

全球宏观经济季度报告

总览：2018 年秋季全球宏观经济运行与分析

专题：美国 欧洲 日本 金砖国家 中国 东盟与韩国

金融市场 大宗商品 外贸（即将发布）

撰稿人 张 斌 曹永福 陆 婷

冯维江 熊爱宗 徐奇渊

杨盼盼 常殊昱 李远芳

肖立晟 陈 博 顾 弦

崔晓敏

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	曹永福	美国经济	陆 婷	欧洲经济
	冯维江	日本经济	熊爱宗	金砖国家
	徐奇渊	中国经济	杨盼盼	东盟与韩国
	常殊昱	国际金融	李远芳	国际金融
	肖立晟	国际金融	陈 博	大宗商品
	顾 弦	大宗商品	崔晓敏	对外贸易
	张寒堤	科研助理		

联系人：张寒堤

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。

2018 年第 3 季度中国外部经济环境总览

——2018 年秋季全球宏观经济运行与分析

1、2018 年 3 季度中国外部经济综合 CEEM-PMI 54.8，较上个季度下降 0.5 个点。除了美国以外的其他主要发达经济体经济景气程度均出现不同程度回落，主要新兴市场经济体景气程度也多呈现回落，全球经济处于经济周期下半场。

2、CEEM 大宗商品价格环比上涨 6.64%，涨幅主要来自油价。钢材和铁矿石价格在环保限产和库存下降的影响下上涨。贸易战影响下大豆价格国内外出现分歧，国际大豆价格下跌明显，国内豆粕价格上涨。

3、出口回落，进口上升。7-8 月，以美元计出口同比增长 10.9%，进口同比增长 23.5%。出口增长回落主要受全球经济景气程度放缓的影响，进口增长上升主要来自价格因素。

4、全球金融市场波动较上个季度有所回稳。全球外汇、股票、债券等市场基本稳定，个别新兴市场货币仍面临较大资本流出和货币贬值压力。

5、跨境资本出现小幅净流出压力，“逆周期因子”稳定人民币汇率预期。2018 年 6-8 月，跨境资本出现小幅净流出压力。8 月，中国外汇交易中心宣布启动逆周期因子。预计未来人民币汇率保持稳定，CFETS 一篮子货币有小幅上涨空间。

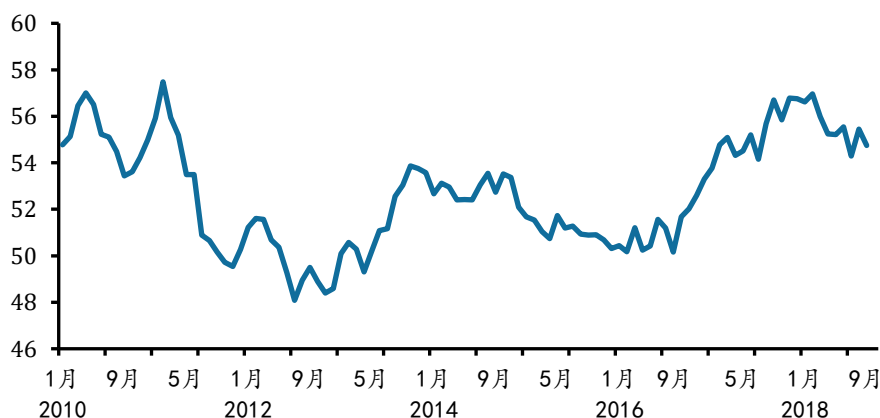
6、未来几个季度全球经济增长动力持续放缓。中美经济周期不同步和中美利差分化带来资本外流和人民币贬值压力，出口增速可能回归到个位数，中美贸易纠纷升级可能对中国资本流出和出口带来新的负面冲击。

7、中国需要在三个方面做好应对措施：保持内需稳定对冲外需下降；增加汇率弹性应对资本流动冲击；理性应对中美贸易争端，寻求对外开放政策新突破。

一、 全球经济处于景气周期下半场

2018 年 3 季度中国外部经济景气程度高位下行。2018 年 3 季度中国外部经济综合 CEEM-PMI¹54.8，较上个季度下降 0.5 个点。除了美国以外的其他主要发达经济体经济景气程度均出现不同程度回落，主要新兴市场经济体景气程度也多呈现回落，全球经济处于经济周期下半场。

图 1 中国外部经济综合 CEEM-PMI



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

美国经济景气程度高位震荡。2018 年 3 季度美国制造业 PMI 均值为 58.7，非制造业 PMI 均值为 58.6，分别比 1 季度上升 1 和 0.4 个点。3 季度美国月均新增非农就业岗位 19 万，稍低于上个季度但处于正常区间范围。9 月末失业率 3.7% 创下 1969 年以来的历史低位。劳动参与率呈窄幅、锯齿形波动，没有出现明显改善，但也停止了数年的持续下降态势。

消费处于高位，投资增长强劲。3 季度密歇根大学消费者信心指数继续保持震荡上升态势。就业机会增加和工资增长带动家庭收入稳步增长，再加上股票和房地产价格持续上升，家庭资产负债表持续改善，美国 2 季度家庭净资产/可支配收入的比例达到 6.9，较上个季度上升 0.1，也高于 1999 年和 2005 年两次历史峰值。石油价格和贷款利率的上升对汽车销售产生抑制作用，近期汽车销量高位回落，7-8 月汽车销量均值为 1665 万辆，

¹China 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。

比 2 季度的月度均值 1721 万量下降 3.3%，但仍高于 20 世纪 80 年代以来的汽车年销量长期均值 1500 万辆。企业投资增长强劲。7-8 月非国防资本品订单震荡上升，该指标是企业投资的先导指标，订单金额攀升说明企业投资仍有增长动力，企业投资仍可能成为拉动美国经济增长的重要力量。从 2 季度数据来看，企业投资环比增速折年率为 8.5%，其中知识产权投资增长 11.0%，反映了美国企业加大了研发投资力度；建筑类投资增长 13.2%，很大程度上是能源价格上升带动的采掘业投资；设备投资近期增长稳中有降。

美联储再次加息。美国失业率处于历史低位，通货膨胀有所提升并达到调控目标。美联储更加看重核心 PCE 价格指数，该指数 8 月同比增速 1.96%，已经达到美联储设定的 2% 的通货膨胀调控目标。7-8 月小时工资同比增速分别为 2.7%-2.9%，比之前数年 2.6% 的同比增速略有提升，劳动力市场收紧将逐渐推高通胀，但变化将较为缓和。9 月 26 日美联储宣布将联邦基金利率目标范围提高 0.25 个百分点至 2%-2.25%，这是 2015 年 12 月以来的第 12 次、2018 年第 3 次加息。美联储对 2018 年 GDP 增速预测从 7 月的 2.8% 调高到 3.1%，失业率、通胀预测变化很小，这说明美联储认为经济增长的基础较为稳固。根据美联储 9 月的预测，2018 年联邦基金利率的中位数为 2.4%，11 月和 12 月两次议息会加息的概率仍然很大。美联储主席鲍威尔在最近两次演讲中阐述了对当前货币政策的看法，他认为美国从失业率到通胀率之间的传导机制已经显著减弱，即菲律普斯曲线的斜率降低，因此尽管美国失业率已经处于历史低位，但是美联储仍然有信心将通胀控制在目标范围之内，联储不会过于迅猛地加息。

美国财政赤字扩大。根据美国国会预算办公室 10 月 5 发布的初步报告，2018 财年（截止到今年 9 月底）联邦政府财政收入增长 0.3%，财政支出增长 3.2%，财政赤字扩大，预计 2018 年财政赤字/GDP 约为 3.9%，已经保持连续 3 年的上升态势。2018 财年个人所得税增长 4%，因为特朗普政府的减税政策开始实施，公司税下降幅度达到 31%，拉低了财政收入增长。根据年初国会和白宫达成的协议，2019 财年的非国防开支和国防开支均有大幅度增加，预计财政赤字还将继续扩大。

欧元区经济景气程度温和下行，工业产出持续走弱。欧元区 19 国综合采购经理人指数（PMI）在经历了 2 季度的小幅下滑之后，3 季度继续小幅下行至 54.3，较上个季度下

降 0.4 个点。3 季度欧元区制造业 PMI 均值为 54.3，较上季度下降 1.2 个点，9 月制造业 PMI 53.2 是两年内低点。服务业 PMI 表现相对平稳。3 季度服务业 PMI 均值为 54.4，与上季度基本持平。欧元区工业生产指数连续两个月下滑，且幅度大于预期。7 月欧元区 19 国工业生产指数环比下降 0.8%，下降幅度超出预期的 0.5%。意大利工业产出的大幅下挫是拖累欧元区总体工业增速的主要原因，7 月意大利工业产出同比下行 1.9 个百分点至-0.8%，创 2016 年 7 月以来最低增速。

消费者和投资者信心持续下滑。欧元区消费者信心指数连续第 5 个月下跌，2018 年 9 月降至-2.9，达到一年以来最低水平。欧元区零售额的表现同样透露出消费放缓的迹象。8 月零售额连续第二个月下降，较 7 月环比下降 0.2%，低于此前市场预期的环比上升 0.2%。欧元区固定资产投资仍能为经济增长提供支持，但是投资信心下滑。2 季度不变价欧元区固定资本形成总额同比增长 4.5%，对 GDP 的环比拉动率达到 0.25 个百分点。9 月 Sentix 投资者信心指数从 14.7 降至 12.0，低于预期的 14.6。

欧央行维持当前政策立场不变。9 月议息会议上，欧洲央行继续维持各项政策参数不变，保持三大基准利率，同时将每月 300 亿欧元的购债规模持续到 9 月底，10 月至 12 月的月度购债规模为 150 亿欧元，并在 12 月底结束购债。这与 6 月议息会议时的决策保持一致，表明市场动荡、核心通胀较低的表现以及意大利财政状况等因素并未影响欧央行渐进削减量宽刺激的计划。欧央行行长德拉基称，欧元区经济数据大体符合之前的评估。由于保护主义、新兴市场动荡的上升，欧央行仍有必要实施刺激措施来支持通胀。通货膨胀仍需要一点时间才能实现持续稳定，欧央行预计今年余下时间通胀都将处于当前水平附近。

日本经济景气程度进一步放缓。日本 3 季度制造业 PMI 为 52.4，在上季度环比回落 0.8 的基础上再度下降 0.8 服务业 PMI 为 51.0，较上季度下降 0.6。3 季度失业率小幅上升，由上季度 2.4% 上升至 2.5%，仍处于较充分的就业状态。7-8 月季调有效求人倍率均值 1.63，较第 2 季度 1.60 有所上升，日本劳动力市场上职位供过于求的情况有所上升。物价涨幅回升，3 季度 CPI 同比增长率由上季度 0.6% 上升至 7 至 8 月的 1.1%，核心 CPI

同比增长率也由上季度的 0.77% 上升至 0.85%。尽管如此，这与日本银行 2% 通胀目标还有很大差距。

消费仍然乏力，企业投资情况尚好。从商业销售额看，7 至 8 月一般商品销售额同比下降 2.3%，降幅较低第 2 季度的 0.6% 明显扩大，耐用品如汽车销售额同比仅微增 0.4%。投资各领域中，房地产开发投资出现回暖迹象。7 至 8 月新屋开工户数同比微增 0.4%，较第 2 季度的 -2.0% 有所回升；7 月新屋开工住宅建筑面积同比下降 1.6%，降幅较第 2 季度的 3.8% 有所收窄。机械设备投资形势较好。7 月机械订单金额季调同比增长 11.8%，较第 2 季度的 7.5% 有所提升。7 至 8 月工程机械出货金额同比增长 9.8%，虽然较第 2 季度的 10.6% 略有下降，但仍在较高水平。

日本银行继续保持宽松货币政策。9 月 19 日结束的日本银行货币政策会议决定维持超宽松货币政策不变，将把短期利率维持在负 0.1%，并通过购买长期国债，使长期利率维持在零左右。日本银行还重申了 7 月份的表态，承诺提高 10 年期国债收益率灵活性，以激活目前沉闷的国债市场。宽松货币政策环境下，日本股价呈现显著的上升趋势。第 3 季度日本东京日经 225 指数均值为 22625 点，较上季度均值 22348 点上涨了 1.2%。进入 10 月后延续上升势头。10 月 2 日达到 24271 点，为 1991 年 11 月 14 日以来的最高值。

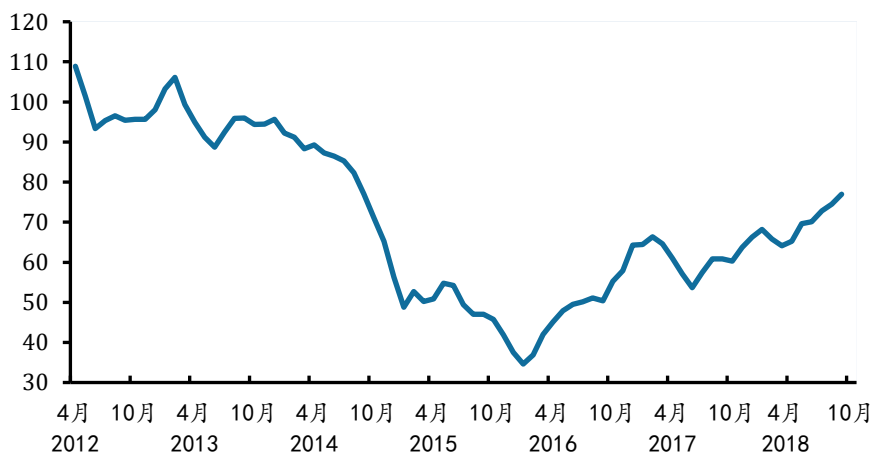
金砖国家经济复苏态势承压。在高油价的支撑下，俄罗斯经济维持复苏态势，经济增速有所加快。由于总统大选带来的不确定性削弱经济增长信心，巴西复苏步伐有所放缓。随着“废钞令”影响逐步消退，以及税收改革的正向作用逐步显现，印度经济维持良好增长态势。南非经济已经连续两个季度出现环比萎缩，陷入技术性衰退，新总统推行的改革对投资者信心形成打压。在美联储持续加息的背景下，金砖国家货币持续贬值，同时国内通货膨胀压力上升，金砖国家货币政策不得不转向紧缩。金砖国家面临的不确定性增多，多个国家进行大选，新政府的政策具有较大的不确定性。全球贸易争端愈演愈烈，恶化了金砖国家经济复苏的外部环境。

东盟与韩国经济处于荣枯线边缘。2018 年前 3 季度，东盟经济表现良好，制造业 PMI 均保持在荣枯线之上。东盟六国 3 季度制造业 PMI 平均为 50.6。相比第 2 季度，仅有马

来西亚的 PMI 数值在第 3 季度进一步上升，其余经济体的 PMI 则下降。与全球经济景气周期变化同步，东盟经济景气高点已过。韩国 3 季度制造业 PMI 均值为 49.8，高于第 2 季度的 49.0。韩国 PMI 已六个月处于荣枯线之下，9 月 PMI 上升至荣枯线之上。受到美联储加息和新兴市场货币贬值潮的影响，主要东盟国家和韩国的货币在第 3 季度对美元环比均出现贬值。和上年相比，印尼和菲律宾的货币贬值幅度较高，贬值的基本面原因主要为国际收支恶化和通货膨胀走高。

大宗商品价格进一步上涨。2018 年 3 季度 CEEM 大宗商品价格²环比上涨 6.64%，涨幅较上季度扩大近 3 个百分点。其中油价先跌后升，对贸易战的担忧先对油价形成打压，但随后市场担心伊朗减产冲击导致供需关系相对趋紧，石油价格由跌转升，季度平均油价环比上涨 10%，领涨主要商品。钢材和铁矿石价格在环保限产和库存下降的影响下上涨。贸易战影响下大豆价格国内外出现分歧，国际大豆价格下跌明显，国内豆粕价格上涨。玉米和小麦均小幅上涨。未来贸易战对需求端的影响和少数供给端的边际变化成为影响大宗商品价格的主要因素。

图 2 CEEM 大宗商品价格指数



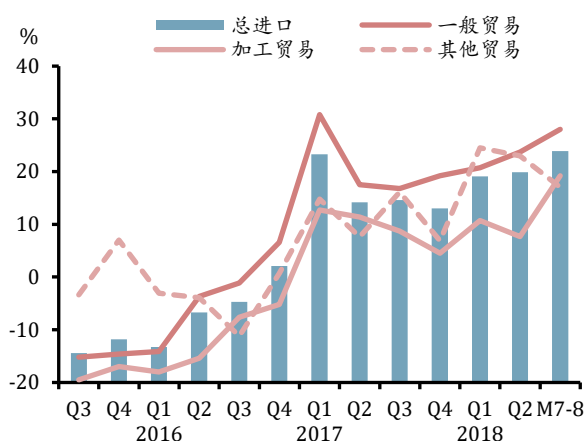
数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

中国出口回落，进口上升。7-8 月，中国出口增速连续回落。7-8 月，以人民币计中国出口总额 2.8 万亿元，同比增长 6.9%；以美元计出口总额 4328 亿美元，同比增长 10.9%，

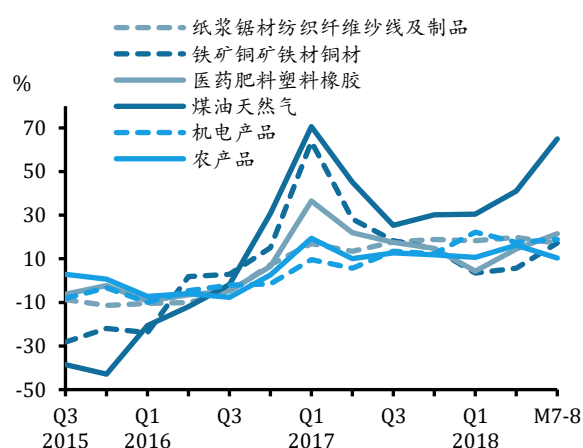
² CEEM 大宗商品价格指数（月度）综合计算前五大进口商品月平均价格，并根据中国进口量分配权重。5 种商品价格为 OPEC 一揽子石油价格、普氏铁矿石综合价格指数、澳大利亚动力煤 FOB 价格、钢材亚太地区远东市场综合到岸价以及美洲综合大豆价格。指数以 2012 年平均价格为基准。

较上季度 11.8% 的同比增速下降 0.9 个百分点。分地区看，中国对除美国、印度和中国香港外的主要贸易伙伴出口增速普遍下降。其中，对韩国、台湾、巴西和俄罗斯出口增速大幅下滑。从贸易方式看，7-8 月一般贸易出口同比增长 13.1%，较上季度减少 3.3 个百分点，是导致出口同比增速持续回落的主要因素。分产品看，机电产品出口同比增速为 11%，较上季度减少 2.5 个百分点，降幅较上季度扩大 0.7 个百分点，连续下滑势头开始显现。中国进口同比增速连续 3 个季度提升。2018 年 7-8 月，以人民币计中国进口总额 2.5 万亿元，同比增长 20.2%；以美元计进口总额 3772 亿美元，同比增长 23.5%。除美国、韩国、中国香港和中国台湾之外，中国从主要贸易伙伴、以一般贸易和加工贸易方式的进口增加，支撑了 3 季度进口增速的连续提升。

图 3 中国进口增速的贸易方式和产品分布



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

二、全球金融市场总体回稳

全球金融市场风险有所回稳。3 季度全球金融市场风险总体呈现趋缓的态势。VIX 指数收敛到 11 到 13 之间，较 2 季度显著下降。金融市场隐含波动率水平较为正常。反映大型机构信用风险的 TED 利差进入 3 季度以来持续回落，从 40 个基点下降至 20 个基点左右。总体上，全球金融市场风险偏好相比第二季度有一定修复。

表 1 全球金融市场主要指标变动

外汇市场				股票市场			
名称	本季度	上季度	升值幅度	名称	本季度	上季度	上涨幅度
美元指数	94.98	92.68	2.74	标普 500	2847.78	2703.62	5.33
欧元	1.16	1.19	-2.46	德国 DAX	12412.91	12670.55	-2.03
日元	111.47	109.14	-2.13	日经 225	22658.97	22356.11	1.35
人民币	6.81	6.38	-6.74	上证综指	2766.15	3084.32	-10.32
雷亚尔	3.95	3.61	-9.57	巴西 IBOVESPA	77258.18	80079.81	-3.52

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	1.97	1.81	16.90	美国	2.92	2.92	0.32
欧元	-0.42	-0.42	-0.16	欧元	0.41	0.55	-13.72
日本	-0.07	-0.05	-1.93	日本	0.09	0.05	4.68
中国	2.63	2.82	-18.87	中国	3.57	3.64	-6.99
印度	6.30	5.94	35.54	巴西	11.66	10.58	107.85

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

全球外汇市场总体稳定。除部分新兴经济体汇率继续大幅下跌外，主要货币对美元调整力度有限。美元指数上升势头已明显趋缓，8 月中升至 96 上方后很快回调，总体在 94 到 96 之间小幅波动。其他主要发达经济体货币中，仅日元继续下跌，相比季初下跌 2.6%，其他货币均在 3 季度内出现一定回升。继 2 季度数个新兴经济体货币大幅贬值后，3 季度仍有少数国家货币延续大跌惯性。其中，阿根廷比索和土耳其里拉分别下跌 30.7% 和 24.4%。其他主要新兴经济体货币亦在持续贬值，不过贬值幅度相对正常。其中，印度卢比、俄罗斯卢布、人民币、南非兰特、巴西雷亚尔到 3 季度末相比季初贬值幅度分别为 5.36%、3.91%、3.66%、2.92%、2.62%。

欧洲以外的发达经济体股市继续走高，新兴经济体股市有所回稳。多数发达经济体股市继 2 季度回调后，在 3 季度持续上行。其中，日本股市和美国股市涨幅领先，日经

225 指数季内上升 10.79%，美国标普 500、道琼斯工业指数和纳斯达克指数季内涨幅分别为 7.22%、9.25% 和 6.94%。主要受德法股市拖累，3 季度内欧洲股市相对表现一般，但总体仍在高位整理。在全球金融市场风险趋稳，少量资金再次流入新兴经济体的环境下，新兴经济体股市在本季度内普遍出现小幅度回稳，但平均水平相比 2 季度仍出现显著下调。主要新兴经济体股市中，仍是印度一枝独秀，一度于七八两月累计上涨 10%。不过进入 9 月后，受银行股坏账问题和影子银行风险暴露的冲击，印度股市出现恐慌性下跌。

全球长期国债市场趋同性上升，部分新兴经济体长期国债收益率大幅波动。与 2 季度全球资金出于避险情绪撤离新兴市场的背景不同，3 季度全球长期国债市场走势分化局面有所缓和，发达经济体和新兴经济体长期国债收益率走势的趋同性增加。3 季度内，发达经济体长期国债收益率普遍上升，美国、欧元区和日本 10 年期国债收益率分别上升 28、24 和 11.4 个基点。除韩国外，多数新兴经济体长期国债收益率亦在全球长期利率上行走势的带动下上升。巴西、土耳其等国的长期国债收益率则主要受资金流动以及货币贬值预期的影响出现大幅波动，3 季度波幅分别达 168 和 503 个基点。

3 季度中国公司海外发债延续 2 季度的下降趋势，发债总额为 394.4 亿美元，环比下降 27%。金融、地产公司仍是发债主力，交通、公共事业类公司次之。除地产公司外，其他行业多以信誉好、评级高公司为发债主力，以发行投资级、低成本债券为主。房地产公司由于境内融资困难，仍有部分公司选择发行高收益债券融资，融资平均成本较上季度上升 1.5 个百分点。截至 9 月底，绝大部分中国公司已经偿还完毕 2018 年到期外币公司债，其中大部分是通过增发新债实现的债务滚动。可以判断短期内不会因企业偿还美元公司债而引起大规模资本外流。

跨境资本出现小幅净流出压力，“逆周期因子”稳定人民币汇率预期。2018 年 6-8 月，银行代客涉外收入与支出总额为 1.8 万亿美元，同比增长 15%。其中，银行代客涉外收入为 8998 亿美元，同比增长 18%，银行涉外支出为 9219 亿美元，同比增长 13%，涉外收付款逆差 220 亿美元。银行结售汇逆差为 245 亿美元，跨境资本出现小幅净流出压力。2018 年 8 月，中国外汇交易中心发布公告称，绝大多数中间价报价行已经调整“逆

周期系数”，预计未来“逆周期因子”会在稳定人民币汇率预期方面发挥积极作用。CFETS 一篮子货币有小幅上涨空间。

三、 展望与对策

全球经济景气度自 2016 中期至 2018 年初持续上升，2018 年 1 季度后开始高位下行，未来几个季度有望持续保持下行态势。支撑本轮经济反弹的主要力量并非技术进步、人口红利、制度改革或者其他长期可持续的因素，而是中国的工业品价格上涨，以及主要经济体较低的利率环境。随着中国经济的持续放缓和美联储货币政策收紧，势必会对未来的投资和消费开支带来不利影响，并影响到全球经济增长。

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

中美利差正处于收窄阶段，目前正面临资本净流出压力。美联储仍处于加息进程当中，而中国货币当局在经济放缓环境下已经开始通过降低准备金率、放宽 MLF 抵押品范围释放货币政策放松信号。中美两边的经济景气程度差异和货币政策走势分化会带来资金净流出压力。与 2014-2016 年的资本净流出相比，本轮中国经济放缓中去产能和去杠杆压力较小、经济下行压力较小，汇率和资本项目管理政策积累了更丰富的经验，资本净流出压力较小。不确定因素在于中美贸易纠纷的演进路径，如果双方难以达成好的解决方案，市场对中国经济的发展前景担心加剧，也会催生恐慌性资本外流，对人民币构成贬值压力。

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

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

保持宏观经济稳定需要多方面的手段，重点工作一是维持基础设施建设在合理增速。二是优化信贷环境，降低企业融资成本。资产新规和地方隐性债务治理会带来信用收缩，需要在堵住后门的同时尽快打开前门，这样才不会被迫再次打开后门。打开前门的重点一是尽快推出 REITs 为代表的权益类资产工具，二是地方政府基础设施建设的多元化融资体制建设。三是防范局部的市场违约引发更大范围的市场恐慌情绪，重点关注地方融资平台的债务市场。

保持定力，利用汇率价格弹性自发平抑短期资本流动。利用市场化的汇率价格波动自发平抑短期资本流动是发达国家普遍采用的做法。中国过去一直担心市场化的汇率波动过大，采用持续干预外汇市场的方式平抑汇率价格波动，为此付出的代价是汇率贬值或升值预期迟迟不能消散，资本单边流动进一步加剧，外汇储备大量消散或积聚，基础货币供应受到严重冲击并威胁到国内宏观经济和资产价格稳定。教训已经非常深刻，不

能再为了并不一定会出现的汇率剧烈波动而牺牲掉国内宏观经济。新一轮资本流动冲击面前，留足汇率弹性，就是给国内整体宏观经济稳定留下了更充裕的空间。

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

专题报告预览

美国：增长高于长期趋势，通胀达到调控目标

美国家庭收入的增长和资产负债表的持续改善构成消费平稳增长的基本支撑；企业投资是近期美国经济的主要亮点，其中建筑投资和知识产权投资增长迅速，但如果市场乐观预期减弱，投资的回落可能带动经济增速回调。美国劳动力市场持续收紧，失业率已经处于 1969 年以来的历史地位，但美联储预期通胀上升将较为温和，因此尚未提升加息节奏。

欧洲：增长表现温和 下行风险增加

2018 年 3 季度，欧元区经济增长温和，综合 PMI 指数表现稳定，失业率缓步下行，劳动力市场趋紧势头不改，企业投资有所上升，为区内经济增长提供了支撑。但受外部需求疲弱、新兴市场动荡加剧、以及意大利预算赤字等问题的影响，消费者信心指数出现大幅下滑，居民消费支出放缓，贸易盈余连续收窄。与此同时，在能源价格的支撑下，欧元区整体通胀率始终保持在 2% 之上，但剔除能源食品价格后的核心通胀表现低迷。考虑到走弱的市场信心和下行风险的显著增加，预计欧元区 4 季度 GDP 同比增速进一步放缓，约 1.9% 左右，通胀水平则受能源价格和薪资上涨的推动，维持在 2% 之上。

日本经济：投资回暖，股价攀升

2018 年 3 季度，日本经济复苏态势放缓。制造业 PMI 为 52.4，环比回落 0.8，服务业 PMI 为 51.0，较上季度下降 0.6，但两者均在荣枯线上方，显示日本景气仍在复苏区间。就业方面，第 3 季度失业率由上季度 2.4% 上升至 2.5%，仍处于较充分的就业状态。物价涨幅回升，第 3 季度 CPI 和核心 CPI 同比增长率较上季度均有所提升。第 3 季度日本消费乏力，但房地产投资出现回暖迹象，机械设备投资形势良好。宽松货币政策刺激之下，股价呈现显著的上升趋势，第 3 季度日本东京日经 225 指数较上季度均值上涨了 1.2%，近期达到 1991 年 11 月 14 日以来的最高值。与中国经贸投资关系持续改善，连续 7 个季度对华出口及自华进口正增长。预计第 3 季度实际 GDP 季调环比折年率 1.0%，第 4 季度 2.6%，2018 年全年 1.2%。

金砖国家：经济复苏承压

除俄罗斯外，3 季度金砖国家经济复苏态势有所放缓。在高油价的支撑下，俄罗斯经济维持复苏态势，经济增速有所加快。由于总统大选带来的不确定性削弱经济增长信心，巴西复苏步伐有所放缓。随着“废钞令”影响逐步消退，以及税收改革的正向作用逐步显现，印度经济维持良好增长态势，在经历 2 季度的经济高速增长之后，预计将会有所回落。南非经济已经连续两个季度出现环比萎缩，陷入技术性衰退，新总统推行的改革对投资者信心形成打压。总体来看，金砖国家经济复苏承压。在美联储持续加息的背景下，金砖国家货币持续贬值，同时国内通货膨胀压力上升，金砖国家货币政策不得不转向紧缩。金砖国家面临的不确定性增多，多个国家进行大选，新政府的政策具有较大的不确定性。全球贸易争端愈演愈烈，恶化了金砖国家经济复苏的外部环境。

中国经济：增速下行背景下的工业企业二次分化

2018 年以来中国经济增速下行态势进行一步明确。在此过程中，虽然工业企业的利润增速在 16% 以上的水平保持稳定，但是工业企业的经营状况确实出现了巨大分化。继去产能阶段工业企业的第一轮分化之后，目前出现了工业企业的二次分化。而二次分化的一个重要观察视角，正是去杠杆背景下工业企业融资成本的显著分化。我们观察了民营企业与央行的产业债利差，以及分行业融资成本的相对变化，都验证了这一判断。可以说，去产能和去杠杆都取得了重要的阶段性成果，但是我们也要关注在此过程中，上述政策推动工业企业出现二次分化所带来的影响。

东盟韩国：东盟经济越过高点，韩国经济运行平稳

东盟经济景气高点已过，韩国经济景气下行。第 3 季度东盟总体制造业 PMI 平均为 50.6，韩国为 49.8。2018 年前 3 季度，东盟经济表现良好，制造业 PMI 均保持在荣枯线之上。东盟六国中，第 3 季度所有经济体的 PMI 均在荣枯线之上。但相比第 2 季度，仅有马来西亚的 PMI 数值在第 3 季度进一步上升，其余经济体的 PMI 则下降。这意味着，东盟经济景气高点已过，东盟经济下半年表现总体不及上半年。韩国季调制造业 PMI 第 3 季度均值为 49.8，高于第 2 季度的 49.0。韩国 PMI 已六个月处于荣枯线之下，但 9 月 PMI 上升至荣枯线之上。预计第 4 季度韩国经济平稳增长。

受到美联储加息和新兴市场货币贬值潮的影响，主要东盟国家和韩国的货币在第 3 季度对美元环比均出现贬值。和上年相比，印尼和菲律宾的货币贬值幅度较高，贬值的基本面原因主要为国际收支恶化和通货膨胀走高。

全球金融市场：风险偏好修复，市场总体回稳

2018年第3季度，全球金融市场风险偏好有所修复，各子市场开始出现回稳态势。全球外汇市场总体稳定，除部分新兴经济体汇率继续大幅下跌外，主要货币对美元调整力度有限。除欧洲股市外，发达经济体股市继续走高，新兴经济体股市有所回稳。由于主要经济体货币政策符合预期，大型金融机构运行正常，全球货币市场较为稳定。全球长期国债市场趋同性上升，仅少数新兴经济体长期国债收益率出现大幅波动。预计全球金融市场在四季度可能维持紧平衡状态，美元指数向上动能弱化，同时新兴市场风险收窄。

大宗商品市场：贸易战影响渐显，供给端边际影响加大

2018年3季度大宗商品价格环比上涨，且涨幅相对于上季度小幅扩大。油价先受贸易战担忧打压下跌，但随后在伊朗减产的冲击下由跌转升，供需关系相对趋紧，市场对供给的边际变化更加敏感。钢材和铁矿石价格在环保限产和库存下降的影响下上涨。贸易战影响下大豆价格国内外出现分歧，国际大豆价格下跌明显，国内豆粕价格上涨。玉米和小麦均小幅上涨。未来贸易战对需求端的影响和少数供给端的边际变化成为影响大宗商品价格的主要因素。

外贸专题：出口增速两连降，进口增速三连升

2018年7-8月，中国出口（美元）同比增长10.9%，较上季度11.8%的同比增速继续下降0.9个百分点。出口同比增速的下降来自外需下行和出口市场份额增速高位回落的共同作用。7-8月，进口同比增长23.5%，较上季度继续提高3个百分点，价格因素主导的煤、石油和天然气进口增加是关键原因。7-8月，货物贸易顺差总额为556亿美元，同比下降293亿美元；服务贸易逆差为543亿美元，同比扩大88亿美元。考虑到全球经济景气程度在峰值右侧下行，中美双边摩擦再度升级，4季度出口或将继续回落。