

全球宏观经济季度报告

总览：2017 年夏季全球宏观经济运行与分析

专题：美国 欧洲 日本 新兴市场 中国 东盟与韩国

金融市场 大宗商品 外贸

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2季度中国外部经济环境总览	1
----------------------------------	----------

美国：经济保持温和增长，资产价格继续上扬	10
-----------------------------------	-----------

进入2季度以来美国实体经济指标出现不同走势，居民消费、房地产开工量出现小幅回落；但PMI处于高位，工业生产和企业投资有上升态势，美国有望继续沿着过去5年GDP平均增长2.0%的路径温和回升。近期房地产、股票价格的上升速度轻微提升，这种新态势的影响值得关注。

欧洲：复苏渐强，政治风险下降	18
-----------------------------	-----------

二季度欧元区及其主要成员国经济表现稳健，制造业和服务业PMI均处于高位，复苏变得更加稳固。消费者信心持续走高，失业率进一步下跌，企业投资略有增长，为欧元区经济增长提供了支撑。不过随着欧元区国家进口额上升和服务业顺差增速放缓，季调后的贸易账户盈余继续收窄。与此同时，法国大选落幕、反欧势力在意大利地方选举中落败，欧元区解体的风险显著下降。预计三季度欧元区将保持复苏势头，GDP同比增速或在1.8%左右。通胀方面，欧元区通胀水平近期表现平稳，欧央行对于缩减量宽态度谨慎。随着油价对通胀影响的逐步消退，预计三季度欧元区通胀表现将逊于前两季度，或在1.5%左右。

日本经济：持续缓慢复苏	27
--------------------------	-----------

2017年第2季度，预计日本实际GDP季调环比增长折年率约为1.7%。进入2017年第2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、商业信心走强，投资需求抬头；消费需求回暖，股价仍在2万点左右的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2季度维持在荣枯线上方，分别为52.7和52.8，工业生产指数保持回升。受1季度GDP增长率遭到下调的基期效应影响，第2季度GDP增长环比折年率将有较好表现。第3季度受夏季气温及油价影响，生产或将放缓，预计增长实际GDP季调环比折年率将回落至0.9%左右。

新兴市场国家：好中有忧	38
--------------------------	-----------

2017 年 2 季度金砖国家经济整体延续向好态势。但是部分国家出现妨碍经济进一步复苏的因素，特别是巴西和南非受政治局势影响，经济不确定性增加。分国家来看，俄罗斯经济继续保持向好趋势，预计美国对俄实施新一轮制裁以及俄罗斯延长反制裁措施，并不会对俄罗斯经济复苏造成决定性影响。巴西经济整体状况好于去年，但总统特梅尔的贿赂丑闻不断发酵，对巴西经济带来一定负面影响，因此今年巴西经济虽会实现正增长，但不确定性在增加。印度经济总体保持良好态势，但贸易逆差一直困难印度经济，同时新推出的改革措施在短期内也会对印度经济带来负面冲击。南非政治局势紧张致使经济政策不确定性增加，投资者信心不足，未来经济增长压力较大。中国与金砖国家贸易在 2017 年 2 季度出现快速上升，但对金砖国家贸易逆差也有所扩大。

中国经济：回暖周期或已见顶 45

2017 年 2 季度中国经济综合 PMI 指数在高位略有走弱，不过仍然维持在过去 11 个季度以来的较高水平。就业指标方面，非制造业就业指数基本持平，主要是制造业就业景气指数回落，拉低了整体就业景气指数。

供给面，中国工业企业增加值增速基本稳定，工业企业利润继续改善。不过，钢铁、货物周转量、发电量三大工业生产活动，其累计同比增速出现不同程度回落，过去几个季度全面加速扩张的势头在 2 季度出现了一定的冷却。此外，水泥产量的增速基本稳定。

需求方面，中国消费者信心稳定甚至偏强，进出口形势持续好转。但是，目前经济已经进入被动去库存阶段，尤其是制造业产成品库存明显下降。在固定资产投资方面，总体投资资金来源增速下降，各主要资金来源增速均有走弱。同时，固定资产投资增速也出现了见顶回落。在货币市场上，名义流动性持续趋紧，预计将继续对固定资产投资产生负面的影响。

东盟与韩国专题：宽松环境助推本轮上行，警惕外需不利变动 53

东盟六国 2017 年第 2 季度加权平均经济增速预计为 4.9%，比上季度高 0.1 个百分点。韩国经济第 2 季度的经济增速预计为 3.0%，与上一季度持平。由于主要外部经济体均出现显著复苏，本地区的外部环境较为宽松，由此带来的乐观情绪助推了经济体上半年的增长。不过，从各经济体的具体情况来看，增长的周期仍然存在差异。新加坡和韩国对外需风向变化感知最早，印尼、马来西亚和泰国相对较慢，菲律宾和越南受到国内冲击和结构性变迁影响更大。目前，最早感知外部经济回暖的新加坡和韩国增长动能已到达顶点，后续增长将更为依靠内需，这也为域内外需的可持续性敲响警钟，印尼、马来西亚和泰国目前增长则还处于上行区间，菲律宾和越南受到国内的影响更大些，目前这两个国家都没有处于增长的高位。

2017 年第 2 季度，域内国家通胀走势出现分化，部分国家因内外需持续回暖引致通胀进一步上升，另一些国家则因大宗商品价格开始盘整以及增长动能减弱导致通胀回调；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。第 2 季度东盟国家和韩国对华出口同第 1 季度相比开始回落，反映出源自中国的外需动力正在减退。

金融市场专题：全球金融市场稳健运行，跨境资本流动形势趋稳..... 61

2017 年第二季度，全球金融市场运行稳健，国内经济总体面临较稳定有利的外部金融环境。主要金融市场延续了一季度的总体平稳态势。虽然事件驱动的波动性略有上升，但金融环境仍相对宽松，投资者风险偏好继续上升。其中，美元指数持续下行和欧元回升带动了全球外汇市场的调整。全球股市总体向好，欧美日等发达经济体股市继续保持了向上动能，新兴经济体内部出现一定分化。货币市场上，美联储升息并未带来大的波动，而长期国债市场上却出现全球主要经济体长期国债收益率总体回调，反映特朗普上台带来的再通胀预期被证伪。

二季度跨境资金流动总量同比增速略有反弹，跨境资本外流规模基本稳定。3-5 月，涉外收付款逆差为 545 亿美元。银行结售汇差额逆差为 436 亿美元。人民币贬值预期逐步趋稳，市场主体结汇意愿逐步回升。人民币贬值

预期相对淡化，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基本平稳。人民币跨境资本流出重新抬头。人民币净流出从 178 亿美元上升至 382 亿美元，预计短期内人民币跨境资本流动会保持稳定。

大宗商品专题：基本面弱勢，大宗商品全线回调 76

2017 年 2 季度大宗商品全线回调，其中铁矿石价格冲高后迅速回落，下跌 26.5%。石油价格疲软，下跌 6.9%，铜价回落，农产品中大豆价格下行，玉米趋稳，小麦波动。虽然美元在当季下跌，但并未阻止大宗商品的颓势，显示出货币的边际影响走弱。供求关系基本面没有得到显著改变的情况下，前期市场炒作的品种如铁矿石等价格迅速回落。预计下半年商品仍将维持弱势震荡格局。

外贸专题：出口持续好转、进口增速回落 84

2017 年 2 季度，中国出口（美元）同比增长 6.3%，较上季度回升 2.1 个百分点，延续了去年 4 季度以来出口向好的走势，也是 2015 年以来出口季度增速首次超过 6%。外需回暖继续支撑着出口的持续好转。2 季度中国进口同比增长 14.2%，增速较上季度下滑 9.1 个百分点，但仍保持两位数增长。2 季度货物贸易顺差显著回升，改变了去年下半年以来持续放缓的态势。3 季度出口继续好转面临压力，但仍有望保持较高增速。

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 处于高位.....	10

图表 5 汽车销售量小幅回落.....	11
图表 6 资本品订单略有恢复.....	12
图表 7 新屋开工量略有回落.....	13
图表 8 就业市场继续收紧.....	14
图表 9 通胀率有所回落.....	15
图表 10 PMI 保持高位，工业产出表现平稳.....	19
图表 11 消费者信心持续走高.....	20
图表 12 企业投资略有增长.....	21
图表 13 贸易账户盈余继续收窄.....	21
图表 14 失业率持续下降.....	22
图表 15 通胀增速回落.....	24
图表 16 日本经济继续缓慢复苏.....	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.....	29
图表 19 日本工业生产指数延续回升趋势.....	30
图表 20 日本家庭消费倾向回升，劳动收入同比延续正增长.....	31
图表 21 日本季调失业率处于较低水平.....	32
图表 22 日本进口及出口同比增速攀升.....	32
图表 23 日本季调实际出口指数回升趋势明显.....	33
图表 24 日本东京日经 225 指数重攀高位.....	34
图表 25 日本 CPI 增长率延续缓慢回升势头.....	35
图表 26 日元贬值势头得到遏制.....	35
图表 27 日本对华出口增速上升.....	36
图表 28 日本对华直接投资增速回升.....	37
图表 29 中国与金砖国家贸易情况.....	42
图表 30 国际金融市场主要指标变动.....	62
图表 31 VIX 指数.....	63
图表 32 主要经济体汇率走势.....	65

图表 33 主要经济体汇率走势比较.....	66
图表 34 主要经济体股指走势	67
图表 35 主要货币市场利率走势.....	68
图表 36 主要经济体国债收益率走势.....	69
图表 37 跨境资本总流动.....	70
图表 38 银行结售汇差额.....	70
图表 39 人民币汇率，新兴市场货币与美元指数.....	71
图表 40 收盘价月度平均值.....	72
图表 41 人民币汇率形成机制改革进程.....	74
图表 42 企业涉外收入支出结售汇比率.....	75
图表 43 跨境人民币收入支出占涉外收入支出比率.....	75
图表 44 2 季度大宗商品价格环比全线回调.....	77
图表 45 大宗商品价格冲高回落.....	77
图表 46 2 季度石油价格走弱.....	77
图表 47 2 季度 OPEC 产量再次回升.....	77
图表 48 美国商业库存季度末回升.....	78
图表 49 美国原油出口金额创新高.....	78
图表 50 美国活跃钻井数仍在增长.....	79
图表 51 欧洲石油需求走弱.....	79
图表 52 中国进口铜价微跌.....	79
图表 53 中国钢材进口价格与季初基本持平.....	79
图表 54 LME 铜价小幅上涨、铝价微跌.....	80
图表 55 国际铁矿石价格与季初基本持平.....	80
图表 56 豆粕价格下跌、玉米小幅回升、小麦价格波动.....	81
图表 57 CBOT 大豆价格下跌、玉米与小麦价格波动.....	81
图表 58 中国出口增速的地区和产品分布.....	85
图表 59 预计 2 季度外需增速继续回升.....	87
图表 60 预计 2 季度中国出口产品市场份额增速平稳.....	87

图表 61 中国进口增速的贸易方式和产品分布.....	88
图表 62 中国货物贸易顺差及服务贸易逆差.....	89
图表 63 全球及主要经济体制造业 PMI.....	89

2017年第2季度中国外部经济环境总览

——2017年夏季全球宏观经济运行与分析

张斌 全球宏观经济研究室主任，研究员

陈博 全球宏观经济研究室科研助理

1, 2017年二季度中国外部经济活力从高位下调。2017年2季度中国外部经济综合 CEEM-PMI 54.2, 较上个季度相比下降 0.3 个点, 结束了连续 3 个季度的持续上涨。主要经济体都保持较高景气水平, 欧元区经济表现突出, 多项指标创下近年来的最好表现。

2, CEEM 大宗商品价格较上季度环比下跌 12.0%。在经历了 1 年的快速上涨后, 大宗商品价格冲顶回落, 2 季度全线下滑。

3, 中国出口增速进一步小幅改善, 进口增速大幅收窄。

4, 全球金融市场运行平稳。美元贬值, 欧元升值, 多数新兴市场货币升值; 发达国家股市普遍上涨, 新兴市场股市各有涨跌; 全球主要经济体长期国债收益率回调。中国的跨境资本流动趋稳, 人民币贬值预期消退。

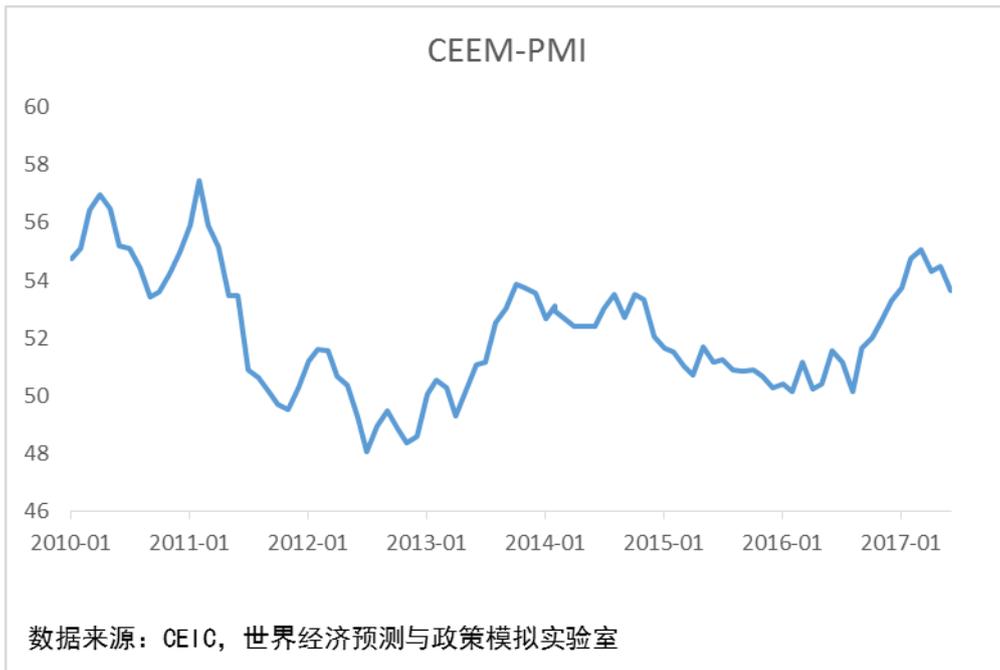
5, 未来外部经济环境面临高位回调压力, 年内仍将保持较高景气水平。需重点关注中美贸易摩擦、外债增长以及大宗商品价格剧烈波动。

一、外部经济活力初现高位下调端倪

2017年二季度中国外部经济活力从高位下调。2017年2季度中国外部经济综合 CEEM-PMI¹54.2, 较高的 PMI 水平值表明当前的全球经济整体活力仍处于高位。CEEM-PMI 与上个季度相比下降 0.3 个点, 结束了连续 3 个季度的持续上涨, 全球经济增长活力显现出轻微下调迹象。

¹ China 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



美国经济景气程度较上个季度下滑，但仍处于较高水平。2017 年二季度美国 ISM 制造业采购经理人指数 (PMI) 均值为 55.8，比 1 季度 57.0 的高位有所回落，但仍然处于相对高位。2 季度非制造业 PMI 57.3，仍处于高位。2 季度美国失业率围绕 4.3%~4.4% 微幅波动，已经低于长期历史均值，每月平均新增非农就业人数 19.4 万人，继续改善的空间将逐渐缩小。

从支出角度看，消费回落，投资好转。3~5 月零售额环比增速分别为 0.1%、0.4% 和 -0.3%，其中 4~5 月汽车销售量折年率均值为 1670 万量 (折年率)，比 1 季度均值回落 3%，回落比较明显。企业投资走出低谷。2017 年 1 季度企业投资 (包括建筑、设备与无形资产) 对 GDP 的贡献达到 1.7 个百分点，创造近 5 年来的季度高位，摆脱了 2015~2016 年企业投资低迷的状态。5 月资本品订单金额同比增长 5%，保持温和缓慢增长。根据商务圆桌会议的调查，2017 年二季度有 43% 的企业预计增加投资，该比例虽然比 1 季度的 46% 略有回落，但仍然处于相对高位。从资本品订单和投资预期来看，企业投资仍保持向上动力，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，会带动企业投资。2017 年 2~5 月美国新开工房屋数量环比增速分别为 -7.7%、-2.8% 和 -5.5%，连续 3 个月出现负增长，但是 5 月存量房从登记出售到签约售出的

平均时长仅为 27 天，再次刷新 2011 年以来最低，市场上 55% 的成屋都能在一个月之内售出，市场销售较为旺盛。

通胀率有所回落。从 3 月开始美国通货膨胀连续回落，4~5 月整体 CPI 同比增速分别为 2.2% 和 1.9%，核心 CPI 则为 1.9% 和 1.7%。近期国际大宗商品价格回落带动整体 CPI 增速下降，并对核心 CPI 产生作用。此外，部分电信供应商下调手机服务费、处方药价格降低也带动核心 CPI 增速下降。美联储再次加息。美联储 6 月 14 日宣布加息 25 个基点，将联邦基金利率目标区间上调到 1% 至 1.25% 的水平，这是美联储年内第二次加息。投资者对本次加息的预期较为充分，因此市场波动不大。尽管实体经济增速较慢，通货膨胀率有所回落，但考虑到失业率已经较低，而且资产价格有膨胀趋势，因此美联储将继续有步骤地收紧货币政策，包括利率正常化和收缩资产负债表。

特朗普政府的立法进展缓慢。在年初废除奥巴马医疗法案的努力受挫之后，国会共和党人正在努力发起第二次立法尝试，但目前进展缓慢。2017 年 4 月财政部公布特朗普的税制改革倡议，提出各种大力度的减税举措，但框架式的政策倡议转化为具体法案仍需要漫长历程。此外国债上限、2018 财年预算等迫在眉睫的问题也未解决，白宫希望国会在 8 月休假之前取得实质性进展，但形势并不乐观。特朗普上台初期公众曾经对其鲜明的政策承诺做出热情回应，但立法努力多次碰壁，公众的热情已经有所减退。

欧元区经济景气程度进一步抬升，多项指标创多年来最好记录。2017 年二季度欧元区综合采购经理指数（PMI）56.6，季度均值较上一季度增加 1 个百分点。尽管 6 月份数据有所下跌，但二季度经济扩张速度为过去六年来最强。失业率呈逐渐下降态势，4 月欧元区季调总失业率为 9.3%，为 2009 年 3 月以来最低记录。

支出角度看，消费和投资稳步增长。消费者信心持续走高，居民消费支出平稳。2017 年二季度欧元区消费者信心指数表现亮眼，季度均值为 -2.73，较上季度提升了 2.74 左右。其中 6 月消费者信心指数表现最佳，飙升至 -1.30，远超预期的 -3.0 和前值 -3.3，创下 2007 年 7 月以来最高水准。2017 年 1 季度，欧元区固定资本形成总额同比增长 4.0%，环比增速 1.3%，对 GDP 增长贡献 0.27 个百分点，较上季度虽略有下滑，但仍高于近两年的平均水平。与此

同时，欧元区制造业产能利用率恢复上升势头，2017 年二季度产能利用率为 82.6%，较上季度的 82.2%上升了 0.4 个百分点，保持在高位。

欧元区经济状况明显在改善。多项数据显示，欧元区第 2 季度经济可能创下六年来最快的增长记录，再加上法国总统大选中马克龙获胜以及意大利反欧的五星运动遭遇惨败。在此背景下，欧央行面临的在短期内缩减量化宽松的压力逐渐增大。6 月欧元区通胀指标的下滑以及服务业增长势头的放缓，使欧央行退出量宽的压力有所减小，而市场对央行退出宽松货币政策的预期并未消退。6 月 8 日，欧央行货币政策决议中，继续维稳三大利率。

日本经济保持较好增长势头。截至 2017 年第一季度，日本经济已经连续实现 5 个季度正增长，这是近年来最好的经济表现。进入 2017 年二季度后，日本经济活动仍然活跃。2 季度制造业和非制造业 PMI 分别为 52.7 和 52.8，制造业 PMI 较上个季度下降 0.1 个百分点，非制造业上升了 0.8 个百分点。4-5 月季调后的工业生产指数、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 102.1、102.7 和 101.7，较上个季度分别提升了 2.1、2.8 和 1.7 点。

支出角度看，消费和投资稳步增长。两人以上家庭（非农）消费倾向 2017 年 4-5 月均值为 94.0，比第 1 季度 84.1 显著回升。同期，商业销售额同比增长 3.2%，比一季度的 1.0%有明显提升。2017 年 4-5 月合计劳动收入同比增长率为 0.61%，较上季度的 0.18%也有所回升，该指标已经连续 6 个季度维持正增长。多方面指标表明消费势头尚好。2017 年第一季度企业经常利润同比增长率由上季度 16.9%进一步大幅提升至 26.6%，达到 2011 年第 1 季度以来的最高值。利润改善预示着企业投资有更好的支撑。

最新的货币政策会议决定维持对日本经济正“正转向缓慢增长”的基本判断，并决定维持宽松的货币政策，以便努力推升通货膨胀，刺激本国经济增长。此次日本央行货币政策会议以 7 票赞成 2 票反对决定维持现行的宽松货币政策，包括短期利率维持负 0.1%的水平，控制长期利率在零左右运行，继续购买长期国债，购债规模大致维持目前每年约 80 万亿日元（约合 7190 亿美元）的规模。日本央行认为，通胀率离实现 2%的目标相去甚远，本国物价缺乏大幅向上的强劲动力，所以有必要坚持大规模宽松货币政策。

金砖国家经济整体延续向好态势，政治因素困扰带来不确定性。俄罗斯经济走出衰退，继续保持向好趋势。预计美国对俄实施新一轮制裁以及俄罗斯延长反制裁措施，并不会对俄罗斯经济复苏造成决定性影响。巴西经济整体状况好于去年，但总统特梅尔的贿赂丑闻不断发酵，对巴西经济带来一定负面影响。印度经济总体保持良好态势，但贸易逆差一直困扰印度经济，同时，新推出的改革措施在短期内也会对印度经济带来负面冲击。南非政治局势紧张致使经济政策不确定性增加，投资者信心不足，未来经济增长压力较大。中国与金砖国家贸易在 2017 年 2 季度出现快速上升，但对金砖国家贸易逆差也有所扩大。

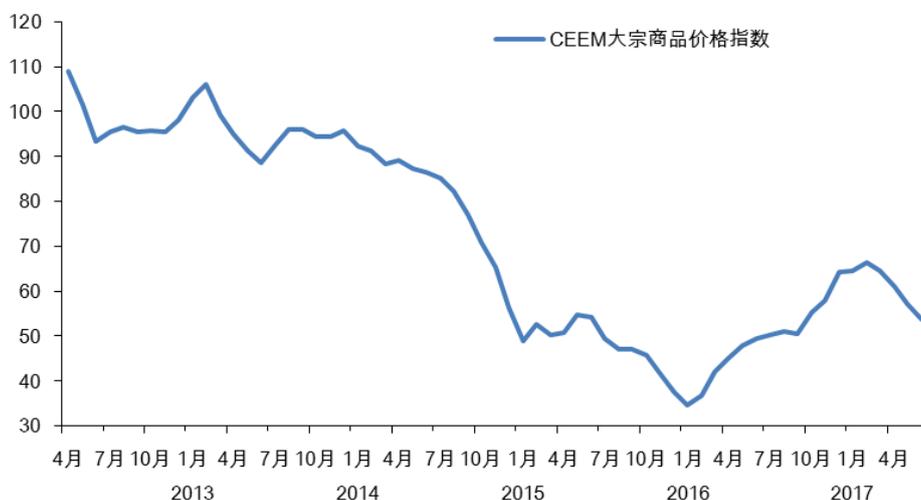
东盟六国继续保持较好增长势头，韩国经济从高位小幅下滑。较好外部环境给本地区带来的乐观情绪助推了上半年的增长。各经济体的增长周期存在差异。新加坡和韩国对外需风向变化感知最早，印尼、马来西亚和泰国相对较慢，菲律宾和越南受到国内冲击和结构性变迁影响更大。目前，最早感知外部经济回暖的新加坡和韩国增长动能已到达顶点，后续增长将更为依靠内需，印尼、马来西亚和泰国目前增长则还处于上行区间，菲律宾和越南受到国内的影响更大，目前这两个国家都没有处于增长的高位。韩国经济景气程度自 2016 年中期以来持续改善，进入 2017 年 2 季度后达到高位并开始向下调整。

大宗商品价格下调。二季度 CEEM 大宗商品价格²虽然相较于去年的低点同比上涨 20.6%，但较上季度环比下跌 12.0%。在经历了 1 年的快速上涨后，大宗商品价格冲顶回落，2 季度全线下滑。全球油价仍然呈弱势下行格局。二季度原油价格环比下跌 6.9%，布兰特原油价格在 50 美元下方徘徊，并且一度跌破 45 美元。尽管美元指数在 2 季度整体下行，且中东地区先后经历了沙特废黜王储和卡塔尔断交等事件，但依然未改变油价的疲弱态势。OPEC 减产不到位、美国的石油出口总额创新高以及活跃钻井数也持续上升等供求基本面难以支撑油价。铁矿石价格 2 季度有显著下调，但是钢材价格依然保持高位、

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。

铜、铝等金融价格呈现震荡格局。农产品价格涨跌不一，大豆下行，玉米稳中有升，小麦波动为主。

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

中国出口增速进一步小幅改善。较好的外需情况继续支撑着出口好转。2017年4-5月，以美元计中国出口同比增长4.9%，较上季度小幅回升0.7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，4-5月出口好转主要来自美国、日本和欧盟。分产品看，出口回升来自七大类传统劳动密集型产品，4-5月同比增长了4.8%，较上季度显著回升5.8个百分点。机电产品出口较上季度下降1.2个百分点，4-5月同比增长3.9%，低于总出口4.9%的增速水平。进口增速有所回落，但仍保持两位数增长。2017年4-5月，以美元计中国进口同比增长13.1%，较上季度的23.3%大幅回落10.2个百分点，改变了2016年2季度以来进口增速逐季回暖的走势。

二、全球金融市场运行平稳，跨境资本流动趋稳

2017年二季度，全球金融市场运行平稳。反映金融市场风险地VIX指数的基线有明显的下移，目前接近于10。市场风险预期仅在4月中旬以及5月中旬时出现短时间的大幅涨落。4月中旬预期风险上升主要受两大事件影响，

一是法国大选前市场担忧极右翼政党上台，二是担忧美国财政支出方案到期前如果不能通过新的财政支出提案，美国政府将面临关门危机。这两个风险事件分别以很快的速度化解，马克龙获选总统，美国众议院于4月27日投票通过了一项1.1万亿美元的政府预算支出提案，确保在9月30日之前联邦政府有充足的预算资金可用，初步化解了美国政府关门危机。5月中旬美国联邦调查局（FBI）局长詹姆斯·科米备忘录的公开，美国总统特朗普卷入其中的“通俄门”事件走向高潮，市场预期到迅速上升的弹劾风险，导致VIX指数一度迅速上升，但很快回落。

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
美元指数	98.42	100.90	-2.47	标普500	2396.01	2324.07
欧元	1.10	1.07	3.25	德国DAX	12539.59	11805.91
日元	111.10	113.68	2.27	日经225	19492.36	19270.05
人民币	6.86	6.89	0.39	上证综指	3151.51	3192.87
雷亚尔	3.22	3.14	-2.30	巴西IBOVESPA	63830.63	64966.89
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
美国	1.01	0.77	23.59	美国	2.26	2.45
欧元	-0.38	-0.38	-0.03	欧元	0.38	0.40
日本	-0.01	-0.01	-0.34	日本	0.04	0.07
中国	2.85	2.64	20.65	中国	3.53	3.31
印度	6.01	5.99	1.31	巴西	10.53	10.60

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。

全球外汇市场相比1季度呈现更为明朗的趋势，带动全球外汇市场调整的是方向是美元指数持续下行和欧元迅速回升。美元指数从季度初的101附近降至季末95.6，季内降幅超过5%。多种迹象显示欧元区经济在稳步复苏，通货紧缩正在被通货膨胀代替，导致欧元区加快缩减宽松的预期不断升温。在这一背景下，欧元汇率在二季度内增长幅度达8%左右。英镑汇率原本在经济基本面的带动下出现明显反弹，但受英国大选结果的影响，在6月有所回调。其他经济体汇率受美元贬值影响，多数出现小幅升值。2季度日元在111附近

上下小幅波动，相比一季度平均而言升值 2.3%。新兴经济体货币中韩元、人民币、俄罗斯卢布、印度卢比、土耳其里拉、南非兰特相比一季度均有不同幅度升值。巴西雷亚尔、阿根廷比索走势相比其他新兴经济体有所分化，二者相比一季度甚至出现小幅贬值。

全球股市总体向好，欧美日等发达经济体股市继续保持了向上动能，新兴经济体内部出现一定分化。在一季度相比去年四季度大涨 6.4%的基础上，二季度美国标普 500 指数环比继续上涨 3.1%。法国、德国股市持续五个季度保持正增长，2 季度相比 1 季度涨幅分别达 7%和 6.2%。日本股市则是持续四个季度上涨。新兴经济体方面，韩国和印度股市涨势可观，二季度比一季度上涨分别达 8.7%和 7.5%。巴西、俄罗斯、中国股市或反复波动，或出现大跌。

全球主要经济体长期国债收益率回调，特朗普上台带来的再通胀预期被证伪。特朗普当选之后的一个星期，美国国债收益率从不到 1.8%的水平迅速攀升至 2.26%，全球长期收益率跟随性上涨。然而，随着特朗普施政处处受到牵制，这一预期显然是过度反应。目前美国 10 年国债的收益率水平大致符合过去两年以来美国利率正常化的轨迹。其次，全球通胀数据仍然低于预期。不过在主要经济体长期国债收益率回调之外，中国、印度、韩国则更多受国内经济环境或者政策影响，相比一季度略有回升。

中国跨境资金流动总量同比增速略有反弹，跨境资本外流规模基本稳定。2017 年 3 月至 2017 年 5 月，银行代客涉外收入为 6929 亿美元，同比上升 3%；银行代客涉外支出为 7474 亿美元，同比上升 2.2%；涉外收付款逆差为 545 亿美元；银行结售汇差额逆差为 436 亿美元；跨境资本外流规模基本稳定。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。2017 年 3 月至 2017 年 5 月，银行代客结汇占银行涉外总收入比率从 49%上升至 53%，银行代客售汇占银行涉外总支出维持在 54%水平。人民币汇率贬值预期逐步平稳，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基本平稳。

三、2017 年下半年展望

中国外部经济环境面临高位回调压力，年内仍将保持较高景气水平。综合反映全球经济景气程度的中国外部经济综合 PMI 结束了连续多个季度的单边上涨，2 季度出现了小幅下调。全球主要大宗商品价格、全球主要耐用品销售等也开始高位回调。主要经济体的关键宏观经济指标均创下了近年来的最佳表现，美联储、欧央行以及日本央行的货币政策或多或少地开始朝着紧缩方向考虑。这些迹象都预示着未来面临着向下调整压力。尽管如此，因为是刚刚从高位向下调整，经济指标的水平值仍保持在高位，2017 年下半年外部经济仍将保持较高活力。

未来需要重点关注的问题包括以下几个方面：1，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。2，如果美元持续走弱，再加上国内金融去杠杆拉高的中美利率差，企业向外举债的动机会大大提高。3，大宗商品价格的再次剧烈调整。大宗商品价格面临高位回落压力，未来可能会面临较大认知分歧和价格剧烈动荡。

美国：经济保持温和增长，资产价格继续上扬

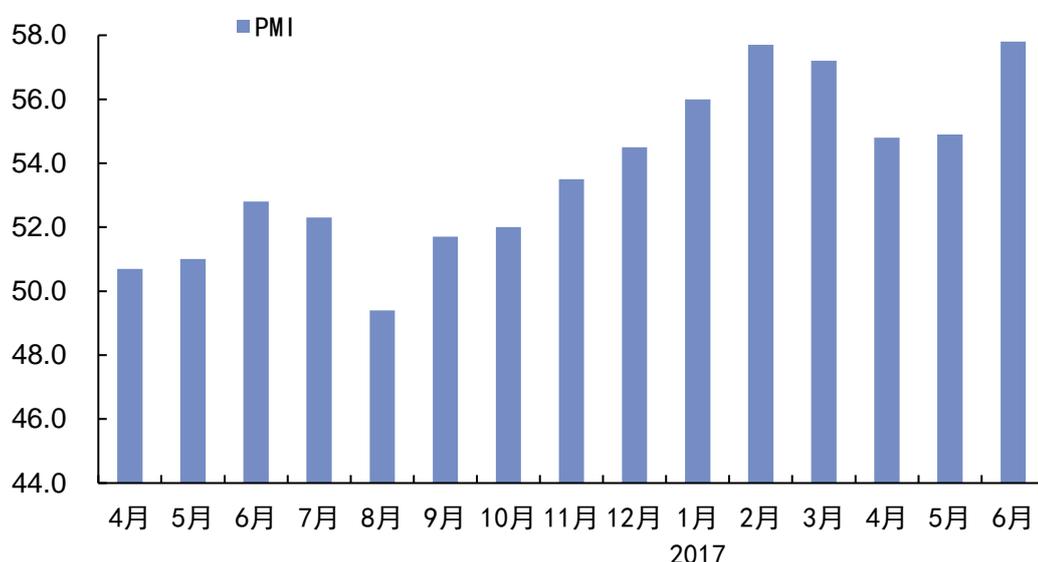
进入 2 季度以来美国实体经济指标出现不同走势，居民消费、房地产开工量出现小幅回落；但 PMI 处于高位，工业生产和企业投资有上升态势，美国有望继续沿着过去 5 年 GDP 平均增长 2.0% 的路径温和回升。近期房地产、股票价格的上升速度轻微提升，这种新态势的影响值得关注。

一、经济运行态势

工业生产温和
增长

工业生产保持温和增长。2017 年 2 季度美国 ISM 制造业采购经理人指数（PMI）均值为 55.8，虽然比 1 季度 57.0 的高位有所回落，但仍然处于相对高位，企业管理层的预期仍相对乐观。4~5 月采掘业出现 7%~8% 的快速增长，同期制造业生产保持同比 1.7%~1.9% 之间的温和增长。

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

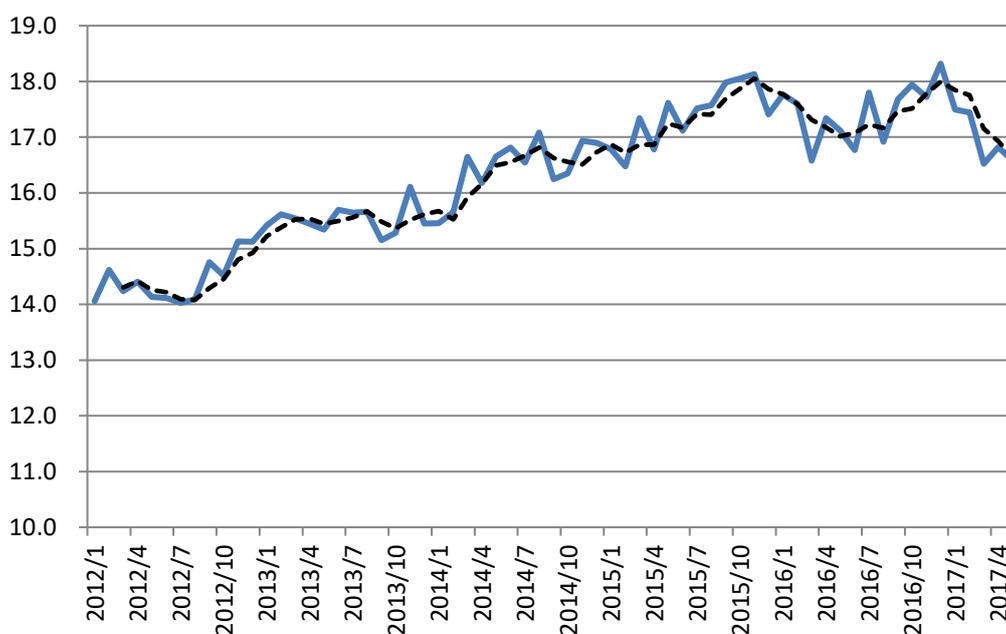
消费支出略有
回落

消费支出较 1 季度略有回落。3~5 月零售额环比增速分别为 0.1%、0.4%和-0.3%，5 月比 4 月的高位略有回落。其中 4~5 月汽车销售量折年率均值为 1670 万量（折年率），比 1 季度均值回落 3%，回落比较明显，汽车作为最主要的耐用消费品，其销量是否达到瓶颈值得观察。

但是随着房价和股票价格的上升，家庭资产负债表继续改善，2017 年 1 季度家庭净财富达到可支配收入的 6.6 倍，比例已经超过金融危机前 2006 年的峰值，这从财富效应角度对家庭消费构成支撑。

图表 5 汽车销售量小幅回落

（单位：万辆）



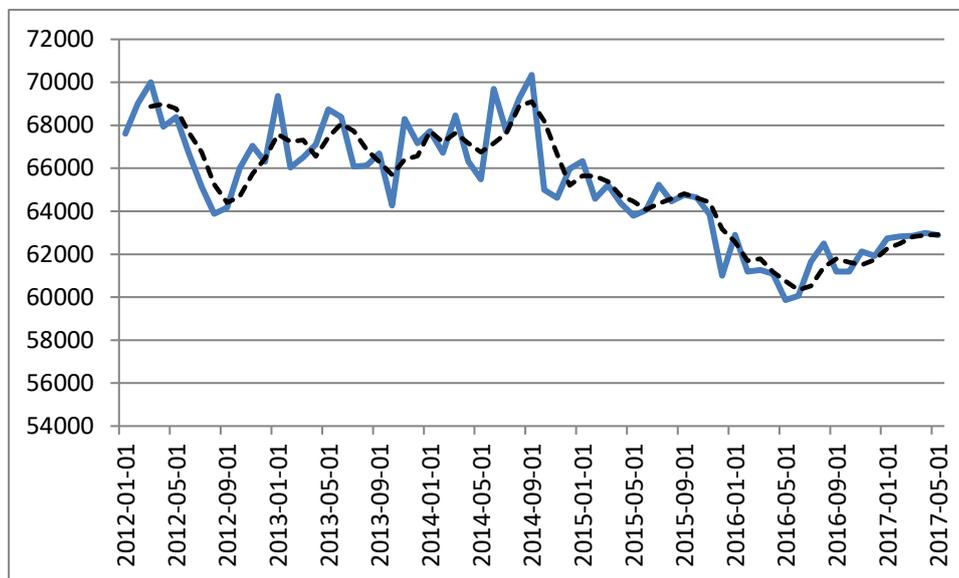
数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

企业投资走
出低谷

企业投资走出低谷。2017 年 1 季度企业投资（包括建筑、设备与无形资产）对 GDP 的贡献达到 1.7 个百分点，创造近 5 年来的季度高位，摆脱了 2015~2016 年企业投资低迷的状态。5 月资本品订单金额同比增长 5%，保持温和缓慢增长；根据商务圆桌会议的调查，2017 年 2 季度有 43%的企业预计增加投资，该比例虽然比 1 季度的 46%略有回落，但仍

然处于相对高位。从资本品订单和投资预期来看，企业投资仍保持向上动力，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，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）

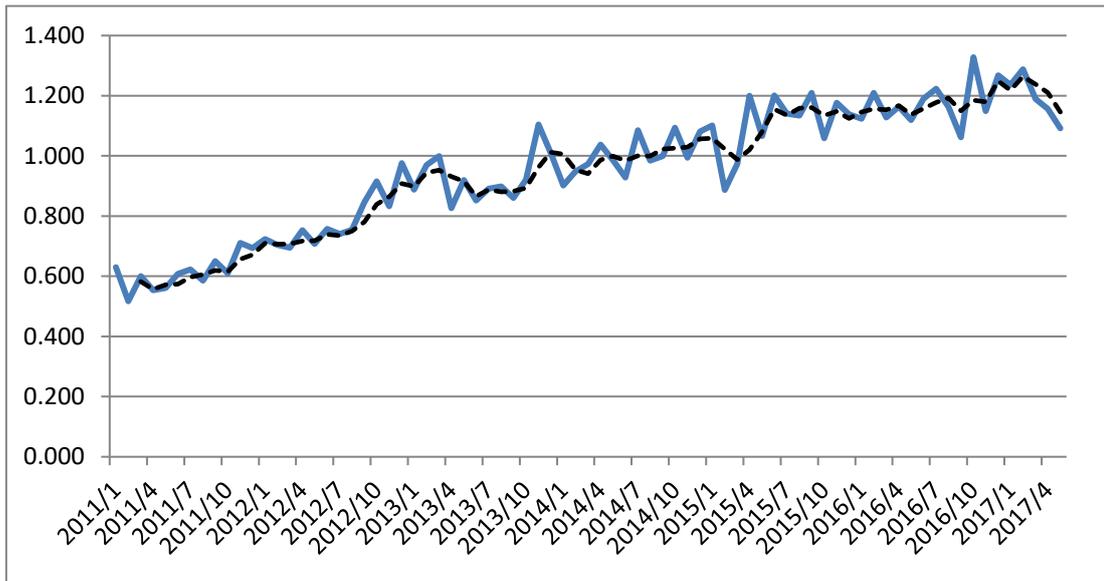


数据来源：美联储圣路易分行，世界经济预测与政策模拟实验室

房地产开工量
小幅回落

房地产开工量有所回落。2017年2~5月美国新开工房屋数量环比增速分别为-7.7%、-2.8%和-5.5%，连续3个月出现负增长，这会对经济增长带来拖累。但是5月存量房销售总数年化562万户，存量房从登记出售到签约售出的平均时长仅为27天，再次刷新2011年以来最低，市场上55%的成屋都能在一个月之内售出，市场销售较为旺盛。新房开工量和成屋销售量出现不同的走势。

图表 7 新屋开工量略有回落（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

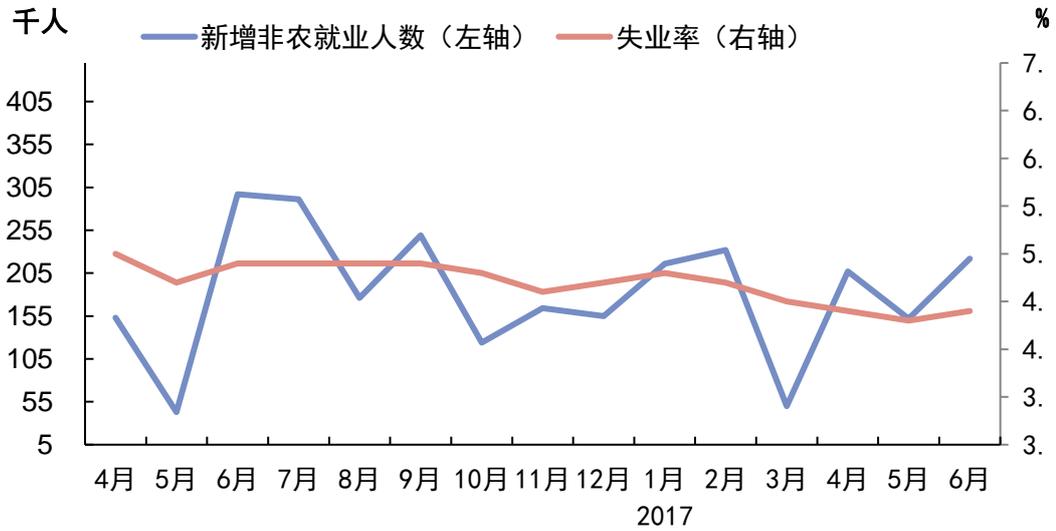
贸易赤字略有扩大。2017年1~2月美国进口、出口增速均有所上升，但因为美国国内消费需求更为旺盛，因此贸易赤字有所扩大，对GDP增长构成轻微负向贡献。

就业市场继续收紧

就业市场继续收紧。4~6月美国失业率围绕4.3%~4.4%小幅波动，已经低于长期历史均值，失业率处于较理想的状态。2季度每月平均新增非农就业人数19.4万人，随着劳动力市场的收紧，继续改善的空间将逐渐缩小。

首次申请失业救济人数继续保持微幅的下降态势，企业没有大量解雇工人，就业关系仍较为稳定；从去年年初开始，企业公布的岗位空缺率持续超过实际雇佣率，说明劳动力供给与企业需求之间存在不匹配，这种结构性问题短期内难以解决。

图表 8 就业市场继续收紧



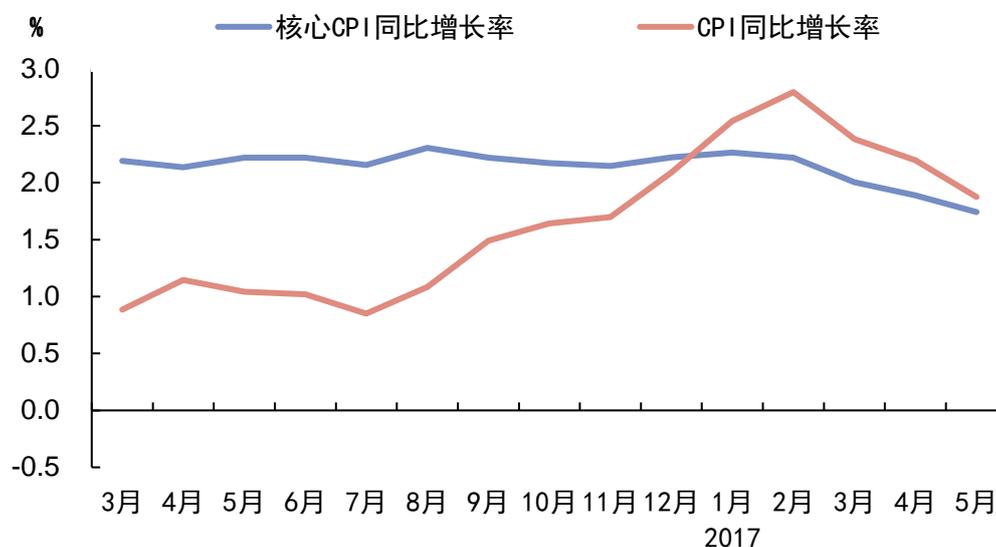
数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

通胀率有所回落

通胀率有所回落。从3月开始美国通货膨胀连续回落，4~5月整体CPI同比增速分别为2.2%和1.9%，核心CPI则为1.9%和1.7%。近期国际大宗商品价格回落带动整体CPI增速下降，并对核心CPI产生作用。此外，部分电信供应商下调手机服务费、处方药价格降低也带动核心CPI增速下降。

美国劳动力市场逐步收紧，但1~5月小时工资同比增速保持在2.5%~2.6%左右，没有出现明显提升。彼得森国际经济研究所的最新研究成果表明，从上世纪80年代以来美国失业率到通货膨胀率之间的传导机制已经明显弱化，这与劳动力市场的体制性变化有关，金融危机后失业率下降没有拉动通胀上升，这并非新现象。该研究还表明，通胀预期对当前通胀的作用比过去更为重要，目前长期通胀预期较为稳定，因此有理由相信未来的通胀走势将相对温和。

图表 9 通胀率有所回落



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

资产价格上升轻微提速。今年 4~6 月道琼斯股票价格指数同比增长 18%，高于 2012~2016 年 10% 的平均增速；以高科技企业为主的纳斯达克股票价格指数同比上涨 26%，指数水平已高于 20 世纪 90 年代末互联网热潮时期的峰值，股票价格持续攀升。此外 2~4 月 Case-Shiller 房地产价格指数同比增长 5.7%，比前 3 年 5.0% 的增速也有小幅提升，存量房销售的火爆也印证了房地产市场的上升态势。

资产价格上升
轻微提速

美国实际利率仍然低于自然利率，联储资产负债表仍然非常庞大，实体经济较为疲软，这就为资产价格的提升提供了可能，泡沫风险也有所滋生。

二、经济政策

政府立法进展
缓慢

特朗普政府的立法进展缓慢。在年初废除奥巴马医疗法案的努力受挫之后，国会共和党人正在努力发起第二次立法尝试，但目前进展缓慢。2017年4月财政部公布特朗普的税制改革倡议，提出各种大力度的减税举措，但框架式的政策倡议转化为具体法案仍需要漫长历程。此外国债上限、2018财年预算等迫在眉睫的问题也未解决，白宫希望国会会在8月休假之前取得实质性进展，但形势并不乐观。

特朗普上台初期公众曾经对其鲜明的政策承诺做出热情回应，但立法努力多次碰壁，公众的热情已经有所减退。

联储再次加息

美联储执行第三次加息。美联储6月14日宣布加息25个基点，将联邦基金利率目标区间上调到1%至1.25%的水平，这是美联储年内第二次加息。投资者对本次加息的预期较为充分，因此市场波动不大。尽管实体经济增速较慢，通货膨胀率有所回落，但考虑到失业率已经较低，而且资产价格有膨胀趋势，因此美联储将继续有步骤地收紧货币政策，包括利率正常化和收缩资产负债表。

三、经济形势展望

经济继续保持
温和增长

经济继续保持温和增长。年初的乐观预期并没有带来实际的经济增长，1季度GDP增速最终修订值只有1.4%。进入2季度以来各种经济指标出现不同走势，如居民消费、房地产开工量出现小幅回落；但制造业PMI仍然相对较高，工业生产保持温和增长，企业投资则有上升态势。综合来看，2~3季度有望较1季度略有攀升，预计GDP增速将继续保持在2.0%左右，这是过去5年来美国的平均增速，是金融危机后美国经济增长的新常态。考虑到较低的工资增长率和稳定的长期通胀预期，美国将保持较温和的通胀态势。

近期房地产、股票等资产价格的上升速度略微有所提升，但实体经济仍较为疲软，这对美国来讲并不是好消息。

欧洲：复苏渐强，政治风险下降

二季度欧元区及其主要成员国经济表现稳健，制造业和服务业 PMI 均处于高位，复苏变得更加稳固。消费者信心持续走高，失业率进一步下跌，企业投资略有增长，为欧元区经济增长提供了支撑。不过随着欧元区国家进口额上升和服务业顺差增速放缓，季调后的贸易账户盈余继续收窄。与此同时，法国大选落幕、反欧势力在意大利地方选举中落败，欧元区解体的风险显著下降。预计三季度欧元区将保持复苏势头，GDP 同比增速或在 1.8% 左右。通胀方面，欧元区通胀水平近期表现平稳，欧央行对于缩减量宽态度谨慎。随着油价对通胀影响的逐步消退，预计三季度欧元区通胀表现将逊于前两季度，或在 1.5% 左右。

一、经济运行态势

PMI 保持高位，工业产出表现平稳

PMI 保持高位，工业产出表现平稳。2017 年 4~6 月欧元区综合采购经理指数（PMI）分别为 56.8、56.8 和 55.7，季度均值较上一季度增加约 0.8。尽管 6 月份数据有所下跌，但第二季度平均扩张速度却依旧为过去六年来最强。

6 月综合 PMI 指数意外放缓，主要因为区内服务业活动扩张速度骤降。6 月服务业 PMI 初值为 54.7，不及预期值 56.1 和 5 月终值 56.31，滑落至五个月来的低点。不过就季度均值而言，二季度服务业 PMI 总体依旧处于高位，季度均值为 55.8，高于上季度的 55.1。制造业 PMI 则表现更为优异，季度均值达 57.0，高于上季度的 55.6。其中，6 月制造业 PMI 初值为 57.3，创 2011 年 4 月最高，高于预期值 56.8 和 5 月终值 57.0，反映出欧元区企业活动扩张势头仍在持续。

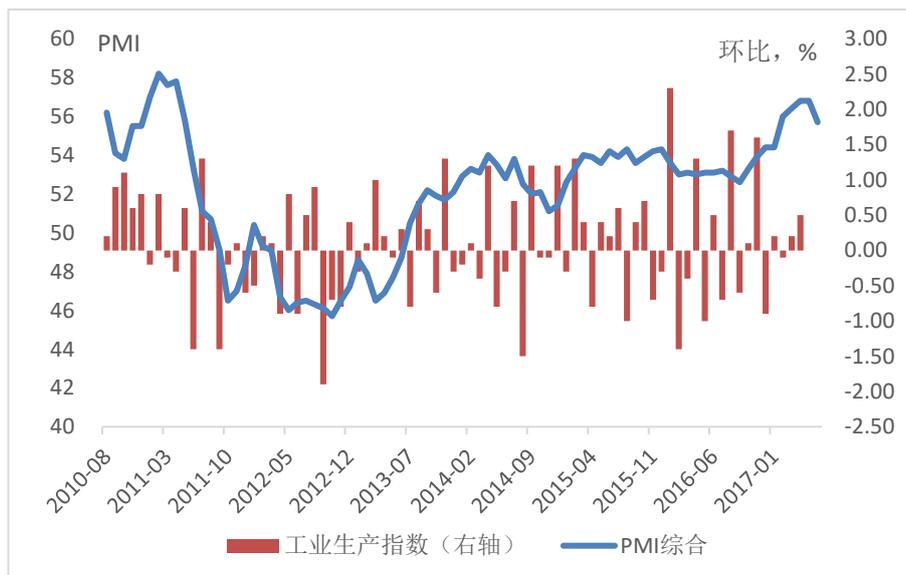
就欧元区的主要国家来看，德国第二季度平均 PMI 为 56.7，创 2011 年第二季度以来最高水平，但制造业和服务业之间差距在拉大。6 月德国制造业 PMI 初值为 59.3，略高于预期值 59.0，但不及 5 月终值 59.5；服务业 PMI 初值为 53.7，不及预期值和 5 月终值（二者均为 55.4）。

受服务业增势放缓的影响，法国 6 月企业活动复苏态势放缓幅度也超过预期。6 月法国综合 PMI 初值为 55.3，为五个月低位，不及预期值 56.7 和 5 月终值 56.9。其中，制造业 PMI 初值为 55.0，略高于预期值 54.0，也高于 5 月终值 53.8，服务业 PMI 初值则为 55.3，为五个月低位，不及预期值 57.0 和 5 月终值 57.2。

工业生产指数方面，欧元区工业生产指数连续 4 个月保持平稳态势。4 月欧元区工业生产指数为 106.6，经过季节因素调整后环比增长 0.5%，欧盟工业生产指数则为 107.5，环比增长 0.2%。从影响因素看，能源类生产是主要推动因素，环比增长 3.6%，资本货物和耐用消费品环比分别下滑 0.8%和 0.1%。

具体就欧元区主要国家而言，经价格、季节和工作日调整后，德国 4 月工业产出环比增加 0.8%，高于先前市场预期的 0.5%。其中，能源产出增长 5.7%，对当月工业产出上升贡献最大；但建筑行业产出在 3 月增长 0.9%后，4 月环比下降了 0.1%。法国、意大利、西班牙 4 月工业产出则延续了一季度整体下滑的态势，经季节调整后环比分别下滑 0.6%、0.4%和 0.1%。

图表 10 PMI 保持高位，工业产出表现平稳



数据来源：欧央行、Markit；CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

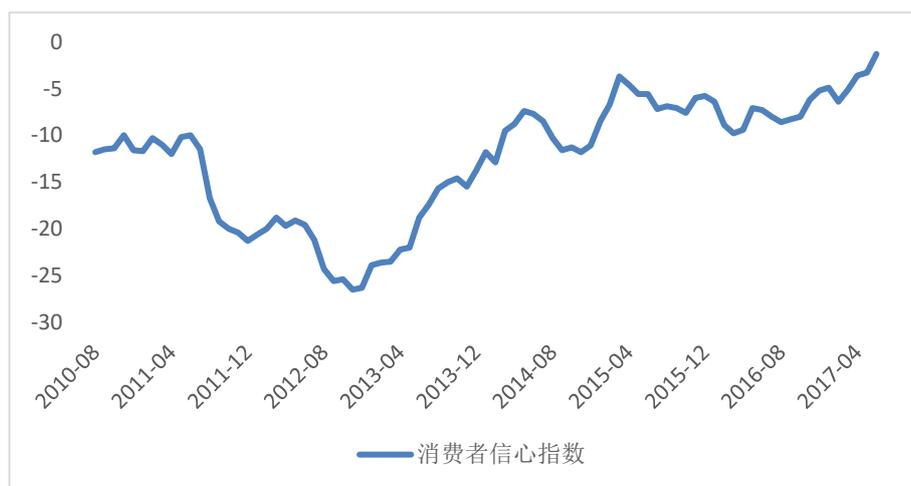
消费者信心
持续走高

消费者信心持续走高，居民消费支出平稳。第二季度欧元区消费者信心指数表现亮眼，整体呈持续上扬的态势，季度均值为-2.73，较上季度提升了 2.74 左右。其中 6 月消费者信心指数表现最佳，飙升至-1.30，远超预期的-3.0 和前值-3.3，创下 2007 年 7 月以来最高水准。

就欧元区主要国家来看，德国 6 月 GFK 消费者信心指数从 5 月的 10.2 升至 10.4，为 2001 年 10 月以来最高，表明在面对全球各种风险的情况下，民众对德国经济将继续成长保有乐观预期。GFK 称，这意味在消费者看来，德国经济引擎运行得越来越平顺，而随着经济预测的改善，人们的收入预期也在上升。法国方面，消费者信心也保持良好，5 月消费者信心指数从 4 月的 100 点升至 102 点，创下自 2007 年 8 月以来新高。这一数字超过经济学家预期的 101 点，显示在马克龙击败勒庞赢得总统大选后，法国家庭对于未来财政状况更具信心。

居民消费支出方面，2017 年第 1 季度，欧元区居民消费支出略有下滑，同比增长 1.7%，季调环比增长 0.3%，总体依旧处于平稳区间。同时，消费支出的基本面支撑仍旧良好，4 月份经季调后的零售销售指数为 106.2，同比增长 2.5%，显示居民消费对欧元区经济增长的贡献稳定。

图表 11 消费者信心持续走高



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

企业投资略有增长

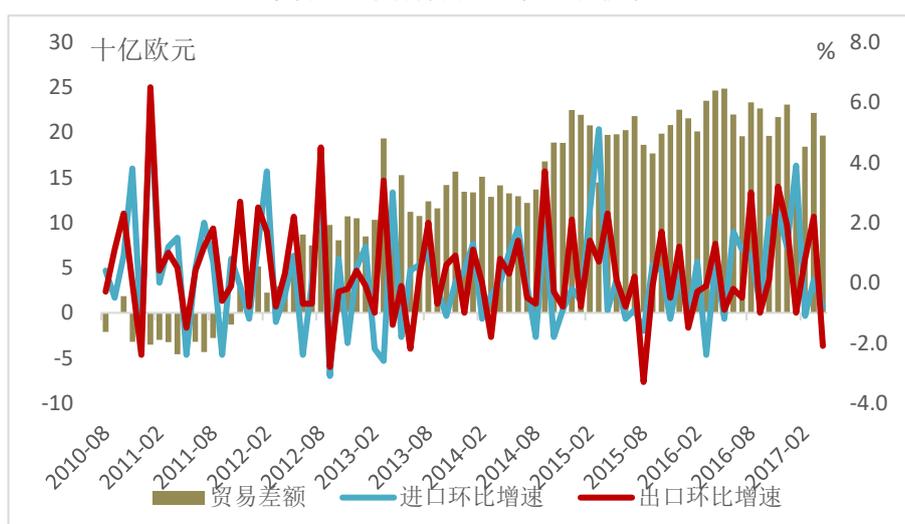
企业投资略有增长。2017 年一季度，欧元区固定资本形成总额同比增长 4.0%，环比增速 1.3%，对 GDP 增长贡献 0.27 个百分点，较上季度虽略有下滑，但仍高于近两年的平均水平。与此同时，欧元区制造业产能利用率恢复上升势头，2017 年二季度产能利用率为 82.6%，较上季度的 82.2% 上升了 0.4 个百分点，保持在高位。

图表 12 企业投资略有增长



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 13 贸易账户盈余继续收窄



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

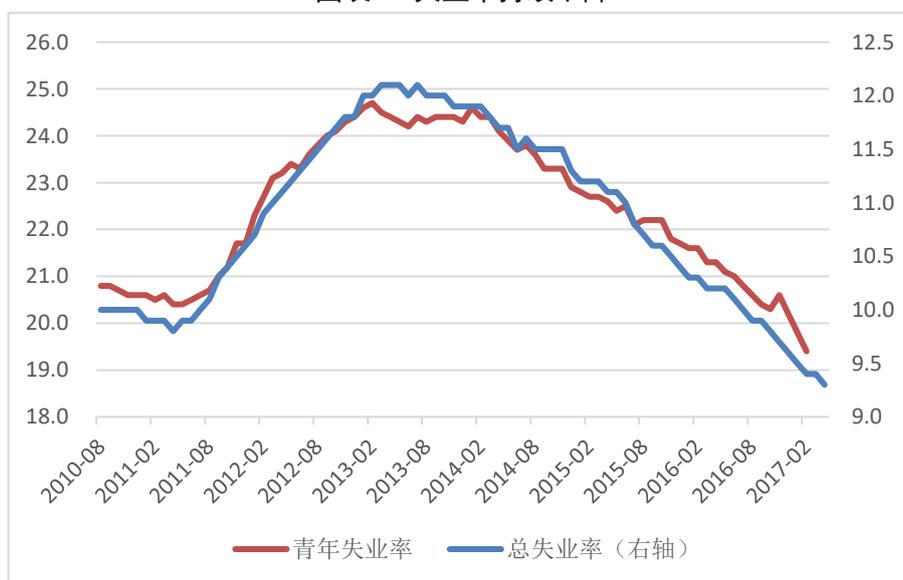
贸易账户盈
余继续收窄

贸易账户盈余继续收窄。欧元区4月季调后经常帐盈余降至196亿欧元，意味着欧元区近12个月贸易顺差占GDP的比重从此前的3.4%降至3.2%。贸易账户余额的下降，主要是因为欧元区国家进口额上升，服务业顺差增速放缓。欧洲央行此前就已表示，预计今年的经常帐盈余将有所下降，因部分大宗商品价格将上涨，尤其是石油价格。

具体数据显示，欧元区4月出口较上年同期下降2.8%，进口则同比增长2.7%。经季节性因素调整后的4月出口较前月下滑2.1%，进口则环比下降0.8%。

就各个主要国家而言，德国4月进口增幅继续超过出口增幅，同样导致贸易顺差有所收窄。经工作日和季节性调整后，4月份德国出口额为1063亿欧元，进口额为866亿欧元，环比分别增加0.9%和1.2%，贸易顺差从前月的199亿欧元减少至198亿欧元。法国4月贸易帐赤字规模则保持在稳定水平，赤字规模为55.35亿欧元，略高于前值的53.53亿欧元，但低于预期的59.5亿欧元。

图表 14 失业率持续下降



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

失业率持续
下降

失业率持续下降。4月欧元区季调总失业率为9.3%，相比同年3月的9.4%和2016年4月的10.2%均有所下降，为2009年3月以来最低记录。4月欧盟28国失业率7.8%，相比同年3月的7.9%和2016年4月的8.7%均有所下降，为2008年12月以来最低记录。欧盟成员国中，4月失业率最低国家为捷克（3.2%）。

德国5月经季节调整后失业率从此前一个月的5.8%跌至纪录低点5.7%。数据还显示，未经季节调整的德国失业人数跌破250万大关，为249.8万。经季节调整后，德国失业人数为253.6万，同比减少16.6万，比4月份减少9000人。法国方面，2017年一季度法国失业率再次低于10%，下降0.4%，法国全国失业率9.6%，本土失业率9.3%，失业270万人，环比减少11.5万人。

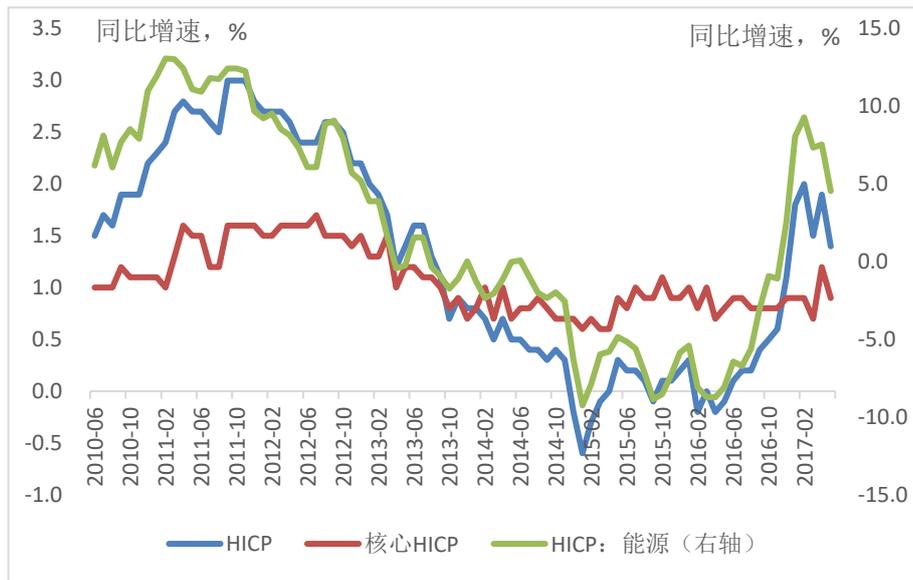
就业人口方面，2017年一季度欧元区就业同比增长1.5%，就业总人数达到2.34亿，是欧元区建立以来的最高水平。成员国中，爱沙尼亚、马耳他和爱尔兰就业增长率位居前三位，分别为2.8%、1.7%和1.1%。

通胀增速回
落

通货膨胀增速回落。在经过一季度的良好表现后，5月份欧元区消费者调和价格指数（Harmonised Indices of Consumer Prices, HICP）年率回落至为1.4%，为年初以来最低升幅，环比则下降了0.1个百分点。排除食品和能源后的核心CPI同比增长也较上月回落了0.3个百分点至0.9%，增加了欧元区通胀前景的不确定性。

欧元区5月通胀水平下滑主要是受能源价格下降和复活节假日后旅行成本下降影响。较低的通胀压力意味着，欧洲央行可以不用迅速退出极度宽松的货币政策，这为欧央行的低利率政策留出了空间。

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

法国大选落幕，欧元区解体风险下降

法国大选落幕，欧元区解体风险下降。5月7日，法国2017年总统选举迎来决选，中间派独立候选人、“前进”运动领导人马克龙最终以64.82%的得票率，击败极右翼政党“国民阵线”候选人勒庞，赢得此次大选，成为法国新一任总统。马克龙主张亲欧，在竞选纲领中，他提出推动欧盟建设，支持全球化，建立欧盟单一数字市场和单一能源市场。因此，马克龙赢得大选意味着欧洲政治经济不确定性风险下降，有助于巩固欧盟的稳定性。

随后，6月19日，法国内政部公布国民议会选举最终计票结果，马克龙所在的以共和国前进党为首的联合阵营在两轮国民议会选举投票中最终夺得577个国民议会席位中的350席，占据国民议会绝对多数。这进一步为马克龙放开手脚进行改革打开了方便之门，有利于其主张的顺利实施。

而此前一周，在意大利的地方选举中，反欧的五星运动也遭遇惨败，主张“退欧”的该党在意大利25座省会级城市悉数落败，包括其领袖格里洛的家乡热那亚市。这暗示着该国提前大选

的不确定性得到了相当程度消除，下一次大选可能会推延至宪法规定的最后期限 2018 年 5 月举行，留给该国主流政客更多喘息和整顿的时间，彻底扫除民粹风险。

欧央行退出
量宽压力减
小

欧央行退出量宽压力减小。步入 2017 年以来，欧元区经济状况明显在改善，通胀水平回升，通缩风险渐渐消失，经济增长也有所起色，多项数据显示，欧元区第二季度经济可能创下六年来最快的增长记录。在此背景下，欧央行面临的在短期内缩减量化宽松的压力逐渐增大。

然而，随着 6 月欧元区通胀指标的下滑以及服务业增长势头的放缓，欧央行退出量宽的压力有所减小。6 月 8 日，欧央行货币政策决议中，一如市场预期维稳三大利率。22 日，欧央行发布报告称，目前全球增长面临的风险似乎已减弱，一些经济体的情况似乎优于过去几年，整体脆弱度下降。但新的经济风险因素也可能出现，尤其是美国新政府可能转向保护主义方向，有可能对全球经济产生严重的负面影响。此外，英国脱欧可能出现有争议的谈判，也让各界出现忧虑。欧洲央行指出，总体而言，全球前景的风险平衡依旧倾向于下行。这显示，对欧央行来说逐渐缩减政策的时机尚未完全成熟。

三、经济形势展望

预计三季度
欧元区 GDP
同比增速将
在 1.8%左右

预计三季度欧元区 GDP 同比增速将在 1.8%左右。2017 年二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 PMI 总体也处于高位，表明欧元区内企业活动活跃，为三季度经济继续稳步复苏奠定了良好的基调。

不仅如此，近期欧元区政治局势也有逐渐明朗化的趋势，法国大选顺利落幕，支持欧洲一体化的共和国前进党获胜，意大利地方选举中反欧势力落败，这些都令到欧元区解体风险有所消退。

不过，6月欧元区服务业扩张势头放缓，近几个月贸易账户盈余持续收窄，英国脱欧谈判仍存在不确定性等因素的存在，导致不宜对三季度欧元区经济增长过于乐观，因此，综合来看，预计三季度欧元区经济保持稳健，但增速不及二季度，GDP 同比增速或在 1.8%左右。

欧元区三季度
通胀率或在
1.5%左右

欧元区三季度通胀率或在 1.5%左右。受能源价格上涨带动，2017 年一、二季度欧元区通货膨胀率均表现良好。不过，随着油价企稳对通胀影响的消退，欧元区通胀率难以持续走高。不过，核心通胀表现依旧稳健，始终徘徊在 0.9%附近，表明欧元区通胀水平仍具有一定韧性。不仅如此，欧洲央行对于宽松货币政策的维持，将继续为欧元区通胀水平提供一定的支撑。预计三季度欧元区通胀表现将逊于前两季度，或在 1.5%左右。

日本经济：持续缓慢复苏

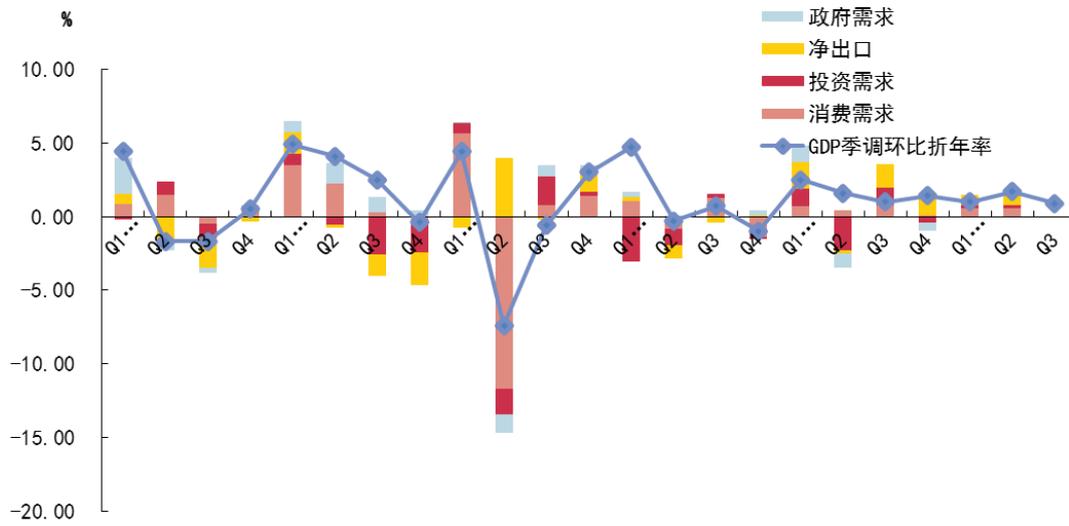
2017年第2季度，预计日本实际GDP季调环比增长折年率约为1.7%。进入2017年第2季度后，日本经济活动仍然活跃。从需求看，企业经常利润增长率回升、商业信心走强，投资需求抬头；消费需求回暖，股价仍在2万点左右的高位为提振消费提供了支撑。从生产看，制造业和服务业PMI第2季度维持在荣枯线上方，分别为52.7和52.8，工业生产指数保持回升。受1季度GDP增长率遭到下调的基期效应影响，第2季度GDP增长环比折年率将有较好表现。第3季度受夏季气温及油价影响，生产或将放缓，预计增长实际GDP季调环比折年率将回落至0.9%左右。

一、经济继续缓慢复苏

预计第2季度日本实际GDP季调环比增长折年率约为1.7%。

2017年第2季度，预计日本实际GDP季调环比增长折年率约为1.7%。2017年6月初，日本政府将第1季度实际GDP季调环比增长折年率由2.2%下调至1%，远低于此前市场预期的2.4%。此次下调GDP增长率主要是由于库存下滑及私人消费不及预期。尽管GDP增长率有所下调，但这并不意味着日本经济偏离复苏通道。截至2017年第1季度，日本经济已经连续实现5个季度正增长，这是近年来最好的经济表现。进入2017年第2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、商业信心走强，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2季度维持在荣枯线上方，工业生产指数保持回升。加之1季度GDP增长率遭到下调的基期效应影响，第2季度GDP增长环比折年率将有较好表现，预计为1.7%。2017年第3季度受夏季气温及油价影响，生产或将放缓，预计增长实际GDP季调环比折年率将回落至0.9%左右。

图表 16 日本经济继续缓慢复苏

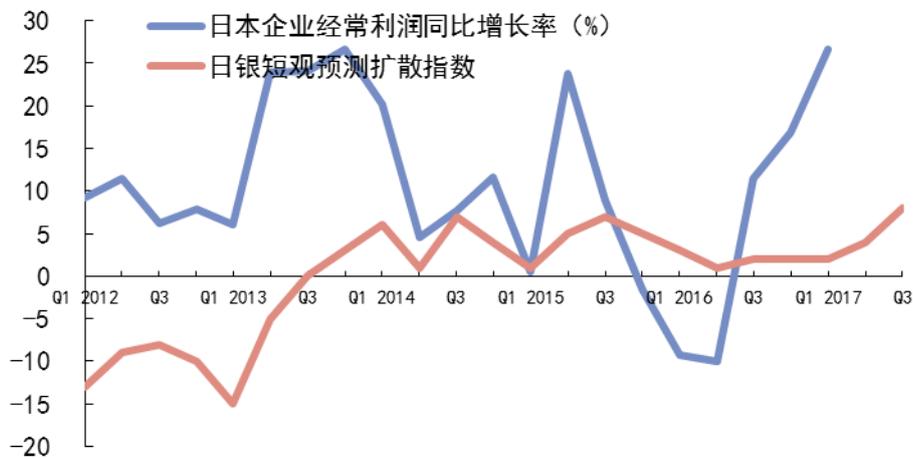


数据来源：日本内閣府，世界经济预测与政策模拟实验室

日本企业利润同比增长率回升，企业商业信心大幅走强，对私人部门投资构成积极影响。

日本企业利润同比增长率持续回升，企业商业信心大幅走强，对私人部门投资构成积极影响。2017年第1季度企业经常利润同比增长率由上季度16.9%进一步大幅提升至26.6%，达到2011年第1季度以来的最高值。商业信心方面，企业对2017年第2和第3季度商业环境持更加乐观态度，日银短观扩散预测指数分别为4和8，后者是1992年第1季度以来的最高值。不过，从新屋开工户同比数据看，2017年4-5月合计同比增长0.83%，虽然较第1季度的3.2%有所下降，但仍维持了正增长。这是新屋开工户连续6个季度正增长。预计2017年第2季度私人部门投资将对经济形成较强支撑。

图表 17 日本企业经常利润同比回升，企业信心恢复

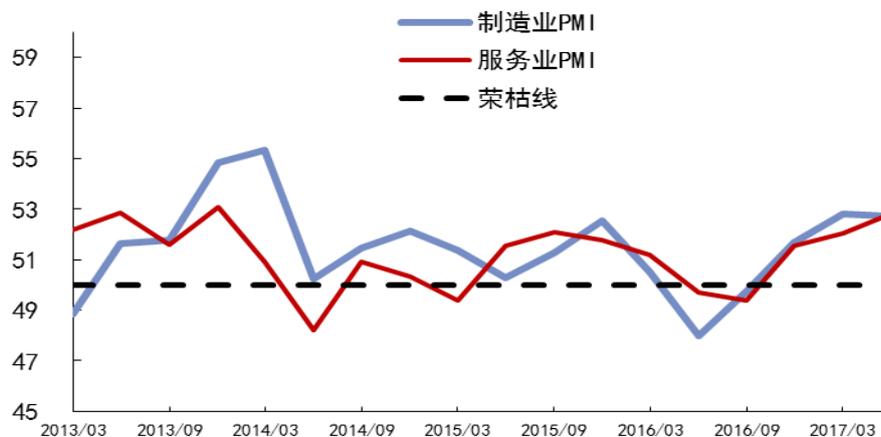


数据来源：WIND数据库，世界经济预测与政策模拟实验室

制造业和服务业 PMI 维持在荣枯线上方。

制造业和服务业 PMI 连续 3 个季度位于荣枯线上方，显示日本经济仍在扩张状态。2017 年第 2 季度，制造业 PMI 为 52.7，虽比上季度的 52.8 略低，但与历史水平相比仍在高位；第 2 季度服务业 PMI 为 52.8，较上季度的 52.0 有所提升。

图表 18 制造业和服务业 PMI 在荣枯线上方上行

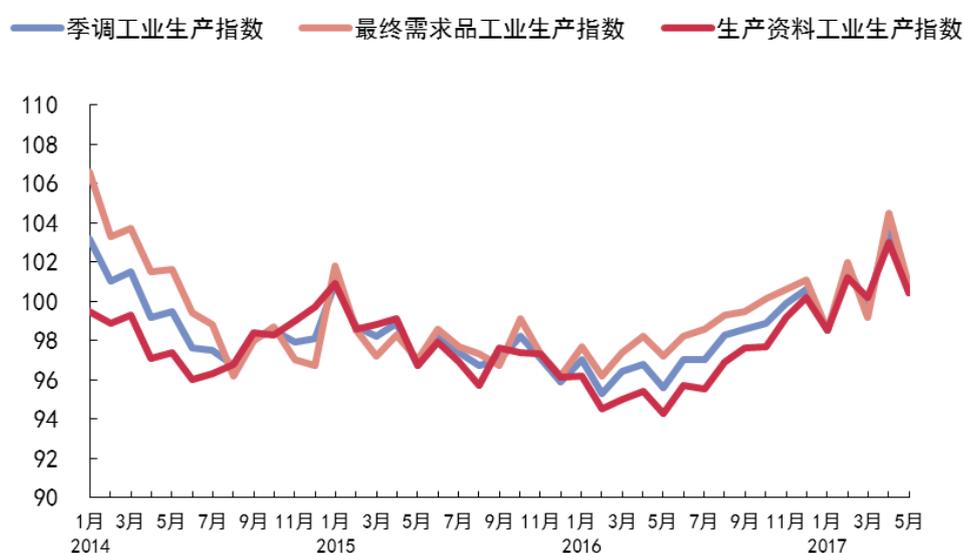


数据来源：WIND数据库，世界经济预测与政策模拟实验室

工业生产指数保持回升势头。

工业生产保持回升势头。2017年第2季度日本工业生产指数延续了上季度的回升态势。4-5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102.1、102.7和101.7，较2017年第1季度分别提升了2.1、2.8和1.7点。值得强调的是，2017年4月工业生产指数刷新了2017年2月创下的2015年年初以来的最高纪录。工业生产指数的上升与制造业PMI的表现是一致的。

图表 19 日本工业生产指数延续回升趋势



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

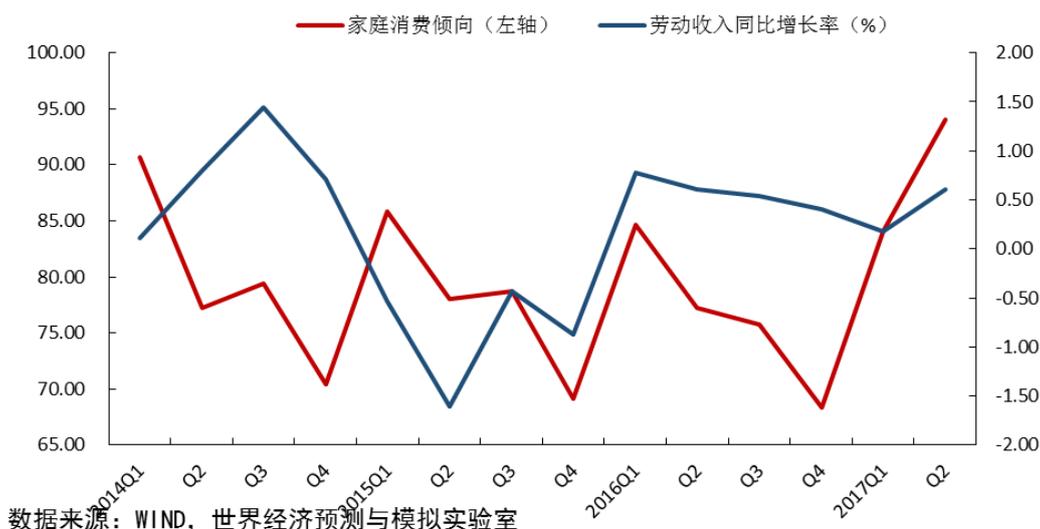
私人消费持续回暖，劳动力市场招工问题严重。

私人消费持续回暖。家庭调查显示，两人以上家庭（非农）消费倾向2017年4-5月均值为94.0，比第1季度84.1有所回升。其中5月消费倾向为102，是2014年4月以来的最高值。从收入来看，2017年4-5月合计劳动收入同比增长率为0.61%，较上季度的0.18%也有所回升。该指标已经连续6个季度维持正增长。商业销售数据也显示，4-5月商业销售额同比增长3.2%，比1季度的1.0%有明显提升。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。

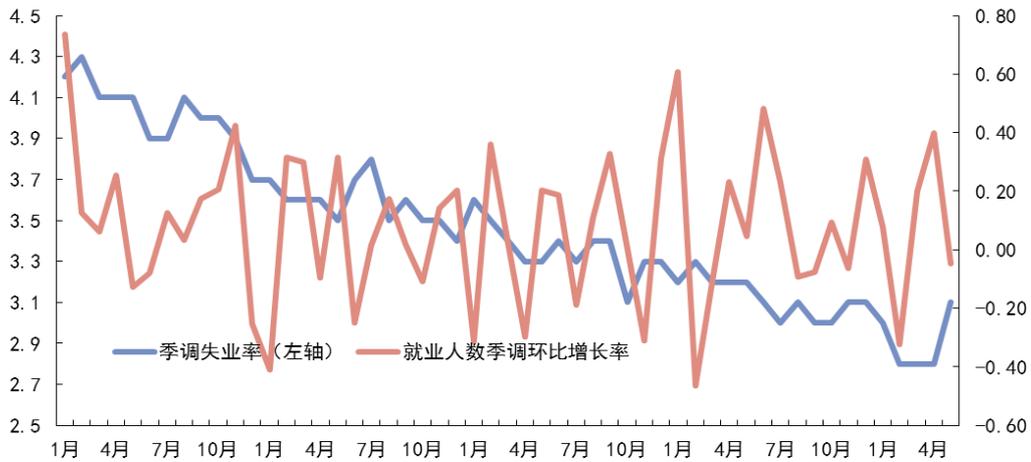
从就业方面看，2017 年季调失业率 4-5 月均值 3.0%，较 1 季度的 2.9%略有上升，但与历史水平相比仍处于低位。此外，2017 年 4-5 月，日本经季节调整的全国完全失业人数月均值为 195.5 万人，比 1 季度月均值增加 4.8 万人；季调雇佣人数月均值为 5792.5 万人，比 1 季度月均值增加 12.5 万人；就业人数月均值为 6520.5 万人，比 1 季度月均值增加 26.2 万人。5 月经季节调整的有效求人倍率 1.49，连续 3 个月刷新调查以来最高纪录。这意味着日本劳动力市场缺工问题已经相当严重。

图表 20 日本家庭消费倾向回升，劳动收入同比延续正增长



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



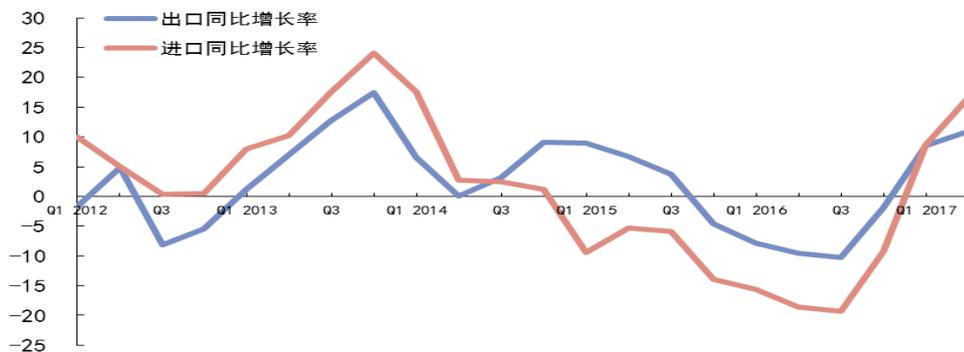
数据来源: WIND, 世界经济预测与政策模拟实验室

出口和进口
同比增速上
升。

出口和进口同比增速上升。进入 2017 年第 2 季度, 进出口额均出现比较强劲的同比正增长。4 月及 5 月, 出口同比增长率分别为 7.5% 和 14.9%, 进口同比增长率分别为 15.2% 和 17.8%, 都处于近期较高水平。合计看, 4-5 月出口和进口同比增长率分别为 10.9% 和 16.5%, 比 1 季度的 8.5% 和 8.6% 都有进一步提升。

季调实际进出口指数显示, 2017 年第 2 季度出口指数仍位于较高水平, 进口指数则延续上升态势。4-5 月季调实际出口指数均值为 106.8, 较 1 季度月均值的 107.4 略有回落, 但仍处于历史高位; 4-5 月季调实际进口指数均值 102.7, 比 1 季度的 100.6 有所上升, 且达到 2014 年第 2 季度以来的最高值。

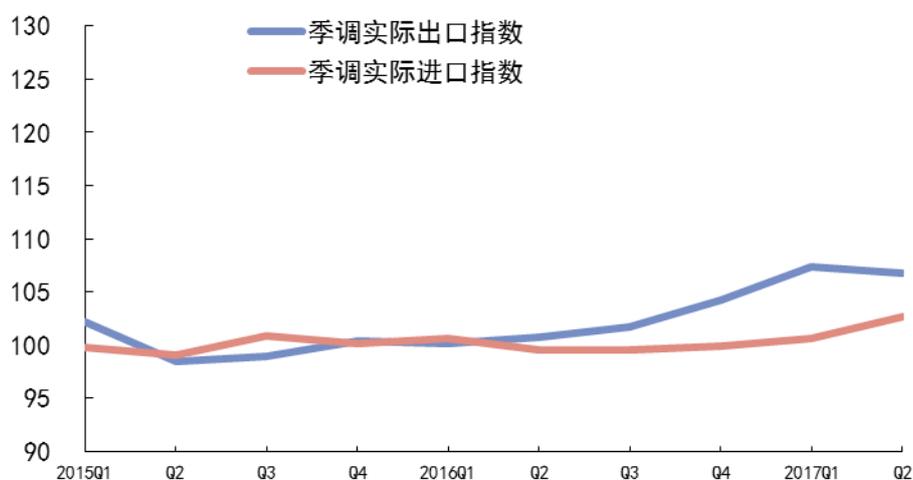
图表 22 日本进口及出口同比增速攀升



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 2 季度为 4-5 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2季度为4-5月均值。

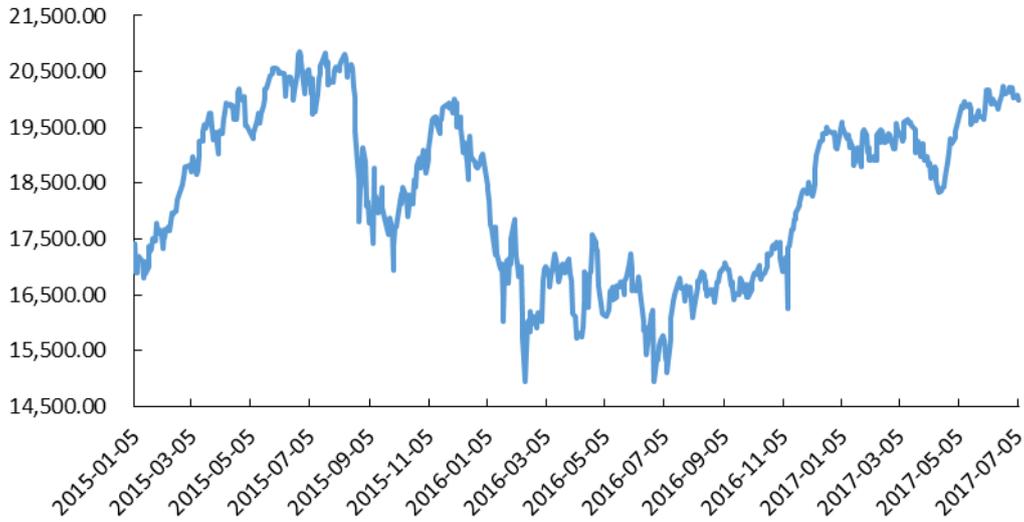
二、维持宽松货币政策

日本央行继续维持宽松货币政策。

2017年6月16日的货币政策会议决定维持对日本经济正“正转向缓慢增长”的基本判断，并决定维持宽松的货币政策，以便努力推升通货膨胀，刺激本国经济增长。此次日本央行货币政策会议以7票赞成2票反对决定维持现行的宽松货币政策，包括短期利率维持负0.1%的水平，控制长期利率在零左右运行，继续购买长期国债，购债规模大致维持目前每年约80万亿日元（约合7190亿美元）的规模。日本央行认为，通胀率离实现2%的目标相去甚远，本国物价缺乏大幅向上的强劲动力，所以有必要坚持大规模宽松货币政策。

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2季度日经225指数均值为19520点，较上季度的19245点进一步上升，并且多次达到20200点以上。进入第3季度后日经225指数仍处于20000点左右的历史较高水平。

图表 24 日本东京日经 225 指数重攀高位



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。

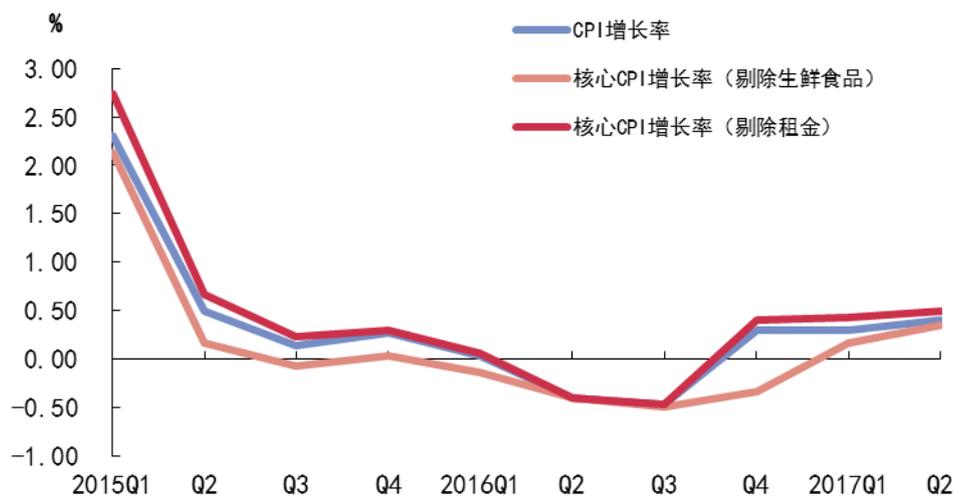
CPI 同比延续正增长并缓慢回升，核心 CPI 再创 2015 年 5 月以来最高水平。从 CPI 增长率表现看，2017 年第 2 季度延续了上季度缓慢上升的势头。2017 年 4-5 月，CPI、核心 CPI（剔除生鲜食品）及剔除租金的核心消费物价同比增长率均值分别为 0.4%、0.4% 和 0.5%，较 2017 年第 1 季度的 0.3%、0.2% 和 0.4% 略有上涨。其中核心 CPI（剔除生鲜食品）在 5 月同比增长 0.4%，不仅连续 5 个月正增长，并且继续 2 月、3 月和 4 月三度创纪录之后，再次创下 2015 年 5 月以来最大涨幅的纪录。能源价格上涨是日本核心 CPI 上涨的主要推动因素。4 月及 5 月日本能源价格同比分别增长 4.5% 和 5.1%，不仅连续 4 个月出现增长，还创下 2014 年 10 月以来最高涨幅。4 月及 5 月，石油产品价格同比分别增长 12.8% 和 11.2%，汽油价格分别同比增长 14.9% 和 12.3%。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。第 2 季度东京市场美元兑日元中间汇率月平均值大致维持在 1 美元兑 111 日元

左右，4-6 月月均 1 美元分别兑 110.06 日元、112.21 日元和 110.91 日元。

综合来看，2017 年第 2 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，出现了一定程度的上升，日元汇率则维持比较稳定的水平。

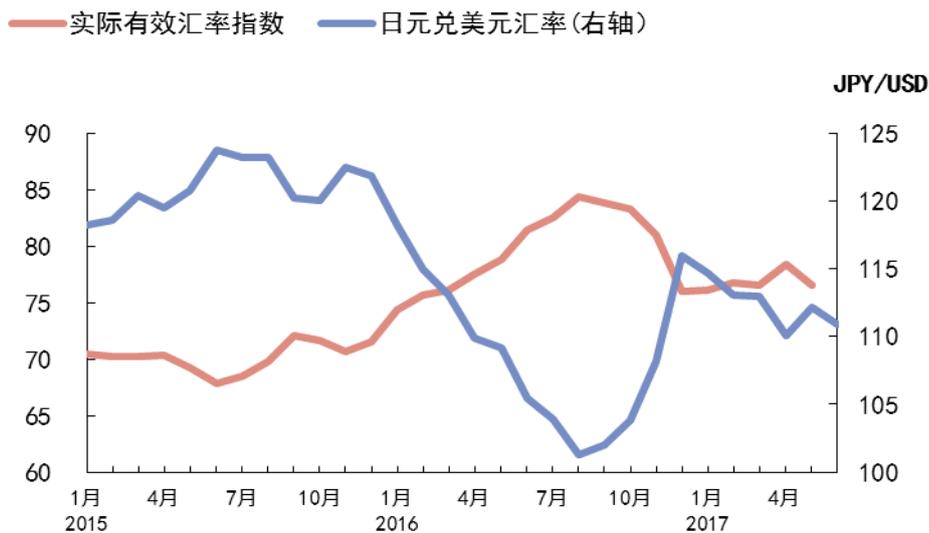
图表 25 日本 CPI 增长率延续缓慢回升势头



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 2 季度为 4-5 月均值。

图表 26 日元贬值势头得到遏制



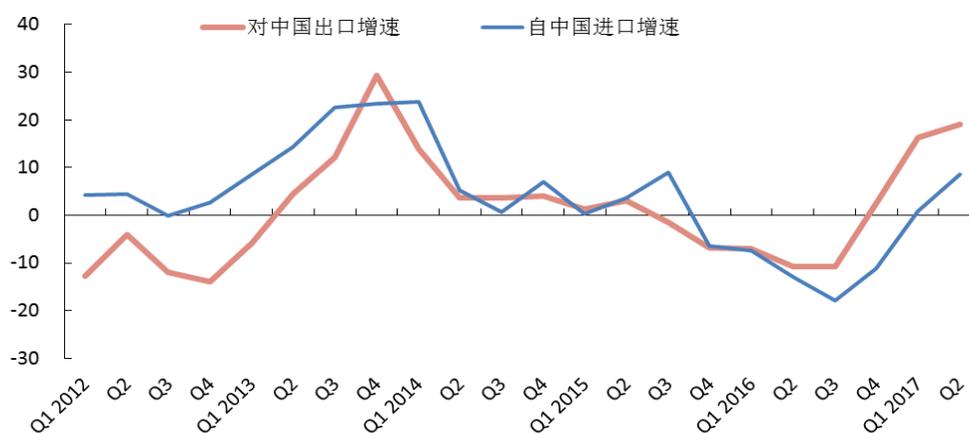
数据来源：WIND数据库，世界经济预测与政策模拟实验室

日本与中国的贸易增速在 2017 年第 2 季度继续回升; 1 季度对中国直接投资增速由负转正。

三、对中国贸易增速继续回升，投资增速由负转正

日本与中国的贸易持续负增长的局面继 2017 年第 1 季度出现改变迹象之后，第 2 季度增速继续回升。其中 4-5 月合计对中国出口同比增长 18.98%，较第 1 季度的 16.26% 进一步提升，并实现了连续 3 个季度正增长。自中国进口同比增幅也显著提升。4-5 月合计进口同比增长 8.52%，第 1 季度仅为 0.79%。

图表 27 日本对华出口增速上升

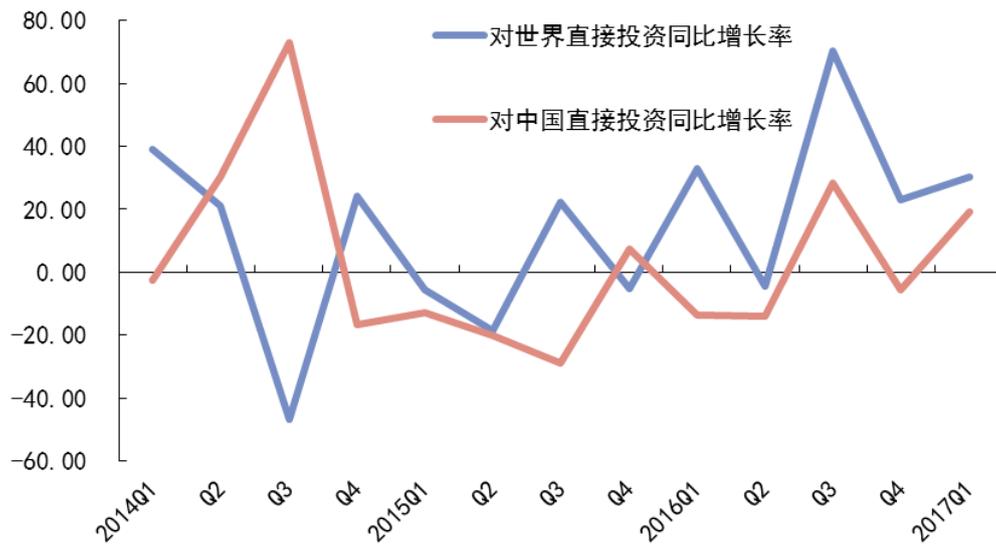


数据来源：WIND，世界经济预测与政策模拟实验室

注：2017 年第 1 季度值为 1-2 月合计值。

日本对中国直接投资出现回升迹象。2017 年第 1 季度，日本对中国直接投资由上季度的同比负增长 5.7%，回升至同比增长 19.3%，同期日本对全世界投资增速也由 22.9% 回升至 30.46%，对中国直接投资占对全世界直接投资比重为 4.3%，较上季度的 4.9% 有所下降。

图表 28 日本对华直接投资增速回升



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：好中有忧

2017 年 2 季度金砖国家经济整体延续向好态势。但是部分国家出现妨碍经济进一步复苏的因素，特别是巴西和南非受政治局势影响，经济不确定性增加。分国家来看，俄罗斯经济继续保持向好趋势，预计美国对俄实施新一轮制裁以及俄罗斯延长反制裁措施，并不会对俄罗斯经济复苏造成决定性影响。巴西经济整体状况好于去年，但总统特梅尔的贿赂丑闻不断发酵，对巴西经济带来一定负面影响，因此今年巴西经济虽会实现正增长，但不确定性在增加。印度经济总体保持良好态势，但贸易逆差一直困难印度经济，同时新推出的改革措施在短期内也会对印度经济带来负面冲击。南非政治局势紧张致使经济政策不确定性增加，投资者信心不足，未来经济增长压力较大。中国与金砖国家贸易在 2017 年 2 季度出现快速上升，但对金砖国家贸易逆差也有所扩大。

一、金砖国家经济总体向好

2017 年 2 季度俄罗斯经济增长估计为 1.0%

2017 年 2 季度俄罗斯经济增长估计为 1.0%。2017 年 1 季度俄罗斯经济同比增长 0.5%，较去年四季度加快 0.2 个百分点，连续两个季度实现同比正增长。俄罗斯经济增长正逐步加速，今年 4 月 GDP 同比增长 1.7%，5 月同比增长 3.1%，1-5 月经济同比增长达到 1.3%。4 月和 5 月俄罗斯消费同比分别增长 0 和 0.7%，结束持续萎缩态势。出口同比分别增长 35.2%和 20.0%，进口同比增长 21.8%和 19.6%，继续保持向好势头。工业生产保持扩张态势，4 月和 5 月分别同比增长 2.3%和 5.6%。制造业 PMI 继续保持在扩张区间，4 月和 5 月分别为 50.8、52.4，但 6 月降至 50.3。预计 2017 年 2 季度俄罗斯经济增长为 1.0%。

2017 年 3 季度俄罗斯经济预计增长

2017 年 3 季度俄罗斯经济增长预计为 1.3%。当前俄罗斯经济运行总体趋向平稳。通货膨胀逐步放缓为俄罗斯央行下调利率提供空间。4 月和 5 月俄罗斯通货膨胀率均维持在 4.1%，相比 1 季度继续下降。为此，4 月 28 日和 6 月 16 日，俄罗斯

1.3%, 全年经济
增长 1.3%

央行两次累积下调基准利率 75 个基点至 9.0%。在通货膨胀逐步接近目标，经济活动不断复苏的背景下，俄罗斯央行仍承诺可能在今年采取更多的宽松措施。不过，油价出现下降趋势，美国宣布对俄实施新一轮制裁，以及俄罗斯决定将针对西方国家的反制裁措施实施期限从 2017 年年底延长至 2018 年年底，也会对俄罗斯经济产生一定负面影响，从而影响其复苏进程。预计 2017 年 3 季度俄罗斯经济增长 1.3%，全年经济增长 1.3%。

2017 年 2 季
度巴西经济
增速估计为-
0.2%

2017 年 2 季度巴西经济同比增速估计为-0.2%。2017 年 1 季度巴西经济环比增长 1.0%，创下 2013 年第二季度以来最快增速；同比萎缩 0.4%，已连续 12 个季度出现萎缩，但衰退幅度较 2016 年 4 季度收窄 2.1 个百分点。1 季度经济表现主要受玉米和大豆大获丰收以及整个经济领域大幅增加库存的提振，因此，2 季度经济不太可能保持如此强劲的增幅。2 季度巴西经济信心走弱。6 月热图利奥·瓦加斯基金会的消费信心指数（CCI）下降 1.9 个点至 82.3 点，低于今年 3 月和 5 月水平。商业信心指数（BCI）也从 5 月的 92.3 下降至 6 月的 89.5%。投资则继续保持乐观。巴西热图利奥·瓦加斯基金会对巴西工业企业 2 季度的投资调查发现，未来 12 个月企业家投资意向指数为 107.9，相比上一季度上升 7.9 个点，为该指数 2014 年第 3 季度以来最高值。调查显示，未来 12 个月有 25.6% 的工业企业预计增加投资，有 17.7% 的工业企业预计会减少投资，增加投资的企业比例较前几季度大幅上升。工业生产增长仍不稳定，受食品生产影响，4 月巴西工业产出同比萎缩 4.5%，但 5 月同比扩张 4.0%，1-5 月累计增长 0.5%。2 季度巴西制造业 PMI 上升至枯荣线上方，4-6 月分别为 50.1、52.0 和 50.5。在此情况下，预计 2017 年 2 季度巴西经济同比增速估计为-0.2%。

2017 年 3 季度巴西经济预计增长 0.5，全年经济增长预计为 0.5%

2017 年 3 季度巴西经济预计增长为 0.5%。巴西经济总体仍在缓慢复苏的道路上前行。一是通货膨胀不断走低继续为巴西央行降息提供空间。2017 年 5 月巴西通货膨胀率已经下降至 3.6%，相比 1 季度进一步下降。为此，在 2017 年 4 月 12 日和 5 月 31 日，巴西央行两次下调基准利率，累计降息 100 个基点至 10.25%。目前，巴西基准利率仍为 G20 国家中最高的，仍存在进一步降息的空间。其次，受原油、铁矿石和大豆出口快速增长影响，巴西对外出口继续保持强劲。今年前 6 个月巴西出口累积同比增长 19.4%，进口累积增长 7.4%，实现外贸顺差 362.2 亿美元，同比增长 53.1%，创历史最高纪录。这将持续为巴西经济增长提供正向增长动力。不过巴西政治局势日益紧张可能会延缓经济复苏进程。6 月 26 日，巴西总检察长正式向巴西联邦最高法院起诉总统特梅尔受贿，特梅尔成为巴西历史上首位任内被起诉至联邦最高院的总统。总统特梅尔的贿赂丑闻仍在发酵，或将令巴西经济改革受阻，从而影响经济复苏。**预计 2017 年 3 季度巴西经济增长为 0.5%，2017 年经济增速为 0.5%。**

2017 年 2 季度印度经济增速估计为 7.0%

2017 年 2 季度印度经济增速估计为 7.0%。2017 年 1 季度印度经济同比增长 6.1%，远低于经济学家预期，这部分受“废钞令”的影响。不过，总体上印度经济仍保持快速增长态势。2017 年 4 月印度工商联合会（FICCI）发布的商业信心指数（BCI）上升 10 点至 68.3，为 8 个季度以来最高点。其中当前形势指数（CCI）从上季度的 43.3 点上升至 62.5 点，预期指数则从 58.2 点上升至 68.3 点。受矿业和电力生产放缓影响，4 月印度工业产出增速滑落至 3.1%，不过制造业生产仍较 3 月有所加速。2 季度印度制造业 PMI 呈现渐次回落态势，不过至 6 月仍为 50.9，依然在枯荣线上方。**预计 2017 年 2 季度印度经济增速估计为 7.0%。**

2017 年 3 季度印度经济增速预计为 7.1%，全年经济增长预计为 7.0%

2017 年 3 季度印度经济增长预计为 7.1%。2017 年 7 月 1 日，印度开始实施旨在统一税制的商品与服务税法案，这是印度自独立以来实施的最大规模税制改革。不过由于印度大部分企业都未电脑化，且人们习惯现金交易，税改或将为印度经济带来挑战。因此，改革措施尽管从长期来看利好印度经济，但短期仍可能给经济增长带来一定压力。印度仍然面临贸易逆差的困扰。由于大宗商品进口快速增长，4 月和 5 月印度进口同比增长分别为 46.8%和 33.1%，而出口同比增长分别为 17.9%和 8.3%，这导致印度贸易逆差不断扩大。不过，印度通货膨胀不断走低，5 月甚至降至 2.2%，创 2012 年有纪录以来新低，远低于印度央行的通货膨胀目标。因此，一旦经济放缓，印度央行仍有进一步降息的空间。**预计 2017 年 3 季度印度经济增长为 7.1%，全年经济增长 7.0%。**

2017 年 2 季度南非经济增速估计为 0.7%

2017 年 2 季度南非经济同比增长估计为 0.7%。2017 年 1 季度南非经济环比增长-0.7%，继去年 4 季度环比下降 0.3%之后连续第二个季度衰退，这意味着南非经济出现“技术性衰退”；同比增长 1.0%，相比上一季度增长 0.3 个百分点。2 季度南非经济继续维持低迷，4 月南非制造业生产同比萎缩 0.2%，连续三个月处于萎缩态势。南非商工总会（Sacci）发布月度商业信心指数显示，南非 5 月商业信心指数由上月 94.9 跌至 93.2，创下七个月以来最低水平。与此同时，制造业 PMI 在 6 月下探至 50 枯荣线以下，4-6 月分别为 50.3、50.2 和 49.0。**预计 2017 年 2 季度南非经济同比增长 0.7%。**

2017 年 3 季度南非经济增速预计为 0.6%，全年经济增长预计为 0.7%

2017 年 3 季度南非预计经济增长 0.6%。当前南非投资者信心下降，政治局势紧张致使经济政策不确定性增加。3 月底南非政府改组，凸显了南非政治风险，4 月，惠誉、标普分别将南非主权信用评级下调至“垃圾级”投资评级，6 月，穆迪也将南非的长期高级无担保债务评级由 Baa2 降至 Baa3，距垃圾级仅差一档，且评级展望负面。这让部分投资者失去信心。

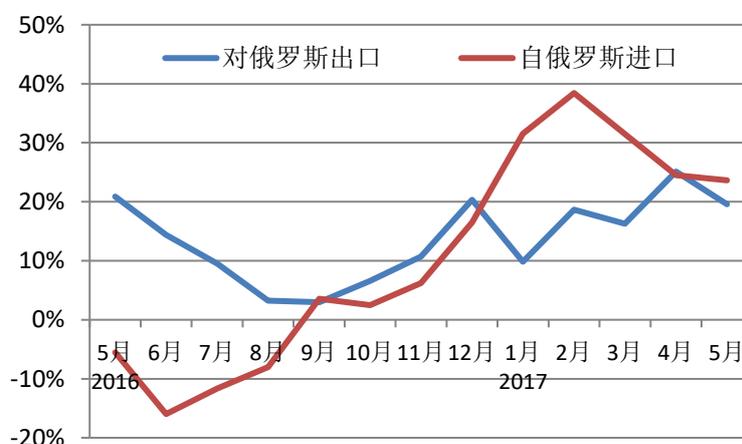
不过，南非通货膨胀压力有所缓解，2017年5月，南非通货膨胀率为5.3%，虽较4月有所回升，但是总体较前几个季度有所回落。如果通货膨胀压力在2017年下半年缓解，这将给予南非央行宽松政策刺激经济的空间。与此同时，南非百年难遇旱灾结束将增加农业产量，从而有利于南非经济增长。2017年3季度南非预计经济增长0.6%，全年经济增长0.7%。

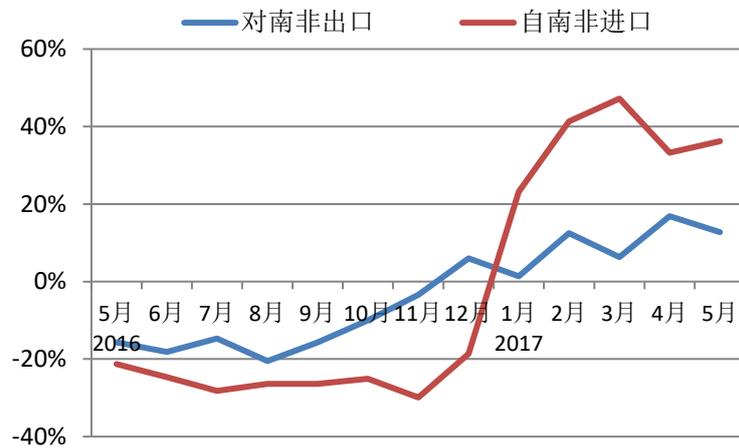
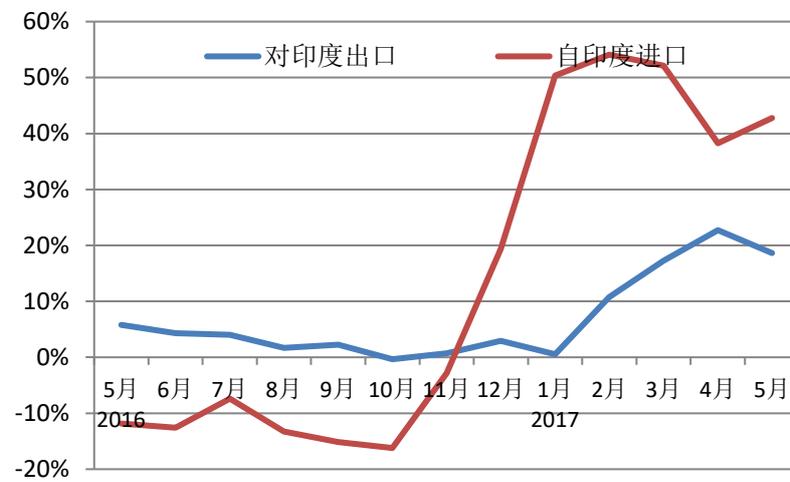
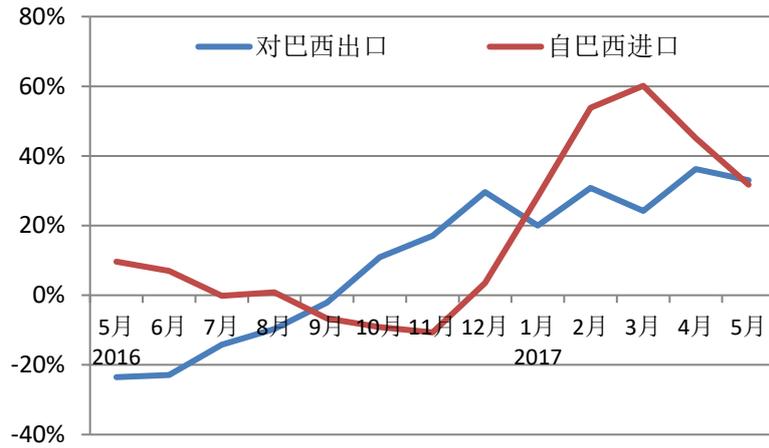
二、金砖国家与中国经贸关系进一步密切

中国与金砖
国家贸易快
速增长

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2季度出现快速上升，4月和5月分别上升至7.4%和8.1%。出口方面，中国对金砖国家出口出现全面好转，其中，对巴西出口继续维持向好势头，4月和5月同比增长分别为22.3%和43.6%，对俄罗斯出口同比增长在4月和5月分别为18.7%和20.4%，对印度出口同比增长在4月和5月分别为25.0%和12.3%。对南非出口在5月也达到24.2%。进口方面，中国自金砖国家进口均出现大幅增长。5月中国从印度和南非进口同比增速均在50%以上，从俄罗斯和巴西进口同比增速也达到30.6%和27.2%。总体上，中国自金砖国家进口增速快于出口增速，中国对金砖国家贸易依然维持一定程度的逆差。

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, %)		
	2017Q1	2017Q2E	2017Q3F	2015	2016	2017F
俄罗斯	0.5	1.0	1.3	-2.8	-0.2	1.3
巴西	-0.4	-0.2	0.5	-3.8	-3.6	0.5
印度	6.1	7.0	7.1	7.6	6.8	7.0
南非	1.0	0.7	0.6	1.3	0.3	0.7

汇率			制造业 PMI			
	(名义汇率, per USD)			2017M4	2017M5	2017M6
	2017M4	2017M5	2017M6			
俄罗斯	56.430	57.170	57.890	50.8	52.4	50.3
巴西	3.139	3.204	3.295	50.1	52.0	50.5
印度	64.536	64.420	64.448	52.5	51.6	50.9
南非	13.451	13.264	12.892	50.3	50.2	49.0

中国出口			中国进口			
	(同比增速, %)			(同比增速, %)		
	2017M4	2017M5	2017M6	2017M4	2017M5	2017M6
俄罗斯	18.7	20.4	-	16.8	30.6	-
巴西	22.3	43.6	-	36.2	27.2	-
印度	25.0	12.3	-	35.2	50.4	-
南非	1.3	24.2	-	20.5	52.0	-

资料来源：Wind 资讯，CEIC 数据库

中国经济：回暖周期或已见顶

2017年2季度中国经济综合PMI指数在高位略有走弱，不过仍然维持在过去11个季度以来的较高水平。就业指标方面，非制造业就业指数基本持平，主要是制造业就业景气指数回落，拉低了整体就业景气指数。

供给面，中国工业企业增加值增速基本稳定，工业企业利润继续改善。不过，钢铁、货物周转量、发电量三大工业生产活动，其累计同比增速出现不同程度回落，过去几个季度全面加速扩张的势头在2季度出现了一定的冷却。此外，水泥产量的增速基本稳定。

需求方面，中国消费者信心稳定甚至偏强，进出口形势持续好转。但是，目前经济已经进入被动去库存阶段，尤其是制造业产成品库存明显下降。在固定资产投资方面，总体投资资金来源增速下降，各主要资金来源增速均有走弱。同时，固定资产投资增速也出现了见顶回落。在货币市场上，名义流动性持续趋紧，预计将继续对固定资产投资产生负面的影响。

一、PMI指数高位走弱

中国经济综合PMI高位走弱。

中国经济综合PMI高位走弱。2017年4至6月，中国经济综合PMI指数分别为：52.9，53.1，53.6。三个月均值为53.2，较上季度的53.4微降0.2。从2季度3个月的综合PMI指数来看，总体呈现先降后升。继2017年1季度实现10个季度以来的新高之后，综合PMI指数仍然稳定在较高水平。

两大PMI均有回落。

制造业PMI、非制造业PMI均现回落。2017年4至6月，制造业PMI指数分别为：51.2，51.2，51.7，均值为51.4，较1季度的51.6微降。此外，2季度非制造业PMI指数三个月数值分别为：54.0，54.5，54.9，均值为54.5，略低于1季度的54.6。上述两项指标较1季度均略有走弱，但仍然处于近年来较高水平。

综合PMI就业指数有一定的下降。

制造业就业景气指数回落，拉低整体就业景气指数。2017年4至6月，制造业、非制造业加权的综合PMI就业指数分别为：

49.4, 49.1, 49.4, 就业形势稳中走弱。2 季度综合 PMI 就业指数均值为 49.3, 比上季度略降 0.3。去年 4 季度这一指标达到 49.8 的高点, 最近两个季度则连续出现了微降。从制造业、非制造业分别来看, 非制造业就业指数基本持平, 就业景气走弱主要由制造业导致。在 2 季度末, 制造业就业景气指数已经降至 49.0, 明显低于 1 季度末的 50.0。

CPI 连续第
三季度低于
PPI。

CPI 和 PPI 一稳一降, CPI 通胀率连续第三个季度低于 PPI。 2017 年 4 至 5 月, CPI 通胀率同比分别为 1.2%、1.5%, 2 季度整体通胀率预估为 1.4%, 与上季度基本持平。2 季度整体 CPI 通胀率, 继续维持在 2015 年 4 季度以来的低点。

另一方面, 在 2016 年 9 月首次转正的基础上, PPI 通胀率在 2017 年 4 至 5 月继续表现较为强劲, 其同比增速分别为 6.4%、5.5%, 6 月预估为 5.6%。在 1 季度达到 2008 年 10 月以来最高水平之后, PPI 在 2 季度略有回落, 但仍处于较高水平。在 5 月, CPI 同比增速比 PPI 低 4 个百分点, 继续维持了 2016 年末以来的缺口方向、不过缺口较上季度略有弱化。

二、需求面：投资增速见顶回落、消费信心和外贸进一步好转

投资增速见
顶回落。

1. 固定资产投资增速见顶回落

5 月, 固定资产投资累计同比增速为 8.6%。2016 年 7 月以来出现的投资增速回升, 在 2017 年 3 月见顶并出现回落。不过固定资产投资环比增速仍然保持稳定, 从 2017 年 2 月至 5 月, 该环比增速已经连续 4 个月保持在 0.7% 以上。

房地产投资
开始转向, 拖
累投资增速。

基础设施、房地产投资增速走弱拖累整体固定资产投资增速下滑。 2017 年上半年固定资产投资累计增速为 8.6%, 比去年同期的 9.6% 下降 1 个百分点。分行业来看, (1) 电力、热力、燃气及水的生产和供应业; (2) 水利、环境和公共设施管理业; (3) 房地产业; (4) 租赁和商务服务业; (5) 公共管理、社会保障和社会组织; (6) 农、林、牧、渔业等行业的投资均出现了

走弱。尤其是前三个行业的投资增速下滑，对整体固定资产投资增速下滑产生了决定性的影响。

房地产投资开始转向，拖累总体投资增速。截至 2017 年 5 月，房地产投资累计增速为 6.4%，低于去年同期的增速 7.7%，开始成为整体投资增速走势的拖累因素。而直到 2017 年 2 月，房地产投资还是整体投资增速稳定的支撑因素。

四大行业对固定资产投资起到了重要支撑作用，按贡献排序依次为：（1）交通运输、仓储和邮政业；（2）制造业；（3）住宿和餐饮业；（4）科学研究、技术服务和地质勘查业等行业。上述与 2016 年同期相比，2017 年 1 至 5 月，上述四大行业投资累计同比增速分别上升了：5.7 个百分点、0.5 个百分点、13.5 个百分点、13.6 个百分点。

制造业开始
转向，稳定投
资增速。

值得注意的是，从 2017 年 5 月开始，**制造业开始转变为固定资产投资增速的稳定因素**，而在此前，制造业是推动整体固定资产投资走弱的因素之一。房地产投资相对走弱的同时，制造业投资相对走强，表明固定资产投资开始向政策合意的方向发展。但是制造业增速目前仍然低于房地产投资。

2017 年 4 至 5 月和 2016 年同期相比，投资增速出现上升的行业有 9 个，除了前述四大行业之外，（1）采矿业，（2）文化、体育和娱乐业，（3）居民服务、修理和其他服务业，（4）批发和零售业，（5）金融业，这些行业的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走弱。

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
继续下降。

总体投资资金来源增速下降，各主要资金来源增速均有走弱。总体来看，2017 年 1 至 5 月，固定资产投资资金来源累计同比增速为-0.1%，较 2016 年同期下降 8.0 个百分点。

在各种主要资金来源中，自筹资金、国家预算内资金、国内贷款、其他资金的同比增速均出现了下降。以上四项分别较 2016 年同期下降了 5.6 个百分点、19.9 个百分点、10.9 个百分点、21.8 个百分点。上述资金来源的增速下降共同导致了投资资金来源的增速下滑，尤其是自筹资金的乏力。最后，外资的投资增速仍然为负，但负增长的势头继续放缓。

经济进入被动去库存阶段。

原材料继续加库存、产成品从补库存转向去库存。制造业 PMI 指数显示，2 季度原材料库存指数稳中有升、产成品库存指数出现下降，两者缺口放大。2017 年 6 月，PMI 原材料库存指数为 48.6，重回 2017 年 2 月的高点，这也是 25 个月以来的最高点。另一方面，制造业 PMI 产成品库存指数下降至 46.3，这是 5 个月以来最低值。

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，而产成品则已经从补库存阶段转向去库存阶段。或者说，目前企业开始进入被动去库存阶段。

2. 消费者信心稳定偏强

消费信心稳定甚至偏强。

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 5 月为 10.3%。该数据自 2004 年以来首次在 2017 年 2 月回落到个位数增长，现在温和反弹至了两位数增速。其次，如果从当月同比增速的名义值来看，5 月该指标同比增速为 10.7%，也较去年同期的 10.0% 有所上升。剔除物价水平之后，社会消费品零售总额增速上升有所减弱，其实际当月同比增速在 5 月为 9.5%，较去年同期下降 0.2 个百分点。

另外，2 季度消费者信心在稳定中略有改善。其中，（1）消费者对未来就业的预期指数，在 2 季度达到了 50.7，虽然较上季度下降了 0.4，但仍然在 50 的临界值水平以上，而且这也是 2013 年 1 季度以来的次高点。（2）消费意愿比例为 25.4%，较上季度上升了 1.6 个点，再次创下 2009 年 2 季度以来的新高。（3）

消费者对未来的收入信心指数方面，2 季度为 52.9，与 1 季度持平，不仅高于 50 的临界值，而且也保持在 2015 年 1 季度以来的最高值。

3. 进出口形势持续好转

外贸形势持续好转。

2017 年 4-5 月，中国出口（美元）同比增长 4.9%，较上季度回升 0.7 个百分点，延续了去年 4 季度以来出口回暖向好的走势。外需回暖继续支撑着出口的持续好转。4-5 月中国进口同比增长 13.1%，增速较上季度下滑 10.2 个百分点，但仍保持两位数增长。4-5 月货物贸易顺差显著回升，改变了去年下半年以来持续放缓的态势。预计 3 季度出口仍将延续回稳向好的走势。具体可参见 CEEM 同期发布的《外贸专题》。

三、供给面：工业增加值增速基本稳定、利润继续改善

工业增加值增速基本稳定，利润改善继续显著。

工业增加值增速基本稳定，工业企业利润持续改善。2017 年 4 月和 5 月工业增加值同比增速均为 6.5%，与上季度相比整体稳中略有走弱，不过仍较去年同期有所改善。从环比来看，在过去三个季度持续回暖的基础上，工业增加值的环比增速在 2 季度有所回落。2017 年 4 月和 5 月的环比增速分别为：0.55%、0.51%，这一水平基本处于过去 3 年的环比增速均值上方。

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 5 月，工业企业利润累计同比增速为 22.7%。这一增速较 1 季度有所回落，但仍然明显好于 2015 年全年负增长、2016 年的个位数增长。

主要工业生产活动结束加速扩张。

货物周转量、发电量、钢材产量增速稳中回落，水泥产量增速在零增速附近企稳。截至 2017 年 5 月，主要工业生产活动的四大指标：货物周转量、发电量、钢材产量、水泥产量，其累计同比增速分别为 9.8%、6.4%、0.8%、0.7%。四项指标增速全部为正。但是，除了水泥产量累计同比增速在零附近企稳之外，其他三项累计同比增速都出现了不同程度的稳中回落。

四、金融市场流动性继续趋紧

货币市场名义流动性继续趋紧。

货币市场名义流动性继续趋紧，SHIBOR 隔夜利率继续上升。第 2 季度 SHIBOR 隔夜利率总体均值为 2.70%，比上季度的均值水平 2.36% 上升 24 个基点。该利率在 2 季度总体呈现上升趋势，当季最高点出现在 6 月 21 日，为 2.89%。截至 2 季度末，SHIBOR 隔夜利率为 2.62%，与 2017 年 3 月 31 日的 2.53% 相比，该利率在 2 季度期间上升了 9 个基点。

真实流动性趋紧程度和名义流动性基本相同。

真 2 季度的真实流动性收紧程度和名义流动性基本相同。预估 2 季度通胀率为 1.43%，较上季度的 1.42% 上升 0.01 个百分点，基本持平。因此，剔除通胀率之后，从真实利率角度来看，2 季度 SHIBOR 隔夜利率均值的上升幅度和名义值也基本相同。

从银行间债券 7 天回购利率来看，2 季度利率的平均值为 3.37%，比上季度上升 28 个基点。由于 2 季度和 1 季度通胀率基本持平，因此相应实际利率上升幅度也基本相同。

人民币汇率在 1 季度基础上继续走强。

2017 年 4 月 1 日至 6 月 30 日，在岸人民币即期汇率 (CNY) 在 1 季度升值的基础上再度走强。整个 2 季度，CNY 升值幅度为 1.6% (2 季度期末较上季度期末升值幅度)。从总体均值来看，CNY 即期汇率在 2 季度的平均水平为 6.8625 人民币/美元，而上季度均值为 6.8891。从离岸人民币即期汇率 (CNH) 与 CNY 的人民币汇率价差来看，2 季度 CNH 和 CNY 的价差平均水平为 65 个基点，与上季度的平均水平 60 个基点基本持平，变化不大。

五、经济形势较为稳定，但回暖周期或已见顶

经济回暖周期或已见顶。

(1) 2017 年 2 季度的综合 PMI 指数在高位略有走弱，但仍然维持在过去 11 个季度以来的较高水平。制造业 PMI、非制造业 PMI 两个分项指标也有类似的表现。在就业指标方面，非制造业就业指数基本持平，主要是制造业就业景气指数回落拉低了整体就业景气指数。

(2) 供给面，工业企业增加值增速基本稳定，工业企业利润继续改善。不过，钢铁、货物周转量、发电量三大工业生产活动，其累计同比增速出现不同程度回落，过去几个季度全面加速扩张的势头在 2 季度出现了一定的冷却。此外，水泥产量的增速基本稳定。

(3) 需求方面，消费者信心稳定甚至偏强，进出口形势持续好转。但是，主动补库存阶段已经完成，目前经济已经进入被动去库存阶段，尤其是制造业产成品库存明显下降。在固定资产投资方面，总体投资资金来源增速下降，各主要资金来源增速均有走弱。同时，固定资产投资增速也出现了见顶回落。

不过，从固定资产投资结构来看，房地产投资相对走弱的同时，制造业投资相对走强，表明固定资产投资结构开始向政策合意的方向发展。但是制造业增速仍然低于房地产投资。在货币市场上，名义流动性持续趋紧，预计将继续对固定资产投资产生负面的影响。

附表：中国经济数据概览

	2016		2017			
	Q3	Q4	Q1	M4	M5	M6
综合 PMI	52.3	53.2	53.4	52.9	53.1	53.6
制造业 PMI: 就业指数	48.4	49.0	49.6	49.2	49.4	49.0
非制造业 PMI: 就业指数	49.1	50.2	49.5	49.5	49.0	49.6
综合 PMI 就业指数	48.9	49.8	49.6	49.4	49.1	49.4
GDP	% 6.7	6.8	6.9		*6.8	
CPI	% 1.7	2.1	1.4	1.2	1.5	*1.6
PPI	% -0.8	3.3	7.4	6.4	5.5	*5.6
固定资产投资累计同比	% 8.2	8.1	9.2	8.9	8.6	*8.5
消费品零售额累计同比	% 10.4	10.4	10.0	10.2	10.3	*10.6
出口(美元)同比	% -6.7	-5.2	4.2	8.0	8.7	
进口(美元)同比	% -4.7	2.1	23.3	11.9	14.8	
贸易顺差: 亿美元	1442	1338	661	380	408	
工业增加值: 当月同比	% 6.1	6.1	7.0	6.5	6.5	
工业企业利润额累计同比	% 8.4	8.5	28.3	24.4	22.7	
M2 同比增速	% 11.5	11.3	10.6	10.5	9.6	
新增人民币贷款累计同比增速	% 11.2	10.4	-3.5	6.8	9.7	
SHIBOR: 隔夜	% 2.06	2.25	2.36	2.56	2.73	2.79
美元/人民币:CNY	6.666	6.846	6.890	6.892	6.885	6.809
美元/人民币:CNH	6.674	6.847	6.866	6.888	6.879	6.800

*: 为 CEEM 预估值

东盟与韩国专题：宽松环境助推本轮上行，警惕外需不利变动

东盟六国 2017 年第 2 季度加权平均经济增速预计为 4.9%，比上季度高 0.1 个百分点。韩国经济第 2 季度的经济增速预计为 3.0%，与上一季度持平。由于主要外部经济体均出现显著复苏，本地区的外部环境较为宽松，由此带来的乐观情绪助推了经济体上半年的增长。不过，从各经济体的具体情况来看，增长的周期仍然存在差异。新加坡和韩国对外需风向变化感知最早，印尼、马来西亚和泰国相对较慢，菲律宾和越南受到国内冲击和结构性变迁影响更大。目前，最早感知外部经济回暖的新加坡和韩国增长动能已到达顶点，后续增长将更为依靠内需，这也为域内外需的可持续性敲响警钟，印尼、马来西亚和泰国目前增长则还处于上行区间，菲律宾和越南受到国内的影响更大些，目前这两个国家都没有处于增长的高位。

2017 年第 2 季度，域内国家通胀走势出现分化，部分国家因内外需持续回暖引致通胀进一步上升，另一些国家则因大宗商品价格开始盘整以及增长动能减弱导致通胀回调；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。第 2 季度东盟国家和韩国对华出口同第 1 季度相比开始回落，反映出源自中国的外需动力正在减退。

一、经济增长

印度尼西亚
2017 年第 1
季度经济增
速为 5.0%，
预计第 2 季
度延续上升
态势。

印度尼西亚 2017 年第 1 季度实际 GDP 同比增速为 5.0%，较上季度提升约 0.1 个百分点，预计第 2 季度经济增速为 5.2%。受外需环境转暖的提振，出口对经济增长持续起到提升作用，4 月出口同比增速为 13.6%，5 月进一步上升至 24.1%，第 1 季度月均录得了 21.2% 的增速。印尼内需同样强劲，2017 年第 2 季度消费者信心继续高涨，4 月为 123.7，5 月为 125.9，继续刷新 2015 年初以来的高点，私人消费有望继续保持稳健。进口反映的内需依然强劲，4 月和 5 月的同比增速分别为 10.5% 和 24.0%，较第 1 季度 14.5% 有进一步好转。制造业 PMI 自 3 月以来连续三个月处于荣枯线以上，反映出进一步回暖态势，成为带动私人投资与出口继续复苏的关键。内外需有望共同带动印尼经济增长进一步回升。

马来西亚第 1 季度超预期增长，预计第 2 季度增长还将延续。

马来西亚 2017 年第 1 季度实际 GDP 同比增长 5.6%，较上一季度大幅度超预期回升 1.1 个百分点，预计第 2 季度经济增速为 5.3%。第 1 季度超出预期的增长由内外需共同作用而得，GDP 季调环比增速达到 7.5%，是 2012 年末以来最高。一方面，外部环境复苏带来内需强劲，国内需求增速达 6.8%，私人消费和投资均走强，另一方面，出口增速达 9.8%，不过受进口 12.9%更快增速的抵消。受全球需求转暖的积极影响，马来西亚的外需在第 2 季度继续保持强劲，第 1 季度出口月平均增速为 21.5%，4 月出口增速为 20.6%。外需成为提升 GDP 增长的主动力。工业产值增速保持平稳，第 1 季度月平均增速为 4.3%，4 月为 4.1%。总体来看，因外部环境宽松带来马来西亚复苏进程超预期的加快。

菲律宾第 1 季度经济增长有所回调，反映增长正回归常态。

菲律宾 2017 年第 1 季度经济增长继续回调，为 6.4%，比上季度低 0.4 个百分点，预计 2017 年第 2 季度经济增速为 6.3%。选举效应对私人消费的影响基本消退，第 1 季度私人消费增速继续回调，为 5.7%，已成为增长拖累；投资增速继续回落，增速为 11.8%，与过去几年动辄 20%的增速相去甚远。内需的冲高回落反映出今年菲律宾不太可能继续出现超出预期的高增长，可能稳定在 6.5%左右的水平，但也不至于很差。从私人消费来看，2017 年第 2 季度，消费者前景指数增速达 13.1%，显著好于上季度和上年同期水平，私人消费仍然有望走强，成为支撑经济增长的动力。

新加坡本轮复苏仍在继续，但外需可能已见顶。

新加坡 2017 年第 1 季度继续快速增长，经济增速达 2.7%，较上季度 2.9%的高增长开始下降，预计 2017 年第 2 季度经济增速为 2.6%。新加坡 2016 年第 4 季度经济增长的复苏势头仍然在延续，制造业 PMI 从 2016 年 9 月起就一直处于荣枯线之上，2017 年 4 月和 5 月分别为 51.1 和 50.8，其中电子产品 4 月和 5 月分别为 51.6 和 52.4。新加坡制造业整体开始下行，电子产品制造仍然走强，二者趋于分化，这可能反映出部分外需引擎开始增长乏力。从经季调的工业生产指数增速来看，2017 年 4 月和 5 月分别为 7.1%和 4.1%，低于上季度 8.9%的平均增速，反映出工业产量

的放缓，工业产值同样出现放缓。出口表现回调，从 2016 年 11 月起的双位数增长格局在 4 月终结，4 月和 5 月的出口增速分别 7.4%和 8.7%，非油出口则为两月负增长（-0.8%和-1.2%）。结合工业生产和外需数据来看，作为“外需风向标”的新加坡，已经初现疲态，这可能反映出未来一段时间新兴市场外部环境又将迎来一次逆风，需要予以充分关注。

受外需好转影响，泰国经济在 2017 年出现回暖，但内需仍难言强劲。

受外需好转带动，泰国 2017 年第 1 季度的经济增速为 3.3%，比上季度上升 0.3 个百分点，预计 2017 年第 2 季度经济增速将上升至 3.4%。泰国经济持续受外需好转的提振，2016 年 11 月-2017 年 5 月，除了 2 月因大规模黄金出口的基期效应为负增长，其余时候均为正增长，目前仍处于上升通道，4 月和 5 月的出口增速分别为 7.8%和 11.2%，高于第 1 季度 3.4%的月平均增速。泰国消费者信心指数仍在高位，2017 年 4 月和 5 月分别为 36.1 和 40.3，第 1 季度平均为 39.4，不过家庭部门去杠杆仍在进行中，这导致私人消费需求仍不会十分强劲。外需转暖在一定程度上促进了工业生产的好转，但由于泰国的过剩产能问题较为严重，工业产值增速没有明显起色，4 月和 5 月分别为-1.5%和 0.6%。

越南经济增长出现显著改善，但仍有较大不确定性。

越南经济在 2017 年第 1 季度出现未及预期的放缓，经济增速为 5.1%，第 2 季度出现显著改善，经济增速为 5.7%。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。虽然 2017 年第 1 季度官方 GDP 增速不理想，但仍主要受农业负面影响，从第 2 季度数据来看，这一冲击已经减退。从制造业和出口来看，越南经济仍然充满增长动能，但 5 月 PMI 及 6 月出口指标开始回调，2017 年 4 月和 5 月制造业 PMI 分别为 54.1 和 51.6，4-6 月出口同比增速分别为 21.8%、25.0%和 20.9%。同时，前 5 月外商直接投资流入同比下降 11.4%，因此，越南经济对外仍然面临较大不确定性。目前外需是否出现拐点仍然不太确定，如果外需逆风，则越南今年下半年经济增长恐难言十分理想。

2017年第1季度韩国外需有所好转，预计第2季度仍然稳健。

外需好转成为韩国经济回暖动力，2017年第1季度经济增速为3.0%，比上季度高0.5个百分点，预计第2季度经济增速为3.0%。出口是韩国复苏的主要动力，2017年4-6月出口同比均实现了双位数增长，分别为23.8、13.3%和13.7%，不过增速开始放缓。制造业PMI在6月终于回到荣枯线以上，4月-6月分别为49.4、49.2和50.1。韩国消费者信心指数继续强劲回升，4-6月分别为101.2、108.0和111.1，反映出韩国内需的企稳。总体来看，韩国此前政治风波渐趋平息，内外需求走势良好，如果外需出现一定变动，内需仍将支撑经济增长。

二、价格水平

2017年第2季度，域内国家通胀走势出现分化，部分国家因内外需持续回暖引致通胀进一步上升，另一些国家则因大宗商品价格开始盘整以及增长动能减弱导致通胀回调；本季度主要国家货

2017年第2季度，域内国家通胀走势出现分化，部分国家因内外需持续回暖引致通胀进一步上升，另一些国家则因大宗商品价格开始盘整以及增长动能减弱导致通胀回调；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。

印尼的通胀水平在2017年第2季度继续上行。印尼2017年第2季度通胀水平延续上季度上行态势，4-5月分别为4.2%和4.3%，高于上季度3.7%的平均水平。目前，印尼通胀仍处于上行通道，央行的政策基调仍然谨慎。印尼卢比第2季度表现稳健。第2季度印尼卢比对美元与上季度基本持平，同比较轻微贬值1.0%。

马来西亚的通货膨胀2017年第2季度上升幅度趋缓。受到能源价格回调影响，马来西亚第2季度通货膨胀在第1季度见顶之后回调，4月和5月分别为4.4%和3.9%，通胀的高点在3月出现，为5.1%，第1季度平均为4.3%。央行将维持较为宽松的货币政策。马来西亚林吉特对美元较上季度继续走强。尽管林吉特同比仍贬值6.3%，但已连续两个季度环比升值，第2季度较上季度升值3.1%，逐步走出此前颓势。

菲律宾2017年第2季度通货膨胀水平出现回调。内需强劲势头已过，通胀也有下降趋势，3月和4月CPI同比增速均为3.4%，

币走势良好。

达到峰值，5月下降为3.1%。通胀放缓使得菲律宾央行采取紧缩货币政策的可能性降低。**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0.5%，同上年相比贬值了7.0%。

新加坡2017年第2季度通胀水平仍处于较高水平。始于2014年11月的通缩于2016年11月终结之后，此后价格水平持续正增长，2017年4月和5月的通胀分别为0.5%和0.8%，这一水平略低于第1季度0.8%的平均水平，与增长动能的下调和能源价格盘整有关。**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2季度又有陷入通缩风险。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，第2季度通胀走势反映了这一不利情形，4月和5月分别为0.4%和0.0%，距离通缩仅一步之遥。**泰铢对美元第2季度继续升值**。受外部环境转好的积极影响，泰铢对美元第2季度比上季度升值1.4%，同比升值3.5%。

越南2017年第2季度通胀水平有所回落。越南通货膨胀在第1季度见顶之后，第2季度回落，反映此前政府取消医疗教育补贴和自然灾害带来食品价格上升的冲击逐渐消退，4-6月分别为4.3%、3.2%和2.5%，低于上季度5.0%的平均水平。**越南盾对美元第2季度轻微贬值**。与上季度相比，越南盾对美元贬值约0.7%，同比贬值2.5%。

2017年第2季度，韩国通货膨胀逐渐趋稳。受油价和食品价格回调影响，韩国通货膨胀在第2季度较第1季度略有下降，4月和5月的CPI同比变动水平分别为1.9%和2.0%，低于上季度2.1%的平均水平。**2017年第2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2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。

第 2 季度东盟国家和韩国对华出口同第 1 季度相比开始回落，反映出源自中国的外需动力正在减退。进口仍在盘整之中。

2017 年 4-5 月，东盟国家向中国出口平均同比增速为 18.9%，低于第 1 季度的 28.0%。东盟国家从中国的进口增速与上季度基本持平，为 4.5%。国别来看，对华出口方面，所有国家对华出口增速均较上一季度有所放缓，菲律宾重回个位数增长，为 8.9%，上季度达到或超过 50%增速的印尼和新加坡，则仅有 36.3%和 18.0%的平均增速。自华进口方面，菲律宾、新加坡和泰国进口负增长，增速分别为-1.3%、-3.0%和-0.7%，其他国家为正增长。

韩国对中国出口和从中国进口较上季度均有所回调，4-5 月平均增速分别为 6.2%和 5.4%。

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, %)		
	2016Q4	2017Q1	2017Q2F	2015	2016	2017F
印度尼西亚	4.9	5.0	5.2	4.9	5.0	5.2
马来西亚	4.5	5.6	5.3	5.0	4.2	4.5
菲律宾*	6.7	6.4	6.3	6.1	6.9	6.5
新加坡	2.9	2.7	2.6	2.0	2.0	3.1
泰国*	3.0	3.3	3.4	3.0	3.3	3.4
越南	6.2	5.1	5.7	6.2	5.7	6.0
东盟六国	4.7	4.8	4.9	4.6	4.7	4.9
韩国*	2.4	3.0	3.0	2.8	2.8	2.6

2. 通货膨胀

	(季度同比, %)			(年度同比, %)		
	2016Q4	2017Q1	2017Q2F	2015	2016	2017F
印度尼西亚	3.3	3.6	4.3	6.4	3.5	4.0
马来西亚	1.7	4.3	4.2	2.1	2.1	4.0
菲律宾	2.5	3.2	3.3	1.4	1.8	3.5
新加坡*	0.0	0.8	0.7	-0.5	-0.5	1.2
泰国	0.7	1.3	0.2	-0.9	0.2	1.5
越南	4.4	5.0	3.3	0.6	2.7	5.5
东盟六国	2.4	3.2	3.1	3.1	2.2	3.4
韩国	1.5	2.1	1.9	0.7	1.0	1.9

3. 汇率

	(名义汇率, per USD)				(实际有效汇率)	
	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2016	2017Q1	2017Q2F
印度尼西亚	13436.0	13321.0	13319.0	13222.5	95.9	95.0
马来西亚	4.5	4.4	4.3	4.1	85.4	86.0
菲律宾	49.8	50.2	50.5	47.8	111.1	110.2
新加坡	1.4	1.4	1.4	1.4	108.5	107.7
泰国	35.8	34.5	34.0	35.2	102.4	102.6
越南	22159.0	22276.0	22431.0	21959.5	-	-
韩国	1208.5	1116.1	1139.6	1155.8	113.2	113.8

4. 工业产值

	(变动率, %)		
	2016Q4	2017Q1	2017Q2F
印度尼西亚	2.1	4.1	6.4
马来西亚	5.1	4.3	4.1

5. 股票市场

(股票指数)	
2017Q1	2017Q2
5416	5751
1702	1766

菲律宾	15.6	13.5	5.9	7251	7780
新加坡*	12.9	8.9	5.6	3106	3204
泰国*	1.9	0.8	-0.4	1571	1568
越南	12.9	8.4	9.0	710	744
韩国*	1.7	3.9	0.2	2106	2315

6. 出口

	(变动率, %)		
	2016Q4	2017Q1	2017Q2F
印度尼西亚	14.2	21.2	18.8
马来西亚*	3.0	21.5	20.6
菲律宾	3.9	16.3	12.1
新加坡*	2.7	18.0	8.1
泰国	2.4	3.4	9.5
越南	14.8	16.5	22.6
韩国	1.8	14.8	17.0

7. 进口

	(变动率, %)		
	2016Q4	2017Q1	2017Q2F
印度尼西亚	6.5	14.5	17.2
马来西亚*	5.4	27.6	24.8
菲律宾	17.1	15.2	-0.1
新加坡*	6.4	16.5	12.9
泰国	4.9	13.0	14.4
越南	17.9	26.0	23.7
韩国	4.2	23.8	18.2

8. 与中国经贸往来

	对中国出口 (变动率, %)			从中国进口 (变动率, %)		
	2016Q4	2017Q1	2017Q2F	2016Q4	2017Q1	2017Q2F
印度尼西亚	31.7	55.8	36.3	10.5	3.7	8.4
马来西亚	2.2	18.0	15.8	7.6	13.8	7.6
菲律宾	1.2	11.9	8.9	6.6	7.2	-1.3
新加坡	16.0	54.6	18.0	-10.3	-4.9	-3.0
泰国	29.0	24.5	18.8	-7.5	-5.2	-0.7
越南	72.1	23.4	20.9	-4.6	14.9	10.8
东盟	20.5	28.0	18.9	-2.4	4.4	4.5
韩国	-7.3	12.8	6.2	-4.5	12.1	5.4

数据说明:

- 带“*”号的国家实际数据为经季节调整后的数据。
- 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：全球金融市场稳健运行，跨境资本流动形势趋 稳

2017 年第二季度，全球金融市场运行稳健，国内经济总体面临较稳定有利的外部金融环境。主要金融市场延续了一季度的总体平稳态势。虽然事件驱动的波动性略有上升，但金融环境仍相对宽松，投资者风险偏好继续上升。其中，美元指数持续下行和欧元回升带动了全球外汇市场的调整。全球股市总体向好，欧美日等发达经济体股市继续保持了向上动能，新兴经济体内部出现一定分化。货币市场上，美联储加息并未带来大的波动，而长期国债市场上却出现全球主要经济体长期国债收益率总体回调，反映特朗普上台带来的再通胀预期被证伪。

二季度跨境资金流动总量同比增速略有反弹，跨境资本外流规模基本稳定。3-5 月，涉外收付款逆差为 545 亿美元。银行结售汇差额逆差为 436 亿美元。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。人民币汇率贬值预期相对淡化，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基本平稳。人民币跨境资本流出重新抬头。人民币净流出从 178 亿美元上升至 382 亿美元，预计短期内人民币跨境资本流动会保持稳定。

一、国际金融市场概况

2017 年二季度全球金融状况延续了一季度的总体平稳态势。事件驱动的波动性略有上升，但金融环境仍相对宽松，投资者风险偏好继续上升。其中，美元指数持续下行和欧元回升带动了全球外汇市场的调整。全球股市总体向好，欧美日等发达经济体股市继续保持了向上动能，新兴经济体内部出现一定分化。货币市场上，美联储加息并未带来大的波动，而长期国债市场上却出现全球主要经济体长期国债收益率总体回调，反映特朗普上台带来的再通胀预期被证伪。

VIX 指数从一季度均值 11.69 下降到 11.43。VIX 指数的基线有明显的下移，目前接近于 10。市场风险预期仅在 4 月中旬以及 5 月中旬时出现短时间的大幅涨落。4 月中旬预期风险上升主要受两大事件影响，一是法国大选前市场担忧极

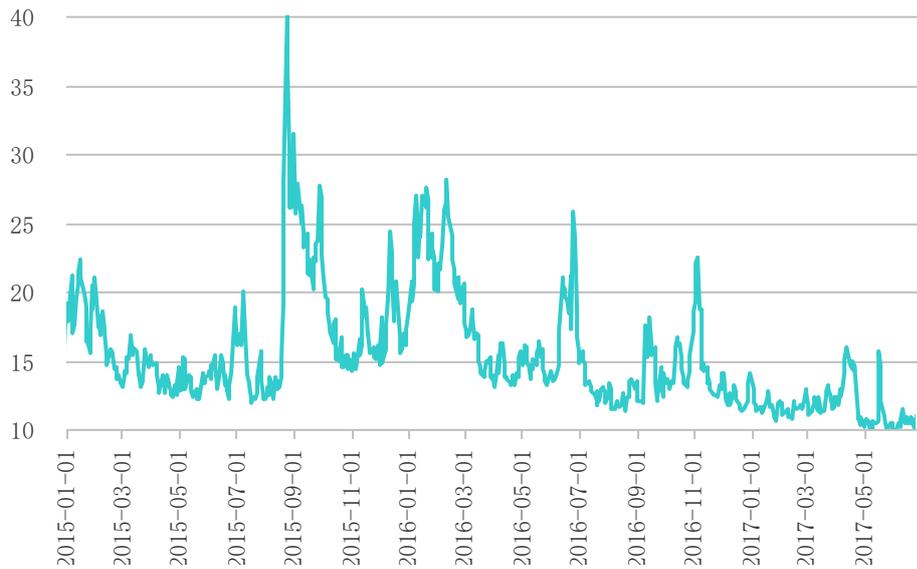
右翼政党上台，二是担忧美国财政支出方案到期前如果不能通过新的财政支出提案，美国政府将面临关门危机。这两大风险事件很快得以化解。首先，法国大选第一轮投票中，新成立中间派政党的埃马纽埃尔·马克龙得票率领先，并在第二轮投票中以三分之二的选票数稳赢。其次，美国众议院于4月27日投票通过了一项1.1万亿美元的政府预算支出提案，确保在9月30日之前联邦政府有充足的预算资金可用，初步化解了美国政府关门危机。5月中旬随着美国联邦调查局（FBI）局长詹姆斯·科米（James Comey）备忘录的公开，美国总统特朗普卷入其中的“通俄门”事件走向高潮，市场预期到迅速上升的弹劾风险，导致VIX指数在这一时期迅速上升。

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	98.42	100.90	-2.47	标普 500	2396.01	2324.07	3.10
欧元	1.10	1.07	3.25	德国 DAX	12539.59	11805.91	6.21
日元	111.10	113.68	2.27	日经 225	19492.36	19270.05	1.15
人民币	6.86	6.89	0.39	上证综指	3151.51	3192.87	-1.30
雷亚尔	3.22	3.14	-2.30	巴西 IBOVESPA	63830.63	64966.89	-1.75
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	1.01	0.77	23.59	美国	2.26	2.45	-18.57
欧元	-0.38	-0.38	-0.03	欧元	0.38	0.40	-2.17
日本	-0.01	-0.01	-0.34	日本	0.04	0.07	-3.16
中国	2.85	2.64	20.65	中国	3.53	3.31	21.73
印度	6.01	5.99	1.31	巴西	10.53	10.60	-7.34

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：来自 wind 数据库。

二、国际金融分市场走势分析

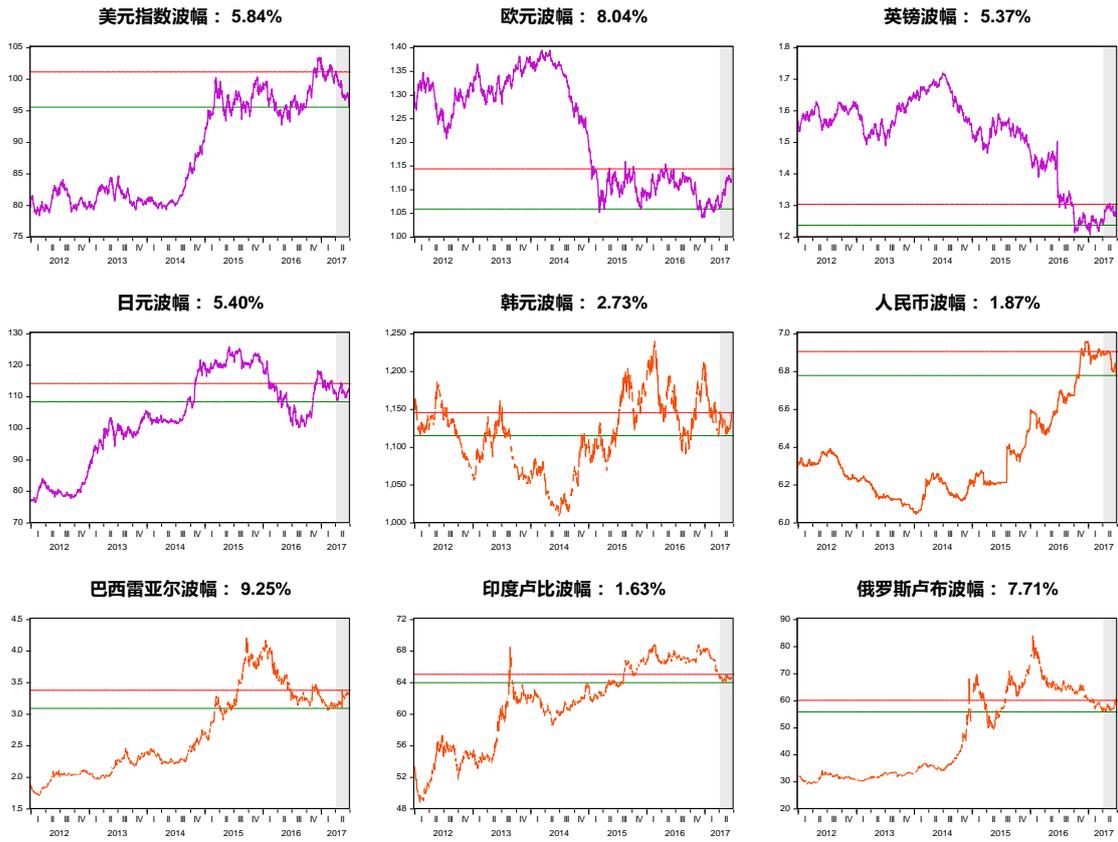
二季度全球外汇市场相比一季度呈现更为明朗的趋势，带动全球外汇市场调整的是美元指数的持续下行和欧元的迅速回升。美元指数从季度初的 101 附近降至季末 95.6，季内降幅超过 5%。美联储于 6 月 14 日再次宣布加息。

耶伦在议息会后指出近期通胀疲软可能是暂时性扰动，不要对少数可能是噪音的通胀数据反应过度。在确认了劳动力市场超预期表现的可持续性后，耶伦的加息态度呈现“鹰派”。耶伦称预期经济将保障联储循序渐进的加息，预计年内将开始缩表，过程将持续数年。她认为当前劳动力市场非常强劲，失业率低于长期水平，无需对通胀数据过度反应。此后的讲话也提到可能会相对迅速地实施缩表计划，但也没有明确具体日期。尽管耶伦此次发言鹰派程度超出市场预期，但是市场对耶伦鹰派表态的可持续性抱怀疑态度。美元指数在短时间内小幅回升后又掉头向下。

相比之下，由于各种迹象都显示欧元区经济在稳步复苏，通货紧缩正在被通货膨胀代替，导致欧元区加快缩减宽松的预期不断升温。在这一局面下，欧元汇率在二季度内增长幅度达 8% 左右。英镑汇率原本在经济基本面的带动下出现明显反弹，但受英国大选结果的影响，在 6 月有所回调。

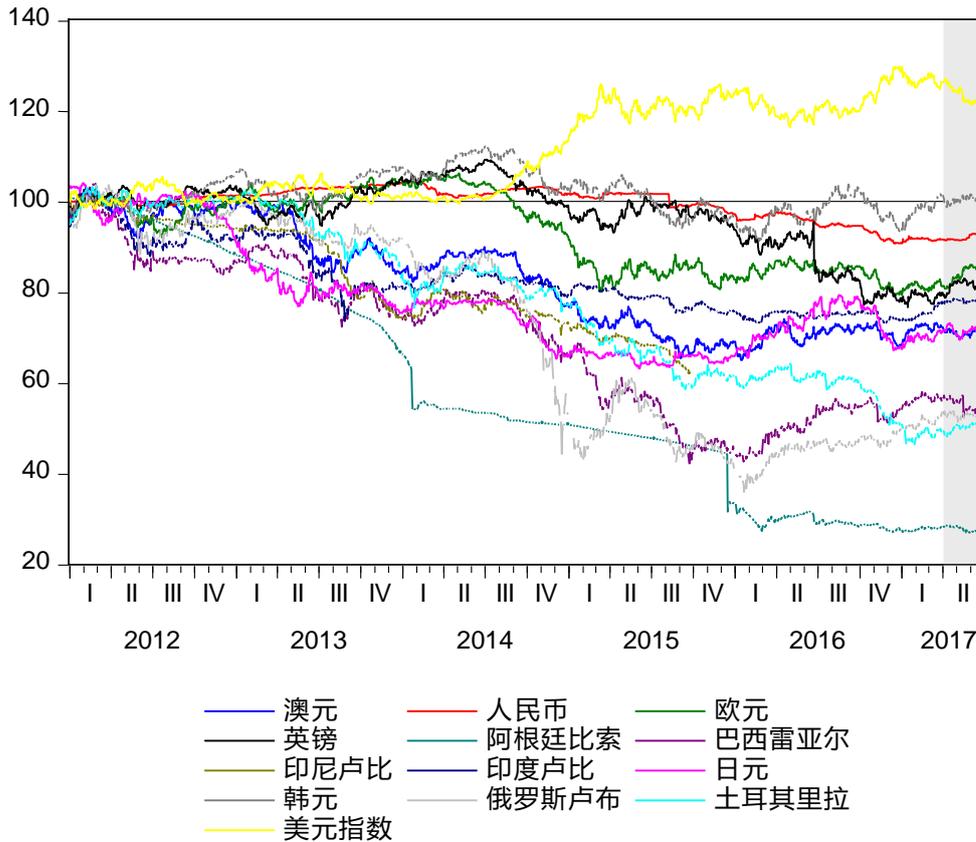
其他经济体汇率受美元贬值影响，多数出现小幅升值。二季度日元在 111 附近上下小幅波动，相比一季度平均而言升值 2.3%。新兴经济体货币中韩元、人民币、俄罗斯卢布、印度卢比、土耳其里拉、南非兰特相比一季度均有不同幅度升值。南美巴西雷亚尔、阿根廷比索走势相比其他新兴经济体有所分化，二者相比一季度甚至出现小幅贬值。其中，巴西雷亚尔主要受总统贿赂丑闻、劳动改革法案未获参议院通过的负面影响。为稳定市场信心，降低政治风暴对巴西经济的影响，加上巴西通胀率降至 10 年低点的 3.6%，巴西央行在 5 月底也宣布降息，支撑市场信心。巴西糟糕的经济形势对包括阿根廷在内的南方共同市场内部经济都产生了负面影响。但总体而言，拉美经济总体上今年将摆脱负增长，对该区域的外国直接投资在上升中。

图表 32 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，较低的绿色虚线代表季内最低水平。阴影部分代表第四季度。

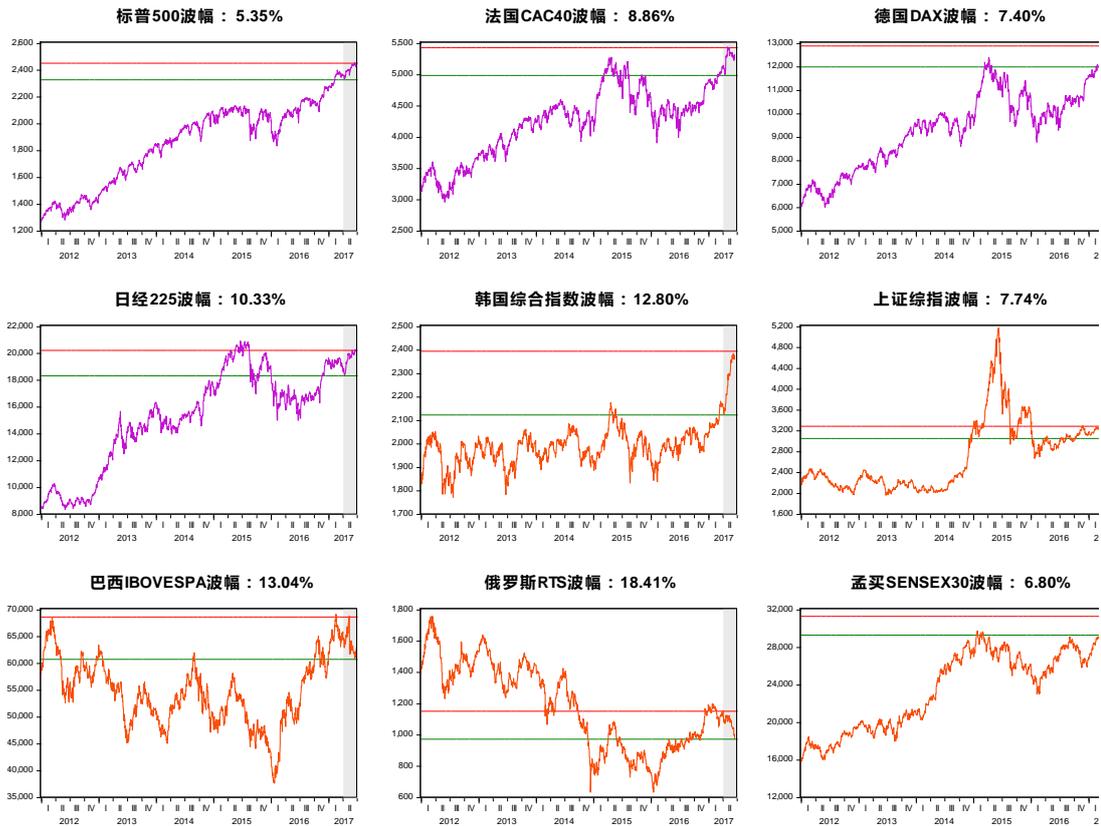
图表 33 主要经济体汇率走势比较



注：同上。

全球股市总体向好，欧美日等发达经济体股市继续保持了向上动能，新兴经济体内部出现一定分化。在一季度相比去年四季度大涨 6.4%的基础上，二季度美国标普 500 指数环比继续上涨 3.1%。法国、德国股市持续五个季度保持正增长，2 季度相比 1 季度涨幅分别达 7%和 6.2%。日本股市则是持续第四个季度上涨。新兴经济体方面，韩国和印度股市涨势可观，2 季度比 1 季度上涨分别达 8.7%和 7.5%。巴西、俄罗斯、中国股市则各自受国内特殊因素影响，股市并未出现上涨，或反复波动，或出现大跌。其中，基于冀望美国总统特朗普可能放松因乌克兰冲突导致的对俄制裁，以美元计价的俄罗斯指标 RTS 指数 2016 年劲升 52%，但随着预期消退，今年年初以来，该指数累计已回跌 16%。

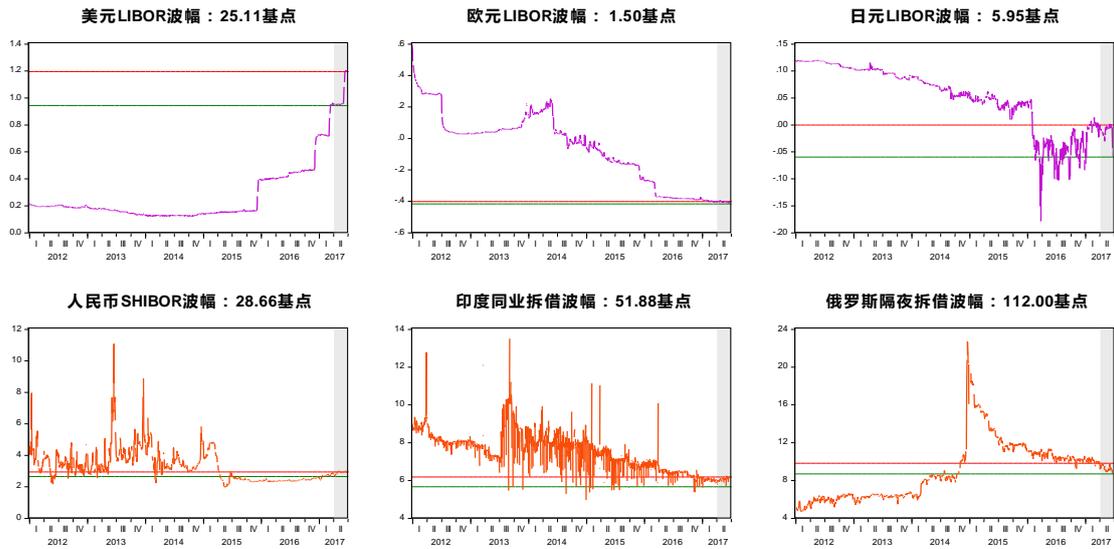
图表 34 主要经济体股指走势



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。

主要货币市场利率受各经济体货币政策影响。由于美联储于 6 月中再次升息，美元 LIBOR 相应由 0.95% 左右上升至 1.19% 左右，与升息幅度基本同步。欧元和日元的隔夜拆借利率波动都很小，仍然维持在负利率状态。新兴市场方面，受金融监管和流动性收紧影响，人民币隔夜拆借利率上行，相比 1 季度上升 20.7 个基点，幅度相比 1 季度涨幅有一定扩大。自 2016 年 1 季度以来，人民币隔夜拆借利率已经连续六个季度抬升，而且抬升幅度呈加速态势。今年以来，俄罗斯央行在家庭通胀预期下降的背景下已实施了三次降息，因此俄罗斯隔夜拆借利率不断下降，目前位于 9% 上下。

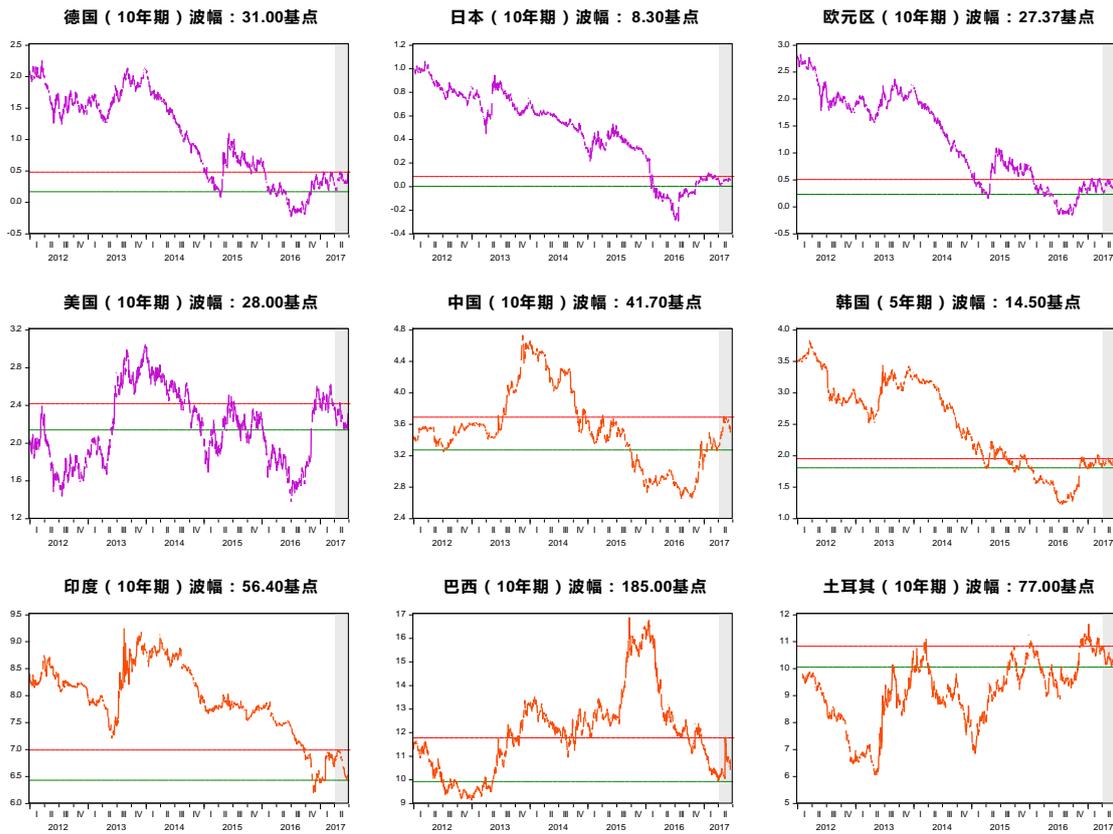
图表 35 主要货币市场利率走势



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总体回调，主要反映了特朗普上台带来的再通胀预期被证伪。特朗普当选之后的一个星期，美国国债收益率从不到1.8%的水平迅速攀升至2.26%，全球长期收益率跟随性上涨。然而，随着特朗普施政处处受到牵制，这一预期显然是过度反应了。目前美国10年国债的收益率水平大致符合过去两年以来美国利率正常化的轨迹。其次，全球通胀数据仍然低于预期。不过在主要经济体长期国债收益率回调之外，中国、印度、韩国则更多受国内流动性或通胀预期的影响，相比1季度略有回升。

图表 36 主要经济体国债收益率走势

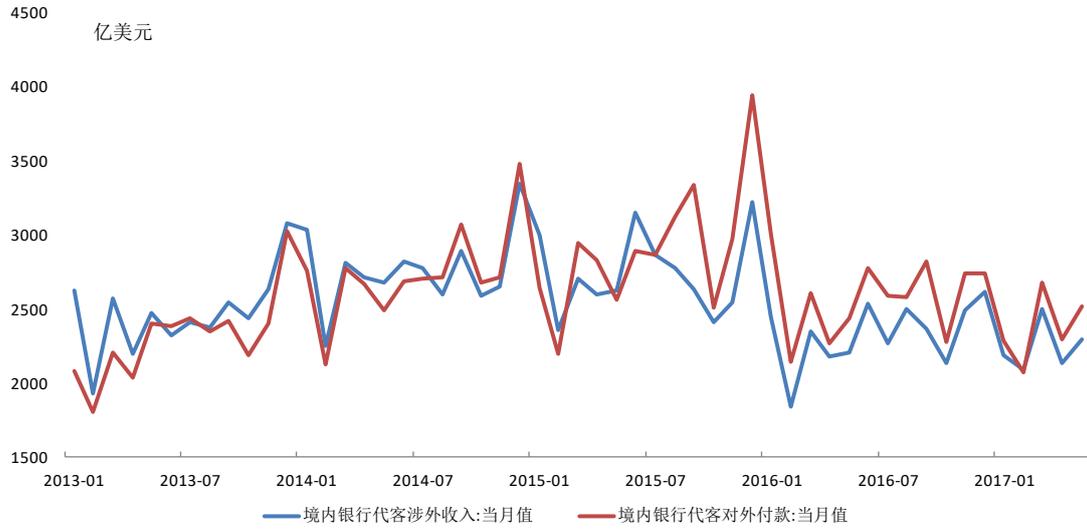


注：同上。

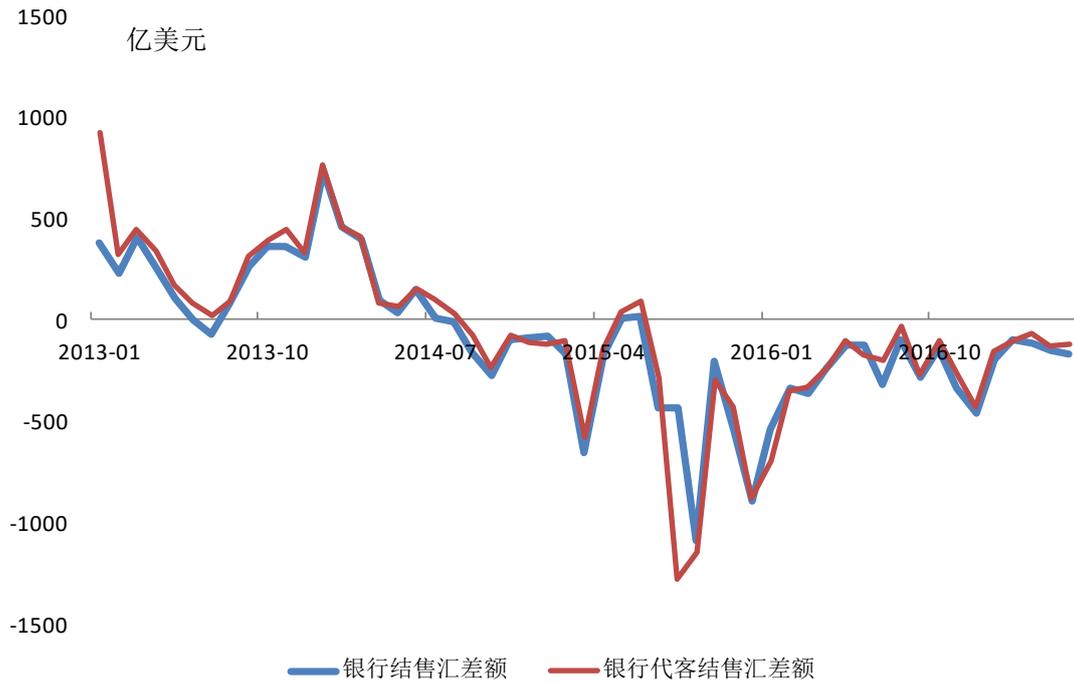
三、中国跨境资本流出总量趋稳，人民币跨境资本流出重新抬头

跨境资金流动总量同比增速略有反弹，跨境资本外流规模基本稳定。2017年3月至2017年5月，银行代客涉外收入与支出总额为14000亿美元，同比上涨2.6%。其中，银行代客涉外收入为6929亿美元，同比上升3%，银行代客涉外支出为7474亿美元，同比上升2.2%，涉外收付款逆差为545亿美元。银行结售汇差额逆差为436亿美元，跨境资本外流规模基本稳定。

图表 37 跨境资本总流动



图表 38 银行结售汇差额

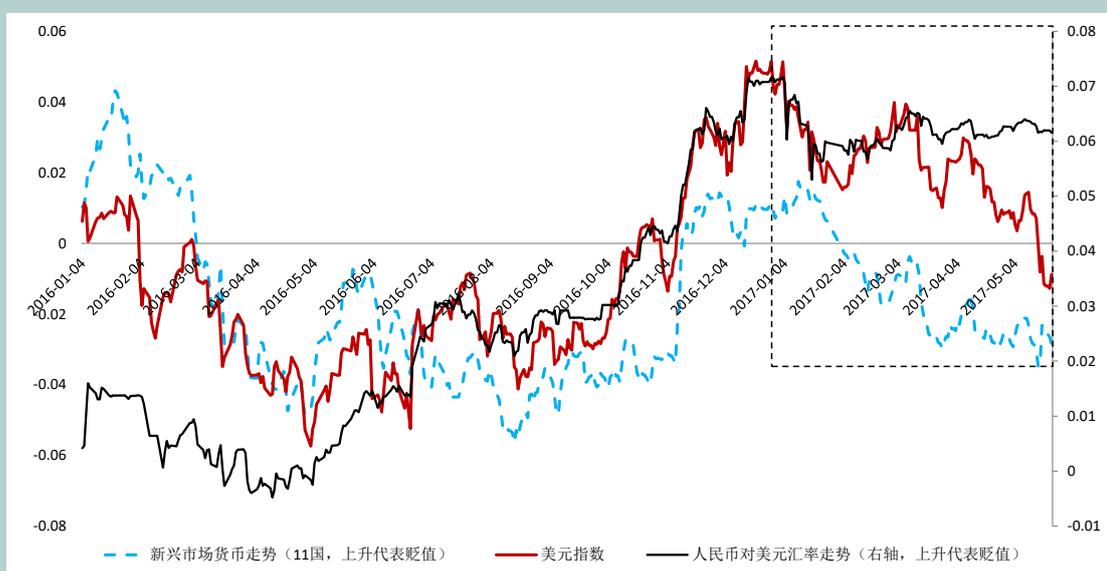


专栏

央行纳入“逆周期因子”对人民币汇率的影响

2017年上半年中国经济显著回暖，人民币汇率升值幅度却非常有限。对比人民币汇率、美元指数和其他新兴市场货币情况，可以发现，2017年1月至5月，美元指数下跌5.3%，其他新兴市场货币平均升值3.6%，人民币汇率却仅仅升值0.96%。特别在4月份之后，美元指数从101降至97，人民币汇率不为所动，基本维持在一条水平线，见下图。

图表 39 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。数据来源：wind，作者计算结果。

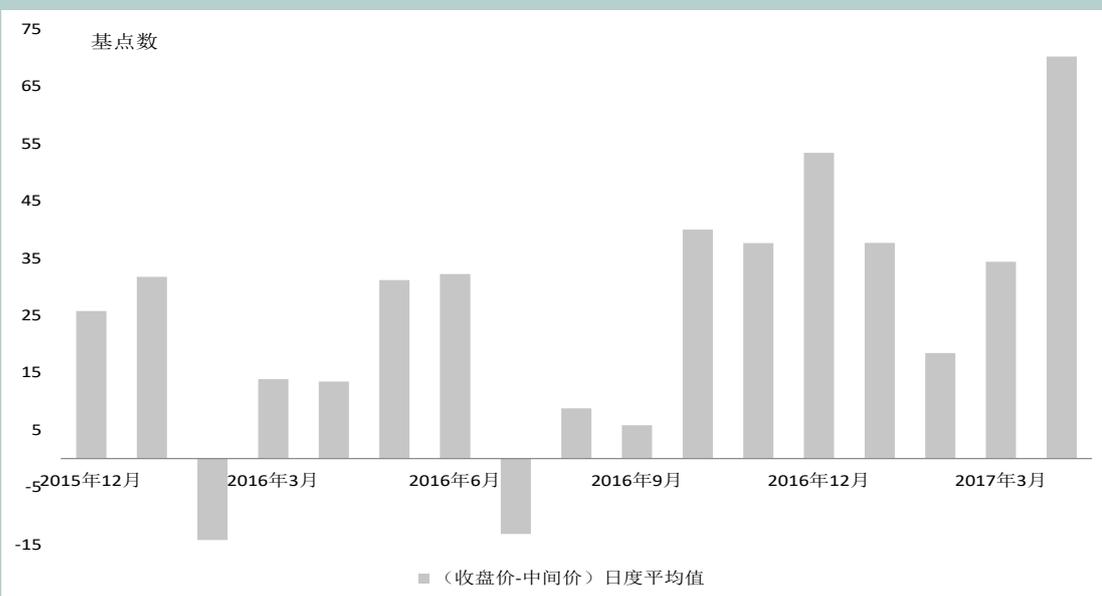
不成熟的汇率形成机制是产生这种异常现象的主要原因。在过去一年多的时间，中国社科院世经政所汇率研究团队详细解释了当前汇率形成机制的内在缺陷。感兴趣的朋友可以参阅余永定、张斌、张明、肖立晟发表的系列文章。

“收盘价+篮子货币”的主要问题在于，在引入篮子货币的那个时点，境内外汇市场没有出清，市场认为人民币汇率没有贬值到位，收盘价相对中间价有向下的贬值动能。另一方面，美国经济出现显著复苏迹象，市场预期未来美元指数升值概率较大，篮子货币对人民币汇率有贬值压力。

在美元指数下降时，人民币汇率难以对美元升值。当美元指数上涨时，人民币汇率同时遭受收盘价和货币篮子双重叠加冲击，产生强大的贬值压力。这种糟糕的局面在2016年下半年曾经出现过，当时英国脱欧和美联储加息导致美元指数暴涨，带动人民币汇率迅速贬值。央行不得不消耗大量外汇储备为汇率托底，并且最终实施了强有力的资本管制措施。显然，货币当局不希望这种糟糕的情况再度上演。

观察中国的外汇市场，可以发现今年4月的贬值压力实际上已经非常大（见下图），但是由于美元指数大幅下跌，所以人民币汇率基本保持平稳。

图表 40 收盘价月度平均值



数据来源：wind。

我们曾经期望货币当局会在当前良好的外部环境下，实施更加灵活的汇率机制。然而，最终的结果是央行推出“逆周期因子”，实施稳定汇率的改革措施。

中国外汇交易中心表示：“当前我国外汇市场可能仍存在一定的顺周期性，容易受到非理性预期的惯性驱使，放大单边市场预期，进而导致市场供求出现一定程度的“失真”，增大市场汇率超调的风险。”

显然，央行认为当前的外汇市场存在非理性交易，汇率价格没有真正反映基本面。人民币汇率和基本面脱钩有两个重要原因。

其一，汇率形成机制改革不够彻底。2015年“811汇改”本质上是向浮动汇率的一次惊险跳跃。虽然由于各种原因，政策很快就开始往后收缩，然

而，市场已经开始将人民币出现一次性贬值的概率计算到金融产品中，并且根据各种情况进行 price in。经过瑞士法郎与欧元脱钩的惨痛经验教训后，海外投资者对所有固定汇率的货币都会考虑一次性贬值的概率。对于人民币这种正在汇率机制转轨的货币，海外投资者存在较大恐慌心理。所以，“收盘价+篮子货币”并没有完全打消海外投资者对人民币汇率出现一次性贬值的恐慌。

其二，美元指数的升值预期对境内投资者的引导。我国作为出口贸易顺差国，贸易商和进出口财务公司持有大量的美元盈余。在外汇市场出现较大动荡时，他们会持汇观望，等待一个更好的时机将手中的美元换成人民币。一旦市场对美元指数形成一致的上涨预期时，人民币汇率走势就会在一定程度上脱离基本面。

要解决人民币汇率与基本面脱钩问题，有两种方案。一种方案是直接向浮动汇率过渡，人民币汇率先贬后升。现在是过渡到浮动汇率的良好时机。无论是从外部环境，还是境内外债规模考虑，目前过渡到浮动汇率的经济成本最低。另一种方案是回到固定汇率，央行重新掌握中间价定价权。这会降低央行干预外汇市场的压力，有助于稳定市场预期。

显然，央行偏向的是第二种方案。

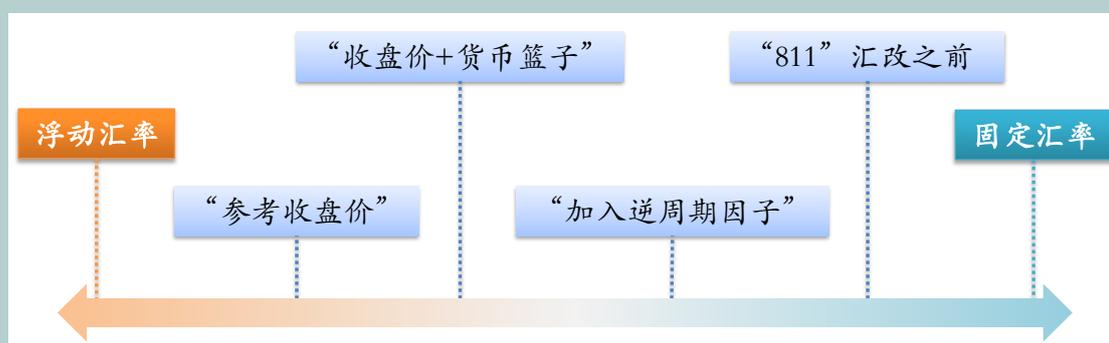
“逆周期因子”可以削弱“收盘价”的影响。加入逆周期因子后，央行多了一项外汇市场干预的手段。举个例子，根据“收盘价+篮子货币”机制，第一天，央行将中间价确定为 6.8，收盘价贬值至 6.81，美元指数贬值 1%。第二天，央行只能根据规则将中间价重新确定至 6.8 左右。但是，引入逆周期因子后，央行可以认为收盘价没有真正反映经济基本面，于是将第二天的中间价调整至 6.79。

“逆周期因子”也可以改变“货币篮子”的影响。我们再看一个例子，第一天，央行将中间价确定为 6.8，收盘价贬值至 6.81，美元指数升值 1%。根据“收盘价+篮子货币”机制，央行应该将中间价确定至 6.81 左右。引入逆周期因子后，央行如果认为中国基本面比美国更好，不能由美元指数上升来引导人民币汇率贬值，那么，央行可以将第二天的中间价调整至 6.8，避免所谓的顺周期贬值。

“逆周期因子”让央行重新获得市场价格主导权。“811 汇改”后，央行虽然一直是外汇市场的重要参与者，但是让渡了价格的裁判规则，只是通过数量型干预与市场进行价格争夺战。此次引入“逆周期因子”后，央行又重新获得了价格的裁判权，市场依仗的“非对称贬值”优势落空，空头开始迅速后撤，人民币汇率将会迎来一波小幅升值，后市会基本稳定。

虽然央行通过重掌中间价定价权，逆转了市场预期，但是，汇改事实上是在走回头路，由偏向浮动汇率转向了偏向固定汇率（见下图）。

图表 41 人民币汇率形成机制改革进程

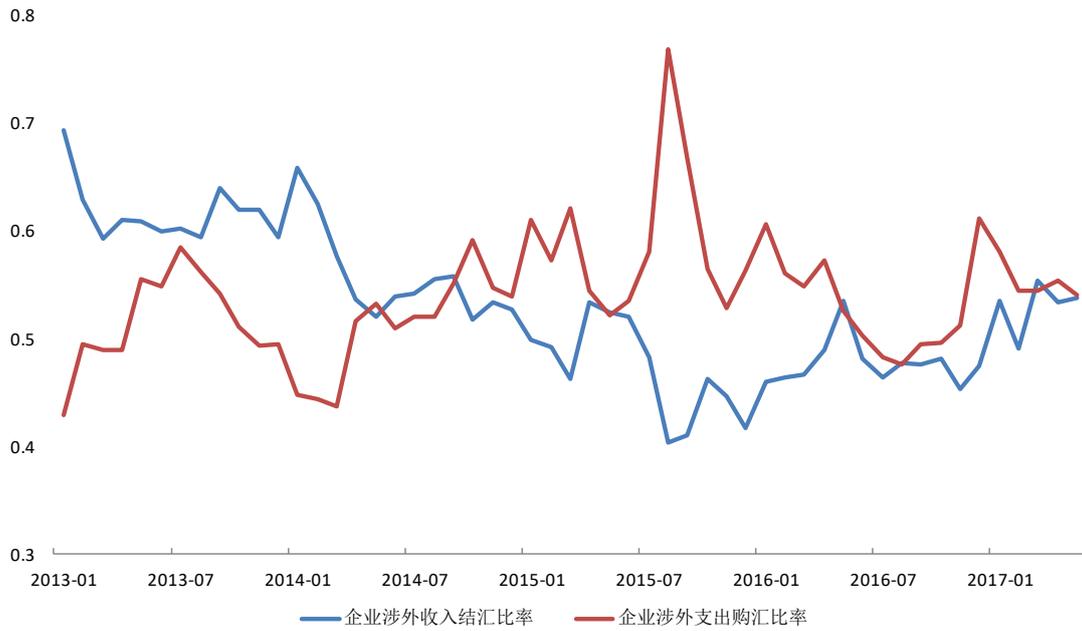


对于中国这样的大型开放经济体而言，最终选择的汇率制度必然是自由浮动，最新的汇率机制改革却与这一目标渐行渐远。外汇市场干预可能重新成为常态化操作，并对境内货币供应形成新的扰动。

与此同时，外汇市场分隔也会更加严重。中间价、CNY 和 CNH 之间可能重新出现系统性偏离，不同汇率定价的外汇产品价格也会出现持续偏离，市场间无风险套利机会将重新出现。未来人民币国际化，以及发展外汇衍生品市场的阻力也会越来越大。此次汇改虽然维持了短期稳定，但是牺牲了长期改革目标。人民币向浮动汇率的转型之路会面临更多曲折。

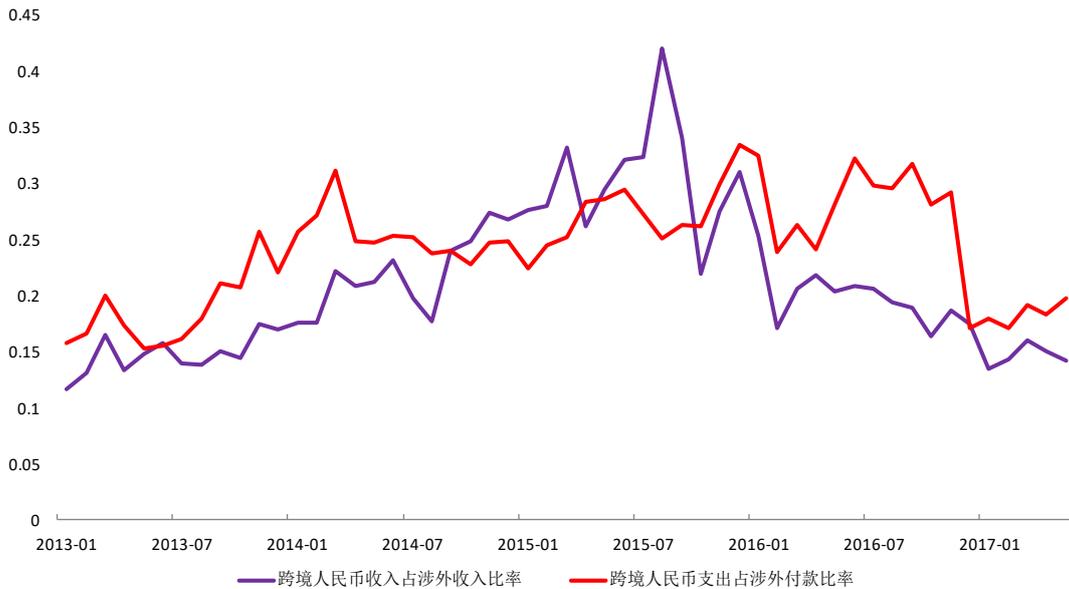
人民币汇率贬值预期逐步趋稳，市场主体结汇意愿逐步回升。2017 年 3 月至 2017 年 5 月，银行代客结汇占银行涉外总收入比率从 49% 上升至 53%，银行代客售汇占银行涉外总支出维持在 54% 水平。人民币汇率贬值预期逐步平稳，企业获得美元后持有美元结汇意愿大幅上升，企业涉外支出的购汇比率基本平稳。

图表 42 企业涉外收入支出结售汇比率



人民币跨境资本流出重新抬头。2017年3月至2017年5月，跨境人民币业务占跨境资本流动的比率从15%上升至17%水平。其中，跨境人民币收入占比保持在14%水平，支出占比从17%上升至19%。人民币跨境资本流动总量显著上升，人民币净流出从178亿美元上升至382亿美元。预计短期内人民币跨境资本流动会保持稳定。

图表 43 跨境人民币收入支出占涉外收入支出比率



大宗商品专题：基本面弱勢，大宗商品全线回调

2017 年 2 季度大宗商品全线回调，其中铁矿石价格冲高后迅速回落，下跌 26.5%。石油价格疲软，下跌 6.9%，铜价回落，农产品中大豆价格下行，玉米趋稳，小麦波动。虽然美元在当季下跌，但并未阻止大宗商品的颓势，显示出货币的边际影响走弱。供求关系基本面没有得到显著改变的情况下，前期市场炒作的品种如铁矿石等价格迅速回落。预计下半年商品仍将维持弱势震荡格局。

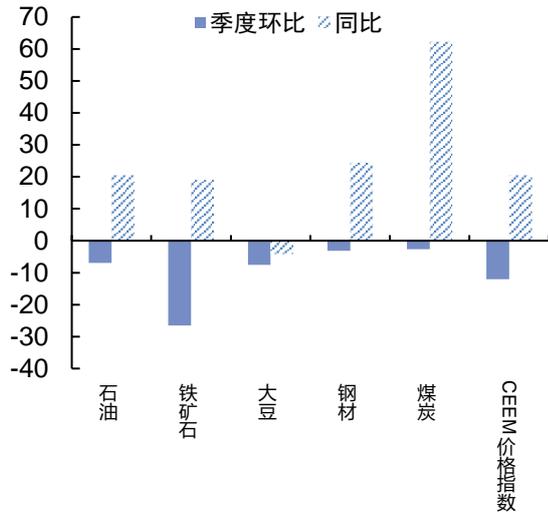
一、大宗商品总体价格走势

2 季度大宗商品全线回调，铁矿石跌幅领先

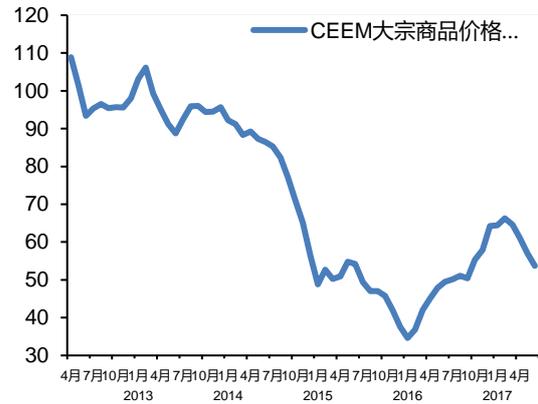
2017 年 2 季度 CEEM 大宗商品价格³虽然相较于去年的低点同比上涨 20.6%，但较上季度环比下跌 12.0%。在经历了 1 年的快速上涨后，大宗商品价格冲顶回落，2 季度全线下滑。原油价格环比下跌 6.9%，OPEC 减产不到位打击了市场预期。铁矿石在上季度大涨后快速下跌 26.5%，下游需求有限的情况下不足以支撑其价格。铜价由于中国下游制造业活动不如预期有所下跌。2 季度农产品价格涨跌不一，大豆下行，玉米稳中有升，小麦波动为主。

³ 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 44 2 季度大宗商品价格环比全线回调



图表 45 大宗商品价格冲高回落

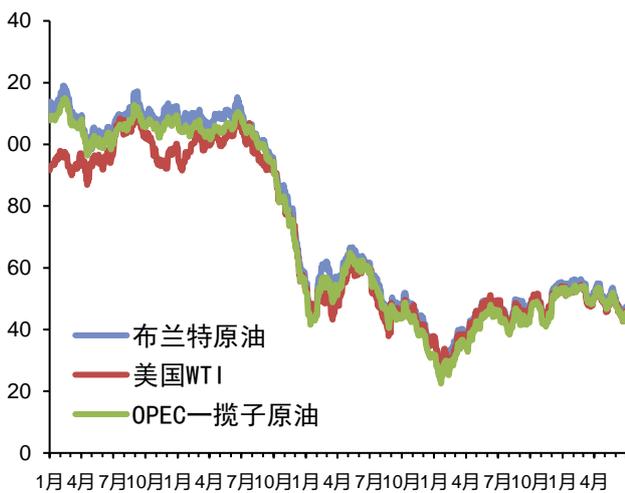


二、主要大宗商品供求情况与价格走势

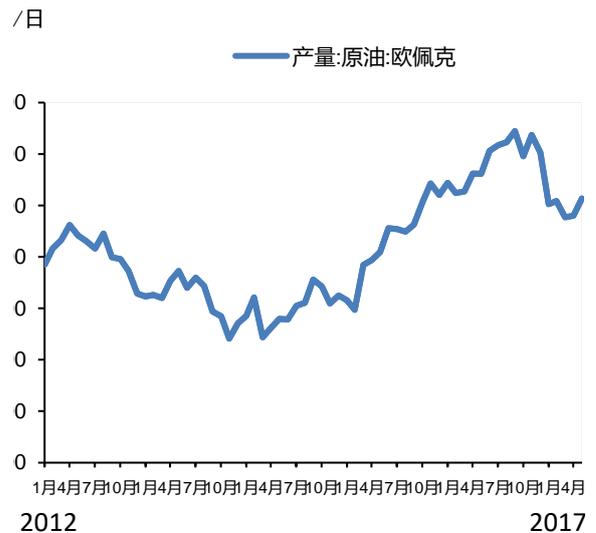
2 季度油价
呈弱势下行
格局

2017 年 2 季度，全球油价仍然呈弱势下行格局。布兰特原油价格在 50 美元下方徘徊，并且一度跌破 45 美元。尽管美元指数在 2 季度整体下行，且中东地区先后经历了沙特废黜王储和卡塔尔断交等事件，但依然未改变油价的疲弱态势，主要是因为供求基本面仍然难以支撑油价。

图表 46 2 季度石油价格走弱



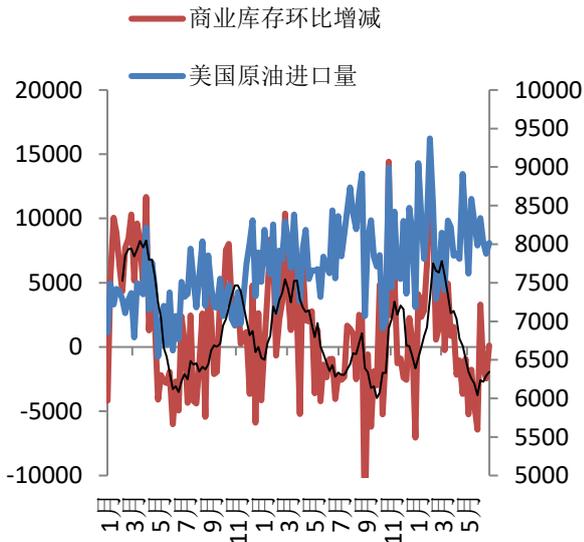
图表 47 2 季度 OPEC 产量再次回升



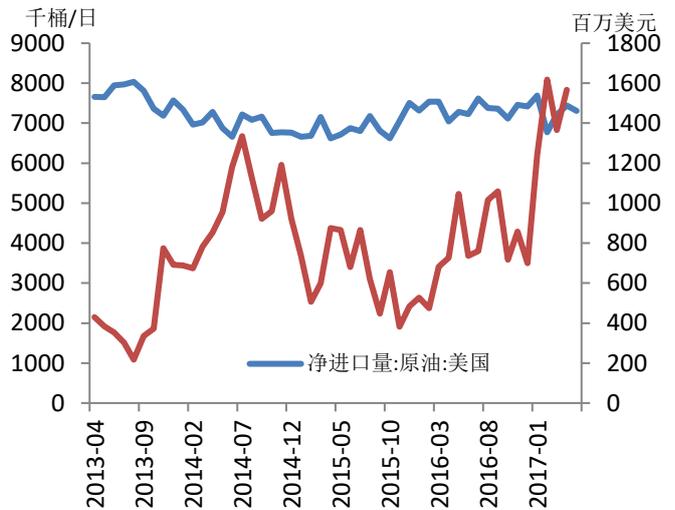
OPEC 减产
效果不足

在供给端，OPEC 产油国在达成减产协议后，虽然初期削减了整体产量，但随后产量开始反弹，凸显内部的制约力有限。4 月份 OPEC 产油量一度反弹接近 3200 万桶每日。此外，美国的商业库存在经历了 1 季度的下跌后于 2 季度开始回升，也对油价形成压力。同时美国的石油出口总额创新高，活跃钻井数也持续上升。

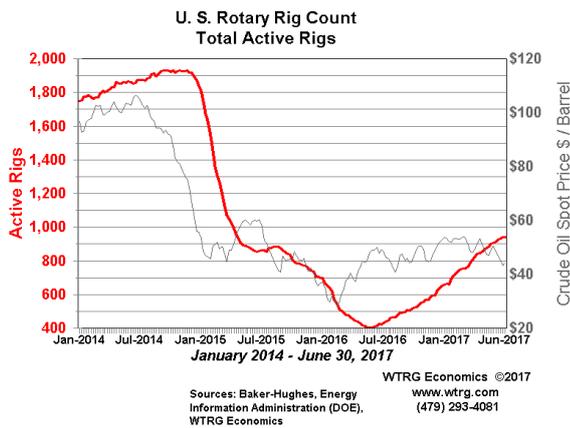
图表 48 美国商业库存季度末回升



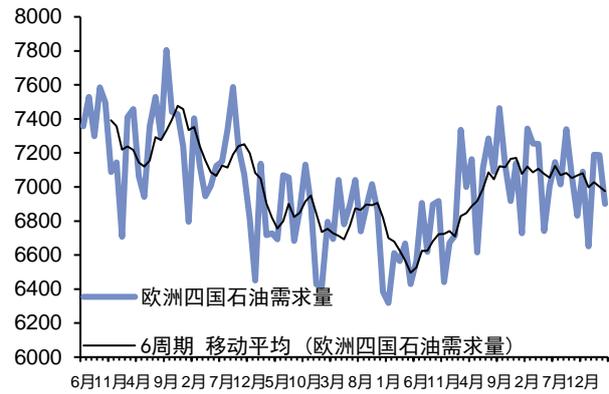
图表 49 美国原油出口金额创新高



图表 50 美国活跃钻井数仍在增长



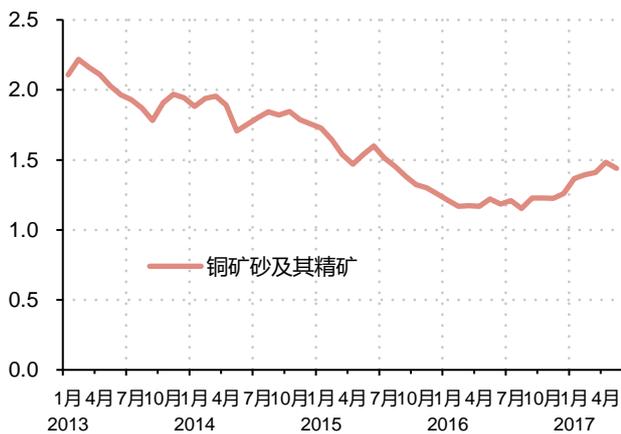
图表 51 欧洲石油需求走弱



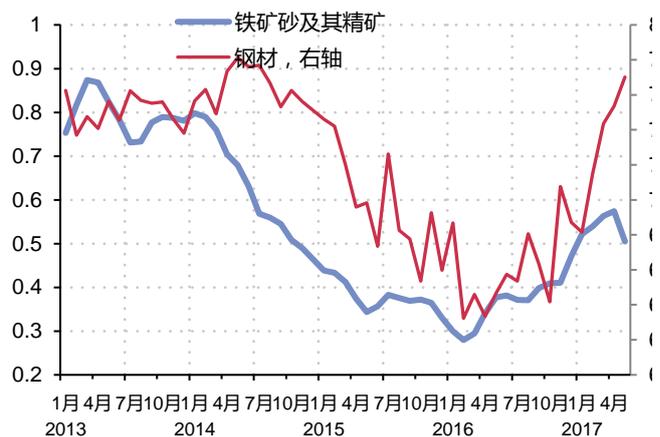
能源需求
低碳化，特别
是新能源汽车
的发展对
油价形成压
力

在需求端，全球格局未有明显改善。中国进口量仍然强劲，但增幅已经平稳，且多是长期合同，在边际上对现货市场冲击有限。欧洲四国石油进口需求有所回落。从中长期来看，由于能源需求缓慢增长与燃料向低碳化持续转型，油价仍然面临较大压力。

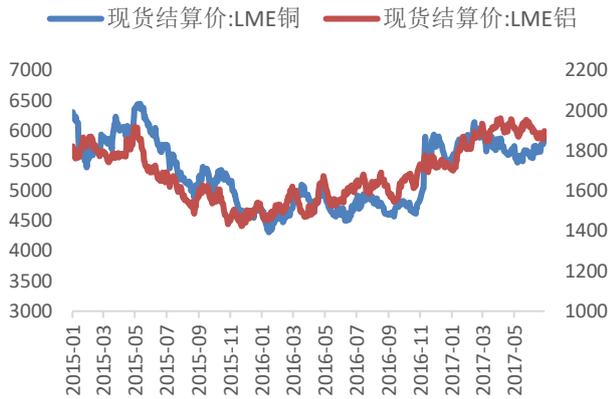
图表 52 中国进口铜价微跌



图表 53 中国钢材进口价格与季初基本持平



图表 54 LME 铜价小幅上涨、铝价微跌



图表 55 国际铁矿石价格与季初基本持平



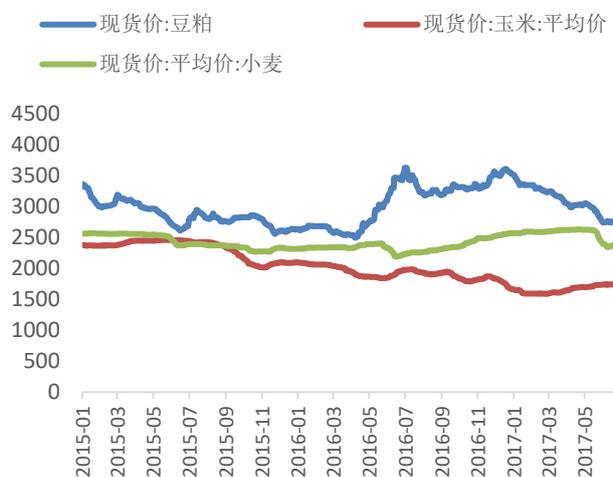
2 季度金属价格显疲弱走势。铜方面,制造业活动低于预期,需求疲弱下价格下跌;铁矿石供给出现过剩局面,铁矿石与钢铁价格呈现“钢强矿弱”格局。

2 季度金属价格疲弱。铜方面, LME 铜价从 1 月初的 5817 美元/吨下跌至 5 月初的 5466 美元/吨, 下跌约 6.1%, 之后震荡回升至 6 月末的 5905 美元/吨, 总体季末较季初上涨 1.5%; LME 铝价走势基本呈现一直趋势, 从 4 月初的 1948 美元/吨下跌至 1879 美元/吨, 跌幅约为 3.9%, 5 月底回升至 1954 美元/吨, 而 6 月又一路下跌至 1897 美元/吨, 总体季末较季度初微跌 2.6%。进口铜矿石及其精矿价格从 3 月底的 1409 美元/吨小幅上涨至 5 月底的 1438 美元/吨; 2 季度铜矿进口略有下滑, 其中, 未锻轧的铜及铜材进口从 3 月的 43 万吨小幅下降至 5 月的 39 万吨; 铜矿砂及其精矿从 3 月的 163 万吨小幅下降至 5 月的 115 万吨。2 季度铜价总体走势偏弱, 符合预期, 主要是由于经济活动, 尤其是中国制造业活跃程度低于预期, 5 月末 OPEC 减产会议期间, 铜价也随原油价格波动, 而 6 月初以来铜价的小幅反弹主要是由于美元走弱。

铁矿石与钢铁价格, 呈现“钢强矿弱”格局。螺纹钢价格从 4 月中旬到 5 月中旬一路上涨, 之后 6 月小幅回落; 而钢材进口价格从 3 月底的 1078 美元/吨小幅回升至 5 月底 1119 美元/吨。钢材进口量微跌, 从 3 月的 130 万吨小幅下滑至 111 万吨。总体来说, 价格目前呈现“钢强矿弱”格局。从基本面来看, 终端需求出现下滑迹象, 房地产市场销售增速大幅下滑, 新开工增

速受到拖累。生产与供给方面，钢铁高产量与低库存并存。5月钢铁行业日均粗钢产量延续了4月的高位，维持在约230万吨/日的水平；钢铁产能利用率也整体维持在高位，钢铁主产区唐山市的产能利用率维持在78%左右。库存下滑，5月底钢材总库存为1021万吨，较4月底下滑约16%。铁矿石方面，供给过剩压力持续加大，TSI铁矿石价格指数从4月初的78.7一路走弱至6月中旬的53.5，下跌约33%，之后小幅回升17%至6月底的62.9。从进口量来看，铁矿砂及其精矿进口从3月底的9556万吨小幅下滑至5月底的9152万吨，但1-5月铁矿砂进口量同比增长7.8%；从库存来看，5月底铁矿石港口库存达到高位1.4亿吨。相比之下，钢铁虽然产量和产能较高，但库存下跌使得钢矿价格走势出现一定背离。

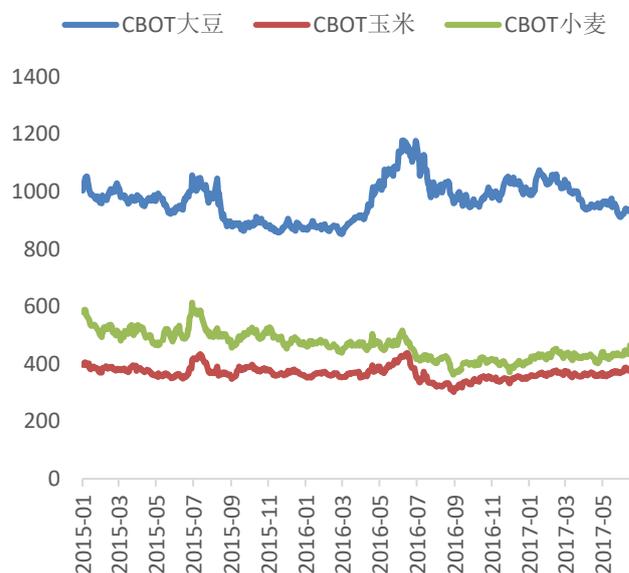
图表 56 豆粕价格下跌、玉米小幅回升、小麦价格波动



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

2 季度主要农产品价格表现不一。供给端压力导致大豆价

图表 57 CBOT 大豆价格下跌、玉米与小麦价格波动



2 季度主要农产品价格表现不一。大豆价格下跌。国际市场来看，大豆价格小幅下行，CBOT 大豆价格 6 月底较 4 月初下滑 2.6%，价格继续延续回落趋势主要是供给高于预期。美国农业部（USDA）6 月供需报告将全球 2016/17 年度的大豆产量预测

格回落；玉米价格稳中有升，小麦价格波动为主。

调高了 330 万吨，主要是由于巴西和阿根廷的大豆收割接近尾声，而实际产量均高于预期，尤其是巴西今年的大豆产量创下历史新高，期末库存也随时提高 310 万吨。进口方面，中国 5 月大豆进口量为 959 万吨，创历史新高，同比增长 25%。国内市场来看，2017 年春季以来东北大豆产区遭遇旱情，未来可能对大豆产量有不利影响，而从近期进口大豆流向的监控来看，食用大豆供给偏紧。大豆下游方面，需求端猪肉价格持续走低和禽流感舆情对豆粕需求的负面影响持续，豆粕现货价格 4 月初的 3050 元/吨下滑至 5 月底的 2732 元/吨，下滑约 10.4%，6 月持续平稳。

玉米价格稳中有升；小麦价格波动为主。2 季度玉米价格稳中有升，国际市场来看，CBOT4-5 月玉米价格小幅上涨 4.5%，6 月中旬开始下跌，季末较季初小幅回落 2.0%。6 月美国农业部（USDA）全球农产品供需报告讲玉米产量预测下调了 180 万吨，主要由于欧洲种植面积的减少，以及加拿大中部玉米产区 5 月反常的降水量可能使得玉米产量有所下降；另外，市场对天气原因影响玉米产量的担忧正在增加；国内市场来看，玉米现货价格平稳上涨，从 4 月初 1642 元/吨上涨至 6 月底 1755 元/吨，上涨幅度约 6.8%。国家临储玉米和中储粮拍卖从 5 月初开始启动，市场反应热烈，近期成交率在 6 成左右，玉米价格持续走高。前期临储玉米出库慢主要是因为市场供需持续偏紧，6 月以来玉米供给压力有一定缓解。

小麦价格波动为主。国际市场来看，2 季度 CBOT 小麦价格 4 月初至 5 月底波动为主，6 月开始小幅回升；6 月美国农业部（USDA）报告对全球 2017/18 年度小麦产量预测较上月提高了 170 万吨，主要是由于美国产量预测提高。国内市场来看，新麦收获期到来，长江以南地区小麦自 5 月中旬逐步上市。今年上市的新麦质量好于去年，含水量较低，加工企业对新麦需求旺盛，因此新麦价格走高；而陈麦价格则迅速下降。小麦现货均

价从4月初的2617元/吨下跌至6月末的2392元/吨，下跌幅度约为8.6%。5月31日，国家粮食局在安徽省首先启动了2017年小麦最低收购价执行预案，收购价与去年持平，仍为2360元/吨。

三. 未来价格走势与风险

石油方面，在供过于求的基本面没有得到根本改善的情况下，油价仍会在低点徘徊。OPEC的减产协议受到诸多限制，内部的不平衡使得协议约束力有限。但即使减产执行严格到位，在全球库存仍然高企的情况下边际影响也有限。因此我们判断当前油价反映了目前全球供需情况的均衡，并维持全年油价（布兰特原油）50-60美元每桶的预测区间。

未来一季度金属价格走势不乐观，不确定性主要来自中国需求能否支撑价格，以及美联储未来加息和缩表的时间表；农产品面看好大豆价格，但玉米和小麦可能承压。

金属方面，中国需求虚弱，后续价格走势不乐观。需求方面，中国制造业有走弱迹象，中游铜材生产状况表明，铜需求不冷不热，终端行业房地产与基建冰火两重天，房地产有进一步下行可能，基建符合年初投资计划，整体来看，中国需求短期持稳，未来小幅走弱；美国方面，基建计划细节真正落地尚需时日，预计短期内难有实质性的影响。供给方面，随着铜矿厂复产，供给紧缺的忧虑可能逐步缓解，供给趋于宽松；钢矿方面，在铁矿石供给过剩的局面下，钢价可能也会受到一定拖累。未来价格风险仍然主要来自国内去杠杆等措施令下资金面进一步趋紧以及美联储未来的加息和缩表计划。

农产品方面，预计未来一季度大豆价格可能走好，而玉米与小麦价格可能承压。近期市场对美国炎热干燥天气影响大豆生长的担忧正在升温，加之中国大豆进口旺盛可能进一步对大豆价格形成支持；玉米方面，国内市场下游对玉米的需求仍然疲弱，猪肉价格走弱，饲料价格难有起色，对玉米需求支撑不足；加上新入市玉米可能带来的影响，玉米价格可能将下行压力；小麦方面，大规模新麦入市，小麦价格可能持续偏弱。

外贸专题：出口持续好转、进口增速回落

2017年2季度，中国出口（美元）同比增长6.3%，较上季度回升2.1个百分点，延续了去年4季度以来出口向好的走势，也是2015年以来出口季度增速首次超过6%。外需回暖继续支撑着出口的持续好转。2季度中国进口同比增长14.2%，增速较上季度下滑9.1个百分点，但仍保持两位数增长。2季度货物贸易顺差显著回升，改变了去年下半年以来持续放缓的态势。3季度出口继续好转面临压力，但仍有望保持较高增速。

一、中国出口增速持续向好

出口增速持续小幅回暖，好转因素主要来自美国和欧盟市场。

出口增速持续小幅回暖，好转因素主要来自美国和欧盟市场。2017年2季度，中国海关数据显示，以美元计⁴，中国出口同比增长6.3%，较上季度小幅回升2.1个百分点，延续了去年4季度以来出口回暖向好的走势。这也是2015年以来，出口季度增速首次超过6%。相较上季度，分地区看，2季度出口好转主要来自美国和欧盟市场。其中，中国对美国出口增长14.5%，较上季度上升6.7个百分点，这也是2015年以来季度增速首次超过两位数；2季度中国对欧盟出口增长9.7%，较上季度回升4.9个百分点。从其他主要地区来看，出口增速表现不一。2季度，中国对日本出口增长7.4%，较上季度回升3.1个百分点；相反，中国对东盟出口增长2.9%，较上季度下降1.7个百分点；内地对香港出口降幅大幅扩大，增速由1季度的-4.4%下滑至2季度的-11%。

出口好转主要来自一般

从贸易方式看，2季度一般贸易出口同比增长3.9%，较上季度回升4.2个百分点，是2季度出口回暖的主要贡献者⁵。相

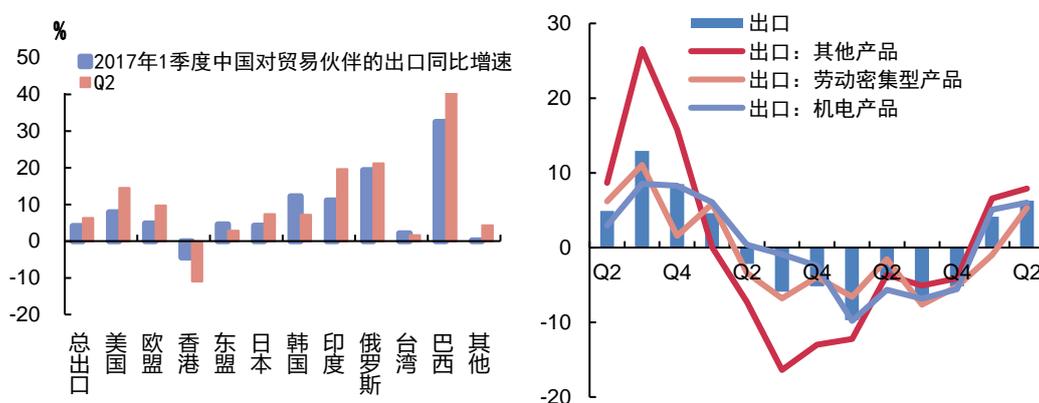
⁴ 除非特别说明，下文的中国贸易数据均为中国海关提供，来自CEIC数据库，单位是美元，增速为同比增速。

⁵ 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

贸易和七大类传统劳动密集型产品。

反，加工贸易出口增速较上季度下降 1.5 个百分点，同比增长 7.1%。分产品看，2 季度出口回升主要来自七大类传统劳动密集型产品⁶，同比增长了 5.3%，较上季度显著回升 6.3 个百分点。机电产品出口较上季度仅上升 0.9 个百分点，2 季度同比增长 6.0%，低于总出口 6.3%的增速水平。

图表 58 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。

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 2 季度，这三种贸易方式出口占总出口的比例依次为 55.3%、31.7%和 13.0%。

⁶ 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 2 季度，这三类产品占总出口比例依次为 56.5%、21.2%和 22.3%。

全球制造业 PMI 指数基本持平, 预示 2 季度外需回落可能性不大。

全球制造业 PMI 指数基本持平, 预示 2 季度外需回落可能性不大。 2016 年 2 月至 2017 年 2 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 0.85。而 2017 年 3 月至 5 月, 摩根大通全球制造业 PMI 指数分别为 53、52.7、52.6, 平均值为 52.8, 与此前 3 个月的平均值持平。这意味着从全球制造业 PMI 来看, 2017 年 2 季度外需增速较上季度回落的可能性不大。

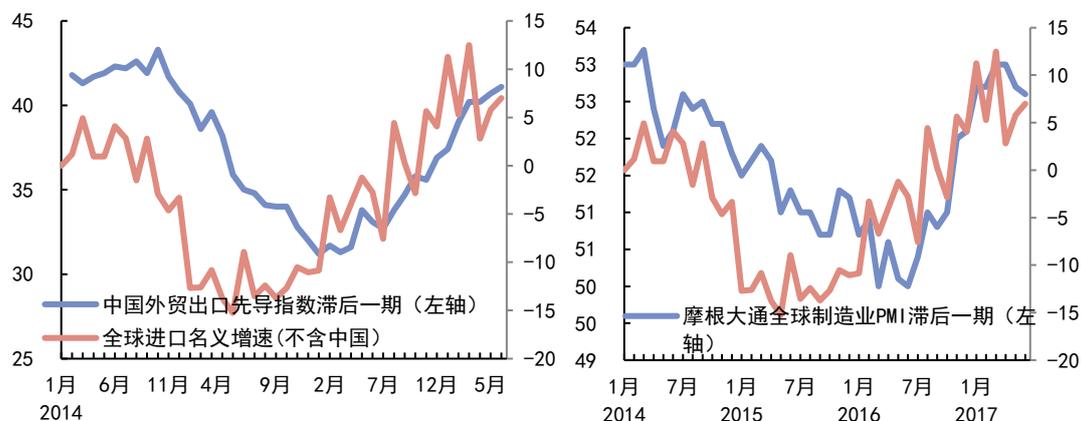
中国外贸出口先导指数明显回升, 预示 2 季度外需在回升。

中国外贸出口先导指数明显回升, 预示 2 季度外需在回升。 2016 年 1 月至 2017 年 2 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 0.81, 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 3 月至 5 月, 中国外贸出口先导指数依次为 40.2、40.7、41.1, 平均值为 40.7, 显著高于之前 3 个月的平均值 38.9。这表明从中国外贸出口先导指数看, 2017 年 2 季度外需增速较上季度很可能回暖, 支撑 2 季度出口的回暖。

中国出口产品市场份额增速回落的可能性不大。

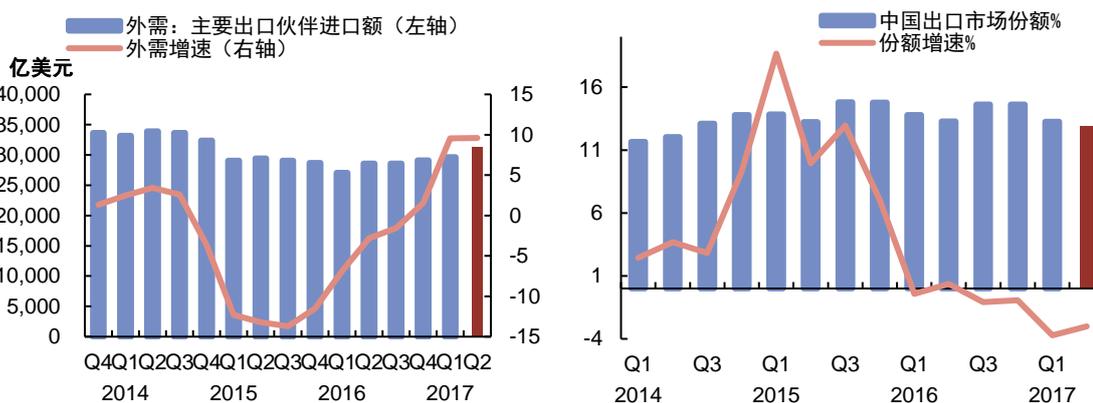
中国出口产品市场份额增速回落的可能性不大。 2015 年 3 月至 2016 年 9 月, 中国出口企业综合成本指数 一期滞后值, 与中国出口产品在 13 个主要贸易伙伴的市场份额增速的相关系数为-0.62。根据这一关系, 可以看到 2017 年 3 月至 5 月, 中国外贸出口企业综合成本指数依次为 22、23.2、22.9, 平均值为 22.7, 略低于此前 3 个月的平均值 22.8。也即中国出口企业综合成本在最近半年基本持平, 意味着 2 季度中国出口市场份额增速较 1 季度回落的可能性不大, 拖累 2 季度出口增速回暖的可能性不大。

图表 59 预计 2 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 5 月、6 月值为估计值。

图表 60 预计 2 季度中国出口产品市场份额增速平稳



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 2 季度为估算值。中国主要贸易伙伴进口增速与中国在其市场份额增速之和大致决定了中国出口增速。

中国进口增速有所回落，但仍保持两位数增长。

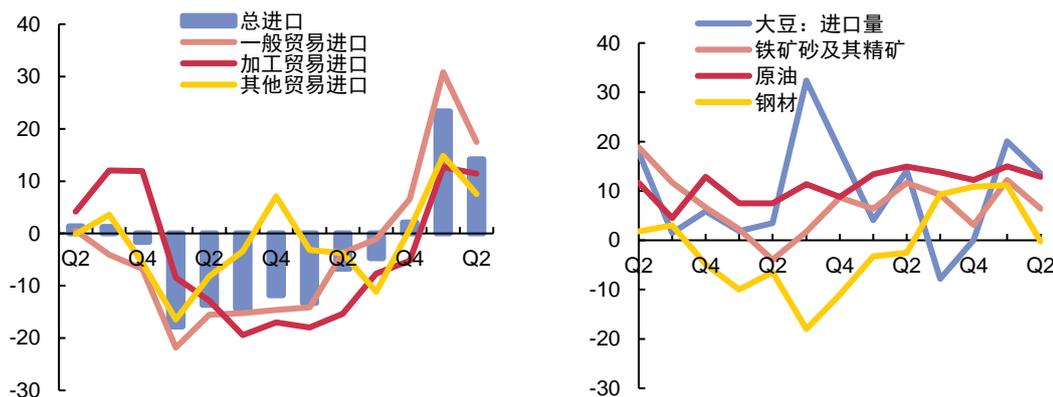
二、中国进口增速有所回落

中国进口增速有所回落，但仍保持两位数增长。2017年2季度，以美元计，中国进口同比增长14.2%，较上季度的23.3%大幅回落9.1个百分点，改变了2016年2季度以来进口增速逐季回暖的走势。从贸易方式看，2季度进口增速放缓83%的原因来自一般贸易进口⁷，其增速从1季度的30.8%下滑至2季度的17.5%。同时，加工贸易进口也有小幅回落，2季度同比增长11.4%，较1季度下降1.2个百分点。2季度中国固定资产投资增速见顶回落，以及全球大宗商品价格全线回调一定程度上导致了2季进口增速的放缓（参见本季报中国经济专题和大宗商品专题）。

大宗商品进口量普遍明显回落。

大宗商品进口量普遍明显回落。2017年2季度，钢材进口量回落最为明显，同比下降0.3%，较上季度下降11.5个百分点；大豆进口量同比增长13.5%，较上季度下降6.5个百分点。铁矿砂进口量也只增长了6.4%，较上季度回落5.8个百分点。原油进口量较上季度下降2.1个百分点，同比增长12.8%。

图表 61 中国进口增速的贸易方式和产品分布



⁷ 2017年2季度，一般贸易进口占总进口比例为59.5%，加工贸易进口占比为22.9%，其他贸易方式进口占比为17.6%。

三、货物贸易顺差显著回升

货物贸易顺差、一般贸易顺差显著回升。

货物贸易顺差、一般贸易顺差显著回升。从增速上看，2017年2季度，中国货物贸易顺差同比下降15%，降幅明显收窄（上季度增速为-47%），这改变了2016年下半年以来货物贸易顺差持续放缓的态势。从金额上看，2季度货物贸易顺差为1216亿美元，较上季度上升555亿美元。从贸易方式看，2季度一般贸易顺差为484亿美元，较上季度上升419亿美元；加工贸易顺差775亿美元，较上季度上升58亿美元。

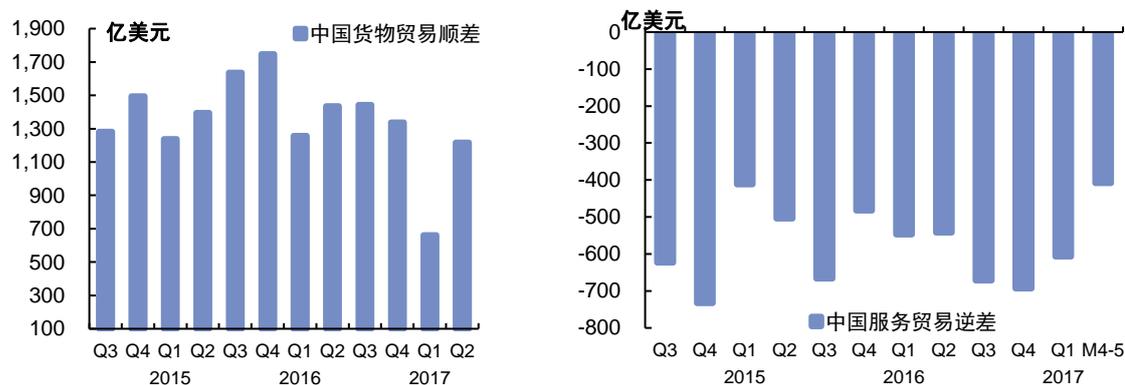
4-5月服务贸易逆差增速显著放缓。

4-5月服务贸易逆差增速有所回升。2017年4-5月，中国服务贸易逆差为408亿美元，同比增长13.2%，较上季度回升2.4个百分点。其中，4-5月境外旅行逆差332亿美元，同比增长8.8%，较上季度-2.3%的增速明显回升。

1季度净出口对GDP增长贡献为0.29个百分点。

2017年1季度货物和服务净出口对GDP增长的贡献为0.29个百分点。1季度，中国货物贸易顺差661亿美元，服务贸易逆差607亿美元。按人民币不变价计，1季度货物和服务净出口对GDP增长的贡献为0.29个百分点，高于去年同期-0.77个百分点的贡献度。

图表 62 中国货物贸易顺差及服务贸易逆差



四、外贸展望

3 季度出口
继续好转面
临压力。

3 季度出口继续好转面临压力。外需面临高位回调压力。综合反映全球经济景气程度的中国外部经济综合 PMI 结束了连续多个季度的单边上涨，2 季度出现了小幅下调。全球主要大宗商品价格、全球主要耐用品销售等也开始高位回调。主要经济体的关键宏观经济指标均创下了近年来的最佳表现，美联储、欧央行以及日本央行的货币政策或多或少地开始朝着紧缩方向考虑。这些迹象都预示着未来外需面临着向下调整压力（参见本季报总览）。2 季度出口同比增长 6.3%，是 2015 年以来首次超过 6%，出口继续好转面临压力。

3 季度出口
仍有望保持
较高增速。

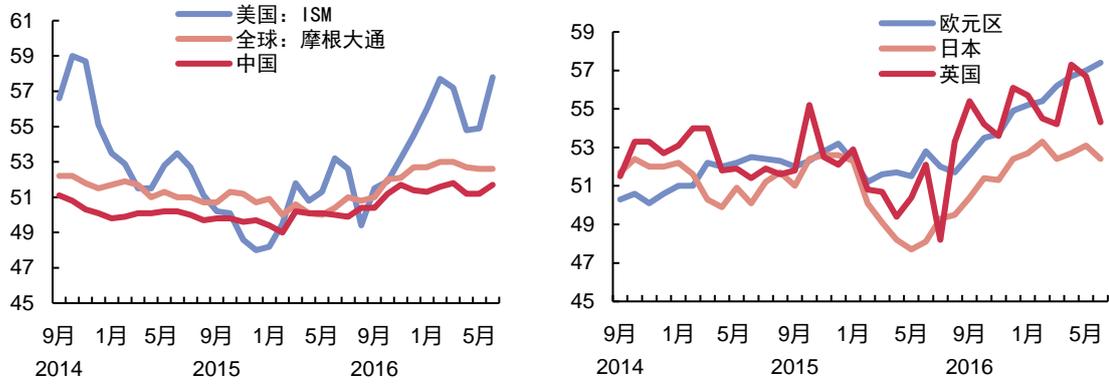
3 季度出口仍有望保持较高增速。外需虽然面临高位向下调整的压力，但目前外部经济指标的水平值仍保持在高位。从先导指数来看，6 月摩根大通全球制造业 PMI 为 52.6，与 5 月持平。6 月美国和欧盟 PMI 分别为 57.8 和 57.4，均显著好于 5 月。6 月中国外贸出口先导指数较上月上升 0.4 至 41.5 点，继续保持在 2015 年 4 月以来的最高位。

外贸环境逐
步改善的同
时也需关注
贸易摩擦升
级。

外贸环境逐步改善的同时也需关注贸易摩擦升级。其一，5 月底 6 月初李克强总理访德经贸成果丰硕，双方支持贸易自由化和便利；当前“一带一路”与国内中欧班列的持续推进更加密切了中欧贸易关系。其二，5 月“一带一路”国际合作高峰论坛“推进贸易畅通”的主题会议在北京举行，有力促进了中国与沿线国家贸易的进一步发展。今年前 5 月中国对沿线国家进出口 2.9 万亿元，同比增长 24.4%。高于同期整体外贸增速 4.6 个百分点，占外贸总值的 27%。其三，中美经济合作百日计划已达成早期收获，但仍需关注中美贸易摩擦升级。早期收获共包括 10 项内容，多数最迟将在 7 月 16 日之前落实，但仍具有不确定性。在美国国内，执意启动钢铁进口调查的特朗普遭遇了内阁成员、

美国商界以及外国盟友的集体反对，调查报告未能如期在 6 月底前发布。特朗普“美国优先”的贸易政策受到一定程度的制约。

图表 63 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)		
	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2014	2015	2016
出口	-5.2	4.2	6.3	6.0	-2.6	-7.7
进口	2.1	23.3	14.2	0.7	-14.4	-5.5
出口额	5808	4834	5676	23432	22829	20974
进口额	4470	4173	4460	19631	16806	15875
贸易余额	1338	661	1216	3801	6023	5099

2. 地区出口						
	(美元同比、%)			(规模、亿美元)		
	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2016Q4	2017Q1	2017Q2
出口	-5.2	4.2	6.3	5808	4834	5676
美国	2.0	7.8	14.5	1085	881	1060
欧盟	-3.2	4.8	9.7	906	804	930
香港	-20.7	-4.4	-11.0	859	580	658
日本	-2.0	4.3	7.4	345	323	331
东盟	-2.4	4.6	2.9	723	612	699
俄罗斯	9.9	19.4	21.2	105	84	111

3. 贸易方式						
	(美元同比、%)			(规模、亿美元)		
	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2016Q4	2017Q1	2017Q2
一般贸易出口	-5.0	-0.3	3.9	3001	2565	3137
加工贸易出口	-5.3	8.7	7.1	2087	1662	1797
其他贸易出口	-5.6	12.7	15.4	720	607	741
一般贸易进口	6.6	30.8	17.5	2443	2499	2654
加工贸易进口	-5.2	12.7	11.4	1168	945	1023
其他贸易进口	0.8	14.8	7.5	858	728	783

数据来源：CEIC 数据库。