

# 全球宏观经济季度报告

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

撰稿人	张 斌	肖立晟	杨子荣
	陆 婷	冯维江	周学智
	熊爱宗	徐奇渊	杨盼盼
	常殊昱	栾 稀	陈 博
	云 璐	崔晓敏	熊婉婷

中国社会科学院世界经济与政治研究所

全球宏观经济研究室

《全球宏观经济季度报告》由中国社会科学院世界经济与政治研究所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

全球宏观经济研究组

<b>顾问</b>	张宇燕			
<b>首席专家</b>	张 斌		姚枝仲	
<b>团队成员</b>	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	徐奇渊	中国经济
	杨盼盼	东盟与韩国	常殊昱	国际金融
	栾 稀	国际金融	李远芳	国际金融
	陈 博	大宗商品	顾 弦	大宗商品
	云 璐	大宗商品	吴海英	对外贸易
	崔晓敏	对外贸易	熊婉婷	宏观经济
	王 地	宏观经济	陈 韵	科研助理

联系人：陈韵

邮箱：iwepeem@163.com

电话：(86)10-8519 5775

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全球宏观经济研究组所有，未经本研究组许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，本研究组保留法律追责权。

## 目录

### 美国：经济进入弱复苏阶段 ..... 1

在经济活动部分重启、巨额纾困政策与无限量宽松货币政策的支持下，美国经济在4月中旬开始快速反弹。3季度美国经济继续复苏，但复苏速度放缓。分项来看，3季度美国PMI延续复苏态势，尤其是制造业新订单指数增长强劲；消费恢复速度放缓；企业投资谨慎反弹，房地产市场强势复苏；对外贸易同比增速跌幅收窄，贸易逆差进一步扩大；劳动力市场持续修复，失业率仍然高企；通货膨胀有所回升；金融市场与经济表现继续背离，金融市场波动概率加大；美元指数持续下行。由于已有的纾困政策逐步到期，而新的纾困政策由于两党意见不一致迟迟未获通过，美国经济增长动能后继乏力，前期风险可能再度显现。未来经济复苏速度与持续时间主要取决于新冠疫情走势和新的纾困政策力度。

### 欧洲：疫情再起，经济复苏受阻 ..... 9

2020年3季度，欧元区受二次疫情影响，经济复苏进程放缓。综合PMI从7月的高点逐步下滑至接近荣枯线水平，服务业PMI下挫最为严重，而制造业PMI则在出口需求改善的支撑下展现出较强韧性。区内失业率不断攀升，消费信心未能得到修复，通胀表现持续低迷，给欧洲央行货币政策的制定带来挑战。不过，欧元区企业的投资生产活动逐渐恢复，贸易账户表现亦好于预期，为3季度经济正增长奠定了基础。就目前而言，随着各国隔离防疫措施的重新实施，4季度欧元区经济再度陷入萎缩的可能性显著增加，疫情发展和政策应对将会是影响未来2~3个月欧元区经济的关键。

### 日本：经济反弹力度较弱 ..... 17

2020年第3季度，日本新冠肺炎疫情发展相对平稳，经济恢复状况却并不理想。7到9月，日本制造业PMI均值为46.6，连续第7个季度或20个月处于荣枯线之下。服务业PMI均值为45.4，继续收缩。失业率环比升高，有效求人倍率环比下降。进入第3季度，日本主要消费和投资指标继续同比负增长。7月日本家庭消费动向指数实际值和2人以上家庭实际消费总额均较去年同期减少7.6%。7月和8月，日本一般商品零售额分别同比下降12.9%和12.4%，同比数据均较6月份有所恶化。日本投资状况依旧不佳：7月机械订单同比减少19.4%；7月份日本建筑工程当月完成额同比减少3.2%，同比跌幅进一步扩大。7月和8月，日本对外贸易连续两个月实现顺差，日本对华出口在7月和8月都实现同比正增长。日本金融政策和财政政策在第3季度未有明显变化，仍以宽松为主基调。日本央行在第3季度继续大力度购入资产。在日本央行和财政部的刺激政策下，流动性在第3季度保持充裕。7月日本国内银行贷款总额同比增幅创历史新高。从7月初的调查数据看，中小企业可能是贷款需求增加的主要力量。8月M2同比增幅创1990年12月以来新高。不过，核心CPI和PPI仍然未有明显起色，8月扣除食品和能源后的CPI重新落入负值，PPI同比跌幅逐步减小。第3季度日本股市和汇市总体平稳，日经225指数和日元兑美元汇率稳中有涨，日元实际有效汇率微跌。无担保隔夜拆借利率和10

年期国债收益率在 0%附近波动。预计日本第 3 季度实际 GDP 同比增长率为-7%到-6%之间。

### 金砖国家：疫情重压之下的缓慢复苏 ..... 25

受疫情影响，金砖国家经济在 2 季度受到严重冲击，不过随着疫情防控措施的逐步放缓，各国经济在 3 季度有所恢复，虽然部分指标仍在负向区间运行，但衰退幅度已有所降低。与此同时，部分国家宏观景气指数出现大幅上升，如巴西制造业 PMI 在 9 月上升至 64.9，印度制造业 PMI 在 9 月也恢复至 56.8。但当前金砖国家疫情防控压力依然较大，特别是印度、巴西、俄罗斯，各国在恢复经济发展、逐步放松防控措施的同时，仍要对疫情的进一步发展保持警惕。经济能否在复苏的轨道上持续运行，仍要视疫情的发展而定，4 季度经济仍将面临较大的不确定性。各国仍需在财政政策和货币政策上发力，但财政赤字大幅增加、政府债务不断攀升限制了各国的刺激空间，货币政策基准利率大都降至历史低位，进一步宽松的空间也变得十分有限。

### 中国：如何构建双循环新发展格局 ..... 31

1980 年代后期，国际大循环及其对应的沿海经济发展战略提出并获得了巨大成功，不过之后也伴随出现了一系列的挑战和结构性问题。在此基础上，我国的经济发展战略也进行了与时俱进的调整，经历了“构建扩大内需长效机制”、“供给侧结构性改革”、“强大国内市场”、“畅通国民经济循环”等思考与探索。最终在新形势下，双循环的新发展思路更加明确、清晰起来，并逐渐清晰地表述为“构建国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”。双循环的新发展格局从供求互动出发，同时又超出了简单的供求关系，贯穿、扩展到了生产、分配、流通、消费各个环节。从此意义上而言，双循环的新发展格局与供给侧改革有继承的关系，同时也有了更进一步的扩展。

### 东盟韩国：经济复苏确立，但程度偏弱 ..... 37

2020 年第 3 季度，东盟六国和韩国经济开始复苏，但程度偏弱。第 3 季度，印尼和菲律宾疫情仍未结束，区内其他经济体的情况则相对较好。第 3 季度，东盟整体制造业 PMI 回升至 47.9，较上季上升 11.3；韩国制造业 PMI 为 48.4，较上季上升 6.3。9 月最新数据显示，新加坡和越南的制造业 PIM 已经重回荣枯线以上，韩国 PMI 也已接近荣枯线，大多数国家的景气程度出现好转，但疫情反复可能影响内需复苏，外需回暖的不确定性仍存。贸易初步数据支持经济外部环境的好转，但出口能否全面重回正增长尚不确定。金融市场本季度稳中走弱，美元走弱背景下区内货币升值也较有限，这也反映出经济增长前景弱复苏的预期。预计东盟六国和韩国经济在 2020 年下半年继续复苏，2020 年全年，本区域除越南外的主要经济体都有较大概率出现负增长。

### 全球金融市场：美元贬值，风险隐现 ..... 45

多国疫情反弹和纾困政策退出疑虑使得全球金融市场风险再现，资产价格波动再上升。风险资产方面，大部分国家的股市整体回升，但 9 月份均出现不同程度的回调。利率方面，发达经济体货币市场利率相对稳定、国债收益率窄幅震荡；新兴经济体货币市场利率走势分化，国

债收益率普遍上升、但上升程度不一。汇率方面，美元明显贬值，除土耳其、俄罗斯、阿根廷等个别国家外，大部分国家货币升值。展望4季度，疫苗出台、美国大选、新一轮纾困政策等重要事件将成为影响全球金融市场走势的重要因素。尽管特朗普及其政府不断制造不确定性，但美元指数难现往年的选前强势。

### **大宗商品市场：价格震荡反弹，受需求疲弱拖累 ..... 57**

2020年3季度大宗商品价格持续震荡反弹，但在季度末受油价拖累小幅回调，且总体走势面临实体需求相对疲弱的影响。受新冠疫情的需求冲击影响，大宗商品价格在2季度跌至谷底。随着疫情常态化及中国率先恢复，几乎所有品种均超跌反弹，并在供给端收缩和资金面宽松的驱动下，上涨至接近疫情前水平。但疫情反复及需求疲弱仍对主要品种价格形成压制。OPEC大幅减产的边际效果下降，油价反弹后回调，需求前景仍然疲弱。有色金属价格上涨，但铜价由于需求不振涨势放缓；铁矿石和钢材价格受中国复苏拉动走强。3季度国际国内农产品价格表现一致，涨势强劲，大豆和小麦等因供给收紧、需求增长而上涨。

### **外贸专题：出口超预期回升，进口增速回正 ..... 67**

2020年3季度，中国出口（美元）同比增长8.8%，较上季度提高8.7个百分点；进口同比增长3.2%，较上季度提高12.9个百分点；货物贸易顺差总额为1583亿美元，较去年同期提高405亿美元。7-8月，服务贸易逆差为242亿美元，同比下降265亿美元。3季度出口增速回升来自两方面力量：一是，随着海外疫情的好转，外需较2季度有所恢复；二是，中国出口产品市场份额同比仍处在高位。预计4季度中国出口同比增速修复力度放缓，不确定性增加。一方面，外部经济的景气程度仍有望继续改善，但改善力度大概率将放缓。另一方面，出口市场份额对中国出口的拉动作用可能减弱。此外，全球经济仍然面临较大不确定性，包括疫情发展和疫苗效果，美国大选干扰下中美经贸关系政治化，以及贸易保护主义倾向加强等。当然，随着二次疫情的出现，如果后续美欧等继续加码宽松货币和财政政策，也可能促使全球经济景气程度的进一步回升。

## 图表目录

图表 1	美国制造业和非制造业 PMI (ISM)	2
图表 2	美国个人消费支出与消费者信心指数	2
图表 3	美国私人投资与投资者信心指数	3
图表 4	美国对外贸易	4
图表 5	美国劳动力市场	4
图表 6	美国通货膨胀	5
图表 7	美国经济运行状况：高频数据	8
图表 8	PMI 触底回升	10
图表 9	通胀水平持续受抑	11
图表 10	疫情导致失业率攀升	12
图表 11	消费者信心回升	12
图表 12	企业投资放缓	13
图表 13	贸易帐盈余好于预期	14
图表 14	PMI 依然处于荣枯线下，就业情况继续恶化	18
图表 15	日本消费和投资同比依然萎缩	19
图表 16	7 月和 8 月实现贸易顺差	19
图表 17	日本银行第 3 季度资产购买力度依然较大	21
图表 18	小型企业贷款需求旺盛，个人贷款需求不振	21
图表 19	流动性显著扩张	22
图表 20	通缩风险依然存在	22
图表 21	股市、汇市总体平稳	23
图表 22	短期货币市场利率、10 年期国债收益率在 0%附近波动	24
图表 23	中国与金砖国家贸易情况	29
图表 24	金砖国家数据概览	30
图表 25	东盟六国与韩国的新冠累计确诊人数	38

图表 26 东盟六国与韩国的制造业 PMI 月度值.....	39
图表 27 区内国家主要股票指数季末环比变动.....	39
图表 28 区内国家货币对美元汇率（间接标价法）季末环比变动.....	40
图表 29 东盟六国与韩国宏观经济数据概览.....	43
图表 30 全球金融市场主要指标变动.....	46
图表 31 全球金融市场风险状况图.....	46
图表 32 主要发达和新兴经济体汇率走势一览.....	47
图表 33 全球主要发达与新兴经济体股市走势一览.....	48
图表 34 全球主要发达与新兴经济体货币市场走势一览.....	49
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.....	49
图表 36 银行代客收付款分项结构.....	51
图表 37 银行代客收付款与结售汇顺差差额.....	53
图表 38 银行代客远期结售汇签约差额.....	53
图表 39 银行代客远期结售汇展期.....	53
图表 40 外币公司债季度发债额度与频率.....	54
图表 41 3 季度大宗商品价格季度均价显著反弹.....	58
图表 42 大宗商品价格反弹趋势放缓.....	58
图表 43 3 季度石油价格反弹后回调.....	58
图表 44 3 季度 OPEC 产量有所反弹.....	58
图表 45 3 季度美国商业库存仍以缩减为主.....	59
图表 46 中国原油进口需求持续走高.....	59
图表 47 LME 铜铝价增速放缓.....	59
图表 48 全球铜库存总量下跌趋势减缓.....	59
图表 49 国际铁矿石价格持续偏强运行.....	59
图表 50 国际铜价指数回升.....	59
图表 51 国内农产品现货价格上涨.....	64
图表 52 CBOT 大豆玉米价格大幅上涨.....	64

图表 53 预估 3 季度全球贸易增速回升 .....	68
图表 54 预估 3 季度外需将部分修复 .....	69
图表 55 预计 3 季度外需将修复 .....	71
图表 56 预计 3 季度中国出口产品市场份额略有回落，但仍处在高位 .....	72
图表 57 中国进口增速的地区分布（单位：%） .....	73
图表 58 中国进口增速的贸易方式和产品分布 .....	73
图表 59 中国货物贸易顺差及服务贸易逆差 .....	75
图表 60 全球及主要经济体制造业 PMI .....	77
图表 61 中国外贸数据概览 .....	78

## 美国：经济进入弱复苏阶段

在经济活动部分重启、巨额纾困政策与无限量宽松货币政策的支持下，美国经济在4月中旬开始快速反弹。3季度美国经济继续复苏，但复苏速度放缓。分项来看，3季度美国PMI延续复苏态势，尤其是制造业新订单指数增长强劲；消费恢复速度放缓；企业投资谨慎反弹，房地产市场强势复苏；对外贸易同比增速跌幅收窄，贸易逆差进一步扩大；劳动力市场持续修复，失业率仍然高企；通货膨胀有所回升；金融市场与经济表现继续背离，金融市场波动概率加大；美元指数持续下行。由于已有的纾困政策逐步到期，而新的纾困政策由于两党意见不一致迟迟未获通过，美国经济增长动能后继乏力，前期风险可能再度显现。未来经济复苏速度与持续时间主要取决于新冠疫情走势和新的纾困政策力度。

### 一、经济运行形势

**3 季度美国经济继续弱复苏。**

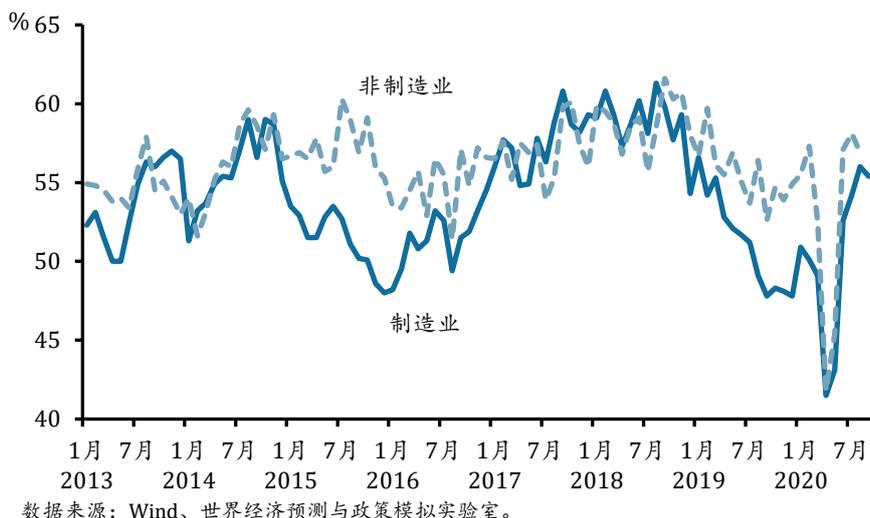
**PMI 延续复苏态势。**3 季度各州经济逐渐重启，经济和生产活动部分恢复正常，制造业和服务业出现明显改善。制造业 PMI 在 4 月见底后回升，7-9 月份制造业 PMI 分别为 54.2%、56% 和 55.4%，其中新订单指数增长强劲，7-9 月分别为 61.5%、67.6% 和 60.2%。非制造业 PMI 也连续三个月扩张，但扩张速度有所放缓。7-8 月非制造业 PMI 分别为 58.1% 和 56.9%，其中新订单指数回落明显，8 月非制造业新订单指数环比大幅下降 10.9 个百分点至 56.8%。

**消费恢复速度减缓，消费者信心低位徘徊。**

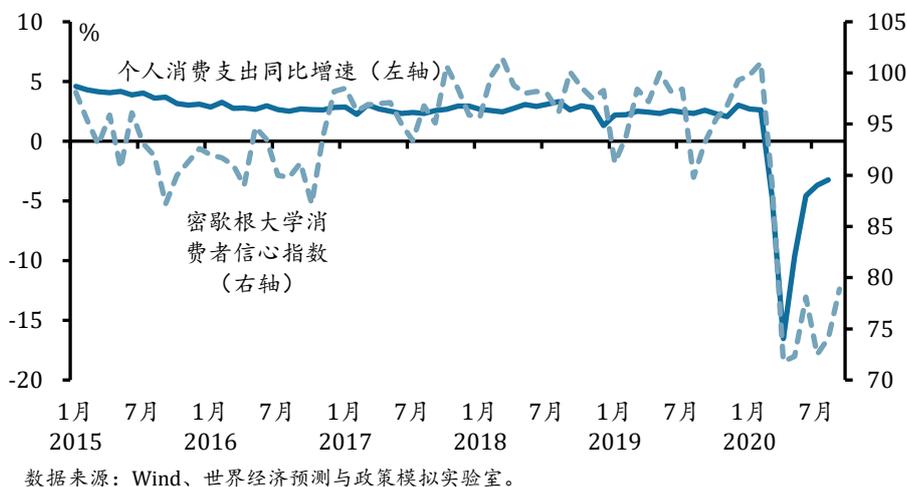
**消费恢复速度减缓，消费者信心低位徘徊。**消费一直是支撑美国经济增长的主要动力。在疫情冲击下，商业活动被迫中断，失业人口暴增，美国的个人消费支出也断崖式下跌，2 季度个人消费支出同比增速下滑 10.5 个百分点，拖累经济增速 24.8 个百分点。受益于纾困政策的支持下每月 600 美元的失业补助金，个人消费支出自 5 月以来正增长，但环比增速在不断下降，且仍未恢复至危机前水平。尤其是随着 7 月 31 日失业补助的到期，新的补助政策尚未出台，8 月的个人实际消费支出环比增速跌至 0.67%，连续 4 个月环比增速回落。零售额数据也表现出相似的趋势，同比增速强劲，零售额重回疫情前水平，环比增速却同样持续下降，8 月环比增速跌至负值-1.43%。在低位徘徊的消

消费者信心也反映了在纾困政策缺失的情况下美国消费数据后继乏力的困境，制约着美国经济的复苏前景。

图表 1 美国制造业和非制造业 PMI (ISM)



图表 2 美国个人消费支出与消费者信心指数

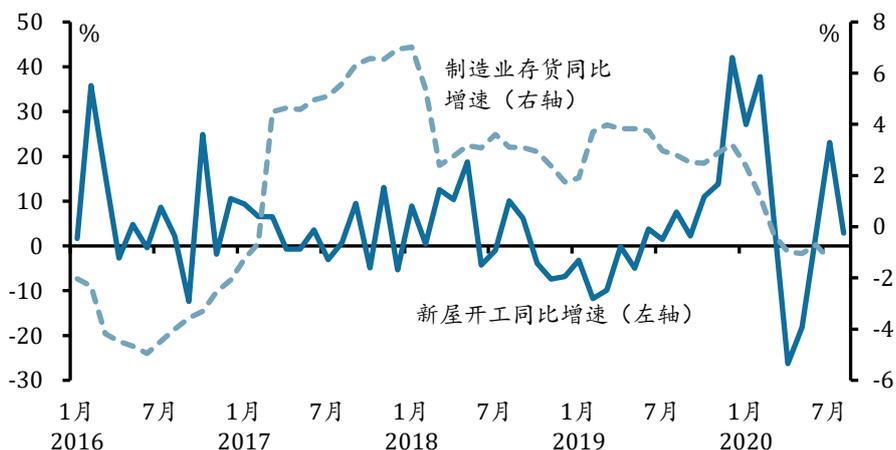


房地产市场强势复苏，中小企业资本支出乐观指数谨慎反弹。

房地产市场强势复苏，中小企业资本支出乐观指数谨慎反弹。美国 8 月新屋开工同比增长 2.83%，连续第三个月正增长，尤其是 7 月同比大幅增长 23.1%，新屋销售和营建许可数据也同样表明美房地产市场强劲复苏，这可能与抵押贷款利率下降、纾困政策导致个人收入

增加和储蓄率提高、以及疫情引发的“待在家里”新常态有关。企业投资方面，美国制造业正处于被动去库存阶段，其中，零售端去库存最为强烈，制造商和批发商去库存相对迟缓。分行业来看，各行业库存水平不均，上游资源品、中游加工工业品和部分下游消费品都处于去库存阶段，汽车与房地产行业的库存已处于筑底阶段，计算机电子产品已处于补库存阶段，率先启动库存周期。此外，中小企业资本支出乐观指数在4月触底后反弹，7月与8月持平；7-9月Sentix投资信心指数较2季度明显提高，但仍为负数，这些表明企业投资信心仍较为谨慎。

图表 3 美国私人投资与投资者信心指数

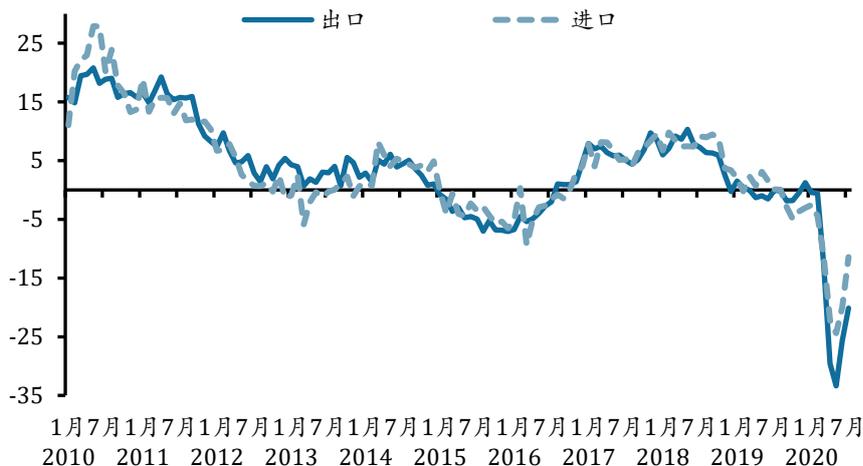


数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

### 对外贸易跌幅收窄。

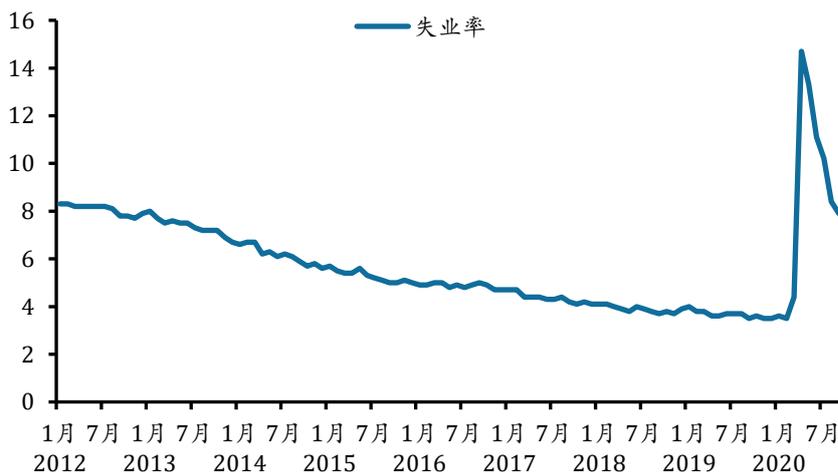
**对外贸易跌幅收窄。**随着新冠疫情造成的全球贸易活动物理性隔断部分解除，美国对外贸易在2季度出现断崖式下跌后开始反弹，跌幅收窄。2020年7月，美国出口金额收缩至1681亿美元，同比减少20.12%，进口金额下降至2316亿美元，同比减少11.41%。一方面，与2季度相比，7月份美国对外贸易同比增幅跌幅收窄；另一方面，由于出口比进口下降的更快，贸易逆差进一步扩大至635亿美元。

图表 4 美国对外贸易



数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 5 美国劳动力市场



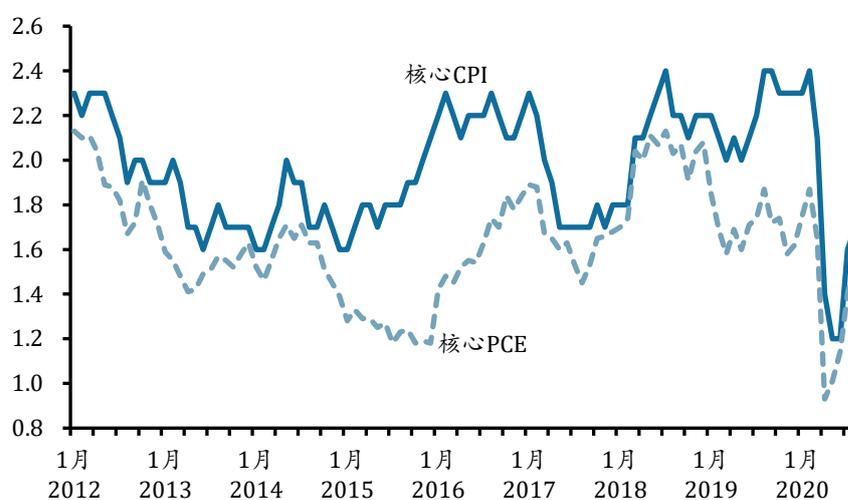
数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

失业率继续下降，  
仍处于历史高位。

失业率继续下降，仍处于历史高位。2020年4月美国非农就业人数减少2053.7万，失业率飙升至14.7%，创下大萧条以来最高纪录。随着经济重启，失业率逐步下降，9月美国失业率降至7.9%，持续领取失业金人数也减少至1177万人，新增非农就业66.1万人。劳动力市场的改善反映了受新冠疫情而被限制的经济活动持续恢复。具体来看，8月非农就业人数增长最多的三个部门分别是政府部门、零售业部门以及专业和商业服务部门。政府部门新增就业人数34.4万人，其中联邦

政府新增就业人数 25.1 万人，23.8 万人是 2020 年人口普查临时工；零售部门新增就业人数 24.9 万人；专业和商业服务部门新增就业 19.7 万人，其中超过半数增长来自临时帮助服务。9 月非农就业数据不及预期，重要原因在于政府部门新增就业为-21.6 万人。虽然劳工部数据显示就业市场持续复苏，但失业率和持续领取失业金人数都仍处于历史高位，且永久性失业情况令人担忧，8 月美国永久性失业人数继续增加至 370.4 万人，占失业人数的 42.4%。美国将需要花费大量的时间，才能使失业率恢复至疫情前水平。

图表 6 美国通货膨胀



数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

### 通胀有所回升。

**通胀有所回升。**受疫情冲击，叠加油价大跌，2020 年 4 月美国 CPI 环比下降 0.7%，为 2008 年 12 月份以来最大降幅，同比增长放缓至 0.3%，为 2015 年以来最小增长。8 月美国核心 CPI 和核心 PCE 分别提高至 1.7% 和 1.59%，通货膨胀有所回升。在 9 月议息会议中，美联储上调 2020-2022 年美国核心 CPI 预期至 1.5%、1.7% 和 1.8%，并重新修订的货币政策框架明确允许一定时期内的通胀超调，使得市场对于未来通胀预期上升。经济重启和需求回升的节奏、以及货币供给大幅上升，将支撑美国通胀回升，但全球不确定性上升、僵尸企业比例扩大、以及主要刺激政策退出等因素将在一定程度上抑制通胀的上升幅度和持续时间。

金融市场风险不容忽视。

金融市场风险不容忽视。3 月份美股出现崩盘式暴跌，随后美股出现 V 型反弹，几乎收复此前跌幅，尤其是纳斯达克指数更是再创新高。美国金融市场与实体经济之间出现严重背离，是美联储激进的救市政策以及美国经济结构失衡的产物。首先，美联储以无限量宽松的方式向市场注入流动性，并通过大规模购买公司债券稳定市场，这种救助方式避免了大量企业因为债务危机而破产。其次，美股的反弹主要以科技龙头股带动，多数股票表现平平。这些龙头股科技公司的业务受疫情影响相对较小，而且也是上一轮美股牛市的核心驱动力，因此被投资者抱团继续抬高股价。考虑到美国风险资产已经修复至历史高位，市场参与结构、基本面或政策的边际变化均可能会引发市场的波动。由于市场流动性极其充裕和不确定性因素增加导致 10 年期国债收益率不断下跌。6 月以来美元指数持续下行，主要有三大压制因素。其一，疫情防控不力，经济陷入衰退，复苏路径维艰。其二，巨额的财政赤字和无限量宽松的货币政策，市场越来越质疑未来美元的购买力。其三，欧美之间的疫情错位，美国疫情二次爆发，而当时欧洲疫情防控较好。未来有部分因素可能会支撑美元指数反弹或避免美元指数过度走弱。首先，地缘政治冲突加剧，投资者避险情绪再度升温。其次，全球经济迟迟不能反弹，金融市场二度探底。最后，随着欧洲疫情不断发酵，如果欧美之间的疫情继续收敛（或者美国向好，或者欧洲转差），美元指数短期或重拾上涨动力。

## 二、宏观政策分析

新纾困政策暂时缺位，货币政策继续宽松。

新的纾困政策暂时缺位。3 月份以来，美国政府已出台了三轮主要救助方案。3 月 6 日，美国通过第一轮 83 亿美元救助基金，主要用于支持医疗卫生部门抗疫；3 月 18 日，美国国会通过第二轮救助计划的法案，规模约 1920 亿美元，主要用于对家庭的支持，其中超过一半的资金（1050 亿美元）用于支持企业带薪病假；3 月 25 日，美国国会通过第三轮救助措施（CARES Act），该项经济救助计划总额 2.2 万亿美

元，对居民、企业和地方政府提供全面的资金支持。这些纾困政策保障了美国家庭尤其是贫困家庭的基本生活和避免中小企业的大规模破产。随着已有的纾困政策逐渐到期，而关于新一轮纾困政策，两党尚未达成一致意见，新纾困政策的暂时缺位可能会导致消费下滑和经济复苏势头受阻。

**美联储维持宽松货币政策不变，重新修订货币政策框架。**为了应对经济恢复的不确定性，美联储维持宽松货币政策不变，9月的美联储议息会议点阵图显示美联储预计将维持当前0%至0.25%的利率水平直至2023年底，这意味着，未来三年时间美联储不会有加息操作，将在较长一段时间保持极度宽松的货币政策。美联储修订货币政策框架，正式采用平均通胀目标制，对于通胀的容忍度提升，这进一步强化了宽松货币政策预期。此外，与6月峰值相比，3季度美联储资产负债表规模略有缩小，但仍处于历史高位。

### 三、美国经济形势小结与展望

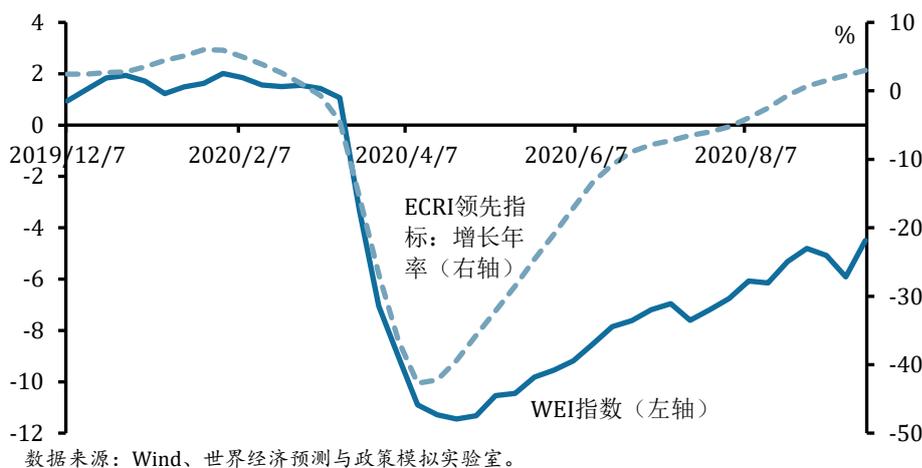
**美国经济进入复苏的第二阶段，复苏速度放缓。**

**美国经济3季度有所复苏。**3季度美国PMI延续复苏态势，尤其是制造业新订单指数增长强劲；消费有所恢复，增速放缓；企业投资谨慎反弹，房地产市场强势复苏；对外贸易同比增速跌幅收窄，贸易逆差进一步扩大；劳动力市场继续修复，失业率进一步下降；通货膨胀有所回升；金融市场与经济表现继续背离，未来金融市场波动概率加大；美元指数持续下行。美联储上调美国经济增速预期，2020年GDP预期增速由-6.5%上调至-3.7%。亚特兰大联储基于高频数据的预测显示3季度美国GDP环比折年率有望达到31.7%，同比增速-3.3%。此外，高盛也上调美国3季度经济增速预期，预计3季度GDP环比折年率将达到35%。

**美国经济进入复苏的第二阶段，复苏速度放缓，未来阻力显现。**随着经济活动的部分重启、巨额纾困政策与无限量宽松货币政策的支持，美国经济在4月中旬开始快速反弹。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 4 月 25 日当周以来掉头向上，13 周移动平均也在 6 月 27 日以后扭转下跌趋势，ECRI 领先指标也表现出了相似规律。3 季度以来，美国经济继续复苏，但复苏速度明显放缓，这主要是由于已有的纾困政策逐步到期，而新的纾困政策由于两党意见不一致迟迟未获通过，直接导致居民消费支出增速明显放缓，拖累经济增长。

图表 7 美国经济运行状况：高频数据



未来经济复苏速度与持续时间主要取决于新冠疫情走势和新的纾困政策出台情况，房地产和库存周期可能是本来经济复苏的亮点。

未来经济复苏速度与持续时间主要取决于新冠疫情走势和新的纾困政策出台情况，房地产和库存周期可能是本来经济复苏的亮点。随着秋冬季节的到来，如果新冠疫情仍未得到有效控制，甚至再次大面积传播并导致经济再度封锁，可能使得目前的僵局变成“二次探底”。如果新冠疫苗比预期的更早得到广泛应用，经济增长可能重新加速。未来的另一个风险在于，如果新的纾困政策长时间无法出台，经济增长将失去动力，2 季度的风险可能会再次重新出现，甚至被放大，消费可能快速回落，公司违约率再度上升，金融市场也再度剧烈动荡。

## 欧洲：疫情再起，经济复苏受阻

2020年3季度，欧元区受二次疫情影响，经济复苏进程放缓。综合PMI从7月的高点逐步下滑至接近荣枯线水平，服务业PMI下挫最为严重，而制造业PMI则在出口需求改善的支撑下展现出较强韧性。区内失业率不断攀升，消费信心未能得到修复，通胀表现持续低迷，给欧洲央行货币政策的制定带来挑战。不过，欧元区企业的投资生产活动逐渐恢复，贸易账户表现亦好于预期，为3季度经济正增长奠定了基础。就目前而言，随着各国隔离防疫措施的重新实施，4季度欧元区经济再度陷入萎缩的可能性显著增加，疫情发展和政策应对将会是影响未来2~3个月欧元区经济的关键。

### 一、经济运行态势

**PMI 再现下滑趋势。**

**PMI 再现下滑趋势。**欧元区19国综合采购经理人指数（PMI）3季度均值为52.4，较上季度的历史低位31.3大幅改善。不过，从月度数据来看，欧元区综合PMI在7月反弹至54.9的高位后显现出后继乏力的态势，此后两个月连续下滑，最终跌至9月的50.4，接近荣枯分界线。这表明随着欧元区新冠肺炎感染人数的上升，区内经济活动受各国政府重新实施部分限制措施的影响，再度出现低迷的苗头。

受二次疫情影响较大的主要是服务业。9月欧元区服务业PMI为48.0，低于预期的50.5，显示服务业活动在社会限制和经济不确定性冲击下急剧放缓。相对而言，制造业则由于出口需求改善而显现出较强的活力，产出水平和新订单指数持续上升，9月欧元区制造业PMI为53.7，继前一个月的51.7继续攀升，达到两年内的新高。

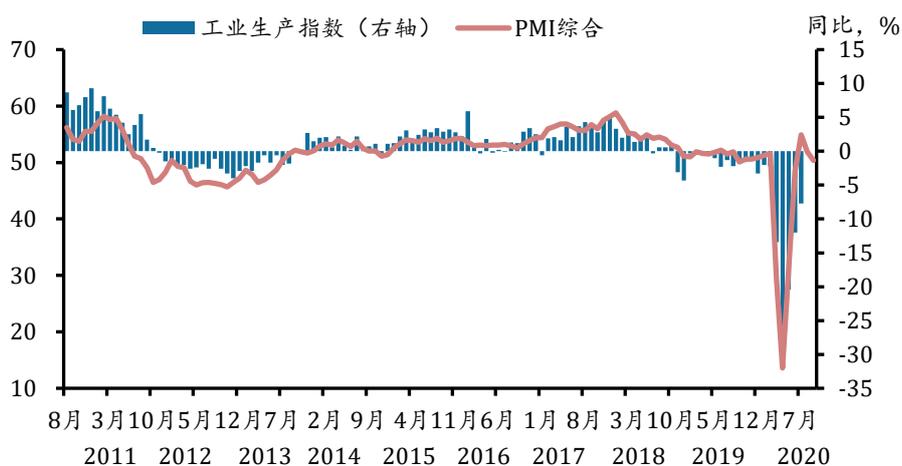
就欧元区主要国家来看，9月德国综合PMI表现较好，达到54.7的高位，较前一个月的54.3继续上升，表明德国经济活动持续活跃。其中，出口需求的改善对德国制造业强势反弹的助力极大，9月德国制造业PMI为56.4，显著高于8月的52.2，也创下两年内新高。服务业复苏则遭遇疫情阻碍，9月德国服务业PMI为50.6，较8月的52.5进一步下滑。

法国方面，9月法国综合PMI由8月51.6的下滑至48.5，同样

受服务业拖累明显。9月法国服务业 PMI 指数为 47.5，低于 8 月和预期的 51.5。制造业的表现则略超预期，9 月法国制造业 PMI 为 51.2，高于前值 49.8 和预期 50.6。

欧元区工业产出整体回升，工业生产指数自 5 月开始逐月回升。尽管 7 月欧元区工业生产指数同比仍下跌了 7.7%，但环比却上升了 4.1%，连续第 3 个月实现了环比增长。法国、德国工业生产指数也保持回升趋势，二者在 7 月分别环比增长了 3.8% 和 2.4%。工业产出方面，由于 4 月是欧元区经济活动的冰点，工业生产指数在 4 月创出有记录以来的新低，同比下降 28%，环比下跌 17.1%，但二者均好于预期。其中，最大经济体德国工业产出同比大跌 30.2%，法国及意大利亦同比分别下跌 34.9% 及 42.5%。不过，随着疫情的缓解和限制措施的接触，预计欧元区工业产出在 5、6 月份会有所回升。

图表 8 PMI 触底回升



数据来源：欧央行、Markit；CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

### 通胀表现疲软。

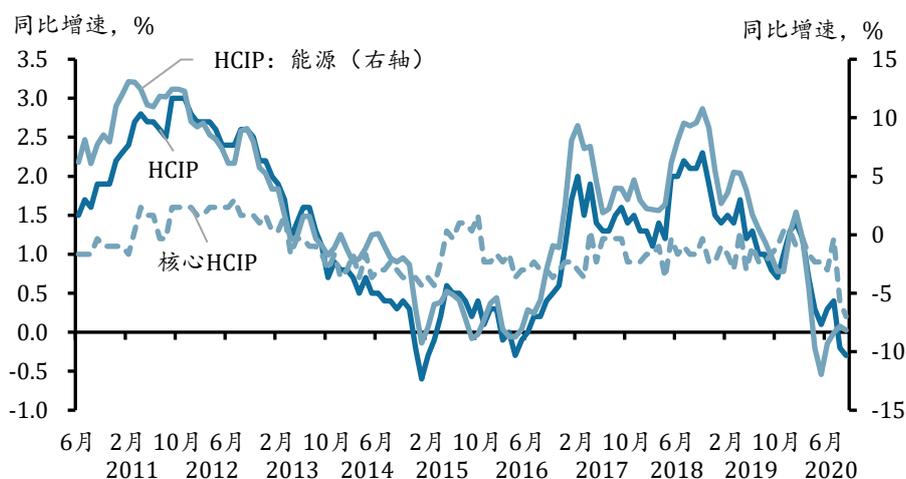
**通胀表现疲软。**9 月份欧元区消费者调和价格指数（Harmonised Indices of Consumer Prices, HICP）连续第二个月同比负增长，且跌幅较 8 月进一步扩大，从 -0.2% 下探至 -0.3%。而上一次欧元区出现连续两个月负增长还是在 2016 年年中。

从分项来看，食品、烟草和酒精同比增长率最高，为 1.8%，较前一个月的 1.7% 有小幅提升。其次是服务价格，同比增长约 0.5%，

但较上个月的 0.7% 出现下滑。能源价格仍是拖累欧元区通胀的主要因素，9 月能源价格同比增速为 -8.2%，较 8 月 -7.8% 进一步下挫。

剔除了波动性较大的能源和食品之后，9 月欧元区核心通货膨胀率为 0.2%，较前一个月下滑 0.2 个百分点，再次刷新了历史最低纪录。二次疫情下的内部需求低迷和强势欧元给进口成本带来的抑制是欧元区通胀表现不佳的原因。

图表 9 通胀水平持续受抑



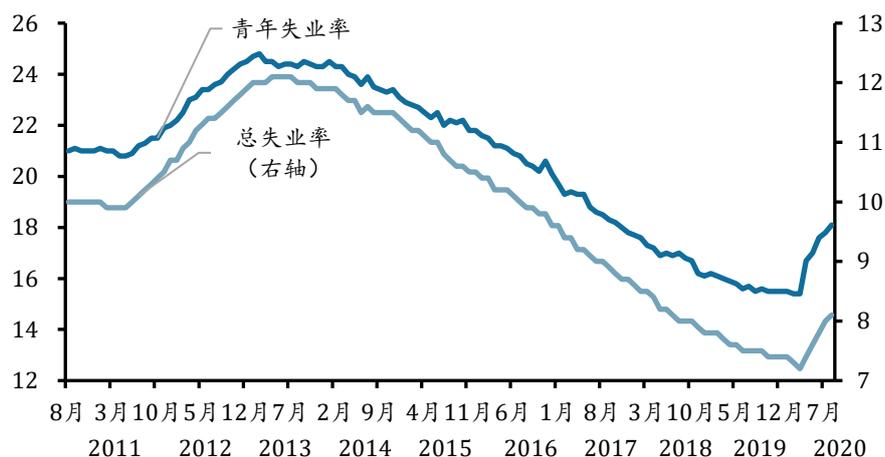
数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

### 失业率持续攀升。

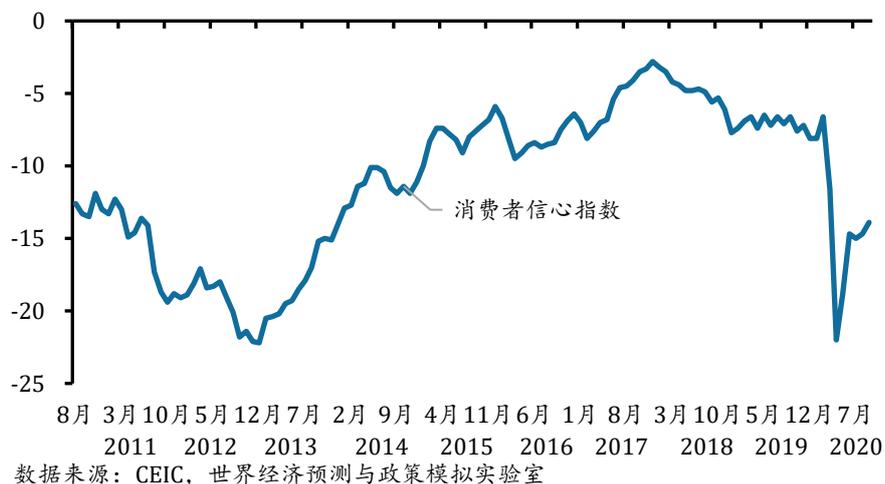
**失业率持续攀升。**8 月欧元区 19 国经季节性调整后的失业率连续第 5 个月上升，达 8.1%，较 7 月的 8.0% 上升 0.1 个百分点。同时，根据欧盟统计局估计，8 月欧元区失业人数约为 1318 万，相较上一个月增加了 25.1 万人。

欧元区青年失业率也同样处于持续攀升状态。8 月欧元区 19 国青年失业率为 18.1%，较前月上升 0.3 个百分点，青年失业人数为 246 万人，比前一个月增加了 6.9 万人。

图表 10 疫情导致失业率攀升



图表 11 消费者信心回升



## 二、支出法 GDP 分解

消费者信心仍低于  
长期平均水平。

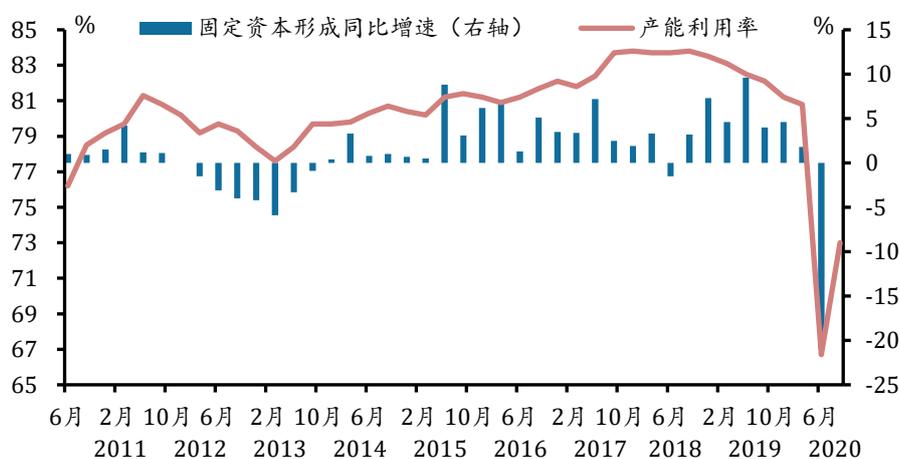
消费者信心仍低于长期平均水平。9 月欧元区消费者信心继续小幅回升，从 8 月-14.7 升至-13.9，好于市场预期，但仍然低于长期平均水平。事实上，在经历过 5 月和 6 月的显著回升之后，7 月和 8 月的欧元区消费者信心指数基本处于徘徊不前的状态，表明疫情所带来的不确定性依旧笼罩着欧元区，给区内消费带来一定压力。

就成员国而言，10 月份德国消费者信心先行指数为-1.6，大幅低于预期的-1.0，但较前值-1.7 有小幅改善，成为连续上升的第 5 个月。法国方面，9 月份法国消费者信心指数为-10.9，大幅高于 8 月份的

-12.4，但依旧不及 2 月份疫情爆发前的-7.3。

消费支出方面，8 月份欧元区 19 个国家的零售销售较 7 月份出现较大幅度改善，环比增长 4.4%，同比增长 3.7%，远超预期。有分析机构指，零售活动在 7 月份略有下滑后，8 月份的反弹强于预期，原因是网上购物和服装销售大幅飙升。但如果没有更广泛的复苏，经济好转的可持续性将面临风险，尤其是在 9 月新冠感染率上升的情况下。

图表 12 企业投资放缓

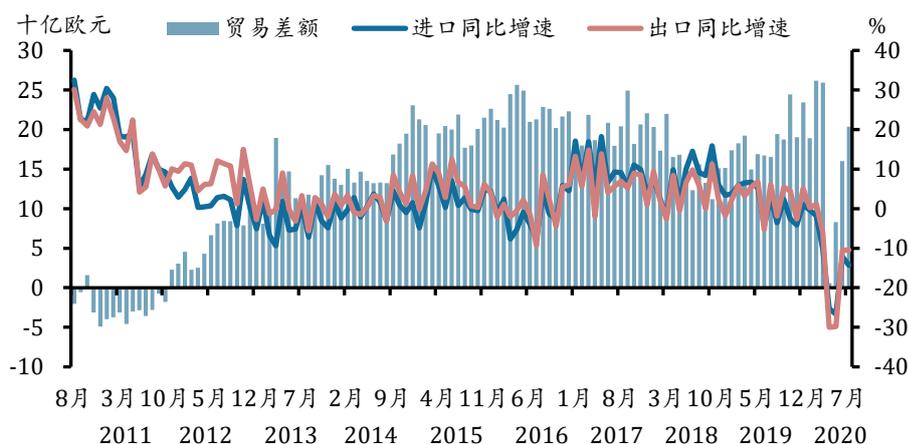


数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

### 企业投资有望回暖。

企业投资有望回暖。9 月欧元区工业信心指数从 8 月-12.8 继续改善至-11.1，尽管改善幅度未及预期，但仍反映出欧元区内企业信心的恢复，表明欧元区固定资本形成总额有望从 2 季度的低点回升。与此同时，欧元区制造业产能利用率也有所改善，2020 年 3 季度产能利用率为 73.0%，较上季度的 66.7%上升了 6.3 个百分点，表明区内企业正缓慢恢复生产活动。

图表 13 贸易帐盈余好于预期



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

**贸易帐盈余好于预期。**

**贸易帐盈余好于预期。**2020年7月，欧元区19国贸易账户盈余连续第3个月扩张，季调后货物贸易顺差从6月的160亿欧元上升为203亿欧元，好于预期的193亿欧元。经季节性因素调整后，欧元区7月份出口规模环比上升6.5%，同比下跌10.4%；进口规模环比上升4.2%，同比下跌14.3%。同时，7月欧元区内贸易额为1537亿欧元，较2019年同期下降了8.6%。这表明，尽管欧元区进出口贸易活动有所恢复，但疫情及相关隔离措施所造成的负面影响仍然存在。

### 三、政策走势

**欧央行谨慎观望。**

**欧央行谨慎观望。**进入7月以后，欧洲央行在货币政策方面一直保持着谨慎的态度，始终维持各项政策不变，9月货币政策决议的内容与7月相比一字未动，表明在充满不确定性的环境中，欧央行也很难做出决策，更倾向于等待和观望，期望能够在对经济状况进一步仔细评估后再行动。

不过，考虑到目前欧元区的通胀率一直处于低于零的水平，且随着二次疫情的出现区内经济复苏的节奏将在一定程度上被打乱，欧洲央行很可能在年底前仍需要出手进行干预。未来两个月的经济数据将在很大程度上决定欧央行干预的方向和力度。

英欧贸易谈判一波三折。

英欧贸易谈判一波三折。英欧贸易谈判自3月初启动以来波折不断，鉴于双方在政府援助、捕鱼、北爱尔兰等问题上的较大分歧，多轮谈判都未能取得太大进展。9月初，英国政府公布了《内部市场法案》，意在“凌驾”于《北爱尔兰议定书》之上，使英国政府能够自行控制北爱地区贸易、关税和人员往来的相关规定。该举动引起欧盟强烈反应，启动针对英国的法律程序，给英欧贸易谈判带来巨大不确定性。

不过，英欧随后在布鲁塞尔举行的第九轮贸易协议谈判似乎又给事情带来了转机。根据谈判相关报道，欧盟有意将脱欧贸易谈判延长至11月并表示双方已“接近达成协议”。这意味着英欧或能避免在12月31日英国脱欧过渡期结束时出现破坏性的“无协议”局面。

#### 四、经济形势展望

4 季度欧元区经济下行风险增大。

4 季度欧元区经济下行风险增大。随着新冠疫情的卷土重来，欧洲很多国家和地区政府已经宣布实施新一轮的经济封锁限制措施，重新开放经济的计划遭到推迟，这必然阻碍欧洲经济的复苏进程，尤其是服务业，势必再度面临严峻挑战。疫情冲击下商业活动的停滞，将显著增加4季度欧元区经济二次萎缩的可能性。

不过，考虑到目前欧洲各国政府在疫情防控、扶持民生等方面的经验较上半年更加丰富，新冠疫情在欧洲出现大规模失控的概率较低，经济所受损伤程度或较2季度要轻。无论如何，下一阶段，欧洲经济增长道路都会更加艰难，经济状况受疫情发展态势、疫苗面世时间以及经济政策表现影响的程度较大。



## 日本：经济反弹力度较弱

2020年第3季度，日本新冠肺炎疫情发展相对平稳，经济恢复状况却并不理想。7到9月，日本制造业PMI均值为46.6，连续第7个季度或20个月处于荣枯线之下。服务业PMI均值为45.4，继续收缩。失业率环比升高，有效求人倍率环比下降。进入第3季度，日本主要消费和投资指标继续同比负增长。7月日本家庭消费动向指数实际值和2人以上家庭实际消费总额均较去年同期减少7.6%。7月和8月，日本一般商品零售额分别同比下降12.9%和12.4%，同比数据均较6月份有所恶化。日本投资状况依旧不佳：7月机械订单同比减少19.4%；7月份日本建筑工程当月完成额同比减少3.2%，同比跌幅进一步扩大。7月和8月，日本对外贸易连续两个月实现顺差，日本对华出口在7月和8月都实现同比正增长。日本金融政策和财政政策在第3季度未有明显变化，仍以宽松为主基调。日本央行在第3季度继续大力度购入资产。在日本央行和财政部的刺激政策下，流动性在第3季度保持充裕。7月日本国内银行贷款总额同比增幅创历史新高。从7月初的调查数据看，中小企业可能是贷款需求增加的主要力量。8月M2同比增幅创1990年12月以来新高。不过，核心CPI和PPI仍然未有明显起色，8月扣除食品和能源后的CPI重新落入负值，PPI同比跌幅逐步减小。第3季度日本股市和汇市总体平稳，日经225指数和日元兑美元汇率稳中有涨，日元实际有效汇率微跌。无担保隔夜拆借利率和10年期国债收益率在0%附近波动。预计日本第3季度实际GDP同比增长率为-7%到-6%之间。

### 一、经济反弹不力

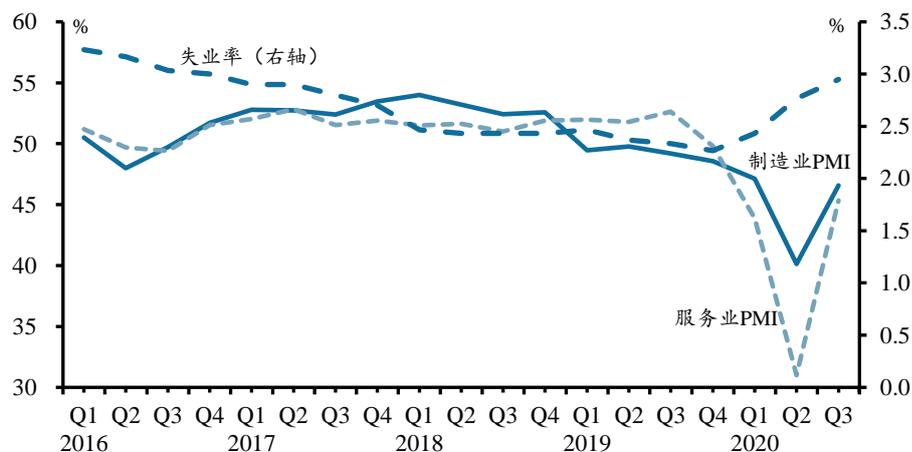
2020年第3季度，PMI仍处在荣枯线之下，就业状况继续恶化。

2020年第3季度，日本新冠肺炎疫情发展较为平稳，但经济反弹力度并不理想。7至9月制造业PMI分别为45.2、47.2和47.3，均值46.6，连续第7个季度或20个月处于荣枯线之下。并且，9月制造业PMI反弹势头明显减弱。服务业PMI分别为45.4、45.0和45.7，均值为45.4，距离荣枯线尚有一定距离。日本政府部门在5月中下旬开始解除“紧急事态宣言”，但第3季度月份失业率则在继续恶化。7月和8月失业率分别为2.9%和3.0%，而2季度均值则为2.8%。7月和8月有效求人倍率分别为1.08和1.04，其中7月有效求人倍率为6年来的最低水平。就业数据环比恶化，表明日本企业用工需求继续变差。

2020年第3季度主要消费和投资指标同比增速均依然为负，且距零增长仍有相当距离。

2020年第3季度消费和投资同比增速依然为负，消费指标同比跌幅有所收敛，投资指标同比跌幅进一步扩大。7月日本家庭消费动向指数实际值和2人以上家庭实际消费总额均同比减少7.6%。7月和8月，日本商业贩卖额同比增速分别为-12.9%和-12.4%。7月商业批发总额和零售总额同比增速分别为-17.0%和-2.9%；8月则分别为-16.6%和-1.9%。可以看出，疫情对以个人消费行为为主的零售行业的冲击相对较小，而对以企业商业行为为主的批发行业影响较大，且前者恢复也相对较快。投资领域中，机械设备订单总额7月份同比下降19.4%，较2季度的同比跌幅扩大了2.3个百分点。建设工程方面，7月份日本建筑工程竣工额40008亿日元，同比减少3.2%，同比跌幅进一步扩大。其中居民住宅建设竣工额同比下跌10.5%，官方部门主导的公共工事竣工额同比增长2.1%，政府托底显现效果。

图表 14 PMI 依然处于荣枯线下，就业情况继续恶化



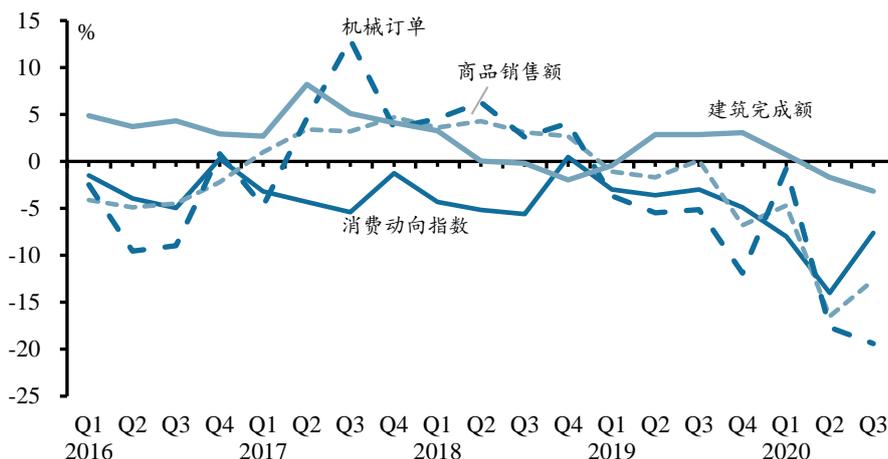
数据来源：Wind，日本厚生劳动省，世界经济预测与政策模拟实验室。

7月8月实现贸易顺差，一方面得益于全球经济逐渐回暖，另一方面体现出日本内需不足。

7月和8月实现贸易顺差。7月和8月，日本实现贸易顺差70.7亿日元和2486亿日元，连续两个月实现贸易顺差。7月和8月进口同比增速分别为-22.3%和-20.8%，出口同比增长率分别为-19.2%和-14.8%。第2季度日本进、出口同比增速则分别为-16.0%和-25.3%。7-8月日本进口同比跌幅较第2季度进一步恶化，说明日本国内需求依然疲软。出口同比增速跌幅收敛，反映出外部需求的回暖。分地区来看，

亚洲地区尤其是中国从日进口的增加是日本出口回暖的最主要驱动力。7月和8月，日本对亚洲地区出口同比分别下降-8.2%和-7.8%，出口同比跌幅收窄。其中对中国出口同比增长8.2%和5.1%，对欧洲和美国的出口同比下降约20%。

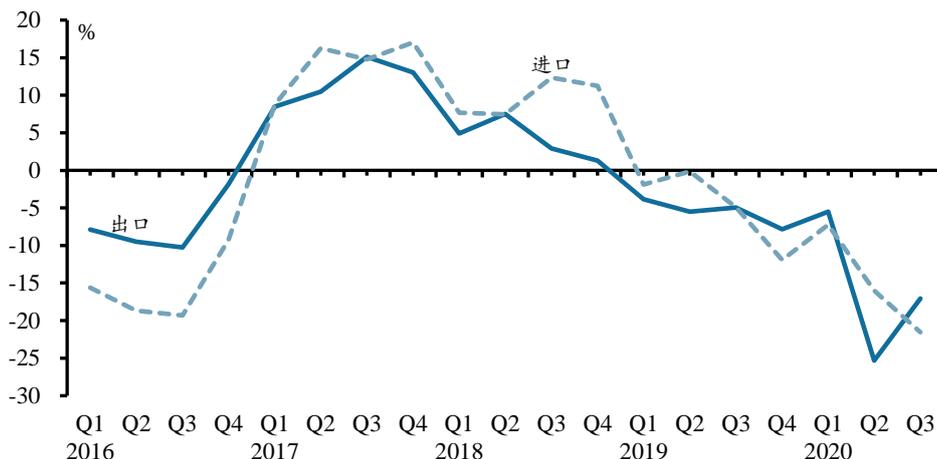
图表 15 日本消费和投资同比依然萎缩



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：2020年第三季度消费动向指数、商品销售额和建筑工事完成额数据为7月数据；商品销售额为7、8月同比增幅的均值。

图表 16 7月和8月实现贸易顺差



数据来源：日本财务省，世界经济预测与政策模拟实验室。

注：注：2020年第三季度出口同比增速为2020年7月和8月出口总额较2019年7月和8月出口总额的同同比增长率。进口同理。

## 二、金融财政政策继续保持宽松

第3季度日本央行和财政部的政策宽松力度未有明显加大，安倍执政时期的经济政策将会被继续执行。

根据第2季度的金融财政政策，第3季度日本央行和财政部实际干预力度有所增大。

货币环境保持宽松，银行贷款同比增速处于绝对历史高位。

安倍晋三因健康原因于9月16日辞去日本首相职务，日本银行表示将继续维持安倍执政时期的金融方针。第3季度日本央行维持经济刺激力度不变。2020年9月16-17日的日本银行金融政策会议决定：政策利率维持在-0.1%不变，10年期国债收益率目标维持在0%附近不变，通胀目标（扣除食品的CPI）为2%不变。日本央行同时预期，由于日本经济复苏状况不理想，国际石油价格缺乏上涨动力，为达成通胀目标，基础货币将有可能继续增加。财政政策方面，日本财务省在第3季度没有推出新的力度较大的刺激方案。预计2020年剩余时间里，日本央行和财政部将按兵不动。

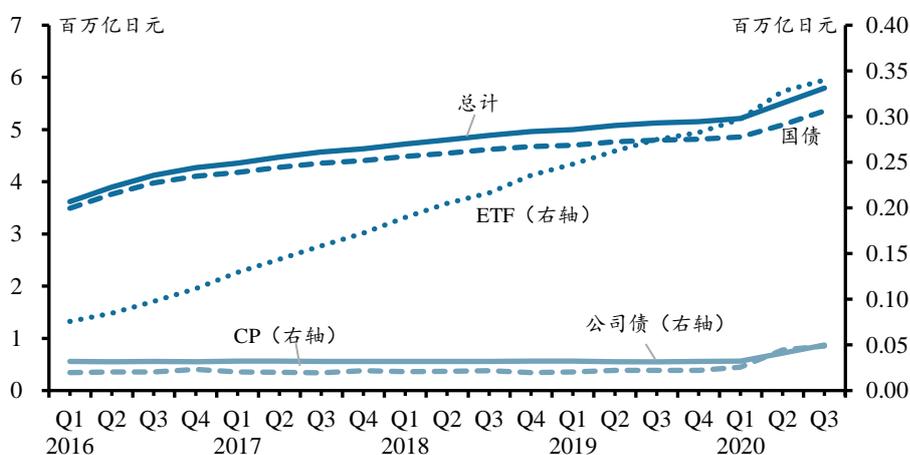
日本银行在第3季度继续执行已出台的**刺激方案**。根据日本银行账户（即资产负债表，部分项目见图表17），日本银行8月底保有的国债存量、商业票据（CP）存量、公司债存量和交易型开放式指数基金（ETF）存量同比分别增加10.8%、125.5%、54.6%和25.1%，环比分别为1.7%、4.4%、10.4%和1.4%。日本财政部根据第2季度提出的刺激方案，在第3季度加大了国债投放力度。以10年期国债为例，7月和8月日本财政部每月计划发行26000亿日元国债，较2019年4月到2020年5月间每月21000亿日元的金额大幅提高。

日本央行和财政部的积极政策，为日本创造了更加宽松的货币环境。国内银行贷款总额同比增幅维持在绝对历史高位。7月和8月，日本全国银行贷款总额分别同比增长6.9%和6.7%，连续四个月同比增速超过6%，其中7月份同比增幅为历史新高。广义货币M2供给同比增加7.9%和8.6%，8月份同比增幅创下1990年12月以来的最高值。以上数据表明日本央行和财政部的刺激政策在宏观金融方面已经起到效果，但对实体经济的影响还有待进一步观察。

企业的贷款需求明显增加，个人对资金需求则明显减少。日本银行公布的贷款去向数据存在约5个月的滞后期，但仍可从日本银行对主要商业银行的调查中获得相对较新的动向。日本银行7月17日公布

了最新一期《主要银行贷款去向问卷调查》（主要銀行貸出動向アンケート調査<2020/7月>）。在主要商业银行在6月9日到7月8日之间给出的回复中，企业去向的资金需求DI指数达到59%，个人去向的资金需求DI指数下降到-24%。二者在4月份公布的调查中分别为14%和-7%。其中，中小企业的贷款需求较为旺盛，个人住房贷款和消费贷款则全面萎缩。这表明新冠疫情对中小企业和个人消费信心冲击较大。主要商业银行预计第3季度企业贷款需求将会回落，个人贷款需求将会回升。

图表 17 日本银行第3季度资产购买力度依然较大



数据来源：日本银行，世界经济预测与政策模拟实验室。

注：“国债”（Japanese Government Securities，日本銀行勘定/資産/国债）、“CP”

（Commercial Papers，日本銀行勘定/資産/コマーシャル・ペーパー等）、“公司债”

（Corporate Bonds，日本銀行勘定/資産/社債）和“ETF”（Index-Linked Exchange-Traded Funds Held as Trust Property，日本銀行勘定/資産/金銭の信託(信託財産指数連動型上場投資信託)）分别记在日本银行账户（日本銀行勘定，Bank of Japan Accounts）的资产项目下；

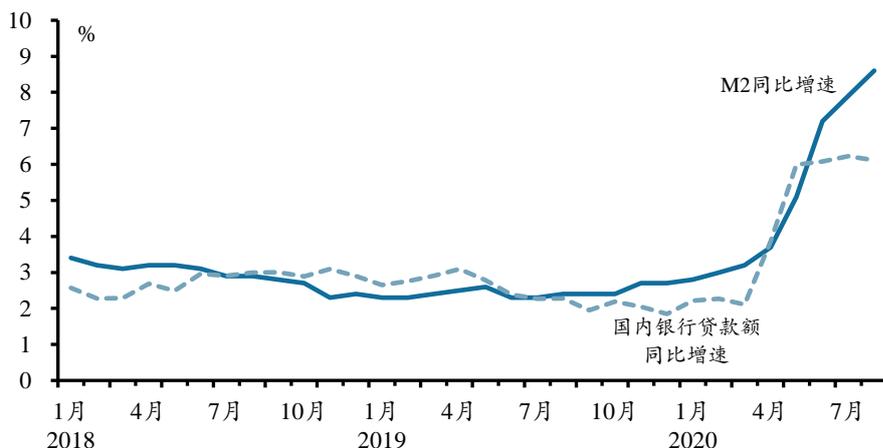
“总计”为上述资产总和，作者计算；季度数据为每季度最后一个月数据；2020年第3季度数据

图表 18 小型企业贷款需求旺盛，个人贷款需求不振

	企业				个人		
	总体	大型	中型	小型	总体	住宅	消费
2020年7月结果	59	46	39	54	-24	-19	-31
2020年4月结果	14	6	6	13	-7	-8	-8
对未来3个月贷款需求的判断 (即对第3季度的预测)	29	—	—	—	-6	—	—

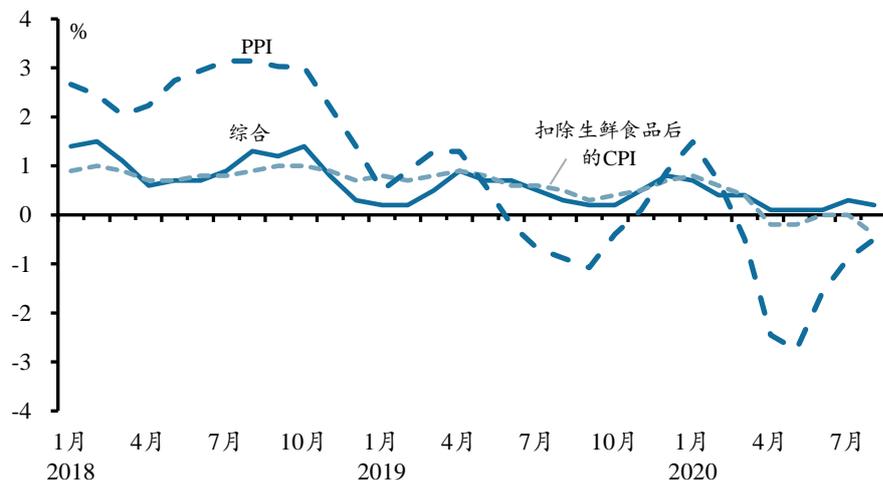
数据来源：日本银行，世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 19 流动性显著扩张



数据来源：日本银行，世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 20 通缩风险依然存在



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。

核心 CPI 为负值，PPI 同比跌幅收敛。表明日本消费起色不大，但物价有望由生产端向下传导。

日本 7 月和 8 月的 CPI 同比增幅分别为 0.1% 和 0.2%，摆脱了第 2 季度通缩的局面。不过，扣除生鲜食品后的 CPI 的同比增幅则分别为 0% 和 -0.2%，距离日本央行 2% 的政策目标有较大差距。若进一步将能源价格剔除，则 CPI 的同比增幅仅为 0.0% 和 -0.3%。CPI 指标持续徘徊在低位，是日本消费疲弱的重要表现。7 月和 8 月 PPI 分别同比下跌 0.89% 和 0.50%，相较于第 2 季度 -2.3% 的均值有所收敛。PPI 同比跌幅减小主要是由石油、煤、以及非铁金属制品价格上涨所致。化学制品、食品饮料、电气电子产品、纤维制品等的价格仍然不振。PPI 跌幅逐渐收窄对 CPI 企稳回正是一个积极讯号。

### 三、金融市场表现平稳

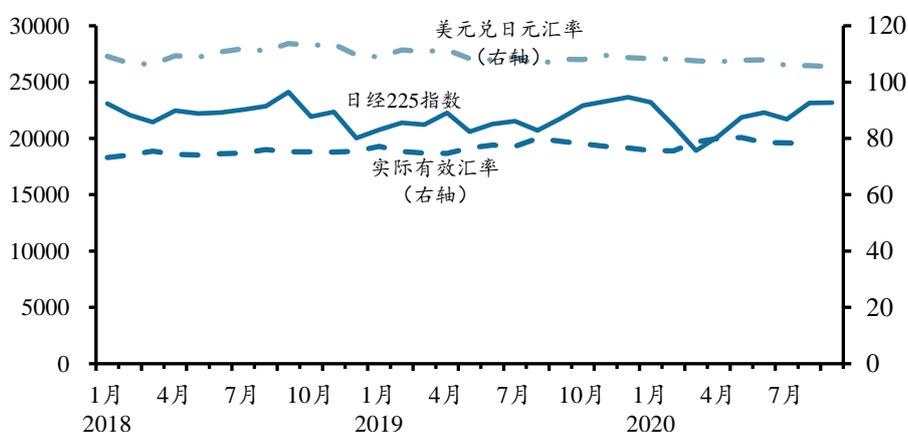
股票市场和汇率市场表现平稳。

**股票市场指数平稳。**第 2 季度东京日经 225 指数大幅反弹来到 22288 点后，第 3 季度日本股市主要以小幅震荡上行为主。日经 225 指数开于 22331.50 点，收于 23185.12 点，涨幅为 4.02%。期间波动较小，呈现出缓慢攀升态势。一方面，日本股市的上涨得益于以美国股市为代表的全球股市在第 2 季度的上涨，以及日本央行和财政部维持扩张的经济政策；另一方面，相较于第 2 季度，美国、日本等主要国家的央行和财政部罕有超预期政策出台，也使得包括日本股市在内的全球多国股市难有继续大幅上涨的动力。

**日/美汇率上涨，日元实际汇率小幅下跌。**第 3 季度美元对兑日元汇率开于 107.9250，收于 105.4450，日元兑美元升值 2.30%。第 2 季度美元指数下跌 3.66%，弱势美元是日/美汇率上涨的重要因素。

**日元实际有效汇率略有下降。**2020 年 7-8 月日元实际有效汇率均值为 78.27，较第 2 季度 79.59 的均值有所下跌。

图表 21 股市、汇市总体平稳



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。

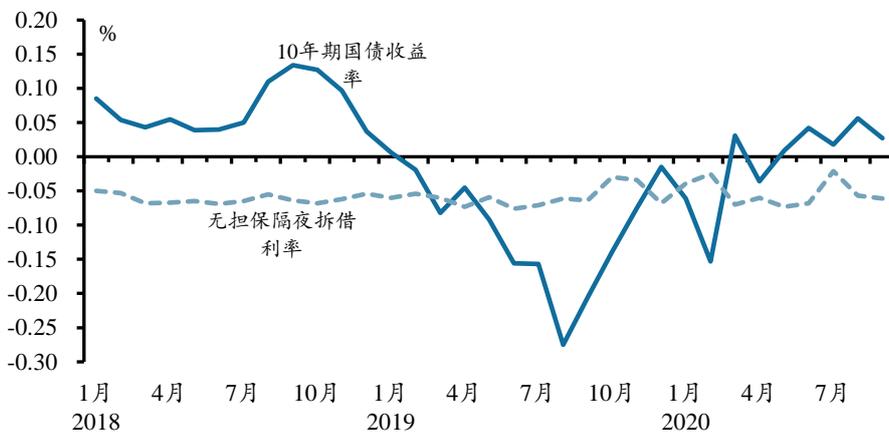
注：月度数据为当月最后一个交易日收盘值。实际有效汇率数据截止到2020年8月。

短期货币市场利率和 10 年期国债收益率小幅上升，整体仍在 0%附近的较小区间内波动。

短期货币市场利率季度均值和 10 年期国债利率季度均值小幅上升。2020 年 7 月 1 日无担保拆借利率均值为-0.041%，9 月 30 日为-0.061%，持续维持在负值。第 2 季度均值为-0.039%，较第 2 季度-0.043%有所上升。可以看出第 3 季度短期流动性供给较第 2 季度有所克制。日本 10 年期国债利率维持在 0.014%到 0.065%之间，均值为 0.030%，相较

于第 2 季度 0.002% 的均值有所上升，日本财政部在第 3 季度加大了 10 年期国债的供给应为主要原因。

图表 22 短期货币市场利率、10 年期国债收益率在 0% 附近波动



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

**2020 年第 3 季度实际 GDP 实际同比增长率会强于第 2 季度，但改善力度可能会较弱。**

2020 年第 3 季度，是日本政府全面解除“紧急事态宣言”后的第一个季度。相较于第 2 季度，日本经济恶化的程度有所减轻，环比有所改善。但多项指标表明日本经济远未从疫情冲击中走出来。日本经济在第 3 季度的反弹力度明显逊于中国和美国。预计第 3 季度日本经济同比实际增长率会强于第 2 季度，但不会有较强表现。同比实际增长率预计在-6%到-7%之间。第 4 季度仍有可能环比小幅改善，但改善力度不会太大。

当前，日本的金融政策和财政政策在第 2 季度都已经发力。从日本第 3 季度的经济表现看，已推出的金融、财政政策对日本经济反弹起到的效果尚未完全显现。在新冠疫情未有超预期反复，经济未有超预期波动的前提下，料日本政府在第 4 季度不会继续推出大规模刺激政策。未来日本经济的恢复仍主要依赖本国需求和投资的改善，以及刺激政策能否在第 4 季度由宏观金融领域传导到实体经济领域，外部则主要取决于包括中国在内的东亚国家、美国和欧洲的经济复苏情况。

## 金砖国家：疫情重压之下的缓慢复苏

受疫情影响，金砖国家经济在 2 季度受到严重冲击，不过随着疫情防控措施的逐步放缓，各国经济在 3 季度有所恢复，虽然部分指标仍在负向区间运行，但衰退幅度已有所降低。与此同时，部分国家宏观景气指数出现大幅上升，如巴西制造业 PMI 在 9 月上升至 64.9，印度制造业 PMI 在 9 月也恢复至 56.8。但当前金砖国家疫情防控压力依然较大，特别是印度、巴西、俄罗斯，各国在恢复经济发展、逐步放松防控措施的同时，仍要对疫情的进一步发展保持警惕。经济能否在复苏的轨道上持续运行，仍要视疫情的发展而定，4 季度经济仍将面临较大的不确定性。各国仍需在财政政策和货币政策上发力，但财政赤字大幅增加、政府债务不断攀升限制了各国的刺激空间，货币政策基准利率大都降至历史低位，进一步宽松的空间也变得十分有限。

### 一、金砖国家经济形势

**疫情对俄罗斯的冲击力度减弱，但经济依然处于萎缩之中。**

**3 季度俄罗斯经济继续萎缩。**受疫情影响，2 季度俄罗斯经济同比大幅萎缩 8.0%，服务业尤其受到严重冲击，其中住宿和餐饮活动同比下降 56.9%，家庭活动同比下降 46%，虽然 3 季度疫情继续冲击俄罗斯经济，但力度有所减弱。7 月和 8 月俄罗斯零售总额同比分别萎缩 2.6% 和 2.7%，相比上 1 季度大幅收窄。7 月俄罗斯出口同比萎缩 29.2%，进口同比萎缩 13.2%，依然保持大幅萎缩态势。工业生产同比增速依然大幅下滑，7 月和 8 月同比萎缩分别为 8.0% 和 7.2%，但相比 5 月、6 月有所收窄。制造业 PMI 在 8 月重回景气区间，达到 51.1，但 9 月再次回落至 50 以下，至 48.9，显示商业信心依然不稳。据俄罗斯经济发展部预计，7 月俄罗斯经济同比增长为-4.6%，8 月为-4.3%，经济仍处在衰退进程之中。

**疫情防控压力依然较大，将为俄罗斯经济增长带来持续压力。**

**疫情将为经济增长带来持续压力。**目前俄罗斯新冠肺炎确诊病例突破 120 万例，排在全球第四位，且近期出现明显的反弹迹象，疫情防控压力陡增，这将持续为经济增长带来压力。俄罗斯失业率仍在不断上升，8 月已经升至 6.4%，相比 3 月上升 1.7 个百分点。俄罗斯通货膨胀率也在不断上升，8 月上升至 3.6%，相比 3 月上升 1.1 个百分

点。在这种情况下，俄罗斯央行在 7 月降息 25 个基点至 4.25% 之后，一直保持货币政策利率不变。9 月 23 日，俄罗斯政府正式批准《国家经济复苏计划》草案并已准备开始实施计划第二阶段，目的是在 2021 年底前消费支出、私人投资和出口至少增长 5%，推动 GDP 在 2021 年增长 3.3%。**2020 年俄罗斯经济预计增长-7.0%左右。**

### 3 季度巴西经济衰退压力有所减轻，制造业 PMI 重回景气区间。

**3 季度巴西经济衰退压力有所减轻。**2 季度，巴西经济环比萎缩 9.7%，同比萎缩 11.4%，衰退幅度较 1 季度进一步扩大。不过，随着封城措施的逐步缓解，3 季度巴西经济衰退幅度将会有所减轻。7 月巴西零售总额同比增长 5.5%，已经连续两个月恢复正增长；环比增长 5.2%，已经连续三个月恢复正增长，但是增速有所回落。巴西热图利奥·瓦加斯基金会公布的消费信心指数（CCI）显示，自 5 月开始该指数一直处于回升趋势，9 月已恢复至 83.4，不过仍低于疫情暴发前的水平。商业信心指数也在缓慢恢复，9 月重新升至 97.5，高于疫情暴发前的水平，已经连续 5 个月处于回升态势。7-9 月，巴西出口同比萎缩 3.3%、9.8%和 9.1%，总体情况好于上 1 季度；进口同比萎缩 35.2%、28.5%和 25.5%，较上 1 季度有所恶化。7 月和 8 月，工业生产同比萎缩 2.8%和 2.7%，幅度较上 1 季度有大幅收窄，今年前八个月累计萎缩 8.6%。3 季度巴西制造业 PMI 出现大幅反弹，7-9 月巴西制造业 PMI 分别为 58.2、64.7 和 64.9，已经连续四个月处于景气区间。

### 巴西应对疫情的政策空间逐步收窄。

**巴西政府应对疫情的政策空间逐步收窄。**目前巴西新冠肺炎确诊病例接近 500 万，排在全球第三位。在疫情冲击下，5 月至 7 月巴西的季度失业率达到 13.8%，为 2012 年的最高水平，失业人口达到 1310 万人。疫情加剧巴西资本外流。巴西中央银行公布的数据显示，由于疫情引发的不确定性增加，今年上半年外国资本从巴西股票债券市场撤资 313 亿美元，为 1995 年有记录以来最大规模的资金流出。疫情造成政府支出增加同时税收减少，政府财政压力加大，巴西公共债务占 GDP 之比在 7 月升至 86.5%，为 2006 年 12 月以来的最高值，这也限制了巴西政府在财政政策上进一步刺激经济的空间。受疫情影响，巴西通货膨胀率一直维持在较低水平，7 月和 8 月分别为 2.3%和 2.4%，

为此，8月巴西央行再次降息25个基点至2.0%，为今年第五次降息。连续降息使得巴西央行降息的空间正在逐步收窄。**2020年巴西经济预计增长-9%左右。**

印度经济增长依然面临较大压力，但部分指标衰退幅度有所降低。

**3季度印度经济增长依然面临较大压力。**受疫情影响，2季度印度经济同比大幅萎缩23.9%。3季度印度经济增长依然面临较大的压力。7月印度消费者信心大跌，印度央行公布的消费信心当期指数为53.8，较5月进一步下降9.9点，未来预期指数略有上升。印度央行的调查显示，7月印度消费者对经济形势的看法明显差于5月，多数受访者表示其可支配收入将会有所减少，非必需品支出预计到明年也不会增加。不过，印度经济也出现一些向好迹象。7月，印度出口同比萎缩10.2%，进口同比萎缩28.4%，萎缩幅度均有所收窄。7月，印度工业生产同比萎缩10.4%，尽管已连续五个月处于收缩态势，但萎缩幅度呈现逐月收窄态势。制造业PMI在7月下滑至46，但8月和9月重新升至景气区间，分别为52和56.8。

疫情快速发展将为印度经济增长带来更大压力。

**疫情的快速发展令印度经济承压。**目前印度新冠肺炎确诊病例超过650万，排在全球第二位。即使如此，在经济压力之下，8月29日印度内政部发布“全国解封4.0”指南，对严控区的封锁延长至9月30日，但9月7日后逐步恢复地铁运营，严控区以外的活动则进一步放开，9月21日后放开部分教育培训、体育运动、社交等娱乐活动。随着解封的不断推进，印度的失业率重新降至低位，截至9月20日的一周，印度失业率已经降至6.4%，不过，失业率的下降很大程度上是由于劳动参与率的下降，这表明经济复苏的基础并不稳固。考虑到疫情的发展以及经济增长的压力，未来印度仍有进一步推出财政刺激计划的可能。从5月开始，印度通货膨胀率一直维持在6%以上，远高于4%的通胀目标，为此自5月印度央行将基准利率降至4.0%之后，其货币政策一直维持不变。考虑到疫情所带来的经济增长压力，未来仍有进一步降息的需求。**2020年印度经济增长预计为-5.0%。**

南非经济继续大幅衰退，制造业PMI

**3季度南非经济继续大幅衰退。**2季度，南非经济同比萎缩17.1%，环比萎缩51%，其中建筑业环比骤降76.6%，制造业环比下降74.9%，

依然处于景气区间之下。

矿业环比下降 73.1%。虽然从 5 月开始，南非隔离措施逐步放松，但消费信心依然十分低迷。据南非第一国民银行和经济研究会联合发布的南非 FNB/BER 消费者信心指数显示，3 季度南非消费者信心指数从第二季度的-33 回升至-23，疫情以及相关的防疫措施仍对消费者的消费意愿和消费能力带来沉重打击。南非出口在 6 月恢复同比正增长，7 月和 8 月同比增长分别为 8.6%和 8.7%，进口依然处于同比萎缩态势，7 月和 8 月分别为 26.9%和 20.7%。自 5 月开始，工业生产同比萎缩幅度逐步收窄，但 7 月萎缩幅度仍在 11.9%。南非制造业依然处于景气区间以下，7 月和 8 月南非制造业 PMI 分别为 44.9 和 45.3，显示商业信心依然不稳。

疫情加剧南非公共财政的不稳定性，政府财政赤字大幅上升。

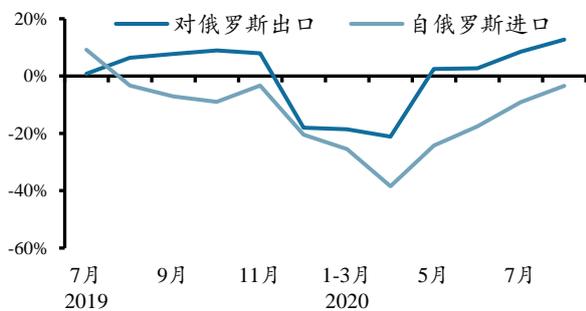
**疫情加剧公共财政的不稳定性。**截至 10 月 10 日，南非新冠肺炎确诊病例已超过 68 万，但相比 7 月每日新增病例数已出现大幅下降。8 月中旬，南非疫情防控调整至 2 级，大多数商务得以正常运行，国内家庭旅行恢复。9 月，南非总统拉马福萨表示，将考虑进一步放宽疫情管控措施。随着防控措施的放松，南非的失业率也有所下降，2 季度南非失业率为 23.3%，相比 1 季度下降了 6.8 个百分点。但南非的失业率人口仍在增加，目前南非将近 6000 万人口中，只有 1410 万人有工作。为重振经济，10 月 2 日，南非总统拉马福萨宣布将启动 Mooikloof Mega 住宅城建设计划，该项目将耗资 300 亿兰特（约 123 亿人民币）。但疫情进一步加剧了南非公共财政的不稳定性，6 月南非财政部向议会提交 2020 年补充预算报告显示，2020/21 财年财政赤字占 GDP 的比例将从之前的 6.8%上调至 15.7%。为此，南非在 7 月申请了基金组织快速资金机制（FRI）的救助。7 月，南非通货膨胀率重新升至 3.2%，8 月降至 3.1%，总体处于较低水平。在经济增长的压力之下，7 月南非央行降息至 3.5%，这是南非央行今年第五次降息。2020 年南非经济预计增长-10.0%左右。**2020 年南非经济预计增长-10.0%左右。**

## 二、金砖国家与中国贸易

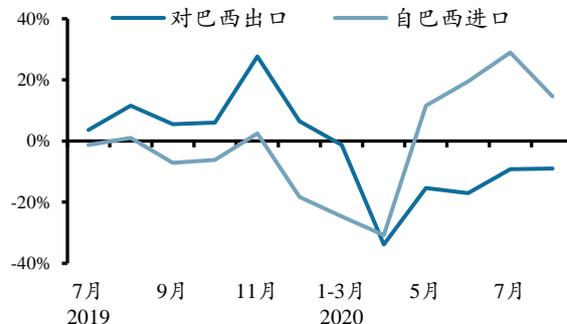
### 中国与金砖国家贸易缓慢复苏。

中国与金砖国家贸易缓慢复苏。7月，中国与金砖国家贸易总额同比萎缩4.4%，8月同比增长4.2%，较二季度继续有所好转。出口方面，7月和8月，中国对俄罗斯出口继续维持同比增长，分别为7.9%和17.5%，对印度、南非、巴西出口同比衰退幅度也有所收窄。其中，7月和8月中国对印度出口同比萎缩分别为21.2%和11.1%，对南非出口同比萎缩分别为18.9%和7.7%，对巴西出口同比萎缩分别为15.1%和2.8%。进口方面，中国对南非进口仍维持同比萎缩态势，7月和8月同比萎缩分别为43%和9.4%，中国对俄罗斯进口在7月恢复同比正增长1.2%，但8月再次同比萎缩8.1%。中国对印度和巴西进口在6月开始有所好转，7月和8月，中国对印度进口同比增长分别为67.1%和37.9%，对巴西进口同比增长也分别为8.2%和21.1%。随着中国与金砖国家贸易恢复，中国与金砖国家贸易总额在中国总贸易中的比例在8月重新上升至8.0%。

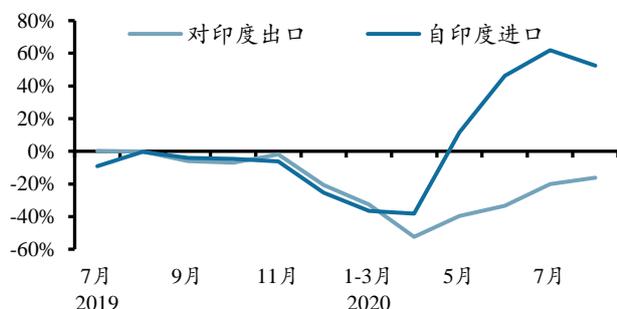
图表 23 中国与金砖国家贸易情况



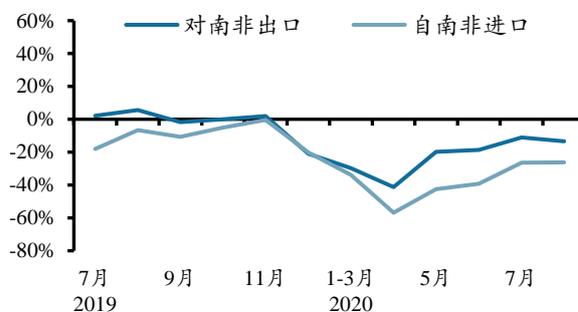
数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室



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 24 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, %)		
	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020M7	2020M8	2020M9
俄罗斯	2.1	1.6	-8.0	3.4	3.6	-
巴西	1.7	-0.3	-11.4	2.3	2.4	-
印度	4.7	3.1	-23.9	6.7	6.7	-
南非	-0.5	-0.1	-17.1	3.2	3.0	-
汇率	制造业 PMI					
	(名义汇率, perUSD)					
	2020M7	2020M8	2020M9	2020M7	2020M8	2020M9
俄罗斯	71.283	73.797	75.662	48.4	51.1	48.9
巴西	5.274	5.469	5.400	58.2	64.7	64.9
印度	74.929	74.566	73.523	46.0	52.0	56.8
南非	16.739	17.239	16.734	44.9	45.3	-
出口	进口					
	(同比增速, %)			(同比增速, %)		
	2020M7	2020M8	2020M9	2020M7	2020M8	2020M9
俄罗斯	-29.2	-	-	-13.2	-	-
巴西	-3.3	-9.8	-9.1	-35.2	-28.5	-25.5
印度	-10.2	-	-	-28.4	-	-
南非	8.6	8.7	-	-26.9	-20.7	-
中国出口	中国进口					
	(同比增速, %)			(同比增速, %)		
	2020M7	2020M8	2020M9	2020M7	2020M8	2020M9
俄罗斯	0	7.9	17.5	-20.5	1.2	-8.1
巴西	-9.6	-15.1	-2.8	57.6	8.2	21.1
印度	-27.9	-21.2	-11.1	80.6	67.1	37.9
南非	-6.6	-18.9	-7.7	-27.1	-43.0	-9.4

数据来源: Wind, CEIC

## 中国：如何构建双循环新发展格局

1980年代后期，国际大循环及其对应的沿海经济发展战略提出并获得了巨大成功，不过之后也伴随出现了一系列的挑战和结构性问题。在此基础上，我国的经济发展战略也进行了与时俱进的调整，经历了“构建扩大内需长效机制”、“供给侧结构性改革”、“强大国内市场”、“畅通国民经济循环”等思考与探索。最终在新形势下，双循环的新发展思路更加明确、清晰起来，并逐渐清晰地表述为“构建国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”。双循环的新发展格局从供求互动出发，同时又超出了简单的供求关系，贯穿、扩展到了生产、分配、流通、消费各个环节。从此意义上而言，双循环的新发展格局与供给侧改革有继承的关系，同时也有了更进一步的扩展。

### 一、双循环新发展格局的提出

**2020年5月提出了国内、国际双循环。**

2020年5月14日，中央政治局常委会会议首次明确提出了“国内国际双循环相互促进的发展格局”，并从供、需两端强调了构建双循环的抓手，即一方面“要深化供给侧结构性改革”，一方面要“充分发挥我国超大规模市场优势和内需潜力”。此后，在2020年5月23日，习近平总书记看望政协委员期间、2020年7月21日与企业家座谈期间，分别阐述和强调了以下两点：“国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”，以及“国内大循环为主体，绝对不是关起门来封闭运行，……而是更好利用国际国内两个市场、两种资源，实现更加强劲可持续的发展”。

**2020年7月双循环有了时间维度的阐述。**

在此前关于国内、国际空间视角的讨论基础上，2020年7月30日的中央政治局会议进一步从时间维度上对双循环发展格局进行了阐述，“我们遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国际国内双循环相互促进的新发展格局”。

**双循环是未来国民经济中长期谋划的思路。**

从上述双循环新发展格局的提出背景来看，双循环在一定程度上是对供给侧结构性改革的延续，同时更是对供给侧结构性改革的大幅扩展。从空间上来看，双循环远超供给侧结构性改革的国内出发点和国内

视角；从时间上来看，需要从“中长期”、“持久战”的角度对双循环进行思考。另外，双循环是新的发展格局，从供给侧扩展到了生产、分配、消费、流通各个方面。从“新发展格局”的定位来看，双循环也不是仅靠几年时间就能够毕其功于一役的短期战略。作为新发展格局的谋划思路，双循环的战略将贯穿于未来中长期的国民经济谋篇布局之中。

双循环提出有其深刻背景。

双循环新发展格局的提出，经过了深思熟虑。2020年8月24日，习近平总书记在经济社会领域专家座谈会发表的重要讲话指出：“推动形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局是根据我国发展阶段、环境、条件变化提出来的”。

## 二、双循环新发展格局在时间、空间等方面的含义

双循环新发展格局的时间、空间含义。

如何构建国内循环为主的双循环新发展格局？多个视角的讨论已经比较充分，例如从时间的视角上来看，双循环的发展思路从持久战的视角出发，将贯穿于十四五规划之中，甚至更长的一段时期。从空间的角度来看，国际大循环快速扩展时期对应于沿海经济发展战略，则国内大循环为主的双循环新发展格局之下，中西部地区和广大经济腹地的经济高质量发展也将面临新的机遇。2020年5月18日中共中央、国务院印发的《新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》，提出了构建区域协调发展新机制，其所覆盖的地区，除完善京津冀协同发展、长江三角洲区域一体化发展、粤港澳大湾区建设之外，还包括了长江经济带发展、黄河流域生态保护和高质量发展等重大区域战略。

双循环的其他政策含义。

另外，从政府与市场的关系、中央政府与地方政府之间的关系、市场主体的活力等等视角来看，很多环节也存在体制性、结构性问题，甚至成为经济畅通循环当中的堵点。不过上述各个视角的讨论比较充分，笔者主要从生产、分配、流通、消费的循环视角来进行阐述。

## 三、从生产、分配、流通、消费的畅通来推动双循环

供、需视角也是理

2020年5月14日，中央政治局常委会会议首次明确提出了“国内

**解双循环的重要  
切入点。**

国际双循环相互促进的发展格局”，并从供给、需求两端强调了构建双循环的抓手，即一方面“要深化供给侧结构性改革”，另一方面要“充分发挥我国超大规模市场优势和内需潜力”。可见，双循环新发展格局所强调的畅通、循环，不仅是国内、国际之间的关系，而且也强调打通供给、需求两端的畅通循环。2020年8月24日，习近平总书记在经济社会领域专家座谈会发表的重要讲话指出，“提升供给体系对国内需求的适配性，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡”。因此，供给、需求视角是理解双循环新发展格局的重要切入点。

**对双循环的理解  
需要扩展到生产、  
分配、流通、消费  
四个环节。**

但是，以国内循环为主的双循环新发展格局，其实现路径对供给、需求视角又有显著的超越。2020年5月23日习近平总书记看望政协委员时指出，“着力打通生产、分配、流通、消费各个环节，逐步形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”。之后在2020年8月24日，习近平总书记在经济社会领域专家座谈会发表的重要讲话再次指出“我们要坚持供给侧结构性改革这个战略方向，扭住扩大内需这个战略基点，使生产、分配、流通、消费更多依托国内市场，提升供给体系对国内需求的适配性”。可见，为了使供给、需求两端实现适配、畅通、循环，我们需要将视角从供给、需求两端本身，扩展到“生产、分配、流通、消费”四个重要环节。

**消费需求受到多  
方面因素的抑制。**

过去20多年来，当经济政策提到扩大消费，往往都是对应于需求刺激、宏观调控政策。但是长期以来，我国的消费需求实际上在更大程度上是受到约束、被抑制了。这些抑制因素有：供给不匹配、分配不平衡、流通有阻滞。这些因素累加起来，导致我国经济发展面临以下诸多结构性挑战：对国际循环依赖度过高，国内产能过剩、重复建设，企业投资回报率下降、杠杆率趋高，金融系统服务实体经济难度大等等问题。因此，从生产、分配、流通、消费四个环节的视角来推动构建国内循环为主的双循环新发展格局，就显得尤为重要。

#### 四、在生产端以创新催生新发展动能，提升产业链水平

产业升级、产业安全两大问题，都离不开科技进步、创新驱动。

从生产端来看国内大循环，产业升级、产业链安全这是两大重点。这两个方面分别对应于我国当前的发展阶段、外部发展环境的变化。在近期中央有关双循环的论述中，产业升级、产业链安全都是重要的关键词。而两者的发展都离不开科技进步、创新驱动。科技是第一生产力，但科技发展也首先需要创新的土壤。改革开放四十多年以来，我国的科技进步、创新发展取得了举世瞩目的成就。

保护知识产权、完善创新体系建设。

但是当前的国内、国际挑战之下，创新体系的短板仍然十分突出。从基础研究，到工程化，再到现实应用的创新机制不顺畅，甚至在一定程度上存在割裂。科研活动的管理体系、科技成果的评价体系亟待理顺。知识产权保护力度不足，有法不依、执法不力的情况时有发生。

在双循环的新发展格局下，保护知识产权绝不仅仅是融入国际规则的需要，也是我国经济持续发展、产业升级、在国际竞争中获取主动性的迫切要求。同时，保护知识产权，不仅仅是中央政府的政策导向，也要落实形成司法体系的合力，并且在社会舆论、民众意识中形成共识。在2020年4月9日颁布的《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》当中，也从劳动力市场、技术要素市场、要素价格改革、要素市场运行机制等角度，对推动创新和技术进步提出了诸多具体的政策方向。

#### 五、分配环节，注重效率与公平统一，完善三次分配

分配问题阻滞了供求衔接。

过往的国民经济循环中，分配环节的问题比较突出，甚至在供求两者之间转化起到了阻滞作用。要在分配环节打通国民经济循环，就要对三次分配的体制、机制问题进行梳理。

初次分配环节要同时关注效率与公平。

初次分配环节同时关注效率与公平，其具体做法蕴含于要素市场改革之中。2020年4月9日出台的《完善要素市场化配置体制机制意见》，体现了两个视角理顺初次分配。其一，畅通劳动力和人才的社会性流动渠道，深化户籍制度改革，推动超大、特大城市调整完善积分落户政策，

探索推动在长三角、珠三角等城市群率先实现户籍准入年限同城化累计互认。健全统一规范的人力资源市场体系,加快建立协调衔接的劳动力、人才流动政策体系和交流合作机制。其二,营造公平就业环境,依法纠正身份、性别等就业歧视现象,保障城乡劳动者享有平等就业权利。加强就业援助,实施优先扶持和重点帮助。

2020年5月18日,中共中央、国务院颁发的《完善社会主义市场经济体制的意见》(下称《意见》)特别指出,要坚持多劳多得,着重保护劳动所得,增加劳动者特别是一线劳动者劳动报酬,提高劳动报酬在初次分配中的比重,在经济增长的同时实现居民收入同步增长,在劳动生产率提高的同时实现劳动报酬同步提高。

**再分配、三次分配  
更加关注公平正  
义。**

再分配、三次分配则更侧重于关注社会的公平正义。该《意见》的第6点专门指出,要“坚持和完善民生保障制度,促进社会公平正义”。并强调,“优化收入分配格局,健全可持续的多层次社会保障体系,让改革发展成果更多更公平惠及全体人民”。具体地包括:健全以税收、社会保障、转移支付等为主要手段的再分配调节机制。完善第三次分配机制,发展慈善等社会公益事业。多措并举促进城乡居民增收,缩小收入分配差距,扩大中等收入群体。在完善覆盖全民的社会保障体系方面,《意见》也有详细的专门阐述,覆盖了民生领域的养老、医疗、失业、住房等问题。

**从要素市场、商品  
市场两个角度构  
建统一大市场。**

## 六、流通：建设统一大市场，实现要素、商品自由流通

《意见》从要素、商品流通两个角度阐述了如何构建全国统一大市场。在商品市场上,深化流通体制改革,加强全链条标准体系建设,发展“互联网+流通”,降低全社会物流成本。强化消费者权益保护,探索建立集体诉讼制度。

在要素市场上,一方面,通过对垄断部门进行改革,疏通要素流通的阻滞因素,例如推进油气管网对市场主体公平开放,适时放开天然气气源和销售价格,健全竞争性油气流通市场。深化铁路行业改革,促进

铁路运输业务市场主体多元化和适度竞争。另一方面，建立健全统一开放的要素市场，具体包括：城乡统一的建设用地市场；深化户籍制度改革、促进劳动力有序流动；加强资本市场建设，完善强制退市和主动退市制度，提高上市公司质量，强化投资者保护等等措施。

## 七、结论

**国际大循环发展格局的时间、空间含义。**

总体上，推动构建国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，在时间、空间两个维度都有深刻的含义。从时间角度来看，1980年中后期提出的国际大循环及对应的沿海经济发展战略，其酝酿过程从改革开放之初开始经历了近10年，并伴随着后来中国经济20多年的持续、快速成长，取得了巨大的成绩。从空间维度来看，中国经济一度形成了两头在外、参与国际大循环的经济发展格局，深度融入到了全球化的进程当中。

**国内大循环为主体的双循环超越了供求关系，是供给侧改革的继承和扩展。**

当前，我国提出构建国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。从本文的分析可以看到，其酝酿过程早在十一五期间就开始启动，经历了“立足扩大内需”、“构建扩大内需长效机制”、“供给侧结构性改革”、“强大国内市场”，以及“畅通国民经济循环”等阶段。最终，在2020年以来国际、国内新形势的变化下，双循环的新发展思路更加明确、清晰起来。此外，双循环的新发展格局从供给、需求两端的互动出发，但又超出了供给和需求，并贯穿于生产、分配、流通、消费各个环节。从此意义上而言，双循环的新发展格局与供给侧改革有继承的关系，同时也有了更进一步的扩展和更重要的理论和现实意义。

## 东盟韩国：经济复苏确立，但程度偏弱

2020年第3季度，东盟六国和韩国经济开始复苏，但程度偏弱。第3季度，印尼和菲律宾疫情仍未结束，区内其他经济体的情况则相对较好。第3季度，东盟整体制造业 PMI 回升至 47.9，较上季上升 11.3；韩国制造业 PMI 为 48.4，较上季上升 6.3。9月最新数据显示，新加坡和越南的制造业 PIM 已经重回荣枯线以上，韩国 PMI 也已接近荣枯线，大多数国家的景气程度出现好转，但疫情反复可能影响内需复苏，外需回暖的不确定性仍存。贸易初步数据支持经济外部环境的好转，但出口能否全面重回正增长尚不确定。金融市场本季度稳中走弱，美元走弱背景下区内货币升值也较有限，这也反映出经济增长前景弱复苏的预期。预计东盟六国和韩国经济在 2020 年下半年继续复苏，2020 年全年，本区域除越南外的主要经济体都有较大概率出现负增长。

### 一、疫情概览

**本区域第3季度印尼和菲律宾疫情加剧，但总体好于全球。**

本区域第3季度印尼和菲律宾疫情加剧，但总体好于全球。东盟国家中印尼和菲律宾的疫情在第3季度有所加剧。截至9月24日，印尼和菲律宾的累计确诊人数分别达到 262,022 和 296,755 人，单日新增病例未收敛，仍在 2000-4000 例左右。上季度确诊新增较快的新加坡已经稳定，马来西亚单日新增 100 例左右，泰国和越南始终未出现大规模疫情爆发，累计病例分别为 3,516 和 1,069 人。韩国第3季度疫情有小幅反弹。韩国疫情在第3季度出现反复，病例较第2季度新增 1 万余例。总体而言，尽管第3季度本区疫情新增病例未有明显缓解，但总体状况好于世界其他地区，经济总体保持复苏态势，无明显系统性风险。

### 二、经济继续复苏

**PMI 在第3季度继续回升。**

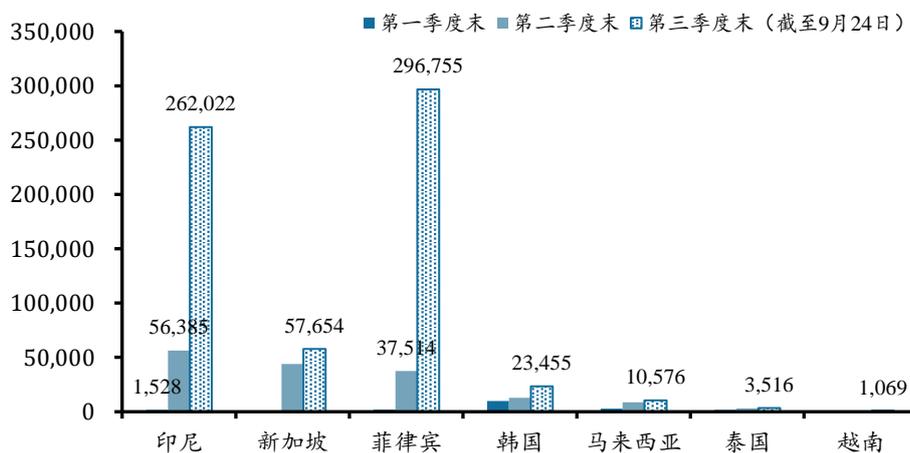
PMI 在第3季度继续回升。第3季度，东盟整体制造业 PMI 月均值大幅回升至 47.9，较上季上升 11.3。各主要东盟国家的 PMI 第3季度均值较上季也上升，9月新加坡、菲律宾和越南的 PMI 处于荣枯线之上，

分别为 50.3、50.1 和 52.2，泰国也接近荣枯线，为 49.9，其他经济体景气程度也有不同程度好转。作为外需的晴雨表，韩国 PMI 在 9 月接近荣枯线，为 49.8。总结而言，现阶段区内主要经济体的 PMI 的影响因素已不再由区内疫情走势主导，而向传统外需因素回归，趋势性景气回调基本终结，未来将依外需情况出现波动调整。

**经济复苏使区内  
通货紧缩压力缓  
和。**

**经济复苏使区内通货紧缩压力缓和。**第 3 季度，区内经济体的通货紧缩状况多有缓和，不过仍有多国 CPI 同比增速为负。泰国、新加坡和马来西亚第 3 季度 CPI 月同比增速季均值仍为负，分别为-0.7%、-0.4%和-1.4%，但紧缩幅度较上季度分别缩窄了 1.9、0.3 和 1.2 个百分点；韩国的第 3 季度 CPI 环比增速季均值由负转正，为 0.5%，菲律宾和越南第 3 季度 CPI 进一步上升，分别为 2.5%和 3.2%。对于上季度疫情较为严重的国家而言，社交隔离放松带来内需好转是通货紧缩压力减轻的首要原因，此外，油价的恢复、外部环境的好转也是通缩压力缓和的原因。印尼是区内唯一例外，CPI 同比增速仍在下降，为 1.4%，环比现 0.1%的负增长，原因主要是印尼疫情在第 3 季度加剧，应对疫情的社交隔离政策致消费者信心走低，压低国内需求，导致价格水平承压。

**图表 25 东盟六国与韩国的新冠累计确诊人数**



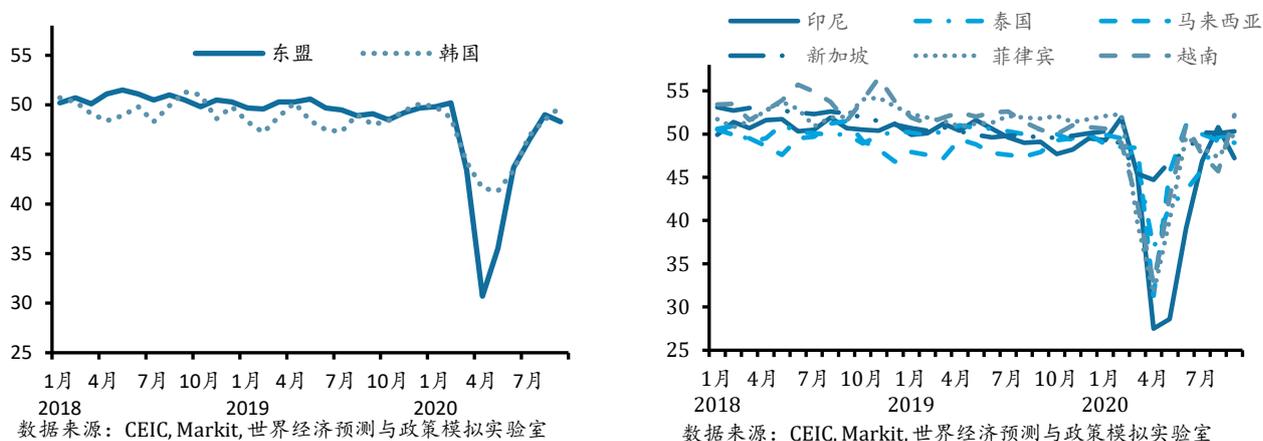
数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

**第 3 季度贸易现  
好转。**

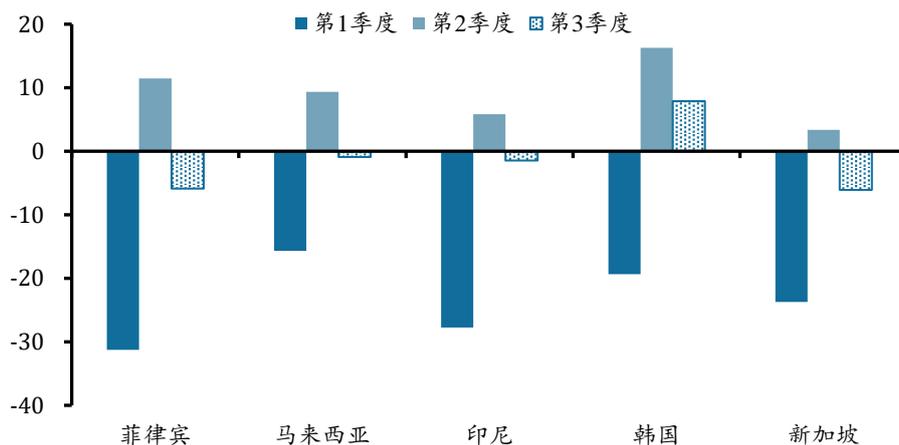
**第 3 季度贸易现好转。**区内第 3 季度贸易数据走出了上季度普遍的出口和进口同比增速为负情形。主要体现为：各国 7、8 月出口总额月同比平均增速较上季度全部出现大幅度转好，马来西亚和越南的出口同

比增速由负转正，分别为 0.1%和 9.8%，较上季度好转 14.4 和 15.7 个百分点；另外两个出口重点国新加坡和韩国的出口同比增速仍然为负，但也有显著好转，分别为-1.6%和-3.2%，较上季度好转 5.8 和 16.9 个百分点。韩国 9 月数据显示韩国的出口进一步好转，9 月出口同比增 7.7%，是疫情以来的首次正增长，增速是 2018 年 10 月以来的新高。分行业看，芯片出口增速达 11.8%，汽车出口增速达 23.2%。其中，前者可能由美国对华为禁令生效前，华为增库存所拉动，所以该指标的可持续性值得关注。后者反映全球贸易的动能在逐渐恢复。分国别看，韩国 9 月对中国、美国和欧盟出口增速为 8.2%、23.2%和 4.3%，对日本出口负增 6%。

图表 26 东盟六国与韩国的制造业 PMI 月度值



图表 27 区内国家主要股票指数季末环比变动

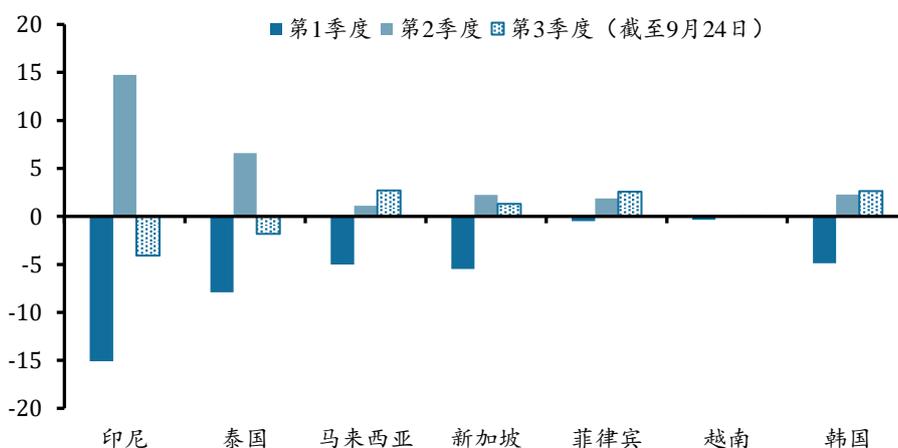


### 三、金融市场表现偏弱

金融市场表现偏弱，股票市场普遍缺乏上行动力

本季度区内金融市场表现偏弱，股票市场普遍缺乏上行动力（见下图）。第3季度末（以9月24日值作为第3季度末值），仅韩国综合指数较上季度继续增长，增幅为7.9%，菲律宾马尼拉综合指数、马来西亚吉隆坡指数、印尼雅加达综合指数和新加坡海峡指数均较上季度出现下跌，跌幅分别为5.9%、0.9%、1.4%和6.1%。第1季度，由于受新冠疫情爆发和全球股票市场大幅震荡的影响，本区主要股指大幅下挫，金融市场出现动荡，这一情况在第2季度逐渐缓和，但多数经济体股指在第2季度的涨幅并未完全收回上季失地。第3季度股指再度下跌导致目前主要经济体的股票市场指数距年初水平仍有不小距离，仅有韩国综合指数水平超过年初水平。这反映金融市场对于本区经济体复苏仍谨慎乐观。

图表 28 区内国家货币对美元汇率（间接标价法）季末环比变动



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

区内货币对美元涨跌不一。

区内货币对美元涨跌不一。区内货币第3季度对美元涨跌不一。第3季度末（以9月24日值作为第3季度末值），马来西亚林吉特、新加坡元、菲律宾比索和韩元较上季末出现升值，环比分别升值2.8%、1.4%、2.6%和2.6%，升值幅度总体不大，升值主要是由经济复苏和美元指数走弱所致。印尼卢比和泰铢较上季末出现贬值，分别贬值4.1%

和 2.1%，这两个货币在第 1 季度表现最差，第 2 季度升值最多，第 3 季度的回调幅度也较大。不过，8 月以来，受美元指数走弱影响，这两个货币的贬值幅度也出现缓和。越南盾总体保持稳定。货币走强对区内经济体的影响具两面性，积极因素主要体现为对进口内需和外债可持续性的改善，但对于区域内出口导向型经济体来说，货币升值对出口不利。反之，对于贬值货币而言，其债务可持续性则更值得担忧，尤其是对印尼卢比而言。

#### 四、政策维持宽松

货币政策方面，央行延续宽松举措，但政策操作频率继续下降。

货币政策方面，央行延续宽松举措，但政策操作频率继续下降。印尼央行于 7 月 16 日将基准利率 7 天逆回购利率下降 25 个基点至 4%，这一水平是 2016 年以来最低。印尼三季度四次降息，累计降息 100 基点。泰国央行第 3 季度维持隔夜基准利率不变，年内累计降息三次，目前基准利率水平为 0.5%，为历史低点。马来西亚央行于 7 月 7 日下调隔夜官方利率 25 个基点至 1.75%，再次刷新历史低值，年内累计降息四次。菲律宾央行本季度未降息，前两季度共计降息四次，基准利率隔夜逆回购工具利率目前为 2.25%。新加坡金管局保持政策不变。越南第 3 季度没有降息，本年累计降息两次，再融资利率和贴现率分别为 4.5% 和 3%，存款利率上限降至 0.5%。韩国第 3 季度也没有降息，目前基准利率维持在 0.5% 的历史最低。

财政政策方面，各国继续支持经济复苏。

财政政策方面，各国继续支持经济复苏。印尼是本地区确诊病例和死亡病例最多的国家，政府为应对疫情于 7 月初推出了四个财政刺激计划，并通过立法取消财政赤字占 GDP 的 3% 的限制，考虑到疫情在印尼仍未完全得到控制，预计今年预算赤字规模约为 6%，财政压力较大，为应对疫情冲击，印尼央行和财政部 7 月 6 日达成协议，宣布 400 亿美元赤字融资计划，由央行直接从政府买债。泰国 9 月初通过一轮总值为 695 亿泰铢（22 亿美元）的刺激方案，主要用于脆弱人群的现金发放、新毕业生工资补助和鼓励旅游等举措，泰国今年的预算赤字占 GDP 比重预计为 6%。马来西亚第 3 季度未公布新的刺激方案，此前两

轮刺激方案计划规模达 2850 亿林吉特，预计今年预算赤字达 GDP 的近 7%。新加坡于 8 月 17 日宣布 80 亿新元（59 亿美元）的新一轮支持计划，用于继续支持就业市场复苏，此前新加坡已宣布总规模约为 1180 亿新元的四轮计划。菲律宾于 9 月 11 日通过了此前经济复苏法案的扩大案，提供总额 1655 亿菲律宾比索（34 亿美元）的资金以应对大流行，大部分将直接用于支持农业和运输部门、卫生医疗人员和支持就业，同时政府从央行借入资金的上限提升至过去三年平均收入的 30%（此前为 20%）。越南没有出台整体性的刺激计划。韩国 9 月 2 日公布创纪录的 2021 年预算，总计 555.8 万亿韩元（约 4698 亿美元），较 2020 年增 8.5%（不包括 2020 年补充预算），预算侧重于大流行后的财政刺激和经济复苏，在卫生和就业领域的支持进一步提升，该预算案的批准时间预计为今年 12 月；韩国还于 9 月 10 日公布了第四轮约 7.8 万亿韩元（66 亿美元）的补充预算，前期已有三轮共计 59 万亿韩元的补充预算已经执行。

## 五、经济展望

区内经济体 2020 年上半年普遍负增长。

区内经济体受疫情冲击的影响，2020 年上半年经济出现普遍负增长。从第 2 季度公布的实际 GDP 增速情况来看，除越南增长 1.8% 之外，本区的各主要经济体均出现了负增长，其中泰国、马来西亚、菲律宾和新加坡出现双位数负增长，同比增速分别为 -12.2%、-17.1%、-16.5% 和 -13.2%，韩国和印尼同比增速为 -2.8% 和 -5.3%。经济受疫情冲击的降幅远超此前预期。

预计 2020 年下半年本区持续复苏，但动能偏弱。

预计 2020 年下半年，东盟及韩国地区持续复苏，但动能偏弱。从当前东盟和韩国地区疫情整体可控，景气指标回升，区内经济体出现普遍复苏。但由于疫情在全球范围内上不可控，外需存在较大不确定性，预计复苏的总体动能偏弱。区内经济体 2020 年增速预测如下：印尼 -2.0~ -1.0%、泰国 -8.0~ -6.0%、马来西亚 -8.5~ -7.5%、新加坡 -6.0~ -5.0%、菲律宾 -8.0~ -6.0%、越南 2.5~3.5%、韩国 -1.5~0%。

图表 29 东盟六国与韩国宏观经济数据概览

宏观经济核心指标	2020			
	Q1	Q2	Q3 <sup>1</sup>	全年 <sup>2</sup>
<b>印度尼西亚</b>				
实际 GDP 同比增速 (%)	3.0	3.0	3.0	3.0
制造业 PMI	48.8	48.8	48.8	48.8
消费者信心指数	117.7	117.7	117.7	117.7
失业率 (%，半年)	5.0	5.0	5.0	5.0
出口总额 <sup>3</sup> 同比增速 (%)	3.2	3.2	3.2	3.2
进口总额 <sup>3</sup> 同比增速 (%)	-3.7	-3.7	-3.7	-3.7
CPI 同比增速 (%)	2.9	2.9	2.9	2.9
CPI 环比增速 (%)	0.2	0.2	0.2	0.2
美元兑印尼卢比同比增速 (%)	0.7	0.7	0.7	0.7
美元兑印尼卢比环比增速 (%)	1.2	1.2	1.2	1.2
<b>泰国</b>				
实际 GDP 同比增速 (%)	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0
制造业 PMI	48.7	48.7	48.7	48.7
消费者信心指数	41.6	41.6	41.6	41.6
工业生产指数同比增速 (%)	-6.2	-6.2	-6.2	-6.2
失业率	1.1	1.1	1.1	1.1
出口总额 <sup>3</sup> 同比增速 (%)	1.0	1.0	1.0	1.0
进口总额 <sup>3</sup> 同比增速 (%)	-1.6	-1.6	-1.6	-1.6
CPI 同比增速 (%)	0.4	0.4	0.4	0.4
CPI 环比增速 (%)	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8
美元兑泰铢同比增速 (%)	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1
美元兑泰铢环比增速 (%)	3.3	3.3	3.3	3.3
<b>马来西亚</b>				
实际 GDP 同比增速 (%)	0.7	0.7	0.7	0.7
制造业 PMI	48.6	48.6	48.6	48.6
工业生产指数同比增速 (%)	0.6	0.6	0.6	0.6
失业率 (%)	3.5	3.5	3.5	3.5
出口总额 <sup>3</sup> 同比增速 (%)	0.3	0.3	0.3	0.3
进口总额 <sup>3</sup> 同比增速 (%)	2.0	2.0	2.0	2.0
CPI 同比增速 (%)	0.9	0.9	0.9	0.9
CPI 环比增速 (%)	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4
美元兑林吉特同比增速 (%)	2.2	2.2	2.2	2.2
美元兑林吉特环比增速 (%)	0.4	0.4	0.4	0.4
<b>新加坡</b>				
实际 GDP 同比增速 (%)	-0.3	-13.2		-6.0~-5.0
制造业 PMI	48.1	46.5	50.2	
制造业生产指数同比增速 (%)	7.8	-1.0	3.0	
季调失业率 (%)	2.4	2.8		
出口总额 <sup>3</sup> 同比增速 (%)	1.5	-7.3	-1.6	

宏观经济核心指标	2020			
	Q1	Q2	Q3 <sup>1</sup>	全年 <sup>2</sup>
<b>新加坡</b>				
进口总额 <sup>3</sup> 同比增速 (%)	6.9	-7.1	-4.4	
CPI 同比增速 (%)	0.4	-0.7	-0.4	
CPI 环比增速 (%)	-0.1	-0.1	0.2	
美元兑新加坡元同比增速 (%)	2.3	3.6	0.0	
美元兑新加坡元环比增速 (%)	1.6	1.9	-2.7	
<b>菲律宾</b>				
实际 GDP 同比增速 (%)	-0.7	-16.5		-8.0~-6.0
制造业 PMI	48.0	40.5	48.6	
工业生产指数同比增速 (%)	-4.3	-29.8	-15.5	
消费者信心指数, 下季	33.3	n.a.	26.4	
失业率 (%)	17.7	10.0		
出口总额 <sup>3</sup> 同比增速 (%)	-4.2	-29.8	-13.9	
进口总额 <sup>3</sup> 同比增速 (%)	-13.5	-43.0	-23.2	
CPI 同比增速 (%)	2.7	2.3	2.5	
CPI 环比增速 (%)	0.1	0.2	0.1	
美元兑菲律宾比索同比增速 (%)	-2.9	-3.1	-5.4	
美元兑菲律宾比索环比增速 (%)	-0.4	-0.7	-3.0	
<b>越南</b>				
实际 GDP 同比增速 (%)	3.8	1.8	2.1	2.5~3.5
制造业 PMI	47.2	42.2	48.5	
工业生产指数同比增速 (%)	6.4	-0.9	1.7	
出口总额 <sup>3</sup> 同比增速 (%)	3.9	-5.9	9.8	
进口总额 <sup>3</sup> 同比增速 (%)	-0.6	-6.4	1.9	
CPI 同比增速 (%)	5.6	2.8	3.2	
CPI 环比增速 (%)	0.1	-0.3	0.2	
美元兑越南盾同比增速 (%)	1.3	0.9	0.5	
美元兑越南盾环比增速 (%)	0.2	0.2	-0.1	
<b>韩国</b>				
实际 GDP 同比增速 (%)	1.4	-2.8		-1.5~0
制造业 PMI	47.6	42.1	48.4	
消费者信心指数	93.2	76.7	83.9	
失业率 (%)	3.7	4.2	3.7	
出口总额 <sup>3</sup> 同比增速 (%)	-1.6	-20.1	-3.2	
进口总额 <sup>3</sup> 同比增速 (%)	-1.6	-16.0	-8.8	
CPI 同比增速 (%)	1.2	-0.1	0.6	
CPI 环比增速 (%)	0.1	-0.2	0.4	0.1
美元兑韩元同比增速 (%)	6.1	4.6	-0.5	6.1
美元兑韩元环比增速 (%)	1.6	2.1	-2.6	1.6

数据说明: <sup>1</sup>GDP 增速为预测数或初值, 汇率为季度日均值变动, 其余为已公布月度数据的平均值。<sup>2</sup>预测数。<sup>3</sup>美元计价。

## 全球金融市场：美元贬值，风险隐现

多国疫情反弹和纾困政策退出疑虑使得全球金融市场风险再现，资产价格波动再上升。风险资产方面，大部分国家的股市整体回升，但9月份均出现不同程度的回调。利率方面，发达经济体货币市场利率相对稳定、国债收益率窄幅震荡；新兴经济体货币市场利率走势分化，国债收益率普遍上升、但上升程度不一。汇率方面，美元明显贬值，除土耳其、俄罗斯、阿根廷等个别国家外，大部分国家货币升值。展望4季度，疫苗出台、美国大选、新一轮纾困政策等重要事件将成为影响全球金融市场走势的重要因素。尽管特朗普及其政府不断制造不确定性，但美元指数难现往年的选前强势。

### 一、全球金融市场总体情况

**疫情和政策的不确定性  
加大金融市场波动**

**2020年3季度，美元贬值，股市冲高回调。**全球金融市场从新冠疫情的负面冲击中逐渐恢复，但疫情的反弹和纾困政策的退出疑虑使得全球金融市场风险再现，资产价格波动上升。风险资产方面，大部分国家的股市整体回升，但9月份均出现不同程度的回调。利率方面，美国的货币市场利率和国债收益率相对稳定，新兴经济体国债收益率上升。汇率方面，美元明显贬值，除土耳其、俄罗斯、阿根廷等个别国家外，大部分国家货币升值。

**流动性充裕，波动上升  
美元贬值，多数经济体  
货币升值**

**全球金融市场流动性充裕，但波动上升。**美联储对流动性持续呵护，并释放出稳定的货币宽松信号，TED利差保持低位，市场流动性风险不高。但9月份，VIX指数回升，市场波动率上升。9月初，因美股出现大跌，VIX指数回升至30%以上。虽然随后有所回落，但依然在20%以上的相对较高水平，并且未见趋势性下行。

图表 30 全球金融市场主要指标变动

外汇市场				股票市场			
名称	本季度	上季度	升值幅度	名称	本季度	上季度	上涨幅度
美元指数	94.07	98.88	-4.86%	标普 500	3315.28	2926.96	13.27%
日元	1.17	1.10	6.16%	德国 DAX	12839.67	11207.17	14.57%
欧元	106.15	107.57	1.31%	日经 225	22857.46	20703.03	10.41%
人民币	6.92	7.08	2.24%	上证综指	3315.22	2872.67	15.41%
雷亚尔	5.35	5.38	0.70%	巴西 IBOVESPA	100773.59	84292.25	19.55%

货币市场 (7 天同业拆借利率)				债券市场 (10 年期国债)			
名称	本季度	上季度	变化基点	名称	本季度	上季度	变化基点
美国	0.11	0.14	-3.10	美国	0.65	0.69	-3.81
欧元	-0.55	-0.51	-4.47	欧元区	-0.44	-0.36	-7.75
日本	-0.10	-0.09	-0.59	日本	0.03	0.01	2.33
中国	2.17	1.83	33.59	中国	3.01	2.68	33.04
印度	3.41	3.74	-33.74	巴西	6.73	7.32	-58.73

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，除货币市场和债券市场利率变动外，其余变动幅度单位为百分点。其中，欧元汇率为间接标价法，日元、卢布、雷亚尔为直接标价法。货币市场和债券市场利率单位为百分点。变化基点单位为百分之一个百分点。

图表 31 全球金融市场风险状况图



注：数据来自 Wind 数据库。阴影部分为 2020 年第 3 季度。

## 二、全球金融分市场运行态势

**美元大幅贬值，日元、欧元升值。**美元自 5 月下旬起开始持续贬值，3 季度贬值幅度进一步扩大。3 季度，美元指数由 98 逐渐回落至 94 上下，平均贬值幅度达 4.86%。日元、欧元、英镑、澳元明显

升值，欧元、澳元升值幅度较大。3 季度，欧元平均升值 6.26%。值得注意的是，美元和欧元的跨境支付结算份额再次十分接近。根据 SWIFT 数据，2020 年 8 月，美元在国际支付中的份额为 38.96%，而欧元的份额上升至 36.04%，与美元的差距为近五年来最低。

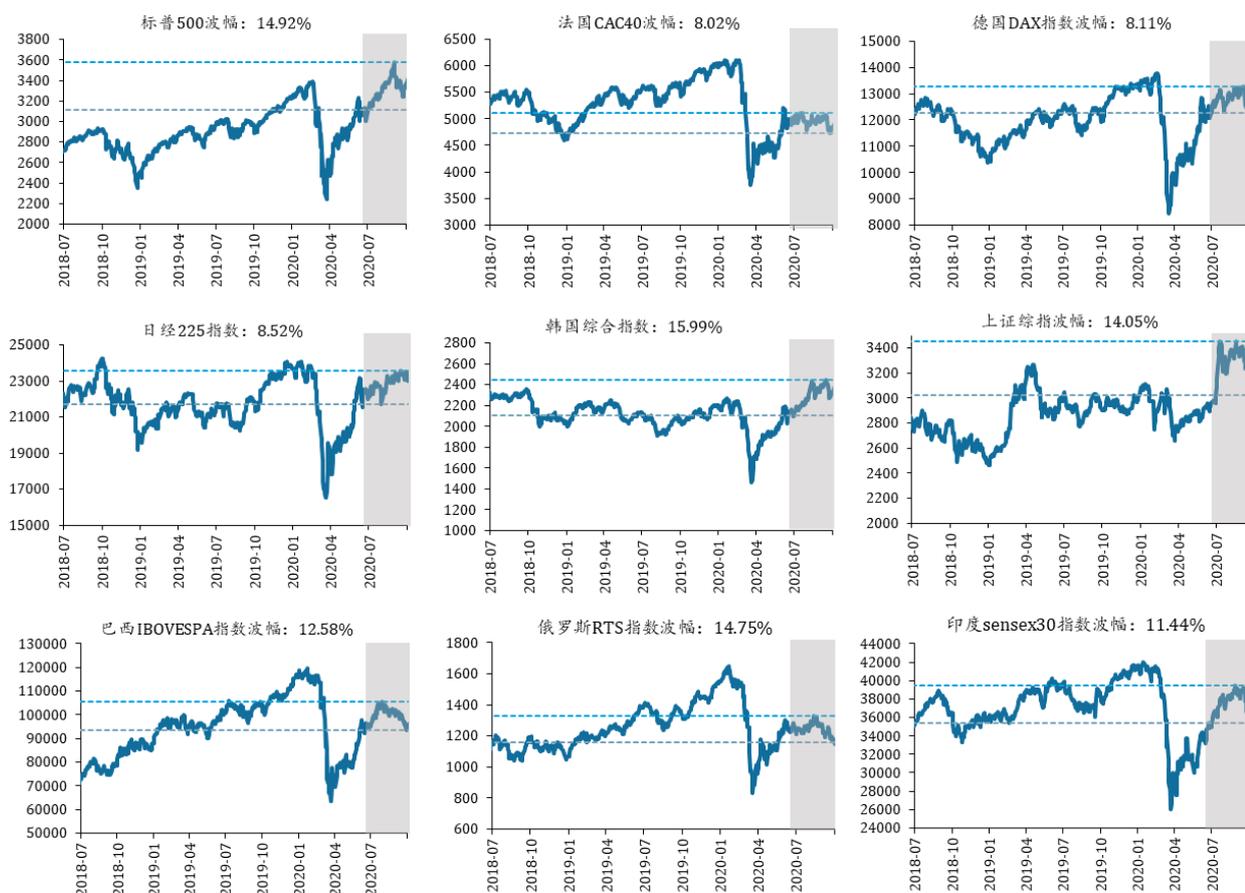
**多数新兴经济体货币平均汇率升值，卢布、阿根廷、土耳其货币贬值。**本季度，大部分新兴经济体货币升值幅度均在 2% 左右。3 季度人民币兑美元平均中间价为 6.92，较 2 季度升值 2.24%。升值幅度较大的货币有：南非兰特（5.78%）、菲律宾比索（3.02%）、马来西亚林吉特（2.72%）。仅三个新兴经济体货币贬值，分别为：阿根廷比索（-8.32%）、土耳其里拉（-4.81%）、卢布（-1.68%）。

图表 32 主要发达和新兴经济体汇率走势一览

		2020 年第 3 季度	2020 年第 2 季度	升值幅度
主要发达经济体	美元指数	94.07	98.88	-4.86%
	日元	106.17	107.63	1.36%
	欧元	1.17	1.10	6.26%
	英镑	1.29	1.24	4.20%
	澳元	0.71	0.66	8.33%
金砖国家	巴西雷亚尔	5.37	5.38	0.10%
	卢布	73.56	72.35	-1.68%
	南非兰特	16.91	17.95	5.78%
	印度卢比	74.38	75.85	1.94%
	人民币	6.92	7.08	2.24%
东南亚	菲律宾比索	48.94	50.46	3.02%
	越南盾	23212.67	23244.39	0.14%
	马来西亚林吉特	4.20	4.32	2.72%
	泰铢	31.34	31.96	1.95%
东亚	印尼卢比	14721.98	15004.47	1.88%
	韩元	1188.12	1220.21	2.63%
	新加坡元	1.38	1.41	2.47%
	新台币	29.49	29.93	1.47%
其他	港币	7.75	7.75	-0.02%
	阿根廷比索	73.28	67.65	-8.32%
	土耳其里拉	7.20	6.87	-4.81%

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、英镑汇率为间接标价法，其余均为直接标价法。

图表 33 全球主要发达与新兴经济体股市走势一览



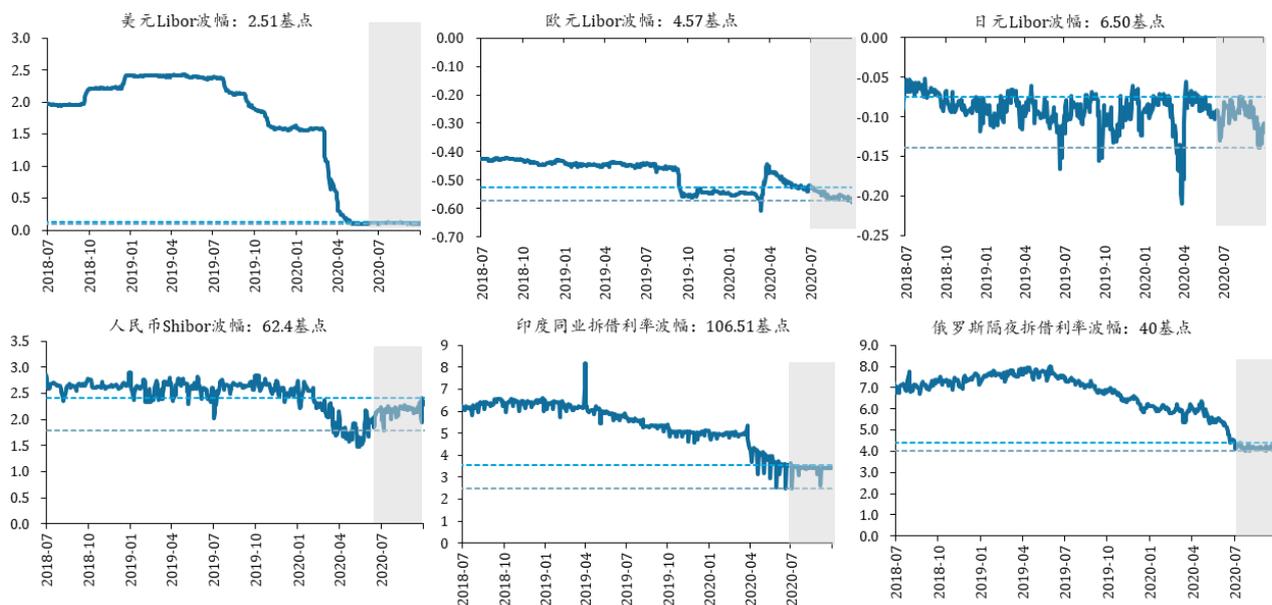
注：原始数据来自 Wind 数据库。季度波幅定义为季内最高值相对最低值的偏离百分比。各图中位置较高的红色虚线代表季内最高值，较低绿色虚线代表季内最低水平。阴影部分代表 2020 年第 3 季度。

货币市场整体稳定。

多数经济体货币市场利率下降或稳定，中国货币市场利率上升。

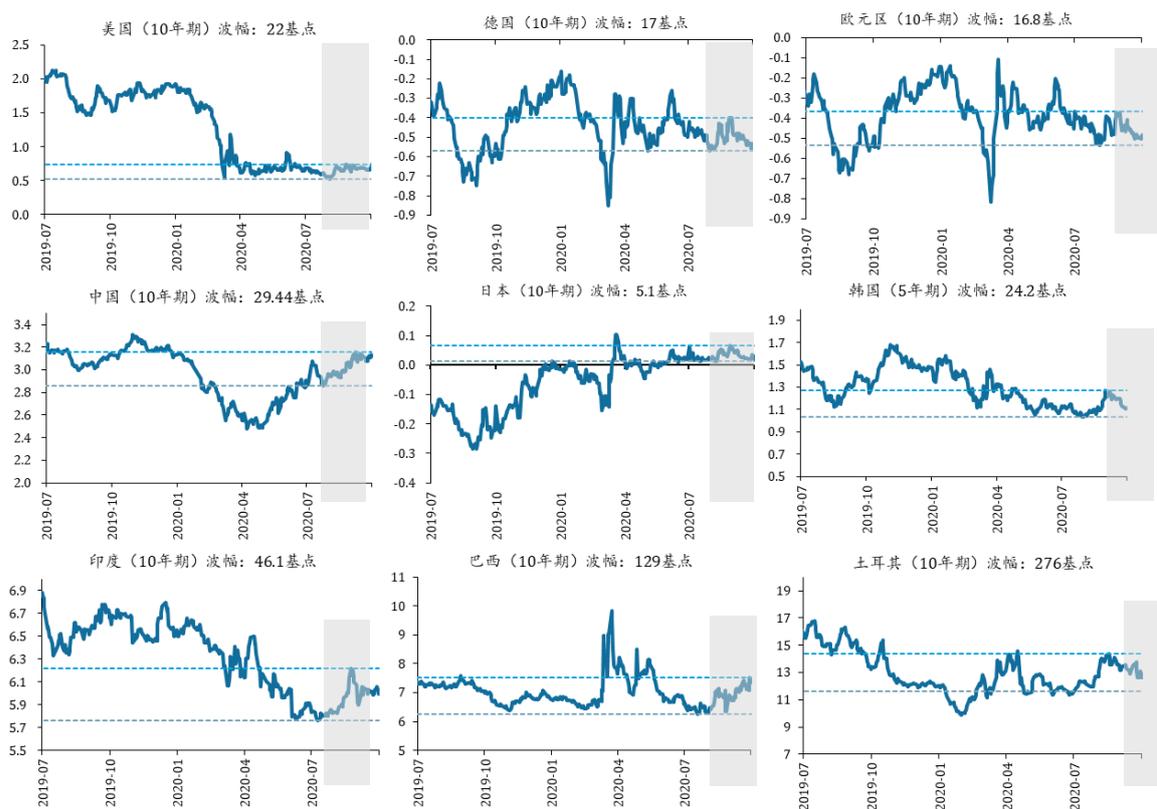
3 季度，除美联储修整货币政策目标策略外，主要发达经济体并未有明显的货币政策调整。美国货币市场利率稳定在零利率附近，欧元 Libor 和日元 Libor 的负利率程度略有加深。新兴经济体中，巴西、印度的货币市场利率保持基本稳定，中国的货币市场利率自 5 月份起持续回升，但货币市场整体平衡，利率上升或受央行流动性供给低于预期影响。

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。

### 主要经济体国债收益率 走势分化

美欧国债收益率区间震荡，新兴经济体国债收益率上升。因经济恢复、通胀预期回升，主要经济体十年期国债收益率均出现阶段性上升。但或由于欧洲疫情出现反弹、美联储释放出明显的货币宽松预期，美欧十年期国债收益率又出现回落。9月25日，美国国债（10Y）收益率为0.66%，与2季度末持平；欧元区公债（10Y）收益率为-0.48%，较2季度末下降3bp。发达经济体中，日本国债（10Y）收益率已回升至零利率上方，或因日本央行的收益率曲线控制有关。新兴经济体国债收益率上升明显，但上升趋势和幅度不一。或因印度疫情持续恶化，印度国债收益率于9月出现回落，而中国国债收益率持续上升。2020年9月底，印度国债（10Y）收益率为6.02%，较6月底上升13bp，较3月底下降9bp；中国国债（10Y）收益率为3.13%，较6月底上升约30bp，较3月底上升约54bp。

### 重大事件成为影响金融 市场走向的关键。

## 三、全球金融形势展望

4季度，全球金融市场将迎来疫苗推出、美国大选、财政支出计划持续等诸多不确定但却格外关键的事件。如果疫苗能够顺利推出、美国未因大选出现宪政危机、财政支出计划持续，全球股市有较大可能再度上扬。同时，各国长期利率也会因经济走向正常轨道而略有上升。如果疫苗未能顺利推出、疫情恐将再持续一年，全球金融市场预期可能恶化，各类资产下跌。纾困政策的持续会缓解金融市场波动，但无疑会增加政府债务负担，同时也增加非政府部门未来的债务压力。美国大选结果以及或有事态演变对金融市场的冲击具有不确定性。

### 美元指数不确定性。

美元指数难现往届大选前的强势。根据历史数据，美元指数有明显的选前走强趋势。但2020年6月以来，美元指数持续大幅下滑，其原因在于美国疫情蔓延、经济复苏不确定性上升、美联储无限量量化宽松以及居高不下的财政赤字水平动摇了美元霸主地位。3季度以来，特朗普政府不断通过中美关系、地缘政治、新冠肺炎疫情以及其

个人健康制造不确定性，不确定性的增加也未导致美元指数走强。10月初，特朗普新冠病毒阳性消息公布之后，美元指数进一步下跌至93.46。

#### 四、跨境收支大幅增大，跨境资金流入大于流出

##### 3 季度外汇收支同步上涨，跨境资金流入幅度大于流出。

3 季度银行代客涉外收付款项下的外汇收支大幅上涨，收支净额为正，跨境资金保持净流入趋势。2020 年 7、8 月，银行代客涉外收入与支出总额为 1.48 万亿美元，同比上升 23.3%，环比上升 18.6%。其中，银行代客涉外收入为 7478.4 亿美元，同比上升 27.6%，环比上升 20.3%。银行代客涉外支出为 7348.7 亿美元，同比上升 19.6%，环比上升 20.2%。银行代客涉外收支维持顺差，顺差额度为 129.7 亿美元，环比上升 21.4%。

图表 36 银行代客收付款分项结构



数据来源：WIND

从境内银行代客涉外收付款的分项看，经常项目收支由上季度前两个月的小幅顺差转为逆差，7、8 月经常项目逆差总额为 83.4 亿美元。从细项看，7、8 月货物贸易的顺差相对于 2 季度前两个月上升，服务贸易和收入项逆差均呈扩大趋势，收支净值由正转负。

银行代客涉外收付款的资本和金融项目维持外汇净流入。7、8 月，资本和金融项目顺差为 199.5 亿美元。从细项看，直接投资、证

券投资和其他投资均为顺差，其中证券投资项的顺差额度最大，占7、8两个月顺差总额的64.5%。

**银行结售汇由顺差转为逆差。**

**7、8月银行结售汇由顺差转为逆差。**7、8月银行结售汇逆差为63.5亿美元，结束了前两个季度的顺差趋势。其中，银行结汇总额为3317.4亿美元，售汇总额为3380.9亿美元。从交易主体来看，结售汇逆差主要由银行部门贡献，银行自身结售汇逆差规模为71.5亿美元；银行代客结售汇继续维持顺差，但顺差规模大幅缩窄为8亿美元，远低于2季度290.9亿美元顺差的规模。

**市场主体结汇意愿下降，售汇意愿上升。**

**在结售汇意愿方面，**7、8月的平均结汇率小幅高于售汇率。平均结汇率（银行代客结汇占银行代客涉外总收入比率）为39.4%，较去年同期下降11.8个百分点，较上季度下降1.7个百分点。售汇率（银行代客售汇占银行代客涉外总支出比率）为40.0%，与去年同期和上季度基本保持一致。市场主体结汇意愿下降、售汇意愿无显著波动，结售汇市场没有对人民币汇率变动做出剧烈反应，市场主体对于人民币汇率浮动的接受程度不断提高。

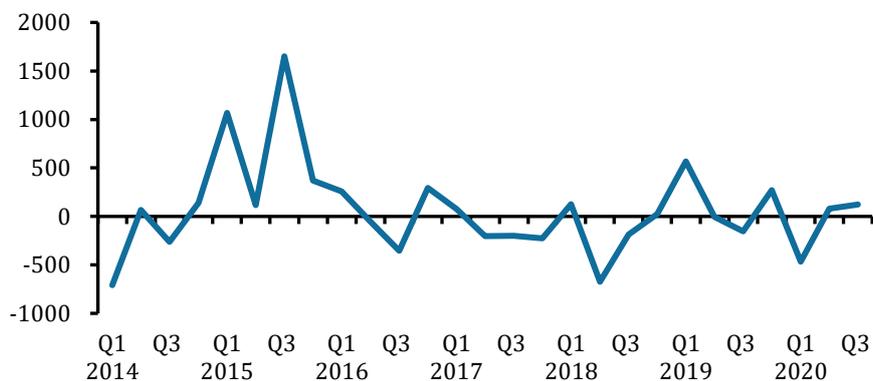
**人民币业务跨境资本流动由净流入转为净流出，人民币跨境收付业务量持续上升。**

境内银行代客收付款的人民币跨境流出大于流入，7、8月净流出人民币131.8亿美元。7、8月，人民币业务在银行代客涉外收入总额中占比为37.6%，在涉外支出总额中占比为40.1%，较去年同期分别增加10.9%和13.1%。人民币形式的涉外收付款占银行代客收付款的比例维持了上季度的上升趋势。

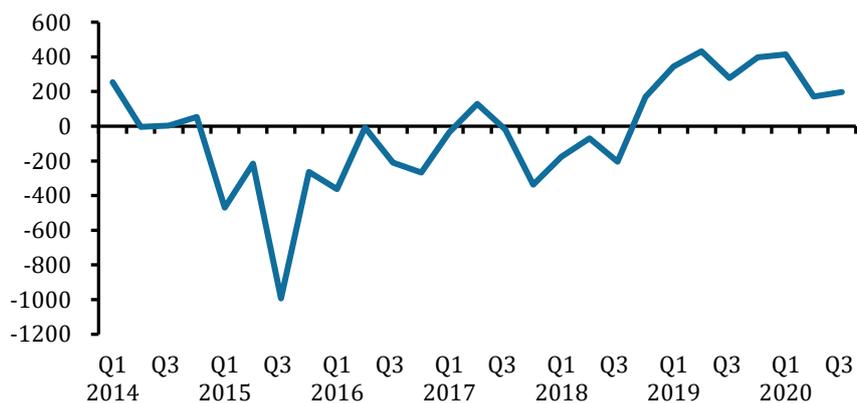
**人民币汇率双向波动。**

一般来说，银行收付款与结售汇顺差差额、远期结汇售汇签约差及远期结汇售汇展期差额这三个指标下降往往代表市场的贬值预期强，资本外流压力增大。从2020年7、8月数据看，三个指标均为正且呈上升趋势，反应了市场对人民币的升值预期。

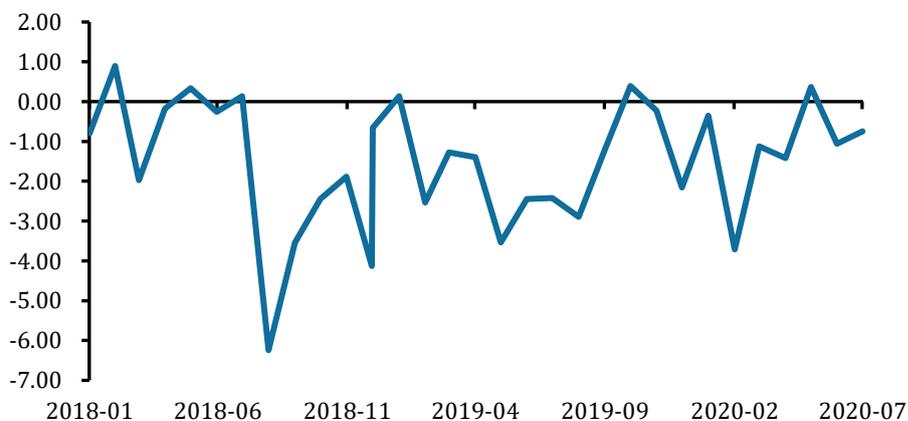
图表 37 银行代客收付款与结售汇顺差差额



图表 38 银行代客远期结售汇签约差额



图表 39 银行代客远期结售汇展期

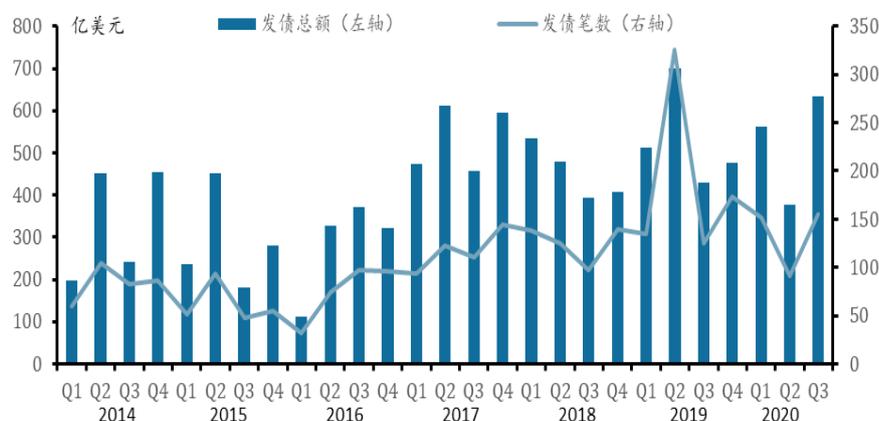


## 五、3 季度中资企业海外债发行重回高位

### 3 季度中资企业海外发债持续回暖。

3 季度中资企业海外发债完成 V 型复苏，季度发债总额超过年初高点达到 634.3 亿美元，环比增长 68.4%。其中新增发债 391.3 亿美元。从供给方面看，低利率为国际债券市场提供了充足的流动性；从需求方面看，在中国经济领先反弹的背景下，中国企业的基本面向好且提供了较高的债券投资收益，使中资公司债券受到国际国内投资者的欢迎。3 季度境外发债依然以美元计价债券为主，占总发债额的 89.9%。

图表 40 外币公司债季度发债额度与频率



数据来源：Dealogic数据库，作者计算整理

### 金融、房地产和地方政府融资平台为 3 季度发债主力。

金融、房地产和地方政府融资平台为 3 季度发债主力。随着投资者对中资外币债券市场信心的恢复，3 季度海外发债中的高收益债券产品比例有所回升，由 2 季度的 18.1% 上升到 20.9%，主要由房地产企业发行。投资级债券发债额占季度发债总额的 74.2%，金融机构和地方政府融资平台为投资级债券的发债主力。

金融业公司 3 季度境外发行公司债 250 亿美元，相当于 2 季度发债总额的 3.4 倍。金融业发行以工商银行、中国银行、建设银行、农业银行、交通银行、招商发行的高评级投资级公司债为主。成本方面，在美联储降息、全球利率下行的大趋势下，金融业投资级债券发行成本继续下行，3 季度平均发债成本为 1.9%，相比上季度下降了 0.4 个

百分点。

房地产公司 3 季度发行债券 126.2 亿美元，发债量相当于 2 季度的 1.9 倍。发债类型上，3 季度房地产公司发行高收益公司债 117.96 亿美元，占行业全部发行量的 93.4%；发行投资级公司债 8.3 亿美元，占行业全部发行量的 6.6%。成本方面，房地产海外发行的高收益和投资级债券的信用利差收窄，高收益债平均发债成本为 8.0%，较 2 季度下行 1.1 个百分点，投资级公司债平均发行成本为 4.3%，较 2 季度上行 0.5 个百分点。利差收窄主要来自于高收益债券的发行利率的下行，反应了市场对中资房地产不确定性预期的下降和信心的回升。

地方政府融资平台 3 季度境外发行公司债 85.6 亿美元，相当于 2 季度发债总额的 3.2 倍。成本方面，地方政府融资平台的发债也出现了信用分层，在全部 28 笔发债中，有 21 笔发债成本在 5% 以下，充分利用了境外融资的成本优势。但铁岭、大连的两家城投公司融资成本分别为 9.3% 和 8.9%，融资成本甚至高于大部分房地产公司。

3 季度中资美元债一级市场上的反弹回暖得益于美国宽松的货币环境和中国经济基本面的支持。展望未来，4 季度将有 394.4 亿中资美元债到期，债务续借将是支持海外发债走高的重要因素。另外，低利率和流动性宽松环境也为企业海外发债提供了良好的市场环境。但即将到来的美国大选、秋冬疫情亦可能对海外债发行规模带来扰动。



## 大宗商品市场：价格震荡反弹，受需求疲弱拖累

2020 年 3 季度大宗商品价格持续震荡反弹，但在季度末受油价拖累小幅回调，且总体走势面临实体需求相对疲弱的影响。受新冠疫情的需求冲击影响，大宗商品价格在 2 季度跌至谷底。随着疫情常态化及中国率先恢复，几乎所有品种均超跌反弹，并在供给端收缩和资金面宽松的驱动下，上涨至接近疫情前水平。但疫情反复及需求疲弱仍对主要品种价格形成压制。OPEC 大幅减产的边际效果下降，油价反弹后回调，需求前景仍然疲弱。有色金属价格上涨，但铜价由于需求不振涨势放缓；铁矿石和钢材价格受中国复苏拉动走强。3 季度国际国内农产品价格表现一致，涨势强劲，大豆和小麦等因供给收紧、需求增长而上涨。

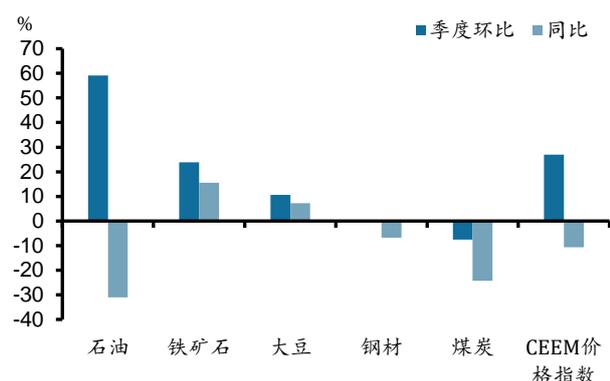
### 一、大宗商品总体价格走势

#### 3 季度大宗商品反弹趋势放缓，需求侧疲弱成为压制价格的主要因素

2020 年 3 季度 CEEM 大宗商品价格<sup>1</sup>季度均价环比反弹 59.1%，涨幅巨大，主要得益于 2 季度价格跌至谷底后的超跌反弹。但受需求疲弱和疫情前景不确定影响，反弹趋势受到拖累。同比来看，大宗商品价格下滑 10%左右。目前商品价格相较于疫情前夕仍有约 15%-20% 的距离。原油价格在跌至谷底后持续反弹，OPEC 破纪录减产为主要推动力，但 3 季度减产的边际效果减弱，市场需求仍存在较大不确定性，油价承压回调。有色金属上涨但涨势放缓，铜需求走弱且供应端逐步恢复。铁矿石在中国复苏带动下相对强势，但季度末随着全球需求前景不明朗有所承压。农产品总体走强，中国强烈的买货需求以及市场对恶劣天气的担忧带动价格上涨。

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

图表 41 3 季度大宗商品价格季度均价显著反弹



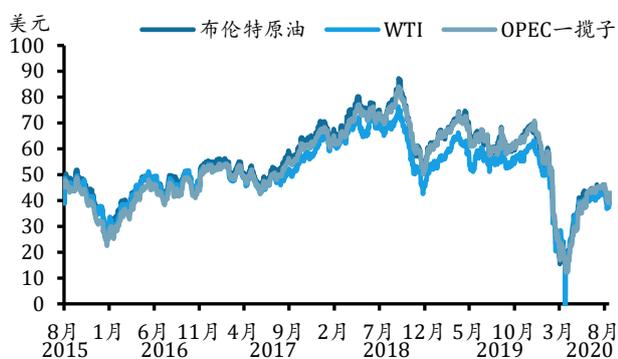
数据来源: CEIC, 世界经济预测与模拟实验室

图表 42 大宗商品价格反弹趋势放缓



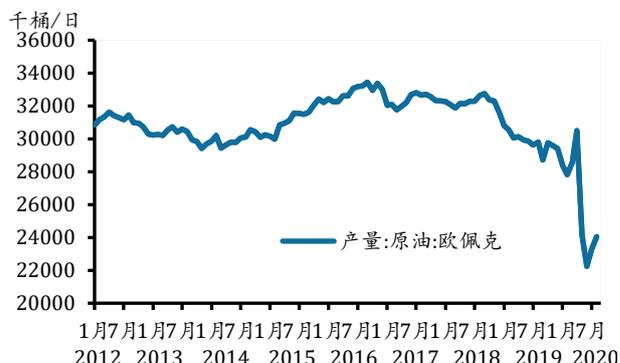
数据来源: CEIC, 世界经济预测与政策模拟实验室

图表 43 3 季度石油价格反弹后回调



数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室

图表 44 3 季度 OPEC 产量有所反弹



数据来源: CEIC, 世界经济预测与政策模拟实验室

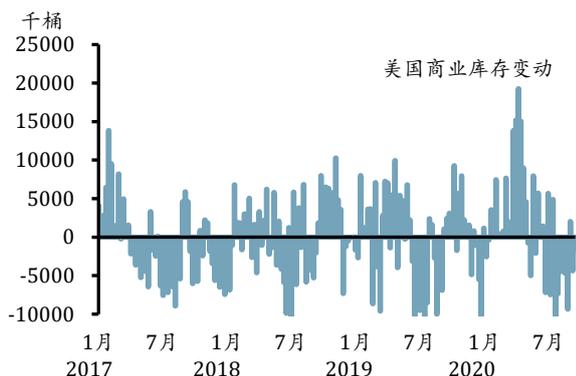
## 二、主要大宗商品供求情况与价格走势

### OPEC 减产边际效果减弱，需求疲弱压制油价上涨

3 季度全球原油价格波动上行，但季度末小幅回落。布伦特油价基本持稳在 40-45 美元区间。OPEC 及其他主要产油国持续仍通过创纪录的减产为油价托底，但由于需求疲弱，疫情前景反复，导致减产的边际效果下降。当前决定油价走势的核心因素从供给侧转移至需求侧，并取决于全球经济复苏的节奏。

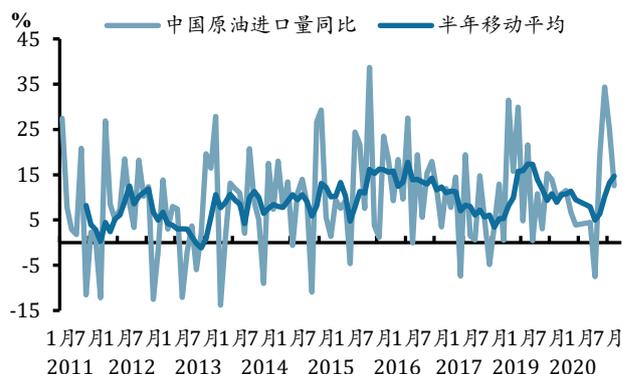
目前油价基本完成触底反弹的过程。布伦特原油季度初从 40 美元最高上涨至 46 美元，但基本面支撑不足，随即回落，在 40 美元附近遭遇较强的双边阻力，围绕价格中枢反复震荡。后续市场情绪因素影响减弱，基本面因素影响进一步加强。

图表 45 3 季度美国商业库存仍以缩减为主



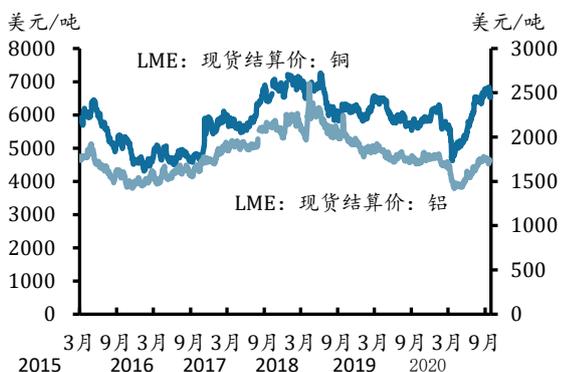
数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室

图表 46 中国原油进口需求持续走高



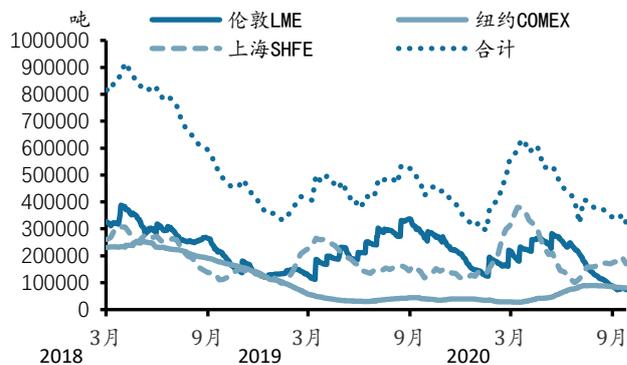
数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室

图表 47 LME 铜铝价增速放缓



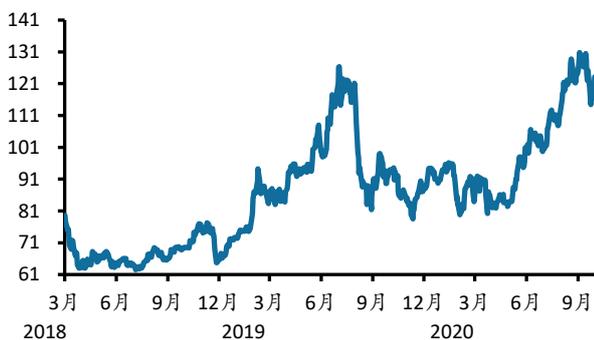
数据来源: WIND, 世界经济预测与政策模拟实验室

图表 48 全球铜库存总量下跌趋势减缓



数据来源: WIND, 世界经济预测与政策模拟实验室

图表 49 国际铁矿石价格持续偏强运行



数据来源: WIND, 世界经济预测与政策模拟实验室

图表 50 国际铜价指数回升



数据来源: WIND, 世界经济预测与政策模拟实验室

产油国减产阻力上升。

在供给侧，OPEC 破纪录的减产为油价构筑较为坚实的底部，但边际效果明显减弱。2 季度会议之后，OPEC 减产量接近于全球预测需求的 8%-10%，效果明显，将油价从低点 10 美元以下拉升回 40 美元附近。但 3 季度 OPEC 本身的减产节奏也出现不确定性，8 月份产量相较于 7 月份开始反弹，日产量上升 80 万桶左右。近期 OPEC 核心成员国沙特表示无强烈意愿超额减产，同时要求伊拉克、尼日利亚等国补偿性减产，因其此前未达目标。阿联酋等也因国内原因未达减产目标。油价回稳后，OPEC 内部继续大规模减产的阻力也随之上升。此外，市场预期以美国为主的非 OPEC 产油国产量将在 4 季度开始复苏，进一步削弱 OPEC 减产的效果。

当前全球原油供需基本维持在松平衡状态，各国库存相对宽松，且需求存在较大不确定性，进一步减产的边际效果有限。

中国率先复苏，成为重要原油出口目的国。

在需求侧，OPEC 进一步下调 2020 年全年需求量，降幅达 946 万桶，为历史最大降幅。日需求量平均为 9023 万桶。随着疫情反复，4 季度需求反弹仍存在较大不确定性。从短期来看，美国原油净进口持续下滑。商业原油库存下跌幅度虽然缩小，但短期内未看到补库存的迹象。欧洲需求自 5 月份的低点后开始反弹，但同比仍有 15% 以上的下滑。中国成为原油需求的主要增量。由于率先从疫情恢复，且利用低油价机会增加储备，中国原油进口量同比显著上升。

3 季度有色金属价格受宏观面影响仍保持增长态势，但受供应逐步恢复、消费走弱之影响，有色金属价格边际改善减弱。黑色金属价格同样回温：新冠疫情对铁矿石供应继而推高价格继续强势上涨；全

3 季度国际有色金属价格增速放缓。铜方面，3 季度伦铜价格整体上延续 2 季度增长态势持续走强，伦铜价格从季初 6107 美元/吨上涨至季末 6610 美元/吨，季度涨幅达 9.86%。季初智利疫情再度恶化，叠加铜矿劳资纠纷，供给紧张推升伦铜持续走高；8 月以来，随着智利供应风险缓解，铜需求端逐渐疲软，伦铜增速逐渐放缓。铜上游供应方面，铜供应整体逐步恢复。智利虽出现疫情再度恶化及主要铜矿工人合同到期罢工事件导致铜供应暂时偏紧，但后期智利政府在保证稳定生产上积极作为，铜矿供应整体在恢复；秘鲁铜矿产出快速回升；加拿大第一量子矿业有限公司季末宣布计划扩大在非洲最大铜矿-赞比亚坎桑希铜矿的业务。铜下游需求方面，全球

球经济活动复苏促使  
国际钢价回涨。

铜消费复苏速度减缓。一方面海外经济重启，欧美政府出台政策刺激经济，拉动海外铜需求，房屋和汽车市场回暖对改善需求起到积极作用；中国市场需求持续恢复，提振全球乐观情绪。但另一方面随着全球经济复苏步伐放缓，美经济回升不及预期，国际紧张局势持续扰动，宏观氛围遇冷，铜需求受到一定影响，尤其是海外终端汽车市场转弱，空调市场疲软。铜库存方面，全球铜库存去库持续，但下跌趋势减缓。截至 2020 年 9 月 25 日，全球三大交易所总库存报 32.48 万吨，相对 2020 年 2 季度减少约 7.87 万吨，其中 LME 库存减少 15.24 万吨，COMEX 库存上升 0.33 万吨，SHFE 库存减少 7.05 吨。

铝方面，LME 铝价 3 季度价格走势与 LME 铜价趋同，季度涨幅 9.01%，自 6 月底的 1602 美元/吨上涨至 9 月底的 1737 美元/吨，由于铝的金融属性和国际化属性远弱于铜，因此价格回调幅度弱于铜。

**3 季度国际铁矿石价格继续偏强运行，国际钢价回涨。**普氏 62% 铁矿石价格 3 季度涨逾 21%，季末冲至 123.15 美元/吨。铁矿石供给端方面，由于海外疫情反复爆发，巴西等主产国成为疫情“震中”之后，铁矿石发运存变数，供应悲观；此外，国际油价重心逐渐上行导致海运成本偏强运行；需求端方面，作为铁矿石需求大国，我国铁矿石需求量大幅增加。供不应求的局面使得铁矿石价格 3 季度一路狂飙。7 月，澳巴对中国铁矿石发运符合季节性规律，供给较为顺畅稳定，需求预期向好，铁矿石供求端整体偏紧，价格继续偏强运行，重心攀升至 110 美元/吨；8 月由于海外市场对新加坡掉期对标的 PB 粉供不应求、溢价高企反应敏感，叠加海外钢厂有复产预期，矿价兑现需求复苏的预期的影响，国际矿价延续上行趋势至 120 美元/吨；季末，海外供应市场居高不下，终端需求恢复不及预期有所疲软，铁矿石价格应声回落向下调整。从港口库存来看，铁矿石累库明显：巴西矿库上升 45.86%至 3169 万吨；澳洲矿库存小幅下滑 6.47%至 5736 万吨；我国铁矿石港口库存量上升 7.74%至 11617 万

吨。

钢材方面，3 季度国际钢铁价格指数普遍回涨。3 季度世界各地经济活动开始复苏，全球国际钢铁价格指数由跌转涨，季度环比上涨 7.64%至 181.8 点；同比下跌 0.05 个百分点。其中，欧洲钢铁价格指数环比上涨幅度最大，为 15.50%。北美涨幅其次，为 10.12%；亚洲涨幅为 3.53%。从钢铁价格来看，国际螺纹钢市场价 3 季度均为正增长：欧盟及独联体螺纹钢市场价 3 季度末分别为 540 美元/吨及 460 美元/吨，季度涨幅分别为 11.11%及 12.75%；中国螺纹钢市场价涨幅 6.67%至 544 美元/吨；相比之下美国、日本钢价涨幅不大，分别为 3.47%及 2.41%，但二者价格绝对值相对较高，季度末分别达到 656 美元/吨及 680 美元/吨。从世界粗钢产量来看，截至 2020 年 8 月，向世界钢铁协会（WorldSteel）报告的 64 个国家的世界粗钢产量为 1.562 亿吨，与 2019 年 8 月相比同比增长了 0.6%。亚洲粗钢产量维持正增长，季度涨幅 6.1%至 1.202 亿吨，产量占全球总量的 77%；南美洲、北美洲第 3 季度相较于第 2 季度由跌转涨，涨幅分别为 28.89%、15.09%，8 月底粗钢产量分别为 330 万吨及 769 万吨；非洲、独联体、中东及欧盟 3 季度粗钢产量均下跌。世界钢铁协会预测受新型冠状病毒肺炎疫情的影响，2020 年全球钢铁需求量将萎缩 6.4%，下降至 16.54 亿吨。其中，只有中国 2020 年钢铁需求量为正增长：由于中国恢复经济活动较早叠加 2020 年启动的“新基建”项目，中国钢铁需求量在 2020 年将增长 1.0%。对发达经济体而言，疫情加剧制造业衰退导致钢铁需求预计将下降 17.1%。除中国外的其他发展中经济体由于抗击疫情能力差及支持经济财政空间有限，需求预计将在 2020 年下降 11.6%。

**3 季度国际国内农产品价格表现一致，大豆、玉米、小麦价格均有不同程度上涨。**

**3 季度国际国内农产品价格表现一致，涨势强劲。**国际市场来看，3 季度 CBOT 大豆价格持续走强，涨幅高达 15.74%至 1022 美分/蒲式耳。季初，受 7 月 USDA 供需报告偏空叠加产区天气好转影响，美豆价格由 893.75 美分/蒲式耳小幅下跌至 871.25 美分/蒲式耳；随后，中国强烈的买货需求以及市场对恶劣天气的担忧刺激美豆价

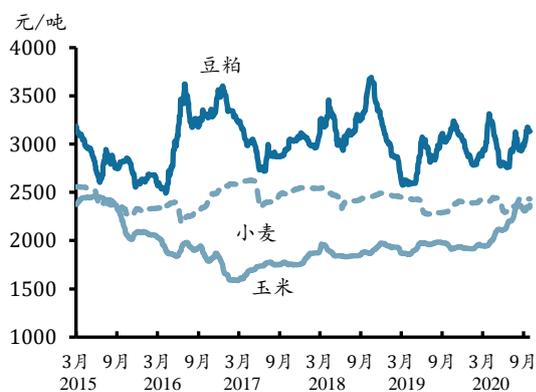
格持续上涨至季末收于 1022 美分/蒲式耳。9 月美国农业部 (USDA) 报告供给方面预测 20/21 年度全球大豆预期期初库存大幅调减 3.83 个百分点至 9585 万吨, 主要变动来自美国产量下调约 300 万吨, 其他国家产量增加 240 万吨但不及美国产量下降, 增量主要来自巴西的 200 万吨。预期产量显著调增 2.17 个百分点至 3.70 亿吨。消费方面, 20/21 年度预期总消费量较上月预测调增 1.19 个百分点至 3.68 亿吨。主要受预期产量调增影响, 20/21 年度全球大豆预期期末库存最终小幅调增 0.29 个百分点至 9536 万吨; 由于预期总消费量也调增较多, 预期期末库存消费比小幅调减 0.23 个百分点至 25.92%。全球大豆库存消费比继续小幅下降, 处于 5 年以来低位, 全球大豆供需继续小幅收紧。国内市场豆粕现货价格 3 季度震荡上涨 13.32% 至 3134 元/吨。

3 季度玉米、小麦价格国内外均上涨。国际市场来看, CBOT 玉米价格 3 季度先抑后扬, 季度上涨 11.59% 至 378 美分/蒲式耳。美国农业部 (USDA) 9 月玉米供需报告中性偏空, 20/21 结转库存从 3.1746 亿吨下调 1067 万吨至 3.0679 亿吨, 主要的变动来自于美国、中国分别下调结转库存 644 万吨、500 万吨, 埃及及东南亚上调结转库存共计 48 万吨。报告下调全球玉米产量 865 万吨至 11.62 亿吨, 下调全球玉米消费量 13 万吨至 11.64 亿吨, 库消比微下调至 26.34%。国内市场来看, 玉米现货价格 3 季度持续上涨至 2368.23 元/吨, 季度涨幅达 7.52%。

小麦方面, CBOT 小麦价格 3 季度震荡上行 16.86 个百分点, 至 573.5 美分/蒲式耳。9 月美国农业部 (USDA) 供需报告预估全球小麦 20/21 年供应量上调 330 万吨至 10.703 亿吨, 主要由于澳大利亚和加拿大地区的供应量上调部分抵消了阿根廷供应量略微减少的部分。澳大利亚产量增加 250 万吨至 2850 万吨; 加拿大的产量增加 200 万吨至 3600 万吨; 阿根廷产量受持续干旱和寒冷天气的影响将减产 100 万吨至 1950 万吨。按净计算, 20/21 年全球的产量提高 450 万吨至纪录高位 7.705 亿。世界消费量增加 80 万吨至 7.509 亿, 主要

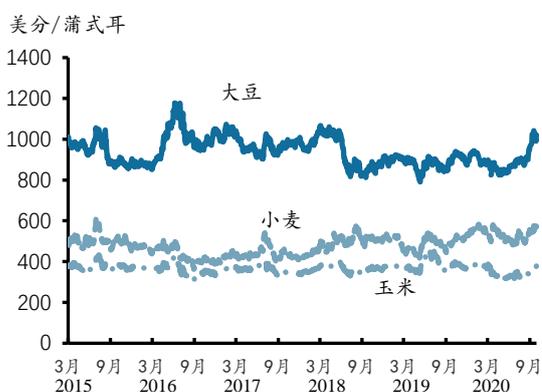
由于澳大利亚和加拿大的饲用量和剩余使用量大幅增加。20/21 年预计全球期末库存增加 260 万吨，至 3.194 亿吨并创下新高,其中中国与印度各占总数的 51%及 10%。20/21 年全球贸易预计提高 150 万吨至 1.894 亿吨，主要由澳大利亚和加拿大的出口量增加。本月进口量变化最大的是中国,进口量增加 100 万吨至 700 万，由于早期美国对中国的销售并运送至中国，以及澳大利亚和加拿大出口量增加。如果实现,这将是自 1995/1996 年以来中国小麦进口的最大值。国内 3 季度小麦上涨至 2432.78 元/吨，季度涨幅 4.06%。

图表 51 国内农产品现货价格上涨



数据来源：WIND，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 52 CBOT 大豆玉米价格大幅上涨



数据来源：WIND，世界经济预测与政策模拟实验室

油价进入松平衡区间，在需求总体疲弱的情况下，难以持续反弹。但如新冠疫苗或疫情有明显好转，短期内或出现一波涨幅。金属与农产品方面，新冠肺炎疫情影响式微，基本面供需结构重新占据主要影响因素，宏观面国家

### 三、未来价格走势与风险

石油方面，OPEC 减产的阻力提升，减产效果下降，后续走势主要取决于需求端变化。在当前供需状态下，预计油价将围绕 35-40 美元的中枢震荡。如新冠疫情有显著好转，油价短期内或突破性上涨，但中长期来看需求复苏仍有待时日，预计震荡行情将延续至明年。

金属方面，未来价格走势主要关注新冠肺炎疫情影响下的供给关系走势以及宏观面国家刺激政策的影响。铜、铝方面，疫情二次爆发风险导致全球经济再度面临下行压力，供应端逐步恢复需求端走弱或将改善供求偏紧关系，预计有色金属价格第 4 季度谨慎看涨，

刺激政策同时影响价格走势。

且涨幅较 3 季度有所缩减。铁矿石方面，前期对疫情导致矿山减产预期已充分反映在当前定价中，进一步走高概率不大，且随着主要供应国产量逐步恢复，下游需求下降，供需边际改善引导矿价运行重心走低。钢材方面，预计受经济活动复苏影响，国际钢价将小幅上涨。

农产品方面，主要关注供求格局对价格的影响及粮食危机担忧及天气影响带来的不确定扰动。大豆、玉米供应预计小幅收紧，库存比下行推升二者价格；小麦供大于求可能压低小麦价格。但国际市场上持续的粮食危机担忧及拉尼娜天气现象预判可能支撑农产品价格维持强势。



## 外贸专题：出口超预期回升，进口增速回正<sup>2</sup>

2020年3季度，中国出口（美元）同比增长8.8%，较上季度提高8.7个百分点；进口同比增长3.2%，较上季度提高12.9个百分点；货物贸易顺差总额为1583亿美元，较去年同期提高405亿美元。7-8月，服务贸易逆差为242亿美元，同比下降265亿美元。3季度出口增速回升来自两方面力量：一是，随着海外疫情的好转，外需较2季度有所恢复；二是，中国出口产品市场份额同比仍处在高位。预计4季度中国出口同比增速修复力度放缓，不确定性增加。一方面，外部经济的景气程度仍有望继续改善，但改善力度大概率将放缓。另一方面，出口市场份额对中国出口的拉动作用可能减弱。此外，全球经济仍然面临较大不确定性，包括疫情发展和疫苗效果，美国大选干扰下中美经贸关系政治化，以及贸易保护主义倾向加强等。当然，随着二次疫情的出现，如果后续美欧等继续加码宽松货币和财政政策，也可能促使全球经济景气程度的进一步回升。

### 一、全球贸易处于修复阶段

**预估 3 季度全球贸易增速回升。**

**预估 3 季度全球贸易增速回升。**根据世界贸易组织数据，2020年2季度全球出口总额3.5万亿美元<sup>3</sup>，同比增速为-19.7%，较上季度下降14.3个百分点。4月CEEM中国外部需求指数（CEEM-PMI）跌至2010年1月以来的最低点（37.45%），显示中国外部需求急剧恶化<sup>4</sup>。5-9月该指数持续回升，7-9月回归荣枯线以上，但经济景气水平依然不高。全球经济活动与疫情发展高度同步。疫情发酵时（1月底在中国湖北暴发，4-5月海外疫情升级），各国经济活动不同程度暂停；疫情好转时（3月初中国渡过疫情高峰期，6月后海外疫情相继好转），管制放松、经济开始逐步恢复。然而，从CEEM-PMI

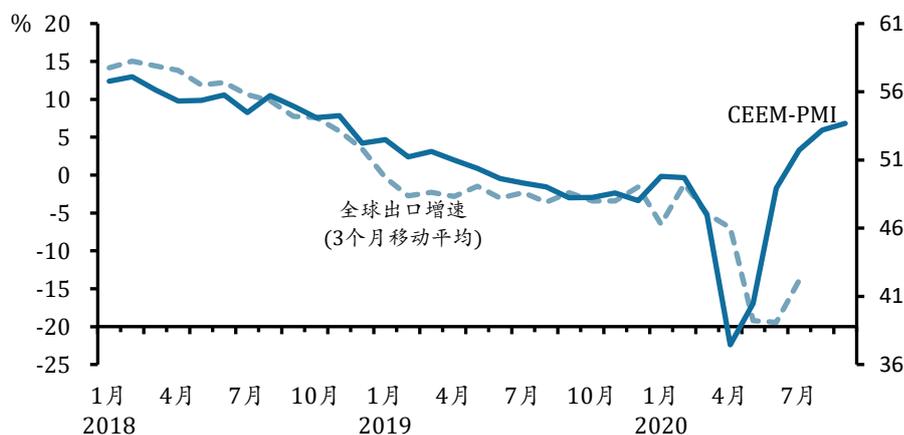
<sup>2</sup> 本季报进、出口总额数据来自中国海关总署，而按贸易方式、产品和地区等分类的子项贸易数据则来自CEIC数据库。事实上，CEIC数据库中的外贸数据也来自中国海关，但由于海关事后对已公布的贸易总额数据进行了修正，而CEIC并没有完全同步调整，导致二者略有不同；对于按贸易方式、产品和地区等分类的子项贸易数据，海关未披露修正后的数值，因此海关统计月报数据和CEIC数据库一致。总体上，两个数据来源中外贸数据的变化趋势基本一致，对主要结论影响不大。

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

<sup>4</sup> 2015-2019年，CEEM中国外部需求指数（简称CEEM-PMI）与3个月移动平均的全球出口增速走势高度一致。

指数看，外需修复速度较慢（7-9月该指数仅略高于50），且9月已出现趋缓势头。从行业类别看，货物贸易复苏迹象较为明显，而服务贸易受影响更深、恢复更慢。

图表 53 预估 3 季度全球贸易增速回升



数据来源：WTO、Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

**3 季度，对主要贸易伙伴出口增速普遍回升，但对部分发达经济体（欧盟、日本、中国台湾）出口增速回落。**

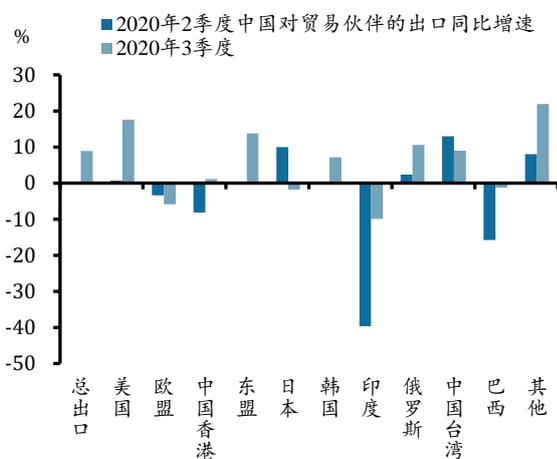
## 二、中国出口同比增速连续超预期回升

中国海关数据显示，2020年3季度，以人民币计，中国出口总额5万亿元，同比增长10.2%；以美元计，出口总额7126亿美元，同比增长8.8%，较上季度0.1%的同比增速提高8.7个百分点。其中，以美元计，7月出口同比增速为7.2%，8月出口同比增速为9.5%，9月出口同比增速为9.9%。

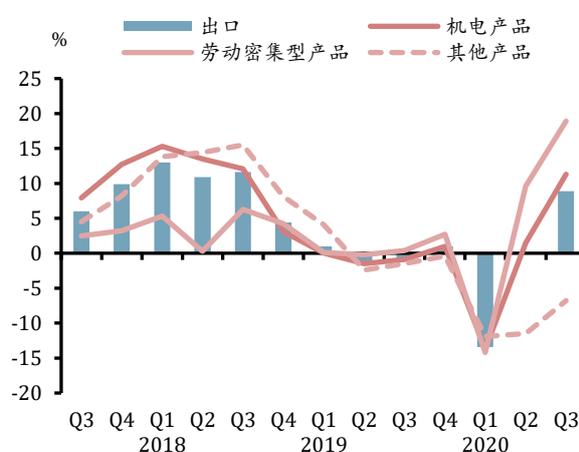
分地区看，3季度中国对主要贸易伙伴出口增速普遍回升，但对部分发达经济体出口增速回落。其中，对美国、韩国、中国香港、东盟、巴西、印度、俄罗斯出口增速依次较上季度提高16.9、7.1、9.3、13.9、14.5、29.8、8.2个百分点；而对欧盟、日本、中国台湾出口增速较上季度减少2.5、11.8、4.0个百分点。值得注意的是，对美国和东盟出口增长最快（分别为17.6%和13.8%），提升幅度也较大。

从贸易方式看，三类贸易出口增速均有所回升，但加工贸易同比仍维持负增长。<sup>5</sup>3 季度，一般贸易出口同比增长 12.6%，较上季度提高 11 个百分点；加工贸易出口同比增速为-3.2%，较上季度提高 2.6 个百分点；其他贸易方式出口同比增长 19.8%，较上季度提高 13.5 个百分点。从贡献率上看，加工贸易同比仍维持负增长，是拖累 3 季度出口表现的唯一因素，但拖累程度有所减弱，而一般贸易和其他贸易出口同比增速继续回升。

图表 54 预估 3 季度外需将部分修复



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，三大类产品出口同比增速均较上季度提升，但其他产品出口同比依然负增长，拖累总体出口增长。**

分产品看，3 季度，机电产品和劳动密集型产品出口同比增速均较上季度继续提升，其他产品拖累总体出口增长<sup>6</sup>。其中，机电产品出口增速较上季度提高 9.8 个百分点，同比增速为 11.3%。特别地，机电产品中高新科技产品出口同比增速较上季度继续提高 2.5 个百分点，至 10.3%。此外，七大类传统劳动密集型产品和其他产品出口同比增速分别为 18.9%和-6.8%，较上季度分别提高 9.3 和 4.7 个百分点。

<sup>5</sup> 海关统计的贸易方式按海关监管方式进行划分，共有 15 类细项：1.一般贸易，2.国家间、国际组织无偿援助和赠送的物资，3.其他捐赠物资，4.补偿贸易，5.来料加工装配贸易，6.进料加工贸易，7.寄售代销贸易，8.边境小额贸易，9.对外承包工程货物，10.租赁贸易，11.出料加工贸易，12.易货贸易，13.保税监管场所进出境货物，14.海关特殊监管区域物流货物，15.其它商品贸易方式。本报告中一般贸易对应第 1 项，加工贸易对应第 5 和 6 项，其他方式贸易对应除去 1、5、6 项的剩余项目。2020 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 59.9%、26.9%、13.1%。

<sup>6</sup> 2020 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%、21.1%、20.3%。

与抗疫相关的医疗设备以及口罩、防护服等物资，与远程工作相关的电子类产品仍保持较高的出口增速。

在外需修复作用下，其他产品出口增速明显回升。

中国出口由外需和出口市场份额决定。

预估 3 季度外需将部分修复。

其他产品主要包括石油、化工、黑色和有色金属制品等，其出口增速低迷一方面与疫情冲击全球需求有关，另一方面也受石油价格暴跌对全球工业制成品价格压制的持续影响。

从出口品与疫情的关系看，一方面，与抗疫相关的医疗设备以及口罩、防护服等物资，与远程工作相关的电子类产品仍保持较高的出口增速。另一方面，在外需修复作用下，其他产品出口增速明显回升。根据中国海关总署统计的重点商品出口数据，本文将中药材及中式成药、纺织纱线、织物及制品、医疗仪器及器械归为抗疫物资，将集成电路和自动数据处理设备及其零部件归为电子产品。3 季度，抗疫物资出口增速为 45.2%，较上季度下降 19.7 个百分点，但仍处在高位；电子产品出口增长 20.7%，较 2 季度上升 3.8 个百分点；其他产品增速较 2 季度回升 9.4 个百分点，同比增长 5.0%。值得注意的是，其他产品增速从 5 月 -12.9% 的低点连续回升至 9 月 6.3%，显示在海外疫情逐步控制的背景下外部需求不断修复，但回升力度有趋缓迹象。

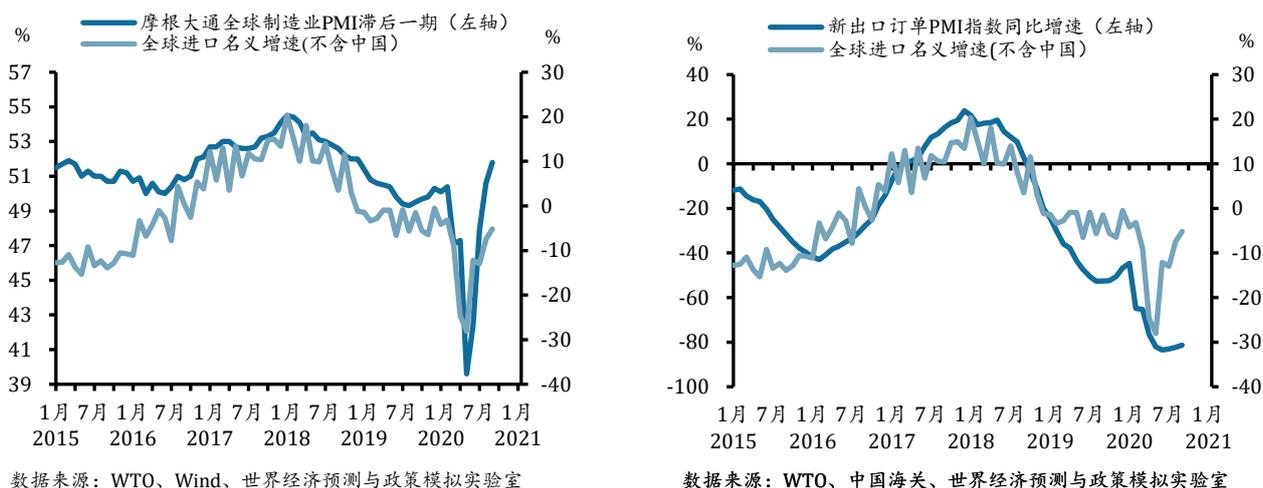
中国出口由外需和出口市场份额决定。从定义式看，中国的总体外部需求增速（不含中国的全球进口增速），与中国出口产品在全球市场上的份额增速（同样不包含中国市场），两者之和大致决定了中国出口增速。这两项数据均来自中国贸易伙伴提供的数据，有利于排除虚假高报的干扰。

预估 3 季度外需将部分修复。一方面，全球制造业 PMI 指数滞后一期较上季度提高 7.0 个百分点。2016 年 1 月至 2020 年 6 月，摩根大通全球制造业 PMI 指数滞后一期值与来自 WTO 提供的不含中国的全球进口增速（外需增速）的相关系数为 0.89，能较好地预见外需增速的变化。2020 年 7 月至 9 月，摩根大通全球制造业 PMI 指数滞后一期分别为 47.9、50.6、51.8，平均值为 50.1，较前 3 个月提高 7.0 个百分点。另一方面，新出口订单 PMI 指数同比<sup>7</sup>变化不大，但环比小幅改善。2016 年 1 月至 2020 年 6 月，中国新出口订单 PMI 指数同

<sup>7</sup> 由于 PMI 指数的统计口径为环比，因此需要先经过定基指数处理后再计算其同比变化。

比增速与外需增速的相关系数为 0.91，表明中国新出口订单 PMI 指数能较好地预见外需增速的变化。2020 年 7 月至 9 月，中国新出口订单 PMI 指数同比增速依次为-83.0%、-82.3%和-81.4%，同比较上季度变化不大，环比小幅回升。

图表 55 预计 3 季度外需将修复



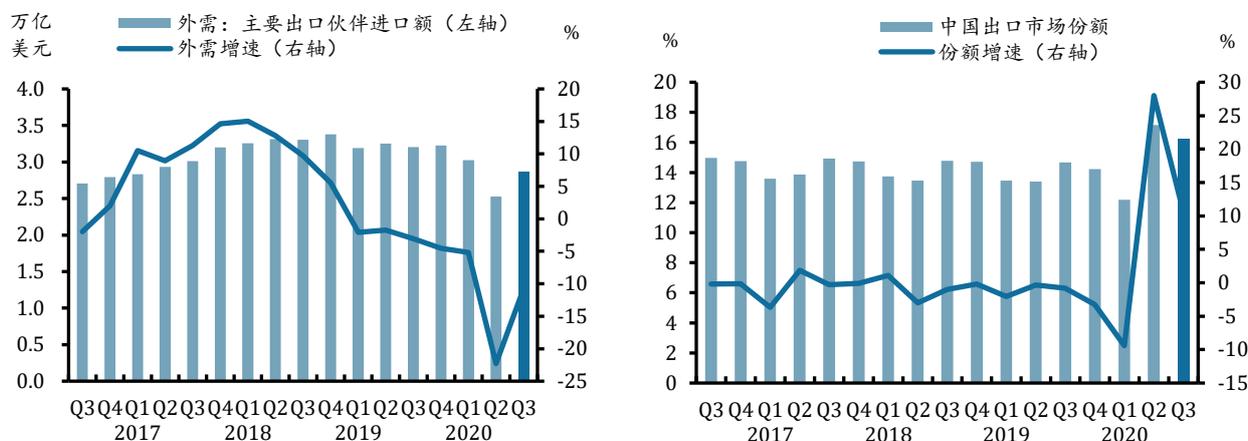
注: 全球进口名义增速(不含中国)根据 WTO 数据计算, 其中 2020 年 7 月基于已披露数据国家计算, 8-9 月值由于 WTO 中大多数国家暂未公布, 为根据全球摩根大通 PMI 指数、新出口订单 PMI 指数得到的估计值。

**预计 3 季度中国出口产品市场份额略有回落, 但仍处在高位。**

**预计 3 季度中国出口产品市场份额略有回落, 但仍处在高位。**出口产品市场份额能够反映一国产品在国际市场上的竞争力。从历史数据看, 中国出口产品市场份额的季度指标在 2015 年 3 至 4 季度上升到 14.8% 的高位后进入窄幅波动期, 且出口市场份额时间序列的变化主要来自季度差异。然而, 受新冠肺炎疫情影响, 1 季度国内企业生产活动不同程度停摆, 导致 1 季度中国出口产品市场份额的下降至 12.2%, 显著低于 1 季度的历史平均水平 (13.6%)。随着国内复工复产, 而海外疫情快速蔓延, 2 季度中国出口产品份额大幅反弹至 17.2%, 超出历史平均水平 3.6 个百分点。6 月以后, 海外疫情逐步得到控制, 主要经济体重新开放经济, 预计 3 季度中国出口市场份额将回落至 16.2%, 仍处在历史高位。长期来看, 随着全球疫情得到有效控制, 预计中国出口市场份额将再度回落到正常水平 (主要呈现季节差异)。中国出口市场份额的变化完全支持我们在 1、2 季度外贸

季报中的相关分析。

图表 56 预计 3 季度中国出口产品市场份额略有回落，但仍处在高位



数据来源: CEIC, 世界经济预测与政策模拟实验室

数据来源: CEIC, 世界经济预测与政策模拟实验室

注: 中国的贸易伙伴选择了美国、欧盟、东盟、日本、韩国、印度、俄罗斯、澳大利亚、中国台湾、巴西、加拿大、沙特和南非。2019年, 中国对这13个地区再加上香港的出口接近总出口的83%, 由于中国对香港的出口绝大部分是转口贸易, 因此上图中的贸易伙伴不包括香港。中国出口市场份额为以上13个贸易伙伴的总进口中国产品的比例, 这些伙伴的总进口额为中国出口面临的外需, 相关数据由各伙伴国提供。图中2020年第3季度外需和出口市场份额为估计值。中国主要贸易伙伴进口增速与中国在其市场份额增速之和大致决定了中国出口增速。

### 三、中国进口增速回正

#### 3 季度, 中国从主要贸易伙伴进口增速均提高。

中国海关数据显示, 2020年3季度, 以人民币计, 中国进口总额3.9万亿元, 同比增长4.3%; 以美元计, 进口总额5544亿美元, 同比增长3.2%, 较上季度提高12.9个百分点。其中, 7月进口同比增长3.2%, 8月进口同比增长-2.1%, 9月进口同比增长13.2%。9月进口增速大幅反弹, 超出市场预期, 主要来自基期效应和内需走强两方面作用。

分地区看, 3季度, 中国从主要贸易伙伴进口增速均提高。其中, 从美国、日本、东盟、韩国、中国台湾、印度和巴西进口保持增长, 从欧盟和中国香港进口降幅收窄。值得关注的是, 3季度, 内地从中国台湾进口增长24.1%, 较上季度继续提高10.8个百分点。考虑到内地自台湾进口增加主要为电机、电气、音像设备及其零附件(2019年该类产品占65.7%), 中国自1季度以来自台湾进口的增加可能与

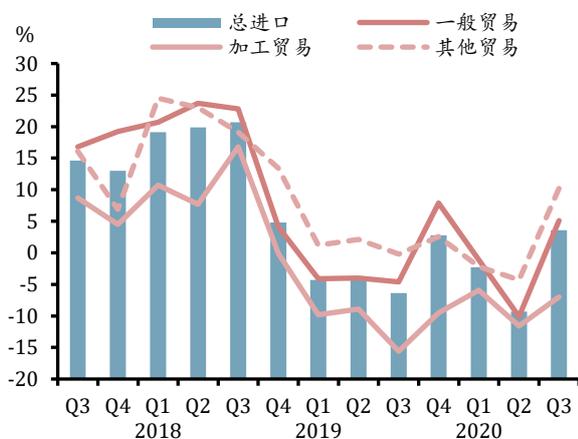
美国对其高科技企业的出口管制有关。

图表 57 中国进口增速的地区分布 (单位: %)

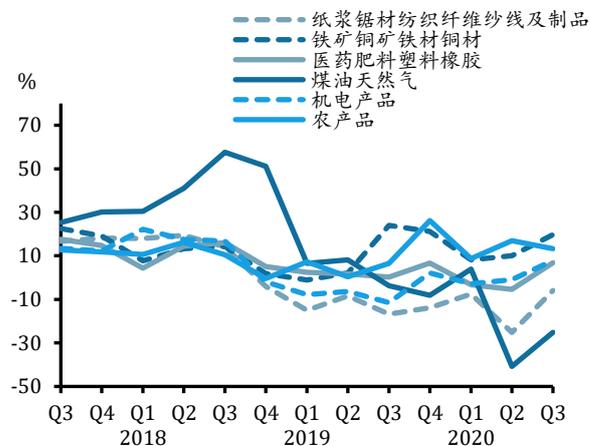
国家	总进口	美国	欧盟	日本	中国香港	东盟
2020年3季度	3.6	10.1	-1.1	6.0	-12.8	5.6
较上季度变化	12.9	15.2	18.4	6.7	26.4	3.5
国家	韩国	印度	俄罗斯	巴西	中国台湾	其他
2020年3季度	7.2	50.3	0.7	19.1	24.1	1.9
较上季度变化	13.8	45.3	25.0	11.1	10.8	19.1

从贸易方式<sup>8</sup>看, 3季度, 一般贸易进口同比增长 5.1%, 较上季度提高 15.2 个百分点; 加工贸易进口同比增速为-7.0%, 较上季度提高 4.6 个百分点; 其他贸易方式进口同比增长 10.2%, 较上季度提高 14.5 个百分点。从贡献率上看, 加工贸易是拖累进口增长的主要原因, 而一般贸易和其他贸易方式则是拉动进口增长的主要动力。

图表 58 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。

分产品<sup>9</sup>看, 除农产品和高科技产品外, 其他产品进口增速回升。

3季度, 机电产品进口增速较上季度提高 8.8 个百分点, 同比增速为

<sup>8</sup> 2020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 60.8%、19.0%和 20.2%。

<sup>9</sup> 2020年2季度, 农产品、铁矿-铜矿-铁材-铜材、煤-油-天然气、医药-肥料-塑料-橡胶、纸浆-锯材-纺织纤维纱线及制品、机电产品进口占总进口的比重依次为 9.4%、9.7%、10.6%、5.2%、2.4%、47.0%。

除农产品和高科技产品外,其他产品进口增速回升。

7.9%。特别地,机电产品中高新科技产品进口同比增速较上季度提高4.8个百分点,至9.5%。农产品进口增速较上季度回落3.7个百分点,但仍处在的13.3%高位。这主要来自于国内维持食品价格稳定和落实中美一阶段协议的双重压力。铁矿-铜矿-铁材-铜材进口增速继续提升9.7个百分点,至19.8%。医药-肥料-塑料-橡胶进口增速回正,煤-油-天然气和纸浆-锯材-纺织纤维纱线及制品进口降幅收窄,但仍是拖累进口增长的主要原因。

4季度,一阶段协议购买计划的执行压力仍然较大。

4季度,一阶段协议购买计划的执行压力仍然较大。中美第一阶段协议对2020年新增采购的要求是,在2017年基础上,新增采购的制成品、农产品、能源产品及服务金额分别为329亿美元、125亿美元、185亿美元及128亿美元。彼得森国际经济研究所(PIIE)基于美国普查局提供的美国出口数据、国际贸易中心(ITC)和中国海关总署提供的中国进口数据,追踪了中美一阶段协议的执行情况。根据他们的研究,在中国和美国统计口径下,1-8月农产品、制成品和能源产品的完成进度分别为30.1%和28.7%、37.5%和40.0%、13.8%和18.4%。这意味着,后续一阶段协议购买计划的执行压力仍然较大。

3季度,货物贸易顺差继续上升,但增速回落。

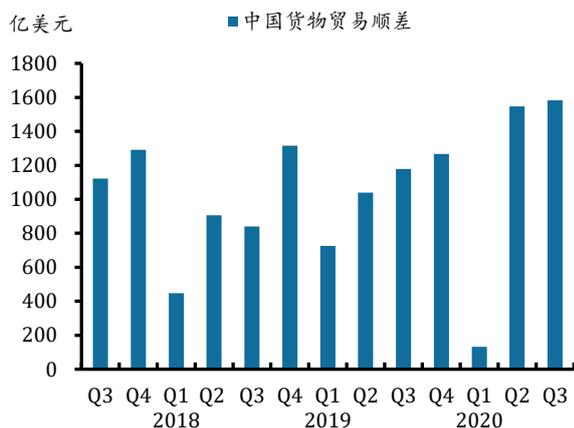
#### 四、经常账户顺差被动上升

3季度,货物贸易顺差继续上升,但增速回落。以人民币计,中国货物贸易顺差额为11165亿元,同比增速为37.3%;以美元计,顺差总额为1583亿美元,同比提高34.3%(上季度增速为48.9%)。其中,7、8和9月货物贸易顺差分别为623、589和370亿美元。从贸易方式看,3季度,一般贸易顺差为896亿美元,较去年同期回升312亿美元;加工贸易顺差为792亿美元,较去年同期回升17亿美元;其他贸易逆差为105亿美元,较去年同期收窄63亿美元。

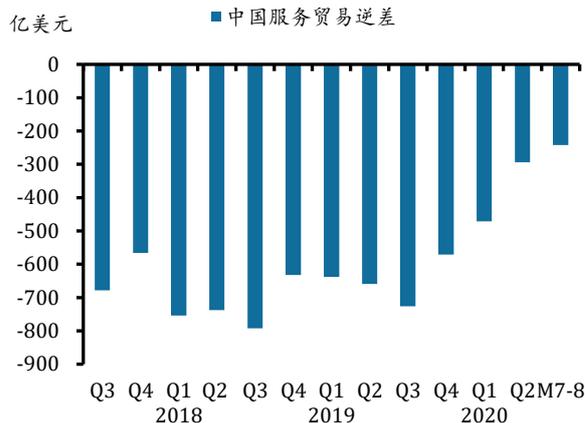
服务贸易逆差规模继续缩小。7-8月,中国服务贸易逆差为242亿美元,同比下降52.2%,降幅较上季度略微收窄3.2个百分点。其

中，境外旅行服务逆差 168 亿美元，同比下降 58.6%，降幅收窄 3.3 个百分点。运输服务逆差 74 亿美元，同比下降 34.9%，降幅收窄 15.1 个百分点。保险和养老金服务逆差 17.9 亿美元，同比提高 115.9%，较上季度提高 88.8 个百分点。

图表 59 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

据国家外汇管理局统计，2020 年 7-8 月，以人民币计，中国货物贸易顺差总额上升至 8565 亿元，服务贸易逆差回落至 1689 亿元，即贸易贡献的经常账户盈余为 6877 亿元。考虑到 2019 年初次和二次收入赤字约为贸易盈余的 14.3%，同时假设 3 季度 GDP 增速在 5% 左右，则 7-8 月中国经常账户占 GDP 比重预计在 3.3% 左右，短期仍有失衡压力<sup>10</sup>。与此相比，2 季度，中国货物贸易顺差 11427 亿元，服务贸易逆差 2090 亿元，经常账户盈余 7804 亿元，占 GDP 的 3.1%。按人民币不变价计，2 季度，货物和服务净出口对 GDP 增长的贡献为 0.5 个百分点，低于去年同期 0.9 个百分点的贡献度。

## 五、外贸展望

预计 4 季度中国出口同比增速修复力度放缓，不确定性增加。

第一，外部经济的景气程度仍有望继续改善，但改善力度大概

<sup>10</sup> 经常账户失衡的临界标准：经常账户余额占 GDP 比率超过 3%-4%。

预计 4 季度中国出口同比增速修复力度放缓, 不确定性增加。

率将放缓。4-9 月, 反映中国外部需求景气程度的 CEEM-PMI 指数从 37.45% 的历史地位连续回升至 53.68%, 预示中国出口的外部经济景气程度不断修复。IMF 在 10 月发布的《世界经济展望》中预测 2020 年全球经济增速为 -4.4%, 较 6 月预测值提高 0.8 个百分点, 但 2021 年为 5.2%, 较前值下调 0.2 个百分点; 2020 和 2021 年全球贸易量增速分别为 -10.4% 和 8.3%, 较前值提高 1.5 和 0.3 个百分点。然而, 考虑到主要经济体的经济景气指数已有较大修复, 而企业资产负债表、投资者信心以及全球供应链的修复需要更长时间, 全球经济增长的中长期前景依然不乐观。当然, 随着二次疫情的出现, 如果后续美欧等继续加码宽松货币和财政政策, 也可能促使全球经济景气程度的进一步回升。

第二, 出口市场份额对中国出口的拉动作用可能走弱。2、3 季度, 中国出口增速连续超预期回升, 得益于出口市场份额在疫情时期的快速增长。国内外疫情错位发展为中国制造提供了独特地增长机遇。国内有序推进复工复产, 而海外疫情蔓延制约当地生产能力。在这一背景下, 中国出口的相对优势增加, 出口竞争力增强。特别地, 与抗疫相关的医疗设备以及口罩、防护服等物资, 与远程工作相关的电子类产品仍在一段时间内为中国的出口增长提供支撑。然而, 随着海外疫情逐步得到控制, 主要经济体重新开放经济, 中国出口市场份额已经出现回落, 并将逐步回归正常水平。届时, 中国出口表现仍将主要依赖全球需求的恢复进程。

第三, 全球经济仍然面临较大不确定性。一方面, 疫情发展仍有不确定性。当前, 疫情在印度、巴西等新兴经济体发酵。此外, 随着控制措施的放松和经济的重启, 美、欧等经济体疫情出现反弹。美国 7 日平均新增确诊病例从 9 月 9 日的 3.5 万例上升至 25 日的 4.5 万例, 欧洲则从 7 月 6 日的 1.3 万例上涨至 9 月 25 日的 5.9 万例。随着秋冬季节的到来, 病毒生存和传播可能加快, 防疫压力将进一步加大。疫苗成为遏制疫情发展的最有效手段。根据 WHO 披露, 9 月初全球共有 9 种疫苗进入三期临床试验, 年底前至少有一款疫苗

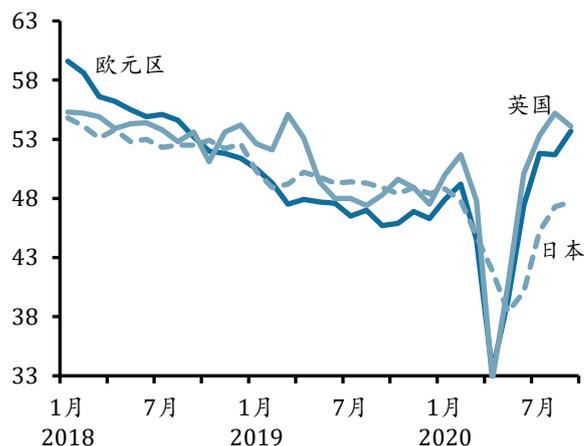
将推出并量产，2021 年疫苗生产将常态化。然而，疫苗投产并不等于疫情结束，还取决于疫苗的保护期、病毒是否变异以及病毒宿主等方面条件。

另一方面，随着美国大选的临近，中美经贸关系有可能再度被政治化，进而加剧全球经济的不确定性程度。近期，中国的高科技企业，如华为、TikTok 和微信等，都受到美国的打击。此外，还需警惕疫情冲击下贸易保护主义倾向加强对全球贸易的负面影响。WTO 在 8 月份的《货物贸易晴雨表》也表明，全球贸易修复具有高度不确定性，不排除 L-型增长的可能性。

图表 60 全球及主要经济体制造业 PMI



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 61 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)		
	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2017	2018	2019
出口	-13.4	0.1	8.9	7.9	9.9	0.5
进口	-2.3	-9.3	3.6	16.1	15.8	-2.8
出口额	4779	6208	7126	22804	24870	24984
进口额	4647	4662	5544	18423	21359	20769
货物贸易余额	132	1547	1583	4381	3511	4215
2. 地区出口						
	(美元同比/%)			(规模/亿美元)		
	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q1	2020Q2	2020Q3
出口	-13.4	0.1	8.9	5882	6355	3721
美国	-25.1	0.7	17.6	682	1091	1325
欧盟	-28	-3.4	-5.9	703	1016	1073
中国香港	-17.3	-8.2	1.1	501	633	728
日本	-16.1	10	-1.8	296	378	360
东盟	-0.1	-0.1	13.8	773	871	1031
俄罗斯	-14.2	2.4	10.6	91	118	150
3. 贸易方式						
	(美元同比/%)			(规模/亿美元)		
	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q1	2020Q2	2020Q3
一般贸易出口	-13.3	1.6	12.6	2791	3720	4276
加工贸易出口	-19.2	-5.8	-3.2	1353	1671	1841
其他贸易出口	1.7	6.3	19.8	631	816	1009
一般贸易进口	-1.1	-10.1	5.1	2862	2831	3380
加工贸易进口	-5.9	-11.6	-7	887	885	1049
其他贸易进口	-2.2	-4.3	10.2	898	943	1115

数据来源：CEIC 数据库。