

全球宏观经济季度报告

专题：美国 欧洲 日本 东盟与韩国 金砖国家
中国 金融市场 大宗商品 外贸

撰稿人 张 斌 肖立晟 杨子荣

陆 婷 周学智 徐奇渊

杨盼盼 倪淑慧 吴立元

常殊昱 栾 稀 陈 博

周伊敏 崔晓敏 熊婉婷

《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	中国经济
	倪淑慧	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	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	廖世伟	科研助理

联系人：廖世伟 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

中国外部经济环境总览 1

3 季度，中国外部经济综合 CEEM-PMI 指数季度仍低于荣枯线。美国经济继续高于潜在增速水平，欧元区经济增长前景恶化，日本经济整体处于平稳状态，印度经济继续稳步增长，巴西经济复苏动能有所增强，南非复苏态势非常疲弱，俄罗斯经济延续短期韧性，东盟整体制造业 PMI 在荣枯线之上，但有触顶回落态势，韩国回落趋势更为显著。

中国外部经济环境专题

美国经济：继续扩张 1

2024 年 3 季度，美国经济继续高于潜在增速水平。从增长动能看，消费对经济的拉动作用依然强劲，私人投资对经济的拉动作用更加突出。美联储在 9 月议息会议大幅降息 50 个基点，开启降息周期，年内预计还将降息 2 次。展望 4 季度，美国总统大选及其结果的不确定性是美国经济短期面临的最大的不确定性。

欧洲：增长前景恶化 8

2024 年第 3 季度，欧元区经济增长前景恶化。综合 PMI 在经历了由 8 月份巴黎夏季奥运会所推动的短暂反弹后，9 月再度跌破 50 的荣枯线，服务业延续动能放缓的势头，而制造业则继续深陷萎缩之中。受高利率环境影响，欧元区的居民消费支出和企业投资均表现疲弱，但失业率稳定在低位，消费者信心边际改善，表明欧元区经济基本面仍具有一定韧性。通胀方面，欧元区通胀率在 3 季度显著下行，9 月更跌至欧央行 2% 的目标水平之下。然而，能源价格走低和基数效应是驱动通胀下行的主要动力，区内服务业价格的同比增速仍处于高位。短期内，限制性货币政策对欧元区经济增长的约束还将持续，预计 4 季度欧元区 GDP 环比增长率约在 0.1% 左右。

日本：“春斗”效果依然有待观察 15

进入第三季度，日本经济整体处于平稳状态。制造业 PMI 整体微跌，但服务业 PMI 出现显著反弹，并均在 53.0 之上。“春斗”之后，日本民众收入确有增加，但消费依旧低迷，消费的实际同比增速依然为负值。对外贸易方面，日本

商品贸易依然以逆差为主，并且当年的逆差累计值与上一年的差距在缩小，这点会对日本 GDP 核算产生不利影响。日本央行继续维持金融货币政策趋近的态度。金融市场出现大幅震荡，除日本因素外，美国因素也是重要原因。不过此后金融市场逐渐平稳。在全球经济尤其是美国经济及金融市场不出现大幅波动的前提下，预计日本宏观经济和金融市场在第四季度依然能够保持整体平稳状态。

东盟韩国：触顶回落23

2024 年第 3 季度，东盟整体制造业 PMI 在荣枯线之上，但有触顶回落态势，韩国回落趋势更为显著。区内三个主要前沿经济体的 PMI 呈现触顶回落态势，9 月份下滑幅度较为显著；以内需为主的经济体中国家经济景气程度出现分化，印尼经济景气程度持续下行，菲律宾景气程度稳步上行；新加坡表现相对稳健，马来西亚仍处在荣枯线以下。区内通胀水平在本季度总体回落，2 季度通货膨胀粘性态势基本缓解；受美联储降息预期的影响，区内货币波动超调，股票市场整体上行，但韩国股市仍面临下行压力。展望第 4 季度，外需支持不及预期和内需不足使区域经济略有放缓，但仍有诸多积极因素形成内在支撑，重点要警惕金融市场过度波动风险。 23

金砖国家：经济增长分化，贸易普遍改善32

三季度，金砖四国经济增长分化依然较大，印度经济继续稳步增长，巴西经济复苏动能有所增强，南非复苏态势非常疲弱，俄罗斯经济延续短期韧性。对华贸易方面，中国与金砖国家贸易总额增速明显回升，占中国对外贸易总额比重有所上升，处于历史高位。其中对金砖四国出口增速显著上升，进口增速小幅下降。通胀方面，俄罗斯通胀压力依然较大，印度与南非通胀整体下降，巴西通胀有所反弹。货币政策方面，俄罗斯央行大幅加息，巴西央行在连续 7 次降息后重返加息，印度央行按兵不动，南非央行小幅降息开启降息进程。

中国：存货投资及库存视角下的宏观经济周期状态39

当前中国宏观经济增长仍然面临需求不足的问题，其中投资增速的放缓构成经济增长的显著拖累。投资对应的是支出法 GDP 下的资本形成总额，其包含了固定资本形成和存货投资两个部分。围绕固定资本形成的讨论已经很多，特别是围绕基础设施、房地产、制造业投资的分析，本次季报侧重于对资本形成总额的另一部分——存货投资的讨论。存货投资的第一重视角关注存货投资作为总需求的一部分，其波动性显著高于 GDP 增速，2023 年，存货投资对 GDP 增长存在约 0.54% 的拖累。存货投资的第二重视角关注库存周期反映的当前宏

观经济周期。本报告使用 PMI 产成品库存、PMI 原材料库存以及 PMI 非制造业存货数据，分析中国的制造业和非制造业在第 3 季度所处的宏观经济周期状态，无论是制造业还是非制造业，仍然处于经济周期的低谷，其中制造业周期处于被动加库存的状态，而非制造业周期处于主动去库存的阶段，经济仍然有较大的上行空间。9 月末起，中央政治局、央行、发改委、财政部、住建部出台了一系列具有较高含金量的政策，应当进一步打开政策空间，促进企业走出被动加库存和主动去库存阶段，提升经济发展的动力。

全球金融市场：美联储降息，全球资产价格普涨 49

2024 年 3 季度，美联储降息 50bp，开启降息周期。美元贬值，全球资产价格普涨。全球股市普遍上涨。MSCI 全球股指较 2024 年 2 季度末上升 4.49%，新兴经济体股市上涨幅度超过发达经济体。印度股市持续稳定上涨；在刺激政策带来的估值调整下，上证综指季末大涨。受通胀下行、衰退预期和央行降息影响，主要经济体十年期国债收益率下行。因通胀和内需上升，巴西长期利率继续上行。中国十年期国债收益率下行至 2% 附近后，因刺激政策带来的资金轮动，中国长期利率迅速回升至 2.25%。中国资本市场当前交易的是大规模刺激政策落地的预期和经济增长的预期，部分外资机构对财政刺激政策给予了较高的预期，需要关注后续刺激政策落地情况以及政策当局维护资产价格稳定上涨的预期管理能力和政策实施决心。

大宗商品市场：需求不振，价格走弱 63

2024 年 3 季度大宗商品价格显著下跌，中国经济疲软、美国季度初就业数据偏弱引发担忧，均对大宗商品价格形成压力。其中原油价格下跌 7.5%，铁矿石和钢材下跌近 10%，煤炭反弹。铜和铝等受益于新能源产业发展的有色金属反弹。农产品方面国际市场上大豆、玉米和小麦先跌后涨，但国内农产品价格偏弱，玉米和小麦价格下跌。

外贸专题：进、出口增长动能趋弱 76

2024 年 3 季度，在基数效应、市场份额回升的共同作用下，中国出口增速继续回暖，但增幅明显回落，进口增长动能也呈现趋弱态势。其中，出口（美元）同比增长 5.9%，较上季度提高 0.2 个百分点；进口同比增长 2.5%，增速与上季度基本持平；货物贸易顺差总额为 2567 亿美元，同比提高 357 亿美元。7-8 月，服务贸易逆差为 407 亿美元，同比下降 14 亿美元，3 季度经常账户顺差占 GDP 比重预估在 1.8% 左右。从原因看，低基数效应、市场份额回升支撑我国出口增速继续回暖，而外需走弱、内需低迷则导致进、出口增长动能呈现趋弱态

势。预计 2024 年我国出口将在低基数下呈现弱反弹，但长期前景不乐观。外需和出口市场份额可能同时制约我国出口增长潜力。

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 全球金融市场主要指标变动.....	10
图表 4 美国制造业和非制造业 PMI (ISM)	1
图表 5 美国个人收入与消费支出.....	2
图表 6 美国新屋开工和企业库存周期.....	3
图表 7 美国对外贸易.....	4
图表 8 美国劳动力市场.....	4
图表 9 美国通货膨胀.....	5
图表 10 美国经济运行状况：高频数据.....	7
图表 11 PMI 再度跌破荣枯线.....	9
图表 12 通胀降至 2% 以下	10
图表 13 失业率保持稳定.....	11
图表 14 消费者信心边际改善.....	12
图表 15 企业投资疲弱.....	12
图表 16 贸易顺差小幅收缩.....	13
图表 17 PMI 有所反弹，就业稳定.....	16
图表 18 消费实际同比增速依然为负，依然机械订单金额同比增速保持在高位保持.....	17
图表 19 2024 年第三季度日本商品贸易逆差持续.....	18
图表 20 CPI 同比增速反弹，PPI 同比增速平稳.....	20
图表 21 日本股汇巨震.....	21
图表 22 10 年期国债利率下降后反弹.....	21
图表 23 东盟六国与韩国第 3 季度制造业 PMI.....	24
图表 24 区内通货膨胀持续回落.....	26
图表 25 区内货币总体升值.....	27
图表 26 区内金融市场出现分化.....	27

图表 27 东盟和韩国货币与美元指数相关性.....	28
图表 28 东盟和韩国货币波动幅度.....	29
图表 29 东盟和韩国股票市场波动幅度.....	30
图表 30 2021 年以来俄罗斯货物出口走势.....	36
图表 31 2021 年以来俄罗斯货物进口走势.....	36
图表 32 2021 年以来俄罗斯贸易差额走势.....	37
图表 33 2021 年以来卢布兑美元汇率走势.....	37
图表 34 库存周期反映的宏观经济周期.....	40
图表 35 GDP 主要分项的变异系数和占比（2012-2024）.....	41
图表 36 存货变动对 GDP 增速的贡献.....	41
图表 37 库存行业分布（2022）.....	42
图表 38 PMI 原始数据.....	44
图表 39 PMI 产成品和原材料库存周期（2020 年 1 月-2022 年 3 月）.....	45
图表 40 PMI 产成品和原材料库存周期（2022 年 3 月-2024 年 9 月）.....	46
图表 41 PMI 非制造业存货和原材料库存周期（2020 年 1 月-2022 年 3 月）.....	47
图表 42 PMI 非制造业存货和原材料库存周期（2022 年 4 月-2024 年 9 月）.....	48
图表 43 全球金融市场主要指标变动.....	50
图表 44 全球金融市场风险状况图.....	51
图表 45 主要发达和新兴经济体季度汇率波动幅度（2024 年二季度）.....	52
图表 46 主要发达和新兴经济体季度平均汇率走势一览.....	52
图表 47 全球主要发达与新兴经济体股市季度涨跌幅（2024 年 3 季度）.....	54
图表 48 全球主要发达与新兴经济体货币市场走势一览.....	56
图表 48 全球主要发达与新兴经济体长期国债市场走势一览.....	56
图表 50 银行代客收付款分项结构.....	60
图表 51 2 季度 CEEM 大宗商品指数先涨后跌，环比小幅回落.....	63
图表 52 2 季度各商品均价涨跌互现.....	63
图表 53 2 季度全球油价先跌后反弹，呈典型 V 字型.....	65

图表 54 OPEC 将产量维持在低位，个别国家小幅超产，虽然压制油价，但总体闲置产能较大.....	65
图表 55 中国原油进口呈下行趋势.....	66
图表 56 美国原油净进口小幅回升.....	66
图表 57 产能偏紧，美炼油厂开工率提升，利润上升.....	66
图表 58 美国商业原油库存反弹.....	66
图表 59 LME 铜铝价格先抑后扬.....	66
图表 60 全球铜库存水平回落.....	66
图表 61 国际铁矿石价格下跌.....	67
图表 62 国内农产品现货价格分化.....	70
图表 63 CBOT 农产品价格先涨后跌.....	70
图表 64 短期中国采购需求增长.....	71
图表 65 生猪存栏和能繁母猪存栏均处于 10 年以来的较高水平.....	72
图表 66 生猪养殖利润，趋势下降，饲用需求不振.....	72
图表 67 玉米饲料价格下降.....	74
图表 68 玉米工业用途 价格下跌.....	74
图表 69 面粉厂利润下降.....	74
图表 70 预估 3 季度全球贸易增长动能受到全球经济景气程度回落的制约.....	77
图表 71 中国出口增速的地区和产品分布.....	78
图表 72 预估 3 季度外需有所恶化.....	79
图表 73 预估 3 季度中国出口产品市场份额略有回升.....	80
图表 74 中国进口增速的贸易方式和产品分布.....	82
图表 75 中国货物贸易顺差和服务贸易逆差.....	82
图表 76 全球及主要经济体制造业 PMI.....	84
图表 77 中国外贸数据概览.....	85

2024 年第 3 季度中国外部经济环境总览

——2024 年秋季全球宏观经济运行与分析

标题：全球经济保持平稳 主要资产价格上涨

3 季度，中国外部经济综合 CEEM-PMI 指数季度仍低于荣枯线。美国经济继续高于潜在增速水平，欧元区经济增长前景恶化，日本经济整体处于平稳状态，印度经济继续稳步增长，巴西经济复苏动能有所增强，南非复苏态势非常疲弱，俄罗斯经济延续短期韧性，东盟整体制造业 PMI 在荣枯线之上，但有触顶回落态势，韩国回落趋势更为显著。

3 季度，美国经济继续高于潜在增速水平。从增长动能看，消费对经济的拉动作用依然强劲，私人投资对经济的拉动作用更加突出。美联储在 9 月议息会议大幅降息 50 个基点，开启降息周期，年内预计还将降息 2 次。展望 4 季度，美国总统大选及其结果的不确定性是美国经济短期面临的最大的不确定性。

3 季度，欧元区经济增长前景恶化。综合 PMI 在经历了由 8 月份巴黎夏季奥运会所推动的短暂反弹后，9 月再度跌破 50 的荣枯线，服务业延续动能放缓的势头，而制造业则继续深陷萎缩之中。受高利率环境影响，欧元区的居民消费支出和企业投资均表现疲弱，但失业率稳定在低位，消费者信心边际改善，表明欧元区经济基本面仍具有一定韧性。短期内，限制性货币政策对欧元区经济增长的约束还将持续，预计 4 季度欧元区 GDP 环比增长率约在 0.1% 左右。

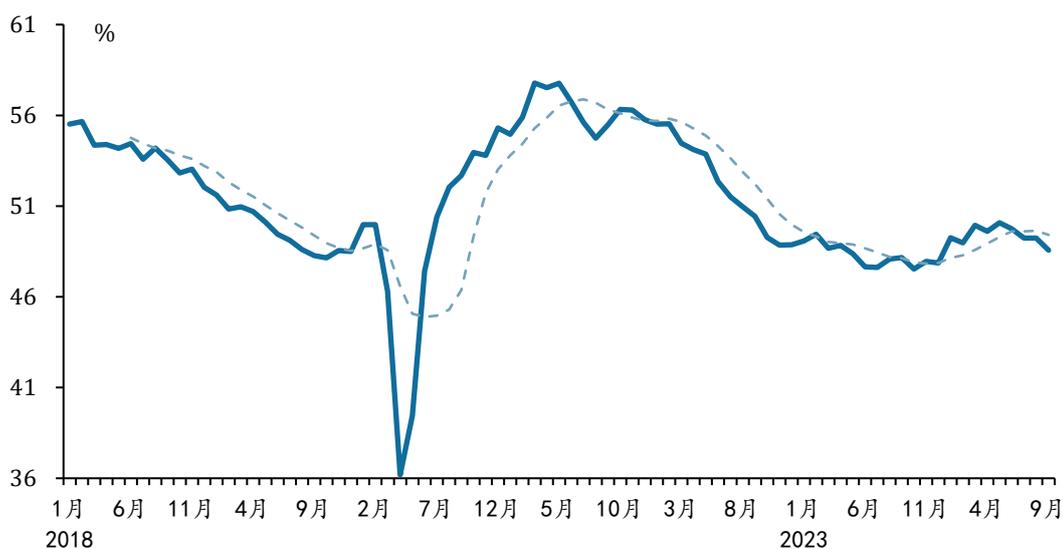
3 季度，大宗商品价格显著反弹，CEEM 大宗商品价格指数环比上涨 8.0%。石油需求端悲观预期好转，供给端沙特和俄罗斯延续减产措施，为油价托底，推动油价上涨 14.6%，但进入 10 月后在数日内大幅下挫。3 季度金属价格品种间继续分化，由于政策支持 and 经济复苏的积极影响，铜和铝价格在下跌后迎来大幅反弹，铁矿石价格则呈现明显的下行走势。天气因素带动国际农产品价格整体先跌后涨，国内饲用需求增长潜力有限。

3 季度，美联储降息 50bp，开启降息周期。美元贬值，全球资产价格普涨。全球股市普遍上涨。MSCI 全球股指较 2024 年 2 季度末上升 4.49%，新兴经济体股市上涨幅度超过发达经济体。印度股市持续稳定上涨；在刺激政策带来的估值调整下，上证综指季末未大涨。受通胀下行、衰退预期和央行降息影响，主要经济体十年期国债收益率下行。因通胀和内需上升，巴西长期利率继续上行。

一、全球经济保持平稳

2024 年 3 季度，中国外部经济综合 CEEM-PMI 指数¹环比回落，仍处于枯荣线下方。美国经济继续高于潜在增速水平，欧元区经济增长前景恶化，日本经济整体处于平稳状态，印度经济继续稳步增长，巴西经济复苏动能有所增强，南非复苏态势非常疲弱，俄罗斯经济延续短期韧性，东盟整体制造业 PMI 在荣枯线之上，但有触顶回落态势，韩国回落趋势更为显著。

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 继续萎缩，非制造业 PMI 继续扩张。7-9 月美国制造业 ISM 编撰的 PMI 分别为 46.8、47.2 和 47.2，在今年 3 月短暂扩张后再次进入萎缩空间。非制造业 PMI 分别为 51.4、51.5 和 54.9，连续三个月扩张，且 9 月扩张速度创下 2023 年 2 月以来最快，但波动比较剧烈。9 月，美国非制造业 PMI 与制造业 PMI 之间的差值升至 7.7 个点，创下 2019 年底以来的最大差距，凸显美国经济的严重分化。

美国个人收入与支出趋缓。7 月至 8 月美国个人收入同比增速分别为 5.9% 和 5.6%；美国个人消费支出同比增速分别为 5.3% 和 5.2%。个人收入与消费支出的增速稳中缓降；美国轻型机动车总销量环比增长率分别为 3.5% 和 -4.4%。与 2 季度相比，美国汽车库存

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。

水平明显下降。美国零售销售额分别环比增长 1.2% 和 0.1%；核心零售销售额分别环比增长 0.5% 和 0.1%，连续 4 个月增长。与 2 季度相比，美国零售销售明显反弹，反映美国消费需求仍然强劲。

房地产市场在下探过程中寻找支撑，企业启动补库存周期。 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，新屋开工数在震荡中企稳。2024 年以来，美国房地产市场再次向下调整。

失业率小幅下降，劳动力市场仍具韧性。 7 月至 9 月，美国失业率分别为 4.3%、4.2% 和 4.1%，失业率连续小幅下降；新增非农就业分别为 14.4 万、15.9 万和 25.4 万人；劳动参与率连续 3 个月持平 62.7%；平均时薪同比增速分别为 3.6%、3.9% 和 4.0%，环比增速分别为 0.2%、0.5% 和 0.4%。此外，离职率进一步下降，8 月降至 1.9%，职位空缺率也下降至 4.8%，职位空缺数与失业人数比值下降至 1.08。综合来看，美国劳动力市场紧张程度继续缓解。

金融市场情绪乐观。 美债收益率曲线结束倒挂。8 月，美国 2 年期和 10 年期国债收益率曲线结束倒挂。至此，2022 年 7 月开始的美债历史上最长记录的倒挂阶段性结束。美元指数在出现较大幅度贬值后阶段性企稳。在美联储降息预期的推动下，3 季度，美元指数明显下行。10 月以来，在美国就业数据超预期、中东地缘政治动荡加剧、欧洲经济疲弱，美元指数明显反弹。美股续创历史新高，但震荡加剧。

欧洲 PMI 再度跌破荣枯线。 3 季度，在经历了由 8 月份巴黎夏季奥运会所推动的短暂反弹后，欧元区 20 国综合 PMI 在 9 月重返 5 月份以来的下降轨道，并再度跌破 50 的荣枯线，降至 49.6。从季度均值来看，2024 年 7~9 月，综合 PMI 的季度均值为 50.3，较前一季度的 51.6 下降了 1.3 个点。

通胀降至 2% 以下。 2024 年 9 月份欧元区消费者调和价格指数同比增长 1.8%，处于 2021 年 4 月以来的最低水平。能源价格的基数效应是整体通胀水平下降的关键，能源价格在过去一年中下跌了约 6%。剔除波动较大的食品和能源价格后，9 月欧元区核心 HICP 同比增速为 2.7%，较 8 月的 2.8% 下降了 0.1 个百分点。这主要是受服务业通胀增速放缓 0.1 个百分点的影响，9 月服务业价格增速为 4.0%，略低于 8 月的 4.1%。

失业率保持稳定。2024年8月欧元区20国经季节性调整后的失业率为6.4%，与7持平，表明欧元区劳动力市场尚未降温。在国家层面，希腊和爱尔兰失业率的降幅最大，均下降了0.4个百分点，分别从9.9%和4.7%下降至9.5%和4.3%。德国和法国失业率保持不变，分别为3.5%和7.5%。2024年8月欧元区20国青年失业率为14.1%，较7月下降了0.1个百分点。

欧央行再度降息。2024年9月12日，欧洲央行公布最新利率决议，下调存款机制利率25个基点至3.50%；下调再融资利率60个基点至3.65%；下调边际贷款利率60个基点至3.90%。这是欧洲央行今年以来的第二次降息。法国财政面临巨大压力，9月24日法国十年期国债利率一度超过西班牙，为2008年金融危机以来首次，反映出市场投资者对法国新政府应对高赤字能力的忧虑。

日本制造业整体下跌后呈现反弹，非制造业 PMI 有所转暖。7月到9月，日本制造业 PMI 先跌后涨，分别为49.1、49.8和49.7。日本制造业 PMI 整体水平低于第二季度，但在8月和9月出现一定反弹，但依然低于50荣枯线。日本服务业情况相对较好，7月到9月服务业 PMI 均高于50荣枯线，分别为53.7、53.7和53.1。日本就业情况较为稳定，7月和8月的失业率分别为2.7%和2.5%，整体情况良好。

收入增加没有显著传导到消费，机械订单表现依旧良好。“春斗”令日本民众的收入确实有所增加，但以之后几个月的消费数据来看，收入的增加并没有显著传导到消费。2024年5月到8月，日本劳动者家庭收入的名义同比增速分别为：6.4%、6.5%、8.9%和5.6%；实际增速则分别为3.0%、3.1%、5.5%和2.0%。考虑到物价因素后的实际收入增速并没有让日本民众舍得花钱，消费信心依然不足。机械订单方面，已公布的7月份数据表现较好。制造业机械订单金额同比增2.1%。外需表现强劲。7月份外需机械订单为1.64万亿日元，占到总机械订单需求的53.8%，同比增速更是达到39.4%。日元贬值的效应显著显现。

CPI 同比增速出现上升，主要是能源和食品相关项目带动。7月和8月，日本 CPI 同比增速分别为2.8%和3.0%。除去生鲜食品的 CPI（核心 CPI）在7月和8月的同比增速分别为2.7%和2.8%，也出现明显的向上。日本在第三季度（7月和8月）的 CPI 增速上行，依然是食品和能源带动。而核心-核心 CPI 增速的放缓，也说明日本国内的消费需求并不强劲。

日本股汇巨震，随后风险逐步化解。第三季度，日本股汇出现巨震，但随后有所缓解。第三季度东京日经 225 指数下跌 4.2%，下跌幅度绝对值不大，但波动幅度显著放大。第三季度日经 225 指数最高值 42426.77 点，最低值 31156.12 点，后者相当于前者的 73.4%。7 月 11 日美国公布 6 月份 CPI 数据后，引发市场对美联储降息预期增强。美元对日元汇率从 1 美元可兑 161 左右日元大跌至 158 左右。之后日元进入升值轨道，日元一度升值到 139.58。此后，随着美国宏观经济数据及市场预期企稳，美国 10 年期国债收益率上升，日元在 9 月中下旬又开始转跌。

东盟整体制造业 PMI 在荣枯线之上，但有触顶回落态势，韩国回落趋势更为显著。7-9 月东盟制造业 PMI 读数分别为 51.6、51.1 和 50.5，呈现缓慢下滑态势。季度平均读数为 51.1，较 2 季度下降 0.4。季度数据来看，东盟制造业 PMI 下滑主要由印尼带动，印尼第 3 季度制造业 PMI 读数 49.1，较第 2 季度下降 2.8。月度数据来看，前沿经济体的制造业 PMI 下降幅度较大，9 月份越南和韩国均跌至荣枯线以下，泰国也下滑至荣枯线附近，三国读数分别为 47.3、48.3 和 50.4。

东盟区内前沿经济体的 PMI 呈现触顶回落态势，以内需为主的国家经济景气程度出现分化。从季度读数来看，泰国、越南和韩国三个前沿经济体的制造业 PMI 均在荣枯线以上，月度数据则明显由触顶回落态势。以内需为主的国家经济景气程度出现分化，印尼经济景气程度下行，菲律宾景气程度稳步上行。印尼和菲律宾第 3 季度 PMI 分别读数 49.1 和 52.0；印尼连续两个季度下滑，菲律宾则连续两个季度稳步上行。新加坡表现相对稳健，马来西亚仍处在荣枯线以下。

区内通胀在本季度总体回落。区内主要各国的通胀水平在第 3 季度基本都持续回落，但相较历史，通货膨胀中枢仍处在较高水平。第 2 季度部分国家通货膨胀水平因住房、教育和食品等因素呈现一定粘性，在本季度也得到一定缓解。第 2 季度通货膨胀水平上升最为显著的越南，从 7 月份的 4.4% 快速下滑至 8 月份的 3.5%，9 月份进一步下滑至 2.6%，达到 2023 年 8 月份以来的低点；菲律宾的通货膨胀水平也持续回落；韩国的通货膨胀水平也小幅回落至 2% 水平以下；泰国通货膨胀水平略有上升，主要是食品通胀则因天气灾害导致果蔬的价格上涨而推动。

区内货币走势超调，股票市场整体上行。第 3 季度，受美联储降息预期的影响，美元指数贬值 4.8%，区域内货币升值幅度出现超调。其中，马来西亚和泰国货币超调幅度最为显著，分别升值 14.9% 和 14.23%；印尼、新加坡、菲律宾和韩国货币超调幅

度较少，分别升值 8.3%、6.1%、5.3%和 5.3%；越南货币相对稳定，仅升值了 0.7%。区域内股票市场整体上行，其中菲律宾马尼拉综合指数和泰国 SET 指数上涨幅度最为显著，分别上涨 13.4%和 11.4%，新加坡海峡指数和印尼雅加达综合指数紧随其后，分别上涨 7.6%和 6.6%；但是韩国市场下行态势显著，下跌了 7.8%，韩国股市下滑可能是制造业 PMI 冲高回落以及朝鲜半岛局势导致。

金砖国家经济增长分化，贸易普遍改善。俄罗斯经济短期韧性明显，制造业景气度明显降温。2024 年 2 季度，俄罗斯经济同比增速为 4.1%，低于上季度的 5.4%，但两年平均增速显著上升，韧性进一步凸显。2024 年 7、8、9 月，俄罗斯综合 PMI 分别为 51.9、52.1 和 49.4，与 2 季度基本持平。制造业 PMI 分别为 53.6、52.1 和 49.5，显著减弱。服务业 PMI 分别为 51.1、52.3 和 50.5，重回荣枯线以上，显示服务业景气度提升。国际货币基金组织 2024 年 7 月报告预测，俄罗斯 2024 年经济增速为 3.2%，与 4 月预测相同，但将 2025 年增长预测下调 0.3 个百分点至 1.5%。

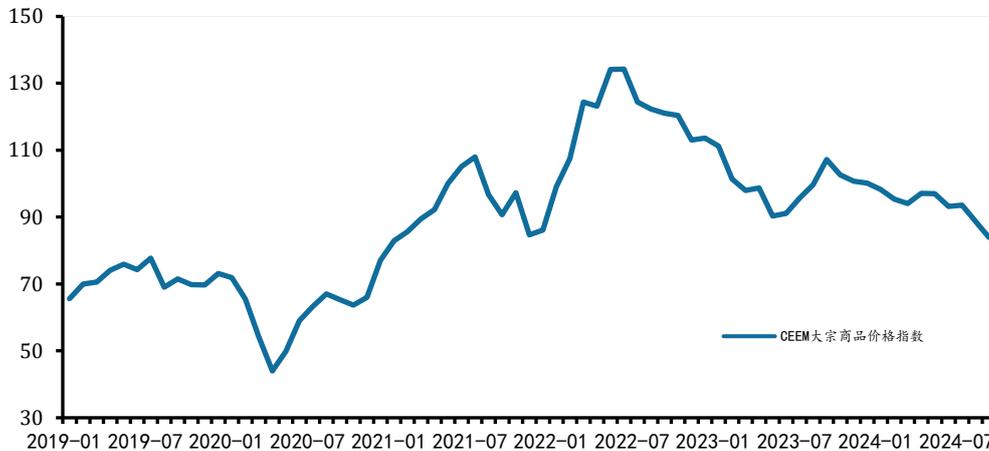
巴西经济复苏动力继续增强。2024 年 2 季度，巴西实际 GDP 同比增速为 3.3%，环比增长 1.5%，均较上季度有所增强。分解来看，私人消费同比增长 4.8%，固定资产投资增长 5.5%，净出口同比大幅负增长，拖累经济增长。这表明，巴西经济内需较强。2024 年 7、8、9 月，巴西制造业 PMI 分别为 54.0、50.4 和 53.2，与上季度基本持平，波动较大。服务业 PMI 分别为 56.4、54.2 和 55.8，较上季度略有提升，景气度较高。根据巴西国家地理与统计局的调查数据，2024 年 6-8 月，巴西失业率分别为 6.9%、6.8%、6.6%，继续小幅下降，已经恢复至 2015 年以来低点。

印度经济继续强劲增长，投资强劲为主要带动因素，通胀显著回落。2024 年 2 季度，印度经济同比增长 6.7%，虽不及 1 季度的同比 7.8%，但两年平均增速更高。分项来看，私人消费与投资分别同比增长 7.5%和 7.5%。消费同比增速大幅提升。2024 年 7、8、9 月，印度综合 PMI 分别为 60.7、60.7 和 59.3，制造业 PMI 分别为 58.1、57.5 和 56.5，服务业 PMI 分别为 60.3、60.9 和 58.9，经济景气度略有降温，但仍处于高位。2024 年 6、7、8 月，印度失业率分别为 9.2%、7.9%和 8.5%，较此前三个月明显上升。

南非经济微弱正增长，投资大幅下滑，通胀小幅回落。2024 年 2 季度，南非实际 GDP 同比增速为 0.34%，低于上季度的 0.55%，但两年平均增速较上季度有所增强，增长动能仍然微弱。2024 年 7、8、9 月，南非制造业 PMI 分别为 49.0、44.4 和，与上季度基本持平，且仍处于荣枯线以下。2 季度南非劳动力参与率微降至 60.6%，失业率高

达 33.5%，显著上升。货币基金组织 7 月最新报告预测，南非 2024 年经济增速为 0.9%，与 4 月预测持平。

图表 2 CEEM 大宗商品价格指数



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

中国当前宏观经济增长仍然面临需求不足的问题，其中投资增速的放缓构成经济增长的显著拖累。投资对应的是支出法 GDP 下的资本形成总额，其包含了固定资本形成和存货投资两个部分。围绕固定资本形成的讨论已经很多，特别是围绕基础设施、房地产、制造业投资的分析，本次季报侧重于对资本形成总额的另一部分——存货投资的讨论。存货投资的第一重视角关注存货投资作为总需求的一部分，其波动性显著高于 GDP 增速，2023 年，存货投资对 GDP 存在约 0.54% 的拖累。存货投资的第二重视角关注库存周期反映的当前宏观经济周期。使用 PMI 产成品库存和原材料库存同比变动情况作为库存周期的衡量可以发现，2020 年疫情冲击之下，库存和原材料均经历了大规模被动去库存，复苏从 2021 年开始，产成品库存同比增速仍然为负，但原材料库存增速转正，经济呈现被动去库存的状态，但是 2022 年经济复苏并未进入繁荣状态，而是再度进入被动补库存阶段，这一情况一直持续到 2023 年初，2023 年 2 月后开启了一轮主动补库存，经济呈现向好状态，但这一轮繁荣水平总体偏弱，体现为产成品库存增速较快，但原材料主动补库的动能始终偏弱。2024 年 1 月又再次进入被动补库存的衰退状态，原材料库存增速再度转负，并持续至今。由此看来，后续仍需要支持性政策帮助企业从被动补库存向被动去库存的复苏状态转变。

大宗商品整体承压，主要受中国经济增速放缓及美国季度初就业数据走低影响。2024年3季度 CEEM 大宗商品价格季度均价整体下行，环比下跌 7.3%。中国经济增速放缓、美国季度初就业忧虑上升均对大宗商品价格形成压力。原油价格受 OPEC 在 4 季度解除自愿减产计划影响，在供需两端承压，下跌 7.5%。黑色系商品受中国房地产疲弱下跌，铁矿石和钢材均下跌近 10%，但铜、铝受绿色能源转型需求提振，价格反弹。农产品方面，大豆先跌后涨，玉米和小麦在海外先跌后涨，国内则同步下行。

原油价格由于需求超预期疲弱，供给端闲置产能充足且 OPEC 将在 4 季度解除自愿减产，油价承压，直到 3 季度初因地缘政治冲突才大幅反弹。油价大幅下跌，一度跌至 70 美元下方。中国经济进一步探底、季度初美国衰退预期上升、OPEC 未改变 4 季度增产等预期因素抵消了美国实际需求良好、供给回落和 OPEC 产出回落等现实因素。进入 10 月份后，受伊朗、以色列冲突风险加剧影响和中国政策刺激加码，油价大幅反弹，随后剧烈波动，当前仍在 80 美元下方。需求疲弱，尤其是中国需求不及预期，令油价承压，美国需求方面，季度初就业数据走弱导致衰退担忧加大，对油价形成压力。3 季度国际有色金属价格品种间继续分化。

二、全球金融市场：主要资产价格上涨

美元贬值，全球股市上涨。三季度，美联储降息 50bp，欧央行非对称降息，日本央行加息 15bp。美元贬值，其他主要货币普遍升值、俄罗斯卢布贬值。长期利率方面，主要发达经济体长期利率下行。全球股市普遍上涨。MSCI 全球股指较 2024 年 2 季度末上升 4.49%。其中，MSCI 发达经济体股票市场上涨 4.34%，MSCI 新兴经济体上涨 5.71%。标普 500 上涨 5.53%，欧元区 STOXX50 指数和上证综指分别上涨 6.40%、12.44%。大宗商品价格方面，原油明显下跌、环比大跌 15.93%，黄金继续大涨，铜价小幅上涨。2024 年 9 月底，金油比上升至 35 左右，已经超过了 2008 年金融危机时的水平、但低于疫情初期。

市场风险整体稳定。市场风险整体稳定，8 月初美股短暂暴跌。8 月初，因美国劳动力市场数据不及预期，新增就业触发预示衰退的萨姆规则，制造业 PMI 也连续下跌，美股出现短暂的暴跌，标普 500 指数单日下跌逾 150 个点，VIX 指数暴涨至 35% 以上。同期，TED 利差也转为负值，即投资者对美元和美元资产的需求受到了冲击，不愿意借入美元去持有美债，美元拆借利率下降，TED 利差转负。此次 VIX 指数上升和 TED

利差为负，只是短暂的，随后两者均回归正常水平。2024年9月底，美联储降息后，VIX指数降至16.73，TED利差降至0.12，两者均处在历史中位数水平以下。

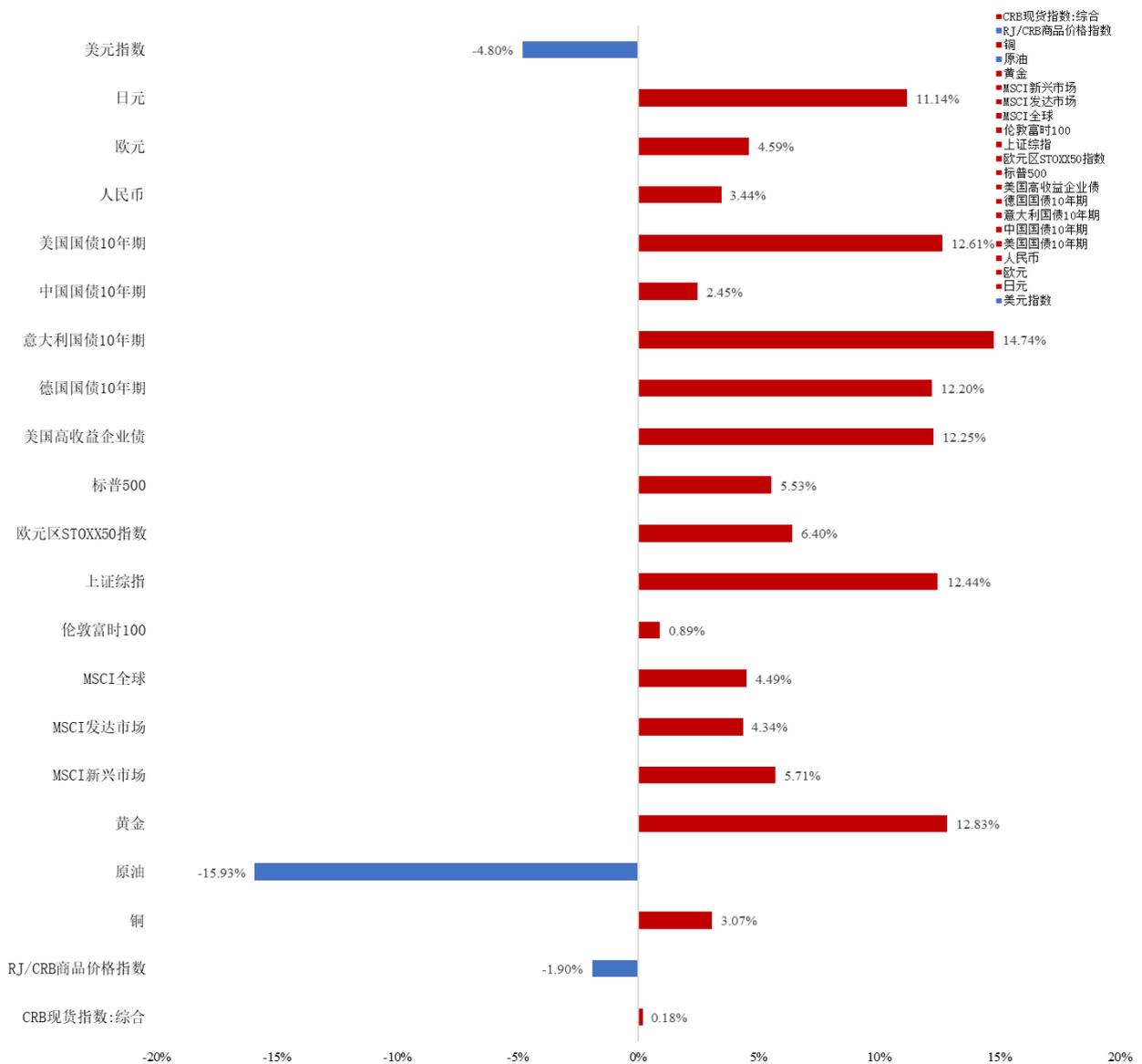
美欧央行降息，日本央行加息。三季度，美联储降息50bp，联邦基金利率应声下降50bp。欧央行非对称降息。9月，欧央行将主要再融资利率下调60bp至3.65%，存款便利利率下调25bp至3.5%，贷款便利利率下调60bp至3.9%。此次降息后，欧央行利率走廊下限与基准利率之间的区间收窄35bp，区间仅剩15bp。日本央行7月加息15bp，日本Tibor波幅达12.27bp。新兴市场货币市场利率波动较大，印度未调整基准利率，同业拆借利率季内波幅达84bp；俄罗斯央行加息两次、共计300bp，同业拆借利率季内波幅达366bp。人民银行降息20bp、下调法定存款准备金率0.5%，人民币Shibor利率中枢在降息降准后明显下降。三季度，人民币Shibor波动较大、波幅高达42.5bp。

绝大部分主要经济体长期利率下行。要经济体十年期国债收益率下行，巴西通胀反弹带动长债收益率上行。受通胀下行、经济出现衰退苗头，以及主要央行降息预期升温 and 降息落地的影响，美国、欧洲等发达经济体十年期国债收益率下行。三季度，美国、德国、欧元区十年期国债收益率分别85bp、48bp、43.8bp。日本、巴西的通胀均在回升。但日本十年期国债收益率受通胀上升影响较小，三季度日本十年期国债收益率总体较二季度末仍是下行的。巴西广义消费者物价指数再度反弹至4%以上、消费者信心指数也上涨至93，巴西十年期国债收益率在通胀和内需上升的带动下上行115bp。三季度，受经济下行压力较大影响，中国十年期国债收益率下行先至2%附近。季末受刺激政策影响，资金从债市流出走向股市，十年期国债收益率在9月26日政治局会议后一周内上行接近20bp至2.25%。

部分外资重新看多中国。美联储降息后，政治局会议推出强烈的经济刺激信号，中国资产价格大涨。尽管此次美联储降息幅度较大，但资本并没有率先流向中国资产，上证综指对美联储的反应较小，当日仅上涨0.69%、次日上涨0.03%。9月26日，中央政治局会议召开，明确提出降息降准、促进房地产市场止跌回稳、帮助企业度过难关，随后相关部委迅速出台一系列密集的经济刺激政策出台，市场信心迅速扭转，A股在节前最后一周持续大涨。自9月26日至9月30日，上证综指累计上涨15.2%。9月29日，人民银行会同金融监管总局出台四项金融支持房地产政策，宣布下调首付比、调整存量房贷利率等，次日上证综指单日上涨约250点、单日涨幅逾8%。刺激政策调整带来价值重估，主流机构重新“买入中国”。

银行代客涉外收入、对外付款相比上季度同期同步上升，跨境收支净额由逆差转为顺差。3 季度，银行代客涉外收入、对外付款分别为 12200.2 亿美元和 12185.4 亿美元，跨境收支录得小幅顺差 14.8 亿美元。收入项上，相比去年同期，银行代客涉外收入上升 14.8%；相比 2024 年 2 季度同期，涉外收入上升 3.7%。支出项上，相比去年同期，银行代客对外付款上升 8.9%。相比 2024 年 2 季度同期，对外支出上升 0.3%。跨境收支由上季度同期的 384.3 亿逆差转为小幅顺差 14.8 亿美元。银行代客涉外收入与支出总额为 2.43 万亿美元，相比去年同期上升 11.8%，相比上一季度同期上升 1.9%。

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6月30日，变动幅度均按季末值计算。因截止时间和计算方法差异，该表的数据与后文的图表数据可能存在相近不相同的情况。

三、展望与对策

在经历新冠疫情、地缘政治冲突、通货膨胀和货币紧缩政策等引发的动荡后，全球经济增长似乎正在趋于稳定。国际货币基金组织（IMF）在2024年7月发布的《世界经济展望》中预计，世界经济在2024年和2025年将分别以3.2%和3.3%的速度增长，与2023年的增速基本一致。尽管全球经济呈现出超预期韧性，并未陷入此前普遍预期的衰退，但按历史标准来看，全球经济增长缓慢。未来全球经济依然面临各种不确定性，需要重点关注以下四个方面的风险：

全球经济复苏分化，经济下行风险依然较大。在发达经济体内部，各经济体复苏进程差异显著。2024年3季度，美国经济维持强劲，欧元区若复苏，日本经济复苏乏力。IMF预计2024年美国经济增长可能达到2.6%，欧元区增速恢复至0.9%，日本增速回落至0.7%。与发达经济体相比，发展中经济体增长放缓尤其显著，前景更为黯淡。IMF预计2024年至2029年，新兴市场和发展中经济体的平均增速仅为4.1%，远低于2000年至2019年间的平均增速5.5%。受地缘冲突、贸易割裂等因素影响，全球经济增长动能不足，依然由下行风险主导。

全球通胀总体继续下行，高通胀已不是主要问题。美国CPI同比从2022年9.1%的峰值下降到2024年9月的2.4%，核心CPI同比也从6.6%的峰值降至3.3%。欧元区调和CPI同比从2022年10.6%的峰值下降到2024年8月的2.2%，核心CPI同比也从8.9%的峰值下降到2.7%。印度、巴西、南非、东盟等主要发展中经济体通胀已达到央行目标区间。日本核心通胀尚未见顶，但仍低于3%。展望未来，美欧通胀将逐步达到目标水平，但粘性仍然存在。2024年6-8月，美国核心PCE同比已连续3个月不降反升，虽然上升幅度非常微弱。2024年3-8月，欧元区核心CPI同比也出现波动，总体仅从2.9%下降至2.8%。可见，通胀最后一公里存在显著粘性。分解来看，住房与医疗等服务价格下降仍较缓慢。2024年8月，美国CPI中住房分项同比仍高达4.4%，且6-8月均未下降。医疗、教育等服务分项价格增速近期有所回升。未来通胀可能不再是单调下行，而是小幅波动下行。随着美欧央行降息，如果总需求保持韧性，通胀反弹风险仍值得关注。

全球主要资产价格上涨。2024 年 3 季度，美联储降息 50bp，开启降息周期。美元贬值，全球资产价格普涨。全球股市普遍上涨。MSCI 全球股指较 2024 年 2 季度末上升 4.49%，新兴经济体股市上涨幅度超过发达经济体。印度股市持续稳定上涨；在刺激政策带来的估值调整下，上证综指季末大涨。受通胀下行、衰退预期和央行降息影响，主要经济体十年期国债收益率下行。因通胀和内需上升，巴西长期利率继续上行。中国十年期国债收益率下行至 2% 附近后，因刺激政策带来的资金轮动，中国长期利率迅速回升至 2.25%。中国资本市场当前交易的是大规模刺激政策落地的预期和经济增长的预期，部分外资机构对财政刺激政策给予了较高的预期，需要关注后续刺激政策落地情况以及政策当局维护资产价格稳定上涨的预期管理能力和政策实施决心。

全球货币政策迎来宽松周期。美联储在 2024 年 9 月的议息会议后宣布，将联邦基金目标利率下调 50 个基点至 4.75%-5.00% 的目标区间，维持每月被动缩减 250 亿美元国债和 350 亿美元 MBS 的节奏不变。根据美联储公布的经济预测，今年年底预计还将降息 50 个基点，明年预计降息 100 个基点，本轮降息周期的终点大概在 2.9% 左右。不过，美联储内部关于首次降息 50 个基点存在明显分歧，理事鲍曼在本次会议中投下反对票。芝商所 FedWatch 工具最新数据显示，市场与美联储关于未来降息路径的预期较为一致。美联储未来的降息路径将取决于具体的就业和通胀数据，且工作重心已向就业目标转移。美联储开始降息，标志着全球货币政策宽松周期正式启动。

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，我需要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。美联储和其他主要央行开始陆续降息，这有助于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配合，

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、贸易、产业政策等的协调，提升全球资源配置效率。当前全球经济增长乏力，一个非常重要的因素在于，美国以各种理由阻碍全球化和多边主义的进一步深化。通过干预强制推动产业回流、加征关税、投资限制、科技封锁、金融制裁等各种政策显著提高了国际贸易与跨国投资的交易成本，导致全球经济碎片化，严重损害了国际经济分工与资源配置效率。在此背景下，特别需要国家间加强政策协调合作，减少摩擦，推动全球化健康可持续发展，促进全球经济增长。

美国经济：继续扩张

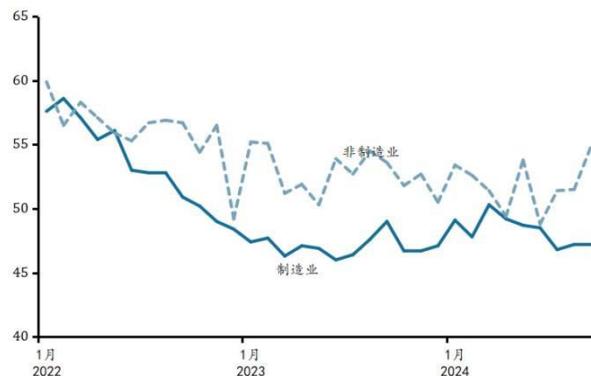
2024 年 3 季度，美国经济继续高于潜在增速水平。从增长动能看，消费对经济的拉动作用依然强劲，私人投资对经济的拉动作用更加突出。美联储在 9 月议息会议大幅降息 50 个基点，开启降息周期，年内预计还将降息 2 次。展望 4 季度，美国总统大选及其结果的不确定性是美国经济短期面临的最大的不确定性。

一、经济运行形势

3 季度美国
经济增速
继续高于
潜在增速。

制造业 PMI 继续萎缩，非制造业 PMI 继续扩张。7-9 月美国制造业 ISM 编撰的 PMI 分别为 46.8、47.2 和 47.2，在今年 3 月短暂扩张后再次进入萎缩空间。其中，新订单指数反弹至 46.1，但仍处于萎缩区间；就业指数大幅下降至 43.9。非制造业 PMI 分别为 51.4、51.5 和 54.9，连续三个月扩张，且 9 月扩张速度创下 2023 年 2 月以来最快，但波动比较剧烈。其中，新订单指数跃升 6.4 个点至 59.4，就业指数下降至 48.1。9 月，美国非制造业 PMI 与制造业 PMI 之间的差值升至 7.7 个点，创下 2019 年底以来的最大差距，凸显美国经济的严重分化。历史经验显示，制造业长期低迷通常会导致服务业跟随低迷。

图表 4 美国制造业和非制造业 PMI (ISM)



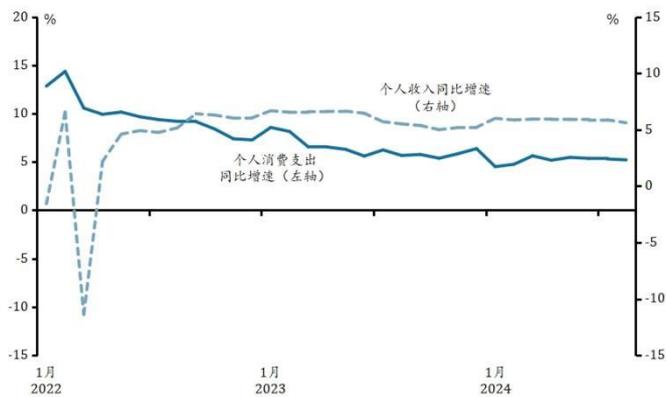
数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

个人收入与支出趋缓。2024 年 7 月至 8 月美国个人收入同比增速分别为 5.9% 和 5.6%；美国个人消费支出同比增速分别为 5.3%和 5.2%。个人收入与消费支出的增速稳中缓降。

7 月至 8 月，美国轻型机动车总销量的折年数分别为 1582 万、1513 万辆，环比增长率分别为 3.5%和-4.4%。与 2 季度相比，美国汽车库存水平明显下降。沃德估算 2024 年 2 季度美国汽车库存均值为 25.3 万辆，7 月至 8 月分别下降至 22.5 万和 21.0 万辆。

7 月至 8 月，美国零售销售额分别环比增长 1.2%和 0.1%；核心零售销售额分别环比增长 0.5%和 0.1%，连续 4 个月增长。与 2 季度相比，美国零售销售明显反弹，反映美国消费需求仍然强劲。

图表 5 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。

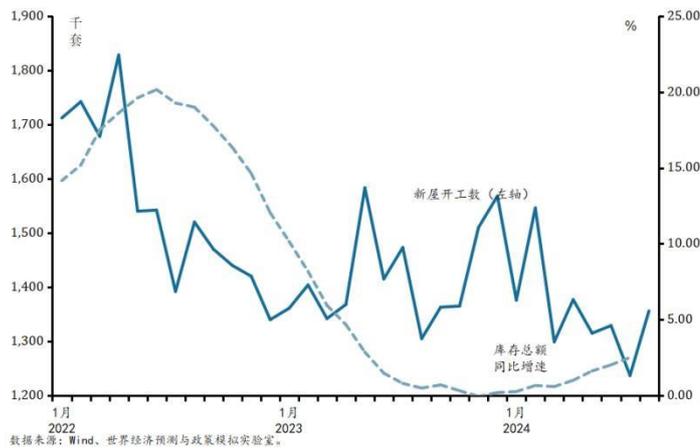
房地产市场在下探过程中寻找支撑，企业启动补库存周期。疫情以来，低利率、财政纾困政策对于居民收入的补贴、以及疫情引发的居家办公需求是推动美国房地产投资和开工持续增长的主要原因。伴随着利率回升和房价上涨，2022 年美国房地产市场遭遇向下调整，但在 2023 年有所企稳。尤其是在二手房库存极其有限的情况下，新屋开工数在震荡中企稳。2024 年以来，美国房地产市场再次向下调整。

7 月至 8 月，美国新建住房销售环比增速分别为 10.3%和-4.7%，成屋销售环比增速分别为 1.5%和-2.5%，新屋开工环比增速分别为-6.9%和 9.6%。与此同时，美

国新建住房销售价格维持在相对高位，在建新屋环比下降，成屋库存上升。综合来看，伴随着美联储降息，整体有利于房地产市场复苏，但复苏过程可能非一帆风顺，成屋供应量可能继续增加，房地产市场在震荡中企稳复苏。

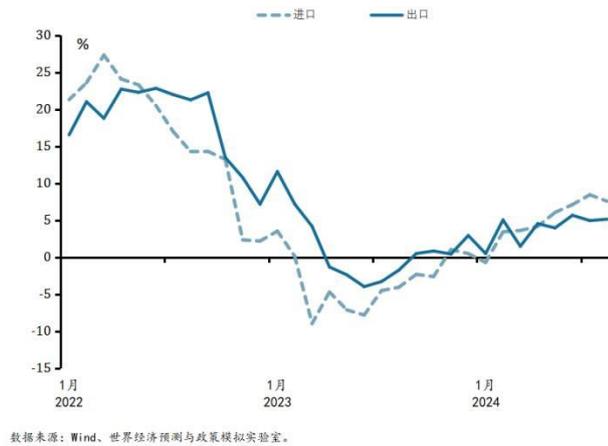
2022年7月美国企业库存同比增速达到峰值18.5%，此后开始下降，步入去库存周期。2023年11月，美国企业库存同比增速跌至-0.1%，此后，开始缓慢回升，企业逐步补库存。截至2024年7月，美国企业库存同比增速已反弹至2.5%，且环比连续4个月正增长。其中，零售商补库存最为明显，批发商和制造商也启动补库存周期。不过，从美国制造业PMI的新订单指数来看，7月至9月该指数分别为47.4、44.6和46.1，仍处于荣枯线之下，这意味着美国制造业企业库存幅度受到一定压制；而非制造业PMI的新订单指数，持续位于荣枯线之上，是企业补库存的主要动能。

图表6 美国新屋开工和企业库存周期



贸易逆差先扩大后收窄。2024年7月至8月，美国出口同比增速分别上升至4.9%和5.1%，进口同比增速分别上升至8.4%和7.6%，贸易逆差先扩大至788亿美元，后收窄至704亿美元。对比来看，今年1季度美国贸易逆差为677亿美元，2季度上升至744亿美元。从趋势看，美国出口与进口增速均持续复苏，3季度，贸易逆差对GDP增速的影响可能偏中性。

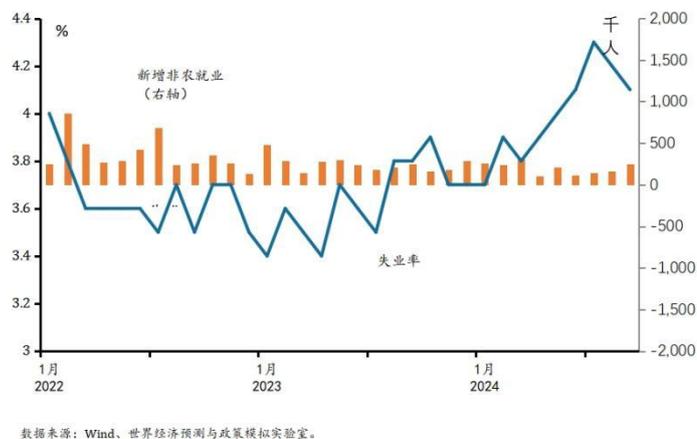
图表 7 美国对外贸易



失业率小幅下降，劳动力市场仍具韧性。2024年7月至9月，美国失业率分别为4.3%、4.2%和4.1%，失业率连续小幅下降；新增非农就业分别为14.4万、15.9万和25.4万人；劳动参与率连续3个月持平62.7%；平均时薪同比增速分别为3.6%、3.9%和4.0%，环比增速分别为0.2%、0.5%和0.4%。此外，离职率进一步下降，8月降至1.9%，职位空缺率也下降至4.8%，职位空缺数与失业人数比值下降至1.08。综合来看，美国劳动力市场紧张程度继续缓解。

3季度，关于美国就业情况，需要注意两个事情。第一，美国劳工部将2023年4月至2024年3月期间美国的新增非农就业人数下调81.8万人，期间非农就业人数平均每月增长17.4万人，接近疫情前水平。第二，美国失业率触及萨姆法则。7月至9月，美国近3个月平均失业率分别比前12个月的低点高出0.53、0.57和0.50个百分点。1960年以来，萨姆法则对美国经济衰退预警的成功率达到100%。

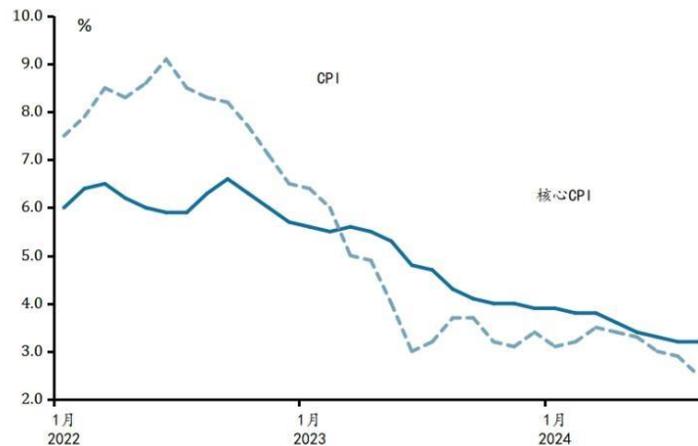
图表 8 美国劳动力市场



通胀重回下行轨道。美国通胀率在经历了 1 季度的横向运动后，2 季度再度向下，但核心通胀仍表现出一定的粘性。

2024 年 7 月至 8 月，美国 CPI 同比增速分别下降至 2.9% 和 2.5%，环比增速持平为 0.2%；核心 CPI 同比增速持平为 3.2%，环比增速分别为 0.2% 和 0.3%。7 月至 8 月，PCE 同比增速分别为 2.5% 和 2.2%，环比增速分别为 0.2% 和 0.1%；核心 PCE 同比增速持平为 2.7%，环比增速分别为 0.2% 和 0.1%。能源环比回落，带动整体通胀下行；劳动力市场对核心通胀仍有一定支撑。不过，地缘政治及供给端压力对整体通胀的影响仍具有不确定性，房租通胀回落速度较慢限制核心通胀的下限。

图表 9 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。

金融市场情绪乐观。

美债收益率曲线结束倒挂。8月，美国 2 年期和 10 年期国债收益率曲线结束倒挂。至此，2022 年 7 月开始的美债历史上最长记录的倒挂阶段性结束。历史经验表明，美债收益率曲线倒挂结束，通常会伴随着经济衰退的发生。这主要是因为，在经济扩张周期后半段，经济增长趋于疲弱，市场预期美联储将持续降息，短端利率开始快速下跌，美债收益率曲线结束倒挂。与此同时，当美联储开始降息时，美国经济通常已出现衰退风险。不过，当前美国经济仍具韧性，美联储开启预防式降息策略，美债收益率曲线结束倒挂是否会伴随着发生经济衰退尚未可知。

美元指数在出现较大幅度贬值后阶段性企稳。在美联储降息预期的推动下，3 季度，美元指数明显下行，一度在 100 左右横盘，与疫情前水平相当。10 月以来，在美国就业数据超预期、中东地缘政治动荡加剧、欧洲经济疲弱，美元指数明显反弹。展望四季度，考虑到相对于其他主要发达经济体而言，美国经济更为强劲，利率水平也更高，美元指数缺乏大幅贬值空间，或阶段性企稳。

美股续创历史新高，但震荡加剧。在美联储降息、经济基本面健康和人工智能热潮等因素的带动下，美股续创历史新高，但震荡明显加剧。8 月初，由于美国就业数据超预期走弱以及日本央行意外加息，美股急速下跌。展望四季度，美股或以震荡为主，企业财报数据超预期、经济数据超预期、总统大选等皆可能引发美股大幅动荡。

美 联
储 工
作 目
标 转
向 就
业。

二、宏观政策分析

美联储在 9 月议息会议大幅降息 50 个基点，开启降息周期。美联储 9 月议息会议声明，将联邦基金目标利率下调 50 个基点至 4.75-5.00% 区间，超出市场预期。缩表方面，美联储维持每月被动缩减 250 亿美元国债和 350 亿美元机构债券和 MBS 的节奏不变。点阵图显示，2024 年政策利率预测中值大幅下修至 4.4%，对应年内还将降息 2 次；2025 年利率预测中值下修至 3.4%；进一步上修长期利率预测中值，由 2.8% 至 2.9%。

美联储小幅修改 2024 年经济预测。美联储小幅下修 2024 年经济增长预测至 2.0%，维持 2025 年和 2026 年经济增长预测为 2%；下修 2024 年 PCE 通胀率预测 0.3 个百分点至 2.3%，下修核心 PCE 通胀率 0.2 个百分点至 2.6%，小幅下修 2025 年 PCE 及核心 PCE 通胀率预测至 2.1% 和 2.2%；上修 2024 年失业率预测至 4.4%，小幅上修 2025 和 2026 年失业率预测 0.2 个百分点至 4.4 和 4.3%，维持长期失业率预测在 4.2%。

美联储大幅降息 50 个基点，反映出美联储的工作重心更多向就业目标倾斜，具体来说，主要基于以下三点考量：第一，就业指标的压力上升。2024 年 8 月，美国失业率上升至 4.2%，较 2023 年有明显提高，表明就业市场趋于疲软。第二，通胀指标的压力下降。2024 年 8 月，美国 CPI 同比上涨 2.5%，核心 CPI 同比上涨 3.2%，通胀持续向 2% 的政策目标靠拢。第三，对 7 月未降息的“补偿”。从事后来看，考

虑到 7 月就业数据不及预期，7 月是一个比较合适的降息时点。但美联储在 7 月议息会议前并未拿到 7 月就业报告，因此，此次大幅降息 50 个基点，也存有对 7 月未降息的“补偿”。

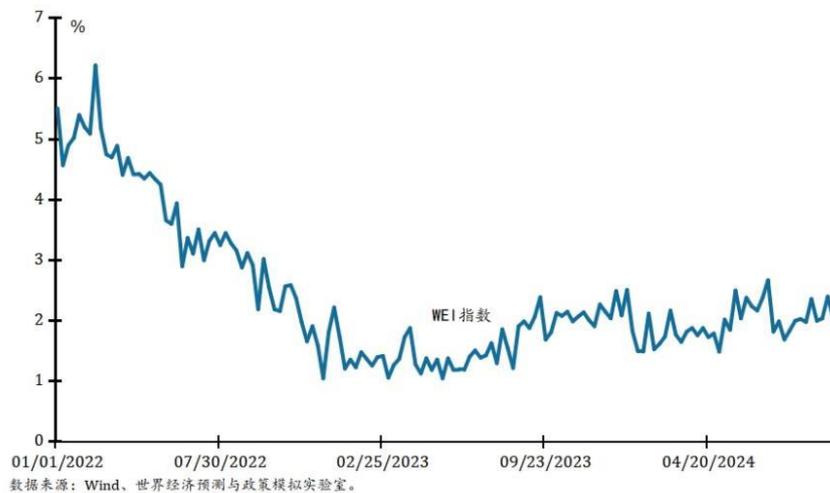
三、美国经济形势小结与展望

美国
经济
继续
扩
张。

根据美国亚特兰大联储 GDPNow model 在 10 月 8 日的估计，预计美国 3 季度 GDP 环比折年率为 3.2%。一方面，美国经济继续扩张，GDP 增长率仍显著高于潜在增速水平，尤其是投资对美国经济增长的拉动作用更加显著。另一方面，伴随着美国家庭超额储蓄的耗尽和劳动力市场趋缓，消费对经济的强势拉动已明显趋于减弱。综合来看，美国经济韧性与挑战并存。

图表 7 展示了高频数据反映的美国经济运行状况。2023 年，WEI 趋势平稳向上；2024 年 1 季度，WEI 出现明显回调后企稳；2 至 3 季度，WEI 中枢明显上移，这表明美国经济仍在继续扩张。

图表 10 美国经济运行状况：高频数据



欧洲：增长前景恶化

2024年3季度，欧元区经济增长前景恶化。综合PMI在经历了由8月份巴黎夏季奥运会所推动的短暂反弹后，9月再度跌破50的荣枯线，服务业延续动能放缓的势头，而制造业则继续深陷萎缩之中。受高利率环境影响，欧元区的居民消费支出和企业投资均表现疲弱，但失业率稳定在低位，消费者信心边际改善，表明欧元区经济基本面仍具有一定韧性。通胀方面，欧元区通胀率在3季度显著下行，9月更跌至欧央行2%的目标水平之下。然而，能源价格走低和基数效应是驱动通胀下行的主要动力，区内服务业价格的同比增速仍处于高位。短期内，限制性货币政策对欧元区经济增长的约束还将持续，预计4季度欧元区GDP环比增长率约在0.1%左右。

一、经济运行态势

PMI 再度跌破荣枯线。

PMI 再度跌破荣枯线。在经历了由8月份巴黎夏季奥运会所推动的短暂反弹后，欧元区20国综合PMI在9月重返5月份以来的下降轨道，并再度跌破50的荣枯线，降至49.6。从季度均值来看，2024年7~9月，综合PMI的季度均值为50.3，较前一季度的51.6下降了1.3个点。

分行业来看，作为欧元区2024年上半年主要增长动力的服务业在8月受巴黎奥运会的影响，其PMI小幅从7月的51.9跳涨至52.9，但9月便又重新跌回51.4，延续了此前连续4个月放缓的态势，表明欧元区服务业活动的动能已逐步减弱。制造业则继续深陷萎缩。3季度欧元区制造业PMI均值为45.5，较前一季度的46.3进一步下滑。其中，9月制造业PMI为45.0，较8月的45.8下跌了0.8个点，低于年初至今的平均水平（46.0）。

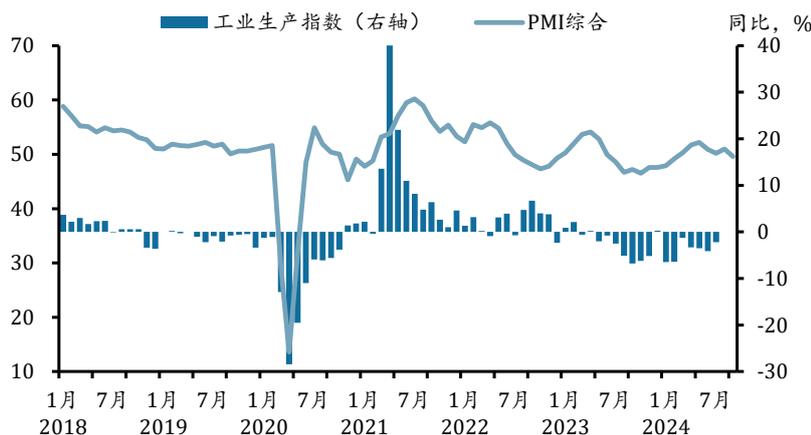
分国家来看，西班牙综合PMI继续领跑欧元区国家，9月更创下4个月来的最高纪录，来到56.3的高位，大幅高于8月的53.5，连续第10个月处于扩张区间。其中，服务业活动在旅游业繁荣的推动下增长势头强劲，9月西班牙服务业PMI为57，显著高于8月

的 54.6，也超出市场此前预期的 54，实现了自 2023 年 4 月以来的最大扩张。同时，西班牙的制造业连续第 8 个月处于扩张区间，从 8 月的 50.5 上行至 9 月的 53，超出市场预期的 50.1，录得 5 月以来的最大扩张。

德国经济活动则在 9 月迎来更多噩耗。9 月德国综合 PMI 为 47.5，连续第 4 个月下降，为 7 个月内的最低水平。其中，服务业 PMI 为 50.6，较 8 月的 51.2 进一步下降；制造业 PMI 为 40.6，触及 2023 年 9 月以来的最低水平。法国、意大利的经济活动也表现欠佳。9 月法国综合 PMI 为 48.6，其中服务业 PMI 为 49.6，较 8 月的 55 显著收缩，表明奥运带来的服务业活动扩张仅仅是暂时性的。9 月意大利综合 PMI 为年内首次跌破 50 点的关口，来到 49.7，低于市场此前预期的 50.2。服务业 PMI 连续 6 个月下滑是意大利综合 PMI 下降的主要驱动力，9 月意大利服务业 PMI 从 8 月的 51.4 下降至 50.5，为 1 月以来的最低值。

工业生产指数方面，7 月欧元区工业生产指数继续下滑，经季节调整后环比下降 0.3%，同比下降 2.2%。剔除数据波动性较大的爱尔兰后，欧元区 7 月工业生产指数环比下降了 1.4%，表明欧元区工业仍处于衰退趋势之中。

图表 11 PMI 再度跌破荣枯线



数据来源：欧央行、Markit；CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

通胀降至 2% 以

通胀降至 2% 以下。2024 年 9 月份欧元区消费者调和价格指数

下。

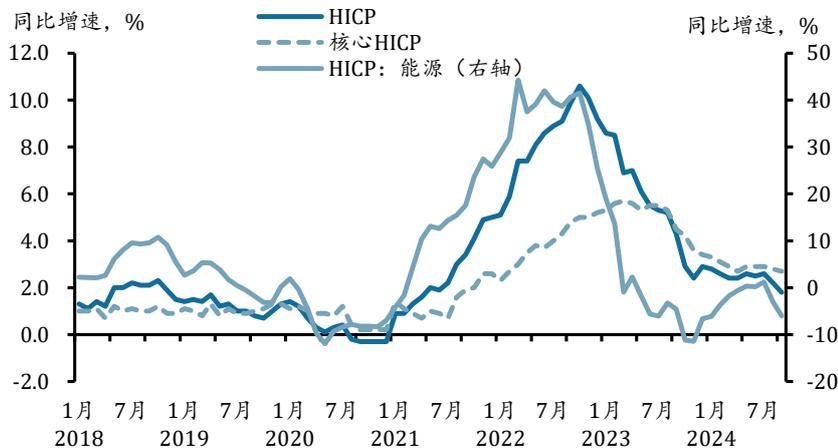
(Harmonised Indices of Consumer Prices, HICP) 同比增长

1.8%，处于 2021 年 4 月以来的最低水平。能源价格的基数效应是整体通胀水平下降的关键，能源价格在过去一年中下跌了约 6%。

剔除波动较大的食品和能源价格后，9 月欧元区核心 HICP 同比增速为 2.7%，较 8 月的 2.8% 下降了 0.1 个百分点。这主要是受服务业通胀增速放缓 0.1 个百分点的影响，9 月服务业价格增速为 4.0%，略低于 8 月的 4.1%。核心商品（非能源工业产品）的价格增速则稳定在 0.4%。可以看到，降低服务业通胀是未来欧元区核心通胀进一步走低的关键。

从国别来看，9 月德国、法国和西班牙的通胀率均跌破 2%，三者分别为 1.8%、1.5% 和 1.7%，较 8 月的 2%、2.2% 和 2.4% 分别下降了 0.2、0.7 和 0.7 个百分点。意大利通胀率则跌至 1% 以下，由 8 月的 1.1% 下降至 0.7%，其中能源价格增速由 8 月的 -6% 进一步下降至 -9%。

图表 12 通胀降至 2% 以下



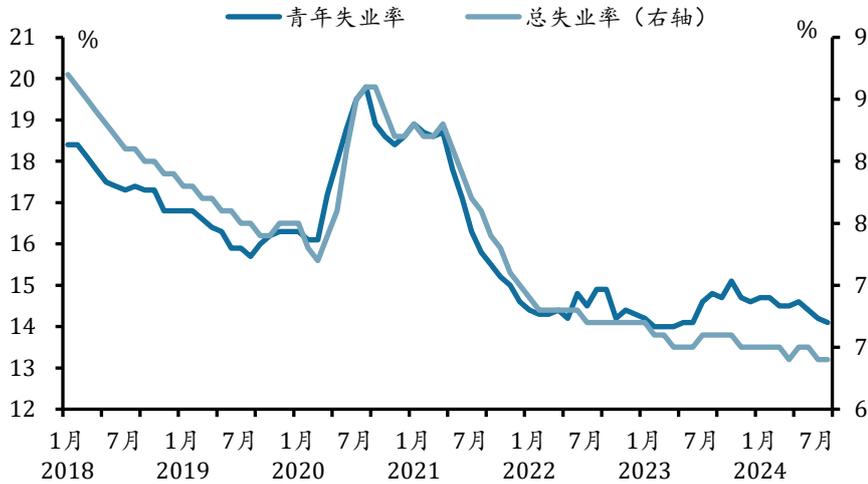
数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

失业率保持稳定。

失业率保持稳定。2024 年 8 月欧元区 20 国经季节性调整后的失业率为 6.4%，与 7 持平，表明欧元区劳动力市场尚未降温。在国家层面，希腊和爱尔兰失业率的降幅最大，均下降了 0.4 个百分点，分别从 9.9% 和 4.7% 下降至 9.5% 和 4.3%。意大利失业率下降了 0.2 个百分点至 6.2%，西班牙的失业率下降了 0.1 个百分点至 11.3%。德国和法国失业率保持不变，分别为 3.5% 和 7.5%。

2024 年 8 月欧元区 20 国青年失业率为 14.1%，较 7 月下降了 0.1 个百分点。8 月欧元区青年失业人数为 223.1 万，比前一个月减少了 3.1 万人，较 2023 年同期减少了 12.8 万人。

图表 13 失业率保持稳定



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

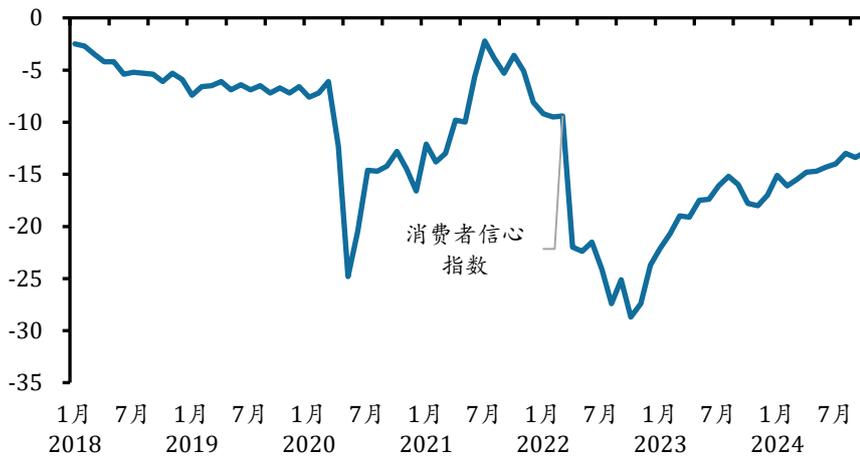
二、支出法 GDP 分解

消费者信心边际改善。

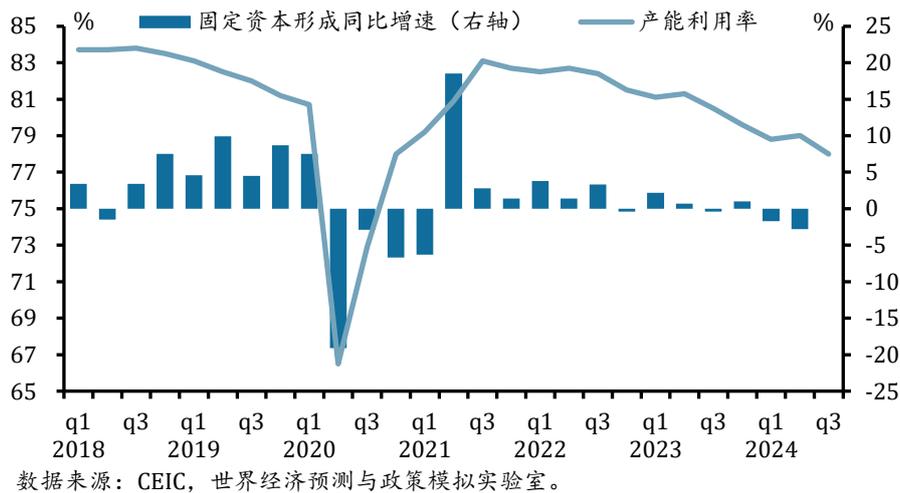
消费者信心边际改善。2024 年第三季度，欧元区消费者信心小幅波动，但整体仍处于温和回升的轨道上。9 月欧元区消费者信心指数为-12.9，较 8 月的-13.4 上行了 0.5 个点。从 4 月的-14.7 逐月上行至 6 月的-14.0。分国别来看，德国消费者信心在较低水平区间趋于稳定，10 月 GFK 消费者信心先行指数为-21.2，较 9 月-21.9 的低点小幅回升了 0.7 个点，连续第 6 个月在-21 点上下徘徊。法国方面，2024 年 9 月法国 Insee 综合消费者信心指数从 8 月的 93 上行至 95。其中，居民对其未来储蓄能力的看法大幅改善，由 8 月 10 上升了 5 个点至 15。目前该指标已超过其长期平均水平。

就欧元区的零售状况而言，2024 年 7 月，欧元区经季节与工作日调整后的零售规模环比增长了 0.1%。其中，食品、饮料和烟草的零售规模环比增长了 0.4%，非食品类产品环比增长了 0.1%，汽车燃料类产品环比下降了 1.0%。

图表 14 消费者信心边际改善



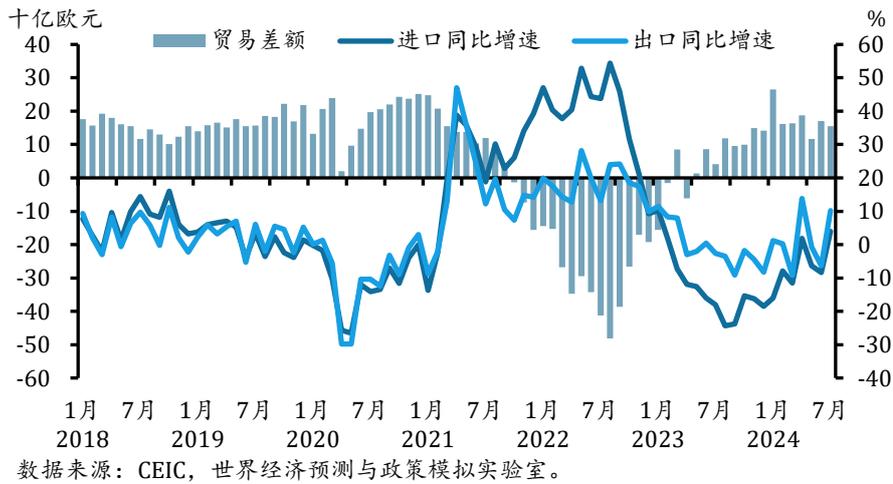
图表 15 企业投资疲弱



企业投资疲弱。

企业投资疲弱。2024年2季度，欧元区固定资本投资环比下降2.2%，同比下降2.8%。其中，剔除爱尔兰无形资产投资后的非建筑类投资环比增长了0.7%，包含爱尔兰无形资产投资的非建筑类投资环比下降了3.7%。根据欧盟委员会的调查，需求走软将在第3季度进一步对企业投资构成约束，制造业产能利用率已从年初的81.1%跌至2024年第三季度的78.0%，为2021年1季度以来的最低值。

图表 16 贸易顺差小幅收缩



贸易顺差小幅收缩。

贸易顺差小幅收缩。2024年7月，欧元区20个国家与全球其他地区经季节调整后的货物贸易顺差为154.6亿欧元，较前一个月170.2亿欧元的顺差小幅收缩。从进出口规模来看，欧元区7月对非欧盟国家经季节调整的出口规模为2390亿欧元，环比增长0.8%，同比增长10.2%；进口规模为2235亿欧元，环比增长1.6%，同比增长4.0%。7月欧元区内部的货物贸易经季调后的规模为2143亿欧元，较前一个月的2125亿欧元环比小幅上涨了0.9%。

三、政策走势

欧央行再度降息。

欧央行再度降息。2024年9月12日，欧洲央行公布最新利率决议，下调存款机制利率25个基点至3.50%；下调再融资利率60个基点至3.65%；下调边际贷款利率60个基点至3.90%。这是欧洲央行今年以来的第二次降息。

当天，欧洲央行发布了其对欧元区今后三年总体通胀率的预测，分别为2.50%、2.20%和1.90%，与6月预测相同。在核心通胀方面，欧洲央行预计今后三年分别为2.90%、2.30%、2.00%，而6月预测分别为2.80%、2.20%、2.00%。欧洲央行同时下调了对2024年、2025年和2026年的GDP增长预测，预计2024年增长0.80%、

2025 年增长 1.30%、2026 年增长 1.50%，较 6 月预测分别下调 0.1 个百分点。

9 月，欧元区通胀水平三年来首次低于欧洲央行 2% 的目标水平，显著增强了欧洲央行 10 月将再次降息的预期。9 月 30 日，欧洲央行行长拉加德在接受欧洲议会经济和货币事务委员会听证会时表示，近期欧元区通胀形势好转，增强了对通胀及时回归目标水平的信心。市场分析人士普遍认为，拉加德的言论暗示 10 月欧洲央行可能继续降息。

法国财政面临巨大压力。

法国财政面临巨大压力。9 月 24 日法国十年期国债利率一度超过西班牙，为 2008 年金融危机以来首次，反映出市场投资者对法国新政府应对高赤字能力的忧虑。法国今年赤字规模有望达到国内生产总值的 5.6% 以上，高于 5.1% 的年度既定目标，也比去年的 5.5% 高，几乎达到欧洲联盟所设赤字上限水平的两倍。欧盟已对法国启动“过度赤字”程序，要求法方提交方案，在今后数年内削减赤字。法国新任总理米歇尔·巴尼耶表示，将通过削减支出和针对高收入群体的增税计划来缓解财政危机。然而，由于目前法国政治分裂严重，新政府的政治基础十分薄弱，是否能有效应对法国严重的赤字问题还存在较大不确定性。

四、经济形势展望

增长前景恶化。

增长前景恶化。从 2024 年 3 季度的一系列指标来看，欧元区复苏的动能正在逐渐消失，增长下行风险加大。区内消费和投资均十分疲弱，且短期内恐难以出现大幅改善。不过，欧元区整体劳动力市场表现较为稳定，同时通胀显著回落，给予了欧洲央行更大的货币政策操作空间。此外，西班牙、希腊等南欧国家在欧盟复苏基金支持和旅游业回暖的带动下经济表现良好，这意味着就基本面而言，欧元区经济仍具有一定韧性，陷入衰退的可能性不高。预计欧元区经济活动在第 4 季度继续表现疲弱，环比增长率约在 0.1% 左右。

日本：“春斗”效果依然有待观察

进入第三季度，日本经济整体处于平稳状态。制造业 PMI 整体微跌，但服务业 PMI 出现显著反弹，并均在 53.0 之上。“春斗”之后，日本民众收入确有增加，但消费依旧低迷，消费的实际同比增速依然为负值。对外贸易方面，日本商品贸易依然以逆差为主，并且当年的逆差累计值与上一年的差距在缩小，这点会对日本 GDP 核算产生不利影响。日本央行继续维持金融货币政策趋近的态度。金融市场出现大幅震荡，除日本因素外，美国因素也是重要原因。不过此后金融市场逐渐平稳。在全球经济尤其是美国经济及金融市场不出现大幅波动的前提下，预计日本宏观经济和金融市场在第四季度依然能够保持整体平稳状态。

一、第三季度日本国内宏观经济整体边际小幅转暖

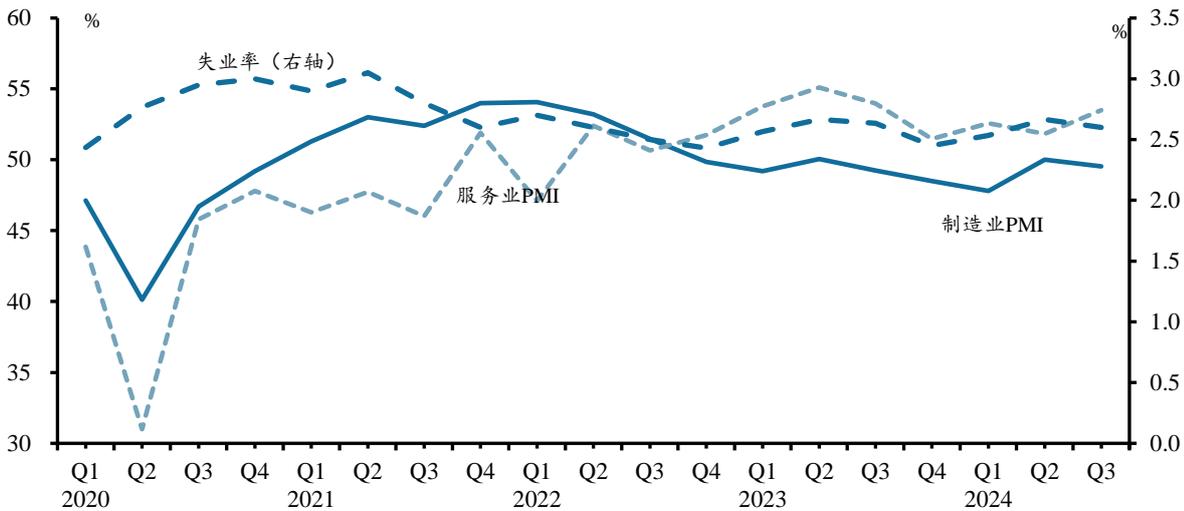
**2024 年第三季度
日本经济整体平
稳。**

2024 年第三季度，日本制造业 PMI 整体下跌后呈现反弹，非制造业 PMI 有所转暖。这也是前两个季度“能登半岛地震”和汽车行业丑闻的阴霾有所缓解的表现。7 月到 9 月，日本制造业 PMI 先跌后涨，分别为 49.1、49.8 和 49.7。日本制造业 PMI 整体水平低于第二季度，但在 8 月和 9 月出现一定反弹，但依然低于 50 荣枯线。日本服务业情况相对较好，7 月到 9 月服务业 PMI 均高于 50 荣枯线，分别为 53.7、53.7 和 53.1。

前两个季度，日本实际 GDP 同比增速分别为-0.86%和-0.99%，上半年增速为-0.93%，相较于 2023 年，增速出现明显放缓甚至萎缩，表明日本经济在 2024 年上半年压力较大。到第三季度，虽然日本没有发生自然灾害和企业丑闻等黑天鹅事件，但以目前的指标看，虽有稳定甚至边际改善的情况，但很难说有根本转好的迹象。

日本就业情况较为稳定，7 月和 8 月的失业率分别为 2.7%和 2.5%，整体情况良好。

图表 17 PMI 有所反弹，就业稳定



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。2024Q3失业率数据为7月和8月平均值

收入增加没有显著传导到消费。机械订单表现依旧良好。

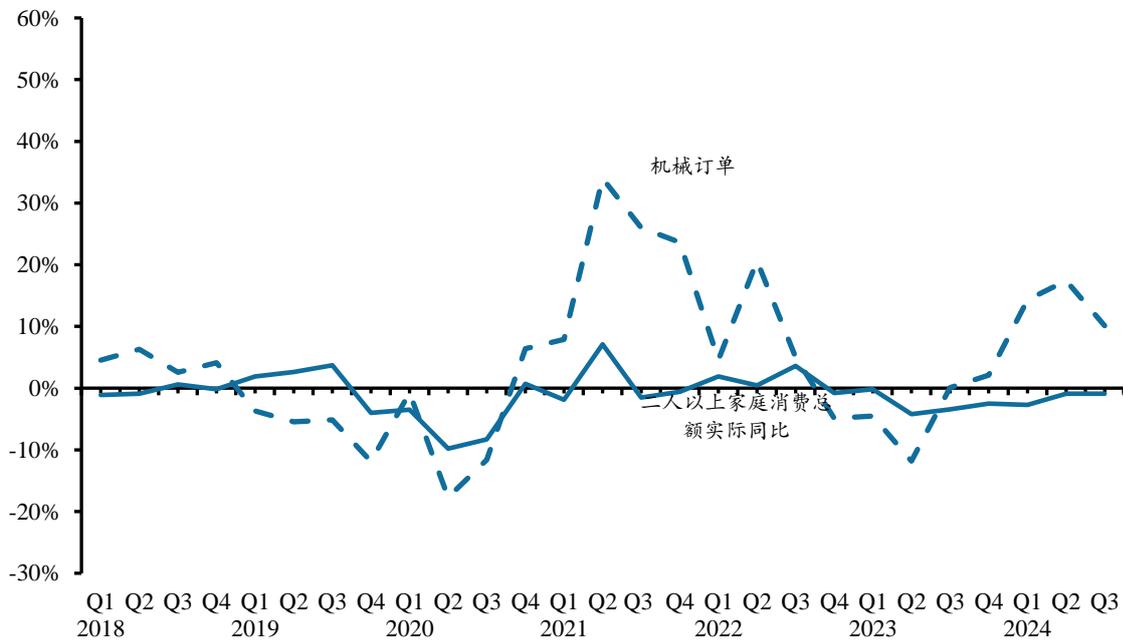
3 月份的“春斗”令日本民众的收入有所增加。根据“日本劳动组合总联合会”统计，在本轮“春斗”中，日本劳动者的收入涨幅为 5.1%，创下了 1992 年以来的最高涨幅。根据日本统计局的调查数据，2024 年 5 月到 8 月，日本劳动者家庭收入的名义同比增速分别为：6.4%、6.5%、8.9%和 5.6%；实际增速则分别为 3.0%、3.1%、5.5%和 2.0%。考虑到物价因素后的实际收入增速并没有让日本民众舍得花钱，消费信心依然不足。

“春斗”令日本民众的收入确实有所增加，但以之后几个月的消费数据来看，收入的增加并没有显著传导到消费。2024 年第三季度，日本消费情况依然较差。虽然经历了“春斗”，日本民众的收入有所增加，但消费能力依然不足。7 月和 8 月，日本实际消费支出同比增速分别为 0.1%和-1.9%。除了“春斗”落地的 4 月份之外，5 月和 6 月日本消费的实际增速也为负数，分别为-1.8%和-1.4%。由此可见日本“春斗”的实际效果依然需要观察。具体项目看，日本民众消费支出同比增速较大的是“家具”、“服装·鞋”和“医疗保健”，实际同比增速分别为 6.7%、6.4%和 4.1%。此外，“食品”消费的实际同比增速为 2.6%。消费萎缩较大的项目是

“交通·通信”、“居住”和“教养娱乐”，跌幅分别为-17.1%、-7.4%和-6.9%。

机械订单方面，已公布的7月份数据表现较好。7月份日本机械订单总额为3.05万亿日元，同比增加10.1%。其中日本国内私人部门表现较好的依然是非制造业，订单金额同比增15.5%。制造业机械订单金额同比增2.1%。外需表现强劲。7月份外需机械订单为1.64万亿日元，占到总机械订单需求的53.8%，同比增速更是达到39.4%。日元贬值的效应显著显现。

图表 18 消费实际同比增速依然为负，依然机械订单金额同比增速保持在高位保持



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：2024年Q3机械订单总额同比为2024年7月数据。

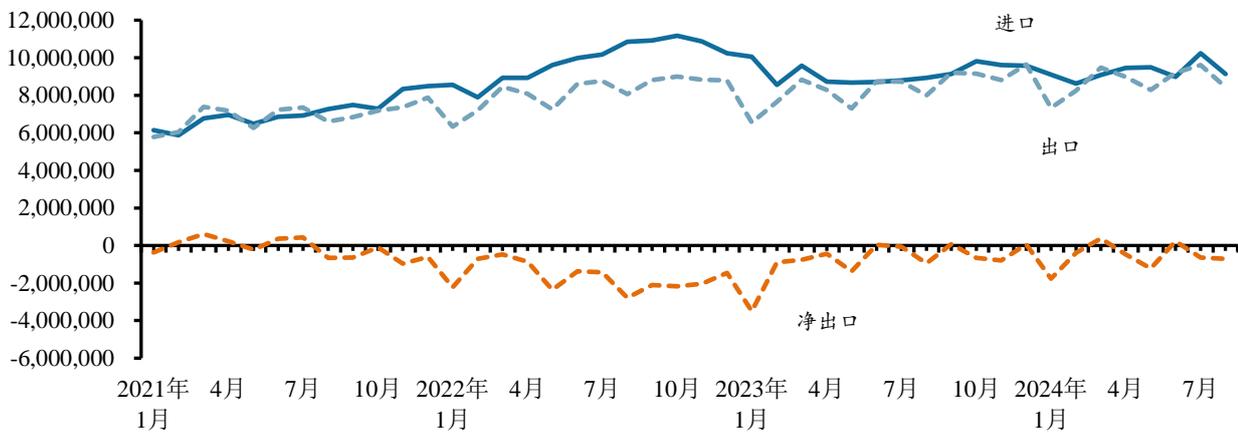
7月和8月，日本商品贸易账户依然处于逆差状态。7月份和8月份，日本商品出口金额为9.61万亿日元和8.43万亿日元，同比增速分别为10.2%和5.5%；进口金额分别为10.2万亿日元和9.1万亿日元，同比增速为16.6%和2.2%。7月和8月，日本商品贸易逆差分别为0.63万亿日元和0.70万亿日元。前8个月，日本商品贸易逆差的累计金额为4.58万亿日元，虽然仅相当于2023年同期

出口同比增加，但进口增速更快，贸易逆差有所扩大。

的 57.7%，但逆差累计金额与上一年同期之比明显走高——6 月时为 46.8%。

8 月份，日本出口商品中增长较快的是：“飞机相关产品”—74.3%、“半导体等制造装置”—55.2%、“船舶”—39.8%、“纸类·纸制品”—22.0%和“半导体等电子零部件”，增速分别为 74.3%、55.2%、39.8%、22.0%和 15.0%。出口同比萎缩幅度较大的是：“建设用·矿山用机械”、“电子计算机（含周边机器）”、“乘用车”、“制纤机械”、“通信机器”，同比增速分别为-22.8%、-18.2%、-11.2%、-9.5%和-6.5%。

图表 19 2024 年第三季度日本商品贸易逆差持续



数据来源：日本财务省，世界经济预测与政策模拟实验室

二、货币金融政策继续收紧，需关注石破政府的意向变动

货币金融政策收紧继续。

7 月到 9 月，日本银行召开两次货币金融会议，紧缩立场渐显明确。

7 月份的会议上，日本央行提出将无担保隔夜拆借利率从此前的 0%到 0.1%的控制区间提高到 0.25%目标位。资产购买数量方面，每个季度减少 4000 亿日元的长期国债购买，到 2026 年第一季度，达到 3 万亿日元。截止到 2024 年 9 月末，日本央行保有长期国债的数量为 583.0 万亿日元。9 月份的会议大体与 7 月份内容相同，没有更特殊变动。

CPI 同比增速出现上升，主要是能源和食品相关项目带动。

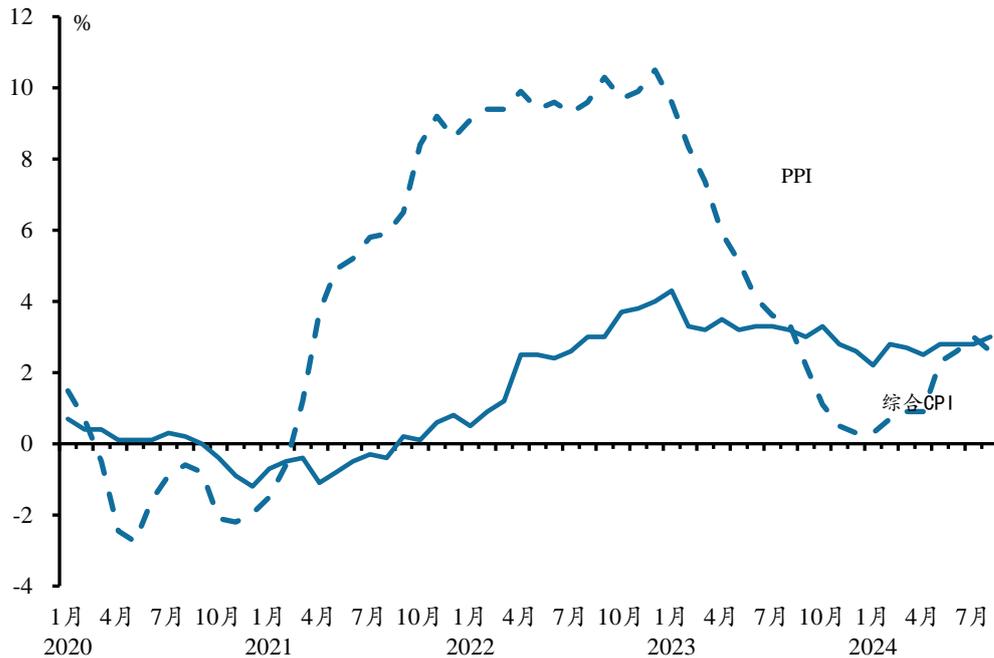
预计石破茂执政后，日本央行货币金融政策将继续保持紧缩状态。但力度的边际变化值得关注。

2024 年第三季度，日本物价同比增速出现抬头。7 月和 8 月，日本 CPI 同比增速分别为 2.8% 和 3.0%。其中，前者为 2024 年的次高，后者为 2024 年开年后的最高值。除去生鲜食品的 CPI（核心 CPI）在 7 月和 8 月的同比增速分别为 2.7% 和 2.8%，也出现明显的向上。除去生鲜食品和能源的 CPI（核心-核心 CPI）在 7 月和 8 月的同比增速分别为 1.9% 和 2.0%，反而不高。其中，7 月份核心-核心 CPI 的同比增速是 2024 年开年以来的最低值。这从一个侧面说明，日本在第三季度（7 月和 8 月）的 CPI 增速上行，依然是食品和能源带动。而核心-核心 CPI 增速的放缓，也说明日本国内的消费需求并不强劲。

详细看，“食材”和“照明·取暖·水”两大项的同比增速最高。8 月份分别达到 3.6% 和 15.0%。“食材”中的“生鲜食品”价格同比增速达到 7.8%。例如“生鲜蔬菜”上涨 12.5%、“谷类”上涨 6.5%，二者对 CPI 的贡献分别达到 0.23 个百分点和 0.15 个百分点。“照明·取暖·水”项目中，“电费”和“燃气费”同比涨幅分别达到 26.2% 和 11.1%。对 CPI 同比增速的贡献分别为 0.82 个百分点和 0.17 个百分点。

PPI 方面，7 月和 8 月制造业 PPI 同比增速分别为 3.0% 和 2.6%。8 月份，涨幅较大的为“电力·城市天然气·水”，同比增速达到 10.5%，“非铁金属”同比增速为 11.4%，“纤维制品”价格同比增速为 5.9%。

图表 20 CPI 同比增速反弹，PPI 同比增速平稳



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、股汇巨震，随后风险逐步化解

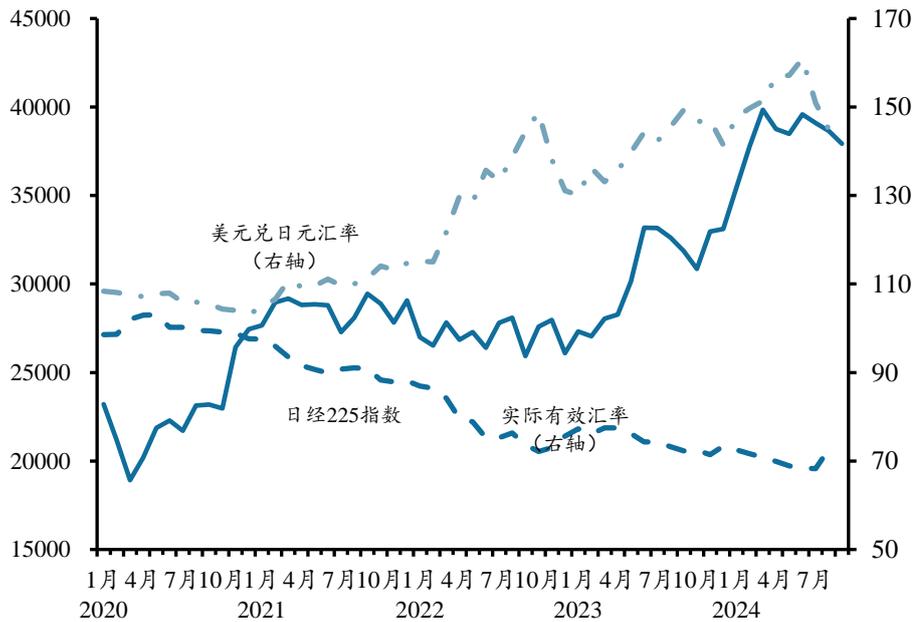
股汇巨震，随后风险逐步化解。

第三季度，日本股汇出现巨震，但随后有所缓解。

第三季度东京日经 225 指数下跌 4.2%，下跌幅度绝对值不大，但波动幅度显著放大。第三季度日经 225 指数最高值 42426.77 点，最低值 31156.12 点，后者相当于前者的 73.4%。日本股市在 8 月初震荡的最初点是 7 月 11 日创新高后开始形成。7 月 11 日美国公布 6 月份 CPI 数据后，引发市场对美联储降息预期增强。但同时，市场也对美国经济产生了担忧，担心美国经济不足以支撑股市估值。

7 月 11 日，美元对日元汇率从 1 美元可兑 161 左右日元大跌至 158 左右。之后日元进入升值轨道，日元一度升值到 139.58。此后，随着美国宏观经济数据及市场预期企稳，美国 10 年期国债收益率上升，日元在 9 月中下旬又开始转跌。实际有效汇率方面，日元对美元汇率在 7 月和 8 月呈现上涨态势。7 月份，日本实际有效汇率为 68.27，8 月份上升到 72.66。预计 9 月份和 10 月份数据会有一定下跌。

图表 21 日本股汇巨震



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：美元兑日元汇率月度数据为当月最后一个交易日收盘值。日经225指数为月度最后一个交易日值。

日本 10 年期国债收益率下降后反弹。

日本 10 年期国债收益率在第三季度下跌后呈现反弹。集其中既有市场对日本银行紧缩力度不达预期的反应，也有美国国债收益率下降的影响。此后，随着美国金融市场企稳，宏观数据未继续恶化，日本 10 年期国债收益率也随之企稳反弹。

图表 22 10 年期国债利率下降后反弹



数据来源：日本财务省，日本银行，世界经济预测与政策模拟实验室。

四、综合评述与展望

日本经济在第三季度整体表现稳定。制造业 PMI 和非制造业 PMI 呈现出稳定和反弹态势。相较于第一和第二季度均有“黑天鹅”事件爆发而言，第三季度整体经济环境比较平稳。预计第三季度经济表现会整体强于前两个季度。

“春斗”的影响继续在第三季度显现，日本劳动者收入确有提高。但同时，日本的消费依旧萎靡不振，实际消费同比增速依旧负增长，说明日本民众的消费信心依然低迷。

日本货币金融政策继续紧缩。日本物价水平尤其是 CPI 同比增速在第三季度有所反弹，主要原因依然是能源和食品。其中日本米价上涨带动了“谷物”类价格上涨，是造成 CPI 增速涨幅扩大的新因素。金融市场方面，第三季度出现较大震荡，但随后开始企稳。

预计第四季度，日本经济依然能够保持弱稳定状态。美国大选对全球金融市场的影响，以及日本消费信心能否走强，是第四季度值得关注的重点。

东盟韩国：触顶回落

2024 年第 3 季度，东盟整体制造业 PMI 在荣枯线之上，但有触顶回落态势，韩国回落趋势更为显著。区内三个主要前沿经济体的 PMI 呈现触顶回落态势，9 月份下滑幅度较为显著；以内需为主的经济体中国家经济景气程度出现分化，印尼经济景气程度持续下行，菲律宾景气程度稳步上行；新加坡表现相对稳健，马来西亚仍处在荣枯线以下。区内通胀水平在本季度总体回落，2 季度通货膨胀粘性态势基本缓解；受美联储降息预期的影响，区内货币波动超调，股票市场整体上行，但韩国股市仍面临下行压力。展望第 4 季度，外需支持不及预期和内需不足使区域经济略有放缓，但仍有诸多积极因素形成内在支撑，重点要警惕金融市场过度波动风险。

2024 年第 3 季度，东盟整体制造业 PMI 在荣枯线之上，但有触顶回落态势，韩国回落趋势更为显著。

一、区内经济体经济景气多触顶回落

2024 年第 3 季度，东盟整体制造业 PMI 在荣枯线之上，但有触顶回落态势，韩国回落趋势更为显著。7-9 月东盟制造业 PMI 读数分别为 51.6、51.1 和 50.5，呈现缓慢下滑态势。季度平均读数为 51.1，较 2 季度下降 0.4。季度数据来看，东盟制造业 PMI 下滑主要由印尼带动，印尼第 3 季度制造业 PMI 读数 49.1，较第 2 季度下降 2.8。月度数据来看，前沿经济体的制造业 PMI 下降幅度较大，9 月份越南和韩国均跌至荣枯线以下，泰国也下滑至荣枯线附近，三国读数分别为 47.3、48.3 和 50.4。

区内前沿经济体的 PMI 呈现触顶回落态势。

区内前沿经济体的 PMI 呈现触顶回落态势。从季度读数来看，三个前沿经济体的制造业 PMI 均在荣枯线以上，泰国、越南和韩国 3 季度读数分别为 51.7、51.5 和 50.5。月度数据则明显由触顶回落态势；其中泰国制造业 PMI 在 7 月份冲至 52.8 的高点，8-9 月份下降至 52 和 50.4，单月下降 1.6；泰国 PMI 下滑是因为拉动出口主要动力的计算机、硬盘驱动器及相关零配件的全球需求恢复可能不及预期，8 月份出口同比增速从 7 月份的 15.2% 下滑至 7.1%。韩国制造业 PMI 则是在 6 月份触及 52 的高位，7-8 月份下滑至 51.4 和 51.9，9 月份大幅下滑至 48.3；韩国 PMI 下滑可能也是出口增速不及预期所致；

越南制造业 PMI 第 3 季度的下降趋势最为显著，在 7 月份维持 54.7 的高位，8 月份下滑至 52.4，9 月份大幅跌至 47.3，整体下降 7.4；越南 9 月 PMI 的下滑更多是极端台风天气带来的咱们的制造业产量大幅下滑。

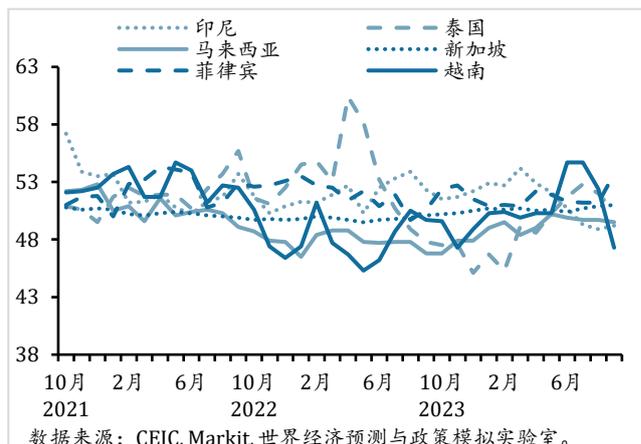
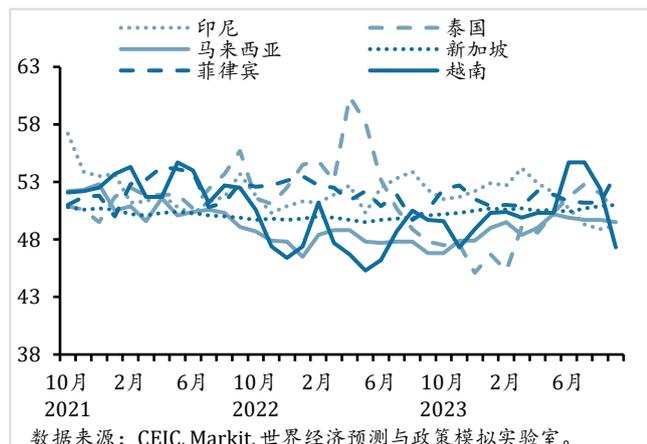
以内需为主的国家经济景气程度出现分化。

以内需为主的国家经济景气程度出现分化，印尼经济景气程度下行，菲律宾景气程度稳步上行。印尼和菲律宾第 3 季度 PMI 分别读数 49.1 和 52.0；印尼连续两个季度下滑，从第 1 季度的 53.3 跌至荣枯线以下，下降 4.2；菲律宾则连续两个季度稳步上行。月度数据来看，印尼 7-9 月份制造业 PMI 读数均在荣枯线以下，印尼国内经济不景气程度主要是消费和投资均下滑严重；由于经济增速不及预期，9 月 18 日，印尼央行宣布将基准利率下调 25 个基点至 6.00%，同时将隔夜存贷款利率分别下调 25 个基点至 5.25%、6.75%，这是印尼央行自 2021 年 2 月以来的首次降息。菲律宾 7-8 月份制造业 PMI 读数均为 51.2，延续了第 2 季度的景气程度，9 月大幅上涨至 53.7，上行了 2.5。8 月 15 日菲律宾下调基准利率 25bp 至 6.25%，从而开启降息周期；9 月 20 日菲律宾央行决定下调银行存款准备金率，从 2024 年 10 月 25 日开始，下调通用银行、商业银行、数字银行、储蓄银行和农村银行和合作社存款准备金率。此次的降息降准对菲律宾经济增长和资本市场有一定推动作用。

新加坡表现相对稳健，马来西亚仍处在荣枯线以下。

新加坡表现相对稳健，马来西亚仍处在荣枯线以下。新加坡和马来西亚第 3 季度 PMI 分别读数 50.9 和 49.7，基本和第 2 季度持平。月度数据来看，新加坡呈现小幅上行态势，表现相对稳健，7-9 月份读数分别为 50.7、50.9 和 51.0。马来西亚制造业 PMI 连续处于荣枯线以下，7-9 月份读数分别为 49.7、49.7 和 49.5。

图表 23 东盟六国与韩国第 3 季度制造业 PMI

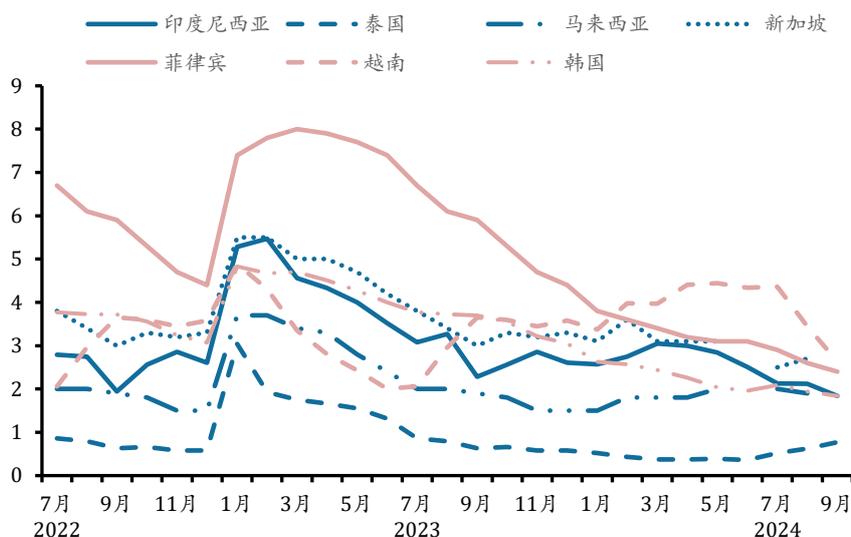


区内通胀在本季度 总体回落。

二、区内通货膨胀总体回落

区内通胀在本季度总体回落。区内主要各国的通胀水平在第3季度基本都持续回落，但相较历史，通货膨胀中枢仍处在较高水平。第2季度部分国家通货膨胀水平因住房、教育和食品等因素呈现一定粘性，在本季度也得到一定缓解。第2季度通货膨胀水平上升最为显著的越南，从7月份的4.4%快速下滑至8月份的3.5%，9月份进一步下滑至2.6%，达到2023年8月份以来的低点；菲律宾的通货膨胀水平也持续回落，7-9月份均在3%的水平以下，读数分别为2.9%、2.6%和2.4%，稳步下行；新加坡7-8月份的读数也较上个季度有一定回落。随着食品价格的回落，印尼延续了第2季度以来的回落趋势，7-8月份读数均为2.1%，9月份小幅下滑，降至2%的水平以下，读数为1.8%，接近央行1.5%-3.5%目标范围的下限。韩国的通货膨胀水平也小幅回落至2%水平以下，7月份读数为2.1%，8-9月份小幅下降至1.9%和1.8%。泰国通货膨胀水平略有上升，主要是食品通胀则因天气灾害导致果蔬的价格上涨而推动；考虑其较低的通货膨胀水平，整体影响较小，7-9月份读数分别为0.5%、0.6%和0.8%，9月份读数达到2023年8月份以来的高点。随着通胀的整体下行，菲律宾、泰国、新加坡等国家将综合考虑本国经济增速和全球主要央行货币政策变化，进入降息进程。

图表 24 区内通货膨胀持续回落

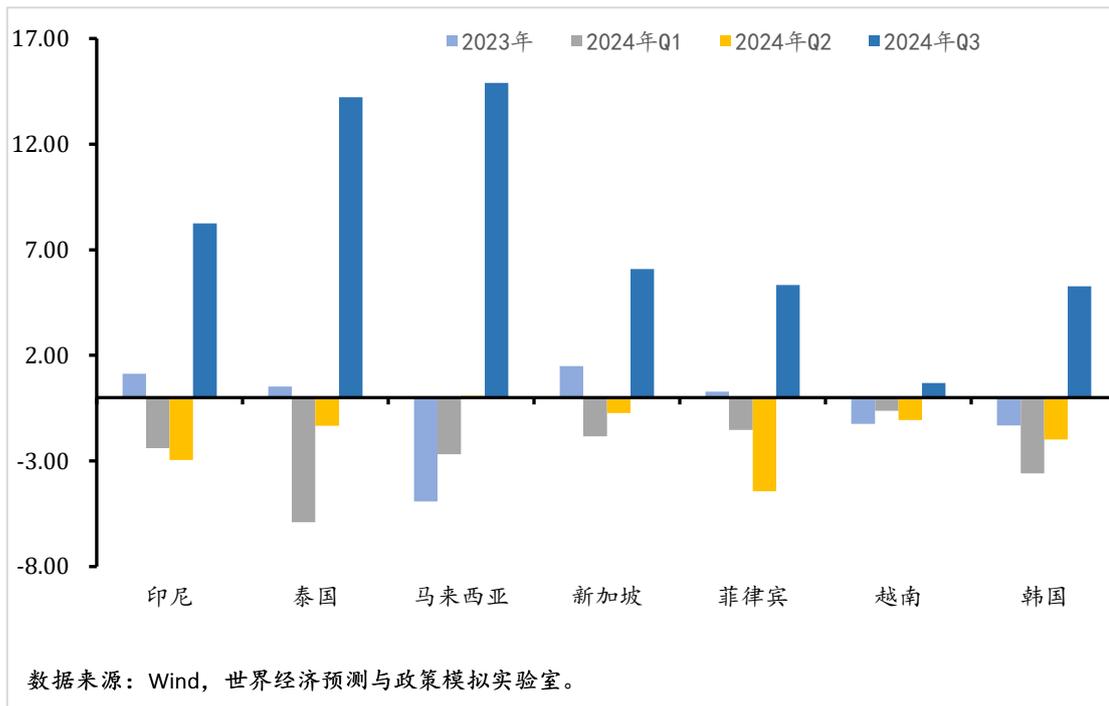


数据来源：Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室。泰国、新加坡、菲律宾、韩国为核心CPI, 其余为综合CPI。

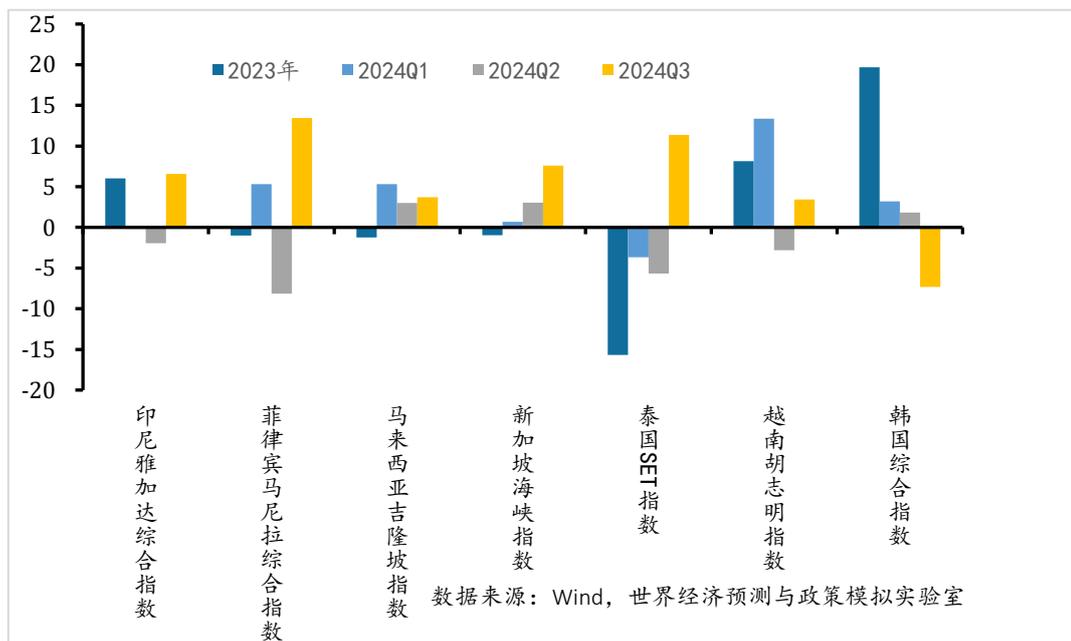
区内货币走势超调，股票市场整体上行。

区内货币走势超调，股票市场整体上行。第3季度，受美联储降息预期的影响，美元指数贬值4.8%，区域内货币升值幅度出现超调。其中，马来西亚和泰国货币超调幅度最为显著，分别升值14.9%和14.23%；印尼、新加坡、菲律宾和韩国货币超调幅度较少，分别升值8.3%、6.1%、5.3%和5.3%；越南货币相对稳定，仅升值了0.7%。区域内股票市场整体上行，其中菲律宾马尼拉综合指数和泰国SET指数上涨幅度最为显著，分别上涨13.4%和11.4%，新加坡海峡指数和印尼雅加达综合指数紧随其后，分别上涨7.6%和6.6%；但是韩国市场下行态势显著，下跌了7.8%，韩国股市下滑可能是制造业PMI冲高回落以及朝鲜半岛局势导致。

图表 25 区内货币总体升值



图表 26 区内金融市场出现分化



数据来源：CEIC

三、美国货币政策对区内金融市场的冲击显著

美联储加息降息周期阶段划分。

为更好的观察区内金融市场受美联储货币政策的冲击程度，我们分阶段考察了 2022 年美联储加息以来的情形。综合考虑美联储会议纪要表态和加息幅度，我们将这个期间分为 5 个阶段，分别为第 1-5 次加息（2022.3.16-2022.9.22）、第 6-8 次加息（2022.9.23-2023.2.2）、第 9-11 次加息（2023.2.3-2023.7.27）、高利率期间（2023.7.28-2024.6.27）和首次降息（2024.6.28-2024.9.30）。

区域内货币走势与美元指数高度相关。

区内货币走势与美元指数高度相关，且在第 1-5 次加息和首次降息期间，相关性最高。加息初期，区内货币与美元指数的相关系数最高为韩国货币，系数为-0.97，其余货币的系数也在-0.9 以上，最低为越南货币，系数为-0.72；降息期间的情形亦是如此，最高系数为新加坡的-0.97，最低为越南的-0.66。

第 9-11 次加息期间，与美元指数的相关系数普遍下降，最高为印尼的-0.58，其余均在-0.3 以下，部分货币相关系数为正值，表明这段期间区域货币走势更多受各国经济基本面对影响。

第 6-8 次加息和高利率期间，与美元指数的相关系数出现一定程度分化。韩国、新加坡、泰国和菲律宾货币与美元指数整体相关性较高，仍维持在（-0.8，-0.97）的高相关性，而印尼和越南货币因经济体量较大和自身稳定性较好，与美元指数的相关性较低。

整体来看，区内货币在美联储货币政策初期与美元指数的相关性最高，其次是高利率阶段，政策后期相关系数分化。

图表 27 东盟和韩国货币与美元指数相关性

	印尼	泰铢	马来西亚	新加坡	菲律宾	越南	韩国
1-5 次加息	-0.90	-0.95	-0.94	-0.91	-0.91	-0.72	-0.97
6-8 次加息	-0.21	-0.96	-0.92	-0.97	-0.95	0.29	-0.97
9-11 次加息	-0.58	-0.26	0.01	-0.63	-0.15	0.14	-0.16
高利率期间	-0.53	-0.80	-0.65	-0.88	-0.60	-0.70	-0.71
首次降息	-0.95	-0.95	-0.95	-0.97	-0.96	-0.66	-0.93

泰铢和韩元最易出现汇率超调。

从波动幅度来看，降息期间区内货币超调程度较高，加息初期整体贬值幅度低于美元指数，加息中期和高利率期间波幅则出现分化。第 1-5 次加息期间，美元指数上涨 16%，区内货币贬值幅度最高为韩元的 13.1%，泰铢和菲律宾比索贬值幅度超过 10%，分别贬值 11.8% 和 10.2%，其余货币贬值幅度在 6% 以下。

加息进程中期区内部分货币出现升值超调。第 6-8 次加息期间，美元指数下跌 9.8%，韩元和泰铢出现升值超调，同期分别升值 15.6% 和 14.9%，印尼货币和越南盾整体仍较为稳健。高利率阶段部分货币出现贬值超调。高利率期间，美元指数整体升值 4.2%，印尼货币、韩元、泰铢、菲律宾比索贬值幅度均超过美元指数，分别贬值 8.6%、7.8%、7.7% 和 7.1%。

整体来看，相比美元指数波动幅度，泰铢、韩元和菲律宾比索更容易出现超调，越南盾和印尼货币相对稳健。

图表 28 东盟和韩国货币波动幅度

	美元指数	印尼	泰铢	马来西亚	新加坡	菲律宾	越南	韩国
1-5 次加息	16.04%	- 5.57%	- 11.82%	-8.93%	- 4.95%	- 10.19%	- 0.68%	- 13.07%
6-8 次加息	-9.78%	1.73%	14.90%	8.07%	9.46%	8.14%	- 1.10%	15.63%
9-11 次加息	-1.20%	- 0.70%	-3.16%	-5.80%	- 0.87%	-1.26%	- 0.55%	-3.78%
高利率期间	4.10%	- 8.64%	-7.70%	-4.02%	- 2.52%	-7.11%	- 2.18%	-7.80%
首次降息	-4.80%	8.25%	14.23%	14.90%	6.08%	5.32%	0.69%	5.27%

美联储加息降息周期冲击区内股票市场大幅波动。

加息期间越南、韩国、菲律宾股市波动最大，越南股市波动幅度超过美国股市。第 1-5 次加息期间，越南胡志明指数、韩国综合指数和菲律宾马尼拉综合指数分别下跌 16.8%、12.3% 和 10.3%，同期美国标准普尔 500 指数下跌 13.8%；第 6-8 次加息期间，韩国综合指数波动幅度有所下降。加息后期，泰国 SET 指数下跌幅度较高，跌幅也达到 9.4%，与美国标准普尔 500 指数上涨趋势相反，且超过其波动幅度的 9.3%。

高利率期间，股票市场趋势出现分化，泰国、马来西亚和韩国波动幅度较高。其中泰国 SET 指数下跌幅度最高，跌幅高达 15.7%，马来西亚富时吉隆坡综合指数和韩国综合指数则呈现上涨态势，涨幅分别为 9.6% 和 7.5%，同期美国标准普尔 500 指数上涨 9.6%。

降息期间股票市场同样分化，菲律宾、泰国和韩国波动幅度较高；其中菲律宾 马尼拉综合指数和泰国 SET 指数上涨分别高达 13.4% 和 11.4%，超过同期美国标准普尔 500 指数 9.6% 的涨幅，韩国综合指数则下跌 7.3%，值得关注。

整体来看，同外汇市场，泰国、韩国和菲律宾的股票市场受美联储货币政策冲击较大，不同阶段都出现超过美国股市波动幅度的情况，印尼和新加坡市场则表现相对稳健。越南的情形较为特殊，相比稳定的外汇市场，越南股票市场受冲击影响较大。

图表 29 东盟和韩国股票市场波动幅度

	美国标准普尔 500 指数	印尼雅加达综合指数	菲律宾马尼拉综合指数	马来西亚：富时吉隆坡综合指数	新加坡海峡指数	泰国 SET 指数	胡志明证交所：越南指数
1-5 次加息	-13.77%	3.24%	-10.31%	-8.41%	-0.85%	-1.36%	-16.76%
6-8 次加息	9.61%	-4.94%	11.65%	3.52%	3.51%	2.46%	-11.42%
9-11 次加息	9.26%	0.84%	-4.40%	-2.72%	-1.75%	-9.39%	11.44%
高利率期间	9.61%	2.42%	-3.98%	9.57%	-0.14%	-15.70%	4.01%
首次降息	9.61%	6.57%	13.42%	3.70%	7.58%	11.37%	3.42%

区域经济略有放缓，但仍有诸多积极因素形成内在支撑。

四、展望

外需支持不及预期和内需不足使得区域经济略有放缓。9 月份全球制造业 PMI 下滑，意味着全球经济放缓，外需或不及预期；国内利率的相对高位使得国内需求和投资扩张略显缓慢；预计第 4 季度区域经济体将有所放缓，2024 年 9 月《亚洲发展展望》报告将东南亚地区本年经济增长预期由 4 月份预测的 4.6% 下调 0.1 个百分点至 4.5%。但仍有诸多积极因素形成内在支撑。一是部分经济体表现仍相对稳健，比如菲律宾和新加坡；新加坡金融管理局（MAS）发布季度调查显示，

预计 2024 年新加坡国内生产总值（GDP）将增长 2.6%，高于 6 月份调查中的 2.4%。二是部分经济体本季度下滑将很快得以改善，比如越南；越南制造业不景气是极端天气引致，企业仍处于扩张预期；三是货币政策和贸易政策也将使得区域经济增速企稳，本季度菲律宾和印尼已经开始降息，利率下调降低通过融资成本将稳步推动经济增长；印尼已向新西兰提出加入《全面与进步跨太平洋伙伴关系协定》（CPTPP）的申请，这将对印尼和区域贸易投资产生正向影响。

要警惕金融市场过度波动风险。

要警惕金融市场过度波动风险。全球主要央行货币政策转向将对区域内外汇市场和股票市场带来一定冲击，在经济增速放缓下股市持续上行或将导致资本市场过热风险，而国际资本流动方向的不确定性也将使得外汇市场波动性增强，需警惕持续超调风险。

金砖国家：经济增长分化，贸易普遍改善

三季度，金砖四国经济增长分化依然较大，印度经济继续稳步增长，巴西经济复苏动能有所增强，南非复苏态势非常疲弱，俄罗斯经济延续短期韧性。对华贸易方面，中国与金砖国家贸易总额增速明显回升，占中国对外贸易总额比重有所上升，处于历史高位。其中对金砖四国出口增速显著上升，进口增速小幅下降。通胀方面，俄罗斯通胀压力依然较大，印度与南非通胀整体下降，巴西通胀有所反弹。货币政策方面，俄罗斯央行大幅加息，巴西央行在连续7次降息后重返加息，印度央行按兵不动，南非央行小幅降息开启降息进程。

本次专题还聚焦西方制裁以来的俄罗斯经济，从短期经济韧性、经济特征与中长期挑战等方面分析俄罗斯经济情况。俄罗斯经济呈现非常明显的短期韧性，制裁的负面影响远不及预期。经济增长在2022年小幅负增长后便恢复3%左右的正增长，财政收入并没有发生大幅下滑，贸易并没有低于2021年初水平，卢布汇率较危机前贬值20%左右。但俄罗斯经济呈现较为明显的战时经济特征。经济活动主要由政府支出增加所主导，更加依赖能源出口收入，行业和地区之间出现明显的不均衡，高通胀问题突出。中长期来看，俄罗斯经济仍面临诸多挑战。

一、金砖国家宏观经济形势概览

俄罗斯经济短期韧性明显，印度经济继续稳步增长，巴西经济复苏动能有所增强，南非经济依旧疲弱。

（一）经济增长方面

俄罗斯经济短期韧性明显，制造业景气度明显降温。2024年2季度，俄罗斯经济同比增速为4.1%，低于上季度的5.4%，但两年平均增速显著上升，韧性进一步凸显。2024年7、8、9月，俄罗斯综合PMI分别为51.9、52.1和49.4，与2季度基本持平。制造业PMI分别为53.6、52.1和49.5，显著减弱。服务业PMI分别为51.1、52.3和50.5，重回荣枯线以上，显示服务业景气度提升。1-7月俄罗斯财政收入19.75万亿卢布，同比增长35%，累计财政赤字也较去年同期显著收窄。2024年6-8月俄罗斯失业率进一步降至2.4%的极低水平。国际货币基金组织2024年7月报告预测，俄罗斯2024年经济增速为3.2%，与4月预测相同，但将2025年增长预测下调0.3个百分点至1.5%。

印度经济继续稳步增长，消费增速显著上升。2024年2季度，印度经济同比增长6.7%，虽不及1季度的同比7.8%，但两年平均增速更高。分项来看，私人消费与投资分别同比增长7.5%和7.5%。消费同比增速大幅提升。2024年7、8、9月，印度综合PMI分别为60.7、60.7和59.3，制造业PMI分别为58.1、57.5和56.5，服务业PMI分别为60.3、60.9和58.9，经济景气度略有降温，但仍处于高位。2024年6、7、8月，印度失业率分别为9.2%、7.9%和8.5%，较此前三个月明显上升。

巴西经济复苏动力继续增强。2024年2季度，巴西实际GDP同比增速为3.3%，环比增长1.5%，均较上季度有所增强。分解来看，私人消费同比增长4.8%，固定资产投资增长5.5%，净出口同比大幅负增长，拖累经济增长。这表明，巴西经济内需较强。2024年7、8、9月，巴西制造业PMI分别为54.0、50.4和53.2，与上季度基本持平，波动较大。服务业PMI分别为56.4、54.2和55.8，较上季度略有提升，景气度较高。根据巴西国家地理与统计局的调查数据，2024年6-8月，巴西失业率分别为6.9%、6.8%、6.6%，继续小幅下降，已经恢复至2015年以来低点。

南非经济微弱正增长，动能依然不足。2024年2季度，南非实际GDP同比增速为0.34%，低于上季度的0.55%，但两年平均增速较上季度有所增强，增长动能仍然微弱。2024年7、8、9月，南非制造业PMI分别为49.0、44.4和，与上季度基本持平，且仍处于荣枯线以下。2季度南非劳动力参与率微降至60.6%，失业率高达33.5%，显著上升。货币基金组织7月最新报告预测，南非2024年经济增速为0.9%，与4月预测持平。

俄罗斯通胀仍在上升，大幅高于央行通胀目标。印度、巴西、南非通胀均处于通胀目标区

（二）通胀与货币政策方面

俄罗斯通胀继续上升，央行大幅加息。根据俄罗斯统计局数据，2024年6-8月，俄罗斯CPI同比增速分别为8.6%、9.1%和9.1%，较此前三个月继续上升，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。俄罗斯央行于7月加息200个基点，9月再次加息100个基点，将关键利率升至19%，接近2022年2月20%的历史高位。卢布兑美元汇率显著贬值，从季初的87.3卢布/美元贬值至季末的92.71卢布/美元。

间。其中印度、南非通胀继续小幅回落至，巴西通胀有所反弹。

俄罗斯央行大幅加息，巴西央行重返加息，印度央行按兵不动，南非央行小幅降息。

中国与金砖国家贸易总额增速显著回升，占中国对外贸易比重上升，处于历史高位。其中中国对四国出口增速均显著回升，进口增速总体

印度通胀继续回落，央行按兵不动。2024年6-8月，印度CPI同比增速分别为5.1%、3.5%和3.7%，较此前3月进一步下降，已明显回到央行设定的2%-6%的通胀目标区间，也已经处于印度过去二十年平均通胀区间的较低水平。2024年以来印度央行继续按兵不动，维持2023年2月以来政策回购利率6.5%的水平。印度卢比汇率保持稳定。

巴西通胀显著回升，央行重返加息。2024年3-5月，巴西CPI同比增速分别为4.2%、4.5%、4.2%，较此前三个月显著回升，接近央行确定的3%（+/-1.5个百分点）的通胀目标区间上限。过去一年连续7次降息作用有所显现，此后通胀走势仍值得进一步关注。2024年9月，巴西央行小幅加息25个基点，将隔夜利率从10.5%升至10.75%，结束了2023年8月以来的连续降息。巴西雷亚尔汇率保持稳定。

南非通胀继续小幅回落，央行开始降息。2024年6-8月，南非CPI同比增速分别为5.0%、4.6%、4.4%，较此前三个月继续小幅回落，进入央行确定的通胀目标区间，达到区间中部水平。2024年9月，南非央行小幅降息25个基点，将回购利率降至8%。

（三）对华贸易方面

中国与金砖国家贸易增速显著回升，占中国对外贸易比重上升，接近历史最高点。其中，出口同比增速显著上升，进口同比增速下滑。2024年6-8月，中国与金砖国家贸易总额同比增长分别为-1.0%、2.9%和6.3%，显著回升至正增长。中国与金砖国家贸易总额在中国总贸易中的比例分别为10.2%、10.3%和11.1%，较此前三个月显著上升，接近2024年2月创下的历史高点11.5%，处于历史高位。出口方面，中国对金砖国家出口总额增速显著上升，对金砖四国出口增速均显著回升，其中对印度、巴西出口快速增长，对俄罗斯、南非出口结束此前三个月的大幅负增长。2024年6-8月，中国对印度出口同比增速分别为4.7%、8.6%和14.0%，对巴西出口同比增速分别为16.8%、24.5%和42.8%，对南非出口同比增速分别为-5.2%、6.4%和3.4%，对俄罗斯出口同比增速分别为3.5%、-2.8%和10.4%。进口方面，中国自金砖四国进口总额同比增速仍显著为负。2024年6-8月，中

下降，但存在分化。

国自印度进口同比增速分别为-7.7%、-3.4%和-18.3%，较此前三个月增速进一步下滑。自巴西进口同比增速分别为-8.7%、-4.4%和 1.9%，波动中有所下降。自俄罗斯进口同比增速分别为-8.1%、5.4%和-0.8%，增速略有下降。自南非进口同比增速分别为-9.0%、-17.7%、-38.5%，增速大幅下滑。

二、专题：制裁下的俄罗斯经济

2022 年 2 月乌克兰危机以来，西方对俄罗斯进行了一系列制裁。冻结俄罗斯资产，限制甚至切断俄罗斯的融资，将俄罗斯剔除出 SWIFT 系统，大幅减少购买俄罗斯能源，对俄罗斯进行严格的出口限制等。通过这些制裁政策，试图击垮俄罗斯经济，削弱其军事能力。如今距离乌克兰危机已经两年半，这些制裁似乎没有达到预期的效果。那么，西方制裁是否失败了呢？这里对其做简单探讨。

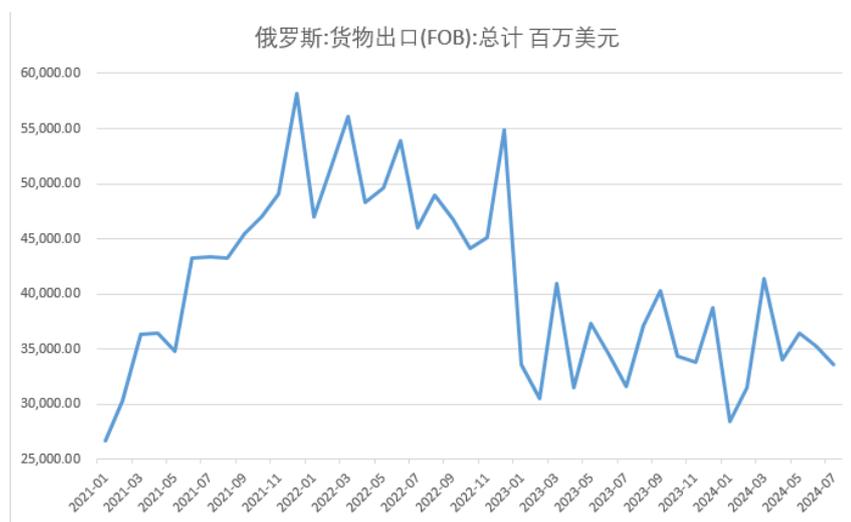
（一）俄罗斯经济韧性明显

经济增长方面。2022 年 4 月，国际货币基金组织世界经济展望报告预测，俄罗斯 2022 年将同比负增长 8.5%，2023 年同比负增长 2.3%。但实际上，2022 年，俄罗斯经济增速为-1.2%，2023 年，同比增长 3.6%。总体来说，俄罗斯经济受到的直接冲击并没有想象中的大，恢复也相对较快。但是，制裁还是产生了明显的负面影响。2022 年俄罗斯经济负增长主要是严厉制裁导致的。

财政收支方面。西方制裁的一种重要目标是大幅减少俄罗斯能源收入，打击俄罗斯财政，甚至使其出现财政危机。2020-2023 年，俄罗斯财政收入分别为 23 万亿、25 万亿、28 万亿、29 万亿卢布，2024 年 1-7 月，俄罗斯累计财政收入为 19.8 万亿卢布，同比增长 36%，即使考虑到汇率贬值和通货膨胀，财政收入也没有出现断崖式的下降。2024 年 1-7 月，2020 年财政赤字为 4.1 万亿卢布，2021 年，财政盈余 5200 亿卢布。2022 与 2023 年，俄罗斯财政收入分别为，赤字分别为 3.3 万亿和 3.2 万亿卢布。财政赤字的大幅增加主要源于财政支出的大幅上升。

出口与贸易方面。图 1-3 分别画出了 2021 年 1 月以来以美元计价的俄罗斯货物出口、进口与贸易差额走势。可以看出，2021 年（危机前）俄罗斯出口大幅增长，从 2021 年初的 260 亿美元快速上升至 2021 年底的接近 600 亿美元。2022 年，俄罗斯出口显著下降，降至 300 亿美元，2023 年以来在波动中基本保持稳定。可见，西方制裁并没有让俄罗斯出口出现断崖式下跌。进口方面与出口走势总体类似。有所不同的，在 2021 年末到乌克兰危机初期，俄罗斯进口大幅急剧下降，此后快速恢复，并稳定在较高位置。贸易差额在 2021 年大幅上升，2022 年大幅下降，2023 年以来处于低位。

图表 30 2021 年以来俄罗斯货物出口走势



图表 31 2021 年以来俄罗斯货物进口走势



图表 32 2021 年以来俄罗斯贸易差额走势



汇率方面。2021 年 10 月-2024 年 9 月，俄罗斯卢布汇率走势如图 4 所示。可以看出，乌克兰危机后，卢布汇率短期大幅快速贬值至 103 卢布/美元（月平均值）的高点，然后又大幅快速升值，并超过危机前水平。从 2022 年 7 月开始，卢布汇率逐渐大幅贬值，到 2023 年 10 月贬值至接近 100 卢布/美元，此后总体稳定在 85-95 卢布/美元之间。相对于危机前，大约贬值 20%左右。

图表 33 2021 年以来卢布兑美元汇率走势



（二）俄罗斯经济呈现出典型的战时经济特征

俄罗斯经济逐步呈现军事化特征。首先，经济活动主要由政府开支的增加所主导，更加依赖能源出口收入。其次，行业和地区之间出现明显的

不均衡。某些行业和地区受益，而另一些则受损。再次，高通胀问题较为突出。一方面，西方制裁限制了俄罗斯进口各种消费品的渠道。另一方面，俄罗斯军事部门生产扩张也提升了工资，推动了通胀。

虽然俄罗斯经济表现出显著的短期韧性，但仍面临诸多中长期挑战。例如西方严格的科技封锁，持续的高通胀与被迫紧缩的货币政策，大量人才流失以及 FDI 的大幅减少等。虽然俄罗斯经济并不会出现崩溃，但潜在增长率依然受到很大负面影响。俄罗斯金融市场也受到了很大影响。2024 年 9 月底，俄罗斯 RTS 股票指数大约 920 点，相比危机前的 1600 点大跌 43%。

中国：存货投资及库存视角下的宏观经济周期状态

当前中国宏观经济增长仍然面临需求不足的问题，其中投资增速的放缓构成经济增长的显著拖累。投资对应的是支出法 GDP 下的资本形成总额，其包含了固定资本形成和存货投资两个部分。围绕固定资本形成的讨论已经很多，特别是围绕基础设施、房地产、制造业投资的分析，本次季报侧重于对资本形成总额的另一部分——存货投资的讨论。存货投资的第一重视角关注存货投资作为总需求的一部分，其波动性显著高于 GDP 增速，2023 年，存货投资对 GDP 增长存在约 0.54% 的拖累。存货投资的第二重视角关注库存周期反映的当前宏观经济周期。本报告使用 PMI 产成品库存、PMI 原材料库存以及 PMI 非制造业存货数据，分析中国的制造业和非制造业在第 3 季度所处的宏观经济周期状态，无论是制造业还是非制造业，仍然处于经济周期的低谷，其中制造业周期处于被动加库存的状态，而非制造业周期处于主动去库存的阶段，经济仍然有较大的上行空间。9 月末起，中央政治局、央行、发改委、财政部、住建部出台了一系列具有较高含金量的政策，应当进一步打开政策空间，促进企业走出被动加库存和主动去库存阶段，提升经济发展的动力。

一、关注存货投资和库存

中国宏观经济增长受到了广泛的关注，其中投资增速放缓是经济增长的显著拖累。

中国宏观经济增长受到了广泛的关注，其中投资增速放缓是经济增长的显著拖累。2024 年前两季度，投资增速对 GDP 增速的贡献分别是 0.6% 和 1.3%，而在疫情之前，2017-2019 年平均贡献 2.3%。投资对应的支出法 GDP 分项是资本形成总额，资本形成总额包含了固定资本形成和存货投资两个部分。固定资本形成是传统关注的投资部分，也是资本形成总额的主要构成，有关于固定资本形成的讨论已经很多，特别是围绕基础设施、房地产、制造业投资的分析。本次季报集中于对资本形成总额的另一部分——存货投资的讨论。

存货投资对于理解和分析宏观经济至少可以从两个视角展开。

存货投资对于理解和分析宏观经济至少可以从两个视角展开。第一个视角是作为总需求组成部分的存货投资，存货投资是 GDP 与最终需求的差值，反映的是一国产出中，未被最终需求消化的部分，而过

高的存货投资又会在未来消耗掉一部分最终需求，从而使得存货投资成为 GDP 波动的重要来源。即有如下等式：

$$\begin{aligned} \text{国内生产总值 (GDP)} &= \text{最终消费支出} + \text{资本形成总额} \\ &= \text{最终消费支出} + \text{固定} \\ &\quad \text{资本形成总额} + \text{存货投资} \\ &= \text{最终需求} + \text{存货投资} \end{aligned}$$

第二个视角是库存投资作为衡量宏观经济周期的重要指标，库存周期并不是一个预测指标，但是它是对宏观经济周期的确认和强化。企业主动/被动地去库存/补库存的行为反映宏观经济周期运行的不同阶段（见下表）。

图表 34 库存周期反映的宏观经济周期

复苏	繁荣
被动去库存	主动加库存
萧条	衰退
主动去库存	被动加库存

二、视角一：作为总需求的存货投资

存货投资是宏观经济波动的重要来源。

存货投资是宏观经济波动的重要来源。下表反映了 2012-2024 年的 GDP 支出法各分项的变异系数、变异系数差异和占比的平均值。尽管在 GDP 中的占比较小（平均约为 1.2%），但存货投资的波动性较大。可以看出，存货增加波动幅度较大，变异系数为 27.09%，显著高于最终消费和固定资本形成总额，也比 GDP 整体波动幅度要大。与净出口（货物和服务净流出）相比，存货投资的波动性虽然整体小于净出口，但这主要是在 2020 年之后净出口的波动性加大造成的，在过去的较长时间存货增加的变异系数更高。

图表 35 GDP 主要分项的变异系数和占比（2012-2024）

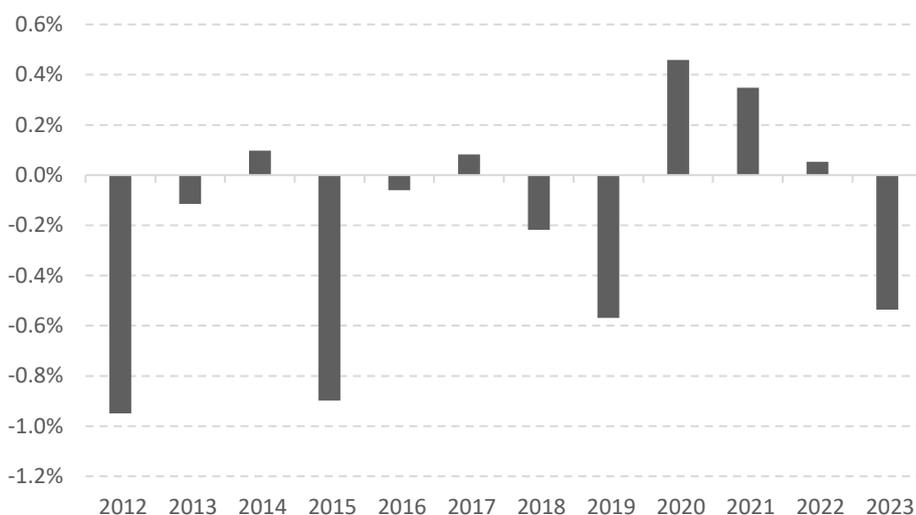
	变异系数	变异系数差异	占比
国内生产总值	20.71%	1.00	
最终消费	22.54%	1.09	53.98%
资本形成总额:固定资本形成总额	19.26%	0.93	42.56%
资本形成总额:存货增加	27.90%	1.35	1.22%
货物和服务净流出	40.50%	1.96	2.24%

数据说明：变异系数=（标准偏差/均值）*100%，变异系数差异指 GDP 各分项相对于 GDP 变异系数的比值。

存货变动体现一定的周期特性，在不同年份的波动较大。

存货变动体现一定的周期特性，在不同年份的波动较大。由于存货投资的波动性较高，尽管它占 GDP 的份额较小，也会对增长产生一定影响。下图测算了存货变动项对 GDP 增速的贡献，从各年度情况可以看到，存货变动体现出一定的周期性，一般体现为累积 2-3 年的存货（存货变动为正），就会出现一次较大规模的存货负增。2012 年以来，分别在 2012 年、2015 年、2019 年和 2023 年出现存货变动对 GDP 的负向贡献。最近一次是 2023 年，存货变动对 GDP 增速的贡献为-0.54%，这意味着如果没有存货变动这一项，2023 年的 GDP 增速约为 5.8%，这里存货大概“偷走”了 10% 的需求增速。由此可见，存货波动本身是经济增长波动的来源。

图表 36 存货变动对 GDP 增速的贡献



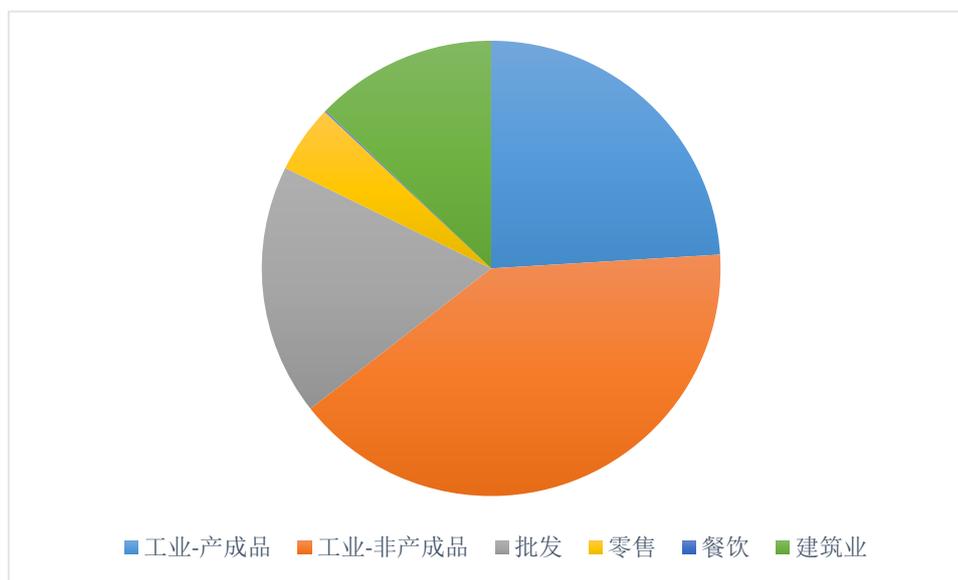
数据说明：差值为正表明存货变动提高了 GDP 增速，反之亦然。测算均为基于 GDP 平减指数平减的实际值。

全面讨论库存周期不能仅看工业企业产品库存。

三、视角二：作为衡量宏观经济周期的库存周期

全面讨论库存周期不能仅看工业企业产品库存。接下来讨论存货投资的第二个视角。由于存货投资作为 GDP 支出法的概念，其时间频率仅有年度。因此，在衡量宏观经济周期更经常用到的概念是企业库存。一个最经常被使用的指标是工业企业的库存。但是工业企业产品库存规模是工业企业资产负债表下流动资产里存货中的产成品规模，因此没有涵盖原材料、在制品在内的非产成品存货，同时也不包含非工业行业的存货。而从 GDP 口径的库存结构来看，制造业产成品、原材料、批发、零售、餐饮、建筑业等均有库存，原材料库存占比是产成品的接近两倍，后四个非制造业行业的库存占比接近 35%（见下图），且它们的波动情况同样不小。同时，工业库存还存在价格因素、基期因素等问题，因此，徐奇渊（2022）提出使用 PMI 中的产成品库存指数和原材料库存指数来衡量库存周期的方法。本文也采用这一方法衡量库存周期，同时，考虑到非制造业库存的重要性，本文进一步对这一方法进行拓展，分析 PMI 中的非制造业存货指数。

图表 37 库存行业分布（2022）



数据来源：CEIC。

一个完整的经济周期包含复苏-繁荣-

一个完整的经济周期包含复苏-繁荣-衰退-萧条四个阶段。对应的产成品库存和原材料库存在不同阶段有不同的表现，产成品库存可以

衰退-萧条四个阶段。

被理解成更多地反映需求面，而原材料库存可被理解为是供给层面。在复苏阶段，经济呈现被动去库存的局面，积压的产成品库存下降，反映需求开始回暖，而企业在预期经济开始回暖后会增加原材料库存，从而带来原材料库存的上升。在繁荣阶段，经济呈现主动补库存的情况，产成品库存上升以更好地满足需求，原材料库存也继续上升，以用作更大规模的生产，因此这一时期产成品库存和原材料库存均上升。在衰退阶段，经济呈现被动补库存格局，由于需求放缓，产成品库存被动积压，而此时企业意识到需求下降后，会调低生产从而降低原材料库存。在萧条阶段，需求不足持续，企业继续主动去库存，产成品库存出现下降，同时企业没有扩大供给的想法，原材料库存也处于去库存状态。

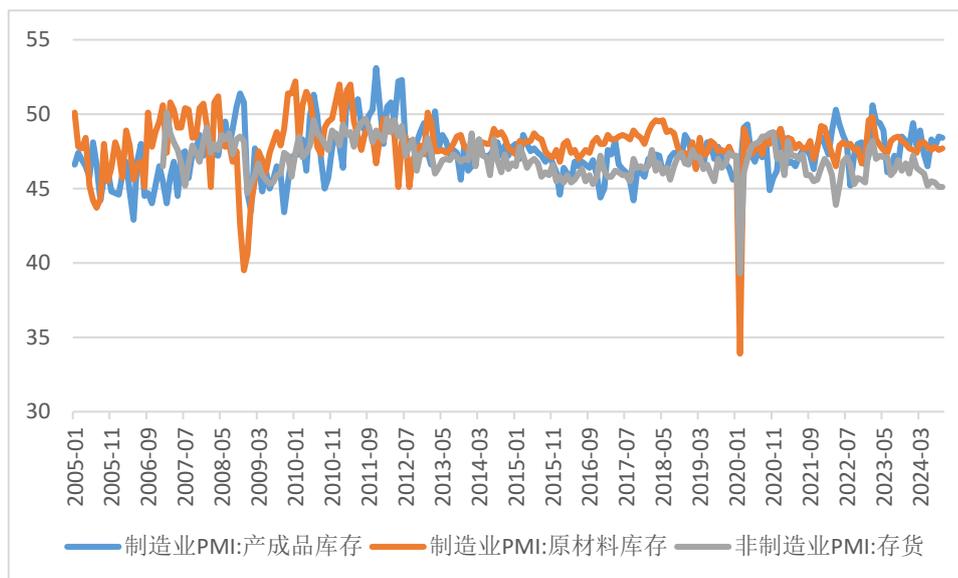
非制造业部门存货同样可以用上述四个阶段的周期来进行分析。

非制造业部门存货同样可以用上述四个阶段的周期来进行分析。以上是对于产成品库存和原材料库存变动对应的经济周期。对于非制造业部门的存货而言，其所反映的信息与产成品库存是相似的，更多地反映需求层面的变化，但是其背后反映更多的是服务业和房地产业的情况，因而其需求的周期性走势和工业有较大差异，需要独立进行分析。由于 PMI 数据并不包含单独对非制造业部门原材料的库存数据，因此，在这里使用和前面一样的工业原材料库存数据作为替代。

PMI 库存和存货数据需要进行调整以更好地反映库存变动特征。

PMI 库存和存货数据需要进行调整以更好地反映库存变动特征。PMI 指标反映的是当期相对于上一期的变化情况，因而是环比变化，需要将其调整为同比变化，同时 PMI 库存指数无论是产成品、原材料还是非制造业存货，在大部分时间都是低于 50 的（见下图），这并不意味着一直在去库存，而是库存下降因多重因素存在一个下降的历史趋势。这就意味着将 50 作为荣枯线并不合适。本文参考徐奇渊（2022）的做法，将 PMI 历史数据的均值作为库存指数的荣枯线，在此基础上得到 PMI 的环比变动，并求出定基值，最后转换为同比数据。

图表 38 PMI 原始数据

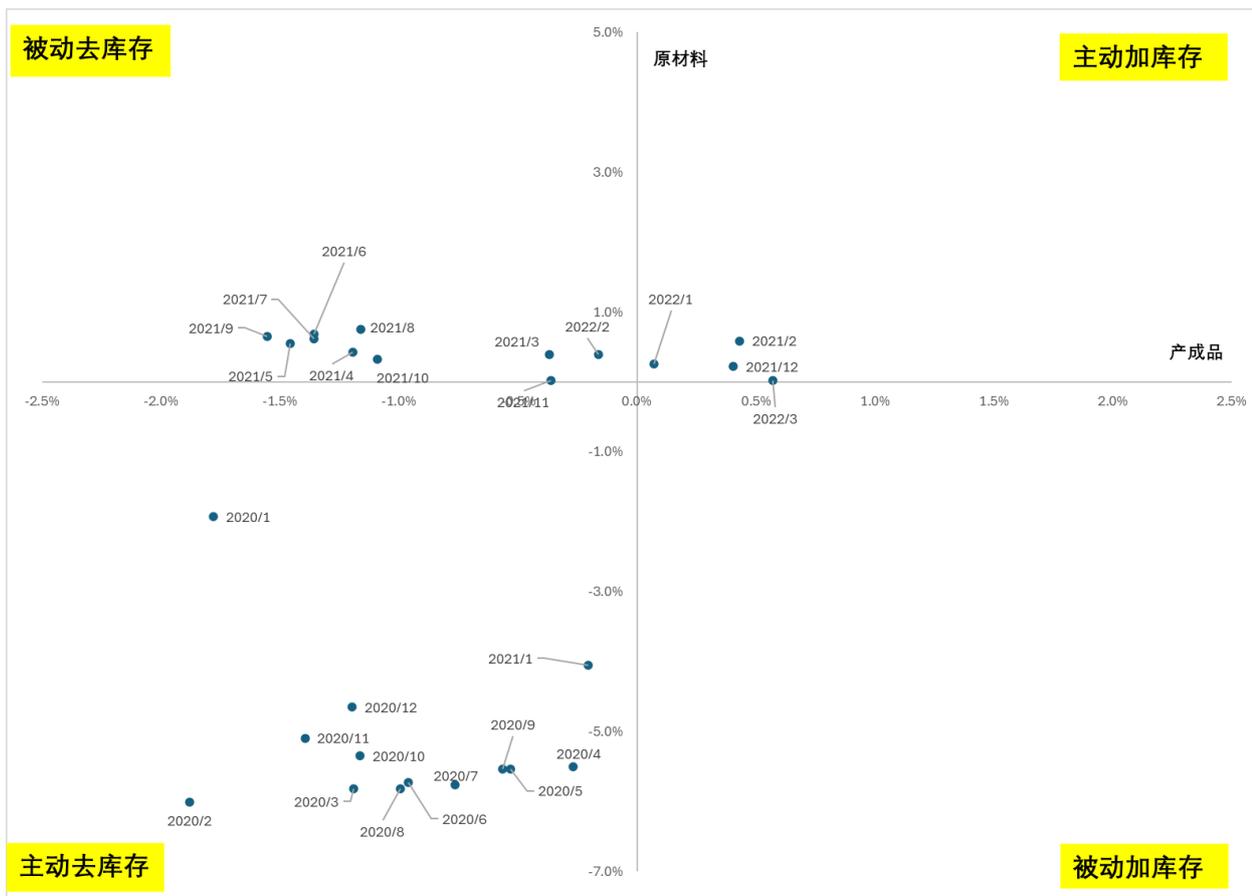


数据来源：Wind。

首先关注制造业所反映的宏观经济周期情况。

首先关注制造业所反映的宏观经济周期情况。为了更好地反映周期性特征，将疫情后的时间划分为 2020 年初-2022 年 3 月和 2022 年 4 月-2024 年 9 月。下图反映的是 2020 年初-2022 年 3 月的情况。使用 PMI 产成品库存和原材料库存同比变动情况作为库存周期的衡量可以发现，2020 年疫情冲击之下，经济进入主动去库存阶段，产成品库存和原材料均呈现负增长，在可比口径下，原材料去库存的幅度更大，部分反映了疫情对供给的冲击，经济的主动去库存状况持续了 2020 年一整年。经济复苏从 2021 年初开始，2021 年 3 月至 11 月，经济呈现被动去库存的复苏状态，产成品库存同比增速仍然为负，但原材料库存增速转正，反映企业预期经济回暖，开始增加原材料库存，但是 2022 年的经济复苏仅在 1-3 月部分且短暂地处于主动加库存的状态，且这一状态并未持续，经济没有能从复苏走向繁荣。

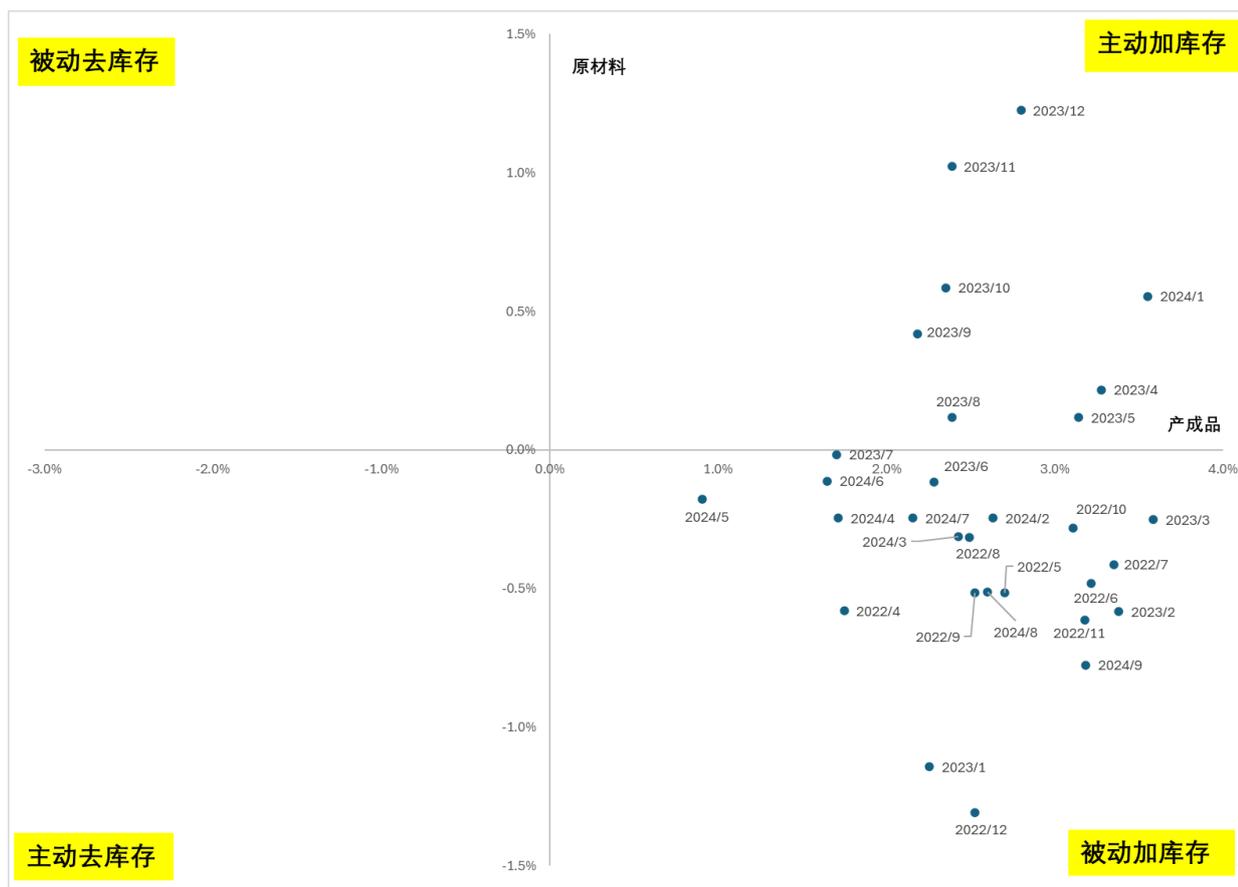
图表 39 PMI 产成品和原材料库存周期 (2020 年 1 月-2022 年 3 月)



数据来源: Wind, 作者测算, 下三图同

2022 年 4 月起, 经济进入被动加库存阶段, 产成品库存持续上升, 原材料库存增速一直为负, 这一情况一直持续到 2023 年初。2023 年 4 月后, 经济开启了一轮主动加库存, 产成品库存和原材料库存都开始上升, 经济呈现向好状态, 但这一轮繁荣水平总体偏弱, 体现为产成品库存增速较快, 但原材料主动补库的动能始终偏弱。如果从工业企业产成品和原材料存货的年度数据来看, 2023 年原材料库存相对于 2022 年是下降的, 这一特点可能还与价格水平偏弱有关。2024 年 2 月起, 经济又再次进入被动加库存的状态, 产成品和原材料库存增速再度转负, 并持续至 2024 年 9 月。

图表 40 PMI 产成品和原材料库存周期（2022 年 3 月-2024 年 9 月）

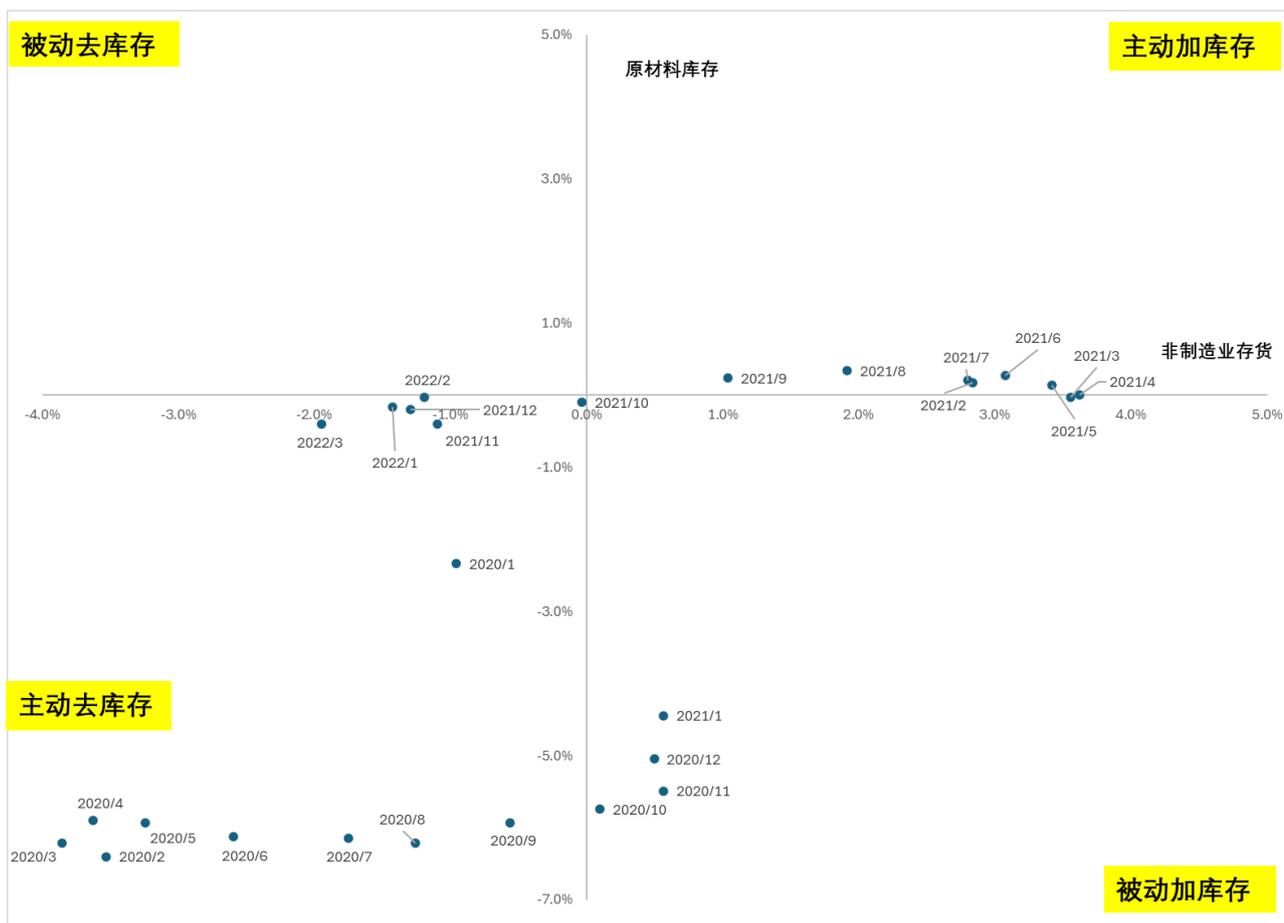


接下来关注非制造业存货和原材料库存周期所反映的宏观经济周期情况。

接下来关注非制造业存货和原材料库存周期所反映的宏观经济周期情况。与上文一样，将疫情后的时间划分为 2020 年初-2022 年 3 月和 2022 年 4 月-2024 年 9 月两个阶段。下图是 2020 年初-2022 年 3 月的情况。根据前文的分析，在主要存货投资中，批发、零售、餐饮和建筑业占比分别为 18%、5%、0.1%和 13%，非制造业存货可以作为包含批发等商品流通环节和建筑业房地产相关的存货情况的度量。2020 年疫情冲击之下，和制造业一样，非制造业也进入主动去库存阶段，非制造业存货和原材料均呈现负增长，这一主动去库存状况一直持续到 2021 年 1 月。虽然在 2020 年 10 月-2021 年 1 月，非制造业存货负增长停止，但其近乎处于 0 增长的状态。与制造业的复苏类似，非制造业存货周期所反映的经济复苏也是从 2021 年初开始，但是其在复苏速度上走在了制造业的前面，体现为非制造业进入主动加库存的繁荣阶段，非制造业存货同比增速和原材料库存增速均为正。但是，这一扩

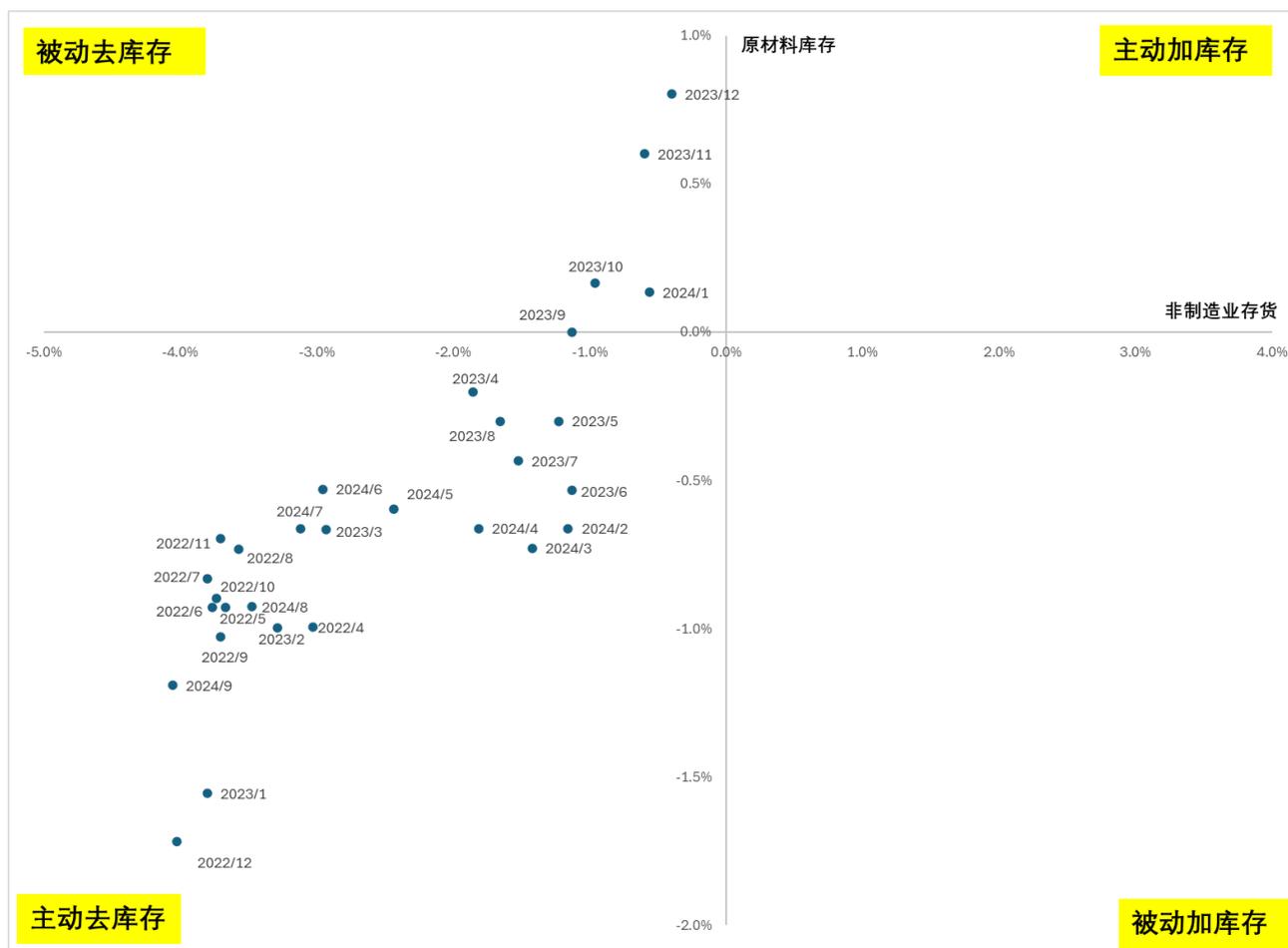
张期在 2021 年 10 月之后停止了，非制造业再次回到主动去库存状态，到 2022 年 3 月，非制造业存货同比增速虽然为负，但是去库存的深度较为有限。

图表 41 PMI 非制造业存货和原材料库存周期（2020 年 1 月-2022 年 3 月）



2022 年 4 月起，主动去库存的态势更加显著，非制造业存货的负增长显著扩大，去库存特征更加明显，每月同比负增都在 3%-4% 之间，直到 2023 年 3 月以后，非制造业存货的负增长开始缩窄，经济进入被动加库存阶段，产成品库存持续上升，原材料库存增速一直为负，这一情况一直持续到 2023 年初。2023 年 4 月后，非制造业存货的负增长才开始缩窄，2023 年 9 月，原材料库存增速转正，非制造业进入被动去库存的复苏阶段，但这一阶段并未持续很久，也没有进入主动加库存的繁荣期，而是在 2024 年 2 月又重新回到了非制造业存货和原材料库存同时负增长的主动去库存状态。

图表 42 PMI 非制造业存货和原材料库存周期（2022 年 4 月-2024 年 9 月）



由此可见，从以库存周期衡量的经济周期情况来看，无论是制造业还是非制造业，当前仍然处于经济周期的低谷。

由此可见，从以库存周期衡量的经济周期情况来看，无论是制造业还是非制造业，当前仍然处于经济周期的低谷。其中制造业周期处于被动加库存的状态，而非制造业周期处于主动去库存的阶段。从前三个季度 GDP 增长 4.8% 的情况来看，经济仍然有较大的上行空间。9 月末起，中央政治局、央行、发改委、财政部、住建部出台了一系列具有较高含金量的政策，应当进一步打开政策空间，促进企业走出被动加库存和主动去库存阶段，提升经济发展的动力。

全球金融市场：美联储降息，全球资产价格普涨

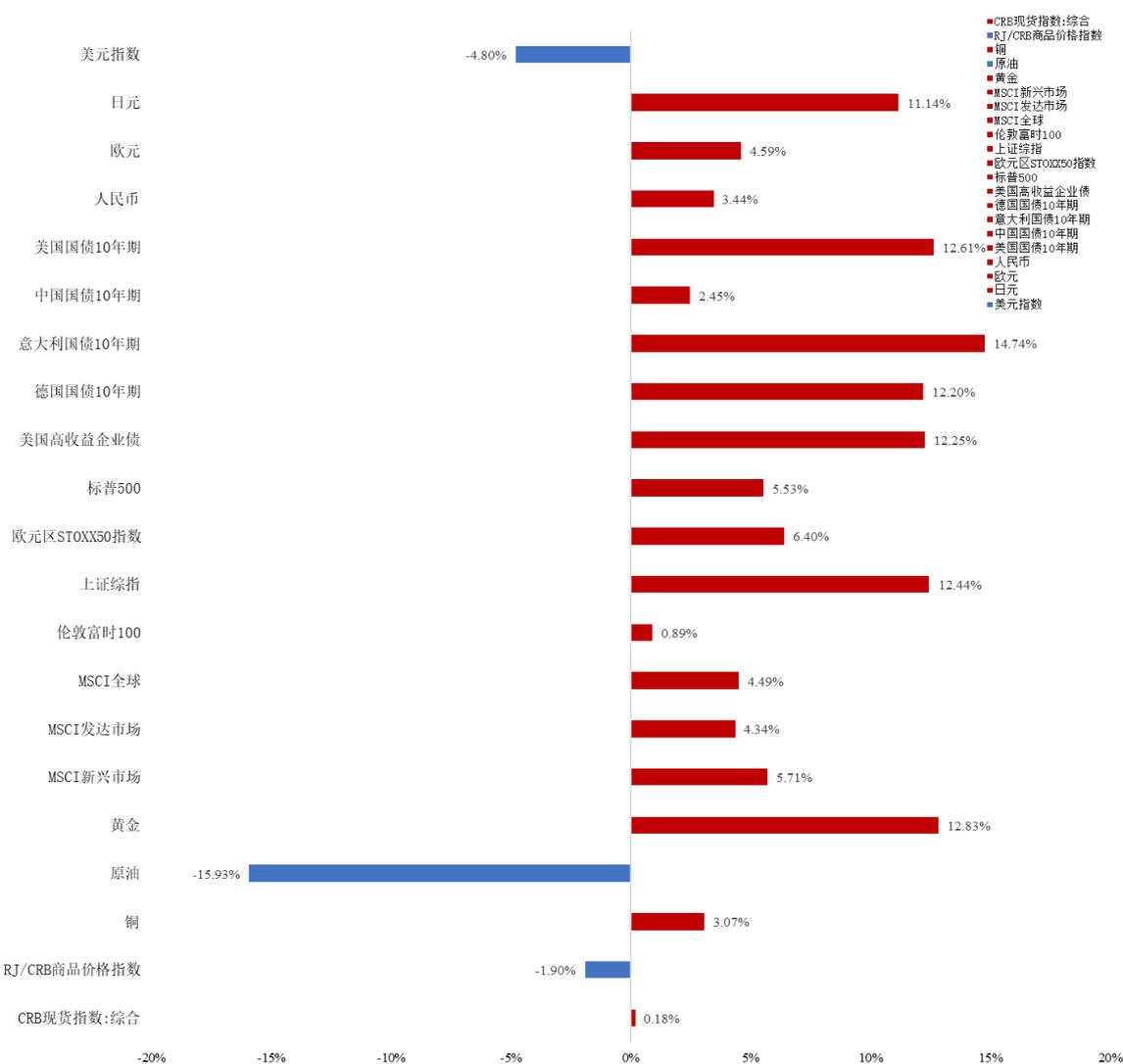
2024年3季度，美联储降息50bp，开启降息周期。美元贬值，全球资产价格普涨。全球股市普遍上涨。MSCI全球股指较2024年2季度末上升4.49%，新兴经济体股市上涨幅度超过发达经济体。印度股市持续稳定上涨；在刺激政策带来的估值调整下，上证综指季末大涨。受通胀下行、衰退预期和央行降息影响，主要经济体十年期国债收益率下行。因通胀和内需上升，巴西长期利率继续上行。中国十年期国债收益率下行至2%附近后，因刺激政策带来的资金轮动，中国长期利率迅速回升至2.25%。中国资本市场当前交易的是大规模刺激政策落地的预期和经济增长的预期，部分外资机构对财政刺激政策给予了较高的预期，需要关注后续刺激政策落地情况以及政策当局维护资产价格稳定上涨的预期管理能力和政策实施决心。

一、全球金融市场总体情况

美元贬值，全球股市上涨。

2024年3季度，美元贬值，全球资产价格普涨。三季度，美联储降息50bp，欧央行非对称降息，日本央行加息15bp。美元贬值，其他主要货币普遍升值、俄罗斯卢布贬值。长期利率方面，主要发达经济体长期利率下行。全球股市普遍上涨。MSCI全球股指较2024年2季度末上升4.49%。其中，MSCI发达经济体股票市场上涨4.34%，MSCI新兴经济体上涨5.71%。标普500上涨5.53%，欧元区STOXX50指数和上证综指分别上涨6.40%、12.44%。大宗商品价格方面，原油明显下跌、环比大跌15.93%，黄金继续大涨，铜价小幅上涨。2024年9月底，金油比上升至35左右，已经超过了2008年金融危机时的水平、但低于疫情初期。

图表 43 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。

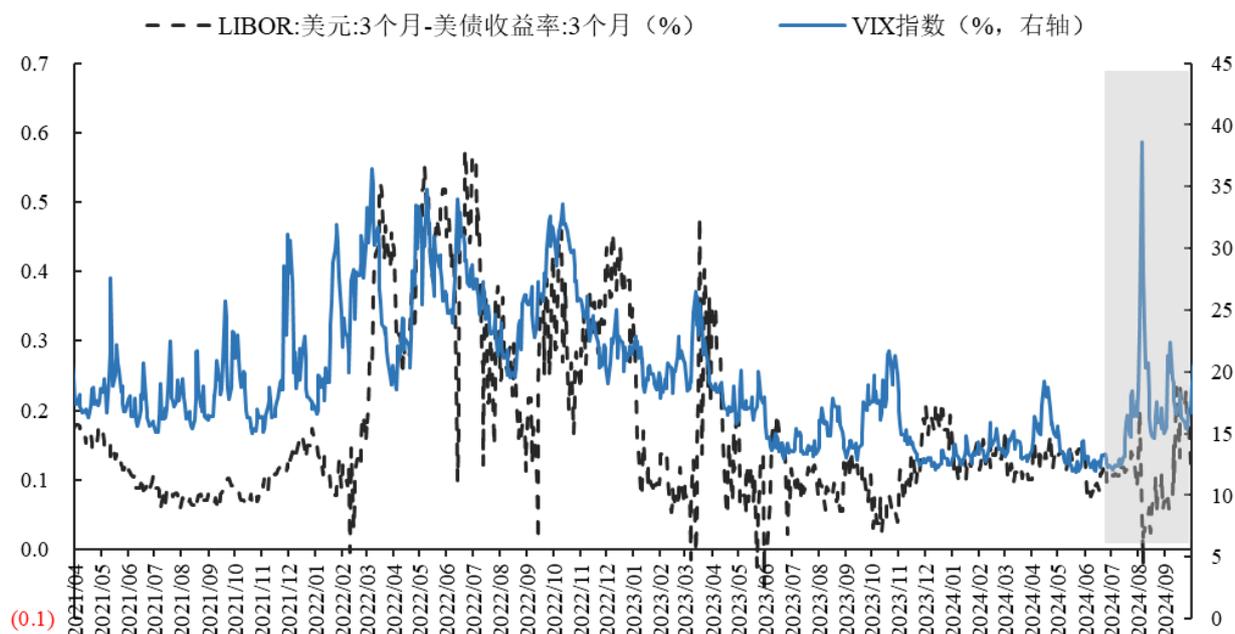
注 2：该表数据截至日为 2024 年 9 月 30 日，变动幅度均按季末值计算。因截止时间和计算方法差异，该表的数据与后文的图表数据可能存在相近不相同的情况。

市场风险整体稳定。

市场风险整体稳定，8 月初美股短暂暴跌。8 月初，因美国劳动力市场数据不及预期，新增就业触发预示衰退的萨姆规则，制造业 PMI 也连续下跌，美股出现短暂的暴跌，标普 500 指数单日下跌逾 150 个点，VIX 指数暴涨至 35% 以上。同期，TED 利差也转为负值，即投资者对美元和美元资产的需求受到了冲击，不愿意借入美元去持有美债，美元拆借利率下降，TED 利差转负。历

史上，受加杠杆持资产的交易逻辑影响，TED 利差很少出现负值，一般在市场情绪受到意外冲击且美联储未做调整或未及时调整时出现。此次 VIX 指数上升和 TED 利差为负，只是短暂的，随后两者均回归正常水平。2024 年 9 月底，美联储降息后，VIX 指数降至 16.73，TED 利差降至 0.12，两者均处在历史中位数水平以下。

图表 44 全球金融市场风险状况图



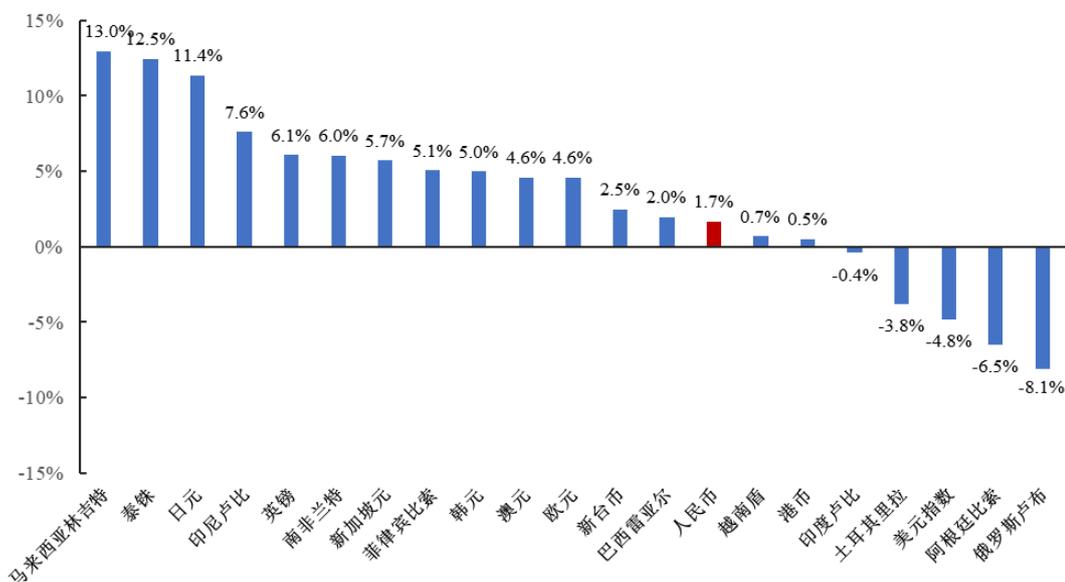
注：数据来自 Wind 数据库。阴影部分为 2024 年第 3 季度。

二、全球金融分市场运行态势

美元贬值，除个别新兴经济体外，其他主要货币升值。

美元贬值，其他主要货币升值。3 季度，美联储降息，美元指数较二季度末贬值 4.8%。其他主要经济体货币多较上季末升值。发达经济体中，或受日本央行加息和套利交易转向影响，日元反弹幅度最大，升值幅度达 11.4%。英镑和欧元也出现了明显升值，分别升值 6.1%、4.6%。主要新兴经济体货币升值，其中东南亚经济体升值幅度较大。马来西亚、泰铢、印尼货币分别升值 13%、12.5%、7.6%。俄罗斯、土耳其、阿根廷货币贬值。

图表 45 主要发达和新兴经济体季度汇率波动幅度（2024 年三季度）



注：原始数据来源于 Wind 数据库，经笔者计算。数据截至日期为 2024 年 9 月 30 日。波动幅度根据相邻两季度的季末值计算，波幅为正表示本季度末汇率较上季末升值，波幅为负代表贬值。阿根廷比索贬值幅度过大，本图中未给予充分展示。

图表 46 主要发达和新兴经济体季度平均汇率走势一览

		2024 年 3 季度	2024 年 2 季度	升值幅度
主要发达经济体	美元指数	102.69	105.18	-2.37%
	欧元	1.10	1.08	1.70%
	日元	149.43	155.77	4.07%
	英镑	1.30	1.26	3.20%
	澳元	0.67	0.66	1.52%
金砖国家	巴西雷亚尔	5.55	5.21	-6.44%
	卢布	89.19	90.62	1.58%
	南非兰特	17.97	18.59	3.31%
	印度卢比	83.76	83.42	-0.41%
	人民币	7.12	7.11	-0.10%
东南亚	菲律宾比索	57.26	57.76	0.87%
	越南盾	24223.03	24215.44	-0.03%
	马来西亚林吉特	4.46	4.73	5.69%
	泰铢	34.85	36.7	5.04%
	印尼卢比	15794.67	16151.55	2.21%
东亚	韩元	1356.61	1370.49	1.01%
	新加坡元	1.32	1.35	2.20%
	新台币	32.31	32.34	0.10%
	港币	7.80	7.82	0.26%
其他	阿根廷比索	942.19	885.42	-6.41%
	土耳其里拉	33.47	32.31	-3.60%

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。

多国股市上涨，俄罗斯

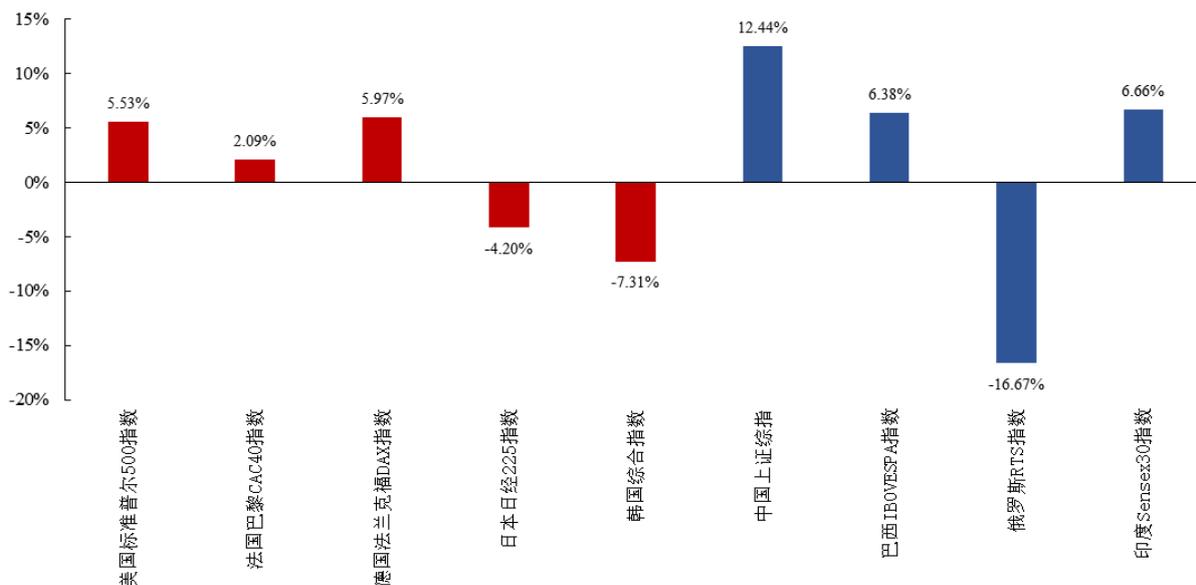
多国股市上涨，俄罗斯股市下跌。 三季度，主要发达经济

股市下跌。

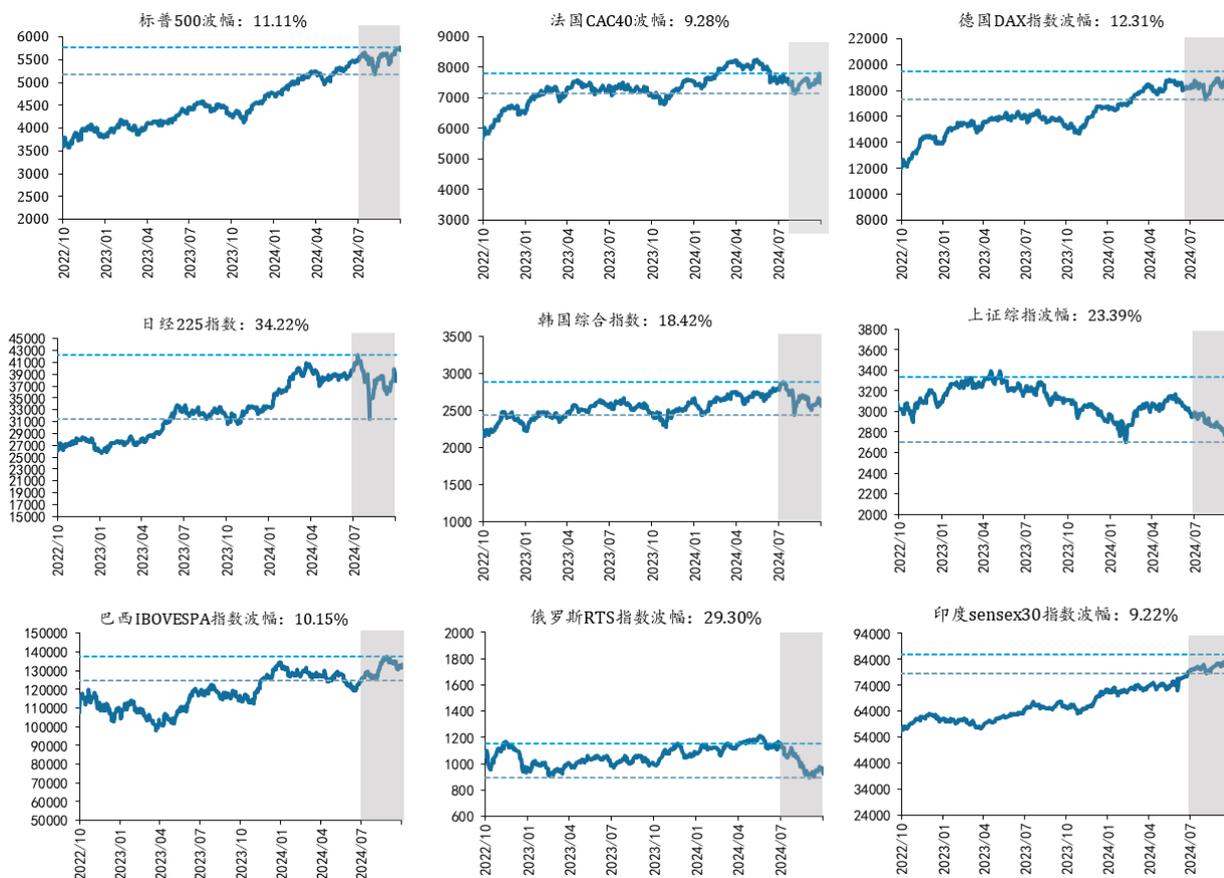
股市经历了先跌后涨的行情。总体来看，三季度，标普 500 指数

较上季末度上涨 5.53%，季内波幅 11%。法国 CAC40 指数、德国 DAX 指数季末环比分别上涨 2.09%、5.97%；季内波幅达 9.28%、12.31%。日本股市季内波幅较大，高达 34.22%；日本央行加息，退出购买 ETF 的预期上升，日本股市大幅下跌，随着日元企稳、美联储降息概率上升和落地，日本股市迅速反弹。三季度末，日本股市较二季度末环比仍下跌 4.2%。韩国经济衰退风险上升，通胀已连续两个月在 2% 以下，CPI 同比已下滑至 1.6%，韩国央行保持 3.5% 的高利率，韩国股市在美联储降息后反弹力度也较小。三季度末，韩国股市较二季度末下跌 7.31%。主要新兴经济体中，印度股市继续稳定上涨，季末环比涨幅达 6.66%、季内波幅 9.22%。美联储降息后，中国政府推出一揽子刺激政策稳定经济和房地产，上证综指在 9 月末大幅上涨。三季度，上证综指季度环比上涨 12.44%，季度波幅高达 23.39%。受原油价格下跌影响，三季度俄罗斯股市大跌，季末环比跌幅达 -16.7%，季内波幅（下跌）接近 30%。

图表 47 全球主要发达与新兴经济体股市季度涨跌幅（2024 年 3 季度）



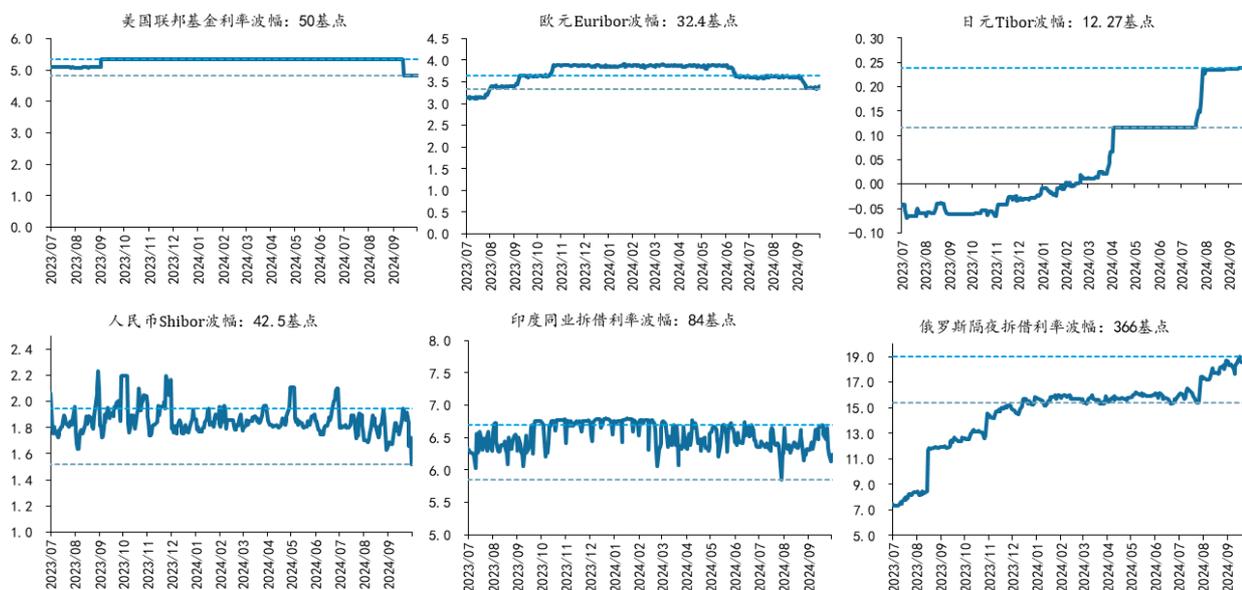
注：原始数据来自 Wind 数据库。波动涨跌幅根据相邻两季度的季末值计算。数据截至 2024 年 9 月 30 日。图中红色柱为发达经济体，蓝色柱为新兴经济体。



美欧央行降息，日本央行加息。

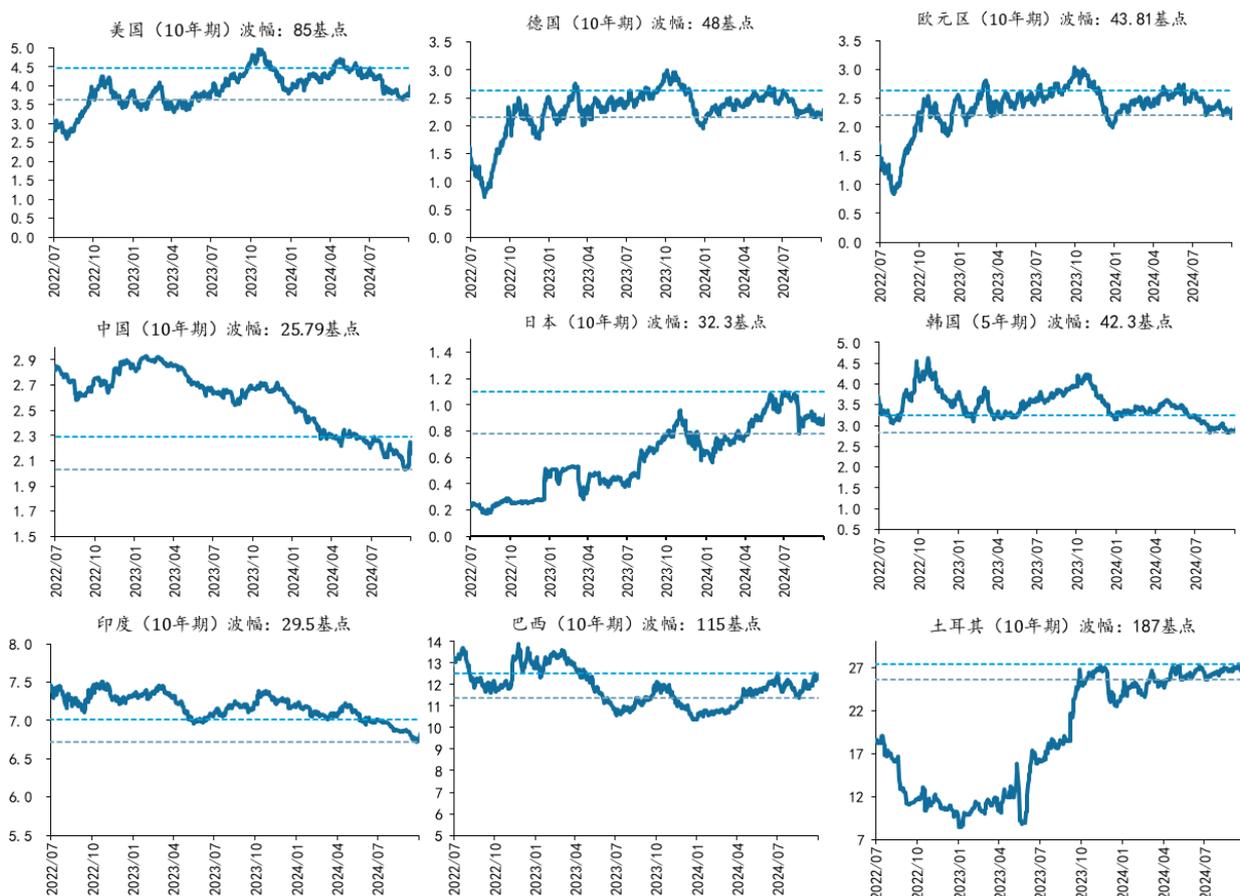
美联储降息 50bp，欧央行非对称降息、利率走廊收窄。三季度，美联储降息 50bp，联邦基金利率应声下降 50bp。欧央行非对称降息。9 月，欧央行将主要再融资利率下调 60bp 至 3.65%，存款便利利率下调 25bp 至 3.5%，贷款便利利率下调 60bp 至 3.9%。此次降息后，欧央行利率走廊下限与基准利率之间的区间收窄 35bp，走廊区间仅剩 15bp。在利率走廊的短期利率操作框架下，欧元 Euribor 季内波幅为 32.4bp，下行幅度小于主要再融资利率下调幅度。日本央行 7 月加息 15bp，日本 Tibor 波幅达 12.27bp。新兴市场货币市场利率波动较大，印度未调整基准利率，同业拆借利率季内波幅达 84bp；俄罗斯央行加息两次、共计 300bp，同业拆借利率季内波幅达 366bp。人民银行降息 20bp、下调法定存款准备金率 0.5%，人民币 Shibor 利率中枢在降息降准后明显下降。三季度，人民币 Shibor 波动较大、波幅高达 42.5bp。

图表 48 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 49 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。

绝大部分主要经济体
长期利率下行。

主要经济体十年期国债收益率下行，巴西通胀反弹带动长债收益率上行。受通胀下行、经济出现衰退苗头，以及主要央行降息预期升温和降息落地的影响，美国、欧洲等发达经济体十年期国债收益率下行。三季度，美国、德国、欧元区十年期国债收益率分别 85bp、48bp、43.8bp。日本、巴西的通胀均在回升。但日本十年期国债收益率受通胀上升影响较小，三季度日本十年期国债收益率总体较二季度末仍是下行的。巴西广义消费者物价指数再度反弹至 4%以上、消费者信心指数也上涨至 93，巴西十年期国债收益率在通胀和内需上升的带动下上行 115bp。三季度，受经济下行压力较大影响，中国十年期国债收益率下行先至 2%附近。季末受刺激政策影响，资金从债市流出走向股市，十年期国债收益率在 9 月 26 日政治局会议后一周内上行接近 20bp 至 2.25%。

三、部分外资重新看多中国

美联储加息期间，我国宏观政策侧重于结构调整、薄弱环节风险释放，长期资本投资中国资产规模下降，中国资产面临低估。疫情之后，中国经济在增速下行、通胀低迷、房地产风险暴露的情况下，选择将重点放在结构调整，而非全面刺激总需求上。这让国内外多数投资机构难以从中国资产上获得短期的资本利得，在经济转型期挑选优质中国资产难度本身就比较高速增长期要大。根据第三方机构数据，自 2022 年以来，一级市场投融资规模明显下降。2024 年一季度，一级市场股权投资融资金额和数量分别为 3745.77 亿元、2682 件，较 2022 年同期下降近 1000 亿元、700 件。在地缘政治冲突频发的背景下，境外资本（尤其是美元资本）对中国资产进行长期投资更加谨慎。一级市场美元投资金额占比由 2022 年一季度的 26.17% 下滑至 2024 年一季度的 14.23%。根据外汇管理局数据，境外资本对我国股权投资净流入自 2022 年以来整体呈下降趋势。同时，境内外二级资本更倾向于从中国市场获得短期资本利得。国际

收支账户证券投资项目、沪港通深港通通道下，资本流动波动较大。自 2022 年以来，除个别季度外，国际收支证券投资项目均为逆差，证券投资项目没有形成对境外资本的持续吸引力。在风险因素被渲染放大、对投资机构能力要求上升的下，中国资产价格面临一定的低估。

美联储降息后，政治局会议推出强烈的经济刺激信号，中国资产价格大涨。尽管此次美联储降息幅度较大，但资本并没有率先流向中国资产，上证综指对美联储的反应较小，当日仅上涨 0.69%、次日上涨 0.03%。从资产价格的即期反应看，在中国经济下行压力较大、宏观政策力度不及预期以及相关改革尚未落地的情况下，境外资本也没有优先流向中国，美联储降息并没有导致我国资产价格大幅上涨。9 月 26 日，中央政治局会议召开，明确提出降息降准、促进房地产市场止跌回稳、帮助企业度过难关，随后相关部委迅速出台一系列密集的经济刺激政策出台，市场信心迅速扭转，A 股在节前最后一周持续大涨。自 9 月 26 日至 9 月 30 日，上证综指累计上涨 15.2%。9 月 29 日，人民银行会同金融监管总局出台四项金融支持房地产政策，宣布下调首付比、调整存量房贷利率等，次日上证综指单日上涨约 250 点、单日涨幅逾 8%。

刺激政策调整带来价值重估，主流机构重新“买入中国”。在 9 月 26 日政治局会议召开后，主流外资机构均纷纷表示看多中国资产，甚至宣布“购买有关中国的一切”。从外资机构阐述的投资逻辑看，重新看多中国资本主要基于以下三个原因：一是政策宽松会带来价值重估，境内外资本均不希望错过这一波上涨行情；二是受一些非经济因素影响，中国资产价格是存在低估的，此轮刺激政策出台给予了价值回归的机会；最重要的是，境内外机构均在交易未来更多刺激政策出台和落地的预期。摩根斯坦利、瑞银等外资机构均期待未来更多财税体制改革和财政刺激政策出台。桥水基金总裁达利欧最新发声称，如果中国决策层能够兑现“远超”承诺的举措，本轮刺激经济举措将成为历史性转折点。

在没有盈利支撑的情况下，利率下降和流动性带来的估值上涨都是短暂的。美股在零利率时期长期上涨虽然不依赖于盈利支撑，但也需要依靠美联储每月资产购买投放的流动性支撑，同时也得益于美元优质资产的安全属性。美国家庭部门、企业部门的资产负债表也在资产价格上涨中得到修复。中国资本市场当前交易的是大规模刺激政策落地的预期和经济增长的预期，部分外资机构对刺激政策给予了较高的预期。除了降息降准和房地产放松政策外，投资机构普遍预期我国政府将在四季度进行预算补充，增加财政刺激的力度。一旦政策预期落空或增长预期落空，资产价格必然面临较大幅度的回调。

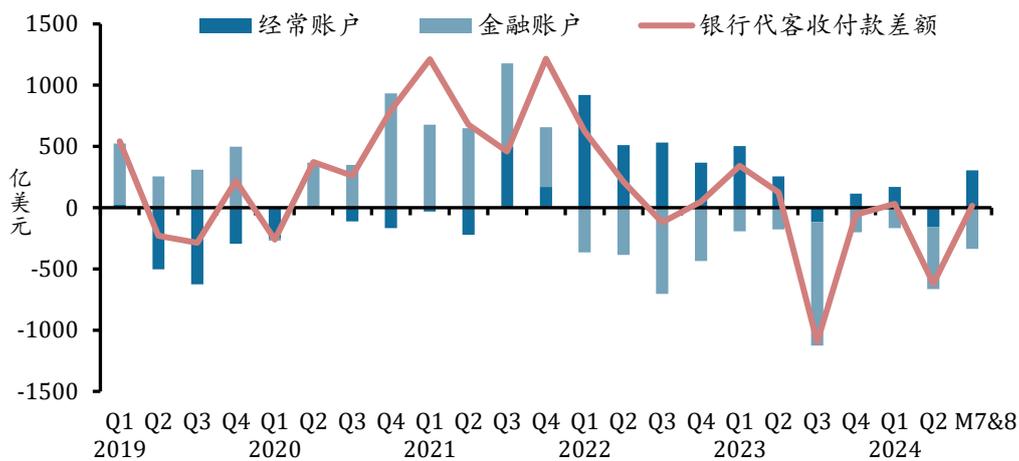
如果政策当局希望中国资产价格稳步上涨，一是相关部门需要关注市场预期变化、做好预期管理，对政策实施力度、出台节奏、撬动规模等关键因素进行充分的解释。二是金融管理部门在通过各种政策工具提升机构投资者风险偏好的同时，也要加强金融监管和舆情管理，避免过度加杠杆和过度炒作行为引起不必要的金融风险。三是各部门应协调配合，在维护资产价格稳定上涨方面形成政策合力，延长资产价格稳步上涨的时间并及时对高风险部门进行资产负债表重塑。

四、涉外收款、对外指出规模均上升

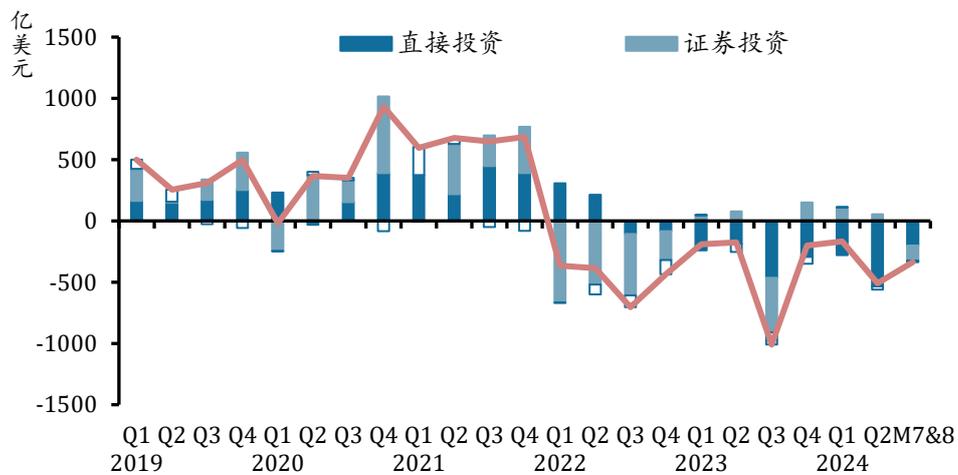
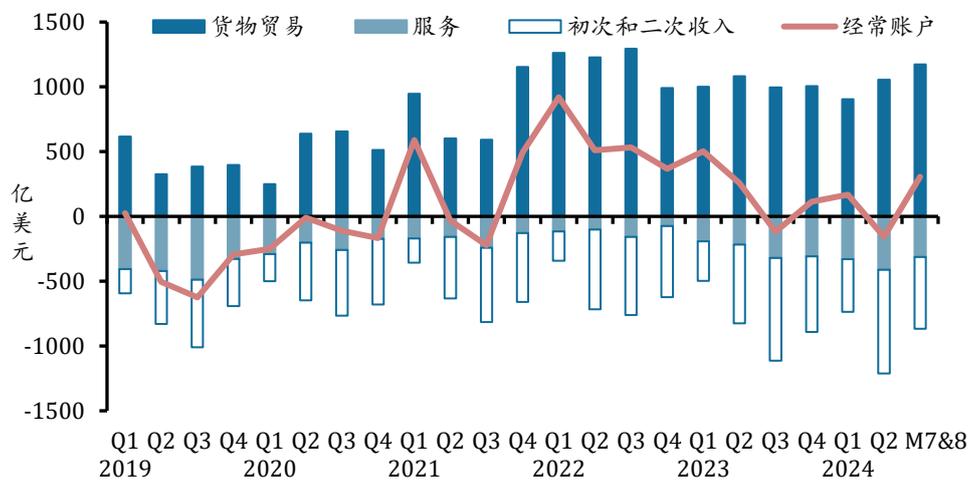
3 季度银行代客涉外收入、对外付款相比上季度同期同步上升，跨境收支净额由逆差转为顺差。

2024 年 3 季度前两个月，银行代客涉外收入、对外付款分别为 12200.2 亿美元和 12185.4 亿美元，跨境收支录得小幅顺差 14.8 亿美元。收入项上，相比去年同期，银行代客涉外收入上升 14.8%；相比 2024 年 2 季度同期，涉外收入上升 3.7%。支出项上，相比去年同期，银行代客对外付款上升 8.9%。相比 2024 年 2 季度同期，对外支出上升 0.3%。跨境收支由上季度同期的 384.3 亿逆差转为小幅顺差 14.8 亿美元。银行代客涉外收入与支出总额为 2.43 万亿美元，相比去年同期上升 11.8%，相比上一季度同期上升 1.9%。

图表 50 银行代客收付款分项结构



数据来源：Wind。



数据来源：Wind。

银行代客收付款经常项目由逆差转为顺差。其中货物贸易顺差规模显著上升，服务贸易逆差小幅扩大，收入项逆差继续呈扩大趋势。

银行代客涉外收付款资本和金融项目逆差规模小幅扩大，直接投资逆差大幅收窄，证券投资由顺差转为逆差，其他投资为小幅逆差。

银行结售逆差小幅扩大。银行自身结售汇逆差规模和上季度基本持平、银行代客结售汇逆差规模有所收窄。

人民币计价的银行代客收付款维持净流出，流出规模显著下降。

从境内银行代客涉外收付款的分项看，2024年8月、9月经常项目由上季度同期的99.3亿美元的逆差转为306亿顺差。从细项看，货物贸易顺差规模大幅上升，服务贸易逆差小幅扩大，收入项逆差继续呈扩大趋势。3季度前两个月，货物贸易顺差相比于上季度前两月上升73.2%，至1172.0亿美元；服务贸易逆差相比上季度同期上升7.7%，至312.4亿美元；收入项逆差为553.5亿美元，相比二季度前两月逆差规模上升13.9%。

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小幅扩大，3季度前两个月的逆差规模为337.1亿美元，相当于上季度同期扩大5%。从细项看，直接投资逆差大幅收窄、证券投资由顺差转为逆差，其他投资逆差规模小幅收窄。其中，直接投资逆差由上季度同期的475.1亿美元下降至201.9亿美元；证券投资由上季度同期175美元的顺差转为122.8亿美元的逆差；其他投资项由上一季度19.5亿美元的逆差下降至12.3亿美元的逆差。

2024年8月、9月，银行结售汇逆差相比于上季度同期小幅扩大，逆差规模由上季度同期的539.8亿美元上升至557.2亿美元。其中，银行结汇相比上季度同期增加，由3479.0亿美元上升至3748.8亿美元。银行售汇金额相比于上季度同期上升，由4036.8亿美元上升至4306.0亿美元。从交易主体来看，7、8两个月银行自身结汇规模为128.4亿美元，和上季度同期基本持平；银行自身售汇规模为238.0亿美元，相比上季度同期上升50.6%，售汇规模相比结汇规模上升显著，银行自身结售汇录得逆差109.6亿美元，显著高于上季度同期的30亿美元逆差。银行代客结售汇维持逆差，且逆差规模有所收窄，由上季度同期的509.8亿美元降低到447.6亿美元。在结售汇意愿方面，2024年3季度前两个月结汇率（银行代客结汇占银行代客涉外总收入外币比率）相比上季度同期上升2.1个百分点，至61.7%，售汇率上升0.3个百分点，至70.8%。

境内银行代客收付款的人民币跨境收支维持净流出，净流出

规模由上季度同期的 459.3 亿美元下降至 109.5 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 6113.0 亿美元上升至 6328 亿美元，上升 3.5%，在银行代客涉外收入总额中占比为 51.9%，占比和上季度同期持平；人民币计价的银行代客支出由上季度同期的 6572.3 亿美元下降至 6437.9 亿美元，下降 2.0%，在涉外支出总额中占比为 52.8%，相比上季度同期下降 1.3 个百分点。

大宗商品市场：需求不振，价格走弱

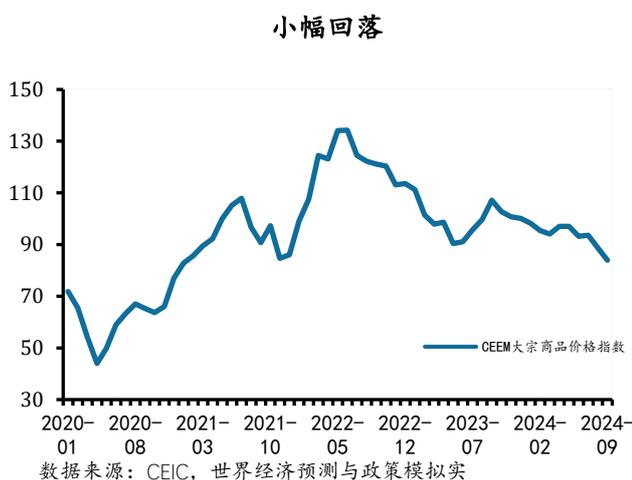
2024 年 3 季度大宗商品价格显著下跌，中国经济疲软、美国季度初就业数据偏弱引发担忧，均对大宗商品价格形成压力。其中原油价格下跌 7.5%，铁矿石和钢材下跌近 10%，煤炭反弹。铜和铝等受益于新能源产业发展的有色金属反弹。农产品方面国际市场上大豆、玉米和小麦先跌后涨，但国内农产品价格偏弱，玉米和小麦价格下跌。

3 季度大宗商品整体承压，主要受中国经济增速放缓及美国季度初就业数据走低影响。

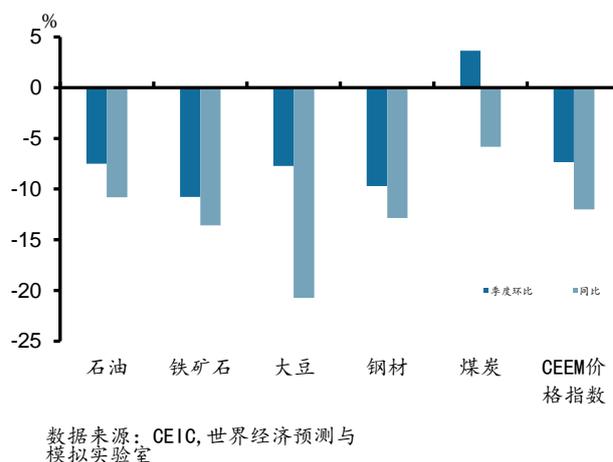
一、大宗商品总体价格走势

2024 年 3 季度 CEEM 大宗商品价格²季度均价整体下行，环比下跌 7.3%。中国经济增速放缓、美国季度初就业忧虑上升均对大宗商品价格形成压力。原油价格受 OPEC 在 4 季度解除自愿减产计划影响，在供需两端承压，下跌 7.5%。黑色系商品受中国房地产疲弱下跌，铁矿石和钢材均下跌近 10%，但铜、铝受绿色能源转型需求提振，价格反弹。农产品方面，大豆先跌后涨，玉米和小麦在海外先跌后涨，国内则同步下行。

图表 51 2 季度 CEEM 大宗商品指数先涨后跌，环比



图表 52 2 季度各商品均价涨跌互现



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。

二、主要大宗商品供求情况与价格走势

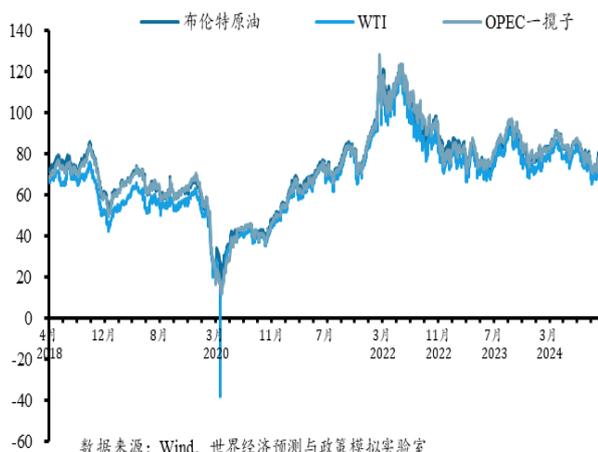
原油价格由于需求超预期疲弱，供给端闲置产能充足且 OPEC 将在 4 季度解除自愿减产，油价承压，直到 3 季度初因地缘政治冲突才大幅反弹。

2 季度季报的主要观点为，受夏季旺季需求和中国经济筑底支撑，油价或上探至 90 美元附近，但缺乏进一步上涨动力。但油价走势在一年多来首次大幅偏离季报预测。实际情况中，3 季度油价大幅下跌，一度跌至 70 美元下方。中国经济进一步探底、季度初美国衰退预期上升、OPEC 未改变 4 季度增产等预期因素抵消了美国实际需求良好、供给回落和 OPEC 产出回落等现实因素。进入 10 月份后，受伊朗、以色列冲突风险加剧影响和中国政策刺激加码，油价大幅反弹，随后剧烈波动，当前仍在 80 美元下方。

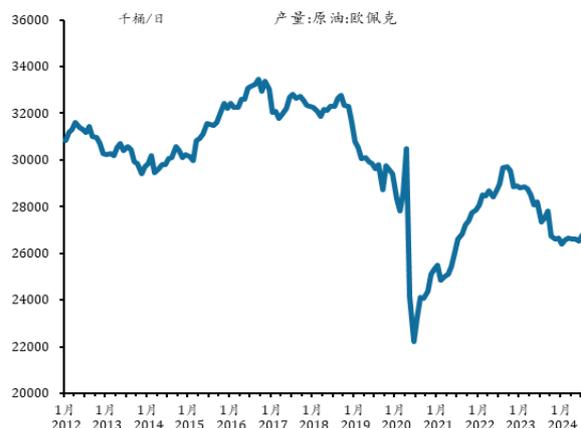
供给端方面，OPEC 维持石油产出计划不变，包括 4 季度开始解除自愿减产，对油价形成压力。整个 3 季度尽管油价走弱，OPEC 都未向外界表示延长减产，可能因为担心进一步丧失市场份额。北美原油产量提升对 OPEC 产生不小的竞争压力。因此，尽管 8 月份 OPEC 实际产量环比回落，油价仍对即将到来的增产做出反应从而走弱。同时多个国家未遵守减产计划。以 9 月份为例，伊拉克、阿联酋、哈萨克斯坦产量均较配额超产 10% 左右。目前为止，伊朗原油出口量维持 160 万桶/天的高位水平，高于市场预期。3 季度俄罗斯整体石油出口环比下降，但季度末开始回升。出口目的地中，印度回落，中国平稳。

当前 OPEC 有超过 500 万桶的闲置产能，足以应对需求回升和库存不足。3 季度美国原油产量基本持平，但不足以支撑油价。

图表 53 2 季度全球油价先跌后反弹，呈典型 V 字型



图表 54 OPEC 将产量维持在低位，个别国家小幅超产，虽然压制油价，但总体闲置产能较大



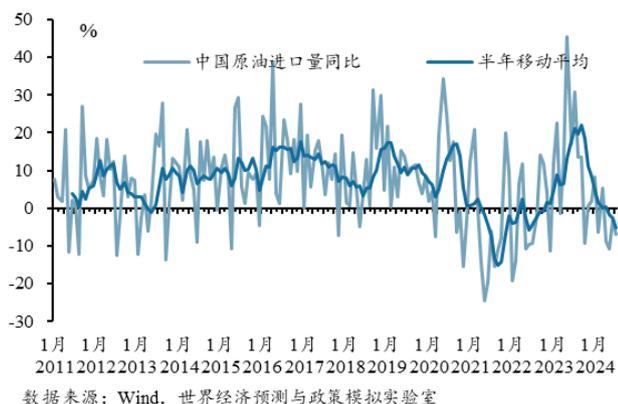
2 季度地缘政治风险和减产承诺的边际效应下降，不足以提振油价；非 OPEC 国家增产使得供过于求。交通电动化对上游资本开支和全球原油需求高峰开始产生实质影响。

3 季度需求端疲弱，是油价下滑的主要原因。石油输出国组织欧佩克近期进一步下调了今明两年全球石油需求增长预期，将 2024 年增量下调了 8 万桶，将 2025 年增量从 178 万桶/日下调至 174 万桶/日（注意两者都是增量的缩减）。这是近期 OPEC 第二次下调预期。加之美国经济和就业数据近期持续疲软，引发投资者对原油市场短期内将出现供应过剩的担忧情绪。相对于 OPEC，市场甚至形成明年供给将过剩的预期。

此外中国经济数据持续下滑，对油价形成较大压力。中国本身成品油的需求增速受新能源挤压下降。2024 年前 8 个月中国的原油进口规模同比下降，尤其是 6-8 月连续下滑。而 OPEC 预计中国全年需求仍有增长。这一反差意味着 4 季度中国进口必须强劲增长，或者 OPEC 此前预期过于乐观，需要下调。

美国需求方面，季度初就业数据走弱导致衰退担忧加大，对油价形成压力。但 7-9 月，美国非农就业数据逐月好转，为 10 月初的反弹创造了空间。实际需求方面，7 月份美国石油需求上升至 2019 年以来的最高季节性水平。由于本土产量走平，净进口小幅回升，但对油价提升有限。从商业库存来看，3 季度库存净减少为主，但由于产量提升且闲置产能充足，市场对此反应不敏感。

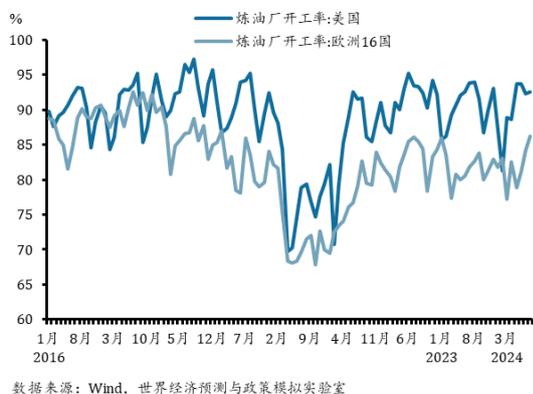
图表 55 中国原油进口呈下行趋势



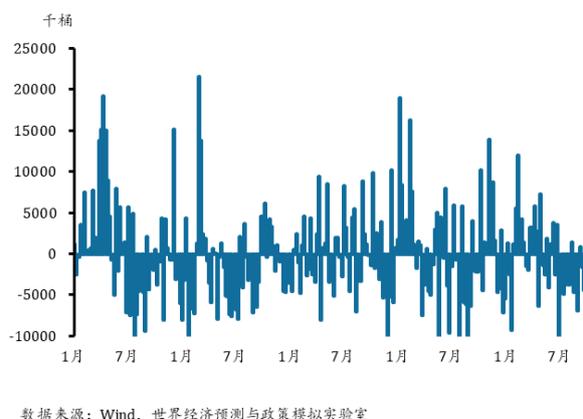
图表 56 美国原油净进口小幅回升



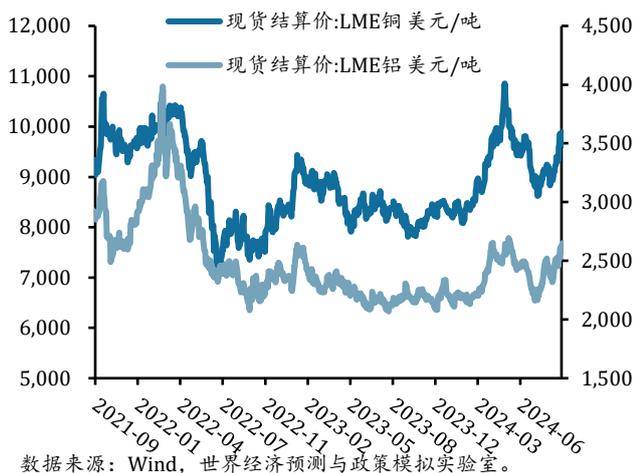
图表 57 产能偏紧, 美炼油厂开工率提升, 利润上升



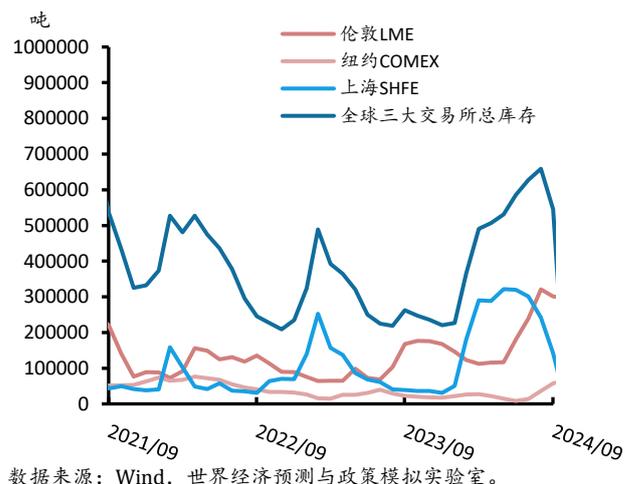
图表 58 美国商业原油库存反弹



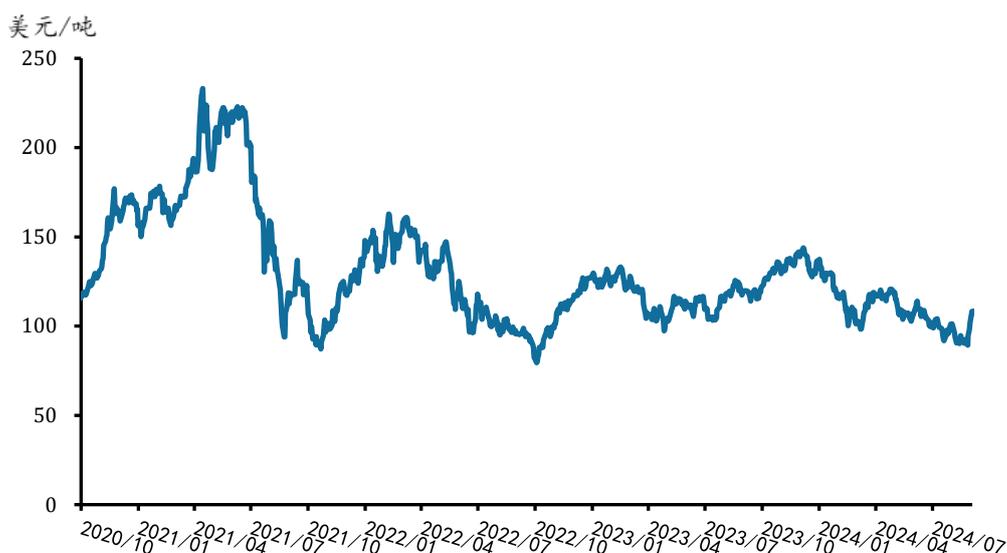
图表 59 LME 铜铝价格先抑后扬



图表 60 全球铜库存水平回落



图表 61 国际铁矿石价格下跌



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

3 季度国际有色金属价格品种间继续分化。由于政策支持和经济复苏的积极影响，铜和铝价格在下跌后迎来大幅反弹，铁矿石价格则呈现明显的下行走势，主要受到中国经济转型、房地产市场调整对铁矿石需求的负面影响。

3 季度国际有色金属价格品种间继续分化。期间，铜和铝的价格在下跌后迎来大幅反弹，反映了绿色转型和基础设施建设对这些金属的需求，以及政策支持和经济复苏的积极影响。与此同时，铁矿石价格则呈现明显的下行走势，主要受到中国经济转型、房地产市场调整对铁矿石需求的负面影响。3 季度金属价格分化继续体现了全球经济结构和金属需求模式的变化。

宏观层面，3 季度自 8 月起美国就业数据好转，经济增速显著高于潜在增速，缓解市场对美国经济状况的担忧。东盟国家制造业增长良好，越南、泰国、菲律宾、新加坡 8 月制造业呈增长态势，其中越南 3 季度加工制造业增长 11.4%，为 6 年来同期最高增幅。然而中国、美国和欧洲制造业 9 月 PMI 分别为 49.80、47.20、45.00，低于荣枯线，表明全球主要经济体面对的下行压力仍然较大。货币方面，3 季度美国开启降息周期，对有色金属价格有提振效应。总体而言，美国经济数据回暖、东南亚国家制造业稳健增长、美联储降息落地，以及中国政策发力，为金属价格上涨提供了支撑。

伦铜价格从 7 月初的 9515 美元/吨，降至 8 月初的 8620 美元/吨，之后开始回升，9 月底收于 9,767 美元/吨。3 季度伦铜现货结算价格累

计涨幅约为 3.07%。本季度初期铜价下跌主要受供给宽松的影响，而后 8 月美国经济好转和降息预期加强，叠加库存下降，带动铜价回升。

供给方面，国内铜冶炼厂现货粗炼费(TC)上涨，由上季末 2.60 美元/干吨升至本季末的 7.50 美元/干吨，揭示了铜矿资源供应走向宽松。此外，国际铜业研究组织（ICSG）于 9 月发布的最新分析，将 2024 年铜产量增长预测由今年 4 月的 0.5%上调至 1.7%，反映年内供给增长。**中国需求方面**，除电力、家电外，其它需求表现不甚乐观。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 23.50%，略低于上一个季度末（24.20%）增速水平。家用电器和音像器材类零售额实现同比增长 3.40%。但道路运输、建筑和汽车领域不容乐观。道路运输业固定资产投资累计完成额同比减少 2.80%。汽车消费放缓，汽车产销同比增长分别为-2.30%和-5.00%。房地产持续低迷，房屋累计新开工面积同比减少 23.60%。**库存方面**，全球库存总量下降。全球铜市场在 3 季度内库存分布与流动显著变化，伦铜和纽铜库存大幅上升，中国铜库存大幅下降。截至 2024 年 3 季度末，全球三大主要交易所（不含中国保税区）的铜库存总量达到了 49.99 万吨，相较于上一季度末，库存总量减少 1.57%。其中，伦敦 LME 的铜库存相较于上季度末增加了 66.88%，纽约商品交易所的铜库存相较于上季度末增加了 602.47%，沪铜市场的铜库存相较于上季度末减少 55.68%，中国保税区的铜库存相较于上季度末减少 41.75%。在纳入中国保税区库存后，全球铜库存总量相较于上一季度的整体减少 6.90%。国内铜上游产品，铜矿砂及其精矿进口价格指数 8 月上涨至 2,561 美元/吨（上季度末为 2,391 美元/吨）。与上季度末相比，铜矿进口数量增加 11.40%，进口金额总体增加了 19.33%；铜中游产品，未锻轧铜及铜材进口数量较上季度减少 4.55%，精炼铜进口数量减少 10.45%。

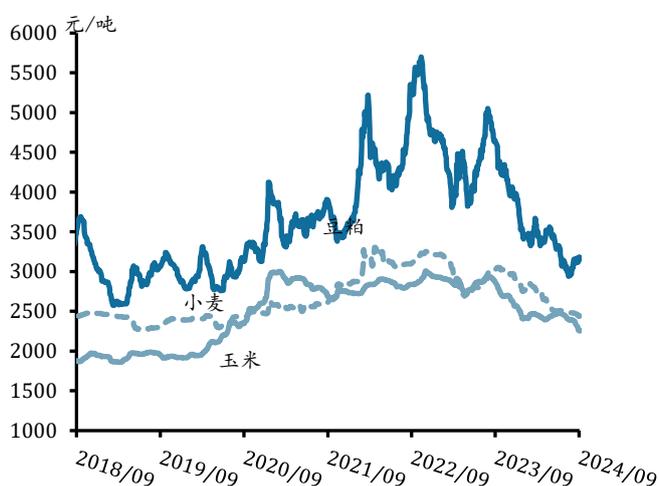
3 季度，LME 铝价经历了先跌后涨的行情，于 8 月初触及 2167 美元/吨的低点，随后在 9 月底回调至 2611 美元/吨，较上季度末整体上

涨 5.05%。供应端，3 季度中国铝厂电解铝开工率持续高位运行，达 96.74%，云南铝厂产能电解铝开工率达到 99.83%。中国需求层面，国内部分行业对铝需求增长，如家用电器和音像器材类零售额同比增长 3.40%，新能源汽车产量同比增长 30.50%（汽车产量同比减少 2.30%，约占 1/3），显示了铝需求的结构性变化。然而，建筑行业对铝的需求继续下滑，8 月房屋竣工面积累计同比减少 23.60%。库存方面，LME 铝库存显著减少，较上季度末-22.61%至 79.05 万吨；中国电解铝社会库存比上季度末减少 14.01%至 65.70 万吨。国内铝上游产品，铝矿砂及其精矿进口价格指数在 3 季度继续上涨，8 月价格指数上涨至 66.65 美元/吨，其中铝矿进口金额较上季度末增长幅度（17.81%）大于进口数量增长幅度（16.65%）。氧化铝进口数量下降，2024 年 8 月月氧化铝进口量减少 83.30%。铝中游产品，未锻造铝及铝材进口数量增加 16.67%。

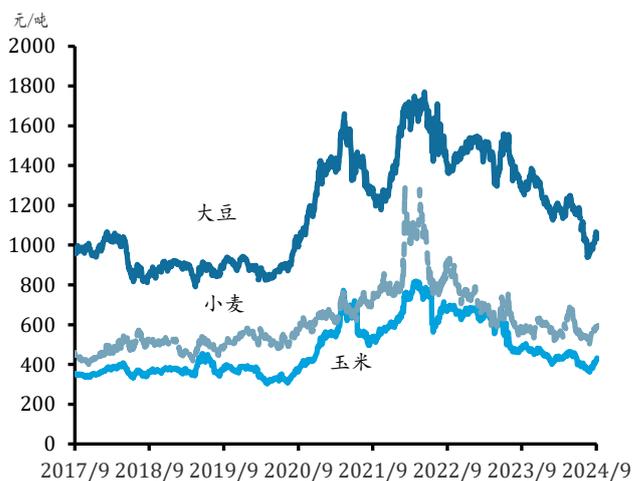
3 季度国际铁矿石价格总体呈现下跌走势。受中国基建和房地产行业拖累，普氏 62%铁矿石价格自季度初的 110 美元/吨下跌至 9 月 23 日的 89 美元/吨，跌幅 19%。9 月底，中国密集出台多项重要政策，推动经济运行持续好转，带动铁矿石价格上涨，9 月 30 日铁矿石价格回升至 108 美元/吨。铁矿石季度内累计跌幅 1.59%。尽管海外供给减少，但中国库存同比增加、需求萎靡，成为铁矿石价格下跌的主要原因。供应端，全球四大矿山一季度铁矿石总发运量同比减少 0.73%，环比减少 13.47%。需求端，3 季度中国 247 家钢企日均铁水产量为 230.45 万吨，较上季度减少 1.44%（即减少 3.38 万吨），同比减少 6.09%（即减少 14.95 万吨）。根据 61%品位铁矿石折算，3 季度铁矿石需求环比减少 498.344 万吨，同比减少 2205.22 万吨。库存方面，港口和国内钢厂库存同比上涨。国内大中型钢厂进口铁矿石平均库存可用天数为 18.31 天，环比减少 1.92 天，同比增加 1.28 天。港口库存方面，3 季度末库存量增至 1.51 亿吨，较上季度末增加 127 万吨（增幅 0.85%），同比增长 3461 万吨（增幅 29.85%）。钢材市场方面，3 季度国内整体需求乏力。8 月固定资产投资中，基建投资（不含电力）同

同比增长 4.40%，增速较去年同期（6.40%）有所放缓。房屋新开工面积累计同比减少 22.50%，商品房销售面积累计同比减少 19.00%。汽车产量同比减少 2.30%。钢铁行业效益不佳，中国钢铁工业协会公布的数据显示，前三季度，重点统计钢企营业收入同比下降 1.74%，而营业成本仅下降 0.61%，利润总额同比下降 34.11%，9 月末，重点统计企业资产负债率为 62.65%，同比上升 0.56 个百分点³。供给端，从世界粗钢产量来看，据世界钢铁协会数据，1-8 月，全球 64 个报告国家累计粗钢产量为 125 亿吨，同比减少 0.42%。

图表 62 国内农产品现货价格分化



图表 63 CBOT 农产品价格先涨后跌



3 季度国际农产品价格整体先跌后涨，国内农产品价格分化。

3 季度国际农产品价格整体先跌后涨，供应预期变动是影响大豆和小麦价格变化的主要原因，而玉米价格上涨受需求提升的带动。国内豆粕价格跟随国际价格变动，玉米和小麦价

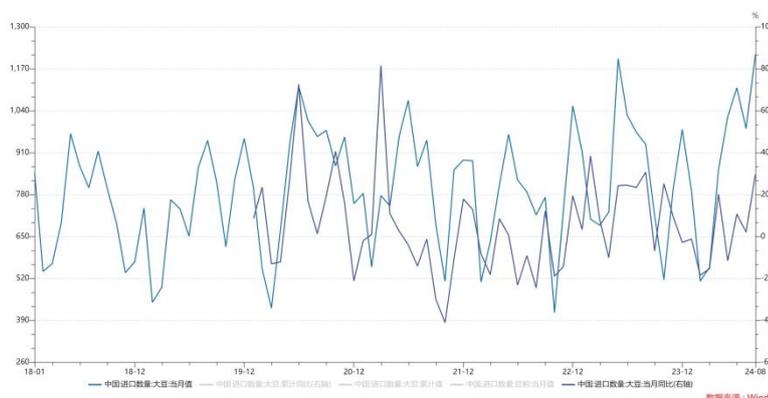
3 季度国际、国内大豆价格同步呈现先跌后涨的趋势。7 月，国际大豆价格下跌。美国芝加哥交易所大豆期货价格为 415 美元/吨，相比上个月下降了 4.11%；美国大豆美湾 FOB 价格为 417 美元/吨，下降了 3.96%；巴西马德里亚角港口大豆 FOB 价格为 372 美元/吨，下降了 4.13%。此次价格下跌的主要原因是全球大豆供应预期将达到创纪录水平，尤其是美国新季大豆产量预计大幅增加，以及南美地区的大豆剩余量较多，导致全球大豆市场供应充足，库存高企。需求侧，中国进口量占国际大豆产量的三分之一。中国豆粕需求不振，饲料养殖

³ <https://news.mysteel.com/a/23102413/BC83354AB90B8072.html>

格因需求不振而下跌。

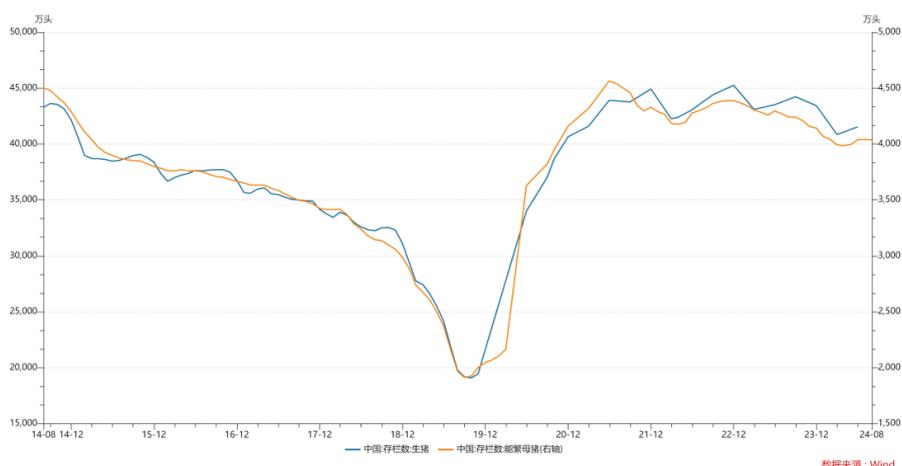
行业仍处于产能下降周期，因此对需求增长的提振有限。8月底国际大豆价格出现反弹，主要原因在于短期中国采购需求持续增加，巴西天气持续干旱导致巴西大豆种植延后，以及市场对四季度拉尼娜气候到来的预期（9月至11月期间出现的概率为71%，较上次预报概率增加5%）。9月美豆供需报告数据显示，2024/2025年度美国大豆单产由3.58吨/公顷微幅下调至3.57吨/公顷，收获面积维持3491.3万公顷不变，产量由1.249亿吨微幅下调至1.2481亿吨，调降了9万吨，仍然是历史新高水平。

图表 64 短期中国采购需求增长



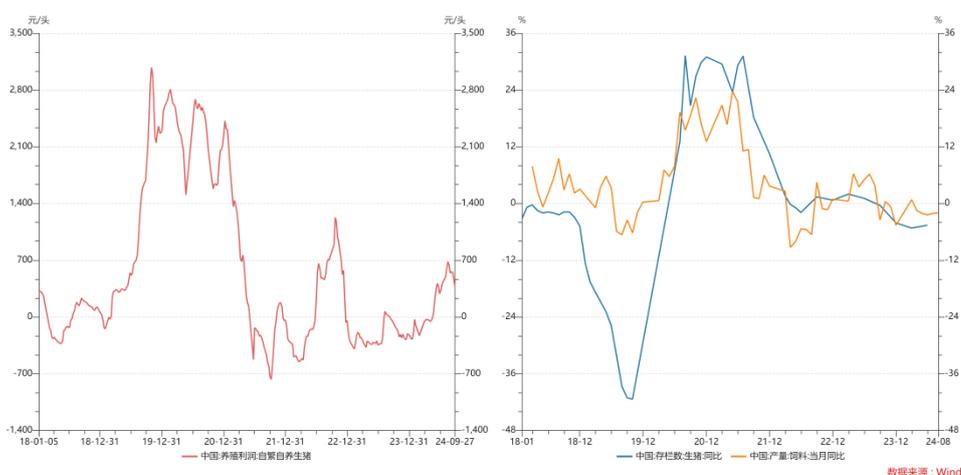
3季度，国内豆粕价格呈现先跌后涨的走势。主要原因包括：一方面，国内东北主产区的大豆生长条件优越，土壤水分、光照等环境因素适宜，大豆长势良好，预计将迎来丰收，这将增加国内市场上的大豆供应量；另一方面，国际市场上，美国新季大豆产量预计将创下历史新高，加上南美洲大豆剩余量较多，导致全球大豆市场供应压力较大，国际大豆价格持续走低。国际大豆价格的下跌进一步降低了中国进口大豆的成本，使得国内大豆供应更加充裕，降低国内豆粕价格。同时，尽管国内生猪养殖利润改善推动了对豆粕的需求增长，3季度国内生猪存栏和能繁母猪存栏均处于10年以来的较高水平。8月底国内大豆价格回升主要受国际市场影响，国内大豆进口约80%来自国际市场，因此豆粕价格跟随国际大豆价格回升。

图表 65 生猪存栏和能繁母猪存栏均处于 10 年以来的较高水平



3 季度国际玉米出口价格整体呈现先跌后涨的趋势，国内玉米价格持续下行。8 月国际玉米价格的上涨反映了各主要生产国天气条件和产量预期的变化对市场供需关系的影响。受高温天气影响，乌克兰和阿根廷玉米离岸价分别上涨 1%。尽管美国部分地区遭遇热浪，但玉米产量估值上调，减轻了价格上行的压力，基准美国 2 号黄玉米离岸价下降 3%。9 月国际玉米价格的继续上涨主要由需求增长拉动。9 月供需报告显示，2023/2024 年度世界玉米产量 12.24 亿吨，较上月预估调增 52 万吨。从玉米消费量来看，2023/2024 年度世界消费量 12.10 亿吨，较上月预估调增 452 万吨，其中，消费量前二十国家和地区总消费量较上月预估调增 258 万吨，美国、墨西哥、印度是此次拉动消费上涨的主力。

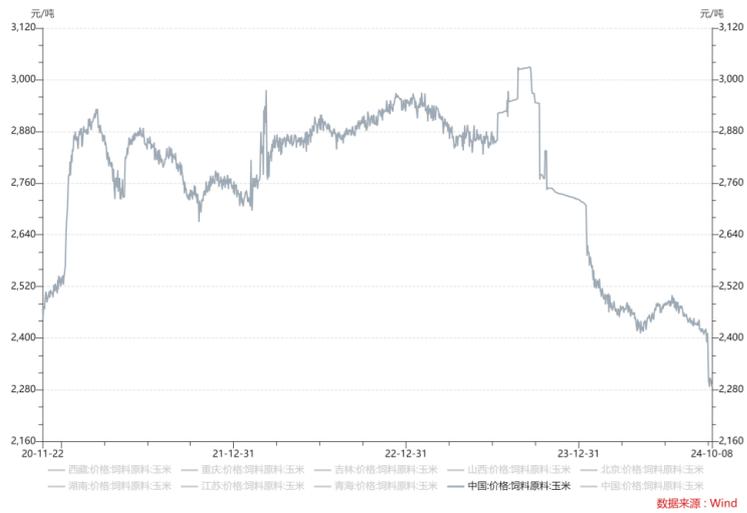
图表 66 生猪养殖利润，趋势下降，饲用需求不振



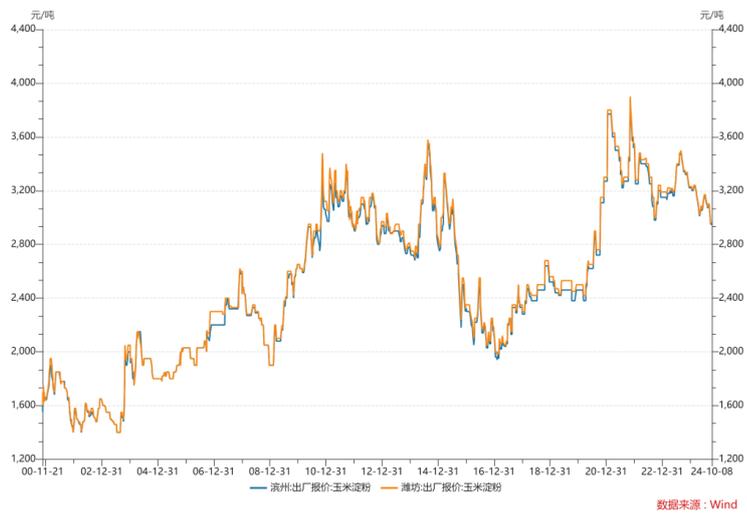
3 季度，国内玉米价格呈现下跌走势。供给端，全国主产区气候总体正常，尤其是东北地区大部分地区的光照和温度条件适宜，加之华北、黄淮地区农业干旱得以解除，这些有利条件促进了玉米的健康生长和发育，预示着今年玉米产量有望实现增长。尽管新疆部分地区遭遇高温天气，对作物灌浆造成一定影响，但整体来看，全国玉米产量前景乐观。需求端，国内玉米消费中，饲料用粮占总消费的 70%，工业用粮约占 20%。本季度家禽养殖利润仍处于较低水平，不利于饲料需求的大幅提升。玉米饲料价格在 3 季度连续下跌，玉米淀粉出厂价也处于下跌状态。此外，国际市场玉米价格低位运行也有一些影响，但相对较小。具体数据来看，2023 年我国玉米自产约 2.9 亿吨，缺口约 870 万吨，进口占需求比重较低。

3 季度小麦国际价格先跌后涨，国内小麦价格持续下行。7-8 月，由于国际需求疲软和出口国之间激烈的竞争，全球小麦出口价格普遍下跌。8 月哈萨克斯坦制粉级小麦，由于需求不足导致销售不佳，价格下降了 8%；由于小麦产量超出预期，基准美国小麦和阿根廷小麦价格分别环比下跌 2%和 1%；欧盟小麦收割工作完成，市场供应进一步增加，法国 1 级小麦报价也相应下跌了 2%。9 月，受不利天气影响，国际小麦价格上涨。主要出口国中，加拿大因降水过多而收获延误，法国及德国因多雨影响而预期产量下降 400 万吨。国内小麦市场需求不佳，价格下行。小麦在制粉领域的消费占比在 75%-85%，由于市场面粉需求持续低迷，面粉行业持续产能过剩，存在产能利用率不足、竞价销售等现象，面粉出厂价下跌，不断压缩企业生产利润。饲料消费方面，由于玉米、豆粕等饲料原料价格持续跌势，小麦饲料消费量减少。

图表 67 玉米饲料价格下降



图表 68 玉米工业用途价格下跌



图表 69 面粉厂利润下降



原油方面，虽然供需双弱，但地缘政治风险和**中国一揽子刺激政策成为显著变量，带来更高的向上风险。**

金属方面，基本面因素下**市场分化将持续加深，全球宏观对金属价格影响显著。**

农产品方面，全球**粮食供需形势平稳，中国饲料需求预期不会出现大幅改善，粮食价格或将保持平稳。**

三、未来价格走势与风险

油价整体受供需两弱的格局影响，仍缺乏大幅上涨动力。但考虑到中国的一揽子刺激政策逐步生效，以及 10 月初的价格反弹证明了地缘政治的边际影响较大，原油价格相较于当前水平仍有上升空间。我们将 4 季度中枢价格调降为 80 美元，但向上波动风险高于向下。

金属方面，4 季度铜、铝市场走势取决于主要经济体经济增长是否实质性好转。铁矿石价格走势将取决于中国的经济刺激政策是否能有效带动基建和房地产行业平稳发展。同时，美联储降息落地，以及之后的降息强度，将继续对金属价格形成支撑。

农产品方面，种植的天气条件将持续影响农产品供给。4 季度全球粮食供需形势平稳，中国粮食饲用需求预期不会出现大幅改善，粮食价格或将保持平稳。然而，供给方面，四季度拉尼娜气候到来的概率略有提升，可能会影响产量或推迟收获。此外，地缘政治风险上升、未预期到的政策变化等因素可能打破粮食市场的供需平衡。

外贸专题：进、出口增长动能趋弱⁴

2024年3季度，在基数效应、市场份额回升的共同作用下，中国出口增速继续回暖，但增幅明显回落，进口增长动能也呈现趋弱态势。其中，出口（美元）同比增长5.9%，较上季度提高0.2个百分点；进口同比增长2.5%，增速与上季度基本持平；货物贸易顺差总额为2567亿美元，同比提高357亿美元。7-8月，服务贸易逆差为407亿美元，同比下降14亿美元，3季度经常账户顺差占GDP比重预估在1.8%左右。从原因看，低基数效应、市场份额回升支撑我国出口增速继续回暖，而外需走弱、内需低迷则导致进、出口增长动能呈现趋弱态势。预计2024年我国出口将在低基数下呈现弱反弹，但长期前景不乐观。外需和出口市场份额可能同时制约我国出口增长潜力。

一、全球货物贸易增长动能受限

预估3季度全球贸易仍将维持增长，但增长动能受到全球经济景气程度回落的制约。

预估3季度全球贸易仍将维持增长，但增长动能受到全球经济景气程度回落的制约。根据世界贸易组织（WTO）数据，2024年2季度全球出口总额5.52万亿美元⁵，同比增速为1.3%，维持2023年4季度以来的向好态势。过去五年CEEM中国外部需求指数（简称CEEM-PMI⁶）与3个月移动平均的全球出口增速走势高度一致。6-9月，CEEM-PMI从49.8降至48.6，显示全球经济景气程度快速回落，进而对全球贸易表现形成明显拖累。考虑到低基数效应仍将对外贸同比表现形成支撑，预计全球贸易

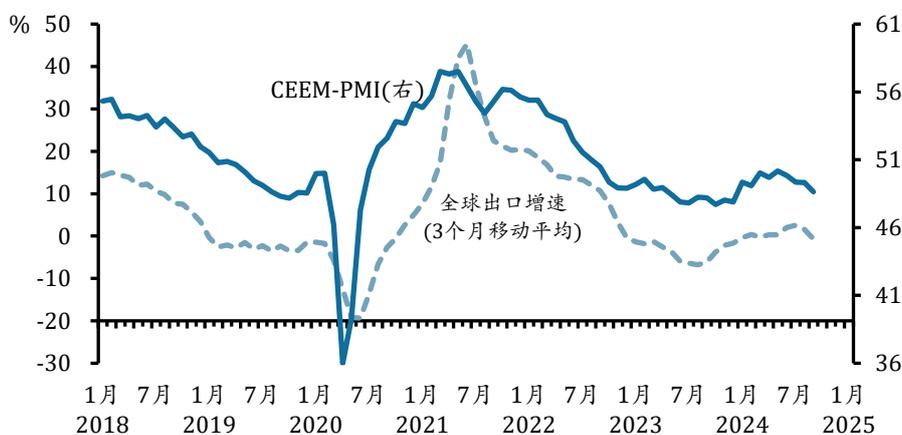
⁴ 本季报进、出口总额数据来自中国海关总署，而按贸易方式、产品和地区等分类的子项贸易数据则来自CEIC数据库。事实上，CEIC数据库中的外贸数据也来自中国海关，但由于海关事后对已公布的贸易总额数据进行了修正，而CEIC并没有完全同步调整，导致二者略有不同；对于按贸易方式、产品和地区等分类的子项贸易数据，海关未披露修正后的数值，因此海关统计月报数据和CEIC数据库一致。总体上，两个数据来源中外贸数据的变化趋势基本一致，对主要结论影响不大。

⁵ 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。

⁶ 自2022年1月起，CEEM-PMI指数中增加东盟PMI，各经济体按照2022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。

仍有望维持增长，但随着全球经济景气程度回落、进入4季度后基数效应支撑减弱，全球贸易增长动能将有所回落。

图表 70 预估 3 季度全球贸易增长动能受到全球经济景气程度回落的制约



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，2024 年 9 月为预测值。

中国出口增速继续回升，但增幅明显回落。从原因看，低基数效应、市场份额回升支撑我国出口增速继续回暖，而外需走弱则导致出口增长动能呈现趋弱态势。此外，9 月出口还受到异常天气等短期因素冲击。

3 季度，我国对美欧出口增速继续回升，而对日、韩、东盟等多个亚洲经济体出口增

二、中国出口增速继续回升，但增幅明显回落

中国海关数据显示，2024 年 3 季度，以人民币计，中国出口总额 6.5 万亿元，同比增长 5.3%；以美元计，出口总额 9121 亿美元，同比增长 5.9%，增速较上季度提高 0.2 个百分点。其中，7 月出口同比增速为 7.0%，8 月出口同比增速为 8.7%，9 月出口同比增速为 2.4%。从原因看，低基数效应、市场份额回升支撑我国出口增速继续回暖，而外需走弱则导致出口增长动能呈现趋弱态势。此外，9 月出口还受到异常天气等短期因素冲击。从量价分解看，7-8 月，出口价格同比继续负增，出口数量仍保持强劲增长，但考虑到 9 月出口增速较 7-8 月明显回落，出口数量增长势头或将趋缓。

分地区看，3 季度，我国对美欧出口增速继续回升，而对日、韩、东盟等多个亚洲经济体出口增速较上季度不同程度回落。其中，对美国和欧盟出口增长 5.0%和 7.6%，分别较上季度提高 2.5 和 7.8 个百分点。类似地，对印度和俄罗斯出口增速也有不同程度回升。相反，对日本、韩国、中国香港、中国台

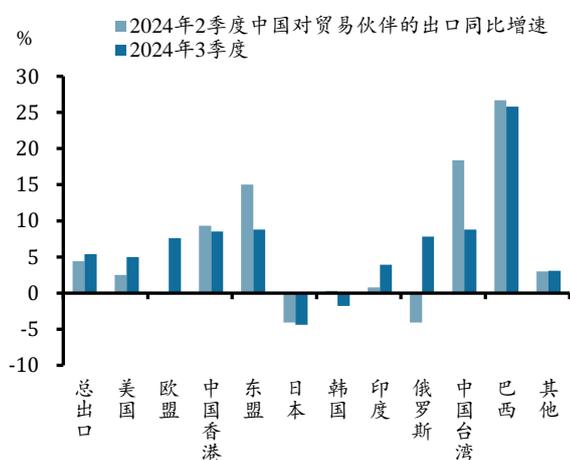
速较上季度不同程度回落。

一般贸易出口增速回落，而加工贸易和其他贸易方式出口增速继续好转。

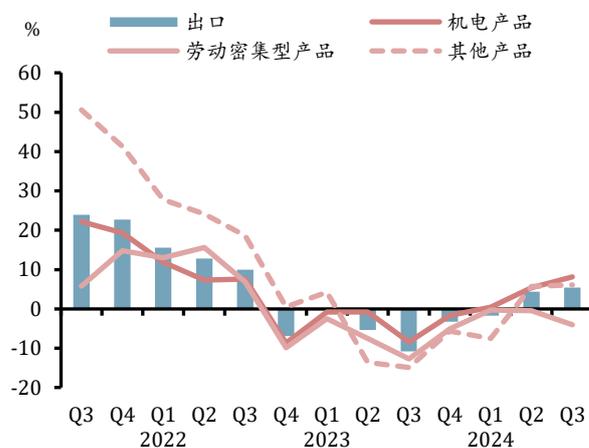
湾、东盟出口增速较上季度回落0.3-9.6个百分点，其中日本降幅最小、中国台湾降幅最大。

从贸易方式看，一般贸易出口增速回落，而加工贸易和其他贸易方式出口增速继续好转。⁷3季度，一般贸易出口同比增长4.9%，较上季度减少0.4个百分点。而加工贸易和其他贸易方式出口同比分别增长5.7%和7.3%，较上季度继续提高4.7和1.9个百分点。考虑到美欧“脱钩”“去风险”背景下，加工贸易发展环境近期并无明显好转，3季度加工贸易和其他贸易方式表现相对更好，可能与其政策优惠力度更大有关。

图表 71 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

3季度，机电产品出口同比增速继续回升，而七大类传统劳动密集型产品出口增速继续回落。

分产品看，3季度，机电产品出口同比增速继续回升，而七大类传统劳动密集型产品出口增速继续回落。其中，机电产品出口增速较上季度继续提高2.7个百分点，同比增速为8.1%。类似地，高新科技产品出口增速进一步升至6.0%。其他产品（主要为农产品、矿产品、化学品及金属制品等）出口增长趋缓，3季度出口增速仅较上季度提高0.4个百分点。而七大类传统劳动密集型产品出口同比增速进一步降至-4.0%，较上季度继续回落3.5个百分点。⁸从贡献率上看，3季度，机电产品、七大

⁷ 2024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66.1%、19.0%、14.9%。

⁸ 2024年2季度，机电产品、七大类传统劳动密集型产品和其他产品出口占总出口的比重分别为58.6%、17.1%、24.3%。

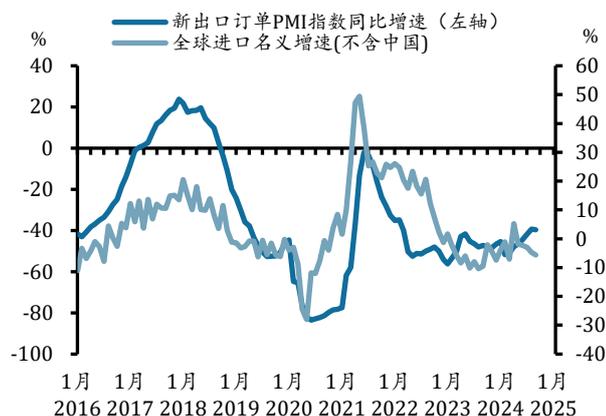
中国出口由外需和出口市场份额决定。

预估3季度外需有所恶化，主要贸易伙伴制造业景气指数普遍回落。

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87.2%、-13.4%、26.2%。

预估3季度外需有所恶化，主要贸易伙伴制造业景气指数普遍回落。一方面，2024年7月至9月，摩根大通全球制造业PMI指数滞后一期平均值为50.0，较前3个月下降0.6个百分点。特别地，9月摩根大通全球制造业PMI指数进一步回落至48.8，显示全球外贸需求或将进一步回落。基于我国主要贸易伙伴PMI构建的CEEM-PMI指数，也呈现类似变化趋势。⁹从国别看，除英国、南非以及中国台湾等少数经济体外，主要贸易伙伴制造业景气程度均较上季度有明显回落。其中，美国、欧盟以及东盟3季度制造业PMI均值分别较上季度下降1.7、0.6、0.4个单位。另一方面，7-9月新出口订单PMI指数平均值为48.2，较前3个月下降0.8个单位，新出口订单同比增速¹⁰仍然呈现两位数负增长。逐月看，6-8月新出口订单PMI指数边际略有改善，但9月快速回落至47.5，显示当前外需仍面临较大下行压力。

图表 72 预估3季度外需有所恶化



数据来源：WTO、中国海关、世界经济预测与政策模拟实验室



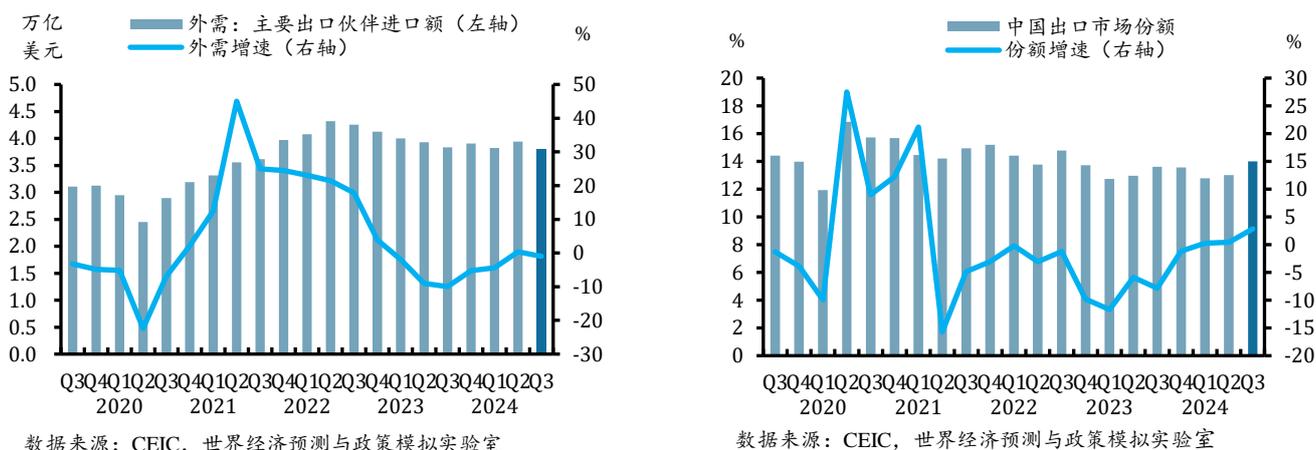
数据来源：WTO、Wind、世界经济预测与政策模拟实验室

注：全球进口名义增速（不含中国）根据WTO数据计算，其中2024年7-9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。

⁹ 2017年1月至2023年9月，CEEM 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。

¹⁰ 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 73 预估 3 季度中国出口产品市场份额略有回升



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。2023 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，俄罗斯和沙特数据存在缺失，2024 年 3 季度外需和出口市场份额为估计值。

3 季度出口市场份额继续好转，但低于 2020-2022 年同期高位。

3 季度出口市场份额继续好转，但低于 2020-2022 年同期高位。随着国内经济形势好转以及稳外贸政策落地，我国出口市场份额继续好转，但在美欧推行“脱钩”“去风险”的大环境下我国产业转移仍在持续，出口市场份额下行的长期压力仍然较大，进而导致我国出口市场份额虽有好转、但难回 2020-2022 年高位。从国别区域看，我国在东盟等发展中经济体出口份额仍保持高位，并在电动载人汽车、锂电池和太阳能电池等“新三样”产品带动下还有进一步上涨潜力。相反，我国在美国市场份额显著下降，面临东盟、墨西哥、欧盟等经济体的显著替代，而在欧盟市场份额近期在欧盟一系列贸易保护主义和“去风险”措施下也面临较大下行压力。

3 季度进口增长仍然低迷，量价分解表明，内需虽有恢复、但仍然较弱、同时出口部

三、中国进口增长仍然低迷

中国海关数据显示，2024 年 3 季度，以人民币计，中国进口总额 4.7 万亿元，同比增长 1.8%；以美元计，进口总额 6553 亿美元，同比增长 2.5%，与上季度基本持平。逐月看，8-9 月进口增速较 7 月明显放缓，这可能与 8-9 月的极端天气有关。从量价分解看，进口价格增速在低基数效应下维持增长但并不强

门的进口需求增长恢复也较为有限。

3 季度，中国从美国、欧盟、东盟、中国台湾进口增速继续改善，但自日本、韩国、中国香港、巴西、印度以及俄罗斯进口增速回落。

机电产品依然是支撑 3 季度进口增长的主要力量，而金属和能源类大宗商品进口增速有所回落。价格因素对不同产品进口增长影响呈现分化。

劲，而进口数量增速仍然低迷。这反映内需虽有恢复、但仍然较弱、同时出口部门的进口需求增长恢复也较为有限。

分地区看，3 季度，中国从美国、欧盟、东盟、中国台湾进口增速继续改善，但自日本、韩国、中国香港、巴西、印度以及俄罗斯进口增速回落。考虑到我国自上述进口增速回落经济体主要为关键零部件和原材料，这一方面表明国内相关产业需求较弱，另一方面也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。

从贸易方式¹¹看，3 季度，加工贸易和其他贸易进口增长势头更为强劲，而一般贸易进口继续回落。其中，一般贸易进口同比下降 2.1%，较上季度提高 1.3 个百分点；而加工贸易和其他贸易进口同比分别增长 11.0%和 10.9%，较上季度提高 4.6 和减少 5.0 个百分点。考虑到美国大选背景下大国博弈可能进一步加剧，加工贸易增长是否能够持续仍有待观察。

分产品¹²看，机电产品依然是支撑 3 季度进口增长的主要力量，而金属和能源类大宗商品进口增速有所回落。其中，机电产品和高科技产品进口增速进一步提高至 9.4%和 13.5%。相反，其他产品进口增速要么低迷、要么回落。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进口同比增速依次为 0.5%、3.7%、1.1%、2.7%、-0.9%，较上季度变化 11.9、-1.0、-1.1、3.8、6.7 个百分点。

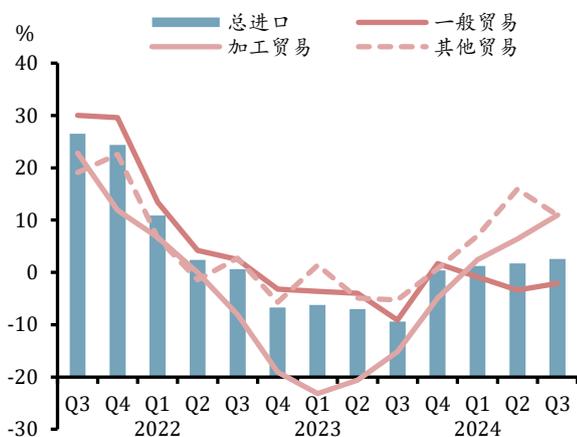
价格因素对不同产品进口增长影响呈现分化。其中，铁矿石进口呈现量增价减、LME 铜进口呈现量减价增、原油呈现量价齐跌。具体而言，3 季度，铁矿石、LME 铜、原油平均价格同比

¹¹ 2024 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 63.0%、15.0%和 22.1%。

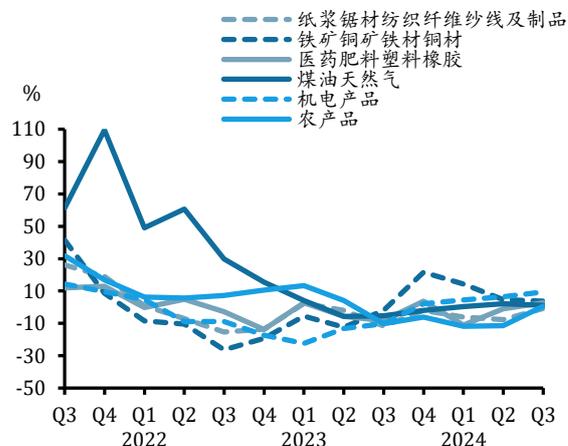
¹² 2024 年 2 季度，农产品、铁矿-铜矿-铁材-铜材、煤-油-天然气、医药-肥料-塑料-橡胶、纸浆-锯材-纺织纤维纱线及制品、机电产品进口占总进口的比重依次为 8.8%、8.2%、18.9%、4.4%、1.9%、37.1%。

增速分别为-14.9%、10.1%、-7.6%；进口数量同比增速分别为2.4%、-4.7%、-3.7%。

图表 74 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、经常账户顺差继续扩张

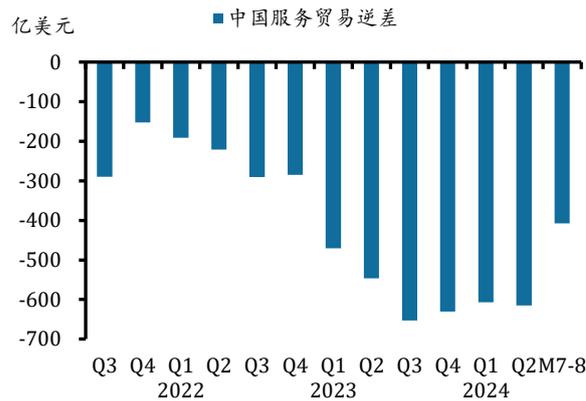
经常账户顺差继续扩张。

2024年3季度，以人民币计，中国货物贸易顺差额为18294亿元，同比增速为15.3%；以美元计，顺差总额为2567亿美元，同比提高15.8%（上季度增速为14.9%）。其中，来自一般贸易的货物顺差显著回升，而加工贸易顺差略有回落。服务贸易逆差规模缩小。7-8月，中国服务贸易逆差为407亿美元，同比下降3.3%。其中，境外旅行服务逆差为387亿美元，同比提高18.7%；运输服务逆差为69亿美元，同比下降50.9%。货物贸易顺差涨幅大于服务贸易逆差，意味着当前经常账户顺差继续扩张。

图表 75 中国货物贸易顺差和服务贸易逆差



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

3 季度，中国经常账户占 GDP 比重预估在 1.8% 左右。

据国家外汇管理局统计，2024 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 7136 亿元。考虑到 2022-2023 年初次和二次收入赤字约为贸易盈余的 42%，同时 3 季度名义 GDP 同比增速为 4.04%（实际 GDP 增速为 4.6%、GDP 平减指数增速为 -0.53%），预估 3 季度经常账户占比或在 1.8% 左右。与此相比，2024 年 2 季度，中国经常账户盈余占 GDP 的 1.21%，货物和服务净出口对 GDP 增长的贡献为 0.6 个百分点（按人民币不变价计），较去年同期提高 1.6 个百分点。

五、外贸展望

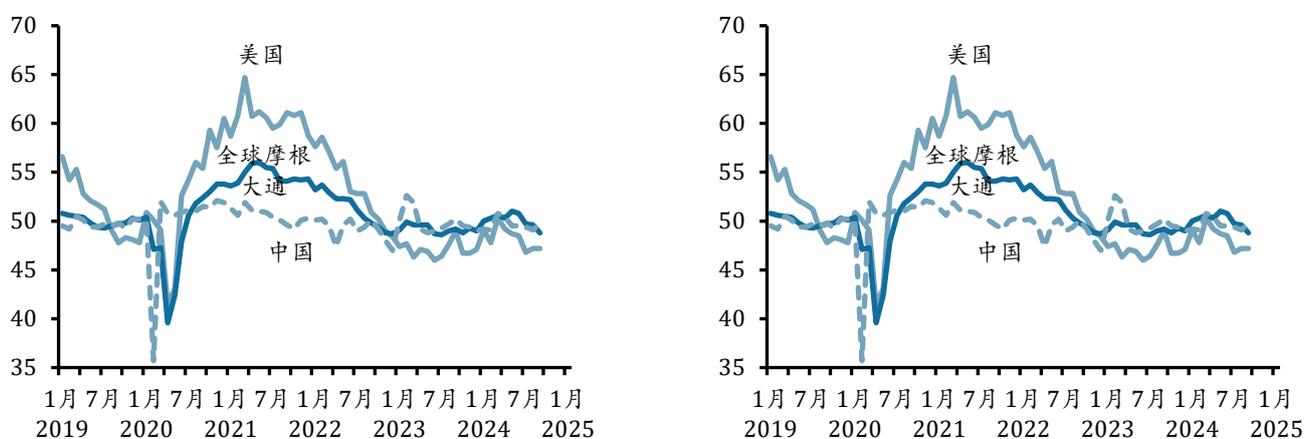
预计 2024 年中国出口将在低基数下呈现反弹，但长期前景不乐观。

预计 2024 年中国出口将在低基数下呈现反弹，但长期前景不乐观。截至 10 月 16 日，Wind 数据库对 2024 年中国出口金额同比的预测为 4.92%。彭博 6 月对 22 位经济学家关于中国出口增长预测的中位数为 4.3%。考虑到 2023 年中国出口增速为 -4.7%，这意味市场目前对中国出口增长的预测仅是低基数下的弱反弹，对出口的短期反弹力度和长期增长前景均不乐观。

外需和出口市场份额可能同时制约我国出口增长潜力。从外需看，世界经济增速尽管较为稳定、但增速较慢。国际货币基金组织 7 月《全球经济展望》报告预测 2024 年世界经济增速为 3.2%。世界贸易组织 10 月《全球贸易展望和统计》对全球货物贸易增速的预测为 2.7%，较 4 月预测轻微上调 0.1 个百分点，仍显著低于 2023 年 10 月预测的 3.3%。从市场份额看，随着美国“脱钩”“去风险”政策的持续推进，我国在以美国为主导的

供应链地位不断被削弱、市场份额持续走低，这一现象在高科技产业中尤为明显。我国在欧盟市场份额也受到反倾销、反补贴等一系列限制性措施的影响。尽管我国在东盟、巴西等新兴市场国家市场份额处于高位，但继续上涨空间有限。此外考虑到 2023 年美国、欧盟在我国出口中合计占比接近 30%，而东盟占比仅为 15.5%，加之来自发达经济体的最终需求仍是拉动全球贸易的主要力量，这意味对发展中经济体出口份额的增加可能难以完全弥补我国在发达经济体出口份额的下降。

图表 76 全球及主要经济体制造业 PMI



图表 77 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)		
	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2021	2022	2023
出口	-1.7	4.4	5.4	29.7	7.0	-5.1
进口	1.2	1.7	2.6	30.0	1.4	-5.6
出口额	8045	9011	9121	33682	36045	34222
进口额	6243	6485	6553	26789	27155	25636
货物贸易余额	1802	2526	2567	6894	8890	8586
2. 地区出口						
	(美元同比/%)			(规模/亿美元)		
	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1	2024Q2	2024Q3
出口	-1.7	4.4	5.4	5882	6355	3721
美国	-4.4	2.5	5.0	1101	1314	1400
欧盟	-6.9	-0.2	7.6	1173	1331	1347
中国香港	7	9.3	8.5	664	709	767
日本	-9.5	-4.1	-4.4	369	373	375
东盟	-2.5	15	8.8	1356	1506	1399
俄罗斯	1.5	-4.1	7.8	244	273	315
3. 贸易方式						
	(美元同比/%)			(规模/亿美元)		
	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1	2024Q2	2024Q3
一般贸易出口	-0.6	5.3	4.9	5323	5968	5871
加工贸易出口	-9.9	1.0	5.7	1549	1716	1868
其他贸易出口	5	5.4	7.3	1205	1343	1391
一般贸易进口	-0.9	-3.4	-2.1	3998	4084	4007
加工贸易进口	2.4	6.4	11	916	970	1116
其他贸易进口	7	15.9	10.9	1326	1433	1433

数据来源：CEIC 数据库。