

全球宏观经济季度报告

总览：2017 年春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

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

中国社会科学院世界经济与政治研究所

世界经济预测与政策模拟实验室

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

主任 张宇燕

首席专家 张斌 开放宏观

团队成员 陆婷 欧洲经济 徐奇渊 中国经济

吴海英 对外贸易 曹永福 美国经济

冯维江 日本经济 李远芳 国际金融

肖立晟 国际金融 熊爱宗 新兴市场

顾弦 大宗商品 杨盼盼 东盟与韩国

陈博 大宗商品 史明睿 科研助理

联系人: 史明睿

邮箱: iwepceem@163.com

电话: (86)10-8519 5775

传真: (86)10-6512 6105

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

免责声明:

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

目录

2017年第1季度中国外部经济环境总览	1
----------------------------------	---

美国：经济低位恢复，通胀温和上升	10
-------------------------------	----

2017年1季度美国的信心类和预期类指标显著上升,家庭消费平稳增长,工业生产和企业投资结束去年的低迷状态,实体经济呈现温和增长、略有提升的态势。劳动力市场表现稳健,继续改进的空间已经明显缩小,通货膨胀缓慢上行并逐步靠拢调控目标,因此美联储将继续渐进的退出其宽松货币政策。

欧洲经济：创六年来最佳单季表现	18
------------------------------	----

一季度欧元区及其主要成员国制造业和服务业双双走强,呈现了良好的增长态势。消费者信心震荡回升,失业率跌至八年最低,企业投资表现平稳,均为欧元区经济增长带来佳讯。不过受1月能源需求触顶、食品和饮料等商品出口需求放缓影响,未季调贸易账户三年来首现逆差。预计在政治风险没有意外升级的情况下,二季度将持续一季度的复苏势头,GDP同比增速或在1.7%左右。通胀方面,能源价格上涨带动欧元区通胀水平急速回升,通胀率在四个月内增长了两倍,达到了欧洲央行预期的目标,不过,油价对通胀的影响从3月开始有逐步消退的趋势,预计二季度欧元区通胀表现将逊于一季度,或在1.4%左右。

日本经济：仍在复苏轨道	27
--------------------------	----

2017年第1季度,日本经济活动活跃,预计日本实际GDP季调环比增长折年率约为2.6%。从需求看,企业经常利润增长率回升、商业信心恢复,投资需求抬头;消费需求回暖,股价仍在高位为提振消费提供了支撑。从生产看,制造业和服务业PMI第1季度在荣枯线上方继续上行,分别为52.8和52.0;工业生产保持回升。预计2017年第2季度将继续维持正增长,实际GDP季调环比折年率1.4%。

新兴市场国家：经济稳步向好	39
----------------------------	----

2017年1季度金砖国家经济整体延续向好态势。俄罗斯逐步摆脱经济负增长状态,巴西也有望在2017年下半年恢复正增长。这两国有望在2017年结

束持续两年的经济衰退，预计俄罗斯和巴西全年经济增长分别为 1.0%和 0.5%。2016 年印度经济增速有所降低，但是依然维持在较高水平，2017 年预计在 7.3%，南非经济 2017 年预计增长 1.1%，也好于 2016 年。总体来看，2017 年新兴经济体经济增长的不确定性进一步降低。受经济好转影响，中国与金砖国家贸易出现回升，特别是中国自金砖国家进口贸易出现大幅增长。

中国经济：短期持续回暖、中期面临压力 46

本轮回暖短期内还将持续：(1) 1 季度综合 PMI 指数创下 2014 年 3 季度以来最高水平。制造业 PMI、非制造业 PMI 进一步走强。(2) 1 季度 PPI 通胀率继续表现强劲，CPI 和 PPI 同比增速缺口继续扩大，工业企业利润改善非常显著。(3) 工业企业增加值增速稳定，钢铁、货物周转量、发电量三大工业生产活动在 1 季度全面加速扩张。(4) 消费者信心总体维持在较高水平。(5) 进出口形势继续好转。2 季度外贸也有望继续向好。

不过，当前也出现了一些经济增速放缓的领先信号：(1) 补库存接近完成，其对经济的短期支撑作用减弱。(2) 货币市场上，名义流动性持续稳中趋紧，真实流动性紧缩程度更甚。目前房地产、基建相关投资对经济起到了重要支撑。而流动性的持续紧缩和相关调控举措，料将对投资产生一定冲击。此外，2017 年外部经济环境也存在诸多不确定因素。因此，尽管中国经济在短期内还将进一步回暖，但中期仍然存在压力。

东盟与韩国专题：春江水暖东亚先知，经济回暖率先坐实 ... 54

东盟六国 2017 年第 1 季度加权平均经济增长预计为 4.7%，与上季度持平。由于主要外部经济体均出现显著复苏，本地区始于上季度的回暖被进一步坐实，受此因素推动，东盟六国 2017 年增长预计将进一步上升，达 4.9%，所有六个国家的经济表现都将好于上年。外需好转给韩国动荡局势下的经济减负，预计 2017 年第 1 季度经济增速为 2.5%，略好于上季度。2017 年，主要市场复苏有助于提振韩国出口，但国内经济仍在调整中，预计全年经济增速为 2.8%。受内外需回暖及大宗商品价格回升影响，本季度各国通货膨胀水平总体呈现上升态势，货币走势平稳。正如上季度我们在季报中做出的中国东盟抱团取暖的判断，

本季度东盟和韩国回暖的坐实也较多源自中国贡献，向中国出口多出现双位数增长。

金融市场专题：美联储平稳加息，中国资本外流规模趋稳 ... 63

2017年一季度的全球金融状况相对宽松，市场运行总体平稳，投资者风险偏好有所上升。分市场看，外汇市场总体波动性下降。受益于新兴市场经济数据持续转好，对高收益货币的套利交易再次兴起，推动中国以外的大型新兴经济体货币普遍升值。全球股市普遍向好，重要新兴经济体和发达经济体均出现显著上涨。受美联储三月加息影响，全球货币市场上，发达经济体不同程度利率上行。新兴大国除中国外，随国际金融环境趋向稳定，资本流入增加，短期利率有所下行。长债市场上，随着美联储加息，主要发达经济体和新兴经济体长期国债收益率不同程度上扬。巴西则随着通胀下降，长债收益率已经连续下降一年有余。

中国跨境资金总流动方面，一季度跨境资金流动总量同比增速下降，跨境资本外流规模趋稳。2016年末，四部委（发改委、商务部、人民银行与外汇局）联合出台一系列监管政策，严厉打击依托跨境并购名义的资本外逃活动。同时，针对人民币跨境流出，特别是人民币跨境贷款实施严厉监管。收紧资本管制政策提高了境内企业资本外逃的成本，降低了资本外流压力。2016年12月至2017年2月，银行涉外收付款逆差为200亿美元，银行结售汇差额逆差为755亿美元。人民币汇率贬值预期显著下降，市场主体结汇意愿回升。人民币跨境资本流出骤停。人民币净流出从1072亿美元下降至178亿美元。预计短期内人民币跨境资本流动会继续收缩。

美联储加息仍然是一个相对缓慢的过程。未来美联储加息政策仍然有三方面的不确定性仍值得关注。第一，美联储联邦基金利率如何向中性利率收敛。美联储加息的过程，是推升目标利率逐步向中性利率收敛的过程。2018年、2019年短期中性利率的提升将产生更大的加息空间。第二，能源价格和全球经济景气的不确定性带来的通胀预期的变化，可能会改变加息频率。第三，美联储“缩表”问题成为美国货币政策正常化新的焦点。美联储“先加息，再缩表”的货

币政策正常化规划逐渐接近第二阶段，今年要开始关注联储“缩表”的可能性。

大宗商品专题：涨幅收窄，大宗商品价格走势 80

2017 年 1 季度大宗商品涨势收窄。经历了长达 1 年的快速反弹后，大宗商品涨势渐缓，区间波动加剧。石油的触底反弹过程基本结束，进入供需再平衡的调整过程，在此期间国际政治的复杂化会加剧其区间内的震荡。金属价格普涨，供需两旺，中国的需求因素将在未来几个月内产生较大影响。农产品依旧涨跌不一，但总体承压，气候条件的有利性预计将多个品种的供给。

外贸专题：进出口继续好转 89

2017 年 1 季度，中国出口（美元）同比增长 4.2%，较上季度大幅回升了 9.4 个百分点。外需回暖、出口市场份额增速回升，两者共同解释了出口的持续好转。1 季度中国进口同比增长 23.3%，也较上季度大幅好转。同时，货物贸易顺差和服务贸易逆差增速均延续放缓。2 季度外贸有望继续保持 1 季度回暖向好的走势。

图表目录

图表 1 中国外部经济综合 PMI.....	2
图表 2 CEEM 大宗商品进口价格指数.....	6
图表 3 国际金融市场主要指标变动.....	7
图表 4 制造业 PMI 与工业生产指数偏离.....	11
图表 5 汽车销售进入平台期.....	12
图表 6 资本品订单略有恢复（单位：百万美元）.....	13
图表 7 新屋开工量略有提升（单位百万套）.....	14
图表 8 美国就业情况进一步改善.....	15
图表 9 通胀率缓慢上升.....	16
图表 10 PMI 节节走高，工业产出表现平平.....	19
图表 11 消费者信心震荡回升.....	20

图表 12 企业投资表现平稳.....	21
图表 13 贸易账户三年来首现逆差.....	21
图表 14 失业率跌至八年最低.....	23
图表 15 通胀增速回落.....	24
图表 16 日本经济增长延续复苏势头.....	28
图表 17 日本企业经常利润同比回升，企业信心恢复.....	29
图表 18 制造业和服务业 PMI 在荣枯线上方上行.....	30
图表 19 日本工业生产指数延续回升趋势.....	31
图表 20 日本家庭消费倾向回升，劳动收入同比延续正增长.....	32
图表 21 日本季调失业率维持呈下行态势.....	32
图表 22 日本进口及出口同比增速由负转正.....	33
图表 23 日本季调实际出口指数回升趋势明显.....	34
图表 24 日本东京日经 225 指数仍在较高水平.....	35
图表 25 日本 CPI 增长率缓慢回升.....	36
图表 26 日元贬值势头得到遏制.....	36
图表 27 日本对华贸易增速下滑放缓.....	37
图表 28 日本对华直接投资增速再现负增长.....	38
图表 29 中国与金砖国家贸易情况.....	43
图表 30 国际金融市场主要指标变动.....	64
图表 31 VIX 指数.....	65
图表 32 历次美联储加息后美元指数反应比较.....	66
图表 33 主要经济体汇率走势比较.....	68
图表 34 主要经济体汇率走势比较.....	69
图表 35 主要经济体股指走势.....	72
图表 36 主要货币市场利率走势.....	73
图表 37 主要经济体国债收益率走势.....	74
图表 38 跨境资本总流动.....	75
图表 39 银行结售汇差额.....	75

图表 40 人民币汇率，新兴市场货币与美元指数.....	77
图表 41 企业涉外收入支出结售汇比率.....	78
图表 42 跨境人民币收入支出占涉外收入支出比率.....	79
图表 43 1 季度大宗商品价格涨幅加大.....	81
图表 44 大宗商品价格上涨后走稳.....	81
图表 45 1 季度石油价格在区间内震荡波动.....	81
图表 46 1 季度 OPEC 产量出现明显下降.....	81
图表 47 美国商业库存多月正增长.....	82
图表 48 美国原油出口金额创新高，净进口下降.....	82
图表 49 1 季度中国原油进口量回落.....	83
图表 50 欧洲石油需求量回落.....	83
图表 51 中国进口铜价基本平稳.....	85
图表 52 中国钢材进口价格上涨.....	85
图表 53 LME 铜、铝价格 11 月暴涨后震荡回落.....	85
图表 54 国际铁矿石价格 11 月暴涨后高位震荡.....	85
图表 55 CBOT 农产品价格.....	85
图表 56 CBOT 农产品价格.....	85
图表 57 中国出口增速的地区和产品分布.....	90
图表 58 预计 1 季度外需增速继续回升.....	92
图表 59 预计 1 季度中国出口产品市场份额增速持续回暖.....	92
图表 60 中国进口增速的贸易方式和产品分布	93
图表 61 中国货物贸易顺差及服务贸易逆差.....	94
图表 62 全球及主要经济体制造业 PMI	95

2017年第1季度中国外部经济环境总览

——2017年春季全球宏观经济运行与分析

1, 2017年1季度中国外部经济景气程度持续走强。中国外部经济综合 PMI 达到 54.5, 较上个季度上升 1.8 个百分点。美国、欧元区和日本经济制造业 PMI 相较于上季度都有明显上涨。主要新兴市场经济体表现也较好, 处于枯荣线上方并且较上季度上涨。

2, 大宗商品价格持续上涨势头有所缓和。2017年1季度 CEEM 大宗商品价格较上季度上涨 10.1%, 同比上涨 72.1%, 在经历了 1 年的快速上涨后涨幅收窄并有走稳迹象。

3, 全球金融市场运行平稳。资本流向新兴市场国家并带动新兴市场货币升值, 全球股票市场显著上行, 全球长期利率在美联储加息影响下上行。

4, 对外贸易持续改善。中国对外进出口增速均显著上升, 出口增速上升主要来自机电产品, 劳动密集型产品出口增速仍在回落; 进口增速上升主要来自国内需求走强和大宗商品价格上涨。

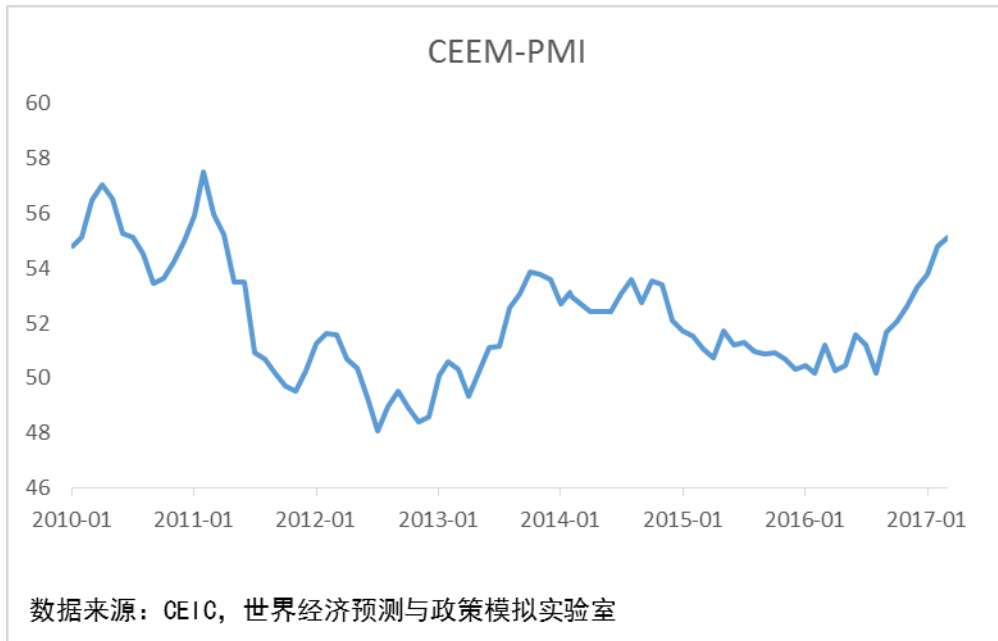
5, 全球经济上行趋势短期内仍将维持, 但是上行高度有限。未来需重点关注欧洲大选、中美贸易摩擦升级和大宗商品价格剧烈调整等风险。

一、外部经济景气程度持续走强

2017年1季度中国外部经济景气程度持续走强。2017年1季度中国外部经济综合 PMI¹54.5, 较上个季度显著上升 1.8 个百分点。美国、欧元区和日本经济制造业 PMI 相较于上季度都有明显上涨。主要新兴市场经济体表现也较好, 处于枯荣线上方并且较上季度上涨。

¹China External Environment Monitor, 根据外需分布确定各国权重的 PMI 加权, 简称 CEEM-PMI。

图表 1 中国外部经济综合 PMI



美国经济景气程度持续上升。2017 年 1 季度美国 ISM 制造业采购经理人指数（PMI）月度均值为 57.0，比去年 4 季度的均值 53.3 显著提升，企业管理层的市场预期较为乐观。国际大宗商品价格回升带动采掘业回暖，即使剔除采掘业，美国制造业生产指数同比增速也由负转正，结束了去年下半年的低迷状态。美国国内需求的回升、外部经济环境的改善均对制造业产生拉动作用。

消费支出保持平稳，真实消费支出同比增速保持在 3% 左右，其中主要耐用消费品—汽车仍处于年率 1760 万辆的高位。企业投资低位恢复，2017 年 1 季度有 46% 的企业预期增加投资，高于 2016 年全年的 36%，企业投资意愿增强。房地产开工量小幅提升，2017 年 1~2 月开工量提升到 127 万套。就业市场改善空间缩小，1 季度月均新增非农就业人数为 17.8 万人，比去年 18.7 万人的均值略有下降；2017 年 3 月失业率为 4.5%，创 10 年新低。

通胀率缓慢上升，美联储第三次加息。2 月美国整体 CPI 和核心 CPI 同比增速分别为 2.8% 和 2.2%；美联储更看重核心消费者支出价格指数（PCE），1~2 月该指数同比增速均为 1.8%，尽管仍低于联储设定的 2% 的通胀目标，但增速抬头趋势已经较为明显。根据最新数据，2016 年 4 季度企业单位劳动力成本同比增速 2.2%，

比 2012-2014 年 1.8%左右的增速有所提升，劳动力市场的收紧会传导到最终产品价格。北京时间 3 月 16 日凌晨 2 点，美联储宣布联邦基金利率提高 25 个基点至 0.75%-1%，这是美联储近 10 年来的第三次加息，联储表示利率恢复正常之后才开始收缩资产负债表。在失业率已经略低于长期水平的背景下，美联储对国内劳动力市场较有信心，因此其注意力将集中在通胀走势方面，外部经济环境变化也将影响其加息决策。

特朗普政府面临重大挑战。特朗普在竞选时期提出废除奥巴马的平价医疗法案，特朗普与共和党议员在 3 月份发起立法努力，但因为民主党议员持反对立场，共和党议员内部不够团结，因此改革法案在投票之前胎死腹中。特朗普宣布未来将把注意力转移到税制改革方面，但是因为该问题更加错综复杂，短期内能否实现突破存在很大疑问。3 月 15 日美国国债规模达到法定上限，财政部开始采取非常规措施腾挪举债空间，以避免联邦政府债务违约。白宫已经提交 2018 年财年预算案，建议提高国防、国土安全等方面开支，同时削减卫生、环保等部门的开支，从目前的态势看国会通过的概率很低，特朗普政府能否通过预算来实现自己的政策意图仍有很大变数。

欧元区经济显著好转。2017 年 1 季度欧元区综合采购经理指数 (PMI) 月度均值 55.7，较上季度增加约 1.8 个百分点，且 3 月综合 PMI 达到 56.7，创 6 年来新高。综合 PMI 节节走高主要因为区内制造业和服务业活动均表现亮眼。1~3 月欧元区制造业 PMI 较上季度均值跃升了约 1.7 个百分点；服务业 PMI 也提升了 1.8 个百分点。

消费者信心震荡回升，季度均值为-5.33，较上季度提升了 1.1。企业投资表现平稳，2017 年 1 季度产能利用率为 82.1%，较上季度的 82.4%下降了 0.3 个百分点，但依旧处于高位。欧元区失业率下跌，2 月欧元区季调总失业率为 9.5%，低于 1 月的 9.6%和去年同期的 10.3%，同时创 2009 年 5 月以来的新低。捷克(3.4%)和德国 (3.9%) 的失业率最低，希腊 (23.1%) 和西班牙 (18%) 的失业率最高。欧元区第二大经济体法国的失业率则保持在 10%。青年失业率也继续保持了缓步下

降的趋势，2月欧元区青年失业率为19.4%。

欧元区通缩风险渐渐消失，欧洲央行决策层在退出刺激计划的战略上发出了相互矛盾的信号，导致市场对欧央行是否将在量宽退出前加息的猜疑甚嚣尘上。4月6日，欧洲央行行长德拉基在法兰克福发表讲话时指出，欧央行需要更多信心才会改变立场，目前并没有足够的证据来转变通胀预期。他表示，近期通胀的上升来自于油价走高，而非薪资增长之类的经济基本面改善，整个区域的通胀压力还不足以令央行撤销此前的刺激性货币政策。

反欧盟力量初败，民粹主义警报未消。3月21日荷兰大选最终计票结果公布，现任首相马克·吕特领导的荷兰中右翼政党自由民主人民党（自民党）赢得33个议席，继续保持第一大党地位。荷兰大选结果表明，在英国脱欧、难民危机等不确定的形势面前，荷兰主流民意最终选择了稳定、可靠的政党，这令担忧民粹主义得势的欧盟各国政府暂时舒了一口气。然而，4月23日启动的法国大选仍将是决定欧元区命运的重要一环，极右翼法国总统候选人勒庞若当选为法国总统，则极有可能促使欧元区走向解体。考虑到40%的法国民众目前尚处于摇摆状态，竞选局势依旧扑朔迷离，民粹主义警报难言消除。

日本经济持续缓慢复苏。2017年第1季度，制造业和服务业PMI继续保持在荣枯线上方，并且较上季度进一步提升。其中制造业PMI由51.7上升至52.8，服务业PMI由51.5上升至52.0。从需求看，企业经常利润增长率回升、商业信心恢复，投资需求抬头；消费需求回暖，股价仍在高位为提振消费提供了支撑。新屋开工户同比数据2017年1-2月合计同比增长4.8%，这意味着住宅投资仍然活跃，对经济好转有所支撑。2017年第1季度，进出口额均出现同比正增长。1-2月合计，出口同比增长了6.5%，有望结束持续了5个季度的同比负增长；进口同比增长了5%，有望结束持续了8个季度的同比负增长。鉴于出口和进口同比增速开始回升并双双由负转正，日本的衰退型顺差的状况或将缓解。

2017年3月的货币政策会议决定维持对日本经济正“持续缓慢复苏”的基本

判断，并保持目前超宽松货币政策不变。此次日本央行货币政策会议以 7 比 2 的投票结果，决定继续维持短期利率在负 0.1% 及 10 年期国债收益率在 0% 左右的目标值。此外，日本央行决定继续每年从金融机构购买 80 万亿日元资产额度，以尽快实现其设定的 2% 通货膨胀目标。

金砖国家经济活力回升。2017 年 1 季度金砖国家经济整体延续向好态势。俄罗斯制造业 PMI 继续保持在扩张区间，1-3 月分别为 54.7、52.5 和 52.4，制造业复苏态势不断巩固，俄罗斯经济正在逐步摆脱经济负增长状态。巴西制造业 PMI 仍处于枯荣线下方，但有所上升，1-3 月分别为 44.0、46.9 和 49.6，显示制造业慢慢有所恢复。此外，巴西当前经济形势的当前形势指数（ISA）上涨了 2.2 点达到 70.3，这是自 2015 年 8 月以来该指数达到的最高水平。印度 1-3 月制造业 PMI 重新恢复至 50 以上，分别为 50.4、50.7 和 52.5，印度商品和服务出口和进口继续维持快速增长。南非制造业 PMI 继续维持在枯荣线以上，1-3 月分别为 51.3、50.5 和 50.7。

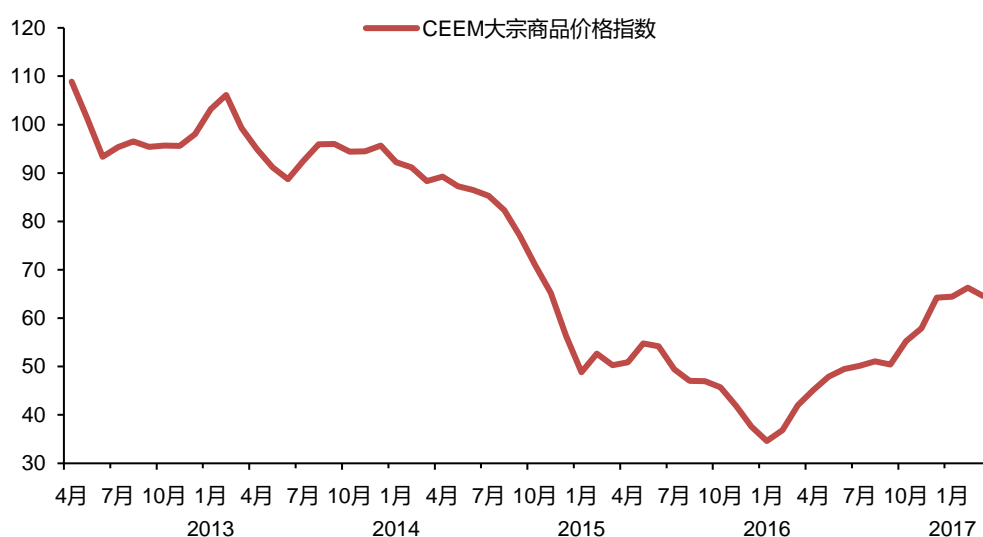
东盟六国与韩国经济回暖进一步坐实。东盟六国 2017 年第 1 季度加权平均经济增长预计为 4.7%，与上季度持平。由于主要外部经济体均出现显著复苏，本地区始于上季度的回暖被进一步坐实，所有六个国家的经济前景都将好于上年。外需好转给韩国动荡局势下的经济带来正能量，预计 2017 年第 1 季度经济增速为 2.5%，略好于上季度。受内外需回暖及大宗商品价格回升影响，本季度各国通货膨胀水平总体呈现上升态势，货币走势平稳。本季度东盟和韩国回暖的坐实也较多源自中国贡献，向中国出口多出现双位数增长。

大宗商品价格持续上涨势头有所缓和。2017 年 1 季度 CEEM 大宗商品价格²较上季度上涨 10.1%，同比上涨 72.1%，在经历了 1 年的快速上涨后涨幅收窄并有走

² 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。

稳迹象。石油的触底反弹过程基本结束，进入供需再平衡的调整过程，在此期间国际政治的复杂化会加剧其区间内的震荡。上季度 OPEC 达成减产协议后，OPEC 产油量下降，但这部分市场份额被非 OPEC 国家趁机获取，主要体现在美国、俄罗斯等国的产油量和出口量大幅增长，使得供应端保持平稳。美国的例子最为明显。随着油价升至 50 美元上方的成本线，大量页岩油生产商复工。截止 4 月 7 日当周，美国的活跃石油钻井机数新增 10 台，推升总数至 672 台，刷新 2015 年 9 月以来新高，也比去年同期高出 84%。美国的石油净进口量一季度明显下降，商业原油库存也连续多月正增长。更重要的是美国的原油出口创新高，对国际油市的影响更加直接可见。

图表 2 CEEM 大宗商品进口价格指数



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

中国对外贸易持续回暖。2017 年 1 季度，中国海关数据显示以美元计中国出口同比增长 4.2%，较上季度-5.2%的增速大幅回升 9.4 个百分点，延续了去年 4 季度以来出口回暖向好的走势。相较上季度，分地区看，1 季度出口好转主要来自香港和欧盟。其中，中国对香港出口下降 4.4%，降幅较上季度收窄 16.3 个百分点；中国对欧盟出口增长 4.8%，较上季度回升 8 个百分点。1 季度，中国对美国出口增长 7.8%，比上季度回暖 5.8 个百分点；中国对东盟和日本出口分别增长 4.6%和

4.3%，较上季度好转近7个百分点。分产品看，1季度出口好转近66%的贡献来自机电产品³。其出口同比增长5.1%，较上季度回升10.7个百分点；1季度，七大类传统劳动密集型产品出口同比下降1%，降幅较上季度收窄4.2个百分点。

中国进口增速继续显著上升。2017年1季度，以美元计中国进口同比增长23.3%，较上季度的2.1%大幅回升21.2个百分点，继续保持2016年2季度以来逐季回暖的走势。进口大幅回暖受到了内需继续好转、全球大宗商品价格持续上涨和外需改善的支撑。

二、美联储加息，全球金融市场波澜不惊

全球金融市场2017年1季度运行平稳，投资者风险偏好有所上升。外汇市场总体波动性下降。受益于新兴市场经济数据持续转好，对高收益货币的套利交易再次兴起，推动中国以外的大型新兴经济体货币普遍升值。

图表3 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	100.91	99.80	1.12	标普500	2323.10	2185.2	6.31
欧元	1.07	1.08	-1.20	德国DAX	11794.42	10807.0	9.14
日元	113.73	109.5	-3.90	日经225	19276.50	17925.2	7.54
人民币	6.89	6.83	-0.87	上证综指	3192.34	3138.5	1.72
雷亚尔	3.15	3.29	4.55	巴西IBOVESPA	64953.21	60937.6	6.59
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	0.76	0.50	25.12	美国	2.45	2.14	31.01
欧元	-0.40	-0.39	1.19	欧元	0.40	0.21	19.03
日本	-0.01	-0.04	2.83	日本	0.07	-0.00	7.82
中国	2.64	2.45	18.26	中国	3.31	2.90	40.77
印度	6.00	6.10	-10.13	巴西	10.62	11.69	-107.07

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

³ 这里产品分类为机电产品、七大类传统劳动密集型产品、其他产品三大类。2017年1季度，这三类产品占总出口比例依次为58.2%、19.7%和22.1%。

全球股市普遍向好。发达经济体中，美欧日股市涨势突出。美国股市 1 季度相比上季度平均涨幅超过 6%，法国德国股市涨幅更是超过 9%，日本股市涨幅也接近 8%。新兴经济体股市普遍向好，巴西甚至创下了近五年来的新高，印度股市也几乎追平多年来的峰值。不过另一方面，新兴经济体股市波动性也更为明显。

货币和债券市场利率调整分化。发达经济体不同程度利率上行。新兴大国除中国外，其他国家随国际金融环境趋向稳定，短期拆借利率有所下行。美联储升息直接带动美元 LIBOR 上升，虽然欧央行和日本央行仍维持了之前的量宽和负利率政策，但市场拆借利率有一定上行，上行幅度非常小。与之相比，人民币短期拆借利率则在央行有意的流动性调节下显著上升，平均较去年四季度上升 18.4 个基点。其他主要新兴经济体则得益于通胀下行以及资本流入增加的因素，银行间市场短期拆借利率有所下行。其中印度、俄罗斯相比上季度平均分别下降 10 和 14 个基点。全球长债市场收益率整体上行。其中，美国 10 年期国债收益率相比上季度上行 31 个基点，欧元区长期国债市场对此有比较明显的反应，上行达 19 个基点。日本长期国债市场反应较弱，接近 8 个基点。新兴市场上，印度、韩国、土耳其等经济体长期国债收益率不同幅度上行。巴西长期国债收益率从 2016 年以来大幅下降，今年 1 季度仍延续这一势头，则是主要得益于通货膨胀水平的快速下降，全国消费者物价同比增速从 2016 年初的 11.3% 已下降至 2017 年 2 月的 4.7%。

跨境资金流动总量同比增速下降，跨境资本外流规模下降，人民币汇率贬值预期弱化。新年伊始，外管局进一步加强了资本外流管制，人民币汇率贬值预期逐步平稳，离岸市场 CNH 甚至与在岸市场 CNY 出现倒挂。企业获得美元后持有美元结汇意愿大幅上升，企业涉外支出的购汇比率随之下降。2016 年 12 月至 2017 年 2 月，银行代客涉外收入与支出总额为 14000 亿美元，同比下降 15%。其中，银行代客涉外收入为 6891 亿美元，同比下降 8%，银行代客涉外支出为 7091 亿美元，同比下降 21%，涉外收付款逆差为 200 亿美元。银行结售汇差额逆差为 755 亿美元，跨境资本外流规模下降。人民币汇率贬值预期逐步弱化，市场主体结汇意愿逐步回升。2016 年 12 月至 2017 年 2 月，银行代客结汇占银行涉外总收入比率从 45%

上升至 49%，银行代客售汇占银行涉外总支出从 61%降至至 54%。

三、2017 年全球市场展望

全球经济上行趋势短期内仍将维持，但是上行高度有限。2016 年下半年以来主要经济体 PMI 不同程度回升，全球贸易回升，大宗商品价格持续涨价。这一趋势在 2017 年 1 季度得以延续，尤其是制造业的回暖程度达到新高。当前的经济复苏，尤其是制造业和相关投资的复苏，并非来自新的带动经济上行的中长期力量，而是来自对过去几年投资低迷的补偿。供求双方力量此消彼长，企业盈利预期改善，投资和生产回升在情理之中。得益于未来全球经济环境改善，中国出口增速也有望改善。

未来需要重点关注的风险包括以下几个方面：1，欧洲大选。荷兰大选虽顺利过关，报出对市场有利的结果，但接下来的法国大选、苏格兰宣布将再次进行独立公投等因素或给市场带来负面冲击，英国脱欧进程也存在不确定性。反建制党派可能在法国和德国大选中获胜、英国脱欧谈判变得棘手，以及全球保护主义升温将是欧元区经济面临的巨大威胁。2，中美贸易摩擦升级。中美达成了 100 天行动计划，旨在解决中美经贸分歧。这是中美双方政府积极努力的初步成果，但究竟能够达成多少共识还难以确定。中美之间的贸易不平衡问题主要来自当前的国际分工格局和中美经济基本面，减少美国对中国贸易逆差的潜力不大。美国如果过度在这个问题上做文章，不仅成果有限，而且将会对中美双方福利带来严重损失。3，大宗商品价格的再次剧烈调整。大宗商品价格上涨达到高位且缺乏进一步上行动力，未来可能会面临较大认知分歧和价格剧烈动荡。

美国：经济低位恢复，通胀温和上升

2017 年 1 季度美国的信心类和预期类指标显著上升，家庭消费平稳增长，工业生产和企业投资结束去年的低迷状态，实体经济呈现温和增长、略有提升的态势。劳动力市场表现稳健，继续改进的空间已经明显缩小，通货膨胀缓慢上行并逐步靠拢调控目标，因此美联储将继续渐进的退出其宽松货币政策。

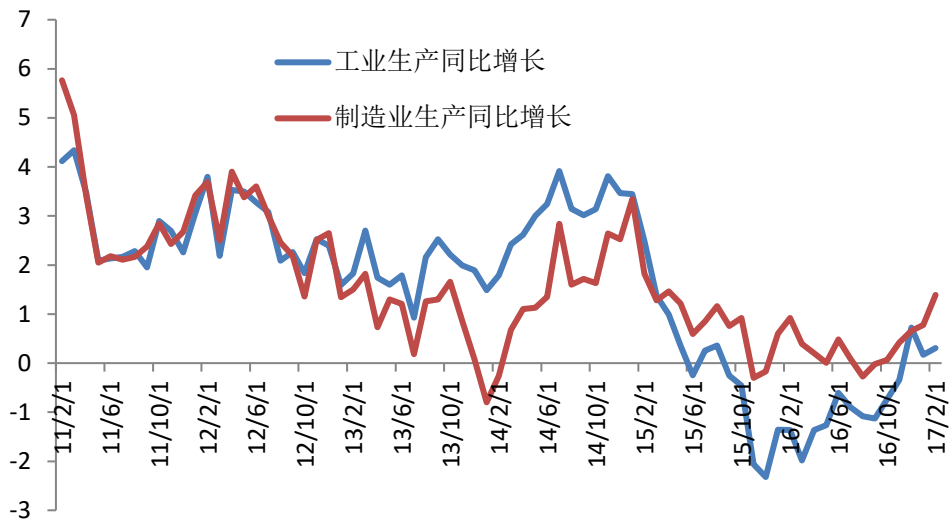
一、经济运行态势

工业生产温和恢复

工业生产温和恢复。2017 年 1 季度美国 ISM 制造业采购经理人指数（PMI）月度均值为 57.0，比去年 4 季度的均值 53.3 又有所提升，企业管理层的市场预期较为乐观。国际大宗商品价格回升带动采掘业回暖，即使剔除采掘业，美国制造业生产指数同比增速也由负转正，结束了去年下半年的低迷状态。美国国内需求的回升、外部经济环境的改善均对制造业产生拉动作用。

目前制造业回升的速度并不高，2012-2015 年美国制造业生产指数平均增速为 1.6%，而今年 1-2 月同比增速均值为 1.2%，生产回升的力度并不强劲。

图表 4 制造业 PMI 与工业生产指数偏离



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

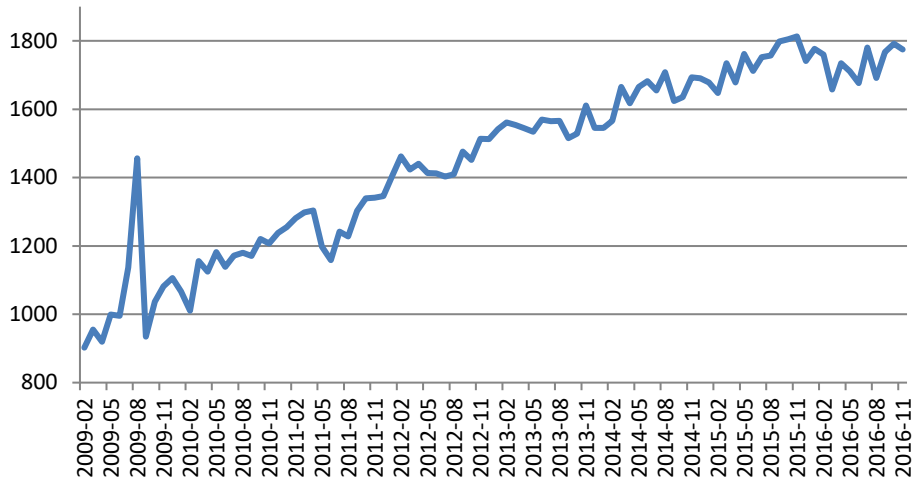
消费支出保
持平稳

消费支出保持平稳。1-2 月美国个人消费支出较为平稳，真实消费支出同比增速保持在 3%左右，其中主要耐用消费品—汽车仍处于年率 1760 万辆的高位。当前美国家庭净财富与可支配收入的比值为 6.5，与金融危机前 2004-2006 年的峰值相当，家庭资产负债表较为稳健。随着劳动力市场的收紧，家庭收入增速有所提升，消费者信心显著上升，3 月密歇根大学消费者指数初值为 97.6，其中现状指数为 114.5，创 2000 年 11 月以来的最高记录。

从家庭净资产、收入、信心等角度看美国个人消费的基本支撑仍较为稳健，仍将是美国经济增长的主要引擎。

图表 5 汽车销售进入平台期

(单位: 万辆)

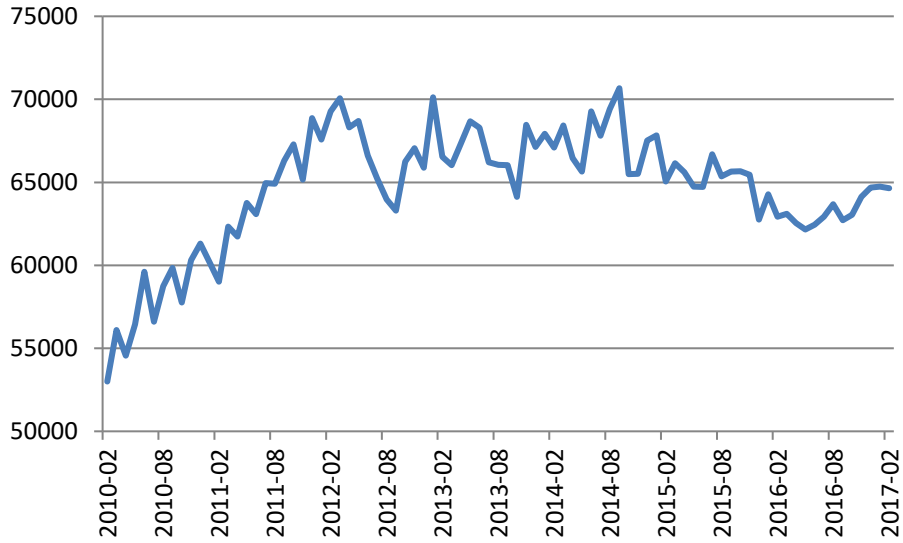


数据来源: CEIC, 世界经济预测与政策模拟实验室

企业投资
低位恢复

企业投资低位恢复。2016 年美国企业投资较为低迷, 其中建筑投资、设备投资呈负增长, 无形资产投资增速也较为缓慢, 全年企业投资对 GDP 的贡献只有 0.8 个百分点。近期企业利润有所回升, 企业投资也有所抬头。2016 年 9 月~2017 年 2 月非国防资本品订单金额累计上升 3.1%, 尽管总金额仍低于 2013-2014 年的水平, 但摆脱了之前的收缩态势, 企业对资本品的需求有所增加。根据商务圆桌会议的调查, 2017 年 1 季度有 46% 的企业预期增加投资, 高于 2016 年全年 36% 的比重, 企业投资意愿增强。大宗商品价格的回升带动采掘业等行业的建筑投资, 随着劳动力市场的收紧, 企业用资本代替劳动的动机也有所增强, 因此会带动企业投资。

图表 6 资本品订单略有恢复（单位：百万美元）

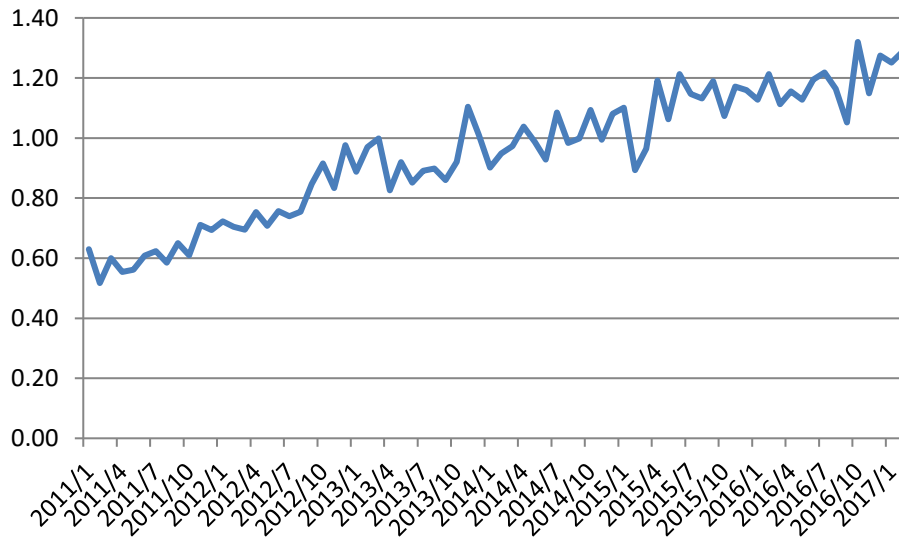


数据来源：美联储圣路易分行，世界经济预测与政策模拟实验室

房地产开工
量小幅提升

房地产开工量小幅提升。2016 年以来美国房价指数每月围绕 6%左右增速稳步增长，比之前 5%的增速略有提升，房地产市场整体处于向上态势。新屋开工量与 GDP 的关系更为密切，2016 年底该指标围绕 115 万套的水平徘徊，但 2017 年 1~2 月开工量提升到 127 万套，新屋开工量的领先指标一开工许可量较为稳定，综合考虑房屋销量、房价、地产商预期等数据的房地产市场指数从去年下半年的 62.8 攀升到今年 1 季度的 67.7，房地产市场景气进一步提升。

图表 7 新屋开工量略有提升（单位百万套）



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

贸易赤字略有扩大

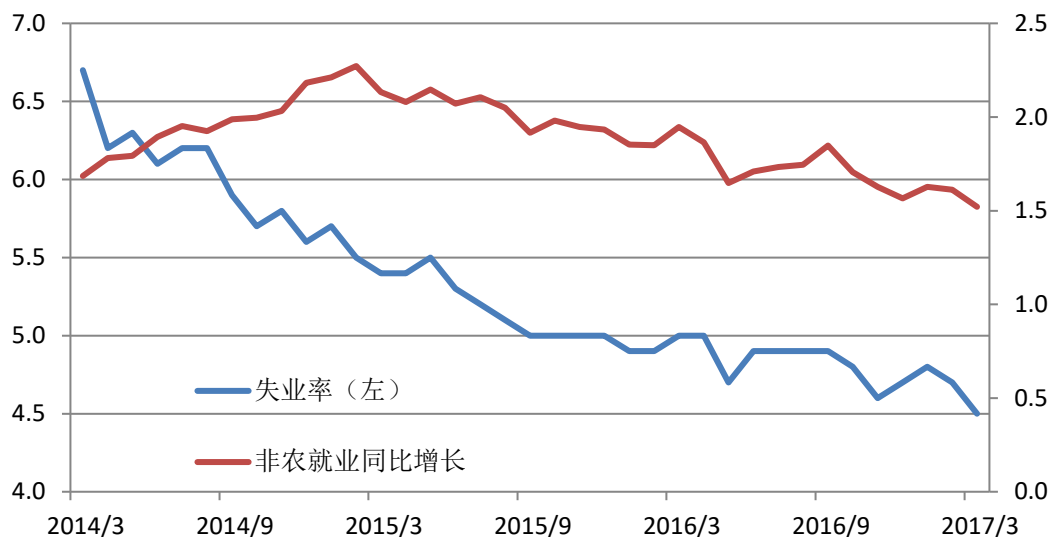
贸易赤字略有扩大。2017年1~2月美国进口、出口增速均有所上升，但因为美国国内消费需求更为旺盛，因此贸易赤字有所扩大，对GDP增长构成轻微负向贡献。

就业市场改善空间缩小

就业市场改善空间缩小。美国 1 季度月均新增非农就业人数为 17.8 万人，比去年 18.7 万人的均值略有下降；2017 年 3 月失业率为 4.5%，创 10 年新低。美国劳动力市场继续改进的空间已经明显缩小，自从 2015 年 9 月失业率达到 5.0% 以后，在 1 年半时间里只下降了 0.5 个百分点，与之前月均 0.1 个百分点的改善速度显著降低；尽管就业人数逐步增加，但就业人数增长率也已经显著下降。

2017 年 1~3 月劳动参与率均值为 63.0%，与去年年底相比只有微小改善；2 月小时工资同比增速为 2.7%，延续了过去 2 年来的逐步攀升态势。随着劳动力市场的收紧，劳动力的价格必将缓慢提升。

图表 8 美国就业情况进一步改善



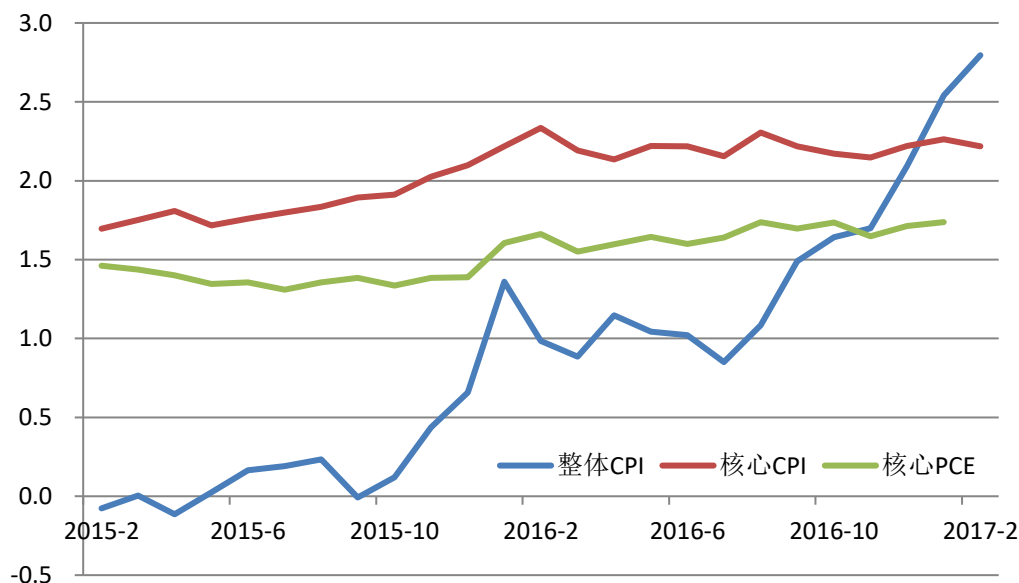
数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

通胀率上升
缓慢

通胀率缓慢上升。2月美国整体CPI和核心CPI同比增速分别为2.8%和2.2%；美联储更看重核心消费者支出价格指数（PCE），1~2月该指数同比增速均为1.8%，尽管仍低于联储设定的2%的通胀目标，但增速抬头趋势已经较为明显。根据最新数据，2016年4季度企业单位劳动力成本同比增速2.2%，比2012-2014年1.8%左右的增速有所提升，劳动力市场的收紧会传导到最终产品价格。

整体来看原油期货价格较为稳定，大宗商品对通胀的传导效应将逐渐平稳；5年期通胀预期为2%左右，这表明美国通胀迅速飙升的可能性不大，温和通胀很可能仍将持续。

图表9 通胀率缓慢上升



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

二、经济政策

财政政策面
临重大挑战

财政政策面临重大挑战。特朗普在竞选时期提出废除奥巴马的平价医疗法案，3月特朗普与共和党议员发起立法努力，但因为民主党议员持反对立场，共和党议员内部不够团结，改革法

案在投票之前胎死腹中。特朗普宣布未来将把注意力转移到税制改革方面，但是因为该问题更加错综复杂，短期内能否实现突破存在很大疑问。

3月15日美国国债规模达到法定上限，财政部开始采取非常规措施腾挪举债空间，以避免联邦政府债务违约。白宫已经提交2018年财年预算案，建议提高国防、国土安全等方面开支，同时削减卫生、环保等部门的开支，从目前的态势看国会通过的概率很低，特朗普政府能否通过预算来实现自己的政策意图仍有很大变数。

美联储执行
第三次加息

美联储执行第三次加息。北京时间3月16日凌晨2点，美联储宣布联邦基金利率提高25个基点至0.75%-1%，这是美联储近10年来的第三次加息，联储表示利率恢复正常之后才开始收缩资产负债表。在失业率已经略低于长期水平的背景下，美联储对国内劳动力市场较有信心，因此其注意力集中在通胀走势方面，外部经济环境变化也将影响其加息决策。

三、经济形势展望

经济增长温和
和提速

经济增长温和提速。2017年1季度采购经理指数、工业生产、企业投资、住房开工量等指标均较去年4季度有所反弹，私人消费尽管出现波动，但收入效应、财富效应等方面仍然较为稳健。大型企业类联合会的美国领先指标已经连续3个月正增长，预计美国1~2季度经济增速会有温和反弹，GDP增速有望达到2.3~2.5%。

但是美国生产率增速仍然低于金融危机之前，劳动力市场收紧的制约效应将愈加明显，近期实体经济指标有所反弹但力度不强，因此美国出现持续、强劲增长的可能性不大。

欧洲经济：创六年来最佳单季表现

一季度欧元区及其主要成员国制造业和服务业双双走强，呈现了良好的增长态势。消费者信心震荡回升，失业率跌至八年最低，企业投资表现平稳，均为欧元区经济增长带来佳讯。不过受 1 月能源需求触顶、食品和饮料等商品出口需求放缓影响，未季调贸易账户三年来首现逆差。预计在政治风险没有意外升级的情况下，二季度将持续一季度的复苏势头，GDP 同比增速或在 1.7% 左右。通胀方面，能源价格上涨带动欧元区通胀水平急速回升，通胀率在四个月内增长了两倍，达到了欧洲央行预期的目标，不过，油价对通胀的影响从 3 月开始有逐步消退的趋势，预计二季度欧元区通胀表现将逊于一季度，或在 1.4% 左右。

一、经济运行态势

PMI 节节走高，工业产出表现平平

PMI 节节走高，工业产出表现平平。2017 年 1~3 月欧元区综合采购经理指数（PMI）分别为 54.4、56.0 和 56.7，季度均值较上一季度增加约 1.8，且 3 月综合 PMI 创 6 年来新高。

综合 PMI 节节走高，主要因为区内制造业和服务业活动均表现亮眼。1~3 月欧元区制造业 PMI 分别为 55.2、55.4 和 56.2，较上季度均值跃升了约 1.7；服务业 PMI 则分别为 53.7、55.5 和 56.5，季度均值从上季度的 53.4 升至 55.2，也提升了 1.8。其中 3 月份制造业和服务业 PMI 均为 2011 年 4 月以来的最高水平，反映出欧元区企业活动扩张速度强劲、需求旺盛的态势。

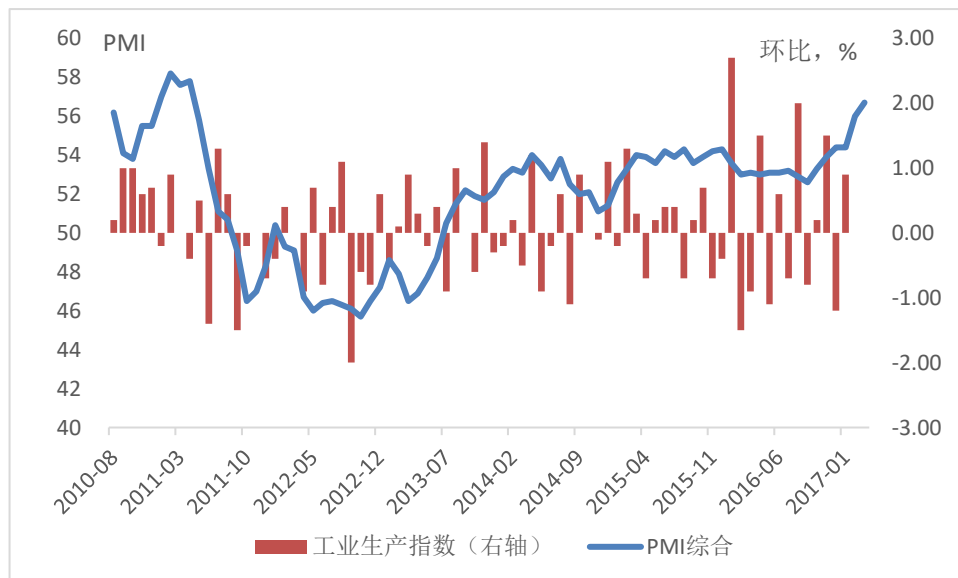
就欧元区的主要国家来看，德国 3 月企业部门活动增速也创六年新高，3 月制造业 PMI 为 58.3，活动增速升至 71 个月高位，并连续第 28 个月高于 50 的景气荣枯分水岭，服务业 PMI 则为 55.6，增速创下 15 个月最快；法国 3 月企业活动增速也高于预期，制造业 PMI 为 53.4，环比上升 1.2 个点，服务业 PMI 为 58.5，环比上升 2.4 个点，为 70 个月以来最高。

工业生产指数方面，工业产出环比增速延续了上一季度震荡反复的走势，但震荡幅度略有收窄。1 月欧元区工业生产指数为 106.5，经过季节因素调整后环比增长 0.9%，不及预期的 1.3%，但优于前值的-1.2%。1 月工业产出月率表现不及预期，主要是

受生活消费品产量下跌影响，它部分抵消了企业对技术设备投资的积极影响。

具体就欧元区主要国家而言，德国 1 月季调后工业产出月率上升 2.8%，高于预期的 2.7%，且增幅超过去年四季度的平均水平。工业产出升幅高于预期，主要是因德国制造业产出跃升了 3.7%，增幅创 2016 年 8 月以来最大。法国 1 月份工业产值环比则下降了 0.3%，逊于此前市场预期增长 0.5%。意外下降主要是因为制造业产出持续降低且农业产出减少，这为法国年初经济表现带来一定压力。

图表 10 PMI 节节走高，工业产出表现平平



数据来源：欧央行、Markit；CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

消费者信心
震荡回升

消费者信心震荡回升，居民消费支出平稳。第一季度欧元区消费者信心指数整体呈震荡回升态势，季度均值为-5.33，较上季度提升了 1.1 左右。其中 1 月消费者信心指数表现最佳，为-4.8，优于此前市场预期的-5.0，为一年半以来的最高水平。不过受通胀不断上升及薪资增速触及欧元创设以来最低点的影响，2 月欧元区消费者信心指数有所下滑，但在 3 月又重新回升至-5.0，表

明在欧元区经济基本面有所改善的大环境下，消费者总体保持乐观。

就欧元区主要国家来看，德国 4 月 GFK 消费者信心指数意外降至 9.8，低于市场预期的 10，亦是 5 个月来的低位，显示民众担心通胀上升将影响购买力。GFK 称，民众对经济的预期及购买意愿上升，但个人收入预期分项指数却连续第 2 个月下滑，反映德国通胀上升，抑制消费者信心复苏。法国 3 月份消费者信心指数维持于长期平均值附近，为 99.9，较 1~2 月的 100.1 略有下滑。

居民消费支出方面，2016 年第 4 季度，欧元区居民消费支出略有增强，同比增长 1.8%，季调环比增长 0.4%，总体处于平稳区间。同时，消费支出的基本面支撑仍旧良好，2 月份经季调后的零售销售指数为 105.1，同比增长 1.8%，显示居民消费对欧元区经济增长的贡献稳定。

图表 11 消费者信心震荡回升



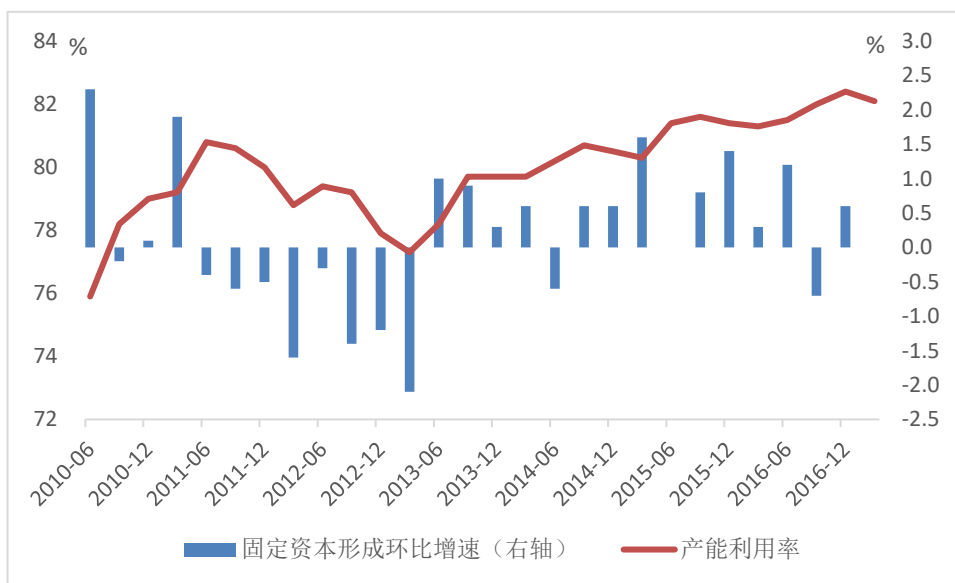
数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

企业投资表现平稳

企业投资表现平稳。欧元区企业投资在去年年末表现平稳，对 GDP 增长贡献度略有提升。2016 年四季度，欧元区固定资本形成总额同比增长 1.0%，环比增速 0.6%，对 GDP 增长贡献 0.11

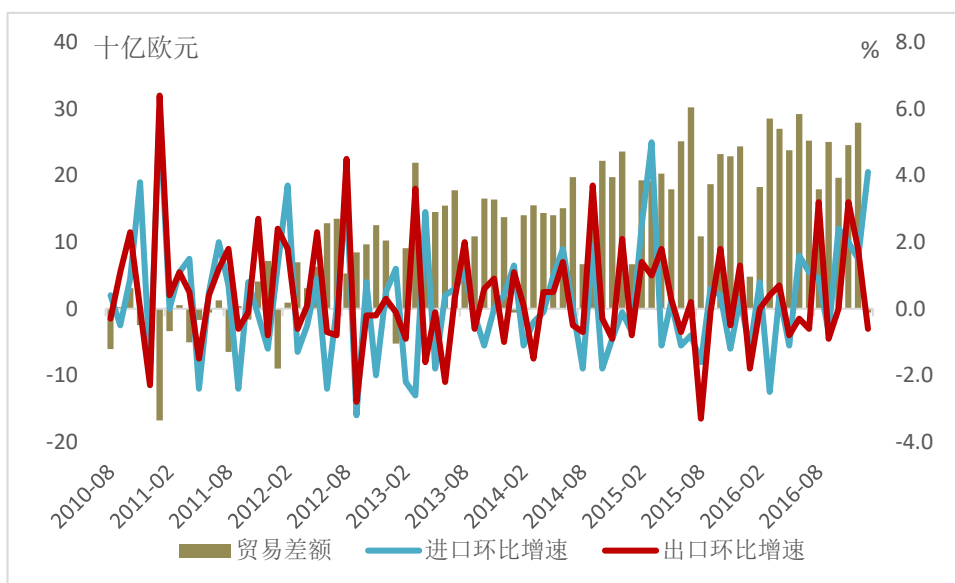
个百分点，较上季度的-0.14 个百分点有所提高。与此同时，欧元区制造业产能利用率略有下滑，2017 年一季度产能利用率为 82.1%，较上季度的 82.4%下降了 0.3 个百分点，但总体依旧处于高位。

图表 12 企业投资表现平稳



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 13 贸易账户三年来首现逆差



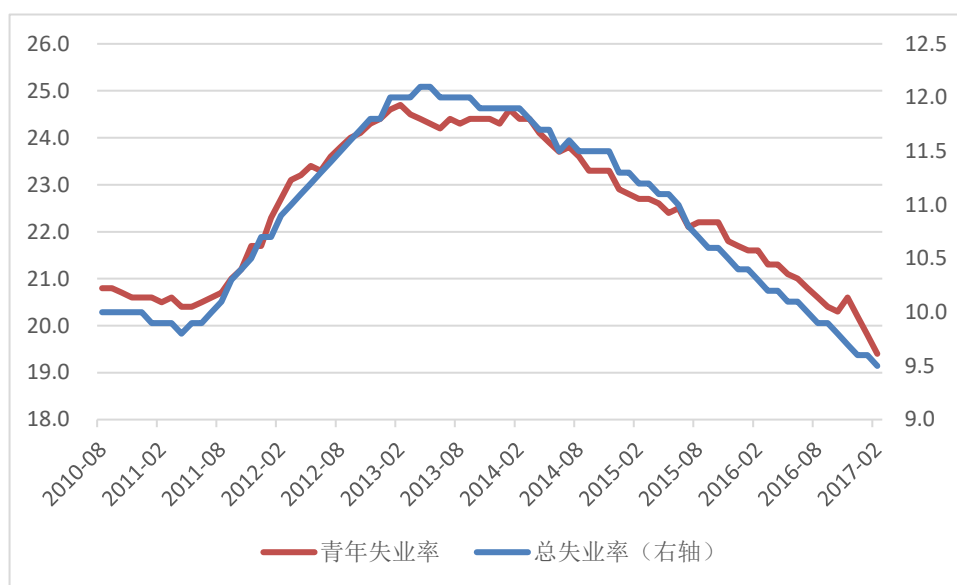
贸易账户三
年来首现逆
差

进口增速远超出口，贸易账户三年来首现逆差。欧元区 1 月未经季节调整的对外贸易逆差为 6 亿欧元，这是 2014 年 1 月以来未经季节调整的贸易收支首次录得逆差。这主要是因为 1 月冬季能源需求在这个时候触顶，而食品和饮料等其他商品的出口需求则放缓。经季调后，1 月贸易顺差 157 亿欧元，不及预测值顺差 220 亿欧元和前值顺差 231 亿欧元。

未经季节调整的数据显示，欧元区 1 月出口较上年同期增长 13% 至 1,639 亿欧元，进口增长 17% 至 1,645 亿欧元。经季节性因素调整后的 1 月出口较前月下滑 0.6%，进口则增长 4.1%。

具体就各个国家而言，德国 1 月进出口均大幅增长，进口增幅超过出口，贸易盈余小幅扩大。数据显示，1 月进口经季调后环比增长 3%，出口增长 2.7%，均好于预期。贸易盈余从 12 月的 183 亿欧元扩大至 185 亿欧元，也好于预期。法国 1 月贸易帐赤字规模走高，赤字规模达 37.26 亿欧元，创下三个月以来的高位，1 月出口单月录得 2.5% 的跌幅，跌至 368.49 亿欧元，进口月率下跌 1.3%，跌至 405.75 亿欧元。

图表 14 失业率跌至八年最低



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

失业率跌至
八年最低

失业率跌至八年最低。2月欧元区季调总失业率为9.5%，低于1月的9.6%和去年同期的10.3%，同时创2009年5月以来的新低。捷克（3.4%）和德国（3.9%）的失业率最低，而在希腊（23.1%）和西班牙（18%）的失业率最高。欧元区第二大经济体法国的失业率保持在10%。青年失业率也继续保持了缓步下降的趋势，2月欧元区青年失业率为19.4%。

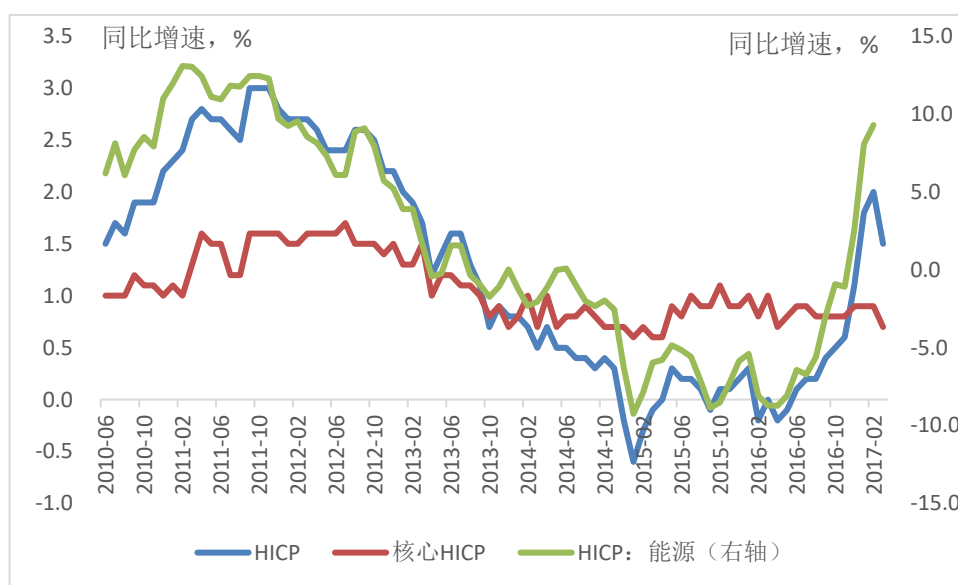
就业人口方面，去年第四季度欧元区就业人数环比增长0.3%，同比增长1.1%。在欧盟28国中，马耳他、卢森堡和塞浦路斯的就业增长率最高，分别为1.9%、0.9%和0.9%。而爱沙尼亚、希腊、立陶宛和克罗地亚则出现了就业数量下降的情况。

通胀增速回
落

通货膨胀增速回落。2017年第一季度欧元区通胀率整体表现良好，一度从2016年初的零以下水平升至欧洲央行的官方目标2%。不过，经过年初连续两个月的快速拉升之后，3月欧元区消费者调和价格指数（Harmonised Indices of Consumer Prices, HICP）又重新回落至同比增速1.5%，远低于前值的2.0%和预期值1.8%。排除食品和能源后的核心CPI同比增长也较上月回落了0.2个百分点至0.7%。

欧元区 3 月通胀水平下滑很大一部分来源于能源价格及其他大宗商品价格的下跌。此前 OPEC 产油国达成减产协议使得国际油价一度突破 50 美元/桶，其余大宗商品也受益于“特朗普交易”，价格都有一定程度的上涨。而近期由于减产协议逐渐破裂以及“特朗普交易”激情散去，各品种回吐此前涨幅，对欧元区 HICP 造成下行压力。这也表明除了能源价格以外，欧元区自身的经济尚不足以支撑通胀走高。

图表 15 通胀增速回落



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

二、政策走势

反欧盟力量
初败，民粹主
义警报未消

反欧盟力量初败，民粹主义警报未消。3月21日荷兰大选最终计票结果公布，现任首相马克·吕特领导的荷兰中右翼政党自由民主人民党（自民党）赢得33个议席，继续保持第一大党地位。选前呼声甚高的极右翼政党自由党获得20个议席，未能夺取组阁权。

作为欧洲“超级大选年”打响的第一枪，也作为今年欧洲对民粹主义势力的首场测试，荷兰大选结果表明，在英国脱欧、难

民危机等不确定的形势面前，荷兰主流民意最终选择了稳定、可靠的政党，这令担忧民粹主义得势的欧盟各国政府暂时舒了一口气。然而，4月23日启动的法国大选仍将是决定欧元区命运的重要一环，极右翼法国总统候选人勒庞若当选为法国总统，则极有可能促使欧元区走向解体。考虑到40%的法国民众目前尚处于摇摆状态，竞选局势依旧扑朔迷离，民粹主义警报难言消除。

欧央行加息
尚早

欧央行加息尚早。2017年一季度欧元区通胀明显回升，通缩风险渐渐消失，随后欧洲央行决策层在退出刺激计划的战略上发出了相互矛盾的信号，导致市场对欧央行是否将在量宽退出前加息的猜疑甚嚣尘上。

不过，4月6日，欧洲央行行长德拉基在法兰克福发表讲话时指出，欧央行需要更多通胀信心才会改变立场，目前并没有足够的证据来转变通胀预期。他表示，近期通胀的上升来自于油价走高，而非薪资增长之类的经济基本面改善。整个区域的通胀压力还不足以令央行撤销此前的刺激性货币政策。这意味着，欧央行在退出量宽问题上，依旧保持谨慎，此前市场对欧央行加息可能性存在高估。鉴于欧洲政局不稳，经济也未完全复苏，不宜过早预期欧央行会提前结束宽松。

三、经济形势展望

预计二季度
欧元区 GDP
同比增速将
在 1.7%左右

预计二季度欧元区 GDP 同比增速将在 1.7%左右。2017年一季度欧元区经济表现强劲，固定资产投资和居民消费均有望为 GDP 增长贡献正向力量。制造业与服务业也双双走强，高走的 PMI 表明欧元区内企业活动正在逐渐变得活跃，为二季度经济继续稳步复苏奠定了良好的基调。

不过，近期欧元区政治局势并不明朗，荷兰大选虽顺利过关，报出对市场有利的结果，但接下来的法国大选、苏格兰宣布

将再次进行独立公投等因素或给市场带来负面冲击，英国脱欧进程也存在不确定性。反建制党派可能在法国和德国大选中获胜、英国脱欧谈判变得棘手，以及全球保护主义升温将是欧元区经济面临的重大威胁。

综合来看，二季度欧元区在政治风险没有意外升级的情况下将持续一季度的复苏势头，GDP 同比增速或在 1.7%左右。

欧元区二季
度通胀率或
在 1.4%左右

欧元区二季度通胀率或在 1.4%左右。受能源价格上涨带动，2017 年一季度欧元区通货膨胀率在四个月内增长了两倍，达到了欧洲央行预期的目标。不过，油价企稳对通胀的影响从 3 月开始有逐步消退的趋势，目前单靠欧元区内部经济增长难以支撑通胀率持续走高，核心通胀自 2013 年中就始终徘徊在 0.9%附近，并没有显现明确的上升信号，考虑到这一点，欧洲央行在 9 月之前应该还不会急于退出宽松货币政策，这将为欧元区通胀水平提供一定的支撑。预计二季度欧元区通胀表现将逊于一季度，或在 1.4%左右。

日本经济：仍在复苏轨道

2017 年第 1 季度，日本经济活动活跃，预计日本实际 GDP 季调环比增长折年率约为 2.6%。从需求看，企业经常利润增长率回升、商业信心恢复，投资需求抬头；消费需求回暖，股价仍在高位为提振消费提供了支撑。从生产看，制造业和服务业 PMI 第 1 季度在荣枯线上方继续上行，分别为 52.8 和 52.0；工业生产保持回升。预计 2017 年第 2 季度将继续维持正增长，实际 GDP 季调环比折年率 1.4%。

一、经济延续复苏势头

预计第 1 季度日本实际 GDP 季调环比增长折年率约为 2.6%。

2017 年第 1 季度，预计日本实际 GDP 季调环比增长折年率约为 2.6%。2016 年第 4 季度实际 GDP 季调环比折年率 1.2%，与上季度持平。其中私人设备投资和净出口的贡献最大，分别贡献了 1.3 和 1 个百分点，政府消费和私人消费分别贡献了 0.2 和 0.1 个百分点；但受到私人存货投资及公共投资的拖累，其贡献为分别-0.8 和-0.5 个百分点。进入 2017 年第 1 季度后，日本经济活动仍然活跃。从需求看，企业经常利润增长率回升、商业信心恢复，投资需求抬头；消费需求回暖，股价仍在高位为提振消费提供了支撑。从生产看，制造业和服务业 PMI 第 1 季度在荣枯线上方继续上行，工业生产保持回升。2017 年第 2 季度将延续增长势头，预计实际 GDP 季调环比折年率 1.4%。

图表 16 日本经济增长延续复苏势头

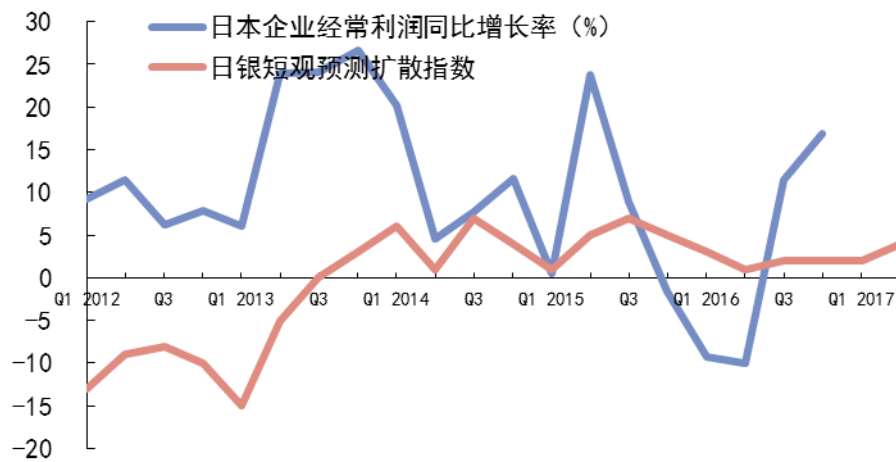


数据来源：日本内阁府，世界经济预测与政策模拟实验室

日本企业利润同比增长率回升，企业商业信心明显恢复，对私人部门投资进一步构成积极影响。

日本企业利润同比增长率持续回升，企业商业信心明显恢复，对私人部门投资进一步构成积极影响。2016年第4季度企业经常利润同比增长率由上季度11.5%进一步提升至16.9%，预计这一势头在2017年第1季度将得以延续。商业信心方面，日银短观扩散预测指数显示，2017年第1季度与前两个季度均为2.0，第2季度上升至4.0。另，从新屋开工户同比数据看，2017年1-2月合计同比增长4.8%，这意味着住宅投资仍然活跃。预计2017年第1季度私人部门投资仍将对经济有所支撑。

图表 17 日本企业经常利润同比回升，企业信心恢复

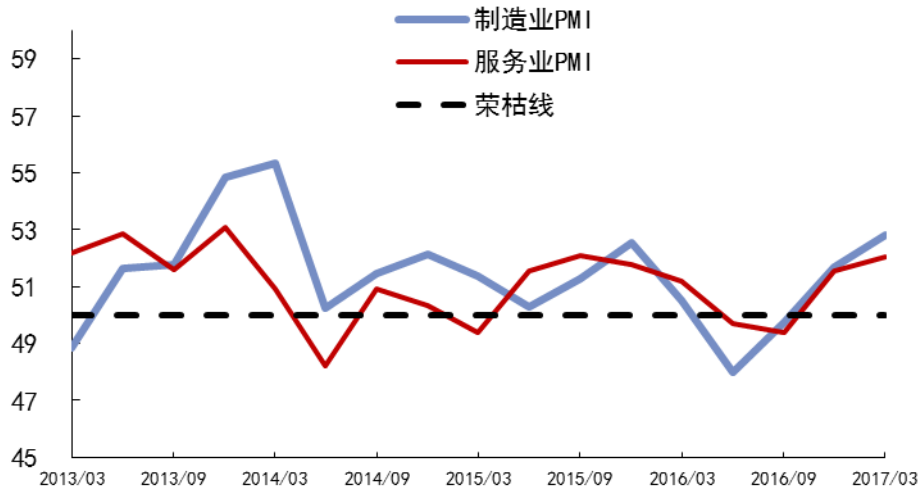


数据来源：WIND数据库，世界经济预测与政策模拟实验室

制造业和服务业 PMI 在荣枯线上方并进一步提升。

制造业和服务业 PMI 有所提升，显示日本经济仍在扩张状态。2017 年第 1 季度，制造业和服务业 PMI 继续保持在荣枯线上方，并且较上季度进一步提升。其中制造业 PMI 由 51.7 上升至 52.8，服务业 PMI 由 51.5 上升至 52.0。

图表 18 制造业和服务业 PMI 在荣枯线上方上行

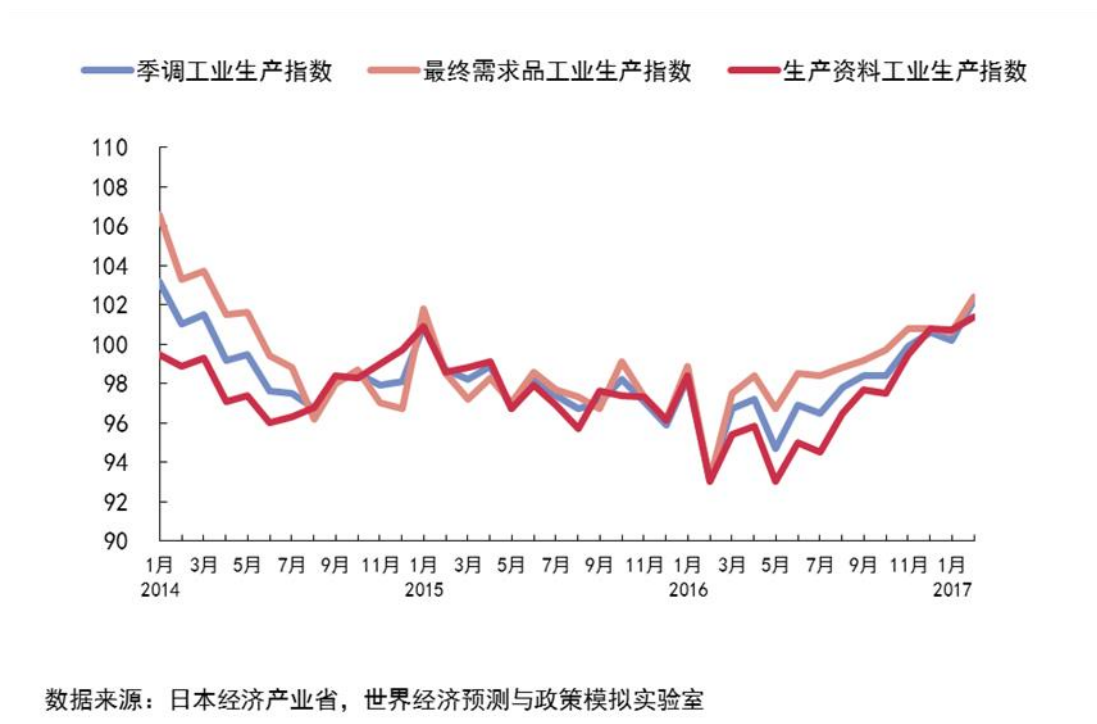


数据来源：WIND数据库，世界经济预测与政策模拟实验室

工业生产指数保持回升势头。

工业生产保持回升。2017年第1季度日本工业生产指数延续了上季度的回升态势。1-2月季调工业生产指数、最终需求品工业生产指数和生产资料工业生产指数均值分别为101.20、101.50和101.05，较2016年第4季度分别提升了1.6、1.1和1.8点。2017年2月工业生产指数已经超过2015年年初该指数开始下降前的最高水平，其上升与制造业PMI的恢复表现是一致的。

图表 19 日本工业生产指数延续回升趋势



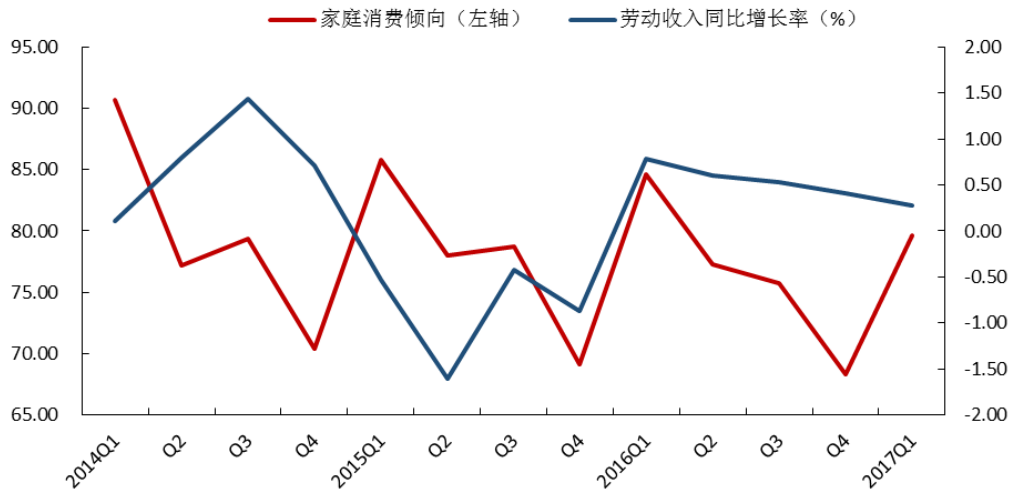
私人消费意愿提升,就业形势良好。

2017 年第 1 季度私人消费回暖。家庭调查显示,两人以上家庭(非农)消费倾向 2017 年第 1 季度 79.65,较上季度的 68.3 有所回升。从收入来看,2017 年第 1 季度劳动收入同比增长率较上季度有所下降但仍然维持了正增长,增长幅度为 0.28%。该指标已经连续 5 个季度维持正增长。汽车零售数据也显示,2017 年 1-2 月汽车销售量同比增长 4.6%,较 2016 年第 4 季度的 4.5% 略有上升,也显著高于 2016 年第 3 季度的 1.4%。这些数据表明,无论是消费意愿、消费能力还是主要消费品实际销售情况都支持私人消费持续回暖的结论。

从就业方面看,2017 年第 1 季度经季节性调整后日本失业率在原先的较低水平基础上进一步下降,1 月为 3.0%,2 月更是下探至 2.8%,创 22 年来最低记录,上一次出现如此低的失业率还是在 1994 年 6 月。此外,2017 年 2 月,日本全国完全失业人数为 190 万人,比 1 月减少 8 万人;雇佣者人数为 5776 万人,比 1 月减少 11 万人;就业者人数为 6483 万人,比一月份减少

21 万人。2 月有效求人倍率 1.43，与 1 月持平，相比 2016 年第 4 季度的 1.41 有所上升，这也是 1991 年 7 月以来最高水平。这些情况表明，日本劳动力市场就业机会充足。

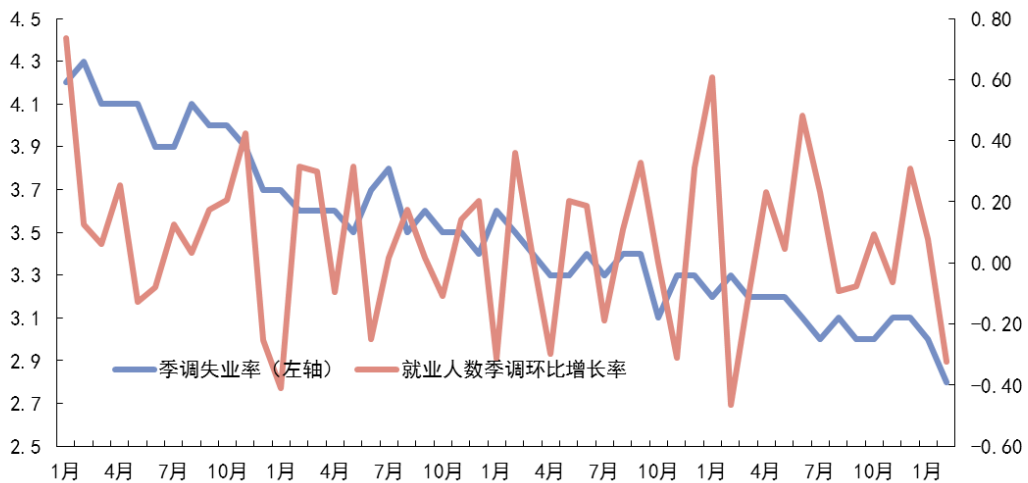
图表 20 日本家庭消费倾向回升，劳动收入同比延续正增长



数据来源：WIND，世界经济预测与模拟实验室

注：第 4 季度数据系按照 10 月和 11 月估算

图表 21 日本季调失业率维持呈下行态势



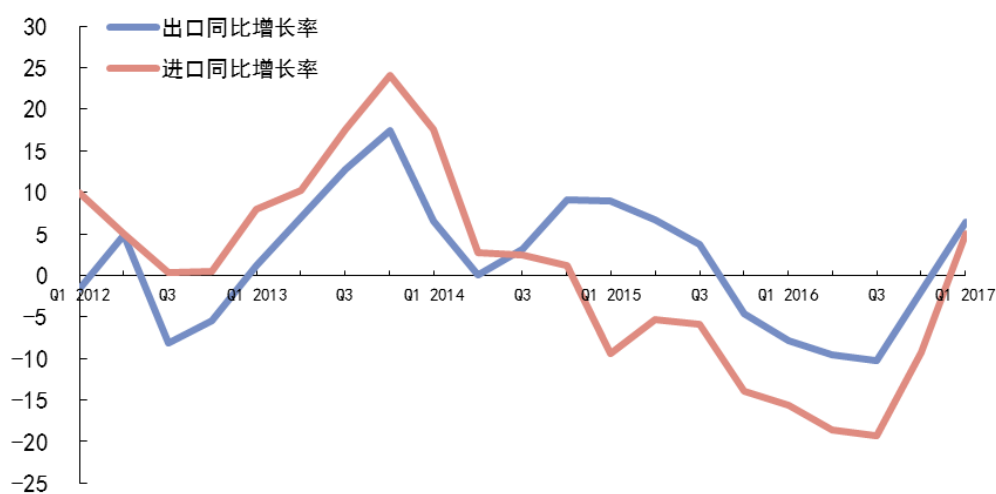
数据来源：WIND，世界经济预测与政策模拟实验室

出口和进口
同比增速由
负转正。

出口和进口同比增速由负转正。进入 2017 年第 1 季度，进出口额均出现同比正增长，1-2 月合计，出口同比增长了 6.5%，有望结束持续了 5 个季度的同比负增长；进口同比增长了 5%，有望结束持续了 8 个季度的同比负增长。鉴于出口和进口同比增速开始回升并双双由负转正，日本的衰退型顺差的状况或将缓解。

季调实际进出口指数显示，2017 年第 1 季度出口指数延续了上个季度以来比较明显的上升态势，由 2016 年第 3 季度、第 4 季度的 103.2 和 106.0 进一步上升至 108.3；同期进口指数也有所回升，由 2016 年第 3 季度、第 4 季度的 113.4 和 113.2，上升至 2017 年第 1 季度的 114.0。出口的明显好转与 2016 年下半年以来日元的贬值有关。

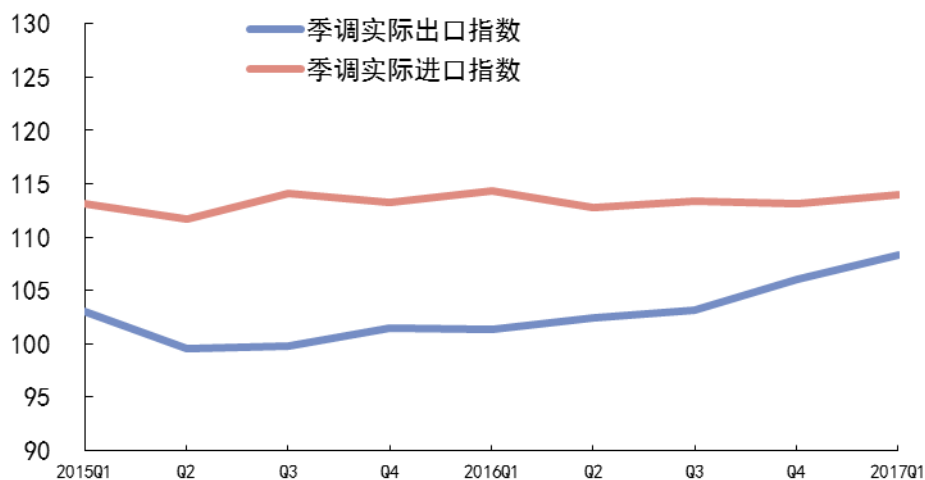
图表 22 日本进口及出口同比增速由负转正



数据来源：WIND数据库，世界经济预测与政策模拟实验室

注：2017 年第 1 季度为 1-2 月合计同比增长率。

图表 23 日本季调实际出口指数回升趋势明显



数据来源：WIND数据库，世界经济预测与政策模拟实验室

注：2017 年第 1 季度为 1-2 月均值。

二、维持宽松货币政策

日本央行继续维持宽松货币政策。

2017 年 3 月的货币政策会议决定维持对日本经济正“持续缓慢复苏”的基本判断，并保持目前超宽松货币政策不变。此次日本央行货币政策会议以 7 比 2 的投票结果，决定继续维持短期利率在负 0.1% 及 10 年期国债收益率在 0% 左右的目标值。此外，日本央行决定继续每年从金融机构购买 80 万亿日元资产额度，以尽快实现其设定的 2% 通货膨胀目标。

宽松货币政策对日本股价的刺激效果仍然存在。从股市价格表现看，2017 年第 1 季度日经 225 指数均值为 19245 点，较上季度的 17952 点上涨了 7.2%。进入第 2 季度后日经 225 指数有所下滑，2017 年 4 月 6 日滑落至 18597 点，但仍高于 2016 年第 4 季度均值，且与 2016 年全年均值 16922 相比，目前仍处于较高水平。

图表 24 日本东京日经 225 指数仍在较高水平



数据来源: WIND数据库, 世界经济预测与政策模拟实验室

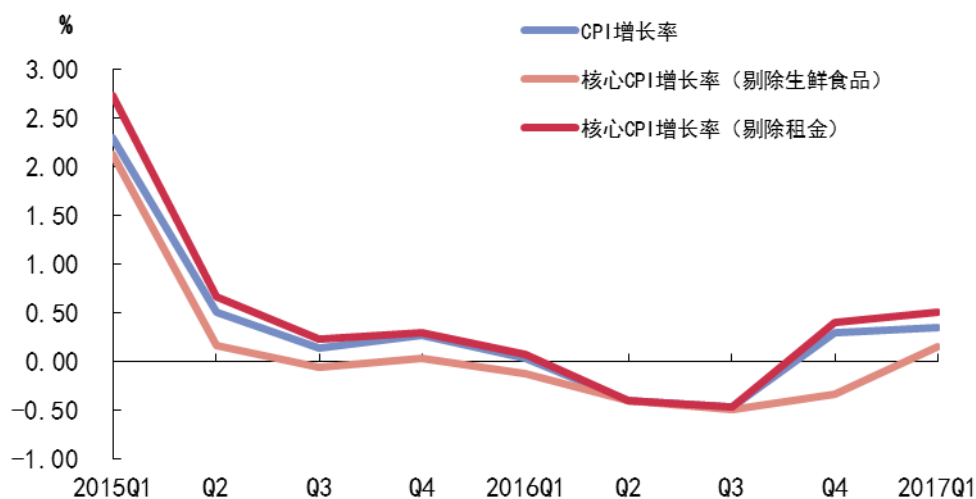
CPI 同比增
长率抬头,但
日本央行与
2%通胀目标
仍有距离。

CPI 同比延续正增长并缓慢回升, 核心 CPI 创 2015 年 5 月以来最高水平。从 CPI 增长率表现看, 2017 年第 1 季度较上季度继续上升。2017 年 1-2 月, CPI、核心消费物价(剔除生鲜食品)的及剔除租金的核心消费物价同比增长率均值分别为 0.4%、0.2%和 0.5%, 较 2016 年第 4 季度的 0.3%、-0.3%和 0.4%略有上涨。其中核心 CPI 在 2 月同比增长 0.2%, 不仅连续两个月正增长, 并且创下 2015 年 5 月以来最大涨幅。2 月份日本能源价格同比上涨 1.6%, 实现逾两年来首次增长。其中, 汽油价格和石油制品价格同比分别跳涨 15.8%和 13.2%, 是支撑当月日本物价上涨的关键因素。尽管如此, 与央行 2%的增长目标相比, 目前的核心 CPI 增长水平仍然存在较大差距。

日元汇率贬值趋势得到遏制。自 2016 年 8 月以来的日元快速贬值过程进入 2017 年第 1 季度后得到遏制。2016 年 12 月东京市场美元兑日元中间汇率月平均值达到 1 美元兑 115.95 日元的低点, 进入 2017 年第 1 季度日元汇率有所回升, 1-3 月月均 1 美元分别兑 114.73 日元、113.06 日元和 113.01 日元。

综合来看，2017年第1季度，股票价格和CPI走势与日本央行宽松货币政策意图较为一致，日元汇率在前期大幅贬值后，受经济基本面改善等因素影响，第1季度已经出现止贬迹象。

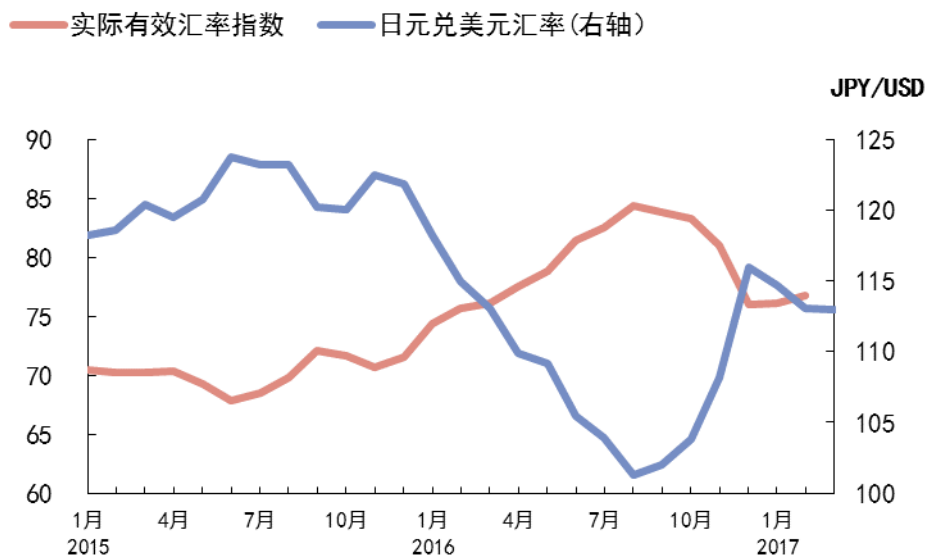
图表 25 日本 CPI 增长率缓慢回升



数据来源：WIND数据库，世界经济预测与政策模拟实验室

注：2017年第1季度为1-2月均值。

图表 26 日元贬值势头得到遏制



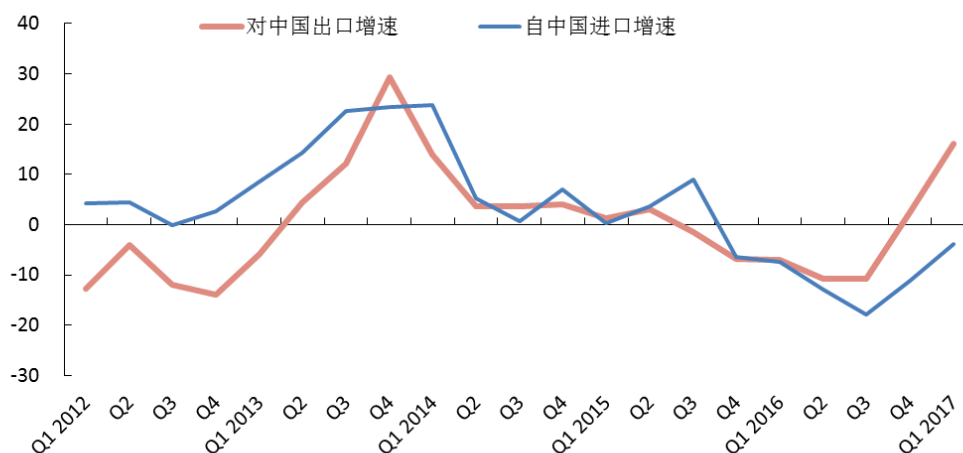
数据来源：WIND数据库，世界经济预测与政策模拟实验室

三、对中国贸易下降局面出现改观，投资增速上升

日本与中国的贸易持续负增长的局面在 2017 年第 1 季度出现改变迹象，对中国直接投资尚未稳定回升。

日本与中国的贸易持续负增长的局面在 2017 年第 1 季度出现改变迹象。其中 1-2 月合计对中国出口同比增长 16.1%，继 2016 年第 4 季度后再次出现正增长，且显著高于 2016 年第 4 季度 2.4% 的同比增长率。这是对中国出口自 2015 年第 3 季度起陷入负增长以来，首次有望两个季度连续正增长。从对中国出口产品结构看，1-2 月合计 16.1% 的同比增长中，机械出口的贡献最大，达到了 4.8 个百分点；机械出口同期同比增长也达到 23.5% 的比较高的水平。日本对中国出口的上升，与中国国内经济回暖，制造业、房地产或基建需求较为强劲有关。另一方面，自中国进口同比降幅也明显收窄，2017 年 1-2 月合计同比下降 3.9%，比起 2016 年第 4 季度的同比下降 11.2% 及第 3 季度的同比下降 17.9%，已经有了显著改善。从进口产品来看，自中国进口的矿物燃料同比出现大幅增长，也反映了日本国内需求回暖对能源需求的提振。

图表 27 日本对华贸易增速下滑放缓

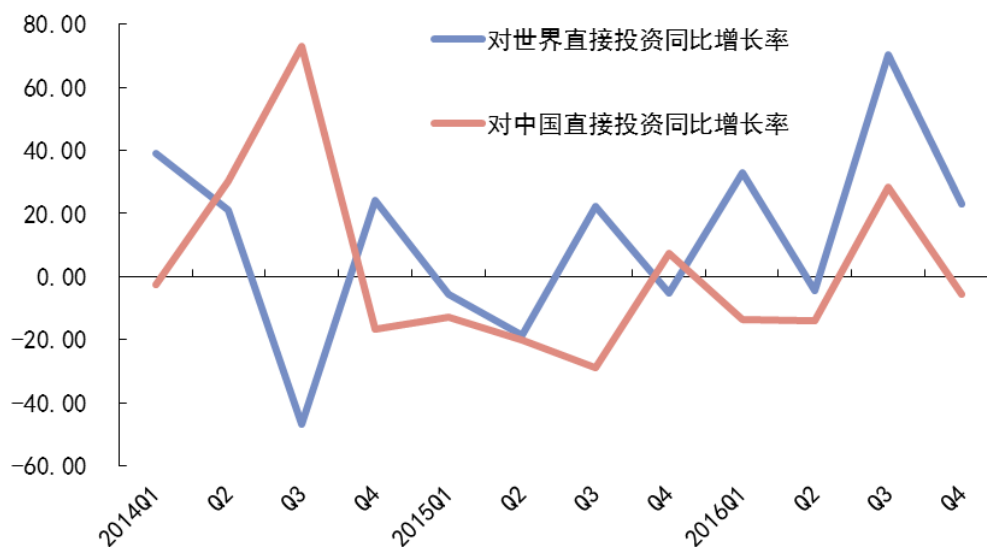


数据来源：WIND，世界经济预测与政策模拟实验室

注：2017 年第 1 季度值为 1-2 月合计值。

日本对中国直接投资尚未稳定回升，同比再现负增长。2016年第4季度，日本对中国直接投资再次陷入负增长，同比下降了5.7%，同期日本对全世界投资增速也回落至22.9%，对中国直接投资占对全世界直接投资比重为4.9%，较上季度略有上升。

图表 28 日本对华直接投资增速再现负增长



数据来源：WIND数据库，世界经济预测与政策模拟实验室

新兴市场国家：经济稳步向好

2017 年 1 季度金砖国家经济整体延续向好态势。俄罗斯逐步摆脱经济负增长状态，巴西也有望在 2017 年下半年恢复正增长。这两国有望在 2017 年结束持续两年的经济衰退，预计俄罗斯和巴西全年经济增长分别为 1.0%和 0.5%。2016 年印度经济增速有所降低，但是依然维持在较高水平，2017 年预计在 7.3%，南非经济 2017 年预计增长 1.1%，也好于 2016 年。总体来看，2017 年新兴经济体经济增长的不确定性进一步降低。受经济好转影响，中国与金砖国家贸易出现回升，特别是中国自金砖国家进口贸易出现大幅增长。

一、金砖国家经济稳步向好

2017 年 1 季度俄罗斯经济增长估计为 0.4%

2017 年 1 季度俄罗斯经济增长估计为 0.4%。2016 年 4 季度俄罗斯经济同比增长 0.3%，较上一季度增长 0.7 个百分点，为 2015 年 1 季度以来首次恢复同比正增长。2017 年 1 季度俄罗斯经济增长有望继续恢复。1 月和 2 月其消费同比分别增长 -2.3%和-2.6%，萎缩幅度继续收窄。出口同比分别增长 8.3%和 47.2%，进口同比增长 10.6%和 38.9%，相比此前月份出现极大改善。工业生产仍在波动中趋好。1 月和 2 月分别同比增长 4.3%和-2.7%。俄罗斯制造业 PMI 继续保持在扩张区间，1-3 月分别为 54.7、52.5 和 52.4，制造业复苏态势不断巩固。**预计 2017 年 1 季度俄罗斯经济增长为 0.4%。**

2017 年 2 季度俄罗斯经济预计增长 0.7%，全年经济增长 1.0%

2017 年 2 季度俄罗斯经济增长预计为 0.7%。当前俄罗斯经济运行总体趋向平稳，2017 年经济有望实现正增长。一是通货膨胀逐步放缓为俄罗斯央行下调利率提供了空间。2017 年 2 月俄罗斯通货膨胀率已经降至 4.6%，相比 2016 年同期下降 3.5 个百分点。为此，3 月 24 日，俄罗斯央行下调基准利率 25 个基点至 9.75%，为七个月来首次降息。俄罗斯央行预计，应该会在 2017 年年底达成 4.0%的通胀目标，并且在未来继续保持

在这一水平。为此，俄罗斯央行不排除第二季度至第三季度进一步降息的可能性。二是国际油价继续保持在稳定水平，如果能持续保持在 40 美元/桶的水平，俄罗斯经济将不会受到太大影响。**预计 2017 年 2 季度俄罗斯经济增长 0.7%，全年经济增长 1.0%。**

2017 年 1 季度巴西经济增速估计为-1.8%

2017 年 1 季度巴西经济同比增速估计为-1.8%。2016 年 4 季度巴西经济环比萎缩 0.9%，同比萎缩 2.5%，同比增速已连续 11 个季度出现萎缩，但是衰退幅度较 2016 年 3 季度收窄 0.4 个百分点。2017 年 1 季度巴西经济增长有望继续好转。消费信心继续回升。2017 年 2 月热图利奥·瓦加斯基金会的消费信心指数 (CCI) 上涨了 2.5 个点，达到 81.8 点，是 2014 年 12 月以来的最高值，为今年以来连续第二次上涨。与此同时，分析巴西当前经济形势的当前形势指数 (ISA) 上涨了 2.2 点，达到 70.3 点，是自 2015 年 8 月以来该指数达到的最高水平。巴西的经济预期指数 (IE) 也出现了很大提升，上涨了 2.5 点达到 90.6 点，是自 2014 年 10 月来的最高水平。工业生产萎缩幅度进一步收窄，2017 年 1 月工业产出同比增长 1.4%，为 2014 年 3 月以来首次出现正增长，已经连续 3 个月出现好转。巴西制造业 PMI 仍处于枯荣线下方，但是也有所上升，1-3 月分别为 44.0、46.9 和 49.6，显示制造业可能会慢慢有所恢复。在此情况下，**预计 2017 年 1 季度巴西经济同比增速估计为-1.8%。**

2017 年 1 季度巴西经济预计增长 0，全年经济增长预计为 0.5%

2017 年 2 季度巴西经济预计增长为 0。在连续经历 2 年的经济大幅萎缩之后，巴西经济有望在 2017 年恢复正增长。首先，通货膨胀不断走低为巴西央行降息提供空间。2017 年 2 月巴西通货膨胀率已经下降至 4.8%，已经连续两个月处于其通货膨胀目标范围之内。为此，在 2016 年 10 月实施自 2012 年 10 月以来首次降息之后，巴西央行又分别在 2016 年 11 月、2017 年 1 月、2017 年 2 月连续三次下调基准利率，累计降息 200 个基点。随着通货膨胀率的不断降低，未来巴西央行可能会继续下调基准利率。其次，受石油、铁矿石等商品价格回升影响，巴西对外出口出现好转。2017 年前两月巴西出口同比增长分别为 32.7%和 16.0%，进口分别增长 18.1%和 5.9%。这将为巴西经济增长提供正向增长动力。不过，巴西财政预算削减也将限制巴西政府刺激经济空间。2016 年巴西政府的财政赤字高达 1542.5 亿雷亚尔（约合 482 亿美元），相当于该国 GDP 的 2.4%，创 20 年来新高，为此巴西财政部宣布，在今年财政预算中，将削减开支 400-650 亿雷亚尔，以达成同期的财政目标。**预计 2017 年 2 季度巴西经济增长为 0，2017 年经济增速为 0.5%。**

2017 年 1 季度印度经济增速估计为 7.3%

2017 年 1 季度印度经济增速估计为 6.8%。2016 年 4 季度印度经济同比增长 7.0%，较上季度的 7.4%有所放缓，但依然处于较高水平。2017 年印度经济预计仍将保持快速增长。2017 年前两个月，印度商品和服务出口和进口继续维持快速增长，其中出口同比增长分别为 4.3%和 17.5%，进口同比增长分别为 10.7%和 21.8%。1-3 月印度制造业 PMI 重新恢复至 50 以上，分别为 50.4、50.7 和 52.5。**预计 2017 年 1 季度印度经济增速估计为 6.8%。**

2017 年 2 季度印度经济增速预计为

2017 年 2 季度印度经济增长预计为 6.9%。印度“废钞令”的影响或将持续。货币转换期间将造成印度事实上的货币紧缩，但自 2016 年 10 月起，印度央行一直维持 6.25%的基准利

6.9%, 全年经济增长预计为 7.3%

率不变。2017 年 2 月，印度通货膨胀率为 3.7%，虽仍处在央行的目标范围之内，但是较 1 月上升 0.5 个百分点。同时受美联储未来加息影响，印度央行在 2017 年货币政策宽松程度仍值得观察。货币紧缩已对印度经济形成抑制，这从投资的增速即可窥见一斑。与此同时，印度财政部还缩减了财政赤字的规模，将 2017-2018 财年财政赤字占 GDP 的比例由上一财年的 3.5% 缩减至 3.2%，这也导致对经济的刺激能力减弱。**预计 2017 年 2 季度印度经济增长为 6.9%，全年经济增长 7.3%。**

2017 年 1 季度南非经济增长增速估计为 1.0%

2017 年 1 季度南非经济增长估计为 1.0%。2016 年 4 季度南非经济环比增长 -0.3%，同比增长 0.7%，同比增速与上一季度持平。2017 年 1 季度南非经济出现好转迹象，1 月南非矿业产量同比增长 2.2%，结束连续三个月萎缩态势。制造业 PMI 继续维持在 50 枯荣线以上，1-3 月分别为 51.3、50.5 和 50.7。**预计 2017 年 1 季度南非经济增速 1.0%。**

2017 年 2 季度南非经济增长预计为 0.6%，全年经济增长预计为 1.1%

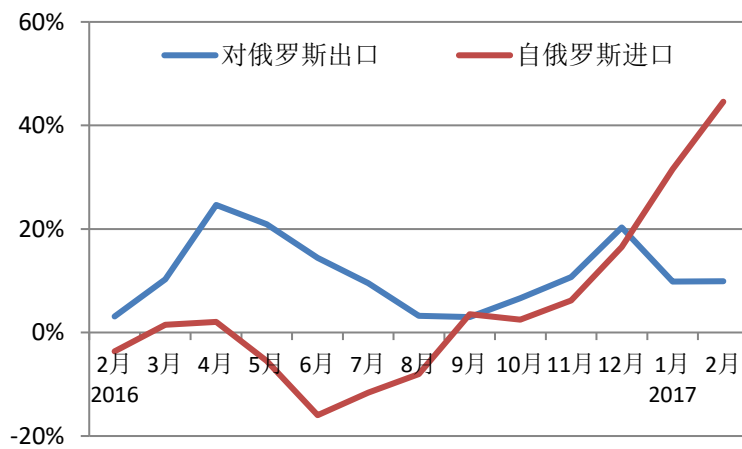
2017 年 2 季度南非预计经济增长 0.6%。伴随大宗商品价格回升，南非出口有望好转，与此同时，得益于降水影响，南非旱情有所缓解，对南非经济的负面影响将在以后几个季度逐步缓解。然而，南非通货膨胀依然较大，2017 年 2 月，南非通货膨胀率为 6.3%，虽然有所下降，但是依然超过南非央行的通货膨胀目标上限。通货膨胀压力可能贯穿整个 2017 年，这将限制南非央行通过宽松政策刺激经济的空间。因此，自 2016 年 3 月最近一次加息以来，南非央行一直将基准利率维持在 7.0%。财政政策方面，2017 年南非预算报告将财政赤字占 GDP 之比从 2016 年的 3.2% 提升至 3.4%，政府承诺将会推行新的财政手段，如推动大型基础设施项目建设，这将在一定程度上拉动经济增长。**2017 年 2 季度南非预计经济增长 0.6%，全年经济增长 1.1%。**

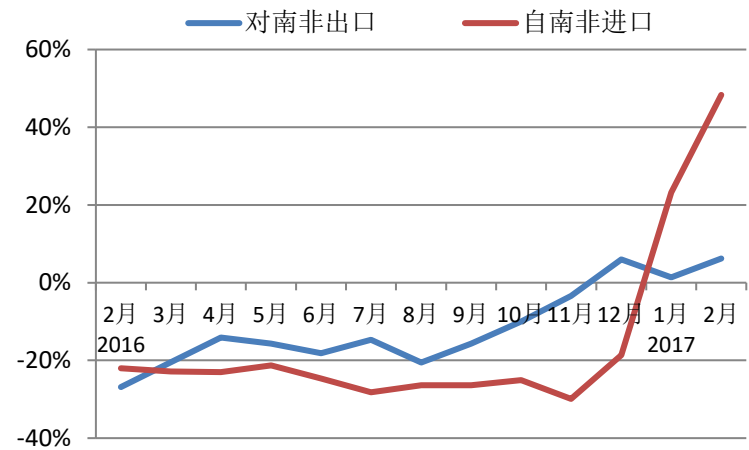
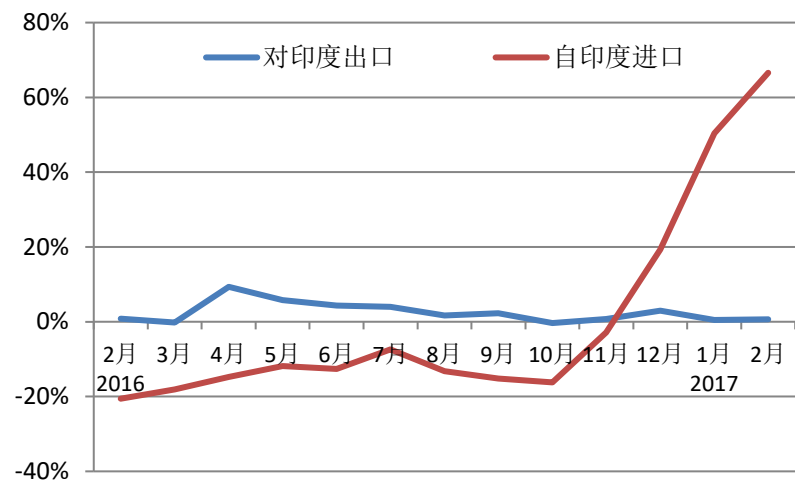
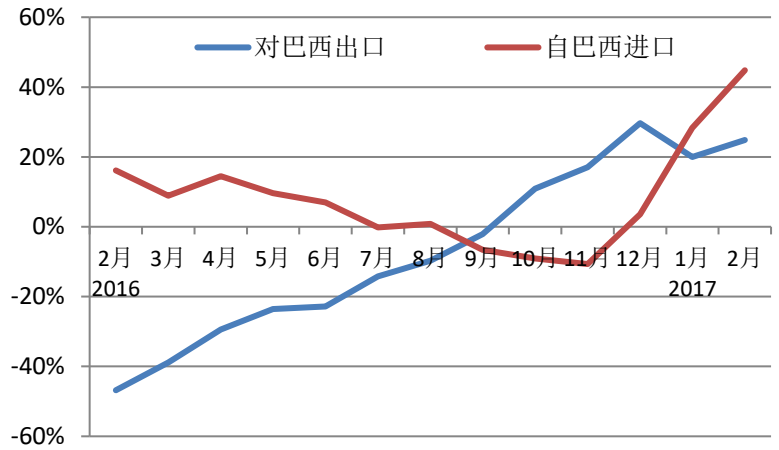
二、金砖国家与中国经贸关系出现回升

中国自金砖
国家进口贸
易大幅增长

中国自金砖国家进口贸易大幅增长。中国与金砖国家贸易规模占中国总贸易规模的比例在 2017 年 1 季度出现快速上升，1 月和 2 月分别上升至 7.0%和 7.0%。出口方面，中国对巴西出口继续维持好转趋势，1 月和 2 月，中国对巴西出口同比增长 42.1%和 7.5%，连续 5 个月维持同比增长。中国对俄罗斯、南非和印度出口在 1 月也出现同比增长 25.8%、19.8%和 5.5%，但是 2 月却重回负增长。进口方面，中国自金砖国家进口均出现大幅增长。2 月中国从印度和南非进口同比增速均在 90%以上，从俄罗斯和巴西进口同比增速也达到 51.6%和 72.4%。受进口大幅增长影响，2 月中国对金砖国家贸易出现较大程度的逆差。

图表 29 中国与金砖国家贸易情况





资料来源：WIND 资讯，世界经济预测与政策模拟实验室
 注：对进出口同比增长率进行了三月移动平均处理以减轻其波动性。

附录：新兴市场经济数据概览

实际 GDP 增速						
	(季度同比, %)			(年度同比, %)		
	2016Q4	2017Q1E	2017Q2F	2015	2016	2017F
俄罗斯	0.3	0.4	0.7	-2.8	-0.2	1.0
巴西	-2.5	-1.8	0	-3.8	-3.6	0.5
印度	7.0	6.8	6.9	7.6	6.8	7.3
南非	0.7	1.0	0.6	1.3	0.3	1.1

汇率			制造业 PMI			
	(名义汇率, per USD)			2017M1	2017M2	2017M3
	2017M1	2017M2	2017M3			
俄罗斯	59.960	58.390	58.100	54.7	52.5	52.4
巴西	3.190	3.106	3.128	44.0	46.9	49.6
印度	68.047	66.973	65.801	50.4	50.7	52.5
南非	13.545	13.191	12.920	51.3	50.5	50.7

中国出口			中国进口			
	(同比增速, %)			(同比增速, %)		
	2017M1	2017M2	2017M3	2017M1	2017M2	2017M3
俄罗斯	25.8	-6.0	-	37.6	51.6	-
巴西	42.1	7.5	-	17.2	72.4	-
印度	5.5	-4.2	-	41.1	92.1	-
南非	19.8	-7.4	-	2.9	93.8	-

资料来源：Wind 资讯，CEIC 数据库

中国经济：短期持续回暖、中期面临压力

本轮回暖短期内还将持续：(1) 1 季度综合 PMI 指数创下 2014 年 3 季度以来最高水平。制造业 PMI、非制造业 PMI 进一步走强。(2) 1 季度 PPI 通胀率继续表现强劲，CPI 和 PPI 同比增速缺口继续扩大，工业企业利润改善非常显著。

(3) 工业企业增加值增速稳定，钢铁、货物周转量、发电量三大工业生产活动在 1 季度全面加速扩张。(4) 消费者信心总体维持在较高水平。(5) 进出口形势继续好转。2 季度外贸也有望继续向好。

不过，当前也出现了一些经济增速放缓的领先信号：(1) 补库存接近完成，其对经济的短期支撑作用减弱。(2) 货币市场上，名义流动性持续稳中趋紧，真实流动性紧缩程度更甚。目前房地产、基建相关投资对经济起到了重要支撑。而流动性的持续紧缩和相关调控举措，料将对投资产生一定冲击。此外，2017 年外部经济环境也存在诸多不确定因素。因此，尽管中国经济在短期内还将进一步回暖，但中期仍然存在压力。

一、 PMI 指数进一步回暖

综合 PMI 2017 年 1 至 3 月，中国经济综合 PMI 指数分别为：53.2，继续回暖。53.1，53.7。三个月均值为 53.4，较上季度的 53.2 上升了 0.2。从 1 季度 3 个月的综合 PMI 指数来看，总体呈现先稳后升的趋势。2017 年 1 季度的综合 PMI 指数，也是 2014 年 3 季度（最近 10 个季度）以来的最高水平。

两大 PMI 进 制造业 PMI、非制造业 PMI 进一步走强。2017 年 1 至 3 月，一步回升。制造业 PMI 指数分别为：51.3，51.6，51.8，其中 3 月值是 2012 年 4 月以来的最高值。此外，1 季度非制造业 PMI 指数三个月数值分别为：54.6，54.2，55.1，其中 3 月指数是 2014 年 5 月以来的最高水平。

综合 PMI 就 就业景气指数在荣枯线附近趋稳。2017 年 1 至 3 月，制造业指数在荣 业、非制造业加权的综合 PMI 就业指数分别为：49.6，49.7，49.4，就业形势进一步趋稳。1 季度综合 PMI 就业指数均值为 49.6，比

枯线附近趋
稳。

上季度略降 0.2，但仍然维持在 50 附近。从制造业部门、非制造业部门分别来看，两者在 1 季度均出现了不同程度的变化。制造业部门就业出现改善并回到了 50 的荣枯线，而非制造业部门就业有所回落，并在 3 月探低至 49.1。

CPI 连续第
二季度低于
PPI。

CPI 和 PPI 一降一升，CPI 通胀率连续第二季度低于 PPI。 2017 年 1 至 2 月，CPI 通胀率同比分别为 2.6%、0.8%，1 季度整体通胀率预估为 1.4%，低于上季度的 2.2%。1 季度整体 CPI 通胀率，也是 2015 年 4 季度以来的最低点。

另一方面，在 2016 年 9 月首次转正的基础上，PPI 通胀率在 2017 年 1 至 2 月继续表现强劲，其同比增速分别为 6.9%、7.8%，3 月预估为 7.3%。其中 2 月的 PPI 同比增速，已经是 2008 年 10 月以来的最高水平。在 2 月，CPI 同比增速比 PPI 低 7 个百分点，维持了上季度缺口方向、并有所强化。

二、需求面：投资增速继续回稳、消费信心强、外贸有好转

投资增速继
续回稳。

1. 固定资产投资增速继续回升

2 月，固定资产投资累计同比增速为 8.9%，连续 8 个月出现回升或持平，回升势头温和。同时，2016 年 11 月以来，固定资产投资的季调环比增速也开始企稳。11 月的投资季调环比增速为 0.64%，此后该增速一直上升，2 月已经达到 0.77%。

制造业和部
分服务业拖
累投资。

制造业和部分服务业拖累整体投资增速下滑。与 2016 年同期相比，2017 年 1 季度租赁和商务服务业，制造业，电力、热力、燃气及水的供应，农、林、牧、渔业，公共管理、社会保障和社会组织，这些行业的投资增速走弱。尤其是前三个行业的投资增速下滑，是整体固定资产投资下滑的重要原因。

房地产、基建
相关行业支
撑投资。

房地产、基建相关行业支撑总体投资增速。交通运输、仓储和邮政业，水利、环境和公共设施管理业，采矿业，房地产业，上述四大行业对固定资产投资起到了重要支撑作用（按贡献排

序)。与 2016 年同期相比，2017 年 1 至 2 月，上述四大行业投资累计同比增速分别上升了：14 个百分点、7 个百分点、33.6 个百分点、2.3 个百分点。可见，目前支撑总体投资增速回暖的因素，主要来自基建和房地产两大领域。

2017 年 1 至 2 月和 2016 年同期相比，投资增速出现上升的行业有 6 个，除了前述四大行业之外，文化、体育和娱乐业，住宿和餐饮业投资增速也出现了增长。而其他行业的投资增速均有不同程度的下降。

总体投资资金来源增速下降。

总体投资资金来源增速下降，自筹资金乏力是主要拖累因素。总体来看，2017 年 1 至 2 月，固定资产投资资金来源累计同比增速为-8.0%，较 2016 年同期下降 8.9 个百分点。

在各种主要资金来源当中，自筹资金、国家预算内资金、国内贷款的同比增速出现了下降，三者分别较 2016 年同期下降了 15.9 个百分点、22.2 个百分点、3.2 个百分点。这三项资金来源的增速下降导致了投资资金增速下滑，尤其是自筹资金的乏力。不过“其他资金”的增速在 2017 年 1 至 2 月达到了 25.4%，较 2016 年同期上升 16 个百分点，这是局部的改善信号。最后，外资的投资增速仍然为负，但负增长的势头显著放缓。

经济进入主动补库存阶段。

原材料继续加库存、产成品补库存。PMI 指数显示，1 季度原材料库存指数、产成品库存指数同时出现上升，两者缺口较稳定。2017 年 3 月，PMI 原材料库存指数为 48.3，其中 2 月的 48.6 更是 21 个月以来的最高点。另一方面，PMI 产成品库存指数也上升至 47.3，这也是一年以来的较高水平。

由于技术进步和物流能力的提升，企业库存存在长期下降趋势，因此我们这里使用库存指数的历史均值作为荣枯临界值，而且历史均值均明显低于 50。目前两个库存指标显示出：原材料处于加库存阶段，而产成品则处于相对的补库存阶段。或者说，目前企业开始进入主动加库存阶段。

2. 消费需求稳中走弱、但消费信心仍然较强

消费信心保持强势。

首先，从累计名义增速来看，社会消费品零售总额累计同比增速在 1 至 2 月为 9.5%，这是该数据自 2004 年以来首次回落到个位数增长，不过回落的势头较为温和。其次，如果从当月同比增速的名义值来看，2 月同比增速为 9.5%，也较去年同期水平略有回落。剔除物价水平之后，社会消费品零售总额增速的回落程度略有所加强。其实际当月同比增速在 2 月为 8.1%，较 2016 年 12 月下降 1.1 个百分点，较去年同期下降 1.5 个百分点。

另外，2016 年 2 季度以来，消费者信心全面改善的势头，在 2017 年 1 季度出现了一些信号分化。消费者对未来就业的预期指数，在 1 季度达到了 51.1，这不但突破了 50 的临界值水平，而且也是 2013 年 1 季度以来的最高水平。同时，消费意愿比例为 23.8%，较上季度上升了 0.7 个点，这也是 2009 年 2 季度以来的最高值。

不过，1 季度消费者对未来的收入信心指数回落至 52.9，但仍然是 2015 年 1 季度以来的最高值，而且仍然维持在 50 的临界值之上。

3. 进出口形势继续好转

外贸形势继续好转。

2017 年 1-2 月，中国出口（美元）同比下降 0.2%，这一增速较上季度回升了 5 个百分点。外需回暖、出口市场份额增速回升，两者同时推动了出口形势继续改善。1-2 月中国进口同比增长 25.6%，也较上季度大幅好转。同时，货物贸易顺差和服务贸易逆差增速均继续放缓。2 季度外贸有望继续保持 1 季度回稳向好的走势。具体参见 CEEM 同期发布的《外贸专题》。

三、供给面：工业增加值稳定、利润继续显著改善

工业增加值增速稳定，利润改善非常显著。

工业增加值增速稳定，工业企业利润显著改善。2017 年 1 月和 2 月工业增加值同比增速分别为 6.0% 和 6.2%，与上季度整体增速相当，较上年同期显著改善。与此同时，工业增加值的环比增速在 2016 年 3、4 季度回暖的基础上，2017 年 1 季度继续

回稳并在 2 月达到了 0.6%。这一环比增速与 2016 年 3 月相当，也是 2015 年 7 月以来的最高值。

同时，工业企业利润总额累计同比增速，在 2016 年下半年回暖的基础上继续显著改善。1 至 2 月，工业企业利润累计同比增速为 31.5%。这也是 2011 年 4 月以来的最高增速。

主要工业生产活动持续扩张。

货物周转量、发电量、钢材产量加速扩张，水泥产量增速下滑。截至 2017 年 2 月，主要工业生产活动的三大指标：货物周转量、发电量、钢材产量，其累计同比增速分别为 14.2%、6.3%、4.1%。三项指标增速全部为正，而且是 2016 年 6 月以来，连续第 8 个月累计同比增速处于正区间，甚至三者的增速也在上升。其中货物周转量同比增速是 2012 年以来的最高水平。此外，水泥产量增速出现下滑，2 月增速为-0.4%，较 2016 年全年增速 2.5%有所下滑，不过较 2016 年同期仍然有显著改善。

四、金融市场流动性趋紧

货币市场名义流动性稳中趋紧。

货币市场名义流动性继续稳中趋紧，SHIBOR 隔夜利率有所上升。第 1 季度 SHIBOR 隔夜利率总体均值为 2.36%，比上季度的均值水平 2.26%上升 11 个基点。该利率在 1 季度总体呈现上升趋势，当季最高点出现在 3 月 23 日，为 2.66%。截至 1 季度末，SHIBOR 隔夜利率为 2.54%，与 2016 年 12 月 31 日的 2.22%相比，该利率在 1 季度期间上升了 32 个基点。

真实流动性趋紧更为明显。

真实流动性在 1 季度有较为显著的收紧。预估 1 季度通胀率为 1.43%，预估较上季度的 2.17%下降 0.74 个百分点。剔除通胀率之后，从真实利率角度来看，1 季度 SHIBOR 隔夜利率均值，相对于上季度上升 85 个基点（74+11），真实流动性紧缩程度更为显著。

从银行间债券 7 天回购利率来看，1 季度利率的平均值为 3.09%，比上季度上升 28 个基点。剔除通胀率则相应的实际利率上升了 102（74+28）个基点。

上述两种口径的真实利率都出现了上升，其中名义利率的上升起到了次要作用，1 季度通胀率下降对真实利率上升起到了更大作用。在此背景下，出现了上述两种利率水平名义流动性趋紧，而真实流动性趋紧程度更为显著的情况。

人民币汇率
由贬转升，开
局稳定。

2017 年 1 月 1 日至 3 月 31 日，在岸人民币即期汇率 (CNY) 表现较为稳定、甚至出现了升值。整个 1 季度，CNY 升值幅度为 1.2% (1 季度期末较上季度期末贬值幅度)。不过从总体均值来看，在岸市场人民币 (CNY) 即期汇率在 1 季度的平均水平为 6.8891 人民币/美元，而上季度均值为 6.8463。

在 2017 年 1 月 1 日至 3 月 31 日，离岸市场人民币 (CNH) 即期汇率也伴随出现了升值，升值幅度为 0.9% (1 季度期末较上季度期末贬值幅度)。人民币汇率止住了短期贬势，再次企稳。1 季度 CNH 均值为 6.8628。

从 CNH 与 CNY 的人民币汇率价差来看，1 季度 CNH 和 CNY 的价差平均水平为 60 个基点，较上季度平均水平 198 个基点有显著的回落。1 季度人民币对美元的贬值压力有显著缓解。

五、经济回暖在短期内还将进一步强化，中期或将承压

短期内回暖
还将持续，中
期有压力。

(1) 2017 年 1 季度的综合 PMI 指数，也是 2014 年 3 季度以来的最高水平。制造业 PMI、非制造业 PMI 进一步走强。两者在 1 季度分别创下了 5 年、3 年以来的最高值。尤其是制造业 PMI 表现更为强劲。此外，就业景气指数还在荣枯线附近保持了稳定。

(2) 2017 年 1 季度，PPI 通胀率继续表现强劲，CPI 和 PPI 同比增速缺口继续扩大，工业企业连续第二个季度摆脱了债务一通缩恶性循环。

(3) 供给面工业企业增加值增速稳定，工业企业利润改善非常显著；钢铁、货物周转量、发电量三大工业生产活动在 1 季度全面加速扩张，水泥产量的增速也基本稳定。

(4) 消费者信心总体上仍然维持在较高水平。消费者对未来就业的预期指数、消费者对未来收入信心指数均处于 50 的临界值之上，而且也是近几年以来的较高水平。同时，消费意愿比例为 23.8%，较上季度上升 0.7 个点，这也是 2009 年 2 季度以来的最高值。

(5) 进出口形势继续好转。得益于外需回暖、出口市场份额增速回升，中国所面临的出口形势继续改善。出口基本趋于稳定，进口则同比增长 25.6%，2 季度外贸也有望继续保持 1 季度回稳向好的走势。

不过也出现了一些增速放缓的领先信号：

(1) 补库存接近完成，其对经济的短期支撑作用减弱。从原材料库存指数、产成品库存指数来看，1 季度已经从上季度的被动补库存、转向主动加库存阶段。PMI 产成品库存指数也上升至 47.3，高于多年以来的历史均值，而且也是一年以来的较高水平。

(2) 货币市场上，名义流动性持续稳中趋紧，真实流动性紧缩程度更甚。而目前固定资产投资当中，房地产、基建相关领域对投资增速起到了主要的支撑作用。而流动性的持续紧缩，以及房地产行业的相关调控举措，料将对相关行业的投资增速产生一定冲击。

此外，在 2017 年外部经济环境也存在诸多不确定因素，美联储冲击、特朗普冲击都仍然具有一些不确定性，可能对中国经济产生影响。因此，尽管中国经济在短期内还将进一步回暖，但中期仍然存在压力。

附表：中国经济数据概览

		2017					
		Q2	Q3	Q4	M1	M2	M3
综合 PMI		52.1	52.3	53.2	53.2	53.1	53.7
制造业 PMI: 就业指数		48.0	48.4	49.0	49.2	49.7	50.0
非制造业 PMI: 就业指数		49.0	49.1	50.2	49.8	49.7	49.1
综合 PMI 就业指数		48.7	48.9	49.8	49.6	49.7	49.4
GDP	%	6.7	6.7	6.8		*6.8	
CPI	%	2.1	1.7	2.1	2.6	0.8	1.0
PPI	%	-2.9	-0.8	3.3	6.9	7.8	7.5
固定资产投资累计同比	%	9.0	8.2	8.1	8.9	8.9	*8.7
消费品零售额累计同比	%	10.3	10.4	10.4	9.5	9.5	*9.3
出口(美元)同比	%	-4.3	-6.7	-5.2	7.9	-1.3	
进口(美元)同比	%	-6.8	-4.7	2.1	16.7	38.1	
贸易顺差: 亿美元		1437	1442	1338	513	-92	
工业增加值: 同比	%	6.1	6.1	6.1	6.0	6.2	
工业企业利润额累计同比	%	6.2	8.4	8.5	31.5	31.5	
M2 同比增速	%	11.8	11.5	11.3	11.3	11.1	
人民币贷款增速	%	13.6	11.2	10.4	-8.8	-0.1	
SHIBOR: 隔夜	%	2.01	2.06	2.25	2.20	2.35	2.49
美元/人民币:CNY		6.535	6.666	6.846	6.896	6.873	6.897
美元/人民币:CNH		6.547	6.674	6.847	6.859	6.846	6.882

*: 为 CEEM 预估值

东盟与韩国专题：春江水暖东亚先知，经济回暖率先坐实

东盟六国 2017 年第 1 季度加权平均经济增长预计为 4.7%，与上季度持平。由于主要外部经济体均出现显著复苏，本地区始于上季度的回暖被进一步坐实，受此因素推动，东盟六国 2017 年增长预计将进一步上升，达 4.9%，所有六个国家的经济表现都将好于上年。外需好转给韩国动荡局势下的经济减负，预计 2017 年第 1 季度经济增速为 2.5%，略好于上季度。2017 年，主要市场复苏有助于提振韩国出口，但国内经济仍在调整中，预计全年经济增速为 2.8%。受内外需回暖及大宗商品价格回升影响，本季度各国通货膨胀水平总体呈现上升态势，货币走势平稳。正如上季度我们在季报中做出的中国东盟抱团取暖的判断，本季度东盟和韩国回暖的坐实也较多源自中国贡献，向中国出口多出现双位数增长。

一、经济增长

印度尼西亚
2016 年经
济增长较上
年略有回
升。2017 年
经济有望进
一步回暖。

印度尼西亚 2016 年经济较 2015 年有所回暖，经济增速从 4.9% 上升至 5.0%，政府支出计划完成度高是重要因素。在大宗商品价格回暖和政府财政政策稳健的背景下，2017 年印尼经济增速有望进一步回升至 5.2%。印尼 2016 年第 4 季度实际 GDP 同比增速为 5.0%，增速同上一季度持平，预计 2017 年第 1 季度的 GDP 增速为 5.1%。印尼政府对经济增长的支持是关键，2016 年政府完成的资本支出占此前预算的比重超过 90%，比上年的 76% 有显著提升。同时，政府通过税收特赦计划继续扩大税基，近年来印尼政府赤字维持在 1-3% 之左右，政府债务占 GDP 的比重在 25% 左右，政府开支促增长处于良性轨道，2017 年有望继续支持经济增长。受大宗商品价格回暖带来出口价值上升的提振，2017 年 1 月出口同比增速达到 27.9%，2 月也达到 11.1%，第 1 季度出口对经济增长的提振作用将提升。2017 年第 1 季度消费者信心继续高涨，1 月为 115.3，2 月为 117.1，为 2015 年初以来的高点，私人消费将保持稳健。进口上升较快，1 月和 2 月的同比增速分别为 14.3% 和 10.6%，这也体现出内需的强劲。制造业 PMI 1 月重回荣枯线以上，达 50.3，不过 2 月又降至 49.3，制造业的进一步回暖

成为带动私人投资与出口的关键。内外需有望共同带动 2017 第 1 季度的印尼经济增长进一步回升。

马来西亚
2016 年经
济增长大幅
低于上年，
2017 年增
长有望提
速。

马来西亚 2016 年经济增长遭遇外需制约，全年实际 GDP 增速为 4.2%，大幅低于上年 5.0% 的增长水平。在 2016 年下半年时，经济增长受内需带动有所回升，预计这一趋势将延续，且 2017 年的外需环境总体好于上年，马来西亚 2017 年经济增长有望达到 4.5%。马来西亚 2016 年第 4 季度实际 GDP 同比增长 4.5%，增长相较上一季度进一步回升，预计 2017 年第 1 季度经济受基期高速增长水平的影响，经济同比增速为 4.2%。马来西亚的外需走强出现在 2016 年 11 月，当月出口增速达到 7.4%，12 月为 10.1%，2017 年 1 月进一步上升至 13.5%。出口的好转主要源自大宗商品（棕榈油和棕榈制品）价格回暖和美国经济复苏带来全球电子产品需求周期性上行。外需成为提升 GDP 增长的动力。工业产值增速在 2016 年 11 月达到 6.2%，12 月为 4.8%，2017 年 1 月为 3.5%，但是 1 月制造业增速达 4.6%，表现出强劲态势。总体来看，马来西亚的外需转暖，复苏进程有望加快。

菲律宾经济
2016 年实
现高增长，
这一态势在
2017 年有
望保持。

菲律宾 2016 年经济增长为 6.8%，高于 2015 年的 5.9%，是东盟经济增长的领头羊。预计 2017 年菲律宾仍将维持稳健的高增长，经济增速为 6.5%。2016 年第 4 季度经济增长较上季度超预期增长略有回调，为 6.7%，预计 2017 年第 1 季度经济增速为 6.5%。从第 4 季度的数据来看，随着选举效应的减退，私人消费增速略有回调，为 6.6%，但是仍然处于较高水平；投资增速也有所下降，增速为 15%。内需虽不及 2016 年上半年的高水平，但是仍然稳健，特别是私人消费在 GDP 中的占比达到 70% 以上，私人消费的稳健是菲律宾经济的锚。2017 年第 1 季度，消费者前景指数增速达 8.7%，显著好于上年同期水平，私人消费有望保持强劲。2017 年，菲律宾经济增长仍将有望赖内需带动，受到人口红利、侨汇稳健、投资增长的积极带动，私人部门消费预计仍将高位增长，新政府的积极财政措施和外商直接投资的走强带动投资增加。

新加坡
2016年经济触底反弹，2017年有望加速增长。

新加坡作为外需风向标，2016年第4季度经济实现了**2.9%**超预期增长，受此积极影响，新加坡**2016**年全年经济增速达到**2.0%**，比上年还略有提升，这一增速坐实了我们上季度对于外需转暖的判断。预计**2017**年新加坡加速复苏，经济增速达**3.1%**。预计**2017**年第**1**季度经济增速为**3.1%**。新加坡**2016**年第**4**季度经济增长的复苏势头延续至新一年，制造业PMI从9月起就一直处于荣枯线之上，**2017**年**1**月和**2**月分别为**51.0**和**50.9**，其中电子产品**1**月和**2**月分别为**51.8**和**51.4**。新加坡制造业呈现稳步上升态势，电子产品出现了较为稳固的复苏。从工业生产指数增速来看，**2017**年**1**月和**2**月分别为**7.9%**和**9.3%**，电子产品行业贡献主要增长，这反映出全球需求的向好。出口表现靓丽，自**2016**年**11**月同比增速结束**26**个月的负增长后，近几个月均为双位数增长，**2017**年**1**月和**2**月分别增长**16.4%**和**18.6%**，**2**月非油出口同比上升**21%**，是五年最高点。作为“外需风向标”，新加坡经济持续好转反映出外需环境的稳步改善，目前这一改善已持续两个季度，前景更加趋于乐观。

泰国经济
2016年经济增长不理想，受外需好转影响，2017年有望回暖。

泰国经济**2016**年全年经济增速为**3.2%**，略高于上年的**3.0%**，预计这一复苏步伐在**2017**年将获得更多来自于外部需求的支撑，**2017**年经济增速预计为**3.4%**。受内需疲弱的影响，泰国**2016**年第**4**季度的经济增速为**3.0%**，比上季度有所下降，不过目前外需大幅好转，预计**2017**年第**1**季度经济增速将上升至**3.3%**。泰国的内需仍然低迷，**2016**年私人部门内需增速为**2.4%**，复苏进程趋缓。不过经济正受到来自外需好转的提振，**2016**年**11**月，出口同比增速由负转正，**11**月、**12**月和今年**1**月分别为**9.2%**、**5.0%**和**8.2%**，**2**月虽然为负增长，但主要是因为去年**2**月曾出现一次大规模黄金出口的基期效应所致。泰国消费者信心指数提升，**2017**年**1**月和**2**月分别为**39.2**和**40.4**，好于**2016**年**36.4**的平均水平。泰国政府将继续采取扩张性财政政策提振内需，加之外部环境转暖，泰国**2017**年经济有望回暖。

越南经济
2016 年有所放缓，预计 2017 年将有所回升。

越南 2016 年全年经济增速为 5.8%，不及 2015 年的 6.4%，经济增长前低后高，预计 2017 年经济增速为 6.0%。2016 年第 4 季度经济增速为 6.2%，增速提升，但 2017 年第 1 季度经济增速为 5.1%，出现未及预期的放缓。2016 年，越南经济增长因自然灾害和大宗商品价格较低受到拖累，但制造业和出口带动增长。2017 年第 1 季度 GDP 增速不理想，仍主要受农业负面影响。从制造业和出口来看，越南经济仍然充满增长动能，2017 年 1 月和 2 月制造业 PMI 分别为 51.9 和 54.2，1-3 月出口增速分别为 5.7%、29.6%和 8.0%。随着全球经济的转暖，越南经济增长有望加速。

韩国 2016 年经济与上年持平，2017 年韩国经济因外需回暖有好转空间，但仍面临内外不确定性。

韩国 2016 年的经济增速为 2.8%，与 2015 年持平，韩国经济仍面临内外较大不确定性，预计 2017 年经济增速为 2.6%。受政治丑闻影响，韩国 2016 年第 4 季度经济增速为 2.4%，外需好转成为韩国经济回暖动力，预计 2017 年第 1 季度经济增速为 2.5%。出口是韩国复苏的主要动力，2017 年 1 月和 2 月出口同比均实现了双位数增长，分别为 11.1%和 20.2%。制造业 PMI 虽然还在荣枯线之下，但是有回升趋势，1 月和 2 月分别为 49.0 和 49.2。韩国消费者信心指数也在回升，1-3 月分别为 93.3、94.4 和 96.7。预计 2017 年，出口是韩国经济的主要推动力，主要市场的复苏有助于提振韩国出口，国内经济仍然在调整之中。

二、价格水平

受内外需回暖及大宗商品价格回升影响，本季度域内主要国家的通货膨胀水平总体呈现上升

2017 年第 1 季度，受内外需回暖及大宗商品价格回升影响，域内主要国家的通货膨胀水平总体呈现上升态势；美联储加息等事件对本地区货币影响总体平稳，没有国家货币出现明显贬值，部分经济回暖国家货币升值较多。

印尼的通胀水平在 2017 年第 1 季度继续上行。受大宗商品价格回暖影响，印尼 2017 年第 1 季度通胀水平延续上季度上行态势，1-3 月分别为 3.5%、3.8%和 3.6%，高于上季度 3.3%的平均水平。目前，印尼通胀仍处于上行通道，央行的政策基调也已从

态势；本季度主要国家货币走势良好。

宽松转向更为谨慎的立场。印尼卢比在美联储加息背景下表现稳健。第1季度印尼卢比对美元较上季度升值0.9%，同比轻微贬值0.3%。同2013年中在美联储削减恐慌中受到重大负面影响相比，因基本面总体较好，特别是私人部门外债的减轻及国际收支的好转，印尼卢比在本轮加息中表现稳健。

马来西亚的通货膨胀 2017 年第 1 季度快速上升。受到能源价格上涨影响，马来西亚第1季度通货膨胀快速上升，1月和2月分别为3.2%和4.5%，高于上季度1.7%的平均水平，通胀回升速度加快。马来西亚林吉特对美元较上季度有所好转。尽管林吉特仍处于较低水平，但本季度林吉特对美元环比止住跌势，较上季度升值了1.3%，逐步走出此前颓势。

菲律宾 2017 年第 1 季度通货膨胀水平持续回升。内需强劲继续推动菲律宾通胀走高，1-3月分别为2.7%、3.3%和3.4%，向2%-4%通货膨胀区间上限攀升。菲律宾央行收紧货币政策的可能性继续上升。菲律宾比索仍然走软，第1季度对美元双边名义汇率同上一季度相比贬值了约0.8%，同上年相比贬值了8.1%，鉴于此，央行也有意向通过加息来避免比索过度贬值。

新加坡 2017 年第 1 季度通胀水平进一步走高，经济体从通缩停滞中彻底走出。始于2014年11月通缩于2016年11月终结之后，2017年1月和2月的通胀持续好转，分别为0.6%和0.9%，反映出增长动能提升和能源价格上升的影响。此外，柴油税改和水价提升将持续影响新加坡通胀水平。新加坡元对美元在第1季度升值。新加坡第1季度对美元双边名义汇率相对上一季度升值约3.5%，反映出经济前景向好。

泰国 2017 年第 1 季度通货膨胀缓慢上行。尽管泰国于2016年4月结束了长达15个月的通货紧缩，但CPI因私人部门需求疲软一直缺乏内生动力，2017年这一情况稍有好转，1月和2月分别为1.6%和1.4%，但3月又降至0.8%。如果后续私营部门需求

难见起色，则通胀水平不会太高。**泰铢对美元第 1 季度出现升值。**泰铢对美元第 1 季度比上季度升值 4.0%，同比升值 2.3%。

越南的通胀水平第 1 季度继续回升。越南通货膨胀继续延续回升态势，1-3 月分别为 5.2%、5.0%和 4.7%，高于上季度 4.5%的平均水平。通胀上升主要由政府取消医疗教育补贴和自然灾害带来食品价格上升有关。**越南盾对美元第 1 季度出现贬值。**与上季度相比，越南盾对美元贬值约 0.5%。

2017 年第 1 季度，韩国通货膨胀处于上行态势。韩国通货膨胀继续稳步上行，1 月-3 月的 CPI 同比变动水平分别为 2.0%、1.9%和 2.2%，高于上季度 1.5%的平均水平，3 月通胀首次超过韩国央行 2%的通胀目标。**2017 年第 1 季度，韩元对美元基本收复上季度贬值幅度。**受经济回暖积极影响，第 1 季度韩元对美元同上一季度相比升值了约 8.3%，与上季度贬值 9.3%基本相抵，同比也升值了 3.4%。

三、贸易规模

本季度东盟和韩国回暖的坐实也较多源自中国贡献，向中国出口多出现双位数增长。

正如上季度我们在季报中做出的中国东盟抱团取暖的判断，这一趋势性的变化在本季度有较为显著的周期性加强。本季度东盟和韩国回暖的坐实也较多源自中国贡献，向中国出口多出现双位数增长。

2017 年 1-2 月，东盟国家向中国出口大规模上升，平均同比增速为 30.7%，高于去年第 4 季度的 20.5%。东盟国家从中国的进口有所好转，从上季度的-2.4%上升至 1-2 月的 0.6%。国别来看，对华出口方面，所有国家对华出口增速均为双位数增长，其中印尼和新加坡达到 68.1%和 61.1%的同比增速。进口方面，马来西亚、菲律宾和越南进口正增长，增速分别为 7.2%、4.9%和 17.6%，其他国家为负增长。

同上季度情形不同，来自中国的需求上升并未因中韩关系紧张导致两国出口贸易受到显著影响，韩国对中国出口和从中国进口出现好转，1-2月平均增速分别为15.6%和11.3%。

附表：东盟与韩国经济数据概览

1. 实际 GDP 增速

	(季度同比, %)			(年度同比, %)		
	2016Q3	2016Q4	2017Q1F	2015	2016	2017F
印度尼西亚	5.0	4.9	5.1	4.9	5.0	5.2
马来西亚	4.3	4.5	4.2	5.0	4.2	4.5
菲律宾*	6.9	6.7	6.5	5.9	6.8	6.5
新加坡	1.2	2.9	3.1	2.0	2.0	3.1
泰国*	3.2	3.0	3.3	3.0	3.2	3.4
越南	5.9	6.2	5.1	6.4	5.8	6.0
东盟六国	4.6	4.7	4.7	4.6	4.7	4.9
韩国*	2.6	2.4	2.5	2.8	2.8	2.6

2. 通货膨胀

	(季度同比, %)			(年度同比, %)		
	2016Q3	2016Q4	2017Q1F	2015	2016	2017F
印度尼西亚	3.0	3.3	3.6	6.4	3.5	4.0
马来西亚	1.3	1.7	3.9	2.1	2.1	4.0
菲律宾	2.0	2.5	3.2	1.4	1.8	3.5
新加坡*	-0.4	0.0	0.7	-0.5	-0.5	1.2
泰国	0.3	0.7	1.3	-0.9	0.2	1.5
越南	2.8	4.4	5.0	0.6	2.7	5.5
东盟六国	2.0	2.4	3.1	3.1	2.2	3.4
韩国	0.7	1.5	2.0	0.7	1.0	1.9

3. 汇率

	(名义汇率, per USD)				(实际有效汇率)	
	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2016	2016Q4	2017Q1
印度尼西亚	12998.0	13436.0	13321.0	13222.5	94.8	96.2
马来西亚	4.1	4.5	4.4	4.1	85.7	84.9
菲律宾	48.3	49.8	50.2	47.8	111.5	111.6
新加坡	1.4	1.4	1.4	1.4	108.4	108.3
泰国	34.7	35.8	34.5	35.2	100.9	102.6
越南	21949.0	22159.0	22276.0	21959.5	-	-
韩国	1096.3	1208.5	1116.1	1155.8	111.0	112.6

4. 工业产值

	(变动率, %)		
	2016Q3	2016Q4	2017Q1F
印度尼西亚	5.0	2.1	4.5
马来西亚	3.9	5.1	3.5
菲律宾	13.2	16.3	9.3
新加坡*	1.8	12.8	8.6
泰国*	1.0	1.9	1.0
越南	16.5	12.9	5.6

5. 股票市场

(股票指数)	
2016Q4	2017Q1
5289	5416
1644	1702
7009	7251
2867	3106
1516	1571
669	710

韩国*	-0.1	1.7	4.2	2006	2106	
6. 出口	(变动率, %)			7. 进口	(变动率, %)	
	2016Q3	2016Q4	2017Q1F	2016Q3	2016Q4	2017Q1F
印度尼西亚	-5.6	14.2	19.5	-4.3	6.5	12.5
马来西亚*	-2.3	3.0	20.1	-1.0	5.4	21.2
菲律宾	-3.6	2.1	24.0	8.0	13.2	12.2
新加坡*	-4.3	2.7	17.5	-8.9	6.4	15.1
泰国	2.2	2.4	1.4	0.0	4.9	10.9
越南	9.4	15.0	14.4	4.2	18.0	24.5
韩国	-4.6	1.8	15.0	-4.8	4.2	23.5
8. 与中国经贸往来	对中国出口			从中国进口		
	(变动率, %)			(变动率, %)		
	2016Q3	2016Q4	2017Q1F	2016Q3	2016Q4	2017Q1F
印度尼西亚	-1.3	31.7	68.1	-0.9	10.5	-2.7
马来西亚	-4.7	2.2	20.9	-10.2	7.6	7.2
菲律宾	-7.1	1.2	12.1	7.7	6.6	4.9
新加坡	-4.3	16.0	61.1	-16.4	-10.3	-12.2
泰国	-0.8	29.0	23.5	-2.5	-7.5	-6.4
越南	52.4	72.1	22.7	-4.8	-4.6	17.6
东盟	2.8	20.5	30.7	-6.3	-2.4	0.6
韩国	-8.2	-7.3	15.6	-2.5	-4.5	11.3

数据说明:

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

金融市场专题：美联储平稳加息，中国资本外流规模趋稳

2017年一季度全球金融状况相对宽松，市场运行总体平稳，投资者风险偏好有所上升。分市场看，外汇市场总体波动性下降。受益于新兴市场经济数据持续转好，对高收益货币的套利交易再次兴起，推动中国以外的大型新兴经济体货币普遍升值。全球股市普遍向好，重要新兴经济体和发达经济体均出现显著上涨。受美联储三月加息影响，全球货币市场上，发达经济体不同程度利率上行。新兴大国除中国外，随国际金融环境趋向稳定，资本流入增加，短期利率有所下行。长债市场上，随着美联储加息，主要发达经济体和新兴经济体长期国债收益率不同程度上扬。巴西则随着通胀下降，长债收益率已经连续下降一年有余。

中国跨境资金总流动方面，一季度跨境资金流动总量同比增速下降，跨境资本外流规模趋稳。2016年末，四部委（发改委、商务部、人民银行与外汇局）联合出台一系列监管政策，严厉打击依托跨境并购名义的资本外逃活动。同时，针对人民币跨境流出，特别是人民币跨境贷款实施严厉监管。收紧资本管制政策提高了境内企业资本外逃的成本，降低了资本外流压力。2016年12月至2017年2月，银行涉外收付款逆差为200亿美元，银行结售汇差额逆差为755亿美元。人民币汇率贬值预期显著下降，市场主体结汇意愿回升。人民币跨境资本流出骤停。人民币净流出从1072亿美元下降至178亿美元。预计短期内人民币跨境资本流动会继续收缩。

美联储加息仍然是一个相对缓慢的过程。未来美联储加息政策仍然有三方面的不确定性仍值得关注。第一，美联储联邦基金利率如何向中性利率收敛。美联储加息的过程，是推升目标利率逐步向中性利率收敛的过程。2018年、2019年短期中性利率的提升将产生更大的加息空间。第二，能源价格和全球经济景气的不确定性带来的通胀预期的变化，可能会改变加息频率。第三，美联储“缩表”问题成为美国货币政策正常化新的焦点。美联储“先加息，再缩表”的货币政策正常化规划逐渐接近第二阶段，今年要开始关注联储“缩表”的可能性。

一、国际金融市场概况

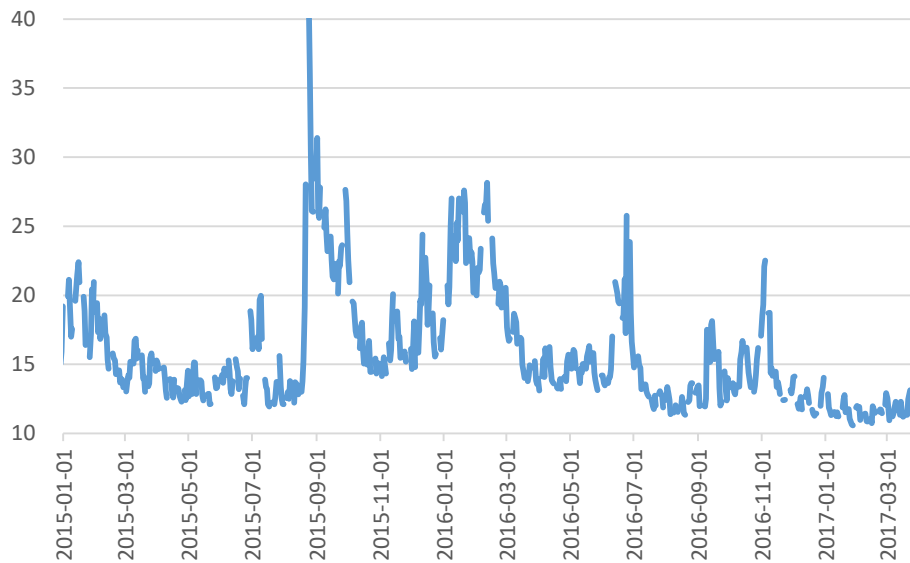
2017 年一季度全球金融状况相对宽松，市场运行总体平稳，投资者风险偏好有所上升。分市场看，外汇市场总体波动性下降。受益于新兴市场经济数据持续转好，对高收益货币的套利交易再次兴起，推动中国以外的大型新兴经济体货币普遍升值。全球股市普遍向好，重要新兴经济体和发达经济体均出现显著上涨。受美联储三月加息影响，全球货币市场上，发达经济体不同程度利率上行。新兴大国除中国外，随国际金融环境趋向稳定，资本流入增加，短期利率有所下行。长债市场与货币市场分化的走势亦有类似之处。随着美联储加息，主要发达经济体和新兴经济体长期国债收益率不同程度上扬。

图表 30 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	100.91	95.80	4.18	标普 500	2185.2	2160.9	1.12
欧元	1.07	1.12	-3.34	德国 DAX	10807.0	10338.3	4.53
日元	113.73	102.4	-6.98	日经 225	17925.2	16489.3	8.71
人民币	6.89	6.67	-2.47	上证综指	3138.5	3032.1	3.51
雷亚尔	3.15	3.25	-1.52	巴西 IBOVESPA	60937.6	57164.1	6.60
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	0.76	0.44	5.92	美国	2.14	1.56	57.43
欧元	-0.40	-0.39	-0.41	欧元	0.21	-0.09	30.43
日本	-0.01	-0.06	2.86	日本	-0.00	-0.13	12.41
中国	2.64	2.36	9.09	中国	2.90	2.76	14.60
印度	6.00	6.36	-25.70	巴西	11.69	12.01	-31.02

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

图表 31 VIX 指数



注：原始数据来自 Wind 数据库，下同。

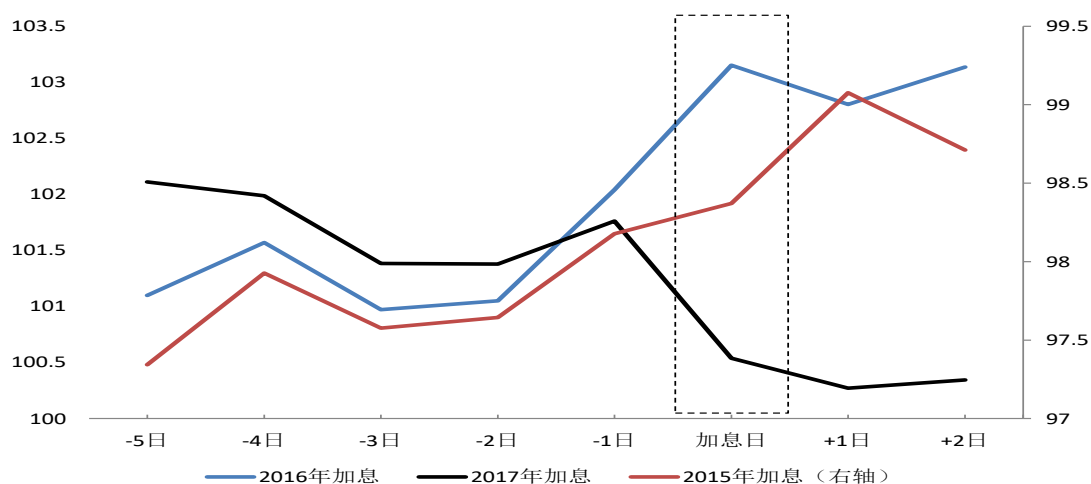
二、国际金融分市场走势分析

全球外汇市场波动性明显回落。本季度前，预期对全球金融市场产生扰动的风险事件相对平稳落地，因此外汇市场并未发生显著异动。政治方面，首先英国脱欧如其首相宣布在一季度末正式启动。特蕾莎·梅在 1 月中讲话中提出了英国退欧的路线图，明确英国政府将寻求避免“破坏性的断崖式脱欧”，但不会延长在欧盟单一市场的成员国身份，而将寻求与欧盟达成大胆的、富有雄心的贸易协议。该讲话稳定了市场预期，英镑反弹。其次，虽然欧洲今年多个国家面临大选，右翼势力的复兴对欧洲未来政策走向带来了诸多变数，但 3 月中旬荷兰大选中现任首相吕特赢得大选，成功获得连任，极右翼政党未能上台，暂时遏制住欧洲的民粹风潮。因此一季度内欧元对美元汇率平稳波动，3 月有所回升。

货币政策方面，影响全球金融市场的主要央行政策举措并未超出预期，美联储加息后美元指数不升反降。此次加息决议公布后美元指数不升反降，而此前两次加息后美元指数均上涨。2017

年 3 月 15 日加息决议公布以后，美元指数由 101.76 下跌至 100.15，跌幅 1.46%，之后小幅反弹。2015 年 12 月 16 日联储加息决议公布后，美元指数由 97.64 上升至 99.08，涨幅 1.47%，随后一周小幅回落至 98 附近。2016 年 12 月 15 日联储加息决议公布后，美元指数由 101.05 上升至 103.15，涨幅 2.08%，随后一周维持在 103 附近。

图表 32 历次美联储加息后美元指数反应比较



数据来源：WIND

此次加息后美元指数下跌有三方面的原因：

其一，3月联储官员多次发布鹰派讲话，市场对加息预期一致，加息预期已充分在市场定价中消化。3月3日耶伦鹰派讲话发布后，美元指数多日上涨，并在3月8日突破102，随后下跌至101.5的中枢。

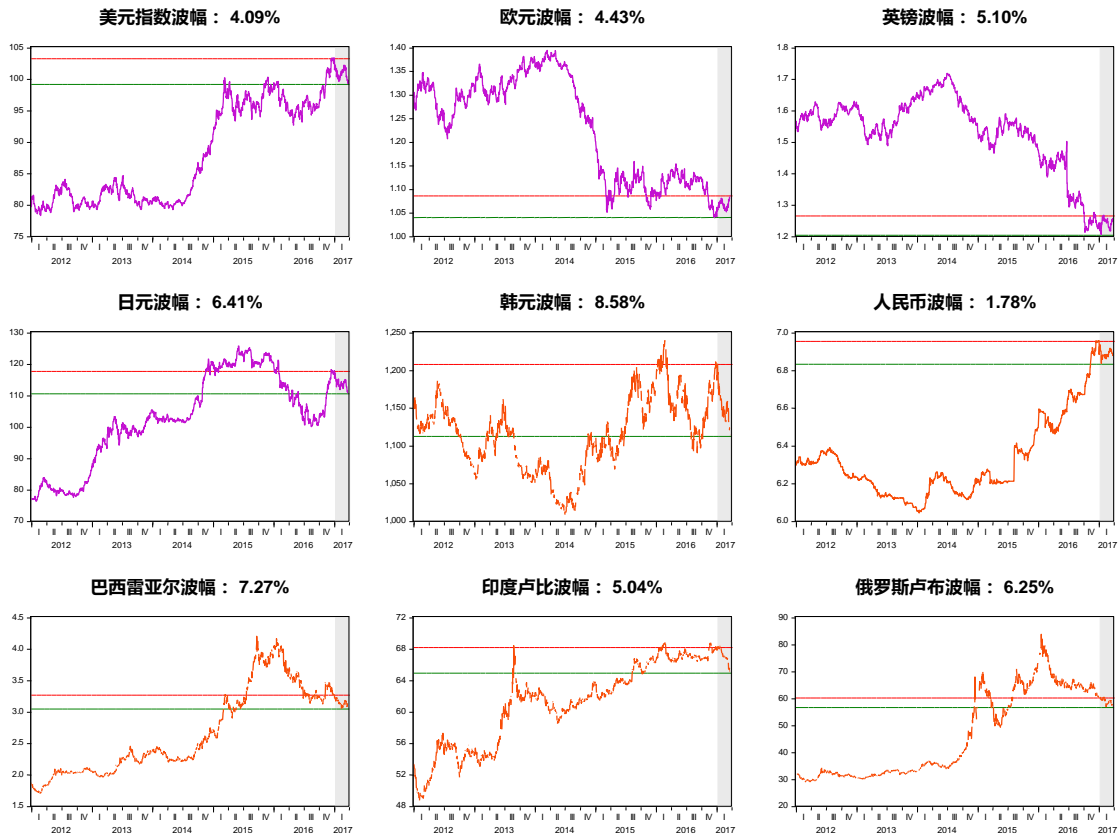
其二，没有释放进一步紧缩货币的信息。此前市场担忧美联储会更快地加息，但美联储对于经济和利率的预测并未出现显著变化。在加息后的新闻发布会上，耶伦明确表示联储当下对经济判断与去年12月的预测基本一致。耶伦特别指出特朗普提出的减税和基础设施计划尚没有实质性进展，目前市场基于特朗普的政策猜测联储的货币政策有很强的投机性。耶伦向市场释放了“鸽派”信息，而且还消除了“特朗普新政”的不利影响，维护了联储的独立性。未来联储的加息进程仍然会相对缓慢。

其三，新兴市场经济有所复苏，美联储加息落定后，跨境资本开始加速流入新兴经济体，美元指数随之回调。在经历三年强势美元洗礼之后，新兴市场国家资产负债表美元敞口已经做了较为充分的调整。当前全球经济处于复苏态势，美联储加息对全球金融风险影响有限，海外避险资金没有大规模涌入美国国债市场，导致美元指数不涨反跌。

欧元区和日本则仍维持超宽松的货币政策，汇率相比四季度略有下跌。虽然欧元区通胀明显回升，但欧央行认为能源价格的因素占主导，并强调 QE 将持续至通胀目标实现，但如果前景变差的话，将延长 QE 规模和期限。日本央行行长则宣布，虽然全球一些主要国家已经开始收紧货币政策，但日本央行不会仅凭此便改变国债收益率目标区间。

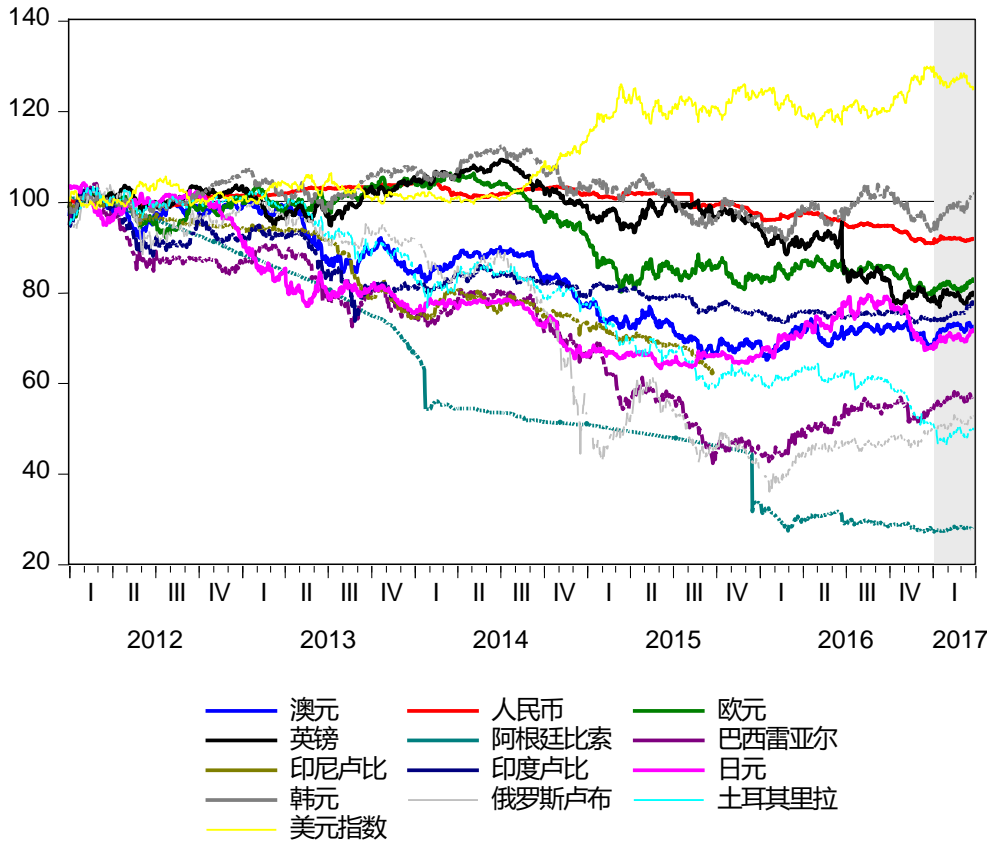
新兴市场方面，由于全球金融状况相对宽松，外汇市场总体波动性下降，同时新兴市场经济数据持续转好，对高收益货币的套利交易再次兴起，推动中国以外的大型新兴经济体货币普遍升值。

图表 33 主要经济体汇率走势比较



注：原始数据来自 Wind 数据库。经笔者计算，所有汇率均调整为间接标价法，上升代表升值，并将 2012 年全年均值定为 100。季度波幅定义为季内最高值相对最低值的偏离百分比。各图中位置较高的红色虚线代表季内最高值，较低绿色虚线代表季内最低水平。阴影部分代表第四季度。

图表 34 主要经济体汇率走势比较



注：同上。

专栏

美联储未来加息路径及其不确定性

2017年3月15日，美联储会议决定加息25bp，将联邦基金利率提升至0.75%-1.00%的区间，并小幅上调经济预期。决议发布后，美元汇率、美债收益率下跌，美股、黄金上涨。其中标普500指数盘中一度上涨超过1%。美联储公开市场委员会认为2月份以来，劳动力市场进一步改善，经济活动继续温和扩张；家庭支出渐进增加，商业固定资产投资有所稳固；通胀近期更加接近2%的长期目标。

美国经济基本面延续复苏态势，经济接近充分就业，通胀持续走高。2016年下半年美国实际GDP增长率为2.75%，收入改善和财富增加推升家庭支出，房地产市场逐步复苏，商业固定资产投资相对较弱但从2016年底开始大幅好转。失业率连续10个月在5%以下徘徊，接近自然失业率，近三个月新增非农就业平均20.9万，劳动参工率为62.9%。从

通胀来看，油价和海外经济复苏推升美国 2 月总体 CPI 同比至 2.7%，核心 PCE 物价同比已经连续 6 个月维持在 1.7% 的水平。核心 PCE 物价剔除能源和食品价格，能够反映未来的通胀预期。市场反映的通货膨胀补偿和调查反映的长期通胀预期仍处于低位。

美联储加息仍然是一个相对缓慢的过程。在加息会议后新闻发布会上，美联储主席耶伦维持去年 12 月对美国经济做出的判断：2017 年经济增长 2.1%，通胀 1.9%，失业率 4.7%，加息仍然是一个相对缓慢的过程。耶伦强调当前全球主要经济体中性利率都存在下降趋势，未来美国的中性的联邦利率会非常低，市场不应该以 2004 年时的加息速度来衡量现阶段的加息过程。当前 0.75% - 1.00% 依旧属于宽松的货币利率，支持劳动力市场的进一步改善，以及通货膨胀率向 2% 的目标稳步收敛。支持年内加息三次的联储官员由 12 月会议的 6 人升至 9 人，联储预计年内将再加息 2 次。当前市场对 5 月联储会议的加息预期为 13%，6 月会议前再次加息的预期为 50%。大多数官员认为，直到 2019 年货币利率应维持在长期利率水平以下。

未来美联储加息政策仍然有三方面的不确定性仍值得关注。

第一，美联储联邦基金利率如何向中性利率收敛。中性利率是指通胀保持稳定时与潜在经济增长率保持一致的利率。传统的货币政策计量工具，泰勒法则，根据金融危机前真实利率的历史平均值，假定长期中性利率为 2%。然而最近的研究表明，由于劳动生产率放缓、人口结构老龄化、全球经济增长放缓等原因，美国的中性利率在过去 25 年呈下降趋势，在金融危机发生后位于历史低位。

美联储货币政策委员会大多数成员认为，目前的长期真实中性利率为 1%，且暂时呈现下降趋势。由于金融危机后全球经济复苏缓慢、企业和家庭恐慌情绪未完全消除，美联储货币政策委员会成员预测短期真实中性利率在 0% 附近。假设短期真实中性利率为 0%，当前剔除通货膨胀的真实利率大约为 -1%，那么在 3 月中旬的加息决议后货币政策依旧宽松。真实利率持续低于中性利率，印证了当前新增就业人口（平均每月 18 万）显著高于长期潜在就业增长（每月 7.5 万到 12.5 万）。美联储判断短期中性利率会随时间收敛于其长期趋势，部分是基于家庭、企业缩减开支的谨慎和避险立场会逐渐消散。美联储加息的过程，是推升目标利率逐步向中性利率收敛的过程。2018 年、2019 年短期中性利率的提升将产生更大的加息空间。

值得注意的是，中性利率的估算结果并不稳定。例如，FOMC 对长期真实中性利率的预测，2014 年 7 月为 1.75%，2015 年 12 月 1.5%，2016 年 12 月为 1%。有两个原因

解释中性利率预测的波动：其一，对中性利率的预测基于对劳动生产率和全球经济增长的预测，而这两个因素都存在很大程度的不确定性。其二，中性利率可能受到财政政策变化的影响，具体将取决于政策的具体内容、规模和政策对经济供需两端的影响。总体来看，美联储加息的理论基础并不成熟，随时会出现新的调整。

第二，能源价格和全球经济景气的不确定性带来的通胀预期的变化，可能会改变加息频率。美元指数快速上涨会抑制美国国内通胀。在美联储加息预期引导下，美元指数迅速上升，大宗商品价格随之下降，美国生产和消费的能源成本也相应降低，一定程度上抵消了经济增长对通胀的推动作用。美联储主席耶伦和副主席费希尔都曾公开表示美元走强对通胀的限制作用。在全球需求不振，大宗商品价格低迷的前提下，美联储加息进程会起伏不定。

第三，美联储“缩表”问题成为美国货币政策正常化新的焦点。美联储“先加息，再缩表”的货币政策正常化规划逐渐接近第二阶段，今年要开始关注联储“缩表”的可能性。利率政策调整和缩表独立实施还是组合实施取决于两种政策相互替代的程度，相对的精确度，以及其各自对经济活动产生的影响。

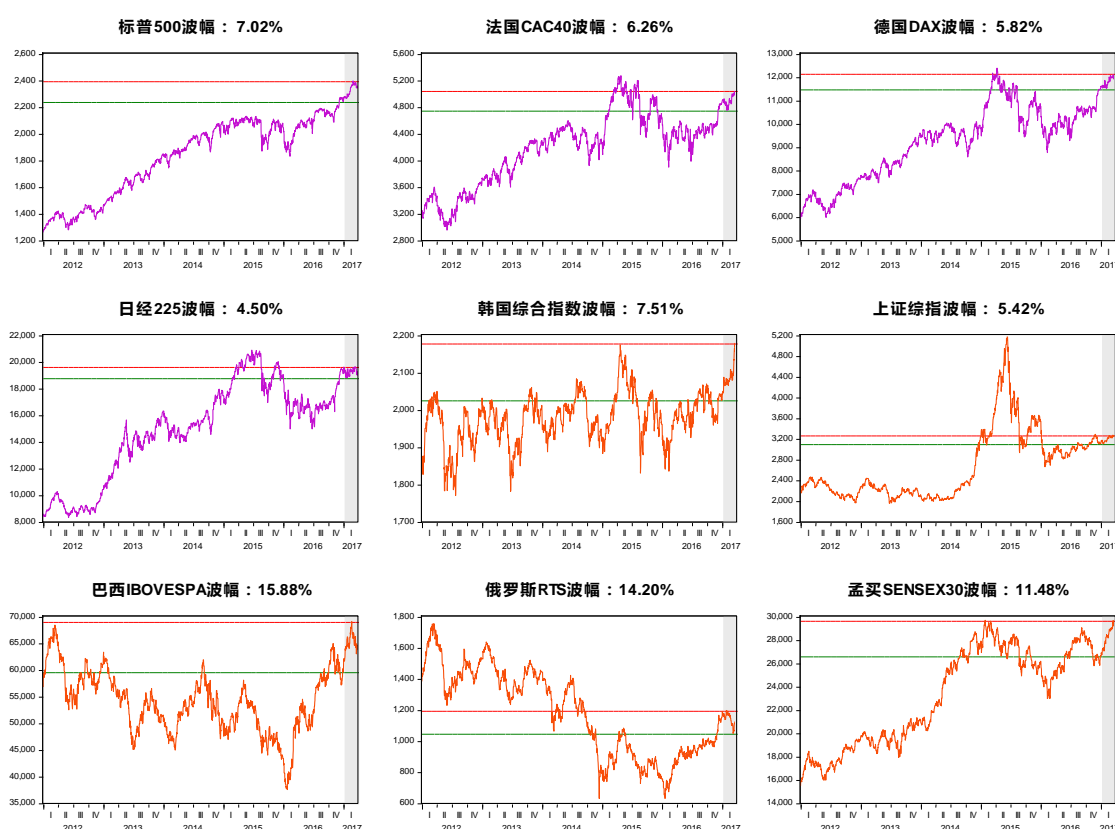
一种方法是让“缩表”和利率政策调整相互补充，共同实现美联储的政策目标。“缩表”与利率政策调整对经济和金融市场的影响不同，“缩表”更直接影响长期证券的期限利差，而利率政策调整对货币市场影响更大，利率调整是比“缩表”更精确的货币政策。然而，这种互补方法在利率低于中性利率时，尚无经验可循。另一种方法是先提高利率水平，当其足够高、空间足够大时，渐进地、以可预期的方式缩表；这种方法假设“缩表”和利率政策调整以同样的方式影响利率市场、资本市场、资产价格、美元指数等，进而以同样的方式影响经济活动。

目前短期名义中性利率处于历史地位，即使其收敛至长期名义中性利率，仍然偏低。如果经济遭遇与过去同等程度的负面冲击，受到有效下限的约束，名义利率没有足够的空间做出调整应对危机。相对于同时采取利率政策调整和缩表，维持资产负债表规模将有助于名义利率以更快的速度提升，以应对经济在低利率边界的不对称风险。

面对美联储起伏不定的加息节奏，中国政府应稳步推进国内经济金融结构性改革。做好各类预案措施，针对不同情景，加强政策储备。建立快速反应机制，控制风险蔓延范围和程度，降低应对外部风险的成本和风险造成的损失。

一季度在全球主要经济运行指标良好以及市场风险感知水平下降的作用下，股市总体回升。发达经济体中，美欧日股市涨势突出。美国股市一季度相比上季度平均涨幅超过 6%，法国德国股市涨幅更是超过 9%，日本股市涨幅也接近 8%。新兴经济体股市普遍向好，巴西甚至创下了近五年来的新高，印度股市也几乎追平多年来的峰值。不过另一方面，新兴经济体股市波动性也更为明显，巴西、俄罗斯、印度股市三季度波幅分别为 16%、14%和 11%。

图表 35 主要经济体股指走势

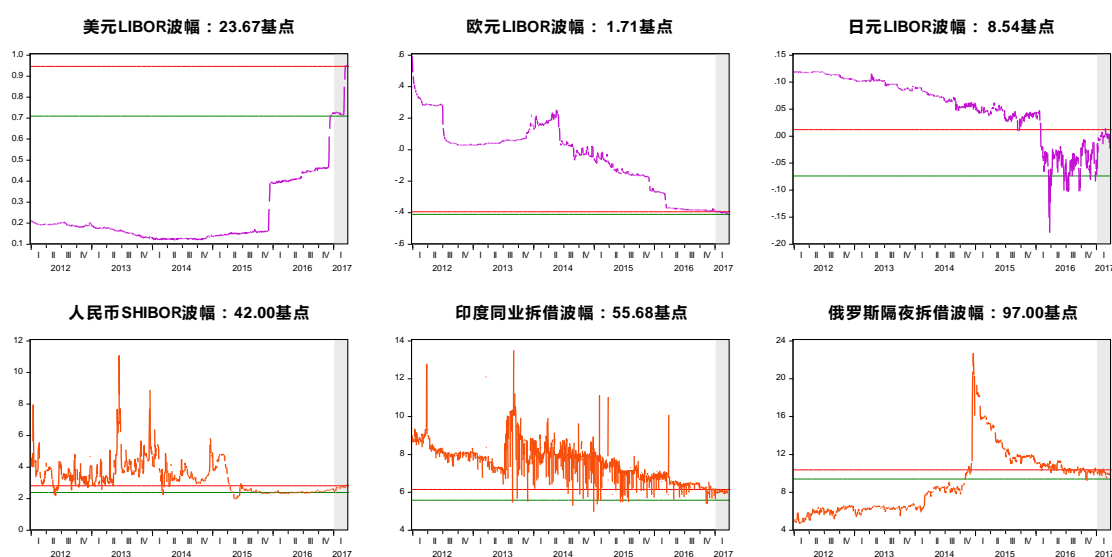


注：原始数据来自 Wind 数据库。季度波幅定义为季内最高值相对最低值的偏离百分比。各图中位置较高的红色虚线代表季内最高值，较低绿色虚线代表季内最低水平。阴影部分代表第四季度。

货币市场上，发达经济体不同程度利率上行。新兴大国除中国外，其他国家随国际金融环境趋向稳定，短期拆借利率有所下行。美联储升息直接带动美元 LIBOR 上升。另一方面，虽

然欧央行和日本央行仍维持了之前的量宽和负利率政策,但市场拆借利率有一定上行,虽然上行幅度非常小。与之相比,人民币短期拆借利率则在央行有意的流动性调节下显著上升,平均较去年四季度上升 18.4 个基点。其他主要新兴经济体则得益于通胀下行以及资本流入增加的因素,银行间市场短期拆借利率有所下行。其中印度、俄罗斯相比上季度平均分别下降 10 和 14 个基点。

图表 36 主要货币市场利率走势

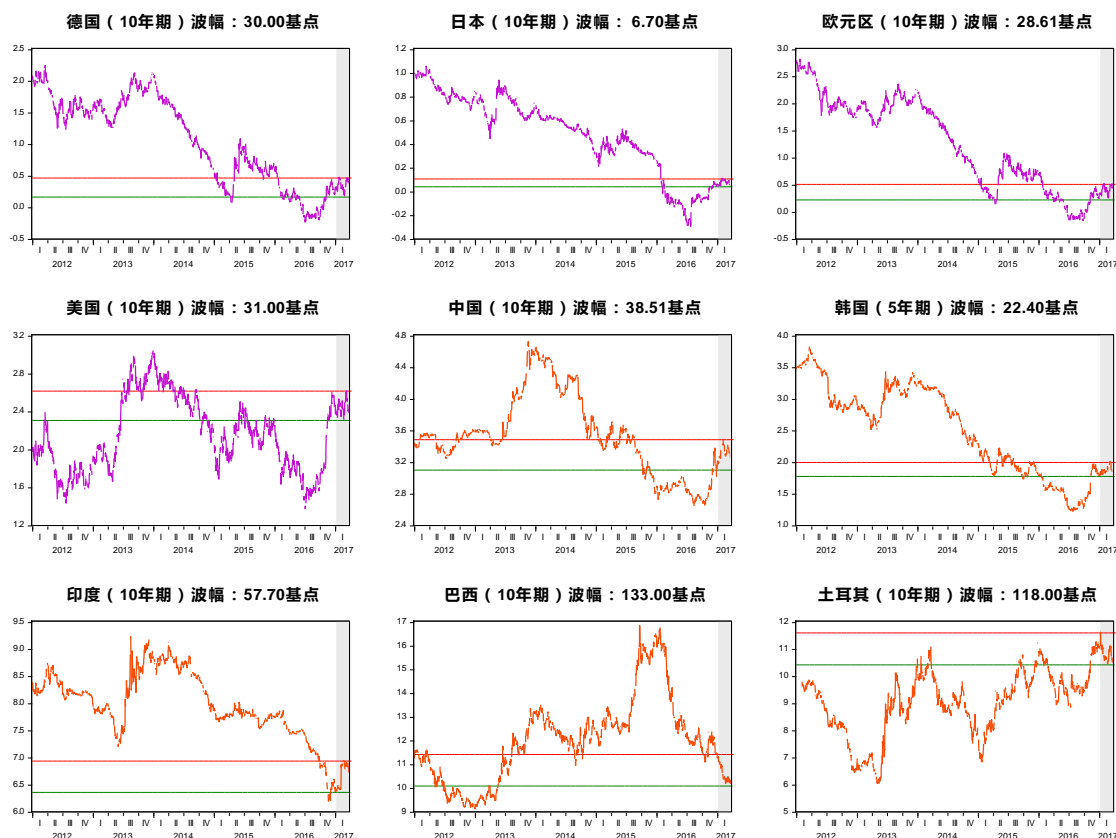


注：原始数据来自 Wind 数据库。季度波幅定义为季内最高值与最低值之差。各图中位置较高的红色虚线代表季内最高值，较低绿色虚线代表季内最低水平。阴影部分代表第四季度。

随着美联储加息,除少数经济体外,全球长债市场收益率整体上行。其中,美国 10 年期国债收益率相比上季度上行 31 个基点,欧元区长期国债市场对此有比较明显的反应,上行达 19 个基点。日本长期国债市场反应较弱,接近 8 个基点。新兴市场上,印度、韩国、土耳其等经济体长期国债收益率不同幅度上行。虽然中国资本账户开放程度相比之下仍有限,但受货币政策风向转变影响,中国 10 年期国债收益率相比上季度也攀升了 41 个基点。巴西长期国债收益率从 2016 年以来大幅下降,今年 1 季度仍延续这一势头,则是主要得益于通货膨

胀水平的快速下降，全国消费者物价同比增速从 2016 年初的 11.3% 已下降至 2017 年 2 月的 4.7%。

图表 37 主要经济体国债收益率走势

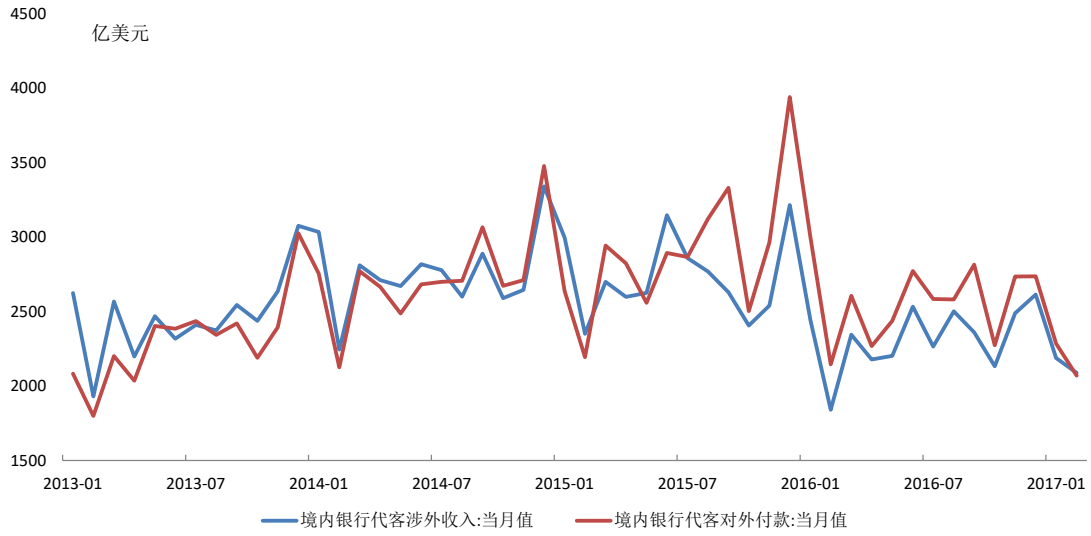


注：同上。

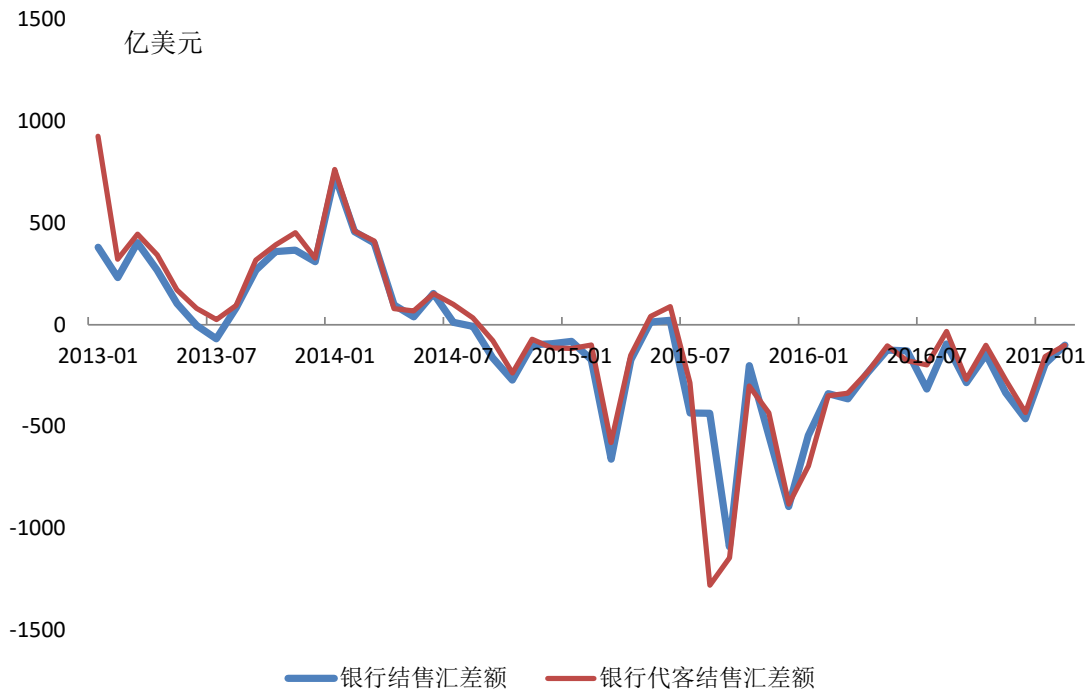
三、中国跨境资本流出总量趋稳，人民币跨境资本流动低位徘徊

跨境资金流动总量同比增速下降，跨境资本外流规模下降。2016 年 12 月至 2017 年 2 月，银行代客涉外收入与支出总额为 14000 亿美元，同比下降 15%。其中，银行代客涉外收入为 6891 亿美元，同比下降 8%，银行代客涉外支出为 7091 亿美元，同比下降 21%，涉外收付款逆差为 200 亿美元。银行结售汇差额逆差为 755 亿美元，跨境资本外流规模下降。

图表 38 跨境资本总流动



图表 39 银行结售汇差额



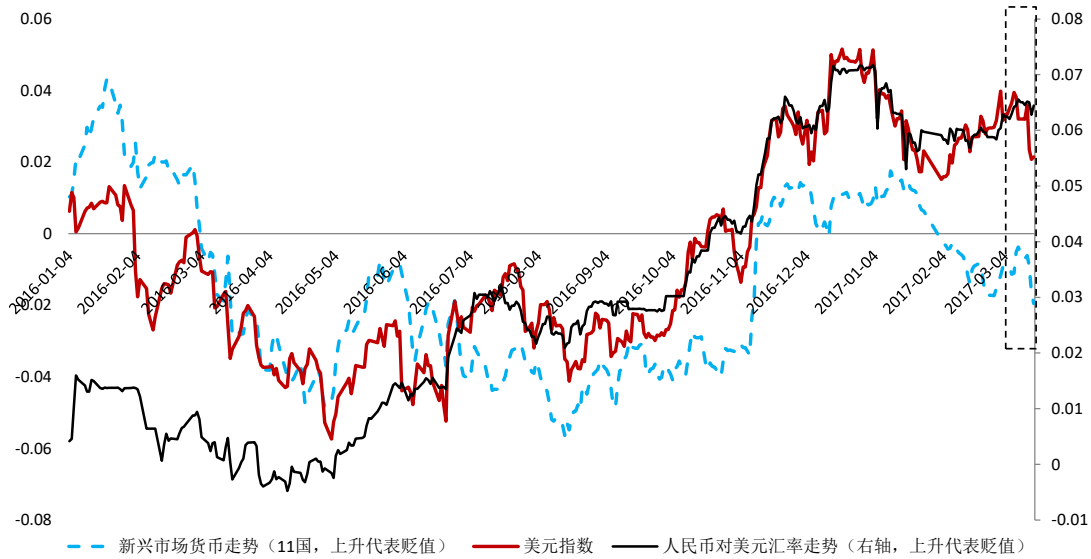
美联储加息对人民币汇率的冲击相对有限。近期外管局加强资本外流管制，人民币汇率受美联储加息影响显著下降。此次美联储加息冲击对全球经济影响较小，跨境资本流

动仍然平稳流向新兴经济体，提升新兴经济体汇率水平，然而人民币汇率却基本维持稳定，对美元指数下跌反应迟钝。

外管局加强资本外流管制是当前人民币汇率稳定的重要原因。2016 年末，四部委（发改委、商务部、人民银行与外汇局）联合出台一系列监管政策，严厉打击依托跨境并购名义的资本外逃活动。同时，针对人民币跨境流出，特别是人民币跨境贷款实施严厉监管，境内非金融企业人民币境外放款不得超过净资产的 30%。政策出台后，2016 年 12 月非金融类对外直接投资增速从 76% 锐减至 -40%。人民币跨境净流出从 335 亿美元降至 9 亿美元。此后，外汇储备下降速度趋缓，人民币汇率逐步趋稳，在 2017 年 1 月甚至略有升值。收紧资本管制政策提高了境内企业资本外逃的成本，在一定程度上缓解了人民币贬值压力。在此背景下，人民币汇率对美联储加息的反应相对稳定。

但是，不应对人民币汇率贬值预期过于乐观。在当前的汇率形成机制下，人民币汇率对美元指数的反应有显著的非对称特征。境内外汇市场供求失衡的格局在短期内难以发生根本扭转，收盘价仍然会有较强的贬值压力。当美元指数下降时，人民币中间价的升值幅度相对有限，造成人民币易贬难升的困境。

图表 40 人民币汇率，新兴市场货币与美元指数

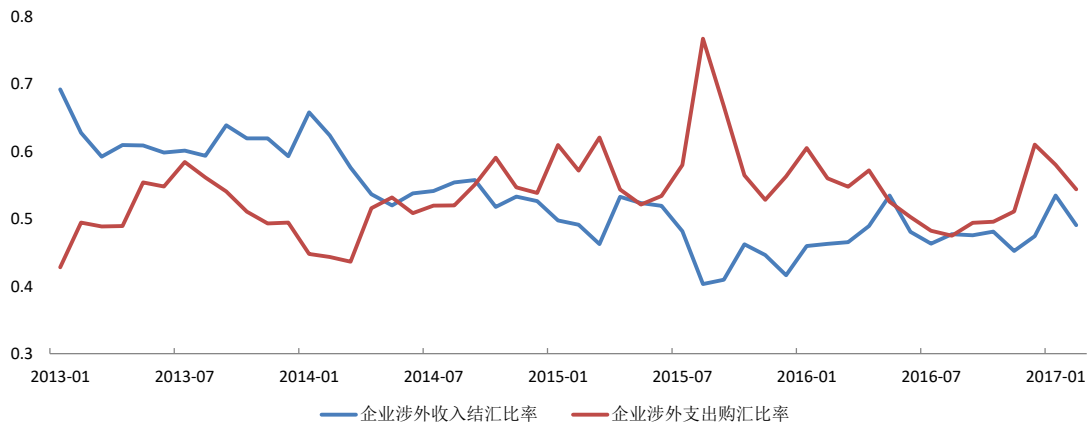


注：采用 11 个主要新兴市场国家货币（浮动汇率制度）相对美元平均加权汇率作为参考标准，以 2016 年 1 月 1 日为基期，对比分析人民币对美元和新兴市场货币走势。

在上图中，2017 年 3 月 14 日至 3 月 17 日，美元指数下跌 1.4%，新兴市场货币相对美元平均升值幅度为 1.3%，人民币汇率却没有进一步升值的动力。这表明境内外汇市场供求失衡的格局没有发生根本扭转，人民币汇率出现贬值预期的逻辑仍然存在。未来对美联储加息动向需继续保持充分警惕。

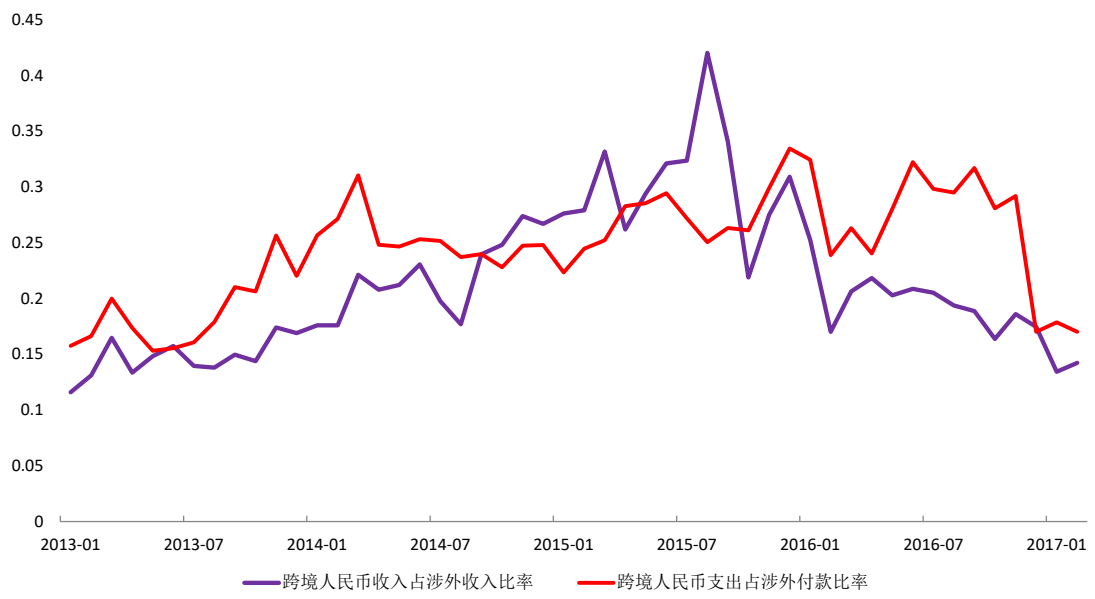
人民币汇率贬值预期逐步趋稳，市场主体结汇意愿逐步回升。2016 年 12 月至 2017 年 2 月，银行代客结汇占银行涉外总收入比率从 45% 上升至 49%，银行代客售汇占银行涉外总支出从 61% 降至 54%。新年伊始，外管局进一步加强了资本外流管制，人民币汇率贬值预期逐步平稳，离岸市场 CNH 甚至与在岸市场 CNY 出现倒挂。企业获得美元后持有美元结汇意愿大幅上升，企业涉外支出的购汇比率随之下降。

图表 41 企业涉外收入支出结售汇比率



人民币跨境资本流出骤停。2016年12月至2017年2月，跨境人民币业务占跨境资本流动的比率从24%降至16%。其中，跨境人民币收入占比从18%下降至14%，支出占比从30%降至17%。人民币跨境资本流动总量显著下降，人民币净流出从1072亿美元下降至178亿美元。预计短期内人民币跨境资本流动会继续收缩。

图表 42 跨境人民币收入支出占涉外收入支出比率



大宗商品专题：涨幅收窄，大宗商品价格走势

2017 年 1 季度大宗商品涨势收窄。经历了长达 1 年的快速反弹后，大宗商品涨势渐缓，区间波动加剧。石油的触底反弹过程基本结束，进入供需再平衡的调整过程，在此期间国际政治的复杂化会加剧其区间内的震荡。金属价格普涨，供需两旺，中国的需求因素将在未来几个月内产生较大影响。农产品依旧涨跌不一，但总体承压，气候条件的有利性预计将多个品种的供给。

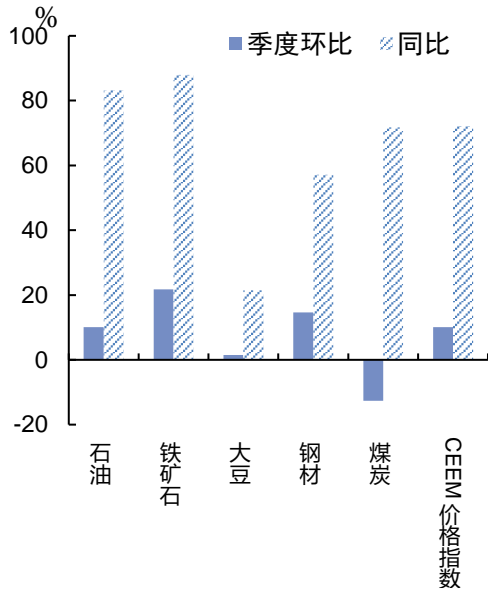
一、大宗商品总体价格走势

1 季度油价 2017 年 1 季度 CEEM 大宗商品价格⁴较上季度上涨 10.1%，同比上涨 72.1%，在经历了 1 年的快速上涨后涨幅收窄并有走稳迹象。金属普涨，农产品涨跌不一

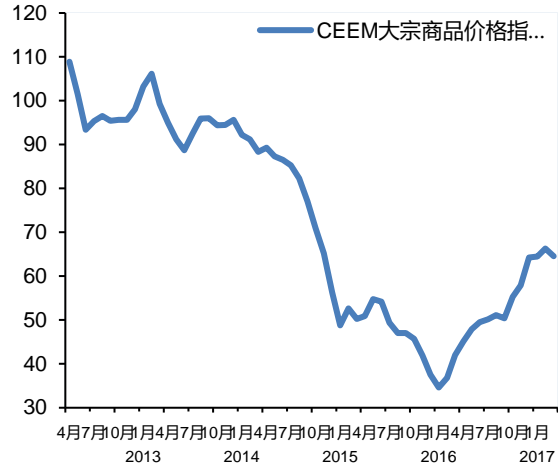
原油价格环比上涨 10.1%，升势主要出现在年初，随后走稳。OPEC 减产并未对油价带来太大升力，非 OPEC 国家增产反而趁机获取市场。铁矿石季度环比上涨 21.8%，钢材上涨 14.6%，呈现出供需两旺的局面。铜价在供应端收紧的担忧下也明显上涨。1 季度农产品价格涨跌不一，大豆下行，玉米波动，小麦回升。

⁴ 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 5 种商品价格为 OPEC 一揽子石油价格、普氏铁矿石综合价格指数、澳大利亚动力煤 FOB 价格、钢材亚太地区远东市场综合到岸价以及美洲综合大豆价格。指数以 2012 年平均价格为基准。

图表 43 1 季度大宗商品价格涨幅加大



图表 44 大宗商品价格上涨后走稳



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

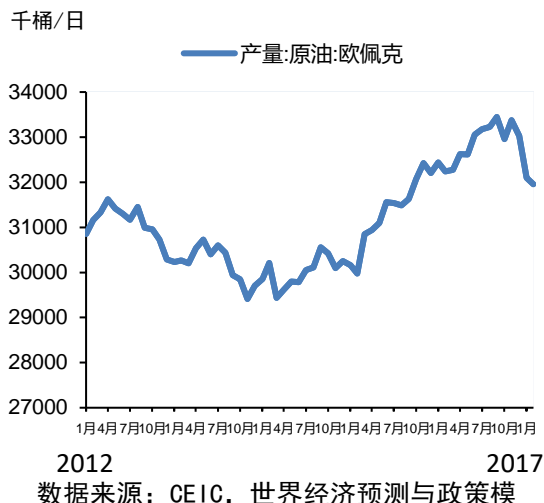
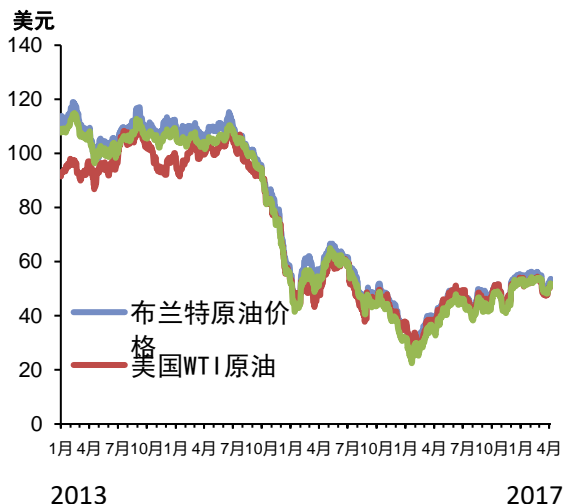
二、主要大宗商品供求情况与价格走势

1 季度油价走稳，OPEC 减产的效果被非 OPEC 国家增产抵消

2017 年 1 季度全球油价于年初上涨后即 50-60 美元的区间内震荡，缺乏进一步上行动力。上季度 OPEC 达成减产协议后，我们确实观察到了 OPEC 产油量下降，但这部分市场份额被非 OPEC 国家趁机获取，主要体现在美国、俄罗斯等国的产油量和出口量大幅增长，使得供应端保持平稳。因此，虽然美国、欧元区等国经济数据好转，但需求端的增长被自身增产所消化。此外，值得注意的是随着特朗普上台等一系列事件的发生，国际政治形势进入复杂化时期，包括朝鲜半岛、叙利亚等地的事件都加大了油价的波动，但短期内仍难以看到油价趋势性的改变，更可能是加剧震荡幅度。

图表 45 1 季度石油价格在区间内震荡波动

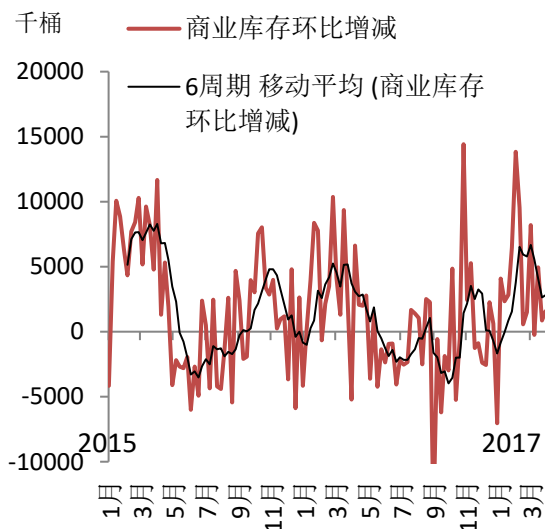
图表 46 1 季度 OPEC 产量出现明显下降



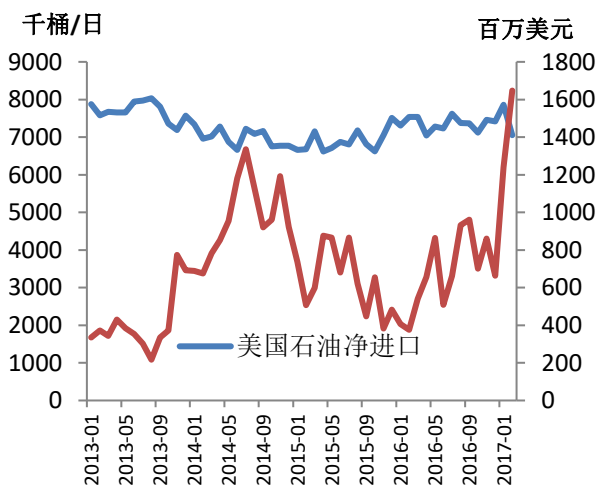
OPEC 减产
执行率上
升，但内部
进度仍然
参差

OPEC 冻产协议初步达成后，执行率在上升。 OPEC 3 月原油产量
下滑 23 万桶/日至 3201 万桶/日，阿联酋大幅减产，同时尼日利亚
和利比亚产量也有所下滑。该因素一度支撑油价上攻至 55 美元上
方。但 OPEC 内部减产执行程度依然参差，沙特阿拉伯、科威特和阿
联酋弥补了包括阿尔及利亚，厄瓜多尔，加蓬和委内瑞拉在内的其
他成员国减产不利的情况。伊朗产油量在协议允许的情况下有所攀
升。

图表 47 美国商业库存多月正增长



图表 48 美国原油出口金额创新高，净进口下降



非 OPEC 国家
增产抵消了
OPEC 减产的

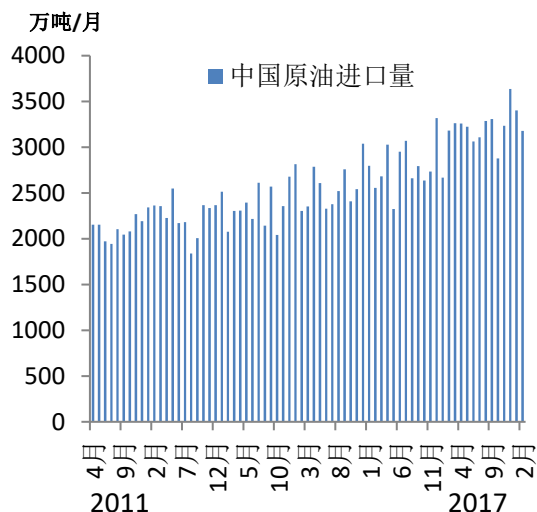
但油价承压丧失进一步上涨动力的最主要因素仍然是供应端问
题。非 OPEC 国家的产油量弥补了 OPEC 减产留下的缺口。美国的例
子最为明显。随着油价升至 50 美元上方的成本线，大量页岩油生产

效果,美国原油增产加速出口创新高

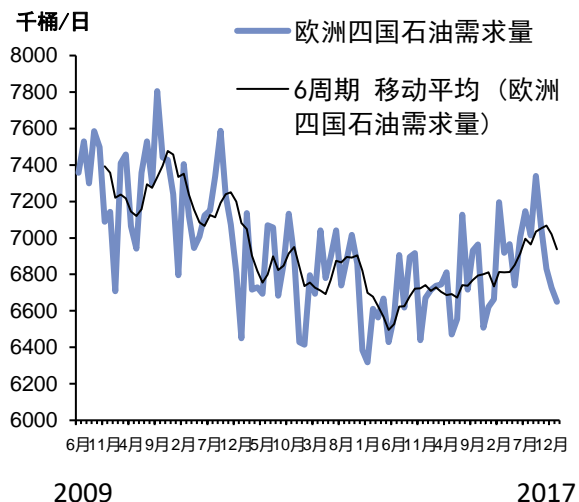
商复工。截止 4 月 7 日当周,美国的活跃石油钻井机数新增 10 台,推升总数至 672 台,刷新 2015 年 9 月以来新高,也比去年同期高出 84%。美国的石油净进口量一季度明显下降,商业原油库存也连续多月正增长。更重要的是美国的原油出口创新高,对国际油市的影响更加直接可见。虽然 2 月份出口总额不过 16 亿美元左右,但充分反映了美国国内原油的供应充沛情况。美国 WTI 原油相对布伦特原油的折价基本在 2 美元左右徘徊。

美国原油的自给率上升推动中东产油国转向中国等新兴市场国家。但中国的进口量并无明显增长,第一季度呈环比下行。且市场担忧在去年火热的汽车销售后,今年汽车保有量的增速会有所放缓。欧洲的石油需求量也走稳。

图表 49 1 季度中国原油进口量回落



图表 50 欧洲石油需求量回落



1 季度金属价格上涨明显。铜方面,供给收紧导致铜价在 1-2 月大幅上涨,之后震

1 季度金属价格上涨明显。铜方面, LME 铜价从 1 月初的 5574 美元/吨大幅上涨至 2 月中旬的 6145 美元/吨, 上涨约 10.2%, 之后震荡回落至 3 月末的 5673 美元/吨; LME 铝价走势也呈现同步趋势, 从 1 月初的 1702 美元/吨上涨至 1934 美元/吨, 涨幅约为 13.6%, 之后逐步震荡小幅回落至 1916 美元/吨。进口铜矿石及其精矿价格从去年 12 月底的 1258 美元/吨上涨至 2 月底的 1393 美元/吨; 进口钢材价格从去年 12 月底的 993 美元/吨上涨至 2 月底的 1040 美元/吨。

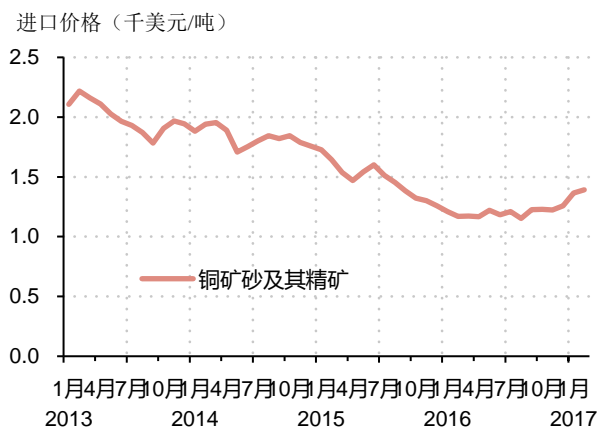
荡;铁矿石供需两旺支撑价格上涨,铜消费增长。

1 季度铜矿进口略有下滑,其中,未锻轧的铜及铜材进口从去年 12 月的 49 万吨连续下滑至 2 月的 34 万吨;铜矿砂及其精矿从 12 月的 167 万吨下滑至 1 月的 125 万吨,2 月小幅回升 143 万吨。1 季度铜价上涨主要是由于对供应可能收紧的担忧,必和必拓旗下智利最大铜矿 Escondida,由于工人与公司薪资谈判未达成一致意见,2 月 9 日开始工人进入罢工状态,至 3 月 29 日罢工结束同意复工,工人决定将引用法律条款,延长旧合同执行期;与此同时,秘鲁最大铜矿 Cerro Verde 铜矿同人于 3 月 10 日开始罢工,至 3 月 24 日受到政府命令而结束;印尼铜矿 Grasberg 2 月 11 日开始暂停铜精矿生产,并且暂停出口,直至 3 月 21 日恢复生产。2017 年全球仍有较多铜矿山的劳工协议集中到期,导致铜矿供应面的扰动因素加大,铜供应增速低于此前预期。

铁矿石与钢铁价格也有所上涨。TSI 铁矿石价格指数从 1 月初至 2 月下旬上涨 21.8%,之后高位震荡并有小幅回落。钢材进口价格从去年 12 月底的 993 美元/吨回升至 1040 美元/吨。钢材进口微跌,从去年 12 月的 119 万吨小幅下滑至 109 万吨。从供给和需求来看,目前铁矿石主要呈现供需两旺的格局,由于国内 2016 年吨钢利润得到了明显改善,钢厂加大了铁矿石的采购,今年 1-2 月铁矿石及其精矿进口比去年同期上涨 12.6%,一季度铁矿石进口美元价格比去年四季度上涨约 22.2%。在价格上涨的刺激下,铁矿石主流国家加大了出口,其他国家也逐渐恢复了矿石出口。截至 3 月 26 日,巴西铁矿石总发货量 8943.8 万吨,同比增加约 10.5%;澳大利亚铁矿石发往中国货量 15703 万吨,同比增加约 12.5%。1 月 24 日西澳大利亚遭受飓风天气,西澳港口暂停作业约 3 天,当周铁矿石发运量大幅下降,之后运量回升。

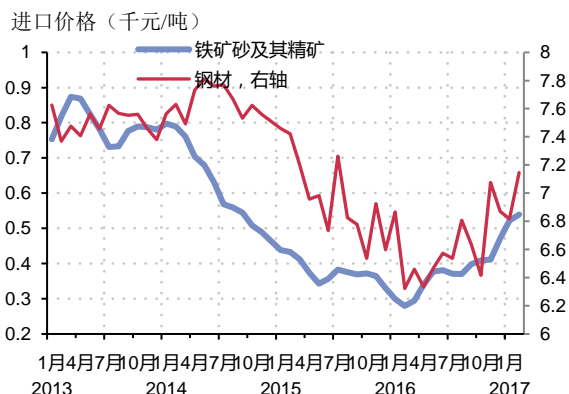
从钢材来看,1 至 2 月全国钢材产量 16655 万吨,同比增长 4.1%;粗钢产量 12877 万吨,同比增长 5.8%;粗钢表观消费量 11733 万吨,同比增长 11.6%。房地产、基建和汽车行业数据表现超预期是导致钢材消费大幅增长的主要原因。

图表 51 中国进口铜价基本平稳

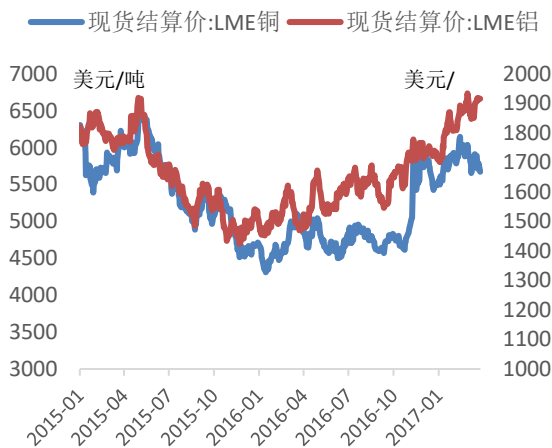


数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 52 中国钢材进口价格上涨



图表 53 LME 铜、铝价格 11 月暴涨后震荡回落

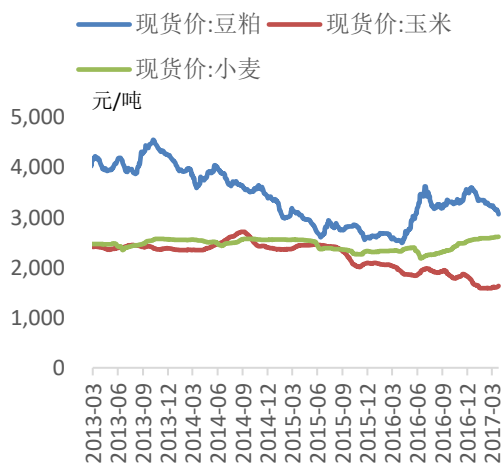


数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 54 国际铁矿石价格 11 月暴涨后高位震荡

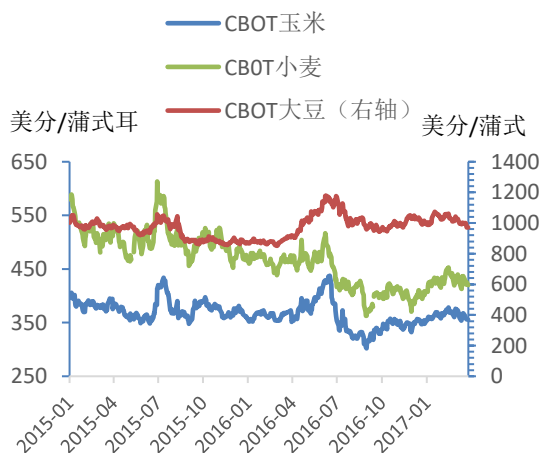


图表 55 CBOT 农产品价格



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 56 CBOT 农产品价格



1 季度主要农产品价格表现不一。供给端压力导致大豆价格回落；玉米价格波动为主，小麦价格小幅回升。

1 季度主要农产品价格表现不一。大豆价格回落。大豆方面，价格回落主要来自于供给增大，美国农业部（USDA）3 月供需报告将 2016/17 年全球大豆产量上调 417 万吨至 3.4079 亿吨，创历史最高纪录，上调主要来自于巴西产量预估上调 400 万吨，其他国家，例如，美国、阿根廷、中国、巴拉圭等主要国家与地区产量与 2 月预估持平不变。进口来看，上调 2016/17 年度全球大豆进口 82 万吨至 1.3825 亿吨，其中中国大豆进口预估较 2 月上调 100 万吨至 8700 万吨。消费来看，上调 2016/17 年度全球大豆消费量 95 万吨至 3.317 亿吨。1 季度 CBOT 大豆价格总体也有所回落。由巴西丰产导致的全球供给增大进一步带来了库存的回升。USDA3 月调高全球大豆结转库存 244 万吨至 8282 万吨，创历史新高。1 月初至中旬大豆 CBOT 价格反弹 8.3%，之后回落 9.1%。大豆国际价格下跌也带来国内豆粕现货价格一路回落，从 1 月初的 3504 元/吨下跌至 3 月底的 3063 元/吨。

玉米价格波动为主；小麦价格在波动中小幅回升。1 季度玉米价格波动加大，季末与季初价格基本持平。CBOT 玉米价格从 1 月初至 2 月中旬上涨 4.3%，之后至 3 月底回落 4.1%，价格总体以波动为主。国内玉米现货市场来看，1 月初至 1 月下旬从 1654 元/吨下跌 3.9% 至 1591 元/吨，主要由于前期囤积的玉米供给较大，之后一直持续在该水平上下至 3 月初，3 月初开始价格明显回升，至 3 月底回升至 1634 元/吨。主要原因是东北多地的饲料补贴政策陆续落实。但总体来说，国内玉米现货市场需求仍然欠佳，价格上涨持续的可能性较低。加上后期东北可能出台轮出计划，如果计划落实，将进一步加大供给端压力，压低玉米价格。小麦价格在波动中小幅回升。CBOT 小麦价格从 1 月初至 2 月中旬上涨 10.8%，之后回落 7.1%，总体来看，3 月底比 1 月初上涨 3.1% 左右。国内小麦价格小幅回升，从 1 月初的 2565 元/吨回升 1.9% 至 2615 元/吨。但总体来看小麦价格回涨动力有限，主要原因是第一，截至目前，全国大部分地区天气状况良好，主要产区大部分小麦生长状况良好，且去年秋播以来降雨充足，占小

麦面积 80%以上的旱地麦长势普遍好于上年；第二，上半年临储拍卖与进口补充压力下供给可能将进一步加大；第三，随着玉米国储的进一步抛售，玉米价格较低，国内小麦饲料消费竞争力削弱，整体需求可能也将持续疲弱。

三. 未来价格走势与风险

未来一季
度油价上
升动力有
限,大概
率在区间
内波动;
金属价格
仍有进一
步上涨动
力,不确定
性主要来
自于中国
需求能否
支撑价格;
农产品价
格可能继
续承压,
不确定性
主要来自
于供给端。

石油方面，随着国际政治环境复杂化，油价波动性预计将会加大。美国向叙利亚发射导弹引起了区域局势复杂化，特朗普或会借此显示和俄罗斯的强硬态度以反击此前国内对其亲俄的质疑。此外，欧洲的大选和恐怖袭击、非洲产油区的骚乱都在基本面外给油价带来额外的波动性。但考虑到美国增产的速度和 OPEC 国家产油的整体稳定性，预计很难对油价的基本面产生影响，我们对上半年油价的预期仍是在 50-60 美元区间内震荡。

金属方面，预计未来一季度价格仍可能有进一步上涨动力，不确定性主要来自于中国需求。首先，2017 年仍然有多处铜矿山劳资协议集中到期，劳资纠纷可能带来铜供给进一步趋紧；其次，市场在特朗普上任后，关注点逐步从美国切换回中国，在此期间预计金属价格仍将加大波动，美国方面对需求的影响将主要体现在特朗普政府的相关方案与前期预期的差异上；再次，中国需求仍将是影响铜消费的一个主要因素，随着中下游开工复产与旺季临近，金属需求预计将持续回升，进一步支撑价格。

农产品方面，预计未来一季度价格将继续承压，不确定性主要来自供给端与政策面的变化。未来一季大豆、玉米与小麦来自供给端的压力将是决定价格短期走向的主要因素。大豆方面，今年以来的天气状况明显好于去年，如果主要产区实现进一步丰产，那么大豆价格可能持续走弱。玉米与小麦方面价格不确定性主要来自于国内因素，随着玉米市场“市场化收购与直补”改革的推进，目前国内玉米价格已经在一定程度上实现市场化。未来一季，如果东北玉米库存轮出

落实,将进一步冲击玉米市场供给,同时由于饲料产品的替代性可能也将进一步压低小麦需求,从而压低小麦价格。

外贸专题：进出口继续好转

2017年1季度，中国出口（美元）同比增长4.2%，较上季度大幅回升了9.4个百分点。外需回暖、出口市场份额增速回升，两者共同解释了出口的持续好转。1季度中国进口同比增长23.3%，也较上季度大幅好转。同时，货物贸易顺差和服务贸易逆差增速均延续放缓。2季度外贸有望继续保持1季度回暖向好的走势。

一、中国出口增速大幅回升，持续向好

出口大幅回升，持续向好。

出口大幅回升，持续向好。2017年1季度，中国海关数据显示，以美元计⁵，中国出口同比增长4.2%，较上季度-5.2%的增速大幅回升9.4个百分点，延续了去年4季度以来出口回暖向好的走势。相较上季度，分地区看，1季度出口好转主要来自香港和欧盟。其中，中国对香港出口下降4.4%，降幅较上季度收窄16.3个百分点⁶；中国对欧盟出口增长4.8%，较上季度回升8个百分点。1季度，中国对美国出口增长7.8%，比上季度回暖5.8个百分点；中国对东盟和日本出口分别增长4.6%和4.3%，较上季度好转近7个百分点。

从贸易方式看，加工贸易对1季度出口回暖的贡献率达到近50%⁷。加工贸易出口的同比增速为8.7%，较上季度大幅回升了14个百分点。1季度，一般贸易出口同比下降0.3%，降幅较

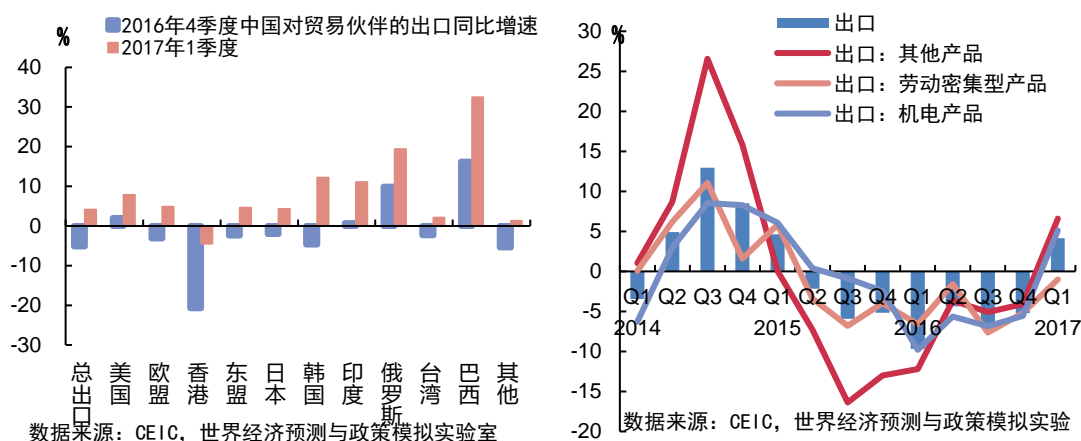
⁵ 除非特别注明，下文的国际贸易数据均为中国海关提供，来自CEIC数据库，单位是美元，增速为同比增速。

⁶ 2016年4季度中国对香港出口下降20.7%，降幅很大，受到了2015年4季度虚假出口高报的拖累。

⁷ 海关统计的贸易方式按海关监管方式进行划分，共有15类细项：1.一般贸易，2.国家间、国际组织无偿援助和赠送的物资，3.其他捐赠物资，4.补偿贸易，5.来料加工装配贸易，6.进料加工贸易，7.寄售代销贸易，8.边境小额贸易，9.对外承包工程货物，10.租赁贸易，11.出料加工贸易，12.易货贸易，13.保税监管场所进出境货物，14.海关特殊监管区域物流货物，15.其它商品贸易方式。本报告中一般贸易对应第1项，加工贸易对应第5和6项，其他方式贸易对应除去1、5、6项的剩余项目。2017年1季度，这三种贸易方式出口占总出口的比例依次为53.1%、34.4%和12.5%。

上季度收窄 4.7 个百分点。分产品看，1 季度出口回升近 66% 的贡献来自机电产品⁸。其出口同比增长 5.1%，较上季度回升 10.7 个百分点；1 季度，七大类传统劳动密集型产品出口同比下降 1%，降幅较上季度收窄 4.2 个百分点。

图表 57 中国出口增速的地区和产品分布



中国出口由外需和出口市场份额决定。

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

全球制造业 PMI 指数预示 1 季度外需回升。

全球制造业 PMI 指数显著上升，预示 1 季度外需回升。2016 年 2 月至 2016 年 11 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）的相关关系为 0.71。2016 年 12 月至 2017 年 2 月，摩根大通全

⁸ 这里产品分类为机电产品、七大类传统劳动密集型产品、其他产品三大类。2017 年 1 季度，这三类产品占总出口比例依次为 58.2%、19.7%和 22.1%。

球制造业 PMI 指数分别为 52.7、52.7、52.9，平均值为 52.8，显著高于前 3 月的平均值 51.7，意味着从全球制造业 PMI 来看，2017 年 1 季度外需增速较上季度很可能回升。此外，本总览报告用外需分布加权各国 PMI 得到 CEEM-PMI，用其代表中国外部经济综合 PMI。该指数 1 季度为 54.5，较上季度的 52.7 回升 1.8 个百分点，这也表明 1 季度外需在回升。

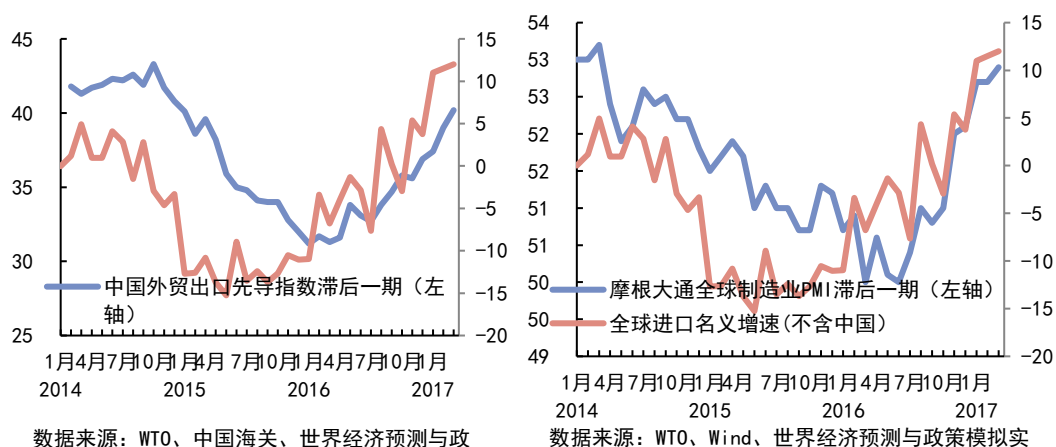
中国外贸出口
先导指数
也预示 1 季
度外需在回
升。

中国外贸出口先导指数明显回升，也预示 1 季度外需在回升。2016 年 1 月至 11 月，中国外贸出口先导指数一期滞后值，与外需增速相关系数为 0.71，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。2016 年 12 月至 2017 年 2 月，中国外贸出口先导指数依次为 37.4、39.0、40.2，平均值为 38.9，显著高于之前 3 个月的平均值 36.1。这表明从中国外贸出口先导指数看，2017 年 1 季度外需增速较上季度回暖。

1 季度中国
出口产品市
场份额增速
可能回升。

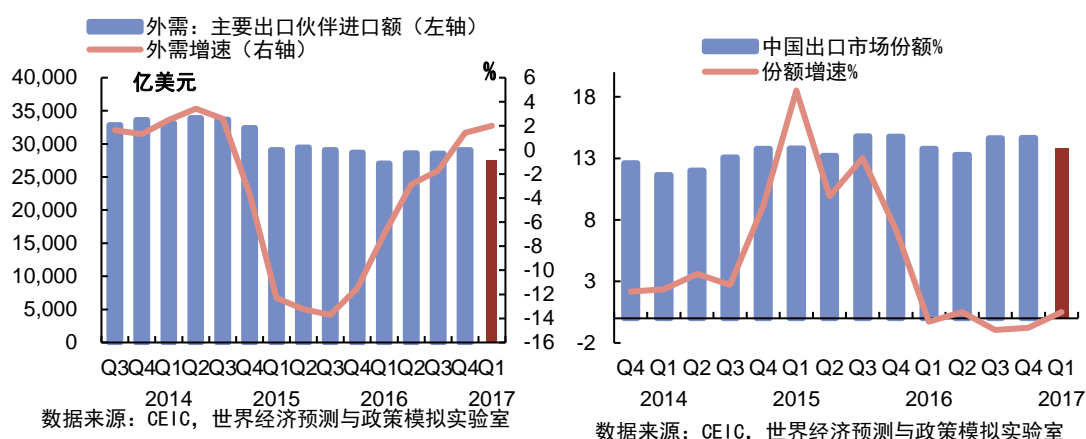
中国出口产品市场份额增速也有可能回升。2015 年 3 月至 2016 年 9 月，中国海关总署发布的中国出口企业综合成本指数一期滞后值与中国出口产品在 13 个主要贸易伙伴的市场份额增速相关系数为-0.62。根据这一关系，可以看到 2016 年 12 月至 2017 年 2 月，中国外贸出口企业综合成本指数依次为 23.9、22.8、21.6，平均值为 22.8，明显低于此前 3 个月的平均值 26.8。也即中国出口企业综合成本在 2016 年 12 月至 2017 年 2 月明显下降，意味着 2017 年 1 季度中国出口市场份额增速很可能较上季度回升，支撑 1 季度出口增速的回暖。

图表 58 预计 1 季度外需增速继续回升



说明：全球进口名义增速（不含中国）2017 年 2 月、3 月值为估计值。

图表 59 预计 1 季度中国出口产品市场份额增速持续回暖



说明：中国的贸易伙伴选择了美国、欧盟、东盟、日本、韩国、印度、俄罗斯、澳大利亚、中国台湾、巴西、加拿大、沙特和南非。2016 年，中国对这 13 个地区再加上香港的出口接近总出口的 83%，由于中国对香港的出口绝大部分是转口贸易，因此上图中的贸易伙伴不包括香港。中国出口市场份额为以上 13 个贸易伙伴的总进口中进口中国产品的比例，这些伙伴的总进口额为中国出口面临的外需，相关数据由各伙伴国提供。图中 2017 年第 1 季度为估算值。

中国主要贸易伙伴进口增速与中国在其市场份额增速之和大致决定了中国出口增速。

二、中国进口继续显著改善

中国进口增速继续显著好转。2017 年 1 季度，以美元计，中国进口同比增长 23.3%，较上季度的 2.1%大幅回升 21.2 个百

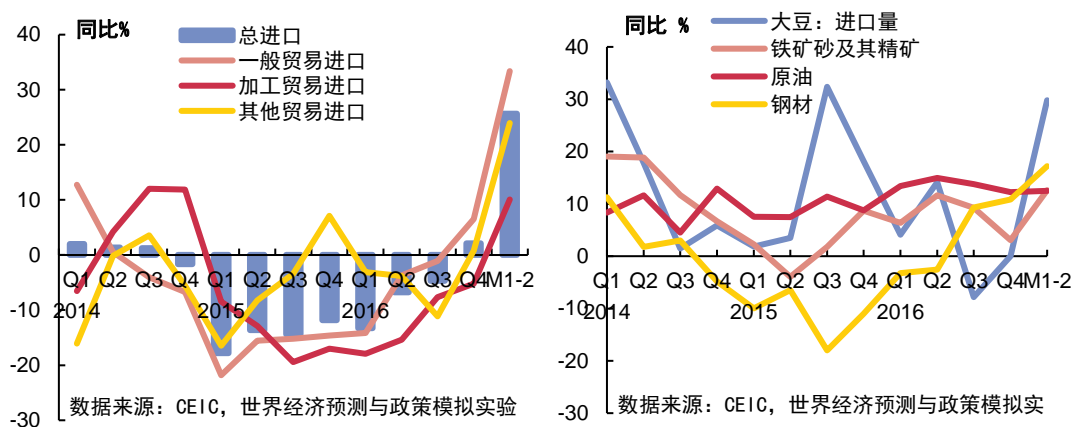
中国进口增速继续显著好转。

分点，继续保持 2016 年 2 季度以来逐季回暖的走势。从贸易方式看，1 季度进口改善 66% 的贡献来自一般贸易进口⁹，其增速从上季度的 6.6% 回升至 1 季度的 30.8%。加工贸易进口也有大幅攀升，1 季度同比增长 12.7%，较上季度回升 17.9 个百分点。1 季度进口大幅回暖受到了内需继续好转（参见本季报中国经济专题）、全球大宗商品价格持续上涨（参见本季报大宗商品专题）和外需改善的支撑。

大宗商品进口量普遍大幅回升。

大宗商品进口量普遍大幅回升。2017 年 1 季度，大豆进口量同比增长 20%，较上季度回升 20 个百分点，增长幅度最为明显；铁矿砂进口量增长 12.2%，原油增长 15%，二者增速较上季度分别上升 9.1 和 2.7 个百分点。钢材进口量同比增长 11.2%，较上季度微升 0.3 个百分点。

图表 60 中国进口增速的贸易方式和产品分布



三、货物顺差放缓、服务逆差回升

货物贸易顺差增速继续放缓，一般贸易

货物贸易顺差增速继续放缓，一般贸易顺差显著减少。从增速上看，2017 年 1 季度货物贸易顺差同比收窄 47%，显著低于上季度 -23.5%，延续了 2016 年下半年以来持续放缓的态势。从

⁹ 2017 年 1 季度，一般贸易进口占总进口比例为 59.9%，加工贸易进口占比为 22.7%，其他贸易方式进口占比为 17.4%。

易顺差显著减少。

金额上看，1 季度货物贸易顺差为 661 亿美元，较上季度减少 676 亿美元。从贸易方式看，1 季度一般贸易顺差仅为 65 亿美元，较上季度下降 493 亿美元；1 季度加工贸易顺差 717 亿美元，较上季度下降 201 亿美元。

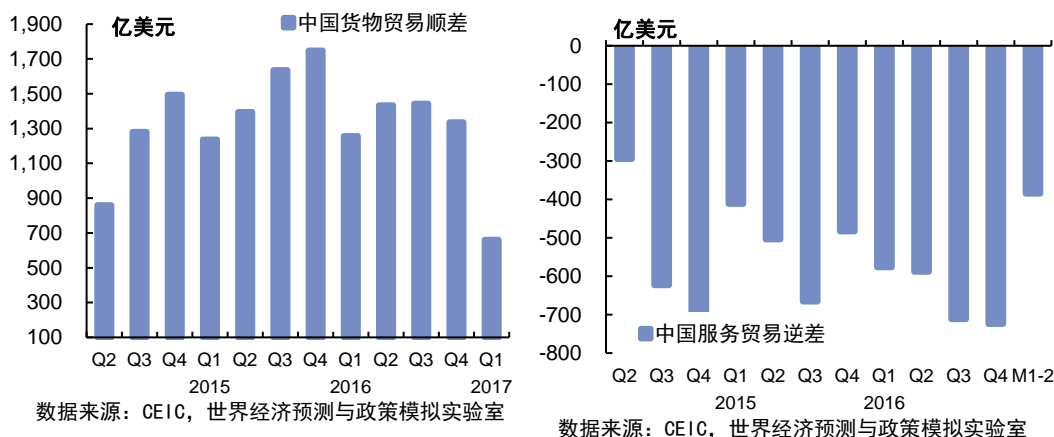
1-2 月服务贸易逆差增速显著放缓。

1-2 月服务贸易逆差增速显著放缓。2017 年 1-2 月，中国服务贸易逆差为 385 亿美元，同比增长 4.9%，大幅低于上季度 55.9%的增速。其中，1-2 月境外旅行逆差 354 亿美元，同比下降 2.3%，显著低于上季度 57.5%的增速。

2016 年净出口拖累 GDP 增长

2016 年货物和服务净出口对 GDP 增长的贡献为-0.46 个百分点。2016 年，中国货物贸易顺差 5472 亿美元，服务贸易逆差 2600 亿美元。按人民币不变价计，2016 年货物和服务净出口对 GDP 增长的贡献为-0.46 个百分点，低于 2015 年-0.09 个百分点的贡献度。

图表 61 中国货物贸易顺差及服务贸易逆差



预计 2 季度外贸有望继续回暖。

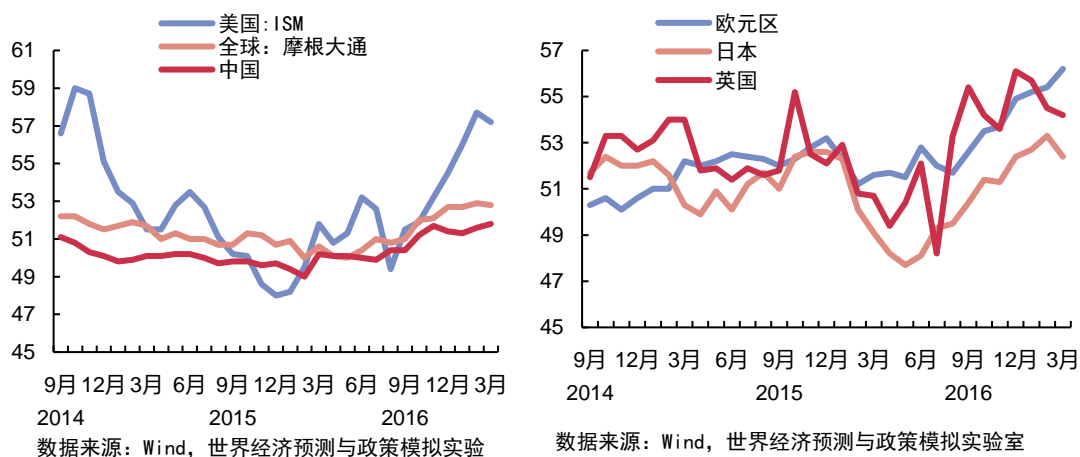
四、外贸展望

2 季度外贸有望保持 1 季度回暖向好的走势。从外需看，未来全球经济环境有望继续改善，先导指标预示外需短期内有望继续好转。3 月摩根大通全球制造业 PMI、美国、欧盟、日本等主要国家 PMI 均保持在荣枯线以上，大致接近 2 月回暖的表现。其中 3 月摩根大通全球制造业 PMI 为 53.0，与 2 月持平，是 2014

年 3 月以来的最高值。3 月中国外贸出口先导指数为 40.2，与 2 月持平，是 2015 年 4 月以来的最高值。新兴市场国家经济继续向好（参见本季报新兴市场国家专题）。从出口竞争力看，1 季度出口企业综合成本较上季度明显下降，相关外贸政策的落实有望继续降低出口企业综合成本，促进出口增长。

4 月初中美两国达成了 100 天行动计划，旨在解决两国存在的经贸分歧，寻求加强经贸合作的潜在领域。鉴于中美贸易不平衡的复杂和多面性，行动计划的结果还存在不确定性。未来还需重点关注中美贸易摩擦升级带来的风险。

图表 62 全球及主要经济体制造业 PMI



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)		
	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2014	2015	2016
出口	-6.7	-5.2	4.2	6.0	-2.6	-7.7
进口	-4.7	2.1	23.3	0.7	-14.4	-5.5
出口额	5577	5808	4834	23432	22829	20974
进口额	4135	4470	4173	19631	16806	15875
贸易余额	1442	1338	661	3801	6023	5099

2. 地区出口						
	(美元同比、%)			(规模、亿美元)		
	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2016Q3	2016Q4	2017Q1
出口	-6.7	-5.2	4.2	5577	5808	4834
美国	-3.7	2.0	7.8	1024	1085	881
欧盟	-3.7	-3.2	4.8	912	906	804
香港	-12.6	-20.7	-4.4	736	859	580
日本	-4.1	-2.0	4.3	339	345	323
东盟	-6.5	-2.4	4.6	656	723	612
俄罗斯	3.4	9.9	19.4	109	105	84

3. 贸易方式						
	(美元同比、%)			(规模、亿美元)		
	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2016Q3	2016Q4	2017Q1
一般贸易出口	-5.8	-5.0	-0.3	3029	3001	2565
加工贸易出口	-8.9	-5.3	8.7	1874	2087	1662
其他贸易出口	-4.3	-5.6	12.7	674	720	607
一般贸易进口	-1.1	6.6	30.8	2349	2443	2499
加工贸易进口	-7.6	-5.2	12.7	1054	1168	945
其他贸易进口	-11.1	0.8	14.8	732	858	728

数据来源：CEIC 数据库。