

全球宏观经济季度报告

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

撰稿人	张 斌	肖立晟	杨子荣
	陆 婷	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

《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：经济复苏再次提速.....	1
------------------	---

受疫情反弹拖累，美国 3 季度经济复苏速度放缓。美国 4 季度经济复苏再次提速。4 季度 PMI 呈扩张态势；个人收入和支出保持较快增长速度，个人实际收入增长陷入停滞，消费从商品向服务转向；房地产投资景气或已见顶，制造业库存升至高位；出口增速快于进口，贸易逆差有所收窄；失业率继续下降，劳动力供给不足是主要障碍。展望未来，加息时点前置，通胀再次加速上行，明年大概率见顶回落；美国长期国债收益率或将冲高后回落，美元指数仍具上涨动能，美股面临多重压力。

欧洲：经济再现放缓迹象.....	11
------------------	----

2021 年 4 季度欧元区经济活动再次放缓，12 月欧元区综合 PMI 降至 9 个月以来的低点，其中服务业 PMI 受新一轮疫情扰乱程度最深，成为拖累综合 PMI 的主要动因。在奥密克戎变异病毒的影响下，欧元区消费者和投资者信心大幅下滑，家庭消费支出和固定资产投资均显现出放缓迹象。但欧元区就业市场整体表现依旧平稳，失业率继续温和下行。通胀方面，受能源价格飙升和供应链瓶颈的推动，欧元区通胀水平居高难下，屡创新高。面对通胀压力，欧洲央行在 2021 年底的议息会议上确认将按期退出 PEPP 购债计划，但同时重申了 2022 年不太可能加息的立场。整体而言，欧元区经济目前仍未偏离复苏轨道，尽管短期内复苏步伐有所放缓。随着新一轮疫情的消退和供应链瓶颈问题的缓解，欧元区经济有望自 2022 年中重拾增长动能。

日本：疫情显著缓解，财政政策再发力.....	18
------------------------	----

2021 年第 4 季度，日本新冠肺炎疫情得到明显缓解。12 月 24 日，全日本当天新增确诊病例仅为 300 例。在疫情好转的条件下，日本经济在第 4 季度恢复相对较好。制造业 PMI 继续站在荣枯线之上，且 11 月数值创疫情后新高。10 月服务业 PMI 在疫情后首次站上荣枯线，且 11 月服务业 PMI 为疫情后最高。日本消费依旧保持弱势，但同比跌幅有所收敛。海外机械订单同比增速依然较高，与此前不同的是日本私人部门的机械订单金额同比增速明显上升。货币政策方面，日本央行对中小企业的金融支持政策有所延长。金融市场方面，日本股市维持震荡格局，日元汇率则呈现出明显的下降趋势。岸田文雄上台后，极力推出了“克服新冠，开拓新时代的经济对策”计划，该计划总额为 78.9 兆日元，约占 2020 年日本 GDP 的 14.7%，其中计划财政支出 55.7 兆日元。预计会对日本经济产生一定的刺激作用。

东盟韩国：越南股市繁荣可持续吗 29

东盟经济体在 2021 年全年受到新冠疫情变异毒株较为严重的冲击，经济二次探底，在 2020 年预期的复苏并未如期实现，相反一些经济体的增长甚至不如 2020 年。韩国经济在 2021 年总体延续了复苏态势，尽管疫情也间歇性的对韩国经济产生影响。2022 年的情况将好于 2021 年。从经济增速的预期来看，多数国家经济增长将好于上年。新冠疫苗的广泛施打使得 2022 年本区经济体应对疫情冲击时的准备将更为充分，与疫情共存的策略更容易获得成功。从我们上一期的分析来看，由于主要东盟经济体的基本面较为稳健，美联储退出政策对区域的影响预计将小于其他新兴经济区域。本期我们进行了对越南股票市场的专项研究，作为 2021 年涨幅最大的股票市场之一，越南的股票市场引起了投资者的关注，我们认为越南股票市场在 2021 年的大幅上行呈现出“预期支撑、散户力推、压抑需求释放”的特征，这样的股票市场短期出现大幅震荡的可能性较高。但越南作为东亚模式的承接者，其地位在未来一段时间不会改变，在中美博弈的背景下甚至会加强，因此越南股市长期仍值得看多。

金砖国家：经济恢复压力依然很大 39

2021 年 4 季度，金砖国家经济虽会继续保持增长态势，但增速将普遍出现回落。各国经济信心依然不足，经济前景不确定性增加。除印度外，俄罗斯、巴西、南非消费信心不断下降，巴西和南非制造业 PMI 也跌至景气区间以下。金砖国家政策空间普遍收窄。通货膨胀压力不断加大使得俄罗斯和巴西不得不多次实施加息进行应对，南非也在 2021 年 11 月开启加息进程。金砖国家对外出口继续保持增长态势，但受全球经济增长不确定性影响，对外贸易增速有所下降，与此同时，部分国家出口增速明显小于进口增速，贸易逆差存在扩大趋势。

中国：外企战略发生重要变化 45

过去十年，外资企业在中国的战略布局受到了诸多因素的冲击。先是人民币实际汇率显著升值、劳动力成本大幅上升，之后是中美关系的剧烈调整，2020 年初以来又有疫情冲击，以及在此过程中来自本土企业的竞争压力大增。在这些冲击的合力之下，外资企业纷纷调整战略，全球产业链重构的进程实际上早已开始，外资企业在我国总体发展格局中的角色也发生了重要变化。新时代条件下，这也是思考如何进一步扩大对外开放的重要现实背景。

全球金融市场：美联储紧缩节奏加快，美元、人民币升值 50

2021 年 4 季度，全球金融市场运行总体平稳。美联储 Taper 落地、紧缩节奏加快，流动性略有收紧，Ted 利差有所上升，主要经济体货币市场保持平稳。Libor 自 2022 年起将停止报价，

俄罗斯年内七次加息。奥密克戎病毒爆发和美联储加息预期升温等因素导致美股波动加大，但美股整体仍在上涨。其他主要经济体股市均现明显调整，巴西、俄罗斯等部分新兴经济体股市大幅下跌。主要经济体十年期国债收益率走势分化。发达经济体长期利率上行，十年期美国国债收益率季度平均上行 20bp 以上。因外需回落风险显现、经济下行压力上升，中国、韩国等新兴经济体长期国债收益率下降。但土耳其等个别新兴经济体因资本流出和通胀高企，长期国债收益率大幅上行。汇率方面，美元、人民币升值，土耳其里拉季内贬值 30%。继续关注美股回调风险。

大宗商品市场：供需失衡逐步改善，涨跌互现63

2021 年 4 季度大宗商品价格受铁矿石下跌拖累，环比显著回调，钢材也在终端疲弱的拉动下走弱，中国的调控政策及终端需求走弱成为主要驱动因素。有色金属价格维持较强的韧性。能源品种整体仍然坚挺，供给端增产有序，原油和煤炭价格波动上涨，且在冬季寒冷、交运需求复苏的拉动下，为价格带来支撑。奥密克戎为市场带来的担忧被快速消化，因致死率较前期变体更弱。农产品价格普涨，价格升至近期高位。

外贸专题：进、出口增速缓步回落74

2021 年 4 季度，中国出口（美元）同比增长 22.8%，较上季度下降 1.6 个百分点；进口同比增长 23.4%，较上季度下降 2.5 个百分点；货物贸易顺差总额为 2509 亿美元，同比提高 435 亿美元。10-11 月，服务贸易逆差为 73 亿美元，同比下降 128 亿美元；经常账户顺差占 GDP 比重估计在 2.1% 左右。随着基期水平抬升，海外疫情形势好转，进、出口同比增速回落压力加大，但 10-12 月出口仍显著高于市场预期水平，10-11 月进口增速也出现逆势回升。2022 年中国出口增速将周期性回落，但名义值仍有望保持 8%-10% 左右的增长水平。

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	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	5
图表 7	美国经济运行状况：高频数据	10
图表 8	PMI 冲高回落	12
图表 9	通胀压力持续走高	13
图表 10	失业率继续下行	13
图表 11	消费者信心震荡	14
图表 12	企业投资小幅放缓	14
图表 13	贸易顺差进一步缩窄	15
图表 14	制造业和服务业 PMI 显著上升，就业情况改善	19
图表 15	消费同比跌势收窄，机械订单继续恢复	20
图表 16	2021 年第 4 季度日本对外贸易逆差继续持续	21
图表 17	日本银行第 4 季度资产购买力度小幅增加，主要为购买长期国债所致	22
图表 18	货币供应和贷款月同比增速继续下落	23
图表 19	CPI 同比增速持续转正，PPI 同比增速继续在高位	23
图表 20	股市先弱后强，日元对美元整体稳定	24
图表 21	货币市场利率和 10 年期国债利率保持稳定	25
图表 22	对策规模（兆日元）	25
图表 23	东盟六国与韩国的制造业 PMI 月度值	30
图表 24	东盟六国和韩国的经济增速	30
图表 25	2021 年越南两大指数涨幅位居全球前列	31
图表 26	越南股票指数走势和经济景气指数在 2021 年出现背离	32

图表 27	越南通胀 (CPI) 水平较温和.....	34
图表 28	越南股票市场的流动性大幅上升.....	34
图表 29	总成交量及外国投资者占比情况.....	35
图表 30	外国投资者月度买入与卖出金额 (单位: 十亿越南盾)	35
图表 31	东盟十国出口美国的前十大顺差产品 (二位码)	37
图表 32	主要东亚国家人均 GDP 达 10000 国际美元后股市走势.....	38
图表 33	中国与金砖国家贸易情况.....	43
图表 34	金砖国家数据概览.....	44
图表 35	外资企业的出口销售金额和国内销售金额.....	45
图表 36	三次产业实际利用外资金额和占比.....	47
图表 37	服务业分行业 FDI 实际金额: 2020 年比 2011 年增长 (%)	48
图表 38	全球金融市场主要指标变动.....	51
图表 39	全球金融市场风险状况图.....	51
图表 40	主要发达和新兴经济体季度汇率波动幅度 (2021 年 4 季度)	52
图表 41	主要发达和新兴经济体季度平均汇率走势一览.....	53
图表 42	主要发达与新兴经济体股市季度涨跌幅 (2021 年 4 季度)	53
图表 43	主要发达与新兴经济体货币市场走势一览.....	55
图表 44	主要发达与新兴经济体长期国债市场走势一览.....	55
图表 45	美国国债收益率期限利差 (10 年期-2 年期)	56
图表 46	银行代客收付款分项结构.....	57
图表 47	外币公司债季度发债额度与频率.....	60
图表 48	4 季度 CEEM 大宗商品指数整体下挫.....	63
图表 49	4 季度铁矿石急剧下挫, 石油、煤炭上涨.....	63
图表 50	全球油价在高位徘徊后下跌, 但进入新年后反弹.....	64
图表 51	OPEC 产量恢复速度和市场预期接近.....	64
图表 52	中国原油进口持续回落, 因基期和价格高企.....	65
图表 53	美国原油净进口反弹.....	65

图表 54	欧洲需求持续回升.....	65
图表 55	美国原油库存连续下降.....	65
图表 56	LME 铜铝价先扬后抑，整体高位震荡.....	66
图表 57	全球铜库存总量持续去库.....	66
图表 58	国际铁矿石低位震荡、季末小幅回调.....	67
图表 59	国际钢价指数下降.....	67
图表 60	国内农产品现货价格豆粕下降，玉米小麦涨幅不一.....	70
图表 61	CBOT 农产品价格齐上涨.....	70
图表 62	预估 4 季度全球贸易同比增速将回落.....	75
图表 63	中国出口增速的地区和产品分布.....	77
图表 64	各类商品对出口同比增速拉动（单位：百分点）.....	77
图表 65	预估 4 季度外需修复力度继续放缓.....	79
图表 66	预计 4 季度中国出口产品市场份额与 3 季度大体相当.....	79
图表 67	中国进口增速的地区分布（单位：%）.....	81
图表 68	中国进口增速的贸易方式和产品分布.....	82
图表 69	中国货物贸易顺差及服务贸易逆差.....	83
图表 70	全球及主要经济体制造业 PMI.....	84
图表 71	中国外贸数据概览.....	85

美国：经济复苏再次提速

受疫情反弹拖累，美国 3 季度经济复苏速度放缓。美国 4 季度经济复苏再次提速。4 季度 PMI 呈扩张态势；个人收入和支出保持较快增长速度，个人实际收入增长陷入停滞，消费从商品向服务转向；房地产投资景气或已见顶，制造业库存升至高位；出口增速快于进口，贸易逆差有所收窄；失业率继续下降，劳动力供给不足是主要障碍。展望未来，加息时点前置，通胀再次加速上行，明年大概率见顶回落；美国长期国债收益率或将冲高后回落，美元指数仍具上涨动能，美股面临多重压力。

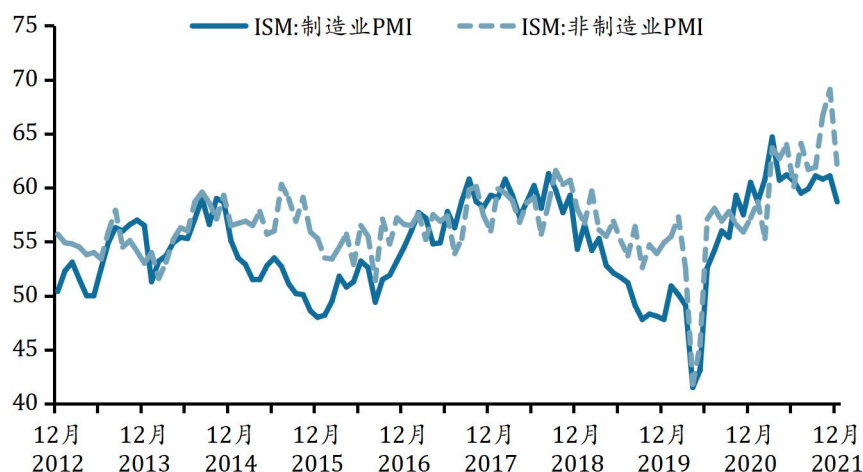
一、经济运行形势

4 季度美国经济复苏再次提速。

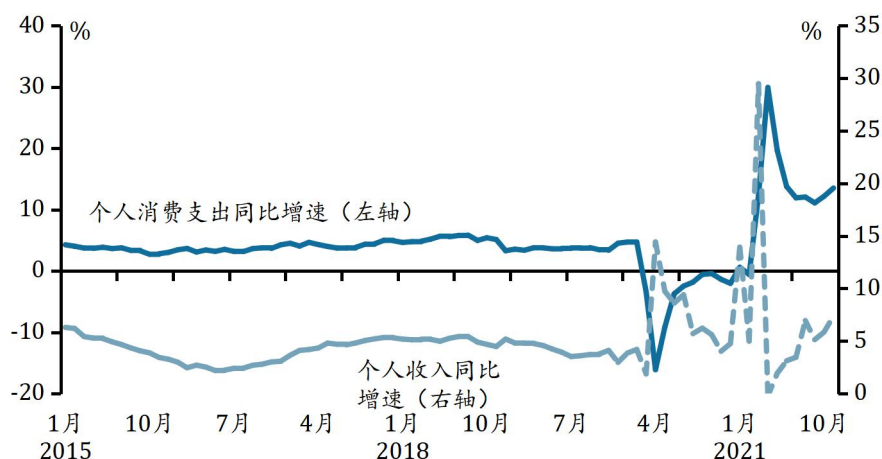
受疫情反弹拖累，美国 3 季度经济复苏速度放缓。3 季度美国实际 GDP 环比折年率为 2.3%，较上一季度下跌 4.4 个百分点。其中，个人消费支出对实际 GDP 环比拉动率较上一季度下跌 6.57 个百分点至 1.35%，私人投资对实际 GDP 环比拉动率较上一季度上升 2.7 个百分点至 2.05%，商品和服务净出口对实际 GDP 环比拉动率较上一季度下跌 1.08 个百分点至 -1.26%，政府消费支出和投资对实际 GDP 环比拉动率较上一季度上升 0.53 个百分点至 0.17%。

美国 4 季度经济复苏再次提速，PMI 呈扩张趋势。10-12 月美国制造业 PMI 分别为 60.8、61.1 和 58.7，与 3 季度均值 60.2 持平；非制造业 PMI 分别为 66.7、69.1 和 62，高于 3 季度均值 62.6。从 PMI 领先指标来看，10-12 月制造业新订单指数分别回落至 59.8、61.5 和 60.4，远低于 3 季度均值 66.1，出现边际放缓迹象，表明财政纾困政策引发的高需求或将回归常态。10-11 月制造业供应商交付指数分别为 75.6 和 72.2，明显高于 3 季度均值 71.8，但 12 月降至 64.9，显示近期交付时间有所缓和。此外，受原材料价格上涨、劳动力短缺、物流拥堵等问题，或继续对制造业复苏形成压力。非制造业 PMI 持续扩张，表明服务消费仍在继续修复。

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



数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

补贴政策渐退，个人收入承压，消费支出增速进一步放缓。

个人收入保持较快增长速度，但个人实际收入增长陷入停滞。11月个人总收入环比增长0.4%，同比增长7.4%，两年同比复合增长5.7%。剔除通胀后的个人实际可支配收入增长陷入停滞，11月同比增速仅为0.05%，表明高通胀已严重影响居民的实际购买力。与此同时，12月美国密歇根大学消费者信心指数小幅回升至70.6，显著低于3季度的74.8，也远低于疫情前水平。

个人消费支出保持较快增长速度，消费从商品向服务转向。11月个人总支出环比增长0.6%，同比增长13.5%。随着9月美国财政补贴停发，11月居民个人储蓄存款占可支配收入比重已降至6.9%，低于2019年均值7.6%，这意味着个人消费支出增长将回归常态。另一方面，

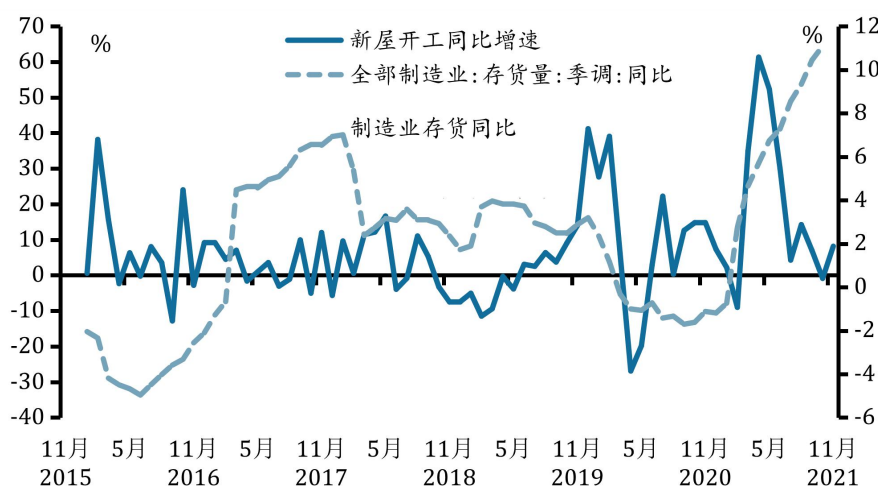
11月美国耐用品消费环比增速为-1.02%，非耐用品消费环比增速为-0.62%，而服务消费环比增速为0.46%，表明消费由商品向服务转向。此外，零售数据显示，11月美国零售额环比增长0.3%，低于10月的1.8%，表明高通胀可能在抑制消费。

房地产投资景气或已见顶，制造业库存升至高位。

房地产投资景气或已见顶，制造业库存升至高位。疫情以来，低利率、财政纾困政策对于居民收入的补贴、以及疫情引发的居家办公需求是推动美国房地产投资和开工持续增长的主要原因。目前来看，美国30年期住房抵押贷款利率已回升至3%以上，财政纾困政策对于居民的补贴也已停止，新屋开工的独栋住宅同比增速下降表明疫情引发的保持社交距离以及购房需求回落，表明住房需求已见顶回落。与此同时，上游原材料价格上涨、用工短缺等因素，导致新屋供给受限。综合来看，房地产投资景气或已见顶。

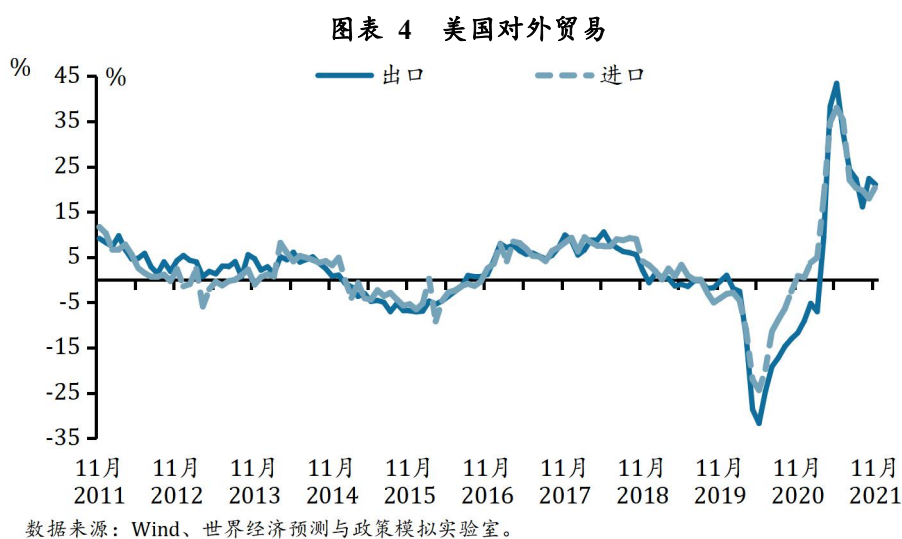
从2020年4季度开始，需求持续向好和降至较低水平的库存共振推动美国新一轮补库周期开启。结合历史长周期经验看，整个库存周期中的加库存阶段平均持续时间为15个月，最短10个月。从历史经验来看，本轮美国库存周期或将见顶。另一方面，从企业投资信心来看，sentix投资信心指数自8月以来明显回落，12月sentix投资信心指数回落至24.4，而7月高达39.1。

图表3 美国新屋开工和制造业库存



出口增速快于进口，贸易逆差有所收窄。

出口增速快于进口，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。9 月美国对外贸易逆差扩大至-814.3 亿美元，创 1992 年以来的纪录。10 月美国出口同比增速大幅上升至 22.4%，进口同比增速小幅回落至 17.99%，贸易逆差收窄至-671.2 亿美元。11 月美国出口同比增速小幅回落至 21.08%，进口同比增速小幅上升至 20.55%，贸易逆差扩大至-801.7 亿美元。



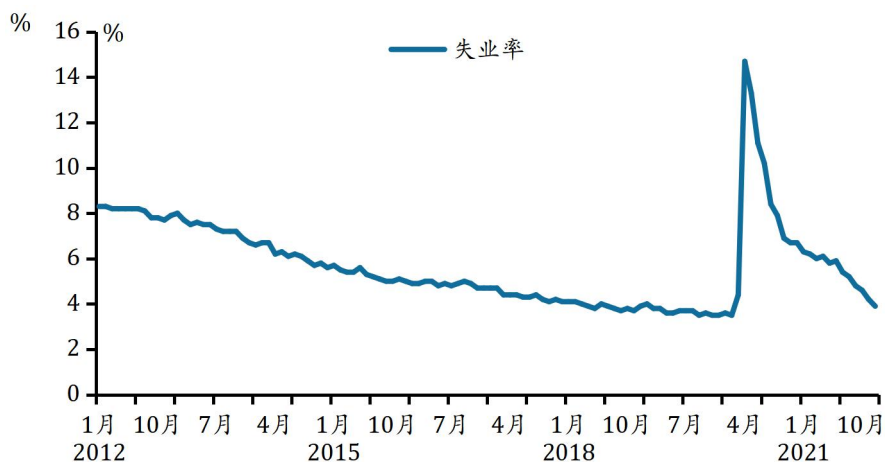
失业率降至 3.9%，新增非农不及预期。

失业率降至 3.9%，新增非农不及预期。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，失业率持续下降，2021 年 12 月失业率下降至 3.9%，超市场预期；新增非农就业 19.9 万人，不及市场预期。12 月劳动参与率环比持平在 61.9%，但较疫情前（2020 年 2 月）水平仍低 1.5 个百分点。

美国就业市场不均衡复苏情况有所缓和。首先，白人的就业恢复速度最快，12 月份失业率下降至 3.2%；西班牙裔或拉丁美洲裔的就业恢复速度居中，12 月份失业率下降至 4.9%；黑人或非洲裔美国人的就业恢复更为缓慢，且有所反弹，12 月份失业率上升至 7.1%。其次，美国失业超过 27 周以上人数快速下降，12 月降至 200.8 万人，占比也降

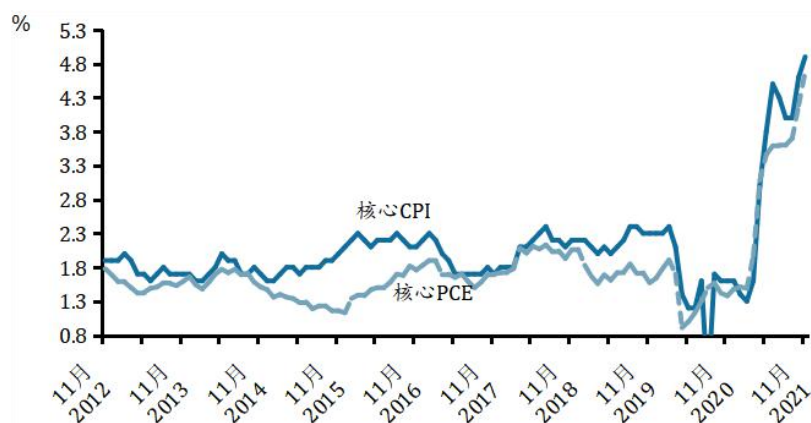
至 31.7%，但仍高于疫情前水平。

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。

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。

通胀再次加速上行，明年大概率见顶回落。

通胀再次加速上行，明年大概率见顶回落。2021年11月美国CPI同比上涨6.8%，再次加速上行。剔除波动较大的食品和能源价格，美国11月核心CPI同比上涨4.9%，为1991年最高水平。2022年美国通胀大概率将见顶回落。此外，今年的高基数效应也意味着只有基本面因素在明年持续发力，通胀才可能继续上行，而基本面因素在明年持续发力大概率将动能不足。

从CPI分项来看，交通运输项、住宅项和能源项是今年4月以来美国CPI上涨的主要贡献，11月美国交通运输项CPI同比上涨21.1%，住宅项同比上涨4.8%，能源项同比上涨33.3%。展望2022年，芯片约

金融市场风险值得警惕。

束有望缓解，二手车需求也将进一步回落，能源也可能开始供过于求，房价上涨放缓甚至回落将引领租金价格下行，综合来看，通胀将见顶回落。但通胀将回落至何种水平、以及持续多长时间，尚存在诸多不确定性。

美国长期国债收益率或将冲高后回落。2021年在经济复苏、通胀上行、宽松货币政策退出等多重因素的影响下，美国长期国债收益率呈现宽幅震荡格局，并形成了明显的阶段性特征。2021年1-3月，随着疫情缓和、纾困政策发力，美国经济加速修复，通胀预期上行，长期国债收益率快速走高，从1月初的不足1%上涨至3月底的1.7%左右。2021年4-7月，通胀预期趋于稳定，外加美国财政部削减TGA账户余额释放大量美元流动性，美国长期国债收益率开始下行至1.2%附近。2021年8-9月，通胀预期再次上行，美联储退出宽松货币政策预期升温，长期国债收益率震荡回升至1.5%左右。2021年10月以来，受疫情影响，叠加拜登3.5万亿美元的预算法案不断缩水，“类滞胀”担忧升温，长期国债收益率震荡下行。展望2022年美国通胀将见顶回落，长期国债收益率也可能随之回落。

美元指数或仍存上涨动能。2021年上半年，伴随欧盟疫苗接种进程加快和经济复苏预期强劲，欧元区经济基本面前景优于美国，美元指数冲高回落。6月以来，随着美国经济复苏快于欧元区，美联储Taper路径逐渐明晰，市场对于Taper前景的交易愈加广泛，美元指数获强劲上行动能。展望2022年1季度，美国经济基本面仍然强于其它主要发达经济体，美联储预期加息时点也相对更早，这将继续支持强势美元。

美股面临多重压力。第一，企业盈利增速放缓。摩根士丹利报告显示，2021年前三季度，标普500指数公司每股收益增长超67%，远远高于2001-2020年6%的平均水平。瑞银预计，2022年标普500企业盈利增速可能大幅放缓至10%。第二，随着美联储启动并加速Taper，以及加息预期时点前置，美元流动性将收紧。第三，美股估值存在回调压力。2021年11月美股标普500席勒市盈率进一步上升至39.19，

接近 2000 互联网泡沫危机之前的水平。展望 2022 年，美股将面临多重调整压力。

二、宏观政策分析

拜登政府推出基建法案，宽松货币政策转向。

拜登政府提出的新财政刺激计划，主要分为两个部分：一是 1.2 万亿美元的基建法案，已获参众两院通过；二是预计 1.75 万亿美元的“重建美好未来法案”，仍在两党的争论中。基建法案总支出规模约 1.2 万亿美元，其中 5500 亿美元是新增支出。该法案脱胎于原来的 2.3 万亿美元“美国就业计划”，与原计划相比，新的基建法案存在两个方面的变化，即投资金额缩减，投资领域收窄。新的基建法案主要涉及传统基建投资和较小规模的新能源汽车投资，具体支出结构为客运铁路（660 亿美元），道路和桥梁（1100 亿美元），机场、港口和航道（420 亿美元），清洁能源传输（650 亿美元），水网（550 亿美元），互联网（650 亿美元），电动车基础设施（125 亿美元）等。“重建美好未来法案”总支出规模预计约 1.75 万亿美元，主要由剥离传统基建后的“美国就业计划”和“美国家庭计划”合并而成，最初规模约 3.5 万亿美元，此后规模屡次缩减。“重建美好未来法案”，拟包括 5500 亿美元的气候和清洁能源投资，提供 4000 亿美元的儿童保育和通用学前班资助，以及扩展医疗保险、延长儿童税收抵免、建造和改善住房等。

新财政刺激计划对美国经济直接影响有限，对于促进美国就业更为显著。第一，基建法案的新增基建投资总规模约 5500 亿美元，预计占美国 2022 年 GDP 比重约 2.23%。根据美国国会预算办公室（CBO）的估计，基建法案将分 10 年支出，支出规模在 2026 年达到峰值，约占当年美国 GDP 比重的 0.25%。相对于美国经济总量而言，基建法案规模较小，对美国经济的直接拉动作用有限。第二，据估计，基建法案有望在未来十年为美国年均增加约 200 个工作岗位，帮助美国加速实现充分就业和提高劳动力参与率。

新财政刺激计划不会显著增加美国财政赤字。基建法案的资金来

源主要是重新分配未动用的紧急救济资金、有针对性的企业用户费用、加征加密货币税收以及两党的其它措施。据 CBO 估计，基建法案将在未来十年增加约 2560 亿美元的财政赤字，占这一时期预算赤字的 1.8%。“重建美好未来法案”的资金主要来源于向企业和富人加征税收。一方面，该方案将对利润超过 10 亿美元的大公司向股东报告的公司利润征收 15% 的最低税，并对公司股票回购征收 1% 的附加税。另一方面，该法案将对超过 1000 万美元年收入的富人加征 5% 的附加税，对年收入超过 2500 万美元的富人再加征 3% 的税收。以上两项征税提议预计将增加新税收收入近 2 万亿美元。

美联储在 12 月议息会议宣布加速 Taper，从 2022 年 1 月开始，每月减少资产购买的金额由 150 亿美元提高至 300 亿美元，并于 2022 年 3 月完成 Taper。其他货币政策基本不变，包括维持联邦基金利率（0-0.25%），维持准备金利率（0.15%）和隔夜逆回购利率（0.05%）不变等。近期，美联储公布的 12 月议息会议纪要显示，美联储可能在未来加息不久后即开始缩表，缩表的时点、速度与规模可能超预期。

2022 年加息几成定局，加息时点再次前置。首先，美联储内部分歧大大收敛，关于加息形成一致性预期。2021 年 9 月 FOMC 议息会议的点阵图显示，在 18 位美联储官员中，有 9 位官员预计 2022 年至少加息 1 次，表明美联储内部关于 2022 年是否加息存在巨大分歧。2021 年 12 月 FOMC 议息会议的点阵图显示，全部 18 位美联储官员皆认为 2022 年应该至少加息一次，表明美联储内部关于 2022 年是否加息已形成一致意见。其次，在 2021 年 9 月议息会议中，美联储首次加息时点最早在 2022 年底，在 2021 年 12 月议息会议中，美联储首次加息时点前移至 2022 年年中，而 CME FedWatch Tool 显示，市场预期美联储在 2022 年 5 月首次加息的概率达到 64.8%，加息时点前置。最后，2022 年具有投票权的美联储官员的货币政策立场整体更偏鹰派。在 2021 年具有投票权的货币政策委员中，持鹰派立场的人数为 2 人，持中性立场的人数为 4 人，持鸽派立场的人数为 5 人，鹰派占比显著较低。但是，在已确认的 2022 年具有投票权的委员中，货币政策持鹰派立场的

人数为 4 人，持中性立场的人数为 1 人，持鸽派立场的人数为 3 人。整体来看，美联储决策层鹰派占比显著上升。

美联储较大幅度调整经济预测。首先，美联储下调 2021 年经济预测，上调 2022 年经济预测。美联储下修 2021 年美国 GDP 增速至 5.5%（前值 5.9%），上修 2022 年美国 GDP 增速至 4%（前值 3.8%）。其次，美联储下调 2021-2022 年失业率。美联储下修 2021 年美国失业率至 4.3%（前值 4.8%），下修 2022 年美国失业率至 3.5%（前值 3.8%）。最后，美联储上调 2021-2023 年通胀率。美联储上修 2021 年美国 PCE 至 5.3%（前值 4.2%）、上修 2022 年美国 PCE 至 2.6%（前值 2.2%），上修 2023 年美国 PCE 至 2.3%（前值 2.2%）。

三、美国经济形势小结与展望

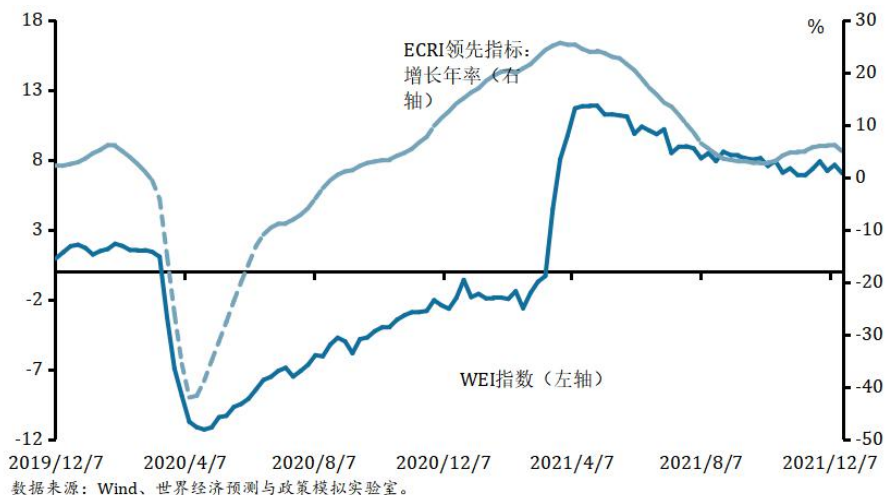
美国经济复苏提速。

美国 4 季度经济复苏再次提速。4 季度 PMI 呈扩张态势，个人收入和支出保持较快增长速度，个人实际收入增长陷入停滞，消费从商品向服务转向。房地产投资景气或已见顶，制造业库存升至高位。出口增速快于进口，贸易逆差有所收窄。失业率继续下降，新增非农持续不及预期，劳动力供给不足是主要障碍，就业市场不均衡复苏情况有所缓和。通胀再次加速上行，明年大概率见顶回落。美国长期国债收益率或将冲高后回落，美元指数仍具上涨动能，美股面临多重压力。拜登政府提出的新财政刺激计划，对美国经济直接影响有限，对于促进美国就业更为显著，不会显著增加美国财政赤字。美联储在 12 月议息会议宣布加速 Taper，2022 年加息几成定局，加息时点再次前置。美国亚特兰大联储 GDPNow model 于 12 月 23 日估计美国 4 季度 GDP 增速为 7.6%。美联储预测美国 2022 年 GDP 增速为 4%，世界银行预测美国 2022 年 GDP 增速为 4.2%，IMF 预测美国 2022 年 GDP 增速为 5.2%。

图表 7 展示了高频数据反映的美国经济运行状况，WEI 指数显示美国经济增速自 2020 年 4 月 25 日当周以来掉头向上，13 周移动平均

也在 2020 年 6 月 27 日以后扭转下跌趋势，ECRI 领先指标则更早体现了此趋势。2021 年 4 季度，WEI 企稳上行，表明美国经济复苏再次提速。ECRI 领先指标也先于 WEI 掉头上行，佐证美国 4 季度 GDP 重新加速上行。

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4季度欧元区经济活动再次放缓，12月欧元区综合PMI降至9个月以来的低点，其中服务业PMI受新一轮疫情扰乱程度最深，成为拖累综合PMI的主要动因。在奥密克戎变异病毒的影响下，欧元区消费者和投资者信心大幅下滑，家庭消费支出和固定资产投资均显示出放缓迹象。但欧元区就业市场整体表现依旧平稳，失业率继续温和下行。通胀方面，受能源价格飙升和供应链瓶颈的推动，欧元区通胀水平居高难下，屡创新高。面对通胀压力，欧洲央行在2021年底的议息会议上确认将按期退出PEPP购债计划，但同时重申了2022年不太可能加息的立场。整体而言，欧元区经济目前仍未偏离复苏轨道，尽管短期内复苏步伐有所放缓。随着新一轮疫情的消退和供应链瓶颈问题的缓解，欧元区经济有望自2022年中重拾增长动能。

一、经济运行态势

**PMI降至9个月来
低点。**

PMI降至9个月来低点。受疫情相关限制措施收紧以及供应链瓶颈的影响，4季度欧元区经济活动放缓，19国综合采购经理人指数(PMI)均值为54.3，较前一季度的58.5有所下滑，并于12月触及9个月以来的低点，从11月的55.4降至53.4，低于此前市场预期的54。

按行业来看，4季度欧元区制造业PMI季度均值为58.2，略低于前一季度的60.9。其中12月欧元区制造业PMI为58.0，虽低于11月的58.4，但高于市场预估的57.8。相比之下，欧元区服务业活动受疫情扰乱的程度更深，4季度欧元区服务业PMI季度均值为54.6，较前一个季度58.4出现大幅下滑；尤其是12月，在疫情反弹的冲击下，欧元区服务业PMI降至53.3，不仅低于11月的55.9，也显著低于预期的54.1，成为拖累该月综合PMI的最主要动因。

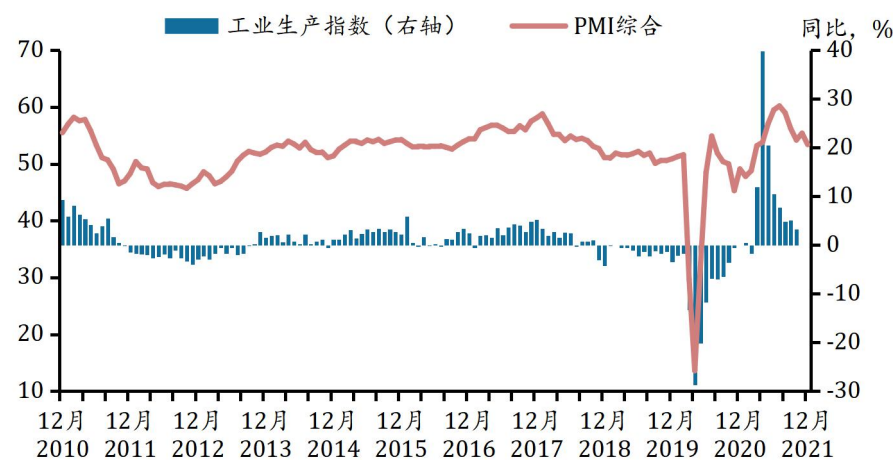
具体就欧元区主要国家而言，12月法国综合PMI从11月份的56.1小幅下降至55.6。由于法国没像欧洲其他地区那样严格限制私人聚会和公共活动，其服务业PMI相对表现较为平稳，仅小幅下降了0.3，由11月的57.4降至57.1，但制造业PMI表现却低于预期，由11月的55.9下滑至54.9，低于市场预期的55.5。

德国12月制造业PMI录得57.9，远好于预期值56.8、也略高于上

月水平 57.4。但受疫情限制措施的影响，当月服务业 PMI 录得 48.4，跌破 50 荣枯线、也远不及预期值 51 和 11 月的 52.7，最终导致 12 月德国综合 PMI 降至 50.0，低于前一个月的 52.2 和预期的 51.1。

工业产出方面，欧元区工业生产指数同比增长幅度放缓迹象明显，季调后欧元区 10 月工业生产指数为 102.6，同比增长 3.3%，增幅较前一个月的 5.1% 有所收窄。从环比来看，10 月欧元区工业产出表现虽不及预期但环比仍然增长了 1.1%，总体较为稳定。

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。

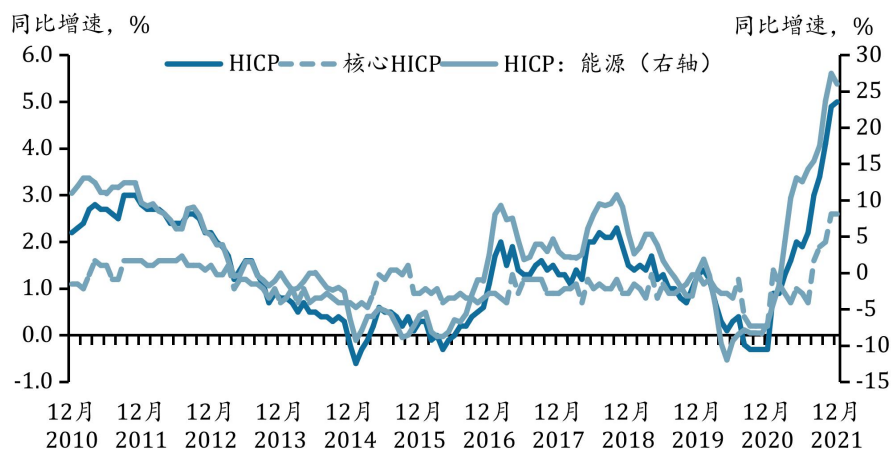
通胀水平居高不下。
下。

通胀水平居高不下。2021 年 12 月份欧元区消费者调和价格指数（Harmonised Indices of Consumer Prices, HICP）同比增长 5.0%，较前一个月的 4.9% 再度上升了 0.1 个百分点，创 25 年新高。

从分项来看，能源价格 12 月同比上涨 26.0%，是拉高欧元区通胀率的最大推手。食品、酒精和烟草价格同比增长 3.2%，非能源工业制品价格同比增长 2.9%，服务价格同比增长 2.4%。

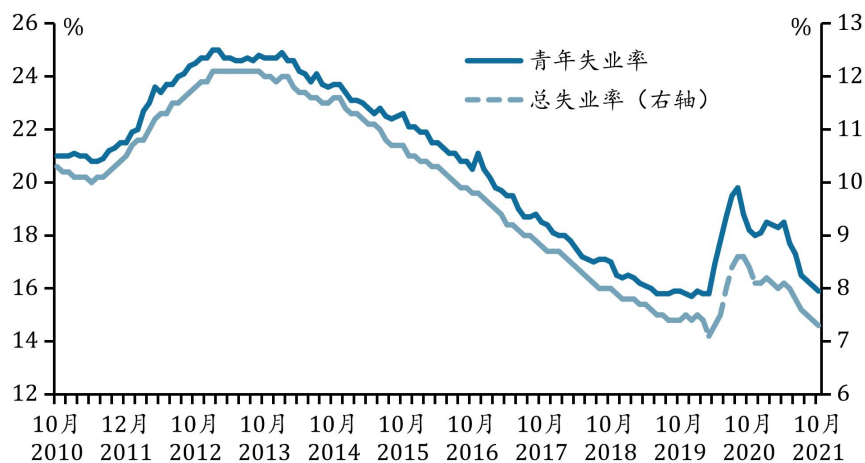
剔除了动性较大的能源和食品之后，12 月欧元区核心通货膨胀率为 2.6%，与上个月持平，较 10 月的 2.0% 上升了 0.6 个百分点。欧元区的核心通胀水平在基数效应、供应短缺等因素的共同作用下保持高位。

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。

失业率继续下行。2021年10月欧元区19国经季节性调整后的失业率为7.3%，在上一个月的基础上继续下降0.1个百分点。同时，根据欧盟统计局估计，10月欧元区失业人数约为1204.5万，相较上一个月减少了6.4万人，较2020年10月减少了156.4万人。

10月欧元区19国青年失业率为15.9%，较9月的16.1%下降了0.2个百分点。10月欧元区青年失业人数为236.7万，比前一个月减少了0.9万人，较2020年同期减少了16.5万人。

二、支出法 GDP 分解

消费者信心显著下行。

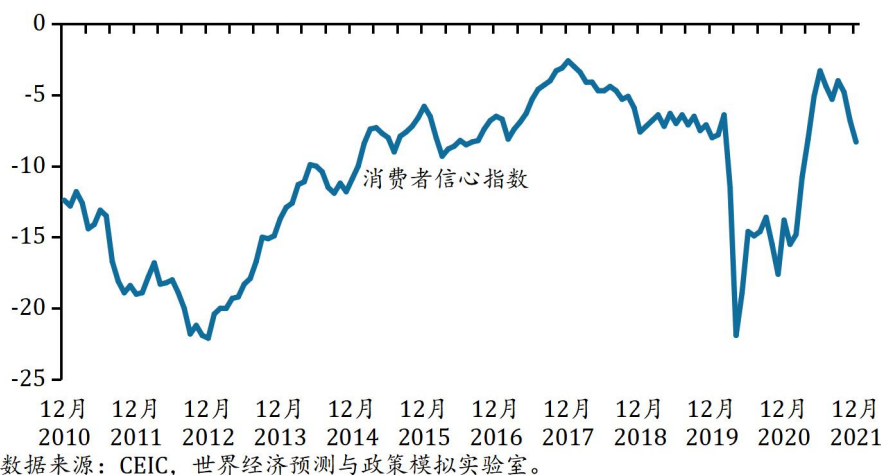
消费者信心显著下行。2021年第4季度欧元区消费者信心显著下行，由10月的-4.8逐月下跌至12月的-8.3，表明在疫情相关限制措施

重新收紧、通胀飙升削弱家庭购买力的双重作用下，短期内欧元区居民消费有可能出现大幅回落。

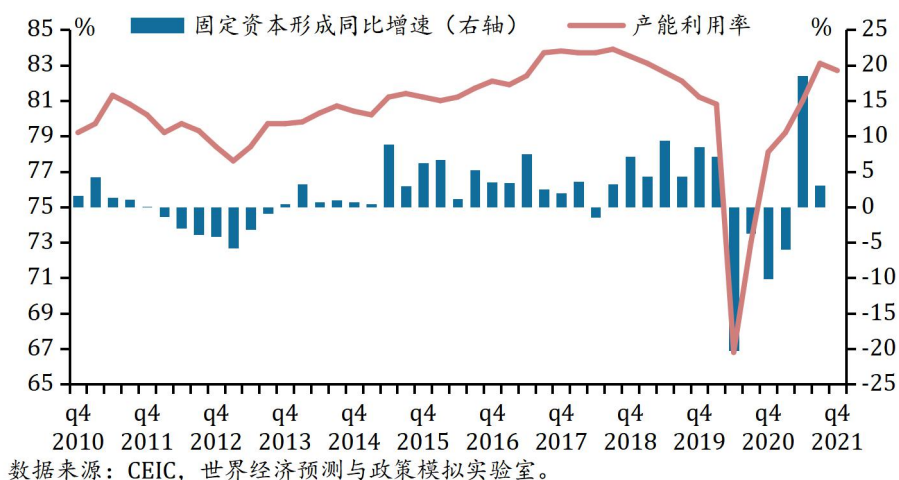
就主要成员国来看，2022年1月德国消费者信心先行指数连续第二个月环比下降、降至-6.8，较上月环比下降5.0。反映德国消费者信心的经济前景、收入预期和购买倾向三项指标均环比显著下降，降幅分别为13.9、6.0和8.9。法国Insee消费者信心指数则在11月保持在99，与上月持平，略低于9月的101。

零售销售方面，10月份欧元区的零售活动也显现出放缓迹象，经季调后的零售规模环比仅增长0.2%。其中，非食品类产品的零售额上升了0.4%，汽车燃油类产品零售额增长了1.3%，食品、饮料和烟草的零售额则下降了0.1%。

图表 11 消费者信心震荡



图表 12 企业投资小幅放缓

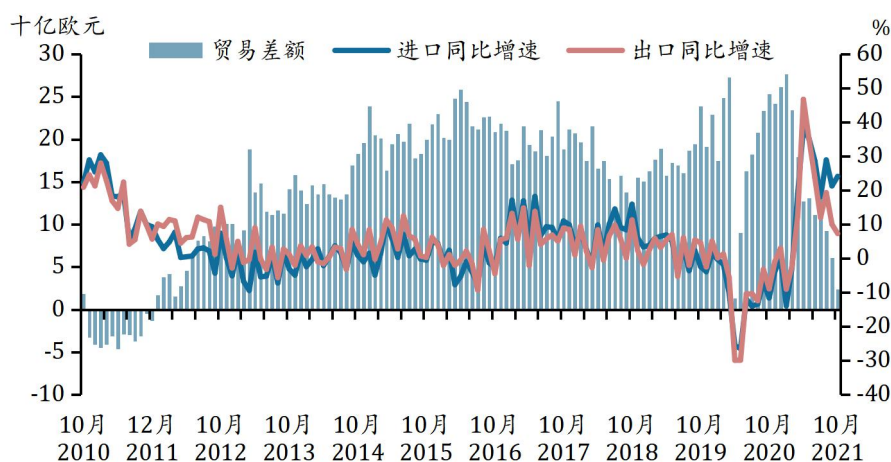


企业投资小幅放缓。

企业投资小幅放缓。成本上升所带来的利润侵蚀使欧元区企业投资在 2021 年下半年有放缓的趋势。2021 年第 3 季度欧元区固定资产投资同比增长 3.1%，经季调后固定资产投资环比下降 0.9%，对该季度实际 GDP 环比增长率贡献度为-0.2 个百分点。

与此同时，欧元区投资者信心在 12 月达到 4 月以来的最低水平，从 11 月的 18.3 跌至 12 月的 13.5，低于市场预期的 15.9，表明为控制第四波疫情而采取的限制举措也打压了投资者对经济前景的预期，短期内欧元区企业投资增速有可能进一步放缓。

图表 13 贸易顺差进一步缩窄



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

贸易顺差进一步收窄。

贸易顺差进一步收窄。2021 年 10 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 24 亿欧元，较前一个月的 61 亿欧元进一步收窄。其中，季节调整后欧元区 10 月的进口规模为 2041 亿欧元、环比增长 4.3%，出口规模为 2065 亿欧元、环比增长 2.4%。10 月欧元区内部的货物贸易经季节调整后规模为 1902 亿欧元，较前一个月 1853 亿欧元略有上升。

从欧盟层面来看，2021 年 1 至 10 月，美国是欧盟第一大出口地，出口规模为 3268 亿欧元，较 2020 年同期同比增长了 12.2%；英国位居第二；欧盟对其出口规模为 2322 亿欧元，较 2020 年同期增长 3.2%。进口方面，2021 年 1 至 10 月欧盟从中国进口规模最大，进口额为 3738 亿欧元，较 2020 年同期增加了 18.5%；其次是美国；欧盟 2021 年前 10 个月从美国进口规模为 1875 亿欧元，较 2020 年同期增长了 10.1%。

三、政策走势

欧央行确认明年结束 PEPP。

欧央行确认明年结束 PEPP。2021 年 12 月 16 日，欧洲央行公布货币政策会议决议，维持三大关键利率不变，同时宣布 2022 年 1 季度将放缓紧急抗疫购债计划（PEPP）购买速度，使该计划在 3 月份结束。

在常规资产购买计划方面，欧洲央行同时宣布，将在明年第 2 季度将其长期资产购买计划（APP）的月度购买速度提高一倍，至 400 亿欧元，然后在第 3 季度缩减至 300 亿欧元，在第 4 季度缩减至 200 亿欧元。

欧洲央行行长拉加德在新闻发布会上表示，通货膨胀在短期内将会上升，重申中期通胀将继续低于目标。在加息问题上，拉加德再次强调了自己的立场，表示欧洲央行不太可能在 2022 年加息。

欧盟启动财政规定改革。

欧盟启动财政规定改革。2021 年 10 月，欧盟委员会对《稳定与增长协定》启动了公开征询，这一财政框架规定了各个成员国的债务和赤字水平。欧盟在 2020 年 3 月份暂停执行该协定，给成员国响应疫情所引发的经济衰退留出空间。目前启动的修改财政规定的有关工作，希望能将新的例外情况考虑在内，以便成员国进行大规模的投融资，令经济变得更为绿色环保。12 月，法国总统埃马纽埃尔·马克龙（Emmanuel Macron）与意大利总理马里奥·德拉吉（Mario Draghi）在英国《金融时报》上联合撰文，批评欧盟在疫情前所实施的财政规则太过含糊、太过复杂，认为未来的财政规则不应限制政府在重要项目上的投资。

欧盟财政改革的讨论预计将于 2022 年上半年进入最为密集的阶段。法国将于 2022 年 1 月至 6 月担任欧盟理事会轮值主席国，相关官员希望在此期间能够完成谈判。

下行风险积聚，短期复苏放缓。

四、经济形势展望

下行风险积聚，短期复苏放缓。奥密克戎变种病毒的出现和新一轮新冠感染率上升使欧元区经济所面临的不确定性再度上升，疫情管控带来的社交限制扰乱了欧元区经济活动尤其是服务业活动的复苏进程。

与此同时，能源价格持续飙升以及供应链瓶颈问题导致欧元区通胀水平居高不下，并逐渐开始对区内居民消费、企业投资形成负面风险。不断累积的下行风险使得短期内欧元区经济复苏进一步放缓，实际 GDP 预期将于 2022 年一季度末恢复至疫情前水平，比市场原先预期的晚一个季度左右。

不过就目前而言，欧元区经济仍未偏离复苏轨道，就业市场亦在持续改善。随着供应链瓶颈问题在 2022 年下半年的逐步缓解以及疫情相关不确定性从高位消退，欧元区经济有望自 2022 年中重拾增长动能。缓步回归中性的财政政策和相对 2021 年更高的利率水平都不会削弱这一势头。预计 2022 年全年欧元区实际 GDP 同比增速在 4%~4.5% 区间内。

通胀方面，2022 年欧元区通胀水平总体仍将保持在高位，并在 2022 年末微微回落至 2% 左右。这一预期主要基于市场对能源价格表现的估计。由于能源价格在 2022 年整体还处于较高水平，而供应链问题也要持续到 2022 年下半年才能有所缓解，欧元区 2022 年的通胀较难有大幅度的下降，预计全年通胀同比增速约在 3.2% 左右。

日本：疫情显著缓解，财政政策再发力

2021年第4季度，日本新冠肺炎疫情得到明显缓解。12月24日，全日本当天新增确诊病例仅为300例。在疫情好转的条件下，日本经济在第4季度恢复相对较好。制造业PMI继续站在荣枯线之上，且11月数值创疫情后新高。10月服务业PMI在疫情后首次站上荣枯线，且11月服务业PMI为疫情后最高。日本消费依旧保持弱势，但同比跌幅有所收敛。海外机械订单同比增速依然较高，与此前不同的是日本私人部门的机械订单金额同比增速明显上升。货币政策方面，日本央行对中小企业的金融支持政策有所延长。金融市场方面，日本股市维持震荡格局，日元汇率则呈现出明显的下降趋势。岸田文雄上台后，极力推出了“克服新冠，开拓新时代的经济对策”计划，该计划总额为78.9兆日元，约占2020年日本GDP的14.7%，其中计划财政支出55.7兆日元。预计会对日本经济产生一定的刺激作用。

2021年第4季度，日本新冠疫情明显缓解，日本经济明显复苏，多项指标达到阶段甚至疫情爆发以来的最高值。

一、新冠疫情显著缓解，采购经理人指数为疫情后最好

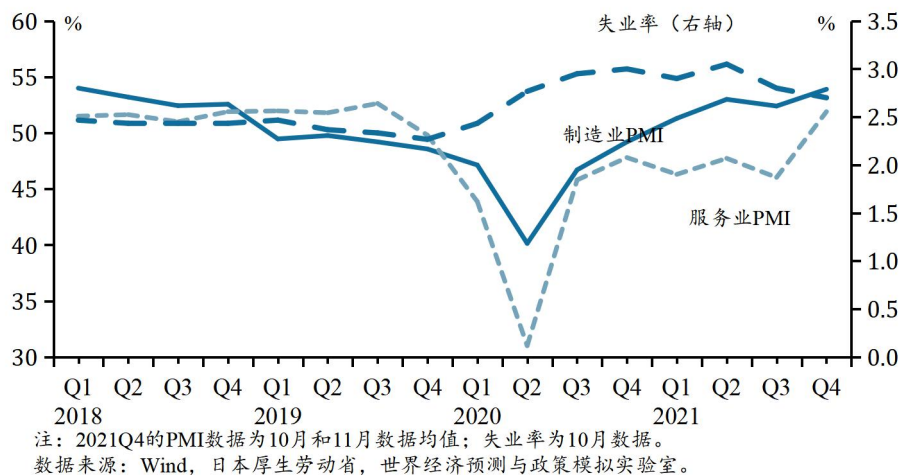
8月20日，全日本当天新增确诊病例为25868例/日，此后不断下降。12月24日，全日本新增病例已经降低到300例/日。且11月份以来（至12月24日），全日本每日新增病例均保持在300例以下，个别时间则仅为两位数。

关于日本疫情缓解的原因，至今没有定论。较为流行的观点包括以下。一是东京奥运会前后的“紧急事态宣言”，例如对居家自肃的要求，对举办大型活动的要求，对餐饮业的限制等，是疫情缓解的重要原因；二是接种疫苗进度提速，约80%居民完成了二次接种；三是居民自觉严格佩戴口罩。当然，目前也有对以上理由持怀疑态度者，例如认为新加坡的疫苗接种率也较高，但新冠疫情依然呈现出了爆发趋势。总之，目前对日本新冠肺炎疫情显著缓解尚无权威定论。

新冠肺炎疫情显著缓解的背景下，日本第4季度经济复苏明显。10月和11月的日本Markit制造业采购经理人指数分别为53.2和54.5，后者创下新冠肺炎疫情爆发以来的新高。Markit服务业采购经理人指数则分别为50.7和53.0，不仅连续两个月站上50.0荣枯线，且先后创下新

新冠肺炎疫情爆发后的新高。10月份日本就业情况继续改善。10月份日本失业率降至2.7%，第3季度均值则为2.8%。新增求人倍率（包括除应届毕业生意外的兼职）继续上升，10月份达到2.22，为2021年最高值。

图表 14 制造业和服务业 PMI 显著上升，就业情况改善



消费恢复依然较弱，但私人部门的机械订单金额同比大增。

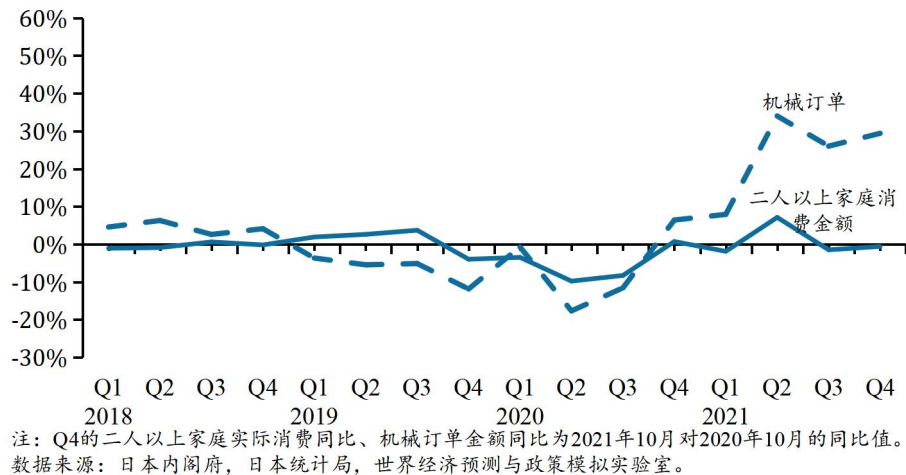
2021年10月二人以上家庭实际消费额同比减少0.6%。这是继第3季度之后，同比增速继续为负——但是跌幅已经明显收窄。新冠肺炎疫情依然是影响日本消费的重要因素。与疫情前的2019年同期相比，相关消费金额依然没有完全恢复。例如，食品类中的餐饮支出占到总消费金额减少35.7%，对消费的贡献率为-1.33个百分点，酒水消费金额较2年前同期减少92.2%，贡献率为-0.43个百分点。女性服装实际消费金额减少54.3%，贡献率为-0.09个百分点；铁路消费费用减少68.5%，贡献率-0.46个百分点；汽油消费金额减少22.7%，贡献率为-0.43个百分点，旅行团旅行消费减少85.3%，贡献率为-1个百分点。¹

机械订单方面，外部需求依旧是推动日本机械订单恢复的最重要动力；同时，国内“官公需”和“民需”反弹也十分明显。2021年10月，海外机械订单金额达到94114亿日元，2020年10月则为69549亿日元，同比增加41.8%。尽管同比增速较高，但这一增幅是2021年4月以来的次低同比增速，仅高于9月份的41.2%，预计未来将继续缓慢

¹ 资料来源：日本总务省统计局：“新型コロナウイルス感染症により消費行動に大きな影響が見られた主な品目など”，2021年12月7日。

回落。相对较好的信号是日本国内需求的明显恢复。10月份，日本国内“官公需”（政府部门和公共部门）机械订单同比增加22.4%，打破了8月和9月的低迷。不仅如此，民间部门（民需）的机械订单金额同比大增20.2%，这一增速为2021年1月以来的次高。机械订单恢复过程中经常存在的“官强民弱”现象，在10月份有所消除。

图表 15 消费同比跌势收窄，机械订单继续恢复



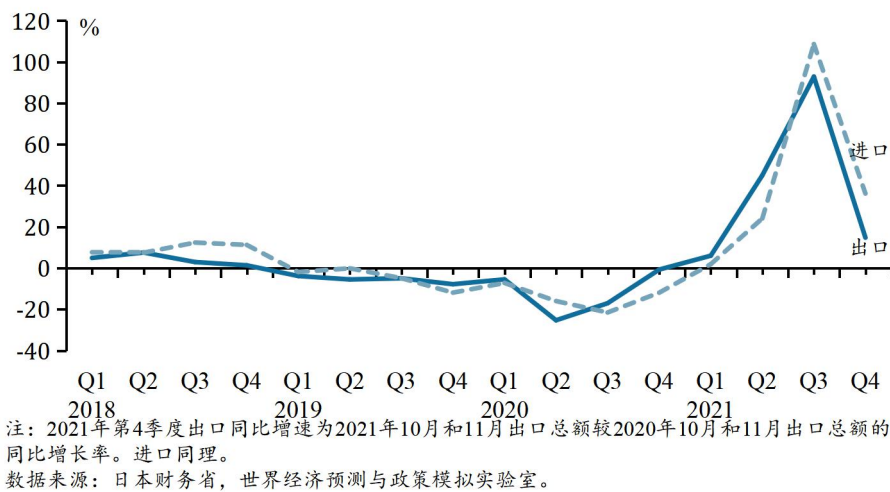
出口同比增速回落，进口同比走强，外贸连续逆差。

日本对外贸易继续恢复，出口同比增速显著回落，逆差继续延续。2021年10月和11月，日本出口额分别为71840亿日元和73671日元，同比增速分别为7.1%和9.4%。这一增速明显低于2021年3月以来的增速水平。也是时隔半年增速低至个位数。相较于出口，日本进口金额同比增速仍保持在相对较高水平。10月和11月日本进口金额分别为72579亿日元和83227亿日元。两个月总计的同比增速为36.1%。到11月，日本已经连续四个月贸易逆差。11月逆差金额为9556亿日元，该逆差（绝对）额是新冠疫情爆发以前的次新高。在出口金额没有明显减少的情况下，近几个月的连续贸易逆差，从一个侧面反映出日本国内需求的逐步好转，当然同时也是上游资源品价格持续高位所致。

11月数据显示，日本出口产品呈现数量普遍减少，总额逆势上升特征。第一，出口同比增长中价格同比上涨因素贡献较大。例如，钢铁数量（吨）同比增加18.5%，总额同比增加87.8%，贡献了20.5%出口增速中的2.9个百分点。半导体等制造装置出口金额同比增加44.7%，但数量（吨）同比增速则为13.5%，该项对出口增速贡献了1.5个百分

点。运输机械（包括汽车、卡车、摩托车、船舶等），对出口贡献了 1 个百分点增速。其中汽车出口同比增速为 4.1%，贡献了 0.7 个百分点。但同时也应注意，汽车出口数量（台）同比下跌 8.5%，其余项目如汽车零部件（计量单位为吨）、摩托车（计量单位为千台）、船舶（总吨）也都呈现出总额同比增加，量同比下降的情况。以上情况相反的是医药品、音响放映机，其中医药出口数量（吨）同比增加 28.7%，总额同比增速仅为 0.7%。

图表 16 2021 年第 4 季度日本对外贸易逆差继续持续



第 4 季度日本央行的金融政策小幅调整。实际操作方面增量不大。

二、金融政策有所调整

12 月日本银行的金融政策会议，对此前的金融政策做出系列调整。

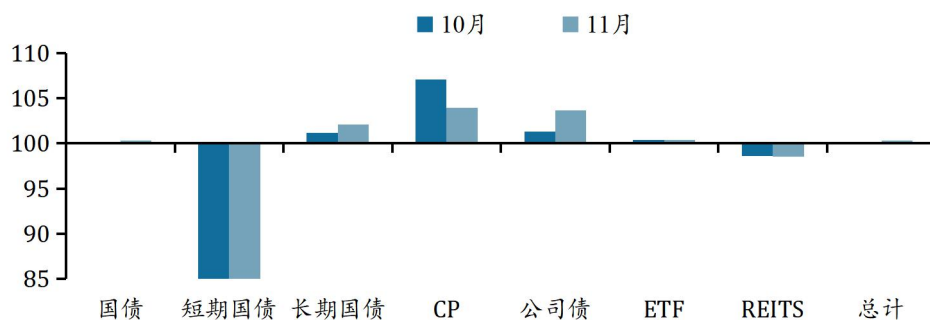
第一，更改新冠肺炎金融支持特别操作。对中小企业加大扶持力度，对中小企业的特殊融资政策延长半年，到 2022 年 10 月。对大企业 and 住宅贷款的支持，在 2022 年 3 月末如期结束。第二，对商业票据和公司债的购入计划，将在 2022 年 3 月末如期结束，之后会将保有数量逐步减少到疫前水平——也即商业票据约 2 兆日元，公司债约为 3 兆日元水平。

相较于第 3 季度，日本银行在第 4 季度的资产购买力度大体稳定。11 月底日本央行的国债保有量为 5294973 亿日元，较 9 月末增加了 14678 亿日元，但依然较上半年均值明显降低。其中，日本银行在短期国债上减持 32202 亿日元，长期国债增持 104878 亿日元，减持短期国

债，增持长期国债的行为继续延续。在商业票据和公司债方面，11月末日本央行保有31772亿（3.18兆）日元的商业票据；82281亿（8.23兆）日元的公司债。这两项数值较日本央行的减持目标存在一定差距。但需注意的是，日本央行对减持商业票据和公司债并未给出明确的日期。在股票指数基金和房地产基金的保有方面，日本央行兑现了此前的承诺，二者的保有金额几乎完全没有变化。其中股票指数基金保有额在10月和11月底同为363452亿日元；不动产投资基金保有额则分别为6548亿日元和6544亿日元。

从以上可以看出，在不发生金融风险的前提下，基本可以确定日本央行不会再继续增持股票指数基金和不动产基金。但是否减持、何时减持、何种速度减持，目前尚不明确。

图表 17 日本银行第 4 季度资产购买力度小幅增加，主要为购买长期国债所致



数据来源：日本银行，世界经济预测与政策模拟实验室。

注：9月末数值设为100。“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；2021年第4季数据为11月末数据。

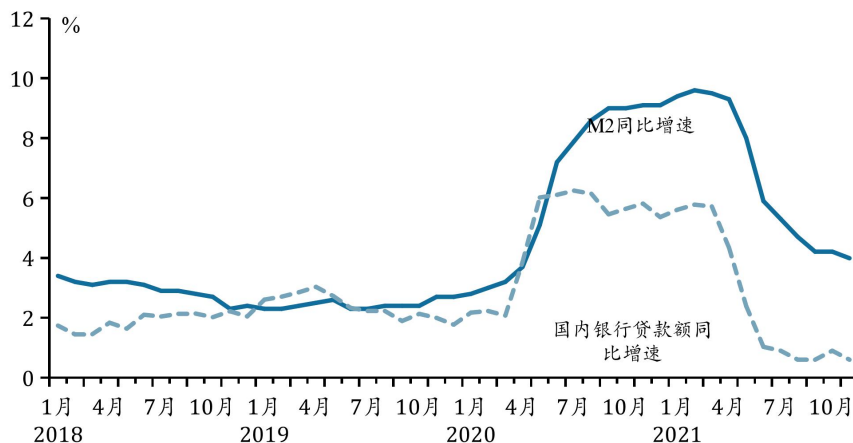
2021年10和11月，日本央行没有继续显著“宽货币”。11月，日本国内银行贷款总额为577.1兆日元，10月为577.9兆日元，第3季度末（9月末）则为577.1兆日元。尽管日本国内银行贷款总额同比仍在增加，但是环比增速已经基本稳定在0上下。

信贷扩张环比不明显。日本央行在“宽货币”方面没有明显收紧。

与此同时，10月和11月，日本广义货币供给M2分别为1170.6兆日元和1175.8兆日元，相较于9月份的1169.2兆日元，继续呈现出环比增加的态势。11月较9月增加0.56%，这一增速明显快于前述的信贷扩张速度。信用扩张放缓甚至停滞，而货币扩张依旧继续。这表明，日

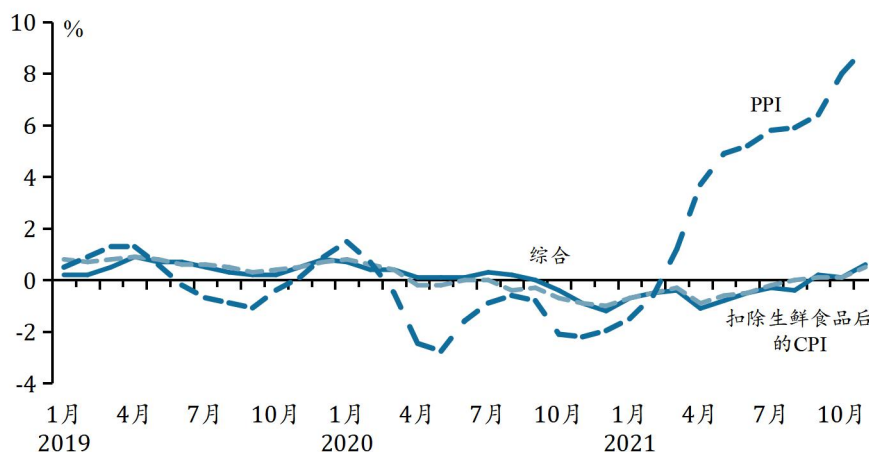
本当前依旧存在陷入流动性陷阱的特征。从同比角度看，M2 同比增速继续呈现回落态势，10 月和 11 月 M2 同比增速分别为 4.2% 和 4.0%。

图表 18 货币供应和贷款月同比增速继续下落



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 CPI 同比增速持续转正，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。

CPI 同比增速转正，PPI 同比增速继续创新高。

CPI 同比增速显著上升，PPI 续创疫后新高。日本 10 月和 11 月 CPI 同比增速分别为 0.1% 和 0.8%，连续三个月为正值，这与消费同比跌幅不断收窄也可相互印证。PPI 同比增速继续上升，10 月和 11 月分别为 8.0% 和 9.0%，连续创下疫情后的新高。CPI 项目中，生鲜食品价格同比上涨 3.1%，光热水道（家庭水电费、污水费等）价格同比上涨 9.2%，该项与全球能源价格上涨有关，教养娱乐价格同比上涨 4.3%。PPI 同比增速大增，依旧与全球能源价格高企有关。

日经 225 指数呈震荡格局，日元汇率贬值明显。

短期货币市场利率和 10 年期国债利率总体稳定。

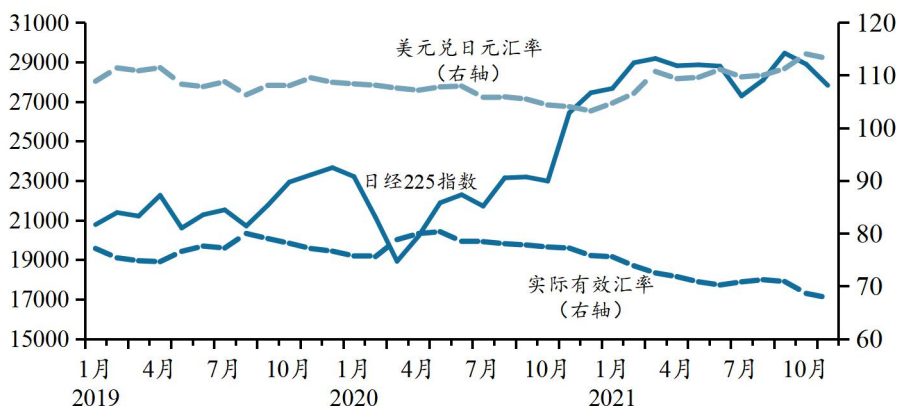
三、股市先抑后扬，汇率和利率总体稳定

日经 225 指数呈现震荡格局。日经 225 指数在 10 月 1 日开于 29241.5 点，之后延续跌势。在 10 月 6 日达到本季调整最低点 27293.62 点。此后开始反弹、震荡。12 月 28 日，日经 225 指数收于 29069.16 点，第 4 季度下跌 1.3%，整体呈现反复震荡局面。若以年线计，日经截止到 12 月 28 日，日经 225 指数在 2021 年上涨 5.92%。

第 4 季度日元兑美元汇率呈现出明显的贬值态势，这与上一期季报中对日-美汇率的预判方向一致。10 月 1 日到 12 月 28 日，日元兑美元汇率在第 4 季度下跌 3.11%。从有效汇率角度看，10 月和 11 月呈现出下降趋势。分别为 68.6 和 67.8。

短期货币市场利率和 10 年期国债利率总体稳定。2021 年 10 月末、11 月末无担保隔夜拆借利率分别为 -0.027% 和 -0.048%，较第 3 季度整体稳定。日本 10 年期国债收益率有所反弹，由 9 月末的 0.0358% 下降至 10 月末和 11 月末的 0.0473% 和 0.0506%。总体看来，利率市场比较稳定。

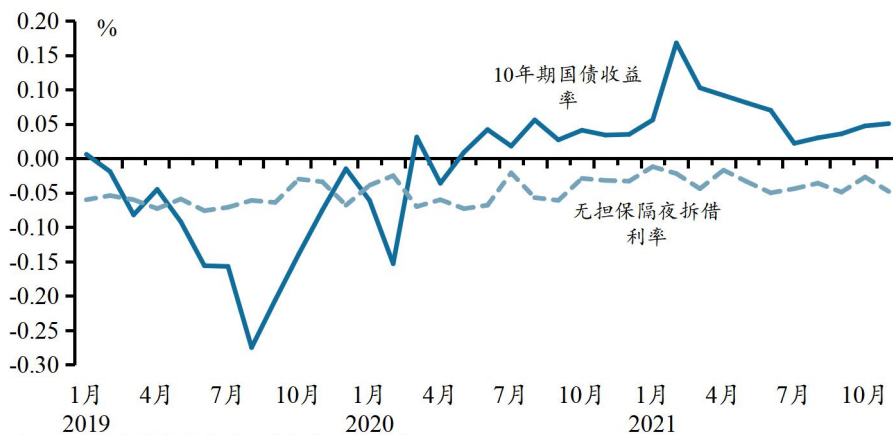
图表 20 股市先弱后强，日元对美元整体稳定



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 11 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。

图表 21 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。

图表 22 对策规模 (兆日元)

	一	二	三	四	总计	带动 GDP
财政支出	22.1	9.2	19.8	4.6	55.7	5.6%
事业规模	35.1	10.7	28.2	5.0	78.9	

注：2020 年日本 GDP 为 539.3 兆日元。事业规模指的是计划的整体规模，也即包括财政支出和非财政支出的总额。

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。

四、日本政府出台新一轮财政刺激

岸田文雄执政后，岸田政府在 11 月提出了“克服新冠，开拓新时代的综合经济对策”。²该对策包含四大部分，分别为“防止新冠肺炎疫情扩大”、“与疫情共生情况下的经济重启”、“开拓未来的新资本主义”和“防灾减灾国土强韧计划”。具体内容如下。其中，在“开拓未来的新资本主义部分中”又提到了三支柱，一是实现科技立国，二是建成数字化田园都市国家，三是保障经济安全。

第一，防止新冠肺炎疫情扩大。文件提到对企业进行援助。在“事业复活支援金”方面，营业收入同比减少 50% 以上的，对于法人企业事业规模（资本金）250 万日元以下的，个人企业资本金规模 50 万日元以下的，营业收入减少额全额补贴。30%~50% 减少者，法人企业规模在 250 万日元以下，个人事业 30 万日元以内的，全额补贴。也提到对生活领域进行援助。住民税非课税家庭，一户给予 10 万日元现金。对

² 日本内阁府：“コロナ克服・新時代開拓のための 総合経済対策”，2021 年 11 月。

于情况严峻的学生等，再拨给紧急给付金。紧急小额贷款援助等援助截止日期从 2022 年 3 月延长至 2022 年 12 月末。对于因疫情而受损的小学，政府给予助成金、支援金，政府储备米向儿童食堂等免费供应。对于育儿家庭，年收入在 960 万日元以下的，0 岁到高三之间的孩子，每人补贴 10 万日元。个人积分编号（マイナポイント）给予每人最多相当于 2 万日元的点数。

第二，“与疫情共生情况下的经济重启”未来，在风险降低的情况下，继续坚持 Go To Travel 倡议，要对相关行业进行唤醒。要对疫苗和检查包进行更加灵活的运用，放松对个人行动的限制。对于由于疫情导致的体育赛事、演出、展览会等中止或延期带来的损失，将给予支持，此外对于动画制作、宣传方面造成的损失，也给予费用支援。对于疫情造成的心理问题以及生活习惯的改变等，政府也将进行支援。对于因接种疫苗差异造成的人权问题，政府也将进行关注。加强新冠感染的应对，加强疫苗和治疗药的国内开发。一方面应对和预防输入病例。同时，也要在国内外疫情发展的基础上，灵活有效运用数据，根据接种发病率、管理措施有效性、国内外感染状况等，争取团体旅游一步一步开放，并实现商务往来正常化。

第三，“开拓未来的新资本主义”。提出成长和分配同等重要，不是二选一（か），而是同时（も）。

在成长战略方面，一是科学技术立国。面向科学技术和发明的投资强化，在数字化、绿色产业、人工智能、量子、生物、宇宙、海洋等学科领域进行投资，同时促进民间投资。例如提到，在数字化方面，加速开发 6G。绿色能源的投资，2035 年新车贩卖实现 100% 电动车。为确保车载蓄电池和半导体能在国内生产，需进行大量投资。零件供应链、服务站、修理点等也要构筑。加强二氧化碳和氢的合成燃料的开发。在主力电源最优使用的原则下，最大限度引入可再生能源，此外，太阳能和核能也是绿色能源战略的重要部分，送电网需要进一步优化。日本 60% 的碳排放与家庭部门相关。国民生活方式向脱碳化转向十分重要。对于住宅而言，对房屋隔热保温更新、木造住宅整修进行支持，可在住

宅贷款-减税方面予以支扩充延长。计划在 2023 年对相关税制进行改革。企业部门，对能源消耗性产业中的煤炭发电的燃料转换、钢铁企业设备的低碳化等方面进行支持。在绿色能源方面将加大绿色金融的支持。复活企业活力，支持作为创新抓手的 start up（新创公司）计划支持国内新创企业向世界市场迈进，促进新创企业与大企业之间的协调。二是，激发地方活性，实现与世界相联的“数字田园都市国家构想”。推广远程办公、无人机快递、自动配送、自动驾驶能。进行数字化转型，为更好服务于官民，以及提高业务效率，数字化厅将继续推进数据活用和电子化。例如在健康、医疗、看护、教育等准公共领域进行努力。具体而言，新申请个人积分编号者，给与相当 5000 日元的点数，网上登录利用健康保险证者，给与相当 7500 日元的点数，公金（例如包括慈善金）账户登录者，给与相当于 7500 日元的点数。加强地方活性化，积极进行投资，主要聚焦于农林牧渔和观光，农林水产的活性化，加强米的出口，扩大酒的销路，观光立国的复活，Go To Travel 政策再开，鼓励观光，为地域性铁路和公交提供支援。文化艺术立国和体育振兴，中小企业强化。中央向地方转移支付金额增加。三是，经济安全保障。在战略技术战略物资的划定、技术培育、防止技术流出等几方面继续推进。在半导体、防疫治疗制药方面需要进一步促进。对先进半导体的国际合作开发、生产工厂的国内设立等，予以基金支持。为保持当前的技术领先地位，在包括行业标准在内的知识产权战略领域方面进一步加强。

在分配战略方面，提高薪酬。提高最低工资。平滑跳槽、晋升，加强职业培养。劳动供给方改革，促进多样化劳动方式，多样化人才。强化公共部门分配机能。提高看护、介护、保育、幼儿教育工作者的收入，争取提高 3%（9000 日元）。对于个别地区承担特殊任务如新冠肺炎相关工作的医护人员，再给与 1%（月 4000 日元）的提高。2022 年 10 月再对该政策重新评估。大力支持儿童、育儿。家庭年收入 960 万日元以下的，0 岁到高二的孩子，每人给与 10 万日元，其中 5 万日元现金迅速支给，剩余 5 万日元在 2022 学年春季开学时以消费券形式支给。在育儿方面，保育条件建设，放学后儿童俱乐部建设，保育人才的确保等，

都将给与支持。为支持结婚、怀孕、生产，不孕不育治疗的保险，以及产后护理等都将更加合理地实施。

第四，防灾减灾国土强韧计划。在“防灾减灾国土强韧化 5 年加速化对策”的基础上，对自然灾害防治做进一步加强。为受灾地区提供各种补助金，加强对西南岛屿的防卫，例如导弹防卫能力等。

五、综合评述与展望

2021 年第 4 季度日本新冠疫情明显好转。在此背景之下，日本经济出现一定程度好转。

综合来看，日本第 4 季度经济恢复较好，其中疫情的显著缓解应是最重要因素。从直接结果看，“东京奥运会”没有给日本经济带来短期活力，反而是奥运会之后日本经济呈现出反弹态势。

新一届政府执政后，在财政方面进行了新一轮扩张，预计会给日本经济带来新的提振。但是考虑到日本银行在货币政策方面的逐渐收敛，财政刺激将有可能被部分抵消。

预计疫情发展状况依旧将会是影响日本经济中短期走势的重要因素。日本经济在 2022 年第一季度仍会保持相对较好的复苏势头。在全球经济周期中，日本将可能是继中国、美国、欧洲之后，最后一个达到景气高峰的重要经济体。

东盟韩国：越南股市繁荣可持续吗

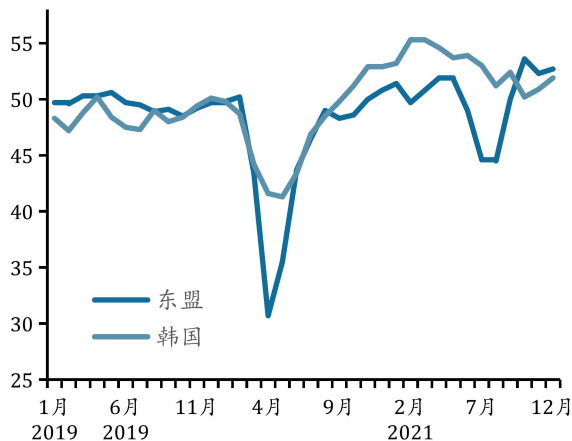
东盟经济体在 2021 年全年受到新冠疫情变异毒株较为严重的冲击，经济二次探底，在 2020 年预期的复苏并未如期实现，相反一些经济体的增长甚至不如 2020 年。韩国经济在 2021 年总体延续了复苏态势，尽管疫情也间歇性的对韩国经济产生影响。2022 年的情况将好于 2021 年。从经济增速的预期来看，多数国家经济增长将好于上年。新冠疫苗的广泛施打使得 2022 年本区经济体应对疫情冲击时的准备将更为充分，与疫情共存的策略更容易获得成功。从我们上一期的分析来看，由于主要东盟经济体的基本面较为稳健，美联储退出政策对区域的影响预计将小于其他新兴经济区域。本期我们进行了对越南股票市场的专项研究，作为 2021 年涨幅最大的股票市场之一，越南的股票市场引起了投资者的关注，我们认为越南股票市场在 2021 年的大幅上行呈现出“预期支撑、散户力推、压抑需求释放”的特征，这样的股票市场短期出现大幅震荡的可能性较高。但越南作为东亚模式的承接者，其地位在未来一段时间不会改变，在中美博弈的背景下甚至会加强，因此越南股市长期仍值得看多。

一、东盟和韩国 2021 年经济回顾与未来展望

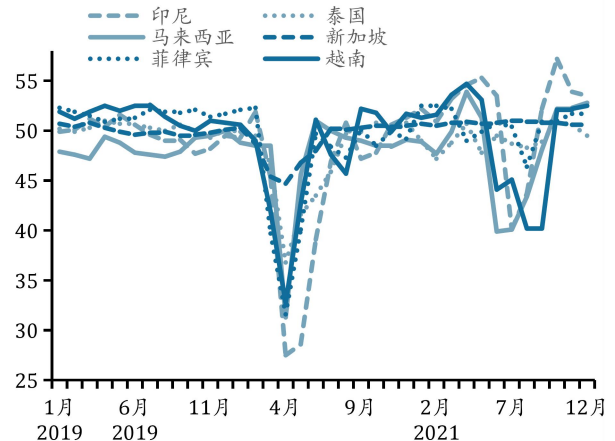
东盟主要经济体在 2021 年景气指标二次探底，韩国经济也受疫情间歇性影响。

东盟主要经济体在 2021 年景气指标二次探底，韩国经济也受疫情间歇性影响。东盟经济体在 2021 年全年受到新冠疫情变异毒株较为严重的冲击，从以制造业 PMI 反映的景气指标全年走势来看，2021 年的 PMI 走势同上年一样出现了一个较为明显的 V 型态势，显示东盟国家的景气程度受 Delta 变异毒株的冲击显著。从东盟主要六国的情况来看，除了新加坡的 PMI 保持在一个相对稳定的水平，其他五个经济体的景气程度都受到了较为显著的冲击。2021 年，2020 年的疫情模范生越南也未能避免 Delta 的冲击，马来西亚和泰国疫情状况显著恶化，印尼和菲律宾的疫情较上年没有显著好转。韩国经济在 2021 年总体延续了复苏态势，不过疫情也间歇性地对韩国经济产生影响，制造业 PMI 显示的景气程度有一定的下降。

图表 23 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室。



数据来源：CEIC, Markit, 世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 24 东盟六国和韩国的经济增速

	2019	2020	2021	2022	2020-2021 缺口
印度尼西亚	5.02	-2.07	3.20	5.94	-4.45
马来西亚	4.44	-5.65	3.50	6.00	-5.51
菲律宾	6.12	-9.57	3.22	6.30	-9.29
新加坡	1.35	-5.39	7.20	3.22	-0.44
泰国	2.27	-6.10	0.96	4.46	-4.84
越南	7.15	2.95	2.58	6.63	-4.39
韩国	2.24	-0.85	4.28	3.30	-0.53

数据来源：IMF WEO，2021 年 10 月，越南和新加坡的 2021 年数据依据实际公布数据更新。

受疫情冲击影响，
2021 年本区经济
复苏进度不佳，
2022 年经济有望
重回正轨。

受疫情冲击影响，2021 年本区经济复苏进度不佳，但 2022 年经济有望重回正轨。东盟经济体在 2021 年全年受到新冠疫情变异毒株较为严重的冲击，经济二次探底，在 2020 年低基期的情形下，2021 年的复苏仍然较为乏力。如果将 2020 年和 2021 年两年平均复合增速与 2019 年的增速之差作为复苏缺口，则东盟六国中，只有新加坡的缺口已经基本弥补，2021 年新加坡取得了 7.2% 的全年经济增速，是东盟六国中率先复苏的国家。其余国家仍然面临着较大的缺口，其中越南和印尼的增速缺口在 4 个百分点左右，马来西亚和泰国在 5 个百分点左右，菲律宾更是高达 9 个百分点。韩国经济在 2021 年总体延续了复苏态势，尽管疫情也间歇性地对韩国经济产生影响，韩国的增长缺口也基本封闭。展望 2022 年，预计本区的经济增长情况将好于 2021 年。从经济增速的预期来看，多数国家经济增长将好于上年。新冠疫苗的广泛施打将使得

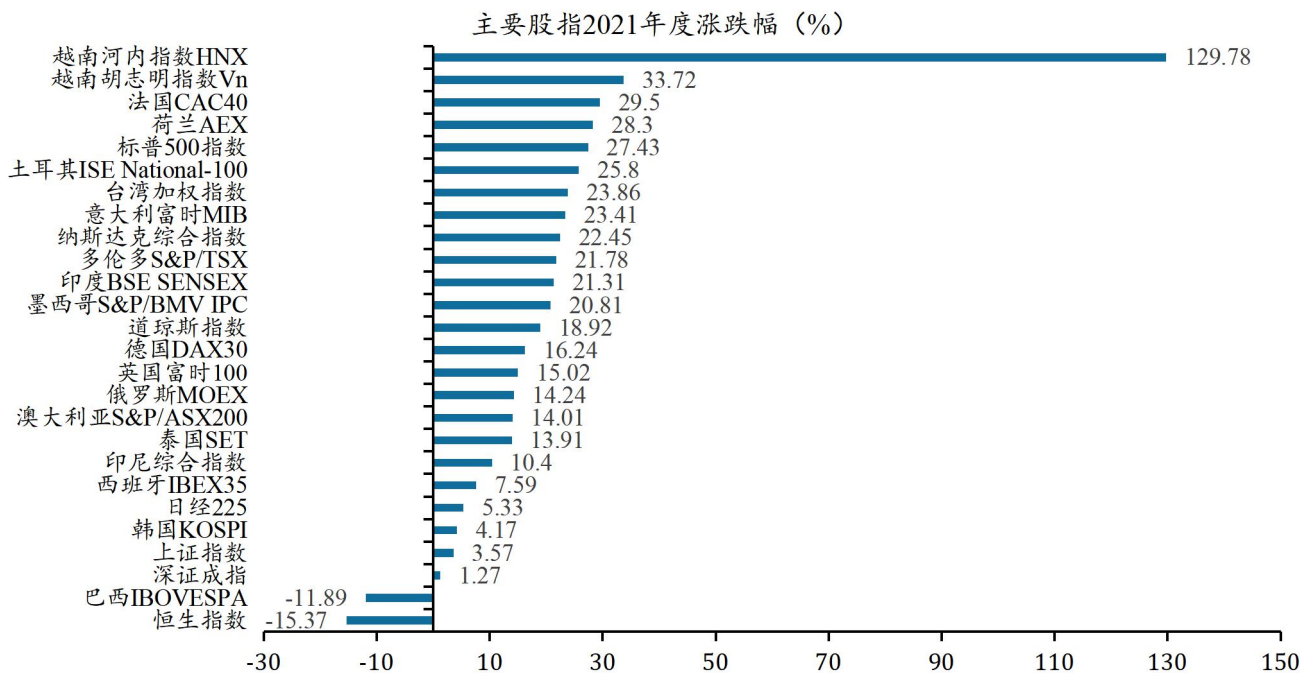
2022 年本区经济体应对疫情冲击时的准备更为充分，与疫情共存的策略更容易获得成功。

二、越南股票市场在 2021 年逆市上升

2021 年，越南股票市场出现了较大上行态势。

2021 年，越南股票市场出现了较大上行态势。越南两大股市指标越南胡志明指数和越南河内指数分别对应越南主板和创业板市场的股票情况。2021 年胡志明指数和河内指数两大指数均创新高，涨幅位居全球前列。下图展示了胡志明指数和河内指数两大指数同全球主要股票市场指数在 2021 年的涨幅比较。胡志明指数于 2021 年 11 月成功突破 1500 点，创越南股市历史新高，全年涨幅达 33.72%；河内指数 2021 年全年涨幅高达 129.78%，其 2021 年涨幅在全球主要股指中排名第一。

图表 25 2021 年越南两大指数涨幅位居全球前列



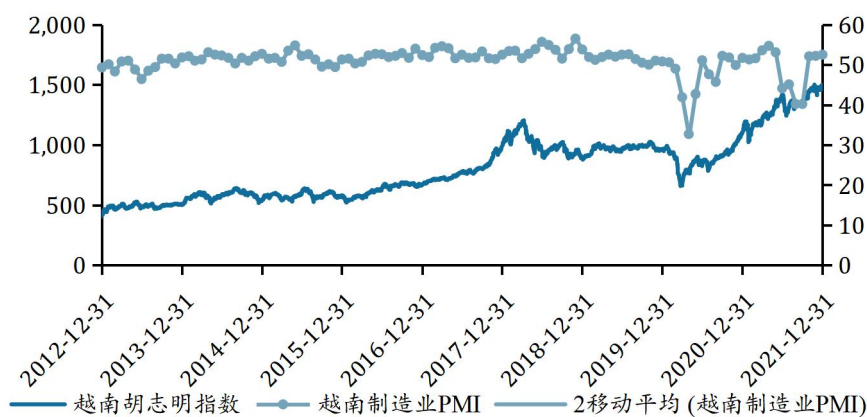
数据说明：越南两大股指数据来自 CEIC；其余股指数据来自 INVESTING.COM，转引自雪球。

然而，越南股市的繁荣却并非由短期经济景气带来，相较而言，2021 年越南的经济增速处于三十年低点。与越南股市在全球股市中大放异彩形成鲜明对比的是，2021 年新冠变种病毒冲击对越南经济的影响十分显著。越南经济在第 3 季度陷入谷底，同比负增长-6.02%，全年

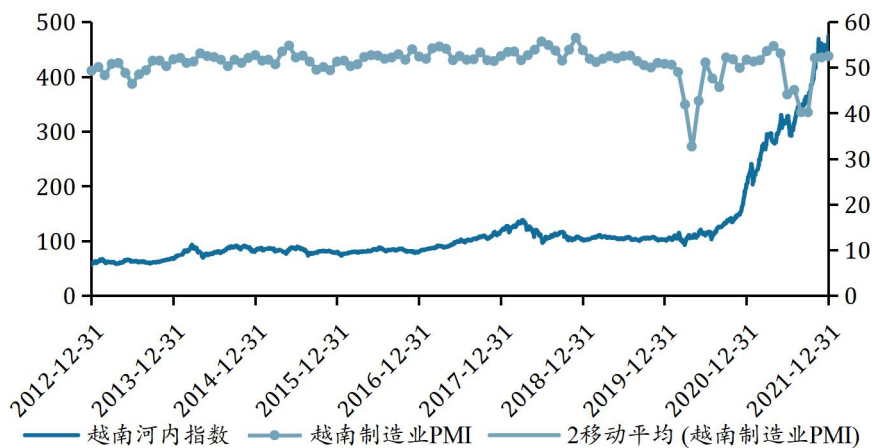
然而，越南股市的繁荣却并非由经济景气带来，相较而言，2021年越南的经济增速处于三十年低点。

同比增速预计为 2.58%，比 2020 年疫情爆发之年还要低，这一增速也成为越南近 30 年来经济增速的最低点。事实上，越南经济在 2020 年受到疫情冲击的影响相对有限，仅有零星散发病例。但是 2021 年受新冠疫情变异毒株的影响，经济景气程度在第 2-3 季度出现疫情以来的二次探底，生产和出口均受到严重影响。然而，就是在这样的情况下，越南股市却逆市而升(见下图)，成为 2021 年全球表现最好的股票市场之一。其原因和可持续性都值得进一步分析。

图表 26 越南股票指数走势和经济景气指数在 2021 年出现背离



数据来源：CEIC，世界经济预测与模拟实验室。



数据来源：CEIC，世界经济预测与模拟实验室。

三、越南股市上行的原因

第一，疫情冲击未对越南经济长期向好的预期造成实质扭转。疫情冲击之下，越南的经济基本面受到削弱，但投资者对于越南经济前景

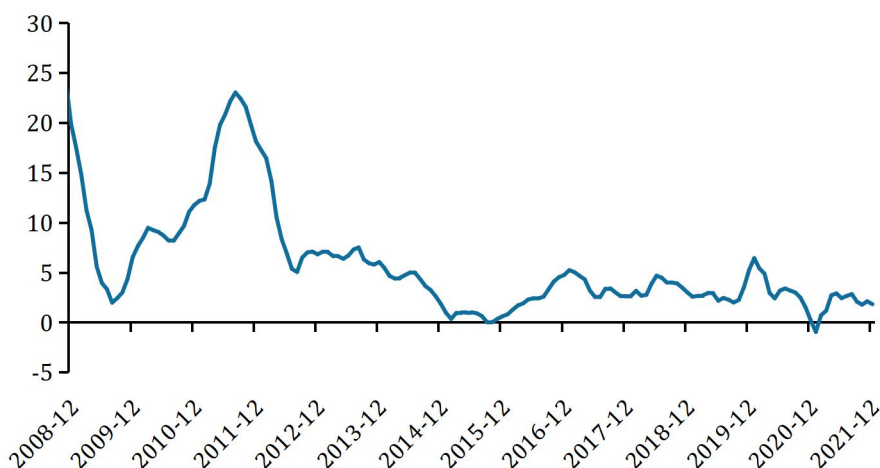
疫情冲击未对越南经济长期向好的预期造成实质扭转。

的乐观预期并未发生根本扭转，这主要体现在越南的人口年龄结构优势、承接东亚价值链转移的重要节点以及更为根本的——对东亚模式、中国模式的复制和改良。对于在越南市场上进行交易的国内外投资者来说，上述优势是交易的底层逻辑。同时，在短期经济指标方面，越南的通货膨胀水平较温和，越南 10 月、11 月和 12 月 CPI 同比增幅分别为 1.77%、2.10%和 1.81%，通货膨胀水平较温和，汇率和利率保持基本稳定，盯住美元的越南盾甚至在 10-11 月出现了一定程度的升值（见下图），体现出当局对于宏观经济的调控能力在加强。2021 年，越南政府基本没有出台大规模的货币或财政刺激计划，这也使得越南股市与宽松政策的关联并不直接。

股票市场基础设施的完善进一步提高了市场流动性，推动交易需求释放。

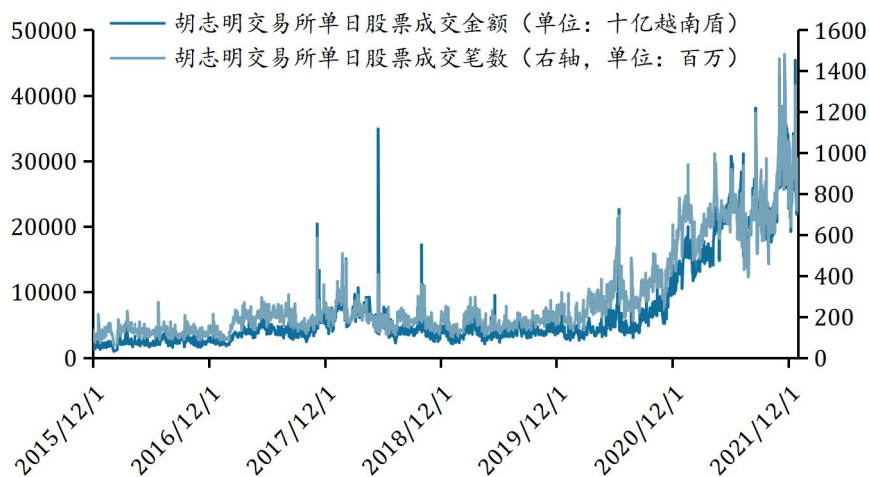
第二，股票市场基础设施的完善进一步提高了市场流动性，推动交易需求释放。随着大量资金的不断涌入，胡志明交易所订单的交易自 2020 年底开始陷入拥堵状态，为此越南 FPT 公司与 Sovico 集团合作推出了全新交易系统，并于 2021 年 7 月正式上线运行。新交易系统的推出满足了投资者迫切的交易需求，也使得此前难以满足的需求得以进一步释放。胡志明交易所单日股票成交金额与成交笔数呈现稳步上升趋势：2021 年胡志明交易所股市的单日成交金额平均为 215930 亿越南盾/交易日，最高达到 453714 亿越南盾/交易日；单日成交笔数平均为 7.4 亿次，最高接近 15 亿次。和之前五年相比，2021 年越南股票市场的流动性出现了显著上升，越南股市也成为东南亚最具流动性的市场。从更长期的基础设施建设来看，越南也对证券市场的安排设置了路线图，到 2025 年 6 月末，胡志明证券交易所将主要承担股票市场上市和交易角色，河内交易所则将负责债券和衍生品市场交易，两家交易所合并为越南证券交易所（VNX），在此期间，两个交易所现有股债将完成转换。

图表 27 越南通胀 (CPI) 水平较温和



数据来源：CEIC，世界经济预测与模拟实验室。

图表 28 越南股票市场的流动性大幅上升

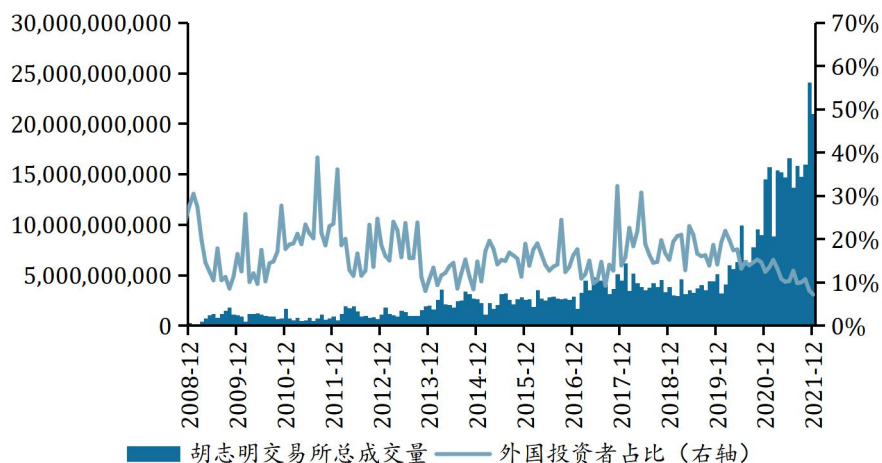


数据来源：CEIC，世界经济预测与模拟实验室。

越南股市“内循环”特征愈发明显，国内投资者推动股票指数上行。

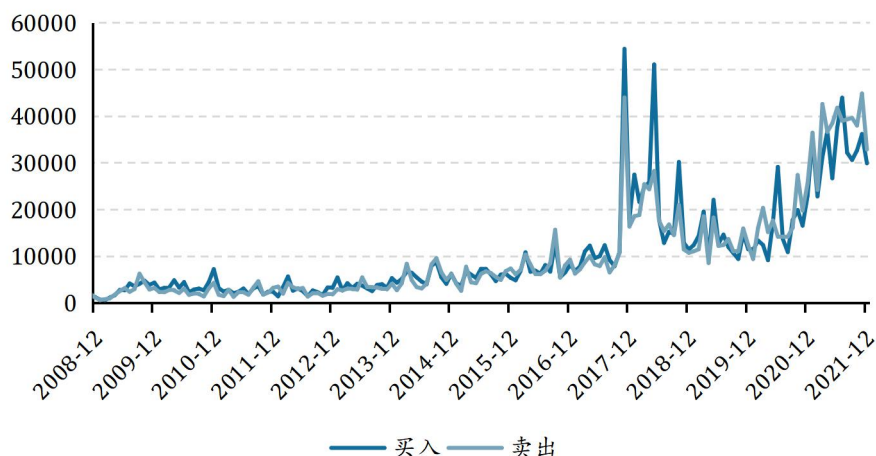
第三，越南股市“内循环”特征愈发明显，国内投资者推动股票指数上行。从胡志明交易所的交易总量看，2021年全年越南股市成交量达 191,687,288,645 次，较去年同期增长 116.29%；从结构看，2021年股市交易以国内投资者为主，外国投资者交易量呈下降趋势，其交易占比已从年初 2 月的 15.15% 下降至 12 月的 7.15%（见下图）。散户投资者是国内增资的主力，上市公司和券商在 2021 年的增资行为也较为活跃。由此可见，外国投资者并非助推越南股市上涨的主力。更进一步的，与国内投资者的大规模现金流入相反，外国投资者总体卖出越南股票，抛售规模创历史新高，全年净卖出总额接近 580517 亿越盾，较去年 157409 亿越盾的净卖出总额同比增长 269%。

图表 29 总成交量及外国投资者占比情况



资料来源：CEIC，世界经济预测与模拟实验室。

图表 30 外国投资者月度买入与卖出金额（单位：十亿越南盾）



资料来源：CEIC，世界经济预测与模拟实验室。

四、越南股票市场展望

目前越南股市“超涨”的特征较为明显，从而使其在短期内震荡、盘整的风险上升。

由此可见，越南股票市场在 2021 年的大幅上行呈现出“预期支撑、散户力推、压抑需求释放”的特征，这样的股票市场出现大幅震荡的可能性是较高的。

目前越南股市“超涨”的特征较为明显，从而使其在短期内震荡、盘整的风险上升。在经济受疫情冲击尚未恢复的情况下，投资者已经将经济动能恢复、政府宽松政策出台等积极预期反映至股票市场价格中。这一方面将使得 2022 年股票市场上行动力不足，另一方面也会使得预

期未实现时的下调幅度大增。疫情在越南仍未得到较好的控制，到 2022 年 1 月初，单日新增仍在 1.5 万例左右。如果 Omicron 及其他潜在变种病毒在 2022 年持续抑制越南的经济增长，则投资者对于股票市场的信心也可能会削弱乃至出现逆转，考虑到越南股票市场散户为主的特征，其产生的“羊群效应”也将较大。

从外部环境风险来看，外资调整已经在发生，但风险仍然存在。

从外部环境风险来看，外资调整已经在发生，但风险仍然存在。从越南股票市场的投资者构成来看，2021 年外国投资者已经呈现撤出状态。而在一般情形下，如果新兴市场股市由于资本外逃而震荡，则前期外资的流入也将较多。在上一轮美联储退出量化宽松时期，外资在越南股市中占比近四成，后续的撤出是相当可观的。而从当前越南股市外资占比的情况来看，其占比已从 2020 年的 15% 下降至 2021 年的 7%。从这个视角来说，越南股市面临的风险较小。但是，如果美联储明年紧缩幅度过大，引发美股大规模调整，传染至全球金融市场，则越南股票市场由于前期涨幅过大，面临的回调压力也将是巨大的。

事实上，从越南股市在 2022 年开年的情况来看，股市的调整已经在发生。

事实上，从越南股市在 2022 年开年的情况来看，股市的调整已经在发生。2022 年开年的第二周，越南股市从 1 月 10 日下午开始大幅下跌，Vn 当日收盘跌 24.77 点至 1503.71 点，除了航空股外，各行业股票出现了普跌，1 月 11 日，越南股指跌破 1500 点大关至 1492.31，空头情绪明显占据上风。

越南股市短期面临大幅调整的可能，但长期仍值得看多。

越南股市短期面临大幅调整的可能，但长期仍值得看多。从基本面的情况来看，越南作为东亚模式的承接者，其地位在未来一段时间不会改变，这在本质上决定了越南股市的向上趋势。在疫情之前，越南在东南亚地区价值链上的地位就有所加强。从 2020 年的数据来看，东盟十个国家对美国出口的前十大顺差产品中，越南占有六席（见下表）。事实上，在中美博弈的背景下，越南作为区域价值链上中美博弈的中间和缓冲地带的地位还有可能加速上升。越南深度参与全球化，对于自身通货膨胀的控制有好处，价格水平稳定又将对货币价值和资产价值的稳定起到基础作用。

图表 31 东盟十国出口美国的前十大顺差产品（二位码）

		国家	2020 年顺差规模(千美元)
75	办公用机器及自动数据处理设备	越南	4,265,064.58
54	医药品	新加坡	4,345,510.44
76	电信、录音及重放装置和设备	泰国	4,409,845.16
85	鞋类	越南	6,294,103.70
75	办公用机器及自动数据处理设备	泰国	6,960,741.15
77	未另列明的电力机械、装置和器械及其电器零件	越南	7,720,445.59
82	家具及其零件；床上用品、床垫、床垫支架、软垫及类似填制的家具	越南	9,650,902.27
84	各种服装和服饰用品	越南	13,192,480.47
77	未另列明的电力机械、装置和器械及其电器零件	马来西亚	16,859,317.04
		亚	
76	电信、录音及重放装置和设备	越南	17,378,724.76

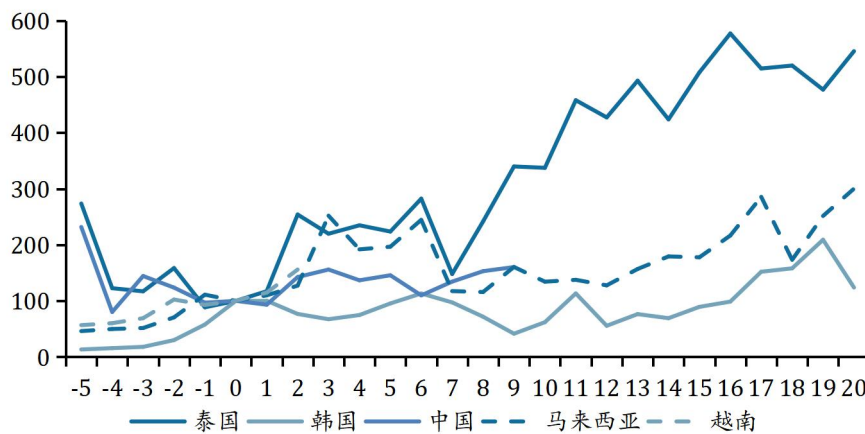
数据来源：USITC，作者整理

和区域内相似经济体的历史情况做一类比，越南股市的未来潜力和挑战并存。

和区域内相似经济体的历史情况做一类比，越南股市的未来潜力和挑战并存。以人均 GDP 的情况来看，越南是在 2019 年突破了 10000 国际美元（IMF 口径，2017 年定基），下图考察了泰国、马来西亚、韩国和中国历史上突破 10000 国际美元时前五年和后二十年（取决于数据的可得性）股票市场的走势，为越南股市后期走势提供参考。由于该图为定基指数，因而比较的是各国股票市场的涨幅。各国人均 GDP 超过 10000 不变价国际美元的时间分别为：泰国 2001 年、韩国 1988 年、中国 2012 年、马来西亚 1990 年，大体上可以认为，人均 GDP 超过 10000 不变价国际美元的时间点是这些经济体制造业向服务业转移的时间点，在这个过程中，金融市场的深度提升，国内投资者对于股票市场的参与意愿提高。从东南亚地区发展模式相仿的泰国和马来西亚的情况来看，其股票市场在人均 GDP 突破 10000 时均呈现出急涨 2-3 年随后高位盘整的情况，在 5 年之后会有一轮下挫，随后再度上升和调整。以越南的情况进行类比，当下越南的股票市场走势与马来西亚的走势在前期较为吻合，这意味着，参考马来西亚的情况，越南股市仍有与当前规模相近的一波涨幅将在未来 1-2 年发生。如果比照中国的情况，越南目前的股市已经达到了中国经济在 2012 年转型后的涨幅高点，即将进入盘整期，

考虑到中国股市的盘整出现在 2015 年，联储加息预期的因素和当前较为类似，越南出现类似于中国那样的调整也是可能的。越南的情况和韩国并不太一样，韩国股市在人均 GDP 超过 10000 不变价国际美元就开始下行，10 年之内并未回到期初点位。从一个更长周期的情况来看，以韩国、泰国和马来西亚的情况来看，10 年之后的股票市场还有一个较大程度的趋势性上涨。当然，上述特征的共性部分可作为预判越南股市中长期走势的一个参考，各国因面临的外部环境和自身发展情况的差异，在实际股票走势方面仍有巨大差异。

图表 32 主要东亚国家人均 GDP 达 10000 国际美元后股市走势



数据说明：t=0 为该国人均 GDP（购买力平价 2017 国际美元）超过 10000 国际美元的年份，当年该国主板的股票指数标准化为 100，以当年为定基，根据各年股票涨幅推算其他年度的股票指数。这五个国家 t=0 时对应的年份分别为：越南 2019 年、泰国 2001 年、韩国 1988 年、中国 2012 年、马来西亚 1990 年。人均 GDP 数据来源为 2021 年 10 月 IMF WEO 数据库，股票市场指数数据来源为 CEIC。

金砖国家：经济恢复压力依然很大

2021年4季度，金砖国家经济虽会继续保持增长态势，但增速将普遍出现回落。各国经济信心依然不足，经济前景不确定性增加。除印度外，俄罗斯、巴西、南非消费信心不断下降，巴西和南非制造业PMI也跌至景气区间以下。金砖国家政策空间普遍收窄。通货膨胀压力不断加大使得俄罗斯和巴西不得不多次实施加息进行应对，南非也在2021年11月开启加息进程。金砖国家对外出口继续保持增长态势，但受全球经济增长不确定性影响，对外贸易增速有所下降，与此同时，部分国家出口增速明显小于进口增速，贸易逆差存在扩大趋势。

一、金砖国家经济形势

2021年4季度俄罗斯经济继续保持增长，但增速将有所回落。

2021年4季度俄罗斯经济继续保持增长，但增速将有所回落。2021年3季度俄罗斯经济同比增长4.3%，增速相比上一季度有所放缓，前三季度经济同比增长4.6%。4季度俄罗斯经济预计会继续增长，但受消费拖累，预计经济增速会进一步放缓。10月俄罗斯零售总额同比增长4.1%，相比上一季度增速有所回落。2021年4季度俄罗斯消费者信心指数相比3季度下降4个百分点，连续两个季度处于下跌趋势。消费者信心下降和零售销售放缓表明家庭消费降温。在采掘业产出增长的推动下，俄罗斯工业生产同比增速继续保持快速增长，10月同比增速为7.4%，11月放缓至7.0%，但总体快于3季度。2021年4季度俄罗斯制造业PMI重新恢复至景气区间，10月至12月分别为51.6、51.7和51.6。服务业PMI在2021年12月有所改善，但仍在景气区间之下。在外部需求向好以及石油价格上涨的情况下，俄罗斯出口继续保持高幅增长，10月出口同比增长仍高达62.8%，进口虽然继续保持增长，但自2021年5月开始，同比增速一直处于下降趋势，2021年10月降至22.5%。这使得俄罗斯的贸易顺差不断增长，2021年前10月达到1430亿美元，同比增长89.4%。预计2021年俄罗斯经济增长4.4%。

俄罗斯疫情依然紧张，金融市场动荡加剧。2021年9月中旬开始，俄罗斯每日新冠疫情感染病例再次不断增多，至11月初达到顶峰，此

俄罗斯疫情依然紧张，金融市场动荡加剧。

后才有所下降。与此同时，奥密克戎毒株在全球多国不断扩散也对俄罗斯带来影响。12月14日，俄政府官员表示，俄罗斯国内疫情依然紧张，俄政府有必要加强防控措施。这将造成经济增长进一步放缓。4季度俄罗斯失业率继续维持在较低水平，10月和11月均维持在4.3%，不过，11月俄罗斯就业人数相比10月有所下降，从7230万下降至7220万。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，10月俄罗斯通货膨胀率突破8%，11月和12月均维持在8.4%。在通胀压力不断加大的情况下，4季度俄罗斯央行分别于10月22日和12月20日两次加息至8.5%，2021年累计加息425个基点。在美联储加快退出量宽政策的情况下，俄罗斯金融市场动荡加剧，11月相比10月，卢布对美元贬值6%，俄罗斯莫斯科交易所（RTS）指数下跌10.7%。此外，由于担心与乌克兰发生军事冲突，地缘政治风险急剧上升，这也可能对俄罗斯经济和金融体系带来负面冲击。

巴西经济信心不足，经济前景不确定性增加。

巴西经济前景不确定性增加。2021年3季度巴西经济环比萎缩0.1%，连续两个季度环比下降；同比增长4.0%，相比2季度大幅回落，前3季度同比增长5.7%。巴西经济前景不确定性增加。10月巴西零售总额环比下降0.1%，同比下降7.1%，均连续三个月实现负增长。4季度巴西消费者情绪悲观，巴西热图利奥·瓦加斯基金会公布的消费信心指数（CCI）在2021年10月稍微回升至76.3，11月和12月分别为74.9和75.5，较3季度大幅下降。巴西制造业复苏乏力，工业生产同比增速在2021年8月转为负值，10月衰退幅度进一步扩大至7.8%，11月同比下降4.4%。2021年11月，巴西制造业PMI跌破景气区间至49.8，12月继续维持在49.8。巴西进出口贸易继续保持快速增长，但同比增速相比2、3季度有所下降。2021年4季度巴西出口同比增长25.8%，进口同比增长42.6%。得益于大宗商品价格上涨，2021年巴西贸易顺差达到610.1亿美元，同比增长21.1%，是自1989年开始此项统计以来的最高纪录。预计2021年巴西经济增长4.0%。

巴西政策空间不足拖累经济增长。2021年4季度巴西疫情逐步趋于稳定，但2022年年初疫情再次出现恶化。为帮助低收入群体应对疫

巴西政策空间不足
拖累经济增长。

情，2021年10月，在此前的“紧急救助金”计划结束之后，巴西总统博索纳罗宣布启动“巴西救助金”的计划。12月巴西总统博索纳罗签署发放紧急救助金的临时法令，向公民部提供41亿巴西雷亚尔（约合46亿元人民币）的特别信贷，用于帮助贫困居民抵抗疫情。为了在2022年推行“巴西救助金”计划，博索纳罗政府努力推动国会批准“法定债务宪法修正案”。该宪法修正案调整了政府财政支出上限的设定，并且允许联邦政府推迟支付2022年的部分法定债务。巴西通货膨胀率仍在快速上升，2021年9月超过10%，11月达到10.7%，巴西央行最新调查报告预计，2021年巴西通货膨胀预期超过10%。为此，巴西央行在4季度两次实施加息，将基准利率上调至9.25%，2021年以来巴西央行已加息七次累计700个基点，基准利率已经达到2017年7月以来的最高水平。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。疲弱的财政状况、沉重的债务负担和政治两极分化可能会拖累2022年的经济活动。

印度经济信心上升，
经济增速维持在较高水平。

印度经济增长维持在较高水平。2021年3季度印度经济同比增长达到8.4%，这在很大程度上是由2020年的低基数造成的，不过增速较上一季度大幅放缓。随着经济的逐步复苏，印度消费信心快速反弹，印度央行公布的消费信心当期指数2021年9月快速升至57.7，11月进一步上升至62.3。印度工业生产同比增速在4月达到高点之后也逐步回落，9月同比增速跌至3.3%，10月进一步下降至3.2%。制造业PMI在4季度均维持在景气区间，且有所上升；2021年11月达到57.6、12月仍维持在55.5。印度进出口增速呈现走低趋势，2021年10月印度出口和进口增长分别为43.1%和62.5%、11月分别为27.2%和56.6%，进口增速继续远超过出口增速，致使印度贸易逆差不断扩大。预计2021年印度经济增长为9.0%。

疫情加剧印度经济
发展不确定性。

疫情加剧印度经济发展不确定性。近期印度疫情再次出现反弹，印度德里首都官员表示，由于新冠感染病例上升，现已发布“黄色警戒”，将执行新的限制措施以遏制疫情发展。受疫情冲击影响，印度失业率仍保持高位。10月印度失业率为7.75%，11月稍微回落至7%、12月再次

上升至 7.9%。近两个月印度通货膨胀率也有所上升，2021 年 10 月达到 4.5%，11 月上升至 4.9%。其中，燃料和电力价格上涨 39.81%；制成品价格上涨 11.92%；初级物品价格上涨 10.34%；食品价格上涨 4.9%。此外，受大宗商品价格飙涨和供应链干扰影响，2021 年 11 月印度批发价格通胀指数增速创 30 年新高。即使如此，自 2020 年 5 月之后，印度央行一直维持基准利率不变，以支撑经济复苏。近期变异新冠病毒奥密克戎毒株对经济可能造成的影响令印度汇市和股市承压。2021 年 12 月中旬相比 9 月初，印度卢比对美元贬值超过 4%。印度孟买敏感 30 指数从 10 月中旬至 12 月中旬下跌了 9.6%。

南非经济持续复苏动力不足。

南非经济持续复苏动力不足。2021 年 3 季度南非经济同比增长 2.9%，前三季度同比增长 5.8%、环比增长-1.5%，在连续增长四个季度后再次出现负增长。2021 年 4 季度南非经济恢复依然面临较大的不确定性，失业率攀升至历史新高，消费者信心依然不足。据南非兰德商业银行和经济研究会联合发布的南非 RMB/BER 消费者信心指数显示，4 季度该指数继续维持在脆弱区间，从 3 季度的-10 回升至-9。与此同时，上述机构发布的南非商业信心指数 4 季度仍维持 3 季度的 43 不变。南非制造业在 2021 年 10 月出现快速收缩，同比暴跌 8.9%。2021 年 4 季度南非制造业 PMI 继续围绕景气线波动，10 月至 12 月分别为 48.6、51.7 和 48.4。南非对外贸易增速也有所下降，10 月出口同比增速为 5.4%，进口同比增速也降至 13.5%，11 月出口和进口同比增速恢复至 18.7%和 24.6%。**2021 年南非经济预计增长 4%左右。**

南非失业问题严重，通胀率缓慢上升。

南非失业问题严重，通胀率缓慢上升。2021 年 11 月下旬，南非暴发由新冠变异病毒奥密克戎毒株引发的第四波疫情，12 月中旬日均新增病例达到高峰，此后逐步缓解，12 月底南非卫生部门才开始放松疫情防控措施。南非失业率仍在不断上升，3 季度南非失业率达到 34.9%，这是 2008 年以来的最高水平。与此同时，劳动参与率也有所下降，从 2 季度的 57.5%降至 3 季度的 55.2%。南非通货膨胀率总体仍居于较高水平，自 2021 年 8 月一直处于缓慢上升的趋势，11 月已经升至 5.5%，为 2017 年 3 月以来最高水平。其中，食品价格同比增速自 2021 年 4 月起

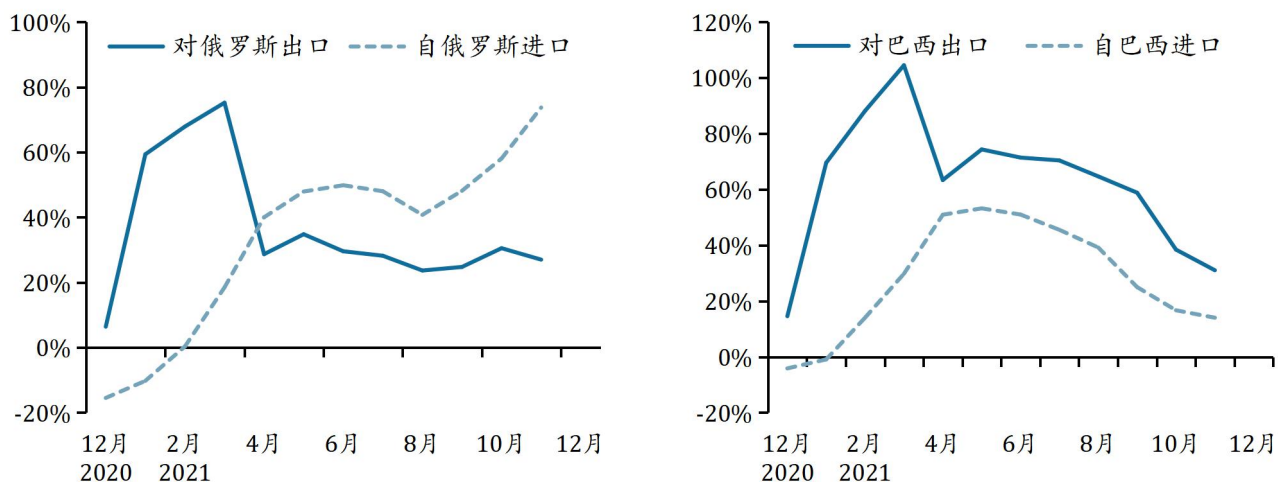
一直保持在6%以上,交通价格在2021年11月同比增速更是达到14.3%。在这种情况下,南非央行在2021年11月小幅加息25个基点至3.75%。

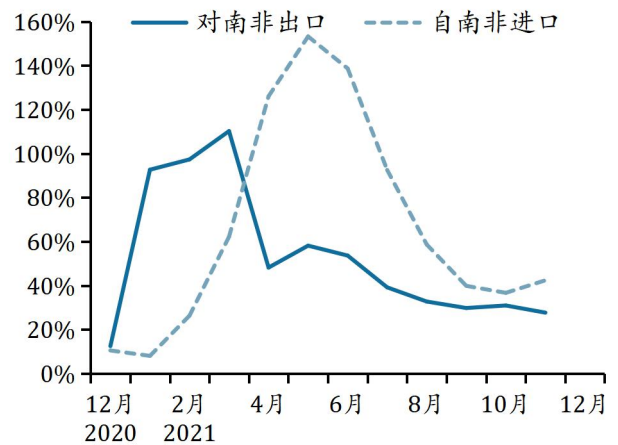
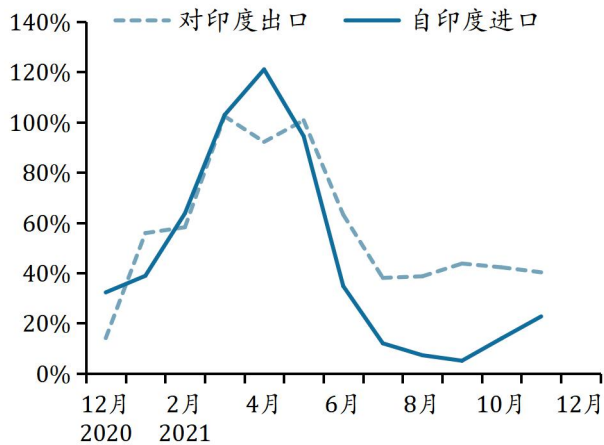
二、金砖国家与中国贸易

中国与金砖国家贸易维持快速增长。

中国与金砖国家贸易维持快速增长。随着基数效应影响的逐步降低,中国与金砖国家贸易增速维持平稳。2021年10月和11月,中国与金砖国家贸易总额同比增长分别为28.8%和39.8%,总体仍保持在快速增长态势,中国与金砖国家贸易总额在中国总贸易中的比例维持在8%左右,相比较2021年3季度有所下降。出口方面,2021年10月和11月,中国对印度出口同比增速分别为46.4%和34.0%,增速较上一季度有所加快;对巴西出口同比增速分别为39.2%和22.8%,增速较上一季度有所放缓;对南非出口同比增速分别为29.4%和25.9%,总体增速保持平稳;对俄罗斯出口同比增速分别为16.5%和37.5%,增速较上一季度有所放缓。进口方面,2021年10月和11月,中国自俄罗斯进口同比增速分别为62.6%和84.9%,增速较上一季度有所加快;自南非进口同比增速分别为35.0%和49.7%,尽管仍保持在高速增长,但增速较上一季度有所放缓;自印度进口同比增速分别为3.6%和41.8%,增速较上一季度有所加快。中国自巴西进口同比增速在2021年10月为-0.1%,但2021年11月恢复至28.2%。

图表 33 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 34 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, %)		
	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021M10	2021M11	2021M12
俄罗斯	-0.7	10.5	4.3	8.1	8.4	-
巴西	1.3	12.3	4.0	10.7	10.7	-
印度	1.6	20.1	8.4	4.5	4.9	-
南非	-3.2	19.3	2.9	5.1	5.5	-

	汇率 (名义汇率, perUSD)			制造业 PMI		
	2021M10	2021M11	2021M12	2021M10	2021M11	2021M12
俄罗斯	71.492	72.586	73.717	51.6	51.7	51.6
巴西	5.542	5.567	5.655	51.7	49.8	49.8
印度	74.920	74.477	75.395	55.9	57.6	55.5
南非	14.842	15.531	15.892	48.6	51.7	48.4

	出口 (同比增速, %)			进口 (同比增速, %)		
	2021M10	2021M11	2021M12	2021M10	2021M11	2021M12
俄罗斯	62.8	-	-	22.5	-	-
巴西	27.9	17.0	32.1	55.0	45.4	29.6
印度	43.1	27.2	-	62.5	56.6	-
南非	5.4	18.7	-	13.5	24.6	-

	中国出口 (同比增速, %)			中国进口 (同比增速, %)		
	2021M10	2021M11	2021M12	2021M10	2021M11	2021M12
俄罗斯	16.5	37.5	-	62.6	84.9	-
巴西	39.2	22.8	-	-0.1	28.2	-
印度	46.4	34.0	-	3.6	41.8	-
南非	29.4	25.9	-	35.0	49.7	-

数据来源：Wind，CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

中国：外企战略发生重要变化³

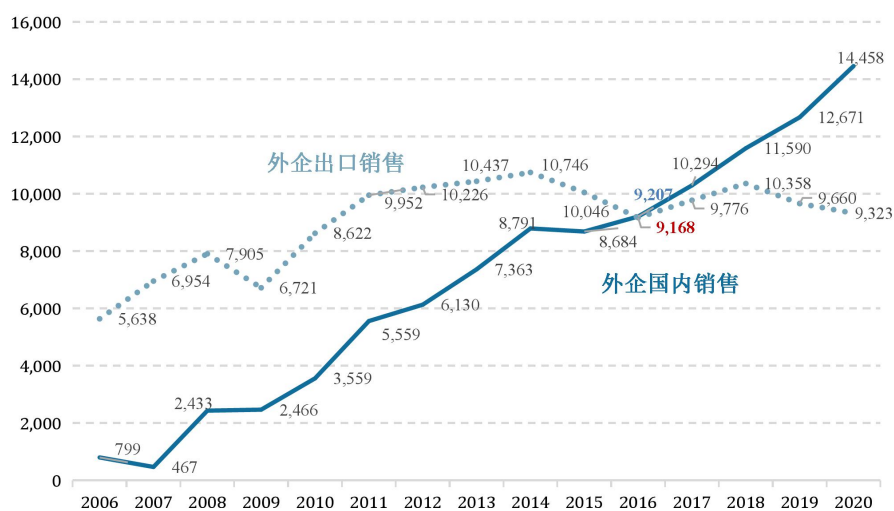
过去十年，外资企业在中国的战略布局受到了诸多因素的冲击。先是人民币实际汇率显著升值、劳动力成本大幅上升，之后是中美关系的剧烈调整，2020年初以来又有疫情冲击，以及在此过程中来自本土企业的竞争压力大增。在这些冲击的合力之下，外资企业纷纷调整战略，全球产业链重构的进程实际上早已开始，外资企业在我国总体发展格局中的角色也发生了重要变化。新时代条件下，这也是思考如何进一步扩大对外开放的重要现实背景。

一、从外循环为主转向内循环为重心

外资企业在出口中的作用显著减弱。

21世纪头十年，中国经济的外向型程度不断上升，外资企业在其中起到了重要作用。不过在第二个十年中，外资企业在外循环中的作用明显趋于下降。2008年外资企业在中国的全部出口中占比接近60%，2021年末该占比则降至了34%。换一个视角，从金额规模来看，2014年外资企业的出口金额就达到了1万亿美元，此后就徘徊不前、陷入了停滞。而同期内资企业的出口规模大幅增长了74%。过去10年中，内资企业在出口当中的作用明显上升，而外资企业的作用明显减弱。

图表 35 外资企业的出口销售金额和国内销售金额



数据来源：国家统计局和中国海关，以及作者的计算。

数据说明：外资企业包括了港澳台资企业。

³ 本部分内容已经发表于《财经》杂志。

外资企业的内销金额显著上升。

从纵向视角来看，外资企业从外循环为主转向内循环的趋势更为明显。2006年，外资企业的出口商品销售额达到5638亿美元，是其在我国国内销售额的7倍。此后外销与内销的缺口不断缩小，尤其是2011年之后，外企出口规模陷入停滞，同时外企内销金额保持稳定的上升势头。到2016年，外资企业的内销金额达到9267亿美元，第一次超过了出口金额。此后外企在国内销售规模继续保持更快的增长势头。2020年，外资企业的国内销售已经达到1.45万亿美元，大幅高于出口金额55%。

外资企业已经完成了战略转变。

因此从空间布局来看，在华外资企业的战略已经从in China for world转向了更多的in China for China，越来越多的外资企业开始把国内市场业务作为主轴。这种新形势，对于中国的对外开放政策也提出了新的要求。

二、产业投资重心从制造转向服务

制造业FDI呈现出下降。

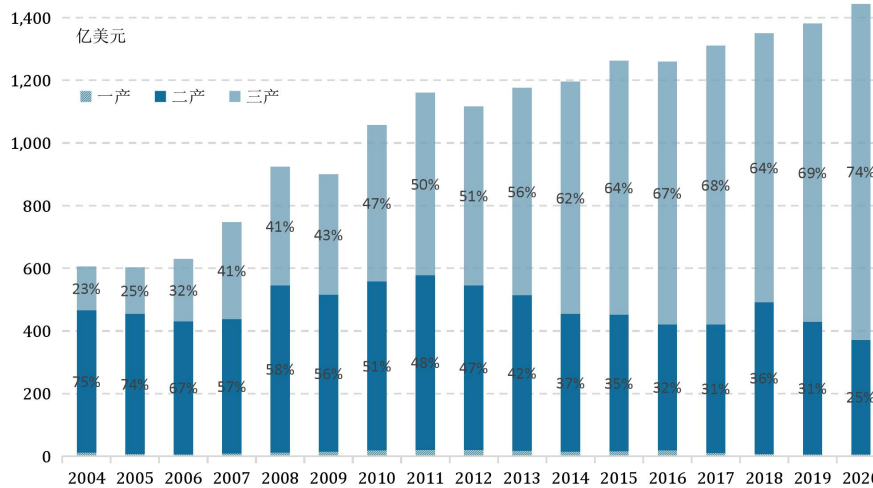
近年来，关于制造业外资撤离中国的担忧逐渐上升。外资对中国制造业的投资也确实出现了下降。2020年制造业领域FDI下降了12%。2020年受到疫情冲击可能有特殊性，但是在疫情之前的2019年，制造业领域FDI较上年下降了14%，也是负增长。从规模来看，制造业实际利用外资金额，从2018年的412亿美元，分别降至2019年的354亿美元、2020年的310亿美元。由于制造业FDI占到整个工业FDI的85%左右，工业FDI也有同步的降幅。

但是制造业FDI下降与国内产业结构变化一致。

从合理性的角度来看，制造业FDI下行与国内产业结构的变化基本一致。2006年至2011年期间，我国工业GDP占比进入平台期，2011年之后该占比呈现持续下降趋势。因此，制造业领域FDI投资增速下行是和我国产业结构调整相伴随的长期过程，而非近年来的新现象。早在2011年，制造业FDI达到了521亿美元的峰值后，就开始呈现下降趋势。另外在过去20年中，制造业的FDI占比也一直在下降。从2011年以来，工业在全部FDI中的占比已经从48%降至25%。可以说，2019

年、2020 年制造业 FDI 的下行，总体上是过去下行趋势的延续。

图表 36 三次产业实际利用外资金额和占比



数据来源：国家统计局，2021。

服务业 FDI 明显上升。

与制造业形成鲜明对比，服务业 FDI 在 2019、2020 年增速分别为 11%、13%，相应地，实际利用外资金额分别为 953 亿美元、1072 亿美元。服务业 FDI 增长完全抵消了制造业 FDI 的下降，因此 FDI 总体仍然保持了稳定增长。2011 年到 2020 年，服务业在 FDI 中的占比从 50% 上升到 74%、金额规模也从 583 亿美元增加至 1072 亿美元，实现了大幅扩张。这与制造业 FDI 的萎缩形成了鲜明对比。

部分高科技制造业 FDI 生存空间也面临挤压。

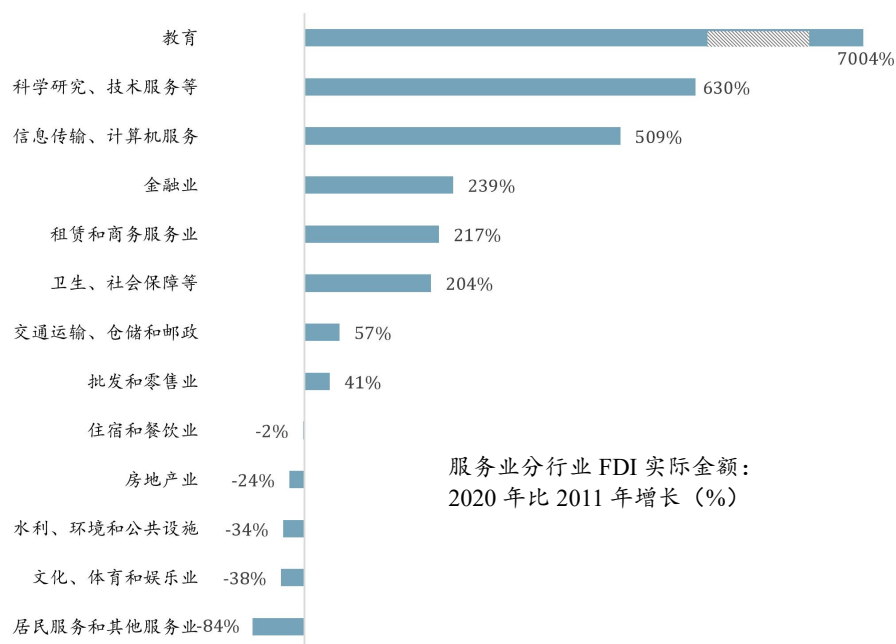
但是也要注意，部分外资高科技制造企业的生存空间受到一定挤压。在中美博弈的背景下，美国政府对本国企业使用各种行政手段、管制措施，对盟国企业使用政治攻势和长臂管辖威胁，禁止这些企业向中国出售高科技产品、以及禁止其将高技术生产环节、研发能力转移到中国。另一方面，国内出台产业政策、科技创新政策，瞄准重点领域就是要从中低端尽快实现突破，实现补短板 and 锻长板。在此背景下，部分在华外资高技术企业担忧“高不成、低不就”，担忧陷入美国限制政策和中國本土企业追赶的“前后夹击”困境。这种担忧也导致部分外资企业处于观望状态。

三、服务业投资从传统走向未来

服务业 FDI 快速增长与制造业产业升级有关。

如果继续对服务业 FDI 进行细分，可以发现其快速增长的两个重要背景。背景之一，和制造业产业升级有关。在服务业的细分行业中，2011 年到 2020 年期间，租赁和商业服务业的 FDI 投资，从 84 亿美元增长到 266 亿美元，增长了 217%。再如，信息传输、计算机服务和软件业的 FDI，从 27 亿美元增至 164 亿美元，增长了 509%。又如，科学研究、技术服务和地质勘察业的 FDI，从 25 亿美元增加至 179 亿美元，更是增长了 630%。这些服务业的 FDI 投资大幅上升，直接推动、支持了相关制造业的产业升级。我们在看到制造业 FDI 下滑的同时，也要看到这些新兴生产性服务业的扩张。尤其是科学研究、技术服务业 FDI 的快速上升，为我国强化制造业体系提供了有利的外部条件。

图表 37 服务业分行业 FDI 实际金额：2020 年比 2011 年增长 (%)



数据来源：国家统计局。

数据说明：服务业分行业 FDI 的金额数据，最新数据发布于 2021 年 12 月，这里已经使用了最新数据。

服务业 FDI 快速增长与消费升级有关。

背景之二，服务业 FDI 的快速扩张和我国消费需求升级有关。过去 10 年，外资对传统服务业的投资热情下降：住宿餐饮业的投资出现停滞，房地产投资在波动中出现下滑，文体和娱乐业投资也呈现下降。与此同时，外商投资积极响应了消费需求升级：卫生、社会保障和社会

福利的 FDI 增长了 204%，金融业的 FDI 增长了 239%，教育业的 FDI 更是增长了 70 倍。这也和我国服务业在相应领域的准入逐渐放开有关，而这些政策的推进也是适应了我国消费升级的需要。

需要旗帜鲜明的稳定外资。

总而言之，我们需要胸怀天下、海纳百川，旗帜鲜明地稳定外资，充分发挥政策优势、发挥超大市场规模的优势，增强对外资的吸引力。同时也要注意，外资越来越强调 in China for China 的战略，过去 10 多年以来，外资参加我国外循环的重要性明显下降，同时更大程度地参加内循环，尤其在 2018 年之后进一步强化。这不仅表现在国内商品销售业务快速上升，而且也表现在 FDI 更多从制造业转向服务业。

稳定外资的政策着力点需要相应调整。

这也意味着稳外资的政策着力点需要进行相应调整。在过去，我国吸引外资更多靠生产端的优惠、跨境商品和投资壁垒的减少，从而推动外资依托我国参与国际大循环，做强我国的世界工厂地位，进而吸引更多外资。而现在我国吸引外资、稳外资的政策着力点，在于理顺国内行政管理在空间上的统一性、时间上的一致性，同时更多依托于国内超大市场的规模优势，发挥世界市场的优势，从而在新形势下实现吸引、稳定外资，并且发挥外资在人才、技术等领域的持续溢出效应。

需要用全局、发展的眼光来看待制造业 FDI 萎缩、服务业 FDI 上升。

与此同时，我们也需要用发展的眼光来看待制造业 FDI 的萎缩，重视包括高端生产性服务业在内的“大制造业”，并相应地调整稳外资的政策重心。一方面，需要从我国发展阶段来客观看待制造业 FDI 的萎缩，理解这是发展阶段变化、居民消费需求转型升级带来的供给侧变化。另一方面，也要看到制造业 FDI 萎缩背后实际上是制造业产业升级、制造业服务化的结果。这体现为外资在科学研究、技术服务，信息传输、计算机服务和软件业等领域 FDI 的快速增长。2021 年 1 至 11 月，高技术服务业 FDI 增长 20.8%，显著高于全口径 FDI 增速和制造业 FDI 增速。FDI 的这种结构调整，适应了我国产业结构变化、制造业的转型升级。在此基础上，我们要改进对“制造业”的理解，将统计核算、经济政策的关注点，在“传统制造业”基础上扩展到“制造业的服务化”、“生产性服务业”领域，把科研、技术服务等支持传统制造业的现代服务业纳入到“大制造业”的范畴。

全球金融市场：美联储紧缩节奏加快，美元、人民币升值

2021年4季度，全球金融市场运行总体平稳。美联储 Taper 落地、紧缩节奏加快，流动性略有收紧，Ted 利差有所上升，主要经济体货币市场保持平稳。Libor 自 2022 年起将停止报价，俄罗斯年内七次加息。奥密克戎病毒爆发和美联储加息预期升温等因素导致美股波动加大，但美股整体仍在上涨。其他主要经济体股市均现明显调整，巴西、俄罗斯等部分新兴经济体股市大幅下跌。主要经济体十年期国债收益率走势分化。发达经济体长期利率上行，十年期美国国债收益率季度平均上行 20bp 以上。因外需回落风险显现、经济下行压力上升，中国、韩国等新兴经济体长期国债收益率下降。但土耳其等个别新兴经济体因资本流出和通胀高企，长期国债收益率大幅上行。汇率方面，美元、人民币升值，土耳其里拉季内贬值 30%。继续关注美股回调风险。

一、全球金融市场总体情况

金融市场运行总体平稳。

2021年4季度，美元、人民币升值，美股仍在上涨。美元、人民币升值，其他主要经济体货币贬值居多。尽管受奥密克戎病毒爆发、美联储紧缩节奏加快等多因素影响，美股波动加大、但趋势仍在上涨。主要发达经济体股票市场稳定，部分新兴经济体股市大跌。主要经济体十年期国债收益率宽幅波动。发达经济体长期利率上行，十年期美国国债收益率季度平均上行 20bp 以上。因经济增长压力上升，中国等新兴经济体长期国债收益率下降。但土耳其等个别新兴经济体因资本流出和通胀高企，长期国债收益率大幅上行。

美元流动性开始收紧，美股波动阶段性上升。

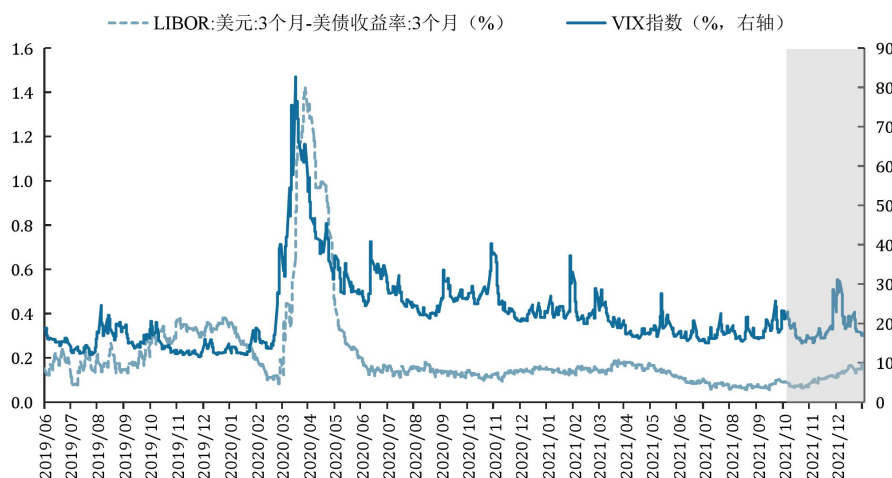
美元流动性开始收紧，美股波动阶段性上升。美联储 Taper 落地并宣布加快 Taper 节奏，美联储加息缩表预期逐渐升温，美元流动性开始收紧，TED 利差由 0.05% 上升至 0.15% 左右。美股波动性阶段性上升。VIX 指数一度上升至 30% 以上，后又逐渐回落至 18% 左右。这一方面是由于美联储对通胀的态度突然强硬，鲍威尔放弃了“通胀是暂时的”的表态，美联储加速紧缩的预期上升。因加息预期上升，美股波动加大。另一方面，奥密克戎病毒的爆发，美股大跌。后随着市场对奥密克戎的担忧缓解、对美联储加息能力出现动摇，美股波动也有所回调。

图表 38 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	95.15	92.76	2.57%	标普 500	4600.46	4422.34	4.03%
欧元	1.14	1.18	-3.04%	德国 DAX	15652.672	15658.01	-0.03%
日元	113.66	110.07	-3.26%	日经 225	28835.18	28558.32	0.97%
人民币	6.39	6.47	1.19%	上证综指	3580.2503	3544.85	1.00%
印度卢比	74.99	74.11	-1.18%	巴西 IBOVESPA	106743.36	120123.5	-11.14%
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	0.07	0.08	-0.50	美国	1.54	1.33	20.72
欧元	-0.59	-0.58	-0.75	欧元区	-0.23	-0.36	13.42
日本	-0.07	-0.09	1.73	日本	0.08	0.03	4.71
中国	2.17	2.18	-1.20	中国	2.90	2.91	-1.02
印度	3.27	3.16	11.40	巴西	11.27	10.11	115.85

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 39 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 年第四季度。

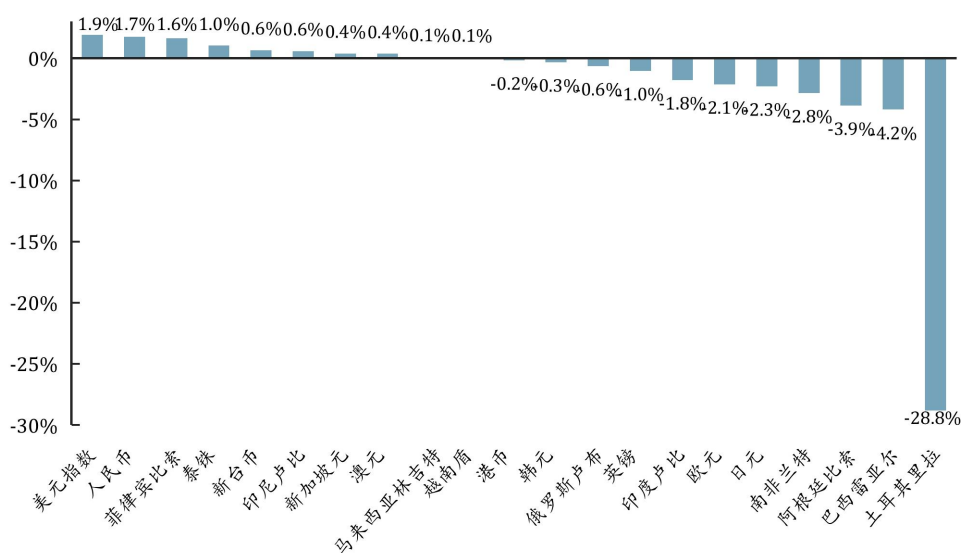
二、全球金融分市场运行态势

美元指数继续上升，其他主要发达经济体货币汇率贬值。4 季度，美元指数继续上升，由 3 季度末的 94 上升至 96。其他主要发达经济体中，日元兑美元汇率较 3 季度末贬值 2.3%、已连续四个季度贬值；英镑、欧元兑美元汇率较 3 季度末贬值 1%、2%，澳元保持相对稳定。

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，土耳其里拉大幅贬值。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，土耳其里拉崩盘，单季贬值幅度接近 30%；巴西、阿根廷、南非、印度的货币贬值幅度相对较大，季末贬值幅度接近或超过 2%，巴西、南非货币的平均贬值幅度均超 5%；俄罗斯卢布相对稳定。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、菲律宾比索、泰铢、新台币、印尼卢比均有不同程度的升值。其中，人民币升值幅度较大，季末汇率升值 1.7%、平均汇率升值 1.19%。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 40 主要发达和新兴经济体季度汇率波动幅度（2021 年 4 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。

美股仍在上涨，其他经济体股市调整。

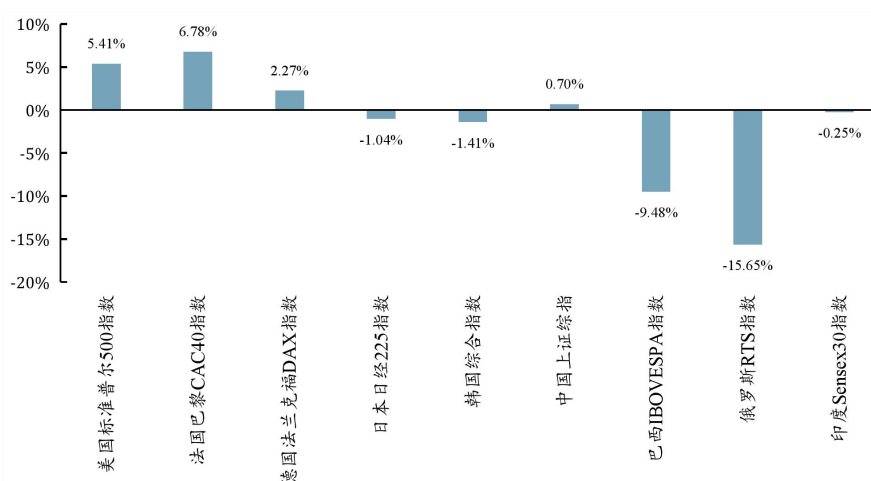
美股整体维持上涨，其他主要经济体股市均现调整。4 季度，美股波动加大，但整体仍在上涨，标普 500 指数波幅达 11%、季末涨跌幅达 5.41%。美联储开启 Taper，欧央行也在调整资产购买节奏，全球流动性泛滥格局不再持续，主要经济体股市均出现调整。发达经济体中，日经、韩国综指下滑明显，欧洲股市波动加大、但 4 季度仍在上涨。新兴经济体股市明显回落，其中俄罗斯、印度、巴西的股市回落幅度明显，单季波幅在 10% 以上。

图表 41 主要发达和新兴经济体季度平均汇率走势一览

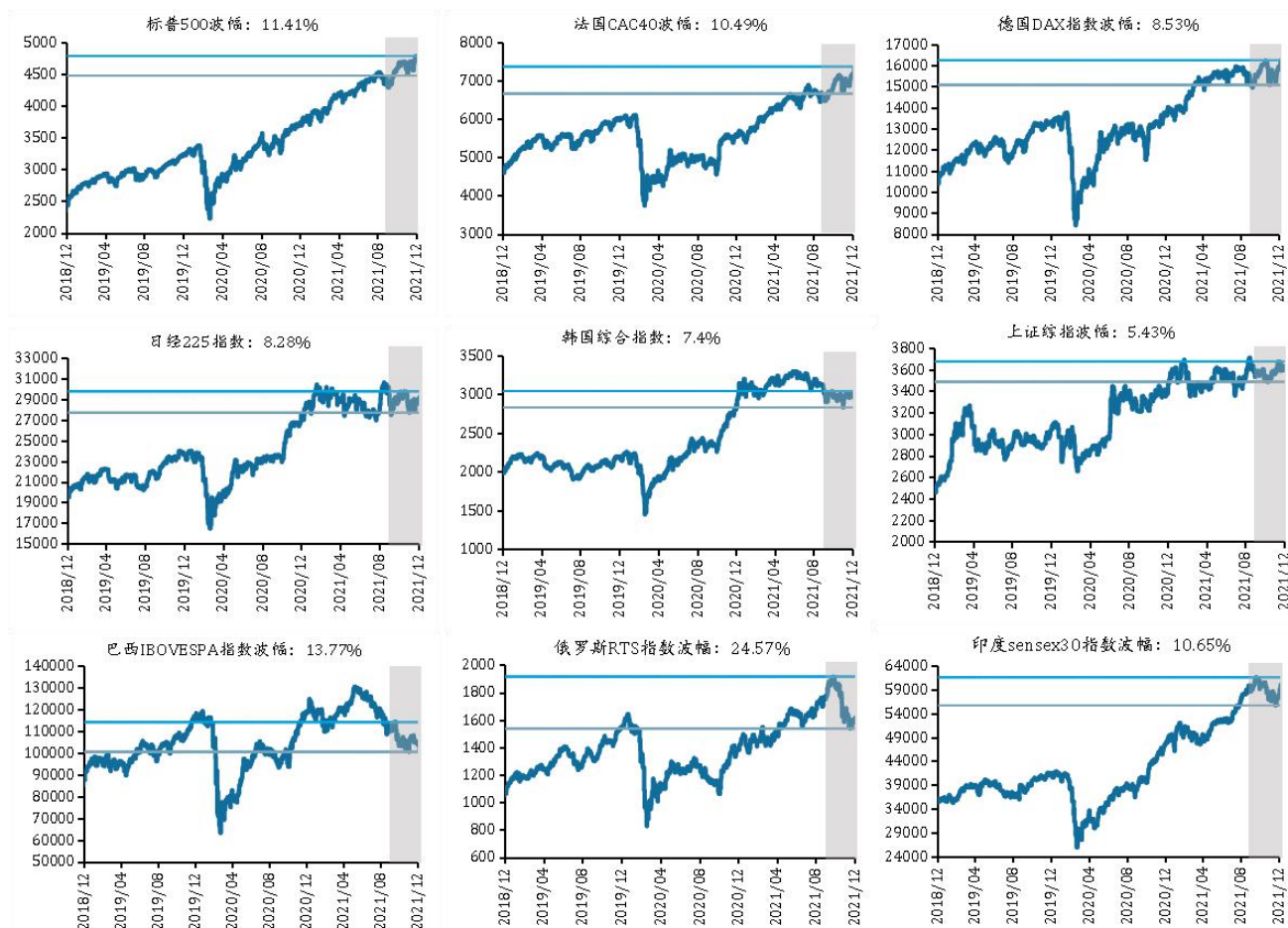
		2021 年 4 季度	2021 年 3 季度	升值幅度
主要发达经济体	美元指数	95.15	92.76	2.57%
	欧元	1.14	1.18	-3.04%
	日元	113.66	110.07	-3.26%
	英镑	1.35	1.38	-2.36%
	澳元	0.73	0.74	-1.49%
金砖国家	巴西雷亚尔	5.58	5.22	-6.98%
	卢布	72.56	73.48	1.25%
	南非兰特	15.41	14.62	-5.42%
	印度卢比	74.99	74.11	-1.18%
	人民币	6.39	6.47	1.19%
东南亚	菲律宾比索	50.45	50.11	-0.69%
	越南盾	23154.14	23161.41	0.03%
	马来西亚林吉特	4.19	4.2	0.35%
	泰铢	33.38	32.94	-1.33%
	印尼卢比	14262.79	14385.23	0.85%
东亚	韩元	1183.11	1161.65	-1.85%
	新加坡元	1.36	1.35	-0.53%
	新台币	27.85	27.86	0.04%
	港币	7.79	7.78	-0.14%
其他	阿根廷比索	100.42	97.24	-3.27%
	土耳其里拉	11.09	8.53	-29.99%

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

图表 42 主要发达与新兴经济体股市季度涨跌幅（2021 年 4 季度）



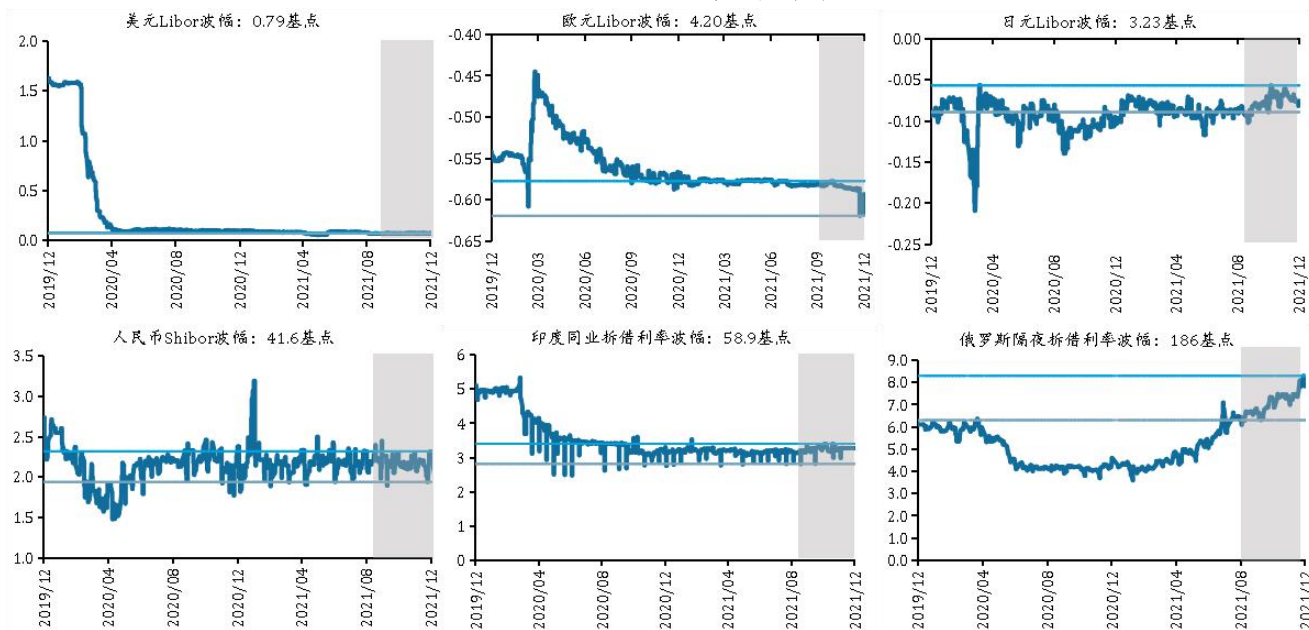
注：原始数据来自 Wind 数据库。波动涨跌幅根据相邻两季度的季末值计算。图中红色柱为发达经济体，蓝色柱为新兴经济体。



LIBOR 停止报价。

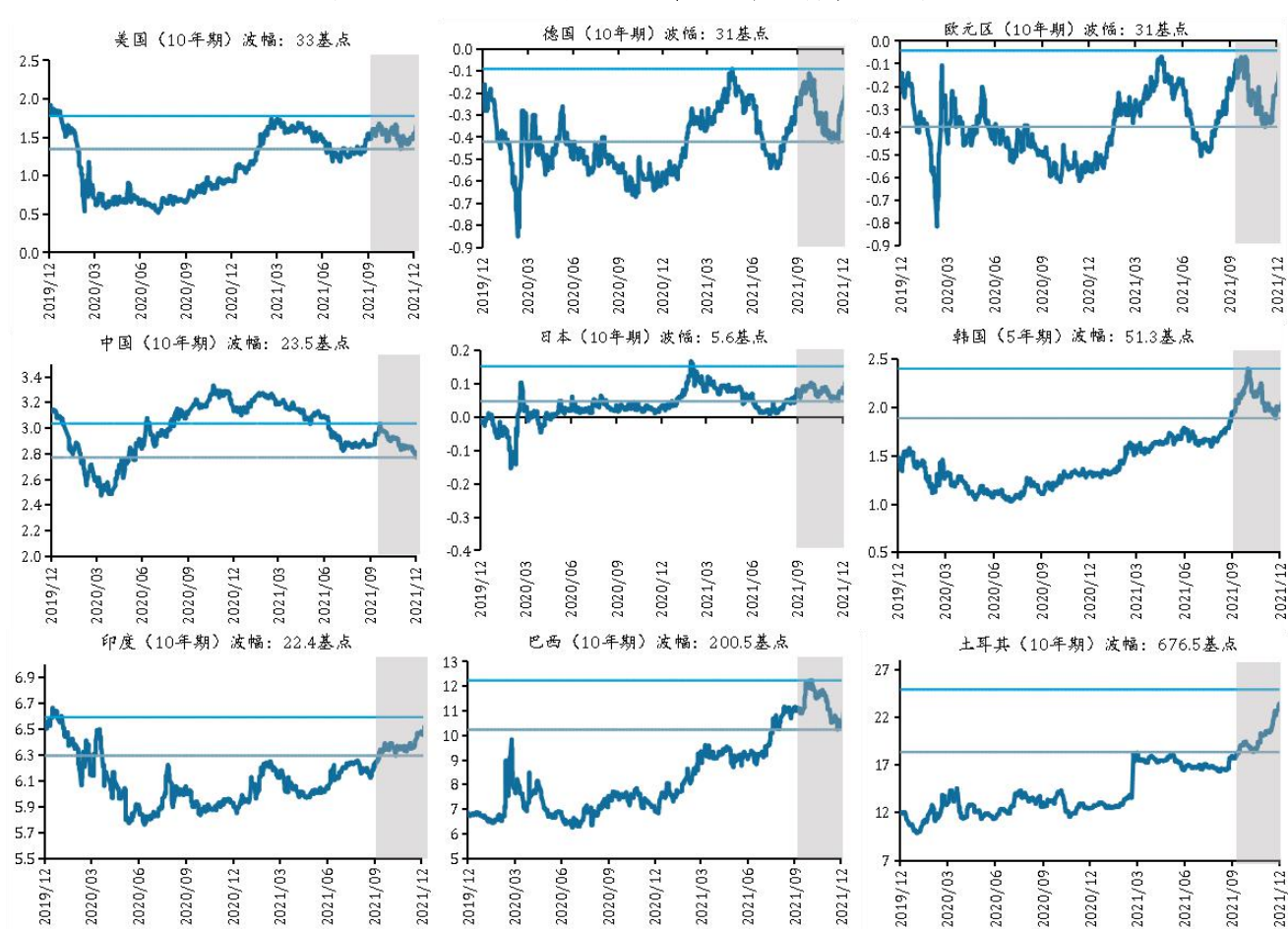
LIBOR 停止报价，俄罗斯央行年内七次加息。4 季度，主要经济体货币市场基本保持稳定。2022 年 1 月 1 日起，承担过主要经济体基准利率的 Libor 将暂停报价。2021 年 3 月 5 日，英国金融市场行为监管局（FCA）发布了一项关于 LIBOR 终止报价的公告：2021 年 12 月 31 日之后立即停止所有英镑、欧元、瑞士法郎、日元，以及 1 周和 2 个月期美元 LIBOR 报价。2023 年 6 月 30 日之后所有剩余期限美元利率终止报价。英国已选用英镑隔夜指数均值（SONIA）作为英镑 LIBOR 的替代利率。美联储选用担保隔夜融资利率（SOFR）作为 LIBOR 的替代利率。2021 年 9 月英国无风险利率工作组确认 ARRC（美国替代参考利率委员会）推荐的前瞻性 SOFR 可应用于伦敦的美元业务。2021 年 12 月，芝加哥商品交易所 SOFR 挂钩期货的未平仓头寸首次超过了 LIBOR 挂钩期货。俄罗斯央行 4 季度加息两次、年内七次加息，货币市场利率继续上升。

图表 43 主要发达与新兴经济体货币市场走势一览



注: 同上。

图表 44 主要发达与新兴经济体长期国债市场走势一览



注: 同上。

美债收益率波动上升，印度、土耳其国债收益率明显上升。

主要经济体长期国债收益率分化。4 季度，美债收益率波动上升。在 Taper 落地之前，在预期释放的推动下，美债收益率上升；而在 Taper 落地后，同时奥密克戎病毒爆发，美债收益率再度下行，后又修复上行。2021 年 12 月底，十年期美国国债收益率在 1.5% 左右。欧元区、德国、日本的国债收益率呈现类似的变动趋势。或因美联储紧缩打击外需、本国出台宽松政策的约束条件较多，未来经济下行压力显现，中国、韩国、巴西等出口顺差国国债收益率均出现季内大幅下降。因通胀高企、新财年政府融资规模增加以及印度央行的流动性回收力度加大，印度十年期国债收益率在 4 季度持续上升。因资本外流、土耳其央行降息加剧资本外流，土耳其货币大幅贬值，十年期国债收益率也迅速上升至 25。

美债收益率曲线平坦化。

美债期限利差收窄，收益率曲线平坦化。自美联储紧缩预期上升起，短端美债收益率持续抬升；而受制于经济增长、病毒变异等因素，长端美债收益率上升动力不够强劲，慢于短端的上升；美债收益率曲线平坦化。2021 年 12 月底，十年期美国国债收益率为 1.52%，二年期美国国债收益率为 0.73%，期限利差（10Y-2Y）收窄至 80bp，较 3 季度末收窄 40bp 以上。

图表 45 美国国债收益率期限利差（10 年期-2 年期）



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

关注美股回调风险。

2008 年金融危机前水平。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 36000 点新高，市盈率接近 30、分位点持续处在历史 95% 以上。如果美联储加快紧缩节奏，可能进一步抬升长期利率、打击美股估值。同时，新冠疫情后，各主要经济体均推出了宽松的货币政策或财政政策，也积累了一定的债务风险，他国债务风险事件的频发也可能增加美股波动。

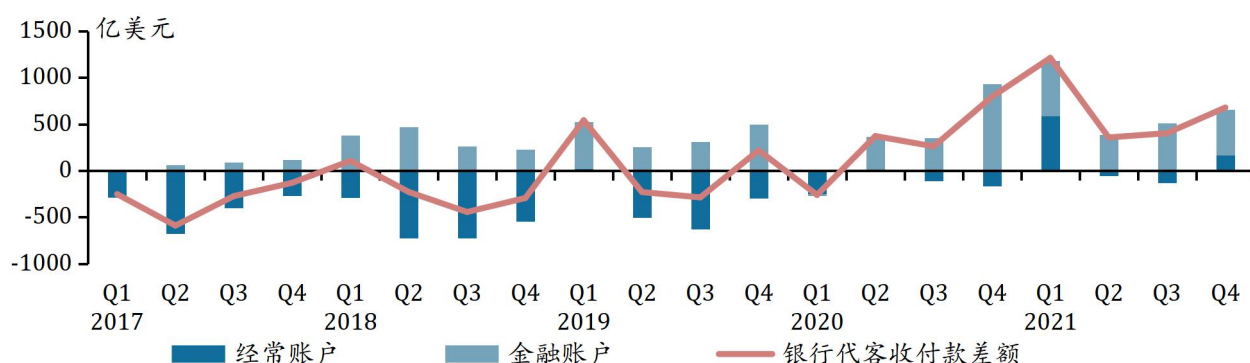
四、跨境收入、支出环比小幅下降，跨境收支维持净流入

4 季度银行代客涉外收入、对外付款均小幅下降，跨境收支总额环比下降，跨境收支维持净流入趋势。

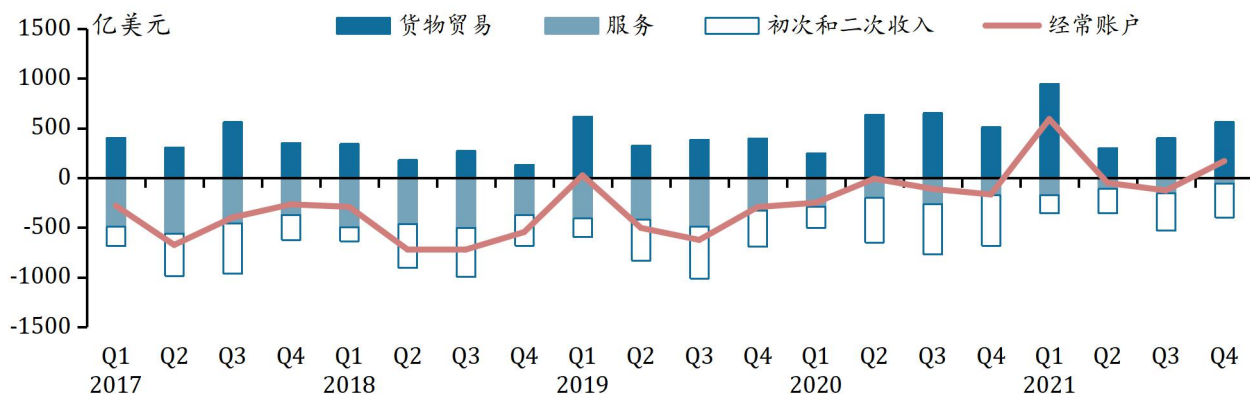
相比于 3 季度前两个月，2021 年 4 季度同期银行代客涉外收入、对外付款均环比小幅下降，跨境收支维持净流入趋势。2021 年 4 季度前两个月，银行代客涉外收入与支出总额为 1.9 万亿美元，同比上升 26.7%，相比于 3 季度前两月下降 5.0%。其中，银行代客涉外收入为 10,087.93 亿美元，同比上升 29.0%，环比下降 1.5%。银行代客对外支出为 9,408.48 亿美元，同比上升 24.4%，环比下降 4.4%。银行代客涉外收支维持顺差，顺差额度为 679.45 亿美元，相对于 3 季度前两个月扩大 275.95 亿美元，是 2020 年同期的 2.7 倍。

图表 46 银行代客收付款分项结构

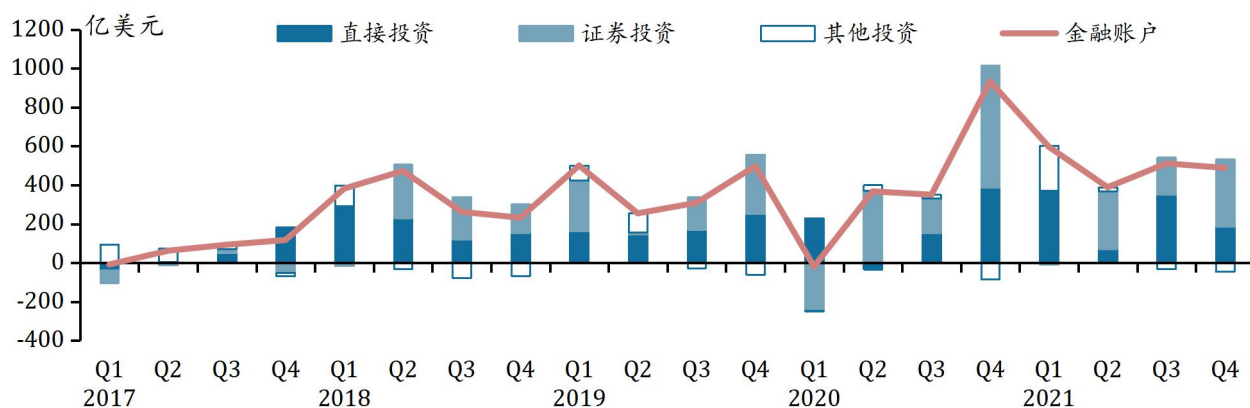
跨境资本流动结构：基于银行代客收付款分项



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。

银行代客收付款经常项目由逆差转为顺差。其中货物贸易顺差扩大，服务贸易、收入项逆差缩小。

从境内银行代客涉外收付款的分项看，2021年10月、11月经常项目由逆差转为顺差，顺差规模为168.35亿美元。从细项看，货物贸易顺差规模大幅扩大，服务贸易和收入项逆差规模分别呈不同程度的缩小趋势。4季度前两个月，货物贸易顺差相比于3季度前两月上升40.6%，至563.46亿美元；服务贸易逆差相比3季度前两月收窄65.8%，至53.10亿美元；收入项逆差较3季度前两月收窄8.3%，至342.01亿美元。

银行代客涉外收付款资本和金融项目顺差环比下降，直接投资顺差缩小，证券投资顺差扩大，其他投资由逆差扩大。

银行代客涉外收付款资本和金融项目顺差规模环比下降，4季度前两个月的顺差规模为488.0亿美元，同比上升23.2%，相对于3季度前两个月下降4.5%。从细项看，直接投资顺差规模相比于3季度前两月显著收缩，证券投资顺差显著扩大，其他投资逆差小幅扩大。其中，直接投资相比3季度前两个月收窄323.8亿美元，至187.74亿美元，相对于2020年同期增长102.2亿美元；证券投资顺差相对于3季度前两月扩大154.8亿美元，录得344.96亿美元的顺差；其他投资项逆差相比于3季度前2个月扩大10.4亿美元，至44.5亿美元。

银行结售汇金额相比3季度前两月均有所上升，售汇金额的上升速度稍快。

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

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。

4季度中资企业海外发债规模同比、环比齐降，新发债额度为负。

2021年10月、11月，银行结售汇顺差规模相比于3季度前两月有所扩大。其中，银行结售汇金额相比3季度前两月均有所上升，售汇金额的上升速度稍快。10月、11月银行结售汇顺差为416.97亿美元，其中，银行结汇总额为4,221.7亿美元，售汇总额为3,804.8亿美元。从交易主体来看，银行自身结售汇4季度逆差规模有所收窄，10、11月逆差规模为37.7亿美元。银行代客结售汇顺差相比于3季度前两个月扩大，顺差规模上升142.7亿美元，至454.6亿美元。在结售汇意愿方面，2021年4季度前两个月结汇率（银行代客结汇占银行代客涉外总收入外币比率）与3季度相比小幅下降，至65%；售汇率与3季度基本持平，至64%。结汇率略高于售汇率。

境内银行代客收付款的人民币跨境由净流入转为净流出，10月、11月人民币流出44.68亿美元。人民币业务在银行代客涉外收入总额中占比为36.1%，较上季度前两月下降10个百分点；在涉外支出总额中占比为39.7%，较上季度前两月下降0.6个百分点。

展望2022年，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。

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。

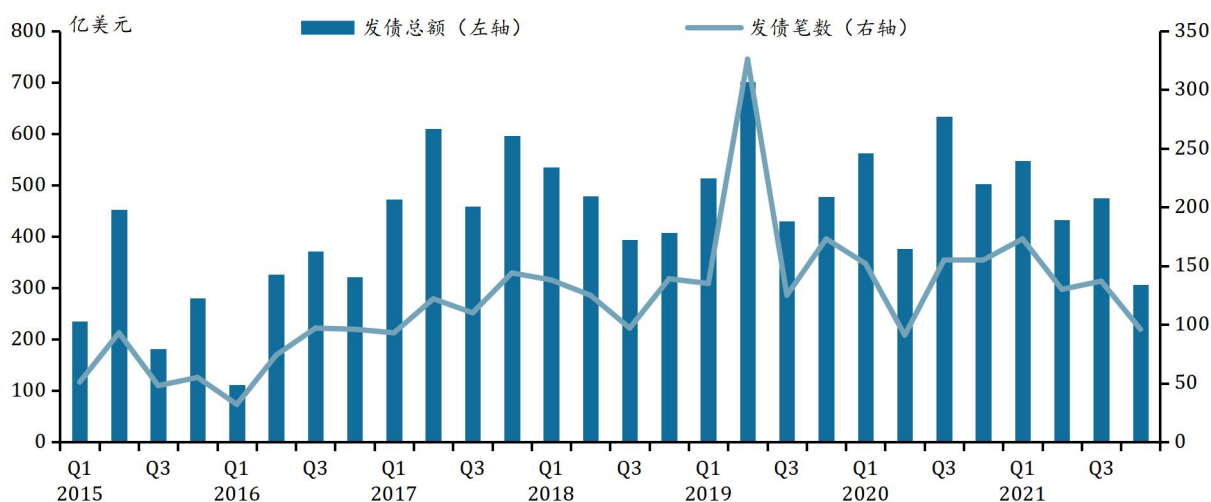
五、2021年4季度中资企业海外债发行规模大幅下降

2021年4季度中资企业海外发债总额为306.95亿美元，环比下降29.0%，同比下降39.0%。除去4季度到期债务规模429.0亿美元，净新增发债规模为-122.1亿美元。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，4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 85.5%。

中资地产企业的信用风险连续暴露波及整个海外债板块，使 4 季度海外债发行净规模出现萎缩。2021 年爆发违约风波的地产企业包括恒大、华夏幸福、花样年、阳光 100、当代置业等。这些企业在中资美元债市场上较为活跃，全部未偿额达 280.73 亿美元，占行业全部未偿债券金额的 13% 左右。其中，恒大的未偿额度最大，达到了 158.5 亿美元，恒大危机引发了国际投资者对中国“雷曼时刻”的担忧，多家国际评级机构调降房地产企业评级，美联储也在半年发布一次的《金融稳定报告》着重关注了中国房地产风险，市场的恐慌与担忧情绪不断加剧。11 月后，房地产境内融资环境边际改善，但境外房地产美元债的发债规模持续收缩的态势尚未扭转。受市场波动影响，其他行业的中资美元债也出现了不同程度的收缩。

图表 47 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，世界经济预测与政策模拟实验室。

金融业为 4 季度发债主力。4 季度合计发债 105.0 亿美元，环比下降 43.4%。金融业发行主体以国有、股份制商业银行和证券公司为主。成本方面，4 季度平均发债成本为 1.93%，与上季度发债成本相当。地方政府融资平台 4 季度境外发行公司债 87.1 亿美元，发债总额相比 3 季度下降 7.2%。城投企业海外高收益债券发债成本为 4.5%，投资及债券为 2.84%。房地产公司 4 季度发行债券 21.3 亿美元，发债规模不及 3

金融业为 4 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。

季度的三分之一。在境内房地产信用风险的持续发酵下，整个四季度仅有 7 家企业在海外市场发债。

房地产企业在“高周转”、“高杠杆”的经营模式已持续数年，存量债务累积和过紧的资金链条增加了房地产行业的脆弱性，2021 年行业的景气下行令风险加速暴露。自 2016 年起，面对激烈的市场竞争，房地产行业普遍采取了“加速前期开工+快速获取预售资格+预售款支持下一工程新开工”的高速运转模式。在该模式下，房地产公司追求快速获得预售资格，以收取居民部门的期房预付款，以此保证下一个项目资金来源的腾挪空间。

高周转经营模式带来两个后果：第一，居民部门杠杆率的显著提高。以 2019-2020 年为例，仅一年时间我国的居民杠杆率就提高了 6.1 个百分点，由 56.1% 提高到 62.2%，房地产抵押贷款的增长是居民部门杠杆率上升的主要原因。第二，部分房地产企业的过度举债问题。高周转模式对于房地产的经营管理和公司治理都提出了更高的要求，部分风格激进的公司选择通过“高成本”+“高杠杆”模式满足高周转经营模式中的资金不足问题。其中，美元债融资占房地产债券融资的一半以上。高周转模式和过度举债的融资策略增加了房地产行业的脆弱性，资产的快速扩张与行业风险抵抗能力不匹配。

2020 年下半年，我国宏观经济调控的政策目标转向化解债务风险和结构性去杠杆，“三道红线”发布，叫停行业的高周转经营模式。2020 年 11 月，8 天内三家大型国有企业在境内市场上宣告债券违约，整个下半年共 6 家国有企业发生违约事件。前所未有的国企违约规模引发境内债券市场动荡，风险情绪随后传染到美元债市场后，引起 4 季度房地产和城投美元债发行规模的下降。2021 年上半年，房价上涨挑战“房住不炒”政策目标，随后监管政策、行政干预不断升级。“两道红线”推出后，房地产经营、投资和融资均受到严格的监管限制。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。政策组合拳下，房地产风险由经营不善企业向健康企业蔓延，由国内市场向离岸

市场蔓延,受情绪影响,其他行业的发行规模也呈现出不同程度的收缩。

展望 2022 年,中资海外债市场的发展前景尚未明朗。乐观情形下,前期的风险释放和监管政策的边际缓和将对海外债市场的复苏与反弹形成支撑。悲观情形下,若当前政策力度不足以支持整个行业信心和正常业务的恢复,那么房地产风险仍然存在上升到统性风险的可能。在此情形下,中资海外债券市场将再次面临一级市场发行萎缩和二级市场震荡的风险。

大宗商品市场：供需失衡逐步改善，涨跌互现

2021年4季度大宗商品价格受铁矿石下跌拖累，环比显著回调，钢材也在终端疲弱的拉动下走弱，中国的调控政策及终端需求走弱成为主要驱动因素。有色金属价格维持较强的韧性。能源品种整体仍然坚挺，供给端增产有序，原油和煤炭价格波动上涨，且在冬季寒冷、交运需求复苏的拉动下，为价格带来支撑。奥密克戎为市场带来的担忧被快速消化，因致死率较前期变体更弱。农产品价格普涨，价格升至近期高位。

一、大宗商品总体价格走势

4 季度大宗商品价格持续分化，铁矿石价格重挫，煤炭、石油反弹，有色金属价格维持韧性，农产品普涨。

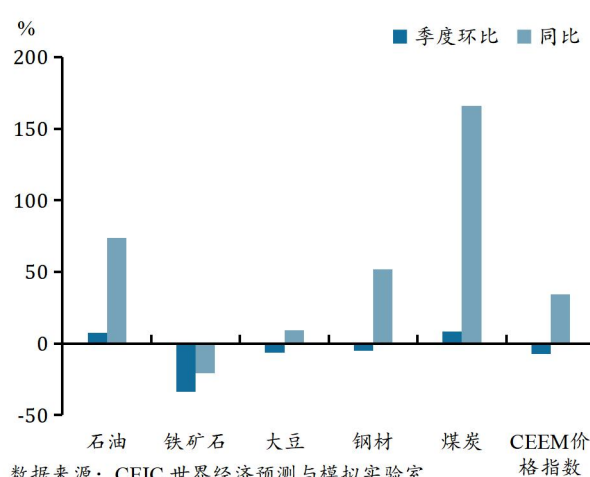
2021年4季度CEEM大宗商品价格⁴季度均价环比下跌7.4%，主要受铁矿石价格下挫影响。进口铁矿石季度均价下跌幅度达33%，中国能耗双控政策引发市场悲观情绪。钢材价格受中国房地产和建筑业需求疲弱影响也有所下滑。油价在高位徘徊后受奥密克戎冲击下跌，但逐步反弹，且国际需求长期向好，为油价带来支撑。国际有色金属价格维持韧性，铜价上涨、铝价高位震荡。4季度国际农产品价格普遍上涨，国内农产品除豆粕外价格上浮。

图表 48 4 季度 CEEM 大宗商品指数整体下挫



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 49 4 季度铁矿石急剧下挫，石油、煤炭上涨



数据来源：CEIC,世界经济预测与模拟实验室

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。

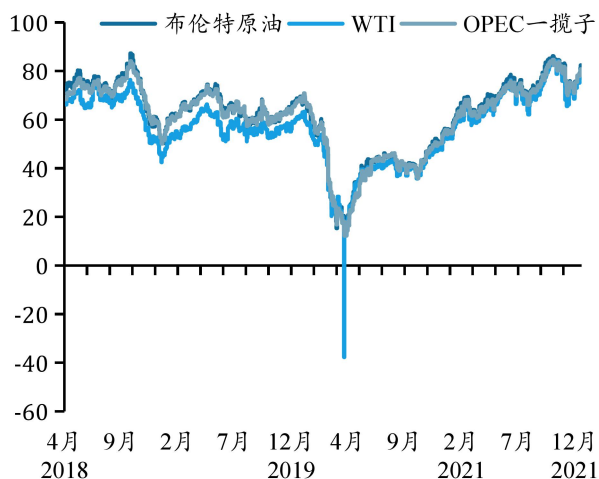
二、主要大宗商品供求情况与价格走势

2021 年 4 季度，全球油价在高位徘徊近 2 个月，布伦特原油价格一度上探至 85 美元以上的高点，随后受奥密克戎的冲击，于 12 月初下探至低点。截至 2022 年初，在地缘政治事件的影响下，油价反弹，再次逼近季度初的高点。从长周期来看，2021 年 4 季度油价已一度回升至 2018 年 10 月份的阶段性高位。

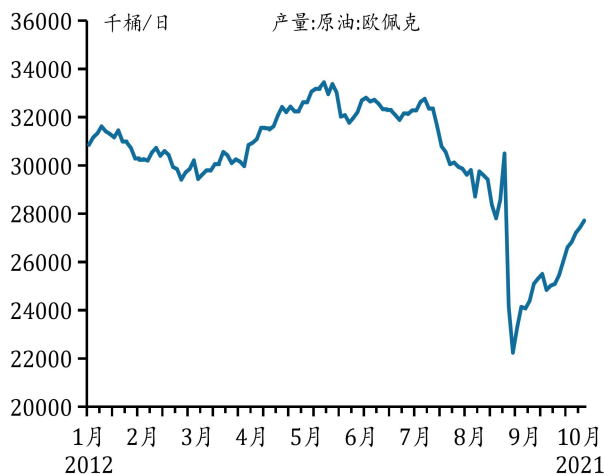
4 季度油价在高位徘徊后受奥密克戎影响下挫，但很快恢复，需求端复苏起主要作用。

4 季度全球油价的主导因素仍是需求端的变化和相应的心理预期。季度初随着疫苗接种率不断上升，各国陆续解封，市场情绪较为乐观，油价节节攀升。但奥密克戎来袭后疫苗效力有限，市场担忧陡升，且多国再次降低航班频次和重启封锁，拉低油价。在供给端，整个季度相对平稳，OPEC 在季度末给出了持续但平稳的增产计划，和预期接近，且增产执行到位。进入 2022 年，哈萨克斯坦的骚乱加大了市场对供给的担忧，且奥密克戎症状相较于此前的变体有所减轻，需求复苏预期明确，带动原油价格反弹。

图表 50 全球油价在高位徘徊后下跌，但进入新年后反弹



图表 51 OPEC 产量恢复速度和市场预期接近

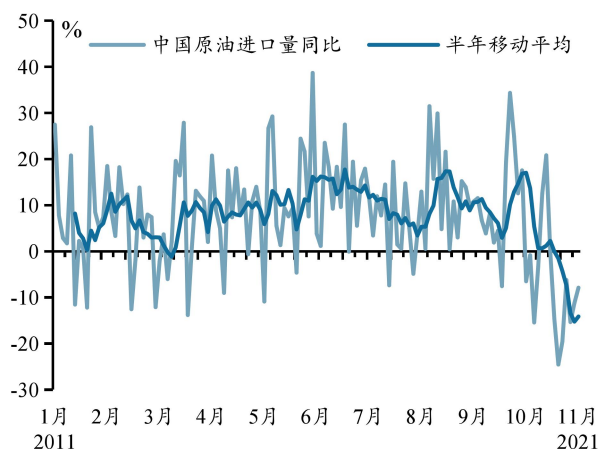


在供给端，OPEC 持续增产，增量相对符合市场预期。11 月 OPEC 日产量环比增加 29 万桶至 2771 万桶/日，相较疫情前的高峰仍有 230 万桶的差距，但差距在逐步缩减。OPEC+ 在 1 月份的会议上批准了自 2 月份起 40 万桶的增产计划，坚持逐步恢复至疫情前的产出。消息当天油价小幅下跌，但很快恢复，显示增产节奏基本符合市场预期。

OPEC 增产速度符合预期, 节奏稳定, 除了少量地缘风险事件干扰外, OPEC 为供给稳定性提供了预期。

目前 OPEC 对全球石油需求的复苏相对乐观, 因此大概率不会放缓增产步伐。OPEC 认为 2022 年一季度的石油过剩程度在缩减, 全球石油产量将比需求高出 140 万桶/日, 而此前的评估为 190 万桶/日。另一方面, 虽然交通运输需求持续疲软, 但随着天然气价格上涨, OPEC 认为燃料油和煤炭作为替代能源需求会上升。总体来看, OPEC 产量出现大幅超预期变动的几率不高, 且前瞻指引相对可靠, 成为供给端的稳定中枢。

图表 52 中国原油进口持续回落, 因基期和价格高企



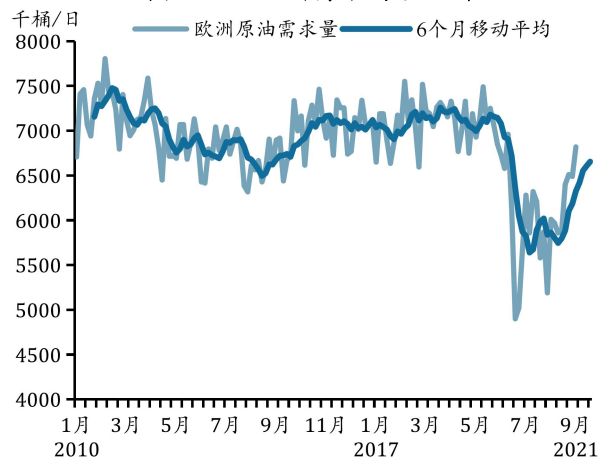
数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室

图表 53 美国原油净进口反弹



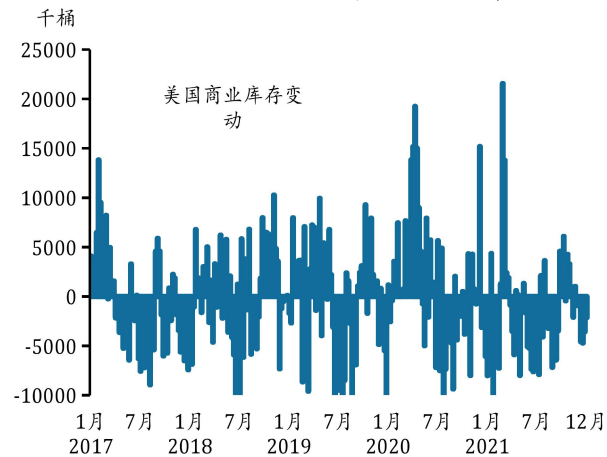
数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室

图表 54 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 55 美国原油库存连续下降



数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室

从几个边际影响较大的国家来看, 伊拉克积极配合 OPEC 产量分配, 协议的遵守率达 102%。美国页岩油投资稳定, 活跃钻井数小幅上升, 尚未迎来规模投资潮。美国产油商较为谨慎, 且银行及投资者对扩大投资的意愿有限。但 2022 年伊始, 哈萨克斯坦出现骚乱, 让市场对其 160

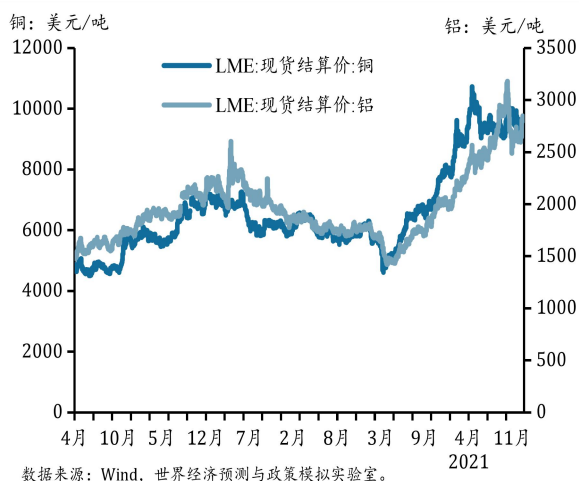
4 季度需求端受奥密克戎的扰动，市场情绪一度下挫，但随着该变体重症率显著下降，市场转趋乐观；除中国外，欧美的原油需求稳定反弹。

万桶的日供应产生担忧，刺激油价上涨。该国 2020 年原油产量全球排名高居第 12 位。但 OPEC 仍有充分余量应对这部分供给的波动。

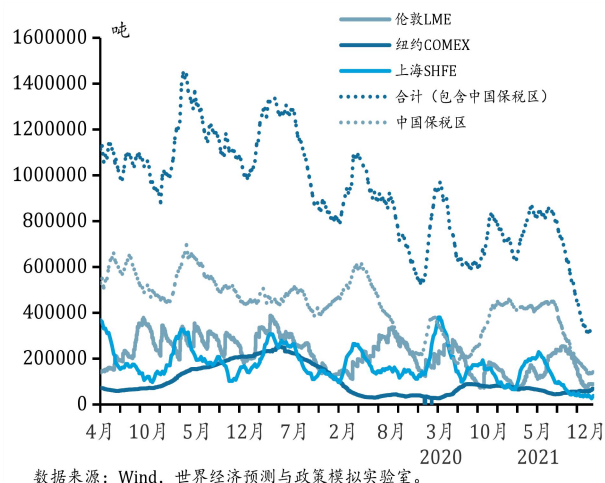
在需求端，奥密克戎的冲击一度引起恐慌，但较之前德尔塔来袭时恐慌更快消退。奥密克戎毒株在短时间内已传播至全球 110 个国家和地区。在英国、美国等地，该毒株已取代德尔塔毒株成为当地主要流行毒株。虽然传播性极强，但从初步观察来看重症率相较于此前变体有显著下降，市场紧张情绪迅速缓解。美国也在 2022 年初解禁了非洲等国入境的限制，原因为考虑到该变体威胁有限。因此，尽管欧美当日新增仍在高速攀升，但迈向常态化的步伐坚定。当前发达经济体疫苗接种率已基本进入稳定平台。如新冠长期向弱致死率演化，尽管感染人群不断上升，发达国家经济常态化的趋势不可阻挡。以美国为例，感恩节旅行班次已逼近疫情前水平，部分机场迎来破纪录的客流量，显示出民众旅行热情高涨。虽然奥密克戎来袭后数千架次的航班暂时取消，但需求复苏趋势明显。

从高频数据来看，美国原油净进口需求反弹，同时商业原油库存持续缩减，超过市场预期。另一方面，欧洲原油需求也持续反弹，正逼近疫情前 90% 的水平，或和冬季寒冷及天然气价格上涨有关。中国原油进口量下降明显，在前期价格低位大幅增加进口后，中国近期削减了进口规模。除中国外，各国整体需求在稳步回升，为油价形成了有力的支撑。

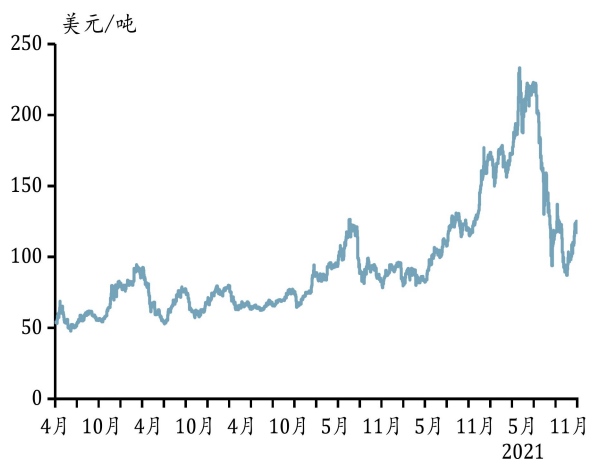
图表 56 LME 铜铝价先扬后抑，整体高位震荡



图表 57 全球铜库存总量持续去库

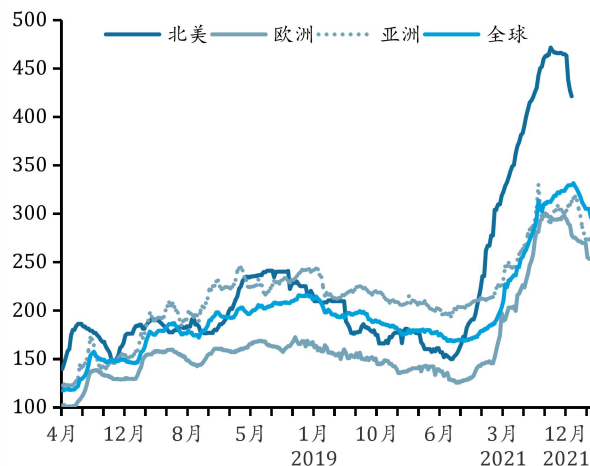


图表 58 国际铁矿石低位震荡、季末小幅回调



数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 59 国际钢价指数下降



数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室。

4 季度国际有色金属价格维持韧性，铜价上涨、铝价高位震荡。

铜方面，4 季度需求悲观、供给温和增长，价格变动主要受能源危机炒作影响。伦铜价格整体先扬后抑，小幅走强，位处历史高位，从 2021 年 3 季度末 9041 美元/吨震荡上涨至本季末 9692 美元/吨，季度涨幅达 7.20%。季度月上旬，受能源危机炒作供应偏紧影响，伦铜挤仓导致铜价迅速上涨；随后 LME 发文限制挤仓，炒作停歇，铜价回吐涨幅，但依然维持高位震荡。4 季度铜需求端预期较为悲观，美国 11 月议息会议确认缩减购债，美国经济复苏存在不确定性；中国房地产预期悲观，且下游终端制造业和新能源企业受原材料成本传导压力影响需求走弱。供给端，虽然智利铜产出 11 月受到罢工和疫情影响出现萎缩，但整体而言南美主要铜产国受之前疫情、罢工潮影响的产能逐渐恢复，铜产量回升整体平稳。铜库存方面，全球铜库存 4 季度继续大幅去库，总库存处于 2016 年以来绝对低位，低库存对铜价仍有支撑作用。截至 2021 年 12 月 31 日，全球三大交易所总库存(不含中国保税区)报 19.68 万吨，相对 3 季度减少 12.27 万吨，其中 LME 库存减少 13.06 万吨，COMEX 库存增加 1.32 万吨，SHFE 库存减少 0.53 万吨。全球库存(包括中国保税区)较 3 季度减少 20.27 万吨至 33.88 万吨，下降主要由于 LME 库存以及中国保税区库存下降。铜矿砂及其精矿价格指数 11 月小幅下降至 2418 美元/吨，铜矿进口金额上升幅度不及进口数量上涨

4 季度金属价格走势分化:有色金属供给增长缓慢、需求悲观，价格高位震荡；黑色金属整体供给季节性淡季、需求疲软，铁矿石价格受中国需求变化影响先抑后扬，钢价在全球经济复苏持续放缓背景下有所下降。

幅度。铜上中游产品，诸如铜矿、废铜、精炼铜及未锻造铜，均较上季度有所上涨。

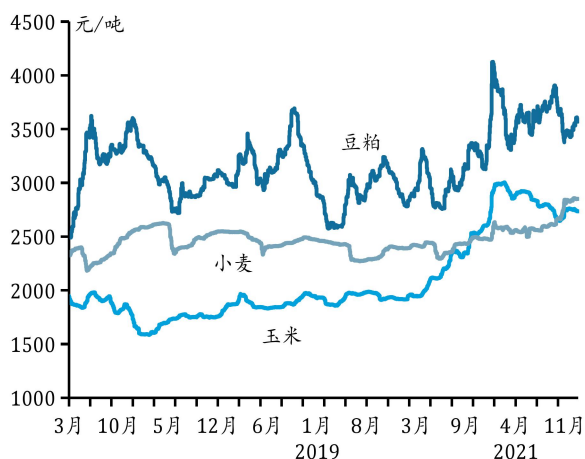
铝方面，需求放缓、供给偏紧令 LME 铝价 4 季度价格高位震荡，季度小幅下跌 1.58%，自 2021 年 3 季度末的 2851 美元/吨小幅下降至本季末 2806 美元/吨。需求端，海外经济复苏放缓，国内房地产需求受政策调控而增长放缓；供给端维持紧张态势：上游铝矿石主产国几内亚政变虽未影响铝矿供应，但局势不明引起铝价情绪波动；中游主产国中国能耗双控政策限制电解铝产能。全球铝库存持续走低。铝加工原材料，如铝矿、废铝进口数量较上季度又明显上升，氧化铝进口数量明显下滑。

4 季度国际铁矿石价格低位震荡季末小幅回调，国际钢价下降。国际铁矿石供给平稳、需求前期疲弱后期反弹，价格先抑后扬。普氏 62%铁矿石价格 4 季度从 118.25 美元/吨震荡下行至 90 美元/吨附近，后反弹至 125.05 美元/吨又下跌至 119 美元/吨，季度涨幅 0.63%。4 季度供给端较为平稳，处于季节性淡季，澳洲、巴西主产国由于中国进口需求下滑调减发运。需求端季初仍由中国方面成材端产量平控以及能耗双控政策带来的悲观情绪主导而需求疲软，后期伴随中国年度粗钢去产目标完成，市场复产预期增强，需求小幅回升，矿价反弹。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 5189 万吨至 2.84 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 1.56 亿吨。从进口量来看，铁矿石及其精矿进口 10 月和 11 月分别为 9161 万吨和 1.05 亿吨，相比于 3 季度有所上升，进口金额下降明显，导致铁矿砂及精矿进口价格指数 11 月末回调至 114.47 美元/吨。

钢材方面，4 季度国际钢铁价格指数下降。4 季度全球疫情散发，供应链及需求受阻，世界各地经济活动复苏受到抑制，全球国际钢铁价格指数下降，季末下降至 290.5 点，季度环比下降 11.89%。其中，亚洲季度下调幅度最大（13.94%）、欧洲其次（12.72%）、北美回调幅度最小（9.43%）。从钢铁价格来看，国际螺纹钢市场价 4 季度除美国

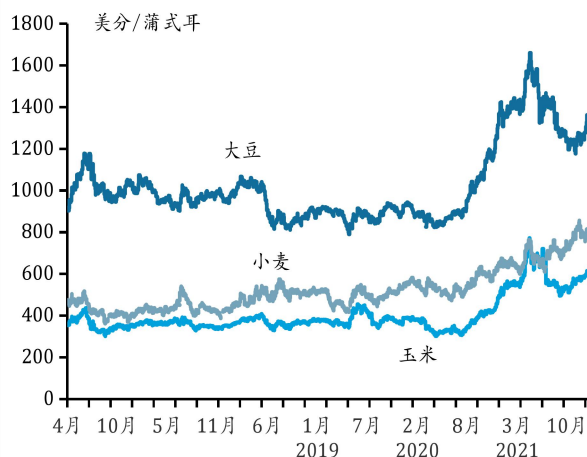
和独联体外，均有不同程度负增长。其中中国房地产业活跃度减弱，钢材受压产及建筑业减速影响，需求供给双双承压，此外全球制造业的强势复苏也削弱了出口市场，钢材价格下降 18.53%；欧盟、日本小幅下降；美国受被抑制需求释放和强有力的应对政策驱动影响，建筑业、汽车业和耐用品业复苏助力钢价上涨 8.22%。截至 4 季度末，美国钢铁价格（1145 美元/吨）依然维持强势，远高于中国钢材价格（743 美元/吨），国际螺纹钢价格从高到底依次为：美国、欧盟、日本、中国、独联体。从世界粗钢产量来看，2021 年 11 月，向世界钢铁协会（WorldSteel）报告的 64 个国家的世界粗钢产量为 1.43 亿吨，环比下降 0.76%、同比下降 8.65%，下降主要源于亚洲。世界钢铁协会估测，2022 年，随着全球疫苗接种加速推进，全球钢铁需求将继续恢复，全球钢铁需求量预计将增长 2.2%，达到 18.96 亿吨。其中中国钢铁需求量受“双碳”政策以及脱离房地产依赖型增长模式的政策定位影响，2022 年增长可能性较低。发达经济体预计在 2022 年需求继续增长 4.3%，随着供应链瓶颈的减少、被抑制需求的持续释放以及企业和消费者信心的提升，复苏态势将更加有力，预计回到疫情前水平：美国经济稳健复苏；欧盟所有用钢行业复苏态势积极，德国需求复苏受出口支撑，意大利复苏受益于建筑业及家用电器业恢复势头强劲；日本方面，汽车制造业、机械制造业将引领本次复苏。其他发展中经济体在大宗商品价格和国际贸易恢复的助力下，钢铁需求将继续回温，但考虑到在变种病毒的数波冲击下，疫苗的低接种水平以及国际旅游业的缓慢恢复都将给发展中经济体带来桎梏，或将弱化其财政状况，从而影响基建投资及钢铁需求量。

图表 60 国内农产品现货价格豆粕下降，玉米小麦涨幅不一



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 61 CBOT 农产品价格齐上涨



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

4 季度国际农产品价格普遍上涨，国内农产品除豆粕外价格上浮。

4 季度美豆上涨，国内豆粕现货价下调。国际市场来看，4 季度美豆价格上涨至季末 1329.25 美分/蒲式耳，季度涨幅 5.75%，价格依然处于近五年高位。季初，因压榨利润低而抑制需求、新型变异病毒爆发导致金融市场大跌，美豆价格下调，后期随着豆粕需求的逐步回升，棕榈油价格大幅上涨后，豆油在油脂需求中替代比例增大以及中美关系缓和利于美国出口大豆等因素的共同作用，美豆价格止跌回升。12 月美国农业部 (USDA) 预测 2021/22 年度美豆中性偏多，小幅调减产量、库存消费量、库消比，全球大豆供需格局趋于宽松。库消比（剔除中国）调增 0.07 个百分点至 26.09%。国内市场豆粕 4 季度现货价格因供需偏紧情况好转下降 8.07% 至 3569.43 元/吨。供给担忧消解主要由于：1) 限电限产对大豆生产没有实际影响；2) 11-12 月进口大豆到港预估不断上调。

4 季度国际国内农产品价格表现不一：国际农产品供给受极端天气影响，产量、物流均受限制，供需格局偏紧，价格上涨；国内豆粕供需预期好转，价格下跌，玉米小麦供给因极端天气受限，需求回暖，供需阶段性偏紧使得价格上涨。

4 季度玉米价格国内外齐涨。国际市场来看，全球玉米产需缺口使得 CBOT 玉米价格 4 季度止跌转升，季末上涨至 592.5 美分/蒲式耳，涨幅达 10.23%。美国农业部 (USDA) 12 月全球玉米供需预测偏多：2021/22 产量、库存、消费量、库消比预测值均较上月小幅上调。产量调增主要来自欧盟和乌克兰产量调增抵消了中国产量调减，中国产量调减依据是播种面积的增加难以消减产量下降的影响。期末库存消费比微调 0.01 个百分点上升至 25.55%，剔除中国后预计小幅调增 0.13

个百分点至 10.57%，但仍然处于 7 年以来低位。国内市场来看，玉米现货价格 4 季度上升至 2734.71 元/吨，季度涨幅 1.78%，价格持续攀升，仍处五年高位。价格上涨主要由于新粮惜售、需求改善：供给面极端天气影响玉米收割及物流，农户惜售心理强烈，供应偏紧；需求面玉米深加工利润达到历史高位，对玉米需求度高。此外，小麦价格上涨使得小麦替代性减弱，从而玉米价格联动上涨。

4 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，全球小麦供应量持续收紧，叠加玉米价格联动效应，CBOT 小麦价格 4 季度继续震荡上涨 6.13 个百分点，至 770.25 美分/蒲式耳，为五年来高位。全球小麦供给不足，主要供给国收紧粮食出口配额，而主要进口国提高粮食储备量，多重因素增加全球小麦供应紧张的担忧，价格上涨。12 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 2021/22 年小幅增加。产量调增来源于澳大利亚、俄罗斯和加拿大的产量增加，其中澳大利亚产量上调 250 万吨至 3400 万吨。消费调增主要源于澳大利亚、俄罗斯饲用量及居民使用量的上升；此外由于欧盟小麦收获时节受雨，导致品质下降，其饲用量相应调增。期末库消比预计调增 0.21 个百分点至 35.24%，剔除中国库消比预计调增 0.27 个百分点至 21.38%，但全球库存仍低于去年。国内 4 季度小麦大幅上涨至 2848.89 元/吨，季度涨幅 8.81%。供给面承压：局部地区降水偏多影响冬小麦种植进度，引发市场对新作产量担忧；需求面旺盛：下游面粉加工企业补库需求较强。此外，政策层面上调小麦最低收购价使得市场对小麦看涨情绪较高。供需阶段性偏紧以及市场看涨情绪提振国内小麦价格。

三、未来价格走势与风险

原油方面，发达经济体经济正常化趋势明显，为油价形成了稳定的支撑。在新冠变体致死率、重症率下降的背景下，即使感染人数大

油价方面,需求复苏为价格提供支撑,市场对新冠的消化加速,供需双边的意外因素更少,限制了价格剧烈波动的空间。金属方面,预计经济复苏放缓,供给逐步恢复,供需格局改善叠加全球流动性边际收紧施压金属价格。农产品方面,大豆供需格局宽松、小麦玉米供需趋紧导致农产品价格走势分化。

幅上升,市场仍会更快速地消化相关负面影响。但新冠影响的长期性也更为明确,需求反弹不会一蹴而就,使得油价缺乏 2021 年快速拉升的基础。供给端各国的产量恢复速度接近于明牌,对市场的预期冲击逐步减弱,且 OPEC 增产预期和节奏更加明确,为市场提供了价格稳定中枢。美联储加息和缩表预期也对大宗商品造成压力。预计 2022 年 1 季度油价会维持震荡走势,升幅较前期显著缩窄。

金属方面,未来价格走势主要关注美国政策下的全球流动性走势、中国“双碳”政策力度与方向、以及各国疫情恢复情况。铜、铝方面,供应端进一步恢复,需求端全球消费放缓,供需偏紧局面缓解、叠加全球流动性边际收紧施压有色金属价格。但短期内冶炼端产能约束将继续支撑价格,预计 2022 年 1 季度有色金属价格可能维持在高位震荡或将小幅下行。黑色金属方面,预计铁矿石在全球经济复苏减缓、中国“双碳”政策及冬奥会期间限产背景下需求放缓,供给有增量预期,整体供需宽松预期下矿价涨幅有限;钢材供给受控产政策仍呈弱势,需求在房地产悲观预期下承压运行,钢材价格在供需两弱情形下价格中枢或有所下移。

农产品方面,主要关注南美天气对产物的影响以及中美双边关系的进展。大豆方面,全球大豆供需格局趋于宽松,CBOT 大豆价格重心或将有下行动力,但 2022 年 1 季度受南美天气、物流及疫情等因素的扰动以及中美双边关系的不确定性,价格回落可能受阻。玉米方面,供需预计延续紧平衡,结合宏观通胀预期,投资需求增加助长市场炒作,预计玉米价格震荡或将继续走强。小麦方面,国际小麦供需紧张格局具备一定结构性特征,短期难以改变,国际麦价或将有继续上行动力。

外贸专题：进、出口增速缓步回落⁵

2021年4季度，中国出口（美元）同比增长22.8%，较上季度下降1.6个百分点；进口同比增长23.4%，较上季度下降2.5个百分点；货物贸易顺差总额为2509亿美元，同比提高435亿美元。10-11月，服务贸易逆差为73亿美元，同比下降128亿美元；经常账户顺差占GDP比重估计在2.1%左右。随着基期水平抬升，海外疫情形势好转，进、出口同比增速回落压力加大，但10-12月出口仍显著高于市场预期水平，10-11月进口增速也出现逆势回升。2022年中国出口增速将周期性回落，但名义值仍有望保持8%-10%左右的增长水平。

一、全球贸易增速将冲高回落

预估4季度全球贸易增速将回落。

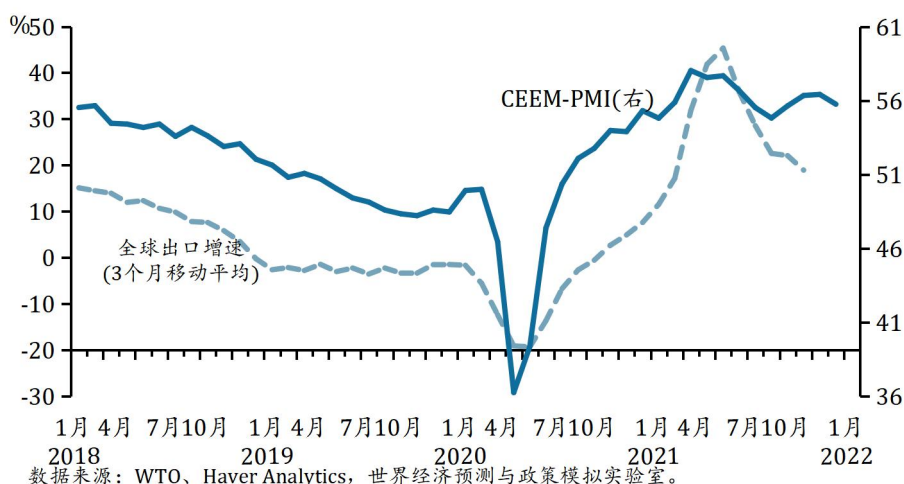
预估4季度全球贸易增速将继续回落。根据世界贸易组织（WTO）数据，2021年3季度全球出口总额5.2万亿美元⁶，同比增速为23%，较上季度下降22个百分点。过去五年CEEM中国外部需求指数（简称CEEM-PMI⁷）与3个月移动平均的全球出口增速走势高度一致。2021年3月CEEM-PMI达到近期峰值，随后开始逐步回落，截至12月累计下降2.3个单位。尽管11月在强劲需求和供给边际好转作用下全球经济景气程度小幅反弹，但12月再度回落且降幅加大，总体上中国外部经济景气程度、外需修复力度呈现放缓趋势。由此，4季度全球贸易增速将在基数水平提高、外需修复力度放缓的作用下而有所回落。

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。

⁷ 自2022年1月起，CEEM-PMI指数中增加东盟PMI，各经济体按照2021年贸易权重加权。为保持数据来源的一致性，各国PMI数据均来自Haver Analytics。

图表 62 预估 4 季度全球贸易同比增速将回落



出口同比增速回落压力加大,但仍显著高于市场预期水平。

二、中国出口增速缓步回落

中国海关数据显示,2021年4季度,以人民币计,中国出口总额6.2万亿元,同比增长17.6%;以美元计,出口总额9634亿美元,同比增长22.8%,较上季度下降1.6个百分点。其中,10-12月出口同比增速逐步回落,依次为27.1%、22.0%、20.9%。随着基期水平抬升,同比增速呈现较大回落压力,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,同时也显著高于市场预期水平,这可能来自海外局部疫情反弹的供应替代效果、美欧需求保持强劲的带动作用以及圣诞相关消费需求的影响。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,反映当前人民币兑美元汇率仍处于偏强位置。

除欧盟、东盟和俄罗斯外,4季度,中国对主要贸易伙伴出口增速普遍回落。

分地区看,2021年4季度,除欧盟、东盟和俄罗斯外,中国对主要贸易伙伴出口增速普遍回落。其中,对美国、日本、韩国、巴西、印度、中国香港、中国台湾出口增速较上季度依次减少4.0、3.3、1.2、31.5、4.5、7.4、5.5个百分点。相反,对欧盟、东盟、俄罗斯出口增速较上季度依次提高8.9、1.1、13.3个百分点。值得关注的是,由于疫情反复,欧盟对我国商品需求明显提升。4季度,我国对欧盟出口增速反弹至33.8%,较2季度高出12.8个百分点,但较1季度最高水平仍低22.9

一般贸易出口增速回升,加工贸易和其他贸易增速继续回落。

4季度,机电产品和其他产品出口同比增速相对上季度继续回落,而七大类传统劳动密集型产品出口增速明显反弹。

个百分点。

从贸易方式看,一般贸易出口增速回升,加工贸易和其他贸易增速继续回落。⁸4季度,一般贸易出口同比增长27.2%,较上季度提高1.9个百分点;加工贸易出口同比增长12.0%,较上季度减少0.9个百分点;其他贸易方式出口同比增长25.3%,较上季度减少12.7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4季度出口变动的贡献率分别为70.1%、14.5%、15.4%。由于加工贸易“两头在外”,疫情期间其面临供给需求“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。4季度,我国出口中加工贸易占比较3季度回升1.6个百分点,但较疫情前(2019年均值)仍低4.4个百分点。

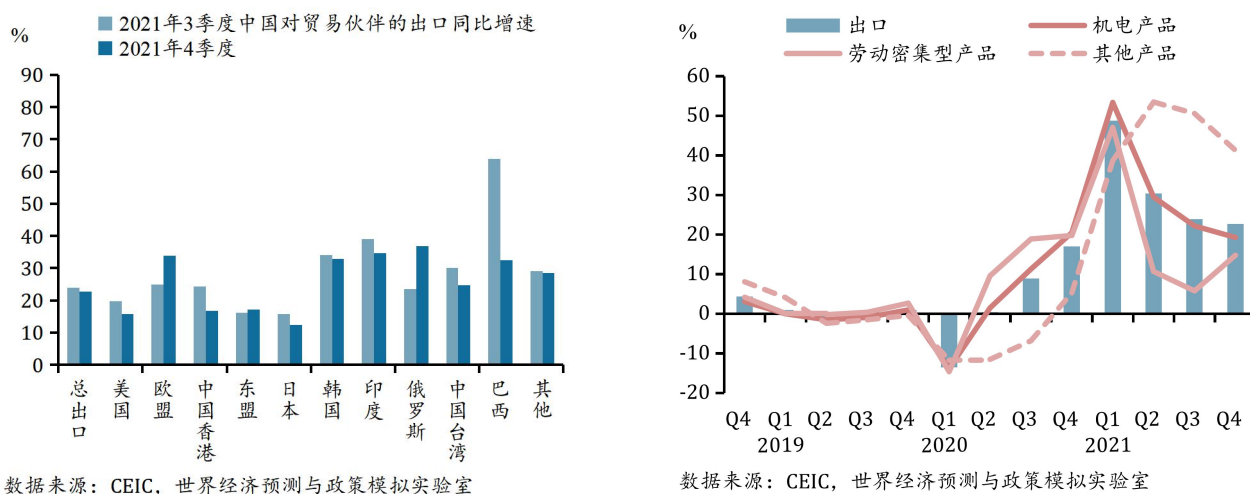
分产品看,4季度,机电产品和其他产品出口同比增速相对上季度继续回落,而七大类传统劳动密集型产品出口增速明显反弹⁹。机电产品出口增速较上季度下降2.9个百分点,同比增速为19.3%。特别地,机电产品中高新科技产品出口同比增速较上季度下降1.2个百分点,为19.9%。4季度,七大类传统劳动密集型产品和其他产品出口同比增速依次为14.8%和41.3%,较上季度反弹9.0和继续回落9.3个百分点。从贡献率上看,4季度,机电产品、七大类传统劳动密集型和其他产品出口对总出口的贡献率分别为52.2%、12.5%、35.4%。其中,机电产品对总出口的贡献率较上季度减少2.6个百分点,传统劳动密集型产品贡献率则提高7.1个百分点。这可能来自圣诞相关消费的推动作用,但需注意的是七大类传统劳动密集型产品仍是三类产品中增长最慢的。相反,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

⁸ 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3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60.7%、23.5%、15.8%。

⁹ 2021年3季度,机电产品、七大类传统劳动密集型产品和其他产品出口占总出口的比重分别为58.2%、19.0%、22.8%。

金属制品等)出口仍保持较快增长,这或与大宗商品价格维持高位有关。

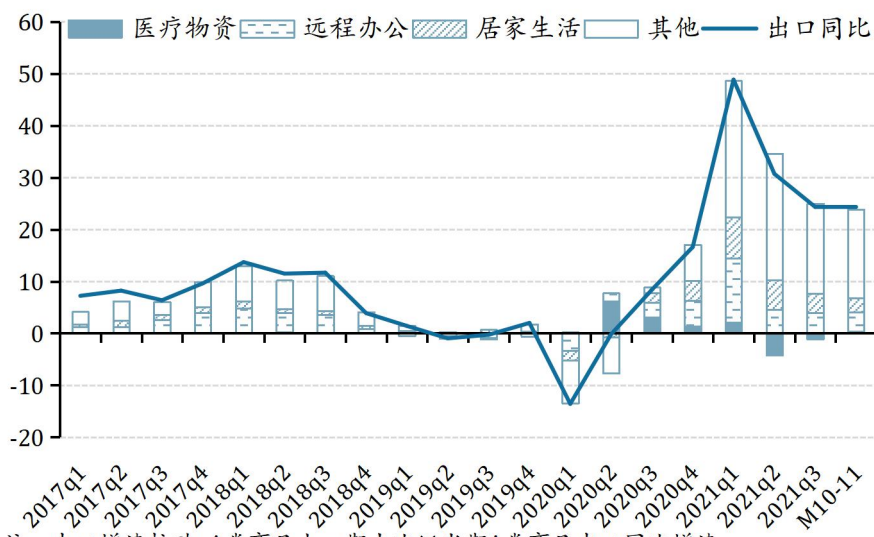
图表 63 中国出口增速的地区和产品分布



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 64 各类商品对出口同比增速拉动 (单位: 百分点)



注: 出口增速拉动=A类商品上一期占比×当期A类商品出口同比增速。

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

从与疫情的关系看,医疗物资出口拉动回升,远程办公产品出口拉动趋于稳定,居家生活拉动持续回落,而其他产品对总出口拉动超过七成。根据中国海关总署统计的HS6位商品月度出口数据(Global Trade Atlas数据库),我们将出口产品分为医疗物资、远程办公、居家生活以及其他四类。其中,医疗物资主要为口罩、防护服、药品、血制品、器官和医疗器械等。远程办公主要为电脑、手机、投影仪等办公用机器。居家生活主要为家具玩具、家用电器、自行车、机动车辆等。10-11月,医疗物资出口增速回升至15.1%,拉动总出口增长0.33个百分点;远

从与疫情的关系看，医疗物资出口拉动回升，远程办公产品出口拉动趋于稳定，居家生活类产品持续回落，其他产品对总出口拉动超过七成。

程办公产品出口增速进一步回落至 13.1%，出口拉动为 3.8 个百分点，较上季度仅回落 0.2 个百分点；居家生活产品出口增速进一步回落至 21.4%，出口拉动为 2.7 个百分点、较上季度下降 1.1 个百分点；相反，其他产品出口增速维持强劲、同比增长 30.2%，拉动总出口增长 17.2 个百分点，与 3 季度表现基本持平。10-11 月，全球疫情反复带动我国医疗物资出口增速回升；随着疫苗普及，发达经济体转向“与病毒共存”策略，远程办公和居家生活相关产品出口呈现趋势性回落；外部需求快速修复、而疫情下全球供应链陷入瓶颈，同时大宗商品价格保持高位，在各方力量作用下中国其他产品出口增速保持高位。

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。

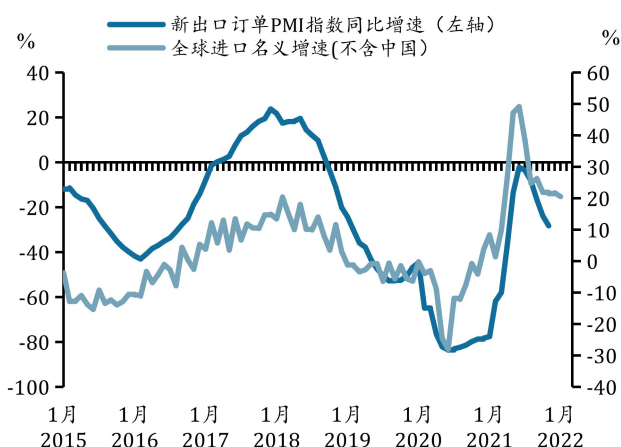
预估 4 季度外需修复力度继续放缓。

预估 4 季度外需修复力度继续放缓。全球制造业 PMI 指数滞后一期较上季度下降 0.8 个百分点，预示 4 季度外需增速较上季度继续回落。2016 年 1 月至 2021 年 9 月，摩根大通全球制造业 PMI 指数滞后一期值与来自 WTO 提供的不含中国的全球进口增速（外需增速）的相关系数为 0.82，能较好地预见外需增速的变化。2021 年 10 月至 12 月，摩根大通全球制造业 PMI 指数滞后一期均值为 54.2，较前 3 个月下降 0.8 个百分点。另一方面，新出口订单 PMI 指数同比¹⁰仍录得负值，且降幅有所扩大。2016 年 1 月至 2021 年 9 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 0.56，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 10 月至 12 月，中国新出口订单 PMI 指数同比增速均值较前 3 个月回落 18.8 个百分点，且 5 月以来出口新订单指数连续低于荣枯线，这或预示外需复苏仍存不确定

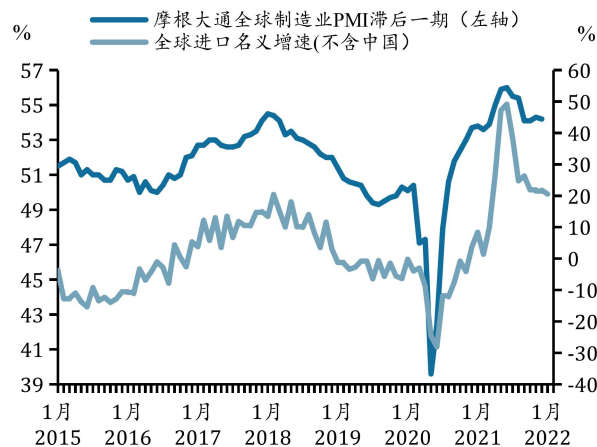
¹⁰ 由于 PMI 指数的统计口径为环比，因此需要先经过定基指数处理后再计算其同比变化。

性。

图表 65 预估 4 季度外需修复力度继续放缓



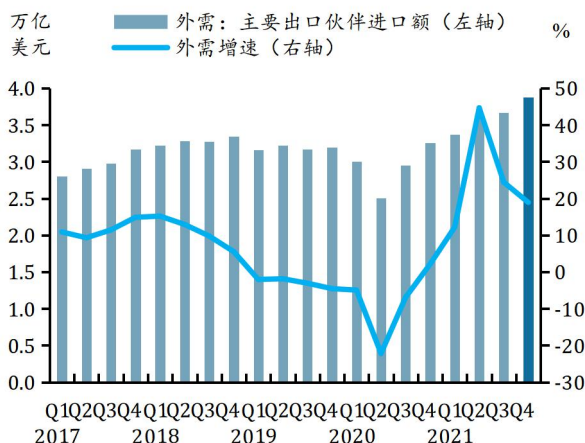
数据来源：WTO、中国海关、世界经济预测与政策模拟实验室



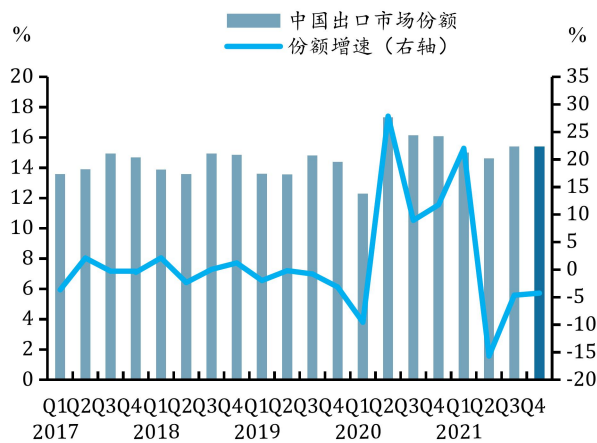
数据来源：WTO、Wind、世界经济预测与政策模拟实验室

注：全球进口名义增速（不含中国）根据 WTO 数据计算，其中 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 66 预计 4 季度中国出口产品市场份额与 3 季度大体相当



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 4 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 4 季度中国出口产品市场份额与 3 季度大体相当，但较去年同期仍呈现回落。

预计 4 季度中国出口产品市场份额与 3 季度大体相当，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经

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。受美欧解封和新变异毒株影响，秋冬季全球疫情反弹，加之疫情下供应链紊乱仍较为严重，预计4季度中国出口市场份额将与3季度大体相当、保持在15%以上，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（拖累程度下降）。

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，中国出口市场份额或将进一步回落，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，1-11月我国第二产业固定资产投资完成额累计同比增长11.1%，显著高于疫情前水平；而其他制造业国家、特别是疫苗接种率不高的新兴市场其生产能力完全恢复尚需时日。

4季度中国进口增速总体继续下降，但10-11月进口增速逆势回升，这主要来自保价稳供政策下国内需求边际回暖以及部分大宗商品价格因素的作用。

三、中国进口增速继续下降

中国海关数据显示，2021年4季度，以人民币计，中国进口总额4.60万亿元，同比增长18.3%；以美元计，进口总额7124亿美元，同比增长23.4%，较上季度下降2.5个百分点。其中，10月、11月、12月进口同比增速依次为20.6%、31.7%和19.5%。随着基期水平抬升，进口同比增速回落压力加大，但10-11月进口增速逆势回升，这主要来自保价稳供政策下国内需求边际回暖以及部分大宗商品价格因素的作用。

分地区看，4季度，中国大陆从东盟、韩国、印俄等上游中间品供应国进口增速回升，而从美欧日等发达经济体进口增速回落。具体而言，从俄罗斯、韩国、印度、东盟进口增速分别较上季度提高29.1、7.4、4.4、3.6个百分点。特别地，4季度，自东盟进口增速高达27.0%，对

4 季度，中国大陆从东盟、韩国、印俄等上游中间品供应国进口增速回升，而从美欧日等发达经济体进口增速回落。

总进口增长的贡献率为 16.7%。相反，从美国、欧盟、日本、中国香港、中国台湾等进口分别较上季度下降 14.6、10.4、5.3、48.9 和 3.0 个百分点。自巴西进口增速也较上季度减少 28.9 个百分点。此外，根据彼得森国际经济研究所，2021 年 1-11 月中国自美国实际进口额占一阶段协议目标的 60%（按照美国出口统计），其中农产品、制成品和能源产品完成度分别为 83%、59%、38%。

图表 67 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 4 季度	24.4	9.9	0.2	6.3	-4.5	27.0
较上季度变化	-2.1	-14.6	-10.4	-5.3	-48.9	3.6
国家	韩国	印度	俄罗斯	巴西	中国台湾	其他
2021 年 4 季度	24.9	11.8	69.0	10.3	15.6	48.6
较上季度变化	7.4	4.4	29.1	-28.9	-3.0	14.6

从贸易方式¹¹看，4 季度，一般贸易进口同比增长 29.6%，较上季度减少 0.4 个百分点；加工贸易进口同比增长 11.9%，较上季度减少 10.9 个百分点；其他贸易方式进口同比增长 22.6%，较上季度提高 3.5 个百分点。一般贸易进口增速较为稳定、其他贸易进口增速回升，而加工贸易进口增速再次大幅回落，反映了疫情反复及供应安全考量对以加工贸易为代表的全球价值链活动影响较大。从贡献率上看，一般贸易、加工贸易和其他贸易方式对 4 季度进口变动的贡献率分别为 70.6%、10.3%、19.1%。其中，加工贸易贡献率较上季度回落 6.0 个百分点。

除能源外，主要商品进口增速明显回落，价格因素在大宗商品进口中仍占据重要作用。

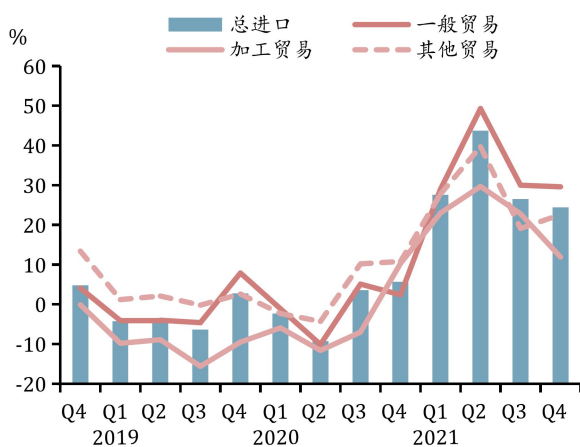
分产品¹²看，除能源外，主要商品进口增速明显回落，价格因素在大宗商品进口中仍占据重要作用。4 季度，机电产品进口增速连续 3 个季度回落，进一步降至 9.6%。特别地，机电产品中高新科技产品进口同比增速较上季度继续回落 1.0 个百分点，降至 16.7%。4 季度，煤-油-天然气进口增速高达 109.5%，较上季度提高 48.0 个百分点；医药-肥料

¹¹ 2021 年 3 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 62.7%、18.4%和 18.9%。

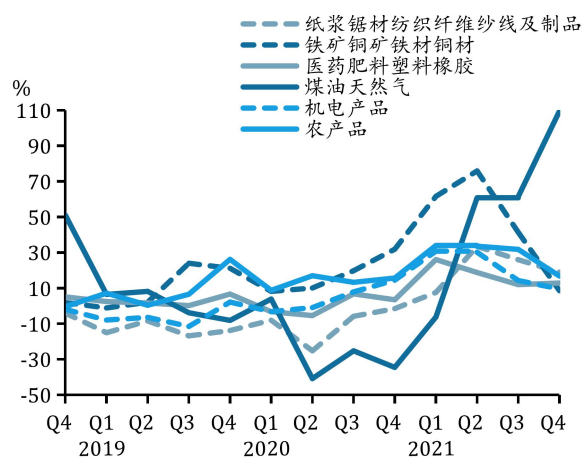
¹² 2021 年 3 季度，农产品、铁矿-铜矿-铁材-铜材、煤-油-天然气、医药-肥料-塑料-橡胶、纸浆-锯材-纺织纤维纱线及制品、机电产品进口占总进口的比重依次为 8.2%、10.9%、13.6%、4.4%、2.2%、42.2%。

-塑料-橡胶进口增速较上季度提高 0.9 个百分点，但仅有 12.9%；相反，农产品、铁矿-铜矿-铁材-铜材、纸浆-锯材-纺织纤维纱线及制品进口增速较上季度回落 15.0、32.8 和 7.0 个百分点。从贡献率上看，4 季度，机电产品、煤-油-天然气对总进口的贡献率分别为 19.0%、42.0%。其中，机电产品对总进口的贡献率较上季度减少 6.3 个百分点；煤油天然气的贡献率较上季度提高 17.2 个百分点。总体上看，能源产品引领我国进口高速增长，价格因素依旧在大宗商品进口中仍占据重要作用。10-12 月，铜材、钢材和原油累计进口数量同比分别下降 10.7%、31.0%和 0.5%，而其价格同比分别上涨 35.2%、57.1%和 79.9%。其中，铜材和钢材价格增速较上季度已有所放缓，而原油价格较上季度进一步攀升。事实上，受能源短缺影响，美欧等能源价格飞涨，欧洲甚至爆发了能源危机。此外，4 季度铁矿砂进口量价齐跌。

图表 68 中国进口增速的贸易方式和产品分布



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

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

四、经常账户顺差继续扩大、占 GDP 比重约为 2.1%

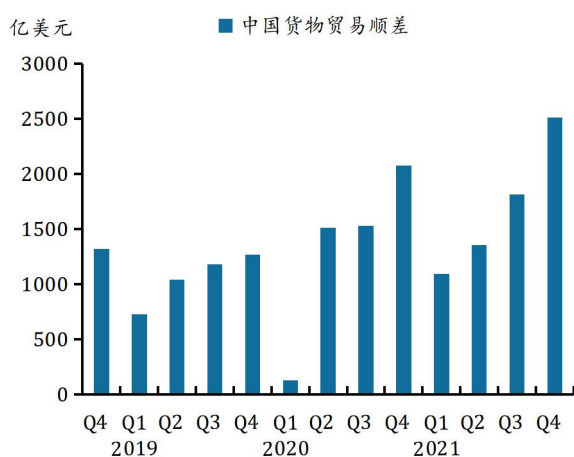
货物贸易顺差同比继续扩大，服务贸易逆差规模继续收缩。

4 季度，以人民币计，中国货物贸易顺差额为 16129 亿元，同比增速为 15.6%；以美元计，顺差总额为 2509 亿美元，同比提高 21.0%（上季度增速为 18.7%）。其中，10、11 和 12 月货物贸易差额分别为 845、717 和 945 亿美元。从贸易方式看，4 季度，一般贸易顺差为 1529 亿美

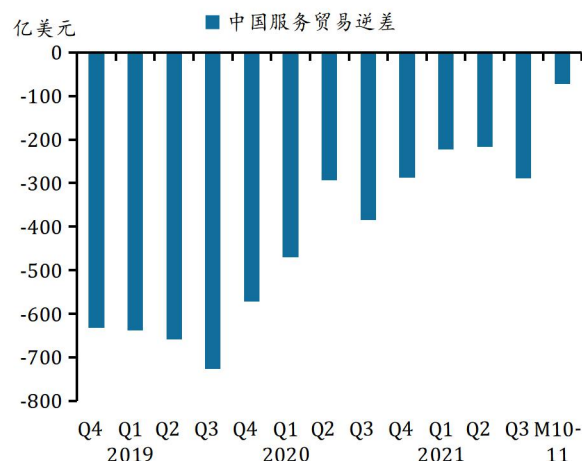
元，较去年同期回升 264 亿美元；加工贸易顺差为 1061 亿美元，较去年同期回升 115 亿美元；其他贸易逆差为 83 亿美元，较去年同期下降 9 亿美元。

服务贸易逆差继续收缩。10-11 月，中国服务贸易逆差为 73 亿美元，同比下降 63.9%，同比增速较上季度下降 39.0 个百分点。其中，境外旅行服务逆差为 151 亿美元，同比下降 5.1%，同比增速较上季度下降 9.9 个百分点。运输服务顺差为 1 亿美元(以往多为逆差)，同比提高 101.5%，较上季度提高 15.3 个百分点。保险和养老金服务逆差为 9.8 亿美元，同比下降 7.1%，较上季度下降 49.4 个百分点。

图表 69 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

10-11 月，中国经常账户占 GDP 比重预计在 2.1% 左右，随着出口回落压力加大，未来经常账户占比有望回落。

据国家外汇管理局统计，2021 年 10-11 月，以人民币计，中国货物贸易顺差为 7206 亿元，服务贸易逆差为 465 亿元，即贸易贡献的经常账户盈余为 6741 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 4 季度名义 GDP 增速在 8% 左右，则 10-11 月中国经常账户占 GDP 比重预计在 2.1% 左右。与此相比，2021 年 3 季度，中国货物贸易顺差 10219 亿元，服务贸易逆差 1873 亿元，经常账户盈余 4762 亿元，占 GDP 的 1.6%。按人民币不变价计，3 季度，货物和服务净出口对 GDP 增长的贡献为 1.1 个百分点，略低于去年同期 1.3 个百分点贡献度，仍为近年来高位。

五、外贸展望

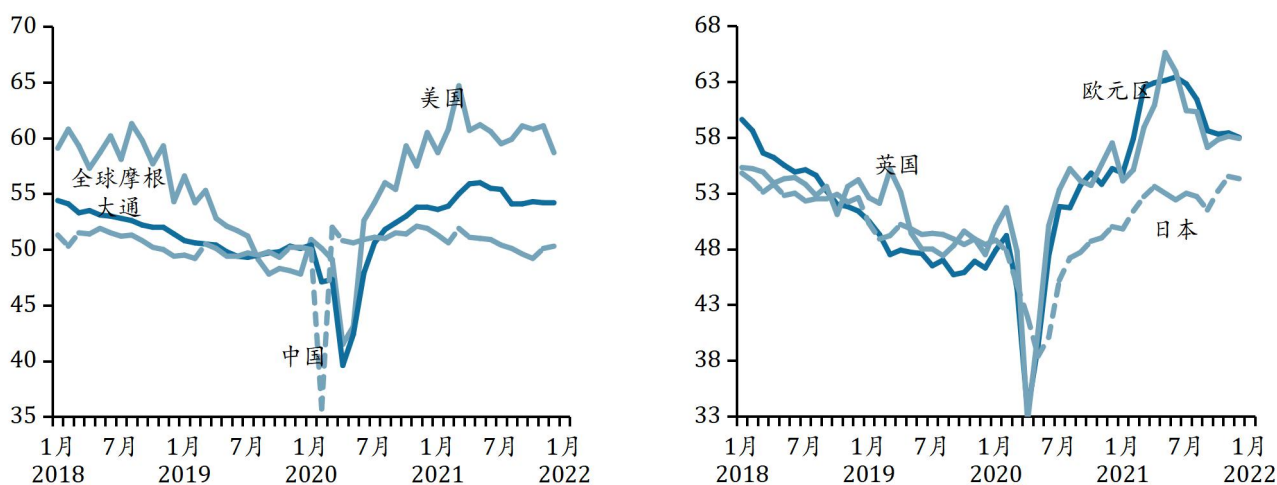
2022 年中国出口增速将周期性回落,但名义值仍有望保持 8%-10% 左右的增长水平。

2022 年中国出口增速将周期性回落,但名义值仍有望保持 8%-10% 左右的增长水平(参见崔晓敏和肖立晟《2022 年中国出口展望:周期回落与保持韧性》)。

三方面原因导致 2022 年中国出口增速将周期性回落。一是 2021 年基期水平较高。二是外需增速放缓,包括美欧宏观刺激力度下降甚至收紧、美欧消费结构将出现从商品到服务的调整两方面原因。三是供应替代作用下降,出口份额拉动减弱甚至转负。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,加之全球供应链瓶颈问题逐步缓解,中国出口市场份额难以继续上涨、甚至还可能在高基数作用下有所回落。

两方面力量支撑 2022 年中国出口增长保持韧性。从需求看,全球经济继续修复、景气程度仍处高位,对我国进口需求仍有望维持较快增长,包括主要经济体制造业 PMI 虽然回落但仍处于历史高位,美国商品补库存需求增加,以及服务业加速修复并对相关制造品需求形成支撑。从供给层面看,中国出口市场份额仍有望维持高位,而不会对整体出口增长形成较大拖累。一方面,新变异毒株导致疫情反复,疫苗和特效药不平等仍将制约新兴市场供给。另一方面,疫情期间大多数经济体固定资产投资低迷甚至回落,其生产能力完全恢复仍尚需时日。

图表 70 全球及主要经济体制造业 PMI



图表 71 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)		
	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2018	2019	2020
出口	30.4	23.9	22.7	9.9	0.5	3.6
进口	43.7	26.5	24.4	15.8	-2.8	-1.1
出口额	8088	8825	9634	24870	24984	25904
进口额	6737	7011	7124	21359	20769	20567
货物贸易余额	1351	1814	2509	3511	4215	5337

2.地区出口						
	(美元同比/%)			(规模/亿美元)		
	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2021Q2	2021Q3	2021Q4
出口	30.4	23.9	22.7	5882	6355	3721
美国	22.7	19.8	15.8	1339	1587	1649
欧盟	21	24.9	33.8	1229	1340	1514
中国香港	32.1	24.2	16.8	836	905	1043
日本	9.4	15.7	12.4	413	417	442
东盟	38.5	16.1	17.2	1207	1197	1382
俄罗斯	35	23.5	36.8	159	185	202

3.贸易方式						
	(美元同比/%)			(规模/亿美元)		
	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2021Q2	2021Q3	2021Q4
一般贸易出口	34.5	25.3	27.2	5003	5356	5872
加工贸易出口	14.4	12.9	12.0	1911	2078	2422
其他贸易出口	44.5	38.0	25.3	1179	1393	1369
一般贸易进口	49.3	30	29.6	4227	4395	4343
加工贸易进口	29.7	22.8	11.9	1148	1288	1361
其他贸易进口	39.7	19.1	22.6	1318	1328	1451

数据来源：CEIC 数据库。