

# 全球宏观经济季度报告

专题：美国 欧洲 日本 东盟与韩国 金砖国家 中国

金融市场 大宗商品 外贸

撰稿人 张 斌 肖立晟 杨子荣

陆 婷 周学智 徐奇渊

杨盼盼 熊爱宗 吴立元

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	吴立元	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	夏广涛	外汇储备
	刘沁璇	科研助理		

联系人：刘沁璇      邮箱：[iwepceem@163.com](mailto: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：经济或已陷入“技术性”衰退 ..... 1

2 季度美国 PMI 显著下行，个人收入增速放缓，消费信心不足、消费支出显出颓势，新屋开工和销售下降，企业或将进入去库存周期。与此同时，失业率维持在低位，劳动力市场依然紧张；通胀继续上行，需求侧力量增强，拐点尚未到来。美联储被迫大幅度加息，且大幅度下调经济增长预期、上调通胀预期，并承认经济“硬”着陆风险。考虑到 1 季度美国 GDP 环比折年率为-1.6%，GDPNow model 预测 2 季度美国 GDP 将再次负增长，若该预测最终被证实，则意味着美国经济已陷入“技术性”衰退。

### 欧洲：通胀飙升，经济承压 ..... 12

俄乌冲突与供应链受阻继续给欧元区经济活动带来压力。2022 年 2 季度，欧元区 PMI 急剧放缓，新订单指数与产出预期指数等一系列指标均触及新低，放松疫情管控所带来的经济提振作用已全部消失殆尽。同时，能源和农产品价格的暴涨，使欧元区通胀水平和贸易逆差规模持续飙升，双双创下自欧元区成立以来的最高纪录。区内居民消费和企业投资都开始受到压制，消费和投资信心大幅跳水。但欧元区就业市场表现依然良好，失业率维持在历史最低水平。为避开滞胀陷阱，欧央行即将启动加息，并试图通过新的货币政策工具，避免触发市场出现恐慌情绪，稳定欧洲债市。下一阶段，俄乌冲突和能源供应紧张仍将是欧元区经济最大的下行风险。预计 3 季度欧元区经济将进一步放缓，GDP 环比增长率约在 0.1% 左右。

### 日本：债券市场和汇率市场走势研判 ..... 20

2022 年 3 月以来，美元兑日元汇率经历了大幅快速升值。美/日汇率从 2022 年 3 月 1 日的 114.9，一度触及 6 月 16 日的局部高点 136.6，且日元贬值势头暂无明显缓解迹象。日元汇率大幅贬值的背后是日本央行不断控制日本国债尤其是 10 年期国债的收益率曲线。对于目前日元汇率和日债的现状，日本央行的选项十分有限但仍有后机会度过难关。即便如此，此次日本“汇债”困局将会对日本经济产生不可逆影响。

### 东盟韩国：区内经济景气回升，通胀压力显现 ..... 29

东盟六国和韩国 2022 年第 2 季度景气水平进一步提升，各国以及东盟整体的制造业 PMI 在 4-6 月均处于 50 荣枯线以上，显示区内经济体的经济重启和开放进程继续加速，复苏态势明显。但各国的 6 月 PMI 水平较 4 月和 5 月均有下降，反映因为通胀水平上升和美联储更为鹰派的政策取向对区内经济景气水平的抑制。受全球通胀中枢抬升影响，区内通胀水平上升，货币对内贬值。受美联储加快紧缩步伐影响，区内货币对美元出现较大幅度贬值。报告回顾了疫情以来东盟韩国的出口表现，以区内经济体较重要的区外出口目的国——美国的情况作为分析的标的，测算疫情以来东盟六国和韩国的出口在美国进口中的份额变化，发现疫情延缓了东盟六国在美国市场上出口份额的提升，韩国在美国的市场份额则没有出现显著变化。

区内经济体在5月宣布加入美国主导的印太经济框架，其对亚太经贸合作的影响还有待进一步观察。

## **金砖国家：经济复苏前景有所分化 ..... 34**

金砖国家经济复苏前景有所分化。面对冲击，俄罗斯经济短期表现出了一定韧性，卢布大幅升值，PMI也恢复至扩张区间，但俄乌冲突的持久化与西方制裁的延续对俄罗斯经济的负面影响将进一步显现，导致俄罗斯经济前景暗淡，2季度工业生产指数大幅下滑，4、5月零售额同比下降10%，2022年经济预计将陷入大幅衰退。巴西经济虽依然处于复苏轨道，但动能较弱。货币持续收紧、总统大选中严重的政治极化以及脆弱的财政状况增加了经济前景的不确定性。南非失业问题依然非常严重，通胀压力上升，央行再次加息，经济复苏乏力。印度经济稳步恢复，复苏基础进一步增强，但增速仍大幅低于疫情前水平。印度通胀继续上升，印度央行两次加息以应对通胀。

## **中国：主要挑战是内需不足，而非通胀 ..... 40**

随着4、5月份上海、东北等地的疫情高峰退去，中国经济迎来了恢复和反弹。但是由于疫情多扰，截至6月经济尚未出现报复性的反弹，消费、投资这些内需表现疲弱。社融和人民币分项指标也显示，居民、企业的信心相当乏力。预计2季度经济增速在1-1.5%，上半年增速在2.7%左右。下半年温和复苏可能性较大，强劲反弹的可能性较小。好消息是，财政政策显著加力，截至6月底专项债券发行进度已经达到90.8%。同时，货币政策空间也较大，5月20日5年期LPR大幅下调15个百分点的同时反而引发了人民币兑美元升值，再次说明了中国的宽松是“好的宽松”，中国的货币政策空间仍然较大。我国宏观政策面临的主要挑战不是通胀，而是扩大内需，同时宏观政策完全有条件“以我为主”，美联储的紧缩不是我国宏观政策的约束条件。

## **全球金融市场：美联储加息，全球金融市场加剧调整 ..... 47**

2022年2季度，美联储大幅加息，全球金融市场加剧调整。在美联储加息125bp后，部分新兴经济体跟随加息，发达经济体加息预期普遍升温，全球主要金融市场加剧调整。美元流动性收紧、美元明显升值，其他主要经济体货币普遍贬值。主要发达经济体股票市场大幅回调，大部分经济体十年期国债收益率大幅上行。受加息预期上升影响，大部分经济体货币市场利率上升。因经济下行风险上升，中国货币市场利率、十年期国债收益率季度均值出现下降。随着美联储不断加息，美国衰退风险上升，美债收益率曲线平坦化程度加深、7月初出现倒挂。而未加息的部分经济体，受资本流出影响，国债收益率曲线期限利差走扩。下半年，美联储和主要发达经济体央行大概率均将加息，继续关注美股回调风险及欧元区金融风险。

## **大宗商品市场：价格冲高回落，衰退预期加剧波动性 ..... 59**

2022年2季度大宗商品价格持续波动，季度前期，阶段性供给不足和通胀预期推高整体价格，但季度末衰退预期走强，对原油、有色金属、钢、铁矿石等品种均形成压制。具体品种方面，当前原油价格波动加剧，俄乌战争和西方制裁造成的短缺叠加夏季出行旺季，使油价一度突破120美元高点，但随后衰退预期和美联储鹰派走向让油价出现历史性跌幅。有色金属

在需求疲软、供给稳步增长的背景下整体走弱。国际铁矿石及钢价共振下跌，需求显现颓势；上海疫情防控对需求端抑制明显，市场缺乏做多动力。农产品涨跌不一，大豆在天气因素炒作下冲高回落，玉米价格持续上涨，小麦波动。当前大宗商品多空因素交织，情况复杂，预计波动性将维持在高点。

## 外贸专题：进、出口增速继续回落 ..... 70

2022年2季度，中国出口（美元）同比增长12.8%，较上季度下降2.9个百分点；进口同比增长1.9%，较上季度下降8.1个百分点；货物贸易顺差总额为2249亿美元，同比提高908亿美元。4-5月，服务贸易逆差为142亿美元，同比回落13亿美元，但降幅收窄且4月出现边际回升迹象，2季度经常账户顺差占GDP比重预估在2.5%左右。受基期效应、政策紧缩、疫情形势及防控政策影响，出口同比增速回落压力加大。外需变化是影响下半年出口走势的主要力量，海外供给替代对出口份额负面拖累预计可控。总体上，预计2022年下半年中国对外贸易将呈现实际低迷、价格高涨的局面，名义增速可能保持在8%-10%左右。

## 图表目录

图表 1 美国制造业和非制造业 PMI (ISM) .....	1
图表 2 美国个人收入与消费支出 .....	2
图表 3 美国新屋开工和企业库存周期 .....	3
图表 4 美国对外贸易 .....	4
图表 5 美国劳动力市场 .....	4
图表 6 美国通货膨胀 .....	5
图表 7 美国经济运行状况：高频数据 .....	8
图表 8 美债收益率利差与经济衰退 .....	9
图表 9 房地产市场与经济衰退 .....	10
图表 10 个人消费支出与经济衰退 .....	10
图表 11 萨姆法则与经济衰退 .....	11
图表 12 PMI 急剧放缓 .....	13
图表 13 通胀水平再创纪录 .....	14
图表 14 失业率保持历史最低水平 .....	14
图表 15 消费者信心降至疫情爆发以来最低水平 .....	16
图表 16 企业投资放缓 .....	16

图表 17 贸易逆差继续扩大 .....	17
图表 18 日本财政部持有的 SWAP 头寸与美/日汇率变动 .....	22
图表 19 日本央行资产负债表（部分，万亿日元） .....	24
图表 20 日本央行资产负债表（部分，万亿日元） .....	27
图表 21 东盟六国与韩国第 2 季度景气水平较高 .....	30
图表 22 美国进口中主要经济体分布 .....	31
图表 23 东盟六国与韩国通胀水平上升、货币对美元贬值 .....	33
图表 24 中国与金砖国家贸易情况 .....	38
图表 25 金砖国家数据概览 .....	39
图表 26 第二次疫情高峰已经过去 .....	40
图表 27 进入 5 月以来经济活动处于恢复之中：PMI 指标 .....	41
图表 28 PMI 指标的同比化处理结果 .....	41
图表 29 PMI 指标的同比化处理结果 .....	42
图表 30 综合 PMI 同比增速与 GDP 同比增速的对比：散点图 .....	43
图表 31 社会融资规模：今年与去年 5 月比较 .....	43
图表 32 社会融资规模：今年与去年 5 月比较 .....	44
图表 33 近年地方政府专项债券发行进度比较 .....	44
图表 34 全球金融市场风险状况图 .....	47
图表 35 全球金融市场主要指标变动 .....	48
图表 36 主要发达和新兴经济体季度汇率波动幅度（2022 年 2 季度） .....	49
图表 37 主要发达和新兴经济体季度平均汇率走势一览 .....	50
图表 38 全球主要发达和新兴经济体股市季度涨跌幅（2022 年 2 季度） .....	51
图表 39 全球主要发达与新兴经济体货币市场走势一览 .....	52
图表 40 全球主要发达与新兴经济体长期国债市场走势一览 .....	53
图表 41 美国国债收益率期限利差（10 年期-2 年期） .....	55
图表 42 欧元区、意大利、中国国债收益率期限利差（10 年期-2 年期） .....	56
图表 43 银行代客收付款分项结构 .....	57
图表 44 外币公司债季度发债额度与频率 .....	58
图表 45 2 季度 CEEM 大宗商品指数冲高走弱 .....	60

图表 46 2 季度主要商品均价上涨，但季度末显颓势 .....	60
图表 47 全球油价冲高后受衰退预期影响回落 .....	60
图表 48 OPEC 增产速度不及预期 .....	60
图表 49 中国原油进口开始反弹，对俄进口加大 .....	61
图表 50 美国原油净进口相对稳定 .....	61
图表 51 欧洲需求反弹后企稳 .....	61
图表 52 OPEC 增产进度不及预期 .....	61
图表 53 全球油价和库存绝对水平及一阶导存在负相关，当前库存单边下跌的趋势已停止 ...	63
图表 54 OECD 储备量回升相对于活跃钻井数有所滞后，但趋势已开始显现 .....	63
图表 55 LME 铜铝价整体下跌 .....	64
图表 56 全球铜库存总量小幅去库 .....	64
图表 57 国际铁矿石下跌 .....	64
图表 58 国际钢价指数下降 .....	64
图表 59 国内农产品现货价格玉米小幅上涨，大豆小麦跌幅不一 .....	68
图表 60 CBOT 农产品价格均在历史高位震荡 .....	68
图表 61 预估 2 季度全球贸易同比增速将继续回落 .....	71
图表 62 中国出口增速的地区和产品分布 .....	73
图表 63 各类商品对出口同比增速拉动（单位：百分点） .....	73
图表 64 预估 2 季度外需修复力度继续放缓 .....	75
图表 65 预计 2 季度中国出口产品市场份额同比、环比均有所回落 .....	75
图表 66 中国进口增速的地区分布（单位：%） .....	77
图表 67 中国进口增速的贸易方式和产品分布 .....	78
图表 68 中国货物贸易顺差及服务贸易逆差 .....	79
图表 69 全球及主要经济体制造业 PMI .....	80
图表 70 中国外贸数据概览 .....	81

## 美国：经济或已陷入“技术性”衰退

2 季度美国 PMI 显著下行，个人收入增速放缓，消费信心不足、消费支出显出颓势，新屋开工和销售下降，企业或将进入去库存周期。与此同时，失业率维持在低位，劳动力市场依然紧张；通胀继续上行，需求侧力量增强，拐点尚未到来。美联储被迫大幅度加息，且大幅度下调经济增长预期、上调通胀预期，并承认经济“硬”着陆风险。考虑到 1 季度美国 GDP 环比折年率为-1.6%，GDPNow model 预测 2 季度美国 GDP 将再次负增长，若该预测最终被证实，则意味着美国经济已陷入“技术性”衰退。

### 一、经济运行形势

**2 季度美国经济增长动能不足。**

**PMI 显著下行，企业活动放缓。**4-6 月美国制造业 PMI 分别为 55.4、56.1 和 53，低于 1 季度均值 57.8；非制造业 PMI 分别为 57.1、55.9 和 55.3，低于 1 季度均值 58.2。从 PMI 领先指标来看，4-6 月制造业新订单指数分别为 53.5、55.1 和 49.2，较 1 季度快速回落。6 月制造业 PMI 显著回落，尤其是新订单指数转入衰退区间，反映通胀走高降低了需求，导致工厂新订单减少，未来企业活动可能进一步放缓。

图表 1 美国制造业和非制造业 PMI (ISM)

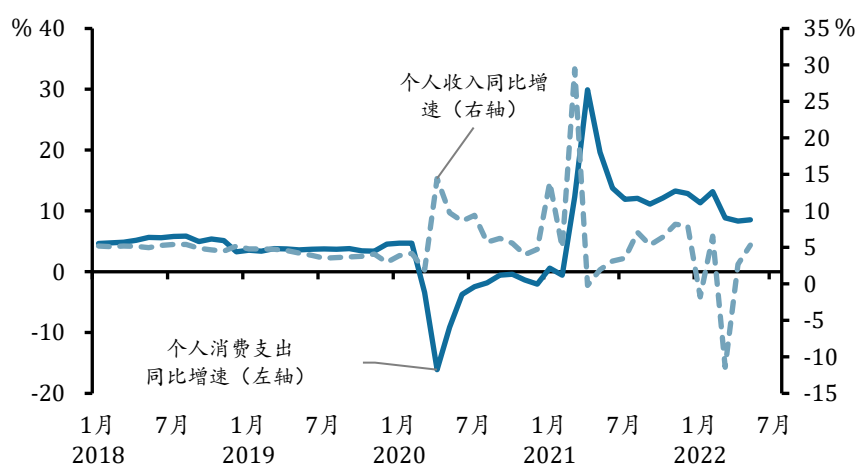


**个人收入增速趋缓，支出已显颓势。**4-5 月美国个人收入同比增速分别为 2.7%和 5.3%，显著低于通胀增速。如果计入通胀，实际个人收入环比增速已连续 5 个月为负。另一方面，4-5 月美国个人消费支



出同比增速分别为 8.4% 和 8.5%，尽管消费支出总额保持高速增长，但主要源于价格广泛上行，居民消费已显颓势。5 月美国零售销售环比增速降至 -0.3%，为近 5 个月来首次下降。沃兹情报公司（Wards Intelligence）汇编的数据显示，按季节性因素调整后的年率计算，美国 5 月新车销售降至 1280 万辆，较 4 月份下降 11%，反映出在半导体持续短缺和汽车价格接近纪录高位的情况下，购买其次的能力与意愿下降。此外，4-5 月美国个人储蓄存款占可支配收入分别低至 5.2% 和 5.4%，远低于疫情前 7.5% 的水平。与此同时，6 月美国密歇根大学消费者信心指数降至 50，创历史最低水平。

图表 2 美国个人收入与消费支出



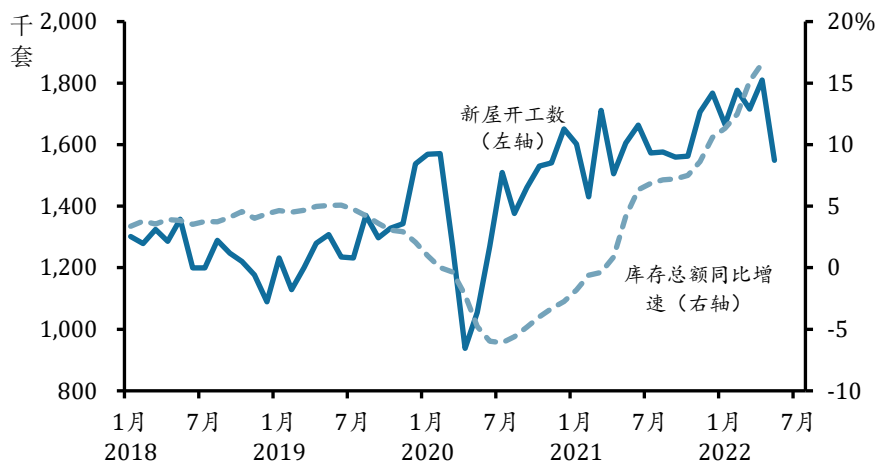
数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

**房地产开工与销售下降，企业库存拐点或现。**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。然而，利率回升和房价上涨已显著阻碍了进一步购房需求。截至 2022 年 6 月 30 日的当周，30 年期抵押贷款固定利率高达 5.7%，5 年期抵押贷款浮动利率上升至 4.5%，不仅远高于疫情期间的低点，也高于疫情前水平。2022 年 5 月美国新建住房销售的中位价达到 44.9 万亿美元，较 2019 年 5 月上涨 43.6%。

从历史经验来看，美国库存周期中的加库存阶段平均持续时间为 10-15 个月。受疫情对供给端影响，本轮库存周期从 2020 年 4 季度开

始，已超过 20 个月。2022 年 4 月美国企业库存同比增速上升至 16.6%，创下有记录以来的最高值。尽管当前美国企业的库销比仍低，但考虑到居民消费可能趋于下降，美企将面临去库存压力，进而可能拖累企业利润与经济增长前景。

图表 3 美国新屋开工和企业库存周期



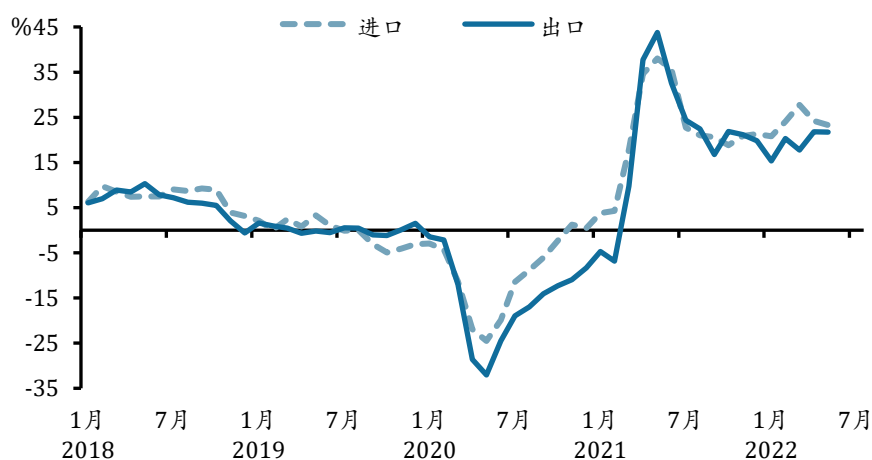
**贸易逆差有望收窄。**美国出口增加，而进口有所减少，贸易逆差有望收窄。2022 年 3 月美国出口同比增速为 17.7%，而进口增速突破 27.7%，导致贸易逆差扩大至 1076.5 亿美元，创下 1992 年以来的最大值。4 月美国出口同比增速提升至 21.7%，进口增速回落至 24.3%，贸易逆差规模收窄至 870.8 亿美元；5 月美国出口增速保持在 21.7%，进口增速小幅回落至 23.3%，贸易逆差规模收窄至 855.5 亿美元。伴随着美国居民消费需求减少，企业可能开启去库存周期，美国进口增速可能进一步回落，贸易逆差有望收窄。

**失业率基本接近疫情前水平，劳动力市场依然紧张。**2022 年 6 月，美国失业率维持在 3.6%，基本接近疫情前水平；劳动参与率小幅回落至 62.2%，距离疫情前水平相差 1.2 个百分点；新增非农就业人数 37.2 万人。非农就业人数总计 1.52 亿人，距疫情前水平仍有 52 万人缺口。其中，商品生产部门的就业人数缺口仅为 0.3 万人，服务业部门的就业人数缺口为 14.3 万人，休闲和酒店业的就业人数缺口为 131.8 万人。此外，5 月美国职位空缺率回落至 6.9%，离职率小幅回落至 2.8%，皆显著高于疫情前水平，表明劳动力市场依然紧张。不过，

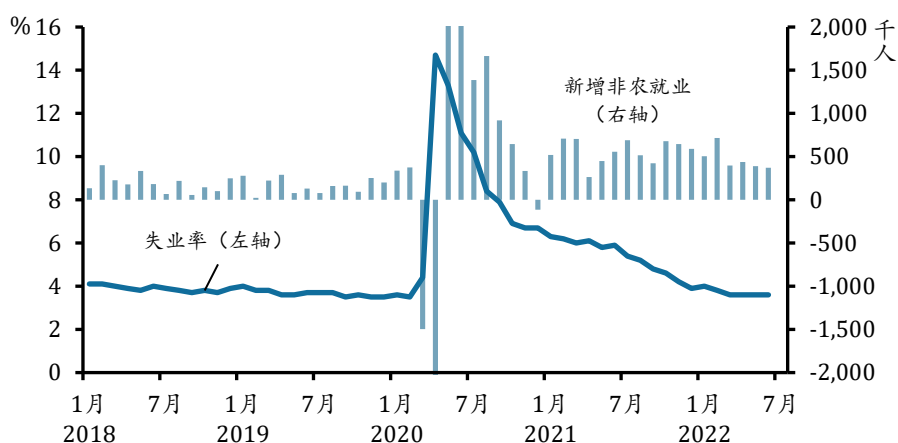
5月美国私人非农企业员工的周薪同比增速为4.3%，已连续15个月跑输通胀。

美国就业市场不均衡复苏情况进一步缓和。首先，5月白人的失业率小幅回升至3.3%；西班牙裔或拉丁美洲裔的失业率维持在4.3%；黑人或非洲裔美国人的失业率小幅回升至5.8%。其次，美国失业超过27周以上人数快速下降，5月降至133.6万人，占比也降至22.6%，基本接近疫情前水平。

图表4 美国对外贸易



图表5 美国劳动力市场



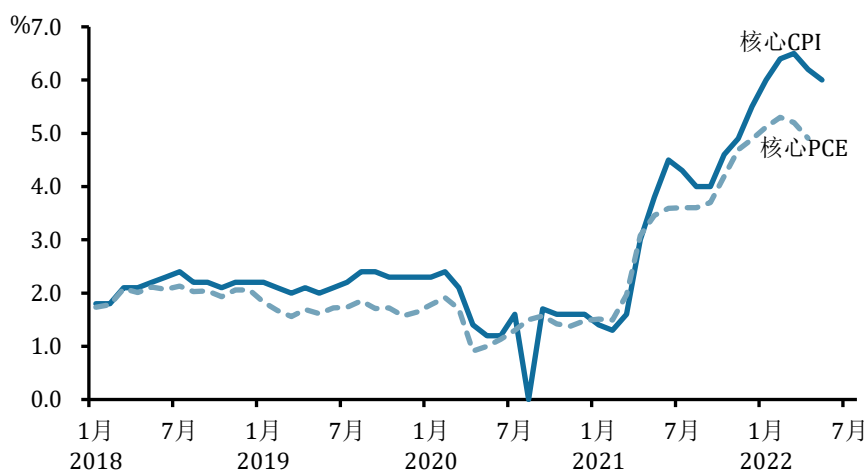
数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

通胀继续上行，需求侧力量增强，拐点尚未到来。2022年5月，美国CPI同比增速8.6%，核心CPI同比增速6%；其中，能源项同比增速34.6%，食品项同比增速10.1%，住宅项同比增速6.9%，交通运输

项同比增速 19.4%。美联储在 6 月议息会议上调 2022 年 PCE 同比增速预测至 5.2%，并表明暂不追求年内通胀率大幅回落至 2%。美国通胀缘起于供给侧短缺，叠加需求刺激政策，导致价格上涨越来越广泛，通胀基础愈加稳固。美联储希冀通过加息和缩表来减少过剩需求，进而平抑通胀，但如果供给侧修复速度过缓，则美国经济可能陷入“滞胀”困境。

当前美国通胀与 20 世纪 70 年代相比，形势相对温和。首先，“工资—价格”螺旋式上涨现象尚未确定形成。尽管劳动力市场供不应求，但工资上涨始终滞后于通胀上行速度，这可能由于工会占比下降导致工人谈判能力减弱。其次，长期通胀预期有所上行，但仍显著低于短期通胀预期。如果通胀长期处于高位，并导致长期通胀预期脱锚，可能会催化“工资—价格”螺旋式上升。根据纽约联储的消费者期望调查数据，2022 年 5 月对于未来一年期的通胀预期中值从 4 月的 6.3% 上升至 6.6%，对于未来三年的通胀预期中值维持在 3.9%，皆显著高于疫情前水平。

图表 6 美国通货膨胀



金融市场风险值得警惕。

美债收益率曲线期限结构趋平，部分期限的美债收益率曲线倒挂。2022 年以来，美债收益率曲线快速走平，部分期限的美债收益率曲线出现倒挂，尤其是 10 年与 2 年期美债收益率曲线倒挂，使得市场预期美国经济可能将陷入衰退。传统理论认为，美债收益率曲线倒挂

预示着经济衰退，一是因为美债收益率曲线倒挂通常意味着长期国债收益率因经济衰退预期而下降，因此，美债收益率曲线倒挂对于经济衰退具有预示价值；二是因为美债收益率曲线倒挂会使得金融机构短期融资成本高于长期投资收益，这使得金融机构缺乏长期投资意愿。本轮美债收益率曲线倒挂，或许不一样。首先，1980 年代以来的证据显示，历次美国经济衰退前美债收益率确实皆出现了倒挂，但美债收益率倒挂并不都导致了美国经济衰退。此外，美债收益率曲线倒挂后，经济衰退的时滞有长有短，从 10 个月到 33 个月不等，这也使得收益率曲线倒挂预测经济衰退的准确性与时效性下降。其次，本轮美债收益率曲线倒挂发生在加息的初期阶段，收益率曲线倒挂主要源于短端利率上行速度快于长端利率。当前阶段，利率水平仍将偏低，市场流动性极为充足，金融环境收紧对实体经济融资行为影响有限。如果未来金融环境进一步收紧，长期国债收益率开始下行，若届时美债收益率曲线再次出现倒挂，则意味着经济衰退更为迫近。最后，美联储在加息的同时，已启动缩表，这有助于延缓美债收益率曲线倒挂，给予更多的加息空间。

**美元指数短期获支撑，中期或趋于震荡。**2022 年以来美元指数快速反弹：第一，美联储领先于欧洲等主要发达经济体的加息预期，支撑相对强势美元；第二，俄乌冲突导致全球资金避险情绪上升，对美元形成支撑；第三，俄乌冲突对欧洲经济的破坏力显著强于对美国经济的冲击，进一步支撑了强势美元。短期内，美国劳动力市场依然强劲，叠加通胀高企，助推美联储持续大幅度加息，美元指数获得上涨动能。中期来看，美国经济存在较大衰退风险，欧洲开启加息，美元指数缺乏持续的单边上涨动能，或将高位震荡。

**美股仍有下行压力。**2021 年底以来，受美联储加息预期影响，美股开始回调，回调幅度超过 20%。2022 年 3 月中旬以来，美股曾强力反弹，反弹幅度接近 10%，但美股仍处于下行区间。伴随着美联储持续加息，以及通胀逐步蚕食企业利润，未来美股仍有下行压力。

美联储大幅加息。

## 二、宏观政策分析

美联储在 6 月议息会议大幅加息 75bp。美联储宣布上调联邦基金利率 25bp 至 0.25-0.50% 目标区间。继 2022 年 3 月首次加息 25bp，5 月加息 50bp 后，美联储在 6 月议息会议再次大幅加息 75bp，这是自 1994 年以来的最大加息。在 5 月份的最后一次会议结束时，美联储货币政策委员会的委员们达成一致意见，如果经济和金融状况符合预期，则应在 6 月议息会议上考虑加息 50bp，并表示美联储高度关注通胀风险，将灵活应对即将到来的数据和不断变化的前景。此后，由于 5 月通胀数据意外上行，通胀预期指标也有所上升，因此，美联储决定扩大加息的目标范围至 75bp。缩表方面，美联储决议继续按照原有计划，在 6 月和 7 月被动缩减每月 300 亿美元国债和 175 亿美元机构债券和 MBS。

美联储较大幅度下调经济增长预期、上调通胀预期，并承认经济“硬”着陆风险。首先，美联储下调 2022 年经济预测，大幅下调 2022 年实际 GDP 增速 1.1 个百分点，至 1.7%，分别下调 2023 年、2024 年的经济增速预测至 1.7% 和 1.9%。其次，美联储上调 2022 年失业率预测 0.2 个百分点至 3.7%，且分别上调 2023 年和 2024 年的失业率预测值至 3.9% 和 4.1%。最后，美联储大幅上调 2022 年 PCE 同比增速预测 0.9 个百分点至 5.2%，小幅上调 2022 年核心 PCE 同比增速预测 0.2 个百分点至 4.3%。

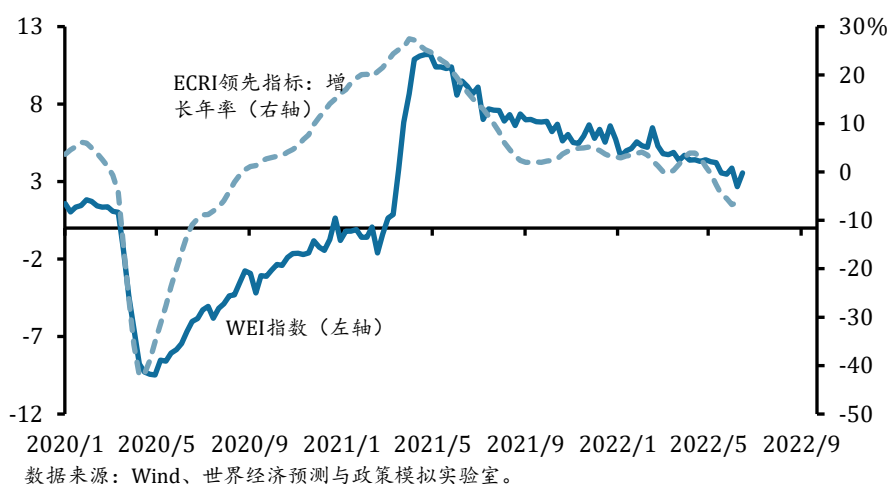
美国经济或陷入“技术性”衰退。

## 三、美国经济形势小结与展望

美国 2 季度或再陷负增长。尽管 PMI 保持扩张态势，但显著下行，表明企业活动放缓；通胀继续上行，实际收入负增长，消费者信心不足；房地产投资开始下降，企业或将进入去库存阶段。综合来看，美国 2 季度经济增速可能再次负增长。根据美国亚特兰大联储 GDPNow model 在 7 月 8 日的最新估计值，预计美国 2 季度 GDP 环比折年率为 -1.2%。

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。2022 年 2 季度，WEI 保持下行态势，表示美国经济同比增速下降。ECRI 领先指标继续下行，预示美国经济增速下行趋势仍未止稳。

图表 7 美国经济运行状况：高频数据



### 专栏：美国经济衰退的测度指标

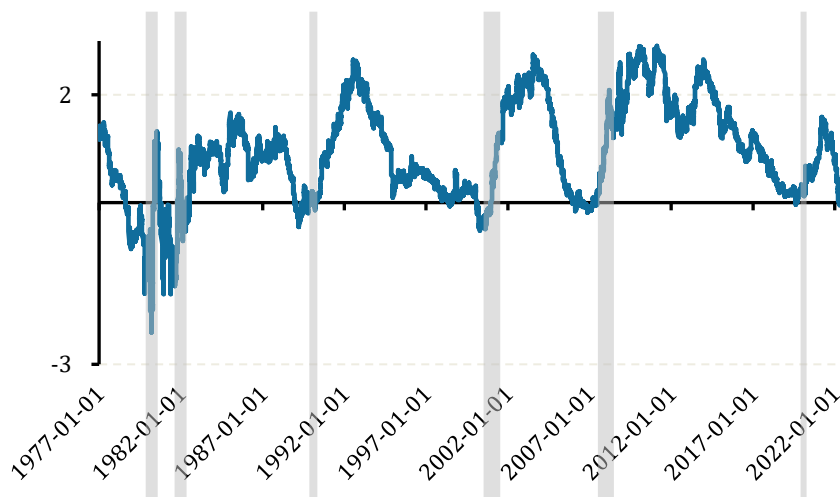
美联储实现经济“软”着陆的路径越来越狭窄。美国前财长萨默斯在其最新的一篇合著论文中指出，通过梳理历史发现：1955 年以来，在所有通胀率高于 4%、失业率低于 5% 的时期里，美国经济在接下来两年内都陷入了衰退。当前美国经济与过去“软”着陆时相比，劳动力市场太紧张，通胀水平过高，且实际利率长期为负，美国经济实现“软”着陆难度非常大。

市场越来越担心美国的经济衰退已迫近，甚至已处于衰退之中。尽管美国 1 季度和 2 季度可能连续两个季度 GDP 增长为负，且已陷入“技术性”衰退，但 NBER 认定的“多数经济领域内的经济活动连续几个月出现下滑”是否会发生、何时发生以及衰退的斜率尚存在不确定性。因此，有必要通过一系列的测度指标，对未来的衰退事件做出预判。综合来看，以下指标显示，NBER 认定的衰退尚未发生，但美国经济衰退的风险正在临近。

美债收益率曲线倒挂是美国经济衰退的重要领先指标。历史经验表明，尽管这一指标存在缺陷，一是美债收益率曲线倒挂并不必然意味着会发生经济衰退，二是美债收益率曲线发

生倒挂至经济衰退存在不确定时长的时滞，但美国历次经济衰退前美债收益率曲线皆发生过倒挂（图表 8）。这意味着一旦美债收益率曲线出现倒挂，必须警惕未来经济衰退的风险。2022 年 4 月初，美国 10 年期与 2 年期国债收益率曲线出现疫情以来的首次倒挂，7 月初二者再次倒挂，预示着美国经济可能面临较为迫近的衰退风险。

图表 8 美债收益率利差与经济衰退



注：图中蓝色实线为美债收益率利差，等于 10 年期与 2 年国债收益率的差值；图中阴影部分为 NBER 认定的经济衰退。

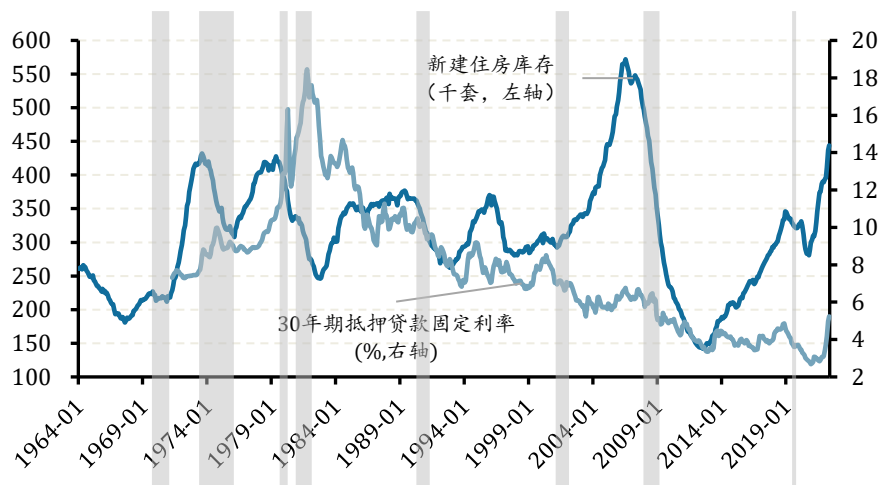
**房地产去库存是美国经济衰退的领先指标。**历史经验表明，除了 1996 年，历次房地产由补库存转入去库存后美国经济皆陷入了衰退（图表 9）。在经济扩张期，失业率下降，居民收入水平提高，且利率处于相对较低的位置，家庭部门通常对于购房需求趋于增加，房地产商也会增加新屋开工，这也会支撑经济增长。但在经济扩张的末期，随着利率水平的不断提高，家庭购房的动能会削弱，房地产商会相应减少新屋开工和试图去库存，这转而又会拖累经济增长。2022 年 5 月，美国新屋开工数（季调折年数）下降至 154.9 万套，新屋销售小幅增加至 69.6 万套，但仍低于 2021 年水平；30 年期抵押贷款固定利率上升至 5.2%，显著高于疫情前水平。随着购买需求下降，新屋开工减少，新屋库存增加至 44.4 万套，房地产可能由补库存转入去库存周期，并由此拖累经济增长。

**消费是美国经济衰退的重要同步指标。**消费占美国经济总量中占七成，一旦消费支出开始下降，将直接引发经济增速下滑。历史经验显示，如果消费支出大幅下降，通常意味着经济衰退的来临（图表 10）。随着通胀不断走高，个人收入增速持续不及通胀水平，高通胀开始削弱消费意愿与能力。2022 年 5 月，扣除通胀因素后，美国个人消费支出环比下降-0.4 个百



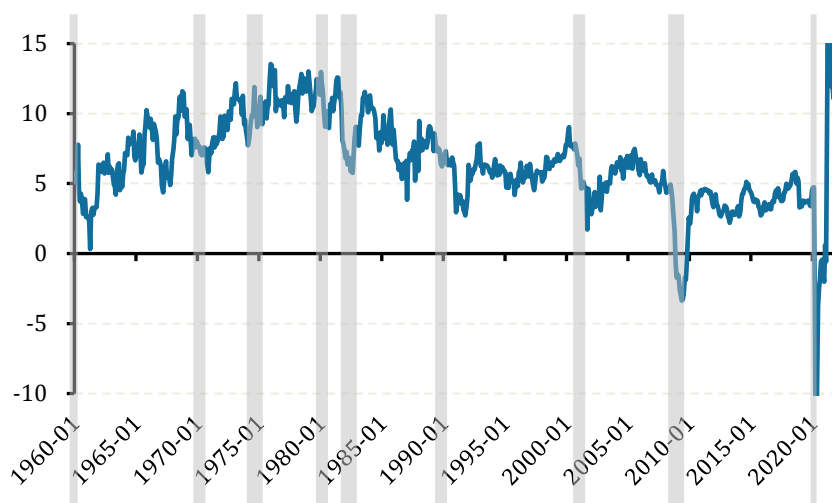
分点，密歇根大学的消费者信心指数跌至 50，创下有记录以来的最低值。未来如果消费进一步下降，喻示着经济可能伴随衰退。

图表 9 房地产市场与经济衰退



注：图中深蓝实线为新建住房库存，浅蓝实线为 30 年期抵押贷款固定利率；图中阴影部分为 NBER 认定的经济衰退。

图表 10 个人消费支出与经济衰退

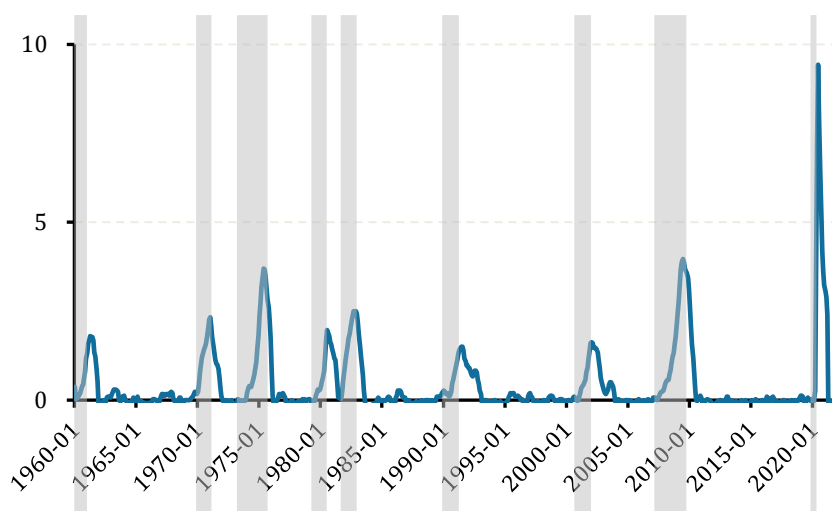


注：图中蓝色实线为美国三个月移动平均失业率减去前 12 个月的失业率低点；图中阴影部分为 NBER 认定的经济衰退。

萨姆法则喻示的失业率指标是美国经济衰退的高度同步指标。该规则规定，如果三个月移动平均失业率比前 12 个月的低点高出 50 个基点以上，则经济衰退已经开始。1960 年以来，美国经历了 9 次经济衰退，该指标皆得到了很好的验证（图表 11）。当前美国劳动力市场保持紧张，6 月失业率维持在 3.6%，这一指标暗示经济衰退可能尚未发生，但经济增长前景不容

乐观。随着消费动能的衰减和企业开始去库存，失业率可能会上升，经济衰退的压力也将增加。

图表 11 萨姆法则与经济衰退



注：图中蓝色实线为美国三个月移动平均失业率减去前 12 个月的失业率低点；图中阴影部分为 NBER 认定的经济衰退。

## 欧洲：通胀飙升，经济承压

俄乌冲突与供应链受阻继续给欧元区经济活动带来压力。2022 年 2 季度，欧元区 PMI 急剧放缓，新订单指数与产出预期指数等一系列指标均触及新低，放松疫情管控所带来的经济提振作用已全部消失殆尽。同时，能源和农产品价格的暴涨，使欧元区通胀水平和贸易逆差规模持续飙升，双双创下自欧元区成立以来的最高纪录。区内居民消费和企业投资都开始受到压制，消费和投资信心大幅跳水。但欧元区就业市场表现依然良好，失业率维持在历史最低水平。为避开滞胀陷阱，欧央行即将启动加息，并试图通过新的货币政策工具，避免触发市场出现恐慌情绪，稳定欧洲债市。下一阶段，俄乌冲突和能源供应紧张仍将是欧元区经济最大的下行风险。预计 3 季度欧元区经济将进一步放缓，GDP 环比增长率约在 0.1% 左右。

### 一、经济运行态势

#### PMI 急剧放缓。

**PMI 急剧放缓。**受天然气供应紧张局势持续的影响，2022 年第 2 季度欧元区经济活动显现出疲软迹象。6 月欧元区 19 国综合采购经理人指数（PMI）从 5 月 54.8 的大幅下滑至 51.9，显著低于此前市场普遍预期的 54.0。

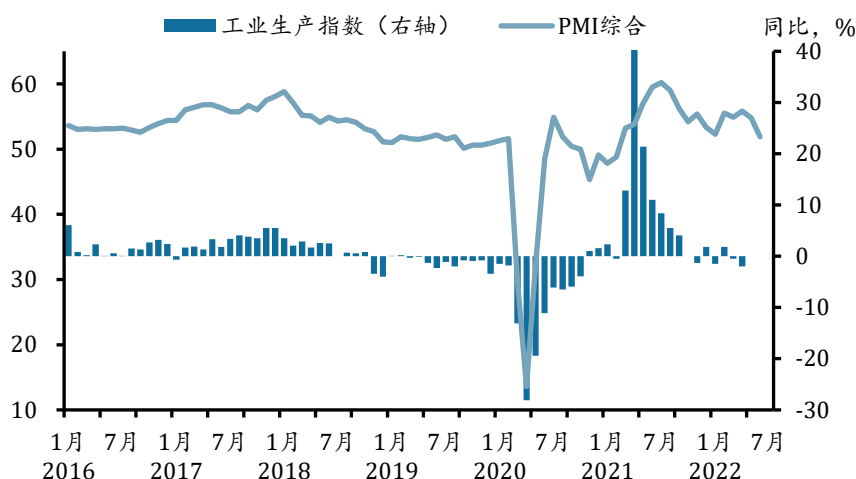
制造业继续受到大宗商品价格高企和供应链受阻的打击。6 月欧元区制造业 PMI 从 5 月的 54.6 降至 52.0，触及 22 个月以来的低点。其中，衡量产出的分项指数从 51.3 降至 49.3，为 24 个月最低。疫情后需求反弹效应的消失进一步使企业将未来一年的产出预期下调至 2020 年 10 月以来的最低水平，表明在未来几个月制造业可能会寻求削减产能。服务业方面，6 月欧元区制造业 PMI 为 52.8，创 5 个月来新低，低于 5 月的 56.1。这表明需求停滞和成本增长也带来了服务业形势的恶化。

分国家来看，6 月德国综合 PMI 从 5 月的 53.7 降至 51.3，为 6 个月来低点。其中，服务业 PMI 从 55.0 降至 52.4，为 5 个月来最低，制造业 PMI 从 54.8 降至 52.0，为 23 个月来最低。法国 6 月综合 PMI 为 52.8，低于 5 月的 57.0。其中，服务业 PMI 为 54.4，低于 5 月的 58.3

和预期的 57.6，制造业 PMI 为 51.0，低于 5 月的 54.6 和预期的 54.0。德国和法国放松疫情管控带来的经济提振作用几乎已全部消失殆尽。

工业产出方面，欧元区表现亦不及预期。4 月欧元区工业生产指数同比下降 2%，降幅大于预期的 1.1%。从环比来看，4 月欧元区工业生产指数环比增长 0.4%，低于预期的 0.5%。其中，能源产出增长幅度最高，环比增长 5.4%，而资本品产出则环比下降 0.2%。

图表 12 PMI 急剧放缓



数据来源：欧央行、Markit；CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

## 通胀水平再创纪录。

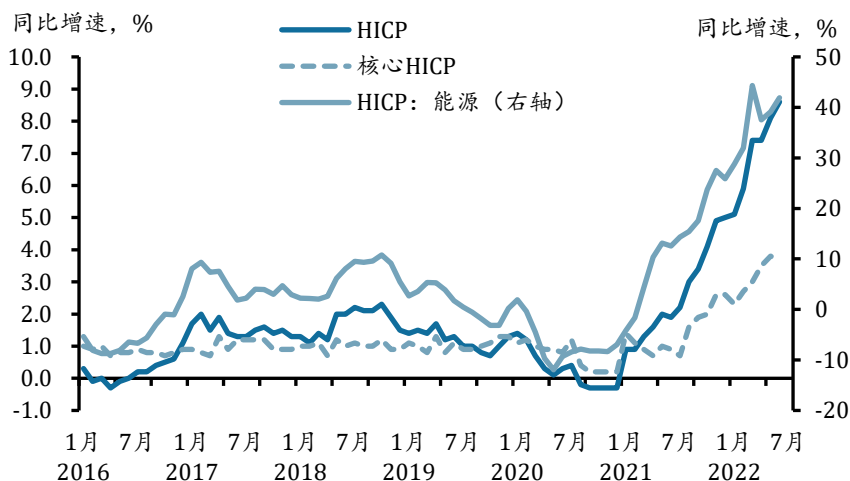
**通胀水平再创纪录。**2022 年 6 月份欧元区消费者调和价格指数（Harmonised Indices of Consumer Prices, HICP）同比增长 8.6%，较前一个月的 8.1% 进一步上升，再次刷新欧元区成立以来的历史纪录，也超出了此前外界预测的 8.5%。

从分项来看，能源类价格上涨依然是欧元区通胀的主要贡献者。该大类价格 6 月同比上涨 41.9%，较 5 月的 39.1% 继续上升。其他经济部门物价涨幅也普遍较高，食品、酒精和烟草、非能源工业品、服务的年通胀率分别为 8.9%、4.3% 和 3.4%。剔除了波动性较大的能源和食品之后，6 月欧元区核心通货膨胀率为 3.7%，比 5 月的 3.8% 降低了 0.1 个百分点，同时低于市场预期的 3.9%。

由于各国本身能源价格的迥异以及对国际能源依赖程度的不同，各国的通胀数据大相径庭。其中以核能为主要电力来源的法国 6 月通

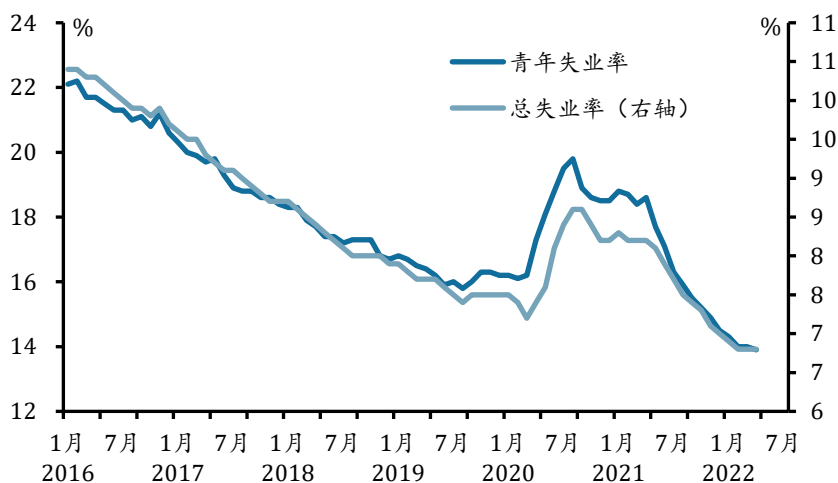
胀率为 6.5%，为欧元区各大国之中通胀控制最得力的国家。欧洲第一大经济体德国，由于临时救济措施减轻了家庭和企业的压力，6 月通胀意外放缓，从 5 月份的 8.7% 降至 8.2%。而以西班牙为代表的天然气进口大国通胀率则高达 10.2%，严重依赖俄罗斯能源进口的波罗的海三国价格涨幅均超过了 20%。

图表 13 通胀水平再创纪录



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 14 失业率保持历史最低水平



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

**失业率保持历史最低水平。**2022 年 4 月欧元区 19 国经季节性调整后的失业率为 6.8%，连续第三个月保持在该历史最低水平。同时，**失业率保持历史最低水平。**

根据欧盟统计局估计，4月欧元区失业人数约为1118万，较2021年4月减少了217.5万人。

4月欧元区19国青年失业率为13.9%，较前一个月的14.0%下降了0.1个百分点。4月欧元区青年失业人数为212.2万，比前一个月减少了1千人，较2021年同期减少了55.5万人。

## 二、支出法 GDP 分解

消费者信心降至疫情爆发以来最低水平。

消费者信心降至疫情爆发以来最低水平。2022年6月欧元区消费者信心从5月的-21.1来到-23.6，降至自2020年4月疫情爆发以来最低水平，远低于市场预期的-20.5，表明创纪录的通胀和地缘政治不确定性严重打压了当地居民消费者的信心。

就主要成员国来看，2022年7月德国GfK消费者信心先行指数从6月的-26.2进一步下滑至-27.4，为该指标创建以来的最低值。随着经济增长放缓和收入预期下降，德国消费者的购买意愿也有所下降，该指标从5月份的-11.8降至6月份的-13.4。这表明德国的高通胀导致消费者购买力下降，对消费者信心的负面影响越来越大。

法国方面，6月法国Insee综合消费者信心指数从5月的86下降至82，低于预期的84。Insee研究所表示，通货膨胀飙升给法国家庭购买力持续带来压力，估计2022年法国人的购买力将下降1%。

企业投资放缓。

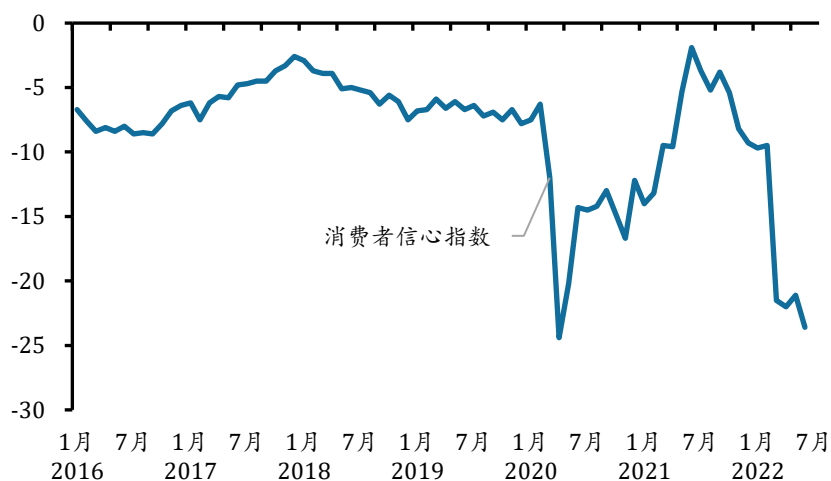
企业投资放缓。2022年1季度欧元区固定资产投资同比增长4.1%，环比增长0.1%，其中非建筑类投资环比下降了2.9%，这一下降主要由2021年末爱尔兰大幅度增长的知识产权类产品投资带来基数效应所导致。

然而，在俄乌战争、高能源价格、供应链瓶颈和收紧的金融条件等因素影响下，欧委会2022年3-4月商业投资调查结果显示，相比去年，大部分制造业企业削减了2022年的投资计划。6月欧元区制造业新订单指数也从48.7下降至44.7，连续第二个月低于50的荣枯线，新出口订单指数从47.7下降至45.1，连续第四个月低于50的荣枯线。这些迹象都表明第2季度欧元区企业投资会出现收缩。

贸易逆差继续扩大。

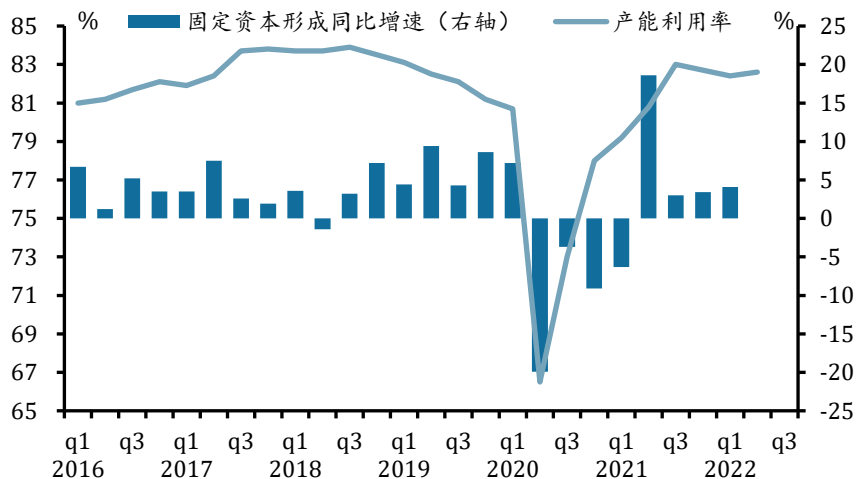
贸易逆差继续扩大。在能源进口成本不断升高的推动下，欧元区贸易逆差继续扩大。2022年4月，欧元区19个国家与全球其他地区未经季节调整的货物贸易逆差为324亿欧元，创自欧元区成立以来的最高纪录。其中，欧元区4月的进口规模为2564亿欧元，同比增长39.4%，出口规模为2239亿欧元，同比增长12.6%。4月欧元区内部的货物贸易未季调后规模为2121亿欧元，较2021年同期增长20.8%。

图表 15 消费者信心降至疫情爆发以来最低水平



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 16 企业投资放缓



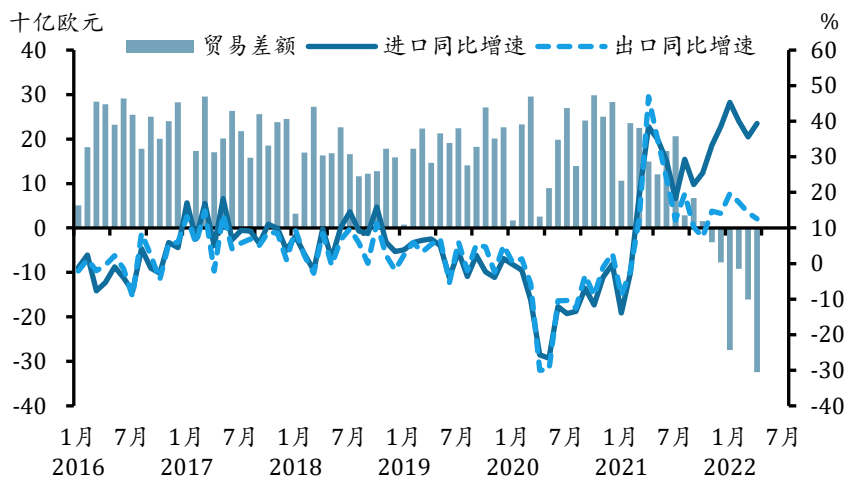
数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

### 三、政策走势

欧元区负利率时代即将结束。2022年6月9日，欧洲央行召开货币政策会议并正式宣布开启欧元区货币政策正常化进程，这也意味着

欧央行负利率时代即将结束。持续 8 年之久的欧元区负利率时代即将结束。欧央行还在决议中将 2022 年欧元区的经济增幅下调至 2.8%，全年通胀率则预计为 6.8%。

图表 17 贸易逆差继续扩大



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

欧央行此次的货币政策决议包括加息时间表、提前取消购债计划以及再融资业务的三部分内容。在外界最为关心的利率问题上，欧洲央行稳健地选择了在 6 月维持三大关键利率不变，即存款机制利率（DF）、主要再融资利率（MRO）以及边际借贷利率（MLF）仍保持在 -0.5%、0% 以及 -0.25% 水平。其中 DF 也被称为隔夜拆款利率，代表着欧元区金融机构将流动资金存放于欧洲央行需支付 0.5% 的惩罚性利息，这也是欧元区负利率现象的核心标的。

不过根据决议，欧洲央行将在 7 月 21 日货币政策会议上加息 25 个基点，并于 9 月 8 日的再下次货币政策会议上继续加息，9 月的加息幅度则取决于届时的欧元区通胀情况。

为了给 7 月的加息铺平道路，欧洲央行还在决议之中宣布将提前于 7 月 1 日结束“资产购买计划”（APP，即 Asset Purchase Programme）。过去六年内，欧洲央行一直通过 APP 每月购买约 200 亿欧元的债券向市场注入流动性。此前外界普遍预计 APP 将至少持续到第 3 季度才会被终止。欧洲央行在决议中表示，在开启加息周期之后将继续把 APP 框架内到期证券的本金全部用于再投资，以维持充足的



流动性。至于已经画上句号的 PEPP 框架内到期证券的本金，欧央行则将至少在 2024 年之前维持再投资不变，并且可能将重点关注在利率上升之后以希腊为代表的国债。再融资业务方面，欧洲央行在决议中宣布预计适用于第三轮长期定向再融资操作（TLTRO III）的特殊条件也于 6 月 23 日结束。

此次会议之后，欧洲外围国家的国债收益率飙升，意大利政府债券收益率 6 月跃升至 4% 以上，是自 2014 年以来首次。面对债务危机重演的威胁，欧洲中央银行管理委员在 6 月 15 日举行了一次临时会议，讨论债券市场大跌的现状。欧央行管理委员会决定授权相关的欧元体系委员会，加上欧央行服务部门，一起加快完成新的反分裂工具的设计，以应对欧元区南北国家之间过大的利差。

### REPowerEU 行动 开启。

**REPowerEU 行动开启。**2022 年 5 月 18 日，欧盟委员会在官网公布了“REPowerEU”能源计划细节，该计划制定了一系列措施，以迅速减少对俄罗斯化石燃料的依赖，加快绿色转型，同时提高欧盟范围内能源系统的弹性。具体来看，欧盟计划“三管齐下”，从节约能源、加速推进可再生能源、能源供应多样化三方面着手，取代家庭、工业和发电领域的化石燃料，2030 年可再生能源占比将从此前的 40% 提高至 45%。

要实现 REPowerEU 计划的目标，从现在开始到 2027 年，欧盟需要额外投资 2100 亿欧元，欧盟将这笔钱称为地区能源独立和能源安全的“首付”。其资金来源包括：恢复和复原力基金 (RRF)、凝聚政策基金、欧洲农村发展农业基金、连接欧洲设施项目、创新基金、国家财政措施、私人投资和欧洲投资银行等。

## 四、经济形势展望

### 经济活动进一步放 缓。

**经济活动进一步放缓。**俄乌冲突持续导致欧元区近期能源和食品价格上涨、供应链中断，不确定性增加，进而对欧元区制造业以及服务业的扩张造成负面影响。高通胀对欧洲居民实际收入的侵蚀开始显现，在多重压力的共同作用下，欧洲企业投资和居民消费信心大幅滑

坡，年初所期待的经济复苏预期已完全消失，未来几个季度不排除陷入技术性衰退的可能。不过，能源价格近期的快速回落或将有助于依赖能源进口的欧洲缓解通胀压力，减缓当地通胀上涨的速度，但即便如此，欧元区通胀还会在一段时间内保持高位，给经济带来滞胀压力。总体看来，欧洲经济仍面临着俄乌冲突和欧元区能源供应中断这两个重大的下行风险，预计欧元区3季度GDP环比增长率放缓至0.1%左右，通胀则维持在高位。

## 日本：债券市场和汇率市场走势研判

2022年3月以来，美元兑日元汇率经历了大幅快速升值。美/日汇率从2022年3月1日的114.9，一度触及6月16日的局部高点136.6，且日元贬值势头暂无明显缓解迹象。日元汇率大幅贬值的背后是日本央行不断控制日本国债尤其是10年期国债的收益率曲线。对于目前日元汇率和日债的现状，日本央行的选项十分有限但仍有后机会度过难关。即便如此，此次日本“汇债”困局将会对日本经济产生不可逆影响。

对日本而言，日元贬值并非一无是处。

### 一、借力：日元贬值的原因和“底气”

日本经济长期趋弱有其自身长期原因，如老龄化、企业制度僵化、创新能力减弱等。2012年底，安倍晋三上台后开始推行“三支箭”政策，扩张的货币政策和财政政策是重要内容。“三支箭”政策也将日本带出了通货紧缩泥潭，但结构性改革却收效甚微。与此同时，日元从2012年开启了长期贬值趋势，从75.5日元兑换1美元跌到目前的约135日元兑1美元。2013年3月，黑田东彦就任日本银行总裁，其扩张政策思路一直延续至今。“安倍+黑田”组合，以及随后的“菅+黑田”、“岸田+黑田”组合，在政策思路上都具有延续性。这是本轮日本贬值的长期逻辑。

新冠疫情爆发后，日本经济恢复较弱。按不变价计算，2022年第1季度，日本GDP为135.7万亿日元，较疫情之前的2019年第1季度仍下降了3.1%。若换算成美元，则会因贬值因素再缩水25%。相比之下，美国经济恢复势头则比较强劲。2022年第1季度，美国季调实际GDP折年数为19.73万亿美元，比2019年同期上升了4.7%。此外，美国就业市场也基本恢复到疫前水平，消费市场一度火爆。从采购经理人指数（PMI）角度看，与美国较坚挺的PMI不同，日本PMI一直疲弱，服务业PMI经常受到“紧急事态宣言”扰动，落入50以下的收缩区间。美日经济周期不同步，货币政策就难以同步，甚至会导致出现相反的情况。

日本央行执意守住债券市场，至少暂时放弃汇率市场背后的“底气”在哪里？

第一，日本通胀率长期较低，一直距离目标较远。同样拜经济疲弱所赐，日本通胀迟迟达不到 2% 的目标。2013 年 1 月，日本央行第一次提出了 2% 的通胀目标，至今已近 10 年。这期间的通胀率，除了 2014 年 4 月到 2015 年 3 月之外，其余月份均小于 2%，甚至在 2016 年年中，以及 2020 年 10 月到 2021 年 8 月期间，通胀率陷入了负值。低通胀往往意味着需求不足，所以日本央行期望克服低通胀陷阱。日银继续实行宽松政策，其本身就可能作为“货币现象”抬升通胀，还可以造成日元贬值，产生“输入型通胀”，进而与刺激经济互相作用。

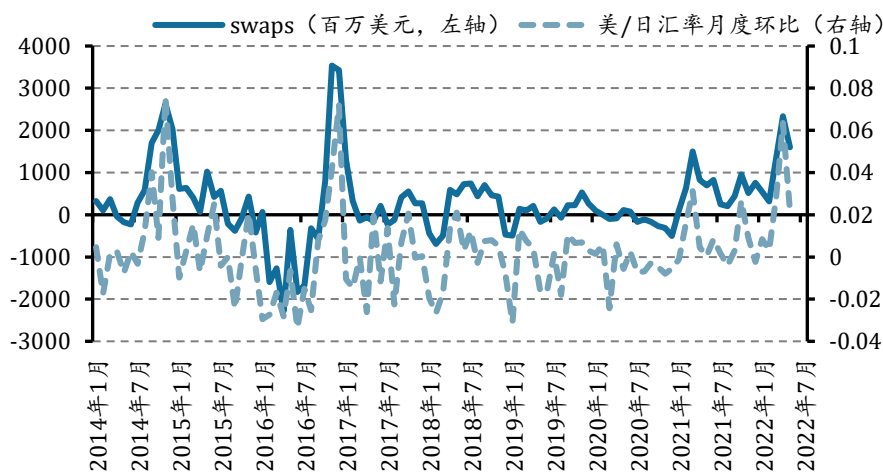
第二，美日利差扩大会使得日元汇率大幅贬值，从而大幅抬高日本作为资源进口国所可能遭受的损失，不过由于日本经常账户和国际投资头寸结构的特点，日元“适当”贬值能够部分对冲日本的进口损失。根据国际收支平衡表（Balance of Payments）和国际投资头寸表（International investment Position）数据，日本经常账户常年维持顺差。其中一个很重要因素是，日本境外投资净收入常年为正——也即日本对外资产的投资收益减去对外负债收益为正。在 2018 年和 2019 年，日本以境外投资净收入为主体的“初次收入”净值与 GDP 之比分别为 3.8% 和 3.9%。同口径的数据，中国分别为 -0.4% 和 -0.3%，美国则为 1.4% 和 1.2%。日本能够获得更多的境外投资收入，一是较多的对外资产，二是相对较少的对外负债。从存量上来看，日本对外资产主要是非日元资产，对外负债中半数以上是日元计价资产。日元贬值过程中，其对外资产的美元价值可以视为不变，而其对外负债的日元价值则会减损，由此完成了一次“违约”。日本的净国际投资头寸与 GDP 之比会进一步上升，日本净债权国的性质会进一步凸显。日本之外的“日本”会相对更加膨大，未来对日本国内经济的“应援”作用会更加明显。

第三，日本财政部通过金融衍生品对冲日元贬值风险，日本政府部门债务外币计价比重较低。在本轮日元贬值过程中，日本财政部

（财务省）在减持外汇储备。从日本财政部公布的外汇储备数据看，截止到 2022 年 4 月末，日本财政部共持有 13222 亿美元外汇储备，2021 年 1 月末则为 13859 亿美元。在减少的 637 亿美元外汇储备中，几乎全部由“证券投资”贡献——该项目减少了 667 亿美元。美国财政部公布的数据也能够印证：2022 年 2 月到 4 月日本投资者共减持 533 亿美国长期债券，其中美国国债 502 亿美元。目前没有证据证明日本官方部门通过减持美国国债去干预外汇市场。反而日本财政部在金融衍生品市场的“互换”（swaps）头寸在增加。日本财务省持有的“互换”头寸净值与日美汇率走势高度相关，在日元大幅贬值的过程中相关性更高，可见日本财政部对汇率风险有一定准备和经验。此外，日本财政部的负债中，外币计价的一年内（到 2023 年 5 月末）到期债务为 240 亿美元，与外汇储备金额相比较小。所以发生短期急性债务危机的可能性不高。

截止到 6 月中旬，日本尚没有出现大规模资本外流的情况。根据日本财务省数据，3 月 6 日到 6 月 11 期间，外国投资者对日本证券资产增持 511 亿日元。其中累计增持股票资产 1.6 万亿日元，累计增持短期债券 1.2 万亿日元，累计减持中长期债券 2.7 万亿日元。可见，日元快速贬值期间，国外投资者并没有净抛售日元资产，抛售对象主要为中长期债券，这也给日本央行留出了操作的余地。

图表 18 日本财政部持有的 SWAP 头寸与美/日汇率变动



日本央行并非是在一味宽松。

## 二、用力：日本央行在做什么？

3月以来日元急贬，直接原因是日本央行出手托底国债、尤其是10年期国债价格，试图控制其收益率曲线，使之不超过0.25%的上限。而且在日元已经大幅度贬值的情况下，日本央行依旧频繁提出追加购买各期限国债。6月17日公布的《当前金融政策运营》（《当面的金融政策運営について》）公告中显示，日本央行决策层依旧将10年期国债利率的上限定为0.25%，其中8人赞成1人反对，反对者片冈刚士是一位长期对现行货币政策持不同见解的审议委员。由此可见，到6月中旬为止，日本央行的政策取向没有发生任何根本性变化、甚至缺乏边际变化，态度可谓十分坚定。

那么日本真的在实行意外的宽松政策了吗？实际宽松力度如何？从日本央行的资产负债表看，相比于1月，2月和3月日本央行的资产负债表确实仍在扩张，但4月的扩张步伐在减缓，5月则呈现出短暂“缩表”态势。具体地，2月到5月日本央行资产总额分别增加了5.4万亿日元、5.6万亿日元、2.4万亿日元和-2.2万亿日元。相比于2021年12月末，5月的央行资产负债表膨胀了1.8%。其中，在日元快速贬值的3月到5月，日本央行确实在持续购买长期国债，但是持有的其他资产金额则大体不变甚至在减少。换言之，在日本央行买进以10年期国债为代表的长期国债时，也在减少其贷款，并在5月开始大幅减持了短期国债。所以到目前为止，日本央行的操作并非只是一味的“宽松”。5月恰恰是美国国债收益率的相对稳定期，也是美元指数和日元汇率的相对稳定期。可以推断，日本央行是在对着上述指标进行“操作”。同时根据前文所述，与国外投资者在长债和短债的净买入情况相比，日本央行进行了完全相反的操作。

日元兑欧元汇率走势同样具有一定启示意义。欧元区目前也没有实质性地进入“加息-缩表”周期。根据欧洲央行公布的数据，欧洲央行目前依然在扩表，从每周数据来看，欧洲央行扩表节奏基本是逐周增加，力度明显大于日本央行。截止到2022年5月27日，欧洲央行

资产总额 8.82 万亿欧元，较 2021 年 12 月 31 日的 8.57 万亿欧元增加了 2.9%，高于日本央行 1.8% 的增幅。然而，日元兑欧元汇率却也呈现出明显的贬值态势。截止到 6 月 17 日，2022 年日元兑欧元汇率累计下跌 8.8%。这其中或有过度反应或是预期成分。

图表 19 日本央行资产负债表（部分，万亿日元）

	国债	短期国债	长期国债	贷款	总资产
2022 年 2 月	527.5	11.3	516.3	144.6	730.6
3 月	526.2	14.9	511.2	151.5	736.3
4 月	533.9	15.5	518.3	145.9	738.7
5 月	538.2	14.2	524.0	139.3	736.5
5 月较 2 月变化	10.6	2.9	7.7	-5.3	5.9

数据来源：日本银行。

日本央行手中的牌有限，日元日债未来的走向更多取决于外部经济环境。

### 三、无力：日元和日债风险主要取决与外部环境变化

一直以来，日本国内宏观非金融指标变数不大，因此日本央行窘迫的境况能否缓解，主要看外部经济环境的变化。而外部环境则取决于以石油为代表的大宗商品价格走势，以及美国通胀情况和由此引发的美联储货币政策调整。目前，日本国内宏观非金融经济指标中具有较大影响的是通货膨胀，但现阶段应不会从根本上左右日本央行意志。

美国通胀问题的焦点主要在于全球石油价格及汽油价格，以及国内食品价格和居住价格。如果全球石油价格和粮食价格继续上涨，居住成本上升得不到有效缓解，美联储货币政策收紧力度仍有可能进一步加大。在此背景下，美国 10 年期国债利率可能继续上行，美债和日债利差进一步扩大，日本央行处境将会更加艰难。反之，如果全球能源和粮食价格能够保持稳定甚至下跌，美国房市在 5 月后开始降温，美联储货币政策紧缩压力下降，日本央行面临的压力也会减小。此外，如果美国经济在可控范围内出现超预期下跌，这对日本央行而言也是“利好”。

日本国内方面，理论上通胀率是央行政策的重要目标，但目前日本通胀状况应不会根本影响日本央行的行为。日本通胀目前处于“整

体温和，结构偏紧”的状态。日本在 2021 进行了通信费改革，各大通信公司分别于 2021 年 4 月和 10 月两次大幅调降手机通信费，到 2021 年 10 月为止调减幅度达到 30%强，其结果是通胀数据被“低估”。根据日本总务省的数据，2022 年 3 月和 4 月日本 CPI 同比增幅分别为 1.2%和 2.5%，其中“交通·通讯”项因基期因素对 CPI 的贡献由 3 月的-1.05 个百分点提高到了 4 月的-0.03 个百分点。即，4 月 CPI 同比增速较 3 月大幅上升主要是由于去年基期通信费变化导致的。在此基础上，2021 年 10 月还有一波手机费用调降，所以不考虑其他因素，当前日本 CPI 的同比增速仍然低估了约 0.5 个百分点。考虑到当前的日元贬值，以及全球石油和粮食价格的上涨，照此简单外推，2022 年末日本 CPI 同比增速破“3%”概率较大。

在 CPI 同比增速中，与石油、能源、电力、食品相关的项目依旧是对日本 CPI 同比增速贡献最大的项目。扣除能源和食品，日本 4 月 CPI 同比增速只有 0.8%。进一步，若将此前提到的“交通·通信”中的“通信”项再排除，增速则为-0.15%。所以目前日本通胀情况比较复杂。对于超过 2%甚至可能达到 3%的通胀率，日本央行也可以将其解释为达到了长期以来所追求的通胀目标。即使是 3%的通胀率，从绝对值角度看也并非恶性通胀，远低于欧美通胀率。能源和食品价格并非日本央行所能左右，而 CPI 多数项目依然可控，故预计日本 CPI 同比增速不会左右日本央行的未来决策。

2022 年前五个月日元兑美元汇率跌幅为 11.8%，相比于 2012 年、2013 年和 2014 年全年 12.7%、21.4%和 13.7%的跌幅，似乎依然不算十分出格。并且，2012 年到 2014 年日本金融市场整体比较平稳，并未因日元大幅贬值而出现危机。这是目前日本央行仍然对汇率显出“胸有成竹”的原因。但是，无论是全球通胀环境、美债利率走势、还是日本经济状况，当前都与 2012 年到 2014 年大有不同。尤其是美国 10 年期国债利率，2012 年到 2014 年整体处于 3%以下，除在 2013 年快速攀升外，2012 年和 2014 年都处于下降过程中，这也给当时的日元和日债以喘息的机会。这也使得日本面临的外部压力变数更多。



日元日债风险目前依然可控。日元汇率仍有下跌可能。

#### 四、此次风波对日本经济的影响及未来的可能演进

日本央行需要在“不可能三角”中做出选择。预计日本央行不会放弃“资本自由流动”。与多数主要央行实行紧缩政策不同，日本央行对国债收益率曲线的控制可以视为其对“货币政策独立性”的追求。因此，日元大幅贬值可以视为日本央行放弃了对稳定汇率的追求。换言之，在资本自由流动的条件下，日本央行不可能既要控制住国债收益率，又要日元不贬值。

日本央行此次操作的根本目的是什么？不是扩表、不是推升通胀、也不是让汇率贬值。这三者都可以说是日银的操作的空间，也可以看做是操作的副产品。日本央行本轮操作的根本目的就是压制国债利率、稳住国债价格。如果国债价格失守，收益率快速大幅突破上限，这意味着不仅日本政府部门，甚至私人部门的融资成本都将大幅上升。同时，日本国债价格上升还意味着日本央行所持有的国债资产缩水。以上情况若发生，日本央行 10 年来的努力将有可能功亏一篑。此外，日债下跌还有可能引发金融市场连锁反应。截止 6 月 17 日收盘，东京日经 225 指数在 2022 年累计下跌 9.8%，美国标准普尔 500 指数下跌 22.9%，德国法兰克福 DAX 指数下跌 17.4%。在东亚国家中，韩国综合指数下跌 18.0%，中国沪深 300 指数下跌 12.8%。一旦日本国债价格下跌形成“股债双杀”，日本股市甚至可能开启补跌空间。

不仅如此，日本国债收益率上升还会导致前文提到的对外投资收入净值减少。日本之所以能获得较高的投资收入净值，还在于其对外负债的“利息”较低。类似于美国的“超级特权”，日本同样在对外资产-负债中获得了“超级特权”。一旦国债利率上升，日本的低利率环境将遭破坏，对外负债利息支出将会增加。再叠加可能到来的日元升值，日本国际投资头寸将可能向着对日本不利方向发展。届时，日本虽可以从国内资产价格下跌所造成的对外负债“违约”来获益，但这种调整显然是双输。

不过日元汇率快速贬值，确实对日本进出口贸易产生了不利影响。2022年3月到5月，日本出口价格环比升势明显低于进口价格环比升势，这说明日本企业难以将进口成本转嫁到下游，也反映出日本出口厂商议价能力较弱。日元贬值不仅会给进出口企业造成麻烦，也会对国内通胀起到推升作用，挤压政策空间。从2月到5月的日本经常账户数据看，日本的商品贸易逆差在日元贬值期间明显扩大，分别为7611亿日元、5619亿日元、9861亿日元和23847亿日元。另一方面如前所述，日元贬值背景之下日本海外投资收入净值确实出现了增长。但商品贸易逆差增幅之大，对投资收入的吞噬不容小视。根据最新的5月贸易数据，日本对美国、欧盟、亚洲和中国的出口商品金额（日元）环比下降，但同比依然有15.8%的增速，出口金额整体处于正常区间。但日本进口商品总额则呈现出井喷态势，同比增幅高达48.9%。日元汇率在此一年间里贬值18.7%。在全球需求逐步转弱，能源价格高位，PPI和CPI剪刀差依然较大的背景之下，日元贬值不可能根本扭转日本出口贸易的颓势，甚至可能加速恶化商品贸易逆差。

日元贬值还会导致日本私人部门对外负债承压。如前文所述，日元贬值可以令以日元计价对外负债缩水，但日本7.6万亿美元对外负债中仍有3.6万亿美元负债以外币计价，其中2.2万亿是以美元计价。对日本私人部门来说，到期的外币债务尤其是美元债务将会给其资产负债表和现金流造成负面影响。

图表 20 日本央行资产负债表（部分，万亿日元）

	出口物价指数		进口物价指数		参考 (美元/日元)
	日元为基础	合同货币为基础	日元为基础	合同货币为基础	
2022年2月	1.1	0.8	2.6	2.2	0.3
3月	3.0	1.2	3.3	1.2	2.9
4月	5.5	1.4	10.3	5.0	6.3
5月(速报)	1.0	0	3.0	1.3	2.2

数据来源：日本银行“企业物价指数(2022年5月速报)”。

在给定资本自由流动的条件下，如果完全捍卫货币政策独立性则可能面临日元大幅贬值。因此，估计日本央行会在“货币政策独立

性”和“稳定汇率”之间选择一个靠近前者的中间解。若只能二选一的话，则将会选择前者，“汇率”不是日本央行的政策目标。换言之，日本央行将会继续寻求办法坚守国债市场，以期等到石油价格滞涨甚至下跌，美国 CPI 见顶，美国货币政策不再超出预期，美国经济超预期下跌等。

以目前情形看，日本央行仍有防守空间，而前述经济指标一旦出现有利于日本的走势，此次“危机”将基本可以化解。即便如此，日元贬值也不会是妙手回春的招术，日本低利率环境也无法根本改变日本经济的弱势。甚至大幅贬值反而是日本经济地位进一步衰落的折射。预计当前日元仍有下跌空间，但跌势节奏会较之前——尤其是 4 月有所缓和，目前并不是介入日本资产的好时机。即便此次日元、日债话题逐渐被淡忘，若干年后回望这段历程，也会不知不觉发现日本综合经济实力又下了一个台阶。

## 东盟韩国：区内经济景气回升，通胀压力显现

东盟六国和韩国 2022 年第 2 季度景气水平进一步提升，各国以及东盟整体的制造业 PMI 在 4-6 月均处于 50 荣枯线以上，显示区内经济体的经济重启和开放进程继续加速，复苏态势明显。但各国的 6 月 PMI 水平较 4 月和 5 月均有下降，反映因为通胀水平上升和美联储更为鹰派的政策取向对区内经济景气水平的抑制。受全球通胀中枢抬升影响，区内通胀水平上升，货币对内贬值。受美联储加快紧缩步伐影响，区内货币对美元出现较大幅度贬值。报告回顾了疫情以来东盟韩国的出口表现，以区内经济体较重要的区外出口目的国——美国的情况作为分析的标的，测算疫情以来东盟六国和韩国的出口在美国进口中的份额变化，发现疫情延缓了东盟六国在美国市场上出口份额的提升，韩国在美国的市场份额则没有出现显著变化。区内经济体在 5 月宣布加入美国主导的印太经济框架，其对亚太经贸合作的影响还有待进一步观察。

### 一、东盟六国和韩国 2022 年第 2 季度景气水平

东盟六国和  
韩国 2022  
年第 2 季度  
景气水平较  
高。

东盟六国和韩国 2022 年第 2 季度景气水平较高。本区经济体 2022 年第 2 季度景气水平较第 1 季度继续提升，各国以及东盟整体的制造业 PMI 在 4-6 月均处于 50 荣枯线以上，显示区内经济体的经济重启和开放进程继续加速，制造业复苏明显。4 月 PMI 水平较上月多有回升，其中马来西亚重回荣枯线以上至 51.6，反映俄乌冲突对于区内经济体带来的不确定冲击随时间减弱。5 月和 6 月 PMI 水平也较高，从月度读数来看，总体呈现前高后低走势。东盟六国和韩国 6 月的 PMI 水平虽仍在荣枯线之上，且菲律宾和越南的读数仍能达到 53.8 和 54.0，但各国的读数较 4 月和 5 月均有下降，反映因为通胀水平上升和美联储更为鹰派的政策取向对区内经济景气水平的抑制。

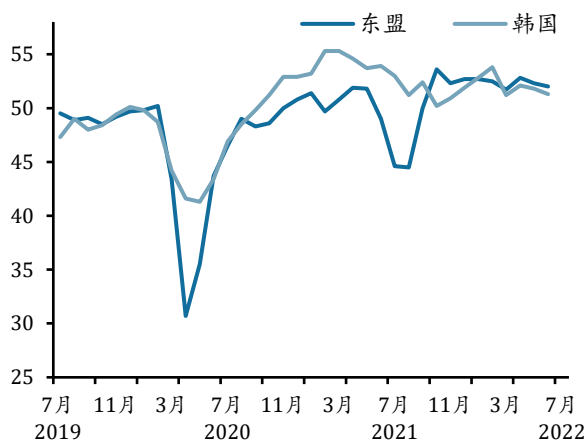
### 二、疫情以来区内出口复盘

国际贸易对区内多数经济体而言较为重要。在过去的两年多时间内，由于疫情发展不同步、外部需求变化和中美经贸摩擦等因素，区内国家的出口情况值得关注。但是此前的讨论多集中于特定时期，缺乏总

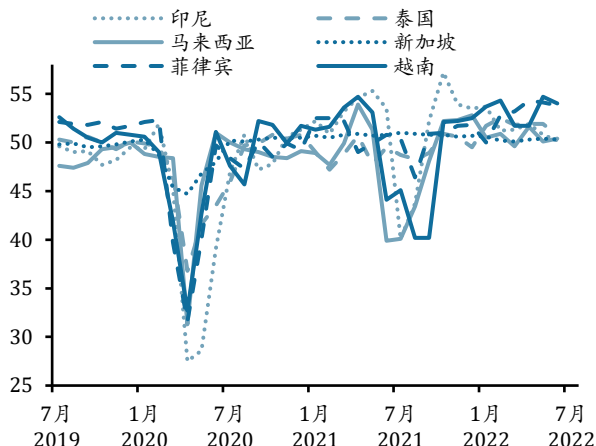
本节尝试对疫情以来东盟六国和韩国出口的总体情况做一复盘。

体趋势的探讨。我们在此前的报告中（参见：[东盟韩国 2021 年第 2 季度季报：东盟国家疫情再起，对我国经贸有潜在影响](#)）分析过 Delta 变异毒株对东盟经贸的影响。本节尝试对疫情以来东盟六国和韩国出口的总体情况做一复盘，并结合此期间中国出口的特征做一比较，并简要分析未来走势。本节选取了区内经济体较重要的区外出口目的国——美国的情况作为分析标的，测算疫情以来东盟六国和韩国的出口在美国进口中的份额变化，同时，也将中国和印度作为参考国家加入。

图表 21 东盟六国与韩国第 2 季度景气水平较高



数据来源：CEIC, Markit, 世界经济预测与政策模拟实验室。



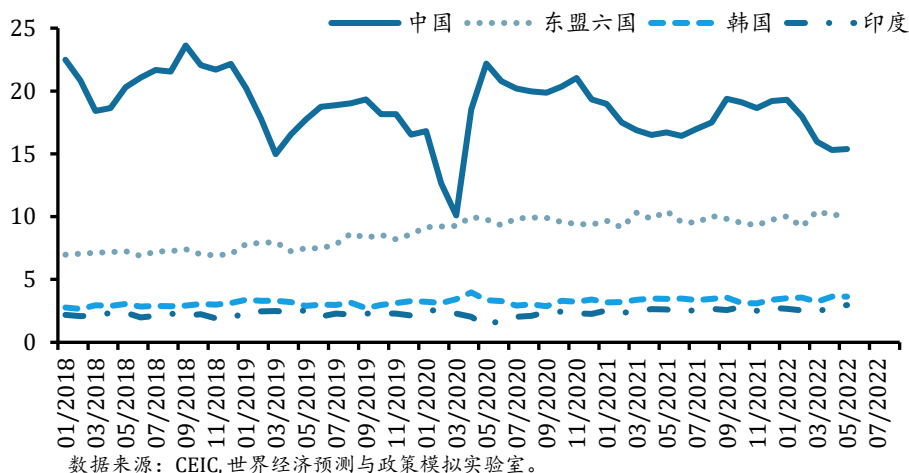
数据来源：CEIC, Markit, 世界经济预测与政策模拟实验室。

疫情对东盟六国的出口产生影响。

从东盟六国的情况来看，在 2020 年初，东盟六国的出口在美国进口中的占比延续了此前因中美经贸摩擦而出现的持续上升的趋势。这意味着：一方面，东盟六国对美出口还因中美贸易摩擦带来的转出口和贸易转移效应而上升，另一方面，2020 年初新冠疫情对中国出口产生较大影响，中国出口出现了一个较为显著的下滑，这部分缺口也在一定程度上被东盟六国暂时代替。这也使得在 2020 年 3 月时，中国和东盟六国在美国进口中的占比几乎一致，分别为占比 10.1% 和 9.3%。而在两年前，中国和东盟之间的差异还超过 10 个点。2020 年的第 2-4 季度，东盟六国在美国进口中的份额基本保持平稳，这也在一定程度上反映了东盟主要的外需导向型经济体在大流行的第一年，受到疫情的影响较少，继而对美出口保持平稳。与此同时，中国对美出口得益于中国的快速复工复产以及和疫情相关的出口需求上升，一改中美贸易摩擦以来的下行趋势，出

现了较大幅度的回升，并在 2020 年 5 月达到近几年的高点 22.2%。2021 年上半年，东盟六国出口在美国进口中的份额稳中有升，但是到下半年由于受到德尔塔变异毒株的影响，份额有所波动。到 2022 年，东盟在 3-5 月的份额均稳定在 10% 左右。总体来看，在疫情之中，东盟六国在美国的出口份额没有特别显著的下降，但是，和疫情之前相比，份额上升势头减弱。在疫情之前的两年，东盟六国在美国进口中的比重出现了趋势性上行，其占比从约 7% 上升至接近 10%。从这一特征来看，中美经贸摩擦之下，中国的份额有极其迅速的下降，但东盟六国的占比却不是一下子上升的，这佐证了在此过程中除了有短时的转出口，更加速了贸易转移，继而带来东盟国家在美市场份额的趋势性上升。从这个视角出发，和疫情之前持续的份额上升相比，疫情的出现一定程度上延缓了东盟六国在美国市场上的上升势头，延缓了中美经贸摩擦之下中国向东盟六国生产转移之势。在后疫情时代，东盟六国在美国的市场份额会否重回上升趋势，值得进一步关注。其趋势将免不了受到中美关税后续磋商进展，以及区内经贸因素的影响。我们将在本报告的第四部分简要讨论印太经济框架（IPEF）。

图表 22 美国进口中主要经济体分布



韩国在美国的市场份额没有出现显著变化。

韩国在美国的市场份额没有出现显著变化，除了在大流行初期（2020 年 4 月）有一个百分点份额的上升，其余时间较为稳定，其在美国进口中的份额也较为稳定，保持在 3.5% 左右。这一特征部分是因为韩资企业在美市场有较多对美国及其周边国家的投资，因而其产品并不直接

从韩国本土出口。作为参考，我们还考虑了印度的情况，印度的出口规模总体较小，其在美国进口中的占比大约为 2.5% 左右，近期上升至约 3%。在疫情期间，除了在 2020 年 5 月有显著放缓之外，其他时间保持了相对稳定。

### 三、货币内外普现贬值

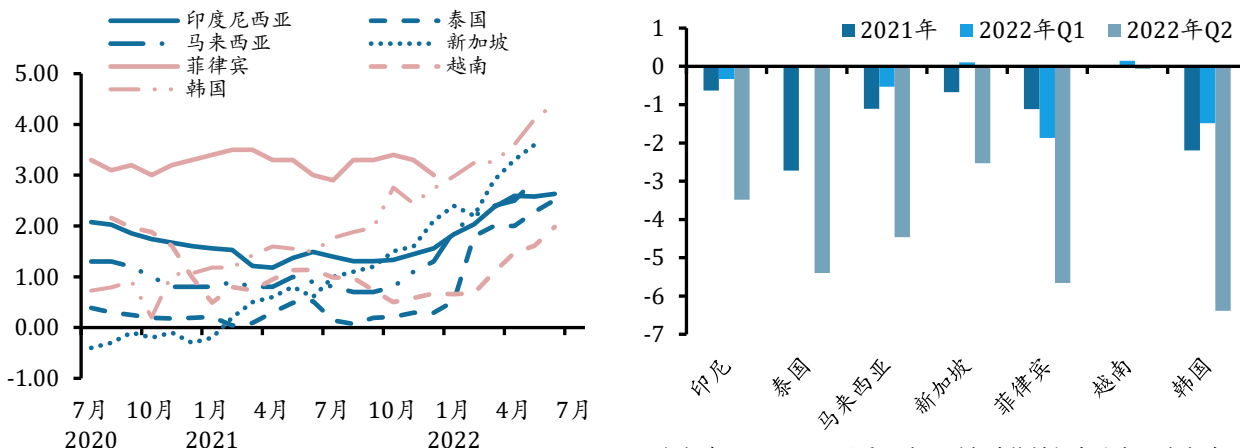
区内通胀水平上升，货币对内贬值。

区内通胀水平上升，货币对内贬值。今年以来，全球通胀压力上行，主要的因素包括：俄乌冲突带来的大宗商品和农产品价格上涨和波动，疫情因素带来的全球供应链尚未完全修复，前期发达经济体超宽松货币政策带来的需求旺盛和流动性过剩。全球发达经济体和新兴经济体出现了普遍的通货膨胀，一些新兴经济体出现双位数的通胀。相较而言，东盟六国和韩国的通货膨胀水平也创出近年新高，输入性通胀压力较大，但其绝对水平并不在高通胀国家之列。印度尼西亚 6 月通胀水平达到 4.4%，创五年新高，但其核心通胀为 2.63%，印尼央行认为没有必要急于加息。菲律宾通货膨胀提升较快，6 月通胀水平上升至 6.1%，央行已加息 50 个基点以遏制通货膨胀。韩国 6 月通胀水平创下 24 年新高，CPI 同比增幅超过 6%，核心通胀也上涨近 4%，韩国央行去年 8 月起加息 5 次，目前市场预期央行有加息 50 基点的可能。新加坡的核心通胀水平达到 3.6%，越南的核心通胀水平仍较低，6 月为 1.98%，泰国和马来西亚的核心通胀水平也在 3% 之下，但均有上升之势。

美联储加快紧缩步伐，区内货币对外贬值。

美联储加快紧缩步伐，区内货币对外贬值。第 2 季度，区内货币对美元汇率呈现较大幅度的贬值态势，其主要的因素包括：美联储加快紧缩步伐带来美元的强势，区内通货膨胀水平上升，大宗商品价格上升及服务贸易项下跨境旅游恢复较缓带来的国际收支压力，亚太区域内日元出现较大幅度贬值的溢出效应。区内货币中，韩元贬值最多，和第 2 季度初相比，韩元大幅贬值了 6.4%。东盟六国中，泰铢和菲律宾比索贬值最多，贬值均超过 5%，反映泰国和菲律宾的经济增长仍然较为疲弱，旅游业复苏的延迟也使得经常账户承压，马来西亚林吉特和印尼卢比出现了 3-4% 的贬值幅度，新加坡元贬值，越南盾保持盯住美元态势。

图表 23 东盟六国与韩国通胀水平上升、货币对美元贬值



数据来源：CEIC, Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室。均为核心CPI同比数，菲律宾在2022年后的核心通胀数不可得。

数据来源：Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室，均为对美元期末相对期初变动率，年度数据按照季度调整。

#### 四、区内经济体加入印太经济框架

2022年5月23日，拜登在亚洲之行期间与印度总理纳伦德拉·莫迪和日本首相岸田文雄一起，宣布启动印太经济框架。创始成员国包括了区内东盟六国和韩国，此外还包括澳大利亚、文莱、新西兰。

印太经济框架包括四大支柱：互联经济，在数字经济领域追求高标准，制定跨境数据流和数据本地化标准，确保中小企业从电子商务部门获益，制定隐私保护、人工智能领域规则，制定劳工、环境标准；弹性经济，建立供应链早期预警系统，建立关键矿产供应链分布，提高关键环节的可追溯性，协调供应链多元化，提升供应链韧性；清洁经济，寻求在清洁能源、脱碳、基础设施领域做出承诺，应对气候危机；公平经济，制定有效的税收、反洗钱、反腐败制度。上述内容并不对参与国构成完全约束，可自由选择是否加入某一支柱。

目前框架处于起始阶段，各方未在框架下做出具体的、有约束力的承诺，初始参与国也并未正式宣布开始进入框架的谈判，前景尚不明朗，不包含关税减让、通过行政而非立法手段推进的特征也不同于区内过往的其他经贸协定。其对亚太经贸合作的影响还有待进一步观察。



## 金砖国家：经济复苏前景有所分化

金砖国家经济复苏前景有所分化。面对冲击，俄罗斯经济短期表现出了一定韧性，卢布大幅升值，PMI 也恢复至扩张区间，但俄乌冲突的持久化与西方制裁的延续对俄罗斯经济的负面影响将进一步显现，导致俄罗斯经济前景暗淡，2 季度工业生产指数大幅下滑，4、5 月零售额同比下降 10%，2022 年经济预计将陷入大幅衰退。巴西经济虽依然处于复苏轨道，但动能较弱。货币持续收紧、总统大选中严重的政治极化以及脆弱的财政状况增加了经济前景的不确定性。南非失业问题依然非常严重，通胀压力上升，央行再次加息，经济复苏乏力。印度经济稳步恢复，复苏基础进一步增强，但增速仍大幅低于疫情前水平。印度通胀继续上升，印度央行两次加息以应对通胀。

### 一、金砖国家经济形势

俄乌冲突的持久化与美欧不断加码的制裁使得俄罗斯经济面临大幅衰退风险。

俄罗斯经济短期呈现一定韧性，但中长期前景暗淡。2022 年 1 季度俄罗斯 GDP 同比增长 3.2%，相比上 1 季度下降 0.45 个百分点。2 季度俄罗斯 PMI 显著恢复，4、5、6 月综合 PMI 分别为 44.4、48.2、50.4，显著高于 3 月的 37.7。制造业 PMI 分别为 48.2、50.8 和 50.9，显著高于 3 月的 44.1。服务业 PMI 分别为 44.5、48.5 和 51.7，显著高于 3 月的 38.1。4、5 月俄罗斯失业率分别为 4%和 3.9%，处于历史低位。从这些数据来看，俄罗斯经济似乎并未出现大幅下滑，但俄乌局势与美西方制裁对俄罗斯经济的负面影响将随着时间进一步显现。3、4、5 月俄罗斯工业生产指数虽然仍处于金融危机以来较高水平，但同比分别为 3%、-1.6%、-1.7%，增速连续大幅下滑。4、5 月俄罗斯零售总额分别大幅下降 9.8%和 10.1%。受制裁影响，大量国家对俄罗斯出口大幅下降。4 月俄罗斯汽车销售大幅下降 78.5%，这与奔驰、大众和雷诺等国际公司离开以及西方对俄罗斯实施电子元件禁运密切相关。俄乌冲突的持续时间超出预料，其影响还将进一步给俄罗斯经济造成压力。俄罗斯经济发展部预测俄罗斯 2022 年 GDP 将同比下降 7.8%，IMF 世界经济展望 4 月报告预测俄罗斯 2022 年 GDP 同比增速为-8.5%。

俄乌冲突与西方制裁令俄罗斯面临滞胀。美欧等国继续保持对俄罗斯的严厉制裁。俄罗斯通货膨胀率继续上涨，4 月、5 月分别达到

### 俄乌冲突与国际制裁令俄罗斯经济面临滞胀困境。

17.8%和 17.1%，为 2015 年以来的最高水平，远远高于俄罗斯央行 4% 的目标利率水平。其中商品类价格同比上涨 20%，服务类价格同比上涨 10%，显示通胀来源于制裁带来的商品供给不足。俄罗斯显然已经陷入了短期的滞胀状态，这种两难困境还将进一步持续，制裁带来的商品短缺将持续对通胀构成压力。受制裁影响，俄罗斯卢布对美元一度大幅贬值。俄罗斯央行采取多种措施，加上全球对俄罗斯能源的依赖，卢布对美元汇率持续升值，达到 7 年来最高水平。受俄乌局势持续恶化影响，俄罗斯股市遭遇重挫。自 2 月 24 日俄罗斯 MOEX 指数从 2 月 10 日的 3655.76 点下跌至 2058.12 点以来，长时间在 2200-2400 点之间震荡，短期内看不到回升的迹象。俄乌冲突爆发后，俄罗斯于 2 月 28 日央行将关键利率上调至 20%，创历史最高值。4 月以来，俄罗斯央行连续多次降息，分别于 4 月 8 日下调 300 个基点，4 月 29 日下调 300 个基点，5 月 26 日下调 300 个基点，6 月 10 日下调 150 个基点，将关键利率降至 9.5%。从目前来看，俄罗斯的宏观金融状况尚基本稳定，但地缘政治风险仍相当大，西方制裁毫无放松迹象，且有进一步加剧之势，预计今年俄罗斯经济将陷入大幅衰退。

### 巴西经济维持复苏，但依然乏力。

**巴西经济维持复苏态势，但依然乏力。**2022 年 1 季度巴西 GDP 季节调整后环比增长 1%，高于 2021 年 2、3、4 季度，同比增长 1.7%，略高于 2021 年 4 季度，季调后两年平均增速为 2%，高于 2021 年。其中私人消费同比增长 2.2%，略高于 2021 年 4 季度，固定资产投资同比增长-8%，大幅下滑。出口同比实际增长 6.8%。进口实际同比为-11.4%，进口大幅下滑。由此可见，1 季度 GDP 增长主要靠进口下滑带来的净出口扩大与消费恢复拉动，国内投资需求不足。2022 年 4、5、6 月制造业 PMI 分别为 51.8、54.2、54.1，高于 1 季度，4 月与 5 月服务业 PMI 分别为 60.6 和 58.6，2 季度消费者信心指数也较 1 季度提升，显示经济在 2 季度恢复动力增强。3、4、5 月，巴西以美元计的出口金额同比增长分别为 21%、11.4%、13.4%，进口金额同比增长分别为 22%、29%、39.8%，贸易逆差持续扩大。可以看出，巴西经济仍处于复苏轨道，但动力仍然较弱。

巴西持续收紧的货币政策、政治局势的不确定、脆弱的财政状况成为减缓巴西经济复苏的重要因素。

巴西通胀继续上升，货币政策持续紧缩。2022年4月与5月广义消费者物价指数（IPCA）同比分别增长12.13%与11.73%，已经连续9个月超过10%，通胀压力巨大。巴西央行于2022年5月、6月分别加息100个基点和50个基点，隔夜利率升至13.25%，远高于2020年低点的2%。在经济复苏动能不足的情况下，巨大的通胀压力与紧缩的货币政策显然会阻碍经济复苏。巴西10月将迎来总统选举，极右翼总统贾尔·博索纳罗与领先的左翼前总统卢拉对决，两位候选人巨大的政见分歧显著增大了不确定性。同时，巴西财政状况不佳，2021年财政赤字达到GDP的4.5%，政府债务占GDP比重超过93%。下一任总统将面临财政整顿和推进改革的挑战，这需要国会各党派的协调与合作，这些都成为制约巴西经济复苏的重要因素。

印度经济恢复动能增强，但增速仍显著低于疫情前。

印度经济恢复动能增强，但增速仍显著低于疫情前。2022年1季度印度GDP同比增长4.1%，较2021年4季度进一步放缓，两年平均增速为3.3%，创2020年6月以来新高，但增速仍显著低于疫情前水平。分项来看，私人消费两年平均增速4.08%，稳健恢复。政府消费两年平均增速16.2%，政府支出疫情以来第二次大幅扩张。固定资产投资两年平均增速7.6%，显示投资需求较为强劲。4-6月制造业PMI分别为54.7、54.6、53.9，维持在景气区间，服务业PMI分别为57.9、58.9、59.2，景气度显著提升。印度统计局公布的2022年2-4月工业生产指数同比继续增长。邓白氏公司发布的2022年6月印度商业乐观指数创2008年金融危机以来新高。印度央行公布的消费者信心当期指数（CSI）在5月升至75.9，较3月上升4.2个点。国际贸易方面，2022年1季度印度出口两年平均实际增速10.1%，进口两年平均实际增速14.8%，贸易逆差持续。最新月度数据表明，印度进出口仍保持较快增长，但进口增速远高于出口。3、4、5月，印度以美元计的出口金额同比增长分别为19.8%、30.7%、20.6%，进口金额同比增长分别为24.2%、31%、63%，贸易逆差持续扩大，创下242亿美元的历史新高。

印度通胀持续上升，央行收紧货币政策，股票市场显著回调。

印度通胀持续上升，央行两次加息收紧货币政策。根据印度经济监测中心发布的数据，2022年1-3月失业率分别为7.83%、7.12%和7.8%，较上1季度无明显下降，表明印度失业率总体仍在较高位置波动。同时，印度通胀继续上升，2022年3、4、5月CPI同比增长分别为7%、7.8%、7%，较1季度进一步上升，通胀压力较大。目前，印度通胀率已经连续5个月超出央行设立的6%的通胀容忍上限，印度央行分别于5月4日和6月8日宣布加息40个基点和50个基点，将政策回购利率升至4.9%。印度股票市场结束疫情前长期涨势，显著回调。孟买敏感指数从4月4日的60611.74点下跌到6月16日的51495.79点，下跌15%。

南非经济恢复动能依然不足。

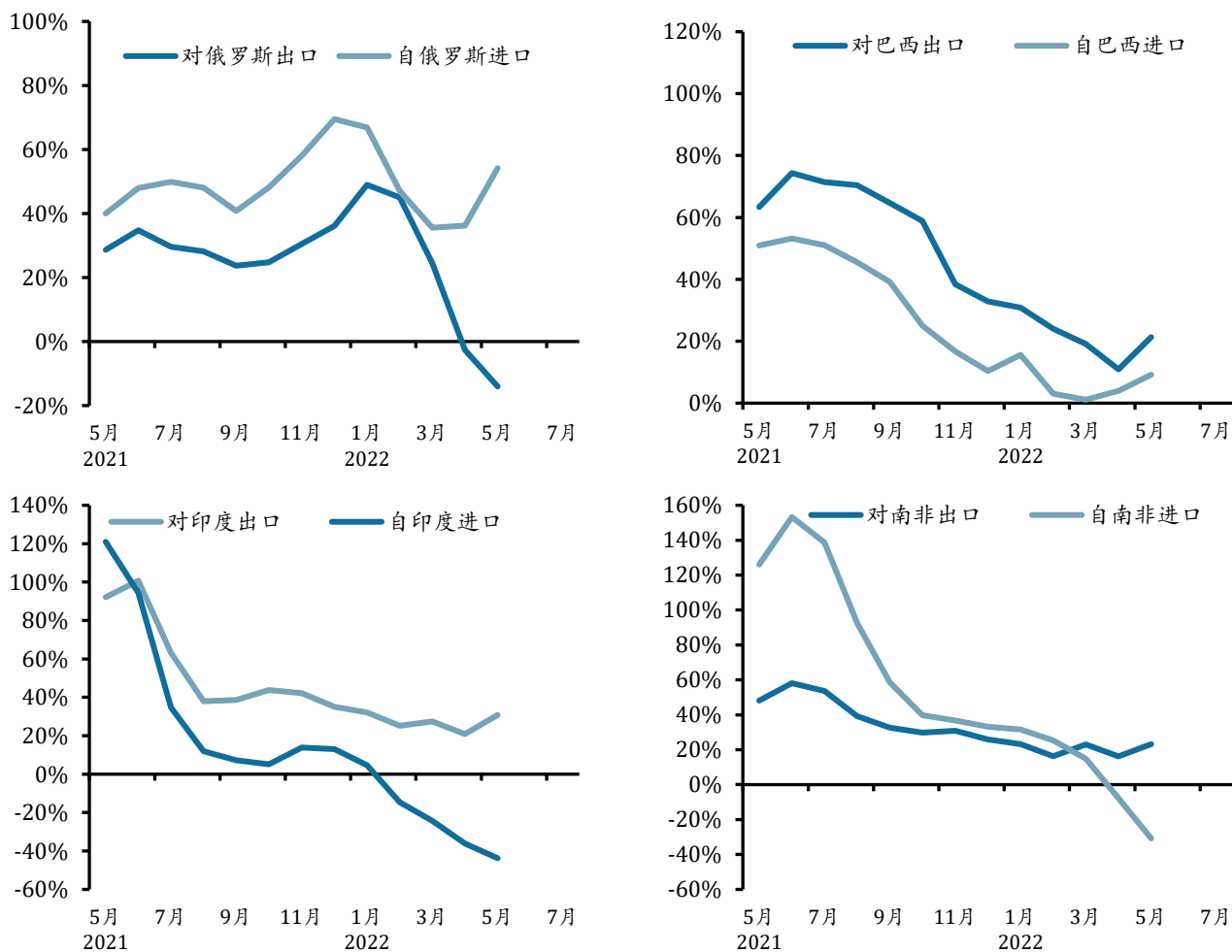
南非经济恢复动能依然不足。2022年1季度南非经济同比增长3%，显著高于2021年4季度，两年平均同比增速为0.27%，为2021年3月以来首次转正。私人消费与投资的两年平均增速分别为0.1%与-3%，均出现明显的边际改善，显示南非经济在1季度缓慢恢复。南非4、5月制造业PMI分别为48.3、54.9，低于1季度，显示制造业恢复动能减弱。南非经济研究局发布的2022年2季度FNB/BER消费者信心指数为-25，降至2020年9月以来新低，显示消费者信心不足。南非工商会发布的4月与5月商业信心指数分别为93.7和89.3，低于1季度。对外贸易方面，南非2022年2季度进口增速继续保持高位，出口增速进一步放缓。2022年3-5月进口同比增速分别为22.5%、24%和38.8%，出口同比增速分别为10%、-4.1%和11.3%，进口增速显著快于出口。

南非失业问题严重，通胀压力上升，央行再次加息。

南非失业问题严重，通胀压力上升。2022年3-5月南非CPI同比增速分别为6.2%、6%与6.6%，高于1季度且仍在攀升，创疫情以来新高。分项来看，能源与酒精饮料价格为主要带动因素，其中交通同比增长分别为15.2%，14.5%和15.3%，酒精饮料价格同比增长分别为7%，7%，7.4%。同时，食品价格5月同比上升8.8%，相比4月增加2.6个百分点，未来是否进一步上升值得关注。2022年4-5月，工业产成品PPI同比增长分别为13.1%和14.7%，再次反映了南非巨大的通胀

压力。出于对通胀压力、汇率贬值与资本外流的担忧，南非央行 2022 年 5 月再次加息 50 个基点至 4.75%。2022 年 1 季度南非失业率高达 34.5%，比 1 季度下降 0.8 个百分点，比上年同期上升 1.9 个百分点。劳动参与率为 56.9%，环比上升 0.6 个百分点，但较疫情前仍有大约 2 个百分点的缺口，失业问题仍极为严重。

图表 24 中国与金砖国家贸易情况



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

注：对进出口同比增长率进行了三月移动平均处理以减轻其波动性。

## 二、金砖国家与中国贸易

中国与金砖国家贸易继续保持增长态势。

中国与金砖国家贸易继续保持增长态势。3 月、4 月和 5 月，中国与金砖国家贸易总额同比增长分别为 9.5%、6.9%和 18.4%，总体仍保持增长态势，中国与金砖国家贸易总额在中国总贸易中的比例总体也进一步上升，分别达到 7.5%、8.4%和 8.7%。出口方面，中国对印度、

巴西、南非出口继续保持较快增长，对俄罗斯出口显著下降。3月、4月和5月，中国对印度出口同比增速分别为31.6%、18.1%和42.6%，对巴西出口同比增速分别为22%、8.6%和33.3%，对南非出口同比增速分别为42.5%、0.5%和26.7%，对俄罗斯出口同比增速分别为-7.7%、-25.9%和-8.6%。进口方面，3月、4月和5月，中国自俄罗斯进口同比增速分别为26.4%、56.6%和79.6%，延续了2021年以来的高速增长态势。自南非进口同比增速分别为-16.6%、-37.4%和-38.4%，自印度进口同比增速分别为-34.9%、-56.9和-39.4%，相比1-2月进一步下滑。自巴西进口同比增速分别为-2.8%、24.3%和6.1%，保持较为稳定的增长。

图表 25 金砖国家数据概览

实际 GDP 增速	CPI 同比增速					
	(季度同比, %)			(同比增速, %)		
	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022M4	2022M5	2022M6
俄罗斯	4.0	5.0	3.6	17.8	17.1	-
巴西	4.0	1.7	1.7	12.1	11.7	-
印度	8.4	5.4	4.1	7.8	7.0	-
南非	3.0	1.7	3.0	6.0	6.6	-
汇率	制造业 PMI					
	(名义汇率, perUSD)					
	2022M4	2022M5	2022M6	2022M4	2022M5	2022M6
俄罗斯	71.0237	63.0975	51.1580	48.2	50.8	50.9
巴西	4.7574	4.9544	5.0486	51.8	54.2	54.1
印度	76.1678	77.3193	78.0333	54.7	54.6	53.9
南非	14.9833	15.9041	15.7773	50.3	50.7	52.5
出口	(同比增速, %)			进口		
	2022M4	2022M5	2022M6	2022M4	2022M5	2022M6
俄罗斯	-	-	-	-	-	-
巴西	11.4	13.4	15.5	29.01	39.78	33.74
印度	30.7	20.6	-	31	62.8	-
南非	-4.1	11.3	-	24	38.8	-
中国出口	(同比增速, %)			中国进口		
	2022M4	2022M5	2022M6	2022M4	2022M5	2022M6
俄罗斯	-25.9	-8.6	-	56.6	79.6	-
巴西	8.6	33.3	-	24.3	6.1	-
印度	18.1	42.6	-	-56.9	-39.4	-
南非	0.5	26.7	-	-37.4	-38.4	-

数据来源: Wind, CEIC, 世界经济预测与政策模拟实验室。

## 中国：主要挑战是内需不足，而非通胀

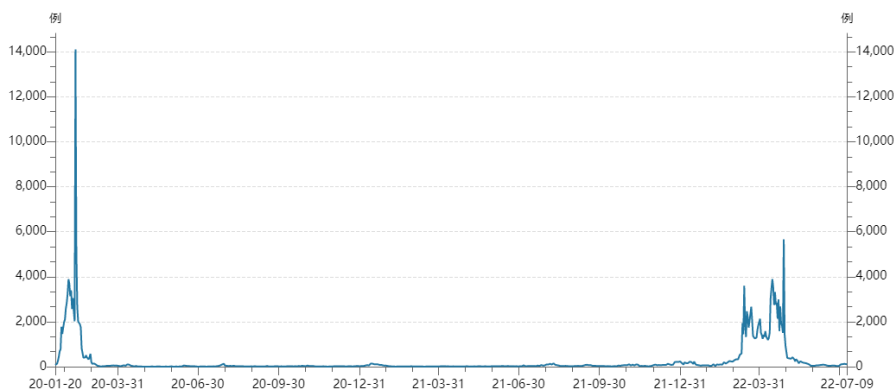
随着 4、5 月份上海、东北等地的疫情高峰退去，中国经济迎来了恢复和反弹。但是由于疫情多扰，截至 6 月经济尚未出现报复性的反弹，消费、投资这些内需表现疲弱。社融和人民币分项指标也显示，居民、企业的信心相当乏力。预计 2 季度经济增速在 1-1.5%，上半年增速在 2.7% 左右。下半年温和复苏可能性较大，强劲反弹的可能性较小。好消息是，财政政策显著加力，截至 6 月底专项债券发行进度已经达到 90.8%。同时，货币政策空间也较大，5 月 20 日 5 年期 LPR 大幅下调 15 个百分点的同时反而引发了人民币兑美元升值，再次说明了中国的宽松是“好的宽松”，中国的货币政策空间仍然较大。我国宏观政策面临的主要挑战不是通胀，而是扩大内需，同时宏观政策完全有条件“以我为主”，美联储的紧缩不是我国宏观政策的约束条件。

### 一、疫情高峰已经过去，经济正处于恢复当中

疫情高峰已经过去。

5 月中旬以来，上海、东北等地区的疫情压力显著趋于缓解。从 3 月下旬到整个 4 月，全国疫情防控压力陡然上升，每日新增确诊的有症状病例达到了数千人。进入 5 月之后形势明显好转，到 6 月时形势已经比较稳定。相应地，各地疫情防控措施陆续调整，全国层面和跨境层面对人员流动的政策也渐进开始调整。

图表 26 第二次疫情高峰已经过去

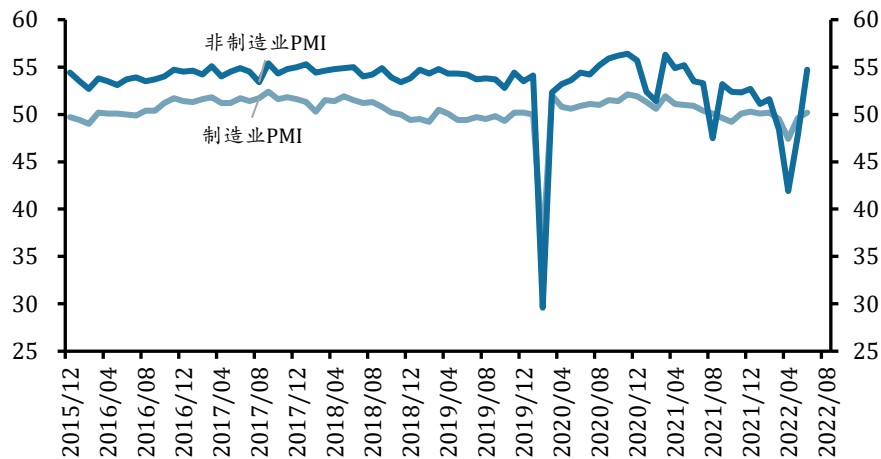


数据来源：WIND，CEEM。

经济活动正在恢复。

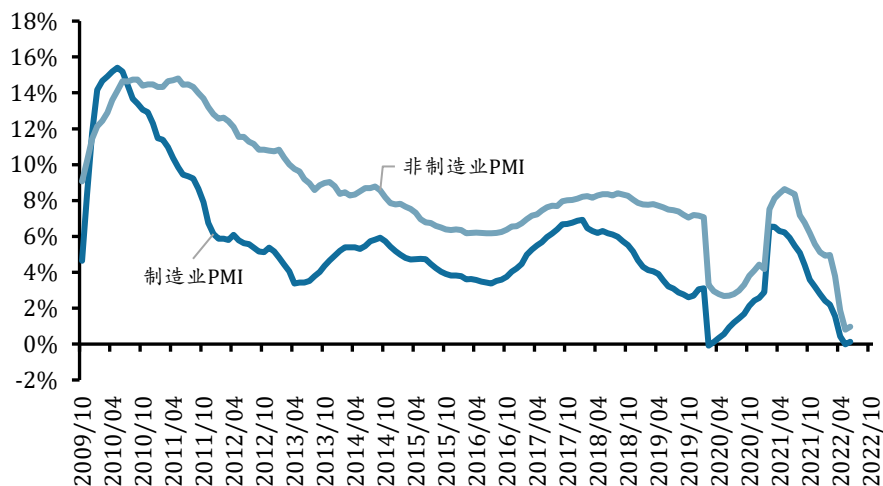
伴随着疫情高峰的退去，以及人员流动政策的调整，物流交通也开始恢复，企业生产活动和居民日常消费也有比较显著的恢复。4月制造业、非制造业PMI快速萎缩到了47.4、41.9，5月两者分别恢复到了49.6、47.8，6月进一步上升至50.2、54.7。从PMI来看经济活动似乎恢复比较强劲，尤其是非制造业PMI在6月已经恢复到了较高水平。6月两个指标的水平 and 2019年4月的情况相近。

图表 27 进入5月以来经济活动处于恢复之中：PMI 指标



数据来源：WIND, CEEM。

图表 28 PMI 指标的同比化处理结果



数据来源：WIND, CEEM。



## 二、但是疫情多扰之下，复苏反弹力度仍然有限

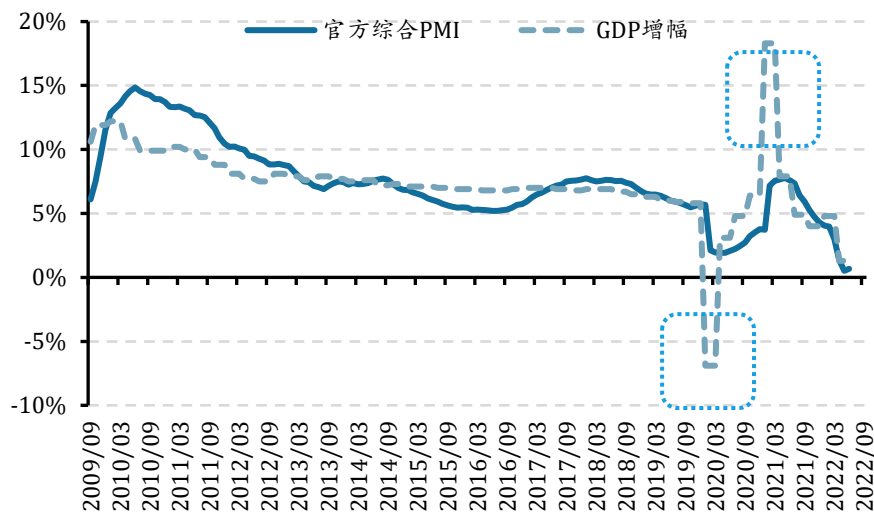
PMI改善只能说明环比的改善。

制造业、非制造业 PMI 分项指数本身反弹较强，但是我们要注意到，这两项指标都是环比口径，即被调查者认为当月比上月的改善程度。而经历了 4 月的收缩之后，5 月 PMI 反弹之后仍然低于 50，因此这只是表明 5 月收缩幅度有所缓解，并没有实质性改善。在此基础上 6 月的 PMI 指数反弹也在相当程度上是对 4、5 月经济收缩的一种修复。

将 PMI 指标调整为同比口径。

因此我们需要将 PMI 指数调整成为同比口径。以 50 荣枯线作为分界点，将高于 50 作为正增长、低于 50 作为负增长。但是 PMI 是主观指标，其同比增长在多大程度上对应于实际 GDP 增速？可以假设一个初始的对应关系，然后根据制造业、非制造业的权重进行加权，得到综合 PMI 指数，再使用综合 PMI 指数来比对同期的 GDP 增速。通过调整对应的比例关系，可以使得综合 PMI 指数的同比增速与 GDP 增速比较吻合。但是实际上，从 PMI 指数同比增速与 GDP 同比增速的拟合关系来看，或者说 PMI 指数同比增速对 GDP 同比增速的预测作用来看，这种对应的比例关系并不重要。

图表 29 PMI 指标的同比化处理结果



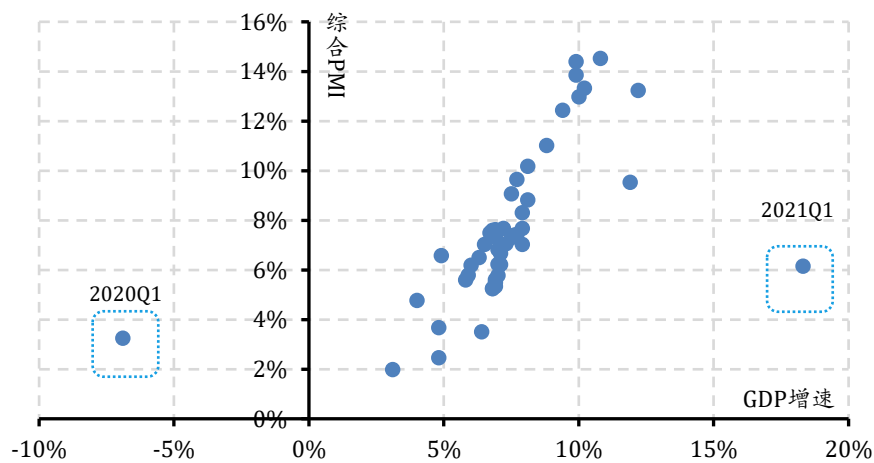
数据来源：WIND，CEEM。

注：将制造业、非制造业 PMI 同比增速按权重进行加权，得到官方综合 PMI 的同比增速

根据 PMI 同比来  
预估 GDP 增速。

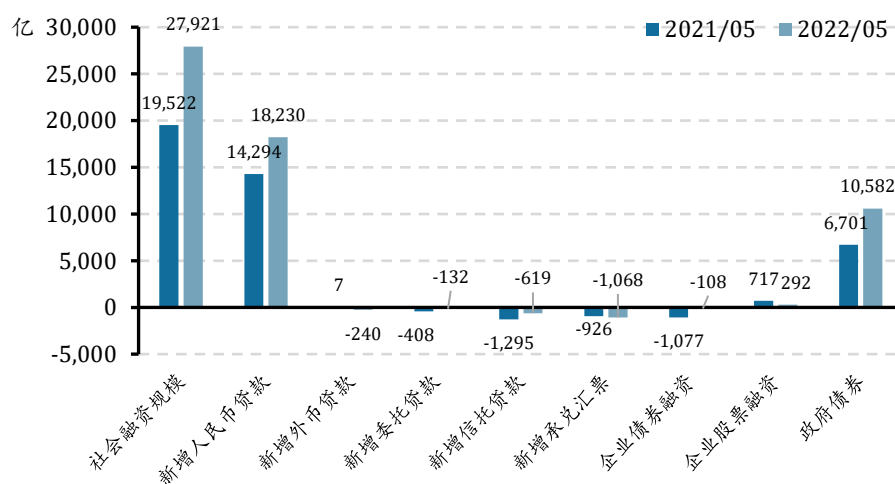
根据综合 PMI 的同比增速指标、GDP 同比增速关系，可以得到 2022 年 2 季度 GDP 增速的预估值为 1%-1.5%。在此基础上，上半年增速约为 2.7%左右。不过 7 月 15 日公布的 2 季度 GDP 增速为 0.4%，低于预估值，或者说实际值落在了前述预估值的左侧。这可能表明 PMI 这一主观景气指数在一定程度上高估了经济的复苏势头。总体上可以确认，4 月经济出现了一定收缩，5 月有所改善，而 6 月的增长幅度比较有限。

图表 30 综合 PMI 同比增速与 GDP 同比增速的对比：散点图



数据来源：WIND, CEEM。

图表 31 社会融资规模：今年与去年 5 月比较



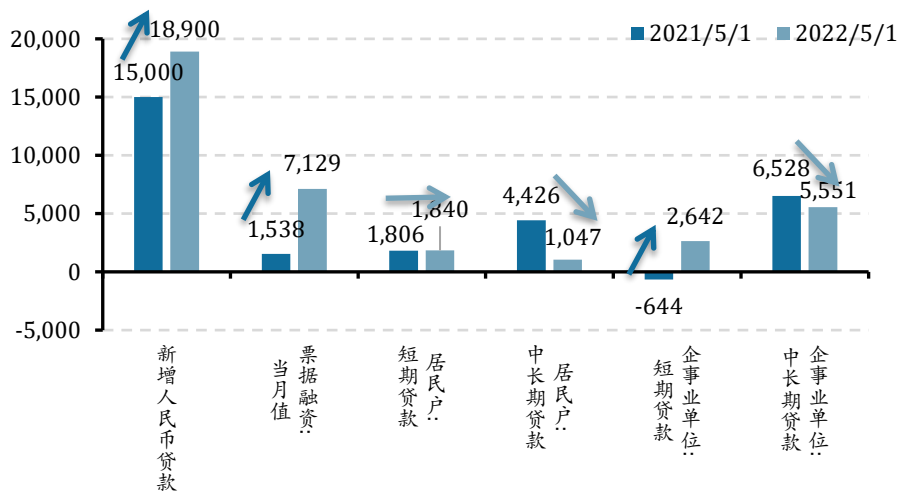
数据来源：WIND, CEEM。

### 三、居民和企业信心不足，信用渠道不畅

5月社融改善主要靠贷款和政府发债。

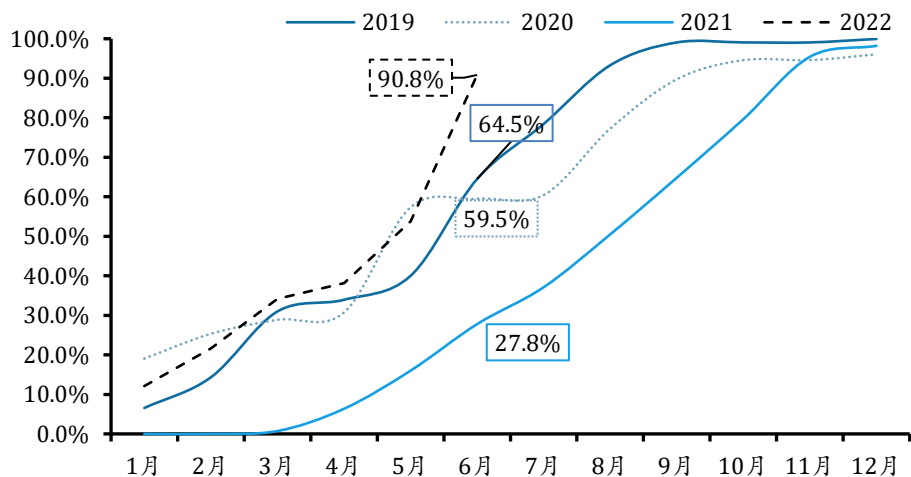
今年5月与去年同期相比，社会融资规模从1.9万亿上升到了将近2.8万亿的水平，有显著增长。这比4月的情况有了大幅改善。但是可以看到，社会融资规模完全来自于新增人民币贷款、政府债券这两项，其他项目的增量小、变化也不大。

图表 32 社会融资规模：今年与去年5月比较



数据来源：WIND, CEEM。

图表 33 近年地方政府专项债券发行进度比较



数据来源：WIND, CEEM。

5月人民币贷款改善主要体现在短期融资。

进一步拆解新增人民币贷款的分项可以看到，今年5月较去年5月，新增人民币贷款上升了近4000亿元。从结构上来看，新增人民币贷款增加，完全靠票据融资、短期贷款支撑，而中长期贷款仍然疲弱。具体来看，较去年5月，今年5月新增的居民中长期贷款下降了约3400亿元、新增的企事业单位中长期贷款下降了约1000亿元。这显示出居民、企业信心都比较疲弱。我国当前面临的主要挑战不是通胀，而是稳定市场信心、扩大内需。

#### 四、政策正在加力，政策空间仍然较大

专项债发力较为显著。

由于房地产业面临较大压力，今年地方财政的土地出让金收入有明显的下滑。不过与此同时，地方政府专项债的发行进度显著提升。截至6月底，专项债发行进度已经达到90.8%，远远高于过去的进度。尤其是与去年相比，去年8月份结束时的发行进度才勉强达到50%。因此专项债发行前置在很大程度上支撑了财政政策的发力。在专项债发行接近尾声的同时，下半年专项债的发行空间在哪里？预计有几种方案可能对下半年的财政起到进一步支撑作用：其一，下年度专项债额度提前到今年使用，其二，根据实际情况提高今年的专项债额度，其三，发行特别国债。

专项债发力缓解地方财政困难也面临问题。

不过，由于疫情多扰和经济活动受到冲击，地方政府自身的收支压力较大。在这种情况下，有特定用途的专项债发行能在多大程度上支撑地方政府的财政支出，这还有一定的疑问。专项债本可对地方政府扩大有效投资、稳定增长发挥更大作用。但受制于管理体制因素，“钱等项目”现象一直存在，并且，“等着项目”的债务资金还需要支付利息，这是极大的资源浪费。为此，应增加提高地方政府对债务资金的可支配度。

货币政策有条件“以我为主”。

货币政策方面，我国完全有条件实行“以我为主”的货币政策。虽然美联储处于紧缩过程当中，我国在一定程度上面临中美利差逆转的压力，但是由于我国采取的宽松政策有助于稳定市场预期、有助于

稳定增长，因此我国的宽松是“好的宽松”。而美国紧缩的货币政策是以就业、增长为代价来抑制通胀，因此增强了美国金融市场的不确定性，金融市场已经开始出现大幅调整，所以美国的紧缩是“坏的紧缩”。

两相对比之下，中国的宽松实际上并不会带来资本外逃、汇率贬值的压力。一个有趣的证明就是5月20日我国宣布对5年期LPR大幅下调175个基点，结果当日和后续交易日人民币兑美元汇率还出现了一定幅度的升值。

此外，近期我国通胀率虽然有所抬升，甚至下半年个别月份通胀率还会突破3%。但是总体来看我国通胀预期仍然较为平稳，我国面临的最主要挑战还是市场主体信心不足、内需不足。因此宏观经济政策的中心任务仍应着力于稳增长。

## 全球金融市场：美联储加息，全球金融市场加剧调整

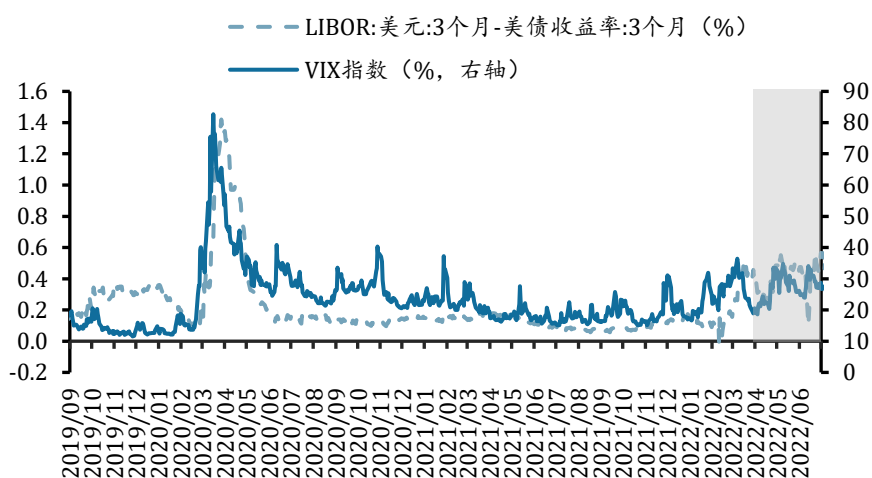
2022年2季度，美联储大幅加息，全球金融市场加剧调整。在美联储加息125bp后，部分新兴经济体跟随加息，发达经济体加息预期普遍升温，全球主要金融市场加剧调整。美元流动性收紧、美元明显升值，其他主要经济体货币普遍贬值。主要发达经济体股票市场大幅回调，大部分经济体十年期国债收益率大幅上行。受加息预期上升影响，大部分经济体货币市场利率上升。因经济下行风险上升，中国货币市场利率、十年期国债收益率季度均值出现下降。随着美联储不断加息，美国衰退风险上升，美债收益率曲线平坦化程度加深、7月初出现倒挂。而未加息的部分经济体，受资本流出影响，国债收益率曲线期限利差走扩。下半年，美联储和主要发达经济体央行大概率均将加息，继续关注美股回调风险及欧元区金融风险。

主要经济体金融市场普遍大幅调整。

### 一、全球金融市场总体情况

2022年2季度，主要经济体金融市场普遍大幅调整。2季度，美联储连续加息两次、累计125bp，美国联邦基金目标利率达到1.75%，全球主要金融市场加剧调整。美元流动性收紧、美元明显升值，其他主要经济体货币普遍贬值。主要发达经济体股票市场大幅回调，大部分经济体十年期国债收益率上行。受加息预期上升影响，大部分经济体货币市场利率上升。因经济下行风险上升，中国货币市场利率、十年期国债收益率季度均值出现下降。

图表 34 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 2022 年第 2 季度。

美元流动性持续收紧，美股波动加大。

美元流动性持续收紧，TED 利差上升至 0.5%以上，并基本保持在 0.5%左右的水平。美股波动性明显上升。在 5 月、6 月两次美联储加息后，美股均出现明显回调，美股波动性上升，VIX 指数上升至 30%以上。2 季度，美股波动性整体抬升，5 月之后 VIX 指数基本保持在 30%左右的水平。

图表 35 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	102.55	96.83	5.90%	标普 500	4110.37	4466.96	-7.98%
欧元	1.07	1.12	-4.84%	德国 DAX	13934.47	14929.26	-6.66%
日元	129.62	116.16	-11.58%	日经 225	26912.73	27216.17	-1.11%
人民币	6.61	6.35	-4.16%	上证综指	3177.63	3419.39	-7.07%
印度卢比	77.14	75.27	-2.48%	巴西 IBOVESPA	108949.69	111569.1	-2.35%

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	0.79	0.07	5.58	美国	1.94	1.54	40.57
欧元	-0.57	-0.59	1.85	欧元区	0.18	-0.23	40.33
日本	-0.02	-0.07	6.31	日本	0.18	0.08	10.69
中国	1.80	2.17	-5.58	中国	2.78	2.90	-11.74
印度	4.08	3.27	11.10	巴西	11.43	11.27	16.35

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。

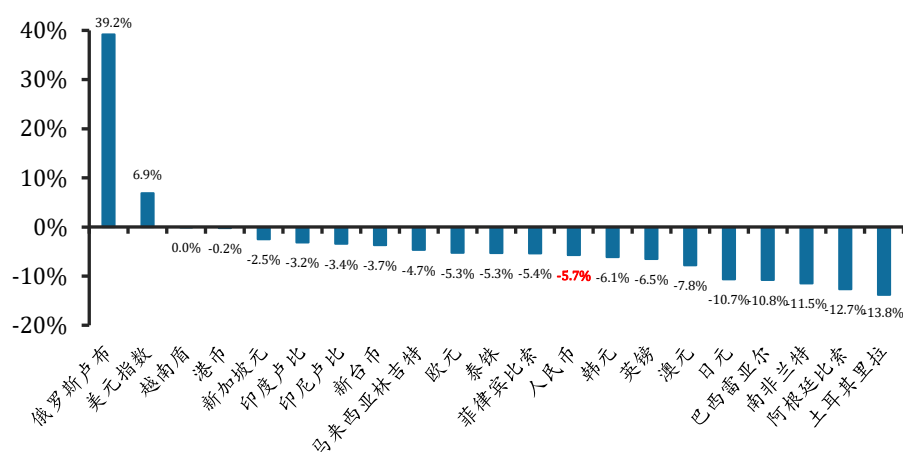
美元指数上升，其他发达经济体贬值，人民币及东南亚货币相对稳定。

## 二、全球金融分市场运行态势

美元升值，卢布回调，其他主要经济体货币均贬值。因美联储加息，资本回流美国、流出其他经济体，美元在 2 季度升值 6.9%。除俄罗斯卢布和固定汇率制经济体，其他经济体货币普遍贬值。巴西、南非、土耳其、阿根廷货币贬值幅度较大，较 1 季度末贬值幅度分别达到 10.8%、11.5%、12.7%、13.8%。主要发达经济体货币也均较美元贬

值。其中，日元贬值幅度为发达经济体中最大，2 季度日元兑美元贬值幅度达 10.7%。2 季度，人民币也出现明显的贬值，季末贬值幅度达 5.7%、平均贬值幅度为 4.2%。2 季度，因俄罗斯央行加息、收紧卢布流动性、俄乌战争可能长期化、西方对俄罗斯的新增制裁力度边际较弱以及俄罗斯境内经济社会基本保持稳定等因素影响，俄罗斯卢布出现明显回调，季末升值幅度达到 39%、平均升值幅度达 23%。

图表 36 主要发达和新兴经济体季度汇率波动幅度（2022 年 2 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。

### 主要经济体股市普遍下跌，俄罗斯股市回升。

主要经济体股市普遍下跌，俄罗斯股市回升。受美联储加息以及全球衰退预期升温影响，主要经济体股市均出现明显回调。2 季度，标普 500 指数季内波动幅度超过 20%，2 季度末也较 1 季度末下跌 15.7%。从季内波动看，法国、德国、日本、韩国等发达经济体股市季内回调幅度也均在 10% 左右或以上，印度、巴西等新兴经济体股市季内回调幅度更大、约达 20%。从季末值看，韩国、巴西股市回调幅度较大，分别达 13.77%、16.98%。俄罗斯股市出现明显回升，回升幅度超过 50%，俄罗斯 RTS 指数基本回归至俄乌冲突发生之前。2 季度，在众多经济扶持政策出台的背景下，中国股市逆势上涨，上证综指季末值较 1 季度末上升 3.36%、季内回升幅度达 18%。

美联储加息 125bp，欧央行加息预期升温，日本负利率加深。受通胀高企影响，美联储加息 125bp，美国联邦基金利率基本稳定在日



美联储加 125bp，主要经济体货币政策分化。

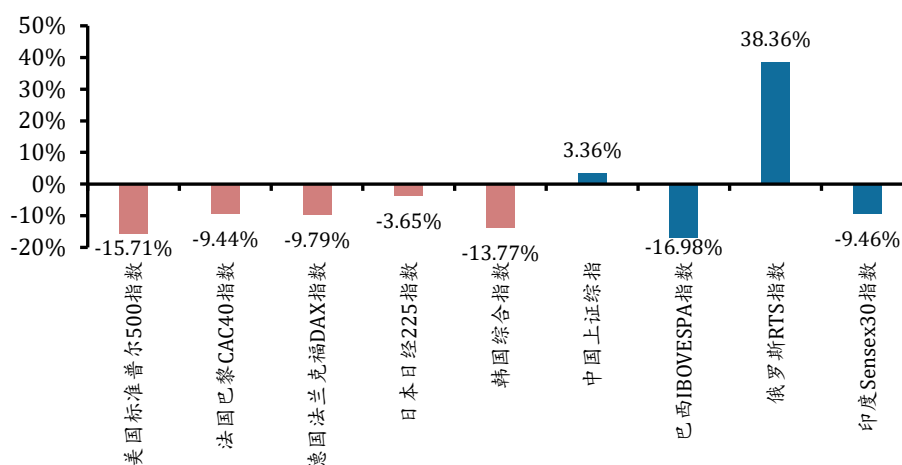
标利率水平、也上升 125bp。6 月，欧央行货币政策会议决议显示，欧洲央行决定从 2022 年 7 月 1 日开始终止资产购买计划的净资产购买，预计适用于第三轮长期定向再融资操作（TLTRO III）的特殊条件将于今年 6 月 23 日结束，并计划在 7 月加息 25 个基点，9 月将进一步采取行动，具体加息规模将取决于通胀前景。尽管加息预期升温，但欧元区货币市场利率依然围绕尚未调整的主要再融资利率波动，并无明显调整、且仍在负利率区间。在美欧央行收紧货币政策之际，日本央行仍在坚持其收益率曲线控制政策，资产购买规模再创新高。6 月，日本央行单月购买了 16.2 万亿日元（约 1190 亿美元）的国债，创历史新高。更多流动性释放下，日元 Tibor 利率在负利率区间进一步下探至-0.02%。

图表 37 主要发达和新兴经济体季度平均汇率走势一览

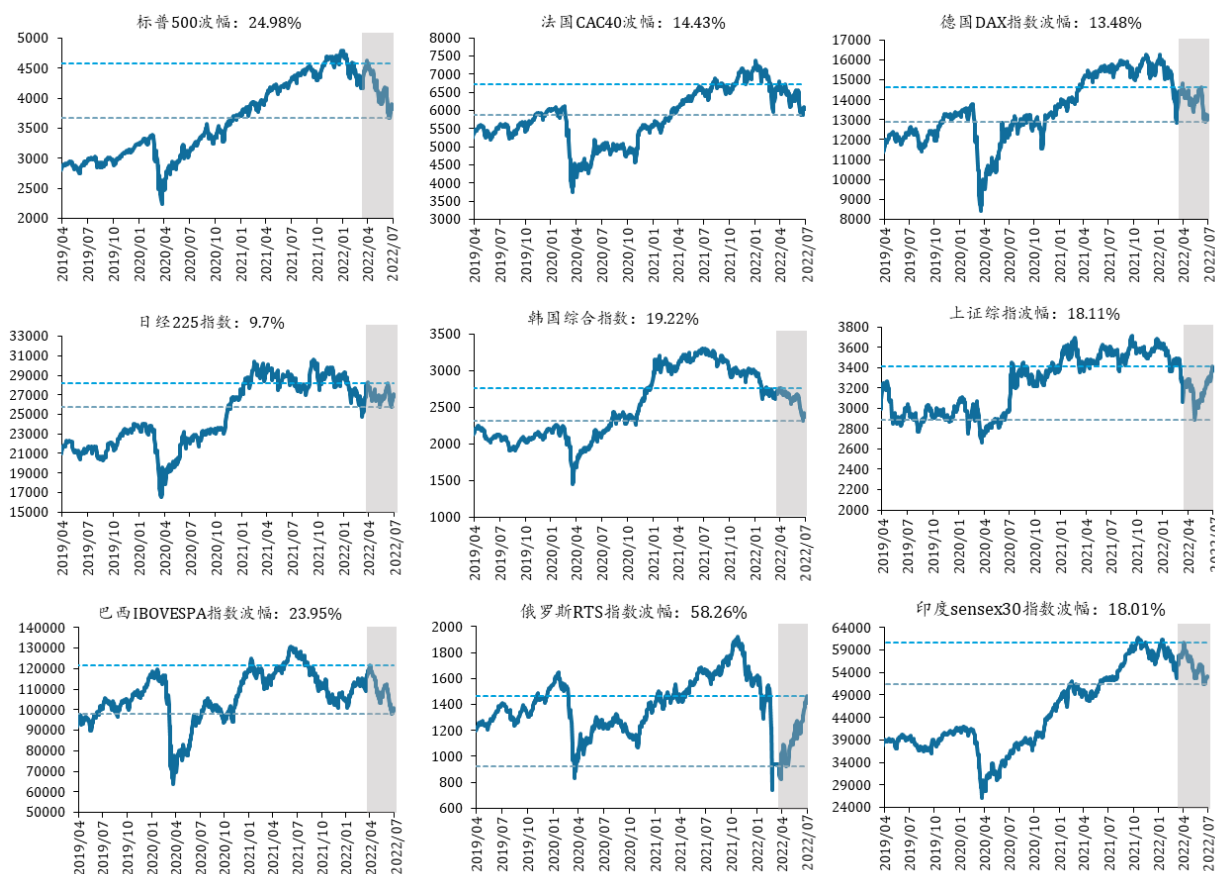
		2022 年 2 季度	2022 年 1 季度	升值幅度
主要发达经济体	美元指数	102.55	96.83	<b>5.90%</b>
	欧元	1.07	1.12	-4.84%
	日元	129.62	116.16	-11.58%
	英镑	1.26	1.34	-6.21%
	澳元	0.72	0.72	-0.68%
金砖国家	巴西雷亚尔	4.92	5.23	5.95%
	卢布	66.60	86.77	23.25%
	南非兰特	15.56	15.22	-2.22%
	印度卢比	77.14	75.27	-2.48%
	人民币	6.61	6.35	<b>-4.16%</b>
东南亚	菲律宾比索	52.65	51.54	-2.15%
	越南盾	23108.08	23124.03	0.07%
	马来西亚林吉特	4.35	4.19	-3.83%
	泰铢	34.39	33.06	-4.03%
	印尼卢比	14556.34	14347.38	-1.46%
东亚	韩元	1258.95	1204.73	-4.50%
	新加坡元	1.38	1.35	-1.98%
	新台币	29.43	27.99	-5.15%
	港币	7.85	7.8	-0.60%
其他	阿根廷比索	118.03	106.61	-10.72%
	土耳其里拉	15.75	13.93	-13.09%

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 38 全球主要发达和新兴经济体股市季度涨跌幅（2022 年 2 季度）



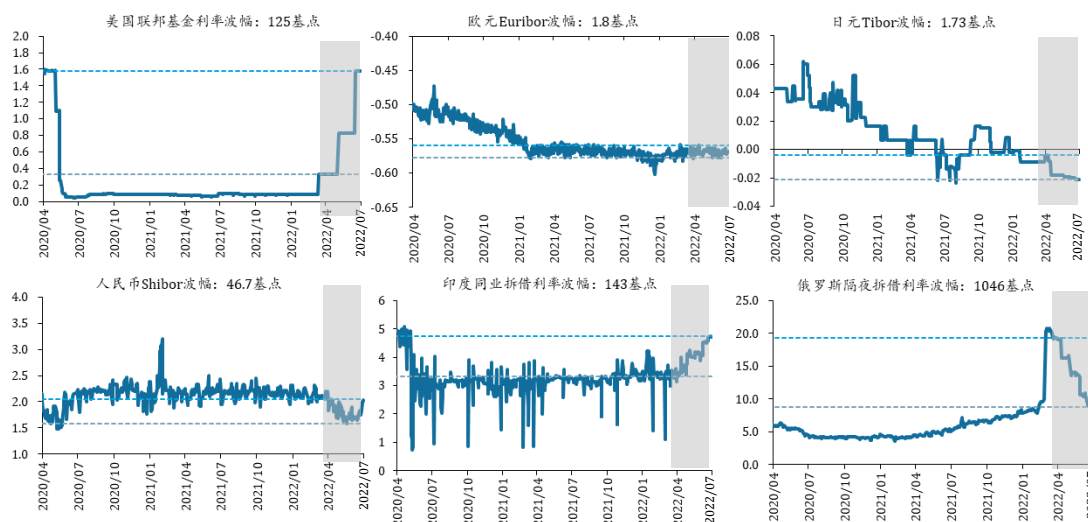
注：原始数据来自 Wind 数据库。波动涨跌幅根据相邻两季度的季末值计算。图中红色柱为发达经济体，蓝色柱为新兴经济体。



主要新兴经济体货币政策分化，货币市场走势分化。2 季度人民银行并未调整其逆回购利率，但 1 季度降息并未导致货币市场利率中枢下降，2 季度货币市场利率中枢出现下降。剔除季末和半年末因素

扰动，货币市场利率中枢明显下滑、由 2% 下降至 1.5%-1.7% 左右。为遏制卢布升值势头，俄罗斯央行在高通胀背景下连续降息、将利率由 20% 下调至 9.5% 的战前水平，俄罗斯隔夜拆借利率也同步下降。而为遏制通胀，印度央行在 2 季度两次加息累计 90bp，印度同业拆借利率上升 140bp。

图表 39 全球主要发达与新兴经济体货币市场走势一览



注：同上。

### 主要经济体国债收益率普遍上升。

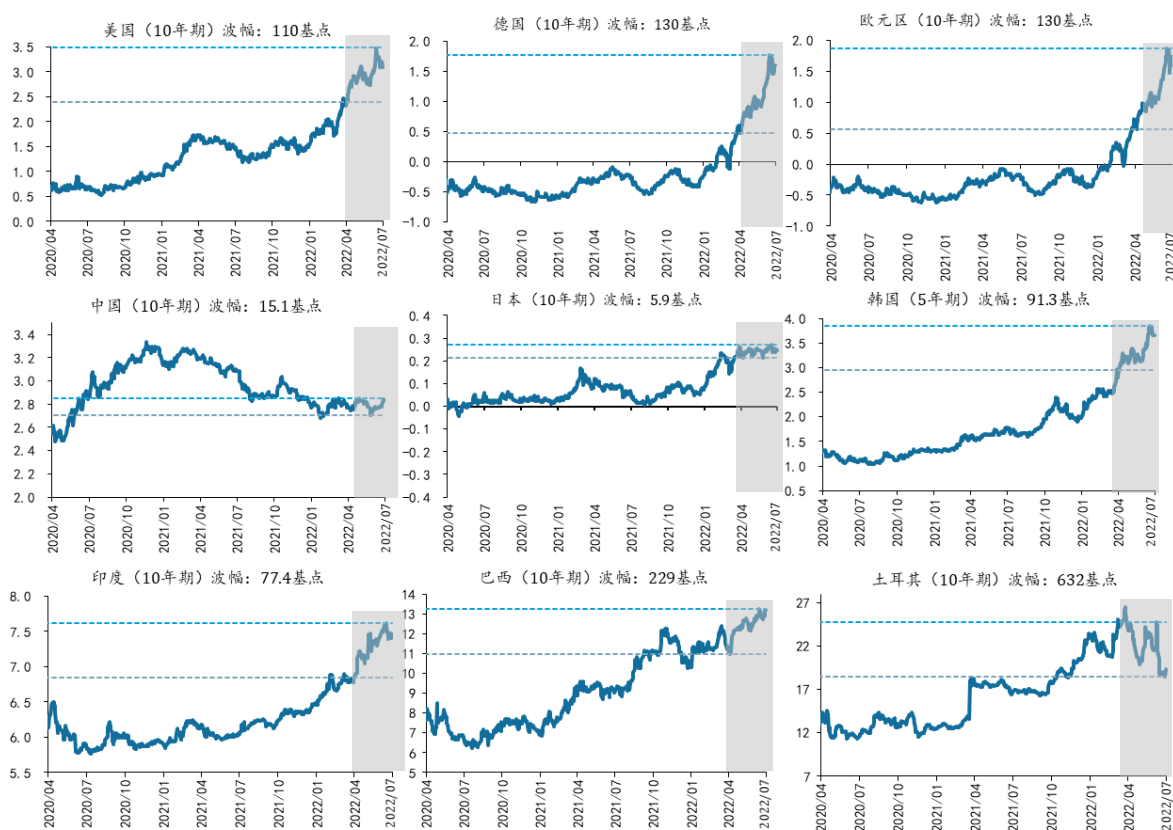
主要经济体长期国债收益率普遍上升。2 季度，主要发达经济体长期国债收益率普遍上升，且上升幅度普遍较大。其中，美国、德国、欧元区十年期国债收益率单季度上升 110bp 以上。欧元区十年期国债收益率已由 1 季度初的负利率上升至 2%。在收益率曲线控制的情况下，日本十年期国债收益率也稳定在 0.2%-0.3% 水平。新兴经济体长期国债收益率也在上升。2 季度，巴西十年期国债收益率上升 229bp，韩国、印度十年期国债收益率也分别上升 90bp、70bp 以上。受经济下行压力上升影响，中国十年期国债收益率上行动力不足，暂时稳定在 2.6%-2.8% 区间。

美债收益率曲线平坦化程度加深，其他经济体期限利差拉大。美债收益率曲线平坦化程度上升。2022 年 6 月底，十年期美国国债收益率为 2.98%，两年期美国国债收益率为 2.92%，期限利差（10Y-2Y）收窄至 6bp、接近于 0。2022 年 7 月 6 日，美债收益率曲线已出现倒

美债收益率曲线平坦化程度加深，未加息经济体期限利差拉大。

挂，十年期美国国债收益率上升至 2.93%，两年期美国国债收益率上升至 2.97%，期限利差为负。与此同时，一些尚未跟随美联储加息的经济体国债收益率曲线的期限利差在扩大。欧元区、意大利国债（或公债）收益率曲线的期限利差已较美联储紧缩前抬升 40bp 左右，中国国债收益率曲线的期限利差在长端利率（十年期）下降的情况下还抬升了 20bp 左右。

图表 40 全球主要发达与新兴经济体长期国债市场走势一览



注：同上。

持续关注美股回调风险。

### 三、全球金融形势展望

美联储持续加息，将导致美股进一步回调。2022 年以来，在美联储加息的背景下，标普 500 指数已经下跌 20% 以上。美国通胀仍处高位、5 月美国 CPI 同比仍然高达 8.6%。而 6 月，美国非农就业人口季调后增加了 37.2 万人，远超预期值 26.8 万人，失业率仍保持在 3.6% 的较低水平。就业市场的强劲给予了美联储下半年加息的更多空间。

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，其他经济体债务风险事件的频发也可能增加美股波动。

### 欧元区金融风险上升。

在高通胀、高债务和加息的多重压力下，欧元区金融风险上升。当前欧元区政府债务和财政赤字压力并不弱于 2010 年欧债危机爆发前夕，且成员间分化依然明显，希腊、意大利等债务压力相对更大。并且，意大利、法国、奥地利等国家对俄罗斯主权债风险敞口较大。7 月，欧央行将开始加息，边缘国家的债务风险将更加突出。从数据中可以看到，美联储紧缩以来，资本流出已经导致意大利等欧元区边缘国家的国债收益率期限利差上升。随着融资成本和风险溢价上升，欧元区边缘国家再融资可能面临压力，爆发流动性危机甚至债务危机的可能性上升。

2 季度银行代客涉外收入、对外付款相比上季度同期小幅上升，跨境收支维持净流入趋势，但规模相比于去年同期和上季度同期有所收缩。

银行代客收付款经常项目顺差小幅收窄。其中货物贸易顺差和收入项逆差扩大，服务贸易逆差收窄。

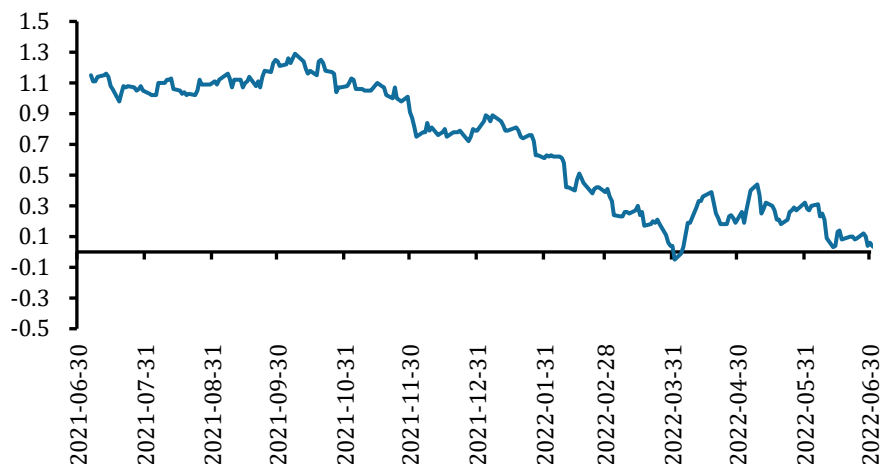
### 四、跨境收支总额与上期基本持平，跨境资金维持净流入

2022 年 2 季度，银行代客涉外收入、对外付款与 2021 年 4 季度前两个月规模基本持平，跨境收支维持净流入趋势。2022 年 1 季度前两个月，银行代客涉外收入与支出总额为 1.99 万亿美元，同比上升 13.5%，相比上 1 季度同期上升 2.1%。其中，银行代客涉外收入、对外支出分别 1 万亿美元和 9806.81 亿美元，同比分别上升 12.5%和 14.4%，相比于上季度同期分别上升 0.6%和 3.6%。银行代客涉外收支维持顺差，顺差额度为 239.5 亿美元，相比 2021 年同期收缩 33.1%，相比于上 1 季度同期收缩 53.9%。

从境内银行代客涉外收付款的分项看，2022 年 4 月、5 月经常项目顺差规模相比上季度同期小幅收窄，顺差规模为 519.37 亿美元，相比于上季度同期收窄 2.9%，相比于去年同期的逆差 51.6 亿美元，经常项目净流入增加 570.97 亿美元。从细项看，货物贸易顺差规模小幅扩大，服务贸易逆差收窄，收入项逆差大幅扩大。2 季度前两个月，货物贸易顺差相比于上季度前两月上升 7.7%，至 809.5 亿美元；服务贸

易逆差相比 1 季度前两月收窄 42.2%，至 49.44 亿美元；收入项逆差较 1 季度前两月扩大 83.8%，至 240.69 亿美元。

图表 41 美国国债收益率期限利差（10 年期-2 年期）



银行代客涉外收付款资本和金融项目逆差规模扩大，直接投资顺差收窄，证券投资逆差规模继续扩大，其他投资由小幅顺差转为小幅逆差。

银行结售汇顺差相比上 1 季度前两月有所收窄，银行结汇、售汇金额均有所上升，售汇的上升速度更快。银行自身结售汇由逆转顺，银行代客结售汇由顺转逆。

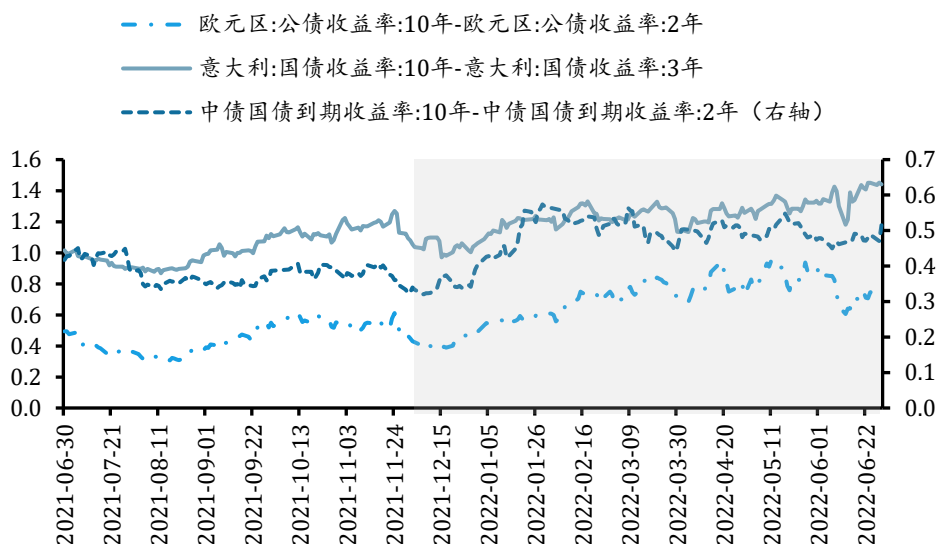
银行代客涉外收付款资本和金融项目逆差进一步扩大，2 季度前两个月的逆差规模为 350.7 亿美元，相比于 1 季度同期大幅扩大。从细项看，直接投资顺差规模相比于上季度同期扩大，证券投资由大规模顺差转为大规模逆差，其他投资由逆差转为顺差。其中，直接投资规模相比上季度前两个月收窄 47.2%，顺差规模为 106.7 亿美元，相对于 2021 年同期扩大 46.3%；证券投资逆差规模为 445.5 亿美元，相比上季度同期扩大了 77.3%，再创证券项下逆差的最高水平；其他投资项由上 1 季度前 2 个月小幅顺差转为小幅逆差，录得 11.98 亿美元。

2022 年 5 月、6 月，银行结售汇顺差规模相比于上 1 季度前两月继续收窄，顺差规模为 205.62 亿美元。其中，银行结汇、售汇金额均有所上升，售汇的上升速度更快。银行结汇总额为 4347.38 亿美元，售汇总额为 4141.76 亿美元。从交易主体来看，银行自身结售汇 4 月、5 月由上季度同期的逆差转为顺差，顺差规模为 51.1 亿美元。银行代客结售汇由上季度同期的顺差转为逆差，逆差规模为 223.47 亿美元。在结售汇意愿方面，2022 年 2 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）和售汇率与上季度相比均在上升，分别至 71.03 和 70.39%。

人民币计价的银行代客收付款顺差规模继续扩大。

境内银行代客收付款的人民币跨境净流入规模有所扩大，4月、5月人民币流入71.8亿美元。人民币业务在银行代客涉外收入总额中占比为42.9%，较上季度前两月上升6.8个百分点；在涉外支出总额中占比为43.3%，较上季度前两月上升3.6个百分点。

图表 42 欧元区、意大利、中国国债收益率期限利差（10年期-2年期）



## 五、2022年2季度中资企业海外债发行规模继续下行

2季度中资企业海外发债规模继续下行。

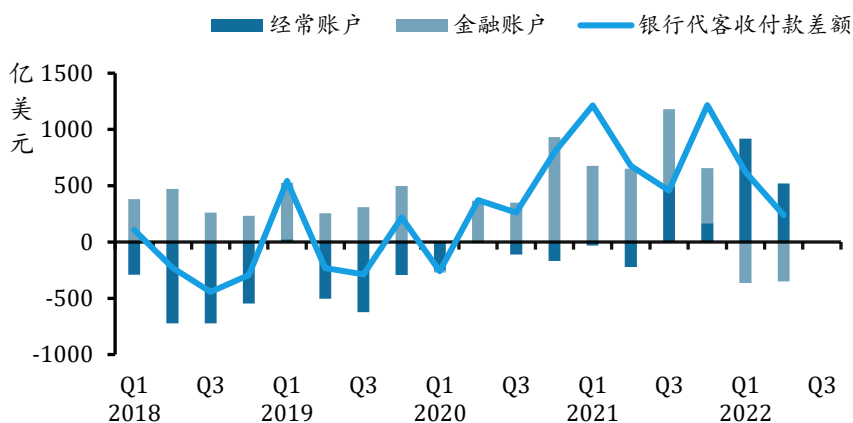
2022年2季度中资企业海外发债总额为244.4亿美元，环比下降22.2%，同比下降435%。除去本季到期债务规模582.7亿美元，净新增发债规模为-338.26亿美元。从行业上看，金融业发债规模最大、地方政府融资平台次之，房地产行业的发债规模萎缩至4.06亿，仅发行三笔债务。计价货币上，2022年2季度境外发债仍以美元计价债券为主，占全部海外发债额的87.2%。

金融业为2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持续萎缩。

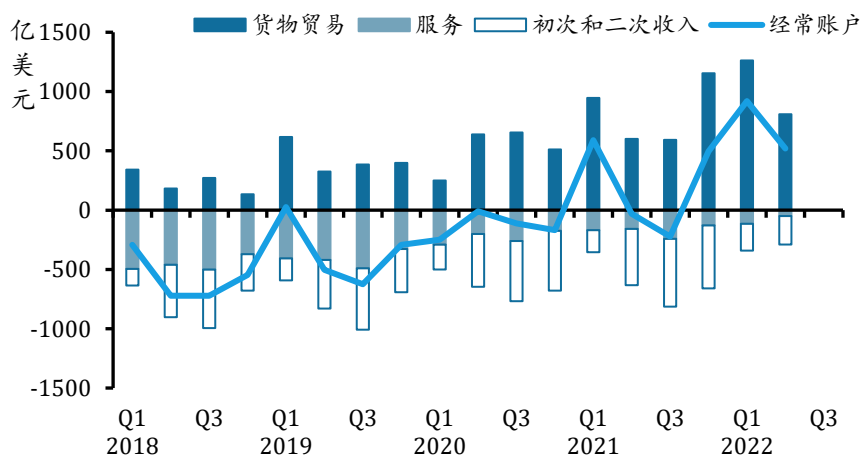
**金融业为2季度发债主力。**2季度合计发债114.2亿美元，环比下降16.5%。金融业发行主体以国有、股份制商业银行和证券公司为主。成本方面，2季度平均发债成本为3.4%，相比上季度发债成本上升82个基点。**地方政府融资平台2季度境外发行公司债103.8亿美元**，发债总额相比2022年1季度上升13.7%。城投企业海外高收益债券发债成本为5.99%，投资及债券为4.02%。**房地产公司2季度发行债券4.05亿美元**，发债规模创历史低点，整个2季度仅有3家企业在海

外市场发债。2 季度以来，中资美元债房地产价格指数仍维持下跌趋势，80 元以下房地产企业增加至 59 家，房地产企业违约风险仍有可能持续，中资美元债市场尚未形成明确底部。

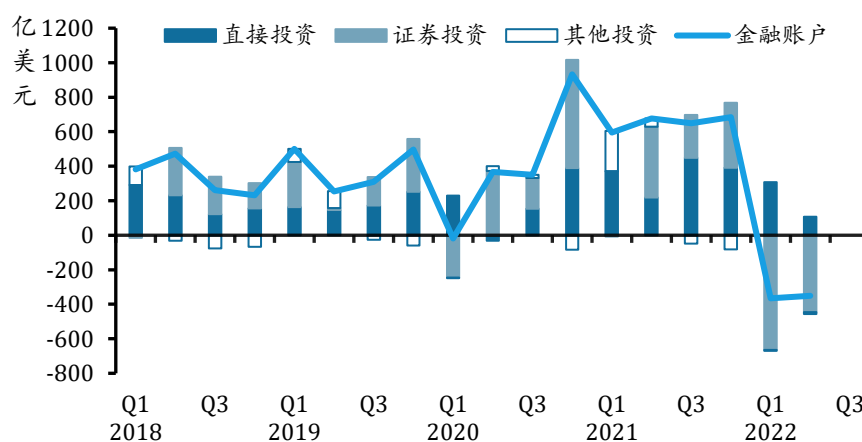
图表 43 银行代客收付款分项结构



数据来源：Wind。



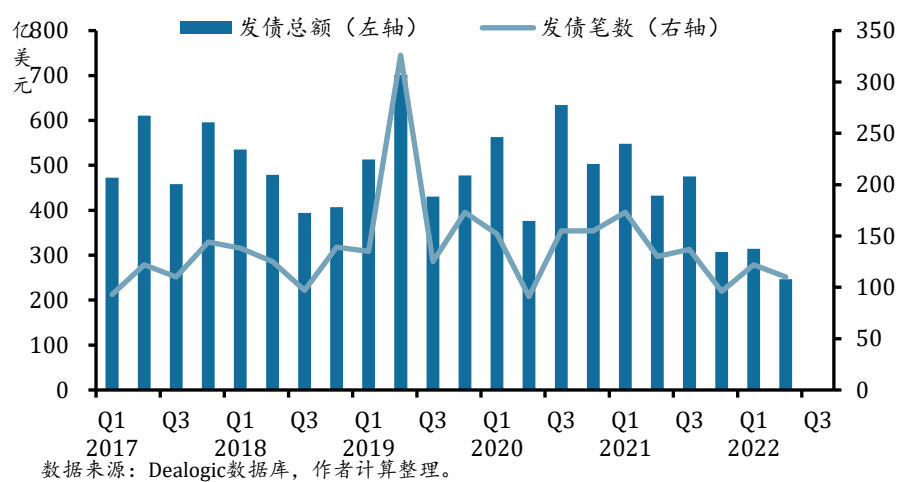
数据来源：Wind。



数据来源：Wind。



图表 44 外币公司债季度发债额度与频率



## 大宗商品市场：价格冲高回落，衰退预期加剧波动性

2022 年 2 季度大宗商品价格持续波动，季度前期，阶段性供给不足和通胀预期推高整体价格，但季度末衰退预期走强，对原油、有色金属、钢、铁矿石等品种均形成压制。具体品种方面，当前原油价格波动加剧，俄乌战争和西方制裁造成的短缺叠加夏季出行旺季，使油价一度突破 120 美元高点，但随后衰退预期和美联储鹰派走向让油价出现历史性跌幅。有色金属在需求疲软、供给稳步增长的背景下整体走弱。国际铁矿石及钢价共振下跌，需求显现颓势；上海疫情防控对需求端抑制明显，市场缺乏做多动力。农产品涨跌不一，大豆在天气因素炒作下冲高回落，玉米价格持续上涨，小麦波动。当前大宗商品多空因素交织，情况复杂，预计波动性将维持在高点。

**2 季度大宗商品价格冲高回落，需求端颓势渐显，中国疫情防控和美国衰退预期压制价格涨势，但加剧了波动性。**

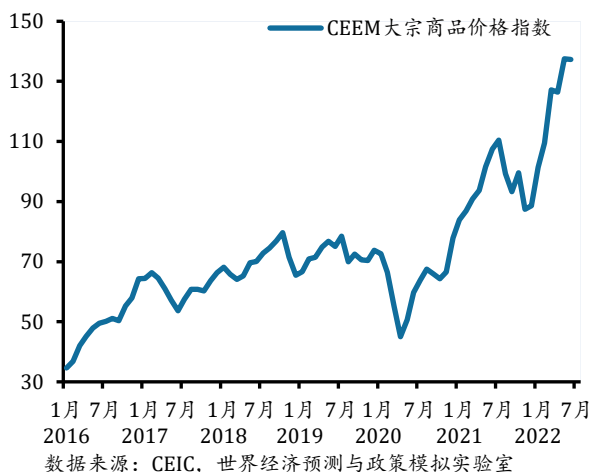
### 一、大宗商品总体价格走势

2022 年 2 季度 CEEM 大宗商品价格<sup>1</sup>季度均价环比上涨 18.7%，涨幅相较于上季度回落，且季度末多个品种显著下跌。其中，石油价格在 OPEC 增产不及预期、对俄制裁加大和夏季出行旺季等因素的叠加下，布伦特油价期货冲高至 120 美元以上。但随着美联储鹰派表态加上市场衰退预期走强，油价创下历史性跌幅，回落至 100 美元附近。2 季度国际有色金属价格整体回落，铜供给小幅过剩，且铜铝均受上海疫情冲击和海外衰退预期影响，价格下跌。另一方面，铁矿石供给疲弱，但需求更显颓势，虽然总体库存下降，但仍难挡需求和政策双重压力。农产品价格涨跌不一，美豆高位震荡，玉米价格受俄乌战争影响国内外均上涨，小麦高位剧烈波动。

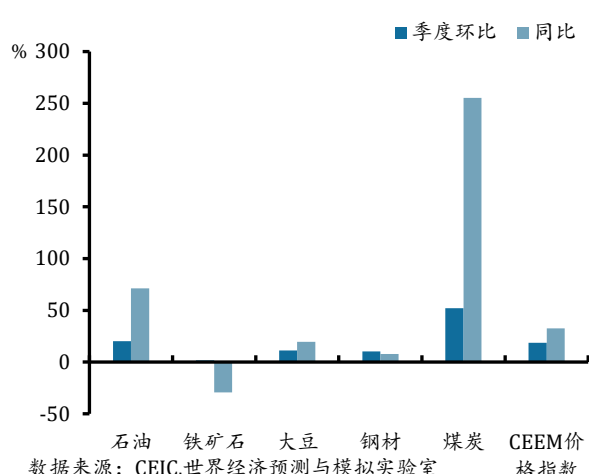
当前大宗商品价格形式复杂，在阶段性供给短缺推动下，价格冲高后，上海疫情防控冲击叠加欧美衰退预期先后让多个大宗品种承压，价格调头向下，且波动性加剧。

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

图表 45 2 季度 CEEM 大宗商品指数冲高走弱



图表 46 2 季度主要商品均价上涨, 但季度末显颓势



原油价格冲高回落, 布伦特油价期货价格冲高至 122 美元, 但随后迎来历史性下跌。

## 二、主要大宗商品供求情况与价格走势

2022 年 2 季度, 原油价格再次冲高回落。布伦特原油期货结算价一度上冲至 120 美元以上, 但在 7 月初迅速下挫回到 100 美金附近, 油价波动性显著上升。夏季阶段性供给紧张、俄乌战争冲击和衰退预期等多重因素对油价形成剧烈扰动。

图表 47 全球油价冲高后受衰退预期影响回落



图表 48 OPEC 增产速度不及预期

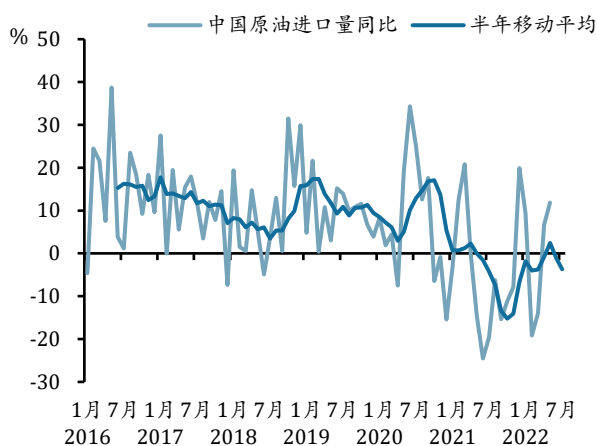


需求在夏季阶段性走高, 供需紧张。

2 季度油价上涨有供需两方面刺激的原因。在需求端, 各国陆续放开出行限制, 且发达国家进入夏季出行小高峰, 原油需求上涨, 前期被压制的需求释放。以美国为例, 2022 年 4 月, 美国取消公共场所的“口罩强制令”, 意味对民众出行的限制几乎放开; 大型机场起降

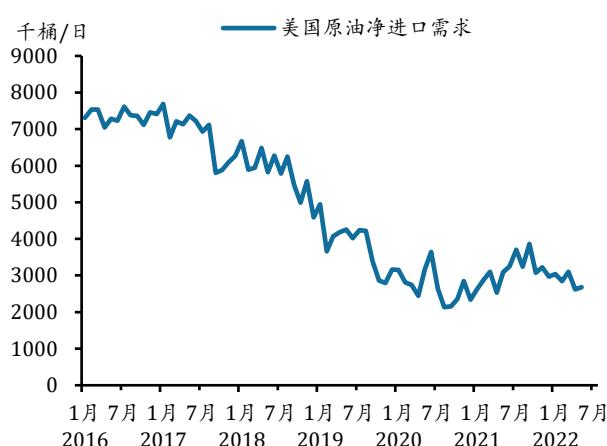
架次基本恢复至疫情前期。2022 年至今，欧美出行指数几乎均高于 2020 年和 2021 年同期。汽油价格高涨尚未对民众出行意愿形成压抑。加上美国就业市场火热，空缺职位比、薪资涨幅在 5 月份均有优异表现，市场对衰退前景担忧有限，且彼时美联储未完全转至坚决鹰派，心理上对市场价格形成支撑。另一方面，5 月下旬开始市场对中国疫情波峰后的复工复产有所期待。多重因素叠加，需求端对油价有较强的支撑作用。

图表 49 中国原油进口开始反弹，对俄进口加大



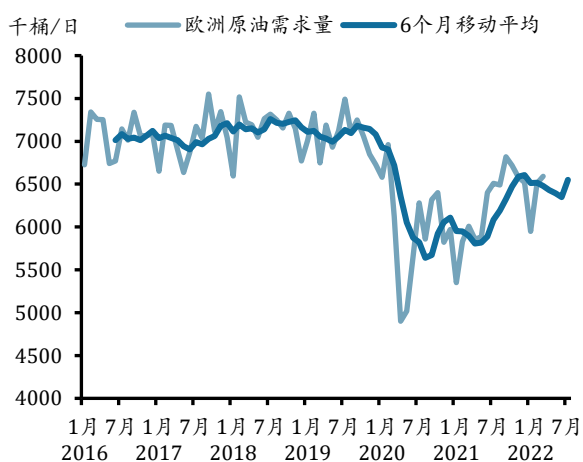
数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 50 美国原油净进口相对稳定



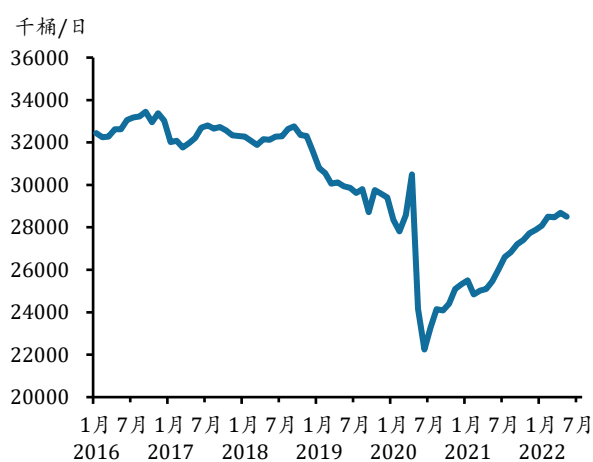
数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 51 欧洲需求反弹后企稳



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 52 OPEC 增产进度不及预期



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

相对于需求端，供给端的形势更为复杂，市场存在多空因素的交错。在错综的博弈中，不少国家的行动可能引起反效果，进一步推高市场波动性。

在供给端，各国再投资和扩产意愿不足，拖累供给复苏速度，且当前供需两端都存在不确定性，抑制了各国油企加大投入的计划。

对油价利好方面，俄乌战争仍是最大的短期影响因素，但边际影响已走弱。西方对俄罗斯的原油和天然气实行禁运，市场有效供给大幅下滑，已大幅推高欧美的油气价格。目前欧洲天然气交易市场单位天然气的价格约为去年同期的7倍，也是俄乌冲突开始之前的2倍。经济制裁重压下，俄罗斯迫切需要维持出口。2022年4、5月，俄罗斯原油出口量仍然达到了2020年以来的高位。结构上，俄罗斯出口逐渐从欧洲转移至亚洲，整体出口量缩减不到百万桶，远低于制裁方的预期。印度、中国等大幅提升从俄进口量。美国正在加大和印度等国谈判力度，试图影响亚洲国家的进口量，但效果目前有限。制裁效果不佳使得不少欧洲国家的实际制裁力度在下降。G7会议上美国尝试对俄石油进口价限价在40-60美元，但这一计划受到德国反对，因担心俄罗斯报复性减产，民众承受更高的能源成本。欧洲当前经济面临衰退，对能源价格的承受力已十分薄弱。这一博弈结果导致西方制裁同盟变得更加脆弱，俄乌战争对油价的推高孕育着反向作用。

中期方面，OPEC的增产规划是核心因素。在最新的6月OPEC+会议中，OPEC+上调7-8月增产规划，从每月增产43.2万桶/天计划上调至64.8万桶/天，相比之前规划上调50%，但更多体现为增产前移。从实际产量来看，5月份OPEC产出环比甚至小幅下降。OPEC成员国的日产量低于目标270万桶，各国增产意愿较弱，且增产空间在逐步减小。阿联酋和沙特表示其石油产量已经接近其产量配额上限，闲置产能有限。我们无法判断其准确的产能边界，但从释放的信号来看，主要产油国对维持高油价有极强的意愿。

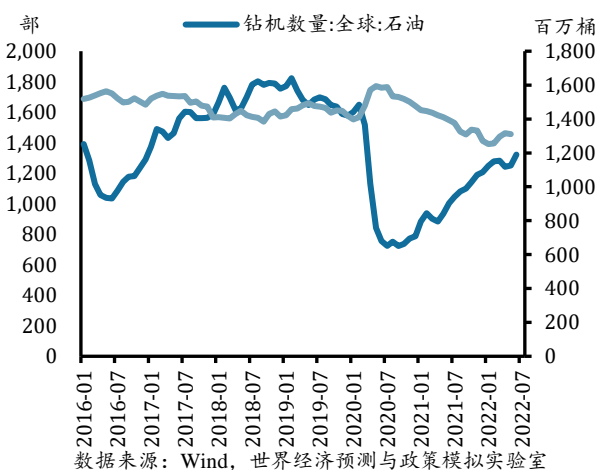
当前全球原油供给端存在的典型问题为疫情期间各国主动削减产能，再投资、扩大投资的意愿不足，且复产周期达数月、新投产形成产能的时间较长，难以缓解短期需求。阻碍扩产的另一个因素为俄罗斯供给回到市场的节奏极不确定，导致扩产投资回报率难以预测。如俄乌战争进入尾声、制裁力度下降，都可能瞬间增大市场供给。且伊朗、委内瑞拉均有可能放宽政策，补充供给端。

需求端的不确定性也导致产油国投产、扩产意愿不定。随着美联储加息节奏加快，美国面临衰退风险，欧美高通胀压制需求，当前高油价可持续性存疑。进入6月下旬，美联储遏制通胀决心凸显后，大宗商品均承压。7月初更是在衰退预期推动下油价迅速下挫，创历史性单日跌幅。一旦美国高频经济数据下滑，衰退风险增加，市场情绪冲击下大概率会挤出油价泡沫。从目前各国需求来看，亚洲和俄罗斯保持稳定的贸易联系，需求基本得到满足，供需矛盾主要体现在制裁带来的欧美局部失衡，且欧洲远甚于美国。考虑到欧洲经济脆弱性最高，一旦当地经济增长率先走弱，油价或迎来进一步下跌。

图表 53 全球油价和库存绝对水平及一阶导存在负相关，当前库存单边下跌的趋势已停止



图表 54 OECD 储备量回升相对于活跃钻井数有所滞后，但趋势已开始显现



中长期来看，原油库存是反映供需平衡的良好指标。当前库存水平对应的历史油价最高在 90 美元附近，但由于前期库存持续下行，不断推升油价；近期活跃产能

从中长期视野来看，全球原油库存的绝对水平和边际变化是反映供需紧张度的良好指标。拉长来看，年欧债危机后以美国商业库存和布伦特油价为代表指标，存在着几个时期：1) 15 年美国页岩油繁荣之前，全球金融危机后复苏叠加中国基建刺激下的需求高增长，油价维持在 100 美元附近，美国商业库存在 3.6 亿桶下方；2) 美国页岩油大繁荣，美国库存暴涨至 5.1 亿桶上方，油价下挫至 50-70 美元范围内；3) 页岩油产出增速回落，美国库存回落至 4.2 亿桶左右，油价反弹至 80 美金附近；4) 疫情后除却 20 年上半年短暂的需求锐减期，美国原油库存一直持续回落，对应油价节节攀升。目前美国商业库存稳定在 4.2 亿桶左右，但油价仍受此前库存连续萎缩和地缘政治冲突影

和库存都已出现边  
际上的回升。

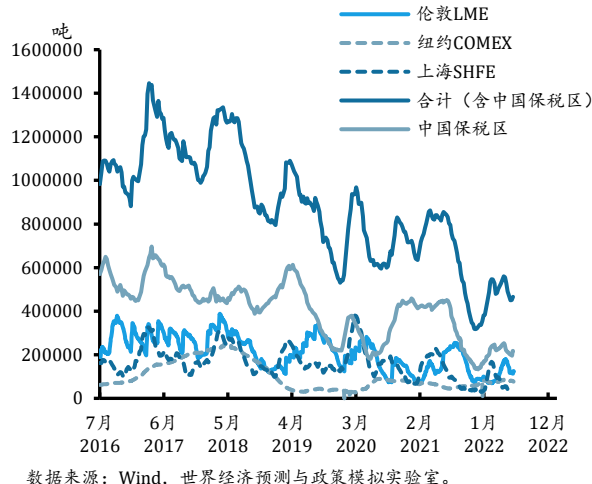
响，处于 100 美元上方。从历史来看，该库存水平对应的油价在 80-90 美元。但油价除了和库存绝对水平还和库存变化一阶导相关，此前的长期萎缩推高了油价。近期一阶导逆转。从数据可见，自 2022 年以来，美国商业库存实际已止跌企稳，进入 6 月后边际开始回升，虽然其中有美国释放战略储备的影响，但库存萎缩趋势已得到逆转，如地缘政治不再大幅恶化，油价缺乏较强的上攻支撑。

从生产扩张的角度来看，全球运行钻机数量自从 21 年起已不断爬升，虽然斜率较为平缓。当前运行数量恢复至疫情前约 70% 水平，理论上仍有上升空间，但考虑到从启动到投产并产生回报之间存在近 1 年滞后性，前述的供需不确定性或抑制余下钻井的投产进度。但可以看到 OECD 国家的原油储备今年起已止跌反弹，趋势明显，对油价走高会形成抑制作用。

图表 55 LME 铜铝价整体下跌



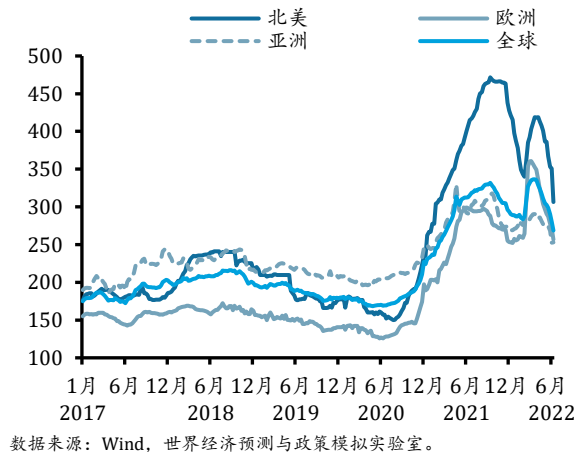
图表 56 全球铜库存总量小幅去库



图表 57 国际铁矿石下跌



图表 58 国际钢价指数下降



2 季度金属价格下跌：有色及黑色金属受国内疫情防控、美国加息预期和经济衰退悲观情绪影响需求疲软，价格整体回落。

2 季度国际有色金属价格整体回落。铜方面，2 季度需求疲软、供给稳步增长，小幅过剩，价格变动主要受海外流动性收紧以及市场预期经济衰退的影响。伦铜价格整体回落，从 2022 年 1 季度末 10337 美元/吨一度下跌至本季度季中 9018 美元/吨，后小幅上涨至 9712 美元/吨，随后持续大幅下探至本季末 8502 美元/吨，季度跌幅达 17.75%。季度上半，国内疫情导致经济疲软持续时间超预期，市场预期美联储将加快加息节奏并且将准备缩减资产负债表，同时全球流动性紧缩叠加人民币快速贬值推动伦铜下跌；季中，国内上海疫情缓和，复工复产驱动铜价出现反弹；随后美国 5 月 CPI 超预期回升，并且拜登政府坚称抗通胀是经济的首要任务，市场对美联储进一步加快加息预期升温，流动性情绪再次使得铜价下调。2 季度铜需求端消费较弱：美国方面美联储持续加息使得购房成本增加，持续高通胀使得居民可支配收入下降，二者叠加致使美国房屋市场表现不佳；中国受疫情及防控政策冲击表现弱势；海外其他国家受俄乌地缘政治问题影响表现弱势；疫情及汽车芯片短缺导致欧美及全球汽车市场销量疲软。供给端，智利铜产出下降主要源于天气干旱影响产量以及疫情使得劳工短缺，秘鲁虽有劳工抗议及火灾事件发生，但产量未受影响，此外刚果金、印尼等地的铜矿产量同期增长，全球铜矿产量增长平稳。铜库存方面，全球铜库存 2 季度小幅去库，总库存相较 2021 年年底最低值略有回升，但依旧处于 2016 年以来低位，低库存对铜价仍有支撑作用。全球铜库存去库主要源于中国完税区库存下降。截至 2022 年 6 月 24 日，全球三大交易所总库存（不含中国保税区）报 24.90 万吨，相对 2022 年 1 季度减少 0.74 万吨，其中 LME 库存增加 3.2 万吨，COMEX 库存增加 0.51 万吨，SHFE 库存减少 4.50 万吨。全球库存（包括中国保税区）较 2022 年 1 季度减少 1.34 万吨至 46.60 万吨，下降主要由于中国完税区及保税区库存去库。国内铜上游产品，铜矿砂及其精矿进口价格指数 2 季度上升主要是由于进口总金额上升，具体而言，5 月价格指数上涨至 2550.78 美元/吨，其中铜矿进口金额上升幅度（4%）超过进口数量上涨幅度（0.21%）。铜中游产品



2 季度进口加总数量整体下降，其中，废铜进口数量总和上升，精炼铜、未锻造铜及铜材进口数量总和下降。

铝方面，中国需求受上海疫情及防控政策冲击表现弱势，海外需求受市场预期经济衰退而表现悲观，LME 铝价 2 季度价格下行，本季度铝价回吐第 1 季度全部涨幅，下跌 28.63%，自 2022 年 1 季度末的 3503 美元/吨回跌至本季末 2500 美元/吨。需求端，海外经济预期悲观，国内受上海疫情及“动态清零”防控政策冲击表现疲软；供给端维持紧张态势：上游铝矿石海运效率受地缘政治有所下降；中游电解铝主要供应国中，中国在碳中和政策下电解铝增量有限，欧美制裁致使俄铝出口受阻，俄乌冲突加剧欧洲能源危机使得欧洲电解铝减产。全球铝库存 2022 年 2 季度继续走低至近 10 年来新低，其中中国铝库存总量超过 LME 库存总量，中国铝库存下降幅度低于 LME 库存下降幅度。国内铝上游产品，铝矿砂及其精矿进口价格指数 2 季度上升主要是由于进口总金额上升，具体而言，5 月价格指数上涨至 57.32 美元/吨，其中铝矿进口金额上升幅度（4.29%）超过进口数量上涨幅度（2.31%）。铝中游产品 2 季度进口加总数量整体下降，其中，未锻造铝及铝材进口数量总和上升，废铝、氧化铝进口数量总和下降，进口数量下降的主要原因在俄乌冲突下伦铝价格高于沪铝，使得氧化铝进口数量锐减，同时刺激国内氧化铝出口。

**2 季度国际铁矿石及钢价共振下跌。**普氏 62%铁矿石价格 2 季度先抑后扬，从 158.30 美元/吨一路震荡下跌至 109.40 美元/吨附近，后小幅回调至 125.00 美元/吨，季度跌幅达 21.04%。2 季度国际铁矿石供给端表现不佳，主流矿山中澳洲、巴西受降雨及大范围检修影响产量及发运，非主流矿山受海外经济滞胀以及地缘政治问题产能增加受阻。需求端国外受海外经济及俄乌地缘政治影响需求放缓，国内受上海疫情及防控政策冲击表现弱势，国内外需求颓势导致铁矿石价格下跌，季末我国为确保 2 季度经济目标完成保持钢厂生产强度，价格有所回调。从港口库存来看，全球主要铁矿石库存量同比上升 3.56%，但环比下降 19.41%，较上季度末去库 5455 万吨至 2.27 亿吨；澳洲矿

库去库幅度最大（21.49%），我国和巴西本季度环比去库分别为18.30%、17.67%，我国依然是全球港口库存量最大的国家，为1.26亿吨。从进口量来看，我国铁矿石及其精矿进口4月和5月分别为8606万吨和9252万吨，相比于2022年1季度有所上升，进口数量上升幅度不及进口金额，导致铁矿砂及精矿进口价格指数5月末上升至138.93美元/吨。

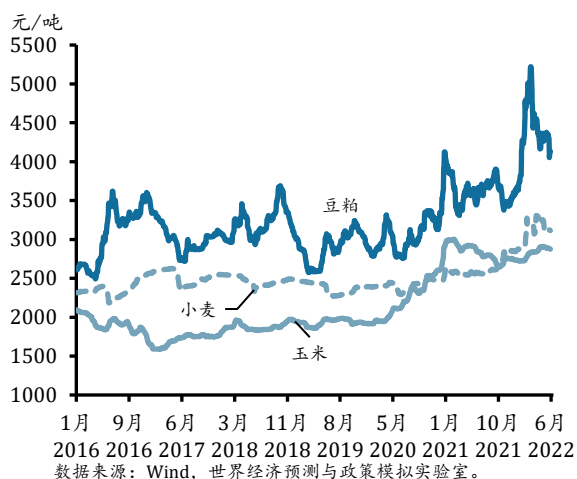
钢材方面，2季度国际钢铁价格震荡剧烈，整体重心下移。2季度国外受海外经济及俄乌地缘政治影响需求放缓，国内受上海疫情及防控政策冲击需求表现弱势，国内外需求颓势，叠加美联储加息导致的全球流动性受限的金融因素，全球国际钢铁价格指数下降，季末下降至280.60点，季度环比下降15.35%。其中，欧洲季度下调幅度最大（24.64%）、亚洲其次（10.97%）、北美相比最小（10.51%）。从世界粗钢产量来看，2022年5月，向世界钢铁协会（WorldSteel）报告的64个国家的世界粗钢产量为1.69亿吨，环比转跌为升、上升5.28%，其中亚洲上升6.68%；同比下降幅度缩小至2.81%。世界钢铁协会估测，2022年，全球钢铁需求继2021年增长2.7%之后，将在2022年继续增长0.4%，达到18.40亿吨。2023年，全球钢铁需求还将继续增长2.2%，达到18.81亿吨。然而在俄乌冲突及全球通胀高企的背景下，当前的预测结果存在高度的不确定性。其中，中国2022年疫情的持续爆发以及严格的防控政策带来了经济下行的风险，但中国政府推出的刺激政策可能带来经济上行的潜力；发达经济体受俄乌战争及通胀压力的影响，预计2022年和2023年钢铁需求将分别增长1.1%和2.4%，低于去年的预测水平。除中国外的其他发展中经济体将继续面临疫情大流行下的外部环境恶化、俄乌战争以及美国银根紧缩带来的挑战，预计在2022年和2023年出现低速增长，分别为0.5%和4.5%。

**2 季度国内外农产品价格涨跌不一。**2季度美豆高位震荡，国内豆粕现货价下跌。国际市场来看，2季度美豆价格高位震荡，最高至1770美分/蒲式尔，季末下跌至1667.25美分/蒲式耳，季度涨幅

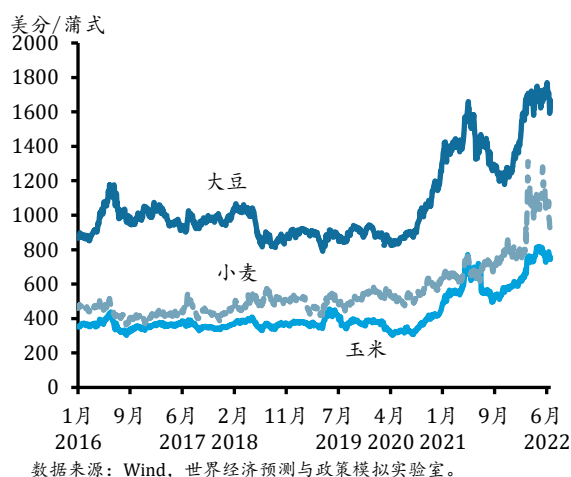
2 季度国际国内农产品价格表现不一，国际农产品价格均在历史高位震荡，其中小麦波动剧烈；国内豆粕价格下跌、小麦玉米价格高位震荡。

3.09%，价格依然处于近五年高位。本季度虽有天气炒作因素推高价格，但美豆新作面积增幅超预期、旧作出口和压榨旺盛压制价格，二者共同作用下美豆高位震荡。6 月美国农业部（USDA）预测 2022/23 年度全球大豆供需格局偏松，全球产量、消费量、贸易量、期末库存量以及库消比均较 2021/22 年度有不同程度调增。全球产量调增 4338 万吨主要源于巴西的 2300 万吨的大幅上调以及阿根廷、美国及巴拉圭的调增。全球期末库存消费比上调 2.96 个百分点至 26.59%，剔除中国后预计调增 4.62 个百分点至 26.27%，虽有好转但仍处于 6 年以来相对低位。国内市场豆粕 2 季度现货价格下跌 12.54% 至 4134.00 元/吨。价格下跌是由于国内进口大豆预期增加、豆粕库存持续回升导致的国内供给端宽松，以及端午节后的需求端回落。

图表 59 国内农产品现货价格玉米小幅上涨，大豆小麦跌幅不一



图表 60 CBOT 农产品价格均在历史高位震荡



油价方面，衰退预期开始主导走势，且俄乌战争大幅恶化的空间小于好转的空间，对油价有所利空。

### 三、未来价格走势与风险

油价方面，衰退预期成为当前油价交易的主要因素。考虑到美联储对抗通胀的决心和实际的加息力度，油价上涨趋势已开始承压。短期冲击带来的价格大幅波动也抑制了单边做多力量。从中长期来看，各国储备库存和活跃钻井数在回升路径上，虽然速度较慢但方向清晰，对全球原油供需回到平衡点、应对疫情后需求反弹有较好的缓

金属方面，预计在供应逐步恢复、国内外需求疲软、美国银根紧缩及经济滞胀预期的背景下，金属价格有下行风险。

农产品方面，大豆供需格局宽松、小麦玉米供需紧平衡，但考虑到俄乌地缘政治不确定性以及全球流动性收紧等多重因素交织，农产品价格走势或将高位震荡运行。

冲。考虑到俄乌战争恶化下行的风险低于缓解的可能性，年内油价走势回落空间更大。预期3季度油价仍在100美元附近往复震荡。

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、中国稳增长政策力度、以及俄乌地缘政治带来的能源危机及通胀风险。铜、铝方面，需求端全球增长有限，其中国内受稳增长政策提振消费、国外在俄乌局势及欧美紧缩的货币政策下消费放缓，供需局面可能过剩从而压制铜价，此外全球流动性边际收紧、市场预期经济衰退均从金融属性角度施压有色金属价格。黑色金属方面，预计铁矿石在美国银根紧缩、全球经济滞胀、风险偏好降低的背景下需求受限，供给因主流矿山发运缓解而转松，整体在供需偏松的预期下矿价有下行风险；钢材供给取决于我国粗钢压产政策力度，钢材需求在地产销售回暖不明以及基建投资有望加强的相互交织影响下，方向不明朗，钢材价格在供需情势复杂的情形下价格走向存在较大变数。

农产品方面，主要关注南美天气对产物的影响以及俄乌地缘冲突下港口运输等问题。大豆方面，北美、南美豆类相继增产兑现、全球大豆供需格局趋于宽松，市场流动性趋紧，CBOT大豆价格上行驱动相对不足，但要注意7、8月份的天气炒作预期。玉米和小麦方面，供需预计延续紧平衡，极端天气引发供应担忧、俄乌地缘冲突影响国际贸易供应链，短期可能支撑国际玉米及小麦价格或将高位震荡。

## 外贸专题：进、出口增速继续回落<sup>1</sup>

2022年2季度，中国出口（美元）同比增长12.8%，较上季度下降2.9个百分点；进口同比增长1.9%，较上季度下降8.1个百分点；货物贸易顺差总额为2249亿美元，同比提高908亿美元。4-5月，服务贸易逆差为142亿美元，同比回落13亿美元，但降幅收窄且4月出现边际回升迹象，2季度经常账户顺差占GDP比重预估在2.5%左右。受基期效应、政策紧缩、疫情形势及防控政策影响，出口同比增速回落压力加大。外需变化是影响下半年出口走势的主要力量，海外供给替代对出口份额负面拖累预计可控。总体上，预计2022年下半年中国对外贸易将呈现实际低迷、价格高涨的局面，名义增速可能保持在8%-10%左右。

### 一、全球贸易增速将继续回落

**预估2季度全球贸易增速将继续回落。**

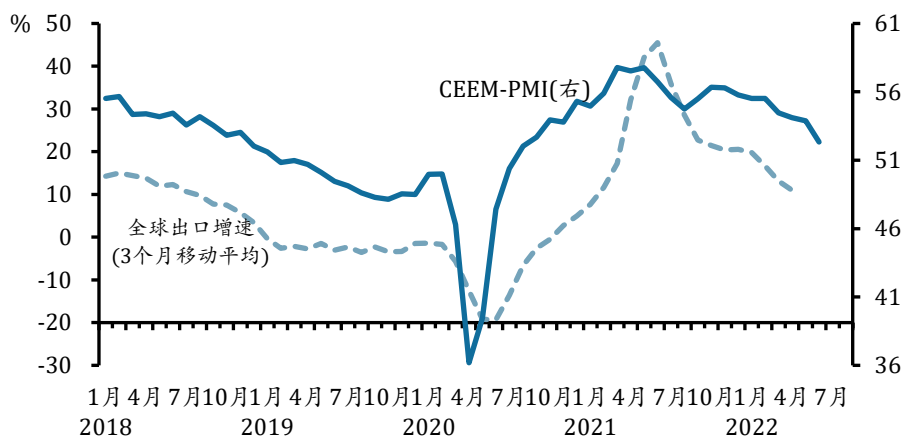
预估2季度全球贸易增速将继续回落。根据世界贸易组织（WTO）数据，2022年1季度全球出口总额5.3万亿美元<sup>2</sup>，同比增速为12.8%，较上季度继续下降7.5个百分点。过去五年CEEM中国外部需求指数（简称CEEM-PMI<sup>3</sup>）与3个月移动平均的全球出口增速走势高度一致。尽管当前我国外部经济景气程度仍在荣枯线以上，但较高峰时期已明显下滑。2021年3月CEEM-PMI达到近期峰值，随后开始逐步回落，截至2022年6月累计下降5.5个单位。2022年2月下旬以来，俄乌局势急剧恶化并引发美西方对俄制裁，叠加高通胀下主要经济体加快收紧宏观政策，导致全球经济景气程度快速冷却，联合国、世行、IMF等国际组织普遍大幅下调2022年全球经济增长前景。由此，2022年2季度全球贸易增速将在基数水平提高、外需增速放缓的作用下进一步回落。

<sup>1</sup> 本季报进、出口总额数据来自中国海关总署，而按贸易方式、产品和地区等分类的子项贸易数据则来自CEIC数据库。事实上，CEIC数据库中的外贸数据也来自中国海关，但由于海关事后对已公布的贸易总额数据进行了修正，而CEIC并没有完全同步调整，导致二者略有不同；对于按贸易方式、产品和地区等分类的子项贸易数据，海关未披露修正后的数值，因此海关统计月报数据和CEIC数据库一致。总体上，两个数据来源中外贸数据的变化趋势基本一致，对主要结论影响不大。

<sup>2</sup> 除非特别注明，下文贸易数据单位为美元，增速为同比增速。按人民币和美元计价增速的差异来自于汇率变化。

<sup>3</sup> 自2022年1月起，CEEM-PMI指数中增加东盟PMI，各经济体按照2021年贸易权重加权。为保持数据来源的一致性，各国PMI数据均来自CEIC数据库。

图表 61 预估 2 季度全球贸易同比增速将继续回落



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

4 月出口增速超预期下滑，5、6 月明显好转，但市场普遍对下半年出口订单形势仍存较大担忧。

中国海关数据显示，2022 年 2 季度，以人民币计，中国出口总额 5.9 万亿元，同比增长 13.1%；以美元计，出口总额 9116 亿美元，同比增长 12.8%，较上季度下降 2.9 个百分点。其中，4 月出口同比增速为 3.9%，5 月出口同比增速为 16.9%，6 月出口同比增速为 17.9%。受基期效应、美欧刺激退坡、消费结构转向以及供给替代作用下降等方面因素影响，2021 年末市场即一致预期 2022 年进、出口增速将明显回落。但 4 月，受国内外疫情形势和防控政策分化影响，出口增速出现超预期下滑，不仅低于同期市场预测平均值，环比表现也明显低于历史同期水平。5、6 月随着国内疫情形势向好、4 月订单延迟交付以及各类稳外贸政策下，出口增速超预期回升，但市场普遍对下半年出口订单形势仍存较大担忧。此外，6 月，以美元计出口增速提升幅度低于以人民币计出口增速，反映当月贸易结算中的人民币汇率较去年同期有所走弱，4-5 月人民币汇率贬值对出口的促进效应在 6 月逐步体现。

2 季度，中国对除韩国外发达经济体出口增速普遍回落，而对除俄罗斯外发展中经济体出口增速明显回升。

分地区看，2 季度，中国对除韩国外发达经济体出口增速普遍回落，而对除俄罗斯外发展中经济体出口增速明显回升。2 季度，中国对美国、欧盟、日本、中国香港和中国台湾等发达经济体出口增速较上季度下降 1.5-7.9 个百分点。其中，对美国出口降幅最小，对日本和欧盟出口降幅较大。相反，对韩国出口同比增长 19.0%，较上季度提

高2.3个百分点。类似地，中国对东盟、巴西、印度出口增速较上季度提高8.0-12.3个百分点。值得注意的是，中国对韩国出口增速的改善主要来自6月，而对东盟等发展中经济体出口增速4-5月既已呈现提升、6月进一步巩固。受俄乌冲击及美西方对俄制裁影响，2季度中国对俄罗斯出口同比下降17.4%，较上季度减少43.3个百分点。

### 三类贸易方式出口增速均较上季度继续回落。

从贸易方式看，不同贸易方式出口增速均较上季度继续回落。<sup>1</sup>2季度，一般贸易出口同比增长19.7%，较上季度减少0.5个百分点；加工贸易出口同比增长3.1%，较上季度减少3.2个百分点；其他贸易方式出口同比下降0.3%，增速较上季度减少13.5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2季度出口变动的贡献率分别为94.7%、5.7%、-0.4%。即2季度出口增长几乎全部来自一般贸易的拉动作用，而加工贸易和其他贸易形势继续恶化。这反映了国内外疫情形势和防控政策差异对加工贸易和其他贸易生产的突出影响。2季度，我国出口中加工贸易占比较上季度继续下降2.4个百分点，较疫情前（2019年均值）仍低约7.9个百分点。

### 2季度，机电产品和其他产品出口增速均相对上季度继续回落，而劳动密集型产品出口增速稳中略升。

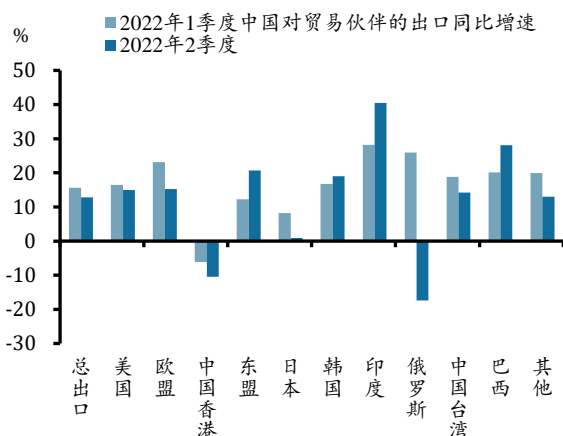
分产品看，2季度，机电产品和其他产品出口增速相对上季度继续回落，而劳动密集型产品出口增速稳中略升<sup>2</sup>。其中，机电产品出口增速较上季度减少4.6个百分点，同比增速进一步降至7.3%。特别地，机电产品中高新科技产品出口同比增速大幅下滑、已跌至2.3%。2季度，七大类传统劳动密集型产品和其他产品出口同比增速依次为15.6%和24.1%，分别较上季度上升2.6和下降3.7个百分点。从贡献率上看，2季度，机电产品、七大类传统劳动密集型和其他产品出口对总出口的贡献率分别为33.3%、21.9%、44.9%。其中，机电产品对总出口的贡献率较上季度减少12.8个百分点，传统劳动密集型产品贡献

<sup>1</sup>海关统计的贸易方式按海关监管方式进行划分，共有15类细项：1.一般贸易，2.国家间、国际组织无偿援助和赠送的物资，3.其他捐赠物资，4.补偿贸易，5.来料加工装配贸易，6.进料加工贸易，7.寄售代销贸易，8.边境小额贸易，9.对外承包工程货物，10.租赁贸易，11.出料加工贸易，12.易货贸易，13.保税监管场所进出境货物，14.海关特殊监管区域物流货物，15.其它商品贸易方式。本报告中一般贸易对应第1项，加工贸易对应第5和6项，其他方式贸易对应除去1、5、6项的剩余项目。2022年1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62.7%、24.0%、13.3%。

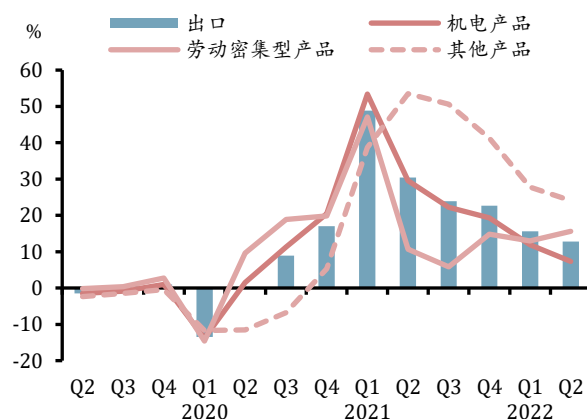
<sup>2</sup>2022年1季度，机电产品、七大类传统劳动密集型产品和其他产品出口占总出口的比重分别为58.4%、17.2%、24.3%。

率则提高 7.2 个百分点。值得注意的是，劳动密集型产品对出口拉动作用回升，或与东南亚经济加速修复、我国对其出口增加有关。此外，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）出口仍保持较快增长，或与俄乌冲突、谷物出口管制以及大宗商品价格维持高位等因素有关。

图表 62 中国出口增速的地区和产品分布

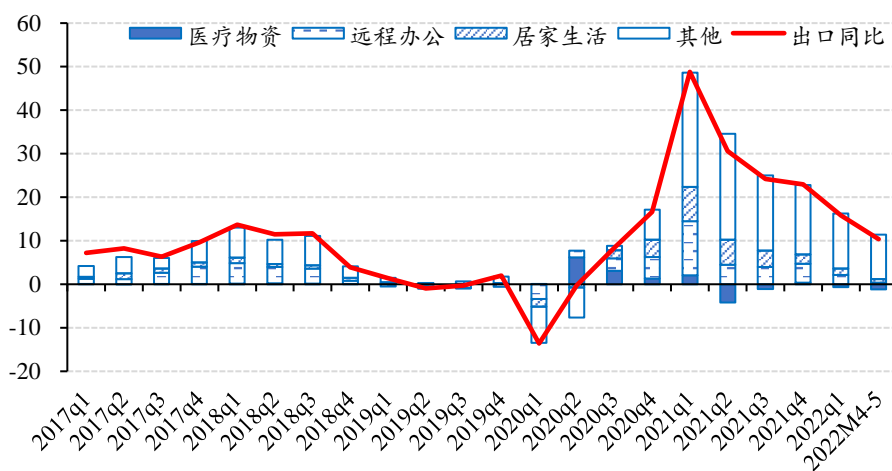


数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 63 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、远程办公产品、居家生活类产品出口拉动继续回落，其他产品对总出口拉动也出现明显回落，但回落幅度略小于与疫情相关产品。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



与疫情相关度较低的产品出口呈现较强韧性，随着国内疫情形势好转，这部分产品预计将成为我国出口增长的主要拉动力量。

中国出口由外需和出口市场份额决定。

预估 2 季度外需增速继续放缓。

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。2022 年 4-5 月，医疗物资出口增速回落至-45.3%，拖累总出口增长 1.18 个百分点；远程办公产品出口增速进一步回落至 1.4%，出口拉动为 0.34 个百分点，较上季度继续回落 1.8 个百分点；居家生活产品出口增速进一步回落至 6.7%，出口拉动为 0.83 个百分点、较上季度下降 0.67 个百分点；其他产品出口增速仍保持高位、同比增长 16.7%，拉动总出口增长 10.3 个百分点，较上季度下降约 2.4 个百分点。其他产品出口呈现较强韧性，随着国内疫情形势好转，这部分产品预计将成为我国出口增长的主要拉动力量。总体上，随着基期水平抬升、多国进入政策紧缩周期，各类产品出口同比增速均有不同程度回落。此外，随着疫苗普及、越来越多的经济体转向“与病毒共存”策略，疫情因素对出口增长的影响边际减弱。

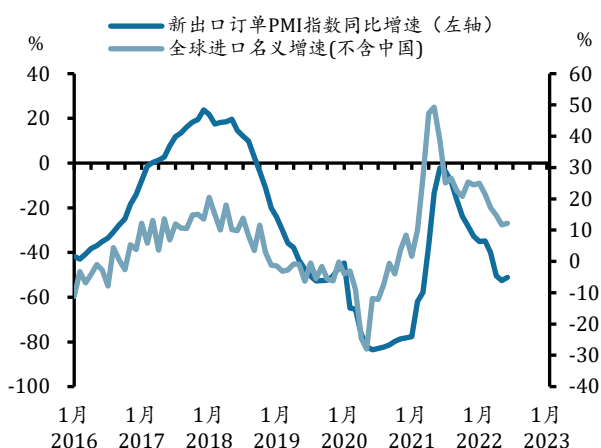
中国出口由外需和出口市场份额决定。从定义式看，中国的总体外部需求增速（不含中国的全球进口增速），与中国出口产品在全球市场上的份额增速（同样不包含中国市场），两者之和大致决定了中国出口增速。这两项数据均来自中国贸易伙伴提供的数据，有利于排除虚假高报的干扰。

预估 2 季度外需增速继续放缓。全球制造业 PMI 指数滞后一期较上季度下降 1.2 个百分点，预示 2 季度外需增速较上季度将继续下降。2016 年 1 月至 2022 年 3 月，摩根大通全球制造业 PMI 指数滞后一期值与来自 WTO 提供的不含中国的全球进口增速（外需增速）的相关系数为 0.83，能较好地预见外需增速的变化。2022 年 4 月至 6 月，摩根大通全球制造业 PMI 指数滞后一期分别为 52.9、52.3、52.4，平均值为 52.5，较前 3 个月下降 1.2 个百分点。另一方面，新出口订单 PMI 指数同比<sup>1</sup>仍录得负值，且降幅进一步扩大。2022 年 4 月至 6 月，中国新出口订单 PMI 指数同比增速均值较前 3 个月回落 14.8 个百分点，且 2021 年 5 月以来出口新订单指数连续低于荣枯线，特别地 2022 年 4 月下

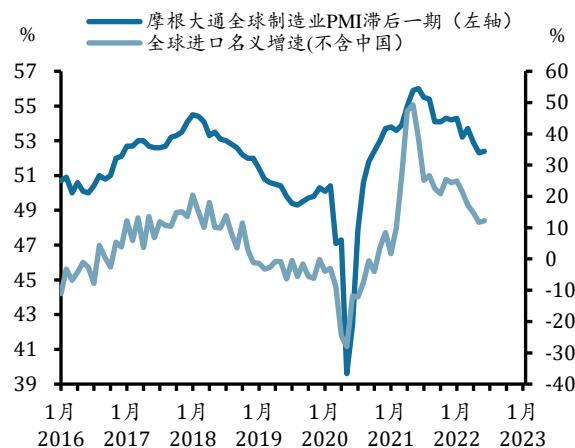
<sup>1</sup> 由于 PMI 指数的统计口径为环比，因此需要先经过定基指数处理后再计算其同比变化。

至 41.6%，是 2020 年 6 月以来的最低水平，2022 年 5、6 月边际好转。当前出口订单明显下降，一方面因为外需回落，包括俄乌冲突和多国央行货币政策紧缩的影响，另一方面则来自国内疫情及相关措施造成的供给冲击。

图表 64 预估 2 季度外需修复力度继续放缓



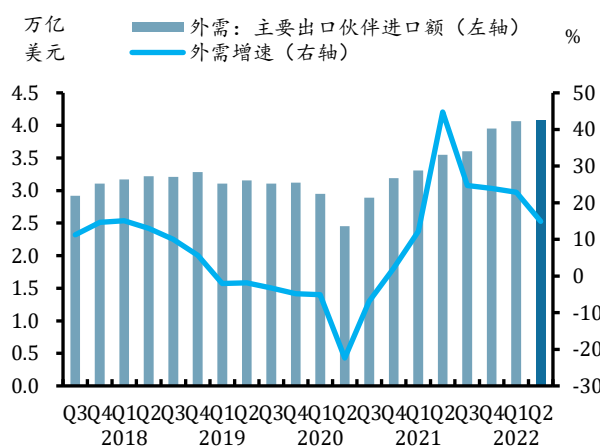
数据来源：WTO、中国海关、世界经济预测与政策模拟实验室



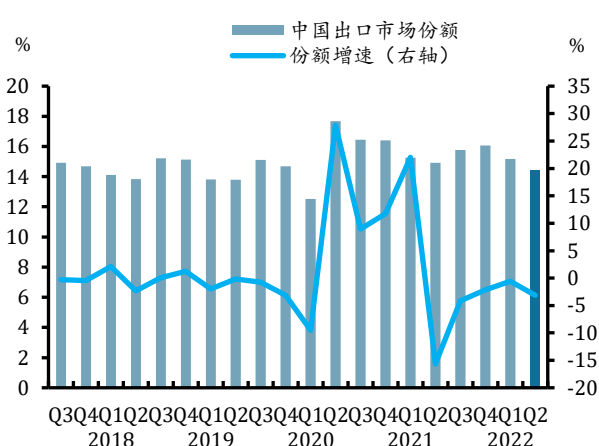
数据来源：WTO、Wind、世界经济预测与政策模拟实验室

注：全球进口名义增速（不含中国）根据 WTO 数据计算，其中 2022 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 65 预计 2 季度中国出口产品市场份额同比、环比均有所回落



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。2021 年，中国对这 13 个地区再加上香港的出口接近总出口的 81%，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 2022 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。

预计受国内疫情影响 2 季度中国出口产品市场份额将有所回落。

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

预计受国内疫情影响 2 季度中国出口产品市场份额将有所回落。

2022 年上半年，进口需求呈现较大回落压力。

2 季度，我国自东盟、欧盟、日韩等原材料和关键零部件来源地进口下降，可能预示着我国与全球价值链紧密相关部分出口面临较大下行压力。

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。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，2021 年随着全球疫情形势呈现波动，2022 年 4 月由于国内疫情而走低。2022 年 2 月底至 4 月国内出现多点散发或局部规模性暴发疫情，国内出口企业产业链供应链受到明显影响，并对 3-4 月出口份额形成拖累。5-6 月疫情形势好转、疫情防控放松，前期积压订单集中交付并带动 5 月出口超预期反弹，预计这一时期出口市场份额将较 4 月略有好转，但不改变 2 季度出口份额回落的总体态势。

### 三、中国进口增速继续下降

中国海关数据显示，2022 年 2 季度，以人民币计，中国进口总额 4.5 万亿元，同比增长 2.1%；以美元计，进口总额 6867 亿美元，同比增长 1.9%，较上季度下降 8.1 个百分点。其中，4 月进口同比增速为 -0.1%，5 月进口同比增速为 4.1%，6 月进口同比增速为 1.0%。2022 年以来，进口需求呈现较大回落压力，可能原因包括：国内需求偏弱、出口引致的进口需求回落、俄乌冲突的溢出效应、国内疫情以及原材料价格波动加剧等。

分地区看，除美国、巴西和俄罗斯外，2 季度中国从主要贸易伙伴进口增速普遍回落。其中，从欧盟、日本、韩国、东盟、中国香港、中国台湾、印度进口增速分别较上季度下降 5.9、14.6、18.3、6.7、60.7、12.7、16.9 个百分点，且从多个贸易伙伴的进口增速已跌入负增长。相反，从美国进口增长 6.9%，较上季度提高 6.0 个百分点；从巴西和俄罗斯进口增速也较上季度分别提高 5.2 和 29.2 个百分点。值得关注的是，2 季度我国自东盟、欧盟、日韩等原材料和关键零部件来源地进口下降，可能预示着我国与全球价值链紧密相关部分出口面临较大下行压力。而自巴西和俄罗斯进口增速上升或与俄乌战争、大宗商品价格波动有关，特别地 5 月俄罗斯超越沙特成为我国第一大原油进口来源国。

图表 66 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
2022年2季度	2.4	6.9	-10.4	-14.4	-52.9	2.6
较上季度变化	-8.5	6.0	-5.9	-14.6	-60.7	-6.7
国家	韩国	印度	俄罗斯	巴西	中国台湾	其他
2022年2季度	-5.3	-42.5	64.0	6.2	1.1	13.3
较上季度变化	-18.3	-16.9	29.2	5.2	-12.7	-14.5

从贸易方式<sup>1</sup>看，2季度，一般贸易进口同比增长4.2%，较上季度减少9.2个百分点；加工贸易进口同比增速为0，较上季度减少6.7个百分点；其他贸易方式进口同比下降1.4%，增速较上季度减少8.0个百分点。三类贸易方式进口均较上季度继续回落，其中加工贸易进口增速已降至零增长，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。此外，边境小额贸易、保税监管场所和海关特殊监管区进出境货物增速降至负增长。从贡献率上看，一般贸易、加工贸易和其他贸易方式对2季度进口变动的贡献率分别为111.4%、0.1%、-11.6%。

机电产品进口增速大幅回落，而能源类大宗商品进口增速继续提升，价格因素仍是主要推动力量。

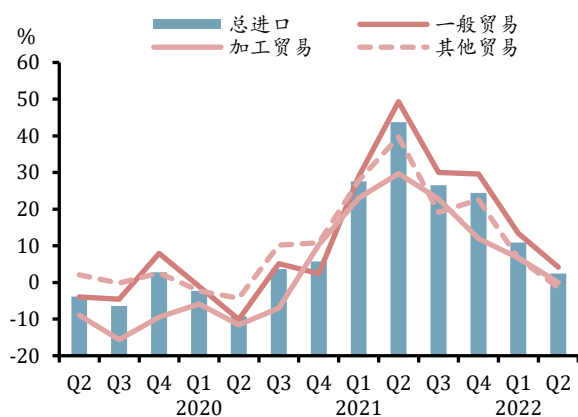
分产品<sup>2</sup>看，机电产品进口增速大幅回落，而能源类大宗商品进口增速继续提升，价格因素仍是主要推动力量。2季度，机电产品进口增速较上季度减少13.5个百分点，同比增速为-8.9%。特别地，机电产品中高新科技产品进口同比增速降至-7.9%。考虑到上海是我国机电产品贸易的主要城市，4-5月疫情导致的上海封控可能是导致不同产品进口形势分化的重要原因。2021年全国机电产品14.1%的进口和7.8%的出口来自上海，随着上海经济重新开放，机电行业贸易会有比较大的改善。但除上海以外地区机电行业进口依然低迷，4-5月进口增速分别为-3.6%和-1.7%。机电行业多依赖全球分工协作，仍需关注当前中间品进口低迷对后续增长乏力的预示意义。2季度，煤-油-天然气、医药-肥料-塑料-橡胶进口同比增速较上季度提高，分别为60.7%、4.8%。而农产品、铁矿-铜矿-铁材-铜材、纸浆-锯材-纺织纤维纱线及制品进口同比

<sup>1</sup> 2022年1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63.7%、17.7%和18.6%。

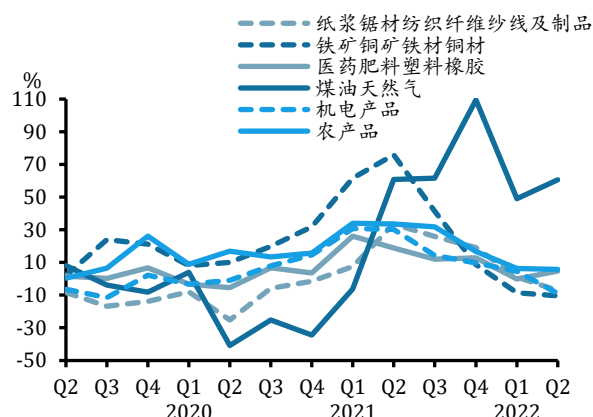
<sup>2</sup> 2022年1季度，农产品、铁矿-铜矿-铁材-铜材、煤-油-天然气、医药-肥料-塑料-橡胶、纸浆-锯材-纺织纤维纱线及制品、机电产品进口占总进口的比重依次为8.0%、9.9%、16.9%、4.5%、1.9%、40.8%。

增速较上季度回落，分别降至 5.7%、-10.4%、-7.1%。从贡献率上看，机电产品是 2 季度进口增长的主要拖累因素，而煤-油-天然气则是主要拉动力量。此外，价格因素依旧在原油进口中占据重要作用，金属类大宗商品量价因素表现分化。2 季度，原油进口量价齐增，其中价格上涨 65.2%、数量增加 2.6%；铜材进口量增价减，其中价格下降 1.9%、数量增加 8.1%；钢铁量减价增，其中价格增加 5.4%、数量下降 29.4%；铁矿砂进口量价齐跌，分别下降 3.7%和 31.8%。受俄乌冲突和美联储货币政策加快紧缩影响，全球能源价格高位震荡，预计仍将对进口需求形成制约。

图表 67 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 比重预估为 2.5%

货物贸易顺差同比继续扩大，服务贸易逆差规模缩小，但降幅收窄且 4 月出现边际回升迹象。

2 季度，以人民币计，中国货物贸易顺差额为 14593 亿元，同比增速为 68.2%；以美元计，顺差总额为 2249 亿美元，同比提高 67.7%（上季度增速为 47.8%）。其中，4、5 和 6 月货物贸易差额分别为 511、788 和 979 亿美元。从贸易方式看，2 季度，一般贸易顺差为 1580 亿美元，较去年同期回升 805 亿美元；加工贸易顺差为 823 亿美元，较去年同期回升 59 亿美元；其他贸易逆差为 125 亿美元，较去年同期下降 14 亿美元。

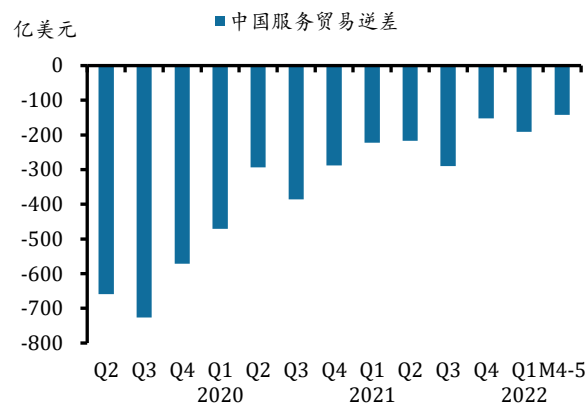
服务贸易逆差规模缩小，但降幅收窄且 4 月出现边际回升迹象。4-5 月，中国服务贸易逆差为 142 亿美元，同比下降 8.3%，较上季度-

14.1%的同比增速提高 5.8 个百分点。其中，境外旅行服务逆差为 147 亿美元，同比提高 7.8%，增幅较上季度下降 13.5 个百分点。运输服务逆差为 41 亿美元，同比提高 21.1%，增幅较上季度提高 170.1 个百分点。保险和养老金服务逆差为 26.5 亿美元，同比提高 36.8%，增幅较上季度下降 213.4 个百分点。

图表 68 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

2 季度，中国经常账户占 GDP 比重预估在 2.5% 左右。

据国家外汇管理局统计，2022 年 4-5 月，以人民币计，中国货物贸易顺差为 7120 亿元，服务贸易逆差为 936 亿元，即贸易贡献的经常账户盈余为 6184 亿元。考虑到 2021 年初次和二次收入赤字约为贸易盈余的 31%，考虑到 6 月贸易顺差较 4、5 月大幅提升，同时 2 季度名义 GDP 同比增速为 3.88%，预计 2 季度经常账户占比或在 2.5% 左右。与此相比，2022 年 1 季度，中国货物贸易顺差 8826 亿元，服务贸易逆差 1212 亿元，经常账户盈余 5644 亿元，占 GDP 的 2.1%。按人民币不变价计，1 季度，货物和服务净出口对 GDP 增长的贡献为 0.2 个百分点，低于去年同期 4.6 的百分点贡献度，较疫情以来的高点显著下降。

## 五、外贸展望

受基期效应、疫情形势及防控政策影响，出口同比增速回落压力加大。

出口增速由外需和出口份额共同决定。2021 年 4 月以来，在高基数及国内外疫情形势分化的作用下，出口份额对中国出口增长的负面拖累转弱，外需变化是研判下阶段出口走势的首要因素，同时供给替代对出口份额的持续影响也值得关注。总体上，预计 2022 年下半年中国

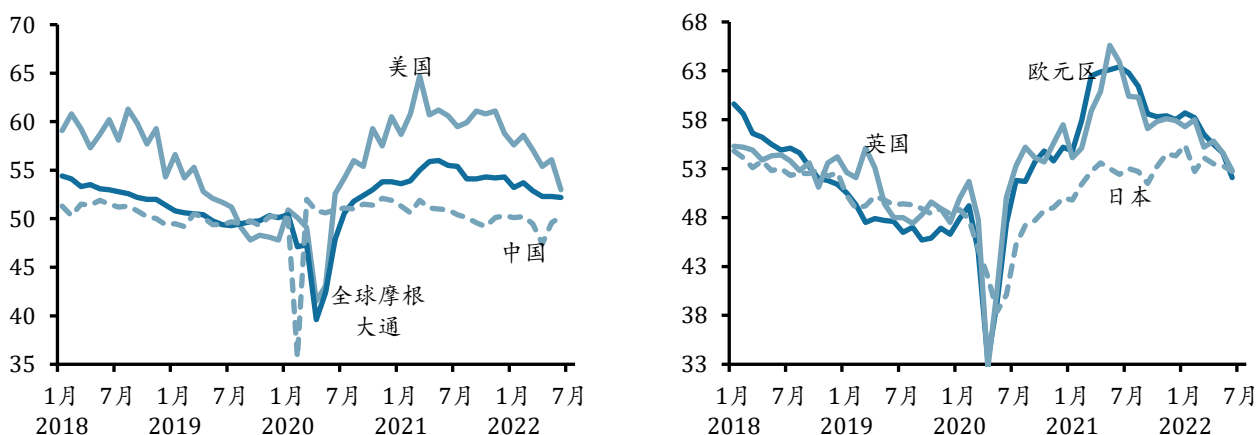
对外贸易将呈现实际低迷、价格高涨的局面，名义增速可能保持在 8%-10% 左右。

外需变化是影响下半年出口走势的主要力量，海外供给替代对出口份额负面拖累预计可控。总体上，预计 2022 年下半年中国对外贸易将呈现实际低迷、价格高涨的局面，名义增速可能保持在 8%-10% 左右。

从外需看，全球实际需求回落压力加大，但通胀攀升导致名义增速并不低。2022 年以来，联合国、国际货币基金组织（IMF）、世界银行等国际机构，大幅下调全球经济增长预期，主要国际机构关于全球贸易增速的预测也转向悲观。世贸组织 4 月报告预测 2022 年全球出口量增速为 3%，较 2021 年 10 月预测值下降 1.7 个百分点。其中，亚洲经济体出口量增速降至 2.0%。但值得注意的是，由于全球通胀预期抬升且涨幅高于出口量降幅，这使得全球和新兴经济体出口额增速预测值较之前不降反升，并有望达到 10%-12%。即 2022 年全球贸易需求将呈现实际低迷、价格高涨的局面。

从出口份额看，中国的出口仍保持较强竞争力。根据 WTO 月度和年度出口数据，2022 年 1-4 月中国出口占全球总出口的比重较 2021 年进一步提升 0.1 个百分点，达到 15.2% 的历史高位。出口市场转换和角色调整是中国出口份额保持韧性的主要动力。其中，美国自中国进口占其总进口比重自中美贸易摩擦后总体呈现回落趋势，欧盟 27 国自中国进口占比呈现稳步上升态势，东盟自中国进口占比也呈现上升态势，但 2022 年 1-4 月出现明显回落。类似地，2008 年全球金融危机后，印度、巴西和南非等发展中经济体自中国进口占比也呈现上升态势。这表明经历中美贸易摩擦和新冠疫情冲击后，中国出口市场结构性转换加快，以欧洲代表的非美国市场需求和以东盟为代表的产业链合作需求正成为支撑中国出口市场份额的重要力量。

图表 69 全球及主要经济体制造业 PMI



图表 70 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)		
	2021Q4	2021Q1	2022Q2	2019	2020	2021
出口	22.7	15.6	12.8	0.5	3.6	29.9
进口	24.4	10.9	2.4	-2.8	-1.1	30.1
出口额	9646	8207	9116	24984	25904	33635
进口额	7141	6601	6867	20769	20567	26868
货物贸易余额	2505	1606	2249	4215	5337	6767
2. 地区出口						
	(美元同比/%)			(规模/亿美元)		
	2021Q4	2021Q1	2022Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
出口	22.7	15.6	12.8	5882	6355	3721
美国	15.8	16.5	15.0	1649	1389	1539
欧盟	33.8	23.1	15.2	1514	1358	1416
中国香港	16.8	-6.1	-10.5	1043	688	748
日本	12.4	8.2	0.9	442	419	417
东盟	17.2	12.2	20.7	1382	1180	1456
俄罗斯	36.8	25.9	-17.4	202	164	131
3. 贸易方式						
	(美元同比/%)			(规模/亿美元)		
	2021Q4	2021Q1	2022Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
一般贸易出口	27.2	20.2	19.7	5872	5145	5986
加工贸易出口	12.0	6.3	3.1	2422	1969	1971
其他贸易出口	25.3	13.2	-0.3	1369	1094	1175
一般贸易进口	29.6	13.4	4.2	4343	4188	4406
加工贸易进口	11.9	6.7	0	1361	1164	1148
其他贸易进口	22.6	6.6	-1.4	1451	1223	1300

数据来源：CEIC 数据库。