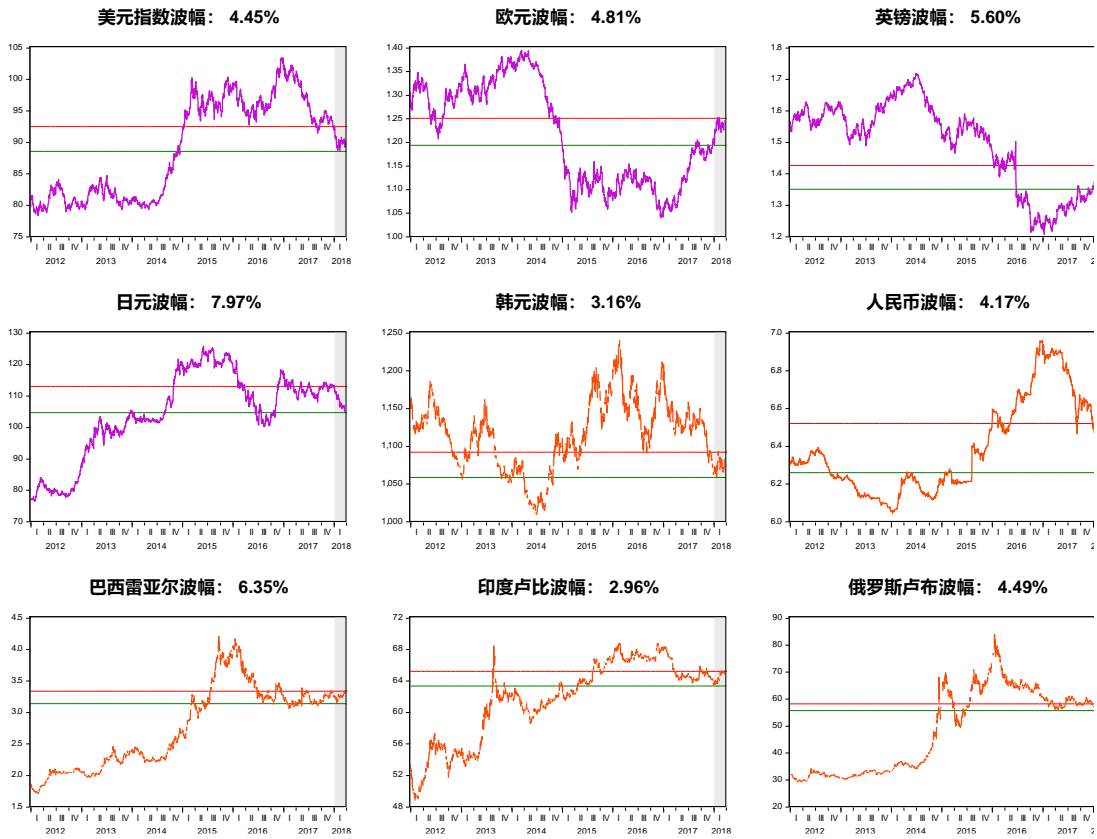


数据来源：wind 数据库，笔者计算

二、国际金融分市场走势分析

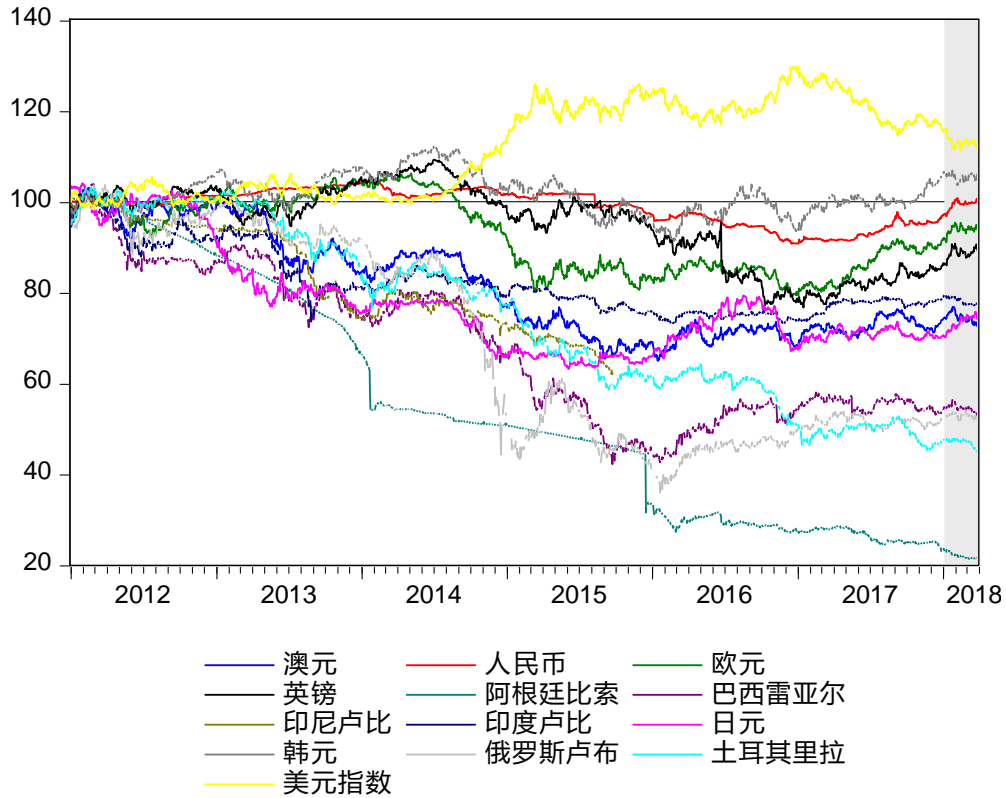
2018 年一季度，全球外汇市场波动性增强，美元指数重续 2017 年初以来的跌势，主要发达经济体相对美元均呈不同程度升值态势，新兴经济体货币中人民币经历汇改以来升值最快的一个季度，其它货币则表现出更多的反复波动。美国指数从 2017 年初的 102.38 跌至一季度末的 89.98，累计贬值幅度已达 12%。一季度相比上年四季度平均贬值 3.8 个百分点。相对应的，欧元相比上季度平均出现 4.3 个百分点的升值。日元今年以来升值速度在发达经济体中最为突出，从季初开始持续升值，到季末最大升值幅度约 8 个百分点。新兴经济体中，人民币升值速度相比其历史也非常醒目，中间价从季初的 6.508 一路升值至季末的 6.288，相比去年四季度平均升值幅度达 3.85%。按照这一指标，这是人民币汇改以来升值最快的一个季度。俄罗斯卢布、巴西雷亚尔、印度卢比、土耳其里拉、韩元等货币的季内走势则表现为趋势性稍弱，波动性更为明显。

图表 29 主要经济体汇率走势



注：原始数据来自 Wind 数据库。除美元指数、欧元和英镑采用间接标价法，上升代表该货币升值以外，其余货币均采用直接标价法，即数值上升代表对美元贬值。季度波幅定义为季内最高值相对最低值的偏离百分比。各图中位置较高的红色虚线代表季内最高值，较低绿色虚线代表季内最低水平。阴影部分代表第四季度。

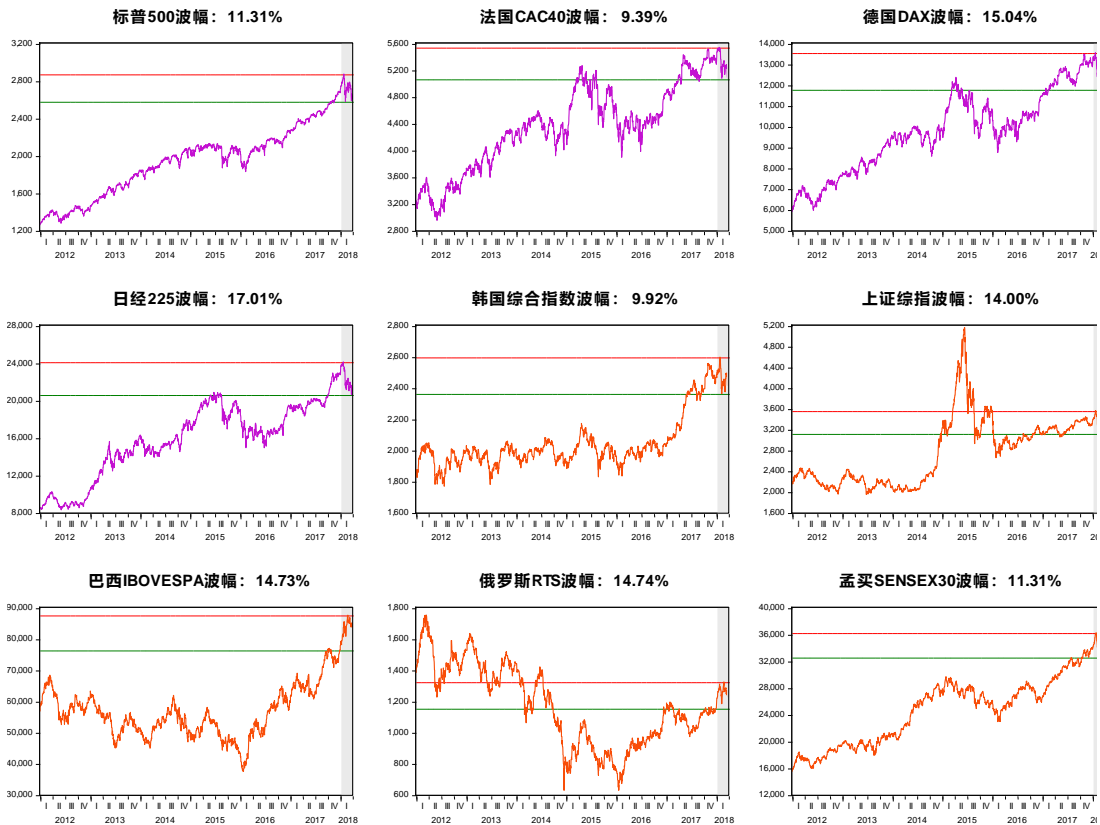
图表 30 主要经济体汇率走势比较



注：同上。

全球股市方面，无论是发达经济体还是新兴经济体，都体现较强的共同趋势，在一季度内出现明显的波动向下特征。以美国标普 500 指数为例，季内最大波幅达到 11.3 个百分点。这次调整前，美国股市仅在 2015 年末到 2016 年初出现幅度超过 10% 的调整，而且在调整之后继续走高长达两年之久。然而 2018 年 1 月末，标普 500 已经达到 2854 的历史性高位，美国股市市值相对其经济总量规模也是前所未有之高，加之全球经济动能有减弱迹象同时中美贸易冲突不断升级，此轮调整极有可能是美国股市进入较长时间回调的开始。法国、德国、日本等发达经济体股市亦均在一季度掉头向下，季内最大向下波幅分别为 9.39%、15.04%、17.01%。新兴经济体大体亦出现大幅回调，如上证综指回调幅度达 14%，印度孟买 SENSEX30 回调幅度为 11.3%，韩国综指最大回调幅度为 9.92%。巴西、俄罗斯回调力度稍弱，但势头也很明显。

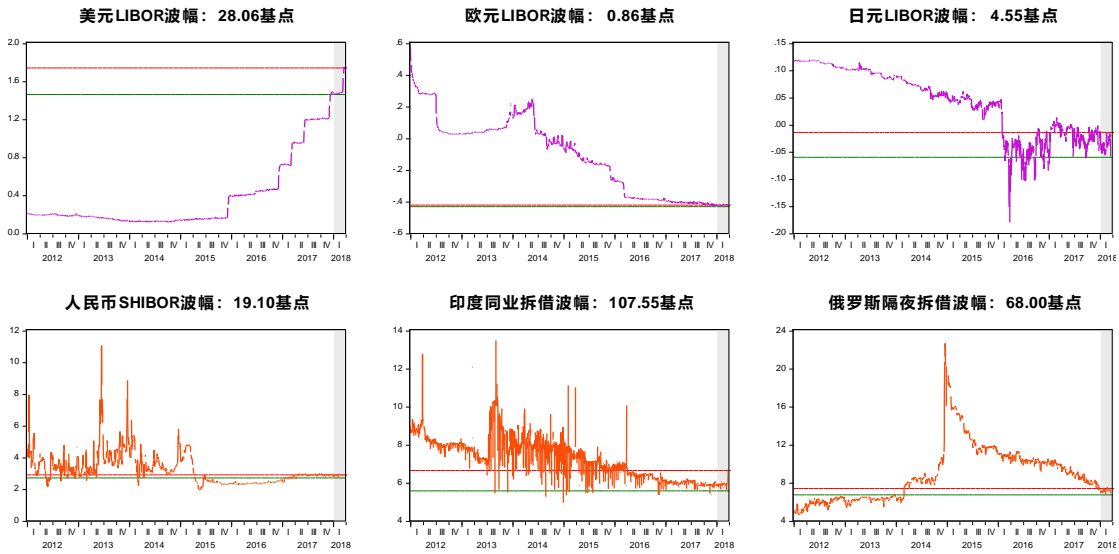
图表 31 主要经济体股指走势



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

货币市场上，1 季度美联储于 3 月 21 日继续加息 25 个基点，基本符合市场预期，随之带动美元 Libor 利率上涨 28 个基点。主要发达经济体和新兴经济体银行间市场流动性充裕，并未出现异常波动。虽然金融环境开始出现动荡势头，但美联储认为这一情况不会严重压制经济前景、就业和通胀。而对于市场高度关注的通胀问题，美联储新任主席鲍威尔表示，在稳固的经济增长和强劲的劳动力市场背景下，美国通货膨胀率一直处于低位，并保持着稳定状态，但预计通货膨胀率将在今年上升。由于鲍威尔的表态偏鹰派，市场普遍预期 2018 年美联储将加息 3 到 4 次。主要经济体中，目前仅英国、加拿大、墨西哥等国家开始跟随美联储加息，巴西、俄罗斯仍在延续降息周期，二者在一季度分别降息 25 个基点，其他主要经济体货币政策仍审慎的基本维持了现有宽松度。

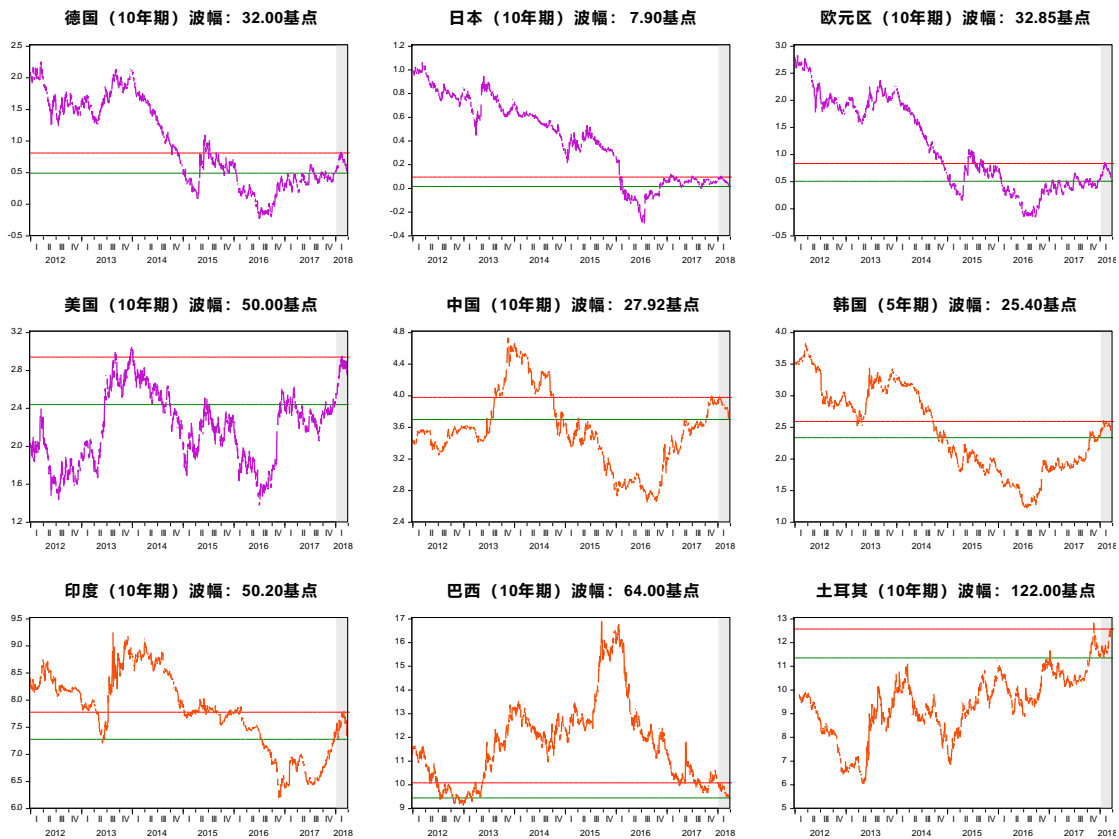
图表 32 主要货币市场利率走势



注：原始数据来自 Wind 数据库。季度波幅定义为季内最高值与最低值之差。各图中位置较高的红色虚线代表季内最高值，较低绿色虚线代表季内最低水平。阴影部分代表第四季度。

发达经济体与新兴经济体长期国债收益率走势分化。美国 10 年期国债收益率在大涨 50 基点达到 2.90% 后开始略微回调，季末仍处于 2.74% 的水平。欧元区、日本国债收益率也呈现先升后降的态势，不过与美国不同，季末二者长期国债收益率基本回落至季初水平。虽然自 2018 年 1 月起，欧洲央行每月资产购买规模减半至 300 亿欧元，市场也预计欧央行量化宽松计划将于明年划下句点，但当前国债市场仍处于量宽政策的影响之下，未体现这一调整预期。日本央行则还不急于退出量宽。新兴经济体的长期国债收益率走势各异，开放程度较高的印度和韩国国债收益率也是先升后降，受国别因素主导，中国与巴西国债收益率总体下行，土耳其则出现 122 个基点的上涨。

图表 33 主要经济体国债收益率走势

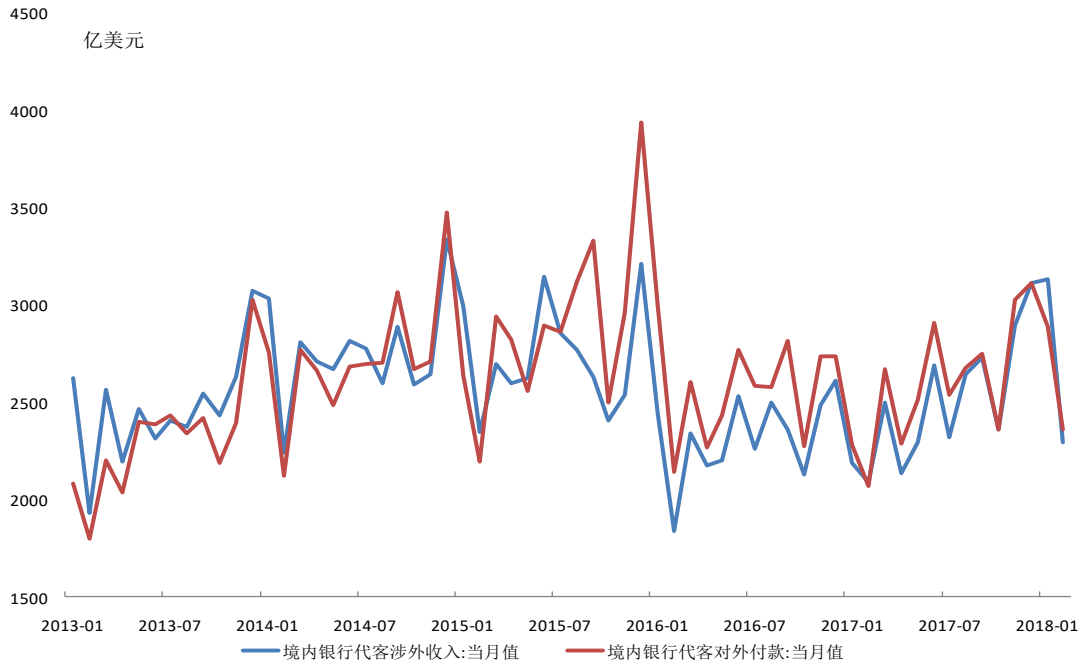


注：同上。

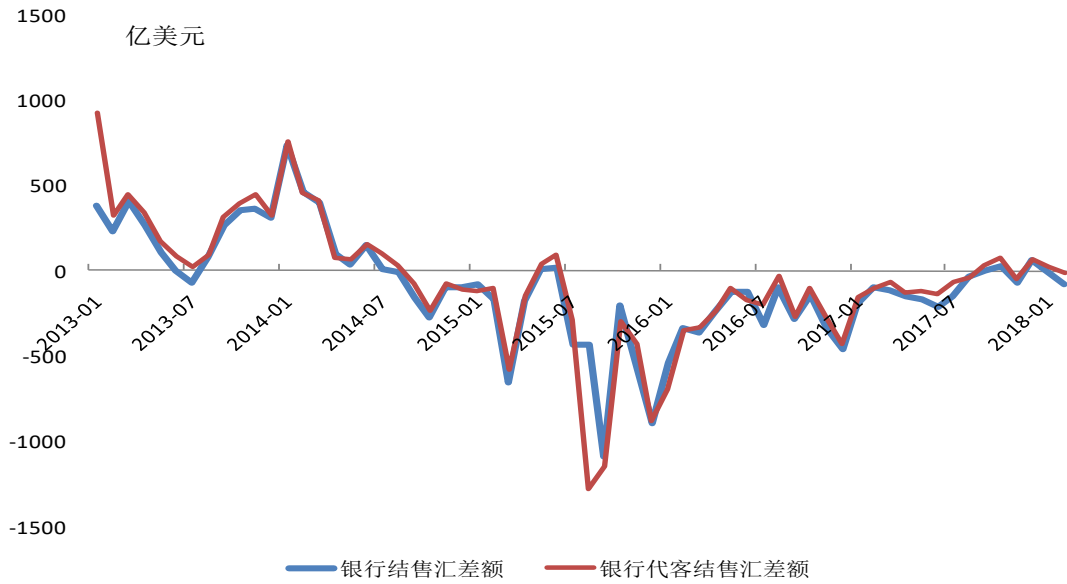
三、中国跨境资本流出总量趋稳，人民币汇率逆市上扬

跨境资金流动总量同比增速上升，跨境资本流动基本稳定。2017年12月至2018年2月，银行代客涉外收入与支出总额为1.69万亿美元，同比增长20%。其中，银行代客涉外收入为8500亿美元，同比上升24%，银行代客涉外支出为7800亿美元，同比上升18%，涉外收付款顺差为180亿美元。银行结售汇差额逆差为31亿美元，跨境资本外流规模基本稳定。

图表 34 跨境资本总流动

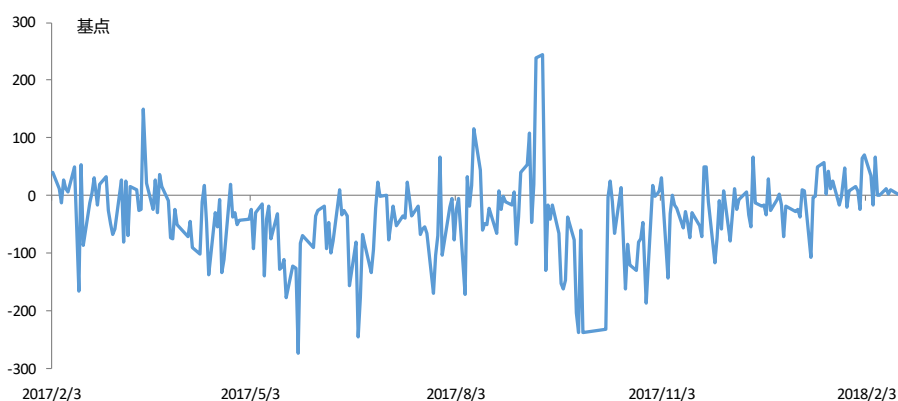


图表 35 银行结售汇差额



人民币汇率双向波动，市场主体结售汇意愿趋于平稳。2017年12月至2018年2月，银行代客结汇占银行涉外总收入比率从48%上升至51%，银行代客售汇占银行涉外总支出从47%上升至51%。人民币汇率逆市上扬，市场交易比较清淡。2017年11月开始，逆周期因子发挥的作用开始逐渐下降。2018年1月，收盘价对中间价已经没有贬值压力，央行宣布暂时中止逆周期因子。此后，叠加美元指数暴跌，人民币汇率开始骤然上涨。短短一个月涨幅超过3%，带动CFETS指数上涨1.7%。考虑到我国单一的外汇市场结构，贸易商的结汇行为很容易形成新的羊群效应，货币当局应对汇率形成机制和资本账户做出相应调整，避免汇率再度出现单向波动。

图表 36 人民币汇率逆周期因子

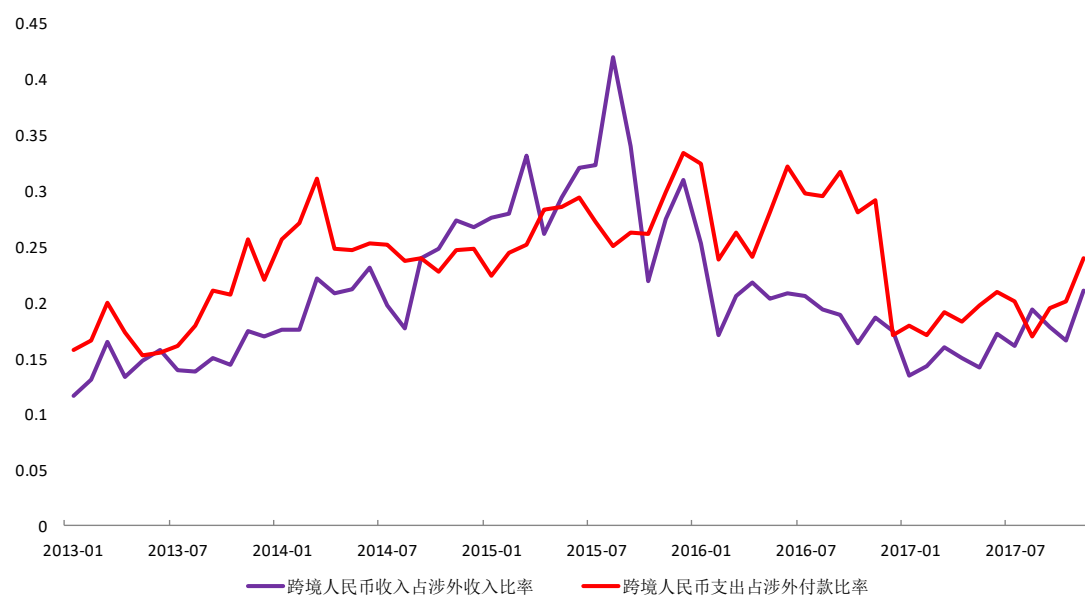


人民币汇率逆周期因子

注：逆周期因子=中间价变化-收盘价变化-篮子货币夜盘变化

人民币跨境资本流出开始逐步上升。2017年12月至2018年2月，跨境人民币业务占跨境资本流动的比率维持在20%的水平。其中，跨境人民币收入占比从19%上升至20%，支出占比从21%降至20%。人民币净流出从240亿美元降至44亿美元。预计随着人民币汇率基本稳定，人民币跨境贸易与投资政策会慢慢松绑，人民币跨境资本流动比率将逐步回升。

图表 37 跨境人民币收入支出占涉外收入支出比率



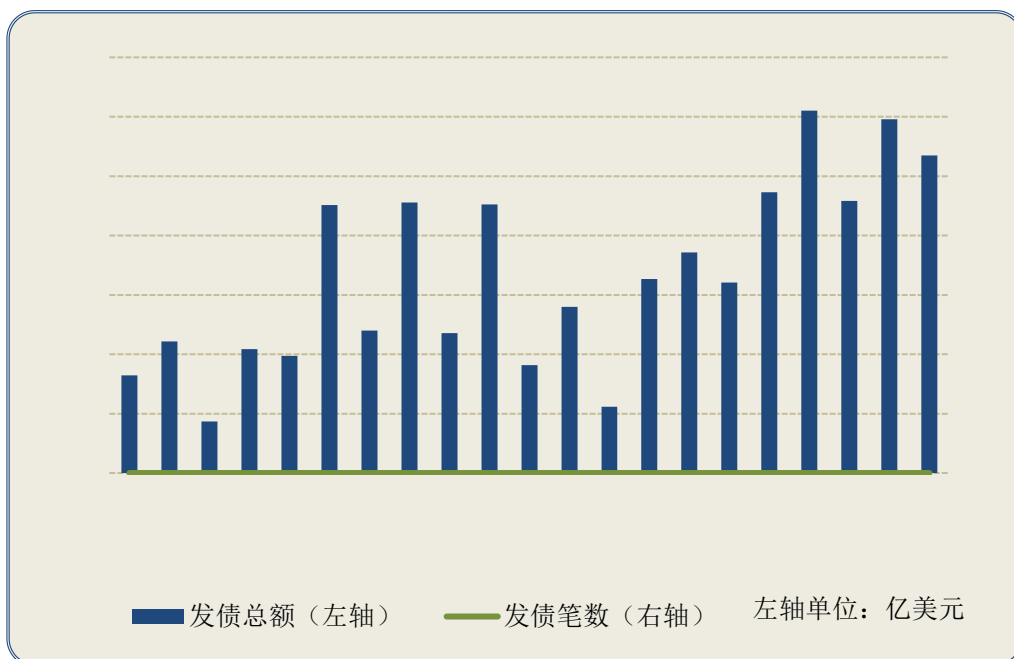
中国公司境外公司债融资专题

跨境资金流动总量同比增速上升，跨境资本流动基本稳定。2017年12月至2018年2月，银行代客涉外收入与支出总额为1.69万亿美元，同比增长20%。其中，银行代客涉外收入为8500亿美元，同比上升24%，银行代客涉外支出为7800亿美元，同比上升18%，涉外收付款顺差为180亿美元。银行结售汇差额逆差为31亿美元，跨境资本外流规模基本稳定。

一、发行总额延续扩张趋势

1季度中国公司海外发债延续增长态势，非金融企业的境外融资依赖度在提升。截至3月底，共有101家中国公司在境外发行外币公司债券，累计发债136笔，融资总额合计533.6亿美元。发债总额同比上升13.2%，占有新兴市场公司发债额的44.4%，较去年同期提高3个百分点。

图表 38 外币公司债季度发债额度与频率



资料来源：Dealogic 数据库&作者计算整理

相较境内公司债市场，境外发债总额仍显著低于境内，1季度境内公司债市场发债累积1700.2亿美元，相当于境外融资的3倍多；若去除金融部门，非金融公司1季度境内外发债额度相差不大，境内发债共计444.3亿美元，高于境外50

亿美元。这说明在国内融资限制下，境外发行公司债已经成为非金融企业越来越重要的融资来源。

一季度境外公司债发行额度上升是供给和需求共同作用的结果。对投资者而言，中国企业发行的公司债相对于新兴市场公司有利率优势。1 季度中国公司发行的 A、A-、BB、BB- 等评级的公司债发行利率均高于其他新兴市场公司债 100 个基点以上，同等风险下中资公司债的收益更高。另外，近年来越来越多的中国金融机构投资海外公司债，对于这部分商业银行、资产管理公司和证券公司来说，配置本国企业的债券不但收益高，而且承担的信息不对称风险小。更有相当一部分金融机构在利用海外发债渠道为境内客户提供融资服务。对发债企业而言，高评级企业国企、境内融资难的房地产企业和旧债到期的企业均有较强的发债意愿。首先，高评级企业境外融资利率低，成本优势明显，例如化工行业投资级公司债的境外发行平均成本为 4.4%，低于境内的 6.9%；金属采矿业境外平均发行成本为 3.9%，低于境内的 6.6%。其次，房地产企业境内融资受限，多绕道境外开辟新的资金来源。2017 年境内发地产公司发债相对 2016 年下降约 1162 亿美元，境外发债增加约 999 亿美元，房地产企业在债券融资方面对境外的依赖度超过了境内。最后，一部分企业面临旧债到期，有发新换旧需求（rollover debt），如中国化工集团就发行 63.5 亿美元用于还债，1 季度以偿还债务为主要资金用途的债务发行共计 40 笔。

二、行业发债趋势分化，房地产业上升，金融业下降

境外公司债发行行业集中于金融、计算机电子、化工和房地产行业，四行业发债额占季度发债总额的 80%。

首先，房地产行业发行债务 46 笔，融资总额为 108.6 亿，同比上升 7%，环比上升 32.9%。地产业发债同比、环比齐升主要受国内政策抑制影响。1 季度境内房地产债券融资 49.8 亿美元，显著低于境外，房地产企业境内融资艰难情形未变。鉴于今年是房地产企业外币债券的到期大年，全年将有 220 亿美元房地产公司债到期，因此预期房地产企业境外发债融资的势头还会持续。

其次，金融业发行 1 季度境外发债融资总额为 138 亿美元，相比于去年 1 季度下降 41%。计算机电子和化工行业分别发债 106 亿和 70.9 亿，二者的共同特点

是行业内的巨头公司发债占比高。如腾讯公司以 50 亿美元的发行量，占据计算机电子行业总发债量的近一半份额；中国化工集团则以 64.4 亿美元的发行量占据了化工行业总发债量的 90%。

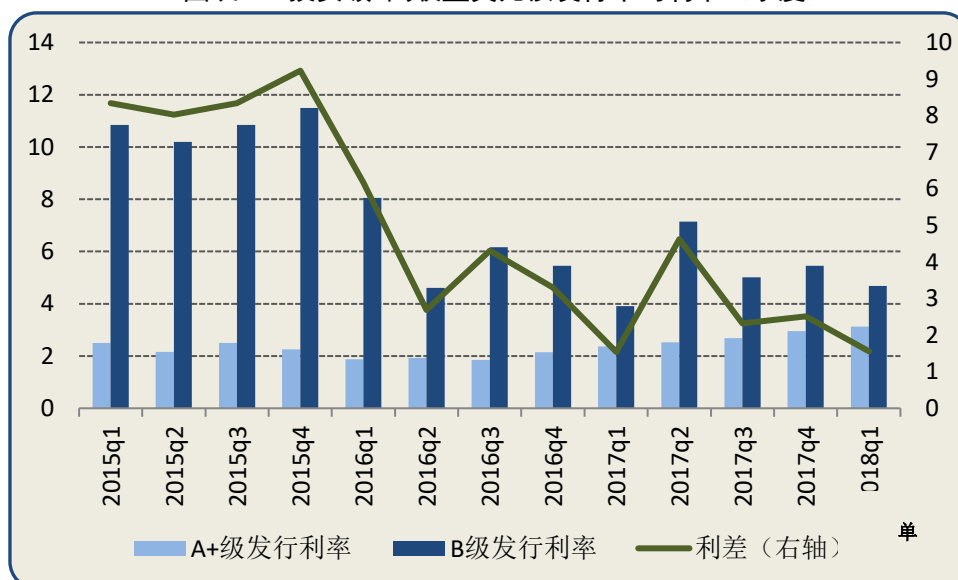
三、不同币种发债利率呈现分化，美元债利率升高，欧元、日元债维持低利率

1 季度美元公司债发行利率同比上升，季度内发行利率也呈环比上升之势。发行量最大的 3 年期公司债利率上升最为明显，同评级投资级债券的平均发行利率普遍上升 50 个 BP，如 A 级美元债发行利率由 2.96% 上升至 3.5%，A-级美元债由 3.19% 上升至 3.75%。同评级高收益公司债发行利率平均上升 110 个 BP，如 B 级美元债由 6.41% 上升到 7.82%，BB-级由 5.75% 上升到 7.16%。季度内看，1 月美元债发行利率同比变化平稳，2 月、3 月开始逐渐升高。

行业上，房地产企业的融资成本上升最快，以发行量较大的 B 级公司债为例，3 年期 B 级高收益公司债平均发行利率为 7.82%，上升 140 个 BP；5 年期债的公司债平均发行利率为 8.13%，上升 225 个 BP。

相较于美元债发行利率的节节攀升，欧元公司债和日元公司债仍保持较低利率。例如中国化工集团 1 季度发行的欧元债公司债利率仅为 1.75%，远低于同期同评级美元债的发行利率 4.85%。中国东方航空集团有限公司发行的有担保投资级公司债的发行利率仅为 0.64%。在成本优势下，美元公司债占全部债券发行总额的比例，由 90% 下降到 86.5%。预计未来中国企业发行日元、欧元债券的比例会继续上升。

图表 39 投资级&高收益美元债发行平均利率（季度）



四、主要风险提示

2018 年是中国公司海外公司债的到期大年，全年将有 259 笔外币公司债到期，应付本金合计约 749 亿美元，行业主要集中于金融和地产企业。到期债券主要集中在 2013 年和 2015 年发行的 5 年期和 3 年期公司债券。若融资成本进一步上升，中国企业的借新还旧风险（Rollover Risk）将上升，特别是在境内很难获得融资替代的房地产行业。

大宗商品专题：供需再平衡推动大宗商品价格持续反弹

2018年1季度大宗商品价格环比小幅上涨，涨幅相较于上季度收窄，且各商品基本都呈现先涨后跌的走势。影响商品走势的主要因素在于供给端增长带来的库存上升和中美贸易摩擦风险。其中美国页岩油增产使油价承压，抵消 OPEC 减产的影响；铜铝价格波动明显，钢材、铁矿石和大豆价格在3月后受中美贸易摩擦影响显著下跌。

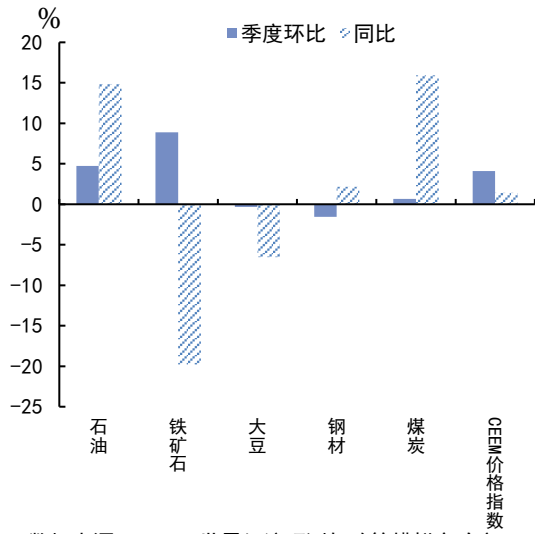
一、大宗商品总体价格走势

1 季度大宗商品价格先涨后跌，高库存和贸易摩擦影响较大

2018年1季度 CEEM 大宗商品价格⁵环比上涨 4.11%，但涨幅较上季度收窄，且走势先涨后跌。分类来看，1 季度石油均价小幅上涨，相较上季度上涨 4.74%，但因美国页岩油产量回补供给增加，使油价承压，较去年末价格高点已有所回落。1 季度铜、铝价格均剧烈波动，3 月后受中美贸易摩擦影响双双下跌。钢材价格下跌，铁矿石价格前两个月走高，但在上游高库存和贸易摩擦的影响下也于3月份开始下跌。玉米价格上涨，小麦价格稳定，大豆价格先涨后跌。库存水平上升和中美贸易摩擦成为1 季度影响大宗商品走势的主要因素。

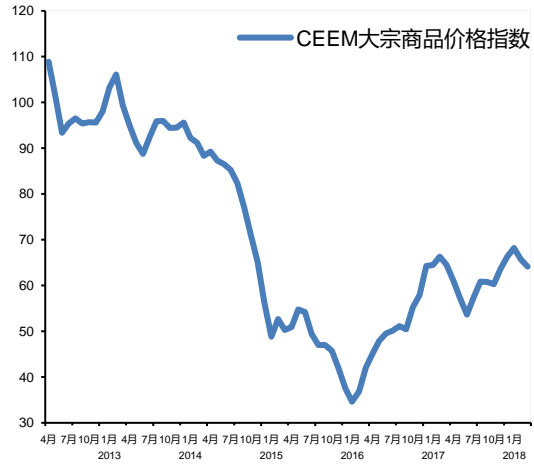
⁵ CEEM 大宗商品价格指数（月度）综合计算前五大进口商品月平均价格，并根据中国进口量分配权重。5 种商品价格为 OPEC 一揽子石油价格、普氏铁矿石综合价格指数、澳大利亚动力煤 FOB 价格、钢材亚太地区远东市场综合到岸价以及美洲综合大豆价格。指数以 2012 年平均价格为基准。

图表 40 4 季度大宗商品价格涨幅收窄



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 41 大宗商品价格先涨后跌

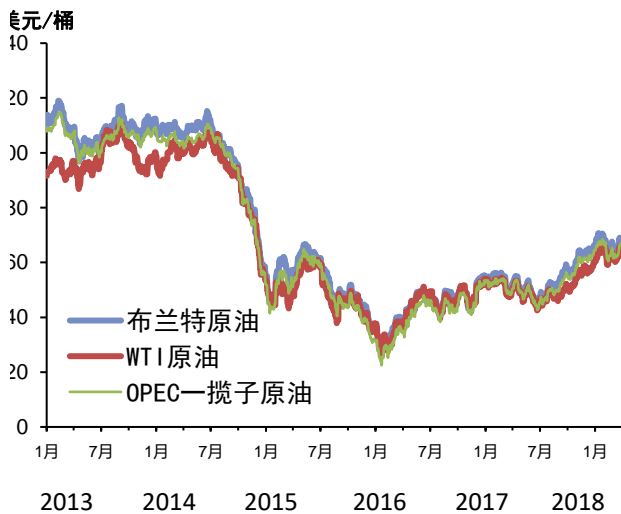


二、主要大宗商品供求情况与价格走势

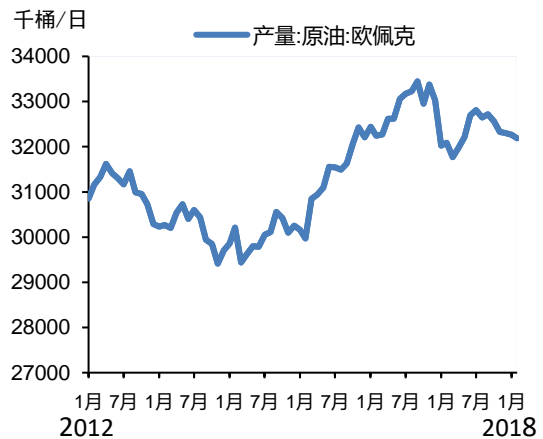
1 季度原油
价格受美国
产量增长影
响承压，并形
成震荡走势

2018 年 1 季度，OPEC 减产的边际效果减弱，同时受美国原油产量回补及主要国家终端需求增长平缓的影响，全球原油价格较去年末高点有所回落，但均价仍较上月环比小幅增长，且在地缘政治风险事件的刺激下形成震荡走势。布伦特原油价格从月初接近 70 美元的关口回落，一度下探至 63 美元，随后在 63 到 69 美元之间震荡。

图表 42 1 季度石油价格下跌后进入震荡区间



图表 43 1 季度 OPEC 产量持续下降



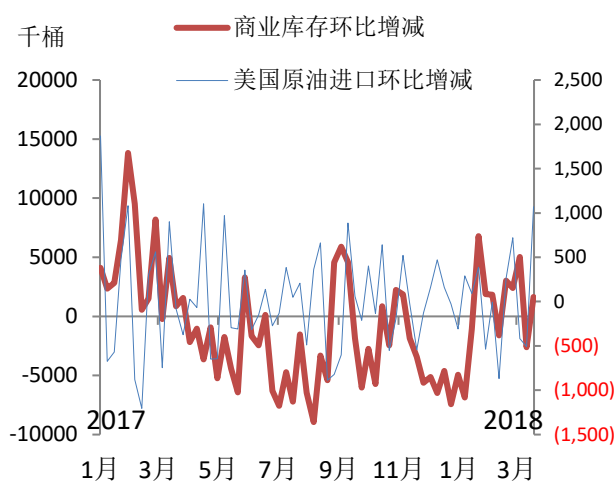
OPEC 产量持续下降，但美国的页岩油产量回补明显，净进口下降，库存回升

在供给端，由于沙特的大力推动，OPEC 国家原油日产量回落到 3220 万桶以下。为了推动沙特阿美的上市，沙特希望油价维持在 70 美元上方，减产执行到位，且市场预期 6 月份 OPEC 会议上大幅修改减产协议的可能性较小，成为油价中期内稳定的主要因素。但进入 18 年后，减产的边际影响下降，同时油价回升促进美国页岩油开发商增加供给，导致 1 季度油价短期承压。

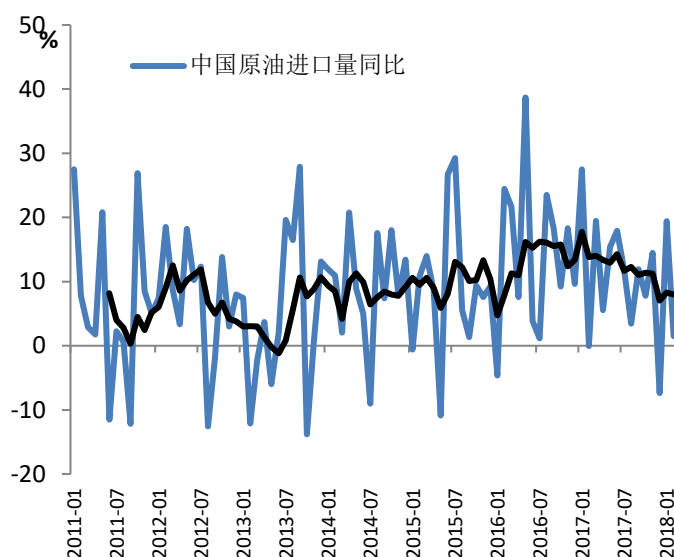
根据油气服务商贝克休斯数据显示，截至 4 月 6 日当周，美国活跃石油钻井数增加至 808 座，创 2015 年 3 月以来新高，反映出美国大量原油产能重新返回市场。自油价从 2017 年中显著回暖以来，美国页岩油供应商加大开采力度，且随着技术进步边际开采成本进一步下降，增加了供给弹性。页岩油企业的债权融资和银行借贷规模也维持在高位，有充足的资金投入生产并承担油价波动的风险。达拉斯联储的调查显示，美国能源生产商现有油井的运营损益均衡油价为 33 美元，开采新油井的均衡油价在 47-55 之间，基本低于当前的 WTI 油价。

与此同时，1 季度美国原油商业库存在大部分时间内处于净增长状态，对油价形成压力。商业库存净增长的主要原因是美国净进口量下降。美国近一年原油净进口呈下降趋势，3 月最后一周已经下降至 572 万桶/日，较 2017 年年初下降了 25%左右。

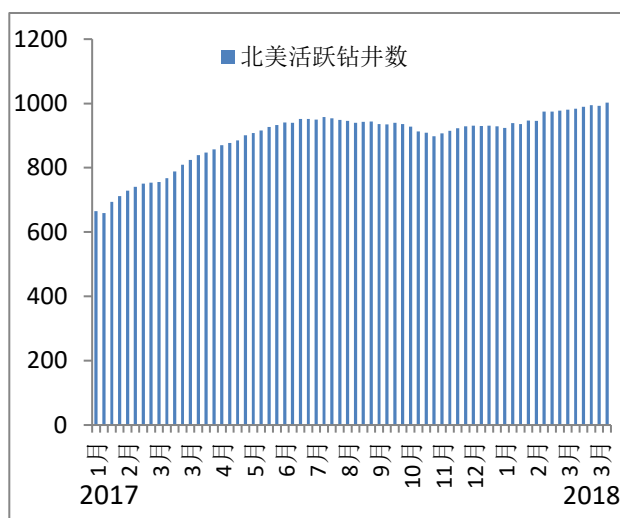
图表 44 1 季度美国商业库存多周净增长



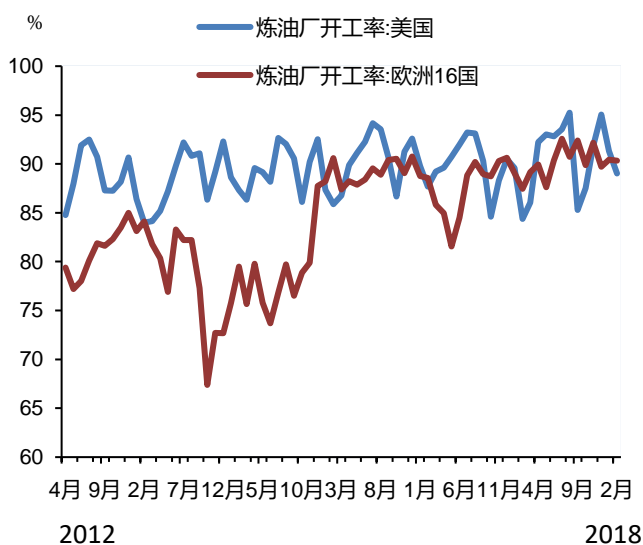
图表 45 中国原油进口需求稳定



图表 46 北美活跃钻井数再创新高



图表 47 炼油厂开工率相对稳定



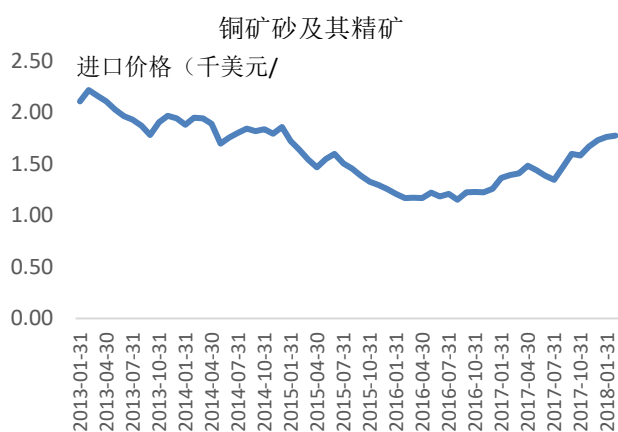
需求端稳定，
但市场担忧
贸易摩擦蔓
延向石油领
域

在需求端，全球实体经济仍然处于好转态势，但中国和欧洲主要国家的原油需求基本平稳，未见显著增长。另一方面，美国和欧洲的炼油厂开工率虽然保持在高位，但未有进一步上升。此外中美贸易摩擦的影响也对油价形成压力。市场担心关税提升向炼化品蔓延，且考虑到中国是美国石油的前三大买家之一，占美国原油出口的 20%左右。如果贸易摩擦进一步升级，

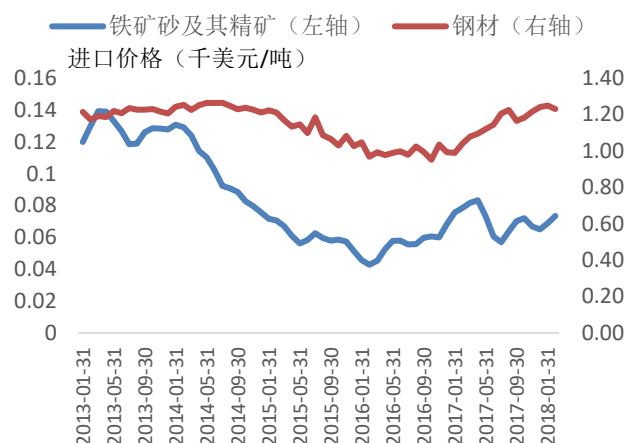
有可能对国际石油贸易造成实质性影响。贸易摩擦的风险使油价出现反复震荡。

汇率影响方面，美元在连续下跌后企稳，对油价的推动力也有限。

图表 48 铜矿砂及其精矿价格波动剧烈

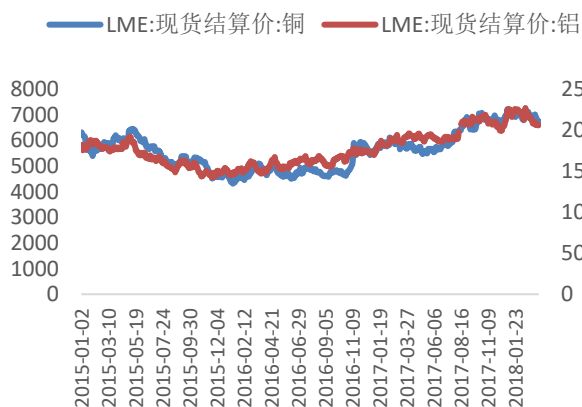


图表 49 中国钢材进口价格下跌



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 50 LME 铜价与铝价 3 月剧烈下跌



图表 51 国际铁矿石价格 3 月大幅下跌



1 季度金属

价格下跌，美国贸易保护措施使得铜、铝、铁矿石价

1 季度前两个月金属价格波动剧烈，3 月价格一路下跌。

铜方面，从 1 月初至 2 月中旬 LME 铜价从 7180 美元/吨下跌至 6786 美元/吨，之后回涨至 7191 美元/吨，波动加大；3 月初开始受中美贸易战开始的影响，LME 铜价从 3 月初的 6909 美元/吨大幅一路下跌至 3 月底 6746 美元/吨，下跌幅度约为

格 3 月剧烈下跌。基本面来看,在全球经济持续复苏态势下,铜方面需求回暖态势并未改变;环保限产逐步落实到位,上游铁矿石库存继续回升,钢材供需持续改善。

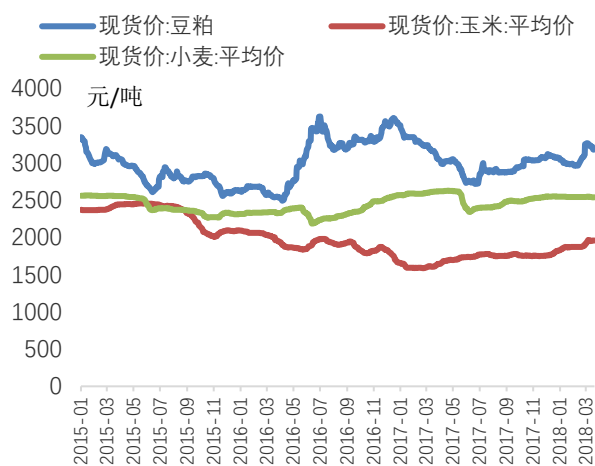
3.2%; LME 铝价走势基本一致, 1 至 2 月从 2255 美元/吨下跌至 2172 美元/吨, 波动加大, 3 月以来价格一路从 2158 美元/吨下跌至 2059 美元/吨, 下跌幅度约为 3.8%。进口铜矿砂及其精矿价格从 12 月底的 1730 美元/吨小幅上涨至 2 月底的 1780 美元/吨。从铜矿进口数量来看, 1 月和 2 月分别进口 162 万吨和 145 万吨铜矿砂及其精矿, 以及 44 和 35 万吨未锻造铜。库存方面, LME 铜库存从 2 月底的 33.0 万吨, 小幅下降至 31.8 万吨, 总体来说库存水平在近两个月已经反弹至近两年的高位。

钢铁与铁矿石价格下跌。 钢材进口均价从去年 12 月底的 1241 美元/吨小幅下跌至 2 月底的 1231 美元/吨; 钢材进口数量 1 月和 2 月份别为 119 万吨和 102 万吨。国内钢材的生产和供给方面, 钢铁行业月粗钢产量 1 月和 2 月分别为 6700 万吨和 6981 万吨, 日均粗钢产量 1 月和 2 月分别环比下跌 0.7% 和上升 3.8%。钢材库存仍然处于较低水平, 1 月和 2 月分别为 1217 万吨和 1510 万吨。铁矿石方面, TSI 铁矿石价格 1 月从月初的 75.2 小幅下跌 3% 至 73.1, 2 月回升 9%。3 月受中美贸易战开始的影响, 铁矿石价格大幅下跌约 20%, 从月初的 79.6 下跌至月末的 64.1。从进口量来看, 铁矿石及其精矿进口 1 月和 2 月分别为 10034 万吨和 8426 万吨, 比上季度小幅提升。从产业链来看, 上游铁矿石港口库存持续上升, 不断创近年来历史新高, 重点企业钢材库存有所下行。总体来看, 目前钢材供需持续改善, 供给端来看, 北方钢厂环保限产落实到位, 整体供给收缩显著, 需求端在春节假期开工后显著回升。国内基本面来看有利于钢材价格走势。

3 月 1 日美国总统特朗普宣布, 美国计划对进口钢铁全面课征 25% 的关税和对进口铝材全面课征 10% 的关税; 3 月 22 日, 特朗普签署总统备忘录, 依据“301 调查”结果, 将对中国进口的商品大规模征收关税, 涉及征税的中国商品规模达 600 万亿

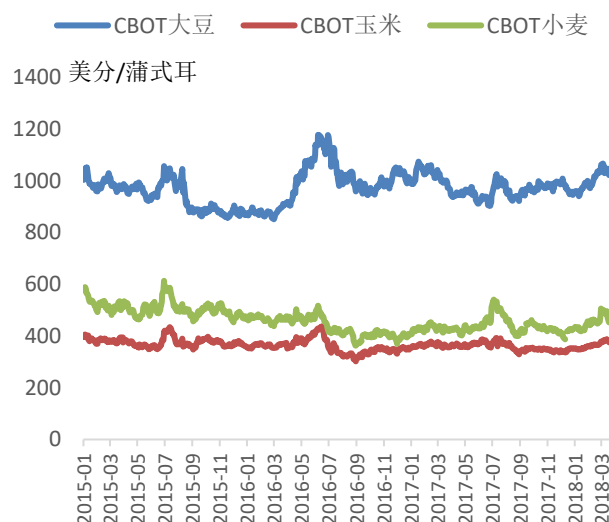
美元。根据最惠国条款，钢铁进口关税在 0 至 12.5% 内，铝及铝合金等进口关税在 2.6% 至 5.7% 内。钢材方面，2017 年中国钢材出口总量占全部产量的约 8%，其中直接出口至美国的钢材占全部出口总量的 1.6%，直接出口至美国的占比并不高。在中国钢铁出口总量中，亚洲国家（韩国、越南、日本等）占比较高，但如果考虑到从这些国家加工后再进一步出口至美国的间接出口的话，影响将显著上升。如果加总直接与间接出口，影响到中国钢材出口量约为 1000 万吨，约占出口总量的 15%。铝方面来看，美国是中国铝材出口重要国家，中国主要对美国出口铝板、铝箔等加工品，约占出口总量的 13%。总体来看，美国贸易保护措施将对金属价格与中国金属出口带来负面冲击。

图表 52 农产品现货价格表现不一



数据来源: CEIC, 世界经济预测与政策模拟实验室

图表 53 CBOT 农产品价格 1-2 月上涨、3 月下跌



1 季度农产品价格先涨后跌。大豆价格 1-2 月上涨，3 月

1 季度主要农产品价格先涨后跌。1-2 月上涨主要是由于

小幅下跌。国际市场来看，CBOT 大豆价格从 1 月初至 2 月底上涨 10.6%，3 月下跌 2.9%；总体季末较季初小幅上涨约 7.4%。3 月美国农业部（USDA）报告将 17/18 年全球大豆产量预期下调 6.06 百万吨至 340.86 百万吨，主要原因依然是受拉尼娜事件引发的南美高温干旱天气影响，阿根廷大豆预期产量由 2 月

拉尼娜引发的南美干旱天气，大豆与玉米产量下滑；3月价格小幅下跌。的54百万吨下调至47百万吨，下调幅度13%。出口方面，全球大豆预期出口较2月下调1.35百万吨；库存方面，17/18年度全球大豆预期期末库存消费比下降1.14%至27.46%。国内市场表现有所不同。豆粕价格1月初至2月下旬价格波动但总体稳定，2月底开始，由于国际市场大豆供给下降超预期，导致国内豆粕价格上涨，从2月底至3月底价格上涨了约4.0%至3186元/吨。

1 季度玉米价格上涨，小麦价格稳定。国际市场来看，CBOT玉米价格1月至3月中旬上涨9.5%，之后回落2.5%，总体季末较季初上涨6.7%。价格上涨主要是由于南美降雨不足制约短期新增产量，同时，油价高位震荡带来替代能源乙醇需求增长，玉米作为主要原料需求受到提振。美国农业部（USDA）3月供需报告显示，17/18年度美国玉米预期出口量为2225百万蒲式耳，较2月预测增加175百万蒲式耳；南美方面，受天气因素影响，阿根廷玉米预期产量下降至360百万吨，下降幅度为7.7%，巴西预期产量略减。全球玉米17/18年度预期产量上升0.01百万吨。国内市场来看，1月至3月底玉米现货价格稳定上涨，涨幅约7.4%。1至2月较大的涨幅主要是由于市场临储收购，以及年前备货，导致玉米阶段性需求大增，3月价格增速放缓。小麦国际价格与玉米价格走势较为一致。国际市场来看，CBOT小麦从1月初至2月底涨幅11.2%，进入3月之后回落4.8%。3月美国农业部（USDA）预期美国17/18年度小麦出产量为925百万蒲式耳，较2月下调25百万蒲式耳。全球来看，由于哈萨克斯坦预期产量增长，小麦预期供应量上升0.5百万吨；但由于全球小麦预期消费量下降2.29百万吨，预期期末库存调增2.79百万吨至268.89百万吨。国内价格1季度较为稳定，3月底出现微跌。

三. 未来价格走势与风险

石油方面，OPEC 减产的边际效应减弱，美国页岩油供给的影响增大，且中美贸易摩擦的风险使油价产生波动，预计 2 季度油价仍受这些主要因素影响，但贸易摩擦的影响会被市场逐步消化。因为美国原油出口量相对于产量仍然有限，且中国仅有个位数的原油从美国进口，双方的替代弹性均较大，贸易摩擦影响不及其他商品。总体预计在美国页岩油增产的背景下，油价涨势有限。我们维持 65-75 美元/桶的价格预测，目前油价仍然在此区间内运行，符合预期。

金属方面，未来价格走势主要取决于中国贸易争端的后续状况以及影响。3 月以来，中美贸易战的加剧导致各类金属价格急剧下跌。根据上述分析，如果后续美国全面实施对钢铁和铝的贸易保护，对中国钢铁出口的影响约为总量的 15%，对铝的出口影响大约为总量的 13%。但是考虑到不确定性，未来中美贸易争端可能会表现为持续性的“拉锯战”，贸易保护牵扯的行业和商品类型可能会进一步扩大。

农产品方面，需要关注中美贸易战对价格的影响。目前来看，美国是主要基本金属净进口国，石油和天然气的净进口国，绝大多数农产品的净出口国。尤其值得注意的是，2016/17 年度美国小麦出口占全球小麦出口总量约 16%，玉米出口占全球总量约 35%。2017 年中国进口大豆中，南美大豆占比约 57%，美豆 31%。值得注意的是，虽然美豆近年来占比有所下滑，但仍占重要地位。如果中美就大豆、小麦、玉米等农产品贸易发生摩擦，对未来价格的影响不容小觑。

美国石油增产将使油价承压，且贸易摩擦不利于油价，但预计随后市场会逐步消化该风险，因中美双方在石油双边贸易的替代弹性较大。中美贸易争端后续不确定性将主导金属与农产品未来价格走势。

外贸专题：进出口增速均明显提升⁶

2018年1季度，中国出口（美元）同比增长14.1%，较上季度9.6%的同比增速提高4.5个百分点。开年出口同比增速明显提升，来自于外需和出口市场份额增速的共同作用。1季度中国进口同比增长18.9%，较上季度提高了6.4个百分点。货物贸易顺差总额为484亿美元，同比降幅扩大。服务贸易逆差规模较去年同期也扩大了105亿美元。预计下季度出口有望继续保持较高增速，但同比增速较1季度可能下降。

一、中国出口增速继续回升

1季度中国对美国、东盟、韩国、中国香港和中国台湾出口增速提高。

1季度中国对美国、东盟、韩国、中国香港和中国台湾出口增速提高。中国海关数据显示，2018年1季度，以人民币计，中国出口总额3.5万亿元，同比增长7.4%；以美元计，出口总额5453亿美元，同比增长14.1%，较上季度9.6%的同比增速提高4.5个百分点。其中，1月出口同比增速为11.2%；2月出口同比增速为44.5%，远超市场预期；3月出口同比增速为-2.7%，较前两个月大幅下滑。

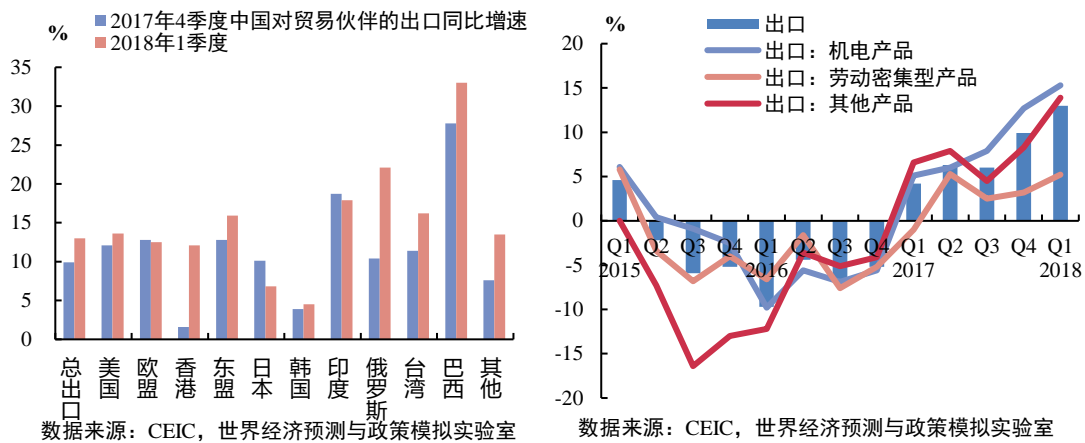
分地区看，1季度中国对美国、东盟、韩国、中国香港和中国台湾出口增速提高。其中，对美国出口增长13.6%，较上季度提高1.5个百分点；对东盟出口同比增长15.9%，较上季度提高3.1个百分点；对韩国出口同比增长4.5%，较上季度提高0.6个百分点；对中国香港出口同比增长12.1%，较上季度提高10.5个百分点；对中国台湾出口同比增长16.2%，较上季度提高4.8个百分点；对巴西和俄罗斯出口同比增长高达33%和22.1%。然

⁶ 季报进出口总额数据来自中国海关总署，而按贸易方式、产品和地区等分类的子项贸易数据则来自CEIC数据库。事实上，CEIC数据库中的外贸数据也来自中国海关，但由于海关事后对已公布的贸易总额数据进行了修正，而CEIC并没有完全同步调整，导致二者略有不同；而对于按贸易方式、产品和地区等分类的子项贸易数据，海关未披露修正后的数值，因此海关统计月报数据和CEIC数据库一致。总体上，两个数据来源中外贸数据的变化趋势基本一致，故对本季报的主要结论影响不大。

⁷ 除非特别注明，下文贸易数据单位为美元，增速为同比增速。

而，对部分贸易伙伴出口同比增速出现下降，对欧盟出口增长12.5%，较上季度减少0.3个百分点；对日本出口增长6.8%，较上季度减少3.3个百分点；对印度出口同比增长17.9%，较上季度减少0.8个百分点。这些下降主要来自3月份，相反1-2月中国对14个主要贸易伙伴出口增速则普遍提高。

图表 54 中国出口增速的地区和产品分布



1 季度一般贸易对中出口变动的贡献率逾四分之三，而机电产品的贡献率尽管仍然

从贸易方式看，一般贸易出口同比增长19.3%，较上季度提高4.3个百分点，对1季度出口变动的贡献率分别为78.7%，是支撑出口同比增速较上季度继续提升的主要因素。⁸加工贸易和其他贸易方式出口同比增长6.2%和4.9%，较上季度分别提高了0.6和3.6个百分点，对中出口变动的贡献率分别为16.5%和4.7%。长期来看，中国出口中一般贸易和加工贸易比例呈现明显的“剪刀型”变化关系——1993年至1999年初，加工贸易占比迅速提高且一度接近60%，随后一路下降，并稳定在三成左右；相反，一般贸易比重则在经历缓慢地下降后，逐渐反弹，甚至超

⁸ 海关统计的贸易方式按海关监管方式进行划分，共有15类细项：1.一般贸易，2.国家间、国际组织无偿援助和赠送的物资，3.其他捐赠物资，4.补偿贸易，5.来料加工装配贸易，6.进料加工贸易，7.寄售代销贸易，8.边境小额贸易，9.对外承包工程货物，10.租赁贸易，11.出料加工贸易，12.易货贸易，13.保税监管场所进出境货物，14.海关特殊监管区域物流货物，15.其它商品贸易方式。本报告中一般贸易对应第1项，加工贸易对应第5和6项，其他方式贸易对应除去1、5、6项的剩余项目。2017年4季度，一般贸易、加工贸易和其它贸易方式出口占总出口的比重分别为54.1%、34.5%、11.4%。

最大,但较上
季度则下降
了7.2个百分
点。

出 55%。这一变化与中国出口企业的转型升级密切相关,并反映了中国贸易结构的不断优化。

分产品看,1 季度七大类传统劳动密集型产品、机电产品和其他产品出口同比增速相对上季度均不同程度提升。⁹其中,机电产品出口增速较上季度提高 2.6 个百分点,同比增速为 15.3%。特别地,机电产品中高新科技产品出口同比增速达 19.7%,较上季度明显提高。此外,1 季度,七大类传统劳动密集型产品和其他产品出口同比增速依次为 5.2%和 13.9%,较上季度提高 2 和 5.6 个百分点。从贡献率上看,1 季度,机电产品、七大类传统劳动密集型和其他产品出口对总出口的贡献率分别为 68.4%、7.9%、23.7%。其中,机电产品对总出口的贡献率较上季度减少 7.2 个百分点;传统劳动密集型产品贡献率则提高 1.5 个百分点。

假期因素导
致的工作日
变化对 1-2
月出口同比
增速超预期
提升有一定
影响。

2014-2018 年,1-2 月工作日在 38 至 39 天之间。2017 年 1-2 月的工作日是 38 天,总出口 2992 亿美元;2018 年是 39 天,总出口额 3723 亿美元。如果按照日平均值,把 2017 年 1-2 月调整到 39 个工作日,总产值预计为 3071 亿美元,此时 2018 年 1-2 月同比增速为 21.2%,依然显著高于上季度 9.7%的同比增速。当然,不可否认从 2 月单月同比增速 44.5%,到 1-2 月同比增速 24.4%,再到按工作日调整后的 21.2%,假期因素导致的工作日变化对开年出口同比增速超预期提升有一定影响。然而,即便经过这一系列处理后,1-2 月同比出口的增速依然明显较高。进口的情况类似,但 2018 年 1-2 月同比增速与历史上比不算高,按工作日调整后只有 18.6%。

⁹ 2017 年 4 季度,这三类产品占总出口比例依次为 60.3%、18.5%和 21.1%。

中国出口由
外需和出口
市场份额决
定。

中国出口由外需和出口市场份额决定。从定义式看，中国的总体外部需求增速（不含中国的全球进口增速），与中国出口产品在全球市场上的份额增速（同样不包含中国市场），两者之和大致决定了中国出口增速。这两项数据均来自中国贸易伙伴提供的数据，有利于排除虚假高报的干扰。

全球制造业
PMI 指数预
示 1 季度外
需增速较上
季度可能继
续回升。

全球制造业 PMI 指数较上季度提高 0.7 个百分点，预示 1 季度外需增速较上季度可能继续回升。2016 年 1 月至 2017 年 9 月，摩根大通全球制造业 PMI 指数滞后一期值，与来自 WTO 提供的不含中国的全球进口增速（外需增速）的相关系数为 0.86。而 2017 年 12 月至 2018 年 2 月，摩根大通全球制造业 PMI 指数分别为 54.5、54.4、54.1，平均值为 54.3，较前 3 个月提高 0.7 个百分点。这意味着从全球制造业 PMI 来看，2018 年 1 季度外需增速较上季度很可能将提高。

中国外贸出
口先导指数
依然处在高
位，预示 1 季
度外需增速
较上季度明
显下滑的可
能性不大。

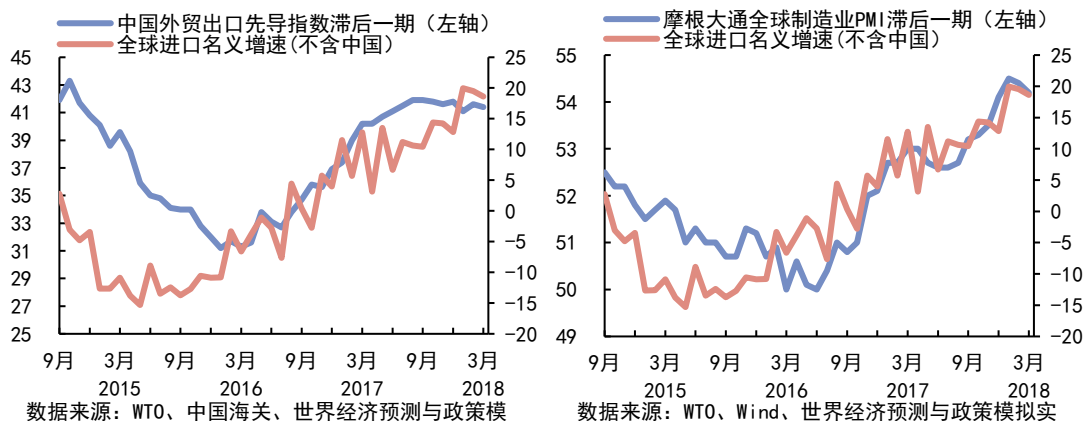
中国外贸出口先导指数依然处在高位，预示 1 季度外需增速较上季度可能变化不大。2016 年 1 月至 2017 年 9 月，中国外贸出口先导指数一期滞后值与外需增速的相关系数为 0.87，表明中国外贸出口先导指数能较好地预见外需增速的变化。2017 年 12 月至 2018 年 2 月，中国外贸出口先导指数依次为 41.1、41.6、41.4，平均值为 41.4，较前 3 个月略微下降，但依然处在高位。故从中国外贸出口先导指数看，2018 年 1 季度外需增速较上季度明显下滑的可能性不大。

1 季度中国出口产品市场份额增速有望维持上季度水平。

1 季度中国出口产品市场份额增速有望维持上季度水平。

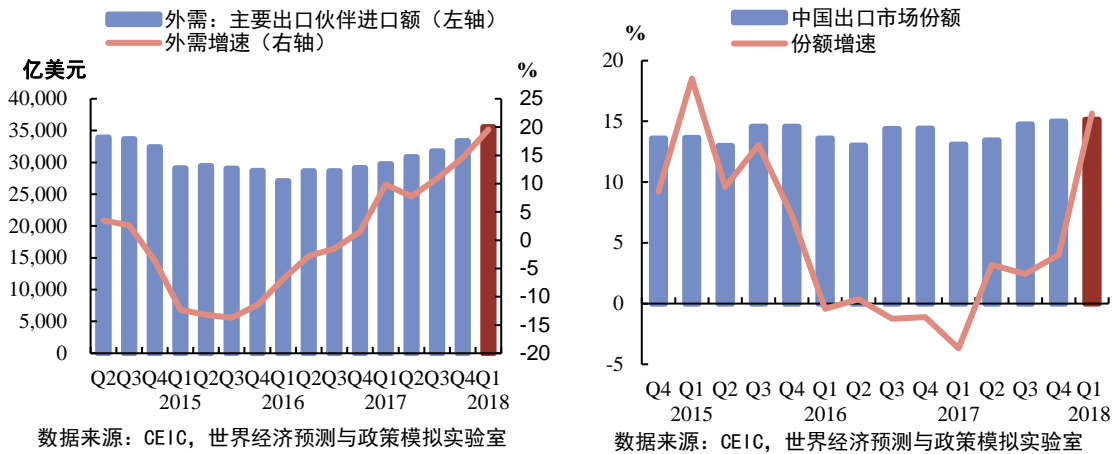
2015 年 1 月至 2016 年 12 月，中国出口企业综合成本指数一期滞后值与中国出口产品在 13 个主要贸易伙伴的市场份额增速的相关系数为-0.55。因此，可以根据这一关系预测中国出口产品市场份额的变化情况。2017 年 12 月至 2018 年 2 月，中国外贸出口企业综合成本指数依次为 20.5、19.9、21.1，平均值为 20.5，与前 3 个月基本持平。这意味着平均而言 1 季度中国出口企业综合成本依然存在明显优势，因此出口市场份额增速有望维持上季度水平。然而，需要注意的是 2 月出口企业综合成本较前两个月开始出现明显提升。

图表 55 预计 1 季度整体外需增速将继续回升，但月度数据可能出现下滑



说明：全球进口名义增速（不含中国）根据 WTO 数据计算，2017 年 10 月值为 13 个主要贸易伙伴国总进口（不含中国）增速，11 月、12 月值则为根据全球摩根大通 PMI 指数得到的估计值。

图表 56 预计 1 季度中国出口产品市场份额增速回升



说明: 中国的贸易伙伴选择了美国、欧盟、东盟、日本、韩国、印度、俄罗斯、澳大利亚、中国台湾、巴西、加拿大、沙特和南非。2016 年, 中国对这 13 个地区再加上香港的出口接近总出口的 83%, 由于中国对香港的出口绝大部分是转口贸易, 因此上图中的贸易伙伴不包括香港。中国出口市场份额为以上 13 个贸易伙伴的总进口中国产品的比例, 这些伙伴的总进口额为中国出口面临的外需, 相关数据由各伙伴国提供。图中 2017 年第 3 季度为估算值。中国主要贸易伙伴进口增速与中国在其市场份额增速之和大致决定了中国出口增速。

二、中国进口同比增速明显反弹

中国进口同比增速明显反弹, 从除欧盟、印度、巴西和中国香港外主要贸易伙伴进口和不同贸易方式进口增加支撑 1 季度进口增速

中国进口同比增速明显反弹, 从除欧盟、印度、巴西和中国香港外主要贸易伙伴进口和不同贸易方式进口增加支撑 1 季度进口增速增长的关键因素。2018 年 1 季度, 以人民币计, 中国进口总额 3.2 万亿元, 同比增长 11.7%; 以美元计, 进口总额 4969 亿美元, 同比增长 18.9%, 较上季度 12.6% 的同比增速提高 6.3 个百分点。其中, 1 月进口同比增速为 36.8%, 2 月进口同比增速为 6.3%, 3 月进口同比增速为 14.4%。

图表 57 中国进口增速的地区分布 (单位: %)

国家	总进口	美国	欧盟	香港	东盟	日本
2018 年 1 季度	18.9	8.4	17.7	-6.4	24.1	12.9
较上季度变化	6.3	3.2	-4.1	-0.4	7.3	1.8
国家	韩国	印度	俄罗斯	台湾	巴西	其他
2018 年 1 季度	17.2	9.1	31.9	23.6	25.5	26.8
较上季度变化	3.3	-24.6	7.1	11.6	-9.4	20.1

增长的关键因素。

分地区看，2018年1季度中国对除欧盟、印度、巴西和中国香港外的主要贸易伙伴进口增速均有所提高。其中，从东盟和欧盟进口同比增速分别为24.1%和17.7%，从台湾进口增速较上季度提高了11.6个百分点，达23.6%。从贡献率上看，从东盟和欧盟进口增长对总进口的贡献最高，分别为15.4%和11.9%；其次为台湾和韩国，贡献率分别为9.6%和8.7%；而从美国进口增长的贡献仅有4.0%。

从贸易方式看，1季度进口同比增速明显反弹，一般贸易、加工贸易和其他贸易方式的贡献率分别为65%、12.6%、22.4%。¹⁰其中，一般贸易进口同比增长20.7%，较上季度提高1.5个百分点；加工贸易进口同比增长10.7%，较上季度提高6.2个百分点；其他贸易方式进口同比增长24.5%，较上季度提高17.6个百分点。

从原因上看，尽管1-2月中国固定资产投资完成额累计同比增速达7.9%，较去年4季度同比增速显著提高5.8个百分点，但本季报分析认为这可能是由于春节统计错位引起的，投资是否强劲，仍需进一步观察。然而，2016年4季度以来外需回暖带动出口增速持续好转，可能加强了贸易企业对出口市场的信心，进而促使国内加大对进口中间品和资本品的投入。同时，1-2月国内消费者信心继续巩固增强，推高最终品进口需求。这两方面因素可能为开年进口增速大幅反弹提供了支撑（参见本季报中国经济专题和大宗商品专题）。

分产品看，机电产品和化石燃料（煤、油、天然气）进口增加是1季度进口同比增速提高的主要原因。¹¹其中，机电产品进口增速较上季度提高10.0个百分点，同比增速为22.2%。特别

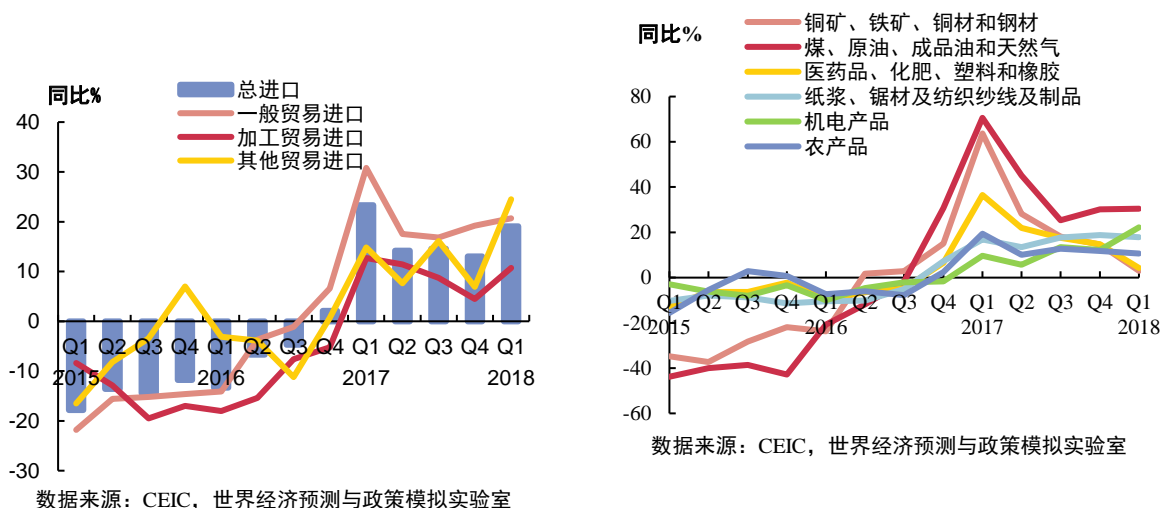
¹⁰ 2017年4季度一般贸易、加工贸易和其它贸易方式进口占总进口的比重分别为57.7%、24.2%和18.2%。

¹¹ 2017年4季度，农产品、铁矿-铜矿-铁材-铜材、煤-油-天然气、医药-肥料-塑料-橡胶、纸浆-锯材-纺织纤维纱线及制品、机电产品进口占总进口的比重依次为6.3%、6.2%、11.7%、4.8%、2.9%、48.1%。

机电产品和化石燃料进口增加是1季度进口同比增速提高的主要原因。

地，机电产品中高科技产品进口同比增速也较上季度明显提高，达25.1%。此外，1季度，煤、油、天然气产品进口同比增速依然高达30.4%，较上季度提高0.3个百分点。然而，1季度，农产品、铁矿-铜矿-铁材-铜材、医药-肥料-塑料橡胶、纸浆-锯材-纺织纤维纱线及制品进口同比增速依次为10.6%、3%、4.3%、17.8%，较上季度下降1.2、11.6、10.4和1个百分点。从贡献率上看，1季度，机电产品、化石燃料对总进口的贡献率分别为50.1%和21%。其中，机电产品的贡献率较上季度提高4.8个百分点，化石燃料的贡献率则下降2.6个百分点。

图表 58 中国进口增速的贸易方式和产品分布



说明：2016年1月中国海关将天然气纳入进口重点商品表中。因此，2016年之前，煤、原油、成品油和天然气产品同比增速中不包含天然气的进口同比变化。

三、货物贸易顺差同比下降

2018年1季度，以人民币计，中国货物贸易顺差额为3262亿元，同比增速为-28.3%；以美元计，顺差总额为484亿美元，同比下降19.8%（上季度增速为-0.5%）。其中，1、2和3月货物贸易顺差分别为206、338和-50亿美元。由于1-2月人民币对美元汇率大幅升值导致以人民币和美元计贸易顺差同比增速出现

货物贸易顺差同比下降

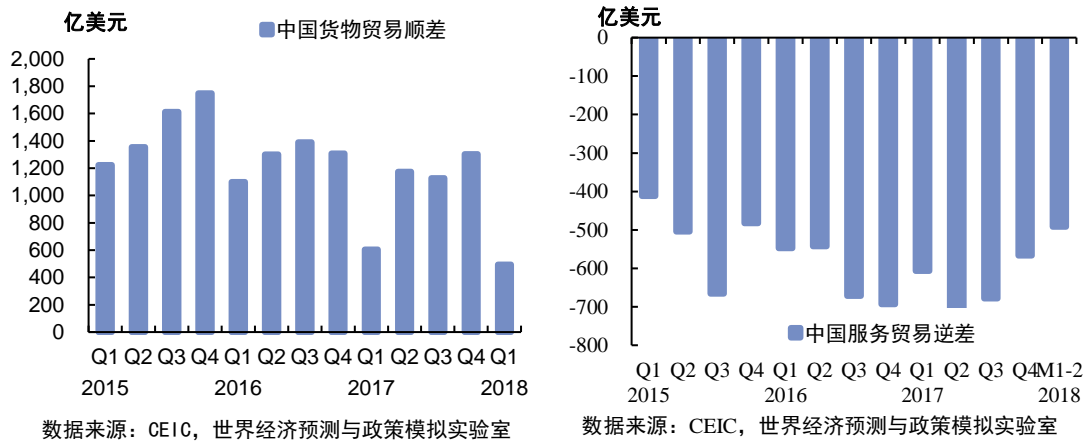
显著差异。从贸易方式看，1 季度，一般贸易顺差为 41 亿美元，较去年同期下降 24 亿美元；加工贸易顺差为 720 亿美元，较去年同期提高 3 亿美元。

1-2 月服务贸易逆差规模扩大。2018 年 1-2 月，中国服务贸易逆差为 491 亿美元，同比提高 27.3%，较上季度-18.3%的同比增速提高 45.6 个百分点。其中，境外旅行服务逆差为 429 亿美元，同比提高 19.1%，较上季度提高 42 个百分点。运输服务逆差为 100 亿美元，同比提高 35.7%，较上季度提高 19.2 个百分点。保险和养老金服务逆差为 13.7 亿美元，同比提高 86.4%，较上季度提高 87.5 个百分点。

上季度，货物和服务净出口对 GDP 增长的贡献为 2 个百分点。

2017 年 4 季度，货物和服务净出口对 GDP 增长的贡献为 2 个百分点，为 2015 年以来的最高水平。4 季度，中国货物贸易顺差 1306 亿美元，服务贸易逆差 567 亿美元。按人民币不变价计，4 季度，货物和服务净出口对 GDP 增长的贡献为 2 个百分点，明显高于去年同期-1 的百分点贡献度。

图表 59 中国货物贸易顺差及服务贸易逆差



四、外贸展望

2 季度出口有望继续保持较高增速，但同比增速较 1 季度可能下降。2000 到 2016 年，中国出口年均增速 15.4%，其中 8.4 个百分点来自出口市场份额增长的贡献，7 个百分点来自全球出

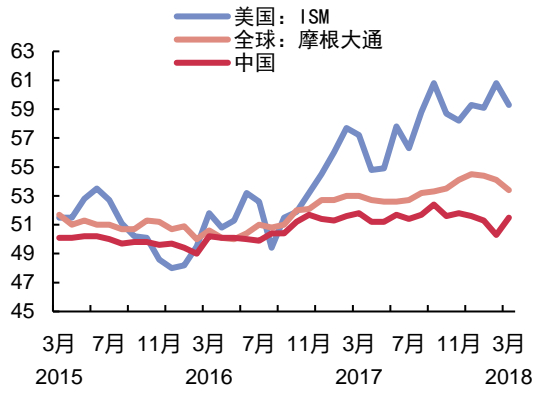
从外需和出口市场份额两方面看，2 季度出口有望继续保持较高增速，但 1 季度可能下调。

口市场增长，因此可从外需和出口市场份额两方面预测中国出口的变化。

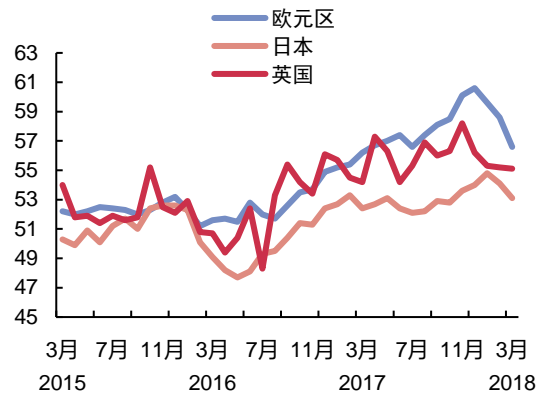
从外需看，全球摩根大通 PMI 指数尽管仍然处于高位，但已经出现了下滑，2 季度出口继续维持高速增长的压力加大。2017 年 12 月至 2018 年 2 月，全球摩根大通 PMI 指数平均为 54.3，仍位于历史高位水平。然而，分月看 PMI 指数出现下滑，从 2017 年 12 月的 54.5 逐步下滑到 2018 年 3 月的 53.4，其中 3 月较上月大幅下降 0.7 个百分点。分地区看，2 月和 1 月相比，除美国、南非、加拿大和巴西外，欧元区、日本、韩国和中国台湾等主要出口伙伴国制造业 PMI 指数均出现了不同程度地下降。此外，随着美国经济的逐步向好，美联储加息步伐或将加快，可能抵消特朗普政府减税计划对制造业的刺激效果。3 月，美联储宣布将联邦基金利率目标区间上调 25 个基点到 1.5%至 1.75 的水平，同时“FOMC 委员对适当货币政策的评估”集中在今年累计加息 3 次，部分委员甚至支持加息 4 次。

出口产品市场份额继续增长的空间收窄。2017 年 3 季度以来，13 个主要贸易伙伴从中国进口占其总进口的比重从 3 季度的 14.7%逐步上涨至 2018 年 1 月的 15.4%。然而，从增速上看，出口产品市场份额持续快速增长的空间已经收窄。2017 年以来，中国出口的市场份额增量在 3 季度达到峰值，为 1.3 个百分点，随后快速回落并趋稳。此外，近期中美贸易摩擦加剧，中国出口面临的不确定性因素大大增加。尽管美国贸易代表莱特希泽表示美国对华加征关税产品清单的公示天数将从 30 天延长至 60 天，意味着 6 月前中国企业面临全方面关税惩罚的概率较小，但中美间的巨额逆差和知识产权保护问题依然存在，长期摩擦的态势并没有发生根本转变。

图表 60 全球及主要经济体制造业 PMI



数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室



数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室

中国外贸数据概览：

1. 外贸总体

	(美元同比%、亿美元)			(美元同比%、亿美元)		
	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2015	2016	2017
出口	6	9.9	13	-2.6	-7.7	6.7
进口	14.6	13	19.1	-14.4	-5.5	15.9
出口额	5882	6354	5465	22829	20974	22804
进口额	4754	5051	4971	16806	15875	18423
货物贸易余额	1128	1303	494	6023	5099	4381

2. 地区出口

	(美元同比、%)			(规模、亿美元)		
	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2017Q3	2017Q4	2018Q1
出口	6	9.9	13	5882	6355	3721
美国	10.4	12.1	13.6	1175	1216	1000
欧盟	8.4	12.8	12.5	989	1022	904
香港	-3.2	1.6	12.1	712	872	650
日本	2.4	10.1	6.8	342	380	345
东盟	6.9	12.8	15.9	701	816	709
俄罗斯	11.1	10.4	22.1	122	116	103

3. 贸易方式

	(美元同比、%)			(规模、亿美元)		
	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2017Q3	2017Q4	2018Q1
一般贸易出口	7.7	15	19.3	3261	3451	3059
加工贸易出口	3.5	5.6	6.2	1940	2202	1766
其他贸易出口	5.4	1.3	4.9	711	729	637
一般贸易进口	16.8	19.2	20.7	2744	2913	3018
加工贸易进口	8.7	4.5	10.7	1144	1220	1046
其他贸易进口	16.1	6.9	24.5	851	918	908

数据来源：CEIC 数据库。

新专题：中国投资是否回暖：仍待观察¹²

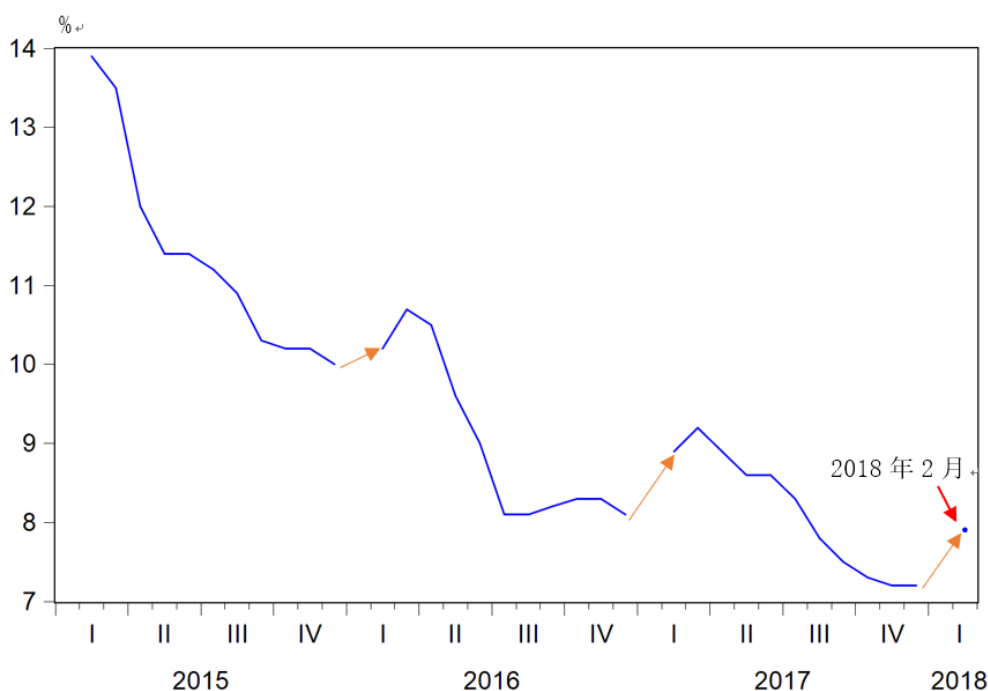
统计局3月14日发布数据显示，2018年1至2月份，固定资产投资同比增长7.9%，增速比2017年全年提高0.7个百分点。有媒体报道，这一增速大超市场预期。然而，固定资产投资增速真的超预期、真的回暖了吗？我们认为，目前的超预期只是统计数据错位造成的，并不是实际情况，投资是否超预期这一现象仍然尚待观察。

一、近3年的固定资产投资增速每年都是前高后低。

近3年来年初投资数据总是偏高

由于各年1月数据缺失，每年数据由2月份开始。2013至2017年，每年的2、3、4月份都是固定资产投资同比增速的高峰，其后同比增速逐月下降。其中，2015年末增速较年初峰值下降近4个百分点，2016年是近3个点，2017年是2个点。前高后低落差逐渐平缓，但是这种趋势仍然非常明显。

图表61 近3年的月度固定资产投资：同比增速每年前高后低



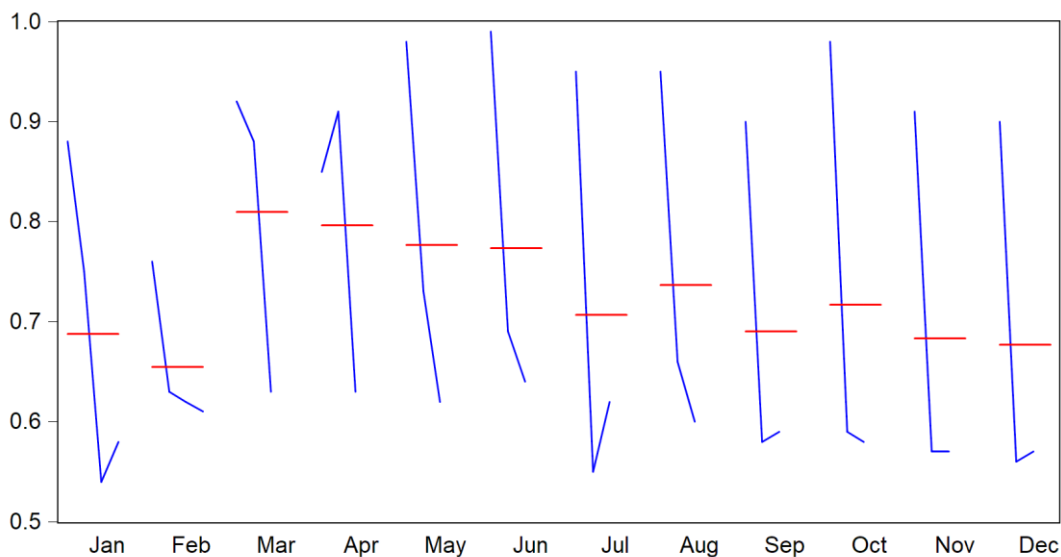
数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

¹² 作者为徐奇渊、冯蕾。

同比增速和季调环比均呈现出季节性

该数据仍然呈现出一定的季节性特征。同样的理由，固定资产投资增速的季调环比，其实也不是很“纯粹”。图 2 显示，季调环比每年在 3 月份达到高点，之后逐步下降。

图表 62 2015 年以来的月度固定资产投资：季调环比也不是很纯粹



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

数据说明：蓝色线是各年月度季调环比增速，起点为 2015 年，终点为 2017 年或 2018 年，红色线是对应月份的历史平均值。

4 月前投资增速还将比较好看

预计 2018 年 3 月和 4 月，固定资产投资增速还将继续稳定，甚至在 3 月份有可能进一步走强。按近几年的数据特征来看，今年 4 月前的投资增速仍将比较好看。但是，基于前述分析，这并不意味着固定资产投资增速已经走入乐观通道。

投资增速高是由于房地产开发投资强

二、那固定资产投资增速为什么这么高？

固定资产投资增速 7.9%，这一增速大超预期，主要是由于房地产开发投资超预期的达到了 9.9%。在 2017 年，房地产开发投资占到全部固定资产投资的 22%，过去多年来占比一直维持在 20%到 25%之间。与 2017 年全年增速 7.0%相比，房地产

房地产开发
投资强是因
为土地购置
费延期支付

房屋新开工
面积数据不
容乐观

开发投资增速提到了 2.9 个百分点（9.9%—7.0%）。因此，房地产开发投资的增速提升，直接拉动了固定资产投资增速额外上升约 0.6 个百分点。

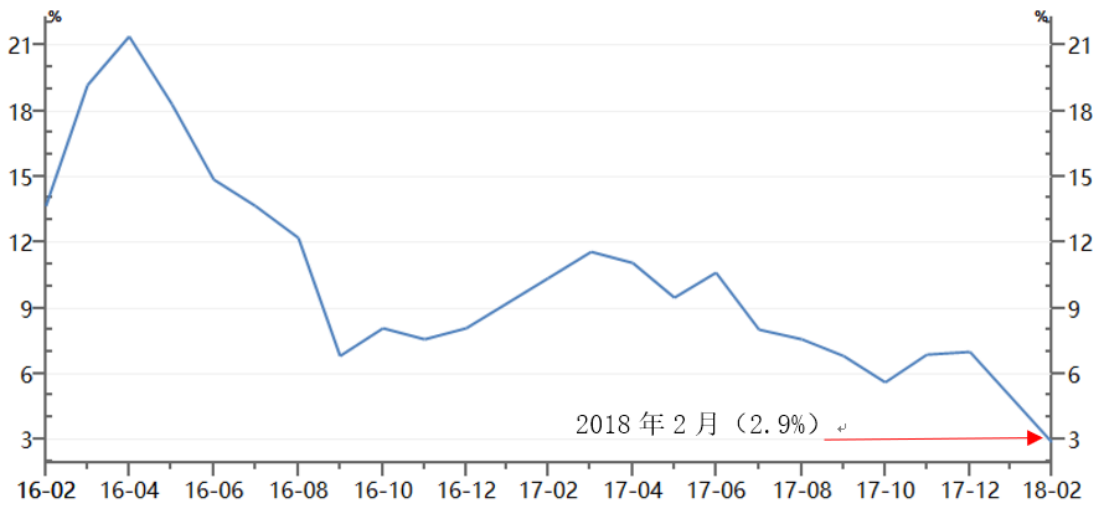
而房地产投资之所以超预期，是因为土地购置费延期支付，导致去年的购置计入了今年的投资。那为什么购置费要延期支付？这可能与 2017 年末地方政府财政收入超预期有关。

作为一个验证，我们可以观察固定资产投资的以下三类同比增速：建筑安装工程、设备工器具购置、其他费用，1 至 2 月三项同比分别为 7.0%、2.3%和 19.6%。其中，前两项均低于 2017 年全年同比增速，只有第三项“其他费用”大幅高出 2017 年全年同比增速 10.1 个百分点。而“其他费用”最主要的，正是“土地购置费”。因此，2018 年 1 至 2 月的房地产开发投资猛增，只是统计上错位，而不反映真实情况。可以预见，房地产投资增速应会逐渐回落。

三、固定资产投资增速到底是否乐观仍待观察

在此，我们看一个前瞻性的、比较可靠的指标——房屋新开工面积的累计同比增速，这一开工面积包括了住宅、办公楼、商业营用房在内。2018 年 2 月，该指标累计同比增速为 2.9%。在 2017 年 2 月，这一指标增速为 10.4%，2017 年全年，这一指标增速为 7%。2016 年全年则为 8.1%。目前，2.9%的增速已经是 2016 年以来各月数据的最低值。由此，固定资产投资增速可能的发展轨迹，可见一斑。不过基于年初数据的不稳定性，投资增速的趋势仍然有待观察。

图表 63 房屋新开工面积：累计同比增速



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

新专题：贸易争端背后的中美竞争力变化¹³

自特朗普竞选美国总统以来，中美贸易摩擦从口头威胁到逐步落地、扩大，涉及的内容从钢铁等传统产品发展到技术、知识产权和高科技产品，采取的方式也从普通的反倾销和反补贴调查延伸到“232”、“301”调查等非常规手段。尽管从双方的市场结构和在全球分工中的位置看，中美经贸关系的互补性远大于竞争性，但仍需注意到的是中美双边贸易失衡的规模仍在上升趋势中，美方挑起贸易争端的背后隐藏着企业的诉求。这种诉求并非是因为美国企业在华遭遇了有失公允的对待（事实上外商直接投资在中国常常享受“超国民待遇”），而是来自全球化背景下双方企业在中国乃至全球市场竞争关系的转变。

本文的研究发现，自中国加入WTO，中国企业在经济上实现了对以美国为代表的发达经济体的追赶。这表现为两个方面：第一，在中国市场，民营企业的增长步伐超过外资；第二，在全球市场，中国出口产品的复杂度不断提升，在高复杂度产品出口上实现了追赶。

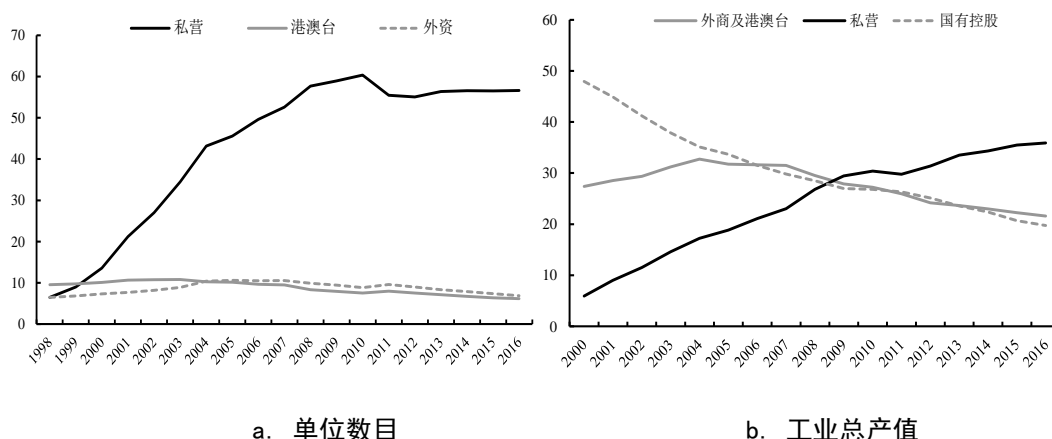
一、民营企业增长步伐超过外资

一是外资在华多个行业市场份额下降，二是国内民营企业盈利能力增长超过外资。

从市场份额看，尽管外资企业绝对规模提升，但相对规模则处于下降趋势。无论从企业数目，还是从工业生产总值看，金融危机后外资在华占比快速下降。外资企业工业产值占比从2004年32.7%的峰值下降至2016年的21.6%；相反，私营企业比重快速提升，从2000年的5.9%提升至2016年的35.9%。金融危机在对发达国家经济产生影响的同时，也波及到了在华外企，但却为中国的私营企业提供了发展机遇。

¹³ 作者为崔晓敏。

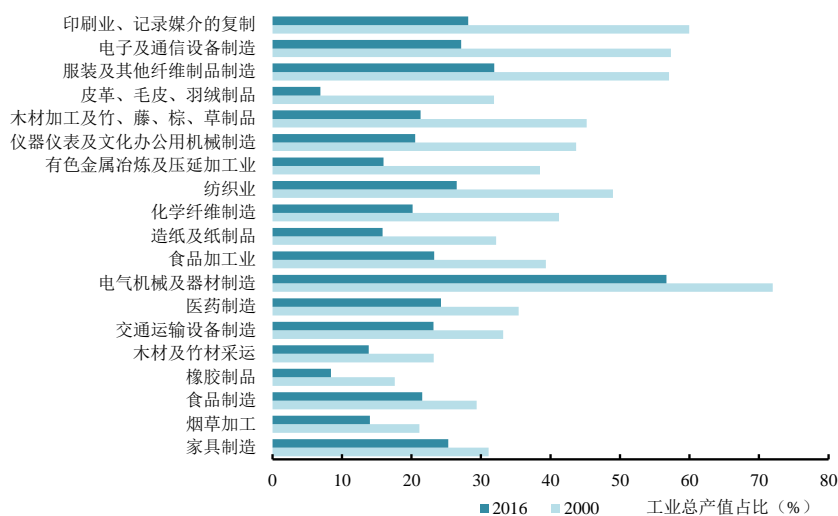
图表 64 1998-2016 年规模以上工业企业的所有制构成（单位：%）



数据来源：国家统计局。

从行业看，外资工业总产值占比下降最快的行业包括两类——“七大类传统劳动密集型产品”和机电产品，二者平均分别下降了 19.9 和 16.2 个百分点。其中，“七大类传统劳动密集型产品”占比下降的产品主要涉及纺织、服装、皮革和家具四类。服装和皮革工业产值占比下降约 25 个百分点，家具占比下降最少，也有 5.8 个百分点。机电行业中，“电子及通信设备制造业”产值占比大幅下降 30.2 个百分点，“仪器仪表及文化办公用机械制造业”下降 23.1 个百分点，交通运输设备制造行业也下降了 10.0 个百分点。相应地，国内民营企业在这些行业的地位则迅速提升。

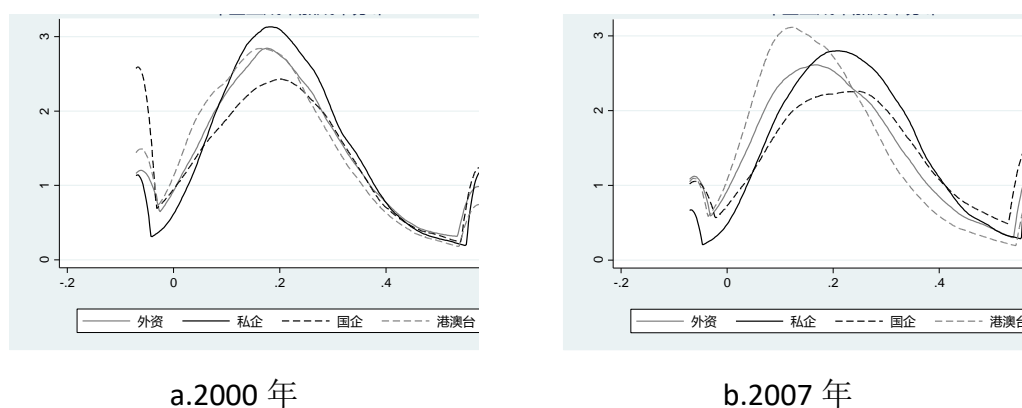
图表 65 2000-2016 年规模以上外资企业工业产值占比变化的行业分布



数据来源：国家统计局。

从成本加成率看，民营和国有企业的盈利能力增长步伐超过外资和港澳台企业。参考赵瑞丽等（2018）的研究，我们通过会计方法计算了 2000-2007 年工业企业的成本加成率，并按照所有制分组，以讨论不同所有制企业的盈利能力分布。¹⁴由图表 64 错误!未找到引用源。可知，2000 年，除国有企业成本加成率存在较多小于零的情况外，国企、私企、港澳台和非港澳台的外资企业的成本加成率分布基本重合；而到 2007 年，国有和民营企业的成本加成率分布整体明显向右迁移，而包含港澳台在内的外资企业盈利能力分布则较 2000 年变化不大。

图表 66 2000-2007 年规模以上企业成本加成率分布



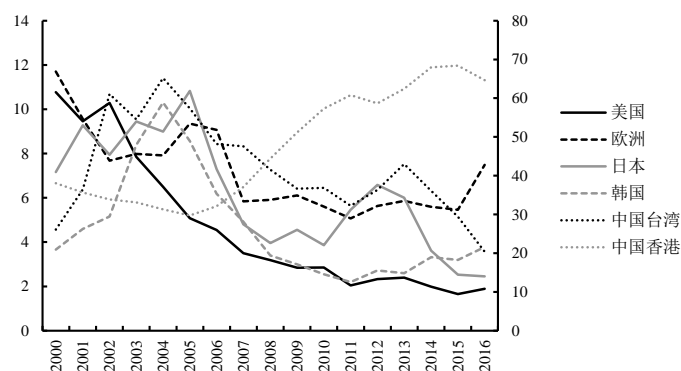
注：图中国企包含集体企业，私企包含法人和个人企业，但外资企业不包括来自港澳台的外资。
数据来源：国家统计局规模以上工业企业调查数据库和作者整理。

分行业看，外资成本加成率出现下降的企业主要集中在“七大类传统劳动密集型产品”和其它非机电产品行业。基于 2000 和 2007 年始终处于规模以上数据库的外资企业样本，成本加成率出现下降的企业中 56%来自于“七大类传统劳动密集型产品”，而“纺织服装、鞋、帽制造业”就占到三成左右；其次，则来自“文教体育用品制造业”、“非金属矿物制品业”和“电力、热力的生产和供应业”和“医药制造业”行业，占比依次为 9.9%、6.8%、4.5%和 3.7%；而通用、专用和交通运输设备三大行业总占比仅为 4.3%。

¹⁴ 2008 年以后，规模以上工业企业数据库不再提供企业生产的中间投入数据，导致在现有方法下难以估计 2007 年后的企业成本加成率。然而，考虑到 2008-2016 年外资企业占比依然处在下降的趋势中，因此可预测其成本加成率分布情况较民营和外资企业好转的可能性不大。

美资来华直接投资走低。除面临来自中国民营企业的激烈竞争外，外资企业内部也存在相互竞争。2000-2016年，除香港外，主要发达经济体来华直接投资占中国实际利用外资的比重呈整体下降的趋势。事实上，美国对华实际直接投资的绝对值在2002年以后即开始逐步下降。¹⁵相反，欧洲对华直接投资的绝对值则呈一路上涨势头，2007-2015年欧洲对华直接投资占比维持在5.7%左右，到2016年大幅提高至7.5%。韩国对华直接投资在金融危机后也开始好转。欧洲和韩国企业在生产技术上表现出明显的优势，他们对华投资的增加将可能与美资企业形成竞争。

图表 67 主要发达经济体对华实际外商直接投资占比



注：实际外商直接投资占比由各国对华实际外商直接投资与同期中国实际利用外资额相比得到。除香港外，其他国家均对应左侧坐标轴。

数据来源：Wind。

二、中美在第三方市场的竞争

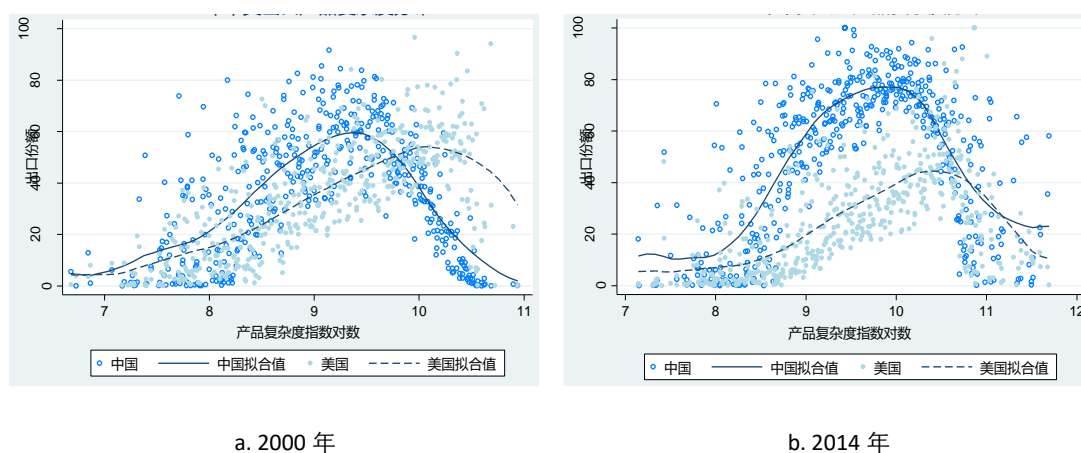
中国在高复杂度产品的出口上实现了对美国的追赶。以出口复杂度指数¹⁶衡量，中国2000年出口对应的收入水平为14643美元，2014年则增长到24014美元。2000-2014年，中国与美国、德国、日本和韩国等主要发达国家出口复杂度指数的差距明显收缩，平均下降约40.3%。更重要的是，2000年中国在高复杂度产品出口上市场份额明显落后于美国，而到2014年则实现了对美国的追赶。2000年，中美出口产品的复杂度前沿分布约在16400美元临界收入水平（以出口复杂

¹⁵ 对于美资企业在其他国家注册，然后进入中国投资的情况目前无法识别。

¹⁶ 产品的复杂度指数为所有生产该产品的国家的人均GDP按贸易占比的加权平均值(Hausmann等, 2007)。

度指数衡量)处相交,对应的出口份额在 50%附近。当低于这一临界收入水平时,中国的出口份额高于美国,具有明显优势;而当高于这一临界水平时,中国的出口份额低于美国,处于劣势地位。到 2014 年,中国出口产品的复杂度指数分布前沿几乎囊括了美国的前沿。即无论从高复杂度产品的出口范围,还是从规模上看,中国都实现了对美国产品前沿的追赶。

图表 68 2000–2014 年中美出口产品的复杂度指数分布



注：图中散点为中美出口占全球总出口的份额在不同复杂度产品（6 位 HS 编码）上的分布前沿，拟合线为分布前沿的多项式拟合。所有出口产品的分布包含前沿点和前沿点内部区域。

数据来源：张斌、王雅琦和邹静娴（2017）和作者整理。

美国在三类产品上感受到来自中国的激烈竞争。第一，低技术复杂度产品。2000 年，中国有 2442 类出口产品（6 位 HS 编码分类）的复杂度指数低于 16400 美元，到 2014 年中国在这其中的 548 项产品的出口市场份额超过美国。第二，高技术复杂度产品。2000 年，中国在近七成高技术复杂度产品（复杂度指数高于 16400 美元）上的出口市场份额低于美国，到 2014 年中国在其中 909 项高技术复杂度产品上出口份额超过美国。这些产品集中在“化学工业及相关产品”、“机械、电力、运输设备等”行业，有 33%为“机电、音像设备及其零件、附件”产品。第三，新产品。2014 年中国和美国出口产品的范围较 2000 年增加了 343 项，而中国在其中一半以上产品的出口市场份额超过美国。

图表 69 中国实现追赶的产品种类

占比 (%)	低技术复 杂度	高技术复 杂度	新产 品
化学工业及相关产品	10.9	18.7	15.1
七大类传统劳动密集型产品	26.8	12.9	8.9
贱金属及其制品	13.5	15.6	28.5
机械、电力、运输设备等	20.4	39.9	30.7
其他	28.3	12.9	16.8
产品总数	548	909	179

数据来源：张斌、王雅琦和邹静娴（2017）和作者整理。

中国企业竞争能力的不断增强引起了主要发达经济体的关注。当下，中美间贸易摩擦的激化也与中美企业间竞争加剧相关。外资企业在华市场份额下降和盈利能力增长不及国内民营企业，也解释了在本次贸易摩擦中为何以往支持中美经贸合作的美资企业并未挺身而出，而是寄希望于美国政府能在加强知识产权保护以及促使中国市场开放方面为其谋取新的利润点。4月10日，中国在博鳌亚洲论坛 2018 年年会上承诺将大幅度放宽市场准入、创造更有吸引力的投资环境、加强知识产权保护、主动扩大进口，这或许为未来双方扩大合作领域、避免直接竞争提供了新契机。

参考文献

张斌、王雅琦、邹静娴，《从贸易数据透视中国制造业升级》，《国际经济评论》，2017 年第 3 期。

赵瑞丽、孙楚仁和陈勇兵（2018）：《最低工资与企业价格加成》，《世界经济》第 2 期。

Hausmann R, Hwang J, Rodrik D, 2007, "What You Export Matters," *Journal of Economic Growth*, 12(1), 1-25.