

## 全球宏观经济季度报告

总览：2018 年春季全球宏观经济运行与分析

专题：美国 欧洲 日本 新兴市场 中国 东盟与韩国

金融市场 大宗商品 外贸（即将发布）

撰稿人	张 斌	曹永福	陆 婷
	冯维江	徐奇渊	杨盼盼
	熊爱宗	崔晓敏	肖立晟
	李远芳	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

崔晓敏 对外贸易 曹永福 美国经济

冯维江 日本经济 肖立晟 国际金融

李远芳 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

## 2018 年第 1 季度中国外部经济环境总览

### ——2018 年春季全球宏观经济运行与分析

1, 2018 年 1 季度中国外部经济高位运行。2018 年 1 季度中国外部经济综合 CEEM-PMI<sup>1</sup>56.5, 上个季度持平。全球主要经济体处于近年来的景气高点, 向下调整势头在个别经济体初现端倪。

2, 大宗商品价格先涨后跌。原油、铁矿石等大宗商品价格均有较大幅度波动, 3 月价格显著下调。

3, 得益于外部经济较高的景气程度, 中国出口增速大幅提升, 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提高。

4, 全球资本市场波幅显著扩大。低利率支撑的高资产价格愈发脆弱, 一连串的外部事件冲击带来了全球股市剧烈波动。

5, 2018 年全球经济处于景气下半场。未来几个季度全球经济仍有望保持较高增长势头, 但是本轮全球经济复苏主要来自低利率刺激, 随着美联储利率调整, 全球经济景气程度会逐步下行。

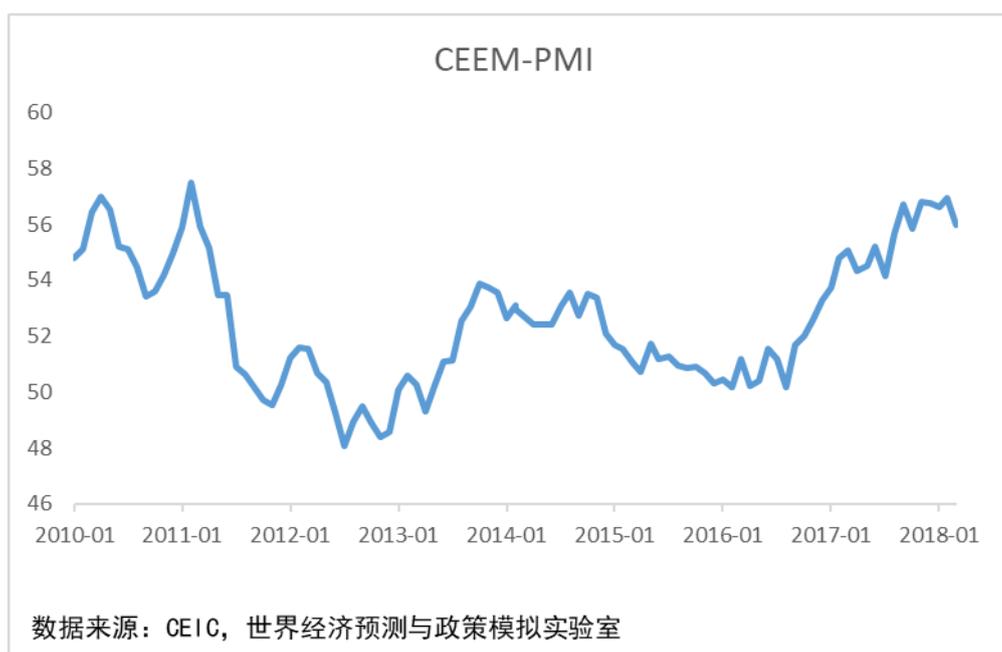
## 一、 外部经济处于景气高点

2018 年 1 季度中国外部经济高位运行。2018 年 1 季度中国外部经济综合 CEEM-PMI56.5, 上个季度持平。全球经济总体上仍处于 2012 年以来的景气高点, 3 月份的 CEEM-PMI 小幅下挫。

---

<sup>1</sup> 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 1 中国外部经济综合 PMI



**美国经济景气程度高位抬升。**2018年1季度美国ISM制造业采购经理人指数（PMI）均值为59.7，较上季度上升1个点；非制造业PMI为59.4，较上个季度上升1.6个点。3月美国失业率保持在4.1%，该数值已连续6个月保持不变，随着失业率接近稳态，劳动力市场继续改进的空间已经逐渐缩小。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。

从支出角度看，消费和投资双双走强。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，家庭资产负债表持续改善，特朗普政府的减税措施又起到刺激作用，这些因素使得消费者信心显著增强，3月美国密歇根大学消费者信心指数创2004年1月以来新高。同时，居民储蓄率从2015年的峰值6.3%稳步下降到今年1月的3.2%，从另外一个角度说明消费者预期比较稳健。企业投资成为近期美国经济的重要亮点，其中企业投资的主体部分连续5个季度的增速提升，2018年年初以来非国防资本品订单从延续震荡上升态势，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。2018年1~2月新屋开工量分别为133万套和124万套，总体来看新屋开工量仍处于上升通道。

**美联储第 6 次加息。**美国经济增长基础渐趋稳固，通货膨胀有轻微上升态势，3 月 21 日美联储公开市场委员宣布再次加息，这是 2015 年 12 月以来第 6 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 1.75%。如果用核心 PCE 价格指数计算，联邦基金真实利率已经从 2012 年初的 -2.0% 逐步回升到零，“缩表”进程也开始按计划推进。

**财政政策有所扩张。**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、提高个人免税额度等诸多条款。此外 3 月底国会和白宫通过了 2018 财年的综合拨款法案，特朗普的很多意图并没有得到贯彻，但军费的大幅增加符合特朗普的主张。减税和增加开支都属于扩张性政策，对美国经济能够产生刺激作用，但幅度有限。

**欧元区经济景气程度高位小幅回落。**2018 年 1 季度欧元区制造业采购经理指数 (PMI) 58.3，较上一季度下降 1.5 个点；服务业 PMI 56.4，较上季度上升 0.4 个点。欧元区失业率仍在持续下降通道当中，2018 年 2 月失业率下降到 8.5%，较去年年末又有 0.1 个百分点下降。

**消费者信心出现下滑，居民消费支出增长放缓。**2018 年 2 月欧元区消费者信心出现下滑，从 1 月的 1.4 降至 0.1，远低于市场预期的 1.0，出现了自去年 7 月以来的首次下滑。随后的 3 月份，消费者信心维持在 0.1 的水平，略好于市场预期的 0.0。尽管如此，欧元区消费者信心指数仍位于长期均值的 -12 之上，尚属于 17 年来的高位。居民消费支出方面，2017 年第 4 季度，欧元区居民消费支出增长放缓，季调环比增长 0.3%。

**欧元区贸易账户盈余不及预期。**欧元区 1 月季调后经常帐盈余为 199 亿欧元，低于预期的 225 亿欧元及前值 232 亿欧元。其中，欧元区 1 月份国际货物出口额为 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% 尽管国际货物贸易顺差不及预期，但表现都尚属良好。

**欧央行继续保持宽松货币政策。**根据 3 月最新利率决议，欧央行继续维持主要三大政策利率不变，并维持每月购债规模 300 亿欧元不变，持续至今年 9

月，并且表示预计关键利率将在较长的时间内维持现有水平，QE 将一直持续到管委会认为通胀路径调整至目标水平为止。欧央行行长德拉吉认为，欧元区核心通胀指标依然低迷，并且尚未表现出令人信服的、持续回升的迹象。预计 2018 年 HICP 为 1.4%，2019 年和 2020 年分别为 1.4% 和 1.7%。而欧洲央行其他官员表示，在通胀压力不大的情况下，欧洲央行甚至还没有开始讨论修改其货币政策框架或前瞻指引，这是因为目前的政策框架很适合欧元区。

**日本经济仍保持在景气高位。**2018 年 1 季度日本制造业 PMI 为 54，较上个季度上升 0.5 个点，服务业 PMI 51.5，较上季度下降 0.4 个点。2018 年第 1 季度日本工业生产指数出现明显反转势头。1-2 月季调工业生产指数、最终需求品工业生产指数和生产资料工业生产指数均值分别为 101.4、101.6 和 101.1，较 2017 年第 4 季度分别下跌了 3.0、3.1 和 2.9 点，自 2016 年第 2 季度以来的整体上升趋势或被打断。

**日本银行继续保持宽松货币政策。**日本银行 2018 年 3 月 9 日货币政策会议对经济形势总体判断是经济仍在适度扩张，认为海外经济稳定增长，收入与消费良性循环有助于日本经济增长，但住房投资有所减弱。会议决定维持宽松货币政策，以 8:1 的投票比决定维持政策利率在 -0.1% 不变，保持 10 年期收益率曲线在 0% 左右，资产购买计划不变，符合市场预期。宽松货币政策对日本股价的刺激效果显著，东京日经 225 指数 2018 年 1 月 23 日一度突破 24000 点达到 24124 点，这不仅是 2013 年 4 月实行 QQE 刺激以来的最高值，也是上世纪 80 年代末 90 年代初日本泡沫经济破灭以来的最高值。但随后日经 225 指数出现回落，2018 年 3 月均值进一步回落至 21396 点。

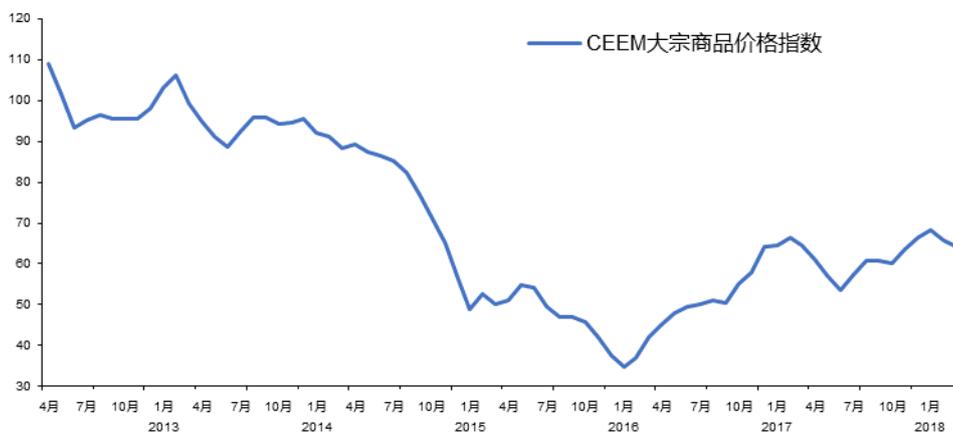
**金砖国家经济形势继续向好。**俄罗斯和巴西经济仍延续缓慢复苏步伐，制造业 PMI 均在持续扩张，其他主要经济指标也有好转。印度“废钞”和税收改革的冲击逐步消化，经济增速重返 7% 以上。南非政治局势逐步明朗，商业信心有所恢复，但经济增速依然维持在较低水平。南非新总统西里尔·拉马福萨上任后公布了一系列新政策，提振了国内外投资者信心。

**东盟六国及韩国从外需转向内需。**2018 年开年，主要东盟国家和韩国在去

年第 4 季度高位回调之后保持在较稳定的高点。目前的经济动力已出现外需向内需的转变，体现为出口和制造业景气指数多有下行，私人部门消费投资及公共建设支出增速上行。第 1 季度域内国家币值多数相对于美元走强，经济基本面表现良好及外需稳健是货币走强的原因。

**大宗商品价格先涨后跌。**2018 年 1 季度 CEEM 大宗商品价格<sup>2</sup>环比上涨 4.11%，但涨幅较上季度收窄，且走势先涨后跌。分类来看，1 季度石油均价小幅上涨，相较上季度上涨 4.74%，但因美国页岩油产量回补供给增加，使油价承压，较去年末价格高点已有所回落。1 季度铜、铝价格均剧烈波动，3 月后受中美贸易摩擦影响双双下跌。钢材价格下跌，铁矿石价格前两个月走高，但在上游高库存和贸易摩擦的影响下也于 3 月份开始下跌。玉米价格上涨，小麦价格稳定，大豆价格先涨后跌。库存水平上升和中美贸易摩擦成为 1 季度影响大宗商品走势的主要因素。

图 2 CEEM 大宗商品进口价格指数



**中国出口增速大幅提升。**2018 年 1-2 月，中国出口（美元）同比增长 24.4%，

<sup>2</sup> 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 9.7% 的同比增速提高 14.7 个百分点。中国进口同比增长 21.7%，较上季度大幅提高了 9.2 个百分点。贸易顺差总额为 543 亿美元，同比增幅扩大。服务贸易逆差规模较去年同期也扩大了 105 亿美元。2018 年 1-2 月较 2017 年同期多一个工作日，进行调整后进出口等同比增速会有小幅下降，但仍处于高位。出口增速反弹主要得益于正处于景气高位的外部经济环境。中国对 14 个主要贸易伙伴出口增速普遍提高。对美国出口增长 24.8%，较上季度提高 12.7 个百分点；对欧盟出口增长 23.3%，较上季度提高 10.5 个百分点；对日本出口增长 13.1%，较上季度提高 3 个百分点；对韩国出口同比增长 10.2%，较上季度提高 6.3 个百分点；对中国香港和中国台湾出口同比分别增长 15% 和 21%。此外，在发展中经济体中，对东盟出口同比增长 25.5%，较上季度提高 12.7 个百分点；对巴西、印度和俄罗斯三国出口同比增长均超过 30%。

## 二、全球金融市场运行平稳，跨境资本流动趋稳

2018 年一季度，全球金融市场开始进入动荡阶段，结束 2017 年多年来罕见的低波动。受美股处于历史高位的市场心理压力、中美贸易战、Facebook 等科技股事件的多重因素影响，反映预期市场波动性的 VIX 指数在一季度出现了两次大幅波动，一度达到两年半未见的高点。2017 年 TED 利差不断缩减，一度仅为 15 个基点，从去年末以来开始扬升，目前已接近 60 个基点。

表 1 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	90.14	93.67	-3.77	标普 500	2733.33	2605.21	4.92
欧元	1.23	1.18	4.33	德国 DAX	12634.95	13078.52	-3.39
日元	108.31	112.88	4.05	日经 225	22332.82	22174.53	0.71
人民币	6.36	6.61	3.85	上证综指	3325.38	3353.11	-0.83
雷亚尔	3.24	3.25	0.10	巴西 IBOVESPA	83435.47	74435.23	12.09
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	1.51	1.26	25.27	美国	2.76	2.37	38.71

欧元	-0.42	-0.42	-0.44	欧元	0.67	0.45	22.35
日本	-0.04	-0.02	-1.51	日本	0.06	0.05	0.99
中国	2.85	2.86	-0.60	中国	3.87	3.86	0.66
印度	5.90	5.86	4.05	巴西	9.75	10.09	-34.40

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。

**外汇市场上美元指数重续 2017 年初以来的跌势。**美元指数从 2017 年初的 102.38 跌至一季度末的 89.98，累计贬值幅度已达 12%。欧元相比上季度有 4.3 个百分点的升值。日元今年以来升值速度在发达经济体中最为突出，从季初开始持续升值，到季末最大升值幅度约 8 个百分点。新兴经济体中，人民币升值速度相比其历史也非常醒目，中间价从季初的 6.508 一路升值至季末的 6.288，相比去年四季度平均升值幅度达 3.85%。按照这一指标，这是人民币汇改以来升值最快的一个季度。俄罗斯卢布、巴西雷亚尔、印度卢比、土耳其里拉、韩元等货币的季内走势则表现为趋势性稍弱，波动性更为明显。

**全球股票市场波幅剧烈放大。**以美国标普 500 指数为例，季内最大波幅达到 11.3 个百分点。这次调整前，美国股市仅在 2015 年末到 2016 年初出现幅度超过 10% 的调整。法国、德国、日本等发达经济体股市亦均在一季度掉头向下，季内最大向下波幅分别为 9.39%、15.04%、17.01%。新兴经济体大体亦出现大幅回调，如上证综指回调幅度达 14%，印度孟买 SENSEX30 回调幅度为 11.3%，韩国综指最大回调幅度为 9.92%。巴西、俄罗斯回调力度稍弱，但势头也很明显。

**货币市场上主要发达经济体和新兴经济体银行间市场流动性充裕，并未出现异常波动。**虽然金融环境开始出现动荡势头，但美联储认为这一情况不会严重压制经济前景、就业和通胀。对于市场高度关注的通胀问题，美联储新任主席鲍威尔表示，在稳固的经济增长和强劲的劳动力市场背景下，美国通货膨胀率一直处于低位，并保持着稳定状态，但预计通货膨胀率将在今年上升。由于鲍威尔的表态偏鹰派，市场普遍预期 2018 年美联储将加息 3 到 4 次。主要经济体中，目前仅英国、加拿大、墨西哥等国家开始跟随美联储加息，巴西、俄罗斯仍在延续降息周期，二者在一季度分别降息 25 个基点，其他主要经济体货币

政策仍审慎的基本维持了现有宽松度。

**长期国债收益率走势分化。**美国 10 年期国债收益率在大涨 50 基点达到 2.90% 后开始略微回调，季末仍处于 2.74% 的水平。欧元区、日本国债收益率也呈现先升后降的态势，不过与美国不同，季末二者长期国债收益率基本回落至季初水平。虽然自 2018 年 1 月起，欧洲央行每月资产购买规模减半至 300 亿欧元，市场也预计欧央行量化宽松计划将于明年划下句点，但当前国债市场仍处于量宽政策的影响之下，未体现这一调整预期。日本央行则还不急于退出量宽。新兴经济体的长期国债收益率走势各异，开放程度较高的印度和韩国国债收益率也是先升后降，受国别因素主导，中国与巴西国债收益率总体下行，土耳其则出现 122 个基点的上涨。

**跨境资本流动基本稳定，美元下跌带动人民币升值。**2017 年 12 月至 2018 年 2 月，银行代客涉外收入与支出总额为 1.69 万亿美元，同比增长 20%。其中，银行代客涉外收入为 8500 亿美元，同比上升 24%，银行代客涉外支出为 7800 亿美元，同比上升 18%，涉外收付款顺差为 180 亿美元。银行结售汇差额逆差为 31 亿美元，跨境资本外流规模基本稳定。2018 年 1 月，收盘价对中间价已经没有贬值压力，央行宣布暂时中止逆周期因子。此后，叠加美元指数暴跌，人民币汇率开始骤然上涨。短短一个月涨幅超过 3%，带动 CFETS 指数上涨 1.7%。

### 三、 展望与对策

未来的几个季度全球经济仍有望保持较高的经济增长势头，但增长势头会逐渐下降。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，而是较低的利率环境刺激消费和投资支出。随着美联储货币政策收紧，全球范围的长期利率和全球资本市场面临调整压力，势必会对未来的投资和消费开支带来不利影响。全球金融市场对经济走势和政策变化预期更加敏感，也面临更大的调整压力。一季度全球资本市场的剧烈动荡可能只是个开始，未来还将面临进一步的调整。美国在贸易领域层出不穷的新要求为接下来的全球经济走势带来了新的严峻挑战。

当前尚好的外部经济环境给中国留下改革的时间窗口。中美贸易冲突对中

美双方都是巨大挑战，也是巨大的机遇。对于中国，进一步的对外开放政策、提高对知识产权和劳动的保护、维护市场公平竞争、减少政府对产业的过度干预有利于未来经济的可持续成长。中国应坚守在多边框架内解决中美贸易冲突问题，坚持 WTO 在全球贸易纠纷协调中的核心地位。得道多助，失道寡助，中国如果能成功应对此次调整，将非常有利于提高中国国际地位和完善中国国际形象。

## 专题报告预览

### 美国：经济温和增长，通胀略有提升

美国制造业 PMI 处于高位，消费者信心创 2004 年来新高，企业和家庭部门的预期较为乐观。近期消费数据出现回调，通货膨胀的微幅上升伴随着加息预期的增强，2018 年 1 季度美国 GDP 增速将有所回落，但幅度有限，2-3 季度 GDP 增速仍将保持 2.5% 左右。年初以来美国股票价格指数下挫，其影响值得关注；中美贸易战对美国实体经济的影响程度仍不甚明确。

### 欧洲经济：增长势头减弱，贸易风险上升

2018 年一季度欧元区经济增长总体表现平稳，但出现了扩张势头减弱的苗头。综合 PMI 指数从高位回落，降至 14 个月以来最低水平，消费者和企业投资的信心指数均有所下滑，居民消费支出放缓，贸易盈余依旧不及预期。不过欧元区企业固定资产投资还在稳步上升，失业率刷新 9 年最低，为经济增长的持续奠定了基础。通胀表现疲软，屡屡不及预期，核心通胀始终维持在 1% 左右，使得欧央行货币正常化进程再度放缓。由美国关税政策引发的美欧贸易争端风险增大，欧盟内部在对美贸易反制问题上也存在分歧，为欧元区下一阶段的经济增长埋下隐患。在贸易战不全面升级的情况下，预计欧元区二季度 GDP 同比增长稳中有降，约 2.2% 左右，通胀则继续徘徊在 1.1% 的水平。

### 日本经济：外需和私人消费支持缓慢复苏

2018 年第 1 季度，日本经济增长较上季度有所放缓，但仍在复苏轨道上，预计实际季度 GDP 增长折年率为 1.2%。外需和私人消费是支撑第 1 季度增长的主要因素，私人投资因房地产投资下滑拖累了经济增长。第 1 季度日本制造业 PMI 继续上行，由上季度的 53.5 提升至 54，但服务业 PMI 有所回落，由上季度的 51.9 下降至 51.5。两者都在荣枯线上方，意味着日本经济景气仍在扩张区间。但工业生产指数出现明显反转势头，自 2016 年第 2 季度以来的整体上升趋势或被打断。2018 年第 1 季度经季节性调整后日本失业率继续呈下降趋势，1-2 月均值为 2.5%。季调就业人数环比大幅上升，1 月和 2 月就业人数连续创下历史最好水平，分别为 6595 万人和 6646 万人。日本股市价格在 1 月创下上世纪 80 年代

末 90 年代初泡沫破灭以来最高值，但近期有所回落。CPI 同比增长率有所上升，但离通胀目标还有较大差距。日元汇率出现升值势头。中日经贸关系继续改善。

## 新兴市场国家：经济形势继续向好

2018 年 1 季度金砖国家经济形势继续向好。俄罗斯和巴西经济仍延续缓慢复苏步伐，预计 2018 年仍将维持低速增长态势。印度“废钞”和税收改革的冲击逐步消化，经济增速重返 7% 以上。南非政治局势逐步明朗，商业信心有所恢复，但经济增速依然维持在较低水平。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，部分国家货币政策依然宽松，为内需增长提供动力。但各经济体依然面临不同的挑战。

## 中国经济：关注去产能的影响

去产能已经取得重大进展，在此背景下，十九大报告和 2018 年 3 月的政府工作报告都再次强调，要进一步深化供给侧结构性改革。这就需要对“去产能”的政策及其影响进行评估，以有助于供给侧结构性改革的进一步顺利推进。去产能确实取得了重大进展，不过在相当程度上这是行业间利益再分配的结果，并以抬高其他行业成本为代价，挤压了其他行业的利润空间和投资需求。这不但可能对资源配置产生扭曲影响，而且一旦外需扩张中断或出现逆转，则去产能的可持续性将面临问题。从中长期角度来看，利益在不同行业间的再分配，不但削弱了整体工业投资，也可能对潜在产出增速产生冲击，需要对去产能政策进行完善。

## 东盟与韩国经济：内外动力转换，经济相对稳健

2018 年第 1 季度东盟六国加权平均经济增速预计为 5.2%，比 2017 年第 4 季度低 0.1 个百分点。韩国 2018 年第 1 季度的经济增速预计为 3.0%，比 2017 年第 4 季度高 0.2 个百分点。2018 年开年，主要东盟国家和韩国在去年第 4 季度高位回调之后保持在较稳定的高点。不过目前的经济动力已出现外需向内需的转变，体现为出口和制造业景气指数多有下行，私人部门消费投资及公共建设支出增速上行。考虑到中美贸易摩擦升级以及欧元区、中国经济放缓的可能性上升，预计东盟六国和韩国在 2018 年难再现 2017 年下半年的景气增长。

2018 年第 1 季度，东盟六国和韩国通货膨胀总体走弱，通胀变动的主要因素包括食品价格、工资调整、产能变动和经济增长。第 1 季度域内国家币值多数相对于美元走强，经济基本面表现良好及外需稳健是货币走强的原因。

2018 年第 1 季度，东盟国家和韩国对华出口仍维持在高位，反映出中国仍在这些国家的外需增长动力中扮演重要角色。因内需向好，东盟国家和韩国从中国的进口进一步提升。

### 金融市场专题：全球金融市场波动放大，人民币汇率强劲升值

2018 年一季度，全球金融市场开始进入动荡阶段，结束 2017 年多年来罕见的低波动。金融市场波动性主要反映在股市波动性和外汇市场波动性的显著回升上。外汇市场上，美元指数重续 2017 年初以来的跌势，主要发达经济体相对美元均呈不同程度升值态势，新兴经济体货币中人民币经历汇改以来升值最快的一个季度，其它货币则表现出更多的反复波动。股市方面，无论是发达经济体还是新兴经济体，都体现较强的共同趋势，在一季度内出现明显的波动向下特征。货币市场上，1 季度美联储于 3 月 21 日继续加息 25 个基点，基本符合市场预期，随之带动美元 Libor 利率上涨 28 个基点。主要发达经济体和新兴经济体银行间市场流动性充裕，并未出现异常波动。受不同的国内货币政策走向影响，发达经济体与新兴经济体长期国债收益率走势分化。

在此背景下，我国跨境资金流动总量同比增速上升。2017 年 12 月-2018 年 2 月，涉外收付款顺差 180 亿美元，银行结售汇差额逆差 31 亿美元。2018 年 1 月，人民币汇率收盘价对中间价已经没有贬值压力，央行宣布暂时中止逆周期因子。此后，叠加美元指数暴跌，人民币汇率开始骤然上涨。外汇市场市场主体结售汇意愿相对稳定，人民币对美元交易量略有反弹。人民币跨境净流出从 240 亿美元降至 44 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

2018 年 1 季度大宗商品价格环比小幅上涨，涨幅相较于上季度收窄，且各商品基本都呈现先涨后跌的走势。影响商品走势的主要因素在于供给端增长带来的库存上升和中美贸易摩擦风险。其中美国页岩油增产使油价承压，抵消 OPEC 减产的影响；铜铝价格波动明显，钢材、铁矿石和大豆价格在 3 月后受中美贸易摩擦影响显著下跌。

### 外贸专题：进出口增速均大幅提升

2018 年 1-2 月，中国出口（美元）同比增长 24.4%，较上季度 9.7% 的同比增速提高 14.7 个百分点。开年出口同比增速大幅提升，来自于外需和出口市场份额增速的共同作用。1-2 月，中国进口同比增长 21.7%，较上季度大幅

提高了 9.2 个百分点。货物贸易顺差总额为 543 亿美元，同比增幅扩大。服务贸易逆差规模较去年同期也扩大了 105 亿美元。预计下季度出口有望继续保持较高增速，但同比增速较 1 季度可能下降。

### 中国投资是否回暖：仍待观察

统计局 3 月 14 日发布数据显示，2018 年 1 至 2 月份，固定资产投资同比增长 7.9%，增速比 2017 年全年提高 0.7 个百分点。有媒体报道，这一增速大超市场预期。然而，固定资产投资增速真的超预期、真的回暖了吗？我们认为，目前的超预期只是统计数据错位造成的，并不是实际情况，投资是否超预期这一现象仍然尚待观察。