

# 全球宏观经济季度报告

专题：美国 欧洲 日本 东盟与韩国 金砖国家 中国

金融市场 大宗商品 外贸

撰稿人 张 斌 肖立晟 杨子荣

陆 婷 周学智 徐奇渊

杨盼盼 倪淑慧 吴立元

常殊昱 栾 稀 陈 博

陈逸豪 崔晓敏 熊婉婷

中国社会科学院世界经济与政治研究所 中国社会科学院国家全球战略智库

全球宏观经济研究室

《全球宏观经济季度报告》由中国社会科学院世界经济与政治研究所、中国社会科学院国家全球战略智库全球宏观经济研究室为您提供。

中国社会科学院世界经济与政治研究所 中国社会科学院国家全球战略智库  
全球宏观经济研究组

顾问	张宇燕			
首席专家	张 斌		姚枝仲	
团队成员	肖立晟	国际金融	曹永福	美国经济
	杨子荣	美国经济	陆 婷	欧洲经济
	冯维江	日本经济	周学智	日本经济
	熊爱宗	金砖国家	吴立元	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	栾 稀	国际金融
	李远芳	国际金融	陈 博	大宗商品
	顾 弦	大宗商品	云 璐	大宗商品
	陈逸豪	大宗商品	吴海英	对外贸易
	崔晓敏	对外贸易	熊婉婷	宏观经济
	夏广涛	外汇储备	王思琪	科研助理

联系人：王思琪      邮箱：[iwepceem@163.com](mailto:iwepceem@163.com)      电话：(86)10-85195775

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与政治研究所、中国社会科学院国家全球战略智库全球宏观经济研究组所有，未经本研究组许可，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，本研究组保留法律追责权。

## 目录

**美国：经济强劲增长 ..... 1**

2023 年 3 季度，美国经济强劲增长，预计 GDP 增速显著高于 2 季度。从增长动能来看，消费依然是美国经济增长的最主要动能；私人投资对经济增长的拉动作用也显著增强；净出口、政府消费和投资继续正向拉动经济增长。美联储在 9 月议息会议暂停加息，但延迟了降息时点的预期，年内再次加息一次的可能性依然存在。展望未来，美国经济短期内依然具有韧性，但在高利率政策的时滞效应与累计效应叠加发挥作用下，美国经济下行压力与潜在风险值得重点关注。

**欧洲：经济停滞风险上升 ..... 10**

2023 年第 3 季度，欧元区综合 PMI 持续低于荣枯线，制造业深陷于萎缩泥潭之中，服务业 PMI 也结束了连续两个季度的扩张转入收缩区间。受经济前景黯淡、内外部需求不足的影响，区内消费者和投资者信心小幅恶化，居民消费和企业投资始终在低位徘徊，短期内难以为欧元区经济复苏提供有力支撑。全球贸易活动疲弱也阻碍了欧元区贸易的恢复，贸易账户顺差再度收窄。不过，在能源价格下行和欧洲央行连续加息的共同作用下，欧元区通胀压力显著改善，尤其是核心通胀，回落幅度超出预期，达到近两年最低水平，增加了欧洲央行 10 月暂停加息的可能性。就目前状况来看，即便冬季没有出现极端的严寒天气，欧元区第 4 季度经济也很有可能陷入停滞。

**日本：恢复力度边际衰减 ..... 17**

进入第三季度，日本国内经济继续恢复，但相比于第二季度，恢复的力度有所减弱。从采购经理人指数看，7 月到 9 月的制造业 PMI 指数分别为 49.6、49.6 和 48.5，重心低于第二季度。服务业 PMI 依然保持在高于荣枯线的水平，但也显示出乏力的苗头。日本国内的消费需求继续疲软，名义收入增速不及通胀水平，实际收入下降令日本民众消费意愿显著降低。日本贸易账户在第二季度出现顺差，是日本 GDP 数据在第二季度表现较好的重要因素。但随着第三季度日本贸易账户再度转为逆差，预计将显著拖累日本 GDP 数据。日本央行在 7 月对货币政策进行了调整，日本 10 年期国债收益率突破 0.5% 的上限。预计未来日本央行仍可能对货币政策进行微调。

**东盟韩国：前沿经济体景气程度回升 ..... 26**

2023 年第 3 季度，东盟整体制造业 PMI 在荣枯线之上，区内前沿经济体景气回升，韩国制造业 PMI 也开始回升。区内以内需为主的经济体中，印尼经济景气程度很高，菲律宾景气程度下行；东盟整体制造业 PMI 在 9 月份跌至荣枯线以下主要由泰国和马来西亚引致，特别是泰国 PMI 冲高回落的态势明显。区内通胀在本季度总体回落，但是食品价格对区内通胀的影响上升；区内货币本季对美元总体贬值，但幅度不一；东盟股票市场逆势上扬，但韩国股市

仍面临下行压力。展望第4季度，外需因素对东盟和韩国的支持有望增强，预计区域经济总体向好，但仍面临外需复苏不及预期、通胀进一步上行的风险。

## 金砖国家：经济增长动能有所增强，货币政策分化 ..... 32

二季度，金砖四国经济增长动能总体有所增强，印度经济继续稳健增长，巴西经济恢复速度略有提升，南非电力危机缓解，俄罗斯经济重回正增长。对外贸易方面，金砖国家贸易增速均显著下滑。中国与金砖国家之间的贸易增速显著下降，但占中国对外贸易总额比重再创历史新高。通胀方面，金砖国家通胀有所分化，俄罗斯通胀上升，预期通胀压力较大，印度与巴西通胀小幅上升，南非通胀缓慢下降。货币政策与金融市场方面，金砖国家货币政策显著分化，印度与南非央行均按兵不动，巴西央行小幅降息，俄罗斯央行大幅加息。金砖四国资本市场总体稳定，卢布继续显著贬值。

## 全球金融市场：市场平稳、股市回调 ..... 38

2023年3季度，全球金融市场整体表现平稳，风险资产价格出现回调。美联储加息25bp，欧央行加息50bp。除美国等少数主要经济体以外，欧洲、中国等其他主要经济体在三季度经济增长动能均偏弱。美元继续升值，其他主要经济体货币普遍贬值。在加息和经济疲软的影响下，全球股市普遍回调下跌。美债、欧债收益率受加息影响继续上升、价格继续下跌。人民银行降息降准，在货币宽松下，中国国债收益率在9月份反而不降反升，或因景气指数等前瞻指标出现边际小幅回暖迹象。黄金价格继续下跌、环比下跌2.2%。大宗商品价格回暖，原油价格、铜价、大宗商品价格综合指数均有所上涨。关注发达经济体持续货币紧缩对金融市场的影响。

## 大宗商品市场：供需改善，价格强劲反弹 ..... 49

2023年3季度大宗商品价格显著反弹，CEEM大宗商品价格指数环比上涨8.0%。石油需求端悲观预期好转，供给端沙特和俄罗斯延续减产措施，为油价托底，推动油价上涨14.6%，但进入10月后在数日内大幅下挫。3季度金属价格分化：铜受美、欧、中经济复苏预期差异的影响大幅波动；铝因中国政策预期向好而在季末上涨，政策预期也推动铁矿石价格上涨。3季度国际农产品价格短暂上涨后全面下跌。国内农产品普涨，但具体走势分化，气候因素对价格支撑较强。

## 外贸专题：进、出口降幅扩大 ..... 62

2023年3季度，中国进、出口增速持续回落。其中，出口（美元）同比下降10.1%，降幅较上季度扩大5.3个百分点；进口同比下降8.8%，降幅较上季度扩大2.1个百分点；货物贸易顺差总额为2256亿美元，同比下降351亿美元。7-8月，服务贸易逆差为421亿美元，同比提高249亿美元，3季度经常账户顺差占GDP比重预估在1.5%左右。价格因素和需求放缓是拖累出口增长的主要原因。预计2023年中国出口将呈现小幅负增长，受基期效应影响年底出口同比有望回正，但2024年贸易能否持续恢复并摆脱低迷态势仍存在较大不确定性。



## 图表目录

图表 1 美国制造业和非制造业 PMI (ISM)	1
图表 2 美国个人收入与消费支出	2
图表 3 美国新屋开工和企业库存周期	4
图表 4 美国对外贸易	4
图表 5 美国劳动力市场	5
图表 6 美国通货膨胀	6
图表 7 美国经济运行状况：高频数据	9
图表 8 PMI 持续低于荣枯线	11
图表 9 核心通胀回落幅度超出预期	12
图表 10 失业率创历史新低	13
图表 11 消费者信心小幅恶化	14
图表 12 企业投资低迷	14
图表 13 贸易账户顺差收窄	15
图表 14 制造业 PMI、服务业 PMI 和综合 PMI 显露向下苗头	18
图表 15 消费同比增速依然为负，机械订单金额同比增速大幅下降	20
图表 16 2023 年第二季度日本商品贸易逆差有所收敛	21
图表 17 CPI 和 PPI 同比增速回落遇到瓶颈	23
图表 18 股市调整，日元贬值	24
图表 19 10 年期国债利率突破 0.5% 上限	24
图表 20 东盟六国与韩国第 3 季度制造业 PMI	28
图表 21 区内通货膨胀持续回落	29
图表 22 区内货币总体贬值	30
图表 23 区内金融市场整体稳定	30
图表 24 中国与金砖国家贸易情况	36
图表 25 金砖国家数据概览	37
图表 26 全球金融市场主要指标变动	39
图表 27 全球金融市场风险状况图	40
图表 28 主要发达和新兴经济体季度汇率波动幅度（2023 年 3 季度）	41
图表 29 主要发达和新兴经济体季度平均汇率走势一览	41
图表 30 全球主要发达与新兴经济体股市季内波动（2023 年 3 季度）	42
图表 31 全球主要发达与新兴经济体股市季度涨跌幅（2023 年 3 季度）	43
图表 32 全球主要发达与新兴经济体货币市场走势一览	44
图表 33 全球主要发达与新兴经济体长期国债市场走势一览	44
图表 34 银行代客收付款分项结构	46
图表 35 3 季度 CEEM 大宗商品指数显著反弹	50
图表 36 3 季度除煤炭以外主要商品反弹	50
图表 37 3 季度全球油价强劲反弹，但 10 月初剧烈波动	51
图表 38 OPEC 通过减产为价格托底	51
图表 39 中国原油总进口增速走高	53
图表 40 美国原油净进口仍在低位，但有小幅反弹	53
图表 41 欧美炼油厂开工率提升	53
图表 42 美国商业原油库存仍在缩减	53

图表 43 LME 铜铝价格震荡，出现分化 .....	53
图表 44 全球铜库存仍处相对低位 .....	53
图表 45 国际铁矿石价格下跌反弹后震荡 .....	54
图表 46 国内农产品现货普涨，走势分化 .....	58
图表 47 CBOT 农产品价格普跌 .....	58
图表 48 预估 3 季度全球贸易同比增速将继续回落 .....	63
图表 49 中国出口增速的地区和产品分布 .....	64
图表 50 预估 3 季度外需仍然低迷 .....	65
图表 51 预估 3 季度中国出口产品市场份额环比回升、同比回落 .....	66
图表 52 中国进口增速的贸易方式和产品分布 .....	68
图表 53 中国货物贸易顺差及服务贸易逆差 .....	69
图表 54 全球及主要经济体制造业 PMI .....	70
图表 55 中国外贸数据概览 .....	71

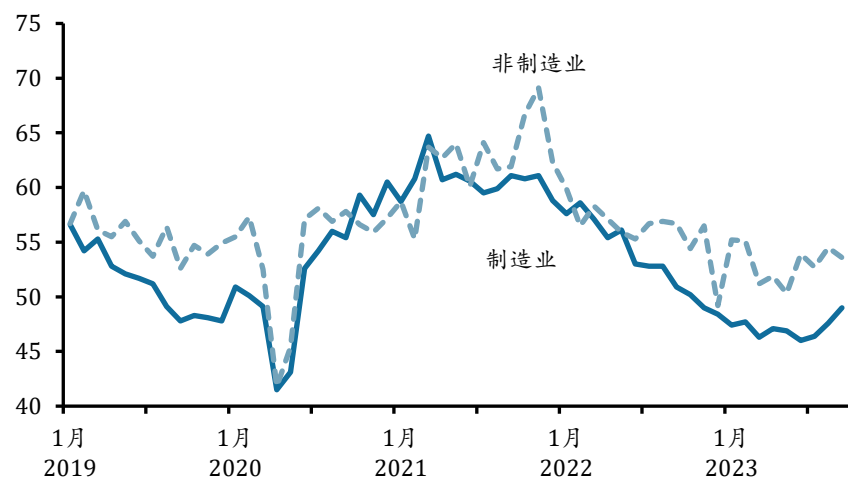
美国：经济强劲增长

2023 年 3 季度，美国经济强劲增长，预计 GDP 增速显著高于 2 季度。从增长动能来看，消费依然是美国经济增长的最主要动能；私人投资对经济增长的拉动作用也显著增强；净出口、政府消费和投资继续正向拉动经济增长。美联储在 9 月议息会议暂停加息，但延迟了降息时点的预期，年内再次加息一次的可能性依然存在。展望未来，美国经济短期内依然具有韧性，但在高利率政策的时滞效应与累计效应叠加发挥作用下，美国经济下行压力与潜在风险值得重点关注。

一、经济运行形势

**3 季度美国经济加速增长。** 制造业 PMI 出现拐点希望，非制造业 PMI 继续扩张。7-9 月美国制造业 ISM 编撰的 PMI 分别为 46.4、47.6 和 49，连续 10 个月处于 50 荣枯线以下，且高于 2 季度的均值 46.7；非制造业 PMI 分别为 52.7、54.5 和 53.6，连续 8 个月处于 50 荣枯线之上，且高于 2 季度的均值 52.0。美国 9 月制造业 PMI 虽然仍位于萎缩区间，但收缩程度为今年以来最低。其中，新订单指数为 49.2，创下一年多新高。美国制造业最糟糕的时期可能已经过去，出现拐点希望。与此同时，服务业维持扩张。

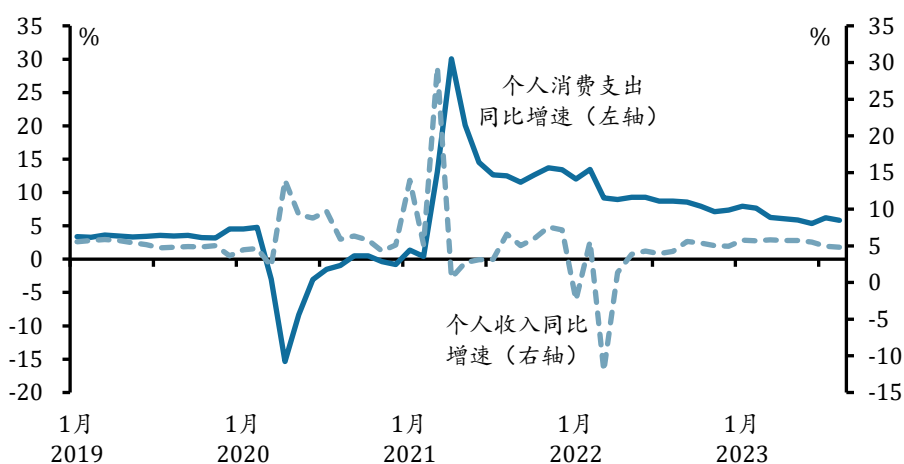
图表 1 美国制造业和非制造业 PMI（ISM）



**个人收入与支出增速稳中趋降。** 7 月至 8 月美国个人收入同比增速分别为 5.0% 和 4.8%，美国个人消费支出同比增速分别为 6.2% 和

5.9%，个人收入与消费支出的增速表现出三大特征：增速趋平，具有粘性；稳中趋降，略有放缓；高于疫情前水平。整体来看，个人收入与支出对高通胀形成了有力的支撑。美国汽车经销商协会数据显示，2023 年 7 月和 8 月美国轻型汽车销量折年数分别为 1574 万和 1504 万辆，同比增速分别为 18.3%和 13.7%。当前，美国汽车库存仍然处于极低水平，沃德估算 2023 年 7 月美国汽车库存仅为 15.1 万辆，远低于 2019 年的月度均值 69.6 万辆。美国零售销售额在 7 月至 8 月分别环比增长 0.5%和 0.6%，高于 2 季度的均值 0.4%。

图表 2 美国个人收入与消费支出



数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

**房地产开工回落，企业继续去库存。**疫情以来，低利率、财政纾困政策对于居民收入的补贴、以及疫情引发的居家办公需求是推动美国房地产投资和开工持续增长的主要原因。伴随着利率回升和房价上涨，2022 年美国房地产市场遭遇向下调整，但在 2023 年有所企稳。当前，美国房地产市场表现出两大典型特征：二手房市场库存极其有限，买家被迫转向新房市场；飙升的住房按揭贷款利率和新房库存不足对新房市场产生相反作用。

成屋市场占美国楼市的比重约为九成，2022 年以来，由于住房抵押贷款利率飙升，成屋供给严重萎缩，成屋销售快速下滑。2023 年 8 月，成屋销售的折年数为 404 万套，远低于 2022 年 1 月的 634 万套；



成屋库存为 110 万套，较 2023 年初有所回升，但仍显著低于疫情前水平。

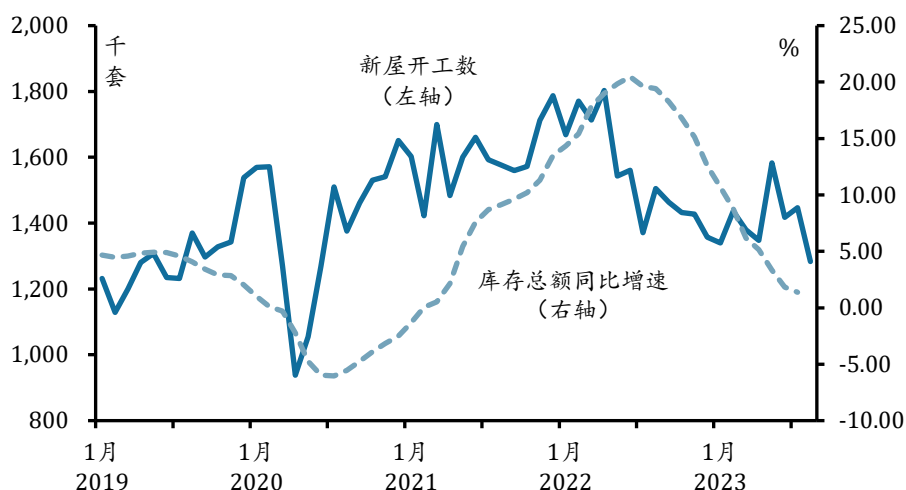
2023 年 7 月至 8 月，美国新建住房销售折年数分别为 73.9 万和 67.5 万套，环比变化分别为 8.0% 和 -8.7%。飙升的住房按揭贷款利率和高昂的房价抑制了部分购房需求，但房地产库存严重不足对房价造成上行压力。

2023 年 7 月至 8 月，美国新建住房销售的中位价分别为 43.7 万和 43.0 万美元，环比变化分别为 4.8% 和 -1.4%。8 月新建住房销售价格的下降，主要有两大原因：一是，高利率迫使部分购买者从单户住宅转向多户住宅。8 月美国 30 年期的住房抵押贷款利率上升至 7.1%，明显高于 7 月的 6.8%，且 9 月仍在继续上涨。二是，伴随着按揭贷款利率的飙升，房屋建筑商们采取多种措施刺激销售，包括降低房屋售价，以期部分抵消买家的压力。2023 年上半年，在住房按揭贷款利率回调时，房屋建筑商一度放慢了相关激励措施，但最近又再次加大力度刺激，以促进销售。

2023 年 8 月，美国新开工的私人住宅折年数为 128.3 万套，环比下降 11.3%。8 月新屋开工数量的下降，一定程度上与加州飓风带来的影响有关。不过，8 月已获得批准的新建私人住宅折年数为 154.1 万套，环比上升 6.8%。值得注意的是，根据美国全国住宅建筑商协会（NAHB）的月度调查，9 月份的建筑商信心七个月来首次跌至负值。整体来看，美国房地产市场有所企稳，但仍在反复筑底过程中。

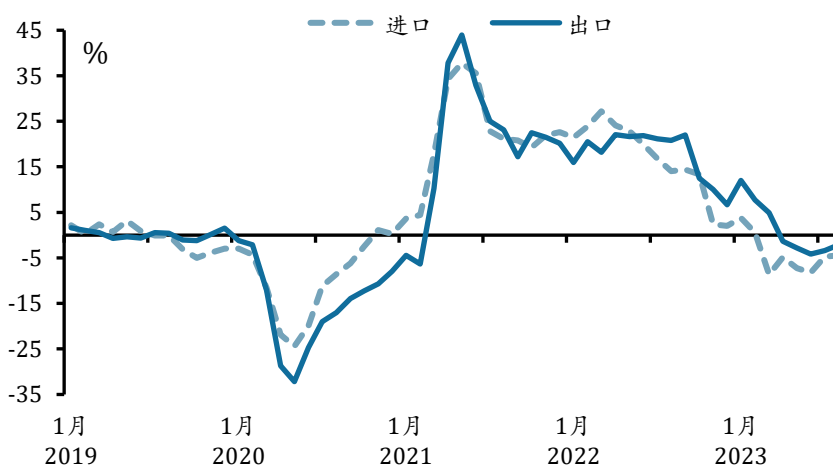
从历史经验来看，美国库存周期中的加库存阶段平均持续时间为 10-15 个月。受疫情对供给端影响，叠加需求旺盛，本轮库存周期从 2020 年四季度开始，已超过 20 个月。2022 年 7 月美国企业库存同比增速达到峰值 18.5%，此后开始下降，步入去库存周期。2023 年 7 月，美国库存总额同比增速已降至 1.4%。从美国 PMI 的新订单指数来看，该指数仍处于萎缩区间但反弹至荣枯线附近，暗示美国企业去库存周期或将接近尾声。

图表 3 美国新屋开工和企业库存周期



贸易逆差趋于收窄。2023 年 7 月美国出口同比增速进一步下滑至 -3.4%，进口同比增速收窄至 -4.7%，贸易逆差收窄至 647 亿美元，低于 2 季度的均值 678 亿美元。8 月，美国出口同比增速进一步下滑至 -2.1%，进口同比增速收窄至 -4.4%，贸易逆差收窄至 583 亿美元。从趋势看，美国出口与进口增速或已处于筑底区间。

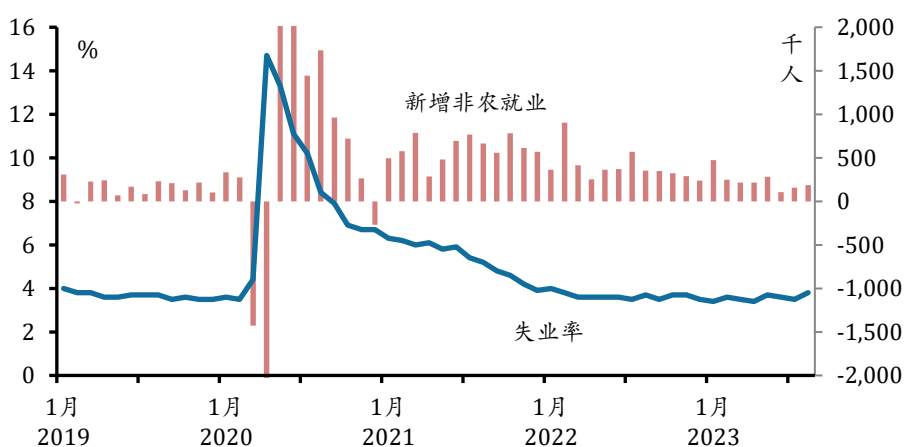
图表 4 美国对外贸易



失业率维持在低位，劳动力市场依然紧张。2023 年 9 月，美国失业率环比持平在 3.8%，劳动参与率环比持平在 62.8%。与 7 月相比，美国失业率环比上升了 0.3 个百分点，劳动参与率环比上升了 0.2 个百分点，这表明美国失业率上升并非源自美国劳动力市场需求疲软，主要是劳动供给增加所致，这有利于缓解美国劳动力市场的紧张程度。

9 月，美国非农部门新增就业 33.6 万人，远超预期值和过去一年均值；同时，美国劳工部将 7 月和 8 月的非农部门新增就业分别上调至 23.6 万和 22.7 万人。9 月，美国私人非农企业的平均时薪环比上涨 0.2%，同比上涨 4.2%。8 月，美国职位空缺率反弹至 5.8%，显著高于疫情前水平。整体来看，美国劳动力市场依然十分紧张。不过，9 月非农数据意外强劲，可能没有数据显示的那么乐观。一是，强劲的非农就业人口增加是由于暑假结束后教育工作者回归相关。二是，美国汽车工人罢工对就业人数没有影响，因为罢工开始于政府为 9 月份就业报告对企业进行调查的期末。近期，美国汽车工人和医疗工作人员的罢工，对美国劳动力市场的直接与间接影响，在未来数月中体现的可能更加明显。

图表 5 美国劳动力市场

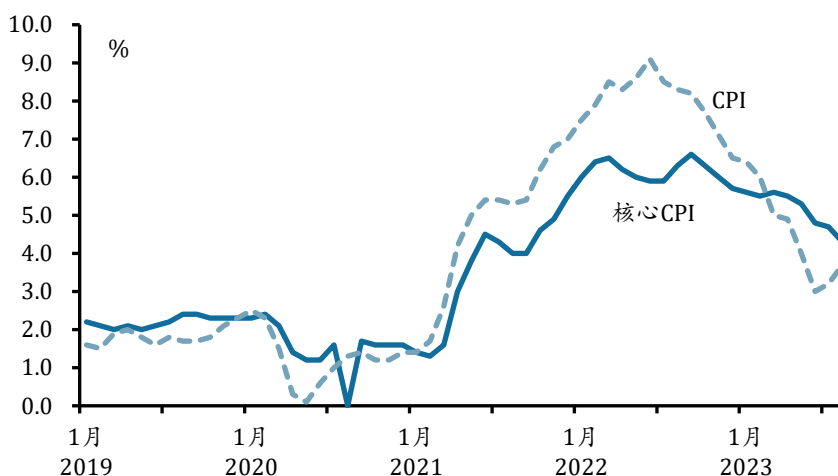


数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

**整体通胀反弹，核心通胀继续下降。**2023 年 7 月至 8 月，美国 CPI 同比增速分别反弹至 3.2% 和 3.7%，环比增速分别为 0.2% 和 0.4%。美国整体 CPI 反弹，主要源于能源价格上涨。7 月至 8 月，美国 CPI 中的能源项环比增速分别 0.3% 和 3.3%。与此同时，7 月至 8 月，美国核心 CPI 同比增速分别下降至 4.7% 和 4.3%，环比增速皆为 0.2%。鲍威尔在 8 月底的全球央行年会上表示，供给改善和货币政策收紧引发需求放缓正从两个方面降低通胀，但通胀降至目标水平还有很长一段路要走。鲍威尔再次将核心通胀（核心 PCE）分为三个部

分，即商品通胀、住房通胀和非住房服务通胀。由于供需错位的缓解和货币政策收紧的影响，核心商品通胀已大幅下降；尽管相对滞后，但近期住房通胀也开始下降；由于受供应链改善和利率的影响较小，主要受劳动力市场的支撑，非住房服务通胀回落缓慢。美联储在 9 月议息会议上预测，2023 年至 2024 年核心 PCE 分别下降至 3.7% 和 2.6%。

图表 6 美国通货膨胀



### 金融市场风险值得警惕。

**美债收益率曲线继续倒挂。**2022 年 7 月以来，10 年期和 2 年期美债收益率开始持续倒挂；10 月以来，10 年期和 3 个月期美债收益率开始持续倒挂。美债收益率曲线不仅长期倒挂，而且倒挂程度创下近四十年来最大值。与过去经验不同的是，美债收益率曲线倒挂至今已逾一年，但美国经济并未出现衰退。这可能有两个原因：一是虽然美债收益率曲线倒挂是美国经济衰退的前瞻性指标，但两者之间并非必然关系，且存在不确定的时滞。二是本轮美债收益率曲线倒挂主要源于短端利率上行速度超过长端利率，长端利率仍然处于上行过程中，并未出现对未来经济衰退前景的预期和定价。尤其是 2023 年 3 季度，美国长端利率上行了 78 个基点，这主要与美国经济增长强劲和国债供给大幅增加有关。当然，如果美债收益率曲线长期深度倒挂，意味着美国的银行和非银行金融机构面临着短端成本高于长端投资收益的困境，这可能加剧金融机构风险和信贷条件紧缩。

**美元指数反弹。**2023 年 3 季度，美元指数反弹了 2.7%。一般来说，美元指数的走势主要取决于美国与主要发达经济体之间的货币政策和经济基本面的相对变化。3 季度，美国与欧元区的利差仍在收窄，因此，美联储紧缩性货币政策不是美元指数反弹的主要原因。美元指数反弹实际上更多源于美国核心通胀的粘性导致美联储可能年内再次加息一次和在更长时间内维持紧缩性货币政策、以及经济增长维持强劲。

**美股回调。**2023 年上半年，美股超预期反弹。3 季度，美股明显回调，标准普尔 500 指数下跌 3.6%，纳斯达克综合指数下跌 4.1%。整体来看，美股回调主要源于通胀粘性和劳动力市场维持强劲，使得市场预期美联储将维持紧缩性货币政策更长时间。分项来看，由于长端国债收益率上行和前期上涨幅度较大，3 季度美国纳斯达克市场前五大股票未能维持继续上涨势头，导致纳斯达克综合指数缺乏继续上涨动能。

## 二、宏观政策分析

**美联储仍主要关注通胀风险。**

**美联储在 9 月议息会议再次暂停加息。**美联储 9 月议息会议声明，宣布暂停加息，即维持联邦基金利率在 5.25%-5.5% 目标区间，符合 7 月会议后的市场主流预期。缩表方面，美联储将按照原有计划，即每月被动缩减 600 亿美元国债和 350 亿美元机构债券和 MBS。点阵图显示，委员们对 2023 年末的利率预期中值维持在 5.6%，同时上修 2024、2025 年利率预期 50 个基点，分别至 5.1% 和 3.9%；新增 2026 年利率预测为 2.9%。其中，12 位官员预计今年还会加息一次，7 位官员预计维持不变。此外，大部分官员维持对于长期利率保持在 2.5% 左右的预测，但有 5 位官员认为长期利率等于或高于 3%。

**9 月议息会议关于利率前景释放了三大信号。**一是，关于加息高度，这仍是当前的主要问题。鲍威尔提到当前利率是“限制性”而不是“充分限制性”。美联储内部的共识是维持政策利率，当前的利率



是否已经达到或者未达到“充分限制性”利率，需要等待更多数据，而年内是否仍有一次加息，美联储内部存在明显分歧。二是，关于降息时点与幅度。鲍威尔提到合适的降息时点会在某个时点到来，决策条件可能是不同因素，且存在很大不确定性。但点阵图显示，美联储上修 2024 年和 2025 年利率预期 50 个基点，这意味着美联储认为未来降低幅度不大。三是，关于“中性利率”。鉴于未来两年利率预期都将明显高于长期利率，鲍威尔声称中性利率只是一个抽象概念，不知道具体的水平，但目前的中性利率可能高于长期利率，这主要是因为美国经济表现强劲。

**美联储大幅上调 2023 年经济增长预期。**美联储大幅上调 2023 年实际 GDP 增速 1.1 个百分点至 2.1%，同时上调了 2024 年实际 GDP 增速 0.4 个百分点至 1.5%；下调 2023 年失业率预测 0.3 个百分点至 3.8%，同时下调 2024 年和 2025 年失业率 0.4 个百分点至 4.1%；小幅上调 2023 年 PCE 同比增速预测 0.1 个百分点至 3.3%，小幅下调同期核心 PCE 同比增速 0.2 个百分点至 3.7%。

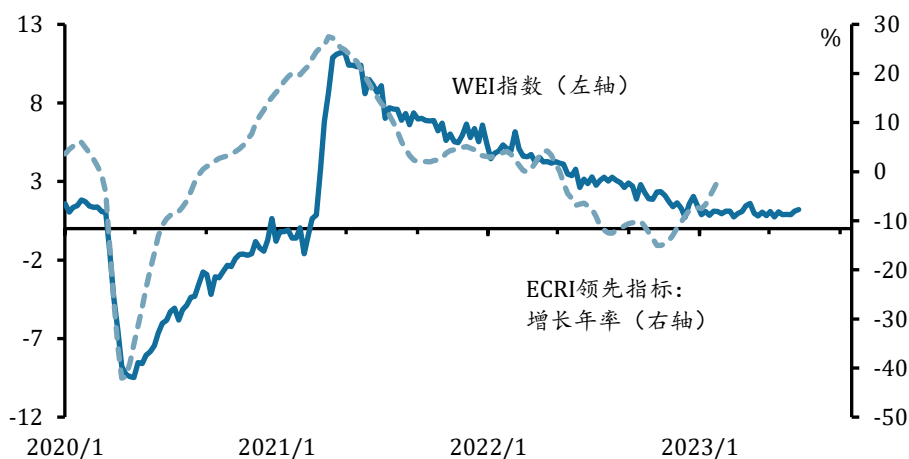
### 三、美国经济形势小结与展望

美国经济表现出较强韧性。

根据美国亚特兰大联储 GDPNow model 在 10 月 5 日的估计，预计美国 3 季度 GDP 环比折年率为 4.9%。其中，消费依然是经济增长的最主要动能，私人投资正向拉动经济增长是 3 季度美国经济增速大幅上行的重要因素，净出口和政府投资也对经济增长形成了正向支撑。美国经济谘商会经济预测 2023 年 3 季度美国 GDP 增速为 3.0%，2023 年全年为 2.1%；纽约联储预测 2023 年 3 季度为 2.1%；费城联邦储备银行调研的专家预测 2023 年 3 季度为 1.9%，全年为 2.1%。展望未来，伴随着美国家庭超额储蓄的耗尽和高利率对企业投资的抑制作用，美国经济增速大概率趋于向长期趋势回归。但短期来看，美国家庭和企业的资产负债表仍然比较健康，产业政策也开始发力，美国经济仍有望维持相对较高的增速。

图表 7 展示了高频数据反映的美国经济运行状况，WEI 指数显示美国经济增速自 2020 年 4 月 25 日当周以来掉头向上，13 周移动平均也在 2020 年 6 月 27 日以后扭转下跌趋势，ECRI 领先指标则更早体现了此趋势。2023 年 2 季度，WEI 延续平稳趋势。值得注意的是，2023 年以来，美国 GDP 增速与 WEI 出现较大差距，这主要与 WEI 中涵盖的税收和产出等指标与美国当前的经济增长动能出现背离，WEI 无法有效拟合当前的美国经济内涵与走势。历史上，ECRI 领先指标能够很好地对 WEI 走势做出指引，由于 ECRI 领先指标数据暂未更新，无法及时对美国经济增长做出前瞻性指引，但 2022 年 4 季度，ECRI 领先指标已掉头向上，指示美国经济具有较强韧性。

图表 7 美国经济运行状况：高频数据



数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

## 欧洲：经济停滞风险上升

2023 年第 3 季度，欧元区综合 PMI 持续低于荣枯线，制造业深陷于萎缩泥潭之中，服务业 PMI 也结束了连续两个季度的扩张转入收缩区间。受经济前景黯淡、内外部需求不足的影响，区内消费者和投资者信心小幅恶化，居民消费和企业投资始终在低位徘徊，短期内难以为欧元区经济复苏提供有力支撑。全球贸易活动疲弱也阻碍了欧元区贸易的恢复，贸易账户顺差再度收窄。不过，在能源价格下行和欧洲央行连续加息的共同作用下，欧元区通胀压力显著改善，尤其是核心通胀，回落幅度超出预期，达到近两年最低水平，增加了欧洲央行 10 月暂停加息的可能性。就目前状况来看，即便冬季没有出现极端的严寒天气，欧元区第 4 季度经济也很有可能陷入停滞。

### 一、经济运行态势

#### PMI 持续低于荣枯线。

**PMI 持续低于荣枯线。**2023 年 7~9 月，欧元区 20 国综合采购经理人指数（PMI）始终保持在荣枯线下方，季度均值为 47.5，较第二季度 52.3 的季度均值进一步下行，表明该地区整体经济活动低迷。

分行业来看，欧元区制造业深陷于萎缩泥潭之中。3 季度欧元区制造业 PMI 延续了前一季度的下滑趋势，均值从上一季度的 44.7 下滑至 43.2，创近两年的季度新低。服务业 PMI 在 8 月触及 47.9 的 28 个月低位后，9 月小幅回升至 48.7。不过，从季度均值来看，该季度服务业 PMI 的均值为 49.2，位于荣枯线下方，结束了连续两个季度的扩张表现。

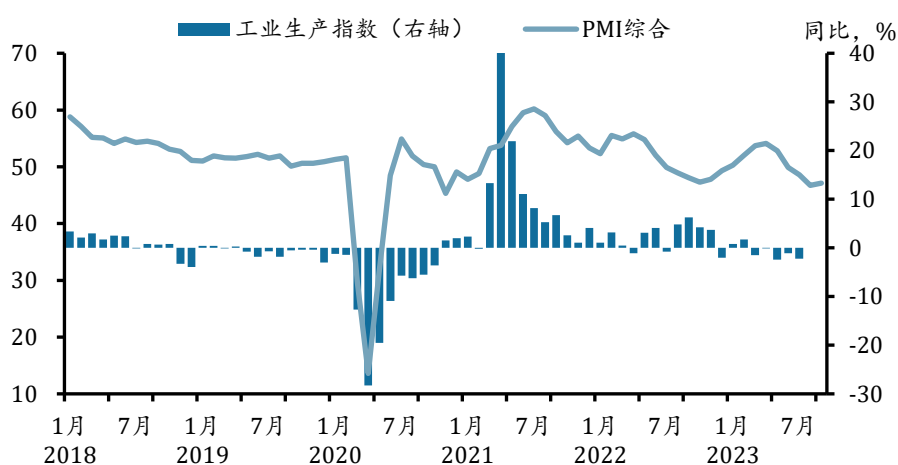
分国家来看，德国私营部门的商业活动仍在收缩之中。9 月德国综合 PMI 为 46.4，优于市场预期的 46.2。其中，德国制造业 PMI 在 9 月仅录得 39.6，连续第 14 个月低于荣枯线，服务业 PMI 则勉强回升至荣枯线上方，从 8 月份的 47.3 升至 9 月份的 50.3。

法国方面，9 月法国综合 PMI 为 44.1，低于 8 月份的 46.0，连续第四个月处于荣枯线下方。其中，服务业 PMI 从 8 月的 46.0 降至 44.4，为 2020 年 11 月以来的最低水平，同时，制造业 PMI 也创下近三年来

最快下滑速度，从 8 月的 46.0 下降至 44.2。可以说，德国和法国商业活动的萎缩是 9 月份欧元区经济活动继续低迷的主要动因。

从工业生产指数来看，经季节调整后 7 月欧元区工业产出环比下降 1.1%，降幅高于预期的 0.7%。此次环比下降抹去了整个第二季度的增长。其中资本品的生产环比下降 2.7%，耐用消费品生产环比下降 2.2%，而非耐用消费品环比增长 0.4%，中间品环比增长 0.2%，能源产品环比增长 1.6%。

图表 8 PMI 持续低于荣枯线



数据来源：欧央行、Markit；CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

### 核心通胀回落幅度 超出预期。

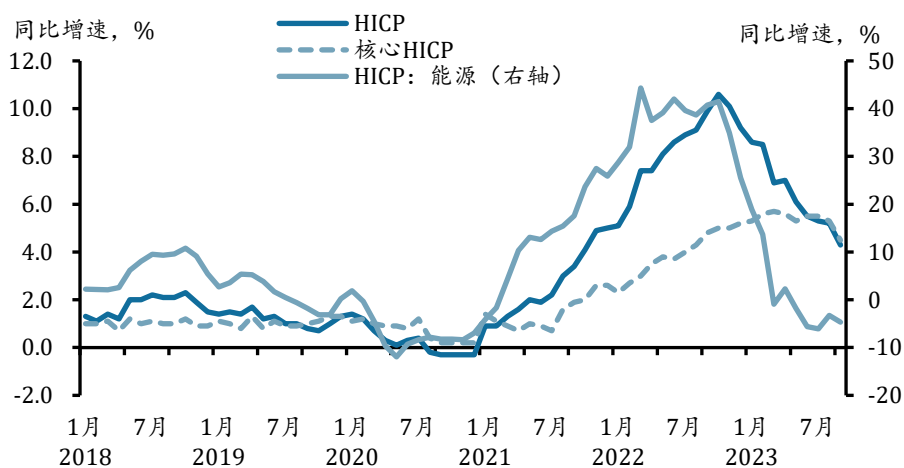
**核心通胀回落幅度超出预期。**2023 年 9 月份欧元区消费者调和价格指数（Harmonised Indices of Consumer Prices, HICP）同比增长 4.3%，较 8 月的 5.2% 进一步下降，低于市场预期的 4.5%，达到近两年最低水平。

从分项来看，食品、酒精和烟草价格上涨幅度最大，同比上行了 8.8%，但与 8 月 9.7% 的同比增速相比仍然有所放缓。其次是服务价格，同比增长 4.7%，以及非能源类工业产品价格，同比增长 4.2%。能源价格则加速下行，同比下跌了 4.7%，而 8 月能源价格同比下降的幅度为 3.3%。

从国别来看，受去年基数提高的影响，9 月德国通胀率跌至两年低点，为 4.3%，意大利和西班牙的通胀率分别为 5.7% 和 3.2%，较 8 月小幅上升，法国通胀则较 8 月的 5.7% 下降 0.1 个百分点来到 5.6%。

剔除了波动较大的食品和能源价格后，欧元区核心 HICP 在 9 月同比上涨了 4.5%，低于预期的 4.8% 和前值 5.3%，达到一年来的最低水平。这表明，在能源成本下降和服务业通胀大幅放缓的推动下，欧元区核心通胀回落幅度超出预期，提高了欧洲央行 10 月暂停加息的可能性。

图表 9 核心通胀回落幅度超出预期



数据来源: CEIC, 世界经济预测与政策模拟实验室。

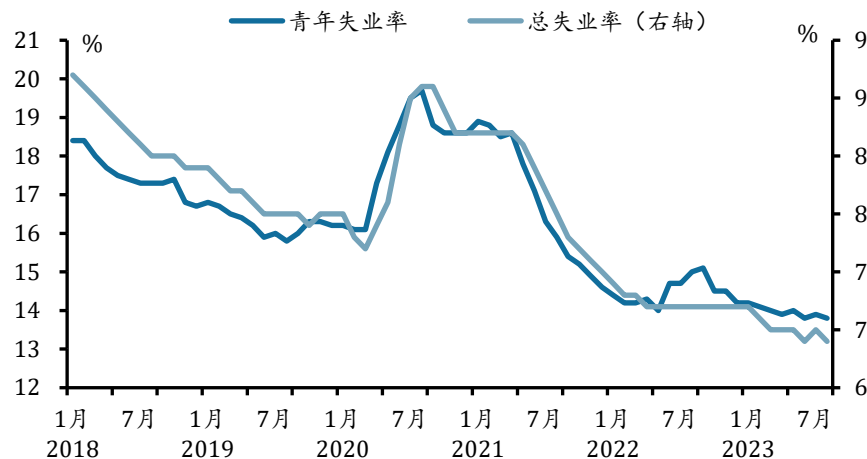
### 失业率创历史新低。

失业率创历史新低。2023 年 8 月欧元区 20 国经季节性调整后的失业率为 6.4%，较 7 月 6.5% 下降了 0.1 个百分点，创历史新低，与 2022 年同期相比下降了 0.3 个百分点。同时，根据欧盟统计局估计，8 月欧元区失业人数约为 1085.6 万，较 7 月减少了 10.7 万人，较 2022 年 8 月减少了约 40.7 万人。

8 月欧元区 20 国青年失业率为 13.8%，较前一个月 13.9% 下降了 0.1 个百分点。8 月欧元区青年失业人数为 219.4 万，比前一个月减少了 2.4 万人，较 2022 年同期减少了 14.5 万人。



图表 10 失业率创历史新低



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

## 二、支出法 GDP 分解

消费者信心小幅恶化。

消费者信心小幅恶化。2023 年 3 季度欧元区消费者信心小幅恶化，9 月消费者信心指数降至-17.8，为今年 4 月以来的最低水平，较 8 月的-16 下滑了 1.8 个点。

从主要成员国来看，德国 10 月 GFK 消费者信心先行指数连续第二个月环比下降，来到-26.5，比上月的-25.4 下降了 0.9 个点。在反映德国消费者信心的三项指标中，经济前景、收入预期和购买倾向三项指标有所改善，但储蓄倾向指标显著上升。法国方面，9 月法国 Insee 综合消费者信心指数从 8 月的 85 下行至 83，低于市场预期的 84。其中，对未来金融状况的预期下降了 1 个点，对未来储蓄能力的预期指标改善了 1 个点。

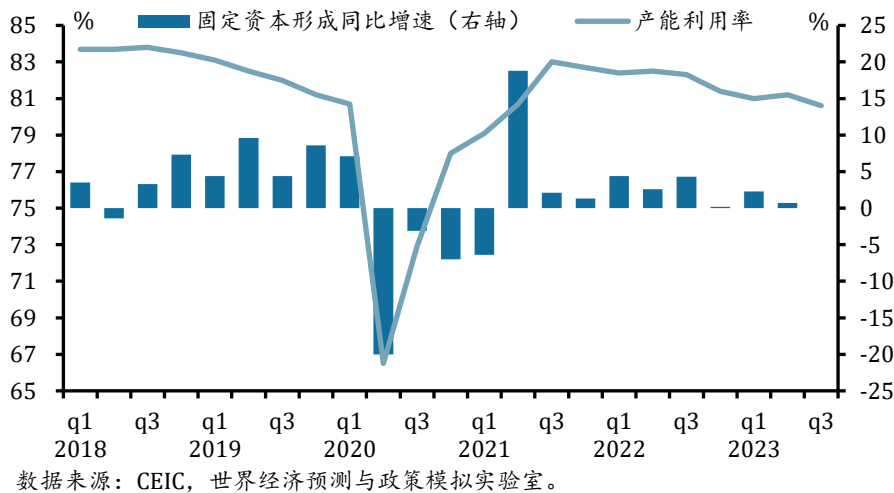
从零售状况来看，8 月经季节与工作日调整后的零售规模环比下降了 1.2%，同比下降了 2.1%。其中，汽车燃料环比下降了 3%，食品、酒精和烟草零售额环比下降了 1.2%，非食品类产品环比下降了 0.9%。这意味着私人消费恐怕难对该季度经济增长作出积极贡献。

图表 11 消费者信心小幅恶化



**企业投资低迷。**2023 年 2 季度，欧元区固定资本投资同比增长 0.7%，较第 1 季度 2.3% 的同比增长率显著放缓，从环比来看，则与 1 季度环比增长率持平，增长 0.3%。9 月欧元区 Sentix 投资者信心指数从 8 月的 -18.9 进一步下滑至 -21.5，低于市场预期的 -20，表明投资者对于欧元区经济前景的担忧有所加深。营建信心指数也是连续第 9 个月下跌，降至 -6.2。在这一背景下，企业固定资产投资较难在短期内得到修复。

图表 12 企业投资低迷

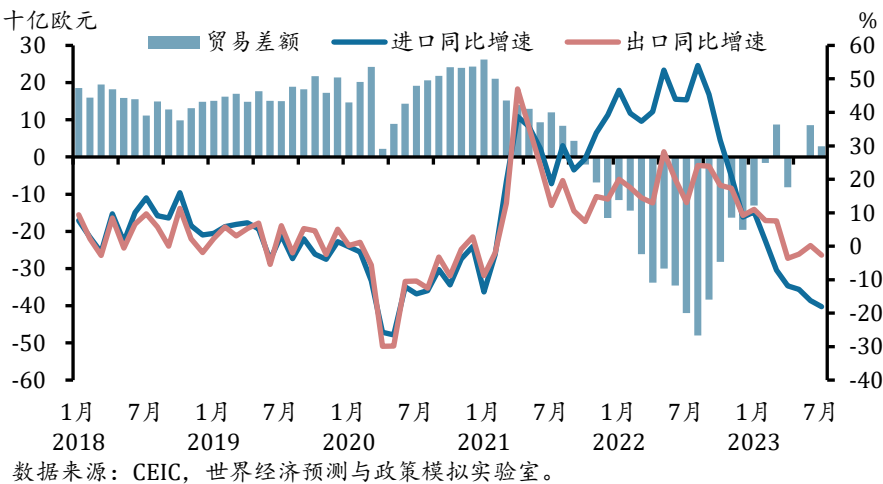


**贸易账户顺差收窄。**2023 年 7 月，欧元区 20 个国家与全球其他地区经季节调整后的货物贸易顺差为 29 亿欧元，较 6 月的 86 亿欧元

贸易账户顺差收窄。

顺差大幅收窄。从进出口规模来看，欧元区 7 月经季节调整后的进口规模为 2297 亿欧元，环比增长 0.7%，同比下降 2.7%，出口规模为 2326 亿欧元，环比下降 1.7%，同比下降 18.1%。7 月欧元区内部的货物贸易经季调的规模为 2187 亿欧元，同比下降 7.9%。

图表 13 贸易账户顺差收窄



### 三、政策走势

欧央行连续第十次加息。

**欧央行连续第十次加息。**2023 年 9 月 14 日，欧洲中央银行召开货币政策会议，决定将欧元区三大关键利率分别上调 25 个基点。这是欧洲央行自去年 7 月以来的第十次加息，加息后欧元区的利率水平已经达到 1999 年欧元问世以来的最高点。

欧洲央行行长拉加德在货币政策会议后举行的新闻发布会上表示，欧洲央行决定再次加息 25 个基点后，将使欧元区利率水平在未来足够长的时间内保持在现有水平，这有利于欧元区通胀率适时回落到中期目标。欧洲央行预测，欧元区通胀率到 2025 年有望回落到 2.2%，接近欧洲央行 2% 的控制目标。拉加德同时介绍，欧洲央行此次预测今年欧元区经济将微增 0.7%，略低于欧盟委员会 11 日预测的 0.8% 的增幅。欧元区通胀率今年全年预计仍会达到 5.6%。

**欧盟对华电动汽车反补贴调查。**2023 年 9 月 13 日，欧盟委员会主席冯德莱恩在欧洲议会发表第四次“盟情咨文”时表示，欧盟委员会

## 欧盟对华电动汽车反补贴调查。

将启动一项针对从中国进口的电动汽车的反补贴调查。冯德莱恩称：“全球市场现在充斥着更便宜的电动汽车，而巨额国家补贴人为地压低了它们的价格。”冯德莱恩还称，欧洲对竞争持开放态度，但不接受不平等的逐底竞争。为保护欧盟生产商免受更便宜的中国进口电动汽车的影响，欧盟委员会将调查是否征收高于欧盟标准 10% 税率的惩罚性关税。

10 月 4 日，欧盟公报发布声明，正式对产自中国的进口电动汽车启动反补贴调查程序。据悉，调查将在最长 13 个月内结束，欧盟可能在 9 个月内对华加征临时“反补贴税”。

## 四、经济形势展望

### 经济停滞风险上升。

经济停滞风险上升。从 2023 年第 3 季度的一系列经济指标来看，欧元区短期增长前景已经恶化。出口需求下降和融资条件紧张的影响正在抑制经济增长，住宅和商业投资持续在低位徘徊。迄今为止一直表现强劲的服务业现在也日益变得疲软，制造业萎缩程度则进一步加深，表明未来几个月经济可能会继续低迷。

与此同时，在欧洲央行激进加息和能源价格持续回落的带动下，欧元区通胀出现了超预期改善，核心通胀显著下行，这为欧洲央行提供了喘息之机，市场普遍预期在该数据的支持下，欧洲央行将在 10 月暂停加息步伐，缓解金融条件不断收紧给经济增长造成的下行压力。不过，即便如此，欧元区的利率水平依旧处于历史高位，在限制区内企业投资的同时，增加了居民储蓄倾向，部分抵消了在实际可支配收入和私人消费复苏给经济带来的正向影响。预计第 4 季度欧元区经济有可能陷入增长停滞。

## 日本：恢复力度边际衰减

进入第三季度，日本国内经济继续恢复，但相比于第二季度，恢复的力度有所减弱。从采购经理人指数看，7月到9月的制造业 PMI 指数分别为 49.6、49.6 和 48.5，重心低于第二季度。服务业 PMI 依然保持在高于荣枯线的水平，但也显示出乏力的苗头。日本国内的消费需求继续疲软，名义收入增速不及通胀水平，实际收入下降令日本民众消费意愿显著降低。日本贸易账户在第二季度出现顺差，是日本 GDP 数据在第二季度表现较好的重要因素。但随着第三季度日本贸易账户再度转为逆差，预计将显著拖累日本 GDP 数据。日本央行在 7 月对货币政策进行了调整，日本 10 年期国债收益率突破 0.5% 的上限。预计未来日本央行仍可能对货币政策进行微调。

### 一、日本国内宏观经济短期继续向好

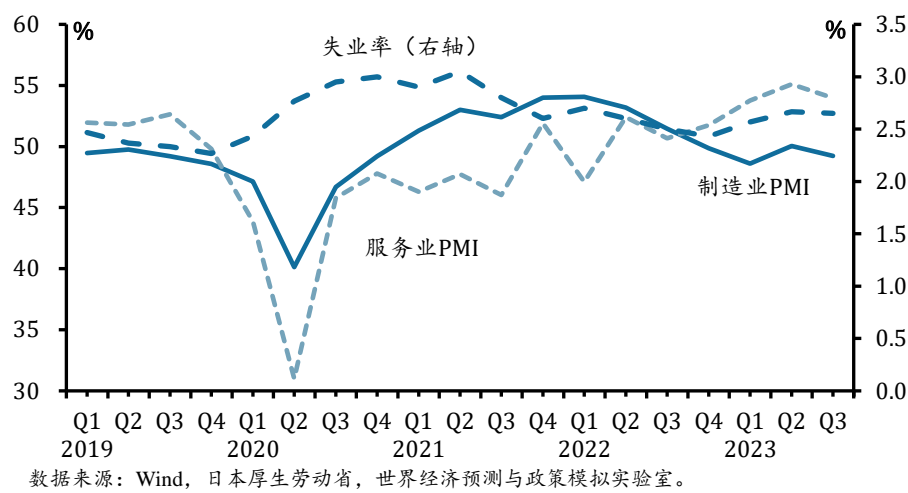
**2023 年第三季度  
日本经济继续平稳  
恢复，但力度不及  
第二季度。**

2023 年第三季度，日本经济延续了第二季度的良好势头，继续向好。不过与第二季度相比，力度稍显不足。7 月到 9 月，日本制造业 PMI 依然低于 50.0 荣枯线，分别为 49.6、49.6 和 48.5，三个月的均值为 49.23。第二季度日本制造业 PMI 的均值为 49.97，可以明显看出第三季度制造业 PMI 的重心有所下移，并且 9 月份制造业 PMI 呈现出一定趋势性下跌的苗头，48.5 的数值仅高于 2 月份的 47.7。日本服务业依然处于扩张状态。7 月到 9 月，日本服务业 PMI 分别为 53.8、54.3 和 53.8，均值为 53.97。相较于第二季度的 55.10，也有明显的下移态势。截至到 9 月份，日本服务业 PMI 数值全部高于荣枯线，不过与制造业 PMI 情况类似，9 月份非制造业 PMI 的数值为年内的次低点，仅高于 1 月份的 52.3。日本的综合 PMI 与服务业 PMI 呈现出较为相似的变化特点。2023 年前 9 个月，日本综合 PMI 一直处在荣枯线之上，7 月到 9 月，分别为 52.2、52.6 和 51.8，均值为 52.2。第二季度的均值则为 53.1。9 月份日本综合 PMI 的数值是截至 9 月的 2023 年第三低值。通过对比第三季度和第二季度的各 PMI 值，可以看出日本第三季度经济恢复依然较为稳定，但力度有所减退。



日本就业状况总体稳定。7 月和 8 月，日本失业率为 2.6%和 2.7%，与第二季度整体持平。。

图表 14 制造业 PMI、服务业 PMI 和综合 PMI 显露向下苗头



消费疲软，机械订单脉冲式反弹。

进入 2023 年以来，日本民间消费持续低迷。1 月到 8 月，（二人以上家庭）消费支出金额的实际同比增速持续为负。7 月和 8 月，分别为-5.0%和-2.5%。居民收入萎缩是制约消费增长的重要因素。第二季度，日本居民收入同比增速跌幅扩大。7 月和 8 月，日本二人以上家庭实际收入同比下降 6.6%和 6.9%，截至到 2023 年 8 月，日本二人以上家庭的实际收入已经连续 11 个月同比减少。

从细项角度看，10 个大分类中，“居住”、“交通・通信”和“教养娱乐”的实际支出金额同比增加，其余 7 个大类的消费金额则同比减少。其中消费支出同比跌幅较大的是“教育”和“保健医疗”，8 月份支出额分别同比下跌 13.6%和 11.2%。对支出金额影响较大的项目是“食品”和“保健医疗”。“食品”的支出金额同比减少 2.5%，向下拉动消费支出同比增速 0.74 个百分点。“保健医疗”支出金额的同比萎缩拉低了消费金额同比增速 0.61 个百分点。

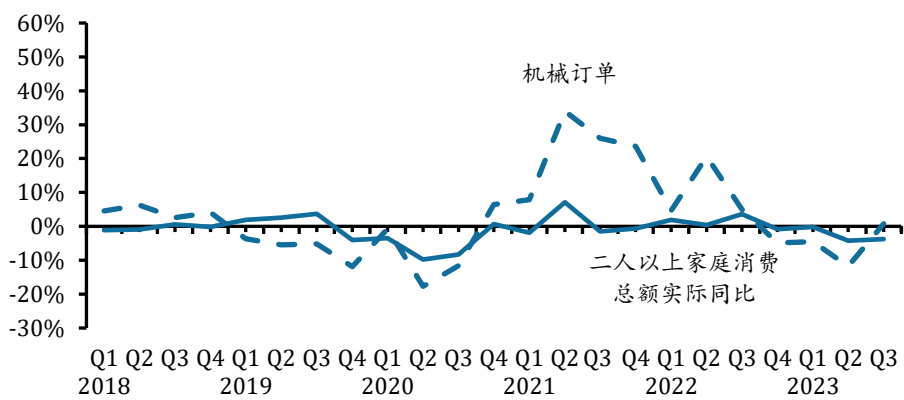
中分类角度看，“餐饮”、“交通”和“教养娱乐服务”对实际消费金额的增长起到了正向作用。“餐饮”中的“酒费”和“日料”的消费金额对总消费金额的同比增速分别贡献 0.19 和 0.10 个百分点。“交通”项消费金额的增加为总消费金额的增速贡献了 0.53 个百分

点。其中，“铁路运费”和“航空运费”消费金额的增加分别对总消费金额贡献了 0.32 和 0.09 个百分点。“教养娱乐服务”项的消费增加对消费总金额的增幅贡献了 0.35 个百分点。其中，“国外旅行套餐”和“国内旅行套餐”的消费同比上升显著，分别对消费金额的增加贡献了 0.29 和 0.13 个百分点。更多项目的实际消费金额呈现同比下降的态势。“诸杂费”实际消费金额的同比减少，对总消费金额影响较大，向下拉动实际消费金额同比增速 0.74 个百分点。其中，“婚礼关系费”和“丧葬关系费”的实际支出减少金额，向下拉动消费总金额的同比增速 0.36 和 0.13 个百分点。“通信”消费金额的实际同比负增长，导致消费总额同比增速减少 0.54 个百分点。其中，“移动电话通信费”和“固定电话通信费”分别对总消费金额实际同比增速贡献了-0.61 和-0.08 个百分点。“补习教育”实际支出的同比减少，下拉了实际消费金额增速 0.26 个百分点，其中“高中补习教育·预备学校”和“幼儿·小学补习教育”分别下拉 0.15 个百分点和 0.10 个百分点的实际消费同比增速。

从以上消费支出金额可以看出，餐饮和出行的消费支出增长比较明显，具有明显的“疫后”特征。但较为务虚或见效较慢的消费如人情往来和教育，则成为支出减少的重要项目。

机械订单方面，2023 年 7 月的订单金额同比增速为 0.8%，环比增速为 9.8%。相比较而言，2023 年第二季度的 3 个月，机械订单金额同比增速均负值。7 月机械订单同比增速的反弹，主要是日本国内私人部门和官方部门贡献。私人部门机械订单同比增加 16.1%，官方部门机械订单同比增加 43.5%。外需订单金额同比减少 16.2%。尽管国内机械需求同比增速较高，但私人部门机械订单中，“船舶·电力”机械需求同比增速较高。扣除“船舶·电力”机械订单后，私人部门机械订单同比增速则为-13.0%。尽管日本机械订单金额的同比增速在 7 月份转正，但隐忧依旧存在。

图表 15 消费同比增速依然为负，机械订单金额同比增速大幅下降



数据来源：日本内阁府，日本统计局，世界经济预测与政策模拟实验室。  
注：2023年Q3二人以上家庭商品销售额同比实际增速为2023年7月和8月数据，机械订单总额同比为2023年7月数据。

商品贸易逆差问题  
卷土重来。

日本对外贸易逆差问题卷土重来。第二季度日本一般货物贸易逆差问题有所缓解。甚至在 6 月份完成了 392 亿日元的贸易账户盈余。日本一般货物逆差转顺差，是日本 GDP 增速在第二季度表现较好的重要因素。

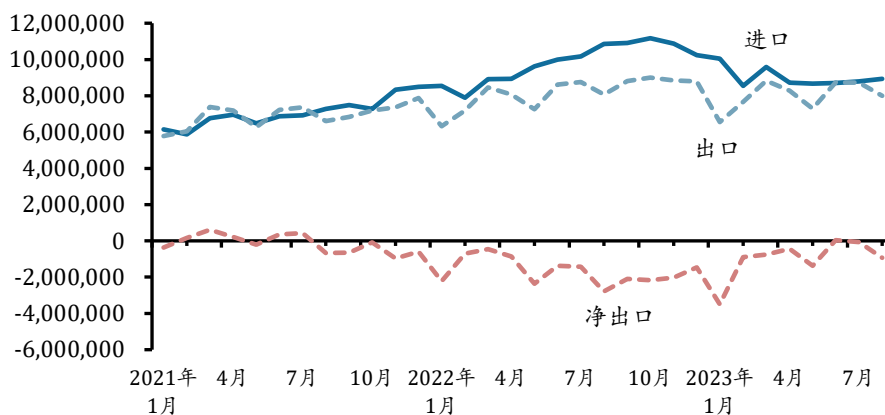
第二季度，日本 GDP 同比增长 1.6%，环比增长 1.2%，环比折年率率为 4.8%，无论是环比还是同比，对日本而言都是不低的数值。并且，日本内阁府在早些时候公布的修改前的环比折年率数据高达 6.0%，引起广泛关注。但实际上，日本经济并非如数字体现的那么强劲。以同比角度看，2023 年第二季度日本实际 GDP 较 2022 年同期增加了 20812 亿日元，除私人部门库存同比减少之外，其余各项均同比增加。在增加的 20812 亿日元中，经常账户的改善贡献了 12414 亿日元。一方面，日元贬值背景下，日本出口状况较前一年有所改善，同比增加了 7890 亿日元。另一方面，则是日本进口金额的萎缩，较去年同期减少了 4434 亿日元，主要原因是国际能源为代表的大宗商品价格下跌或至少涨幅收敛。所以日本经济第二季度的良好表现，并非是日本国内经济景气强力回暖的表现，外部因素的作用不容忽视。

第三季度，日本贸易逆差问题已经开始再度显露。7 月份，日本一般货物贸易余额已经从 6 月份的顺差转为逆差，金额为 637.3 亿日

元。8 月份，一般商品贸易逆差扩大至 9378 亿日元。这将对日本第三季度 GDP 增速构成极大压力。

具体看 8 月份数据，出口金额同比增速较快的是“汽车”和“半导体等电子零部件”，分别为 40.9%和 8.1%。出口同比降速较快的是“矿物性燃料”、“半导体等制造装置”和“有机化合物”，同比降幅分别为 63.7%、36.3%和 19.1%。进口方面，减少较多的是“煤炭”、“液化石油天然气”和“原粗油”，进口金额同比增速分别为-48.6%、-43.0%和-25.5%。

图表 16 2023 年第二季度日本商品贸易逆差有所收敛



数据来源：日本财务省，世界经济预测与政策模拟实验室。

## 二、货币政策缓步调整

### 日本银行技术性调 货币政策。

第二季度，日本银行对货币政策进行了一定程度的调整。日本央行的 7 月货币政策会议上，日本央行政策委员会对相关表述进行了调整，从而引发金融市场尤其是国债市场波动。在会议讨论结果的相关文件中，日本央行政策委员会表示，对于长短期利率的操作，会“更加灵活”，并且，日本银行降按照 1%的收益率水平购进国债——言外之意，日本银行默许了长期（10 年期）国债收益率升破 0.5%，但仍将坚守 1%的底线。

会议信息公布后，日本 10 年期国债收益率旋即大涨。截止到 10 月初，日本 10 年期国债收益率徘徊在 0.8%附近。

面对不温不火的日本经济，日本银行主观上并没有积极的动力去放松收益率曲线控制。但美国 10 年期国债收益率在第三季度的强劲反弹，以及日元兑美元汇率的不断下跌，都给日本银行和日本财务省带来了压力。

#### 通胀明显回落。

2023 年第三季度，日本物价同比涨幅出现了一定刚性，同比增速回落遇到阻力。7 月和 8 月，日本 CPI 同比增速分别为 3.3% 和 3.2%。日本 CPI 同比增速从 1 月份的 4.3% 跌至 2 月份的 3.3%，此后一直在 3.2% 到 3.5% 之间波动。CPI 同比增速的刚性体现的十分明显。7 月和 8 月，扣除生鲜食品之外的 CPI 的同比增速虽然低于整体 CPI 同比增速，但同样显出刚性。7 月和 8 月，扣除生鲜食品之外的 CPI 的同比增速均为 3.1%，虽然低于第二季度水平，但与 1 月和 2 月水平持平。

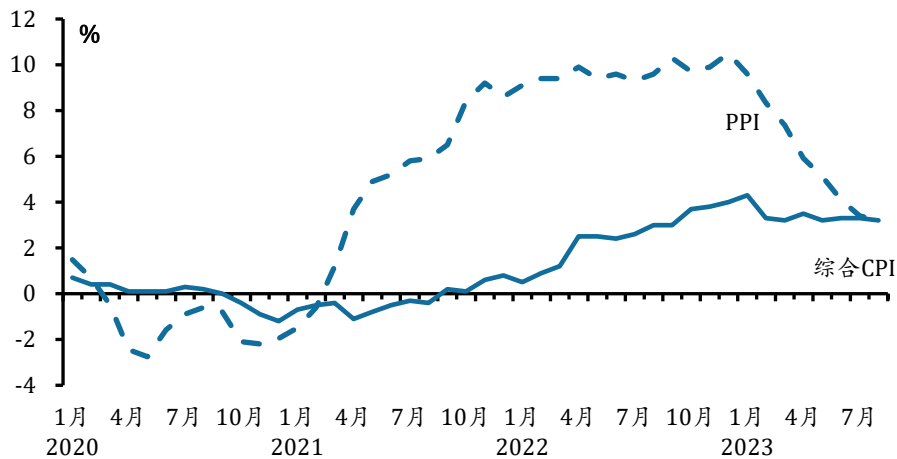
8 月的具体数据中，食品是物价上涨的“重灾区”。其中“预制菜”价格同比上涨 9.5%，“点心类”上涨 11.7%，“奶蛋类”上涨 21.4%，“餐饮”上涨 5.3% 等。价格下降比较明显的是“光热·水”，其中“电费”价格同比下降 20.9%，“天然气”价格下跌 9.5%。

从日本物价涨幅特征看，食品类商品的价格涨幅较大，说明目前日本通胀的重点在食品价格。此前对日本通胀影响较大的与能源相关的项目则处于下跌态势中。

日本 PPI 同比增速目前依然在下降。7 月和 8 月，日本 PPI 同比增速分别为 3.4% 和 3.2%。同比增速明显低于上半年。不过，同比增速的跌幅在不断减小。随着国际能源价格的明显反弹，预计第四季度，日本 PPI 同比增速将和 CPI 一样，遇到同比增速回落的瓶颈，甚至不排除反弹的可能。



图表 17 CPI 和 PPI 同比增速回落遇到瓶颈



数据来源：日本总务省，日本银行，世界经济预测与政策模拟实验室。

### 三、股市震荡回调，日元继续下跌

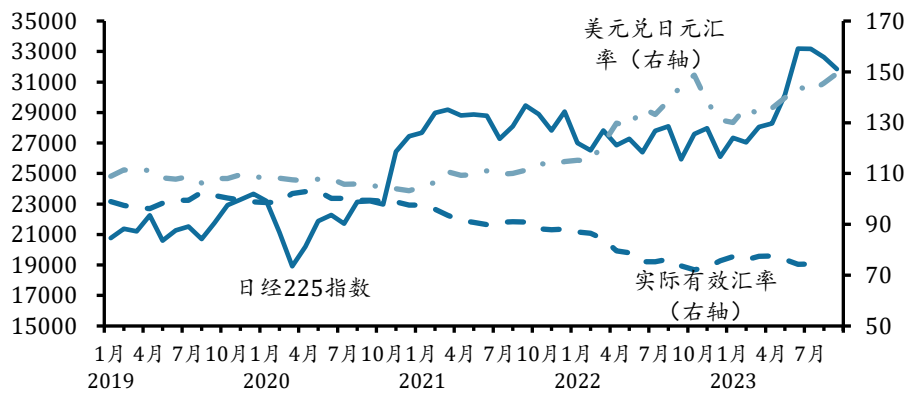
**股市调整，日元续贬。**

第三季度，日经 225 指数上涨乏力并出现明显回调。6 月最后一个交易日，日经 225 指数收于 33189.04 点；9 月末收于 31857.62 点，第三季度下跌 4.0%。日经 225 指数的下跌基本与全球多数主要经济体股市走势一致。

日元兑美元汇率在第三季度继续呈现出下跌的态势。第二季度末，美元兑日元汇率收于 144.307。第三季度末，美元兑日元汇率收于 149.368，与 2022 年最高值 151.942 仅有一步之遥。

日元不仅对美元贬值，对世界其他主要货币也呈现出贬值态势。日元的名义有效汇率从 5 月、6 月的 80.54、78.83 下跌至 7 月和 8 月的 78.71 和 77.57。日元的实际有效汇率从 5 月、6 月的 76.01、74.31 下跌到 7 月、8 月的 74.37、73.19。

图表 18 股市调整，日元贬值



数据来源：Wind，日本银行，国际清算银行，世界经济预测与政策模拟实验室。  
注：日经225指数和美元兑日元汇率月度数据为当月最后一个交易日收盘值。实际有效汇率为BIS公布的月度值，2023年第三季度数据截止到2023年8月。

日本 10 年期国债  
收益率突破 0.5%  
上限。

日本央行在 7 月份对货币政策的表述进行了微调，实际上默认了日本国债收益率的上升。此后，日本 10 年期国债收益率不断上涨，截止到 9 月末，已经到达 0.8%附近。

图表 19 10 年期国债利率突破 0.5%上限



数据来源：日本财务省，日本银行，世界经济预测与政策模拟实验室。

四、综合评述与展望

日本经济在第三季度继续处于较为平稳的恢复期。但力度较第二季度有所减弱。日本经济依旧为“制造业冷，服务业相对较热”的局面。第二季度 GDP 良好表现的重要因素来自于贸易账户的改善，贸易

账户的改善中进口萎缩又起到重要作用。预计第三和第四季度，该有利因素将会减弱。

整体而言，日本经济依然处在较为不温不火的恢复状态中，国内消费表现一般，没有强劲复苏的特征。股票市场在第二季度冲高后，显出疲态，跟随全球股市进行弱势调整。

未来，日本央行将有可能进一步对货币政策进行微调，日本 CPI 同比增速回落到 2% 的目标位将面临挑战。

## 东盟韩国：前沿经济体景气程度回升

2023 年第 3 季度，东盟整体制造业 PMI 在荣枯线之上，区内前沿经济体景气回升，韩国制造业 PMI 也开始回升。区内以内需为主的经济体中，印尼经济景气程度很高，菲律宾景气程度下行；东盟整体制造业 PMI 在 9 月份跌至荣枯线以下主要由泰国和马来西亚引致，特别是泰国 PMI 冲高回落的态势明显。区内通胀在本季度总体回落，但是食品价格对区内通胀的影响上升；区内货币本季对美元总体贬值，但幅度不一；东盟股票市场逆势上扬，但韩国股市仍面临下行压力。展望第 4 季度，外需因素对东盟和韩国的支持有望增强，预计区域经济总体向好，但仍面临外需复苏不及预期、通胀进一步上行的风险。

### 一、区内前沿经济体经济景气程度回升

2023 年第 3 季度，东盟整体制造业 PMI 在荣枯线之上，区内前沿经济体景气回升，韩国制造业 PMI 也开始回升。

2023 年第 3 季度，东盟整体制造业 PMI 在荣枯线之上，区内前沿经济体景气回升，韩国制造业 PMI 也开始回升。7-8 月东盟制造业 PMI 整体处于荣枯线以上，分别为 50.8 和 51.0，但是 9 月份下降至荣枯线以下，为 49.6。尽管如此，区内前沿经济体新加坡和越南的 PMI 均出现了景气回升，区内以内需为主的印尼和菲律宾 PMI 也保持在较高水平，PMI 水平的下降主要与泰国 PMI 冲高回落有关，马来西亚的 PMI 水平也相对偏弱。

东盟区内以内需为主的经济体中，印尼经济景气程度很高，菲律宾景气程度下行。

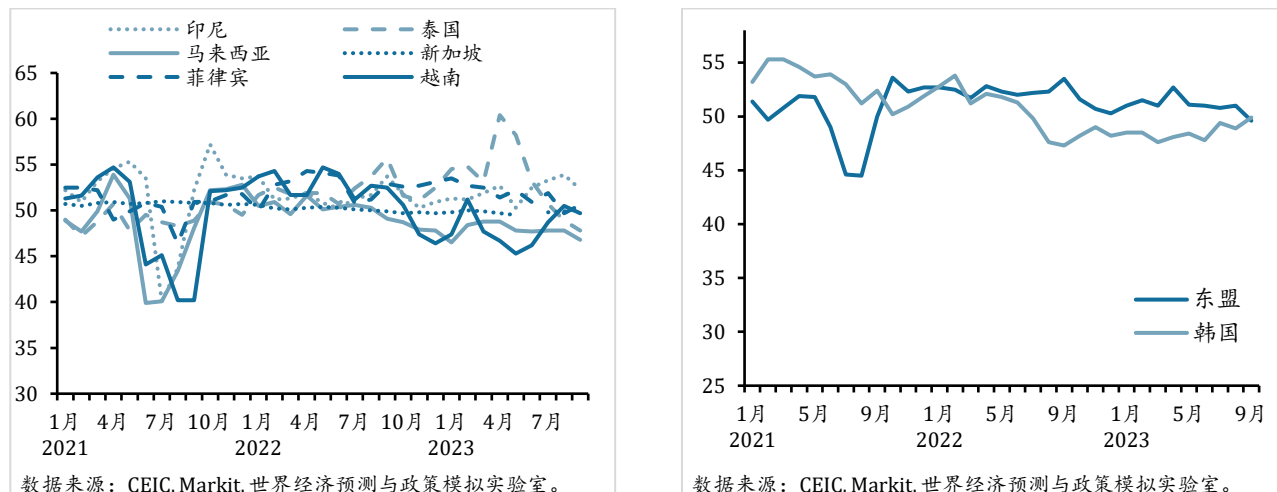
区内三个主要前沿经济体的 PMI 显示景气程度均有回升。从最新的读数来看，新加坡 PMI 在 9 月重新回到荣枯线之上，达 50.1；韩国 9 月为 49.9，非常接近 50；越南 8 月和 9 月的读数分别为 50.5 和 49.7，相较于今年上半年显著好转。其原因主要有两方面：一是半导体行业的周期性回暖，以韩国的情况来看，9 月份韩国半导体产品的出口额达到 99 亿美元，虽然同比下滑了 13.6%，但是是近一年出口额最高的一个月，且相较于 8 月环比增长了 15.6%。二是外部需求有所好转，为外部环境景气提供支撑，从越南的情况来看，越南出口同比跌幅缩窄，从 1 月的 21%，收窄至 9 月的 8.24%；韩国的整体出口状况也改善，8-9 月，韩国出口同比增速跌幅分别收窄至 8.3%和 4.4%，远低于 7 月

PMI 在 9 月份跌至荣枯线以下主要由泰国和马来西亚引致，特别是泰国 PMI 冲高回落的态势明显。

16.2%的跌幅，贸易收支从 6 月起再度由逆差转为顺差，对中国出口在 8-9 月均超过百亿美元，为今年以来最高，对华收支也出现改善。

东盟整体制造业 PMI 在 9 月份跌至荣枯线以下主要由泰国和马来西亚引致，特别是泰国 PMI 冲高回落的态势明显。9 月份泰国 PMI 从 4 月份的 60.4 的高位跌落至 47.8，连续 5 个月下滑；马来西亚 PMI 连续 13 个月在荣枯线以下，9 月份跌至 46.8。泰国景气程度的冲高回落，一方面是前期高景气的一个回调，因为 PMI 反映的是环比信息，而泰国在 4 月是 PMI 水平曾达到 60.4 的高位；另一方面，泰国的内需呈现不足态势：泰国第 3 季度的两次加息，大幅增加了企业成本压力，国内投资指数和信心也出现下滑。表现为泰国私企投资指数大幅萎缩，为建筑材料、机械设备和新注册汽车数量连续三个月下降。进一步，泰国进口快速下滑也显示国内消费和投资不足，7-8 月进口同比增速分别下滑至-12.5%和-18.3%。从出口情况来看，在上一期季报中我们曾经之处的汽车行业的强劲势头（见【CEEM 季报 · 东盟韩国】东盟产业周期轮动显著，韩国经济面临结构性下行压力（2023 年第 2 季度全球宏观经济季度报告））还在持续，泰国 7-8 月份机动车出口并未下降，不但高于第 2 季度，同比增速也为正；摩托车出口则是在 7 月份触顶回落，7 月出口 61.8 亿泰铢，8 月直接将降至 49.7 亿泰铢。对于马来西亚而言，外需的边际好转仍未传递至其贸易部门，7-8 月，马来西亚出口同比增速分别跌至-13%和-18.6%，进口同比增速分别跌至-16.1%和 21.2%。

图表 20 东盟六国与韩国第 3 季度制造业 PMI



## 二、区内通货膨胀持续回落，货币贬值

区内通胀在本季度总体回落。

区内通胀在本季度总体回落。区内主要各国的通胀水平在第 3 季度基本都持续回落，部分接近甚至或低于 2022 年初值，但相较历史，通货膨胀中枢仍处在较高水平。本轮通胀水平较高的两个经济体是区内的发达经济体新加坡和韩国，目前通胀水平有所下降，8 月的读数分别为 3.4% 和 3.9%。其他区内经济体的通胀也有不同程度的下降，其中，印尼的通胀已经从年初的超过 5% 下降至 9 月的 2.3%；而泰国 7-8 月通货膨胀水平已经低于 1%，分别读数 0.9% 和 0.8%，均处在通货膨胀目标区间，但是综合考虑潜在通胀压力和本国货币贬值压力，泰国银行货币政策委员会分别在 8 月 2 日和 9 月 27 日，将政策利率各上调 25 个基点，截止第 3 季度末政策利率达到 2.5%，创 10 年来新高。

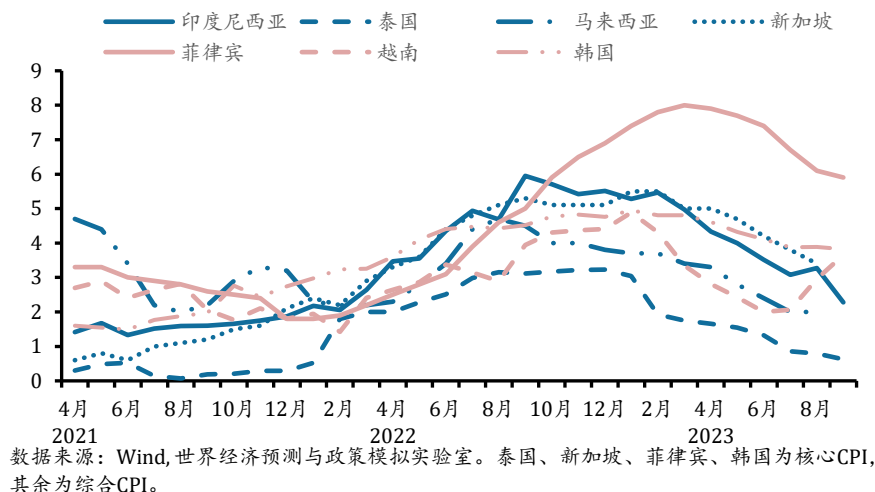
食品价格对区内通胀的影响上升。

食品价格上升对区内通胀的影响上升。在去年第 3 季度的季度报告（[【CEEM 季报·东盟韩国】东盟经济持续回升，韩国经济遭遇逆风（2022 年第 3 季度全球宏观经济季度报告）](#)）中，我们曾经指出，东盟区域受俄乌冲突带来的通胀上行压力较小，有一个重要因素是主粮中大米占比较高，但大米价格上行则将推升本区域食品价格。受到印度等国大米出口禁令以及厄尔尼诺天气影响，国际大米价格在第 3 季度显著上行。在区内新兴经济体中，菲律宾的通胀水平最高，虽然其通胀在 3 月达到 8% 的峰值之后连续下降，8-9 月的最新读数分别为 6.1% 和



5.9，但大米价格却同比上涨了 8.7%和 17.9%；为限制大米零售价格，菲律宾于 9 月实施了大米价格上限。越南通胀水平在 6 月探底 2%后，第 3 季度出现上涨，8 月上涨至 3%，9 月最新读数为 3.7%。价格上涨压力也很大程度上来源于主粮价格上涨带来的通胀上升；8-9 月份，食品价格同比增速分别为 7%和 10.5%。

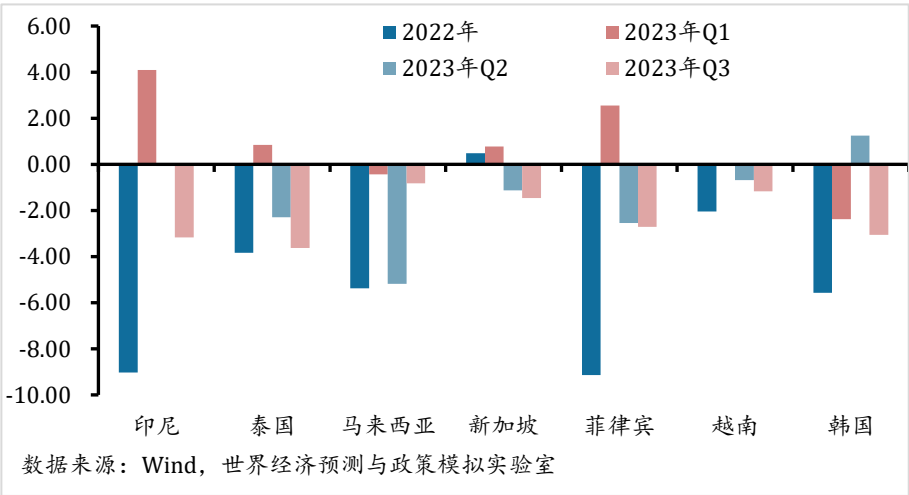
图表 21 区内通货膨胀持续回落



区内货币本季对美元总体贬值，但幅度不一。

区内货币本季对美元总体贬值，但幅度不一。第 3 季度，美元指数升值 2.7%，在此背景下，区内货币本季对美元总体贬值。区内贬值幅度较大的货币是泰国、印尼、韩国和菲律宾，贬值幅度分别为 3.6%、3.2%、3.1%和 2.7%，均超过或接近美元指数的升值幅度。这四个国家货币中，韩国和印尼的货币在第 2 季度略有升值或基本稳定，泰国和菲律宾则在第 2 和 3 两个季度贬值，总体贬值幅度分别为 6.2%和 4.9%。其他几国货币第 3 季度小幅贬值，贬值幅度均低于 1.5%。

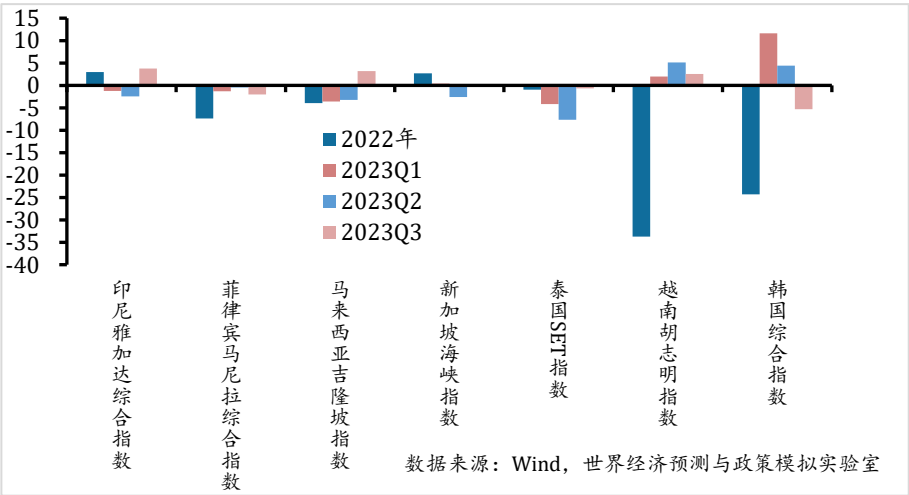
图表 22 区内货币总体贬值



东盟股票市场逆势上扬，但韩国股市仍面临下行压力。

东盟股票市场逆势上扬，但韩国股市仍面临下行压力。第 3 季度全球经济体股市集体回落，东盟主要股市市场综合指数则出现一定程度上扬，显示该地区较受投资者青睐。区内上涨幅度较大的是印尼雅加达综合指数、马来西亚吉隆坡指数和越南胡志明指数，上涨幅度分别为 3.7%、3.2%和 2.5%。区内下跌幅度较大的是韩国综合指数和菲律宾马尼拉综合指数，分别下跌 5.3%和 2.1%。

图表 23 区内金融市场整体稳定



四、展望

外需因素对东盟和韩国的支持有望增强。从 2023 年第 3 季度的一系列经济指标来看，ICT 产业的周期性复苏以及整体外需的向好已经开

外需因素对东盟和韩国的支持有望增强。

始为区内的前沿经济体提供支撑，未来这一支撑有较大可能延伸至东盟其他经济体，为区内经济的进一步上行提供支持。同时，区内内需仍然强劲，全球产业链调整总体上也有助于区内的投资和增长，金融市场保持相对稳健，为区域整体增长提供了支撑。预计区域经济总体向好，但仍面临外需复苏不及预期、通胀进一步上行的风险。

## 金砖国家：经济增长动能有所增强，货币政策分化

二季度，金砖四国经济增长动能总体有所增强，印度经济继续稳健增长，巴西经济恢复速度略有提升，南非电力危机缓解，俄罗斯经济重回正增长。对外贸易方面，金砖国家贸易增速均显著下滑。中国与金砖国家之间的贸易增速显著下降，但占中国对外贸易总额比重再创历史新高。通胀方面，金砖国家通胀有所分化，俄罗斯通胀上升，预期通胀压力较大，印度与巴西通胀小幅上升，南非通胀缓慢下降。货币政策与金融市场方面，金砖国家货币政策显著分化，印度与南非央行均按兵不动，巴西央行小幅降息，俄罗斯央行大幅加息。金砖四国资本市场总体稳定，卢布继续显著贬值。

### 一、金砖国家经济形势

俄罗斯经济重回正增长，出口继续下滑，经济挑战仍大。

俄罗斯经济重回正增长，经济挑战仍大。2023 年 2 季度，俄罗斯经济增速为 4.9%，连续四个季度负增长后重回正增长。2023 年 7、8、9 月，俄罗斯综合 PMI 分别为 53.3、55.8 和 54.7。制造业 PMI 分别为 52.1、52.7 和 54.5，服务业 PMI 分别为 54、57.6 和 55.4，显示俄罗斯景气度较高。2023 年 7-8 月俄罗斯失业率进一步降至 3% 的极低水平，这部分反映了乌克兰危机以来的人才外流与征兵造成的劳动力短缺。2023 年 7 月，俄罗斯贸易顺差大幅下降至 55 亿卢布，为 2008 年 8 月以来最低。外贸大量转向未加入制裁的国家，包括中国、印度、土耳其、阿联酋等亚洲国家。俄罗斯经济虽然重回增长，但经济挑战仍大。一方面，当前经济增长在一定程度上来自于军事与公共部门的带动；另一方面，劳动力不足、技术封锁、供应链断裂等供给侧约束将制约中期增长。俄罗斯中长期经济挑战仍大。俄罗斯央行预测，2023 年 GDP 增长率为 1.5%-2.5%，2024 年为 0.5%-1.5%，2025 年为 1.0%-2.0%，2026 年为 1.5%-2.5%。

俄罗斯通胀回升，通胀压力仍大，汇率继续贬值，俄罗斯央行大幅加息。

俄罗斯通胀回升，汇率继续贬值。根据俄罗斯统计局数据，2023 年 6、7、8 月，俄罗斯 CPI 同比增速分别为 3.3%、4.3% 和 3.7%，较 3-5 月有所上升，虽然进入俄罗斯 4% 的通胀目标，但主要来自去年高基数因素，通胀顽固性凸显。9 月调查的一年期通胀预期高达 11% 以上，

俄罗斯通胀压力仍大。俄罗斯央行重新开始加息，分别于7、8、9月加息三次，共计加息 550 个基点，将关键利率从 7.5%升至 13%。卢布汇率继续贬值，俄罗斯股票市场基本稳定。由于进口需求旺盛，而出口下滑，卢布持续贬值。2023 年 7-9 月，美元兑卢布汇率从 6 月底的 87.03 卢布/美元进一步贬值至 9 月底的 97.41 卢布/美元，贬值幅度达 12%，已大幅低于乌克兰危机前水平，显示出卢布汇率较大的贬值压力。2023 年 7-9 月，俄罗斯股票市场小幅波动，基本稳定。俄罗斯财政收入降幅收窄。财政支出增速放缓，财政赤字小幅减小。根据俄罗斯财政部数据，2023 年 7 月，俄罗斯财政收入累计同比增速为-7.9%，较 6 月的-11.7%显著收窄，财政支出累计同比增速为 13.4%，显著低于 6 月的 18.6%，累计财政赤字从 5 月末的 3.4 万亿卢布减小至 2.8 万亿卢布。

巴西经济复苏速度略有加快，但主要来源于净出口改善。

巴西经济恢复略有加快，但主要源于净出口改善。2023 年 2 季度，巴西实际 GDP 同比增速为 3.4%，环比增长 3.3%，相对于 2019 年同期的四年平均同比增速为 2%，复苏动能有所增强。分解来看，净出口增长对 2 季度 GDP 增长贡献最大。私人消费、固定资产投资同比增速分别为 2.9%、-2.5%，净出口从 2022 年 2 季度的小幅逆差转为 2023 年 2 季度的大幅顺差，同比大幅扩大。2023 年 7、8、9 月，巴西制造业 PMI 分别为 47.8、50.1 和 49.0，较 1 季度有所提升，但仍处于收缩区间。服务业 PMI 分别为 50.2、50.6 和 48.7，较 1 季度有所减弱。根据巴西国家地理与统计局的调查数据，2023 年 6、7、8 月，巴西失业率分别为 8%、7.9%、7.8%，小幅下降，但仍处于较高水平，表明巴西劳动力市场恢复较为缓慢。以美元计价，2023 年 6、7、8 月，巴西出口同比增速分别为-9.6%、-5.0%和 0.7%，进口增速分别为-18.1%、-18.0%和-19.6%，增速均大幅下滑。由于净出口改善对 2 季度增长贡献较大，巴西未来增长持续性还需观察。

巴西通胀波动上升，央行开始降息，金融市场总体稳定。

巴西通胀波动上升，央行开始降息。2023 年 6、7、8 月，巴西 CPI 同比增速分别为 3.2%、4.0%和 4.6%，波动上升。分项目来看，燃料与能源、运输与住房价格增速的短期上升是通胀反弹的主要带动因素，食品饮料、服装、电子设备价格增速显著下降，教育与医疗保健通胀

仍高。未来能源价格、住房、教育医疗等服务价格还将支撑通胀，短期通胀具有粘性。2023年8月、9月，巴西央行降息两次，分别降息50个基点，将隔夜利率维持在13.75%降至12.75%。降息可能加大通胀压力，值得进一步关注。2023年7-9月，美元兑雷亚尔汇率有微小贬值，巴西BOVESPA股票指数保持稳定。

印度经济继续稳步增长，内需较强、贸易较弱。

印度经济继续稳步增长，内需较强、贸易较弱。2023年2季度，印度实际GDP同比增速为7.8%，环比增长1.9%，继续稳步增长。其中私人消费同比增速为6.0%，固定资产投资同比增速为8.0%，投资较为强劲。2023年7、8、9月印度失业率分别为7.9%、8.1%和7.1%，依然偏高且波动较大。这表明，印度就业改善还不稳定，劳动力市场还有较大的恢复空间。2023年7、8、9月，印度制造业PMI分别为57.7、58.6、57.5，服务业PMI分别为62.3、60.1、61.0，显示印度经济景气度较高。总体来看，印度经济仍在稳步增长。

印度货物贸易与服务贸易增速均显著下滑。以美元计价，2023年6、7、8月印度货物出口同比增长分别为-18.8%、-15.9%与-6.8%，进口同比增长分别为-17.5%、-17.0%和-5.2%，进出口同比增速仍在大幅下滑。虽然部分反映了2022年同期的高基数因素，也表明印度对外商品贸易增长显著放缓。4季度，低基数因素下，商品贸易增速可能上升。与此同时，服务贸易增速也显著下滑，8月服务贸易进出口均负增长，结束了此前的强劲增长态势。根据印度央行的估计，印度7月服务业进、出口分别为148.5亿美元和271.7亿美元，同比分别增长5.6%和12%。8月服务业进、出口分别为138.6亿美元和263.9亿美元，同比分别增长-8.9%和-0.4%。

印度通胀粘性凸显，央行继续按兵不动，汇率保持稳定，股市再创新高。

印度通胀粘性凸显，央行继续按兵不动。2023年6、7、8月，印度CPI同比增长分别为4.9%、7.4%和6.8%，显著上升，再次高于印度央行设定的2%-6%的通胀区间，通胀粘性凸显。分解来看，食品饮料价格上升幅度较大是主要因素。住房价格增速略有回落，健康与个人护理通胀仍然较高。总之，由于能源、食品价格居高不下，经济相对强劲，印度通胀仍具有较大粘性。值得一提的是，印度长期通胀水平



偏高，近10年平均通胀高达5%以上。三季度印度央行继续按兵不动，维持2月以来政策回购利率6.5%的水平。3季度以来，印度卢比汇率保持稳定，美元兑卢比汇率基本在82-83卢比/美元附近小幅波动。2023年7-9月，印度股市上涨，孟买敏感指数从6月末的64718.56点小幅升至9月末的65828.41点，再创历史新高。

南非经济边际改善，保持缓慢增长。

南非经济边际改善，保持缓慢增长。2023年2季度，南非实际GDP同比增长1.6%，较1季度边际改善。其中私人消费同比增速为0.7%。投资同比增速分别为10.8%，投资恢复较快，但仍未达到疫情前同期水平。贸易逆差同比大幅扩大，成为GDP增速的最大拖累。2023年6、7、8月，南非制造业PMI分别为45.5、47.8和50.7，也呈现出逐步改善态势。2023年6-8月，南非进出口增速显著下降，但三季度以来贸易顺差有所扩大。以南非兰特计，2023年6、7、8月南非出口金额分别同比增长-9.1%、-1.5%和4.6%，进口金额同比增长6.4.0%、4.0%和-0.1%，大幅低于1-5月的平均增速。三季度净出口对增长的拖累显著低于2季度。

南非央行停止加息，通胀不确定性仍大。

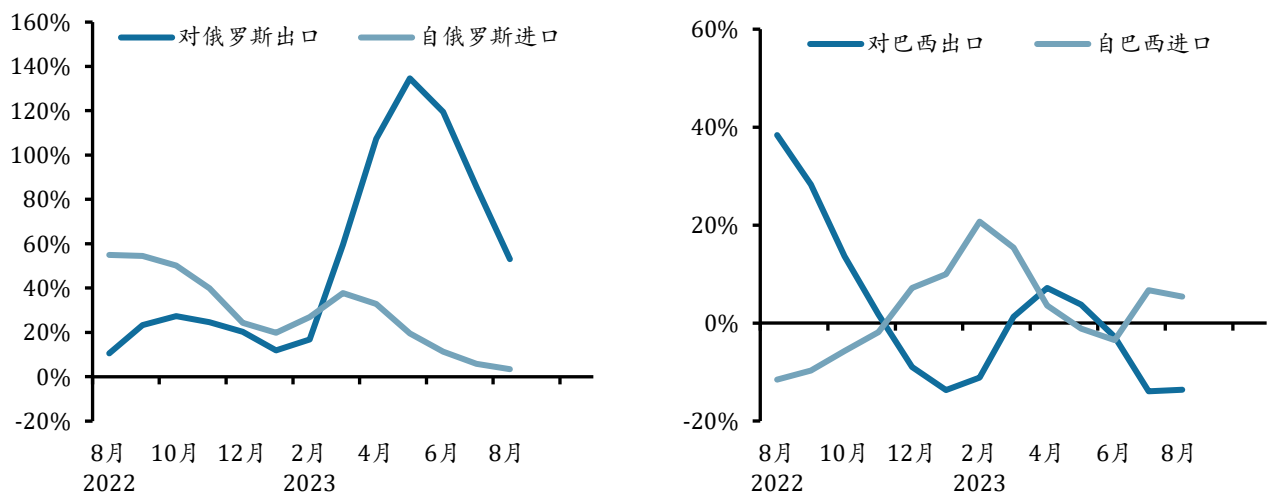
南非央行停止加息，通胀不确定性仍大。2023年2季度，南非失业率为32.6%，较上季度下降0.3个百分点，仍显著高于疫情前29%左右的水平。劳动参与率较1季度进一步上升0.2个百分点至59.6%，接近疫情前水平。2023年6、7、8月，CPI同比增速分别为5.7%、4.8%和4.8%，继续回落，进入央行设定的3-6%的通胀目标区间。分项来看，交通与工业产成品通胀大幅下降，是通胀下降的主要带动因素，食物价格平均同比增速也降低约4个百分点至9.8%。未来能源价格短期走高将对CPI构成支撑，服务类价格下降缓慢仍将阻碍通胀进一步下行。考虑到通胀已经进入通胀目标区间，三季度南非央行停止加息，将回购利率维持在8.25%的高位。但由于能源价格、地缘政治等风险，通胀不确定性仍然较大。

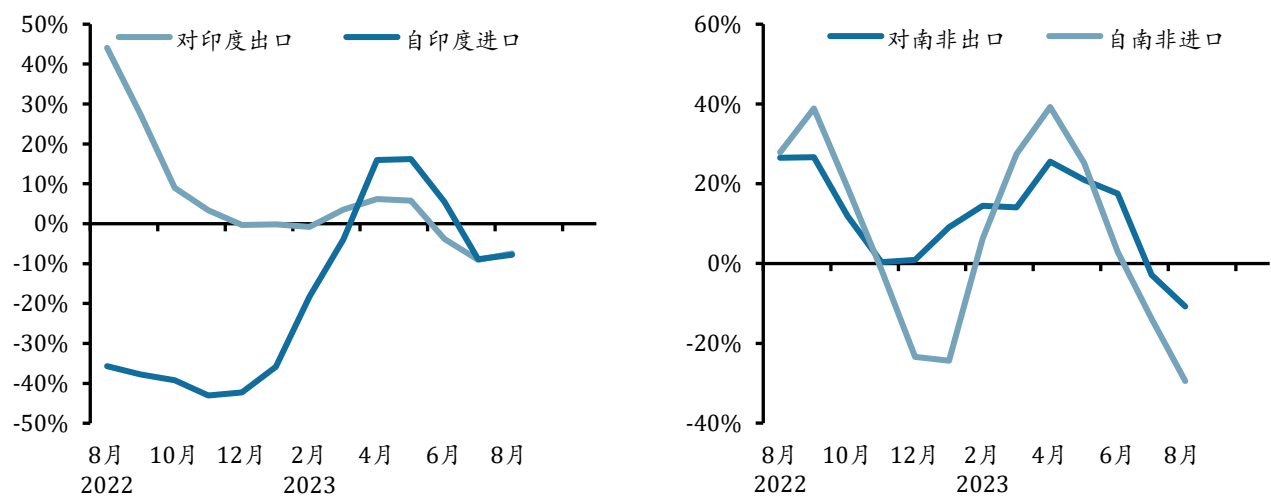
## 二、金砖国家与中国贸易

中国与金砖国家贸易增速显著下滑，但占中国对外贸易比重再创新高。

中国与金砖国家贸易增速显著下滑，但占中国对外贸易比重再创新高。2023 年 6、7、8 月，中国与金砖国家贸易总额同比增长分别为 6.9%、-2.7%和 0.9%，增速大幅放缓。中国与金砖国家贸易总额在中国总贸易中的比例分别为 10.6%、10.7%和 11%，持续增长，占比再创历史新高。出口方面，中国对金砖国家出口增速显著下滑，对印度、南非、巴西出口同比转为负增长，对俄罗斯出口保持增长。2023 年 6、7、8 月，中国对印度出口同比增速分别为-13.6%、-9.5%和 0.7%，对巴西出口同比增速分别为-3.9%、-22.7%和-14.5%，对南非出口同比增速分别为 1.1%、-15.4%和-18%，对俄罗斯出口同比增速分别为 90.9%、51.8%和 16.3%。进口方面，中国自俄罗斯与巴西进口仍保持增长，自印度和南非进口显著负增长。2023 年 6、7、8 月，中国自俄罗斯进口同比增速分别为 15.7%、-8.1%和 2.7%，较此前的高速增长态势显著放缓。自巴西进口同比增速分别为 2.8%、4.7%和 8.8%，仍保持稳步增长。自印度进口同比增速分别为-20.2%、-9.9%和 6.7%，较 3-5 月显著下滑。自南非进口同比增速分别为-28.0%、-38.0%、-22.4%，增速大幅下滑。

图表 24 中国与金砖国家贸易情况





数据来源：Wind，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。

图表 25 金砖国家数据概览

实际 GDP 增速	CPI 同比增速					
	(季度同比, %)			(同比增速, %)		
	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023M6	2023M7	2023M8
俄罗斯	-2.7	-	-	3.3	4.3	3.7
巴西	1.9	4.0	3.4	3.2	4.0	4.6
印度	4.5	6.1	7.8	4.9	7.4	6.8
南非	0.8	0.2	1.6	5.7	4.8	4.8

汇率	制造业 PMI					
	(月收盘价, perUSD)					
	2023M7	2023M8	2023M9	2023M7	2023M8	2023M9
俄罗斯	90.9783	95.9283	97.4147	52.1	52.7	54.5
巴西	4.7409	4.9213	5.0070	47.8	50.1	49.0
印度	82.2481	82.6784	-	57.7	58.6	57.5
南非	17.7117	18.6870	18.7840	44.8	50.7	46.6

出口	(同比增速, %)			进口		
				(同比增速, %)		
	2023M6	2023M7	2023M8	2023M6	2023M7	2023M8
俄罗斯	-36.2	-32.8	-	19.6	16.4	-
巴西	-9.6	-5.0	0.7	-18.1	-18.0	-19.6
印度	-18.8	-15.9	-6.8	-17.5	-17.0	-5.2
南非	-9.1	-1.5	4.6	6.4	4.0	-0.1

中国出口	(同比增速, %)			中国进口		
				(同比增速, %)		
	2023M6	2023M7	2023M8	2023M6	2023M7	2023M8
俄罗斯	90.9	51.8	16.3	15.7	-8.1	2.7
巴西	-3.9	-22.7	-14.5	2.8	4.7	8.8
印度	-13.6	-9.5	0.7	-20.2	-9.9	6.7
南非	1.1	-15.4	-18.0	-28.0	-38.0	-22.4

数据来源：Wind，CEIC。

## 全球金融市场：市场平稳、股市回调

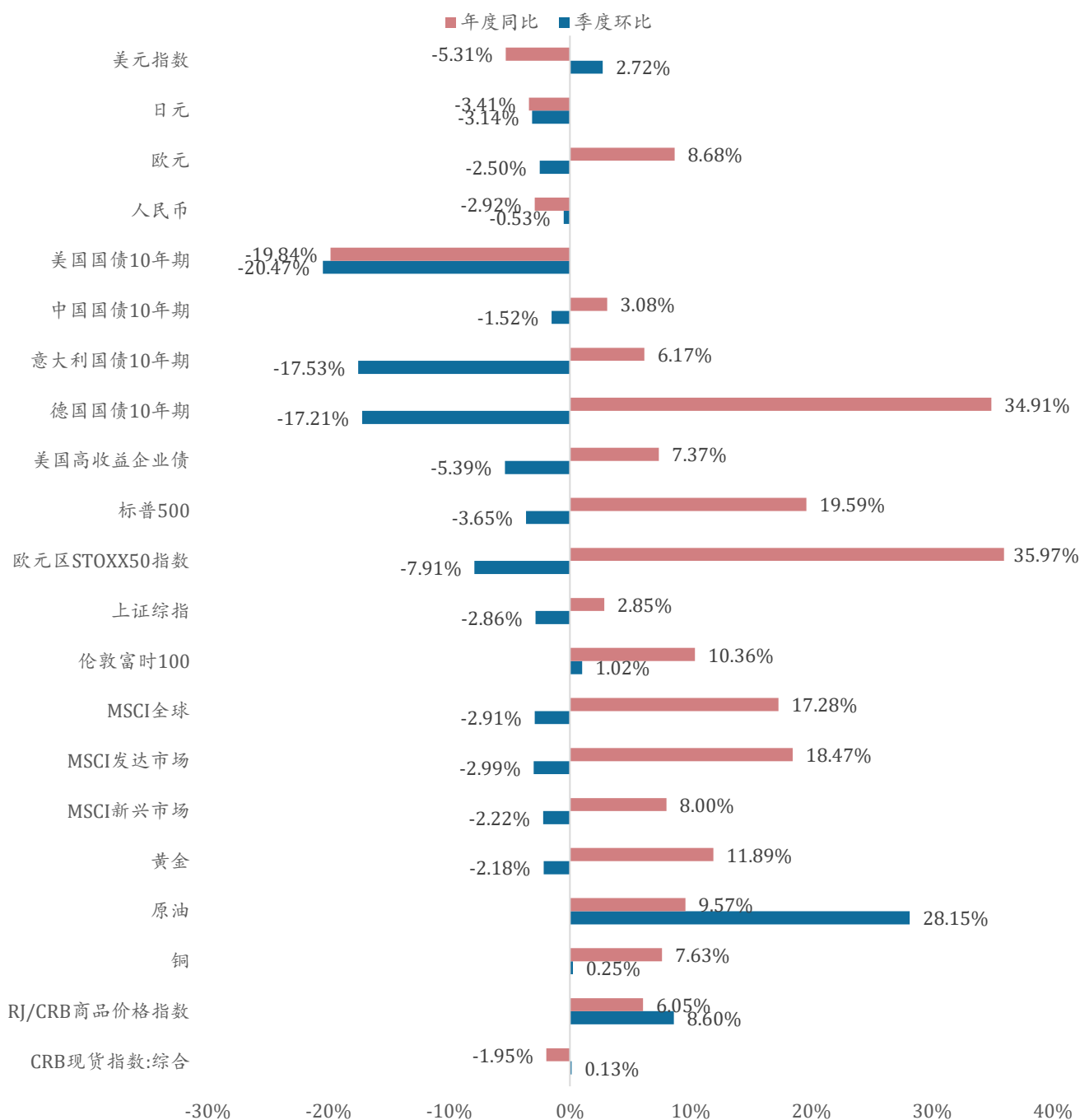
2023 年 3 季度，全球金融市场整体表现平稳，风险资产价格出现回调。美联储加息 25bp，欧央行加息 50bp。除美国等少数主要经济体以外，欧洲、中国等其他主要经济体在三季度经济增长动能均偏弱。美元继续升值，其他主要经济体货币普遍贬值。在加息和经济疲软的影响下，全球股市普遍回调下跌。美债、欧债收益率受加息影响继续上升、价格继续下跌。人民银行降息降准，在货币宽松下，中国国债收益率在 9 月份反而不降反升，或因景气指数等前瞻指标出现边际小幅回暖迹象。黄金价格继续下跌、环比下跌 2.2%。大宗商品价格回暖，原油价格、铜价、大宗商品价格综合指数均有所上涨。关注发达经济体持续货币紧缩对金融市场的影响。

### 一、全球金融市场总体情况

市场整体平稳，风险资产价格出现回调。

2023 年 3 季度，全球金融市场整体平稳，风险资产价格出现回调。在相对强劲的经济数据和下滑的通胀率下，美联储加息节奏明显放缓，3 季度美联储依然仅加息 25bp。欧洲通胀缓和速度不及美国，经济也明显走弱。在通货膨胀压力下，欧央行三季度两次加息累计 50bp。尽管主要发达经济体仍在加息，但全球金融市场未出现较大的金融风险事件和资产价格大幅下跌，市场整体平稳。美元继续升值，其他主要经济体货币均贬值。全球股市出现回调，美债、欧债收益率受加息影响继续上升、价格继续下跌。人民银行降息 10bp、下调法定存款准备金率 25bp，在货币宽松下，中国国债收益率在 9 月不降反升。黄金价格继续下跌、环比下跌 2.2%。3 季度，大宗商品价格回暖，原油环比大涨 28.15%，铜价环比上涨 0.25%，大宗商品价格综合指数均有所上涨。

图表 26 全球金融市场主要指标变动



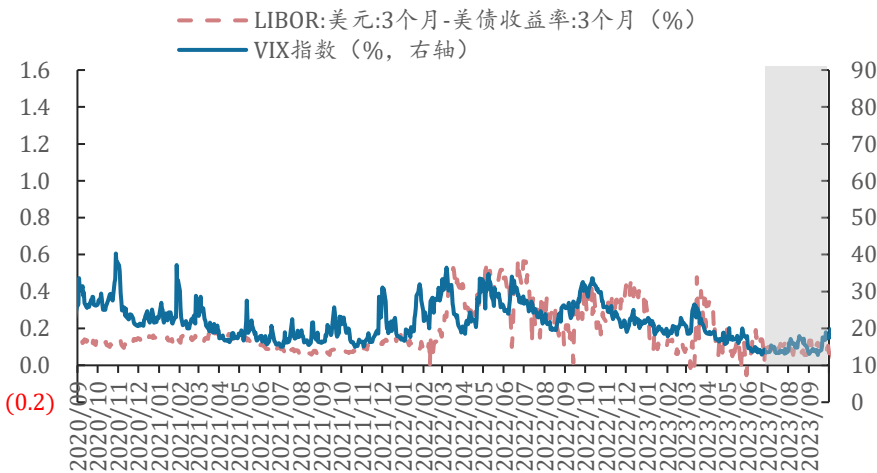
注 1：原始数据来源于汤森路透数据库，经笔者计算。债券价格的波动体现为价格的波动，而非收益率的变动，即价格下跌、利率上升。

注 2：该表数据截至日为 2023 年 9 月 30 日，变动幅度均按季末值计算。因截止时间和计算方法差异，该表的数据与后文的图表数据可能存在相近不相同的情况。

美元流动性风险和  
资产价格波动风险  
继续保持低位。

**TED 利差和 VIX 指数保持历史较低水平。**三季度，美联储加息节奏明显放缓，且未发生较大的金融风险事件，美元流动性风险和资产价格波动风险均处在低位。TED 利差围绕着 10bp 的低水平中枢波动，显示银行间美元流动性充足。三季度，尽管美股出现了回调，但美股波动性也在较低水平。VIX 指数保持在 20%以下。自从 3 月份美欧银行业危机处置以来，全球金融市场总体表现平稳。

图表 27 全球金融市场风险状况图



注：数据来自 Wind 数据库。阴影部分为 2023 年第 3 季度。

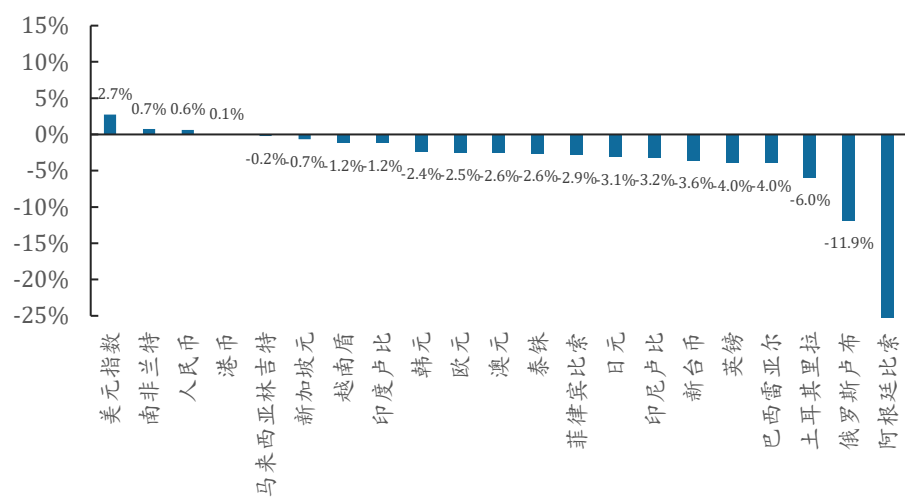
二、全球金融分市场运行态势

美元升值，其他主  
要经济体货币汇率  
贬值。

**美元升值，其他主要经济体货币贬值。**3 季度，美元季末较上季度升值 2.7%，平均汇率较上季度升值 0.66%，其他主要经济体货币多贬值。发达经济体中，英镑季度平均汇率略有升值，季末值贬值 4%。日元、澳元、欧元的平均汇率和季末值均明显贬值。加息也未能改变欧元的颓势。新兴经济体中，多数主要新兴经济体均对美元贬值。按平均值，3 季度人民币贬值幅度为 2.32%，俄罗斯卢布贬值 15.96%，经济较为强劲的印度货币卢比也小幅贬值 0.59%。东南亚货币也多对美元贬值。但是 3 季度南非兰特对美元小幅升值。按季末值和平均值，南非兰特较 2 季度分别升值 0.7%、0.19%。阿根廷、土耳其货币继续大幅贬值，平均贬值幅度分别达 34.8%、28.3%。



图表 28 主要发达和新兴经济体季度汇率波动幅度（2023 年 3 季度）



注：原始数据来源于 Wind 数据库，经笔者计算。数据截至日期为 2023 年 9 月 30 日。波动幅度根据相邻两季度的季末值计算，波幅为正表示本季度末汇率较上季末升值，波幅为负代表贬值。

图表 29 主要发达和新兴经济体季度平均汇率走势一览

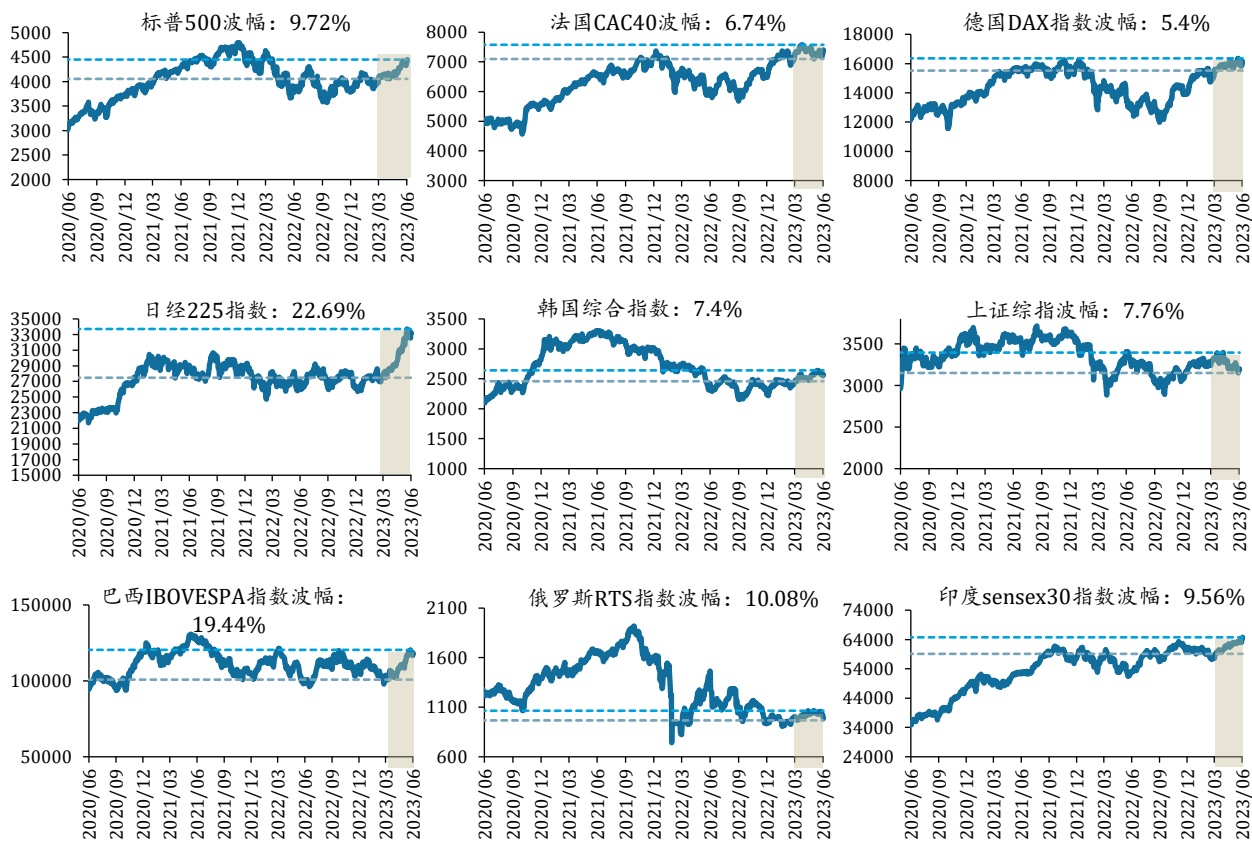
		2023 年 3 季度	2023 年 2 季度	升值幅度
主要发达经济体	美元指数	103.26	102.58	0.66%
	欧元	1.09	1.09	-0.14%
	日元	144.48	137.41	-5.15%
	英镑	1.27	1.25	1.26%
	澳元	0.66	0.67	-2.23%
金砖国家	巴西雷亚尔	4.88	4.94	1.22%
	卢布	94.14	81.18	-15.96%
	南非兰特	18.65	18.69	0.19%
	印度卢比	82.67	82.19	-0.59%
	人民币	7.17	7.01	-2.32%
东南亚	菲律宾比索	55.97	55.62	-0.63%
	越南盾	23891.05	23668.72	-0.94%
	马来西亚林吉特	4.63	4.53	-2.15%
	泰铢	35.15	34.47	-1.97%
	印尼卢比	15224.42	14878.54	-2.32%
东亚	韩元	1312.89	1315.47	0.20%
	新加坡元	1.35	1.34	-0.68%
	新台币	31.69	30.7	-3.21%
	港币	7.82	7.84	0.20%
其他	阿根廷比索	313.58	232.64	-34.79%
	土耳其里拉	26.79	20.88	-28.33%

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，其中，欧元汇率、英镑汇率、澳元汇率为间接标价法，其余均为直接标价法。

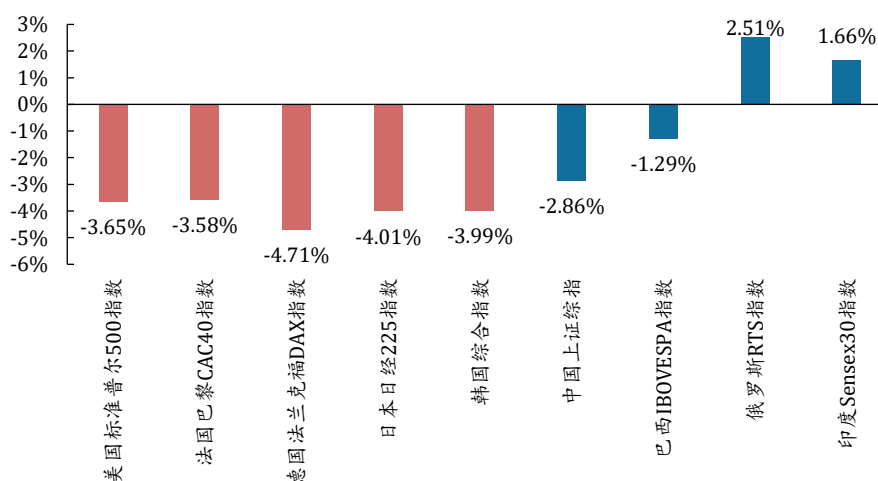
主要经济体股市下跌。

多数主要经济体股市回调，印度股市微涨。主要经济体（除美国、印度外），多数在二、三季度出现了经济疲软迹象。全球股市结束上涨趋势，出现回调、下跌。三季度，标普 500 指数下跌 3.65%，季内波幅 7.38%。欧洲股市也开始下跌。法国 CAC40 指数、德国 DAX 指数分别下跌 3.58%、4.71%；季内波幅达 6.02%、8.2%。东亚股市也出现下跌，日本、韩国股市均下跌 4% 左右，季内波幅分别达 7.32%、8.29%。中国股市继续下跌，三季度上证综指下跌 2.86%。巴西股市小幅下降 1.29%，印度股市在波动中仍出现了小幅上涨。按季末值，三季度印度股市上涨 1.66%。

图表 30 全球主要发达与新兴经济体股市季内波动（2023 年 3 季度）



图表 31 全球主要发达与新兴经济体股市季度涨跌幅（2023 年 3 季度）

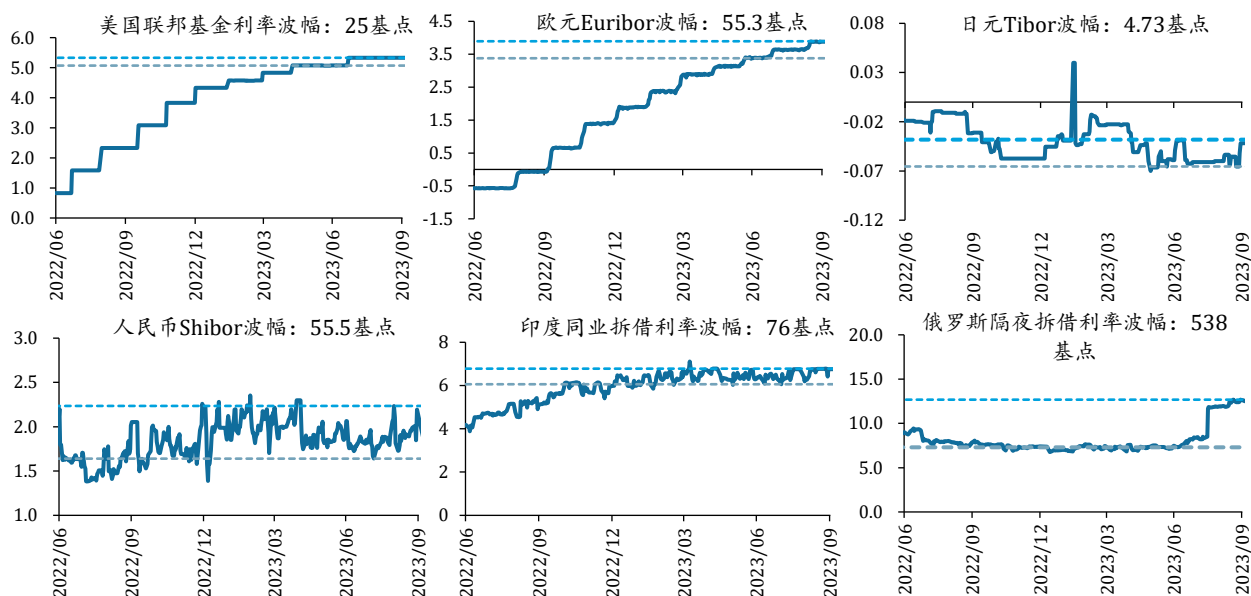


注：原始数据来自 Wind 数据库。波动涨跌幅根据相邻两季度的季末值计算。数据截至 2023 年 9 月 30 日。图中红色柱为发达经济体，蓝色柱为新兴经济体。

**美联储、欧央行继续加息，人民银行继续降息。**

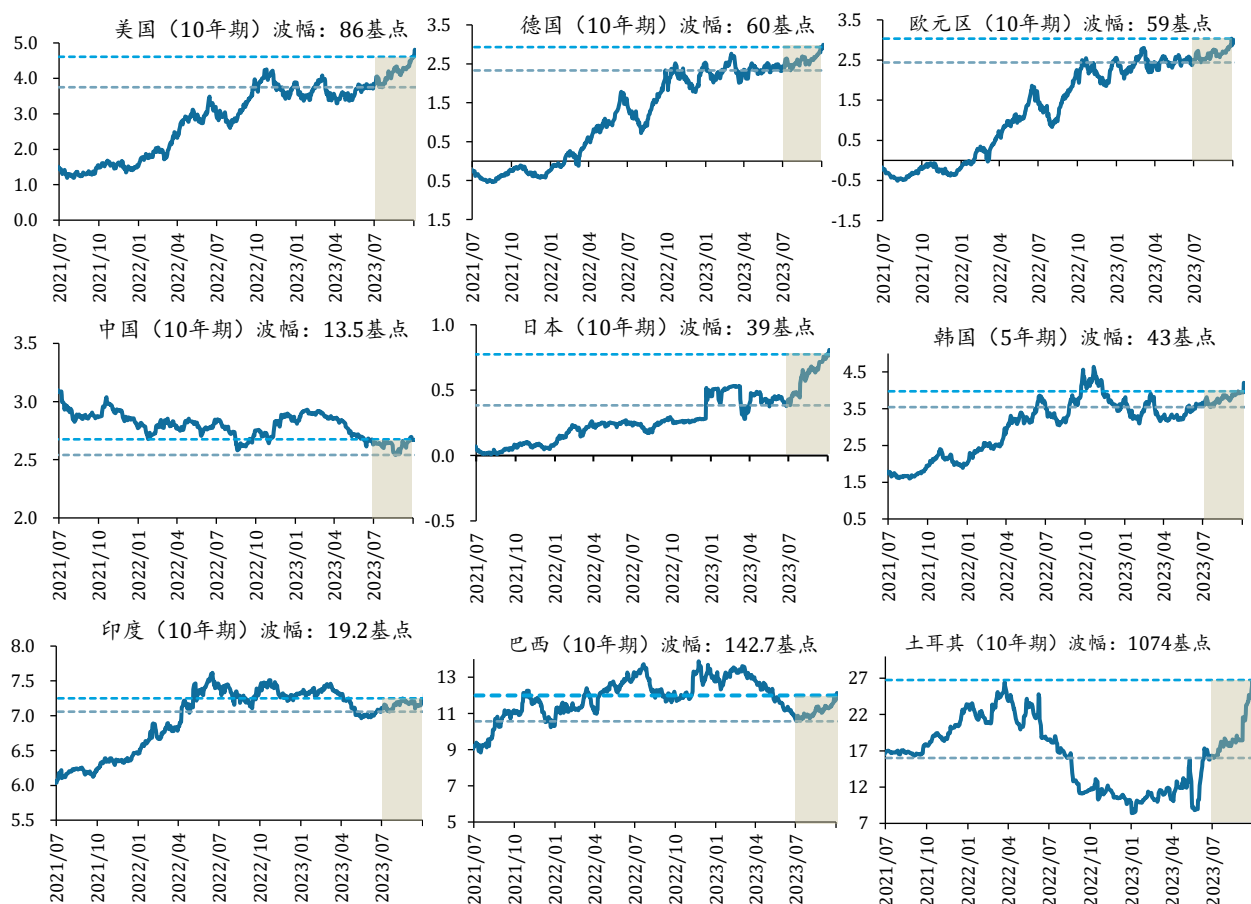
**美联储、欧央行继续加息，人民银行继续降息。** 3 季度，美联储加息 25bp，欧央行加息 50bp，美欧的货币市场利率和基准利率同步上升。日本保持超宽松货币政策不变，但日本央行行长植田和男释放出了货币政策转向信号。其表示，如果确信工资和消费者物价出现了可持续增长，那么结束负利率将被提上日程。在紧缩预期下，日本货币市场负利率程度略有缓解，日元 Tibor 回升至 -0.04%。3 季度，中国人民银行继续下调政策利率，将公开市场操作利率进一步下调 10bp 至 1.8%，还下调法定存款准备金率 25bp，但货币市场利率并没有进一步下探，利率中枢反而有所抬升。俄罗斯央行受制于通胀压力终于在本季度开启加息，加息三次累计 550bp，货币市场利率也同步上行。印度保持 6.5% 的基准回购利率不变，同业拆借利率也以 6.5% 为中枢波动。

图表 32 全球主要发达与新兴经济体货币市场走势一览



注：同上。

图表 33 全球主要发达与新兴经济体长期国债市场走势一览



注：同上。

主要经济体长期国债收益率普遍上行。

主要经济体长期国债收益率普遍上行。受加息影响，美国、欧洲的长期国债收益率继续上升。三季度，美国十年期国债收益率、欧元区十年公债收益率、德国十年期国债收益率分别上升 86bp、59bp、60bp。美债十年期收益率的上升幅度明显超过了其联邦基金利率的上行。韩国、日本的十年期国债收益率上升 43bp、39bp。2023 年三季度，在人民银行降息降准的情况下，中国十年期国债收益率没有持续下行，在 8 月底以来也出现了小幅上行，由 2.55% 上升至 2.69%，或因 PMI 等前瞻性指标出现了边际小幅回暖。巴西央行在三季度也开始降息，央行隔夜利率由 13.75% 降至 12.75%，或受通胀在三季度回升影响，巴西十年期国债收益率也在宽松货币政策下出现上升。土耳其 6 月以来回归加息周期，三季度累计加息 1500bp 将基准利率上调至 30%，十年期国债收益率也出现 1000bp 以上的上升。

### 三、全球金融形势展望

持续货币紧缩对经济的影响开始显现，关注资产价格回调风险。

2023 年全球经济增长展现出韧性，但并不代表货币紧缩对增长的影响尚未体现。美国的实际利率已经达到 2008 年以来的最高水平，主要发达经济体私人信贷已经出现收缩。美国消费信贷折年率自 2022 年二季度以来整体呈下滑趋势。2023 年 7 月，美国消费信贷折年率为 2.51%，较 2022 年 3 月的增长高点（10.09%）大幅下降；此外，2023 年 5 月美国消费信贷折年率出现了负增。截至 2023 年 7 月，德国 1 年期以上的居民贷款增速已持续同比负增 5 个月。贷款拖欠和不良率也在上升。根据美联储的数据，自 2022 年一季度至 2023 年二季度，美国工商业贷款、消费贷款及所有贷款和租赁的撇账率持续上升。信贷收缩也传导至投资需求上，美国、欧洲等主要发达经济体的私人投资（非住宅）以及固定资产投资总额均出现增速放缓，甚至负增。2023 年 6 月，美国私人投资中的固定资产投资规模（不变价）增速为 -0.46%，已经连续三个季度负增。同时，美国、欧洲的制造业景气指数均在收缩区间，发达经济体经济活动出现了下降迹象。预计美联储将保持高利率至 2024 年，欧央行在高通胀的约束下也很难因为经济放

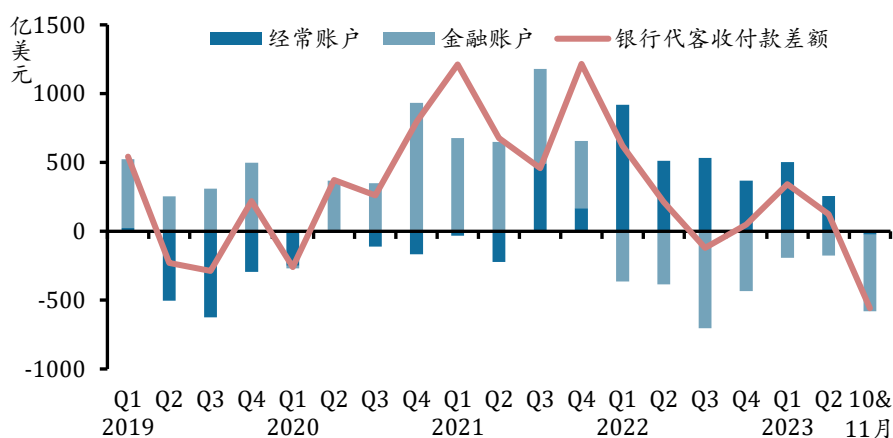
缓放松金融条件，持续的紧信用必然会成为约束增长的“地心引力”。关注在高利率、高债务背景下的资产价格回调风险，尤其是对于增长低迷的经济体。

3 季度银行代客涉外收入、对外付款相比上季度同期均呈上升趋势，跨境支出大幅高于跨境收入，跨境收支逆差规模超过 550 亿美元。

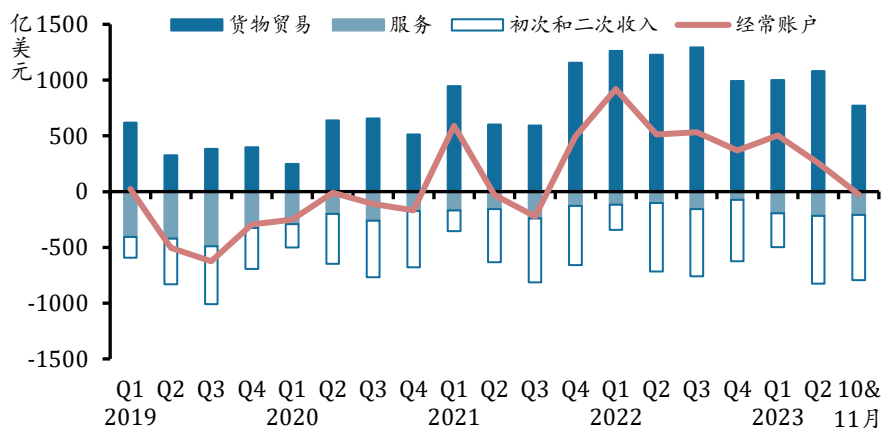
#### 四、跨境收支总额、涉外收款、对外支出齐升

2023 年 3 季度前两个月，银行代客涉外收入、对外付款分别为 10630.6 亿美元和 11189.1 亿美元，跨境收支逆差达 558.5 亿美元。相比去年同期，涉外收入同比下降 1.2%，对外付款同比上升 4.0%。相比 2023 年 2 季度同期，涉外收入上升 6.3%、对外支出同比上升 11.9%。跨境收支逆差金额维 558.5 亿美元，相比上季度同期扩大了 563.3 亿美元。银行代客涉外收入与支出总额为 2.18 万亿美元，同比上升 1.4%，相比上一季度同期上升 9.1%。

图表 34 银行代客收付款分项结构

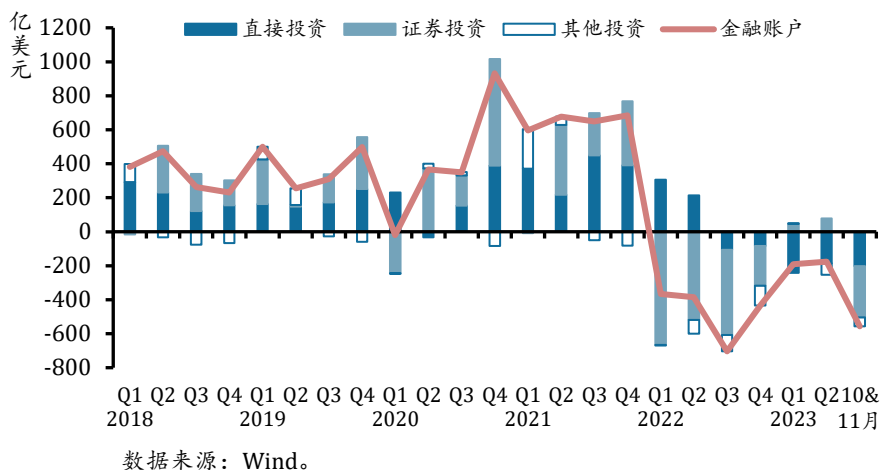


数据来源：Wind。



数据来源：Wind。





银行代客收付款经常项目转为逆差。其中货物贸易顺差小幅上升，服务贸易和收入项由逆差均在扩大。

从境内银行代客涉外收付款的分项看，2023 年 7 月、8 月经常项目由上季度同期 173.6 亿的顺差转为 24.9 亿逆差，结束了自 2021 年 4 季度以来的顺差趋势。从细项看，货物贸易顺差规模上升，服务贸易逆差扩大，收入项逆差大幅扩大。3 季度前两个月，货物贸易顺差相比于上季度前两月上升 21.6%，至 769.6 亿美元；服务贸易逆差相比上季度同期扩大 43.0%，至 206.9 亿美元；收入项逆差为 587.6 亿美元，相对于 1 季度前两月扩大 86.7%。

银行代客涉外收付款资本和金融项目逆差规模大幅扩大，直接投资，证券投资和其他投资项逆差均呈扩大趋势。

银行代客涉外收付款资本和金融项目逆差相比上季度同期大幅扩大，3 季度前两个月的逆差规模为 556.0 亿美元，相比于 2 季度同期上升 1.8 倍。从细项看，直接投资、证券投资和其他投资的逆差规模均呈扩大趋势。其中，直接投资逆差由上季度同期的 112.4 亿美元扩大至 202.6 亿美元，2022 年同期直接投资项下为逆差 50.3 亿美元；证券投资由上季度同期的 59.9 亿美元上升至 300.3 亿美元；其他投资项逆差由上一季度前 2 个月的 23.3 亿美元上升至 53.0 亿美元。

银行结售汇由顺差转为逆差。银行自身结售汇、银行代客结售汇均为逆差。

2023 年 7 月、8 月，银行结售汇由上季度同期的小幅顺差转为逆差，逆差规模为 251.4 亿美元。其中，银行结汇相比上季度同期下降，银行售汇相比上季度同期有所上升。银行结汇总额为 3609.6 亿美元，售汇总额为 3861.0 亿美元。从交易主体来看，7、8 两个月银行自身结汇规模为 84.8 亿美元，明显小于 216.7 亿美元的售汇规模。银行代客结售汇顺差额方向也发生变化，由上季度 88.6 亿美元的顺差转为

人民币计价的银行  
代客收付款逆差规  
模继续扩大。

119.5 亿美元的逆差。在结售汇意愿方面，2023 年 3 季度前两个月结汇率（银行代客结汇占银行代客涉外总收入外币比率）相比上季度同期下降 3.1 个百分点，至 68.0%，售汇率下降 1.6 个百分点，至 69.1%。

境内银行代客收付款的人民币跨境收支净流出规模继续扩大，由上季度前两个月 20.6 亿美元上升至 462.6 亿美元。人民币业务计价的银行代客涉外收入由上季度同期的 4880.0 亿美元上升至 5449.6 亿美元，上升 11.7%，在银行代客涉外收入总额中占比为 51.3%，较上季度同期上升 2.3 个百分点；人民币计价的银行代客支出由上季度同期的 4900.6 亿美元上升至 5912.2 美元，上升 20.6%在涉外支出总额中占比为 52.8%，与上季度同期上升 4.0 个百分点。

## 大宗商品市场：供需改善，价格强劲反弹

2023 年 3 季度大宗商品价格显著反弹，CEEM 大宗商品价格指数环比上涨 8.0%。石油需求端悲观预期好转，供给端沙特和俄罗斯延续减产措施，为油价托底，推动油价上涨 14.6%，但进入 10 月后在数日内大幅下挫。3 季度金属价格分化：铜受美、欧、中经济复苏预期差异的影响大幅波动；铝因中国政策预期向好而在季末上涨，政策预期也推动铁矿石价格上涨。3 季度国际农产品价格短暂上涨后全面下跌。国内农产品普涨，但具体走势分化，气候因素对价格支撑较强。

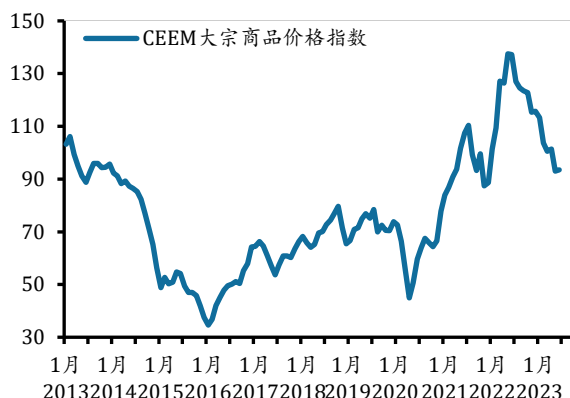
3 季度大宗商品普遍走强，其中油价涨幅较大，沙特和俄罗斯联手减产；铜价波动较大，铝和铁矿石受中国政策刺激上涨。农产品价格上涨后回落，极端气候因素对价格影响较大。

### 一、大宗商品总体价格走势

2023 年 2 季度 CEEM 大宗商品价格<sup>1</sup>季度均价环比反弹 8.0%，一改此前中国复苏不及预期和美国风险事件导致的颓势。其中油价领涨，需求端改善，加上供给端俄罗斯加入沙特的减产计划，并缩减对中印供应的折扣，对油价形成较强支撑。金属方面，铜价跌宕起伏，欧美经济数据韧性较强形成支撑，但随后市场担心高利率下欧美前景不明朗以及中国复苏不及预期，价格回落。中国政策刺激利好铝和铁矿石价格。国际国内农产品多有走强，但随后分化。极端气候因素如中国北方雨量超预期和澳大利亚干旱对农产品影响较大。

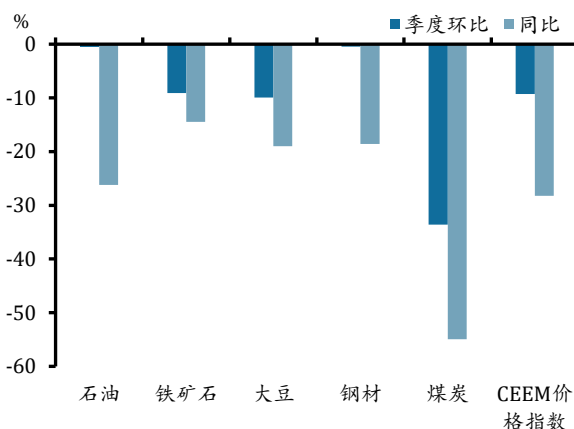
<sup>1</sup> CEEM 大宗商品价格指数（月度）综合计算前五大进口商品月平均价格，并根据中国进口量分配权重。5 种商品价格为 OPEC 一揽子石油价格、普氏铁矿石综合价格指数、澳大利亚动力煤 FOB 价格、钢材亚太地区远东市场综合到岸价以及美洲综合大豆价格。指数以 2012 年平均价格为基准。

图表 35.3 季度 CEEM 大宗商品指数显著反弹



数据来源: CEIC, 世界经济预测与政策模拟实验室

图表 36 3 季度除煤炭以外主要商品反弹



数据来源: CEIC, 世界经济预测与模拟实验室

## 二、主要大宗商品供求情况与价格走势

原油价格在供需两端改善推动下反弹，其中供给端沙特和俄罗斯协同减产对油价托底作用明显。但进入10月份后价格波动加剧。

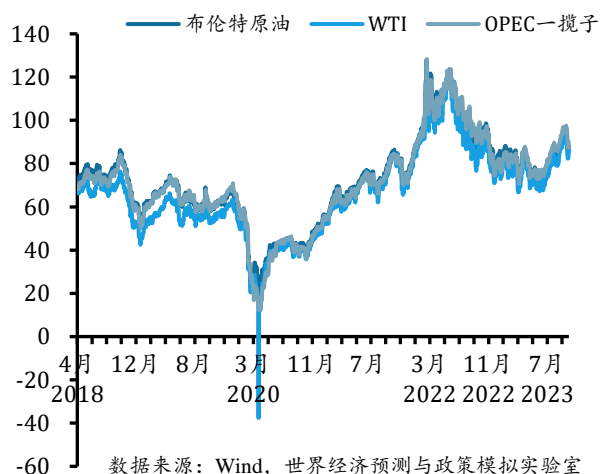
2 季度季报的主要观点为，在需求端缺乏显著反弹前，油价仍然缺乏大幅上涨的基础。但同时，OPEC 通过减产为油价托底，下行风险也较小，预计油价在 3 季度仍将持续震荡。考虑到 2 季度油价极低的波动性，3 季度油价易对特别事件做出剧烈反应。

从实际结果来看，3 季度原油价格波动性扩大，油价震荡上行。一方面 OPEC 的减产托底效果显著，多头在“OPEC 保险”加持下敢于加仓。另一方面，美国经济“软着陆”叙事成为主流，市场对需求端转向乐观。油价在库存低迷、沙特和俄罗斯联合减产等供给端因素刺激下，冲击 95 美元关口。但进入 10 月初，仅几日时间，美债利率上行、美国汽油库增长超预期以及中印自俄罗斯进口下降和多头获利了解等影响下，油价暴跌回到 85 美元附近，随后又受以巴冲突影响反弹，震荡加剧。

本质上，我们认为在需求端好转明确之前，多头都做好了随时离场的准备，尚不构成坚实的上涨基础。

但我们也看见，随着巴以冲突爆发，油价在刺激下出现 5% 以上的暴涨，体现出在供需紧平衡的状态下，突发事件造成的扰动会成倍放大。

图表 37 3 季度全球油价强劲反弹，但 10 月初剧烈波动



图表 38 OPEC 通过减产为价格托底



2 季度市场在逐步纠正此前的认知偏差，包括对油价的乐观预期以及原油投资不足的后果。

2 季度至今，原油供需状态处于紧平衡。抑制油价上涨的最大因素在于需求端的不确定性。需求端可拆解为美国、中国、新兴市场，其悲观面在 3 季度下旬均有所改善。

1) 美国的不确定性体现在，美联储维持利率更高更久的决心何时将实体经济拖入衰退。这一不确定性随着美国经济数据强韧超预期以及软着陆叙事渐响，抑制性减弱。

2) 中国的不确定性在于房地产和消费疲弱，但进入 3 季度下半程已有触底迹象。

3) 新兴市场在美元升值冲击下，PMI 却频繁好于预期，和印度、东南亚、墨西哥等地承接中国供应链外流的乐观预期有关。

综上，整个 3 季度以来，需求端在边际改善，市场已计入的悲观预期在松动。

供给端则更加复杂，可大致拆分为三股力量。

1) 首先，OPEC 中以沙特为核心，通过不断减产为油价托底。沙特重申将日均 100 万桶的自愿削减石油产量措施延长至今年年底。在王储的带领下，沙特正大规模投入基建建设和转型，对原油收入的依赖反而提升。根据测算，由于此前减产导致出口量下降和国内开支提升，沙特维持预算平衡的基准油价已经接近 90 美元左右。沙特有较强意愿将油价抬升至逼近该水平。

2) 其次，美国大幅提升出口，尤其是对欧洲出口创纪录，已成为全球最重要的石油出口国之一。WTI-Brent 价差历史缩小，一度等同于运输费用。但 3 季度美国自身的商业库存相对低迷，净进口量反弹。同时美国活跃钻井数持稳，资本开支扩大缓慢，显示出上游对扩大产能较为谨慎

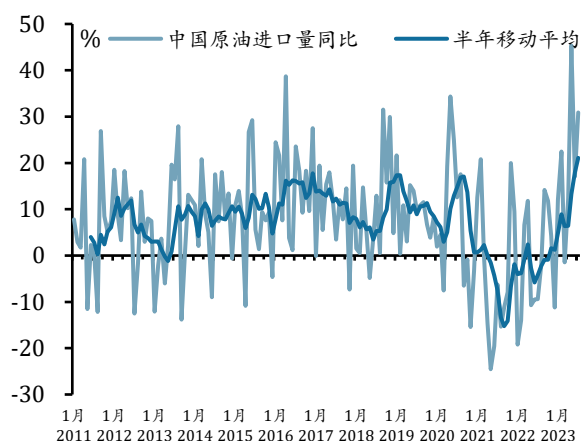
3) 第三，俄罗斯是供给方最大的扰动因素。由于战争支出巨大和西方封锁，俄罗斯大量通过海路为印度、中国、土耳其以折扣价格出口石油。这一举动实际上满足了新兴市场最大的边际需求增量，对价格有极大抑制作用，使得高盛等外资投行在年初预测的 100 美元油价遥遥无期。但 3 季度末，俄罗斯首次表态和沙特联合减产，延续日均 30 万桶的削减计划至年底，同时缩小折扣，意味着俄罗斯不再满足于此此前价格。路透新闻显示，俄罗斯出口印度原油的折扣从 15-20 美元缩减至 5 美元。俄乌战争僵持越久，俄罗斯提价的意愿就更为强烈。

上述供给端因素在 3 季度都从抑制油价转向放松，使得年初的叙事返场：供给端高度不足，产能提升空间有限，一旦需求反弹或大幅下滑的风险消除，油价有大幅上涨空间，甚至驱动大宗商品迎来新一轮牛市。

该叙事或推动了油价在 3 季度的上涨，但仍缺乏坚实的基础。10 月初期的几个数据反转足以将油价打落近 10 美元：美国汽油库存超预期上涨，显示出需求不及预期，美国供给仍有冗余；中印从俄罗斯进口原油规模在提价后回落，显示出高油价的负反馈作用显著；沙特在和美国进行深度谈判，或通过增产换取美国的军事保护，并和以色列和解。



图表 39 中国原油总进口增速走高



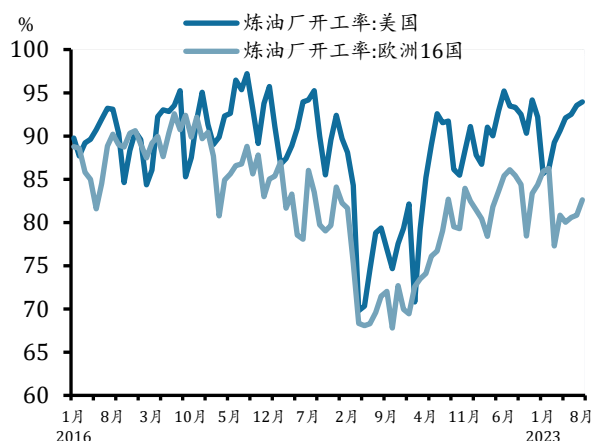
数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室

图表 40 美国原油净进口仍在低位, 但有小幅反弹



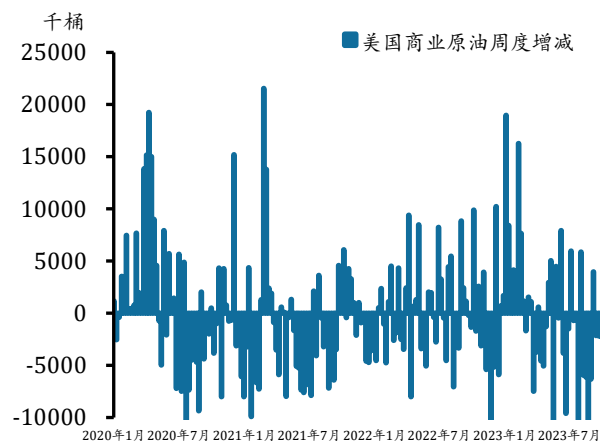
数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室

图表 41 欧美炼油厂开工率提升



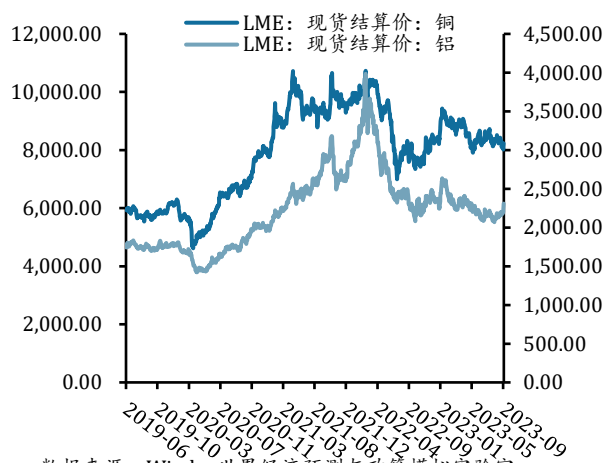
数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室

图表 42 美国商业原油库存仍在缩减



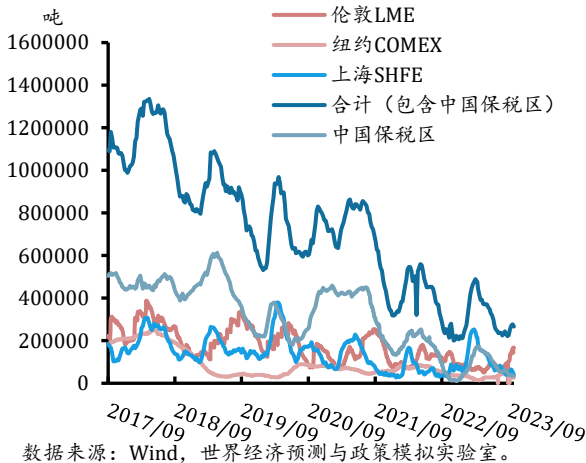
数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室

图表 43 LME 铜铝价格震荡, 出现分化



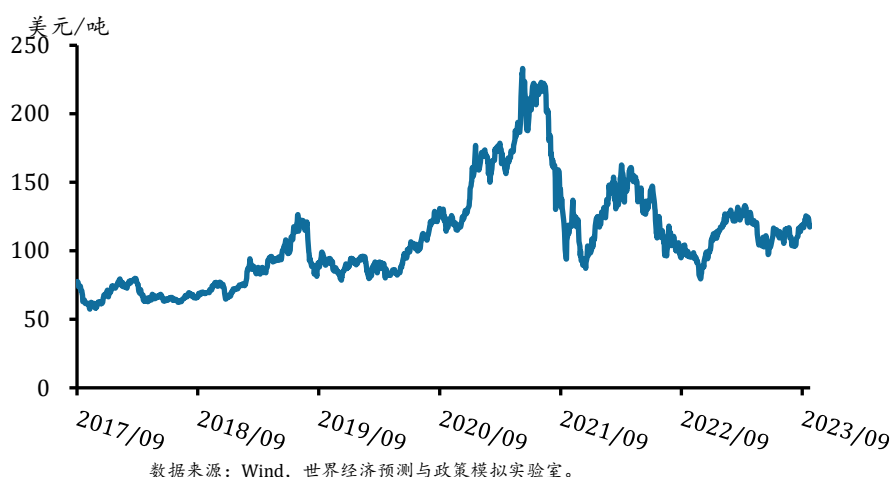
数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 44 全球铜库存仍处相对低位



数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 45 国际铁矿石价格下跌反弹后震荡



3 季度金属价格分化：铜受美、欧、中经济复苏预期差异的影响大幅波动；铝因中国政策预期向好而在季末上涨。中国经济政策预期的向好带动铁矿石价格上涨，但能否兑现有待观察。

2023 年 3 季度国际有色金属价格震荡，价格分化。铜方面，2023 年 3 季度区域间经济预期的差异成为铜价的主要驱动因素。伦铜价格在 3 季度大体呈“M”型，在 8 月 1 日触及 8720.50 美元/吨的高位。伴随月初惠誉下调美国主权信用评级，伦铜下跌。8 月 15 日，铜价下跌至 8126.5 美元/吨，开启反弹。9 月 1 日，伦铜价格达到 8515.0 美元/吨，后再次下跌，9 月 27 日价格为 8017.0 美元/吨。9 月 29 日价格为 8230.5 美元/吨，季度环比收涨 0.25%。

宏观层面，对美国加息、欧洲衰退、中国经济复苏的预期再生波澜，左右铜价运行。2 季度美欧经济表现良好，美国核心通胀得到控制，致使市场在 3 季度初对经济复苏的悲观情绪偏向乐观；中国在房地产、民营经济发展、房地产领域政策频出，经济复苏预期偏乐观，支持铜价在 7 月走强。但 7 月美国核心通胀再起，欧洲经济转颓，8 月初铜价承压；中国出台多项政策，包括降低印花税、降低存量房贷利率、首付比例下调以及多地执行“认房不认贷”政策措施等，房地产政策底基本可以确认，但投资与消费数据均不理想。9 月政策措施的实际效应开始显现，欧元区及英国 PMI 始终处于荣枯线以下；美国加息预期又上行，美元保持强势，带动铜价下行。中国人民银行降息的举措，对铜价形成一定支撑。供给方面，主要铜矿的产量在 3 季度保持充裕，进口铜精矿加工费 TC 指数维持在 93 美元/吨的高位附近

波动，表明铜供给的整体宽松。国际铜业研究组织(ICSIG)表示，今年前 7 个月全球铜市场供应总体过剩 21.5 万吨。需求方面，美国、欧洲经济复苏预期仍偏向悲观，美国经济软着陆预期虽然增强，但对铜的需求不足。中国进口精炼铜数量已连续 6 个月增长，8 月进口 34.1 万吨。下游需求方面，2023 年 8 月，中国电力、热力、燃气及水的生产和供应业固定资产投资累计完成额同比增长 26.5%，连续 6 个月增速超 20%，拉动铜需求增加。但其他领域不容乐观：家用电器和音像器材类零售额 8 月同比下降 0.4%；道路运输业固定资产投资累计完成额 8 月同比增加仅 1.9%，增速连续五个月下滑；8 月房屋累计新开工面积同比下降 24.7%，下降速度较 5 月增加 2 个百分点，6-8 月整体仍呈现加速下降态势。汽车供需方面，6 月起汽车和新能源汽车的当月销量和产量同比增速均出现大幅下降，但总水平仍较高。8 月，汽车销量当月同比增加 8.4%，远低于 5 月同比增加 27.9%的水平；产量当月增加 4.5%，低于 5 月 17.3%的水平；新能源汽车当月销量产量同比增速连续三个月下滑，销量当月同比增速降至 27.0%，产量当月同比增速降至 13.8%，均为 2020 年 8 月以来的最低水平。中国消费、投资等激励政策的效果仍有较大空间。库存方面，3 季度，全球库存仍处历史地位水平，伦铜出现累库。截至 2023 年 9 月 29 日，全球三大交易所总库存（不含中国保税区）报 23.22 万吨，相对 2 季度增加 34.01%。其中，中国保税区和沪铜持续去库。欧美库存整体而言出现累库。与 2 季度末相比，伦敦 LME 库存大幅增加 9.5 万吨，增长 129.98%；纽约 COMEX 库存减少 6619 吨，下降 20.7%。LME 本次累库行情自 7 月中旬开始。考虑中国保税区后，全球铜库存较 2 季度增加 8.9%。国内铜上游产品，铜矿砂及其精矿进口价格指数 8 月下降至 2191.39 美元/吨。与 6 月相比，铜矿进口数量上扬（+26.9%），进口金额持续攀升，总体上涨 22.4%；8 月，铜中游产品，诸如进口精炼铜及未锻造铜，均较上季度出现上升（+14.5%和+6.0%）。

铝方面，LME 铝价 2023 年 3 季度震荡上行。截至 2023 年 9 月 29 日，LME 铝价收 2307.5 美元/吨，较 2 季度末上涨 10.1%，主要为低

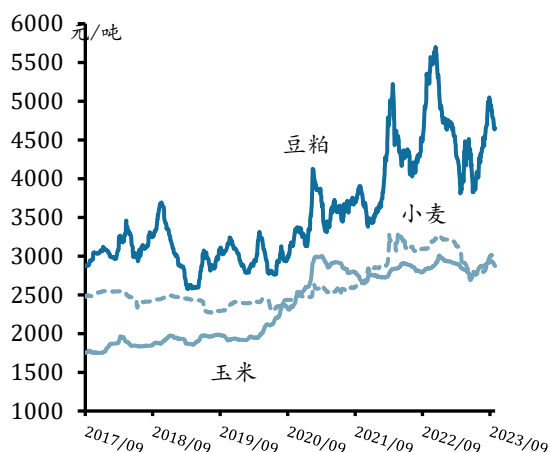
库存驱动下的价格上涨。宏观维度，与铜价影响因素相近，经济复苏预期在全球范围内出现分化，使得铝价在可见范围内承受压力。在供给端，中国铝厂电解铝开工率持续维持高水平。铝价高涨使铝厂利润可观，加速云南铝厂复产进度，复产产能约 180 万吨/年，目前接近尾声。供给由价格上涨而带动，对价格的压制作用有限。在需求端，欧美制造业 PMI 数据持续维持荣枯线以下。中国部分行业对铝的需求出现增加。8 月，家用电冰箱累计产量同比增长 14.5%，当月产量增长 20.8%。汽车产量累计增长 4.8%，总产量处于历史高位。2023 年 7 月、8 月房屋竣工面积累计值同比增速维持在 19% 附近，对铝的需求形成一定支撑。2023 年 3 季度，全球铝库存大幅累库，9 月 29 日 LME 库存为 48.68 万吨，较 2 季度末减少 10.2%，仍处于历史极低水平。中国电解铝在 2023 年 3 季度小幅去库，9 月 28 日电解铝库存较 3 季度初减少 2.2% 至 49.40 万吨。国内铝上游产品，铝矿砂及其精矿进口价格指数在 3 季度下行。具体而言，8 月价格指数下降至 59.16 美元/吨，其中铝矿进口金额下跌幅度（12.5%）大于进口数量上涨幅度（10.1%）。铝中游产品 7 月至 8 月进口加总数量上升，8 月氧化铝和未锻造铝及铝材进口数量出现上升，主要是国内铝生产成本上升，开始增加对相关产品进口。

**3 季度国际铁矿石宽幅震荡上行。**普氏 62% 铁矿石价格 3 季度宽幅震荡，走势呈现上涨—下跌—上涨趋势，价格由季初 110.55 美元/吨逐步上升至 7 月 20 日 116.45 美元/吨，后下跌至 8 月 14 日 103.45 美元/吨，再反弹至 125.60 美元/吨，季末收 119.80 美元/吨，季度涨幅为 7.4%。供给端，3 季度铁矿石四大矿山发运量处于高位，中国 7 月和 8 月的铁矿石进口量分别为 9347.26 万吨和 10641.53 万吨，8 月同比增长 10.7%，增速较快。澳大利亚和巴西的发运量相对稳定。3 季度最后一周数据显示，澳洲发运量 1949.4 万吨，环比增加 275.8 万吨；巴西发运量 993.6 万吨，环比增加 203.9 万吨。需求端，2023 年 1-7 月全球除中国外铁水产量共 2.4 亿吨，累计同比下降 2.2%。7 月至 9 月全国 247 家钢企日均铁水产量为 245.61 万吨，较 2 季度增长 0.86%。日

均铁水产量一直处于高位，主要钢厂几乎无减产，9月最后一周日均铁水产量达到249.06万吨/天，处于2018年以来的历史高位水平（最高为2020年8月14日的253.30万吨/天）。从我国港口库存来看，总库存量同比下跌11.3%，环比下跌9.0%，较上季度末去库1150万吨至1.16亿吨；来自巴西的铁矿同比累库（0.6%）；来自澳大利亚的铁矿石同比去库18.1%，库存环比下降17.9%。从进口量来看，铁矿石进口总量方面，7月为9348万吨，环比下降2.1%，同比增长2.5%；5月为10642万吨，环比上涨13.8%，同比上涨10.6%。国际能源价格的上涨使得铁矿的航运成本出现上升，C3航线价格维持在20美元左右，C5航线为8美元左右，较上半年微涨1.5%和1.2%。

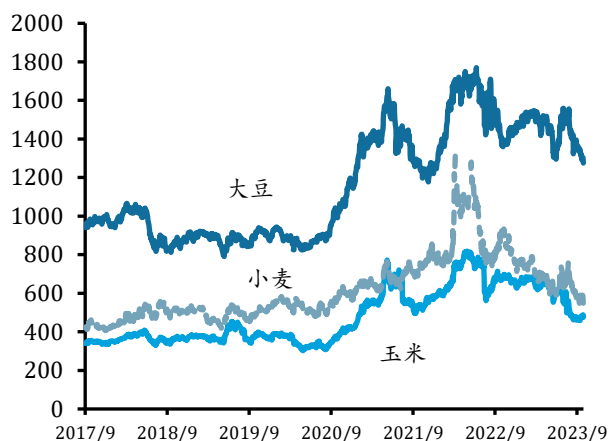
钢材方面，在宏观层面，与有色金属的情况类似，全球宏观层面衰退预期不确定性较强，中国地产政策预期的强势和实际开工不足之间的差异，对钢材价格形成压力。3季度，国内对钢材的整体需求不足。8月固定资产投资同比下降14.2%，同比降幅缩窄。基建投资（不含电力）同比增长9.0%。8月房屋新开工面积累计值同比下降24.40%，商品房销售面积累计同比下降7.1%，跌幅均扩大。9月土地成交面积同比下降约50.64%，住宅类用地同比下降约53.03%，持续大幅下跌趋势。因此，房地产业钢材需求同样较弱，“金九银十”兑现难度较大。汽车产销量均稳步上升，车企降价促销结束后汽车消费增速显著放缓。供给端，从世界粗钢产量来看，2023年1-8月，向世界钢铁协会（WorldSteel）报告的63个国家的粗钢产量为12.5亿吨，同比下跌0.26%。8月，亚洲和大洋洲粗钢产量同比上涨5.8%。

图表 46 国内农产品现货普涨，走势分化



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 47 CBOT 农产品价格普跌



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

**3 季度 CBOT 农产品价格普跌；国内农产品价格波动较大，整体上涨，气候因素成为价格支撑重要动力。**

**3 季度国际农产品价格短暂上涨后全面下跌，国内农产品普涨，价格分化。**3 季度美豆价格短暂上涨后持续下跌，而国内豆粕现货价持续上行，9 月回落。国际市场来看，3 季度美豆价格在季初稳定在 1500 美分/蒲式耳附近，自 8 月起持续下行，9 月 29 日价格为 1275.00 美分/蒲式耳，季度收跌 18.2%。供给端，天气因素致使美豆价格在 7 月保持稳定。干旱因素使得美豆具有减产趋势，但美国农业部（USDA）当月并未调低单产预期，而是将收获面积调低，预计减产 2.1 亿蒲式耳。库消比下调 0.23 个百分点至 21.85%。但降水改善和其他产地的增产，使得利多提前出尽，大豆价格迅速下行。8 月和 9 月，USDA 开始根据干旱因素连续两次调低大豆单产预期，但降水改善使得预计收割面积出现提升。USDA9 月预测 2023/24 年度全球大豆产量 4.01 亿吨，较 6 月估计值减少 930 万吨，但总计增产 8.44%。其中，与 2022/23 年度相比，美豆预计减产 3.04%，单产约为 50.1 蒲式耳/亩，较 6 月下调 1.9 蒲式耳/亩；巴西预计增产 4.49%，阿根廷预计增产 92%。大豆库存方面，USDA9 月预测 2023/24 年度全球大豆库存将增加 15.79%，其中美国大豆库存将因减产显著下降 12.04%。需求方面，与 8 月相比，USDA9 月预测中国对豆油和豆粕的需求量增加，将导致用于压榨的大豆需求增加 100 万吨；阿根廷和美国的压榨需求将因为保障出口贸易的考虑而出现下降。贸易量方面，USDA9 月预



测美国 2023/24 年度大豆出口将同比下降 10.04%，较 6 月预测的减少 1.25% 出现大幅缩减，而阿根廷大豆出口预期同比增长 15%。中国国内豆粕 3 季度现货价格连涨两月后回调。在供给端，7 月至 8 月，原料进口大豆到港数量下滑，供应趋紧；美豆优良率不断下降，使得豆粕价格更有上涨动力；再加上养殖业利润的恢复使得饲料需求增加。这使得豆粕价格突破 5000 元，涨幅超 27%。进入 9 月，市场对高价豆粕认可度不高，加之 CBOT 大豆价格下跌，使得国内豆粕价格上涨趋势得以缓解。最终季度涨幅 15.2%。

3 季度国际玉米价格持续下跌，国内玉米价格则出现上涨。国际市场来看，玉米价格呈现出多空交替的格局，自季初的 555.5 美分/蒲式耳下降至季末的 476 美分/蒲式耳，季度累计下跌 14.4%。在供给方面，与 8 月的估计值相比，USDA 在 9 月将 2023/24 年度全球玉米预期产量上调 0.07% 至 12.14 亿吨，因种植面积的增加抵消了单产的下降，但较 6 月的预测值 12.23 亿吨出现减少；USDA 9 月将美国玉米预期产量上调 0.15%，阿根廷玉米预期产量上调 0.21%，主要由于干旱天气的负面影响低于预期。在需求方面，USDA 认为预计用于葡萄糖、葡萄糖和淀粉的玉米用量将减少，其中饲料和残留物用量下调 2500 万蒲式耳。在庫消比方面，USDA 9 月上调 2023/24 年度玉米库消比至 22.49%。在贸易方面，与 8 月相比，将进口数量调增 0.01%，出口不进行调整。其中，将阿根廷的玉米进口预期调增 1.59%，因阿根廷的增产不及预期；将中国的玉米出口预期下调 3.96%，由于中国东北和华北平原主要生产省份过度潮湿，减产前景黯淡，中国玉米产量减少。对国内市场而言，玉米价格在 3 季度整体呈现出上涨趋势。三季度由于旧货玉米供应紧张，谷堆拍卖推迟，导致玉米现货大涨；但 9 月中下旬其春玉米和早熟玉米的上市，部分缓解涨价压力，使得华北玉米现货下跌，最终收 2871.10 元/吨，微涨 1.1%。

3 季度小麦国际国内价格走势同玉米相似。国际市场来看，CBOT 小麦价格呈现出先增后跌走势，由季度初的 628.25 美分/蒲式耳涨至 7 月 25 日的 761.5 美分/蒲式耳，随后一路下行至 9 月 12 日的 548

美分/蒲式耳；9月震荡调整后，季末进一步下跌至540.5美分/蒲式耳，季度下跌15.0%。供给方面，USDA7月预计美国小麦将在单产和收获面积上均录得增长，从而供应量和国内用量都增加，出口维持不变；但欧盟、阿根廷和加拿大的小麦产量将因干旱而下降，与6月相比将下降90万吨；中国小麦质量将因河南降雨而出现下降，从而引起中国小麦需求总量的提升。这将使得全球小麦库消比下降0.47个百分点，造成小麦价格在7月的上涨；8月，反常气候对全球小麦的负面冲击进一步放大，欧盟、中国和加拿大的减产程度被进一步扩大，但乌克兰小麦预期产量再被上调350万吨至2100万吨，达到历史第二高的丰产水平。但减产对小麦价格形成的驱动力被全球小麦使用量下降所抵消，8月USDA反将库消比提升0.06个百分点，促成8月小麦价格的持续下降。9月，澳大利亚遭遇干旱天气，因此将澳大利亚小麦产量下调300万吨至2600万吨；中国受潮小麦处理使得饲用小麦的需求增加，从而使得全球小麦需求重新被调整回较高视屏，库消比下降0.64个百分点至25.78%，致使季末小麦价格出现反弹。国内价格频繁震荡调整，整体呈现出上涨趋势。7月小麦价格先落后涨，因7月属小麦传统淡季，粮商惜售情绪较浓；8月小麦价格强势上涨，这是因为政策小麦竞拍成交价格较高，基层农户售粮积极性也不高，因部分粮食产地多雨导致的小麦质量下降推动小麦价格上涨。伴随着小麦的惜售情绪初步缓解，以及粮商开始着手收购秋粮，小麦价格出现下降。9月28日小麦均价收3017.22元/吨，环比上涨7.4%。

### 三、未来价格走势与风险

原油方面，波动性预计会继续抬升，地缘政治风险会刺激价格上涨，但需求端缺乏明确趋势支撑油价大幅上涨至100美元以上。

进入4季度，油价的波动性大概率进一步提升。地缘政治风险在以巴冲突刺激下显著提升，油价甚至成为市场判断地缘风险大小的一个重要指标。我们认为，需求端仍然缺乏明确趋势，体现在中国触底态势明显，但反弹强度、速度不会很快；美国经济仍有超预期下行压力。总体而言需求端不支持油价大幅上涨。

供给端巴以冲突确实有扩大风险，但该冲突或反而刺激沙特和美国寻求进一步合作，以增产或至少不大幅抬升油价换取区域稳定的承诺。这将成为对油价最大的抑制。当前美国民众对遏制通胀有极强的诉求，随着大选在即，美国有极强动机通过外交手段甚至让步来压制油价。综上我们认为油价中枢在逐步提升，但在缺乏大规模地区冲突的情况下仍会处于 100 美元下方，且在当前价位多头更容易观望而非入场。

金属方面，未来价格走势主要关注中国经济复苏的实际实现情况，以及美国经济是否能够实现“软着陆”。

金属方面，未来价格走势主要关注中国经济复苏的实际实现情况，以及美国经济是否能够实现“软着陆”。需求端，欧洲经济持续不振，美联储仍存在加息预期，就业数据表现复杂，宏观经济不确定性强；中国基础设施投资增长明显，但房地产业务的实际恢复情况远未兑现，汽车产业的金属需求量大，但增速显著放缓。供给端，主要金属的供给都保持稳定，发生冲击的可能性较小。预计 2023 年 4 季度有色和黑色金属价格存在较大不确定性，需要根据美、中、欧的实际经济表现来进行调整。

农产品方面，主要关注天气对产物的影响。

农产品方面，主要关注天气对产物的影响。气候异常问题对北美、中国、欧洲、南美洲和澳洲的粮食产量影响较大，将成为 4 季度粮食价格炒作的重要因素。在供需方面，玉米和小麦的产量仍将维持高位，大豆的产量预期将逐步落实，粮食价格将视天气因素的变化而进一步。因此，预计 2023 年 4 季度大豆价格或随美豆产量的调整而出现变化，即有减产预期的效应将被修复，重回看多轨道；玉米和小麦价格需进一步关注澳大利亚的粮食产量，同样存在因干旱和洪涝预期而出现上涨的可能性。

## 外贸专题：进、出口降幅扩大<sup>2</sup>

2023 年 3 季度，中国进、出口增速持续回落。其中，出口（美元）同比下降 10.1%，降幅较上季度扩大 5.3 个百分点；进口同比下降 8.8%，降幅较上季度扩大 2.1 个百分点；货物贸易顺差总额为 2256 亿美元，同比下降 351 亿美元。7-8 月，服务贸易逆差为 421 亿美元，同比提高 249 亿美元，3 季度经常账户顺差占 GDP 比重预估在 1.5% 左右。价格因素和需求放缓是拖累出口增长的主要原因。预计 2023 年中国出口将呈现小幅负增长，受基期效应影响年底出口同比有望回正，但 2024 年贸易能否持续恢复并摆脱低迷态势仍存在较大不确定性。

### 一、全球贸易增速将继续回落

预估 3 季度全球贸易增速将继续回落。

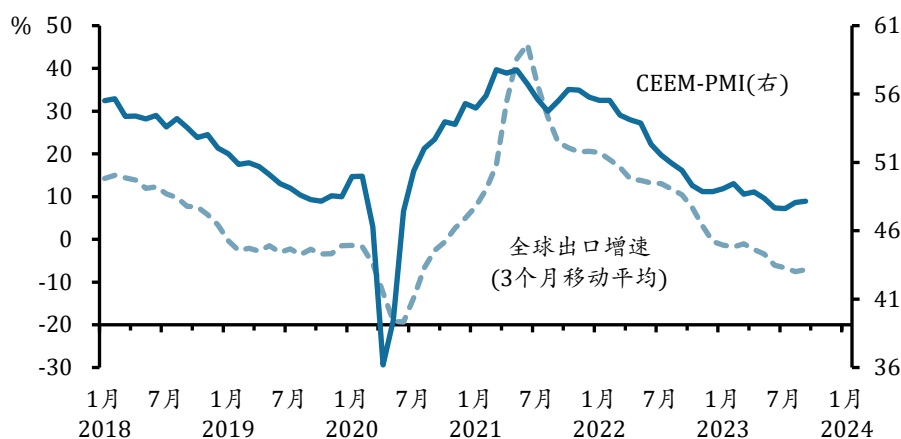
预估 3 季度全球贸易增速将继续回落。根据世界贸易组织（WTO）数据，2023 年 2 季度全球出口总额 5.4 万亿美元<sup>3</sup>，同比增速为-6.2%，较上季度继续下降 5.1 个百分点。过去五年 CEEM 中国外部需求指数（简称 CEEM-PMI<sup>4</sup>）与 3 个月移动平均的全球出口增速走势高度一致。6-9 月，全球经济景气程度在 47-48 区间挣扎，尚未显现持续回升动能。由此，2023 年 3 季度全球贸易增速将继续回落，并在一段时间内维持低迷态势。受美欧核心通胀仍高导致高利息压力以及中国经济好转不及预期等因素影响，外部经济景气度是否触底仍存较大不确定性，全球贸易增速也可能尚未触及底部。

<sup>2</sup> 本季报进、出口总额数据来自中国海关总署，而按贸易方式、产品和地区等分类的子项贸易数据则来自 CEIC 数据库。事实上，CEIC 数据库中的外贸数据也来自中国海关，但由于海关事后对已公布的贸易总额数据进行了修正，而 CEIC 并没有完全同步调整，导致二者略有不同；对于按贸易方式、产品和地区等分类的子项贸易数据，海关未披露修正后的数值，因此海关统计月报数据和 CEIC 数据库一致。总体上，两个数据来源中外贸数据的变化趋势基本一致，对主要结论影响不大。

<sup>3</sup> 除非特别注明，下文贸易数据单位为美元，增速为同比增速。按人民币和美元计价增速的差异来自于汇率变化。

<sup>4</sup> 自 2022 年 1 月起，CEEM-PMI 指数中增加东盟 PMI，各经济体按照 2021 年贸易权重加权。为保持数据来源的一致性，各国 PMI 数据均来自 CEIC 数据库。

图表 48 预估 3 季度全球贸易同比增速将继续回落



数据来源：WTO、Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

注：全球出口增速为 t 期、t-1 期及 t-2 期的平均值，2023 年 8-9 月增速分别为 6-7 月和 7 月均值。

## 二、中国出口增速继续回落

中国出口增速继续回落。从原因看，外需不足是拖累出口的主要原因，基期效应对同比增速支撑作用显现。价格因素是拖累出口的重要原因，贸易量增速回落相对有限、且在低基期下已回正。

中国海关数据显示，2023 年 3 季度，以人民币计，中国出口总额 6.2 万亿元，同比下降 4.6%；以美元计，出口总额 8634 亿美元，同比下降 10.1%，降幅较上季度扩大 5.3 个百分点。

从原因看，外需不足是拖累出口的主要原因，基期效应对同比增速支撑作用显现。一方面，与其他国家相比，1-5 月我国出口增速好于美欧日韩越，6-8 月向韩越等出口导向经济体靠拢。7 月以来韩越出口增速呈现回升势头，预示我国后续出口将有所好转。另一方面，我国 8-9 月出口降幅较 6-7 月有所收窄，受外需回落影响出口仍呈现低迷，但基期效应的支撑作用已开始显现。

价格因素是拖累出口的重要原因，贸易量增速回落相对有限、且在低基期下已经回正。7-8 月，以人民币计，出口价格指数分别回落 5.5% 和 8.6%，而出口数量指数同比增速分别为 -3.6% 和 5.3%。此外，人民币和美元计价贸易增速表现差异，部分反映了人民币汇率贬值对出口的边际改善作用。

分地区看，对主要贸易伙伴出口普遍负增长。3 季度，除俄罗斯外，对其他主要贸易伙伴出口均呈现负增长。其中，对俄罗斯、巴西、欧盟及日本出口增速回落较大，分别下降 88.2、12.6、11.7 及



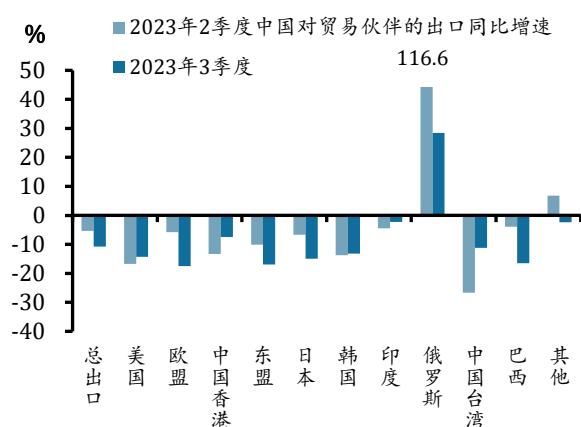
3季度，对主要贸易伙伴出口普遍负增长。

一般贸易和加工贸易出口降幅均有加深。

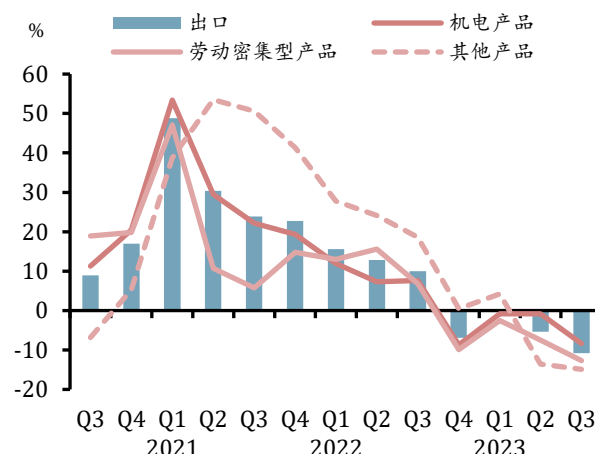
8.3个百分点。对东盟出口同比下降17.0%，降幅继续扩大6.9个百分点。对美国出口仍保持较深负增长，但增速较2季度提高2.4个百分点。对韩国、印度、中国香港和中国台湾出口增速虽有改善，但同比仍呈现负增长。

从贸易方式看，一般贸易和加工贸易出口降幅均有加深。<sup>5</sup>3季度，一般贸易和加工贸易出口同比分别下降9.2%和17.8%，降幅均较上季度扩大约4.0个百分点，对3季度出口变动的贡献率分别为53.8%和36.6%。其他贸易方式出口下降7.2%，较上季度减少15.7个百分点。这反映各类贸易需求普遍不佳。

图表 49 中国出口增速的地区和产品分布



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

注：中国出口增速的地区分布图中，俄罗斯数据显示不全，对俄出口增速为116.6%。

3季度，各类产品出口增速普遍回落。

分产品看，3季度，各类产品出口增速普遍回落。其中，机电产品出口增速大幅回落，高科技产品出口仍维持2位数负增长。七大类传统劳动密集型产品和其他产品（主要为农产品、矿产品、化学品及金属制品等）出口同比依次下降12.7%和14.9%，降幅分别较上季度继续扩大7.3和3.7个百分点。<sup>6</sup>从贡献率上看，3季度，机电产品、七大类传统劳动密集型和其他产品出口对总出口的贡献率分别

<sup>5</sup> 2023年2季度，一般贸易、加工贸易和其它贸易方式出口占总出口的比重分别为65.6%、19.7%、14.7%。

<sup>6</sup> 2023年2季度，机电产品、七大类传统劳动密集型产品和其他产品出口占总出口的比重分别为58.0%、18.0%、24.0%。



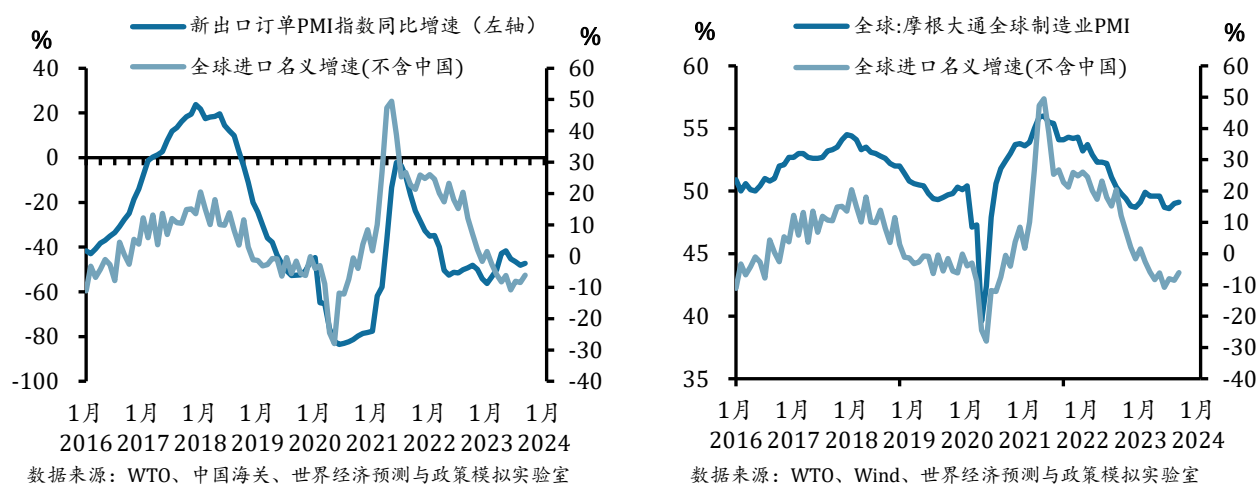
为 44.3%、21.7%、34.0%。但部分绿色产品出口持续发力。据海关总署 10 月新闻发布会，锂电池、电动载人汽车、太阳能电池“新三样”产品出口值连续 14 个季度保持两位数增长，但当前增速较 2021 和 2022 年已有所回落。

中国出口由外需和出口市场份额决定。

预估 3 季度外需仍然低迷。

预估 3 季度外需仍然低迷。一方面，摩根大通全球制造业 PMI 指数较上季度继续下降。2023 年 7 至 9 月，摩根大通全球制造业 PMI 指数滞后一期平均值为 48.8，较前 3 个月下降 0.8 个百分点。<sup>7</sup>另一方面，新出口订单 PMI 指数在 46-47 的区间低位徘徊，显示当前外需仍然较弱，新出口订单同比增速<sup>8</sup>进一步回落。

图表 50 预估 3 季度外需仍然低迷

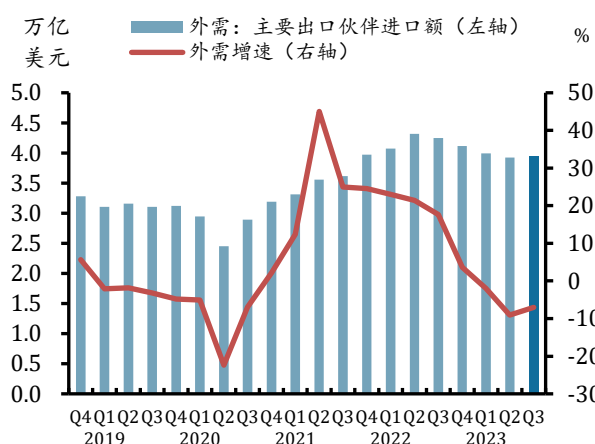


注：全球进口名义增速（不含中国）根据 WTO 数据计算，其中 2023 年 1 月基于已披露数据国家计算，2-3 月为根据全球摩根大通 PMI 指数、新出口订单 PMI 指数、CEEM-PMI 指数得到的估计值。

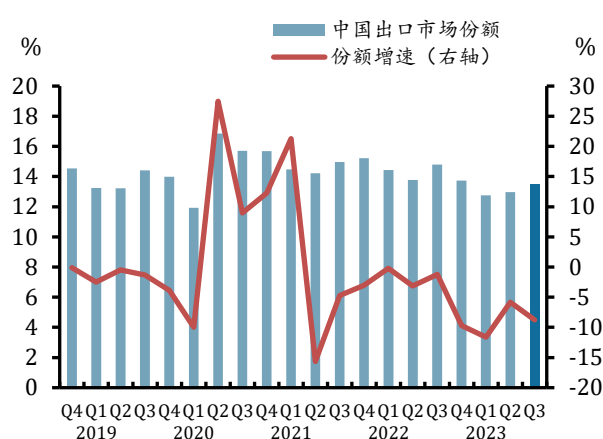
<sup>7</sup> 2017 年 1 月至 2023 年 6 月，摩根大通全球制造业 PMI 指数滞后一期值与来自 WTO 提供的不含中国的全球进口增速（外需增速）的相关系数为 0.81。

<sup>8</sup> 由于 PMI 指数的统计口径为环比，因此需要先经过定基指数处理后再计算其同比变化。

图表 51 预估 3 季度中国出口产品市场份额环比回升、同比回落



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

注: 外需和出口份额均基于主要出口伙伴数据计算。主要出口伙伴包括美国、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。2022 年, 中国对这些地区出口占我国总出口的 70% 以上。2022 年第 2 季度以来, 俄罗斯和沙特数据亦存在缺失, 2023 年 1 季度外需和出口市场份额为估计值。

**3 季度出口市场份额较 2 季度环比继续好转, 但低于 2017-2022 年同期水平。**

**3 季度出口市场份额较 2 季度环比继续好转, 但低于 2017-2022 年同期水平。**随着疫情影响逐步消退以及稳外贸政策落地, 4 月以来我国出口市场份额较 2-3 月明显好转, 但由于海外需求疲软、国内经济恢复不及预期, 投资生产相对低迷, 叠加在美欧推行“脱钩”“去风险”的大环境下我国产业转移仍在持续、被海外替代的份额难以完全恢复, 导致当期我国出口市场份额仍低于疫情期间高位、且低于疫情前的历史同期水平<sup>9</sup>。值得注意的是, 报告中出口市场份额核算基于美欧东盟等主要经济体的进口数据, 忽略了近期我国对其出口增长较快的其他发展中经济体, 可能会造成一定低估。

### 三、中国进口降幅扩大

**3 季度进口降幅扩大, 主要源于内需仍然疲软、出口部门的进口需求增长也不佳。其中, 价**

中国海关数据显示, 2023 年 3 季度, 以人民币计, 中国进口总额 4.6 万亿元, 同比下降 3.3%; 以美元计, 进口总额 6378 亿美元, 同比下降 8.8%, 降幅较上季度扩大 2.1 个百分点。逐月看, 进口增速与出口增速显示较强同步性, 8-9 月较 6-7 月有所好转、但仍为负增长。这主要因为内需仍然疲软、出口部门的进口需求增长也不

<sup>9</sup> 疫情前中国出口产品市场份额的季度指标在 2015 年 3 至 4 季度上升到 14.8% 的高位后进入窄幅波动期。

格因素是拖累进口增长的重要原因。

除韩国、中国台湾、巴西外，3季度中国从其他贸易伙伴进口增速均有恶化。

机电产品和高科技产品进口增速回升，但保持-10%左右负增长，仍是拖累3季度进口增长的重要原因。

佳。其中，价格因素是拖累进口增长的重要原因。7-8月，以人民币计，进口价格指数分别回落9.1%和6.5%，而进口数量指数分别增长2.2%和5.0%。

分地区看，除韩国、中国台湾、巴西外，3季度中国从其他贸易伙伴进口增速均有恶化，且仅自中国香港、巴西、俄罗斯、印度进口呈现增长，自大多数贸易伙伴进口仍呈现负增长。其中，从美国和东盟进口同比分别下降10.7%和7.9%，降幅较上季度分别扩大4.8和3.1个百分点。自关键零部件和原材料来源地进口维持负增长，预示着我国与全球价值链紧密相关部分出口仍面临较大下行压力。值得注意的是，2023年以来我国自香港地区进口累计增长约100%，除基期水平较低外，还可能与美元升值、人民币汇率贬值下的两地虚假贸易增多有关。

从贸易方式<sup>10</sup>看，3季度，一般贸易和其他贸易增速继续下行，反映国内需求不足问题仍然突出。而加工贸易进口增速继续改善，但同比降幅仍有15.2%，为三类贸易中进口增速最低的一类。疫情反复、地缘政治冲击及供应安全考量对以加工贸易为代表的全球价值链活动仍呈现较大影响。从贡献率上看，一般贸易、加工贸易和其他贸易方式对3季度进口变动的贡献率分别为62.0%、27.2%、10.9%。

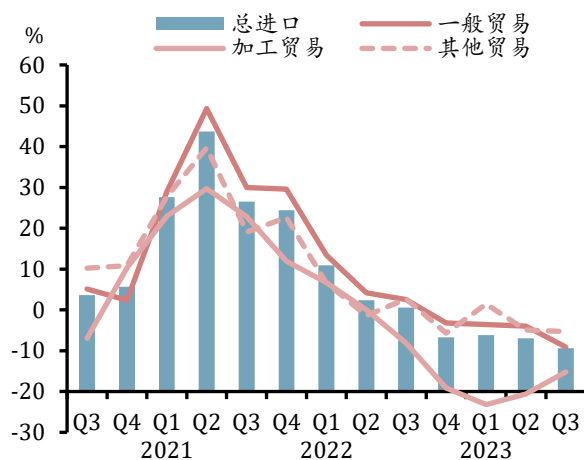
分产品<sup>11</sup>看，机电产品和高科技产品进口增速回升至-10%左右，但仍是拖累3季度进口增长的重要原因，对总进口变动的贡献率为41.6%。机电行业具有明显的顺周期性，当前该行业进口低迷主要与全球经济周期下行、价值链分工活动低迷有关。此外，除铁矿-铜矿-铁材-铜材、煤-油-天然气外，农产品、医药-肥料-塑料-橡胶、纸浆-锯材-纺织纤维纱线及制品进口同比增速均较2季度回落，降幅

<sup>10</sup> 2023年2季度，一般贸易、加工贸易和其它贸易方式进口占总进口的比重分别为66.3%、14.3%和19.4%。

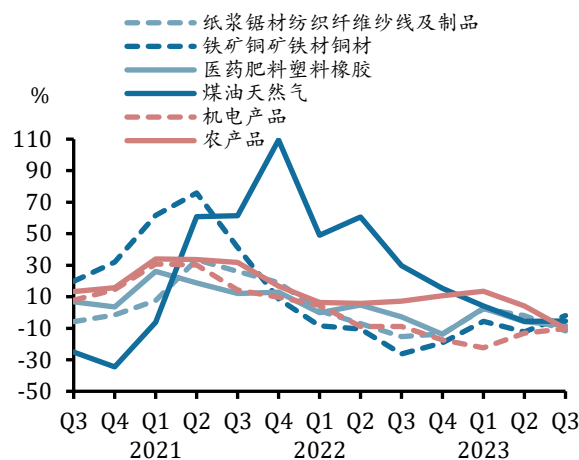
<sup>11</sup> 2023年2季度，农产品、铁矿-铜矿-铁材-铜材、煤-油-天然气、医药-肥料-塑料-橡胶、纸浆-锯材-纺织纤维纱线及制品、机电产品进口占总进口的比重依次为10.1%、8.2%、18.8%、4.5%、2.1%、35.4%。

在 2.4 到 14.3 个百分点，且所有品类进口均为负增长。其中，煤-油-天然气对总进口下行的贡献率为 10.1%。

图表 52 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

注：2016 年 1 月中国海关将天然气纳入进口重点商品表中。因此，2016 年之前，煤-油-天然气产品同比增速为不包含天然气的进口同比变化。

大宗商品进口呈现结构性差异，价格回落和需求偏弱是主要原因。

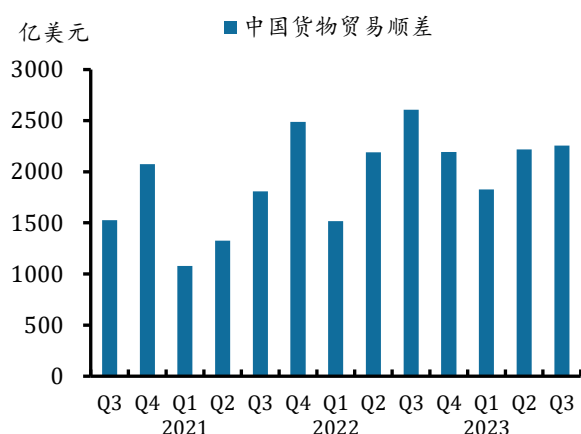
大宗商品进口量价表现呈现结构性差异。7-9 月，原油价格继续回落、同比下降 14%，而铜和铁矿石价格同比回升，增速分别为 7.9%和 12.1%。然而，铜和钢材进口数量负增，7-8 月进口量分别下降 4.5%和 23.7%，铁矿石进口量微增 4.8%，反映国内大宗商品消费需求仍然较弱。而原油进口量仍维持 20.6%的增长。

#### 四、经常账户顺差快速收窄

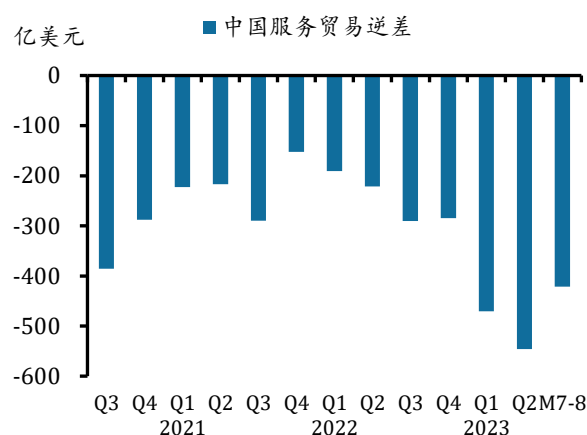
货物贸易顺差继续回落，服务贸易逆差继续扩大。

2023 年 3 季度，以人民币计，中国货物贸易顺差额为 16149 亿元，同比下降 8.3%；以美元计，顺差总额为 2256 亿美元，同比下降 13.5%（上季度增速为 1.2%）。其中，来自一般贸易和加工贸易的货物顺差均明显回落。服务贸易逆差继续扩大。7-8 月，中国服务贸易逆差为 421 亿美元，同比提高 145%。其中，境外旅行服务逆差为 326 亿美元，同比提高 73.9%。货物贸易顺差继续回落，服务贸易逆差继续扩大，意味着当前经常账户顺差快速收窄。

图表 53 中国货物贸易顺差及服务贸易逆差



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

3 季度，中国经常账户占 GDP 比重预估在 1.5% 左右。

据国家外汇管理局统计，2023 年 7-8 月，以人民币计，货物和服务贸易贡献的经常账户盈余为 4682 亿元。考虑到 2022 年初次和二次收入赤字约为贸易盈余的 30%，同时 3 季度名义 GDP 同比增速为 3.5% 左右（实际 GDP 增速为 4.9% 左右、GDP 平减指数增速为 -0.84% 左右），预估 2 季度经常账户占比或在 1.5% 左右。与此相比，2023 年 2 季度，中国经常账户盈余占 GDP 的 1.46%，货物和服务净出口对 GDP 增长的贡献为 -1.1 个百分点（按人民币不变价计），较去年同期下降 2 个百分点。

## 五、外贸展望

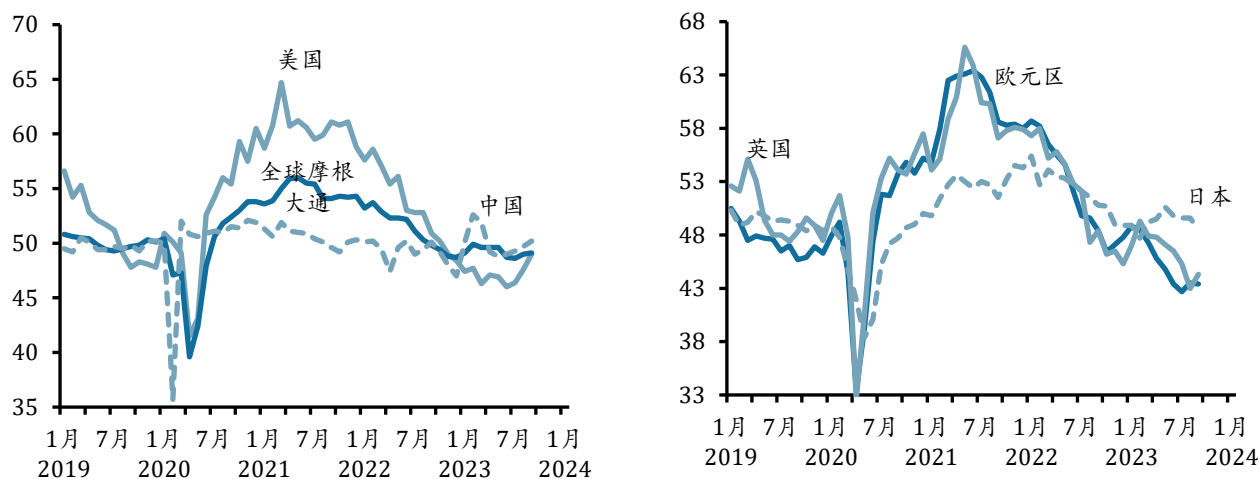
预计 2023 年中国出口将呈现小幅负增长，受基期效应影响年底出口同比有望回正，但 2024 年出口能否持续恢复并摆脱低迷态势仍存在较大不确定性。

预计 2023 年中国出口将呈现小幅负增长，受基期效应影响年底出口同比有望回正，但 2024 年出口能否持续恢复并摆脱低迷态势仍存在较大不确定性。10 月，世界贸易组织（WTO）最新贸易预测以及国际货币基金组织（IMF）《全球展望报告》均大幅下调 2023 年全球贸易增速。其中，WTO 预测 2023 年全球货物贸易量增长 0.8%，较其 4 月预测值下调 0.9 个百分点；IMF 预测 2023 年发达经济体、新兴和发展中经济体货物和服务贸易量增速分别较其 7 月预测值下调 1.0 和 1.3 个百分点。这表明 2023 年下半年以来全球贸易前景明显恶化。这主要是因为通胀粘性、高利率环境以及地缘政治紧张带来的负面影响。尽管美国经济仍有韧性，但服务业景气程度好于制造

业，同时美国消费呈现出从制造向服务转型的特征。欧元区经济弱于美国，制造业深陷于萎缩泥潭之中，服务业也从扩张转入收缩区间。全球商品贸易需求收缩，是拖累我国出口增长的主要因素。特别地，价格因素对名义贸易需求呈现显著拖累。此外，海外需求疲软、国内经济恢复不及预期，叠加美欧推行“脱钩”“去风险”的背景下，我国出口市场份额回升力度不及预期，高基期下对出口增长呈现一定拖累。

根据外需和出口份额预测，中等偏乐观情况下 2023 年我国以美元计出口额增速将在-1%到-2%左右，悲观情况下 2023 年我国以美元计出口额增速可能降至-8%到-9%左右。截至 10 月 12 日，Wind 数据库对 2023 年中国出口金额同比增速的预测已降至-4.23%。受基期效应影响，年底我国月度出口同比有望回正，但 2024 年出口能否持续恢复并摆脱低迷态势仍存在较大不确定性。这主要是因为世界经济前景仍存在较大不确定性，特别地 WTO、IMF 最新预测普遍下调 2024 年全球实际 GDP 增速。

图表 54 全球及主要经济体制造业 PMI





图表 55 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)		
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2020	2021	2022
出口	0.1	-5.4	-10.8	3.6	29.9	7.0
进口	-6.2	-7	-9.4	-1.1	30.1	1.0
出口额	7997	8572	8634	25904	33635	35921
进口额	6168	6354	6378	20567	26868	27144
货物贸易余额	1829	2218	2256	5337	6767	8777
2. 地区出口						
	(美元同比/%)			(规模/亿美元)		
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q1	2023Q2	2023Q3
出口	0.1	-5.4	-10.8	5882	6355	3721
美国	-17.0	-16.7	-14.3	1153	1282	1334
欧盟	-7.2	-5.8	-17.5	1260	1333	1252
中国香港	-9.8	-13.3	-7.4	621	648	707
日本	-2.7	-6.7	-15	408	389	392
东盟	17.9	-10.1	-17	1391	1310	1286
俄罗斯	46.5	116.6	28.4	241	284	292
3. 贸易方式						
	(美元同比/%)			(规模/亿美元)		
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q1	2023Q2	2023Q3
一般贸易出口	4	-5.3	-9.2	5353	5669	5594
加工贸易出口	-12.7	-13.8	-17.8	1718	1699	1768
其他贸易出口	5	8.5	-7.2	1148	1274	1295
一般贸易进口	-3.6	-4	-9.1	4035	4228	4095
加工贸易进口	-23.2	-20.6	-15.2	894	912	1005
其他贸易进口	1.4	-4.9	-5.3	1239	1236	1292

数据来源：CEIC 数据库。