

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 中国社会科学院国家全球战略智库

全球宏观经济研究室

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

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

顾问	张宇燕			
首席专家	张 斌		姚枝仲	
团队成员	肖立晟	国际金融	曹永福	美国经济
	杨子荣	美国经济	陆 婷	欧洲经济
	冯维江	日本经济	周学智	日本经济
	熊爱宗	金砖国家	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
	李寒蒙	科研助理		

联系人：李寒蒙

邮箱：iwepceem@163.com

电话：(86)10-85195775

通讯地址：北京建国门内大街 5 号 1543 房间（邮政编码：100732）

免责声明：

版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所、中国社会科学院国家全球战略智库全球宏观经济研究组所有，未经本研究组许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，本研究组保留法律追责权。

目录

美国：经济复苏放缓	1
-----------------	---

受疫情反弹拖累，美国3季度经济复苏速度放缓。3季度PMI延续复苏态势，补贴政策渐退，个人收入承压，消费支出增速进一步放缓。房地产保持高景气，制造业补库存意愿充足。对外贸易增速放缓，贸易逆差有所收窄。就业复苏取得进一步进展，不均衡复苏问题仍值得重视。通货膨胀上行速度放缓。展望未来，Taper临近，加息时点前置，美国长期国债收益率有望阶段性上升，美元指数或缺乏持续上涨动能，美股将存在回调压力。

欧洲：经济再现放缓迹象	10
-------------------	----

2021年3季度欧元区经济活动再现放缓迹象，PMI冲高回落，逐月下行至5个月以来的最低点，制造业和服务业动能双双减弱，但仍处于扩张区间。受德尔塔变异病毒的影响，欧元区消费者和投资者信心走势震荡，但家庭消费支出、固定资产投资、贸易账户盈余整体表现稳定，失业率亦温和下行。与此同时，在能源价格飙升和供应链瓶颈的推动下，区内通胀水平持续走高，创10年以来的最高纪录。面对通胀压力，欧洲央行虽放缓了PEPP购债速度却依旧坚持鸽派立场，认为短期因素消退后通胀会逐步企稳，因此不应急于退出宽松货币政策。财政方面，下一代欧盟计划逐步落地，有望为区内经济复苏提供支撑。预计4季度欧元区经济仍将处于复苏轨道上，尽管复苏步伐会有所放缓。

日本：“德尔塔”冲击之下，经济仍未回到疫前	17
-----------------------------	----

2021年第3季度，日本新冠肺炎疫情再度恶化，每日新增确诊病例创下新高。进入9月份，本轮疫情逐渐得到控制。日本经济在第3季度继续保持弱复苏态势，服务业恢复较差，东京奥运会顺利举办，但对日本经济的影响较为有限。7月数据显示，日本消费绝对水平仅相当于2019年7月份的95.7%。投资恢复相对较好，但具有很强的结构性特征——“外强内弱”、“官强民弱”、“制造业强非制造业弱”特点依旧突出。8月进口大增，时隔多月出现贸易逆差。日本央行在第3季度未对货币金融政策进行明显调整，但从实际操作看，日本央行已经明显放缓资产购买脚步。日本股市在第3季度呈现先低后高走势。东京奥运会期间呈现小幅下跌态势，9月份后迎来大涨，继续创下日本经济在上世纪泡沫顶点后的新高。汇率市场和利率市场整体稳定。第4季度金融市场风险值得关注，一旦美国进一步明确缩减购债计划，日本股市则面临一定向下调整压力，利率存在上行的可能，日元存在兑美元贬值的空间。日本经济应该不会出现“奥运低谷”，未来可能影响日本经济运行的主要因素是疫情发展、美联储政策引发的外围经济环境变化，以及自身恢复逻辑。

东盟韩国：疫情加剧和量宽退出的双重阴影27

2021年第3季度，新冠疫情对区内主要发展中经济体冲击加剧。第3季度末时，单日新增确诊病例数显示区内主要国家的疫情可能已见顶。疫情见顶后，除越南之外的其他经济体经济景气触底回升：制造业PMI在7月和8月显著下行，9月开始反弹。区内受疫情冲击较为严重的经济体经济增长受到拖累，与疫情之前的经济增长缺口增大。尽管疫情见顶、经济见底态势显现，但由于区内经济体应对疫情的能力相对较弱，疫苗的全面铺开在多数东盟国家尚需时日，预计东盟地区的疫情冲击还将持续一段时间，对制造业产出和区域供应链的负面影响也将持续。本区经济体面临疫情和退出量宽的双重阴影。在这一背景下，本报告回顾了上一轮美联储宽松政策退出对本区经济体的影响，由于上次的退出为史上首次，因此，其对本区汇率和资产价格的影响有显著的预期效应特征，且加息的影响大于退量宽的影响。历史经验表明，美联储退出的负面影响不容忽视。本报告还通过比较通货膨胀、经常账户和政府债务三类指标，评估了东盟十国和韩国在本轮退出开始之前的基本面情况。

金砖国家：经济恢复压力依然很大 40

2季度，尽管普遍面临疫情的新一轮暴发，金砖国家经济仍实现同比大幅反弹，俄罗斯、巴西经济基本恢复到疫情暴发前的水平，但印度和南非经济相比疫情之前仍有一定差距。下半年，随着低基数效应影响的减弱，金砖国家经济虽会延续增长态势，但增速将会出现回落。当前，各国经济仍面临较大的不确定性。俄罗斯制造业PMI连续四个月处于景气区间以下，南非制造业PMI近几个月也围绕在50上下波动，显示两国经济信心不稳。俄罗斯和巴西通货膨胀压力不断加大，两国不得不多次实施加息进行应对，印度和南非通胀压力则有所缓解，这使得两国央行仍维持货币政策立场不变。全球经济复苏带动金砖国家外部需求增加，但美联储货币政策收紧预期升温也为金砖国家带来新的压力。

中国：延续外需强、内需弱 46

当前中国经济的外部需求强劲、内需相对较为疲弱。但是从长期来看，靠外需拉动的增长方式不可取。我们不宜回到过度依赖外需的老路上去。稳定就业和经济增长，更多要着眼于扩大内需战略。而且海外市场的供给、需求缺口也有望缩小。在基准情形下，2020年末和2021年上半年我国出口增速可能面临回落压力。另一方面，我国内需依然偏弱，经济复苏不充分、不平衡，内生动力相对不足。这尤其体现在消费需求不足，基建投资和房地产投资增速下行。在此背景下，当前是使用积极货币政策的有利时机。我们应充分发挥货币政策的作用，同时关注其对资产价格的影响、不能放松宏观审慎政策，并配合以充足的汇率弹性。

全球金融市场：美元升值，美股季末回调..... 53

2021年3季度，全球金融市场运行总体平稳。流动性充裕，Ted利差处在历史低位，主要经济体货币市场保持平稳。受德尔塔病毒蔓延、增长预期和通胀预期不确定、美联储Taper预期上升等多因素影响，主要发达经济体十年期国债收益率宽幅波动，韩国、巴西等加息的经济体国债收益率上升，中国十年期国债收益率因经济增长预期下滑而大幅下降。美债期限利差止跌回升。风险资产方面，主要发达经济体股市整体上涨，季末因美联储Taper预期上升以及个别风险事件暴露出现回调。汇率方面，美元升值，主要经济体货币贬值，人民币汇率相对稳定。4季度，关注美股回调风险。

大宗商品市场：供需失衡持续，不同商品走势分化.....65

2021年3季度大宗商品价格企稳，环比基本持平，但不同商品之间有显著分化。其中原油价格持续上涨，但涨幅缩窄至8%；煤炭价格显著上涨；铁矿石价格剧烈下跌18%，钢材走稳。农产品价格涨跌不一。由于短期内需求复苏较快，叠加极端天气等因素影响，在供给弹性较弱的情况下，能源市场供不应求。加上OPEC+对产能的把控力较强，复产节奏不及预期，推动能源价格持续上涨，使得部分国家和区域生产和民众生活受到冲击。有色金属价格维持韧性，铜价高位震荡、铝价大幅走高，铁矿石价格高位跳水，回吐涨幅。农产品价格涨跌不一，暂未看到极端天气的显著影响。

外贸专题：进、出口增速高位回落..... 75

2021年3季度，中国出口（美元）同比增长24.3%，较上季度下降6.4个百分点；进口同比增长26.2%，较上季度下降17.4个百分点；货物贸易顺差总额为1798亿美元，同比提高270亿美元；7-8月，服务贸易逆差为177亿美元，同比下降65亿美元，经常账户顺差占GDP比重估计在1.8%左右。随着基期水平抬升，海外疫情形势好转，进、出口同比增速自然回落，但与历史数据相比仍处在高位、同时仍明显高于长期趋势。特别地，受美欧需求总体回升的带动作用、海外疫情反弹的供给替代效应以及手机生产和出货周期的影响，8-9月我国出口增速环比超预期回升，但随着短期有利因素的消散，出口增速中长期回落趋势不变，明年将面临较大下行压力。

图表目录

图表 1	美国制造业和非制造业 PMI (ISM)	1
图表 2	美国个人消费支出	2
图表 3	美国新屋开工和制造业库存	3
图表 4	美国对外贸易	4
图表 5	美国劳动力市场	5
图表 6	美国通货膨胀	6
图表 7	美国经济运行状况：高频数据	9
图表 8	PMI 冲高回落	11
图表 9	通胀压力持续走高	12
图表 10	失业率继续下行	12
图表 11	消费者信心震荡	13
图表 12	企业投资显著回升	14
图表 13	贸易顺差创新低	15
图表 14	日本“紧急事态宣言”对日本经济影响的推算	18
图表 15	第四回东京都“紧急事态宣言”内容（部分）	19
图表 16	服务业 PMI 显著下跌，失业率状况总体稳定	19
图表 17	消费恢复较弱，机械订单整体恢复到疫情前水平	20
图表 18	2021 年第 3 季度日本对外贸易出现逆差	21
图表 19	日本银行第 2 季度资产购买力度有所增大	23
图表 20	货币供应和贷款月同比增速下落明显	23
图表 21	CPI 同比增速有所反弹，PPI 同比增速继续在高位	24
图表 22	股市先弱后强，日元对美元整体稳定	25
图表 23	货币市场利率和 10 年期国债利率保持稳定	26
图表 24	东盟六国与韩国的新冠累计确诊人数	28
图表 25	东盟六国与韩国的新冠单日新增确诊人数	28
图表 26	东盟六国与韩国的制造业 PMI 月度值	30

图表 27	东盟六国与韩国的增长恢复情况.....	31
图表 28	东盟六国的新冠疫情复原指数.....	32
图表 29	亚洲国家达成疫苗目标的时间.....	32
图表 30	上一次美联储退出量宽和加息期间东盟六国和韩国汇率表现.....	33
图表 31	上一次美联储退出量宽和加息期间东盟六国和韩国股市表现.....	34
图表 32	东盟六国和韩国对美元汇率（季环比，正值代表本币升值）.....	36
图表 33	东盟六国和韩国的股票市场指数（季环比）.....	36
图表 34	东盟十国和韩国的通货膨胀水平（CPI 均值变动）.....	37
图表 35	东盟十国和韩国的经常账户水平（占 GDP 之比，%）.....	38
图表 36	东盟十国和韩国的一般性政府债务（占 GDP 之比，%）.....	38
图表 37	东盟十国和韩国的经济韧性计分表.....	39
图表 38	中国与金砖国家贸易情况.....	44
图表 39	金砖国家数据概览.....	45
图表 40	疫情以来外需扩张持续强于内需.....	47
图表 41	疫情以来外需扩张持续强于内需.....	48
图表 42	社会消费品零售总额:当月同比.....	50
图表 43	三大投资当月同比增速.....	51
图表 44	三类价格指数当月同比增速.....	52
图表 45	全球金融市场主要指标变动.....	53
图表 46	全球金融市场风险状况图.....	54
图表 47	主要发达和新兴经济体季度汇率波动幅度（2021 年 3 季度）.....	55
图表 48	主要发达和新兴经济体季度平均汇率走势一览.....	56
图表 49	主要发达与新兴经济体股市季度涨跌幅（2021 年 3 季度）.....	57
图表 50	主要发达与新兴经济体货币市场走势一览.....	58
图表 51	主要发达与新兴经济体长期国债市场走势一览.....	58
图表 52	美国国债收益率期限利差（10 年期-2 年期）.....	59
图表 53	银行代客收付款分项结构.....	60

图表 54	人民币汇率预期 (NDF-DF)	62
图表 55	外币公司债季度发债额度与频率	63
图表 56	3 季度大宗商品价格受铁矿石拖累回落	66
图表 57	3 季度主要大宗商品价格出现分化	66
图表 58	全球油价先跌后升, 突破 80 美元	66
图表 59	OPEC 产量恢复节奏不及市场预期	66
图表 60	中国原油进口持续回落,	68
图表 61	美国原油净进口小幅回落	68
图表 62	欧洲需求持续回升	68
图表 63	美国原油库存下降至低点后小幅反弹	68
图表 64	LME 铜价高位震荡、铝价大涨	69
图表 65	全球铜库存总量大幅去库	69
图表 66	国际铁矿石价格大幅下滑	69
图表 67	国际钢价指数增幅放缓	69
图表 68	国内农产品现货价格豆粕小麦上涨,	72
图表 69	CBOT 农产品价格涨跌分化: 大豆玉米大跌, 小麦小幅走强	72
图表 70	预估 3 季度全球贸易同比增速将回落	76
图表 71	中国出口增速的地区和产品分布	78
图表 72	抗疫物资、电子产品与其他产品出口增速	78
图表 73	预估 3 季度外需增速放缓	80
图表 74	预计 3 季度中国出口产品市场份额保持高位	80
图表 75	中国进口增速的地区分布 (单位: %)	82
图表 76	中国进口增速的贸易方式和产品分布	83
图表 77	中国货物贸易顺差及服务贸易逆差	84
图表 78	全球及主要经济体制造业 PMI	85
图表 79	中国外贸数据概览	86

美国：经济复苏放缓

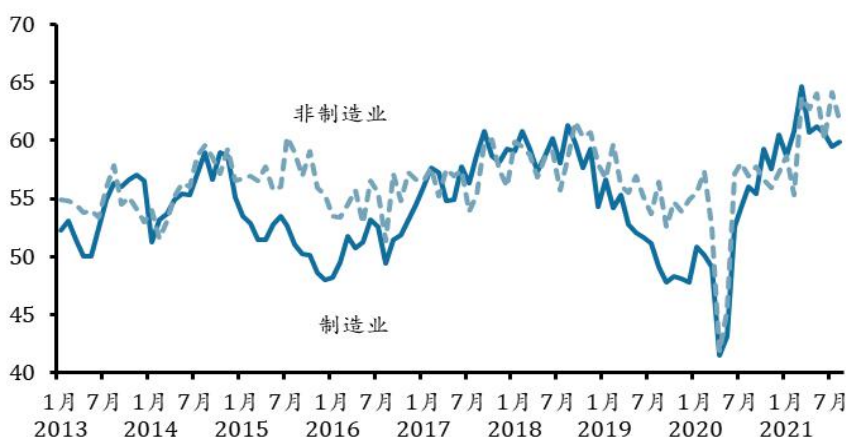
受疫情反弹拖累，美国3季度经济复苏速度放缓。3季度PMI延续复苏态势，补贴政策渐退，个人收入承压，消费支出增速进一步放缓。房地产保持高景气，制造业补库存意愿充足。对外贸易增速放缓，贸易逆差有所收窄。就业复苏取得进一步进展，不均衡复苏问题仍值得重视。通货膨胀上行速度放缓。展望未来，Taper临近，加息时点前置，美国长期国债收益率有望阶段性上升，美元指数或缺乏持续上涨动能，美股将存在回调压力。

一、经济运行形势

3季度美国经济复苏速度放缓。

PMI 延续复苏态势。7-8月美国制造业PMI分别为59.5和59.9，非制造业PMI分别为64.1和61.7。美国制造业PMI维持在高位，延续复苏态势。分项数据显示，产出和新订单继续扩张，价格水平和就业有所回落，表明美国需求仍相对旺盛，供给瓶颈仍是制约经济复苏的重要因素。8月美国非制造业PMI下滑幅度较大，反映Delta病毒变异背景下新冠疫情感染人数对非制造业构成冲击。

图表 1 美国制造业和非制造业 PMI (ISM)



补贴政策渐退，个人收入承压，消费支出增速进一步放缓。受益于纾困政策支持，在疫情期间，美国个人收入反而超过疫情前水平。在拜登政府1.9万亿美元纾困政策的支持下，美国3月个人收入同比增

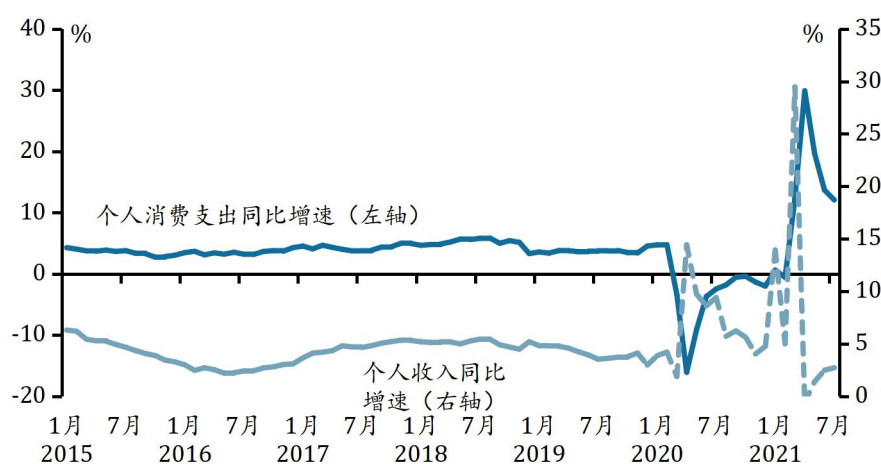
补贴政策渐退，个人收入承压，消费支出增速进一步放缓。

速高达 29.5%。随着补贴政策渐渐退出，7 月美国个人收入同比增速回落至 2.7%。与此同时，美国个人消费支出同比增速进一步下滑，7 月跌至 12%。但这存在低基数效应，美国个人消费支出环比增速仍然为正。

从零售数据来看，美国 8 月份的零售销售数据增长 0.7%，高于市场预期。分项来看，汽车相关和电子产品环比跌幅居前，零售额分别下跌 3.6%和 3.1%，而非实体零售额增长了 5.3%，家居用品销售额增长了 3.7%，抵消了其它门类的疲弱。美国耐用品消费可能“透支”，当前的耐用品消费水平过高，且出现增长乏力势头，供给和价格因素可能进一步抑制需求，未来对经济的拉动作用可能十分有限。

值得注意的是，一方面，美国个人储蓄率继续回归常态，7 月美国个人储蓄存款占可支配收入比例为 9.6%，远低于 2020 年 4 月的高点 33.8%，较疫情前水平略高出 1-2 个百分点。另一方面，美国家庭收入遭受冲击，尤其是低收入家庭。根据美国商务部普查局，2020 年美国家庭收入中位数为 6.75 万美元，较 2019 年下滑 1.72%，而 20%低收入户的家庭收入更是大幅下滑 4.56%。此外，8-9 月密歇根大学的消费者信心指数较 7 月水平大幅下降，反映了疫情反弹带来的冲击以及工资上涨滞后于通胀上行带来的焦虑。

图表 2 美国个人消费支出



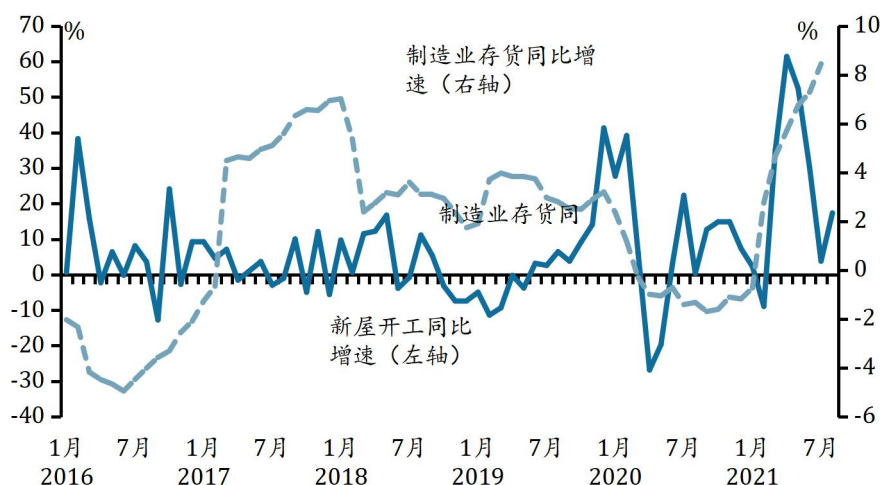
数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

房地产保持高景气，制造业补库存意愿充足。

房地产保持高景气，制造业补库存意愿充足。2021年8月美国新建住房销售74万套，较上月增加1.1万套，同比增速下降至-24.26%，这反映了住房需求依然强劲，但价格上涨对需求的抑制作用开始显现。与此同时，新建住房同比增速扩大至17.37%，房地产补库存意愿强劲。此外，截至2021年9月下旬，美国30年期抵押贷款固定利率维持在2.8%左右，低利率和保持社交距离等疫情防控措施以及购房适龄人群增加等因素抬升购房需求有望推动美国房地产投资和开工持续增长。

从2020年4季度开始，需求持续向好和降至较低水平的库存共振推动美国新一轮补库周期开启。结合历史长周期经验看，整个库存周期中的加库存阶段平均持续时间为15个月，最短10个月。从历史经验来看，本轮美国库存周期可能已进入后半段区间。从企业信心来看，8月中小企业乐观指数微张，中小企业关于增加就业、资本支出和增加库存信心增加，但对未来经济向好偏悲观。值得注意的是，9月sentix投资信心指数虽然依然为正，但大幅下降4.4个百分点至25.7%。从2020年4季度开始，需求持续向好和降至较低水平的库存共振推动美国新一轮补库周期开启。结合历史长周期经验看，整个库存周期中的加库存阶段平均持续时间为15个月，最短10个月。从历史经验来看，本轮美国库存周期可能已进入后半段区间。此外，自从2020年11月Sentix投资信心指数首次转正以来，企业投资信心不断恢复，2021年6月Sentix投资信心指数提升至39.9，创下2003年以来的最高点。

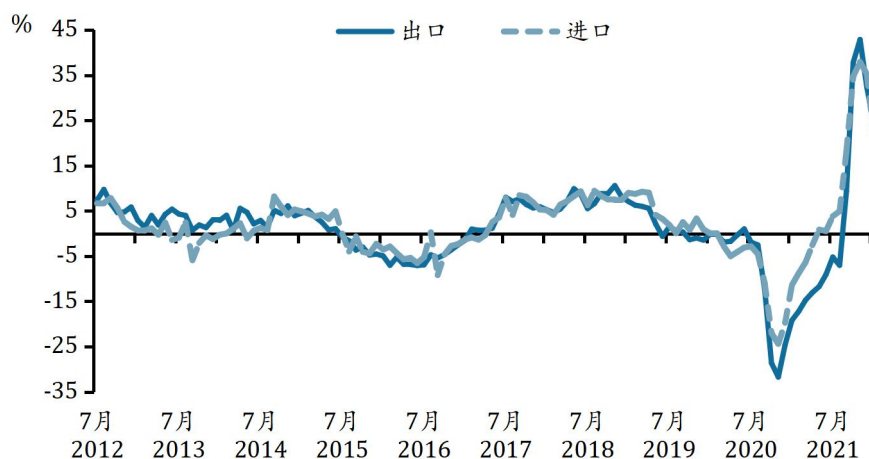
图表3 美国新屋开工和制造业库存



对外贸易增速放缓，贸易逆差有所收窄。

对外贸易增速放缓，贸易逆差有所收窄。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。疫情导致美国生产端受损严重，而需求端受纾困政策支持恢复较快，这导致美国贸易逆差在疫情期间持续扩大。随着美国生产能力的恢复，2021 年 7 月美国出口同比增速超过进口同比增速，出口同比增速为 24.53%，进口同比增速为 22.11%，贸易逆差小幅收窄至 700.5 亿美元。此外，从增速的变化来看，7 月出口与进口同比增速放缓，不过，这存在一定的基数效应。从绝对值来看，7 月出口额较上月增加 27.51 亿美元，进口额较上月减少 4.29 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。

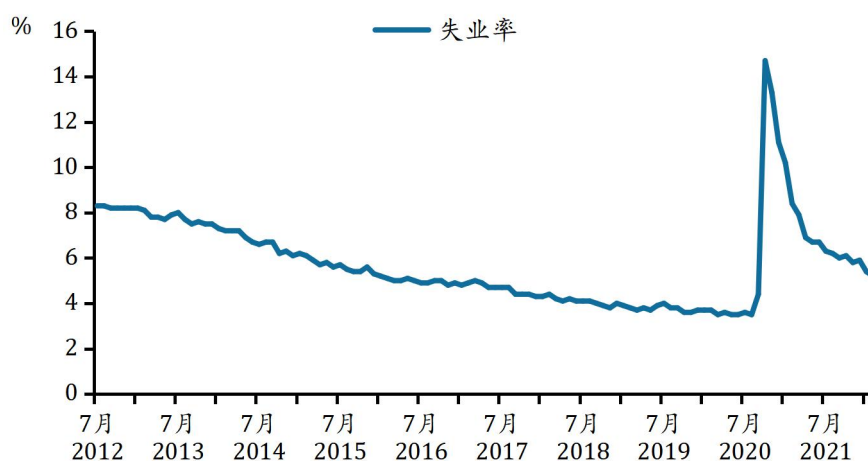
失业率降至 5.2%，就业市场不均衡复苏。

失业率降至 5.2%，就业市场不均衡复苏。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。随着经济重启和纾困政策的支持，失业率逐步下降，2021 年 8 月失业率环比下降 0.2 个百分点至 5.2%；劳动参与率环比持平为 61.7%。不过，受疫情反弹影响，8 月新增非农就业 23.5 万人，远低于预期。分行业来看，休闲和酒店就业人数环比持平，而今年前七个月该行业月度平均新增人数为 29.7 万人，近三个月月度平均新增人数更是高达 37.7 万人，这表明服务业就业不及预期，是拖累 8 月非农新增表现不佳的重要原因。

美国就业市场不均衡复苏。首先，白人的就业恢复速度最快，8

月份失业率下降至 4.5%；西班牙裔或拉丁美洲裔的就业恢复速度居中，8 月份失业率下降至 6.4%；黑人或非洲裔美国人的就业恢复更为缓慢，8 月份失业率仍高达 8.8%。其次，美国失业超过 27 周以上人数超过 317.9 万人，占比达到 37.4%，绝对规模和占比都远超疫情前水平，但有所下降，显示劳动力市场缓步复苏。最后，美国劳动参与率为 61.7%，显著低于疫情前水平。

图表 5 美国劳动力市场

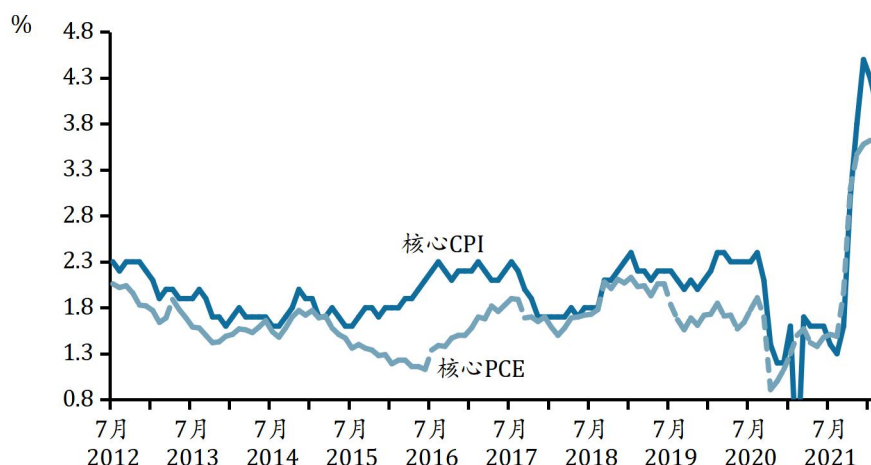


数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

通货膨胀上行速度放缓。

通货膨胀上行速度放缓。2021 年 8 月美国 CPI 同比增速小幅回落至 5.3%，与此同时，核心 CPI 回落至 4%。美联储主席鲍威尔在 8 月底的杰克逊霍尔会议上，发表了关于通胀的长篇讲话，再次强调高通胀只是暂时的。第一，通胀上行速度已放缓，反映通胀将出现缓和。第二，通胀预期已提前回落，反映市场已基本认可当前的高通胀只是暂时的。第三，工资上涨没有导致过度通胀，“工资价格螺旋”尚未发生。第四，没有证据显示过去 25 年间消解全球通胀的力量发生了逆转或削弱。尽管高通胀可能是暂时的，但由于住房价格上涨导致租金价格上涨、工资上涨、以及阻碍供应链复苏的因素短期内难以完全消退等，通胀中枢可能会明显高于疫情前水平。

图表 6 美国通货膨胀



数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

金融市场风险值得警惕。

金融市场风险不容忽视。2021年1季度美国长期国债收益率上行主要受通胀预期和经济复苏推动,2季度美国长期国债收益率在震荡中下行,3季度美国长期国债收益率在盘底后震荡反弹。美联储9月22日释放 Taper 信号后,23日美国长期国债收益率创下18个月以来最大涨幅。回顾2013年美国长期国债收益率走势,发现当时美国经济处于稳定增长期,叠加宽松货币政策退出预期,美国长期国债收益率曾阶段性快速上行。参考历史经验,美国经济增长短期内不会出现拐头迹象,叠加财政刺激计划和宽松货币政策退出预期,4季度美国长期国债收益率存在进一步上行动力。但是,当美联储正式启动 Taper,将压制经济增速和通胀预期,美国长期国债收益率可能掉头下行。

美元指数或缺乏持续上涨动能。3季度这与美国经济喜忧参半、Delta 病毒在欧美非同步扩散、美联储关于宽松货币政策退出态度不明朗,这导致美元指数整体维持震荡行情。回顾2013-2014年美元指数走势, Taper 对美元指数的影响相对较小,加息影响更为显著。综合欧美经济复苏预期和美联储货币政策调整节奏,4季度美元指数或仍将维持震荡趋势。

美股存在回调风险。在无形的催化因素下,美股进一步上行空间有限,相反,各类风险却在逐步积聚。2021年8月美国标普500席勒市盈率已上升至38.44,远高于2013年8月的23.36,并接近2000互

联网泡沫危机之前的水平。回顾历史，2014年1月正式启动 Taper 时，美股产生了一定程度的回调压力，但2015年12月美联储加息时，美股回调压力更大。展望未来，若2021年底美联储正式启动 Taper，美国将存在回调压力。

二、宏观政策分析

财政刺激计划存在不确定性，货币政策维持宽松。

基建计划近期面临表决，3.5 万亿美元支出计划可能缩减。为了全面加强美国基础设施建设和提高美国制造业竞争力，拜登提出了《基础设施投资和就业法案》和 3.5 万亿美元《预算决议》。《基础设施投资和就业法案》要求在五年内投资 5500 亿美元，用于道路、桥梁、供水工程、宽带和电网等基础设施建设，其中为公路和桥梁提供 1100 亿美元，为公共交通提供 390 亿美元，为铁路提供 660 亿美元，为供水和污水处理基础设施以及机场、港口、宽带互联网和电动汽车充电站将投入 550 亿美元。该法案较拜登最初基建计划提案规模明显缩水，近期正面临众议院表决。8月24日，众议院批准 3.5 万亿美元的预算框架草案，包括加大对教育、医保、气候变化等方面的投资，但民主党内部尚存在分歧，最终金额可能会被要求缩减。另一方面，美国的财政刺激计划面临着资金困难。近期，美国众议院也正式公布了新的增税草案，根据这一草案：美国企业税率将从 21% 提高到 26.5%，最高个人税率也提升至 39.6%，还对 500 万美元以上的个人收入征收 3% 的附加税，并且资本利得税最高税率也提升至 25%。但该增税法不仅遭到共和党保守派的反对，在民主党内部也争议激烈，且该法案能否为基建计划提供充足资金也尚有待验证。

美联储维持货币政策不变。美联储在 2021 年 9 月议息会议中宣布维持联邦基金利率（0-0.25%），维持资产购买节奏（每月 800 亿美元国债和 400 亿美元 MBS），维持准备金利率（0.15%）和隔夜逆回购利率（0.05%）不变，将每一个交易对手每日隔夜逆回购（ON RRP）规模上限从 800 亿美元上调了一倍至 1600 亿美元。

美联储进一步释放 Taper 信息。鲍威尔认为疫情反弹确实阻碍了部

分行业复苏，但就业已经几乎取得了 Taper 所需的“进一步实质性进展”。鲍威尔进一步表示年内可能开始启动 Taper，预计将于明年年中完成 Taper。关于未来几个月是否需要看到更强劲的就就业数据才宣布 Taper，鲍威尔表示不需要“特别强劲”，只要“一般强劲”就行，且强调他更看重就业复苏的累计进展。此外，鲍威尔还将 Taper 与加息进行切割，强调启动 Taper 并不表示美联储将加息。

加息时点前置，但首次加息时点存在不确定性。美联储点阵图显示，预计 2022 年至少加息 1 次的委员有 9 位，17 位认为 2023 年联储至少加息 1 次，且有 13 人预测利率将高于 0.5%（加息 2 次）。这表明美联储内部对 2023 年加息事件达成一致意见，但对于 2022 年是否加息分歧较大。

美联储下调 2021 年经济预测。首先，大幅下修 2021 年美国实际 GDP 增速至 5.9%（前值 7.0%），相应上修 2022 年增速至 3.8%（前值 3.3%）、2023 年增速至 2.5%（前值 2.4%）。其次，小幅上修 2021 年美国失业率至 4.8%（前值 4.5%），而维持 2022、2023 年失业率预期的 3.8%、3.5% 不变。最后，进一步上修 2021 年美国 PCE 和核心 PCE 通胀率至 4.2%（前值 3.2%）和 3.7%（前值 3.0%），而基本维持 2022-23 年 PCE 及核心 PCE 通胀率在 2.1-2.3% 之间。

三、美国经济形势小结与展望

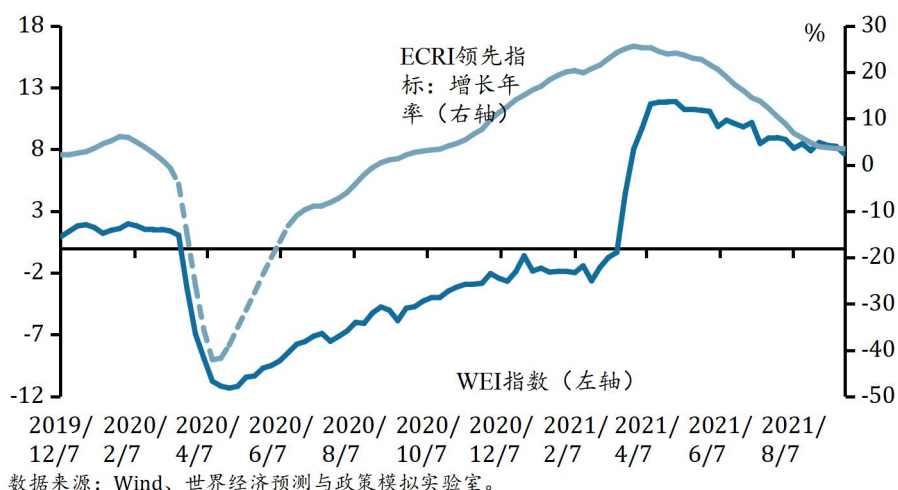
美国经济维持复苏。

美国 3 季度经济复苏速度放缓。3 季度 PMI 延续复苏态势，补贴政策渐退，个人收入承压，消费支出增速进一步放缓。房地产保持高景气，制造业补库存意愿充足。对外贸易增速放缓，贸易逆差有所收窄。失业率降至 5.2%，就业市场不均衡复苏。通货膨胀上行速度放缓。美国长期国债收益率有望阶段性上升，美元指数或缺乏持续上涨动能，美股将存在回调压力。美国亚特兰大联储 GDP Now model 于 9 月 21 日估计美国 3 季度 GDP 增速为 3.7%。摩根大通将美国第 3 季度 GDP 增速预测值从 7% 下调至 5%，将第 4 季度预测值从 3% 上调至 3.5%。

此外，高盛和摩根士丹利等国际机构纷纷下调美国第3季度GDP增速预测值。

图表7展示了高频数据反映的美国经济运行状况，WEI指数显示美国经济增速自2020年4月25日当周以来掉头向上，13周移动平均也在2020年6月27日以后扭转下跌趋势，ECRI领先指标则更早体现了此趋势。2021年3季度，WEI依然为正，但斜率下行，这表明美国经济复苏速度放缓。ECRI领先指标也先于WEI掉头下行，若未来一段时间ECRI领先指标企稳反弹，则美国4季度GDP增速有望重新加速。

图表7 美国经济运行状况：高频数据



欧洲：经济再现放缓迹象

2021年3季度欧元区经济活动再现放缓迹象，PMI冲高回落，逐月下行至5个月以来的最低点，制造业和服务业动能双双减弱，但仍处于扩张区间。受德尔塔变异病毒的影响，欧元区消费者和投资者信心走势震荡，但家庭消费支出、固定资产投资、贸易账户盈余整体表现稳定，失业率亦温和下行。与此同时，在能源价格飙升和供应链瓶颈的推动下，区内通胀水平持续走高，创10年以来的最高纪录。面对通胀压力，欧洲央行虽放缓了PEPP购债速度却依旧坚持鸽派立场，认为短期因素消退后通胀会逐步企稳，因此不应急于退出宽松货币政策。财政方面，下一代欧盟计划逐步落地，有望为区内经济复苏提供支撑。预计4季度欧元区经济仍将处于复苏轨道上，尽管复苏步伐会有所放缓。

一、经济运行态势

PMI 冲高回落。

PMI 冲高回落。3季度欧元区19国综合采购经理人指数（PMI）均值为58.4，较前一季度的56.8进一步提升。但按月度来看，欧元区综合PMI在3季度已表现出冲高回落的迹象，7月综合PMI为60.2，达到2006年6月以来的最高水平，随后逐月下行，9月已回落至56.1，为五个月内的最低值。

按行业来看，3季度欧元区制造业PMI季度均值为61.0，较前一季度的63.1小幅收缩，表明在疫情反复以及供应瓶颈的影响下，欧元区制造业动能减弱。其中9月欧元区制造业PMI为58.7，低于8月的61.4，且低于此前市场预估的60.3，同时它也是自2月以来该项指标录得最低值。

服务业方面，9月欧元区服务业PMI也从8月的59.0降至56.3，低于此前市场预估的58.5，扩张速度为5月以来最低。不过从3季度欧元区服务业PMI季度均值来看，服务业整体活动较上一季度还是有所扩张的。3季度欧元区服务业PMI均值为58.4，相比前一季度的54.7有了较大幅度的改善。

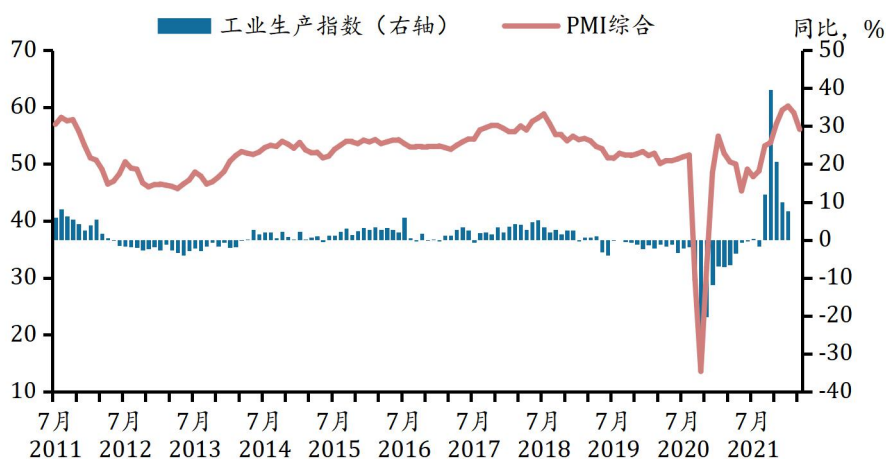
具体就欧元区主要国家而言，9月法国综合PMI从8月份的55.9小幅下降至55.1，其中制造业PMI由8月的57.5下滑至55.2，服务业

PMI 相对更为稳健，仅小幅下降了 0.3，由 8 月的 56.3 降至 56.0，二者均表明法国的经济活动在 9 月进一步温和放缓。

受供应链瓶颈问题影响更为严重的德国，9 月综合 PMI 下滑幅度较大，从 8 月的 60.0 下跌至 55.3，降至七个月来最低。其中制造业 PMI 由 62.6 下跌至 58.5，为八个月以来的最低值，服务业 PMI 则由 60.8 下跌至 56.0，为四个月以来的低点。

工业产出方面，欧元区工业生产指数在 7 月达到一个小高峰（103.4），环比上升 1.5%，同比增长 7.7%，基本恢复至疫情爆发前水平。从分项来看，非耐用消费品产出环比增长 3.5%，资本品增长 2.7%，增长幅度较大，耐用消费品和中间品产出环比分别增长 0.6% 和 0.4%，能源品产出则环比下降了 0.6%。

图表 8 PMI 冲高回落



数据来源：欧央行、Markit；CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

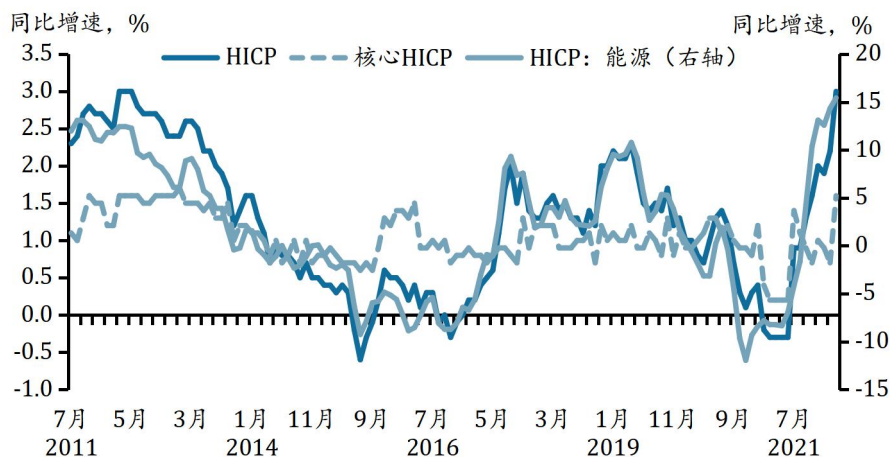
通胀压力持续走高。2021 年 8 月份欧元区消费者调和价格指数（Harmonised Indices of Consumer Prices, HICP）同比增长 3%，较前一个月的 2.2% 再度上升了 0.8 个百分点，创近 10 年来新高。

从分项来看，能源价格上涨仍然是 8 月欧元区通胀大幅上升的主要推动力之一。8 月欧元区能源价格同比增长 15.4%，较 7 月的 14.3% 进一步攀升，其对 HICP 同比增长率的贡献度高达 1.44 个百分点。受供应链瓶颈问题影响，非能源工业品价格同比增长 2.6%，对 HICP 的贡献度位居第二，贡献度为 0.65 个百分点。食品、酒精和烟草以及服

务对 HICP 同比增长率的贡献度则均为 0.43 个百分点。

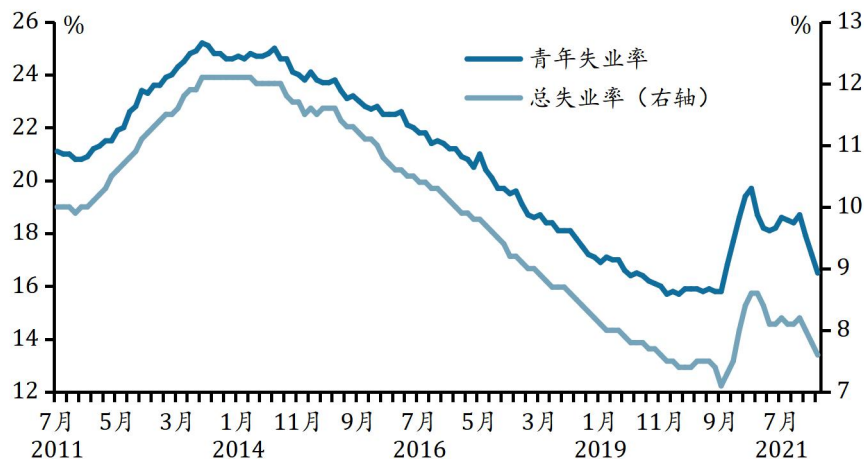
剔除了动性较大的能源和食品之后，8 月欧元区核心通货膨胀率为 1.6%，较 7 月的 0.7% 出现了显著跃升，显示欧元区的核心通胀水平在供应链问题、经济活动复苏以及基数效应的共同作用下明显提升。

图表 9 通胀压力持续走高



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 10 失业率继续下行



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

失业率继续下行。 2021 年 7 月欧元区 19 国经季节性调整后的失业率为 7.6%，在上一个月的基础上继续下降 0.2 个百分点。同时，根据欧盟统计局估计，7 月欧元区失业人数约为 1233 万，相较上一个月减少了 35 万人，较 2020 年 7 月减少了 133.6 万人。

7 月欧元区 19 国青年失业率为 16.5%，较 6 月的 17.2% 下降了 0.7

个百分点。7月欧元区青年失业人数为233.9万，比前一个月减少了14万人，较2020年同期减少了36万人。

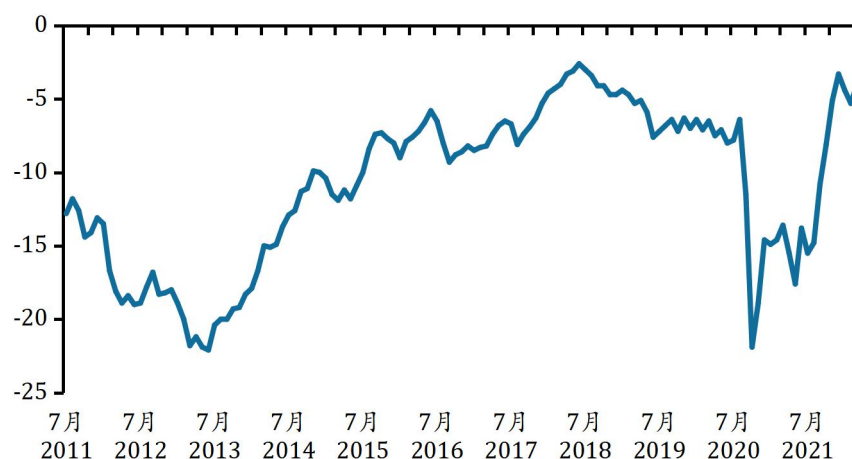
二、支出法 GDP 分解

消费者信心震荡。

消费者信心震荡。2021年第3季度欧元区消费者信心表现震荡，由7月的-4.4逐月下跌至8月的-5.3，然后9月又重新升至-4.0。消费者信心的震荡主要受疫情升温的影响，显示出消费者对经济前景不确定性的担忧。但在个人过去及未来金融状况的分项上，消费者的评估基本没有出现改变。就主要成员国来看，9月德国消费者信心先行指数为-1.2，环比下降0.8点。反映德国消费者信心的三项指标中，除收入预期指标环比上升外，经济前景指标和购买倾向指标均环比下降，其中经济前景指标连续第二个月下降。法国Insee消费者信心指数在8月也延续了下降趋势，从7月的100下行至99。

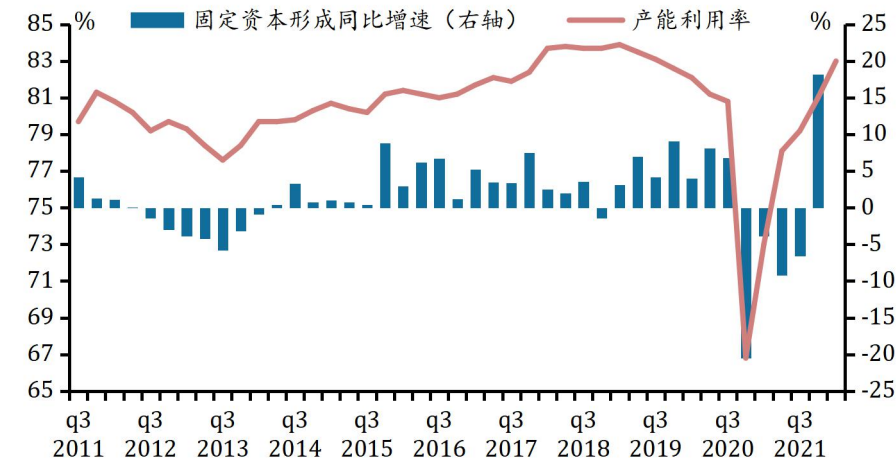
零售销售方面，7月份欧元区的零售活动大幅放缓，经季调后的零售规模环比下降了2.3%。其中，非食品类产品的零售额下降了3.5%，汽车燃油类产品零售额下降了1.6%，食品、饮料和烟草的零售额下降了0.7%。爱尔兰、德国和奥地利成为零售规模环比下降幅度排名前三的欧元区成员国，零售额分别环比下降了5.9%，5.1%和3.9%。

图表 11 消费者信心震荡



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 12 企业投资显著回升



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

企业投资显著回升。

随着欧元区疫情限制措施的逐渐放松，欧元区企业固定资本投资显著，2021年第2季度欧元区固定资产投资同比增长18.2%，经季调后固定资产投资环比增长1.1%，对该季度实际GDP环比增长率贡献度达到0.2个百分点。

进入第3季度，由于担心新的防疫限制措施可能会放缓商业活动，欧元区投资者信心逐月下滑，从7月的29.8降至8月的22.2，并在9月份进一步下降至19.6点，为4月以来最低位，低于路透调查分析师预估的19.7。其中，预期分项指数连续第四个月下降，并降至2020年5月以来的最低水平，现状指数则保持不变。这意味着在未来几个月欧元区企业投资增速可能放缓。

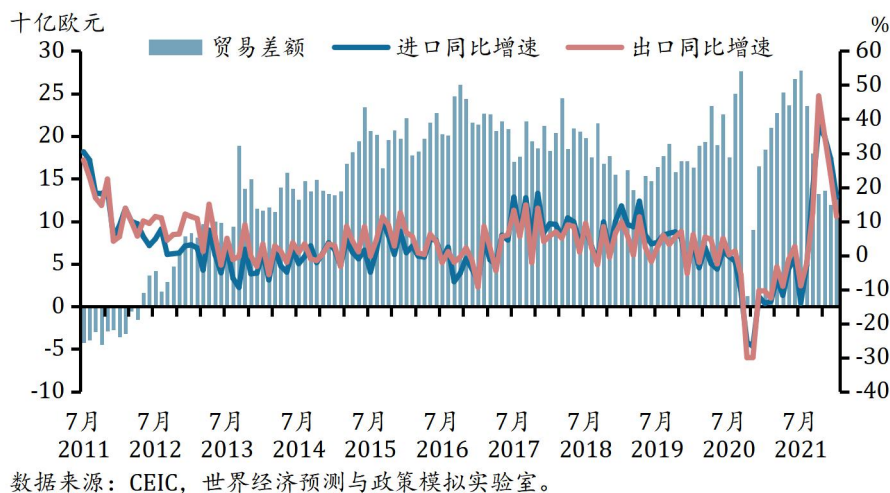
贸易顺差小幅扩张。

贸易顺差小幅扩张。2021年7月，欧元区19个国家与全球其他地区经季节调整后的货物贸易顺差为134亿欧元，较前一个月的119亿欧元小幅扩张。其中，季节调整后欧元区9月的进口规模为1862亿欧元，环比增长0.3%；出口规模为1996亿欧元，环比增长1.0%。9月欧元区内部的货物贸易经季节调整后规模为1780亿欧元，较前一个月1755亿欧元略有上升。

从欧盟层面来看，2021年1至7月，美国是欧盟第一大出口地，出口规模为2256亿欧元，较2020年同期同比增长了10.9%；英国位居第二，欧盟对其出口规模为1603亿欧元，较2020年同期增长6.2%。

进口方面，2021年1至7月欧盟从中国进口规模最大，进口额为2465亿欧元，较2020年同期增加了13.4%；其次是美国，欧盟2021年前7个月从美国进口规模为1274亿欧元，较2020年同期增长了5.4%。

图表 13 贸易顺差创新低



三、政策走势

欧央行放缓 PEPP 购债速度。

欧央行放缓 PEPP 购债速度。2021年9月9日，欧央行召开9月货币政策会议新闻发布会，维持三大关键利率不变，同时表示将放缓第4季度的紧急抗疫购债计划（PEPP）购债速度，PEPP 购债速度与前两个季度相比将“适度降低”。但在时间和规模上，欧央行并未对 PEPP 进行调整，PEPP 仍将至少持续到2022年3月底，规模亦维持在1.85万亿欧元不变。

通胀前景显著提升，是欧央行放缓购债速度的核心原因。此次会议上，欧央行将2021年欧元区经济增速从6月的4.6%大幅上调至5.0%，21年通胀预期从1.9%上调至2.2%。不过，欧央行行长拉加德表示，推动近期欧元区通胀上升的很多因素如能源价格上涨、供应链中断等都是暂时的，短期内通胀可能温和超过目标，明年通胀随着暂时性因素的消退应该会逐渐企稳。考虑到未来的道路仍不确定，过早收紧货币政策将是一个错误。

“下一代欧盟”复苏计划落地。

“下一代欧盟”复苏计划落地。经过将近一年时间的协商和核准，欧盟自 2021 年 8 月开始向经济复苏计划正式获得批准的成员国分发资金，此次获批的国家包括奥地利、比利时、丹麦、法国、德国、希腊、意大利、拉脱维亚、卢森堡、葡萄牙、斯洛伐克和西班牙。

8 月 9 日，欧盟表示已向希腊提供 40 亿欧元预融资。该金额占希腊根据欧盟经济复苏计划所分配到的贷款和赠款总额的 13%。希腊也因此成为首批获得欧盟预融资的国家之一。随后，欧盟又向意大利提供了 249 亿欧元预融资（该金额占意大利根据欧盟经济复苏计划所分配到的贷款和赠款总额的 13%）；向德国提供 22.5 亿欧元预融资（该金额占德国根据欧盟经济复苏计划所分配到的贷款和赠款总额的 9%），向塞浦路斯提供 1.57 亿欧元预融资（该金额占塞浦路斯根据欧盟经济复苏计划所分配到的贷款和赠款总额的 13%）。欧盟委员会称，以上预融资将帮助成员国加快实施经济复苏计划中所涉及的基础投资和改革方案。

四、经济形势展望

经济复苏持续，但步伐放缓。

经济复苏持续，但步伐放缓。从 2021 年 3 季度欧元区的经济表现来看，受德尔塔变种病毒再起、供应链中断、通胀压力不断上升的影响，欧元区经济复苏有放缓的迹象，私人投资和家庭消费支出可能在接下来的数月内保持温和增长的态势，年内恐难再现第 2 季度般的强劲增长。

不过在欧盟财政和欧央行宽松货币政策的支持下，欧元区经济所面临的风险总体偏向均衡，若无突发性健康事件爆发，随着疫苗接种率的进一步提升，经济前景显著恶化的可能性较低，经济运行仍能保持在复苏轨道之上。在此前提之下，全球供应链问题持续时间的长短将成为左右欧元区经济复苏进度的一个关键。

日本：“德尔塔”冲击之下，经济仍未回到疫前

2021年第3季度，日本新冠肺炎疫情再度恶化，每日新增确诊病例创下新高。进入9月份，本轮疫情逐渐得到控制。日本经济在第3季度继续保持弱复苏态势，服务业恢复较差，东京奥运会顺利举办，但对日本经济的影响较为有限。7月数据显示，日本消费绝对水平仅相当于2019年7月份的95.7%。投资恢复相对较好，但具有很强的结构性特征——“外强内弱”、“官强民弱”、“制造业强非制造业弱”特点依旧突出。8月进口大增，时隔多月出现贸易逆差。日本央行在第3季度未对货币金融政策进行明显调整，但从实际操作看，日本央行已经明显放缓资产购买脚步。日本股市在第3季度呈现先低后高走势。东京奥运会期间呈现小幅下跌态势，9月份后迎来大涨，继续创下日本经济在上世纪泡沫顶点后的新高。汇率市场和利率市场整体稳定。第4季度金融市场风险值得关注，一旦美国进一步明确缩减购债计划，日本股市则面临一定向下调整压力，利率存在上行的可能，日元存在兑美元贬值的空间。日本经济应该不会出现“奥运低谷”，未来可能影响日本经济运行的主要因素是疫情发展、美联储政策引发的外围经济环境变化，以及自身恢复逻辑。

一、受“德尔塔”病毒影响，日本经济恢复再度受阻

2021年第3季度，日本新冠疫情再度严重，每日及每周新增确诊病例屡创新高，日本经济恢复再度受到压制。

2021年第3季度，日本新冠肺炎每日新增确诊人数创下最高值。日本新冠肺炎疫情6月份曾趋于稳定。然而，随着“德尔塔”的袭来，日本新冠肺炎疫情在第3季度经历了更为刺激的“过山车”走势。2021年7月1日，日本新增确诊病例人数为1819例，随着德尔塔病毒的扩散，到8月27日每日新增达到26050例，为此次新冠肺炎疫情爆发以来的最大值——此前两轮疫情高峰时的每日新增确诊病例均低于8000例。进入9月份，日本每日新增感染人数呈现明显下降趋势，截止到9月24日，已经下降到3457人/日。这一数值也意味着日本第三轮疫情最严峻的时刻已过。

面对再度严重的新冠疫情，以及举办东京奥运会的压力，日本政府第四次宣布“紧急事态宣言”。此次戒严从7月12日开始到8月22日结束，个别地区则有延长。根据野村综合研究所的推算，日本此次戒严可能会造成10260亿日元的消费损失，同时，奥运经济的效果也会被打六

折。但由于疫情逐渐常态化，此次戒严给日本造成的直接经济损失相对于前三次明显缩小。

图表 14 日本“紧急事态宣言”对日本经济影响的推算

	第一次	第二次	第三次	第四次
	2020年4月7日 ~5月25日	2021年1月8日 ~3月21日	2021年4月25日 ~7月11日	2021年7月12日 ~8月22日
个人消费减少 (万亿日元)	6.37	6.28	3.20	1.03
相当于年 GDP (%)	1.14	1.12	0.58	0.19
增加失业者人数 (万人)	25.24	24.88	12.68	4.07

数据来源：野村综合研究所

受“紧急事态宣言”影响，日本第2季度服务业 PMI 呈明显 V 形；制造业 PMI 呈现下滑态势，失业率呈现下滑企稳态势。

受“紧急事态宣言”影响，日本第2季度服务业 PMI 呈明显 V 形走势，制造业 PMI 呈现下滑态势，失业率回落。7月日本服务业 PMI 为 47.4，较6月份的 48.0 下降 0.6 个百分点。8月份日本服务业受到戒严的影响（东京都的部分措施见表 2），大跌至 42.9。第2季度均值为 46.0，低于第2季度 48.0 的均值。相较于服务业，日本制造业受疫情以及“戒严”的影响则相对较小，但恢复状况受到明显抑制。7月到9月，日本制造业 PMI 分别为 53.0、52.7 和 51.5。8月份制造业 PMI 虽有下滑，但仍高于6月份的 52.4，9月则下滑到 51.5。第2季度制造业 PMI 均值为 52.4，较2季度 53.00 的均值有所下滑。

7月和8月的日本失业率回落至 2.8%，有一定的好转。求人倍率分别为 2.11 和 2.06，就业市场大体稳定。

因基数因素，日本对外贸易额同比大增。贸易保持顺差。

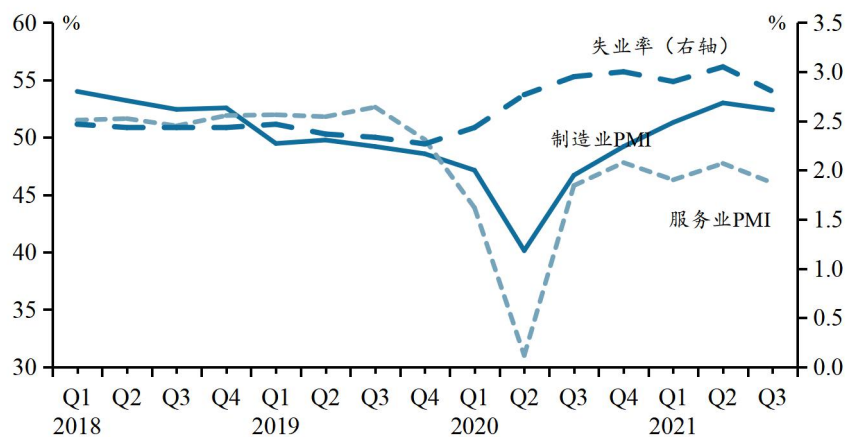
因基数效应，2021年4月和5月日本对外贸易金额同比大幅上涨，并继续保持顺差。2021年4月和5月，日本货物出口分别为 71805 亿日元和 62613 亿日元，进口金额分别为 69275 亿日元和 64484 亿日元。两个月合计，出口同比增加 43.1%，进口同比增加 19.8%，继续保持顺差。

图表 15 第四回东京都“紧急事态宣言”内容（部分）

- ✓ 提供酒和卡拉 OK 的场所，停业。居酒屋、饭店、契茶咖啡店、部分结婚宴所；不提供酒和卡拉 OK 的上述场所，晚 8 点关门，单客最多停留 1 个半小时，上限 50 人并在 50% 上座率以下。
- ✓ 剧场、博物馆、运动设施等，上限 5000 人，定员 50% 以内。举办活动晚 9 点结束。非举办活动，占地面积 1000 平米以上，根据法律要求晚 8 点结束，1000 平米以下东京都协助处理。同时，不许饮酒。具体对象：剧场、展览馆、电影院、文化会馆、室内网球场、水族馆、动物园等。
- ✓ 商业设施和游乐设施，1000 平米以上，生活必需品和服务贩卖设施除外，根据法律要求营业执至晚 8 点。1000 平米以下，东京都协助处理。包括：大规模零售店、购物中心、百货店、弹子房、游戏厅、澡堂、竞马券贩卖场、竞轮（自行车）券贩卖场等。
- ✓ 幼儿园、学校、养老院等，进行活动限制，提倡远程授课。
- ✓ 葬祭场，不提供酒水和卡拉 OK
- ✓ 图书馆加强入场管理。
- ✓ 驾校、补习班等提倡在线教育。
- ✓ 其他活动，上限 5000 人，上座率控制在 50% 以内，晚 9 点结束。

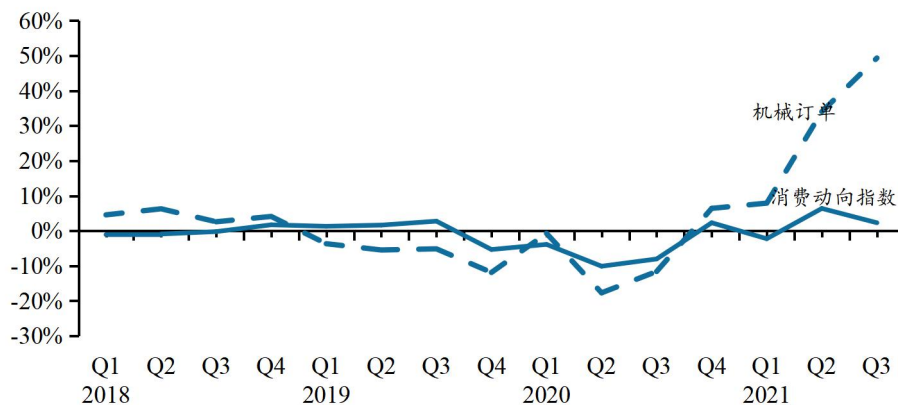
资料来源：NHK

图表 16 服务业 PMI 显著下跌，失业率状况总体稳定



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。

图表 17 消费恢复较弱，机械订单整体恢复到疫情前水平



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：Q3消费动向指数和机械订单同比数据为2021年7月对2020年7月的同比值。

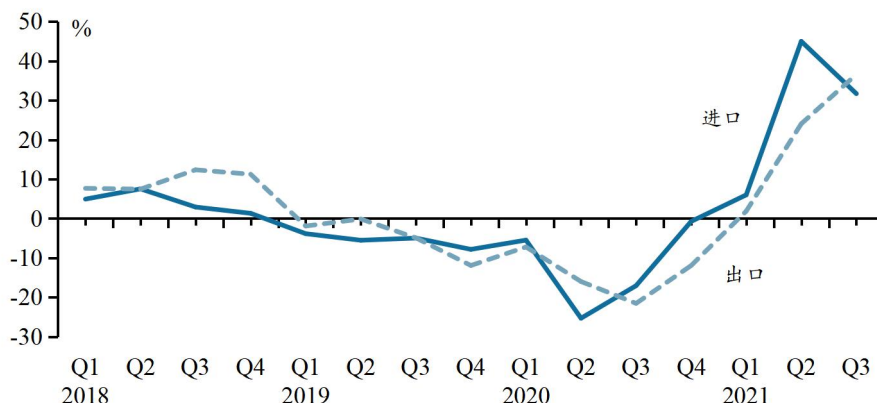
受基期因素影响，2021年第3季度消费总额同比上涨，但距离疫前同期水平仍有差距。机械订单方面结构性特征依旧突出。

2021年7月消费水平同比保持正增长，但是恢复力度有所减弱，且绝对水平依然未恢复到疫前。7月份日本家庭消费动向指数同比上涨2.3%，基期因素有所减弱。消费动向指数虽然仍旧保持同比正增长，但仍未回到2019年7月水平，仅相当于两年前的95.1%。并且这一数字低于第2季度95.6%的水平。消费水平没有恢复到2019年同期水平，主要受到“衣服鞋帽”和“教养娱乐”拖累。二者仅相当于2019年同期的82.0%和82.6%的水平。“家具家居”和“保健医疗”则已经恢复到疫前。分别为2019年同期的101.2%和100.1%。

机械订单方面，整体恢复较好，但恢复过程中的“外强内弱”、“官强民弱”、“制造业强非制造业弱”现象依然突出。2021年第2季度，日本机械订单金额为70471亿日元，已恢复到疫前水平，相当于2019年第2季度机械订单额的110.3%。2021年第3季度，机械订单进一步恢复，2021年7月，日本机械订单金额相当于2019年7月的120.3%。虽然机械订单数据整体恢复较好，但也存在一定结构性问题。一是“外强内弱”。2021年7月日本对外部机械订单金额较2019年增长66.2%，远超疫前水平；而国内机械订单金额仅相当于2019年同期的92.0%。二是“官强民弱”。从机械订单的下单主体角度看，2021年7月，官方公共部门订单金额较2019年7月增加了4.9%，而私人部门机械订单金额则依旧未恢复到疫前水平，仅相当于2年前同期的89.1%。三是，“制造业强非制造业弱”。2021年7月制造业机械订单金额相当于2019年7

月的 107.5%，非制造业机械订单（如飞机、车辆相关行业机械等）金额则较两年前同期下降 27.3%。从以上机械订单状况看，可以大致判断日本投资端恢复的特点：海外投资需求恢复强于国内；政府部门投资恢复强于私人部门，制造业投资恢复强于非制造业。

图表 18 2021 年第 3 季度日本对外贸易出现逆差



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：2021年第3季度出口同比增速为2021年7月和8月出口总额较2020年7月和8月出口总额的

出口增速回落，进口同比走强，时隔多月出现逆差。

日本对外贸易继续恢复，8 月份贸易逆差金额创 2020 年 5 月以来新高。2021 年 7 月和 8 月，日本出口额分别为 73560 亿日元和 69166 亿日元，较 2020 年同比增长了 37.0%和 22.8%。不过 8 月份已经是日本出口同比增速连续下滑的第三个月。进口方面，日本 7 月和 8 月进口金额分比为 69166 亿日元和 72411 亿日元。尤其是 8 月份同比大涨 44.7%，增速创疫情后新高。8 月份日本进口金额大涨的原因与对上游原料、燃料进口数量增加，及其价格上涨有关。在 8 月份日本对“矿物性燃料”的进口金额同比增加 104.1%，贡献了进口金额 44.7 个百分点增速中的 15.8 个百分点。其中，对“原油及粗油”的进口额同比增加 115.6%，数量（千升）同比增加 22.7%。此外，液化气、医药品、半导体零部件、数据存储器等也呈现出量价齐升的局面。以上都是导致日本进口金额在 8 月份同比大增的因素。出口方面，“一般机械”出口金额同比增加 54.2%，贡献了出口增速 22.8 个百分点中的 10.9 个百分点。其中发动机出口为日本 8 月出口增速贡献了 2.5 个百分点，数量（吨）同比增加 38.9%，金额同比增加 5.8%。出口商品中下滑比较明显的是汽车。数量（台）同比下降 22.0%，总额下降 12.7%，拉低出口增速 3.7 个百分点。

综上，由于原物料进口数量增加，价格显著上升，日本对外贸易在 8 月份呈现出逆差局面。

二、金融政策大体不变，内容稍有调整

第 3 季度日本央行的金融政策保持延续。但是实际操作力度已经放缓。

9 月份日本银行的金融政策会议，对此前金融货币政策的表述没有明显调整。但在操作层面，则有值得关注之处。

相较于第 2 季度，日本银行在第 3 季度的资产购买力度有所加大。货币金融扩张政策中所提到的资产保有总额较第 2 季度末（6 月末）增加了 1.2%。其中，增幅最大的是商业票据（CP），8 月底的保有量相当于 6 月末的 114.6%，为 3.18 兆日元；公司债保有金额较 6 月末增涨了 2.1%，为 7.94 兆日元。长期国债保有额较 6 月末增加了 1.9%，为 508.8 兆日元。日本央行大幅减持了短期国债，8 月末保有额相当于 6 月末的 89.3%，余额为 2.74 兆日元。日本央行对 ETF 和 REITs 的保有金额大体不变。但明显感觉到日本央行已经严格控制对上述两种资产的购买行为。其中，日本央行所保有的 ETF 金额在 8 月末与 7 月末完全一致；保有的 REITs 金额在 7 月末与 6 月末完全一致。

日本银行在 9 月份的声明中再次提到，计划每年购入上限为 12 兆日元的 ETF、1800 亿日元的 REITs；到 2022 年 3 月末为止，买入合计上限为 20 兆日元的 CP 和公司债。但是，回溯一年来日本央行在 ETF 和 REITs 上的购买行为可以看出，2020 年 8 月到 2021 年 8 月，日本银行保有的 ETF 余额只增加了 2.2 兆日元，REITs 的余额增加了 256 亿日元，距离购买上限相距甚远。同时，截止到 2021 年 8 月底，日本银行保有的 CP 和公司债保有余额合计为 11.2 兆日元，2020 年 8 月底这一数字为 9.86 兆日元。不仅如此，由于日本央行在资产购买力度方面已经明显放缓，所以设置的种种上限基本难以触碰。

可以说，虽然日本央行并未在资产购买方面进行明确更改，但其“缩减购买”（或至少不再边际扩张购买）资产的行为已经发生。

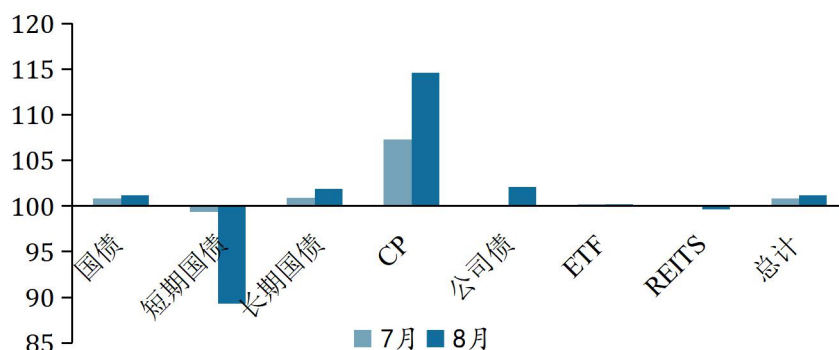
2021 年 7 和 8 月，日本央行没有继续“宽货币”。7 月，日本国内银行贷款总额为 541.1 兆日元，呈现出环比下跌的态势。这是日本国内银

日本央行“宽货币”力度明显减弱。信用有所收缩。

行业（包括狭义银行、信托和海外分支机构）贷款余额连续第三个月环比下降，也是新冠肺炎疫情爆发后第一次连续三个月环比下降。

7月和8月，日本广义货币供给M2同比增速继续回落，分别为5.3%和4.7%，同比增速开始向疫情前的常态靠拢。从环比角度看，7月份M2环比增速为-0.01%，是2021年2月以来第1次出现负值，也是疫情爆发（2020年3月）以来第二次出现环比负增长。8月份，M2环比增速也仅为0.04%，是疫情爆发以来M2供给环比增速的第三低，仅高于前述两次负值。从7月和8月的M2数据看，日本央行应已经结束了“宽货币”的动作。

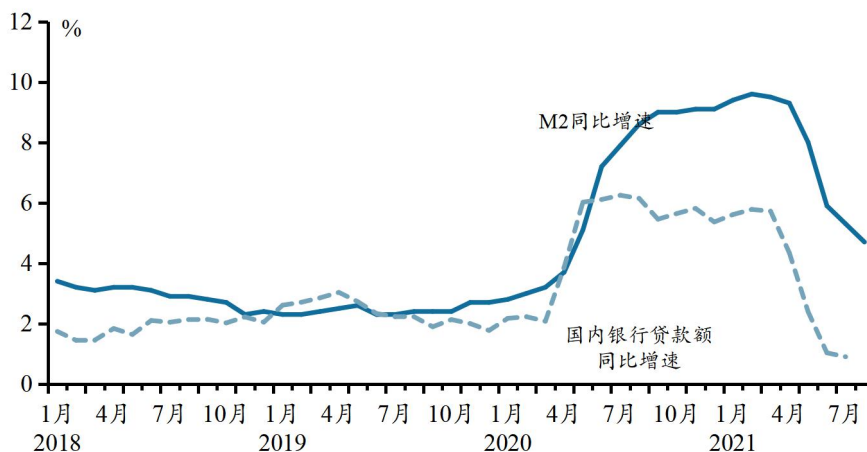
图表 19 日本银行第2季度资产购买力度有所增大



注：“国债”（Japanese Government Securities，日本銀行勘定/資産/国債）、“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；2021年第2季数据为5月末数据。

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 货币供应和贷款月同比增速下落明显



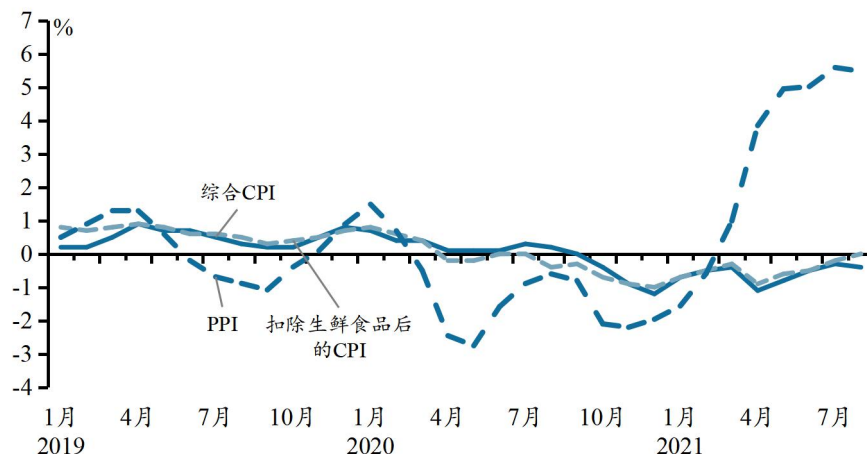
数据来源：日本银行，世界经济预测与政策模拟实验室。

CPI 同比依旧为负，但有所收窄，主要受通信费用影响。PPI 同比增速上升，上游物价压力不容小觑。

CPI 同比跌幅收窄，PPI 同比继续上升。日本 7 月和 8 月的 CPI 同比增幅继续为负值，分别为-0.3%和-0.4%。扣除食品后的核心 CPI 同比增幅为-0.6%和-0.5%。CPI 和核心 CPI 的同比跌幅有所收窄。从 CPI 的细项来看，8 月份同比上涨较为明显的是“教养娱乐”、与居家相关的“水电煤气”和“家具家居用品”。而食品类、衣服类商品的价格依旧同比下跌。7 月和 8 月份，物价同比下跌依旧受到“交通通信”项的严重拖累。该项价格分别同比下跌 5.4%和 6.6%，拖累 CPI 下跌 0.81 和 0.99 个百分点，该项价格的下跌与日本进行的通信服务费改革有关。若无该项的拖累，日本 CPI 应为正值。

受全球大宗商品价格尤其是石油、天然气价格的上涨，7 月和 8 月的日本 PPI 继续同比上涨，并维持在高位。7 月份日本 PPI 同比上涨 5.59%，8 月份上涨 5.48%。未来，PPI 同比增幅能否见顶，与全球大宗商品价格密切相关。

图表 21 CPI 同比增速有所反弹，PPI 同比增速继续在高位



数据来源：日本总务省，日本银行，世界经济预测与政策模拟实验室。

三、股市先抑后扬，汇率和利率总体稳定

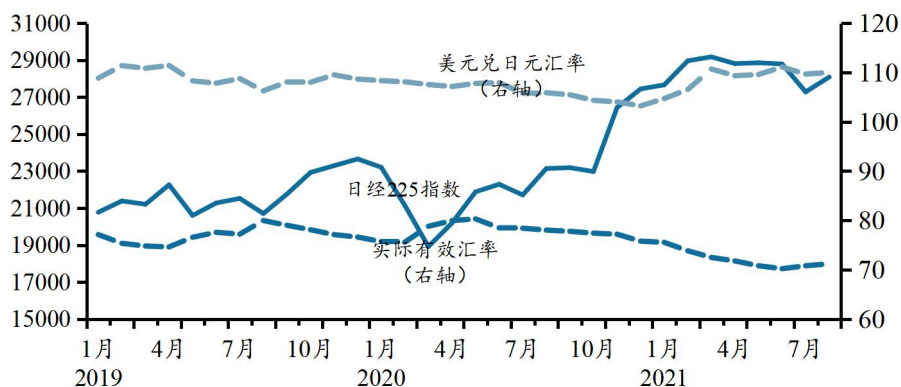
菅义伟表态不再参选日本下任首相后，股票市场显著上涨。日经 225 指数在 6 月 30 日开于 28791.53 点。东京奥运会期间，日经 225 指数继续保持弱势。9 月份后，日经 225 指数开始呈现出升势，并于 9 月

日本股市在奥运会期间呈现下跌态势，9月份后显著上涨。货币市场和债券市场总体稳定。

3日菅义伟表态不再参选日本下任首相后显著上涨。这也表明，投资者对菅义伟的执政也即并不满意，尤其是其“治标不治本”的抗疫政策，对日本经济造成了不利影响。9月后半段，日经225指数进入回调阶段。截止到9月24日，日经225指数收于30248.81点，较6月30日收盘上涨5.06%。同时，也刷新了日本经济泡沫破裂后的新高。

第3季度日元兑美元汇率比较平稳。但在9月份末期呈现出一定的下跌态势。尤其在9月份美联储利率决策会议召开后，日元至少连续6天兑美元下跌，累计跌幅达到2%。由于日本经济恢复相对较弱，美元一旦继续走强，日元是否会成为全球主要国际货币中的最弱势货币，值得关注。从有效汇率角度看，日元7月和8月呈现出一定上升趋势。分比为70.8和71.2。

图表 22 股市先弱后强，日元对美元整体稳定



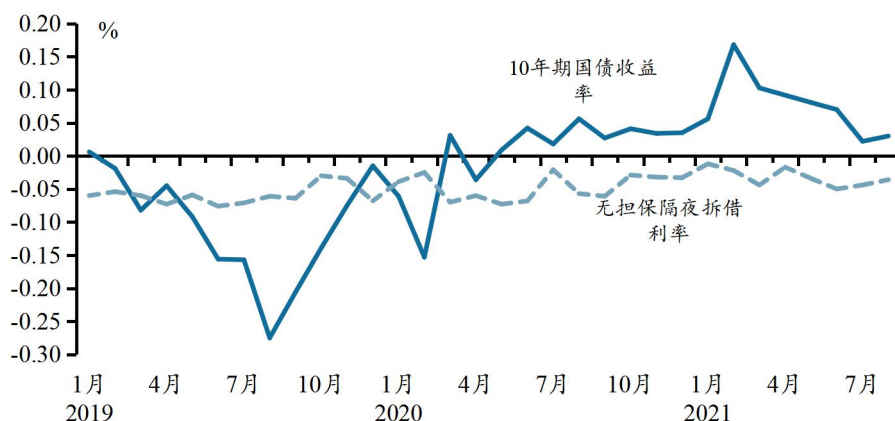
注：日经225指数和美元兑日元汇率月度数据为当月最后一个交易日收盘值。实际有效汇率为BIS公布的月度值，数据截止到2020年8月。

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。

短期货币市场利率和10年期国债利率总体稳定。

短期货币市场利率和10年期国债利率总体稳定。2021年7月末、8月末无担保隔夜拆借利率分别为-0.044%和-0.036%，较6月份有所上升。日本10年期国债收益率出现下降，由6月末的0.070%下降至7月末和8月末的0.022%和0.030%。总体看来，利率市场比较稳定。

图表 23 货币市场利率和 10 年期国债利率保持稳定



注：月度数据为当月最后一个交易日收盘值。

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

2021年第3季度恢复较弱。第4季度及未来一段时期，全球金融风险值得密切关注。

综合来看，日本第3季度经济恢复依然较弱，服务业对经济的拖累较为明显。预计未来日本经济仍将以弱复苏为主。

新一届日本政府对日本经济的影响有待观察。不过预计政策不会激进。原因在于，在当前内外环境不变的前提下，日本政府的财政政策空间和日本央行的货币金融政策空间较为有限。另一方面，目前也无大幅紧缩的必要。

第4季度及未来一段时期，预计全球金融市场风险会较大。美联储大概率将会在今年实施购债紧缩计划，包括日本股市在内的全球金融市场将会对此做出反应。

以奥运会前后的情况看，“奥运低谷”应不存在，影响日本经济恢复的主要因素依然是疫情和自身修复，以及外部环境。

东盟韩国：疫情加剧和量宽退出的双重阴影

2021年第3季度，新冠疫情对区内主要发展中经济体冲击加剧。第3季度末时，单日新增确诊病例数显示区内主要国家的疫情可能已见顶。疫情见顶后，除越南之外的其他经济体经济景气触底回升：制造业PMI在7月和8月显著下行，9月开始反弹。区内受疫情冲击较为严重的经济体经济增长受到拖累，与疫情之前的经济增长缺口增大。尽管疫情见顶、经济见底态势显现，但由于区内经济体应对疫情的能力相对较弱，疫苗的全面铺开在多数东盟国家尚需时日，预计东盟地区的疫情冲击还将持续一段时间，对制造业产出和区域供应链的负面影响也将持续。本区经济体面临疫情和退出量宽的双重阴影。在这一背景下，本报告回顾了上一轮美联储宽松政策退出对本区经济体的影响，由于上次的退出为史上首次，因此，其对本区汇率和资产价格的影响有显著的预期效应特征，且加息的影响大于退量宽的影响。历史经验表明，美联储退出的负面影响不容忽视。本报告还通过比较通货膨胀、经常账户和政府债务三类指标，评估了东盟十国和韩国在本轮退出开始之前的基本面情况。

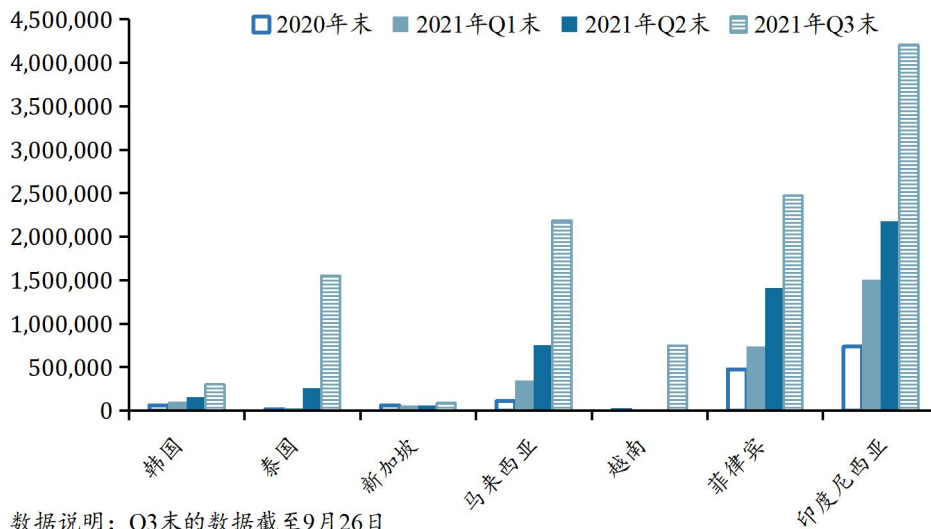
一、疫情冲击加剧

2021年第3季度，新冠疫情冲击加剧，区内仅新加坡和韩国情况较好。

2021年第3季度，新冠疫情冲击加剧，区内仅新加坡和韩国情况较好。在Delta变异毒株冲击之前，东盟区内疫情状况总体好于全球，区内主要经济体受疫情冲击影响较小。但从2021年第2季度起，新冠疫情病例出现显著上升，第3季度疫情继续加重。首先，在菲律宾和印度尼西亚这两个持续有较多新冠疫情病例的国家中，第3季度末的累计确诊病例大幅提升，菲律宾的累计确诊病例上升了超过100万例至247万例，印度尼西亚的累计确诊病例几乎较上季度翻倍，至接近421万例。其次，在泰国和马来西亚这两个较为开放的经济体中，本轮疫情病例在第3季度加速上升，泰国的累计确诊人数从第2季度的26万上升至第3季度的155万，马来西亚的累计确诊人数则从75.1万上升至近219万。第三，越南作为此前疫情病例较少的国家，第3季度的累计新增呈现大规模上升的特征，累计确诊病例从第2季度的约1.7万上升至第3季度的近75万。最后，韩国和新加坡的疫情总体平稳，累计确诊病例

小幅上升，没有出现明显的疫情加剧态势。

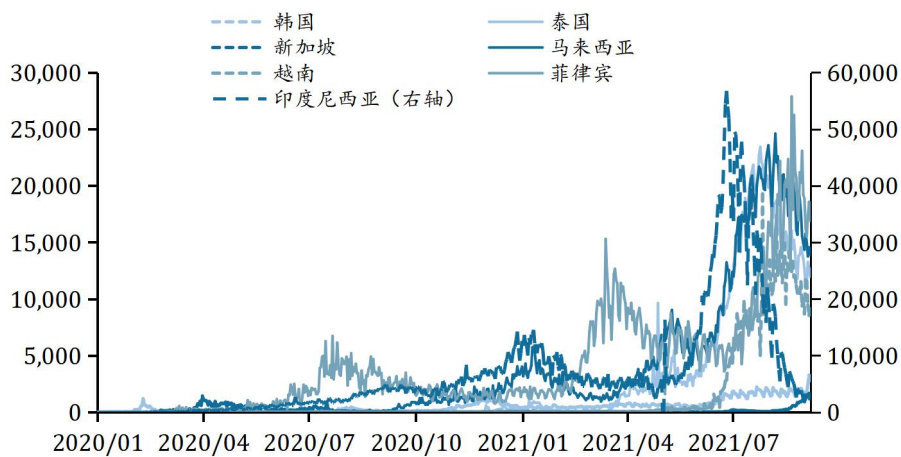
图表 24 东盟六国与韩国的新冠累计确诊人数



数据说明：Q3末的数据截至9月26日

数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 25 东盟六国与韩国的新冠单日新增确诊人数



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

从单日新增的情况来看，东盟主要国家的本轮疫情冲击可能已经见顶。

从单日新增的情况来看，东盟主要国家的本轮疫情冲击可能已经见顶。关注本轮疫情较为严重的五国：印度尼西亚本轮疫情单日新增的最高值在7月中旬，单日新增约5.6万人，此后持续下降，到9月末时，单日新增下降至约2000人。菲律宾9月末时单日新增仍在1万人以上，但相较于9月初高峰时的2万人已有显著下降，单日新增拐点已过。泰国和马来西亚的情况和菲律宾较为类似，9月末时的单日新增仍然在1万人以上，但本轮单日新增的峰值在8月末-9月初已经出现，当时单日新增的高峰值也约为2万人。越南9月末的单日新增人数降至1万以下，

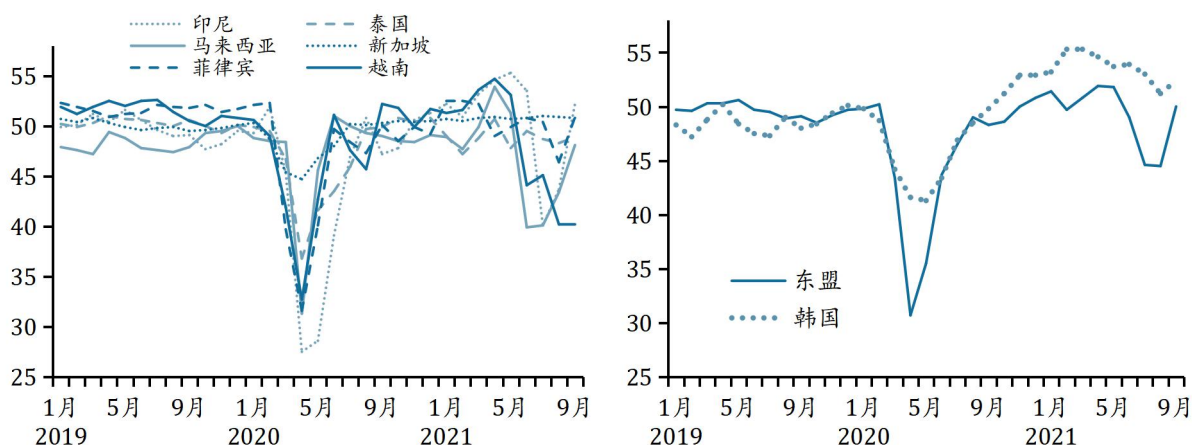
单日新增的峰值在 8 月末出现，为 1.7 万人。由此可见，本轮疫情冲击较为严重的经济体在第 3 季度末时的单日新增均已见顶，疫情冲击最严重的时刻可能已经过去，但是除了印尼之外，其他国家的单日新增下降不算太快，疫情冲击可能进入平台期。

二、经济景气下行，增长受阻

疫情见顶之后，经济景气在除越南之外的其他经济体也触底回升。

疫情见顶之后，经济景气在除越南之外的其他经济体也触底回升。从制造业 PMI 反映的经济景气程度来看，主要经济体在第 3 季度经历了新冠疫情以来的二次探底，7 月和 8 月下行，9 月，除越南以外的其他经济体在景气程度开始回升。东盟整体 PMI 在 6 月跌至荣枯线以下，进入第 3 季度更是大幅收缩，显示本轮疫情对经济的冲击巨大，7 月和 8 月的 PMI 水平分别为 44.6 和 44.5。韩国 PMI 在 7 月和 8 月处于荣枯线之上，分别为 53 和 51.2，但是景气程度较年初 55 左右的高点有所回落。从东盟分国别的数据来看，7 月和 8 月，仅有新加坡的 PMI 仍然维持在荣枯线之上，分别为 51 和 50.9，菲律宾的 PMI 在 7 月为 50.4，8 月下跌至 46.4。其余经济体 7 月和 8 月的 PMI 均在荣枯线之下，其中泰国、印尼和马来西亚 8 月较 7 月 PMI 保持平稳或略上升，但越南 PMI 仍在持续下行。泰国的 PMI 在 7 月和 8 月分别为 48.7 和 48.3，印尼的 PMI 分别为 40.1 和 43.7，马来西亚分别为 40.1 和 43.4，越南 7 月 PMI 为 45.1，8 月进一步下行至 40.2。9 月的最新数据显示，东盟作为整体的 PMI 重新恢复至荣枯线之上，为 50，韩国上升至 52.4。在东盟主要经济体中，印尼、新加坡和菲律宾的 PMI 已上升至 50 以上，泰国和马来西亚的 PMI 上升至 48 左右，仅有越南仍然低景气，为 40.2。上述特征表明，本轮疫情对东盟地区的冲击很大，此前未遭遇冲击的经济体受到的景气冲击更为强烈，区内包括越南、泰国和马来西亚在内的主要开放型、制造业经济体的景气程度最低，尤其是短期来看越南情况最不好，显示应对疫情的隔离措施对生产影响较大，对亚洲供应链影响显著。

图表 26 东盟六国与韩国的制造业 PMI 月度值



数据来源：CEIC, Markit, 世界经济预测与政策模拟实验

数据来源：CEIC, Markit, 世界经济预测与政策模拟实验

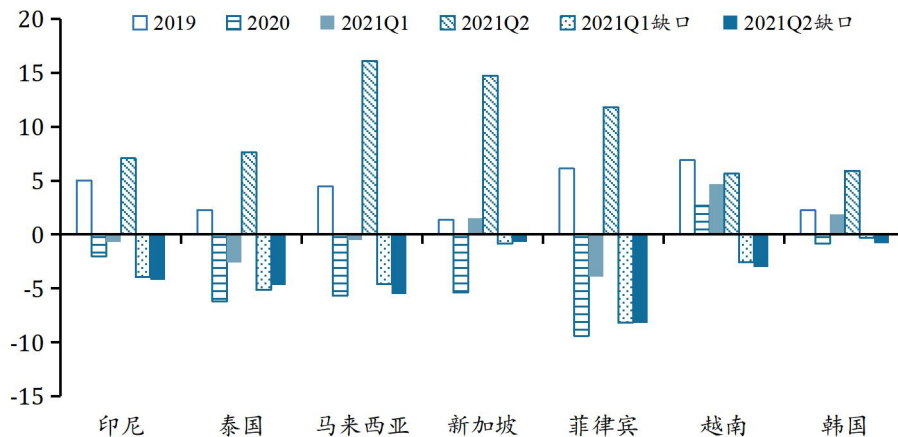
区内受疫情冲击较为严重的经济体增长受到拖累，较疫情之前的

区内受疫情冲击较为严重的经济体增长受到拖累，较疫情之前的经济增长缺口扩大。

经济增长缺口扩大。始于今年 5 月的本轮疫情冲击已对区内经济体的经济增长恢复造成了严重的影响。从最新的第 3 季度数据来看，越南统计局 9 月 29 日发布的越南第 3 季度实际 GDP 同比增速为-6.17%，这是越南自 2000 年以来首次出现负增长，越南在 2008 年国际金融危机和去年全球疫情冲击时均未出现负增长，可见本轮疫情对区内经济增长影响之大。受数据可得性的原因，我们尚不能分析区内其他经济体第 3 季度的增长情况，但由于疫情的冲击从第 2 季度中段就开始了，我们可就第 2 季度的经济情况作一分析。受到基期因素的影响，今年第 2 季度的 GDP 同比增速存在失真，不能较好的反映当前经济的复苏情况。我们计算了今年第 1 季度和第 2 季度的经济增速缺口，这一缺口是 2020 和 2021 年该季度的实际 GDP 同比增速与 2019 年该季度实际 GDP 同比增速之差，反映经济修复和疫情之前相比的进度。从缺口的数据来看，新加坡和韩国这两个疫情控制得力、疫苗铺开良好的区内高收入经济体的增长缺口较疫情之前已基本抹平。不过，由于数据的限制，这两个国家后续复苏情况还有待第 3 季度数据验证。相较而言，其余受到疫情较为严重冲击的经济体，其经济增长的缺口仍然较大，距离恢复到疫情前水平仍有相当大的一段距离。从缺口的绝对规模来看，菲律宾第 2 季度的增长缺口达 8.2 个百分点，为缺口最高的国家，这反映出疫情对菲律宾经济造成了较为持续的冲击，同时因疫情带来的侨汇收入下降也影响了

菲律宾经济，马来西亚的增长缺口也达到 5.5 个百分点，疫情同时对马来西亚制造业和旅游业产生冲击，泰国、印尼和越南的缺口分别为 4.7、4.2 和 3.0 个百分点。从第 2 季度的缺口相对于第 1 季度缺口的变化情况来看，本轮疫情导致这些国家的经济增长复苏中断，增长缺口相对上季度没有缩窄，在印尼、马来西亚和越南还有所扩大。

图表 27 东盟六国与韩国的增长恢复情况



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

三、疫情对经济的冲击还将持续

预计东盟地区的疫情冲击还将持续一段时间，对制造业产出的负面影响也将持续。

预计东盟地区的疫情冲击还将持续一段时间，对制造业产出的负面影响也将持续。除了单日新增和景气数据反映的疫情冲击，还可以从一个更细致的量化指标中看到东盟主要国家的状况。《日经亚洲评论》于 7 月 7 日发布了新冠疫情复原指数（COVID-19），指数的评分包括三个部分，分别为感染控制、疫苗接种情况和社区与航空流量。从这一指数反映的情况来看，主要东盟国家中，除了新加坡排名第 5 之外，其他五个国家的排名均十分靠后。在本轮病毒变异之前，菲律宾和印度尼西亚的疫情就较为严重。从排名来看，两国分别位列第 101 和第 110 名，显示本轮疫情对菲律宾和印尼的冲击仍大；而马来西亚、越南和泰国的情况则更为糟糕，分别列第 114、114（并列）和 119 名，考虑到该项指数共计 121 个样本国家/地区，这些国家的排名近乎垫底。

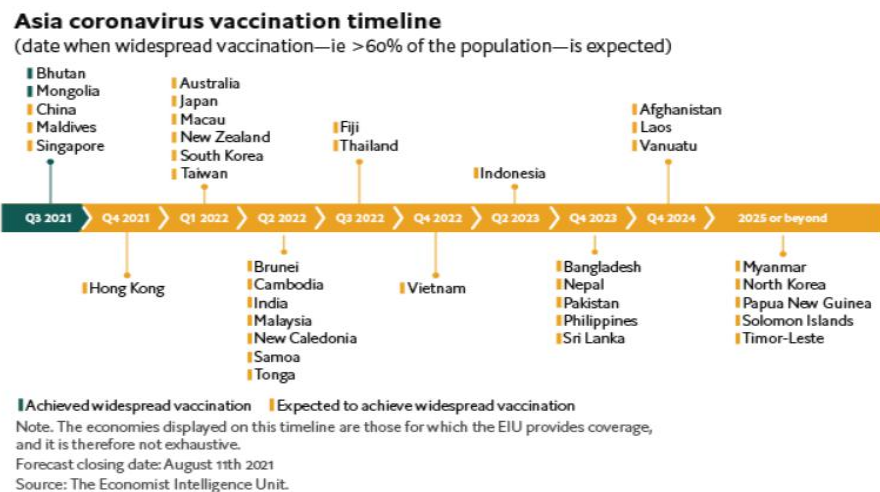
图表 28 东盟六国的新冠疫情复原指数

国家名	排名 (打分)	国家名	排名 (打分)
新加坡	5 (67)	马来西亚	114 (29)
菲律宾	101 (34)	越南	114 (29)
印度尼西亚	110 (31)	泰国	119 (26)

数据来源：Nikkei Aisa（日经亚洲评论），转引自：疫情复原指数排名：中国大陆第一，新加坡第五，新加坡眼，2021-07-11。

疫苗的全面铺开在多数东盟国家尚需时日，这使得疫情对经济的冲击还将持续。在疫苗尚未全面铺开的情况下，即使单日新增出现了下降，考虑到东盟主要经济体的医疗状况，能够全面放开限制措施的约束条件仍然很大。而疫苗的普及在本区并不如人意。EIU 疫苗接种预测显示，疫苗的全面铺开在多数东盟国家尚需时日，这使得经济增长和疫情更加难以共存。以疫苗覆盖 60% 人群作为免疫目标，马来西亚、泰国和越南将分别在 2022 年第 2、第 3 和第 4 季度达到这一目标，而印尼和菲律宾则将在 2023 年第 2 和第 4 季度达到这一目标。在众多发达经济体的经济和疫情日现脱钩的情况下，东盟主要国家的经济增长仍将在较长时间与疫情绑定，这将加大它们和发达经济体的经济周期差异。主要东盟经济体与发达经济体不仅面临着增长差，还需要关注渐行渐近的美联储退出量宽阴影，下面重点探讨这一问题。

图表 29 亚洲国家达成疫苗目标的时间



四、美联储退出量宽阴影再现

本区经济体面临疫情和退出量宽的双重阴影。

本区经济体面临疫情和退出量宽的双重阴影。除了面临疫情影响和与发达经济体复苏周期的不同步，本区经济体还面临着一个较大的外部变数，这也是新兴经济体和前沿经济体面临的共同问题：美联储减少资产购买的量化宽松退出政策以及随后的加息进程对区内流动性和金融稳定的影响。考虑到本轮美联储（及其他发达经济体央行）的货币宽松是前所未有的，退出过程的影响面临较大不确定性。

分析本轮退出影响可以参考上一轮退出对本区经济体产生的影响。

分析本轮退出影响可以参考上一轮退出对本区经济体产生的影响。下面的两张图分别展示了上一轮美联储退出量化宽松和加息期间东盟和韩国各个经济体货币对美元汇率和股票市场指数走势的情况，图中展示的均为季末环比情况。一个总体特征是：上一轮量宽退出和加息进程对东盟国家产生了显著的影响，由于流动性收紧、利差缩窄、避险情绪上升等原因，本区经济体出现了较为普遍的资本外流和国际资产价格的重新调整，这带来了汇率贬值和国内以股票市场指数为代表的资产价格的大幅调整。

图表 30 上一次美联储退出量宽和加息期间东盟六国和韩国汇率表现
(季环比, 2013Q1-2016Q3)

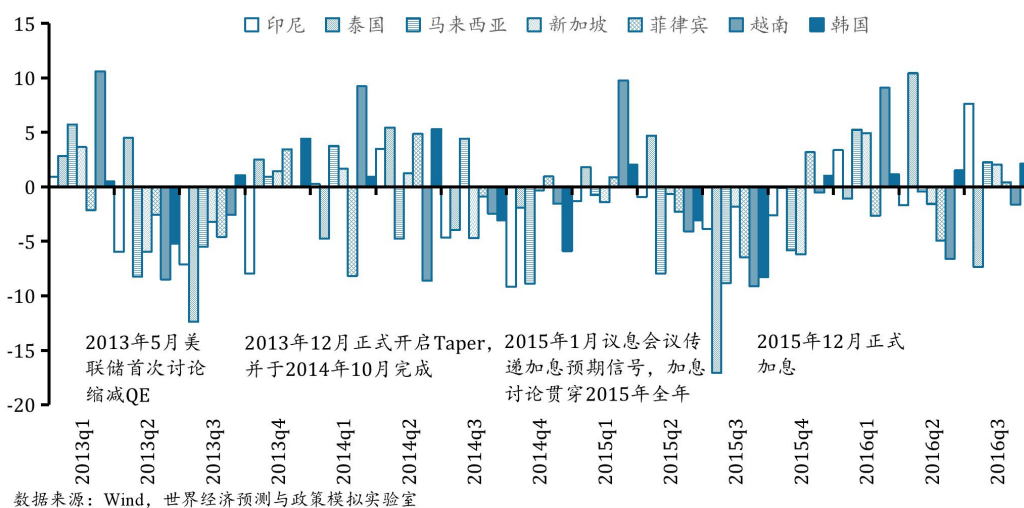
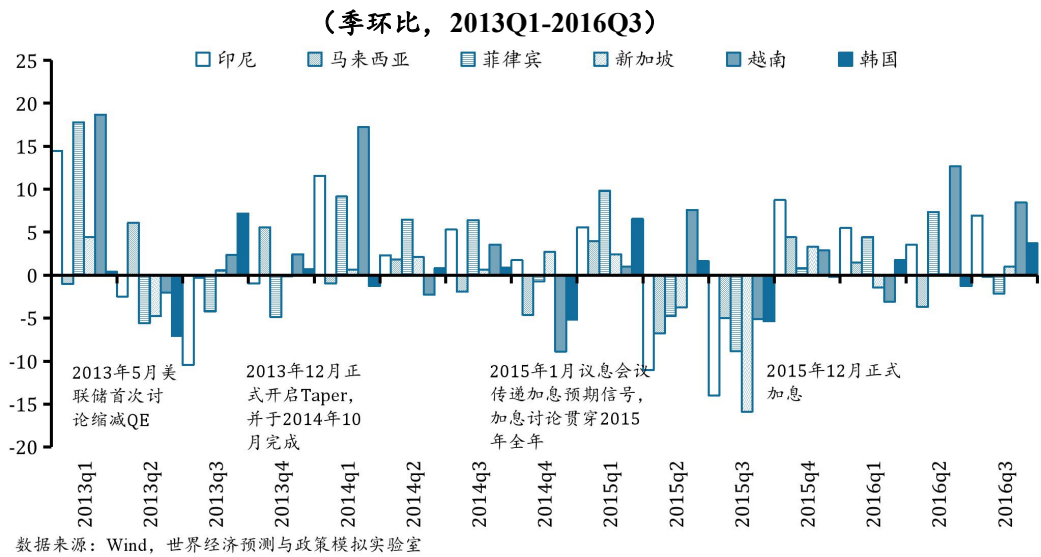


图 表 31 上一次美联储退出量宽和加息期间东盟六国和韩国股市表现



比较调整的溢出效应大小，退出量宽和加息的影响都是讨论时大于正式实施时。

比较调整的溢出效应大小，退出量宽和加息的影响都是讨论时大于正式实施时。由于上一次的美联储退出量宽和加息均为史上首次，面临的不确定性通过预期渠道传导，因此，其对本区汇率和资产价格的影响均是在讨论时大于实施时。2013年5月，美联储首次讨论缩减量化宽松的资产购买，这一讨论持续了半年时间，并于2013年12月正式开启缩减，2014年10月完成缩减。这一期间，主要的汇率贬值和股票市场价格下行出现在2013年的第2季度和第3季度，也即是讨论缩减量宽的期间，后来这一时期被称为“缩减恐慌期”，而到缩减正式开始之后，本币对美元汇率和股票市场在区内的多数国家出现回调，资本开始重新回流。而当2014年10月量宽缩减完成之后，有关加息的讨论正式开始，本区经济体的汇率和资产价格在2014年末亦出现了一次集体的回调。2015年1月，美联储议息会议正式传递加息信号，加息的讨论贯穿2015年全年，加息预期于下半年变得更为强烈，并于2015年12月正式开启。在2015年的第3季度，本区经济体出现了再一次的集体对美元贬值和股票市场的大幅下行，而在加息正式开启之后，汇率和股票市场再次回调。

比较退出政策预期的影响，上一轮加息影响大于退量宽。上述分析表明，政策退出在讨论之时，市场就将做出全球资产重新配置的考量，

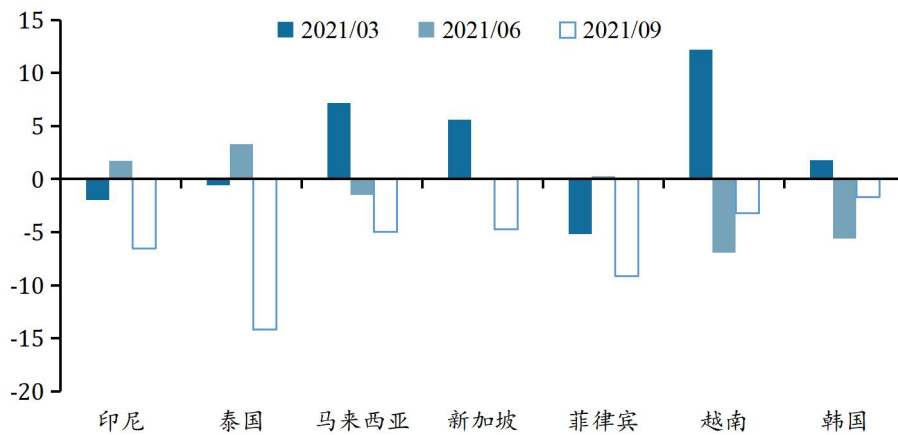
比较退出政策预期的影响，上一轮加息影响大于退量宽。

这使得退出政策对本区经济体的负面溢出也主要集中于那一时期，政策开始实施后，市场往往开始回调。接下来的一个问题是，在政策讨论期间，退出量宽和加息何者的负面影响更大？通过比较 2013 年第 3 季度（退出量宽讨论期间）和 2015 年第 3 季度（加息讨论期间）东盟六国和韩国的汇率和股票市场调整情况可以看出，上一轮退出政策中，加息预期的影响相较而言大于退出量宽的影响。其中，汇率调整方面，2015 年第 3 季度除了印尼和新加坡，其他主要经济体对美元的贬值幅度均较 2013 年第 3 季度更高，其中泰铢贬值幅度达 17.1%，越南盾达 9.1%；资产价格调整方面，所有七个经济体 2015 年第 3 季度的股票市场指数跌幅均超过 2013 年第 3 季度，其中印尼雅加达综合指数和新加坡海峡指数的跌幅超过 10%。

历史经验表明，美联储退出量宽的负面影响不容忽视。

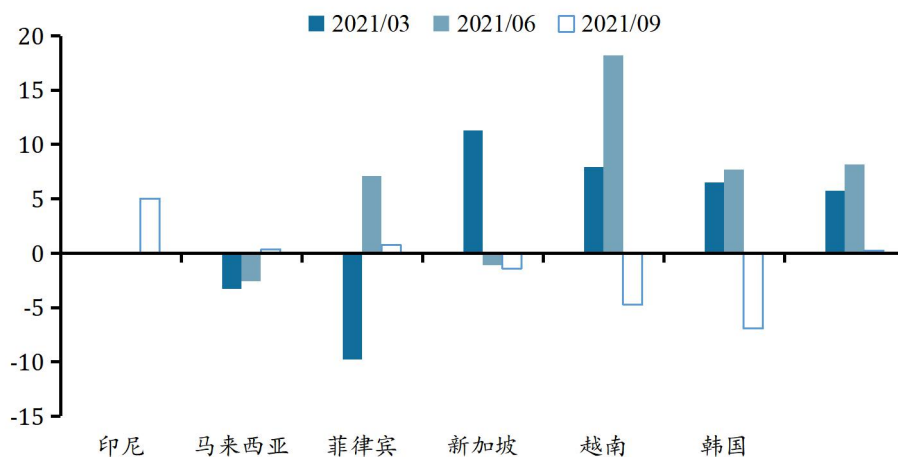
历史经验表明，美联储退出量宽的负面影响不容忽视。 一个相对而言的好消息是，相较于上一次的退出量宽和加息，市场和政府在本次政策退出期间有了一个较为明确的历史退出路径参照，这使得联储退出的路径更好预测，由于预期渠道所带来的不确定性和市场的波动可能随之削减。但是这次退出也有不一样之处：由于宽松规模远超上次，退出的规模和对流动性的抽取显然更高；上一次的退出是在全球金融危机爆发五年后开始的，而这次则是一年半之后，全球主要经济体经济增长和通货膨胀的波动性更强；疫情冲击和疫苗普及的时间差带来的增长差异也可能更大。2021 年 9 月 22 日，美联储公布了 9 月的 FOMC 声明，相较于 7 月的声明，本次声明明确指出“如果经济进展大体如预期持续，委员会判断，资产购买的步伐将可能很快放慢。”这一表述可以被视为是迄今美联储缩减 QE 的最为明确的信号。从这一较明确的缩减信号释出后本区主要经济体的汇率和资本市场表现来看，政策缩减和疫情叠加的负面效果已有所显现。第 3 季度末，本区所有经济体货币对美元汇率均出现贬值，其中泰铢和菲律宾比索的贬值幅度最高，分别为 14.2%和 9.1%。股票市场方面，受疫情冲击较严重的越南和区内较前沿的经济体韩国股市下跌较多，分别下跌了 4.7%和 6.9%，其余经济体的股票市场保持相对稳定。

图表 32 东盟六国和韩国对美元汇率（季环比，正值代表本币升值）



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 33 东盟六国和韩国的股票市场指数（季环比）



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

五、韧性几何？

在面临疫情和量宽退出双重阴影之下，东盟国家和韩国的韧性如何？本节选取了东盟国家（将东盟六国拓宽至东盟所有国家）和韩国当前基本面（2018-2020 年均值及 2020 年当年）情况，包括通货膨胀、政府债务和经常账户三类指标，并将其与 2011-2013 年上一轮量化宽松之前的基本面情况数据进行对比。

东盟国家和韩国的通货膨胀水平较上一次量化宽松之前出现了较为显著的缓和。对于新兴经济体而言，其国内的通货膨胀水平更多地反映了该国货币的内在价值，因此，当其面临较高的通货膨胀时，其货币将承受更大的贬值压力，在遇到外部冲击时，更易面临资本外流问题。

东盟国家和韩国的通货膨胀水平较上一次量化宽松之前出现了较为显著的缓和。

以通胀衡量的基本面情况来看，本区经济体当前面临的通胀环境相较于2011-2013年有了较大程度的缓和，除缅甸的通胀水平有较为显著的上升，文莱的通胀水平有轻度上升之外，其他经济体的通货膨胀水平都较上一轮退量宽前夕有所下降，特别是印度尼西亚和越南，在上一次退量宽期间，受到通胀问题的困扰较大，而这次的通胀水平则较温和。

图表 34 东盟十国和韩国的通货膨胀水平（CPI 均值变动）

	2011-2013	2018-2020	2020
文莱	0.21	0.86	1.94
柬埔寨	3.79	2.45	2.94
印度尼西亚	5.25	2.72	2.03
韩国	2.50	0.80	0.54
老挝	6.07	3.48	5.07
马来西亚	2.31	0.16	-1.14
缅甸	4.52	6.77	5.73
菲律宾	3.49	3.44	2.64
新加坡	4.06	0.27	-0.18
泰国	3.00	0.31	-0.85
越南	11.46	3.19	3.22

数据说明：绿色代表 2018-2020 及 2020 年通胀水平较 2011-2013 下降，黄色代表轻度上升，红色代表上升较多。

数据来源：IMF WEO 数据库，2021 年 4 月，下同

区内较多经济体的经常账户出现改善，成为又一韧性来源。

区内较多经济体的经常账户出现改善，成为又一韧性来源。国际收支危机是新兴经济体危机的重要形式，经常账户逆差意味着一国需要更多的国际融资以满足国内需求，大规模的逆差往往被视为是不可持续的。从区内经济体的情况来看，在 11 个国家中，有 8 个国家经常账户出现改善（绿色），有的是经常账户逆差迅速缩窄或转为顺差，如老挝和泰国，有的虽然顺差规模略有下降，但仍超过 GDP 的 2%，印尼虽然不属于上述两种情况，但其经常账户余额在 2020 年基本保持平衡，所以也将其列为改善国。但是柬埔寨和缅甸的国际收支格局出现恶化，值得关注；文莱的经常账户顺差大幅度缩窄。

图表 35 东盟十国和韩国的经常账户水平（占 GDP 之比，%）

	2011-2013	2018-2020	2020
文莱	28.48	4.86	1.03
柬埔寨	-8.37	-13.53	-12.51
印度尼西亚	-1.88	-2.03	-0.45
韩国	3.59	4.24	4.62
老挝	-21.03	-8.07	-5.74
马来西亚	6.42	3.33	4.39
缅甸	-1.64	-3.66	-3.45
菲律宾	3.02	-0.08	3.21
新加坡	18.52	15.75	17.59
泰国	-0.26	5.31	3.30
越南	2.84	2.63	2.21

区内经济体政府债务上升较多。政府债务可持续性也是衡量一国金融系统韧性的重要指标，在疫情之后全球债务水平高企的情形下尤为如此。为应对疫情，区内主要经济体的政府债务上升较多，财政空间缩窄。和上一次退出时期相比，文莱、柬埔寨、缅甸和菲律宾的政府债务在 2018-2020 年以及 2020 年保持了相对稳定（绿色），但是泰国和越南的政府债务上升（黄色），印度尼西亚、韩国、老挝、马来西亚和新加坡的政府债务上升更多（红色），显示在疫情之下，各国开展积极财政政策带来政府债务的显著累积。

图表 36 东盟十国和韩国的一般性政府债务（占 GDP 之比，%）

	2011-2013	2018-2020	2020
文莱	2.15	2.67	2.85
柬埔寨	31.00	29.73	31.58
印度尼西亚	23.64	32.54	36.62
韩国	35.26	43.65	48.68
老挝	46.20	63.09	67.98
马来西亚	53.78	60.11	67.50
缅甸	40.15	39.49	39.30
菲律宾	44.97	40.39	47.07
新加坡	102.68	122.38	128.37
泰国	41.08	44.21	49.64
越南	38.51	44.52	46.62

下表通过赋分的方式展现了上述三个基本面的分析结果(-1 表示改善、1 表示恶化、2 表示显著恶化，分别对应上述的绿色、黄色和红色)。缅甸基本面的脆弱性较上一次出现了较为显著的上升，值得密切关注，文莱的脆弱性也出现了一定程度的上升。柬埔寨、印尼、韩国、老挝、马来西亚和新加坡的情况和上次总体较为类似，主要的风险是在政府债务方面，这对于柬埔寨和老挝等中低收入经济体的影响大些，而韩国和新加坡所受影响较少，经常账户和通胀水平的改善使区内经济体韧性提升。菲律宾、泰国和越南自身的韧性较上一次退量宽前的总体情况出现了一定程度的改善。这表明，如果本轮美联储退出宽松的冲击水平与上一次大体相当，那么大多数区内经济体的基本面足以应对这一负面溢出效应，但仍需关注超预期冲击和部分区内脆弱国的风险。

图表 37 东盟十国和韩国的经济韧性计分表

	通货膨胀	经常账户	政府债务	打分
文莱	1	1	-1	1
柬埔寨	-1	2	-1	0
印度尼西亚	-1	-1	2	0
韩国	-1	-1	2	0
老挝	-1	-1	2	0
马来西亚	-1	-1	2	0
缅甸	2	2	-1	3
菲律宾	-1	-1	-1	-3
新加坡	-1	-1	2	0
泰国	-1	-1	1	-1
越南	-1	-1	1	-1

金砖国家：经济恢复压力依然很大

2 季度，尽管普遍面临疫情的新一轮暴发，金砖国家经济仍实现同比大幅反弹，俄罗斯、巴西经济基本恢复到疫情暴发前的水平，但印度和南非经济相比疫情之前仍有一定差距。下半年，随着低基数效应影响的减弱，金砖国家经济虽会延续增长态势，但增速将会出现回落。当前，各国经济仍面临较大的不确定性。俄罗斯制造业 PMI 连续四个月处于景气区间以下，南非制造业 PMI 近几个月也围绕在 50 上下波动，显示两国经济信心不稳。俄罗斯和巴西通货膨胀压力不断加大，两国不得不多次实施加息进行应对，印度和南非通胀压力则有所缓解，这使得两国央行仍维持货币政策立场不变。全球经济复苏带动金砖国家外部需求增加，但美联储货币政策收紧预期升温也为金砖国家带来新的压力。

一、金砖国家经济形势

3 季度俄罗斯经济继续保持增长，但增速将有所回落，制造业 PMI 维持在景气区间以下。

3 季度俄罗斯经济继续保持增长，但增速将有所回落。2 季度俄罗斯经济同比增长 10.5%，经济基本恢复到疫情大流行之前的水平。新冠疫情相关限制措施的放松、外部需求不断转好，特别是低基数效应是推动俄罗斯经济大幅反弹的原因。3 季度俄罗斯经济预计还会继续增长，不过增长的势头会有所放缓。7 月俄罗斯零售总额同比增长 4.7%，8 月增长为 5.3%，相比上一季度增速大幅回落，但仍处于较高水平。3 季度俄罗斯的消费者信心指数相比 2 季度下降 1 个百分点，不过仍好于前几个季度的水平。在外部需求不断向好的情况下，进出口继续保持增长。7 月出口同比增长更是达到 100.7%，进口同比增速也达到 33.2%。1-7 月俄罗斯出口 2582 亿美元，同比增长 140%，进口 1675 亿美元，同比增长 129.3%，实现贸易顺差 907 亿美元。工业生产同比增速继续保持正增长，但增速相比 2 季度有所放缓，7 月同比增速为 6.8%，8 月为 4.7%。制造业 PMI 在 3 季度均维持在景气区间以下，7-9 月分别为 47.5、46.5 和 49.8。

2021 年俄罗斯经济会出现反弹。今年 7 月以来，俄罗斯每日新冠病毒感染病例曾出现下降趋势，为此俄罗斯各地普遍放松或取消了疫情限制措施。但从 9 月中旬开始，俄罗斯每日新冠疫情感染病例再次增多。

2021 年全球经济复苏、石油价格上涨以及国内需求回升等都将利好俄罗斯经济的发展。

在这种情况下，俄罗斯已暂停各地大型群众性活动。俄罗斯相关部门表示，联邦政府层面不会实施封城，但一些联邦主体已经在研究实施封城的可能性。总体来看，随着疫苗接种工作的推进和大宗商品价格的逐步恢复，俄罗斯经济呈现稳步复苏迹象。俄罗斯失业率继续走低，8 月失业率进一步降至 4.4%，低于疫情暴发前水平。不过，在大宗商品及食品价格上涨等因素推动下，俄罗斯通货膨胀率持续上升，6 月和 7 月均达到 6.5%，8 月进一步上升至 6.7%、为近五年高点。在通胀压力不断加大的情况下，3 季度俄罗斯央行分别于 7 月 23 日和 9 月 11 日两次加息至 6.75%，创 2019 年 9 月以来的最高水平，年初至今已累计加息 250 个基点。展望 2021 年，全球经济复苏、石油价格上涨以及国内需求回升等都将利好俄罗斯经济的发展。预计 2021 年俄罗斯经济增长 4.0%。

3 季度巴西经济增速将会回落，制造业 PMI 继续维持在景气区间。

3 季度巴西经济增速将会有所回落。2 季度巴西经济环比萎缩 0.1%，结束了此前连续三个季度的正增长；同比增长 12.4%，2021 年上半年同比增长 6.4%，经济逐步恢复到疫情大流行前的水平。巴西经济前景不断改善。7 月巴西零售总额环比增长 1.2%，达到历史最高水平，连续四个月实现正增长；同比增长 5.7%，连续 5 个月保持正增长。不过，随着失业率和通胀率的上升以及对疫情传播的担忧，巴西热图利奥·瓦加斯基基金会公布的消费信心指数（CCI）在 2021 年 7 月达到 82.2 的相对高点之后，8 月和 9 月有所回落，分别为 81.8 和 75.3。巴西进出口贸易继续保持快速增长，8 月出口和进口同比增速分别为 56.2%和 68.7%，1-8 月出口同比增长 37.4%，进口同比增长 34.4%，贸易顺差继续扩大。巴西工业生产同比增速在 2021 年 4 月达到 34.8%的高点之后逐步回落，7 月同比增长进一步降至 1.2%，环比则萎缩了 1.3%。目前工业生产相比 2020 年 2 月疫情暴发前的水平低 2.1%，已逐步接近疫情暴发前的水平。巴西制造业 PMI 继续维持在景气区间，7-9 月分别为 56.7、53.6 和 54.4。

巴西经济复苏仍面

巴西经济复苏仍面临较大的不确定性。巴西疫情逐步趋于稳定，但局势仍令人担忧。自 7 月开始，巴西新增新冠肺炎确诊病例逐步下降，不过 9 月每周新增病例仍在 10 万人以上。截止今年 3 季度，巴西共完

临较大的不确定性，政策空间不足。

3 季度印度经济持续恢复，但增速将会回落，制造业 PMI 维持在景气区间。

疫情发展仍具有一定的不确定性，这将延缓经济复苏步伐，但货币政策仍保持宽松立场。

成了 1.472 亿人第一剂新冠疫苗的接种，占人口的比例为 71.86%；已经实现完全免疫的共计 9170 万人，占总人口的 43.16%。随着经济的好转，巴西失业率继续缓慢下降，7 月降至 13.7%，相比 4 月份下降 1 个百分点，但失业人口仍有 1410 万人。为应对疫情，巴西政府宣布针对新冠疫情设立的紧急救助计划或将延期至今年年底，但由于财政状况不佳，对于每人的补助金额或将小于预定计划。8 月，巴西通货膨胀达到 9.7%，为 2016 年 2 月以来最高。为此，巴西央行在 3 季度两次实施加息，将基准利率上调至 6.25%，今年以来巴西央行已加息五次累计 400 个基点，利率水平已经达到 2019 年以来的最高点。预计未来巴西央行将会采取进一步的加息行动，从而对经济恢复构成阻碍。预计 2021 年巴西经济增长 5.0%。

3 季度印度经济增速将回落。2 季度印度经济同比增长达到 20.1%，创下了近 25 年来的最高 GDP 增速纪录，这在很大程度上是由去年的低基数造成的，而从环比来看，印度经济萎缩仍有 16.9%，这显示出第二波疫情对印度经济仍带来了巨大冲击。在疫情的冲击下，印度消费信心仍维持低位，印度央行公布的消费信心指数 7 月当月维持在 48.6，仅比 5 月稍微上升 0.1。全球经济的好转继续带动印度进出口增长，不过随着低基数效应的逐步减弱，增速也在逐步降低。7 月印度出口和进口增长分别为 49.9% 和 63%，8 月分别为 45.8% 和 51.7%，进口增速超过出口增速造成印度始终维持大量的贸易逆差。印度工业生产同比增速在 4 月达到高点之后也逐步回落，7 月同比增速为 11.5%。由于印度国内煤炭供应出现严重短缺，电力供应不足，这可能会影响后续工业生产。不过，制造业 PMI 在 3 季度均维持在景气区间，分别为 55.3、52.3 和 53.7，总体要好于 2 季度。

印度经济复苏仍面临疫情发展的不确定性。2 季度印度暴发的第二波疫情影响正逐渐消退，但目前每周新增确诊病例仍在 10 万人以上，与此同时，随着疫情防控措施的放松，印度仍可能暴发第三波疫情。疫情发展的不确定性以及低基数效应影响的逐渐减弱使得印度经济恢复的势头减弱。受疫情冲击影响，印度失业率仍居于高位。5 月印度失业

率曾升至 11.9%，此后有所回落，7 月下降至 7.0%，但 8 月和 9 月仍为 8.3% 和 6.9%。印度通货膨胀压力有所缓解，通胀率在 5 月份达到 6.3% 的高点之后出现下降，8 月已经降至 5.3%。为此，自 2020 年 5 月之后，印度央行一直维持基准利率不变。针对第二波疫情对印度经济造成的冲击，印度财政部在 2 季度宣布了新一轮财政刺激措施，不过这在刺激经济的同时，也无疑将进一步加剧印度政府的财政负担。预计 2021 年印度经济增长为 9.0%。

南非经济依然面临较大的不确定性，制造业 PMI 围绕 50 上下波动。

3 季度南非经济依然面临较大的不确定性。2 季度南非经济同比增长 19.3%，上半年同比增长 7.5%；环比增长 1.2%，环比增速虽相比上一季度增速有所下降，但已连续四个季度实现增长。经济的快速增长部分来自于刺激政策的实施以及疫情防控措施的放松，部分来自于去年的低基数效应。3 季度南非经济恢复依然面临较大的不确定性。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，在 2 季度该指数跌落至 -13 之后，3 季度重新恢复至 -10，但仍弱于 1 季度，显示出对经济前景恶化的担忧。与此同时，上述机构发布的南非商业信心指数也从 2 季度的 50 下降至 3 季度的 43。在全球经济向好的背景下，南非对外贸易保持向好趋势，7 月和 8 月出口同比增速分别为 18.5% 和 22.3%，进口同比增速分别为 26.8% 和 27.7%，不过，增速也较上一季度有所下降。受疫情冲击影响，南非制造业 PMI 在 7 月和 8 月跌至景气区间以下，但 9 月重新升至 50.7，总体景气状况要弱于 2 季度。

南非经济复苏步伐有望加快，但失业问题依然严重。

南非经济复苏步伐有望加快。9 月底，南非国家传染病研究所宣布南非第三波疫情正式结束。9 月 12 日，南非总统拉马福萨宣布调低防疫等级，从 3 级调低到 2 级，并放宽了宵禁时间。预计随着疫情的消退，南非政府将会进一步下调防疫等级，从而有利于经济的进一步恢复。不过南非失业率仍在不断上升，2 季度南非失业率达到 34.4%，失业人数增长到 782.6 万人，相比 1 季度增加 58.4 万人。不过，劳动参与率有所回升，从 1 季度的 56.4% 上升至 2 季度的 57.5%。南非通货膨胀率总体仍居于较高水平，在 5 月达到 5.2% 的高点之后，6 月和 7 月逐步回落，

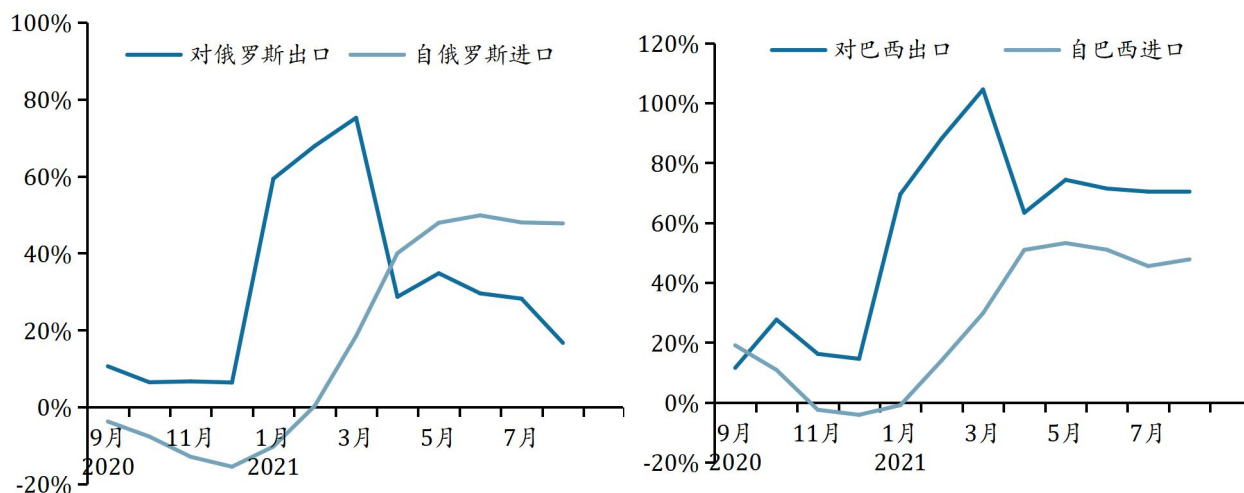
不过 8 月重新升至 4.9%。南非央行继续维持宽松货币政策以支持经济增长，自 2020 年 7 月降息至 3.5% 之后，南非央行一直保持政策利率不变。南非政府正努力追求财政平衡，南非储备银行数据显示，2 季度南非政府基本财政收支盈余 98 亿兰特，占 GDP 的 0.6%，为自 2018 年以来首次录得基本预算盈余。**2021 年南非经济预计增长 4% 左右。**

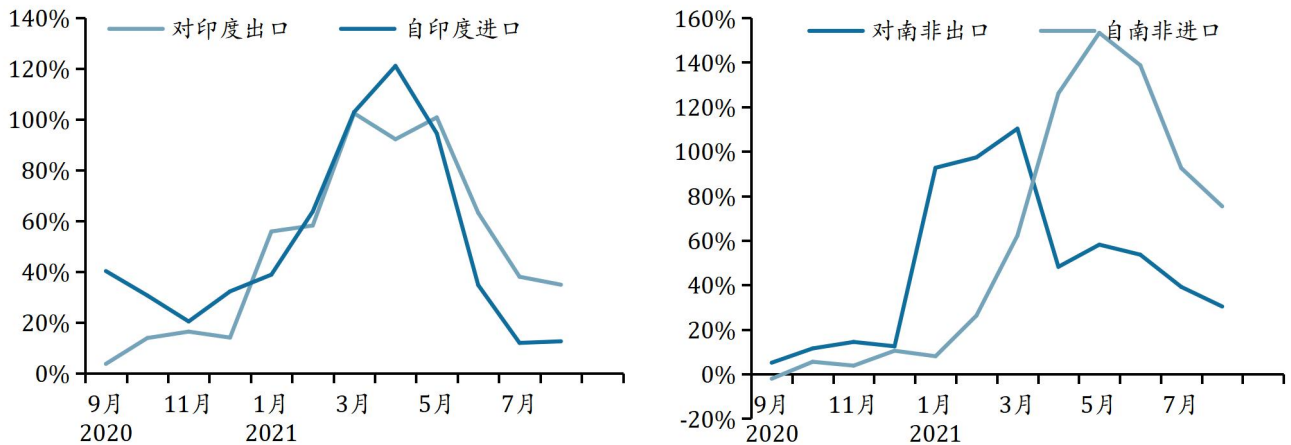
二、金砖国家与中国贸易

中国与金砖国家贸易继续维持大幅增长。

中国与金砖国家贸易继续保持大幅增长。7 月和 8 月，中国与金砖国家贸易总额同比增长分别为 36.5% 和 44.7%。因基数效应的消退，中国与金砖国家贸易增速较上一季度有所放缓，但仍保持较高增速。出口方面，7 月和 8 月，中国对巴西出口同比增速分别为 56.8% 和 84%；对印度出口同比增速分别为 31.2% 和 38.6%；对南非出口同比增速分别为 38.2% 和 22.5%；对俄罗斯出口同比增速分别为 13.2% 和 20.2%。进口方面，中国对金砖国家进口同比增速也都保持正增长。7 月和 8 月，中国自南非进口同比增速分别为 91.4% 和 59.2%；自巴西进口同比增速分别为 42.4% 和 53.1%；自俄罗斯进口同比增速分别为 40.4% 和 55.1%；自印度进口同比增速分别为 10.1% 和 15.1%。8 月中国与金砖国家贸易总额在中国总贸易中的比例上升至 9.0%。

图表 38 中国与金砖国家贸易情况





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。

数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 39 金砖国家数据概览

	实际 GDP 增速 (季度同比, %)			CPI 同比增速 (同比增速, %)		
	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021M7	2021M8	2021M9
俄罗斯	-1.8	0.7	10.5	6.5	6.7	-
巴西	-1.1	1.0	12.4	9.0	9.7	-
印度	0.4	1.6	20.1	5.6	5.3	-
南非	-4.1	3.2	19.3	4.7	5.1	-

	汇率 (名义汇率, perUSD)			制造业 PMI		
	2021M7	2021M8	2021M9	2021M7	2021M8	2021M9
俄罗斯	73.92	73.59	72.89	47.5	46.5	49.8
巴西	5.161	5.249	5.279	56.7	53.6	54.4
印度	74.54	74.12	73.64	55.3	52.3	53.7
南非	14.54	14.76	14.59	46.1	49.9	50.7

	出口 (同比增速, %)			进口 (同比增速, %)		
	2021M7	2021M8	2021M9	2021M7	2021M8	2021M9
俄罗斯	100.7	-	-	33.2	-	-
巴西	31.9	56.2	33.3	53.4	68.7	51.9
印度	49.9	45.8	-	63.0	51.7	-
南非	18.5	22.3	-	26.8	27.7	-

	中国出口 (同比增速, %)			中国进口 (同比增速, %)		
	2021M7	2021M8	2021M9	2021M7	2021M8	2021M9
俄罗斯	13.2	20.2	-	40.4	55.1	-
巴西	56.8	84.0	-	42.4	53.1	-
印度	31.2	38.6	-	10.1	15.1	-
南非	38.2	22.5	-	91.4	59.2	-

数据来源：Wind，CEIC。

中国：延续外需强、内需弱

当前中国经济的外部需求强劲、内需相对较为疲弱。但是从长期来看，靠外需拉动的增长方式不可取。我们不宜回到过度依赖外需的老路上去。稳定就业和经济增长，更多要着眼于扩大内需战略。而且海外市场的供给、需求缺口也有望缩小。在基准情形下，2020年末和2021年上半年我国出口增速可能面临回落压力。另一方面，我国内需依然偏弱，经济复苏不充分、不平衡，内生动力相对不足。这尤其体现在消费需求不足，基建投资和房地产投资增速下行。在此背景下，当前是使用积极货币政策的有利时机。我们应充分发挥货币政策的作用，同时关注其对资产价格的影响、不能放松宏观审慎政策，并配合以充足的汇率弹性。

2021年初以来中国经济持续修复，但内需偏弱。

2021年以来，中国经济增速持续稳步增长。2021年第1、2季度GDP同比增速为18.3%、7.9%，上半年合计增速为12.7%¹。由于2020年的基期效应，2021年GDP增速处于逐季回落的轨道当中。从季调环比折年率来看，2021年第1、2季度GDP增速分别为1.6%、5.3%，这一增速水平仍然低于疫情之前2019年的增速状态，延续了疫情之前多年以来的增速回落趋势。在此基础上，2021年3季度的月度数据以及高频数据进一步揭示，我国内需依然偏弱，经济复苏不充分、不平衡，内生动力相对不足。

外需强，但也面临不确定性。

同时，出口需求持续走强，外部需求强劲对拉动我国经济增长起到了重要作用。但是在中期呈现出来的外需强、内需弱，似乎与我国“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”并不一致。外需强本身也凸显了经济运行体系中固有的一些问题，同时外需强本身在未来也具有不确定性。在此背景下，内需低迷亟待宏观政策破局。

GDP增速水平弱于疫情之前增速轨道。

一、GDP增速水平尚可，但仍未回到疫情之前的增速轨道

2020年初疫情发生之后，我国GDP增速一度大幅偏离原有增长轨道。2020年4季度同比增速6.5%，不但回到原有增长轨道，而且还略有超出。进入2021年以来，GDP增速在上半年增速达到12.7%，但主

¹ 数据来源于国家统计局。下文中如未注明数据来源，均来自于国家统计局。

要由于基期过低。按照季调环比折年率，实际增速仍然稍弱于疫情之前的增长轨道。2021年3季度，各项月度和高频数据显示经济进一步走低。对于3、4季度的GDP增速，近期市场预测均值均有不同程度下修，与疫情之前的增长轨迹偏离程度有进一步扩大。

图表 40 疫情以来外需扩张持续强于内需



数据说明：橙色线为 GDP 历史上的实际增速，蓝色线为 Wind 发布的市场预测均值（截至 2021 年 9 月 30 日），点虚线是假设 2020 年 1 季度以来 GDP 增速按照 6% 的季调环比折年率增长得到的增长轨迹。

数据来源：Wind 金融数据终端，国家统计局。

二、外需强，但更加需要坚持扩大内需战略

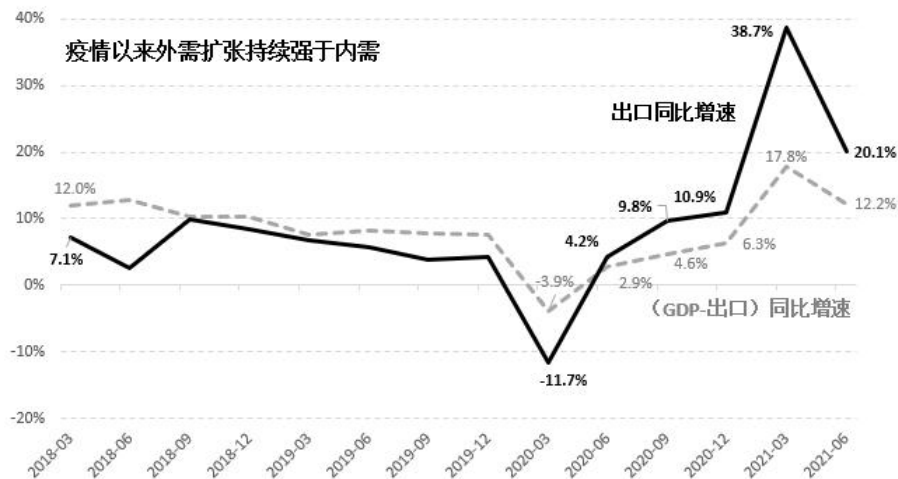
疫情冲击之后外需明显强于内需。

在 GDP 增速总体乏力的背景下，总需求结构当中的外需贡献比较突出，内需相对疲弱。2020 年新冠疫情冲击之前，我国内需总体上强于外需，经济活动重心逐渐转向内需。但是 2020 年疫情冲击之后，我国的外需经历了短暂下行之后出现了强劲反弹。2020 年 2 季度到 2021 年 1 季度，外需增速、内需增速差值越来越大，到 2021 年 2 季度差值仍然维持在高位。

外需-内需扩张速度差值维持在较高水平。

我们将出口作为外需、将 GDP 减去出口值作为内需的近似观测值。2020 年 2 季度，外需增速比内需增速高出 1.3 个百分点（4.2%减 2.9%），2021 年 1 季度两者差值扩大到 20.9 个百分点（38.7%减 17.8%）。尽管上年的基期效应有一定解释力，但仍然难以完全解释这种内、外需增速的背离。2021 年 2 季度两者差值仍然高达 7.9 个百分点。

图表 41 疫情以来外需扩张持续强于内需



数据说明：这里将出口对应于外需，GDP-出口对应于内需，这是一个近似的做法。所有指标均为名义值。

数据来源：Wind 数据终端。

贸易顺差维持在较高水平。

对于出口增速大幅上升的原因已经有较多分析：一方面这与疫情相关的医用产品出口有关，另一方面与海外市场的供、求缺口有关。其自然的结果是，我国出口占全球市场份额创历史新高，贸易顺差大幅上升。2020 年我国商品贸易顺差为 5269 亿美元，较疫情之前的 2019 年上升了 1059 亿美元。2021 年前 8 个月贸易顺差已经达到 3624 亿美元。

国际收支失衡程度有所上升。

相应地，我国国际收支失衡程度有所上升。2016 年至 2019 年我国经常账户顺差占 GDP 比例一直维持在 2% 以下。2020 年前低后高，后 3 个季度的经常账户顺差 GDP 占比在 2.4% 到 3.1% 之间，2021 年上半年这一占比有所缓和，但是中美贸易失衡程度仍在加剧，2021 年前 8 个月，中国对美国贸易顺差 2382 亿美元，远超 2019 年前 8 个月 1953 亿美元的历史峰值。

出口和顺差增长不应成为政策目标。

事实上在 2020 年，我国经常账户中的投资项净收益为 -1071 亿美元，较之前的年份有大幅上升。2021 年前 2 个季度，这一数据为 -715.9 亿美元。在此背景下，追求出口和顺差的大幅增长，不应成为我国的宏观政策目标。

因此，即使出口增速维持高位，甚至超预期走强，这也不是可取的增长方式。我们不宜回到过度依赖外需的老路上去。稳定就业和经济增

出口面临不确定性。

长，更多要着眼于扩大内需战略。而且，我们的研究也显示，海外市场的供需缺口可能在 2020 年底、2021 年上半年发生变化。第一，欧美等主要发达国家已经、或正在实现疫苗普及，针对新冠病毒肺炎的治疗药物研发也取得了重要进展，再加上封锁政策陆续放松，发达经济体的生产秩序、供给能力也将得到恢复。第二，需求方面，欧美等国家的宏观政策扩张难以再现去年的力度。第三，欧美国家正常化过程中，其需求恢复将以服务业恢复为主，而不是对应于制造业的可贸易品。

需要稳住内需。

当前我国出口占全球份额显著超出过去的历史最高水平，今年末或明年上半年出口份额出现回落具有一定的必然性²。我们需要稳住内需，从而对出口增速的回落提供缓冲，避免因出口的波动而影响到国内经济稳定。在此背景下，工业部门将同时面临国内行业分化，以及国外形势变化带来的需求和供给冲击。

三、我国内需依然偏弱、结构不均衡，内生动力不足

经济复苏存在四方面结构问题。

2021 年上半年我国 GDP 同比增长 12.7%，两年平均增长 5.3%。分季度看，1 季度 GDP 同比增速为 18.3%，两年平均增长 5.0%；2 季度 GDP 同比增速为 7.9%，两年平均增长 5.5%。整体来看，2 季度中国经济延续了稳健复苏态势。然而经济复苏仍存在不充分、不平衡、基础不牢的特征。具体地，我国经济复苏存在四方面问题：一是消费复苏乏力；二是投资有回落压力，特别是房地产和基建；三是信用扩张显著放缓，企业部门收缩更快；四是就业缺口仍未完全修复。。

其一，消费复苏不及预期，部分服务消费复苏几乎停滞

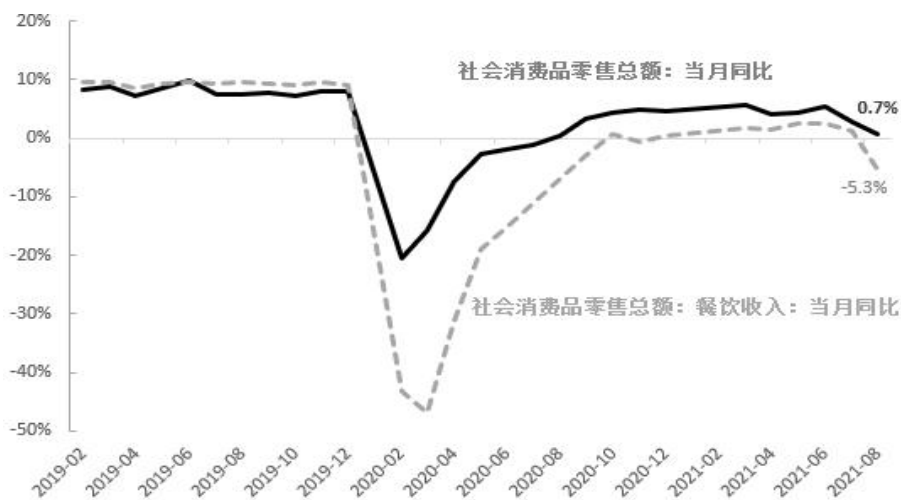
社零数据复苏不及预期。

疫情以来，消费复苏始终慢于经济复苏的进度。2021 年初至今，消费复苏的进度显著低于预期，其中部分服务消费的复苏几乎处于停滞状态。2021 年 1 至 6 月，社会消费品零售总额当月同比增速始终保持在 5%左右的水平，显著低于疫情之前 8%-9%的水平，2021 年 7、8 月这一增速进一步降至 2.8%、0.7%。餐饮收入当月同比增速在前 7 个月

² 事实上 2021 年以来，我国在全球出口中的市场份额已出现显著回落。当然，这可能是由于大宗商品价格的大幅上涨。如果只看制成口，中国在全球的市场份额可能尚处于稳定水平。但未来不确定性较高。

略高于零增长，8月则跌入负增长区间。这反映了短期的洪水、疫情冲击，同时也是是内需疲弱的体现。然而，居民收入放缓、消费能力和意愿降低，才是更重要原因。动也十分明显。2020年全年，该行业主营业务收入2337亿元，较2019年上升4200亿元，增速达19.7%，大幅好于2018年有数据以来的零增长、负增长水平。相应地，汽车用发动机行业的利润在2020年增幅为15.0%，也大幅好于前两年的表现。对于这类行业，海外生产秩序恢复之后，预计其国内进口替代、出口均将受到显著冲击。

图表 42 社会消费品零售总额:当月同比



说明：2021年后的当月同比数据做了两年几何平均处理。

数据来源：国家统计局，Wind 金融数据终端。

城乡一体化调查消费数据大部分低于疫情前平均增速。

社零指标增速实际上仍然较弱。

除了社零数据，还可以结合城乡一体化调查数据来判断当前消费复苏的进度。本文对2021年2季度的当季各项消费支出增速做几何平均处理以消除基数效应，然后用2016-2019年的平均增速为标准，来衡量当前的消费水平是否回到了疫情之前的正常轨迹。结果发现，只有食品烟酒和衣着类的消费增速已经恢复甚至超过了2016-2019年的平均增速，其余所有的消费都低于2016-2019年的平均增速。

首先是社会消费品零售总额。该指标在2021年1至4季的季调环比、实际增速平均值为0.2%，低于疫情之前的2019年平均值（0.4%），更低于有数据以来2011年至2019年的月度均值（0.8%）。其次是固定资产投资，其在三个时期的表现与前者完全一致。而出口增速则与前两

者的表现形成了鲜明对比：2021年1至4月的季调环比实际增速平均值为2.1%，大幅高于2019年的平均值（1.0%），更是高于2011年至2019年平均增速（0.7%）。

其二，投资有回落压力，特别是房地产和基建投资。

固定资产投资增速 总体走弱。

2021年1至8月三大投资同比增速总体走弱，并呈现分化趋势。其中，制造业投资表现相对较强，基建投资乏力，房地产投资稳步回落。房地产和基建投资在建设过程中都要用到大量的水泥。我们用水泥的库存消费比来间接反映当下房地产和基建投资的强度，数据反映实际投资支出强度的水泥库销比超季节性增加，且持续高于2019年同期水平，这表明下游的建设需求正在系统性走弱。

房地产、基建投资 增速走弱。

从更长期来看，目前大概率是前一轮长达5年的房地产扩张周期见顶回落的开始。全年财政支出节奏偏慢对基建投资乏力有一定解释力，但在全年财政预算支出增速只有1.8%的约束下，以及对地方隐性债务扩张监管逐渐趋严的背景下，基建乏力恐怕亦不是短期现象。其中，房地产投资当月同比在2021年8月开始已经触及零增长，基建投资从5月开始已经进入负增长区间，8月同比增速为-6.6%。如果考虑到同期PPI增速的显著上升，房地产投资和基建投资增速的实际增速还需要进一步下修。

图表 43 三大投资当月同比增速



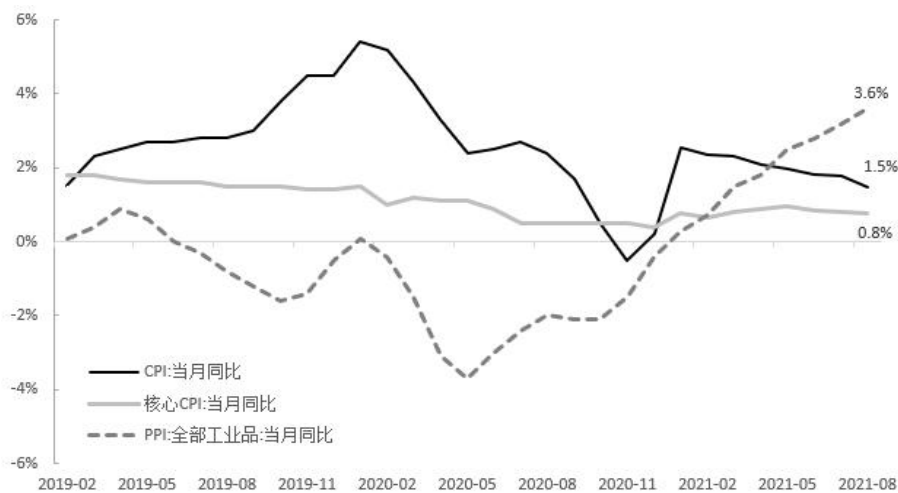
数据来源：国家统计局，Wind 金融数据终端，作者测算。

其四，通胀偏低，就业缺口仍在。

两年平均视角通胀压力偏低。

与疫情之前相比较，价格水平没有明显变化，通胀压力不大。为了排除疫情造成的基数扰动，我们将三类价格指数在 2021 年之后的同比增速处理为两年平均增速。结果显示，PPI 两年平均通胀率在疫情以来先降后升，2021 年 8 月达到 3.6%，并不是特别高的水平。另外，受猪肉价格拖累，CPI 的同比涨幅在 2021 年以来持续走弱，2021 年 8 月 CPI 两年平均增速为 1.5%。最后，核心 CPI 增速稳定在 0.7%至 1%之间，通胀水平偏低。

图表 44 三类价格指数当月同比增速



数据说明：2021 年后的同比数据做了两年几何平均处理。

数据来源：国家统计局，Wind 金融数据终端。

就业缺口没有完全恢复到疫情之前。

与低通胀对应的是就业缺口并没有完全收敛。截至 2021 年 8 月的全国调查失业率基本回到了 2019 年的水平。结构问题依然突出，2021 年 8 月 16-24 岁人口的调查失业率为 15.3%，较 2020 年同期水平的 16.8% 有所下降，但仍显著高于 2018-2019 年同期水平（13%左右），这表明青年群体的就业压力没有得到实质性缓解，新增就业压力较大。截止到 2 季度，农民工就业人数勉强与 2019 年 2 季度持平，但农民工工资收入两年平均增速只有 2.3%，不仅显著低于疫情之前的增长水平，也低于 2 季度全国人均可支配收入的两年平均增速 3.4%，更低于 2 季度全国 GDP 两年平均增速 5.5%。

全球金融市场：美元升值，美股季末回调

2021年3季度，全球金融市场运行总体平稳。流动性充裕，Ted利差处在历史低位，主要经济体货币市场保持平稳。受德尔塔病毒蔓延、增长预期和通胀预期不确定、美联储Taper预期上升等多因素影响，主要发达经济体十年期国债收益率宽幅波动，韩国、巴西等加息的经济体国债收益率上升，中国十年期国债收益率因经济增长预期下滑而大幅下降。美债期限利差止跌回升。风险资产方面，主要发达经济体股市整体上涨，季末因美联储Taper预期上升以及个别风险事件暴露出现回调。汇率方面，美元升值，主要经济体货币贬值，人民币汇率相对稳定。4季度，关注美股回调风险。

一、全球金融市场总体情况

金融市场运行总体平稳。

2021年3季度，全球金融市场运行总体平稳，主要币种货币市场稳定。全球金融市场流动性充裕，主要经济体货币市场保持平稳。受德尔塔病毒蔓延、美联储Taper预期升温等多因素影响，主要经济体十年期国债收益率宽幅波动、从平均值上看长期利率中枢略有下滑，个别加息的经济体除外。风险资产方面，主要发达经济体股市整体上涨，季末因美联储Taper预期上升以及个别风险事件暴露出现回调。汇率方面，美元升值，主要经济体货币贬值，人民币汇率相对稳定。

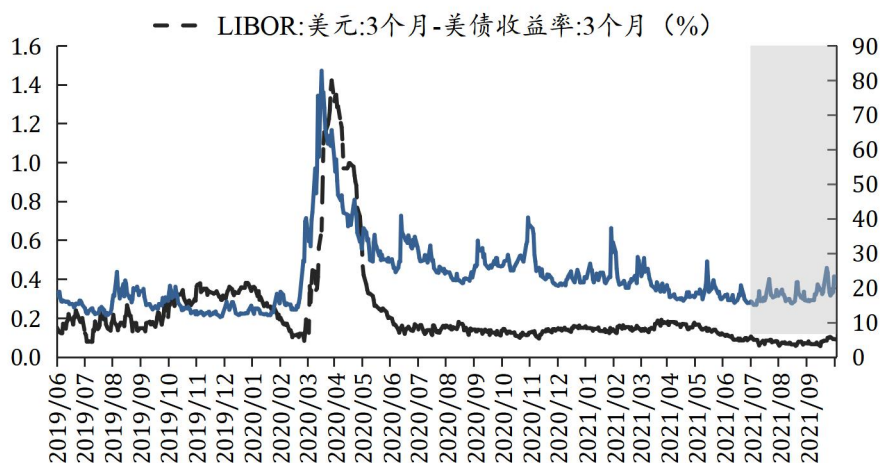
图表 45 全球金融市场主要指标变动

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	92.76	91.01	1.93%	标普 500	4422.34	4181.42	5.76%
欧元	1.18	1.2	-1.77%	德国 DAX	15658.01	15386.35	1.77%
日元	110.07	109.47	-0.55%	日经 225	28558.32	28977.11	-1.45%
人民币	6.47	6.46	-0.17%	上证综指	3544.85	3510.65	0.97%
印度卢比	74.11	73.76	-0.47%	巴西 IBOVESPA	120123.5	123466.3	-2.71%
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	0.08	0.08	-0.69	美国	1.33	1.59	-26.12
欧元	-0.58	-0.58	-0.30	欧元区	-0.36	-0.19	-16.77
日本	-0.09	-0.09	0.05	日本	0.03	0.08	-4.82
中国	2.18	2.18	-0.61	中国	2.91	3.13	-22.45
印度	3.16	3.16	-0.31	巴西	10.11	9.21	89.83

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。

美元流动性充裕，美股波动略有上升。美元货币市场持续流动性过剩，美联储隔夜逆回购工具用量再创新高、单日规模超 1.19 万亿美元。美国政府债务上限的恢复，再一次加重了市场对现金的偏好。TED 利差下降至 0.05% 的极低水平。尽管流动性极其充裕，但从 VIX 指数看，美股波动性略有上升。这一方面是由于美联储 Taper 预期基本确定，另一方面也源于消费者信心指数和采购经理人指数 PMI 的表现不佳，美股盈利预期面临下调。同时，当前美股泡沫化程度过高，巴菲特指数已经超过 2000 年互联网泡沫时期，海外市场的动荡也会对美股造成冲击。9 月 21 日，恒大危机发酵舆论高峰期，道琼斯指数大跌 500 点，标普 500 指数出现 5 月以来最大跌幅，VIX 指数上升至 25%。但随着对事件分析的深入，美股波动也有所回调。

图表 46 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 2021 年第 3 季度。

二、全球金融分市场运行态势

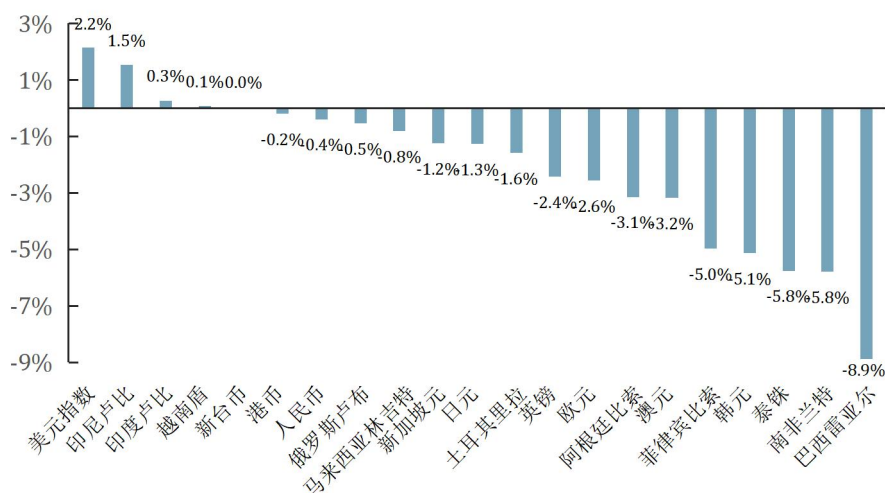
美元指数上升，其他主要发达经济体货币汇率均贬值。3 季度，美元指数趋势上升，由 2 季度末的 92 上升至 94 以上。其他主要发达经济体中，日元兑美元汇率较 2 季度末贬值 1.3%、已连续三个季度贬值；

英镑、欧元、澳元兑美元汇率较 2 季度末贬值 2.4%、2.6%、3.2%。

美元指数上升，主要经济体货币普遍贬值，人民币及东南亚货币相对稳定。

新兴经济体汇率普遍贬值，人民币及东南亚货币保持相对稳定。因美元升值，多数新兴经济体汇率普遍贬值。从季末值上看，金砖国家货币贬值幅度较大，巴西等经济体加息对阻止汇率贬值的影响较小。巴西、南非、泰国、韩国、菲律宾的货币贬值幅度均在 5% 以上。其中，3 季度末，巴西雷亚尔兑美元汇率为 5.45，较 2 季度末（5.01）贬值接近 9%。从平均值上看，泰铢、菲律宾比索、阿根廷比索、韩元、南非兰特贬值幅度较大，分别较 2 季度平均贬值 5.05%、4%、3.38%、3.6%、3.46%。总体来看，新兴经济体中，中国及东南亚货币保持相对稳定。人民币、越南盾、印度卢比、印尼卢比的平均汇率波动均在正负 0.5% 以内。从季末值看，印尼卢比甚至较 2 季度末显著升值，升值幅度达 1.5%。在美元升值的背景下，人民币及东南亚货币保持稳定，或因贸易顺差的支撑。

图表 47 主要发达和新兴经济体季度汇率波动幅度（2021 年 3 季度）



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

图表 48 主要发达和新兴经济体季度平均汇率走势一览

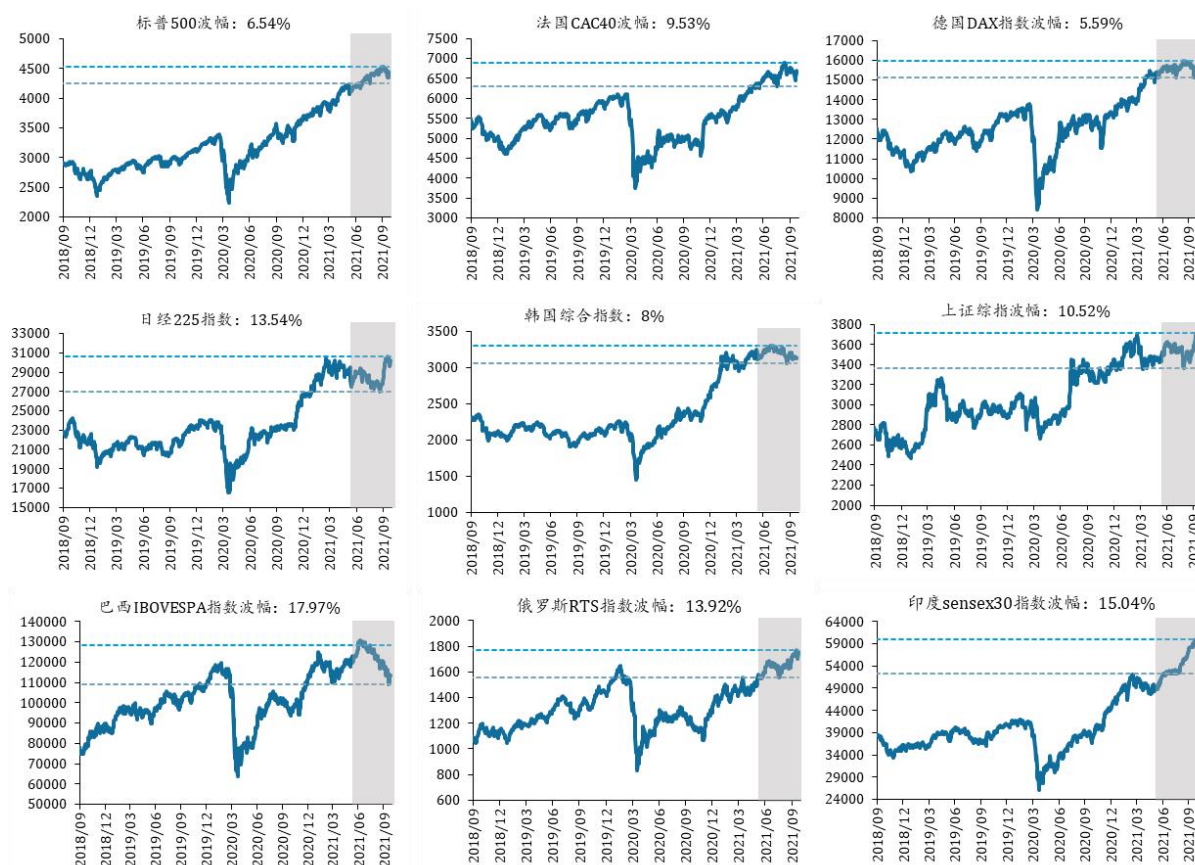
		2021 年 3 季度	2021 年 2 季度	升值幅度
主要发达经济体	美元指数	92.76	91.01	1.93%
	欧元	1.18	1.2	-1.77%
	日元	110.07	109.47	-0.55%
	英镑	1.38	1.4	-1.58%
	澳元	0.74	0.77	-4.48%
金砖国家	巴西雷亚尔	5.22	5.29	1.24%
	卢布	73.48	74.22	1.00%
	南非兰特	14.62	14.13	-3.46%
	印度卢比	74.11	73.76	-0.47%
	人民币	6.47	6.46	-0.17%
东南亚	菲律宾比索	50.11	48.18	-4.00%
	越南盾	23161.41	23166.37	0.02%
	马来西亚林吉特	4.20	4.13	-1.58%
	泰铢	32.94	31.36	-5.05%
	印尼卢比	14385.23	14406.71	0.15%
东亚	韩元	1161.65	1121.31	-3.60%
	新加坡元	1.35	1.33	-1.73%
	新台币	27.86	27.99	0.45%
	港币	7.78	7.77	-0.14%
其他	阿根廷比索	97.24	94.06	-3.38%
	土耳其里拉	8.53	8.37	-1.95%

注：原始数据来源于 Wind 数据库，经笔者计算。各指标季度数值为季内平均值，变动幅度则根据相邻两季度的平均值计算，其中，欧元汇率、英镑汇率、澳元汇率为间接标价法，其余均为直接标价法。

主要经济体股市整体上涨，季末波动加大。

主要经济体股市整体上涨，美股季末出现回调。主要发达经济体货币政策维持宽松，美、欧等发达经济体疫苗接种速度较快、陆续解除封锁，通胀持续抬升，主要经济体股市普遍上涨。但因主要央行货币收紧的风险上升，美股季末出现回调、主要发达经济体股市涨幅有限、远不及 2 季度。印度通胀高企，但央行囿于基本面不佳，持续不加息、维持宽松的货币政策。因低利率降低了银行存款等传统储蓄渠道的收益率，大量资金流向股市，印度股市在疫情后表现较佳。国际资本也大量流入，彭博数据显示今年前 3 季度仅流入印度股市的外资就接近 90 亿美元，连续第三年实现资金净流入。3 季度，印度股市继续保持约 10% 的季度涨幅。

图表 49 主要发达与新兴经济体股市季度涨跌幅 (2021 年 3 季度)



主要经济体货币市
场稳定，新兴经济
体波动较大。

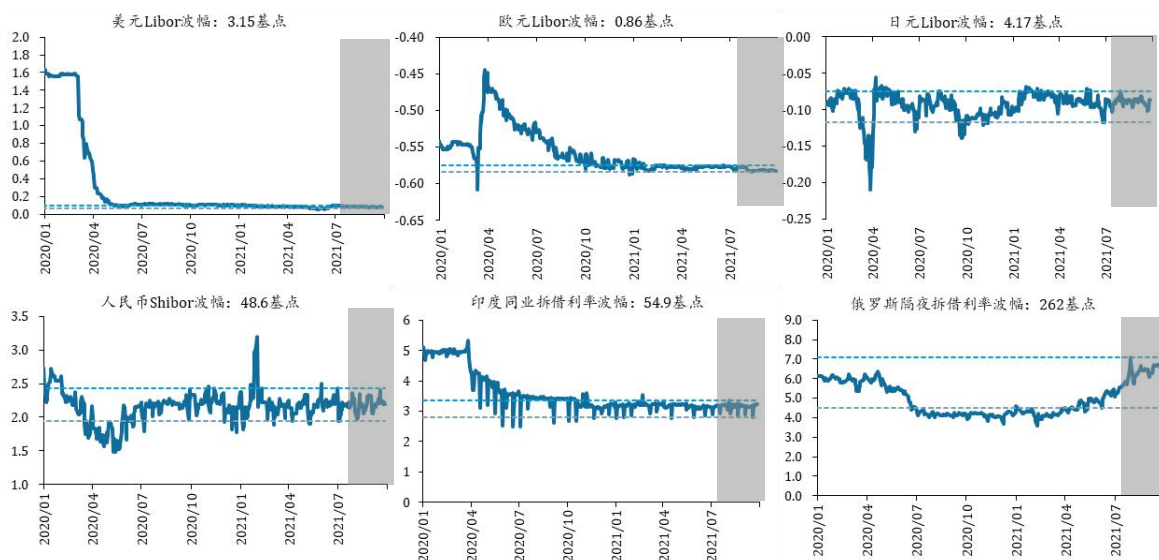
主要经济体货币市场稳定，新兴经济体波动较大。3 季度，主要发达经济体货币市场稳定。在稳定的流动性供给下，发达经济体货币市场利率稳定、季内波动极小。新兴经济体货币市场利率波动较大。中国 7 天 SHIBOR 在 2%-2.5% 区间波动，季内波幅接近 50bp。为应对资本外流和通货膨胀，俄罗斯年内连续五次加息、3 季度加息两次，将关键利率从 2 季度末的 5.5% 提高至 6.75%，货币市场利率进一步抬升。

主要发达经济体长
期国债收益率分
化。

主要经济体长期国债收益率分化。3 季度，美国、德国、欧元区、日本十年期国债收益率呈现宽幅波动，总体来看利率先降后升，季末收益率与上季末持平、甚至略有下降。因通胀和资产价格上升，韩国央行加息，十年期韩国国债收益率也顺应上升。巴西央行为抑制通胀、遏制货币贬值进一步加息，3 季度加息 200bp 至 6.25%，巴西十年期国债收益率也上升逾 200bp。因德尔塔病毒、水灾、台风、限电停产、房地产债务风险、政策刺激不及预期等因素，中国经济增长预期下滑，中国十

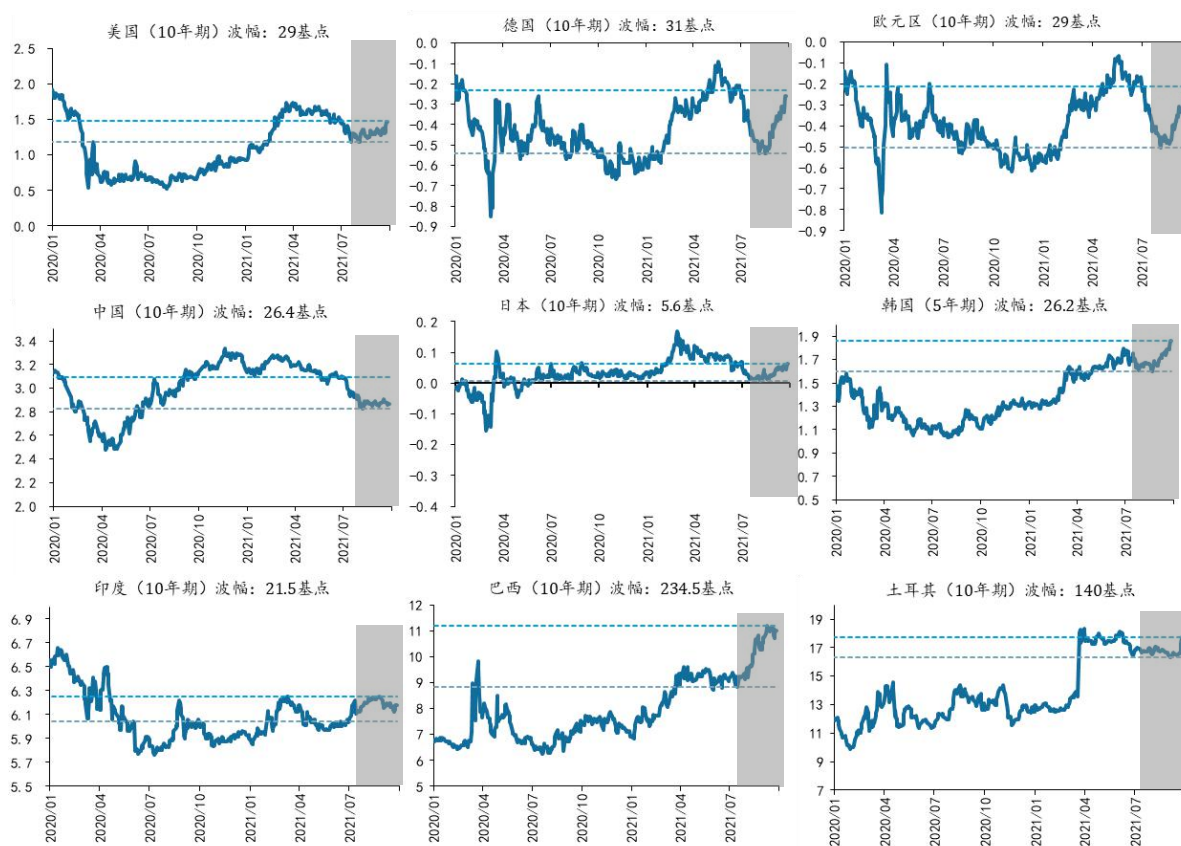
年期国债收益率大幅下滑。3 季度末，中国十年期国债收益率下行至 2.87%，较上季末下降 20bp。

图表 50 主要发达与新兴经济体货币市场走势一览



注：同上。

图表 51 主要发达与新兴经济体长期国债市场走势一览

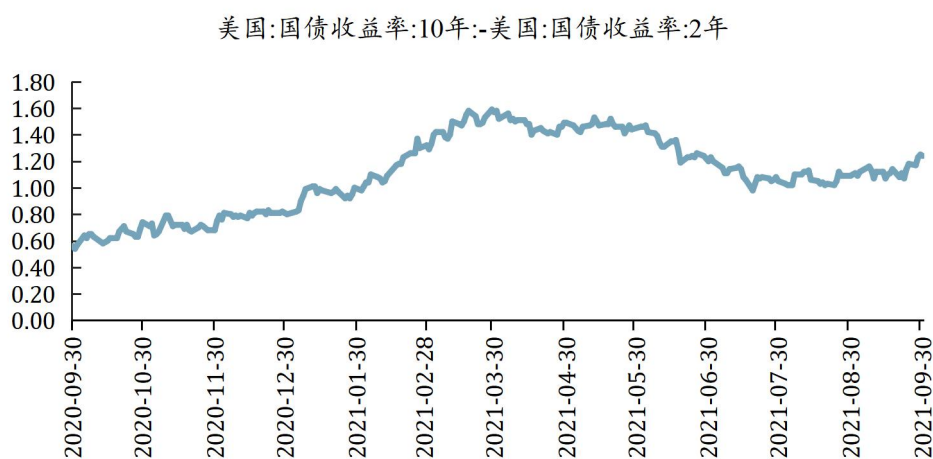


注：同上。

美国实际利率抬升，美债收益率曲线期限利差止跌回升。

2021年7月底，十年期美国国债收益率结束了连续两个月的下行，开始回升。9月底，十年期美债收益率为1.52%，较7月底抬升25bp以上，回归至6月中旬的水平。此轮美国十年期国债收益率的回升主要源于实际利率的回升，而非通胀预期的抬升。7月底-9月底，美国十年期实际国债收益率由-1.16%上升至-0.85%，上升幅度接近30bp；与此同时，十年期国债隐含通胀预期由2.4%下降至2.37%，波动极小。从收益率曲线形态上看，期限利差也于7月底开始走阔。2021年9月，美国国债收益率曲线期限利差（10年期-2年期）为1.24%，较7月底上升逾20bp。一般来说，期限利差的回升多与经济增长预期上升有关。

图表 52 美国国债收益率期限利差（10年期-2年期）



关注美股回调风险。

三、全球金融形势展望

当前美国资产价格泡沫化程度加剧，美股泡沫化程度高于互联网泡沫时期。低利率推动资产价格暴涨，家庭部门杠杆率升至81%，接近2008年金融危机前水平。据美国房地产经纪协会数据，5月美国成屋销售中位价创35.03万美元历史新高、同比上涨24%。美股市场杠杆化、泡沫化加剧。美股融资余额同比增长逾50%，对冲基金的净杠杆率接近90%，美股巴菲特指数（市值/美国GDP）已超过200%、高于2000年互联网泡沫峰值。道琼斯指数创35000点新高，市盈率接近30、分位

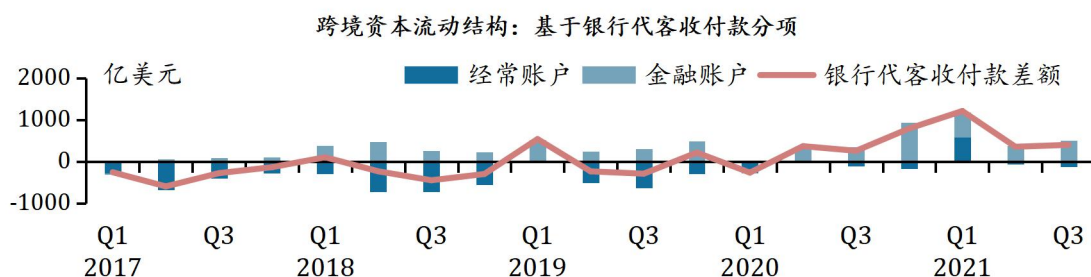
点持续处在历史 95%以上。3 季度，道琼斯指数已经开始呈现高位盘整的态势。如果 11 月底开始，美联储减少资产购买，可能抬升长期利率、打击美股估值。同时，新冠疫情后，各主要经济体均推出了宽松的货币政策或财政政策，也积累了一定的债务风险，他国债务风险事件的频发也可能增加美股波动。

四、跨境收支同步上涨，资金持续净流入

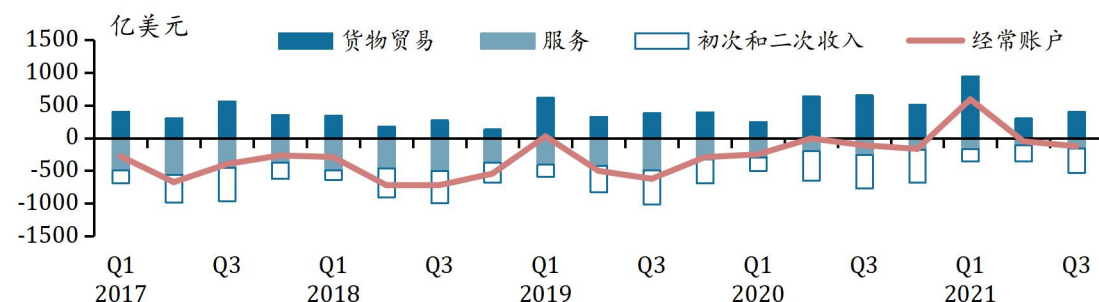
3 季度外汇收支同步上涨，资金维持净流入趋势。

2021 年 3 季度银行代客涉外收付款项下的外汇收支同步上涨，相比 2 季度前两个月，对外付款上升幅度大于涉外收入。2021 年 3 季度前两个月，银行代客涉外收入与支出总额为 2.0 万亿美元，同比上升 35.4%，相比于 2 季度前两月上升 12.7%。其中，银行代客涉外收入为 10238.1 亿美元，同比上升 36.9%，环比上升 14.8%。银行代客对外支出为 9834.6 亿美元，同比上升 33.8%，环比上升 14.8%。银行代客涉外收支维持顺差，顺差额度为 403.5 亿美元，相对于 2 季度前两个月扩大 45.6 亿美元，是去年同期的 3.1 倍。

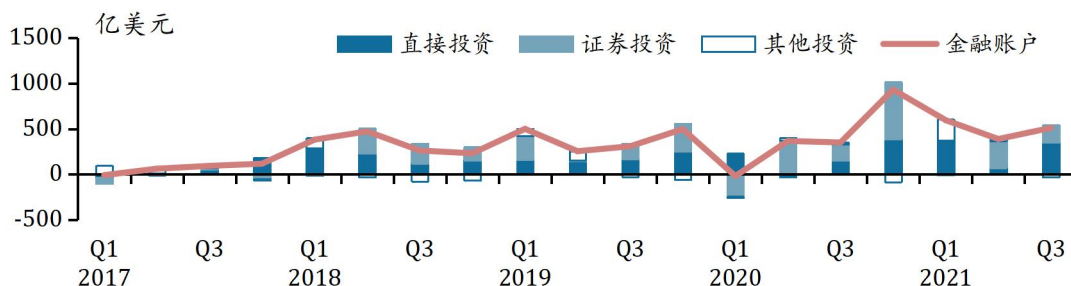
图表 53 银行代客收付款分项结构



数据来源：Wind



数据来源：Wind。



数据来源: Wind。

银行代客收付款经常项目收支维持逆差。货物贸易顺差扩大，服务贸易、收入项逆差亦扩大。

从境内银行代客涉外收付款的分项看，2021年7月、8月经常项目收支延续了2季度的逆差趋势，逆差规模为127.5亿美元，相对于上季度前两月扩大75.9亿美元。从细项看，货物贸易顺差扩大，服务贸易和收入项逆差规模分别呈不同程度的扩大趋势。3季度前两个月，货物贸易顺差相比于2季度前两月上升33.2%，至400.8亿美元；服务贸易逆差相比2季度前两月扩大42.6%，至155.2亿美元；收入项逆差较2季度前两月扩大53.1%，至373.0亿美元。

银行代客涉外收付款资本和金融项目顺差规模上升，直接投资顺差扩大，证券投资顺差收窄，其他投资由顺差转为逆差。

银行代客涉外收付款资本和金融项目顺差规模上升，3季度前两个月的顺差规模为551.1亿美元，同比上升156.2%，相对于2季度前两个月上升31.5%。从细项看，直接投资顺差规模相比于2季度前两月显著扩大，证券投资顺差规模收窄，其他投资由顺差转为逆差。其中，直接投资顺差相比2季度前两个月扩大279.2亿美元，至511.2亿美元，相对于去年同期增长294.1亿美元；证券投资顺差相对于2季度前两月收窄107.2亿美元，录得190.2亿美元；其他投资项由顺差转为逆差，为32.1亿美元。

由于结汇金额上升速度大于售汇，在结售汇金额均上升情况下，银行结售汇顺差规模相比上季度扩大。

2021年7月、8月，银行结售汇顺差规模相比于2季度前两月有所扩大。其中，银行结售汇金额相比2季度前两月均有所上升，售汇金额的上升速度稍快。7月、8月银行结售汇顺差为234.1亿美元，其中，银行结汇总额为4238.5亿美元，售汇总额为4004.4亿美元。从交易主体来看，银行自身结售汇3季度由顺差转为逆差，逆差规模为77.8亿美元。银行代客结售汇顺差相比于2季度前两个月扩大，顺差规模上升106.8亿美元，至311.9亿美元。

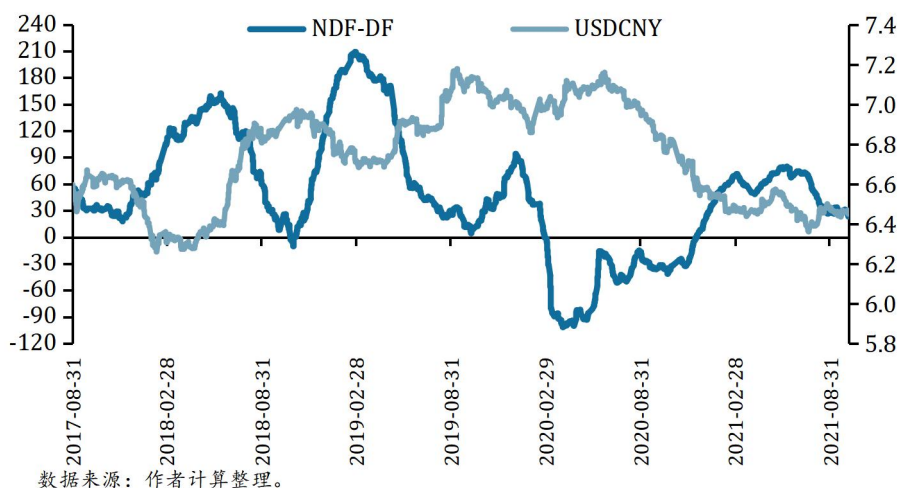
市场主体结汇意愿上升，售汇意愿下降。

在结售汇意愿方面，2021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）与2季度相比小幅上升，至67.4%；售汇率与2季度相比有所下降，至63.9%。结汇率略低于售汇率。其中，剔除在2季度到期的远期产品后，即期结售汇率分别为55.2%和54.3%，即期结汇率较上季度上升2.7个百分点，即期售汇率较上季度下降1.9个百分点。

人民币计价的银行代客收付款由逆差转为顺差。人民币跨境收付业务总量较上季度上升。

境内银行代客收付款的人民币跨境由净流出转为净流入，7月、8月净流入人民币245.6亿美元，结束了去年3季度以来的净流出趋势。人民币业务在银行代客涉外收入总额中占比为41.1%，较上季度前两月上升3.7个百分点；在涉外支出总额中占比为40.3%，较上季度前两月上升0.6个百分点。

图表 54 人民币汇率预期 (NDF-DF)



人民币汇率升值预期有所上升。

一般来说，即期结汇率上升和售汇率下降反映了人民币的升值预期。从2021年7月、8月数据看，银行即期结汇率上升2.7个百分点，即期售汇率下降1.9个百分点，反映出了3季度内市场对人民币一定的升值预期。从1年期NDF减去1年期DF反映投机者的汇率预期看，3季度该指标先下降随后趋于平稳，同样反应出季度内的升值预期³。

³ NDF的价格主要包含两部分，一部分是利差，另一部分是投机者的汇率预期。要准确的捕捉人民币汇率预期，需要先剔除NDF中利差的影响。考虑到NDF市场的交易主体主要是境外银行、对冲基金等海外机构，其利差构成与CNH的DF利差构成基本一致。

展望 4 季度，由于中国经济景气程度下行，及美联储货币政策的边际收紧趋势，人民币或由升值转为贬值预期。

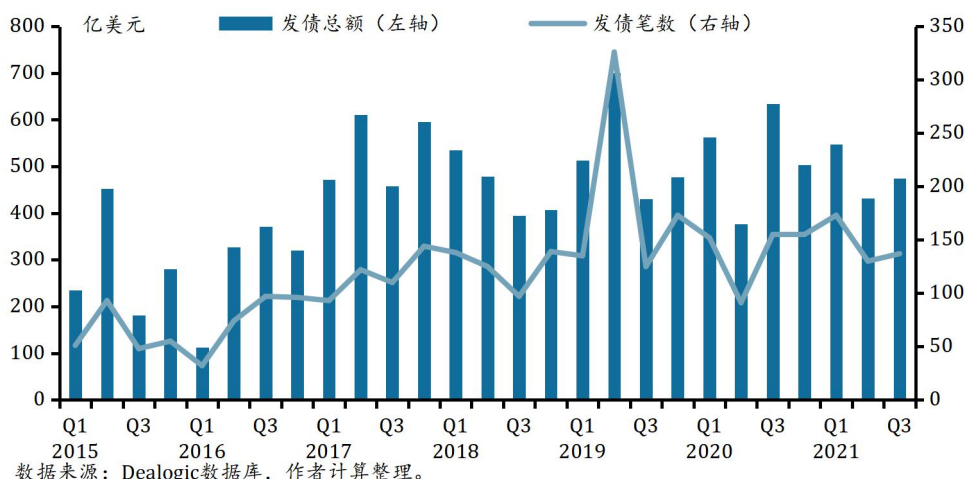
五、2021 年 3 季度中资企业海外债发行规模环比上涨

3 季度中资企业海外发债规模环比上升 9.7%，新发债额仅有 91.6 亿美元。

2021 年 3 季度中资企业海外发债总额为 432.5 亿美元，环比上升 9.7%，同比下降 25.2%。除去 2 季度到期债务规模 340.9 亿美元，净新增发债规模仅为 91.6 亿美元。从行业上看，金融业发债规模最大、地方政府融资平台次之，房地产位列第三，但发债规模继续呈下降趋势。计价货币上，3 季度境外发债仍以美元计价债券为主，占全部海外发债额的 93.1%。

3 季度美元债市场的信用风险仍在持续发酵。一方面，对地产美元债的担忧情绪不断累积，令发债成本和发债难度均不断上升。另一方面，本轮境内针对房地产融资的强监管令房地产市场面临的流动性压力来到近年来高位，前期过度加杠杆企业基本面面临恶化，融资难度持续增加；相对稳健的地产企业亦受到市场波动的影响，主动收缩投资，融资规模随之下降。

图表 55 外币公司债季度发债额度与频率



金融业为 3 季度发债主力。3 季度合计发债 185.6 亿美元，环比上升 21.9%。金融业发行主体以国有、股份制商业银行和证券公司为主。成本方面，3 季度平均发债成本为 1.94%，相比上季度微升 0.13 个百分点。地方政府融资平台 3 季度境外发行公司债 93.9 亿美元，发债总额

相当于 2 季度的 2.4 倍。城投海外发债结束了自 2019 年下半年以来的收缩趋势。

金融业为 3 季度发债主力，地方政府融资平台次之，房地产企业发债规模继续呈下降趋势。

房地产公司 3 季度发行债券 73.7 亿美元，发债量相比 2 季度下降 31.5%。发债类型上，3 季度房地产公司发行高收益公司债 45.8 亿美元，占行业全部发行量的 62.4%；发行投资级公司债 27.8 亿美元，占行业全部发行量的 37.6%。成本方面，3 季度房地产海外发行的高收益和投资级债券的信用利差扩大至 5.6 个百分点，较 2 季度扩大 1.2 个百分点。高收益债平均发债成本为 9.29%，较 2 季度上行 0.84 个百分点，投资级公司债平均发行成本为 3.65%，较 2 季度下行 0.4 个百分点。

需警惕离岸市场美元债由局部违约转化为行业风险。在房地产调控升级、房价下跌、销售收入下降和土地流拍上升的行业大背景下，中资美元债市场遭遇一级市场违约和二级市场抛售的双重危机。首先，离岸市场在 2017 年后已经超过境内债券市场，成为房地产企业的重要融资渠道，许多境内没有发债条件的公司选择绕道离岸发债，部分公司面临过度举债风险。其次，恒大信用事件和花样年控股无先兆违约让市场的担忧情绪持续升级，引发了房地产离岸高收益债券的大幅抛售。再次，二级市场抛售引起的价格暴跌可能触发一级市场的提前偿债条件，加剧房地产企业的现金流压力，甚至导致违约风险的暴露。最后，在政策影响和避险情绪下，境内金融机构如对房地产市场采取超预期、不加区分的融资限制，则可能引起风险由局部向全行业传染蔓延。

大宗商品市场：供需失衡持续，不同商品走势分化

2021年3季度大宗商品价格企稳，环比基本持平，但不同商品之间有显著分化。其中原油价格持续上涨，但涨幅缩窄至8%；煤炭价格显著上涨；铁矿石价格剧烈下跌18%，钢材走稳。农产品价格涨跌不一。由于短期内需求复苏较快，叠加极端天气等因素影响，在供给弹性较弱的情况下，能源市场供不应求。加上OPEC+对产能的把控力较强，复产节奏不及预期，推动能源价格持续上涨，使得部分国家和区域生产和民众生活受到冲击。有色金属价格维持韧性，铜价高位震荡、铝价大幅走高，铁矿石价格高位跳水，回吐涨幅。农产品价格涨跌不一，暂未看到极端天气的显著影响。

一、大宗商品总体价格走势

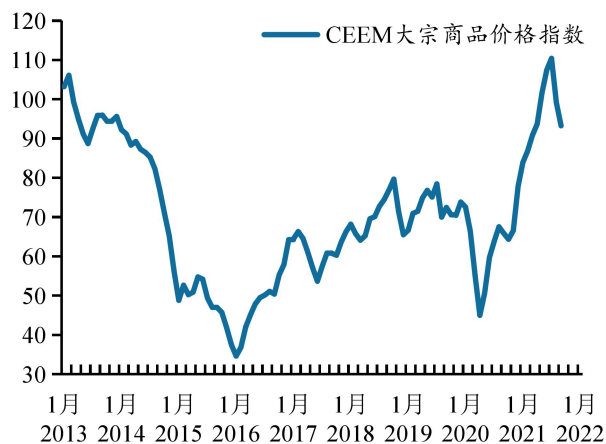
3季度大宗商品涨幅回落，品类出现分化，能源价格仍在持续上涨，但铁矿石等产品价格剧烈下跌。

2021年3季度CEEM大宗商品价格⁴季度均价环比基本持平，主要得益于铁矿石价格的大幅下跌。但原油、天然气价格持续上涨，煤炭价格显著上涨，已引起全球的关注并影响实体经济。具体来看，原油价格在供给弹性不足、OPEC增产缓慢而需求快速反弹的推动下持续上涨，主要原油价格突破80美元每桶。异常气候和飓风引起的断供推高了天然气价格至记录高点，也进一步推动了原油价格上涨。能源短期供给不足推动价格飙涨，影响了欧洲、中国等地的民众生活和工业生产。能源价格的显著上涨和短期供需错配有关：上游或因垄断联盟为了把控价格，或因生产弹性有限、资本开支缩减而扩产缓慢，另一方面上游也担心价格剧烈波动、疫情反复而不敢坚决扩产。

3季度国际有色金属价格维持韧性，铜价高位震荡、铝价大幅走高。国际铁矿石价格则大幅跳水，甚至回吐一年内涨幅。国际钢价增幅放缓。3季度国际国内农产品价格表现不一。3季度美豆大跌，国内豆粕现货价大涨。玉米价格国内外齐跌，小麦价格国内外价格均上涨。

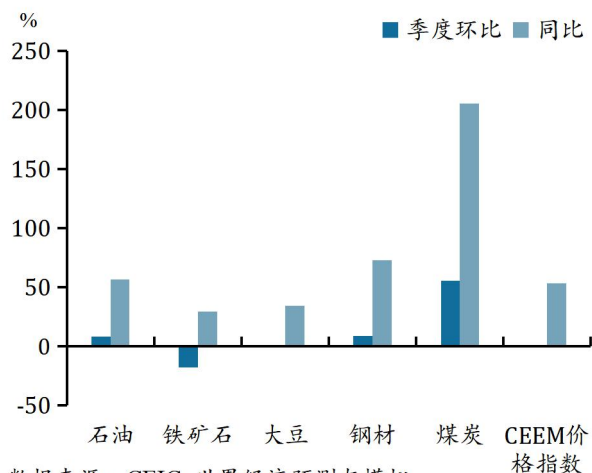
⁴ CEEM大宗商品价格指数（月度）综合计算前五大进口商品月平均价格，并根据中国进口量分配权重。5种商品价格为OPEC一揽子石油价格、普氏铁矿石综合价格指数、澳大利亚动力煤FOB价格、钢材亚太地区远东市场综合到岸价以及美洲综合大豆价格。指数以2012年平均价格为基准。

图表 56 3 季度大宗商品价格受铁矿石拖累回落



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 57 3 季度主要大宗商品价格出现分化



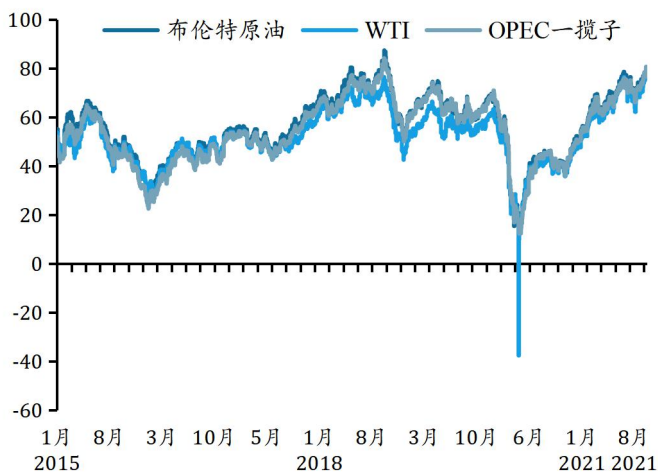
数据来源：CEIC，世界经济预测与模拟

二、主要大宗商品供求情况与价格走势

3 季度油价先跌后升，在 OPEC 产能恢复缓慢而需求端快速反弹的驱动下，油价快速上涨。

2021 年 3 季度，全球油价先跌后升，走出了小 V 字型走势。布伦特油价在季度初达到 78 美元每桶的高点后，供需双边不确定性都有所上升。一方面疫情反复、需求前景不确定，另一方面 OPEC 自身内部增产节奏和各国份额分配出现争议，拖累油价一度下探至 66 美元附近。随着疫苗接种率上升，多国陆续解封，加上全球天然气、煤炭等能源供给紧张，短期供需错配的形势愈发清晰，拉动油价突破 79 美元，并在 10 月初继续向上，突破 80 美元关口。该水平已接近上一轮价格周期在 2018 年的高点（约 87 美元每桶）。

图表 58 全球油价先跌后升，突破 80 美元



图表 59 OPEC 产量恢复节奏不及市场预期



需求端复苏预期是供给端恢复进度不及预期，因上游主动控产、基础设施建设不足、极端天气等各种因素叠加；由于疫情反复，上游担心价格剧烈波动，资本开支决心也有所不足。

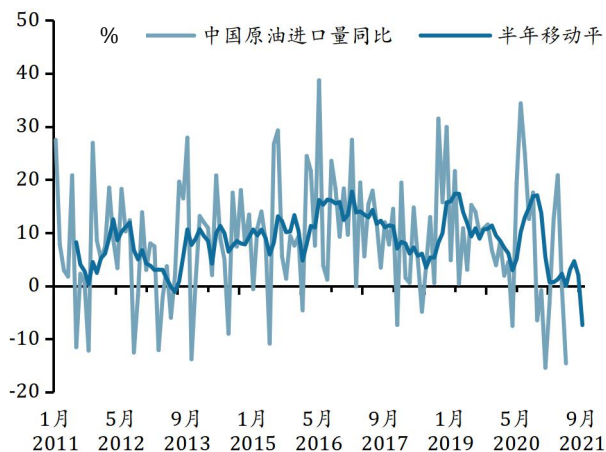
在供给端，OPEC 仍在减产框架下持续恢复产量，8 月份日产量较 5 月份上升了 130 万桶以上。但该增长不及市场预期，不足以应对近期需求的反弹，导致供不应求的预期持续存在。10 月份最新的 OPEC 会议结果将 11 月的增产目标设定为 40 万桶。考虑进增产，OPEC 供给相较于疫情前夕水平仍有 300 万桶以上的差距。

分国家来看，近期月产量的最大增长来自于第二大产油国伊拉克，其次为最大产油国沙特阿拉伯。尼日利亚受限于停电和技术困难，产量反而下降。伊朗、利比亚和委内瑞拉免于此前减产协议限制但产量几乎没有增长。此前传出的 OPEC+ 内部意见不统一在 7 月下旬基本得到解决。头部产油国克制产量、腰部产能国产能不足，短期内供给增长落后于需求复苏的格局较为清晰，为油价反弹提供了基础。

美国的原油供给在逐步恢复，有望减轻当地的供给压力。根据 Baker Hughes 的油井数据，美国在运营的钻井数同比已超过 500 口，同比增长一倍。虽然这一数据相较于疫情前夕仍有 200 口以上的短缺，但如美国油价和天然气价格持续高企，上游将有持续增产动力。当前上游的忧虑仍是长期复苏节奏不确定，油价面临高波动性，因此尚在寻找加大资本开支的最优点。

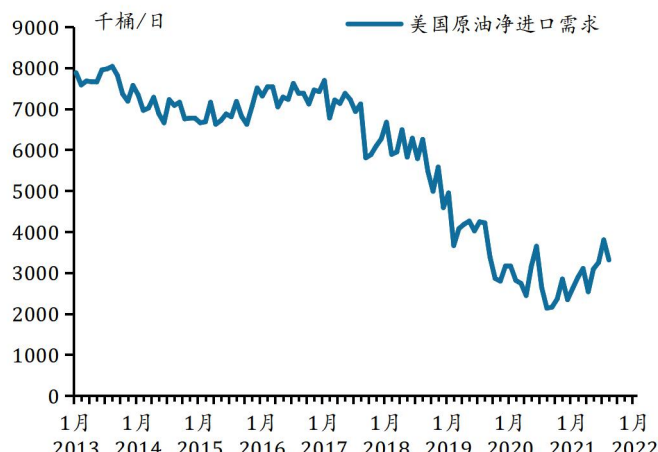
另一方面，近期全球天然气价格上涨，各地需求旺盛、俄罗斯供应紧张。欧洲天然气价格已达十年新高，电力不足，影响民众生活。需求旺盛的原因一方面是因为疫情后各国逐步解封，需求反弹，而供给弹性不足；另一方面，亚洲和欧洲面临着更多的极端天气，包括极高温等情况和更寒冷冬天的预期，导致用电需求异常增加。同时美国飓风也影响了天然气出口。煤炭面临着同样的供需错配。虽然使用方向有差异，但两大能源价格在短短数月间有 50% 以上的涨幅，也带动了油价上涨。

图表 60 中国原油进口持续回落，
因基期和价格高企



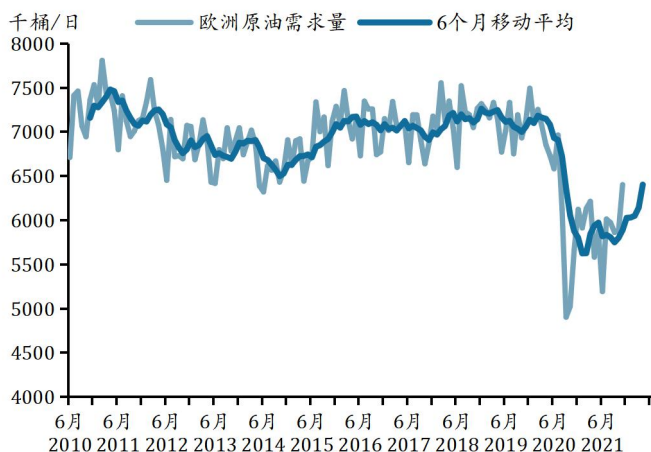
数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 61 美国原油净进口小幅回落



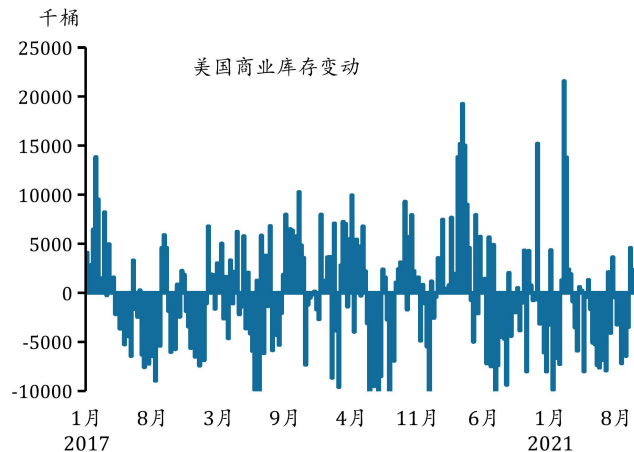
数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 62 欧洲需求持续回升



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 63 美国原油库存下降至低点后小幅反弹



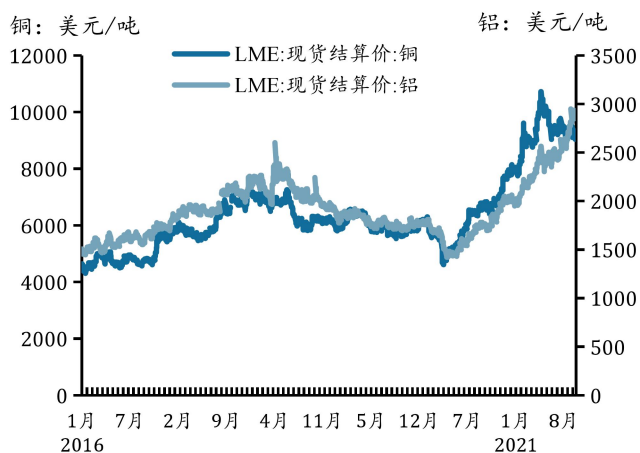
数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

3 季度需求端复苏 确定性更强。

在需求端，市场各方的预测均较为乐观，体现在：1) 美国宣布尽快允许大多数接受了全程新冠疫苗接种的外国航空旅客入境，进一步改善原油需求前景；2) 美国原油库存降至近三年最低。截至 9 月 17 日，原油库存减少 350 万桶至 4.14 亿桶，原油库存处于 2018 年 10 月以来的最低水平。虽然随后两周净增长 690 万桶，但美国当局表示没有计划启用战略石油储备，为油价提供了支撑；3) OPEC 认为今年全球对其原油的需求更强劲，将 2022 年的石油需求预测进一步上调 98 万桶/日。一方面疫情受到控制、全球解封的确定性较强，另一方面供给端增产的灵活度不足，无法紧跟需求复苏步伐。更深层次的原因在于，头部产油国

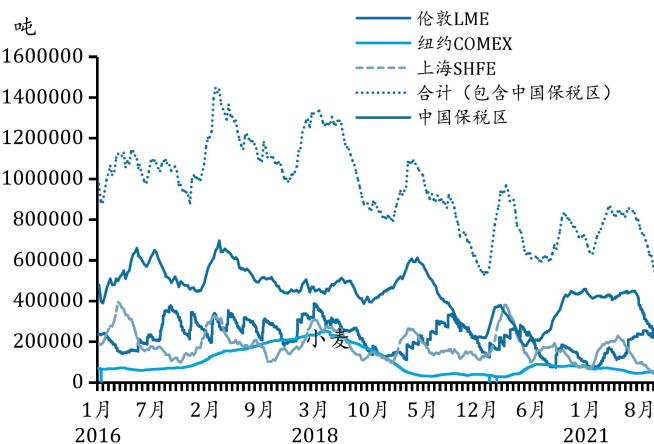
的话语权在这一波去产能中变得更强，腰部产油国恢复速度更慢，给了沙特等国更强的供给主导权，可以根据需求最大化自身收益。目前 OPEC 预计油价将稳定在 70 美元以上，且中长期来看有进一步上涨动力。

图表 64 LME 铜价高位震荡、铝价大涨



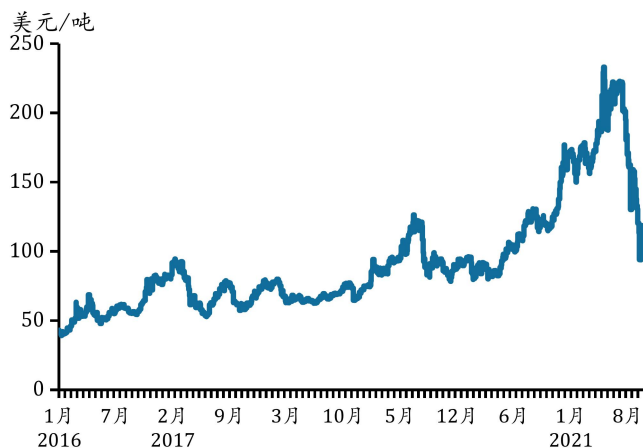
数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 65 全球铜库存总量大幅去库



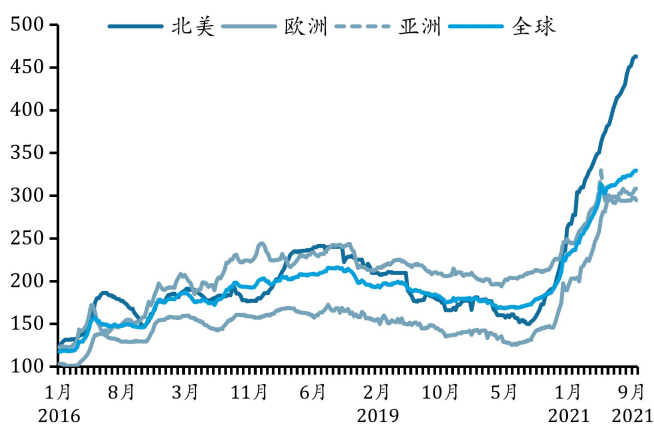
数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 66 国际铁矿石价格大幅下滑



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 67 国际钢价指数增幅放缓



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维持韧性，铜价高位震荡、铝价大幅走高。

铜方面，3 季度需求韧性、供给温和增长使得铜高位震荡。伦铜价格整体小幅波动，略微走弱但仍处于历史高位，伦铜价格从 2021 年 2 季度末 9385 美元/吨震荡下调至本季末 9041 美元/吨，季度跌幅达 3.67%。3 季度铜需求端保持较强韧性，美国房地产市场持续改善，中国及欧洲新能源汽车行业表现强劲，美联储会议影响市场判断导致价格情绪性波动；供给端，铜矿随南美主要铜产国逐步恢复而温和增长，全球最大的铜生产商智利国有矿业公司 Codelco 旗下 El Teniente 铜矿罢工风险上升

3 季度金属价格走势分化：有色金属需求韧性、供给偏紧，铜价高位震荡、铝价大涨；黑色金属整体供需紧张缓解，铁矿石价格受中国压产影响而下滑，钢价在全球经济复苏放缓背景下增速减缓。

对价格形成扰动。铜库存方面，全球铜库存 3 季度大幅去库，总库存处于 2016 年以来绝对低位。截至 2021 年 9 月 30 日，全球三大交易所总库存（不含中国保税区）报 31.95 万吨，相对 2 季度减少 9.58 万吨，其中 LME 库存增加 0.85 万吨，COMEX 库存增加 0.58 万吨，SHFE 库存减少 11.0 吨。全球库存（包括中国保税区）的库存较 2 季度减少 31.38 万吨至 54.15 万吨，下降主要由于中国保税区及上海完税区库存下降。进口铜矿砂及其精矿价格指数小幅上涨至 2482.97 美元/吨，铜矿进口数量有所下降，进口金额上升。铜上中游产品，诸如铜矿、废铜、精炼铜及未锻造铜，均较上季度有所下降。

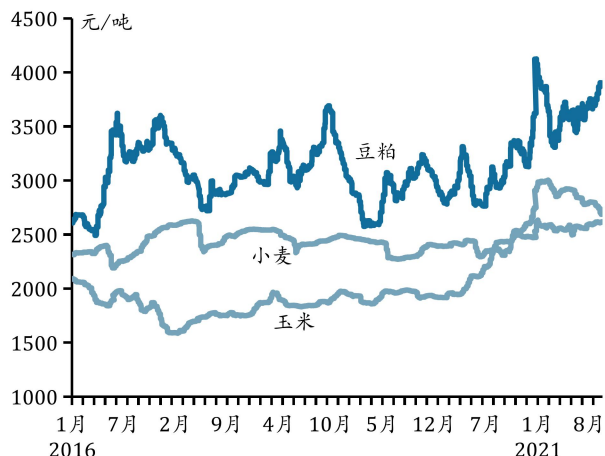
铝方面，需求释放、供给受限令 LME 铝价 3 季度价格大涨，季度涨幅 13%，自 2021 年 2 季度末的 2460 美元/吨上涨至本季末 2851 美元/吨。需求端，世界各国经济解封使得需求集中释放。供给端中上游供应均紧张：上游铝矿石主产国几内亚 9 月初发生政变，边境关闭阻碍铝矿出口；中游主产国中国“双碳”政策限制电解铝产能，主要出口国俄罗斯对有色金属加征关税减少电解铝出口。国内外铝库存持续走低。铝加工原材料，如铝矿、废铝进口数量较上季度上升。

3 季度国际铁矿石价格大幅跳水，国际钢价增幅放缓。国际铁矿石受中国压产影响，供需趋于宽松，价格大幅下跌。普氏 62%铁矿石价格 3 季度从 218.4 美元/吨一路下跌至 94 美元/吨，季末小幅回升至 114.80 美元/吨，季度跌幅高达 47.44%，回吐近一年来全部涨幅。3 季度供给端整体宽松，巴西稳中有增，澳大利亚相对疲软。需求端整体弱势：作为全球铁矿石主要需求国，中国压产力度加大，叠加出台生铁、粗钢等零进口关税、取消钢铁出口退税等政策，上游铁矿石需求大幅下降，此外全球疫情重燃以及中国多降雨、高温加剧铁矿石跌势。从港口库存来看，全球主要铁矿石库存量同环比均有所上升，较上季度末累库 1316 万吨至 2.32 亿吨：巴西矿库上升幅度最大，我国依然是全球港口库存量最大的国家，为 1.29 亿吨。目前铁矿石需求下降，供应惯性增加，属于被动累库周期，这将使得价格进一步下行。从进口量来看，铁矿石及其精矿进口 7 月和 8 月分别为 8851 万吨和 9749 万吨，相比于 2 季度略有

小幅下降，进口金额迅速攀升，导致铁矿砂及精矿进口价格指数 8 月末攀升至 207.6 美元/吨，至历史最高位。

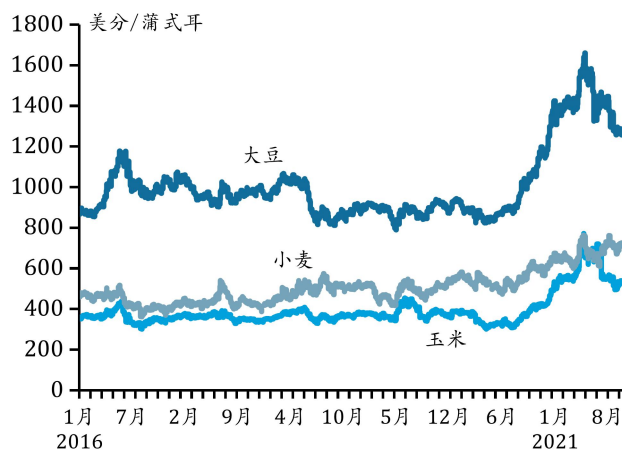
钢材方面，3 季度国际钢铁价格指数增速放缓。3 季度全球疫情散发，世界各地经济活动复苏放缓，全球国际钢铁价格指数增速放缓，季末上涨至 312.3 点，季度环比上涨 5.54%；同比上涨 81.3%。其中，北美上涨幅度最大（15.82%）、亚洲其次（5.92%）、欧洲负增长（1.54%）。从钢铁价格来看，国际螺纹钢市场价 3 季度除独联体外，均有不同程度正增长。其中中国钢材受压产及取消出口退税影响，供给受限，支撑价格上涨至 901 美元/吨；美国、日本小幅增长；欧洲价格浮动极小。截至 3 季度末，中国钢材价格优势暂失，国际螺纹钢价格从高到底依次为：美国、欧盟、中国、日本、独联体。从世界粗钢产量来看，2021 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 1.56 亿吨，环比下降 6.61%、同比下降 1.36%，下降主要源于亚洲和欧盟。世界钢铁协会估测，主要钢铁消费国的经济活动将逐渐恢复正常。2021 年全球钢铁需求量预计将恢复至 18.74 亿吨，同比增长 5.8%。其中中国钢铁需求量将继续受 2020 年启动的新基建和住房建设项目支撑上涨 3%，但考虑到中国政府经济刺激政策退潮，更加关注可持续性发展以及环保措施的不断强化，钢铁需求增长存在不确定性。发达经济体预计在 2021 年需求大幅度复苏 8.2%：美国拜登政府推出的基础设施建设刺激议案，长期来看可能刺激钢铁需求进一步上升；欧盟预计在汽车业和公共建筑项目的推动下，钢铁需求将出现良性复苏，只是目前欧盟经济仍然表现脆弱；日本方面，全球资本支出的复苏带来日本出口和工业机械生产的复苏，随后带动汽车行业出现反弹，在此背景下，日本的钢铁需求将出现中等程度的复苏。其他发展中经济体得益于全球经济的恢复，并且随着各国政府重新推出基建项目计划，预计 2021 年将出现相对迅速的反弹，需求增长 10.2%，但是前期债务的积累、国际旅游业尚未恢复以及疫苗接种的迟缓，这些因素都将阻止发展中经济体进一步提高复苏速度。

图表 68 国内农产品现货价格豆粕小麦上涨，
玉米下跌



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验

图表 69 CBOT 农产品价格涨跌分化：大豆玉米大跌，小麦小幅走强



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验

3 季度国际国内农产品价格表现不一：CBOT 大豆玉米供需紧张格局缓解，价格大幅回调，小麦价格受极端天气减产影响上涨；国内豆粕小麦受降雨影响走货，价格上涨，玉米经保供稳价一揽子措施供给改善，价格大幅回落。

3 季度国际国内农产品价格表现不一。3 季度美豆大跌，国内豆粕现货价大涨。国际市场来看，3 季度美豆供需紧张格局进一步改善，价格持续回落至季末 1257 美分/蒲式耳，季度跌幅 12.81%，但价格依然处于近五年高位。季初，美国产区先迎有效降雨后遇高温干旱，使得美豆先跌后涨，随后由于供应缓解，需求弱势导致价格一路下跌。供给端，天气改善、单产上调使得供应紧张局面缓解；需求端压榨和出口需求均偏弱，一方面疫情压制压榨需求，另一方面中国生猪存栏量稳定，大豆库存维持高位，因此对美豆需求低。9 月美国农业部（USDA）报告中性，小幅调增产量、库存及库消比，微幅调减消费量，全球大豆供需格局稍有缓解。库消比（剔除中国）调增 0.3 个百分点至 24.51%，仍处历年低位。国内市场豆粕现货价格 3 季度大幅上涨 10.65%至 3882.86 元/吨，主要由于 1) 中储粮高价收购抬升价格底部；2) 受持续降雨影响，新豆品质差、优质豆供不应求。

3 季度玉米价格国内外齐跌。国际市场来看，全球玉米供需形势缓解，CBOT 玉米价格 3 季度大幅回调至季末 537.5 美分/蒲式耳，跌幅高达 25.37%，已回吐本年全部涨幅。美国农业部（USDA）9 月全球玉米供需报告偏多：产量、库存、库消比均较上月小幅上调，变化主要来自美国、阿根廷以及我国的产量调增；消费量微幅调增。期末库存消费比（剔除中国）预计小幅调增 0.4 个百分点至 10.13%，仍然

处于 7 年以来低位且低于联合国粮农组织提出的 17%-18%安全线以下。国内市场来看，玉米现货价格 3 季度下跌至 2686.96 元/吨，季度跌幅 5.4%，但仍处五年来高位。价格下跌主要由于供需紧张格局改善：供给面国家有关部门综合运用生产、储备和进口等一揽子保供稳价措施，保障粮食有效供应，供应整体改善；需求面我国生猪养殖持续亏损，行业整体处于去产能阶段，玉米淀粉、酒精等深加工企业处于亏损状态、开机率持续低位，需求整体疲软。

3 季度小麦价格国内外价格均上涨。国际市场来看，受极端天气影响，CBOT 小麦价格 3 季度继续震荡上涨 7.88 个百分点，至 725.75 美分/蒲式耳，为五年来高位。俄罗斯、美国、加拿大等小麦主产国预计遭受极端天气带来的不同程度的减产，全球小麦供给趋紧价格上涨。9 月美国农业部（USDA）供需报告中性，全球小麦供应量、消费量、贸易量和期末库存量及库消比预计均增加。产量调增来源于澳大利亚、印度和中国的产量增加。其中澳大利亚产量上调 150 万吨至 3150 万吨，这将是澳大利亚有史以来第三历史纪录。消费调增以中国为首，上调 100 万吨至 3600 万吨用于饲料。期末库消比（剔除中国）预计调增 0.68 个百分点至 22.2%，但全球库存仍低于去年。国内 3 季度小麦延续 2 季度上涨态势至 2618.33 元/吨，季度涨幅 1.70%。供给面承压，因全国多地降雨影响本轮小麦走货。需求面旺盛：一方面，受玉米价格上涨影响，部分饲料企业进购小麦替代玉米，增加了小麦的需求量；另一方面，面粉消费需求增加，加工企业开工率维持在相对较高水平，阶段性补库需求提振国内小麦价格。

三、未来价格走势与风险

能源方面，随着冬季取暖需求和极端气候频率上升，预计需求仍将持续反弹，而供给端复苏节奏明显落后于需求，价格仍有持续上涨动力。但这一上涨的基础仍有明显的薄弱点，包括 1) OPEC 第二梯队的增产和美国能源企业提升资本支出；2) 需求端如欧洲和中国对上游加大议价压力或管控需求，推动上游放松对产能的控制；3) 疫情反

能源价格有持续上涨动力,但上涨基础有明显薄弱点,预计价格波动性会显著加大。金属与农产品方面,预计经济复苏受疫情散发及前期价格非理性攀升影响,需求放缓;供给逐步恢复,价格重回供求理性。供需偏紧格局缓解导致商品价格或增速放缓或价格下跌。

复。在铁矿石等价格剧烈下跌的商品上我们已经看到第二点的体现。因此我们判断价格在上涨中波动性将加大。

金属方面,未来价格走势主要关注“碳中和”带来的金属结构性改革、中国“双碳”政策力度与方向、新冠肺炎疫情走势以及各国经济刺激政策的影响。铜、铝方面,供应端受主矿国政治扰动及中国“双碳”限产能影响整体偏紧,利好价格;需求端全球消费放缓,利空价格。多空交织预计4季度有色价格可能维持在高位震荡。黑色金属方面,预计铁矿石中国需求疲弱、中长期向下势头持续;钢材供给较快收缩短期支撑钢价,4季度前期旺季有望带动钢价上涨,后期需求整体转弱可能使钢价承压,钢材价格在供需两弱情形下或进入宽幅震荡模式。

农产品方面,主要关注北半球天气变动对供给的不确定扰动。大豆方面,供应随美豆收获全球供应量增加,需求弱勢,供需紧张局势有所缓解,但收获期天气和美豆销售节奏仍有不确定性,美豆价格预计弱勢震荡。玉米方面,北半球干旱天气仍对生长及收割造成不确定性影响,供需虽有缓解但库消比仍处于历史地位,预计玉米价格震荡或将走强。小麦方面,北半球主产国天气持续干旱导致小麦产量下降,供需趋紧情形预计小麦价格持续上涨。

外贸专题：进、出口增速高位回落⁵

2021年3季度，中国出口（美元）同比增长24.3%，较上季度下降6.4个百分点；进口同比增长26.2%，较上季度下降17.4个百分点；货物贸易顺差总额为1798亿美元，同比提高270亿美元；7-8月，服务贸易逆差为177亿美元，同比下降65亿美元，经常账户顺差占GDP比重估计在1.8%左右。随着基期水平抬升，海外疫情形势好转，进、出口同比增速自然回落，但与历史数据相比仍处在高位、同时仍明显高于长期趋势。特别地，受美欧需求总体回升的带动作用、海外疫情反弹的供给替代效应以及手机生产和出货周期的影响，8-9月我国出口增速环比超预期回升，但随着短期有利因素的消散，出口增速中长期回落趋势不变，明年将面临较大下行压力。

一、全球贸易增速将冲高回落

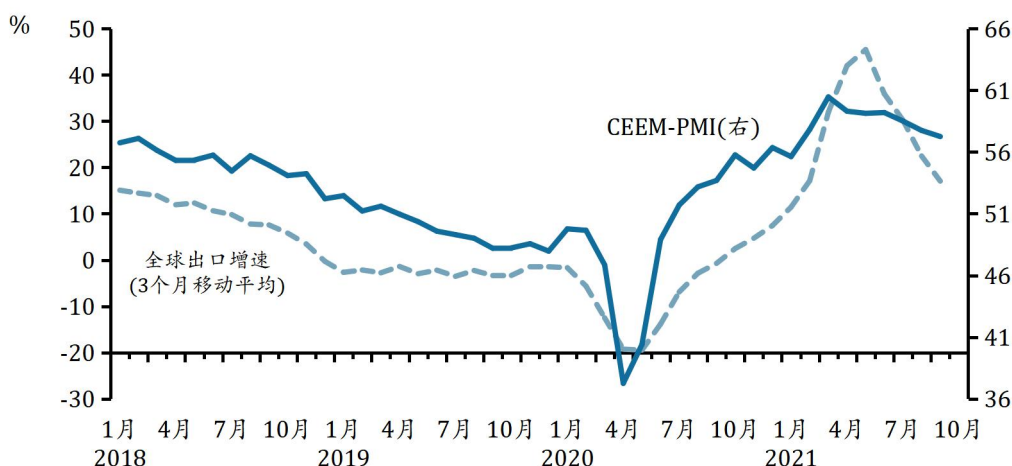
预估季度全球贸易
增速将回落。

预估3季度全球贸易增速将回落。根据世界贸易组织（WTO）数据，2021年2季度全球出口总额5.1万亿美元⁶，同比增速为45%，较上季度提高28个百分点。过去五年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。2020年1-4月，受疫情影响CEEM-PMI指数快速下滑（4月见底），5月后随着疫情形势改善，CEEM-PMI指数总体回升，2021年3月CEEM-PMI达到60.5的峰值，随后开始逐步回落，截至9月累计下降3.2个单位，显示中国外部需求修复力度放缓。由此，3季度全球贸易增速将在基数水平提高、外需修复力度放缓的作用下而有所回落。

⁵ 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。

⁶ 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。

图表 70 预估 3 季度全球贸易同比增速将回落



数据来源：WTO、Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

二、中国出口增速继续回落

随着基期水平抬升，同比增速自然回落，但与历史数据相比仍处在高位、并明显高于回归趋势水平所需增速。

3 季度，中国对美国、东盟、金砖国家、港台地区出口增速回落，但对欧盟、日韩等出口增速提升。

中国海关数据显示，2021 年 3 季度，以人民币计，中国出口总额 5.7 万亿元，同比增长 14.5%；以美元计，出口总额 8827 亿美元，同比增长 24.3%，较上季度下降 6.4 个百分点。其中，7 月出口同比增速为 19.3%，8 月出口同比增速为 25.6%，9 月出口同比增速为 28.1%。随着基期水平抬升，同比增速自然回落，但与历史数据相比仍处在高位、并明显高于回归趋势水平所需增速。特别地，8、9 月出口增速环比超预期回升，手机、汽车和集成电路增长突出，这可能来自海外局部疫情反弹的供应替代效果、美欧需求总体回升的带动作用以及手机生产和出货周期的影响。值得注意的是，以美元计出口增速提升幅度仍显著高于以人民币计出口增速，主要因为 2020 年下半年人民币对美元汇率快速升值，随后保持在 6.5 上行小幅波动，由此导致与去年同期相比当前人民币兑美元汇率仍处于偏强位置。

分地区看，2021 年 3 季度中国对美国、东盟、金砖国家、港台地区出口增速回落，但对欧盟、日韩等出口增速提升。其中，中国对美国、东盟、巴西、印度、俄罗斯、中国香港、中国台湾出口增速较上季度回落 0.8-53.7 个百分点。其中，对中国台湾回落最少，对印度回落最多，对美累计回落较多。然而，对欧盟、日本、韩国出口同比增速较上季度

进一步提高 3.9、6.3、4.5 个百分点。总体上，对部分经济体出口增速回升的幅度不及对其他经济体回落的幅度。同时，当前观测到的部分回升情况也仅是相对 2 季度而言的，与 1 季度相比总体仍呈现回落。

三类贸易出口增速均继续回落，且加工贸易仍是其中增长最慢的。

从贸易方式看，三类贸易出口增速均继续回落，且加工贸易仍是三类中增长最慢的。⁷3 季度，一般贸易出口同比增长 25.3%，较上季度减少 9.2 个百分点；加工贸易出口同比增长 12.9%，较上季度减少 1.5 个百分点；其他贸易方式出口同比增长 38.0%，较上季度减少 6.5 个百分点。从贡献率上看，一般贸易、加工贸易和其他贸易方式对 3 季度出口变动的贡献率分别为 63.5%、13.9%、22.5%。由于加工贸易“两头在外”，疫情期其面临供给需求“双向挤压”。此外，疫情反复和国内外防疫政策差异提高加工企业（特别是海产品加工行业）生产成本和运营风险，甚至致使一些加工企业关停、倒闭。3 季度我国出口中加工贸易占比较疫情前（2019 年均值）下降 6.0 个百分点。

3 季度，各类产品出口同比增速均相对上季度回落，但石油化工等其他产品出口增速降幅较小。

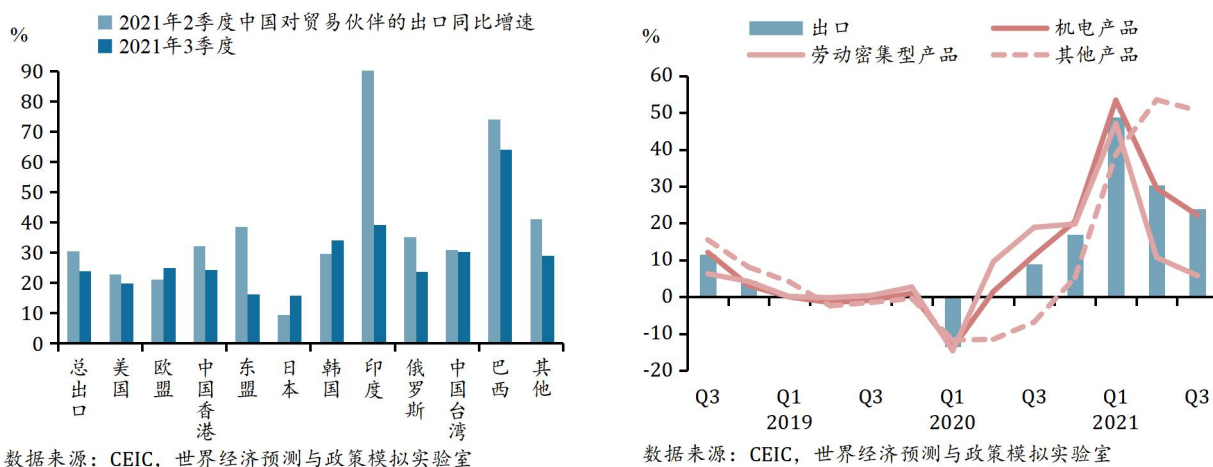
分产品看，3 季度，各类产品出口同比增速均相对上季度回落，但石油化工等其他产品出口增速降幅较小⁸。机电产品出口增速较上季度减少 7.3 个百分点，同比增速为 22.2%。而机电产品中高新科技产品出口同比增速为 21.1%、与上季度几乎持平。3 季度，七大类传统劳动密集型产品和其他产品出口同比增速依次为 5.8%和 50.6%，较上季度下降 4.9 和 2.9 个百分点。从贡献率上看，3 季度，机电产品、七大类传统劳动密集型和其他产品出口对总出口的贡献率分别为 54.8%、5.4%、39.8%。其中，机电产品、传统劳动密集型产品对总出口的贡献率较上季度分别减少 2.1 和 2.0 个百分点。值得注意的是，三类产品中其他产品（主要包括农产品、石油、化工、黑色和有色金属制品等）出口仍保

⁷ 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。2021 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 61.8%、23.6%、14.6%。

⁸ 2021 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 58.2%、17.9%、23.9%。

持较快增速，或与大宗商品价格维持高位有关。

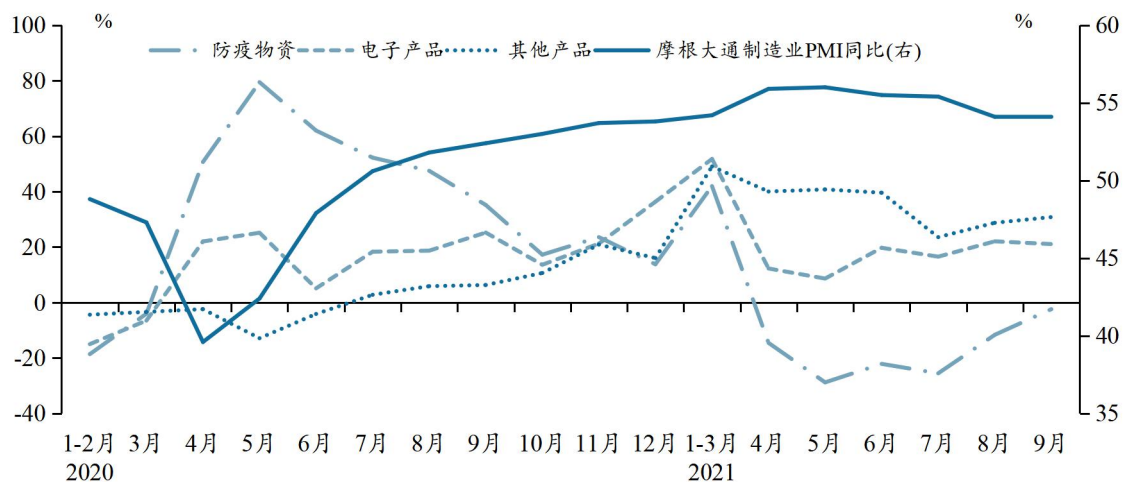
图表 71 中国出口增速的地区和产品分布



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

图表 72 抗疫物资、电子产品与其他产品出口增速



数据来源：WTO、Wind、世界经济预测与政策模拟实验室

从与疫情的关系看，防疫物资出口同比继续下降、但降幅明显收窄，电子产品和其他产品出口增速保持高位。

从与疫情的关系看，防疫物资出口同比继续下降、但降幅明显收窄，电子产品和其他产品出口增速保持高位。根据中国海关总署统计的重点商品出口数据，我们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⁹，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-14.0%，较上季度回升12.7个百分点；电子产品出口增长19.9%，较上季度回升7.7个百分

⁹ 文中抗疫物资统计为窄口径，未包含抗疫物资生产使用的化工、塑料或橡胶材料等产品。这主要受到最新月度贸易数据公布的商品类别限制，且准确识别所有与抗疫相关物资需要细分至HS-6位码贸易数据。

点；其他产品出口增速仍高达 27.7%，较上季度回落 12.6 个百分点。3 季度美欧放松防疫措施导致疫情反弹，带动我国抗疫物资出口增速回升。而电子产品和其他产品增速仍保持高位，则可能与大宗商品价格上涨以及疫情下全球供应链尚未完全恢复有关。

中国出口由外需和出口市场份额决定。

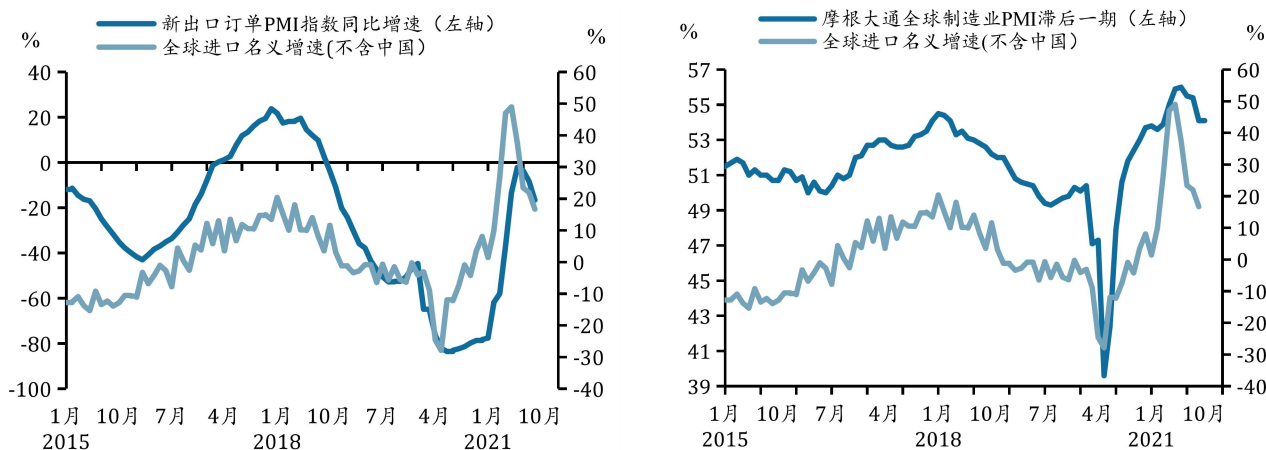
中国出口由外需和出口市场份额决定。从定义式看，中国的总体外部需求增速（不含中国的全球进口增速），与中国出口产品在全球市场上的份额增速（同样不包含中国市场），两者之和大致决定了中国出口增速。这两项数据均来自中国贸易伙伴提供的数据，有利于排除虚假高报的干扰。

预估 3 季度外需增速放缓。

预估 3 季度外需增速放缓。一方面，全球制造业 PMI 指数滞后一期较上季度下降 0.6 个百分点，预示 3 季度外需增速较上季度回落。2016 年 1 月至 2021 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 0.80，能较好地预见外需增速的变化。2021 年 7 月至 9 月，摩根大通全球制造业 PMI 指数滞后一期均值为 55.0，较前 3 个月下降 0.6 个百分点。另一方面，新出口订单 PMI 指数同比¹⁰仍录得负值，但降幅继续收窄。2016 年 1 月至 2021 年 3 月，中国新出口订单 PMI 指数同比增速与外需增速的相关系数为 0.55，表明中国新出口订单 PMI 指数能在一定程度上预见外需增速的变化。2021 年 7 月至 9 月，中国新出口订单 PMI 指数同比增速均值较前 3 个月提高 7.9 个百分点。然而，5 月以来出口新订单指数连续低于荣枯线，或预示外需复苏仍存不确定性。

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 季度外需增速放缓

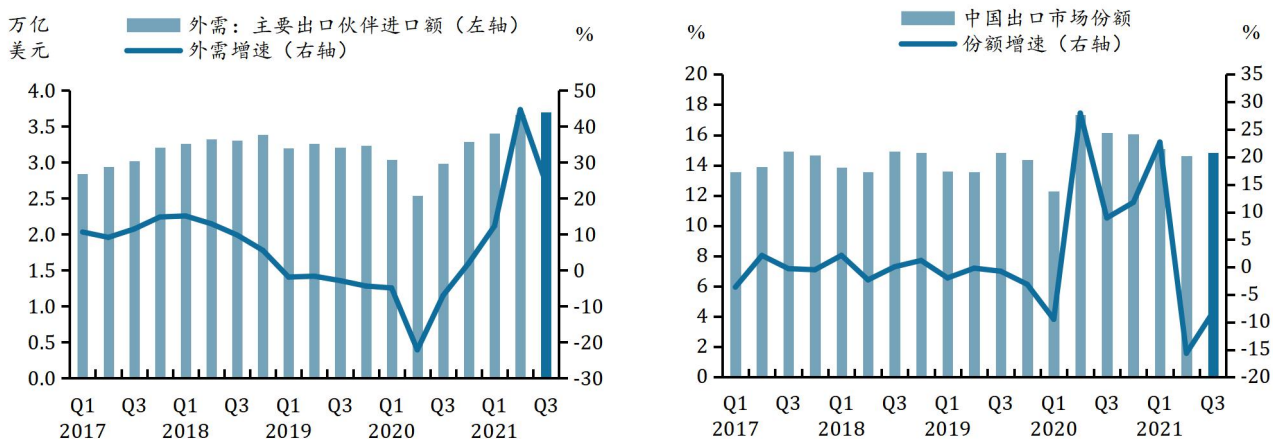


数据来源: WTO、中国海关、世界经济预测与政策模拟实验室

数据来源: WTO、Wind、世界经济预测与政策模拟实验室

注: 全球进口名义增速(不含中国)根据 WTO 数据计算, 其中 2021 年 4 月基于已披露数据国家计算, 5-6 月值由于 WTO 中大多数国家暂未公布, 为根据全球摩根大通 PMI 指数、新出口订单 PMI 指数得到的估计值。

图表 74 预计 3 季度中国出口产品市场份额保持高位



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。2020 年, 中国对这 13 个地区再加上香港的出口接近总出口的 82%, 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 2021 年第 2 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。

预计 3 季度中国出口产品市场份额较上季度略有回调, 但较去年同期仍呈现回落。

预计 3 季度中国出口产品市场份额较上季度略有回调, 但较去年同期仍呈现回落。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。这一时期出口市场份额时间序列的变化主要来自季度差异。然而, 受新冠肺炎疫情和各国纾

困、刺激政策的影响，中国出口市场份额表现偏离历史规律——2020年1季度由于国内疫情而偏低，2020年2季度以后由于海外疫情而偏高。随着，海外疫情逐步得到控制，主要经济体重新开放经济，2020年3季度以来中国出口市场份额连续回落，但目前仍高于历史同期平均水平。考虑到7-8月美欧解封后全球疫情反弹，加之疫情下供应链紊乱仍较为严重，中国出口市场份额或将小幅反弹至14.8%，但由于去年基数水平过高，出口市场份额仍将拖累出口增长。长期来看，随着疫苗普及取得积极进展，全球疫情将逐步得到有效控制，中国出口市场份额还将继续回落，但中枢水平可能较疫情前有所提升。这是因为疫情期间我国制造业投资增速仍保持较高水平，1-8月我国第二产业固定资产投资完成额累计同比增长12.9%，显著高于疫情前水平；而其他制造业国家、特别是东南亚国家受疫情影响其投资行为恢复尚需时日。

三、中国进口增速下降

进口同比增速回落、但仍处在高位，价格因素对进口增速的拉动作用仍然较为突出。

中国海关数据显示，2021年3季度，以人民币计，中国进口总额4.5万亿元，同比增长16.4%；以美元计，进口总额7028亿美元，同比增长26.2%，较上季度下降17.4个百分点。其中，7月进口同比增速为28.1%，8月进口同比增速为33.1%，9月进口同比增速为17.6%。随着基期水平抬升，进口同比增速自然回落，但与历史数据相比仍处在高位、并明显高于回归趋势水平所需增速。此外，价格因素对进口增速的拉动作用仍然较为突出，特别是能源、有色金属及其他相关商品。

3季度，中国大陆从主要贸易伙伴进口增速普遍回落。

分地区看，3季度，中国大陆从主要贸易伙伴进口增速普遍回落。具体而言，从美国、欧盟、韩国、日本、东盟、中国香港、中国台湾、巴西、印度和俄罗斯进口增速较上季度下降7.3-85.3个百分点。其中，从俄罗斯进口增速降幅最小，从中国香港进口增速降幅最大；从东盟、美国和欧盟进口增速降幅均在10个百分点以上，但仍分别保持在23.4%、24.5%和10.6%的高位。此外，根据彼得森国际经济研究所，2021年1-8月中国自美国实际进口额占一阶段协议目标的36.5%，其中农产

品、制成品和能源产品完成度分别为 44.3%、39.4%、21.4%。

图表 75 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
2021 年 3 季度	26.5	24.5	10.6	11.6	44.4	23.4
较上季度变化	-17.2	-18.5	-33.7	-14.8	-85.3	-18.8
国家	韩国	印度	俄罗斯	巴西	中国台湾	其他
2021 年 3 季度	17.5	7.4	39.9	39.2	18.6	33.8
较上季度变化	-10.8	-66.2	-7.3	-12.8	-10.6	-16.6

从贸易方式¹¹看，3 季度，一般贸易进口同比增长 30.0%，较上季度减少 19.3 个百分点；加工贸易进口同比增长 22.8%，较上季度减少 6.9 个百分点；其他贸易方式进口同比增长 19.1%，较上季度减少 20.6 个百分点。加工贸易进口增速保持高位，反映了在全球疫情形势总体向好、美国贸易政策回归理性和规则的背景下，以加工贸易为代表的全球价值链活动前景有所改善。从贡献率上看，一般贸易、加工贸易和其他贸易方式对 3 季度进口变动的贡献率分别为 69.2%、16.3%、14.5%。其中，加工贸易贡献率较上季度提高 3.4 个百分点。

机电和劳动密集型产品出口同比增速回落，但石油化工等其他产品出口增速持续回升。

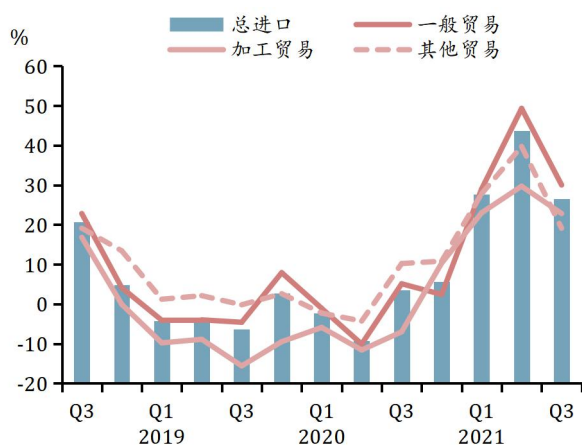
分产品¹²看，除农产品和能源外，主要商品进口增速明显回落，价格因素主导大宗商品进口增长。3 季度，机电产品进口增速较上季度减少 15.9 个百分点，同比增速为 14.3%。特别地，机电产品中高新科技产品进口同比增速较上季度减少 10 个百分点，降至 17.7%。农产品、煤-油-天然气进口同比增速变化不大，而铁矿-铜矿-铁材-铜材、医药-肥料-塑料-橡胶、纸浆-锯材-纺织纤维纱线及制品进口同比增速明显回落，但依然保持在 41.4%、12.0%、26.0% 的高位。从贡献率上看，3 季度，机电产品、煤-油-天然气对总进口的贡献率分别为 25.3%、24.8%。其中，机电产品贡献率较上季度减少 7.2 个百分点，煤油天然气的贡献率较上季度提高 10.1 个百分点。总体上看，农产品、能源、有色金属等大宗商品引领我国进口高速增长。价格因素主导大宗商品进口增长。3 季度，

¹¹ 2021 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 63.2%、17.2%和 19.7%。

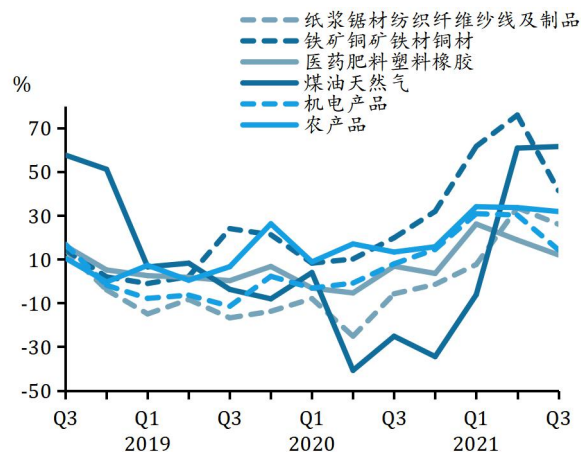
¹² 2021 年 2 季度，农产品、铁矿-铜矿-铁材-铜材、煤-油-天然气、医药-肥料-塑料-橡胶、纸浆-锯材-纺织纤维纱线及制品、机电产品进口占总进口的比重依次为 8.7%、10.2%、11.8%、4.3%、2.2%、42.6%。

铁矿砂、铜材、原油和钢材累计进口数量同比分别下降 12.4%、43.1%、13.9%和 56.5%，而其价格同比分别上涨 30.3%、43.7%、70.7%和 84.9%（价格增速较上季度已有所放缓）。

图表 76 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。

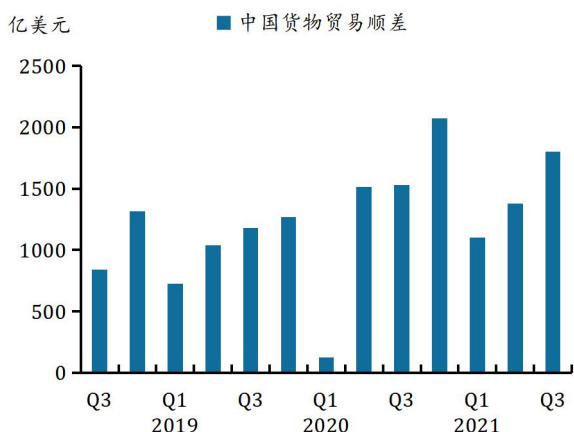
货物贸易顺差同比扩大，服务贸易逆差规模继续收缩。

四、经常账户顺差略有扩大、占 GDP 比重约为 1.8%

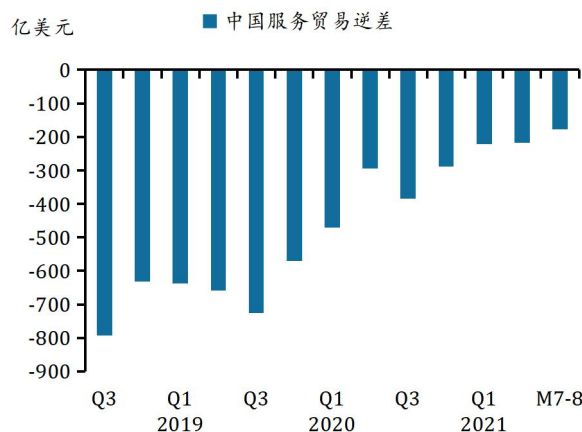
3 季度，以人民币计，中国货物贸易顺差额为 11602 亿元，同比增速为 7.6%；以美元计，顺差总额为 1798 亿美元，同比提高 17.7%（上季度增速为-8.9%）。其中，7、8 和 9 月货物贸易顺差分别为 564、583 和 668 亿美元。从贸易方式看，3 季度，一般贸易顺差 962 亿美元，较去年同期回升 66 亿美元；加工贸易顺差 790 亿美元，较去年同期下降 2 亿美元；其他贸易顺差 65 亿美元，较去年同期回升 170 亿美元。

服务贸易逆差继续收缩。7-8 月，中国服务贸易逆差为 177 亿美元，同比下降 26.8%，降幅与上季度基本持平。其中，境外旅行服务逆差为 184 亿美元，同比提高 9.4%，增幅扩大 7.8 个百分点。运输服务逆差为 15 亿美元，同比下降 79.6%，降幅扩大 34 个百分点。保险和养老金服务逆差为 17.8 亿美元，同比下降 0.3%，降幅扩大 33 个百分点。

图表 77 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

7-8月中国经常账户占GDP比重预计在1.8%左右,未来或将继续回落。

据国家外汇管理局统计,2021年7-8月,以人民币计,中国货物贸易顺差为6537亿元,服务贸易逆差为1149亿元,即贸易贡献的经常账户盈余为5387亿元。考虑到2021年上半年初次和二次收入赤字约为贸易盈余的35%,同时假设3季度名义GDP增速在10%左右,则7-8月中国经常账户占GDP比重预计在1.8%左右。与此相比,2021年2季度,中国货物贸易顺差7712亿元,服务贸易逆差1828亿元,经常账户盈余3447亿元,占GDP的1.2%。按人民币不变价计,2021年2季度,货物和服务净出口对GDP增长的贡献为0.8个百分点,高于去年同期0.6个百分点贡献度,但较1季度有所下降。

五、外贸展望

下半年出口增速预计仍将维持高位,但出口增速中长期回落趋势不变,明年将面临较大下行压力。

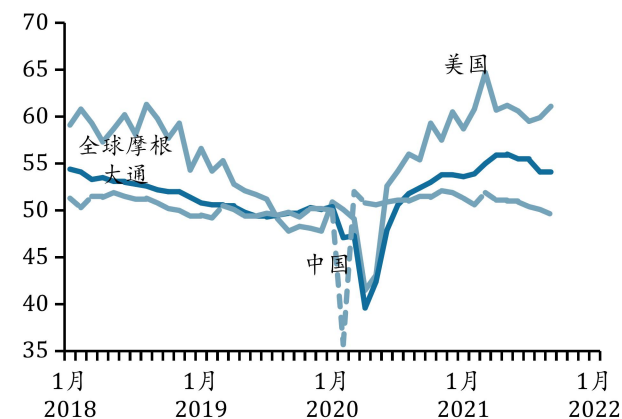
下半年出口增速预计仍将维持高位,但出口增速中长期回落趋势不变,明年将面临较大下行压力。

支撑出口增速保持高位的有利因素主要有五方面。1)海外疫情反复带来的供应替代效应。2)美国计划推出《基础设施投资和就业法案》,叠加低利率环境,需求恢复强劲。3)产能不足和物流不畅导致上半年订单延迟交付,以及下半年节日临近促进节日用品出口、海外地产周期带动耐用品消费等。4)随着海外生产恢复,对中国中间品需求有所回升。5)其他因素,如苹果手机发布、海外极端天气等。

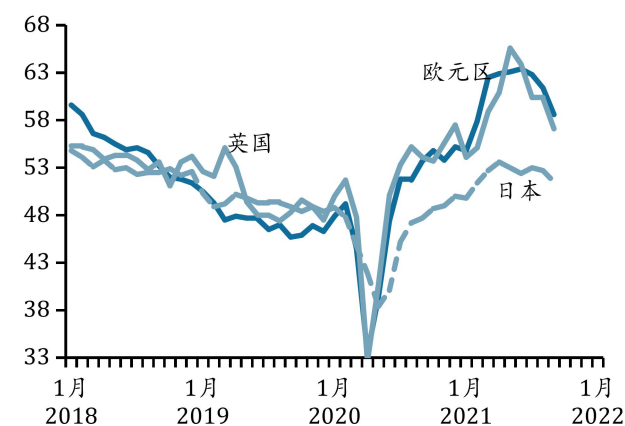
导致出口增速承压的不利因素有六方面。1) 以大宗商品为代表的上游原材料价格快速上涨, 对中下游出口企业利润形成挤压, 造成出口企业订单增多但利润变薄, 进而降低其接单意愿; 2) 全球制造业 PMI 在 2021 年 5 月见顶回落, 我国出口需求增速放缓。特别地, 出口新订单 PMI 指数自 3 月以来回落, 且已经连续 5 个月低于荣枯线, 目前仍在回落趋势中, 预示外贸前景不太乐观。3) 短期有利因素逐步消散, 导致出口增速回落。如随着其他国家疫情好转, 海外转移订单回撤。4) 美欧制造业需求相对饱和, 未来其经济修复将更多带动服务业需求回升。5) 各国抗疫政策差异导致经济开放和修复落差。6) 国内“能耗双控”政策下, 化工、钢铁等高耗能行业生产和出口受限, 同时高耗能工业品价格上涨, 也对中下游产业出口产生影响。

总体上, 支撑我国出口增速保持高位的因素大多数是短期的, 因此在没有新的增长动能出现的情况下, 明年我国出口增速将面临较大的回落压力。

图表 78 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 79 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)		
	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2018	2019	2020
出口	48.8	30.4	23.9	9.9	0.5	3.6
进口	27.6	43.7	26.5	15.8	-2.8	-1.1
出口额	7093	8089	8827	24870	24984	25904
进口额	5993	6712	7028	21359	20769	20567
货物贸易余额	1100	1377	1798	3511	4215	5337
2.地区出口						
	(美元同比/%)			(规模/亿美元)		
	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3
出口	48.8	30.4	23.9	5882	6355	3721
美国	74.8	22.7	19.8	1192	1339	1587
欧盟	56.7	21	24.9	1103	1229	1340
中国香港	47	32.1	24.2	733	836	905
日本	30.8	9.4	15.7	387	413	417
东盟	36.5	38.5	16.1	1051	1207	1197
俄罗斯	42.8	35	23.5	131	159	185
3.贸易方式						
	(美元同比/%)			(规模/亿美元)		
	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3
一般贸易出口	53.7	34.5	25.3	4282	5003	5356
加工贸易出口	36.9	14.4	12.9	1852	1911	2078
其他贸易出口	53	44.5	38	966	1179	1393
一般贸易进口	29	49.3	30	3692	4227	4395
加工贸易进口	23	29.7	22.8	1091	1148	1288
其他贸易进口	27.8	39.7	19.1	1147	1318	1328

数据来源：CEIC 数据库。