

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	刘沁璇	科研助理

联系人：刘沁璇 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：经济暂时摆脱“技术性”衰退 1

2022年4季度，美国PMI继续下行，个人收入与支出增速趋缓，新屋开工继续下降，但新屋销售有所反弹，本轮企业补库存周期已结束，贸易逆差扩大后收窄，劳动力市场依然紧张，通胀明显回落、但仍具粘性。美债收益率曲线持续深度倒挂，美元指数明显回调，美股震荡下行。美联储在12月再次加息50bp，将联邦基金利率提升至限制性水平，并声明未来利率将更高、持续时间更长。继3季度GDP环比增长率录得3.2%后，4季度美国GDP增速延续反弹，这使得美国经济暂时摆脱2022年上半年的“技术性”衰退，但美国经济衰退风险并未消退。

欧洲：即将迎来温和衰退 8

2022年第4季度，欧元区综合PMI温和回升，制造业和服务业活动虽然依旧疲弱，但萎缩程度有所减轻。受暖冬影响，原先预计的严重能源短缺和电力危机未在欧元区爆发，能源成本下行更驱动区内通胀率重返个位数水平，促使欧元区消费者信心显著回升。供应链瓶颈的缓解以及积压订单的消化使得企业投资表现亦优于预期，欧元区对外贸易逆差小幅收窄。不过，在全球经济增长前景疲弱、围绕俄乌冲突和能源的高不确定性仍存、欧洲央行加息立场不改等多重因素的叠加下，欧洲经济短期内还是难以摆脱萎缩的阴霾，只是萎缩程度可能较为温和。预计欧元区在2022年和2023年交接之际会出现短暂的技术性衰退，2023年全年经济增长约在在0.3~0.5%之间。

日本：货币政策调整显著影响金融市场 15

2022年第4季度，日本迎来第8波新冠肺炎疫情冲击。新冠肺炎疫情叠加流感，无疑会对日本经济造成一定负面影响，但目前看该影响较为有限。10月和11月，日本制造业PMI出现明显下滑，并于11月跌破荣枯线。服务业PMI冲高后明显回落。日本银行在12月声称，将日本10年期国债收益率上限由0.25%提高至0.50%。此举超出市场预期，日本股市和债市大跌，日元汇率大涨。日本物价增速依然维持在高位，但后续有缓解的可能。贸易逆差则继续扩大。关于日本银行政策调整对金融市场的影响，仍有待进一步观察。

东盟韩国：复苏挑战和机遇并存 23

作为2022年最后一季的季度报告，本报告对2022年全年东盟六国和韩国的经济增长进行了回顾。2022年，预计东盟六国中除新加坡外的五国新兴及发展中经济体增长较上年有所改善，而区内新加坡和韩国两大发达经济体的增长则较上年有所放缓。2022年，全球通货膨胀高企，区内通胀压力也不可避免上升，但是总体通胀水平相对温和。区内货币对美元总体呈现贬值态势。2022年区内能源进口国的经常账户普遍恶化，而大宗商品出口国的经常账户则好转。展望2023年，由于东盟六国和韩国在2022年下半年经济景气程度出现调整和回落，这将不可避免地影响2023年的经济走势。受到融资环境收紧、外需放缓、大宗商品市场调整、通货膨胀传递、债务水平积累等因素，都将使得区内经济体在2023年持续感受到压力，但是2023年也不乏积极因素，其中最值得关注的是中国经济的复苏和对区内经济体多方面的正向溢出效应。

金砖国家：通胀略有缓解，经济继续复苏 29

2022 年 4 季度，印度、巴西、南非经济继续复苏，高通胀略有缓解，俄罗斯经济陷入衰退。不断持续的冲突和制裁使俄罗斯经济连续两季度同比显著负增长，陷入衰退。西方制裁进一步加码，重点限制俄罗斯能源出口，俄财政与卢布汇率压力开始显现。巴西经济依然处于复苏轨道，但动能依然偏弱。巴西总统大选尘埃落定，卢拉当选降低了政治不确定性，但民主进程、反贫困、结构性改革等问题难度依然很大。印度经济继续稳步恢复，内需增强，服务贸易高增长，股票市场再创历史新高。印度通胀显著回落，央行小幅加息以应对通胀。南非经济缓慢复苏，就业市场略有改善，通胀稍有回落，央行继续加息。

中国：点燃市场信心，内需值得期待 35

2023 年，在压力与机遇并存之下，我国经济运行有望实现总体回升。其中总需求结构将表现为内需强、外需弱的格局。在激发内需方面，我们更要看到消费、投资两者之间相互促进的一面，以此为立足点来思考扩大内需的政策。同时也要注意，2023 年基建、房地产等投资的上升空间相对较小，因此要优先扩大居民部门的消费需求。经济重启修复的初期，也是恢复消费者信心的关键时期，要把市场信心的第一把火尽快点燃起来，推动形成良性循环。另外从供给面来看，2023 年和未来的数年也是我国巩固产业链地位的较好时机。

全球金融市场：美联储加息放缓，全球资产价格回调 41

2022 年 4 季度，美联储加息放缓，全球主要资产价格出现回升。11 月，美联储加息 75bp，鲍威尔在加息会议后透露出加息节奏将放缓的信号，12 月，美联储加息 50bp，美国联邦基金目标利率达到 4.5%。4 季度，欧央行也累计加息 125bp，12 月也放缓加息节奏。美元止升转跌，季度贬值 7.7%，其他主要经济体货币均有所升值，日元、欧元均升值 8% 以上。全球股市普遍回升，发达经济体债券收益率受加息影响继续上升；因增长预期边际改善，中国十年期国债收益率上行。预计美联储和主要发达经济体央行还可能加息，发达经济体金融脆弱性上升，继续关注部分经济体流动性风险、债务风险。

大宗商品市场：价格环比走弱，中国复苏预期刺激季度末反弹 52

2022 年 4 季度大宗商品价格持续下行，季度均价下跌 6.6%，跌幅扩大。12 月前中国防疫政策收紧，市场信心不足，加上美联储紧缩和欧美衰退预期走强，大宗商品价格承压。进入 12 月后，随着中国放松防疫措施，市场信心好转，但由于表观数据不佳原油等品种反弹幅度有限。有色金属波动上涨，尤其铜价在低库存推动下涨势较强。铁矿石和钢材价格也均在季度末反弹。农产品国内外价格走势分歧，美大豆涨幅明显，小麦季末反弹。

外贸专题：进、出口增速超预期回落 66

2022 年 4 季度，中国出口（美元）同比增长-6.6%，较上季度下降 16.9 个百分点；进口同比增长-6.7%，较上季度下降 7.4 个百分点；货物贸易顺差总额为 2332 亿美元，同比下降 157 亿美元；10-11 月服务贸易逆差为 79 亿美元，同比上升 57 亿美元，4 季度经常账户顺差占 GDP 比重预估在 1.5% 左右。受基期效应、外需转弱、国内疫情等影响，出口同比增速回落远超预期。超预期部分主要体现为国内疫情政策调整对我国出口份额的负面影响较大。预计 2023 年中国出口或将呈现小幅负增长，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	6
图表 8	PMI 温和回升	9
图表 9	通胀回落至个位数	10
图表 10	失业率保持历史低位	10
图表 11	消费者信心持续回升	12
图表 12	企业投资表现好于预期	13
图表 13	贸易逆差小幅收窄	14
图表 14	制造业 PMI 显著下滑	15
图表 15	消费同比增速回落，机械订单金额同比增速转负	16
图表 16	2022 年第 3 季度日本商品贸易逆差大增	17
图表 17	CPI 同比增速创新高，PPI 同比增速继续在高位	20
图表 18	股市整体平稳，日元对美元汇率大幅升值	22
图表 19	10 年期国债利率升破 0.25%	22
图表 20	亚太主要国家国别和加总经济增长率	24
图表 21	区内经济体通货膨胀水平上升	24
图表 22	区内货币在 2022 年总体贬值	25
图表 23	区内经济体经常账户调整	26
图表 24	2022 年区内经济体景气水平回落	27
图表 25	金砖国家数据概览	33
图表 26	中国与金砖国家贸易情况	34
图表 27	全球金融市场风险状况图	41
图表 28	全球金融市场主要指标变动	42
图表 29	主要发达和新兴经济体季度汇率波动幅度（2022 年 4 季度）	43

图表 30 全球主要发达和新兴经济体股市季度涨跌幅（2022 年 4 季度）	44
图表 31 全球主要发达和新兴经济体股市季内波动（2022 年 4 季度）	44
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货币市场走势一览	46
图表 34 全球主要发达与新兴经济体长期国债市场走势一览	47
图表 35 银行代客收付款分项结构	49
图表 36 外币公司债季度发债额度与频率	51
图表 37 4 季度 CEEM 大宗商品指数进一步走弱	52
图表 38 4 季度除大豆外主要商品下跌	52
图表 39 4 季度全球油价在中国防控紧缩和欧美衰退预期压力下震荡下行	53
图表 40 11 月 OPEC 小幅减产，但是 12 月产量有所反弹	53
图表 41 中国原油进口跌幅缩窄，但仍在萎缩区间	54
图表 42 美国原油净进口创新低	54
图表 43 欧洲需求相对仍然在缓慢爬坡中	55
图表 44 美国商业原油库存涨跌互现，12 月以来连续回升	55
图表 45 LME 铜铝价格开启反弹，波动较大	58
图表 46 全球铜库存总量处于历史极低	58
图表 47 国际铁矿石价格探底后走高	58
图表 48 国际钢价指数下降	58
图表 49 国内农产品现货价格涨跌不一	62
图表 50 CBOT 农产品价格回落后缓步爬升	62
图表 51 预估 4 季度全球贸易同比增速将继续回落	67
图表 52 中国出口增速的地区和产品分布	68
图表 53 预估 4 季度外需增速继续放缓	69
图表 54 预估 4 季度中国出口产品市场份额超预期回落	69
图表 55 中国进口增速的贸易方式和产品分布	70
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	73
图表 59 中国外贸数据概览	74

美国：经济暂时摆脱“技术性”衰退

2022 年 4 季度，美国 PMI 继续下行，个人收入与支出增速趋缓，新屋开工继续下降，但新屋销售有所反弹，本轮企业补库存周期已结束，贸易逆差扩大后收窄，劳动力市场依然紧张，通胀明显回落、但仍具粘性。美债收益率曲线持续深度倒挂，美元指数明显回调，美股震荡下行。美联储在 12 月再次加息 50bp，将联邦基金利率提升至限制性水平，并声明未来利率将更高、持续时间更长。继 3 季度 GDP 环比增长率录得 3.2% 后，4 季度美国 GDP 增速延续反弹，这使得美国经济暂时摆脱 2022 年上半年的“技术性”衰退，但美国经济衰退风险并未消退。

一、经济运行形势

4 季度美国经济增速继续反弹。

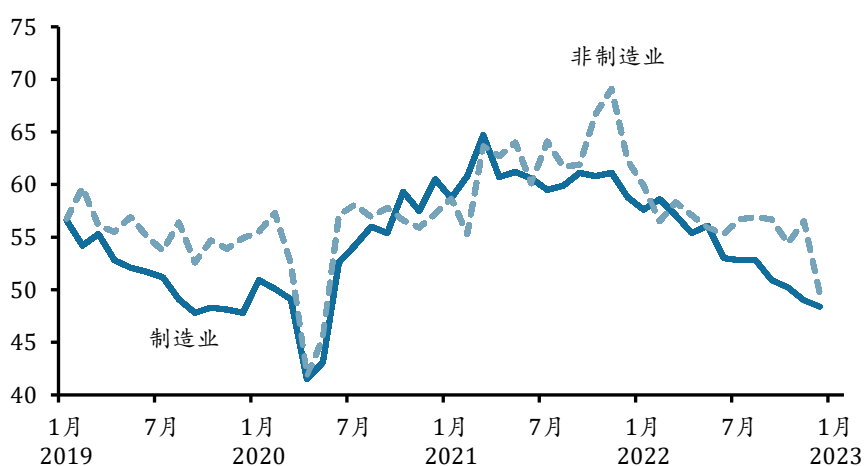
PMI 继续下行。10-12 月美国制造业 ISM 编撰的 PMI 分别为 50.2、49 和 48.4，低于 3 季度均值 52.2；非制造业 PMI 分别为 54.4、56.5 和 49.6，低于 3 季度均值 56.8。不过，ISM 和 Markit 的数据继续偏离。ISM 是通过询问企业的采购主管对于各个指标走势的主观看法调查而来，Markit 则是基于企业的实际业务操作状况，因而 ISM 相较 Markit 更偏主观。Markit 的制造业 PMI 在 11 月首次跌破 50，服务业 PMI 在 7 月首次跌破 50，且此后两大指标皆一直低于 50，并有持续下探的趋势。此外，美国综合 PMI 在 7 月首次跌破 50 后持续低迷，表明整体商业环境持续恶化。

个人收入与支出增速趋缓。10 月至 11 月美国个人收入同比增速分别为 4.8% 和 4.7%，美国个人消费支出同比增速分别为 8.1% 和 7.7%，皆低于 2 季度的均值，但个人收入与消费支出的增速皆显著高于疫情前水平。11 月美国零售销售额环比下降 0.6%，降幅创 11 个月以来的最低值；核心零售销售额环比下降 0.2%。反映在高通胀的环境下，消费者支出趋于削减。根据 WardsAuto 数据，美国 10 月轻型车当月销售量为 115.2 万辆，环比增加 2.9%。

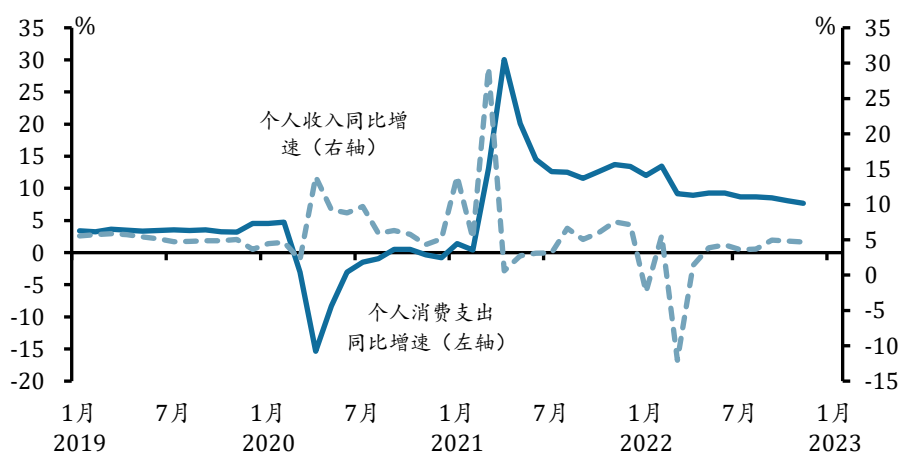
房地产开工继续下降，企业库存拐点已现。疫情以来，低利率、财政纾困政策对于居民收入的补贴、以及疫情引发的居家办公需求是

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 12 月 22 日的当周，30 年期抵押贷款固定利率为 6.27%，显著高于疫情期间的低点和疫情前水平，但较 11 月的峰值 7.08% 有所回落。2022 年 11 月新屋开工的折年数为 142.7 万套，环比下降 0.49%；不过，新屋销售有所反弹，折年数为 64 万套，环比上涨 5.79%。此外，新屋销售价也有暂时止跌反弹的迹象。

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

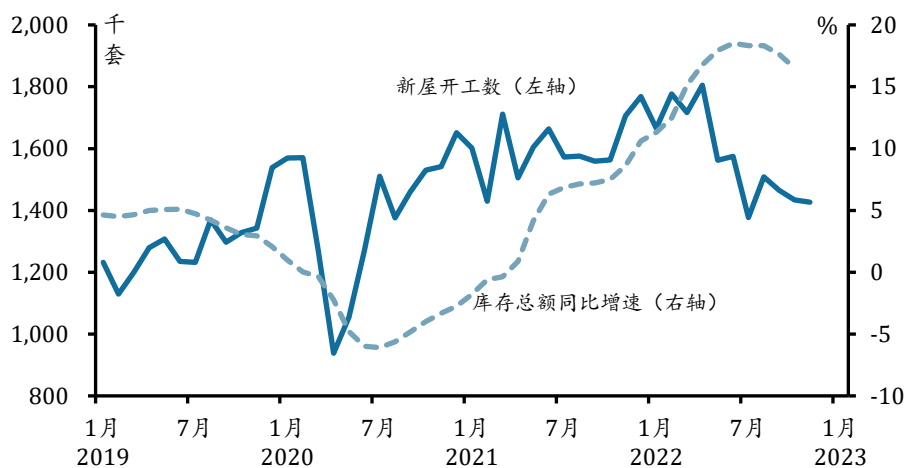


数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

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4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。与此同时，美国的库存销售比趋于上行，这意味着美企已经面临库存压力，本轮企业补库存周期应该已结束。

图表3 美国新屋开工和企业库存周期



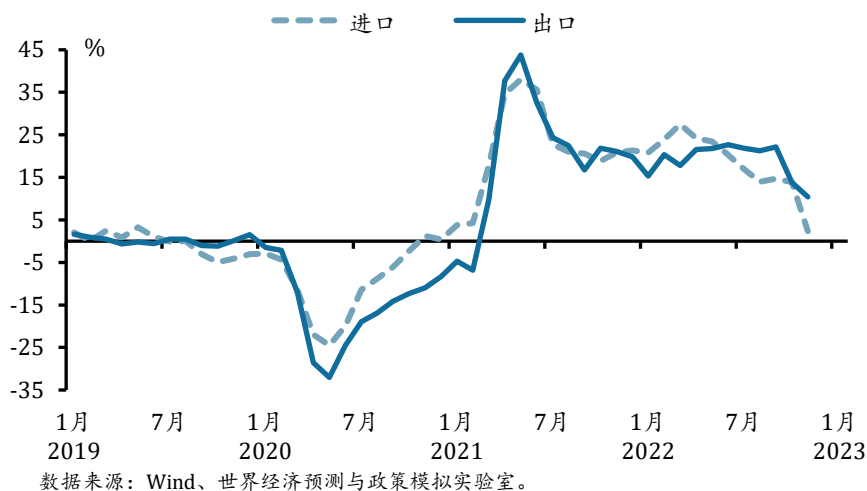
贸易逆差先扩大后收窄。2022年10-11月美国出口同比增速分别下滑至13.8%和10.4%；进口同比增速分别下滑至13.9%和2.4%；10月贸易逆差扩大至778亿美元，11月贸易逆差扩大至615亿美元。由于进口增速在7月已明显回落，而出口增速在10月开始回落，美国贸易逆差在10月有所扩大，但11月美国进口增速大幅下滑，当月贸易逆差也有所收窄。

失业率基本接近疫情前水平，劳动力市场依然紧张。2022年12月，美国失业率为3.5%，较上月下降0.2个百分点；劳动参与率小幅回升至62.3%，距离疫情前水平相差约1个百分点；新增非农就业人数22.3万人。此外，11月美国职位空缺率维持在6.4%，离职率小幅回升至2.7%，皆显著高于疫情前水平，表明劳动力市场依然紧张，但紧张程度可能正在趋缓。11月美国私人非农企业员工的周薪同比增速为4.6%，尽管跑输通胀，但显著高于疫情前水平。

美国就业市场不均衡复苏情况保持缓和。首先，12月白人的失业率为3%；西班牙裔或拉丁美洲裔的失业率为4.1%；黑人或非洲裔美

国人的失业率为 5.7%。其次，美国失业超过 27 周以上人数略有反弹，12 月小幅回落至 106.9 万人，占比小幅回落至 18.5%，小幅低于疫情前水平。

图表 4 美国对外贸易



图表 5 美国劳动力市场

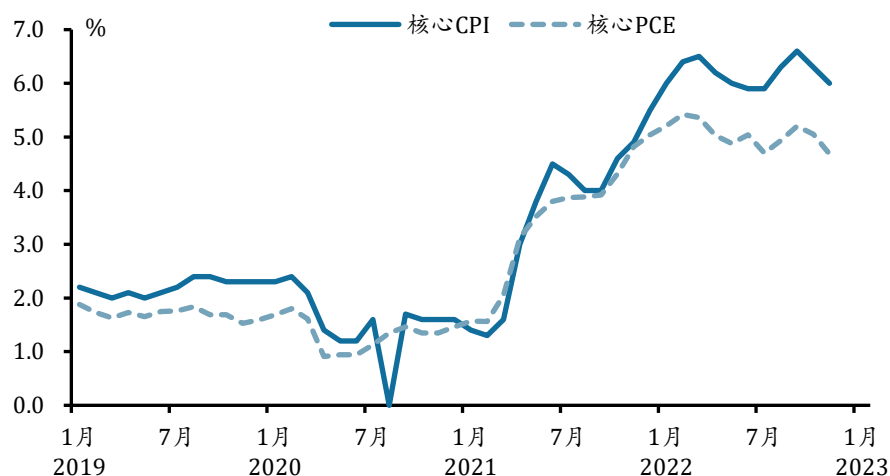


通胀趋于降温，但仍具粘性。2022 年 11 月，美国 CPI 同比增速大幅回落至 7.1%，核心 CPI 同比增速回落至 6%；CPI 环比下降 0.1%，这是 2020 年 12 月以来首次负增长；核心 CPI 环比上涨 0.1%，涨幅创 2021 年 1 月以来最低值。从 CPI 分项来看，能源项同比增速大幅回落至 13.1%，食品项同比增速回落至 10.6%，住宅项同比增速回落至 7.8%，交通运输项同比增速回落至 7.8%，娱乐项同比增速上涨

至 4.7%。由于租金滞后于房价，而紧张的劳动力市场支持了服务支出，美国通胀短期内仍具粘性。此外，美国 11 月 PCE 同比增速回落至 5.5%，核心 PCE 回落至 4.7%，表明美国家庭支出的增速确实有所放缓。

与此同时，美国通胀预期进一步下降。不过，通胀预期有所弱化。根据纽约联储的消费者期望调查数据，2022 年 11 月对于未来一年期的通胀预期中值降至 5.23%，对于未来三年的通胀预期中值降至 3%，短期通胀预期明显回落。

图表 6 美国通货膨胀



金融市场风险值得警惕。

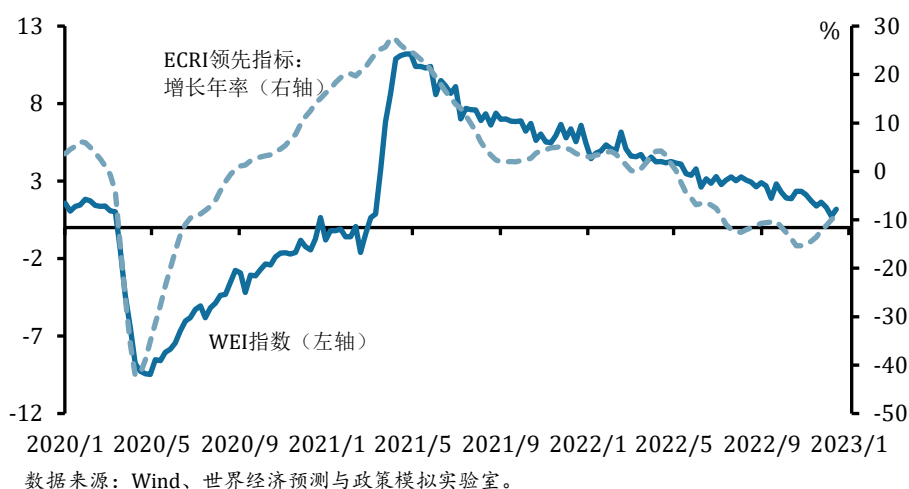
美债收益率曲线持续深度倒挂。2022 年以来，美债收益率曲线快速走平，部分期限的美债收益率曲线出现倒挂，尤其是 10 年期与 3 个月美债收益率曲线持续深度倒挂，使得市场预期美国经济可能将陷入衰退。

美元指数回调。在美联储持续大幅加息及鹰派预期的支撑下，2022 年以来，美元指数强势上行。即便在通胀下行时，处于通胀预期管理的需要，美联储继续大幅加息，这使得美元指数被高估。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。截至 12 月 23 日，美元指数为 104.3，较年初上涨 8.7%，较 9 月 27 日的峰值回落 8.6%。考虑到近期美联储仍有加息动能，美元指数可能跟随加

息预期震荡。若 2023 年美联储停止加息，同时美国经济衰退风险进一步显现，美元指数可能掉头下行。

美股仍有下行压力。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。伴随着美联储持续鹰派加息，以及通胀逐步蚕食企业利润，未来美股仍有进一步下行压力。截至 12 月 25 日，标准普尔 500 指数市盈率降至 20.12，已显著低于疫情前水平。然而，美股回调主要是对美联储加息的反应，尚未对可能的经济衰退及其引发的企业利润下滑做出定价。如果 2023 年美国经济出现实质性衰退，美股可能迎来二次下跌。

图表 7 美国经济运行状况：高频数据



二、宏观政策分析

美联储加息节奏放缓。

美联储在 12 月议息会议加息 50bp。美联储宣布上调联邦基金利率 50bp 至 4.25-5% 目标区间，这已经是美联储年内持续第 7 次加息，累计加息幅度达 425 个基点。缩表方面，美联储将按照原有计划，从 9 月开始加速缩表，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，2022 年政策利率中值为 4.4%，2023 年政策利率中值为 5.1%，2024 年和 2025 年或降息至 4.1% 和 2.9%，这意味着未来几年政策利率水平将显著高于 2.5% 的长期水平。此外，超过半数委员认为 2023 年政策利率应至少达到 5.0-5.25%，超过 1/3 的

委员甚至认为 2023 年政策利率至少应达到 5.25-5.5%或更高，最为“鸽派”的委员也认为，2023 年政策利率将提升至 4.75-5.0%，这意味着明年的加息幅度可能至少为 75BP。

美联储对 2023 年经济增长前景更为不乐观。美联储小幅上调 2022 年 GDP 增速至 0.5%，大幅下调 2023 年 GDP 增速 0.7 个百分点至 0.5%，将 2024 年 GDP 增速小幅下调至 1.6%；小幅下调 2022 年失业率至 3.7%，将 2023 年和 2024 年失业率皆上调至 4.6%；上调 2022 年 PCE 同比增速至 5.6%，分别上调 2023 年 PCE 和核心 PCE 同比增速至 3.1%和 3.5%。

三、美国经济形势小结与展望

美国 4 季度经济增速反弹。

根据美国亚特兰大联储 GDPNow model 在 12 月 23 日的估计，预计美国 4 季度 GDP 环比折年率为 3.7%。

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 4 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尚未止稳。

欧洲：即将迎来温和衰退

2022年第4季度，欧元区综合 PMI 温和回升，制造业和服务业活动虽然依旧疲弱，但萎缩程度有所减轻。受暖冬影响，原先预计的严重能源短缺和电力危机未在欧元区爆发，能源成本下行更驱动区内通胀率重返个位数水平，促使欧元区消费者信心显著回升。供应链瓶颈的缓解以及积压订单的消化使得企业投资表现亦优于预期，欧元区对外贸易逆差小幅收窄。不过，在全球经济增长前景疲弱、围绕俄乌冲突和能源的高不确定性仍存、欧洲央行加息立场不改等多重因素的叠加下，欧洲经济短期内还是难以摆脱萎缩的阴霾，只是萎缩程度可能较为温和。预计欧元区在2022年和2023年交接之际会出现短暂的技术性衰退，2023年全年经济增长约在在0.3~0.5%之间。

一、经济运行态势

PMI 温和回升。

PMI 温和回升。受供应链瓶颈缓解和商业信心改善的影响，4季度欧元区19国综合采购经理人指数（PMI）呈温和回升的态势，从10月47.3的低点逐月上行至12月的48.8。不过，10-12月欧元区综合 PMI 仍保持在荣枯线以下，而且从季度平均值来看，4季度欧元区综合 PMI 的季度平均值为47.97，较第3季度的48.97有所下滑，表明欧元区经济在第4季度表现整体不及第3季度，生产经营活动继续萎靡，但衰退程度可能较预期温和。

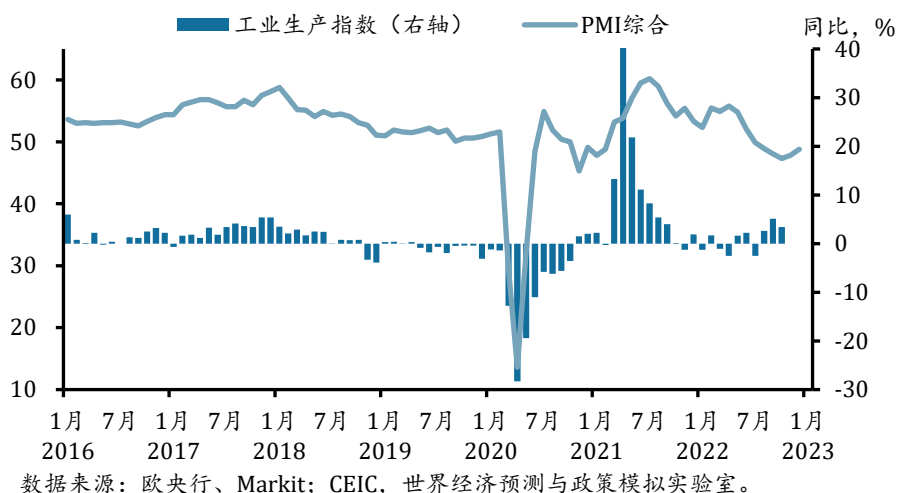
制造业方面，欧元区12月制造业 PMI 为47.8，连续第六个月低于荣枯线，但好于市场预期和前值的47.1，同时成为三个月来的最高。服务业活动也同样放缓了收缩步伐，12月欧元区服务业 PMI 为49.1，连续第五个月低于荣枯线，但高于预期值和前值的48.5。

分国家来看，12月德国综合 PMI 实现了自2月以来的首次回升，来到48.9，表明尽管德国经济仍处于疲软状态，但情况已开始改善，其服务业 PMI 和制造业 PMI 双双从11月的低位回升，前者由46.1升至49，后者则从46.2回升至47.4。与之相反，法国经济仍处于加速下滑中，12月法国综合 PMI 为48，创2021年4月以来的最低纪录，并连续第三个月位于荣枯线下方。服务业成为拖累法国综合 PMI 的主

因，12月法国服务业 PMI 从 11 月的 49.3 降至 48.1，创 22 个月来最低纪录。法国制造业则有所回暖，12 月制造业 PMI 从 11 月的 48.3 回升至 48.9。

工业生产指数方面，10 月欧元区工业产出环比下降 2.0%，为 7 月以来最大降幅，超出预期下降 1.5%。工业产出同比增长 3.4%，与 9 月的 5.1% 相比增幅下滑，表明欧元区工业生产整体仍处于萎缩状态。

图表 8 PMI 温和回升



通胀回落至个位数。

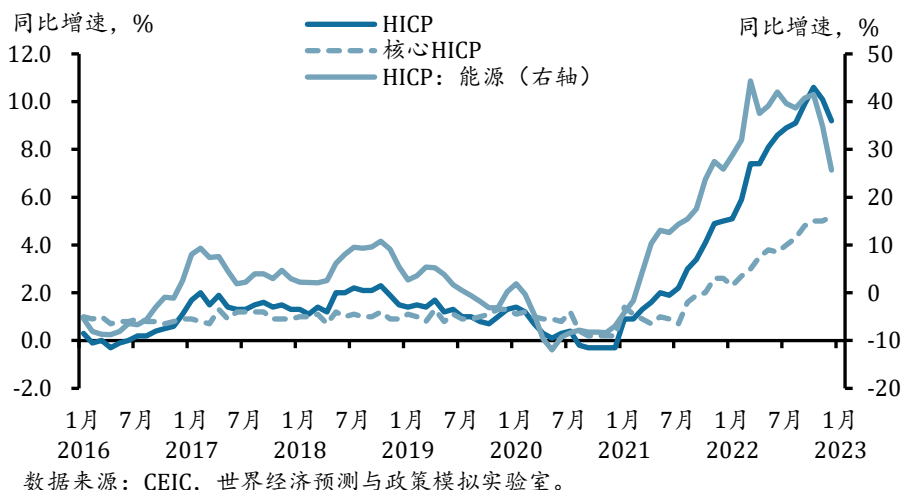
通胀回落至个位数。2022 年 12 月份欧元区消费者调和价格指数（Harmonised Indices of Consumer Prices, HICP）同比增长 9.2%，较 11 月的 10.1% 进一步下降，是自 10 月 10.6% 高点的连续第二次下行，低于此前市场预期的 9.5%。

从分项来看，能源依然是 12 月通胀攀升的最大推手，但已经显著低于先前水平。12 月份欧元区能源价格同比上涨 25.7%，较 11 月的 34.9% 下降了 9.2 个百分点。除能源外，其他各分项价格均出现了小幅度的上涨。12 月欧元区食品烟酒通胀率为 13.8%，较 11 月的 13.6% 上升了 0.2 个百分点。非能源工业品通胀率从 11 月的 6.1% 上涨 6.4%。服务通胀率也从 11 月 4.2% 上涨到了 12 月的 4.4%。

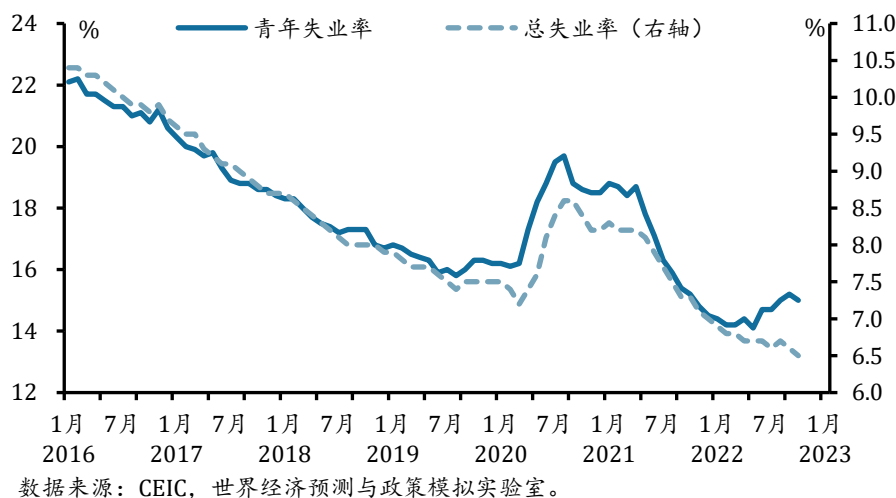
从国别来看，12 月欧元区成员国有 9 个通胀率达两位数。主要经济体德国 12 月通胀率为 9.6%，法国为 6.7%，意大利为 12.3%，西班牙为 5.6%。

然而，剔除了波动较大的食品和能源价格后，欧元区核心 HICP 在 12 月同比上涨了 5.2%，创下新高，同时也高于预期和前值的 5%，表明尽管在能源成本下降的带动下，欧元区通胀有所放缓，但价格压力难言缓解，核心通胀还未出现下降的迹象。随着企业对产品价格的继续调整，欧元区核心通胀率还可能进一步上升。

图表 9 通胀回落至个位数



图表 10 失业率保持历史低位



失业率保持历史低位。

失业率保持历史低位。2022 年 10 月欧元区 19 国经季节性调整后的失业率为 6.5%，较 9 月的 6.6% 再下行 0.1 个百分点，再度创下历史新低，与 2021 年同期相比下降了 0.8 个百分点。同时，根据欧盟统计局估计，10 月欧元区失业人数约为 1087 万，较 2022 年 9 月减少了 14.2 万人，较 2021 年 10 月减少了约 115 万人。

10月欧元区19国青年失业率为15%，较前一个月的15.2%下降了0.2个百分点。10月欧元区青年失业人数为232.6万，比前一个月减少了2.5万人，较2021年同期增加了8.1万人。从2022年前10个月来看，欧元区青年失业率与整体失业率走势有所分化，二者自5月起差距逐渐扩大，表明相较欧元区整体劳动力市场表现而言，年轻人就业形势出现一定程度的恶化。

二、支出法 GDP 分解

消费者信心持续回升。

消费者信心持续回升。2022年4季度欧元区消费者信心持续回暖，从10月的-27.5逐月攀升至12月的-22.2，达到5月份以来的最高水平。不过，从历史水平来看，欧元区消费者信心仍处于低位，远低于2020年2月疫情爆发前水平。这表明，尽管随着能源价格上涨的放缓，消费者对未来经济严重衰退的担忧有所减轻，但欧元区居民消费可能还需要较长时间才能逐步恢复。

就主要成员国而言，2023年1月德国GfK消费者信心指数从2022年12月的-40.2小幅回升至-37.8，好于此前市场预期的-38，表明消费者长期以来对能源价格高企的恐惧已有所缓解，消费环境得到改善。法国方面，11月法国Insee综合消费者信心指数从10月的82小幅上升至83，为6月以来的最高值。

企业投资表现好于预期。

企业投资表现好于预期。供应链瓶颈小幅缓解使得欧洲汽车制造业产出在2022年第3季度出现恢复，积压订单也逐步得以消化，促使欧元区固定资产投资同比增加了7.2%，环比增长3.6%，较第2季度的2.7%和0.9%均有显著增长，为该季度GDP增长做出了正向贡献，其对GDP的环比拉动率为0.79个百分点，同比拉动率为1.57个百分点。

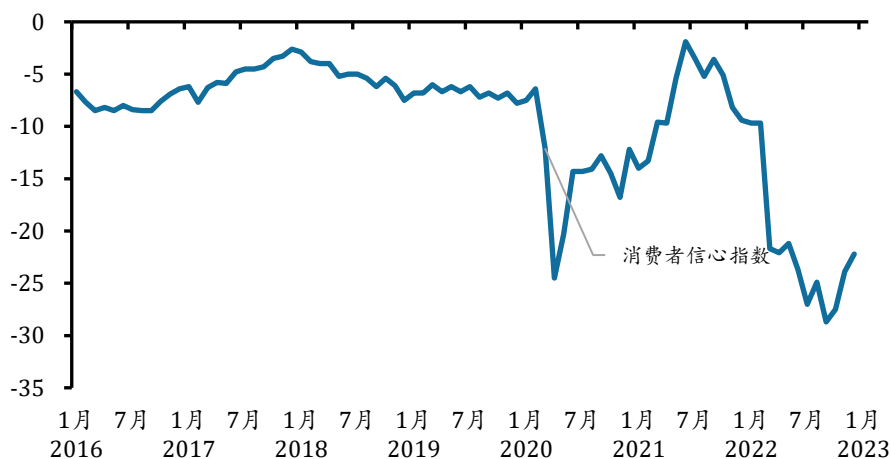
不过，在俄乌冲突不确定性、能源价格上涨以及利率水平走高三重因素的作用下，欧元区工业信心指数仍在持续下跌，11月欧元区工业信心指数为-2.0，较10月的-1.2进一步下降0.8个点，也是连续第五个月下滑，这表明短期内欧元区的商业投资有可能出现显著收缩。从

产能利用率来看，2022 年 4 季度欧元区产能利用率下滑至 81.4%，成为自 2021 年第 2 季度以来的最低水平。

贸易逆差小幅收窄。

贸易逆差小幅收窄。受能源价格小幅回落的影响，欧元区货物贸易逆差连续两个月小幅收窄。2022 年 10 月，欧元区 19 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 265 亿欧元，季调后规模为 283 亿欧元，较 9 月的 363 亿欧元进一步下降，同时也较 8 月历史最大逆差额减少了 176 亿欧元。从进出口规模来看，欧元区 10 月进口规模为 2793 亿欧元，同比增长 30.7%，环比下降 3.2%，出口规模为 2528 亿欧元，同比增长 18.0%，环比下降 0.4%。10 月欧元区内部的货物贸易未季调后规模为 2347 亿欧元，较 2021 年同期增长 17.9%。

图表 11 消费者信心持续回升



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

三、政策走势

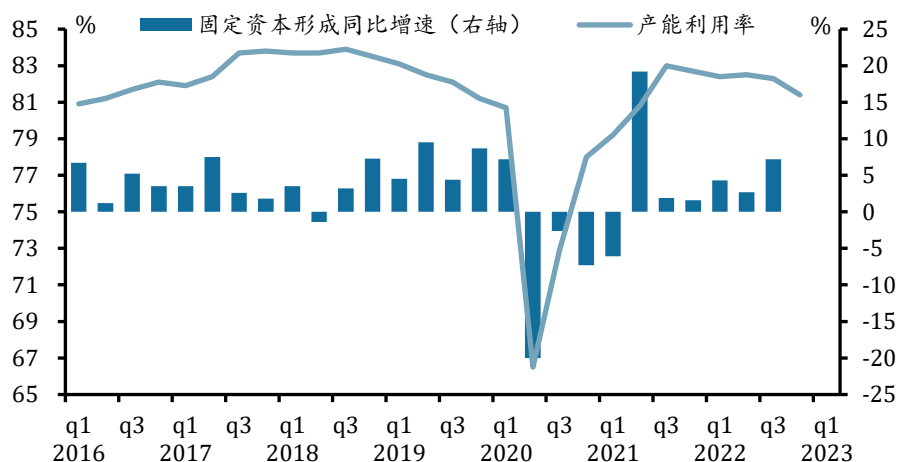
欧央行“鹰”姿不改。

欧央行“鹰”姿不改。2022 年 12 月 15 日，欧洲央行管委会会议决定加息 50 个基点。三项主要利率中再融资利率升为 2.50%，边际贷款利率为 2.75%，存款利率为 2%，利率水平达 2008 年 12 月以来最高。这是欧洲央行自 2022 年 7 月以来的第四次加息，全年累计加息 250 个基点。为与加息相配合，欧洲央行此前还多次从欧元区各大商业银行收回长期再贷款，并采取了缩减购债规模等措施。

当日，欧洲央行行长拉加德多次重申欧央行鹰派立场，称“需要在加息方面做的比市场定价更多”，还点明“任何认为欧央行正在

（鸽派）转向的人都错了”。她预计在 2023 年 2 月的欧洲央行下次会议上可能会再度加息 50 个基点，此后可能还会再有两次各加息 50 个基点。随后，12 月 19 日，欧洲央行副行长路易斯·德金多斯也表示，加息还“远未结束”，欧洲央行将继续保持与 50 个基点相类似的加息速度。他说，欧洲央行只有在认为能实现稳定通胀的目标后才会停止加息。

图表 12 企业投资表现好于预期



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

欧盟敲定天然气限价。

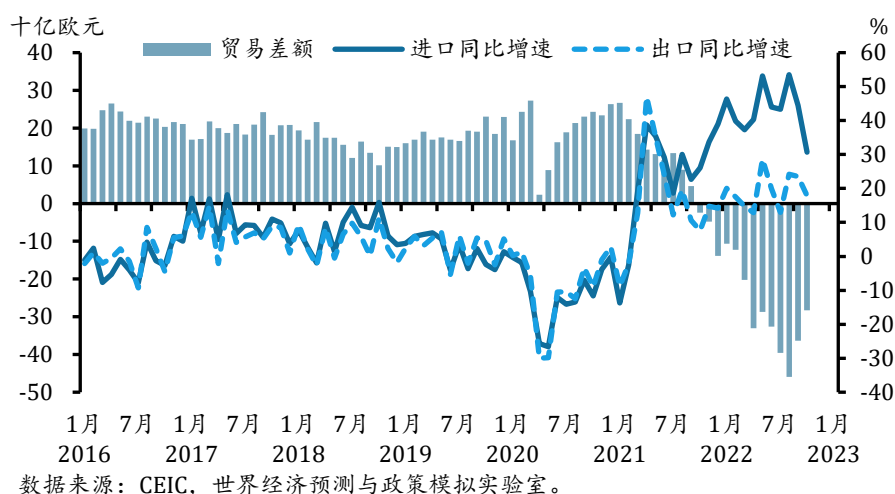
欧盟敲定天然气限价。2022 年 12 月 19 日，欧盟各国在布鲁塞尔举行的欧盟能源部长会议上达成协议，将天然气价格上限定在每兆瓦时 180 欧元。该限价机制将于 2023 年 2 月 15 日启动，有效期一年。

当欧洲天然气基准价格——荷兰所有权转让中心（TTF）近月合约连续三个工作日超过每兆瓦时 180 欧元，并且在这三个工作日内 TTF 价格比全球液化天然气（LNG）价格高出 35 欧元以上时，则该机制被激活，限价机制运行期间，一个月、三个月和一年的 TTF 合同将不被允许以高于 LNG 全球市场参考价 35 欧元的价格进行交易。一旦触发，限价机制将适用至少 20 个工作日。若最高限价连续三个工作日低于每兆瓦时 180 欧元，则限价机制自动解除。

限价协议还引入了“刹车机制”，如果出现了天然气供应安全、金融稳定、欧盟天然气需求增加等情况，如天然气需求在一个月内增

加 15%或两个月内增加 10%、液化天然气进口急剧下降或 TTF 交易量同比大幅下滑等，限价机制将会被喊停。

图表 13 贸易逆差小幅收窄



四、经济形势展望

经济温和衰退。

经济温和衰退。从 2022 年 4 季度欧元区的一系列经济活动指标来看，欧元区工业活动依旧低迷，商品需求疲软，经济萎缩看起来仍不可避免，但随着价格压力的小幅减弱，因能源供给不足而导致强制性减产的概率下降，以及供应链中断情况的部分缓解，欧元区居民消费信心持续回暖，制造业和服务业疲软程度有所减轻，故预计欧元区经济会在 2022 和 2023 年交接之际出现短暂的衰退，衰退长度和幅度均较温和。然而，由于 2023 年全球经济前景整体较为负面，能源危机尚未结束，通胀压力以及紧缩金融条件也还将持续，欧元区经济在 2023 年难以出现较大幅度的改善，预计全年经济增长约在 0.3~0.5%之间。

通胀方面，自 10 月创下历史纪录之后欧元区通胀水平在能源成本下行的带动下出现了温和回落，然而剔除能源和食品后的核心通胀率依然保持了增长势头，表明认为欧元区通胀压力已消解还为时尚早。温和改善的通胀表现无法动摇欧洲央行继续加息的立场，预计 2023 年欧元区将继续保持较高的利率水平。在此背景下，2023 年欧元区通胀有可能会回落至 6%左右。

日本：货币政策调整显著影响金融市场

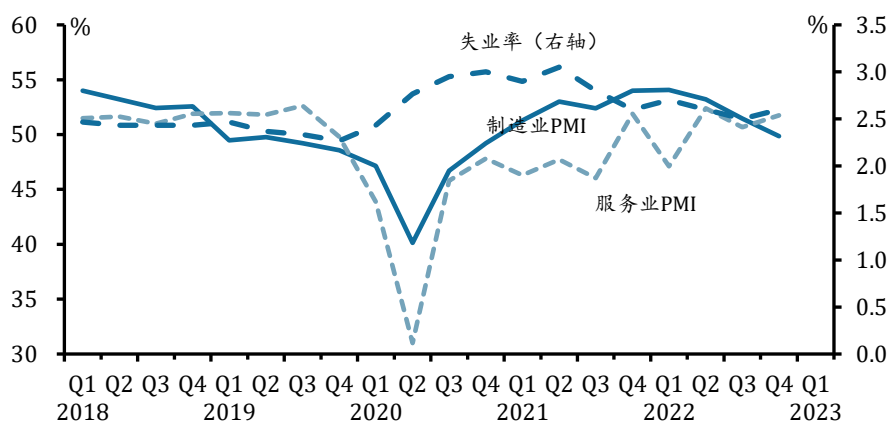
2022年第4季度，日本迎来第8波新冠肺炎疫情冲击。新冠肺炎疫情叠加流感，无疑会对日本经济造成一定负面影响，但目前看该影响较为有限。10月和11月，日本制造业 PMI 出现明显下滑，并于11月跌破荣枯线。服务业 PMI 冲高后明显回落。日本银行在12月声称，将日本10年期国债收益率上限由0.25%提高至0.50%。此举超出市场预期，日本股市和债市大跌，日元汇率大涨。日本物价增速依然维持在高位，但后续有缓解的可能。贸易逆差则继续扩大。关于日本银行政策调整对金融市场的影响，仍有待进一步观察。

2022年第4季度，
日本经济复苏势头
开始减弱。

一、经济恢复力度转弱

2022年第4季度，日本国内开始第8波新冠疫情。不过日本的防疫政策的大趋势依然是“放开”。2022年10月11日，日本政府彻底取消了入境限制，除取消单日入境人数之外，也恢复了免签和自由行。

图表 14 制造业 PMI 显著下滑



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。
注：Q4制造业PMI和服务业PMI为10和11月均值；Q4失业率为10月份数值。

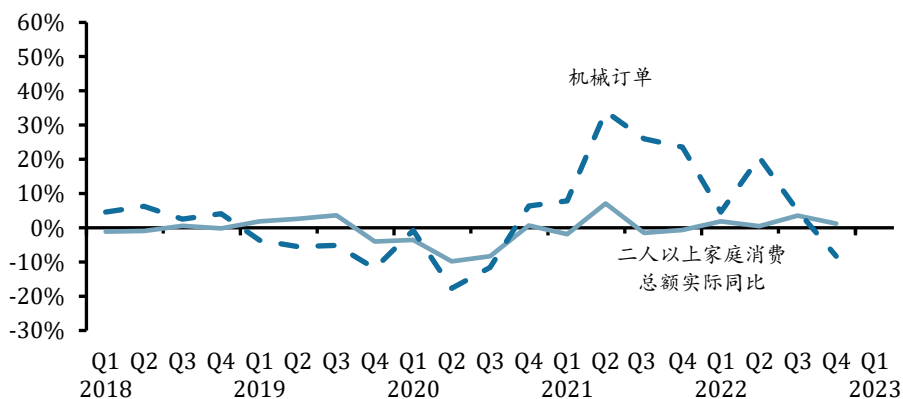
虽然日本疫情仍有反复，防疫政策也不再对经济活动施加更多限制，但是日本经济仍因自身运行规律，在第4季度继续显出疲态。10月和11月，日本制造业 PMI 分别为 50.7 和 49.0。11月制造业 PMI 的下跌，也是该指标自2022年3月以来连续第8个月下跌，也是2021年1月以来第一次跌破50.0荣枯线。相比较而言，日本的服务业 PMI 相对稳健。10月份日本服务业 PMI 为 53.2，创下6月份以来的新高，且为2020年新冠肺炎爆发以来的第二高值。

日本制造业和服务业 PMI 的特征，与此前形成明显对比。在疫情对经济影响比较显著，防疫政策较为严格时期，服务业 PMI 波动较大，制造业 PMI 相对坚挺。日本经济显现出明显的“疫情冲击加政策冲击”的特征。而目前，日本经济更多体现出的是经济自身运行规律所致的冲击。日本制造业 PMI 下滑，与当前全球主要国家制造业 PMI 疲软具有一致性。

日本 2022 年 10 月份的失业率为 2.6%，与第 3 季度的均值 2.6% 持平。日本就业状况总体依然稳定。

机械订单方面，10 月份机械订单金额同比增速转负，为-8.3%。在第 3 季度，机械订单金额同比增速就明显走弱，从第 2 季度的月均两位数同比增速跌至个位数增速。机械订单需求的疲软是全方位的。外需同比增速由 9 月份的 14.8% 跌至-0.7%；官方部门和公共部门需求同比增速由 9 月的 4.6% 跌至-10.9%；民间需求同比增速由 1.5% 跌至-16.3%。分行业看，10 月份制造业机械订单需求同比增速为 2%，强于 9 月份的 0.2%；非制造业机械订单需求的同比增速则由 9 月份的 2.4% 跌至-27.4%。

图表 15 消费同比增速回落，机械订单金额同比增速转负



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。

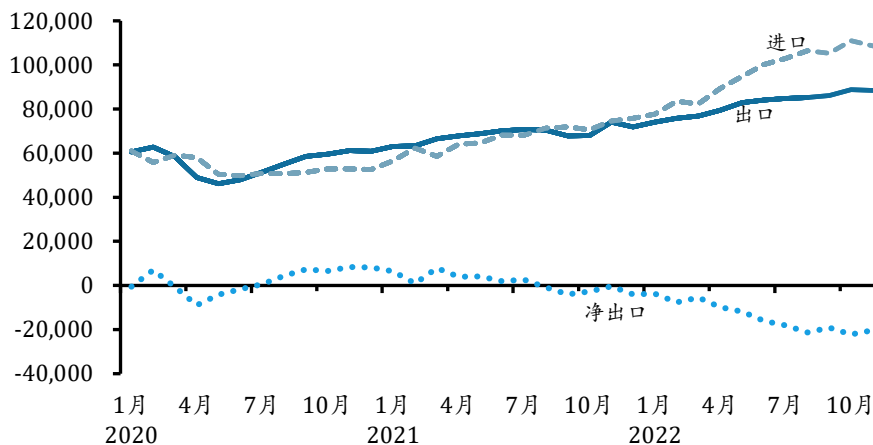
注：二人以上家庭商品销售额同比实际增速为 2022 年 2 月份数据，机械订单总额同比为 2022 年 1 月数据。

商品贸易逆差创历史新高。

日本对外贸易逆差绝对金额创历史新高。10 月份，日本商品出口金额为 88790 亿日元，进口商品金额 110991 亿日元，商品贸易逆差高达 22202 亿日元，商品贸易逆差金额创下月度数据的历史记录。11 月

份，商品出口金额 88375 亿日元，进口 108649 亿日元，贸易逆差为 20274 亿日元。商品贸易逆差较 10 月份有所收敛，但仍远远高于 2021 年同期的 9736 亿日元。

图表 16 2022 年第 3 季度日本商品贸易逆差大增



数据来源：日本财务省，世界经济预测与政策模拟实验室

以最新 11 月份的数据为例。出口金额同比增长 20.0%。其中，“输送用机器”同比增长了 33.9%，贡献了出口增速中的 6.9 个百分点，其项下的“汽车”贡献了 5.4 个百分点。“一般机械”出口额同比增加 18.9%，贡献了出口同比增速中的 3.6 个百分点，其项下的“建设用·矿山用机械”贡献了 1.0 个百分点。在商品进口方面，11 月日本商品进口额同比增加 30.3%。进口额同比增长最多的是“矿物性燃料”，同比增加 60.8%，对进口增速贡献了 14.1 个百分点。其项下的“原油和粗油”同比增速为 69.7%，对进口贡献了 6.0 个百分点；“煤炭”进口金额同比增加 106.8%，对进口贡献了 4.9 个百分点。虽然日本对燃料的进口金额大增，但是进口数量增速则相对有限，“原油和粗油”进口数量（升）同比增速只有 8.1%，煤炭进口量（吨）则同比减少了 10.3%。可见日元贬值和能源价格上涨给日本进口带来了巨大压力。其余中分类项目中，进口同比增速较高的是“食品”，进口金额同比增加 27.9%，对商品进口金额增速贡献了 2.3 个百分点，“化学制品”进口额同比增加 32.4%，对商品进口额增速贡献了 3.6 个百分点。

第4季度日本央行扩大长期债券的利率波动区间，但同时也增大了国债购买上限。此举对日本乃至全球金融市场是一个利空，但影响比较有限。

总体而言，日本进口商品数量的同比增速都表现出一定疲软，进口金额同比依旧保持同比大增，主要是日元贬值以及包括能源在内的商品价格上涨所致。

二、金融政策初“调整”，CPI 同比继续上升

日本央行在 12 月 20 日的会议上，决定将长期国债利率的波动区间从先前的±0.25%提高至±0.5%。同时宣布，第4季度长期国债买入计划从原来的每月 7.3 兆日元提高到 9 兆日元。可以说，日本银行在对“价格”进行收紧的同时，在“数量”方面则进行了宽松。

政策公布当天，日本股市旋即大跌，日经 225 指数当日下跌 2.46%。日元汇率则出现明显上涨，日元兑美元汇率当天上涨 3.78%。日本 10 年期国债价格下跌，触发熔断机制停止交易。日本 10 年期国债收益率也从政策更改前 12 月 19 日的 0.282%上升到 12 月 21 日的 0.517%。

日本央行扩大了长期国债利率的波动区间，客观上造成了“升息”的结果。但日本央行总裁黑田东彦对加息动机予以了否定。在日本银行公布的《总裁记者会见》（后简称《会见》）中，黑田东彦对记者的提问表示“（此举）不是升息”（利上げではありません）。也有记者的提问透露，黑田东彦早在 2022 年 9 月，在大阪与经济团体会议后的新闻发布会上，就表达过容许 YCC 波动区间扩大的观点，不过当时其他日银官员认为，根据之前经验，此举会造成事实上的“加息”，对日本经济造成不利影响。关于此次调整国债收益率波动区间的目的，黑田东彦表示，此次的措施主要是改善市场机能，改善今年春天以来市场机能低下的现状。长期以来，宽松的金融政策产生一系列副作用，主要如金融机构收益率受到压制，金融中介机能收到负面影响，市场机能低下等。为发挥金融中介功能，改善市场机能，日本央行对国债利率波动区间做出了调整。

记者也提问道，为什么选择这个时点进行政策调整。黑田东彦表示，俄乌战争爆发后，全球通胀问题愈演愈烈，各国货币政策也开始

明显收紧，全球金融市场波动加大。当前，全球金融市场波动暂时有所收敛，但当前仍有可能再度扩大的可能，金融企业将面临挑战，此时应当改善市场机能。对于将来的政策走向，黑田东彦表示，并没有具体计划，只是希望全球金融市场能够趋于稳定。对于俄乌冲突走向，欧美金融政策对经济和金融市场的影响，以及中国新冠肺炎动向等，都存在一定不确定性。以目前情况，进一步扩大波动区间暂无必要。

同时，黑田东彦也反复强调，目前的金融政策依然是维持宽松的金融环境。关于该政策对日元汇率的影响，黑田东彦对此拒绝评论。

综上，根据黑田东彦的答记者问，可以做出如下推断。第一，日本银行此次政策调整的本意并非“升息”。第二，日本银行期待债券市场存在波动，市场机能有所改善，而非当前一潭死水的状态。日本央行对金融机构存在一定忧虑。

未来，日本银行的政策取向可能取决于以下几方面。外围金融市场是否波动加大。如果稳定，日本银行继续扩大债券市场利率波动区间的可能性不大。日本债券市场或者说日本国债利率（价格）能否在区间内充分波动，如果能够做到充分波动，日本银行继续扩大债券市场利率波动区间的可能性也不大。反之，日本央行仍有可能进一步调整政策。

从日本央行政策调整的实际可以判断，日本央行对外围环境并不乐观。

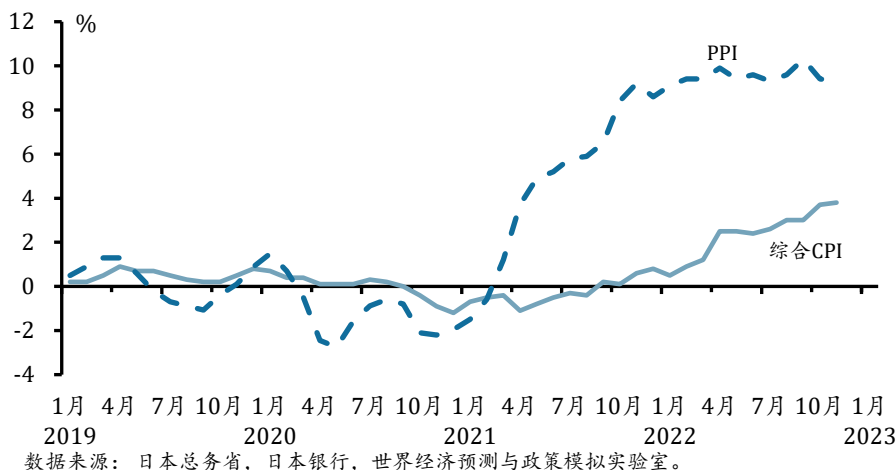
CPI 同比增速上升，PPI 同比增速持续高位。

CPI 同比增速继续上升。2022 年 10 月和 11 月，日本消费者物价指数（CPI）分别同比上涨 3.7%和 3.8%，后者继续创本轮新高。扣除生鲜食品的核心 CPI 分别同比上涨 3.6%和 3.7%。扣除生鲜食品和能源的 CPI（与全球主流的核心 CPI 定义一致）分别同比上涨 2.5%和 2.8%。可见，截止到 11 月份，能源价格依旧是影响日本 CPI 的重要因素，食品价格的影响则有所减弱。

从贡献率看，电费以及天然气费依然是拉动日本 CPI 的最重要项目。11 月，电费同比上涨 20.1%，对 CPI 上涨贡献 0.72 个百分点。天

然气费同比上涨 21.0%，对 CPI 的上涨贡献了 0.33 个百分点。另一项对 CPI 贡献较大的是通信费中的“手机”，该项目特指手机硬件。“手机”价格同比上涨 20.1%，对 CPI 上涨贡献了 0.17 个百分点——仅次于前述的电费和天然气费。手机价格上涨与日元贬值有关，例如苹果公司就因日元贬值调高了手机和其他商品在日本的日元标价。

图表 17 CPI 同比增速创新高，PPI 同比增速继续在高位



能源和食品依然是推升日本 CPI 同比增速的最重要项目。其中，能源价格在 7 月和 8 月对 CPI 的贡献分别为 1.22 个百分点和 1.27 个百分点，生鲜食品外的食品在 7 月和 8 月对 CPI 的贡献率分别为 0.82 和 0.92 个百分点。需要注意的是，7 月份和 8 月份的手机通讯费依然低于去年，同比降幅分别为 21.7% 和 14.4%，贡献率分别为 -0.36 个百分点和 -0.22 个百分点。值得注意的是，10 月份“手机通信费”的同比增速将回升到 0% 左右，日本第 4 季度个别月份的 CPI 大概率会继续高于 3%。

价格下降较为明显的是“住宿费”，同比下跌 20.0%，对 CPI 的贡献为 -0.19 个百分点。结合前述“住宿费”消费总额同比上升的情况可以推断，当前日本旅游出行情况较好，酒店目前处于“薄利多销”阶段。

PPI 同比增速持续高位。7 月和 8 月，日本 PPI 同比增速依然在 9% 水平。8 月环比增速为 0.2%，其中正向贡献率最大的是“电力·都

市天然气·上下水”，环比贡献了 0.22 个百分点。负向贡献最大的是“废钢”，环比贡献-0.05 个百分点，“石油·煤炭制品”对 PPI 的环比贡献为-0.03 个百分点。

10 月和 11 月，日本 PPI 同比增速分别为 9.4%和 9.3%，依然维持在高位，但后续有跟随欧美 PPI 下降的可能。

三、股市大幅震荡，日元走强，10 年期国债收益率向上突破 0.25%

日经 225 指数相对稳定，日元兑美元汇率继续大跌。

日经 225 指数整体稳定，但在日银政策调整后出现大跌。东京日经 225 指数 7 月 1 日开盘于 25778.95 点，截至 12 月 23 日，收于 26235.25 点。期间日本股市整体保持稳定，但 12 月 20 日随着日银政策调整，日经 225 指数当天大跌-2.46%，且随后几个交易日无力收复失地。

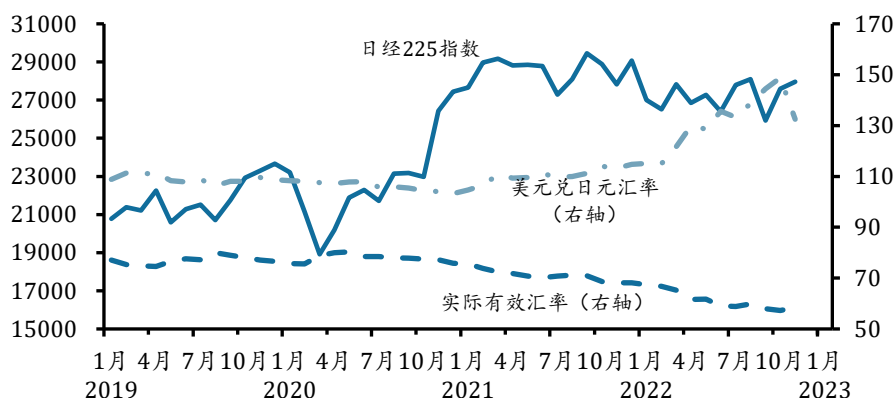
日元兑美元汇率在第 4 季度出现大涨。7 月 1 日，1 美元可兑 144.648 日元，截止到 12 月 23 日，1 美元可兑 132.913 日元。对于未来日元的走势，日元仍有可能走强，但预计空间有限。对日本银行调整 YCC 的意图的理解，是判断日元升值空间的重要因素。笔者认为，日银的意图并非完全是“升息”，虽不排除日银在 2023 年第 1 季度继续上调长期国债收益率上限的可能，但预计概率和空间都有限。如果再次调整后，日元出现大涨，不排除存有“超涨”的可能。当然，美欧货币政策，以及全球能源价格、大宗商品价格，依然是影响日元汇率的重要因素。

实际有效汇率方面，日元实际有效汇率 10 月份继续下跌，跌至 57.26.但在 11 月有明显反弹，升至 58.44。

日本 10 年期国债收益率向上突破 0.25%上限。

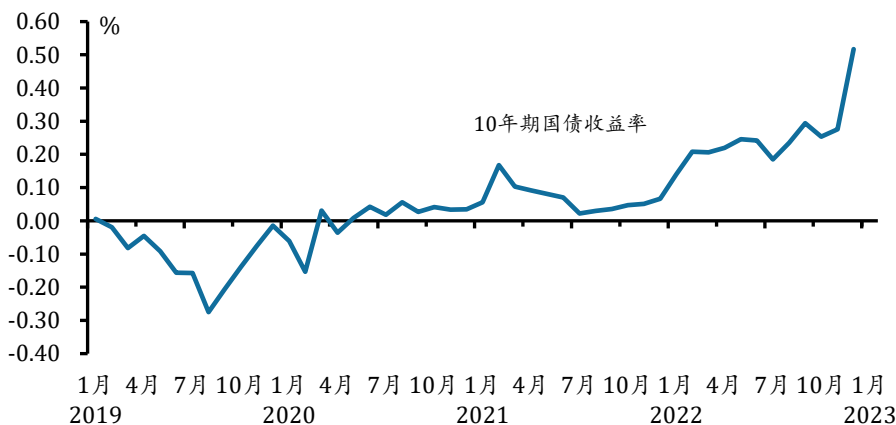
10 年期国债收益率涨破 0.25%上限，并一度突破 0.50%上限。日本央行调整长期国债收益率波动区间后，日本 10 年期国债旋即下跌并触发熔断。在随后的几个交易日，日本 10 年期国债收益率有所回落，12 月 23 日跌至 0.424%。日本国债利率（价格）的波动在一定程度上有所恢复。但效果仍需观察。

图表 18 股市整体平稳，日元对美元汇率大幅升值



数据来源：Wind，日本银行，国际清算银行，世界经济预测与政策模拟实验室。
注：日经225指数和美元兑日元汇率月度数据为当月最后一个交易日收盘值。实际有效汇率为BIS公布的月度值，数据截止到2022年11月。

图表 19 10年期国债利率升破 0.25%



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。
注：月度数据为当月最后一个交易日收盘值，12月份数据为12月21日数据。

四、综合评述与展望

2022年第4季度日本经济下行压力明显。日本央行政策调整后的影响仍有待观察。

综合来看，新冠肺炎疫情对日本经济的影响继续消退。日本实体经济尤其是制造业面临向下的压力。总体而言，日本实体经济受到外围影响以及自身运行规律，压力较大。

但是，日元贬值的压力已经大幅缓解。日本物价压力依然较大，商品贸易赤字依然在高位，但预计随着能源价格同比增速的收敛，以及日元阶段性升值，物价压力和贸易赤字压力能得到一定程度缓解。

未来，日本股市仍有下跌的可能，日元仍有升值空间，但空间应较为有限，并取决于日本央行的货币政策以及欧美等主要国家货币政策，及全球大宗商品走势、物价走势等。

东盟韩国：复苏挑战和机遇并存

作为 2022 年最后一季的季度报告，本报告对 2022 年全年东盟六国和韩国的经济增长进行了回顾。2022 年，预计东盟六国中除新加坡外的五国新兴及发展中经济体增长较上年有所改善，而区内新加坡和韩国两大发达经济体的增长则较上年有所放缓。2022 年，全球通货膨胀高企，区内通胀压力也不可避免上升，但是总体通胀水平相对温和。区内货币对美元总体呈现贬值态势。2022 年区内能源进口国的经常账户普遍恶化，而大宗商品出口国的经常账户则好转。展望 2023 年，由于东盟六国和韩国在 2022 年下半年经济景气程度出现调整和回落，这将不可避免地影响 2023 年的经济走势。受到融资环境收紧、外需放缓、大宗商品市场调整、通货膨胀传递、债务水平积累等因素，都将使得区内经济体在 2023 年持续感受到压力，但是 2023 年也不乏积极因素，其中最值得关注的是中国经济的复苏和对区内经济体多方面的正向溢出效应。

2022 年，预计东盟六国中除新加坡外的五国增长较上年有所改善。

一、区内新兴经济体增长改善，发达经济体放缓

2022 年，预计东盟六国中除新加坡外的五国增长较上年有所改善。根据国际货币基金组织 2022 年 10 月的预测数据，区内印度尼西亚、菲律宾、泰国、马来西亚、越南 2022 年的经济增速预计较 2021 年有所上升。东盟主要五个新兴经济体的经济增长得以改善的原因有如下方面：首先，疫情的影响在东盟国家已基本消退，各国逐步开放，这有助于工业产出稳定和服务业复苏；其次，全球大宗商品价格的高涨促进了区内大宗商品出口国的经济复苏，例如，棕榈油、煤炭和天然气价格的上涨使印尼经济的景气程度较高；第三，东盟产能恢复和出口上升拉动区内主要出口国经济增长，这对于区内重要的价值链国家如越南、泰国等尤为重要；第四，区内主要经济体的通货膨胀虽然有所上升，但是仍然可控，经济的基本面总体良好，这使得各国的货币政策相对自主，受到发达经济体紧缩周期的负面影响相对较轻，有助于支持增长。

2022 年，新加坡和韩国的增长较上年放缓。与区内新兴经济体不同，区内的两大发达经济体 2022 年的经济增速预计较上年有所回落。

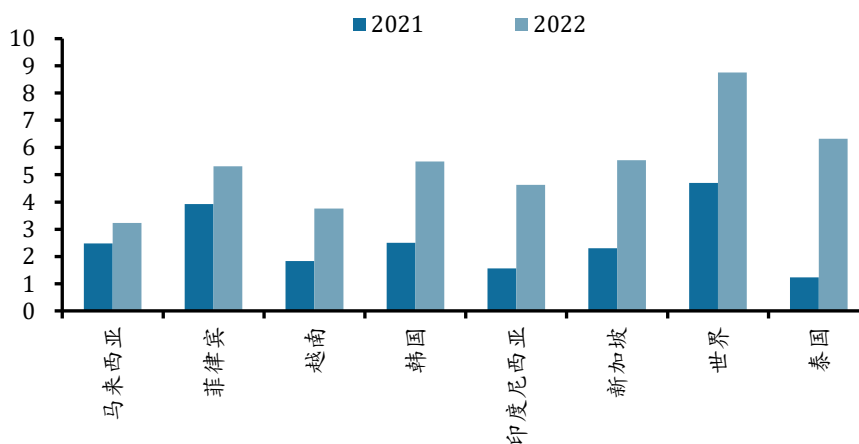
其主要原因包括：第一，国内私人部门需求持续受到通货膨胀因素的影响，一方面，高企的消费品价格将抑制消费，另一方面，应对通胀的紧缩举措将抬高债务偿还成本，压缩可支配收入，住宅市场出现降温，韩国的金融稳定性甚至受到不利影响。第二，能源价格的上升和外部需求——尤其是美欧等发达经济体的放缓对新加坡和韩国的出口产生不利影响。第三，乌克兰危机带来供应链的持续扰乱，对区内制造业的景气程度产生不利影响。

图表 20 亚太主要国家国别和加总经济增长率

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
印度尼西亚	5.2	5.0	-2.1	3.7	5.3	5.0
马来西亚	4.8	4.4	-5.5	3.1	5.4	4.4
菲律宾	6.3	6.1	-9.5	5.7	6.5	5.0
新加坡	3.7	1.1	-4.1	7.6	3.0	2.3
泰国	4.2	2.2	-6.2	1.5	2.8	3.7
越南	7.2	7.2	2.9	2.6	7.0	6.2
韩国	2.9	2.2	-0.7	4.1	2.6	2.0

数据来源：国际货币基金组织（IMF）《世界经济展望》数据库（2022年10月）。

图表 21 区内经济体通货膨胀水平上升



数据来源：国际货币基金组织（IMF）《世界经济展望》数据库（2022年10月）。

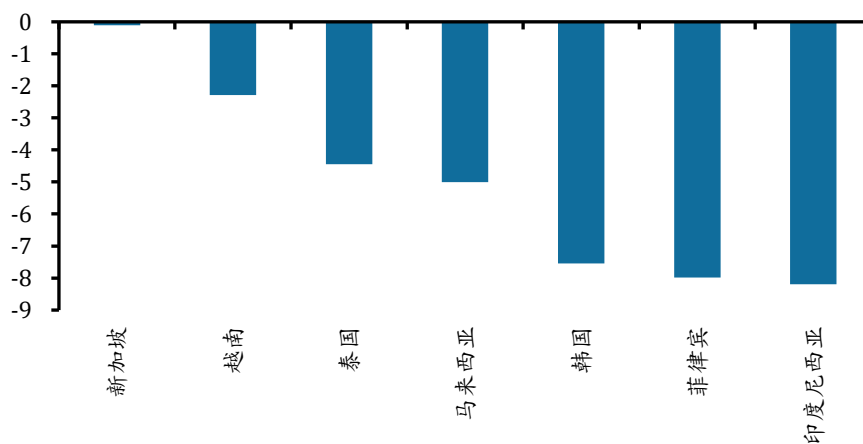
二、通货膨胀压力上升

2022年，全球通货膨胀高企，区内通胀压力也不可避免上升，但是总体通胀水平相对温和。预计2022年区内所有经济体的通胀水平低于世界平均水平（8.8%），比较2022年通胀水平相较于2021年的上升幅度，仅有泰国的上升幅度比世界快。尽管如此，2022年，亚太地区

2022 年，全球通货膨胀高企，区内通胀压力也不可避免上升，但是总体通胀水平相对温和。

所有国家的通货膨胀水平均较上年有不同程度的上升，除去乌克兰危机带来的大宗商品价格冲击的共性因素，区内发达经济体通胀的主因是“富贵病”，主要是前期超宽松政策带来的需求旺盛，而区内新兴经济体和发展中经济体的较高通胀则是由于供给瓶颈、汇率贬值带来的输入性通胀、食品价格上涨等因素造成的，经济基本面仍然面临需求不足问题，通胀的负面影响显然更大，未来复苏将更加艰难。预计未来一段时期，亚太地区仍将面临较大的通胀压力。

图表 22 区内货币在 2022 年总体贬值



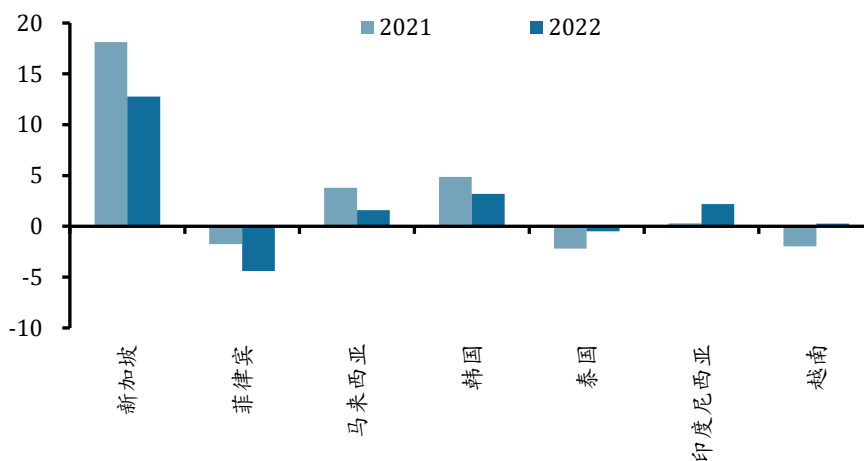
资料来源：CEIC。

注：(1) 所有国家汇率走势均为 2022 年 12 月相对于 2022 年 1 月的变动。(2) 负数表示本币相对于美元贬值，图中按照贬值幅度由低到高排列。

具体而言，受前期应对疫情的创纪录超宽松政策的影响，推动了居民对房屋抵押贷款的需求，带来住房价格的上升，经济重新开放之后，国内强劲的需求带来消费品、房租和旅游服务等价格的大幅上升。这主要是推动新加坡和韩国通货膨胀上升的主要因素。对于新加坡来说，租金的上行不仅仅与国内需求和经济的重新开放相关，还和其金融中心地位的提升相关。全球大宗商品价格的上升是各国面临通货膨胀的共同原因，对于那些能源依赖较高的经济体，影响更为显著，例如能源进口占韩国能源消耗的 90% 以上。大宗商品价格上升对于区内的燃料成本和运输成本的上升有着直接的助推作用，燃料成本上升对于菲律宾通货膨胀的上升也有较为显著的影响。全球供应链的

紊乱也是造成区内通货膨胀的重要原因，这推升了供给与高涨的需求之间的不匹配，从而推动可贸易品价格和运费的上涨。由于亚洲地区的主粮以大米为主，亚洲区域生产和消费的大米占全球约 90%，而相较于乌克兰危机带来小麦、玉米等粮食价格的飙升，大米受到的影响较小，这是区内通胀水平相较于其他区域较低的一个原因。但在未来，大米以及其他食品价格有进一步上涨的可能，主要原因在于上游化肥成本上升、潜在极端气候等。本币的大幅贬值带来输入性通货膨胀，菲律宾比索、韩元是区内表现较差的货币，这些国家的通胀也受到本币贬值带来的输入性通胀影响。

图表 23 区内经济体经常账户调整



数据来源：国际货币基金组织（IMF）《世界经济展望》数据库（2022年10月）。

三、货币总体贬值，经常账户出现调整

2022 年，区内货币对美元总体呈现贬值态势。

2022 年，区内货币对美元总体呈现贬值态势。贬值时间始于第 2 季度，并一直延续至第 4 季度，贬值的原因主要包括：首先仍是美联储的升息步伐，美元强势带来区内货币相对于美元走弱；其次区内经济体的贸易特别是出口放缓，带来国际收支方面的压力；最后区域内日元、人民币等货币对美元也出现较大贬值，使得各货币产生贬值的协同效应。从后续的情况来看，美元强势周期走向尾声，区内货币整体趋稳回调。尽管如此，仍需对区内各国，尤其是面临贬值压力更大、基本面不佳的经济体的金融稳定性予以更多关注。

2022 年区内能源进口国的经常账户普遍恶化，而大宗商品出口国的经常账户则好转。

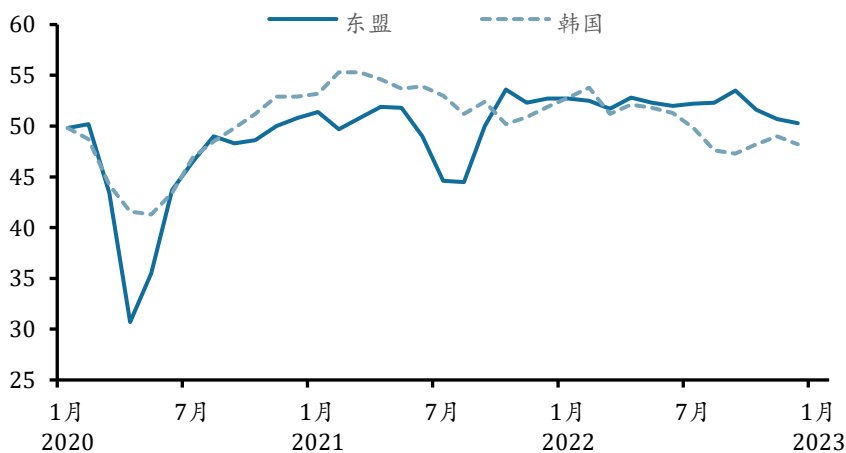
东盟六国和韩国在 2022 年下半年经济景气程度出现调整和回落，这将影响 2023 年的经济走势。

2022 年区内能源进口国的经常账户普遍恶化，而大宗商品出口国的经常账户则好转。新加坡的经常账户余额下降了 5.3 个百分点至 12.8%，韩国的经常账户余额占比也下降了 1.5 个百分点左右，经常账户顺差的缩窄主要原因在于进口端大宗商品价格高企带来的金额上升，以及出口端外需放缓带来的金额下降。印度尼西亚的顺差改善主要得益于全球大宗商品价格的上升带动出口上行。此外，越南和泰国从 2021 年的疫情冲击中逐步走出，产品出口上升带来 2022 年经常账户有所改善。

四、2023 年前景展望

东盟六国和韩国在 2022 年下半年经济景气程度出现调整和回落，这将影响 2023 年的经济走势。从 PMI 的数值来看，东盟整体的景气水平在 2022 年的 9 月到达顶点，随后开始回落，12 月时到达 50.3 的荣枯线边缘；韩国本轮的放缓则更早，从 2022 年第 3 季度开始，并持续处于荣枯线之下。从经济体增速预测来看，多数经济体在 2023 年的经济增速将有所放缓。

图表 24 2022 年区内经济体景气水平回落



数据来源：CEIC, Markit, 世界经济预测与政策模拟实验室。

2023 年，导致区内经济可能进一步放缓的因素包括：第一，加息带来的融资环境收紧尚未过去，本区仍面临资本外流压力和货币贬值压力，金融稳定仍然是值得关注的，同时本国货币政策趋紧也将抑制

2023 年，多种因素将导致区内经济可能出现进一步放缓。

尽管如此，区内经济发展在 2023 年也存在若干积极因素。

国内需求；第二，全球经济和主要发达经济体在 2023 年有较大概率步入衰退，外需将进一步放缓，这将对区内以外部需求为主的经济体产生较大影响；第三，大宗商品市场面临调整可能性，区域内大宗商品出口国能否继续依靠出口保持较高增速存疑；第四，通货膨胀可能将持续一段时间，外部价格上涨将持续向本区传递，这将提升本区的生活成本，并对低收入经济体的民生产生影响；第五，区内债务水平较高的经济体存在债务危机可能性，即便未触发危机，债务的积累也会侵蚀未来的增长潜力。

尽管如此，以下积极因素也将在 2023 年带动区内经济发展：其一，中国经济在 2023 年的复苏有望强劲，将对区域经济产生正向溢出，应对疫情政策进一步放松，也将有助于跨境旅游对区内经济的提振；其二，在经历了疫情冲击和乌克兰危机之后，区内的价值链将进一步调整和巩固，推动全球供应链的稳定，继而从供给侧降低全球通胀压力；其三，数字经济的发展和互联互通将进一步加深，东盟地区在疫情期间数字经济发展有了较大的飞跃，得益于数字基础设施和人口优势，这一发展有望在经济复苏期间得以延续，从而推动经济增长。

金砖国家：通胀略有缓解，经济继续复苏

2022 年 4 季度，印度、巴西、南非经济继续复苏，高通胀略有缓解，俄罗斯经济陷入衰退。不断持续的冲突和制裁使俄罗斯经济连续两季度同比显著负增长，陷入衰退。西方制裁进一步加码，重点限制俄罗斯能源出口，俄财政与卢布汇率压力开始显现。巴西经济依然处于复苏轨道，但动能依然偏弱。巴西总统大选尘埃落定，卢拉当选降低了政治不确定性，但民主进程、反贫困、结构性改革等问题难度依然很大。印度经济继续稳步恢复，内需增强，服务贸易高增长，股票市场再创历史新高。印度通胀显著回落，央行小幅加息以应对通胀。南非经济缓慢复苏，就业市场略有改善，通胀稍有回落，央行继续加息。

一、金砖国家经济形势

俄罗斯经济连续两季度萎缩，陷入衰退，但美西方制裁效果未达最初预期。

俄罗斯经济陷入衰退，但美西方制裁效果未达预期。2022 年 3 季度俄罗斯 GDP 同比增长-3.67%，连续两个季度同比负增长，陷入衰退，前 3 季度同比-1.6%。9-11 月，俄罗斯新车销售同比降幅均达 60% 左右，西方汽车品牌几乎退出俄罗斯市场，新售汽车品牌主要是中俄品牌。受制裁导致的供给短缺影响，俄罗斯 9-11 月 CPI 同比增长分别为 13.7%、12.6%和 12.0%，较 6-8 月份显著回落，但仍处于很高水平。4 季度俄罗斯 PMI 较上季度有所下降，10-12 月综合 PMI 分别为 45.8、50.0、48.0，已进入收缩区间。分部门来看，制造业 PMI 分别为 50.7、53.2、53.0，变化不大。服务业 PMI 分别为 43.7、48.3、45.9，较上季度显著下滑。显然，大规模制裁叠加战争影响，俄罗斯经济复苏进程被打断，并出现较大幅度衰退。但制裁对俄罗斯经济的打击还是低于制裁初期的预期。IMF、OECD、世界银行等主要国际组织年初预测俄罗斯经济将萎缩 8%以上，目前一致预测约为萎缩 3%左右。对俄制裁的短期影响进入稳定区间，中长期挑战成为俄罗斯面临的主要问题。

制裁仍在加码，俄汇率、财政与经济继续面临压力。美西方对俄罗斯与制裁进一步加码。12 月欧盟禁止了大部分俄罗斯原油进口，七国集团、欧盟与澳大利亚对购买俄罗斯原油设定了价格上限。新的限制俄罗斯原油出口的措施旨在大幅削弱俄罗斯的财政收入以及支持战争的能力。在大规模长时间制裁之下，俄罗斯汇率、财政与经济将面

美西方制裁进一步加码，重点打击俄罗斯能源出口，俄汇率、财政与经济继续面临压力。

临中长期压力。7月以来，俄罗斯财政收支状况明显边际恶化。7-10月，俄罗斯财政收入累计同比增速分别为15.6%、12.2%、10.1%、8.4%，增速下降，且明显低于2季度38.2%的平均增速。7-10月财政支出累计同比增速分别为21.2%、19.5%、20.8%、21.4%，财政支出增速未下降。2022年前10个月财政盈余累计值为1284亿卢布，而2季度平均累计盈余为14650亿卢布，财政盈余大幅下降。4季度，卢布对美元汇率贬值，从9月底的57.41贬值至12月31日的70.34，幅度超过20%，显示出卢布汇率的贬值压力。2022年1、2季度外商直接投资分别下降225.9和170.7亿美元。随着外商投资的撤出，俄罗斯获取先进技术的难度增大，将进一步影响俄罗斯供应链，损害俄经济增长潜力。综上所述，虽然冲突与制裁之下，俄罗斯经济金融状况短期进入稳定区间，但中长期挑战依然巨大，财政、汇率与经济增长面临较大压力。

巴西经济维持复苏，但动能依然较弱。

巴西经济继续缓慢复苏，但动能依然较弱。2022年3季度巴西GDP季节调整后环比增长0.4%，同比增长3.6%，与2季度基本持平，季调后三年平均增速为1.7%，创疫情来最高。其中私人消费、固定资产投资、出口、进口同比增长分别为4.6%、5.2%、8.4%、11.2%，均显著高于2季度。三年平均增速分别为1.2%、4.5%、3.6%、0.9%，较2季度均略有提升，显示巴西经济继续复苏，但有所放缓。2022年10-12月制造业PMI分别为50.8、44.3、44.2，较上一季度显著下降，且落入收缩区间，服务业PMI分别为54、51.6、51.0，仍处于扩张区间，但有下降态势。10-11月，巴西以美元的出口金额同比增长分别为19.2%、37.4，进口金额同比增长分别为14.1%、-0.6%，出口增长强劲而进口显著下滑，贸易顺差扩大。可以看出，巴西经济在3季度稳步复苏，但动能依然偏弱。巴西在2011年人均GDP已达到1.3万美元，此后持续下降到2020年的6800美元，2021年升至7500美元。考虑到其人均GDP经历了长时间的下滑，这一复苏速度仍显缓慢。

大选尘埃落定，民主进程与结构性改革难度较大。2022年9-11月巴西广义消费者物价指数（IPCA）同比分别增长7.2%、6.5%、

巴西大选尘埃落定，卢拉当选总统，政治不确定性显著降低，但民主进程与结构性改革难度较大。

5.9%，通胀大幅回落。巴西央行 4 季度没有进一步加息，维持隔夜利率 13.75% 不变，但考虑到通胀下降，货币环境依然偏紧。巴西大选结果揭晓，左翼前总统卢拉当选总统，与第一轮选举结果较为一致，巴西政治不确定性显著下降。但大选并不能解决巴西存在的问题，民主进程、饥饿贫困、结构性改革等问题仍然难度很大。与上一任期相比，卢拉面临一些新问题。经过反民主政党执政，巴西民主力量更加松散，卢拉的工人党组成了一个由十个政党组成的联盟——民主阵线，需要内部谈判以维持阵线内稳定。同时，他也面临博尔索纳罗赢得国会席位的盟友的反对。卢拉的立法和经济改革等主张将会面对复杂的内外部政治谈判。同时，与上一任期的财政盈余相比，巴西面临较大的财政与债务压力，这也为其反饥饿与反贫困带来了现实困难。

印度经济继续稳步复苏，消费投资边际改善，内需有所增强。

印度经济继续稳步复苏，内需有所增强。2022 年 3 季度印度 GDP 同比大幅增长 6.3%，季调环比为 0.76%，环比由负转正。三年平均增速为 2.5%，较 2 季度的 1.3% 有所提升，但仍低于 1 季度，显著低于疫情前的 5.5% 以上。分项来看，2022 年 3 季度私人消费同比增加 9.7%，三年平均增速为 3.6%，略微高于 1 季度的 3.2%，消费边际上升，但动力依然偏弱。固定资本形成总额同比增长 10.4%，大幅低于 2 季度的 20.2%，但主要是基数原因所致，三年平均增速为 6.5%，为疫情以来最高，投资意愿显著上升。值得注意的是，政府消费同比下降 4.4%，三年平均增速-7.1%，大幅低于 1、2 季度。10-12 月综合 PMI 分别为 55.5、56.7% 和 59.4，制造业 PMI 分别为 55.3、55.7 和 57.8，与 2 季度基本持平，处于较高水平。服务业 PMI 分别为 55.1、56.4 和 58.5，较 3 季度略有上升。根据印度经济监测中心发布的数据，2022 年 10-11 月失业率分别为 7.8%、8%，较 3 季度有所上升，其中城镇失业率下降，而农村失业率上升。国际贸易方面，9-10 月以美元计商品出口金额同比增速分别为 4.8% 和 -16.6%，增速显著下滑，部分归因于汇率贬值，但即使考虑汇率因素，10 月实际出口增速也明显下滑。9、10 月以美元计的商品进口金额同比分别为 8.7% 和 5.7%。值得一提的是，10 月服务业进出口均同比高增长。服务业出口同比增长 40%，达到 286 亿美元。

服务业进口同比增加 40%，达到 160 亿美元。10 月出口总额同比增长 4%，进口总额同比增长 11.8%。11 月初步估计的出口总额同比增长 11%，进口总额同比增长 5.6%。可以看出，印度货物贸易增速下滑，而服务贸易保持高增长。2022 年前 3 季度印度 GDP 同比增长 7.7%，内需与服务贸易为主要增长动力，这与多数新兴市场国家显著不同。

印度通胀开始回落，央行继续小幅加息，股票市场再创历史新高。

印度通胀开始回落，央行继续小幅收紧货币政策。2022 年 9-11 月印度 CPI 同比增长分别为 7.4%、6.8%、5.9%，进入央行设立的 6% 的通胀容忍上限。印度央行 12 月议息会议再次加息 35 个基点，政策回购利率升至 6.25%。卢比兑美元汇率 4 季度基本稳定在 81-82 左右，但较去年同期贬值 10% 左右。印度消费者信心与资本市场较为强劲。印度央行公布的 9-11 月消费者信心指数分别为 80.6 和 83.5，创疫情以来新高。印度股票市场继续反弹，孟买敏感指数从 10 月 4 日的 58065.47 点上涨到 12 月 29 日的 61133.88 点，上涨 5.3%，期间再次创历史新高。

南非经济继续保持复苏态势，但恢复动能依然不足。

南非经济恢复动能依然不足。2022 年 3 季度南非经济同比增长 4.1%，显著高于 2 季度，三年平均同比增速为 0.4%，由负转正，疫情以来实际 GDP 首次回到 2019 年同期水平。2022 年 3 季度，私人消费同比增长 4.5%，显著高于上季度，但三年平均同比增速为 0.6%，略低于上季度。资本形成总额同比增长 14.7%，三年平均同比增速为 -2.3。较上季度略有改善。南非 9-11 月制造业 PMI 分别为 49.5、55 和 59.5，显著上升，显示制造业恢复动能有所增强。南非经济研究局发布的 2022 年 4 季度 FNB/BER 消费者信心指数为 -8，较上一季度的 -20 显著上升，且达到疫情以来最佳，但消费者信心依然偏弱。对外贸易方面，南非 2022 年 3 季度进出口增速均有所上升。2022 年 9-11 月，以兰特计价的进口金额同比增速分别为 22.9% 和 27.8%，进口同比增速较 7、8 月份明显放缓，出口金额增速分别为 22.4% 和 8.1%，进口增速显著快于出口增速，2020 年 5 月以来首次出现月度贸易逆差。可以看出，南非经济仍在缓慢复苏，但作为新兴市场国家，其复苏动能依然不足。

南非劳动力市场微弱改善，通胀压力仍大。9-11 月南非 CPI 同比增速分别为 7.8%、7.78% 和 7.75%，较 6-8 月有微小回落，但仍处于高

南非劳动力市场微弱改善，通胀略有回落，但压力仍大，央行继续加息。

位。分项来看，交通运输价格下降，食物与酒精饮料价格上升。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 11 月再次加息 75 个基点，回购利率升至 7%。3 季度南非失业率较上一季度继续下降 1 个百分点，但仍高达 32.9%。劳动参与率为 58.3%，比 1 季度下降 0.3%，失业问题仍极为严重。4 季度兰特兑美元汇率略有升值，从 9 月底的 17.89 升至 12 月 30 日的 16.98，但较上年同期仍贬值 10% 以上。

图表 25 金砖国家数据概览

	实际 GDP 增速			CPI 同比增速		
	2022Q1	(季度同比, %)		(同比增速, %)		
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022M9	2022M10	2022M11
俄罗斯	3.6	-4.1	-3.7	13.7	12.6	12.0
巴西	2.4	3.7	3.6	7.2	6.5	5.9
印度	4.1	13.5	6.3	7.4	6.8	5.9
南非	2.7	0.2	4.1	7.8	7.8	7.8

	汇率			制造业 PMI		
	(月收盘价, perUSD)					
	2022M10	2022M11	2022M12	2022M10	2022M11	2022M12
俄罗斯	61.5343	61.0742	70.3375	50.7	53.2	53.0
巴西	5.2564	5.2935	5.2171	50.8	44.3	44.2
印度	82.3934	81.5970	82.7862	55.3	55.7	57.8
南非	18.3075	16.9746	16.9831	55.0	59.5	0.0

	出口			进口		
	(同比增速, %)			(同比增速, %)		
	2022M9	2022M10	2022M11	2022M9	2022M10	2022M11
俄罗斯	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
巴西	17.4	19.2	37.4	24.8	14.1	-0.6
印度	4.8	-16.6	0.0	8.7	5.7	0.0
南非	22.4	8.1	0.0	22.9	28.5	29.8

	中国出口			中国进口		
	(同比增速, %)			(同比增速, %)		
	2022M9	2022M10	2022M11	2022M9	2022M10	2022M11
俄罗斯	21.2	34.6	17.9	55.2	36.0	28.5
巴西	10.9	7.1	-12.7	-1.4	0.9	-5.2
印度	13.4	-2.4	-0.8	-33.4	-45.7	-50.0
南非	11.2	-13.6	3.4	40.4	-19.9	-25.2

数据来源: Wind, CEIC, 世界经济预测与政策模拟实验室。

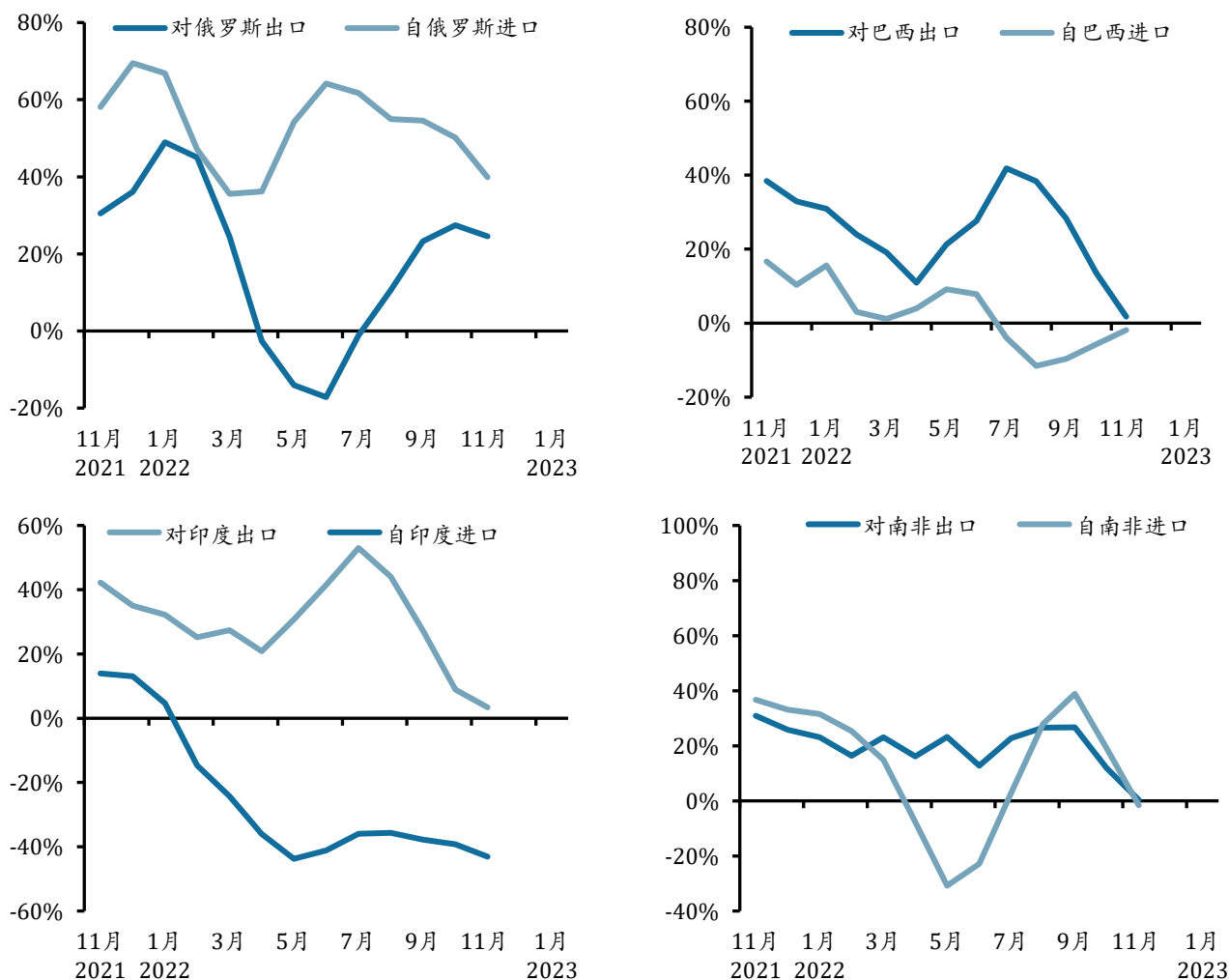
二、金砖国家与中国贸易

中国与金砖国家贸易继续保持增长态势。9-11 月，中国与金砖国家贸易总额同比增长分别为 16.6%、7.0%和 0.9%，总体仍保持增长态势，但增速显著放缓。9-11 月，中国与金砖国家贸易总额在中国总贸易中的比例分别为 9.6%、8.9%和 8.6%，较 8 月的 9.9%有所下降，但仍

中国与金砖国家贸易继续增长，但增速放缓，中国与金砖国家贸易占中国总贸易比重有所下降。

处于历史高位。出口方面，除俄罗斯外，中国对印度、巴西、南非出口增速均显著下降。9-11月，中国对印度出口同比增速分别为13.4%、-2.4%和-0.8%，对巴西出口同比增速分别为10.9%、7.1%和-12.7%，对南非出口同比增速分别为11.2%、-13.6%和3.4%，对俄罗斯出口同比增速分别为21.2%、34.6%和17.9%。进口方面，中国自俄罗斯进口保持较快增长，自巴西进口增速有所提升，自印度和南非进口显著下降。9-11月，中国自俄罗斯进口同比增速分别为55.2%、36.0%和28.5%，延续2021年以来的高速增长态势，但增速明显下滑。自巴西进口同比增速分别为-1.4%、0.9%和-5.2%，较6-8月有所提升。自印度进口同比增速分别为-33.4%、-45.7%和-50.0%，较6-8月进一步下滑。自南非进口同比增速分别为40.4%、-19.9%、-25.2%，增速大幅下滑。

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。

中国：点燃市场信心，内需值得期待¹

2023 年，在压力与机遇并存之下，我国经济运行有望实现总体回升。其中总需求结构将表现为内需强、外需弱的格局。在激发内需方面，我们更要看到消费、投资两者之间相互促进的一面，以此为立足点来思考扩大内需的政策。同时也要注意，2023 年基建、房地产等投资的上升空间相对较小，因此要优先扩大居民部门的消费需求。经济重启修复的初期，也是恢复消费者信心的关键时期，要把市场信心的第一把火尽快点燃起来，推动形成良性循环。另外从供给面来看，2023 年和未来的数年也是我国巩固产业链地位的较好时机。

一、2023 年要尽可能争取 5%或更高一些的增速

2023 年经济呈现修复和回暖。

2023 年经济总体上呈现修复和回暖，全年增速可能达到 5%或更高一些。但要注意到 2022 年全年增速较低，所以 2023 年即使实现 5%的增速，对应的 2023 年两年平均增速也只有 4%左右，显然低于我国长期潜在增速水平。因此还是要尽可能争取 5%或更高一些的增速。通胀方面，明年 CPI 通胀率应仍在低于 3%的水平。内需总体上在修复过程中，仍然面临一些压力，同时全球经济在较大范围面临衰退，因此大宗商品价格可能会出现回落，这些因素使得国内的通胀压力不大。

二、总需求结构将表现为“内需强、外需弱”

2023 年外需表现相对较弱。

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。

内需表现值得期待。

不过内需在 2023 年的表现值得期待，尤其是被压抑已久的消费需求将得到释放。2022 年前 11 个月，社会消费品零售总额累计同比跌入零增长以下。但是社零受到拖累比较严重的月份主要集中在 2022 年的

¹ 本报告系根据澎湃新闻专访《徐奇渊：把市场信心的第一把火尽快燃起来，内需值得期待》整理得到。

3月、4月、5月以及11月，其他月份表现尚可。因此预计在疫情防控政策经过科学调整之后，消费需求将会有比较显著的改善。随着消费需求本身的修复，以及一些鼓励、刺激消费政策的陆续出台，消费的恢复将会进一步改善居民的就业预期和企业的投资预期，从而为内需持续企稳提供基础。

三、激发内需政策要立足于消费、投资的辩证统一关系

扩投资还是扩消费
存在一定争论。

关于扩投资还是扩消费，这个存在很多讨论，有不同观点。如果是长期分析框架，持续的经济增长靠的是资本、劳动力、技术进步、改革等。短期框架中，经济增长可以分解为消费、投资、出口的增长。在短期的需求框架、长期的供给框架中，投资处于两者的交集。所以投资增长是比较理想的，投资上升在短期增加了总需求，同时在长期增加了人均资本存量、增加了要素投入。

要更多地看到消
费、投资统一的关
系。

但是我们也注意到，经济发展的最终目标还是为了满足人民群众日益增长的对美好生活的需要。而且人的消费当中，也有劳动力的生产和再生产，甚至包括教育也是人力资本形成过程中的投资。

所以要平衡好消费、投资的关系，只强调其中一个是片面的，片面的视角在很多国家都有教训。不能光强调两者的对立关系，更多要看到统一的关系。例如鼓励新能源汽车的消费，这也会带动新能源、汽车领域的投资，所以消费、投资可以形成良性互动。鼓励、规范养老服务的消费，也会带动养老设施和机构的投资。

2023 年消费比投
资更有回升空间。

从 2023 年这段时间来看，基建投资在 2022 年已经很“给力”了，房地产投资目前仍是低位回暖，因此 2023 年内需回暖过程中，最值得期待的还是消费，要更重视消费对经济的拉动作用，尽量减少疫情带来的“伤痕效应”，要抓住经济重启窗口期，尽快重建消费者的信心。

四、如何看待 2023 年的宏观经济风险

2023 年的风险之
一：消费恢复势头
不及预期。

其一，消费恢复势头有可能不及预期。疫情持续 3 年对很多家庭造成了一定的“伤痕效应”，居民的就业和收入预期下降，预防性储蓄动机上升，因此消费恢复空间仍需观察。同时，由于外部需求不景

气，外贸行业受影响较大，这也会影响到一部分就业和消费者信心。经济重启修复的初期，也是恢复消费者信心的关键时期，相关政策在时间上要前置、在力度上要给足，要把市场信心的第一把火尽快点燃起来，推动形成良性循环。

2023 年的风险之二：地方政府债和房地产行业。

其二，地方政府债和房地产行业的风险也要高度重视。目前来看，房地产行业的金融风险释放已经暂时告一段落，但是也很难指望房地产行业像过去一样再次成为经济增长的发动机。在此过程中，建立房地产行业良性、健康发展的长效机制非常重要。相比之下，部分地方的政府债务的风险更值得关注。就地方政府债务问题本身来看，其主要问题在于期限结构不匹配和利率过高，导致偿付流动性出现问题。但是从地方政府的资产负债表来看，我国的地方政府和欧美不同，通常还是拥有大量资产的，但是关键在于资产转化为流动性存在一定问题，有的时候障碍不仅是市场因素，也有政策因素。我们可以在这方面做一些稳妥的试点和尝试，把解决地方政府债务问题和国有企业改革等问题结合起来，寻找一些创新解决方案。

要从大局、从长远着眼，重新思考财政问题。

同时，在当前地方政府债务压力的倒逼之下，我们需要从大局、从长远着眼，重新思考央地两级财政的关系，以及财政和金融的关系、财政本身的功能和定位。正如“十四五”规划中提到的，我们需要建立权责清晰、财力协调、区域均衡的中央和地方财政关系。同时，我们还需要跳出财政本身，从“大金融”的视角来看待财政。比如，国债发行不但是解决财政本身的收支平衡问题，同时也是为了构建成熟的国债收益率曲线、增强人民币基础资产的流动性、扩大人民币在岸市场的广度和深度。

五、未来数年是我国巩固产业链地位的好时机

统筹发展与安全的过程中，工业制造业面临新的机会。

（一）我国工业制造业发展出现了一些新机会、新动力

在统筹发展与安全的背景下，工业经济发展机会也可以结合发展、安全两个方向来进行观察。发展方面，从供给端来看数字技术、新能源技术等正处于快速发展阶段，从需求端来看，我国全面建成了

小康社会，消费升级虽然受到疫情冲击但其基本趋势已经确立。安全方面，产业链的“补短板”、“锻长板”对于我国十分重要。“补短板”方面，国产化是一个机会。另外，有的时候国产化本身并不是终极目的，解决了有没有的问题将会增强这个产品领域的竞争压力、带来“鲶鱼效应”，从而很大程度上改变原有的市场垄断格局、大幅降低我国的引进、进口成本，这对于我国也具有十分重要的意义。“锻长板”方面，工业企业需要做专做精，在安心本业中做成这个细分领域的佼佼者。

龙头企业作为集成平台的带动，“小二”对小微企业的辅导，这些是工业发展的新动力。

在这些方面，行业龙头企业的带动作用非常重要。例如中国商飞作为大飞机的制造商，其对于上游供应商甚至次级供应商会提出各种技术要求、或直接提供各种技术支持，并且能够将现有的工业生产能力进行技术集成、从而创造出新的价值。商飞这类大企业的集成能力可以为上游供应商指明努力的方向和机会。

类似的，我们在调研过程中发现，有的大型电商平台有个很有趣的职业角色——“小二”。“小二”并不属于特定的企业，但是他会同时对四、五家小微企业提供生产、管理咨询，对市场需求走向、产品升级方式、国外市场情况，甚至企业管理等方面给出各种有价值的建议。这些“小二”已经成功把很多小微企业扶植成为了具有一定国内、国际竞争力的上规模的企业。

所以除了数字技术、新能源技术这些具体领域之外，我还看到了像大型集成平台带动、“小二”辅导带动这些机会和动力。这些积极因素将很好地推动中国工业、制造业实现升级转型。

我国巩固产业链的有利条件。

（二）2023年中国巩固产业链地位面临的有利条件和挑战

我国在2023年增长将明显快于其他国家。中国超大市场规模的优势将进一步显现。由于基期因素，2023年中国经济将明显强于去年，预计能够实现5%甚至更高的增速。而另一方面，欧美国家则将大概率陷入衰退。美国增速可能达到1%左右，德国、英国、意大利等国家甚至可能面临零增长、负增长。

2023 年全球大宗商品价格走弱，而我国在很多领域的大宗商品消耗比较依赖于进口环节。因此，预计大宗商品的价格走低，将有利于我国产业链地位的相对巩固。

我国产业链也将面临外需走弱的冲击。

挑战方面，2023 年全球贸易将明显走弱，尽管我国有望在全球贸易中维持较高的份额，但是由于全球贸易增速的显著走弱，我国出口贸易相关的制造业可能受到一定冲击。尤其是在主要大国当中，我国的出口占 GDP 比例较高，因此我国受到全球贸易走弱的影响也会相对较大。

（三）2023 年产业链外迁压力将会缓和

2023 年跨国企业投资进入观望期。

2023 年全球面临大范围的经济衰退，同时将有一定可能伴随金融危机的风险。IMF 总裁近期讲话也提到，2023 年将有约三分之一的国家陷入衰退。正如我在前面提到的，一些发展中国家的经济增长和金融稳定也面临很大压力。在经济、金融风险上升的背景下，跨国企业的投资可能会进入到一个更加谨慎的观望期。

美欧巩固产业链也面临压力，中国机会上升。

从美国本身来看，当前美国国内通胀率居于高位、劳动力工资大幅上升，同时美元指数大幅走强，这意味着美元实际汇率的升值幅度更大。同时美国国内的资金成本（利率）显著上升，而且什么时候回落形势也不明朗。在这些背景下，美国在 2023 年要进一步吸收产业回流的阻力将会有所上升。欧洲通胀率尤其是生产成本更是大幅高于中国，预计这种状态还要持续数年。从这些角度来看，我国面临的产业外迁压力会有所缓和，可以说未来数年是我国巩固产业链地位的好时机。

六、持续推动制度型开放，改善我国的营商环境和外部发展环境

以制度型开放减少外资企业的不确定性。

（一）推动制度型开放，减少外资企业面临的不确定性

中央经济工作会议提出要“更大力度吸引和利用外资”。并且提出了很多具体政策，具体包括扩大市场准入、加大现代服务业领域开放力度、落实好外资企业国民待遇、保障外资企业依法平等参与政府采购、招投标、标准制定等。另外，在疫情防控政策的科学调整之后，

经济社会活动逐步恢复有序运转。综合以上情况来看，外资企业面临的不确定性会有明显改善。

外部发展环境也是我国营商环境的一部分。

近几个月以来，我国在大国外交中连续开创新的局面，我国的外部政治环境出现了一些积极的改善。在此基础上，我们还需要进一步扩大国际统一战线，团结一切可以团结的力量，尽快恢复与外界各种渠道的友好交往，增进我国与其他各国的交流和理解，把我们的朋友做得多多的，改善其他国家对中国理解。这实际上也是外资在中国营商环境的一部分内容。

舆论、社会心理也需要更具有包容心态。

除了一年一度的经济工作会议之外，我们还需要持续推动制度型开放，在制度上为吸引外资提供保障。我们的舆论、民众也需要对外资企业更具有包容的心态，作为一个大国，我们应当有胸襟、有气魄海纳百川，吸引全世界的建设性资源为我所用，真正实现互利共赢。美国作为汇聚了全世界移民的多元化社会，以及汇聚了全球资本的多层次金融市场，其开放的社会心态值得我们学习。我们也要看到，尽管近些年来美国的民粹主义、保护主义上升，但是这本身也是削弱美国长期发展潜力、甚至是削弱其立国之本的做法，我们应当引以为戒。

改善发展的外部环境，与美国的孤立政策进行斗争。

（二）重启多元化的国际交流，改善我国发展的外部环境

当前，我国急需恢复与国际社会的日常交流，这时候政府组织企业主动出海是非常有必要的。同时我们也要看到，当前“价值观”贸易的理念逐步流行起来。除美国以外，欧洲一些国家也在反思要减少对中国的过度依赖。越是这样，就越需要我们加强对外交流，主动增信释疑，从而稳定和改善我国发展的外部环境。

开放是为了获得、利用更好的外部环境来实现发展。企业包机出海洽谈只是为了订单、解决需求，而深化开放和营造友好的外部环境可以为我们的发展提供更多的技术、人才、管理模式、商业模式等发展条件。我们需要营造良好的开放氛围，加强与主要经济体的各种渠道联系，与美国政府企图在全球经济中孤立我国的政策进行有效的周旋和斗争。

全球金融市场：美联储加息放缓，全球资产价格回调

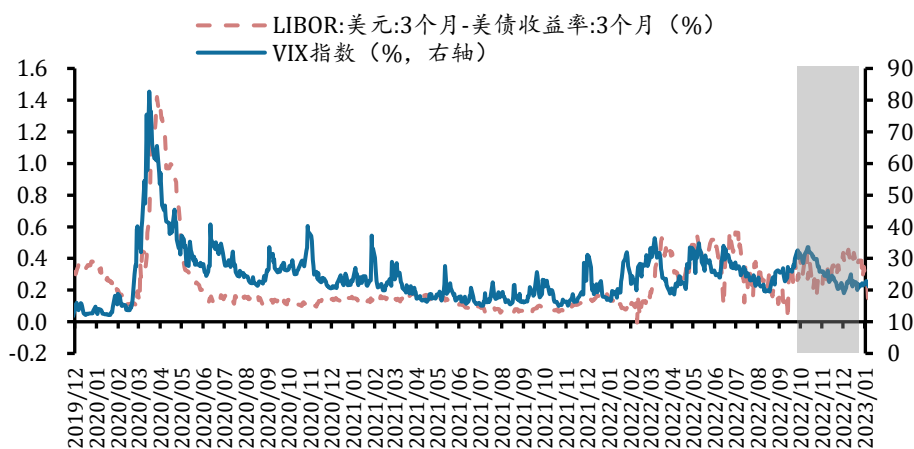
2022年4季度，美联储加息放缓，全球主要资产价格出现回升。11月，美联储加息75bp，鲍威尔在加息会议后透露出加息节奏将放缓的信号，12月，美联储加息50bp，美国联邦基金目标利率达到4.5%。4季度，欧央行也累计加息125bp，12月也放缓加息节奏。美元止升转跌，季度贬值7.7%，其他主要经济体货币均有所升值，日元、欧元均升值8%以上。全球股市普遍回升，发达经济体债券收益率受加息影响继续上升；因增长预期边际改善，中国十年期国债收益率上行。预计美联储和主要发达经济体央行还可能加息，发达经济体金融脆弱性上升，继续关注部分经济体流动性风险、债务风险。

一、全球金融市场总体情况

美元止升转跌，
全球主要资产价
格季度回调。

2022年4季度，美联储加息放缓，全球主要资产价格出现回升。11月，美联储加息75bp，鲍威尔在加息会议后透露出加息节奏将放缓的信号，12月，美联储加息50bp，美国联邦基金目标利率达到4.5%。4季度，欧央行也累计加息125bp，12月也放缓加息节奏。美元止升转跌，季度贬值7.7%，其他主要经济体货币均有所升值，日元、欧元均升值8%以上。全球股市也普遍回升，发达经济体债券收益率受加息影响继续上升、价格继续下跌。大宗商品和黄金等实物资产方面，布伦特原油价格环比下跌7.5%、同比涨幅5.4%，铜价环比上涨9.7%、同比下跌13.5%。因美元贬值，以美元计价的黄金价格环比上涨8.4%。

图表 27 全球金融市场风险状况图

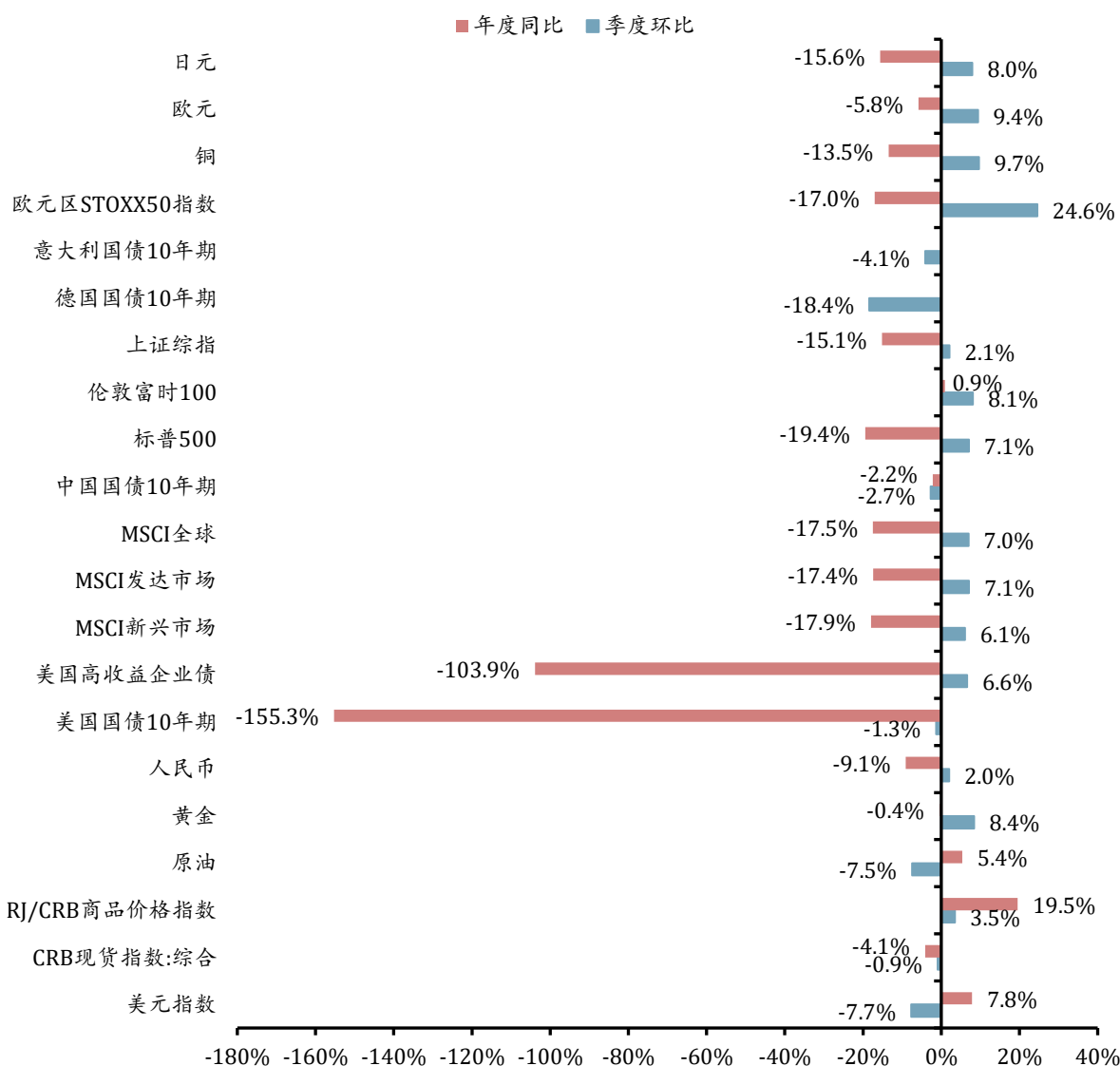


数据来源：Wind数据库。阴影部分为2022年第4季度。

美元流动性收紧，美股波动下降。

VIX 指数下降，TED 利差上升。4 季度，美联储继续加息，TED 利差由 20bp 一度上升至 40bp 以上。美联储加息缩表之后，总体来看，TED 利差较量化宽松时期明显抬升，美元流动性整体收紧。目前，TED 利差水平接近 2020 年新冠肺炎疫情爆发前的水平。或因美联储释放出加息节奏放缓的信号，美股波动性明显下降，VIX 指数下降至 20% 的较低水平并在该水平保持了一段时间的稳定。

图表 28 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。

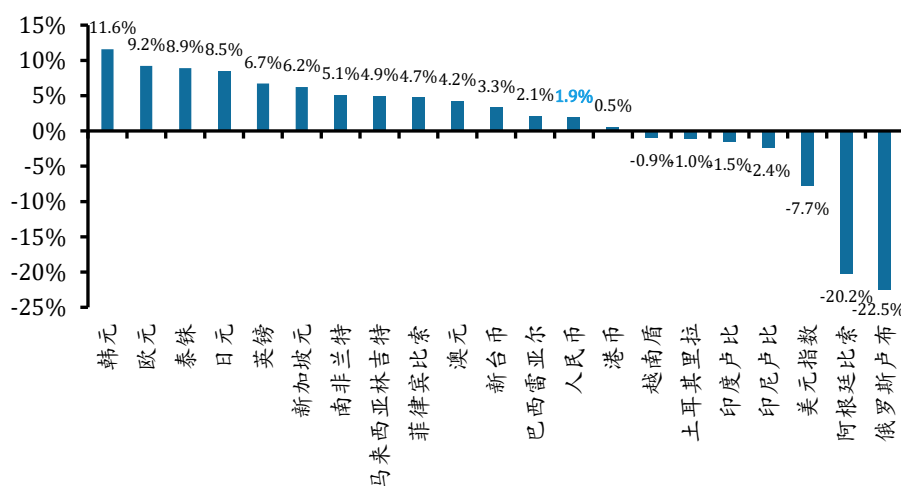
注 2：该表数据截至日为 2022 年 12 月 31 日，变动幅度均按季末值计算。因截止时间和计算方法差异，该表的数据与后文的图表数据可能存在相近不相同的情况。

二、全球金融分市场运行态势

美元贬值，其他主要经济体货币汇率回升。

美元指数开始下跌，其他主要经济体货币升值。4 季度，美元先升后贬，季末较上季度贬值 7.7%。其他主要经济体货币升值。按季末值，人民币 4 季度升值 1.9%；按平均值，人民币 4 季度依然贬值 3.9%。发达经济体中，韩元升值幅度最大、单季度升值 11.6%；欧元、日元、英镑分别升值 9.2%、8.5%、6.7%。东南亚经济体货币依然表现较佳，泰铢升值 8.9%，新加坡、马来西亚、菲律宾货币分别升值 6.2%、4.9%、4.7%。巴西雷亚尔升值 2.1%，南非兰特升值 5.1%。俄罗斯、阿根廷货币贬值幅度依然较大，分别高达 22.5%、20.2%。

图表 29 主要发达和新兴经济体季度汇率波动幅度（2022 年 4 季度）

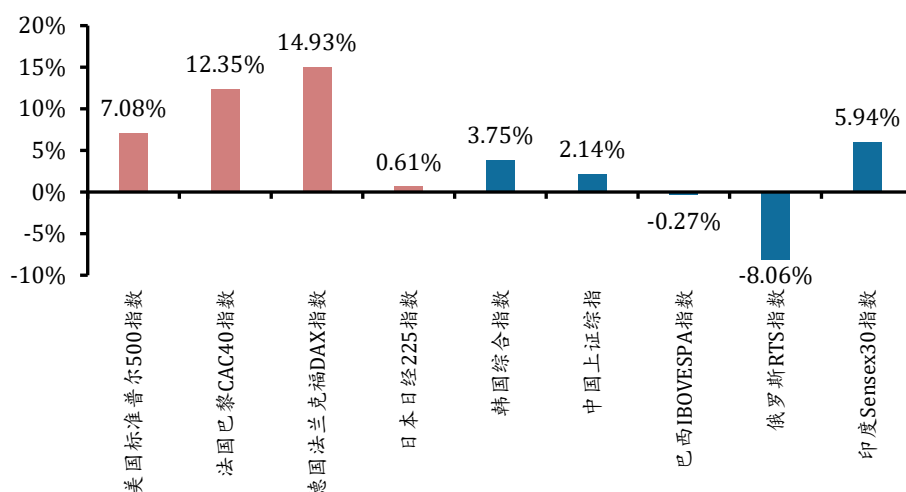


注：原始数据来源于 Wind 数据库，经笔者计算。数据截至日期为 2022 年 12 月 31 日。波动幅度根据相邻两季度的季末值计算，波幅为正表示本季度末汇率较上季末升值，波幅为负代表贬值。

欧美股市大涨，
巴西、俄罗斯股市下跌。

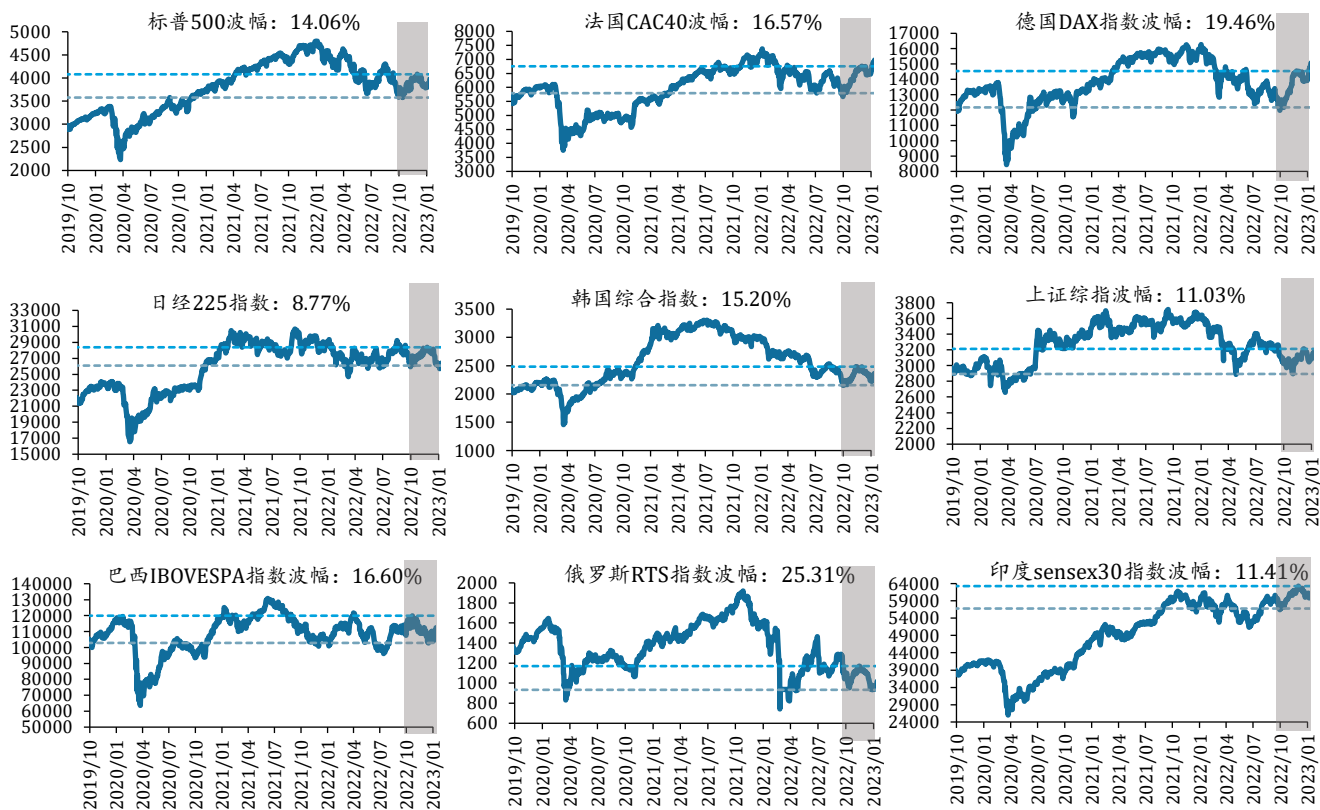
欧美股市大涨，巴西、俄罗斯股市下跌。受发达经济体加息节奏放缓影响，主要经济体股市回调。标普 500 指数上涨 7.1%，季内波幅高达 14.6%。上证综指上涨 2.14%，季内波幅达 11.03%。欧洲股市大幅上涨，法国 CAC40 指数、德国 DAX 指数分别上涨 12.35%、14.93%；季内波幅高达 16.6%、19.5%。东亚股市小幅上涨，日本、韩国、中国股市分别上涨 0.61%、3.75%、2.14%。印度股市继续大涨，4 季度印度 sensex30 指数上涨 5.9%，季内波幅 11.4%。巴西股市小幅下跌 0.27%，季内波幅超过 16%。俄罗斯股市下跌 8%，季内波幅高达 25.31%。

图表 30 全球主要发达和新兴经济体股市季度涨跌幅（2022 年 4 季度）



注：原始数据来自 Wind 数据库。波动涨跌幅根据相邻两季度的季末值计算。数据截至 2022 年 12 月 31 日。图中红色柱为发达经济体，蓝色柱为新兴经济体。

图表 31 全球主要发达和新兴经济体股市季内波动（2022 年 4 季度）



注：图中波幅为季内波幅。

主要经济体货币政策分化。

主要经济体货币政策分化，货币市场走势继续分化。4 季度，美联储加息 125bp，欧央行加息 125bp，印度央行也减缓加息步伐、4 季度加息 35bp、年内第五次加息，加息的经济体货币市场利率均跟随基

准利率走高。日本央行放宽收益率曲线控制的上下限，但此举并未影响日本货币市场的流动性，4 季度日元货币市场利率负利率程度加深 2bp 至-0.06%。4 季度，中国人民银行未调整政策利率，货币市场利率在利率走廊内明显波动。

图表 32 主要发达和新兴经济体季度平均汇率走势一览

		2022 年 4 季度	2022 年 3 季度	升值幅度
主要发达经济体	美元指数	108.12	108.07	0.04%
	欧元	1.02	1.01	1.17%
	日元	141.36	138.16	-2.32%
	英镑	1.18	1.18	-0.38%
	澳元	0.66	0.68	-3.39%
金砖国家	巴西雷亚尔	5.26	5.23	-0.58%
	卢布	62.54	59.49	-5.12%
	南非兰特	17.61	16.99	-3.66%
	印度卢比	82.19	79.63	-3.22%
	人民币	7.09	6.82	-3.93%
东南亚	菲律宾比索	57.36	56.3	-1.88%
	越南盾	23631.51	23217.83	-1.78%
	马来西亚林吉特	4.57	4.48	-2.06%
	泰铢	36.37	36.37	0.00%
	印尼卢比	15571.52	14928.17	-4.31%
东亚	韩元	1356.53	1334.82	-1.63%
	新加坡元	1.39	1.4	0.95%
	新台币	31.35	30.31	-3.42%
	港币	7.82	7.85	0.35%
其他	阿根廷比索	162.51	135.62	-19.83%
	土耳其里拉	18.61	17.9	-3.99%

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

主要发达经济体 国债收益率继续 上升。

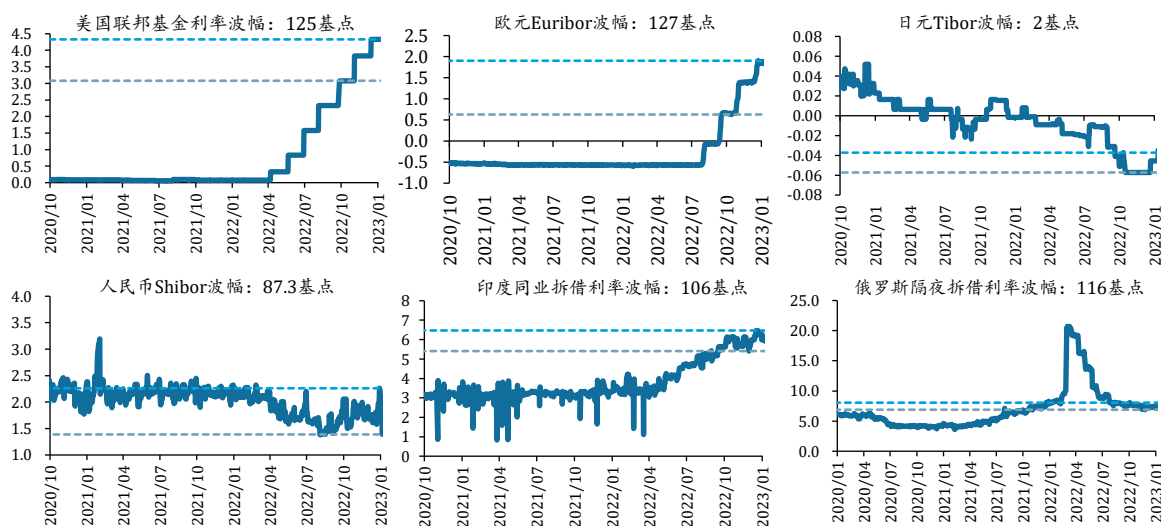
主要发达经济体长期国债收益率继续上升。受加息影响，美国、欧洲的长期国债收益率普遍继续上升。加息幅度放缓让美、欧主要经济体的十年期国债收益率季内出现了较长时间的趋势性下行回调，但因央行仍在加息，很快又反弹上行。日本央行提高了十年期国债收益率波动的上限，日本十年期国债收益率季内上升 26.8bp 达到 0.5% 的利率上限。因经济衰退预期升温、失业率上升、10 月首尔踩踏事件影响消费者信心，韩国十年期国债收益率在高通胀背景下出现大幅下行，季内下行约 120bp。因为防疫政策调整和地产支持性政策出台，经济增长预期出现了边际改善，中国十年期国债收益率季内上升约 26bp。

主要发达经济体
金融脆弱性进一
步上升。

三、全球金融形势展望

主要发达经济体金融脆弱性进一步上升。大幅度加息后，发达经济体通胀压力有所缓解，但离 2% 的通胀目标仍有距离。预计 2023 年美国、欧洲等发达经济体央行仍将继续加息一段时间，相关经济体的衰退预期也将升温。受加息持续、经济衰退风险上升等多重因素影响，全球主要金融市场将加剧调整。金融资产是经济主体用于借贷的主要抵押品，需要关注主要经济体资产价格下跌通过抵押品机制引发信贷收缩、流动性危机甚至金融危机的风险。

图表 33 全球主要发达与新兴经济体货币市场走势一览



注：同上。

主要发达经济体
金融脆弱性进一
步上升。

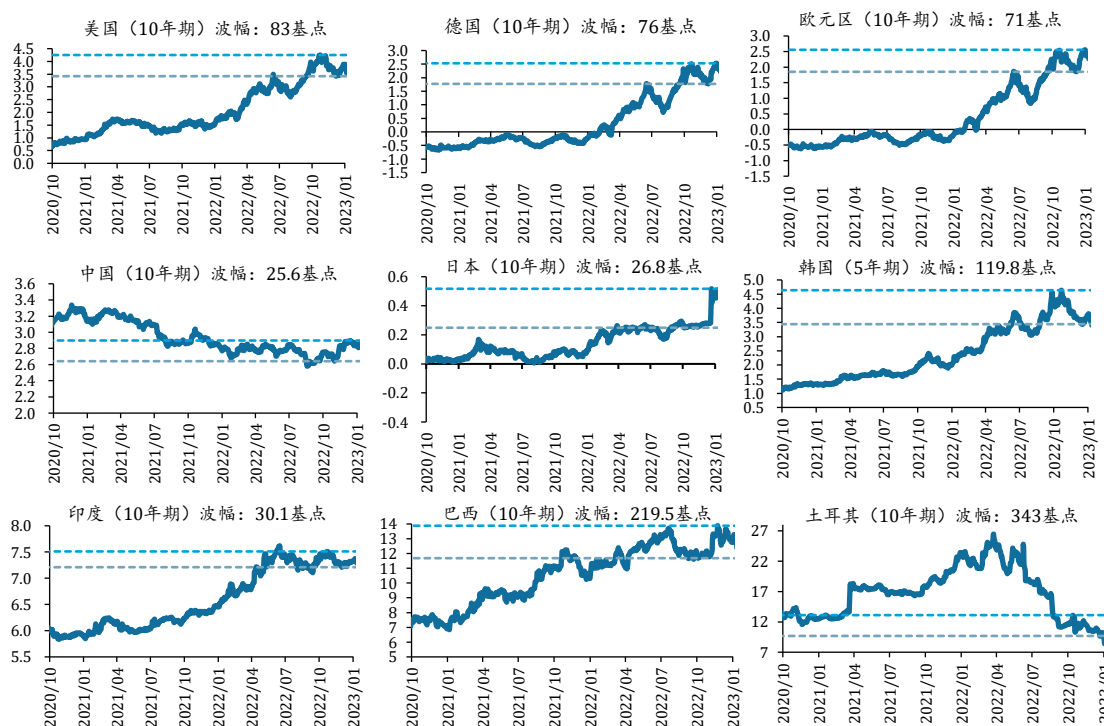
三、全球金融形势展望

主要发达经济体金融脆弱性进一步上升。大幅度加息后，发达经济体通胀压力有所缓解，但离 2% 的通胀目标仍有距离。预计 2023 年美国、欧洲等发达经济体央行仍将继续加息一段时间，相关经济体的衰退预期也将升温。受加息持续、经济衰退风险上升等多重因素影响，全球主要金融市场将加剧调整。金融资产是经济主体用于借贷的主要抵押品，需要关注主要经济体资产价格下跌通过抵押品机制引发信贷收缩、流动性危机甚至金融危机的风险。

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，美联储也难以救市，美债流动性枯竭增加了流动性危机和债务危机的风险。

图表 34 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。

欧洲债务风险依然是 2023 年的“灰犀牛”事件。在高通胀、高债务和加息的多重压力下，欧洲金融风险明显上升。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

欧洲债务风险依然是 2023 年的“灰犀牛”事件。

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。欧央行加息将使得边缘国家的债务风险将更加突出。随着融资成本和风险溢价上升，欧洲边缘国家再融资可能面临压力。虽然美联储加息放缓给予高风险经济体喘息空间，但由于欧洲地缘政治风险较高，资本可能继续撤出欧洲流向亚洲地区或其他新兴经济体，意大利等南欧国家的主权债务风险溢价仍在高位，2023 年 1 季度意大利 10 年期国债收益率将突破 2011 年意大利债务压力爆发时的水平，欧洲爆发货币危机、流动性危机甚至债务危机的可能性均在上升。

四、跨境收支总额较上期下降，跨境资金转为净流出

4 季度银行代客涉外收入、对外付款相比上季度同期下降，跨境收支由净流入转为净流出。

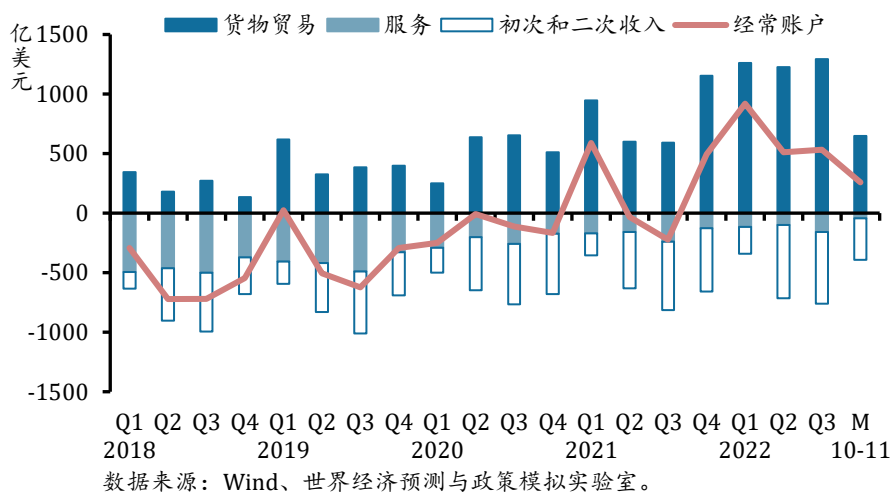
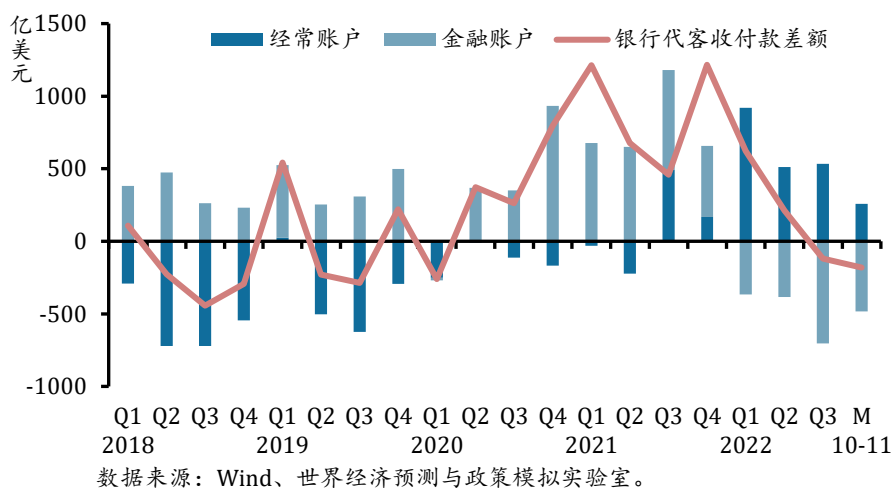
2022 年 4 季度前两个月，银行代客涉外收入、对外付款分别为 9423 亿美元和 9604 亿美元，涉外收入同比下降 6.6%，对外付款同比上升 2.1%，相比 2022 年 3 季度同期，涉外收入、对外支出呈下降趋势。跨境收支净值结束了连续 9 个季度的跨境净流入趋势，转为净流出 181 亿美元。银行代客涉外收入与支出总额为 1.9 万亿美元，同比下降 2.4%，相比上一季度同期下降 11.6%。

从月度数据看，10 月银行代客涉外收入、对外付款下降幅度更大，分别为 4347 和 4432 亿美元，相比于 3 季度同期分别下降 15.5% 和 15.6%。11 月银行代客涉外收入、对外付款有所反弹，上升到 5000 亿美元以上，但相对于上季度同期仍有所下降。

银行代客收付款经常项目顺差较上季度同期收窄。其中货物贸易顺差大幅下降，服务贸易和收入项逆差收窄。

从境内银行代客涉外收付款的分项看，2022 年 10 月、11 月经常项目顺差规模相比上季度同期收窄 33.5%，顺差规模为 257.2 亿美元，相比于去年同期的顺差 168 亿美元，经常项目净流入同比增加 55.2%。从细项看，货物贸易顺差规模下降，服务贸易和收入项逆差均收窄。4 季度前两个月，货物贸易顺差相比于上季度前两月下降 30.9%，至 649 亿美元；服务贸易逆差收窄至 43 亿美元，相当于 3 季度前两个月的 38.9%；收入项逆差为 349 亿美元，相当于 3 季度前两个月的 79%。

图表 35 银行代客收付款分项结构



银行代客涉外收付款资本和金融项目逆差进一步扩大，4 季度前两个月的逆差规模为 484 亿美元，相比于 3 季度同期扩大 16.8%。从细

银行代客涉外收付款资本和金融项目逆差规模进一步扩大，直接投资，证券投资和其他投资项的逆差规模均扩大。

银行结售汇由顺差转为逆差，银行结汇、售汇金额均在下降，结汇的下降速度更快。银行自身结售汇由逆转顺，银行代客结售汇由顺差转为逆差。

人民币计价的银行代客收付款逆差规模继续扩大。

4 季度中资企业海外发债规模继续下行。

项看，直接投资逆差、证券投资逆差和他投资由逆差规模均在扩大。其中，直接投资由上季度同期的 50.3 亿美元的逆差增加至 62 亿美元，而 2021 年同期直接投资项下为顺差 188 亿美元；证券投资逆差规模为 351 亿美元，相比上季度同期扩大了 16.8%。其他投资项逆差由上季度同期 63 亿美元扩大至 71 亿美元，上升 12.4%。

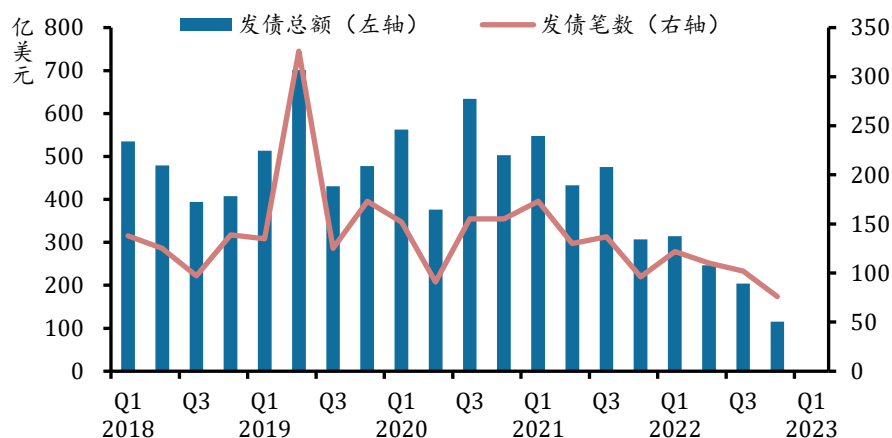
2022 年 10 月、11 月，银行结售汇由顺差转为逆差，逆差规模为 181 亿美元。其中，银行结汇、售汇金额均呈下降趋势，结汇的下降速度更快。银行结汇总额为 3558 亿美元，售汇总额为 3740 亿美元。从交易主体来看，银行自身结售汇 10 月、11 月由上季度同期的逆差转为顺差，顺差规模为 27 亿美元。银行代客结售汇由顺差转为逆差，逆差规模为 209 亿美元。在结售汇意愿方面，2022 年 4 季度前两个月结汇率（银行代客结汇占银行代客涉外总收入外币比率）相比上季度同期下降 6.6 个百分点，至 63.5%，售汇率上升 2.9 个百分点，至 69.8%。

境内银行代客收付款的人民币跨境收支净流出规模继续扩大，由上季度 196 亿的流出规模，增加至 377 亿美元。人民币业务计价的银行代客涉外收入由上季度同期的 4647.6 下降至 3944 亿美元，下降 15.1%，在银行代客涉外收总额中占比为 41.9%，较上季度同期下降 1.3 个百分点；人民币计价的银行代客支出由上季度同期的 4844 亿美元下降至 4321 亿美元，下降 10.8%，在涉外支出总额中占比为 45%，与上季度同期持平。

五、2022 年 4 季度中资企业海外债发行规模继续下行

2022 年 4 季度中资企业海外发债总额为 113.8 亿美元，环比下降 44.3%，发债规模不足去年同期的 1/4。除去本季到期债务规模，净新增发债规模为负。从行业上看，地方政府融资平台发债规模最大，金融行业、房地产行业次之。计价货币上，2022 年 4 季度境外发债仍以美元计价债券为主，占全部海外发债额的 64.9%，人民币计价的海外计价债券发行规模明显上升，4 季度发债 34.2 亿美元，占全部海外发债额的 30.1%。

图表 36 外币公司债季度发债额度与频率



数据来源：Dealogic数据库，作者计算整理。

地方政府融资平台为 4 季度发债主力，金融业和房地产行业次之。

地方政府融资平台 4 季度境外发行公司债 73.8 亿美元，发债规模较上季度下降 1/4。城投企业海外高收益债券发债成本为 6.48%，投资级债券为 5.37%，发债成本呈上升趋势。房地产公司 4 季度发行债券 1 笔，由朗诗集团发行，融资规模为 1.19 亿美元，发债成本为 10.75%。

金融业为 4 季度发债相比 3 季度显著下降。4 季度合计发债 39.1 亿美元，环比上升 134.1%。金融业发行主体以国有、股份制商业银行和证券公司为主。成本方面，4 季度平均发债成本为 5.43%，相比上季度发债成本上升 1.95 个百分点。

大宗商品市场：价格环比走弱，中国复苏预期刺激季度末反弹

2022 年 4 季度大宗商品价格持续下行，季度均价下跌 6.6%，跌幅扩大。12 月前中国防疫政策收紧，市场信心不足，加上美联储紧缩和欧美衰退预期走强，大宗商品价格承压。进入 12 月后，随着中国放松防疫措施，市场信心好转，但由于表观数据不佳原油等品种反弹幅度有限。有色金属波动上涨，尤其铜价在低库存推动下涨势较强。铁矿石和钢材价格也均在季度末反弹。农产品国内外价格走势分歧，美大豆涨幅明显，小麦季末反弹。

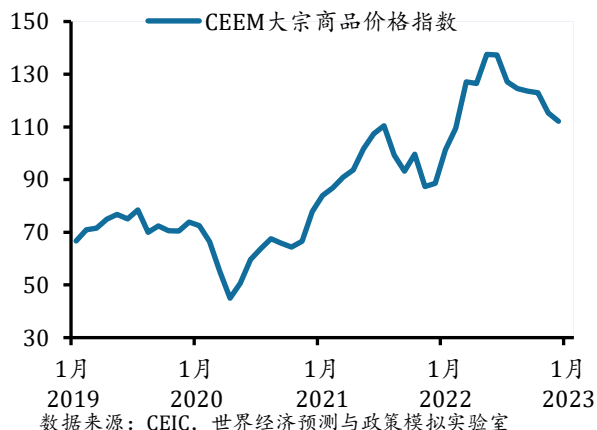
一、大宗商品总体价格走势

4 季度大宗商品价格受中国疫情防控、海外衰退预期和流动性紧缩影响，整体下行，但 12 月随着中国开始开放，预期有所好转。

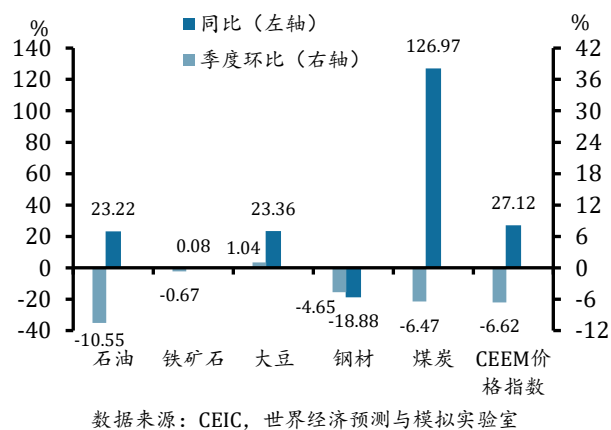
2022 年 4 季度 CEEM 大宗商品价格¹季度均价环比下跌 6.61%，连续第二个季度下跌，且跌幅扩大。以美联储为代表的央行持续紧缩和海外衰退预期使大宗商品承压，而中国在 12 月正式放松防疫政策前，防控程度达到峰值且消费、房地产等行业疲弱，打击市场信心。12 月解封后预期走好，对市场有一定刺激。

当季原油价格环比下跌 10.5% 领跌，因中美欧实体经济疲弱，欧洲和俄罗斯能源脱钩进展好于预期。有色金属波动较大，震荡走高，铜价在低库存和中国开放带领下反弹。国际铁矿石价格下探后走高，钢价下跌后季末小幅上涨。煤炭环比下跌。农产品国内国际市场出现分歧，美豆涨幅明显，小麦国内外价格涨后回落，季末小幅上涨。

图表 37 4 季度 CEEM 大宗商品指数进一步走弱



图表 38 4 季度除大豆外主要商品下跌



¹ 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。

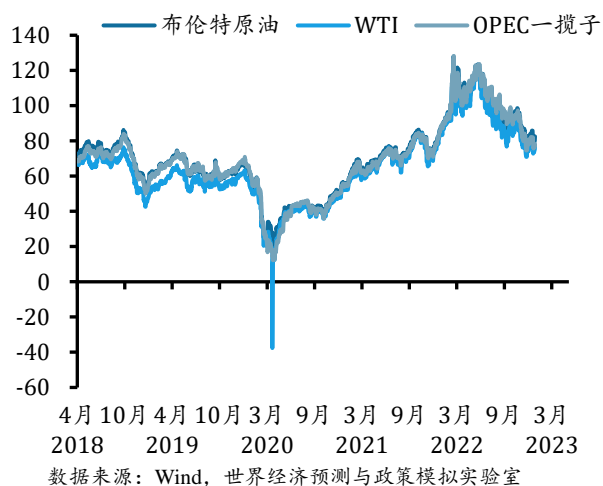
原油价格在 4 季度因中、美、欧实体经济均疲弱而持续下跌，且供需结构显著改变，俄罗斯向中、印、土出口替代欧洲持续攀升。

二、主要大宗商品供求情况与价格走势

2022 年 4 季度原油价格自季度初反弹后震荡下行，需求不振成为主导因素。10 月份布伦特油价最高接近 100 美金，11 月再次小幅走高后，随即在中美需求疲弱的冲击下震荡走低，最低点 75 美元。季度末在中国重新开放的利好刺激下油价反弹，但力度有限。全球主要经济体疲弱的表现仍对油价形成较大压制。

在需求疲弱的同时，全球能源的供需结构也持续改变。随着欧洲对俄能源产品限价生效，俄罗斯西向对欧洲出口在 12 月份再次下挫，而东向中国和印度的出口占比提升，原油海运路径拉长。欧洲则通过清洁能源替代、提前储备、加大自美国和中东进口以减轻对俄罗斯的能源依赖，完成度超市场预期，也对能源价格形成压制。

图表 39 4 季度全球油价在中国防控紧缩和欧美衰退预期压力下震荡下行



图表 40 11 月 OPEC 小幅减产，但是 12 月产量有所反弹



中国在 12 月前防控收紧，美股经济活动受美联储紧缩影响走低，欧洲和俄罗斯能源脱钩进展好于预期，均对油价形成压力。

4 季度中美需求端的疲弱和欧洲供给缺口不及预期是造成油价下挫的主要原因。中国的疫情防控严格程度在 11 月达到高峰。以上海和深圳机场航班起降数据为例，10-11 月份起降数创 2020 年 3 月疫情起始以来新低。市场一度对开放无明确时间表，预期较为悲观。虽然 10 月份开始中国原油进口同比走出了连续 4 个月的负增长开始转正，但短期内反映的更多是加大储备力度，而非需求端拉动，预期尚未扭转。进入 12 月后，随着防控措施放松，各地经济活动受疫情传播冲

击，表观数据上并不乐观，一二线城市经济、交通活动跌至新低，预期好转但现实孱弱，也暂不能支撑油价强劲反弹。

美国经济活动在联储鹰派立场的压力下持续走弱，PMI 读数走低。民众出行需求在 7 月份暑期高峰后持续回落，国内执行航班数下降。英、德等欧洲国家也有类似的抛物曲线。一方面反映了通胀上行对民众交通出行需求的挤压，另一方面也显示实体经济活动走弱。美国原油商业库存则涨跌互现，但 12 月最后两周连续净增长。美国原油净进口则屡创新低。

欧洲在整体能源需求方面，受益于暖冬和替代进口，于 4 季度降低了对俄罗斯的依赖。根据彭博的监测数据显示，11 月欧洲自俄罗斯的周原油进口量跌至 45 万吨，远低于 1 季度 200 万吨左右的高点。同时，英国等地创下历史记录的高温，加上欧洲天然气储备量在 11 月已超过 90%，基本上可满足过冬需求，带动天然气价格跌回年初水平。另一方面，美国的天然气通过 LNG 形式正加大对欧洲出口，月均出口规模较 2021 年增长超过一倍，且成本相对低廉，也有效补充了欧洲的能源需求。

4 季度金融因素影响减弱但仍存在。美元指数自高点 114 回落至 105 附近，对油价利好。但美联储加息带来的资金成本高企，对依赖流动性的大宗商品杠杆交易有一定影响。

图表 41 中国原油进口跌幅缩窄，但仍在萎缩区间



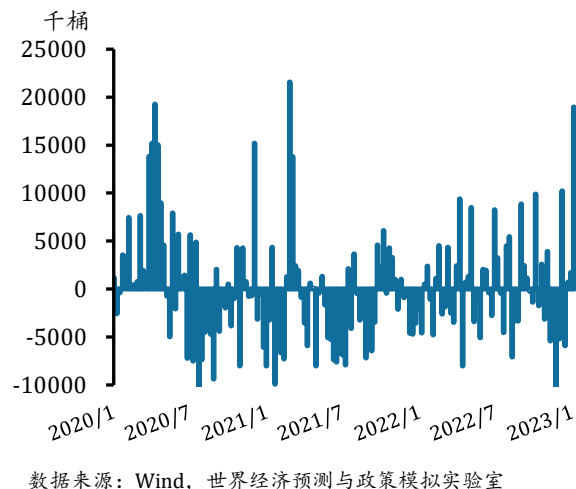
图表 42 美国原油净进口创新低



图表 43 欧洲需求相对仍然在缓慢爬坡中



图表 44 美国商业原油库存涨跌互现, 12月以来连续回升



供给端方面，OPEC 有意减产，但效果有限，且部分国家产量反弹；12月西方对俄罗斯能源价格上限政策正式落地，短期内俄罗斯出口骤降，但因需求疲弱未对油价影响有限。

在供给端，4 季度总体供给震荡走弱，但未能对冲需求端的疲弱，无力提振油价。

OPEC 11 月的原油产量减少 74.4 万桶/日，降至 2882.6 万桶/日，为 2022 年 6 月以来最低水平。沙特产量降幅最大，环比下降 40.4 万桶/日，创 5 月以来新低。该数据反映了 10 月份 OPEC 会议上定出的减产规划，但减产幅度不及预期。12 月，根据调查数据 OPEC 反而增加了 15 万桶/日的石油供应，主要因西非国家尼日利亚通过雇佣军事势力打击原油偷盗，推动产量增长至 135 万桶。

当前 OPEC 的产量实际上仍低于目标规模数十万桶。而减产的基准线是目标产量而非实际产量。这意味着当前的减产对实际供需影响暂时有限，也是 10 月份 OPEC 宣布减产以来效果不佳的原因之一。

12 月欧洲启动了对俄罗斯能源出口最严格的制裁之一，除了停止进口以外，还对该国 60 美元以上的出口停止相关的保险、航运服务。根据彭博的海运监测数据，在制裁开始的当周即 12 月 16 日开始，俄罗斯海运出口骤降 54%。在短期混乱后，随即船运开始恢复，但出口量仍在 250 万桶/日左右徘徊，低于前期 300 万桶的高点。从目的地来看，驶向中国的油轮逐周环比小幅下降，印度明显下降，运往欧洲的基本消失，但运往未知目的地的油轮占比提升，或作为绕过限制的手段之一。俄罗斯原油缩量对市场价格有一定支撑。但考虑到当

前俄罗斯对亚洲出口价格本已接近上限价格，且实际生产成本仍大幅低于该价格，同时战争对石油财政依赖度加大，目前对供给的摧毁幅度有限。

2023 年市场预期聚焦在长期投资不足导致的供给弹性不足，担心中国开放后需求反弹会带动油价大幅上涨；和这类意见不同，我们认为由于原油供需的结构变化，中国开放会对油价形成支撑和稳健上行拉动，但不会造成价格飙升。

2023 年，能源市场最关注的交易主题为长期投资疲弱导致的供给不足，或对能源价格形成强力支撑，甚至推动大幅反弹，尤其是一旦中国经济复苏势头渐显，或美国、欧洲仅陷入浅萧条，好于市场预期。

过去三年来，全球原油巨头吸取了疫情前投资回报率较低的教训，以现金回购代替投资增产，推动股价持续上涨。需求预期不明确、电动化侵蚀传统汽油市场空间也是导致投资低迷的重要原因。

进入 2023 年，有多股力量推动油气公司提升投资，但具体效果仍有待检验。首先，由于担忧油价走高推升通胀，美国政府在拜登带领下对原油巨头施压，要求加大投资力度。其次，自疫情复苏以来，油气公司累积了巨额现金，存在周期性加大投资的压力：2022 年末美联储调查显示，美国油气公司有超过 60% 准备加大投入，并以 WTI 70-75 美金为基准线。以雪佛龙为例，其 2023 年的资本开支预算同比增长 25% 达到 170 亿美金。但这一水平仍然低于疫情前 300 亿美金的平均年度预算，而且接近 20 亿美金用于低碳和清洁技术的投入。

另一方面，通胀导致的劳动力成本上升也影响了油气开采的意愿。而且随着利率上升，资金成本提升，油气开采成本也进一步增加，都导致油气公司在看不清回报率的情况下更加谨慎。

正基于上述判断，海外主要投行和市场分析师对 2023 年的能源价格有较高预期。在期货市场上，自 10 月份开始远期和即期的价差开始扩大。部分激进的分析师调整今年原油价格预期至 100 甚至 150 美元以上。

我们认为油价相较 2022 年确实有更强的托底，主要动力为中国复苏，但该因素支持稳健反弹，不支持油价大幅飙升。

首先，能源供需失衡更多体现在结构上。美国的 LNG 出口量创纪录、石油净进口跌至新低，显示出美国的自给率显著提升，且政策

鼓励本土化开采和加大投资。叠加 2023 年浅萧条的预期，美国的原油供需还是处于松平衡状态。美国的商业库存跌幅一直低于全球水平。

其次，中国和印度两大新兴经济体面临的供给端弹性更大。自 22 年以来，两国替代欧洲，自俄罗斯进口了大量原油，且显著低于市场价格。中国同时和沙特等中东国家保持良好伙伴关系。考虑到俄罗斯和中东近期和美欧关系均有降温，尤其是俄罗斯，被全面制裁后更依赖亚洲需求，如中国经济重启导致需求反弹，供给端有一定承载力和配合度。

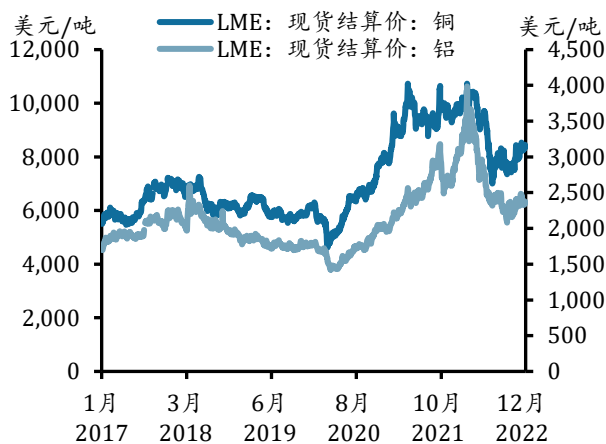
粗略计算，根据媒体报道 2023 年中国原油进口配额增长约 20%。以此作为基准计算，按实际增长 10%和 20%分别计算，中国今年日均进口规模有大约 100-200 万桶增幅，回到 2019 年以来的趋势线上（疫情以来中国进口规模小幅萎缩）。单独考虑俄罗斯作为供给端，俄罗斯向欧洲方向出口自制裁以来挤出约 200 万桶，俄罗斯自身产量自 2019 年还有 70 万桶差距。虽然这两大因素已部分被今年中、印、土的进口提升抵消，但意味着中国的复苏需求有一定的供给端承载。

此外，当前全球活跃钻井数约为 12-14 年高峰期的 50%和 18-19 年平台期活跃钻井数的 70%水平，自 20 年低谷增长 60%以上，表明供给端存在弹性，对高油价也有所反应，只是周期拉长。从库存的角度来看，美国库存和 17-18 年接近，无明显短缺；其他 OECD 国家（欧洲占比较大）相对较低，接近 2012 年水平，约为 17-18 年平均水平的 85%。这一局部低库存使欧洲成为供需最紧张的链条之一，但其新能源占比也是全球最高，俄乌战争更加速了其新能源转型。考虑到欧盟和新兴市场在 23 年的经济前景并不容乐观，两者的需求增量不一定能推动油价大幅上涨，但会为油价形成强有力的托底。

另一大对油价形成压力的长期因素在于，全球清洁能源仍在快速崛起，叠加中国在新能源极强的制造和供应能力，以及 2022 年大规

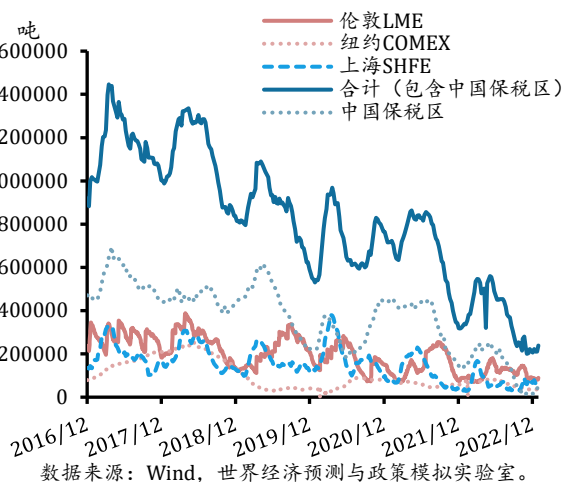
模投入该领域，持续突破产能瓶颈，有望推动全球新能源占比进一步提升，对冲油气领域投资不足。

图表 45 LME 铜铝价格开启反弹，波动较大



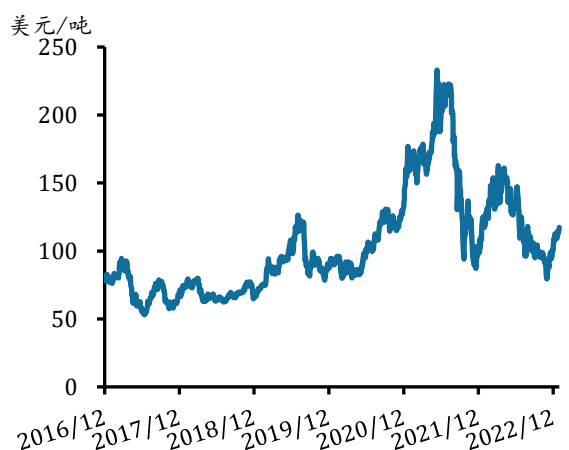
数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 46 全球铜库存总量处于历史极低



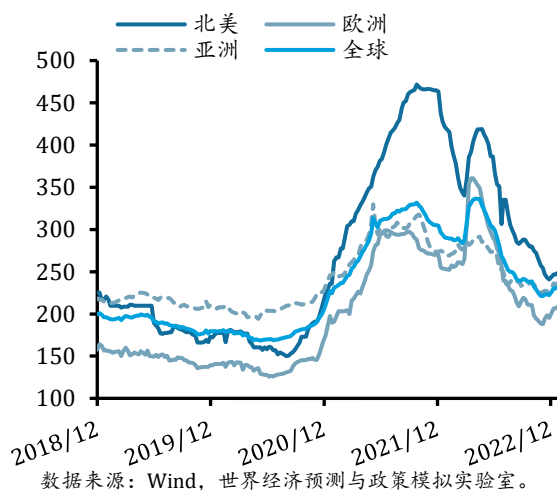
数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 47 国际铁矿石价格探底后走高



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 48 国际钢价指数下降



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

4 季度国际有色金属价格开启反弹，波动较大。铜方面，4 季度供需面略有改善，价格变动主要受全球经济形势不确定性和需求端冲击影响。伦铜价格自 10 月起呈现伴随震荡调整的上行局面，较 2022 年 3 季度有明显提升，累计上涨 9.68%。10 月 3 日铜价为 7524 美元/吨，后开启近一月的震荡；11 月，11 日前，铜价迅速攀升至 8591 美元/吨，后于 21 日回落至 7901 美元/吨；11 月下旬起铜价再度走高，12 月 8 日达到 8537 美元/吨，后再度保持震荡。宏观层面，4 季度市

4 季度金属价格震荡上行：有色金属受衰退预期和中国宏观经济环境扰动的影响，价格震荡上行；黑色金属价格走势偏弱，季度末出现小幅反弹。

场宏观的预期偏向悲观。全球整体经济有下行趋势，美国 PMI 进入收缩区间；欧元区 12 月制造业 PMI 连续 6 个月、服务业 PMI 连续 5 个月低于荣枯线，欧洲央行议息会议进一步下调 2023 年度经济增长预测，对铜价形成一定下行压力。11 月，美国释放加息预期放缓的信号，对铜价形成支撑。中国市场对铜价波动影响较大。11 月上旬，受中国疫情政策调整预期和地产领域的提振政策刺激，铜价迅速攀升；随后因疫情形势和相关政策趋紧，部分城市采取限制人员到岗率和人员流动的政策，铜价在 11 月中旬快速回落；11 月下旬起，中国政策面持续释放提振经济信号，铜价再次进入震荡上行区间。自 12 月以来，包括供给端，矿端供应趋松，秘鲁铜矿产量上升，智利铜矿产量仍存在扰动。需求端，中国经济下行压力相对较大，跨市套利窗口关闭导致铜进口量同比缩减；但房地产业政策支持逐步落地，疫情冲击影响逐步平稳，精铜冶炼量增加，需求缓慢回升。铜库存方面，全球 4 季度铜库存继续维持历史低位，对铜价的支撑作用仍然存在。截至 2022 年 12 月 30 日，全球三大交易所总库存（不含中国保税区）报 19.33 万吨，相对 2022 年 3 季度减少 1.74 万吨，其中 LME 库存减少 4.63 万吨，COMEX 库存减少 0.98 万吨，SHFE 库存增加 3.88 万吨。全球库存（包括中国保税区）较 2022 年 3 季度减少 1.12 万吨至 23.85 万吨，下降主要由于 LME 库存去库明显；而中国保税区铜库存在 12 月起累库趋势明显。国内铜上游产品，铜矿砂及其精矿进口价格指数 11 月下降至 1939.27 美元/吨。与 9 月相比，铜矿进口数量上扬（+6.1%），进口金额于 10 月探底后回升，总体上涨 1.9%。铜中游产品，诸如进口精炼铜及未锻造铜，均较上季度略有上升；而进口废铜数量出现 3% 的下降。

铝方面，LME 铝价 4 季度震荡上升，与 3 季度相比上涨 8.28%；最高于 12 月 8 日触及 2408.5 美元/吨，后回落至季末的 2360.5 美元/吨，季度涨幅 8.28%。衰退预期的持续使得市场预期仍偏悲观，铝价持续处于低位；美联储加息速度虽可能放缓但流动性趋紧预期仍存，铝价长期仍承担压力。低库存条件下，铝价存在一定支撑空间。在供

给端，美国考虑制裁俄罗斯的铝产品，使得伦铝价格呈现上涨趋势；印尼宣布将从2023年6月起禁止本国铝土出口，同样对铝价起到小幅提振作用。中国供给方面，进入12月后贵州电力供应紧张冲击铝供给，对铝价上行形成小幅支撑。俄乌冲突加剧欧洲能源危机使得欧洲电解铝减产。需求端，国内行业淡季来临；受疫情因素影响，下游加工企业开工率和货物运输效率不理想；新增订单量萎缩导致企业囤货意愿进一步下降；运输、建筑和包装行业用铝量疲软，抑制进口铝价格。4季度，全球铝库存在11月上旬前延续3季度末的累库趋势，后小幅去库。中国电解铝库存在4季度呈现出去库趋势。国内铝上游产品，铝矿砂及其精矿进口价格指数在4季度出现波动后上升，主要是由于政策提振导致11月进口金额上涨较快。具体而言，11月价格指数上涨至62.18美元/吨，其中铝矿进口金额上涨幅度（12.11%）大于进口数量上涨幅度（9.67%）。铝中游产品2季度进口加总数量整体稳定，11月末锻造铝及铝材进口数量出现增加，进口数量波动的原因主要在于氧化铝国内外价差的持续存在，国内氧化铝市场存在供应过剩压力，使得氧化铝价格下降；汇率波动同样影响铝中游产品的价格变化。

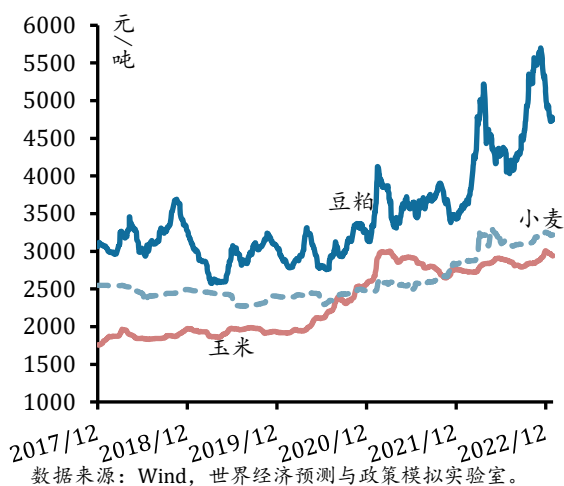
4 季度国际铁矿石下探后走高，钢价下跌后季末小幅上涨。普氏62%铁矿石价格4季度下探后走高，从季初95.30美元/吨下跌至11月10日的88.15美元/吨，后上涨至季末117.35美元/吨，季度涨幅为22.49%。供给端，4季度国际铁矿石供给稳步提升。主流矿山中澳大利亚港口检修逐步结束，发运总量逐渐提升；巴西在降雨结束后发运量逐步恢复；印度通过取消征收铁矿石和部分钢铁产品出口关税的法案，非主流矿山的发运量存在上涨空间。我国国产矿受环保影响减少，但矿难限制国内铁矿石供给。需求端受宏观经济预期影响较大。4季度前期疫情对经济冲击较大，国内钢厂利润空间持续缩减，钢材需求疲软，亏损严重的钢厂主动减产；同时废钢供给出现回升，对铁矿石需求进一步走弱，故10月至11月上旬铁矿石价格持续走低；伴随钢厂减产逐步落地和需求预期逐步转好，部分高炉开始复产；叠加

钢厂原料库存处于低位，国内钢厂对于铁矿石的需求逐步上升，带动铁矿价格出现上涨。目前铁水产量仍处于低位，钢厂节前补库进程仍在加快。从港口库存来看，全球主要铁矿石库存量同比下跌 15.05%，环比上升 2.64%，较上季度末累库 619.99 万吨至 2.41 亿吨；澳洲矿库累库幅度最大（6.48%），巴西和我国本季度环比累库幅度分别为 2.85%、0.86%。12 月初累库后去库明显。我国依然是全球港口库存量最大的国家，为 1.31 亿吨。从进口量来看，铁矿石及其精矿进口 10 月和 11 月分别为 9498 万吨和 9885 万吨，于 2022 年 3 季度保持稳定；但进口金额出现较为明显的下降，导致铁矿砂及精矿进口价格指数 11 月末回升至 94.34 美元/吨。

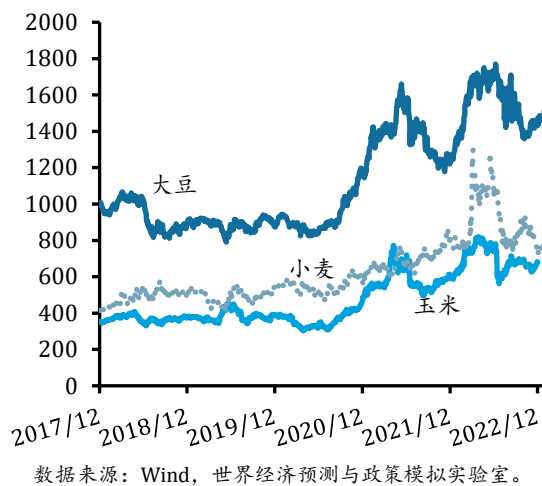
钢材方面，4 季度国际钢铁价格延续下跌，在季度末出现小幅上涨。4 季度海外市场中美联储和欧盟国家加息周期延续，经济衰退压力较大，欧美 PMI 降至荣枯线以下，需求放缓。国内制造业保持韧性但疫情影响在 4 季度较大，经济刺激政策逐步落地带动预期改善，需求存在改善空间；但钢厂利润和铁水产量仍处较低区间，供给逐渐增强但整体偏弱。全球国际钢铁价格指数在季初持续下降，11 月初触及 222.10 点的低位，季末反弹至 231.90 点，季度环比下降 2.60%。其中，北美季度下调幅度最大（11.08%）、欧洲其次（0.90%），亚洲本季度钢铁价格指数环比出现小幅上涨（0.25%）。从世界粗钢产量来看，2022 年 11 月，向世界钢铁协会（WorldSteel）报告的 64 个国家的世界粗钢产量为 1.39 亿吨，环比下跌 5.57%，其中亚洲下跌 5.50%；同比下降幅度为 2.60%，但亚洲出现 2.7% 的涨幅。11 月，中国粗钢产量 7454 万吨，同比增长 7.3%，是粗钢产量上涨的动力来源之一。对中国市场，本季度螺纹钢产量持续小幅下降，季末周度产量下降至 240 万吨，与去年基本持平；热卷周产量本季度持续保持波动。螺纹钢周度需求季末降至 220 万吨以下。钢材需求方面，地产数据上，中国 2022 年 1-11 月全国房地产开发投资 123863 亿元，同比下降 9.8%；房屋施工面积 896857 万平方米，同比下降 6.5%；商品房销售面积 121250 万平方米，同比下降 23.3%；房屋新开工面积为 11632

万平方米，同比下降 38.9%。制造业数据上，中国 12 月制造业 PMI 为 47.0%，比上月下降 1.0 个百分点，全球制造业 PMI 48.6%，亚洲和美洲 PMI 持续在荣枯线下运行，欧洲制造业 PMI 小幅上涨，德国、法国、荷兰等国 PMI 均出现 0.9 个百分点以上的涨幅。故经济复苏对钢价的支撑仍有待观察。

图表 49 国内农产品现货价格涨跌不一



图表 50 CBOT 农产品价格回落后缓步爬升



4 季度国际国内农产品价格存在联动，但价格走势相异，国际农产品普遍出现涨后回落、季末反弹的趋势，国内豆粕价格季末出现下跌。价格波动主要受气候变化导致的供给变化因素影响。

4 季度国内外农产品价格存在联动，但价格走势相异。4 季度美豆整体上行，而国内豆粕现货价在上涨见顶后迅速回落。国际市场来看，4 季度美豆价格上涨至季末 1519.25 美分/蒲式耳，季度涨幅 11.21%，价格回升至 2022 年 2 季度水平。12 月美国农业部（USDA）并未对美豆供需及库存未做任何调整，根据美国环保署最新的可再生能源目标规则，用于生物燃料的大豆油减少 2 亿磅至 116 亿磅。2022/23 年美国豆油出口 11881 吨，同比减少 90%。美国豆油季节平均价格预测保持美豆油价格下降 1 至 68 美分/磅，美豆预测价格保持 1400 美分/蒲式耳不变。12 月报告预测全球大豆产量、出口和期末库存将出现提升。全球大豆供需格局调整幅度较小。全球产量微调增加 64 万吨，主要因印度和乌克兰增产。与 11 月相比，全球期末库存消费比上调 0.10 个百分点至 26.25%，剔除中国后预计调增 0.11 个百分点至 19.10%。国内市场豆粕 4 季度现货价格下跌 8.9%至 4756.0 元/吨。价格下跌主要由于冬季属大豆价格的传统淡季，中国国内需求端

餐饮服务业消费意愿不足，销区市场走货速度偏慢，国储收购价持续走低，导致价格整体支撑不足。

4 季度玉米价格国内价格上行为主，国际玉米价格呈现 V 型走势。国际市场来看，10 月美国、欧洲玉米主产区面临干旱，玉米单产预计下降，USDA 供需报告下调 22/23 年度全球玉米产量至 11.69 亿吨，环比-0.33%，库消比下降至 25.6%，玉米价格略有上升至 10 月中旬的 697 美分/蒲式耳；11 月，美国玉米收割结束，干旱天气对玉米产量的影响结束，供给端天气对美欧玉米产出有负面冲击。但欧盟、乌克兰玉米消费需求不足，玉米价格支撑不足；加上玉米出口商竞争加剧，玉米销售和出货缓慢使得玉米价格下行，12 月上旬 CBOT 玉米价格下跌至至 627.75 美分/蒲式耳。12 月，USDA 预测全球全球玉米产量减少 653 万吨至 11.68 亿吨，主要是乌克兰、俄罗斯、欧盟和越南产量有所下降；乌克兰出口增加，主要是流向欧盟，欧盟进口被上调 150 万至 2150 万吨。全球玉米库存为 2.984 亿吨，减少了 240 万吨。减产推动季末价格略有回升，达到 678.50 美分/蒲式耳，环比几无变动。国内市场来看，玉米现货价格 4 季度上涨至 2936.86 元/吨，季度涨幅 3.4%，价格持续上升后在季末回落。本季度，国内玉米价格同国际市场联动较强，干旱预期带动国际玉米价格存在上行动力，国内进口成本增加，加上小麦等粮食作物处于高位，推动玉米价格稳步增加。但由于春节临近，玉米节前供给端卖出压力增加，部分企业因疫情和假期原因陆续减产，需求不足，带动玉米价格下行。

4 季度小麦国内外价格涨后回落，季末小幅上涨。国际市场来看，10 月天气干旱，导致美国南部和乌克兰新麦播种缓慢，10 月的作物生长报告显示美冬小麦种植率为 40%，低于市场预期。故 USDA 下调美国 22/23 年度小麦产量至 4490 万吨，环比-7.46%；南美干旱冲击阿根廷粮食产出，下调阿根廷 22/23 年度小麦产量至 1750 万吨，环比-7.89%，同比-22.22%；加之俄乌冲突导致黑海谷物出口存在变局，故 10 月初小麦价格上升至 934 美分/蒲式耳；后由于黑海谷物出口危机接触，欧盟和乌克兰饲用小麦需求下降，CBOT 小麦价格持续

下行，一度触及 705.75 美分/蒲式耳，季末价格为 791 美分/蒲式耳，环比下跌 14.32%。12 月美国农业部（USDA）供需报告中，美国供需状况未做修正，加拿大减产 120 万吨至 3380 万吨，阿根廷减产 300 万吨至 1250 万吨，澳大利亚增产 210 万吨至 3660 万吨。全球小麦供应量整体减少 210 万吨。在消费方面，欧盟和乌克兰饲用消费降低，消费量减少 160 万吨。贸易方面，阿根廷因减产原因出口下降，而欧盟、澳大利亚、乌克兰、俄罗斯出口均增加。与 11 月相比，12 月末库消比基本持平，为 33.86%，剔除中国后，库消比预计调减 0.03 个百分点至 19.05%。国内 4 季度小麦价格上涨后回落，本季涨 3.5%至 3217.50 元/吨。本季前期国内小麦价格涨后回落部分受国际粮价的传导效应；临近年底，面粉市场传统旺季，随着天气转冷，再加上临近元旦、春节等传统节日，面粉需求逐渐回暖。

三、未来价格走势与风险

原油方面，预计中国重启带来的增量可被供给端承载，会对油价形成托底，使得 1 季度油价大概率上涨，但难以导致油价飙升。

金属方面，预计全球经济复苏形势和金属矿产供给的变化或令有色金属价格震荡调整，存在下行压力。

原油方面，如前文分析，中国重启带来的增量可被供给端部分承载，且该需求的复苏不会一蹴而就。相反，美国由于能源自给率新高，库存回补，叠加浅萧条预期，压力有限；欧洲和俄罗斯能源脱钩进展好于预期，且需求前景最弱、新能源发展势头最强，虽然面临的能源供需关系最为紧张，但仍为局部问题。因此我们认为 2023 年需求端的反弹力度温和，会对油价形成托底，但难以导致油价飙升。预计 1 季度油价在 75 美元-90 美元之间震荡，上行动力来自于预期好转，下行压力来自于欧美衰退强于预期。

金属方面，未来价格走势主要关注中国经济复苏及稳增长政策力度、美国货币政策变动预期和美欧经济复苏情况。铜、铝方面，需求端，美联储加息进程仍在推进，美欧经济状况仍不乐观，复苏预期或较难兑现；中国的经济刺激措施特别是房地产行业政策的有效程度仍待观察。供给端，南美地区铜矿供给或将出现增加，而中国铝供给因疫情防控措施的变化和能源因素的复合影响仍有不确定性。在库存方面，铜铝库存均处历史低点，在包括新能源电力、汽车等行业需求增速放缓的情况下累库进程较慢，表明供需相对平衡。PMI 数据相对不

乐观致使铜铝价格承压。对经济复苏的预期能否兑现将成为影响 2023 年 1 季度铜铝价格的关键因素。预计 2023 年 1 季度有色金属价格将维持震荡行情，存在下行压力。黑色金属方面，预计铁矿石供给方面的变化规律将不会发生变化，而需求端本季度末铁矿石的上涨源自政策的超预期变动和市场的乐观情绪。但在全球经济衰退预期进一步加大、全球贸易承压，中国钢铁企业利润进一步压缩的情况下，铁矿石价格面临较大压力，预期 2023 年 1 季度可能存在较大的下行压力。钢材目前处于较低库存水平，需求存在改善空间，因此价格存在上涨可能性；但由于钢企整体利润偏低，全球宏观经济形势并不乐观，故钢材价格又持续承压。

农产品方面，全球大豆供需格局偏宽松但美国供需格局偏紧，玉米、小麦供给状况供需或将改善，但考虑到俄乌地缘政治关系，农产品价格走势或存在温和下行的可能性。

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。大豆方面，印度和乌克兰的大豆产量增加，出口略增，全球对生物燃料需求的下降或使得大豆价格存在下降空间；但美豆库存下降、东南亚气候变化，形成对大豆价格的支撑。在持续性干旱结束后，玉米和小麦的供给状况将得到改善，但新的气候变化、俄乌地缘关系对粮食贸易和化肥等原材料的影响同样将成为粮食价格的影响因素。同时，粮食价格通胀问题的处理与应对亦将对粮食价格形成一定作用。因此，预计 2023 年 1 季度粮价或存在温和下行的可能性，但仍面临气候因素的挑战。

外贸专题：进、出口增速超预期回落¹

2022年4季度，中国出口（美元）同比增长-6.6%，较上季度下降16.9个百分点；进口同比增长-6.7%，较上季度下降7.4个百分点；货物贸易顺差总额为2332亿美元，同比下降157亿美元；10-11月服务贸易逆差为79亿美元，同比上升57亿美元，4季度经常账户顺差占GDP比重预估在1.5%左右。受基期效应、外需转弱、国内疫情等影响，出口同比增速回落远超预期。超预期部分主要体现为国内疫情政策调整对我国出口份额的负面影响较大。预计2023年中国出口或将呈现小幅负增长，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 4 季度全球贸易增速将继续回落。

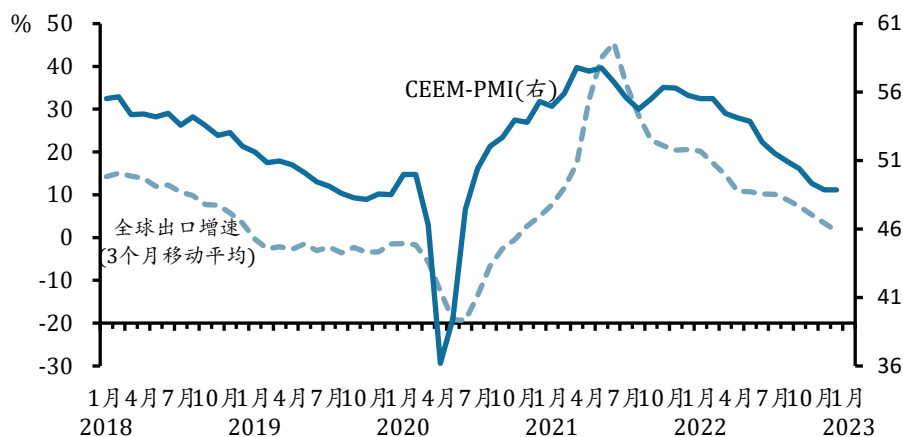
预估 4 季度全球贸易增速将继续回落。根据世界贸易组织（WTO）数据，2022年3季度全球出口总额5.6万亿美元²，同比增速为7.4%，较上季度继续下降1.8个百分点。过去五年CEEM中国外部需求指数（简称CEEM-PMI³）与3个月移动平均的全球出口增速走势高度一致。当前，全球经济景气程度已跌破荣枯线且仍在下行，2022年11月CEEM-PMI较2021年3月高点累计下降8.9个单位。由此，2022年4季度全球贸易增速也将继续回落。值得注意的是，12月CEEM-PMI指数与11月基本持平，但主要经济体货币紧缩尚未结束、地缘政治形势尚未明朗，外部经济景气指数能否触底仍存较大不确定性。而全球贸易增速要在外部经济景气指数走势确定好转后一段时间才能触底反弹。

¹ 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。

² 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。

³ 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 51 预估 4 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、中国出口增速超预期回落

出口增速的超预期下滑来自供给和需求两方面因素。

中国海关数据显示，2022 年 4 季度，以人民币计，中国出口总额 6.3 万亿元，同比增长 2.2%；以美元计，出口总额 8994 亿美元，同比下降 6.6%，较上季度增速下降 16.9 个百分点。10-12 月出口增速持续回落。出口增速的超预期下滑来自供给和需求两方面因素。从供给面看，国内疫情防控政策调整后，新冠感染人数急剧增加，对国内生产、运输造成短期严重冲击。从需求面看，世界经济增速持续下行，货物贸易需求显著回落。

4 季度中国对多数贸易伙伴出口增速回落超过两位数。

分地区看，4 季度中国对多数贸易伙伴出口增速回落超过两位数。其中，对日韩降幅相对较小，对巴西、欧盟、印度降幅相对较大。尽管对中国香港出口增速仅较上季度减少 5.4 个百分点，但水平值已跌至-21%。对东盟出口增速虽大幅回落，同比增速仍高达 10.4%。对俄罗斯出口同比增长 18.6%，较上季度减少 4.7 个百分点，或在一定程度上反映乌克兰危机对中俄贸易的影响边际减弱，同时美西方制裁下俄罗斯对中国供应链依赖增加。

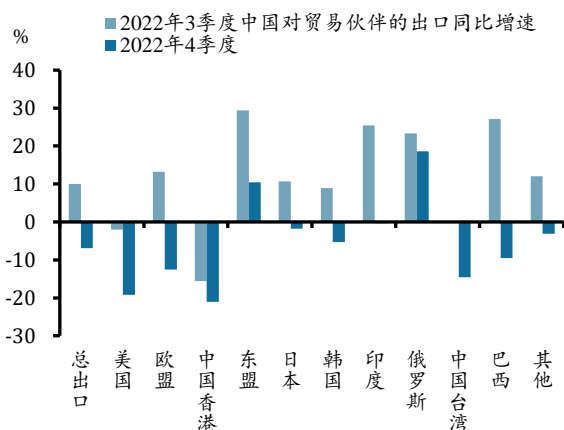
加工贸易出口增速最低，是出口下行的主导力量。

从贸易方式看，加工贸易是出口下行的主导力量。¹4 季度，一般贸易、加工贸易、其他贸易出口同比分别下降 3.8%、17.2%、1.5%，增速较上季度分别减少 18.8、20.7、1.8 个百分点。从贡献率

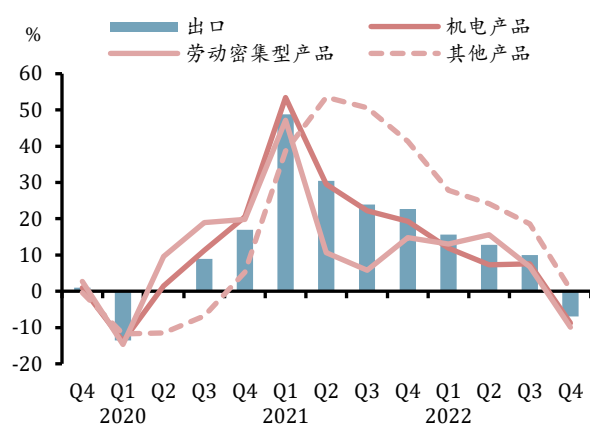
¹ 海关统计的贸易方式按海关监管方式进行划分，共有 15 类细项。2022 年 3 季度，一般贸易、加工贸易和其它贸易方式出口占总出口的比重分别为 63.5%、22.2%、14.4%。

上看，一般贸易、加工贸易和其他贸易方式对 10-11 月出口下降的贡献率分别为 34.0%、63.0%、3.0%。4 季度，出口中加工贸易占比较疫情前（2019 年均值）仍低超过 7 个百分点。

图表 52 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

4 季度，各类产品出口增速均大幅回落，仅石油化工等其他产品出口仍保持微弱正增长。

分产品看，4 季度，各类产品出口增速均大幅回落，仅石油化工等其他产品出口保持微弱正增长。受极端天气和国内疫情影响，4 季度机电产品出口急剧下跌至-8.7%，而高新科技产品出口增速已降至-19.7%。七大类传统劳动密集型产品和其他产品出口同比增速也较上季度回落超过 16 个百分点，分别降至-9.9%和 0.5%¹。但其他产品出口仍保持正增长，或与粮食、能源类大宗商品价格相较疫情前仍处高位等因素有关。从贡献率上看，4 季度，机电产品、七大类传统劳动密集型和其他产品对总出口的贡献率分别为 75.8%、25.8%、-1.6%。

中国出口由外需和出口市场份额决定。

预估 4 季度外需增速继续放缓。

预估 4 季度外需增速继续放缓。一方面，全球制造业 PMI 指数滞后一期较上季度继续下降。²2022 年 10 月至 12 月，摩根大通全球制造业 PMI 指数滞后一期连续回落，平均值为 49.3，较前 3 个月继续下降 1.9 个百分点。另一方面，新出口订单 PMI 指数水平值和同比增速³均继续下行。2021 年 5 月以来出口新订单指数连续低于荣枯

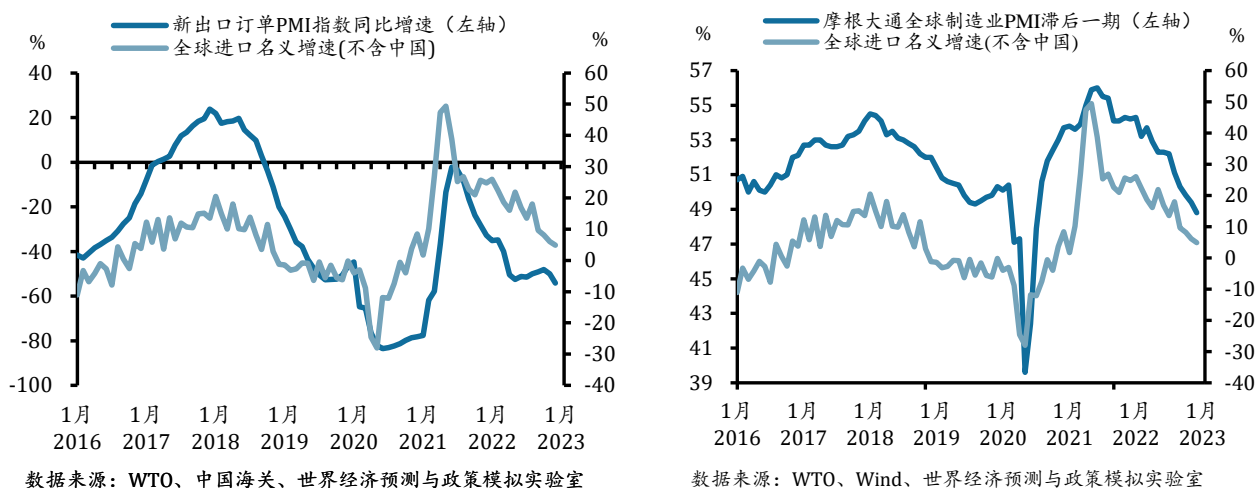
¹ 2022 年 3 季度，机电产品、七大类传统劳动密集型产品和其他产品出口占总出口的比重分别为 56.9%、18.4%、24.6%。

² 2016 年 1 月至 2022 年 9 月，摩根大通全球制造业 PMI 指数滞后一期值，与来自 WTO 提供的不含中国的全球进口增速（外需增速）的相关系数为 0.81。

³ 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。

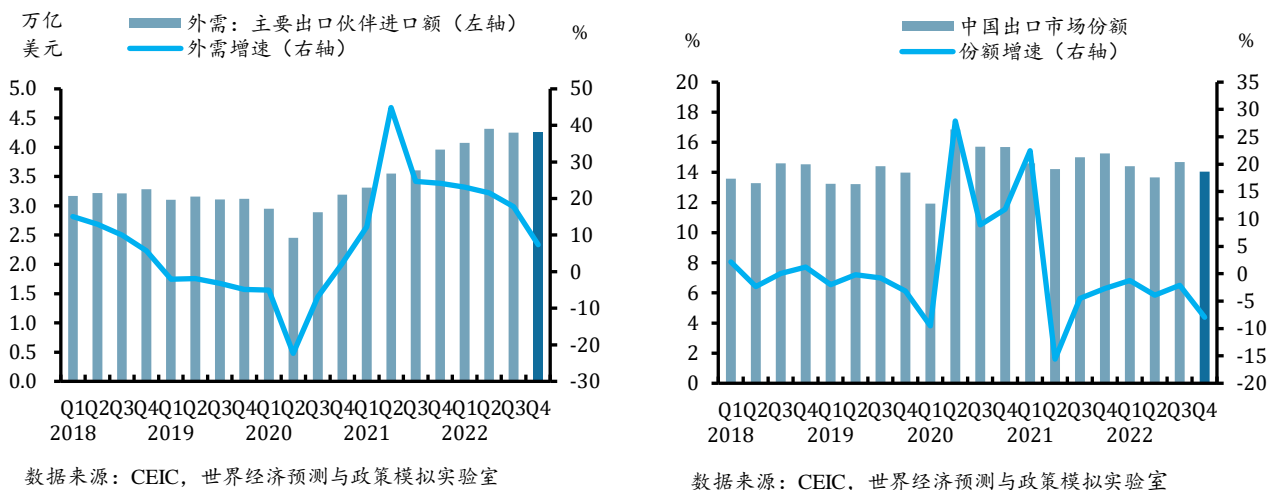
线，2022年4月跌至2020年6月以来的最低水平，5-6月边际好转，9-12月再度回落，显示当前外需信心不稳。10-12月，出口订单与出口金额同步回落，外贸从“实际低迷、价格高涨”转向“实际低迷、价格回落”，显示外需不足影响增加。

图表 53 预估 4 季度外需增速继续放缓



注：全球进口名义增速（不含中国）根据 WTO 数据计算，其中 2022 年 10 月基于已披露数据国家计算，11-12 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 54 预估 4 季度中国出口产品市场份额超预期回落



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。2021 年，中国对这些地区出口占我国总出口的 70% 以上。2022 年第 2-4 季度，俄罗斯和沙特数据亦存在缺失，4 季度外需和出口市场份额为估计值。

受国内疫情影响，4 季度中国出口市场份额超预期回落。

受国内疫情影响，4 季度中国出口市场份额超预期回落。受新冠疫情及其应对政策、地缘政治冲击的影响，中国出口市场份额表现偏离历史规律——国内疫情严重时走低，海外疫情和地缘政治冲

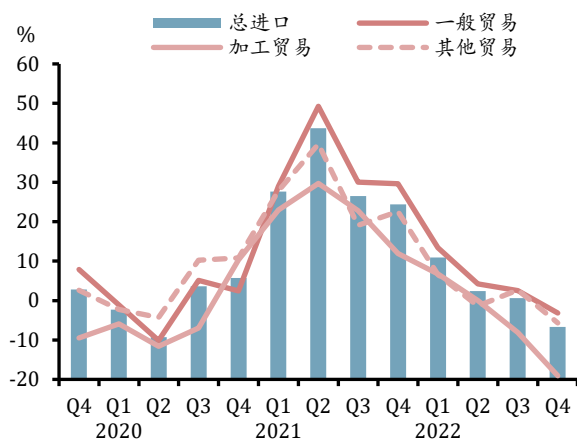
突严重时走高。2022 年以来，随着海外普遍转向与病毒共存，国内疫情防控难度、疫情暴发风险显著上升。10 月国内再次出现局部规模性疫情，外需回落、内需疲弱、经济呈现较大下行压力。11-12 月，政府优化疫情防控政策，释放经济社会长期活力，但短期疫情冲高并影响生产，导致我国出口市场份额超预期回落。随着国内疫情度过高峰，疫情对我国出口的影响将逐步减弱，出口份额也将回归新稳态（介于疫情前和疫情期间水平之间）。

三、中国进口增速继续下降

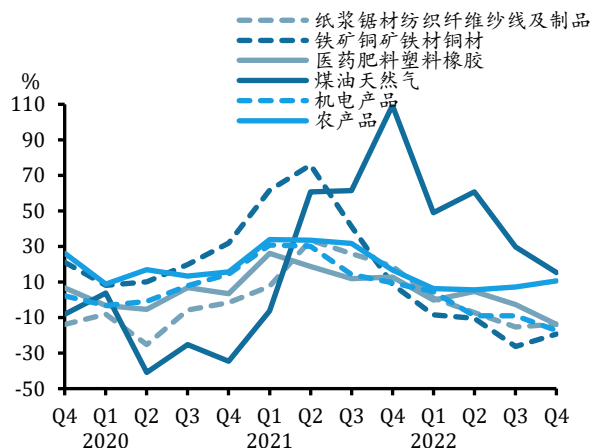
2022 年以来，进口需求持续呈现较大回落压力。

中国海关数据显示，2022 年 4 季度，以人民币计，中国进口总额 4.7 万亿元，同比增长 2.2%；以美元计，进口总额 6662 亿美元，同比下降 6.7%，增速较上季度下降 7.4 个百分点。2022 年以来，我国进口需求呈现较大回落压力，原因包括：国内疫情频发，国内需求偏弱，出口引致的进口需求回落，原材料价格波动加剧以及疫情和地缘政治冲突下部分原材料国产替代加大等。

图表 55 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



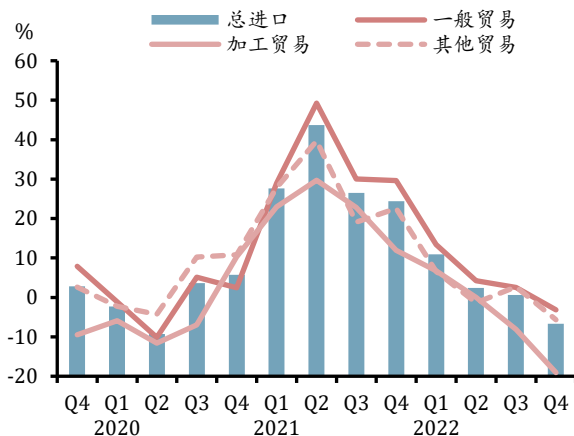
数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

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。

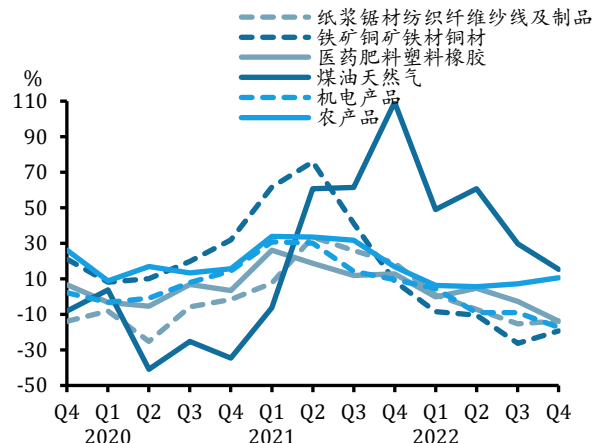
分地区看，4 季度中国从多数贸易伙伴进口呈现负增长。其中，4 季度中国从多数贸易伙伴进口呈现负增长。从美国、欧盟、日本、韩国、东盟、印度、俄罗斯、中国台湾进口增速较上季度下降，而从巴西、中国香港进口增速较上季度提高。特别地，自关键零部件和原材料来源地进口维持负增长，仍预示着我国与全球价值链紧密相关部分出口面临较大下行压力。而自俄罗

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快速回暖。

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。

除农产品、煤-油-天然气外，主要产品进口均呈两位数下跌。除能源外，价格因素对大宗商品进口的负面作用愈发明显。

从贸易方式¹看，4季度，三类贸易均出现下滑，其中加工贸易进口增速下滑最为严重，反映疫情反复、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影响较大。从贡献率上看，一般贸易、加工贸易和其他贸易方式对4季度进口变动的贡献率分别为28.5%、54.1%、17.4%。

分产品²看，农产品和煤-油-天然气进口维持韧性，其他产品进口大幅下滑。4季度，机电产品、铁矿-铜矿-铁材-铜材、医药-肥料-塑料-橡胶、纸浆-锯材-纺织纤维纱线及制品进口均呈现两位数下降。机电行业具有明显的顺周期性，同时其生产多依赖全球分工协作，当前机电行业进口低迷与国内疫情快速蔓延、全球经济周期下行、价值链分工活动低迷有关。相反，农产品、煤-油-天然气进口同比增速仍高达10.6%、15.4%。机电产品是4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。

¹ 2022年3季度，一般贸易、加工贸易和其它贸易方式进口占总进口的比重分别为63.9%、16.8%和19.3%。

² 2022年3季度，农产品、铁矿-铜矿-铁材-铜材、煤-油-天然气、医药-肥料-塑料-橡胶、纸浆-锯材-纺织纤维纱线及制品、机电产品进口占总进口的比重依次为8.8%、7.5%、17.6%、4.3%、1.9%、38.2%。

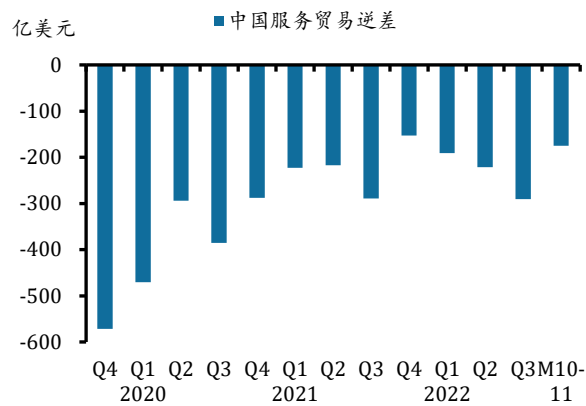
除能源外，价格因素对大宗商品进口的负面作用愈发明显。

除能源外，价格因素对大宗商品进口的负面作用愈发明显。4季度，原油进口量价齐增，其中价格上涨 11.3%、数量增长 9.7%；铜材进口量价齐跌，其中价格下降 17.4%、数量下降 3.4%；钢铁量价齐跌，其中价格下降 26.8%、数量下降 37.5%；铁矿砂（62%Fe）进口量增价减，其中价格下降 11.0%、数量增加 0.7%。受俄乌冲突、主要经济体央行货币紧缩以及全球需求回落影响，布伦特原油价格回落至 70-90 美元区间震荡，随着基期水平走高预计价格因素对原油进口的支撑作用减弱、甚至转为拖累。

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

四、经常账户顺差收窄

货物贸易顺差收窄，服务贸易逆差扩大。

4季度，以人民币计，中国货物贸易顺差额为 16317 亿元，同比增速为 2.0%；以美元计，顺差总额为 2332 亿美元，同比下降 6.3%（上季度增速为 47.1%）。从贸易方式看，加工贸易、一般贸易顺差回落幅度较大，而其他贸易顺差较去年同期回升。

服务贸易逆差规模扩大。10-11 月，中国服务贸易逆差为 175 亿美元，同比提高 141.3%，增速较上季度提高 141 个百分点。其中，境外旅行服务逆差为 154 亿美元，同比提高 2.1%，较上季度提高 0.4 个百分点。运输服务和保险和养老金服务逆差大幅提升。

4季度，中国经常账户占 GDP 比重预估在 1.5%左右。

据国家外汇管理局统计，2022 年 10-11 月，以人民币计，货物和服务贸易贡献的经常账户盈余为 6347 亿元。考虑到 2021 年初次和二次收入赤字约为贸易盈余的 31%，同时 4 季度名义 GDP 同比增速预

估为 5.8%，预计 4 季度经常账户占比或在 1.5% 左右。与此相比，3 季度，中国经常账户盈余占 GDP 的 3.2%，货物和服务净出口对 GDP 增长的贡献为 1.1 个百分点（按人民币不变价计），较去年同期高出 0.4 个百分点。

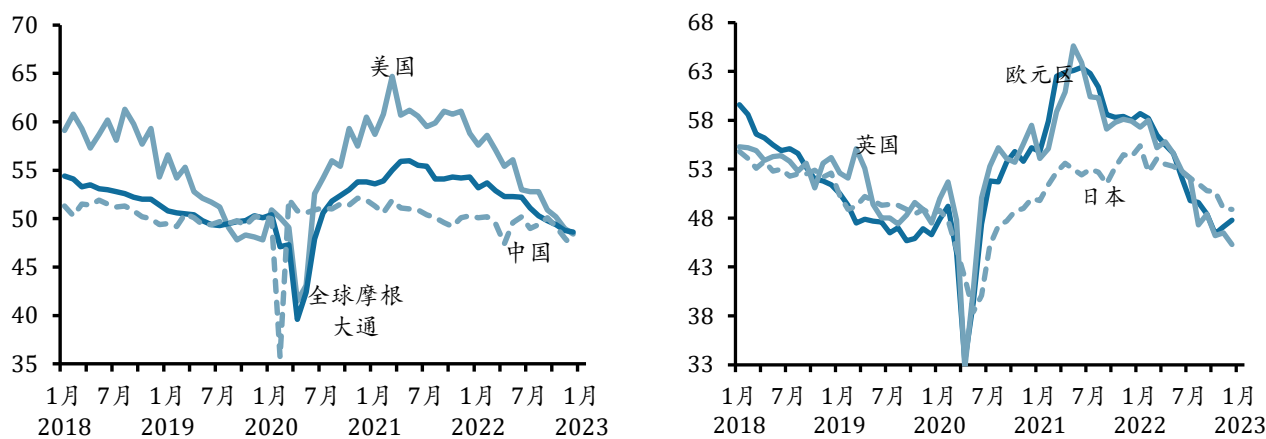
五、外贸展望

预计 2023 年中国出口或将呈现小幅负增长（Wind 预测为 -2.1%；基于 IMF、WTO 预测推断，-5% 到 2%），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。

市场预期较为悲观。截至 2023 年 1 月 10 日，万得（Wind）数据库预测 2023 年我国出口额增速仅为 -2.1%。泰康预测 2023 年 -7%，原因包括：疫后商品需求正常化，库存已经出现累积，货币政策剧烈紧缩，加速需求正常化，新兴市场需求回落等。但上述导致出口增速回落的原因，市场 2022 年既已有预期，如若 2023 年出口超预期下滑，原因或将超出上述预期。

预计 2023 年中国出口或将呈现小幅负增长，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



世贸组织（WTO）10 月预测，2023 年全球和亚洲出口量增速均在 1.0% 左右，较 4 月预测大幅下调 2.4 个百分点。但由于通胀高于疫情前水平，2023 年全球出口额增速仍有望保持正增长。具体而言，IMF 预测 2023 年全球 CPI 同比增速为 6.5%，由此全球和亚洲名义出口增速预计在 7%-9%。中国出口份额大概率回落（2021-2022 年约为 15.1%），如果仍比疫情前 2019 年（13.2%）高 1 个百分点，出

口份额拖累增长大概 6.6 个百分点，名义出口增速大概在 1%-2% 左右。如果出口份额完全回落到疫情前 2019 年水平（中美贸易战前低位），出口份额拖累增长大概 13 个百分点，名义出口增速大概在 -5% 左右。

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)		
	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2019	2020	2021
出口	12.8	10	-6.9	0.5	3.6	29.9
进口	2.4	0.6	-6.7	-2.8	-1.1	30.1
出口额	9065	9694	8994	24984	25904	33635
进口额	6823	7034	6662	20769	20567	26868
货物贸易余额	2242	2661	2332	4215	5337	6767
2. 地区出口						
	(美元同比/%)			(规模/亿美元)		
	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022Q2	2022Q3	2022Q4
出口	12.8	10	-6.9	5882	6355	3721
美国	15.0	-2	-19.2	1539	1556	1332
欧盟	15.2	13.2	-12.5	1416	1517	1325
中国香港	-10.5	-15.6	-21	748	763	824
日本	0.9	10.7	-1.8	417	461	434
东盟	20.7	29.4	10.4	1456	1548	1526
俄罗斯	-17.4	23.3	18.6	131	228	239
3. 贸易方式						
	(美元同比/%)			(规模/亿美元)		
	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022Q2	2022Q3	2022Q4
一般贸易出口	19.7	15	-3.8	5986	6159	5646
加工贸易出口	3.1	3.5	-17.2	1971	2152	2005
其他贸易出口	-0.3	0.3	-1.5	1175	1396	1349
一般贸易进口	4.2	2.5	-3.2	4406	4504	4206
加工贸易进口	0	-8.1	-19.1	1148	1184	1101
其他贸易进口	-1.4	2.7	-5.7	1300	1364	1368

数据来源：CEIC 数据库。