

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 吴立元 常殊昱

栾 稀 陈 博 陈逸豪

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
	陈逸豪	大宗商品	吴海英	对外贸易
	崔晓敏	对外贸易	熊婉婷	宏观经济
	夏广涛	外汇储备	王思琪	科研助理

联系人：王思琪 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：经济超预期韧性能否持续？ 1

2023 年 2 季度，美国经济继续保持正增长，预计 GDP 环比折年率为 2.1% 左右。美国经济表现出超预期韧性，主要体现在三个方面：一是，美国商务部大幅上修 1 季度 GDP，GDP 环比折年率从 1.3% 上修至 2.0%。二是，与 2022 年强烈预期美国经济将陷入衰退相比，2023 年上半年美国取得了不低的正增长。三是，美国失业率维持在低位的同时，通货膨胀持续下行，经济软着陆的空间逐渐被打开。美国经济超预期韧性主要有三大原因：一是，美联储货币政策并未过度限制。尽管 2022 年 3 月以来，美联储已累计加息 500bp，但货币政策只是适度紧缩，2023 年 5 月以来美国实际利率才转为正数。二是，美国家庭与企业部门资产负债表比较健康，流动性相对充足，为经济增速放缓提供了缓冲。由于疫情初期美国实施了巨额的财政纾困政策和天量宽松的货币政策，美国家庭部门杠杆率反而有所下降，企业部门杠杆率仅小幅上升。三是，美国经济在某些领域经历了增速放缓甚至衰退，但这并非同时发生在所有部门，这使得美国整体经济增速维持了正增长。展望下半年，在高利率政策的时滞效应与累计效应叠加发挥作用下，美国经济下行压力将显著增大，经济增速大概率进一步放缓，未来硬着陆风险依然较大。

欧洲：增长前景低迷 8

2023 年第 2 季度，受服务业活动显著放缓的影响，欧元区综合 PMI 在 4 月取得亮眼表现后快速回落，经济增长基本陷入停滞状态。与此同时，区内核心通胀水平居高不下，迫使欧洲央行不得不继续其加息进程，给居民消费和经济带来额外的下行压力。面对收紧的信贷条件和疲弱的外部需求，欧元区企业投资和制造业活动难现起色，能源价格下跌带来的贸易条件好转也未能改善地区的外部均衡。不过，欧元区失业率依旧稳定，消费者信心缓慢回升，旅游季的到来也有望在未来一段时间给当地经济活动提供支撑。预计第 3 季度欧元区经济将实现弱增长，实际 GDP 环比增长率约在 0.2% 左右。

日本：企稳温和上扬 15

进入第二季度，日本国内经济呈现出较为稳定的局面，并呈现出一定温和恢复的态势。从采购经理人指数角度看，4 月和 5 月的制造业采购经理人指数分别为 49.5 和 50.6，好于第一季度，也明显强于 2 月份 47.7 的阶段低点。日本的服务业延续第一季度的热度，4 月到 6 月，日本服务业 PMI 分别为 55.4、55.9 和 54.2，远高于荣枯线水平。日本内需尤其是消费需求依旧疲软，同时外需的疲弱更加明显。2022 年因贸易条件恶化所致的贸易逆差依然持续，但金额较去年同期有所收窄。货币政策方面，日本银行新任总裁并未对此前的货币政策进行根本修改，还释放出偏“鸽”信号，日元继续跌势，股市尤其是日经 225 指数继续上涨。

东盟韩国：东盟产业周期轮动显著，韩国经济面临结构性下行压力 23

2023 年第 2 季度，东盟整体制造业 PMI 在荣枯线之上，但各国差别较大，反映产业轮动

特征，韩国持续在荣枯线之下。从月度 PMI 数据来看，东盟整体仍处于荣枯线以上，4 月为近期高点达 52.7，5 月和 6 月 PMI 分别为 51.1 和 51。4 月的高点主要由印尼、泰国和菲律宾贡献，其他三国的 PMI 则在荣枯线以下。PMI 分化反映东盟产业周期轮动效应显著，区内不同产业周期不同，带来各区内国家周期的差异，但不论哪个国家出现周期性上行，中国的贸易投资都在其中扮演重要角色，这一特征值得进一步关注。区内通胀在第 2 季度见顶回落，区内货币本季对美元总体贬值，但幅度不一。本报告还对韩国的房地产市场进行分析，尽管短期内金融稳定的风险有所回落，韩国金融风险仍处于较高的水平，带来经济增长的结构性压力上升，区内产业竞争加剧，外贸部门的不振也将对韩国的增长产生持续影响。

金砖国家：经济增长分化，通胀压力缓解..... 31

一季度，金砖四国经济增长出现明显分化，印度经济延续稳健增长，巴西经济缓慢复苏，南非经济受电力危机影响处于衰退边缘，俄罗斯经济继续收缩。对外贸易方面，俄罗斯出口仍在下滑，印度货物进出口均出现下滑，巴西、南非贸易保持增长。中国与金砖国家贸易保持快速增长，占中国对外贸易总额比重创历史新高。通胀方面，金砖国家通胀压力总体显著缓解，俄罗斯通胀大幅下降，印度与巴西通胀也显著下降，南非通胀下降缓慢。货币政策与金融市场方面，南非央行继续加息，俄罗斯、印度与巴西央行均停止加息，货币环境边际放松。金砖四国资本市场总体稳定，卢布与南非兰特显著贬值。

中国：修正的支出法角度来观察内需不振..... 38

当前我国经济复苏过程中内需不振，关于内需的讨论较多。但是如何对内需进行比较准确的描述可能还存在问题。尤其是在传统支出法视角下，将 $(X-M)$ 视为外需，将 $(C+I+G)$ 看作内需，这可能低估了外需占比、高估了内需占比。本文对这一口径进行了初步的修正，结果发现 2022 年 2 季度至今年 1 季度，内需增速表现明显弱于疫情之前，不过稍好于 2020 年 1 季度。基于修正方法对内需的观察明显弱于传统方法下对内需的观察。这显示出当前宏观经济政策稳定内需的迫切性。

全球金融市场：货币政策短暂分化，金融市场风险偏好上升 42

2023 年 2 季度，美联储暂缓加息，仅加息一次 25bp，欧央行累计加息 50bp，多数新兴经济体暂停加息、个别新兴经济体开始降息，全球金融市场美元流动性充裕，金融市场风险偏好明显上升。美元略有升值，日元大贬，新兴经济体货币多贬值。全球股市普遍回升，美债收益率受加息影响继续上升。主要经济体货币政策出现分化，人民银行降息 10bp，中国国债收益率因降息和经济下行压力继续下行。受美元升值、金融市场风险有所缓和以及地缘政治风险未现明显升级影响，黄金价格结束上涨势头、环比出现下跌。预计下半年美联储还将加息两次，一般情况下美欧央行在未达到通胀目标之前也难以转鸽。

大宗商品市场：需求端疲弱压制价格，库存和价格同跌 53

2023 年 2 季度主要大宗商品单边下跌，需求端超预期疲弱、风险事件频发加上美联储紧缩姿态鲜明，对几乎所有商品均带来较大压力。2 季度 CEEM 大宗商品价格指数环比下跌 9.3%，同比下跌 28.2%。其中原油价格往复震荡，环比基本持平，但煤炭价格下降 33.6%，形

成最大拖累。大豆和铁矿石均下降 9% 以上，钢材微跌。中国开放后复苏进度不及预期导致全球对需求端较为悲观，石油、铁矿石、铜均出现了库存走弱但价格同步下跌的走势，企业补库存意愿较弱。农产品价格波动较大，虽然环比走低，但季度末在极端气候影响下有回反弹迹象。

外贸专题：需求不足下外贸失去增长动能..... 66

2023 年 2 季度，中国出口增速快速回落，进口增速保持低迷。具体而言，出口（美元）同比下降 7.1%，增速较上季度下降 7.6 个百分点；进口同比下降 6.6%，增速较上季度提高 0.4 个百分点；贸易顺差总额为 2053 亿美元，同比下降 200 亿美元。4-5 月，服务贸易逆差为 360 亿美元，同比提高 218 亿美元，2 季度经常账户顺差占 GDP 比重预估在 1.6% 左右。出口同比增速逐月快速回落，基期效应、价格回落、需求放缓及海外供给替代是拖累出口增长的主要原因，其中需求不足影响较为突出。预计 2023 年中国出口将呈现小幅负增长，受基期效应影响 5-7 月下行压力较大、8-12 季度有望触底并回正，仍需警惕美欧加息至高位后，全球实际需求萎缩，叠加地缘政治冲突升级，带来我国贸易超预期下滑风险。

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	7
图表 8 PMI 再度回落，经济增长几近停滞	9
图表 9 核心通胀居高不下	10
图表 10 失业率保持稳定	11
图表 11 消费者信心缓慢回升	12
图表 12 企业投资趋于谨慎	12
图表 13 贸易账户逆差再现	13
图表 14 制造业 PMI 反弹，服务业 PMI 延续温热	16
图表 15 消费同比增速依然为负，机械订单金额同比增速大幅下降	18
图表 16 2023 年第二季度日本商品贸易逆差有所收敛	19
图表 17 CPI 和 PPI 同比增速下降明显	21
图表 18 股市显著上涨，日元对美元汇率大幅贬值	21
图表 19 10 年期国债利率回落到相对“安全”的位置	22
图表 20 东盟六国与韩国第 2 季度制造业 PMI	25
图表 21 区内通货膨胀见顶回落	25

图表 22 区内货币总体贬值	26
图表 23 韩国房价走势	27
图表 24 韩国住宅交易量企稳	28
图表 25 全租制骗局交易量和金额	29
图表 26 中国与金砖国家贸易情况	36
图表 27 金砖国家数据概览	36
图表 28 中国经济的内需同比增速：基于传统支出法和修正支出法的观察	40
图表 29 全球金融市场主要指标变动	43
图表 30 全球金融市场风险状况图	44
图表 31 主要发达和新兴经济体季度汇率波动幅度（2023 年 2 季度）	45
图表 32 主要发达和新兴经济体季度平均汇率走势一览	45
图表 33 全球主要发达与新兴经济体股市季内波动（2023 年 2 季度）	46
图表 34 全球主要发达与新兴经济体股市季度涨跌幅（2023 年 2 季度）	47
图表 35 全球主要发达与新兴经济体货币市场走势一览	48
图表 36 全球主要发达与新兴经济体长期国债市场走势一览	48
图表 37 银行代客收付款分项结构	50
图表 38 2 季度 CEEM 大宗商品指数进一步走弱	53
图表 39 2 季度主要商品品种均下跌	53
图表 40 2 季度全球油价窄幅波动	54
图表 41 OPEC 产量通过减产为价格托底	54
图表 42 中国原油进口小幅走弱	55
图表 43 美国原油净进口仍在低位，自给率较高	55
图表 44 欧美炼油厂开工率相对稳定，对油价拉动有限	55
图表 45 美国商业原油库存回落，但因需求端预期悲观，并未对油价形成支撑	55
图表 46 LME 铜铝价格波动下行	57
图表 47 全球铜库存仍处相对低位	57
图表 48 国际铁矿石价格下跌反弹后震荡	57
图表 49 国际钢价指数持续下跌	57
图表 50 国内农产品现货走势分化	61
图表 51 CBOT 农产品价格趋势持续波动	61
图表 52 预估 2 季度全球贸易同比增速将继续回落	67
图表 53 中国出口增速的地区和产品分布	68
图表 54 预估 2 季度外需进一步恶化	69
图表 55 预计 2 季度中国出口产品市场份额环比回升、同比回落	69
图表 56 中国进口增速的贸易方式和产品分布	71
图表 57 中国货物贸易顺差及服务贸易逆差	72
图表 58 全球及主要经济体制造业 PMI	74
图表 59 中国外贸数据概览	74

美国：经济超预期韧性能否持续？

2023 年 2 季度，美国经济继续保持正增长，预计 GDP 环比折年率为 2.1% 左右。美国经济表现出超预期韧性，主要体现在三个方面：一是，美国商务部大幅上修 1 季度 GDP，GDP 环比折年率从 1.3% 上修至 2.0%。二是，与 2022 年强烈预期美国经济将陷入衰退相比，2023 年上半年美国取得了不低的正增长。三是，美国失业率维持在低位的同时，通货膨胀持续下行，经济软着陆的空间逐渐被打开。美国经济超预期韧性主要有三大原因：一是，美联储货币政策并未过度限制。尽管 2022 年 3 月以来，美联储已累计加息 500bp，但货币政策只是适度紧缩，2023 年 5 月以来美国实际利率才转为正数。二是，美国家庭与企业部门资产负债表比较健康，流动性相对充足，为经济增速放缓提供了缓冲。由于疫情初期美国实施了巨额的财政纾困政策和天量宽松的货币政策，美国家庭部门杠杆率反而有所下降，企业部门杠杆率仅小幅上升。三是，美国经济在某些领域经历了增速放缓甚至衰退，但这并非同时发生在所有部门，这使得美国整体经济增速维持了正增长。展望下半年，在高利率政策的时滞效应与累计效应叠加发挥作用下，美国经济下行压力将显著增大，经济增速大概率进一步放缓，未来硬着陆风险依然较大。

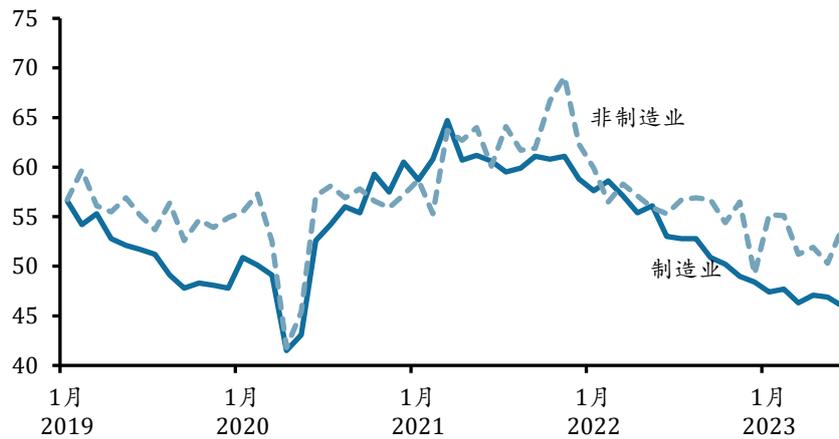
一、经济运行形势

2 季度美国经济增速维持正增长。

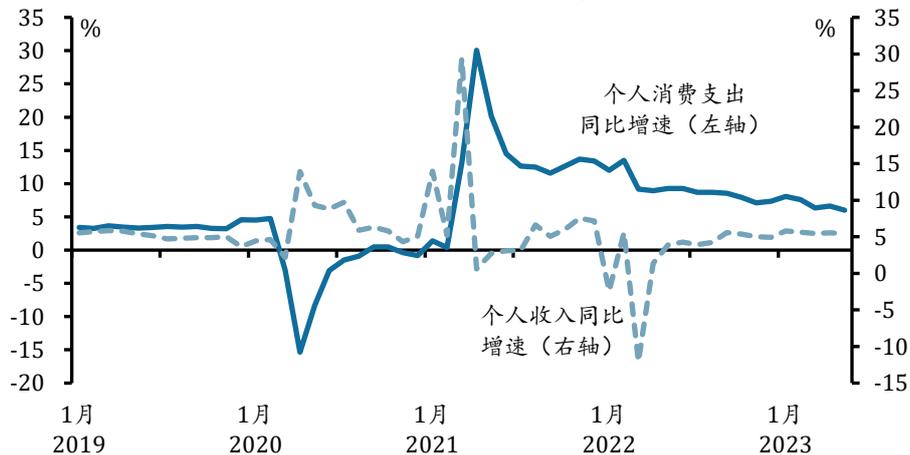
制造业 PMI 持续萎缩，非制造业 PMI 处于衰退边缘。4-6 月美国制造业 ISM 编撰的 PMI 分别为 47.1、46.9 和 46，连续 8 个月处于 50 荣枯线以下；非制造业 PMI 分别为 51.9、50.3 和 53.9，下行至 50 荣枯线附近。这表明美国的制造业继续萎缩，服务业处于衰退边缘。

个人收入与支出增速趋于平稳。4 月至 5 月美国个人收入同比增速分别为 5.5% 和 5.5%，美国个人消费支出同比增速分别为 6.6% 和 6.0%，个人收入与消费支出的增速皆显著高于疫情前水平，且表现出了一定程度的粘性，这对高通胀形成了有力的支撑。根据美国商务部普查局数据，4 月美国汽车经销售销售额同比增长-2.1%，其中，新车销售额同比增长-2.4%，二手车销售额同比增长 0.1%。美国零售销售额在 4 月至 5 月分别环比增长 0.4% 和 0.3%，扭转了连续两个月的负增长。

图表 1 美国制造业和非制造业 PMI (ISM)



图表 2 美国个人收入与消费支出

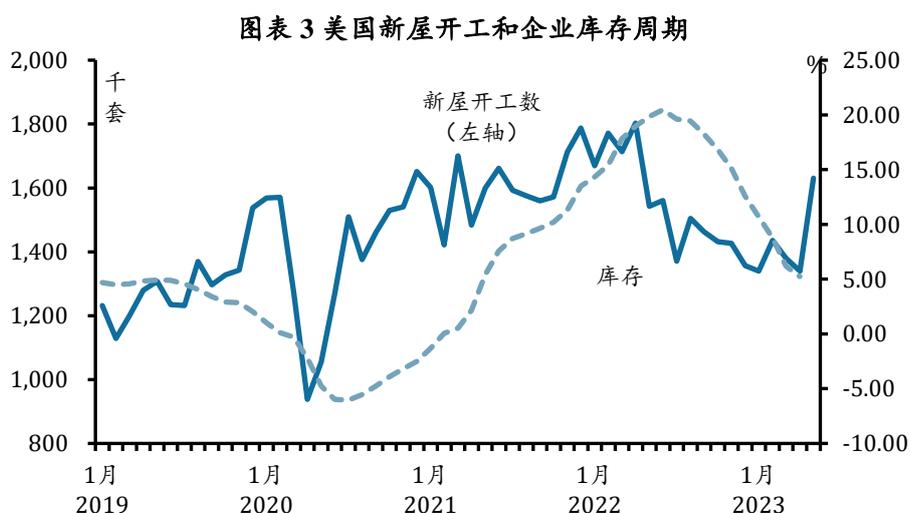


数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

房地产开工反弹，企业继续去库存。疫情以来，低利率、财政纾困政策对于居民收入的补贴、以及疫情引发的居家办公需求是推动美国房地产投资和开工持续增长的主要原因。伴随着利率回升和房价上涨，在过去的一年里购房需求显著下降。截至 2023 年 6 月 29 日的当周，30 年期抵押贷款固定利率为 6.71%，显著高于疫情期间的低点和疫情前水平，但较去年 11 月的峰值 7.08% 有所回落。2023 年 5 月新屋开工的折年数为 163 万套，环比上涨 21.7%；新屋销售有所反弹，折年数为 76 万套，环比上涨 12.2%；新屋销售价也有所反弹，新屋销售价的中位数环比上涨 3.5%，不过仍低于 1 季度的平均水平。美

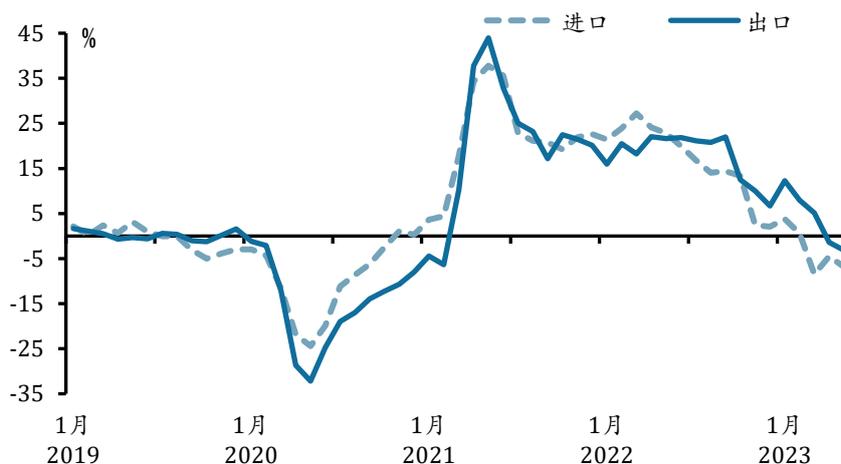
国房地产市场表现出“量价齐升”，主要受新屋库存不足和成屋库存处于低位等因素推动，低库存有望短期继续推动房地产回暖，但房地产的趋势性逆转尚需要等待政策转向。此外，尽管目前美国商业地产尚未大面积暴雷，压力测试显示大银行风险可控，但如果高利率环境下商业地产价格大幅回落，更多的中小银行可能陷入困境，进而导致住宅地产的信贷规模收缩。

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，叠加需求旺盛，本轮库存周期从2020年四季度开始，已超过20个月。2022年7月美国企业库存同比增速达到峰值18.5%，此后开始缓慢下降，并且步入去库存周期。从美国PMI的新订单指数来看，该指数仍处于萎缩区间，暗示美国企业去库存周期尚未结束，这也意味着企业去库存将继续拉动GDP增速下行。



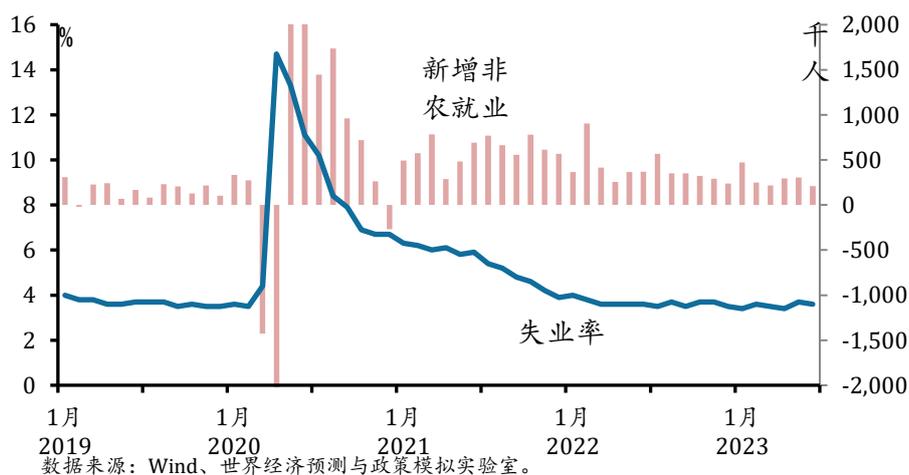
贸易逆差先扩大后收窄。2023年4-5月美国出口同比增速分别下滑至-1.4%和-3.2%，进口同比增速分别下滑至-4.5%和-6.8%，贸易逆差小幅扩大至744亿和690亿美元。从趋势看，美国出口与进口增速皆处于下行通道。

图表 4 美国对外贸易



失业率维持在低位，劳动力市场依然紧张。2023年5月，美国失业率反弹至3.7%，较上月上升0.3个百分点，但仍处于历史性低位；劳动参与率维持在62.6%，距离疫情前水平相差约0.7个百分点；新增非农就业人数30.6万人。6月，美国失业率下降至3.6%；劳动参与率维持在62.6%；新增非农就业22.5万人，不及预期。此外，5月美国职位空缺率小幅下降至5.9%，离职率小幅上升至2.6%，皆显著高于疫情前水平。6月美国私人非农企业员工的平均每小时工资同比为4.4%，高于预期4.2%以及前值4.3%；环比增速为0.4%，高于预期0.3%，前值从0.3%上修至0.4%。美国劳动力市场依然紧张。

图表 5 美国劳动力市场

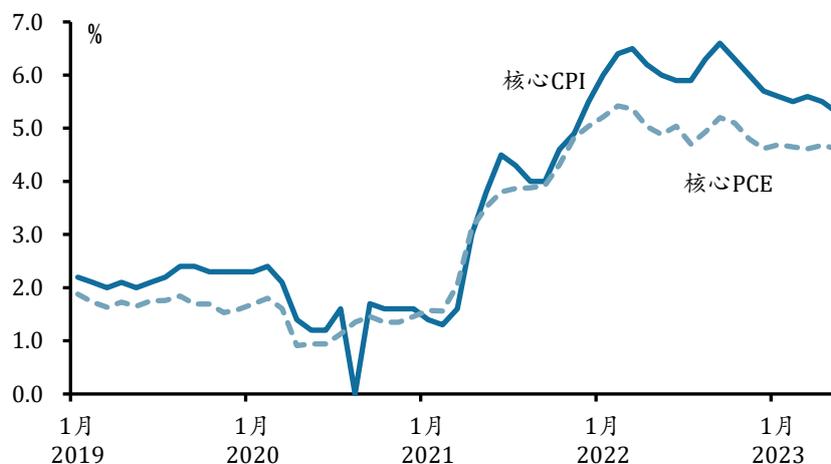


数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

整体通胀继续下降，核心通胀表现出粘性。2023年5月，美国CPI同比增速大幅回落至4%，核心CPI同比增速小幅回落至5.3%；

CPI 环比上涨 0.3%，核心 CPI 环比上涨 0.4%，这表明物价仍在上涨，尤其是通胀粘性压力不容忽视。从 CPI 分项来看，能源项同比增速大幅回落至-11.7%，食品项同比增速回落至 6.7%，住宅项同比增速回落在 6.8%，交通运输项同比增速回落至-2.0%，娱乐项同比增速回落至 4.5%。从 PCE 数据来看，美国 5 月 PCE 同比上涨 3.9%，环比上涨 0.1%；核心 PCE 同比上涨 4.6%，环比上涨 0.3%。核心 PCE 的下降速度也明显较慢。

图表 6 美国通货膨胀



金融市场风险值得警惕。

美债收益率曲线持续深度倒挂。2022 年以来，美债收益率曲线快速走平，美债收益率曲线出现倒挂，10 年期与 2 年期国债收益率倒挂程度创下 1981 年以来最大值。一方面，美债收益率曲线倒挂是美国经济衰退的前瞻性指标；另一方面，这也意味着美国的银行和非银行金融机构面临着短端成本高于长端投资收益的困境，这可能加剧信贷条件紧缩。

美元指数维持震荡。在美联储持续大幅加息及鹰派预期的支撑下，2022 年前三季度，美元指数强势上行。随着美联储加息节奏的放缓，前期被高估的美元指数也出现明显回调。2023 年以来，美元指数大致在 100-105 区间震荡，并跟随美联储加息及加息预期而波动。5 月份，在加息预期下，美元指数出现明显反弹。6 月上旬，市场预期

美联储将暂停加息，美元指数快速回落。6月下旬以来，市场预期美联储年内仍可能加息 50bp，美元指数再度反弹。但由于加息前景不明朗，美元指数仍以震荡为主。

美股超预期反弹。2023 年上半年，美国经历了银行业危机、美联储持续加息以及美债违约威胁，但美股却出现明显程度的反弹，尤其是纳斯达克指数反弹幅度超过 30%。在美国企业利润下滑和美股股价反弹的推动下，2023 年 6 月美国标普 500 市盈率小幅上升至 24.7，小幅高于疫情前水平。2023 年下半年，美联储将维持高利率，如果经济出现大幅度下滑，美股可能迎来大幅度回调。

美联储加息接近尾声。

二、宏观政策分析

美联储在 6 月议息会议暂停加息。美联储 6 月议息会议声明，宣布暂停加息，即维持联邦基金利率在 5.00%~5.25% 目标区间，符合市场主流预期。缩表方面，美联储将按照原有计划，即每月被动缩减 600 亿美元国债和 350 亿美元机构债券和 MBS。点阵图显示，委员们对 2023 年末的利率预期中值上升至 5.6%。其中，在 17 位委员中，有 9 位委员预计 2023 年末利率到达 5.5%~5.75% 区间，较当前水平高出 50BP；有 4 位委员预计年内仅加息 25BP，2 位预计不加息，3 位预计加息超过 50BP。即绝大多数委员预计年内美联储可能还会加息 1-2 次，且无降息预期。

美联储对 2023 年经济增长前景更偏乐观。美联储明显上调 2023 年实际 GDP 增速 0.6 个百分点至 1.0%，小幅下调了 2024 年实际 GDP 增速 0.1 个百分点至 1.1%；明显下调 2023 年失业率预测 0.4 个百分点至 4.1%，小幅下调 2024 年失业率 0.1 个百分点至 4.5%；小幅下调 2023 年 PCE 同比增速预测 0.1 个百分点至 3.2%，明显上调同期核心 PCE 同比增速 0.3 个百分点至 3.9%。

三、美国经济形势小结与展望

根据美国亚特兰大联储 GDPNow model 在 7 月 6 日的估计，预计

美国经济表现出较强韧性。

美国 2 季度 GDP 环比折年率为 2.1%。其中，消费依然对经济增长形成重要支撑，投资对经济增长的作用也开始转正数。2023 年下半年，美国经济向下风险依然较大，主要体现在三个方面：一是，美国家庭的超额储蓄正在耗尽，对需求的额外支撑作用将减弱。二是，劳动力市场持续紧张导致美国核心通胀表现出较大粘性，美联储被迫维持货币政策紧缩更长时间。换言之，失业率不较大幅度上升，核心通胀很难明显下降，而若失业率较大幅度上升，意味着经济下行压力显现。三是，美国银行危机风险尚未解除。美国银行的账面亏损短期内不会得到根本改善，而商业地产市场面临着基本面恶化和融资成本上升的压力，大量僵尸企业在高利率环境中也可能大面积破产。与此同时，信贷紧缩现象正在发生。美国企业利润同比增速转为负数，美国银行借贷意愿变化净百分比大幅为负，美国银行的信贷标准在大幅提高，这表明美国信贷供应正在收缩，未来将推高企业和居民融资成本，进而拖累经济活动放缓。

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。2023 年 2 季度，WEI 延续平稳趋势。ECRI 领先指标数据暂未更新，无法对美国经济做出前瞻性指引。



数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

欧洲：增长前景低迷

2023 年第 2 季度，受服务业活动显著放缓的影响，欧元区综合 PMI 在 4 月取得亮眼表现后快速回落，经济增长基本陷入停滞状态。与此同时，区内核心通胀水平居高不下，迫使欧洲央行不得不继续其加息进程，给居民消费和经济带来额外的下行压力。面对收紧的信贷条件和疲弱的外部需求，欧元区企业投资和制造业活动难现起色，能源价格下跌带来的贸易条件好转也未能改善地区的外部均衡。不过，欧元区失业率依旧稳定，消费者信心缓慢回升，旅游季的到来也有望在未来一段时间给当地经济活动提供支撑。预计第 3 季度欧元区经济将实现弱增长，实际 GDP 环比增长率约在 0.2% 左右。

一、经济运行态势

**PMI 再度回落，
经济增长几近停
滞。**

PMI 再度回落，经济增长几近停滞。受服务业活动显著放缓的影响，欧元区 20 国综合采购经理人指数（PMI）在 2023 年 4 月取得亮眼表现后出现回落，从 4 月的 54.1 快速下行至 6 月的 50.3，逼近荣枯线水平，表明该地区经济增长几近停滞。不过，从季度均值来看，2 季度欧元区综合 PMI 平均值为 52.4，整体还是较 1 季度的 52.0 有小幅增长。

分行业来看，欧元区制造业表现持续低迷，深陷于萎缩的泥潭中。2 季度欧元区制造业 PMI 延续了前一季度的下滑趋势，从 4 月的 45.8 下降到 6 月的 43.6，创 37 个月新低。服务业 PMI 在 4 月触及 56.2 的超预期高位后，快速回落至 6 月的 52.4，达到 5 个月以来的最低水平。这表明，欧元区春季服务业复苏的良好势头已逐渐消失，生活成本增加、需求减弱给欧元区服务业带来的负面压力正在上升。

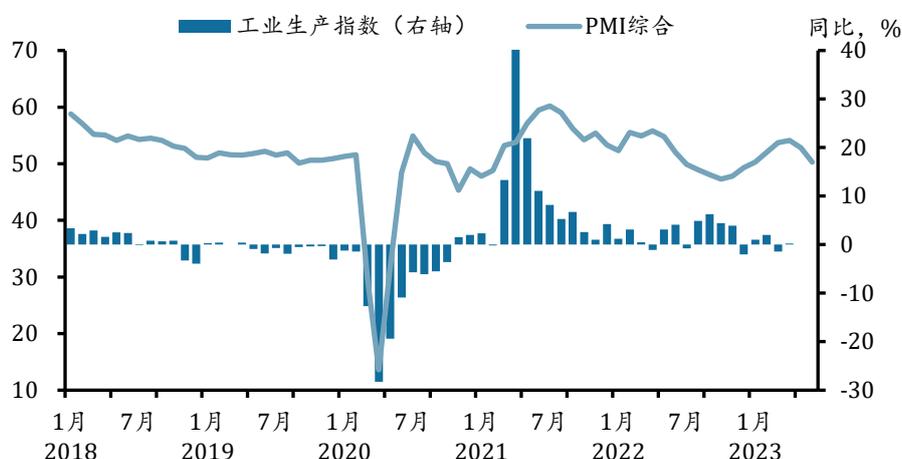
分国家来看，6 月德国综合 PMI 为 50.8，远低于市场预期的 53.3 和前值 53.9。其中，德国制造业 PMI 在 6 月仅录得 41，为 37 个月新低，表明在外部需求没有出现明显回升的背景下，德国制造业活动依旧疲弱；该国服务业扩张速度也显著放缓，6 月服务业 PMI 为 54.1，大幅低于前值 57.2，表明其在阻止经济萎缩方面的作用已明显减弱。

法国方面，6 月法国综合 PMI 为 47.3，为 28 个月新低。服务业活

动从扩张转向收缩是拖累 6 月法国综合制造业 PMI 的主要原因。受罢工活动的影响，6 月法国服务业 PMI 为 48.0，低于前值 52.5，也是自 2 月以来首次跌破荣枯线。法国制造业活动则始终处于收缩状态，6 月制造业 PMI 为 45.5，与前值 45.7 相比变化幅度不大。

从工业生产指数来看，经季节调整后 4 月欧元区工业产出环比上升 1%，高于预期的 0.8%；同比增长 0.2%，低于预期的 0.8%。其中资本品的生产同比增长 8.3%，非耐用消费品生产同比增长 0.6%，而耐用消费品同比下降 4.6%，中间品下降 6.2%，能源产品下降 7.4%。

图表 8 PMI 再度回落，经济增长几近停滞



数据来源：欧央行、Markit；CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

核心通胀居高不下。

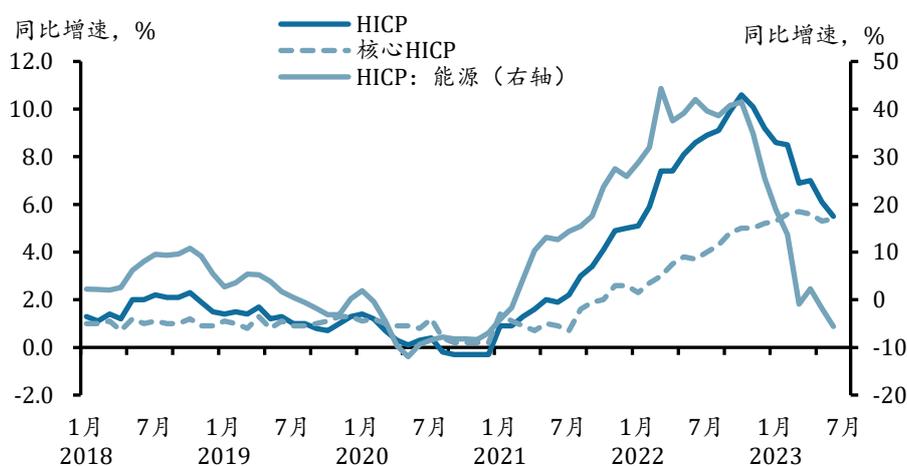
核心通胀居高不下。2023 年 6 月份欧元区消费者调和价格指数（Harmonised Indices of Consumer Prices, HICP）同比增长 5.5%，较 5 月的 6.1% 进一步下降，低于市场预期的 5.6%，达到 2022 年年初以来的最低水平。

从分项来看，能源价格持续下行，同比下跌了 5.6%，较 5 月同比 1.8% 的跌幅显著扩大。除能源外，其他各分项价格均出现了不同幅度的上涨，其中，食品和烟酒价格同比上涨 11.7%，非能源类工业产品价格价格上涨 5.5%，服务价格上涨 5.4%，而在 5 月，这三项的同比涨幅分别为 12.5%、5.8% 和 5.0%。换言之，除服务之外，其他各项的通胀都出现了不同程度的放缓。

从国别来看，6月德国、法国、意大利和西班牙的通胀率分别为6.8%、5.3%、6.7%和1.6%，这其中除德国外，各国通胀率都较5月略有下降，德国通胀则较5月的6.3%增加了0.5个百分点。

剔除了波动较大的食品和能源价格后，欧元区核心HICP在6月同比上涨了5.4%，低于预期的5.5%，但相比前值5.3%略有上升。这表明，欧元区核心通胀依旧处于高位，该数据大概率无法阻止欧洲央行在7月会议上再加息25个基点。

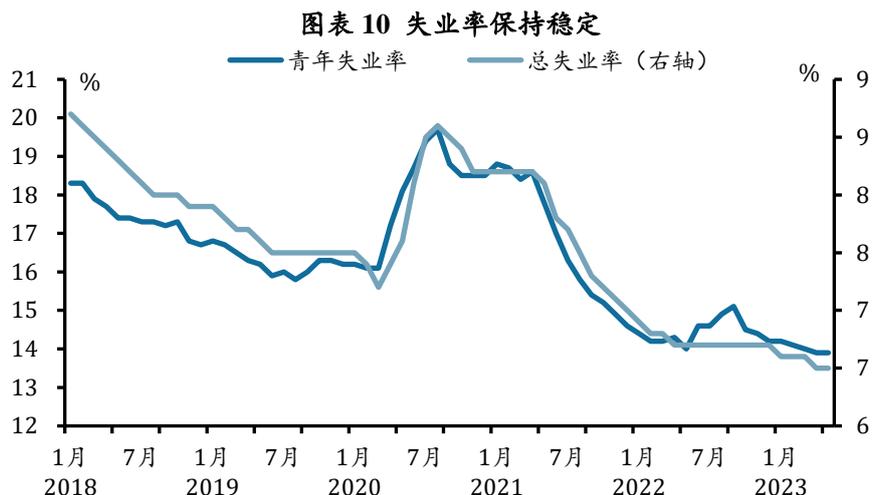
图表9 核心通胀居高不下



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

失业率保持稳定。2023年5月欧元区20国经季节性调整后的失业率为6.5%，与4月和市场预期持平，较2022年同期相比下降了0.2个百分点。同时，根据欧盟统计局估计，5月欧元区失业人数约为1101.4万，较4月减少了5.7万人，较2022年5月减少了约22.7万人。

5月欧元区20国青年失业率为13.9%，同样与前一个月持平。5月欧元区青年失业人数为222.6万，比前一个月增加了1.1万人，较2022年同期增加了4.6万人。



二、支出法 GDP 分解

消费者信心缓慢回升。

消费者信心缓慢回升。2023 年 2 季度欧元区消费者信心保持了缓慢回升的态势，6 月消费者信心指数为-16.1，较 5 月的-17.4 略有提升。

不过，从主要成员国的情况来看，欧元区消费者信心的恢复仍具有一定脆弱性。德国 7 月 GFK 消费者信心先行指数已结束了八个月环比上升的势头，来到-25.4，比上月的-24.4 下降了 1 个点。在反映德国消费者信心的三项指标中，除购买倾向指标环比上升外，经济前景和收入预期指标均环比下降。其中，收入预期指标降幅明显，由 2.4 下降至-10.6。

法国方面，6 月法国 Insee 综合消费者信心指数从 5 月的 83 改善至 85，超出市场预期的 84。其中，对未来金融状况和对未来储蓄能力的预期指标均改善了 1 个点，对失业和通胀的担忧则双双出现大幅下降，前者降低了 7 个点，后者降低了 6 个点。

图表 11 消费者信心缓慢回升

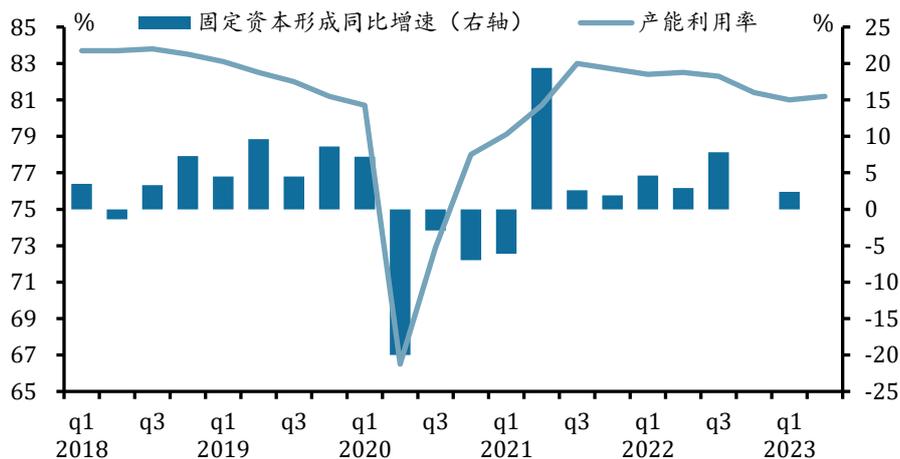


数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

企业投资难现大幅增长。

企业投资难现大幅增长。2023 年 1 季度，欧元区固定资本投资同比增长 2.4%，环比增长 0.6%，较 2022 年 4 季度 0% 的同比增长率和 -3.6% 的环比增长率有所改善。然而，随着信贷供给约束程度的加强，工资成本的上升以及财政支持措施的退出，欧元区 2023 年企业投资难以出现大幅改善，欧洲央行预计 2023 和 2024 年欧元区企业投资仅能勉强实现温和的正增长。事实上，6 月欧元区各项景气指数均出现不同程度的下滑，营建信心指数和工业信心指数下跌幅度都超过 2 个点。在这一背景下，企业固定资产投资较难在短期内得到修复。

图表 12 企业投资趋于谨慎



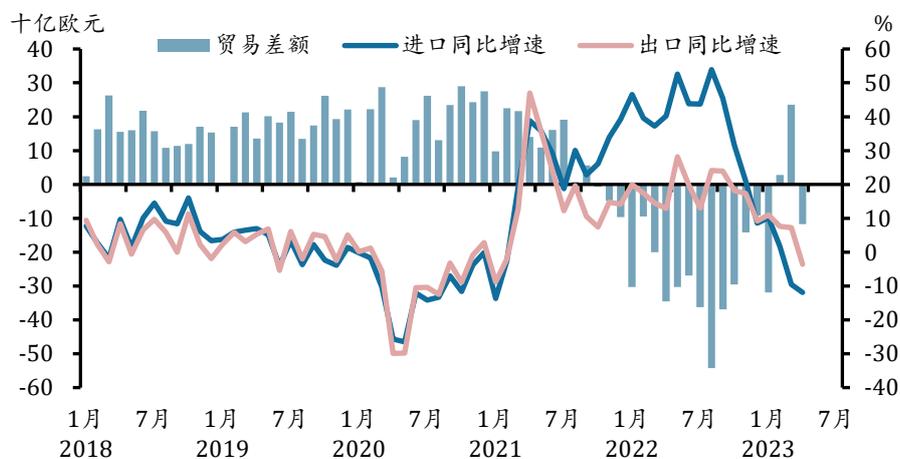
数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

贸易账户逆差再现。2023 年 4 月，欧元区 20 个国家与全球其他地区未经季节调整后的货物贸易逆差为 117 亿欧元，经季节调整后规

贸易账户逆差再现。

模为 71 亿欧元，是继 2 月和 3 月实现贸易顺差后首度转负。从进出口规模来看，欧元区 4 月未经季节调整后的进口规模为 2277 亿欧元，同比下降 11.9%，出口规模为 2160 亿欧元，同比下降 3.6%。4 月欧元区内部的货物贸易未经季调的规模为 2083 亿欧元，同比下降 2.2%。欧洲央行表示，尽管能源价格下行给欧元区贸易条件的改善带来正面影响，但目前全球贸易仍处于较弱的状态，需求模式尚未回归正常，对商品贸易的需求程度降低，因此欧元区贸易账户的改善需要更长的时间。

图表 13 贸易账户逆差再现



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

欧央行连续第八次加息。

三、政策走势

欧央行连续第八次加息。2023年6月15日，欧洲中央银行召开货币政策会议，决定将欧元区三大关键利率均上调25个基点，主要再融资利率、边际借贷利率和存款机制利率分别上调至4%、4.25%、3.5%。这是欧洲央行自去年7月开启加息进程以来第八次加息以遏制通胀，共计加息400个基点，利率水平已经达到近20年来的最高点。在公布利率决定的当天，欧洲央行将2023年欧元区通胀预期上调至5.4%，2024年和2025年通胀预期分别下调至3%和2.2%。

欧洲央行行长拉加德当天在新闻发布会上强调，虽然整体通胀正在下降，但潜在的价格压力依然较大，工资增长日益成为通胀的重要来源。经济增长和通胀前景高度不确定。能源、食品价格以及工资协议等，都将成为未来通胀的上行风险。她表示，“目前没有考虑暂停

（加息）的计划”，除非经济数据发生实质性变化，否则“非常可能”在 7 月进一步加息。

碳边境调节机制正式生效。

碳边境调节机制（CBAM）正式生效。2023 年 4 月 18 日，欧洲议会投票通过了包括碳边界调整机制（CBAM）在内的三项法案。5 月 16 日，法案文本在欧盟官方公报上发布，标志着欧盟碳关税已正式立法，并于 5 月 17 日正式生效。

欧盟碳关税的正式立法是推动全球应对气候变化的重要进程。2023 年 10 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日为 CBAM 过渡期，在此期间，企业只需每年提交进口产品隐含的碳排放数据，不需要为此缴纳费用。2026 年 1 月 1 日起，企业不但要报告每年进口产品的碳排放数据，还需要支付相应的碳排放费用。

经济增长乏力的态势将持续。

四、经济形势展望

经济增长乏力的态势将持续。从 2023 年第 2 季度的一系列经济指标来看，欧元区经济前景疲弱，原本为欧元区经济活动提供支撑的服务业也开始显现疲态，高通胀在一段时间内仍将继续侵蚀居民部门的消费，不断收紧的金融条件给区内的房地产和企业投资带来压力，使得二者在短期内难以实现快速增长。能源价格下行改善了欧元区的贸易条件，然而，海外其他发达经济体增长的同步放缓使得欧元区经济从商品贸易出口中获得有力支撑的可能性并不高。

不过，随着夏季的到来，欧元区各国的旅游业有望得到强劲复苏，能够为提振当地经济活动做出正向贡献。就目前而言，欧元区经济最大的下行风险依旧来自居高不下的核心通胀，以及由其所引发的强势货币政策回应。预计第 3 季度欧元区 GDP 环比增长约 0.2% 左右。

日本：企稳温和上扬

进入第二季度，日本国内经济呈现出较为稳定的局面，并呈现出一定温和恢复的态势。从采购经理人指数角度看，4月和5月的制造业采购经理人指数分别为49.5和50.6，好于第一季度，也明显强于2月份47.7的阶段低点。日本的服务业延续第一季度的热度，4月到6月，日本服务业PMI分别为55.4、55.9和54.2，远高于荣枯线水平。日本内需尤其是消费需求依旧疲软，同时外需的疲弱更加明显。2022年因贸易条件恶化所致的贸易逆差依然持续，但金额较去年同期有所收窄。货币政策方面，日本银行新任总裁并未对此前的货币政策进行根本修改，还释放出偏“鸽”信号，日元继续跌势，股市尤其是日经225指数继续上涨。

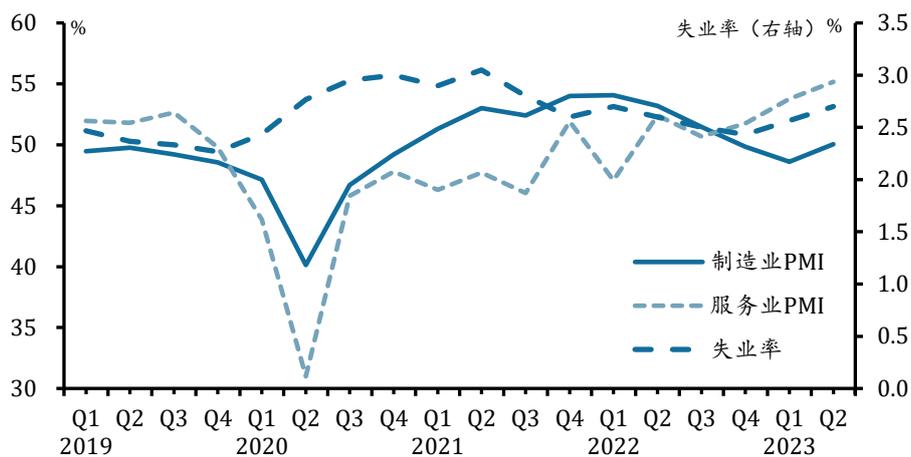
2023 年第二季度，日本制造业温和恢复，服务业延续温热。

一、日本国内宏观经济短期企稳上扬

2023年第二季度，日本经济依然呈现出服务业相对热络，制造业相对冷淡的局面。不过，与第一季度不同，日本制造业虽然没有服务业坚挺，但却逐步恢复到荣枯线直线。4月和5月，日本制造业PMI为49.5和50.6，两个月平均值为50.1，略高于荣枯线。回观第一季度日本制造业PMI，2月份曾跌到47.7——该数值也是疫情恢复期间的最低值。3月份日本PMI虽有反弹至49.2，但仍低于50荣枯线。从第三季度前两个月的制造业PMI看，可以明显感受到日本经济的回温。日本服务业延续扩张。4月到6月，日本服务业PMI分别为55.4、55.9和54.2，平均值为55.2，处于明显的扩张区间。并且，相较于本已处在扩张区间的第一季度数据，日本服务业的PMI指数在第二季度继续升高。

日本就业状况依旧良好，4月和5月日本的失业率为2.7%。仍维持在正常区间，较1月和2月的2.4%和2.5%有所上升，但较3月份的2.8%则出现了下降。

图表 14 制造业 PMI 反弹，服务业 PMI 延续温热



数据来源：Wind，日本厚生劳动省，世界经济预测与政策模拟实验室。

消费疲软，外部投资需求不足。

2023 年，日本消费呈现出明显疲软。第一季度消费总额同比下降 0.2%。第二季度 4 月份，“日本二人以上家庭消费总额实际同比”为-4.4%。跌幅十分明显。这也表明日本国内的最终消费需求明显疲软。从环比角度看，日本“二人以上家庭消费总额实际同比”经季节调整后的环比增速为-1.3%，这是连续第三个月环比下跌。

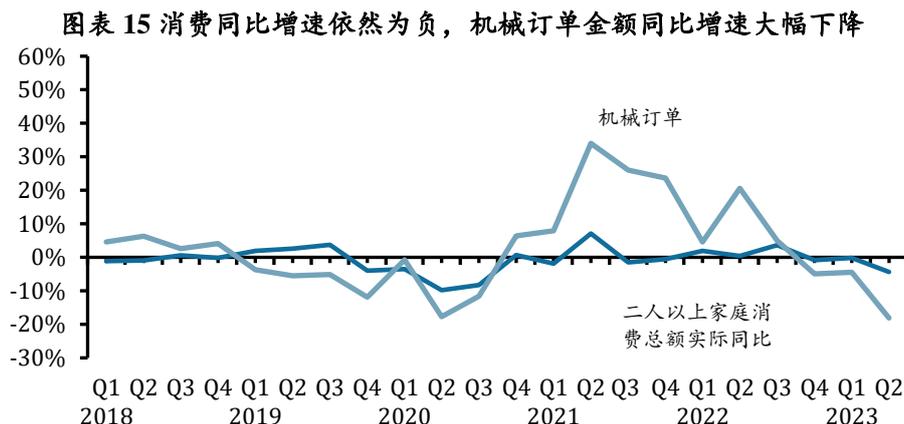
日本消费疲软的原因之一，是与实际收入的下降有关。根据日本统计局的数据，“劳动者家庭”的月实际收入在 2023 年呈现出明显下降。1 月到 4 月，实际同比增速分别为-1.7%、-0.8%、-4.5%和-1.4%。其中，4 月份的名义增速同比值为 2.6%，但由于通胀原因，实际增速为-1.4%。收入的名义增速不及通胀率，实际收入下滑，是制约日本消费的重要原因。

从细项角度看，跌幅较大的大分类包括“教育”、“居住”和“其他消费支出”。4 月份的名义同比增速分别为-18.5%、-11.7%和-7.9%；实际增速则为-19.5%、-15.3%和-11.5%。去年较为引人注目的“光热水道”项的变动则其余稳定，名义同比和实际同比值分别为-2.3%和 1.6%。“教育”中的三项：“补习教育”、“教科书·学习参考教材”和“上课费”均有大幅下跌，支出同比跌幅分别为 28.9%、22.6%和 17.6%。“居住”项目中，“设备修缮”和“房租”同比增速为-22.5%

和-6.0%。在“中分类”视角下，支出增长贡献较大的依然是餐饮出行类消费。“教养娱乐”贡献了 0.66 个百分点，其中的“国外打包游”和“国内打包游”同比增速对消费的实际增速分别贡献了 0.24 和 0.13 个百分点。“餐饮”贡献了 0.48 个百分点，其中“饮酒费”和“烤肉”分别贡献了 0.21 和 0.04 个百分点。对消费下降贡献较大的项目除了因受基期因素影响较大的“通信费”之外，“补习教育”和“教养娱乐用品”分别贡献了-0.27 和-0.23 个百分点。“补习教育”中的“高中补习教育·预备学校”费用拉低了 0.19 个百分点。“教养娱乐用品”中的“鲜花”和“宠物医院费”则拉低了 0.05 和 0.04 个百分点。

机械订单方面。2023 年 4 月实际增速依然为负值，为-18.1%。相较于第一季度的-4.5%，有明显的下降。具体而言，私人部门需求同比增速为-9.5%，其中制造业机械订单同比增速为-15.7%，非制造业机械订单金额同比增速为 4.1%。制造业和非制造业同比增速的两重天，也反映出当前日本国内制造业较服务业相对较冷的现实。官方部门的机械订单同比增长 2.8%。

需要注意的是，日本机械订单的“外需”部分下跌更加明显。2023 年第一季度，外部需求同比下跌 13.7%，从一个侧面反映出东亚地区乃至全球制造业的低迷。进入到 4 月，同比增速更是下跌到-31.1%，表明进入第二季度至少是第二季度开局，外部需求尤其是制造业的投资需求依然不理想。



数据来源：日本内阁府，日本统计局，世界经济预测与政策模拟实验室。

注：二人以上家庭商品销售额同比实际增速为2023年4月份数据，机械订单总额同比为2023年4月数据。

商品贸易继续逆差，但同比状况有所好转。

日本对外贸易逆差问题依然存在，但较去年同期有所好转。4月和5月，日本出口金额 82890 亿日元和 72926 亿日元，进口金额为 87253 亿日元和 86651 亿日元，同比增速分别为 0.57%和 2.64%。4月和5月，进口金额同比增速为-2.3%和-9.9%。日本对外商品贸易依然维持逆差，4月和5月，逆差金额分别为 4364 亿日元和 13725 亿日元。虽然仍处于逆差状态，但是同比跌幅有所缩小。4月和5月，日本对外贸易逆差相当于 2022 年同期的 51%和 58%。

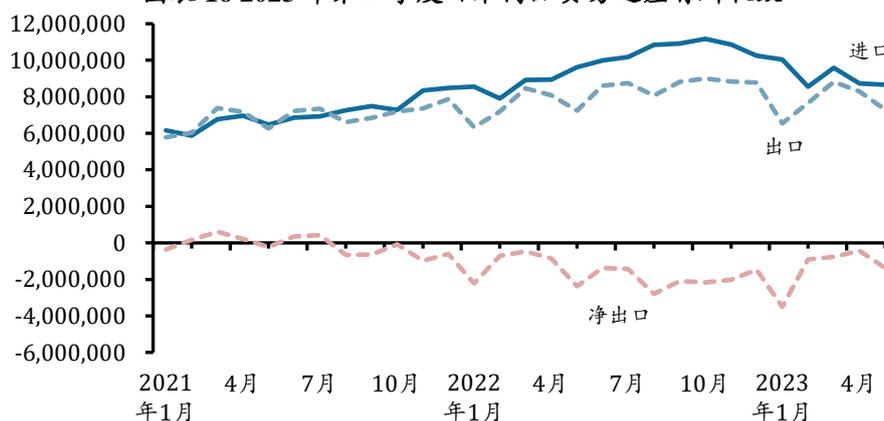
4月和5月，日本的出口金额均同比上升。以5月份数据为例，以出口的目的地看，日本对美国的进出口金额同比增速均为正（日元计价）。出口和进口金额分别同比增加 10.5%和 9.4%，进口同比增加 1.0%和 1.5%。对中国出口则出现明显的同比下滑。4月和5月的同比增速分别为-2.9%和-3.4%；从中国进口商品同比增速为 14.8%和-5.9%。

分产品看，出口金额增加最多的商品为“汽车”、“建设用、矿山用机器”和“科学光学仪器”，同比增速分别为 66.3%、11.7%和 8.3%，对出口增速的贡献分别为 6.4 个百分点、0.2 个百分点和 0.2 个百分点。出口金额减少最多的商品为“矿物性燃料”、“半导体等制造装置”和“半导体等电子零部件”，金额同比增速分别为：-47.6%、-20.2%和-12.1%，对出口增速的贡献分别为-1.3、-0.8 和-0.7 个百分

点。进口品中，金额减少明显的是“原粗油”、“煤炭”和“液化天然气”。金额同比增速分别为-21.7%、32.1%和 31.6%；对进口增速的贡献分别为-2.4 个百分点、-2.1 个百分点和 2.0 个百分点。

总体而言，日本进口中去年受到能源价格影响的因素已经逐步消除。

图表 16 2023 年第二季度日本商品贸易逆差有所收敛



数据来源：日本财务省，世界经济预测与政策模拟实验室

日银新总裁就任，
货币政策维持不变。

二、货币政策依然维持原状

4月9日，植田和男正式就任日本银行总裁，任期5年。植田和男就任之后，并没有对此前的货币政策进行调整。但4月27-28日和6月15-16日的日本银行金融政策会议上，则透露出一些不寻常的信息。

在4月份的会议上，日本银行表示，1990年代后半期开始，日本经济陷入了通货紧缩。实现价格的稳定，是一直以来的一个重要课题。并且，日本银行实施了各种货币宽松的措施。这些措施具有相互关联的关系，影响了日本经济、物价和金融市场等很多领域。日本银行决定在未来一年到一年半的时间里，对货币政策的实施进行评估。

在6月份的会议上，日本央行表示，日本银行为达到价格稳定目标，将继续采用QQE和收益率曲线控制，只要有必要以稳定的方式维持该目标，日银将继续扩大货币基础，直到CPI（所有项目减去新鲜食品）的同比变化率稳定地超过2%。本行将继续努力维持企业的财

务状况和金融市场的稳定，如有需要，将毫不犹豫地采取额外的货币宽松措施。

总体而言，日本银行的表态都较比较偏“鸽”，这也是第二季度日元贬值的重要诱因。

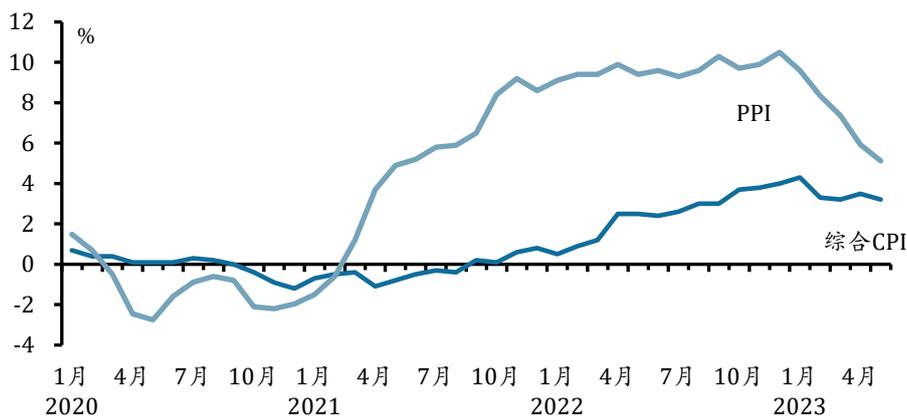
通胀明显回落。

2023 年第二季度，日本通胀水平呈现明显回落。4 月和 5 月，日本 CPI 同比增速分别为 3.5% 和 3.2%，明显低于 1 月份时 4.3% 的峰值。虽然 5 月份 CPI 同比增速较波峰有明显下降，但需要注意的是，2 月份和 3 月份通胀的同比增速就已经分别达到 3.3% 和 3.2%。在能源价格同比增速大幅转负的背景下，日本的通胀率则呈现出一定的顽固性。日本的核心 CPI（扣除食品项后的 CPI，也是日本央行关注的指标。扣除食品和能源的 CPI 为核心 CPI）在 5 月份为 3.2%，虽然较 2023 年 1 月的 3.8% 峰值明显下降，但却低于 2023 年 2 月的 3.1%。目前尚不能判断日本银行对 3% 通胀的水平接受度如何，以及日本通胀在数月内是否能回落到 2% 左右的区间。从环比角度看，扣除了食品和能源的核心 CPI 环比增速为 0.3%。

5 月的具体数据中，“光热·水道”价格的同比增速最低，达到了 -8.3%，4 月份则为 -3.8%。“食品”价格的同比增速则有增无减，达到 8.6%。其余非能源·食品项目的价格同比增速呈现出明显的“韧性”。5 月份“居住”价格同比上涨 1.2%，与 4 月份持平。5 月份“家具·家居用品”价格同比增长 9.6%，4 月则为 10.0%。5 月“衣服鞋帽”价格同比上涨 3.9%，4 月份为 3.8%。总之，诸多分项 5 月份的同比增速甚至高于 4 月份。可见，除能源和食品项之外，日本的其他项目的价格增速依然处在一个较为微妙的区间。

与此同时，日本的 PPI 下降则更为明显。4 月和 5 月，日本 PPI 同比增速分别为 5.92% 和 5.12%，呈现出明显下跌。预计 6 月份，日本的 PPI 同比增速会依然下跌。但需要注意的是，6 月份之后，随着能源价格的基期水平不断下移，PPI 同比增速下行的动力将会被部分削弱。

图表 17 CPI 和 PPI 同比增速下降明显



股市显著上涨，日元贬值幅度较大。

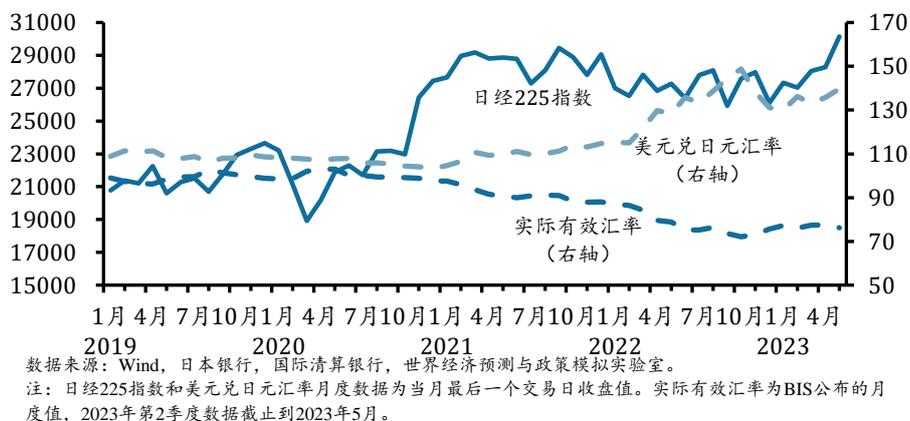
三、股市明显上涨，日元明显下跌

第二季度，东京日经 225 指数上涨明显。开于 28041.48 点，收于 6 月 30 日的 33189.04 点，季度涨幅为 18.36%。日本股市的上涨，一是与全球股票市场普涨有关，二是与日本央行偏“鸽”表态有关。

日元汇率第二季度显著下跌。3 月 31 日，美元对日元汇率为 132.8755，6 月 30 日收于 144.307。季度跌幅达到 8.6%。日元的下跌，一方面与日本央行偏“鸽”表态有关，一方面也与美国国债收益率上行有关。

实际有效汇率方面，日元实际有效汇率继续下跌，但有企稳态势。4 月和 5 月分别为 77.51 和 76.20。

图表 18 股市显著上涨，日元对美元汇率大幅贬值

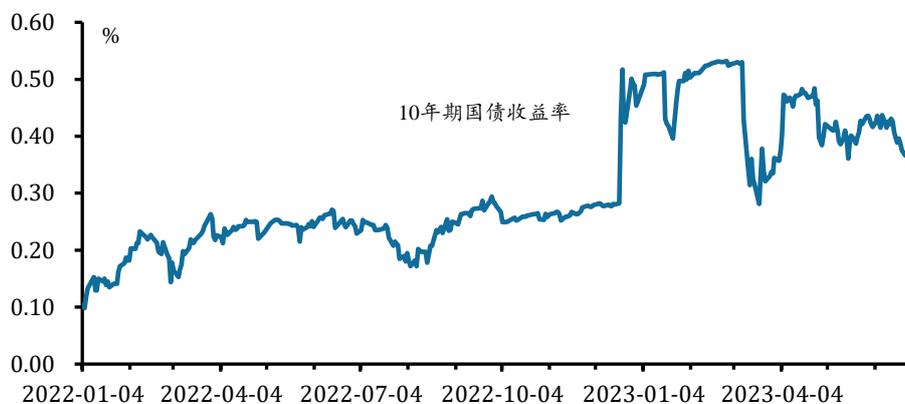


日本 10 年期国债收益率在 0.5% 以

新任日本银行总裁并未对既有的货币政策进行调整，并且还释放出偏“鸽”的信息。日本 10 年期国债收益率整体上保持在稳定区间。

内区间正常波动。 预计美债收益率不大幅上扬的前提下，日本 10 年期国债收益率依然可以稳定在 0.5% 以内的区间。

图表 19 10 年期国债利率回落到相对“安全”的位置



数据来源：日本财务省，日本银行，世界经济预测与政策模拟实验室。

四、综合评述与展望

日本经济在第二季度进入相对温和的回复期。虽然国内的制造业有所回温，服务业依旧保持良好的状态，但是国内的消费需求和国外的投资需求的萎靡，依旧是日本经济的压力所在。

第二季度，日本通胀问题得到部分缓解，不过后续通胀增速回落的速度依然值得关注。日本银行新总裁上任之后，并未对既有的货币政策进行调整。预计未来日本 10 年期国债收益率的走势将更主要取决于外部环境——如美国 10 年期国债收益率。

东盟韩国：东盟产业周期轮动显著，韩国经济面临结构性下行压力

2023 年第 2 季度，东盟整体制造业 PMI 在荣枯线之上，但各国差别较大，反映产业轮动特征，韩国持续在荣枯线之下。从月度 PMI 数据来看，东盟整体仍处于荣枯线以上，4 月为近期高点达 52.7，5 月和 6 月 PMI 分别为 51.1 和 51。4 月的高点主要由印尼、泰国和菲律宾贡献，其他三国的 PMI 则在荣枯线以下。PMI 分化反映东盟产业周期轮动效应显著，区内不同产业周期不同，带来各区内国家周期的差异，但不论哪个国家出现周期性上行，中国的贸易投资都在其中扮演重要角色，这一特征值得进一步关注。区内通胀在第 2 季度见顶回落，区内货币本季对美元总体贬值，但幅度不一。本报告还对韩国的房地产市场进行分析，尽管短期内金融稳定的风险有所回落，韩国金融风险仍处于较高的水平，带来经济增长的结构性压力上升，区内产业竞争加剧，外贸部门的不振也将对韩国的增长产生持续影响。

一、东盟产业周期轮动效应显著，韩国仍面临景气下行压力

2023 年第 2 季度，东盟整体制造业 PMI 在荣枯线之上，但各国差别较大，反映产业轮动特征，韩国持续在荣枯线之下。

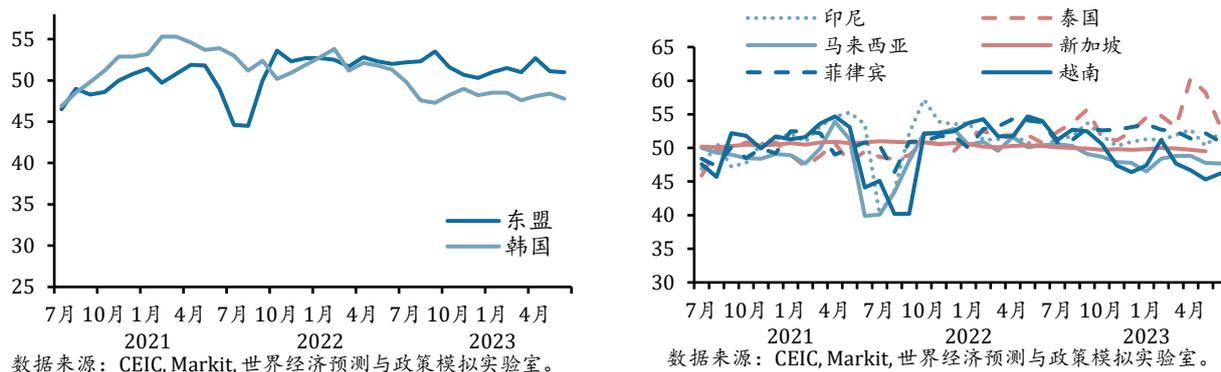
2023 年第 2 季度，东盟整体制造业 PMI 在荣枯线之上，但各国差别较大，反映产业轮动特征，韩国持续在荣枯线之下。从月度 PMI 数据来看，东盟整体仍处于荣枯线以上，4 月为近期高点达 52.7，5 月和 6 月 PMI 分别为 51.1 和 51。4 月的高点主要由印尼、泰国和菲律宾贡献，其他三国的 PMI 则在荣枯线以下。泰国 4 月 PMI 高涨，达到 60.4，产出和新订单指数均创下新高，5 月和 6 月分别为 58.2 和 53.2。泰国 PMI 自 2022 年 1 月以来持续保持在荣枯线之上。今年第 2 季度泰国的制造业 PMI 强劲部分与汽车行业的上行相关，泰国是东南亚地区最大的汽车制造国，其年产整车能力达到近 200 万辆，占东南亚市场的约一半，汽车产业链完善，劳动力资源丰富。在这个过程中，尤其是在近期，中企在泰国的布局，以及中国汽车在区域内存在感的上升，特别是新能源汽车的发展，也对泰国汽车制造业起到助推作用。区内以内需为主的印尼和菲律宾第 2 季度的 PMI 保持在荣枯线以上，但是菲律宾 6 月的 PMI 下降至 50.9。区内的两个前沿经济体越南和韩国的 PMI 则在荣枯线之下，季均值分别为 46.1 和 48.1，其中越南的 PMI 较上季度进一步下降 2 个点。新加坡和马来西亚的 PMI 也延续上

个季度情形，继续在荣枯线之下，平均为 49.6 和 48.1。这反映出外部需求的不景气对区内的影响，其中对越南的下行压力总体反应为以劳动力密集型产品需求不足带来的冲击，而对马来西亚、韩国以及新加坡来说，ICT 产业的低迷以及因价值链冲击带来的调整影响则更为显著。

关注区内国家的 产业轮动特征。

关注区内国家的产业轮动特征。在过去，本区域就存在着经济周期不同步的特征，我们过去的季报分析中将韩国、越南、新加坡作为区内较为前沿的经济体，随后是居于中间的泰国、新加坡，最后是内需为主的印尼和菲律宾，其受到外部冲击的先后带来周期性的差异。近段时间，由于产业链转移调整等因素，在上述周期的基础上产业轮动的周期更加凸显，特别是对于外向型工业而言。产业轮动大体涉及三个产业，分别是劳动密集型产业（主要对应越南）、ICT 产业（主要对应新加坡、韩国、马来西亚）、汽车产业（主要对应泰国）。在不同时期，产业轮动不同，带来各国间 PMI 水平的差异。今年以来泰国制造业的向好与汽车行业的周期性繁荣相关。值得关注的是，中国与东盟产业轮动有密切的相关性，我国车企出海泰国、与泰国之间汽车产业链贸易的加强与本轮对应泰国的汽车产业发展紧密相关。而近期 ICT 产业的调整，也与我和区内国家的经贸关系——特别是韩国相关。过去几年，中美贸易摩擦之下，中越关系也体现出劳动密集型产业的发展特征。由此可见，区内不同产业周期不同，带来各区内国家周期的差异，但不论哪个国家出现周期性上行，中国的贸易投资都在其中扮演重要角色，这一特征值得进一步关注。

图表 20 东盟六国与韩国第 2 季度制造业 PMI

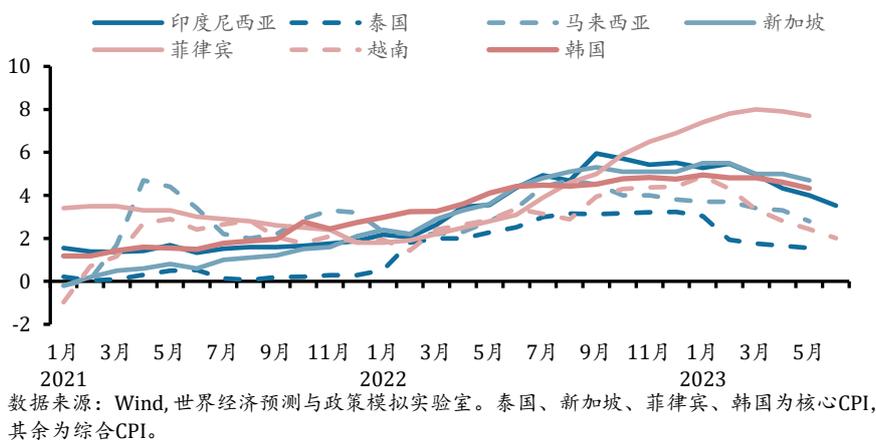


区内通胀在本季度见顶回落。

二、区内通货膨胀见顶回落，货币贬值

区内通胀在本季度见顶回落。区内各国的通胀水平在第 2 季度基本都见顶回落，当然，相较历史，通货膨胀中枢仍处在较高水平。在区内新兴经济体中，菲律宾的通胀水平最高，但是其通胀在 3 月达到 8% 的峰值之后在第 2 季度下降，5 月的最新读数为 7.7%。本轮通胀水平较高的另两个经济体是区内的发达经济体新加坡和韩国，目前通胀水平也有所下降，5 月的读数分别为 4.7% 和 4.3%。目前，两国央行已经不再继续收紧货币政策，市场对韩国甚至开始逐步形成降息预期。其他区内主要经济体的通胀也有不同程度的下降，印尼的通胀已经从年初的超过 5% 下降至 6 月的 3.5%，其他几个经济体的通胀大约在 1-3% 之间。

图表 21 区内通货膨胀见顶回落



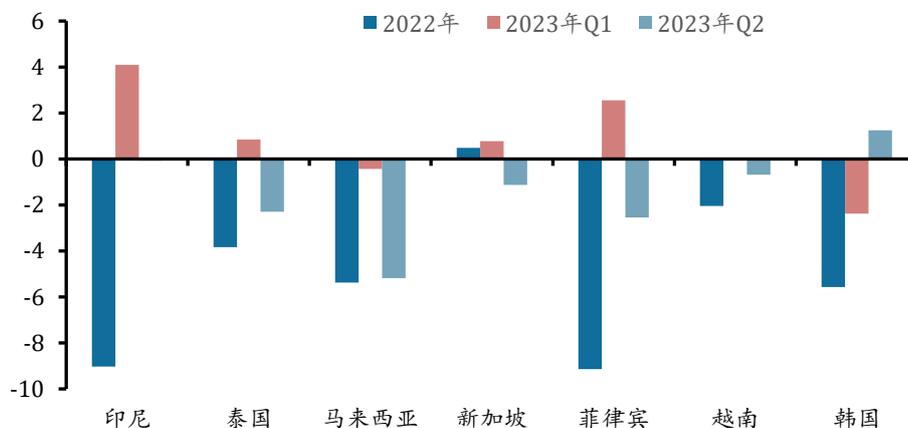
区内货币本季对美元总体贬值，

区内货币本季对美元总体贬值，但幅度不一。区内贬值幅度较大的货币是马来西亚、泰国和菲律宾，其中马来西亚的贬值幅度达到

但幅度不一。

5.2%，印尼和越南货币总体保持稳定，新加坡元小幅贬值。韩元结束了上季度的贬值态势，出现小幅升值。

图表 22 区内货币总体贬值



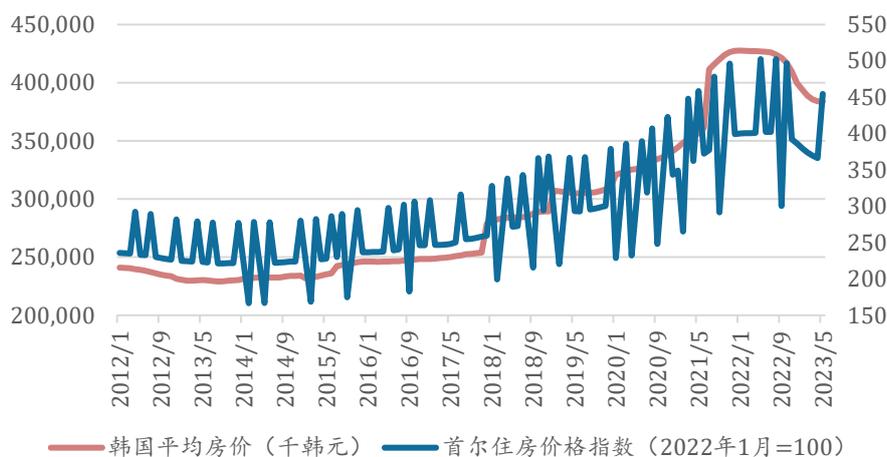
数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

三、关注韩国经济面临的结构性压力

韩国金融稳定问题受到关注。

韩国金融稳定问题受到关注。如前所述，韩国经济景气程度在近期处于较低水平，和经济放缓相伴生的，韩国的金融稳定问题也受到关注。韩国的金融稳定问题在疫情之前就被提出，主要是国内房地产市场的繁荣和私人部门杠杆率的上升。这一情形在危机之后进一步凸显。受到疫情宽松政策的影响，房地产市场的繁荣和私人部门加杠杆的态势变得非常显著，韩国在新冠疫情以来经历了一轮房地产价格的大幅度上升，房价上升曲线非常陡峭，在过去并未出现过这一情况（见下图）。房价的拐点大约出现在 2022 年初，同房价的上行态势一样，房价的下行态势同样十分剧烈。与之相对应的，韩国私人部门的杠杆率也快速上行，根据 BIS 的统计数据，韩国居民部门信贷占 GDP 的比重从 2017 年的 89.4% 上升至 2022 年第 4 季度的 105%。

图表 23 韩国房价走势



供需两方共同助推韩国房价上升。

供需两方共同助推韩国房价上升。韩国本轮房价上升受供需两方面因素的影响，从供给端来看，在疫情之前，韩国房地产市场的调控力度就较强，住房供给的前瞻性指标显示韩国房产供给将在 2020 年回调，疫情期间住宅完工迅速下降进一步助推了供给收缩。从需求端来看，疫情之后韩国宽松的货币和财政环境，带来流动性充裕，抵押贷款发放迅速上升。从疫情之后的情况来看，韩国住房供需的缺口迅速上升，带来房价的迅速上涨。除了供需缺口之外，韩国住房的金融属性相对而言也更加明显¹，在韩国居民部门的资产结构中，以房地产为代表的非金融资产占比超过六成，而在美国和日本则是金融资产的占比超过六成（基于 2015、16 年数据）；从国内主要投资标的的回报率来看，在韩国投资住宅和公寓的回报率比股票和存款高出十余个百分点（基于 2007-2016 年数据）。

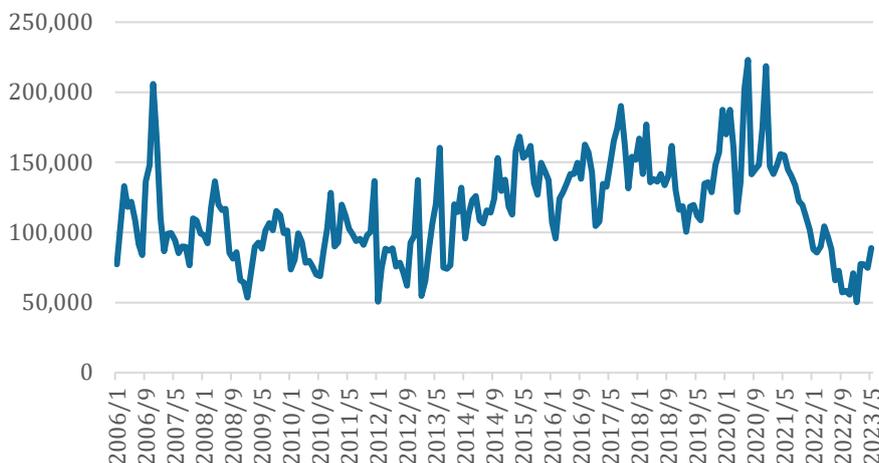
但调整后的韩国房地产市场基本企稳。经过两年的“风暴式”调整，目前看来韩国房地产市场呈现企稳态势。一是房价基本止跌，特别是首尔区域的房价也已止跌，而首尔区域的房价基本主导韩国房价

¹ 相关数据来自：Shin, H.S., Yi, H.C. (2019). The Korean Housing Market: Its Characteristics and Policy Responses. In: Nijssens, R., Lohuis, M., Hilbers, P., Heeringa, W. (eds) Hot Property. Springer, Cham. https://doi.org/10.1007/978-3-030-11674-3_16

调整后的韩国房地产市场基本企稳。

走势（见上图）。二是交易量开始回升。交易量在 2023 年 1 月开始触底回升（见下图），虽然目前仍然处于低位水平，但是相较于此前连续下跌的态势已经初现企稳。

图表 24 韩国住宅交易量企稳

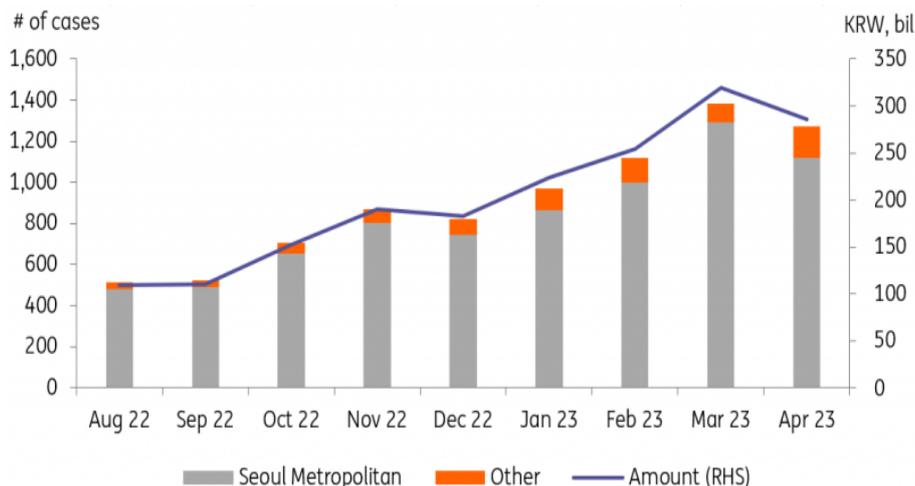


广受关注的“全租制”仍是局部风险。

广受关注的“全租制”仍是局部风险。此前对于韩国金融系统性风险的一大担忧是韩国的一种特殊租房体制——“全租制”（Jeonse），全租制下房客向房东支付一大笔资金（通常是房产价格的70%左右），这样就可以免费租用两年的房子，在两年之后，房东再把这笔资金还给房客，房客不必再额外支付租金。在实际运行中，房东往往再将这笔资金进一步投资购入房产，再用同样的方式出租出去，显然这一方式有助于推升房地产市场的杠杆。这一体制在韩国存在已久，在平常时期问题较小，但是在房价快速下跌期间，全租制的资金随之下降，且租房意愿也下降了，这是房东就面临需要自己填补资金缺口的问题，甚至出现违约。由此，“全租制”具有一定庞氏骗局的特征，进而引发了广泛的关注。不过，韩国对于“全租制”的统计情况表明，目前的全租制违约仍然仅限于较小范围，并没有产生系统性影响。韩国把出现无法偿还本金的事件定义为全租制骗局（Jeonse fraud），从下图的月度统计数据来看，全租制骗局在 2022 年下半年以来出现了上升，其违约主要集中于首尔地区，最高时（2023 年 3 月）

有大约 1400 项违约事件，涉及的总金额大约 3200 亿韩元。随着房价和房地产交易的企稳回升，全租制骗局的数量和规模也有所下降。因此，总体来看，全租制所带来的风险是可控的。

图表 25 全租制骗局交易量和金额



韩国金融风险仍处于较高的水平，带来经济增长的结构性压力上升。一是，韩国的房地产市场目前仅仅是在底部止跌，后续的复苏可能仍将疲软，尤其是非首尔地区的房地产市场仍将疲软，首尔地区目前仍是以抄底为主，实质需求较弱。二是，这一轮房地产繁荣-收缩周期之下，韩国私人部门的债务成为一个较大问题。韩国居民部门的信贷占 GDP 的比重显著超过发达国家 74% 的平均水平。私人部门去杠杆的压力仍然较大，这也会带来经济需求的下行。

出口部门的疲软也对经济增长产生结构性的影响。出口是韩国经济的主要引擎，出口已经连续第八个月同比下降，贸易差额也出现了较长时期的逆差情况，这在之前没有出现过。外汇储备也出现了一定的下降。这对于韩国经济和国内消费都有直接和间接的不利影响。外需的这种转变可能是结构性的，过去二十年中，中韩之间的经贸格局和中国顺差格局不同，中国对韩国一直处于逆差国地位，然而，这一趋势在 2022 年底逆转，韩国连续八个月录得双边商品贸易逆差。这一新现象部分可归因于中国进口的复苏较缓，但更重要的因素可能是中

国在产业链重塑进程中，中国替代进口品的能力上升。这一能力有主动而为之，也有被动的选择。中韩之间的价值链网络，是以电子行业这一中间品较多的行业为核心形成的，因而更容易受到这种替代的影响。此外，中韩之间在第三方市场竞争格局的增强，也使韩国在同类商品出口市场上承压。

金砖国家：经济增长分化，通胀压力缓解

一季度，金砖四国经济增长出现明显分化，印度经济延续稳健增长，巴西经济缓慢复苏，南非经济受电力危机影响处于衰退边缘，俄罗斯经济继续收缩。对外贸易方面，俄罗斯出口仍在下滑，印度货物进出口均出现下滑，巴西、南非贸易保持增长。中国与金砖国家贸易保持快速增长，占中国对外贸易总额比重创历史新高。通胀方面，金砖国家通胀压力总体显著缓解，俄罗斯通胀大幅下降，印度与巴西通胀也显著下降，南非通胀下降缓慢。货币政策与金融市场方面，南非央行继续加息，俄罗斯、印度与巴西央行均停止加息，货币环境边际放松。金砖四国资本市场总体稳定，卢布与南非兰特显著贬值。

一、金砖国家经济形势

俄罗斯经济继续收缩，出口继续下滑，经济挑战仍大。

俄罗斯经济继续收缩，经济挑战仍大。2023 年 1 季度，俄罗斯经济增速为-1.8%，已连续四个季度负增长。2023 年 3、4、5 月，俄罗斯综合 PMI 分别为 56.8、55.1 和 54.4。制造业 PMI 分别为 53.2、52.6 和 53.5，服务业 PMI 分别为 58.1、55.9 和 54.3，显示服务业景气度显著提升，但 PMI 数据仍需谨慎看待。2023 年 3、4、5 月失业率分别为 3.45%、3.3%、3.2%，继续下降，这可能反映了乌克兰危机以来的人才外流与征兵造成的劳动力短缺。2023 年 1-5 月，俄罗斯出口大幅下滑，贸易顺差与经常账户顺差大幅下降。俄罗斯原油出口大增，但出口收入却大幅下降。根据国际能源署的数据，俄罗斯 4 月份平均每天出口 830 万桶石油，比 3 月份增加了 5 万桶/日。欧盟从俄罗斯进口的石油从 2022 年 5 月的每天 300 万桶以上降至 2023 年 2 月以来的每天 50 万桶，印度从俄罗斯进口的石油则从 2022 年 5 月的每天 100 万桶大幅上升至每天 200 万桶以上。俄罗斯央行的 3000 亿欧元储备被冻结在欧盟、其他七国集团国家和澳大利亚。俄罗斯银行系统 70% 的资产受到制裁，超过 1500 名受制裁个人和实体的约 200 亿欧元资产已被冻结。

俄罗斯通胀大幅下降，汇率继续贬值，财政压力增大。2023 年 3、4、5 月，俄罗斯 CPI 同比增速分别为 3.51%、2.31% 和 2.51%，大

俄罗斯通胀大幅下降，汇率继续贬值、财政压力继续增大。

幅下降，这很大程度上来源于 2022 年同期的非正常高基数因素。俄罗斯央行没有进一步调整利率，继续维持 2022 年 9 月以来 7.5% 的关键利率。卢布汇率继续贬值，俄罗斯股票市场基本稳定。2023 年 4-6 月，美元兑卢布汇率从 3 月底的 77.09 卢布/美元进一步贬值至 6 月 30 日的 87.03 卢布/美元，贬值幅度达 13%，已显著低于乌克兰危机前水平，显示出卢布汇率较大的贬值压力。2023 年 4-6 月，俄罗斯股票市场小幅波动，基本稳定。俄罗斯财政收支状况进一步恶化。根据俄罗斯财政部数据，2023 年 1-5 月，俄罗斯财政收入累计同比增速为-18%，财政支出累计同比增速为 26.5%，财政赤字达到 3.4 万亿卢布，较 1 季度进一步扩大。2023 年以来，俄罗斯财政国内融资显著增大，外部融资显著下降。财政收入的大幅下降主要源于油气收入下降，油气收入累计同比下降 50%，非油气收入增长 9%。总体来看，俄罗斯财政收入增速大幅负增长，财政支出增速居高不下，且仍在缓慢上升。如果这一状态持续下去，俄罗斯财政状况还将进一步恶化。

巴西经济继续缓慢复苏，但动能仍然较弱。

巴西经济继续缓慢复苏，但动能仍弱。2023 年 1 季度，巴西实际 GDP 同比增速为 4%，环比增长 2%，较 1 季度显著提升。其中私人消费、固定资产投资同比增速分别为 3.4% 和 1.0%，净出口同比显著扩大。2023 年 4、5、6 月，巴西制造业 PMI 分别为 44.3、47.1 和 46.6，较 1 季度有所下降，仍处于收缩区间。服务业 PMI 分别为 50.0、54.1 和 53.3，有所提升。根据巴西国家地理与统计局的调查数据，2023 年 1 季度巴西失业率为 8.8%，较上季度继续攀升。2023 年 3、4、5 月，巴西失业率分别为 8.8%、8.5%、8.3%，仅有微小下降，处于较高水平，表明巴西劳动力市场恢复较为缓慢。以美元计价，2023 年 3、4、5 月，巴西出口同比增速分别为 11.6%、-6.4% 和 11.4%，仍保持增长，进口增速分别为 1.2%、-7.6% 和 -12.1%，增速显著下降。世界银行、IMF 对巴西 2023 年经济增速的预测分别为 1.2% 和 0.92%。

巴西通胀显著下降，金融市场总体稳定。2023 年 3、4、5 月，巴西 CPI 同比增速分别为 4.7%、4.2% 和 4.0%，显著下降。分项目来看，食品饮料、燃料与能源、交通是通胀下降的主要带动因素，服饰、健

巴西通胀显著下降，金融市场总体稳定。

康保健与教育价格增长仍然较快，住房价格有所反弹。总体来看，在央行高利率环境下，巴西通胀将波动下降。巴西央行没有进一步加息，继续将隔夜利率维持在 13.75% 的高位不变。2023 年 4-6 月，美元兑雷亚尔汇率先小幅升值后贬值，总体保持稳定。2023 年以来巴西股市显著上涨，BOVESPA 股票指数从 2023 年 3 月底的 101882.20 点升至 6 月 30 日的 118087.00 点，上涨 16%。

印度经济继续稳步增长，投资较强、消费、货物贸易较弱。

印度经济继续稳步增长。2023 年 1 季度，印度实际 GDP 同比增速为 6.1%，三年平均增速分别为 4.5%，均高于 2022 年 3 季度。其中私人消费同比增速为 2.8%，固定资产投资同比增速为 8.9%。可见，当前印度经济呈现出投资较强、消费较弱的特征。2023 年 4、5 月印度失业率分别为 8.1% 和 7.7%，较 1 季度有所上升。这表明，印度劳动力市场仍在恢复之中，就业改善尚不稳定。2023 年 4、5 月，印度制造业 PMI 分别为 57.2、58.7，服务业 PMI 分别为 62.0、61.2，综合 PMI 分别为 61.6、61.6，均较 1 季度明显提升，显示印度经济景气度较高。总体来看，印度经济仍在稳步增长。

印度货物贸易增速显著下滑，服务贸易保持增长，但增速放缓。以美元计价，2023 年 3、4、5 月印度货物出口同比增长分别为 -6.0%、-12.5% 与 -10.3%，进口同比增长分别为 -4.9%、-14.1% 和 -6.6%，进出口同比增速大幅下滑。虽然部分反映了 2022 年同期的高基数因素，也表明印度对外贸易增长显著放缓。与此同时，服务贸易却保持强劲增长。根据印度央行的估计，印度 3、4、5 月服务业出口分别为 277.5 亿美元、303.6 亿美元和 253.0 亿美元，同比增长分别为 3.0%、26.2% 和 0.7%；服务业进口 140.7 亿美元、165.0 亿美元和 135.3 亿美元，同比增长分别为 -8.3%、17.4% 和 -11.0%。可以看出，印度货物贸易增速大幅下滑，而服务贸易保持增长，但增速也有所放缓。世界银行、IMF 对印度 2023 年经济增速的最新预测分别为 6.30% 和 5.89%。

印度通胀显著缓解，央行停止加息。2023 年 3、4、5 月，印度 CPI 同比增长分别为 5.7%、4.7% 和 4.3%，较此前显著下降，再次进入印度央行设定的 2%-6% 的通胀区间。从 CPI 具体项目来看，CPI 同比

印度通胀显著缓解，央行停止加息，汇率保持稳定，股市再创新高。

增速的下降主要来源于食品、燃料与电力、交通与通信、服装鞋类等项目增速的显著下降，住房价格同比仍略有上升，尚未见顶，健康、教育、个人护理等没有明显下降。二季度印度央行停止加息，维持 2 月以来政策回购利率 6.5% 的水平。2023 年以来，印度卢比汇率保持稳定，美元兑卢比汇率基本在 81-83 卢比/美元范围内小幅波动。2023 年 4-6 月，印度股市上涨，孟买敏感指数从 3 月末的 58991.52 点升至 64718.56 点，上涨 10%，再创历史新高。

受电力危机影响，南非经济面临衰退风险。

南非经济面临浅衰退风险。2023 年 1 季度，南非实际 GDP 同比增长 0.18%，三年平均增速分别为 0.1%，接近零增长。其中私人消费同比增长为 1.1%。投资同比增长分别为 6.7%，投资继续恢复，但仍未达到疫情前同期水平。贸易逆差同比大幅扩大，成为 GDP 增速的最大拖累。2023 年 3、4、5 月，南非制造业 PMI 分别为 49、45.8 和 49.7，与 1-2 月基本持平，但仍处于收缩区间，显示南非经济景气度不足。2023 年 3-5 月，南非出口小幅增长，进口继续保持较快增长。以南非兰特计，2023 年 3、4、5 月南非出口金额分别同比增长 4.2%、7.5% 和 2.1%，进口金额同比增长 31.0%、17.6% 和 15.2%，结束了 1 季度的贸易逆差状态。值得一提的是，由于国有公用事业公司 Eskom 的燃煤发电站出现故障，南非面临有史以来最严重的电力危机，每天轮流停电经常长达 10 小时，这严重影响了南非经济。由于发电故障难以短期解决，新能源在短期内难以发挥决定性作用，电力危机的影响可能持续较长时间。

南非通胀略有回落，但压力仍大，央行继续加息，金融风险显著增加。

南非央行继续加息，金融风险显著上升。2022 年 4 季度，南非失业率为 32.9%，较上季度上升 0.2 个百分点，失业率居高不下。劳动参与率上升 0.9 个百分点至 59.4%。2023 年 3、4、5 月，CPI 同比增速分别为 7.3%、7.1% 和 6.6%，有所回落，但速度缓慢，且仍高于央行设定的 3-6% 的通胀目标区间。分项来看，食品饮料同比增速仍高达 12%，交通与工业制成品价格显著下降，但同比仍超过 7%。出于对通胀压力、汇率贬值与资本外流的担忧，2023 年 3 月底与 5 月底继续加息两次，均加息 50 个基点，将回购利率升至 8.25% 的高位。至此，本轮紧

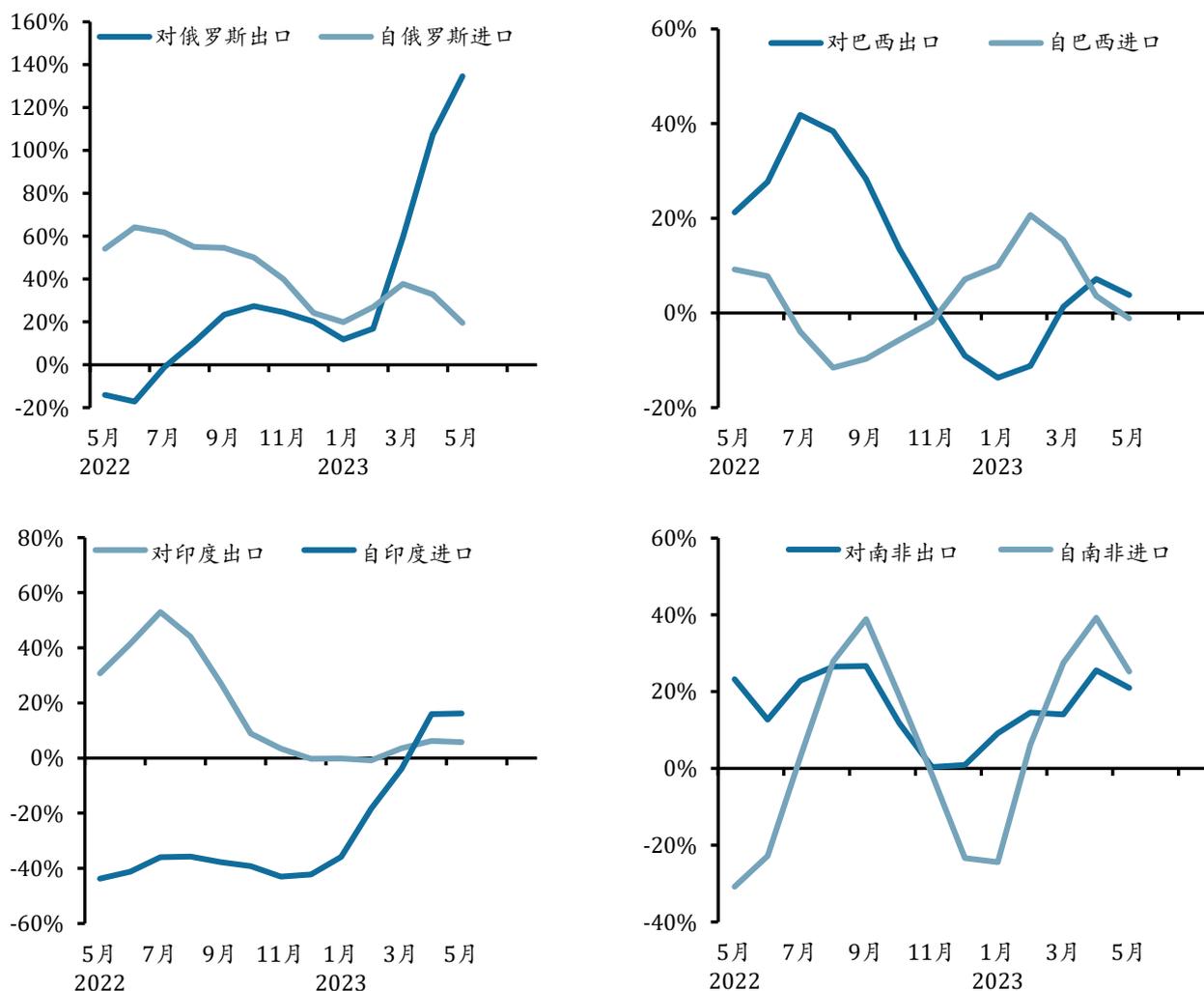
缩周期已累计加息 475 个基点。2023 年 4-6 月，美元兑兰特汇率小幅贬值 6%，从 3 月底的 17.81 兰特/美元贬值至 18.92 兰特/美元。当前，南非宏观经济政策面临明显的困境。电力危机阻碍了经济复苏，也部分助推了通胀。2 月，南非还被反洗钱金融行动特别工作组（FATF）列入“灰色名单”，迫使其实施防止洗钱和恐怖主义融资的标准。同时，南非还被指控向俄罗斯提供武器可能面临美国制裁。这些因素导致资本外流与汇率贬值，金融风险显著上升。

中国与金砖国家贸易继续保持快速增长态势，占中国对外贸易比重创新高。

二、金砖国家与中国贸易

中国与金砖国家贸易继续保持快速增长态势。2023 年 3、4、5 月，中国与金砖国家贸易总额同比增长分别为 32.8%、15.0% 和 14.6%，保持快速增长。中国与金砖国家贸易总额在中国总贸易中的比例分别为 9.3%、9.6% 和 10.7%，持续增长，占比创历史新高。出口方面，中国对金砖国家出口均保持增长，对俄罗斯、南非出口快速增长。2023 年 3、4、5 月，中国对印度出口同比增速分别为 15.3%、6.1% 和 -4.1%，对巴西出口同比增速分别为 16.0%、10.6% 和 -15.3%，对南非出口同比增速分别为 11.5%、45.8% 和 5.7%，对俄罗斯出口同比增速分别为 136.4%、153.1% 和 114.3%。进口方面，中国自俄罗斯与巴西进口增速有所放缓，自印度和南非进口增速有所提升。2023 年 3、4、5 月，中国自俄罗斯进口同比增速分别为 40.5%、8.1% 和 10.1%，较 2022 年的高速增长态势显著放缓。自巴西进口同比增速分别为 9.8%、-26.0% 和 12.8%，较此前三个月增速显著下降。自印度进口同比增速分别为 12.1%、33.2% 和 3.2%，扭转了 2022 年以来的持续负增长状态。自南非进口同比增速分别为 38.8%、12.5%、24.4%，保持较快增长。

图表 26 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。

图表 27 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, %)		
	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023M3	2023M4	2023M5
俄罗斯	-3.5	-2.7	0.0	3.5	2.3	2.5
巴西	3.6	1.9	4.0	4.7	4.2	3.9
印度	6.2	4.5	6.1	5.7	4.7	4.3
南非	4.1	0.8	0.2	7.3	7.1	6.6

	汇率			制造业 PMI		
	(月收盘价, perUSD)					
	2023M4	2023M5	2023M6	2023M4	2023M5	2023M6
俄罗斯	80.5093	80.6872	87.0341	80.5	80.7	87.0
巴西	5.0001	5.0953	4.8186	5.0	5.1	4.8
印度	81.7829	82.6773	82.0428	81.8	82.7	82.0
南非	18.4303	19.7754	18.9237	18.4	19.8	18.9

出口	(同比增速, %)			进口	(同比增速, %)		
	2023M3	2023M4	2023M5		2023M3	2023M4	2023M5
俄罗斯	-29.3	-36.4	0.0	43.1	30.2	0.0	
巴西	11.6	-6.4	11.4	1.2	-7.6	-12.1	
印度	-6.0	-12.5	-10.3	-4.9	-14.1	-6.6	
南非	4.2	7.5	2.1	31.0	17.6	15.2	

中国出口	(同比增速, %)			中国进口	(同比增速, %)		
	2023M3	2023M4	2023M5		2023M3	2023M4	2023M5
俄罗斯	136.4	153.1	114.3	40.5	8.1	10.1	
巴西	16.0	10.6	-15.3	9.8	-26.0	12.8	
印度	15.3	6.1	-4.1	12.1	33.2	3.2	
南非	11.5	45.8	5.7	38.8	12.5	24.4	

数据来源: Wind, CEIC。

中国：修正的支出法角度来观察内需不振

当前我国经济复苏过程中内需不振，关于内需的讨论较多。但是如何对内需进行比较准确的描述可能还存在问题。尤其是在传统支出法视角下，将 $(X-M)$ 视为外需，将 $(C+I+G)$ 看作内需，这可能低估了外需占比、高估了内需占比。本文对这一口径进行了初步的修正，结果发现 2022 年 2 季度至今年 1 季度，内需增速表现明显弱于疫情之前，不过稍好于 2020 年 1 季度。基于修正方法对内需的观察明显弱于传统方法下对内需的观察。这显示出当前宏观经济政策稳定内需的迫切性。

关于内需的讨论较多，但是何为内需？

2023 年 2 季度以来，国民经济仍处于弱势复苏过程当中，甚至出现了复苏低于预期的情况。2023 年 1 至 5 月，固定资产投资（不含农户）的累计同比增速为 4%，社会消费品零售总额累计同比的两年平均增速为 9.3%（考虑到去年同期的低基数，两年几何平均增速为 3.9%），同期以人民币计值的累计出口增速为 8.1%（以美元计值的累计增速为 0.3%）。由于外部环境变化较大，特别是以美元计值的外部需求快速回落，这时候内需的稳定尤其显得重要。近期关于我国内需的讨论较多，但是何为内需？

一、从传统支出法的角度来看内需

传统支出法角度下的内需。

根据国民经济核算的支出法视角，传统的四部门最终需求公式为：

$$Y = C + I + G + (X - M) \quad (1)$$

其中， Y 代表总需求， C 是消费需求， I 是投资需求， G 是政府支出， X 和 M 分别为商品和服务的出口、进口。之所以要在（1）式中减去 M ，是因为消费、投资、政府支出中均含有进口成分。

传统支出法下的内需其实包括了进口，需要剔除。

因此如果按照（1）式进行分解，消费 C 、投资 I 、政府支出 G ，这三项对本国 GDP 的贡献均可能被高估。我们将 M 拆解为以下四项，分别对应于消费的进口需求 C_m 、投资的进口需求 I_m 、政府支出的进口需求 G_m ，以及为了完成出口需要进口的中间品 X_m 。即，

$$M = C_m + I_m + G_m + X_m \quad (2)$$

修正后的内需口径。

现在将 (1)、(2) 式合并可以得到：

$$Y = (C - C_m) + (I - I_m) + (G - G_m) + (X - X_m) \quad (3)$$

在 (3) 式中，外部需求为 $(X - X_m)$ ，也就是外国对于本国产品和服务的需求，可以看到，这一外需的口径明显大于 (1) 式中 $(X - M)$ 的口径。同时，(3) 式中的内需为：

$$Y_d = (C - C_m) + (I - I_m) + (G - G_m) \quad (4)$$

这一内需的口径则小于 (1) 式中对应的内需：

$$Y_d = C + I + G \quad (5)$$

对照 (1) 式和 (3) 式，可以发现：

传统方法低估了出口在总需求当中的地位和作用。

第一，传统的支出法框架 (1) 式，其大大低估了出口在总需求当中的地位和作用，实际上应该以出口在总需求中的占比为基础，从而衡量外需的贡献和贡献率，以净出口 $(X - M)$ 来衡量则在很大程度上低估了出口的作用。举个极端的例子，如果一个国家的出口 = 进口（对应净出口为零），按照 (1) 式来看则净出口在总需求中的占比为零、没有贡献。但是净出口为零的情况，即可能是进口、出口同时为零，也可能进口、出口同时都是 1 万亿美元这样的巨大规模，两种情况在 (1) 式的框架下没有区分，这是一个比较大的问题。

传统方法还高估了内需。

第二，传统的支出法框架 (1)，还大幅高估了消费、投资、政府支出在总需求中的作用，因为上述三个部门的需求当中均含有进口成分，但我们这里的总需求显然对应于国内生产产品的总需求。因此，要采用 (3) 式的框架来观察内需，将进口成分从消费、投资、政府支出中剔除，从而得到正确口径的内需。

但是修正方法的数据可得性存在问题。

第三，最理想的情况下，假定数据都具有可得性，例如通过投入-产出表进行估计，我们可以得到 C_m 、 I_m 、 G_m 和 X_m 。在此基础上，对原始的消费 (C)、投资 (I)、政府支出 (G) 的数据进行调整，将各项扣除掉需求的进口部分，这才是真正的、对应国内产出的消费、投资和政府支出（见 (3) 式）。然后在此基础上计算各类最终需求的真正贡献。不过，这种情况的数据可得性确实有问题，这也可能是过去才一直使用 (1) 式来进行最简单核算的原因。

二、使用传统支出法和修正方法对内需进行观察

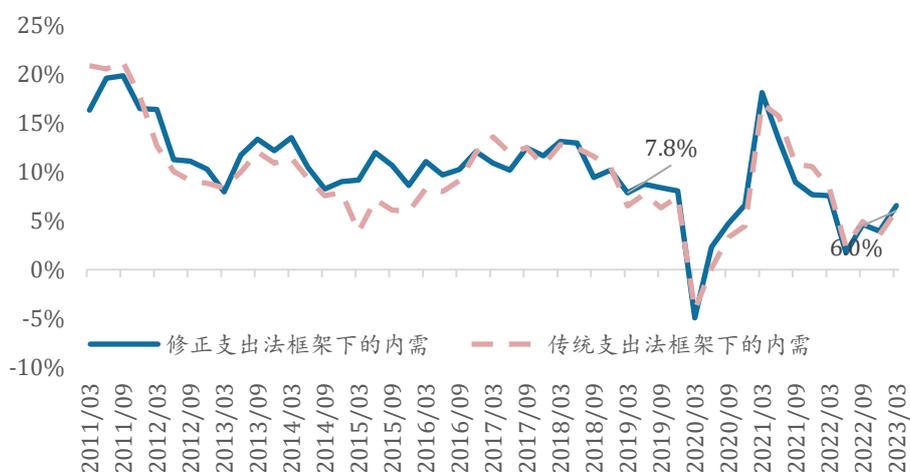
使用最简单的方法对修正后的内需进行估算。

如果不对消费、投资、政府支出进行区分，只是对于内需总体进行观察，则对于数据的要求较低。假设我们也同时不考虑 X_m 对应的进口加工贸易金额²，那我们就可以直接将产品和服务的出口 X 视为外需，将 $Y-X$ 这部分视为内需。

使用数据及其来源。

以下是我们使用的数据：第一，总需求数值采用了当季的 GDP 现值，该数据来自国家统计局公布的国民经济核算数据。第二，出口数值采用了商品和服务的出口人民币金额，该数据来自外汇管理局公布的国际收支平衡表。第三，进口数值同样采用了来自国际收支平衡表中的商品和服务的进口人民币金额。以上数值均为当期名义值，以反映对应的需求规模。下图是使用传统支出法和修正方法对内需进行的观察：

图表 28 中国经济的内需同比增速：基于传统支出法和修正支出法的观察



三、修正方法观察到的内需更加疲弱

传统方法框架下得到的内需观察。

在传统方法框架下（图 28 中的虚线）我们观察到：今年 1 季度的内需同比增速在 6%，从过去十多年的数据来看，2015 年的 4 个季度也表现出相近、甚至更弱的增速，2019 年的 4 个季度稍好于今年 1 季

² 本文考虑的总需求都是对本国产品的总需求，因此不考虑进口，进口当中的加工贸易也不计入。

度、但增速水平也较为接近。因此从传统方法框架来看，今年 1 季度的内需强弱水平在疫情之前可以找到两个比较接近的时期作为参照。

修正框架下得到的
内需观察：内需增
速更加疲弱。

但是，前言中的讨论提到传统方法框架存在比较严重的问题，我们使用修正支出法框架重新进行计算，得到了内需的表现（图 1 中的实线）。我们可以看到：2022 年 2 季度以来，内需持续处于较低水平，虽然好于 2020 年 1 季度，但是与疫情前所有时间段相比，都呈现出较弱的水平。最近 4 个季度内需增速持续改善，但仍未回到疫情之前的同比增速低点。2023 年 2 季度的内需增速尚无法计算，预计其增速可能较 1 季度继续有所改善。不过考虑到 2022 年 2 季度内需增长的低基数（1.7%），2023 年 2 季度内需两年平均增速较 1 季度增速出现下降的可能性更大——这表明我国内需恢复的动力仍然不强、复苏态势仍不稳固，可能呈现名义增速改善、但两年平均增速可能出现下滑。如果下半年中国的出口增速向周边其他国家和地区趋同、出现下降，则外需的下滑将进一步凸显出我国内需面临的压力。

四、结论与不足

需要宏观政策采取
措施。

以上分析表明，传统支出法框架下的内需观察口径存在明显的问题，我们需要使用修正方法对内需进行观察。而且修正方法揭示，目前我国内需增长势头仍然处于恢复阶段，而且恢复动能尚不巩固，亟待宏观政策对国内总需求采取稳定的措施。

本文分析方法还需
进一步完善。

不过本文的分析仍然有待进一步完善，主要是需要对 C_m 、 I_m 、 G_m 和 X_m 进行识别。一个比较粗糙的方法是剔除掉加工贸易之后来定义出口。更精确的做法是基于分部门的投入产出表，对上述四个部门的值进行估算，进而对内需进行更加准确的刻画。不过我国投入产出表是以 5 年度进行更新的，即使有年度投入产出表也是基于一定假设条件进行的外推，因此可能难以对内需的季度变化做出准确的估计。

全球金融市场：货币政策短暂分化，金融市场风险偏好上升

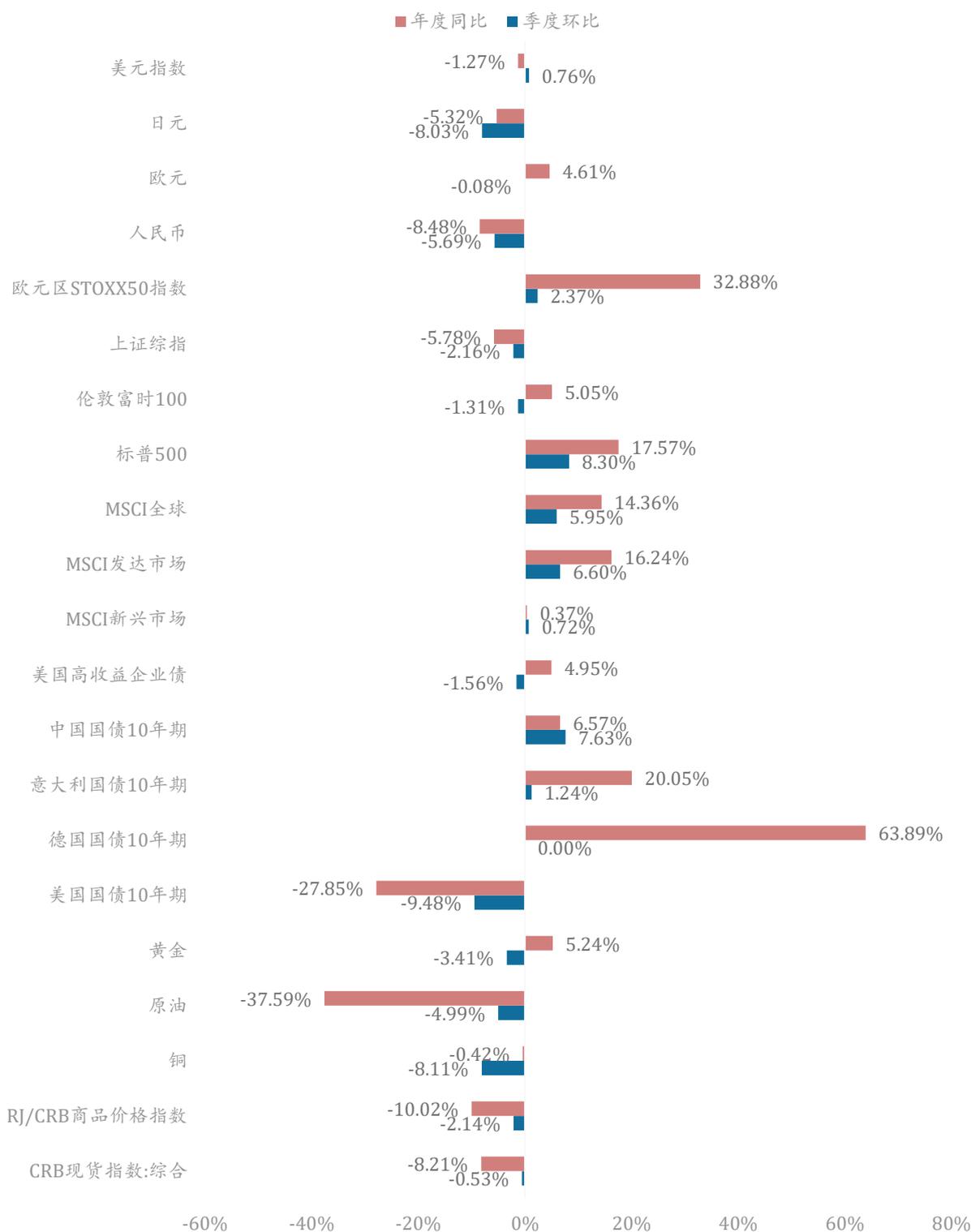
2023 年 2 季度，美联储暂缓加息，仅加息一次 25bp，欧央行累计加息 50bp，多数新兴经济体暂停加息、个别新兴经济体开始降息，全球金融市场美元流动性充裕，金融市场风险偏好明显上升。美元略有升值，日元大贬，新兴经济体货币多贬值。全球股市普遍回升，美债收益率受加息影响继续上升。主要经济体货币政策出现分化，人民银行降息 10bp，中国国债收益率因降息和经济下行压力继续下行。受美元升值、金融市场风险有所缓和以及地缘政治风险未现明显升级影响，黄金价格结束上涨势头、环比出现下跌。预计下半年美联储还将加息两次，一般情况下美欧央行在未达到通胀目标之前也难以转鸽。

美 联 储 暂 缓 加
息， 海 外 金 融 市
场 风 险 偏 好 上
升。

一、全球金融市场总体情况

2023 年 2 季度，美联储仅加息 25bp，全球风险资产价格大涨。或受一季度银行业金融风险发酵影响，在强劲的经济数据下，美联储加息节奏依然明显放缓。2 季度，美联储仅在 5 月加息 25bp，6 月暂缓加息。美元略有升值，其他主要经济体货币均贬值。全球股市普遍回升，美债收益率受加息影响继续上升、价格继续下跌。人民银行降息 10bp，中国国债收益率因降息和经济下行压力继续下行。受美元升值、金融市场风险有所缓和地缘政治风险未现明显升级影响，黄金价格结束上涨势头、环比下跌 3.4%。2 季度，原油环比下跌 5%，铜价环比下跌 8.1%，大宗商品价格综合指数均有所下跌。

图表 29 全球金融市场主要指标变动



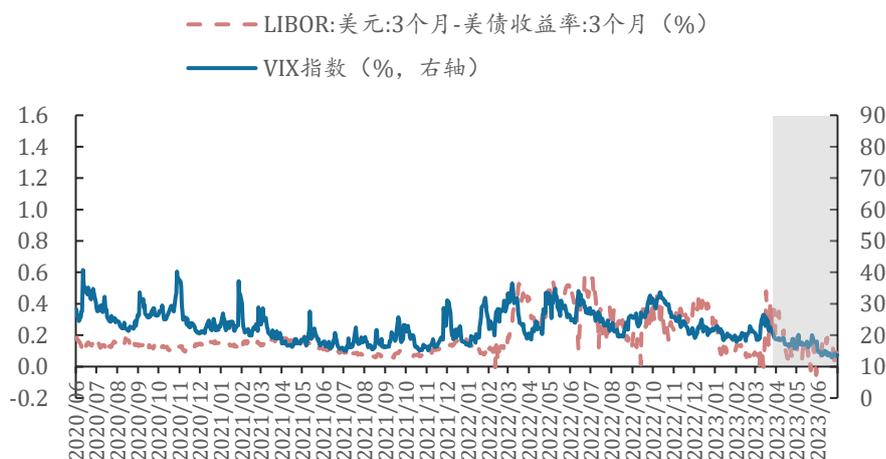
注 1: 原始数据来源于汤森路透数据库, 经笔者计算。债券价格的波动体现为价格的波动, 而非收益率的变动, 即价格下跌、利率上升。

注 2: 该表数据截至日为 2023 年 6 月 30 日, 变动幅度均按季末值计算。因截止时间和计算方法差异, 该表的数据与后文的图表数据可能存在相近不相同的情况。

美元流动性风险和资产价格波动风险明显下降。

衡量美元流动性风险的 TED 利差降为负值，VIX 指数也降至历史较低水平。二季度，美联储加息节奏明显放缓，TED 利差由 30bp 左右迅速下降，6 月美联储未加息，TED 利差一度降为负值，显示银行间美元流动性充足。在美国劳动力市场强劲和金融市场流动性充裕的影响下，美股波动性也在迅速下降。6 月，VIX 指数由 20% 的较低水平降至 13% 的更低水平，几乎为 2020 年新冠疫情爆发以来的最低水平。

图表 30 全球金融市场风险状况图



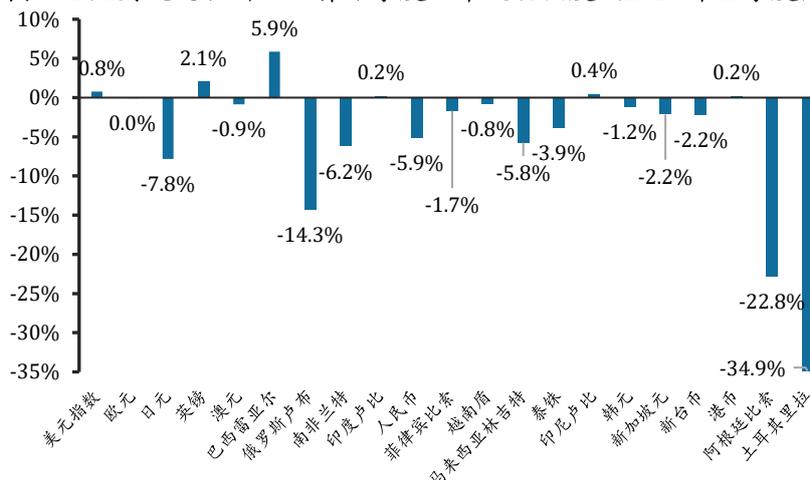
注：数据来自 Wind 数据库。阴影部分为 2023 年第 2 季度。

二、全球金融分市场运行态势

美元波动不大，其他主要经济体货币汇率贬值。

美元波动不大，其他主要经济体货币贬值。2 季度，美元季末较上季度升值 0.8%，平均汇率较上季度贬值 0.82%，总体来看二季度美元指数波动不大。尽管美元指数波动不大，但其他主要经济体货币多明显贬值。发达经济体中，日元、澳元有所贬值，英镑、欧元小幅升值；其中，按季末值，日元较 1 季度末贬值 7.8%。新兴经济体中，多数主要新兴经济体均对美元贬值。按季末值，2 季度人民币贬值 5.9%；按平均值，2 季度人民币贬值幅度为 2.34%。俄罗斯卢布季末贬值 14.3%，平均汇率贬值 11.48%。东南亚货币也多对美元贬值。但是 2 季度巴西、印度、印尼货币对美元升值。按季末值，巴西雷亚尔、印度卢布、印尼卢比较 1 季度升值 5.9%、0.2%、0.4%。阿根廷、土耳其货币继续大幅贬值，季末贬值幅度分别达 22.8%、34.9%。

图表 31 主要发达和新兴经济体季度汇率波动幅度（2023 年 2 季度）



注：原始数据来源于 Wind 数据库，经笔者计算。数据截至日期为 2023 年 6 月 30 日。波动幅度根据相邻两季度的季末值计算，波幅为正表示本季度末汇率较上季末升值，波幅为负代表贬值。

图表 32 主要发达和新兴经济体季度平均汇率走势一览

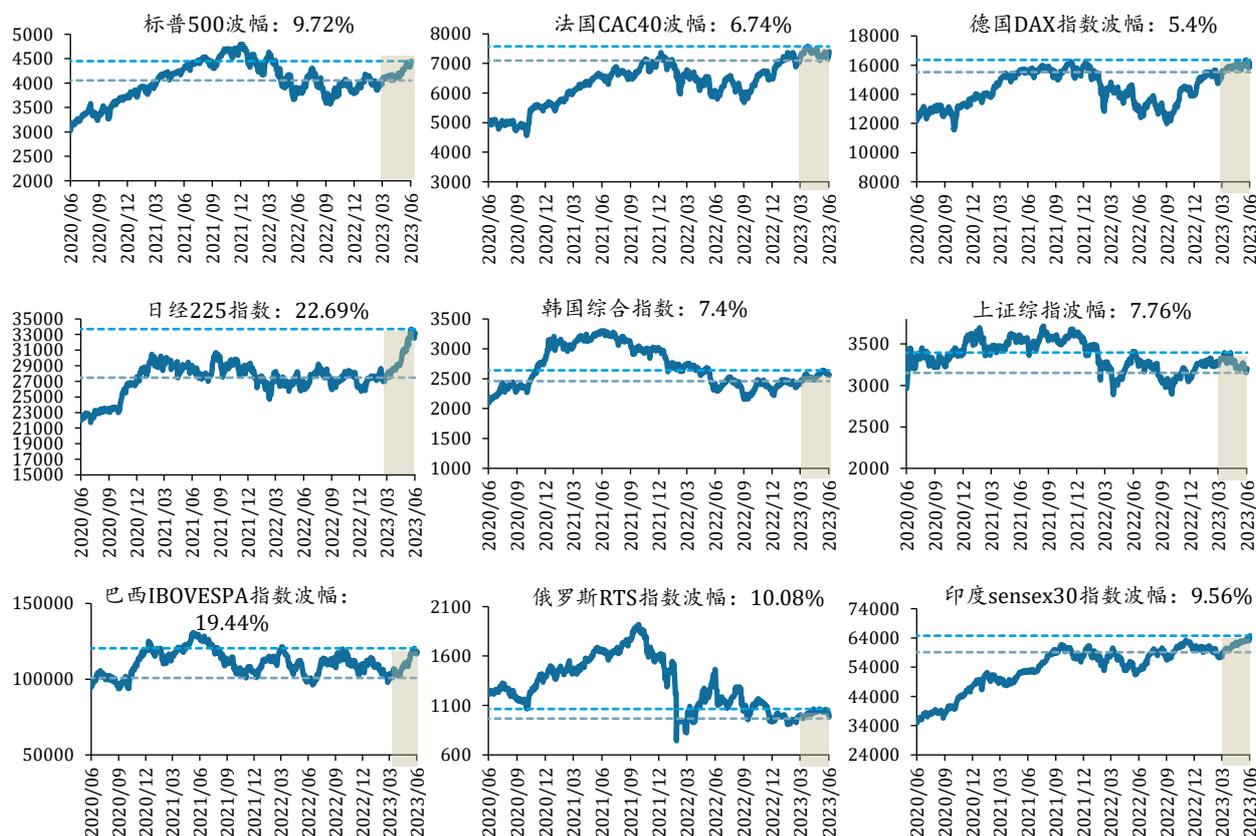
		2023 年 2 季度	2023 年 1 季度	升值幅度
主要发达经济体	美元指数	102.58	103.43	-0.82%
	欧元	1.09	1.07	1.77%
	日元	137.41	132.34	-3.83%
	英镑	1.25	1.22	2.62%
	澳元	0.67	0.68	-1.72%
金砖国家	巴西雷亚尔	4.94	5.2	4.90%
	卢布	81.18	72.82	-11.48%
	南非兰特	18.69	17.76	-5.23%
	印度卢比	82.19	82.22	0.04%
	人民币	7.01	6.85	-2.34%
东南亚	菲律宾比索	55.62	54.88	-1.34%
	越南盾	23668.72	23618.57	-0.21%
	马来西亚林吉特	4.53	4.39	-3.12%
	泰铢	34.47	33.94	-1.56%
	印尼卢比	14878.54	15234.45	2.34%
东亚	韩元	1315.47	1275.68	-3.12%
	新加坡元	1.34	1.33	-0.67%
	新台币	30.70	30.41	-0.97%
	港币	7.84	7.84	-0.01%
其他	阿根廷比索	232.64	192.68	-20.74%
	土耳其里拉	20.88	18.87	-10.64%

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

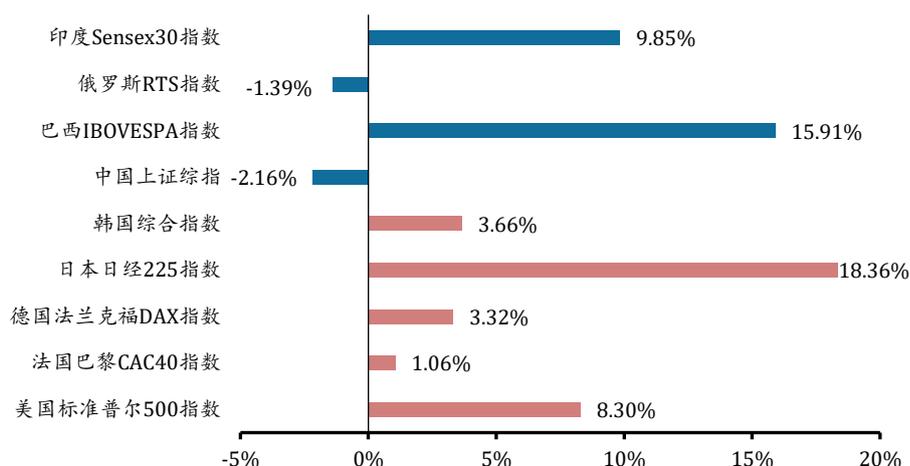
主要经济体股市 继续上涨，中国 股市下跌。

主要经济体股市继续上涨，中国股市下跌。受美联储加息节奏放缓和部分主要经济体基本面强劲影响，主要经济体股市继续回升。标普 500 指数上涨 8.3%，季内波幅达 9.7%。欧洲股市继续上涨，涨幅较 1 季度略有收窄。法国 CAC40 指数、德国 DAX 指数分别上涨 1.1%、3.3%；季内波幅达 6.7%、5.4%。东亚股市继续上涨，日本股市上涨幅度较大。2 季度，日本、韩国股市分别上涨 18.4%、3.7%，季内波幅达 22.7%、7.4%。俄罗斯股市上涨 2.5%，季内波幅达 13%。印度和巴西股市也止跌回升。2 季度印度 sensex30 指数上涨 9.9%，季内波幅 9.6%。巴西股市上涨 16%，季内波幅超过 19.4%。

图表 33 全球主要发达与新兴经济体股市季内波动（2023 年 2 季度）



图表 34 全球主要发达与新兴经济体股市季度涨跌幅（2023 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。数据截至 2023 年 6 月 30 日。图中红色柱为发达经济体，蓝色柱为新兴经济体。

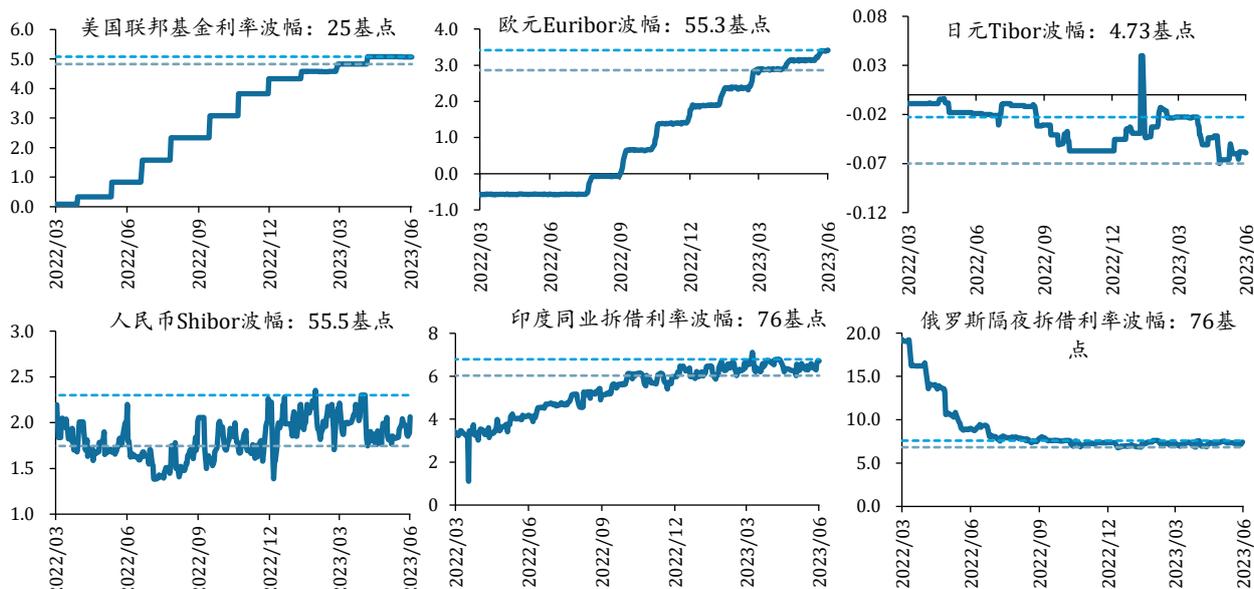
美联储加息暂缓， 人民银行降息。

美联储加息暂缓，人民银行降息。 2 季度，美联储加息 25bp，欧央行加息 50bp，美欧的货币市场利率和基准利率同步上升。日本央行维持利率和收益率曲线控制不变，取消利率的前瞻性指引，在声明中表示只要有必要，日本央行将继续实施量化质化宽松(QQE)和收益率曲线控制(YCC)，旨在达到维持价格目标稳定。日本货币市场负利率程度略有加深，日元 Tibor 下降至-0.08%。2 季度，中国人民银行下调政策利率，将公开市场操作利率下调 10bp 至 1.9%，货币市场利率下行幅度更大、最大下行幅度超过 50bp。

主要经济体长期 国债收益率走势 分化。

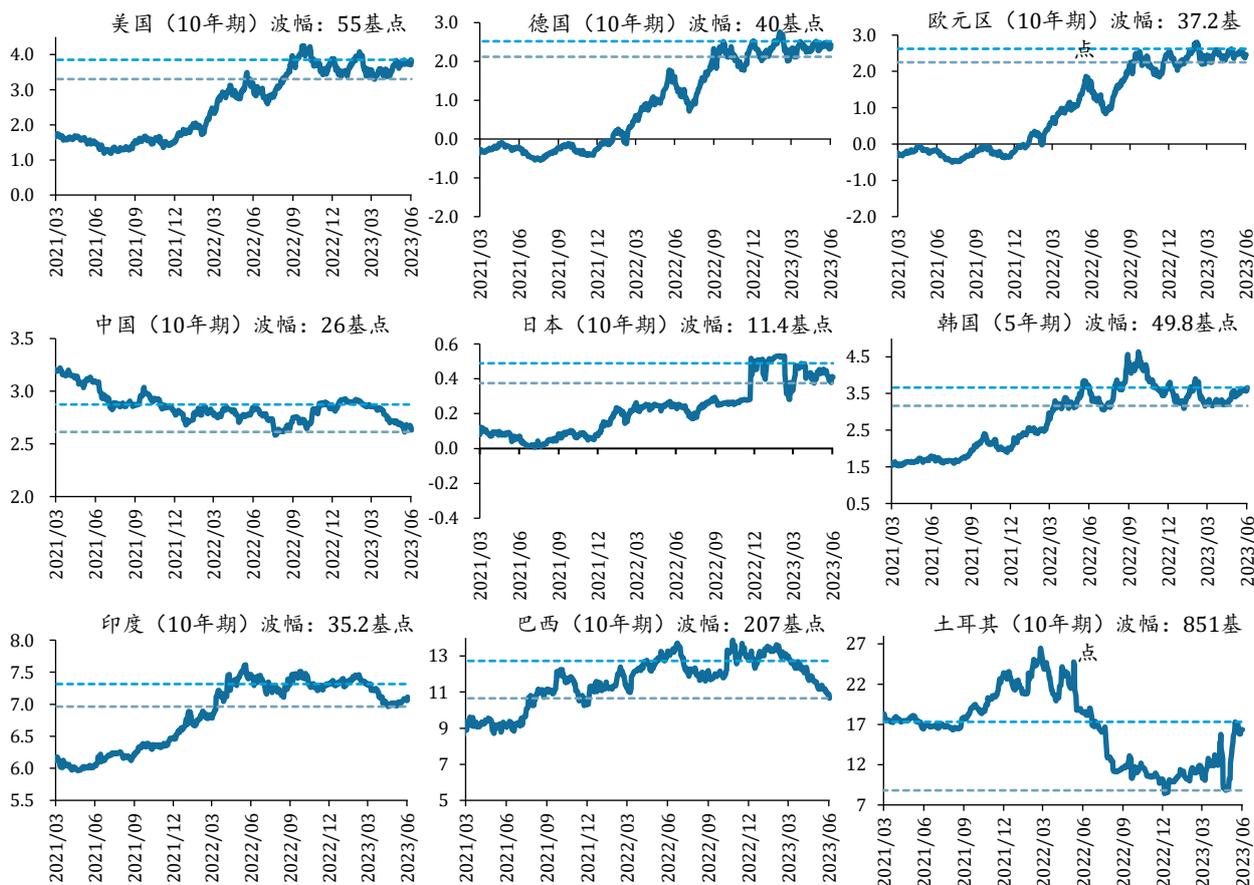
主要经济体长期国债收益率走势分化。 受加息影响，美国、欧洲的长期国债收益率普遍继续上升。二季度，美国十年期国债收益率、欧元区十年公债收益率、德国十年期国债收益率均上升 40-50bp 左右。美债十年期收益率的上升幅度超过了其联邦基金利率的上行。部分新兴经济体经济暂停加息，且衰退预期升温，长期国债收益率出现了趋势性下行。2023 年二季度，中国十年期国债收益率约下行 30bp 左右，也超过了人民银行基准利率下行的幅度。

图表 35 全球主要发达与新兴经济体货币市场走势一览



注：同上。

图表 36 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。

三、全球金融形势展望

美联储等主要发达经济体央行还在加息通道。

通胀和增长韧性较强，美联储下半年可能加息两次。美联储主席鲍威尔在国会听证会上持续释放鹰派信号，其表示几乎所有的 FOMC 委员都支持年内继续加息。6 月议息会议上暂停加息的举措更多是出于将加息速度放缓至较为“谨慎的步速（careful pace）”，年内再加息两次或是一个较好的判断。与此同时，由于通胀仍在高位，欧央行、英格兰银行、加拿大央行均没有暂缓加息，甚至转向更鹰派的立场。受基期效应影响，美欧通胀可能会出现明显下滑。但在达到 2% 的通胀目标之前，主要发达经济体央行估计不太可能迅速转向鸽派，除非有重大金融风险事件爆发并蔓延。预计美联储将按照预定的计划在下半年加息 2 次、累计 50bp，美欧主要发达经济体利率将保持在较高水平一段时间。当前美国经济韧性较强，美欧经济衰退可能不会很快发生，但在较长时期的高利率和货币紧缩下，全球经济衰退风险依然在上升，主要资产价格依然面临剧烈调整的风险。

关注美债流动性枯竭风险。

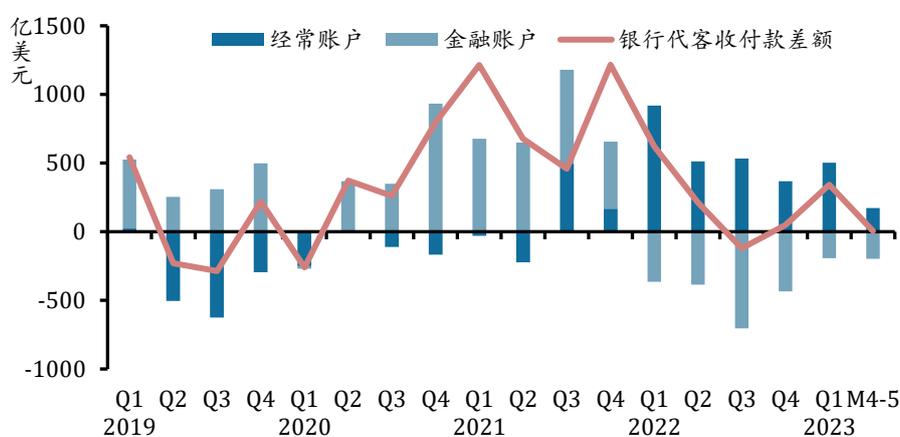
美债流动性枯竭可能是 2023 年全球金融稳定面临的**最大威胁之一**。美债流动性枯竭在 2008 年次贷危机、2012 年欧洲主权债务危机以及 2020 年新冠肺炎爆发期间均有发生。美联储加息缩表过程中，美国国债价格波动上升，交易商做市能力骤降，美国国债市场可能面临流动性枯竭。2022 年全年，美国债券型长期共同基金已流出资金 5235 亿美元，远超 2021 年、2020 年货币宽松期间单年资金流入。在流动性逐渐萎缩的市场中，任何预期外的冲击都可能成为流动性危机的导火索。历史经验表明，美国国债市场流动性枯竭，交易商为控制风险将减持企业债和海外债券，美国企业债和非美国国家债券的风险溢价上升，相关主体可能面临再融资困难。若美国还面临通胀压力，美联储也难以出手救市，美债流动性枯竭蔓延为流动性危机和债务危机的风险上升。

2 季度银行代客涉外收入、对外付款相比上季度同期均呈上升趋势，与去年同期相当，跨境收支呈小幅顺差。

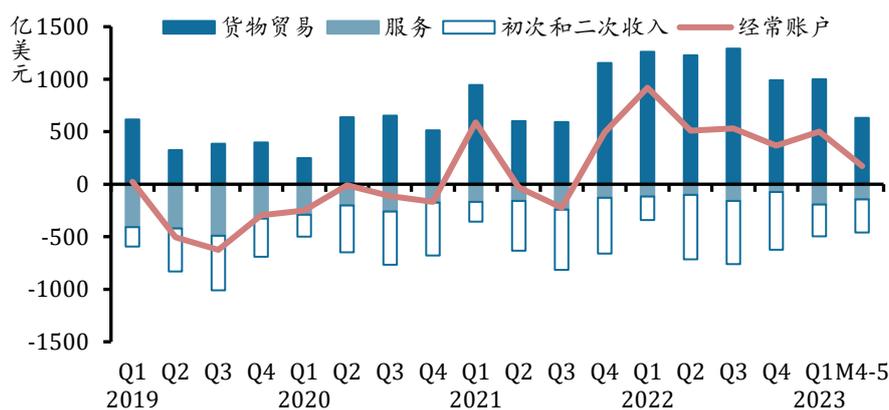
四、跨境收支总额、涉外收款、对外支出齐降

2023 年 2 季度前两个月，银行代客涉外收入、对外付款分别为 10004.3 亿美元和 9999.5 亿美元，涉外收入同比下降 0.4%，对外付款同比上升 2.0%，相比 2023 年 1 季度，涉外收入下降明显放缓、对外支出由同比下降转为同比小幅上升。跨境收支金额基本相等，顺差金额为 4.8 亿美元。银行代客涉外收入与支出总额为 2.0 万亿美元，同比上升 0.8%，相比上一季度同期上升 11.1%。

图表 37 银行代客收付款分项结构



数据来源：Wind。



数据来源：Wind。



数据来源：Wind。

银行代客收付款经常项目顺差较上季度同期继续收窄。其中货物贸易顺差小幅上升，服务贸易和收入项由逆差均在扩大。

从境内银行代客涉外收付款的分项看，2023年4月、5月经常项目顺差规模相比上季度同期收窄50.7%，顺差规模为173.6亿美元，相比于去年同期下降66.6%。从细项看，货物贸易顺差规模上升，服务贸易逆差扩大，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2.5%，至633.0亿美元；服务贸易逆差相比上季度同期扩大42.7%，至144.7亿美元；收入项逆差为314.7亿美元，相对于1季度前两月扩大92.0%。

银行代客涉外收付款资本和金融项目逆差规模有所扩大，直接投资，证券投资和其他投资项均为逆差。

银行代客涉外收付款资本和金融项目逆差相比上季度同期有所扩大，2季度前两个月的逆差规模为196.3亿美元，相比于1季度同期上升2.2倍。从细项看，直接投资逆差有所收窄、证券投资和其他投资由顺差转为逆差。其中，直接投资逆差由上季度同期的143亿美元下降至112.4亿美元，2022年同期直接投资项下为顺差106.7亿美元；证券投资由上季度同期的74亿美元的顺差转为59.9亿美元的逆差；其他投资项逆差由上一季度前2个月7.9亿顺差转为23.3亿美元的逆差。

银行结售汇呈小幅顺差，银行结汇、售汇金额均在反弹，结汇金额上升

2023年4月、5月，银行结售汇呈小幅顺差，顺差规模为6.3亿美元。其中，银行结汇、售汇金额延续上个季度同期的反弹趋势，结汇规模增长更快。银行结汇总额为3862.3亿美元，售汇总额为3774.4亿美元。从交易主体来看，银行自身结售汇4月、5月规模基本相当，逆差规模仅为0.8亿美元，低于上季度同期15.6亿美元。银行代客结

更快。银行自身结售汇规模基本持平，银行代客结售汇顺差规模上升。

人民币计价的银行代客收付款逆差规模继续扩大。

售汇顺差规模上升，由上季度 22.7 亿美元的顺差上升至 88.6 亿美元。在结售汇意愿方面，2023 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）相比上季度同期上升 6.4 个百分点，至 72.1%，售汇率上升 2.3 个百分点，至 70.7%。

境内银行代客收付款的人民币跨境收支由净流入转为净流出，由上季度 78 亿美元的净流入规模转为 2 季度前两个月 20.6 亿美元的净流出。人民币业务计价的银行代客涉外收入由上季度同期的 3937.7 亿美元上升至 4880.0 亿美元，上升 27.0%，在银行代客涉外收入总额中占比为 49.0%，较上季度同期上升 6 个百分点；人民币计价的银行代客支出由上季度同期的 3859.6 亿美元上升至 4900.6 亿美元，上升 13.1%，在涉外支出总额中占比为 48.8%，与上季度同期下降 5.2 个百分点。

大宗商品市场：需求端疲弱压制价格，库存和价格同跌

2023 年 2 季度主要大宗商品单边下跌，需求端超预期疲弱、风险事件频发加上美联储紧缩姿态鲜明，对几乎所有商品均带来较大压力。2 季度 CEEM 大宗商品价格指数环比下跌 9.3%，同比下跌 28.2%。其中原油价格往复震荡，环比基本持平，但煤炭价格下降 33.6%，形成最大拖累。大豆和铁矿石均下降 9% 以上，钢材微跌。中国开放后复苏进度不及预期导致全球对需求端较为悲观，石油、铁矿石、铜均出现了库存走弱但价格同步下跌的走势，企业补库存意愿较弱。农产品价格波动较大，虽然环比走低，但季度末在极端气候影响下有回反弹迹象。

一、大宗商品总体价格走势

2023 年 2 季度 CEEM 大宗商品价格³季度均价环比下跌 9.3%，连续第四个季度下跌，跌幅和上季度接近，但主要品种均走弱。中国开放后复苏不及预期，加上欧美风险事件频发和美联储紧缩姿态鲜明，导致市场对需求端较为悲观。和中国复苏及固定资产投资紧密挂钩的煤炭、铁矿石、钢材均下跌，有色金属受宏观影响价格承压，石油在 OPEC 减产托底后走稳，但尚缺乏上攻动力。农产品走势分化，但季度末受极端天气影响有上行迹象。

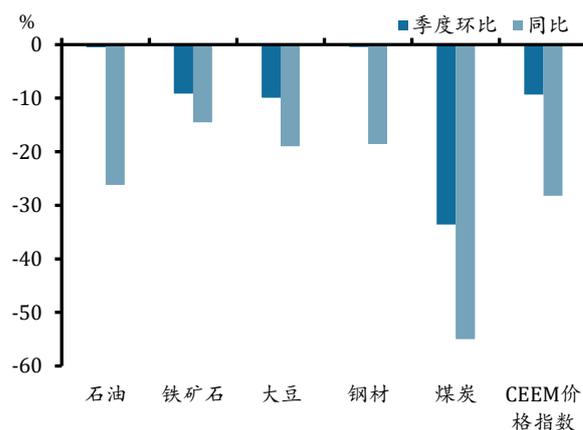
1 季度大宗商品普遍走弱，需求端复苏不及预期导致商品价格单边走低。

图表 38 2 季度 CEEM 大宗商品指数进一步走弱



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 39 2 季度主要商品品种均下跌



数据来源：CEIC，世界经济预测与模拟实验室

³ CEEM 大宗商品价格指数（月度）综合计算前五大进口商品月平均价格，并根据中国进口量分配权重。5 种商品价格为 OPEC 一揽子石油价格、普氏铁矿石综合价格指数、澳大利亚动力煤 FOB 价格、钢材亚太地区远东市场综合到岸价以及美洲综合大豆价格。指数以 2012 年平均价格为基准。

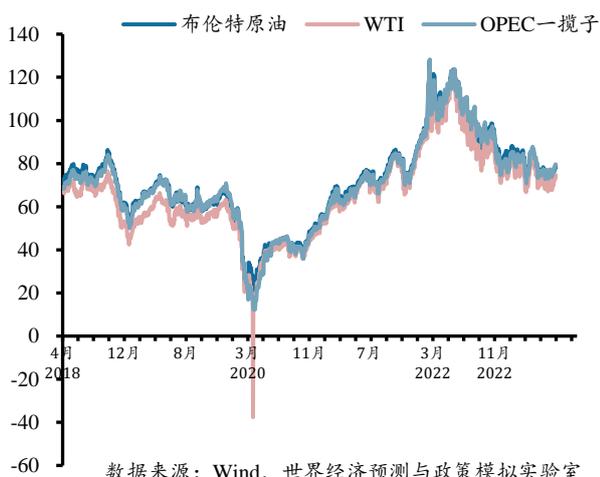
二、主要大宗商品供求情况与价格走势

原油价格围绕 75 美元窄幅震荡，虽然需求端不及预期，但上季度已消化部分跌幅，且 OPEC 减产为价格托底。

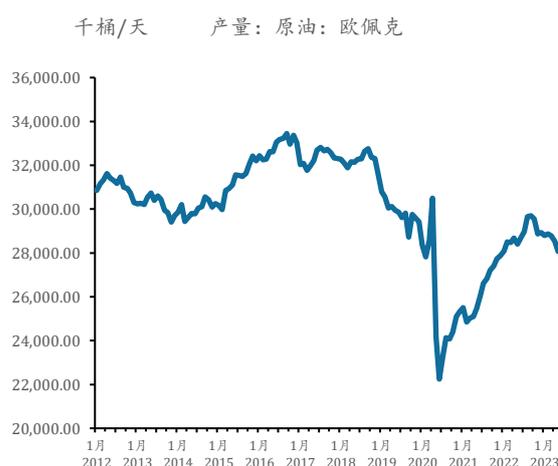
2023 年 2 季度国际油价止跌企稳后围绕 75 美元窄幅震荡，波动性达到近期低点。虽然 OPEC 大幅减产为油价托底，但需求端超预期疲弱，尤其中国开放后复苏不及预期，导致油价上攻乏力，成交平淡。在市场缺乏更鲜明的需求端主线之前，由于 OPEC 通过减产为油价托底，预计油价仍将维持震荡行情。

总体来看，本季度油价的疲弱超出市场预期。年初高盛等油价看多派的逻辑主线落空，存在供需两端原因。需求端方面，中国开放后工业生产、消费和出行均不达预期。供给方面，投资不足并未带来显著的供需失衡。尽管供给偏低，OECD 库存净减少，意味着存在持续性供给缺口。但该现象并未对油价形成支撑，显示出市场对未来需求仍较为悲观，且对产能有较大信心，认为产量弹性充足。

图表 40 2 季度全球油价窄幅波动



图表 41 OPEC 产量通过减产为价格托底



2 季度市场在逐步纠正此前的认知偏差，包括对油价的乐观预期以及原油投资不足的后果。

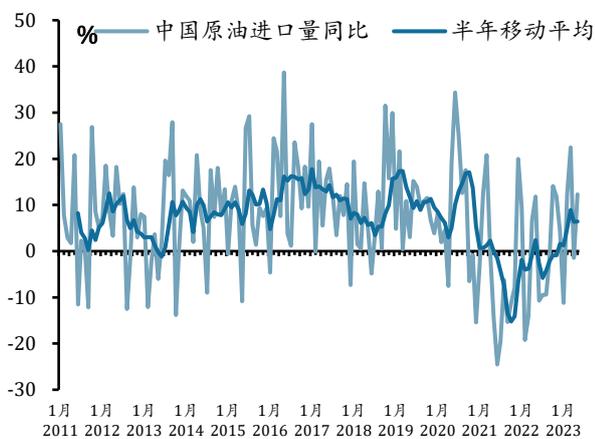
我们认为市场此前存在预期偏差，当前市场在逐步纠正过程中。同时供需两侧都存在反常因素，市场对这部分因素何时消除以及供需正常化的节奏存疑，使得油价在窄幅区间震荡。

第一个预期偏差在于，当前油价并非处于历史低点，只是相较于疫情期间高点有所回落。当前的油价水平趋近于 18 年美联储转鹰前流动性推动达到的阶段性高点。虽然有通胀因素影响，但考虑到新能源汽车保有量提升、美国缩减通胀法案和全球对清洁能源的大力投资，油价处于历史适中水平。该价格水平无论对于传统石油还是页岩

油仍然都是一个友好的价格。

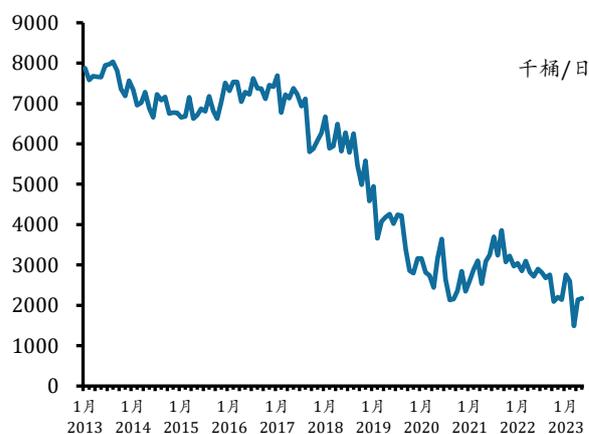
第二个预期偏差在于，原油开采的投资虽然仍低于高峰期，但已显示出回升势头。相较于 2014 年高峰水平，原油企业的年度投资规模下降近 40%。但需要考虑原油开采技术和效率提升带来的影响。实际上在投资规模显著下降的同时，头部企业可比原油产出仍然是提升的，显示出单位效率的明显上涨。根据摩根大宗商品团队的预测，在 60 美金以上水平，油企的新投资回报可达到 20% IRR 的阈值。换言之，当前油价仍对供给有不错的激励效应。

图表 42 中国原油进口小幅走弱



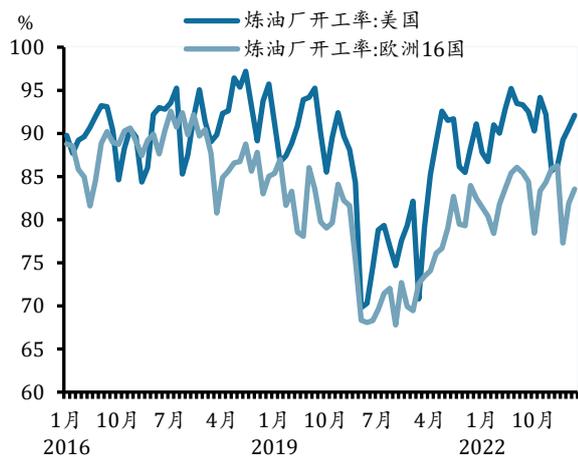
数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 43 美国原油净进口仍在低位，自给率较高



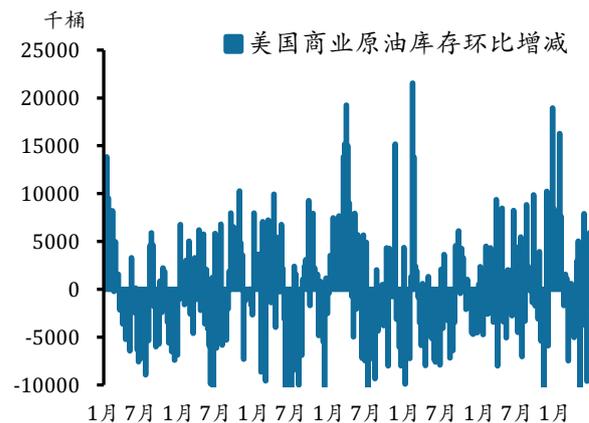
数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 44 欧美炼油厂开工率相对稳定，对油价拉动有限



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 45 美国商业原油库存回落，但因需求端预期悲观，并未对油价形成支撑



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

供需两端存在多个反常扰动，包括俄罗斯的战时出口、非 OPEC 扩产以及美国数据持续的韧性。

此外当前供需两端存在几个非常态扰动，市场对于扰动属于新常态还是会逐渐回归正常仍有较大分歧。

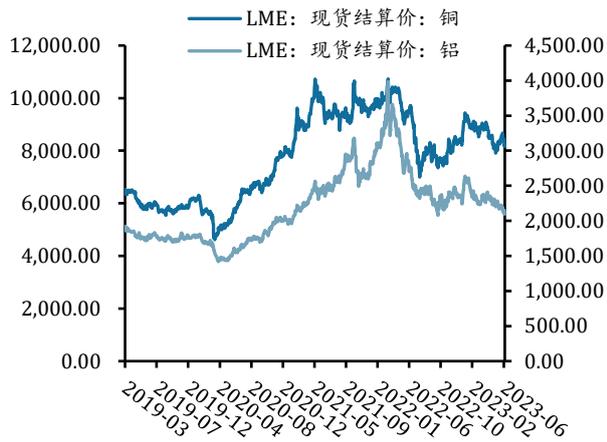
首先，俄罗斯供给已经回升至战前水平，并逐步向疫情前水平靠拢。中国和印度大幅从俄罗斯进口原油。新兴市场，尤其是中国，是市场预期今年最大的边际需求增量。但两大新兴市场国家的需求被俄罗斯充分满足，且以折扣价格购入，对全球其他区域的油价形成较大压力。其中，通过计算，中国自俄罗斯进口规模和金额占比均达到历史高点。其中金额占比自疫情前提升近 10 个百分点，有充足的规模满足边际需求增量。即使俄乌战争停战，俄罗斯的禁运短期内仍然难以消除，有动力持续低价售油。

第二，在 OPEC 大幅减产的情况下，非 OPEC 国家在加速扩产，导致 OPEC 的市场主导权下降，减产效果不足，只能对价格形成托底，但无法推动上涨。OPEC 5 月份实际日产量较年初下降 90 万桶，但单一美国净进口量较年初高点下降 60 万桶。

OPEC 占全球油价供给占比回落，且随着 OPEC 减产，占比或进一步降低，面临 2014 年后相同的两难：是继续减产为价格托底，还是保持市场占有率和话语权。

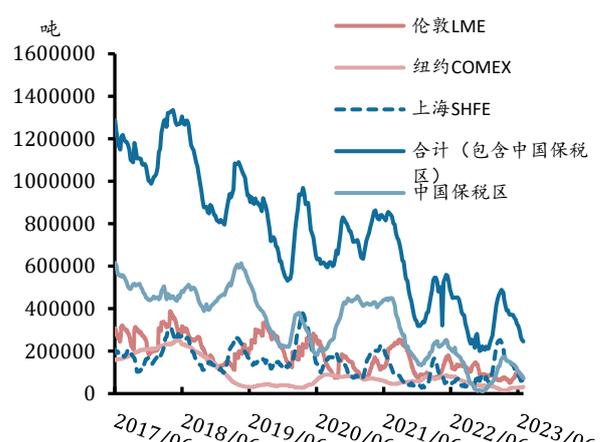
第三，当前发达国家尤其是美国的经济韧性超预期，但衰退预期仍然存在，且渐行渐近，实体数据越乐观，反而下行预期越强烈。银行破产等类似负面事件概率在增大。同时美联储反复强化压制通胀的决心，利率水平大概率维持在高点较长一段时间，甚至到明年为止，而当前市场相对乐观，计入了年内降息的概率。无论实体还是利率维度对大宗商品都不太友好。

图表 46 LME 铜铝价格波动下行



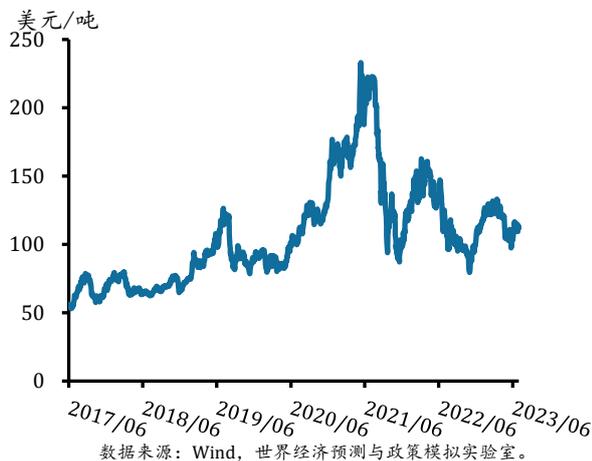
数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 47 全球铜库存仍处相对低位



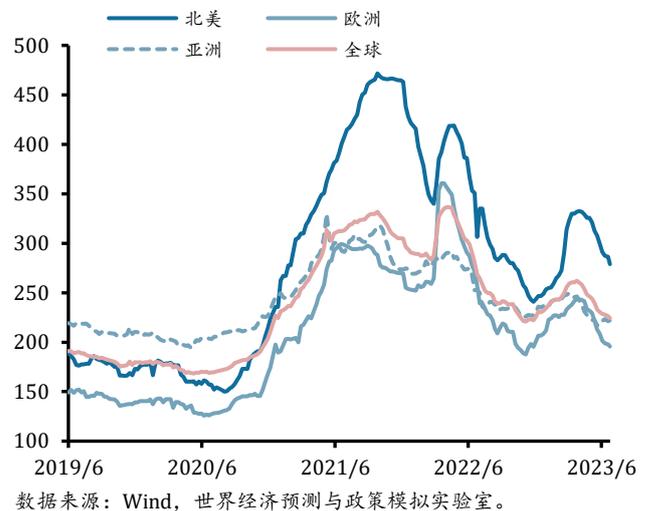
数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 48 国际铁矿石价格下跌反弹后震荡



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 49 国际钢价指数持续下跌



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

2 季度金属价格震荡下行：铜受美国债务和加息影响，震荡下行，反弹未持续；铝、钢因需求不足、供给反弹，持续下跌。宏观预期负面对主要黑色和有色金属价

2023 年 2 季度国际有色金属价格波动剧烈，维持下行。铜方面，2023 年 2 季度宏观因素成为铜价的主要驱动因素。伦铜价格在 2 季度初轻度抬升之后便开启震荡下行通道，在 5 月 24 日触及 7910 美元/吨的低位。5 月 27 日，美国债务上限问题解决，铜价开启反弹。6 月 22 日，伦铜价格达到 8670.50 美元/吨。美联储主席鲍威尔发布年内或将仍有两次加息的谈话后，伦铜再次下跌，6 月 30 日价格为 8210.00 美元/吨，季度环比下跌 8.11%。

宏观层面，美国债务上限、加息和经济复苏态势成为影响铜价格的主要因素，对全球经济衰退预期的强弱左右了铜价运行。2 季度初，加息预期持续，铜价持续下行；至 5 月议息会议宣布加息

格压制明显。

50BP，按期启动缩表，且鲍威尔释放出“未积极考虑加息 75BP”，偏鸽表态让市场开始对美联储延缓加息节奏产生预期，铜价开始震荡；但美国 5 月制造业 PMI 的下行（ISM46.9，回落 0.2；Markit48.5，回落 1.7），叠加美国债务违约日临近，使得市场对于经济复苏的预期更加悲观，铜价继续下行。5 月 25 日，美国两党就债务上限谈判取得进展，市场悲观预期开始解除，配合 CPI 数据下行，市场预期部分修复，铜价开始上行。6 月中下旬，虽然美联储暂停加息，但欧洲央行、英国央行等均继续加息，多国对未来加息说法出现松动，铜价再次下行。中国人民银行降息的举措，对铜价形成一定支撑。供给方面，主要铜矿的产量在 2 季度出现下降，智利 5 月铜产量同比减少 14%，对铜价实现了一定支撑。但铜 TC 仍处于高位，表明全球铜需求仍相对宽松。需求方面，美国、欧洲制造业 PMI 均延续下行，经济复苏预期仍偏向悲观，对铜的需求不足。中国废铜对精炼铜形成规模可观的支撑，非洲铜即将到港，对铜价支撑不足。精铜杆企业完全以销定产，铜供给处于紧平衡。下游需求方面，2023 年 5 月，中国电力、热力、燃气及水的生产和供应业固定资产投资累计完成额同比增长 27.60%，达到 2010 年以来的最高点，连续 4 个月增速超 20%；家用电器和音像器材类零售额虽在 4 月同比增长 4.7%，扭转开年来的萎缩趋势，但 5 月同比增长仅 0.1%；道路运输业固定资产投资累计完成额同比增加 4.4%，增速连续三个月下滑；5 月房屋累计新开工面积同比下降 22.60%，下降速度较 4 月增加 1.4 个百分点。汽车供需方面，4 月和 5 月中国汽车全年累计销量同比增长 7.07% 和 11.11%，新能源汽车全年累计销量同比增长 42.84% 和 46.79%；全年汽车累计产量同比增长 4.3% 和 7.1%，新能源汽车累计产量同比增长 42.78% 和 45.10%。基建和汽车市场仍处于稳步扩张过程中，对铜的需求仍有增长空间。库存方面，2 季度，全球库存仍处历史地位水平。截至 2023 年 6 月 30 日，全球三大交易所总库存（不含中国保税区）报 17.32 万吨，相对 1 季度减少 27.16%。其中，中国保税区和沪铜在完成 1 季度累库后开始去库，铜企累库意愿不强，缓慢复苏预期

使得铜库存或将继续维持去库低位运行状态。欧美库存整体而言出现累库。与 1 季度末相比，伦敦 LME 库存增加 8250 吨，增长 12.75%；纽约 COMEX 库存大幅增长 15415 吨，增长 93.18%。但是，LME 库存在 6 月初达到顶点后快速去库，月内累计去库规模达到 27.1%。考虑中国保税区后，全球铜库存较 1 季度减少 27.16%。国内铜上游产品，铜矿砂及其精矿进口价格指数 5 月上涨至 2290.92 美元/吨。与 3 月相比，铜矿进口数量上扬（+26.5%），进口金额持续攀升，总体上涨 30.12%；5 月，铜中游产品，诸如进口精炼铜及未锻造铜，均较上季度出现上升（+14.6%和+6.87%）。

铝方面，LME 铝价 2023 年 2 季度持续震荡下行。截至 2023 年 6 月 30 日，LME 铝价收 2096.5 美元/吨，较 1 季度末下跌 10.47%。宏观维度，与铜价影响因素相近，经济复苏预期悲观预期加剧，全球主要央行加息的延续，使得铝价在可见范围内承受压力。在供给端，6 月 17 日中国云南限产结束，开始允许铝厂复产。但据估算对全球铝供给的积极影响有限。视 11 月枯水期是否重新限产情况而定，若 6-8 月云南 190 万吨产能全部复产，今年国内电解铝过剩 17.2 万吨至 33.3 万吨，过剩相对较小；即使云南电解铝能够稳定取消限产，据估计 2024 年电解铝产量预期 4350 万吨，距离由产能置换政策决定的中国电解铝产能 4500 万吨的天花板也极为接近。中国电解铝供给增加的空间有限，增产对铝价的压制力同样有限。在需求端，美欧制造业 PMI 数据持续维持荣枯线以下；中国水电热燃气投资和汽车产销增速相对较高，2023 年 2 月至 5 月房屋累计竣工面积增速持续增加，5 月同比增加 19.8%，对铝的需求形成一定支撑。2023 年 2 季度，全球铝库存小幅累库，6 月 30 日 LME 库存为 54.32 万吨，较 2 季度初增长 3.67%，仍处于历史极低水平。中国电解铝库在 2023 年 2 季度大量去库，7 月 3 日电解铝库存较 2 季度初大降 52.53%至 50.60 万吨。国内铝上游产品，铝矿砂及其精矿进口价格指数在 2 季度下行。具体而言，5 月价格指数下降至 60.78 美元/吨，其中铝矿进口金额上涨幅度（12.70%）小于进口数量上涨幅度（15.04%）。铝中游产品 4 月至 5

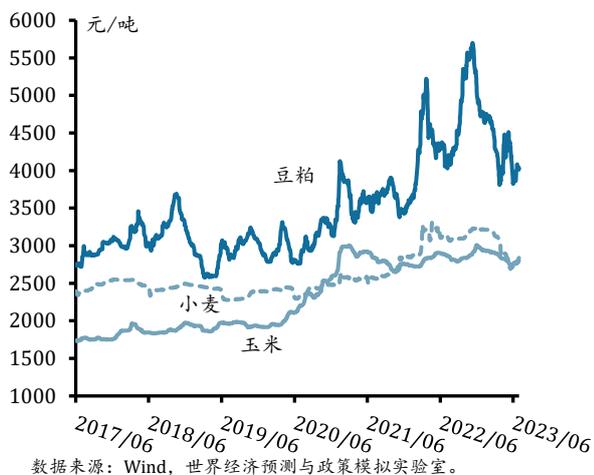
月进口加总数量下降，5月氧化铝和未锻造铝及铝材进口数量出现减少，主要是国内铝生产对进口实现有效替代。

2 季度国际铁矿石下跌反弹后震荡，钢价持续下跌。普氏 62% 铁矿石价格 2 季度反弹后震荡，从季初 122.40 美元/吨逐步下跌至 5 月 24 日 97.35 美元/吨，后反弹至 116.65 美元/吨，季末收 111.60 美元/吨，季度跌幅为 12.33%。供给端，2 季度铁矿石进口量高于去年同期，但较上季度有较大回落。澳大利亚和巴西的发运量增加超 2000 万吨，但非主流矿区的铁矿发运量下降 673 万吨。澳大利亚和巴西的发运量受天气影响弱于 2022 年，且澳大利亚新项目有所增产。今年全球铁矿石发往中国比例为 70%。需求端，2023 年 1-5 月全球除中国外铁水产量共 1.7 亿吨，累计同比下降 3.4%；乌克兰、土耳其、法国铁水降幅均在 20% 以上。4 月至 6 月全国 247 家钢企日均铁水产量为 241.68 万吨，较 1 季度增长 4.54%。日均铁水产量一直处于高位，虽然 5 月部分钢厂主动减产，但减产幅度不及预期，6 月末日均铁水产量达到 246.88 万吨/天，处于 2018 年以来的历史高位水平（最高为 2020 年 8 月 14 日的 253.30 万吨/天）。从港口库存来看，全球主要铁矿石库存量同比上涨 0.81%，环比下跌 5.81%，较上季度末去库 1411.8 万吨至 2.29 亿吨；巴西矿库同比累库幅度最大（5.13%），澳大利亚同比去库 2.46%；我国本季度环比去库幅度为 5.35%，澳大利亚环比去库幅度为 9.13%。我国依然是全球港口库存量最大的国家，为 1.27 亿吨。从进口量来看，铁矿石进口总量方面，4 月为 9044 万吨，环比下降 9.77%，同比增长 5.09%；5 月为 9617 万吨，环比上涨 6.34%，同比上涨 3.95%。国际能源价格的回落使得铁矿的航运成本出现下降，C3 航线价格维持在 20 美元左右，C5 航线为 8 美元左右，均较 2022 年均值下降 18% 左右。

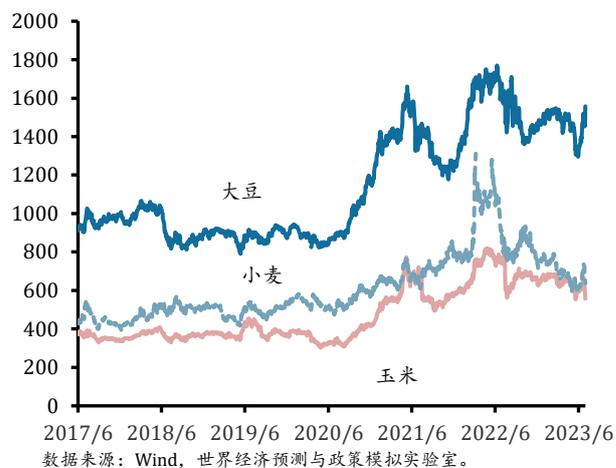
钢材方面，2 季度国际钢铁价格持续下跌。全球钢铁价格指数较 1 季度环比下跌 14.35%，同比下跌 16.42%。其中北美同比下跌 9.04%，欧洲同比下跌 23.93%，亚洲同比下跌 12.32%。在宏观层面，与有色金属的情况类似，全球宏观层面衰退预期加剧，经济增长

发力对钢材价格形成压力。2 季度，国内对钢材的整体需求不足。5 月固定资产投资同比下降 21.2%，同比降幅增大。基建投资（不含电力）同比增长 4.9%，增幅收窄。如前所述，房屋累计新开工面积同比下降 22.60%，商品房销售同比下降 19.7%，跌幅均扩大。使用全国百城土地成交周度数据估算，6 月土地成交面积同比下降约 22.95%，住宅类用地同比下降约 41.11%，较 5 月出现较大回落。因此，房地产业钢材需求同样较弱。4 月至 5 月汽车产销量均稳步上升，但车企降价促销结束后汽车消费状况仍有待观察。供给端，从世界粗钢产量来看，2023 年 1-5 月，向世界钢铁协会（WorldSteel）报告的 63 个国家的粗钢产量为 7.86 亿吨，同比下跌 1.2%，其中亚洲和大洋洲上涨 0.7%，欧盟下跌 10.4%，北美下跌 3.6%。5 月，亚洲和大洋洲粗钢产量同比下跌 6%。世界钢铁协会 2023 年 4 月版短期钢铁需求预测报告认为，持续的通胀和高利率将限制全球钢材需求；中国 2023 年基建项目、制造业和房地产行业的投资复苏并不乐观，预计 2023 年钢铁需求增加 2% 左右；2023 年，预计欧洲钢铁需求下跌 0.4%；预计美国的能源与非建筑行业、日本的建筑业和汽车工业、韩国的汽车工业和船舶制造业将有所复苏，三国钢铁需求预计增长 1.3%，4.0% 和 2.9%；预计印度和东盟的基建项目增加将带动两个经济体钢铁需求分别增加 7.3% 和 6.2%。

图表 50 国内农产品现货走势分化



图表 51 CBOT 农产品价格趋势持续波动



2 季度 CBOT 大豆价格走势呈“V”型，小麦玉米价格走势呈“反 N”型；国内豆粕价格波动，小麦和玉米价格触底后反弹，气候因素成为价格支撑重要动力。

2 季度国内外农产品价格走势变化幅度较大，存在联动。2 季度美豆价格走势呈 V 型，而国内豆粕现货价呈现 N 型。国际市场来看，2 季度美豆价格在季初震荡下行，由 1520.5 美分/蒲式耳下行至 5 月 30 日的 1295.75 美分/蒲式耳，后上行至 6 月 30 日的 1557.75 美分/蒲式耳，季度收涨 3.51%。4 月和 5 月，美国农业部（USDA）对 2023/24 年度大豆播种面积保持乐观，5 月 USDA 大豆供需情况预测 2023/24 年度全球大豆期末库消比将提升 3pct 至 21.92%。故 CBOT 大豆价格持续下行。但 6 月 USDA 下调大豆种植面积预期至 8350 万英亩，同比下降 5%；阿根廷大豆减产预期进一步加剧，与 3 月相比，2022/23 年度大豆产量预期继续调低 800 万吨至 2500 万吨。故短期大豆价格上升。大豆供给方面，USDA6 月预测 2023/24 年度全球大豆产量 4.11 亿吨，与 2022/23 年度最终估计值相比，增加 11.13%。其中，美豆预计增产 5.46%，巴西预计增产 4.49%，阿根廷预计增产 92%。大豆库存方面，USDA6 月预测 2023/24 年度全球大豆库存将增加 21.73%，其中美国大豆库存将因增产和出口减少而显著增加。贸易量方面，USDA6 月预测美国 2023/24 年度大豆出口将同比下降 1.25%，而阿根廷大豆出口预期同比增长 21.05%。中国国内豆粕 2 季度现货价格波动剧烈。4 月，中国海关对大豆的通关检验政策趋紧，到港大豆的通关时间推迟 2-3 天，导致现货豆粕的价格迅速上涨，由 3984 元/吨上涨至 4512.57 元/吨。6 月，到港大豆陆续通关，豆粕价格迅速下行；结合猪肉价格低迷，饲料需求相对萎缩，导致豆粕价格下降至 3859.43 元/吨。但 6 月中旬开始，伴随 CBOT 大豆价格上涨，天气因素炒作的价格上涨传导进入国内市场，导致豆粕价格再次快速上涨至 4037.43 元/吨。

2 季度玉米价格国内国际市场均具有触底后回升趋势，但国际市场价格在季度末出现下跌。国际市场来看，玉米价格呈现出多空交替的格局，自季初的 657 美分/蒲式耳下降至 5 月中旬的 554 美分/蒲式耳；后于 6 月 21 日上涨至 671.25 美分/蒲式耳，之后又大幅下跌至 556.25 美分/蒲式耳，季度累计下跌 15.53%。在供给方面，USDA 估

计，2022/23 年度全球玉米减产约 5.58%，但巴西玉米增产 1600 万吨至 1.32 亿吨，部分抵消玉米产出缺口；6 月预测 2023/24 年度全球玉米产量预计同比增长 6.26% 至 12.23 亿吨创下历史新高，美国玉米产量预计增加 11.18%，乌克兰玉米产量预计下降 9.26%。小麦丰产引起的价格下跌，带动全球玉米价格在 2 季度初延续下跌趋势。在需求方面，5 月底 USDA 首次发布玉米作物评级，玉米优良率不断下降；气候异常和干旱导致市场对玉米减产预期上升，同时市场对美国环保署（EPA）增加生物燃油比重的预期增强，推动 5 月中下旬开始玉米价格的反弹。但 6 月中下旬 EPA 计划落地，玉米基乙醇的掺混目标低于原计划，导致玉米价格再度大幅跳水。全球玉米需求预计增长 4%。在库消比方面，USDA6 月预计 2023/24 年度玉米库消比基本同 2022/23 年度保持一致，为 22.36%。在贸易方面，预计 2023/24 年度玉米出口同比增长 12.0%，进口同比增长 6.26%。其中，预计阿根廷的玉米出口将增长 76.09%，美国玉米出口增加 21.73%，地缘政治因素导致乌克兰玉米种植前景和出口前景不理想，出口可能下降 29.63%；预计中国的玉米进口将增加 27.78%。对国内市场而言，玉米价格在 2 季度初受到小麦价格下跌、饲料等市场需求不足和谷物价格同国际联动增强的综合冲击，玉米价格持续下跌。但玉米库存整体处于较低水平，市场惜售情绪提升，以及豆粕价格提升传导至作为替代品的玉米价格，故季末价格同样上涨，最终收 2838.63 元/吨，与 1 季度末持平。

2 季度小麦国际国内价格走势同玉米相似。国际市场来看，CBOT 小麦价格同样呈现出反“N”型走势，在 4-5 月持续下跌，由 696 美分/蒲式耳下降至 5 月 30 日的 590.25 美分/蒲式耳；在 6 月份迎来上涨，至 739.25 美分/蒲式耳；后极速下降至季末的 636 美分/蒲式耳，季度收跌 8%。下跌主要受气候因素及供给因素驱动，而上涨同消息面相关。供给方面，USDA6 月预计 2023/24 年度小麦产量达到创纪录的 80.10 亿吨，较去年同比增长 1.48%。其中阿根廷产量增加近 200 万吨，中国和加拿大将增产近 300 万吨，抵消了澳大利亚、俄

罗斯和乌克兰的大幅减产，乌克兰预计产量减产 16.27%，俄罗斯预计减产 7.61%。需求方面，全球消费量预计因饲料和残料需求的下降减少 300 万吨，中国的库存将出现显著增加。库消比方面，预计全球库消比将达到较低水平的 26.84%。贸易方面，预计全球小麦贸易因欧洲地区降水增加带来的丰产，以及饲料的充分供应而出现下降，减少 550 万吨。6 月，USDA 预测全球小麦出口减少 1.36%，但俄罗斯仍将成为最大小麦出口国，出口增加 4.49% 至 4650 万吨。乌克兰小麦出口预计减少 34.38%。国内价格下跌后回升。4 月，由于中国主要产区小麦增产，部分地区农民存在“卖跌不卖涨”的心态，以及国际小麦价格的持续下跌，综合作用下使得小麦价格持续下行。但进入 6 月后，由于优质储备粮货源不足，且农民惜售情绪上升，故在储备粮收购主导下小麦价格呈现出上涨趋势。2 季度小麦价格收 2809.44 元/吨，环比下跌 3.82%。

三、未来价格走势与风险

原油方面，展望下半年，如需求端缺乏显著的变量，油价仍然缺乏大幅上涨的基础。考虑到发达经济体仍处于衰退边缘，且货币政策未到放松拐点，短期内油价缺乏刺激。但同时，OPEC 通过减产为油价托底，下行风险也较小，预计油价在 3 季度仍将持续震荡。短期内，考虑到 2 季度油价极低的波动性，3 季度油价易对特别事件做出剧烈反应，包括中国的刺激政策、美联储货币政策调整、俄乌战争停火等。

金属方面，未来价格走势主要关注中国政策措施与经济复苏的实际实现情况、美欧加息节奏和经济复苏状况。需求端，美欧经济复苏进程受阻，制造业部门经济数据再度向下；中国经济复苏压力较大，政策因素将成为影响房地产、基建和汽车行业对金属需求的核心因素。在供给端，包括铜、铝、铁在内的矿石供给相对充裕，为电解铜、电解铝、钢材价格的下探提供空间。预计 2023 年 3 季度有色和黑色金属价格存在较大下行压力，但因宏观政策调整存在一定震荡空间。

原油方面，如需求端未有显著改善，油价仍然缺乏大幅上涨的基础，但 OPEC 减产会对价格形成托底。

金属方面，全球主要经济体加息节奏调整和经济复苏预期的实现是金属价格的主要主导因素，强供给、弱需求下金属价格承压。

农产品方面，全球大豆供需格局保持稳定，玉米、小麦供需或将继续改善。天气因素或将导致大豆价格出现上涨，玉米和小麦价格或受地缘政治因素和天气影响出现波动。

农产品方面，主要关注天气对产物的影响、作物种植推进情况以及俄乌地缘冲突下港口运输等问题。气候异常问题或不会显著影响北美和欧洲的粮食产量，但南美地区粮食产出仍存在不确定性。故仍需关注市场对气候异常问题的炒作。在供需方面，玉米和小麦的产量仍将维持高位，大豆种植面积的缩小为其价格上升提供空间。而黑海谷物倡议是否延续以及乌克兰危机的最终解决，将影响俄罗斯和乌克兰两大粮食出口国的出口。因此，预计 2023 年 3 季度大豆价格或将震荡上行，玉米和小麦价格受产量、天气因素和地缘政治因素的影响存在波动空间。

外贸专题：需求不足下外贸失去增长动能⁴

2023 年 2 季度，中国出口增速快速回落，进口增速保持低迷。具体而言，出口（美元）同比下降 7.1%，增速较上季度下降 7.6 个百分点；进口同比下降 6.6%，增速较上季度提高 0.4 个百分点；贸易顺差总额为 2053 亿美元，同比下降 200 亿美元。4-5 月，服务贸易逆差为 360 亿美元，同比提高 218 亿美元，2 季度经常账户顺差占 GDP 比重预估在 1.6% 左右。出口同比增速逐月快速回落，基期效应、价格回落、需求放缓及海外供给替代是拖累出口增长的主要原因，其中需求不足影响较为突出。预计 2023 年中国出口将呈现小幅负增长，受基期效应影响 5-7 月下行压力较大、8-12 月有望触底并回正，仍需警惕美欧加息至高位后，全球实际需求萎缩，叠加地缘政治冲突升级，带来我国贸易超预期下滑风险。

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。

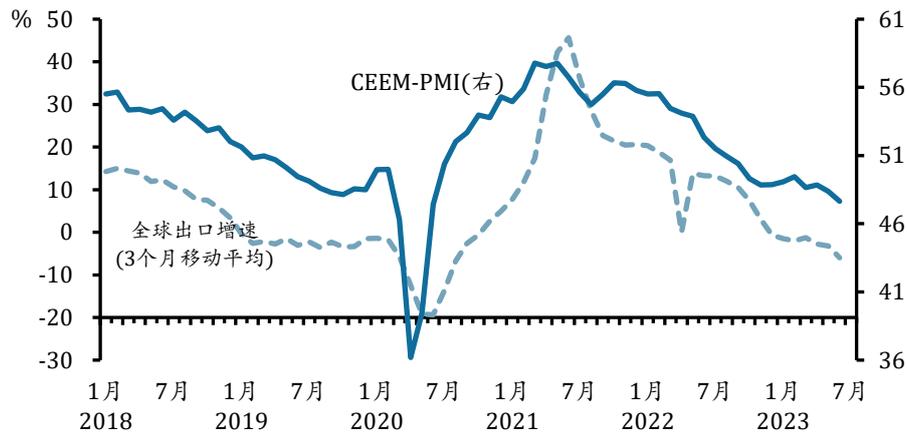
预估 2 季度全球贸易增速将继续回落。根据世界贸易组织（WTO）数据，2023 年 2 季度全球出口总额 5.4 万亿美元⁵，同比增速为-1.3%，较上季度继续下降 0.4 个百分点。过去五年 CEEM 中国外部需求指数（简称 CEEM-PMI⁶）与 3 个月移动平均的全球出口增速走势高度一致。当前，全球经济景气程度已跌破荣枯线且仍在下行，2023 年 6 月 CEEM-PMI 指数降至 47.7，较 2021 年 3 月高点累计下降 10.1 个单位。由此，2023 年 2 季度全球贸易增速也将继续回落。值得注意的是，年初 CEEM-PMI 指数曾出现小幅回暖迹象，但在美欧核心通胀仍高导致加息压力仍大以及中国经济好转不及预期等压力下再度下行，显示外部经济景气度是否触底仍存较大不确定性，全球贸易增速也可能尚未触及底部。

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

⁵ 除非特别注明，下文贸易数据单位为美元，增速为同比增速。按人民币和美元计价增速的差异来自于汇率变化。

⁶ 自 2022 年 1 月起，CEEM-PMI 指数中增加东盟 PMI，各经济体按照 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 52 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、中国出口增速快速回落

出口增速逐月同比快速回落，主要因为前期积压订单、稳外贸政策等短期利好因素消退，而外需回落压力加大、高基期的负面效果进一步显现。

中国海关数据显示，2023 年 2 季度，以人民币计，中国出口总额 5.8 万亿元，同比下降 1.2%；以美元计，出口总额 8420 亿美元，同比下降 7.1%，增速较上季度下降 7.6 个百分点。自 4 月以来，出口增速逐月同比快速回落，6 月已降至-13.0%。这主要是因为前期积压订单、稳外贸政策等短期利好因素消退，而外需回落压力加大、高基期的负面效果进一步显现。**2023 年 1-6 月，韩国、越南出口均为负增长且多次出现 2 位数负增长，我国出口表现开始向其他出口导向型国家靠拢。**

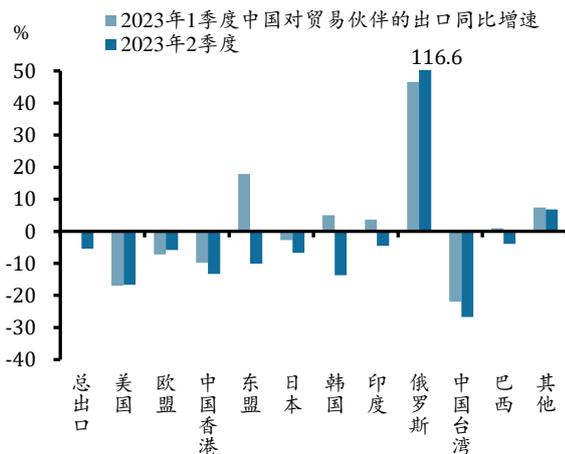
2 季度，对新兴经济体出口明显恶化。

分地区看，对新兴经济体出口增长在 2 季度出现了明显恶化。2 季度，除俄罗斯外，对其他主要贸易伙伴出口均呈现负增长。其中，对东盟、韩国及印度出口增速回落较大，分别为 28.0、18.7 及 8.1 个百分点。对巴西、中国台湾、日本、中国香港出口增速降幅在 4.8 到 3.5 个百分点之间。对美欧出口增速仍保持较深负增长，但增速较 1 季度略有提高。对俄出口增速大幅升至 116.6%，反映美西方制裁下俄罗斯对中国供应链依赖上升。

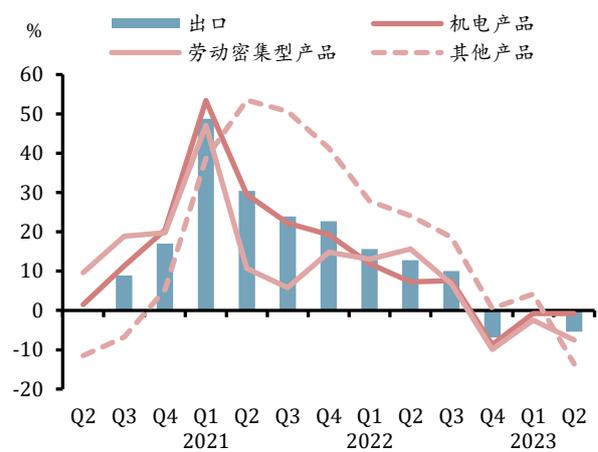
出口增速回落主要来自一般贸易，加工贸易出口维持低迷。

从贸易方式看，出口增速回落主要来自一般贸易，加工贸易出口维持低迷。⁷2 季度，一般贸易和加工贸易出口分别下降 5.3% 和 13.8%，增速较上季度下降 9.3 和 1.1 个百分点，对 2 季度出口变动的贡献率分别为 64.8% 和 55.5%。相反，其他贸易方式出口同比增长 8.5%，较上季度提高 3.5 个百分点，对总出口扮演着逆周期调节作用。

图表 53 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

注：中国出口增速的地区分布图中，俄罗斯数据显示不全，对俄出口增速为 116.6%。

2 季度，劳动密集型产品和其他产品是拖累出口增长的主要原因。

分产品看，2 季度，劳动密集型产品和其他产品是拖累总出口增长的主要原因。2 季度，机电产品出口保持小幅负增长，高科技产品出口仍维持 2 位数负增长，但降幅继续改善。相反，七大类传统劳动密集型产品和其他产品（主要为农产品、矿产品、化学品及金属制品等）出口同比增速依次为-7.5% 和-13.6%，分别较上季度下降 5.0 和 17.8 个百分点。⁸3 月以来，随着前期积压订单逐步交付，叠加海外需求进一步变差，七大类劳动密集型产品出口增速显著回落。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 7.9%、25.6%、66.5%。

⁷ 2022 年 4 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%、22.3%、15.0%。

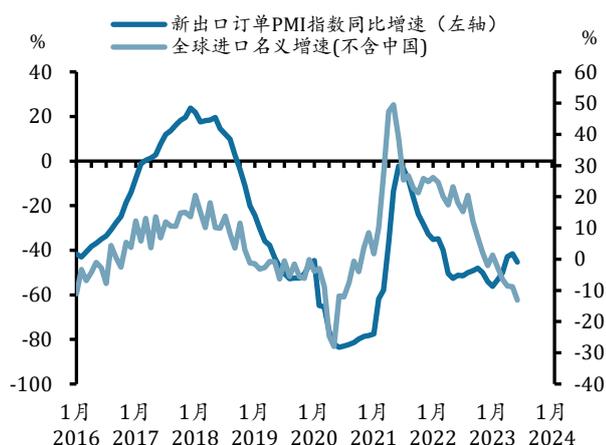
⁸ 2022 年 4 季度，机电产品、七大类传统劳动密集型产品和其他产品出口占总出口的比重分别为 58.4%、17.3%、24.2%。

中国出口由外需和出口市场份额决定。

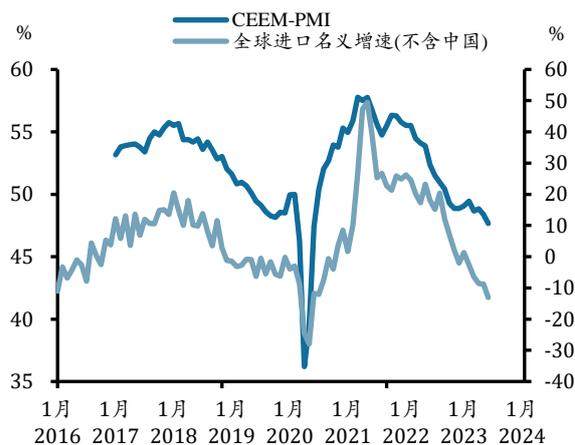
预估 2 季度外需进一步恶化。

预估 2 季度外需进一步恶化。一方面，CEEM-PMI 指数较上季度继续下降。2023 年 4 至 6 月，CEEM-PMI 指数滞后一期总体呈现缓慢回落态势，平均值为 48.3，较前 3 个月下降 0.5 个百分点⁹。另一方面，新出口订单 PMI 指数同比¹⁰在低基期下虽有好转，但环比增速连续回落。3-6 月制造业采购经理人新出口订单指数从 50.4 回落至 46.3，显示当前外需进一步走弱。

图表 54 预估 2 季度外需进一步恶化



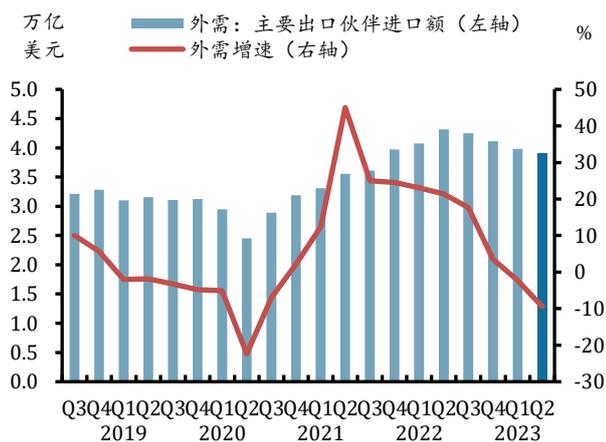
数据来源：WTO、中国海关、世界经济预测与政策模拟实验室



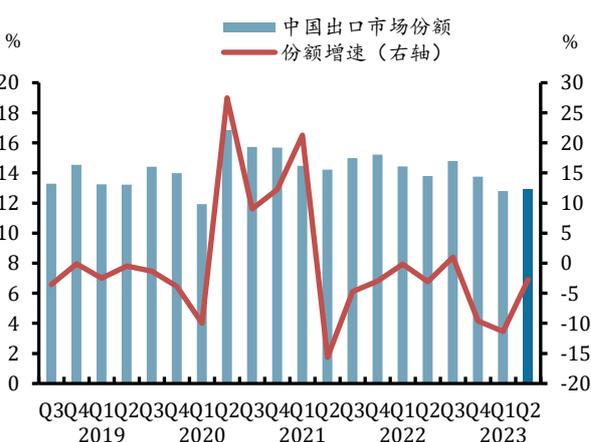
数据来源：WTO、Wind、世界经济预测与政策模拟实验室

注：全球进口名义增速（不含中国）根据 WTO 数据计算，其中 2023 年 1 月基于已披露数据国家计算，2-3 月为根据全球摩根大通 PMI 指数、新出口订单 PMI 指数、CEEM-PMI 指数得到的估计值。

图表 55 预计 2 季度中国出口产品市场份额环比回升、同比回落



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

⁹ 2017 年 1 月至 2023 年 3 月，CEEM-PMI 指数滞后一期值，与来自 WTO 提供的不含中国的全球进口增速（外需增速）的相关系数为 0.82。

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。

注：外需和出口份额均基于主要出口伙伴数据计算。主要出口伙伴包括美国、欧盟、东盟、日本、韩国、印度、俄罗斯、澳大利亚、中国台湾、巴西、加拿大、沙特和南非。2022 年，中国对这些地区出口占我国总出口的 70% 以上。2022 年第 2 季度以来，俄罗斯和沙特数据亦存在缺失，2023 年 1 季度外需和出口市场份额为估计值。

2 季度出口市场份额较 1 季度环比有所好转，但低于 2017-2022 年同期水平。

2 季度进口增速持续低迷，主要源于内需仍然疲软、出口部门的进口需求增长也不佳。

除美国、巴西、俄罗斯外，2 季度中国从其他贸易伙伴进口增速均有改善。

随着国内疫情政策优化并度过疫情高峰，2 季度出口市场份额较 1 季度环比有所好转，但低于 2017-2022 年同期水平。2022 年 11-12 月，受疫情及其应对措施影响，我国出口份额有所回落，2023 年 1 月反弹，2-3 月受春节影响也低于历史同期，4 月出口市场份额（12.9%）较 2-3 月明显好转，但仍低于疫情期间高位、且低于疫情前的历史同期水平¹¹。5-6 月，我国出口增速大举回落，考虑到同期韩国、越南等出口导向型国家出口增速亦表现不佳，预估我国出口份额并不会出现明显回落。值得注意的是，本文中出口市场份额核算基于美欧东盟等主要经济体的进口数据，忽略了近期我国出口增长较快的其他发展中经济体，可能会造成一定低估。

三、中国进口增速持续低迷

中国海关数据显示，2023 年 2 季度，以人民币计，中国进口总额 4.4 万亿元，同比下降 0.6%；以美元计，进口总额 6367 亿美元，同比下降 6.6%，较上季度增速提高 0.4 个百分点。逐月看，尽管 5 月进口增速有所好转，但力度有限且势头并不稳定，主要因为内需仍然疲软、出口部门的进口需求增长也不佳。

分地区看，除美国、巴西、俄罗斯外，2 季度中国从其他贸易伙伴进口增速均有改善。但仅自中国香港、巴西、俄罗斯进口呈现增长，自大多数贸易伙伴进口仍呈现负增长。其中，从美国进口下降 5.9%，较上季度减少 4.5 个百分点。自关键零部件和原材料来源地进口维持负增长，预示着我国与全球价值链紧密相关部分出口仍面临较大下行压力。而自俄罗斯和中国香港进口维持正增长，反映了乌克兰危机下中俄贸易紧密性提升，以及国内疫情政策调整后内地与香港贸易持续回暖。

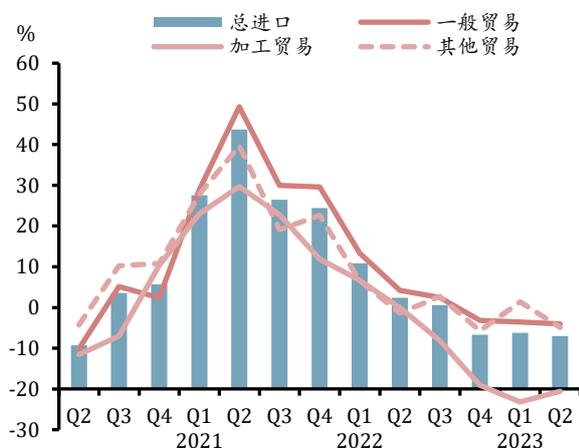
¹¹ 疫情前中国出口产品市场份额的季度指标在 2015 年 3 至 4 季度上升到 14.8% 的高位后进入窄幅波动期。

从贸易方式¹²看，2 季度，一般贸易进口增速变化不大，其他贸易增速再度下行，反映国内需求不足问题仍然突出。而加工贸易进口增速有所改善、但降幅仍有 20.6%。疫情反复、地缘政治冲击及供应安全考量对以加工贸易为代表的全球价值链活动仍呈现较大影响。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 37.1%、49.6%、13.3%。

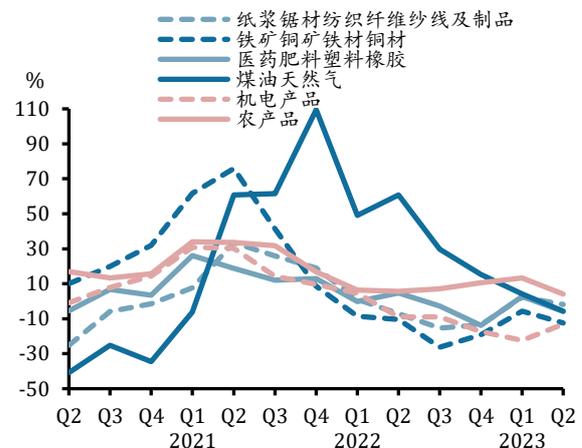
机电产品和高科技产品进口增速回升，但保持两位数负增长，仍是拖累 2 季度进口增长的最主要原因。

分产品¹³看，机电产品和高科技产品进口增速回升至-12%左右，仍是拖累 2 季度进口增长的最主要原因，对总进口变动的贡献率为 71.3%。机电行业具有明显的顺周期性，当前该行业进口低迷主要与全球经济周期下行、价值链分工活动低迷有关。相反，农产品、铁矿-铜矿-铁材-铜材、煤-油-天然气、医药-肥料-塑料-橡胶、纸浆-锯材-纺织纤维纱线及制品进口同比增速均较 1 季度回落，降幅在 4.3 到 9.8 个百分点，且除农产品外其他产品进口均为负增长。

图表 56 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

注：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。

价格因素对大宗商品进口的负面作用进一步凸显。2 季度，原油、钢铁、铜、铁矿石价格普遍回落，较去年同期分别下降

¹² 2023 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 65.4%、14.5%和 20.1%。

¹³ 2023 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 9.7%、10.0%、18.8%、4.9%、2.0%、33.8%。

价格回落和需求偏弱拖累大宗商品进口增长。

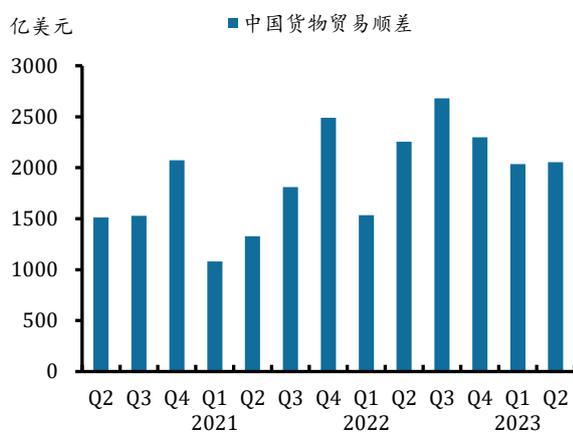
货物贸易顺差开始回落，服务贸易逆差继续扩大。

31.1%、23.2%、11.0%、17.1%。而除铁矿砂和原油外，其他两类大宗商品进口数量也呈现负增，反映国内大宗商品消费需求仍然较弱。2 季度，铁矿砂和原油进口数量同比增长 5.4%和 17.0%，钢材、铜材进口量则分别下降 28.8%和 11.4%。

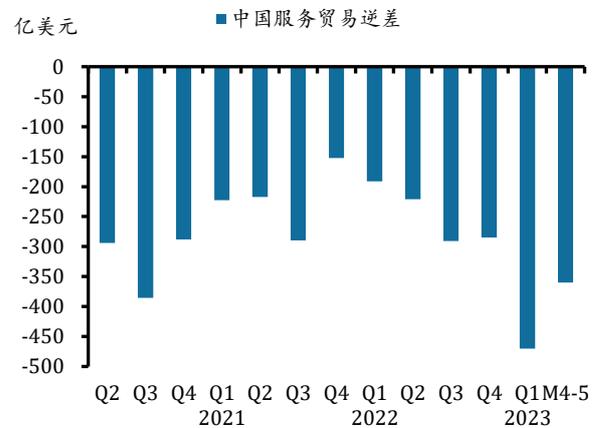
四、经常账户顺差快速收窄

2 季度，以人民币计，中国货物贸易顺差额为 14155 亿元，同比下降 3.1%；以美元计，顺差总额为 2053 亿美元，同比下降 8.9%（上季度增速为 32.7%）。货物贸易顺差下降主要来自一般贸易，加工贸易顺差回落幅度有限。服务贸易逆差继续扩大。4-5 月，中国服务贸易逆差为 360 亿美元，同比提高 152.9%，增速较上季度提高 6.5 个百分点。其中，境外旅行服务逆差为 264 亿美元，同比提高 78.8%，增速较上季度提高 30.9 个百分点。货物贸易顺差开始回落，服务贸易逆差加速扩大，意味着当前经常账户顺差快速收窄。

图表 57 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 1.6%左右。

据国家外汇管理局统计，2023 年 4-5 月，以人民币计，货物和服务贸易贡献的经常账户盈余为 4719 亿元。考虑到 2022 年初次和二次收入赤字约为贸易盈余的 30%，同时 2 季度名义 GDP 同比增速预估为 7.0%，预计 2 季度经常账户占比或在 1.6%左右。与此相比，2023 年 1 季度，中国经常账户盈余占 GDP 的 1.96%，货物和服务净出口对 GDP 增长的贡献为-0.1 个百分点（按人民币不变价计），

较去年同期下降 1 个百分点。

五、外贸展望

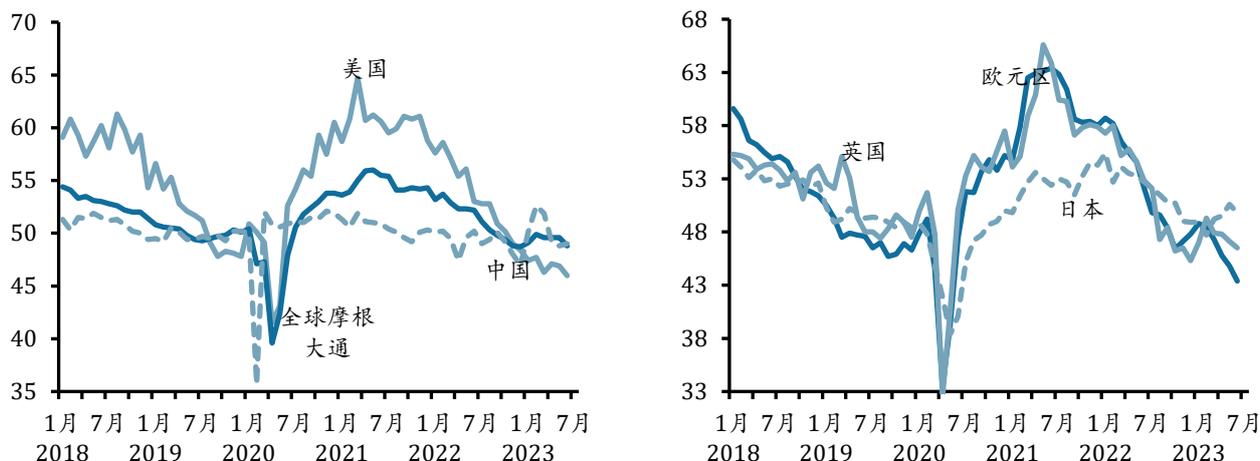
预计 2023 年中国出口将呈现小幅负增长，受基期效应影响 5-7 月下行压力较大、8-12 月有望触底并回正，但仍需警惕美欧加息至高位后，全球实际需求萎缩，叠加地缘政治冲突升级，带来我国贸易超预期下滑风险。

联合国贸发会议 6 月报告预测 2023 年 2 季度全球贸易增长将放缓，同时对 2023 年下半年全球贸易前景持悲观态度。这主要是因为通胀粘性、金融脆弱性、乌克兰危机以及地缘政治紧张带来的负面影响远超出疫情全面放开带来的正面作用。尽管美国经济仍有韧性，但服务业景气程度好于制造业，同时美国消费呈现出从制造向服务转型的特征，1-5 月基于现价和不变价的服务业消费支出均明显好于耐用品和非耐用品消费支出。欧元区经济弱于美国，但通胀压力高于美国，欧洲央行加息进程仍将持续。尽管在通胀压力下欧元区食品和能源消费支出仍高，但其他消费支出呈现出从制造到服务转型的趋势。更重要的是，下半年美欧经济下行压力将显著增大。综合上述因素，下半年全球商品贸易需求或将进一步恶化，并将成为拖累我国出口增长的主要因素。

笔者在 1 季度外贸季报（《外贸专题：进、出口增速逐月均有所回升》）中对 2023 年中国出口的判断仍然成立，即中等乐观情况下 2023 年我国出口额增速将在-1%到-2%左右，悲观情况下 2023 年我国出口额增速可能降至-8%到-9%左右。2 季度以来，有两方面影响出口增长的因素出现恶化需密切关注。一是贸易品价格回落速度超预期，二是我国出口份额尚未回归历史同期水平。

预计 2023 年中国出口将呈现小幅负增长，受基期效应影响 5-7 月下行压力较大、8-12 月有望触底并回正，但仍需警惕美欧加息至高位后，全球实际需求萎缩，叠加地缘政治冲突升级，带来我国贸易超预期下滑风险。

图表 58 全球及主要经济体制造业 PMI



图表 59 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)		
	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2020	2021	2022
出口	-6.9	0.1	-5.4	3.6	29.9	7.0
进口	-6.7	-6.2	-7	-1.1	30.1	1.0
出口额	8983	8215	8420	25904	33635	35921
进口额	6684	6180	6367	20567	26868	27144
货物贸易余额	2299	2034	2053	5337	6767	8777
2. 地区出口						
	(美元同比/%)			(规模/亿美元)		
	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2022Q4	2023Q1	2023Q2
出口	-6.9	0.1	-5.4	5882	6355	3721
美国	-19.2	-17	-16.7	1332	1153	1282
欧盟	-12.5	-7.2	-5.8	1325	1260	1333
中国香港	-21	-9.8	-13.3	824	621	648
日本	-1.8	-2.7	-6.7	434	408	389
东盟	10.4	17.9	-10.1	1526	1391	1310
俄罗斯	18.6	46.5	116.6	239	241	284
3. 贸易方式						
	(美元同比/%)			(规模/亿美元)		
	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2022Q4	2023Q1	2023Q2
一般贸易出口	-3.8	4	-5.3	5646	5353	5669
加工贸易出口	-17.2	-12.7	-13.8	2005	1718	1699
其他贸易出口	-1.5	5.0	8.5	1349	1148	1274
一般贸易进口	-3.2	-3.6	-4	4206	4035	4228
加工贸易进口	-19.1	-23.2	-20.6	1101	894	912
其他贸易进口	-5.7	1.4	-4.9	1368	1239	1236

数据来源：CEIC 数据库。