CEEM | China External Environment Monitor 中国外部经济环境监测

2022 年第 3 季度 2022 年 10 月 18 日

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 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	刘沁璇	科研助理

联系人：刘沁璇　　邮箱：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：经济下行趋势中的反弹 1

2022 年 3 季度，美国制造业 PMI 有所企稳，个人收入与支出增速趋缓，新屋开工与销售有所反弹，企业库存拐点或现，贸易逆差明显收窄，劳动力市场依然紧张，通胀有所回落、但拐点尚难确定。美债收益率曲线持续深度倒挂，美元指数快速上行，美股回调。美联储在 9 月再次大幅加息 75bp，将联邦基金利率提升至限制性水平，并声明将在更长时间内维持限制性利率水平以确保通胀回落。在消费支出和贸易逆差收窄的有力支持下，3 季度美国 GDP 增速有望出现暂时性的超预期反弹，4 季度经济增速仍将继续下行。

欧洲：衰退已成定局 8

2022 年第 3 季度，俄乌战争给欧洲经济造成的负面冲击继续发酵。欧元区综合 PMI 连续三个月低于荣枯线，表明经济活动萎缩的状况正在逐渐恶化。同时，尽管欧央行快速收紧货币政策，于 7 月和 9 月大幅加息，欧元区通胀水平仍未得到有效控制，不断刷新历史最高纪录，且在其影响下，消费者信心和企业投资信心都严重受挫，消费和投资疲软态势明显。贸易逆差也因进口价格飙升和货币贬值而再次创下历史。随着北半球采暖季的到来，能源短缺问题进一步凸显，欧元区经济前景将更加黯淡，衰退基本已成定局。预计 2022 年第 4 季度欧元区经济将会出现负增长，通胀水平也依旧维持在高位。

日本：经济恢复势头开始减弱 15

日本新增新冠肺炎感染人数在 8 月份创出历史新高。相比之前，疫情对日本经济的影响已经减弱，日本政府也没有发布“紧急事态宣言”，但新冠疫情对服务业的冲击依然存在。但随着全球经济下行，日本 PMI 在 7 月和 8 月也呈现出明显下行态势。尤其是服务业 PMI，在 8 月份跌破荣枯线。日本银行在金融政策方面没有实质性改变，商品贸易受日元贬值影响逆差增大。8 月份日本通胀升破 3%，预计未来将站稳 3%。尽管日本银行和日本财务省采取行动以抑制日元贬值，但日元贬值趋势难以根本改变。未来，日本经济将受到全球经济拖累，有下行压力，日元依然存在贬值空间，但节奏和力度预计会有变化。

东盟韩国：东盟经济持续回升，韩国经济遭遇逆风 22

2022 年第 3 季度，东盟六国的景气水平进一步回升，但韩国景气水平回落。东盟整体及东盟六国制造业 PMI 在 7 月和 8 月处于荣枯线之上，印尼、泰国景气幅度回升，菲律宾、越南略有回调。韩国 7 月 PMI 跌落荣枯线至 49.8，8 月进一步下跌至 47.6，是 2020 年 7 月以来的低点，衡量经济外需和内需的指标全面走弱。韩国是全球经济的“金丝雀”，其出口放缓背后反映的外需放缓可能是区内各国在未来均要面临的压力。2022 年第 3 季度，东盟六国和韩国的通货膨胀水平均呈现上升态势。区内韩国和新加坡两大发达经济体的通货膨胀上升尤为显著。区内各国央行的货币政策虽偏紧，但是步调不一。尽管通胀水平上升，但是本区通胀水平相较于全球其他区域仍然较低，但需关注未来上行风险：一是今冬能源价格可能上涨，二是区内主粮大米价格可能上涨。在美联储加息及强势美元之下，区内货币对美元在第 3 季度总

体延续了第 2 季度的贬值态势，但贬值程度不一。后续仍将承受贬值压力，但本区主要经济体因贬值而引发危机的可能性较小。2022 年 8 月 24 日是中韩建交三十周年，本报告最后对中韩三十年的经贸关系进行了回顾和展望。

金砖国家：高通胀与货币紧缩制约经济复苏 28

3 季度金砖国家经济复苏前景有所放缓并进一步分化，高通胀与持续货币紧缩制约经济复苏。不断持续的冲突和制裁对俄罗斯经济的影响开始明显显现，2 季度俄罗斯 GDP 同比增长-4.13%。同时，通胀仍处于高位，俄罗斯经济陷入典型的滞胀。巴西经济依然处于缓慢复苏轨道，但消费较强而投资不足，动能偏弱。持续收紧的货币政策、严重的政治极化以及较大的债务压力依然在制约经济增长并增大了风险。南非就业市场略有改善，通胀仍在上升之中，央行大幅加息对经济复苏构成制约。印度经济继续稳步恢复，但强度有所弱化。印度通胀继续上升，印度央行两次加息以应对通胀。

中国：经济处于被动补库存阶段 34

当前，观察单个指标似乎难以确认中国经济所处的周期性位置。因此我们尝试从制造业库存周期来进行分析。具体地，我们将使用制造业 PMI 的产成品库存、原材料库存两个指标来进行观察。分析结果显示，我国经济当前正处于被动加库存阶段，即产成品面临积压上升、而原材料库存呈现下降。按照库存周期来看，我国经济未来可能面临进入主动去库存区间的压力，即在原材料库存维持下降的同时，积压的产成品库存也可能通过延缓生产、消化库存方式进一步呈现下降。

全球金融市场：美联储加息，全球资产价格下跌 41

2022 年 3 季度，美联储大幅加息，全球主要资产价格均明显下跌。3 季度，美联储加息 150bp，欧央行加息 125bp，部分新兴经济体跟随加息，日本央行启动缩表、未调整利率，发达经济体紧缩节奏加快，全球主要金融市场加剧调整、主要资产价格均面临大幅下跌。美元流动性收紧、美元明显升值，其他主要经济体货币普遍贬值。包括美股在内的主要经济体股票市场均出现大幅下跌。因货币政策倾向和通货膨胀程度不同，主要经济体货币市场利率、十年期国债收益率走势出现分化。随着美联储不断加息，美国衰退风险上升，美债收益率曲线倒挂。未加息的部分经济体，受资本流出影响，国债收益率曲线期限利差走扩。部分新兴经济体较美债的风险溢价大幅上升，非洲、欧洲上升幅度较大。预计美联储和主要发达经济体央行还可能加息，继续关注美股下跌风险，警惕欧洲爆发规模性的金融危机。

大宗商品市场：价格持续走弱，需求和金融因素均形成压制 53

2022 年 3 季度大宗商品价格总体下行，季度均价下跌 6.4%，原油，金属等品种的最大回撤远高于均价跌幅。在各国央行紧缩流动性、衰退预期加剧的影响下，大宗商品走势疲弱，叠加中国的疫情管控对需求端压制，价格缺乏支撑。同期美元指数大幅上涨，压制商品价格，金融市场避险需求高企，导致资金流出商品市场。4 季度主要关注预期兑现的情况，美元

上涨等价格压制因素有所放松，从库存来看主要商品已处于阶段性低位，为反弹提供了支撑。但如需求端持续疲弱，衰退预期兑现，预计商品仍将呈波动下行的走势。

外贸专题：进、出口增速维持回落态势 64

2022 年 7-8 月，中国出口（美元）同比增长 12.4%，较上季度下降 0.1 个百分点；进口同比增长 1.2%，较上季度下降 0.4 个百分点；货物贸易顺差总额为 1807 亿美元，同比提高 657 亿美元，服务贸易逆差为 172 亿美元，同比下降 5.6 亿美元，经常账户顺差占 GDP 比重预估在 2%-2.5%左右。受基期效应、外需转弱、疫情形势及防控政策影响，出口同比增速回落压力加大。外需变化是影响 4 季度出口走势的主要力量，海外供给替代对出口份额负面拖累预计可控。总体上，预计 2022 年中国对外贸易呈现实际低迷、价格高涨的局面，下半年名义增速有望保持在 6%-8%左右。但需警惕以下风险：2023 年美欧加息至高位后，全球实际需求萎缩，商品价格快速回落，叠加地缘政治冲突再生变数，由此带来全球和我国货物出口增速超预期下滑。

图表目录

图表 1　美国制造业和非制造业 PMI（ISM） 2
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 3
图表 4　美国对外贸易 4
图表 5　美国劳动力市场 4
图表 6　美国通货膨胀 5
图表 7　美国经济运行状况：高频数据 7
图表 8　PMI 连续三个月低于荣枯线 9
图表 9　通胀水平再创新高 10
图表 10　失业率再创历史新低 10
图表 11　消费者信心再度探底 12
图表 12　企业投资将在第 3 季度回落 12
图表 13　贸易逆差再创纪录 13
图表 14　PMI 下滑，就业情况平稳 16
图表 15　消费同比增速较高，机械订单金额同比增速继续回落 17
图表 16　2022 年第 3 季度日本商品贸易逆差大增 17

图表 17 日本银行持有资产的环比增幅 18
图表 18 货币供应同比增速稳定，贷款余额同比增速上升 19
图表 19 CPI 同比增速显著上升，PPI 同比增速继续在高位 20
图表 20 股市大幅震荡，日元对美元汇率大幅贬值 21
图表 21 10 年期国债利率升破 0.25% 21
图表 22 2022 年第 3 季度东盟景气水平较高，韩国景气水平回落 23
图表 23 区内经济体通货膨胀水平上升 25
图表 24 东盟六国与韩国货币对美元贬值 26
图表 25 中国与金砖国家贸易情况 32
图表 26 金砖国家数据概览 33
图表 27 产成品库存、PMI 原材料库存：原始数据 38
图表 28 产成品库存、PMI 原材料库存：处理后的库存周期 39
图表 29 2020 年初以来的库存周期：散点图形式 40
图表 30 全球金融市场主要指标变动 42
图表 31 全球金融市场风险状况图 42
图表 32 主要发达和新兴经济体季度汇率波动幅度（2022 年 3 季度） 44
图表 33 主要发达和新兴经济体季度平均汇率走势一览 44
图表 34 全球主要发达和新兴经济体股市季度涨跌幅（2022 年 3 季度） 45
图表 35 全球主要发达与新兴经济体货币市场走势一览 46
图表 36 全球主要发达与新兴经济体长期国债市场走势一览 47
图表 37 美国国债收益率期限利差（10 年期-2 年期） 48
图表 38 欧元区、日本、中国国债收益率期限利差（10 年期-2 年期） 48
图表 39 各区域新兴市场与美国的主权债务利差 48
图表 40 银行代客收付款分项结构 50
图表 41 外币公司债季度发债额度与频率 52
图表 42 3 季度 CEEM 大宗商品指数持续走弱 53
图表 43 3 季度除煤炭外主要商品价格均下跌 53
图表 44 3 季度全球油价在衰退预期和紧缩压力下单边下行 54
图表 45 OPEC 增产幅度小幅加大，但 10 月份调头减产以维持油价 54

图表 46 中国原油进口再次回落 54
图表 47 美国原油净进口持续走低 54
图表 48 欧洲需求仍未恢复至疫情前水平 55
图表 49 美国商业原油库存环比回落 55
图表 50 LME 铜价大幅波动，铝价震荡下行 59
图表 51 全球铜库存总量处于历史极低 59
图表 52 国际铁矿石价格震荡下行 61
图表 53 国际钢价指数下降 61
图表 54 国内农产品现货价格调整后上涨 61
图表 55 CBOT 农产品价格回落后缓步爬升 61
图表 56 预估 3 季度全球贸易同比增速将继续回落 65
图表 57 中国出口增速的地区和产品分布 67
图表 58 各类商品对出口同比增速拉动（单位：百分点） 67
图表 59 预估 3 季度外需增速继续放缓 68
图表 60 预计 3 季度中国出口产品市场份额环比略有好转、同比继续回落 69
图表 61 中国进口增速的地区分布（单位：%） 70
图表 62 中国进口增速的贸易方式和产品分布 71
图表 63 中国货物贸易顺差及服务贸易逆差 72
图表 64 全球及主要经济体制造业 PMI 73
图表 65 中国外贸数据概览 73

美国：经济下行趋势中的反弹

2022 年 3 季度，美国制造业 PMI 有所企稳，个人收入与支出增速趋缓，新屋开工与销售有所反弹，企业库存拐点或现，贸易逆差明显收窄，劳动力市场依然紧张，通胀有所回落、但拐点尚难确定。美债收益率曲线持续深度倒挂，美元指数快速上行，美股回调。美联储在 9 月再次大幅加息 75bp，将联邦基金利率提升至限制性水平，并声明将在更长时间内维持限制性利率水平以确保通胀回落。在消费支出和贸易逆差收窄的有力支持下，3 季度美国 GDP 增速有望出现暂时性的超预期反弹，4 季度经济增速仍将继续下行。

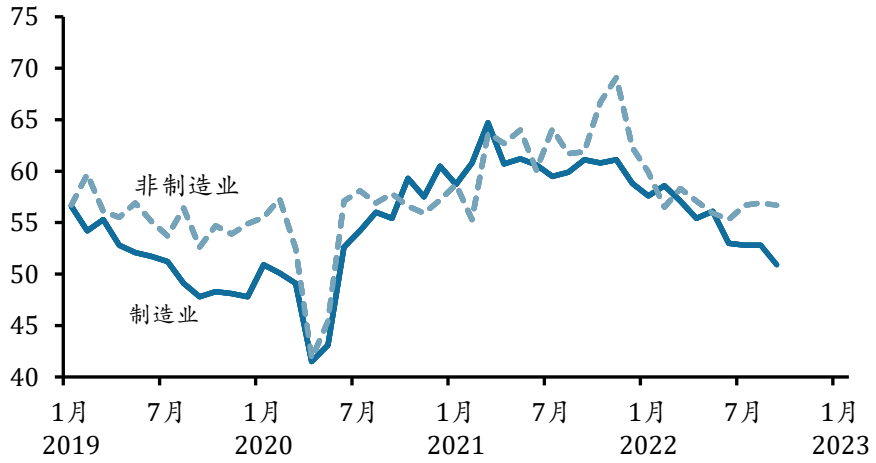
一、经济运行形势

3 季度美国经济增速有所反弹。

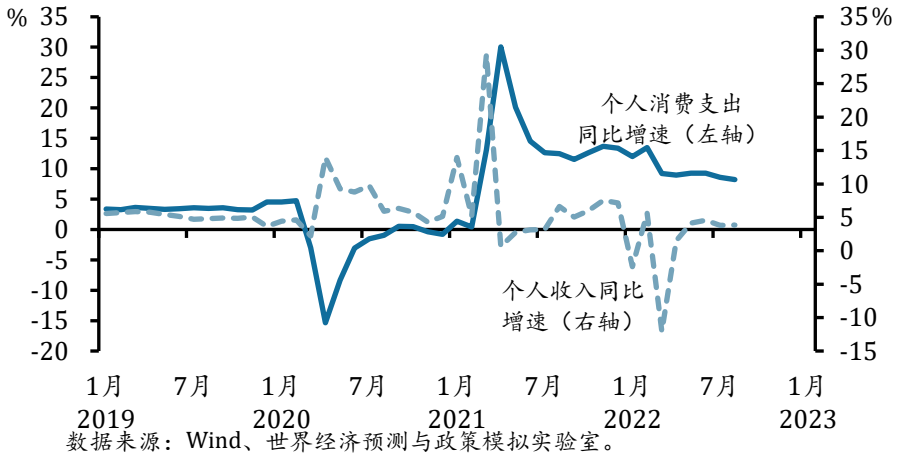
PMI 有所企稳，但 ISM 和 Markit 关于服务业的数据显著偏离。7-9 月美国制造业 ISM 编撰的 PMI 分别为 52.8、52.8 和 50.9，低于 2 季度均值 54.8；非制造业 PMI 分别为 56.7、56.9 和 56.7，略高于 2 季度均值 56.1。从 PMI 领先指标来看，7-8 月制造业新订单指数分别为 48、51.3 和 47.1，表明制造业处于扩张与衰退的边缘。Markit 编撰的 7-9 月 PMI 分别为 52.2、51.5 和 51.8，仍处于扩张之中；服务业 PMI 分别为 47.3、43.7 和 49.2，已处于衰退区间。ISM 和 Markit 编撰的服务业 PMI 数据相背离。ISM 是通过询问企业的采购主管对于各个指标走势的主观看法调查而来，Markit 则是基于企业的实际业务操作状况，因而 ISM 相较 Markit 更偏主观。伴随着通胀下行，企业的信心有所恢复，故而采购主管对经济的直观感受可能领先于实际数据的反映，并导致 ISM 编撰的服务业 PMI 较 Markit 更好。

个人收入与支出增速趋缓。7 月至 8 月美国个人收入同比增速分别为 3.8%和 3.9%，美国个人消费支出同比增速分别为 8.6%和 8.2%，皆低于 2 季度的均值，但消费的支出增速仍显著高于疫情前水平。8 月美国零售销售额环比增长主要受汽车及零部件经销商销售额增长提振，环比增幅达到 2.8%；剔除汽车及零部件后的零售销售额环比下降了 0.3%。根据 TrueCar 的数据，预计 8 月美国新车行业总销量将达到 1,152,846 辆，同比增长 9%，较 7 月略有上升。

图表 1 美国制造业和非制造业 PMI（ISM）



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。

房地产开工与销售下降，企业库存拐点或现。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。然而，利率回升和房价上涨已显著阻碍了进一步购房需求。截至 2022 年 9 月 22 日的当周，30 年期抵押贷款固定利率高达 6.29%，5 年期抵押贷款浮动利率上升至 4.97%，不仅远高于疫情期间的低点，也高于疫情前水平。2022 年 8 月美国新建住房销售的中位价下降至 43.7 万亿美元，较上月环比下降 6.3 个百分点。不过，8 月美国新屋销售量有所反弹，在 7 月销售低点的基础上环比增长 28.8%。

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，本轮库存周期从 2020 年 4 季度开

始，已超过 20 个月。2022 年 7 月美国企业库存同比增速小幅回落至 18.4%，企业库存增速放缓。7 月美国企业库存销售比小幅回升至 1.32，考虑到居民消费可能趋于下降，美企将面临去库存压力，进而可能拖累企业利润与经济增长前景。

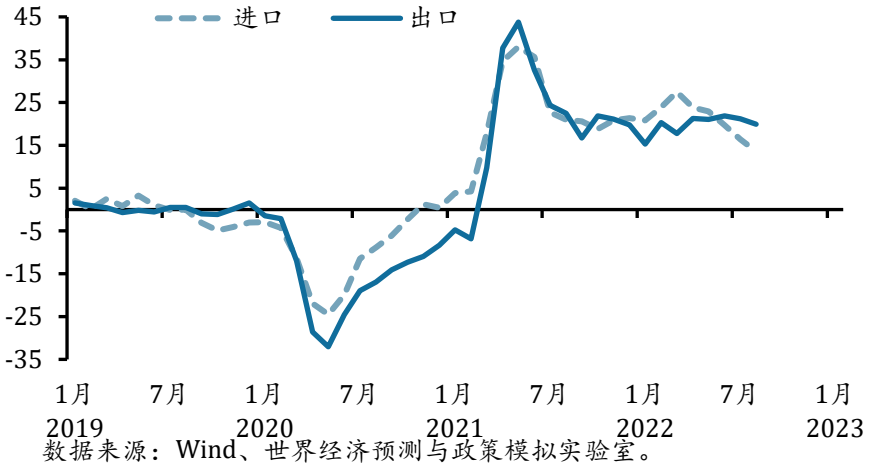
图表 3 美国新屋开工和企业库存周期

贸易逆差明显收窄。2022 年 7 月至 8 月美国出口同比增速分别小幅下降至 21.2%和 19.97%；进口增速分别大幅回落自 16.4%和 13.6%；贸易逆差分别收窄至 704.6 亿美元和 674 亿美元。伴随着美国居民消费需求减少，企业可能开启去库存周期，美国进口增速将趋于回落至正常水平，贸易逆差有望进一步收窄。

失业率基本接近疫情前水平，劳动力市场依然紧张。2022 年 8 月，美国失业率为 3.7%，较上个月回升 0.2 个百分点；劳动参与率小幅回升至 62.4%，距离疫情前水平相差 1 个百分点；新增非农就业人数 31.5 万人。非农就业人数总计 1.52 亿人，距疫情前水平高出 24 万，抹平疫情导致的劳动力总数缺口。9 月，美国失业率再次回落至 3.5%，劳动参与率小幅回落至 62.3%，新增非农就业人数 26.3 万人。此外，8 月美国职位空缺率下降至 6.2%，离职率稳定在 2.7%，皆显著高于疫情前水平，表明劳动力市场依然紧张，但紧张程度可能正在趋缓。9 月美国私人非农企业员工的周薪同比增速回落至 4.1%，已连续 19 个月跑输通胀。

美国就业市场不均衡复苏情况进一步缓和。首先，9 月白人的失业率小幅回落至 3.1%；西班牙裔或拉丁美洲裔的失业率大幅回落至 3.8%；黑人或非洲裔美国人的失业率大幅回落至 5.8%。其次，美国失业超过 27 周以上人数下降速度放缓，8 月小幅回落至 106.7 万人，占比小幅降至 18.5%，基本接近疫情前水平。

图表 4 美国对外贸易



数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

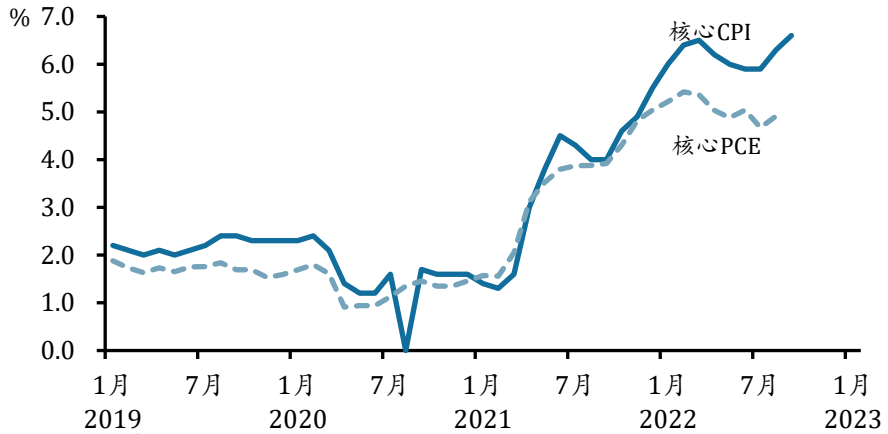
图表 5 美国劳动力市场

数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

通胀持续高烧不退，拐点尚未确定。2022 年 8 月,美国 CPI 同比增速回落至 8.3%，核心 CPI 同比增速上涨至 6.3%；其中，能源项同比增速大幅回落 9.1 个百分点至 23.8%，食品项同比增速上涨 0.5 个百分点至 11.4%，住宅项同比增速上涨 0.5 个百分点至 7.8%，交通运输项同比增速回落 3 个百分点至 13.4%。9 月，由于基数效应，美国 CPI 同比增速小幅回落至 8.2%，但环比增长 0.4%，核心 CPI 同比增速进一

步上涨至 6.6%；其中，能源项同比增速回落至 19.8%，食品项同比增速回落至 11.2%，住宅项同比增速上涨至 8%，交通运输项同比增速回落至 12.6%。不过，通胀预期有所弱化。根据纽约联储的消费者期望调查数据，2022 年 9 月对于未来一年期的通胀预期中值降至 5.7%，对于未来三年的通胀预期中值降至 2.8%，通胀预期明显回落，但仍高于疫情前水平。

图表 6 美国通货膨胀



数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

金融市场风险值得警惕。

美债收益率曲线持续深度倒挂。2022 年以来，美债收益率曲线快速走平，部分期限的美债收益率曲线出现倒挂，尤其是 10 年与 2 年期美债收益率曲线持续深度倒挂，使得市场预期美国经济可能将陷入衰退。

美元指数快速上涨，主要货币兑美元纷纷贬值。在美联储持续大幅加息及鹰派预期的支撑下，2022 年 4 季度美元指数仍有上行动能。但美联储加息主要基于通胀预期，已脱离经济基本面，美元指数被明显高估。2023 年上半年美联储加息节奏将放缓甚至停止，同时美国经济衰退风险可能进一步显现，美元指数可能掉头下行。

美股仍有下行压力。2021 年底以来，受美联储加息预期影响，美股开始回调，回调幅度超过 20%。2022 年 3 月中旬以来，美股曾强力反弹，反弹幅度接近 10%，但美股仍处于下行区间。伴随着美联储持

续鹰派加息，以及通胀逐步蚕食企业利润，未来美股仍有进一步下行压力。

二、宏观政策分析

美联储大幅加息。

《通胀削减法案》名不副实。第一，对企业征收 15%的最低税。该法案重要的资金来源，但在削减通胀方面，恐怕难有作为，甚至会推高通胀。第二，降低处方药价格。法案首次允许联邦医疗保险（Medicare）与药厂就处方药价格进行谈判，但目前仅纳入 10 款药物，且要等到2026年才开始谈判。第三，半数资金用于能源和气候项目。可再生能源条款也不太可能在短期内对能源（尤其是汽油）价格产生影响，而重点将放在中期投资和生产上。第四，从财政赤字的角度来看，该法案对通胀的影响也微乎其微。CBO 预计在 2022 年至 2026 年，该法案累计削减赤字仅为 210 亿美元。

美联储在 9 月议息会议大幅加息 75bp。美联储宣布上调联邦基金利率 75bp 至 3.00-3.25%目标区间，这已经是美联储年内持续第五次加息。缩表方面，美联储将按照原有计划，从 9 月开始加速缩表，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，超过半数委员认为 2022 年政策利率应至少达到 4.25-4.50%，意味着年内的另外两次会议或分别加息 75BP 和 50BP；大约 2/3 的委员认为 2023 年政策利率将至少达到 4.5%以上，意味着明年至少还有 1-2 次（单次 25BP）的加息；2024 年和 2025 年或降息至 3.9%和 2.9%。

美联储较大幅度下调经济增长预期、上调失业率与通胀预期。经济增长方面，大幅下调 2022 年实际 GDP 增速 1.5 个百分点至 0.2%，下调 2023 年实际 GDP 增速预测 0.5 个百分点至 1.2%；就业方面，小幅上调 2022 年失业率预测 0.1 个百分点至 3.8%，上调 2023 年和 2024 年失业率至 4.4%；通胀方面，上调 2022 年 PCE 同比增速预测 0.2 个百分点至 5.4%，上调同期核心 PCE 同比增速 0.2 个百分点至 4.5%，分别上调 2023 年 PCE 和核心 PCE 通胀率 0.2 和 0.4 个百分点至 2.8%和 3.1%。

三、美国经济形势小结与展望

美国 3 季度经济增速反弹。

根据美国亚特兰大联储 GDPNow model 在 7 月 8 日的最新估计值，预计美国 2 季度 GDP 环比折年率为-1.2%。

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。2022 年 2 季度，WEI 保持下行态势，表示美国经济同比增速下降。ECRI 领先指标继续下行，预示美国经济增速下行趋势仍未止稳。根据美国亚特兰大联储 GDPNow model 在 10 月 5 日的最新估计值，预计美国 3 季度 GDP 环比折年率为 2.7%。其中，3 季度美国实际个人消费支出增速预测值为 1.1%，私人国内投资总额实际增速预测值为-3.6%。由于贸易逆差收窄，净出口对 3 季度美国 GDP 的贡献预测值为 2.24 个百分点。

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。2022 年 3 季度，WEI 保持下行态势，表示美国经济同比增速下降。ECRI 领先指标继续下行，预示美国经济增速下行趋势尚未止稳，4 季度美国经济增速仍将下行。

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：衰退已成定局

2022 年第 3 季度，俄乌战争给欧洲经济造成的负面冲击继续发酵。欧元区综合 PMI 连续三个月低于荣枯线，表明经济活动萎缩的状况正在逐渐恶化。同时，尽管欧央行快速收紧货币政策，于 7 月和 9 月大幅加息，欧元区通胀水平仍未得到有效控制，不断刷新历史最高纪录，且在其影响下，消费者信心和企业投资信心都严重受挫，消费和投资疲软态势明显。贸易逆差也因进口价格飙升和货币贬值而再次创下历史。随着北半球采暖季的到来，能源短缺问题进一步凸显，欧元区经济前景将更加黯淡，衰退基本已成定局。预计 2022 年第 4 季度欧元区经济将会出现负增长，通胀水平也依旧维持在高位。

一、经济运行态势

PMI 连续三个月低于荣枯线。

PMI 连续三个月低于荣枯线。能源成本飙升带来的价格压力导致欧元区商业活动状况不断恶化，2022 年第 3 季度欧元区 19 国综合采购经理人指数（PMI）逐月走低，从 7 月的 49.9 下降到 9 月的 48.2，连续三个月低于 50 荣枯线，并创下 20 个月以来的新低。综合 PMI 的季度平均值为 49.0，较第 2 季度的 54.2 大幅下滑，为 2013 年以来最快的下滑速度，表明欧元区经济在第 3 季度表现糟糕，有可能会出现萎缩。

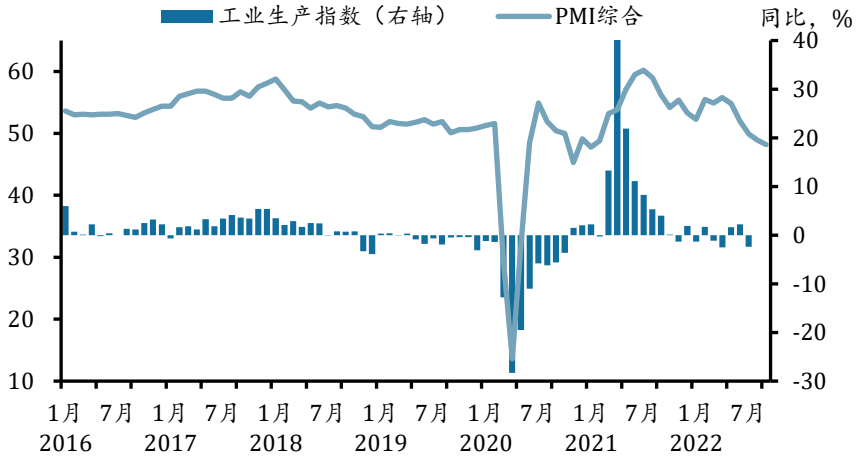
制造业方面，能源成本高企对欧洲的制造工业打击沉重，欧元区 9 月制造业 PMI 较预期更弱，从 8 月的 49.6 下滑至 48.5，低于市场此前预期的 48.7，同样连续第三个月低于 50 荣枯线。同时，新订单指数从 46.9 降至 46.0，为 2020 年 11 月以来的最低水平，表明欧元区总体需求正日渐疲弱。服务业方面，生活成本的上升也限制了服务业活动，9 月欧元区服务业 PMI 为 48.9，连续第二个月低于荣枯线，为 2021 年 2 月以来的最低水平。

分国家来看，9 月德国综合 PMI 从 8 月的 46.9 进一步下滑至 45.9，为 28 个月新低，低于预期的 46.1。其中，制造业 PMI 从 49.1 降至 48.3，与预期持平，服务业 PMI 从 47.7 降至 45.4，低于预期的 47.2。法国 9 月综合 PMI 为 51.2，较 8 月的 50.4 略有改善，其改善主要源自

于服务业，9 月法国服务业 PMI 为 53.0，高于 8 月的 51.2。制造业 PMI 则受高通胀和弱需求的影响，进一步下跌，从 8 月 50.6 跌至 47.8，为 28 个月以来的新低，其中产出分项指数为 43.4，同样为 28 个月新低，表明法国产出亦趋于疲弱。

工业生产指数方面，7 月欧元区工业产出环比下降 2.3%，为 2020 年 4 月以来最大降幅，远超出预期的下降 1.0%。工业产出同比亦下降 2.4%，不及预期的增长 0.4%，体现出能源短缺对欧元区工业生产造成的巨大压力。

图表 8 PMI 连续三个月低于荣枯线



数据来源：欧央行、Markit；CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

通胀水平再创新高。

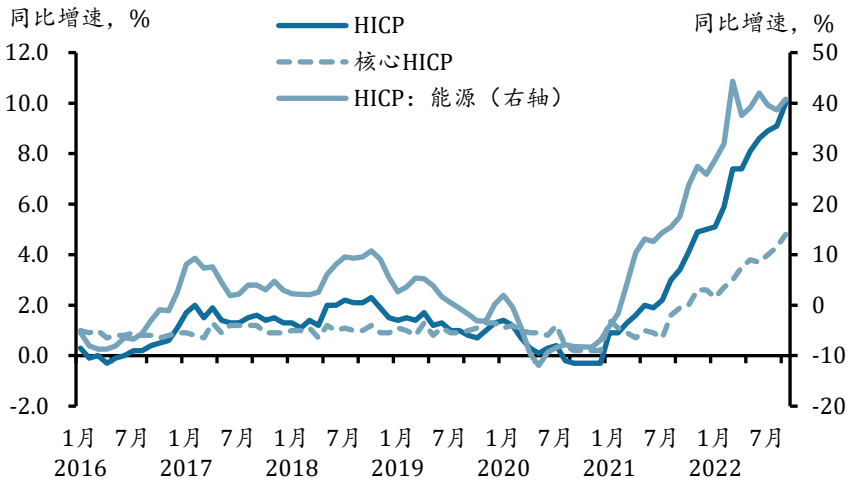
通胀水平再创新高。2022 年 9 月份欧元区消费者调和价格指数（Harmonised Indices of Consumer Prices，HICP）同比增长 10%，较前一个月的 9.1%进一步上升，再次刷新欧元区成立以来的历史纪录，也超出了此前外界预测的 9.7%。

从分项来看，贡献最大的当属能源价格。由于受到俄乌地缘冲突影响，欧洲的能源价格飙升，8 月份欧元区能源价格同比上涨 38.6%，9 月更是同比上涨 40.8%。除了能源，食品价格也在不同程度的上涨，8 月食品烟酒通胀率为 10.6%，到 9 月份则上升至 11.8%。非能源工业品从前月的 5.1%上涨 5.6%。服务价格的飙升也有所增加，继 8 月的 3.8%涨价之后，9 月上涨了 4.3%。

在 19 个欧元区国家中，有 10 个国家出现了两位数的整体通胀率，包括最大经济体德国。9 月德国通胀率为 10.9%，是自 1951 年以

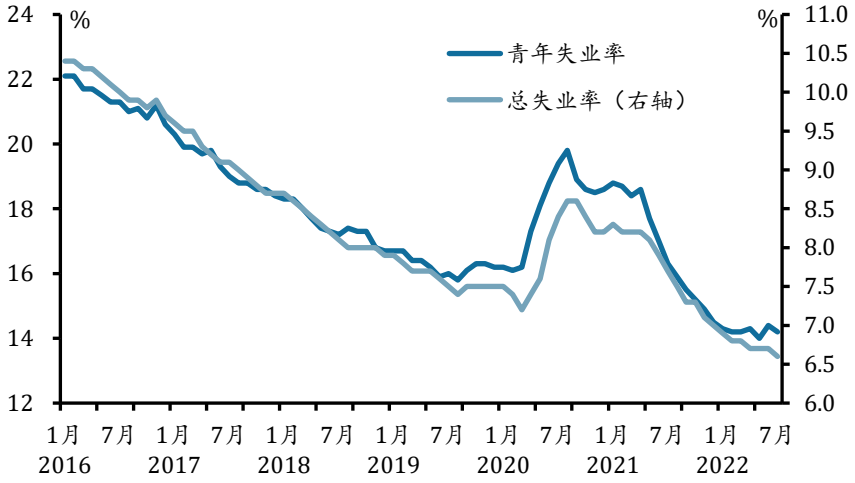
来最高的通胀率。爱沙尼亚、立陶宛和拉脱维亚的通胀率都在 22%以上。荷兰与斯洛伐克也属于通胀高出平均水平的群体，9 月通胀率分别为 17.1%和 13.6%。在政府采取了激进措施限制能源价格的法国，通胀压力稍有缓解，从 8 月的 6.6%降至 9 月的 6.2%。

图表 9 通胀水平再创新高



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 10 失业率再创历史新低



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

失业率再创历史新低。

失业率再创历史新低。2022 年 7 月欧元区 19 国经季节性调整后的失业率为 6.6%，较 6 月的 6.7%再下行 0.1 个百分点，创历史新低，与 2021 年同期相比下降了 1.1 个百分点。同时，根据欧盟统计局估计，7 月欧元区失业人数约为 1098 万，较 2022 年 6 月减少了 7.7 万人，较 2021 年 7 月减少了约 157 万人。

7 月欧元区 19 国青年失业率为 14.2%，较前一个月的 14.4%下降了 0.2 个百分点。7 月欧元区青年失业人数为 217.3 万，比前一个月减少了 5.5 万人，较 2021 年同期减少了 24.4 万人。从 2022 年前 7 个月来看，欧元区青年失业率的波动程度较整体失业率略高，呈震荡走平的态势，前 7 个月青年失业率的平均值约为 4.2%。

二、支出法 GDP 分解

消费者信心再度探底。

消费者信心再度探底。2022 年 9 月欧元区消费者信心从 8 月的-24.9 下跌至-28.8，再创历史新低，不及预期的-25.5，同时也远低于其长期平均水平-11，和 2020 年春季新冠疫情爆发初期的低点。这表明在能源危机面前，人民担心生活成本上升和经济增长放缓，消费者情绪持续遭受重创。

就主要成员国来看，2022 年 9 月德国 GFK 消费者信心指数从 8 月的-30.9 进一步下滑至-36.5，连续第三个月刷新该指标创建以来的最低纪录。反映德国消费者信心的三项指标中，经济前景和收入预期指标环比微升，但购买倾向指标连续第七个月环比下降，降至 2008 年 10 月以来最低值，表明消费者为预防即将到来的冬季能源开支而显著增强了储蓄倾向。法国方面，9 月法国 Insee 综合消费者信心指数从 8 月的 82 下滑至 79，亦低于预期的 80。

企业投资将在第 3 季度回落。

企业投资将在第 3 季度回落。得益于供应链瓶颈的小幅缓解，汽车制造业的生产在 2022 年 2 季度有所恢复，致使欧元区非建筑类商业投资同比增加了 1.8%，总固定资本投资同比增长 3.2%，环比增长 0.9%。不过，俄乌战争所带来的不确定性、走高的能源价格和融资成本、以及天然气配给风险将导致 2022 年第 3 季度的企业投资出现显著回落，这点从不断下滑并始终保持在荣枯线下的 PMI 资本品新订单指数中可见一斑。

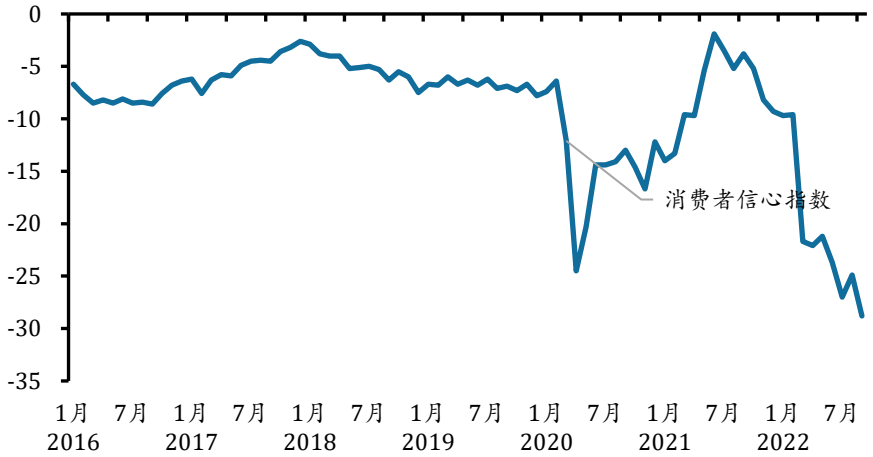
欧元区房地产投资在 2022 年第 2 季度小幅放缓，环比下降 0.4%，但同比增长了 2.8%。从欧盟委员会 7 月和 8 月的调查以及跌落收缩区间的 PMI 住房建筑指数来看，建筑活动在第 3 季度也将放缓。

这一方面由于企业仍旧受限于人力和材料短缺，另一方面也因为在融资条件收紧、不确定性走高、实际收入下降等因素的共同作用下，区内对房地产的需求也在下滑。

贸易逆差再创历史纪录。

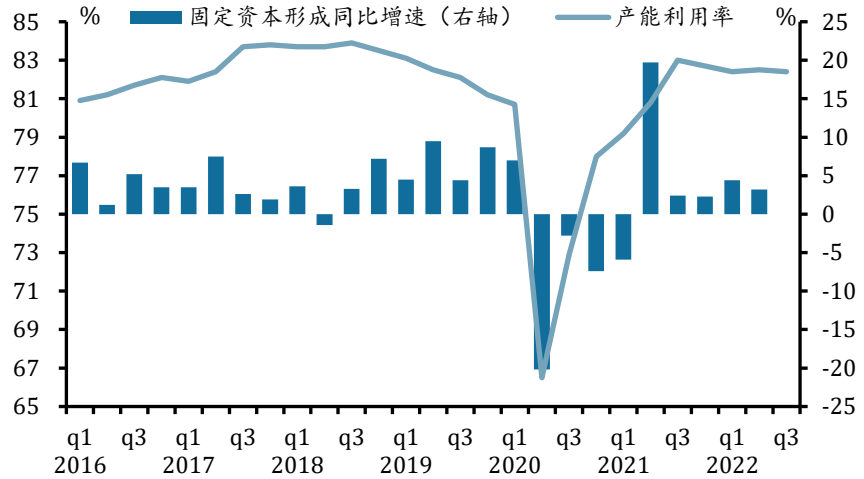
贸易逆差再创历史纪录。能源成本高企导致的进口额上升让欧元区连续第 9 个月出现货物贸易逆差。2022 年 7 月，欧元区 19 个国家与全球其他地区未经季节调整的货物贸易逆差为 340 亿欧元，逼近 4 月创下的 342 亿最大贸易逆差规模。季调后，欧元区贸易逆差为 403 亿欧元，创最高历史纪录。从进出口规模来看，欧元区 7 月的进口规模为 2695 亿欧元，同比增长 44%，出口规模为 2355 亿欧元，同比增长 13.3%。7 月欧元区内部的货物贸易未季调后规模为 2248 亿欧元，较 2021 年同期增长 24%。

图表 11 消费者信心再度探底



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 12 企业投资将在第 3 季度回落



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

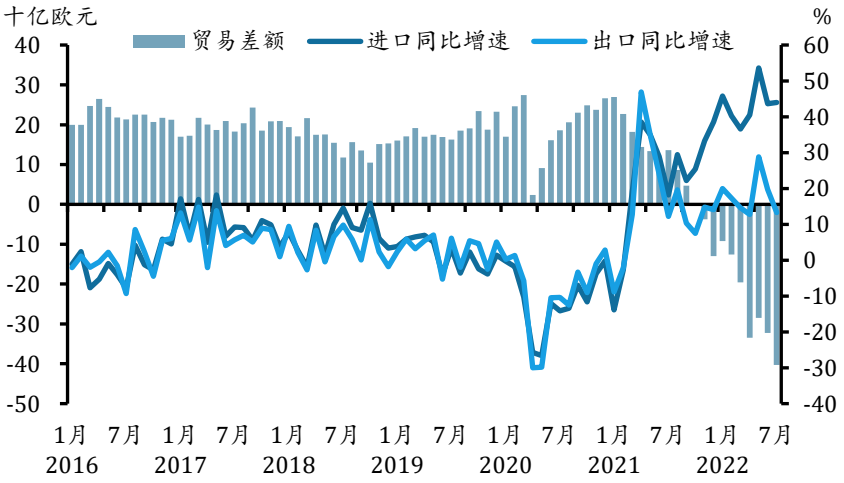
三、政策走势

欧央行大幅加息。

欧央行大幅加息。2022 年 9 月 8 日，欧洲央行最新利率决议出炉，欧洲央行管理委员会决定将三大关键利率上调 75 个基点。据此，自 2022 年 9 月 14 日起，主要再融资利率、边际贷款利率和存款利率将分别上调至 1.25%、1.50%和 0.75%。这是欧洲央行今年来的第二次加息，上一次加息发生在 7 月份，加息 50 个基点，欧洲随之退出维持了八年之久的负利率。在欧洲央行 20 余年的历史中，本次是最大幅度的加息，上一次加息 75 个基点还是在 1999 年欧洲央行设立之初。

9 月 26 日，欧洲央行行长拉加德在出席欧洲议会听证会时说，受高通胀、服务需求下降、全球需求疲弱、贸易条件恶化等因素影响，未来几个季度欧元区经济活动将大幅放缓。经济不确定性依然很高，企业和家庭信心都在下降。为此，欧洲央行下调了今明两年欧元区经济增长预期，预计 2022 年将增长 3.1%，2023 年为 0.9%，2024 年为 1.9%。拉加德说，能源和食品价格是通胀上升的主要推手。由于能源供应或将进一步受阻，欧洲央行预计 2022 年欧元区通胀率将达 8.1%，2023 年为 5.5%，2024 年为 2.3%。另外，欧元贬值也加剧了通胀压力。她表示，欧洲央行将继续加息以应对通胀水平持续攀升。市场投资者预计，欧洲央行将在 10 月份再次加息 0.75%，从而使目前为 0.75% 的存款利率在年底前超过 2%。

图表 13 贸易逆差再创纪录



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

欧委会公布能源市场干预措施。

欧委会公布能源市场干预措施。2022 年 9 月 14 日，欧盟委员会推出紧急干预市场以降低电价的一系列措施。这些措施将从需求和供给两个方面实施。欧盟委员会建议各成员国在高峰用电时段强制减少 5%的用电量，总体用电量减少 10%，这个限电规定将持续到 2023 年 3 月 31 日。限电节电的具体方法和实施细则由各成员国自行选择和决定。

在供给端，欧盟建议临时性将电力企业的“边际收入”上限定为每兆瓦 180 欧元，超过这个上限的收入将由政府征收，用于补贴电力消费者的电费支出。成员国之间可以互相交易用电配额。欧盟委员会同时建议使用燃油、天然气和煤炭的发电企业在今年获得的利润如果超过以往三年平均利润的 20%，超出部分的收入也将被政府临时征收，以补贴消费者。据初步估算，欧盟各成员国政府自发电企业处征收的两项收入将达 1420 亿欧元。

上述措施预计将在下一次欧盟能源部长会议上获批。

四、经济形势展望

经济衰退风险大幅上升。

经济衰退风险大幅上升。从 2022 年第 3 季度欧元区的一系列经济活动指标来看，目前该区域经济下行趋势显著加剧，持续的高通胀压力使当地经济活动萎缩程度逐渐加深，供应链瓶颈的温和缓解无法让欧元区经济摆脱能源短缺带来的困境，企业投资信心与居民消费信心都遭受了严重负面打击，经济前景黯淡。未来一段时间，随着北半球采暖季的到来，欧元区能源短缺情况很可能会更加严重，甚至存在配给风险，导致当地企业不得不进行减产或停产。与此同时，尽管疲弱的需求和欧央行的大幅加息或许能对通胀的进一步飙升起到一定抑制作用，但短期内，欧元区整体通胀水平在能源和食品价格的作用下难以出现显著下降，将持续给当地经济造成伤害。预计 2022 年第 4 季度欧元区经济将会出现负增长，通胀水平也将维持在高位。

日本：经济恢复势头开始减弱

日本新增新冠肺炎感染人数在 8 月份创出历史新高。相比之前，疫情对日本经济的影响已经减弱，日本政府也没有发布“紧急事态宣言”，但新冠疫情对服务业的冲击依然存在。但随着全球经济下行，日本 PMI 在 7 月和 8 月也呈现出明显下行态势。尤其是服务业 PMI，在 8 月份跌破荣枯线。日本银行在金融政策方面没有实质性改变，商品贸易受日元贬值影响逆差增大。8 月份日本通胀升破 3%，预计未来将站稳 3%。尽管日本银行和日本财务省采取行动以抑制日元贬值，但日元贬值趋势难以根本改变。未来，日本经济将受到全球经济拖累，有下行压力，日元依然存在贬值空间，但节奏和力度预计会有变化。

2022 年第 3 季度，日本经济复苏势头开始减弱。

一、新冠疫情影响逐渐消退，但经济恢复力度受全球环境影响开始趋弱

2022 年 8 月上半月，日本每日新增新冠肺炎感染人数创出新高，但此次日本政府并未发布“紧急事态宣言”，疫情给日本社会带来的影响也小于此前几轮。在达到 150 万人/周的感染人数记录后，每日（周）的新增感染人数开始下跌。截止到 9 月末，下降至 40 万人/周。

与此同时，日本政府并未再宣布“紧急事态宣言”。8 月 31 日，日本首相岸田文雄在 8 月 31 日表示，9 月 7 日起，入境人数上限由此前的 2 万人每天提高到 5 万人每天。9 月 22 日，岸田文雄再宣布，日本将于 10 月 11 日取消每日入境的人数上限。同时，也将恢复个人免签入境。为提振旅游业，日本政府还将于 10 月 11 日重新启动旅游补贴计划，为每位旅客提供每晚约 1.1 万日元的住宿补贴。

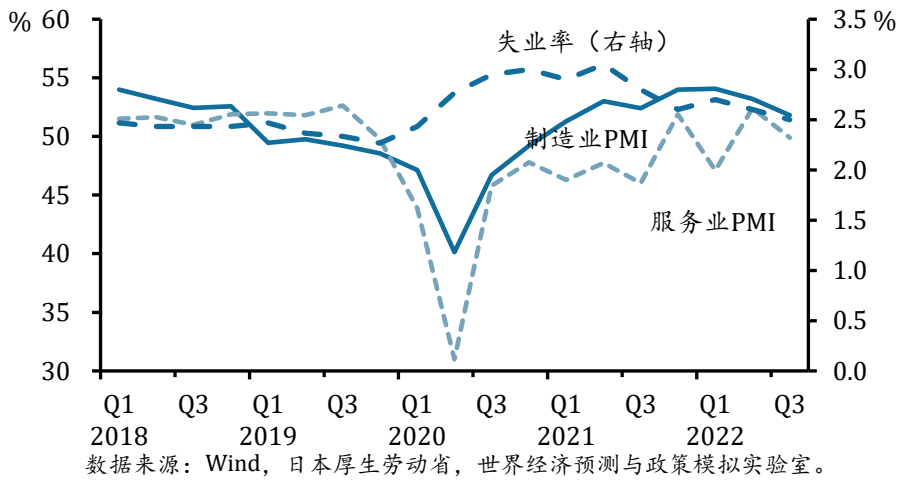
本轮新冠肺炎疫情感染人数再创新高，虽然对日本经济的影响小于前几轮疫情，但日本经济尤其是服务业依然会受到疫情的扰动。

日本经济与全球经济同步显出疲态。2022 年 7 月和 8 月，日本 Markit 综合采购经理人指数分别为 50.2 和 49.4，8 月份 PMI 也是时隔 5 个月再次跌到荣枯线之下。相比较而言，日本制造业 PMI 表现相对较好，7 月和 8 月分别为 52.1 和 51.5，依然维持在荣枯线之上，但截

止到 8 月份已经第五个月下跌。7 月份服务业 PMI 为 52.1，为 3 月以来的最低值，8 月份续创新低，并且低于荣枯线，为 49.5。

日本 2022 年 7 月份的失业率为 2.5%，低于 6 月份的 2.7%。日本就业状况总体依然良好。不过，就业数据属于滞后指标，未来走势仍需进一步观察。

图表 14 PMI 下滑，就业情况平稳



数据来源：Wind，日本厚生劳动省，世界经济预测与政策模拟实验室。

商品贸易逆差显著增大。

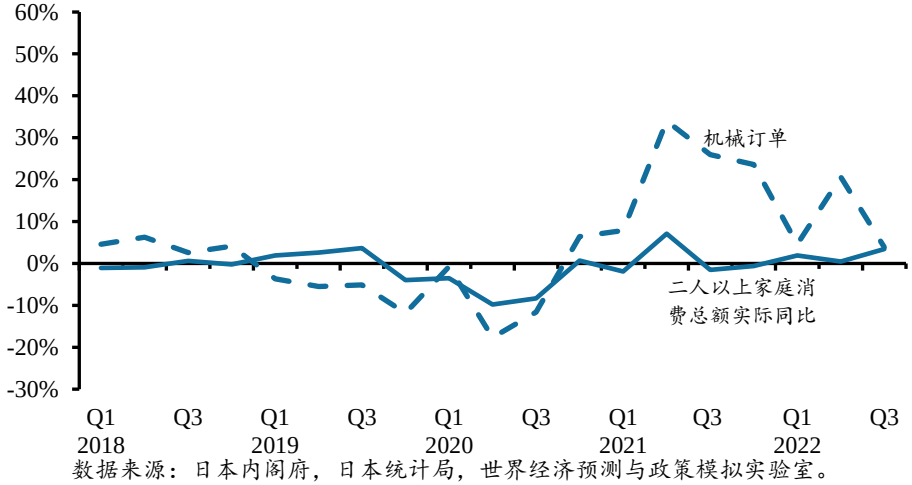
受日元贬值影响，日本对外贸易逆差激增。日元兑美元汇率从 2022 年第 2 季度开始大幅快速贬值。日元的贬值，并没有改善其外贸状况，相反，日本对外贸易的赤字开始激增。

7 月和 8 月，日本对外出口金额分别为 8.76 万亿日元和 8.06 万亿日元，较 2021 年同期都有所增长，增幅分别为 19.0%和 22.0%。不过，日本出口虽然大幅增长，但是进口金额增长更快。7 月和 8 月，日本进口商品金额分别为 10.19 和 10.88 万亿日元，同比增速分别为 47.3%和 50.2%。日本进口金额同比增速远超出口金额增速，并非日本国内内需强劲所致，日元贬值是重要因素。

根据日本银行的数据，2022 年以来，尤其是 4 月份之后，日本出口产品的价格上涨力度明显低于进口商品价格的上涨。4 月到 7 月，日元口径下日本出口商品价格环比增速分别为 5.4%、1.4%、2.6%和 0.9%，合同货币口径下则为 1.4%、0.3%、0.0%和-0.2%。相较于出口品的价格增速，进口品价格涨速更快。4 月到 7 月，日元口径下的价格环比增速分别为 10.3%、3.9%、5.1%和 2.9%；合同货币口径下价格环

比涨速为 5.1%、2.2%、1.9%和 1.2%。可见，日本企业在出口方面的优势不强，在上游品的进口方面又较为被动，日元贬值最终加大了日本的贸易逆差。

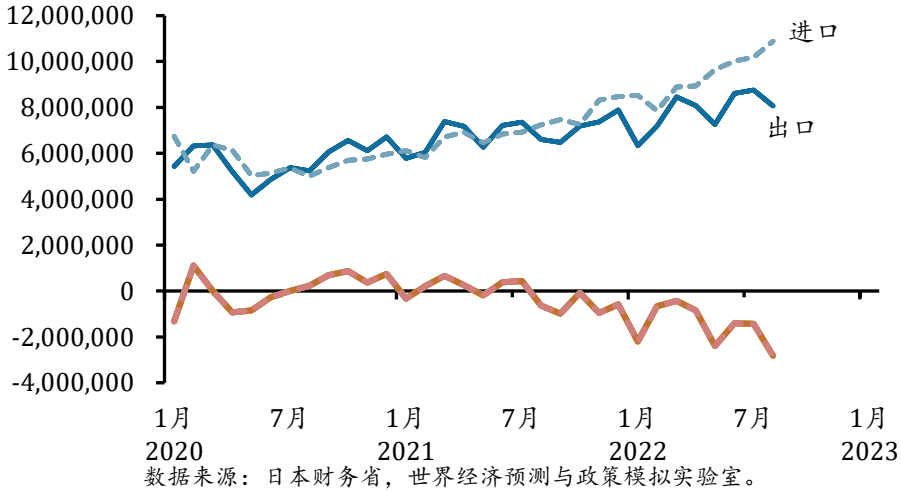
图表 15 消费同比增速较高，机械订单金额同比增速继续回落



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：二人以上家庭商品销售额同比实际增速为 2022 年 8 月份数据，机械订单总额同比为 2022 年 7 月数据。

图表 16 2022 年第 3 季度日本商品贸易逆差大增



数据来源：日本财务省，世界经济预测与政策模拟实验室。

二、金融政策基调不变，CPI 同比继续上升

第 3 季度日本央行的金融政策未有明显调整。但实际在“缩表”。

日本央行在第 3 季度共召开了 3 次政策会议。整体基调依然维持不变。例如，依然维持政策利率在-0.1%的位置，10 年期国债收益率依然以 0%为目标，购买量不设上限，并在 0.25%的区间内进行操作。

9 月份会议上，日本央行决定延长个别政策实施期限。应对新冠的针对中小企业的无担保融资（银行提供）支援延长到 2023 年 3 月

末；制度融资（主要由地方自治体、信用保证协会、金融机构共同提供）支援延长到 2022 年 12 月。

从日本央行资产负债表可以看出，日本央行在第 3 季度已经出现缩表动作，这与直观认为的日本央行大肆购买国债进而做出扩表动作的印象不符。实际上，日本央行一直在对其资产负债表进行结构性的操作，整体处于缩表状态。7 月和 8 月日本央行资产分别环比减少了 1.01%和 2.22%。具体结构方面，日本央行持有的长期国债环比增速分别为 0.68%和 0.90%，这与日本央行在以 10 年期国债为代表的中长期国债市场进行操作相一致。与此同时，日本央行在明显减持短期国债，7 月和 8 月的保有量环比增速分别为-5.53%和-18.06%。但因短期国债金额较小，所以国债整体的保有金额依然呈现出环比增加。不过，日本央行在贷款项中显著“缩表”，也是日本央行资产负债表整体萎缩的重要原因。

总之，日本央行并未进行“扩表”，日本央行在大量购买以 10 年期国债为代表的中长期国债的同时，也在缩减其他资产。

图表 17 日本银行持有资产的环比增幅

	国债	短期国债	长期国债	CP	公司债	ETF	贷款	总计
6 月	0.79%	0.41%	0.80%	-9.12%	-1.46%	0.32%	-5.81%	-0.51%
7 月	0.52%	-5.53%	0.68%	3.92%	-0.71%	0.26%	-7.91%	-1.01%
8 月	0.43%	-18.06%	0.90%	1.14%	-0.34%	0.00%	-15.26%	-2.22%

货币供给同比增速保持基本稳定。

2022 年 7 月和 8 月，日本广义货币供给（M2）同比增速保持稳定，广义货币供给量月度平均余额分别为 1208.81 万亿日元和 1209.08 万亿日元，同比增速均为 3.4%，这一增速基本与新冠肺炎疫情前的水平相当。7 月，日本国内银行贷款总额为 557.9 万亿日元，同比增速为 3.1%，同比增速有所上升。

CPI 同比增速上升，PPI 同比增速持续高位。

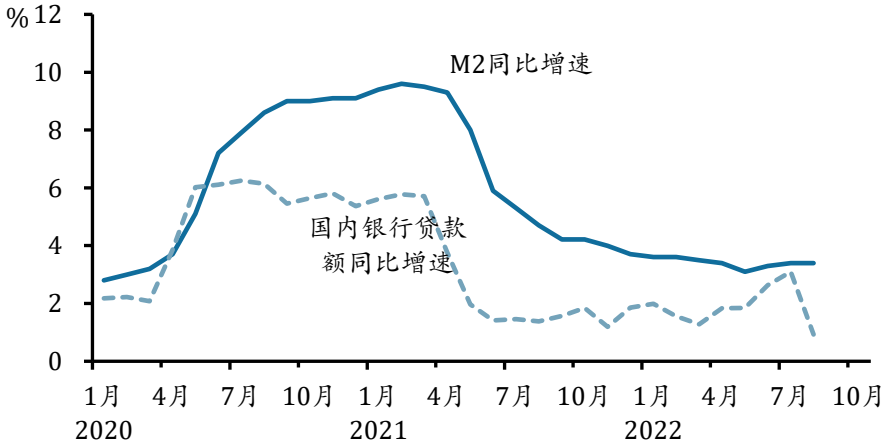
CPI 同比增速显著上升，PPI 同比增速持续高位。7 月和 8 月，日本 CPI 同比分别上涨了 2.6%和 3.0%。扣除生鲜食品的 CPI 在 7 月和 8 月同比上涨 2.4%和 2.8%，若将能源和食品均扣除，同比增速则为 1.2%和 1.6%。

从贡献率看，能源和食品依然是推升日本 CPI 同比增速的最重要项目。其中，能源价格在 7 月和 8 月对 CPI 的贡献分别为 1.22 个百分点和 1.27 个百分点，生鲜食品外的食品在 7 月和 8 月对 CPI 的贡献率分别为 0.82 和 0.92 个百分点。需要注意的是，7 月份和 8 月份的手机通讯费依然低于去年，同比降幅分别为 21.7%和 14.4%，贡献率分别为-0.36 个百分点和-0.22 个百分点。

值得注意的是，10 月份“手机通信费”的同比增速将回升到 0%左右，日本第 4 季度个别月份的 CPI 大概率会继续高于 3%。

PPI 同比增速持续高位。7 月和 8 月，日本 PPI 同比增速依然在 9%水平。8 月环比增速为 0.2%，其中正向贡献率最大的是“电力·都市天然气·上下水”，环比贡献了 0.22 个百分点。负向贡献最大的是“废钢”，环比贡献-0.05 个百分点，“石油·煤炭制品”对 PPI 的环比贡献为-0.03 个百分点。

图表 18 货币供应同比增速稳定，贷款余额同比增速上升



数据来源：日本银行，世界经济预测与政策模拟实验室。

三、股市震荡，汇率重挫，10 年期国债收益率突破 0.25%

日经 225 指数呈现大幅震荡格局。东京日经 225 指数 7 月 1 日开盘于 26434.00 点，截至 9 月 28 日，收于 26173.98 点。整体保持稳定，但期间波动较大。

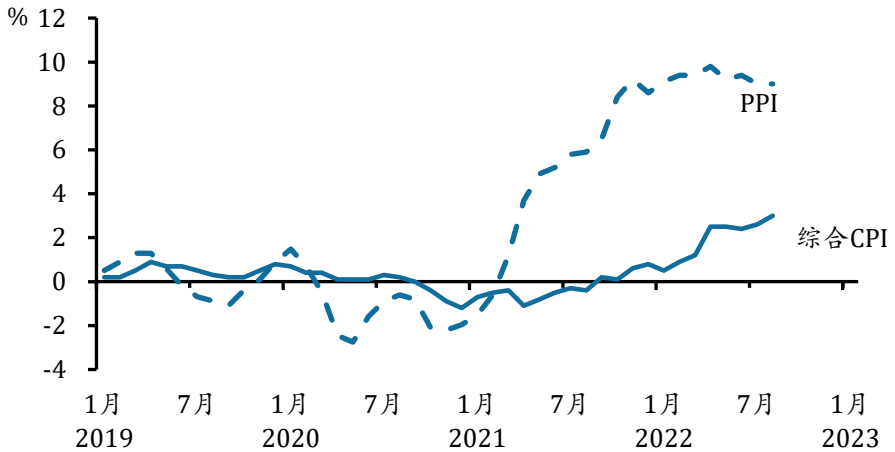
日元兑美元汇率继续延续第 2 季度跌势，其中 7 月份上涨 1.8%，8 月份下跌 4.31%，9 月份截至 9 月 28 日下跌 4.40%。日元大幅下跌令

日本官方部门压力大增。9 月 22 日下午，日本财务省出手干预汇率。对于干预的效果，目前仍需观察。预计日本财务省的干预不会改变日元跌势，但能够影响下跌的角度。

日经 225 指数相对稳定，日元兑美元汇率继续大跌。

实际有效汇率方面，7 月和 8 月保持大体稳定，分别为 58.84 和 59.86。原因在于 7 月和 8 月时，全球主要货币都对美元呈现出贬值态势。

图表 19 CPI 同比增速显著上升，PPI 同比增速继续在高位



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。

日本 10 年期国债收益率“低调”向上突破 0.25%上限。

10 年期国债收益率涨破 0.25%上限。尽管日本央行在金融政策会议上始终强调 10 年期国债收益率 0.25%上限，但实际上，进入 9 月后日本 10 年期国债收益率就开始升破 0.25%，截止到 9 月 28 日，日本 10 年期国债收益率已经升到 0.294%。

日本央行此举一方面是释放债券价格下跌压力，另一方面也能缓解日元贬值压力。但从效果、力度，以及当前全球尤其是美国货币环境看，预计此举并不能根本扭转日元跌势，只能影响下跌的程度。

2022 年第 3 季度日本经济受疫情影响减小。日本央行和日本财务省的努力并不足以改变日元兑美元贬值的态势。

四、综合评述与展望

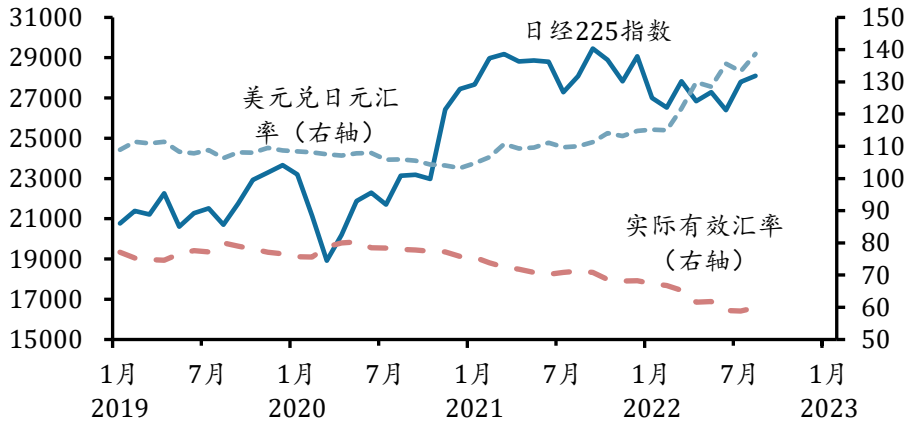
综合来看，新冠肺炎疫情对日本经济的影响正在明显消退。但是在全球货币环境紧缩，需求下滑的背景之下，日本经济在第 4 季度甚至 2023 年都可能面临向下的压力。

尽管日本央行实际上对利率上限做出一定让步，日本财务省进行了汇率干预，但效果应有限。日元一旦跌破 146，也即意味着日本财

务省的干预失败，干预只是暂时延缓了日元的下跌节奏，难以改变大势。9 月 30 日日本财务省将公布此次汇率干预的金额，该金额就有一定参考意义。

第 4 季度，日元仍有贬值空间，日本通胀将站稳 3%，经济增速预计将会放缓。

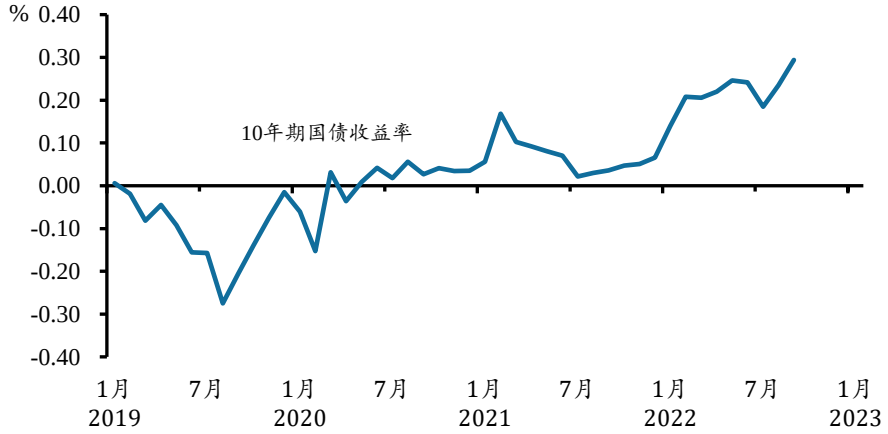
图表 20 股市大幅震荡，日元对美元汇率大幅贬值



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，数据截止到 2022 年 8 月。

图表 21 10 年期国债利率升破 0.25%



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。

注：月度数据为当月最后一个交易日收盘值，9 月份数据为 9 月 27 日数据。

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，东盟六国的景气水平进一步回升，但韩国景气水平回落。东盟整体及东盟六国制造业 PMI 在 7 月和 8 月处于荣枯线之上，印尼、泰国景气幅度回升，菲律宾、越南略有回调。韩国 7 月 PMI 跌落荣枯线至 49.8，8 月进一步下跌至 47.6，是 2020 年 7 月以来的低点，衡量经济外需和内需的指标全面走弱。韩国是全球经济的“金丝雀”，其出口放缓背后反映的外需放缓可能是区内各国在未来均要面临的压力。2022 年第 3 季度，东盟六国和韩国的通货膨胀水平均呈现上升态势。区内韩国和新加坡两大发达经济体的通货膨胀上升尤为显著。区内各国央行的货币政策虽偏紧，但是步调不一。尽管通胀水平上升，但是本区通胀水平相较于全球其他区域仍然较低，但需关注未来上行风险：一是今冬能源价格可能上涨，二是区内主粮大米价格可能上涨。在美联储加息及强势美元之下，区内货币对美元在第 3 季度总体延续了第 2 季度的贬值态势，但贬值程度不一。后续仍将承受贬值压力，但本区主要经济体因贬值而引发危机的可能性较小。2022 年 8 月 24 日是中韩建交三十周年，本报告最后对中韩三十年的经贸关系进行了回顾和展望。

一、东盟景气水平较高，韩国景气水平回落

2022 年第 3 季度，东盟六国景气水平较高。

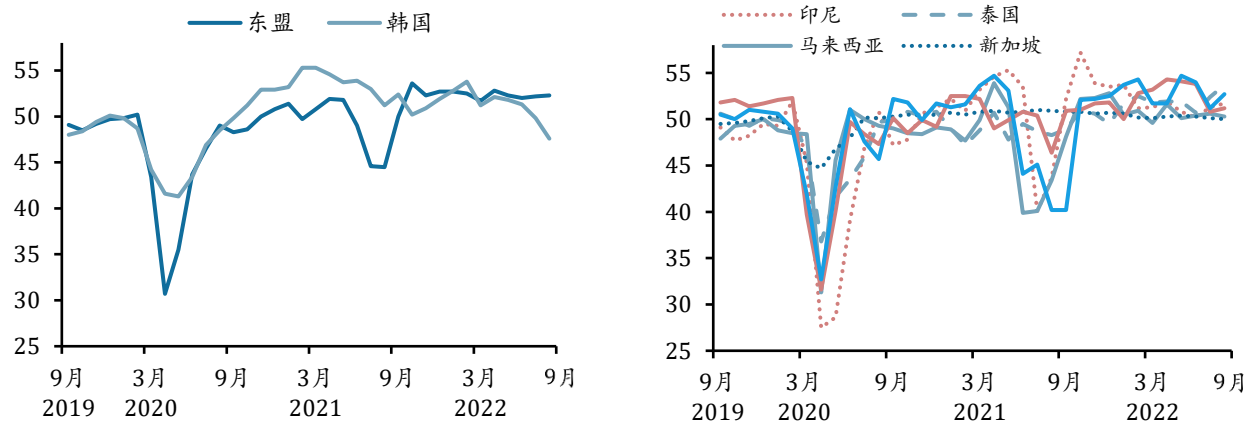
2022 年第 3 季度，东盟六国景气水平较高。东盟整体制造业 PMI 在 2022 年第 3 季度景气水平与第 2 季度基本持平，7 月和 8 月分别为 52.2 和 52.3，均处于荣枯线之上。东盟六国中各国的制造业 PMI 在 7 月和 8 月也处于荣枯线之上。其中印尼、泰国的 PMI 较第 2 季度继续回升，菲律宾、越南的 PMI 则较第 2 季度出现回调。印尼经济景气程度上升主要得益于全球大宗商品价格的上升，主要是棕榈油、煤炭和天然气价格的上涨。印尼 8 月商品出口同比增速达 30.2%，贸易顺差从 7 月的 42 亿美元扩大至 8 月的 58 亿美元。泰国制造业 PMI 水平的上升反映其制造业改善速度加快。菲律宾、越南 PMI 的回调主要与能源和食品价格上涨带来的通货膨胀水平上升相关。事实上，区域内通胀水平的上升以及更多紧缩政策出台的预期将对区内经济体的景气水平造成持续影响。

2022 年第 3 季度，韩国景气水平回落。韩国经济在 2022 年第 3 季度遭遇逆风。从制造业 PMI 水平来看，7 月 PMI 跌落荣枯线至 49.8，8 月进一步下跌至 47.6，是 2020 年 7 月以来的低点。韩国经济近期经济指标全面走弱，

2022 年第 3 季度，韩国景气水平回落。

8 月出口同比增速放缓至 6.6%，7 月零售、工业生产和设备投资环比负增长，反映内外需均较疲软。韩国经济放缓受到能源成本居高不下的影响。为应对联储加息和通胀高企，韩国加息政策也对国内家庭和企业支出产生抑制效应。前期，韩国私人部门的杠杆率已经较高，金融脆弱性在近期上升。韩元贬值也进一步推高通胀，削弱内需。作为全球经济的“金丝雀”，韩国经济的不景气值得关注。在韩国出口的主要产品中，电脑、手机和石化产品 8 月的出口均出现了双位数的同比跌幅，这反映全球消费需求的放缓。综合其他开放经济体的情况，这种放缓可能才刚刚开始。全球需求放缓也是区内东盟国家和韩国在未来一段时间内都要面临的压力。

图表 22 2022 年第 3 季度东盟景气水平较高，韩国景气水平回落



二、区内通货膨胀水平上升，政策趋紧

2022 年第 3 季度，东盟六国和韩国的通货膨胀水平均呈现上升态势。

2022 年第 3 季度，东盟六国和韩国的通货膨胀水平均呈现上升态势。到 8 月时，区内经济的核心通货膨胀水平均超过 3%。其中新加坡和韩国这两个区内的发达经济体通胀水平显著高于多数区内发展中经济体，这在过去并不常见。新加坡 7 月和 8 月的核心通货膨胀同比增速分别为 4.8%和 5.1%，8 月总体 CPI 同比增速更是达到 7.5%，远高于新加坡经管局 2%的价格稳定目标。新加坡通货膨胀水平上升同供应链问题相关，近期走高也受食品和服务价格上涨的推动，其中食品价格约占整体消费品价格的 21%，8 月同比增长了 6.4%，此外经济的重新开放以及新加坡作为金融中心地位的提升也带来了租金的上涨。韩国 7 月和 8 月的核心通货膨胀同比增速分别为 4.5%和 4.4%，连续四个月维持在 4%以上，不过 8 月较 7 月通胀有所回落，

通胀见顶的预期开始出现。韩国通货膨胀连续 8 个月上升，其背后的核心因素仍是食品和能源价格的高涨，其中，能源进口占韩国能源消耗的 90%以上。此外，韩元贬值和运费上涨也是进口品价格上升的原因。区内的新兴经济体也普遍面临食品和能源价格上涨的影响，通胀水平涨幅较大的是马来西亚和菲律宾，不过上述因素自 8 月起有所减弱。

货币政策虽偏紧，但步调不一。

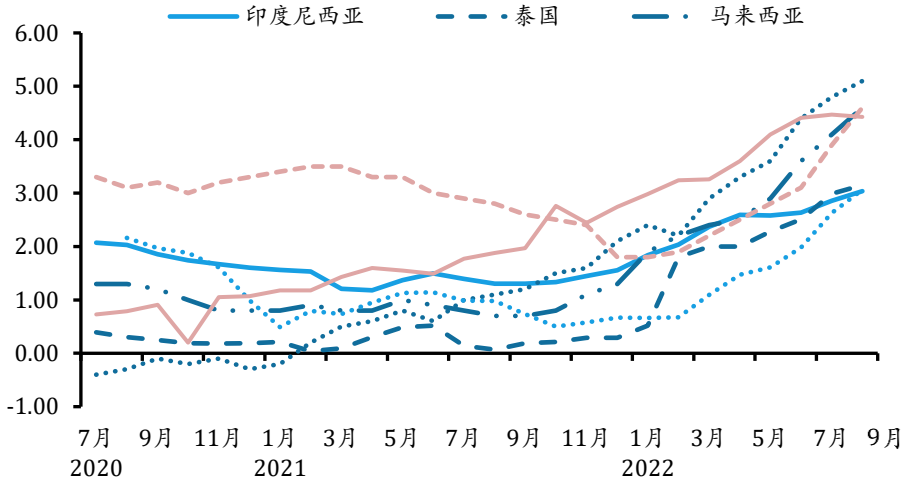
货币政策虽偏紧，但步调不一。印尼央行较晚实施加息行动，印尼央行于 8 月 23 日将七天逆回购利率上调 25 个基点至 3.75%，完成 2018 年 11 月以来的首次加息，9 月 22 日进一步将政策利率超预期上调 50 个基点至 4.25%。上述举措反映在增长较为稳定的前提下，央行有进一步控制通胀和稳定印尼卢比的考虑。和印尼情况类似，泰国央行也加息较晚，且目前仅加息一次，8 月 10 日将政策利率上调 25 个基点至 0.75%。马来西亚本轮加息始于 5 月，并在 7 月和 9 月各加息一次，每次 25 基点，隔夜政策利率共计上调 75 个基点至 2.5%。新加坡金管局于 2021 年 10 月宣布收紧货币政策，开启本轮收紧周期。一般金管局于每年 4 月和 10 月调整货币政策，但今年已有两次额外调整（1 月和 7 月）和一次常规调整（4 月），2022 年 1 月调整坡元名义有效汇率（NEER）升值斜率，4 月向上调整 NEER 升值区间，7 月上调 NEER 中心轴，预计 10 月仍将继续收紧其货币政策。菲律宾央行今年完成了五次加息，9 月 22 日最近一次货币政策会议上，政策利率上调 50 个基点至 4.25%，这一水平已经较为接近大流行前 4.75%的水平，较为激进的加息和国内通胀较高和菲律宾比索承压密切相关。越南央行于 9 月 22 日完成大流行以来的首次加息，将主要政策利率上调 100 个基点，从 4%提高至 5%，政策变动反映对于稳定越南盾的关注。韩国央行 7 月实施了史无前例的 50 个基点的加息，并于 8 月再将政策利率上调 25 个基点，目前，对于韩元贬值的担忧使得对于韩国未来大幅加息的预期仍存。尽管央行行长强调仅靠加息无法解决汇率问题，但这表明韩国在一定程度上陷入了稳货币和稳增长的两难。

本区通胀水平相较于全球其他区域仍然较低，但需关注特定风险。无论是本区的发达经济体，还是新型及发展中经济体，其通货膨胀虽有所抬

本区通胀水平相较于全球其他区域仍然较低，但需关注特定风险。

升，但是相较于全球其他区域经济体仍然较低。这为货币政策提供了空间，有助于区域经济的稳定。尽管在8月通胀已经呈现见顶态势，但在2022年余下的时间中，通胀水平可能在高位企稳，其边际减弱态势预计不会过快加速。区内通胀上行风险主要来自于：一是今年冬季能源价格上行带来的输入效应。二是大米价格可能上涨。本区通胀水平较低的一个重要因素是主粮中大米占比较高，亚洲区域生产和消费的大米占全球约90%，而相较于俄乌冲突带来小麦、玉米等粮食价格的飙升，大米受到的影响较小，但是受到动物饲料替代、化肥成本上升、潜在极端气候等因素，大米价格可能会出现上涨，从而推升本区域的食品价格。

图表 23 区内经济体通货膨胀水平上升



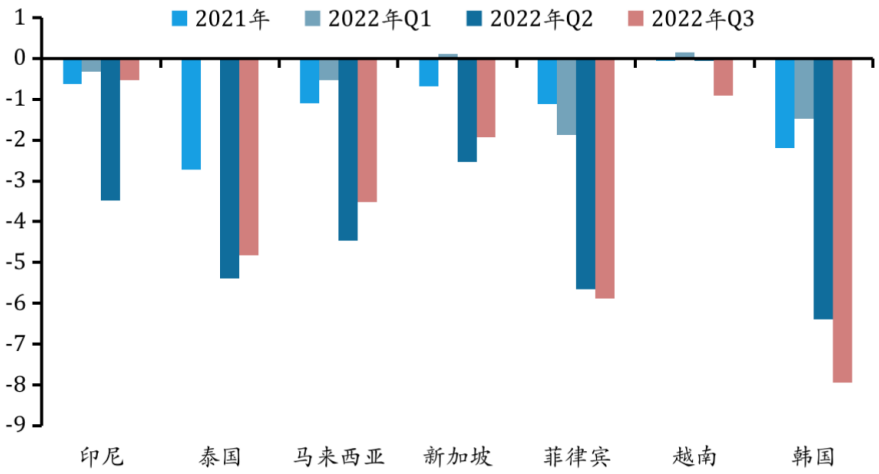
三、货币内外普现贬值

第 3 季度，区内货币对美元总体延续了第 2 季度的贬值态势，但贬值程度不一。

3 季度，区内货币对美元总体延续了 2 季度的贬值态势，但贬值程度不一。在美元指数出现20年来最强走势的情形之下，3季度，区内货币对美元普遍贬值。区内货币中，仅有印尼卢比在 3 季度保持相对稳定。韩国成为本区内表现最差的货币，对美元 2 季度和 3 季度连续贬值 6.4%和 7.9%。菲律宾和泰国也贬值较多，3 季度分别贬值 5.9%和 4.8%。贬值的原因和上个季度较为类似，首先仍是美联储升息步伐并未停止，美元强势带来区内货币相对于美元走弱；其次区内经济体的贸易特别是出口放缓，带来国际收支方面的压力；最后区域内日元、人民币等货币对美元也出现较大贬值，使得各货币产生贬值的协同效应。从后续的情况来看，美联储对于通胀的态度仍然是强硬的，同时外需在短时间内也没有向好态势，因此区内货币在

2022年第4季度或将继续承受贬值压力。从目前的情形来看，虽然货币贬值在一定程度上引发亚洲金融危机会否重现的担忧，但是各国更为灵活的汇率及货币政策、更全面的金融安全网以及实施宏观审慎管理使得本区主要经济体因贬值而引发危机的可能性仍然较小。主要金融风险仍然集中于区内较小的中等和低收入经济体。

图表 24 东盟六国与韩国货币对美元贬值



四、中韩经贸关系回顾与展望

今年是中韩建交30周年，在过去30年中，中韩经贸关系取得了长足的发展。中韩货物贸易进出口规模在过去三十年增长了40多倍，2021年创下新高，达到3641亿美元。其中中国对韩国的出口约为1500亿美元，从韩国进口超出2100亿美元。从历史情形来看，和中国出口总体呈现顺差格局不同，中国与韩国之间的贸易持续呈现逆差格局，也即进口大于出口。中国市场是韩国经济保持顺差的重要来源。不过，这一情形在2022年被逆转，韩国对中国出现逆差。在贸易规模上，韩国有望在2022年超过日本成为仅次于美国的中国第二大贸易伙伴国。

中韩双方互为重要的贸易伙伴。从中国的视角来看，近年来多数时间，韩国都是中国的第三大出口目的国，仅次于美国和日本，只在2020年，短暂的被越南超过位居第四。韩国也是中国的第一大进口来源国，这一地位是在2012年之后所取得的，而此前中国的第一大进口来源国持续是日本，这意味着中国经济开启结构化转型进程之后，韩国的重要性进一步上升。从韩国的视角来看，中国在韩国进出口方面的位次在过去三十年上

升明显。在中韩建交前两年，中国的出口目的国地位于韩国而言并不重要，排序 17，进口排在第 5。建交之后地位迅速上升。从 2003 年开始，中国就是韩国的第一大出口目的国，从 2007 年开始，中国也成为韩国的第一大进口来源国，这一地位在过去十余年间始终非常稳定。

中韩出口产品的结构也发生了较为显著的变化。一是出口产品的变迁反映过去三十年间中韩经贸结构不断地优化和升级，在 2000 年时，中国出口至韩国的产品中有较多服装纺织等劳动密集型产品以及初级产品，现在这两类产品的出口已经不再重要；二是双方在一些领域的出口具有较为稳健的特征，例如双方出口中电气机械均最为重要，中国对韩国出口中的办公设备、钢铁，以及韩国对中国出口的有机化学品、塑料等；三是双方出口产品互有交叉的特征凸显，反映了双方贸易和投资中区域价值链的分工和互补特性。

在经贸政策方面，中韩两国签订了《中韩自贸协定》，并正在进行协定升级版的谈判。在投资领域，中韩于 2007 年订立了双边促进和保护投资的协定。在金融领域，中韩两国订立了货币互换协定，最初中韩两国的货币互换是在 2000 年清迈倡议框架下订立的。2008 年全球金融危机时，中韩订立了双边货币互换协议，规模是 1800 亿元人民币/38 万亿韩元。期间进行规模扩大、展期，并使用互换协议支持贸易融资。2020 年 10 月最新的互换规模为 3688 亿元人民币（70 万亿元韩元），协议有效期五年。此外，双方还有四项部级双边经贸磋商机制。

展望未来，中韩可进一步加强经贸合作，在中韩之间、区域之内构建更高水平的经贸规则，进一步释放经贸潜力。具体而言，在贸易投资领域可以尽快完成中韩自贸区第二阶段谈判，考虑升级中韩双边投资协定；在供应链领域可深入梳理两国在供应链领域合作的可能性；在技术领域，中韩两国在知识产权领域的合作有进一步的提升空间；在金融领域，中韩两国应进一步挖掘双边互换潜力，加强区域合作。

金砖国家：高通胀与货币紧缩制约经济复苏

3 季度金砖国家经济复苏前景有所放缓并进一步分化，高通胀与持续货币紧缩制约经济复苏。不断持续的冲突和制裁对俄罗斯经济的影响开始明显显现，2 季度俄罗斯 GDP 同比增长-4.13%。同时，通胀仍处于高位，俄罗斯经济陷入典型的滞胀。巴西经济依然处于缓慢复苏轨道，但消费较强而投资不足，动能偏弱。持续收紧的货币政策、严重的政治极化以及较大的债务压力依然在制约经济增长并增大了风险。南非就业市场略有改善，通胀仍在上升之中，央行大幅加息对经济复苏构成制约。印度经济继续稳步恢复，但强度有所弱化。印度通胀继续上升，印度央行两次加息以应对通胀。

一、金砖国家经济形势

西方制裁对俄罗斯经济的负面影响开始实质性显现。

制裁影响开始显现，俄罗斯陷入明显滞涨。2022 年 2 季度俄罗斯 GDP 同比增长-4.13%，相比上一季度下降 7.68 个百分点。2022 年前 6 个月，俄罗斯汽车产量暴跌 61.8%。受制裁导致的供给短缺影响，俄罗斯，6、7、8 月份通货膨胀较 4、5 月份稍有回落，但仍处于 2015 年以来的最高水平左右，分别为 15.9、15.1 与 14.3。显然，俄罗斯已经陷入明显滞涨，制裁影响开始实质性显现。但是，制裁对俄罗斯经济的打击还是低于制裁初期的预期。IMF 世界经济展望 7 月报告预测俄罗斯 2022 年 GDP 同比增速为-6.0%，比 4 月预测上调 2 个百分点，10 月最新报告再次上调 2.6 个百分点至-3.4%。6、7、8 月俄罗斯失业率分别为 3.9%、3.9%和 3.8，处于历史低位。2 季度俄罗斯 PMI 显著恢复，7、8、9 月综合 PMI 分别为 52.2、50.4、51.5，显著高于 4、5、6 月份的 44.4、48.2、50.4。制造业 PMI 分别为 50.3、 51.7 和 52。服务业 PMI 分别为 54.7、49.9 和 51.1，均较 2 季度显著上升。

俄罗斯金融状况短期稳定，战争和制裁持久化仍使俄罗斯汇率与财政面临压力。

金融状况短期稳定，战争和制裁仍使俄汇率与财政面临压力。卢布对美元汇率在战争初期大幅贬值到 120 卢布/美元的低位，后于 3 月中旬开始持续升值，于 4 季度末回到战争前水平，并维持至今达 5 个月之久，3 季度末收盘价为 57.41 卢布/美元。俄罗斯 RTS 指数自 2 月底大幅下跌创 2016 年以来新低后，一直在低位振荡。6 月以来，俄罗斯央行继续降息，于 6 月 10 日降息 75 个基点，并于 7 月 25 日和 9 月 19 日

均降息 50 个基点，将关键利率降至 7.5%。由于大宗商品价格大涨，加上进口锐减，俄罗斯经常账户余额大幅增加，财政也得到较大支撑。从目前来看，俄罗斯的宏观金融状况在短期将保持相对稳定。但地缘政治风险仍相当大，西方制裁毫无放松迹象，且有进一步加剧之势。初期制裁主要集中在对俄出口限制，财政和汇率得到有力支撑，随着后续制裁更多转向自俄油气进口，俄罗斯财政与卢布汇率将承受压力。

巴西经济维持复苏，但动能依然较弱。

巴西经济继续缓慢复苏，但动能依然较弱。2022 年 2 季度巴西 GDP 季节调整后保持平稳增长，环比增长 1.23%，高于此前 5 个季度，同比增长 3.25%，高于 2021 年 4 季度和 2022 年 1 季度，季调后三年平均增速为 1.15%，创疫情以来最高。其中私人消费同比增长 5.28%，相比 1 季度的 2%左右有大幅提升，固定资产投资同比增长 1.5%，相比 1 季度的-8%有较大幅度上升。出口则显著下滑，同比实际增长-5.4%。进口实际同比为-1.6%，降幅较 1 季度收窄。由此可见，2 季度 GDP 增长依然靠进口下滑带来的净出口扩大与消费恢复拉动，国内投资需求不足。2022 年 7、8、9 月制造业 PMI 分别为 54、51.9 和 51.1，与上一季度基本持平，服务业 PMI 分别为 60.8、55.8 和 53.9，两者仍处于扩张区间，但有下降态势。7、8 月和 9 月，巴西以美元的出口金额同比增长分别为17.1%、12.9%和18.8%，进口金额同比增长分别为35.1%、36.5%和 25%，贸易顺差持续缩小。从上面数据可以看出，巴西经济仍在进一步恢复，但增速依然非常低，且呈现消费较强而投资较弱的局面，动能依然不足。

巴西通胀有所回落，货币政策持续收紧，债务压力较大。

巴西通胀有所回落，货币持续紧缩，债务压力较大。2022 年 6、7、8 月巴西广义消费者物价指数（IPCA）同比分别增长 11.89%、10.07、8.73%，通胀有所回落。巴西央行继续紧缩货币政策，于6月、8月分别加息 50 个基点，隔夜利率升至 13.75%，远高于 2020 年低点的 2%。在经济复苏动能不足的情况下，紧缩的货币政策显然对经济复苏构成阻碍。巴西大选第一轮选举结果揭晓，极右翼现总统博索纳罗获得约 43.5%的选票，左翼前总统卢拉获得 48%的选票，两人将于 10 月

30 日进行第二轮选举角逐总统，两位候选人政见分歧极大，巴西经济仍面临较大政策不确定性。同时，巴西，面临较大的财政与债务压力。巴西公共债务占 GDP 比重高达 90%以上，截至 2 季度末，巴西外债总额达到 3232 亿美元，占 GDP 比重超过 20%。

印度经济继续稳步复苏，但动能有所减弱。

印度经济继续稳步复苏，但动能有所减弱。2022 年 2 季度印度 GDP 同比大幅增长 13.5%，但这主要源于 2021 年的低基数，季调环比为-1.43%，较 1 季度继续下滑。三年平均增速为 1.3%，显著低于 1 季度，且大幅低于疫情前。分项来看，2022 年 2 季度私人消费同比增加 25.9%，季调后环比为 1.19%，三年平均增速为 3.2%，略微高于 1 季度的 3.1%，显示消费边际上升，但动力偏弱。固定资本形成总额同比增长 20.2%，季调后环比为-1.07%，三年平均增速为 2.2%，显著低于 1 季度的 5.2%，显示投资意愿下降。7、8 月制造业 PMI 分别为 56.4 和 56.2，达到 2021 年 2 季度以来的最高值，较 2 季度景气度提升。服务业 PMI 分别为 55.5 和 57.2，较 2 季度有所下降。印度统计局公布的 2022 年 5 月工业生产指数同比创 2021 年 9 月以来的新高，但 6、7 月份有所回落。国际贸易方面，自 2022 年 6 月以来以美元计出口金额同比持续下降，6 月份为 23.5%，7 月 2.1%，8 月仅增长 1.6%，增速大幅下滑，部分归因于汇率贬值，但即使考虑汇率因素，出口增长也明显放缓。2022 年 6、7 和 8 月份，以美元计的进口金额同比分别为 57.6%、43.6%和 37.3%，贸易逆差进一步拉大。最新月度数据表明，印度进口仍保持较快增长，但出口增速在 7、8 月已经较为缓慢。贸易逆差持续扩大，创下 280 亿美元的历史新高。

印度通胀持续上升，央行继续收紧货币政策。

印度通胀居高不大，紧缩货币政策对经济复苏造成制约。根据印度经济监测中心发布的数据，2022 年 2 月失业率为 7.6%，虽为自 2021 年 2 季度以来连续 4 个季度下降，但仍处于较高位置。同时，印度通胀继续上升，2022 年 6、7 和 8 月 CPI 同比增长分别为 7%、6.7%、7%，仍在较高点徘徊，通胀压力较大。目前，印度通胀率已经连续 8 个月超出央行设立的 6%的通胀容忍上限，印度央行分别于 8 月 5 日、9 月 30 各加息 50 个基点，将政策回购利率升至 5.9%。印度股票市场开始反弹，孟买敏感

指数从 7 月 1 日的 52907.93 点上涨到 10 月 4 日的 58065.47 点，上涨 9.7%，但仍未达到 2 季度高点。在经济复苏动能不足的情况下，高通胀与紧缩货币政策对经济增长造成了明显制约。

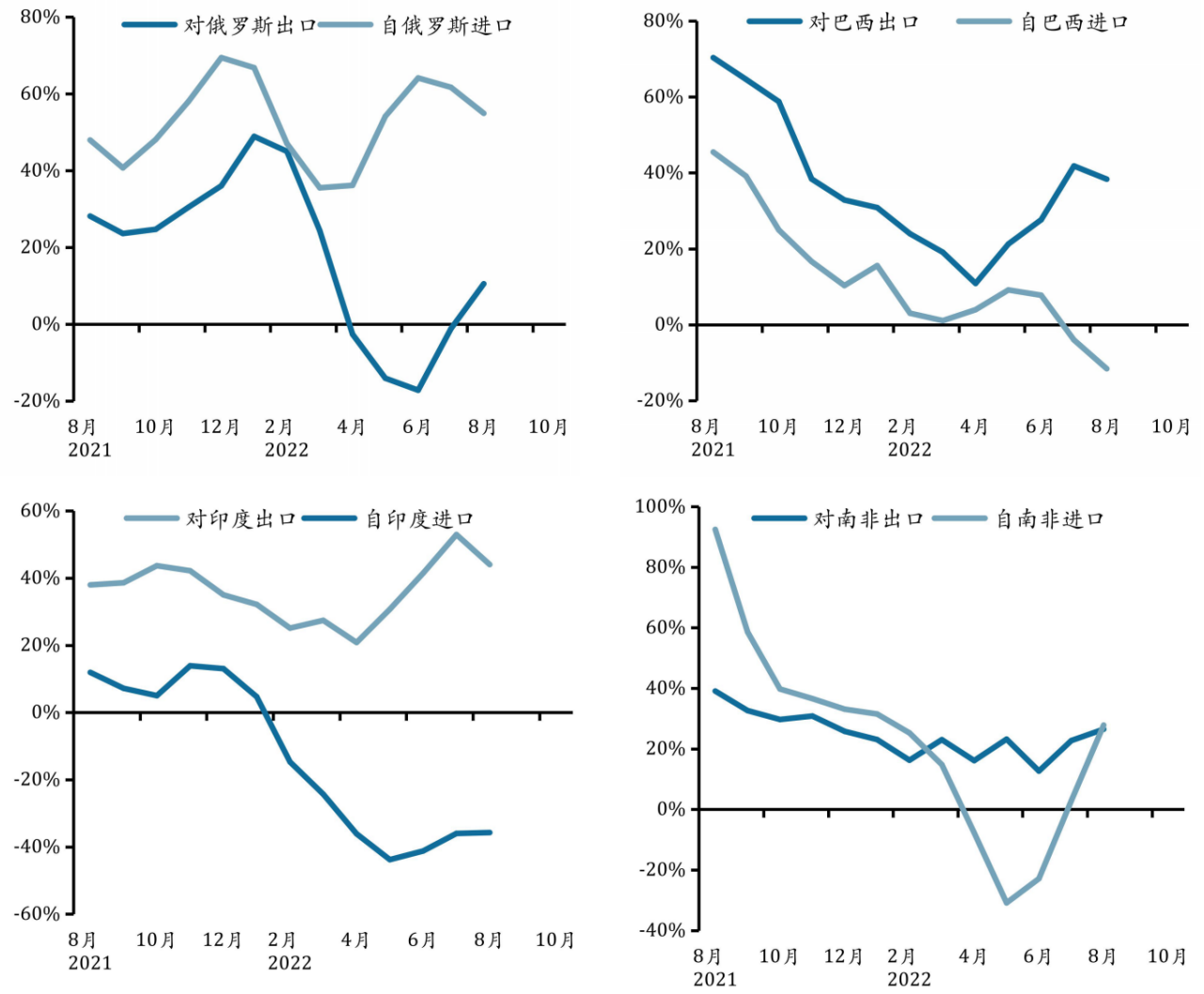
南非经济恢复动能依然不足。

南非经济恢复动能依然不足。2022 年 2 季度南非经济同比增长 0.19%，显著低于 2022 年 1 季度，三年平均同比增速为-0.07%，实际 GDP 仍未回到 2019 年水平。2022 年 1、2 季度，私人消费分别同比上涨 3%和 1.9%，三年平均同比增速为 0.8%。资本形成总额同比上涨 8%和 16.3%，三年平均同比增速为-5.1。投资动能显著不足，消费恢复快于投资。南非 6、7 和 8 月制造业 PMI 分别为 49.3、46.9 和 51.9，低于 1 季度，显示制造业恢复动能减弱。南非经济研究局发布的 2022 年 3 季度 FNB/BER 消费者信心指数为-20，较上一季度的-25 有所上升，是 2020 年 9 月以来第二低，显示消费者信心依然不足。对外贸易方面，南非 2022 年 2 季度进口增速继续保持高位，但出口增速进一步放缓。2022 年 7 月和 8 月，以兰特计价的进口金额同比增速分别为 41.6%和 44.9%，出口金额增速分别为 24.3%和 12%，进口增速显著快于出口增速。

南非劳动力市场微弱改善，通胀压力上升，央行继续大幅加息。

南非劳动力市场微弱改善，通胀压力上升。2022 年 6-8 月南非 CPI 同比增速分别为 7.4%、8%和 7.9%，高于 1、2 季度且总体仍在攀升，创疫情以来新高。分项来看，能源与酒精饮料价格为主要带动因素，其中交通同比增长分别为 19.2%、24.6%和 20.8%，酒精饮料价格同比增长分别为 7.7%，5.6%和 5.3%。同时，食品价格持续攀升，同比上升 9.2、10.4 和 11.8%。2022 年 6、7 月，工业产成品 PPI 同比增长再创新高，分别为 16.2%和 18%，再次反映了南非巨大的通胀压力。出于对通胀压力、汇率贬值与资本外流的担忧，南非央行 2022 年 7 月再次加息 75 个基点至 5.5%，9 月又加息 75 个基点至 6.25%。2022 年 2 季度南非失业率较上一季度略有下降，但仍高达 33.9%。劳动参与率为 58.6%，比 1 季度上升 1.7 个百分点，但较疫情前仍有大约 1 个百分点以上的缺口，失业问题仍极为严重。美元兑兰特汇率从 7 月初的 16.3 贬值至 9 月底的 18，贬值幅度约为 10%。

图表 25 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。

二、金砖国家与中国贸易

中国与金砖国家贸易继续保持增长态势。

中国与金砖国家贸易继续保持增长态势。6 月、7 月和 8 月，中国与金砖国家贸易总额同比增长分别为 17.9%、23.2%和 14.6%，总体保持较快增长态势，中国与金砖国家贸易总额在中国总贸易中的比例总体也进一步上升，分别达到 8.8%、9.4%和 9.9%。出口方面，中国对印度、巴西、南非、俄罗斯出口均保持较快增长。6 月、7 月和 8 月，中国对印度出口同比增速分别为 63.8%、52.6%和 15.9%，对巴西出口同比增速分别为 41.2%、51.1%和 22.9%，对南非出口同比增速分别为

10.9%、30.7%和 38.1%，对俄罗斯出口同比增速分别为-17%、22.2%和 26.5%。进口方面，中国自俄罗斯与南非进口快速增长，自印度和巴西进口则大幅下降。6 月、7 月和 8 月，中国自俄罗斯进口同比增速分别为 56.3%、49.3%和 59.3%，延续了 2021 年以来的高速增长态势。自南非进口同比增速分别为 7.4%、39.7%和 36.6%，自印度进口同比增速分别为-27.2%、-41.3%和-38.6%，相比 1-2 月进一步下滑。自巴西进口同比增速分别为-7%、-11%和-16.6%。

图表 26 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，%）
	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022M7	2022M8	2022M9
俄罗斯	5.0	3.6	-4.1	15.1	14.3	13.7
巴西	1.7	1.7	3.3	10.1	8.7	-
印度	5.4	4.1	13.5	6.7	7.0	-
南非	1.7	2.7	0.2	8.1	7.9	-
汇率				制造业 PMI		
		（月收盘价，perUSD）				
	2022M7	2022M8	2022M9	2022M7	2022M8	2022M9
俄罗斯	61.3101	60.3677	57.4130	50.3	51.7	52.0
巴西	5.1878	5.1784	5.4060	54.0	51.9	51.1
印度	79.4203	79.7194	81.5522	56.4	56.2	55.1
南非	16.5087	17.0250	17.8937	46.9	51.9	49.5
出口				进口		
		（同比增速，%）				（同比增速，%）
	2022M7	2022M8	2022M9	2022M7	2022M8	2022M9
俄罗斯	-	-	-	-	-	-
巴西	17.1	12.9	18.8	35.1	36.5	25.0
印度	2.1	1.6	-	43.6	37.3	0.0
南非	24.3	12.0	-	41.6	44.9	0.0
中国出口				中国进口		
		（同比增速，%）				（同比增速，%）
	2022M7	2022M8	2022M9	2022M7	2022M8	2022M9
俄罗斯	22.2	26.5	-	49.3	59.3	-
巴西	51.1	22.9	-	-11.0	-16.6	-
印度	52.6	15.9	-	-41.3	-38.6	-
南非	30.7	38.1	-	39.7	36.6	-

数据来源：Wind，CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

中国：经济处于被动补库存阶段

当前，观察单个指标似乎难以确认中国经济所处的周期性位置。因此我们尝试从制造业库存周期来进行分析。具体地，我们将使用制造业 PMI 的产成品库存、原材料库存两个指标来进行观察。分析结果显示，我国经济当前正处于被动加库存阶段，即产成品面临积压上升、而原材料库存呈现下降。按照库存周期来看，我国经济未来可能面临进入主动去库存区间的压力，即在原材料库存维持下降的同时，积压的产成品库存也可能通过延缓生产、消化库存方式进一步呈现下降。

一、中国经济到底处于何种状态？

当前增速明显放慢，但通胀处于温和水平。

在当前情况下，如果从单个经济指标来看，似乎难以对中国经济形势做出确凿的判断。如果看 GDP 增速，在国内外各种因素的超预期挑战之下，今年增速将不及预期，9 月下旬世界银行给出的预测认为中国全年增速将为 2.8%。但是从物价水平来看，截至 2022 年 8 月 CPI 和 PPI 同比增速分别为 2.5%、2.3%，通胀处于温和区间，产出缺口似乎比较合意。但是也要注意到，通胀之所以呈现温和，其背后也可能是严重的负向供给冲击，而总需求则可能已经相当疲弱。

就业市场似乎没有体现出显著的负向供给冲击。

但是，劳动力市场并没有体现出显著的负向供给冲击。如果观察失业率指标，当前劳动力市场似乎逐渐在回归常态。城镇调查失业率显示，4 月份失业率经历了年内最高点（6.1%），而 8 月已经回落到了 5.3%。虽然 16-24 岁青年失业率处于历史高位，但总体就业状况似乎处于正常区间，5.3%的失业率本身是 2020 年以来的较低水平，甚至与 2019 年的 2 月、7 月的失业率相同。

但是我国当前产出缺口显然不在合意区间。

这么看供给面（至少在劳动力市场来看）似乎并没有遭到严重冲击，大宗商品价格在经历大幅上涨之后也开始趋于平稳。在此条件下似乎应该得出结论，中国当前的产出缺口处于合意区间。不过这一结论显然难以成立。我们还需要更多的观察角度，从而更加准确地反映当前经济状况。

二、从制造业库存周期来看当前中国经济形势[1]

可以观察企业库存行为来理解经济周期。

企业库存行为可以很好的捕捉到经济周期的信息，具体地：企业的生产不仅仅取决于当期的需求，而且取决于对未来的预期。在经济高涨期，由于需求较旺，从而使企业对未来的需求预期较为乐观，从而加大生产，增加存货。制造业如此，批发和零售企业也是如此。

原材料、产成品库存波动分别呈现顺周期、逆周期特征。

企业库存行为可以分解为产成品库存、原材料库存。具体地，就原材料来说，在经济高涨期，一般伴随着物价的上涨持续，因为企业预期未来还会上涨，因此企业将增加原材料库存。在经济低迷期，一般伴随着物价的持续下跌，这样企业就会把原材料存货减少到最低，以对冲价格风险。因此，理论上来说，原材料存货投资的波动会表现出典型的顺周期特征。也就是说，在经济高涨时，企业补库存；在经济低迷时，企业去库存。而产成品库存则会体现出典型的逆周期特征，也就是说，在经济高涨时，企业的产成品库存会明显减少；而经济低迷时，产成品库存会面临显著增加。

经济周期的四个阶段分别对应于库存周期的四个阶段。

正如经济周期被划分为复苏、繁荣、衰退、萧条四个阶段一样，根据原材料库存、产成品库存变化方向的组合，我们也可以把库存周期划分为被动去库存、主动补库存、被动补库存、主动去库存这四个阶段：

第一阶段，被动去库存，即需求开始好转，生产逐渐恢复，但由于需求的增加大于生产的恢复，从而导致当期需求大于当期生产，因此产成品库存继续下降，但原材料库存已经开始增加。

第二阶段，主动补库存，即需求旺盛、预期开始乐观、生产加速扩张，以至于当期生产大于当期需求，因此产成品库存上升。同时为满足生产，原材料库存也在增加。

[1] 该部分内容主要引用自：魏强，《存货投资在经济周期中的作用》，中国社会科学院世界经济与政治研究所研究报告，2013 年 9 月 15 日。

第三阶段，被动补库存，即需求开始放缓、生产也开始放缓，但当期生产还是大于当期需求，导致产成品库存上升。同时，原材料库存开始下降。

第四阶段，主动去库存，即需求继续下滑、预期开始悲观、生产开始收缩，产成品库存下降。原材料库存也进一步下降。

库存周期出现具有其微观机制。

之所有会出现主动、被动存货调整现象，原因是企业的不完全信息（导致预期与实际需求不一致）、以及生产调节不够灵活。如果预期与实际需求一致，我们就可以看到经济上行时补库存，而经济下行时去库存。但是，如果预期与实际需求不一致，同时生产还来不及调整时，就会生产（供给）与需求的不匹配，从而出现了被动的存货波动。总之，由于企业并不能完全预期未来需求的变化，因此会使得产成品出现被动的去库存、补库存现象。对于批发、零售业而言，也是如此。下面本报告将聚焦于制造业来分析当前的库存周期。

三、用 PMI 的库存指标来观察经济周期的要点

制造业 PMI 库存指标比工业产成品库存指标更好。

首先，为什么我们不选择工业产成品库存来进行观察？因为（1）工业产成品库存的口径是金额，对应名义值，而 PMI 虽然是主观调查，但 PMI 库存指标直接对应物量指标、是实际值的口径，不用做平减，可以减少误差。（2）工业产成品库存的数据存在缺失、数据口径变化（2012 年），以及发布滞后的问题。（3）工业产成品库存没有区分原材料、产成品，而制造业 PMI 指数直接区分了原材料库存、产成品库存。（4）制造业库存占到工业产成品库存的绝大部分（2015 年为 95%），所以代表性足够。（5）制造业 PMI 指数从环比处理成同比并不困难，而且效果较好。

用 PMI 库存指标来分析时要注意荣枯线不一定是 50。

其次，使用 PMI 进行观察时要注意到，荣枯线 50 可能需要根据实际情况进行调整。尤其是很多国家的 PMI 库存指标大都一直低于 50。这实际上并不是经济周期意义上的去库存行为，而是主要反映了库存领域趋势性的技术进步，例如供应链管理水平的提升、物流产业和交

通基础设施的发展等等。为了描述库存管理的技术进步类型，我们有以下 4 种假设。

假定库存不存在技术进步。

（1）库存技术进步为 0。这时候 PMI 库存指数的临界值就是 50 这个水平，这时候被访问企业反馈库存增加、减少就直接对应于补库存、去库存。

假定库存技术进步为常数速度。

（2）库存技术进步为常数速度。这时候 PMI 库存指数的临界值会表现为一个低于 50 的常数。这时候受访企业反馈的库存增加、减少要与这个低于 50 的常数相比，我们才能判断是否出现了补库存、去库存。在这种情况下，我们使用历史数据的平均值作为临界值，偏离值作为波动成分。

假定库存技术进步速度变化存在稳定趋势。

（3）库存的技术进步速度变化存在稳定趋势。这时候 PMI 库存指数的临界值会表现为一条斜率为正、或为负的直线。其中斜率为正表明库存的技术进步逐渐放慢、甚至出现倒退（但现实中一般不是这种情况），斜率为负表明库存的技术进步逐渐加快，这时候库存技术进步是加速度发生的。在这种情况下，我们使用全部历史数据对时间趋势进行线性回归，将回归得到各个时间点的拟合值作为趋势值，偏离值作为波动成分。

假定库存技术进步速度本身处于不断波动当中。

（4）库存的技术进步速度本身不是常数、二阶导也不是常数。这时候 PMI 库存指数的临界值本身就处于不断波动当中，其变化也没有稳定的规律可循。我们只是从事后的角度去观察其变化趋势，根据它的趋势线来确定各个时间点对应的临界值。在这种情况下，我们使用 HP 滤波得到的趋势值作为荣枯线，偏离值作为波动成分。

PMI 库存指标需要从环比口径调整为同比。

再次，在使用 PMI 库存指标来观察经济周期时，需要将 PMI 指标调节成同比口径。PMI 本身是一种景气调查，将受访企业本月与上月的情况进行比较，因此 PMI 是环比变化视角。但是环比视角的变化比较剧烈，这种剧烈变化有时候是因为季节性原因，可以通过季节性调整进行剔除，有时候则是非季节性原因，比如 2020 年初的疫情爆发，再如 2022 年 2 季度疫情再次在长三角、珠三角、东北等地反弹。后面这些非季节性因素无法通过季节调整剔除，而且会进一步扰乱经济波

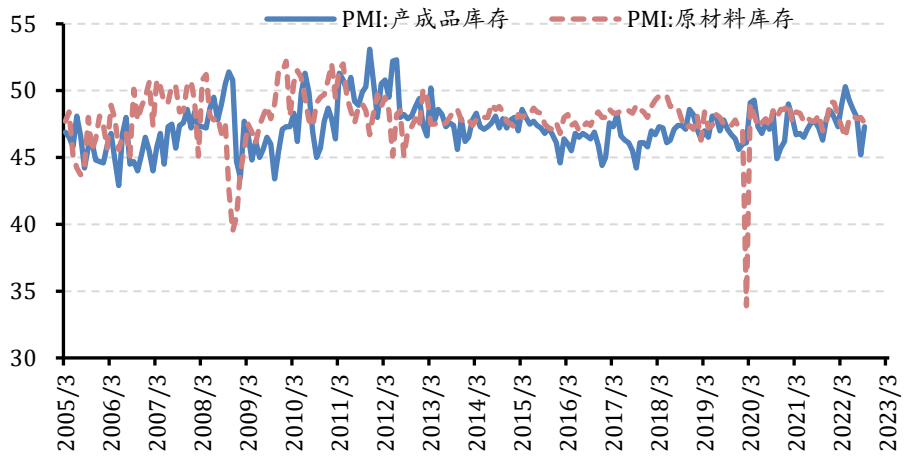
动。例如 2020 年 3 月的 PMI 产成品库存、原材料库存都出现大幅的环比上升，但这只是疫情后的正常修复，我们并不能判断说 2020 年 3 月进入到了主动补库存阶段、中国经济进入到了繁荣周期。因此，这里我们将对 PMI 库存指标调整为同比口径之后，再对库存周期进行观察。

观察 PMI 库存指标的原始数据。

四、分析结果和结论：目前经济处于被动补库存阶段

首先可以看到，2005 年 1 月有数据以来，PMI 产成品库存、原材料库存的原始数据波动较大，而且长期低于 50 的荣枯线。直接观察很难对库存周期有一个清晰的判断。

图表 27 产成品库存、PMI 原材料库存：原始数据



数据来源：Wind，CEEM。

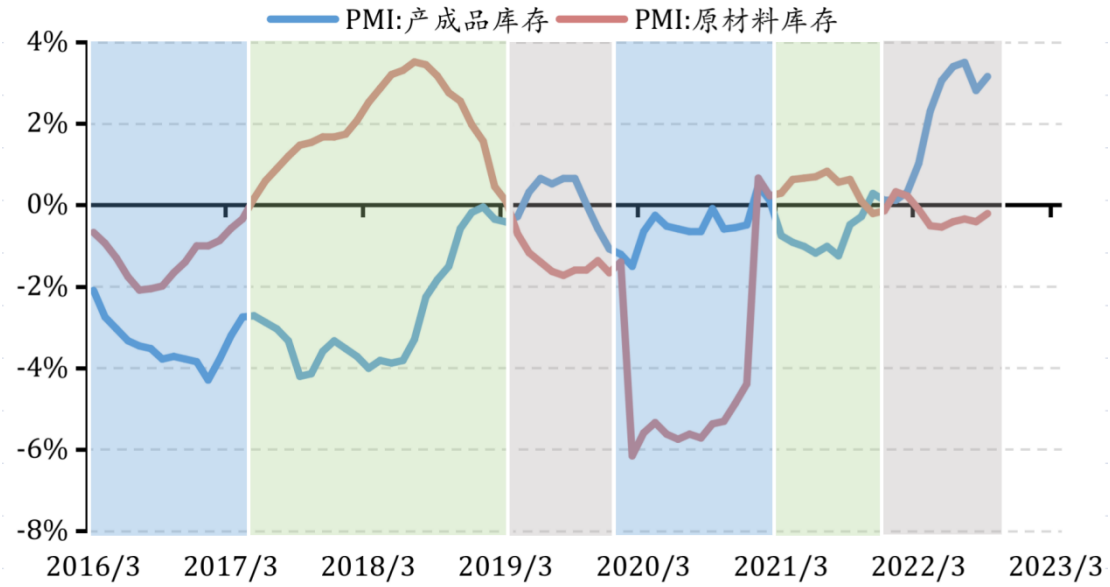
关于库存技术进步类型，最后选择了常数速度的假设。

其次，我们对 PMI 产成品库存、原材料库存进行了前述四个口径的处理以确定其荣枯线。结果显示，第二种假设（库存技术进步为常数速度）的处理结果较为理想，与历史上同比经济增速的变化周期最为贴近、相关度也最高。因此后续分析将使用库存技术进步为常数速度的分析结果。

得到同比口径的库存变化情况。

再次，根据技术进步为常数速度的假设，基于历史数据的平均值来作为 PMI 产成品库存、原材料库存的荣枯分界线，然后再将 PMI 两个库存指标的环比口径折算成为同比口径。经过计算，得到结果如图所示：

图表 28 产成品库存、PMI 原材料库存：处理后的库存周期



数据来源：Wind，CEEM，作者计算。

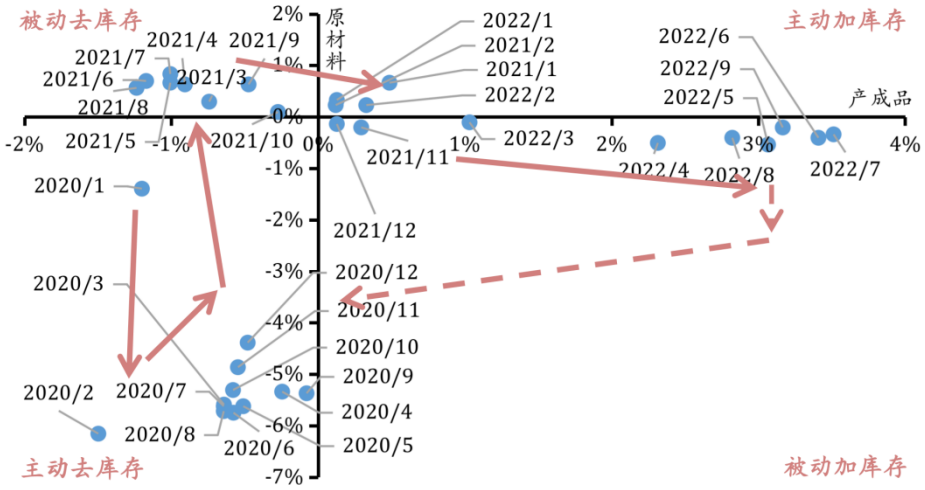
2016 年以来库存周期经历了 6 个阶段，2020 年初以来经历了 3 个阶段。

2016 年初供给侧结构性改革开始推动，产成品、原材料库存均出现了下降，经济周期进入到了主动去库存阶段。2017 年上半年开始，原材料库存价格上涨预期推动下，原材料库存开始上升，但产成品库存维持下降态势，经济周期进入到了被动去库存阶段。2019 年中开始到 2019 年末，经济进入到了被动加库存阶段，即产成品库存被动增加、而原材料库存出现下降。2020 年初疫情发生后，经济调头转向进入主动去库存阶段，产成品、原材料库存双双再次进入去库存阶段，直到年末才有好转。2021 年大部分时间，我国经济处于被动去库存阶段，原材料库存出现上升，而产成品库存处于去库存阶段。此后的 2022 年初，库存周期变化特点不甚明显，但是到了 2022 年 3、4 月之后，我国经济周期再次进入到了被动补库存阶段，即产品成库存被动积压、上升，而原材料库存呈现下降。

当前我国处于被动补库存阶段，程度还可能有低估。

第四，要注意到，当前原材料库存受到外部环境影响、存在输入性通胀压力，因此原材料库存反常保持稳定。如果没有输入性因素导致的价格上升预期，原材料库存可能会有更加明显有下降。因此，当前我国处于被动补库存阶段，而且处于被动补库存的程度比上图显示的程度更深。

图表 29 2020 年初以来的库存周期：散点图形式



数据来源：Wind，CEEM，作者计算 。

2020 年初以来的库存周期变化回顾，以及未来库存周期变化的展望。

最后，为了能够更清晰的看到 2020 年以来的库存周期变化，我们给出库存周期的散点图。从图中可以看到，2020 年初疫情发生后，库存周期陡然进入了主动去库存区间（第三象限），经济面临深度调整。此后在 2021 年的大部分时间，我国经济迅速好转，库存周期进入了被动去库存阶段。但是 2021 年末的 11、12 月，经济已经开始进入到了被动加库存阶段，但程度较轻。此后 2022 年 1、2 月的库存也有一些波动，但变化幅度较小、方向不明。进入 2022 年 3 月、尤其是 4 月之后，库存周期进入被动加库存阶段，而且程度较深。考虑到前述国际上游产品价格变动对国内原材料价格上涨预期的推动作用，实际上我国处于被动加库存的程度可能还有所低估。

目前，从经济自行调整的周期性方向来看，库存周期还可能从被动补库存向主动去库存调整。也就是在原材料库存维持下降的情况下，积压的产成品库存也将通过减少生产和消化库存的方式进一步下降。正因为如此，即使刺激政策可能开始收效，但由于经济周期从被动补库存向主动去库存调整，库存消化的压力上升，则经济复苏势头将会比较受限。除非刺激政策能够扭转预期，使企业的行为能够直接跳过主动去库存阶段，快速跨向被动去库存的阶段。

全球金融市场：美联储加息，全球资产价格下跌

2022 年 3 季度，美联储大幅加息，全球主要资产价格均明显下跌。3 季度，美联储加息 150bp，欧央行加息 125bp，部分新兴经济体跟随加息，日本央行启动缩表、未调整利率，发达经济体紧缩节奏加快，全球主要金融市场加剧调整、主要资产价格均面临大幅下跌。美元流动性收紧、美元明显升值，其他主要经济体货币普遍贬值。包括美股在内的主要经济体股票市场均出现大幅下跌。因货币政策倾向和通货膨胀程度不同，主要经济体货币市场利率、十年期国债收益率走势出现分化。随着美联储不断加息，美国衰退风险上升，美债收益率曲线倒挂。未加息的部分经济体，受资本流出影响，国债收益率曲线期限利差走扩。部分新兴经济体较美债的风险溢价大幅上升，非洲、欧洲上升幅度较大。预计美联储和主要发达经济体央行还可能加息，继续关注美股下跌风险，警惕欧洲爆发规模性的金融危机。

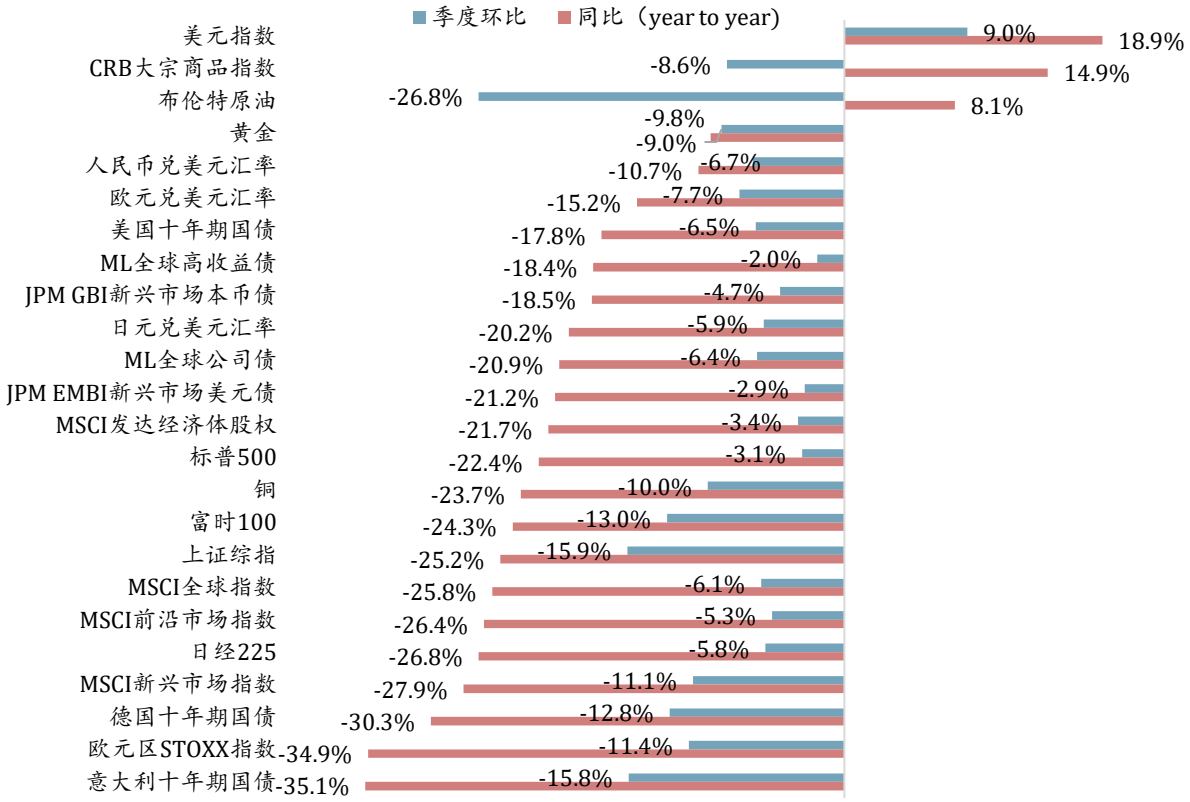
一、全球金融市场总体情况

美元升值，全球主要资产价格均明显下跌。

2022 年 3 季度，全球主要资产价格均明显下跌。3 季度，美联储连续加息两次、累计 150bp，美国联邦基金目标利率达到 3.25%，欧央行开启加息，多数经济体也在资本外流和通胀高企的双重压力下陆续加息，全球主要金融市场加剧调整。除美元指数以外，各区域股票、债券等主要金融资产价格明显下跌，以原油、铜为代表的大宗商品价格也出现回调。

其中，受俄乌冲突、通胀高企和央行加息的多重影响，欧元区资产价格下跌幅度最大，受影响程度超过了新兴市场。意大利十年期国债价格同比下跌 35%、季度环比下跌幅度高达 15.8%，欧元区 STOXX 股票指数同比也下跌 35%、环比下跌 11%。MSCI 新兴市场指数同比下跌 27.9%、环比下跌 11%；日经 225 指数同比下跌 26.8%、环比下跌 5.8%；MSCI 发达经济体指数同比下跌 21.7%、环比下跌 3.4%。汇率方面，美元继续升值，其他货币均较美元贬值。SDR 篮子货币中，人民币贬值幅度最小，日元贬值幅度最大。大宗商品和黄金等实物资产方面，3 季度主要大宗商品价格出现回调，原油价格环比大幅下跌、同比保持涨幅，铜价同比环比均大幅下跌。因美元升值，以美元计价的黄金价格同比、环比均下跌接近 10%。

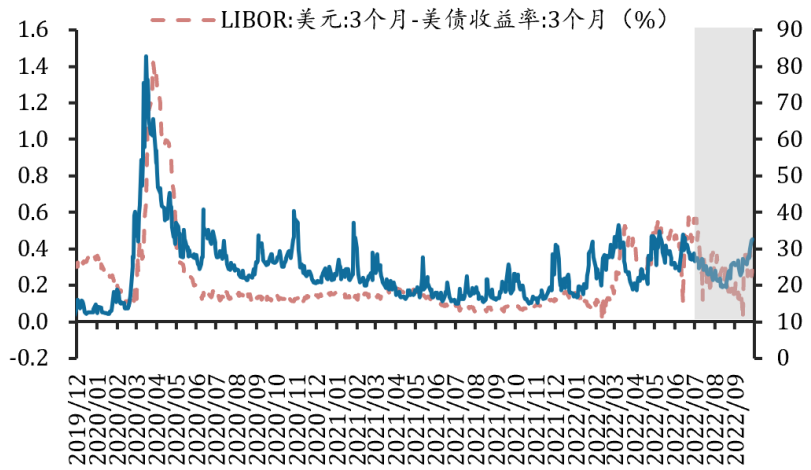
图表 30 全球金融市场主要指标变动



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。

注 2：该表数据截至日为 2022 年 9 月 26 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。

图表 31 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 2022 年第 3 季度。

VIX 指数上升，TED 利差并未因加息而上升。3 季度，美联储加息 150bp，美元借贷成本上升并未导致流动性过度收紧，TED 利差基本保持在 0.2%-0.3%的较低水平。美股波动性明显上升，美股抛售压

美股波动上升，美元流动性稳定。

力加剧。美股持续回调， VIX 指数再度上升至 30%以上。并且，VIX 指数期货出现倒挂，9月中下旬，10月波动率指数（VIX）期货高于11月期货。反映未来几个月波动率预期的 VIX 期货通常保持上升趋势，近期期货价格相对低于未来几个月的期货价格。如果出现倒挂，即近期合约比远期合约更贵，则表明投资者对近期事件的担忧加剧，从而提高了对冲成本，这意味着美股近期抛售压力上升。

二、全球金融分市场运行态势

美元指数上升，其他主要经济体货币均贬值。

美元升值，其他主要经济体货币均贬值。3 季度，美元单季度升值 9%。除个别盯住美元的小型经济体外，其他经济体货币均贬值。从季末值和平均值来看，人民币单季度贬值约 6%（季末值）、平均贬值 3.2%，贬值幅度整体小于日元、欧元等传统储备货币。3 季度，英镑贬值幅度高达 11%，仅次于南非、阿根廷、俄罗斯等高风险新兴经济体货币，贬值幅度甚至超过了土耳其。新兴经济体中，东南亚国家和原材料出口国表现相对较佳。按季末值，巴西雷亚尔仅贬值 1%，印度卢比、印尼卢比也仅贬值 2.4%、4%。土耳其、南非、俄罗斯、阿根廷货币贬值幅度较大，分别高达 10.9%、11.7%、13.7%和 17%。

主要经济体股市普遍下跌，印巴股市上涨。

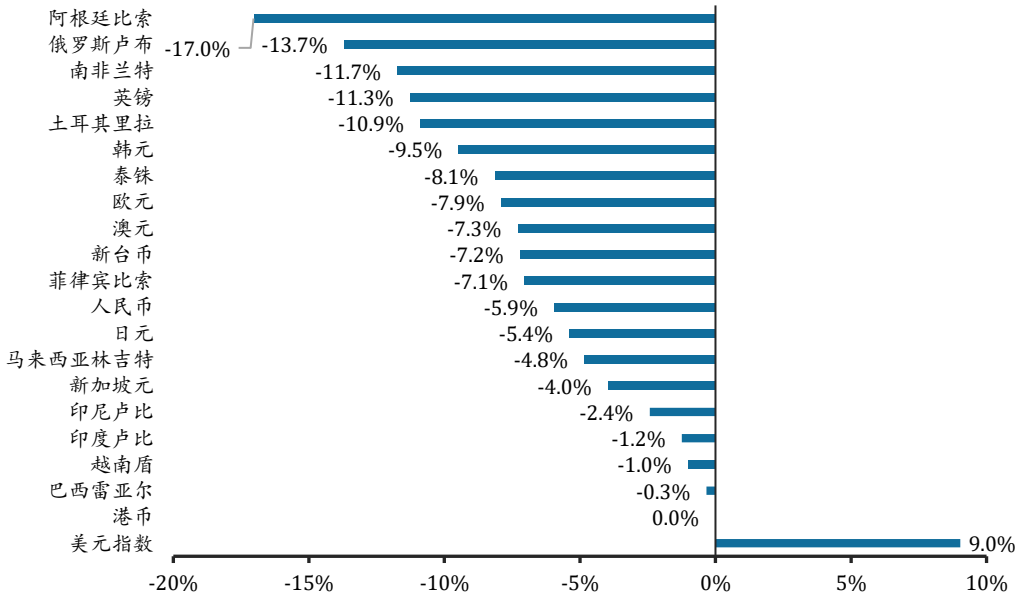
主要经济体股市普遍下跌，印度、巴西股市上涨。美股下跌 4%，季内波幅高达 18%，本年累计下降已经下降超过 20%。上证综指下跌超过 10%。日本、韩国、欧洲股市均大跌。巴西、印度股市上涨。

巴西股市表现佳得益于经常项目改善和服务业较快回复。巴西是大豆、牛肉和铁矿砂等粮食和原材料出口国，因全球食品、能源价格上涨，巴西经常项目改善，经济较其他新兴市场表现强劲。此外，巴西服务业恢复比市场预计要更快。根据 7 月巴西统计局（IBGE）数据，相较新冠疫情之前，巴西服务业产值增长了 8.9%，是 2014 年巴西陷入经济困境以来最好表现。

印度股市波动较大，但 2 季度整体上涨。尽管印度通胀较高、央行持续加息，但印度经济依然处在扩张区间。8 月，印度制造业 PMI

为 56.2，服务业 PMI 为 57.2，综合 PMI 为 58.2，相对其他新兴经济体表现稳健。

图表 32 主要发达和新兴经济体季度汇率波动幅度（2022 年 3 季度）



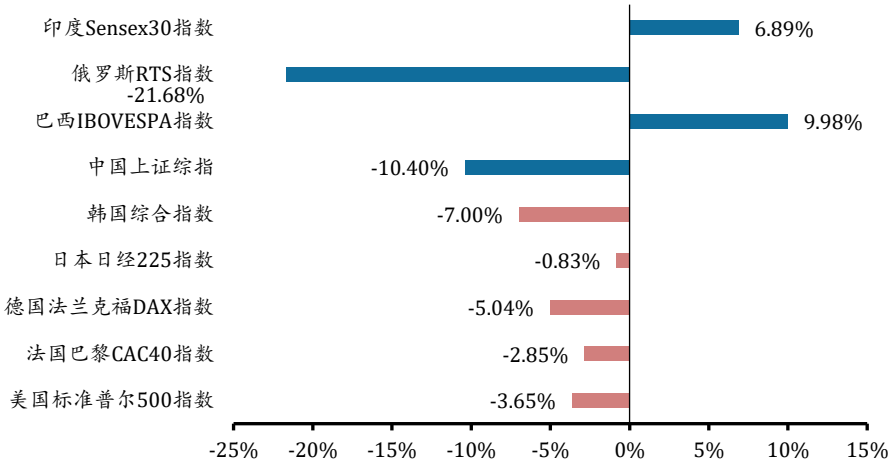
注：原始数据来源于 Wind 数据库，经笔者计算。数据截至日期为 2022 年 9 月 29 日。波动幅度根据相邻两季度的季末值计算，波幅为正表示本季度末汇率较上季末升值，波幅为负代表贬值。

图表 33 主要发达和新兴经济体季度平均汇率走势一览

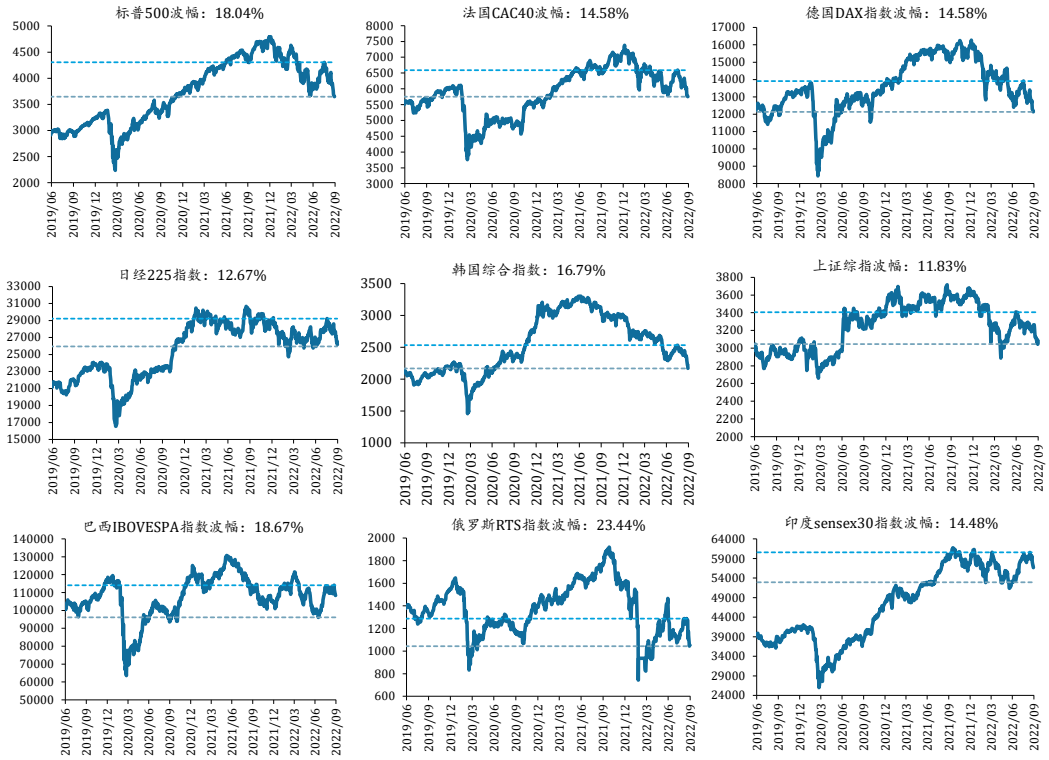
		2022 年 3 季度	2022 年 2 季度	升值幅度
主要发达经济体	美元指数	108.07	102.55	**5.38%**
	欧元	1.01	1.07	-5.79%
	日元	138.16	129.62	-6.59%
	英镑	1.18	1.26	-6.42%
	澳元	0.68	0.72	-4.90%
金砖国家	巴西雷亚尔	5.23	4.92	-6.38%
	卢布	59.49	66.6	10.68%
	南非兰特	16.99	15.56	-9.21%
	印度卢比	79.63	77.14	-3.23%
	人民币	6.82	6.61	**-3.18%**
东南亚	菲律宾比索	56.30	52.65	-6.93%
	越南盾	23217.83	23108.08	-0.47%
	马来西亚林吉特	4.48	4.35	-2.96%
	泰铢	36.37	34.39	-5.76%
	印尼卢比	14928.17	14556.34	-2.55%
东亚	韩元	1334.82	1258.95	-6.03%
	新加坡元	1.40	1.38	-1.11%
	新台币	30.31	29.43	-3.00%
	港币	7.85	7.85	0.02%
其他	阿根廷比索	135.62	118.03	-14.90%
	土耳其里拉	17.90	15.75	-13.67%

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。

图表 34 全球主要发达和新兴经济体股市季度涨跌幅（2022 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 2022 年 9 月 29 日。图中红色柱为发达经济体，蓝色柱为新兴经济体。

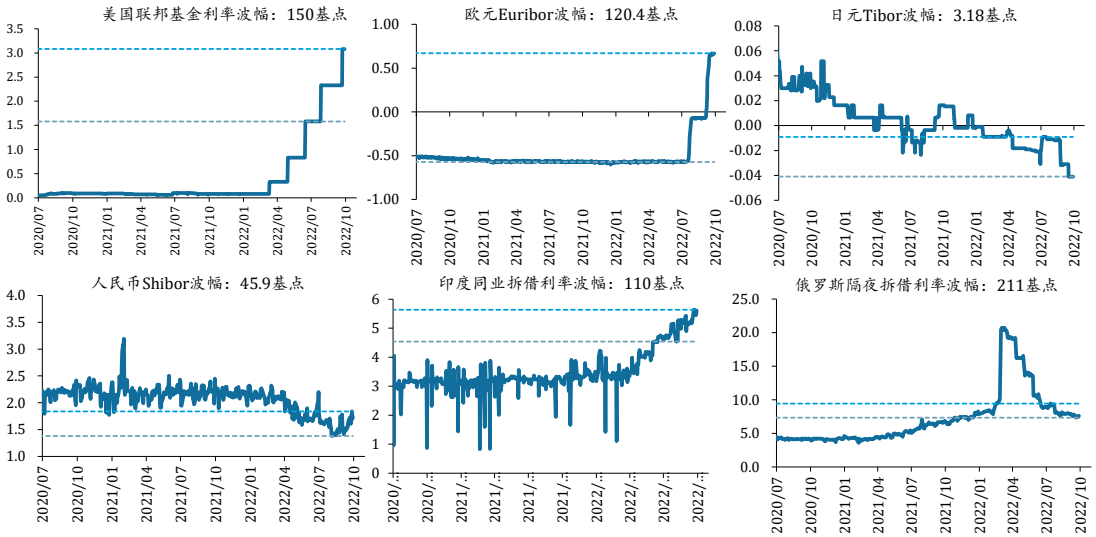


主要经济体货币政策分化。

主要经济体货币政策分化，货币市场走势也出现分化。除了与美元挂钩的小型开放经济体外，此次全球央行的货币政策走向主要取决于本国经济增长和通胀情况。3 季度，因通胀居高不下，美联储加息 150bp，欧央行加息 125bp，印度央行加息 100bp、年内四次加息，加息的经济体货币市场利率均持续走高。根据期货市场隐含远期利率，2022 年底，美联储可能将基准利率提高至 4%左右或以上，全球美元

流动性可能还将收紧。日本央行在启动缩表的同时依然在债券市场买入国债，3 季度日本货币市场负利率略有加深。3 季度，中国人民银行下调公开市场逆回购利率 10bp，货币市场利率中枢也进一步下降。

图表 35 全球主要发达与新兴经济体货币市场走势一览



注：同上。

发达经济体国债收益率普遍上升，新兴经济体国债收益率多有下降。

发达经济体长期国债收益率普遍上升，部分新兴经济体国债收益率下降。受加息影响，美国、欧洲、韩国的长期国债收益率普遍大幅上升。日本的长债收益率也小幅上升。但主要新兴经济体国债收益率略有下降，原因各不相同。受降息和经济下行压力依然较大影响，中国十年期国债收益率在季度一度下降 25bp 以上至 2.6%以下。连续 12 次加息后，巴西隔夜利率高达 13.75%，但长期国债收益率明显下降。这可能是因为巴西的通胀得到了遏制，8 月巴西全国消费者物价指数（INPC）同比增长 8.83%，较 4 月份下降约 3.6 个百分点。土耳其在通胀高达 80%的情况下，今年累计降息 500bp，3 季度下降 200bp，土耳其十年期国债收益率 3 季度季内下降接近 800bp。

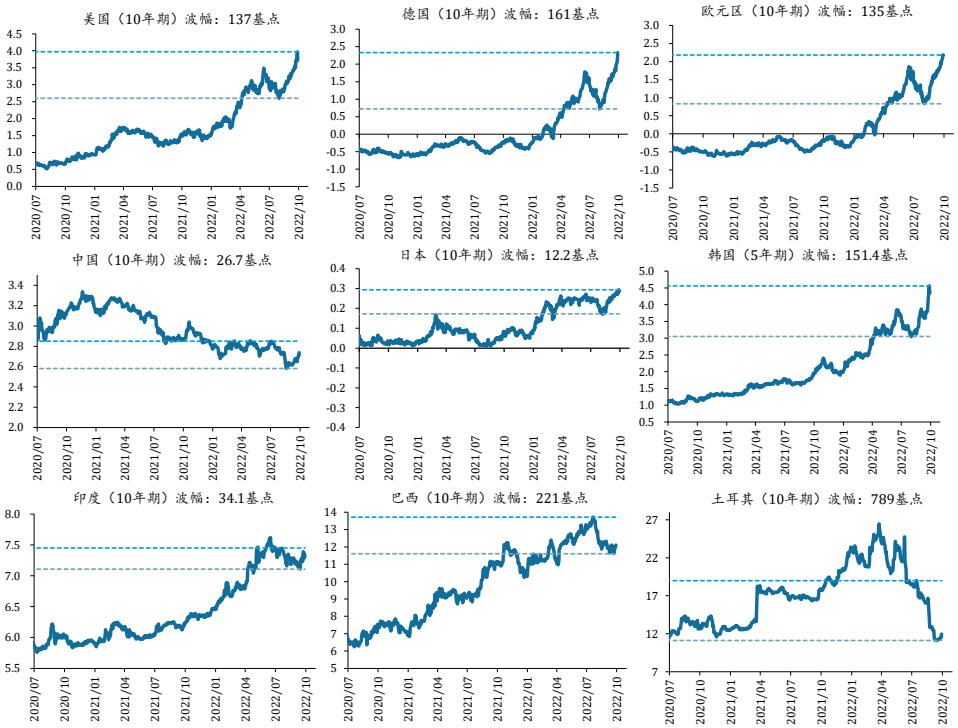
美债收益率曲线倒挂加深，新兴经济体风险溢价上升。

美债收益率曲线倒挂加深，未加息经济体期限溢价上升。2022 年 9 月下旬，美国国债收益率期限利差（10 年期-2 年期）下降至-60bp。季末稍有反弹，但期限利差依然深度为负。与美债期限利差持续为负相比，未加息的大型经济体（中国、日本）国债期限利差均出现了上升，而欧元区在加息前期限利差上升，在加息后期限利差收窄后又再

度上升。长期国债收益率的期限利差约等于流动性溢价和主权风险溢价之和，期限利差的上升一方面可能源于融资环境的被动收紧导致流动性溢价上升，另一方面也可能由于汇率贬值导致风险溢价上升。

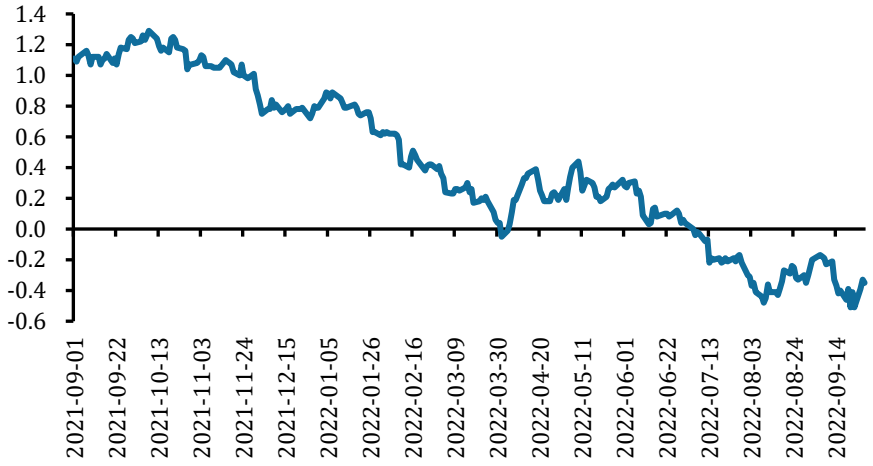
新兴经济体较美债的风险溢价明显上升，非洲、欧洲上升幅度最大。美联储加息导致美元升值、本币贬值，对于有美元负债敞口的经济体来说偿债能力会受到不同程度的影响，隐含风险预期的期限利差也就随之上升。风险程度本来就高的部分新兴经济体风险溢价上升更加明显。据国际金融研究所（Institute of International Finance）资本流动追踪机构称，2 月 24 日俄乌冲突升级引发了新兴市场资产创纪录的外流事件。国际金融协会（IIF）9 月表示，从 8 月份结束的除中国以外的新兴市场流出的资本，与 2013 年美联储减少资产购买期间的资本流出类似。此次巴西等拉丁美洲国家受益于通胀上涨，经常项目改善、国际储备增加，与美国的风险溢价部分接近于亚洲国家。而部分国家（埃及、肯尼亚等）比美国国债高出 1000bp，创历史新高，这也就意味着这些国家难以在国际市场获得再融资。受俄乌战争和能源危机影响，欧洲国家的信用利差明显上升，仅次于非洲。

图表 36 全球主要发达与新兴经济体长期国债市场走势一览

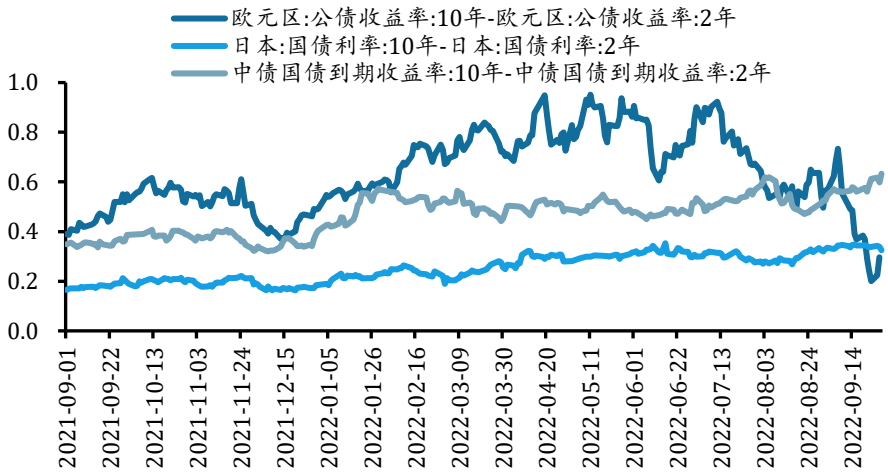


注：同上。

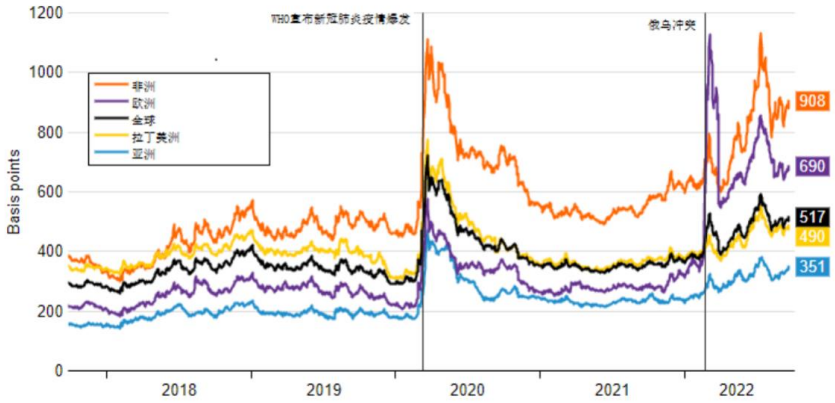
图表 37 美国国债收益率期限利差（10 年期-2 年期）



图表 38 欧元区、日本、中国国债收益率期限利差（10 年期-2 年期）



图表 39 各区域新兴市场与美国的主权债务利差



注：数据来源路透社、Refinitive Datastream，基于 JP 摩根 EMBI 指数分类测算。

三、全球金融形势展望

持续关注美股下跌风险。

美联储持续加息，将导致美股进一步下跌。2022 年以来，在美联储加息的背景下，标普 500 指数已经下跌 20%以上。美国通胀仍处高位，美国的就业数据依然表现较佳。就业市场的强劲给予了美联储 4 季度加息更多的空间。如果美联储加快紧缩节奏，可能进一步抬升长期利率、打击美股估值。同时，新冠疫情后，各主要经济体均推出了宽松的货币政策或财政政策，也积累了一定的债务风险，其他经济体债务风险事件的频发也可能增加美股波动。

警惕欧洲爆发金融危机的可能性。

在高通胀、高债务和加息的多重压力下，欧元区金融风险上升。当前欧元区政府债务和财政赤字压力并不弱于 2010 年欧债危机爆发前夕，且成员间分化依然明显，希腊、意大利等债务压力相对更大。并且，意大利、法国、奥地利等国家对俄罗斯主权债风险敞口较大。7 月，欧央行将开始加息，边缘国家的债务风险将更加突出。从数据中可以看到，美联储紧缩以来，资本流出已经导致意大利等欧元区边缘国债国债收益率期限利差上升。随着融资成本和风险溢价上升，欧洲边缘国家再融资可能面临压力，欧元大跌、英镑出现闪崩，资本撤出欧洲流向美国甚至亚洲地区，欧洲爆发货币危机、流动性危机甚至债务危机的可能性上升。

四、跨境收支总额较上期上升，跨境资金维持净流入

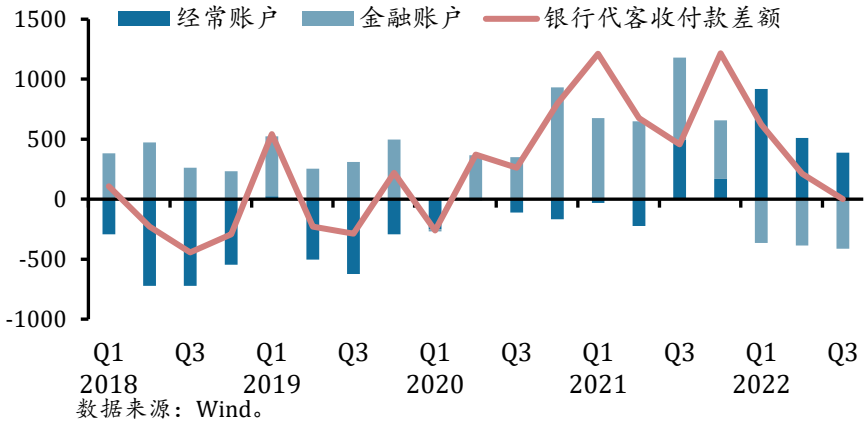
3 季度银行代客涉外收入、对外付款相比上季度同期上升，跨境收支维持净流入趋势，但规模相比于去年同期和上季度同期显著下降。

2022 年 3 季度，银行代客涉外收入、对外付款相比 2022 年 2 季度均呈上升趋势，跨境收支维持净流入趋势，对外付款上升速度更快，跨境资金净流入规模仅为 1.56 亿美元。2022 年 3 季度前两个月，银行代客涉外收入与支出总额为 2.15 万亿美元，同比上升 7.23%，相比上一季度同期上升 8.41%。其中，银行代客涉外收入、对外支出分别 1.07 万亿美元和 1.07 亿美元，同比分别上升 5.12%和 9.42%，相比于上季度同期分别上升 7.13%和 9.73%。银行代客涉外收支维持顺差，顺差额度为 1.56 亿美元，相比 2021 年同期和上一季度同期下降接近 100%。

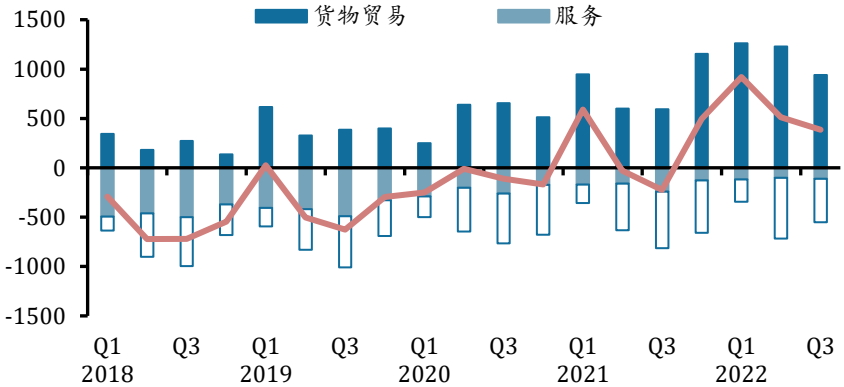
银行代客收付款经常项目顺差较上季度同期收窄。其中货物贸易顺差扩大，服务贸易和收入项逆差大幅扩大。

从境内银行代客涉外收付款的分项看，2022 年 7 月、8 月经常项目顺差规模相比上季度同期收窄 25.56%，顺差规模为 386.6 亿美元，相比去年同期的逆差 127.46 亿美元，经常项目净流入增加 514.06 亿美元。分项看，货物贸易顺差规模上升，服务贸易和收入项逆差大幅扩大。3 季度前两月，货物贸易顺差相比于上季度前两月上升 16.01%，至 939.1 亿美元；服务贸易逆差相比 2 季度前两月扩大 2.2 倍，至 111.1 亿美元；收入项逆差较 2 季度前两月扩大 1.8 倍，至 441.4 亿美元。

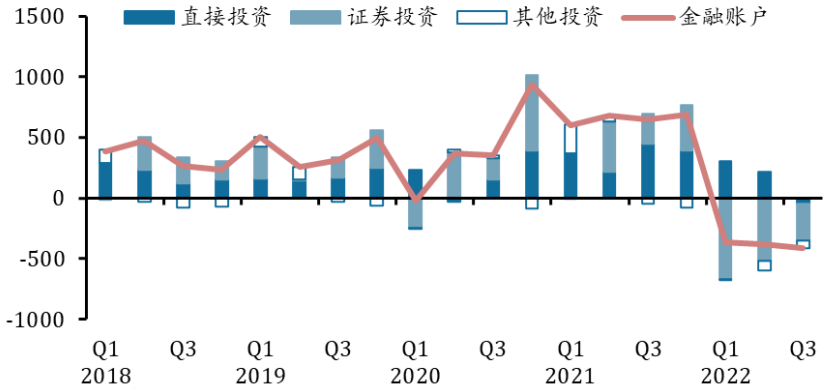
图表 40 银行代客收付款分项结构



数据来源：Wind。



数据来源：Wind。



数据来源：Wind。

银行代客涉外收付款资本和金融项目逆差规模进一步扩大，直接投资转为逆差，证券投资逆差规模有所收窄，其他投资由逆差规模大幅扩大。

从境内银行代客涉外收付款的分项看，2022 年 7 月、8 月经常项目顺差规模相比上季度同期收窄 25.56%，顺差规模为 386.6 亿美元，相比于去年同期的逆差 127.46 亿美元，经常项目净流入增加 514.06 亿美元。分项看，货物贸易顺差规模上升，服务贸易和收入项逆差大幅扩大。3 季度前两月，货物贸易顺差相比于上季度前两月上升 16.01%，至 939.1 亿美元；服务贸易逆差相比 2 季度前两月扩大 2.2 倍，至 111.1 亿美元；收入项逆差较 2 季度前两月扩大 1.8 倍，至 441.4 亿美元。

银行代客涉外收付款资本和金融项目逆差继续扩大，3 季度前两月的逆差规模为 414.1 亿美元，相比 2 季度同期扩大 18.1%。分项看，直接投资由上季度同期的顺差转为逆差，证券投资逆差规模收窄，其他投资逆差规模大幅扩大。其中直接投资由上季度同期的 106.7 亿美元顺差转为 50.3 亿美元逆差，相比 2021 年同期下降 114.27%；证券投资逆差规模为 300.7 亿美元，相比上季度同期收窄 32.5%；其他投资项逆差由上季度前 2 月 11.98 亿美元的规模扩大 4.3 倍至 62.9 亿美元。

银行结售汇顺差规模相比 2 季度前两个月有所扩大，银行结汇、售汇金额均有所上升，结汇的上升速度更快。银行自身结售汇由顺转逆，银行代客结售顺差相对于上季度有所扩大。

2022 年 7 月、8 月，银行结售汇顺差规模相比 2 季度前两月有所扩大，顺差规模为 241.5 亿美元。其中银行结汇、售汇金额均上升，前者上升速度更快。银行结汇总额为 4537.97 亿美元，售汇总额为 4296.5 亿美元。从交易主体来看，银行自身结售汇 7 月、8 月由上季度同期的顺差转为逆差，逆差规模为 150.2 亿美元。银行代客结售汇顺差相比上季度扩大，顺差规模为 391.6 亿美元。结售汇意愿方面，2022 年 3 季度前两月结汇率（银行代客结汇占银行代客涉外总收入外币比率）基本与上季度同期持平和售汇率下降 3.4 个百分点，分别至 71.1%和 66.9%。

人民币计价的银行代客收付款由顺差转为逆差。人民币跨境收付业务总量高于上季度。

境内银行代客收付款的人民币跨境收支由净流入转为净流出，由上季度 71.8 亿的流入规模，转为 7 月、8 月净流出 196.4 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 4314.6 上升为 4647.6，上涨 7.72%，在银行代客涉外收入总额中占比为 43.2%，较上季度同期上升 0.3 个百分点；人民币计价的银行代客支出由上季度同期的 4242.7 亿美元上升至 4844 亿美元，上涨 14.17%，在涉外支出总额中占比为 45%，较上季度前两月下降 1.7 个百分点。

3 季度中资企业海外发债规模继续下行。

五、2022 年 3 季度中资企业海外债发行规模继续下行

2022 年 3 季度中资企业海外发债总额为 204.3 亿美元，环比下降 16.4，同比下降 435%。除去本季到期债务规模 378.9 亿美元，净新增发债规模为-174.6 亿美元。从行业上看，地方政府融资平台发债规模最大，房地产、金融行业次之。房地产行业的发债规模上升至 62.2 亿美元，发行 9 笔债务。计价货币上，2022 年 2 季度境外发债仍以美元计价债券为主，占全部海外发债额的 87.2%。

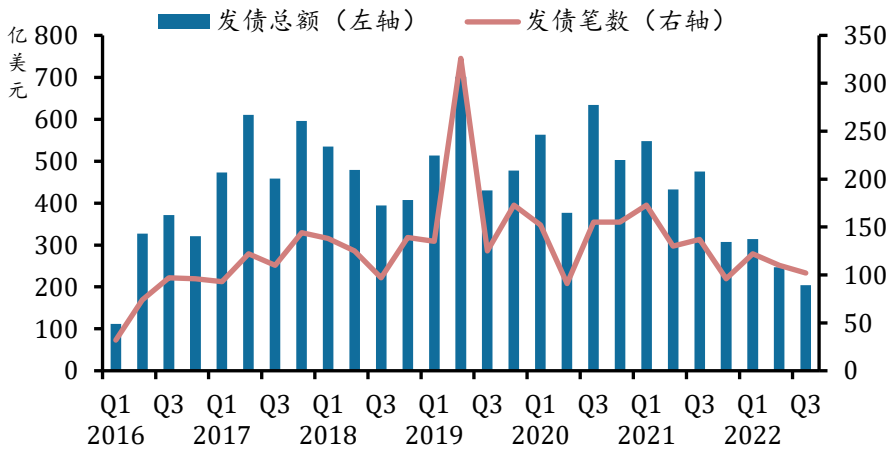
地方政府融资平台为 3 季度发债主力，房地产和金融业次之。

地方政府融资平台 3 季度境外发行公司债 103.7 亿美元，发债规模和上季度持平。城投企业海外高收益债券发债成本为 5.79%，投资及债券为 4.78%。**房地产公司 2 季度发行债券 62.3 亿美元，发债规模有所反弹**，广州富力地产等 6 家公司 3 季度发行 9 笔海外公司债。

金融业为 3 季度发债相比 2 季度显著下降。2 季度合计发债 16.7 亿美元，环比下降 85.4%。金融业发行主体以国有、股份制商业银行和证券公司为主。成本方面，3 季度平均发债成本为 3.45%，相比上季度发债成本上升 5 个基点。

随着美联储加息预期的落地，中资美元债的发债成本将继续上行，市场主体发债动力可能不足。房地产美元债市场仍未见回暖信号，预计 4 季度中资美元债发行规模将继续于低位徘徊。

图表 41 外币公司债季度发债额度与频率



数据来源：Dealogic数据库，作者计算整理。

大宗商品市场：价格持续走弱，需求和金融因素均形成压制

2022 年 3 季度大宗商品价格总体下行，季度均价下跌 6.4%，原油，金属等品种的最大回撤远高于均价跌幅。在各国央行紧缩流动性、衰退预期加剧的影响下，大宗商品走势疲弱，叠加中国的疫情管控对需求端压制，价格缺乏支撑。同期美元指数大幅上涨，压制商品价格，金融市场避险需求高企，导致资金流出商品市场。4 季度主要关注预期兑现的情况，美元上涨等价格压制因素有所放松，从库存来看主要商品已处于阶段性低位，为反弹提供了支撑。但如需求端持续疲弱，衰退预期兑现，预计商品仍将呈波动下行的走势。

一、大宗商品总体价格走势

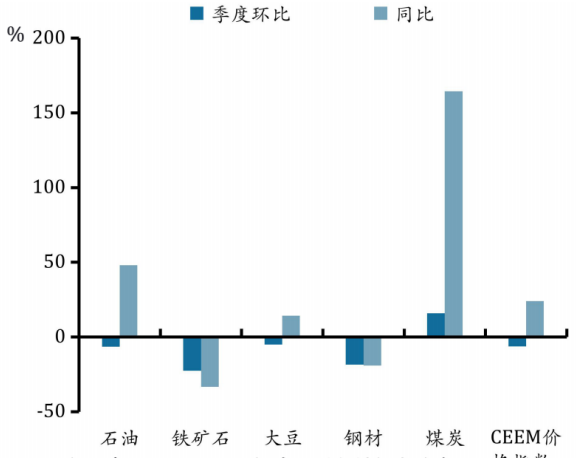
3 季度大宗商品价格受流动性紧缩和衰退预期影响，整体下行，美元走高也压制价格走势。

2022 年 3 季度 CEEM 大宗商品价格[1]季度均价环比下跌 6.4%，结束了连续两个季度的涨势。各国央行紧缩流动性、衰退预期加剧对主要商品均有显著影响。其中原油价格在衰退预期和美元上涨影响下季度均价下跌 6.5%，但最高回撤达 20%以上。有色金属受美元强势、衰退预期和供应端扰动的影响，价格震荡下行；由于国内房地产业、制造业需求恢复缓慢，黑色金属价格面临下跌压力。同期国际国内农产品价格多呈现先抑后扬趋势，各品种走势不一。

图表 42 3 季度 CEEM 大宗商品指数持续走弱

数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

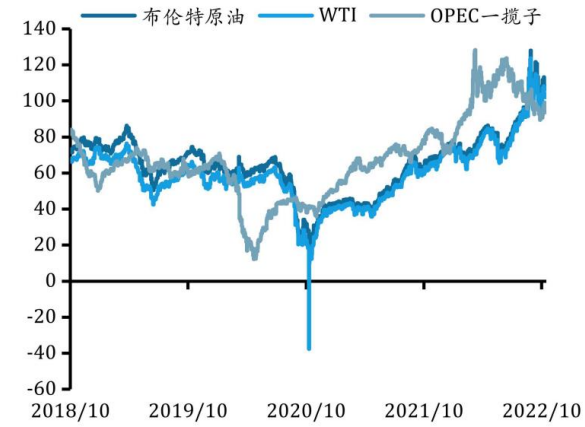
图表 43 3 季度除煤炭外主要商品价格均下跌



数据来源：CEIC,世界经济预测与模拟实验室

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

图表 44 3 季度全球油价在衰退预期和紧缩压力下单边下行



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 45 OPEC 增产幅度小幅加大，但 10 月份调头减产以维持油价

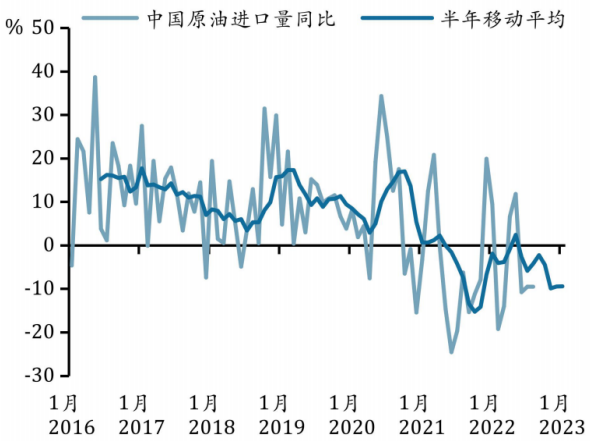
数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

原油价格在 3 季度因衰退预期持续下行，但进入 10 月后受 OPEC 减产刺激反弹。

二、主要大宗商品供求情况与价格走势

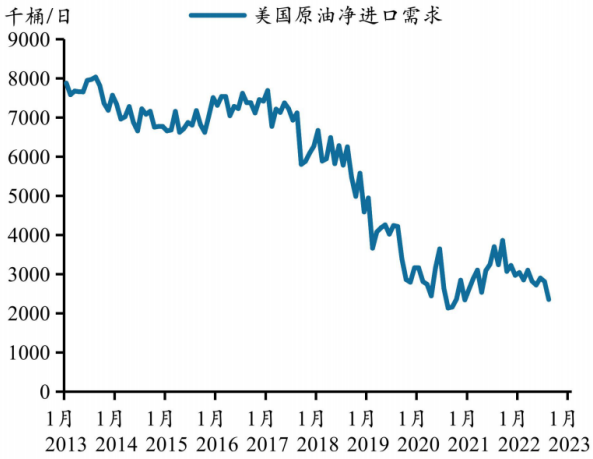
2022 年 3 季度，原油价格持续下行，布伦特油价自 110 美元上方最低跌至 85 美元附近。但进入 10 月份以来，随着 OPEC+迅速决定大幅减产，油价强劲反弹至 95 美元附近。3 季度原油价格走低的主要原因包括市场对各国央行缩紧流动性的担心、衰退预期升温以及中国疫情防控对需求的压制。同时，随着乌军反攻，市场一度误判俄乌战争可预期结束。3 季度的下行压力主要来自于需求端，且存在较大的区域失衡和全球能源供需重构问题。

图表 46 中国原油进口再次回落



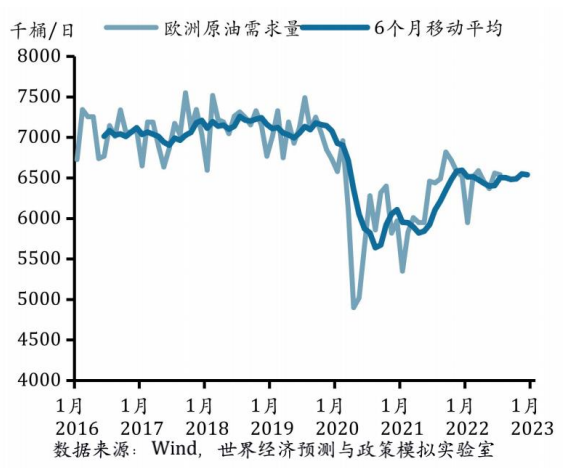
数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 47 美国原油净进口持续走低

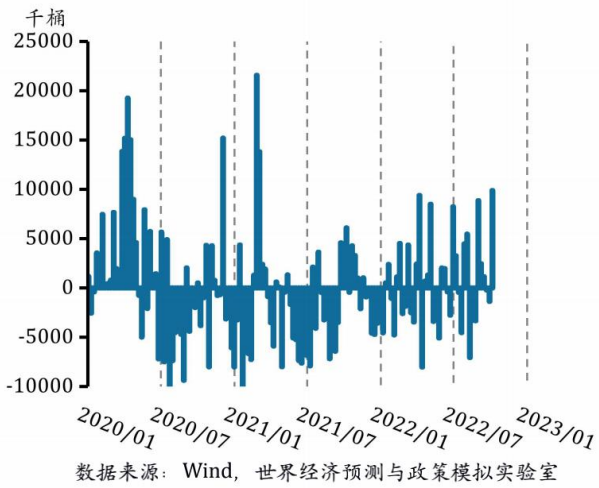


数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 48 欧洲需求仍未恢复至疫情前水平



图表 49 美国商业原油库存环比回落



夏季消费高峰回落后，需求端和金融因素均对油价形成压力。

3 季度油价下跌的主要因素为需求端承压。2 季度恰逢欧美夏季出行旺季以及后疫情解封，民众出游需求超预期，加上美国就业市场火热，消费力较强，对油价上涨承受能力良好。但进入 3 季度后，各国央行为了遏制通胀连续加息。通胀的粘性推动央行紧缩力度不断超过预期，市场开始产生衰退忧虑，部分观点认为只有衰退才能遏制通胀，央行可容忍经济下行，打压了油价。同时，中国经济相对走弱，疫情频发和封控管理压抑了远途出行和线下交通需求，市场预期悲观。欧洲对俄罗斯采取较为严厉的制裁、禁运、限价措施，并对内推行各类需求压制措施和加速转向新能源，以降低对俄罗斯这一最大能源供给国的依赖。需求端整体承压。

另一方面，金融因素也对油价形成压制。美元指数在 3 季度节节攀升，单向趋势明显，拉低以美元计价的大宗商品价格；同时流动性回收导致大量原油期货市场投资者减少头寸。期货市场中非实物交割占比远超实物，对价格走势影响极大。

在供给端，3 季度整体相对平稳，更多体现了供给结构的改变。自俄乌战争以来，虽然西方各国对俄罗斯施加强力制裁，但短期内俄罗斯的石油出口实际并未下跌，印度、中国、土耳其逐步取代欧洲成为主要进口国，而欧洲则转向中东、美国、挪威等国作为替代。而且

供给端面临显著的结构性调整，中、印承接了欧洲自俄罗斯进口的份额，但总量并未明显下降；OPEC 在这一过程中话语权加强。

考虑到欧盟的制裁措施存在一定宽限，如俄罗斯企业在意大利、保加利亚等地的炼油厂仍然获准进口原油，并利用该机会窗口加速囤积，部分抵消了欧盟整体的进口缩减。中、印也在加速进口形成原油储备，且价格折扣较大。在供给提升、折扣较大的背景下，3 季度原油供给实际上扩张。

同期，美国的原油净进口也达到新低，出口量创新高。OPEC 则保持既定增产节奏，8 月环比实际增产 61.8 万桶/日，为年内环比最大涨幅。上述因素均加大了供给。

上述的供需结构变化导致：1）中、印等中立新兴市场国家储备充足，尤其是中国因需求阶段性疲弱，储备可支撑天数推算有明显提升，后续进口需求预期走弱，在能源市场中处于相对灵活的位置；2）美国能源自主性较强，但空余产能有限，不具备调节边际供给的能力；3）欧洲承受的损失最大，实际能源成本最高，且运输路线变化带来额外成本，也最受制于产油国的供给；4）OPEC 核心成员国对欧洲的话语权增强，且是全球唯一具备较大空余产能，能通过调节产能利用率影响油价的组织。

该市场结构加强了 OPEC 的影响力。随着原油价格走弱，逼近不少 OPEC 国家的预算盈余线，OPEC 可通过减产对市场供给端乃至油价造成显著影响，也确实在 10 月份发起减产。上一季报告提过在 OPEC 执行增产的过程中，多个 OPEC 国家就以缺乏剩余产能为由放慢增产速度或未达标，显示出夺取油价控制权的意图，因此 10 月份的减产也有迹可循。

4 季度油价的上下限均有明确决定因素，受 OPEC 产量、衰退预期和央行行动共同制约，但总体下行风险或更大。

10 月份 OPEC 会议计划减产 200 万桶/日是供给端近期最大的边际变化。考虑到 OPEC 减产的基准线为产量目标，而 OPEC 实际产量一直落后于目标，因此有效减产各方推算约 60-100 万桶左右。但该措施传递了清晰的信息，即 OPEC 意在重夺对油价的影响力；该影响力自 15 年美国页岩油大幅增产和新冠导致的全球需求萎缩以来不断走弱。

从中长期视野来看，全球原油库存的绝对水平和边际变化虽然在改善，但速度偏慢，让供给端短期内有更强的话语权。OECD 国家库

存自 3 月份开始显著回升，改变了疫情以来持续下跌的局面，打压了 3 季度的油价。但这一趋势在季度末并未强化，补库存进度放缓。美国商业库存在 9 月下旬再次下降。全球活跃钻井数在上升但升势放缓。供给端和库存的强复苏预期转化为弱预期。虽然西方各国尤其是欧洲有强烈补库存需求，但原油供给结构的重构和摩擦成本拖累了速度。

进入 4 季度后，全球油价的走势影响因素依然聚焦于供需的几个双边因素：全球经济衰退情况、央行对通胀的控制力度和 OPEC 产量。我们认为，几个因素都存在极大的不确定性，市场反应敏感度较高，会导致油价波动性走强。这些因素实际上为油价设置了上下区间，价格脱离区间时会有反向作用力，因此不太会形成 3 季度这样强烈的单边下行走势，更容易围绕中枢波动。相比之下，我们认为衰退预期的影响最强，即油价下行空间和风险更大。

具体而言，下行区间取决于 OPEC 控制产量的决心。如前所述，OPEC 核心成员国当前话语权增强，且其内部财政预算的盈亏平衡油价普遍在 75-80 美元，因此可将其视为下限，OPEC 会通过产量调节和目标设置来捍卫下限。上行区间则受央行行为影响，当油价上涨过高，推升通胀预期，央行会采取更强力措施，甚至不惜以衰退为代价压制需求从而抑制通胀。预计油价上涨且维持 100 美元以上会触发央行反应措施。但当前油价最大的压力仍来自于衰退预期，尤其是欧洲的衰退。如衰退加剧，OPEC 难以通过减产维持油价。

其他影响因素包括：1）中国本土的疫情管控有序放开会在一定程度上刺激油价上涨。但考虑到中国已提前加大进口储备，推升效果预计有限。2）俄乌战争加剧。考虑到欧洲去俄罗斯化已基本反映在价格上，边际影响有限，除非战争大幅升级。3）冬季气候超预期寒冷，导致取暖需求超预期，对油价会有较强的刺激。

3 季度国际有色金属价格震荡下行。铜方面，3 季度供需面持续偏紧，价格变动主要受美元强势和供给端冲击影响。伦铜价格呈现触底反弹后再度下行的波动趋势，整体回落至 2020 年 4 季度水平。7 月 15

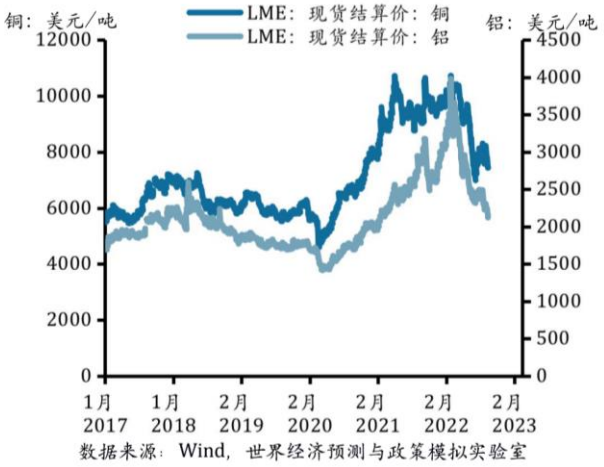
日曾触及 6955 美元/吨的 2021 年以来最低位；后持续攀升，8 月 26 日涨至 8315 美元/吨；随后再次震荡下行至本季末 7475 美元/吨，季度跌幅达 9.33%。宏观层面，3 季度市场对宏观的悲观预期较强。7 月，欧美衰退预期和中国房地产债务问题共同发酵导致铜价持续下跌，美元加息落地和衰退预期趋缓略减少铜价压力；8 月，中国疫情反复经济数据不及预期，鲍威尔发表采取“强力”措施抗通胀的鹰派言论，铜价下行压力加大；9 月，美元利率持续上涨压制铜价，乌克兰公投导致俄乌局势再度不明朗，悲观预期增强。供给端，智利出现两起工人伤亡事故，7 月暂停所有采矿项目施工；8 月秘鲁社会动荡，中资企业旗下矿产供给受负面影响；中国国内缺电导致多省铜冶炼产能受限；9 月供应端扰动持续存在，智利铜矿威胁罢工与妥善解决诱发铜价波动。需求端，中国房地产市场疲软和疫情反复导致需求走弱，随疫情形式稳定，需求缓慢回升。铜库存方面，全球铜库存 3 季度铜库存持续下降，总库存继续处于 2016 年以来绝对低位，低库存对铜价仍有支撑作用。截至 2022 年 9 月 23 日，全球三大交易所总库存（不含中国保税区）报 20.69 万吨，相对 2022 年 2 季度减少 4.03 万吨，其中 LME 库存增加 1.17 万吨，COMEX 库存减少 3.35 万吨，SHFE 库存减少 2.03 万吨。全球库存（包括中国保税区）较 2022 年 2 季度减少 19.96 万吨至 25.39 万吨，下降主要由于 3 季度三大交易所总库全面去库，LME 库存于 9 月下旬略有回升；中国保税区库存库存减少近 3/4。国内铜上游产品，铜矿砂及其精矿价格指数 8 月下降至 2159.40 美元/吨。相比 6 月，铜矿进口数量上扬（+10.2%），进口金额于 7 月探底后回升，总体下降 6.2%。铜中游产品，诸如废铜、精炼铜及未锻造铜，均较上季度上升。

3 季度金属价格下行：有色金属受美元强势、衰退预期和供应端扰动的影响，价格震荡下行；黑色金属整体供给略有下降，国内房地产业、制造业需求恢复缓慢，黑色金属价格面临下跌压力。

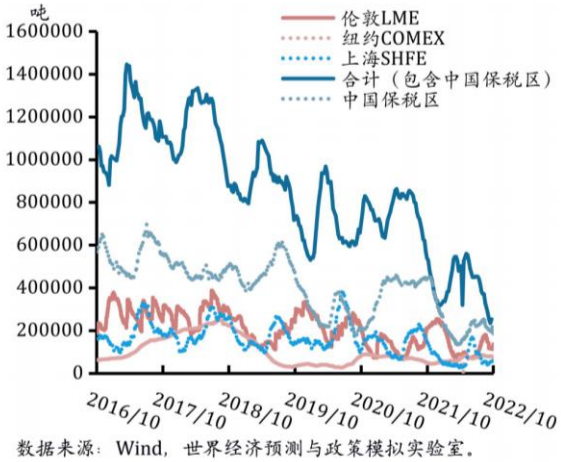
铝方面，中国供给受云南限电冲击，全球需求因经济衰退预期持续走弱，供需双弱，使得 LME 铝价 3 季度震荡下行，本季度铝价下跌 12.1%，自 2022 年 2 季度末的 2397 美元/吨继续下跌至 2106 美元/吨。需求端，海外经济预期悲观，国内受房地产行业疲软，家电行业需求不足，光伏行业和汽车行业的铝需求量增加；供给端因云南限电影响持续发酵维持紧张态势；上游铝矿石海运效率受地缘政治有所下降；

中游主产国中，中国在复工复产与西南省份限电的共同作用下，进程电解铝产量略有提升；欧美制裁致使俄铝出口受阻，俄乌冲突加剧欧洲能源危机使得欧洲电解铝减产。全球铝库存 2022 年 3 季度在探底至近 10 年来新低后回升，其中中国铝库存总量超过 LME 库存总量，中国铝库存下降幅度高于 LME 库存下降幅度。国内铝上游产品，铝矿砂及其精矿进口价格指数 3 季度上升主要是由于进口数量下降较快，具体而言， 8 月价格指数上涨至 60.83 美元/吨，其中铝矿进口金额下跌幅度（4.69%）小于进口数量下跌幅度（10.19%）。铝中游产品 2 季度进口加总数量整体上升，未锻造铝及铝材进口、废铝和氧化铝进口数量总和上升，进口数量下降的主要原因在俄乌冲突下伦铝价格高于沪铝，使得氧化铝进口数量锐减，同时刺激国内氧化铝出口。

图表 50 LME 铜价大幅波动，铝价震荡下行



图表 51 全球铜库存总量处于历史极低



3 季度国际铁矿石及钢价共振下跌。普氏 62%铁矿石价格 3 季度先下探后回升，随后震荡下行，从季初 116.45 美元/吨一路下跌至 96.40 美元/吨附近，后迅速回升至 117.95 美元/吨，随后再度下行至季末 97.60 美元/吨附近，季度跌幅为 18.73%。3 季度国际铁矿石供给端稳中略降，主流矿山中澳洲仅 FMG 累计发运增长，其他矿山由于较多港口检修整体发运量不及去年同期；巴西在降雨结束后发运量略有回升，非主流矿山受海外经济滞胀以及地缘政治问题产能增加受阻，国产矿因疫情、终端需求、安全事故等影响产量下降。需求端钢厂长期亏损导致铁矿需求下降，疫情影响减少、稳地产政策出台、钢厂长流程生产

重回盈利区间等因素对需求的刺激作用有限。从港口库存来看，全球主要铁矿石库存量同比上升 2.15%，环比上升 4.57%，较上季度末累库 1035.2 万吨至 2.37 亿吨：巴西矿库累库幅度最大（8.37%），澳洲和我国本季度环比累库幅度分别为 1.17%、4.87%，我国依然是全球港口库存量最大的国家，为 1.32 亿吨。从进口量来看，铁矿石及其精矿进口 7 月和 8 月分别为 9124 万吨和 9621 万吨，相比于 2022 年 2 季度有所上升；但进口金额出现较为明显的下降，导致铁矿砂及精矿进口价格指数 8 月末回升至 112.31 美元/吨。

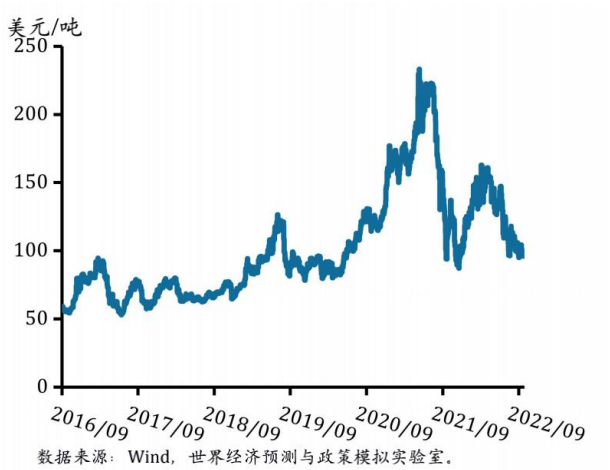
钢材方面，3 季度国际钢铁价格剧烈下跌。3 季度海外市场中美联储和欧盟国家加息周期延续，欧洲 PMI 降至荣枯线以下，俄乌地缘政治问题持续，需求放缓；国内制造业保持韧性但经济下行压力仍较大，房地产业“保交房”政策的后续影响有限，国内外需求颓势，全球国际钢铁价格指数持续下降，季末下降至 240.70 点，季度环比下降 14.22%。其中，欧洲季度下调幅度最大（19.88%）、北美其次（17.95%）、亚洲最小（7.60%）。从世界粗钢产量来看，2022 年 8 月，向世界钢铁协会（WorldSteel）报告的 64 个国家的世界粗钢产量为 1.51 亿吨，环比下跌 11.15%，其中亚洲下跌 11.2%；同比下降幅度为 3.95%。世界钢铁协会估测，2023 年，全球钢铁需求将继续增长 2.2%，达到 18.81 亿吨。俄乌冲突和各国应对通货膨胀措施的不确定性使得预测结果存在不确定性。中国基础设施投资有利于钢铁需求的稳定；发达经济体受俄乌战争及通胀压力的影响，预计 2022 年和 2023 年钢铁需求将分别增长 1.1%和 2.4%，低于去年预测水平。在钢铁消费行业，基础设施投资以及能源转型投资可能推动建筑业增长；全球汽车行业在疫情期间出现快速增长，电动汽车在汽车销售总量中的占比从 2019 年的 2.49%升至 2021 年的 8.57%，或可对钢铁需求产生积极影响。

3 季度国内外农产品价格多呈现先抑后扬趋势。3 季度美豆震荡下行，而国内豆粕现货价则大幅增加。国际市场来看，3 季度美豆价格下跌至季末 1408.5 美分/蒲式耳，季度跌幅 15.91%，价格回落至 2022 年年初水平。气候因素在本季度仍然对大豆产量及价格产生影响。本季

3 季度国际国内农产品价格多呈现先抑后扬趋势，国际农产品跌幅普遍大于国内农产品价格跌幅，国内豆粕价格上行。价格波动主要受产量预期变动、库存变动和俄乌地缘冲突驱动。

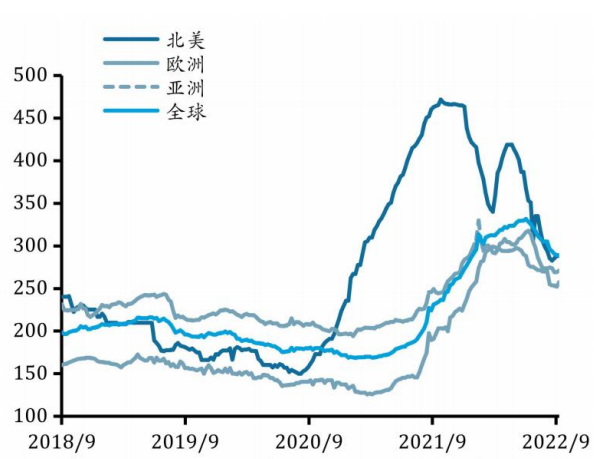
度前期因美国大豆减产预测影响，美豆短期走高，季度后期美国大豆产量超预期，葵花籽等替代性油料作物的增产驱动美豆价格走低。9 月美国农业部（USDA）预测 2022/23 年度美豆中性偏多，小幅调减产量、消费量、库存量以及库消比，全球大豆供需格局趋紧。全球产量调减 302 万吨主要源于美国意外调减单产至 50.5，引起总产量调减 414 万吨。全球期末库存消费比下调 4.39 个百分点至 25.37%，剔除中国后预计调减 0.25 个百分点至 18.43%，进一步下跌，处于 6 年以来相对低位。国内市场豆粕 3 季度现货价格上涨 26.53%至 5230.57 元/吨。价格上涨主要由于人民币持续贬值、 美豆限制出口和国内豆粕库存下滑导致。

图表 52 国际铁矿石价格震荡下行



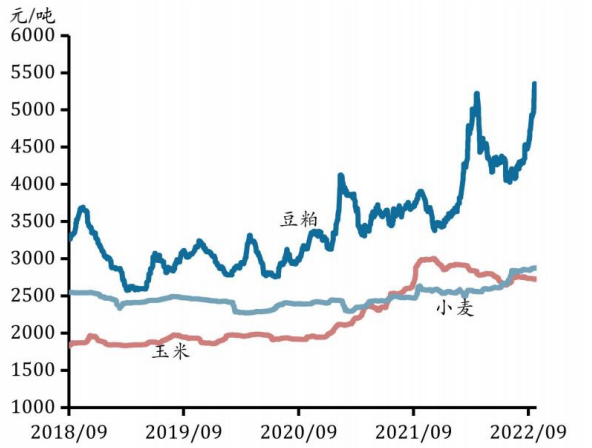
数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 53 国际钢价指数下降



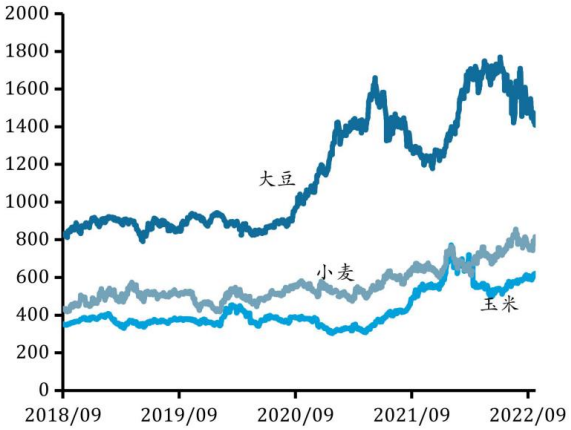
数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 54 国内农产品现货价格调整后上涨



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 55 CBOT 农产品价格回落后缓步爬升



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

3 季度玉米价格国内外均呈现出先抑后扬趋势。国际市场来看，7 月美国和巴拉圭玉米增产使得 CBOT 玉米价格出现下降，季中降至 562.25 美分/蒲式耳，跌幅达 25.03%；8 月美国农业部（USDA）受干旱天气影响调低玉米预期产量，CBOT 玉米价格又上涨至 668.50 美分/蒲式耳，季末价格环比下跌 10.87%。USDA9 月全球玉米供需预测中性偏多：2022/23 年度库消比基本稳定，产量、消费量、库存量均小幅调减。产量调减主要是美国、欧盟和塞尔维亚玉米产量的调减抵消了中国、乌克兰、加拿大和莫桑比克的产量调增。中国产量调增是降水充沛的结果。期末库存消费比基本稳定，为 25.80%，剔除中国后预计调减 0.52 个百分点至 10.99%，仍处于 7 年以来低位。国内市场来看，玉米现货价格 3 季度下跌至 2840.59 元/吨，季度跌幅 1.22%，价格回落后稳步提升。本季前期价格下跌主要由于：（1）东北、华北地区玉米供应量恢复增加；（2）南方采购需求相对较弱。本季后期价格上涨主要由于：（1）东北部分地区受灾，预期总产下降；（2）华北地区贸易商挺价惜售；（3）北方企业在检修期结束后有补库需求。

3 季度小麦国内外价格均呈现出先抑后扬趋势。国际市场来看，俄罗斯、乌克兰、澳大利亚和中国的小麦丰产，带动 CBOT 小麦价格在 3 季度前期一度大幅回落至 2021 年 4 季度初水平，至 735.00 美元/蒲式耳；后由于俄乌双方冲突加剧，CBOT 小麦价格上涨至 871.00 美元/蒲式耳，季末价格环比下跌 0.26%，与上季度基本持平。9 月美国农业部（USDA）供需报告中性，全球小麦供应量、期末库存量及消费量较上月调增，贸易量及库消比基本不变。产量调增来源于俄罗斯产量调增 300 万吨至 9100 万吨，乌克兰产量调增 100 万吨至 2050 万吨。俄乌小麦库存量均将出现客观增加，但能否转化为贸易有待观察。消费调增主要源于俄罗斯和欧盟饲料使用量的增加。期末库消比预计调增 0.05 个百分点至 33.95%，剔除中国库消比预计调增 0.12 个百分点至 19.19%。国内 3 季度小麦价格保持稳定，本季微跌 0.61 个百分点至 3097.78 元/吨。本季后期国内小麦价格上涨一方面受俄乌冲

突情绪驱动，看涨情绪导致市场投机需求增加；另一方面由于集中开学复工等面粉需求增加使得国内小麦价格情绪性上涨。

三、未来价格走势与风险

原油方面，全球经济衰退情况、央行对通胀的遏制行动和 OPEC 产量是 4 季度主要影响因素。由于趋势尚未明朗，预计市场将对这类因素高度敏感。油价上涨会推动央行更强力的遏制通胀，加深衰退预期，油价下跌会触发 OPEC 产量控制，因此上下限相对清晰，我们预期油价将围绕 90-95 美元中枢波动，下行风险高于上行风险。

金属方面，未来价格走势主要关注美国政策下的全球流动性走势、中国经济复苏及稳增长政策力度、以及俄乌地缘政治带来的能源危机及通胀风险。铜、铝方面，需求端全球增长有限，国外在俄乌局势及欧美紧缩的货币政策下消费放缓；国内房地产市场“保交房”政策效应、稳增长政策提振消费、基础设施建设稳步推进，需求存在不确定性。供给端，南美地区干扰因素偶现，中国有色金属开采冶炼行业受能源供给影响较大，供给端干扰不容忽视。同时，铜库存达到历史低位。全球流动性边际收紧、市场预期衰退均从金融属性角度施压有色金属价格。预计 2022 年 4 季度有色金属价格将继续震荡，存在下行压力。黑色金属方面，预计铁矿石供给中主流矿山发运提升，非主流发运或面临缩减风险，经济下行对矿价形成压力；铁矿石需求在钢厂盈利能力承压条件下有减产趋势，故整体而言矿价仍存在下跌空间。钢材需求的边际改善有限，供给恢复至较高水平，供需整体向宽松转变但实际效果尚不明晰，钢材价格或将保持震荡态势。

农产品方面，主要关注天气对产物的影响、汇率变动对农产品贸易的影响以及俄乌地缘冲突下港口运输等问题。大豆方面，美国大豆减产、大豆压榨下降、库存趋近，CBOT 大豆价格上行驱动再度出现。玉米供需预计延续松平衡，小麦供需状况较松，但俄乌战争影响二者贸易，短期可能支撑国际玉米及小麦价格继续上行，此外俄乌战争如果继续，将影响乌克兰春小麦及玉米播种，推升二者价格。

原油方面，价格的波动均有明显的边界因素，但衰退预期导致的下行风险影响更大。预计 4 季度油价将改变单边下行走势，围绕中枢上下波动。

金属方面，预计全球经济复苏负面情绪加剧和流动性边际收紧带动价格下行，俄乌地缘政治、中国供需条件改善或令金属价格震荡调整。

农产品方面，大豆供需格局趋紧、玉米供需紧平衡、小麦供需偏松，但考虑到俄乌地缘政治不确定性以及全球流动性收紧等多重因素交织，农产品价格走势或在未来出现分化。

外贸专题：进、出口增速维持回落态势[1]

2022 年 7-8 月，中国出口（美元）同比增长 12.4%，较上季度下降 0.1 个百分点；进口同比增长 1.2%，较上季度下降 0.4 个百分点；货物贸易顺差总额为 1807 亿美元，同比提高 657 亿美元，服务贸易逆差为 172 亿美元，同比下降 5.6 亿美元，经常账户顺差占 GDP 比重预估在 2%-2.5%左右。受基期效应、外需转弱、疫情形势及防控政策影响，出口同比增速回落压力加大。外需变化是影响 4 季度出口走势的主要力量，海外供给替代对出口份额负面拖累预计可控。总体上，预计 2022 年中国对外贸易呈现实际低迷、价格高涨的局面，下半年名义增速有望保持在 6%-8%左右。但需警惕以下风险：2023 年美欧加息至高位后，全球实际需求萎缩，商品价格快速回落，叠加地缘政治冲突再生变数，由此带来全球和我国货物出口增速超预期下滑。

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，2022 年 2 季度全球出口总额 5.6 万亿美元[2]，同比增速为 9.2%，较上季度继续下降 5.3 个百分点。过去五年 CEEM 中国外部需求指数（简称 CEEM-PMI[3]）与 3 个月移动平均的全球出口增速走势高度一致。当前，俄乌局势仍不明朗、美西方对俄制裁愈发严厉，欧洲能源危机不断发酵，叠加高通胀下主要经济体加快收紧宏观政策，导致全球经济景气程度快速冷却，2022 年 9 月 CEEM-PMI 较 2021 年 3 月高点累计下降 7.4 个单位。由此，2022 年 3 季度全球贸易增速也将在基数水平提高、外需增速放缓的作用下进一步回落。

[1] 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。

[2] 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。

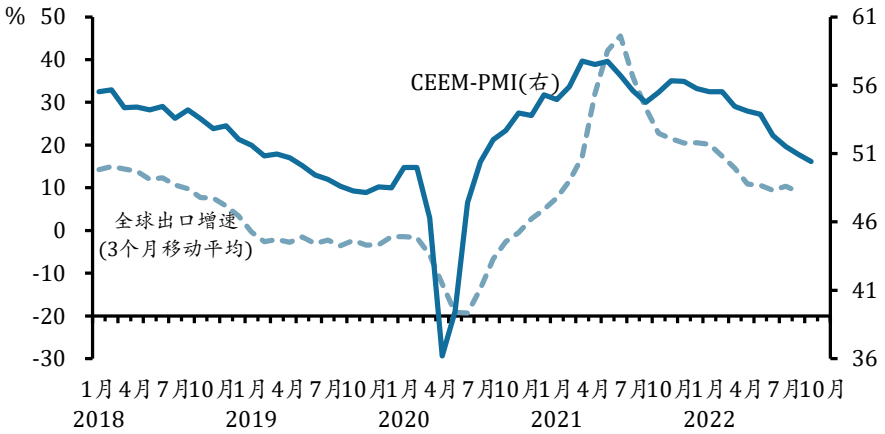
[3] 自 2022 年 1 月起，CEEM-PMI 指数中增加东盟 PMI，各经济体按照 2021 年贸易权重加权。为保持数据来源的一致性，各国 PMI 数据均来自 CEIC 数据库。

二、中国出口增速继续回落

8 月出口增速较 7 月下降超过一半，随着美欧紧缩和欧洲能源危机影响进一步显现，叠加国内偶发供给冲击影响，后续出口形势仍不容乐观。

中国海关数据显示，2022 年 7-8 月，以人民币计，中国出口总额 4.4 万亿元，同比增长 17.6%；以美元计，出口总额 6476 亿美元，同比增长 12.4%，较上季度下降 0.1 个百分点。尽管 5-7 月在国内疫情形势向好、前期订单延迟交付及各类稳外贸政策下，出口增速超预期回升，但 8 月出口增速较 7 月下降超过一半，随着美欧紧缩和欧洲能源危机影响进一步显现，叠加国内偶发供给冲击影响，后续出口形势仍不容乐观。受台风等因素影响，9 月上旬和中旬沿海重点枢纽港口外贸货物吞吐量表现不及预期，同比下降 15%和增长 4.2%。由此推测，9 月出口增速较 8 月难有明显改善。人民币汇率贬值对出口有一定支撑作用，但对冲作用有限。

图表 56 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。

7-8 月，中国对美国出口增速大幅下降，对欧盟和俄罗斯出口增速提升。

分地区看，7-8 月，中国对美国、韩国、印度、中国香港、中国台湾等出口增速下降，其中对中国台湾和美国出口降幅最大。但对欧盟、日本、东盟、巴西、俄罗斯出口增速提升，其中欧盟增速涨幅最小，俄罗斯增速涨幅最大。这反映俄乌冲击及相关制裁影响有所缓和，欧盟受能源危机影响对外供应链依赖上升。

从贸易方式看，一般贸易是当前出口增长的主要拉动点。[1]从 7 月到 8 月，一般贸易、加工贸易、其他贸易出口分别增长

[1] 海关统计的贸易方式按海关监管方式进行划分，共有 15 类细项：1.一般贸易，2.国家间、国际组织无偿援助和赠送的物资，3.其他捐赠物资，4.补偿贸易，5.来料加工装配贸易，6.进料加工贸易，7.寄售代销贸易，8.边境小额贸易，9.对外承包工程货物，

一般贸易是当前出口增长的主要拉动点。

18.3%、4.0%、0.9%，对 7 月到 8 月出口变动贡献率分别为 91.5%、7.4%、1.1%。这部分贡献来自于国内外疫情形势和防控政策差异的影响。7-8 月，我国出口中加工贸易占比较上季度继续下降 0.3 个百分点，较疫情前（2019 年均值）仍低 8.2 个百分点。

7-8 月，机电产品增速小幅回升，七大类劳动密集型产品和其他产品出口增速略有回落。

分产品看，7-8 月，机电产品出口增速回升至 8.6%，七大类传统劳动密集型产品和其他产品出口增速降至 10.9%和 22.7%[1]。特别地，其他产品（主要包括农产品、石油、化工、黑色和有色金属制品等）出口仍保持较快增长，或与俄乌冲突、谷物出口管制以及大宗商品价格维持高位等因素有关。从贡献率上看，7-8 月，机电产品、七大类传统劳动密集型及其他产品出口对总出口的贡献率分别为 40.3%、17.1%、42.6%。其中，机电产品对总出口的贡献率较上季度提高 7.0 个百分点；传统劳动密集型产品贡献率较上季度减少 4.8 个百分点。

疫情相关需求对出口增长的影响边际减弱，其他产品成为我国出口增长的主要拉动力量。

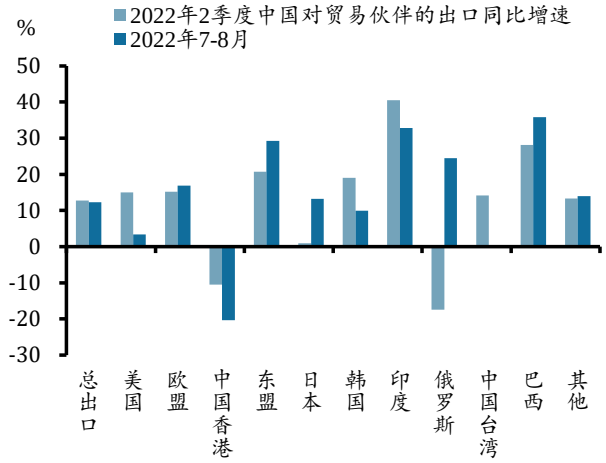
7-8 月，医疗物资出口增速维持在-40%左右，拖累总出口增长 0.92 个百分点；远程办公产品出口增速进一步回落至-1.9%，拖累总出口增长 0.46 个百分点；居家生活产品出口增速维持在 10%左右，出口拉动为 1.4 个百分点、较上季度提高 0.2 个百分点；其他产品出口增速维持在 20%左右的高位，拉动总出口增长 12.3 个百分点，较上季度提高 0.5 个百分点。2总体上，随着疫苗普及、越来越多的经济体转向“与病毒共存”策略，疫情因素对出口增长的影响边际减弱，**其他产品出口呈现较强韧性，已成为我国出口增长的主要拉动力量。**

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。2022 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%、21.6%、12.9%。

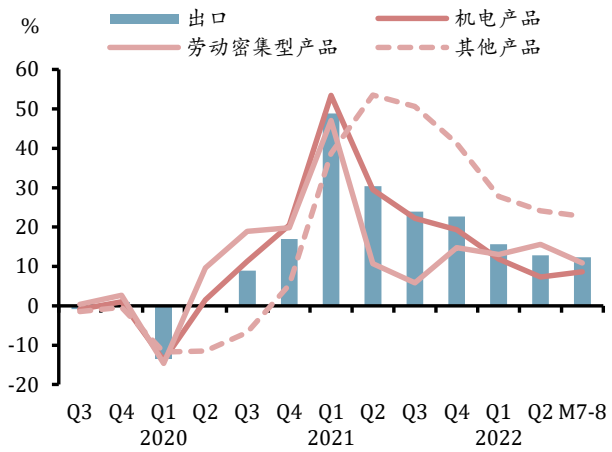
[1] 2022 年 2 季度，机电产品、七大类传统劳动密集型产品和其他产品出口占总出口的比重分别为 55.4%、18.4%、26.3%。

[2] 根据中国海关总署统计的 HS6 位商品月度出口数据（GlobalTradeAltas 数据库），将出口产品分为医疗物资、远程办公、居家生活以及其他四类。其中，医疗物资主要为口罩、防护服、药品、血制品、器官和医疗器械等。远程办公主要为电脑、手机、投影仪等办公用机器。居家生活主要为家具玩具、家用电器、自行车、机动车辆等。

图表 57 中国出口增速的地区和产品分布

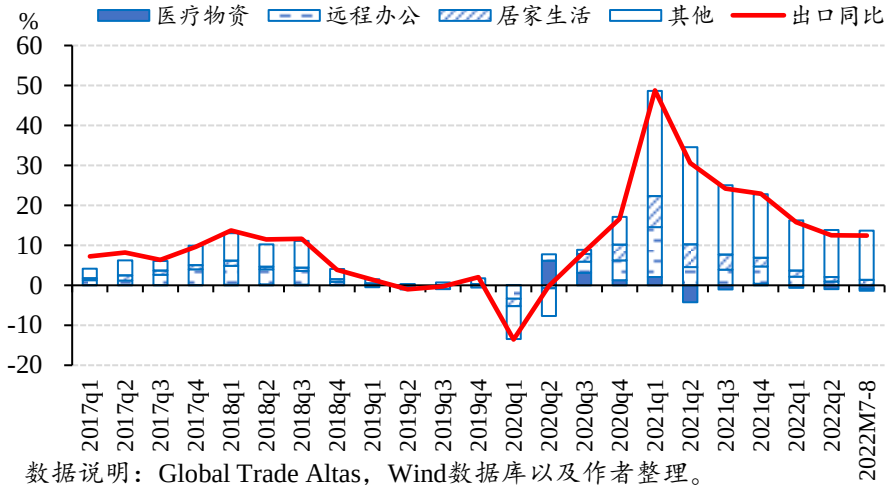


数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 58 各类商品对出口同比增速拉动（单位：百分点）



数据说明：Global Trade Altas，Wind数据库以及作者整理。

中国出口由外需和出口市场份额决定。[1]

预估 3 季度外需增速继续放缓。一方面，全球制造业 PMI 指数滞后一期较上季度下降 1.3 个百分点，预示 3 季度外需增速较上季度将继续下降。[2]2022 年 7 月至 9 月，摩根大通全球制造业 PMI 指数滞后一期分别为 52.2、51.1、50.3，平均值为 51.2，较前 3 个月继续下降 1.3 个百分点。另一方面，新出口订单 PMI 指数同比[3]

[1] 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。

[2] 2016 年 1 月至 2022 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 0.82。

[3] 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。

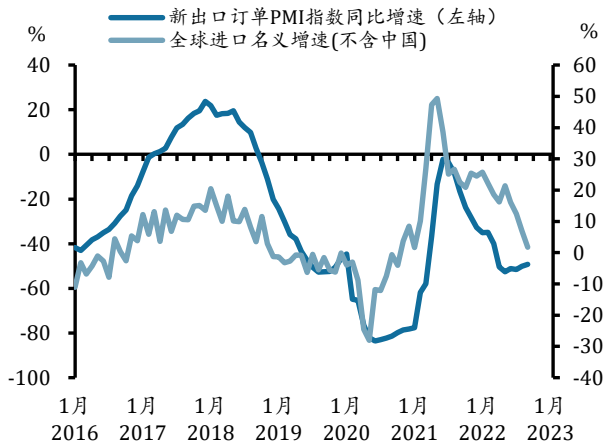
预估 3 季度外需增速继续放缓。

仍录得负值，且降幅仅有微小改善。2021 年 5 月以来出口新订单指数连续低于荣枯线，2022 年 4 月下滑至 2020 年 6 月以来的最低水平，2022 年 5、6 月边际好转，但 7 和 9 月再度小幅回落，显示当前外需信心不稳。此外，出口订单与出口金额表现的持续背离，也反映当前外贸“实际低迷、价格高涨”的特征。

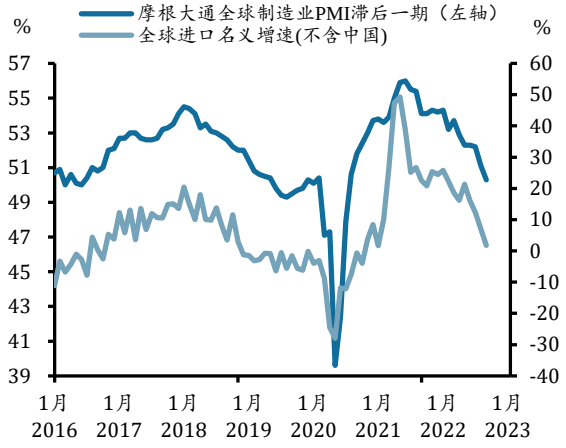
随着国内疫情形势好转，3 季度中国出口市场份额环比将有所回升，但基期效应下同比维持回落。

随着国内疫情形势好转，3 季度中国出口市场份额环比将有所回升，但基期效应下同比维持回落。出口市场份额能够反映一国产品在国际市场上的竞争力。从历史数据看，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。然而，受新冠疫情及其应对政策、地缘政治冲击的影响，中国出口市场份额表现偏离历史规律——国内疫情严重时走低，海外疫情和地缘政治冲突严重时走高。今年 2-4 月国内出现多点散发或局部规模性暴发疫情，国内出口企业产业链供应链受到明显影响，并对 3-4 月出口份额形成拖累。随着疫情形势好转、疫情防控放松，前期积压订单集中交付并带动 5-7 月出口超预期反弹，我国出口市场份额环比有所回升，但同比在高基期作用下依然呈现回落。

图表 59 预估 3 季度外需增速继续放缓



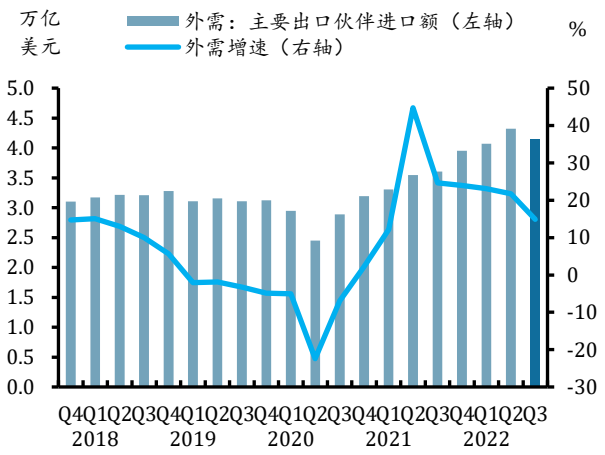
数据来源：WTO、中国海关、世界经济预测与政策模拟实验室



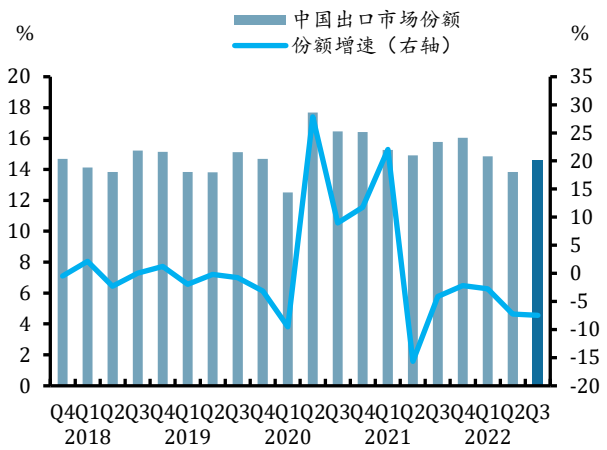
数据来源：WTO、Wind、世界经济预测与政策模拟实验室

注：全球进口名义增速（不含中国）根据 WTO 数据计算，其中 2022 年 7 月基于已披露数据国家计算，8-9 月值由于 WTO 中大多数国家暂未公布，为根据全球摩根大通 PMI 指数、新出口订单 PMI 指数得到的估计值。

图表 60 预计 3 季度中国出口产品市场份额环比略有好转、同比继续回落



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：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。2021 年，中国对这 13 个地区再加上香港的出口接近总出口的 81%，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。2022 年第 2-3 季度，俄罗斯和沙特数据亦存在缺失。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 2022 年第 3 季度外需和出口市场份额为估计值。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。

三、中国进口增速继续下降

2022 年以来，进口需求呈现较大回落压力。

中国海关数据显示，2022 年 7-8 月，以人民币计，中国进口总额达到 3.1 万亿元，同比增长 5.9%；以美元计，进口总额达到 4670 亿美元，同比增长 1.2%，较 2022 年第 2 季度下降 0.4 个百分点。2022 年以来，我国进口需求呈现较大回落压力，可能原因包括：国内需求偏弱，出口引致的进口需求回落，国内疫情，原材料价格波动加剧以及疫情和地缘政治冲突下部分原材料国产替代加大等。

7-8 月中国从多数主要伙伴进口呈现负增长。

分地区看，7-8 月中国从多数主要伙伴进口呈现负增长。其中，从美国、巴西、俄罗斯、中国台湾进口增速较上季度下降，从欧盟、日本、韩国、东盟、印度、中国香港进口增速较上季度提高、但除中国香港外增幅有限。值得关注的是，7-8 月，我国自美国、欧盟、日韩、中国台湾、巴西、印度等关键零部件和原材料来源地进口维持负增长，可能预示着我国与全球价值链紧密相关部分出口面临较大下行压力。

主要产品类别进口增速均较上季度回落，价格因素仍在大宗商品进口中占据重要作用，且除能源外价格因素的负面作用愈发明显。

从贸易方式[1]看，7-8 月，三类贸易中加工贸易进口增速下滑最为严重，反映疫情反复、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影响较大。从贡献率上看，一般贸易、加工贸易和其他贸易方式对 7-8 月进口变动的贡献率分别为 163.1%、-111.7%、48.6%。

分产品[2]看，主要产品类别进口增速均较上季度回落，价格因素仍在大宗商品进口中占据重要作用。7-8 月，机电产品进口同比增速为-9.4%。**机电行业具有明显的顺周期性，同时其生产多依赖全球分工协作，当前机电行业进口低迷或与全球经济周期下行、价值链分工活动低迷有关。**其他大类产品进口增速均较上季度回落，矿产和能源类产品尤为突出，进口同比增速较上季度分别下降 16.2 和 31.0 个百分点，但煤-油-天然气进口同比增速仍在 30%左右。**从贡献率上看，机电产品是 7-8 月进口增长的主要拖累因素，而煤-油-天然气则是主要拉动力量。**

图表 61 中国进口增速的地区分布（单位：%）

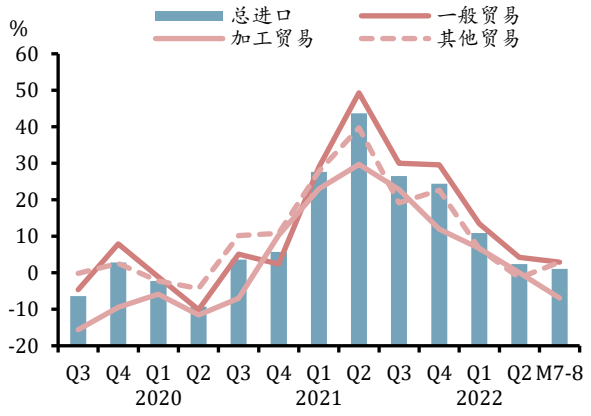
国家	总进口	美国	欧盟	日本	中国香港	东盟
2022 年 7-8 月	1.1	-5.9	-2.2	-8.5	-25.1	7.3
较上季度变化	-1.3	-12.8	8.2	5.9	27.8	4.7
国家	韩国	印度	俄罗斯	巴西	中国台湾	其他
2022 年 7-8 月	-4.7	-40.0	54.4	-14.0	-10.0	6.5
较上季度变化	0.6	2.5	-9.6	-20.2	-11.1	-8.3

价格因素仍在大宗商品进口中占据重要作用，且除能源外价格因素的负面作用愈发明显。7-8 月，原油进口量减价增，其中价格上涨 37.2%、数量下降 9.4%；铜材进口量增价减，其中价格下降 17.4%、数量增加 17.5%；钢铁量价齐跌，其中价格下降 23.4%、数量下降 20.4%；铁矿砂进口量增价减，其中价格下降 34.8%、数量微弱上涨 0.8%。受俄乌冲突和美联储货币政策加快紧缩影响，全球能源价格高位震荡，预计将对进口需求形成制约。

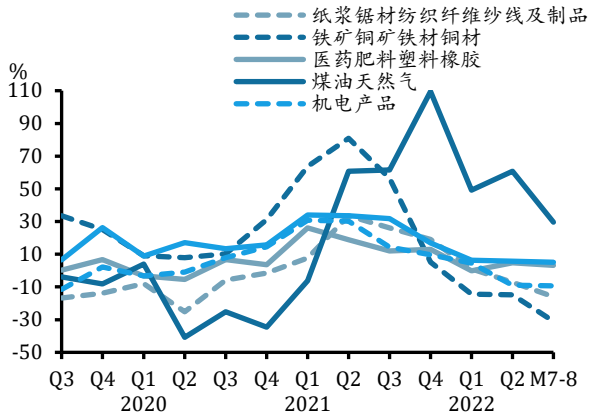
[1] 2022 年 2 季度，一般贸易、加工贸易和其它贸易方式进口占总进口的比重分别为 64.3%、16.8%和 19.0%。

[2] 2022 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 9.0%、8.5%、18.5%、4.4%、2.0%、37.9%。

图表 62 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

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

四、经常账户维持被动顺差局面

货物贸易顺差同比增速下降，服务贸易逆差规模略有收缩，旅游服务逆差扩张速度放缓。

7-8 月，以人民币计，中国货物贸易顺差额为 12186 亿元，同比增速为 64.8%（上季度增速为 68.2%）；以美元计，顺差总额为 1807 亿美元，同比提高 57.1%（上季度增速为 67.5%）。与以人民币计顺差增速相比，以美元计货物贸易顺差增速降幅更大，可能来自 8-9 月人民币兑美元汇率快速贬值的作用。从贸易方式看，一般贸易顺差规模和回升力度均更大。

服务贸易逆差规模略有收缩，旅游服务逆差扩张速度放缓。7-8 月，中国服务贸易逆差为 172 亿美元，同比下降 3.1%，较上季度 1.8%的同比增速下降 5.0 个百分点。其中，境外旅行服务逆差为 188 亿美元，同比提高 2.2%，较上季度同比增速下降 7.0 个百分点。运输服务逆差为 35 亿美元，同比提高 131.8%，同比增速较上季度提高 91.1 个百分点。保险和养老金服务逆差为 20.5 亿美元，同比提高 14.7%，同比增速较上季度下降 71.0 个百分点。

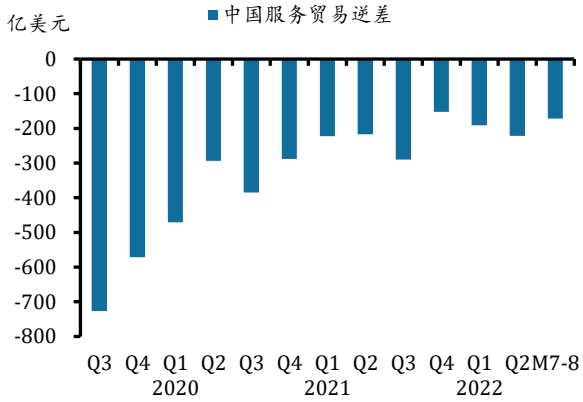
据国家外汇管理局统计，2022 年 7-8 月，以人民币计，货物和服务贸易贡献的经常账户盈余为 7721 亿元。考虑到 2021 年初次和二次收入赤字约为贸易盈余的 31%，同时 3 季度名义 GDP 同比增速预估为 5.72%，预计 3 季度经常账户占比或在 2%-2.5%左右。与此相比，2022 年 2 季度，中国经常账户盈余 5133 亿元，占 GDP 的

3 季度，中国经常账户占GDP比重预估在2%-2.5%左右。

1.8%。按人民币不变价计，2 季度，货物和服务净出口对 GDP 增长的贡献为 1.0 个百分点，与去年同期基本持平。

图表 63 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

五、外贸展望

预计2022年下半年中国对外贸易将呈现实际低迷、价格高涨的局面，名义增速有望保持在6%-8%左右，但需警惕2023年出口增速超预期下滑风险。

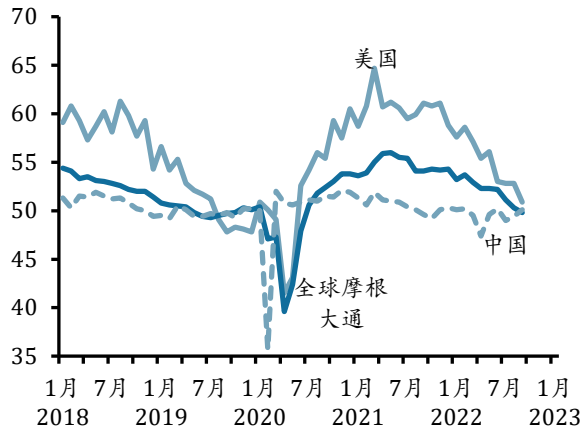
总体上，预计 2022 年下半年中国对外贸易将呈现实际低迷、价格高涨的局面，名义增速有望保持在 6%-8%左右，但需警惕 2023 年出口增速超预期下滑风险。

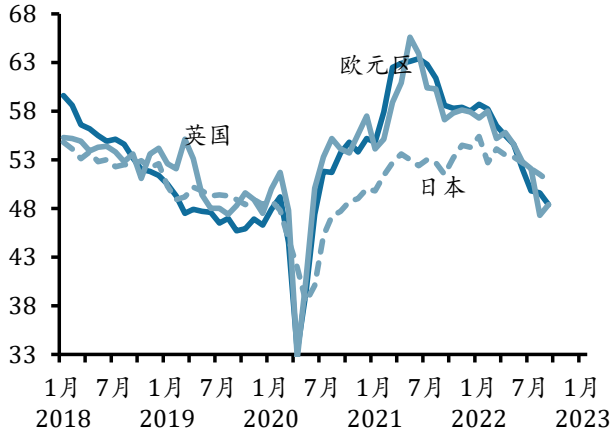
从外需看，2022 年全球实际需求回落压力加大，但通胀攀升导致名义增速并不低，而 2023 年在实际需求低迷叠加通胀回落下，全球货物贸易增速面临更大下行风险。WTO 10 月报告预测 2022 年全球出口量增速为 3.5%，较 4 月预测值微升 0.5 个百分点；但 2023 年预测值较 4 月大幅下降 2.4 个百分点，预计仅为 1%。由于全球通胀抬升，2022 年全球和新兴经济体名义出口增速预测值仍有望达到 10%-12%。但 2023 年美欧加息至高位后，其经济衰退风险大幅提升，同时地缘政治冲突也可能出现新的变数，全球实际需求萎缩，商品价格快速回落（价格支撑作用下降），进而可能带来全球和我国货物出口增速的超预期下滑。

从出口份额看，我国出口仍保持较强竞争力。根据 WTO 月度和年度出口数据，2022 年 1-6 月我国出口占全球总出口的比重较 2021 年进一步提升 0.3 个百分点，达到 15.4%的历史高位。下半

年，在高基数作用下，出口市场份额增速存在回落可能，但预计对我国出口增长拖累总体有限。**出口市场转换和角色调整是我国出口份额保持韧性的重要动力**，以欧洲代表的非美国市场需求和以东盟等新兴发展中经济体为代表的产业链合作需求正成为支撑我国出口市场份额的重要力量。

图表 64 全球及主要经济体制造业 PMI





图表 65 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）		
	2022Q1	2022Q2	2022M7-8	2019	2020	2021
出口	15.6	12.8	12.3	0.5	3.6	29.9
进口	10.9	2.4	1.1	-2.8	-1.1	30.1
出口额	8190	9093	6476	24984	25904	33635
进口额	6636	6849	4670	20769	20567	26868
货物贸易余额	1554	2245	1807	4215	5337	6767
2.地区出口						
	（美元同比/%）			（规模/亿美元）		
	2022Q1	2022Q2	2022M7-8	2022Q1	2022Q2	2022M7-8
出口	15.6	12.8	12.3	5882	6355	3721
美国	16.5	15	3.4	1389	1539	1048
欧盟	23.1	15.2	16.9	1358	1416	1047
中国香港	-6.1	-10.5	-20.3	688	748	457
日本	8.2	0.9	13.2	419	417	309
东盟	12.2	20.7	29.3	1180	1456	1026
俄罗斯	25.9	-17.4	24.5	164	131	148
3.贸易方式						
	（美元同比/%）			（规模/亿美元）		
	2022Q1	2022Q2	2022M7-8	2022Q1	2022Q2	2022M7-8
一般贸易出口	20.2	19.7	18.3	5145	5986	4187
加工贸易出口	6.3	3.1	4	1969	1971	1380
其他贸易出口	13.2	-0.3	0.9	1094	1175	913
一般贸易进口	13.4	4.2	2.9	4188	4406	2993
加工贸易进口	6.7	0	-6.9	1164	1148	781
其他贸易进口	6.6	-1.4	2.9	1223	1300	899