

# 全球宏观经济季度报告

总览：2018 年夏季全球宏观经济运行与分析

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（即将发布）

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 肖立晟

李远芳 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。

<b>主 任</b>	张宇燕			
<b>首席专家</b>	张 斌	开放宏观		
<b>团队成员</b>	曹永福	美国经济	陆 婷	欧洲经济
	冯维江	日本经济	熊爱宗	新兴市场
	徐奇渊	中国经济	杨盼盼	东盟与韩国
	肖立晟	国际金融	李远芳	国际金融
	常殊昱	跨境资本流动	崔晓敏	对外贸易
	陈 博	大宗商品	顾 弦	大宗商品
	史明睿	科研助理		

联系人：史明睿

邮箱：[iwepceem@163.com](mailto: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。

## 2018 年第 2 季度中国外部经济环境总览

### ——2018 年夏季全球宏观经济运行与分析

1、2018 年 2 季度中国外部经济综合 CEEM-PMI55.3，较上个季度下降 1.2 个点。主要发达经济体和新兴市场经济体的经济景气程度均出现不同程度回落，全球经济自 2017 年以来开启的景气周期进入下半场。

2、2018 年 2 季度 CEEM 大宗商品价格较上个季度上涨 3.4%。主要来自石油价格上涨。

3、中国出口增速高位回落，劳动密集型产品出口增速显著下行，机电产品出口增速仍保持在较高水平。货物贸易顺差收窄，主要来自大宗商品进口价格和数量增长。

4、美联储加息进入下半场，美元显著升值，长期债券收益率上升，全球股票市场高位回落，部分外债负担较重的新兴市场面临资本流出和货币大幅贬值压力。人民币在 6 月份也出现显著贬值。

5、未来几个季度全球经济增长动力持续放缓，全球资本市场面临调整压力，中美经济周期不同步和中美利差分化带来资本外流和人民币贬值压力。中国需要在三个方面做好应对措施：保持内需稳定对冲外需下降、增加汇率弹性应对资本流动冲击、理性应对中美贸易争端。

## 一、 全球经济进入景气周期下半场

2018年2季度中国外部经济景气程度高位下行。2018年2季度中国外部经济综合CEEM-PMI<sup>1</sup>55.3，较上个季度下降1.2个点。主要发达经济体和新兴市场经济体的经济景气程度均出现不同程度回落，全球经济进入经济周期下半场。

图1 中国外部经济综合CEEM-PMI



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

美国经济景气程度高位回落。2018年2季度美国制造业PMI均值为58.7，非制造业PMI均值为58.2，分别比1季度回落1和1.2个点。2季度美国月均新增非农就业岗位21.1万，与1季度基本持平，失业率维持在3.8%~4.0%的历史低位，劳动力市场保持平稳改善的态势。

从支出角度看，消费和投资均处于高位。就业机会增加和工资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，美国1季度家庭净资产/可支配收入的比例达到6.8，高于1999年和2005年两次历史峰值。2季度密歇根大学消费者信心指数继续保持震荡上升态势。企业投资是近期美国经济的重要亮点。2018年初以来非国防资本品订单震荡上升，该指标对企业投资有先导指标的作用，订单攀升说明企业投资仍有增长动力，目前订单规模已经达到了过去三十年前历史周期高点（分别是2000、2008、2012年）的水平。2018年4~5月新屋开工量（折年率）

<sup>1</sup> China External Environment Monitor，根据主要对外贸易伙伴分布确定各国权重的PMI加权，简称CEEM-PMI。

均值为 132 万套，与 1 季度大致持平。二战以来美国新屋开工量的长期历史均值为 150 万套，2008 年金融危机之后受人口老龄化加速等因素的影响，业内人士一般认为美国新屋开工量的稳态值为 130 万套左右，目前的开工数量大致符合这种长期稳态。

**美联储再次加息。**美国失业率处于历史低位，通货膨胀有所提升并接近调控目标。5 月整体 CPI、核心 CPI 同比增速分别为 2.7% 和 2.2%，延续了去年下半年以来的上升态势。美联储更加看重核心 PCE 价格指数 5 月同比增速 1.95%，基本达到美联储设定的 2% 的通货膨胀调控目标。6 月 13 日美联储公开市场委员会宣布将联邦基金利率目标范围提高至 1.75%~2.0%，这是 2018 年第 2 次加息。根据 6 月的联邦基金利率预测点阵图，15 位投票者中有 8 位预计在 2018 年底前将把联邦基金利率上调至 2.25%~2.5%，如果按照这个预测在 2018 年内还有两次加息。

**美国财政政策轻微扩张。**特朗普政府税制改革法案已经通过并开始实施，其重要条款之一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，减税将对经济产生正向刺激作用。在 2018 财年的综合拨款法案中政府开支尤其军费开支有所增加。税收和政府开支的结合将会扩大美国联邦政府的财政赤字，对经济能够产生刺激作用，但幅度有限。

**欧元区经济景气程度再度回落，工业产出持续走弱。**在经历了 1 季度的下滑之后，欧元区 19 国综合采购经理人指数 (PMI) 于 2018 年 2 季度继续表现疲弱，综合 PMI 季度均值为 54.67，低于上季度的均值 57.03。制造业 PMI 表现尤为令人失望。2 季度欧元区制造业 PMI 均值为 55.57，较上季度的 58.27 大幅下滑，6 月制造业 PMI 更来到 55.0 的低位，创 18 个月以来最低记录。欧元区工业生产指数持续走弱。4 月欧元区 19 国工业生产指数环比下降 0.9%，是近 5 个月内第四次环比下降。能源生产下滑是整体工业产出下降的主要原因，4 月能源产出下降幅度高达 5%，耐用消费品产出则下跌 2.2%，月内产出扩张最大的是资本商品，扩张幅度为 1.9%。

**消费者和投资者信心持续下滑。**2018 年 6 月欧元区消费者信心出现大幅下滑，从 4 月的 0.3 降至 -0.5，为去年 10 月以来的首最低水平。欧元区企业投资信心跌至 20 个月新低，6 月 Sentix 投资者信心指数为 9.3，大幅低于预期的 18.5 以及前值 19.2。投资

者对欧元区经济增速的预期指数也暴跌至-13.3，为2012年8月以来新低，当时欧元区还深陷于欧债危机之中。

**欧央行将于年底之前结束资产购买，继续保持宽松货币政策。**6月14日议息会议上，欧洲央行维持三大基准利率不变，同时维持每月300亿欧元的购债规模到9月不变，10月至12月的月度购债规模为150亿欧元，将在12月底结束购债。此前市场认为2019年中欧洲央行可能加息，但是欧洲央行决定将保持利率不变至少至2019年夏天，低于市场预期。此次欧洲央行决议偏鸽的原因是经济基本面偏弱，经济增长和通货膨胀均还需货币宽松的支持。欧洲央行将2018年经济增长预期下调0.3个百分点至2.1%。

**日本经济景气程度轻微放缓。**2018年第2季度，日本制造业PMI为53.2，较上季度下降了0.8，服务业PMI为51.6，较上季度的51.5小幅提升。就业方面，第2季度失业率小幅下探，由上季度2.5%下降至2.4%，处于较充分的就业状态。4-5月季调有效求人倍率均值1.6，较第1季度1.59有所上升。物价涨幅回落，第2季度CPI和核心CPI同比增长率较上季度均有所下降。

**消费放缓，投资仍保持在较高水平。**2018年4至5月一般商品销售额同比下降1.8%，耐用品如汽车销售额同比下降1.7%。投资各领域情况参差不齐。房地产开发投资仍然较为疲软。同期新屋开工户数同比微增0.8%，较上季度的-8.2%有所回升；新屋开工住宅建筑面积同比下降1.1%，降幅较上季度的9.3%有所收窄。机械设备投资形势较好。第2季度4至5月机械订单金额同比增长10.8%，较上季度的6.7%有所提升。

**日本银行继续保持宽松货币政策。**2018年6月15日日本银行货币政策会议决定维持长期和短期利率操作和质化与量化宽松货币政策，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，维持资产购买计划不变，符合市场预期。

**金砖国家经济复苏态势有所放缓。**受宽松货币政策、高油价以及世界杯影响，俄罗斯经济仍维持复苏态势。巴西在卡车司机罢工以及政治局势不确定性上升的情况下，经



济复苏态势受到抑制。随着“废钞令”的影响逐步消退，以及税收改革的正向作用逐步显现，印度经济表现亮眼，但通胀上升和高油价为其带来风险。南非经济增速依然维持在较低水平，新总统推动南非经济增长仍面临挑战。因美联储持续加息推升美元，新兴经济体货币面临巨大贬值压力，部分国家货币危机和债务危机风险加大，同时，在通货膨胀上升的情况，新兴经济体货币政策立场逐渐从宽松转向紧缩，对经济拉动作用降低。全球贸易争端也将对新兴经济体出口和经济发展形成一定抑制。

**东盟经济景气高位盘整，韩国经济景气下行。**第 2 季度东盟总体制造业 PMI 平均为 51.1，韩国为 49.0。上半年，东盟各月制造业 PMI 保持在荣枯线之上，5 月 PMI 更是录得 2016 年中有数据以来的最高值 51.4。东盟六国中，第 2 季度仅有马来西亚的制造业 PMI 处于荣枯线之下，其余经济体的 PMI 均在荣枯线之上。相比第 1 季度，印度尼西亚、泰国、菲律宾和越南的 PMI 数值在第 2 季度进一步上升。然而，6 月数据显示 PMI 有下行态势，各国近期表现也显示经济高点已过。韩国季调制造业 PMI 第 2 季度均值为 49.0，低于第 1 季度的 50.0，3-6 月连续四个月处于荣枯线之下。韩国经济下半年仍然缺乏上升动能，预计增长难有显著起色。受到美元走强、美联储加息和中美贸易摩擦加剧等因素影响，资金从亚洲市场撤出，主要东盟国家和韩国的货币在第 2 季度对美元环比均出现贬值。其中印尼和菲律宾的货币贬值幅度较高。和去年同时期相比，印尼、菲律宾和越南的货币对美元贬值，其余国家在第 2 季度仍处于升值状态。

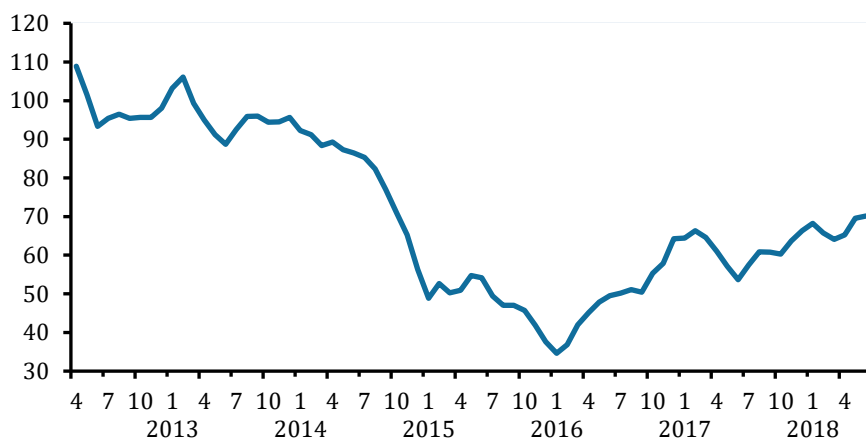
**大宗商品价格涨幅收窄。**2018 年 2 季度 CEEM 大宗商品价格<sup>2</sup>环比上涨 3.4%，涨幅较上季度进一步收窄。分类来看，2 季度石油价格相较上季度上涨 11.5%，OPEC 减产时间超预期以及美国库存下降对油价形成支撑；铁矿石价格较上季度下降 11.9%；大豆、钢铁、煤炭等大宗商品价格较上个季度均有 2-3% 的轻微上涨。农产品中，大

---

<sup>2</sup> 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。

豆、小麦、玉米价格全线回落，贸易战或降低美国部分农产品出口量，且下游猪价的低迷拖累了玉米的需求。

图 2 CEEM 大宗商品价格指数



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

**中国出口增速高位回落。**2018年4-5月，以人民币计，中国出口总额2.6万亿元，同比增长2%；以美元计，出口总额4124亿美元，同比增长12.5%，较上季度13.9%的同比增速下降1.4个百分点。中国对美国和欧盟出口增速较上季度均回落约3个百分点；对中国台湾下降3.7个百分点；对日本和韩国分别上升3和11.6个百分点，对中国香港基本持平；对东盟上升1.6个百分点。七大类传统劳动密集型产品出口同比增速较上季度大幅下降7.2个百分点至-2.0%，是2017年1季度以来的最低水平。机电产品出口增速较上季度小幅下降0.5个百分点，同比增速为14.8%，依然位于高位。特别地，机电产品中高新科技产品出口同比增速达19.2%。中国的出口增速回落与全球出口增速表现高度一致，而后者则与全球制造业景气程度高位回落表现相一致。



图3 全球贸易增速高位回落



数据来源：WTO、Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

## 二、 美联储加息影响发酵

全球金融市场风险略有平复，但相比去年已升高一个台阶。2018 年第 1 季度全球金融市场风险出现显著扬升，VIX 指数一度攀升至近 40 的水平。进入 2 季度后，总体风险预期略有回稳迹象，但当前金融市场隐含波动率水平相比去年已明显提升。同样的，反映大型机构信用风险的 TED 利差虽然在二季度有所回落，但基本维持在 40 个基点左右，亦明显高于去年平均水平。

美元回升，部分新兴市场货币大幅贬值。美元指数平均相比上季度提升 2.82%，季末已升至 95 左右。美联储加息进程的前半段，恰逢全球经济走强，加息对全球资本流动和美元的影响未能凸显。进入 2018 年以后，全球经济景气程度开始高位调整，外债负担较重的部分新兴市场经济体感受到了更明显的压力。阿根廷、巴西、土耳其、俄罗斯等外债较高国家的货币在 2 季度大幅贬值，一个季度内贬值幅度分别为 43.2%、22.7%、17.8%和 11.8%。韩元、印度卢比和人民币在二季度内的贬值幅度也达到 5-7 个百分点。

表 1 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	92.68	90.14	2.82	标普 500	2703.62	2733.33	-1.09
欧元	1.19	1.23	-3.02	德国 DAX	12670.55	12634.95	0.28
日元	109.14	108.31	-0.77	日经 225	22356.11	22332.82	0.10
人民币	6.38	6.36	-0.30	上证综指	3084.32	3325.38	-7.25
雷亚尔	3.61	3.24	-11.17	巴西 IBOVESPA	80079.81	83435.47	-4.02
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	1.81	1.51	29.22	美国	2.92	2.76	16.21
欧元	-0.42	-0.42	-0.09	欧元	0.55	0.67	-11.83
日本	-0.05	-0.04	-0.94	日本	0.05	0.06	-1.45
中国	2.82	2.85	-3.21	中国	3.64	3.87	-22.65
印度	5.94	5.90	3.58	巴西	10.58	9.75	83.18

注：原始数据来源于 Wind 数据库，经笔者计算。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，除货币市场和债券市场利率变动外，其余变动幅度单位为百分点。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。

**发达经济体股市高位震荡，新兴经济体先行回落。**发达经济体股市继 1 季度急挫之后在 2 季度出现补涨，除法国股市外其他股市多未重登新高。主要新兴经济体中，除印度股市跟随发达经济体走势外，其他股市先行从近两年峰值明显回落。发达经济体和新兴经济体股市分化，凸显金融风险上升压力在全球金融市场的不均衡传导。全球资金回流压力率先反映在前期国内已积累一定金融风险的新兴市场中。

**部分新兴市场加息应对资本流出压力，长期国债利率攀升。**阿根廷、土耳其、印度、沙特、墨西哥、捷克等国央行均在 6 月实施了升息，其中，为应对资本流出压力，阿根廷、土耳其实施了连续升息的策略，分别将政策利率提升至 40%、17.75% 的高位。其余新兴市场国家中，沙特、墨西哥、印度等国或出于货币贬值压力跟随美联储，或出于油价上升可能造成的通胀压力也实施了升息。全球主要发达经济体与新兴经济体的长期国债市场走势也出现分化。欧元区 and 日本的 10 年期国债收益率小幅波动，平均水平相比上季度甚至略有回落。美国 10 年期国债收益率平均相比一季度上升 16.2 个基点，升幅相对一季度收窄了大半。新兴经济体中，土耳其、巴西等国长期国债收益率等急升，分

别达到 12%和 16%左右的高位。阿根廷在 5 月拍卖了 5 年期和 8 年期国债，但得标利率分别高达 20%和 19%。

**跨境资本流动基本稳定，货币政策分化引发人民币汇率贬值。**2018 年 3-5 月，银行代客涉外收入与支出总额为 1.7 万亿美元，同比增长 21%。其中，银行代客涉外收入为 8600 亿美元，同比增长 24%，银行涉外支出为 8800 亿美元，同比增长 18%，涉外收付款逆差 250 亿美元。银行结售汇顺差为 200 亿美元，跨境资本流动基本稳定。2018 年 6 月，美联储议息会议释放今年加息四次的信号，叠加中国央行降准操作，人民币汇率贬值压力骤然上升。短短一个月，人民币汇率从 6.4 最高贬值至 6.7，贬值幅度达到 4.5%，带动 CFETS 指数贬值接近 2%。

### 三、 展望与对策

未来的几个季度全球经济增长势头会逐渐下降。支撑本轮经济反弹的主要力量并非技术进步、人口红利、制度改革或者其他长期可持续的因素，而是较低的利率环境刺激消费和投资支出。随着美联储货币政策收紧，全球范围的长期利率和全球资本市场面临调整压力，势必会对未来的投资和消费开支带来不利影响。全球金融市场对经济走势和政策变化预期更加敏感，也面临更大的调整压力。

**中国未来面临资本流出和人民币贬值压力。**短期资本流动虽然整体规模不大，但是幅度剧烈，最近十年很明显地主导整个外汇市场的短期供求变化。尽管中国还保持一定的资本管制措施，但短期资本流动变化仍与中美利差高度相关。这个现象背后的原因在于中美利差反映了中美两国的经济景气程度和资金成本差异。中美利差扩大的时候，中国经济相对于美国更加景气，中国的资金成本更高，企业愿意把钱留在国内投资，也愿意从海外借债，形成资本净流入；中美利差收窄甚至为负的时候，美国经济相对中国更加景气，中国的资金成本低，企业在国内投资机会和收益受限制，也愿意优先偿还海外债务，形成资本净流出。这个现象也说明，中外经济基本面的相对变化，而并非所谓货币超发引发资本外逃和大量民间资本转移到海外，才是短期资本流动背后的主导力量。

中美利差正处于收窄阶段，未来会面临资本净流出压力。近期，由于中国对地方政府隐性债务和银行表外业务的治理措施，企业资金成本处于高位，企业海外投资意愿不

高，海外借债意愿高，支撑了资本净流入。但不久的未来资本净流入局面会逆转。较高的经济景气环境下美联储仍处于加息进程当中，而中国货币当局在经济放缓环境下已经开始通过降低准备金率、放宽 MLF 抵押品范围释放货币政策放松信号。中美两边的经济景气程度差异和货币政策走势分化会带来资金净流出压力。与 2014-2016 年的资本净流出相比，本轮中国经济放缓中去产能和去杠杆压力较小、经济下行压力较小，汇率和资本项目管理政策积累了更丰富的经验，资本净流出压力较小。

人民币将面临贬值压力。资本净流出会对人民币形成贬值压力。除此以外，人民币定价规则中还包括了篮子货币因素，美元指数走强也会导致人民币贬值。美元指数走向难以预测，从历史经验来看，全球经济进入不景气阶段时美元的避险功能凸显，相对收益也更有吸引力，支撑更强的美元。未来资本流出带来的人民币贬值压力很可能会叠加美元指数走强带来的人民币贬值压力。

**中国出口增速将回落至个位数增长区间。**进出口贸易、全球工业品价格和全球经济景气程度高度相关。随着全球经济进入景气周期下半场，全球贸易增速将随之回落，中国出口增速也将回落，受影响更明显的是投资品和耐用品出口。中国出口增速可以分解为两个部分之和：全球出口增速和中国在全球出口中的市场份额增速。中国除了面临全球出口增速回落，还会面临在全球出口中的市场份额增速回落。中国出口市场份额增速回落是长期趋势，已经持续了十多年但处于小幅的正增长区间，未来还会持续回落。出口市场份额增速回落和进入负增长区间是走向高收入国家进程中的普遍现象。当今的高收入经济体市场份额增速都处于负增长区间，背后的原因在于出口部门相对于国内服务业部门在吸引资源方面的吸引力下降，资源更多配置到服务于国内市场的部门是更优化的资源配置格局。在全球出口增速和出口市场份额增速两股力量同时放缓的合力下，中国出口增速将向全球出口增速上方 1-2 个百分点靠拢，进入个位数增长区间。

**对应外部环境变化的三个重点举措。对冲外部经济走缓需要做好扩大内需准备，保持宏观经济和金融市场的稳定。**保持总需求稳定的关键标志是将 GDP 通胀因子保持在 2-5% 的区间。将价格水平保持在这个区间是对合理的工业品价格和利润、投资、商业信心、就业等一系列关键经济指标的支撑，也有利于把杠杆率维持在相对稳定水平。不仅如此，上述宏观经济指标稳定对于减少资本外流压力也是最有力的保障。

保持宏观经济稳定需要多方面的手段,重点工作一是维持基础设施建设在合理增速(依据日本、韩国、台湾等经济体经验,城市化率达到 70%以前基建投资增速稍高于 GDP 名义增速,中国今年的基建增速显著低于 GDP 名义增速)。二是优化信贷环境,降低企业融资成本。资产新规和地方隐性债务治理会带来信用收缩,需要在堵住后门的同时尽快打开前门,这样才不会被再次打开后门。打开前门的重点一是尽快推出 REITs 为代表的权益类资产工具,二是地方政府基础设施建设的多元化融资体制建设。三是防范局部的市场违约引发更大范围的市场恐慌情绪,重点关注地方融资平台的债务市场。

**保持定力,利用汇率价格弹性自发平抑短期资本流动。**利用市场化的汇率价格波动自发平抑短期资本流动是发达国家普遍采用的做法。中国过去一直担心市场化的汇率波动幅度过大,采用持续干预外汇市场的方式平抑汇率价格波动,为此付出的代价是汇率贬值/升值预期迟迟不能消散,资本单边流动进一步加剧,外汇储备大量消散/积聚,基础货币供应受到严重冲击并威胁到国内宏观经济和资产价格稳定。教训已经非常深刻,不能再为了并不一定会出现的汇率剧烈波动而牺牲掉国内宏观经济。新一轮资本流动冲击面前,留足汇率弹性,就是给国内整体宏观经济稳定留下了更充裕的空间。

**理性应对中美贸易争端。**中美贸易争端对实体经济的影响还没有充分显现出来,真正的威胁并非中美贸易争端中双边的关税税率上升,这对贸易和 GDP 的影响都有限。真正的威胁是中美双边贸易争端激化双边进一步的情绪化政策出台,双边政策被迫陷入恶性循环,这对贸易、投资以及长远的经济发展和社会稳定造成严重破坏。



## 专题报告预览

### 美国：增长高于趋势，通胀略有提升

美国制造业 PMI 略有动荡仍处于高位，消费平稳增长，企业投资较为强劲，GDP 增速高于长期趋势。就业岗位稳步增加，失业率处于历史低位；受国际大宗商品价格上涨和劳动力市场收紧的影响，通货膨胀逐步上升并接近 2% 的调控目标，美联储的加息预期进一步增强。美国宏观经济运行处于相对理想的状态，但这种状态还能持续多久值得关注。

### 欧洲经济：增长放缓，通胀加速

2018 年二季度欧元区经济增长放缓，综合及制造业 PMI 指数表现疲弱，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。不过欧元区失业率继续刷新 9 年最低，为经济增长的持续奠定了基础。受能源价格上行的支撑，欧元区通胀表现超预期，不断向欧央行目标靠拢，但剔除能源食品价格后的核心通胀则继续保持在 1% 左右，使得欧央行货币正常化进程节奏依旧缓慢。美欧贸易争端升级，意大利新政府增加了欧洲一体化政治风险，为欧元区下一阶段的经济增长埋下隐患。预计欧元区三季度 GDP 同比增速平稳，约 2.1% 左右，通胀则在能源价格的支撑下继续小幅上行。

### 日本经济：外需和私人消费支持缓慢复苏

2018 年第 2 季度，日本经济由上季度的负增长走出，呈现缓慢复苏态势。制造业 PMI 为 53.2，较上季度下降了 0.8，服务业 PMI 为 51.6，虽然较上季度的 51.5 小幅提升，但同比来看下降了 2.3%，两者均在荣枯线上方，显示日本景气仍在复苏区间。就业方面，第 2 季度失业率小幅下探，由上季度 2.5% 下降至 2.4%，处于较充分的就业状态。4-5 月季调有效求人倍率均值 1.6，较第 1 季度 1.59 有所上升，这意味着日本劳动力市场上职位供过于求的情况有所加剧。物价涨幅回落，第 2 季度 CPI 和核心 CPI 同比增长率较上季度均有所下降。

### 新兴市场国家：经济复苏有所放缓

2 季度金砖国家经济复苏态势有所放缓。受宽松货币政策、高油价以及世界杯影响，



俄罗斯经济仍维持复苏态势。巴西在卡车司机罢工以及政治局势不确定性上升的情况下，经济复苏态势受到抑制。随着“废钞令”的影响逐步消退，以及税收改革的正向作用逐步显现，印度经济表现亮眼，但通胀上升和高油价为其带来风险。南非经济增速依然维持在较低水平，新总统推动南非经济增长仍面临挑战。因美联储持续加息推升美元，新兴经济体货币面临巨大贬值压力，部分国家货币危机和债务危机风险加大，同时，在通货膨胀上升的情况，新兴经济体货币政策立场逐渐从宽松转向紧缩，对经济拉动作用降低。与此同时，全球贸易争端愈演愈烈，不仅会危害全球贸易和世界经济复苏，也将对新兴经济体出口和经济发展形成一定抑制。

### 中国经济：工企利润增速稳定、结构分化

2018年1-5月规模以上工业企业利润为27298亿元，少于去年同期的29047亿元，按此计算增速应该是-6%，而官方公布增速为16.5%。一个初步的回答是：由于统计范围发生变化，符合规模以上标准的企业名单、数量一直都在发生变化。因此，利润总额的统计样本是不可比的，而官方公布的增速16.5%可比，所以两者存在差异。具体地，今年以来退出“规上”行列的企业净数量已经超过6000家。但是上述回答又产生了新的问题：退出规上的企业净数量超过了6000家，这本身不就是一种经济周期的体现吗？如是，可比增速是否高估了整体规上的工业企业增速？这是本文试图要回答的问题。本文最后将指出：规上工企的利润增速稳定，但是结构出现了显著分化。

### 东盟与韩国经济：东盟经济景气高点已过，韩国经济下行压力上升

东盟经济景气高位盘整，韩国经济景气下行。第2季度东盟总体制造业PMI平均为51.1，韩国为49.0。上半年，东盟各月制造业PMI保持在荣枯线之上，5月PMI更是录得2016年中有数据以来的最高值51.4。东盟六国中，第2季度仅有马来西亚的制造业PMI处于荣枯线之下，其余经济体的PMI均在荣枯线之上。相比第1季度，印度尼西亚、泰国、菲律宾和越南的PMI数值在第2季度进一步上升。然而，6月数据显示PMI有下行态势，各国近期表现也显示经济高点已过，东盟经济下半年表现将总体不及上半年。韩国季调制造业PMI第2季度均值为49.0，低于第1季度的50.0，3-6月连续四个月处于荣枯线之下。韩国经济下半年仍然缺乏上升动能，预计增长难有显著起色。

受到美元走强、美联储加息和中美贸易摩擦加剧等因素影响，资金从亚洲市场撤出，主要东盟国家和韩国的货币在第2季度对美元环比均出现贬值。其中印尼和菲律宾的货币贬值幅度较高。和去年同时期相比，印尼、菲律宾和越南的货币对美元贬值，其余国家在第2季度仍处于升值状态。

### 金融市场专题：美元单边走强，新兴市场首当其冲

2018 年第二季度全球金融市场风险略有平复，但相比去年已升高一个台阶。这使得美联储升息开始对全球资金流向和货币走势施加更大的影响。美元显著回升，新兴市场多个金融市场遭受冲击。发达经济体股市高位震荡，新兴经济体多先行回落。虽然整体上全球货币市场尚未出现大幅异动，但多个新兴经济陆续开始升息。受资本外流影响，部分新兴经济体长期国债利率已显著攀升。预计下半年存在全球金融市场风险出现急升的可能性，美元指数仍存在进一步上升空间，新兴市场则可能遭遇进一步金融冲击。

### 大宗商品专题：进入均衡区间，上升动力有限

2018 年 2 季度大宗商品价格小幅上涨，但涨幅进一步缩小。油价上涨是推升大宗商品价格的主要因素，主要受到 OPEC 减产时间超预期和美国库存下降影响。金属普遍震荡下行，房地产调控对金属需求造成压力。农产品价格回落，贸易战和下游需求低迷拖累整体需求。在美元整体上涨的背景下，预计大宗商品价格仍将普遍承压，升势或进一步放缓，价格进入振荡期。

### 外贸专题：出口增速回落、进口增速继续提升

2018 年 4-5 月，中国出口（美元）同比增长 12.5%，较上季度 13.9% 的同比增速下降 1.4 个百分点。出口同比增速的下降来自于外需和出口市场份额增速的共同作用。4-5 月，进口同比增长 24%，较上季度提高 5 个百分点；货物贸易顺差总额为 523 亿美元，自 3 月起顺差规模不断收窄；服务贸易逆差规模继续扩大。考虑到全球经济景气程度已经下行，中美双边关税措施相继落地，3 季度出口增速继续回落压力加大。

### 三个原因导致开年贸易顺差收窄

2018 年以来的贸易顺差收窄并非短期现象，而是 2016 年以来的趋势性变化。这一轮货物贸易顺差收窄来自于机电音像设备、纺织制品贸易顺差增速放缓，以及矿产品贸易逆差的扩增。展望未来，随着本轮经济回暖周期见顶，国际能源市场供求将重返平衡，矿产品赤字扩大的趋势将有所缓和。不过，中美贸易战又加剧了中国对外贸易，特别是在机电产品贸易上的不确定性，需警惕这一冲击对中国贸易盈余的影响。

### 人民币贬值下企业部门会大规模去外债吗

本文判断当前出现类似于 2015 至 2016 年连续大规模资本外流的可能性较低。原因有三: (1)当前企业部门外债以长期负债为主, (2)企业部门海外收入逐年上升, (3)借债企业管理汇率风险的意识大大增强。局部风险上, 需要重点关注短期借款占比高、海外收入少和长期负债压力大的行业。