

目录

中国外部经济环境总览 I

2023 年第 4 季度，中国外部经济综合 CEEM-PMI 指数季度低于荣枯线，全球经济增长放缓，分化趋势加剧。美国经济增速放缓，预计显著低于 3 季度，但仍可能继续高于潜在增速水平，增长动能仍然强劲。欧元区综合 PMI 继续在低位徘徊，制造业 PMI 连续 18 个月位于荣枯线以下，服务业 PMI 也连续两个季度处于收缩区间。2023 年 4 季度大宗商品价格基本持平，油价波动下行，金属价格分化。4 季度，美联储和欧央行均暂缓加息，美元退出升值通道、转为贬值，其他主要经济体货币较美元升值，全球股市表现较好，发达经济体股市普遍上涨。2023 年全球经济在复苏的道路上坎坷前行，世界经济增速分化明显，需要重点关注以下风险：全球经济前景黯淡，地区分化严重；全球通胀粘性超预期的风险；全球房地产部门风险积压，长期增速放缓加重金融压力；全球贸易碎片化风险加剧。

中国外部经济环境专题

美国经济：增长减速，动能仍强 1

2023 年 4 季度，美国经济增速放缓，预计显著低于 3 季度，但仍可能继续高于潜在增速水平。从增长动能来看，消费依然是美国经济增长的最主要动能。美联储在 12 月议息会议继续暂停加息，并首次提及降息讨论，本轮加息周期大概率已结束。展望 2024 年，美国经济韧性仍然较强，经济可能在略低于潜在增速的水平运行，但经济超预期强劲或经济“硬着陆”的可能性也依然存在。2024 年，美联储货币政策转向降息是重点关注事件，关于降息的时点与节奏将取决于具体的经济数据。

欧洲：复苏进程堪忧 9

2023 年第 4 季度，欧元区综合 PMI 继续在低位徘徊，制造业 PMI 连续 18 个月位于荣枯线以下，服务业 PMI 也连续两个季度处于收缩区间。受区内通胀水平回落的影响，区内消费者和投资者信心边际回暖，但在高利率环境下，居民消费支出和企业投资整体仍较为低迷。同时，随着各国政府能源补贴政策退出，以及红海危机等地缘政治风险的上升，欧元区通胀在年底又有所抬头，致使欧洲央行逆转加息周期的可能性显著下降。这意味着紧缩性货币政策在 2024 年大部分时间内还将对欧元区的生产、投资和消费形成抑制。就目前状况来看，欧元区 2024 年全年经济增长疲软的概率较高，第 1 季度经济或能勉强实现温和正增长，GDP 环比增长率约在 0.1% 左右。

日本：不温不火，仍需增强 17

进入第 4 季度，日本经济依然表现的不温不火，整体表现稳定的背后，日本民众收入和消费需求疲软是最大隐忧。第 4 季度，日本制造业 PMI 和服务业 PMI 都呈现下滑态势，其中制造业 PMI 继续低于荣枯线。服务业 PMI 虽然高于荣枯线，但三个月的平均值已经低于前三个季度的水平。日本的投资和就业状况相对稳定，私人部门的机械订单需求同比正增长，失业率保持稳定。但是，日本民众的收入状况依旧不理想，名义增速极低，考虑到物价因素后，实际增速继续为负。低收入导致了低消费。这给岸田政府带来极大压力。第 4 季度，日本金融市场整体平稳，日元出现阶段性升值特征，更多地是因为“美元因素”，股市表现坚挺，与全球市场基本同步。在美国 10 年期国债收益率走势出现回落的背景下，日本 10 年期国债收益率也出现了冲高回落走势。

东盟韩国：触底回升 26

作为 2023 年最后一季的季度报告，本报告对 2023 年全年东盟六国和韩国的经济增长进行了回顾。2023 年，预计东盟六国中除泰国外的五国经济体增长较上年有所放缓。2023 年，全球通货膨胀下降，区内通胀压力也有所缓解，但是部分国家呈现价格粘性。区内货币对美元总体呈现贬值态势，经常账户出现分化。展望 2024 年，鉴于东盟六国和韩国在 2023 年下半年经济景气程度触底回暖，2024 年的经济预计继续回升。在全球需求回暖、通胀水平下行、国际旅游业复苏和区域内贸易协定的带动下，2024 年区内经济体有望延续经济回升态势；但是也要警惕美国货币政策不确定性等潜在风险。

金砖国家：经济增长与货币政策分化，通胀压力仍大 32

三季度，金砖四国经济增长分化加大，印度经济继续稳健增长，巴西经济缓慢复苏，南非陷入负增长，俄罗斯经济延续短期韧性。对外贸易方面，金砖国家贸易增速普遍回升。中国与金砖国家贸易增速有所上升，占中国对外贸易总额比重略有下降，但仍处于历史高位。通胀方面，金砖国家通胀有所分化，俄罗斯通胀重新大幅上升，预期通胀压力较大，巴西与南非通胀波动上升，印度通胀小幅下降。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，巴西央行继续小幅降息，俄罗斯央行继续大幅加息。金砖四国汇率与资本市场总体稳定。

全球金融市场：美元贬值、股市上涨 39

2023 年 4 季度，美联储和欧央行均暂缓加息。美元退出升值通道、转为贬值，其他主要经济体货币较美元升值。全球股市表现较好，发达经济体股市普遍上涨，MSCI 发达经济体股票市场上涨 9.5%。标普 500 上涨 11.24%。主要新兴经济体中，印度、巴西股市均有较佳表现，上证综指下跌。主要央行均按兵不动，货币市场利率波动不大。俄罗斯央行加息 300bp。因暂停加息、货币条件边际宽松、衰退预期升温以及通胀回落等因素，主要经济体十年期国债收益率普遍下行。此外，4 季度，大宗商品价格大幅下跌，黄金价格大涨。在“软着陆”预期下，当前全球金融市场整体表现平稳，需要警惕“软着陆”落空的风险。此外，也需要关注此轮高利率下的房地产风险传染。

大宗商品市场：品类分化，波动上升 51

2023 年 4 季度大宗商品价格基本持平，品种之间出现分化。由于需求疲弱、美国供给超预期，油价波动下行。金属价格分化：铜和铁矿石因中国经济政策预期、美元加息周期结束前景以及补库存因素而出现上涨。铝价受西方市场需求不振和供给端扰动的影响出现宽幅波动。国际农产品价格较上一季度下跌，天气因素影响减弱，主产国产量增长和饲料需求不足带动价格下行。

外贸专题：低基数下进、出口增速回升 63

2023 年 4 季度，在低基数作用下，中国进、出口增速明显好转。其中，出口（美元）同比下降 1.4%，降幅较上季度收窄 8.5 个百分点；进口同比增长 0.7%，增速较上季度提高 9.2 个百分点；货物贸易顺差总额为 1995 亿美元，同比下降 170 亿美元。10-11 月，服务贸易逆差为 377 亿美元，同比提高 202 亿美元，4 季度经常账户顺差占 GDP 比重预估在 1.2% 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 2024 年中国出口将呈现小幅正增长，外需仍然是制约全球和我国贸易增长前景的主要因素。

图表目录

图表 1 中国外部经济综合 CEEM – PMI	2
图表 2 CEEM 大宗商品价格指数	7
图表 3 美国制造业和非制造业 PMI (ISM)	2
图表 4 美国个人收入与消费支出	3
图表 5 美国新屋开工和企业库存周期	4
图表 6 美国对外贸易	4
图表 7 美国劳动力市场	5
图表 8 美国通货膨胀	6
图表 9 美国经济运行状况：高频数据	8
图表 10 PMI 低位徘徊	10
图表 11 通胀水平再度回升	12
图表 12 整体失业率稳定，青年失业率抬头	12
图表 13 消费者信心回暖	13
图表 14 企业投资低迷	14
图表 15 对外贸易顺差扩大	14
图表 16 制造业 PMI、服务业 PMI 显著向下	18
图表 17 消费实际同比增速跌幅收敛，机械订单金额同比增速至 0%	20
图表 18 2023 年第 4 季度日本进出口情况相对稳定	21
图表 19 CPI 和 PPI 同比增速回落	23
图表 20 股市和日元兑美元汇率处于高位强势	24
图表 21 10 年期国债利率在相对高位有所回落	24
图表 22 亚太主要国家国别和加总经济增长率	27
图表 23 区内经济体通货膨胀水平下行	28
图表 24 区内货币在 2023 年总体贬值	29
图表 25 区内经济体经常账户调整	30
图表 26 中国与金砖国家贸易情况	37
图表 27 金砖国家数据概览	38
图表 28 全球金融市场主要指标变动	40
图表 29 全球金融市场风险状况图	41
图表 30 主要发达和新兴经济体季度汇率波动幅度（2023 年 4 季度）	42
图表 31 主要发达和新兴经济体季度平均汇率走势一览	43
图表 32 全球主要发达与新兴经济体股市季度涨跌幅（2023 年 4 季度）	44
图表 33 全球主要发达与新兴经济体股市季内波动（2023 年 4 季度）	44
图表 34 全球主要发达与新兴经济体货币市场走势一览	45
图表 35 全球主要发达与新兴经济体长期国债市场走势一览	46
图表 36 银行代客收付款分项结构	48
图表 37 4 季度 CEEM 大宗商品指数基本持平	52
图表 38 4 季度大宗商品之间出现分化	52
图表 39 4 季度全球油价震荡回落	52
图表 40 OPEC 产量反弹，部分小国增产换收入	52
图表 41 中国原油总进口增速边际回落	54
图表 42 美国原油净进口新低，出口强劲	54

图表 43 欧美炼油厂开工率回落	55
图表 44 美国商业原油库存缩减，但好于预期	55
图表 45 LME 铜铝价格出现分化	55
图表 46 全球铜库存仍处相对低位	55
图表 47 国际铁矿石价格震荡回升	55
图表 48 国内农产品现货普跌	59
图表 49 CBOT 农产品价格整体下跌	59
图表 50 预估 4 季度全球贸易同比增速将有所好转	64
图表 51 中国出口增速的地区和产品分布	65
图表 52 预估 4 季度外需仍然低迷	66
图表 53 预估 4 季度中国出口产品市场份额回升	67
图表 54 中国进口增速的贸易方式和产品分布	69
图表 55 中国货物贸易顺差及服务贸易逆差	70
图表 56 全球及主要经济体制造业 PMI	71
图表 57 中国外贸数据概览	72

2023 年第 4 季度中国外部经济环境总览

——2023 年冬季全球宏观经济运行与分析

4 季度，中国外部经济综合 CEEM-PMI 指数季度低于荣枯线。美国经济增长减速，欧洲经济复苏进程堪忧，日本经济不温不火、仍需增强。印度经济继续稳健增长，巴西经济缓慢复苏，南非陷入负增长，俄罗斯经济延续短期韧性。东盟六国和韩国在 2023 年下半年经济景气程度触底回调，东盟六国中除泰国外的五国经济体增长较上年有所放缓。

4 季度，美国经济增速放缓，预计显著低于 3 季度，但仍可能继续高于潜在增速水平，增长动能仍然强劲。美国制造业 PMI 持续萎缩，非制造业 PMI 继续扩张，个人收入与支出增速稳中趋降。美国金融市场情绪乐观，美债收益率曲线倒挂幅度收窄，美元指数深度下跌，美股全面大幅反弹。美联储在 12 月议息会议继续暂停加息，本轮加息周期大概率已结束。

4 季度，欧元区综合 PMI 继续在低位徘徊，制造业 PMI 连续 18 个月位于荣枯线以下，服务业 PMI 也连续两个季度处于收缩区间。受区内通胀水平回落的影响，区内消费者和投资者信心边际回暖，但在高利率环境下，居民消费支出和企业投资整体仍较为低迷。同时，随着各国政府能源补贴政策退出，以及红海危机等地缘政治风险的上升，欧元区通胀在年底又有所抬头，致使欧洲央行逆转加息周期的可能性显著下降。

4 季度，2023 年 4 季度大宗商品价格基本持平，品种之间出现分化。由于需求疲弱、美国供给超预期，油价波动下行。金属价格分化：铜和铁矿石因中国经济政策预期、美元加息周期结束前景以及补库存因素而出现上涨。铝价受西方市场需求不振和供给端扰动的影响出现宽幅波动。国际农产品价格较上一季度下跌，天气因素影响减弱，主产国产量增长和饲料需求不足带动价格下行。

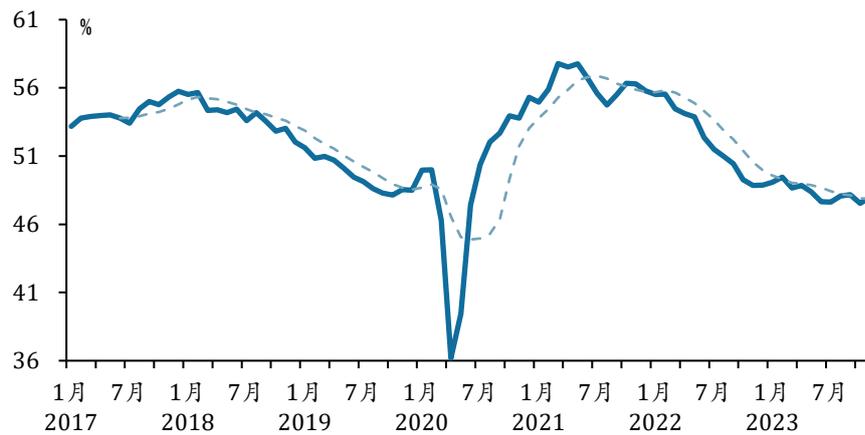
4 季度，美联储和欧央行均暂缓加息。美元退出升值通道、转为贬值，其他主要经济体货币较美元升值。全球股市表现较好，发达经济体股市普遍上涨，MSCI 发达经济体股票市场上涨 9.5%。标普 500 上涨 11.24%。主要新兴经济体中，印度、巴西股市均有较好表现，上证综指下跌。主要央行均按兵不动，货币市场利率波动不大。

2023 年全球经济在复苏的道路上坎坷前行。世界经济增速分化明显，在低基数作用下，中国进、出口增速明显好转。预计 2024 年中国出口将呈现小幅正增长，外需仍然是制约全球和我国贸易增长前景的主要因素。

一、 全球经济增长持续放缓

2023 年 4 季度，中国外部经济综合 CEEM-PMI 指数¹继续低于荣枯线。美国经济强劲增长，欧洲经济停滞风险上升，日本经济恢复力度边际衰减。印度经济延续稳健增长，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。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。

图表 1 中国外部经济综合 CEEM-PMI



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

美国制造业 PMI 持续萎缩，非制造业 PMI 继续扩张。10-12 月美国制造业 ISM 编撰的 PMI 分别为 46.7、46.7 和 47.4，连续 14 个月处于 50 荣枯线以下，且低于 3 季度的均值 47.7；非制造业 PMI 分别为 51.8、52.7 和 50.6，连续 12 个月处于 50 荣枯线之上，但低于 3 季度的均值 53.6。美国制造业 PMI，创下互联网泡沫危机以来、最近二十年最长萎缩周期。美国非制造业 PMI 持续处于扩张区间，支撑美国经济增长。

美国个人收入与支出增速稳中趋降。10 月至 11 月美国个人收入同比增速分别为 4.3% 和 4.6%，美国个人消费支出同比增速分别为 5.0% 和 5.4%，个人收入与消费支出的增速稳中趋降。收入增速已接近疫情前水平，支出增速仍高于疫情前水平。10 月至 11 月，美国零售销售额分别环比增长-0.2% 和 0.3%，核心零售销售额分别环比增长 0.0% 和 0.2%，皆低于 3 季度水平。2023 年 12 月，美国失业率环比持平在 3.7%，劳动参与

¹ 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。

率环比下降 0.3 个百分点至 62.5%。。整体来看，美国劳动力市场依然紧张，但紧张程度有所放缓，且非农数据可能“夸大”了美国劳动力市场的强劲程度。

美国金融市场情绪乐观。美债收益率曲线倒挂幅度收窄。2023 年美国 10 年期和 2 年期美债收益率倒挂程度最大时超过 100 个 bp，创下近四十年来最大值。截至 2023 年底，美国 10 年期和 2 年期美债收益率倒挂幅度收窄至 40 个 bp 左右。2023 年 4 季度，美元指数下跌了 4.5%，从 106.2 下跌至 101.4，4 季度，美元指数下跌主要源于市场对美联储降息的预期。由于经济基本面比较强劲，同时美联储停止加息、降息预期渐浓，4 季度，美股全面大幅反弹。道琼斯工业指数、标准普尔 500 指数、纳斯达克指数分别上涨 12.5%、11.2%和 13.6%。美联储 12 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 9 月会议后的市场主流预期。

欧洲 PMI 持续低于荣枯线。综合 PMI 继续在低位徘徊，季度均值为 47.2，较第三季度 47.5 的季度均值进一步下行，表明该地区整体经济活动仍处于萎缩状态。制造业 PMI 连续 18 个月位于荣枯线以下，均值为 43.9，虽然好于上一季度的 43.2，但仍处于较低水平，服务业 PMI 均值为 48.4，较第三季度的 49.2 进一步下滑，连续两个季度处于收缩区间。

欧元区通胀水平再度回升。2023 年 12 月份欧元区消费者调和价格指数（HICP）同比增长 2.9%，较 11 月的 2.4%上升了 0.5 个百分点，是连续七个月下降后的首次回升。各国政府能源补贴措施的逐步退出被认为是此次通胀回升的主要推动力。食品、酒精和烟草价格上涨幅度最大，同比上行了 6.1%，但与 11 月 6.9%的增速相比有所放缓。其次是服务价格，同比增长 4.0%，与前一个月持平。12 月能源价格同比下降 6.7%，与 11 月的-11.5%相比，能源价格放缓速度显著下降。剔除了波动较大的食品和能源价格后，欧元区核心 HICP 同比增速仍处于下行通道，12 月录得 3.4%，低于 11 月的 3.6%，达到 21 个月来的最低水平。

欧元区整体失业率稳定，青年失业率抬头。2023 年 10 月欧元区 20 国经季节性调整后的失业率为 6.5%，连续第三个月保持在该水平，较 2022 年同期下降了 0.1 个百分点。2023 年 10 月欧元区 20 国青年失业率为 14.9%，较前一个月 14.6%上升了 0.3 个百分点，连续第三个月上行。10 月欧元区青年失业人数为 238 万，比前一个月增加了 4.4 万人，较 2022 年同期增加了 13.2 万人。

欧元区消费者信心回暖，企业投资处于低位。2023 年 4 季度欧元区消费者信心小幅回暖，由 10 月的-17.8 逐月回升至 12 月的-15.1，与 7 月持平，为年内最高水平，高于此前市场预期的-16.1。尽管欧元区消费者信心正在边际回暖，但改善力度较弱，欧元区居民消费增长或仍将承受一定压力。2023 年 3 季度，欧元区固定资产投资同比下降 0.7%，环比则与前一季度持平。

欧洲央行对降息持审慎态度。2023 年 12 月 14 日，欧洲中央银行召开货币政策会议，决定把主要再融资利率、边际借贷利率和存款机制利率分别维持在 4.50%、4.75% 和 4.00%。欧洲央行当天还公布了欧元区通胀率和经济增长最新预测，预计欧元区 2023 年、2024 年和 2025 年通胀率分别为 5.4%、2.7%和 2.1%。鉴于欧元区前景趋弱，欧洲央行将今年的经济增长预测从 0.7%下调至 0.6%，将明年的增长预测从 1%下调至 0.8%。

日本经济继续恢复，整体依然保持不温不火状态，但力度显得较弱。10 月和 11 月，日本制造业 PMI 分别为 48.7 和 48.3，继续低于荣枯线，两个月的均值为 48.5，重心继续下移。前三个季度日本制造业 PMI 分别为 48.6、50.1 和 49.2，第 4 季度均值低于第三季度和第二季度水平。日本服务业同样表现出边际转弱的态势。10 月到 12 月，日本服务业 PMI 分别为 51.6、50.8 和 52.0，虽然继续位于荣枯线之上，但较前三个季度而言已经显出弱势。从制造业 PMI 和服务业 PMI 的走势来看，2023 年日本经济在四个季度中呈现出相对低开、阶段走高、中幅回落以及显著下跌四个阶段。

日本消费继续较弱。2023 年日本消费整体表现萎靡。4 季度，日本消费金额的实际同比增速依然为负，为-2.5%。这一跌幅较第三季度-3.4%的增速有所好转，但依然难言乐观。10 月消费的实际同比增速有所回升，主要在于日本的通胀同比增速开始出现一定回落。10 月份日本家庭在食品方面的消费名义增速达到 3.8%，但是实际增速则为-4.4%，食品价格上涨对日本百姓生活日常生活的影响十分显著。其他一些项目也出现同样负增长的情况。主要包含“礼金”、“交际费”等的“其他消费支出”项目金额同比减少，体现出日本民众进行支出时更加务实，也从侧面反映出对生活条件的担忧。

日本货币政策维持不变。2023 年 12 月 7 日，日本银行行长植田和男在日本国会做了《货币及金融调节相关的报告》，认为日本经济目前正处在稳步恢复的过程中，尽管私人部门消费依然面对压力，但投资、出口显著好转。此外，日本的通胀问题目前也得到较为有效的治理，预计 2024 年和 2025 年，日本的通胀水平将向 2.0%的水平缓缓

靠近。在 2023 年 12 月 18 日和 19 日召开的日本央行金融政策会议的决定中，并没有对此前日本银行的货币金融政策进行改变。

日本股市和汇市相对强势。4 季度，日经 225 指数显著上涨。9 月最后一个交易日，日经 225 收盘于 31857.62 点，12 月最后一个交易，收于 33464.17 点，涨幅为 5.04%。日经 225 的强势与全球市场走势基本一致。加之日本货币政策没有根本性的调整，所以日本股市依旧惯性上涨。日元兑美元汇率在 4 季度呈现出明显的上升，主要是美国国债收益率下跌，美元弱势所致。此外，市场对日本银行货币政策转变的预期，也是日元走强的部分原因。但相较于其他货币而言，日元仍处于相对弱势。

东盟六国中除泰国外的五国增长较上年有所放缓，泰国的经济增长与上年基本持平。除泰国外五国经济在 2022 年的增速较高，而 2023 年部分因为基期效应，部分因为宏观经济政策的收紧，导致增速下降；其次，外部需求疲软——尤其是美欧等发达经济体增长放缓对区域内大多数国家的出口产生不利影响。泰国通货膨胀压力下行和家庭收入提高，对私人消费和企业投资形成较好支撑，提升其增长预期，同时旅游业与制造业均有所恢复。

东盟区内通货膨胀有所缓解。2023 年，全球通货膨胀水平下行，亚太地区通胀压力也有所缓解。预计 2023 年区内所有经济体的通胀水平低于世界平均水平（6.4%）；比较 2023 年和 2002 年的通胀水平，除越南和菲律宾外，区内其他国家通胀水平均有所下降，泰国的下降幅度最大，超过世界平均下降幅度。区内国家通货膨胀水平下行主要是大宗商品价格下降和货币政策收紧造成国内需求放缓共同作用的结果。

东盟区内货币本季对美元总体贬值，经常账户出现分化。贬值时间始于第 2 季度，并一直延续至第 3 季度。进入第 4 季度美元指数震荡下行，区内货币整体趋稳回调。尽管如此，仍需对区内各国，尤其是面临贬值压力更大、基本面不佳的经济体的金融稳定性予以更多关注。经常账户恶化的国家有印度尼西亚、新加坡、韩国和马来西亚，多是能源和大宗商品出口国；经常账户改善国有泰国、菲律宾和越南，三个国家经常账户余额占 GDP 的比率分别上升 2.8%、1.5%和 0.5%。

金砖国家经济增长分化增大，俄罗斯经济短期韧性明显。2023 年 3 季度，俄罗斯经济同比增速为 5.5%，短期较快复苏，与 2022 年三季度两年平均增速为 1%，仍大幅低于潜在增速。2023 年 10、11、12 月，俄罗斯综合 PMI 分别为 53.6、52.4 和 55.7。制造业 PMI 分别为 53.6、52.2 和 56.2，服务业 PMI 分别为 53.8、53.8 和 54.6，显示俄罗

斯景气度较高。2023 年 10-11 月俄罗斯失业率进一步降至 2.9% 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。2022 年，66.8 万人离开俄罗斯。根据俄罗斯央行数据，2023 年 1-11 月，俄罗斯贸易顺差大幅下降至 1090 亿美元，远低于 2022 年同期的 2900 亿美元。俄罗斯经济虽然重回增长，但长期经济挑战仍大。国际货币基金组织 10 月最新报告预测，俄罗斯 2023 年经济增速为 2.2%，2024 年为 1.1%。

巴西经济继续缓慢复苏，主要源于净出口改善。2023 年 3 季度，巴西实际 GDP 同比增速为 2%，环比增长 0.1%，相对于 2019 年同期的四年平均同比增速为 2%，经济继续缓慢复苏。2023 年 10、11、12 月，巴西制造业 PMI 分别为 48.6、49.4 和 48.4，较 2 季度显著下降。服务业 PMI 分别为 51.0、51.2 和，较 2 季度有所增强。根据巴西国家地理与统计局的调查数据，2023 年 9-11 月，巴西失业率分别为 7.7%、7.6%、7.5%，小幅下降，已经恢复至 2015 年以来低点。2023 年 11 月、12 月，巴西央行再次降息两次，分别降息 50 个基点，将隔夜利率从 12.75% 降至 11.75%。降息可能加大通胀压力，值得进一步关注。

印度经济继续强劲增长，投资强劲为主要带动因素。2023 年 3 季度，印度实际 GDP 同比增速为 7.6%，环比增长 3.4%，前三季度同比增长 7.1%，增长较为强劲。其中私人消费同比增速为 3.1%，固定资产投资同比增速为 11.0%，投资强而消费偏弱，投资是当前印度经济增长的主要拉动项。2023 年 10、11、12 月印度失业率分别为 10.1%、9.2% 和 8.7%，较三季度明显上升。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 10、11、12 月，印度制造业 PMI 分别为 55.5、56.0、54.9，服务业 PMI 分别为 58.4、56.9、59.0，综合 PMI 分别为 58.4、57.4、58.5，均较 3 季度明显下降，但仍处于高景气区间。2023 年 9、10、11 月，印度 CPI 同比增长分别为 5.0%、4.9% 和 5.6%，较 6-8 月小幅下降，再次进入印度央行设定的 2%-6% 的通胀区间，但下降幅度缓慢，再次证实通胀粘性。

南非经济同比负增长，央行停止加息，通胀不确定性仍大。2023 年 3 季度，南非实际 GDP 同比增长 -0.7%，为 2021 年以来首次季度同比负增长。其中私人消费同比增速为 0.5%。投资同比增速分别为 -14.27%，投资增速大幅下滑，即使不考虑高基期因素，投资下滑依然显著，2023 年三季度实际投资仍大幅低于 2019 年同期水平。2023 年 9、10、11 月，南非 CPI 同比增速分别为 5.5%、6.1% 和 5.6%，较此前三个月有所上升。

图表 2 CEEM 大宗商品价格指数



大宗商品价格环比持平，但不同品种分化。2023 年 4 季度 CEEM 大宗商品价格季度均价环比基本持平，同比仍有 12.5% 的跌幅。由于需求乏力，且美国供给超预期增长，油价在上季度反弹后震荡回落。金属方面，铜价因供给收紧、中国经济政策预期和美元加息周期结束前景而上涨；铝价格因供需因素的轮动导致价格大幅波动；铁矿石价格在中国补库需求和宏观经济政策预期的推动下上涨。煤炭价格跌幅较大。国际国内农产品价格整体下行，国际市场供给充足叠加需求疲软共同拉低农产品价格。

二、 全球金融市场：美元贬值、股市上涨

美联储和欧央行均暂缓加息。4 季度，美元贬值，主要经济体长期利率下行，美元退出升值通道、转为贬值，其他主要经济体货币较美元升值。因暂停加息，货币条件边际宽松，主要经济体十年期国债收益率普遍下行、国债价格上涨。

美元流动性边际收紧，VIX 指数进一步下降。4 季度，尽管从长周期看美元流动性依然充足，但 TED 利差在 4 季度逐渐提升，12 月上升至 0.2% 以上。美联储的持续缩表体现在了美元流动性的边际收紧上。4 季度，美股继续上涨，美股波动性进一步下降。VIX 指数下降至约 10% 的历史较低水平。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。

美元贬值，其他主要经济体货币升值。4 季度，因美联储暂停加息，货币条件放松，美元季末较上季度贬值 4.5%，其他主要经济体货币多较上季末升值。发达经济体中，英镑、日元、欧元的季末升值幅度均在 4% 以上。澳元升值接近 6%。新兴经济体中，因美元贬值，主要新兴经济体货币兑美元升值。除俄罗斯卢布和泰铢外，其他新兴经

济体货币升值幅度不如发达经济体。但按照季度平均汇率，4 季度美元指数仍然保持着 1.2% 的小幅升值。除卢布外，其他货币的 4 季度平均汇率均较三季度小幅贬值。

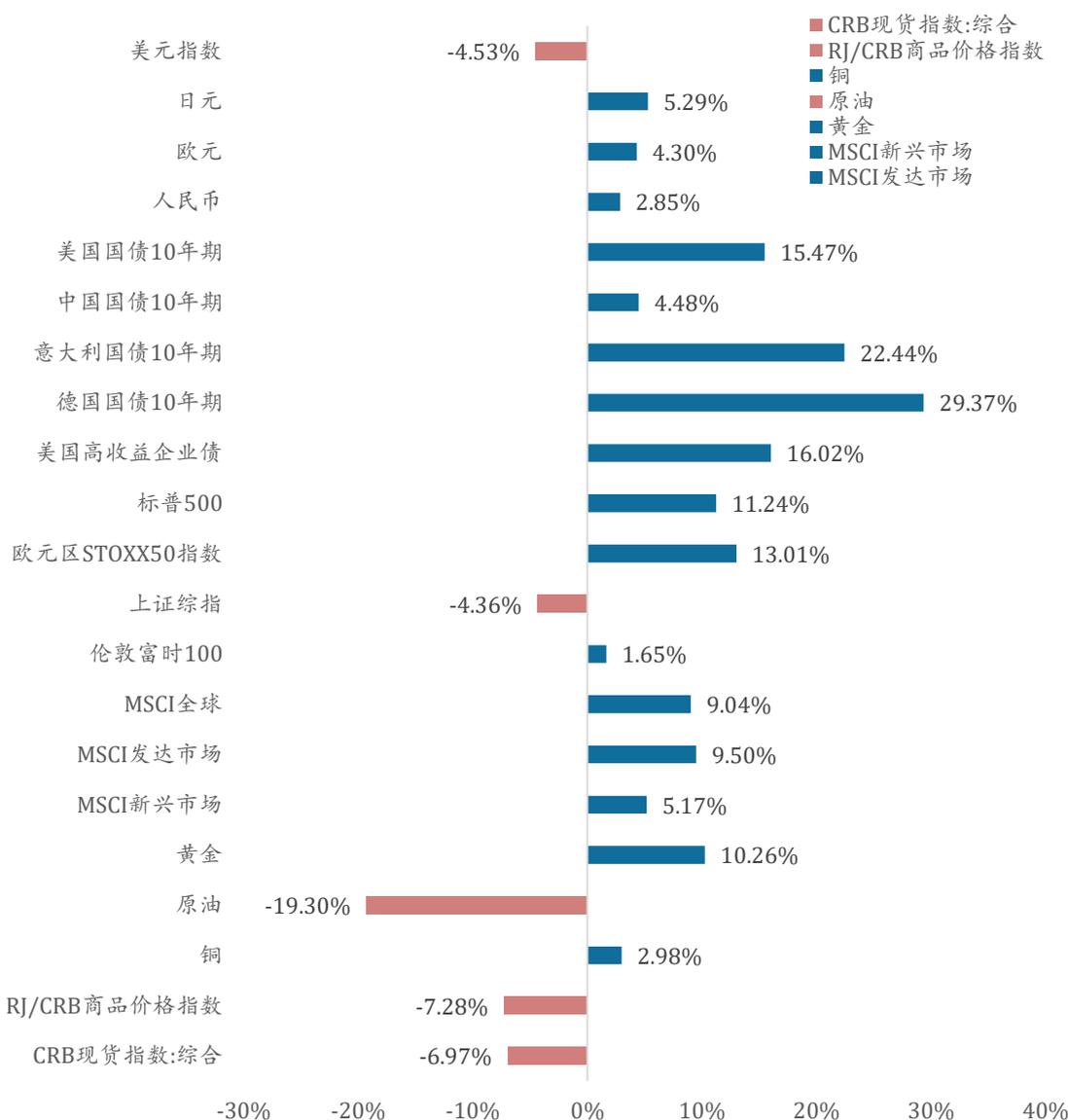
主要经济体股市上涨，上证综指下跌。在边际放松的货币环境下，主要经济体股市上涨。4 季度，标普 500 指数上涨 11.24%，季内波幅 16.17%。欧洲股市也悉数上涨。法国 CAC40 指数、德国 DAX 指数分别上涨 5.72%、8.87%；季内波幅达 11.8%、14.35%。发达经济体股市普遍上涨。新兴经济体中，巴西、俄罗斯、印度股市均大幅上涨，4 季度末较三季度末分别上涨 15.13%、7.53%、9.74%，季内波幅分别为 19.25%、17.48%、14.67%。上证综指较三季度下跌，季末跌幅为 4.36%。4 季度，上证综指季内最大跌幅达到 7.3%。

主要经济体货币政策均按兵不动，俄罗斯央行加息。4 季度，主要经济体央行均未调整政策利率，货币市场利率波动较小。美国联邦基金利率的季内波幅几乎为 0，欧元 Euribor 季内波幅为 6.5bp，日本 Tibor 波幅为 5.73bp。俄罗斯央行受制于通胀压力在本季度继续加息，累计加息 300bp，货币市场利率上升 338bp。印度保持 6.5% 的基准回购利率不变，同业拆借利率以 6.5% 为中枢季内波动 39bp。中国 4 季度也未调整政策利率，人民币 Shibor 波幅稍大、为 45.3bp。

主要经济体长期国债收益率普遍下行。受主要经济体暂停加息、发达经济体通胀回落，以及主要经济体经济衰退预期升温影响，4 季度主要经济体长期国债收益率均出现了不同程度的下行。发达经济体中，美国、欧元区、韩国长期国债收益率下行幅度较大。4 季度，美国 10 年期国债收益率季内下行 103bp，欧元区 10 年期公债收益率也下行 101bp、韩国 5 年期国债收益率下行 108bp。新兴经济体中，中国 10 年期国债收益率季内由高点下行 119bp，但在 4 季度末仍未向下突破 2.5%。

跨境收支总额、涉外收款、对外支出齐降。2023 年 4 季度前两个月，银行代客涉外收入、对外付款分别为 10229.46 亿美元和 10496.9 亿美元，跨境收支逆差为 197.5 亿美元。相比 2023 年 3 季度同期，涉外收入下降 3.1%、对外支出下降 6.2%。跨境收支逆差金额相比上季度同期下降了 64.6%。与去年同期相比，由于低基期效应，涉外收入、对外付款均上升 9.3%。跨境收支逆差金额相比去年同期扩大 9.2%，银行代客涉外收入与支出总额为 2.07 万亿美元，相比上一季度同期下降 4.7%，相比去年同期上升 9.3%。

图表 3 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 12 月 31 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。

三、 展望与对策

在地缘冲突加剧、通胀具有粘性、货币政策紧缩的情况下，尽管 2023 年全球经济表现出一定的韧性，但经济增长动能不足，经济前景黯淡。世界银行称，如果不进行重大调整，20 世纪 20 年代很可能成为错失机会的十年。2024 年全球经济依然面临各种不确定性，下行风险较大，需要重点关注以下四个方面的风险：

全球经济前景黯淡，地区分化严重。IMF在2023年10月的《世界经济展望》中预测，全球经济增速将从2022年的3.5%放缓至今年的3%和2024年的2.9%。世界银行在2024年1月的《全球经济展望》中预计，全球经济增速将从2023年的2.6%降至2024年的2.4%，这将是连续第三年增长放缓。如果2024年全球经济增速继续放缓，那么2020年至2024年这5年将成为冷战结束后全球经济快速增长时代发展最慢的5年。与此同时，地区增长分化正变得越来越严重。在发达经济体内部，美国经济增长维持强劲，欧元区经济表现疲弱。与发达经济相比，发展中经济体受到的打击更为严重，因为全球贸易低迷和金融状况收紧严重拖累了经济增长。世界银行预计发展中经济体2024年的增长率仅为3.9%，比之前十年的平均增长率低一个百分点以上；截至2024年年底，大约四分之一的发展中国家和大约40%的低收入国家的人口仍将比2019年新冠肺炎疫情爆发前夕更贫穷。

全球通胀粘性超预期的风险。2023年，主要经济体通胀总体下行，但未来下行进程可能并非一帆风顺，仍存在超预期粘性的风险。首先，地缘政治冲突、极端气候等供给冲击爆发概率仍大，可能扰乱全球供应链，推高通胀。近年来，全球地缘政治风险显著上升，乌克兰危机、巴以冲突、红海危机等地缘冲突频发，并存在升级风险，可能严重干扰全球产品生产与运输，推动通胀上升。其次，紧张的劳动力市场支撑了通胀。本轮全球通胀下行过程中，失业率并未明显上升，劳动力市场普遍紧张，对通胀形成支撑。美国、欧元区、日本等发达经济体失业率仍处于历史低位。2023年4季度，美国私人非农企业员工平均周薪增速出现上升，核心CPI下降速度明显减缓，凸显了劳动力市场紧张对通胀持续性的贡献。再次，部分经济体货币政策可能过快宽松甚至出现失误。美联储已经开始就降息与市场展开沟通，巴西在通胀仍高达5%的情况下已连续四次降息。2024年美国大选异常激烈已成定局，对经济下行的容忍度可能显著下降。如果央行过快宽松甚至出现失误，同时出现意外供给冲击，通胀下降进程将出现显著波折。

全球房地产部门风险积压，长期增速放缓加重金融压力。主要央行加息以来，主要房地产部门的风险逐渐显现。根据IMF的报告，自2022年底以来，全球实际房价一直在下跌。2023年第一季度，发达经济体的实际房价下跌了8.4%，而新兴市场的跌幅较小，约为2.4%。在浮动利率按揭贷款占比较高且房价高于疫情前平均水平的国家，其房价跌幅已达到两位数。此外，在高利率环境下，全球商业地产融资规模也出现断

崖式下跌。二是“软着陆”预期一旦落空将给全球金融市场带来巨大考验。此轮高利率环境下全球金融市场的平稳主要基于经济“软着陆”预期。当前地缘政治冲突事件频发，如果地缘政治风险带动通胀上升，主要经济体央行将再次不得已收紧货币条件，全球经济“软着陆”预期可能落空。金融市场将面临突如其来的预期切换和资产价格调整，高债务部门将承受巨大压力，并可能会触发负反馈循环、再次考验全球金融体系的抗风险能力。三是从长周期看，长期增长放缓、实际利率高企会进一步增加高债务部门的债务负担，同时拖累债权人的资产负债表状况，破坏债务可持续性、加剧金融风险累积。

全球贸易碎片化风险加剧。WTO 在 2023 年 10 月预测，2023 年全球贸易增速将下降至 0.8%。伴随着缓慢但稳定的 GDP 增长，叠加低基数效应，2024 年贸易增长应该会加快。尤其是随着通胀放缓和利率开始下降，对商业周期更敏感的行业应该会企稳并反弹。WTO 预计，2024 年全球贸易增速将反弹至 3.3%。然而，供应链碎片化的迹象开始出现，这可能会威胁到 2024 年相对积极的前景。例如，作为全球供应链活动指标的中间产品在世界贸易中的份额在 2023 年上半年降至 48.5%，而前三年的平均水平为 51.0%。WTO 声称，地缘政治、公共卫生、环境和经济中的“多重危机”已经开始影响贸易政策。一些国家越来越多地以“关切国家安全风险”为由对具有战略意义的商品和服务贸易出台禁令，2015-2022 年间，成员在货物贸易委员会提出的贸易关切数量增加了八倍。此外，初步迹象显示，全球贸易正沿着地缘政治方向重新调整，尤其是在乌克兰危机爆发后。在极端情形下，未来全球贸易可能分裂为两个或多个独立阵营。

全球经济不确定性增加和下行风险偏大，可能对我复苏基础不牢的经济产生超预期的冲击，我应加快动用政策工具，积极应对外部环境变化。具体可考虑以下三方面举措：

一是，强化宏观政策逆周期和跨周期调节。当前我经济运行面临的突出矛盾依然是有效需求不足，我 need 继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。首先，货币政策稳中偏松。由于 2022 年以来，主要经济体持续加息，导致我资本外流和汇率贬值压力较大，在一定程度上限制了我货币政策宽松的空间。2024 年，主要经济体降息将缓解我资本外流和汇率贬值压力，我货币政策宽松空间将进一步打开。因此，我应立足于国内经济运行的内在需求，货币政策稳中偏松，进一步降低企业和居民部门的融资成本。其次，我应实施更加积极的财政政策，适当提高

中央财政赤字率。同时，加强货币政策与财政政策的协调，尤其是注意货币政策应着力于进一步降低财政融资成本，以及为财政发债提供足够的流动性支持。

二是，提高人民币汇率弹性，在高水平开放中强化金融安全网。发挥汇率对国际收支的自动平衡器作用，提高人民币汇率弹性，发展人民币汇率衍生品市场。推动金融市场高水平制度型开放，吸引境外主权资金和长期资金流入，以增强纽带和联系保障我金融安全。推动国内市场规则、制度不断与国际接轨，提升信用评级、信息披露等关键微观制度质量。确保国内金融管理水平与高水平对外开放相匹配。强化金融安全网，以市场化、法治化的手段处置金融风险，完善央行最后贷款人的职能。加强跨境资本流动的宏观审慎管理，预防资本外逃、加强反洗钱工作。完善覆盖全市场的宏观审慎管理，以积极的行动和沟通增强市场信心，维护我资本市场稳定。加强与主要经济体金融管理部门协调配合，降低大型金融机构和企业破产对我金融市场的溢出和冲击。

三是，加强经济政策的国际协调，提升政策有效性。一方面，加强宏观审慎政策协调，化解全球金融风险。应提高在多边框架下开展债务处置的效率和国家覆盖范围，同时更为充分利用 SDR 增发契机，通过 SDR 再分配机制为有关债务国提供信用增级。完善货币互换、区域金融安全网等机制，提升应对金融风险的能力。另一方面，应加强不同经济体财政、货币、贸易、产业政策协调，减少核心国家货币政策收紧过程中对外围国家的负面溢出效应。同步货币政策紧缩会放大政策在国家间的溢出效应，同样幅度的通胀下降导致更大的产出损失。由于美国对全球金融周期影响巨大，美国适度减少紧缩程度可以为其他国家提供更大的紧缩空间。同时，通过国际协调降低贸易壁垒、促进跨国投资，提升全球供应链效率，从源头上降低通胀，大幅减少全球反通胀成本，促进经济增长。

美国经济：增长减速，动能仍强

2023 年 4 季度，美国经济增速放缓，预计显著低于 3 季度，但仍可能继续高于潜在增速水平。从增长动能来看，消费依然是美国经济增长的最主要动能。美联储在 12 月议息会议继续暂停加息，并首次提及降息讨论，本轮加息周期大概率已结束。展望 2024 年，美国经济韧性仍然较强，经济可能在略低于潜在增速的水平运行，但经济超预期强劲或经济“硬着陆”的可能性也依然存在。2024 年，美联储货币政策转向降息是重点关注事件，关于降息的时点与节奏将取决于具体的经济数据。

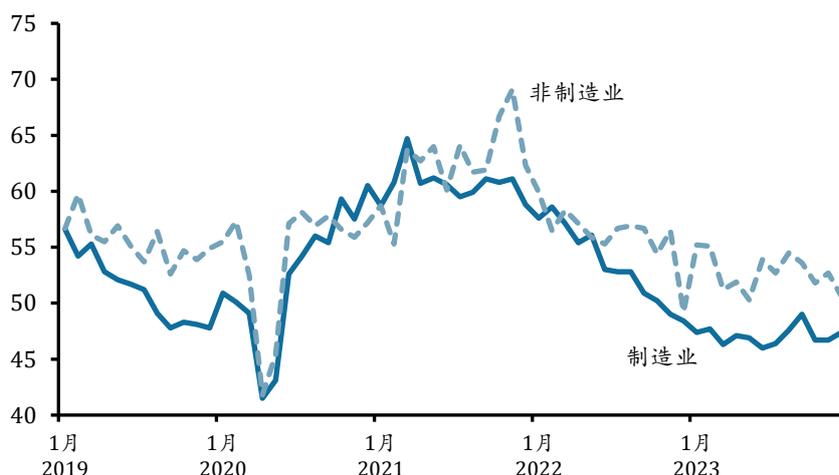
一、经济运行形势

4 季度美国经济增速放缓。

制造业 PMI 持续萎缩，非制造业 PMI 继续扩张。10-12 月美国制造业 ISM 编撰的 PMI 分别为 46.7、46.7 和 47.4，连续 14 个月处于 50 荣枯线以下，且低于 3 季度的均值 47.7；非制造业 PMI 分别为 51.8、52.7 和 50.6，连续 12 个月处于 50 荣枯线之上，但低于 3 季度的均值 53.6。

美国制造业 PMI，创下互联网泡沫危机以来、最近二十年最长萎缩周期。该指标在今年 6 月触及多年低点，此后逐步回暖，9 月达到近一年最佳，但 10 月起再度回落。美国非制造业 PMI 持续处于扩张区间，支撑美国经济增长。

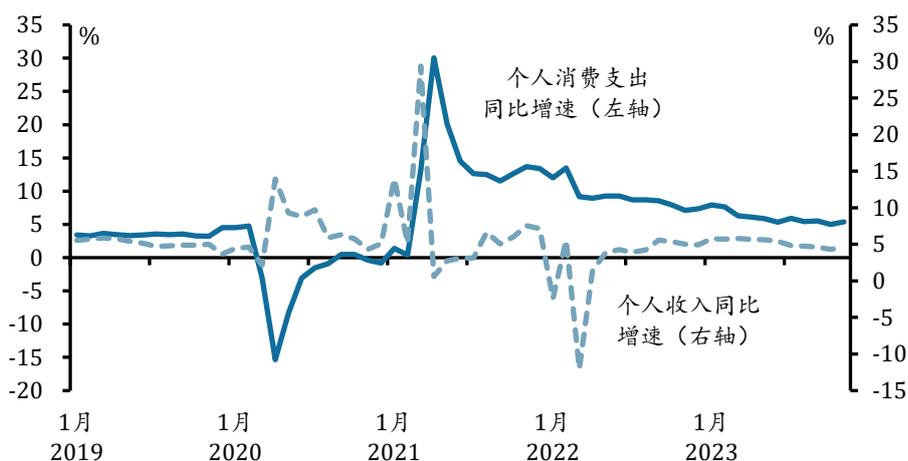
图表 3 美国制造业和非制造业 PMI (ISM)



个人收入与支出增速稳中趋降。10 月至 11 月美国个人收入同比增速分别为 4.3%和 4.6%，美国个人消费支出同比增速分别为 5.0%和 5.4%，个人收入与消费支出的增速稳中趋降。收入增速已接近疫情前水平，支出增速仍高于疫情前水平。

10 月至 12 月，美国轻型机动车总销量的折年数分别为 1550 万、1532 万和 1583 万辆，环比增长率分别为-1.1%、-1.2%和 3.3%。2023 年以来，美国汽车库存水平明显抬升，但仍显著低于疫情前水平。沃德估算 2023 年 11 月美国汽车库存为 26.5 万辆，高于 2022 年的月度均值为 11.7 万辆，低于 2019 年的月度均值 69.6 万辆。10 月至 11 月，美国零售销售额分别环比增长-0.2%和 0.3%，核心零售销售额分别环比增长 0.0%和 0.2%，皆低于 3 季度水平。

图表 4 美国个人收入与消费支出



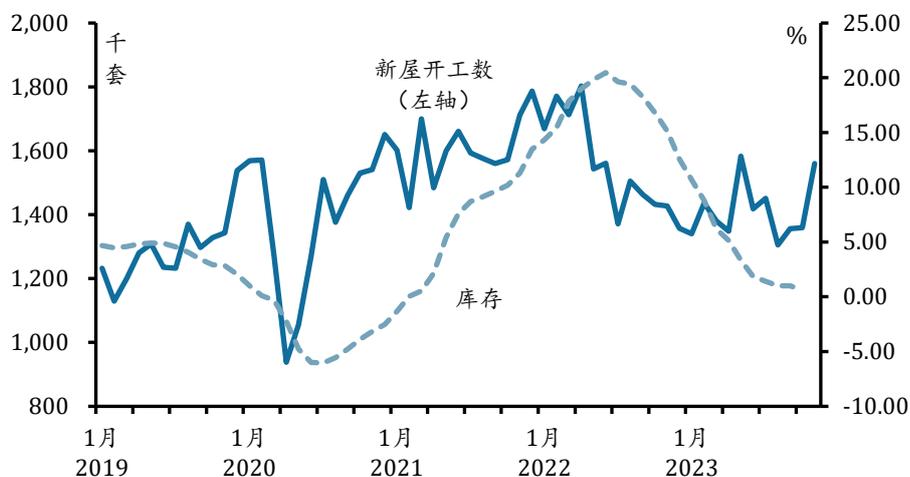
数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

房地产开工反弹，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。尤其是在二手房库存极其有限的情况下，新屋开工数明显企稳。2023年10月至11月，美国新屋开工数分别为135.9万和156万套，环比变化分别为0.2%和14.8%；新建住房销售折年数分别为67.2万和59万套，环比变化分别为-4.0%和-12.2%；成屋销售折年数分别为379万和382万套，环比变化分别为-4.1%和0.8%；成屋库存分别为115万和113万套，略高于2季度的均值111万套。美国住房销售下降，主要源于住房抵押贷款利率进一步上升。10月至11月，美国30年期固定抵押贷款利率的均值分别为7.6%和7.4%。展望未来，伴随着美联储开始降息，美国住房抵押贷款利率的下降，家庭购买能力将趋于上升。较低的成屋库存水平，意味着新屋开工数量有望继续增加。

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达到峰值18.5%，此后开始下降，步入去库存周期。2023年10月，美国库存总额同比增速已降至0.6%。从美国PMI的新订单指数

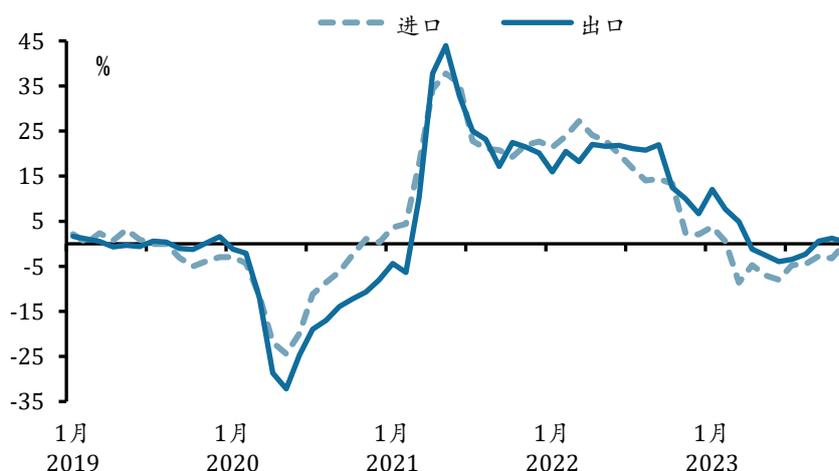
来看，该指数仍处于萎缩区间，且在 9 月触碰至近期高点后再次回落，暗示美国企业去库存短期或将继续。

图表 5 美国新屋开工和企业库存周期



贸易逆差低位扩大。2023 年 10 月，美国出口同比增速反弹至 1.2%，进口同比增速反弹至 -3.3%，贸易逆差扩大至 643 亿美元；11 月，美国出口同比增速回落至 0.4%，进口同比增速反弹至 0.1%，贸易逆差小幅收窄至 632 亿美元。整体来看，10 月至 11 月，美国贸易逆差高于 3 季度的月度均值 616 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 6 美国对外贸易

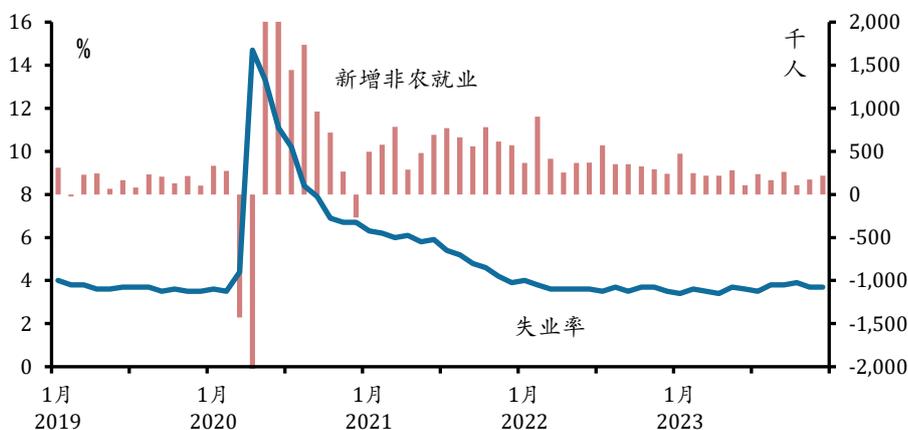


失业率维持在低位，劳动力市场基本面依然强劲。2023 年 11 月，美国失业率环比下降 0.2 个百分点至 3.7%，劳动参与率环比上升

0.1 个百分点至 62.8%。这表明美国失业率下降，主要源于劳动力需求旺盛。11 月，美国非农部门新增就业 17.3 万人，明显低于过去一年均值；私人非农企业的平均时薪环比上涨 0.4%，同比上涨 4.0%。11 月，美国职位空缺率环比持平在 5.3%，高于疫情前水平约 0.8 个百分点；离职率环比下降 0.1 个百分点至 2.2%，接近疫情前水平。

12 月，美国失业率环比持平在 3.7%，劳动参与率环比下降 0.3 个百分点至 62.5%，非农部门新增就业 21.6 万人；私人非农企业的平均时薪环比上涨 0.4%，同比上涨 4.1%。美国劳动参与率下降而失业率维持不变，这说明就业人数减少，但非农部门显示新增就业人数增加，美国劳工部公布的家庭调查与机构调查数据之间出现分歧，这可能由于两个原因：一是，不同口径下的调查误差所致；二是，全职就业人数下降，而非全职就业人数上升。12 月，全职就业人数减少 153.1 万人，非全职就业人数增加 76.2 万人。整体来看，美国劳动力市场依然紧张，但紧张程度有所放缓，且非农数据可能“夸大”了美国劳动力市场的强劲程度。

图表 7 美国劳动力市场



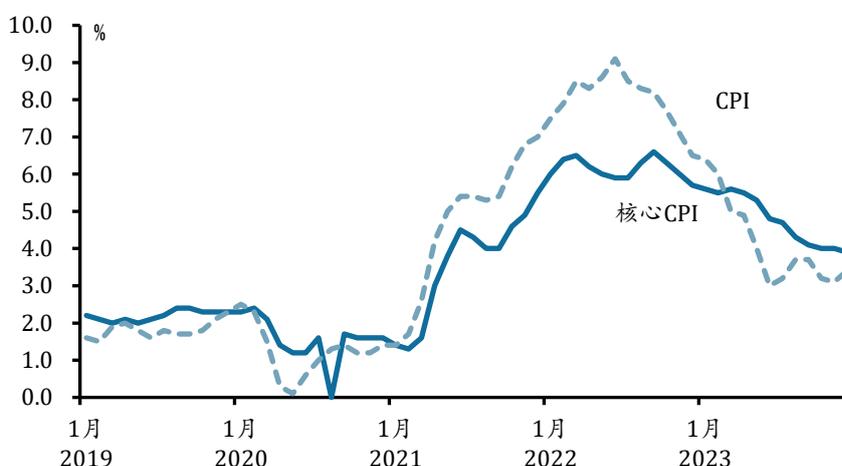
数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

整体通胀超预期反弹，核心通胀延续下降趋势。2023 年 10 月至 12 月，美国 CPI 同比增速分别下降至 3.2%、3.1%和 3.4%，环比增速分别为 0%、0.1%和 0.3%；核心 CPI 同比增速皆分别为 4.0%、4.0%和

3.9%，环比增速分别为 0.2%、0.3% 和 0.3%。11 月，PCE 同比增速为 2.6%，核心 PCE 同比增速为 3.2%。

12 月美国整体通胀超预期反弹，主要源于国际原油价格环比回升。从核心通胀的驱动因素来看，住房项环比增速加快，形成主要支撑，而二手车环比增速大幅回落，为主要拖累项。展望未来，整体通胀大概率将重回下行通道，主要有三个方面的原因：一是，住房通胀可能继续下行；二是，二手车价格或继续下行，带动商品通胀降温；三是，由于劳动力市场的供求关系趋于缓解，其它核心服务通胀或继续改善。

图表 8 美国通货膨胀



金融市场情绪乐观。

美债收益率曲线倒挂幅度收窄。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。2023 年美国 10 年期和 2 年期美债收益率倒挂程度最大时超过 100bp，创下近四十年来最大值。截至 2023 年底，美国 10 年期和 2 年期美债收益率倒挂幅度收窄至 40 个 bp 左右。

美元指数深度下跌。2023 年 4 季度，美元指数下跌了 4.5%，从 106.2 下跌至 101.4。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。4 季度，美元指数下跌主要源于市场对美联储降息的预期。

美股全面大幅反弹。2023 年上半年，美股超预期反弹；3 季度，美股明显回调。由于经济基本面比较强劲，同时美联储停止加息、降息预期渐浓，4 季度，美股全面大幅反弹。道琼斯工业指数、标准普尔 500 指数、纳斯达克指数分别上涨 12.5%、11.2%和 13.6%。

二、宏观政策分析

美联储认为通胀与就业风险已取得平衡。

美联储在 12 月议息会议继续暂停加息，本轮加息周期大概率已结束。美联储 12 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 9 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。此外，尽管美联储仍声称保留加息选项，但首次提及“降息”讨论。点阵图显示，2024 年政策利率预测中值为 4.5%-4.75%，对应累计降息 75bp；2025 年利率预测中值在 3.5%-3.75%，对应年内累计降息 100bp。

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 增速至 2.6%，小幅下修 2024 年实际 GDP 增速至 1.4%；维持 2023-2024 年失业率不变，预测 2023 年和 2024 年失业率分别为 3.8%和 4.1%；大幅下修 2023 年 PCE 和核心 PCE 分别至 2.8%和 3.2%，小幅下修 2024 年 PCE 和核心 PCE 分别至 2.4%和 2.4%。

三、美国经济形势小结与展望

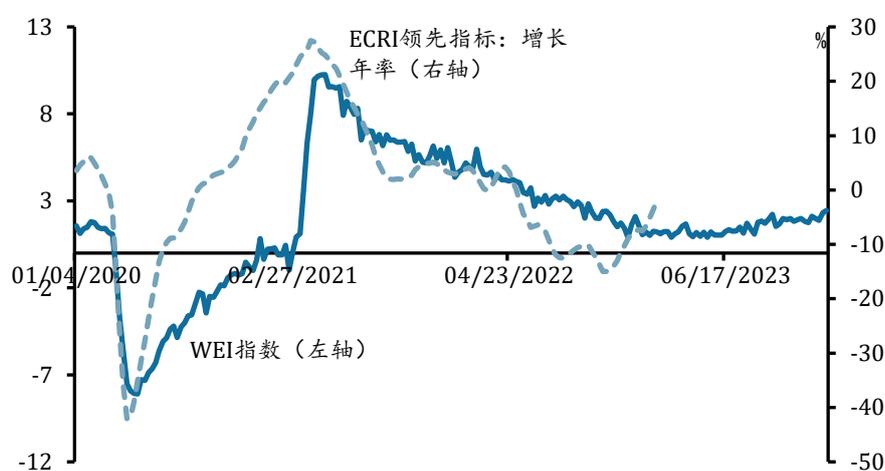
美国经济表现出较强韧性。

根据美国亚特兰大联储 GDPNow model 在 1 月 10 日的估计，预计美国 4 季度 GDP 环比折年率为 2.2%。其中，消费依然是经济增长的最主要动能，增长率高达 2.6%。关于 2023 年全年美国 GDP 增速，IMF、世行和 OECD 的预测值分别为 2.1%、1.1%和 2.4%，美联储预测的是 2.6%。尽管与 3 季度相比，美国经济增速显著下滑，但仍然很可能高于其长期趋势水平，经济增长强劲。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 4 季度，WEI 趋势平稳向上。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 9 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：复苏进程堪忧

2023 年第 4 季度，欧元区综合 PMI 继续在低位徘徊，制造业 PMI 连续 18 个月位于荣枯线以下，服务业 PMI 也连续两个季度处于收缩区间。受区内通胀水平回落的影响，区内消费者和投资者信心边际回暖，但在高利率环境下，居民消费支出和企业投资整体仍较为低迷。同时，随着各国政府能源补贴政策退出，以及红海危机等地缘政治风险的上升，欧元区通胀在年底又有所抬头，致使欧洲央行逆转加息周期的可能性显著下降。这意味着紧缩性货币政策在 2024 年大部分时间内还将对欧元区的生产、投资和消费形成抑制。就目前状况来看，欧元区 2024 年全年经济增长疲软的概率较高，第 1 季度经济或能勉强实现温和正增长，GDP 环比增长率约在 0.1% 左右。

一、经济运行态势

PMI 低位徘徊。

PMI 低位徘徊。2023 年 10-12 月，欧元区 20 国综合采购经理人指数（PMI）继续保持在荣枯线下方，季度均值为 47.2，较第三季度 47.5 的季度均值进一步下行，表明该地区整体经济活动仍处于萎缩状态。

分行业来看，欧元区制造业持续疲弱。4 季度欧元区制造业 PMI 均值为 43.9，虽然好于上一季度的 43.2，但仍处于较低水平。及至 2023 年 12 月，欧元区制造业 PMI 已连续 18 个月位于荣枯线以下，12 月制造业 PMI 虽从 11 月的 44.2 小幅上升至 44.4，但欧元区制造业未显现出即将强劲反弹的迹象。12 月的大部分工厂活动是通过完成旧订单而产生的，工厂信心极为低迷，12 月新订单持续下降的情况略有缓解，但仍低于 50。2023 年全年，新订单指数仅从 41.5 升至 42.0。

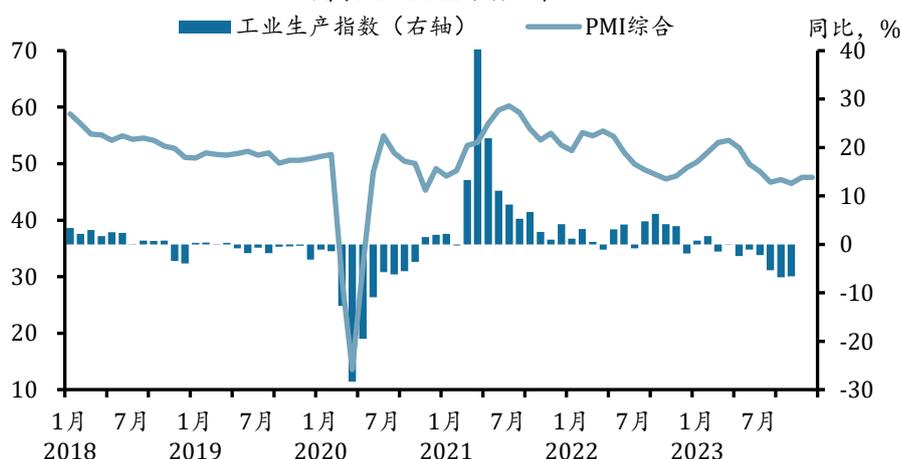
服务业方面，欧元区服务业 PMI 第 4 季度的均值为 48.4，较第三季度的 49.2 进一步下滑。12 月服务业 PMI 从 11 月的 48.7 微升至 48.8，高于预期的 48.1，成为 5 个月的高点，但该指数仍连续第六个月低于荣枯分界线。

作为欧洲经济的两大支柱，德国和法国 PMI 同样低迷。12 月德国综合 PMI 为 47.4，为 2 个月的低点，较 11 月的 47.8 小幅下降。其中，德国制造业 PMI 在 12 月录得 43.3，较 11 月的 42.6 略有回升，是自 4 月以来的最高值。服务业 PMI 则自 11 月的 49.6 小幅下滑至 49.3，结合服务业 PMI 在 10 月录得的 48.2 这一数据来看，整个第 4 季度德国服务业 PMI 都未能重回荣枯线上方。

法国方面，12 月法国综合 PMI 为 44.8，连续第七个月处于荣枯线下方。其中，服务业 PMI 连续第四个月上行，从 11 月的 45.4 小幅升至 45.7。制造业 PMI 则再创新低，从 11 月的 42.9 下降至 42.1，为 2020 年 5 月以来的最低值。

从工业生产指数来看，经季节调整后 10 月欧元区工业产出环比下降 0.7%，下降幅度大于预期的 0.3%；同比下降 6.6%，降幅同样高于预期的 4.6%。其中资本品的生产下降幅度最大，同比下降了 9.7%，环比下降了 1.4%；其次是非耐用消费品，其产出同比下降了 7.8%，环比下降了 0.6%。耐用消费品和能源产品的产出则出现了环比小幅增长，二者分别增长了 0.2%和 1.1%，但从同比来看，二者的产出仍是收缩的，同比分别下降了 6.2%和 0.5%。

图表 10 PMI 低位徘徊



数据来源：欧央行、Markit；CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

通胀水平再度回升。

通胀水平再度回升。2023 年 12 月份欧元区消费者调和价格指数（Harmonised Indices of Consumer Prices, HICP）同比增长

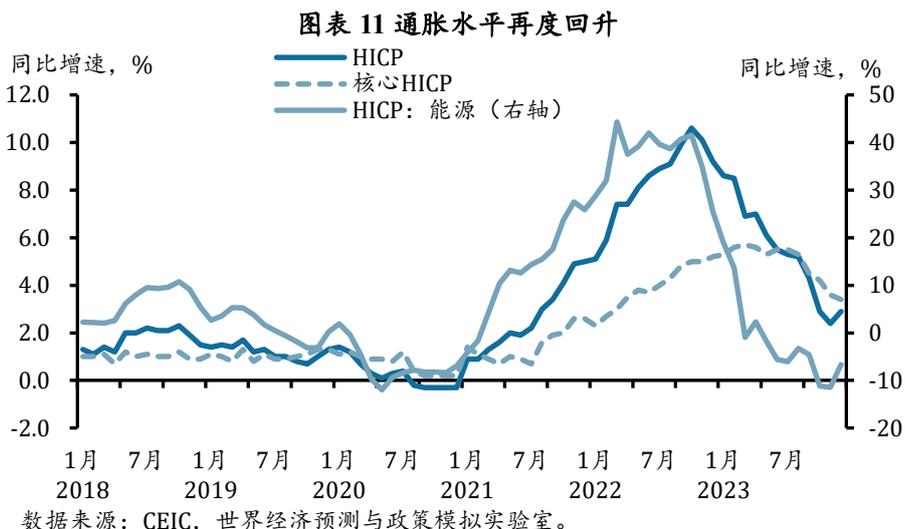
2.9%，较 11 月的 2.4% 上升了 0.5 个百分点，是连续七个月下降后的首次回升。各国政府能源补贴措施的逐步退出被认为是此次通胀回升的主要推动力。

剔除了波动较大的食品和能源价格后，欧元区核心 HICP 同比增速仍处于下行通道，12 月录得 3.4%，低于 11 月的 3.6%，达到 21 个月来的最低水平。

从分项来看，食品、酒精和烟草价格上涨幅度最大，同比上行 6.1%，但与 11 月 6.9% 的增速相比有所放缓。其次是服务价格，同比增长 4.0%，与前一个月持平。12 月能源价格同比下降 6.7%，与 11 月的 -11.5% 相比，能源价格放缓速度显著下降。

从国别来看，12 月德国通胀率为 3.7%，较 11 月的 3.2% 上升了 0.5 个百分点，是 6 月以来的首次升高。2022 年 12 月，德国为减轻私人家庭的能源成本，一次性承担了天然气和区域供暖的月费，2023 年 12 月则没有这一价格抑制措施，故而推高了通胀水平。除去这种特殊效应，德国的通胀压力持续缓解。不包含波动较大的能源和食品价格的核心通胀在全国范围内从 3.8% 下降至 3.5%。

法国 12 月调和 CPI 同比增长 4.1%，高于 11 月的 3.9%。这与分析师此前调查的预测中值一致，不过仍远低于 2023 年 2 月创下的 7.3% 的峰值。法国 12 月的通胀率小幅上升，原因是服务价格增长提速，且能源价格在政府削减对家庭的支持后大幅上涨。



整体失业率稳定，
青年失业率抬头。

整体失业率稳定，青年失业率抬头。2023 年 10 月欧元区 20 国经季节性调整后的失业率为 6.5%，连续第三个月保持在该水平，较 2022 年同期下降了 0.1 个。同时，根据欧盟统计局估计，10 月欧元区失业人数约为 1113.4 万，较 9 月增加了 4.8 万人，较 2022 年 10 月减少了 2.8 万人。

2023 年 10 月欧元区 20 国青年失业率为 14.9%，较前一个月 14.6%上升了 0.3 个百分点，连续第三个月上行。事实上，自 4 月触及 13.9%的低点后欧元区青年失业率开始显现出缓步上升的趋势。10 月欧元区青年失业人数为 238 万，比前一个月增加了 4.4 万人，较 2022 年同期增加了 13.2 万人。



二、支出法 GDP 分解

消费者信心回暖。

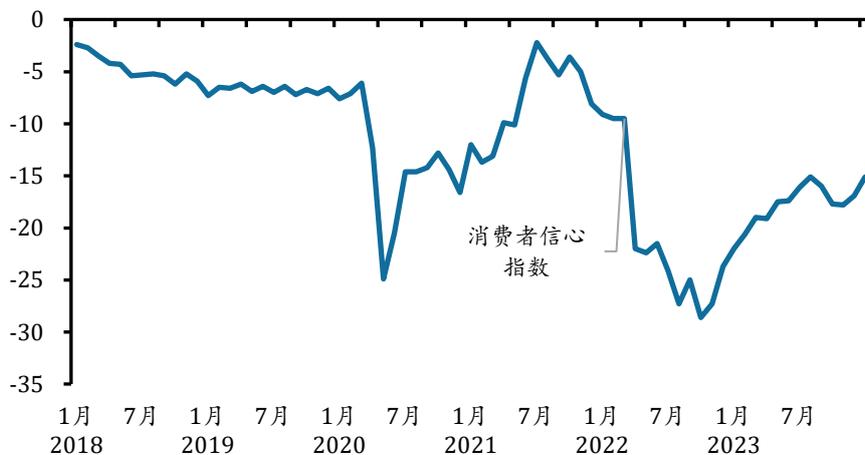
消费者信心回暖。2023 年 4 季度欧元区消费者信心小幅回暖，由 10 月的-17.8 逐月回升至 12 月的-15.1，与 7 月持平，为年内最高水平，高于此前市场预期的-16.1。

从主要成员国来看，德国 2024 年 1 月 GFK 消费者信心先行指数连续第二个月回升，来到-25.1，比前一个月的-27.6 上升了 2.5 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，其中收入预期指数环比上升 9.8 点至负 6.9 点；购买倾向指数为负 8.8 点，环比上升 6.2 点；经济预期指数环比上涨 1.9 点至负 0.4 点。

法国方面，12 月法国 Insee 综合消费者信心指数连续第三个月上行，从 11 月的 88 小幅升至 89。其中，居民对自身未来金融状况的预期保持稳定，而对未来储蓄能力的预期则大幅改善，从 11 月的 4 点上至 8 点。

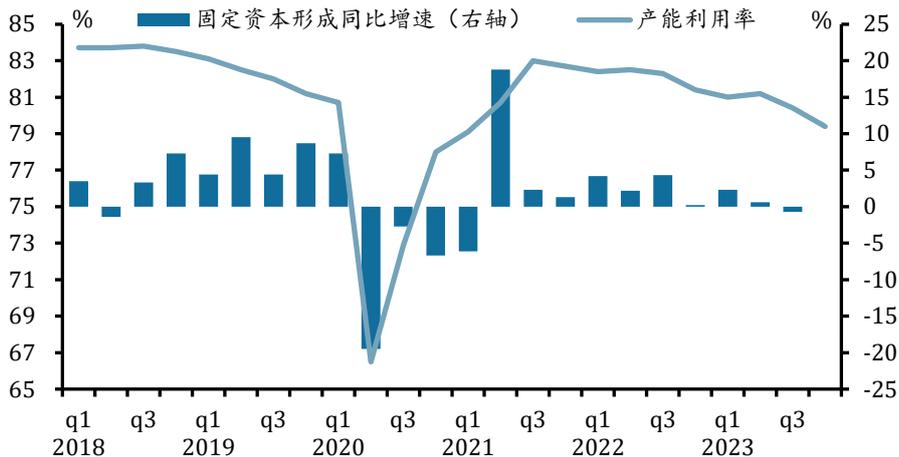
从零售状况来看，10 月经季节与工作日调整后的零售规模环比增长了 0.1%，低于此前市场预期的 0.2%；同比下降了 1.2%，连续 13 个月处于负增长区间。这表明，尽管欧元区消费者信心正在边际回暖，但改善力度较弱，欧元区居民消费增长或仍将承受一定压力。

图表 13 消费者信心回暖



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 14 企业投资低迷



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

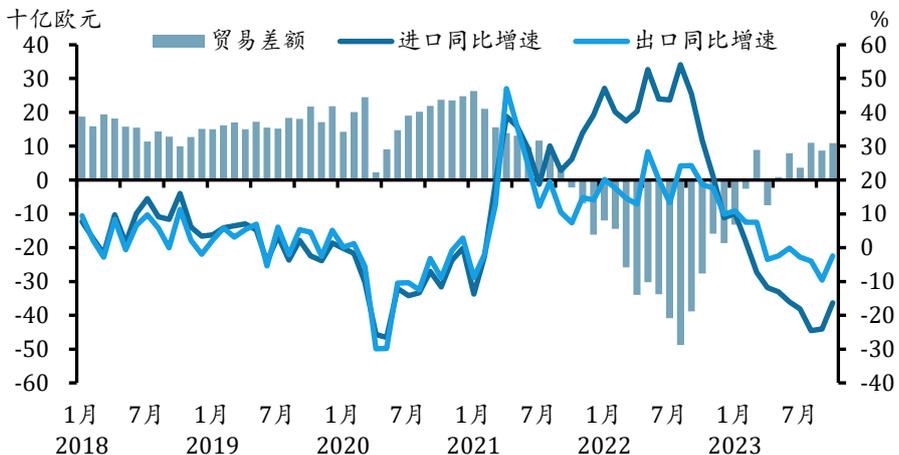
企业投资处于低

位。

企业投资处于低位。2023 年 3 季度，欧元区固定资本投资同

比下降 0.7%，环比则与前一季度持平。12 月欧元区 Sentix 投资者信心指数为-16.8，较 11 月的-18.6 有所改善，但逊于市场预期的-15，表明投资者对于欧元区的投资前景仍较为谨慎。建筑业投资方面，营建信心指数在 11 月录得-4.8，虽较 10 月的-5.5 有所改善，但仍是该指数自 5 月进入负值区间后连续第 9 个月的负值。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 15 对外贸易顺差扩大



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

对外贸易顺差扩大。

对外贸易顺差扩大。2023年10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109亿欧元，较9月的87亿欧元顺差大幅扩大。从进出口规模来看，欧元区10月经季节调整后的进口规模为2243亿欧元，环比下降0.3%，出口规模为2351亿欧元，环比增长0.7%。10月欧元区内部的货物贸易经季调的规模为2127亿欧元，仅较9月的2135亿欧元小幅下降了8亿欧元，基本处于稳定状态。

三、政策走势

欧洲央行对降息持审慎态度。

欧洲央行对降息持审慎态度。2023年12月14日，欧洲中央银行召开货币政策会议，决定把主要再融资利率、边际借贷利率和存款机制利率分别维持在4.50%、4.75%和4.00%。同时，欧洲央行还宣布将提前结束紧急抗疫购债计划（PEPP）的再投资计划，从2024年7月开始每月削减75亿欧元，直到2024年年底完全退出。

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，本次会议没有讨论降息，“现在不是放松警惕的时候”，暗示只有在工资上涨压力缓解时才可能下调欧元区利率。不过，在谈到通胀前景时，欧洲央行在货币政策前瞻指引中删除了此前有关通胀可能“在太长时间内过高”的表述，表明欧洲央行对于通胀在中期回归2%目标的信心进一步增强。

欧洲央行当天还公布了欧元区通胀率和经济增长最新预测，预计欧元区2023年、2024年和2025年通胀率分别为5.4%、2.7%和2.1%。与9月份的预测相比，这相当于下调了2023年，尤其是2024年的预测。鉴于欧元区前景趋弱，欧洲央行将今年的经济增长预测从0.7%下调至0.6%，将明年的增长预测从1%下调至0.8%。

欧盟就改革财政规则达成协议。

欧盟就改革财政规则达成协议。2023年12月20日，欧盟国家的财政和经济部长就财政规则改革达成协议，新规则提出更加循序

渐进、有针对性减支要求，适当放宽达标期限，旨在注重削减赤字和债务的同时，支持欧盟成员国在优先领域的公共投资。

本次达成的协议新规并未改动欧盟《稳定与增长公约》对成员国的债务和赤字目标要求，即年度财政赤字占 GDP 之比最高 3%，公共债务与 GDP 之比最高 60%。

对于那些需要减债的欧盟国家，新规将为他们提出更加循序渐进、更有针对性的减支要求。新规将给予欧盟成员国在军费开支上一定的回旋余地。同时，如果投资于包括绿色转型、数字和国防工业在内的欧盟共同优先事项，前述减债国家达成债务和赤字比目标要求的期限可从四年延长至七年。

需要减债的国家将被要求设计一项中期财政计划，以可信的速度削减赤字，并使债务走上“合理的下降道路”。具体国家的方案将首先由欧盟委员会与各国政府根据欧盟提供的“技术轨迹”进行磋商，然后由欧盟理事会批准。

四、经济形势展望

经济增长面临多重压力。

经济增长面临多重压力。从 2023 年第 4 季度的一系列经济指标来看，欧元区经济增长正面临着多重压力。当地商业活动表现持续低迷，制造业 PMI 已经连续一年多在 50 荣枯线下运行，综合 PMI 低于这一水平也已经有 7 个月之久，给整个地区的经济前景蒙上阴影。同时，由于欧洲通胀上行风险尚未解除，欧洲央行不得不继续对通胀保持政策压力，短期内逆转加息周期的可能性较低，高利率环境或将在 2024 年的大部分时间内持续对生产、投资、消费等领域形成抑制。近期红海危机的加剧，表明欧洲地缘政治风险仍处于上升期，这将对货运和能源价格起到推动作用，进一步阻碍当地通胀水平回落的步伐，增加了欧洲央行抗击通胀的难度。在这一系列因素的共同作用下，欧元区居民消费和企业投资难以发挥增长引擎作用，整体经济的复苏前景不容乐观，预计 2024 年第 1 季度欧元区 GDP 环比增长率约在 0.1% 左右。

日本：不温不火，仍需增强

进入第4季度，日本经济依然表现的不温不火，整体表现稳定的背后，日本民众收入和消费需求的疲软是最大隐忧。第4季度，日本制造业 PMI 和服务业 PMI 都呈现下滑态势，其中制造业 PMI 继续低于荣枯线。服务业 PMI 虽然高于荣枯线，但三个月的平均值已经低于前三个季度的水平。日本的投资和就业状况相对稳定，私人部门的机械订单需求同比正增长，失业率保持稳定。但是，日本民众的收入状况依旧不理想，名义增速极低，考虑到物价因素后，实际增速继续为负。低收入导致了低消费。这给岸田政府带来极大压力。第4季度，日本金融市场整体平稳，日元出现阶段性升值特征，更多地是因为“美元因素”，股市表现坚挺，与全球市场基本同步。在美国10年期国债收益率走势出现回落的背景下，日本10年期国债收益率也出现了冲高回落走势。

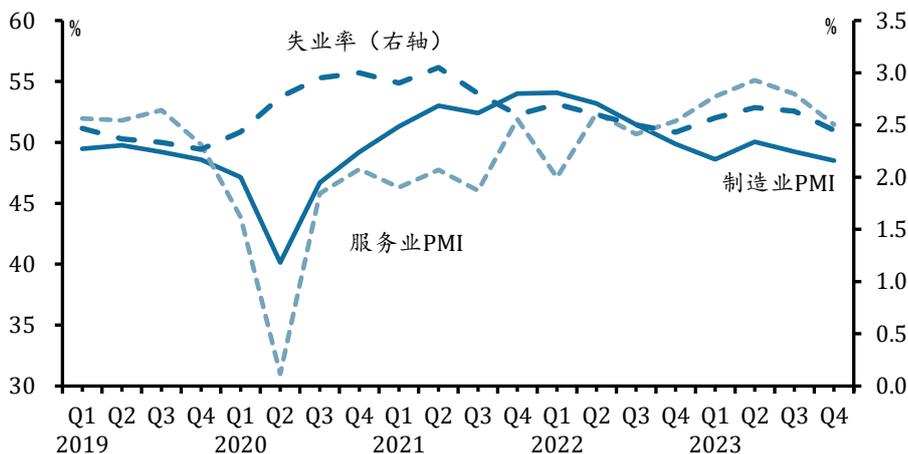
一、日本国内宏观经济入冬现丝丝凉意，收入和消费压力尤为明显

2023年第4季度日本经济出现凉意。

2023年第4季度，日本经济继续恢复，整体依然保持不温不火状态。但力度显得较弱。10月和11月，日本制造业 PMI 分别为48.7和48.3，继续低于荣枯线，两个月的均值为48.5，重心继续下移。前三个季度日本制造业 PMI 分别为48.6、50.1和49.2，第4季度均值低于第三季度和第二季度水平。此前根据9月份日本制造业 PMI 拐头向下及其他经济指标情况，本报告预计日本第4季度经济难以强势，目前看符合预期。日本服务业同样表现出边际转弱的态势。10月到12月，日本服务业 PMI 分别为51.6、50.8和52.0，虽然继续位于荣枯线之上，但较前三个季度而言已经显出弱势。第4季度，日本服务业 PMI 的均值为51.5，前三个季度则分别为53.8、55.1和54.0。从制造业 PMI 和服务业 PMI 的走势来看，2023年日本经济在四个季度中呈现出相对低开、阶段走高、中幅回落以及显著下跌四个阶段。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。

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。10 月和 11 月，日本失业率分别为 2.5%和 2.4%，基本处于平稳范围。并且 11 月 2.4%的失业率为 2023 年最低。

图表 16 制造业 PMI、服务业 PMI 显著向下



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。

消费继续较弱，机械订单需求稳中向好。

2023 年日本消费整体表现萎靡。第 4 季度（10 月），日本消费金额的实际同比增速依然为负，为-2.5%。这一跌幅较第三季度-3.4%的增速有所好转，但依然难言乐观。10 月消费的实际同比增速有所回升，主要在于日本的通胀同比增速开始出现一定回落。

在细项方面，10 月份日本家庭在食品方面的消费名义增速达到 3.8%，但是实际增速则为-4.4%，食品价格上涨对日本百姓生活日常生活的影 响十分显著。其他一些项目也出现同样负增长的情况。“家具家居”消费金额的名义同比增速为-6.9%，实际增速则为-12.9%。

“衣服鞋帽”消费金额的名义增速为-7.0%，实际增速则为-9.7%。“教养娱乐”消费金额虽然维持了 0.2%的正增长，但考虑到物价因素后，实际同比增速仅有-0.2%。降幅较大的是“其他消费支出”，名义同比增速为-9.9%，实际增速则为-13.3%。“其他消费支出”主要包含“礼金”、“交际费”等，该项目金额同比减少，体现出日本民众进行支出时更加务实，也从侧面反映出对生活条件的担忧。此外，居住用“光

热·自来水”的消费金额名义增速为-11.9%，但是实际增速则为-2.1%。主要原因是能源价格较去年同期同比下跌。

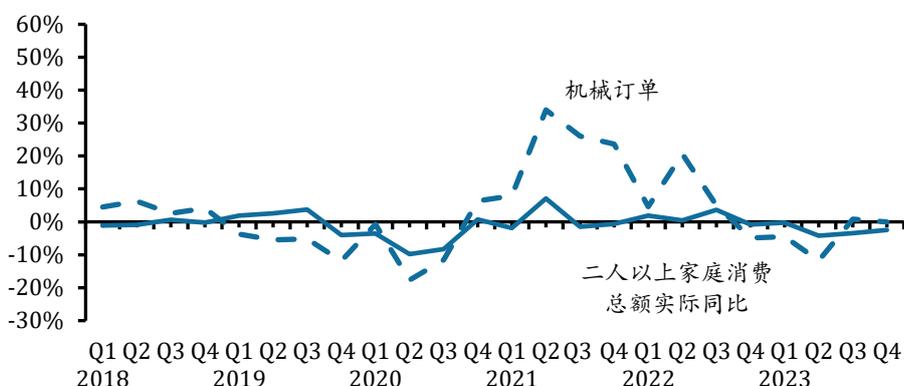
在消费的具体项目方面，对消费下降影响最大的是“其他消费支出”中的“杂费”，直接拉低了消费实际同比增速 0.94 个百分点。其中“西红柿”和“大葱”对消费的下拉效果最大。“家具家居”项目下，“家庭耐用品”直接拉低了消费的实际增速 0.35 个百分点。其中“取暖机”和“空调”消费降速较大。在“其他消费”项目下，“杂费”支出的缩减向下拉低了消费同比增速 0.94 个百分点。其中“葬礼费用”和“婚礼费用”支出下降明显。在增加的项目中，“交通通信”中的“汽车相关费用”支出的上涨拉动了消费增速 0.77 个百分点。其中，“汽车购入”和“汽车零部件”的增长对消费拉动较大。“居住”项的增长对消费拉动也较大，其项下的“设备修缮和维持”费向上拉动了消费增速 0.76 个百分点。其中，“外墙和围墙等的工事费”和“设备器具”支出上涨较明显。

和前几个季度一样，居民收入萎缩依然是制约消费增长的重要因素。10 月份，日本有劳动者家庭的月收入实际同比增速为-5.2%。虽然相较于第二季度而言同比跌速有所收敛，但在高通胀情况下，日本民众的收入压力依然较大。通胀显著，名义收入不增，实际收入下降，给岸田文雄政府也带来很大压力。

机械订单方面，10 月份日本机械订单金额同比增速为 0.0%，较第一季度的-4.5%和第二季度的-11.8%有明显好转，与第三季度的 0.1%大体相当。今年以来，日本机械订单的外需一直呈现出同比负增长的态势，10 月份外需机械订单金额同比增速为-4.2%，较 9 月份-0.6%的跌速有所收敛。较前三季度-13.7%、-22.0%和-9.2%的跌速有明显好转。机械订单内需的同比增速也有所好转。10 月份私人部门的机械订单金额同比增加 4.4%，较 9 月份 2.0%的同比增速有所增强。同时 10 月份 4.4%的增速也高于前三个季度 4.0%、-5.8%和 3.5%的增速。从行业角度看，制造业的机械订单增速依然较低且为负，但同样出现同比增速较此前有所上升的情况。10 月份日本制造业机械订单金额同比

下跌 1.9%，明显高于此前 8 月和 9 月的-14.1%和-9.3%。表现相对较好的是非制造业的机械订单，金额同比增长 9.9%。1 到 10 月，日本非制造业的机械订单需求累计同比增速为 9.8%。相较于其他日本经济中的各项指标的表现而言，可谓表现靓丽。在机械订单的需求中，“官公需”的增速波动和绝对金额波动都较私人部门而言更大，但是其中“防卫省”的机械订单需求值得关注。10 月，日本防卫省机械订单需求同比增长 44.1%。2023 年 1 到 10 月，日本防卫省机械订单的需求金额为 13272 亿日元，2022 年同期则为 9889 亿日元，累计同比增速为 34.2%。

图表 17 消费实际同比增速跌幅收敛，机械订单金额同比增速至 0%



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。

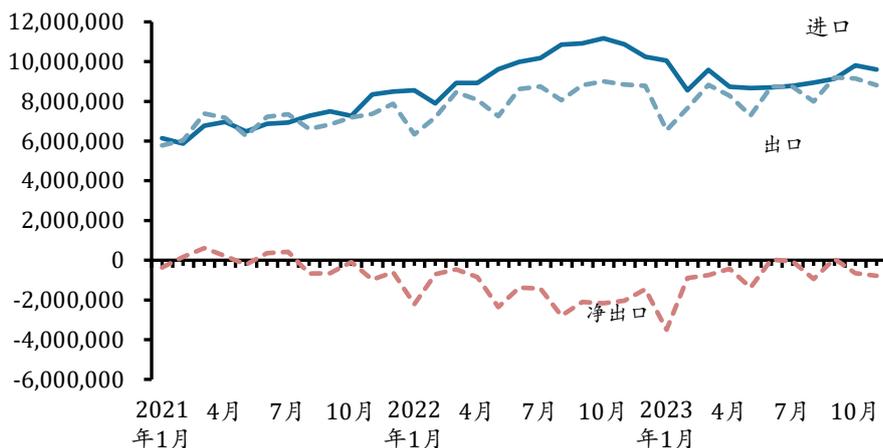
出口平稳，进口同比减少。

进入第 4 季度日本出口同比增速比较平稳，进口金额继续同比减少。2023 年 11 月，日本出口商品金额为 88196 亿日元，较 2022 年同期减少 0.2%，虽然是时隔两个月再次同比负增长，但跌速在正常区间。日本 11 月进口金额为 95965 亿日元，继续同比下跌，为-11.9%。进口金额的下跌幅一方面与日本内需疲软有关，另一方面与全球物价增速放缓有关。10 月和 11 月，日本贸易账户均为逆差，分别为 6610 亿日元和 7769 亿日元，同比跌幅分别为 70.0%和 62.2%。

从 11 月的具体数据看，出口增加的商品为“汽车”和“半导体等电子零件”，出口金额增加。同比增速分别为 16.3%和 6.9%。对出口的贡献分别为 2.6 个百分点和 0.4 个百分点。出口减少的商品为钢铁、“半

导体等制造装置”和“船舶”。同比增速分别为-11.6%、-10.6%和-22.9%。对出口的贡献分别为-0.5 个百分点、-0.4 个百分点和-0.4 个百分点。进口减少的商品为“煤炭”、“液化石油天然气”和“原粗油”，同比增速分别为-48.0%、-34.1%和-11.5%。对进口增速的贡献分别为-3.5 个百分点、-2.3 个百分点和-1.3 个百分点。

图表 18 2023 年第 4 季度日本进出口情况相对稳定



数据来源：日本财务省，世界经济预测与政策模拟实验室

二、货币政策继续按兵不动

货币政策维持不变，市场对货币政策调整充满“想象”。

继此前日本银行对货币政策进行微调后，第 4 季度整体而言相对平静，但平静的背后暗流涌动。

12 月 7 日，日本银行行长植田和男在日本国会做了《货币及金融调节相关的报告》。在报告中植田和男对日本经济表现出较为乐观的态度，认为日本经济目前正处在稳步恢复的过程中，尽管私人部门消费依然面对压力，但投资、出口显著好转。就业状况稳定。此外，日本的通胀问题目前也得到较为有效的治理，尤其是进口商品价格对物价的影响逐渐缓和，预计 2024 年和 2025 年，日本的通胀水平将向 2.0% 的水平缓缓靠近。

受此影响，市场将本报告解读为日本宏观经济表现稳定，日本银行将要收紧货币政策，日元大涨，日本 10 年期国债收益率大涨。但此后进行的日本央行的政策则打破了市场的“预想”。12 月 18 日和 19 日

召开的日本央行金融政策会议的决定中，并没有对此前日本银行的货币金融政策进行改变。

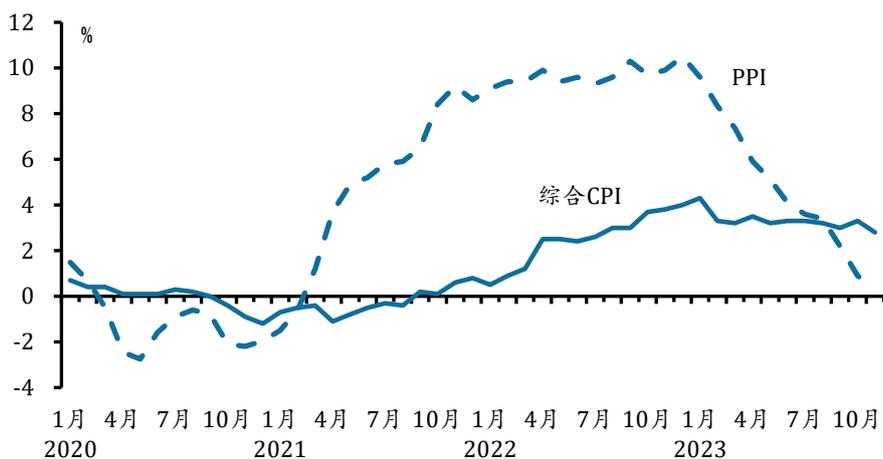
物价同比涨幅继续回落。

2023年第4季度，日本物价水平出现稳重回落的态势。10月和11月，日本CPI同比增速分别为3.3%和2.8%，其中后者是2023年CPI同比增速的最低值。环比角度，11月较10月环比下跌0.1%。11月，扣除生鲜食品的综合指数同比增速为2.5%，扣除能源和生鲜食品的综合指数同比增速为2.5%和3.8%。

11月的具体数据中，对CPI整体数值影响较大的中分类项目分别是“预制菜”、“点心类”、“生鲜蔬菜”、“外卖”、“奶蛋类”、“生鲜水果”、“谷类”、“肉类”、“设备修缮和维持”、“家居用消耗品”、“汽车相关费用”、“通信”和“教养娱乐服务”。其中，“教养娱乐服务”价格同比上涨10.5%，拉高了CPI同比增速0.52个百分点；“预制食品”价格同比上涨7.7%，拉高了CPI同比增速0.28个百分点。“点心类”价格同比上涨9.9%，拉高CPI同比增速0.25个百分点。下跌的项目中，“电费”和“燃气费”同比跌速较大，分别为-18.1%和-11.6%。

日本PPI同比增速显著下降。10月和11月，日本PPI同比增速分别为0.9%和0.3%。PPI同比增速的下跌预计会有助于CPI同比增速回落至目标区间。

图表 19 CPI 和 PPI 同比增速回落



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、股市和日元汇率表现强势

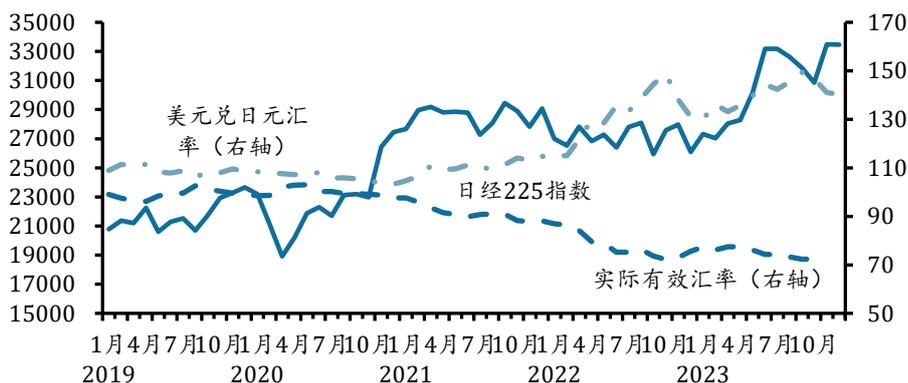
股市和汇市相对强势，但日元兑美元汇率的走强更多是“美元”因素。

第 4 季度，日经 225 指数显著上涨。9 月最后一个交易日，日经 225 收盘于 31857.62 点，12 月最后一个交易，收于 33464.17 点，涨幅为 5.04%。日经 225 的强势与全球市场走势基本一致。加之日本货币政策没有根本性的调整，所以日本股市依旧惯性上涨。涨幅较大的是 11 月，涨幅高达 8.52%。

日元兑美元汇率在第 4 季度呈现出明显的上升。第三季度末，美元兑日元汇率为 149.3680，第 4 季度末，美元兑日元汇率为 140.2545。日元兑美元汇率涨幅达到 5.58%。日元在第 4 季度的上涨主要是美国国债收益率下跌，美元弱势所致。此外，市场对日本银行货币政策转变的预期，也是日元走强的部分原因。

尽管日元兑美元有所升值，但相较于其他货币而言，日元也处于相对弱势。10 月和 11 月，日元名义有效汇率分别为 76.35 和 75.16，实际有效汇率分别为 72.46 和 71.62。无论是名义有效汇率还是实际有效汇率，都低于上一季度水平。由此可以推断，日元在 11 月出现的升值，依然是外因（美元）是主要诱导因素。

图表 20 股市和日元兑美元汇率处于高位强势



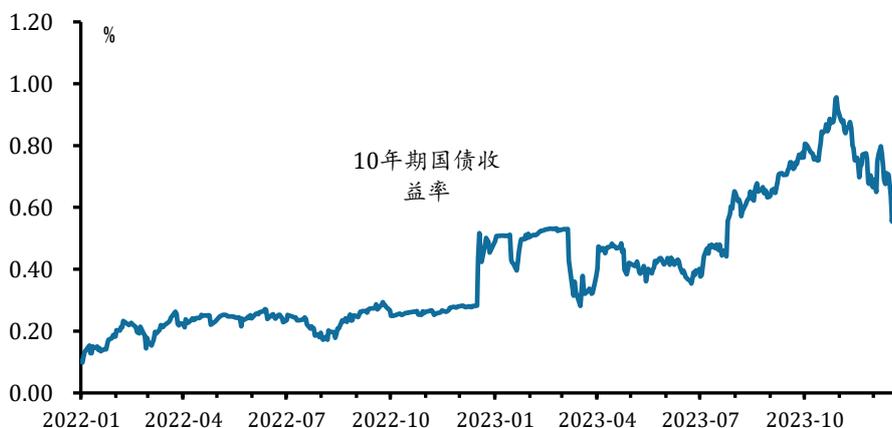
数据来源：Wind，日本银行，国际清算银行，世界经济预测与政策模拟实验室。

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 年期国债收益率在相对高位有所回落。

日本央行在第三季度动作相对较大之后，在第 4 季度整体保持货币政策的稳定。随着美国 10 年期国债收益率的走弱，日本 10 年期国债收益率也在相对高位出现回落，以目前情况来看，继续上行的可能性不大。

图表 21 10 年期国债利率在相对高位有所回落



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 4 季度整体表现相对平稳，但依旧不强。表现稳定的方面主要体现国内投资、就业和物价。而私人部门的消费需求依然较弱，实际收入提升不明显甚至实际增速为负——结果是实际消费能力依然负增长。

居民部门收入和消费的疲软，不仅对日本经济，还对岸田文雄的执政产生负面影响。在最新出台的一些经济、财政措施中，岸田政府也将提高日本民众收入作为突破点。但预计效果可能有限。

对于资本市场，短期日本股市积累了一定风险，日元兑美元汇率应注意美国货币政策信号的变化，以及美国 10 年期国债收益率的走势。

东盟韩国：触底回升

作为 2023 年最后一季的季度报告，本报告对 2023 年全年东盟六国和韩国的经济增长进行了回顾。2023 年，预计东盟六国中除泰国外的五国经济体增长较上年有所放缓。2023 年，全球通货膨胀下降，区内通胀压力也有所缓解，但是部分国家呈现价格粘性。区内货币对美元总体呈现贬值态势，经常账户出现分化。展望 2024 年，鉴于东盟六国和韩国在 2023 年下半年经济景气程度触底回暖，2024 年的经济预计继续回升。在全球需求回暖、通胀水平下行、国际旅游业复苏和区域内贸易协定的带动下，2024 年区内经济体有望延续经济回升态势；但是也要警惕美国货币政策不确定性等潜在风险。

一、区内前沿经济体经济景气程度回升

2023 年，预计东盟六国中除泰国外的五国增长较上年有所放缓。

2023 年，预计东盟六国中除泰国外的五国增长较上年有所放缓。根据国际货币基金组织 2023 年 10 月的预测数据，区内印度尼西亚、菲律宾、马来西亚、越南和韩国 2023 年的经济增速预计较 2022 年有所放缓。区内主要经济体的经济增长放缓的原因有如下方面：首先，这些经济体在 2022 年的增速较高，而 2023 年部分因为基期效应，部分因为宏观经济政策的收紧，导致增速下降；其次，外部需求疲软——尤其是美欧等发达经济体增长放缓对区域内大多数国家的出口产生不利影响。全球消费电子产品在 2023 年上半年不景气，这影响了韩国、马来西亚等核心产品——半导体和面板的出口增长；大宗商品价格下降对区域内大宗商品出口国产生不利影响，比如印度尼西亚。再次，国内私人部门需求持续受到通货膨胀因素的影响。一方面，较高的消费品价格抑制了私人消费和投资，另一方面，为了应对通胀，货币政策收紧持续抬高了债务的偿还成本，压缩居民可支配收入，使得住宅市场出现降温。区内受到通胀冲击影响较大的经济体包括韩国、新加坡。

东盟区内以内需为主的经济体中，印尼经济景

2023 年，泰国的经济增长与上年基本持平。与区内主要经济体不同，泰国 2023 年的经济增速预计与上年持平，略有增加。其主要原因包括：第一，泰国通货膨胀压力下行和家庭收入提高，对私人消费和企业投资形成较好支撑，提升其增长预期；第二，旅游业的蓬勃复

气程度很高，菲律宾景气程度下行。

苏，特别是中国出境旅游加快步伐，也显著提升了区域内零售贸易和经济增长，特别是拥有庞大旅游业的泰国，其国际旅游业收入已经恢复至 2019 年的 60%；第三，东盟制造业产能恢复、汽车行业周期回暖以及农产品价格高位都对区域内出口有较强拉动，这对于区内重要的价值链国家泰国尤为重要。

图表 22 亚太主要国家国别和加总经济增长率

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
印度尼西亚	5.0	-2.1	3.7	5.3	5.0	5.0
马来西亚	4.4	-5.5	3.3	8.7	4.0	4.3
菲律宾	6.1	-9.5	5.7	7.6	5.3	5.9
新加坡	1.3	-3.9	8.9	3.6	1.0	2.1
泰国	2.1	-6.1	1.5	2.6	2.7	3.2
越南	7.4	2.9	2.6	8.0	4.7	5.8
韩国	2.2	-0.7	4.3	2.6	1.4	2.2

2023 年，全球通货膨胀水平下行，区内通胀压力也有所缓解。

二、通货膨胀压力有所缓解

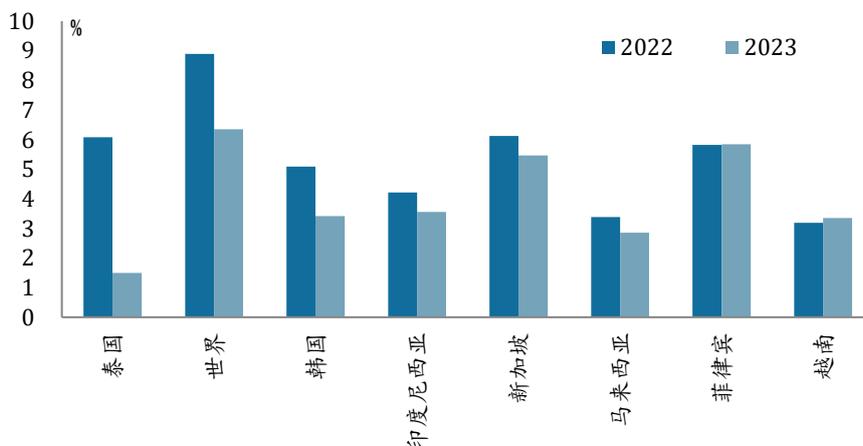
2023 年，全球通货膨胀水平下行，亚太地区通胀压力也有所缓解。预计 2023 年区内所有经济体的通胀水平低于世界平均水平（6.4%）；比较 2023 年和 2022 年的通胀水平，除越南和菲律宾外，区内其他国家通胀水平均有所下降，泰国的下降幅度最大，超过世界平均下降幅度。

区内国家通货膨胀水平下行主要是大宗商品价格下降和货币政策收紧造成国内需求放缓共同作用的结果。具体情况如下：首先，全球大宗商品价格下降是各国通货膨胀压力放缓的共同原因，对能源依赖较高的经济体的影响更为显著因而通胀水平下行较快，例如泰国。其次，货币政策收紧下国内需求下降是引致通货膨胀水平下行的另一重要因素。为对应居高不下的通胀水平，区域多数经济体货币政策处于收紧区间，较高的利率水平抑制了私人消费和投资。

越南和菲律宾通货膨胀水平仍然上升，显示价格粘性。粘性主要来源于食品价格的上涨和旅游业的复苏。首先，食品价格上升使得区内经济体的通胀水平上行压力增大。年中受厄尔尼诺天气影响食品价

格飙升，特别是主粮大米价格上涨迅速，而亚洲地区的主粮以大米为主，亚洲区域生产和消费的大米占全球约 90%，这给区内食品价格的上升带来了较大压力；特别是菲律宾因为夏季严重洪灾，潜在粮食短缺已经导致食品价格上涨。其次，国际游客的不断增加，有效刺激了国内零售行业景气程度，也给通货膨胀水平下行带来一定阻力。除了食品价格上涨和国际游客增加外，越南总体通货膨胀水平上行还受到住房材料，交通和教育服务成本上升的推动。

图表 23 区内经济体通货膨胀水平下行



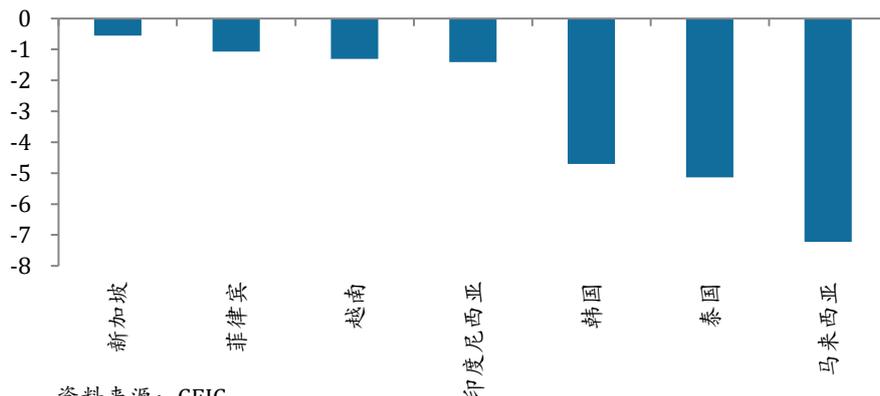
资料来源：国际货币基金组织（IMF）《世界经济展望》数据库（2023年10月）

2023 年，区内货币对美元总体呈现贬值态势。

三、货币总体贬值，经常账户出现分化

2023 年，区内货币对美元总体呈现贬值态势。贬值时间始于第 2 季度，并一直延续至第 3 季度，贬值的原因主要包括：区内多数经济体货币普遍贬值的共同原因是美联储在货币政策收紧的进程中美元呈现相对强势态势。其次是外需放缓下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不同程度的贬值，使得各货币产生贬值的协同效应。进入第 4 季度美元指数震荡下行，区内货币整体趋稳回调。尽管如此，仍需对区内各国，尤其是面临贬值压力更大、基本面不佳的经济体的金融稳定性予以更多关注。

图表 24 区内货币在 2023 年总体贬值



资料来源：CEIC。

注：（1）所有国家汇率走势均为 2023 年 12 月相对于 2023 年 1 月的变动。

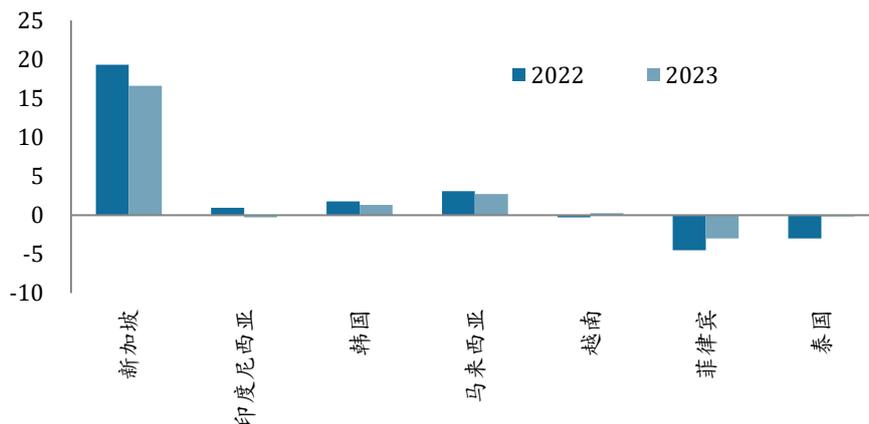
（2）负数表示本币相对于美元贬值，图中按照贬值幅度由低到高排列。

2023 年区内国家经常账户调整出现分化。

2023 年区内经常账户调整出现分化。经常账户恶化的国家有印度尼西亚、新加坡、韩国和马来西亚。区内经常账户恶化的国家多是能源和大宗商品出口国的，印度尼西亚的经常账户余额占比下降了 1.2 个百分点转至逆差 0.3%，出口端外需放缓也使得区域内国家经常账户余额占比下降，韩国下降 0.5 个百分点至 1.3%，马来西亚下降 0.4 个百分点至 2.7%。

经常账户改善国有泰国、菲律宾和越南。主要原因是在疫情冲击稳定后，旅游行业的部分回升，同时国内需求下行和大宗商品价格下降使得进口金额下降更快。三个国家经常账户余额占 GDP 的比率分别上升 2.8%、1.5%和 0.5%。

图表 25 区内经济体经常账户调整



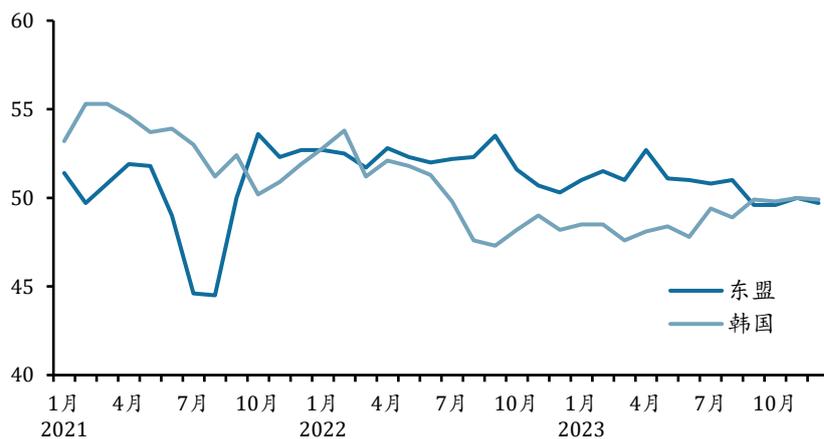
资料来源：国际货币基金组织（IMF）《世界经济展望》数据库（2023年10月）

四、2024 年前景展望

东盟六国和韩国在 2023 年下半年经济景气程度触底回调，预计在 2024 年的经济继续回升。

东盟六国和韩国在 2023 年下半年经济景气程度触底回调，预计 2024 年的经济继续回升。从 PMI 的数值来看，东盟整体的景气水平在 2023 年的 9 月触及低点，随后开始缓慢回升，11 月份重回 50.0 的荣枯线；韩国本轮的回升略早，从 2022 年第 3 季度开始，经济景气水平就持续上升，11 月份重回 50.0 的荣枯线。另外，从经济体增速预测来看，多数经济体在 2024 年的经济增速都在回升。

图表 5 2023 年区内经济体景气水平回升



数据来源：CEIC, Markit, 世界经济预测与政策模拟实验室。

2024 年，多种因素将带动区内经济

2024 年，带动东盟和韩国经济回升的因素包括：第一，区内前沿经济体的景气数据显示，全球经济及区内主要经济体的需求有望持续改善，进一步拉动本区域出口规模上升；大宗商品价格的相对高位也

济延续回升态势。

为区域内大宗商品出口国出口提供一定支撑；第二，在劳动力市场稳步复苏和通货膨胀压力下行情况下，区域内多数经济体国内私人消费和投资将保持稳健，而国际旅游业的进一步复苏也将对区内经济起到提振作用，国内消费和投资的稳健发展将持续支撑区域经济复苏；第三，区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）对区域内贸易投资的促进作用初步显现，得益于区域产业链的调整以及区域国家之间金融合作的努力，这一促进作用有望继续扩大；如果中国经济能够超预期复苏，将对区域经济增长提供有力支撑。

尽管如此，区内经济复苏进程也面临诸多不确定性。

尽管如此，区内经济复苏进程也面临诸多不确定性。这包括：第一，东盟国家处于气候风险的前沿，但应对气候风险能力较弱，极端天气或将持续阻碍经济增长并加剧贫困率水平；第二、美国货币政策不确定风险上升，区域国际资本流动方向和规模不确定性增加；第三，亚洲地区地缘政治风险加大，地区形势变得复杂，给区域内国家经济增长蒙上阴影；第四，主要国家经济复苏或不及预期，外部需求不确定性仍很强，也将放缓区域经济复苏进程。

金砖国家：经济增长与货币政策分化，通胀压力仍大

三季度，金砖四国经济增长分化加大，印度经济继续稳健增长，巴西经济缓慢复苏，南非陷入负增长，俄罗斯经济延续短期韧性。对外贸易方面，金砖国家贸易增速普遍回升。中国与金砖国家贸易增速有所上升，占中国对外贸易总额比重略有下降，但仍处于历史高位。通胀方面，金砖国家通胀有所分化，俄罗斯通胀重新大幅上升，预期通胀压力较大，巴西与南非通胀波动上升，印度通胀小幅下降。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，巴西央行继续小幅降息，俄罗斯央行继续大幅加息。金砖四国汇率与资本市场总体稳定。

一、金砖国家经济形势

俄罗斯经济短期韧性明显，长期挑战仍大。

俄罗斯经济短期韧性明显，长期挑战仍大。2023年3季度，俄罗斯经济同比增速为5.5%，短期较快复苏，与2022年三季度两年平均增速为1%，仍大幅低于潜在增速。2023年10、11、12月，俄罗斯综合PMI分别为53.6、52.4和55.7。制造业PMI分别为53.6、52.2和56.2，服务业PMI分别为53.8、53.8和54.6，显示俄罗斯景气度较高。2023年10-11月俄罗斯失业率进一步降至2.9%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。2022年，66.8万人离开俄罗斯。根据俄罗斯央行数据，2023年1-11月，俄罗斯贸易顺差大幅下降至1090亿美元，远低于2022年同期的2900亿美元。俄罗斯经济虽然重回增长，但长期经济挑战仍大。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经济增长，持续的通胀压力与货币紧缩也将对经济带来较大压力，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%。国际货币基金组织10月最新报告预测，俄罗斯2023年经济增速为2.2%，2024年为1.1%。

俄罗斯通胀回升，
通胀压力仍大，央
行继续大幅加息。

俄罗斯通胀回升，央行继续大幅加息。根据俄罗斯统计局数据，2023年9、10、11月，俄罗斯CPI同比增速分别为6.0%、6.7%和7.5%，较6-8月显著上升，明显超出俄罗斯4%的通胀目标，显示俄罗斯通胀压力依然较大。4季度俄罗斯央行继续加息，分别于10、12月加息两次，共计加息300个基点，将关键利率从13%升至16%。由于俄罗斯贸易差额逐渐稳定，没有再进一步显著下滑，同时央行大幅加息，加上美联储货币政策边际放松等因素，4季度卢布汇率小幅升值。2023年10-12月，美元兑卢布汇率从9月底的97.03卢布/美元小幅升至12月底的89.69卢布/美元。2023年10-12月，俄罗斯股票市场小幅波动，基本稳定。俄罗斯财政状况没有进一步恶化，财政赤字有所下降。根据俄罗斯财政部数据，今年俄罗斯累计财政赤字从5月末的3.4万亿卢布高点显著减小至11月末的8780亿卢布。

巴西经济继续缓慢
复苏，主要源于净
出口改善，投资大
幅拖累增长。

巴西经济继续缓慢复苏，主要源于净出口改善。2023年3季度，巴西实际GDP同比增速为2%，环比增长0.1%，相对于2019年同期的四年平均同比增速为2%，经济继续缓慢复苏。分解来看，净出口增长对3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3.2%、-6.8%，投资大幅拖累增长，净出口从2022年3季度的小幅逆差转为2023年3季度的大幅顺差，同比大幅扩大。2023年10、11、12月，巴西制造业PMI分别为48.6、49.4和48.4，较2季度显著下降。服务业PMI分别为51.0、51.2和，较2季度有所增强。根据巴西国家地理与统计局的调查数据，2023年9-11月，巴西失业率分别为7.7%、7.6%、7.5%，小幅下降，已经恢复至2015年以来低点。以美元计价，2023年9、10、11月，巴西出口同比增速分别为0.5%、10.5%和0.6%，较6-8月有所回升，进口增速分别为-21.5%、-12.6%和-11.2%，继续大幅负增长。国际货币基金组织10月最新报告预测，巴西2023年经济增速为3.1%，较7月预测上调1个百分点。

巴西通胀波动上升，央行继续降息。2023年9、10、11月，巴西CPI同比增速分别为5.2%、4.8%和4.7%，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

巴西通胀波动上升，央行继续降息，股票市场显著上涨。

因素，食品饮料、服装、电子设备价格增速继续显著下降，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，食品饮料价格增速已经降至 1% 以下，下降空间有限，短期通胀具有粘性。2023 年 11 月、12 月，巴西央行再次降息两次，分别降息 50 个基点，将隔夜利率从 12.75% 降至 11.75%。降息可能加大通胀压力，值得进一步关注。2023 年 10-12 月，美元兑雷亚尔汇率有微小升值，总体稳定，巴西 BOVESPA 股票指数从 116565 点上涨 15% 到 134185 点。

印度经济继续稳步增长，内需较强、贸易较弱。

印度经济继续强劲增长，投资强劲为主要带动因素。2023 年 3 季度，印度实际 GDP 同比增速为 7.6%，环比增长 3.4%，前三季度同比增长 7.1%，增长较为强劲。其中私人消费同比增速为 3.1%，固定资产投资同比增速为 11.0%，投资强而消费偏弱，投资是当前印度经济增长的主要拉动项。2023 年 10、11、12 月印度失业率分别为 10.1%、9.2% 和 8.7%，较三季度明显上升。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 10、11、12 月，印度制造业 PMI 分别为 55.5、56.0、54.9，服务业 PMI 分别为 58.4、56.9、59.0，综合 PMI 分别为 58.4、57.4、58.5，均较 3 季度明显下降，但仍处于高景气区间。

印度货物贸易与服务贸易增速均有所上升。以美元计价，2023 年 9、10、11 月印度货物出口同比增长分别为 -2.6%、6.2% 与 -2.8%，进口同比增长分别为 -15.0、9.6% 和 -4.3%，进出口同比增速较前三月明显提升。这主要反映了基数因素，出口金额实际上反而有所下降。与此同时，服务贸易增速也有所回升。9、10、11 月服务贸易出口同比分别增长 0.5%、13.4%、6.5%，进口同比分别增长 -8.4%、6%、-12.9%。可见，印度服务贸易出口恢复较快增长，进口仍在下滑。

印度央行继续按兵不动，汇率保持稳定，股市再创历史新高。

印度央行继续按兵不动，汇率保持稳定。2023 年 9、10、11 月，印度 CPI 同比增长分别为 5.0%、4.9% 和 5.6%，较 6-8 月小幅下降，再次进入印度央行设定的 2%-6% 的通胀区间，但下降幅度缓慢，再次证实通胀粘性。分项来看，各大类产品服务价格普遍小幅下降。食

品饮料价格同比增速仍超过 8%，为较高通胀的主要支撑因素，住房价格增速继续回落至同比 4% 以下。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，因此当前通胀压力对印度来说并不算大。4 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 83-83.5 卢比/美元范围小幅波动。2023 年 10-12 月，印度股市上涨，孟买敏感指数从 9 月末的 65828.41 点上升到 12 月末的 72240.26 点，再创历史新高。

南非经济陷入负增长，投资大幅下滑。

南非经济同比负增长，投资大幅下滑。2023 年 3 季度，南非实际 GDP 同比增长-0.7%，为 2021 年以来首次季度同比负增长。其中私人消费同比增速为 0.5%。投资同比增速分别为-14.27%，投资增速大幅下滑，即使不考虑高基期因素，投资下滑依然显著，2023 年三季度实际投资仍大幅低于 2019 年同期水平。三季度南非出口增速小幅回落，进口增速大幅下滑至负增长，贸易逆差同比大幅缩小。2023 年 9、10、11 月，南非制造业 PMI 分别为 46.6、48.7 和 54.9，较此前有所改善。2023 年 9-11 月，南非进出口增速有所上升。以南非兰特计，2023 年 9、10、11 月南非出口金额分别同比增长-6.6%、2.8%和 8.2%，进口金额同比增长-2.9%、11%和 0.1%，高于 6-8 月的平均增速。国际货币基金组织 10 月最新报告预测，南非 2023 年经济增速为 0.9%，较 7 月预测上调 0.6 个百分点。

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 3 季度，南非失业率为 31.9%，较上季度下降 0.7 个百分点，仍显著高于疫情前 29% 左右的水平。劳动参与率较 2 季度进一步上升 0.6 个百分点至 60.2%，已经达到疫情前水平。2023 年 9、10、11 月，CPI 同比增速分别为 5.5%、6.1%和 5.6%，较此前三个月有所上升。分项来看，交通与工业产成品通胀显著上升，是通胀回升的主要带动因素。未来能源价格居高不下仍将对 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，4 季度南非央行停止加息，将回购利率维持在 8.25% 的高位。考虑到南非货币环境紧缩，

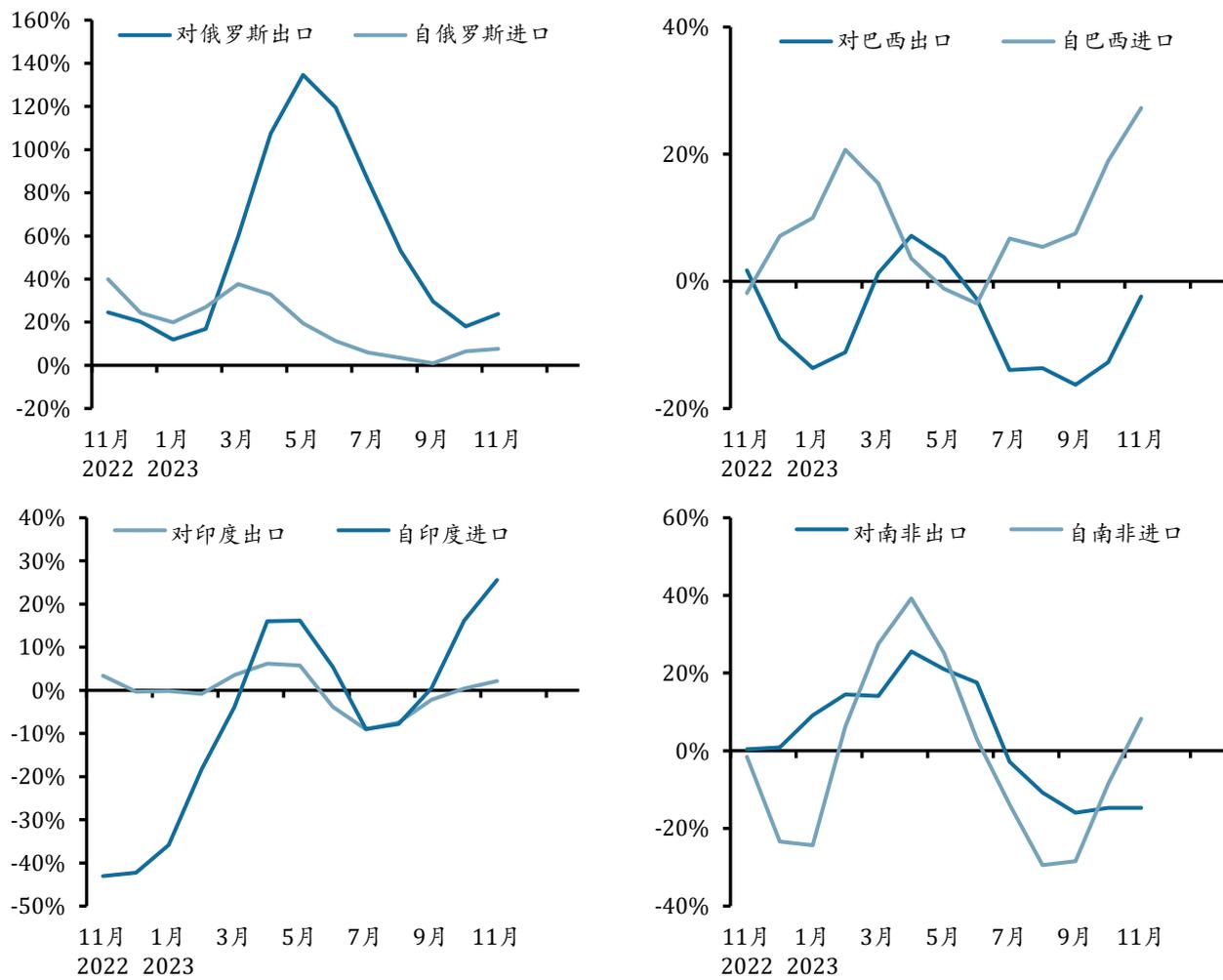
经济增长也较为疲弱，能源、工业生产等供给扰动是通胀居高的主要原因。

二、金砖国家与中国贸易

中国与金砖国家贸易增速显著回升，占中国对外贸易比重超过 10%，其中出口同比小幅回升，进口同比大幅回升。

中国与金砖国家贸易增速显著回升，占中国对外贸易比重处于历史高位。其中，出口同比增速小幅回升，进口大幅回升。2023 年 9、10、11 月，中国与金砖国家贸易总额同比增长分别为 3.3%、11.1%和 17.6%，较 6-8 月增速大幅回升。9-11 月，中国与金砖国家贸易总额在中国总贸易中的比例分别为 10.7%、10.3%和 10.6%，较 6-8 月略有下降，但仍处于历史高位，贸易总额达到 1600 亿美元。出口方面，中国对金砖国家出口增速小幅回升，对印度、巴西出口同比有所上升，对俄罗斯、南非出口同比有所下降。2023 年 9、10、11 月，中国对印度出口同比增速分别为 2.1%、-1.5%和 5.8%，对巴西出口同比增速分别为-11.7%、-12.1%和 16.6%，对南非出口同比增速分别为-14.5%、-11.5%和-18.1%，对俄罗斯出口同比增速分别为 20.6%、17.2%和 33.6%。进口方面，中国自金砖四国进口同比增速均显著上升，且均保持增长。2023 年 9、10、11 月，中国自俄罗斯进口同比增速分别为 8.2%、8.6%和 8.3%，较此前 6-8 月略有回升。自巴西进口同比增速分别为 9.2%、39.0%和 33.7%，增速大幅上升。自印度进口同比增速分别为 4.7%、37.2%和 34.8%，较 6-8 月大幅上升。自南非进口同比增速分别为-25.0%、21.8%、28.0%，增速也显著上升。

图表 26 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 27 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, %)		
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023M9	2023M10	2023M11
俄罗斯	-1.9	4.9	5.5	6.0	6.7	7.5
巴西	4.2	3.5	2.0	5.2	4.8	4.7
印度	6.1	7.8	7.6	5.0	4.9	5.6
南非	0.2	1.5	-0.7	5.5	6.1	5.6
汇率	制造业 PMI					
	(月平均值, perUSD)					
	2023M10	2023M11	2023M12	2023M10	2023M11	2023M12
俄罗斯	97.1223	90.4128	90.8172	53.8	53.8	54.6
巴西	5.0642	4.8977	4.8966	48.6	49.4	48.4
印度	83.2353	83.2980	83.2907	55.5	56.0	54.9
南非	19.0530	18.5405	18.6741	48.7	54.9	0.0
出口	进口					
	(同比增速, %)			(同比增速, %)		
	2023M9	2023M10	2023M11	2023M9	2023M10	2023M11
俄罗斯	-13.7	-25.3	-	4.5	-6.7	-
巴西	0.5	10.4	0.6	-21.5	-12.6	-11.2
印度	-2.6	6.2	-2.8	-15.0	9.6	-4.3
南非	-6.6	2.8	8.2	-2.9	11.0	0.1
中国出口	中国进口					
	(同比增速, %)			(同比增速, %)		
	2023M9	2023M10	2023M11	2023M9	2023M10	2023M11
俄罗斯	20.6	17.2	33.6	8.2	8.6	6.3
巴西	-11.7	-12.1	16.6	9.2	39.0	33.7
印度	2.1	-1.5	5.8	4.7	37.2	34.8
南非	-14.5	-11.5	-18.1	-25.0	21.8	28.0

数据来源: Wind, CEIC。

全球金融市场：美元贬值、股市上涨

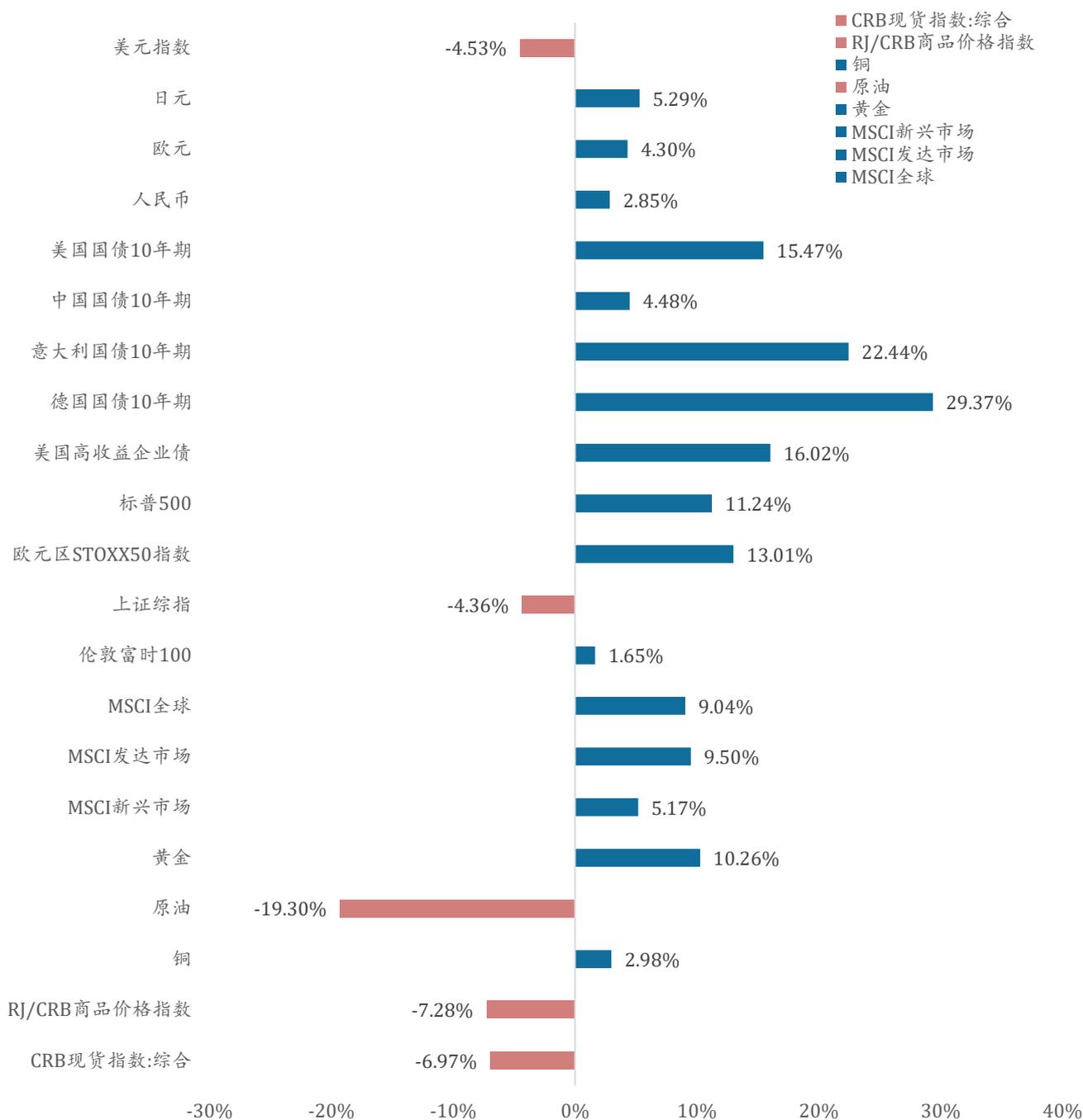
2023年4季度，美联储和欧央行均暂缓加息。美元退出升值通道、转为贬值，其他主要经济体货币较美元升值。全球股市表现较好，发达经济体股市普遍上涨，MSCI发达经济体股票市场上涨9.5%。标普500上涨11.24%。主要新兴经济体中，印度、巴西股市均有较佳表现，上证综指下跌。主要央行均按兵不动，货币市场利率波动不大。俄罗斯央行加息300bp。因暂停加息、货币条件边际宽松、衰退预期升温以及通胀回落等因素，主要经济体十年期国债收益率普遍下行。此外，4季度，大宗商品价格大幅下跌，黄金价格大涨。在“软着陆”预期下，当前全球金融市场整体表现平稳，需要警惕“软着陆”落空的风险。此外，也需要关注此轮高利率下的房地产风险传染。

一、全球金融市场总体情况

美元贬值，长债利率下行。

2023年4季度，美元贬值，主要经济体长期利率下行。4季度，美联储和欧央行均暂缓加息。美元退出升值通道、转为贬值，其他主要经济体货币较美元升值。全球股市表现较好，MSCI全球股指较3季度末上升9%以上。其中，MSCI发达经济体股票市场上涨9.5%，MSCI新兴经济体上涨5.2%。标普500上涨11.24%，欧元区STOXX50指数上涨13.01%。上证综指较3季度末下降4.36%。因暂停加息，货币条件边际宽松，主要经济体十年期国债收益率普遍下行、国债价格上涨。4季度，大宗商品价格大幅下跌，原油环比下跌19.30%，CRB商品指数和CRB现货指数均下跌7%左右。但铜价环比上涨2.98%。

图表 28 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。

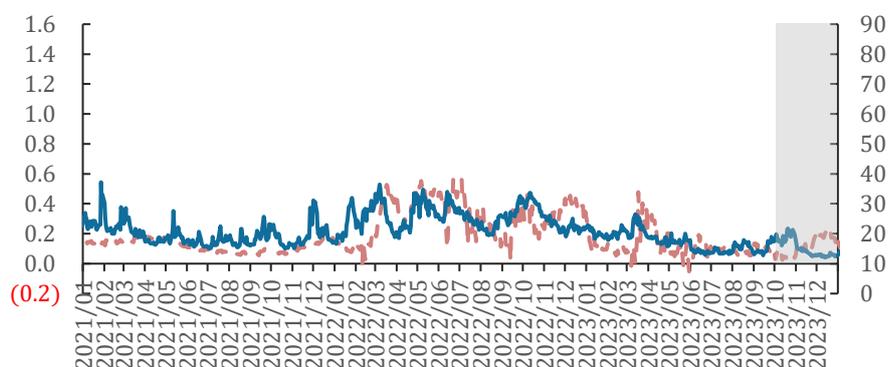
注2：该表数据截至日为2023年12月31日，变动幅度均按季末值计算。因截止时间和计算方法差异，该表的数据与后文的图表数据可能存在相近不相同的情况。

VIX 指数进一步下降。

美元流动性边际收紧，VIX 指数进一步下降。4 季度，尽管从长周期看美元流动性依然充足，但 TED 利差在 4 季度逐渐提升，12 月上升至 0.2% 以上。美联储的持续缩表体现在了美元流动性的边际收紧上。4 季度，美股继续上涨，美股波动性进一步下降。VIX 指数下降至约 10% 的历史较低水平。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 29 全球金融市场风险状况图

--- LIBOR:美元:3个月-美债收益率:3个月 (%)



注：数据来自 Wind 数据库。阴影部分为 2023 年第 4 季度。

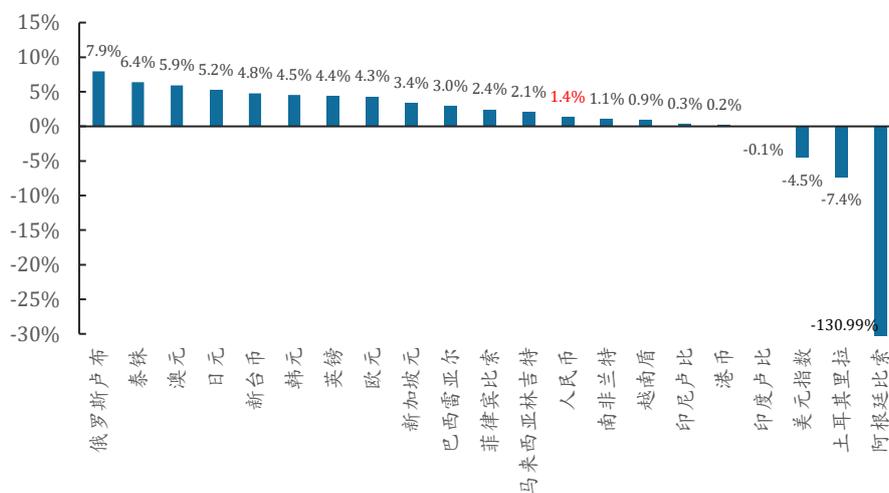
二、全球金融分市场运行态势

美元贬值，其他主要经济体货币汇率升值。

美元贬值，其他主要经济体货币升值。4 季度，因美联储暂停加息，货币条件放松，美元季末较上季度贬值 4.5%，其他主要经济体货币多较上季末升值。发达经济体中，英镑、日元、欧元的季末升值幅度均在 4% 以上。澳元升值接近 6%。新兴经济体中，因美元贬值，主要新兴经济体货币兑美元升值。除俄罗斯卢布和泰铢外，其他新兴经济体货币升值幅度不如发达经济体。按季末值，俄罗斯卢布升值 7.9%，泰铢升值 6.4%。人民币升值 1.4%，升值幅度小于大部分主要新兴经济体。但经济强劲的印度，其印度卢比 4 季度小幅贬值 0.1%，并没有因美元贬值而升值。此外，土耳其里拉贬值 7.4%。阿根廷货币季内大幅贬值，较三季度末贬值幅度达到 131%。

但按照季度平均汇率，4 季度美元指数仍然保持着 1.2% 的小幅升值。除卢布外，其他货币的 4 季度平均汇率均较三季度小幅贬值。

图表 30 主要发达和新兴经济体季度汇率波动幅度（2023 年 4 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 12 月 31 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 31 主要发达和新兴经济体季度平均汇率走势一览

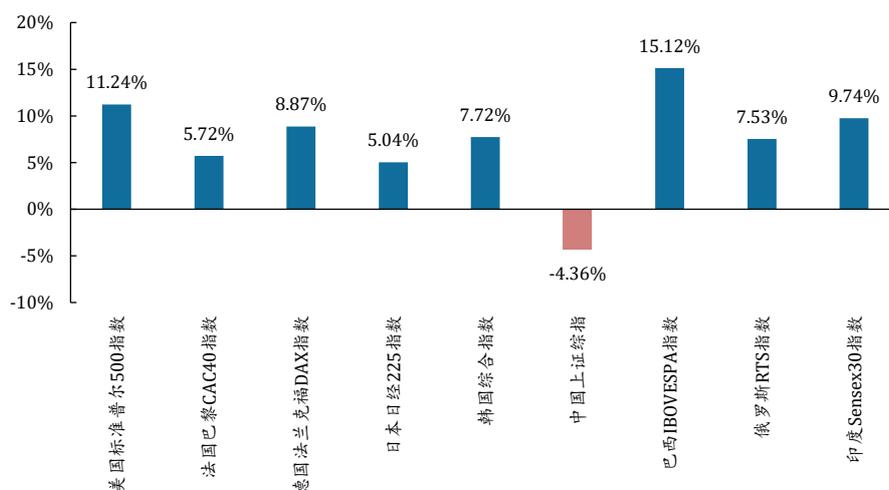
		2023 年 4 季度	2023 年 3 季度	升值幅度
主要发达经济体	美元指数	104.52	103.26	1.22%
	欧元	1.08	1.09	-1.29%
	日元	147.84	144.48	-2.32%
	英镑	1.24	1.27	-2.24%
	澳元	0.65	0.66	-1.45%
金砖国家	巴西雷亚尔	4.95	4.88	-1.48%
	卢布	92.83	94.14	1.39%
	南非兰特	18.76	18.65	-0.57%
	印度卢比	83.27	82.67	-0.72%
	人民币	7.14	7.17	0.37%
东南亚	菲律宾比索	56.10	55.97	-0.23%
	越南盾	23996.48	23891.05	-0.44%
	马来西亚林吉特	4.70	4.63	-1.48%
	泰铢	35.65	35.15	-1.43%
	印尼卢比	15624.22	15224.42	-2.63%
东亚	韩元	1320.96	1312.89	-0.61%
	新加坡元	1.35	1.35	-0.01%
	新台币	31.84	31.69	-0.46%
	港币	7.81	7.82	0.07%
其他	阿根廷比索	443.82	313.58	-41.53%
	土耳其里拉	28.49	26.79	-6.33%

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。

主要经济体股市上涨，上证综指下跌。

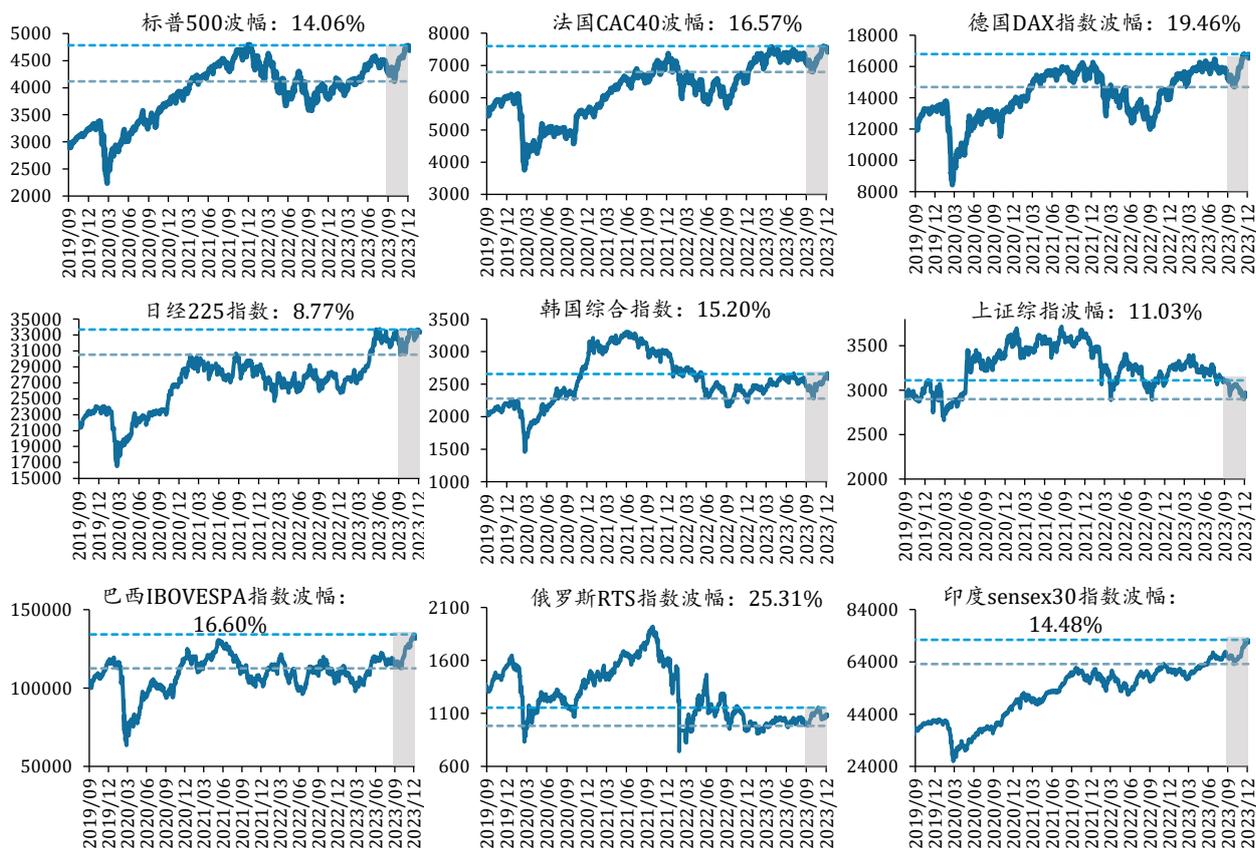
主要经济体股市上涨，上证综指下跌。在边际放松的货币环境下，主要经济体股市上涨。4 季度，标普 500 指数上涨 11.24%，季内波幅 16.17%。欧洲股市也悉数上涨。法国 CAC40 指数、德国 DAX 指数分别上涨 5.72%、8.87%；季内波幅达 11.8%、14.35%。日本、韩国股市分别上涨 5.04%、7.72%；季内波幅 10.33%、16.56%。发达经济体股市普遍上涨。新兴经济体中，巴西、俄罗斯、印度股市均大幅上涨，4 季度末较三季度末分别上涨 15.13%、7.53%、9.74%，季内波幅分别为 19.25%、17.48%、14.67%。上证综指较三季度下跌，季末跌幅为 4.36%。4 季度，上证综指季内最大跌幅达到 7.3%。

图表 32 全球主要发达与新兴经济体股市季度涨跌幅（2023 年 4 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。

图表 33 全球主要发达与新兴经济体股市季内波动（2023 年 4 季度）

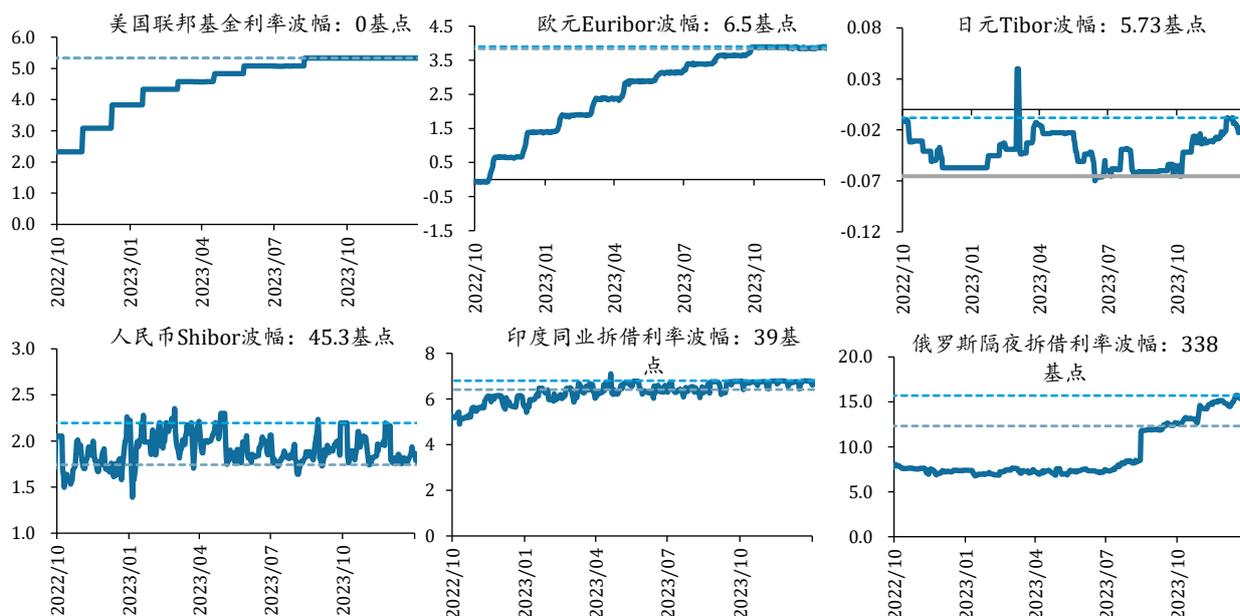


主要经济体货币政策均按兵不动，俄罗斯央行加息。4 季度，主要经济体央行均未调整政策利率，货币市场利率波动较小。美国联邦

主要经济体均保持
基准利率不变。

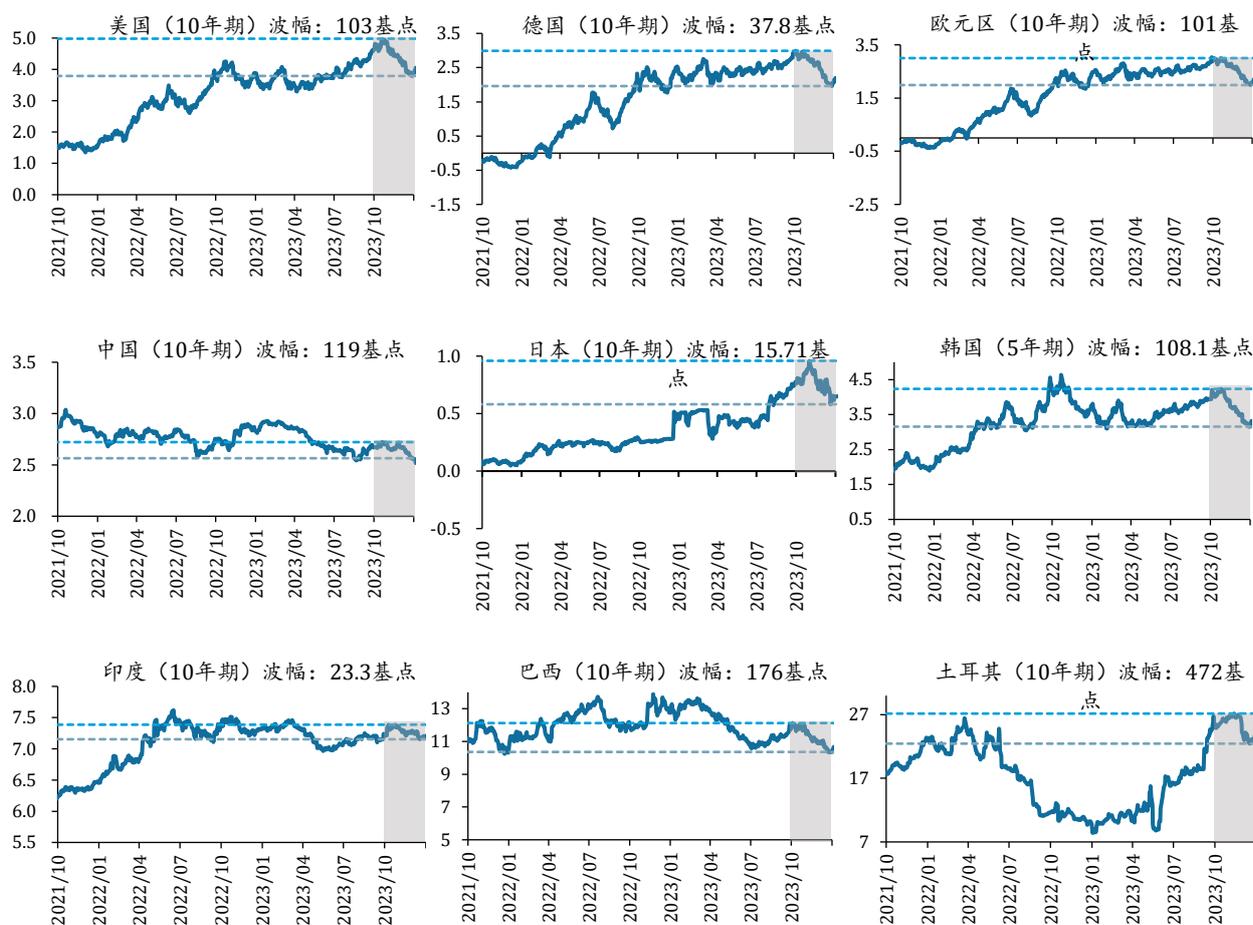
基金利率的季内波幅几乎为 0，欧元 Euribor 季内波幅为 6.5bp，日本 Tibor 波幅为 5.73bp。俄罗斯央行受制于通胀压力在本季度继续加息，累计加息 300bp，货币市场利率上升 338bp。印度保持 6.5%的基准回购利率不变，同业拆借利率以 6.5%为中枢季内波动 39bp。中国 4 季度也未调整政策利率，人民币 shibor 波幅稍大、为 45.3bp。

图表 34 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 35 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下行。

受主要经济体暂停加息、发达经济体通胀回落，以及主要经济体经济衰退预期升温影响，4季度主要经济体长期国债收益率均出现了不同程度的下行。发达经济体中，美国、欧元区、韩国长期国债收益率下行幅度较大。4季度，美国10年期国债收益率季内下行103bp，欧元区10年期公债收益率也下行101bp、韩国5年期国债收益率下行108bp。新兴经济体中，中国10年期国债收益率季内由高点下行119bp，但在4季度末仍未向下突破2.5%。巴西10年期国债收益率4季度波幅达176bp，印度长期国债收益率4季度下降幅度较小、仅23.3bp。此外，土耳其作为高风险经济体，其10年期国债收益率在4季度依然大幅波动，波幅高达472bp。

三、全球金融形势展望

关注全球房地产风险。

关注全球房地产风险。一是高利率环境下，主要经济体房价均出现了大幅下降。根据 IMF 的报告，自 2022 年底以来，全球实际房价一直在下跌。2023 年第一季度，发达经济体的实际房价下跌了 8.4%，而新兴市场的跌幅较小，约为 2.4%。在浮动利率按揭贷款占比较高且房价高于疫情前平均水平的国家，其房价跌幅已达到两位数。二是商业地产融资规模快速萎缩。根据 2023 年 10 月份的 IMF 金融稳定报告，2023 年全球私募基金房地产投资融资规模出现了断崖式的下跌。商业地产作为一个可以产生现金流且能够带来资本增值的资产，在低利率环境下是机构投资者非常偏好的资产类别。类似的还有基础设施资产。但在美联储、欧央行的不断加息下，发达经济体国债（尤其是美国国债）凭借更低的风险已经成为了更受青睐的“高利率”资产。专注于房地产投资的私募基金存在资金抽逃的可能。2023 年初，黑石集团 9000 亿美元地产基金发生限制赎回，就已经将这一问题暴露出来。此外，私募基金为了提高回报，也会加杠杆投资房地产，其债权人往往是中小银行。美国资产规模低于 100 亿美元的小银行其房地产融资占总资产的比例接近 80%。如果房价出现调整、房地产私募基金大幅调整仓位，这些中小银行将面临大规模资产违约的风险。不排除美国中小银行再次发生流动性危机的可能性。

经济软着陆落空的小概率事件可能带来巨大的风险。

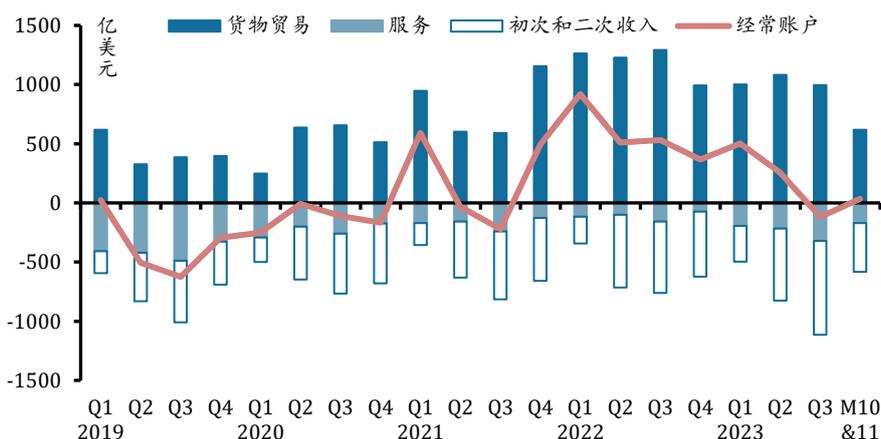
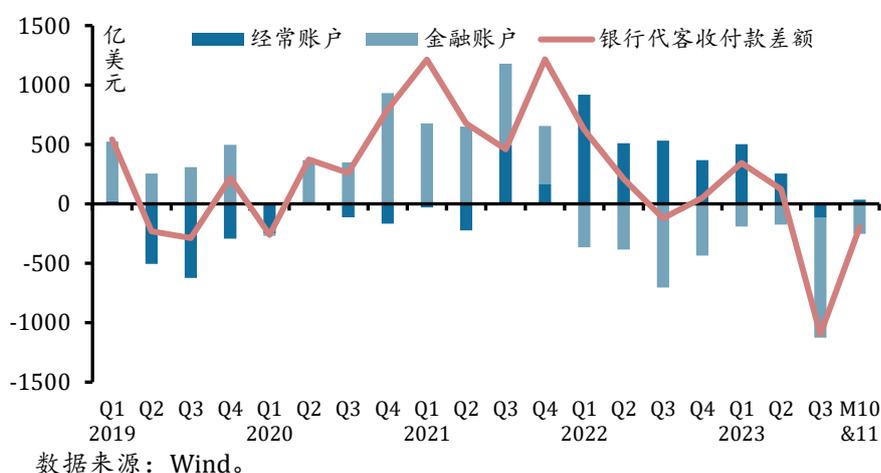
在高利率环境下全球金融市场当前表现平稳，这主要是由于市场预期发达经济体经济将实现软着陆——通胀回落且未出现经济衰退。目前的数据似乎也是支持发达经济体（主要是美国）经济软着陆的。金融市场表现也支持了这种预期。主要经济体股市反弹，信用利差收窄，融资环境未受到明显冲击，高收益债仍受追捧。但当前全球地缘政治冲突事件频发，通胀存在意外上升的可能性。届时，主要经济体货币条件将不得已突然收紧，在“软着陆”预期中未进行主动去杠杆反而持续融资的高债务部门将受到巨大冲击，可能会触发负反馈循环并再次考验全球金融体系的抗风险能力。

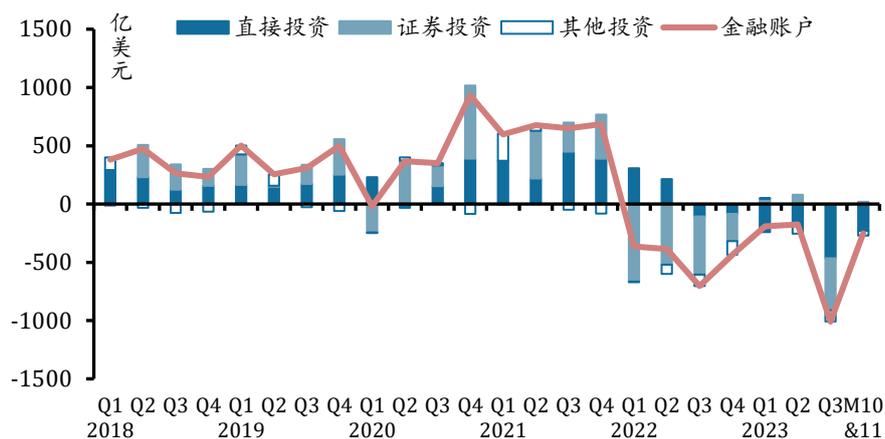
4 季度银行代客涉外收入、对外付款相比上季度同期均呈下降趋势，跨境收支逆差规模相比上季度同期大幅下降。

四、跨境收支总额、涉外收款、对外支出齐升

2023 年 4 季度前两个月，银行代客涉外收入、对外付款分别为 10229.46 亿美元和 10496.9 亿美元，跨境收支逆差为 197.5 亿美元。相比 2023 年 3 季度同期，涉外收入下降 3.1%、对外支出下降 6.2%。跨境收支逆差金额相比上季度同期下降了 64.6%。与去年同期相比，由于低基数效应，涉外收入、对外付款均上升 9.3%。跨境收支逆差金额相比去年同期扩大 9.2%，银行代客涉外收入与支出总额为 2.07 万亿美元，相比上一季度同期下降 4.7%，相比去年同期上升 9.3%。

图表 36 银行代客收付款分项结构





数据来源：Wind。

银行代客收付款经常项目呈小幅顺差。其中货物贸易顺差下降，服务贸易和收入项由逆差相比上季度同期收窄。

从境内银行代客涉外收付款的分项看，2024年10月、11月经常项目由上季度同期24.9亿的逆差转为顺差35.2亿美元。从细项看，货物贸易顺差规模下降，服务贸易和收入项逆差收窄。4季度前两个月，货物贸易顺差相比于上季度前两月下降19.6%，至618.4亿美元；服务贸易逆差相比上季度同期下降17.4%，至170.9亿美元；收入项逆差为412.2亿美元，相对于3季度前两月收窄29.8。

资本和金融项目逆差规模大幅收窄，直接投资逆差扩大，证券投资由逆转正和其他投资项逆差收窄。

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收窄，4季度前两个月的逆差规模为252.4亿美元，相比于上季度同期下降54.6%。从细项看，直接投资逆差扩大、证券投资由逆差转为顺差，其他投资的逆差规模收窄。其中，直接投资逆差由上季度同期的202.6亿美元上升到230.9亿美元，2022年同期直接投资项下为逆差61.9亿美元；证券投资由上季度同期的300.3亿美元的逆差转为小幅顺差20.3亿美元；其他投资项逆差由上一季度的53.0亿美元下降到41亿美元。

银行结售汇维持逆差，逆差规模扩大。银行自身结售

2023年10月、11月，银行结售汇逆差相比于上季度同期扩大，逆差规模为321.6亿美元。其中，银行结汇相比上季度同期继续下降，由3609.6亿美元下降至3339亿美元。银行售汇金额也低于上季度同期水平，由3861.0亿美元下降至3660.6亿美元。从交易主体来看，银行自身结售汇呈小幅逆差。10、11两个月银行自身结售汇规模为

汇、银行代客结售
汇均为逆差。

99.5 亿美元，小幅高于上季度同期水平。银行自身售汇规模为 108.0 亿美元，大幅低于上季度同期水平。银行代客结售汇也维持逆差，但逆差规模相比于上季度同期显著下降，录得 8.5 亿美元。在结售汇意愿方面，2023 年 4 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 7.7 个百分点，至 60.3%，售汇率下降 1.2 个百分点，至 67.9%。

人民币计价的银行
代客收付款逆差规
模相比上季度同期
下降。

境内银行代客收付款的人民币跨境收支净流出规模相比上季度下降，由上季度前两个月的 462.6 亿美元下降至 335.1 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 5449.6 亿美元下降至 5266.2 亿美元，下降 3.4%，在银行代客涉外收入总额中占比为 47.9%，较上季度同期下降 3.4 个百分点；人民币计价的银行代客支出由上季度同期的 5912.2 美元下降至 4931.1 亿美元，下降 9.5%，在涉外支出总额中占比为 50.2%，与上季度同期下降 2.6 个百分点。

大宗商品市场：品类分化，波动上升

2023 年 4 季度大宗商品价格基本持平，品种之间出现分化。由于需求疲弱、美国供给超预期，油价波动下行。金属价格分化：铜和铁矿石因中国经济政策预期、美元加息周期结束前景以及补库存因素而出现上涨。铝价受西方市场需求不振和供给端扰动的影响出现宽幅波动。国际农产品价格较上一季度下跌，天气因素影响减弱，主产国产量增长和饲料需求不足带动价格下行。

4 季度大宗商品价格环比持平，但不同品种分化；油价由于需求端缺乏支撑而回落；铝价波动较大，铜和铁矿石受中国政策和美元加息周期结束预期上涨；农产品价格整体回落，天气因素对价格影响减弱。

一、大宗商品总体价格走势

2023 年 4 季度 CEEM 大宗商品价格²季度均价环比基本持平，同比仍有 12.5% 的跌幅。由于需求乏力，且美国供给超预期增长，油价在上季度反弹后震荡回落。金属方面，铜价因供给收紧、中国经济政策预期和美元加息周期结束前景而上涨；铝价格因供需因素的轮动导致价格大幅波动；铁矿石价格在中国补库需求和宏观经济政策预期的推动下上涨。煤炭价格跌幅较大。国际国内农产品价格整体下行，国际市场供给充足叠加需求疲软共同拉低农产品价格。

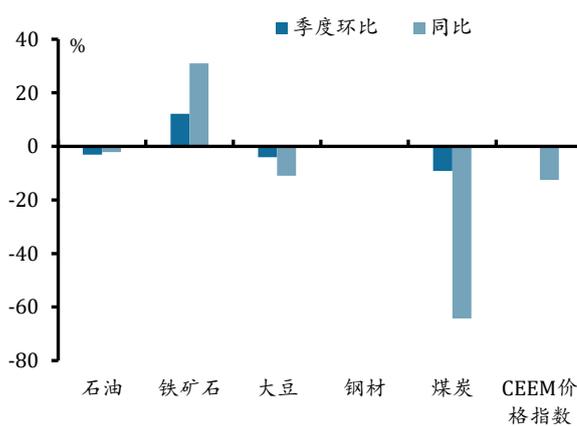
² CEEM 大宗商品价格指数（月度）综合计算前五大进口商品月平均价格，并根据中国进口量分配权重。5 种商品价格为 OPEC 一揽子石油价格、普氏铁矿石综合价格指数、澳大利亚动力煤 FOB 价格、钢材亚太地区远东市场综合到岸价以及美洲综合大豆价格。指数以 2012 年平均价格为基准。

图表 37 4 季度 CEEM 大宗商品指数基本持平



数据来源: CEIC, 世界经济预测与政策模拟实验室

图表 38 4 季度大宗商品之间出现分化



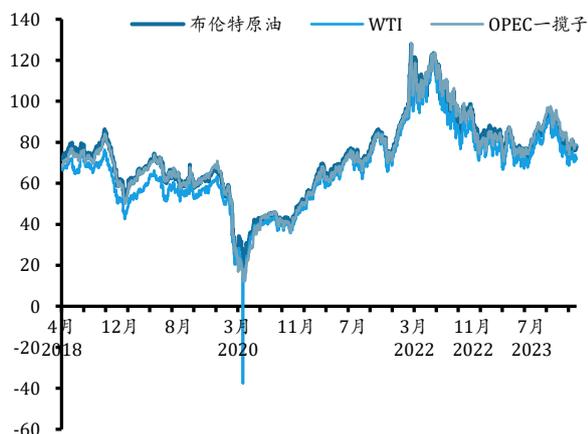
数据来源: CEIC, 世界经济预测与政策模拟实验室

二、主要大宗商品供求情况与价格走势

原油价格缺乏需求支撑，且美国原油产出超预期。

4 季度全球原油价格仍然缺乏上攻动力，受地缘政治风险短暂的刺激后，油价再次回落，波动下行，布伦特油价最低跌至 75 美元下方，季度末受红海事件刺激，油价一定反弹。总体上需求疲软，且市场对 2024 年经济增速预期较为保守，加上美国原油供给充分，供需两端都令油价承压。市场对小型风险事件和 OPEC 减产有所脱敏。

图表 39 4 季度全球油价震荡回落



数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室

图表 40 OPEC 产量反弹，部分小国增产换收入



数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室

2 季度市场在逐步纠正此前的认知偏差，包括对油价的

4 季度以来，需求不振压制油价，使得供给端的改善，包括 OPEC 减产、俄罗斯提价冲动等因素均无法发挥作用。美国经济虽然有软着陆预期，但经济数据走平，且美联储态度未明朗，解读不一，尚未形成宽松节奏的一致预期。中国地方债务问题和投资疲弱也影响

乐观预期以及原油 投资不足的后果。

油价。我们保持上季度对需求端的判断，即仍然缺乏明确好转趋势。在中国经济反弹或美国软着陆态势确立，美联储正式进入降息周期之前，需求端不支持油价大幅上涨。

需求端的疲弱自 2 季度开始已逐步被市场定价，但持续时间仍超预期，足以让多头失去耐心撤离。另一方面，供给端超预期是 4 季度带动油价下行较为显著的边际因素。

4 季度供给端超预期体现在：OPEC 联盟松动迹象明显，价格疲软导致价格同盟紧密度受影响。美国原油生产和出口持续强劲。中国、印度的需求增长依然被俄罗斯满足，且俄罗斯因战争消耗，在价格上缺乏议价权。

11 月底 OPEC+ 的会议上，沙特将把从今年 7 月开始的日均 100 万桶自愿减产延长至 2024 年 3 月底。2024 年第一季度，俄罗斯将把今年 9 月开始的自愿日均减产 30 万桶提高到日均 50 万桶。伊拉克、阿联酋、科威特、哈萨克斯坦、阿尔及利亚和阿曼等“OPEC+”成员也将在明年第一季度自愿减产。但先导调查数据显示，12 月 OPEC 原油产量却上升 7 万桶，自 3 季度低点反弹。伊拉克、安哥拉、尼日利亚等增产，抵消了沙特减产的影响。油价同盟在价格疲弱的压力下，产量占比较小的国家有扩产增收冲动。市场对自愿减产的效果有所怀疑。

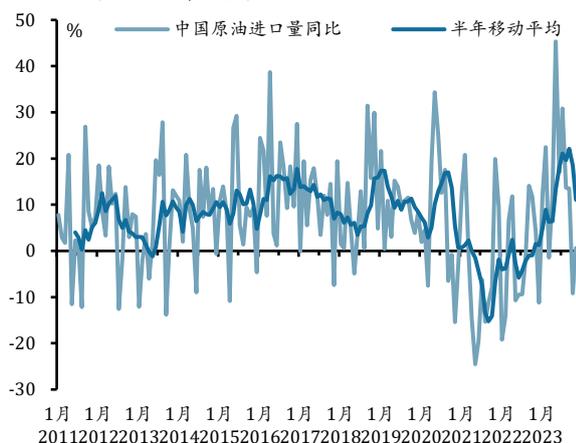
此外，美国能源信息署信息显示，截至 12 月 15 日当周，美国原油库存增加 290 万桶，而路透预期为减少 230 万桶。随后下滑两周后，库存在 1 月第一周又再次反弹。12 月美国原油产量增至历史新高 1330 万桶/日，超过 2019 年的纪录。同期美国原油出口也创新高，甚至一度成为美国出口的最大规模商品。出口的主要目的地为欧洲。与此同时，美国活跃钻井数仍低于高峰。受益于效率提升，单油井产量不断上升，打破了市场对钻井数仍处于低点的担忧。如开采效率显著提升，此前多头认为资本开支不足，推升油价上涨的逻辑或受到挑战。

政治上，出于平抑通胀的需求，美国政策当局有充分意愿鼓励原油公司扩产。

俄罗斯仍然是平抑油价实际成本的重要力量。日本能源和金属矿物资源机构表示，自俄乌冲突后，俄罗斯产原油的主要品种乌拉尔原油，每桶最多比国际价格低 41 美元，平均比国际价格低 25 美元。中印仍是最大进口国。换言之，新兴市场中最主要的经济体，疫情后复苏的主要增量被俄罗斯的低价供给所满足。2023 年 1~11 月俄罗斯原油和石油产品的出口收入同比减少了 22%，而战争支出急剧上升，俄罗斯缺乏油价议价权。

由于供需基本面的主导力量，市场对风险事件脱敏，红海、以色列冲突仅小幅刺激油价，更多在运价上反映。且美欧、中印俄的油运航线受影响有限。中东-亚洲航线上，沙特在开年已进一步下调出口油价以应对市场压力。

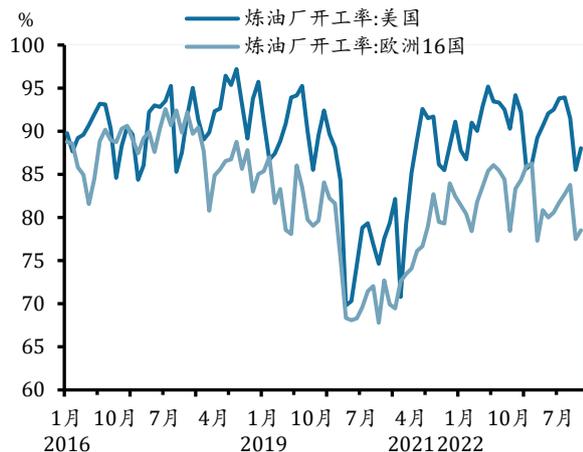
图表 41 中国原油总进口增速边际回落



图表 42 美国原油净进口新低，出口强劲

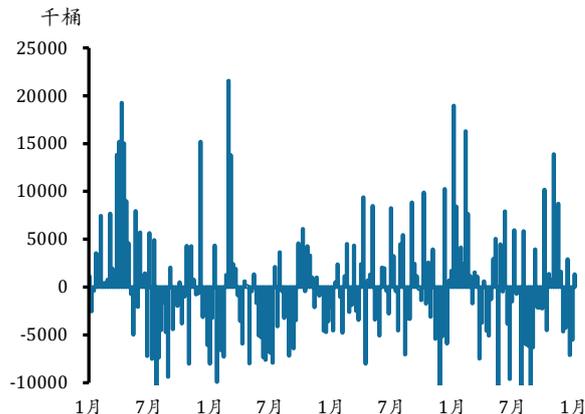


图表 43 欧美炼油厂开工率回落



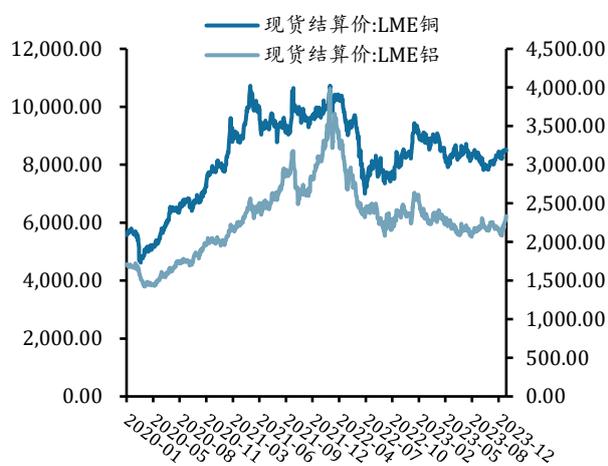
数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室

图表 44 美国商业原油库存缩减, 但好于预期



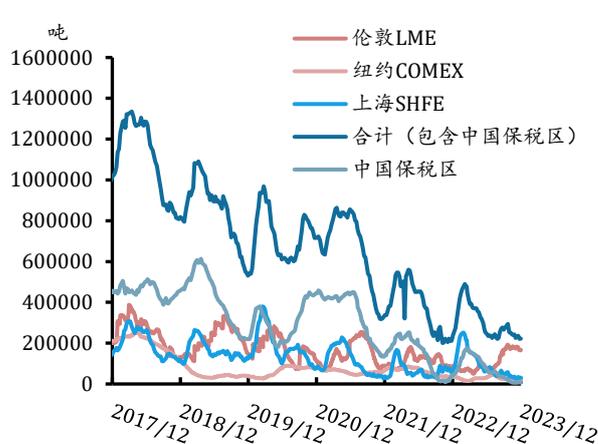
数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室

图表 45 LME 铜铝价格出现分化



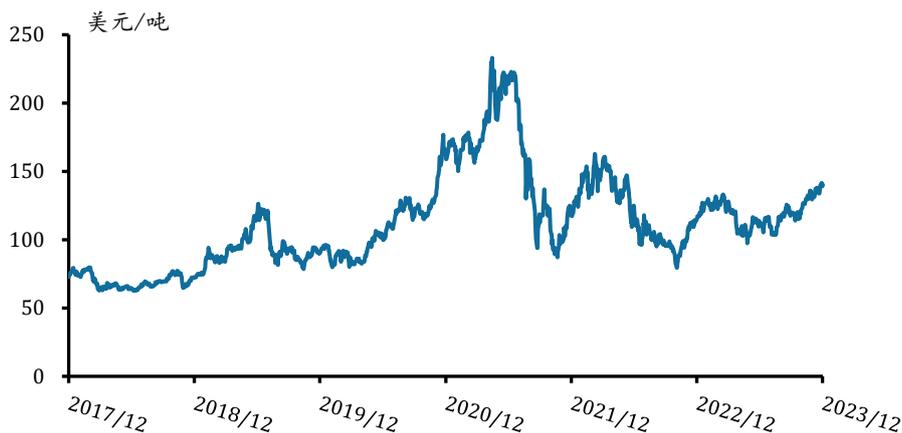
数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 46 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 47 国际铁矿石价格震荡回升



数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室。

2023 年 4 季度国际有色金属价格震荡, 价格分化。铜方面, 2023 年 4 季度供给端风险、中国经济政策预期和美联储货币政策转向预期

4 季度金属价格分化：铜和铁矿石中国经济政策预期、美元加息周期结束前景以及库存因素而出现明显上涨。铝价受西方市场需求不振和供给端扰动的影响出现宽幅波动。

成为铜价的主要驱动因素。伦铜价格在 3 季度大体先抑后扬，10 月 5 日伦铜跌至 7812 美元/吨，此后维持低位波动。10 月 25 日，铜价开始反弹，12 月 29 日价格为 8476 美元/吨，季度环比收涨 2.98%。宏观层面，美国鹰派加息预期推动了美元走强，10 月伦铜价格承压下行。11 月数据显示，10 月中国零售额同比增长 7.6%，工业生产同比增长 4.6%，中国经济复苏小幅回升；美元加息周期结束前景增强，美元指数下行，11 月-12 月美元指数跌幅近 3%，支持铜价在此期间走强。供给方面，海外铜矿在 4 季度宣布减产，2023 年 11 月底，巴拿马宣布将关闭全球最大铜矿之一的 Cobre 铜矿，该铜矿年产 35 万吨，占全球铜产量的 1.5%；英美资源集团将 2024 年铜产量目标从 100 万吨下调至 73 万吨至 79 万吨；两者累计减产约 60 万吨。中国现货铜精 TC 底价下调至 80 美元/吨，创下 2022 年第 4 季度以来的最低值，表明第 4 季度矿山供应趋紧。国际铜业研究组织(ICSG)表示，2023 年全球铜市场约有 2.7 万吨的供应缺口。需求层面，由于 4 季度美国经济增速放缓、欧洲制造业 PMI 继续低位徘徊，导致海外铜消费整体疲弱。中国进口精炼铜数量已连续 8 个月增长，12 月进口 40 万吨。下游需求方面，2023 年 12 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 24.4%，连续 11 个月增速超 20%，拉动铜需求增加；家用电器和音像器材类零售额 11 月和 12 月分别同比上涨 9.6%和 2.7%。汽车供需方面，9 月起汽车和新能源汽车的当月产量和销量同比增长均好于三季度。11 月，汽车产量和新能源汽车当月同比增长分别为 23.6%和 35.6%，超过 10 月的 8.5%和 27.9%。10 月和 11 月汽车销量同比增长分别为 13.8%和 27.4%，延续了自 8 月份以来的加快趋势；新能源汽车 10 月和 11 月销量同比增长分别为 34.0%和 30.5%，强于上一季度同比增长。但其他领域不容乐观：道路运输业固定资产投资累计完成额 12 月同比增长为-0.2%，增速连续 8 个月下滑；12 月房屋累计新开工面积同比下降 21.2%。4 季度整体下降态势略微减缓。库存方面，4 季度全球库存仍处于较低水平。截至 2023 年 12 月 29 日，全球三大交易所总库存（不含中国保税区）报 18.6 万

吨，相对 2 季度减少了 19.8%。中国保税区、沪铜和美国均在持续去库。伦铜库存维持在 2 季度末水平。与 3 季度末相比，伦敦 LME 库存变化较小，库存减少 525 吨，降幅 0.3%；纽约 COMEX 库存减少 6529 吨，下降 25.8%。考虑中国保税区后，全球铜库存较 3 季度减少 16.3%。国内铜上游产品，铜矿砂及其精矿进口平均单价 8 月下降至 2116 美元/吨。与 9 月相比，铜矿进口数量上扬（+10.7%），进口金额总体上涨 7.0%；4 季度，铜中游产品，未锻造铜进口量较上季度上升 7.5%；10-11 月月均进口精炼铜数量较上季度上升 14.7%。

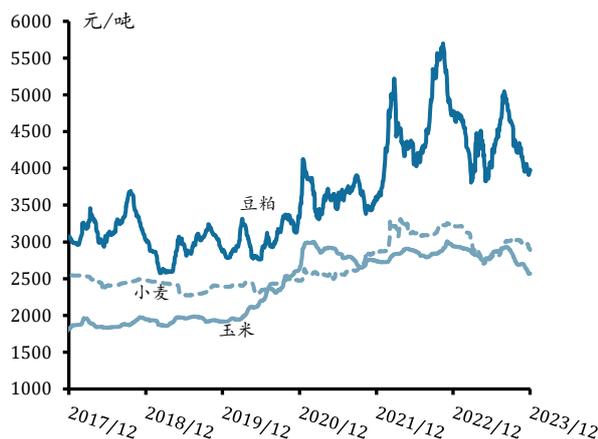
铝方面，LME 铝价 2023 年 4 季度宽幅震荡。10 月铝价从 2307 美元/吨开始向下宽幅震荡，11 月铝价明显下行，12 月中旬下行至 2083 美元/吨，之后开始回升，截至 2023 年 12 月 29 日，LME 铝价收 2335.5 美元/吨，较 2 季度末上涨 1.2%，供需因素的轮动导致价格大幅波动。在需求端，美欧制造业 PMI 数据持续维持荣枯线以下。中国部分行业对铝的需求出现增加。2023 年 11 月中国铝材产量 573.7 万吨，同比增长 7.6%，环比增长 4.3%。这得益于汽车产量，尤其是新能源汽车产量 11 月同比增长 35.6%，环比增长 8.5%，产量突破百万。2023 年 10 月、11 月房屋竣工面积累计值同比增速分别为 19%和 17.9%，对铝的需求形成一定支撑。10-11 月，家用电冰箱产量同比增长 20.3%和 20.4%，但相较于 9 月产量分别下降了 6.5%和 6.4%。在供给端，12 月下旬期间供给扰动较为频繁，带动铝价上涨。12 月 15 日英国政府对俄罗斯实施第七轮制裁措施生效；胡塞武装在红海频发袭击，迫使航运前往欧洲的航线从苏伊士运河改道，增加航程和运输费用；12 月 18 日世界第三大铝土矿生产国几内亚首都发生大规模燃料库爆炸，严重影响几内亚到中国的运输，引发铝土矿短缺担忧。2023 年 4 季度末，全球库存大幅累库，12 月 29 日 LME 库存为 54.9 万吨，较 2 季度末增加 13.0%，但仍处于历史较低水平。中国电解铝库存先增后降，12 月 28 日电解铝库存较 4 季度初减少 12.3%至 43.3 万吨。国内铝上游产品，铝矿砂及其精矿进口单价在 4 季度上行，具体而言，10-11 月均价比上一季度月均值增长 2.6%，至 61.18 美元/吨。10-11 月铝

矿月均进口数量与上一季度基本持平，增幅 0.08%，但进口金额增长 3.6%。铝中游产品，氧化铝和未锻造铝及铝材进口加总数量较上季度减少。其中主要是氧化铝进口量降低，原因在于云南枯水期电解铝减产导致国内对氧化铝需求下降。

4 季度国际铁矿石呈现上行走势。普氏 62%铁矿石价格 4 季度价格由季初 119.9 美元/吨上升至 12 月 29 日 140.5 美元/吨，季度涨幅为 17.2%。供给端，4 季度铁矿石四大矿山发运量增加。具体而言，淡水河谷、力拓、必和必拓、FMG4 季度发运量同比、环比均出现增长，累计发运量同比上涨 866 万吨（4.8%），环比上涨 1911 万吨（11.2%）至 1.90 亿吨。需求端，2023 年 1-10 月，全球生铁产量累计 10.93 亿吨，同比增加 1.5%。2023 年 4 季度国内多数钢厂进行年底前例行检修，叠加钢厂利润编辑走弱以及环保政策的影响，全国 247 家钢企日均铁水产量从季度初的 246.9 万吨降至季度末的 221.2 万吨，降幅 10.4%，季度同比增加 2.9%，环比下降 3.9%。从我国港口库存来看，总库存量较上季度末增加 398 万吨至 1.19 亿吨：来自巴西的铁矿石库存下降 123.9 万吨至 4620 万吨（-2.6%）；来自澳大利亚的铁矿石库存增加 423.7 万吨至 5283 万吨（+8.7%）。铁矿石节前补货的预期不断升温，提振了铁矿石市场情绪。从进口量来看，我国 10-11 月铁矿石月均进口量为 1.01 亿吨，同比增加 6.5%，环比增加 0.8%。受巴西港口的船舶拥堵加剧和巴拿马型船型供给紧张的影响，铁矿石的航运成本 4 季度继续上升，C3 航线价格上涨至 24.9 美元，同比增长 21.2%，环比增长 22.8%；C5 航线价格上涨至 10.9 美元，同比增长 26.8%，环比增长 33.2%。钢材方面，在宏观层面全球经济增长乏力，对钢材价格形成压力。4 季度，国内对钢材需求不足，下游需求分化，房地产业钢材需求持续疲弱，制造业需求提高。10-11 月份全国固定资产投资完成额累计同比持续下降，11 月全国固定资产投资完成额累计同比增长 5.8%，去年同期为 8.9%，9 月为 6.2%；基建投资（不含电力）累计同比增长 2.9%，去年同期为 5.3%，9 月为 3.1%。11 月房屋新开工面积累计值同比下降 21.2%，跌幅略缩小；商品房销

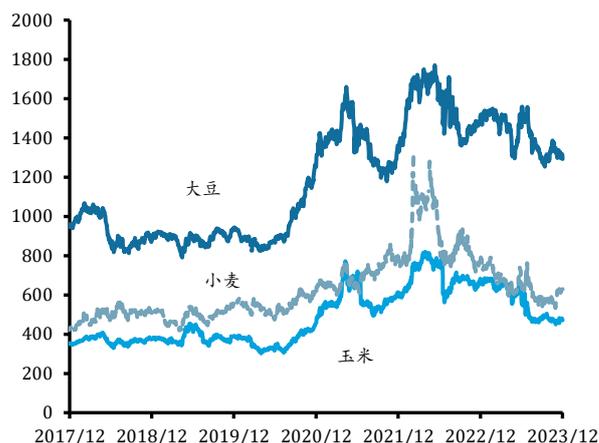
售面积累计同比下降 8.0%，跌幅扩大。4 季度土地成交面积同比下降约 17.5%，住宅类用地同比下降约 16.7%，持续下跌趋势。车企促销活动仍在继续，汽车产销量均稳步上升。供给端，从世界粗钢产量来看，10-11 月，全球 64 个纳入世界钢铁协会统计国家的粗钢产量环比下降 3.7%，同比增长 3.8%。

图表 48 国内农产品现货普跌



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 49 CBOT 农产品价格整体下跌



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

4 季度国内、国际农产品价格整体下跌，天气影响减弱和需求疲软共同引导价格下行。黑海局势不稳定加大小麦价格波动。

4 季度国际、国内农产品价格整体下跌。4 季度国际大豆价格较上一季度明显下跌，主要原因是供强需弱。（国际、国内）。供给端，天气影响减弱改善大豆供应前景。根据美国农业部发布的数据，截至 10 月 11 日，美国已收获了 61% 的大豆，远高于五年平均水平的 42%。美大豆的优良率评级为 63%。11 月的供需报告显示，单产由 49.6 蒲式耳/英亩上调至 49.9 蒲式耳/英亩。在需求不变的情况下，期末库存上调 2500 万蒲式耳，达到 2.45 亿蒲式耳。修正的原因是前期的恶劣天气导致美豆的优良率不断下降，但成熟后期降水状况良好，缓解了最后的压力，也为上调单产提供了条件。与此同时，根据巴西国家商品供应公司（CONAB）发布的报告，预计 23/24 年度巴西大豆产量将达到 1.624 亿吨，比之前的预估上调了 40 万吨。巴西大豆种植面积预计为 4530 万公顷，比之前的预测上调了近 20 万公顷，相较去年的 4400 万公顷增加了 130 万公顷，创下历史新高。大豆库存方面，USDA12 月预测 2023/24 年度中国库存增加被巴西库存下降所部分抵消，因此全球大豆库存略有减少。贸易量方面，USDA12 月预测美国

2023/24 年度大豆出口将同比下降 11.9%，巴西大豆出口预期同比增长 4.1%。需求方面，中国大豆进口量占全球大豆贸易量的 60%以上，且主要用于压榨消费。由于养殖行业下行，养殖行业陷入亏损状态，猪肉价格旺季不旺、低位盘桓，肉鸡价格已跌至近两年新低，导致豆粕的需求降低。4 季度中国进口大豆月均数量分别为 763 万吨，同比增长 4.0%，环比下降 12.7%；10-11 月豆粕月均进口量为 2649 吨，同比降低 12.8%。4 季度中国国内豆粕价格延续下跌趋势。12 月国内豆粕价格跌至 3973 元/吨，整个豆粕价格同比下跌 20.6%，环比下跌 10.2%。饲料需求疲软叠加海外大豆价格下跌，使得国内豆粕价格大幅下滑。

4 季度国际、国内玉米价格大体呈现下跌趋势。CBOT 玉米价格在第 4 季度同比下跌 28.8%，环比下跌 4.6%。在供给方面，国际市场玉米供给呈现出多空交替的格局。出于对于旱气候的担忧，阿根廷玉米种植延迟，以及农民放缓销售，国际玉米价格在 10 月份出现小幅上扬趋势，但美国玉米收割导致供给增加平抑了该上涨趋势。由于美国和巴西玉米产量增长，导致国际供应量增加，11 月份国际玉米价格明显下行。USDA 在 12 月将 2023/24 年度全球玉米预期产量较 11 月的估计值上调 0.1%至 12.2 亿吨，乌克兰和俄罗斯的收成状况良好，因此上调了这两个国家的玉米产量；法国的增产部分抵消了保加利亚的减产，欧盟的玉米产量也上调；因面积减少，墨西哥的玉米产量下调了。库存方面，USDA 预计在没有其他用途变化的情况下，玉米期末库存将减少 2500 万蒲式耳至 21 亿蒲式耳。在需求方面，与 11 月的预测相比，USDA 上调了俄罗斯、埃及、欧盟以及墨西哥 2023/24 年度的国内需求，中国需求预测保持不变。贸易方面，得益于产量预期的增加，乌克兰出口上调了 100 万吨；中国受生猪利润降低影响，玉米饲料的需求增长乏力，中国进出口量保持不变；由于预期产量下调了 100 万吨，墨西哥进口上调了 80 万吨，出口下调了 10 万吨。对国内市场而言，玉米价格在 4 季度弱势运行。供应方面，为保障食品安全而推动提高玉米产量，国内 2023 年玉米产量达到创纪录的 2.884 亿

吨，11月玉米进口量同比激增384%，产量和进口充足；需求方面，猪肉价格下降导致养殖业对玉米饲料需求不足。国内小麦价格由季度初的2832元/吨下降至季末2567元/吨，降幅9%。

4季度小麦国际价格先抑后扬，国内价格持续下跌。国际市场来看，CBOT小麦价格呈现出先跌后涨的走势，由季度价格初的566.5美分/蒲式耳跌至11月27日的533.25美分/蒲式耳，随后一路上涨至12月29日的628.8美分/蒲式耳。但整个4季度而言，小麦价格同比下跌28.6%，环比下跌6.4%。供给方面，由于收割工作结束，供应充足，10月份俄罗斯小麦出口报价下跌，带动美国、阿根廷等其他出口国报价下滑；11月随着阿根廷和澳大利亚收割工作的推进，供应季节性增加，叠加俄罗斯持续竞争的影响，国际小麦价格进一步下行。USDA12月预计上调了澳大利亚和加拿大产量，部分抵消了巴西的减产，供应量增加130万吨，达到10.529亿吨。需求方面，由于欧盟、韩国和泰国的饲料用途以及中国的食品、种子和工业用途增加，预计2023/24年度全球消费量增加180万吨，达到7.947亿吨。贸易方面，USDA12月预计美国因销售和发货速度较慢而减少了500万蒲式耳白麦出口，但由于向中国出口的软红冬小麦增加了3000万蒲式耳，达到2013/14年以来最高记录，导致2023/24年度美国总体小麦出口总量增加2500万蒲式耳。除美国外，澳大利亚、加拿大和乌克兰的小麦出口也有所增加，预计全球贸易量增加220万吨，达到2.072亿吨。11月末至12月，由于黑海局势再度紧张，引发市场对黑海谷物供应的担忧，小麦价格有所上涨。对国内市场而言，小麦价格在4季度整体呈现出下行趋势。由于进口体量的增加，国际小麦的下跌影响了国内市场价格。12月份国际小麦价格上涨，但由于国内小麦市场供给宽松而下游需求疲弱，加上面粉企业小麦库存偏高，补库需求不强，导致国内小麦价格与国际市场价格背向而行。

原油方面，预计价格仍在区间内震荡。在季度初的价位，上行概率高于下行概率。地缘因素、美联储宽松和中国复苏是刺激上涨的潜在因素。

金属方面，铜和铁矿石未来价格走势关注主要经济体需求改善空间。铝价在一季度将因供给层面改善而回调。

农产品方面，主产区种植条件有利于谷物产量增长，但仍需关注突发的气候风险。

三、未来价格走势与风险

预计 2024 年上半年，全球实体需求仍难有强劲反弹，但布伦特 在季度初 75 美金以下的价位时，上行概率大于下跌概率。地缘政治 风险、美联储降息信号、中国确立复苏态势是推动油价上涨的主要动 力。预计上半年价格区间在 75-85 美元，如地缘风险激增，可能上探 至 90 美元上方。油价下限受 OPEC 减产支撑，上限受需求压制，中 间波动主要来自于地缘事件刺激。

金属方面，铜和铁矿石需求将较 2023 年略有改善，但 2024 年一 季度改善的空间不大。铝价受供给面的改善影响，价格在一季度将有 所回调。需求端，中国、欧洲以及美国在积极发展新能源电力和电动 车，拉动铜、铝的需求；2024 年中国政府出台更多刺激措施的预期升 温，将带动铁矿石需求有所改善；印度需求增长将拉动铁矿石需求。 供给端，对俄罗斯的后继制裁可能导致铝市场有所收紧。尽管供需层 面工业金属存在上涨的空间，但在高利率和经济低迷抑制需求的环境 下，明年一季度需求改善有限。铝市场供给端扰动将得到改善，预计 一季度价格将有所回调。考虑到全球经济风险仍较高，金属价格仍存 在下跌风险。

农产品方面，主要关注天气对产物的影响。巴西推迟播种将提振 2024 年第一季度美国大豆出口，但窗口期较小，巴西仍将主导大豆 出口市场，市场份额的竞争有利于国际大豆价格下跌。由于受到中国 生猪养殖业低迷和经济放缓的影响，预计全球大豆需求将基本停滞。 俄罗斯和土耳其的最新官方数据显示小麦单产好于预期。美国冬小麦 作物状况业好于往年，优良率达到 50%，高于上年同期的 34%。厄尔 尼诺现象可能削弱全球谷物丰收的乐观情绪。当然，突发的气候风险 仍然存在，厄尔尼诺现象可能削弱全球谷物丰收的乐观情绪。

外贸专题：低基数下进、出口增速回升³

2023 年 4 季度，在低基数作用下，中国进、出口增速明显好转。其中，出口（美元）同比下降 1.4%，降幅较上季度收窄 8.5 个百分点；进口同比增长 0.7%，增速较上季度提高 9.2 个百分点；货物贸易顺差总额为 1995 亿美元，同比下降 170 亿美元。10-11 月，服务贸易逆差为 377 亿美元，同比提高 202 亿美元，4 季度经常账户顺差占 GDP 比重预估在 1.2% 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 2024 年中国出口将呈现小幅正增长，外需仍然是制约全球和我国贸易增长前景的主要因素。

一、全球贸易增速将有所好转

预估 4 季度全球贸易增速将在低基数作用下有所好转。

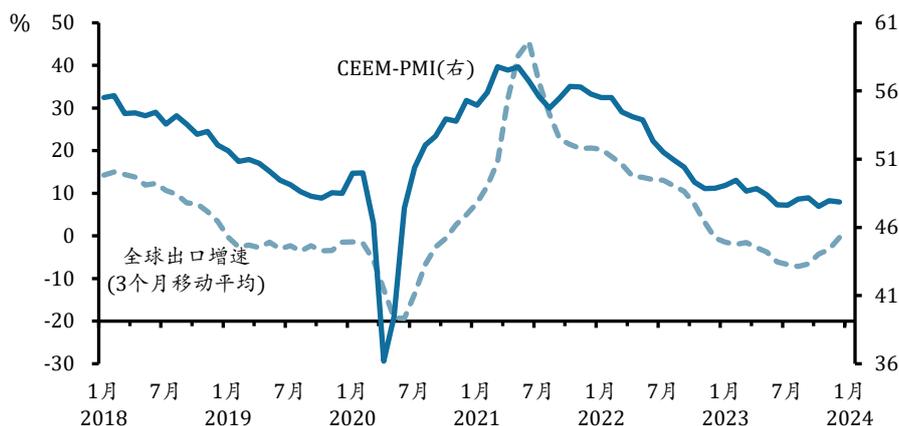
预估 4 季度全球贸易增速将在低基数作用下有所好转。根据世界贸易组织（WTO）数据，2023 年 3 季度全球出口总额 5.34 万亿美元⁴，同比增速为-6.5%，较上季度继续下降 0.3 个百分点。过去五年 CEEM 中国外部需求指数（简称 CEEM-PMI⁵）与 3 个月移动平均的全球出口增速走势高度一致。6-12 月，全球经济景气程度在 47-48 区间挣扎，尚未显现持续回升动能。2023 年 4 季度全球贸易同比增速的回升主要来自于去年基期水平较低；但考虑到 3 季度全球出口环比仍下降 1.3%，全球贸易仍维持低迷态势。受美欧高利息压力、消费结构从制造转向服务以及地缘政治冲突等因素影响，外部经济景气走势尚未呈现持续回升动能，剔除基期效应后的全球贸易增长修复尚需时日。

³ 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。

⁴ 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。

⁵ 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 50 预估 4 季度全球贸易同比增速将有所好转



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 11-12 月增速分别为 9-10 月和 10 月均值。

二、中国出口增速在低基期效应下回升

中国出口增速在低基期效应下回升。从原因看，外部经济景气指数在荣枯线下方盘整，基期效应对同比增速呈现较强支撑。价格因素仍是拖累出口的重要原因，贸易量增速在低基期下保持增长。

4 季度，除俄罗斯外，对其他主要贸易伙伴出口均有所回升。

中国海关数据显示，2023 年 4 季度，以人民币计，中国出口总额 6.2 万亿元，同比增长 0.7%；以美元计，出口总额 8688 亿美元，同比下降 1.4%，降幅较上季度收窄 8.5 个百分点。从原因看，外部经济景气指数在荣枯线下方盘整，虽未呈现明显回升动能，继续回落空间也不大。2023 年 10-12 月，韩国、越南等新兴经济体出口增速均已回正，其中越南 12 月出口同比甚至高达 11%。此外，去年基数较低也是 10-12 月出口增速回升的重要原因之一。价格因素仍是拖累出口的重要原因，贸易量增速在低基期下保持增长。10-11 月，以人民币计，出口价格指数分别回落 9.7%和 9.2%，而出口数量指数同比分别增长 6.4%和 10.9%。

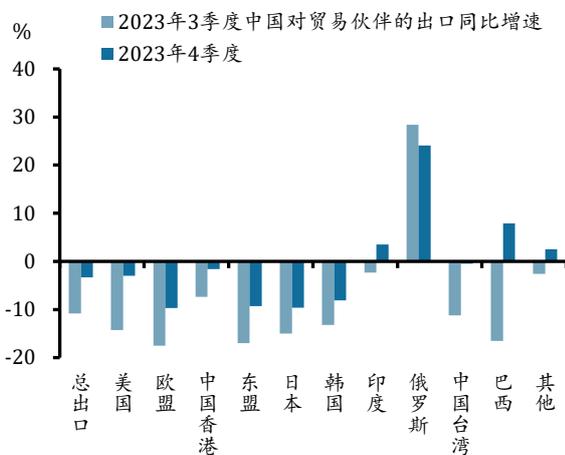
分地区看，4 季度，除俄罗斯外，对其他主要贸易伙伴出口均有所回升。其中，对巴西出口增速回升超过 20 个百分点，对美国和中国台湾出口增速回升约 11 个百分点，对欧盟、东盟、日本、韩国、印度、中国香港等出口回升约 5-8 个百分点。但对欧盟、日本、韩国、东盟等出口仍保持较深负增长，对美国、中国香港、中国台湾呈小幅负增长，对巴西和印度出口回正，对俄出口仍保持两位数增长。4 季度，我国对各贸易伙伴出口表现与相应经济体的经济景气度

紧密相关。一方面，与发达经济体相比，新兴经济体的经济景气程度总体更高；另一方面，美国经济较欧盟、日本等发达经济体更加强劲。

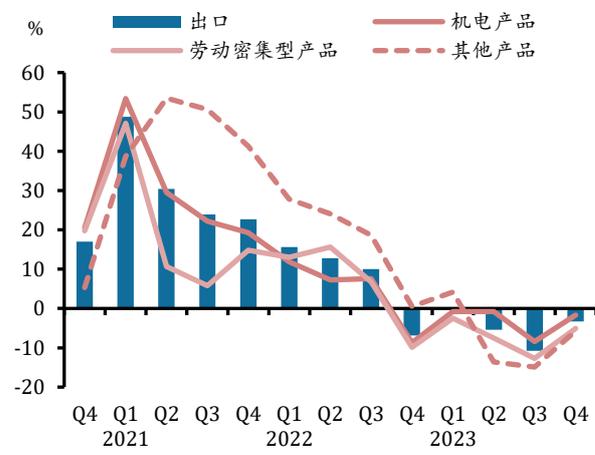
各类贸易方式出口增速均有好转，但加工贸易仍呈现深度负增长。

从贸易方式看，各类贸易方式出口增速均有好转，但加工贸易仍呈现深度负增长⁶。4 季度，一般贸易和加工贸易出口分别下降 1.9%和 10.0%，降幅较上季度收窄 7.3 和 7.8 个百分点，对 4 季度出口变动的贡献率分别为 36.1%和 67.6%。其他贸易方式出口同比增长 0.8%，较上季度提高 8.0 个百分点。

图表 51 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

4 季度，各类产品出口增速普遍回升。部分绿色产品出口持续发力。

分产品看，4 季度各类产品出口增速普遍回升。其中，机电产品出口增速较上季度提高 6.7 个百分点，增速回升至-1.7%。类似地，高新科技产品出口同比增速大幅回升至-2.8%。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）出口同比分别下降 5.1%和 5.7%，降幅较上季度收窄 7.6 和 9.2 个百分点⁷。从贡献率上看，4 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为 31.0%、27.2%、41.8%。部分绿色产品出口持续发力。据海关总署 2024 年 1 月新闻

⁶ 2023 年 3 季度，一般贸易、加工贸易和其他贸易方式出口占总出口的比重分别为 64.6%、20.4%、15.0%。

⁷ 2023 年 3 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 58.5%、18.1%、23.5%。

发布会，2023 年，电动载人汽车、锂离子蓄电池和太阳能电池等“新三样”产品合计出口首次突破万亿大关，同比增长 29.9%，明显好于机电产品总体表现。

中国出口由外需和出口市场份额决定。

预估 4 季度外需仍然低迷。同时，美欧消费结构呈现从商品到服务的转变。

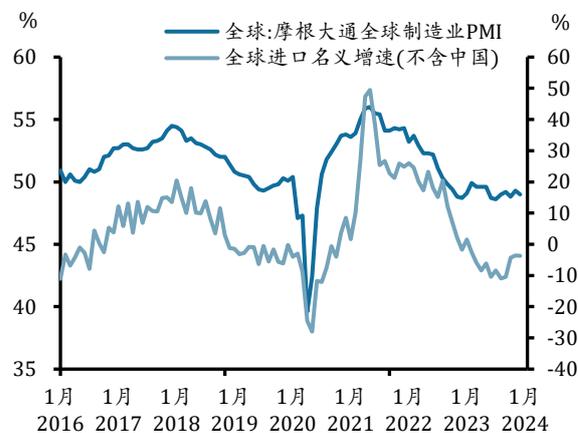
预估 4 季度外需仍然低迷。一方面，CEEM PMI 指数仍在 47-48 的低位徘徊。2023 年 10 至 12 月，CEEM PMI 指数平均值为 47.8，与前 3 个月基本持平。⁸另一方面，4-11 月新出口订单 PMI 指数始终在 46-47 的区间低位徘徊，12 月进一步降至 45.8，显示当前外需仍然较弱，新出口订单同比增速⁹与上季度基本持平。

同时，美欧消费结构呈现从商品到服务的转变。一方面，自 2022 年以来，美欧服务业 PMI 表现均好于制造业 PMI。另一方面，美国个人消费支出中服务业表现更为强劲且通胀粘性更大。2023 年以来，无论是现价还是不变价，美国非耐用品个人消费支出季调同比均低于服务业同期取值；耐用品现价个人消费支出增速也逊于服务业表现，仅不变价个人消费支出增速部分月份在低基数支撑下好于服务业表现。

图表 52 预估 4 季度外需仍然低迷



数据来源：WTO、中国海关、世界经济预测与政策模拟实验室



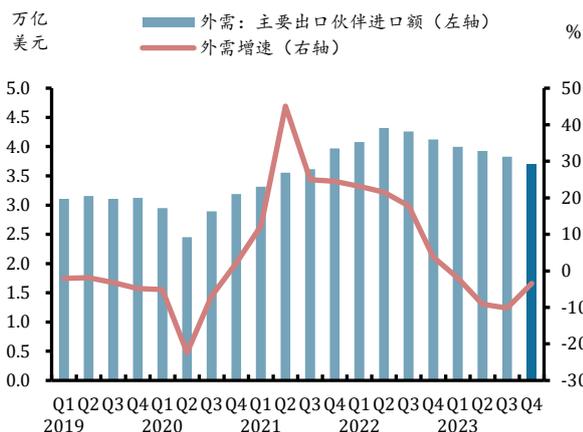
数据来源：WTO、Wind、世界经济预测与政策模拟实验室

注：全球进口名义增速（不含中国）根据 WTO 数据计算，其中 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。

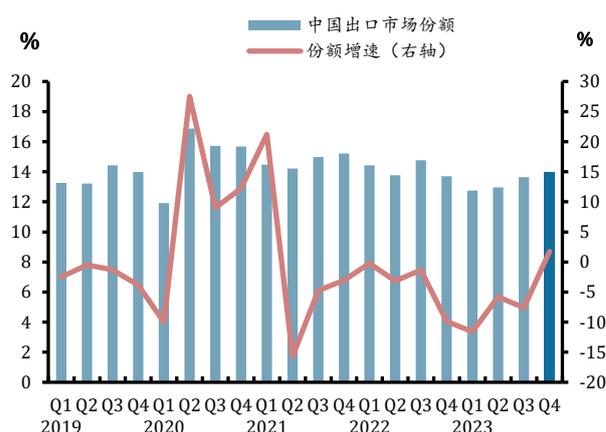
⁸ 2017 年 1 月至 2023 年 9 月，摩根大通全球制造业 PMI 指数滞后一期值与来自 WTO 提供的不含中国的全球进口增速（外需增速）的相关系数为 0.83。

⁹ 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 53 预估 4 季度中国出口产品市场份额回升



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 4 季度外需和出口市场份额为估计值。

4 季度出口市场份额继续好转, 但低于 2015-2022 年同期水平。

4 季度出口市场份额继续好转, 但低于 2015-2022 年同期水平。

随着疫情影响逐步消退以及稳外贸政策落地, 2023 年我国出口市场份额逐季好转, 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, 导致我国出口市场份额修复后继乏力, 当前不仅低于疫情期间高位、还低于 2015-2019 年疫情前的历史同期水平¹⁰。值得注意的是, 我国在不同市场的出口份额呈现明显分化。2017 年以来, 我国在美国进口中的份额持续回落, 截至 2023 年累计下降 7.5 个百分点; 受新冠疫情和乌克兰危机影响, 我国在欧盟进口中的份额先上升后下降, 但 2023 年较 2022 年回落了 0.8 个百分点; 在东盟进口中的份额稳中有进, 2023 年在 2022 年的基础上进一步提高 0.4 个百分点。考虑到我国当前在东盟市场中份额已位于高位, 在美欧市场份额均出现下降的情况下, 如何维持我国的出口市场份额稳定以及出口竞争力, 将是下一阶段稳外贸工作的重要问题。

¹⁰ 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。其中, 2015-2018 年的 4 季度出口份额在 14.5%-14.7% 左右, 2019 年受中美贸易摩擦的持续影响小幅回落至 14.0%。

三、中国进口增速回升

4 季度进口增速回升，但 11-12 月进口增速较 10 月回落。除受价格因素拖累外，内需仍然疲软、出口部门的进口需求增长不佳，是导致进口增长势头不稳的重要原因。

除中国香港外，4 季度中国内地从其他贸易伙伴进口增速均有所改善。

机电产品和金属产品是支撑 4 季度进

中国海关数据显示，2023 年 4 季度，以人民币计，中国进口总额 4.8 万亿元，同比增长 2.6%；以美元计，进口总额 6693 亿美元，同比增长 0.7%，增速较上季度提高 9.2 个百分点。逐月看，11-12 月进口增速较 10 月回落，除受价格因素拖累外，内需仍然疲软、出口部门的进口需求增长不佳，是导致进口增长势头不稳的重要原因。

分地区看，除中国香港外，4 季度中国内地从其他贸易伙伴进口增速均有所改善，但仅自中国香港、巴西、印度、俄罗斯进口呈现明显增长，自大多数贸易伙伴进口仍呈现低迷状态、甚至是负增长。自东盟、日本、韩国等关键零部件和原材料来源地进口仍较低迷，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。

从贸易方式¹¹看，4 季度，三类贸易进口增速均有不同程度改善。其中，一般贸易和其他贸易进口增速已经回正，而加工贸易进口增速虽继续改善、但同比仍下降 4.9%，为三类贸易中进口增速最低的一类，并成为 4 季度进口增长的主要拖累因素。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。

分产品¹²看，机电产品和金属产品是支撑 4 季度进口增长的重要力量。其中，机电产品和高科技产品进口增速分别回升至 2.2%和

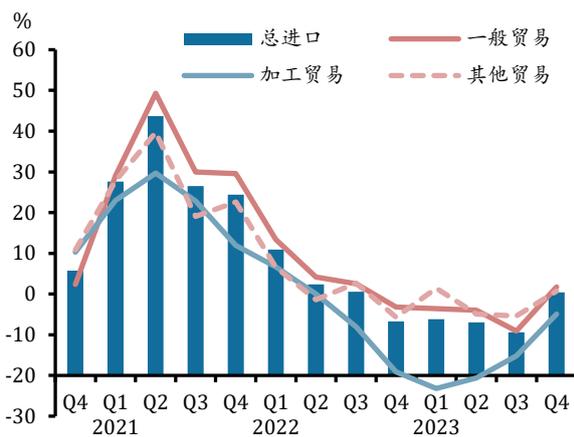
¹¹ 2023 年 3 季度，一般贸易、加工贸易和其他贸易方式进口占总进口的比重分别为 64.1%、15.7%和 20.2%。

¹² 2023 年 3 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 8.7%、9.8%、18.3%、4.1%、1.8%、37.9%。

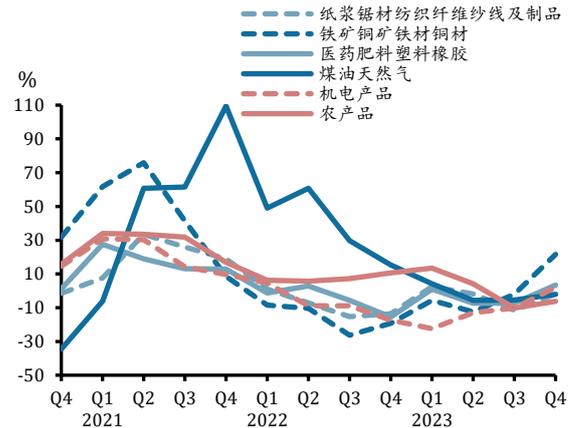
口增长的重要力量。低基数效应和价格因素是支撑其进口回升的重要原因之一。

3.7%，铁矿-铜矿-铁材-铜材进口同比增速大幅提升至 21.5%。低基数效应和价格因素是支撑上述三类产品进口回升的重要原因之一。2023 年 10-11 月，机械器具及零件（HS2:84）和电机-电气-音像设备及其零附件（HS2:85）进口价格指数同比平均增长 3.8%和 5.1%，均较上季度有明显提高。类似地，4 季度 LME 铜和铁矿石现货价格也有所提高，同比增速分别为 2.0%和 28.7%。但与 10-11 月机电产品扣除价格因素后的实物量进口增速为负不同，4 季度我国铜及铜材、铁矿石及其精矿进口分别增长 3.5%和 6.4%，反映国内相关需求更有韧性。而农产品、煤-油-天然气、纸浆-锯材-纺织纤维纱线及制品进口同比增速虽有改善，但仍呈现负增长。其中，原油价格同比继续回落是拖累原油进口的重要原因。4 季度，原油价格和进口数量同比增速分别为-5.2%和 1.3%。

图表 54 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。

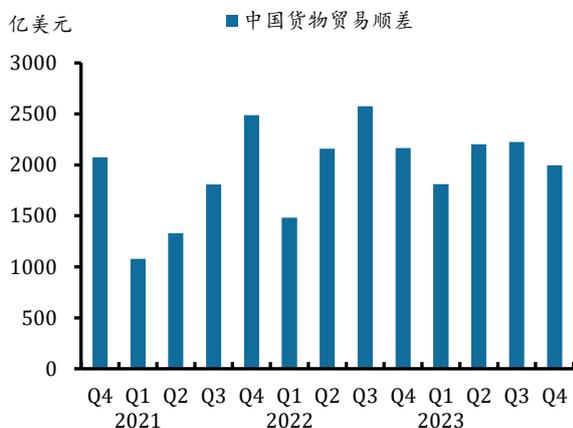
四、经常账户顺差快速收窄

货物贸易顺差继续回落，服务贸易逆差继续扩大。

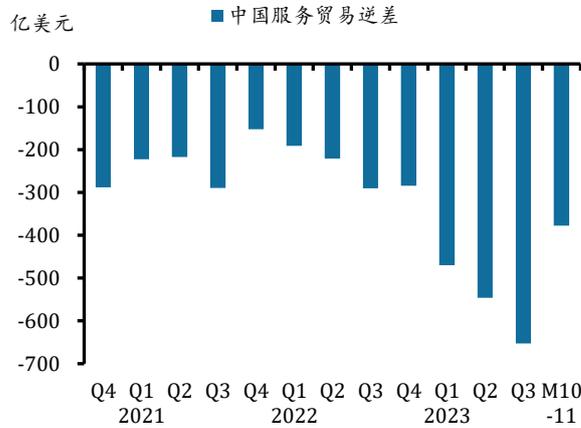
2023 年 4 季度，以人民币计，中国货物贸易顺差额为 14320 亿元，同比下降 5.4%；以美元计，顺差总额为 1995 亿美元，同比下降 7.9%（上季度增速为-13.6%）。其中，来自一般贸易和加工贸易的货物顺差均明显回落。服务贸易逆差继续扩大。10-11 月，中国服务贸易逆差为 377 亿美元，同比提高 115.5%。其中，境外旅行服务逆差

为 308 亿美元，同比提高 99.8%；运输服务逆差为 146 亿美元，同比提高 74.5%。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 55 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

4 季度，中国经常账户占 GDP 比重预估在 1.2% 左右。

据国家外汇管理局统计，2023 年 10-11 月，以人民币计，货物和服务贸易贡献的经常账户盈余为 4138 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 4 季度名义 GDP 同比增速为 3.7%（实际 GDP 增速为 5.2%、GDP 平减指数增速初步核算值为-1.4%），预估 4 季度经常账户占比或在 1.2% 左右。与此相比，3 季度，中国经常账户盈余占 GDP 的 1.42%，货物和服务净出口对 GDP 增长的贡献为-0.8 个百分点（按人民币不变价计），较去年同期下降 1.8 个百分点。

五、外贸展望

预计 2024 年中国出口将呈现小幅正增长，外需仍是主要制约因素。

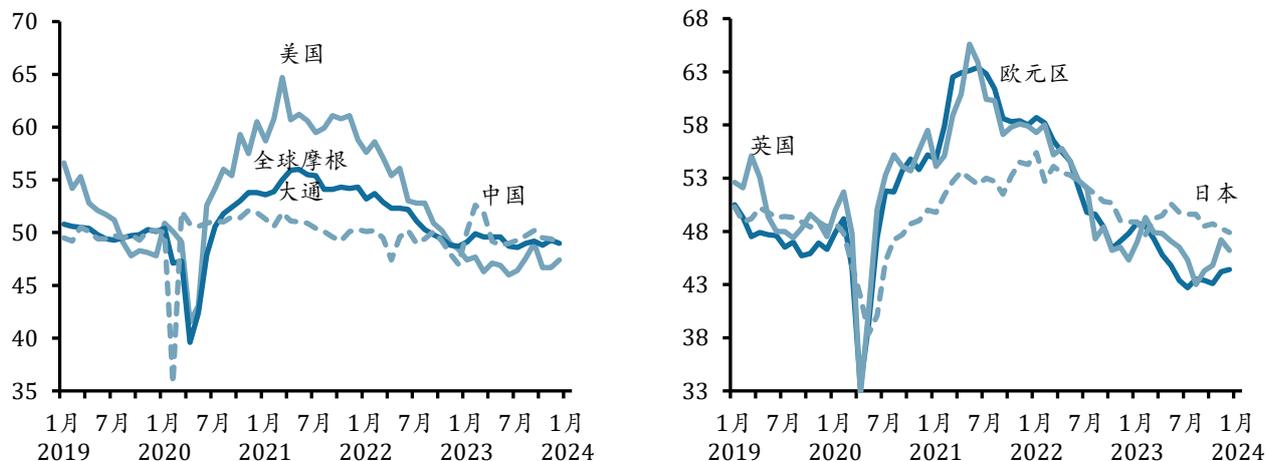
预计 2024 年中国出口将呈现小幅正增长，外需仍是主要制约因素。

自 2022 年以来，外贸季报一直利用外需和出口市场份额变化来研判我国出口走势。与最终情况相比，该预测方法具有一定参考价值。在 2022 年 4 季度季报中，我们预测“中等偏乐观情形下我国出口增速大概在 1%-2% 左右，悲观情形下名义出口增速大概在-5% 左右”，2023 年我国出口增速实际值为-4.6%。

根据外需和出口份额方法，预计 2024 年我国出口将呈现小幅正增长，外需仍是主要制约因素。2023 年 10 月，世界贸易组织（WTO）《全球贸易展望与统计》报告和国际货币基金组织（IMF）《全球展望报告》分别预测 2024 年全球贸易量增速为 3.3% 和 3.5%。IMF 预测 2024 年油价和非燃料商品价格分别下降 0.7% 和 2.7%，而 2021 年和 2022 年燃料进口分别占全球商品总进口的 11.5% 和 16.3%，加之 IMF 预测 2024 年全球 CPI 在 5.8% 左右，由此推测 2024 年全球商品贸易价格增速约在 -2% 左右。由此，2024 年全球货物贸易额增速预计在 1.5% 左右。考虑到 2023 年我国出口市场份额基数不高，如在国家稳外贸政策以及与美欧关系改善的背景下，还有进一步向疫情前水平回归的空间，并由此拉动出口增长 1-2 个百分点，由此预计 2024 年我国出口额增速在 3% 左右。截至 2024 年 1 月 16 日，Wind 数据库对 2024 年中国出口金额同比增速为 1.91%。

外需仍然是制约全球和我国贸易增长前景的主要因素。一方面，需要警惕通胀粘性、高利率环境以及地缘政治紧张对世界经济的负面影响，特别是突发金融市场（包括债务）风险以及局部地缘政治冲突带来的世界经济增长前景超预期下行风险。另一方面，随着美国进入大选年，中美关系或存在新的变数，需警惕美国加大联合盟友推行产业链供应链“脱钩”“去风险”政策，对我国出口市场份额的负面压制。

图表 56 全球及主要经济体制造业 PMI



图表 57 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)		
	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2020	2021	2022
出口	-5.4	-10.8	-3.3	3.6	29.9	7.0
进口	-7	-9.4	0.4	-1.1	30.1	1.0
出口额	8536	8617	8688	25904	33635	35921
进口额	6335	6393	6693	20567	26868	27144
货物贸易余额	2202	2224	1995	5337	6767	8777
2. 地区出口						
	(美元同比/%)			(规模/亿美元)		
	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023Q2	2023Q3	2023Q4
出口	-5.4	-10.8	-3.3	6355	3721	3721
美国	-16.7	-14.3	-3.0	1282	1334	1292
欧盟	-5.8	-17.5	-9.7	1333	1252	1196
中国香港	-13.3	-7.4	-1.6	648	707	811
日本	-6.7	-15	-9.6	389	392	393
东盟	-10.1	-17	-9.3	1310	1286	1384
俄罗斯	116.6	28.4	24.1	284	292	297
3. 贸易方式						
	(美元同比/%)			(规模/亿美元)		
	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023Q2	2023Q3	2023Q4
一般贸易出口	-5.3	-9.2	-1.9	5669	5594	5540
加工贸易出口	-13.8	-17.8	-10.0	1699	1768	1805
其他贸易出口	8.5	-7.2	0.8	1274	1295	1360
一般贸易进口	-4	-9.1	1.7	4228	4095	4277
加工贸易进口	-20.6	-15.2	-4.9	912	1005	1048
其他贸易进口	-4.9	-5.3	0.7	1236	1292	1377

数据来源：CEIC 数据库。