

全球宏观经济季度报告

总览：2017 年冬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 新专题

撰稿人	张 斌	曹永福	陆 婷
	冯维江	徐奇渊	杨盼盼
	熊爱宗	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

美国：经济增速略高于长期趋势1

2017 年 4 季度美国采购经理人指数、消费者信心指数等指标处于高位，各界预期较为乐观。消费支出较为稳健，房地产市场缓慢改善，企业投资摆脱之前的颓势，短期经济仍持续向好。近期的经济增速持续高于长期趋势，适度回调是大概率事件，2018 年增速将回落到 2.5%左右。此外美国需要对股票价格持续上升、收益率曲线变平等现象保持适度关注。

欧洲：经济增长势头不减 通胀依旧低迷9

2017 年度欧元区及其主要成员国经济增长持续，年末制造业和综合 PMI 均创八年新高，显示出强劲的增长动能。消费者信心加速攀升，失业率刷八年新低，企业投资也稳步扩张，整体复苏形势向好。同时，受内外需回暖的提振，欧元区进口和出口的国际货物贸易额双双增长，区内贸易也日渐活跃。政策方面，随着 2017 年各主要国家大选的落幕，德法新任领导人有意重振德法双轴心，共同推动欧元区改革，这将有利于欧元区经济长期发展前景。不过，受区内薪资增长处于低位的拖累，欧元区通胀表现依旧低迷，欧央行渐进式退出量宽的步伐因此较为谨慎。预计 2018 年欧元区将保持复苏势头，GDP 增速或在 2.1%左右，全年通胀表现也将偏温和，或在 1.5%左右。

日本经济：私人消费拉动缓慢复苏 18

2017 年第 4 季度，日本经济增长继续缓慢复苏。由于上个季度经济规模增幅较大，受基期效应影响，预计第 4 季度实际 GDP 增长环比折年率为 0.7%，由此日本 2017 年全年实际 GDP 增长率预计为 1.8%。私人消费需求对第 4 季度 GDP 增长率贡献最大，预计为 0.4 个百分点。私人投资需求中设备投资贡献更加明显，住宅投资贡献较弱，预计私人投资需求贡献 0.13 个百分点。政府需求贡献预计为 0.18 个百分点，其中政府最终消费的贡献比投资贡献更大。由于进口增速明显加快，净出口对第 4 季度 GDP 增速只有微弱的正贡献。第 4 季度，日本 CPI 同比增长率和剔除租金的核心消费物价同比增长率较上季度有所下降，

与通胀目标背道而驰。对中国经贸投资均出现改善势头。2018 年预计全年实际 GDP 增长率为 1.0%。

新兴市场国家：复苏态势不断巩固 29

2017 年 4 季度金砖国家经济复苏态势不断巩固。在这一背景下，2017 年俄罗斯和巴西经济实现正增长，结束了此前连续两年的衰退，2018 年有望继续延续复苏态势。在“废钞”和税收改革的冲击下，印度经济在 2017 年有所放缓，但随着冲击的逐步消化，2018 年有望恢复到 7%左右的经济增速。南非经济在 2017 年也实现恢复性增长，但总体增速仍然不高，2018 年预计将继续维持在这一水平。2018 年，随着大宗商品价格回升以及全球经济前景向好，新兴市场国家外部需求有望进一步改善，与此同时，新兴市场国家内需继续增长，但政策宽松空间有限可能会带来限制。部分新兴市场国家的政治局势也可能会影响经济复苏进程。

中国经济：2018 年下行压力提示 36

2017 年经济回暖大超预期，在此基础上，市场对 2018 年的增速预期高度一致。截至 2017 年 12 月 26 日，WIND 中国宏观经济预测 (CMF) 共披露了 23 家金融机构对 2018 年增速的预测值。上述机构中，18 家预测值落在 6.5%到 6.7%之间，占到全部机构数的 78.3%。市场主流预期认为，2018 年增速将较 2017 年略有回落，但仍将稳定在 6.5%之上。本文不再赘述稳定因素，而是重点提示 2018 年可能面临的下行压力：第一，实际投资增速首现负增长，第二，技改资金和补贴刺激了投资，但有可能透支了未来，第三，居民中位数收入增速下降、居民加杠杆抑制了消费潜力。2017 年第 4 季度，日本经济增长继续缓慢复苏。由于上个季度经济规模增幅较大，受基期效应影响，预计第 4 季度实际 GDP 增长环比折年率为 0.7%，由此日本 2017 年全年实际 GDP 增长率预计为 1.8%。私人消费需求对第 4 季度 GDP 增长率贡献最大，预计为 0.4 个百分点。私人投资需求中设备投资贡献更加明显，住宅投资贡献较弱，预计私人投资需求贡献 0.13 个百分点。政府需求贡献预计为 0.18 个百分点，其中政府最终消费的贡献比投资贡献更大。由于进口增速明显加快，净出口对第 4 季度 GDP 增速只有微弱的

正贡献。第4季度，日本CPI同比增长率和剔除租金的核心消费物价同比增长率较上季度有所下降，与通胀目标背道而驰。对中国经贸投资均出现改善势头。2018年预计全年实际GDP增长率为1.0%。

东盟与韩国专题：外需高点已过，经济出现回调 43

东盟六国及韩国2017年经济增长表现亮眼，主要经济体增长在第3季度达到峰值，出现了久违的回暖。这一轮的回暖主要来源于中国经济及主要发达国家经济回暖的两股动力叠加，东盟及韩国短期增长亮点频现。

2017年第4季度东盟六国加权平均经济增速预计为5.1%，比第3季度低0.3个百分点。韩国第4季度的经济增速预计为3.5%，比第3季度低0.3个百分点。第4季度，主要东盟国家和韩国在上季度出现外部景气高点之后回调，但仍然处于增长的高位，主要经济景气指标表现仍然亮眼。由于今年年中以来的经济再度回暖，预计东盟六国2017年经济增速为5.1%，比上年高0.4个百分点；韩国2017年经济增速预计为3.2%，比上年高0.4个百分点。

展望2018年，从外部环境来看，中国经济的增长动能有所趋缓，发达国家中美日经济增长趋于平稳，欧洲有望进一步上行，从内部环境来看，各国经济政策空间仍然较大，内需较平稳。预计东盟国家及韩国在2018年上半年仍将保持较高增长动能，下半年经济有下行可能。

2017年第4季度，域内多数国家通胀走弱，通胀变动的主要因素包括食品价格、能源价格和经济增长趋于平稳。第4季度域内国家币值多数相对于美元走强。

第4季度东盟国家和韩国对华出口仍维持在高位，反映出中国在这一轮外需复苏中仍然扮演重要角色。因内需向好，东盟国家总体和韩国从中国的进口有所回升。

金融市场专题：全球金融市场趋于稳定，人民币跨境流出上升 52

2017年，在全球宏观经济继续温和走强而通胀仍保持在低位的背景下，市场对持续增长和低通胀颇具信心。四季度全球金融市场运行平稳，VIX指数在

低位波动，TED 利差亦已回落到 30 个基点附近。外汇市场上，美元指数接连三个季度的下跌后开始企稳，欧元在持续三个季度的升值以后，目前也显示出稳定迹象。其他货币都进入了相对稳定期。股市方面，美日等发达经济体表现抢眼，新兴市场除印度外，总体向上动能不足，呈现来回波动态势。货币市场上，美联储于 12 月中旬的升息决议带动市场利率相应上行。欧洲与日本的量宽政策基调虽然也开始调整，但尚未真正落实在市场利率上。全球主要经济体长期国债收益率走势呈现分化态势。

中国跨境资本流出总量趋稳，人民币汇率升值预期升温。9-11 月，涉外收付款逆差为 145 亿美元。银行结售汇差额逆差为 44 亿美元。特朗普税改引发美元指数上涨的预期落空，人民币预期从贬值转向升值。市场主体结售汇意愿均有所下降，外汇市场交易清淡。人民币净流出从 220 亿美元上升至 240 亿美元。预计随着人民币汇率基本稳定，人民币跨境贸易与投资政策会慢慢松绑，人民币跨境资本流动比率将逐步回升。

大宗商品专题：供需再平衡推动大宗商品价格持续反弹 63

2017 年 4 季度大宗商品价格在石油走强的带领下整体回升，油价环比上涨 17.9%，钢材、煤炭也在实体经济回暖和供给端相对稳定的支撑下上涨。铁矿石在前期下跌后也在季度末回涨。农产品价格相对波动，但主要作物呈上涨趋势。预计 2018 年石油和建筑材料等主要大宗商品由于政策控制和供给端的前期收缩所致，会处于紧平衡状态，为商品价格提供支撑。大宗商品整体回升的趋势或会为实体经济带来一定通胀压力。

外贸专题：出口增速反弹，进口增速回落 71

2017 年 4 季度，中国出口（美元）同比增长 10.1%，较上季度 6.6% 的同比增速显著提高 3.5 个百分点。出口增速反弹，同时得益于外需的继续回暖、出口市场份额增速的提高。4 季度中国进口同比增长 12.6%，较上季度下调 1.8 个百分点。货物贸易顺差总额为 1330 亿美元，同比提高 1.7%，服务贸易逆差规模继续收缩。预计 2018 年出口有望继续保持增长趋势，但增速或将趋缓。

新专题：理解 L 型增长下的 V 型反弹 82

2016 年以来，中国的实际 GDP 增速走出了 L 型，但是名义 GDP 增速走出了 V 型。L 型增长下的 V 型反弹两者并不矛盾。在实际 GDP 增速稳定、通胀没有成为严重问题的背景下，我们需要更加重视名义 GDP 增速。而在两大 GDP 的差异背后，直接来看是 GDP 平减指数通胀率的显著上升，间接来看则是 PPI 通胀率的快速扩张。

图表目录

图表 1 中国外部经济综合 PMI.....	II
图表 2 CEEM 大宗商品进口价格指数.....	V
图表 3 国际金融市场主要指标变动.....	VI
图表 4 制造业 PMI 处于高位.....	1
图表 5 汽车销量处于高位.....	2
图表 6 资本品订单持续攀升.....	3
图表 7 新屋开工量微幅攀升.....	4
图表 8 就业市场改进的空间缩小.....	5
图表 9 通胀率仍低于联储调控目标.....	6
图表 10 PMI 强势上行，工业产出小幅回暖.....	11
图表 11 消费者信心加速攀升.....	12
图表 12 企业投资稳步提升.....	13
图表 13 贸易账户盈余不及预期.....	13
图表 14 失业率刷新八年新低.....	14
图表 15 通胀停滞不前.....	15
图表 16 日本经济继续缓慢复苏.....	19
图表 17 日本企业经常利润同比回落，企业信心仍然较强.....	20
图表 18 制造业和服务业 PMI 双双上升.....	20
图表 19 日本工业生产指数继续回升.....	21
图表 20 日本家庭消费倾向及劳动收入同比增长率回升.....	22
图表 21 日本季调失业率处于较低水平.....	22
图表 22 日本进出口同比增速维持较高水平.....	23
图表 23 日本季调实际出口指数回升趋势明显.....	24
图表 24 日本东京日经 225 指数再攀高位.....	25

图表 25 日本核心 CPI 增长率延续回升势头.....	26
图表 26 日元汇率稳中微贬.....	27
图表 27 日本对华进口和出口增速上升.....	27
图表 28 日本对华直接投资维持同比正增长.....	28
图表 29 中国与金砖国家贸易情况.....	33
图表 30 固定资产投资增速继续下滑探底.....	37
图表 31 设备工器具购置类投资：累计同比增速出现反弹.....	40
图表 32 2017 年初以来，居民收入增速大幅低于 GDP 增速.....	41
图表 33 2016 年以来居民部门杠杆率加速上升.....	42
图表 34 国际金融市场主要指标变动.....	53
图表 35 VIX 指数.....	53
图表 36 Ted 利差走势.....	54
图表 37 主要经济体汇率走势.....	55
图表 38 主要经济体汇率走势比较.....	56
图表 39 主要经济体股指走势.....	57
图表 40 主要货币市场利率走势.....	58
图表 41 主要经济体国债收益率走势.....	59
图表 42 跨境资本总流动.....	60
图表 43 银行结售汇差额.....	60
图表 44 企业涉外收入支出结售汇比率.....	61
图表 45 跨境人民币收入支出占涉外收入支出比率.....	62
图表 46 4 季度大宗商品价格继续增长.....	64
图表 47 大宗商品价格持续反弹.....	64
图表 48 4 季度石油价格持续反弹.....	64
图表 49 4 季度 OPEC 产量出现切实下降.....	64
图表 50 美国商业库存连续下降.....	65
图表 51 欧洲石油需求量企稳.....	65
图表 52 美国活跃钻井数维持在相对低位.....	66

图表 53 炼油厂开工率维持在高位.....	66
图表 54 铜矿砂及其精矿价格回升.....	66
图表 55 中国钢材进口价小幅上涨.....	66
图表 56 LME 铜价与铝价均上涨.....	67
图表 57 国际铁矿石价格先涨后跌.....	67
图表 58 豆粕现货价格回升、玉米与小麦价格相对平稳.....	68
图表 59 CBOT 大豆、玉米、小麦价格均下跌.....	68
图表 60 中国出口增速的地区和产品分布.....	72
图表 61 预计 4 季度外需增速继续回升.....	75
图表 62 预计 4 季度中国出口产品市场份额增速回升.....	75
图表 63 中国进口增速的贸易方式和产品分布.....	77
图表 64 中国货物贸易顺差及服务贸易逆差.....	79
图表 65 全球及主要经济体制造业 PMI.....	80
图表 66 L 型阶段下的实际 GDP 增速几乎没有波动.....	82
图表 67 L 形阶段下的 V 形反弹.....	84
图表 68 经济周期在这里：GDP 平减指数通胀率.....	86

2017 年第 4 季度中国外部经济环境总览

——2017 年冬季全球宏观经济运行与分析

1, 2017 年 4 季度中国外部经济高位运行。2017 年 4 季度中国外部经济综合 CEEM-PMI 为 56.6, 上个季度相比上升 1.1 个点。当前的 CEEM-PMI 达到 2012 年以来的新高, 发达和新兴市场经济体具有较出色表现, 全球经济整体景气程度处于高位。

2, 大宗商品价格升势进一步高涨。CEEM 大宗商品价格¹升势进一步涨高, 环比上涨 6.2%, 同比上涨 7.2%。

3, 中国出口增速反弹, 对美国、欧盟、东盟、日本和韩国等主要贸易伙伴出口增速普遍回升。

4, 全球金融市场延续了今年以来的稳定特征。外汇、货币、债券市场均未出现大幅波动, 发达经济体股市接连创出历史新高或接近历史峰值。

5, 2018 年全球经济处于景气下半场。欧美日接棒中国继续支撑全球经济景气程度高位, 但在中国经济周期性行业回落、全球货币政策朝着收紧方向调整的影响下, 未来经济增长动能的向下调整不可避免。需密切关注全球金融市场调整风险。

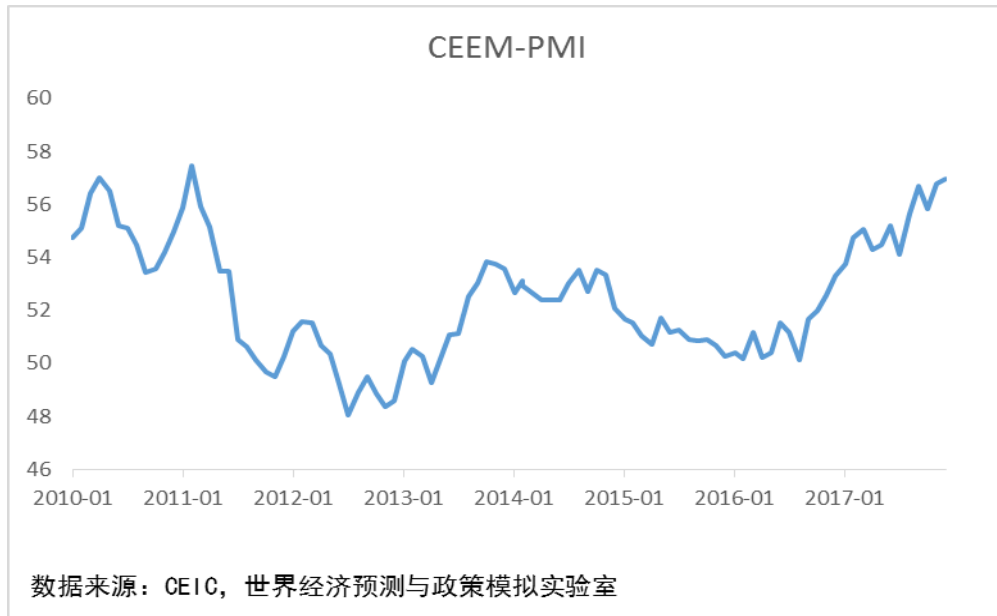
一、 外部经济处于景气高点

2017 年 4 季度中国外部经济高位运行。2017 年 4 季度中国外部经济综合 CEEM-PMI²56.6, 上个季度相比上升 1.1 个点。当前的 CEEM-PMI 达到 2012 年以来的新高, 全球经济景气程度仍处于高位。

¹ 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。

² China External Environment Monitor, 根据主要对外贸易伙伴分布确定各国权重的 PMI 加权, 简称 CEEM-PMI。

图表 1 中国外部经济综合 PMI



美国经济景气程度高位抬升。2017 年 4 季度美国 ISM 制造业采购经理人指数（PMI）均值为 58.9，较 3 季度上升 1.3 个点；非制造业 PMI 为 57.8，较上个季度上升 1.5 个点。失业率已经连续 3 个月维持在 4.1%的水平，达到 2002 年以来的历史低位，岗位空缺率超过金融危机之前的水平，首次申请失业救济人数处于 20 世纪 80 年代以来的历史低位，企业解雇工人的概率显著降低。

从支出角度看，消费和投资双双走强。2017 年 10 月密歇根大学消费者信心指数为 100.7，在 3 季度均值 95.1 的基础上又有所攀升，最主要的耐用消费品汽车销售处于近三十年来的历史高位。企业投资（包括建筑、设备与无形资产）结束了之前两年的低迷态势。其中企业投资的主体部分——设备投资从 2016 年 4 季度到 2017 年 3 季度的环比增速（折年率）分别为 1.8%、4.4%、8.8%和 10.4%，这种连续 4 季度的增速提升是 2008 年金融危机结束以来极为少见。非国防资本品订单从 2016 年下半年以来持续攀升，该指标对企业投资有先导指标的作用，订单的攀升说明企业投资仍有上升动力。2017 年 10~11 月新屋开工量分别为 126 万套和 130 万套，同比增速分别为 2.4%和 3.4%，结束了 2017 年中的下降态势。2017 年下半年房地产价格指数同比增速保持在 6.4%左右，比上半年 5.8%的增速略有提升。美国房地产市场仍然保持缓慢改善态势。

美联储第 5 次加息。2017 年 12 月美联储公开市场委员会认为美国经济上升的基础渐趋稳固，决定再次加息。这是 2015 年 12 月以来第 5 次、2017 年当年第 3 次加息，联邦基金利率目标上限已经从金融危机后的 0.25% 提高到 1.50%；“缩表”进程也开始按计划推进。随着加息进程的推进，美国短期利率已经明显上升，但长期利率变化不大，长期和短期利差持续缩小，收益率曲线逐渐变平。类似现象在 2008 年金融危机之前的美国曾经出现，说明投资者对未来加息节奏的预期相对缓和，对中长期的经济前景并不非常看好。

特朗普税改计划对短期宏观经济运行影响有限。特朗普政府税制改革法案已经通过并开始实施，其核心条款是将公司所得税率从 35% 下降到 21%，此外还包括小幅调低个人所得税率、提高个人免税额度、鼓励跨国公司利润汇回等诸多条款。降低公司税率会提高企业利润，但真正制约美国企业投资的并非资金而是中长期预期，降低公司税率对投资的刺激作用有限。考虑到目前美国劳动力市场继续改进的空间已经很小，减税对就业的刺激作用也非常有限。

欧元区经济景气程度再攀新高。2017 年 4 季度欧元区综合采购经理指数 (PMI) 57.2，较上一季度上升 1.2 个点，这是该指数 2010 年以来的最高位。失业率刷新八年新低。10 月欧元区失业率为 8.8%，低于前值和预期的 8.9%，继续刷新 2009 年 1 月以来的最低水平。

消费者信心加速攀升，居民消费支出平稳。4 季度欧元区消费者信心指数加速攀升，已达到自 2001 年 1 月以来的最高水平，主要得益于居民就业前景和个人财务状况的改善导致未来居民购买耐用品的需求激增。企业投资需求开始逐步上扬。欧元区制造业产能利用率仍在高位不断上升，4 季度产能利用率为 83.9%，较上季度的 83.6% 上升了 0.3 个百分点，企业目前产能已接近极限，企业投资亟待扩张。

欧央行继续保持宽松货币政策。尽管经济景气程度高涨，通胀没有明显抬升，11 月份欧元区消费者调和价格指数年率终值为 1.4%。12 月 14 日，欧洲央行迎来 2017 年内最后一次利率决议会议。与市场预期相一致，欧央行在会议上宣布维持再融资利率、隔夜贷款利率、隔夜存款利率在 0.0%、0.25%、-0.4%。

欧央行在声明中称，自 2018 年 1 月起将月度量化宽松（QE）规模从 600 亿欧元降至 300 亿欧元，持续九个月，如有必要将持续更长时间。QE 将持续运行至通胀路径出现可持续的改变，如果展望恶化，将增加购债规模与持续期限。

日本经济景气持续攀升。日本经济已经连续实现 7 个季度正增长，这是近年来最好的经济表现。经济景气程度进一步攀升，4 季度日本制造业和服务业 PMI 分别为 53.5 和 51.9，分别较上个季度上升了 1.1 和 0.4 个点。日本工业生产指数延续了上季度的回升态势。10-11 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 103.3、103.3 和 103.2，较 3 季度分别提升了 0.8、0.7 和 0.9 点，自 2016 年 5 月以来的上升趋势仍得以保持。

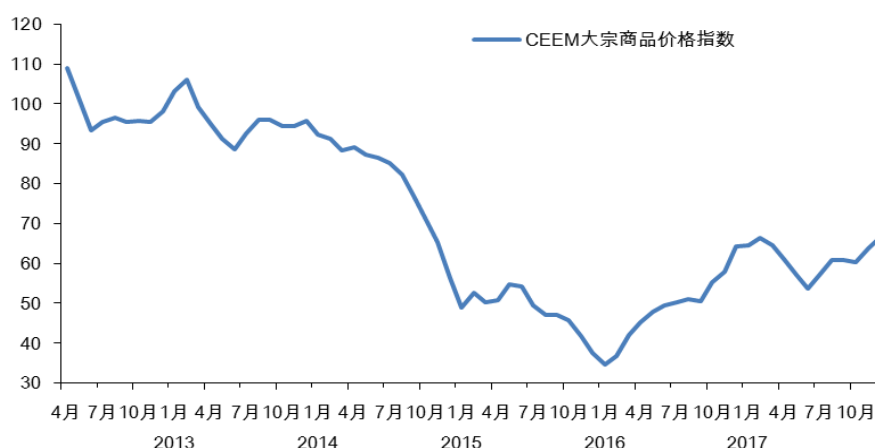
日本央行 2017 年 12 月 20-21 日的货币政策会议维持了对国内景气状况的判断认为日本制造业企业经营状况“正在缓慢改善”，个人消费“虽有所波动，但仍有所改善”，设备投资“增加的趋势没有改变”，基于这些情况决定维持现行超宽松货币政策不变。会议认为 2% 的通胀目标短期仍然难以实现，超宽松货币政策有必要继续延续。日本央行决定仍然维持短期利率在 -0.1%，长期利率维持为零。日本央行维持利率目标不变的决定以 8:1 的投票结果通过。

主要新兴市场经济体复苏态势不断巩固。2017 年俄罗斯、巴西和南非经济都实现正增长，特别是俄罗斯和巴西结束了此前连续两年的经济衰退。“废钞”和税收改革对印度经济造成了显著冲击，但印度经济仍保持了较高的经济增速，国内经济局面也基本稳定。促成金砖国家经济好转的主要因素是国内通胀局面得到有效控制，国内宏观经济局面趋于稳定，外部经济景气程度抬升和大宗商品价格回升带来出口改善和企业利润好转。

东盟六国及韩国仍保持较好增长势头。4 季度东盟六国加权平均经济增速预计为 5.1%，比第 3 季度低 0.3 个百分点。韩国 4 季度的经济增速预计为 3.5%，比第 3 季度低 0.3 个百分点。4 季度主要东盟国家和韩国经济有轻微的向下回调，但仍然处于增长的高位，主要经济景气指标表现仍然亮眼。本轮经济回暖主要来源于中国经济及主要发达国家经济景气程度抬升的两股动力叠加。

大宗商品价格升势进一步高涨。CEEM 大宗商品价格³升势进一步涨高，环比上涨 6.2%，同比上涨 7.2%。4 季度受 OPEC 减产逐步到位、美国商业原油库存下降和地缘政治风险凸显等因素影响，全球油价涨势明显，布兰特原油价格从 60 美元左右上涨突破 65 美元。钢铁与铁矿石价格小幅上涨。钢材进口均价从 9 月底的 1165 美元/吨小幅上涨至 11 月底的 1217 美元/吨，钢材库存仍然处于较低水平。TSI 铁矿石价格指数从 10 月初的 61.5 上涨至 12 月底的 72.8，总体上涨 18.3%，主要来自于 12 月份的价格快速上涨。4 季度主要农产品价格总体稳中走升。大豆价格先升后降，玉米与小麦价格小幅上升。

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

中国出口增速反弹，对美国、欧盟、东盟、日本和韩国等主要贸易伙伴出口增速普遍回升。中国海关数据显示，2017 年 10-11 月，以人民币计，中国出口总额 2.68 万亿元，同比增长 8.3%；以美元计⁴，出口总额 4062 亿美元，同比增长 9.7%，较上季度 6.6% 的同比增速显著提高 3.1 个百分点。分地区看，10-11 月中国大陆对除中国台湾和巴西外的主要贸易伙伴出口增速均显著回升。对美国

³CEEM 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。

⁴除非特别注明，下文贸易数据单位为美元，增速为同比增速。

出口增长 11.8%，较上季度增加 1.5 个百分点；对欧盟出口增长 12.8%，较上季度提高 4.4 个百分点；对日本出口增长 7.8%，较上季度回升 5.4 个百分点；对韩国出口同比增长 9.9%，较上季度回升 2.0 个百分点；对香港出口同比增速从上季度的-3.3%继续回升至-2.1%。此外，中国对东盟、印度和俄罗斯出口同比增速较上季度分别提升 8.5、5.4 和 3.9 个百分点。出口回升主要得益于全球经济景气程度上升，尤其是全球制造业的景气程度上升。2017 年 4 季度，摩根大通全球制造业 PMI 指数达到 54，较上个季度的 53 上升，这也是 2011 年 2 季度以来的最高水平。

二、全球金融市场运行平稳，跨境资本流动趋稳

全球金融市场 4 季度延续了今年以来的稳定特征。外汇、货币、债券市场均未出现大幅波动，发达经济体股市接连创出历史新高或接近历史峰值（见表 1）。反映预期市场波动性的 VIX 指数达到了多年以来前所未有的新低。TED 利差在 2015 到 2016 年以来出现持续走高，一度接近 70 个基点以后，今年以来大幅回落，目前在 30 个基点附近低位波动。这一经济情形甚至被冠名为“金发女孩经济”（Goldilocks Economy）

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	93.67	93.46	0.23	标普 500	2605.2	2465.4	5.67
欧元	1.18	1.18	0.23	德国 DAX	13078.5	12222.5	6.04
日元	112.88	110.93	-1.75	日经 225	22174.5	19870.4	11.60
人民币	6.61	6.67	0.88	上证综指	3353.11	3288.3	1.97
雷亚尔	3.25	3.16	-2.61	巴西 IBOVESPA	74435.2	69054.4	7.79
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	1.26	1.20	6.50	美国	2.37	2.24	13.00
欧元	-0.42	-0.41	-1.00	欧元	0.45	0.49	-4.69
日本	-0.02	-0.03	0.61	日本	0.05	0.05	0.23
中国	2.86	2.86	-0.14	中国	3.86	3.61	24.93
印度	5.86	5.93	-7.12	巴西	10.09	10.05	4.05

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，人民币、日元、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。

外汇市场上，主要发达经济体与新兴经济体货币总体未出现币值的大幅异动。美国指数在前三个季度总体贬值约 10%以后，在四季度开始稳定下来，总体波幅仅为 2.9%。欧元在持续三个季度的升值以后，目前也显示出稳定迹象，在 1.15-1.20 之间小幅波动。英镑、日元及多数主要新兴经济体货币波幅，相比其自身历史波动特征都比较小。

股市方面，美国、日本股市表现强劲，欧洲股市在历史性高位开始经历盘整波动，新兴市场除印度外总体向上动能不足。美国经济总体向好发展以及美联储温和的货币政策引导，使得美国标普 500 指数连续保持了 7 个季度的正增长，4 季度相比上个季度大幅上涨 5.7%。法国、德国股市在连续五个季度上升后开始出现小幅回调。新兴经济体股市 4 季度大多未能延续上季度的涨势，仅印度股市实现了较可观的涨幅。

货币市场上，美联储于 12 月中旬的升息决议带动市场利率相应上行。欧洲与日本的量宽政策虽然也开始调整，但尚未真正落实在市场利率上。主要新兴经济体的货币市场利率也总体保持稳定，仅俄罗斯央行随着通胀触及后苏联时代低点而在四季度两度降息，一共调低基准利率达 75 个基点。

全球主要经济体长期国债收益率走势呈现分化态势。市场对于美国通胀回升路径斜率与升息有更强的预期，这使得美国长期国债利率相比上个季度总体提升了 13 个基点。欧日则由于量宽政策的继续实施，长期国债利率总体仍保持在极低水平，未出现异动。新兴经济体长期利率走势跟随了美国，均出现了不同程度的攀升。

中国跨境资本流出总量趋稳，人民币汇率升值预期升温。9-11 月，涉外收付款逆差为 145 亿美元。银行结售汇差额逆差为 44 亿美元。特朗普税改引发美元指数上涨的预期落空，人民币预期从贬值转向升值。市场主体结售汇意愿均有所下降，外汇市场交易清淡。

三、 2018 年展望

全球经济处于景气高点，未来面临调整压力。本轮全球经济复苏进程中，中国的作用独特。从时间顺序上看，中国经济的周期性行业率先反弹，PPI 随之反弹，然后是其他经济反弹和全球贸易和实体经济好转。再考虑到中国周期性行业和制造业行业规模目前在全球经济中首屈一指的份额和强有力的反弹力度，可以判定中国经济是引领本轮全球经济反弹的关键推手。中国的周期性行业已经跨过本轮周期上升高点，景气程度开始高位回落。滞后于中国经济复苏周期的欧美日等发达经济体刚攀升到景气周期高点，这些经济体正在接棒中国支撑全球经济的景气高度。

2018 年全球经济仍将维持较高景气水平，但是经济增长内生动力弱于 2017 年。全球经济已经处于罕见的景气高度，作为全球经济增长火车头的中国经济增长动力减弱，再考虑到全球货币政策环境向紧缩方向的调整，全球经济将面临向下调整压力。总体来看，2018 年的全球经济将处于景气周期下半场，经济增长动能下降，但是各项宏观经济指标仍保持在较高位置。

需密切关注金融市场调整风险。全球的低利率环境和风险偏好增加使得目前的资产价格处于高位，异常低的金融市场波动指数可能预示着未来重大价格调整的概率增加。

美国：经济增速略高于长期趋势

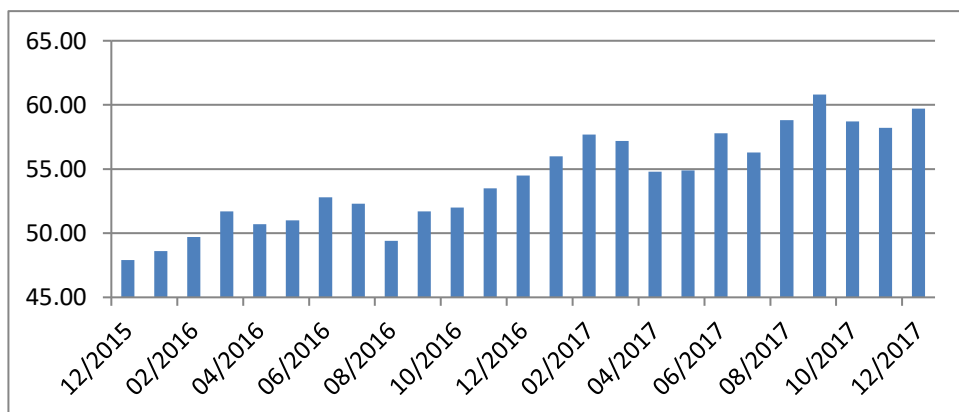
2017年4季度美国采购经理人指数、消费者信心指数等指标处于高位，各界预期较为乐观。消费支出较为稳健，房地产市场缓慢改善，企业投资摆脱之前的颓势，短期经济仍持续向好。近期的经济增速持续高于长期趋势，适度回调是大概率事件，2018年增速将回落到2.5%左右。此外美国需要对股票价格持续上升、收益率曲线变平等现象保持适度关注。

一、经济运行态势

制造业 PMI
处于高位

制造业 PMI 处于高位。2017年10~12月供应商协会公布的美国制造业 PMI 分别为 58.7、58.2 和 59.7，尽管比去年9月的峰值略有下降，但仍然处于高位；从 PMI 分项来看，除库存指数之外，生产、订单、就业、进出口等分项指数均显著高于50的荣枯线，说明企业管理层的市场预期普遍乐观。2017年11~12月工业生产指数同比增速继续攀升，如果从工业生产中剔除波动性较大的采掘业，制造业生产指数同比增速为2.3%~2.4%，这是2015年初以来制造业生产指数增速首次超过2.0%，说明管理层预期和实际的生产活动同步向好。

图表4 制造业 PMI 处于高位



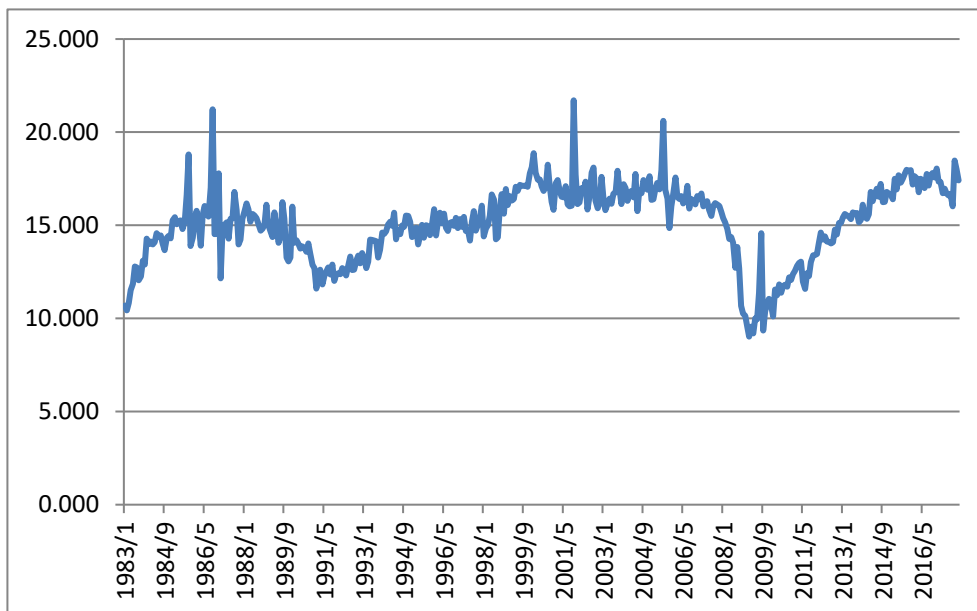
数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

消费支出
较为稳健

消费支出较为稳健。美国失业率处于历史低位，就业机会的增加和工资的增长带动家庭收入稳步增长，再加上股票和房地产价格持续上升带来财富效应，家庭资产负债表持续改善，这些因素使得美国消费支出较为稳健。2017年10月密歇根大学消费者信心指数为100.7，在3季度均值95.1的基础上又有所攀升，基本面和信心的增强使得11月零售数据表现强劲。

2017年11月汽车销量为1749万辆（折年率），该数据比2017年9~10月的1820万辆略有回落，但仍然处于历史高位。9~10汽车销量的冲高部分反映了飓风哈维冲击之后部分汽车毁坏后的重新购置，11月的小幅回落是正常的。汽车是美国家庭最主要的耐用消费品，近期汽车销量结束了2017年中期的下降态势，反映了美国消费支出的稳健性。

图表5 汽车销量处于高位（百万辆）



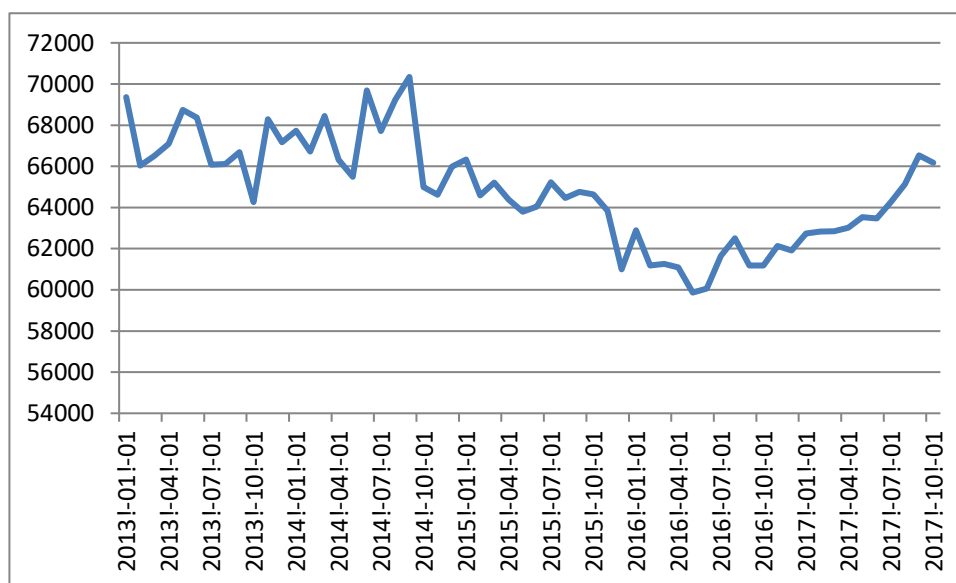
数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

企业投资
止跌回升

企业投资止跌回升。美国企业投资（包括建筑、设备与无形资产）结束了之前两年的低迷态势。其中企业投资的主体部分——设备投资从2016年4季度到2017年3季度的环比增

速（折年率）分别为 1.8%、4.4%、8.8%和 10.4%，这种连续 4 季度的增速提升是 2008 年金融危机结束以来少见的。随着劳动力市场的收紧，企业更多采用劳动节约型技术和资本投入，从而带动企业投资上升。非国防资本品订单从 2016 年下半年以来持续攀升，该指标对企业投资有先导指标的作用，订单的攀升说明企业投资仍有上升动力。

图表 6 资本品订单持续攀升（单位：百万美元）

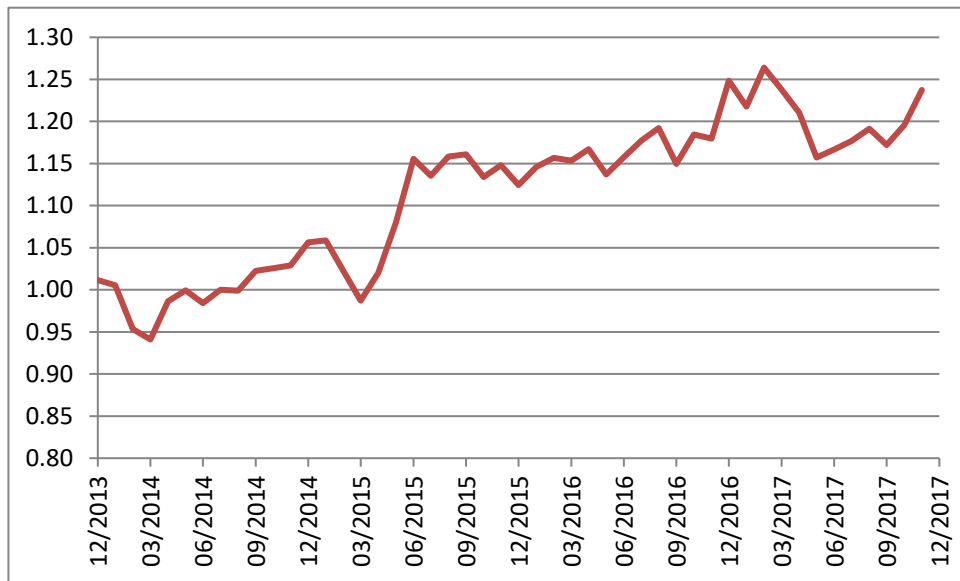


数据来源：美联储圣路易分行，世界经济预测与政策模拟实验室

新屋开工
量微幅攀
升

新屋开工量微幅攀升。2017 年 10~11 月新屋开工量分别为 126 万套和 130 万套，同比增速分别为 2.4%和 3.4%，结束了 2017 年中的下降态势。2017 年下半年房地产价格指数同比增速保持在 6.4%左右，比上半年 5.8%的增速略有提升。美国房地产市场仍然保持缓慢改善态势。

图表 7 新屋开工量微幅攀升（3 个月移动平均，百万套）



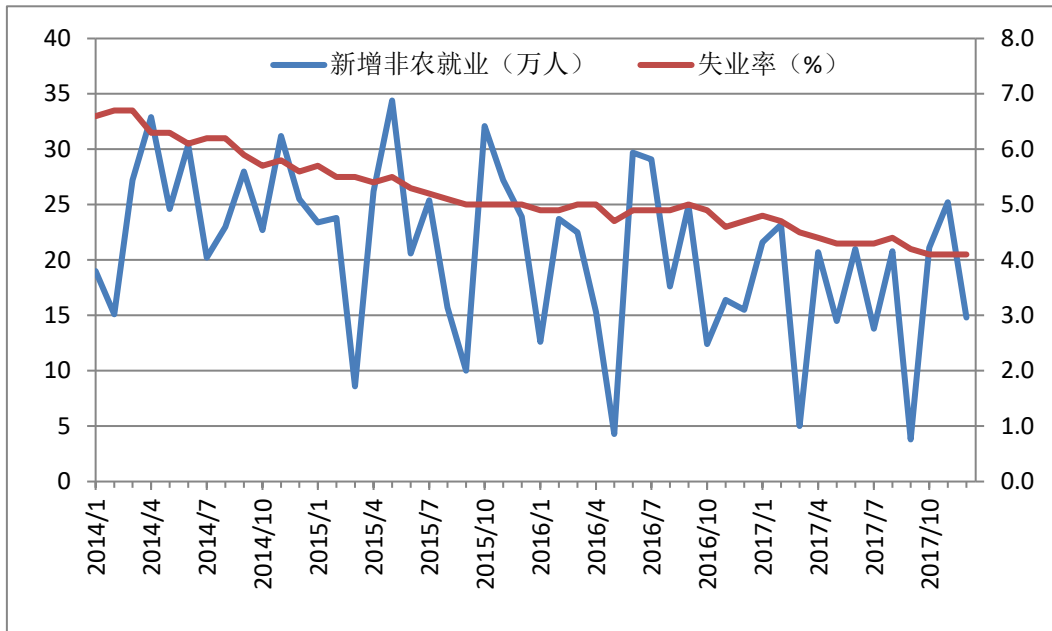
数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

就业市场
改进空间
缩小

就业市场改进空间缩小。2017 年 4 季度美国月均新增非农就业岗位 20.4 万人，但 2017 年全年月均增量只有 17.1 万，比前两年略有下降；失业率已经连续 3 个月维持在 4.1% 的水平；近期劳动参与率一直围绕 62.7%~62.9% 的区间小幅震荡。这些指标的走势说明美国劳动力市场继续改进的空间已经逐渐缩小。同时，首次申请失业救济人数处于 20 世纪 80 年代以来的历史低位，企业解雇工人的概率显著降低，说明美国就业市场相对稳定。

尽管失业率处于低位，但 2017 年 10~11 月私人部门周均工资同比增速仍然保持在 2.7% 左右，工资增速并没有明显提升，工资对通货膨胀的推动作用并不明显。

图表 8 就业市场改进的空间缩小

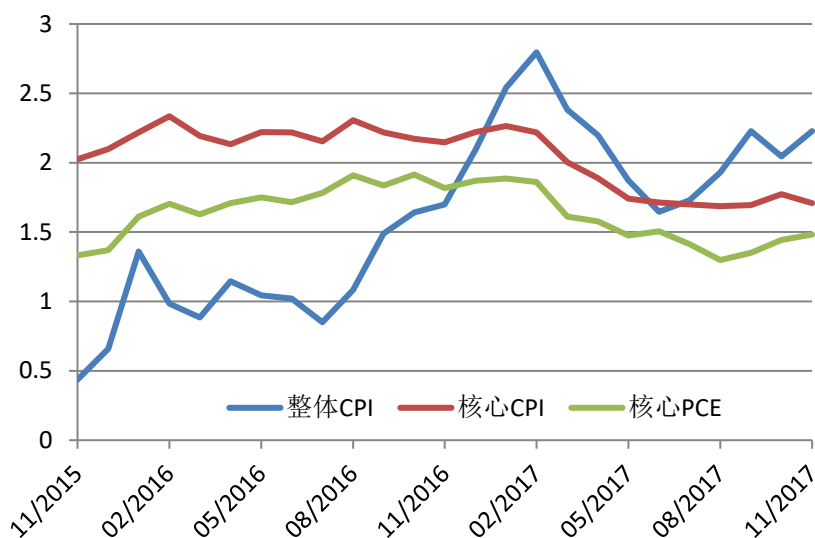


数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

通胀率
仍低于
联储调
控目标

通胀率仍低于联储调控目标。受国际大宗商品价格回升的拉动，2017年10~11月美国整体CPI同比增长率分别为2.0%~2.2%，比之前略有提升；但是同期核心CPI同比增速分别为1.8%和1.7%，变化非常微弱。美联储更看重核心PCE价格指数，该指标去年10~11月同比增速分别为1.4%~1.5%，依旧低于联储2%的通货膨胀目标，通货膨胀风险并不明显。密歇根大学公布的5年通胀预期仍然很稳定，有理由相信未来的通胀走势将相对温和。

图表 9 通胀率仍低于联储调控目标



股票市场
继续攀升

股票市场继续攀升。2017年12月底美国道琼斯工业股票价格指数和纳斯达克指数分别去2016年底增长28.2%和25.1%，增速比之前有所提升。芝加哥联储分行测算的美国金融环境指数处于20世纪90年代初以来的最低值，整体金融环境相对宽松。这一方面是因为投资者对美国经济的预期普遍乐观；此外货币政策仍处于相对宽松的状态，对股票市场的上涨起到了推动作用。

二、经济政策

特朗普税
改的影响
不宜夸大

特朗普税改计划的影响不宜夸大。特朗普政府税制改革法案已经通过并开始实施，其核心条款是将公司所得税率从35%下降到21%，此外还包括小幅调低个人所得税率、提高个人免税额度、鼓励跨国公司利润汇回等诸多条款。但政治家和媒体为推动税改法案通过，会过度渲染减税的积极作用，对此应有冷静观察。降低公司税率会提高企业利润，但对美国实体投资的刺激作用还有待观察。减税对就业的刺激作用也值得探讨，目前美国劳动力市场继续改进的空间已经很小，

收益率曲线变平

美国税收基金会认为减税仅会使工作小时数增加，部分零工就业者（Part-time）转变为全职工作者，可见相关智库对减税的就业促进效果也信心不足。

美国国会参议院和众议院 2017 年 12 月 21 日分别通过了临时拨款法案，以避免联邦政府关门，该法案可以让联邦政府运转至 2018 年 1 月 19 日，留出时间给国会共和、民主两党继续讨论截至 9 月底的 2018 财年余下预算。目前国会两党在移民、医疗、国防开支、救灾援助等方面仍存在分歧，因此剩余财年的拨款仍存在变数。

美联储第 5 次加息。2017 年 12 月美联储公开市场委员会认为美国经济上升的基础渐趋稳固，决定再次加息。这是 2015 年 12 月以来第 5 次、2017 年当年第 3 次加息，联邦基金利率目标上限已经从金融危机后的 0.25% 提高到 1.50%；“缩表”进程也开始按计划推进。根据美联储的最新预测，到 2019 年联邦基金利率目标是 2.7%。

随着加息进程的推进，美国短期利率已经明显上升，但长期利率变化不大，长期和短期利差持续缩小，比如 2013 年底~2017 年底 10 年期和 2 年期国债的利差缩小了 2 个百分点，收益率曲线（yield curve）逐渐变平。类似现象在 2008 年金融危机之前的美国曾经出现，当时被称为“格林斯潘之谜”。这说明投资者对未来加息节奏的预期相对缓和，对中长期的经济前景也并不非常看好，这种现象是值得关注的。

三、经济形势展望

经济增速略高于长期趋势

经济增速略高于长期趋势。采购经理人指数、消费者信心指数等指标继续处于高位。家庭消费支出较为稳健，房地产市场继续缓慢向好，企业投资摆脱之前的颓势，美国经济的短期前景相对乐观。

2017年2~3季度的GDP增速为3.1%~3.2%，根据最新能够获得的数据估测，2017年4季度GDP增速将保持在3.0%左右。近期美国经济增速显著高于长期趋势，这种高增长恐将难以持续，未来出现技术性回调的可能性较大，2018年1季度GDP增速将回落到2.5%左右。随着美国股票价格持续攀升，市盈率已经显著提高，美国需要再次注意金融泡沫风险；此外收益率曲线变平也是值得关注的现象，因为这种曲线的走势反映了投资者对中长期经济走势的预期，短期利率过高、收益率曲线的反转往往是金融危机的前兆，虽然目前这种极端现象还言之尚早，但也应该保持适度关注。

欧洲：经济增长势头不减 通胀依旧低迷

2017 年度欧元区及其主要成员国经济增长持续，年末制造业和综合 PMI 均创八年新高，显示出强劲的增长动能。消费者信心加速攀升，失业率刷八年新低，企业投资也稳步扩张，整体复苏形势向好。同时，受内外需回暖的提振，欧元区进口和出口的国际货物贸易额双双增长，区内贸易也日渐活跃。政策方面，随着 2017 年各主要国家大选的落幕，德法新任领导人有意重振德法双轴心，共同推动欧元区改革，这将有利于欧元区经济长期发展前景。不过，受区内薪资增长处于低位的拖累，欧元区通胀表现依旧低迷，欧央行渐进式退出量宽的步伐因此较为谨慎。预计 2018 年欧元区将保持复苏势头，GDP 增速或在 2.1% 左右，全年通胀表现也将偏温和，或在 1.5% 左右。

一、经济运行态势

PMI 强势上行，工业产出小幅回暖。 在经历了 10 月的小幅下滑之后，综合采购经理人指数（PMI）于 2017 年 11 和 12 月迅速回升，显示出强劲的增长动能。欧元区 12 月制造业 PMI 初值 60.6，创下 1997 年 6 月开始公布数值以来的最高水平，高于预期的 59.7 和 11 月的 60.1；服务业也继续扩张，欧元区 12 月服务业 PMI 初值 56.5，为 80 个月高点，高于预期的 56 和 11 月的 56.2。得益于这两者的出色表现，欧元区 12 月综合 PMI 初值也达到了 58，刷新了 82 个月内的最高纪录，远超预期的 57.2 和前值 57.5。

商业活动的活跃反映在新订单上，就是新订单创下十年以来的最大增幅。受益于出口订单的增长，12 月制造业新出口订单增幅十分接近 11 月创下的历史新高。可以说，2017 年最后一个季度欧元区的商业活动表现是 2011 年初以来最佳，制造业蓬勃发展，服务业也在需求抬升的推动下不断扩张。

就欧元区的主要国家来看，德国经济动能也在 2017 年底得到进一步提升。12 月德国服务业 PMI 初值 55.8，创 24 个月新

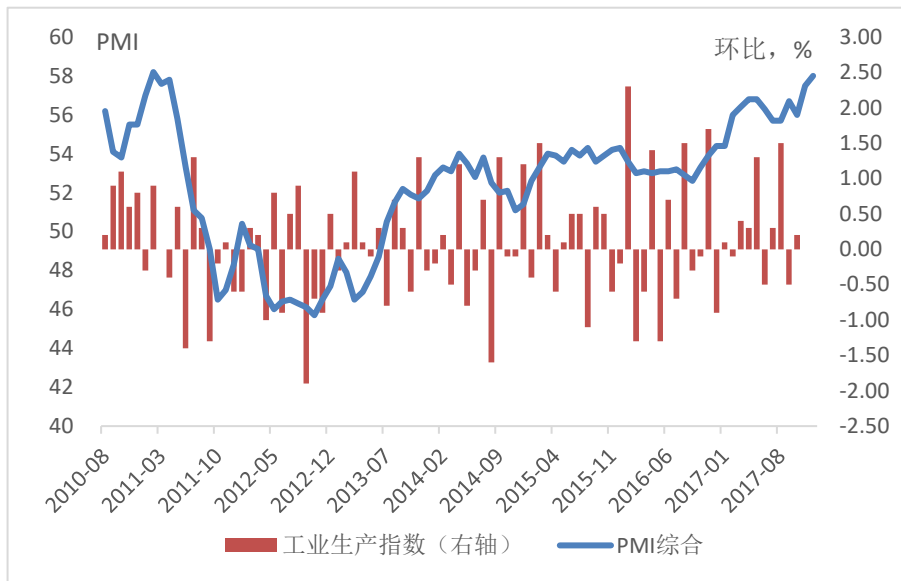
高，大幅高于预期的 54.6，和前值 54.3；而制造业部门则创下 1996 年初收集数据以来最好的表现，12 月制造业 PMI 初值 63.3，高于预期的 62 和前值 62.5。最终德国 12 月综合 PMI 初值为 58.7，创 80 个月新高。

法国 12 月制造业继续向好，增速仍旧保持强劲速度。12 月法国制造业 PMI 初值 59.3，创下近 17 年半新高，高于预期的 57.2 和前值 57.7。相反，服务业 PMI 则不及预期和前值。法国 12 月服务业 PMI 初值 59.4，低于预期的 60 和前值 60.4。不过尽管增速较十一月有所调整，但服务业整体表现仍旧强劲，远高于荣枯线之上。与此同时，12 月法国新出口订单的增速也是 7 年来最快，表明全球需求增加使制造业受益匪浅。从整体上来看，法国经济已经做好来明年进一步增长的准备。

工业生产指数方面，在经历上一季度的小幅波动后，欧元区工业生产指数于 10 月又有所回升。10 月欧元区工业生产指数为 109.0，经过季节因素调整后环比增长 0.2%，同比上升 3.7%。这主要受益于资本商品（含机械与装备）与耐用消费品如汽车的产量大幅增长，表明市场预期消费者对高价商品消费需求增加。

具体就欧元区主要国家而言，德国 10 月份工业产出环比下降，为连续第二个月下降。经价格、季节和工作日调整后，德国 10 月份工业产出环比下降 1.4%，市场原本预期 10 月份工业产出将环比上升 1.0%。德国联邦经济和能源部表示，工业产出之所以“意外”下降，主要是受 10 月份德国国庆等一些公共节假日的影响，但从目前有利的工业订单状况和乐观的商业预期来看，德国工业经济仍在持续向好。相比之下，法国 10 月份工业产出则出现惊喜上扬，环比上升 1.9%，大幅高于预期的-0.1%以及前值的 0.6%，显示出复苏加速的势头。

图表 10 PMI 强势上行，工业产出小幅回暖



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
加速攀升

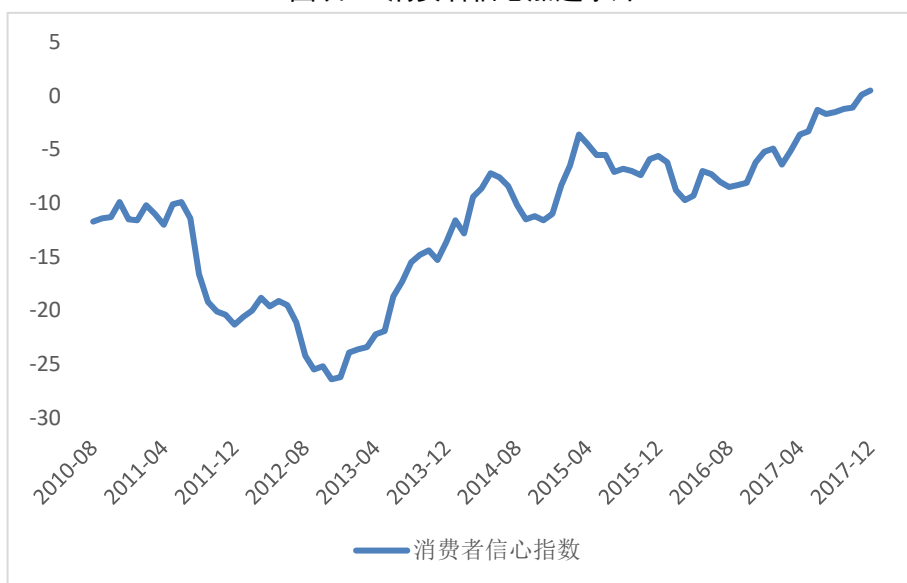
消费者信心加速攀升，居民消费支出平稳。第四季度欧元区消费者信心指数加速攀升，已达到自 2001 年 1 月以来的最高水平。11 和 12 月信心指数均转为正值，11 月消费者信心指数为 0.1,12 月更进一步提升到 0.5，大幅超过市场预期的 0.2。消费者信心达 17 年最高点主要是因为居民就业前景和个人财务状况的改善，预期这将导致未来居民购买耐用用品的需求激增。

就欧元区主要国家来看，德国 2018 年 1 月 GFK 消费者信心指数较 12 月增加 0.1 点至 10.9 点。在反映德国消费者信心指数的三项指标中，经济前景指标上升 0.9 点，至 45.2 点，创 2015 年 7 月以来最高；收入预期指标结束连续三个月的跌势，升至 54.3 点；消费和购买倾向指标略微下调至 57.1 点，依然保持较高水平。GFK 称，这意味着 2018 年将迎来良好开局，德国国内消费在新的一年里将继续扮演重要支柱角色，德国新政府组阁不顺并没有影响消费者信心。法国 11 月份家庭信心指数为 102，环比上升 2 个点，高于长期均值；家庭未来财务状况指数上升 5 个点，仍低于长期均值；过去财务状况指数上升 2 个点；预期

储蓄能力指数上升 7 个点；当前储蓄能力指数上升 2 个点，高于长期均值。

居民消费支出方面，2017 年第 3 季度，欧元区居民消费支出表现平稳，同比增长 1.8%，季调环比增长 0.3%，为该季度的 GDP 增长贡献了 0.2 个百分点。同时，消费支出的基本面支撑仍旧良好，10 月份经季调后的零售销售指数为 105.5，同比增长 0.4%，表现虽略逊于预期，但总体仍处于平稳区间。

图表 11 消费者信心加速攀升

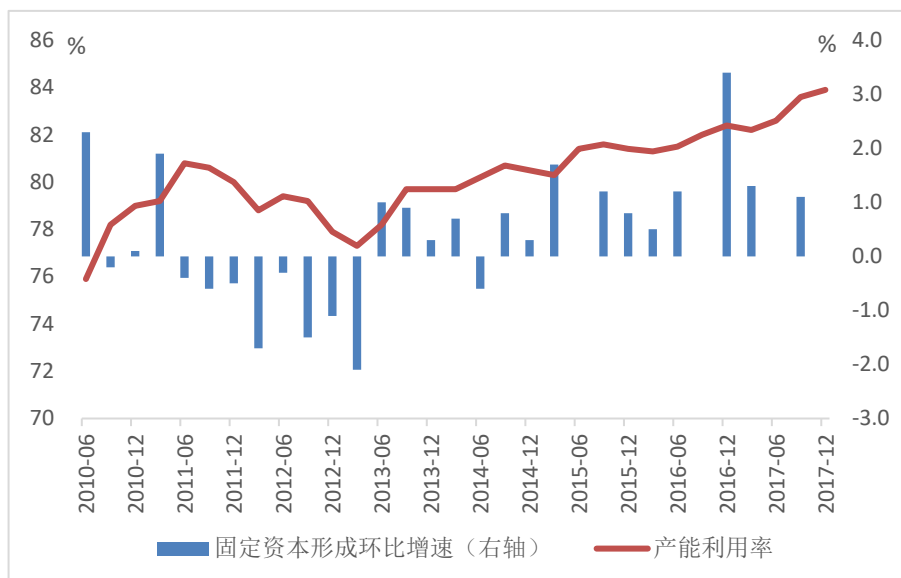


数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

企业投资稳步提升

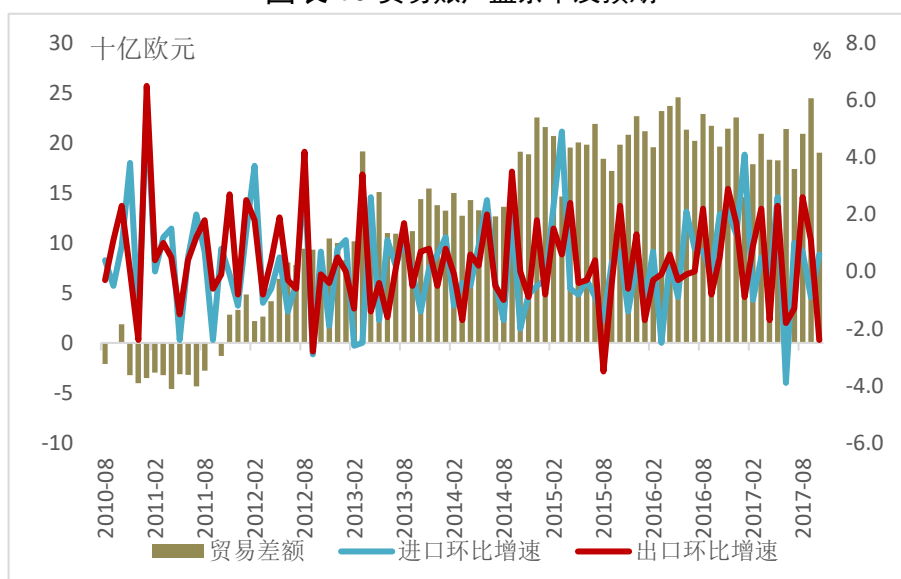
企业投资稳步提升。2017 年三季度，不变价欧元区固定资本形成总额同比增长 4.2%，环比增速为 1.1%，对 GDP 增长贡献 0.2 个百分点。这表明，随着欧元区需求的不断改善，企业投资需求开始逐步上扬。与此同时，欧元区制造业产能利用率仍在高位不断上升，2017 年四季度产能利用率为 83.9%，较上季度的 83.6%上升了 0.3 个百分点，表明企业目前产能已接近极限，企业投资亟待扩张，未来制造业企业的固定资本投资规模有望进一步增长。

图表 12 企业投资稳步提升



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 13 贸易账户盈余不及预期



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

贸易账户盈
余不及预期

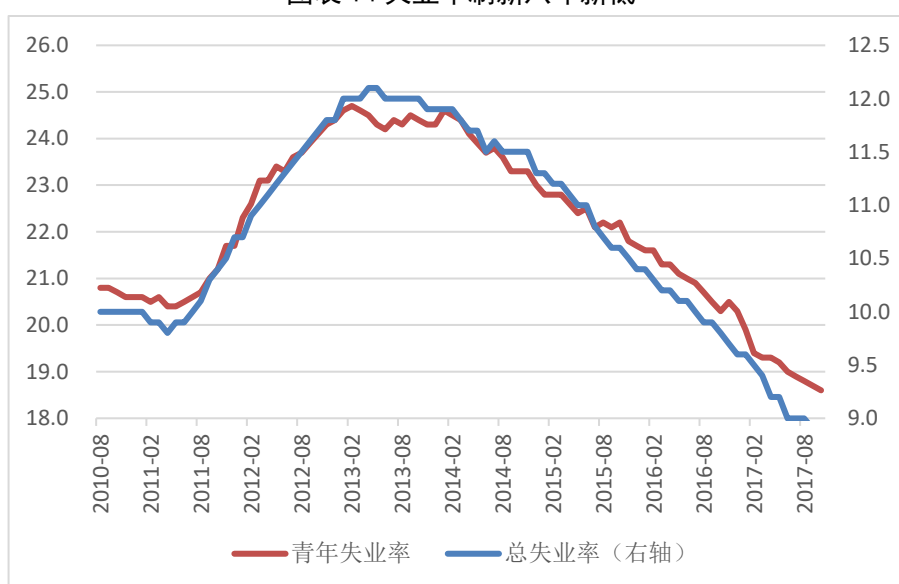
贸易账户盈余不及预期。欧元区 10 月季调后经常帐盈余收窄至 190 亿欧元，低于预期的 243 亿欧元及前值 245 亿欧元。这是欧元区既上季度连续 3 个月经常帐盈余增长后的首次回落，与 2016 年同期的 192 亿欧元顺差基本持平。

具体数据显示，欧元区 10 月份货物出口额为 1879 亿欧元，同比增长 8.8%。货物进口额为 1689 亿欧元，同比增长 10.1%。欧元区域内货物贸易额为 1600 亿欧元，同比增长 9.7%。可以看

到，尽管国际货物贸易顺差不及预期，但货物进出口表现都尚属良好，一方面，全球经济的普遍复苏为欧元区出口增长提供了支撑，另一方面，区内经济的复苏也推高了欧元区内部对国际商品的需求。

就各个主要国家而言，德国 10 月季调后经常帐显示为 181 亿欧元，同样不及预期的 200 亿欧元。出口额继 9 月份下降 0.4% 后，10 月又再度下降了 0.4%，进口额则环比增长了 1.8%。不过，该数据表现受假期和天气因素干扰明显，难以凭此断言德国贸易失速。法国 10 月贸易帐户余额为 -49.56 亿欧元，逆差较上一个月的 46.69 亿欧元进一步扩大，这主要是内需趋暖导致接连几个月法国外贸进口增长高于出口。第三季度法国外贸进口环比增长 2.6%，明显高于二季度 0.1% 的环比增幅，而外贸出口环比增幅则由二季度的 2% 降至 0.8%。

图表 14 失业率刷新八年新低



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

失业率刷新
八年新低

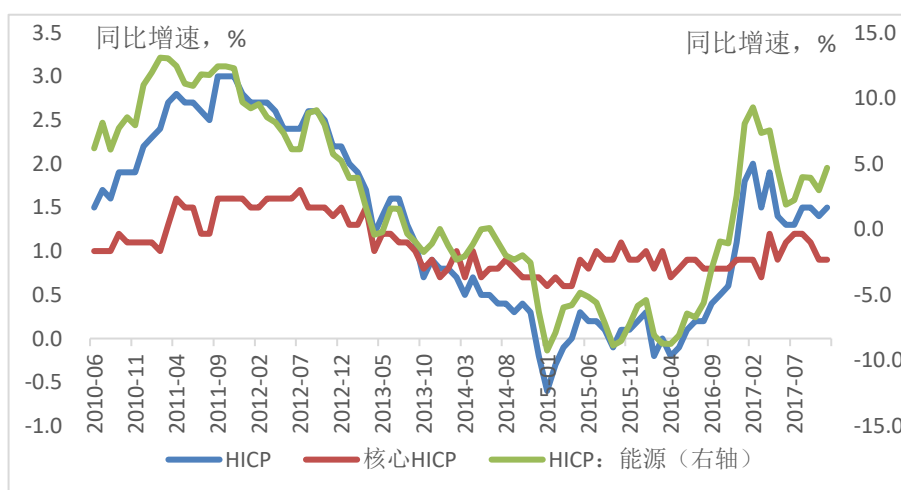
失业率刷新八年新低。10 月欧元区失业率为 8.8%，低于前值和预期的 8.9%，继续刷新 2009 年 1 月以来的最低水平。分国别而言，希腊失业率最高，为 20.6%；西班牙次之，失业率达 16.7%；失业率最低的是捷克，仅为 2.7%。欧元区最大经济

体德国经，11 月季调失业人数环比减少 1.8 万人，降幅大于市场预期预期的 1 万人。当月失业率为 5.6%，与上月持平，维持在两德统一以来的最低水平。2017 年第三季度法国本土的失业人数共有 271 万人，比前一季度增加 6.2 万人，增幅约 0.2%，失业率因此回升到第二季度的水平，达 9.3%。加上海外省，全国失业人数增达 288 万人，失业率达 9.7%。

就业人口方面，2017 年第三季度，欧元区就业人数环比上涨 0.4%，同比增长 1.7%，就业人数已经达到 17 年来的最高水平。

通货膨胀停滞不前。11 月份欧元区消费者调和价格指数（Harmonised Indices of Consumer Prices, HICP）年率终值为 1.5%，低于预期的 1.6%，较 10 月的 1.4% 提升了 0.1 个百分点。通货膨胀略有上升的主要原因是能源价格上涨，11 月份的能源价格上涨 4.7%，10 月份为 3.3%。未加工食品价格上涨 2.4%，而上个月上涨 2.8%。如果没有这两个最具波动性的成分，核心通货膨胀率稳定在 1.1%，比预期 1.0% 稍高。尽管如此，与欧元区亮眼的经济增速和失业率数据相比，通胀表现可谓停滞不前，这意味着为了接近通胀目标，欧央行充分的刺激仍然有必要。

图表 15 通胀停滞不前



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

二、政策走势

欧元区改革
再现德法双
引擎

欧元区改革再现德法双引擎。随着 2017 年欧洲多国大选的落幕，欧元区迎来了改革新契机。9 月，法国新任总统马克龙提出一系列重塑欧盟的建议，主张加强与德国的统一协调，在欧元区核心国建立强有力的统一预算，设立欧元区财政部长职位，以保证欧元区经济增长并有能力应对各种经济危机的冲击。

12 月 6 日，欧盟委员会发布了欧元区改革计划草案，提议自 2019 年开始将欧元区救助基金转型为欧洲货币基金；提议从 2019 年 11 月开始，设置欧元区经济和财政部长；提议在长期预算中建立融合性工具，以帮助非欧元区国家向欧元靠拢。这些改革旨在增加欧盟对危机的抵御能力，建立更有弹性的经济体，并减少国家之间的经济差异，也部分呼应了法国总统马克龙提出的改革建议。

在随后的欧盟峰会上，德国总理默克尔给予了马克龙较为肯定的答案，认为“是时候推动欧元改革”，并在 15 日当天的联合新闻发布会上表示，德国与法国将在 2018 年 3 月之前就欧元区改革计划达成“共同立场”。这意味两国新任领导人，有意重振德法双轴心，成为今后欧元区改革的共同推手。

欧央行按兵
不动

欧央行按兵不动。12 月 14 日，欧洲央行迎来 2017 年内最后一次利率决议会议。与市场预期相一致，欧央行在会议上宣布维持三大利率不变，主要再融资利率、隔夜贷款利率、隔夜存款利率分别保持在 0.0%、0.25%、-0.4%。与此同时，欧央行在声明中称，自 2018 年 1 月起将月度量化宽松（QE）规模从 600 亿欧元降至 300 亿欧元，持续九个月，如有必要将持续更长时间。QE 将持续运行至通胀路径出现可持续的改变，如果展望恶化，将增加购债规模与持续期限。

2017 年以来，欧洲经济复苏强劲，在此次利率决策会议中，欧央行也大幅上调了经济增长预期，并将 2020 年通胀预期到

1.7%。不过，考虑到欧元区核心通胀的疲弱表现，目前市场普遍预期在 2018 年 9 月 QE 到期后，欧央行将进一步缩减 QE 规模，但不会急于退出 QE，真正意义上的加息周期很可能于 2019 年年中或下半年才开始。这意味着 2018 年欧元区经济及股市仍有望得到相对宽松货币政策的支持。

三、经济形势展望

预计 2018 年
欧元区 GDP
增速将在
2.1%左右

预计 2018 年欧元区 GDP 增速将在 2.1%左右。2017 年欧元区经济复苏势头强劲，前三季度 GDP 同比增速分别为 2%、2.3%和 2.5%，平均增速为 2.3%，超过美国、英国和日本，成为发达经济体最大的亮点。

2018 年欧元区有望延续 2017 年的复苏态势，经济持续复苏将主要由需求面带动，尤其是私人消费、投资和出口增长的支撑。同时，在制造业和服务业双双走强的驱动下，企业和投资人对经济前景的信心不断上扬，将带动私人部门投资的活跃，致使劳动力市场继续改善，进一步促进内需的增长。

欧元区 2018
年通胀率或
在 1.5%左右

欧元区 2018 年通胀率或在 1.5%左右。与全面复苏的经济相比，2017 年欧元区的通货膨胀率显得差强人意，通胀数据屡屡不及预期，反映出欧元区物价增速仍较低迷，为欧央行渐进式退出量化宽松政策提供了依据。不过，倘若欧元区经济复苏能够持续较长时间，将逐渐改变目前欧元区薪资无法得到增长的局面，最终给工资和物价带来上行压力。另一方面，如果欧央行如市场普遍预期一般，在 2018 年年末之前都维持相对宽松的货币政策，这将为欧元区通胀水平提供一定支撑。预计欧元区 2018 年通胀表现将延续温和上行的走势，年率或在 1.5%左右。

日本经济：私人消费拉动缓慢复苏

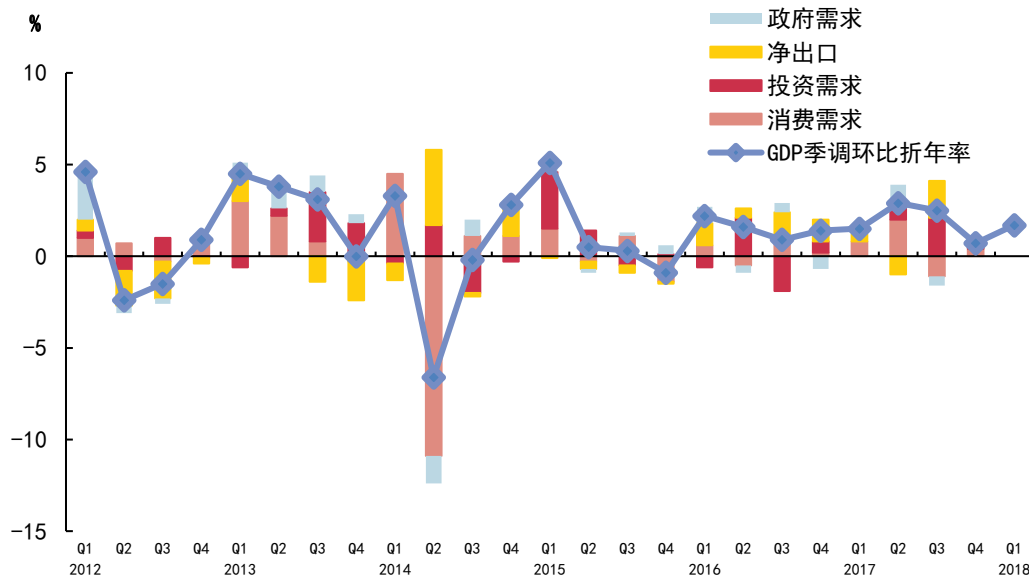
2017年第4季度，日本经济增长继续缓慢复苏。由于上个季度经济规模增幅较大，受基期效应影响，预计第4季度实际GDP增长环比折年率为0.7%，由此日本2017年全年实际GDP增长率预计为1.8%。私人消费需求对第4季度GDP增长率贡献最大，预计为0.4个百分点。私人投资需求中设备投资贡献更加明显，住宅投资贡献较弱，预计私人投资需求贡献0.13个百分点。政府需求贡献预计为0.18个百分点，其中政府最终消费的贡献比投资贡献更大。由于进口增速明显加快，净出口对第4季度GDP增速只有微弱的正贡献。第4季度，日本CPI同比增长率和剔除租金的核心消费物价同比增长率较上季度有所下降，与通胀目标背道而驰。对中国经贸投资均出现改善势头。2018年预计全年实际GDP增长率为1.0%。

一、经济继续缓慢复苏

2017年第4季度，预计日本实际GDP季调环比增长折年率约为0.7%，全年预计增长1.8%。

2017年第4季度，日本经济增长继续缓慢复苏。由于上个季度经济规模增幅较大，受基期效应影响，预计第4季度实际GDP增长环比折年率为0.7%，由此日本2017年全年实际GDP增长率为1.8%。私人消费需求对第4季度GDP增长率贡献最大，预计为0.4个百分点。私人投资需求中设备投资贡献更加明显，住宅投资贡献较弱，预计私人投资需求贡献0.13个百分点。政府需求贡献预计为0.18个百分点，其中政府最终消费的贡献比投资贡献更大。由于进口增速明显加快，净出口对第4季度GDP增速只有微弱的正贡献。2018年的世界经济可能进入周期性回升，但仍然面临高度不确定的政策环境及地缘政治冲突等潜在风险。日本国内虽然有奥运会相关建设需求的拉动，但人口老龄化、生产率增长放缓、产能过剩等结构性问题依然存在，并且由于社会保险负担及领取年金家庭的购买力低下等原因，预计个人消费的恢复能力依旧脆弱，预计全年实际GDP增长率为1.0%。

图表 16 日本经济继续缓慢复苏

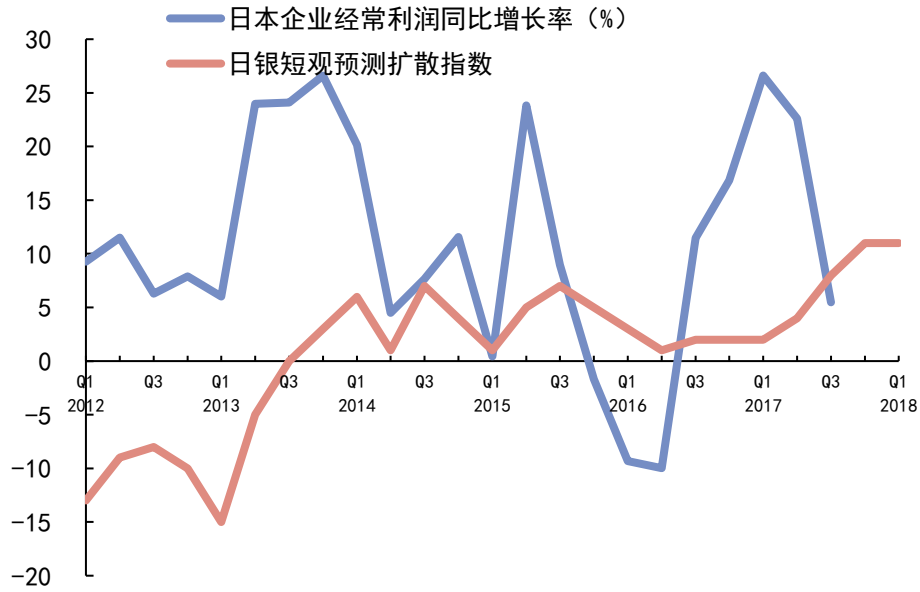


数据来源：日本内阁府，世界经济预测与政策模拟实验室

日本企业经常利润同比增长率回落，企业商业信心仍然较强。

日本企业经常利润同比增长率回落，企业商业信心仍然较强。企业经常利润同比增长率在 2017 年第 1 季度和第 2 季度都出现同比超过百分之二十的高速增长，第 3 季度仍维持正增长但同比增速回落至 5.5%。商业信心方面，企业对 2018 年第 1 季度商业环境的信心与 2017 年第 4 季度持平，均为 11。这也是 1992 年第 1 季度以来最高值。机械订单第 3 季度同比增长 13.0%，进入第 4 季度仍保持增势，10 月同比增长 13.4%。预计第 4 季度私人部门设备投资对经济增长拉动较好。但私人住宅投资表现不佳，第 3 季度同比负增长 2.4%，第 4 季度并未好转，10 月和 11 月合计同比负增长 2.6%。

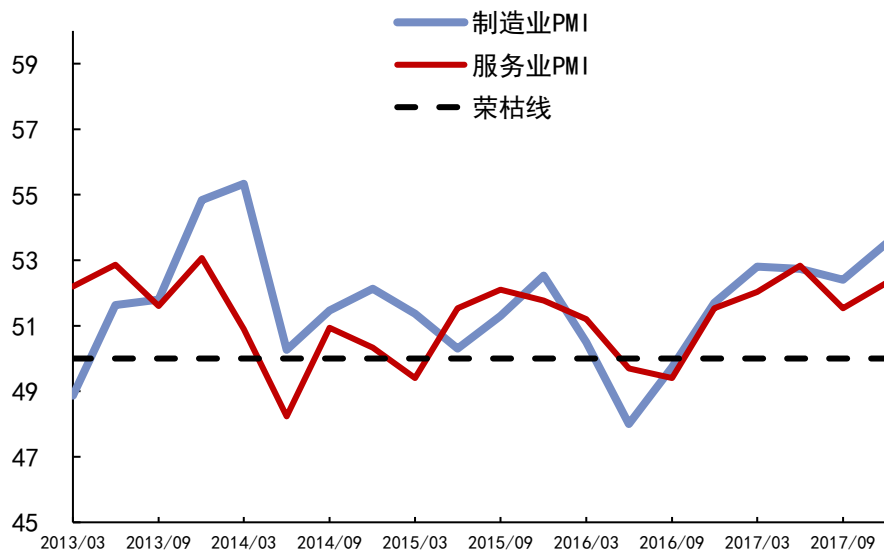
图表 17 日本企业经常利润同比回落，企业信心仍然较强



制造业和服务业 PMI 都有所上升。

第 4 季度日本制造业和服务业 PMI 都有所上升，意味着日本经济景气扩张的幅度扩大。其中，制造业 PMI 第 4 季度为 53.5，较上季度提升了 1.1；服务业 PMI（10 月及 11 月均值）约为 52.3，较上季度的 51.5 也上升了 0.7。

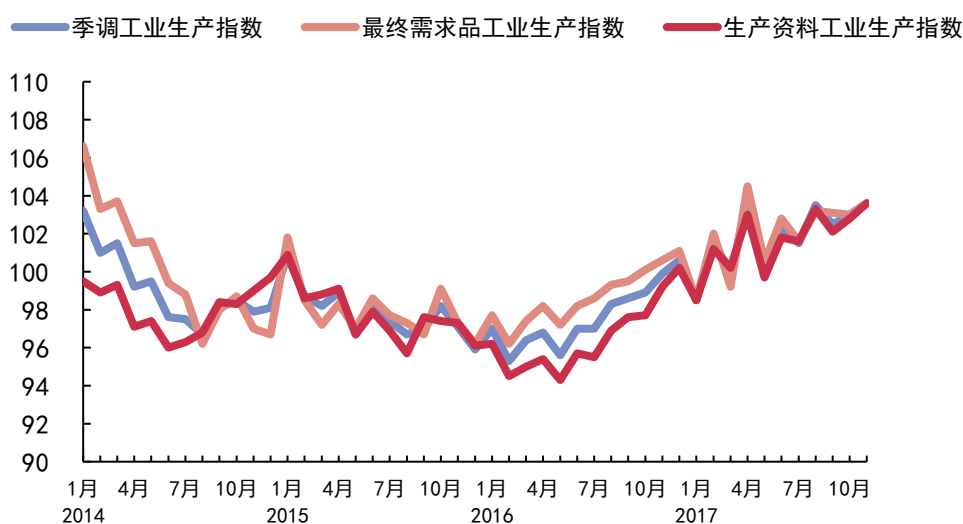
图表 18 制造业和服务业 PMI 双双上升



工业生产指数继续回升。

工业生产继续回升。2017年第4季度日本工业生产指数延续了上季度的回升态势。10-11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103.3、103.3和103.2，较2017年第3季度分别提升了0.8、0.7和0.9点，自2016年5月以来的上升趋势仍得以保持。工业生产指数的上升与制造业PMI仍在扩张区间的表现基本一致。

图表 19 日本工业生产指数继续回升



数据来源：日本经济产业省，世界经济预测与政策模拟实验室

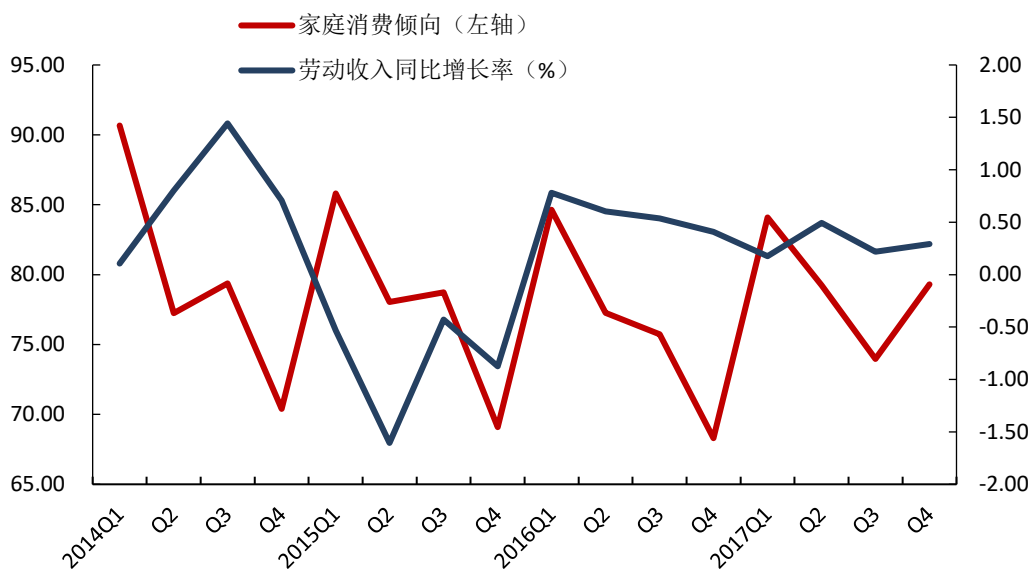
私人消费向好，失业率维持在历史低位。

私人消费向好。家庭调查显示，两人以上家庭（非农）消费倾向2017年10-11月均值为79.3，比第3季度74.0明显回升。从收入来看，2017年10月合计劳动收入同比增长率为0.29%，较上季度的0.22%也略有上升。商业销售额数据也显示，10-11月合计同比增长4.0%，比第3季度同比增长3.2%有所上升。

从就业来看，2017年经季节性调整后日本失业率维持在较低水平，第3季度为2.80%，进入第4季度继续下降，第10和11月均值为2.75%。季调就业人数环比有所上升，2017年第3

季度较上季度上升了 0.45%，第 4 季度 10 和 11 月均值较上季度均值也上升了 0.07%。

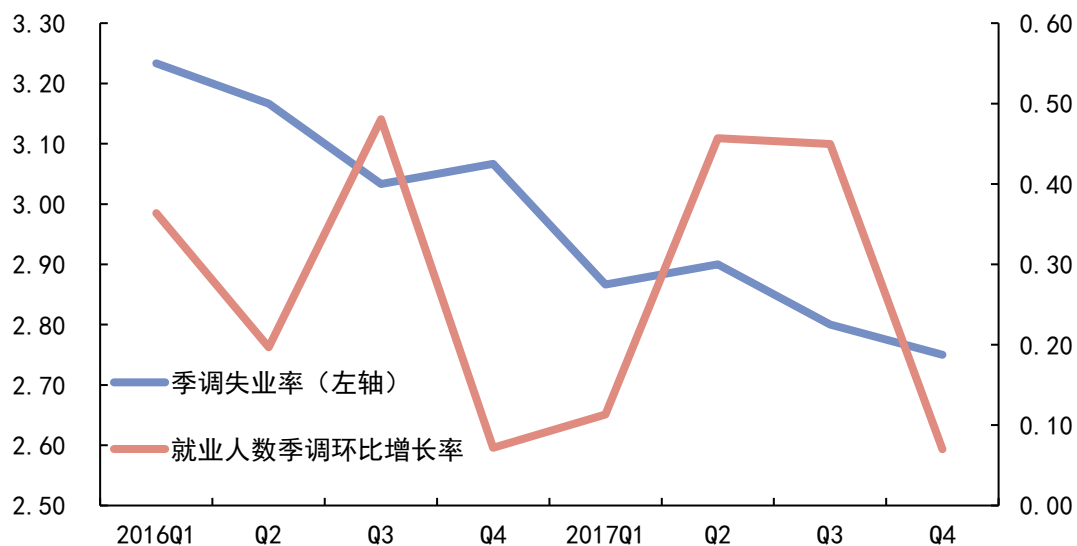
图表 20 日本家庭消费倾向及劳动收入同比增长率回升



数据来源：WIND，世界经济预测与模拟实验室

注：第 4 季度家庭消费倾向数据系按照 10 月和 11 月估算，劳动收入同比增长率按 10 月份数据估算。

图表 21 日本季调失业率处于较低水平



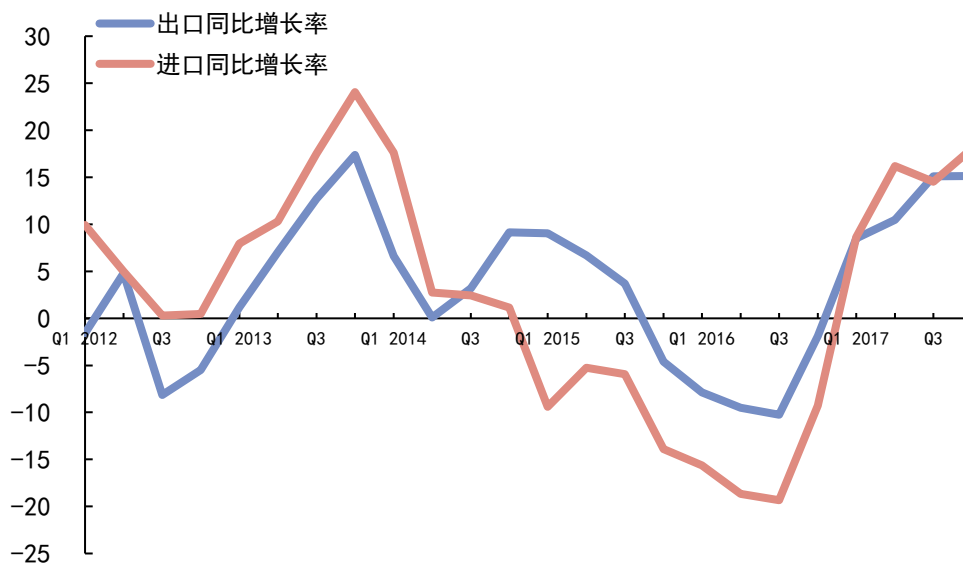
数据来源：WIND，世界经济预测与政策模拟实验室

日本第 4 季
度进出口同
比增长率较
高。

进出口同比增长率较高。进入 2017 年第 4 季度，进出口额延续了较为强劲的同比正增长。10 月及 11 月合计，出口同比增长率分别为 15.12%，进口同比增长率分别为 18.06%，前者与第 3 季度基本持平，后者比第 3 季度的 14.52%明显有所提升。从出口的产品看，电子零部件、设备类的出口持续维持了较高水平。中长期看，随着 IT 产业的发展及全世界对投资设备需求的回暖，日本出口或将持续改善（参见日本总研：《日本经济展望》2017 年 12 月）。

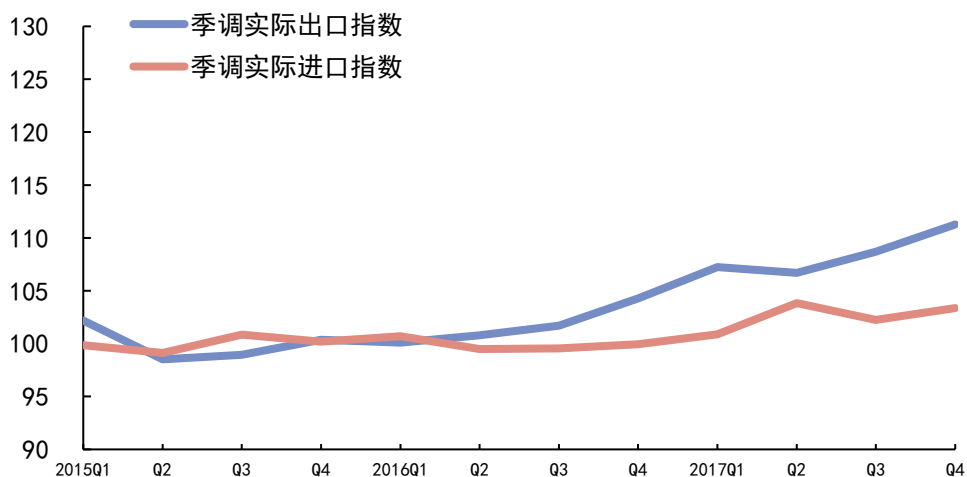
季调实际进出口指数显示，2017 年第 4 季度出口指数延续上升势头，进口指数仍位于较高水平。10-11 月季调实际出口指数均值为 111.3，较 3 季度月均值的 108.7 有较大提升；10-11 月季调实际进口指数均值 103.4，比 3 季度的 102.2 也有所上升，位于历史较高水平。

图表 22 日本进出口同比增速维持较高水平



注：2017 年第 4 季度为 10-11 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

注：2017 年第 4 季度为 10-11 月均值。

二、维持宽松货币政策

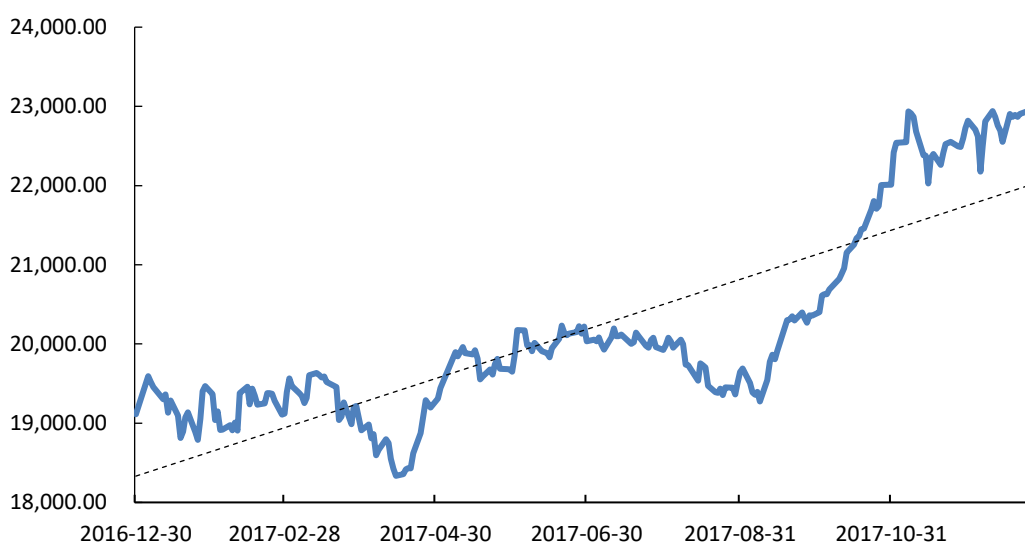
日本央行继续维持宽松货币政策。股指再攀高位。

2017 年 12 月 20-21 日的货币政策会议维持了对国内景气状况的判断，认为日本制造业企业经营状况“正在缓慢改善”，个人消费“虽有所波动，但仍有所改善”，设备投资“增加的趋势没有改变”，基于这些情况决定维持现行超宽松货币政策不变。会议认为 2%的通胀目标短期仍然难以实现，超宽松货币政策有必要继续延续。日本央行决定仍然维持短期利率在-0.1%，长期利率维持为零。日本央行维持利率目标不变的决定以 8:1 的投票结果通过，2017 年 7 月加入货币政策委员会的委员片冈刚士连续第三次会议投下了反对票。他认为现行货币政策难以达成 2%的通胀目标，建议继续加大货币政策宽松规模。日本继续宽松货币政策与当前世界其他主要经济体推动货币政策回归正常化的政策取向并不一致。美联储 12 月 13 日将联邦基金利率目标区间上调 25 个基点到 1.25%至 1.5%的水平。次日，欧洲央

行再次重申执行缩减购债规模的计划，并从 2018 年 1 月开始将资产购买规模减半。

宽松货币政策对日本股价的刺激效果比较明显。从股市价格表现看，东京日经 225 指数 2017 年 12 月一度达到 22939 点，这是 2013 年 4 月实行 QE 刺激以来的最高值。特别是第 4 季度，东京日经 225 指数均值相对于上季度上涨了 11.6%，而第 3 季度相对第 2 季度只上涨了 1.8%。

图表 24 日本东京日经 225 指数再攀高位



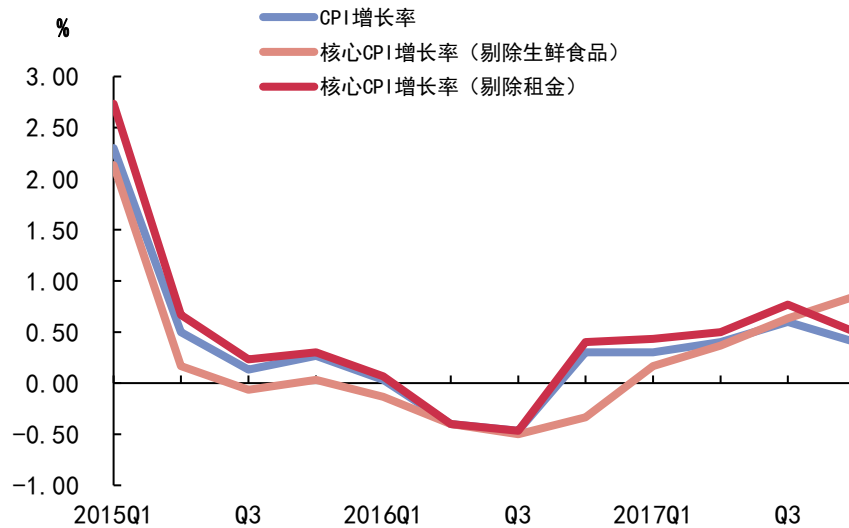
通胀目标难以实现，日元汇率稳中有贬。

通胀目标难以实现。进入 2017 年第 4 季度，日本 CPI 同比增长率和剔除租金的核心消费物价同比增长率较上季度有所下降，10 月和 11 月均值分别为 0.4% 和 0.5%，较第 3 季度的 0.6% 和 0.8% 有较大下降，但剔除剔除生鲜食品的核心 CPI 同比增长率却由第 3 季度的 0.6% 提升至 0.9%，这说明 CPI 的下降主要是食品价格下跌影响所致。尽管如此，日本 CPI 同比增速离 2% 通胀目标还有很大距离，日本央行行长黑田东彦 2017 年 12 月 26 日表示，近期薪资增速慢于此前经济扩张阶段的水平，他重申将继续实施大规模宽松货币政策。

日元汇率稳中有贬。2017 年第 4 季度，日元对美元相对上季度贬值 1.7%，全年来看，2017 年对美元汇率均值相对于 2016 年贬值了 3.0%。整体来看，日元对美元小幅贬值。从日元实际有效汇率指数看，2017 年 10 月和 11 月均值为 73.7，较第 3 季度均值 75.2 有所下降，较 2017 年 1 月份的 76.1 下降更多。日元整体也呈稳中有贬的态势。

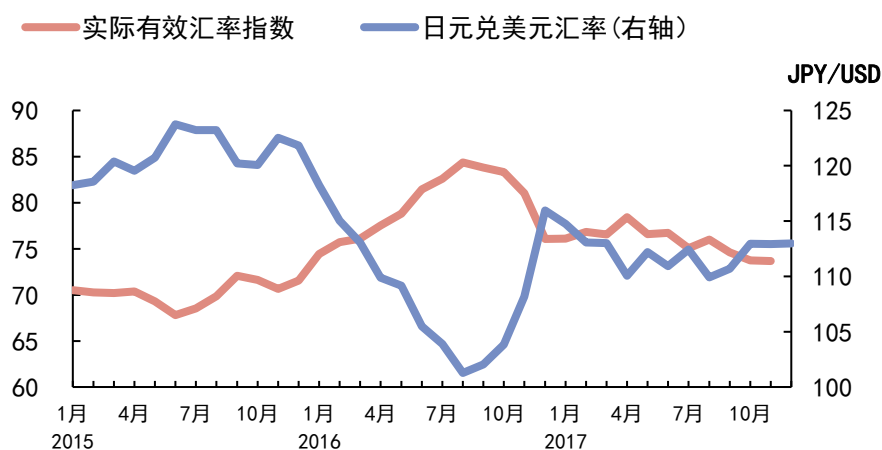
综合来看，2017 年第 4 季度，股票价格走势和日元汇率与日本央行宽松货币政策意图较为一致，CPI 和剔除租金的核心 CPI 同比增长率却不升反降，与通胀目标背道而驰。

图表 25 日本核心 CPI 增长率延续回升势头



数据来源：WIND 数据库，世界经济预测与政策模拟实

图表 26 日元汇率稳中微贬



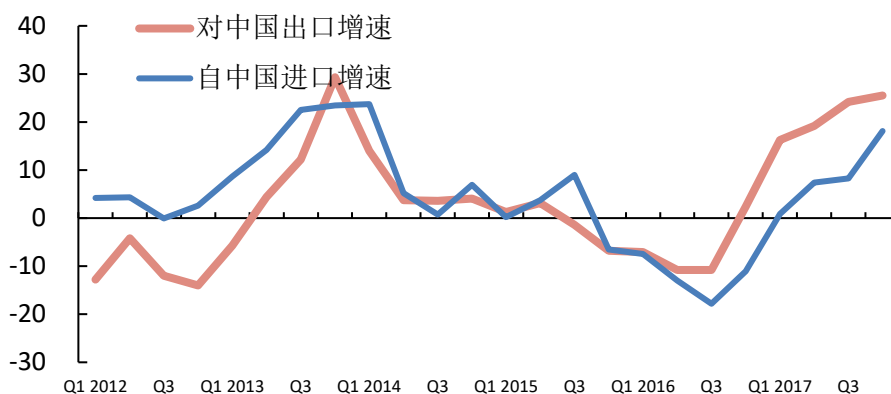
数据来源：WIND 数据库，世界经济预测与政策模拟实

日本与中国
经贸投资有
所改善。

三、对中国经贸投资有所改善

进入 2017 年第 4 季度，日本对中国出口同比增速和自中国进口同比增速都有所提升，其中自中国进口同比增加特别明显。具体来看，10-11 月合计同比增长分别为 25.5%和 18.1%，前者较第 3 季度的 24.2%略有提升，后者较第 3 季度的 8.3%有明显提升。全年来看，1-11 月日本对中国出口累计同比增长了 20.0%，自中国进口累计同比增长了 7.8%。2017 年四个季度中，对华出口和自华进口同比都没有像上年那样出现负增长，全年对中国贸易呈改善态势。

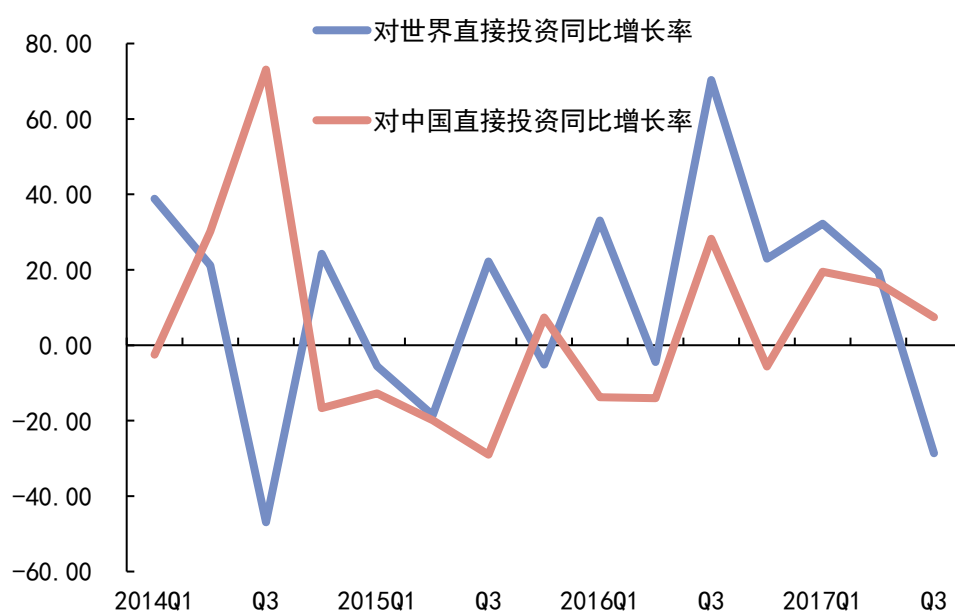
图表 27 日本对华进口和出口增速上升



注：2017 年 4 季度值为 10-11 月合计值。

2017 年日本对中国的直接投资流量由上年第 4 季度的负增长走出，实现了连续 3 个季度的正增长。2017 年第 1 季度，日本对中国直接投资 23 亿美元，同比增长 19.5%。第 2 季度，日本对中国直接投资 25.4 亿美元，同比增长 16.5%。第 3 季度，日本对中国直接投资 24.3 亿美元，同比增长 7.4%。尽管呈下降趋势，但毕竟维持了正增长。与对中国直接投资相比，日本对外直接投资总额的增速下降幅度更大，且在第 3 季度出现严重负增长。具体看，2017 年 1-3 季度同比增幅分别为 32.2%、19.5%和-28.7%，在这样的态势下维持对中国直接投资正增长，或许表明在长期的“政冷经冷”之后，对华投资也开始有所改善。

图表 28 日本对华直接投资维持同比正增长



新兴市场国家：复苏态势不断巩固

2017年4季度金砖国家经济复苏态势不断巩固。在这一背景下，2017年俄罗斯和巴西经济实现正增长，结束了此前连续两年的衰退，2018年有望继续延续复苏态势。在“废钞”和税收改革的冲击下，印度经济在2017年有所放缓，但随着冲击的逐步消化，2018年有望恢复到7%左右的经济增速。南非经济在2017年也实现恢复性增长，但总体增速仍然不高，2018年预计将继续维持在这一水平。2018年，随着大宗商品价格回升以及全球经济前景向好，新兴市场国家外部需求有望进一步改善，与此同时，新兴市场国家内需继续增长，但政策宽松空间有限可能会带来限制。部分新兴市场国家的政治局势也可能会影响经济复苏进程。

一、金砖国家经济复苏态势不断巩固

2017年4季度俄罗斯经济增长估计为2.0%，全年经济增长2.0%

2017年4季度俄罗斯经济增长估计为2.0%。3季度俄罗斯经济同比增长1.8%，虽较2季度有所放缓，但连续四个季度的经济正增长表明俄罗斯经济逐步复苏的态势得到稳固。4季度各项经济指标继续好转。10月和11月，俄罗斯零售总额同比增长分别为3.0%和2.7%，相比上一季度有所加快，进口同比增长分别为13.9%和18.8%，继续保持快速增长，反映了俄罗斯国内需求稳步回升。出口同比增长分别为20.7%和27.1%，外需持续改善。工业生产增速有所降低，继10月份零增长之后，11月同比萎缩3.6%。不过，制造业PMI继续保持在扩张区间，10月至12月分别为51.1、51.5和52.0。**预计2017年4季度俄罗斯经济将继续维持稳步增长态势，估计为2.0%，全年增长2.0%。**

2018年1季度俄罗斯经济预计增长

2018年1季度俄罗斯经济增长预计为2.2%。持续不断改善的消费需求以及低通胀条件下的货币宽松将继续支撑俄罗斯经济在2018年逐步恢复。2017年11月和12月，俄罗斯通货膨胀率均为2.5%，达到历史低点，远低于央行设定的4%的

2.2%, 全年经济增长 1.9%

2017 年 4 季度巴西经济增速估计为 1.7%, 全年经济增长 1.0%

目标。在此背景下，俄罗斯央行在 2017 年四季度连续两次降息累积 75 个基点至 7.75%。与此同时，油价回升以及地缘政治紧张局势的缓解，也为俄罗斯经济提供了良好的外部环境。**预计 2018 年 1 季度俄罗斯经济增长 2.2%，全年经济增长 1.9%。**

2017 年 4 季度巴西经济同比增速估计为 1.7%。3 季度巴西经济环比增长 0.1%，为连续第三个季度环比正增长；同比增长 1.4%，为 2014 年 1 季度以来的最快增速，连续两个季度实现正增长。这表明巴西经济正逐步走出衰退泥潭。4 季度巴西经济信心不断回升。巴西热图利奥·瓦加斯基金会的消费信心指数（CCI）创下新高，12 月达到 86.4 点，相比去年同期上升 13.3 点。热图利奥·瓦加斯基金会对巴西工业企业 4 季度的投资调查发现，未来 12 个月企业家投资意向指数为 116.6，相比上一季度上升 10.9 个点，为该指数 2014 年一季度以来最高值。调查显示，未来 12 个月有 26.6% 的工业企业预计增加投资，只有 10.6% 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大幅上升。工业生产增长逐步恢复稳定，10 月和 11 月巴西工业产出同比增长分别为 5.5% 和 4.7%，连续 7 个月实现扩张。11 月巴西制造业 PMI 上升至近 7 年来的新高，达到 53.5，12 月稍微回落至 52.4。在此情况下，**预计 2017 年 4 季度巴西经济同比增速估计为 1.7%，全年经济增长 1.0%。**

2018 年 1 季度巴西经济
预计增长 1.5%，全年经济
增长预计 2.3%

2018 年 1 季度巴西经济预计增长为 1.5%。2017 年的情况表明巴西经济已经走在稳步复苏的道路上。低通胀和低利率进一步改善投资者信心。2017 年 11 月巴西通货膨胀率为 2.8%，虽较三季度有所回升，但总体上仍处于低位，继续低于央行通胀目标下限（3%）。为此，2017 年 10 月 25 日和 12 月 6 日，巴西央行继续两次下调基准利率，累计降息 125 个基点至 7.0%，创下 1998 年以来的最低水平。宽松的货币政策将通过刺激消费和投资继续巩固巴西的经济复苏态势。巴西对外贸易继续维持良好增长态势。2017 年巴西对外贸易顺差为 670 亿美元，创自 1989 年开始公布外贸数据以来的最高纪录，相比 2016 年增长 40.5%。随着全球经济复苏和大宗商品价格的回升，巴西外需有望继续得到改善。不过巴西紧张的政治局势以及即将到来的大选可能会延缓经济复苏进程，加剧经济的不确定性。**预计 2018 年 1 季度巴西经济增长为 1.5%，2018 年经济增速 2.3%。**

2017 年 4 季度印度经济
增速估计为 6.9%，全年
经济增长 6.5%

2017 年 4 季度印度经济增速估计为 6.9%。2017 年 3 季度印度经济同比增长 6.3%，较 2 季度的 5.7%有所回升，但仍不及市场预期。目前还很难确定印度经济已经走出废钞和税改改革的阴霾。接连不断推出的改革措施虽然长期有利于印度经济增长前景，但短期内也令印度经济产生动荡。尽管制造业带动了印度经济的反弹，但印度工商联合会（FICCI）发布的 2017 年 4 季度制造业调查显示，只有 47%的受调查者相比去年同期会增加产量，而上一季度这一数据为 50%。10 月印度工业产出增速为 2.2%，总体仍保持正增长态势。10 月至 12 月印度制造业 PMI 均维持在枯荣线上方，特别是 12 月大幅攀升至 54.7。**预计 2017 年 4 季度印度经济增速估计为 6.9%，全年经济增长 6.5%。**

2018 年 1 季度印度经济

2018 年 1 季度印度经济增长预计为 7.1%。随着改革措施的不断消化，印度经济有望保持稳步增长。但目前认为税改仅

增速预计为
7.1%，全年经
济增长预计
7.2%

是短期一次性冲击可能为时过早。税改造成商品和服务税增长缓慢，导致政府财政收入下滑，印度政府财政刺激的空间受限。此外，税改也对印度对外贸易造成负面影响。一直以来，印度对外贸易持续维持高位逆差，随着大宗商品价格的回升以及税改负面效应的显现，未来逆差可能会进一步扩大。与此同时，印度通货膨胀率也出现上升苗头。2017年11月印度通货膨胀率为4.9%，连续5个月出现上升，突破央行设定的4%的目标。也因此，在2017年8月印度央行降息之后，一直按兵不动。**预计2018年1季度印度经济增长为7.1%，全年经济增长7.2%。**

2017年4季
度南非经济
增速估计为
0.6%，全年经
济增长0.9%

2017年4季度南非经济同比增长估计为0.6%。3季度南非经济环比增长2.0%，连续两个季度实现正增长；同比增长0.8%，相比上一季度放缓0.5个百分点。4季度南非经济继续维持低迷，10月南非制造业生产同比增长1.1%，虽结束此前的负增长态势，但依然处于低位。南非商业信心依然低迷。南非工商联合会（Sacci）发布的月度商业信心指数显示，10月南非商业信心指数从9月的93下降至92.9，这表明经济表现不佳持续限制商业机会。不过，受政府刺激经济政策影响，11月该指数回升至95.1，但目前还难确定这一趋势可以继续维持下去。10月至12月南非制造业PMI分别为49.6、48.8、48.4，继续处于枯荣线以下，且维持下行趋势。**预计2017年4季度南非经济同比增长0.6%，全年经济增长0.9%。**

2018年1季
度南非经济
增速预计为
0.8%，全年经
济增长预计
为0.7%

2018年1季度南非预计经济增长0.8%。2017年12月18日，南非执政党非洲人国民大会举行新任党主席选举，该党副主席、南非副总统西里尔·拉马福萨击败总统祖马的前妻德拉米尼·祖马，以微弱优势胜出。拉马福萨有望在2019年的南非大选中率领非国大胜出并担任总统。南非国大党新的领导层在一定程度上有助于稳定南非国内外投资者的信心。南非货币政策仍有宽松空间。10月和11月南非通货膨胀率分别为4.6%和4.4%，总体处于下降通道，且处于央行的通胀目标区间之

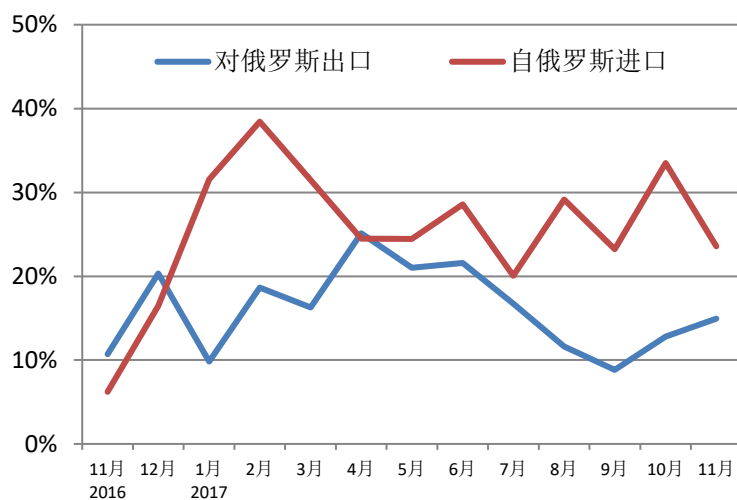
内。如果货币继续宽松，这将有利于刺激经济增长。2018年1季度南非预计经济增长0.8%，全年经济增长0.7%。

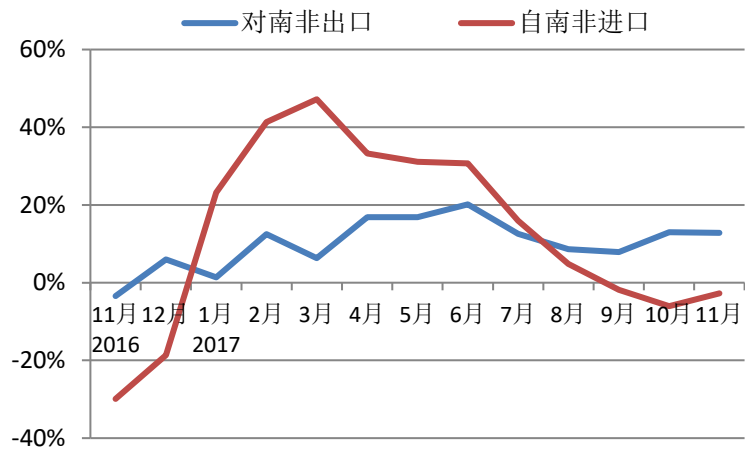
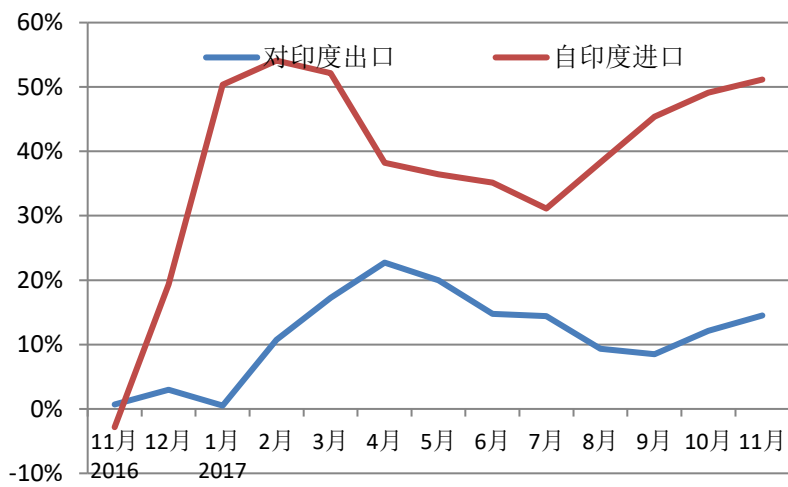
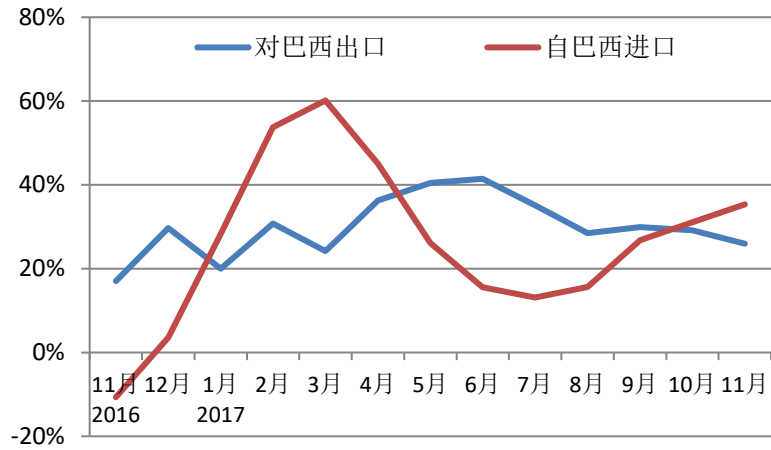
二、金砖国家与中国贸易继续维持增长

中国与金砖
国家贸易继
续维持增长

中国与金砖国家贸易继续维持增长。中国对金砖国家出口维持良好增长态势。10月和11月，中国对巴西出口同比增长29.4%和22.5%，对印度出口在11月同比增长也达到22.1%，对南非和俄罗斯出口同比增长也均在10%以上。出口方面，除南非外，中国对其他金砖国家的出口均维持快速增长，中国对印度出口同比增长在10月和11月分别为52.7%和49.6%，对巴西出口同比增长分别为38.1%和32.6%，对俄罗斯出口同比增长分别为11.4%和35.8%。中国对南非进口出现同比萎缩，增长分别为-0.8%和-4.8%。受进口快速增长影响，中国对金砖国家贸易顺差有所下降，2017年10月和11月，中国对金砖国家贸易顺差同比萎缩分别为17.4%和3.2%。尽管，中国与金砖国家贸易快速增长，但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4季度有所下降，10月和11月这一比例均降至6.7%。

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, %)		
	2017Q3	2017Q4E	2018Q1F	2016	2017E	2018F
俄罗斯	1.8	2.0	2.2	-0.2	2.0	1.9
巴西	1.4	1.7	1.5	-3.6	1.0	2.3
印度	6.3	6.9	7.1	6.8	6.5	7.2
南非	0.8	0.6	0.8	0.3	0.9	0.7

汇率			制造业 PMI			
	(名义汇率, per USD)			2017M4	2017M5	2017M6
	2017M7	2017M8	2017M9			
俄罗斯	57.7300	58.9200	58.5900	51.1	51.5	52.0
巴西	3.1923	3.2629	3.2950	51.2	53.5	52.4
印度	65.0357	64.8435	64.2445	50.3	52.6	54.7
南非	13.6975	14.0428	13.0918	49.6	48.8	48.4

中国出口			中国进口			
	(同比增速, %)			(同比增速, %)		
	2017M10	2017M11	2017M12	2017M10	2017M11	2017M12
俄罗斯	12.0	17.8	-	11.4	35.8	-
巴西	29.4	22.5	-	38.1	32.6	-
印度	6.9	22.1	-	52.7	49.6	-
南非	8.8	16.9	-	-0.8	-4.8	-

资料来源：Wind 资讯，CEIC 数据库

中国经济：2018 年下行压力提示⁵

2017 年经济回暖大超预期，在此基础上，市场对 2018 年的增速预期高度一致。截至 2017 年 12 月 26 日，WIND 中国宏观经济预测（CMF）共披露了 23 家金融机构对 2018 年增速的预测值。上述机构中，18 家预测值落在 6.5%到 6.7%之间，占到全部机构数的 78.3%。市场主流预期认为，2018 年增速将较 2017 年略有回落，但仍将稳定在 6.5%之上。本文不再赘述稳定因素，而是重点提示 2018 年可能面临的下行压力：第一，实际投资增速首现负增长，第二，技改资金和补贴刺激了投资，但有可能透支了未来，第三，居民中位数收入增速下降、居民加杠杆抑制了消费潜力。

一、投资增速面临压力

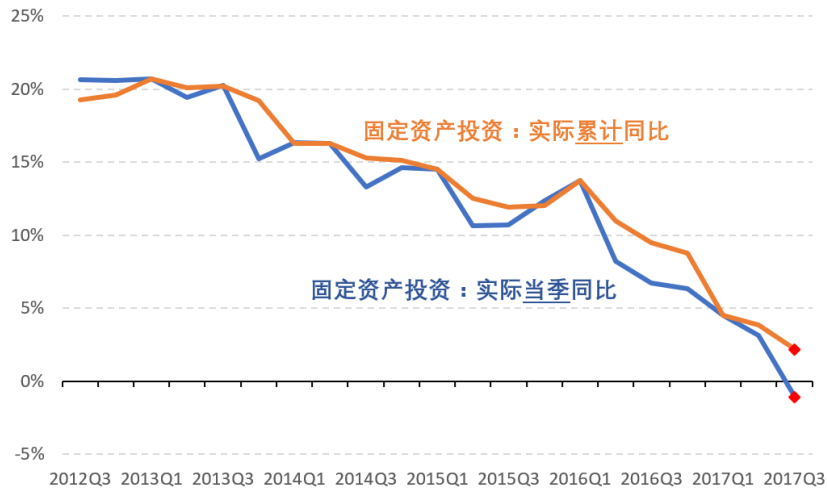
固定资产投
资增速下滑

实际投资增速首现负增长。从固定资产投资名义值来看，2017 年 11 月累计同比增速为 7.2%，低于 2016 年同期的 8.3%，降幅为 1.1 个百分点。由于 2017 年 PPI 增速显著上升，导致 2017 年实际投资增速下滑幅度颇为令人担忧。2017 年 3 季度，实际投资累计同比增速已降至 2.2%，而在 2016 年 3 季度，这一增速为 9.5%，降幅为 7.3 个百分点。如果看单个季度的实际投资同比增速⁶，则投资增速下降幅度更大。2017 年 3 季度，这一增速为 -1.1%，是史上有数据的十多年以来首次出现负增长，而在 2016 年同期，该增速为 6.7%，降幅达 7.8 个百分点。

⁵ 本部分内容已经发表于《财经》杂志，2018 年 1 月 8 日。

⁶ 实际投资增速直接来自于统计局发布数据。本段各种口径的投资增速数据，全部直接来自于统计局。

图表 30 固定资产投资增速继续下滑探底



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

上游去产能、下游状况不乐观,导致投资偏弱

为什么 2017 年企业盈利状况确实好转，但名义和实际投资增速却持续下滑？至少可以从以下两方面来理解：其一，赢利状况大幅改善的行业，主要集中在上游去产能的行业，而在去产能背景下，这类行业本身就难以大幅扩大投资。其二，下游行业面临的成本大幅攀升，利润改善幅度相当有限，甚至有的行业状况有所恶化，因此也缺乏投资热情。

工业细分行业的 PPI 通胀率分化显著

2017 年 8 月数据显示，39 个工业行业的 PPI 累计同比增速出现了显著分化：以重工业为主的上游产品价格明显膨胀，PPI 增速高于工业部门的平均增速（6.3%）。这类 12 个行业当中，有 10 个行业属于矿产资源开采、冶炼和加工行业，以及化工类行业。其中，涨幅最高的煤炭开采和洗选业，PPI 同比涨幅达 32.1%。其他 27 个行业 PPI 同比增速则低于工业部门整体增速。这些行业主要是家电、家具、纺织、皮革、食品、医药、娱乐用品等轻工业，也包括机械仪表、汽车制造等制造业。其中，有 24 个行业 PPI 同比增速低于 3%，19 个行业低于 2%，11 个行业低于 1%，甚至有 6 个行业等于或低于 0%。行政去产能对供给面造成的冲击，主要发生在上游行业，促使工业部门 PPI 增速出现严重分化。

行业间的 PPI 增速严重分化，最终导致了各行业的利润状况也出现了分化（徐奇渊、张斌，2017）⁷。

工业细分行业的利润改善状况也有很大分化

下面我们基于两个时期，比较 39 个工业行业的利润增速改善情况：（1）2017 年 1 至 8 月，（2）行政去产能之前的 2015 年 1 至 8 月。结果显示：有 9 个行业的利润增速改善幅度大于工业部门的整体情况。而且，这 9 大行业几乎都是矿产资源的开采、冶炼和加工业、化工行业等重工业。其中，煤炭开采和洗选业的利润增速改善幅度高达 1020 个百分点。如果观察对于整体工业部门利润增速改善的贡献率，这 9 大行业就超过了 60%，而在作为基期的 2015 年，9 大行业的利润只占到整体的 20%左右。作为一个反差，在工业行业中占主体地位的其他 30 个行业，对整体利润增速改善的贡献仅为 40%不到。

利润增速改善与恶化的行业形成了鲜明对比

在上述 30 个行业当中，还有 16 个行业的利润增速不但没有改善，甚至还出现了恶化，这与前述 9 大行业形成了鲜明对比。以情况最糟糕的行业为例，电力、热力、燃气及水的生产和供应业，其利润增速下降了 36 个百分点。由于煤炭价格快速上升，2016 年该行业利润总额增速为-14.3%，2017 年 10 月的累计同比增速为-16.3%。盈利状况恶化，导致该行业的投资增速也出现负增长。截至 2017 年 3 季度末，该行业对整体投资增速下滑的贡献率为 27.5%。

新动能领域的投资势头令人担忧

此外，特别值得关注的是，新动能领域的投资势头也令人担忧：科学研究、技术服务和地质勘查业，信息传输、软件和信息技术服务业，这两大行业是新经济的典型代表，尤其后者一直是新动能的代表性行业。但是截至 2017 年 3 季度，上述两个行业的名义投资累计同比增速也较 2016 年同期有大幅走弱，两者增速分别下降 8.8%、11.0%。

⁷ 徐奇渊、张斌，《中国经济：新常态下的非常态回暖及行业分化》，中国金融四十人论坛，2017 年 10 月 30 日。

二、技改资金和补贴刺激了投资，但有可能透支了未来

财政补贴和
产业投资基
金刺激了技
术改造类投
资

2017 年，财政补贴和产业投资基金的增量投放，在很大程度上刺激了技术改造类投资。前者指财政部、工信部的技改补贴大量增加，后者是指地方政府通过产业投资基金加大了技改资金的投入力度。据清科研究中心提供的数据，截至 2017 年 6 月，中央和地方已设立的政府投资基金数量超过 1013 只（其中大部分为产业投资基金），累计已到位资金超过 1.91 万亿元。

政策刺激了
技改投资的
同时，也面临
一些问题

政策刺激了技改投资，但也存在一些问题。2016 年末，发改委出台了《政府出资产业投资基金管理暂行办法》，并于 2017 年初开始实施。《办法》对产业投资基金进行了规范，尤其是对投资方向，强调了战略性新兴产业和先进制造业领域、创新创业领域等的投资。在此背景下，国家战略性新兴产业投资基金和一些地方的新兴产业基金，在 2017 年呈现出爆发式增长，并加强了对技术改造的资金投入。同时，财政部、工信部的技改补贴大增，也对技改投资起到了重要的支撑作用。在此过程中，对技术改造、产业升级的支持政策一涌而上，其中也不乏一些乱象，可能会对未来的投资效率产生影响，这也是一个值得担忧的问题。

技术改造对
制造业投资
起到了重要
支撑作用

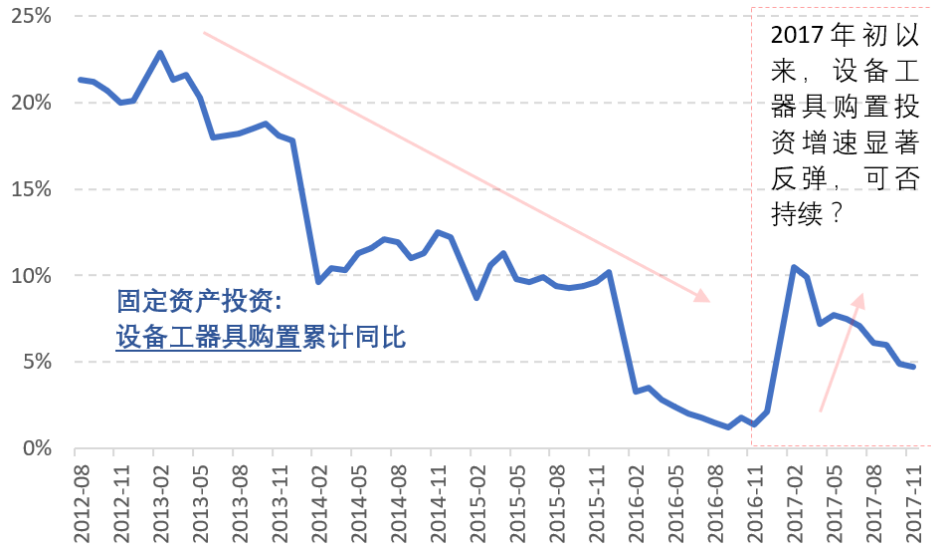
制造业是技改资金和补贴的重要投向。2017 年上半年，制造业投资同比增速为 5.5%，高于 2016 年同期的 3.3%。根据国家统计局数据，2017 年上半年，制造业的技改投资达 3.96 万亿元，同比增 11.8%，其对制造业投资增长的贡献率高达 92%，这都与 2017 年以来的政策风向有关。如果没有前述产业基金的技改资金投放、以及技改财政补贴，那么制造业投资增速将要大打折扣。

设备工器具
购置类投资
快速反弹

技改相关投资分类快速反弹。如果将固定资产投资按以下三类进行划分：设备工器具购置、建筑安装工程、其他投资。那么，技术改造主要对应于设备工器具购置类的投资。如果观察这类的投资增速就会发现：多年来，该类投资增速一直处于下行通道当中，但是这一增速在 2017 年出现了逆势反弹。截至 2017 年

11月，该类投资增速为4.7%，较2016年同期的1.4%高出了3.3个百分点。

图表 31 设备工器具购置类投资：累计同比增速出现反弹



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

三、居民中位数收入增速下降、居民加杠杆抑制了消费潜力

居民人均可支配收入中位数增速下降

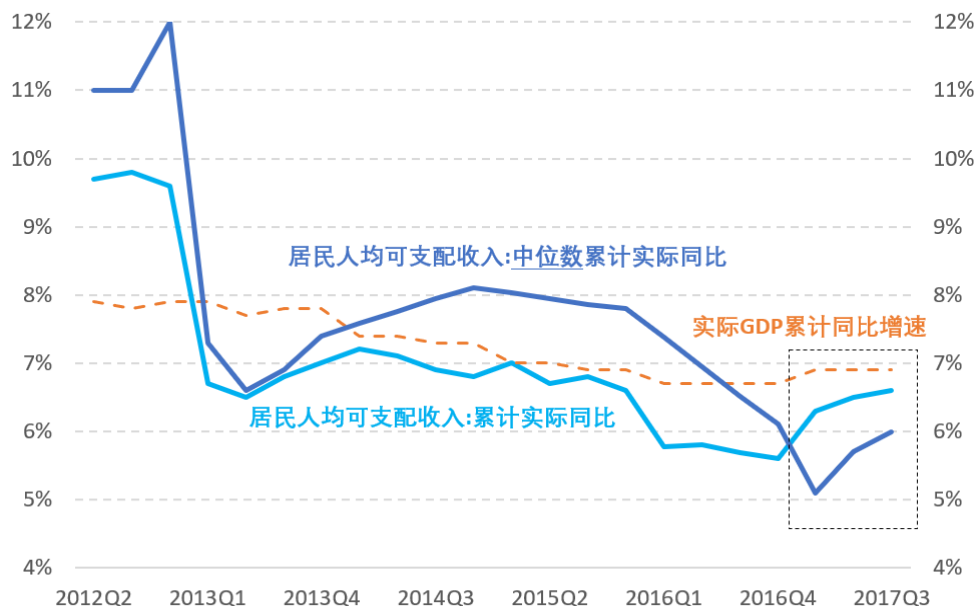
其一，居民人均可支配收入增速当中，中位数增速降幅明显。2016年之前的多年，城镇居民家庭人均可支配收入的中位数增速，大部分时候都能跑赢GDP增速，即便是实际增速口径也是如此。但2016年末以来，居民收入的中位数增速明显下降。截至2017年3季度，居民收入中位数累计实际同比增速，不仅持续多个季度低于居民人均收入的同口径增速，而且同时，也持续低于实际GDP的累计同比增速。

中位数收入增速下降、居民加杠杆，可

其中，中位数收入增速明显低于人均收入增速。这说明居民收入差距不断扩大，而高收入者的边际消费倾向较低，因此这方面因素将制约未来的消费增长。另一方面，中位数收入、人均收入的实际增速都持续低于GDP同口径增速，这说明居民收入持续跑输GDP增速，以收入为基础的居民消费对GDP的贡献也

能抑制后续消费 将受到抑制。如果上述局面持续下去，可能会通过一个滞后期影响到 2018 年的消费和经济增速。

图表 32 2017 年初以来，居民收入增速大幅低于 GDP 增速



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

其二，居民杠杆加速上升，可能透支未来的消费能力。2012 年以来，居民部门加速加杠杆。中国的居民部门杠杆率，即居民部门从金融机构获得的人民币贷款占 GDP 比例（已经扣除经营性贷款），在 2017 年 3 季度末已经达到 51%。从 2012 年以来，这一杠杆率呈现出了逐年加速的上升势头。美国、日本的居民部门杠杆率为 70—80%左右，但是如果考虑中国居民部门可支配收入的 GDP 占比，以及中国居民部门贷款与居民部门存款的动态比率，中国居民部门继续加杠杆的空间已经比较有限（张明，2017）⁸。

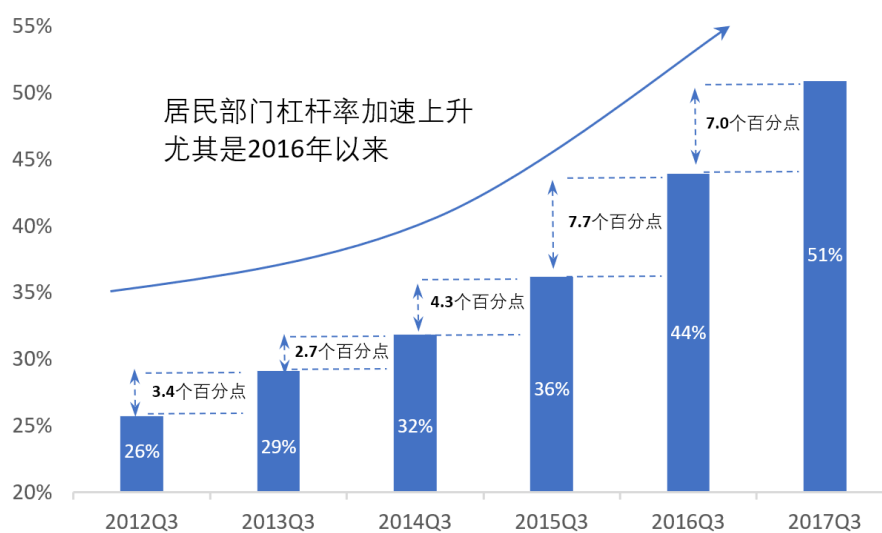
居民部门杠
杆率可能更
高

此外，如果考虑互联网金融渠道的非传统居民贷款，以及非正规体系的民间借贷，实际上居民部门的杠杆率可能更高。居民

⁸ 张明，《警惕居民杠杆率的过快上升》，《中国外汇》，2017 年 10 月。

部门杠杆率快速上升至高位，不仅引发了对金融风险的关注，而且也可能对未来的消费产生抑制作用。

图表 33 2016 年以来居民部门杠杆率加速上升



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

东盟与韩国专题：外需高点已过，经济出现回调

东盟六国及韩国 2017 年经济增长表现亮眼，主要经济体增长在第 3 季度达到峰值，出现了久违的回暖。这一轮的回暖主要来源于中国经济及主要发达国家经济回暖的两股动力叠加，东盟及韩国短期增长亮点频现。

2017 年第 4 季度东盟六国加权平均经济增速预计为 5.1%，比第 3 季度低 0.3 个百分点。韩国第 4 季度的经济增速预计为 3.5%，比第 3 季度低 0.3 个百分点。第 4 季度，主要东盟国家和韩国在上季度出现外部景气高点之后回调，但仍然处于增长的高位，主要经济景气指标表现仍然亮眼。由于今年年中以来的经济再度回暖，预计东盟六国 2017 年经济增速为 5.1%，比上年高 0.4 个百分点；韩国 2017 年经济增速预计为 3.2%，比上年高 0.4 个百分点。

展望 2018 年，从外部环境来看，中国经济的增长动能有所趋缓，发达国家中美日经济增长趋于平稳，欧洲有望进一步上行，从内部环境来看，各国经济政策空间仍然较大，内需较平稳。预计东盟国家及韩国在 2018 年上半年仍将保持较高增长动能，下半年经济有下行可能。

2017 年第 4 季度，域内多数国家通胀走弱，通胀变动的主要因素包括食品价格、能源价格和经济增长趋于平稳。第 4 季度域内国家币值多数相对于美元走强。

第 4 季度东盟国家和韩国对华出口仍维持在高位，反映出中国在这一轮外需复苏中仍然扮演重要角色。因内需向好，东盟国家总体和韩国从中国的进口有所回升。

一、经济增长

印度尼西亚
2017 年增
长总体平
稳。印度尼
西亚 2017
年第 3 季度
实际 GDP

印度尼西亚 2017 年增长总体平稳。2017 年第 3 季度实际 GDP 同比增速为 5.1%，比上季度高 0.1 个百分点，预计第 4 季度经济增速略有回调，为 5.0%。第 3 季度印尼经济增长符合此前预期，印尼增长的小幅上升源于内外需的共同提振。政府消费支出同比增速由负转正，为 3.5%，高于上季的-1.9%。出口较上季度大涨，同比增速为 17.3%，远高于上季度的 3.6%。居民消费支出保持稳健，同比增速为 4.9%。由于私人消费对 GDP 贡献较高，过去

同比增速为 5.1%，预计第 4 季度经济增速略有回调，为 5.0%。

一年私人消费增速和 GDP 增速均保持在 5.0%左右的水平。投资同比增速下降，为 2.8%，低于上季的 5.0%。**印尼第 4 季度的经济前景可能不及第 3 季度**，贸易部门仍维持在较高景气水平，但不及上季度高点，10 月和 11 月出口同比增速分别为 19.6%和 13.2%，同期进口同比增速分别为 23.8%和 19.6%。2017 年第 4 季度消费者信心有所下滑，10 月和 11 月分别为 120.7 和 122.1，低于上季度 123.3 的水平，不过总体仍处于高位。投资前景略有改善，制造业 PMI 自 8 月以来连续 4 个月维持在 50 以上，12 月跌落荣枯线下方，10-12 月分别为 50.1、50.4 和 49.3。工业产值同比增速有所改观，10 月为 6.4%，高于上季 5.6%的平均水平。综合来看，**印尼第 4 季度经济增长可能轻微下滑，为 5.1%，预计 2017 年全年增速为 5.0%，与上年持平。预计 2018 年的经济增速为 5.0%。**

马来西亚 2017 年经济呈现前低后高态势。马来西亚 2017 年第 3 季度经济继续强劲回升，预计第 4 季度经济增速有所回调，为 5.8%。

马来西亚 2017 年经济呈现前低后高态势。马来西亚 2017 年第 3 季度实际 GDP 同比增速为 6.2%，比上季度高 0.4 个百分点，经济继续强劲回升，预计第 4 季度经济增速有所回调，为 5.8%。马来西亚经济第 3 季度继续超预期运行，超出预期的增长仍继续由内外需共同支撑。一方面，私人部门消费同比增速达到 7.2%，总体的最终消费支出同比增速也达到 6.6%，均高于上季；另一方面，出口同比增速达到 11.8%，进口同比增速为 13.4%。投资走强成为助力本季增长的新动能，总体、私人部门和政府部门投资同比增速分别 6.7%、7.9%、4.1%，高于上季度的 4.1%、7.4%、-5.0%同比增速。**马来西亚第 4 季度经济增长前景预计将有所回调**，出口 10 月增速为 19.0%，低于上季度 22.4%的月平均水平，反映出此前因全球周期性复苏带来的外需好转有所趋缓。受此影响，工业产值增速也有所下滑，10 月同比增速为 3.4%，不及上季度 5.9%的月均值。**预计马来西亚第 4 季度经济增速为 5.8%，2017 年全年经济增速为 5.9%，较 2016 年的 4.2%有显著提升。预计 2018 年马来西亚经济增速为 5.9%。**

菲 律 宾
2017 年第 3
季度实际
GDP 同比增
速为 6.6%，
预计 2017
年第 4 季度
经济增速将
继续下滑，
为 6.3%。

菲律宾 2017 年经济增长出现下滑。菲律宾 2017 年第 3 季度实际 GDP 同比增速为 6.6%，比上季度低 0.1 个百分点，预计 2017 年第 4 季度经济增速将继续下滑，为 6.3%。菲律宾第 3 季度经济增速有所放缓，从内需来看，私人最终消费支出显现疲态，同比增速为 4.5%，低于上季度的 5.9%。投资增速下降，同比增速为 6.6%，低于上季度的 8.5%。GDP 同比增速之所以没有大幅下跌，主要是因为政府最终消费支出支撑增长，该项同比增速 8.3%，高于上季度的 7.1%。同时，内需放缓导致进口较出口有更快下滑，第 2、3 季度进口同比增速分别为 18.7%和 13.9%，出口同比增速分别为 20.4%和 17.2%，净出口的贡献上升。菲律宾第 4 季度经济增长可能较第 3 季度进一步下滑，第 4 季度消费者前景指数较第 3 季度下滑，从 10.2 下降至 9.5。10 月工业产值的月度增速负增长，为-6.5%，低于第 3 季度-2.1%的月平均增速。10 月出口同比增速为 6.6%，低于第 3 季度 8.5%的平均增速。预计菲律宾 2017 年第 4 季度经济增速为 6.3%，2017 年全年经济增速为 6.5%，不及 2016 年 6.9%的增速。 预计 2018 年菲律宾经济增速为 6.5%。

新加坡经济
在 2017 年
下半年强劲
复苏。新加
坡 2017 年
第 3 季度实
际 GDP 同比
增 速 为
5.4%，达到
增长高位，
预计 2017
年第 4 季度

新加坡经济在 2017 年下半年强劲复苏。新加坡 2017 年第 3 季度实际 GDP 同比增速为 5.4%，比上季度高 2.4 个百分点，达到增长高位，预计 2017 年第 4 季度经济增速为 3.1%。第 3 季度经济增长的强劲从生产法的角度来看显然得益于制造业的强劲回升，第 3 季度制造业生产的同比增速为 18.4%，高于上季度的 8.5%，整体商品生产的同比增速也大增，为 12.3%，高于上季度的 4.3%。服务业也略有回升，同比增速为 3.0%，高于上季度的 2.5%。支出法视角来看，私人消费、政府消费、投资、出口各项均有所好转，第 3 季度同比增速分别为 3.0%、6.4%、-4.5%和 4.6%，高于上季度的 1.5%、4.0%、-9.4%和 2.7%。第 3 季度新加坡增长已达顶点，预计第 4 季度将有较大回调，但仍处于高增长水平。10 月和 11 月出口同比增速分别为 8.5%和 9.6%，略低于上季度 10.0%的平均水平。制造业景气程度进一步提升，10 月和 11 月制

经济增速为 3.1%。

制造业 PMI 分别为 52.6 和 52.9，电子产品 PMI 更是高达 53.3 和 53.5，显著高于上季度 53.0 的平均水平。工业产出表现有较大幅度下滑，10 月和 11 月工业产出指数同比增速分别为 14.3%和 5.9%，上季度月平均值为 18.7%。预计新加坡 2017 年第 4 季度经济增速为 3.1%，2017 年全年经济增速为 3.5%，显著高于上年 2.0% 的增速。预计 2018 年新加坡经济增速为 3.2%。

泰国 2017 年经济呈现前低后高态势。泰国 2017 年第 3 季度实际 GDP 同比增速为 4.3%，经济增长继续回升，预计 2017 年第 4 季度经济增速为 3.9%。

泰国 2017 年经济呈现前低后高态势。泰国 2017 年第 3 季度实际 GDP 同比增速为 4.3%，比上季度高 0.5 个百分点，经济增长继续回升，预计 2017 年第 4 季度经济增速为 3.9%。泰国经济在外部环境宽松的背景下，第 3 季度经济增长各项均有不同程度的好转，消费支出方面，私人消费支出和政府消费支出同比增速较上季均有所上升，分别为 3.1%和 2.8%。投资也略有起色，同比增速 1.2%，高于上季度的 0.4%。受外需好转的提振，第 3 季度出口同比增速达到 7.4%，这是 2012 年底以来出口同比单季最大增幅。进口增速略有回调，为 6.7%。第 4 季度，外需和内需带动经济增长的动能总体减弱，10 月和 11 月出口的同比增速分别为 7.5%和 7.2%，略低于第 3 季度 7.6%的平均同比增速。工业生产指数同比增速 10 月和 11 月分别为-1.1%和 3.7%，低于上季度 3.8%的平均水平；进口同比增速下落，10 月和 11 月分别为 7.9%和 7.6%，高于上季度 10.0%的平均水平；消费者信心指数有所上升，10 月和 11 月分别为 39.7 和 40.0。预计泰国 2017 年第 4 季度经济增速为 3.9%，2017 年全年经济增速为 3.8%，高于上年 3.3%的增速。预计 2018 年泰国经济增速为 3.2%。

越南 2017 年经济呈现前低后高态势。越南 2017 年第 3 季度经济增

越南 2017 年经济呈现前低后高态势。越南 2017 年第 3 季度实际 GDP 同比增速为 6.4%，比上季度高 0.7 个百分点，经济增长继续回升，2017 年第 4 季度经济增速预计为 6.8%。越南 2017 年第 3 季度国内生产总值增长 6.4%，其中，农林渔业增长 2.8%，工业和建筑业增长 7.3%，服务业增长 7.3%，工业和建筑业及服务业的增速较上季度均有提升。越南第 4 季度经济增长将进一步提升。

长继续回升，2017年第4季度经济增速预计为6.8%。

韩国经济在2017年下半年强劲复苏。韩国经济2017年第3季度实际GDP同比增速为3.8%，经济增长进一步走强，预计第4季度经济增速为3.2%。

第4季度制造业景气程度仍然在高位，制造业PMI10月-12月分别为51.6、51.4和52.5。各行业同比增速预计较上一季度进一步回升，农林渔业增长6.8%，工业和建筑业增长2.9%，服务业增长8.0%。预计越南2017年第4季度经济增速为6.8%，2017年全年经济增速为6.3%，略高于上年6.2%的经济增速。预计2018年越南经济增速为6.5%。

韩国经济在2017年下半年强劲复苏。韩国经济2017年第3季度实际GDP同比增速为3.8%，比上季度高1.1个百分点，经济增长进一步走强，预计第4季度经济增速为3.5%。第3季度韩国经济的大幅好转体现出外需回暖的力量，出口同比增速达到5.0%，而第2季度则几乎为零增长。消费支出也有所改善，第3季度的同比增速为3.0%，高于第2季度的2.5%。进口增速也从第2季度的6.4%上升至第3季度的8.5%。投资有所放缓，从第2季度的12.3%下降至第3季度的9.9%。第4季度，外需动力有所减退，内需相对稳健。韩国经济在本轮外需回暖的高点已过，对经济增长的提振作用预计将下滑。10月-12月的出口同比增速分别为7.2%、9.5%和8.9%，远低于第3季度23.9%的平均水平。韩国内需较为稳健。9-12月的制造业PMI分别为50.2、51.2和49.9，总体高于第3季度49.9的月平均水平。10月-11月的工业生产指数同比增速分别为1.4%和-1.4%，第2季度为1.4%。消费者信心指数在11月达到112.3的高点，10月和12月分别为109.2和110.9，高于第2季度109.6的平均水平。预计韩国2017年第4季度经济增速为3.5%，2017年全年经济增速为3.2%，高于上年2.8%的经济增速。预计2018年韩国经济增速为3.3%。

二、价格水平

2017年第4季度，域内多数国家通胀走弱，通胀变动的主要因素包括食品价格、交通价格和经济增长趋于平稳。第4季度域内国家币值多数相对于美元走强。

2017年第4季度，域内多数国家通

胀走弱，通胀变动的主要因素包括食品价格、交通价格和经济增长趋于平稳。第4季度域内国家币值多数相对于美元走强。

印尼的通胀水平在 2017 年第 4 季度有所回落。印尼通胀水平在第 2 季度见顶，由于食品价格走低，第 3 季度和第 4 季度呈现下降态势，10-12 月分别为 3.6%、3.3%和 3.6%，低于上季度 3.8%的平均水平。印尼央行此前降息两次，通胀走势平稳表明货币政策仍有较大空间。**印尼卢比对美元第 4 季度保持平稳，仅轻度贬值。**第 4 季度印尼卢比对美元环比贬值 0.4%，同比贬值 0.8%。

马来西亚的通胀水平在 2017 年第 4 季度有所回落。10 月和 11 月 CPI 同比增速分别为 3.7%和 3.4%，低于第 3 季度 3.8%的平均水平，通货膨胀在 9 月时达到 4.3%的峰值。这反映出此前交通运输成本带来的通胀抬升影响的消退。**马来西亚林吉特对美元第 4 季度同比和环比升值。**林吉特升值幅度较高，同比和环比分别升值 10.4%和 4.1%。

菲律宾 2017 年第 4 季度通货膨胀水平有所回调。菲律宾 10 月和 11 月通胀水平分别为 3.5%和 3.3%，通胀在 10 月达到峰值之后有所回落。菲律宾央行仍然没有采取紧缩措施。**菲律宾比索对美元企稳。**第 3 季度菲律宾同比贬值幅度为东盟六国中最大，但第 4 季度有所好转。第 4 季度对美元双边名义汇率同上一季度相比贬值了约 2.3%，同上年相比贬值 0.2%。

新加坡 2017 年第 4 季度通胀水平先降后升。尽管经济强劲回升，新加坡 CPI 同比增速仍然处于历史较低水平，10 月和 11 月分别为 0.2%和 0.8%。**新加坡元对美元在第 4 季度升值。**新加坡第 4 季度对美元双边名义汇率相对上一季度升值约 1.6%，同比升值约 8.2%，反映出经济前景继续向好。

泰国 2017 年第 4 季度通胀出现较为显著的回升。受经济回暖影响，泰国 CPI 出现了较为显著的同比正增长，10 月和 11 月分别为 0.9%和 1.0%。**泰铢对美元第 4 季度继续升值。**受外部环境转好的积极影响，泰铢对美元第 4 季度比上季度升值 2.1%，同比升值 9.6%。

第4季度东盟国家和韩国对华出口仍维持在高位，反映出中国在这一轮外需复苏中仍然扮演重要角色。因内需向好，东盟国家总体和韩国从中国的进口有所回升。

越南 2017 年第 4 季度通胀水平呈现下降态势。越南通货膨胀水平 10-12 月分别为 3.0%、2.6%和 2.6%，低于上季度 3.1%的平均水平。越南盾对美元第 4 季度继续轻微贬值。与上季度相比，越南盾对美元贬值保持基本稳定，同比贬值 1.2%。

韩国 2017 年第 4 季度通货膨胀有所回落。韩国 10-12 月的 CPI 同比变动水平分别为 1.8%、1.3%和 1.5%，低于上季度 2.3%的平均水平，反映食品价格波动影响减退。2017 年第 4 季度，韩元对美元强劲升值。第 4 季度韩元对美元同上一季度相比升值了约 7.0%，同比升值 12.8%。

三、贸易规模

第 4 季度东盟国家和韩国对华出口仍维持在高位，反映出中国在这一轮外需复苏中仍然扮演重要角色。因内需向好，东盟国家总体和韩国从中国的进口有所回升。

2017 年 10-11 月，东盟国家向中国出口平均同比增速为 20.2%，与第 3 季度基本持平。东盟国家从中国的进口增速为 15.2%，高于上季度的 6.9%。国别来看，对华出口方面，除泰国出现负增长，其他五个东盟主要经济体的出口增速较上一季度有所提升并保持双位数的增速。自华进口方面，所有国家进口出现双位数增长，显著好于上一季度的水平。

韩国对中国出口和从中国进口较上季度均有所提升，10-11 月平均增速分别为 18.4%和 9.6%。

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, %)		
	2017Q1	2017Q2	2017Q3F	2016	2017F	2018F
印度尼西亚	5.0	5.1	5.1	5.0	5.0	5.0
马来西亚	5.8	6.2	5.8	4.2	5.9	5.9
菲律宾*	6.7	6.6	6.3	6.9	6.5	6.5
新加坡	3.0	5.4	3.1	2.0	3.5	3.2
泰国*	3.8	4.3	3.9	3.3	3.8	3.8
越南	5.7	6.4	6.8	6.2	6.3	6.5
东盟六国	5.0	5.4	5.1	4.7	5.1	5.1
韩国*	2.7	3.8	3.5	2.8	3.2	3.3

2. 通货膨胀						
	(季度同比, %)			(年度同比, %)		
	2017Q2	2017Q3	2017Q4F	2015	2016	2017F
印度尼西亚	4.3	3.8	3.4	6.4	3.5	3.8
马来西亚	4.0	3.8	3.6	2.1	2.1	3.9
菲律宾	3.1	3.1	3.4	1.4	1.8	3.2
新加坡*	0.7	0.4	0.5	-0.5	-0.5	0.6
泰国	0.1	0.4	0.9	-0.9	0.2	0.7
越南	3.3	3.1	2.7	0.6	2.7	3.5
东盟六国	3.1	2.8	2.7	3.1	2.2	3.0
韩国	1.9	2.3	1.5	0.7	1.0	1.9

3. 汇率						
	(名义汇率, per USD)				(实际有效汇率)	
	2017Q2	2017Q3	2017Q4F	2017	2017Q3	2017Q4F
印度尼西亚	13319.0	13492.0	13548.0	13420.0	93.3	91.8
马来西亚	4.3	4.2	4.3	4.3	85.7	87.5
菲律宾	50.5	51.1	49.9	50.4	106.1	105.9
新加坡	1.4	1.4	1.3	1.4	108.2	107.9
泰国	34.0	33.4	32.7	33.6	103.6	105.0
越南	22431.0	22470.0	22425.0	22400.5	-	-
韩国	1139.6	1146.7	1071.4	1118.5	110.9	111.8

4. 工业产值			5. 股票市场		
	(变动率, %)			(股票指数)	
	2017Q2	2017Q3	2017Q4F	2017Q3	2017Q4
印度尼西亚	4.0	5.6	6.4	5869	6105
马来西亚	4.3	5.9	3.4	1763	1754
菲律宾	3.8	-2.1	-6.5	8049	8393
新加坡*	8.8	18.7	10.1	3276	3405
泰国*	0.3	3.8	1.3	1622	1724
越南	43.0	47.2	49.0	790	924

韩国*	0.0	1.4	0.0	2387	2489	
6. 出口	(变动率, %)			7. 进口	(变动率, %)	
	2017Q1	2017Q2	2017Q3F	2017Q1	2017Q2	2017Q3F
印度尼西亚	8.8	25.4	16.4	5.6	25.4	21.7
马来西亚*	21.1	22.4	19.0	19.7	20.0	20.2
菲律宾	13.0	8.5	7.1	5.1	3.9	13.1
新加坡*	9.3	10.0	9.1	11.6	13.4	12.4
泰国	8.6	7.6	7.4	12.9	10.0	7.8
越南	22.2	22.6	24.3	23.3	20.8	16.3
韩国	16.8	23.9	8.5	18.7	17.9	11.2
8. 与中国经贸往来	对中国出口			从中国进口		
	(变动率, %)			(变动率, %)		
	2017Q1	2017Q2	2017Q3F	2017Q1	2017Q2	2017Q3F
印度尼西亚	29.1	31.1	40.2	4.7	1.0	15.2
马来西亚	13.9	11.2	11.3	4.3	3.1	12.3
菲律宾	10.6	10.1	12.1	-1.9	6.8	14.8
新加坡	24.0	30.9	42.2	-6.3	-6.2	10.4
泰国	20.0	10.3	-13.6	-2.4	3.7	11.1
越南	26.0	36.8	52.3	11.6	23.3	19.9
东盟	19.8	20.4	20.2	2.8	6.9	15.2
韩国	5.6	14.0	18.4	7.3	7.9	9.6

数据说明:

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

金融市场专题：全球金融市场趋于稳定，人民币跨境流出上升

2017年，在全球宏观经济继续温和走强而通胀仍保持在低位的背景下，市场对持续增长和低通胀颇具信心。四季度全球金融市场运行平稳，VIX指数在低位波动，TED利差亦已回落到30个基点附近。外汇市场上，美元指数接连三个季度的下跌后开始企稳，欧元在持续三个季度的升值以后，目前也显示出稳定迹象。其他货币都进入了相对稳定期。股市方面，美日等发达经济体表现抢眼，新兴市场除印度外，总体向上动能不足，呈现来回波动态势。货币市场上，美联储于12月中旬的升息决议带动市场利率相应上行。欧洲与日本的量宽政策基调虽然也开始调整，但尚未真正落实在市场利率上。全球主要经济体长期国债收益率走势呈现分化态势。

中国跨境资本流出总量趋稳，人民币汇率升值预期升温。9-11月，涉外收付款逆差为145亿美元。银行结售汇差额逆差为44亿美元。特朗普税改引发美元指数上涨的预期落空，人民币预期从贬值转向升值。市场主体结售汇意愿均有所下降，外汇市场交易清淡。人民币净流出从220亿美元上升至240亿美元。预计随着人民币汇率基本稳定，人民币跨境贸易与投资政策会慢慢松绑，人民币跨境资本流动比率将逐步回升。

一、国际金融市场概况

2017年四季度全球金融市场延续了今年以来趋于稳定的特征。外汇、货币、债券市场均未出现大幅波动，全球股市在金融风险走低的局面下总体上升，发达经济体股市接连创出历史新高或接近历史峰值（见表1）。反映预期市场波动性的VIX指数达到了多年以来前所未有的新低，目前基线已低于10（图1）。TED利差在2015到2016年以来出现持续走高，一度接近70个基点以后，今年以来大幅回落，目前在30个基点附近低位波动。这一和煦的情形甚至被冠名为“金发女孩经济”（Goldilocks Economy）

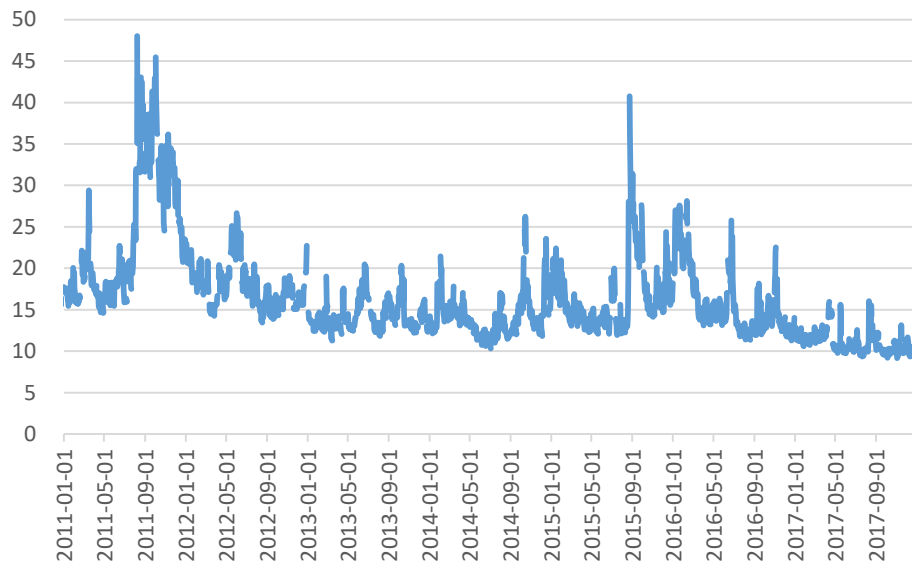
图表 34 国际金融市场主要指标变动

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	93.67	93.46	0.23	标普 500	2605.21	2465.39	5.67
欧元	1.18	1.18	0.23	德国 DAX	13078.52	12222.54	6.04
日元	112.88	110.93	-1.75	日经 225	22174.53	19870.43	11.60
人民币	6.61	6.67	0.88	上证综指	3353.11	3288.28	1.97
雷亚尔	3.25	3.16	-2.61	巴西 IBOVESPA	74435.23	69054.44	7.79

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	1.26	1.20	6.50	美国	2.37	2.24	13.00
欧元	-0.42	-0.41	-1.00	欧元	0.45	0.49	-4.69
日本	-0.02	-0.03	0.61	日本	0.05	0.05	0.23
中国	2.86	2.86	-0.14	中国	3.86	3.61	24.93
印度	5.86	5.93	-7.12	巴西	10.09	10.05	4.05

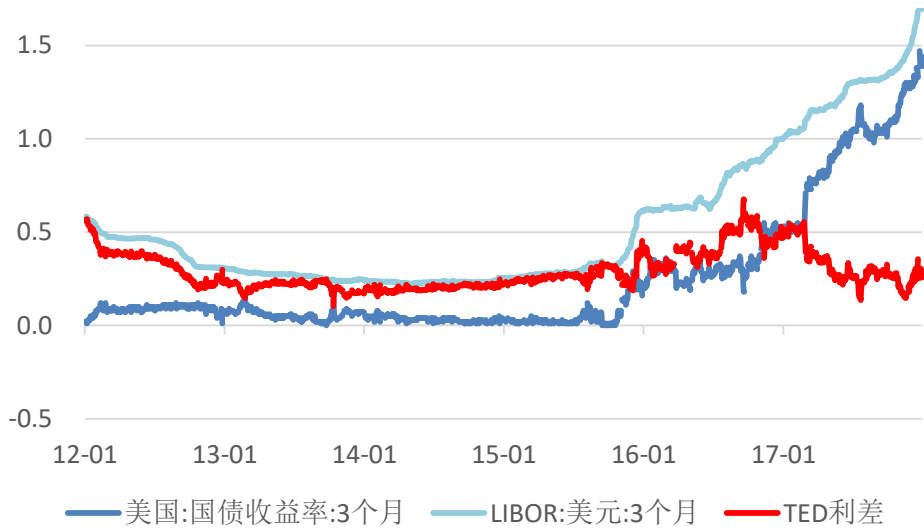
注：各指标季度数值为季内平均值，变动幅度则根据相邻两季度的平均值计算；数据来源于 wind。其中，欧元汇率为间接标价法，日元、卢布、雷亚尔为直接标价法。货币市场和债券市场利率单位为百分点。变化基点单位为百分之一个百分点。

图表 35 VIX 指数



数据来源：wind 数据库

图表 36 Ted 利差走势

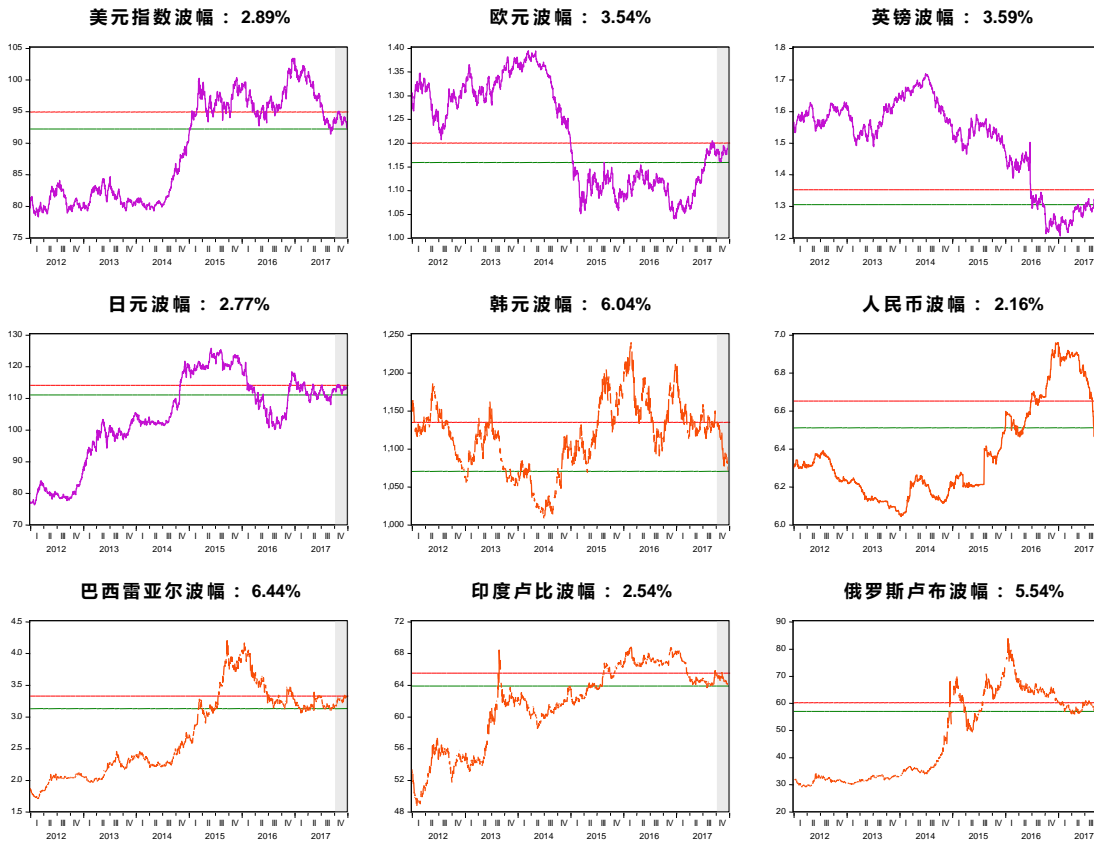


数据来源：wind 数据库，笔者计算

二、国际金融分市场走势分析

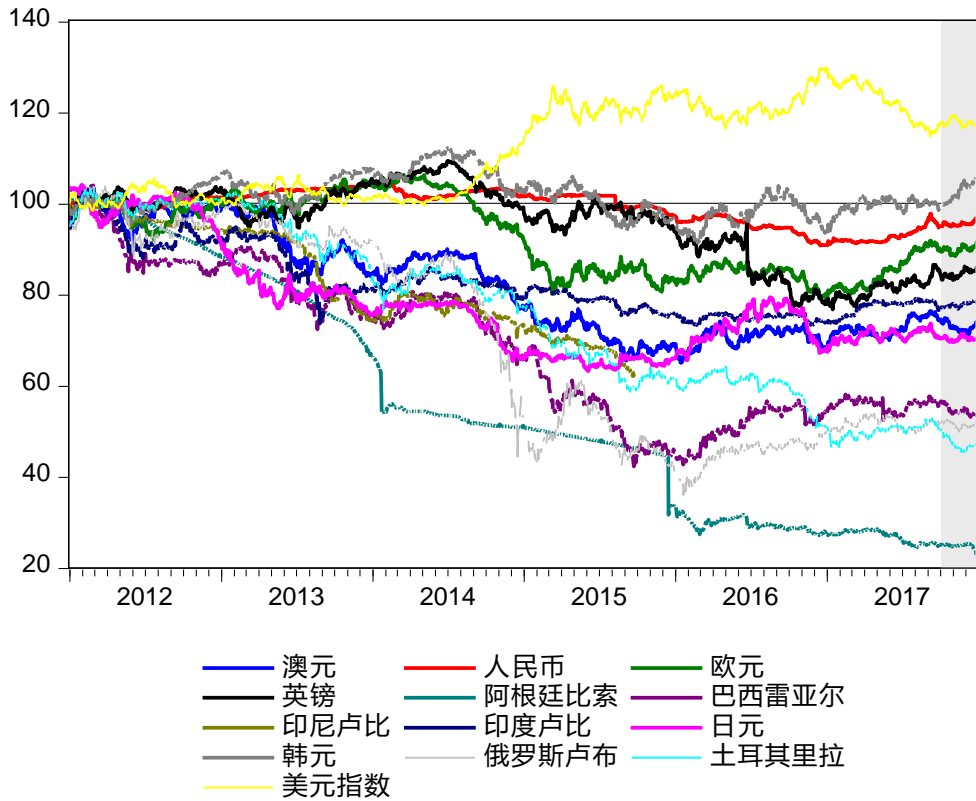
相比三季度，四季度全球外汇市场总体进入平台期，主要发达经济体与新兴经济体货币总体未出现币值的大幅异动。美国指数在前三个季度总体贬值约 10%以后，在四季度开始稳定下来，总体波幅极小，仅为 2.9%。与此相应的是，欧元在持续三个季度的升值以后，目前也显示出稳定迹象，在 1.15-1.20 之间小幅波动。英镑、日元及多数主要新兴经济体货币波幅，相比其自身历史波动特征都比较小，显示出金融市场风险走低是全球性的现象。

图表 37 主要经济体汇率走势



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

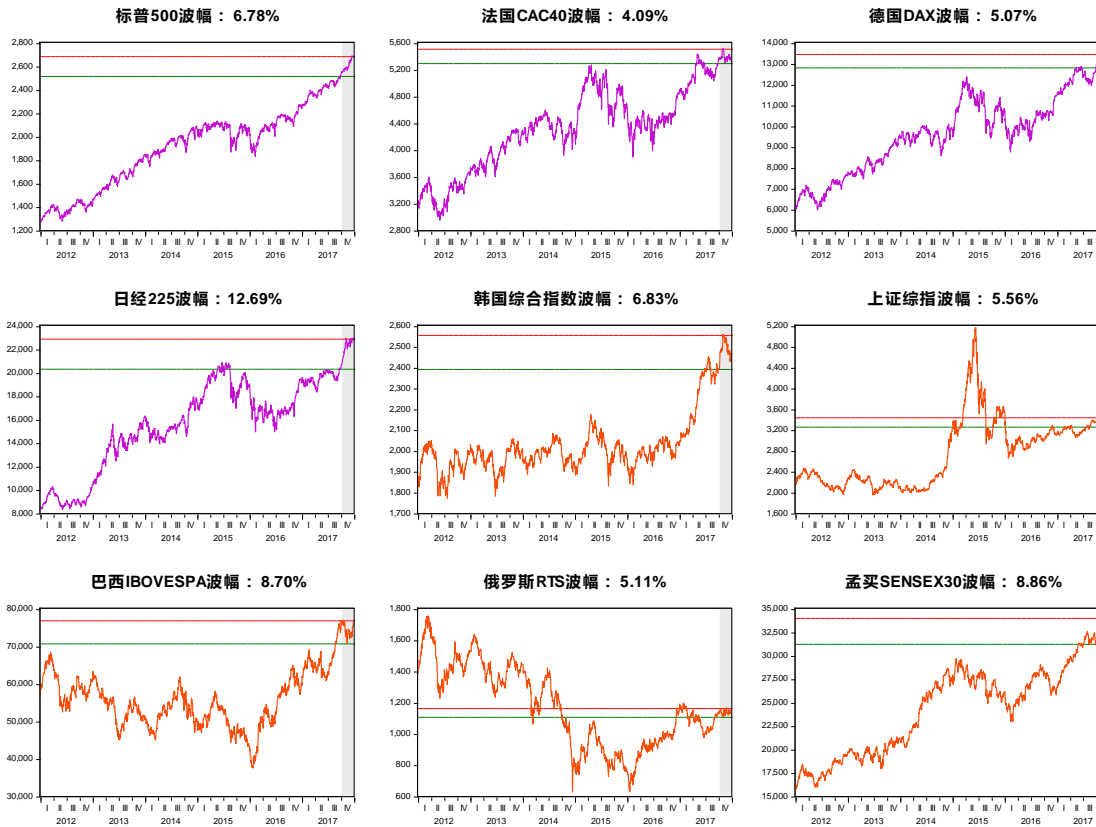
图表 38 主要经济体汇率走势比较



注：同上。

全球股市方面，美国、日本股市表现强劲，欧洲股市在历史性高位开始经历盘整波动，新兴市场除印度外，总体向上动能不足，呈现来回波动态势。美国经济总体向好发展以及美联储温和的货币政策引导，使得美国标普 500 指数连续保持了七个季度的正增长，四季度相比上个季度大幅上涨 5.7%。法国、德国股市在连续五个季度上升后开始出现小幅回调。新兴经济体股市四季度大多未能延续上一季度的涨势，仅印度股市实现了较可观的涨幅。其他主要新兴经济体股市则开始出现更为明显的波动。

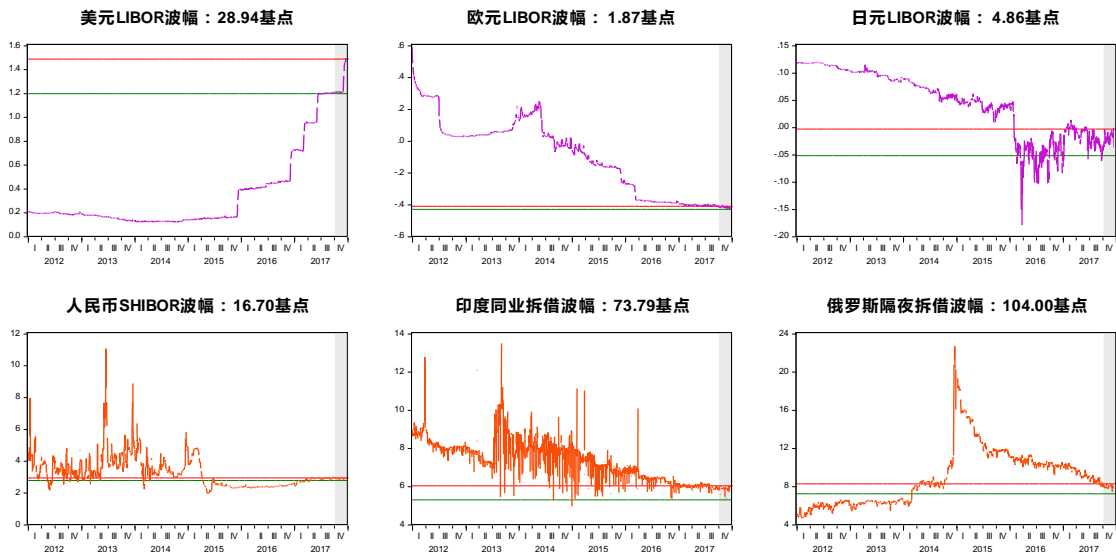
图表 39 主要经济体股指走势



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，美联储于 12 月中旬的升息决议带动市场利率相应上行。欧洲与日本的量宽政策虽然也开始调整，但尚未真正落实在市场利率上。主要新兴经济体的货币市场利率也总体保持稳定，仅俄罗斯央行随着通胀触及后苏联时代低点而在四季度两度降息，一共调低基准利率达 75 个基点。

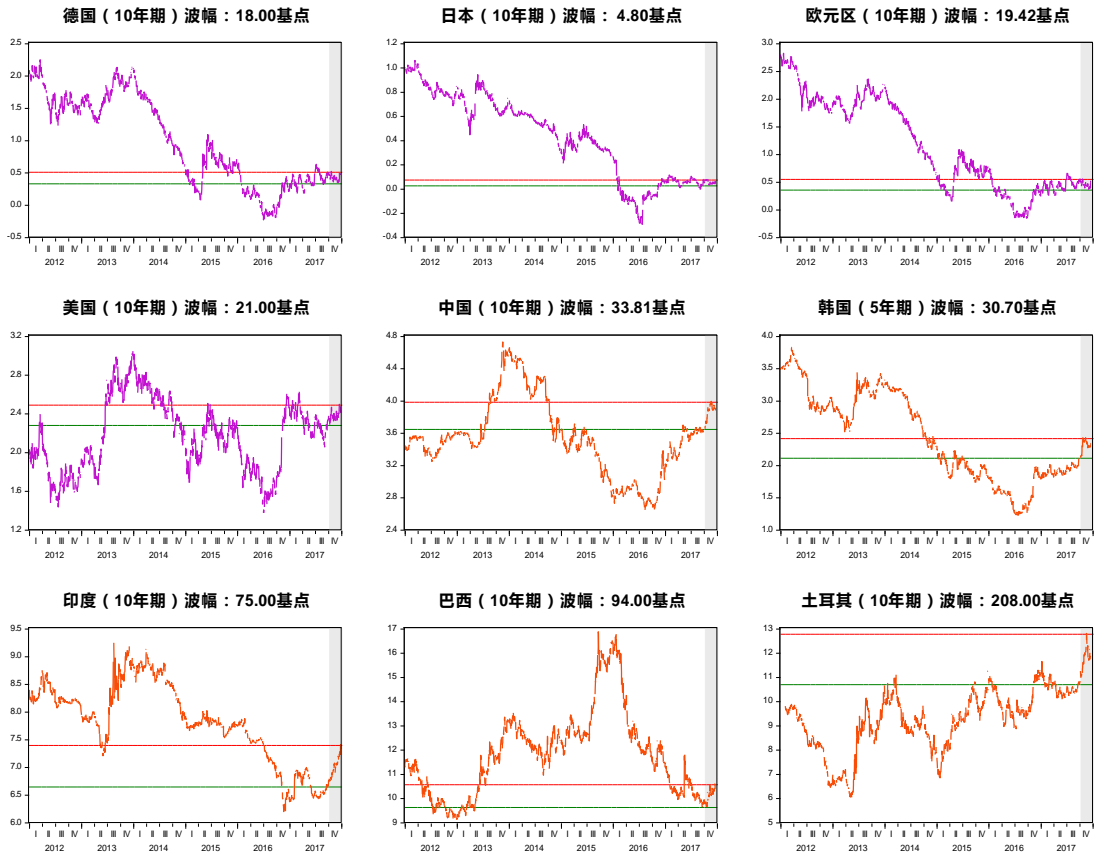
图表 40 主要货币市场利率走势



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。

全球主要经济体长期国债收益率走势呈现分化态势。随着美国经济实现良好的增长态势，市场对于通胀回升路径斜率与升息有更强的预期，这使得美国长期国债利率相比上个季度总体提升了13个基点。欧日则由于量宽政策的继续实施，长期国债利率总体仍保持在极低水平，未出现异动。新兴经济体长期利率走势跟随了美国，均出现了不同程度的攀升。其中，中国长期国债利率平均而言相比三季度抬高了25个基点。

图表 41 主要经济体国债收益率走势

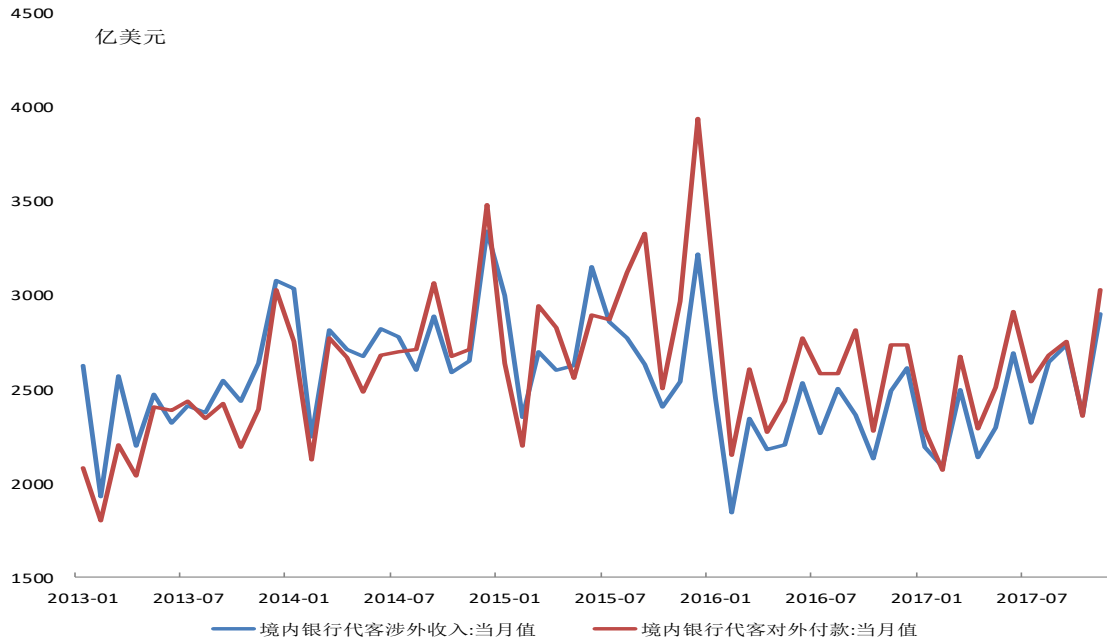


注: 同上。

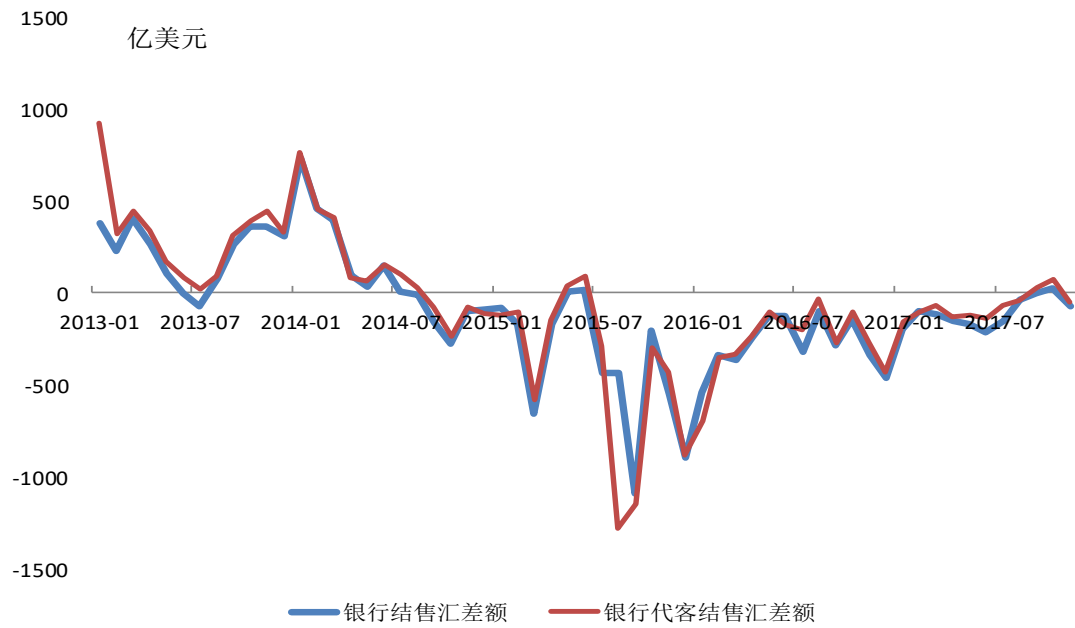
三、中国跨境资本流出总量趋稳，人民币汇率逆市上扬

跨境资金流动总量同比增速小幅反弹，跨境资本流动基本稳定。2017年9月至2017年11月，银行代客涉外收入与支出总额为1.61万亿美元，同比增长9%。其中，银行代客涉外收入为8000亿美元，同比上升14%，银行代客涉外支出为7800亿美元，同比上升4%，涉外收付款逆差为145亿美元。银行结售汇差额逆差为44亿美元，跨境资本外流规模基本稳定。

图表 42 跨境资本总流动

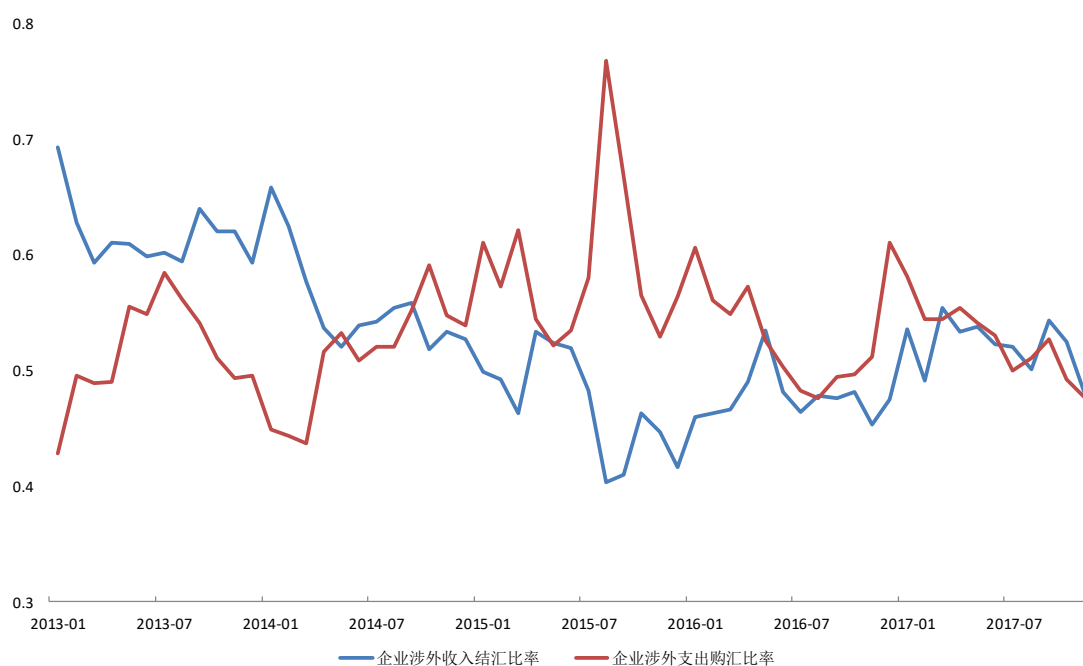


图表 43 银行结售汇差额



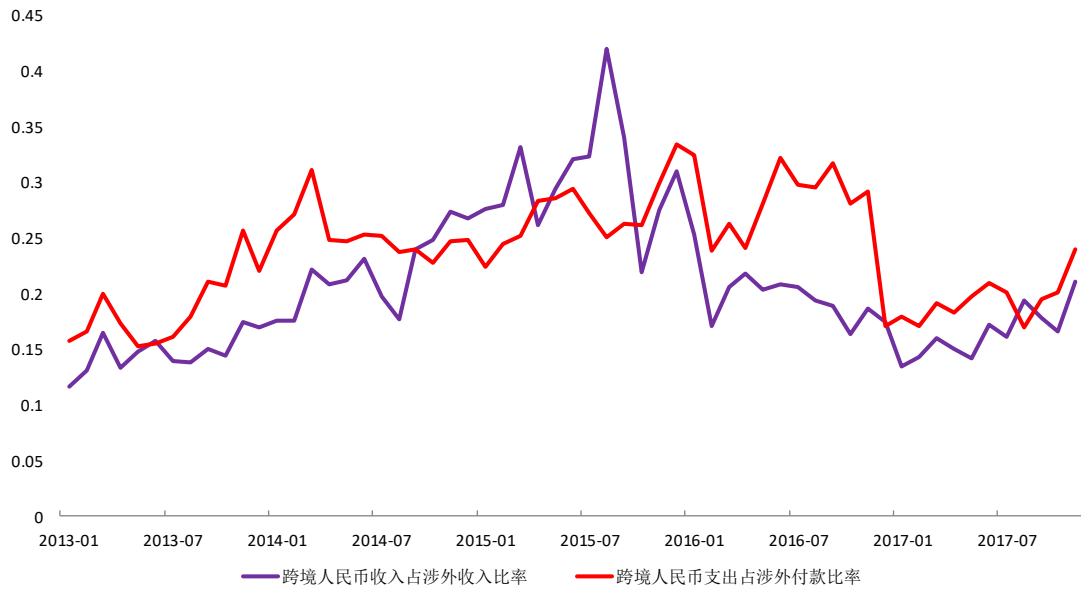
人民币汇率升值预期抬头，市场主体购汇意愿迅速下降。2017年9月至11月，银行代客结汇占银行涉外总收入比率从50%下降至48%，银行代客售汇占银行涉外总支出从51%下降至47%。人民币汇率逆市上扬，市场交易比较清淡。同期，特朗普税改引发美元指数上涨的预期落空，人民币预期从贬值转向升值。过去积累大量美元的贸易商遭受重大损失，人民币升值越快，被逼平仓的贸易商就越多，市场上美元供给也就越多，人民币进一步升值动力就越强劲。但是，此次人民币汇率升值幅度在一定程度上已经脱离了基本面。过去人民币迅速贬值时，境内外汇市场每日交易量最高接近500亿美元。现在人民币开始转向升值，境内外汇市场交易量却仅为200-300亿美元。在美元指数持续低迷的前景下，人民币汇率可能还会保持一段时间的升值态势。

图表 44 企业涉外收入支出结售汇比率



人民币跨境资本流出开始逐步上升。2017年9月至11月，跨境人民币业务占跨境资本流动的比率从18%上升至22%水平。其中，跨境人民币收入占比从19%上升至21%，支出占比从17%上升至23%。人民币净流出从220亿美元上升至240亿美元。预计随着人民币汇率基本稳定，人民币跨境贸易与投资政策会慢慢松绑，人民币跨境资本流动比率将逐步回升。

图表 45 跨境人民币收入支出占涉外收入支出比率



大宗商品专题：供需再平衡推动大宗商品价格持续反弹

2017 年 4 季度大宗商品价格在石油走强的带领下整体回升，油价环比上涨 17.9%，钢材、煤炭也在实体经济回暖和供给端相对稳定的支撑下上涨。铁矿石在前期下跌后也在季度末回涨。农产品价格相对波动，但主要作物呈上涨趋势。预计 2018 年石油和建筑材料等主要大宗商品由于政策控制和供给端的前期收缩所致，会处于紧平衡状态，为商品价格提供支撑。大宗商品整体回升的趋势或会为实体经济带来一定通胀压力。

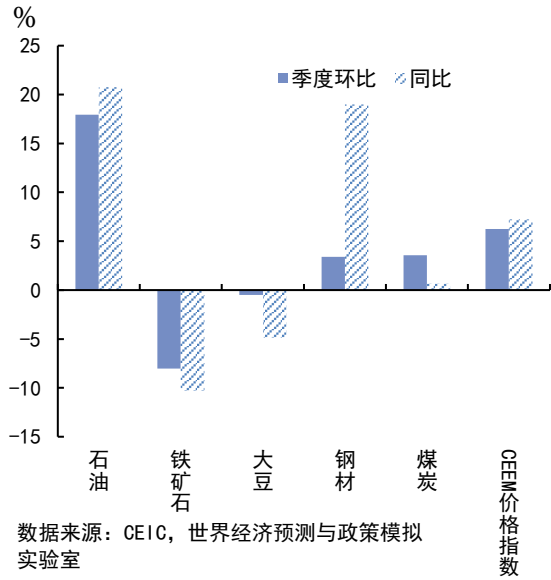
一、大宗商品总体价格走势

4 季度大宗商品价格延续反弹趋势，石油价格上涨

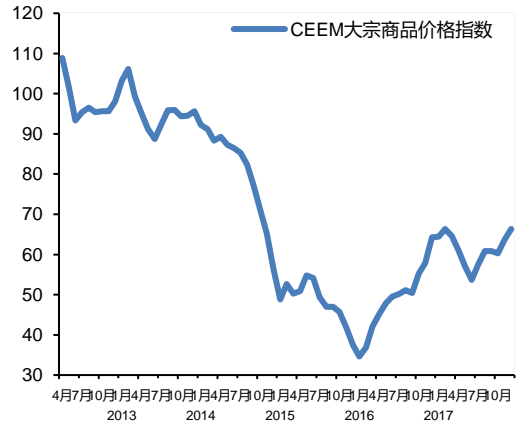
2017 年 4 季度 CEEM 大宗商品价格⁹升势进一步涨高，环比上涨 6.2%，同比上涨 7.2%。4 季度石油均价强劲增长，相较上季度上涨 17.9%。煤炭和钢材都出现小幅涨势，铁矿石价格波动较大，季度平均价格下跌 8.0%，但在 12 月有明显反弹。铜价需求稳步上涨，季度末较季初上涨约 9.2%。4 季度主要农产品价格波动，大豆价格先升后降，小麦和玉米价格小幅上升。

⁹ CEEM 大宗商品价格指数（月度）综合计算前五大进口商品月平均价格，并根据中国进口量分配权重。5 种商品价格为 OPEC 一揽子石油价格、普氏铁矿石综合价格指数、澳大利亚动力煤 FOB 价格、钢材亚太地区远东市场综合到岸价以及美洲综合大豆价格。指数以 2012 年平均价格为基准。

图表 46 4 季度大宗商品价格继续增长



图表 47 大宗商品价格持续反弹

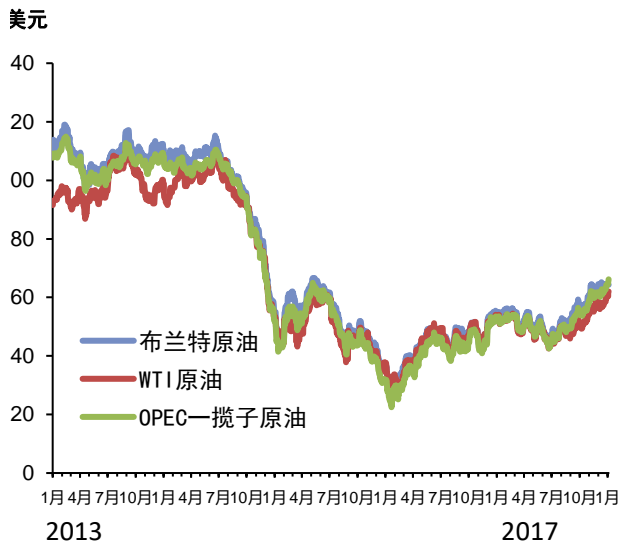


4 季度原油价格受到 OPEC 减产、美国库存下降以及地缘政治风险高发支撑

二、主要大宗商品供求情况与价格走势

2017 年 4 季度, 受 OPEC 减产逐步到位、美国商业原油库存下降和地缘政治风险凸显等因素影响, 全球油价涨势明显。布兰特原油价格从 60 美元左右上涨突破 65 美元, 且有进一步上涨的势头。全年布伦特油价均价在 65 美元左右, 符合年初的预判。全年油价走势在前三季度稳中有跌, 相对疲软, 但于 4 季度释放上涨动力。

图表 48 4 季度石油价格持续反弹



图表 49 4 季度 OPEC 产量出现切实下降



OPEC 产量
出现切实
下降，美国
原油商业
库存持续
走低

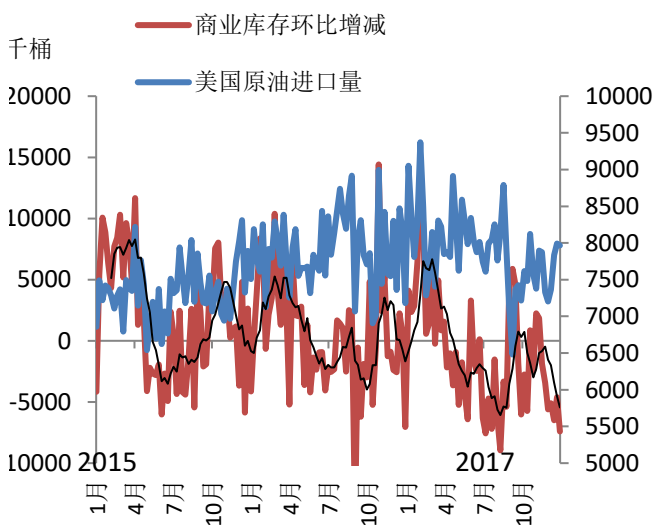
在供给端，OPEC 国家原油产量出现切实下降，11 月每日产出为 3244 万桶，整个 2017 年下半年日产量相较于年初下降超过 100 万桶。OPEC 国家中，沙特带头削减产量，且利比亚和尼日利亚的减产豁免额都有所缩减，超出市场预期。11 月 30 日，欧佩克与非欧佩克产油国同意进一步延长减产协议至 2018 年年底，减产量维持 180 万桶/天，刺激油价上涨。

另一方面，美国原油供给增长有所停滞，墨西哥湾钻井数已经数月保持不变。2017 年美国的原油供给增长一直是平抑国际油价的重要因素，而且放开出口后美国的石油出口金额明显增长。但近期市场已逐步消化美国增加出口带来的影响，且估计油价和美国页岩油边际开采成本已基本持平，美国进一步增产动力有限。

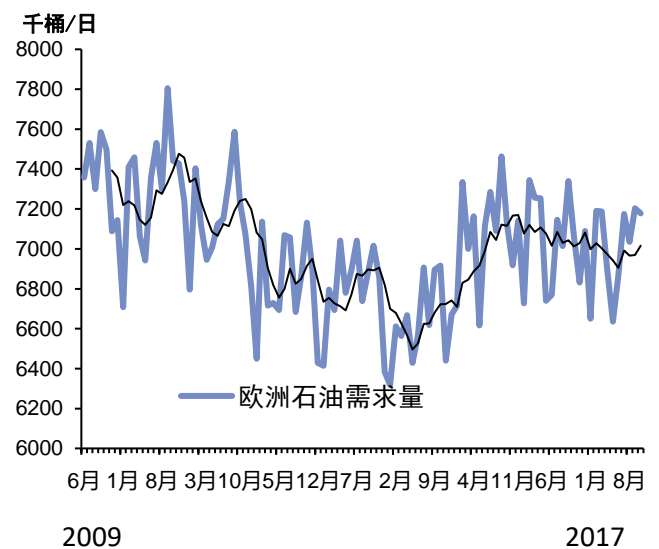
美国原油商业库存持续走低也是支撑油价的重要因素。4 季度美国原油库存持续多周下降，12 月单周库存一度下降超过 700 万桶，带动原油价格上涨。与此同时，美国进口量保持在稳定水平。

除了供给逐步回调推动全球原油供需再平衡以外，地缘政治风险高发也是推动油价上涨的重要因素。利比亚输油管道遇袭爆炸，导致日产量下降 9-10 万桶；伊朗国内因经济问题爆发反政府示威，引起市场对局势不稳的担忧。

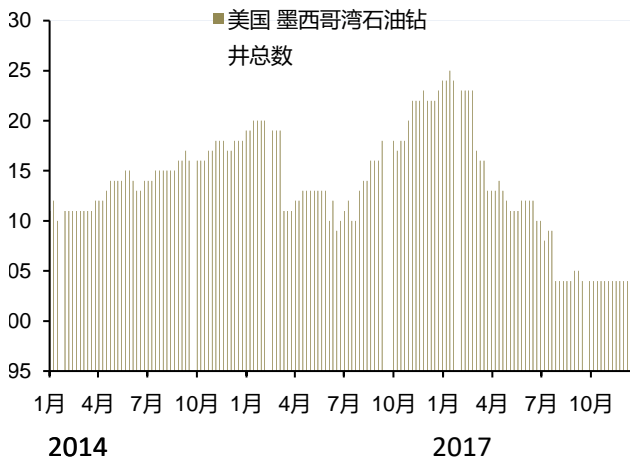
图表 50 美国商业库存连续下降



图表 51 欧洲石油需求量企稳

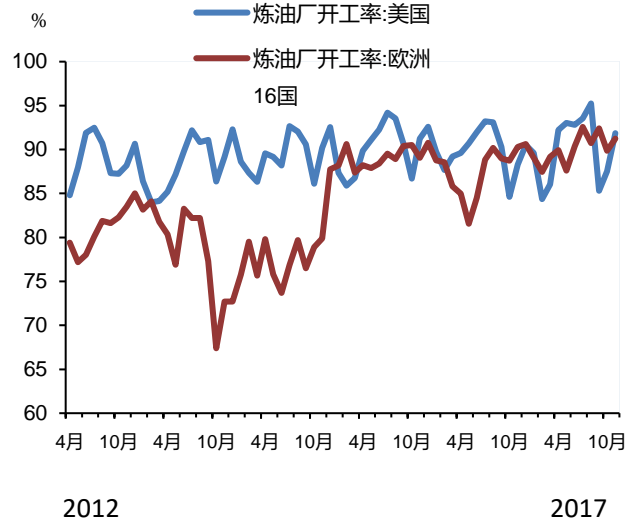


图表 52 美国活跃钻井数维持在相对低位



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 53 炼油厂开工率维持在高位

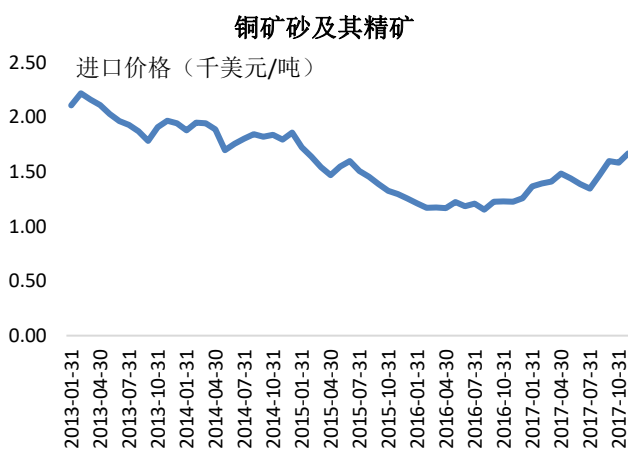


2012

2017

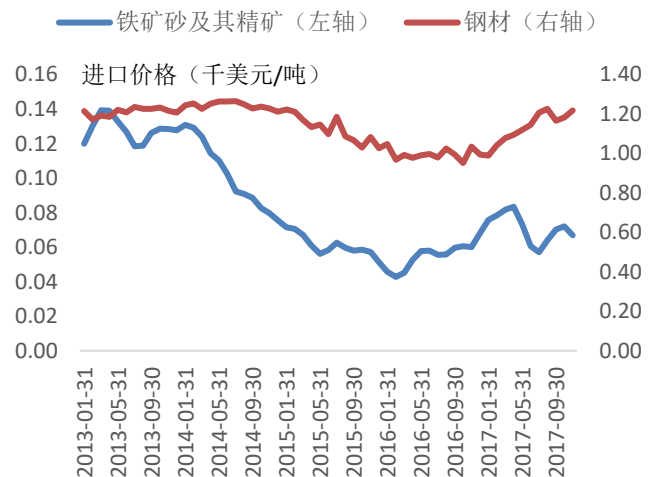
需求端全球实体经济好转，炼油厂开工率稳定。在需求端，由于全球实体经济状况好转，市场预计中长期需求将会走强。从短期数据来看，欧洲和中国需求基本保持稳定，且美国和欧洲炼油厂开工率都稳定在高位，都对油价形成支撑。

图表 54 铜矿砂及其精矿价格回升

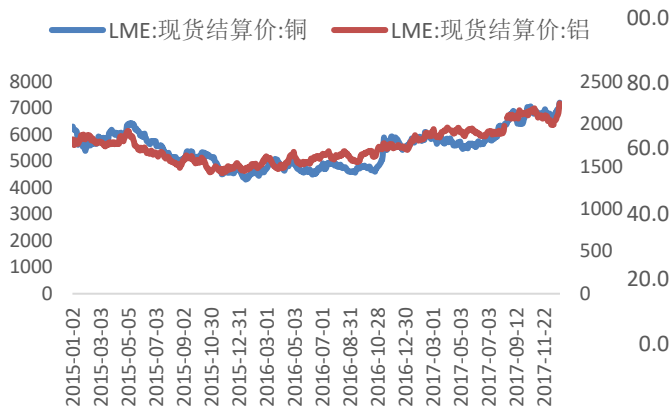


数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 55 中国钢材进口价小幅上涨



图表 56 LME 铜价与铝价均上涨



图表 57 国际铁矿石价格先涨后跌

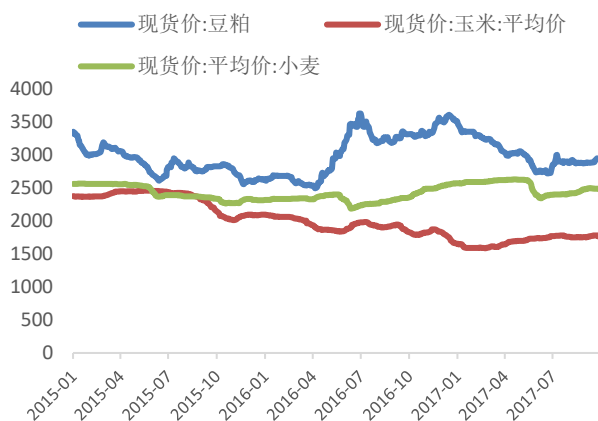


4 季度金属价格稳中走强。铜方面，需求回暖下铜需求上涨导致价格回升；冬季环保限产下，上游铁矿石库存回升，各品种钢材供给收缩，短期能可能小幅推升价格。

4 季度金属价格小幅走强。铜方面，从 10 月初至 11 月中旬 LME 铜价波动为主，之后从 6705 美元/吨小幅上涨至 12 月底的 6217 美元/吨，总体季末较季初上涨约 9.2%；LME 铝价走势基本一致，从 10 月初的 2135 美元/吨波动并下跌至 12 月初的 1991 美元/吨左右，之后上涨 12.8%至 12 月底的 2246 美元/吨。进口铜矿砂及其精矿价格从 9 月底的约 1600 美元/吨上涨至 11 月底的 1670 美元/吨，上涨幅度约 4.3%。从铜矿进口数量来看，10 月和 11 月分别进口 137 万吨和 178 万吨，未锻造的铜进口量 10 月和 11 月分别为 28 万吨和 42 万吨。铜方面总体来看随着全球经济的持续复苏，铜需求稳步上涨，LME 铜库存本季度持续下滑，从 9 月底的 29.7 万吨下滑至 12 月底的 20.2 万吨，并且处于 2016 年年初以来的低位。钢铁与铁矿石价格小幅上涨。钢材进口均价从 9 月底的 1165 美元/吨小幅上涨至 11 月底的 1217 美元/吨；钢材进口数量 10 月和 11 月分别为 95 万吨和 114 万吨。国内钢材的生产和供给方面，钢铁行业月粗钢产量 10 月和 11 月分别为 7236 万吨和 6615 万吨，11 月小幅下滑约 8.6%；日均粗钢产量 10 月和 11 月分别环比下跌 2.5%和 5.5%。钢材库存仍然处于较低水平，10 月和 11 月分别为 1329 和 1300 万吨。铁矿石方面，TSI 铁矿石价格指数从 10 月初的 61.5 上涨至 12 月底的 72.8，总体

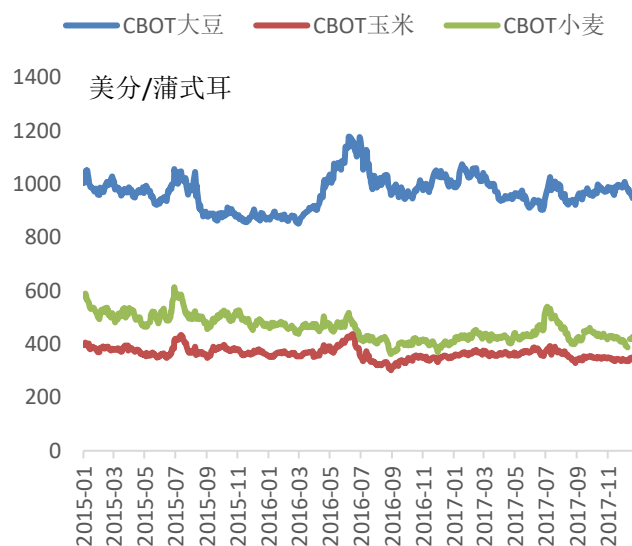
上涨 18.3%，主要来自于 12 月份的价格快速上涨。从进口量来看，铁矿砂及其精矿进口 10 月和 11 月分别为 95 万吨和 114 万吨，与 3 季度月均值基本持平。铁矿石库存 12 月小幅上涨，12 月底一周约 1.46 亿吨。从产业链来看，上游铁矿石港口库存目前维持相对高位，钢材社会库存仍然处于相对低位。4 季度环保限产使得各品种钢材供给大规模收缩，需求虽有小幅回落，但很难与供给收缩的程度持平。国内钢价短期内可能迎来小幅上涨。

图表 58 豆粕现货价格回升、玉米与小麦价格相对平稳



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 59 CBOT 大豆、玉米、小麦价格均下跌



4 季度主要农产品价格总体稳中走升。大豆价格先升后降。国际市场来看，CBOT 大豆价格从 10 月初至 12 月初小幅上涨 5.5%，之后回落 6.3%，总体季度末较季度初小幅回落。10 至 11 月的价格小幅回升主要是因为需求向好外加“拉尼娜”影响未来供给的预期，进入 12 月以来，虽然美国农业部（USDA）12 月报告将大豆 2017/18 全球预估产量较 11 月下调 42 万吨，但从期末库存来看，2017/18 全球大豆结转库存为 9832 万吨，较 11 月上调 42 万吨，处于历史最高位，其中美国库存较 11 月上调 55 万吨，目前大豆库存消费比为 28.52%，较 11 月上升 0.14%，处于历史高位。因此，12 月中旬之后，

4 季度主要农产品价格走势回升。供给端偏紧是价格上涨的主要原因。国内市场表现与国际市场稍有

不同，2017年大豆丰产，玉米种植面积大幅减少，小麦小幅减产。

高位的库存消费压低大豆价格。国内市场的表现略有不同，2017年国内大豆丰产，根据农业部数据，2017年国产大豆产量1494万吨，较2016年上涨15.46%；种植面积同比增加13%，单产同比增长1.5%；同时，东北大豆累计收购同比增长。因此，国产大豆供给压力也使得大豆价格承压；油厂豆粕库存持续增长，豆粕现货均价从10月初至12月初小幅上涨5.0%，之后回落1.4%。

4 季度玉米与小麦价格小幅上升。国际市场来看，CBOT玉米价格10至11月下降4.4%，12月回涨4.5%，总体季季末较季度初价格持平。美国农业部12月数据显示，2017/18年度玉米库销比保持不变，仍然存在产销缺口，去库存进程中玉米价格整体偏弱。国内市场来看，玉米现货价从10月到11月较为平稳，之后从12月初的1755元/吨上涨约3.5%至月底的1818元/吨，玉米价格回升主要原因是来自于供给面的压力。根据统计局，2017年全国粮食总产基本保持稳定，但其中减产幅度最大的是玉米，较去年减产1.8%，而导致玉米产量下滑的主要原因则是种植面积的大幅调减，2017年玉米播种面积较2016年减少3.6%，较2015年减少7.0%；单产情况来看，2017年玉米整体单产提高2%，但不同地区情况分化，东北产区因光热降水适宜，单产明显提升，而黄淮海产区则由于天气因素单产下滑。

小麦价格与玉米价格走势较为一致。国际市场来看，CBOT小麦10月初至11月波动为主，11月底至12月初跌落明显，之后回涨约10%。国内市场来看，由于新小麦供给压力加大，小麦现货价格4季度小幅上涨2.3%。

三. 未来价格走势与风险

石油方面，经过近两年的调整，全球市场供需逐步迎来再平衡。供给端达成切实的减产共识，需求端在经济复苏的支撑下保持稳定，预计将在2018年推动油价（布伦特原油）中枢上

2018年原油
价格受供需

再平衡影响有上涨空间，且容易受到地缘政治风险刺激上行；金属价格走势主要取决于全球需求能否持续转暖以及国内环保限产的影响幅度；农产品主要关注“拉尼娜”对供给的影响以及美国税改影响下的美元走势变动。

涨至 65-75 美元/桶。一旦地缘政治风险进入多发期，还有进一步上涨空间。

金属方面，未来价格走势主要取决于需求能否持续转暖以及环保限产的影响幅度。未来一年经济增长可能更加注重质量与可持续发展的前景，这将在一定程度上有利于金属供需面的改善。铜可能持续维持紧平衡格局，经济增长下铜消费上涨，而铜产量受制于铜精矿与废铜供应。环保限产下对上游铁矿石的需求可能持续走弱，钢材供给继续收缩，可能在一定程度上推升钢铁价格。

农产品方面，未来价格走势主要关注对“拉尼娜”对供给的影响以及受美国税改影响美元的走势变动。大豆方面，2018 年 1 季度南美天气状况可能导致 USDA 对南美作物产量进行调整；玉米方面，国内市场由于饲料和养殖企业正在大量向东北布局生猪养殖，饲用玉米欲求提升，另外，燃料乙醇政策的推进可能将带来产能扩张，因此，在新粮减产的情况下，玉米供需缺口可能加大，并进一步推升玉米价格。

外贸专题：出口增速反弹，进口增速回落¹⁰

2017年4季度，中国出口（美元）同比增长10.1%，较上季度6.6%的同比增速显著提高3.5个百分点。出口增速反弹，同时得益于外需的继续回暖、出口市场份额增速的提高。4季度中国进口同比增长12.6%，较上季度下调1.8个百分点。货物贸易顺差总额为1330亿美元，同比提高1.7%，服务贸易逆差规模继续收缩。预计2018年出口有望继续保持增长趋势，但增速或将趋缓。

一、中国出口增速反弹

4季度出口增速反弹，对美国、欧盟、东盟和日本等主要贸易伙伴出口增速普遍回升。

出口增速反弹，对美国、欧盟、东盟和日本等主要贸易伙伴出口增速普遍回升。中国海关数据显示，2017年4季度，以人民币计，中国出口总额4.22万亿元，同比增长7.9%；以美元计¹¹，出口总额6380亿美元，同比增长10.1%，较上季度6.6%的同比增速显著提高3.5个百分点。其中，10月出口同比增速为6.8%，较9月下降1.3个百分点；而11月出口同比增速大幅反弹到12.3%；12月出口同比增速回调至10.9%。

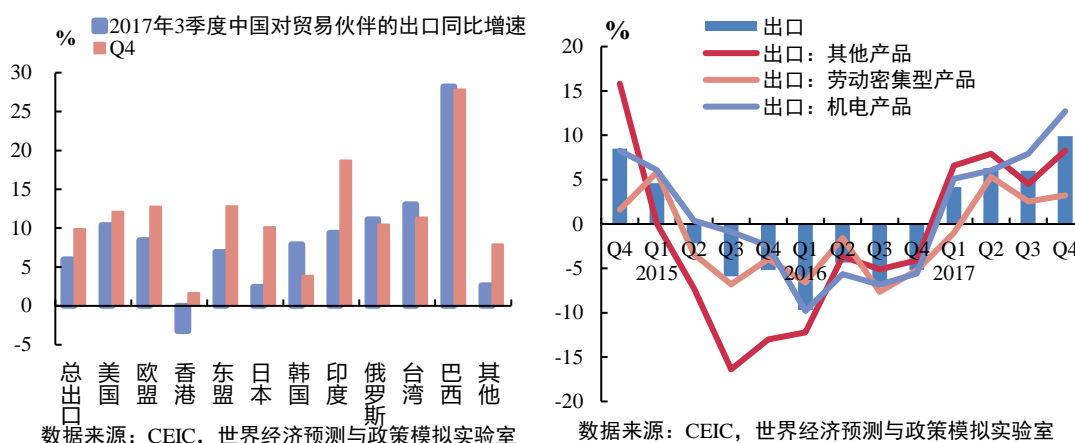
相较上季度，分地区看，4季度中国大陆对除韩国、中国台湾、俄罗斯和巴西外的主要贸易伙伴出口增速均显著回升。其中，对美国出口增长12.1%，较上季度增加1.8个百分点，增速进一步提高；对欧盟出口增长12.8%，较上季度提高4.3个百分点；对日本出口增长10.1%，较上季度提升7.7个百分点；对香港出口同比增速从上季度的-3.2%继续回升至1.6%。此外，中国对东盟和印度出口同比增速较上季度分别提升5.9和9.3个百分点；对巴西和俄罗斯出口增速尽管略有下调，但依然分别保持

¹⁰ 季报进出口总额数据来自中国海关总署，而按贸易方式、产品和地区等分类的子项贸易数据则来自CEIC数据库。事实上，CEIC数据库中的外贸数据也来自中国海关，但由于海关事后对已公布的贸易总额数据进行了修正，而CEIC并没有完全同步调整，导致二者略有不同；而对于按贸易方式、产品和地区等分类的子项贸易数据，海关未披露修正后的数值，因此海关统计月报数据和CEIC数据库一致。总体上，两个数据来源中外贸数据的变化趋势基本一致，故对本季报的主要结论影响不大。

¹¹ 除非特别注明，下文贸易数据单位为美元，增速为同比增速。

27.8%和 10.4%的出口同比增速。然而，中国大陆对韩国出口同比增长 3.9%，较上季度大幅下降 4.0 个百分点，这主要来自 12 月份对韩出口的大幅回调；对中国台湾的出口增速出现小幅下滑，从上季度的 13.0%回调至 11.4%，但仍明显高于 2 季度 1.7% 的同比增速。

图表 60 中国出口增速的地区和产品分布



4 季度出口
增速大幅反
弹主要来自
一般贸易以
及机电产品、
七大类传统
劳动密集型
和其他产品

从贸易方式看，4 季度一般贸易出口同比增长 15.0%，较上季度继续回升 7.3 个百分点。特别地，一般出口对总出口增长的贡献为 78.2%，是支撑 4 季度出口同比增速较上季度大幅反弹的主要因素¹²；加工贸易 4 季度出口表现也有所改善，同比增长 5.5%，较上季度提高 2 个百分点；其他贸易方式出口同比增速继续下滑 4.2 个百分点，同比增长 1.3%。

分产品看，4 季度七大类传统劳动密集型产品、机电产品和其他产品出口同比增速相对上季度均不同程度提升¹³。其中，机电产品出口增速较上季度显著提高 4.8 个百分点，同比增速为

¹² 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 3 季度，这三种贸易方式出口占总出口的比例依次为 55.2%、32.8%和 12.0%。

¹³ 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 3 季度，这三类产品占总出口比例依次为 57.5%、21.3%和 21.2%。

出口的共同提升。

12.7%。特别地，机电产品中高新技术产品出口同比增速较上季度继续提高 2.3 个百分点，至 14.2%。此外，4 季度七大类传统劳动密集型产品和其他产品出口同比增速较上季度分别回升 0.7 和 3.8 个百分点，分别为 3.2%和 8.3%。其中，七大类传统劳动密集型产品 10-11 月出口同比增速一度达 4.7%，12 月则明显回落。因此，4 季度出口的大幅反弹来自机电产品、七大类传统劳动密集型和其他产品出口的共同提升，其中机电产品的贡献最大。

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 4 季度外需增速将继续回升。

全球制造业 PMI 指数较上季度提高 0.8 个百分点，预示 4 季度外需增速较上季度将继续回升。2016 年 1 月至 2017 年 9 月，摩根大通全球制造业 PMI 指数滞后一期值，与来自 WTO 提供的不含中国的全球进口增速（外需增速）的相关系数为 0.86。而 2017 年 9 月至 11 月，摩根大通全球制造业 PMI 指数分别为 53.2、53.5、54.0，平均值为 53.6，较前 3 个月提高 0.8 个百分点。这意味着从全球制造业 PMI 来看，2017 年 4 季度外需增速较上季度将继续回暖。

中国外贸出口
先导指数
和前 3 个月
基本持平,预
示 4 季度外
需将保持回
暖趋势。

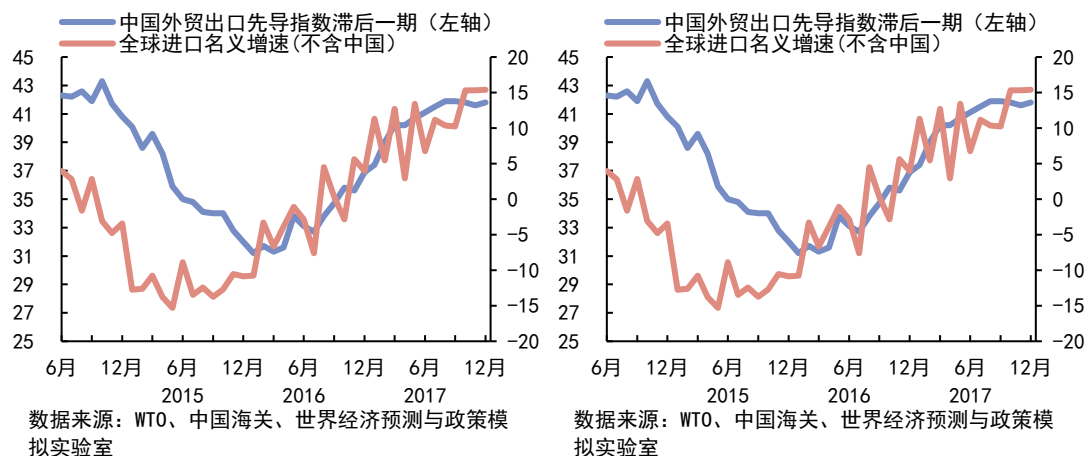
中国外贸出口先导指数和前 3 个月基本持平,预示 4 季度
外需将保持上季度回暖的趋势。2016 年 1 月至 2017 年 9 月,中
国外贸出口先导指数一期滞后值与外需增速的相关系数为 0.87,
表明中国外贸出口先导指数能较好地预见外需增速的变化。
2017 年 9 月至 11 月,中国外贸出口先导指数依次为 41.8、41.6、
41.8,平均值为 41.7,和前 3 个月基本持平,依旧处在高位。这
表明从中国外贸出口先导指数看,2017 年 4 季度外需增速将保
持上季度回暖的趋势。

中国出口产
品市场份额
增速预期回
升。

中国出口产品市场份额增速预期回升¹⁴。2017 年 9 月至 11
月,中国外贸出口企业综合成本指数依次为 19.9、21.1、20.1,
平均值为 20.4,较此前 3 个月 22.9 的平均值明显降低,意味着
4 季度中国出口企业综合成本优势明显增加,因此出口市场份额
增速较 3 季度很可能将出现回升。

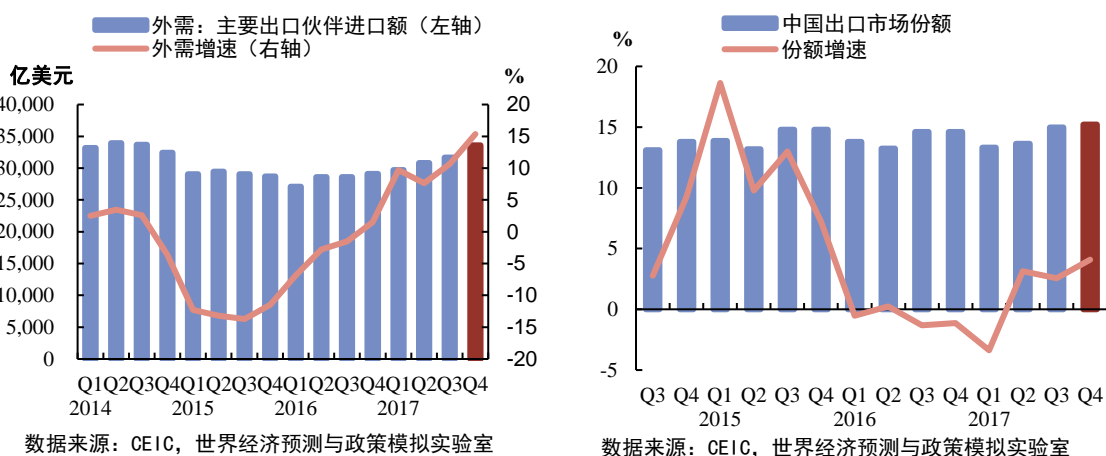
¹⁴ 2015 年 1 月至 2016 年 12 月,中国出口企业综合成本指数一期滞后值与中国出口产品在 13 个主要
贸易伙伴的市场份额增速的相关系数为-0.55。因此,可根据这一关系预测中国出口产品市场份额的变化情
况。

图表 61 预计 4 季度外需增速继续回升



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

图表 62 预计 4 季度中国出口产品市场份额增速回升



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

二、中国进口同比增速有所回落

中国进口同比增速有所回落,加工和其他进口贸易是拖累4季度进口同比增速的主要因素。

中国进口同比增速有所回落,加工和其他进口贸易是拖累4季度进口同比增速的主要因素。2017年4季度,以人民币计,中国进口总额3.34万亿元,同比增长10.1%;以美元计,进口总额5050亿美元,同比增长12.6%,较上季度的14.4%下降1.8个百分点。其中,10月进口同比增速为17.2%,较9月下滑1.5个百分点;11月同比增速为17.7%,较10月回升0.5个百分点;12月则较11月大幅下滑13.2个百分点,同比增速为4.5%。

从贸易方式看,4季度一般、加工和其他进口贸易对进口增长的贡献分别为80.9%、9.1%和10.0¹⁵。一般贸易进口同比增速为19.2%,较3季度提高2.4个百分点;而加工贸易进口同比增速较上季度回落4.3个百分点,同比增速为4.5%;其他贸易进口同比上升6.8%,较上季度进口增速大幅下滑9.2个百分点。因此,加工和其他进口贸易是拖累4季度进口同比增速的主要因素。

从原因上看,基数抬升、内需有所转弱可能拖累进口增速持续攀升。一方面,2016年11月以来进口连续13个月高速回升,同比增速平均为15.5%,到2017年11月进口已处于高位,继续保持高速增长难度加大;另一方面,尽管4季度国内消费者信心巩固增强,但固定资产投资增速继续回落,内需总体有所转弱,可能导致进口增速放缓。(参见本季报中国经济专题和大宗商品专题)。

4 季度进口增速下降主要来自重点商品¹⁶12 月进口的普遍大幅下滑。分产品看,10-12月,机电产品,农产品,铜矿、铁

¹⁵ 2017年3季度,一般贸易进口占总进口比例为57.9%,加工贸易进口占比为24.2%,其他贸易方式进口占比为17.9%。

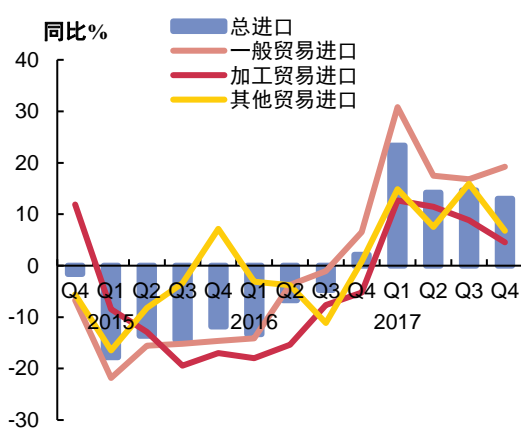
¹⁶ 2016年中国海关公布的进口重点商品为机电产品,农产品,铜矿、铁矿、钢材和铜材,煤、原油、成品油和天然气,医药品、化肥、塑料和橡胶,纸浆、锯材及纺织纱线及制品六大类,它们占当年进口总额的比重依次为48.8%、7.0%、7.4%、9.9%、4.7%、2.8%,总计80.6%。

4 季度进口增速下降主要来自重点商品 12 月进口的普遍大幅下滑。

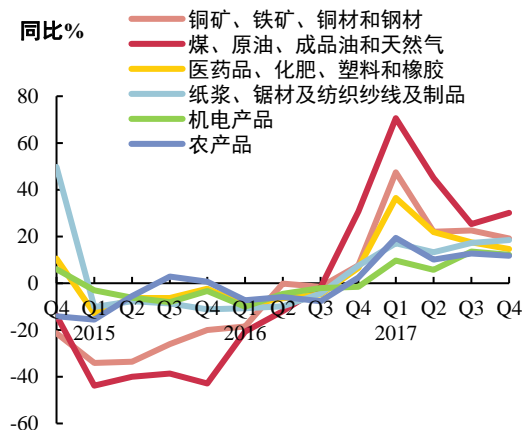
矿、铜材和钢材，医药品、化肥、塑料和橡胶进口同比增速依次为 12.2%、11.8%、19.1%、14.7%，较上季度分别下降 1.4、0.9、3.4 和 2.9 个百分点。然而，10-11 月，除医药品、化肥、塑料和橡胶进口同比增速较上季度轻微下降 0.1 个百分点外，其它三类产品进口同比增速较上季度均有显著提升。相反，煤、原油、成品油和天然气，纸浆、锯材及纺织纱线及制品进口同比增速走高，较上季度分别提高 4.8 和 1.3 个百分点，4 季度进口同比增速分别为 30.1%和 18.5%。这两类产品进口的提升也主要来自 10-11 月，12 月则有所下降。

价格因素在大宗商品进口增长中扮演重要角色。4 季度，原油进口量较上季度下降 4.7 个百分点，同比增长 4.4%，而其进口额同比增长 28.8%，较上季度提高 11.9 个百分点。价格因素对原油进口金额同比增速的贡献达 84.7%。类似地，铁矿砂及其精矿进口量同比增速为-1.4%，而其进口额同比增速则为 6.2%；铜矿砂及其精矿进口量同比增速为 0.2%，而其进口额同比增速则为 25.9%。

图表 63 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



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、原油、成品油和天然气产品同比增速中不包含天然气的进口同比变化。

三、货物贸易顺差同比增速由负转正

4 季度货物贸易顺差同比增速由负转正。

2017 年 4 季度，以人民币计，中国货物贸易顺差额为 8793 亿元，同比上升 0.63%；以美元计，顺差总额为 1330 亿美元，同比提高 1.7%，这是 2016 年 3 季度以来货物贸易顺差同比增速首次由负转正（上季度增速为-16.7%）。其中，10、11 和 12 月货物贸易顺差同比增速分别-21.0%、-6.6%和 38.3%。从贸易方式看，4 季度一般贸易顺差为 538 亿美元，加工贸易顺差 980 亿美元，其他贸易逆差为 188 亿美元，且 4 季度货物贸易顺差的提高主要来自加工贸易。

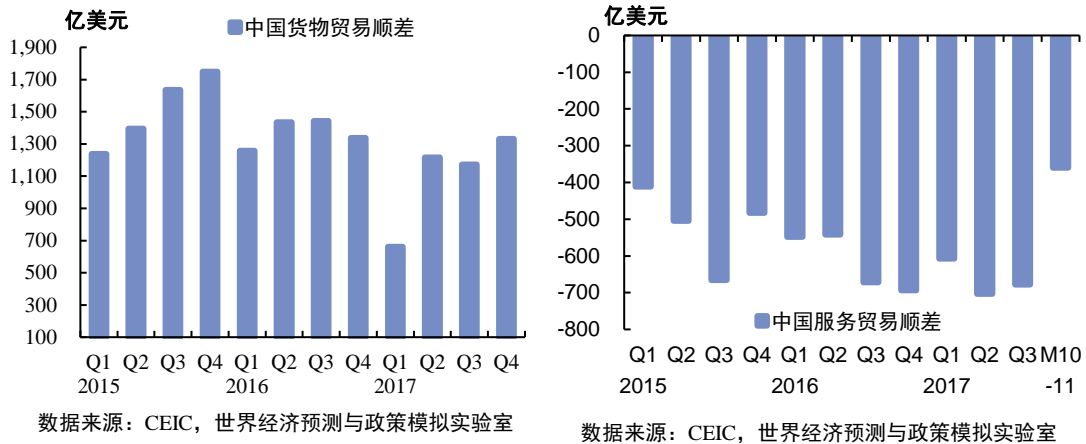
10-11 月服务贸易逆差规模继续收缩。

10-11 月服务贸易逆差规模继续收缩。2017 年 10-11 月，中国服务贸易逆差为 360 亿美元，同比下降 15.0%，较上季度 0.9% 的同比增速继续大幅下滑 15.9 个百分点。其中，10-11 月境外旅行逆差为 302 亿美元，同比下降 20.5%，较上季度-3.3%的增速继续大幅下滑 17.2 个百分点。运输服务逆差为 96.7 亿美元，同比上升 19.8%，较上季度同比增速提高 7.6 个百分点。保险和养老金服务逆差 11.1 亿美元，同比下降 24.1%，较 3 季度提升 10.2 个百分点。

3 季度净出口对 GDP 增长贡献为 0.19 个百分点。

2017 年 3 季度货物和服务净出口对 GDP 增长的贡献为 0.19 个百分点。3 季度，中国货物贸易顺差 1171 亿美元，服务贸易逆差 678 亿美元。按人民币不变价计，3 季度货物和服务净出口对 GDP 增长的贡献为 0.19 个百分点，高于去年同期-0.32 的百分点贡献度。

图表 64 中国货物贸易顺差及服务贸易逆差



四、出口展望：保持增长趋势，但增速或将趋缓

2017 年出口增速显著回升。从总量上看，1-12 月，以美元计，中国出口总额为 2.26 万亿美元，同比增长 7.9%，较去年提高 15.6 个百分点；进口总额 1.84 万亿美元，同比增长 15.9%，较去年提高 21.4 个百分点；顺差总额 4225 亿美元。分季度看，出口同比增速呈现波动增长的趋势。1 季度跳跃式增长，从上季度的-5.3%提高至 7.6%；2 季度在上季度基础上继续提高 1.1 个百分点至 8.7%；3 季度则小幅回落到 6.6%，4 季度又反弹到 10.1%。

预计 2018 年出口有望继续保持增长趋势，但增速或将趋缓。2000 到 2016 年期间，中国出口年均增速 15.4%，其中 8.4 个百分点来自出口市场份额增长的贡献，7 个百分点来自全球出口市场增长，这表明可从外需和出口市场份额两个方面预测中国出口增速。

从外需看，中国出口持续高速增长的可能性不大。首先，由经济增长率预测的中国出口的外需预计和 2017 年持平。根据国际货币基金组织 (IMF) 预测，2018 年发达经济体经济增长率较 2017 年下降 0.2 个百分点，而除中国外的新兴市场和发展中经济体增长率则较 2017 年提高 0.4 个百分点。考虑到对发达经济体出口约占中国总出口的 64%，故按贸易加权的中国贸易伙伴的经济增长率预期和 2017 年基本持平。其次，2018 年欧美或将

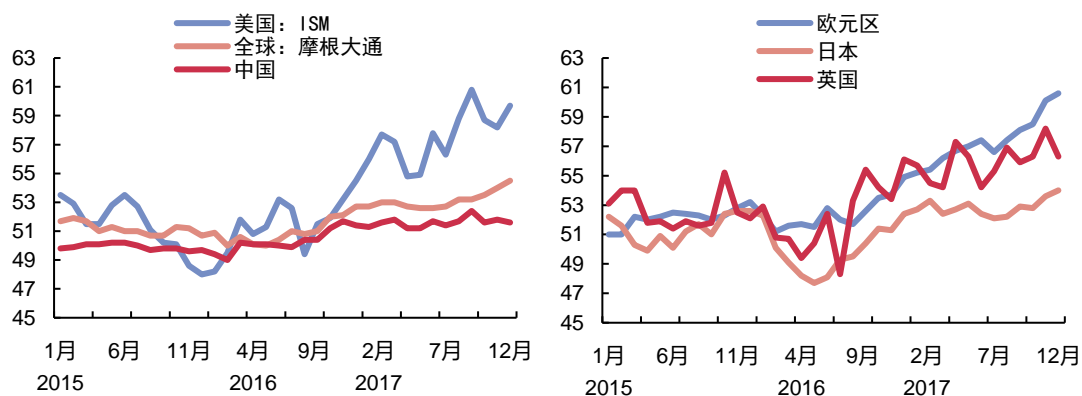
从外需和出口市场份额两方面看，2018 年中国出口有望继续保持增长趋势，但增速或将趋缓。

继续收紧货币政策，出口外需下行压力加大。一方面，美联储大概率将推进缩表和加息。另一方面，2017年12月欧元区制造业和服务业PMI均位于历史高位，欧央行宣布2018年将削减月度购债规模。

从出口产品市场份额看，中国出口面临的不利因素增加。2017年1-10月，中国13个主要贸易伙伴从中国进口占其总进口的比重为14.0%，较2016年出口市场份额下降0.1个百分点。考虑到2018年外需预期和2017年持平或有所下行，故届时中国出口增速的上升只能来自出口市场份额的提升。而维持8%的同比增速，则2018年中国出口市场份额须达到15.1%，较2015年的局部峰值还高出近1个百分点。考虑到中国出口市场份额已经处于高位，同时2018年中国出口面临一系列不利因素，出口市场份额和出口同比增速很可能下调，这也和IMF预测的中国货物出口的实际增长率变化相一致。

中国出口面临的不利因素有：第一、美日通过减税法案，有利于提升其企业生产的成本优势和出口产品竞争力。第二、2018年中国预期施行环保税、水资源税和资管产品增值税，出口企业综合成本面临上调压力。第三、全球性贸易协定停滞不前，美国、欧盟和日本联合指责中国产能过剩问题以及中美潜在贸易冲突等都表明中国外贸环境依然具有较高的不确定性。

图表 65 全球及主要经济体制造业 PMI



数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室

数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室

中国外贸数据概览：

1. 外贸总体

	(美元同比%、亿美元)			(美元同比%、亿美元)		
	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2014	2015	2016
出口	6.3	6.0	9.9	6.0	-2.6	-7.7
进口	14.2	14.7	13.0	0.7	-14.4	-5.5
出口额	5676	5912	6380	23432	22829	20974
进口额	4460	4741	5050	19631	16806	15875
货物贸易余额	1216	1171	1330	3801	6023	5099

2. 地区出口

	(美元同比、%)			(规模、亿美元)		
	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2017Q2	2017Q3	2017Q4
出口	6.3	6.0	9.9	5676	5912	6380
美国	14.5	10.4	12.1	1060	1175	1216
欧盟	9.7	8.4	12.8	930	989	1022
香港	-11.0	-3.3	1.6	658	712	872
日本	7.4	2.4	10.1	331	342	380
东盟	2.9	6.9	12.8	699	701	816
俄罗斯	21.2	11.1	10.4	111	122	116

3. 贸易方式

	(美元同比、%)			(规模、亿美元)		
	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2017Q2	2017Q3	2017Q4
一般贸易出口	3.9	7.7	15.0	3138	3261	3451
加工贸易出口	7.1	3.5	5.5	1798	1940	2202
其他贸易出口	15.4	5.5	1.3	741	711	729
一般贸易进口	17.5	16.9	19.2	2654	2746	2913
加工贸易进口	11.4	8.8	4.5	1023	1147	1221
其他贸易进口	7.5	16.0	6.8	783	848	917

数据来源：CEIC 数据库。

新专题：理解 L 型增长下的 V 型反弹

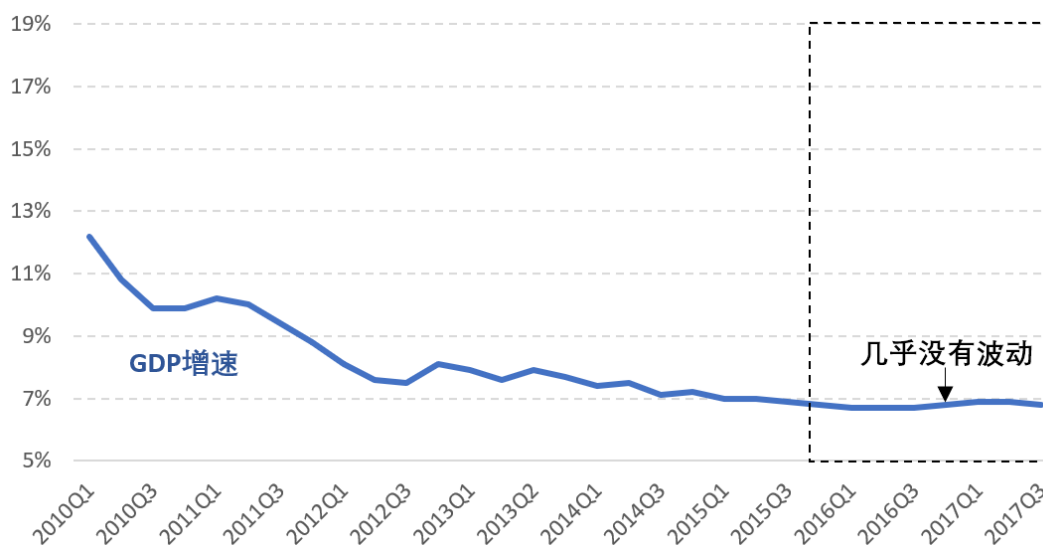
2016 年以来，中国的实际 GDP 增速走出了 L 型，但是名义 GDP 增速走出了 V 型。L 型增长下的 V 型反弹两者并不矛盾。在实际 GDP 增速稳定、通胀没有成为严重问题的背景下，我们需要更加重视名义 GDP 增速。而在两大 GDP 的差异背后，直接来看是 GDP 平减指数通胀率的显著上升，间接来看则是 PPI 通胀率的快速扩张。

一、乐观和悲观的差异，只有 0.2 个百分点吗？

乐观和悲观
的差异似乎
很小

近期，笔者参加了某经济形势内部研讨会，专家们各抒己见：罗列了种种正面因素之后，一位乐观者对 2018 年的经济增速给出了预测值 6.7%，而在大谈了诸多负面因素之后，一位悲观者给出的预测是 6.5%。乐观者和悲观者的差异，难道只有 0.2 个百分点？

图表 66 L 型阶段下的实际 GDP 增速几乎没有波动



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

经济下行和
景气之间的
差异,也似乎
很小

二、经济下行和景气的差异，只有 0.2 个百分点吗？

2017 年的中国经济可谓大大超出了各界预期。2017 年前 3 季度累计经济增速达到了 6.9%，全年经济增速预期也将在 6.9% 左右。2017 年经济形势不但远超预期，而且较 2016 年的改善幅度也非常明显，出口贸易、工业增加值、工业企业利润、PMI 景气指数等均表现强劲。但是，和 2016 年经济下行压力较大相比，2017 年的经济增速只是提升了 0.2 个百分点。即，2017 年经济增速预期为 6.9%，2016 年为 6.7%。经济下行压力较大和经济相当景气，两者之前的差异，只有 0.2 个百分点吗？

似乎看不到
经济波动的
存在了

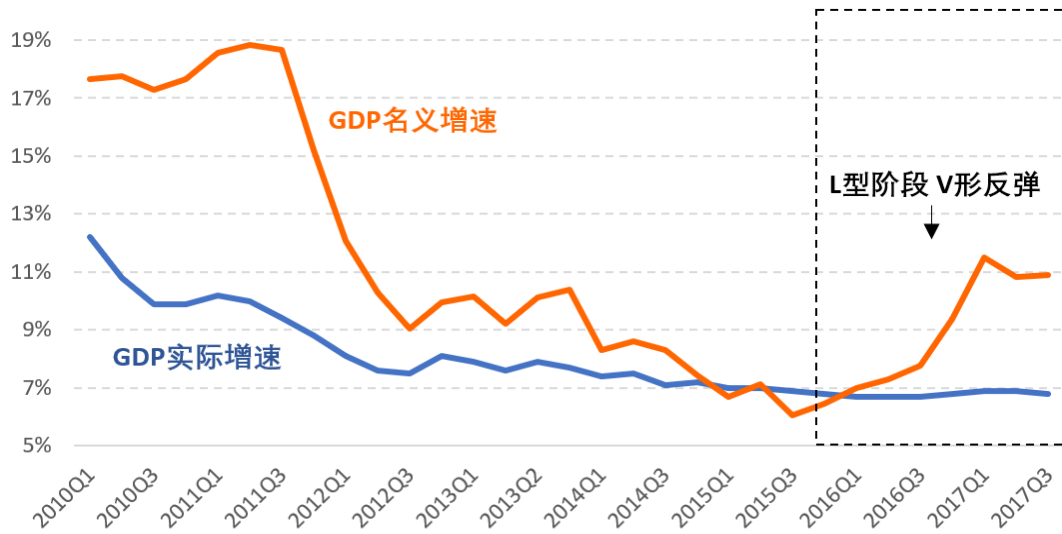
三、经济波动去哪里了？

从 2015 年 3 季度到 2017 年 3 季度，在这 9 个季度当中，经济增速最高值是 6.9%，而最低值也有 6.7%。最快和最慢的增速仅相差 0.2%，经济增速走出了一条坦途。从过去 9 个季度的 GDP 增速来看，似乎看不到经济波动的存在，与市场的主观感受差异很大。

经济波动存
在于名义
GDP 增速中

原来波动在这里！前述讨论的 GDP 增速，都是实际值（不变价）口径。下面让我们改变视角，来观察 GDP 的名义增速。同样是 2015 年 3 季度到 2017 年 3 季度，在这 9 个季度当中，GDP 名义增速最高值是 2017 年 1 季度的 11.5%，最低值是 2015 年 3 季度的 6.0%，两者相差了 5.5 个百分点（而不是前面的 0.2 个百分点）。如果看年度数据，也有这种差异。2015 年、2016 年、2017 年前三季度，三者的 GDP 名义增速分别为 7.00%、7.99%、11.34%。最高值和最低值的落差也达到了 4.34 个百分点。

图表 67 L 形阶段下的 V 形反弹



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

实际和名义
GDP 增速的
差异在于
GDP 平减指
数通胀率

可见，经济波动非常明显的存在于名义 GDP 增速当中。实际增速和名义增速两者之间确实存在巨大差异，那种差异、或者两者的缺口是什么——这种差异就是 GDP 口径的通胀率（即 GDP 平减指数），也就是包括 CPI 和 PPI 因素在内的全口径通胀率。

名义 GDP 增
速更重要

四、名义 GDP 增速更重要

回到我们对经济增速的预测问题上来。假设在 2016 年末，我们就已经知道 2016 年全年增速为 6.7%（实际上也是 6.7%），这时候某位经济学家预测 2017 年增速将为 6.9%（事实上也是 6.9%）。也就是说，这种预测是完全正确的。但是，即便 2016 年末预测到了 2017 年末 GDP 增速会达到 6.9%，市场参与者还是会感受到经济形势大超预期。在名义 GDP 快速扩张的背景下，预测实际 GDP 的增速，其重要性会被削弱很多。可见，如果通

胀还不是一个大的问题，在此背景下，关注、预测名义 GDP 增速更加重要。这是因为：

名义 GDP 增速更能反映经济波动

其一，从观察经济波动角度来看，更有意义的指标不是实际增速，而是名义增速。从前面的数据来看，名义 GDP 具有更强的波动性，更为显著的周期性特征。尤其是名义 GDP 增速的市场关注度低于实际 GDP 增速，因此该数据的干扰因素也更少。

微观市场参与者更关注名义 GDP 增速

其二，如果通胀不是一个大的问题，那么微观市场参与者更关心名义变量。例如，居民会更关心名义收入的增长，企业更关心名义销售额和名义利润的增长，地方和中央财政也更关心名义财政收入的增长。而所有这些关注点，都与名义 GDP 密切相关。在通胀率较为稳定的情况下，不会有企业拿 PPI 来对利润增速进行平减，也不会有地方政府拿通胀率对财政收入进行平减。同样地，金融资产价格也同名义 GDP 增速更加相关，而不是实际 GDP 增速。

预测角度也是名义 GDP 增速更有意义

其三，预测名义增速更重要，而不是实际增速。例如，回到开头的乐观派和悲观派，两者对 2018 年 GDP 增速的预测分别为 6.7%、6.5%，只相差 0.2%，没有什么实质的分歧。但是，两者对名义增速的预测可能差异很大，比如说可能是 12%、8%——这对于生产者和投资者来说，两者含义就完全不同了。在 L 型阶段，我们要更多的关注名义 GDP 增速。

预测名义 GDP 增速的难度在于预测 GDP 平减指数增速或 PPI 通胀率

五、当我们在预测名义 GDP 增速的时候，我们在预测什么？

预测名义 GDP 增速的难度在哪里？因为对实际 GDP 增速具有较大的共识，因此，预测名义 GDP 的难度，主要就在 GDP 平减指数。而 GDP 平减指数主要由 CPI 和 PPI 两大部分组成，前者对应消费类的商品和服务，后者对应工业产成品和固定资

产投资。其中 CPI 较为稳定，但是 PPI 的波动较大、预测难度相对较大。尤其是后者，在 2016 年以来还受到了供给侧改革的影响。

对 PPI 增速的预测可能会向总需求方向回归

不过，目前供给侧改革进入到了新的阶段，“三去一降一补”在十九大报告和中央经济工作会议中的地位有被弱化，供给侧改革进入到了做“加法”的 2.0 阶段。这时候，对 PPI 的预测，实际上可能会向总需求的预测回归。另外，1998 年以来，GDP 平减指数也呈现出了某些周期性的特征，这个问题有机会可以再专门分析。

图表 68 经济周期在这里：GDP 平减指数通胀率

