

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（已发布）

专题：美国 欧洲 日本 金砖国家 中国 东盟与韩国

金融市场 大宗商品 外贸

撰稿人 张 斌 曹永福 陆 婷

冯维江 熊爱宗 徐奇渊

杨盼盼 肖立晟 李远芳

常殊昱 顾 弦 陈 博

崔晓敏

中国社会科学院世界经济与政治研究所

全球宏观经济研究室

《全球宏观经济季度报告》由中国社会科学院世界经济与政治研究所全球宏观经济研究室为您提供。

中国社会科学院世界经济与政治研究所

全球宏观经济研究组

顾问	张宇燕			
首席专家	张 斌		姚枝仲	
团队成员	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	顾 弦	大宗商品
	陈 博	大宗商品	吴海英	对外贸易
	崔晓敏	对外贸易	熊婉婷	金融政策
	王 地	宏观经济	史明睿	科研助理

联系人：史明睿

邮箱：iwepceem@163.com

电话：(86)10-8519 5775

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与政治研究所全球宏观经济研究组所有，未经本研究组许可，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，本研究组保留法律追责权。

目录

美国：增长高于趋势，通胀略有提升 01

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升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：增长放缓，通胀加速 07

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 15

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。

金砖国家：经济复苏有所放缓 22

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 27

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。

东盟韩国：东盟经济景气高点已过，韩国经济下行压力上升 34

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。

全球金融市场：美元单边走强，新兴市场首当其冲 48

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。

大宗商品市场：进入均衡区间，上升动力有限 54

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 61

2018年2季度，中国出口（美元）同比增长12.1%，较上季度13.9%的同比增速下降1.8个百分点。出口同比增速的下降来自外需和出口市场份额增速的共同作用。2季度，进口同比增长20.4%，较上季度提高了1.3个百分点；货物贸易顺差总额为948亿美元，同比下降226亿美元；4-5月服务贸易逆差规模同比扩大110亿美元。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。

新专题：三个原因导致开年贸易顺差收窄 73

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大。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。

新专题：人民币贬值下企业部门会大规模去外债吗 81

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。

图表目录

图表 1	制造业 PMI 略有动荡但仍处于高位	1
图表 2	汽车销量有所回调（折年率，百万辆）	2
图表 3	资本品订单处于上升通道（单位：百万美元）	3
图表 4	失业率处于历史低位	4
图表 5	通货膨胀有所提升（同比，%）	5
图表 6	PMI 高位回落，工业产出持续走弱	8
图表 7	通胀水平逐渐向目标靠拢	9
图表 8	失业率继续缓慢下行	10
图表 9	消费者信心持续下滑	11
图表 10	企业投资增速放缓	11
图表 11	贸易账户盈余缩窄	12
图表 12	日本经济继续缓慢复	15
图表 13	消费和房地产投资疲软	16
图表 14	出口同比增长率小幅回升	17
图表 15	日本东京日经 225 指数仍在高位	18
图表 16	日元对美元小幅贬值	18
图表 17	日本对华进口和出口增速双双回升	19
图表 18	日本对华直接投资同比增长率高于对世界直接投资增长率	20
图表 19	日本季调实际 GDP 环比折年率	21
图表 20	中国与金砖国家贸易情况	25
图表 21	金砖国家数据概览	26
图表 22	1997 年 1 月至 2018 年 5 月：两个利润增速只有 4 次较大差异弱	29
图表 23	2015 年以来：与去年同期相比，规上企业的数量变化	31
图表 24	工业企业利润增速稳定，但利润负增长行业数量攀升（各年度 1 至 5 月）	33
图表 25	工业企业亏损数量在 2018 年明显上升：各年 1 至 5 月份累计	33

图表 26	东盟六国与韩国的制造业 PMI	34
图表 27	东盟六国与韩国货币对美元走势	35
图表 28	印尼宏观经济数据概览	36
图表 29	泰国宏观经济数据概览	38
图表 30	马来西亚宏观经济数据概览	40
图表 31	新加坡宏观经济数据概览	42
图表 32	菲律宾宏观经济数据概览	43
图表 33	越南宏观经济数据概览	45
图表 34	韩国宏观经济数据概览	47
图表 35	全球金融市场主要指标变动	48
图表 36	全球金融市场风险状况图	49
图表 37	主要发达和新兴经济体汇率走势一览	50
图表 38	全球主要发达与新兴经济体股市走势一览	51
图表 39	全球主要发达与新兴经济体货币市场走势一览	52
图表 40	全球主要发达与新兴经济体长期国债市场走势一览	52
图表 41	2 季度大宗商品价格涨幅进一步收窄	54
图表 42	大宗商品价格上涨后进入震荡区间	54
图表 43	2 季度石油上涨后进入震荡区间	55
图表 44	2 季度 OPEC 产量持续下降	55
图表 45	2 季度美国商业库存超预期下降	56
图表 46	中国原油进口需求稳中有降	56
图表 47	北美活跃钻井数再创新高	56
图表 48	欧洲需求仍然稳中有升	56
图表 49	铜矿砂及其精矿进口价格小幅上升	57
图表 50	中国钢材进口价格小幅上升	57
图表 51	LME 铜价与铝价小幅回落	57
图表 52	国际铁矿石价格回落	57

图表 53	农产品现货价格小幅回落.....	59
图表 54	CBOT 大豆与玉米价格回落、小麦价格上升.....	59
图表 55	全球贸易增速高位回落.....	62
图表 56	中国出口增速的地区和产品分布.....	63
图表 57	预计 2 季度外需增速将回落.....	65
图表 58	预计 2 季度中国出口产品市场份额同比增速回落.....	66
图表 59	中国进口增速的地区分布（单位：%）.....	67
图表 60	中国进口增速的贸易方式和产品分布.....	68
图表 61	中国货物贸易顺差及服务贸易逆差.....	70
图表 62	全球及主要经济体制造业 PMI.....	71
图表 63	中国外贸数据概览.....	72
图表 64	两个数据来源下的中国货物贸易顺差情况（单位：亿美元）.....	74
图表 65	贸易差额的行业分布（单位：千亿美元）.....	75
图表 66	价格因素对矿产品进口的影响.....	76
图表 67	经济景气程度和对外贸易.....	77
图表 68	中国机电产品贸易的主要国别分布.....	78
图表 69	中国纺织原料及制品的主要出口目的国分布.....	79
图表 70	人民币年度汇率波动与中国企业美元债年度发行额.....	81
图表 71	中国企业部门美元债额及美元借款余额.....	82
图表 72	企业部门美元借款.....	83
图表 73	国企与非国企的美元借款.....	84
图表 74	高美元负债部门的美元借款结构.....	86

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。

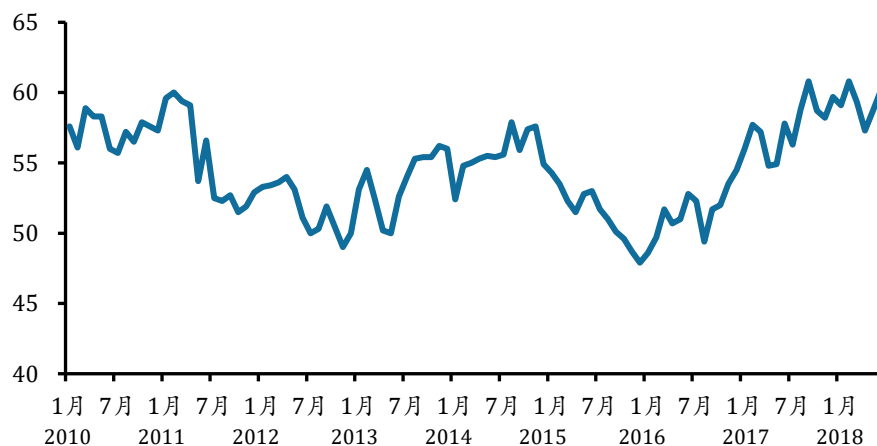
一、经济运行态势

PMI 处于高位

PMI 处于高位。今年 4~6 月供应商协会公布的美国制造业 PMI 均值为 58.7，非制造业 PMI 均值为 58.2，尽管比 1 季度略有回落，但两者都显著高于 50 的荣枯线并且仍然处于高位，说明企业管理层的市场预期较为乐观。值得注意的是 6 月制造业 PMI、非制造业 PMI 中的价格子指数分别为 76.8 和 60.7，说明企业面临的成本压力提升，提高价格的动机有所提高。5 月制造业生产指数有小幅下挫，但是这种变化更多是由暂时性因素导致，大宗商品价格的上升更会继续刺激采掘业的增长。

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态势。

图表 1 制造业 PMI 略有动荡但仍处于高位



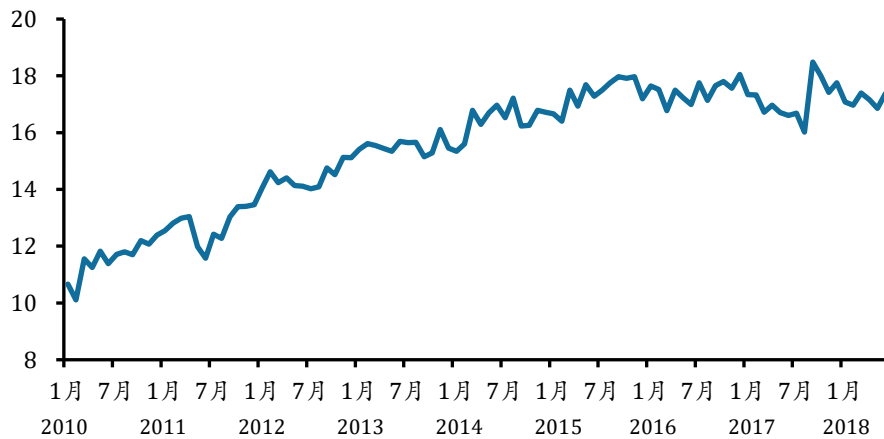
数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

消费支出较为平稳

消费支出较为平稳。美国就业机会的增加、工资的增长带动家庭收入稳步增长。从财富效应来看，因为房价和股价的上升，1 季度家庭净资产/年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；此外居民储蓄率从 2015 年的高位 6.3% 稳步下降到今年 4 月的 2.8%，从另外一个角度说明消费者的预期比较稳健。收入效应、财富效应和预期都是支撑美国居民消费平稳增长的基本因素。

汽车是美国家庭最重要耐用消费品，其销量对经济景气变动较为敏感。20 世纪 80 年代以来美国汽车销量的长期均值为 1500 万辆/年，当前 1600 万~1700 万辆的年销量高于长期历史均值，石油价格的上升对汽车销售产生抑制作用，近期汽车销量数据表现为高位震荡，进一步上升的空间较为有限，将对消费支出增长产生制约。

图表 2 汽车销量有所回调（折年率，百万辆）

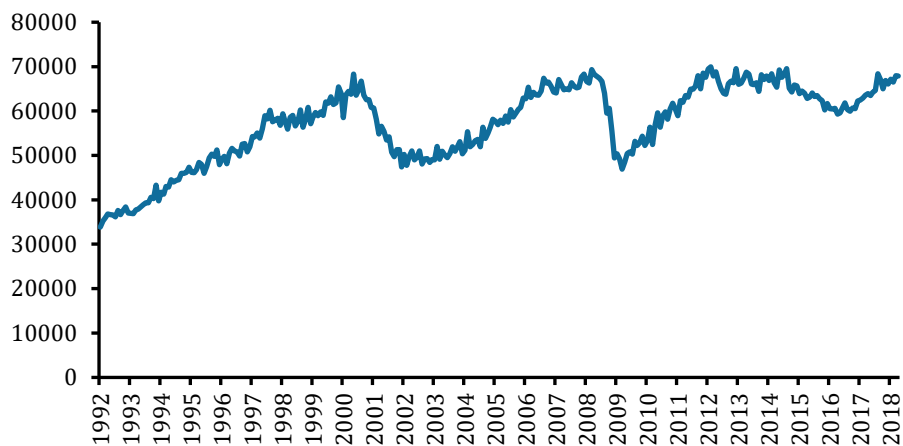


数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

企业投资强劲增长

企业投资强劲增长。企业投资是近期美国经济的重要亮点，1季度企业投资对GDP增速的贡献为1.23个百分点，建筑、设备、无形资产投资均有显著增长。2018年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作用，订单攀升说明企业投资仍有增长动力，企业投资仍可能成为拉动美国经济增长的重要力量。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；而且投资很大程度上取决于企业对市场需求的预期，目前的企业预期普遍乐观。但同时也应当注意到，市场预期的反转可能会比较迅速，因此企业投资的波动性较大，这将是美国宏观经济运行的主要变数。

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

新屋开工量保持平稳

新屋开工量保持平稳。2018年4~5月新屋开工量（折年率）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。4~5月新屋开工许可量轻微回落，许可量是开工量的领先指标，从开工量的波动态势和许可量的走势来看，美国房地产投资将很难对GDP有较大的持续正向贡献。

4月Case-Shiller全国房地产价格指数同比增速6.4%，比之前数年5%~6%的增速有所提升。房地产价格的增速出现温和上涨态势。目前美国房价已经比金融危机之前2006的峰值高出9.2%，但如果考虑同期的通货膨胀，则真实房价仍然低于金融危机之前。

贸易逆差有所收窄

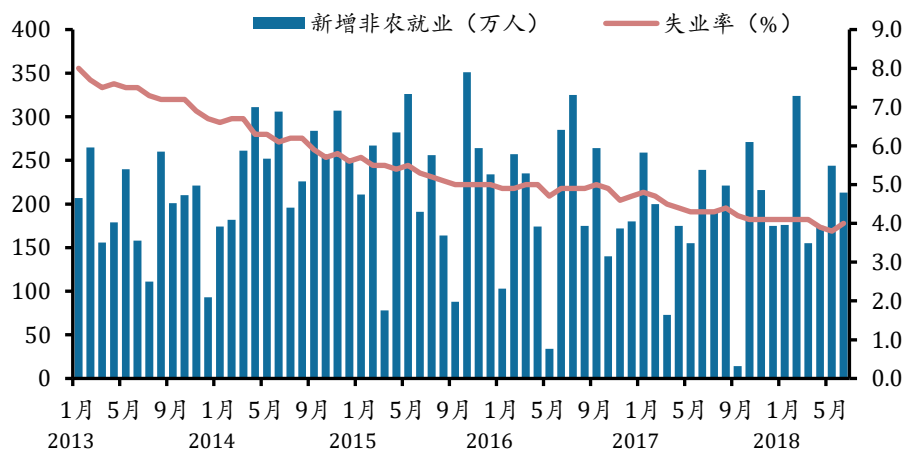
贸易逆差有所收窄。2~4月美国货物与服务贸易逆差从555亿美元收窄到462亿美元，连续3个月收窄，对外贸易对GDP构成轻微的正向贡献。在中美贸易战拉开帷幕之后，贸易差额的走势尤其值得关注。

失业率处于历史低位

失业率处于历史低位。4~6月美国新增非农就业分别为17.5万、24.4万和21.3万人，平均增幅与1季度基本持平。就业岗位的增加吸收了劳动力供给的增长，2季度失业围绕3.8%~4.0%窄幅波动，处于长期历史低位。员工离职率从2011年初的1.5%稳步攀升到今年6月的2.3%，说明员工对就业机会比较有信心，辞去工作后能够较快的找到新职位。私人部门周均工资同比增速仍然保持在2.7%左右，工资增速尚并没有明显提升。

美国劳动参与率一直围绕62.5%~63.0%的区间窄幅波动，这种态势已经保持2年半左右。失业率下降有带动劳动参与率上升的力量，但因为老龄化以及技能错配等因素的制约，参与率并没有明显上升。

图表4 失业率处于历史低位

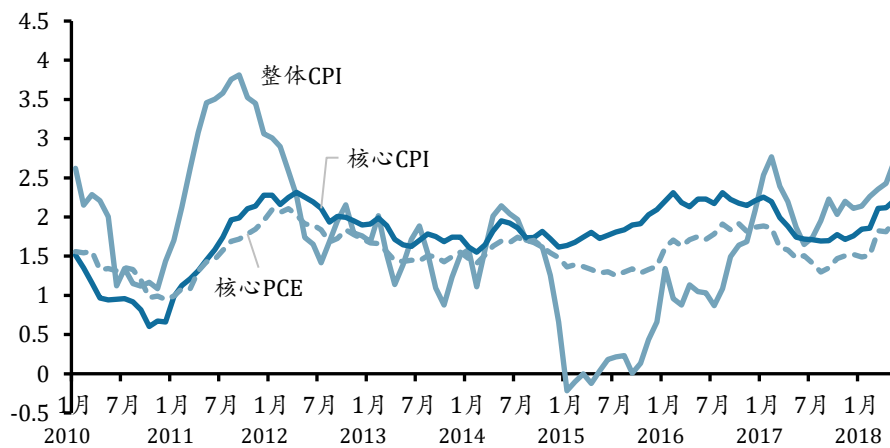


数据来源：美联储圣路易分行，世界经济预测与政策模拟实验室

通货膨胀有所上升

通货膨胀有所上升。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，该指数 5 月同比增速 1.95%，已经基本达到美联储设定的 2%的通货膨胀调控目标。除了大宗商品价格的拉动作用之外，劳动力市场的收紧也会提高企业成本、尤其是服务业的成本，通胀上升在所难免。4~5 月密歇根大学消费者通胀预期与 2.7%~2.8%，与之前 1 年的均值 2.6%只有微幅的上升，预计美国的通胀提升速度将较为温和。

图表 5 通货膨胀有所提升（同比，%）



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

二、经济政策

财政政策有所扩张

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。

美联储再次加息

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，因此 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。相较于 3 月会议，本次议息会将 2018 年美国 GDP 增速的预测从 2.7% 提高到 2.8%，失业率预测从 3.8% 下调到 3.6%，FOMC 对美国经济的乐观程度有所上升。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。当然联储的这种预测仍有很大变数，加息路径是否真正符合上述预测将取决于未来经济数据的表现。

三、经济形势展望

经济增长高于长期趋势

经济增长高于长期趋势。从失业率和通胀等主要指标来看美国经济处于相对理想的状态，PMI、消费者信心等预期指标都处于相对高位，过去 4 个季度美国 GDP 平均增速 2.8%，高于长期潜在增速。从支出法 GDP 的结构来看，消费和住宅投资这两个与家庭部门支出相关的指标都呈现趋稳态势，持续上升的空间已经不大；财政开支、净出口尽管对经济有刺激作用但幅度较为有限；美国近期 GDP 增长的主要亮点来自企业部门的投资。但企业投资波动性较大，市场预期一旦反转可能出现较大下滑，进而拖累 GDP 增长。因此美国经济目前的这种理想状态还能持续多久值得关注。

欧洲：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。

一、经济运行态势

PMI 高位回落，工业产出持续走弱

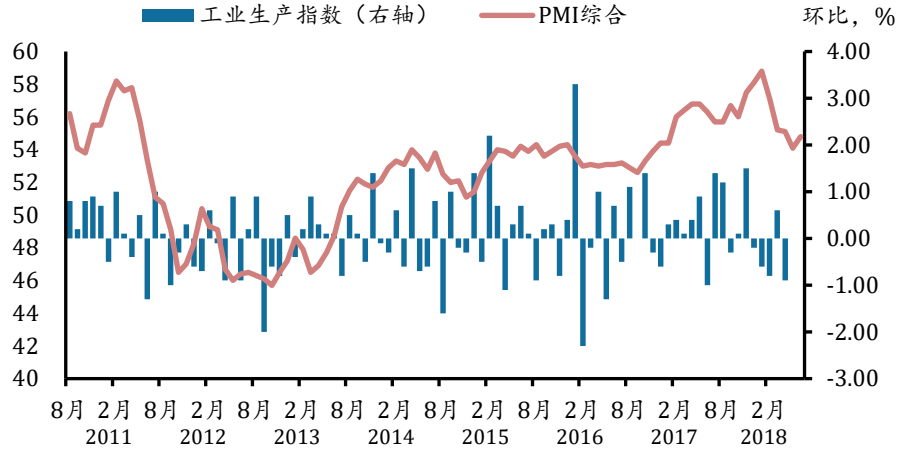
PMI 高位回落，工业产出持续走弱。在经历了一季度的下滑之后，欧元区 19 国综合采购经理人指数（PMI）于 2018 年二季度继续表现疲弱，综合 PMI 季度均值为 54.67，低于上季度的均值 57.03。制造业 PMI 表现尤为令人失望，显示受贸易局势紧张的影响，欧元区制造业活动持续放缓。二季度欧元区制造业 PMI 均值为 55.57，较上季度的 58.27 大幅下滑，6 月制造业 PMI 更来到 55.0 的低位，创 18 个月以来最低记录。

服务业 PMI 则相对表现良好。6 月份服务业 PMI 为 55.0，创四个月新高，部分抵消了制造业活动放缓的拖累，表明服务业的乐观情绪正在回升。不过受 5 月不良表现的影响，二季度服务业 PMI 均值为 54.5，仍旧略低于前值的 56.37。

从工业生产指数来看，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%，下降幅度超出预期的 0.7%，也是近 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%。持续走弱的工业产出再度印证了欧元区经济增速放缓的现实。

图表 6 PMI 高位回落，工业产出持续走弱



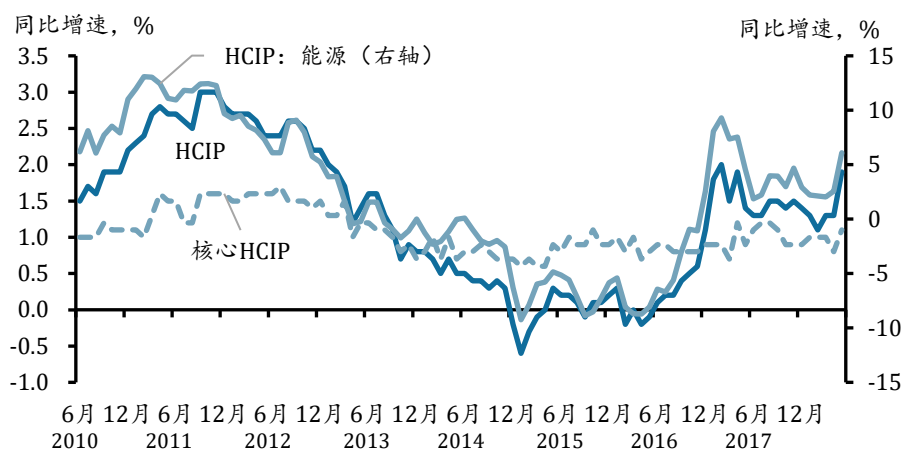
数据来源：欧央行、Markit；CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

通胀水平逐渐向目标靠拢

通胀水平逐渐向目标靠拢。6 月份欧元区消费者调和价格指数（Harmonised Indices of Consumer Prices, HICP）同比增速终值为 2%，继 5 月的 1.9% 继续攀升，创下自去年四月来最高通胀水平。从分项来看，能源价格和未加工食品价格是使通胀急速上升的主要因素。受益于原油价格在月内的大幅上涨，欧元区能源价格同比上涨 8.0%，大幅高于 4 月的 2.6%，食品，酒水和烟草的价格也同比增长 2.8%。

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同样良好，由前值的 1.1% 小幅下降至 1.0%，符合市场预期，处于一年内的高位。这表明，欧元区通胀水平正在逐渐向欧央行目标靠拢。

图表 7 通胀水平逐渐向目标靠拢



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

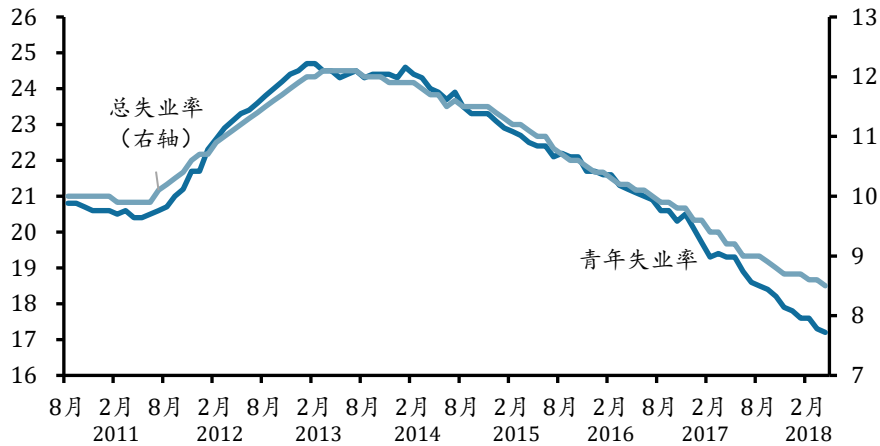
失业率继续缓慢下行

失业率继续缓慢下行。4 月欧元区 19 国失业率为 8.5%，为 2008 年 12 月以来最低水平。从成员国看，捷克、马耳他和德国失业率最低，分别仅为 2.2%，3.0%和 3.4%，希腊和西班牙失业率最高，分别为 20.89%和 15.9%。此外，4 月英国、法国、意大利失业率分别为 4.1%、9.2%和 11.2%。

与此同时欧元区的职位空缺率也在扩大，一季度职位空缺率为 2.1%，环比增长 0.1%，同比上升 0.2%。劳动力市场状况的改善已经开始逐渐推高薪资 2018 年一季度员工薪酬增速已从 2016 年二季度低谷的 1.1%上升到 1.9%，薪酬增速明显加快。

欧元区青年失业率也在持续下降。4 月欧元区青年失业率为 17.2%，同比下降 2.1%。

图表 8 失业率继续缓慢下行



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

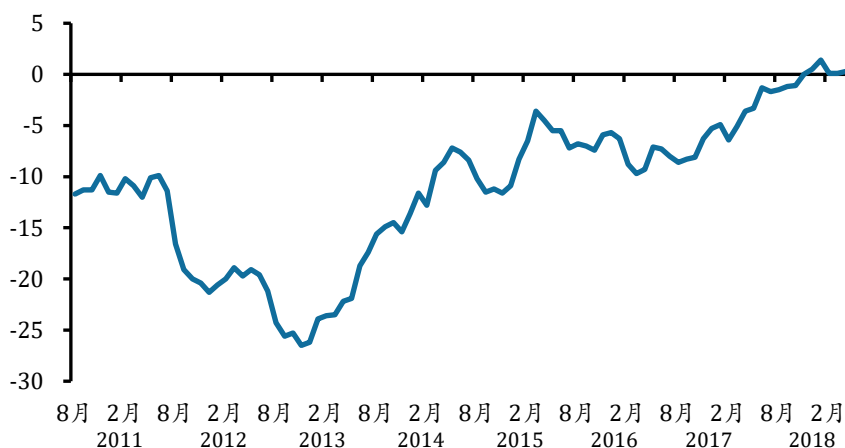
二、支出法分解

消费者信心持续下滑

消费者信心持续下滑，居民消费支出平稳。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。从季度均值来看，二季度消费者信心季度均值为0.0，低于一季度的0.53。这表明受贸易问题带来的不确定性走高，以及通胀上行抑制实际工资正使得欧元区消费者变得越来越悲观。

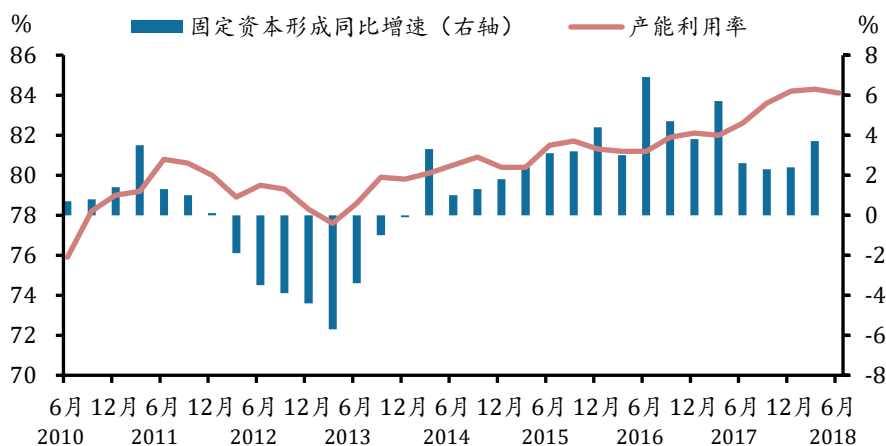
居民消费支出方面，2018年前3个月，欧元区居民消费支出增长表现平稳，同比增长1.7%，高于前值的1.3%；季调环比增长0.5%，同样高于前值的0.2%。不过消费开支的上升主要是受天气影响，由于今年冬季较以往更为寒冷，家庭取暖和燃料支出有所增加。实际上，从欧元区零售额表现来看，4月零售额仅较3月环比上升0.1%，远低于市场预期的0.5%，表明欧元区消费增长依旧缓慢。

图表 9 消费者信心持续下滑



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 10 企业投资增速放缓



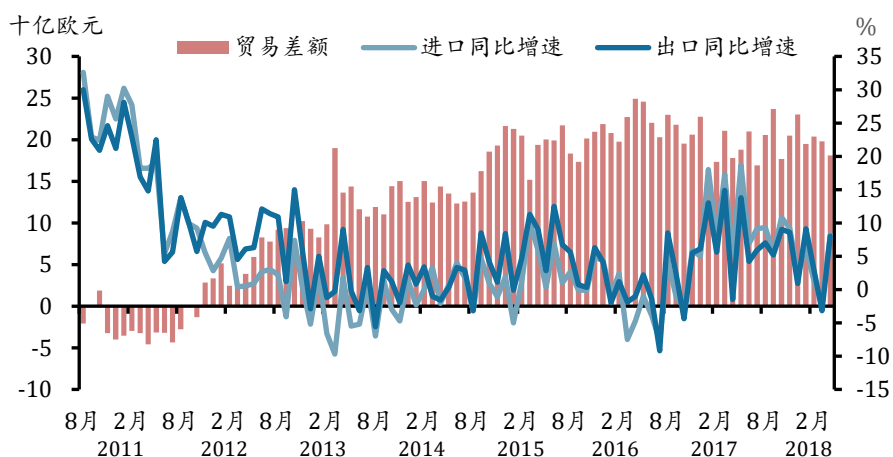
数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

企业投资增速放缓

企业投资增速放缓。2018 年一季度，不变价欧元区固定资本形成总额环比增长 0.5%，远低于上季度的 1.3% 的幅度，且其对 GDP 的环比拉动率只有 0.1 个百分点，表明欧元区投资对经济增长的贡献基本保持中性。欧元区制造业产能利用率也略有下滑，2018 年 2 季度产能利用率为 84.1%，较上季度的 84.3% 下降了 0.2 个百分点。

与此同时，在意大利新政府和欧美贸易战阴霾的笼罩下，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。这表明，未来欧元区企业投资很可能会进一步放缓。

图表 11 贸易账户盈余缩窄



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

贸易账户盈余缩窄

贸易账户盈余缩窄。欧元区 4 月季调后经常帐盈余为 181 亿欧元，低于预期的 200 亿欧元及前值 212 亿欧元。其中，货物出口总额为 1829 亿欧元，同比增长 8.0%，货物进口额为 1662 亿欧元，同比增长 8.1%。从对外贸易和区内贸易的划分来看，欧元区 4 月份国际货物贸易盈余为 187 亿欧元，较上年同期增长约 10 亿欧元；欧元区域内货物贸易额为 1574 亿欧元，同比增长 9.8%。可以看到，尽管贸易顺差有所收窄，但欧元区货物进出口表现尚算稳定。

6 月美欧贸易摩擦升级。6 月 1 日，美国以国家安全为由，对欧盟征收高额钢铝税，因此欧盟决定从 6 月 22 日起对一系列价值 32 亿美元的产品清单，课征 25% 的关税。贸易摩擦的日益扩大，势必给下一阶段欧元区进出口增长带来负面影响。

三、政策走势

欧央行将于年底之前结束资产购买

欧央行将于年底之前结束资产购买。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。自今年年初以来，欧元区经济复苏持续放缓，欧洲央行将2018年经济增长预期下调0.3个百分点至2.1%。欧元区经济增速放缓，主要是由于不确定性因素增加，包括贸易保护主义加剧，以及政治危机引起金融市场波动等。虽然欧元区6月调和CPI同比增长2.0%，高于预期和前值，但是如果剔除能源价格，欧元区CPI增速仍可能在一段时间内低于2%目标值，这也是欧洲央行不急于货币政策正常化的原因之一。

欧盟峰会就移民问题达成协议

欧盟峰会就移民问题达成协议。6月底，欧盟28个成员国国家元首或政府首脑在布鲁塞尔举行一天半峰会，主要讨论移民问题。会议结束前，与会者就解决难民危机达成协议，通过了一个“最终声明”。

此次声明的三大成果中，包括在欧盟境内设立集中的和封闭的海路难民管控中心，在地中海难民主要来源地的北非设立由政府主管的难民集中收留营，以及突破原有的《都柏林协议》规定而在欧盟境内各成员国间按自愿选择将难民分流等，均在一定程度上对当前欧洲的难民问题提出了有效的针对性解决方案，说明各欧盟成员国在该问题上的分歧有所缩小。

欧洲领导人就移民问题达成协议，缓解了德国总理默克尔面临的压力。此前，默克尔的执政伙伴、德国内政部长兼基社盟主席的

泽霍费尔曾给她下了最后通牒，威胁将遣返所有非法难民。倘若如此，默克尔的执政联盟将面临决裂风险。

四、经济形势展望

**预计三季度欧元区
GDP 增速将在
2.1%左右**

预计三季度欧元区 GDP 增速将在 2.1%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，三季度欧元区经济增长或将继续放缓。不过，失业率水平持续下降，意味着欧元区经济增长步伐虽然有所放缓，但并未脱离复苏轨道。

由美国关税政策所引发的美欧贸易争端风险，意大利新政府疑欧和民粹色彩所带来的政治风险或会威胁到欧元区经济增长的走势。不过，从 6 月底欧盟峰会来看，各国领导人对于维护欧洲一体化依旧抱持着积极的态度，竭力避免成员国之间裂痕带来的政治风险。预计三季度欧元区 GDP 增速有望保持平稳，同比增速或在 2.1%左右。

**三季度通胀或将小
幅上行**

欧元区三季度通胀或将小幅上行。能源价格的走高是推高二季度欧元区通胀走势的主要动力之一。考虑到目前部分产油国面临产量下降的风险，石油市场政治化程度不断加深，未来能源价格对欧元区通胀的支撑力度还会持续，三季度能源价格或许仍将保持在高位。同时，欧央行货币政策正常化进程节奏放缓，这意味着，欧元区三季度通胀或将继续小幅上行，徘徊在 1.8%~2.3%的区间内。

日本经济：外需和私人消费支持缓慢复苏

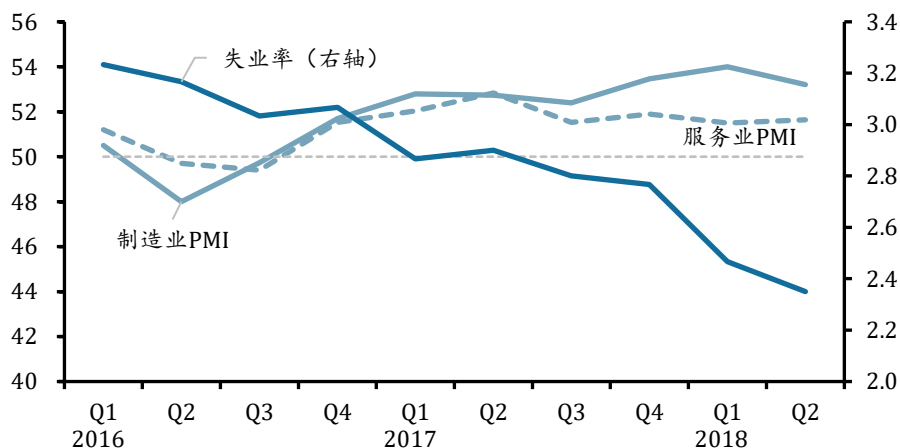
2018年第2季度，日本经济走出上季度的负增长，呈现缓慢复苏态势。制造业 PMI 为 53.2，较上季度下降了 0.8，服务业 PMI 为 51.6，虽然较上季度的 51.5 小幅提升，但同比下降了 2.3%，两者均在荣枯线上方，显示日本景气仍在复苏区间。就业方面，第 2 季度失业率小幅下探，由上季度 2.5% 下降至 2.4%，处于较充分的就业状态。4-5 月季调有效求人倍率均值 1.6，较第 1 季度 1.59 有所上升，这意味着日本劳动力市场上职位供过于求的情况有所加剧。物价涨幅回落，第 2 季度 CPI 和核心 CPI 同比增长率较上季度均有所下降。

一、经济维持缓慢复苏

2018 年第 2 季度，日本经济呈现缓慢复苏，物价涨幅回落。

2018 年第 2 季度，日本经济呈现缓慢复苏态势。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。

图表 12 日本经济继续缓慢复

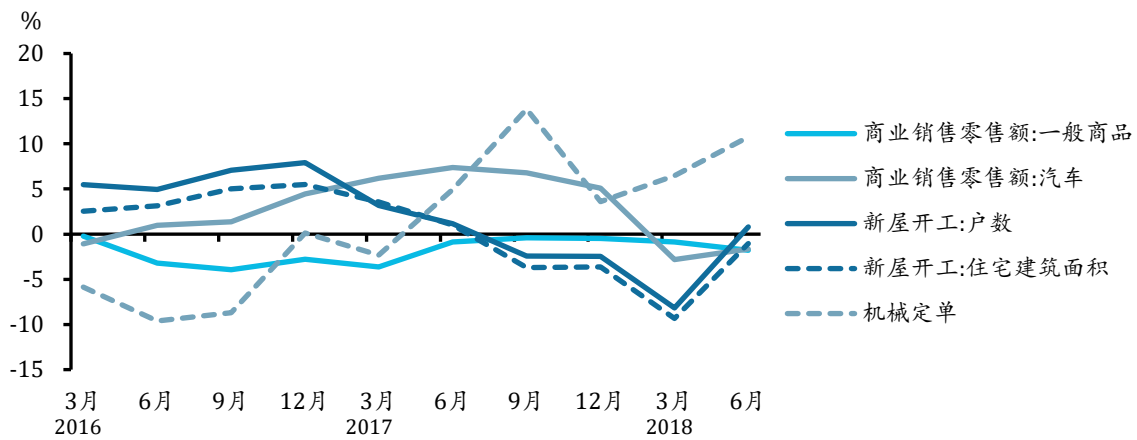


数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

消费乏力，房地产投资疲软，机械设备投资形势较好。

消费乏力是日本第2季度复苏缓慢的原因之一。从商业销售额看，第2季度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。

图表 13 消费和房地产投资疲软

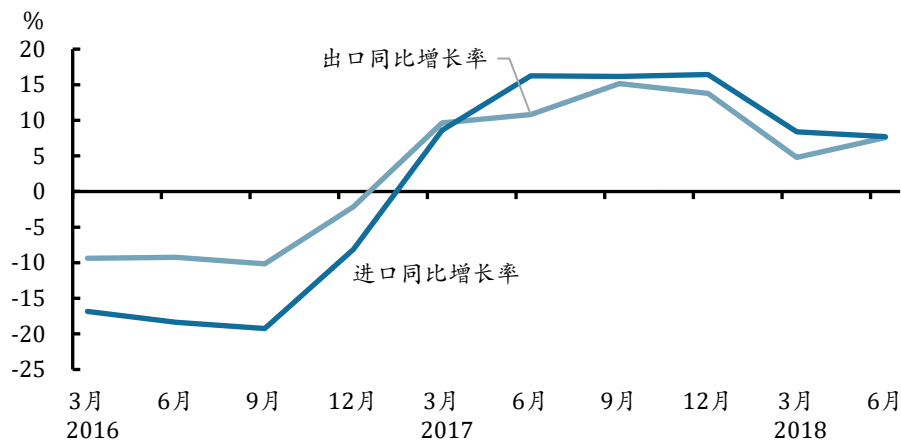


数据来源:Wind, 世界经济预测与政策模拟数据库

出口有所改善，进口增速回落。

出口有所改善。2018年第2季度4至5月出口同比增长7.6%，较上季度的4.8%有所提升，进口同比增速7.7%，较上季度的8.4%继续回落。

图表 14 出口同比增长率小幅回升



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

二、维持宽松货币政策

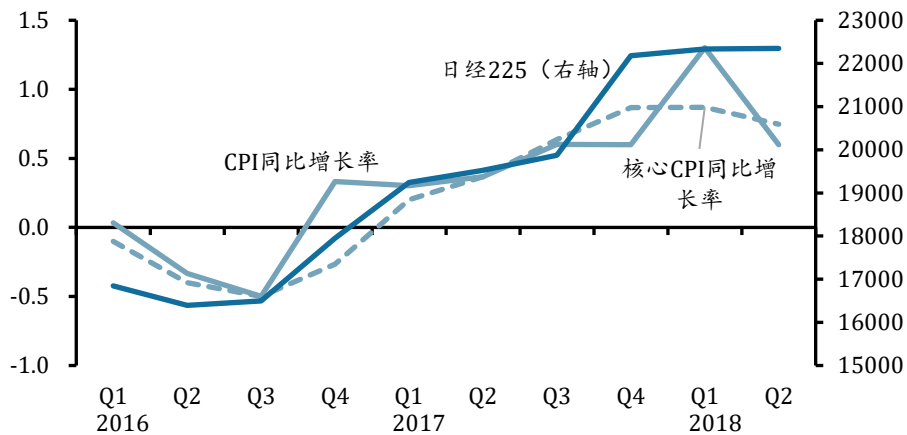
日本央行继续维持宽松货币政策。股指升势放缓，CPI增幅回落，日元实际有效汇率小幅上升。

2018年6月15日日本银行货币政策会议认为，在收入与消费良性循环机制下，日本经济增长动能逐渐增强。海外经济持续稳定增长，支持日本出口呈上升趋势。国内消费有所增加但仍存在波动。随着企业盈利和商业信心改善，资本支出继续增加。不过住房投资一直减弱。基于上述判断，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。

宽松货币政策刺激之下，日本股价呈现显著的上升趋势，不过进入2018年后，攀升势头有所减弱。第2季度日本东京日经225指数均值为22348点，较上季度22334点涨幅并不明显，如果与年初1月4日的23506相比，还有所下降。进入7月后下降趋势并未改变，7月5日仅为21547点。

CPI同比增长率回落。进入2018年第2季度，CPI同比增长率由上季度1.3%下降至第2季度（4-5月）的0.6%，核心CPI同比增长率也由上季度的0.9%下降至0.7%。这意味着日本银行2%通胀目标的实现还遥遥无期。

图表 15 日本东京日经 225 指数仍在高位



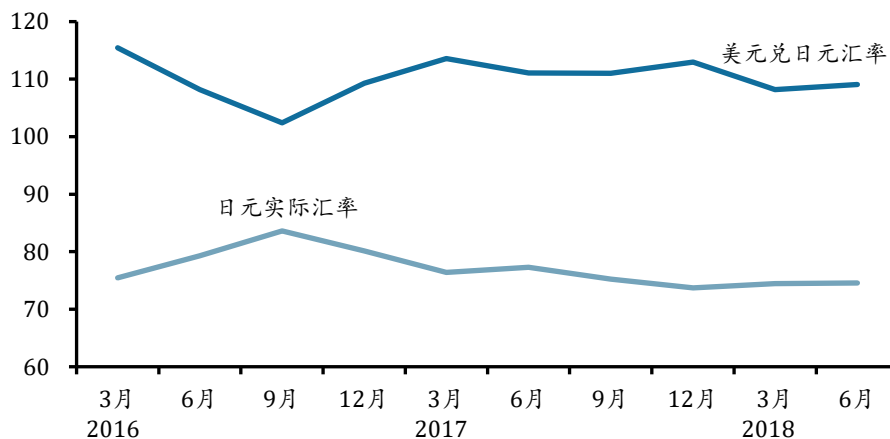
数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

注：CPI 和核心 CPI 同比增长率 2018 年第 2 季度数据为 4-5 月值。

日元对美元出现小幅贬值，但日元实际有效汇率则略微升值。

日元对美元出现小幅贬值，但日元实际有效汇率则略微升值。2018 年第 2 季度，日元对美元相对上季度小幅贬值 0.8% 至 1 美元兑 109.05 日元，与去年同期相比则升值了 1.8%。从日元实际有效汇率指数看，4-5 月均值为 74.58，较第 1 季度均值 74.46 略有上升，延续了 2017 年第 4 季度以来的上升势头，但与 2017 年全年均值相比，仍在低位。

图表 16 日元对美元小幅贬值



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

注：第 2 季度实际有效汇率为 4-5 月平均值。

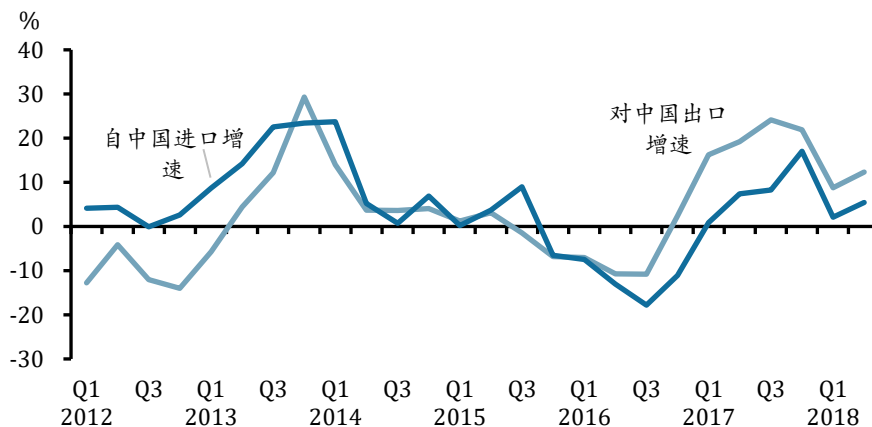
综合来看，股票指数和 CPI 同比增长变动趋势较为一致地反映了日本央行宽松货币政策效力边际递减的状况，而日元汇率走势已经与日本货币当局政策意图出现背离。

三、对中国经贸投资改善

日本与中国经贸投资改善。

进入 2018 年第 2 季度，日本对中国出口同比增速和自中国进口同比增速双双回升。4-5 月合计同比增长率分别为 12.3% 和 5.5%，较第 1 季度的 8.8% 和 2.1% 都有所上升，且对中国出口同比增速高于同期日本对全世界出口同比增速。自 2017 年第 1 季度以来，日本对华出口和自华进口同比均维持正增长的局面已经维持了 6 个季度。

图表 17 日本对华进口和出口增速双双回升



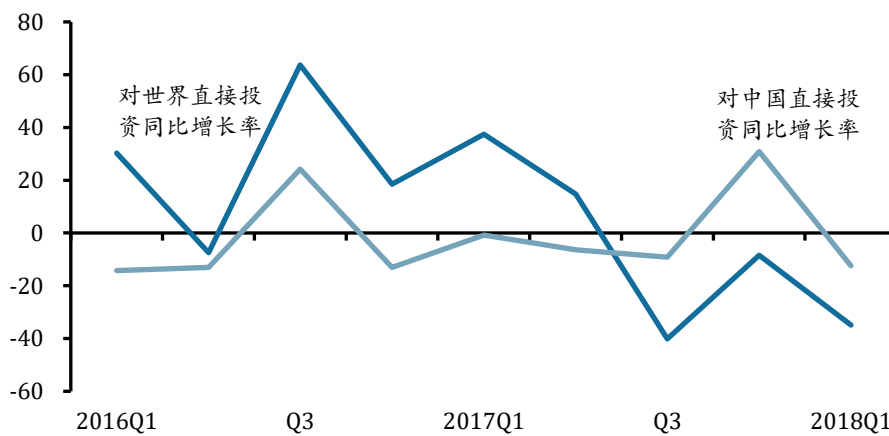
数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

注：2018 年 2 季度值为 4-5 月合计值。

自 2017 年第 3 季度起，日本对中国直接投资同比增速就一直快于对全世界直接投资同比增速。尽管 2018 年日本对外直接投资整体呈减速势头，但对华直接投资负增长幅度仍然小于对世界直接投资降幅。2018 年第 1 季度，日本对全世界直接投资同比下滑 34.9%，对中国直接投资也出现 12.5% 的负增长。

2018年5月，李克强总理访日，提出“要同日方共同推动中日关系重回正常轨道，并希望双方相向而行，努力保持中日关系长期健康稳定发展”，表示要加强与日本方面的务实合作，包括加强节能环保、科技创新、高端制造、财政金融、共享经济、医疗养老等重点领域合作，探讨“一带一路”合作，共同开拓第三方市场等。中方还同意给予日方2000亿元人民币合格境外机构投资者（RQFII）额度。预计2018年下半年中日经贸关系持续复苏是大概率事件。

图表 18 日本对华直接投资同比增长率高于对世界直接投资增长率



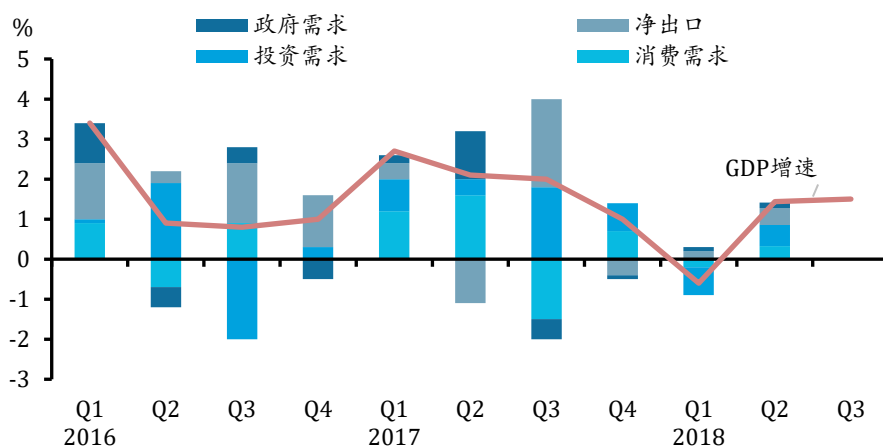
数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

四、预测与展望

预计第2季度实际GDP季调环比折年率1.4%，第3季度1.5%。

第2季度消费、投资难以给GDP有力支撑，在上季度负增长的基础上，预计第2季度实际GDP季调环比折年率也仅为1.4%。从日银短观指数看，第3季度为13，较之第2季度的12有所上升，说明企业对未来景气看好。自2018年3月至5月景气动向先行指数也呈上升趋势。日本经济第3季度增长表现预计比第2季度略好，实际GDP季调环比折年率预测值为1.5%。

图表 19 日本季调实际 GDP 环比折年率



数据来源：日本内阁府，世界经济预测与政策模拟实验室

金砖国家：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。

一、金砖国家经济形势向好

2 季度俄罗斯经济增长估计为 1.5%

2 季度俄罗斯经济增长估计为 1.5%。1 季度俄罗斯经济同比增长 1.3%，连续六个季度保持正增长，经济继续维持缓慢复苏态势。2 季度俄罗斯各项经济指标维持好转趋势。4 月和 5 月，俄罗斯零售总额同比增长均保持在 2.4%，出口同比增长分别为 17.8%和 38.9%，进口同比增长分别为 15.2%和 14.6%，均保持快速增长态势。工业生产增速仍维持在正向增长区间，4 月和 5 月分别同比增长 1.0%和 3.7%。与此同时，俄罗斯世界杯的举行也将为俄罗斯经济带来可观红利。不过，自 5 月起，俄罗斯制造业 PMI 滑落至枯荣线下方，4 月至 6 月分别为 51.3、49.8 和 49.5，预示未来制造业活动或将走弱。预计 2 季度俄罗斯经济将继续维持小幅增长态势，估计为 1.5%。

3 季度俄罗斯经济预计增长 2.0%，全年经济增长 1.8%

3 季度俄罗斯经济增长预计为 2.0%。宽松性货币政策将继续促进俄罗斯经济恢复。2 季度俄罗斯通货膨胀率继续保持在较低水平，4 月和 5 月连续保持在 2.4%，6 月则进一步降至 2.3%，仍远低于央行设定的 4%的目标。为此，俄罗斯央行将基准利率继续保持在 7.25%的水

平。考虑到当前俄罗斯利率水平已经处于低位，且俄罗斯央行逐渐向中性货币政策过渡，当前进一步降息的空间在收窄。在国际油价大幅走高的情形下，俄罗斯石油产量也保持高位，这将继续为俄罗斯经济恢复提供支撑。俄罗斯世界杯也将通过促进消费、带动就业等为 2018 年俄罗斯经济带来提振。**预计 3 季度俄罗斯经济增长 2.0%，全年经济增长 1.8%。**

2 季度巴西经济增速估计为 1.1%

2 季度巴西经济同比增速估计为 1.1%。1 季度巴西经济环比增长 0.4%，为连续五个季度环比正增长；同比增长 1.2%，连续四个季度实现正增长。不过，2 季度各项指标显示巴西经济出现走弱迹象。4 月至 6 月，巴西热图利奥·瓦加斯基金会的消费信心指数（CCI）不断回落，6 月下降至 82.1 点，相比 3 月回落 9.9 点，为 2017 年 8 月以来的最低点。热图利奥·瓦加斯基金会对巴西工业企业 2018 年 2 季度的投资调查发现，未来 12 个月企业家投资意向指数为 116.1，相比上一季度下降 7.6 个点。调查显示，未来 12 个月有 28.9% 的工业企业预计增加投资，有 12.8% 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有所下降。工业生产增长在 5 月出现大幅收缩，同比下降 6.6%。巴西制造业 PMI 在 6 月份滑落至枯荣线下方，4 月至 6 月分别为 52.3、50.7 和 49.8。**2 季度巴西经济同比增速估计为 1.1%。**

3 季度巴西经济预计增长 1.2%，全年经济增长预计 1.6%

3 季度巴西经济预计增长为 1.2%。受罢工事件、商品出口受挫等影响，巴西经济复苏态势显著放缓。5 月份，巴西爆发历时 11 天的卡车司机罢工，造成巴西各地燃料和食品严重短缺，交通运输阻塞，给巴西制造业造成了很大损失。受罢工影响，巴西通胀也出现大幅上升。6 月巴西通货膨胀上升至 4.4%，接近巴西央行通胀目标中值。与此同时，巴西雷亚尔大幅贬值，也制约了巴西央行进一步宽松货币政策的空间。10 月巴西即将迎来总统大选，政治局势的不确定性将影响该国经济复苏。因此，尽管巴西经济总体仍处在复苏进程之中，但复苏步伐有所放缓。**预计 3 季度巴西经济增长为 1.2%，2018 年经济增速 1.6%。**

2 季度印度经济增速估计为 7.3%

2 季度印度经济增速估计为 7.3%。1 季度印度经济同比增长 7.7%，为近两年来最快增速。印度经济正逐步摆脱“废钞令”的影响，同时税收改革的正向作用也在慢慢发挥。印度工业产出增速自 2017 年 11 月开始一直保持着较高增速，虽 2018 年 2 月起有所下降，但 4 月仍保持在 4.9%，且相比 3 月份有所加快。4 月至 6 月印度制造业 PMI 均维持在枯荣线上方，分别为 51.6、51.2 和 53.0。**2 季度印度经济增速估计为 7.3%。**

3 季度印度经济增速预计为 7.4%，全年经济增长预计 7.5%

3 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。不过，4 月份起印度通胀压力开始抬头，至 5 月通货膨胀已经上升至 4.9%，为此，6 月印度央行上调基准利率至 6.25%，为印度央行自 2014 年 1 月以来的首次加息。通胀风险已成为印度央行的关注重点，未来或将采取更为严格的货币政策。与此同时，油价上升也为印度经济持续带来负面影响，其不但造成印度经常账户和财政收支恶化，而且会加剧通货膨胀风险。**预计 3 季度印度经济增长为 7.4%，全年经济增长 7.5%。**

2 季度南非经济增速估计为 1.2%

2 季度南非经济同比增长估计为 1.2%。1 季度南非经济环比收缩 2.2%，结束此前连续三个季度的正增长，相比上一季度下降 5.3 个百分点；同比增长 0.8%，相比上一季度也有所放缓。这表明南非新总统西里尔·拉马福萨在推动南非经济增长方面仍面临不少挑战。南非工商联合会（Sacci）发布的月度商业信心指数显示，在经过 1 月份的高点之后，南非商业信心指数不断下滑，至 5 月已经降至 94，相比 1 月下降 5.7 点。南非制造业 PMI 相比一季度有所下降，但仍处于枯荣线以上，4 月至 6 月分别为 50.4、50.0 和 50.9。**2 季度南非经济同比增长估计为 1.2%。**

3 季度南非经济增速预计为 1.7%，全年经济增长预计为 1.3%

3 季度南非经济增长预计为 1.7%。2018 年 2 月，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。拉马福萨承诺通过加快推进结构性改革、制定优惠税收和产业激励政策来增强南非对投资者的吸引力。不过，由于个别政策过于激进，也引发了投资者的担忧。南非通货膨胀也出现反弹，4 月南非通货膨胀从 3 月份

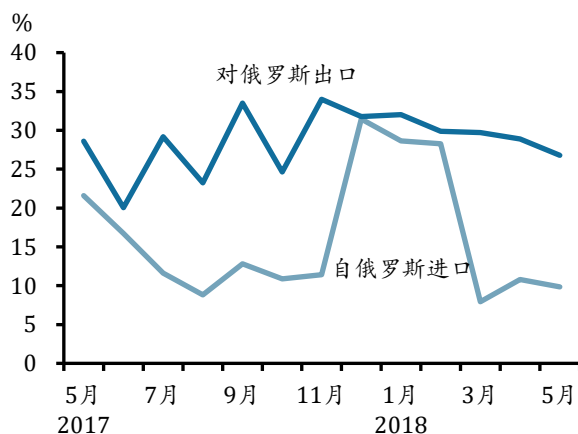
的 3.8% 上升至 4.5%，5 月仍维持在 4.4%，接近央行通货膨胀目标中值。在此背景下，南非央行或将维持当前利率水平，以待进一步的观察。3 季度南非预计经济增长 1.7%，全年经济增长 1.3%。

二、金砖国家与中国贸易保持稳步增长

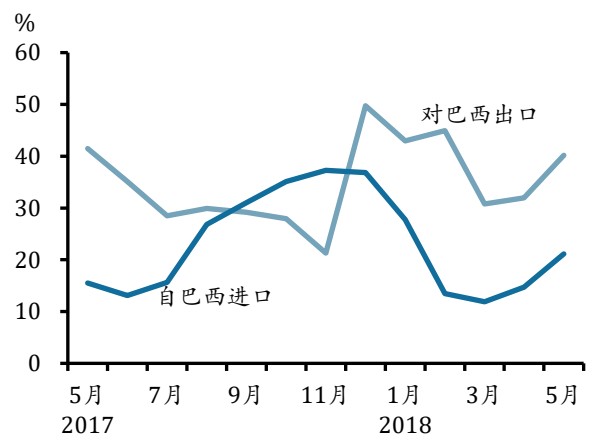
中国与金砖国家贸易保持稳步增长

中国与金砖国家贸易继续保持稳步增长。中国对金砖国家出口保持增长态势。4 月和 5 月，中国对巴西出口同比增长 15.4% 和 65.5%，对俄罗斯出口同比增长也达到 12.6% 和 16.9%，对南非和印度出口同比增速稍有波动，但也保持在较高增速。进口方面，除 4 月份中国自巴西进口同比增速只有 1.9% 外，其他月份自金砖国家进口同比增速都维持在两位数，其中，4 月和 5 月中国自俄罗斯进口同比增长分别为 33.1% 和 28.6%，自南非进口同比增长分别为 24.1% 和 10.7%，自印度进口同比增长分别为 17.6% 和 14.4%。自 3 月份起，中国对金砖国家出现贸易逆差，但规模逐步缩小。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快速上升，5 月这一比例上升至 8.5%，达到近年来的高点。

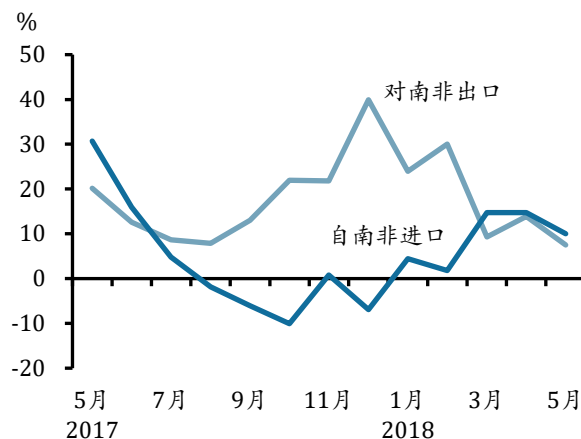
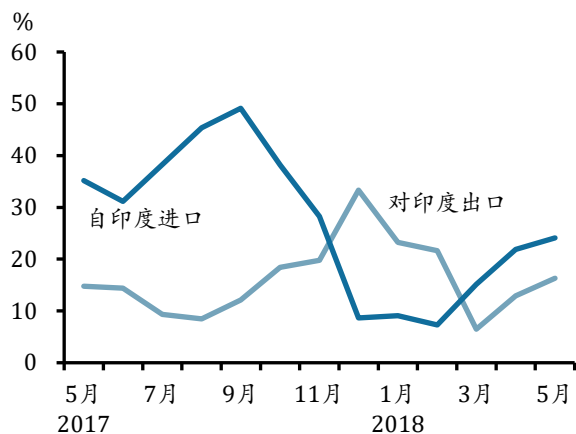
图表 20 中国与金砖国家贸易情况



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟

数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟

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。

图表 21 金砖国家数据概览

实际 GDP 增速						
	(季度同比, %)			(年度同比, %)		
	2018Q1	2018Q2E	2018Q3F	2016	2017	2018F
俄罗斯	1.3	1.5	2.0	-0.2	1.5	1.8
巴西	1.2	1.1	1.2	-3.6	1.0	1.6
印度	7.7	7.3	7.4	6.8	6.5	7.5
南非	0.8	1.2	1.7	0.3	1.3	1.3

	汇率 (名义汇率, perUSD)			制造业 PMI		
	2018M4	2018M5	2018M6	2018M4	2018M5	2018M6
俄罗斯	60.4300	62.2100	62.7100	51.3	49.8	49.5
巴西	3.4089	3.6316	3.7710	52.3	50.7	49.8
印度	65.6729	67.5100	67.7900	51.6	51.2	53.1
南非	12.1067	12.5394	13.3138	50.4	50.0	50.9

	中国出口 (同比增速, %)			中国进口 (同比增速, %)		
	2018M4	2018M5	2018M6	2018M4	2018M5	2018M6
俄罗斯	12.6	16.9	-	33.1	28.6	-
巴西	15.4	65.5	-	1.9	26.3	-
印度	6.2	17.2	-	17.6	14.4	-
南非	26.6	9.1	-	24.1	10.7	-

数据来源：Wind，CEIC。

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。

“规上”工业企业利润的两个增速。

根据国家统计局公布的数据，2018年1至5月，全国规上企业利润总额同比增速为16.5%。同时，根据官方数据，同期的规上企业累计利润总额为27298.3亿元，去年同期则为29047亿元，按总额计算同比是-6.02%。这两个数据在打架吗？同时我们也注意到，央行近日新出的《货币政策执行报告》当中，对宏观经济判断的依据之一就是——工业企业的利润状况还是不错的。这个判断可靠吗？

一、直接的回答是：利润总额不可比

利润总额不可比。

根据《21世纪经济报道》6月29日的报道：国家统计局的解释称，各项指标的同比增速和增量均按可比口径计算，其结果与金额推算的增速存在差异。主要原因是统计单位范围发生变化，每年有部分企业达到规模纳入调查范围，也有部分企业因规模变小退出调查范围，还有新建投产企业、破产、注（吊）销企业等影响。

该报道还指出：由于规模以上工业企业数量减少，数量有6000多家（这应该是净退出量，笔者注），今年的工业企业利润总额数字低于去年同期。按照存活企业的可比口径，其利润总额与去年同期相比则增长了16.5%。

虽然不可比，但是有大量的企业净退出，这本身是否意味着经济下行？

这解释了两个数据的差异，但是仍然无法回答质疑——可比增速高估了整体规上企业的盈利状况，低估了经济的下行压力。毕竟还是有（净）6000 多家企业降级了、或者关张了。虽然和 30 多万家的总量相比，并不算多，但是也反映了经济下行的压力。如果是因为去产能当中的环保风暴关掉了大量的企业，那么剩下企业的利润加总，也仍然低于原来的全行业利润水平，似乎也体现了经济的下行压力。因此一种质疑认为，毕竟“规上”企业是我国工业的主体，如果有（净）6000 家企业降级、或者关闭，那么可比增速（这里是 16.5%）反映的都是健在、存活下来企业的盈利情况，这必然会高估整体工业的盈利能力。以此作为决策依据，是否会产生误导？

二、可比增速的偏离，理论上是逆周期的，但实际上并不显著。

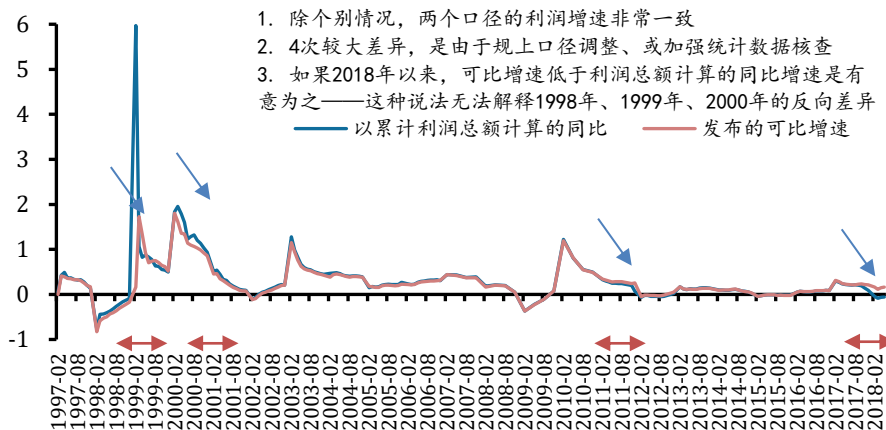
如果增速有高估就会有低估。

首先，如果有高估的情况，就会有低估的情况。在经济下行期，规上企业的数量可能有净减少，这时候存活下来的企业都是比较健康的，因此可比增速可能会高估整体的利润状况。但是，在经济上行，有新建企业达到规模以上，或者是有原有企业经营状况好而升级的情况，所以上行期的可比增速出可能会低估企业的盈利状况。因此，结果并不是系统性的高估，而是逆周期的变化。

实际上高估、低估的程度都非常小。

其次，实际上高估、低估的程度都很小。先来看事实（如图 21），除了个别情况，两个口径的利润增速高度一致。如果看 2001 年 1 月开始到现在，两个利润增速的相关系数为 98%（图 21）。不仅如此，两者的增速也几乎完全重合。甚至如果剔除掉图中标出的 4 个特殊时期，两个口径的利润增速几乎 100%重合。根据过去 20 多年的历史数据来看，两个口径的差异大部分时候都在 1 个百分点范围内。因此，在大多数情况下，并不存在明显的高估或低估。这可能是由于以下这种情况，比如“规下”企业“入规”、或者“规上”企业降级，而这些情况都有上期的可比基数，所以对增速影响并不大。

图表 22 1997 年 1 月至 2018 年 5 月：两个利润增速只有 4 次较大差异弱



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

三、为何历史上两种增速还是发生过较大差异？

规上企业标准的 4 次历史调整

首先来看看历史上，“规上”企业标准的历史调整¹。

(1) 1998 年以前工业统计范围为乡及乡以上独立核算工业企业，1998 年及以后工业统计范围调整为规模以上工业企业。

(2) 1998-2006 年规上工业企业指年主营业务收入在 500 万元以上的非国有企业和全部国有企业。（但是实际上，1998 年的调整并不是一次到位，例如，部分省份是从 1998 年开始调整的，例如河南省²），部分则从 2000 年才开始调整，例如北京市³）。

(3) 2007 年开始，按照国家统计局的规定，主营业务收入不足 500 万元的国有工业法人企业不再作为规模以上工业统计范围。

¹ 参见：国家统计局，《改革开放 30 年报告之九：工业经济在调整优化中实现了跨越式发展》，http://www.stats.gov.cn/ztc/ztfx/jnggkf30n%20/200811/t20081106_65695.html，2008 年 11 月 6 日。

² 参见河南省统计局网站，<http://www.ha.stats.gov.cn/hntj/lib/tjnj/2010/html/j14.htm>，原文是：“1998 年至 2005 年，工业统计调查对象由按隶属关系划分，改变为按企业规模划分，分为全部国有及年主营业务收入在 500 万元及以上非国有工业企业（简称规模以上工业）和年主营业务收入在 500 万元以下非国有工业企业（简称规模以下工业）及个体工业三部分。” 2010 年。

³ 参见北京市统计局网站，http://www.bjstats.gov.cn/nj/main/2013_ch/content/sm11.htm，原文是：“2000 年-2006 年，工业统计调查范围由按隶属关系划分，改变为按企业规模划分。2000 年至 2006 年，分为全部国有及年主营业务收入在 500 万元及以上非国有工业企业（简称“规模以上”）和年主营业务收入在 500 万元以下非国有工业企业和全部个体经营工业单位（简称“规模以下”）两部分。”

(4) 2011 年起，规上工业统计起点标准，从年主营业务收入 500 万元提高到 2000 万元。

理解两个口径的前 3 次差异

在此基础上，我们就可以理解前 3 次历史的差异了。1998 年之后，以及 2000 年那段，两个口径的利润增速发生了较大差异。这是由于当时规上企业统计范围发生了变化，而且这个变化过程持续了一段时间，不同的省级单位采用新标准的时间并不完全一致（前文提到了河南、北京的例子）。

而且，由于 1998 年之前只统计乡及乡以上独立核算工业企业，漏掉了乡以下，比如村办的规模以上企业（这类企业在当时的一些沿海地区相当普遍）。因此，1998 年之后加入了原来漏统的村办的规模以上企业，由于没有基数，因此利润总额计算得到的同比增速，就大大高出了可比口径的增速。此外，2011 年的可比增速更高，是因为同年起规上企业统计的标准大幅提高，从 500 万元提升至 2000 万元，因此有一些影响。

四、2018 年以来两个增速口径差异的原因

大量企业净退出能 否解释两个增速的 差异？

首先，一种观点认为大量企业净退出导致了这种变化。那我们就看看：与去年同期相比，2018 年 4 月的规上企业确实减少了 6234 家。

这个数量算不算多呢？回答是不算太多。比如，2017 年 4 月和去年同期相比，企业也减少了 4262 家，比起 6234 家也不算少了。再如，2015 年 4 月和 2016 年 4 月，规上企业的增量分别约为 1.3 万家、1.4 万家，这个数量远远超过了 6234 家的变化。但是，从 2015 年到 2017 年，上述相当规模、或更大规模的企业数量变化——并没有带来两个增速的差异，相反两者仍然保持高度一致（几乎重合）。所以，没有充分的证据表明，规上企业的数量变化可以解释 2018 年目前两个增速的显著差异。

图表 23 2015 年以来：与去年同期相比，规上企业的数量变化

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
2 月	12480	5322	-4539	-5896
3 月	-1194	14351	-4262	-6193
4 月	12915	14368	-4262	-6234
5 月	12696	3182	7140	
6 月	12545	3313	6250	
7 月	12545	3177	6459	
8 月	12603	2952	6543	
9 月	12684	3092	6210	
10 月	13075	2660	5704	
11 月	13076	3815	5976	
12 月	13073	4783	6227	

数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

一个更重要的原因，是统计核查导致的挤水份。

本文试图提供一个重要原因、一个次要原因。先来看重要原因——2017 年以来，国家统计局对规模以上工业企业统计数据进行了执法检查，对规上企业数据进行了核查清理。2018 年 6 月 20 日，十三届全国人大常委会第三次会议上，全国人大常委会副委员长王东明做了报告，即《关于检查〈中华人民共和国统计法〉的实施情况的报告》。

该报告指出，“2017 年以来，国家统计局根据举报线索核查数据异常的 2051 家企业和 2942 个固定资产投资项目，有 1195 家企业、2775 个投资单位的统计数据存在编造、虚报，一些企业、项目统计数据的编造、虚报倍数还很高。”

特别是，“国家统计局执法检查规模以上工业企业统计数据发现，天津滨海新区临港经济区、内蒙古开鲁县、辽宁西丰县违法企业平均虚报率分别高达 56 倍、10 倍和 6.7 倍”。实际上，关于上述三地的统计数据问题，在 2018 年初已经有相关报道，当时统计局的核查工作已经初步完成。与此同时，规模以上工业企业的统计数据也应当同步经历了核查和清理。因此，2018 年规上企业的一些财务数据、经营状况，如果仅仅用总额来进行比较，其可比性问题就很大。所以我们看到了两个

增速的较大差异。总之，目前还无法使用两个增速的差异来质疑 16.5% 的利润可比增速，相反，我们完全能够解释两个口径的差异⁴。

一个不太重要的原因是国民经济行业分类调整

另一个不太重要的原因，也值得一提：即 2017 年 10 月 1 日开始实施新的《国民经济行业分类》标准（GB/T 4754-2011）。这个标准的变化，也可能对规上企业名单产生影响。在此标准当中，原编码为 4420 的“电力供应”，有部分内容调出，从原来的工业分类，调入到了服务业当中的零售业当中，具体是调入到了“机动车充电销售”（编码为 5267）。这时候原来属于规上的工业企业，分类就变成了服务企业。

说这个例子不太重要，是因为这个行业太小了，影响不大。但之所以要讲这个例子，是想说明：即使退出规上的企业，也未必是因为降级、关闭，也可能是行业分类发生了变化。同时想说明，规上企业统计确实是一个复杂的过程，并不是质疑者所想象的，除法对不上公布的比例那么简单。

五、工业企业利润出现了显著分化。

行业利润出现明显分化

2018 年 1 至 5 月，规模以上工业企业利润累计同比增速为 16.5%。这一速度较上年同期的 22.7% 有所下降，但是也是 2012 年以来的次高水平，可以说是在高位稳定，这一点值得肯定⁵。但是在此背后，我们也应该关注到严重的分化。

其一，2018 年初以来，10 个行业面临利润同比负增长。

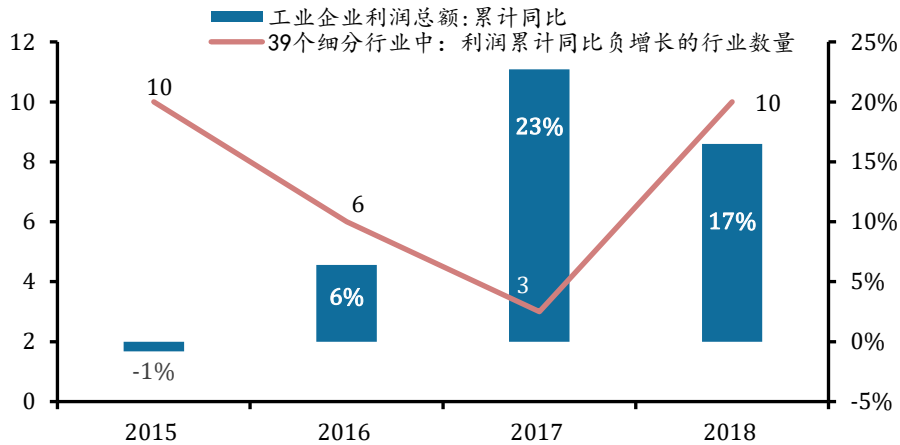
在工业企业利润累计同比增速保持高位稳定的同时，细分行业的利润出现明显的分化势头。2018 年前 5 个月，在全部 39 个工业细分行业当中，利润累计同比增速为负的行业有 10 个⁵，已经和 2015 年同期

⁴ 接受 16.5% 的利润可比增速，和工业企业利润分化、以及经济形势的分析并不完全等同。

⁵ 笔者也认同，目前工业企业的利润分化已经非常严重，不过这个事情并不是 2018 年才发生的，2016 年、2017 年就已经非常严重（随着去产能的基本完成，2018 年的行业分化应该会走向弱化）。详细可以参见《去产能政策的进展及其影响》，《国际经济评论》，2018 年 3 月。

相当。在 2015 至 2017 年的同一时期，相应的数量分别为 10 个、6 个、3 个。而在 2015 年上半年，当时经济正处于去产能之前的较困难阶段。

图表 24 工业企业利润增速稳定，但利润负增长行业数量攀升（各年度 1 至 5 月）



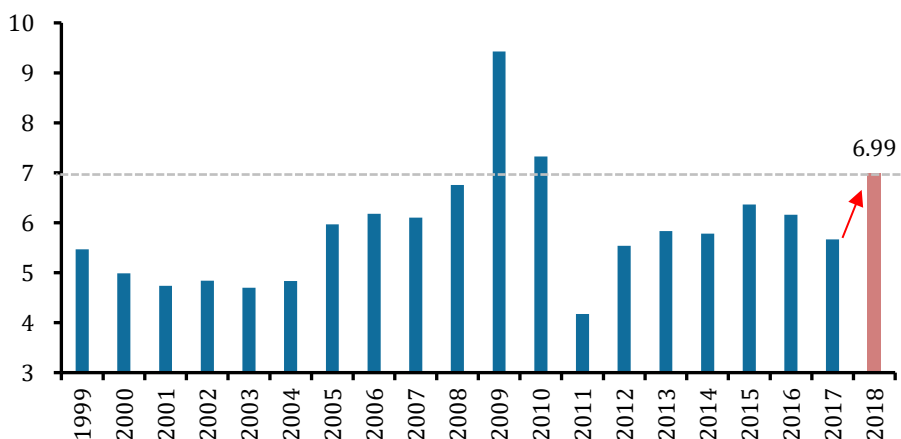
数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室

企业利润也出现明显分化

其二，规模以上工业企业的亏损数量明显增加。

2018 年前 5 个月，在规模以上工业企业数量明显减少的情况下（或者说已经剔除退规企业数量的情况下），规上亏损的企业数量仍然增至 6.99 万家，这也是 2011 年以来的最高值。2018 年前 5 个月的数量，较 2017 年同期的 5.67 万家增加了 1.32 万家。这也是近 3 年来首次出现亏损企业数量同比增加。

图表 25 工业企业亏损数量在 2018 年明显上升：各年 1 至 5 月份累计



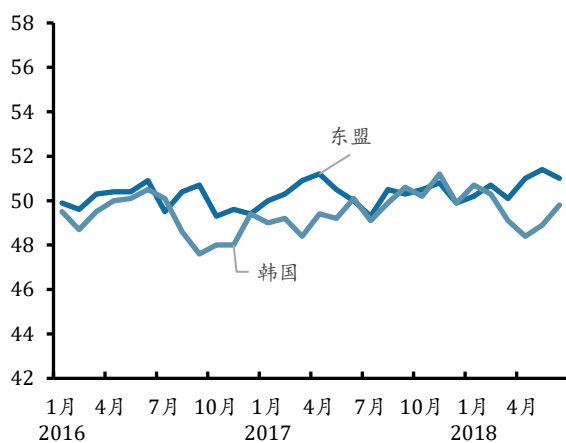
数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室

东盟韩国：东盟经济景气高点已过，韩国经济下行压力上升

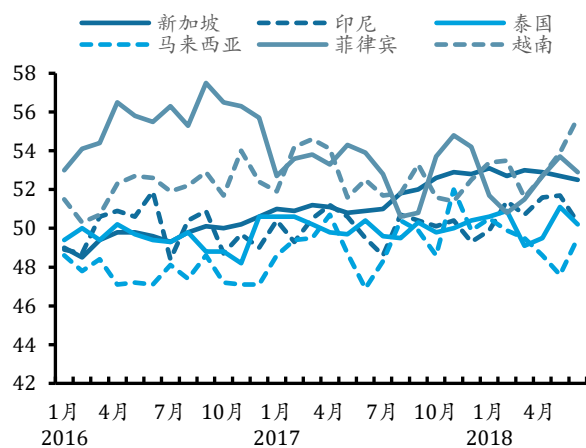
东盟经济景气高位盘整，韩国经济景气下行。第2季度东盟总体制造业 PMI 平均为 51.1，韩国为 49.0。上半年，东盟各月制造业 PMI 保持在荣枯线之上，5 月 PMI 更是录得 2016 年中有数据以来的最高值 51.4。东盟六国中，第2季度仅有马来西亚的制造业 PMI 处于荣枯线之下，其余经济体的 PMI 均在荣枯线之上。相比第1季度，印度尼西亚、泰国、菲律宾和越南的 PMI 数值在第2季度进一步上升。然而，6 月数据显示 PMI 有下行态势，各国近期表现也显示经济高点已过，东盟经济下半年表现将总体不及上半年。韩国季调制造业 PMI 第2季度均值为 49.0，低于第1季度的 50.0，3-6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

图表 26 东盟六国与韩国的制造业 PMI

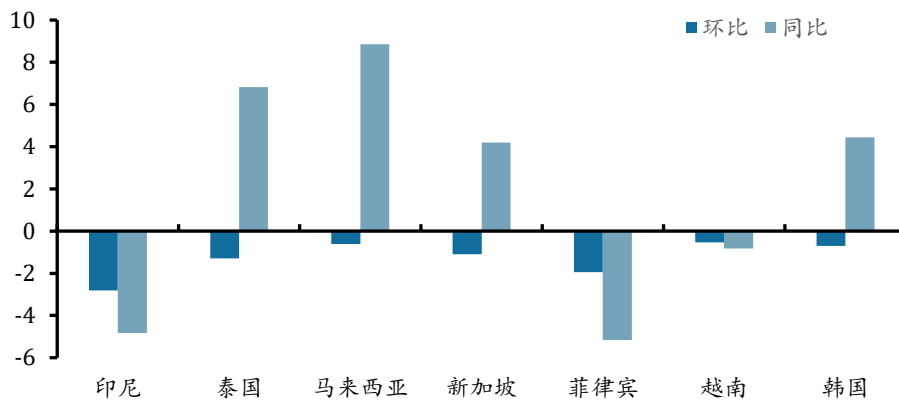


数据来源：Markit，世界经济预测与政策模拟实验室



数据来源：Markit，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 27 东盟六国与韩国货币对美元走势



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

一、印度尼西亚经济

印度尼西亚经济近期处于景气回升轨道。

印度尼西亚经济近期处于景气回升轨道。制造业 PMI 第 2 季度均值为 51.2，连续四个季度回升，且为四年高点；消费者信心指数第 2 季度均值为 123.7，连续四个季度回升，且处于 2003 年公布数据以来的高位。就业形势向好，半年一度的失业率数据显示 2017 年 8 月-2018 年 2 月，印尼失业率为 5.13%，创下 2004 年末公布数据以来的历史新低。价格水平稳定，消费者价格指数（CPI）第 2 季度同比均值 3.3%，环比均值 0.2%。印尼卢比对美元经历了先贬（4 月初至 5 月下旬）、后升（5 月下旬至 6 月上旬）、再贬（6 月上旬以来）的态势，对美元汇率季度平均值环比贬值 2.8%，同比贬值 4.8%。

支出法分解来看，消费稳健支持经济增长，投资保持强劲，进口强于出口。

支出法分解来看，消费稳健支持经济增长，投资保持强劲，进口强于出口。消费方面，收入上升和耐用品购买强劲贡献了私人消费的强劲。消费者信心中现期收入指数第 2 季度均值为 126.0，为 2014 年第 3 季度以来的高点，耐用品购买指数第 2 季度均值为 118.5，创下历史新高，但就业形势指数第 2 季度均值为 95.1，低于上季。投资方面，建筑投资稳定，机器设备投资增长强劲。第 1 季度固定资本形成同比增速为 8.0%，其中建筑投资同比增速 6.2%，机器设备投资同比增速 23.7%。国际贸易方面，印尼呈现贸易逆差格局。第 2 季度月出口同比增速均值为 21.9%，出口增长较快，但由于内需强劲，第 2 季度进口同比增速均值为 63.4%，大幅高于出口增速。

政策方面，货币政策因外部环境压力趋紧，财政政策呈现结构性调整态势。

政策方面，货币政策因外部环境压力趋紧，财政政策呈现结构性调整态势。货币政策方面，印尼央行为应对美联储缩表计划带来的新兴市场资本外流和货币贬值影响，两周内两次加息，于 5 月 17 日和 30 日分别加息 25 个基点，加息过后七天回购利率由 4.50% 上调至 4.75%，存款工具利率由 3.75% 上调至 4%，贷款工具利率由 5.25% 上调至 5.5%。财政政策方面，政府正考虑取消 245 个国家战略项目中的部分基建项目，预计政府引致的相关支出和投资将缩减；同时，印尼财政部宣布促进 17 个新兴产业的税收豁免和减免政策，上述调整反映出财政支出结构的变化。国际方面，国际信用评级机构穆迪 4 月 13 日将印尼的主权信用评级从投资级别的 Baa3 上调至 Baa2，评级展望为稳定，主要理由为印尼经济增速稳定、银行系统稳健、货币财政政策审慎。

印尼第 3 季度经济将在当前的景气高位略有回调，GDP 同比增速预计为 5.2%。

印尼第 3 季度经济将在当前的景气高位略有回调，GDP 同比增速预计为 5.2%。PMI 和消费者信心指数显示当前商业信心和消费者信心仍在高位，这是印尼经济总体稳健的基础。政府取消部分 2019 年无法完工的基建项目投资可能导致投资增速出现下滑。油价上升将同时利于出口及恶化进口。尽管印尼卢比的表现好于其他新兴市场货币，但外部环境不确定性的上升仍将带来印尼卢比的贬值压力。

图表 28 印尼宏观经济数据概览

印尼宏观经济核心指标	2016		2017				2018		
	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2F ¹	Q3F ²
实际 GDP 同比增速 (%)	5.0	4.9	5.0	5.0	5.1	5.2	5.1	5.3	5.2
制造业 PMI	49.9	49.1	50.1	50.4	49.9	49.9	50.7	51.2	-
消费者信心指数	112.5	116.0	118.0	124.0	123.0	123.1	123.4	123.7	-
失业率 (%，半年)	-	-	5.3	-	5.5	-	5.1	-	-
出口总额 ³ 同比增速 (%)	-15.7	42.6	62.4	26.3	76.2	40.6	26.8	21.9	-
进口总额 ³ 同比增速 (%)	-12.9	19.4	43.5	16.7	76.2	61.1	61.7	63.4	-
CPI 同比增速 (%)	3.0	3.3	3.6	4.3	3.8	3.5	3.3	3.3	-
CPI 环比增速 (%)	0.3	0.3	0.4	0.4	0.1	0.3	0.3	0.2	-
美元兑印尼卢比同比增速 (%)	-5.3	-3.8	-1.3	-0.1	1.5	2.2	1.7	4.8	-
美元兑印尼卢比环比增速 (%)	-1.4	0.8	0.8	-0.3	0.1	1.5	0.3	2.8	-

数据说明：¹2018年第2季度的GDP增速为预测数，工业生产指数同比增速为4月数，PMI和汇率为季度平均，其余数为前两月平均。²2018年第3季度的GDP增速为预测数。³贸易数额以美元计价。

二、泰国经济

泰国经济近期处于景气调整状态。

泰国经济近期处于景气调整状态。制造业PMI第2季度均值为50.3，连续四个季度逐步回升；消费者信心指数第2季度均值为38.6，结束了上两个季度以来的持续回升态势。工业生产指数4月同比增速为3.1%，比前三季度有所减弱。但就业形势总体向好，失业率第2季度均值为1.1%，是2017年初以来的低点。价格水平回升，消费者价格指数（CPI）第2季度同比均值为1.3%，环比均值为1.0%，是2017年第二季度以来首次双双回升至1%以上。泰铢对美元在第2季度总体呈现持续贬值态势，对美元汇率季度平均值环比贬值1.3%，同比升值6.9%。

支出法分解来看，消费稳健，投资偏弱，出口是支持经济增长的主要来源。

支出法分解来看，消费稳健，投资偏弱，出口是支持经济增长的主要来源。消费方面，第1季度的私人消费支出同比增速达3.6%，消费者信心支持增长。投资方面，第1季度固定资本形成总额同比增速为3.4%，这一增速已是两年以来最快，反映投资信心虽有恢复但投资仍然偏弱。出口保持强劲，第2季度月出口同比增速均值为11.9%，受亚洲市场强劲、出口限令解除等因素影响，泰国大米、橡胶、糖的出口均出现超预期增长，成为带动经济增长的主动力量。进口同样增速强劲，第2季度进口同比增速均值为16.5%。

政策方面，货币政策未因资本外流而变，财政政策在东部经济走廊政策频出。

政策方面，货币政策未因资本外流而变，财政政策在东部经济走廊政策频出。货币政策方面，政府认为贬值总体有利泰国经济，泰国并未因美联储缩表计划带来的亚洲新兴市场资本外流而调整其货币政策，目前，泰国的基准利率仍维持在1.5%不变。财政政策方面，泰国《东部经济走廊法》于5月正式生效，其重点是发展泰国东部的经济集群，以交通、运输、创新产业园、旅游等为主。中国在泰国东部经济走廊计划的落实过程中扮演了重要角色，截至2016年底，在该地区

计划投资已超 300 亿美元，包括使用“一带一路”资金牵头兴建一条以曼谷为起点的高速铁路，经老挝连接至华南地区，同时超过 80 家中国企业入驻泰中工业园。

泰国第 3 季度经济增速预计有所回调，GDP 同比增速预计为 4.2%。

泰国第 3 季度经济增速预计有所回调，GDP 同比增速预计为 4.2%。制造业 PMI 虽然在荣枯线之上，但消费者信心指数和工业生产指数显示当前商业信心和消费者信心处于景气盘整，泰国经济面临下行压力。政府大力推进泰国东部经济走廊发展，这一举措对推升私人部门和政府部门投资的效果如何，还有待进一步观察。泰国食品和大宗商品的出口仍有望继续向好，成为带动经济增长的动力。泰国央行至今为止尚未计划干预外汇市场，且泰铢总体处于高位，泰铢仍有进一步贬值的空间。

图表 29 泰国宏观经济数据概览

泰国宏观经济核心指标	2016		2017				2018		
	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2F ¹	Q3F ²
实际 GDP 同比增速 (%)	3.1	3.0	3.4	3.9	4.3	4.0	4.8	4.3	4.2
制造业 PMI	49.3	49.2	50.5	50.0	49.8	50.1	50.2	50.3	-
消费者信心指数	36.3	37.1	39.4	38.6	38.8	40.1	40.4	38.6	-
工业生产指数同比增速 (%)	1.2	1.0	0.1	0.8	5.0	4.4	4.1	1.9	-
失业率	0.9	1.0	1.2	1.2	1.2	1.1	1.2	1.1	-
出口总额 ³ 同比增速 (%)	3.1	12.2	15.1	31.8	36.9	34.6	35.1	23.8	-
进口总额 ³ 同比增速 (%)	-4.7	18.8	42.6	42.7	41.6	42.3	51.7	33.0	-
CPI 同比增速 (%)	0.3	0.7	1.3	0.1	0.5	0.9	0.6	1.3	-
CPI 环比增速 (%)	-0.4	0.2	-0.3	0.3	0.6	0.2	-0.3	1.0	-
美元兑泰铢同比增速 (%)	-1.2	-1.2	-1.5	-2.8	-4.2	-6.9	-10.2	-6.9	-
美元兑泰铢环比增速 (%)	-1.3	1.6	-0.8	-2.3	-2.7	-1.3	-4.3	1.3	-

数据说明：¹2018 年第 2 季度的 GDP 增速为预测数，工业生产指数同比增速为 4 月数，PMI 和汇率为季度平均，其余数为前两月平均。²2018 年第 3 季度的 GDP 增速为预测数。³贸易数额以美元计价。

三、马来西亚经济

马来西亚经济近期景气盘整。

马来西亚经济近期景气盘整。制造业 PMI 第 2 季度均值为 48.6，连续两个季度处于荣枯线之下。4 月工业生产指数同比增速为 4.6%，高于上季度 3.9% 的平均同比增速。就业形势稳定，4 月失业率为 3.4%，

略高于上季度 3.3% 的平均水平。价格水平偏低，消费者价格指数(CPI) 第 2 季度同比均值 1.6%，环比均值 0.1%。马来西亚林吉特对美元在第 2 季度总体呈现持续贬值态势，对美元汇率季度平均值环比贬值 0.6%，同比升值 8.8%。

支出法分解来看，私人消费是支持增长的主要动力，投资疲弱，出口增长出现回升。

支出法分解来看，私人消费是支持增长的主要动力，投资疲弱，出口增长出现回升。消费方面，第 1 季度的私人消费支出同比增速达 6.9%，强力支持增长，政府消费仅增 0.4%，成为增长拖累。投资非常疲弱，第 1 季度私人投资同比增速为 0.5%，大幅度低于上季度的 9.2%，政府投资延续负增长，为 -1.0%。企业商业信心下降是投资放缓的原因，4 月公布的商业景气指数的领先指数为 119.1，低于上季度，该指数在去年第 4 季度到达高位之后持续下滑，反映企业商业信心下降。马来西亚第 1 季度出口不理想，但这一情况有望在第 2 季度得以改变，4 月出口同比增速为 14.0%，高于上季度 6.0% 的平均水平。

政策方面，马哈蒂尔再次当选总理，政府高层大幅变动，从新选政府政策导向来看，货币政策和货币政策预计都将更趋稳健。

政策方面，马哈蒂尔再次当选总理，政府高层大幅变动，从新选政府政策导向来看，货币政策和货币政策预计都将更趋稳健。马来西亚信任央行行长诺尔是 2016 年卸任的央行行长泽蒂的副手，曾参与东南亚金融危机期间金融政策的制定，预计在其执掌下的马来西亚央行将更为关注金融稳定。目前，马来西亚并未因美联储缩表计划调整其货币政策，隔夜政策利率维持在 3.25% 不变。财政政策方面，政府总体采用减支降税措施。马哈蒂尔当选总理之后，提出了削减 1 万亿林吉特的债务目标，这其中包含推迟、缩减、重新协商或取消前政府推动的马来西亚国内大型基建计划，受国内关注的是单方面要求重新谈判马新高速铁路项目。税收方面，从 6 月起取消国内 6% 的消费税。这一调整可能导致未来一段时间马来西亚经济仍主要依赖私人消费支撑，私人 and 政府投资将继续放缓。

马来西亚第 3 季度经济预计仍将延续盘整态势，GDP 同

马来西亚第 3 季度经济预计仍将延续盘整态势，GDP 同比增速预计为 5.5%。消费税的取消及消费者信心的稳定有助于避免马来西亚经济的进一步下行，成为支撑经济增长的基础。政府对基础设施建设偏好的转向将导致投资增速继续低迷，投资将对增长形成持续拖累。马

比增速预计为 5.5%。来西亚林吉特的贬值总体有助于出口量的提升，特别是大宗商品出口中棕榈油是以马币计价的，中美贸易战所引致的需求转移效应可能使马来西亚的电子产业获益，这些因素使得马来西亚出口有望上行。

图表 30 马来西亚宏观经济数据概览

马来西亚宏观经济核心指标	2016		2017				2018		
	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2F ¹	Q3F ²
实际 GDP 同比增速 (%)	4.3	4.5	5.6	5.8	6.2	5.9	5.4	5.4	5.5
制造业 PMI	48.0	47.1	49.2	48.8	49.5	50.2	50.0	48.6	-
工业生产指数同比增速 (%)	4.0	5.5	4.1	3.9	5.9	3.5	3.9	4.6	-
失业率 (%)	3.5	3.5	3.5	3.4	3.4	3.3	3.3	3.4	-
出口总额 ³ 同比增速 (%)	-2.1	3.5	21.4	20.9	22.4	12.6	6.0	14.0	-
进口总额 ³ 同比增速 (%)	0.0	5.4	27.7	19.5	19.8	14.6	-0.3	9.1	-
CPI 同比增速 (%)	1.4	1.6	4.2	3.8	3.6	3.6	1.8	1.6	-
CPI 环比增速 (%)	0.1	0.4	0.8	-0.2	0.4	0.2	0.0	0.1	-
美元兑林吉特同比增速 (%)	0.1	0.9	6.0	7.9	5.3	-3.8	-11.8	-8.8	-
美元兑林吉特环比增速 (%)	1.0	6.8	2.8	-2.6	-1.6	-2.4	-5.7	0.6	-

数据说明：¹2018 年第 2 季度的 GDP 增速为预测数，工业生产指数同比增速为 4 月数，PMI 和汇率为季度平均，其余数为前两月平均。²2018 年第 3 季度的 GDP 增速为预测数。³贸易数额以美元计价。

四、新加坡经济

新加坡经济近期总体高位运行。

新加坡经济近期总体高位运行。制造业 PMI 第 2 季度均值为 52.7，连续七个季度处于荣枯线之上，不过与前几个季度的持续上升相比，本季度 PMI 较上季度略有回调。制造业生产指数第 2 季度同比平均增速强劲，为 10.1%，高于上季度 9.8% 的平均同比增速。劳动力市场改善，第 1 季度季调失业率为 2.0%，低于上季度 2.1% 的水平。价格水平温和上升，消费者价格指数（CPI）第 2 季度同比均值 0.2%，环比均值 0.1%。新加坡元对美元在第 2 季度总体呈现持续贬值态势，对美元汇率季度平均值环比贬值 1.1%，同比升值 4.2%。

生产法分解来看，商品生产增速高于

服务生产增速，制造业强劲是主因。第 1 季度，商品生产增速为 6.4%，其中制造业同比增速高达 9.8%，建筑业继续负增长，为 -5.0%；服务生产增速为 4.1%，其中信息

服务生产增速，制造业强劲是主因。

通讯业同比增速 5.7%，金融保险业同比增速 9.1%。支出法分解来看，政府消费是支持增长的主要动力，私人消费和投资放缓，出口增长向好。消费方面，第 1 季度的政府消费支出同比增速达 9.6%，强力支持增长，私人消费支出放缓，同比增速为 2.1%，低于前两季度超过 5% 的增速。投资增速放缓，第 1 季度同比增速为 0.2%，低于上季度的 2.2%。新加坡经济景气领先指数仍然较高，第 1 季度为 112.7，与上季度持平。外需向好，新加坡第 2 季度月出口同比增速均值上升，为 6.1%，是去年第 1 季度以来的最高增速，月进口同比增速均值也上升，为 5.6%，高于上季度水平。

政策方面，央行调整汇率区间斜率紧缩货币政策，新加坡政府上调额外买家印花税给房地产市场降温。

政策方面，央行调整汇率区间斜率紧缩货币政策，新加坡政府上调额外买家印花税给房地产市场降温。4 月，考虑到第 1 季度经济运行良好、劳动力市场稳定和通胀回升，并综合贸易争端可能给外部环境和宏观经济带来的不确定性影响，新加坡金管局小幅上调新加坡元名义有效汇率区间的斜率，这一斜率此前为零，中心与区间宽度维持不变。这一举措是新加坡金管局六年以来首次收紧货币政策。7 月 5 日，新加坡金融管理局、国家发展部和财政部联合公告表示，新加坡将上调额外买家印花税税率 5 到 15 个百分点，并收紧贷款限额。这些调整反映出新加坡政府对于国内经济出现过热的逆周期调整偏好，并希望藉由前期政策调整为未来的外部贸易摩擦升级留出政策空间。

新加坡第 3 季度经济预计将向下调整，GDP 同比增速预计为 2.8%。

新加坡第 3 季度经济预计将向下调整，GDP 同比增速预计为 2.8%。制造业和出口目前达到高点，已出现向下调整的态势。同时政府的货币政策收紧，并给房地产市场降温，这将进一步抑制本已经较低迷的投资和建筑业，同时抑制金融服务业增长的进一步走强。如果贸易战升级影响亚太地区贸易，新加坡作为前沿国家也将不可避免地受到负面影响。因此，总体来看，下半年新加坡经济不会再像开年这般强劲。

图表 31 新加坡宏观经济数据概览

新加坡宏观经济核心指标	2016		2017				2018		
	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2F ¹	Q3F ²
实际 GDP 同比增速 (%)	1.7	3.7	2.5	2.8	5.5	3.6	4.4	4.0	2.8
制造业 PMI	49.7	49.7	50.3	51.0	50.9	51.6	52.8	52.7	-
制造业生产指数同比增速 (%)	1.9	11.8	8.4	8.5	19.5	6.3	9.8	10.1	-
季调失业率 (%)	2.1	2.2	2.2	2.2	2.1	2.1	2.0	-	-
出口总额 ³ 同比增速 (%)	2.1	1.7	9.1	3.3	5.2	5.5	2.1	6.1	-
进口总额 ³ 同比增速 (%)	-5.3	2.7	4.5	4.7	7.9	7.4	1.4	5.6	-
CPI 同比增速 (%)	-0.4	0.0	0.7	0.8	0.5	0.5	0.2	0.3	-
CPI 环比增速 (%)	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	-
美元兑新加坡元同比增速 (%)	-2.8	0.2	0.9	2.4	0.6	-3.9	-6.9	-4.2	-
美元兑新加坡元环比增速 (%)	-0.5	4.2	0.4	-1.7	-2.2	-0.5	-2.6	1.1	-

数据说明：¹2018 年第 2 季度的 GDP 增速为预测数，工业生产指数同比增速为 4 月数，PMI 和汇率为季度平均，其余数为前两月平均。²2018 年第 3 季度的 GDP 增速为预测数。³贸易数额以美元计价。

五、菲律宾经济

菲律宾经济处于景气高点。制造业 PMI 第 2 季度均值为 53.1，高于上个季度的 51.3。

菲律宾经济处于景气高点。制造业 PMI 第 2 季度均值为 53.1，高于上个季度的 51.3。第 2 季度公布的下季度消费者信心指数为 36.3，略低于上季度的 37.1，但仍处于历史高位。第 2 季度工业生产指数同比增速均值为 25.5%，高于上季度的 18.0%，创下 2010 年初以来新高。失业率有所上升，6 月公布的季度失业率为 5.5%，高于上季度的 5.3%。价格水平上升，消费者价格指数（CPI）第 2 季度同比均值 5.3%，核心同比均值 5.1%，高于上季度 4.4%和 4.3%的水平，季调环比均值 0.4%，低于上季度 0.7%的水平。菲律宾比索在第 2 季度总体对美元贬值，6 月跌至 2006 年 7 月以来新低，对美元汇率季度平均环比贬值 1.9%，同比贬值 5.1%。

支出法分解来看，消费稳健支持经济增长，投资保持强劲，出口进一步放缓。

支出法分解来看，消费稳健支持经济增长，投资保持强劲，出口进一步放缓。消费方面，私人消费保持稳健，第 1 季度同比增速为 5.6%，政府消费强劲，同比增速为 13.6%。从第 2 季度公布的下季度消费者展望指数来看，经济状况上行，而家庭财务状况和家庭收入出现下行。投资方面，建设投资和耐用设备投资增长较强劲。第 1 季度固定资本

形成同比增速为 8.9%，其中建设投资同比增速 10.2%，耐用设备投资同比增速 8.4%。国际贸易方面，菲律宾出口进一步放缓，4 月出口同比增速为-8.5%，低于上季度-5.4%的平均月同比增速；4 月进口同比增速为 22.2%，低于上季度 7.2%的平均水平。

政策方面，央行因通货膨胀、比索贬值和资本外流压力加息。

政策方面，央行因通货膨胀、比索贬值和资本外流压力加息。菲律宾央行 6 月 20 日将隔夜逆回购利率从 3.25%上调至 3.5%，由于通货膨胀超过了央行 2%-4%的目标区间，为避免燃料成本上涨进一步传导至经济其他领域，同时避免比索过度波动，央行加息。此外，菲律宾的加密货币投资呈现快速增长，由于菲律宾经济增长对于侨汇的依赖、国际旅游业发达以及央行未禁止使用法币进行加密货币交易，菲律宾公众对加密货币的交易处于高位。

菲律宾第 3 季度经济将在当前的景气高位略有回调，GDP 同比增速预计为 6.3%。

菲律宾第 3 季度经济将在当前的景气高位略有回调，GDP 同比增速预计为 6.3%。PMI 和消费者信心指数显示当前商业信心和消费者信心仍在高位，但是月度数据显示景气程度高点已过。考虑到贬值压力仍存以及通胀压力上升，央行货币政策仍将偏于紧缩，预计未来菲律宾经济将出现回调。

图表 32 菲律宾宏观经济数据概览

菲律宾宏观经济核心指标	2016		2017				2018		
	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2F ¹	Q3F ²
实际 GDP 同比增速 (%)	7.1	6.7	6.5	6.6	7.2	6.5	6.8	6.6	6.3
制造业 PMI	56.4	56.2	53.4	53.8	51.4	54.2	51.3	53.1	-
工业生产指数同比增速 (%)	7.4	10.2	11.3	-2.1	-4.1	-7.9	18.0	25.5	-
消费者信心指数，下季	27.8	28.2	28.7	29.3	28.1	34.9	37.1	36.3	-
失业率 (%)	4.7	6.6	5.7	5.6	5.0	5.3	5.5	-	-
出口总额 ³ 同比增速 (%)	-1.5	3.9	25.5	16.7	8.5	4.0	-5.4	-8.5	-
进口总额 ³ 同比增速 (%)	2.0	2.5	3.1	3.1	3.1	3.4	4.4	5.3	-
CPI 同比增速 (%)	2.0	2.5	3.1	3.1	3.1	3.4	4.4	5.3	-
CPI 环比增速 (%)	0.2	0.4	0.3	0.1	0.4	0.3	0.7	0.4	-
美元兑菲律宾比索同比增速 (%)	2.2	4.9	5.8	7.2	8.0	3.7	2.9	5.2	-
美元兑菲律宾比索环比增速 (%)	1.1	4.4	1.8	-0.3	2.0	0.2	1.0	1.9	-

数据说明：¹2018 年第 2 季度的 GDP 增速为预测数，工业生产指数同比增速为 4 月数，PMI 和汇率为季度平均，其余数为前两月平均。²2018 年第 3 季度的 GDP 增速为预测数。³贸易数额以美元计价。

六、越南经济

越南经济景气向好。

越南经济景气向好。制造业 PMI 第 2 季度均值为 54.1，高于上个季度的 52.8。第 2 季度工业生产指数同比增速均值为 9.6%，低于上季度的 12.5%，但仍处于高位。价格水平上升，消费者价格指数（CPI）第 2 季度月同比均值 3.8%，高于上季度 2.8% 的水平。越南盾在第 2 季度总体对美元贬值，对美元汇率季度平均环比贬值 0.5%，同比贬值 0.8%。

支出法分解来看，消费稳健支持经济增长，投资略有放缓，出口出现放缓。

支出法分解来看，消费稳健支持经济增长，投资略有放缓，出口出现放缓。消费方面，私人消费保持稳健，6 月零售销售累计同比增幅 10.7%，是今年以来最高。投资方面，国内投资月同比均值为 7.5%，低于上季度 9.4% 的增速。国际贸易方面，越南出口出现大幅放缓，第 2 季度出口月同比平均增速为 8.7%，低于上季度 24.3% 的平均月同比增速；进口也大幅度放缓，第 2 季度进口同比增速为 6.9%，低于上季度 15.8% 的平均水平。生产法来看，越南第 2 季度经济增长较第 1 季度有所放缓，但还是达到了 7.1% 的增速，工业建筑业和服务业的同比增速分别达到了 9.1% 和 6.9%。

政策方面，贸易保护主义对越南贸易产生负面影响。

政策方面，贸易保护主义对越南贸易产生负面影响。5 月美国商务部对美国从越南进口的原产于中国的钢铁产品征收高额反倾销与反补贴关税。从出口规模来看，自从 2015 年对中国钢铁产品征收反倾销关税后，每年美国从越南进口的冷轧钢出口额从 900 万美元迅速上升至至 2.15 亿美元，不锈钢进口也从 200 万美元上升至 8000 万美元，美国钢铁企业认为，这些产品 90% 的附加值是在中国形成的。中美贸易摩擦升级可能对越南的贸易产生进一步的影响。惠誉在 5 月将越南主权信用评级从 BB- 上调为 BB，展望为稳定，主要基于越南宏观经济稳定性的改善。

越南第 3 季度经济将在当前的景气高位出现回调，GDP

越南第 3 季度经济将在当前的景气高位出现回调，GDP 同比增速预计为 6.5%。越南 2018 年上半年的经济增长与全球经济周期性上行

同比增速预计为 6.5%。密切相关，预计下半年经济增长将有所放缓。考虑到消费者信心仍然强劲，放缓将主要来自于投资和国际贸易部门。

图表 33 越南宏观经济数据概览

越南宏观经济核心指标	2016		2017				2018		
	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2F ¹	Q3F ²
实际 GDP 同比增速 (%)	5.9	6.2	5.1	5.7	6.4	6.8	7.4	7.1	6.3
制造业 PMI	52.3	52.7	53.6	52.7	52.3	51.8	52.8	54.1	-
工业生产指数同比增速 (%)	7.4	7.3	4.8	7.7	9.9	15.1	12.5	9.6	-
出口总额 ³ 同比增速 (%)	9.3	14.8	17.1	22.6	22.3	24.7	24.3	8.7	-
进口总额 ³ 同比增速 (%)	3.8	18.1	26.2	24.3	21.3	16.4	15.8	6.9	-
CPI 同比增速 (%)	2.8	4.5	5.0	3.3	3.1	2.7	2.8	3.8	-
CPI 环比增速 (%)	0.3	0.5	0.3	-0.2	0.5	0.3	0.3	0.4	-
美元兑越南盾同比增速 (%)	0.5	0.8	1.5	2.3	2.5	1.7	1.0	0.8	-
美元兑越南盾环比增速 (%)	0.1	0.8	0.7	0.7	0.3	0.0	-0.1	0.5	-

数据说明：¹2018 年第 2 季度的 GDP 增速为预测数，工业生产指数同比增速为 4 月数，PMI 和汇率为季度平均，其余数为前两月平均。²2018 年第 3 季度的 GDP 增速为预测数。³贸易数额以美元计价。

七、韩国

韩国经济总体景气下行。

韩国经济总体景气下行。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；消费者信心指数第 2 季度均值为 106.8，连续两个季度下降，且第 2 季度各月连续下滑。失业率上升，第 2 季度季调月失业率均值为 3.9%，失业率连续三个季度上升。价格水平稳定，消费者价格指数（CPI）第 2 季度同比均值 1.5%，环比零增长；核心 CPI 第 2 季度同比均值 1.3%，环比均值 0.1%。韩元对美元在 4-5 月总体呈现盘整态势，6 月 7 日-27 日经历了一轮持续贬值，第 2 季度韩元对美元汇率季度平均值环比贬值 3.5%，同比升值 1.3%。

支出法分解来看，私人消费增速放

支出法分解来看，私人消费增速放缓，投资保持强劲，进口强于出口。消费方面，收入预期下调和耐用品消费意愿下降抑制了私人消费需求。消费者调查指数中的耐用品开支计划第 2 季度均值为 95.0，

缓，投资保持强劲，
进口强于出口。

低于上季度的 96.7，预期家庭收入变化指数第 2 季度均值为 101.3，低于上季度的 103.7。投资方面，建筑投资增长缓慢，设施投资增长较快。第 1 季度固定资本形成同比增速为 3.5%，其中建筑投资同比增速 1.5%，设施投资同比增速 7.3%。国内建设订单金额第 2 季度月同比均值放缓，为-15.8%，低于上季度的 9.6%。国际贸易方面，韩国第 2 季度出口显著放缓，进口仍然强劲。第 2 季度月出口同比增速均值为 3.9%，显著低于上季度的 10.5%。出口放缓很大程度上是因为 6 月出口负增长，积极的来看，6 月工作日减少和去年基期过高使得这一放缓可能不会继续，消极的来看，半导体行业出口 5 月和 6 月连降，可能终结半导体出口市场持续两年的繁荣。进口仍然保持双位数增长，第 2 季度为 12.7%。

政策方面，货币政
策保持稳健，财政
政策更关注结构性
调整。

政策方面，货币政策保持稳健，财政政策更关注结构性调整。货币政策方面，韩国央行在第 2 季度并未有进一步加息举措，韩国并未因新兴市场资本外流压力采取加息举措，央行更加看重经济增长和失业率。同时，在本轮新兴市场货币贬值潮下，韩国基本面仍然稳定，经常账户持续顺差，且外汇储备在 6 月突破 6000 亿美元。4 月，韩国企划财政部发布《最近经济动向》（绿皮书）指出，出口好转推动韩国经济持续回暖，但就业形势仍不容乐观。韩国政府将进一步采取各项措施支持就业，特别是青年人就业。5 月，韩国企划财政部将南部沿海五个重要的船舶制造中心划定为“产业危机”区，将为这些地区提供包括金融支持、税收激励和就业培训等支持。国际方面，韩朝发布“板门店宣言”，双方争取在今年结束战争状态，韩朝合作将有助于提振韩国消费者信心，继而长期有利于韩国经济。韩国贸易因为美对贸易强硬态度而蒙上阴影，5 月，韩国就美国针对韩产大型家用洗衣机和太阳能电池及组件的保障措施向世贸组织提出申诉；韩国政府、汽车制造商和汽车协会组成工作小组，评估美国商务部根据《贸易扩张法》第 232 条对进口汽车展开调查对韩国汽车产业的影响。中美贸易摩擦同样将对韩国经济产生不利影响。

**韩国经济第3季度
预计仍将缺乏上行
动能, 预计 GDP 同
比增速为 2.5%。**

韩国经济第3季度预计仍将缺乏上行动能, 预计 GDP 同比增速为 2.5%。消费者信心处于较低水平, PMI 也位于荣枯线之下, 私人部门总体信心不足, 这将影响内需对经济增长的提振。韩国出口近期表现不佳, 包括半导体行业在内的 ICT 产业出口较难延续过去一段时间的强劲, 随着中美贸易摩擦走向实施阶段, 韩国出口将面临更大的不确定性。因此, 总体而言, 韩国经济下半年将面临更大的挑战。

图表 34 韩国宏观经济数据概览

韩国宏观经济核心指标	2016		2017				2018		
	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2F ¹	Q3F ²
实际 GDP 同比增速 (%)	2.6	2.6	2.9	2.8	3.8	2.8	2.8	2.7	2.5
制造业 PMI	48.8	48.5	48.9	49.6	49.9	50.4	50.0	49.0	-
消费者信心指数	101.2	96.9	94.3	106.4	109.3	110.5	108.7	106.8	-
失业率 (%)	3.8	3.6	3.7	3.8	3.6	3.7	3.7	3.8	-
出口总额 ³ 同比增速 (%)	-4.6	1.8	14.8	16.8	23.9	8.4	10.5	3.9	-
进口总额 ³ 同比增速 (%)	-4.7	4.2	24.0	18.6	18.0	11.5	14.0	12.7	-
CPI 同比增速 (%)	0.7	1.5	2.1	1.9	2.3	1.5	1.3	1.5	-
CPI 环比增速 (%)	0.2	0.0	0.4	0.0	0.3	-0.2	0.4	0.0	-
美元兑韩元同比增速 (%)	-4.2	0.1	-4.0	-2.9	1.1	-4.7	-7.0	-4.4	-
美元兑韩元环比增速 (%)	-3.7	3.4	-0.5	-2.0	0.2	-2.5	-2.9	0.7	-

数据说明: ¹2018 年第 2 季度的 GDP 增速为预测数, 工业生产指数同比增速为 4 月数, PMI 和汇率为季度平均, 其余数为前两月平均。 ²2018 年第 3 季度的 GDP 增速为预测数。 ³贸易数额以美元计价。

全球金融市场：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。

一、全球金融市场总体情况

美元回升，新兴市场遭遇冲击

2018年第二季度全球金融市场的基调是美元回升，并直接冲击新兴市场多个金融市场。美元指数大幅逆转2017年以来跌势，多个新兴市场货币出现剧烈贬值。这一转变主要由经济金融风险上升和美联储升息带动资金回流所驱动，因此也反映在了发达经济体和新兴经济体的股市和长期国债市场的走势分化上。

图表 35 全球金融市场主要指标变动

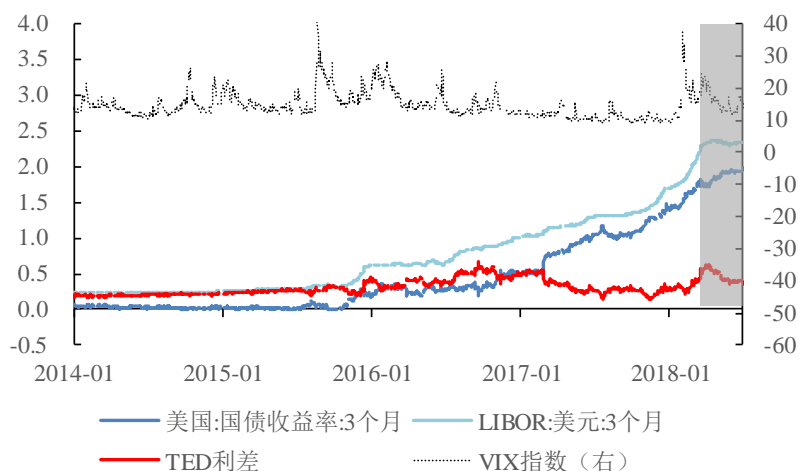
外汇市场				股票市场			
名称	本季度	上季度	升值幅度	名称	本季度	上季度	上涨幅度
美元指数	92.68	90.14	2.82	标普 500	2703.62	2733.33	-1.09
欧元	1.19	1.23	-3.02	德国 DAX	12670.55	12634.95	0.28
日元	109.14	108.31	-0.77	日经 225	22356.11	22332.82	0.10
人民币	6.38	6.36	-0.30	上证综指	3084.32	3325.38	-7.25
雷亚尔	3.61	3.24	-11.17	巴西 IBOVESPA	80079.81	83435.47	-4.02
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。

全球金融市场风险略有回调，但相比去年已高一个台阶。

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年第一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（见图表 2）。进入二季度后，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。

图表 36 全球金融市场风险状况图



注：数据来自 Wind 数据库。阴影部分为 2018 年第二季度。

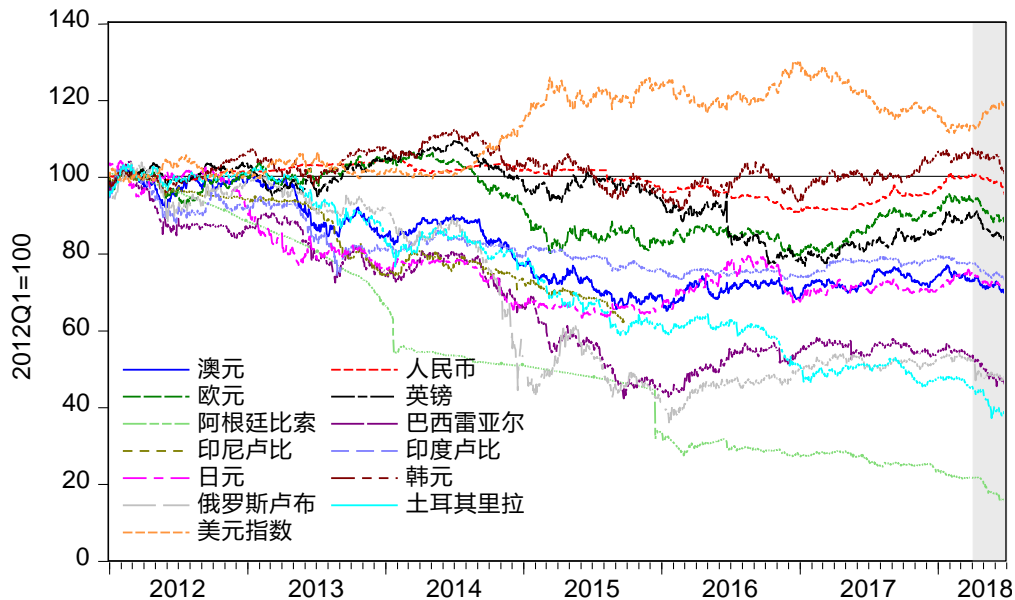
二、全球金融分市场运行态势

美元单边升值冲击新兴市场货币。

2018 年第二季度美元单边回升，并直接冲击新兴市场货币。美元指数平均相比上季度提升 2.82%，季末已升至 95 左右。虽然美元加息节奏仍在市场预期之中，但由于全球金融环境趋紧和增长动力减弱等一系列因素，在 2017 年受低风险因素驱动而外流的资金开始回流向美国，导致美元逆转 2017 年以来的持续跌势。资金回流美国导致新兴经济体货币普遍承受明显贬值压力，阿根廷、巴西、土耳其、俄罗斯等外债较高国家的货币在二季度大幅贬值，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。此轮非美货币贬值的一致性要高于 2016 年 4 季度相似幅度美元升值时的情形。

图表 37 主要发达和新兴经济体汇率走势一览

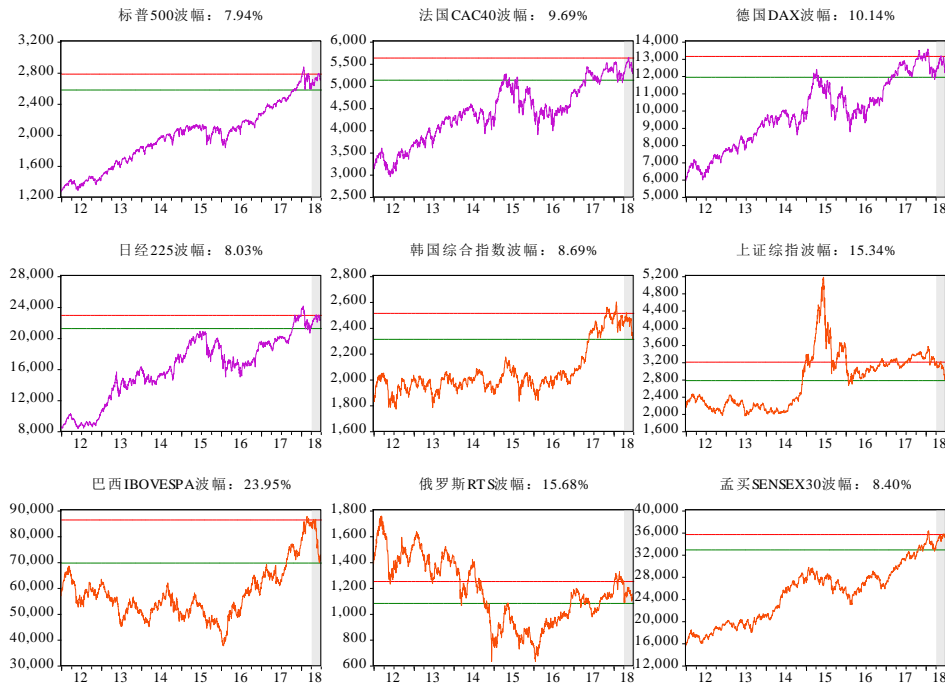


注：原始数据来自 Wind 数据库，经笔者计算。采用间接标价法，上升代表该货币升值。阴影部分代表第四季度。

发达经济体股市高位震荡，多数新兴经济体先行回落。

发达经济体股市高位震荡，新兴经济体多先行回落。发达经济体股市继一季度急挫之后在二季度出现补涨，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。

图 表 38 全球主要发达与新兴经济体股市走势一览



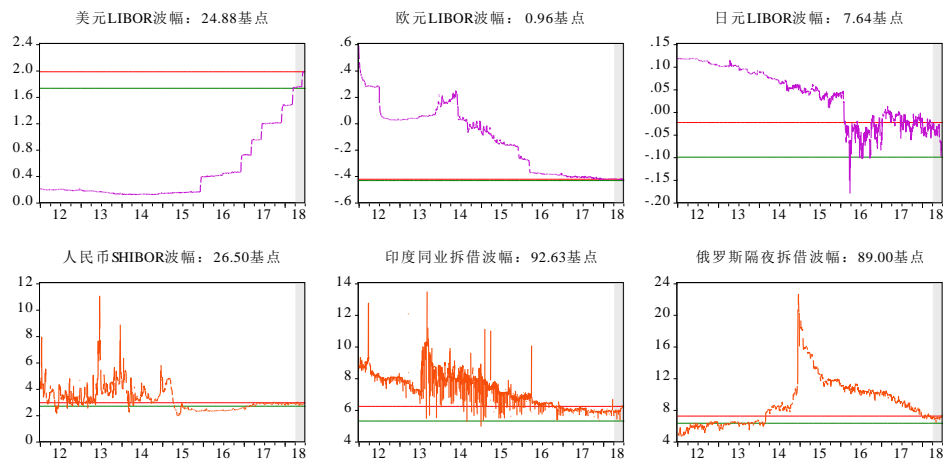
注：原始数据来自 Wind 数据库。除美元指数、欧元和英镑采用间接标价法，上升代表该货币升值以外，其余货币均采用直接标价法，即数值上升代表对美元贬值。季度波幅定义为季内最高值相对最低值的偏离百分比。各图中位置较高的红色虚线代表季内最高值，较低绿色虚线代表季内最低水平。阴影部分代表 2018 年第二季度。

新兴市场国家陆续 升息

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。二季度发达经济体央行中美联储如市场预期启动了今年的第二次升息；欧央行则宣布从今年 10 月起缩减购债规模，并于 2018 年底结束购债计划，但受负利率政策影响，欧元区货币市场的低利率仍将维持更长时间；日本央行则仍维持超宽松政策。

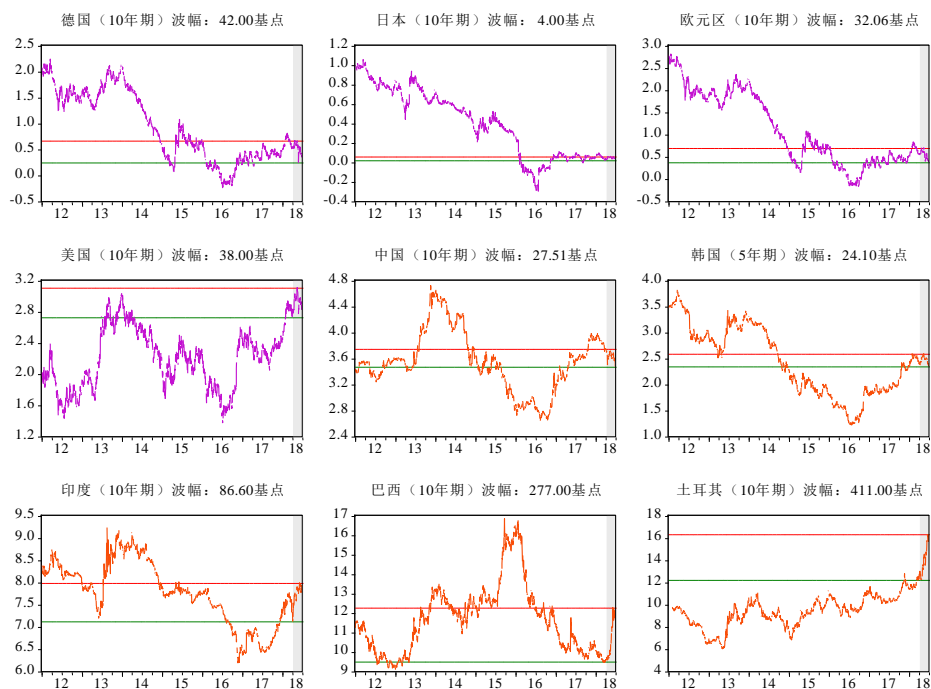
新兴市场中，阿根廷、土耳其、印度、沙特、墨西哥、捷克等国央行均在 6 月实施了升息，其中，为应对货币贬值的巨大压力，阿根廷、土耳其实施了连续升息的策略，分别将政策利率提升至 40%、17.75% 的高位。其余新兴市场国家中，沙特、墨西哥、印度等国或出于货币贬值压力跟随美联储，或出于油价上升可能造成的通胀压力也实施了升息。

图表 39 全球主要发达与新兴经济体货币市场走势一览



注：同上。

图表 40 全球主要发达与新兴经济体长期国债市场走势一览



注：同上。

部分新兴经济体长期国债收益率大幅扬升

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。如全球股市所呈现的情况，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，反映第二季度金融市场波动主要由国际资金流向转变驱动的实质。欧元区和日本的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，但得标利率分别为 20%和 19%。

三、全球金融形势展望

下半年存在全球金融市场风险出现急升的可能性

下半年存在全球金融市场风险出现急升的可能性。随着全球流动性温和收紧态势在主要经济体中扩散，全球经济动能有所减弱，大国政治过多搅入经贸议题，下半年金融市场风险水平仍有很大可能出现短期急剧上升，但与年初美国股市波动带动全球金融市场风险上升的场景不同，下半年全球金融风险更有可能在新兴经济体以及新民粹主义执政联盟上台后的意大利引爆。

美元指数仍存在进一步上升空间

美元指数仍存在进一步上升空间。在全球经济增长动能有所减弱的态势下，美联储升息更有可能带来美元指数的上升。特别是当前美国特朗普政府在贸易问题上的密集举措，对更加依赖贸易的欧元区经济将产生潜在的负面影响。这将进一步削弱欧元从而支撑美元。

新兴市场仍不容乐观

新兴市场很可能遭遇进一步金融冲击。2 季度以来的美元升值和资金流出已经对阿根廷、土耳其、巴西等国货币造成剧烈影响，阿根廷和土耳其通过大幅提高短期利率来应对货币贬值压力。巴西虽然尚未升息，但如果货币贬值显化为国内通胀压力，仍将不得不提升其短期利率。新兴经济体这一轮升息会对其国内经济活动造成紧缩性影响，很可能再次引发货币的贬值。在外债去杠杆未充分完成之前，这无疑对现状更是雪上加霜。

大宗商品市场：进入均衡区间，上升动力有限

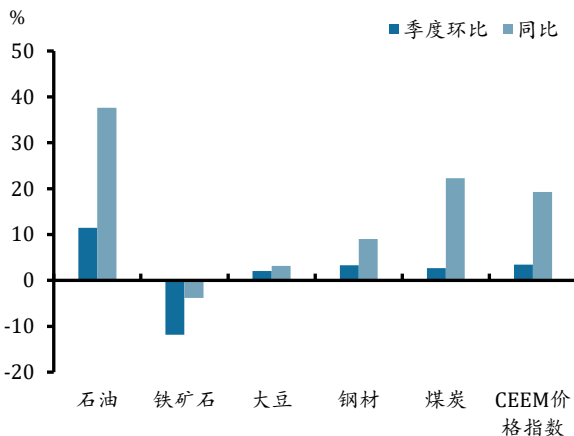
2018 年 2 季度大宗商品价格小幅上涨，但涨幅进一步缩小。油价上涨是推升大宗商品价格的主要因素，主要受到 OPEC 减产时间超预期和美国库存下降影响。金属普遍震荡下行，房地产调控对金属需求造成压力。农产品价格回落，贸易战和下游需求低迷拖累整体需求。在美元整体上涨的背景下，预计大宗商品价格仍将普遍承压，升势或进一步放缓，价格进入振荡期。

一、大宗商品总体价格走势

1 季度大宗商品价格在石油价格的支持下上涨，但其他商品呈震荡下行趋势。

2018 年 2 季度 CEEM 大宗商品价格⁶环比上涨 3.45%，但涨幅较上季度进一步收窄。大宗商品价格上涨的主要原因是原油价格环比上升 11.49%，OPEC 减产时间超预期以及美国库存下降对油价形成支撑。与此同时金属和粮食价格都呈震荡下行走势。其中，铜、铝价格小幅下行，钢材和铁矿石价格波动为主，在房地产调控的背景下新增需求有限。农产品中，大豆、小麦、玉米全线回落，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。

图表 41 2 季度大宗商品价格涨幅进一步收窄



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 42 大宗商品价格上涨后进入震荡区间



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

⁶ 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。

二、主要大宗商品供求情况与价格走势

2 季度 OPEC 时长超预期提振原油价格，但 6 月份开始 OPEC 转向小幅增产且美国产量不断上涨

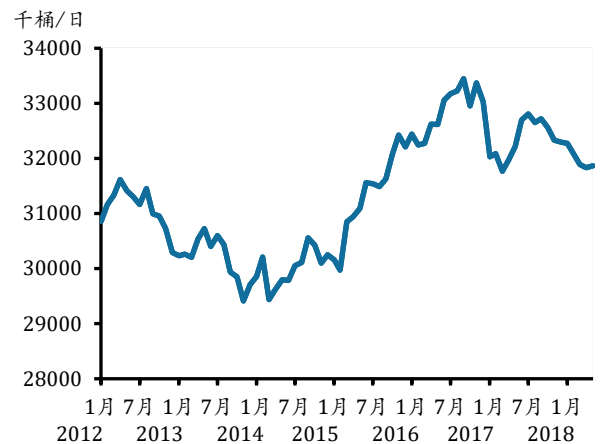
2018 年 2 季度，国际油价总体呈上行走势，布伦特原油价格在 5 月一度到达 80 美元但随后震荡回落。OPEC 减产力度和时长超出预期以及美国原油库存下跌是推动油价不断上涨的主要因素，但随着 6 月份 OPEC 同意小幅增产以及北美活跃钻井及页岩油开采量持续上升，全球油价仍然承压，难以进一步突破上行。经过一年多的减产全球原油供需基本回到均衡区间。

图表 43 2 季度石油上涨后进入震荡区间



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 44 2 季度 OPEC 产量持续下降



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

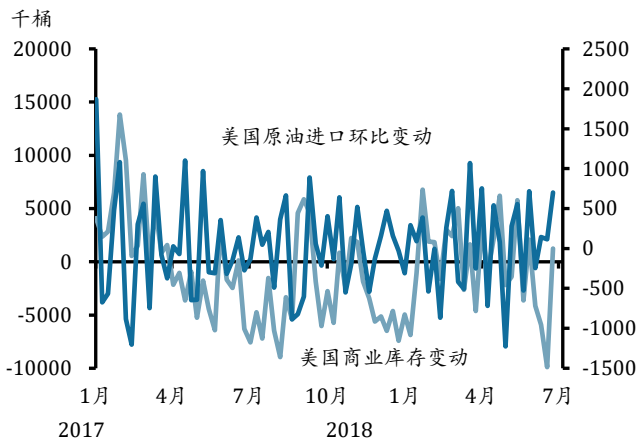
OPEC 产量持续下降，6 月份会议决定也仅进行小幅增产，内部成员国之间存在分歧

在供给端，OPEC 长时间的减产推动全球油价在 2 季度上行。4 月份 OPEC 产量已经下探至 3184 万桶每日的水平。但油价的上涨导致美国页岩油生产商大量复产，增加原油供给，挤出了 OPEC 部分国家的市场份额，造成 OPEC 内部矛盾加剧。6 月份的 OPEC 会议上，受美国施压影响的沙特和俄罗斯主张增产，但伊朗等国有所抗拒，最终使得 OPEC 仅提议小幅增产，预计增产幅度不会超过 80 万桶每日基本符合市场预期。这一结果对油价形成了支撑。

此外，由于美国将在未来数月重启对伊朗制裁，导致市场担忧原油供给减少。伊朗受影响的每日产出将在 100 万桶以上，超过 OPEC 增产幅度。

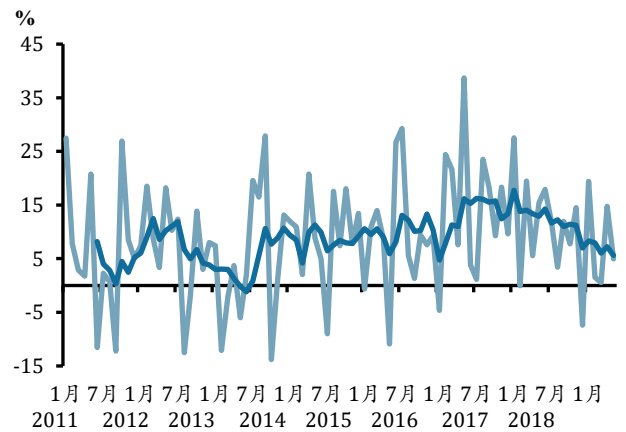
但 6 月份后油价开始受到多因素的压力，从上行进入震荡走势。美国页岩油进一步扩产，北美活跃钻井数回到 2015 年水平且有不断上升趋势。同时由于美国自足比率上升，每日净进口原油量下降至 580 万桶的低点。上一季度报告中提到，美国开采新油井的均衡油价在 47-55 美元之间，预计当前油价仍然存在刺激美国增产的空间。

图表 45 2 季度美国商业库存超预期下降



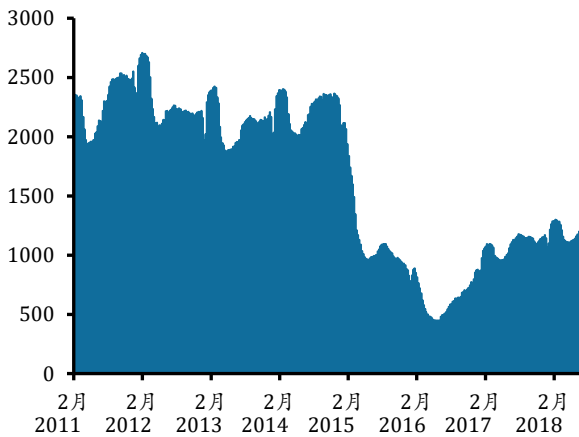
数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 46 中国原油进口需求稳中有降



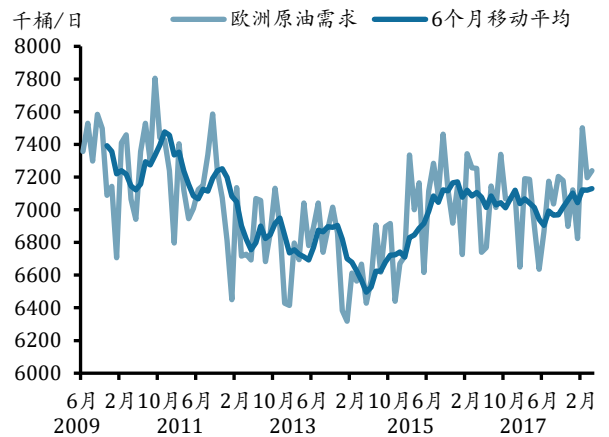
数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 47 北美活跃钻井数再创新高



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 48 欧洲需求仍然稳中有升



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

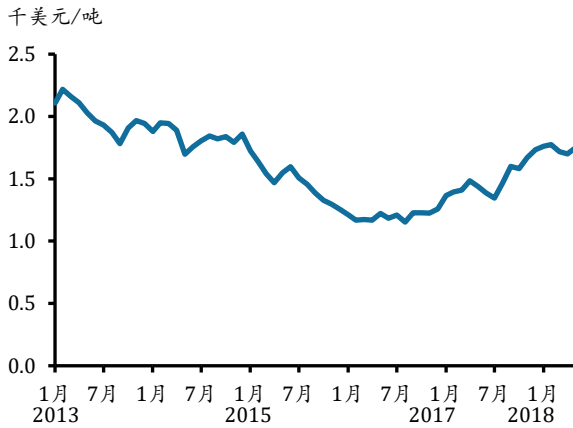
新兴市场经济疲弱 或拖累原油需求

在需求端，欧元区需求在经济走好的带动下仍然在上涨。美国 2 季度原油库存意外下跌，回归五年均值，带动原油价格上涨。但另一

方面，新兴市场面临资本外流和经济升势动力不足的压力，或在短期内拖累原油需求。

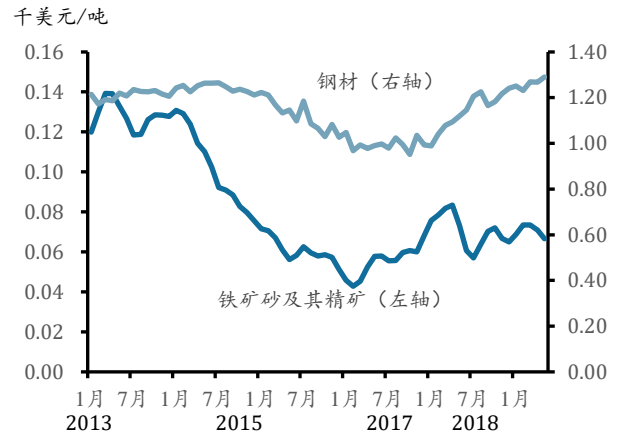
汇率方面，美元 2 季度进入上涨周期，涨幅超 5%，或对油价形成一定压力。

图表 49 铜矿砂及其精矿进口价格小幅上升



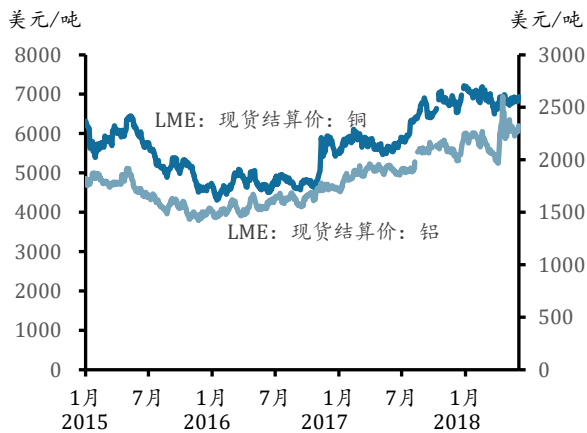
数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 50 中国钢材进口价格小幅上升



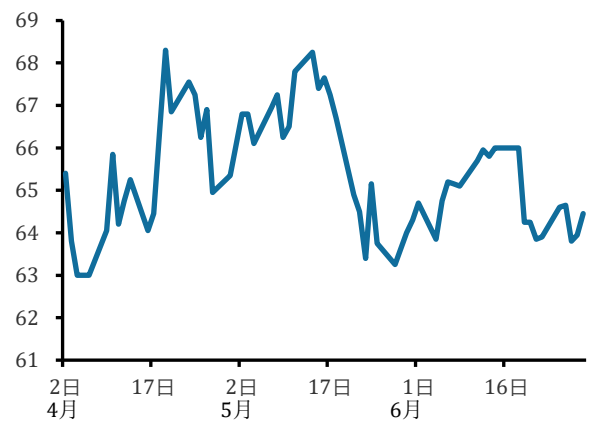
数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 51 LME 铜价与铝价小幅回落



数据来源：同花顺iFinD，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 52 国际铁矿石价格回落



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

2 季度金属价格在波动中小幅回落。铜库存下滑至今年来低位。钢厂开工率高位带来供给面宽松。

2 季度金属价格震荡为主。铜、铝价格波动中小幅下滑。铜方面，从 4 月初至 6 月中旬 LME 铜价在震荡中从 6755 美元/吨小幅上升至 7262 美元/吨，之后下跌至 6 月底的 6646 美元/吨；LME 铝价从 4 月初的 1986 美元/吨上升 4 月中旬 2602 美元/吨，之后小幅下滑并以震荡为主，6 月底价格为 2180 美元/吨。进口铜矿砂及其精矿价格从 3

基本面来看,国内市场
需求维持弱势,钢铁
价格可能依然走
软。

月底的 1720 美元/吨小幅上升至 6 月底的 1750 美元/吨。从铜矿进口数量来看,4 月和 5 月分别进口 155 万吨和 158 万吨铜矿砂及其精矿,以及 40 万吨和 43 万吨未锻造铜。库存方面,LME 铜库存从 4 月初的 37.8 万吨下滑至 6 月底的 29.4 万吨,总体来说,铜库存从一季度的两年内高位下滑至今年以来的低位。

2 季度钢材与铁矿石价格波动为主。钢材进口价格从 3 月底的 1268 美元/吨小幅上涨至 5 月底的 1290 美元/吨;钢材进口数量 4 月和 5 月分别为 104 万吨和 113 万吨。国内钢材的生产和供给方面,钢铁行业月粗钢产量 4 月和 5 月分别为 7669 万吨和 8112 万吨,日均粗钢产量 4 月和 5 月分别环比上升 7.0%和上升 2.8%。螺纹钢价格 6 月微跌。钢材库存仍然处于较低水平,4 月和 5 月分别为 1238 万吨和 1263 万吨。2 季度国内钢材价格小幅下降主要原因近期钢厂开工率持续高位的情况下供给略微宽松。从基本面来看,房地产调控下,钢铁新增需求有限。

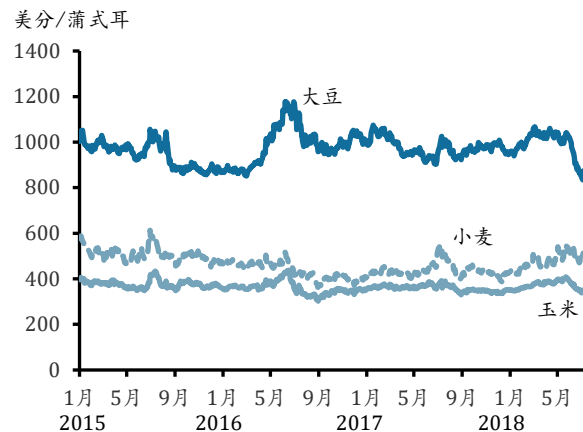
铁矿石方面,TSI 铁矿石价格从 4 月初的 65.4 小幅上升至 4 月中下旬的 68.3,之后在波动中下滑,6 月底下跌至 64.4。从进口量来看,铁矿石及其精矿进口 4 月和 5 月分别为 8292 万吨和 9413 万吨,相比于 2 月和 3 月有小幅上升。从整体产业链库存变化来看,上游铁矿石港口库存高位持续回落。总体来看,预计在需求基本面没有明显改善的情况下,钢铁和铁矿石价格可能维持弱势局面。

图表 53 农产品现货价格小幅回落



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 54 CBOT 大豆与玉米价格回落、小麦价格上升



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

2 季度主要农产品价格均有所回落。大豆全球供需缺口有所收窄，玉米与小麦的供给缺口均有所扩大，未来可能短期推升价格。

2 季度农产品价格下跌。大豆价格小幅下跌。国际市场来看，CBOT 大豆价格从 4 到 5 月波动为主，6 月开始小幅下跌，总体 6 月底较 4 月初下跌 18% 左右。6 月美国农业部（USDA）报告将 18/19 年全球大豆产量供给上调 70 万吨至 3.55 亿吨，同比增长 5.5%；需求方面，6 月报告预计 18/19 年度全球大豆消费为 3.58 亿吨，同比增长 4.5%；18/19 年度全球大豆期末库存 8702 万吨，同比下降 5.9%，供需缺口由上年度 574 万吨收窄至 246 万吨。国内市场表现略有不同。豆粕价格 4 月初经历小幅上涨，之后回落，总体季末较季初价格下跌 7% 左右。

2 季度玉米与小麦均回落。国际市场来看，CBOT 玉米价格 4 月至 5 月下旬小幅上涨 5.5%，之后回落明显，总体季末较季初下跌 11.5%。价格回落的主要原因是美国主产区降雨天气的影响，同时中美贸易战可能导致美国玉米出口至中国的份额显著下滑。美国农业部（USDA）6 月供需报告下调 18/19 年度全球玉米产量 365 万吨至 10.5 亿吨，同比增长 1.5%；需求方面，下调 18/19 年度全球玉米消费量 135 万吨至 10.9 亿吨，同比增长 1.9%；相应的，18/19 年度期末库存下降至 1.55 亿吨，同比下降 19.7%，全球玉米产需缺口由 3520 万吨扩大至 3800 万吨，可能推升短期玉米价格。国内市场来看，玉米现货价格在 2 季度小幅下滑，总体季末较季初下跌 4.5%。下跌的主要原因是

上游政策粮供应持续加压力下市场玉米供应充足，同时，下游生猪养殖亏损严重，不利于玉米饲料需求的恢复。小麦方面，CBOT 小麦价格 2 季度波动中小幅上升，季末较季初上升 11.1%。6 月美国农业部（USDA）供需报告下调 18/19 年度小麦产量 307 万吨至 7.5 亿吨，同比下降 1.8%；需求方面，由于俄罗斯和欧盟小麦饲用需求不佳，下调全球小麦消费 299 万吨至 7.5 亿吨，同比增长 1.0%；上调小麦库存至 2.66 亿吨，同比下降 2.3%。全球小麦格局从上一年度供给过剩 1504 亿吨进入供给不足的格局，供需缺口 621 万吨。国内市场小麦价格从 4 月初到 6 月上旬下跌约 7.7%，之后小幅回升，总体季末较季初下跌 5.0%。

三、未来价格走势与风险

油价进入均衡区间，如无重大地缘事件，缺乏上攻动力。中美贸易争端后续不确定性仍将主导金属与农产品未来价格走势。

石油方面，OPEC 结束减产，虽然增产幅度较小且内部存在矛盾，但随着美国页岩油供给增加，油价仍将承压。叠加新兴市场需求增长阶段性放缓，今年下半年预计油价仍将在均衡区间内震荡，缺乏重大地缘事件影响的情况下，难有进一步上攻动力。

金属方面，未来价格走势主要取决于中美贸易争端的后续状况及其对美元走势的影响。铜方面，短期压力主要来自于供给端。7 月底世界最大铜矿（智利的埃斯康迪达铜矿）将面临劳工合同即将到期的问题，或可能引起罢工事件。总体需求在全球经济复苏分化的背景下可能维持疲弱。未来的不确定性还将来自于中美贸易争端的进一步发展及其对美元走势的影响。

农产品方面，主要关注中美贸易战对价格的影响。7 月 6 日中国对美豆加征 25% 关税正式实施，造成国内大豆进口成本增长，后期可能推升国内豆粕价格上涨。同时，中美贸易战的再度升级也可能对国内玉米市场形成提振；再加上国际玉米市场本身供给缺口加大，可能短期价格上涨压力大。

外贸专题：出口增速回落，进口增速继续提升⁷

2018年2季度，中国出口（美元）同比增长12.1%，较上季度13.9%的同比增速下降1.8个百分点。出口同比增速的下降来自外需和出口市场份额增速的共同作用。2季度，进口同比增长20.4%，较上季度提高了1.3个百分点；货物贸易顺差总额为948亿美元，同比下降226亿美元；4-5月服务贸易逆差规模同比扩大110亿美元。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。

一、全球贸易运行态势

全球贸易增速在2季度面临高位回落压力

全球贸易增速在2季度面临高位回落压力。根据世界贸易组织数据，2018年1季度全球出口总额4.3万亿美元⁸，同比增速为13.9%，较上季度提高1.8个百分点；进口总额4.5万亿美元，同比增速为15.1%，较上季度提高1.5个百分点。从月度数据看，2018年1月全球出口和进口增速达到2014年以来的历史高位，分别为17.8%和22.0%；2-4月进、出口增速纷纷下滑，即使4月有所反弹但仍不及1月表现。2014-2017年，摩根大通全球制造业PMI与全球贸易表现高度一致。考虑到开年以来该指数稳步下调，预示2季度全球贸易下行压力加大。

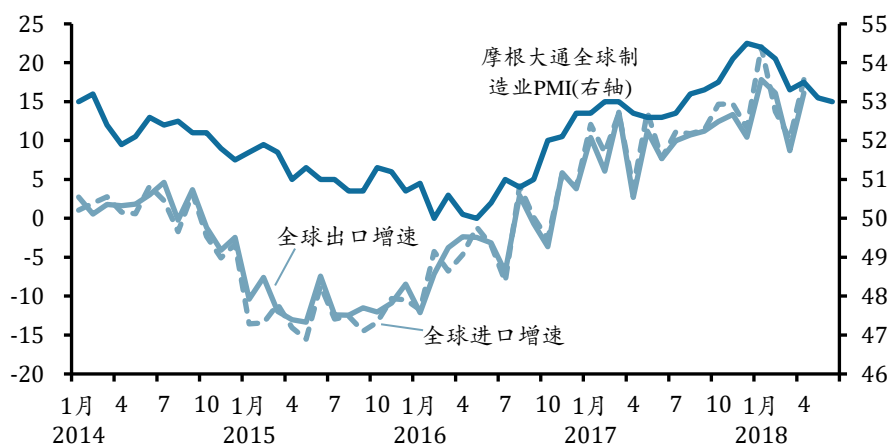
中国在全球贸易中扮演制造工厂角色。总体上，1季度中国进口占全球进口总额的比重与上季度基本持平，为11.1%；出口占比则较上季度下降了约2个百分点，为12.6%，4月出口表现部分好转。分

⁷ 本季报进、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；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。

⁸ 除非特别注明，下文贸易数据单位为美元，增速为同比增速。按人民币和美元计价增速的差异来自于人民币兑美元汇率的变化。

产品看，中国一方面继续维持在出口劳动密集型产品上的绝对优势，另一方面在全球机电产品生产链的地位不断巩固。2016年，中国出口的七大类传统劳动密集产品占全球该类产品出口总和的28.2%，机电音像产品则占21.7%。进口方面，非食用原料、燃料和机电音像产品占主要地位，有力支撑了中国的制造工厂地位。2016年，中国这几类产品的进口比重依次为34%、11.9%和12.9%。

图表 55 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、中国出口增速回落

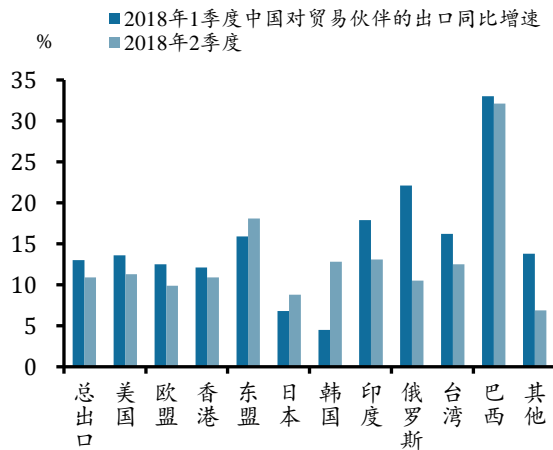
2 季度，出口增速回落，对美国和欧盟出口增速明显下滑是主要原因。

2 季度，出口增速回落，对美国和欧盟出口增速明显下滑是主要原因。中国海关数据显示，2018 年 2 季度，以人民币计，中国出口总额 4 万亿元，同比增长 2.2%；以美元计，出口总额 6296 亿美元，同比增长 12.1%，较上季度 13.9% 的同比增速下降 1.8 个百分点。其中，4 月出口同比增速为 12.6%，5 月出口同比增速为 12.6%，6 月出口同比增速为 11.3%。

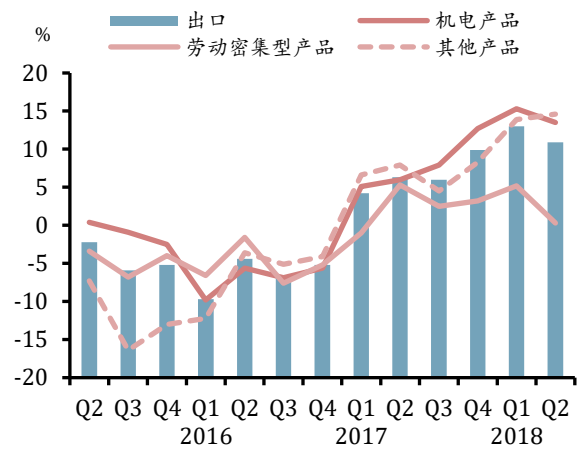
分地区看，2 季度中国对美、欧出口增速明显回落，但对日、韩和东盟出口增速提高。其中，对美国和欧盟出口较上季度分别回落 2.3 和 2.6 个百分点，同比增速为 11.3% 和 9.9%；对中国台湾出口增速也较上季度下降了 3.7 个百分点，为 12.5%；对中国香港的出口增速较上季度下降 1.2 个百分点，为 10.9%。然而，对日本和韩国出口增速

较上季度分别大幅提升 2 和 8.3 个百分点，分别为 8.8% 和 12.8%。在发展中经济体中，对东盟出口同比增长 18.1%，较上季度提高 2.2 个百分点；对金砖国家出口增速一致下滑。具体而言，与上季度相比，对巴西出口下降 0.9 个百分点，而对俄罗斯、印度和南非出口增速分别下降 11.6、4.8 和 4.7 个百分点。

图表 56 中国出口增速的地区和产品分布



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

2 季度一般贸易、七大类传统劳动密集型产品出口增速回落，而加工贸易和机电产品出口表现相对稳定。

一般贸易是导致出口同比增速较上季度回落的主要因素。从贸易方式看，2 季度一般贸易出口同比增长 16.4%，较上季度下降 2.9 个百分点，对 2 季度出口变动的贡献率达 82.9%，是导致出口同比增速较上季度回落的主要因素。⁹加工贸易出口增速为 6.2%，与上季度基本持平，依然位于高位，对 2 季度出口增长的贡献率为 18.1%。然而，其他贸易方式出口同比增速下滑至-0.8%，较上季度下降 5.7 个百分点。近期，加工贸易的出口表现更好，这可能是因为在中美贸易战的

⁹ 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。2018 年 1 季度，一般贸易、加工贸易和其他贸易方式出口占总出口的比重分别为 56%、32.3%、11.7%。

背景下加工贸易方式的抗风险能力更强。然而，长期来看，中国出口中一般贸易和加工贸易比例呈现的“剪刀型”变化关系依然没有改变。

分产品看，2 季度七大类传统劳动密集型产品出口表现不佳。具体而言，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 4.9 个百分点至 0.3%，是 2017 年 2 季度以来的最低水平。机电产品出口增速较上季度下降 1.8 个百分点，同比增速为 13.5%，依然位于历史高位。特别地，机电产品中高新科技产品出口同比增速为 16.4%，较上季度下降 3.3 个百分点。而其他产品出口增速则继续提升至 14.6%。¹⁰从贡献率上看，2 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 69.7%、0.5%、29.8%，七大类传统劳动密集型产品对总出口的贡献率较上季度下降了 7.4 个百分点。总体上看，劳动密集型产品出口增速下滑是 2010 年以来的趋势上变化，与中国向东南亚和南非的产业转移相关，只是 2016 年 4 季度全球经济回暖后这一趋势有所缓解。而 3-5 月七大类传统劳动密集型产品的出口增速回落还可能受到 1-2 月出口增速异常增加而产生的透支效应的影响。

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。

2 季度外需增速较上季度预计下降。

2 季度外需增速预计较上季度将下降。

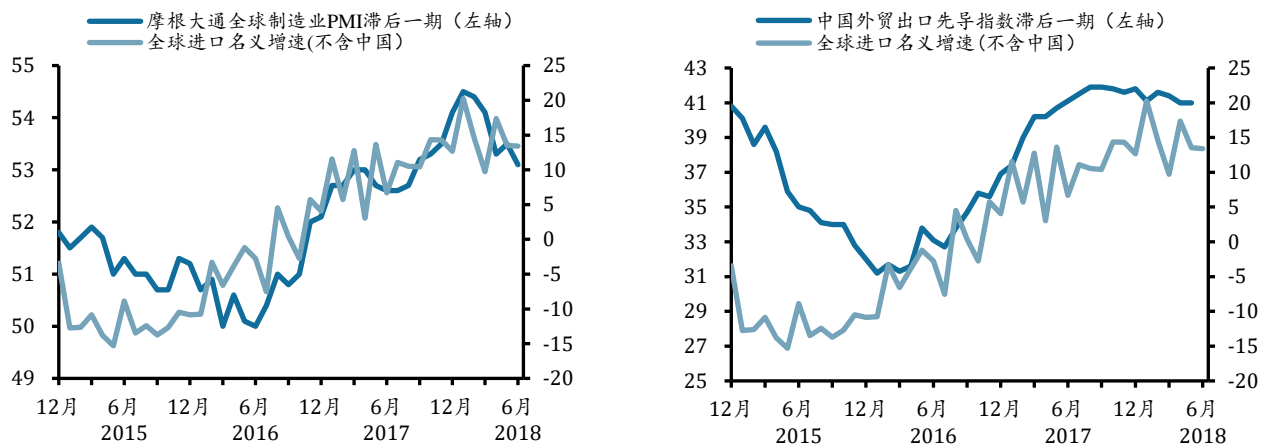
一方面，全球制造业 PMI 指数较上季度下降 1 个百分点。2016 年 1 月至 2017 年 9 月，摩根大通全球制造业 PMI 指数滞后一期值，与来自 WTO 提供的不含中国的全球进口增速（外需增速）的相关系数为 0.86。2018 年 4 月至 6 月，摩根大通全球制造业 PMI 指数滞后一期值分别为 53.3、53.5 和 53.1，平均值为 53.3，较前 3 个月下降 1 个

¹⁰ 2018 年 1 季度，机电产品、七大类传统劳动密集型产品和其他产品出口比重为 59.4%、18.3%、22.3%。

百分点。这意味着从全球制造业 PMI 来看，2 季度外需增速较上季度将下降。

另一方面，中国外贸出口先导指数也较前 3 个月下降。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。2018 年 4 月至 5 月，中国外贸出口先导指数滞后一期值依次为 41、41，平均值为 41，较前 3 个月下降 0.4 个百分点。因此从中国外贸出口先导指数来进行预估，2 季度外需增速较上季度将下降。

图表 57 预计 2 季度外需增速将回落

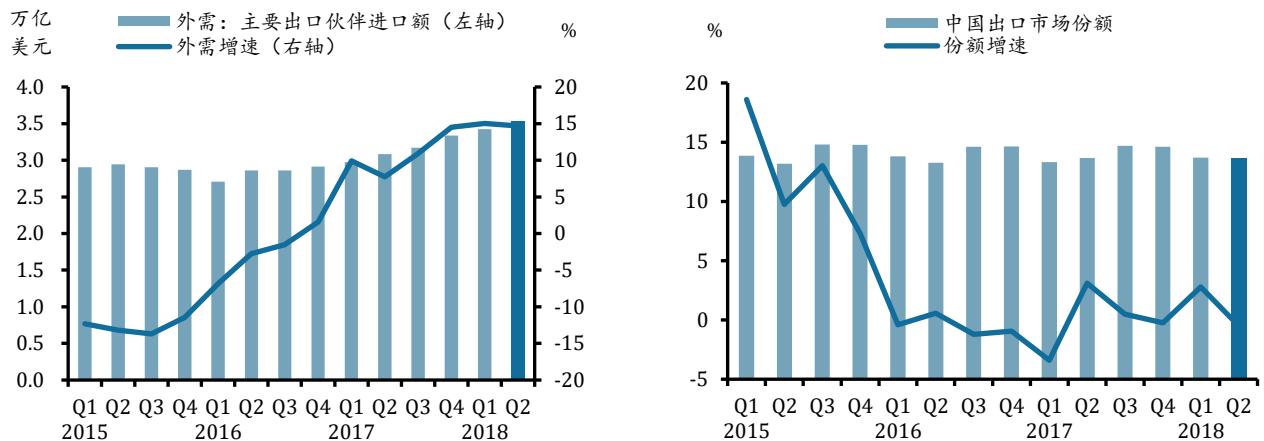


数据来源：WTO、Wind、世界经济预测与政策模拟实验室

数据来源：WTO、中国海关、世界经济预测与政策模拟实验室

注：全球进口名义增速（不含中国）根据 WTO 数据计算，2018 年 5、6 月值由于 WTO 暂未公布，为根据全球摩根大通 PMI 指数得到的估计值。

图表 58 预计 2 季度中国出口产品市场份额同比增速回落



数据来源: CEIC, 世界经济预测与政策模拟实验室

数据来源: CEIC, 世界经济预测与政策模拟实验室

注: 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。2017年, 中国对这 13 个地区再加上香港的出口接近总出口的 84%, 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 2018 年第 2 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。

2 季度出口产品市场份额增速预期下降。

2 季度出口产品市场份额增速预期下降。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。2018 年 4 月至 5 月, 中国外贸出口企业综合成本指数滞后一期依次为 20.9、20.5, 平均值为 20.7, 较前 3 个月提高 0.2 个百分点。这意味着 2 季度中国出口企业综合成本优势下降, 因此出口市场份额增速较上季度很可能将出现下降。

三、中国进口增速继续提升

中国进口同比增速继续提升, 除欧盟、东盟、俄罗斯和巴西之外, 中国从主

中国进口同比增速继续提升, 除欧盟、东盟、俄罗斯和巴西之外, 中国从主要贸易伙伴进口和一般贸易方式进口的增加, 支撑了 2 季度进口增速的提升。2018 年 2 季度, 以人民币计, 中国进口总额 3.4 万亿元, 同比增长 10.5%; 以美元计, 进口总额 5347 亿美元, 同比

要贸易伙伴进口和一般贸易方式进口的增加，支撑了 2 季度进口增速的提升。

增长 20.4%，较上季度 19.1% 的同比增速提高 1.3 个百分点。其中，4 月进口同比增速为 21.5%，5 月为 26%，6 月则回落至 14.1%。即 6 月拉低了 2 季度进口同比增速。

图表 59 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 2 季度	19.9	13.6	12.1	13.7	17.3	12.8
较上季度变化	0.8	5.2	-5.6	20.1	-6.8	-0.1
国家	韩国	印度	俄罗斯	台湾	巴西	其他
2018 年 2 季度	25.6	21.4	28.9	24.9	15.3	29.6
较上季度变化	8.4	12.3	-3.0	1.3	-10.2	3.2

分地区看，2018 年 2 季度中国对除欧盟、东盟、俄罗斯和巴西外的主要贸易伙伴进口增速较上季度均显著提高或基本持平。其中，从美国、欧盟和日本进口同比增速分别为 13.6%、12.1% 和 12.8%，从韩国和中国台湾的进口增速甚至高达 25.6% 和 24.9%。从贡献率上看，从东盟进口增长对总进口的贡献率下降 4.6 个百分点至 10.8%，而从韩国和台湾进口增长的贡献率则较上季度提高 3 和 0.4 个百分点。考虑到中国在全球产业链中扮演着“承上启下”的角色——从东盟进口原材料，从日、韩进口零部件，并将它们组装加工成最终消费品向欧美出口，上述变化可能与近期中美贸易战激化促使中国企业提前交付进口订单有关。笔者年初在 1 季度《开年出口强劲，但下半年或面临压力》专题中对这一渠道进行了细致讨论。

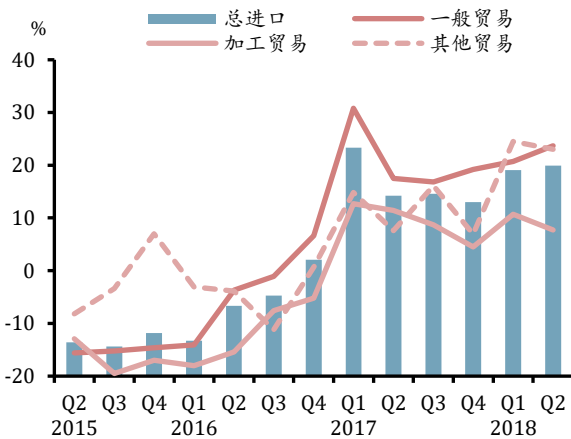
从贸易方式看，2 季度一般贸易方式进口增速继续大幅提升，而加工和其他贸易方式进口在 6 月出现明显下滑。2 季度，一般贸易、加工贸易和其他贸易方式的贡献率分别为 70.8%、8.8%、20.3%。¹¹ 其中，一般贸易进口同比增长 23.7%，较上季度提高 3 个百分点；加工贸易进口同比增长 7.7%，较上季度减少 3 个百分点；其他贸易方式进口增速较上季度下降 1.5 个百分点至 23%。

¹¹ 2018 年 1 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 60.7%、21% 和 18.3%。

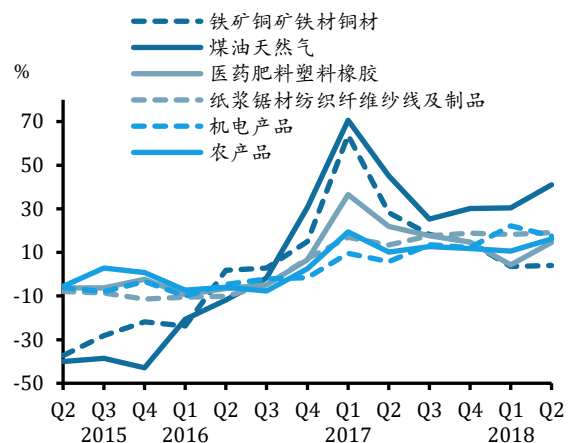
2 季度机电产品进口增速明显下滑，而农产品、化石燃料等其他重点商品进口普遍增加。

分产品看，2 季度机电产品进口增速明显下滑，而农产品、化石燃料等其他重点商品进口普遍增加。¹²其中，机电产品进口增速较上季度下降 4.7 个百分点，同比增速为 17.5%。特别地，机电产品中高科技产品进口同比增速也较上季度下降 5.5 个百分点，为 19.6%。事实上，机电产品进口增速的下滑主要来自 6 月份。此外，2 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进口同比增速依次为 16.2%、4%、41%、14.5%、19.1%，较上季度提高 5.6、0.5、10.6、10.2、0.9 个百分点。从贡献率上看，2 季度，机电产品、煤-油-天然气对总进口的贡献率分别为 39.6%、25.2%。其中，机电产品对总进口的贡献率较上季度减少 10.5 个百分点；煤-油-天然气的贡献率则提高 4.2 个百分点。

图表 60 中国进口增速的贸易方式和产品分布



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

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-油-天然气产品同比增速为不包含天然气的进口同比变化。

¹² 2018 年 1 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 6.4%、6.7%、14.5%、4.7%、2.9%、44.2%。

矿物燃料进口增加，补偿性进口以及中美贸易战三方面因素促使 2 季度进口继续走高，而内需则不能解释进口增加。

从原因上看，价格和数量因素推动矿物燃料进口增加，环保压力减弱后补偿性进口以及中美贸易战三方面因素共同促使 2 季度进口继续走高。

第一、矿物燃料进口增加。图表 6 显示 2 季度矿物燃料进口金额同比大幅增加，从数量上看去年 4 季度以来原油进口量亦呈现波动上升趋势。这意味着价格和数量因素助推 2 季度矿物燃料进口增加。价格因素指 OPEC 与主要非 OPEC 国家联合减产，过剩石油库存明显下降，基金投机炒作等推动国际油价大幅上涨。数量因素指中国经济回暖和以环保为抓手的供给侧改革推高国内对进口矿物燃料和矿物油的需求。

第二、补偿性进口。2017 年以环保为抓手的供给侧改革不断深化，叠加取暖季因素，使得诸多行业生产受限，库存消耗加快。到 2018 年春季和夏季，环保压力明显减弱，企业补库存动机加强，引起补偿性进口增加。2017 年 11 月至 2018 年 2 月，工业存货累计下滑 4.2%，不仅在时间上长于 2015 和 2016 年年末的周期性变化，下滑幅度也明显扩大；3 月以后工业库存持续增加。

第三、中美贸易战促使进出口订单提前交付。2018 年 1-5 月，中国对美国和欧盟机电产品出口增加，同时从日本、韩国、台湾和欧盟的机电产品进口也大幅增加。机电产品是美国对中国进行关税打击的重点产品，然而 4-5 月中国机电产品贸易不降反升的表现可能是因为对贸易战的恐慌心理可能加速了中国从日本、韩国和台湾进口零部件，加工组装后向欧美出口的过程。

内需则不能解释 2 季度进口增加。一方面，国内投资情况并不乐观，除房地产投资仍在上涨外，制造业投资低位稳定，基础设施投资甚至大幅下滑。如果未来棚户区改造收紧，房地产投资预计也将走弱。另一方面，国内消费动力不足，3-5 月社会消费品零售总额同比增速连续下滑至 8.5%。（参见本季报中国经济专题和大宗商品专题）。

三、货物贸易顺差不断收窄

货物贸易顺差不断 收窄

2018年2季度，以人民币计，中国货物贸易顺差额为6012亿元，同比增速为-28.3%；以美元计，顺差总额为948亿美元，同比下降19.3%（上季度增速为-22.7%）。其中，4、5和6月货物贸易差额分别为283、249和416亿美元。从贸易方式看，2季度，一般贸易差额为370亿美元，较去年同期下降114亿美元；加工贸易差额为811亿美元，较去年同期回升34亿美元；其他贸易差额为-232亿美元，较去年同期下降187亿美元。

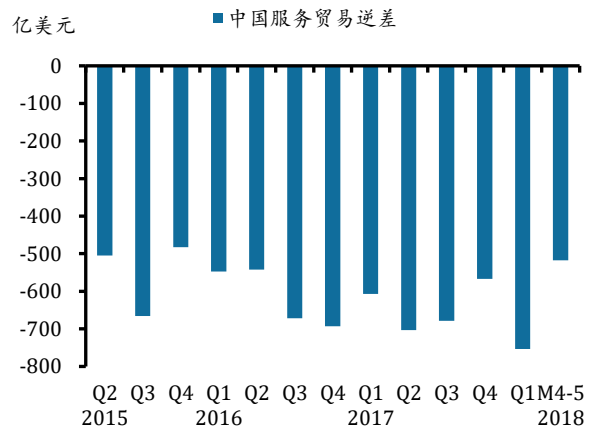
4-5月服务贸易逆 差规模同比扩大。

4-5月服务贸易逆差规模同比扩大。2018年4-5月，中国服务贸易逆差为517亿美元，同比扩大110亿美元，提高26.9%，较上季度24.2%的同比增速提高2.7个百分点。其中，境外旅行服务逆差为397亿美元，同比提高19.4%，较上季度下降2.5个百分点。运输服务逆差为118亿美元，同比提高29.6%，较上季度提高6.6个百分点。保险和养老金服务逆差为12.2亿美元，同比提高25.3%，较上季度下降22.3个百分点。

图表 61 中国货物贸易顺差及服务贸易逆差



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

1 季度货物和服务净出口对 GDP 增长的贡献为-0.6 个百分点。

1 季度货物和服务净出口对 GDP 增长的贡献为-0.6 个百分点。1 季度，中国货物贸易顺差 465 亿美元，服务贸易逆差 754 亿

美元。按人民币不变价计，1 季度，货物和服务净出口对 GDP 增长的贡献为-0.6 个百分点，低于去年同期 0.1 的百分点贡献度。

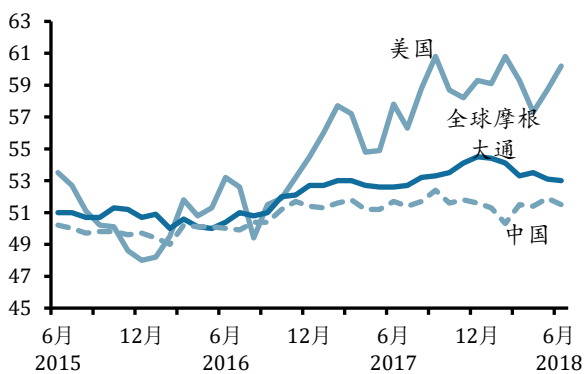
四、外贸展望

受外需回落和中美贸易摩擦影响，3 季度出口增速预计继续回落。

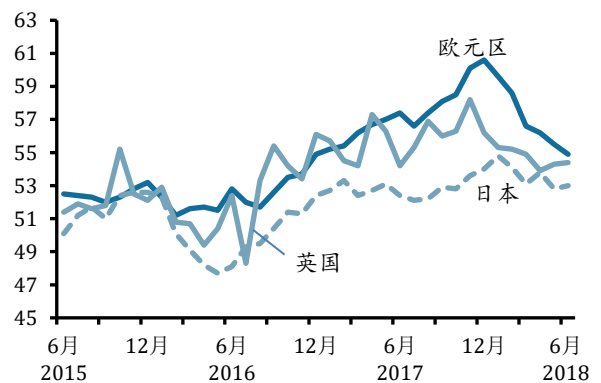
3 季度出口增速预计继续回落。年初，笔者在《开年出口强劲，但下半年或面临压力》一文指出，2 月出口强劲属于短期现象，下半年出口形势不容乐观。就目前看，这一论断正在逐步得到应验。

这主要是由于两方面原因。第一、全球经济景气程度已经迈过峰值并开始下行。全球摩根大通 PMI 指数在 2018 年 1 月达到 54.4 的峰值，随后开始逐步下调。美国、欧元区、日本的 PMI 指数也都翻过了景气峰值并开始下滑。这些国家是中国最主要的贸易伙伴，其经济景气程度的下滑势必拖累对中国贸易品的需求。第二、中美贸易摩擦再生波澜，全球贸易保护主义抬头，给中国对外贸易稳步增长带来压力。6 月 15-16 日，美国和中国相继发布了一个 500 亿的关税清单，6 月 18 日，美国总统特朗普声称，考虑对额外 2000 亿美元的中国商品加征 10% 的关税，如果中国再次出台对等措施，还将考虑再对 2000 亿美元的中国商品征税。对此中方表示将采取数量型和质量型相结合的综合措施，做出强有力反制。目前双方首批 340 亿美元的关税清单已经正式落地，中美贸易产生摩擦已是在所难免。这无疑将给中国出口带来压力。更重要的是，美国四处挑起贸易摩擦，贸易伙伴纷纷反击，全球贸易秩序受到严重冲击。

图表 62 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

图表 63 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)		
	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2015	2016	2017
出口	9.9	13	10.9	-2.6	-7.7	6.7
进口	13	19.1	19.9	-14.4	-5.5	15.9
出口额	6355	5443	6285	22829	20974	22804
进口额	5061	4978	5353	16806	15875	18423
货物贸易余额	1294	465	932	6023	5099	4381
2. 地区出口						
	(美元同比/%)			(规模/亿美元)		
	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2017Q4	2018Q1	2018Q2
出口	9.9	13	10.9	5882	6355	3721
美国	12.1	13.6	11.3	1216	1000	1180
欧盟	12.8	12.5	9.9	1022	904	1021
香港	1.6	12.1	10.9	872	650	729
日本	10.1	6.8	8.8	380	345	360
东盟	12.8	15.9	18.1	816	709	825
俄罗斯	10.4	22.1	10.5	116	103	122
3. 贸易方式						
	(美元同比/%)			(规模/亿美元)		
	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2017Q4	2018Q1	2018Q2
一般贸易出口	15	19.3	16.4	3451	3059	3652
加工贸易出口	5.6	6.2	6.2	2202	1766	1910
其他贸易出口	1.3	4.9	-0.8	729	637	735
一般贸易进口	19.2	20.7	23.7	2913	3018	3282
加工贸易进口	4.5	10.7	7.7	1220	1046	1099
其他贸易进口	6.9	24.5	23	918	908	966

数据来源：CEIC 数据库。

新专题：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。

一、事实：开年以来中国贸易顺差收窄

开年以来中国货物贸易顺差同比下降逾三成。2018年1-5月，中国出口同比增长13.3%，明显落后于进口21%的同比增速，这导致开年贸易顺差显著下降——顺差总额997亿美元，同比下降30.7%。¹³从月度数据看，除2月外，其它月份贸易顺差同比降幅超过20%，其中3月甚至出现2013年3月以来非春节假期首度贸易赤字。事实上，这一轮的贸易顺差收窄是自2016年以来的趋势性变化，但与以往不同的是2018年4-5月贸易顺差在春节假期后反弹力度不足，1-5月整体贸易顺差降幅明显加快（图64）。

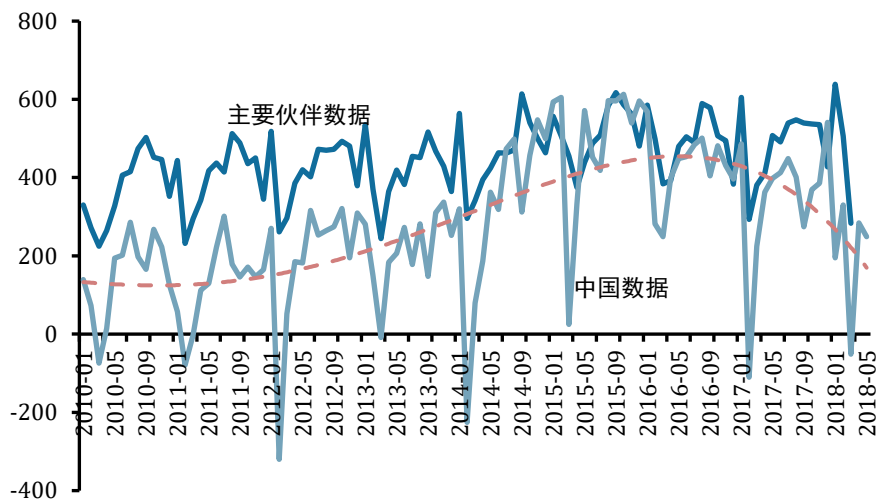
贸易伙伴国数据也验证了开年中国贸易顺差快速收窄的事实。考虑到虚假贸易（Fisman和Wei，2004），计价标准、转口贸易等造成的统计偏差（Feenstra等，1999）问题，有必要采用贸易伙伴国数据来验证基于中国海关数据发现的稳健性。¹⁴2017年中国与主要贸易伙伴的贸易额占其总贸易额的比重为62.9%，贸易顺差占比则为119%。因此，这些国家的数据能够用于判断中国贸易顺差的变化趋势。由图64，主要贸易伙伴汇报的中国贸易顺差与中国海关

¹³ 无特殊说明下，均采用美元计价数据，贸易顺差仅指货物贸易。

¹⁴ 值得说明的是，伙伴国汇报的与中国的贸易数据很可能与中国汇报的数据不同。这一方面是因为进口和出口的计价标准不同——中国出口以离岸价计算，而进口则以到岸价计算；相反，伙伴国对中国的出口则以离岸价计算，进口则以到岸价计算。另一方面，还可能存在虚假贸易、转口贸易等方面问题。这意味着在比较中国和伙伴国数据时不应要求二者完全一致，而应比较二者在变动趋势上是否一致。

汇报的贸易顺差在变动趋势上表现出一致性（2010 年至今相关系数为 0.72）。贸易伙伴数据显示中国的贸易顺差从 1 月的 639 亿美元持续收窄到 3 月的 284 亿美元。

图表 64 两个数据来源下的中国货物贸易顺差情况（单位：亿美元）



数据来源：Wind和作者整理。

注：图中主要伙伴包括美国、日本、欧盟 28 国、中国香港、中国台湾、韩国、印尼、泰国、菲律宾、俄罗斯、土耳其。这些国家或地区的选择主要受数据限制。图中虚线为中国货物贸易差额的 4 阶多项式拟合趋势线。值得说明的是，从规模上看中国的主要贸易伙伴是美、欧、日、韩等中国多保持顺差的发达经济体，因此主要伙伴数据显示的中国贸易顺差从 2017 年才出现下滑，同时下滑幅度小于中国数据。

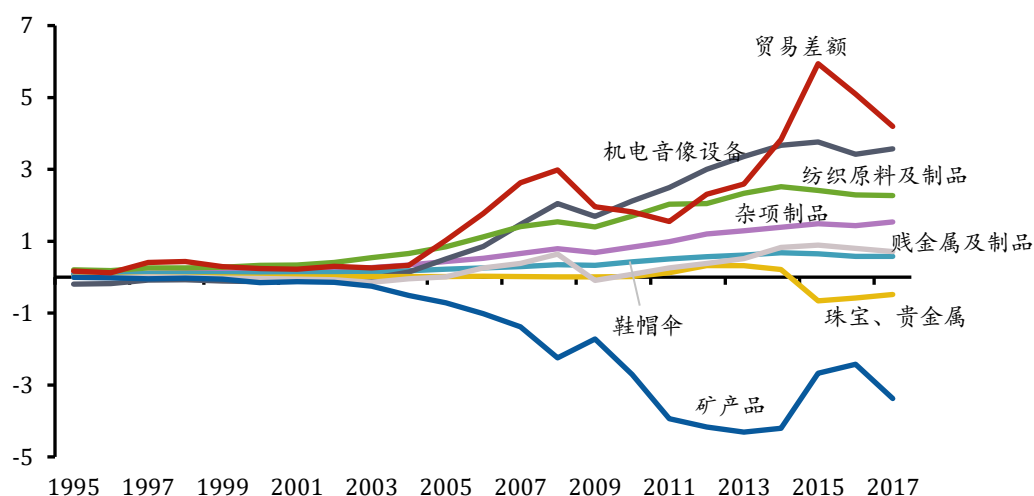
开年以来的贸易顺差收窄和中美贸易战是否有关系？未来，中国的货物贸易顺差是否会持续收窄，甚至在年度层面出现贸易赤字？回答这些问题有助于理解当下中国对外贸易的发展变化和现实处境。本文将通过分解货物贸易顺差的构成，进而对贸易顺差收窄的原因和变化趋势进行分析。

二、历史：贸易顺差的产品分解

2016 年以来中国贸易顺差收窄的主要因为：机电音像设备、纺织制品贸易顺差增速放缓，矿产品贸易逆差规模再度扩增。根据海关产品统一编码（HS），可将进出口产品划分为 22 大类。图 65 汇报了 1995 年至今主要贸易品的贸易差额变化情况，其他未列示行业的贸易差额绝对值较小。中国的对外贸易顺差主要来自机电音像设备、纺织原料及制品、杂项制品、贱

金属及制品和鞋帽伞等行业。2011-2014 年，机电音像设备行业的同比增速平均为 16.8%，而 2015-2018 年 4 月仅为 0.16%。逆差则主要来自矿产品行业。此外，2014 年后珠宝和贵金属行业的贸易赤字也在一定程度上拖累了中国的贸易顺差。2016 年以来，中国贸易顺差同比增速为负，主要是因为机电音像设备、纺织原料及制品等传统行业盈余累积速度放缓，而矿产品贸易赤字在短暂收缩后再度下探。2018 年贸易顺差持续收窄，除受矿产品影响外，珠宝、贵金属也扮演了重要角色——导致总体贸易顺差下降 3.9 个百分点。

图表 65 贸易差额的行业分布（单位：千亿美元）



数据来源：Wind和作者整理。

注：图中仅展示了七个主要行业的贸易差额情况，其余行业由于变化较小故未列示。

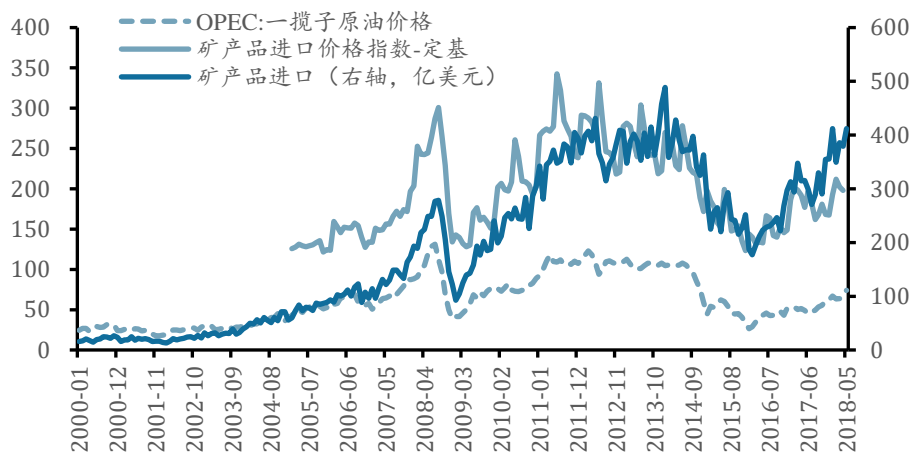
以上分析表明，矿产品、机电音像设备和纺织原料及制品的贸易差额变化是解开 2016 年以来贸易顺差收窄问题的关键。特别地，图 65 表明无论是规模上还是趋势上，矿产品都是拉低中国货物贸易顺差的最主要因素。1995-2017 年，矿产品逆差与总货物顺差的相关系数高达 -0.72，且 2014 年机电和纺织品顺差增速放缓后矿产品逆差主导总体贸易顺差的变化方向。因此，后文将依次从矿产品、机电产品等角度展开分析。

三、原因：2018 年初贸易顺差收窄的 3 大原因

1、价格和数量因素共同导致矿产品进口快速回升。

价格是影响矿产品进口的关键因素。2017 年中国进口的矿产品中，65%为矿物燃料、矿物油及其产品，33%为矿砂、矿渣及矿灰，余下不足 2%为盐、硫磺、土、石料、石灰及水泥。因此，矿产品贸易主要涉及矿物燃料、矿物油、矿砂、矿渣及矿灰。类比矿物油，矿产品贸易的影响因素可分为价格和数量两个方面。图 66 表明总体上矿产品进口额与其价格变化高度相关——2012 年 1 月至 2017 年 6 月二者的相关系数高达 0.81。即便采用 OPEC 一揽子原油价格，其也与中国矿产品进口变化趋势一致。这表明以矿物燃料、矿物油为代表的矿产品价格上涨是迫使 2016 年以来矿产品进口增加、贸易赤字扩大的重要原因。而 OPEC 与主要非 OPEC 国家联合减产，世界石油供需再平衡稳步推进、过剩石油库存明显下降，基金围绕减产协议、沙特反腐等热点题材展开的投机炒作（李展和侯晖，2018）则是推动 2016-2017 年国际油价大幅上涨的关键原因。

图 66 价格因素对矿产品进口的影响

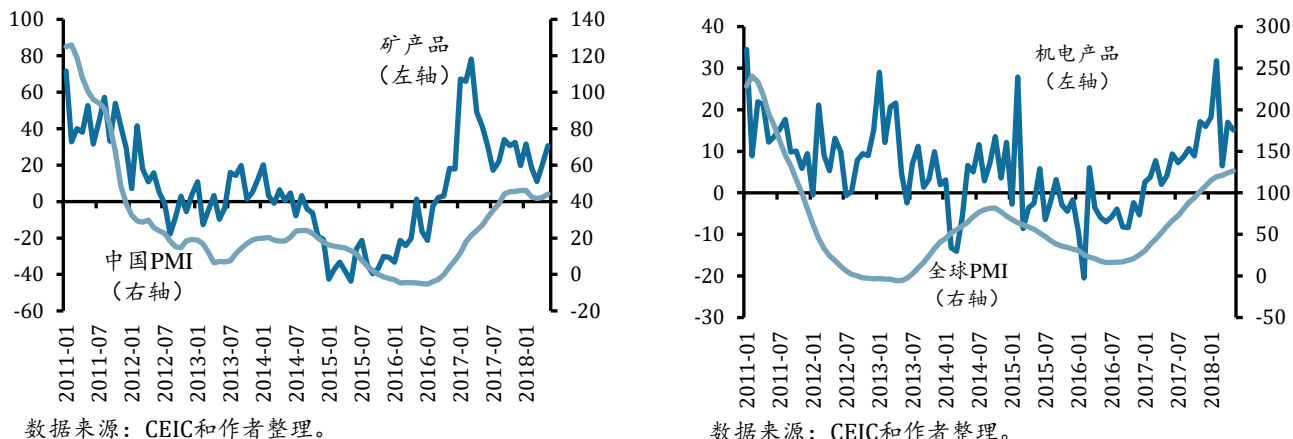


数据来源：Wind，CEIC和作者整理。

中国经济回暖和供给侧改革促使进口矿产品需求增加。除价格因素外，数量因素也在 2017 年下半年矿产品进口中发挥了重要作用。2017 年以来，矿产品进口和矿产品进口价格指数变化趋势出现了分离——进口总额增速局部快于价格指数的变化趋势，这暗示同期矿产品进口量也出现了上涨。根据同比变化的平均值简单估算，2017 年价格因素对矿产品同比进口提升的贡献率为 63.3%，数量因素则为 36.7%。而促使矿产品进口量提升的两个关键原因：一是 2016 年下半年以来国内经济回暖导致对矿产品需求增加。PMI 是预测经济周期的先导指标，图 67 左图表明当 PMI 指数回升，经济回暖时，矿产品进口显著提高；二是 2017 年以环保为

抓手的供给侧改革不断深化，国内高污染、高能耗行业企业生产受限，叠加取暖季因素，国内矿物燃料供给出现明显敞口，导致对进口燃料的需求骤增。

图表 67 经济景气程度和对外贸易



a. 内需和矿产品进口

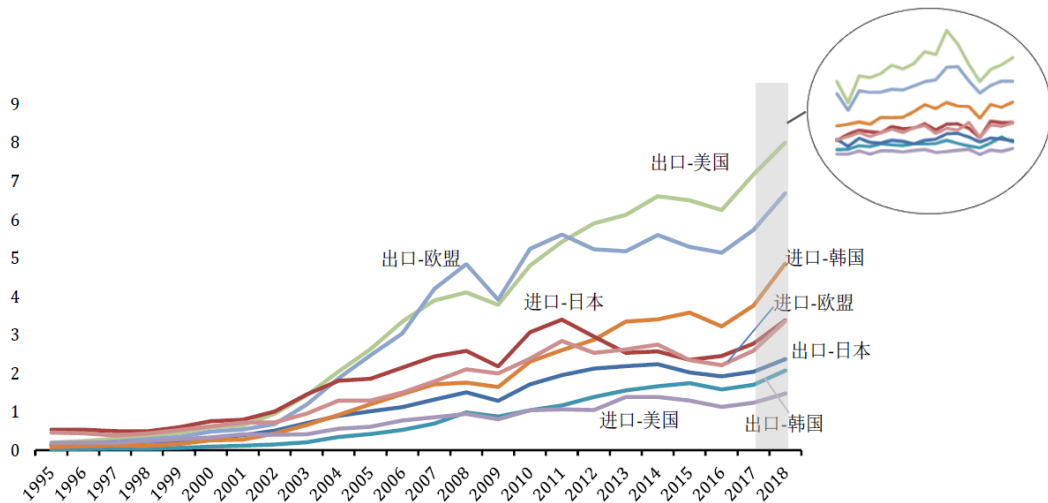
b. 外需和机电产品出口

注：图中序列包括两个 PMI 指数均为相应变量的同比变化值（单位：%）。

2、全球价值链位置、市场饱和程度限制中国在机电产品和传统劳动密集型产品上贸易顺差的持续增长。

全球经济回暖带动中国机电产品和纺织品出口，但对累积贸易盈余的作用有限。机电、音像产品和纺织制品是中国积累贸易盈余的关键力量。然而，图 67 显示 2015 年以来机电音像设备、纺织制品贸易顺差增速放缓，矿产品贸易赤字主导总体货物贸易差额走向。图 67 右图显示中国的机电产品出口与全球经济的景气程度紧密相关。既然如此，为何 2016 年下半年来以来的全球经济复苏并没有带来该行业贸易顺差的增加？这是因为中国的机电行业属于典型的“大进大出”行业。2016 年以来，美国、欧盟、日本和韩国经济回暖，确实促使中国对这些国家机电产品出口增加，但与此同时中国从日本、韩国、台湾和欧盟的机电产品进口大幅增加（图 68）。即中国从日本、韩国、台湾进口支持了其对美国和欧盟的出口。这一现象在图 68 右上角月度机电产品贸易数据中尤为明显——除对美国出口和从日本、韩国、台湾进口外，其它序列月度变化幅度不大。从另一个层面看，机电行业约有一半为加工贸易，出口的国内附加值率不高，导致贸易盈余的变化小于出口规模的变化。这与 2016-2017 年加工贸易的贸易顺差变化不大的事实相符。

图表 68 中国机电产品贸易的主要国别分布

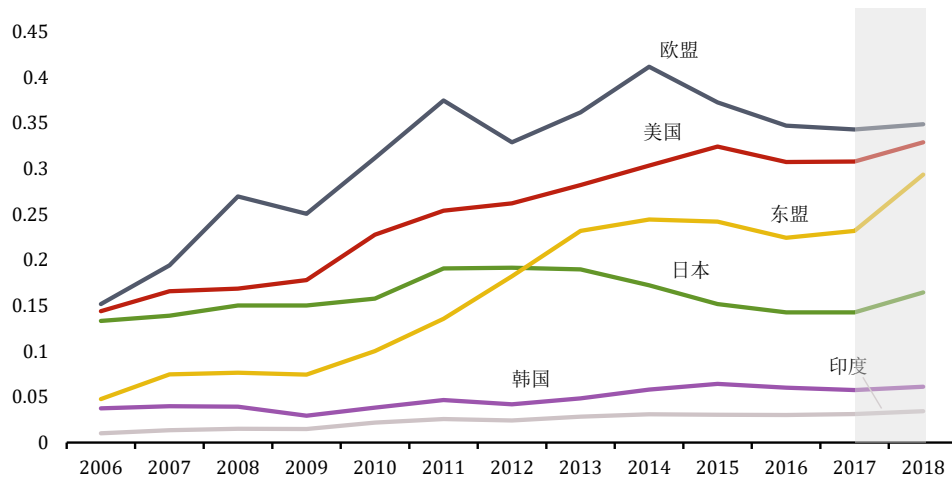


数据来源：CEIC 和作者整理。

注：主图中各国 1995-2017 年贸易额为基于 1995 年机电产品（HS 编码 84 和 85）出口总额（277 亿美元）标准化后的结果，2018 年贸易额则采用 1995 年同期（1-5 月）进行标准化。右上角副图为 2017 年 1 月至 2018 年 5 月中国与主要伙伴国机电产品月度贸易往来情况。副图与主图线条对应序列名称一致。从台湾进口情况和韩国基本一致，出口则较小且变化不大，均未列示。

中国对主要发达国家纺织原料及制品出口继续增长空间有限。图 69 显示除东盟外，中国对欧盟、美国和日本的纺织原料及制品出口在 2014 年达到峰值，随后出现了不同程度的下滑，对韩国纺织原料及制品出口则自 2011 年后就基本维持不变。纺织原料及制品属于七大类传统劳动密集型行业，并非发达国家的比较优势，因而这一变化可能意味着中国对这些国家的纺织原料及制品出口可能已经接近较为饱和。事实上，2016 年中国在纺织原料及制品上对美国、欧盟 28 国的市场渗透率平均分别为 29.8% 和 17.2%，最高值则达 56.7% 和 46.4%。如果考虑部分从中国转向东南亚和非洲的劳动密集型产业，这一数值可能会更高。当然，纺织原料及制品的收入弹性一般低于机电产品，因此当全球经济回暖时，收入水平较高的发达国家对其最终需求量的增加可能也有限。相反，东盟国家对纺织原料及制品的需求仍有一定上涨空间。以上两方面力量导致 2016-2018 年纺织原料及制品出口增加有限。

图表 69 中国纺织原料及制品的主要出口目的国分布



数据来源：CEIC 和作者整理。

注：图中各国 2006-2017 年贸易额为基于 2006 年纺织原料及制品（HS 编码 50 至 63）出口总额（1381 亿美元）标准化后的结果，2018 年贸易额则采用 2006 年同期（1-5 月）进行标准化。中国在纺织原料及制品上从其他国家的进口规模非常小，因此图中仅考虑出口情况。

3、中美贸易战的影响

第一，对中美贸易战的恐慌可能促使进出口订单提前交付。美国对中国的 3752 亿美元贸易逆差（美国商务部）是特朗普政府发动贸易战的导火索。2018 年年初以来美国对中国采取了或宣称将采取一系列惩罚措施，然而中国对美国的贸易顺差不仅没有下降，反而继续波动上升。特别地，机电产品是美国拟将对对中国进行关税打击的重点产品，然而中国出口到美国的机电产品却是美国、欧盟、日本、韩国和中国台湾几大贸易伙伴中增长最突出的。中美贸易战可能是导致这一结果的重要原因。Yi（2003）曾指出中间品贸易成本下降显著促进了生产的垂直分工，反过来即全球生产链越长的产品对贸易成本和风险的敏感性越高。而机电产品的生产往往涉及多个国家，生产链平均更长。进而，对贸易战的恐慌心理可能加速了中国从日本、韩国和台湾进口零部件，加工组装后向美欧出口的过程。笔者年初在《开年出口强劲，但下半年或面临压力》一文中既已强调这一渠道对贸易表现的影响。

第二，中美贸易冲突谈判促使了中国从美国进口的矿物燃料和矿物油增加。2018 年 3 月以来的中美贸易摩擦大体经历了三个阶段——3-4 月初次冲突，5 月协商谈判，6 月再度冲突。

在一波三折的贸易摩擦中，中国从美国进口的矿物燃料和矿物油快速增加，这可能与着意削减中美贸易失衡有关。一方面，增加从美国进口农产品和能源产品本就是中美 5 月协商的重点内容。如若不是特朗普出尔反尔再度启用关税惩罚清单，中美之间的 700 亿农产品和能源清单可能已经落地。另一方面，中国进口矿产品的国别分布显示，2018 年 1-5 月，中国自美国（2016 年第 19 大进口来源国）进口的矿产品快速增加，在规模上超过了阿曼（2016 年第 7）和印度尼西亚（2016 年第 9），仅次于伊朗（2016 年第 6）。¹⁵

综上所述，2018 年开年以来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的放缓，以及矿产品贸易逆差的扩增。从单类产品上看，第一，价格因素、内需回暖和供给侧改革助推矿产品进口快速增加；第二，考虑到中国在全球价值链上的位置，全球经济回暖尽管带动了我国机电产品出口，但对累积贸易盈余的作用有限；第三，受收入弹性和市场饱和程度的影响，我国对主要发达国家纺织原料及制品出口继续增长空间有限；第四，中美贸易摩擦可能通过加速外贸订单交付以及促使我国从美国进口矿产品两条途径影响我国的贸易顺差。随着本轮经济回暖周期见顶，国际能源市场供求重返平衡，未来国内对矿产品的需求也将会触顶回落，这意味着贸易顺差收窄的趋势可能会有所缓和。然而，中美贸易战加剧了我国对外贸易特别是在机电产品贸易上的不确定性，冲击我国的贸易盈余。

主要参考文献

崔晓敏、徐奇渊（2018）：《开年出口强劲，但下半年或面临压力》，《财经》。

李展、侯晖（2018）：《油价乍暖还寒，再平衡任重道远——国际油价 2017 年走势回顾与 2018 年展望》，《当代石油石化》第 1 期。

Raymond Fisman & Shang-Jin Wei, 2004. "Tax Rates and Tax Evasion: Evidence from "Missing Imports" in China," *Journal of Political Economy*, 112(2), 471-500.

Robert C. Feenstra, 2001. "Discrepancies in International Data: An Application to China-Hong Kong Entrepot Trade," *American Economic Review*, 89(2), 338-343.

Yi, Kei-Mu, 2003. "Can Vertical Specialization Explain the Growth of World Trade?." *Journal of Political Economy*, 111(1), 52-102.

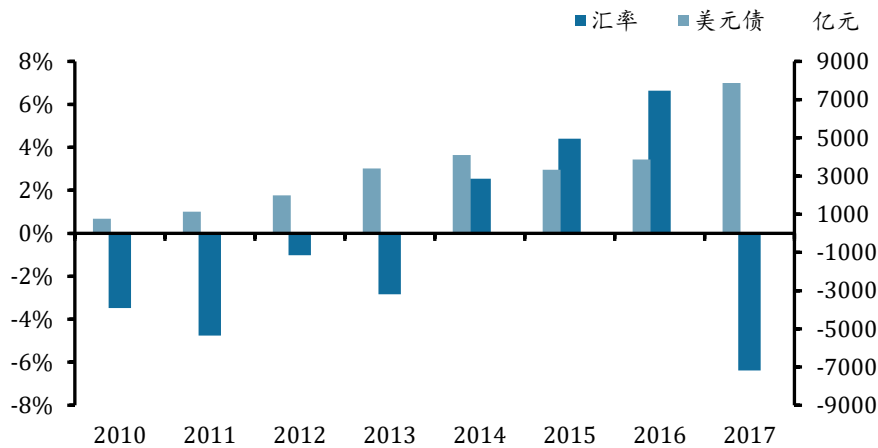
¹⁵ 诚然 2017 年 11 月以来国际油价不断攀升，但到 2018 年 4 月才达到美国页岩油企业的盈利空间（中金网，《详解美国页岩油对国际油价的影响》，“美国页岩油企业需要每桶 65-75 美元的油价才能赚钱”），因此页岩油是美国对中国矿产品出口增加的部分原因，但并不能完全解释。

新专题：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。

2018 年 6 月，人民币汇率贬值压力骤然上升，国内企业如何调整海外债务成为金融市场关注的焦点。从史经验看，当人民币汇率存在升值预期时，国内企业部门美元债务发行规模显著上升。当人民币汇率转向贬值方向时，国内企业的美元债务也会随之收缩。2011-2014 年，在人民币升值预期引导下，企业部门迅速累积美元债务。2015-2016 年，人民币汇率由升转贬，企业选择偿还美元负债，导致资本外流加速，进一步强化了人民币贬值预期，金融市场不确定性上升。

图表 70 人民币年度汇率波动与中国企业美元债年度发行额



数据来源：Wind, Dealogic, 作者自己计算。

在中美贸易战背景下，人民币汇率贬值压力持续发酵，未来国内企业部门是否会出现新一轮去外债行为？本文整理了 2011 年后企业部门的美元公司债、美元借款数据和相关企业的资产负债表数据，观察两轮美元加杠杆进程中企业的股权性质、行业分布特点和债务产品的

期限结构变化。通过对比判断企业部门是否会再现集中去外债行为，以及哪些行业提前还款的可能性更大。

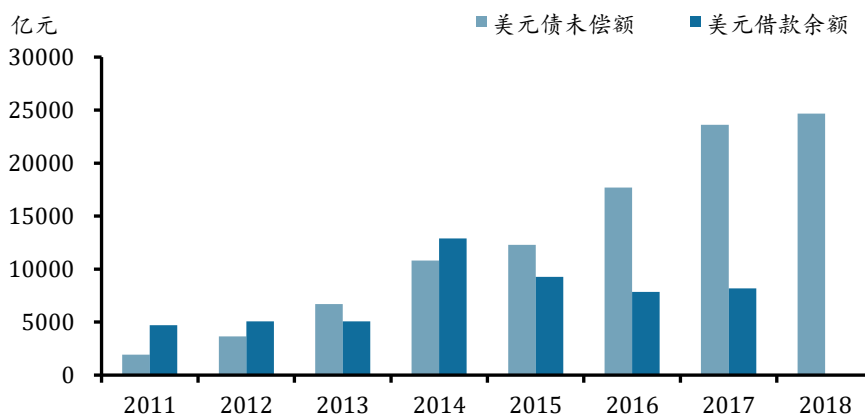
一、中国企业部门美元负债的历史回顾与现状分析

企业部门的外币债务主要集中于两类产品，美元公司债和美元借款。美元公司债由中国企业在香港、新加坡等离岸债券市场发行，投资人为境外资产管理公司、基金管理公司、商业银行和投资银行等金融机构。美元借款有境内境外两种融资渠道，既包括境内企业从境内银行部门获得的外汇贷款，又包括企业通过境外子公司从境外商业银行获得的贷款。

中国非金融企业部门的美元债务在 2010 年后快速累积，并于 2014 年来到阶段性顶点。一方面，美欧日等国超宽松货币政策下，国际债券市场流动性宽裕，融资成本低；另一方面，中国资本账户管制的放松也让企业大规模跨境融资成为可能。2011 至 2014 年，企业部门的美元公司债和美元贷款余额都加速上升，2014 年相对于 2011 年分别增长了 4.6 和 1.7 倍。这个时期活跃的许多企业都是离岸市场的新手，衍生品市场中的外汇掉期、远期等产品的成本也较高，因此多数企业并未对汇率波动风险进行充分对冲。据高盛估计，使用对冲汇率波动风险的债务数量不及举债总量的 15%。这为后续的集中降杠杆埋下了伏笔。

2014 年底，人民币结束单边升值预期，转向贬值，中国企业部门开始大量偿还前期的美元负债，造成外储下降，短期资本持续大规模外流的局面。2016 年下半年至 2018 年初，人民币汇率波动趋于稳定，企业部门美元负债再次快速增加。

图表 71 中国企业部门美元债额及美元借款余额



数据来源：Wind, Dealogic, 作者自己计算。

二、本轮企业部门美元杠杆再次上升的规律与特点

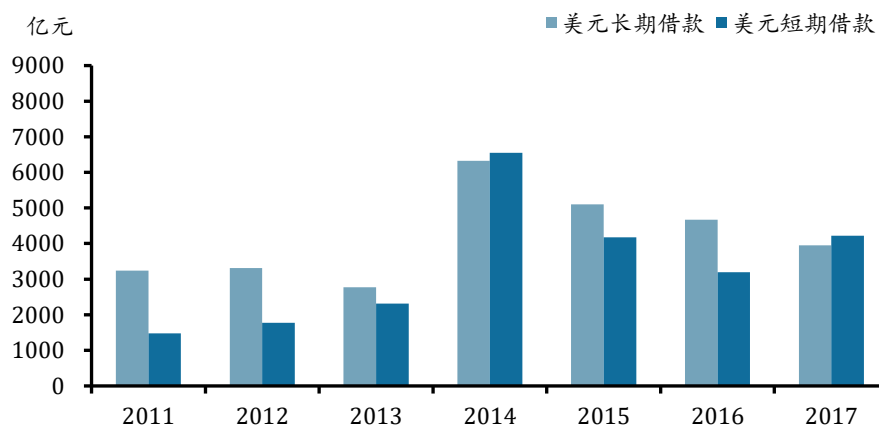
（一）长期美元负债占比高

从上一轮企业部门去杠杆的经验看，短期美元负债的波动性更大，容易造成资本的大进大出。2011至2014年，中国企业的美元借款由4720亿人民币增加至12900亿，其中短期负债贡献了全部美元负债增加的62%。2015、2016两年，企业部门的美元借款存量下降了5040亿，其中短期负债占下降总额的67%。相比之下，借款期限长的美元公司债产品提前偿还规模较小，大约1950亿元左右。可见，在人民币贬值预期下，企业更倾向于优先偿还短期负债。持有长期负债虽然会造成汇兑损失上升，账面浮亏，但不产生实际的货币转换损失。

2017年以来的美元负债增加以长期负债为主，期限结构更加合理。截至2018年上半年，中国公司美元债未偿债余额为2.47万亿左右，其中绝大部分为长期债务。2017-2018年上半年，部分企业为规避监管备案发行了一些短期美元债务，规模大概有800亿左右，占全部未偿债的比例较低。同年企业部门的美元借款的余额约为8770亿，其中短期美元借款占比为52%。

将两部分加总，在企业部门的全部未偿元债务中，短期债务占比仅为20%，若考虑非上市部门的短期美元债务，实际的短期债务占比可能要高于这个数字，但占比远低于长期债务。

图表 72 企业部门美元借款



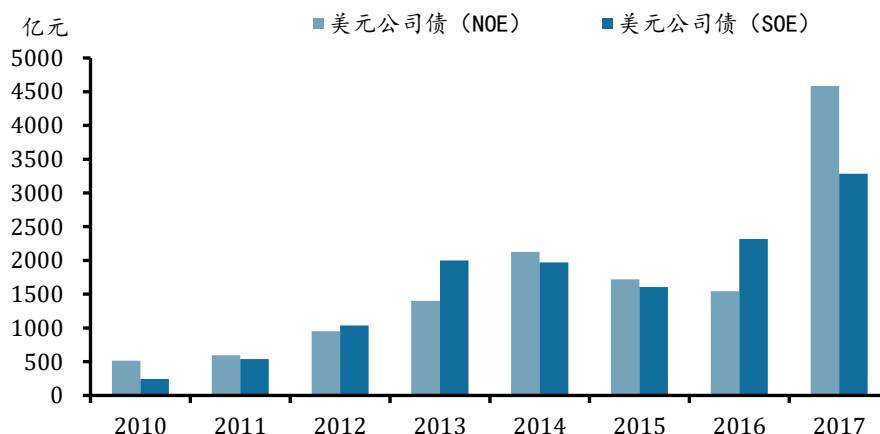
数据来源：Wind，作者自己计算。

（二）本轮美元加杠杆由民营企业主导

本轮的企业美元债务的上涨主要体现在非国企部门，主要以民营企业为主。由于境内融资对民营企业的各种限制，企业提前偿债的可能性要小于国企。

上一轮的美元加杠杆和去杠杆均由国有企业主导。国有企业美元借款和美元公司债在 2011-2014 年期间分别增长 6767 亿元和 5545 亿元，占全部美元借款和美元公司债增量的 82% 和 50%。随后，人民币汇率贬值，美联储加息和中国央行降息使中外利差在收窄，国企开始更多选择境内融资。国有企业美元借款余额持续下降，2017 年国企部门的美元借款总量为 4960 亿元，占企业部门全部美元借款的 61%，相对 2014 年占比下降 27%。美元公司债产品也可以看到类似变化，2017 年，国有企业全年共发行 3200 亿美元公司债，占全部债券发行量的 42%，占比首次低于非国有企业。

图表 73 国企与非国企的美元借款



数据来源：Wind，作者自己计算。

与国有企业不同，民营企业在 2015 年-2016 年美元负债降幅小，并在汇率预期稳定后迅速回升。房地产、计算机与电子行业在人民币贬值期间依然在增加外币负债。化工、航空等行业也在汇率波动驱稳后积极增加外币负债。除 2015 年短暂下降外，2016、2017 两年非国企美元贷款余额和美元债发行额同比增长分别为 11% 和 197%。从资产负债表数据看，民营企业的流动性压力普遍大于国企，多行业的流动负债占全部负债的比例都接近或超过 90%，国有企业这一指标大约在 70% 到 80% 之间。在融资来源受限的情况下，民营企业主动去杠杆的动力不足。

（二）企业部门海外收入普遍上升

近期企业部门海外收入逐年上升，降低了企业的货币错配风险。2014 后，中国企业加大了境外投资力度，2014-2016 年企业对外直接投资额度不断上升，海外资产带来的海外收入也在不断上升。2017 年，A 股上市公司的海外收入合计为 3 亿 6000 万元，相对于 2016 年上涨 35.5%，相当于 2014 年的 1.5 倍。海外收入的上涨增加了企业的外汇来源，如企业希望提前偿还债务，可以直接使用外币收入偿还，使得以偿债为目的资本外流压力降低。

国企部门中的航空、建筑，民企部门中的计算机与电、钢铁、汽车、电气设备、制药和纺织行业海外收入上升趋势最为显著。这些行业的美元债务存量普遍较高，海外收入的增加让企业在应对汇率波动风险时有更多选择。

（三）企业对冲汇率贬值风险的意识显著上升

经历上一轮的人民币贬值后，企业部门对冲汇率风险的意识普遍增强。经历贬值风险后，中国企业的风险管理意识明显提升。在 2015 年后，多数举债企业都通过与银行签订汇率掉期协议、购买远期等衍生产品对借款的部分或全部还本付息现金流进行汇率风险锁定。

基于以上分析，从产品结构、举债主体和企业的抗贬值风险能力三方面看，本轮企业部门集中大规模去外债的压力小于上一轮。但仍需对短期资本外流压力相对大的企业和行业给予重点关注。

三、高货币错配风险的行业分析

短期资本外流压力相对大的企业和行业可以分为三类。一是美元短期负债占比高的行业，二是海外收入少的行业，三是 2018 年长期负债到期压力大的行业。

（一）美元短期负债占比高的行业

短期负债的偿付需求是 2015、2016 年短期资本外流，外储迅速下降的重要原因之一。表 1 列示了美元负债量较大的国企和民企所在行业美元借款占总借款的比重，及美元借款中的长期、短期借款的占比情况。国有部门短期美元借款占比最高的行业为钢铁、机械和家庭耐用消费品，2017 年的美元短期借款占比达 80% 以上。国有部门的油气、航空 公共事业与能源和家庭耐用消费品的短期借款也相对集中，占比超过 40%。民营部门的汽车、通讯、食品、制药行业中，美元短期借款占比超过 40%。这些行业的短期借款规模大约在 3100 亿元，国企占

比在 2/3 左右。如人民币持续贬值，企业账面的汇兑损失会提高，外汇掉期、远期等衍生品价格也会提高，企业可能会出于优化报表或成本考虑提前偿还未对冲汇率风险的负债，或者不再续借到期债务。若偿债资金来自境内，则会造成资本外流压力。

图表 74 高美元负债部门的美元借款结构

国企部门				
行业	美元借款/ 海外收入	美元借款/ 借款合计	短期借款/ 美元借款	长期借款/ 美元借款
油气	408.2%	19.2%	45.9%	54.2%
航空	22.4%	21.7%	67.4%	32.6%
钢铁	37.1%	9.9%	84.6%	15.5%
交通运输	137.7%	8.3%	15.3%	84.7%
公共事业与能源	36.4%	1.7%	43.3%	56.7%
建筑	11.0%	4.1%	20.7%	79.2%
计算机与电子	48.7%	34.2%	19.0%	81.1%
机械	11.2%	6.8%	93.7%	6.2%
家庭耐用消费品	16.8%	26.0%	99.5%	0.4%
民营部门				
行业	美元借款/ 海外收入	美元借款/ 借款合计	短期借款/ 美元借款	长期借款/ 美元借款
化工	200%	12.2%	11.0%	89.1%
计算机与电子	97%	11.2%	7.5%	92.5%
航空	238%	25.7%	6.8%	93.4%
钢铁	179%	9.7%	30.2%	69.6%
汽车	119%	6.2%	45.2%	54.7%
机械	101%	3.1%	7.8%	92.1%
家庭耐用消费品	39%	10.5%	7.3%	92.7%
房地产	26744%	1.5%	16.3%	83.7%
电信	97%	18.5%	69.1%	30.6%
食品	326%	3.0%	30.5%	69.5%
油气	389%	7.4%	6.3%	93.6%
电气设备	250%	2.9%	23.8%	76.2%
林业和纸业	815%	8.6%	38.0%	62.0%
制药	276%	4.8%	57.9%	42.2%
纺织品服装奢侈品	216%	3.8%	18.8%	81.3%

数据来源：Wind，作者自己计算。

（二）海外收入少的行业

部分行业的海外收入增长速度显著慢于美元债务的上升速度。其中，国有部门中的油气行业、交通运输，民营部门中的房地产行业的这一特征最为明显。2017年，三行业美元借款总额与海外业务收入的比值分别为4.1、1.4和3.9，如加入美元公司债，该比例还会上升。油气行业海外收入低可以从两个方面解释，一方面是行业内企业的海外资产盈利能力差，另一方面是项目还处于前期投资阶段。而交通运输和房地产部门的海外投资较少，主要借款都通过各种途径汇回国内使用。如企业偿债需求上升，只能使用境内资金换汇，造成资本外流。

（三）长期负债到期压力大的行业

2018年债务到期压力最大的行业就是房地产，全年到期美元公司债额度为153亿美元。截至2018年上半年，已有23家公司通过发行新的美元债券置换了92亿左右的到期债务，占全部到期量的62%。对于尚未置换债务的房地产公司，有可能出于贬值预期选择偿还到期债务。

结论

综上，当前企业部门外债在期限结构以长期负债为主，企业部门海外收入逐年上升，管理汇率风险的意识大大增强，因此再次出现类似于2015至2016年连续大规模资本外流的可能性较低。但是仍需要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。由于监管规则并不允许企业因偿还境外债务进行换汇，因此企业往往要通过对外直接投资、虚假贸易和支付小股东股息等渠道将资金汇往境外，密切关注相关高频数据有利于对资本流动方向的更准确判断。