

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：经济超预期背后的脆弱性 1

2023 年 1 季度，美国经济继续保持正增长，预计 GDP 环比折年率为 2.5%左右。细分来看，美国制造业 PMI 继续萎缩，非制造业 PMI 反弹至荣枯线之上；个人收入与支出增速继续平稳增长；企业投资整体负增长；劳动力市场维持紧张；通胀表现出越来越明显的粘性。银行业危机短期或告一段落，但风险并未解除，且将明显导致家庭和企业的信贷环境收紧，并拖累经济活动、就业和通胀。美联储在 3 月加息 25bp，并进一步下调未来经济增长预期。尽管美国经济在经历了去年两个季度的负增长后，表现出了超预期的韧性，但越来越多的迹象表明美国经济脆弱性正在上升，且考虑到货币政策的累积影响与滞后效应，经济衰退通常是非线性的。

欧洲：迷雾中前行 8

2023 年第 1 季度，在服务业活动强劲复苏的带动下，欧元区综合 PMI 显著回升，但制造业受需求不足的影响，整体表现依旧疲弱，萎缩程度加剧。能源危机的缓解和能源价格的下降使欧元区通胀水平有所回落，但核心通胀持续攀升，加剧了欧洲央行抗击通胀的压力，欧洲央行在银行业风波不断发酵之际依然选择了如期加息，增加了经济和金融前景的复杂性。面对多重不确定性的叠加和信贷紧缩风险的上升，欧元区企业投资趋于谨慎，消费者信心改善的势头放缓。不过，欧元区失业率保持稳定，贸易逆差持续回落，显示出一定的韧性。展望未来，欧元区经济受逆风影响的可能性有所上升，金融市场动荡使该地区风险评估变得更加不确定，需密切保持关注。

日本：金融市场迎来休整期 15

2023 年第 1 季度，日本经济和金融市场整体表现稳定。日本制造业表现相对较差，而服务业表现则相对较好。不过，从投资和消费的角度看，依然难言有明显恢复；但服务业的回暖也不支持日本经济整体在进一步明显下行的结论。美国和欧洲的银行业震荡对日本金融市场产生了一定影响，但整体不显著，日本央行也对第 2 季度的购债计划进行了微调。日本的物价增速（CPI 月同比）在第 1 季度的 2 月份达到 1981 年以来的最高值，但预计未来将会回落。2022 年备受关注的日本国债市场在 2023 年第 1 季度表现平稳，10 年期国债收益率在 0.5%上限停留一段时间后，在全球银行业风险暴露时出现明显下跌，这对日本银行而言可以在一定程度上缓解债市压力。4 月份日本央行总裁即将正式换任，如果全球金融市场继续保持相对稳定，日本 10 年期国债收益率维持在距离 0.5%一段距离的位置，那么不排除日本央行将在 4 月份的议息会议中扩大 10 年期国债收益率的波动区间。

东盟韩国：区域仍面临景气下行压力，金融稳定诉求上升 23

2023 年第 1 季度，区内前沿经济体 PMI 在荣枯线以下，显示经济仍面临下行压力。从月度 PMI 数据来看，东盟整体仍处于荣枯线以上，但景气程度出现分化。区内前沿经济体新加坡、越南和韩国的 PMI 均在荣枯线之下。区内通胀中枢在去年的下半年显著抬升，目前仍处于较高水平。美欧银行业动荡对区内经济体有一定影响，区内部分货币因欧美银行业事件出现小幅贬值，区内股票市场也出现一定程度的波动。短期内硅谷银行和瑞士信贷事件均因政府当局的快速出手而未出现进一步恶化，继而对本区的负面影响有限。但是发达经济体退出

货币宽松政策的路径变窄，在遏制通货膨胀和维护金融稳定二者间的矛盾加剧，未来不确定性仍大。在此背景下，区域金融安全网亟需加强。

金砖国家：经济增长分化，通胀压力仍大 28

2023 年第 1 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，巴西与南非经济缓慢复苏，动能有所减弱，俄罗斯经济可能继续衰退。对外贸易方面，巴西、印度、俄罗斯贸易有所下滑，南非贸易保持较快增长。中国与金砖国家贸易出现分化，与巴西、南非、俄罗斯贸易保持较快增长，与印度贸易显著下降。通胀方面，金砖国家均面临较大通胀压力，巴西通胀压力相对较小，印度、俄罗斯通胀顽固性较强。货币政策与金融市场方面，金砖四国央行均放缓或停止加息，货币环境边际放松。金砖四国汇率与资本市场总体稳定。

中国：如何理解地方政府债务风险 34

去年以来，规模庞大的地方政府债务引起广泛关注，关于地方政府债务的讨论很容易引到对于财政状况的判断。近年来，减税降费、经济下行和房地产市场快速探底都抑制了政府的增收能力，减收压力下对于政府赤字和债务风险的担忧会更为突出。那么，地方政府债务究竟有无偿付风险？中国还有无必要继续举债推进基础设施建设？以往地方政府债务形成的过程存在哪些问题？土地市场出现重大变化又意味着什么？上述问题并不能孤立地回答，而是要基于中国独特的国情和特定发展阶段进行系统观察和辩证施治。

全球金融市场：金融脆弱性上升，美联储加息节奏放缓 41

2023 年 1 季度，美欧数家银行陆续爆发破产危机，全球金融脆弱性上升，黄金大涨，美联储加息节奏明显放缓。2 月、3 月，美联储分别加息 25bp，美国联邦基金目标利率达到 5%。美元继续贬值，其他主要经济体货币均有升值。全球股市继续回升，金融市场开始交易经济衰退预期，主要经济体长期国债收益率均在 1 季度后半段出现回调。主要央行多暂缓加息，但停止加息也未阻止新兴经济体货币市场利率中枢继续抬升。预计未来全球通胀、货币政策不确定性上升，金融市场将加剧调整。在加息背景下，中小银行破产、资产违约等金融风险事件仍可能发生。继续关注部分经济体流动性风险、债务风险以及美债流动性枯竭风险。

大宗商品市场：强预期落空和风险事件压制价格 53

2023 年 1 季度主要大宗商品普遍经历了先涨后回落的走势，和年初中国开放带来的利好预期及随后欧美金融风险事件频发带来的压力有关。1 季度 CEEM 大宗商品价格指数环比下降 10.3%，同比下降 6.0%。对价格形成较大拖累的是原油和煤炭等能源产品，其中原油价格下降 11.3%，煤炭下跌 37.1%。在低库存和钢企乐观情绪推动下，铁矿石和钢材价格反弹，其中铁矿石显著反弹 22.3%。有色金属价格剧烈波动，伦铜价格季度环比上涨，但波幅较大；铝价微跌。玉米小麦联动下跌。大豆下跌 6.3%。

外贸专题：进、出口增速逐月均有所回升 66

2023 年 1 季度，中国出口（美元）同比增长 0.5%，增速较上季度提高 7.1 个百分点；进口同比下降 7.1%，增速较上季度下降 0.5 个百分点；货物贸易顺差总额为 2047 亿美元，同比提高 509 亿美元。1-2 月，服务贸易逆差总额为 297 亿美元，同比提高 179 亿美元，1 季度经常账户顺差占 GDP 比重预估在 1.3% 左右。出口同比增速逐月虽有改善，但订单指标显示后续出口形势不容乐观。基期效应（包括春节效应）、需求放缓及供给冲击是拖累出口增长的主要原因。预计 2023 年中国出口或将呈现小幅负增长，但降幅较年初有所改观。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	3
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 显著回升	9
图表 9	总体通胀小幅回落，核心通胀继续攀升	10
图表 10	失业率保持稳定	10
图表 11	消费者信心的改善逐渐停滞	11
图表 12	企业投资趋于谨慎	12
图表 13	贸易逆差小幅收窄	13
图表 14	制造业 PMI 和服务业 PMI 走势出现差异	16
图表 15	消费同比增速依然为负，机械订单金额同比增速继续下降	16
图表 16	2023 年第 1 季度日本商品贸易逆差状况未有改观	17
图表 17	CPI 和 PPI 同比增速出现拐头迹象	19
图表 18	股市整体平稳，日元对美元汇率震荡贬值	21
图表 19	10 年期国债利率回落到相对“安全”的位置	21
图表 20	东盟六国与韩国第 1 季度面临景气下行压力	24
图表 21	区内通胀仍处于较高水平	25
图表 22	欧美银行事件影响区内部分货币对美元走势	25
图表 23	区内股票市场出现一定程度的波动	26
图表 24	中国与金砖国家贸易情况	32
图表 25	金砖国家数据概览	33
图表 26	全球金融市场风险状况图	41
图表 27	全球金融市场主要指标变动	42
图表 28	主要发达和新兴经济体季度汇率波动幅度（2023 年 1 季度）	43

图表 29 全球主要发达和新兴经济体股市季内波动（2023 年 1 季度）	44
图表 30 全球主要发达和新兴经济体股市季度涨跌幅（2023 年 1 季度）	45
图表 31 主要发达和新兴经济体季度平均汇率走势一览	45
图表 32 全球主要发达与新兴经济体货币市场走势一览	46
图表 33 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 34 银行代客收付款分项结构	51
图表 35 1 季度大宗商品价格持续回落	53
图表 36 1 季度能源商品下跌，黑色系上涨	53
图表 37 油价 1 季度下探，2 季度反弹	54
图表 38 OPEC 产量回落并稳定在相对低位	54
图表 39 中国原油进口开始反弹，逐步走出萎缩区	56
图表 40 美国原油净进口持续低迷	56
图表 41 欧洲原油需求企稳	56
图表 42 美国商业原油库存在大幅上涨后开始回落	56
图表 43 LME 铜铝价格开启反弹，波动较大	58
图表 44 全球铜库存极低，中国季节性累库	58
图表 45 国际铁矿石价格上行后震荡	58
图表 46 国际钢价指数持续上涨	58
图表 47 国内农产品现货价格普跌	62
图表 48 CBOT 农产品价格震荡下行	62
图表 49 预估 1 季度全球贸易同比增速将继续回落	67
图表 50 中国出口增速的地区和产品分布	68
图表 51 预估 1 季度外需增速稳中略降	69
图表 52 预计 1 季度中国出口产品市场份额环比回升、同比回落	69
图表 53 中国进口增速的贸易方式和产品分布	71
图表 54 中国货物贸易顺差及服务贸易逆差	71
图表 55 全球及主要经济体制造业 PMI	73
图表 56 中国外贸数据概览	74

美国：经济超预期背后的脆弱性

2023 年 1 季度，美国经济继续保持正增长，预计 GDP 环比折年率为 2.5% 左右。细分来看，美国制造业 PMI 继续萎缩，非制造业 PMI 反弹至荣枯线之上；个人收入与支出增速继续平稳增长；企业投资整体负增长；劳动力市场维持紧张；通胀表现出越来越明显的粘性。银行业危机短期或告一段落，但风险并未解除，且将明显导致家庭和企业的信贷环境收紧，并拖累经济活动、就业和通胀。美联储在 3 月加息 25bp，并进一步下调未来经济增长预期。尽管美国经济在经历了去年两个季度的负增长后，表现出了超预期的韧性，但越来越多的迹象表明美国经济脆弱性正在上升，且考虑到货币政策的累积影响与滞后效应，经济衰退通常是非线性的。

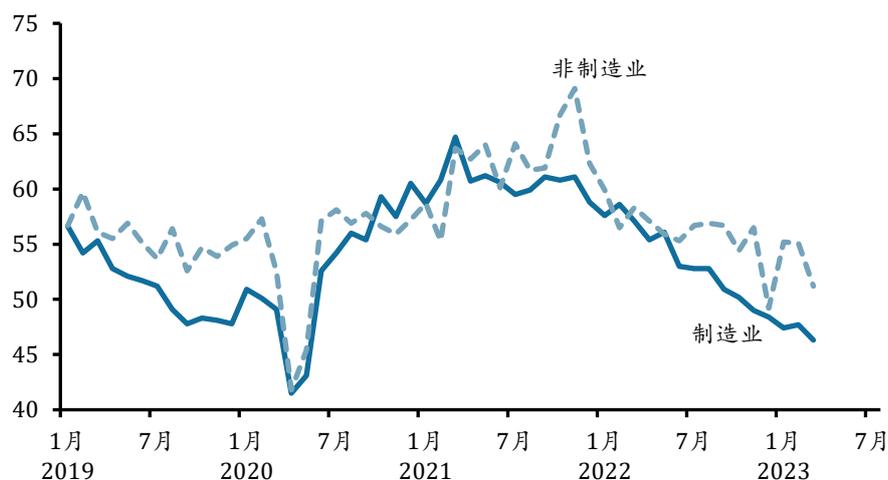
一、经济运行形势

1 季度美国经济增速维持正增长。

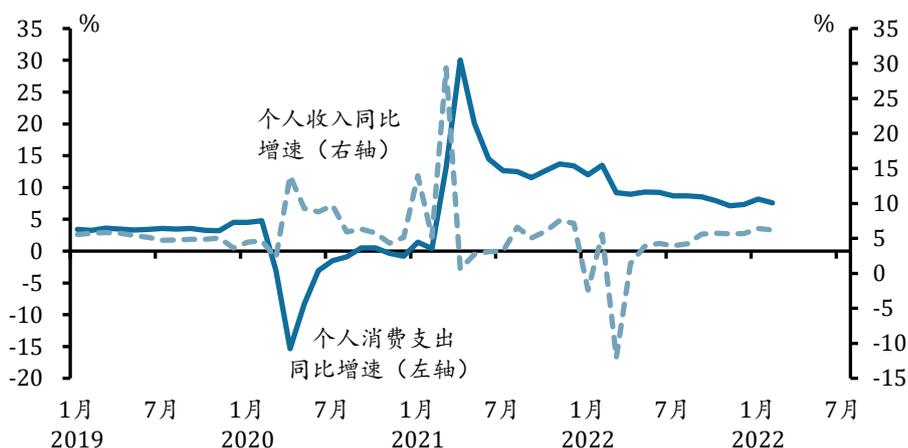
PMI 分化，服务业改善推动美国经济超预期韧性。1-3 月美国制造业 ISM 编撰的 PMI 分别为 47.4、47.7 和 46.3，不仅继续处于 50 荣枯线以下，且仍在下行趋势中；非制造业 PMI 分别为 55.5、55.1 和 51.2，反弹至 50 荣枯线之上，但反弹动能有减弱迹象。这表明美国的制造业继续萎缩，服务业需求相对旺盛。不过，3 月 ISM 制造业 PMI 与 Markit 制造业 PMI 相背离，Markit 制造业 PMI 回升至 49.2%。Markit 调查对象是 600 余家私营制造企业，ISM 调查对象侧重于大型企业，这表明美国大企业和小企业的经营状况明显分化。

个人收入与支出增速趋于平稳。1 月至 2 月美国个人收入同比增速分别为 6.4% 和 6.2%，美国个人消费支出同比增速分别为 8.2% 和 7.6%，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。据美国汽车经销商协会，美国 1 月轻型车新车季调后年化销量达 1574 万辆，同比增长 4.9%；2 月轻型车新车季调后年化销量达 1490 万辆，同比增长 8.6%；美国汽车经销商协会预计 2023 年轻型车新车销量为 1460 万辆。此外，美国零售销售额在 1 月环比增长 3.2%，扭转了连续两个月的负增长，但在 2 月再次陷入 -0.4%。

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

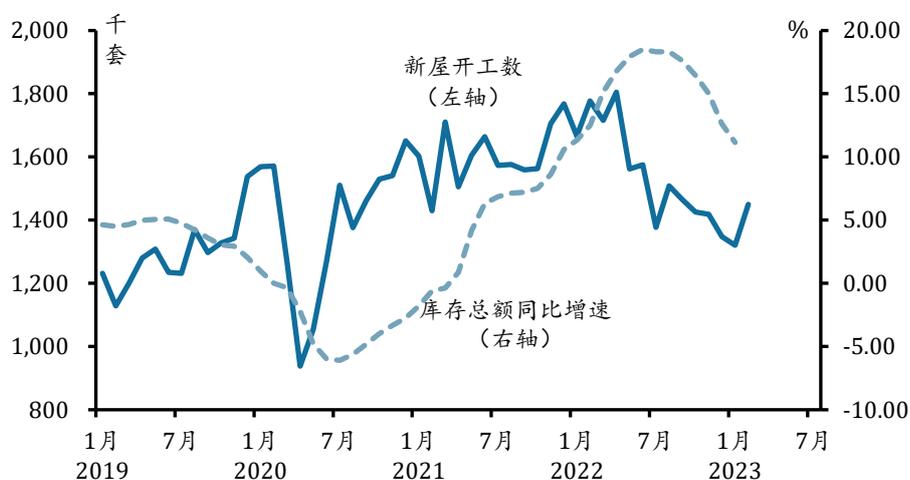


数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

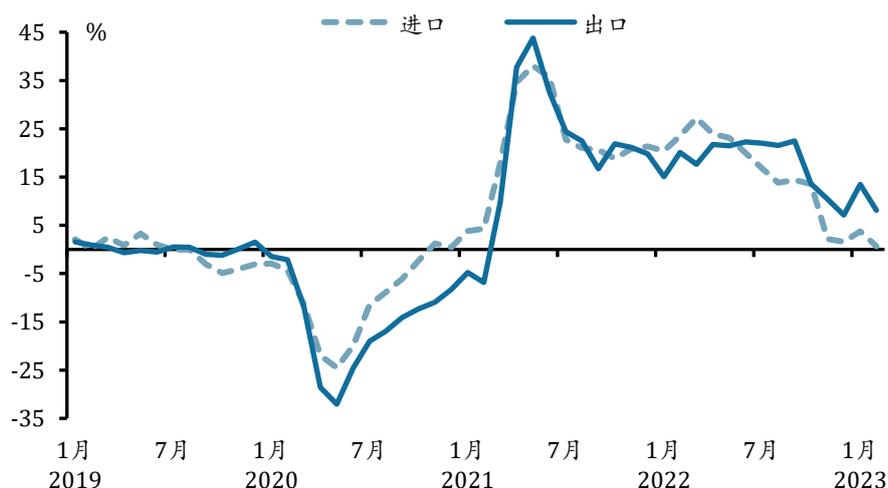
房地产开工低位反弹，企业继续去库存。疫情以来，低利率、财政纾困政策对于居民收入的补贴、以及疫情引发的居家办公需求是推动美国房地产投资和开工持续增长的主要原因。然而，利率回升和房价上涨已显著阻碍了进一步购房需求。截至 2023 年 3 月 30 日的当周，30 年期抵押贷款固定利率为 6.32%，显著高于疫情期间的低点和疫情前水平，但较去年 11 月的峰值 7.08% 有所回落。2023 年 2 月新屋开工的折年数为 145 万套，环比上涨 9.8%；与此同时，新屋销售有所反弹，折年数为 64 万套，环比上涨 1.1%。此外，2 月新屋销售价也有

所反弹，新屋销售价的中位数环比上涨 2.7%。从趋势上来看，房地产投资属于下行趋势中的反弹，何时企稳后开启上行周期尚有待观察。

图表 3 美国新屋开工和企业库存周期



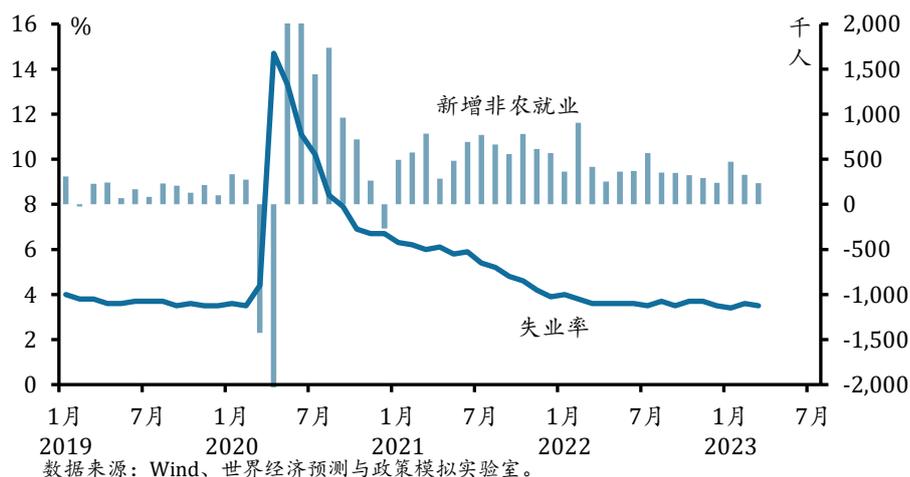
图表 4 美国对外贸易



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，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。

贸易逆差小幅扩大。2023 年 1 月美国出口同比增速上升至 13.5%，进口同比增速上升至 3.8%，贸易逆差小幅扩大至 687 亿美元。2 月美国出口同比增速回落至 8.1%，进口同比增速回落至 0.7%，贸易逆差继续扩大至 705 亿美元。与 2022 年相比，2023 年 1-2 月美国进口的绝对金额明显下降，表明美国经济增速下行导致需求减弱。

图表 5 美国劳动力市场

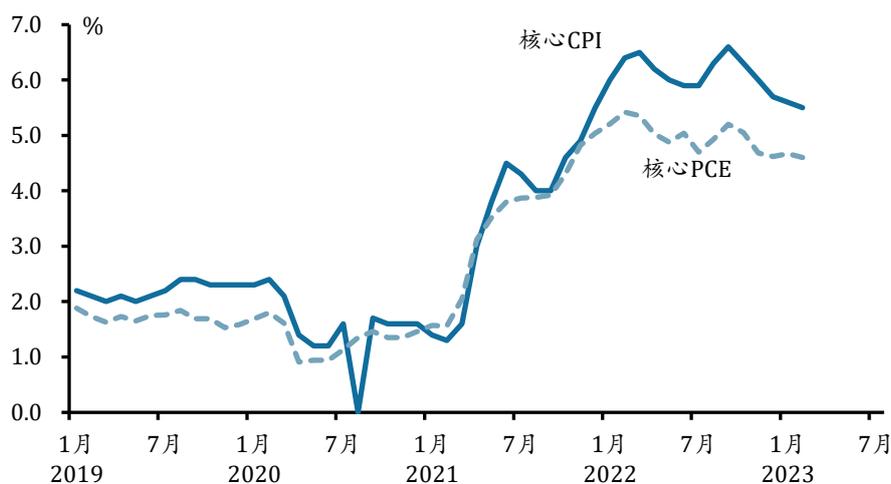


失业率维持在低位，劳动力市场依然紧张。2023 年 3 月，美国失业率为 3.5%，较上月小幅下降 0.1 个百分点，且处于历史性低位；劳动参与率小幅回升至 62.6%，距离疫情前水平相差约 0.7 个百分点；新增非农就业人数 23.6 万人。此外，2 月美国职位空缺率回落至 6%，离职率小幅回升至 2.6%，仍显著高于疫情前水平，表明劳动力市场依然紧张，但紧张程度可能正在趋缓。2 月美国私人非农企业员工的平均时薪同比增速为 4.2%，尽管跑输通胀，但显著高于疫情前水平。

不过，美国的就业数据被高估。一是，美国真实失业率高于官方公布的水平。由于劳动参与率低于疫情前约 1 个百分点，美国真实失业率高出官方公布的失业率约 1.5 个百分点。二是，美国新增就业的真实强劲程度低于官方公布水平。新增就业数据分为全日制工作与非全日制工作，实际上 2022 年下半年以来美国新增就业主要来源于兼职岗位，全日制工作岗位不仅没有增加，反而大幅减少。

通胀继续下降，但逐渐表现出粘性。2023年2月，美国CPI同比增速回落至6%，核心CPI同比增速回落至5.5%；CPI环比上涨0.6%，核心CPI环比上涨0.7%，这表明物价仍在上涨，通胀压力不容忽视。从CPI分项来看，能源项同比增速大幅回落至5.2%，食品项同比增速回落至9.5%，住宅项同比增速维持在8.2%，交通运输项同比增速回落至2.6%，娱乐项同比增速上涨至5%。

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，尤其是10年期与3个月美债收益率曲线持续深度倒挂。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年以来，美元指数强势上行。即便在通胀下行时，出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。2022年4季度美元指数快速回调。2023年以来，美元指数大致在100-105区间震荡。考虑到美联储加息已近尾声，美元指数缺乏持续上涨

动能，但若近期银行危机持续蔓延，导致全球避险情绪快速上升，在短期内将有助于美元指数反弹。

美股仍有下行压力。2023 年以来，美股出现明显程度的反弹。尽管在 3 月上旬的硅谷银行破产事件后快速回调，此后股价重新反弹。然而，考虑到美联储将在很长一段时间内维持利率在“限制性”水平，美国经济下行压力将进一步凸显，且银行危机可能导致信贷紧缩，未来美股仍有进一步下行压力。截至 3 月 31 日，标准普尔 500 指数市盈率小幅上升至 23.52，仍显著低于疫情前水平。然而，当前的美股价格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



数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

二、宏观政策分析

美联储加息接近尾声。

美联储在 3 月议息会议加息 25bp。美联储宣布上调联邦基金利率 25bp 至 4.75-5% 目标区间，这已经是美联储年内持续第 9 次加息，累计加息幅度达 475 个基点。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，与去年 12 月预测相比，委员们对 2023 年末的利率预期中值维持 5.1%，对 2024 年的利率预期中值为 4.3%。这意味着目前美联储内部对于年内降息预期较弱，更大可能会在 2024 年开启降息。

美联储对 2023 年经济增长前景更为不乐观。美联储小幅下调 2023 年实际 GDP 增速 0.1 个百分点至 0.4%，但较明显地下调了 2024 年实际 GDP 增速 0.4 个百分点至 1.2%；小幅下调 2023 年失业率预测 0.1 个百分点至 4.5%，维持 2024 和 2025 年的失业率预测在 4.6%；上调 2023 年 PCE 同比增速预测 0.2 个百分点至 3.3%，上调同期核心 PCE 同比增速 0.1 个百分点至 3.6%。

三、美国经济形势小结与展望

美国经济韧性背后
具有脆弱性。

根据美国亚特兰大联储 GDPNow model 在 4 月 14 日的估计，预计美国 1 季度 GDP 环比折年率为 2.5%。其中，消费是经济增长的主要支撑，投资继续拖累经济增长。考虑到美国劳动力市场持续紧张以及美国家庭的超额储蓄仍有剩余，这意味着未来数月消费有望维持强劲，并继续支撑 GDP 增长。另一方面，随着利率维持在限制性水平以及信贷条件紧缩，美国企业的投资可能延续低迷状态，并继续拖累 GDP 增长。

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 1 季度，WEI 保持下行态势，表示美国经济同比增速下降。ECRI 领先指标出现反弹，表明美国经济短期仍具韧性。

欧洲：迷雾中前行

2023 年第 1 季度，在服务业活动强劲复苏的带动下，欧元区综合 PMI 显著回升，但制造业受需求不足的影响，整体表现依旧疲弱，萎缩程度加剧。能源危机的缓解和能源价格的下降使欧元区通胀水平有所回落，但核心通胀持续攀升，加剧了欧洲央行抗击通胀的压力，欧洲央行在银行业风波不断发酵之际依然选择了如期加息，增加了经济和金融前景的复杂性。面对多重不确定性的叠加和信贷紧缩风险的上升，欧元区企业投资趋于谨慎，消费者信心改善的势头放缓。不过，欧元区失业率保持稳定，贸易逆差持续回落，显示出一定的韧性。展望未来，欧元区经济受逆风影响的可能性有所上升，金融市场动荡使该地区风险评估变得更加不确定，需密切保持关注。

一、经济运行态势

PMI 显著回升。

PMI 显著回升。随着对能源供应的担忧消退，2023 年 1 季度欧元区 19 国综合采购经理人指数（PMI）显著回升，从 1 月 50.3 逐月上行至 3 月的 54.1，致使 1 季度欧元区综合 PMI 平均值达到 52.1，较 2022 年 4 季度 48.1 的平均值出现了大幅提升，表明欧元区经济整体出现好转趋势。

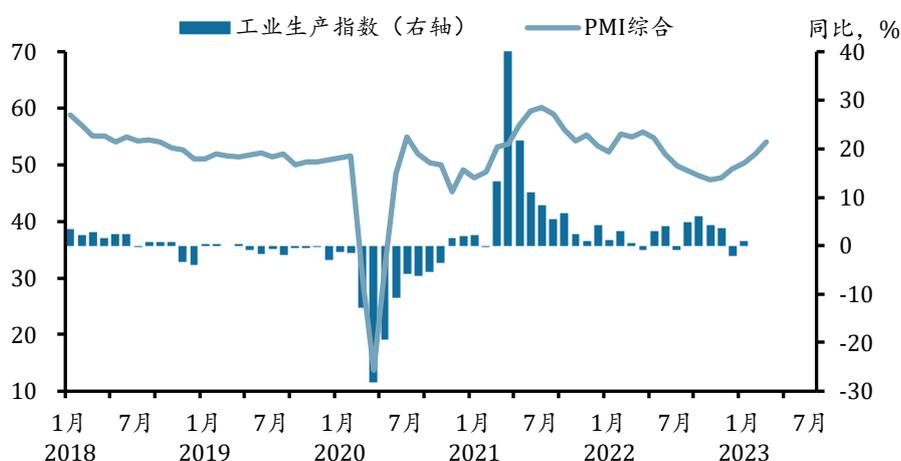
不过，欧元区制造业似乎仍陷于困境之中。1~3 月欧元区制造业 PMI 经历了逐月下滑，从 1 月的 48.8 下降到 3 月的 47.1，创 2022 年 10 月以来新低。相比之下，服务业 PMI 则表现亮眼，从 1 月的 50.8 攀升至 3 月的 55.6，远高于市场预期，创 10 个月来的新高。与 2022 年年底相比，欧元区旅游、工业服务、IT 和医疗保健行业近期出现了显著好转，这有可能是助推欧元区服务业活动增长的重要因素。

分国家来看，3 月德国综合 PMI 连续第 6 个月上升，来到 52.6，超出市场预期的 51 和前值 50.7。推动德国综合 PMI 上行的动力也来自于服务业，3 月德国服务业 PMI 为 53.9，大幅高于前值 50.9，显示出强劲的复苏势头。然而，德国制造业继续疲软，3 月制造业进一步从 2 月的 46.3 下降至 44.4，显著低于预期的 47，表明该领域的经济活动仍然缺乏动力。

法国方面，3月法国综合PMI为54，显示出自2022年5月以来最强劲的改善。其中，制造业PMI从2月的47.4小幅上升至47.7，服务业PMI则从53.1上升至55.5，双双在高利率和高通胀的压力下展现出一定的韧性。

从工业生产指数来看，经季节调整后1月欧元区工业产出环比上升0.7%，高于预期的0.4%。工业产出同比增长0.9%，其中资本品的生产同比增长8.2%，非耐用消费品生产同比增长3.2%，而耐用消费品同比下降0.6%，中间品下降5.3%，能源产品下降7.6%。

图表8 PMI显著回升



数据来源：欧央行、Markit；CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

总体通胀小幅回落，核心通胀继续攀升。

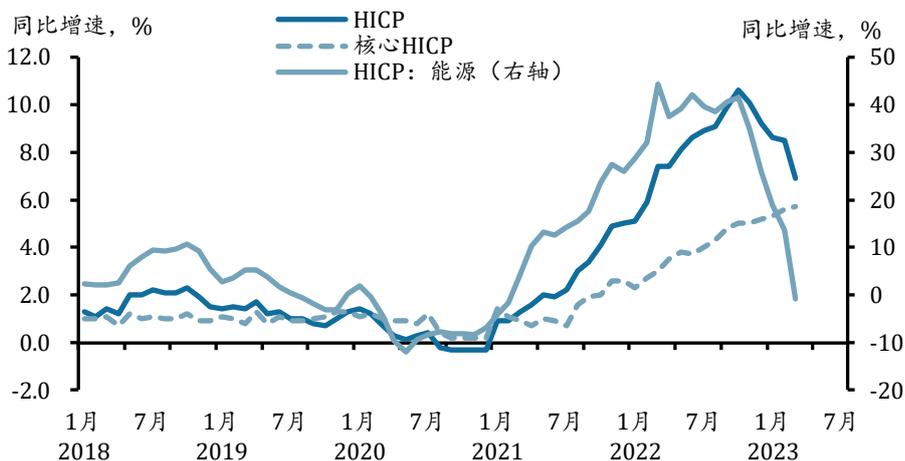
总体通胀小幅回落，核心通胀继续攀升。2023年3月份欧元区消费者调和价格指数（Harmonised Indices of Consumer Prices, HICP）同比增长6.9%，较2月的8.5%进一步下降，低于市场预期的7.1%。

从分项来看，能源价格回落是促使3月欧元区整体通胀下行的主要原因，其价格同比下跌了0.9%。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15.4%，非能源类工业产品价格上涨6.6%，服务价格上涨5%，而在2月，这三项的同比涨幅分别为15%、6.8%和4.8%。

从国别来看，3月德国、法国、意大利和西班牙的通胀率分别为7.8%、6.6%、8.2%和3.1%。爱沙尼亚、克罗地亚、拉脱维亚、立陶宛、斯洛文尼亚和斯洛伐克的通胀率则仍保持在两位数以上。

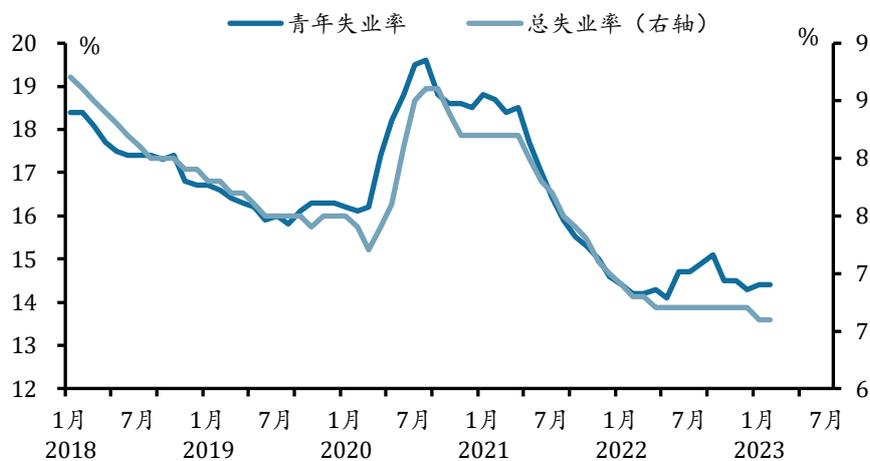
剔除了波动较大的食品和能源价格后，欧元区核心 HICP 在 3 月同比上涨了 5.7%，创下新高。欧洲央行行长拉加德表示，核心通胀明显过高，欧洲央行要在中期内将通货膨胀率拉回 2%，仍有“工作要做”。

图表 9 总体通胀小幅回落，核心通胀继续攀升



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 10 失业率保持稳定



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。

失业率保持稳定。2023 年 2 月欧元区 19 国经季节性调整后的失业率为 6.6%，与 1 月持平，低于市场此前预期的 6.7%，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，2 月欧元区失业人数约为 1114.2 万，较 1 月减少了 5.9 万人，较 2021 年 2 月减少了约 25.7 万人。

2月欧元区19国青年失业率为14.4%，同样与前一个月持平。2月欧元区青年失业人数为228.3万，比前一个月增加了2000人，较2021年同期增加了12.5万人。

图表 11 消费者信心的改善逐渐停滞



消费者信心的改善逐渐停滞。

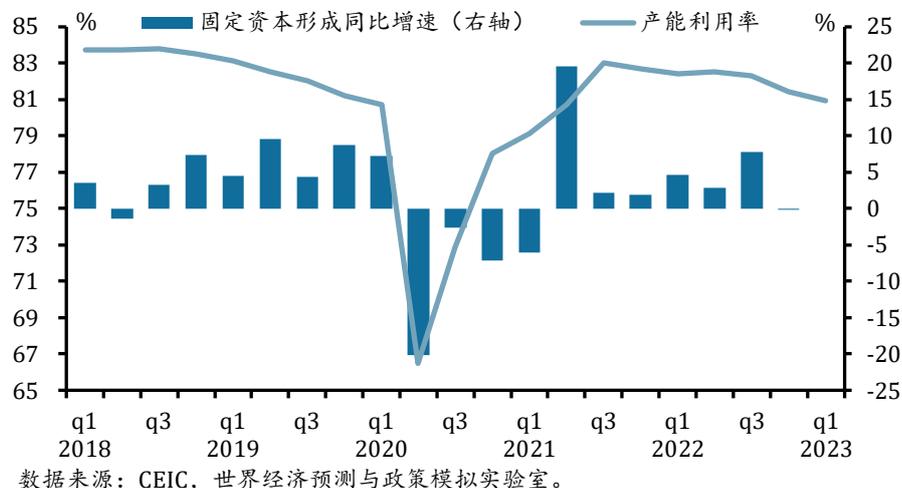
二、支出法 GDP 分解

消费者信心的改善逐渐停滞。2023年1季度欧元区消费者信心的改善势头逐渐停滞，3月消费者信心指数出现了五个月以来首次下降，从2月的-19.1小幅降至-19.2。不过，此次下降与市场预期持平，同时从历史数据来看，该数值仍处于近一年内的高位，表明欧元区消费者信心具有一定韧性。

就主要成员国而言，德国消费者信心保持复苏态势，但复苏速度也有所放缓。2023年4月德国GfK消费者信心指数为-29.5点，经调整后环比升高1.1点，为连续第六个月环比上升。然而，与前几个月相比，这一势头明显下降。能源价格下降导致消费者收入前景好转是推动消费者信心上升的主要动力，该指标上升了3点至-24.3点，录得自2022年5月以来的最高水平。另两个分项指标中，消费者购买倾向指标环比增长0.3点到-17点，消费者经济前景指标则终止连升四个月的势头，环比下降2.3点至-3.7点。法国方面，3月法国Insee综合消费者信心指数从2月的82小幅下跌至81，是连续第3个月的下降，同时

也远低于长期平均水平（100）。分析认为，法国总统马克龙养老金改革引发的民众抗议和罢工在一定程度上负面影响了消费者信心。

图表 12 企业投资趋于谨慎



企业投资趋于谨慎。

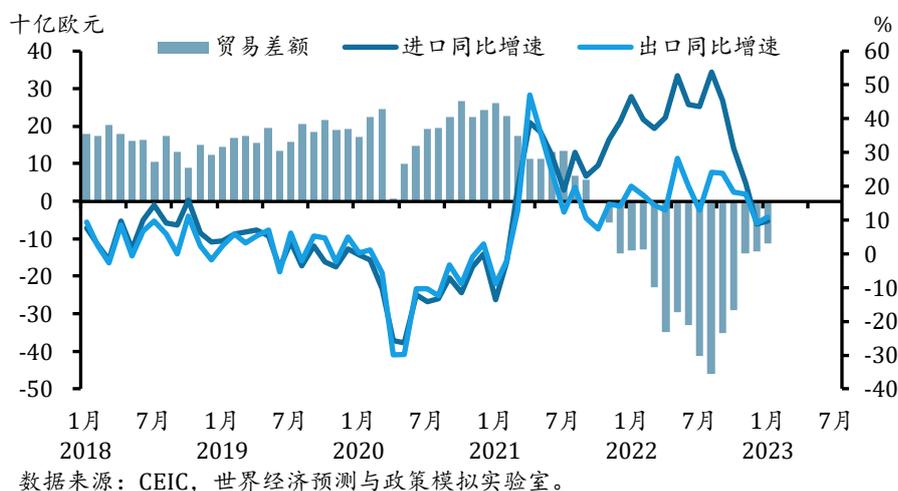
企业投资趋于谨慎。根据欧盟委员会的调查，2023年1月，以原材料和人工短缺为理由限制生产投资的工业行业经理人数占比较2022年10月出现了不同幅度的下降，前者下降了2.5个百分点至37.2%，后者下降了2.3个百分点至26.4%。然而，与供应链瓶颈缓解相对的，是经理人对需求不足的担忧，1月认为需求不足限制了生产投资的工业经理人数占比较2022年10月上升了2.4个百分点至27.6%。与此同时，欧元区营建信心指数和工业信心指数也在下滑，3月欧元区营建信心指数从2月的1.6下降到1.0，工业信心指数则从2月的0.4下降到-0.2，这表明在需求不足背景下，欧元区企业在生产投资方面保持着较为谨慎的态度，2023年1月欧元区固定资产投资有可能延续2022年第4季度较为疲弱的态势。

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收窄。2023年1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306亿欧元，经季节调整后规模为113亿欧元，较2022年12月的134亿欧元进一步下降。从进出口规模来看，欧元区1月经季节调整后的进口规模为2529亿欧元，环比下降

1.8%，出口规模为 24158 亿欧元，环比下降 1.1%。1 月欧元区内部的货物贸易经季调后规模为 2292 亿欧元，较 2022 年 12 月的 2391 亿欧元小幅下降了 99 亿欧元。

图表 13 贸易逆差小幅收窄



三、政策走势

欧央行继续加息。

欧央行继续加息。2023 年 3 月 16 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 50 个基点，存款机制利率升至 3%，边际借贷利率升至 3.75%，主要再融资利率升至 3.5%。这是欧洲央行自去年 7 月开启加息进程以来，第六次大幅加息以遏制通胀，共计加息 350 个基点。

此次加息正值银行业风暴向欧洲蔓延之际。随着金融稳定忧虑的上升，欧洲央行官员一反近期惯例，没有就 5 月份的下次政策会议给出指引。在一份声明中，欧洲央行表示，由于不确定性上升，利率的决定将更加依赖于数据（data dependent），管理委员会根据即将到来的经济和金融数据、潜在通胀的动态，以及货币政策传导的力度而做出的通胀前景评估。这表明，未来欧央行会综合评估通胀和金融稳定的变化情况，来决定加息的幅度和时机的选择。

英国获准加入《全面与进步跨太平洋伙伴关系协定》（CPTPP）。3 月 31 日，英国首相里希·苏纳克称，英国已获准加入

英国获准加入《全面与进步跨太平洋伙伴关系协定》(CPTPP)。

《全面与进步跨太平洋伙伴关系协定》。苏纳克表示，本月早些时候，经过在越南进行的最后一轮会谈，所有成员国最终都已批准英国的入盟申请。据悉，2023年7月将召开部长级官员参加的CPTPP委员会，会议将正式签署协定，之后各成员国在本国议会完成批准程序后，英国将最终入盟。

这是CPTPP首次批准11个创始成员国以外的国家加入。英国也成为第一个加入CPTPP的欧洲国家，这也成为英国自“脱欧”以来达成的最大的贸易协议。英国政府表示，随着本国的加入，CPTPP成员国占全球国内生产总值的合计额将从12%扩大至15%，贸易总额将由6.6万亿美元扩大到7.8万亿美元。

四、经济形势展望

经济前景趋于复杂。

经济前景趋于复杂。从2023年第1季度欧元区的一系列经济指标来看，欧元区经济前景喜忧参半，能源价格回落以及供应链瓶颈的缓解，使得欧元区在2022年末和2023年初的经济表现整体好于预期，避免了陷入衰退。服务业的强劲复苏则暂时掩盖了区内制造业需求疲软、企业和消费者信心未能得到有效修复的状况。

然而，欧元区经济状态尚不稳定。尽管就目前而言，由于欧洲银行普遍面临着较高的资本要求和监管强度，且资产对债券风险暴露相对较低，存款基础也更稳定，此轮银行业风波在欧洲引发全面金融危机的可能性并不是很高，但这场风波在金融监管、风险管控、融资成本、投资者信心等方面所带来的一系列影响，还是会在未来几个月逐渐显现，导致欧元区整体金融环境收紧，进一步对欧洲经济顺利复苏构成障碍。与此同时，欧元区核心通胀还处于上升趋势之中，增加了欧洲央行抗击通胀的压力，欧洲央行不得不在多重不确定性中继续努力将通胀拉回目标水平，这将给欧元区的经济增长和金融稳定造成额外压力，使其面临更为复杂的风险状况。

日本：金融市场迎来休整期

2023年第1季度，日本经济和金融市场整体表现稳定。日本制造业表现相对较差，而服务业表现则相对较好。不过，从投资和消费的角度看，依然难言有明显恢复；但服务业的回暖也不支持日本经济整体在进一步明显下行的结论。美国和欧洲的银行业震荡对日本金融市场产生了一定影响，但整体不显著，日本央行也对第2季度的购债计划进行了微调。日本的物价增速（CPI月同比）在第1季度的2月份达到1981年以来的最高值，但预计未来将会回落。2022年备受关注的日本国债市场在2023年第1季度表现平稳，10年期国债收益率在0.5%上限停留一段时间后，在全球银行业风险暴露时出现明显下跌，这对日本银行而言可以在一定程度上缓解债市压力。4月份日本央行总裁即将正式换任，如果全球金融市场继续保持相对稳定，日本10年期国债收益率维持在距离0.5%一段距离的位置，那么不排除日本央行将在4月份的议息会议中扩大10年期国债收益率的波动区间。

**2023年第1季度，
日本制造业趋冷，
服务业转向温热。**

一、经济呈现制造业冷服务业热的特征

2023年第1季度，日本经济状况呈现出制造业相对较冷，服务业相对较热的特征。1月和2月，日本制造业PMI分别为48.9和47.7，继续呈现出下降态势。其中，2月份制造业PMI创下2020年9月以来的新低。与制造业PMI疲弱相反，日本服务业PMI表现相对较好。1到3月，日本服务业PMI分别为52.3、54.0和54.2，呈现出明显的上涨态势。并且，3月份的服务业PMI创下疫情以来的新高。在服务业PMI的带动下，日本综合PMI继续上升。1月到3月，日本综合PMI分别为50.7、51.1和51.9。截止到3月份，综合PMI已经连续4个月上升，并创下2022年6月以来的新高。

日本PMI的这一特征，与许多发达国家的情况类似，呈现出“制造业冷，服务业热”的特征。鉴于日本的第三产业比重较高，可以判定日本经济目前处在相对稳定的区间。

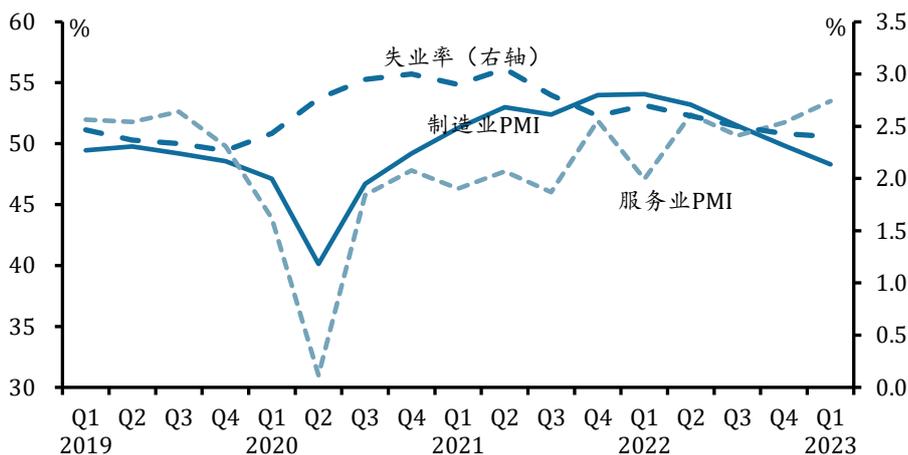
日本2023年1月份的失业率为2.4%，依然较为稳定。2022年第4季度日本失业率的均值为2.43%，2023年1月有小幅向好。

消费和投资较为疲

软。

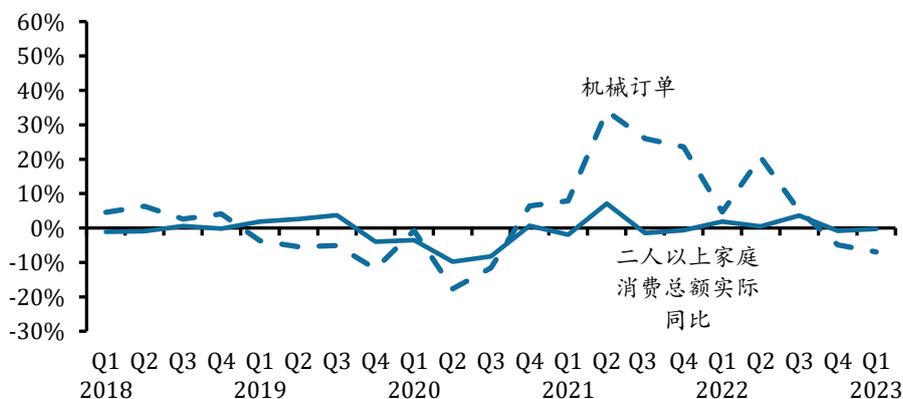
2023年1月，日本二人以上家庭实际消费支出较上年同期降低了0.3%。不过，相较于2022年第4季度的-0.8%有所收敛。说明日本的消费依然不景气。不过，从环比角度看，1月份较2022年12月的实际消费金额增加了2.7%（季节调整后）。不过，环比增速能否持续，以及是否能够体现在同比数据中，还有待进一步观察。

图表 14 制造业 PMI 和服务业 PMI 走势出现差异



数据来源：Wind，日本厚生劳动省，世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 15 消费同比增速依然为负，机械订单金额同比增速继续下降



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。

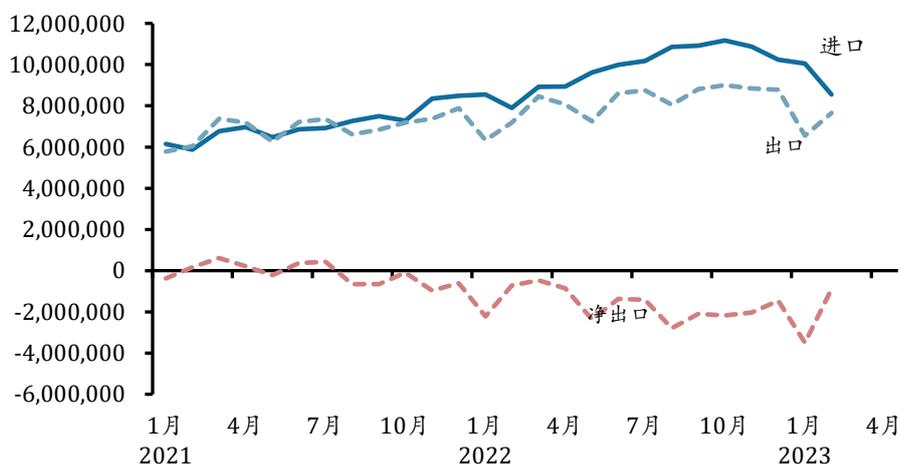
注：二人以上家庭商品销售额同比实际增速为2023年1月份数据，机械订单总额同比为2023年1月数据。

在细项中，光热·水道实际消费金额同比增加 5.3%，名义消费金额增加 21%，名义和实际增速都在各项目中较高。日本的服务业消费依旧处于反弹中。“教养娱乐”的消费金额实际同比增长 18.6%，名义增速则为 20.5%。“教养娱乐”的实际增速已经连续 10 个月为正。

在消费金额减少的项目中，居住成本减少较多——1 月份实际减少 12.1%，名义减少 8.0%。日本居民在房价房租上涨、物价上涨的背景之下，居住成本日益增加，在居住方面的消费也总体下降。

机械订单方面，2023 年 1 月实际增速骤降至-10.2%。而 2022 年第 4 季度则为-1.0%。具体分部门来看，外需同比下降 11.3%。这表明全球制造业普遍不景气。相较于外需而言，日本国内的机械订单较为稳定。其中，官公需同比增速为 5.4%；私人部门需求增加 12.0%，除船舶外的机械订单需求增加 12.0%，除船舶和电力之外的机械订单需求同比增加 9.5%。这也从侧面表明，日本国内对船舶和电力的投资相对较强。

图表 16 2023 年第 1 季度日本商品贸易逆差状况未有改观



数据来源：日本财务省，世界经济预测与政策模拟实验室

商品贸易继续呈现逆差。

日本对外贸易逆差问题依然存在，出口面临明显压力。1 月和 2 月，日本出口商品金额为 65506 亿日元和 76547 亿日元，同比增速分别为 3.48% 和 6.48%。进口商品金额为 100491 亿日元和 85524 亿日元，同比增速分别为 17.53% 和 8.25%。1 月和 2 月日本商品贸易逆差分别为 34986 亿日元和 8977 亿日元，2022 年同期则为 22201 亿日元和 7115 亿日元。逆差较去年同期扩大明显。

若以美元计价，2023 年 1 月日本进口商品金额分别为 761 亿美元，同比增速为 2.5%。出口商品金额为 497 亿美元，同比增速为 -10.0%，逆差为 264 亿美元，较去年同期 191 亿美元的逆差明显扩大。

日本出口商品金额大减，从目的地来看，在公布数据的 105 个国家（地区）中，出口增速同比为负的国家（地区）有 57 个，同比增速为正的国家（地区）有 48 个。并且，在出口增速下降的 57 个国家（地区）中，多为日本的主要出口对象国。例如，日本对中国（大陆）的出口增速为-27.7%，对中国香港的出口增速为-27.5%，对东亚新兴工业经济体的出口增速为-14.9%，对美国、德国、法国和韩国的出口金额的同比增速分别为-3.9%、-13.0%、-14.8%和-11.8%。

分产品看，2023 年 2 月份，对日本商品出口增长贡献率较大的商品分别是“运输机械”、“原料制品”和“一般机械”，对出口增速贡献了 0.4 个百分点、0.3 个百分点和 3.1 个百分点。其中，“运输机械”项目中“汽车”出口增速对出口总额贡献了 3.1 个百分点；“原料制品”中的“钢铁”、“非铁金属”和“橡胶制品”的出口增长分别对全部出口商品金额增长均贡献了 0.1 个百分点。“一般机械”中，“建设用和矿山用机械”对商品出口增速贡献了 0.3 个百分点。

总体而言，日本进口情况呈现出一定的企稳态势，但是出口情况则不理想。

二、美国银行业危机导致日银货币政策出现微调

日本银行 3 月份会议中，对货币政策的调整力度不大。整体依然维持宽松的货币政策环境。会议中有关货币政策决议与此前一致。

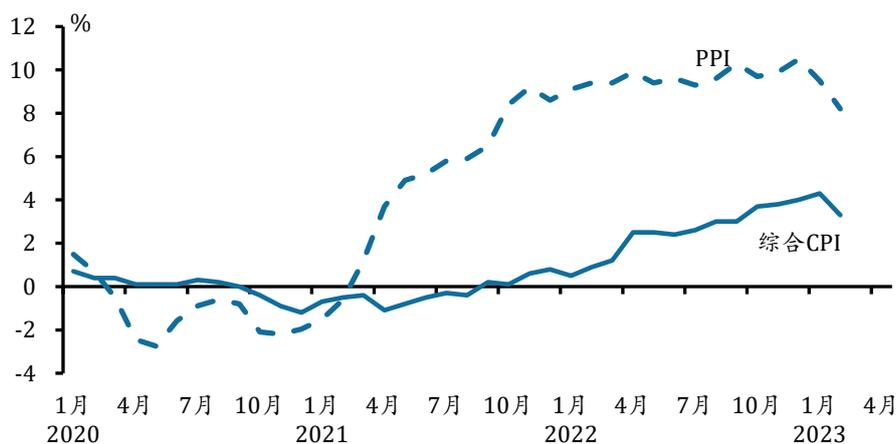
不过，突如其来的美国银行业震荡，令日本银行在货币政策方面进行了一定的微调。在 1 月 31 日公布的相关文件中，日本央行计划在 1 月到 3 月份期间，每次购买 10 年期以上 25 年期以下的日本国债的金额区间为 2000 亿-4000 亿日元，5 年期以上 10 年期以下的日本国债金额的区间为 5750 亿日元—7750 亿日元。3 月 31 日，日本央行公布的文件则显示，日本央行计划在 4 到 6 月间进行的债券操作额度有所变化。其中，每次购买 10 年期以上 25 年期以下的日本国债的金额区间为 1000 亿-5000 亿日元，5 年期以上 10 年期以下日本国债的金额为 4750 亿日元到 8750 亿日元。

货币政策有所微调，美国和欧洲银行业问题对日本金融市场存在影响，但不剧烈。

日本央行对国债操作的上下限进行了调整，一方面表明日本央行对目前以及未来第 2 季度金融市场的担忧——于是提高了购债金额上限，另一方面降低了购债金额的下限，也在向市场表明日本央行不想与目前全球主流央行实行偏紧的货币政策相悖。

整体而言，目前是日本央行货币政策的空窗期，新旧日银总裁交接之际，货币政策发生根本变化的可能性不高。

图表 17 CPI 和 PPI 同比增速出现拐头迹象



数据来源：日本总务省，日本银行，世界经济预测与政策模拟实验室。

通胀峰值可能已现。

2023年第1季度，日本CPI呈现出冲高回落的态势。1月和2月，日本CPI同比增速分别为4.3%和3.3%。其中1月份CPI同比增速创1981年7月以来的新高。不过，2月份日本CPI同比增速出现明显下降，预计1月份数据即是日本CPI同比增速的峰值。不过，剔除食品和能源的CPI同比增速则依然保持升势。1月份日本提出能源和食品的CPI同比增加3.2%，2月份则升至3.5%。食品价格的上涨，是导致日本通胀较高的因素。1月和2月，日本食品价格分别同比上涨7.3%和7.5%。而能源相关的“电费、管道煤气费、水费”的同比增速则出现断崖下跌。1月份同比增18.6%，二月份则为-0.9%。综合来看，虽然食品项的通胀依然较为严重，但其他项目的增速有所放缓，预计1月份日本通胀数据将成为本轮通胀的最高点。

环比数据也显示出 2 月份日本的通胀问题有所缓解。季节调整后的 CPI 环比数据显示，2 月份综合 CPI 环比下跌 0.6%；扣除生鲜食品的 CPI 环比下跌 0.7%，扣除生鲜食品和能源的 CPI 环比上升 0.4%。

在具体项目中，食品价格的上涨对 CPI 上涨贡献较大。其中“外食”（外出就餐）价格上涨 6.4%，对 CPI 的上涨贡献了 0.3 个百分点，例如“汉堡包”价格上涨了 24.6%。“调理食品”价格同比上涨 8.3%，对 CPI 的上涨贡献了 0.29 个百分点，例如“炸鸡”价格同比上涨了 11.7%。“生鲜鱼”价格上涨了 15.7%，对 CPI 的同比增速贡献了 0.19 个百分点，例如“鱼”的价格同比上涨了 28.8%。其余如“居住”中的“设备修缮维持费”、“光热水道”中的“燃气费”，“家具家居用品”中的“耐用品”、“交通通信”中的“通信”费、“教养娱乐”中的“教养娱乐用品”都是明显拉高 CPI 同比增速的项目。

下降比较明显的是“光热水道”项中的“电费”，同比下降 5.5%，对 CPI 增速的贡献率为-0.21 个百分点。

与此同时，日本国内企业物价指数（PPI）同比增速在 2023 年 2 月也呈现出下降的态势。1 月和 2 月日本国内企业物价指数同比增速分别为 9.5%和 8.2%。2 月份 PPI 同比增速跌势明显，且环比增速呈现负值，为-0.4%。具体来看，能源类、原料类商品价格下跌较大。例如，“电力、城市天然气、自来水”价格下跌导致 PPI 环比增速下降 0.52 个百分点。“石油、煤炭制品”环比价格下跌导致 PPI 环比增速减少 0.1%。

总之，从第 1 季度尤其是 2 月份的物价数据看，日本通胀压力边际缓解。

三、股市稳中有涨，日元再度开始弱势，10 年期国债收益率上行压力减弱

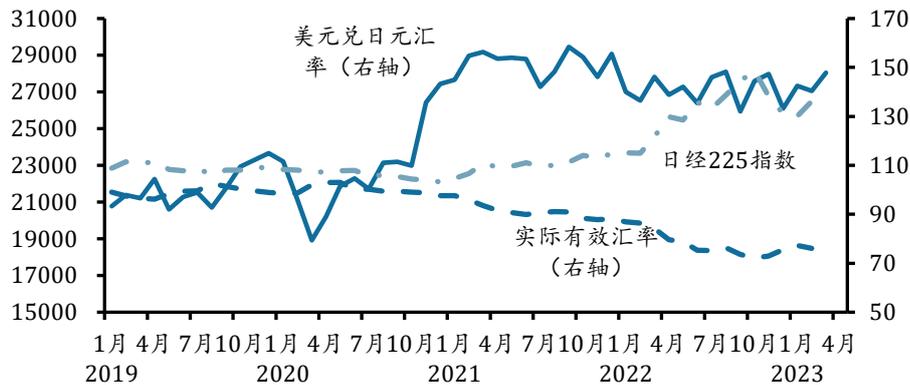
期间金融市场虽有一定明显波动，但整体稳定。

东京日经 225 指数较为平稳，并呈现出一定的上涨。2023 年 1 月，东京 225 指数开于 25834 点，3 月收于 28041 点，涨幅为 8.5%。美元/日元汇率呈现上涨态势。1 月初为 131.0 日元兑 1 美元。到 3 月末则为

132.9 日元可兑换 1 美元。期间日美汇率走势依然与美国国债收益率有关。

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。

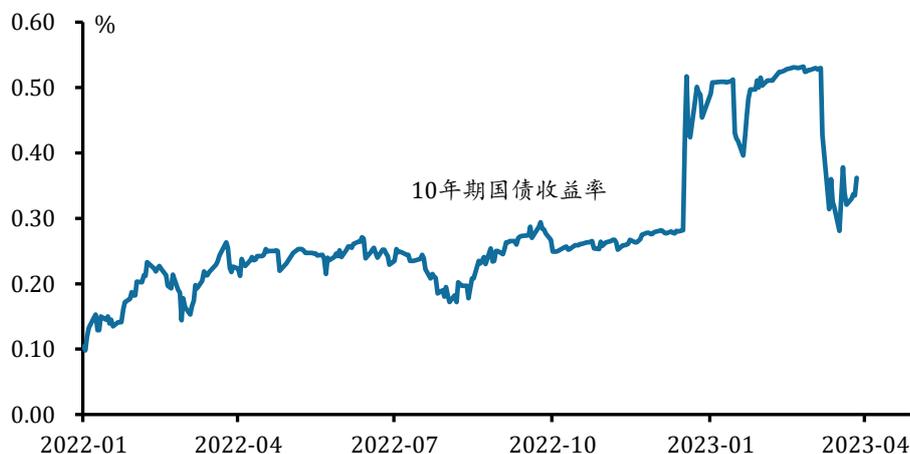
图表 18 股市整体平稳，日元对美元汇率震荡贬值



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，2023 年第 1 季度数据截止到 2023 年 2 月。

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。

日本 10 年期国债收益率上行压力减缓。

日本 10 年期国债收益率一度来到 0.53% 的高点。但随着美国银行业出现“爆雷”，以及随后个别欧洲的商业银行出现问题，市场对美国和欧洲的货币政策的预期出现松动，美国和欧洲主要国家国债利率大

幅走低。日本国债尤其是 10 年期国债收益率也跟随下跌。截止到 3 月末，日本 10 年期国债收益率已经来到 0.362% 的位置。日本 10 年期国债收益率上行（价格下跌）的压力大大减小。

如果美国和欧洲国债市场在现有位置保持稳定，预计日本银行 4 月份议息会议中（4 月 28 日）有可能提高日本 10 年期国债收益率的波动上限至 0.75%。

四、综合评述与展望

综合来看，日本经济的制造业和非制造业呈现出不同的境况。制造业压力较大，非制造业则表现较好。相较于 2022 年，2023 年第 1 季度，对日本经济来说是一个喘息窗口。股市企稳上涨，日美汇率大体稳定。国债收益率虽然一度上顶 0.5% 的天花板，但 3 月份开始出现明显下跌。

此外，日本的通胀压力虽然依然存在，但呈现出好转的迹象。未来通胀率仍有下跌的空间。不过，通胀率下跌的速率和所能达到的位置值得关注。

4 月，日本银行将正式迎来新总裁。4 月 28 日将是日本银行新任总裁的第一次议息会议。如果全球金融市场能够保持相对稳定，日本 10 年期国债利率能够维持在 0.35% 附近，与 0.5% 保持一定距离，那么不排除日本银行将在 4 月末调整日本 10 年期国债收益率的波动区间上下限。

日本银行有可能在 4 月份调整 10 年期国债收益率波动区间。

东盟韩国：区域仍面临景气下行压力，金融稳定诉求上升

2023 年第 1 季度，区内前沿经济体 PMI 在荣枯线以下，显示经济仍面临下行压力。从月度 PMI 数据来看，东盟整体仍处于荣枯线以上，但景气程度出现分化。区内前沿经济体新加坡、越南和韩国的 PMI 均在荣枯线之下。区内通胀中枢在去年的下半年显著抬升，目前仍处于较高水平。美欧银行业动荡对区内经济体有一定影响，区内部分货币因欧美银行业事件出现小幅贬值，区内股票市场也出现一定程度的波动。短期内硅谷银行和瑞士信贷事件均因政府当局的快速出手而未出现进一步恶化，继而对本区的负面影响有限。但是发达经济体退出货币宽松政策的路径变窄，在遏制通货膨胀和维护金融稳定二者间的矛盾加剧，未来不确定性仍大。在此背景下，区域金融安全网亟需加强。

一、东盟六国和韩国仍面临景气下行压力

2023 年第 1 季度，区内前沿经济体 PMI 在荣枯线以下，显示经济仍面临下行压力。

2023 年第 1 季度，区内前沿经济体 PMI 在荣枯线以下，显示经济仍面临下行压力。从月度 PMI 数据来看，东盟整体仍处于荣枯线以上，但景气程度出现分化。其中区内以内需为主的大宗商品生产国印尼的 PMI 保持在荣枯线以上，平均为 51.5。受疫情政策放开的提振，区内旅游业占据重要位置的泰国和菲律宾 PMI 也在荣枯线之上，季度平均分别为 54.1 和 52.9。然而，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 48.8 和 48.2，3 月读数分别下降至 47.7 和 47.6。新加坡和马来西亚的 PMI 也跌落荣枯线，平均为 49.9 和 47.9。这反映出外部需求不景气对于区内的影响，特别是在硅谷银行和瑞士信贷事件发生后，对于发达经济体是否会出现危机的担忧再度上升，预计区内各经济体在未来一段时间仍面临景气下行压力。

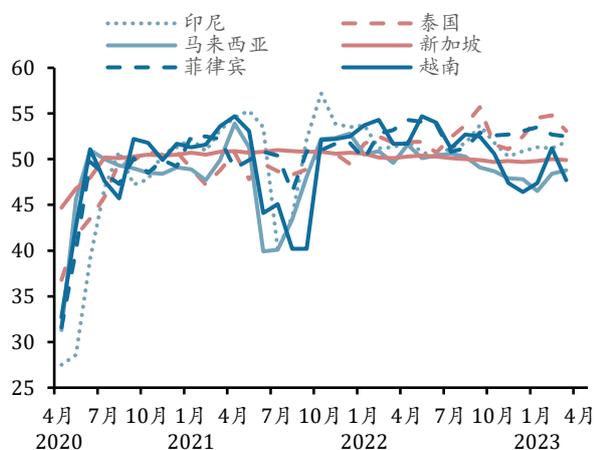
区内通胀中枢在去年的下半年显著抬升，目前仍处于较高水平。

二、通货膨胀压力上升

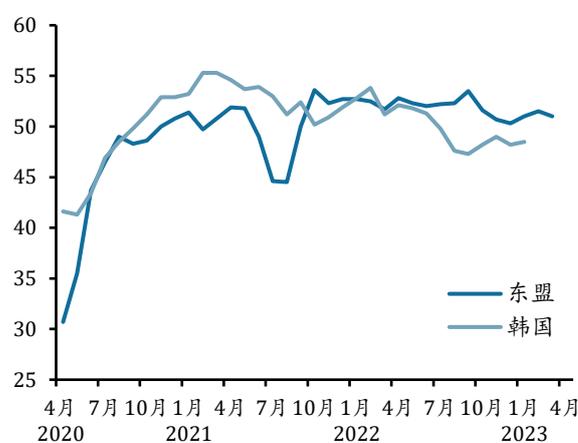
区内通胀中枢在去年的下半年显著抬升，目前仍处于较高水平。从目前的读数来看，菲律宾和新加坡的通货膨胀仍处在高位，且仍在上行态势中。新加坡的通胀屡创新高，今年 1 月和 2 月的通胀均达到

5.5%，食品、住宿、房屋租金以及消费税的调增是主要原因，新加坡金管局本轮已五次收紧货币政策，新元名义有效汇率持续升值。菲律宾的通货膨胀水平达到 8%，仍然面临较高的通胀压力，菲律宾央行在 2 月加息 50 个基点至 6%，后续进展将取决于通胀是否出现放缓态势。韩国的通货膨胀仍然保持在 4.8%-4.9% 的高位，但是伴随着对韩国经济放缓和金融稳定性的担忧，韩国央行按下了加息暂停键，将基准利率维持在 3.5% 不变。区内其他经济体的通货膨胀已经开始出现放缓，但是相较于一年前其水平仍处于高位。

图表 20 东盟六国与韩国第 1 季度面临景气下行压力



数据来源：CEIC, Markit, 世界经济预测与政策模拟实验室。



数据来源：CEIC, Markit, 世界经济预测与政策模拟实验室。

三、欧美银行业事件对区内短期影响有限

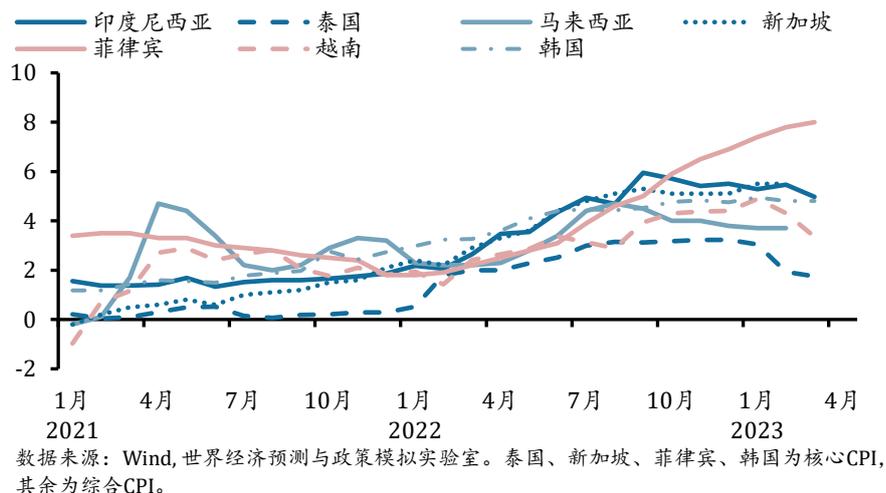
从上一节的景气情况来看，3 月份区内部分经济体的景气程度出现下降，反映欧美银行业事件对区内经济体有一定影响。本节将分析此背景下第 1 季度区内金融市场的情况。

区内部分货币因 欧美银行业事件 出现贬值。

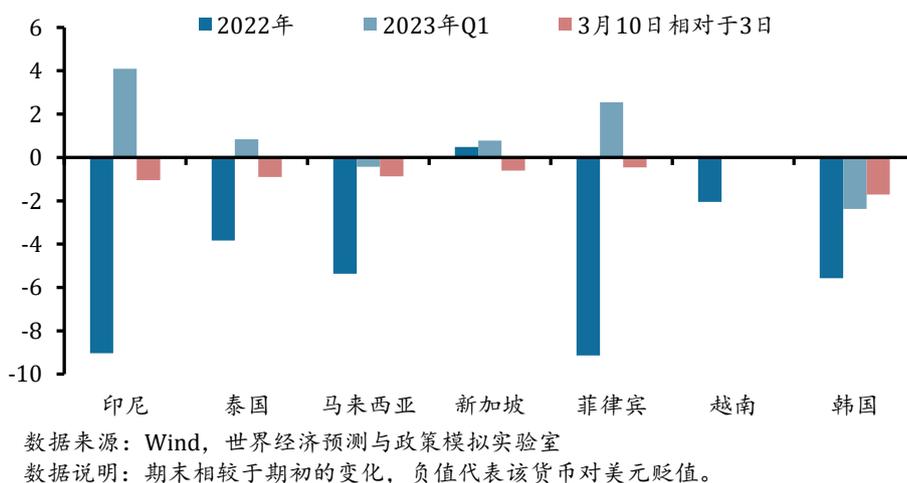
区内部分货币因欧美银行业事件出现小幅贬值。硅谷银行事件主要发生在 3 月 8-10 日期间，比较 3 月 10 日和 3 月 3 日区内主要经济体货币相对于美元的走势，可以看出，硅谷银行事件发生使得区内经济体货币承受一定压力，除越南盾外，其他货币均出现轻度贬值，相较于上周约贬值 0.5%-1%，韩元贬值较多，为 1.7%。这表明，尽管硅谷银行事件发生在美国，但是美元仍呈现一定的避险货币特征，主要货币短期对其升值。随后还发生了瑞信银行被接管和收购的事件，从

2023 年第 1 季度末的相较于季初的情况来看，美欧银行业事件对区内货币的影响较小。第 1 季度，主要货币呈现升值态势，只有韩元显著贬值，贬值幅度为 2.4%，马来西亚林吉特有小幅贬值。总体来看，和 2022 年全年各主要货币（除新加坡元外）的大幅贬值不同，1 季度欧美银行业的动荡暂未对区域的汇率和资本流动产生显著冲击。

图表 21 区内通胀仍处于较高水平



图表 22 欧美银行事件影响区内部分货币对美元走势

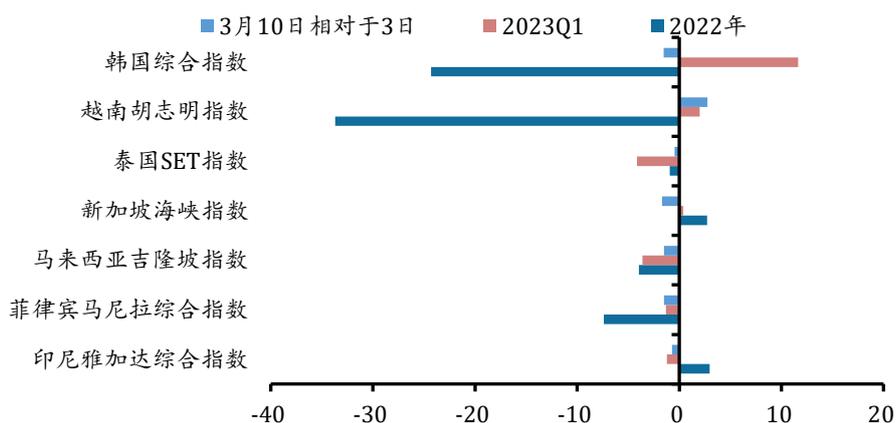


区内股票市场出现一定程度的波动。从硅谷银行当周区内主要股票市场的走势来看，除了越南之外，其他市场均出现了一定程度的下

区内股票市场出现一定程度的波动。

跌，下跌幅度约为 0.5%-1.5%。幅度并不算大。从 2023 年第 1 季度的整体变动来看，主要东盟国家的股票指数有所下跌，但新加坡和越南小幅上涨，韩国股市上涨了 11.6%。相较于上一年的波动，特别是上年越南胡志明指数和韩国综合指数分别下跌了 33.7%和 24.3%，第 1 季度的波动并不算大，反映出俄乌冲突当日，股票市场反应明显，区内东盟六国和韩国国内主要股指均出现一定程度的下挫，其中菲律宾马尼拉指数、新加坡海峡指数和韩国综合指数下行幅度超过 2 个百分点。一周以后，大部分股指均恢复冲突前水平，但新加坡海峡指数显著下行，较冲突之前下跌 4.9 个百分点。俄乌冲突一个月之后，菲律宾股票市场较冲突前下跌较多，其他股票市场没有明显的调整。印尼作为区内大宗商品出口国，受益于大宗商品价格上行，其汇率最为稳定，同时股票指数上涨 1.9%，为区内最高。

图表 23 区内股票市场出现一定程度的波动



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

数据说明：期末相较于期初的变化，负值代表该货币对美元贬值。

本区域金融稳定承压。

四、2023 年前景展望

本区域金融稳定承压。上一节分析表明，从目前情况看，短期内硅谷银行和瑞士信贷事件均因政府当局的快速出手而未出现进一步恶化，继而对本区的负面影响有限。但是发达经济体退出货币宽松政策的路径变窄，在遏制通货膨胀和维护金融稳定二者间的矛盾加剧，未来不确定性仍大。加之此前因俄乌冲突带来的复苏放缓，经常账户顺

差缩窄，以及政策空间下降等因素叠加，这使得区内金融不稳定因素上升。本区内发达经济体韩国的金融状况不稳定，出口恶化，韩元贬值，亚洲区内另一发达经济体日本也面临着货币政策和国债利率调整压力。因此，区域金融不稳定状况值得进一步关注。

区域金融安全网 亟需加强。

区域金融安全网亟需加强。目前，区内对于进一步加强区域金融安全网建设的呼声加强，各类型本币互换的签订在一定程度上反映了这种诉求。区域内已有的金融安全网清迈倡议多边机制（CMIM）的可用性仍存在问题，其创设至今尚未被使用过。东盟 10+3 已经将强化区域安全网作为 2023-2027 年的工作重点，区内应加强在 10+3 框架下的区域金融合作。一方面可以进一步推进 CMIM 改革，提升各成员使用 CMIM 工具的积极性。另一方面，也可以考虑提出新的流动性救援机制。除了应对流动性问题之外，可探讨在本区域内以本币出资形式建立促进地区金融安全和经济发展的基金，促进区内经济可持续发展和金融稳定。

金砖国家：经济增长分化，通胀压力仍大

2023 年第 1 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，巴西与南非经济缓慢复苏，动能有所减弱，俄罗斯经济可能继续衰退。对外贸易方面，巴西、印度、俄罗斯贸易有所下滑，南非贸易保持较快增长。中国与金砖国家贸易出现分化，与巴西、南非、俄罗斯贸易保持较快增长，与印度贸易显著下降。通胀方面，金砖国家均面临较大通胀压力，巴西通胀压力相对较小，印度、俄罗斯通胀顽固性较强。货币政策与金融市场方面，金砖四国央行均放缓或停止加息，货币环境边际放松。金砖四国汇率与资本市场总体稳定。

一、金砖国家经济形势

俄罗斯经济收缩，劳动力紧缺，出口大幅下滑，增长前景黯淡。

俄罗斯经济继续收缩，前景黯淡。2022 年，俄罗斯经济增速为-2.1%，好于多数国际机构的预测。2023 年 1-2 月，俄罗斯综合 PMI 分别为 49.7 和 53.1。制造业 PMI 分别为 48.7 和 53.1，服务业 PMI 分别为 52.6 和 53.6。2023 年 1 月失业率为 3.6%，达到历史低位，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。工业生产指数为 128.9，较 2022 年 4 季度显著下降。2023 年 1 月，俄罗斯出口大幅下滑 29.7%，从 2022 年 1 月的 459 亿美元降至 323 亿美元，进口同比下降 6.5%，贸易顺差大幅下降 58.8%，降至 91 亿美元。2022 年年底，西方对俄罗斯制裁能源出口进一步加码制裁，欧盟从俄罗斯原油进口大幅下降。根据国际能源署的数据，俄罗斯石油出口量在 2023 年 1 月增加了近 30 万桶/日，达到 820 万桶/日，接近 2020 年 2 月创下的历史高位，但能源收入却同比下降了 36%。2023 年 4 月，IMF 最新报告预测，俄罗斯 2023 年经济增速为 0.7，较 1 月预测上调 3 个百分点。

俄罗斯通胀仍处高位，汇率、财政压力凸显。

俄罗斯通胀仍处高位，汇率、财政压力凸显。2023 年 1-2 月，俄罗斯 CPI 同比增速分别为 11.8% 和 11%，比 2022 年 12 月的 11.9% 继续回落，但速度缓慢。自 2022 年 9 月后，俄央行没有再调整利率，一直维持 7.5% 的关键利率。卢布汇率贬值至乌克兰危机前水平，俄罗斯股票市场基本稳定。2023 年以来，美元兑卢布汇率从 2022 年底的 70.34 卢布/美元进一步贬值，3 月 28 日，达到 76.57 卢布/美元，回到乌克兰危机前水平，显示出卢布汇率较大的贬值压力。2023 年以来，俄罗斯

股票市场小幅波动，基本稳定。2022 年底，俄罗斯 RTS 指数为 970.60 点；3 月 28 日，RTS 指数为 999.83 点。俄罗斯财政收支状况进一步恶化。2023 年 12 月，俄罗斯财政收入累计同比增速为 10%，财政支出累计同比增速为 25.7%，财政赤字达到 3.3 万亿卢布，为 2021 年以来首次出现财政赤字。2023 年 1、2 月，俄罗斯联邦财政收入同比分别下降 35%和 25%，联邦财政支出同比分别增长 64%和 57%，1-2 月财政赤字共计 4.2 万亿卢布。总体来看，俄罗斯财政收入增速呈现波动下降态势，财政支出增速大幅上升。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，但动能有所减弱。

巴西经济继续缓慢复苏，但动能有所减弱。2022 年 4 季度，巴西实际 GDP 同比增速分别为 1.9%，环比增长-0.2%，三年平均增速为 1.3%，均较 3 季度有所下降。其中私人消费、固定资产投资同比增速分别为 4.3%和 3.3%。2022 年全年，巴西实际 GDP 同比增速为 2.9%。2023 年 1、2、3 月，巴西制造业 PMI 分别为 47.5、49.2 和 47，较 2022 年 4 季度略有提升，但仍处于收缩区间。服务业 PMI 分别为 50.7、49.8 和 51.8，显著下降。根据巴西国家地理与统计局的调查数据，2022 年 4 季度巴西失业率为 7.9%。2023 年 1 月，巴西失业率上升至 8.4%，结束了 2022 年的下降态势，处于较高水平，也证实巴西经济复苏动能较弱。以美元计价，2023 年 1、2 月，巴西出口同比增速分别为 15.3%和-12.6%，进口增速分别为 3.5%和-6.1%，增速均显著下降，但净出口相对于 2022 年同期略有扩大。世界银行、IMF、OECD 对巴西 2023 年经济增速的预测分别为 0.8%、1%和 1.2%。

巴西通胀缓慢下降，金融市场总体稳定。

巴西通胀缓慢下降，金融市场总体稳定。2023 年 1、2 月，巴西 CPI 同比增速分别为 5.77%和 5.6%，较 2022 年 4 季度继续下降，但速度缓慢。当前巴西通胀中较高的项目主要是食品饮料、服饰、健康保健与教育。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 2022 年连续加息五次，累计加息 450 个基点，将隔夜利率升至 13.75%的高位，此后停止加息。2023 年以来，美元兑雷亚尔汇率基本稳定，一直在 5.1-5.4 巴西雷亚尔/美元之间小幅波动。2023 年以来，

巴西股市小幅下跌，BOVESPA 股票指数从 2022 年末的 109735 点跌至 2023 年 3 月 28 日的 100507 点。

印度经济继续稳步增长，货物贸易增速下滑明显，服务贸易仍强劲增长。

印度经济继续稳步增长。2022 年 4 季度，印度实际 GDP 同比增速为 4.4%，三年平均增速分别为 3.1%，其中消费同比增速为 2.1%，增速显著下降，固定资产投资同比增速为 8.3%，增长较为强劲。2022 年全年，印度实际经济增速为 6.7%。根据印度经济监测中心的统计，2023 年 1、2、3 月印度失业率分别为 7.14%、7.45%和 7.8%，与 2022 年平均失业率 7.5%基本持平。这表明，印度劳动力市场还有较大恢复空间，且就业改善并不稳定。2023 年 1、2、3 月，印度制造业 PMI 分别为 55.4、55.3 和 56.4，服务业 PMI 分别为 57.2、59.4 和 57.8，综合 PMI 分别为 57.5、59 和 58.4，显示印度经济景气度较高。2023 年 1 月印度外商直接投资为 41.3 亿美元。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降，服务贸易保持强劲增长。以美元计价，2023 年 1、2 月印度货物出口同比增长分别为-6.6%与-8.8%，同比增速显著下降；进口同比增长分别为-3.6 与-8.2%，大幅下滑，显示制造业活动有所减弱。与此同时，服务贸易却保持强劲增长。根据印度商业与工业部的数据，印度 1、2 月服务业出口分别为 322.4 亿美元和 291.5 亿美元，同比增长分别为 49.1%和 36.9%；服务业进口 157.6 亿美元和 145.5 亿美元，同比增长分别为 19%和 12.2%。可以看出，印度货物贸易增速下滑，而服务贸易保持高增长。世界银行、IMF、OECD 对印度 2023 年经济增速的预测分别为 6.6%、6.06%和 5.68%。

印度通胀仍具顽固性，央行继续小幅加息。

印度通胀仍具顽固性，央行继续小幅收紧货币政策。2023 年 1、2 月，印度 CPI 同比增长分别为 6.52%和 6.44%，结束了 2022 年 4 季度连续三个月的下降态势，较去年 4 季度平均值 6.12%有所上升，高于印度央行设定的 2%-6%的通胀区间。从 CPI 具体项目来看，印度各类产品与服务呈现出普遍上涨的特征，谷物及制品、燃料及电力、服装、教育、个人护理、家居用品及服务等同比增速均处于较高水平，住房价格同比仍未见顶，因而印度通胀具有较大的顽固性。据 IMF 预测，2023 年印度 CPI 同比增速将降至 5.1%。为应对通胀，2022 年印度央行

持续紧缩货币政策，分别于 5、6、8、9、12 月连续加息五次，累计加息 225 个基点。2023 年 2 月，印度央行再次小幅加息 25 个基点，将政策回购利率升至 6.5% 的高位。2023 年以来，印度卢比汇率相当稳定，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 1-3 月，印度股市小幅下跌，孟买敏感指数从 2022 年末的 61133.88 点降至 57653.86 点，下跌 6%。

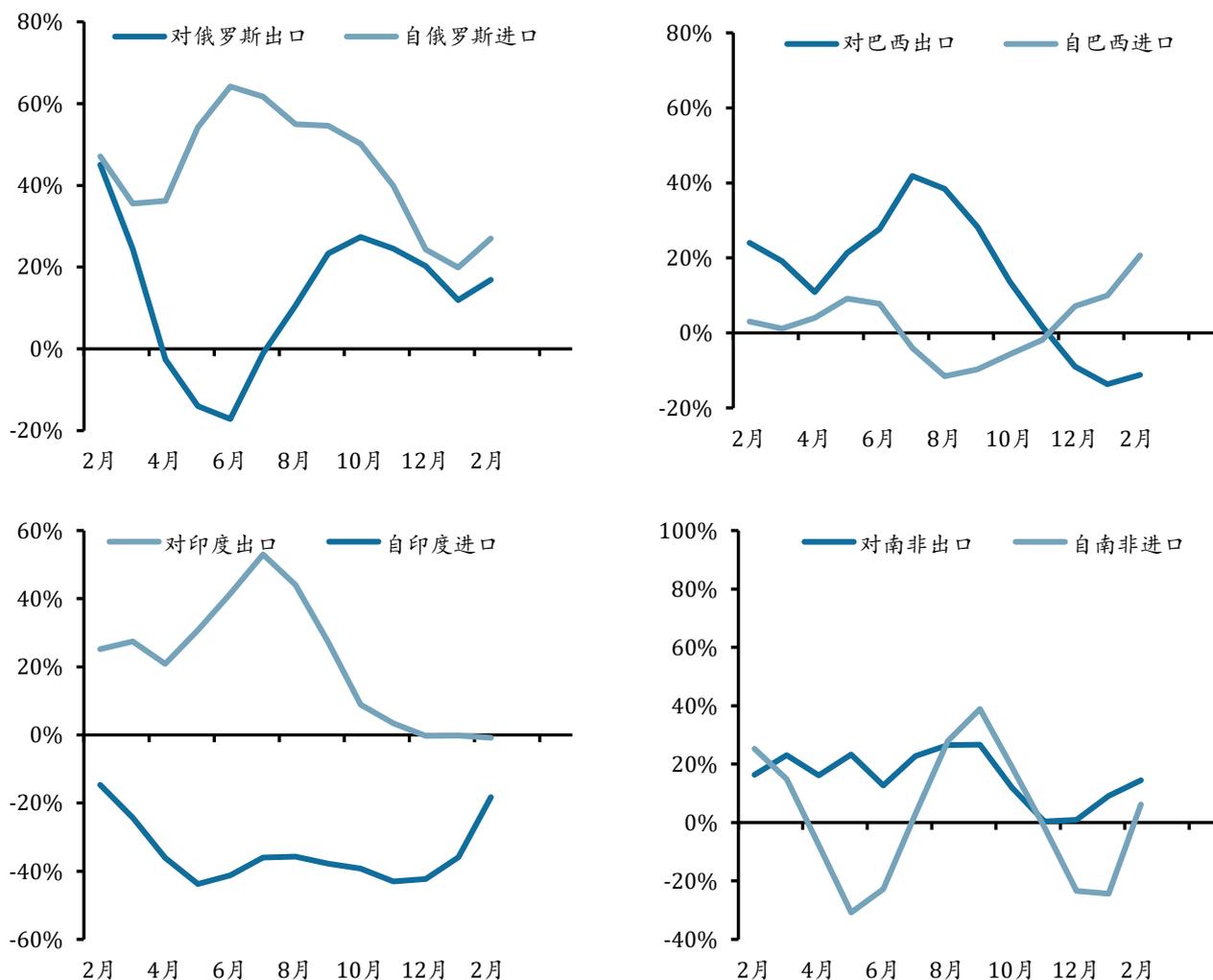
南非经济恢复动能依然不足。

南非经济恢复动能依然不足。2022 年 4 季度，南非实际 GDP 同比增长 0.92%，三年平均增速分别为-0.3%，4 季度实际 GDP 尚未回到疫情前水平。其中私人消费同比增速为 2%。投资同比增速分别为 14.6%，投资恢复较快，但仍未达到疫情前同期水平。2022 年全年，南非 GDP 同比增速为 2%，实际 GDP 首次达到疫情前水平。2023 年 1、2 月，南非制造业 PMI 分别为 49.2 和 48.9，较 2022 年 4 季度显著下降，且落入收缩区间，显示南非经济景气度有所下降。2023 年 1 月，南非出口小幅增长，进口较快增长。以南非兰特计，2023 年 1 月南非出口金额同比增长 6.1%，进口金额同比增长 28.1%，贸易逆差达到 231 亿南非兰特，为 2020 年 4 月以来首次出现贸易逆差。世界银行、IMF、OECD 对南非 2023 年经济增速的预测分别为 1.4%、1.1%和 1.12%。

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。

南非劳动力市场微弱改善，通胀压力仍大。2022 年 4 季度，南非失业率为 32.7%，较上季度下降 0.2 个百分点，劳动参与率上升 0.2 个百分点至 58.5%，仍显著低于疫情前 60% 的水平。2023 年 1、2 月，CPI 同比增速分别为 7.19%和 7.34%，低于 2022 年 12 月的 7.5%，但显然回落速度缓慢，且仍处于高位。分项来看，食品饮料与交通同比增速均显著超过 10%，仍是当前南非通胀的主要拉动因素。IMF 预测，2023 年南非 CPI 同比增速将降至 5.1%。出于对通胀压力、汇率贬值与资本外流的担忧，南非央行于 2022 年连续加息五次，累计加息 300 个基点，将回购利率升至 7%。2023 年 1 月，南非央行再次小幅加息 25 个基点，将回购利率升至 7.25% 的高位。2023 年 1-3 月，美元兑兰特汇率从 2022 年底的 16.98 兰特/美元小幅贬值至 2023 年 3 月 27 日的 18.29 兰特/美元，贬值幅度为 7.7%。

图表 24 中国与金砖国家贸易情况



数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室

注: 对进出口同比增长率进行了三月移动平均处理以减轻其波动性。

二、金砖国家与中国贸易

中国与金砖国家贸易继续增长，与俄罗斯、南非贸易较快增长，对巴西、印度贸易增长显著放缓。

中国与金砖国家贸易继续保持增长态势。2022年12月、2023年1月、2月，中国与金砖国家贸易总额同比增长分别为2.6%、3.7%和23.2%，扭转了2022年9-11月的增速放缓态势。中国与金砖国家贸易总额在中国总贸易中的比例分别为8.5%、8.7%和9.8%，持续增长，仅略低于2022年8月9.9%的历史最高位。出口方面，中国对俄罗斯、南非出口保持较快增长，对印度、巴西出口显著下降。2022年12月、2023年1月、2月，中国对印度出口同比增速分别为2.3%、-2.0%和-2.9%，对巴西出口同比增速分别为-21.4%、-7.0%和-5.2%，对南非出

口同比增速分别为 12.8%、11.2%和 19.5%，对俄罗斯出口同比增速分别为 8.3%、9.6%和 32.7%。进口方面，中国自俄罗斯与巴西进口保持较快增长，自印度和南非进口仍在下降，但下降速度大幅放缓。2022 年 12 月、2023 年 1 月、2 月，中国自俄罗斯进口同比增速分别为 8.3%、22.8%和 49.8%，延续了 2022 年以来的高速增长态势。自巴西进口同比增速分别为 25.7%、9.4%和 27.0%，较 6-8 月增速有所提升。自印度进口同比增速分别为-31.1%、-26.5%和 2.6%，增速相比 9-11 月显著回升。自南非进口同比增速分别为-25.2%、-22.8%、66.5%。

图表 25 金砖国家数据概览

实际 GDP 增速	CPI 同比增速					
	(季度同比, %)			(同比增速, %)		
	2022Q2	2023Q3	2022Q4	2022M12	2022M1	2022M2
俄罗斯	-4.1	-3.7	-	11.9	11.8	11.0
巴西	3.7	3.6	1.9	5.8	5.8	5.6
印度	13.2	6.3	4.4	5.7	6.5	0.0
南非	0.3	4.2	0.9	7.5	7.2	7.3
汇率	制造业 PMI					
	(月收盘价, perUSD)					
	2023M1	2023M2	2023M3	2023M1	2023M2	2023M3
俄罗斯	69.5927	75.4323	77.0863	52.6	53.6	53.2
巴西	5.0987	5.2072	5.0798	47.5	49.2	47.0
印度	81.7387	82.6816	82.2169	55.4	55.3	56.4
南非	17.4258	18.4803	17.8139	49.2	48.9	49.0
出口	进口					
	(同比增速, %)			(同比增速, %)		
	2022M12	2022M1	2022M2	2022M12	2022M1	2022M2
俄罗斯	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
巴西	7.8	15.3	-12.6	6.8	3.5	-6.1
印度	-3.1	1.4	0.0	-0.3	-1.0	0.0
南非	4.2	6.1	7.9	25.1	27.9	5.8
中国出口	中国进口					
	(同比增速, %)			(同比增速, %)		
	2022M12	2022M1	2022M2	2022M12	2022M1	2022M2
俄罗斯	8.3	9.5	32.7	8.3	22.8	49.8
巴西	-21.4	-6.9	-5.2	25.6	9.4	27.0
印度	2.3	-2.0	-2.9	-31.1	-26.5	2.6
南非	12.8	11.2	19.5	-25.2	-22.8	66.5

数据来源: Wind, CEIC。

中国：如何理解地方政府债务风险¹

去年以来，规模庞大的地方政府债务引起广泛关注，关于地方政府债务的讨论很容易引申到对于财政状况的判断。近年来，减税降费、经济下行和房地产市场快速探底都抑制了政府的增收能力，减收压力下对于政府赤字和债务风险的担忧会更为突出。那么，地方政府债务究竟有无偿付风险？中国还有无必要继续举债推进基础设施建设？以往地方政府债务形成的过程存在哪些问题？土地市场出现重大变化又意味着什么？上述问题并不能孤立地回答，而是要基于中国独特的国情和特定发展阶段进行系统观察和辩证施治。

一、地方债务风险是流动性问题，不是偿付能力问题

我国政府持续负债的历史始于 1980 年代。

公众对政府债务风险的关注其实不难理解，因为中国人直到住房商品化后才普遍对债务有了切身认知，至今不过 20 余年。而中国政府开始持续负债的时间也只不过比普通居民早了十多年。

1981 年，在经历了 23 年“既无内债也无外债”的时期后（1958-1980），我国恢复了国债发行。在最初，“所有人都以为 1981 年的国债发行是一次迫不得已的行为，不会第二次”（高坚，2009）²。但现实的发展超过了彼时所有人的想象，从那以后，和大多数国家一样，我国的政府债务增长从未停歇——国债开始持续发行；地方城投在 1998 年“芜湖模式”后大规模举债承担了大部分政府建设职能，形成政府隐性债务；2014 年省级政府获准自主发行地方政府债。

中国政府债务中最受关注的是地方政府债务问题。

截至 2022 年末，中国政府积累了约 60 万亿元的显性债务（中央国债约 25 万亿元，地方政府债务 35 万亿元）。与政府关联密切的地方城投有息债务余额也有近 60 万亿元，按照 IMF 的估算比例（将 2/3 的城投债务视为政府隐性债务），其中有 40 万亿元可视为政府隐性债务。所以，加总来看，中国政府的广义负债余额在 40 余年间从 0 增长到了 100 万亿元量级，这自然会引发关于债务风险的担忧。其中，最受关

¹ 本文已经发表在《财经》杂志第 5 期，2023 年 3 月 6 日。

² 高坚. 中国债券资本市场[M]. 经济科学出版社. 2009 年.

注的是地方政府债务风险，因为 100 万亿元的广义政府债务中就有 75 万亿元集中在地方层面。

地方债务并不存在
偿付能力问题。

但从资产负债角度考虑，地方债务并不存在偿付能力问题，地方债务风险主要体现为流动性风险。我国是以公有制为主体的社会主义国家，各级地方政府在负有债务的同时，也持有更大规模的国有资产。根据《国务院关于 2021 年度国有资产管理情况的综合报告》，2021 年末，地方非金融国有企业资产总额 206 万亿元，负债总额 130 万亿（城投债务包括在内），整体资产负债率是 62.8%，资产负债水平较为健康。如果算上非金融央企和全国行政事业性国有资产，全国非金融国有资产总额超过 360 万亿。如果说基于政府与城投的密切关联，在计算政府债务时，要考虑政府对城投债务的偿还责任；那么在考虑偿付能力时，自然也要考虑政府对国有资产的实际控制情况。

目前通过国有资产
化解地方债务风险
的主要模式有五
类。

目前通过政府控制的国有资产化解地方债务风险的主要模式有五类：（1）较为直接的“出租出售资产”模式；（2）“债转股”模式，引入资产管理公司（AMC）等债转股实施机构成为股东，实施机构解决债务问题后可通过债务国企或其股东回购股权、向第三方出售等方式退出；（3）国有债务主体出售股权“售股还债”模式，主要在国资体系内部进行，如贵州高速集团向茅台集团出售股权；（4）与国有金融机构协商通过借新还旧、展期等方式偿还债务；（5）资产证券化模式，主要有资产支持证券（ABS）和不动产投资信托基金（REITs）。

上述化解地方债务
风险的模式也面临
问题。

上述模式中，前两种方式均涉及国有资产流失的顾虑，“售股还债”、与金融机构协商缓债也容易产生道德风险问题并积累金融风险。而 ABS 本质上属于要还本付息的债权类产品，地方国企发行 ABS 也被限制。对于 REITs 而言，这种被寄予厚望的基础设施融资新模式也面临实际困难（吴涛等，2021）¹：一是在我国基建项目中，项目公司一般不完全拥有基础资产的所有权，所以原始权益人在发行 REITs 产

¹ 吴涛,唐德红,杨继瑞.地方政府债务风险化解的主要模式:特征、困境与破解[J].金融理论与实践,2021(05):28-41.

地方政府债务的风险主要体现为国有资产缺乏流动性，为此需要推进改革。

品时，缺乏有效的基础资产；二是大部分基建项目无法满足稳定现金流的要求；三是存在重复征税。

上述顾虑和障碍使得地方政府虽掌握庞大的国有资产，但却不能很方便地盘活国有资产降低债务风险。所以，**地方政府债务的风险主要体现在国有资产缺乏流动性**。为解决这些问题，应该在推进国企改革的基础上优化地方建设投资的融资模式。在化解存量隐性债务风险方面，国企改革要在剥离城投公益性项目的基础上推进其市场化改革，政府有责任运用各种工具化解公益性项目对应的债务；同时剥离公益性项目建设责任的后的城投公司应定位为普通国企，平等地参与市场竞争。在深化国企改革基础上，可以积极探索地方建设投资的新融资模式。一方面，缺乏现金流的公益性项目融资应通过政府信用直接提供资金。另一方面，有一定现金流的项目可通过 REITs 等资产证券化途径获得资金。这需要为 REITs 发行提供更多优质的基础资产，并尽快就 REITs 发行进行专门的税收政策调整，解除税负重、重复纳税问题。

二、中国投资效率较其他国家仍更高，基建投资仍有空间

地方政府债务大部分由于基础设施投资的融资需求产生。有观点认为中国的投资效率在不断下降，基础设施可能也趋于饱和，不应该也不必要继续加强基建投资促进经济增长。

我国基础设施建设仍存在较大空间。

其实我国的基础设施依然有较大投资空间。在传统交通基建领域，根据 Statista 的统计，截至 2021 年中国大陆有 248 座民用机场。而在 2020 年美国的公用机场就达到了 5217 个（另外还有 14702 个私人机场）。高铁建设在近年取得长足进步，但《国际统计年鉴（2021）》数据显示，我国铁路总里程 2019 年为 6.8 万公里，而美国铁路里程高达 15 万公里；我国 2019 年公路总里程为 501 万公里，同期美国为 664 万公里。也就是说，我国人口是美国的 4 倍有余、国土面积相当，但公路里程、铁路里程、机场数量仅为美国的 75%、50% 不到、10% 不到。市政基础建设也还有提升空间，停车场短缺、城市内涝是中国众

多城市发展中的普遍问题，与此相关的停车场建设、道路规划和地下管廊建设仍需加力。信息服务、新能源业态建设等“新基建”也还存在较大短板，这对创新升级也至关重要。

总体上，中国的人均资本存量明显低于美国，投资效率方面完全有很大空间可以做得更好。尤其是，如果优化基建投资的空间配置，基建投资效率还可以进一步提升。刘尚希、陆铭等学者都提出应根据人口流动的形势调整基建投资的方向。应加强对人口流入的都市圈、城市群的基础投资，对人口流出区域的增量投资应当更加审慎，避免投资的浪费。

目前中国投资效率可能依然处于较高水平。

当然也有人从宏观数据角度，批评中国的投资效率呈现逐年下降的趋势。事实上我们一直过于纠结投资效率的下降，这是纵向观察的角度。如果从横向比较来看，与其他国家比较，目前中国的投资效率依然处于较高水平。投资效率可以用边际资本产出比率(Incremental Capital Output Ratio ,ICOR)来衡量, 即新生产一个单位的 GDP，需要多少个单位的投资，该指标值越低，投资效率越高。过去 10 多年来中国的 ICOR 值在持续上升，这表明投资效率确实在不断下降。但是英国经济专家罗思义使用五年移动平均数据进行计算发现：从国际横向比较来看，无论是与发达国家和发展中国家平均水平比较，还是与世界平均水平比较，中国 ICOR 值均较低，这说明中国的投资效率在世界范围内依然处于较高水平。我们复制罗思义的方法进行了计算，结果有所不同，但大体上也验证了他的观察。

地方政府承担事权过多。

三、政府债务的问题不在规模而在结构，应优化央地支出责任，改变地方基础设施建设的融资模式

中国地方政府之所以积累了规模庞大的隐性债务，根本原因是地方政府承担保民生、保运转、稳增长等多项任务，趋近于无限责任。包括转移支付在内的预算内收入对于保障民生和政府运转都已经捉襟

当前基建融资结构
收益-成本不匹
配。

见肘，当地方政府需要通过推进基础设施建设稳增长、提供公共品时，就不得不采用城投公司举债扩张的途径。

当前基建的主体已经由传统的“铁路、公路、机场”变为了以城市市政服务为主的公共设施管理业。这意味着基建项目的潜在财务收益正在逐渐缩小。所以，中国基础设施投资的融资结构的最重要特点是低收益（甚至无收益）、缺乏现金流（甚至无现金流）的具有极高公共产品性质的基础设施建设过度依赖市场化的高成本资金（盛中明、余永定、张明，2022）¹。这种收益-成本不匹配的融资结构带来了两个结果：

一是“越贵的钱用得越多”，提高基建融资成本。如果从基建的债务融资角度看，使用资金量规模从低到高，分别是国债、地方一般债、地方专项债、企业自筹的城投债、银行贷款。但这些融资来源的成本却基本是逐级提高。

二是在稳定了名义政府债务水平的同时，提高了广义债务水平。上述融资结构虽然降低了国债和地方政府显性债务对 GDP 之比，即降低了政府的显性财政风险，但却提高了广义地方政府债务对 GDP 之比，即增加了地方政府的财政风险。这种融资结构使扩张性财政政策的财政和金融风险实现了从中央转移到地方的转移，但作为一个总体的中国经济的财政及相关金融风险水平并未降低。相反，由于这种融资结构的复杂性、不透明性、以及资金和管理成本的上升，总体而言，中国扩张性财政政策带来的财政以及相关金融风险可能不但没有减少，反而增加。

关键应优化央地支出责任，改善基础设施融资结构。

为解决上述问题，关键应该优化中央和地方间的支出责任，改善基础设施融资结构。具体而言，应该提高一般公共预算尤其是中央一般公共预算在基础设施投资融资中的比例，在债务层面，就是要提高政府显性债务尤其是国债对基建的直接支持。这要求扩大国债和地方政府一般债的发行规模（二者组成了官方赤字）。而考虑到地方政府的

¹ 盛中明,余永定,张明.如何提高财政政策的有效性[J].财经,2022(25).

财政压力，扩大的主要部分应该是国债。实际上，对于债券市场的投资者而言，国债和地方政府债的背后都是国家整体信用，并无显著区别。且中国的国债市场还不够发达。增发国债既有利于增加基础设施投资也有利于深化中国的国债市场。

四、土地财政在国民经济循环中有特殊历史作用，地方财政转型不仅是寻找新收入来源，要从国民经济循环角度来思考

土地财政在财政收支中具有重要地位。

“土地财政”在中国过去 20 余年的经济发展中扮演了重要角色。观察“土地财政”可以从财政收支为起点，但其特殊的历史作用则需要从国民经济循环中找到答案。

在财政收支角度，政府综合财力的近 40% 直接由房地产行业贡献。2020 年房地产业直接创税 2.5 万亿元，房屋建筑业税收 3396 亿元。估算 2020 年房地产用地（住宅+商服用地）土地出让收入估计为 7.9 万亿元。综合税收和房地产用地出让收入（近 11 万亿），可计算 2020 年房地产行业的直接财力贡献度（占一般公共和政府性基金预算合计收入的比重）为 38.8%。

土地财政撬动了国民储蓄向投资的转化和循环。

国民经济循环角度，土地财政撬动了国民储蓄向投资的转化、循环。在过去，尤其是发挥了将国民储蓄向基建投资转化的作用，成为中国快速发展的经济循环方式，在一定历史阶段发挥了重要作用。这一过程具体体现为：土地所有权国有和使用权市场转让制度的并行使得政府掌握了土地价值，城镇化进程中居民储蓄持续进入房地产领域使土地价值具备了稳定升值的预期，所以城投公司基于政府土地注资可以撬动数倍甚至数十倍的债务资金用于基础设施建设，带动了城市发展、信贷扩张和经济增长。

当前面临财政转型问题。

但是，当近两年房地产市场快速探底后，土地收入锐减、土地预期价值减弱后，上述模式将受到极大考验。这时，地方政府的财政转型不仅是要寻找土地出让之外的新收入来源，而是要探索一个新模式，替代或者部分替代“土地财政”在国民经济循环中的关键作用。

要从国民经济循环的高度来思考地方财政转型。

要更加注重通过提高消费与科创能力来激发市场自身的消费和投资需求。

消费和投资并不矛盾，要从两者一致性来看国民经济循环和财政转型。

要从国民经济循环的高度来思考地方财政的转型。其中的关键是要准确认识地方政府在经济发展的不同阶段的不同功能定位，在我国即将迈入高收入国家行列后，地方政府应该更在注重消费性支出，加大对民生、教育和基础科创的支持力度。在改革开放之初直到 21 世纪初，我国面临的主要是投资不足问题，地方政府在促进经济发展中的重要任务就是推进基础设施建设，在此基础上，各类市场才有增加投资的基础。所以，地方政府需要依赖土地出让收入和存量土地价值进行的综合融资、建设。

如今，我国经济总量和人均发展水平都得到了大幅提升，经济高质量发展和公众对美好生活的期望都指向消费要在经济增长中发挥更大的作用。社会最终消费由居民消费与公共消费两者构成，居民消费与社保、教育、医疗等公共性消费存在正相关关系。公共消费增长代表着公共服务质量提升，收入分配差距可以通过教育、医疗保障的均等化得以缩小，社保的健全也会提高居民的收入预期，这都会促进居民消费。此外，政府在教育 and 科创基础领域的消费性支出也是塑造科创潜力的基础，是提供经济增长新动力的关键。

当政府更加注重提高消费支出功能发挥自身作用时，通过土地价值直接促进投资的需求也会减弱。通过公共消费提振居民消费与科创实力后，会更容易激发市场自发的投资需求，促进国民经济良性循环。

当然，地方财政要从更多投资转向更多消费，这也是一个逐步演进的过程。正如前文所指出的，我国在现阶段基建投资仍然大有空间、投资效率横向来看也仍处于较高水平。不过从经济结构平衡发展、国民经济畅通循环的角度来看，财政也需要思考、处理好投资与消费的关系。消费和投资两者关系并不矛盾，消费是投资的目的，消费是满足人民群众日益增长的对美好生活需要的应有之义，尤其是教育、医疗等消费事实上也是人力资本的积累过程。我们要打破消费、投资对立的观念，更多看到消费、投资辩证统一的关系，从国民经济畅通循环的角度来思考地方财政的转型。

全球金融市场：金融脆弱性上升，美联储加息节奏放缓

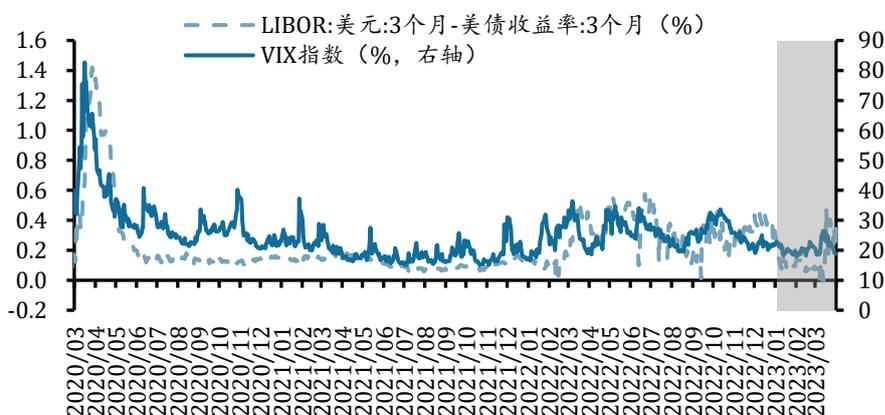
2023年1季度，美欧数家银行陆续爆发破产危机，全球金融脆弱性上升，黄金大涨，美联储加息节奏明显放缓。2月、3月，美联储分别加息25bp，美国联邦基金目标利率达到5%。美元继续贬值，其他主要经济体货币均有升值。全球股市继续回升，金融市场开始交易经济衰退预期，主要经济体长期国债收益率均在1季度后半段出现回调。主要央行多暂缓加息，但停止加息也未阻止新兴经济体货币市场利率中枢继续抬升。预计未来全球通胀、货币政策不确定性上升，金融市场将加剧调整。在加息背景下，中小银行破产、资产违约等金融风险事件仍可能发生。继续关注部分经济体流动性风险、债务风险以及美债流动性枯竭风险。

一、全球金融市场总体情况

全球金融脆弱性上升。

2023年1季度，美欧数家银行陆续破产，美联储加息明显放缓，风险资产和安全资产齐涨。1季度，美欧金融风险事件频发，硅谷银行破产、瑞信集团被收购。受金融风险上升，美联储加息明显放缓。美联储主席鲍威尔在议息会议后表示，最近的银行业动荡可能导致对家庭和企业的信贷供给收紧，进而影响经济增长，但也重申了遏制通胀的决心。1季度，美联储累计加息50bp，鲍威尔在3月加息会议后透露出加息节奏将放缓的信号。美元贬值，其他主要经济体货币均有所升值。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、价格继续下跌。受美元贬值和金融市场风险上升影响，黄金价格环比大涨9%。1季度，原油下跌，铜价上涨。

图表 26 全球金融市场风险状况图

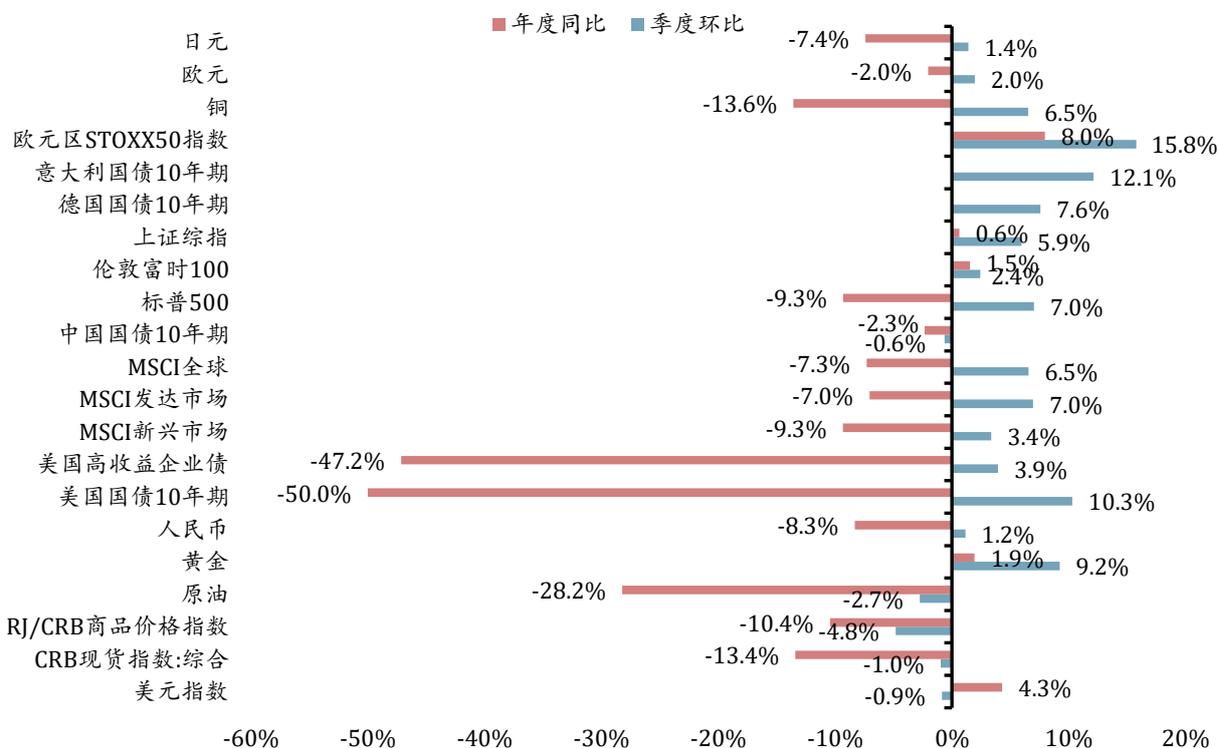


数据来源：数据来自Wind数据库。阴影部分为2023年第1季度。数据来自Wind数据库。阴影部分为2023年第1季度。

银行业风波尚未对金融市场流动性和波动性造成持续冲击。

受美联储流动性救助影响，VIX 指数和 TED 利差均在 3 月冲高后回落。1-2 月，美元流动性和美股市场整体表现平稳。3 月，受银行业破产风波影响，TED 利差由 0bp 附近迅速上升至 30bp 以上，美股波动性迅速上升。后随着美联储及时救助，设置新的流动性工具向风险银行提供流动性，通过货币互换满足全球金融市场美元流动性需求，美元流动性改善，TED 利差迅速回落，VIX 指数也下降至 20% 的较低水平。

图表 27 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 3 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。

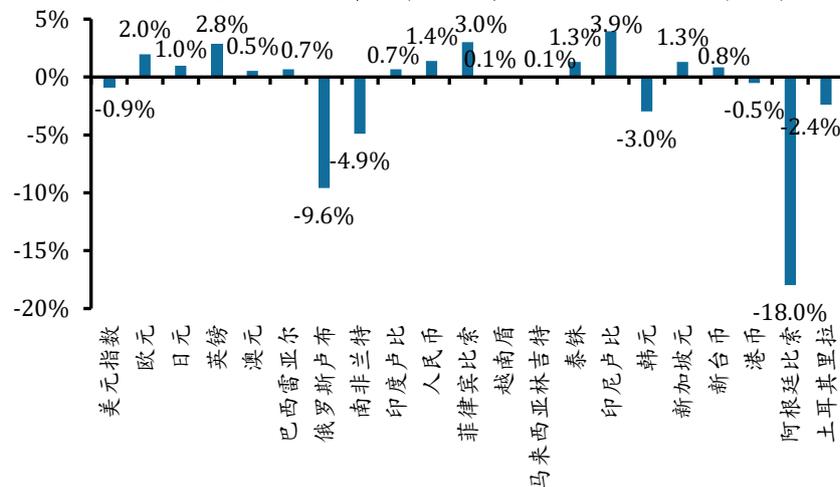
二、全球金融分市场运行态势

美元贬值，其他主要经济体货币汇率多回升。

美元指数仍下跌，其他主要经济体货币多升值。1 季度，美元季末较上季度贬值 0.9%，平均汇率回落较上季度贬值 4.34%。受美元贬值影响，其他主要经济体货币均温和升值。按季末值，人民币 1 季度升值 1.4%；按平均值，人民币季度升值 3.43%。发达经济体中，欧

元、日元、英镑分别升值 2%、1%、2.8%，环比升值幅度小于 2022 年 4 季度。新兴经济体中，东南亚经济体货币依然表现较佳。巴西、俄罗斯、阿根廷、土耳其货币贬值。

图表 28 主要发达和新兴经济体季度汇率波动幅度（2023 年 1 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 3 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。

主要经济体股市 上涨。

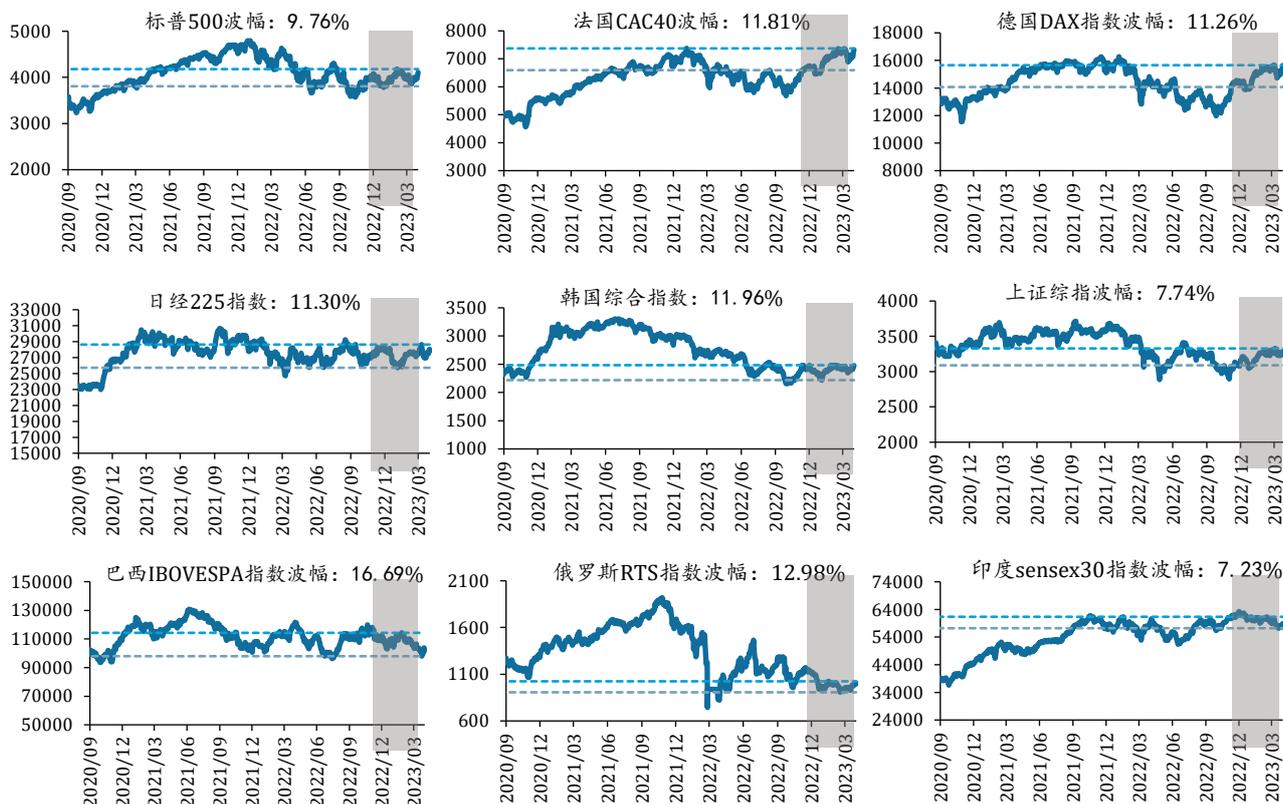
主要经济体股市上涨。受发达经济体加息节奏放缓影响，主要经济体股市继续回升。标普 500 指数上涨 3.5%，季内波幅达 9.8%。上证综指上涨 6%，季内波幅达 7.7%。欧洲股市大幅上涨，法国 CAC40 指数、德国 DAX 指数分别上涨 8.8%、8.5%；季内波幅高达 11.8%、11.3%。东亚股市继续上涨，日本、韩国、中国股市分别上涨 4.1%、3.9%、6.1%。俄罗斯股市上涨 2.5%，季内波幅达 13%。印度和巴西股市下跌。1 季度印度 sensex30 指数下跌 5.2%，季内波幅 7.2%。巴西股市下跌 8.3%，季内波幅超过 16%。

主要经济体加息 节奏放缓，但货 币市场利率中枢 均在抬升。

主要经济体加息节奏放缓，货币市场利率中枢普遍抬升。1 季度，美联储加息 50bp，欧央行加息 100bp。日本央行放宽收益率曲线控制的上下限，日本货币市场一度提升至 0.04% 的正利率水平，但随后又回到负利率区间。新兴经济体中，印度央行也减缓加息步伐，4 月印度央行暂停加息，将基准利率维持在 6.5%；3 月俄罗斯央行的基准利率也维持在 7.5% 不变。1 季度，中国人民银行未调整政策利率，货币市场利率继续在利率走廊内宽幅波动。虽然不同经济体货币政策

取向不同，但总体来看，或受美欧银行危机冲击的影响，主要经济体的货币市场流动性还是均略有收紧，货币市场利率中枢均有所抬升。即便是政策利率并未调整的中国，1 季度 shibor 隔夜平均利率达到 1.64%，较 4 季度平均抬升约 35bp。

图表 29 全球主要发达和新兴经济体股市季内波动（2023 年 1 季度）



**主要发达经济体
长期国债收益率
上升后回调。**

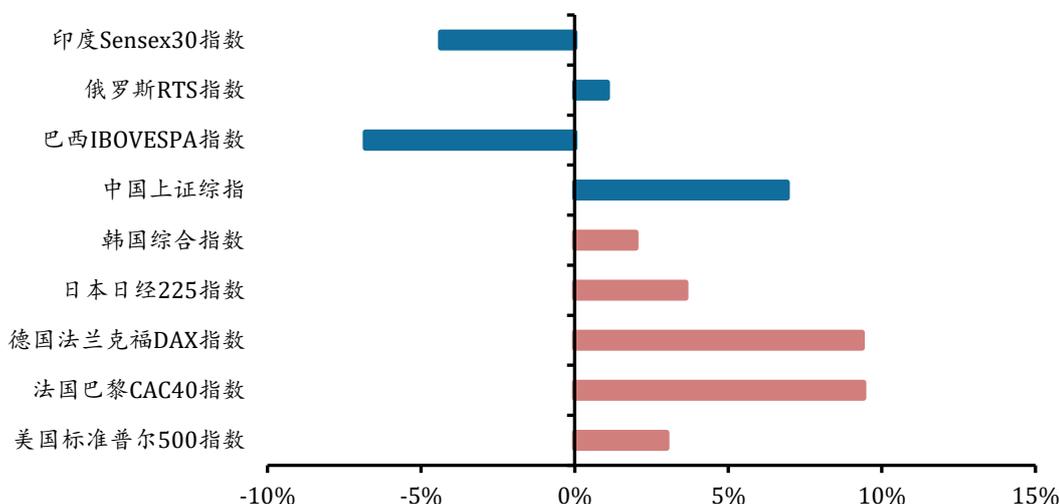
主要发达经济体长期国债收益率上升后回调。由于主要央行仍在加息，美国、欧洲的长期国债收益率普遍继续上升。但美欧银行倒闭风波之后，美联储加息幅度明显放缓，市场衰退预期升温，美、欧主要经济体的十年期国债收益率季内出现了较长时间的趋势性下行回调。其他主要经济体长期国债收益率也呈现出类似的走势，全球债券市场开始交易经济衰退预期。

**快速加息背景
下，美欧银行业
频发危机。**

近期，美欧金融风险事件频发。美国银门银行、硅谷银行、签名银行等相继倒闭，第一共和银行也传出流动性危机，股价暴跌 80%；百年银行瑞士信贷负面新闻发酵，因挤兑和股东撤资风险上升被瑞银

以 30 亿美元的低价收购。除此以外，还出现了英国养老金爆雷、黑石集团遭遇挤兑、黑石集团 MBS 违约等事件。

图表 30 全球主要发达和新兴经济体股市季度涨跌幅（2023 年 1 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 3 月 31 日。图中红色柱为发达经济体，蓝色柱为新兴经济体。

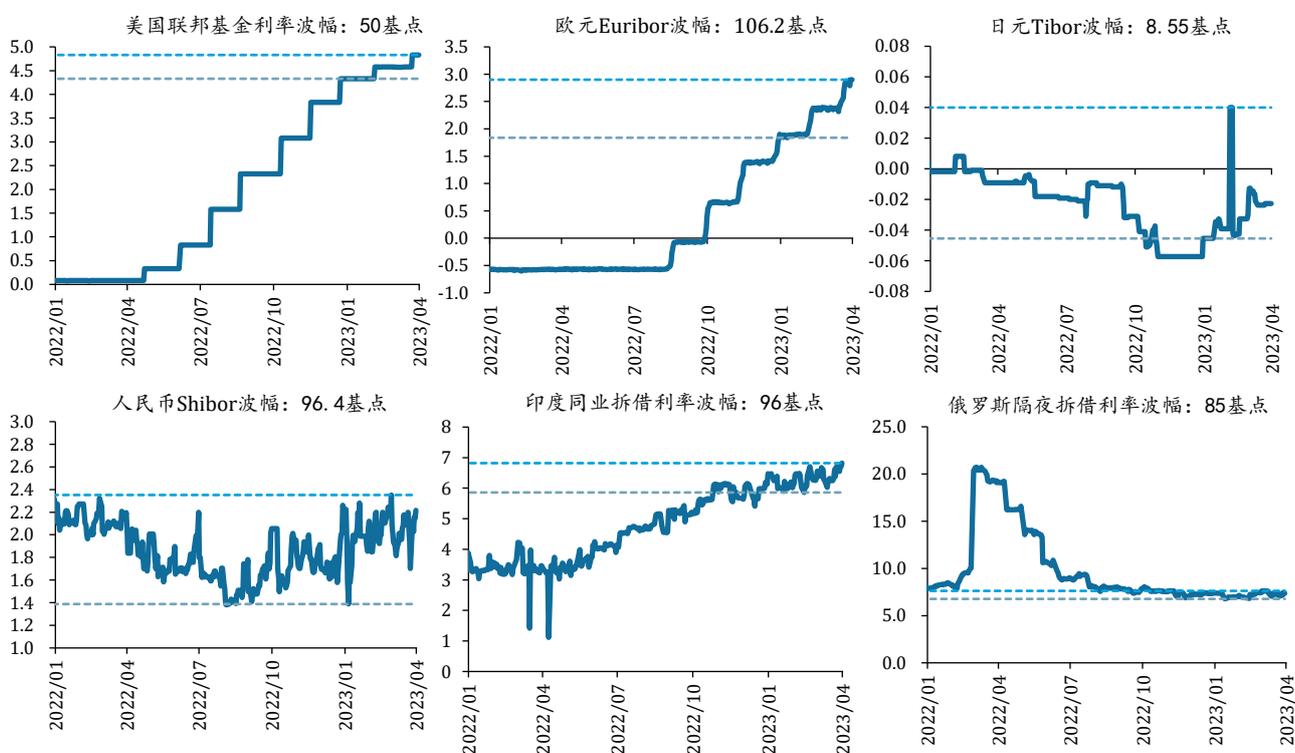
图表 31 主要发达和新兴经济体季度平均汇率走势一览

		2023 年 1 季度	2022 年 4 季度	升值幅度
主要发达经济体	美元指数	103.43	108.12	-4.34%
	欧元	1.07	1.02	5.20%
	日元	132.34	141.36	6.38%
	英镑	1.22	1.18	2.97%
	澳元	0.68	0.66	3.67%
金砖国家	巴西雷亚尔	5.20	5.26	1.13%
	卢布	72.82	62.54	-16.43%
	南非兰特	17.76	17.61	-0.83%
	印度卢比	82.22	82.19	-0.04%
	人民币	6.85	7.09	3.42%
东南亚	菲律宾比索	54.88	57.36	4.32%
	越南盾	23618.57	23631.51	0.05%
	马来西亚林吉特	4.39	4.57	3.97%
	泰铢	33.94	36.37	6.67%
	印尼卢比	15234.45	15571.52	2.16%
东亚	韩元	1275.68	1356.53	5.96%
	新加坡元	1.33	1.39	4.13%
	新台币	30.41	31.35	3.01%
	港币	7.84	7.82	-0.24%
其他	阿根廷比索	192.68	162.51	-18.56%
	土耳其里拉	18.87	18.61	-1.40%

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。

这类金融风险事件爆发的根源基本可以归纳为利率快速上升背景下金融机构负债端流动性问题，资产端资产质量恶化（瑞信集团重要客户贷款违约）或流动性下降导致资产打折问题（比如硅谷银行持有的美债在利率上升时难以变现）。同时，需要格外关注到，这类倒闭银行的账面资本充足率在风险事件爆发前是充足的。这说明了，即便在巴塞尔协议三的约束下，银行满足账面上的监管要求，但在恐慌情绪渲染下，不排除银行乃至全球系统重要性银行出现大规模挤兑风险和股东撤资风险，引发流动性危机和资本迅速下降可能，进而面临破产风险。

图表 32 全球主要发达与新兴经济体货币市场走势一览



注：同上。

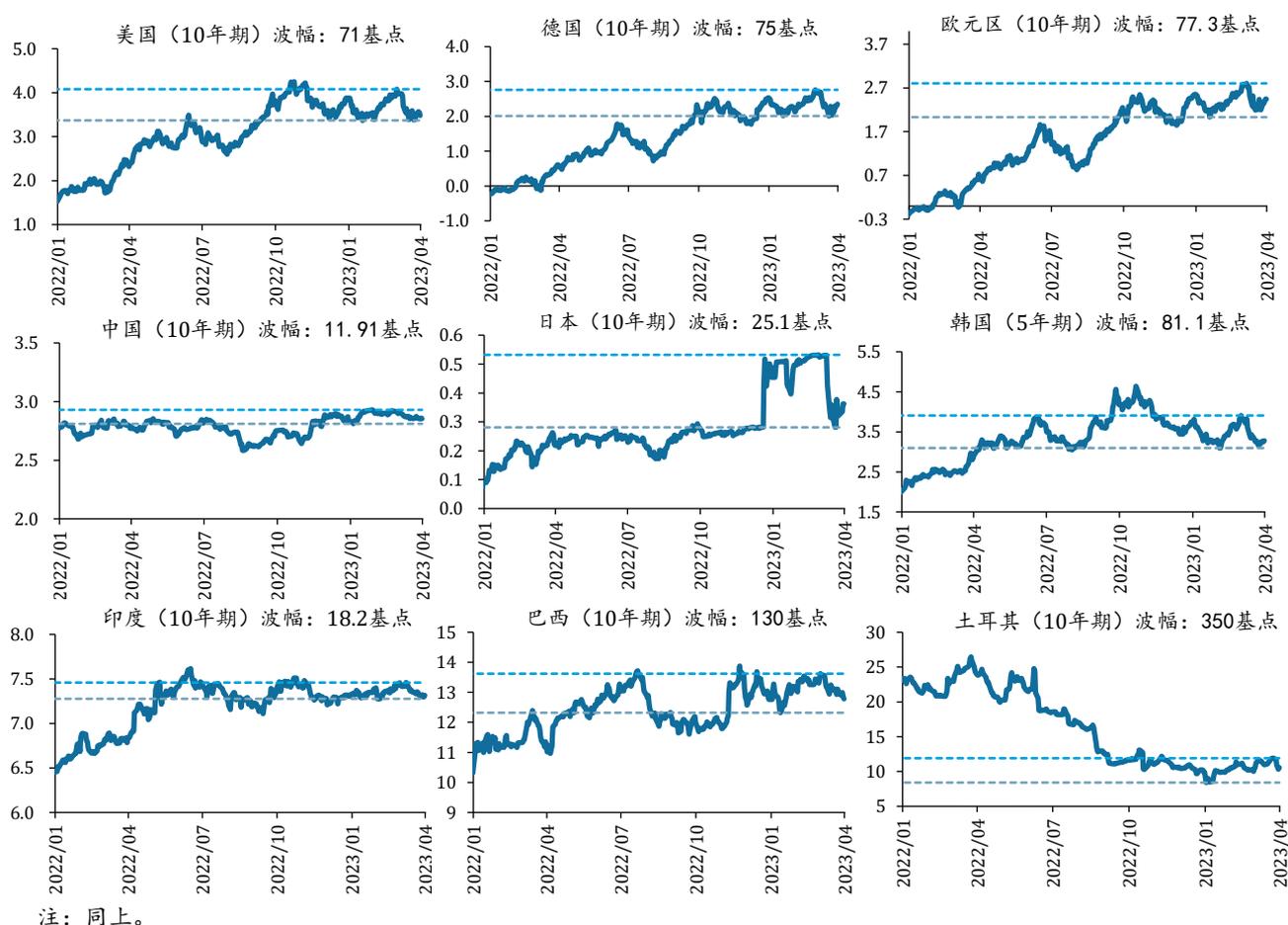
三、全球金融形势展望

全球金融市场将加剧调整。

通胀、利率预期不确定性上升，全球金融市场将加剧调整。2022年，受美联储加息影响，除美元指数以外，主要经济体股票、债券等金融资产价格均出现大幅下跌。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。近期美欧银行业频繁暴雷使得美联储加息节奏有所放缓，但在高通胀压力下，当前美国、欧洲

等发达经济体央行也难以放松金融条件，相关经济体衰退预期也将升温。美联储需要在高通胀、金融风险上升、衰退风险之间进行权衡，政策不确定性上升。摩根斯坦利的报告认为，美国经济增速放缓，目前美国上市企业盈利预期有较大幅度的下修风险，最终可能低于当前水平 15%-20%左右。面对高通胀、高金融风险、高衰退风险，美联储货币政策预期频繁摇摆波动，全球风险资产价格的风险溢价将会上升，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长期国债市场走势一览



在加息背景下，预计此类银行破产或资产违约的风险事件还会继续发生。银行挤兑风波暴发后，引发挤兑的因素并未消失。高通胀下，美联储难以放松金融条件，风险资产质量将继续恶化，企业、居

预计银行破产或资产违约等金融风险事件仍会发生。

民贷款的违约可能性都在上升，美债安全资产的流动性枯竭、资产打折也难以解决，而负债端的流动性流失似乎在风波后愈演愈烈。

一是伴随着名义利率不断上升，商业银行资产端质量继续下降。近两年，在高利率、疫情、地缘政治风险等多重冲击下，银行部分客户盈利恶化、贷款违约概率上升。根据美国法院行政管理局数据，2022年下半年起，美国企业申请破产数量同比增速由负转正，并呈现上升势头。美联储数据也显示，截至2022年4季度，美国信用卡拖欠率已经连续5个季度持续上升；同时，美国居民占可支配收入的比例降至4%左右的历史低位。美国通胀仍处高位，美联储至多暂停加息，并不会轻易放松金融条件。高利率下，银行资产质量可能继续恶化。

二是美联储持续加息预期较高的情况下，安全资产流动性迅速下降，部分银行在低利率时代的资产负债配置模式难以持续。在低增长、低通胀、低利率时代，考虑到信用资产违约风险，部分中小银行资产端增配了高流动性高安全性的债券资产（比如美债）。美国金融部门资产端美债占比从2007年的3.7%升至2022年2季度的11.5%。但近几年受市场环境和监管条件等多因素影响，美债市场深度降低，经常面临流动性枯竭问题。在一些特殊时刻（如2020年3月疫情暴发之际、此次美联储激进加息过程中），机构过量抛售美债，美债市场流动性迅速下降，流动性溢价上升、市场价值明显打折。从2021年7月至2023年3月，美债市值已经折损4.2万亿美元，相当于目前美债总市值的1/8或可交易美债市值的1/6。根据NBER的测算，美国银行资产的市场价值比账面价值低2万亿美元，按市价计算的银行资产较账面价值平均下降了10%，部分甚至下降了20%。美联储激进加息使得银行难以及时调整其资产负债配置，如果此时银行负债端面临流动性风险，资产端可能难以迅速足额变现以应对暂时的兑付需求，挤兑危机就会爆发并发酵蔓延。

三是移动互联网时代恐慌情绪更容易得到传播和放大，同时鲜有国家的存款保险能够承诺全额担保，银行挤兑风险较十年前迅速上

升。此次美欧银行倒闭背后都离不开“负面信息迅速传播—资产价格下跌/融资困难—挤兑风险上升”的新型风险传染链条。根据 NBER 的预测，即使只有一半的无保险存款人决定提款，也有近 190 家银行面临潜在破产风险，可能有 3000 亿美元的被保险存款面临风险。受美国多家银行关闭的影响，美国储户对银行业的信心出现动摇，开始大量从银行提取存款。美联储公布的最新数据显示，到截至 3 月 15 日的一周时间里，美国银行存款总共流失近 1000 亿美元，其中小型银行的存款总额流失 1200 亿美元。美联储连续九次激进加息导致美欧银行业陷入危机，根据摩根大通的估算，从 2022 年以来，美国“最薄弱”银行存款金额可能共计流失大约 1 万亿美元，其中约半数存款外流发生在美国硅谷银行被接管之后。

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。

欧洲债务风险依然是 2023 年的“灰犀牛”事件。

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，且意大利等南欧国家的主权债务风险溢价仍在高位，欧洲爆发货币危机、流动性危机甚至债务危机的可能性依然存在。

四、跨境收支总额、涉外收款、对外支出齐降

2023 年 1 季度前两个月，银行代客涉外收入、对外付款分别为 9159.0 亿美元和 8845.5 亿美元，涉外收入同比下降 8.3%，对外付款同比下降 6.5%，相比 2022 年 4 季度，涉外收入、对外支出呈下降趋势。跨境收支呈衰退性顺差，顺差金额为 313.5 亿美元。银行代客涉外收入与支出总额为 1.8 万亿美元，同比下降 7.4%，相比上一季度同期下降 5.4%。

从境内银行代客涉外收付款的分项看，2023 年 1 月、2 月经常项目顺差规模相比上季度同期收窄 37.0%，顺差规模为 352.4 亿美元，相比于去年同期下降 34.1%。从细项看，货物贸易顺差规模下降，服务贸易逆差扩大，收入项逆差有所收窄。1 季度前两个月，货物贸易顺差相比于上季度前两月下降 4.9%，至 617.8 亿美元；服务贸易逆差相比上季度同期扩大 134.7%，至 101.4 亿美元；收入项逆差为 163.9 亿美元，相对于 4 季度前两月收窄 53%。

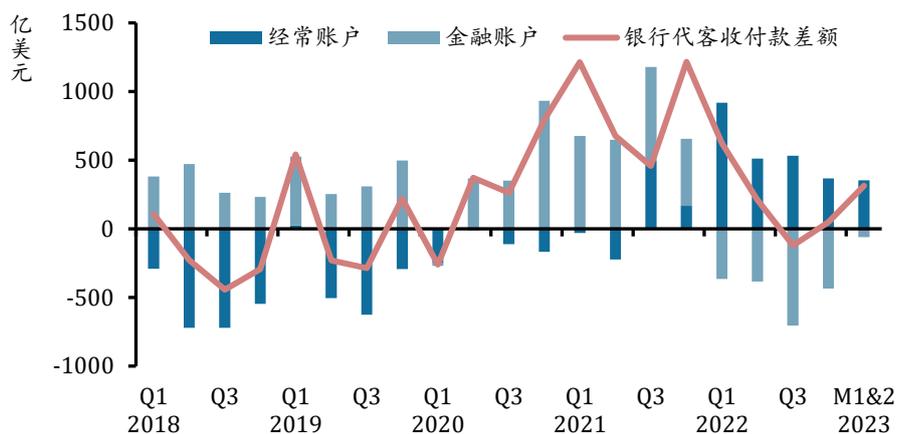
银行代客涉外收付款资本和金融项目逆差相比上季度同期有所收窄，1 季度前两个月的逆差规模为 60.6 亿 484 亿美元，相比于 4 季度降低 423.4 亿美元。从细项看，直接投资逆差扩大、证券投资和其他投资由逆差转为顺差。其中，直接投资由上季度同期的 62 亿美元的逆差增加至 143 亿美元，2022 年同期直接投资项下为顺差 202 亿美元；证券投资由上季度同期的 351 亿逆差转为 74 亿顺差；其他投资项逆差由上一季度前 2 个月 71 亿美元美元的逆差转为 7.9 亿顺差。

1 季度银行代客涉外收入、对外付款同比、环比齐降，跨境收支呈衰退式顺差。

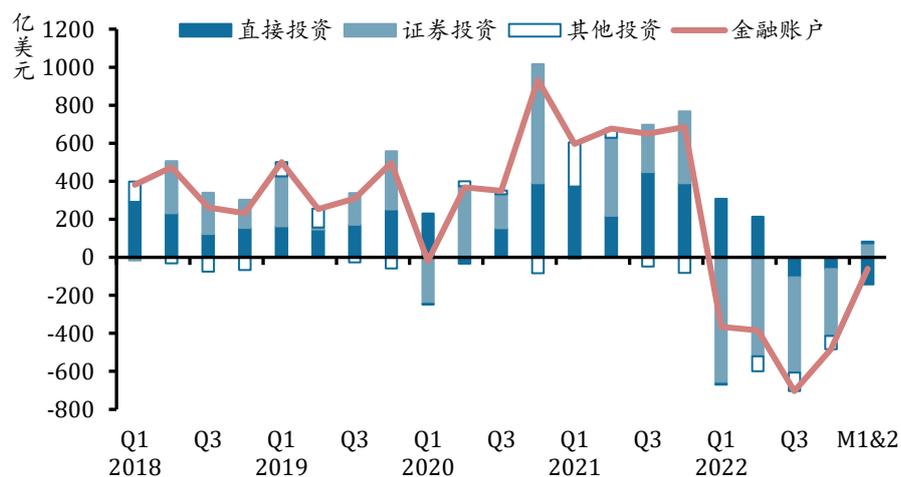
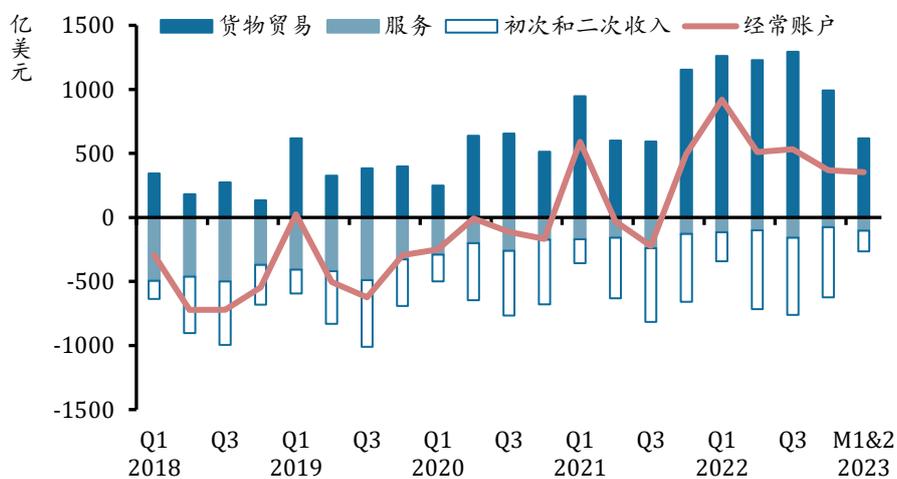
银行代客收付款经常项目顺差较上季度同期收窄。其中货物贸易顺差继续下行，服务贸易和收入项由逆差转为顺差。

银行代客涉外收付款资本和金融项目逆差规模有所收窄，直接投资持续逆差，证券投资和其他投资项由逆差转为顺差。

图表 34 银行代客收付款分项结构



数据来源: Wind。



银行结售汇呈小幅顺差，银行结汇、售汇金额均在反弹，售汇金额上升更快。银行自身结售汇由顺转逆，银行代客结售汇由逆差转为顺差。

人民币计价的银行代客收付款逆差规模继续扩大。

2023年1月、2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、售汇金额相对于上季度前两个月反弹，售汇规模增长更快。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1月、2月由上季度同期的顺差转为逆差，逆差规模为16.4亿美元。银行代客结售汇由逆差转为小幅顺差，顺差规模为22.7亿美元。在结售汇意愿方面，2023年1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2.2个百分点，至65.7%，售汇率下降1.4个百分点，至68.4%。

境内银行代客收付款的人民币跨境收支由净流出转为净流入，由上季度377亿美元的净流出规模转为1季度前两个月78亿美元的净流入规模。人民币业务计价的银行代客涉外收入由上季度同期的3944下降至3937.7亿美元，下降0.2%，在银行代客涉外收总额中占比为43.0%，较上季度同期上升1.1个百分点；人民币计价的银行代客支出由上季度同期的4321亿美元下降至3859.6亿美元，下降10.7%，在涉外支出总额中占比为43.6%，与上季度同期下降1.4个百分点。

大宗商品市场：强预期落空和风险事件压制价格

2023年1季度主要大宗商品普遍经历了先涨后回落的走势，和年初中国开放带来的利好预期及随后欧美金融风险事件频发带来的压力有关。1季度CEEM大宗商品价格指数环比下降10.3%，同比下降6.0%。对价格形成较大拖累的是原油和煤炭等能源产品，其中原油价格下降11.3%，煤炭下跌37.1%。在低库存和钢企乐观情绪推动下，铁矿石和钢材价格反弹，其中铁矿石显著反弹22.3%。有色金属价格剧烈波动，伦铜价格季度环比上涨，但波幅较大；铝价微跌。玉米小麦联动下跌。大豆下跌6.3%。

一、大宗商品总体价格走势

1季度大宗商品普遍经历高预期、弱现实的挑战，在预期未兑现、风险显现后价格下跌。

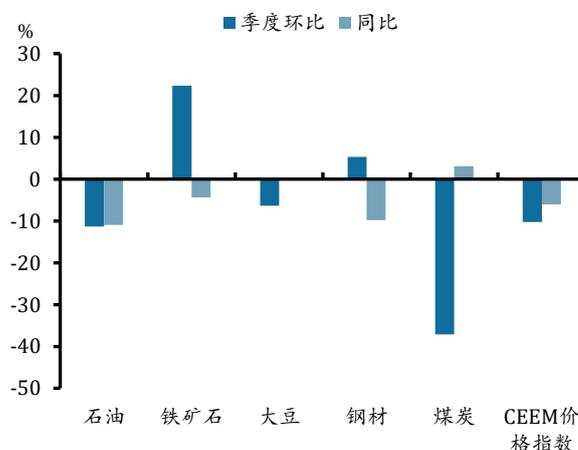
2023年1季度CEEM大宗商品价格¹季度均价环比下跌10.3%，连续第三个季度下跌，且跌幅扩大。除美联储坚定加息紧缩外，中国开放后复苏弱于预期、春节效应以及欧美金融业风险事件频发也使大宗商品价格承压。原油价格当季下跌11.3%，煤炭下跌37.1%。受中国基建利好和房地产好转刺激的铁矿石和钢材价格反弹。有色金属价格波动较大，农产品普遍下跌。

图表 35 1 季度大宗商品价格持续回落



数据来源：CEIC, 世界经济预测与政策模拟实验室

图表 36 1 季度能源商品下跌，黑色系上涨



数据来源：CEIC, 世界经济预测与模拟实验室

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。

二、主要大宗商品供求情况与价格走势

原油 1 季度价格表现显著弱于市场预期，直到 2 季度初才因 OPEC 减产反弹。

2023 年 1 季度布伦特原油均价约 82 美元，符合我们上季报 75 美元-90 美元的预测，且季度的价格波动幅度基本落在该区间。

总体来看，1 季度油价走势疲弱，在强预期弱现实的驱动下高开低走。季度初，在中国重新开放的刺激下，布伦特油价一度反弹至 88 美元的高点，同时市场担忧欧盟对俄罗斯海运油品的全面禁运会大幅推高油价。但随后，由于中国复苏进度不及预期，加上欧美银行业风险事件频发，美国释放战略储备推高原油库存水平，油价连续承压下行。俄罗斯尽管受到严重制裁，但通过转向非欧盟国家，仍然保持良好的出口水平，稳定了市场供给。

另一方面，期货市场风险偏好显著下降，流动性衰减，也导致油价疲弱。直到 2 季度初，OPEC 国家为了抵消衰退预期带来的价格压力，进一步减产，才使得油价反弹至 85 美元上方。

图表 37 油价 1 季度下探，2 季度反弹



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 38 OPEC 产量回落并稳定在相对低位



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

1 季度新兴市场增量需求被俄罗斯出口转向所承接，成为市场价格最大的稳定器。

2023 年初，市场分析师普遍预测在中国开放的利好支持下，油价会大幅上涨。高盛等机构甚至给出了 100 美元的目标价格。除了中国开放以外，疫情导致的长达数年的油气开采投资滞后、OPEC 产量控制以及欧洲全面对俄罗斯原油禁运等因素，似乎都能支撑油价大幅上涨。

在上份季报中，我们相对市场更为保守，认为油价虽然有支撑，但缺乏快速上涨的基础。事实上，1 季度油价不升反降，疲弱程度超出市场总体预期，也在一定程度上弱于我们的预期。

1 季度油价弱于预期的原因有多方面。季报所预期到的压力因素为，中国、印度等新兴市场国家复苏程度虽然好于欧美，但原油需求反弹的增量被俄罗斯乃至沙特所承接。俄罗斯被全面禁运后更有动机通过中、印市场弥补财政损失，以支持战争的巨额开支。该部分原油价格相对低于市场价格。

3 月份以来，俄罗斯在对中、印的支持下，原油出口已经反超乌克兰战争前水平。根据出口跟踪数据，目前中、印采购了俄罗斯 90% 以上的原油产品，各自采购规模达到 150 万桶每日，完全替代甚至反超了制裁前欧盟的地位。其中印度的采购规模上升最快。2021 年印度仅从俄罗斯采购其进口量 1% 的原油，目前这一数字已上升至 51%。3 月份采购规模一度飙升至 190 万桶每日。

另一方面，欧盟在自身经济疲弱、暖冬和新能源替代的支持下，降低了对俄罗斯的依赖，渡过能源赤字最艰难的时刻，带动 1 季度油价回落。过去的冬天是有记录以来欧洲第二温暖的冬天。

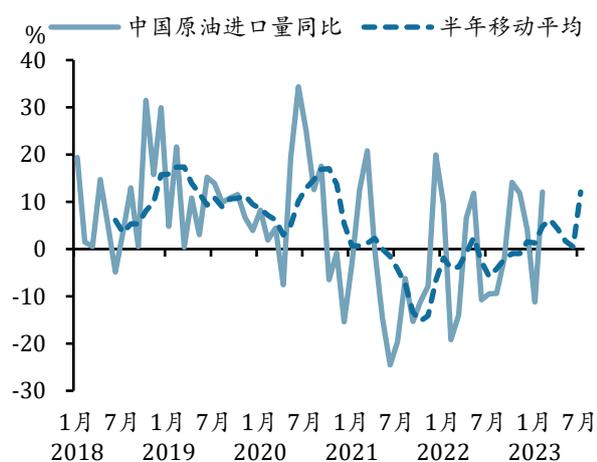
季报未预期到的压力因素为，中国经济复苏进度未及预期，国际航班仍远未恢复至疫情前水平，使得航空燃油需求处于低水平。美国和欧洲银行业风险事件频发，硅谷银行和瑞士信贷的危机导致市场风险偏好下降，波及了期货市场的流动性，资金离开大宗商品交易市场。

具体而言，中国开放后整体需求稳健复苏，但幅度未及预期，且前期能源产品储备相对充足，导致煤炭、石油增量需求尚未完全体现，价格承压。同期叠加春节影响。1 季度煤炭价格下降近 40% 侧面印证了该点。在终端需求上，工业制造作为最大的石油消费部门，虽然反弹势头良好，但仍需时间作用于上游。官方制造业 PMI 中生产指数在 2 月份才回升至枯荣线上方。在交通运输这一消费部门中，中国

3 月份国际及地区客运航班航班量仅恢复至 2019 年同期 30% 的水平，且新能源车销量强劲增长，边际上对油车使用持续替代。

另一方面，欧美银行业风险事件频发，对市场总体风险偏好有影响。以美国交易的 WTI 期货为例，当前市场总持仓仅为 2021 年高点 的 75% 左右，且利率上升遏制了杠杆交易。在流动性下降的情况下，市场交易氛围清淡。

图表 39 中国原油进口开始反弹，逐步走出萎缩区



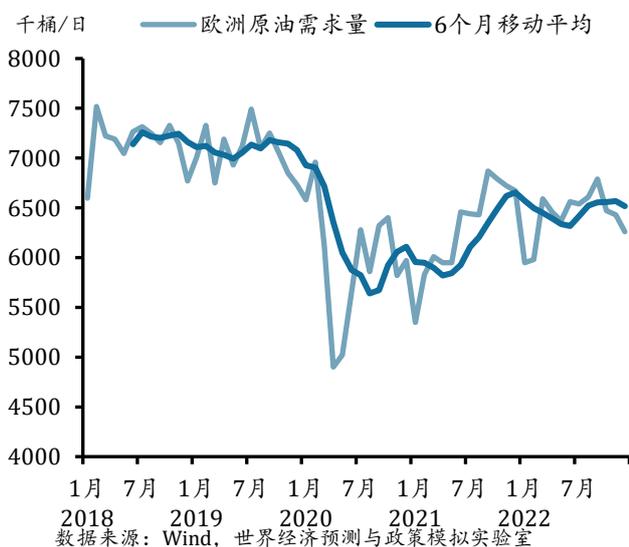
数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 40 美国原油净进口持续低迷



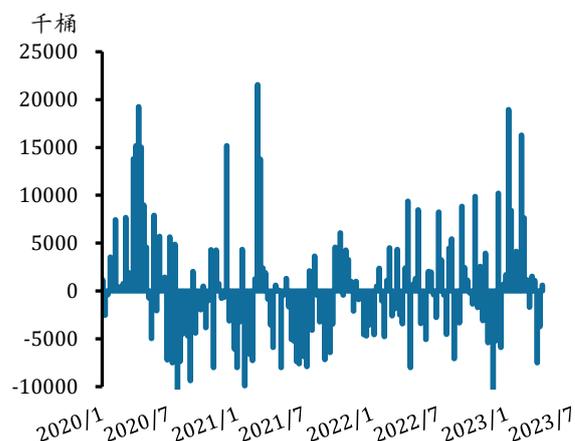
数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 41 欧洲原油需求企稳



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 42 美国商业原油库存在大幅上涨后开始回落



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

当前全球油价供需水平处于高度敏感的时刻。1 季度油价在 3 月 前窄幅震荡，反映出的并非风平浪静，而是市场在极端不明朗的情况

当前油价处于相对敏感的时刻，很容易对风险事件和边际变化做出高波动的反应。价格中枢大概率上移，但依旧很难出现大幅飙升的局面。

下处于观望状态。3 月后中国复苏进度不及预期和欧美银行业暴雷，成为现实，给予了方向上的清晰指引，油价迅速下降。但 4 月份后 OPEC 减产又迅速抬升油价，市场开始考虑中国持续复苏和美联储立场软化的可能。这反映出的市场特点为，在流动性缩小的情况下，现实事件冲击对短期市场情绪有较大影响，后续波动性可能扩大。

当前原油市场面临着几个不确定因素，我们认为随着这类因素逐步明朗化，油价会在震荡中寻找新的均衡点。每个因素的明朗化会有对应的指标或标志性事件作为信号。

第一，中国经济复苏节奏未明朗。我们认为复苏趋势不改，但节奏会拉长。市场不会如此前所预期带来报复性反弹。我们预计一旦国际航班显著恢复，会对油价形成刺激，带来一波上涨。如 PMI 生产指数持续保持在枯荣线上方，也会推动油价上涨。

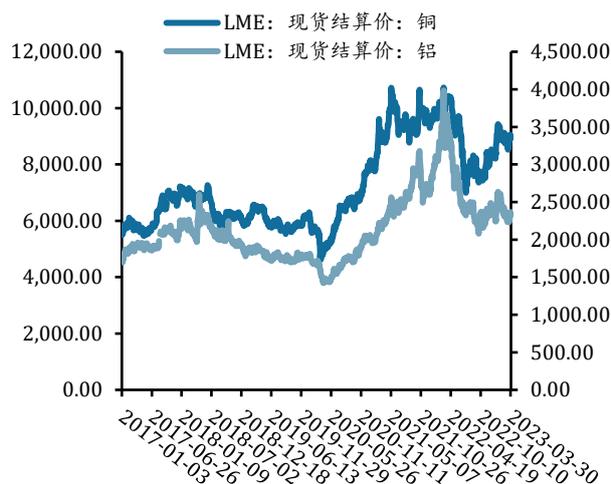
第二，俄罗斯出口未有明显缩减，甚至回到了乌克兰战争之前水平。该趋势仍将持续一段时间，因战争形势未明，俄罗斯财政需求高企，而可出口客户群有限。和上季度预期相似，我们认为该因素是年内油价的稳定器。一旦俄乌战争取得突破性进展，双方达成和谈协议，短期内可能反而助推油价上涨。原因一是俄罗斯出口量已经回到战前水平，制裁短期内难以撤销，停战不意味着供给净增量。原因二是停战可能会提升风险偏好。

第三，OPEC 减产和执行幅度未知，OPEC 的战略意图未明。2 月份 OPEC 意外宣布减产 160 万桶，推升国际油价。实际上由于 OPEC 未完全执行减产，在基准线的影响下，实际产量下降不会完全达到 160 万桶。但考虑到 OPEC 在俄罗斯退出欧洲市场以及美国页岩油开采率下降的背景下，市场影响力大大增强，OPEC 会通过产量控制对油价形成托底。

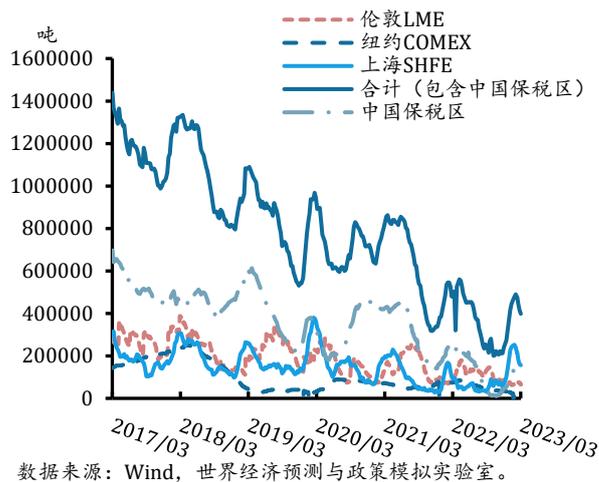
第四，发达国家仍有较大衰退风险，但程度未明。发达国家面临衰退压力，且美联储货币政策节奏未明，都对油价形成边际上最大的扰动。当前发达国家深度衰退的概率有限。如发达国家实现软着陆，或美联储立场走软，可对油价形成较强的刺激。

从上述的分析可见，油价在边际上向上的概率更大，下限则由 OPEC 产量决定。在该市场结构下，如年内不再有明显的风险事件，油价存在较强的托底，价格中枢会逐步上移。但我们仍然认为反弹幅度可控，全球经济现状、美国的高自给率和俄罗斯对中、印的能源支持均不支持油价大幅走高。

图表 43 LME 铜铝价格开启反弹，波动较大

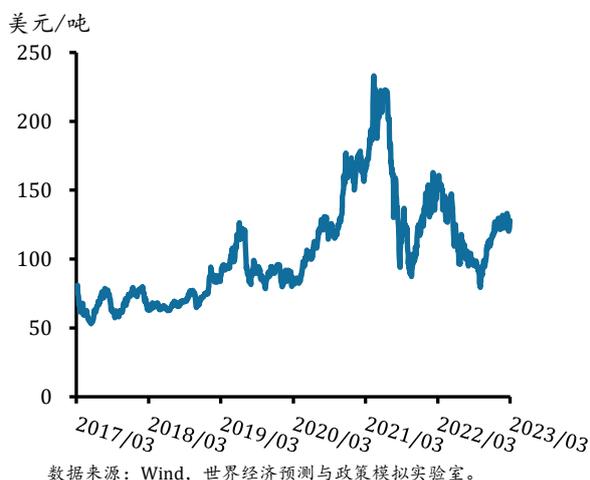


图表 44 全球铜库存极低，中国季节性累库



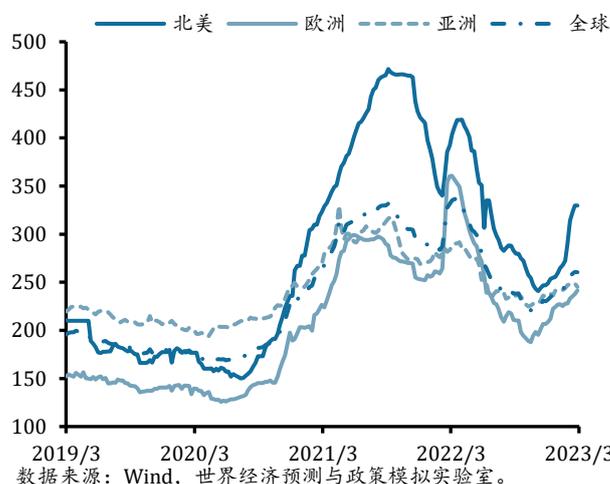
数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 45 国际铁矿石价格上行后震荡



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 46 国际钢价指数持续上涨



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

2023 年 1 季度国际有色金属价格波动剧烈。铜方面，2023 年 1 季度供需面略有改善，价格波动由世界经济形势不确定性和主要经济体的经济复苏预期的影响。伦铜价格在 2023 年开年之处迅速上涨，1 月 18 日达到 9436 美元/吨的高位；随后价格大幅度震荡回落，至 3

1 季度金属价格波动剧烈：有色金属受衰退预期和中国宏观经济环境扰动的影响，价格波动剧烈、震荡上行；黑色金属价格走势较强。宏观预期改善对有色和黑色金属价格曾给予较强支撑，但银行业危机诱发市场信心不足。

月 15 日触及 8525 美元/吨的低位，随后再度开启上涨趋势。3 月 31 日，伦铜价格收 8935 美元/吨，季度环比上涨 6.5%。宏观层面，2023 年 1 季度中国疫情管控措施出现调整，市场对中国的经济刺激计划和后续的经济水平具有较强预期，使伦铜价格在中国春节前一周（1 月 18 日前）出现强势行情。1 月全球主要经济体的就业数据和制造业 PMI 数据表现亮眼，对伦铜价格形成支撑。但 2 月以来，美欧央行加息过程持续，诱发银行业危机；中国 CPI 数据低于预期，经济复苏预期转化为现实的进程不断推进，使得伦铜价格长期下行。3 月，中国城镇固定资产投资同比增长 5.5%，超出预期；美欧银行业危机使市场避险情绪加剧，增加铜价不确定性。供给端，1 月秘鲁政治局势动荡对铜产量的影响较强，对铜价起推动作用；后局势相对稳定，当前铜原材料供给相对稳定并稳步上升。需求端，中国房地产行业发展状况有所改善，2 月 28 日全国房地产投资累计完成额同比上涨 5.7%，略好于预期；新能源车补贴在一定程度上带动汽车消费，但补贴退坡后汽车需求或缩减；空调产量和洗衣机产量略有恢复。海外需求方面，美联储加息和银行业危机使得新屋销售下降；美国《通胀削减法案》等对新能源汽车的支持政策或将有利于其汽车需求维持较高水平，带动需求。库存方面，1 季度，中国沪铜和保税区呈现季节性累库，但伦敦 LME 和纽约 COMEX 仍持续去库，延续处于历史低位水平。截至 2023 年 3 月 31 日，全球三大交易所总库存（不含中国保税区）报 33.31 万吨，相对 2022 年 4 季度大幅增加 13.98 万吨，其中 LME 库存减少 2.42 万吨，COMEX 库存减少 1.85 万吨，SHFE 库存增加 8.73 万吨。全球库存（包括中国保税区）较 2022 年 4 季度增加 15.94 万吨至 39.78 万吨，上涨主要由于中国市场的超季节性累库。国内铜上游产品，铜矿砂及其精矿进口价格指数 2 月上涨至 2165.12 美元/吨。与 12 月相比，铜矿进口数量上扬（+8.3%），进口金额持续攀升，总体上涨 19.6%；铜中游产品，诸如进口精炼铜及未锻造铜，均较上季度出现下降（-32%和-14.0%）。

铝方面，LME 铝价 2023 年 1 季度波动激烈，与 2022 年 4 季度相比微跌 1.0%；最高于 1 月 18 日触及 2636.0 美元/吨，后持续回落，至 3 月 22 日的 2232.0 美元/吨；之后迅速反弹至季末的 2336.5 美元/吨。宏观维度，与铜价走势相近，经济复苏预期与兑现成为影响铝价走势的重要因素，硅谷银行、瑞信和德意志银行等银行业危机使得投资者避险情绪蔓延，拖累铝价上行趋势。在供给端，中国贵州和云南继续实施限电停产，中国疫情放控政策持续优化调整，导致铝价出现先涨后跌的走势；铝土产量随因疫情形势变化为出现环比增长，但 1 月、2 月铝土产量同比减少超 25%，部分企业因原料不足出现减产停产。在需求端，美国于 2 月下旬宣布对俄铝征收 200%的关税，中国进口量增加的预期使铝价再度承压；房地产行业复苏有所改善但速度缓慢，家电、汽车类消费在 2 月的表现差强人意，使得市场需求有限。2023 年 1 季度，全球铝库存呈现出季节性累库趋势，后小幅去库。中国电解铝库在 2023 年 1 季度同样呈现出季节性累库后跟随小幅去库的趋势。国内铝上游产品，铝矿砂及其精矿进口价格指数在 1 季度出现波动，主要是由于政策提振导致 1 月进口价格上涨较快。具体而言，2 月价格指数上涨至 63.67 美元/吨，其中铝矿进口金额上涨幅度（11.40%）大于进口数量上涨幅度（7.4%）。铝中游产品 2 季度进口加总数量整体稳定，2 月未锻造铝及铝材进口数量出现减少，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矿产不足、利润空间相对较小的问题，使得各类企业选择暂停生产。

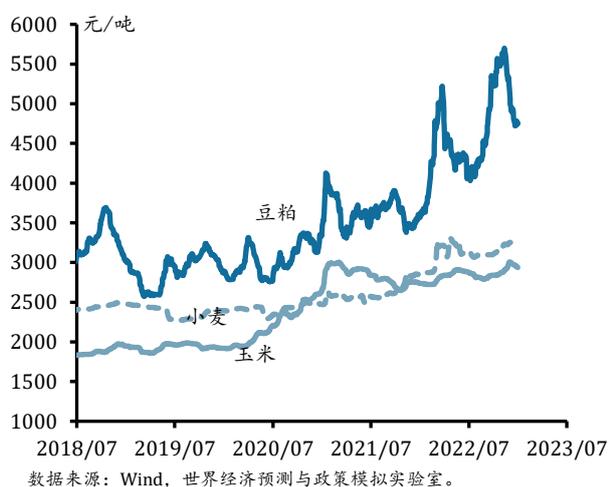
1 季度国际铁矿石上涨后震荡，钢价持续上涨。普氏 62%铁矿石价格 1 季度上行后震荡，从季初 117.65 美元/吨逐步上涨至 133.1 美元/吨，季末收 128.00 美元/吨，季度涨幅为 9.08%。供给端，1 季度全球铁矿发运总量稳步增加，澳大利亚力拓在 1 月冲量明显，港口检修影响较小；巴西的矿产供给受降雨天气影响较小，发运量与去年同期基本持平；非主流铁矿供给国的发运持续增加，印度发运维持历史高位。中国发改委对铁矿石价格释放强监管预期，致使铁矿价格出现波

动。需求段，钢铁企业对我国经济复苏持相对乐观预期，1 季度末日均铁水产量 239.8 万吨，较季初日均产量增加 8.65%；钢厂高炉开工率、钢厂盈利率均呈现环比增长，故中国企业对于铁矿石的需求仍处于较高水平，对铁矿石价格形成支撑。从港口库存来看，全球主要铁矿石库存量同比下跌 12.82%，环比上升 0.85%，较上季度末累库 276.00 万吨至 2.43 亿吨；澳洲矿库累库幅度最大（3.13%），我国本季度环比累库幅为 2.09%，巴西环比去库幅度为 5.59%。我国依然是全球港口库存量最大的国家，为 1.35 亿吨。从进口量来看，铁矿石及其精矿进口 1 月和 2 月分别为 1.036 亿吨和 9059 万吨，同比增长 7.2%，较 2021 年同期相比增长 6.99%；进口金额同样出现提升，铁矿砂及精矿进口额度同比增长 8.90%，较 2021 年同期减少 21.3%。

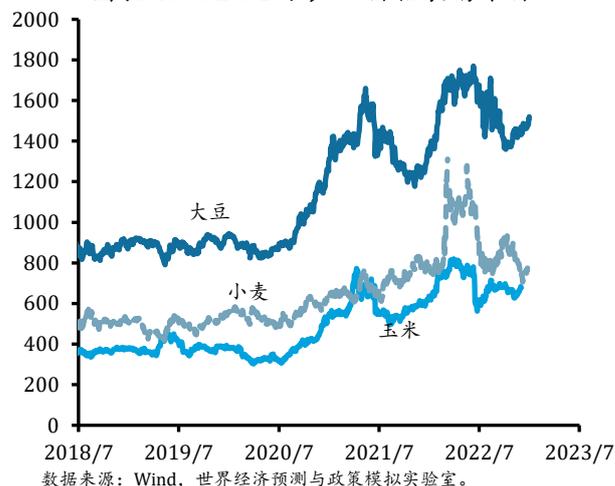
钢材方面，1 季度国际钢铁价格止跌上涨。1 季度海外市场中美国多项经济指标远超预期，欧美 PMI 出现超预期复苏，经济复苏预期增强；但银行业流动性危机又在欧美的经济复苏前景上蒙上阴影。国内房地产行业、汽车行业和家电行业具有一定韧性，在短期政策和强预期的共同刺激下对钢价形成了一定的支撑作用。1 季度，中国房地产市场竣工面积同比增长 8%，企业拿地热情相对改善，2 月底，我国房地产企业共产生土地购置费累计同比增长 16.4%，房地产市场存在改善迹象。钢铁企业的库存维持快速去化的过程，部分省市钢铁出现累库现象，使得钢铁价格存在下行空间。需求端整体偏弱。全球国际钢铁价格指数在 1 季度持续上涨，由 1 月初的 253.30 点的低位，季末上涨至 329.80 点，季度环比上涨 30.20%。其中，北美季度上涨幅度最大（32.56%）、欧洲其次（15.88%），亚洲本季度钢铁价格指数环比出现小幅上涨（3.59%）。从世界粗钢产量来看，2023 年 1-2 月，向世界钢铁协会（WorldSteel）报告的 63 个国家的世界粗钢产量为 2.978 亿吨，同比下跌 0.8%，其中亚洲和大洋洲上涨 3.00%。2023 年 1-2 月，中国粗钢产量 168.7 万吨，同比增长 5.6%，是全球粗钢产量上涨的动力来源之一。对中国市场，本季度螺纹钢产量维持高位，季末周度产量为至 300.0 万吨，与 2022 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增至 322 万吨，表明经济复苏进程仍在稳步推进。钢材需求方面，地产数据上，中国 2023 年 1-2 月全国房地产开发投资 13669.25 亿元，同比下降 5.7%（前值-9.8%）；1 房屋新开工住宅面积累计同比下降 9.4%，住宅待售面积增长 15.5%。制造业数据上，中国 3 月制造业 PMI 为 51.9%，比上月下降 0.7 个百分点，经济复苏现实仍有待观察；其中生产指数 54.6%，较上月回落 2.1 个百分点；新出口订单指数由 2 月的 52.4% 回落至 50.4%，再度向下接近荣枯线；3 月，美国 Markit 制造业 PMI 初值 49.3，好于预期值 47；服务业 PMI 初值 53.8，好于预期的 50.8，均显著高于 2 月水平。但通胀的持续和银行业危机的程度将限制钢价反弹水平。

图表 47 国内农产品现货价格普跌



图表 48 CBOT 农产品价格震荡下行



4 季度国际国内农产品价格存在联动，需求不景气带动国内国际谷物价格集体下行，气候因素对谷物价格存在潜在支撑。

4 季度国内外农产品价格走势相近，玉米小麦联动下跌。4 季度美豆价格保持平稳，而国内豆粕现货价持续下跌。国际市场来看，1 季度美豆价格持续在 1500.00 美分/蒲式耳价格附近波动，季度微跌 0.94%。3 月美国农业部（USDA）对美豆调高出口期望，降低库存期望和压榨量期望。3 月 USDA 下调全球大豆库消比预期 0.16 个百分点至 26.95%。美豆压榨率的下降源自压榨技术的改进，导致压榨率水平的提升，用于压榨的大豆比率环比下降 0.01%。美国大豆出口于 2 月显著超预期，导致 3 月出口预期增加 68 万吨至 5484 万吨，增加 1.26%。美豆出口增加抵消压榨量减少累库效应，导致美国大豆库存预期环比下降 6.69% 至 572 万吨，降至历史低点。美国国内大豆油需

求非常强劲，出口量减少 2 亿磅。美国预计大豆季节平均价格维持在每蒲式耳 14.30 美元。全球产量和需求相对调低，贸易量调增，压榨量调低，库消比略降。产量方面，南美的干旱气候引起市场对阿根廷大豆减产的担忧，USDA 将阿根廷大豆产量预估下调 800 万吨至 3300 万吨，减产量近 20%。贸易量方面，美国和巴西的大豆出口量分别环比调增 1.26%和 0.76%，阿根廷、伊朗和土耳其的大豆进口预计出现增加，阿根廷大豆进口预计环比调增 16%。在全球压榨量方面，中国的大豆压榨量超预期减少 20 万吨，压榨厂开机率维持在 45.94%的较低水平。中国国内豆粕 1 季度现货价格下跌 18.86%至 3859.14 元/吨。这与中国下游养殖业严重亏损导致饲料需求量不足、油厂利润率低销售不畅、进口大豆到港等多重因素直接相关。

1 季度玉米价格国内国际市场均呈现出震荡中的下跌趋势。国际市场来看，玉米价格呈现出多空交替但整体下跌的走势，自季初的 672.25 美分/蒲式耳下跌至季末的 658.50 美分/蒲式耳，下跌 2.95%。全球玉米出口预期转弱，期末库存增加，3 月 USDA 上调全球玉米库消比预期 0.23 个百分点，至 25.63%。在产量方面，2 月和 3 月初的高温影响美国和阿根廷的玉米播种。与 2 月相比，3 月将阿根廷玉米预估产量下调 14.89%，出口下调 20%。在需求方面，3 月 USDA 将全球对饲料的需求下调 0.3%，使得玉米库存预期上调 0.40%，增加 120 万吨，这主要与印度当前对种子的需求量增加相关。国际玉米价格的一个重要影响因素是中国自 3 月 21 日起大幅增加对美和巴西的玉米进口，对玉米价格形成了较为明显的支撑。2022 年，中国的玉米进口结构为美国进口占比 72%，乌克兰进口占比 26%。黑海谷物贸易协定的不确定性和玉米储备预期是中国加大玉米进口的驱动因素。对国内市场而言，玉米价格在 1 季度末受到小麦价格下跌、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，在季末出现小幅度下跌，收 2841.41 元/吨，季度小幅下跌 3.3%。

1 季度小麦国内价格涨后回落，国际小麦价格出现显著下跌。国际市场来看，主要小麦产地的产量均出现较为显著的增加，USDA 分

别将哈萨克斯坦、澳大利亚和印度的预期产量调增 17.14%、2.63%和 0.97%，带动全球产量增加 514 万吨至 7.889 亿吨。小麦供给的增加引起国际小麦价格大幅下跌，季度下跌 12.52%至 692 美分/蒲式耳。在需求方面，预计全球用量将增加 200 万吨，至 7.932 亿吨，主要原因是印度食品、种子和工业用量增加。预计整体来看，全球的高库存水平仍然将维持，USDA 小幅下调全球小麦库消比 0.36 个百分点至 33.69%，贸易和需求量的增加将对小麦价格提供一定的支持。国内市场方面，托市小麦投放、各级储备轮换、农户和基层粮点售粮以及贸易商销售等因素加速了小麦去库进程，加之 2022 年小麦增产，小麦的市场供给大量增加，导致小麦市场价跌至 2921.11 元/吨，1 季度环比下跌 9.2%。

三、未来价格走势与风险

原油方面，2 季度的波动风险显著上升，油价上行概率较大，我们仍然相信油价不存在飙升大幅超过 100 美元的风险。

原油方面，1 季度市场预期较高，但油价反而走弱，多个需求端因素对价格形成压制。一旦预期反转，油价上行反弹的概率较大。如年内不再有明显的风险事件，油价存在较大的反弹动力，但我们仍然认为反弹幅度可控。2 季度油价波幅预计扩大，油价预期在 80-95 美元之间，相较于上季度小幅上调。整体油价波动性加剧的风险在提升。中期来看，全球上游开发投资不足使得 OPEC 对市场的影响力边际走强，市场担心需求复苏后短缺会加速价格上涨。但我们相信新能源的广泛利用会使主要需求国的对外依存度在长周期内下降。

金属方面，预计全球经济复苏预期的实现和金属矿产供给的改善或令有色金属价格震荡调整，存在下行压力，钢材价格不确定性较大。

金属方面，未来价格走势主要关注中国经济复苏的实际实现情况、美欧银行业危机的蔓延情况和经济复苏状况。铜、铝方面，需求端，美欧经济缓慢复苏，制造业部门经济数据有所改善，但通胀因素再起，房地产需求不足，银行业危机的潜在蔓延趋势使得其经济前景并不乐观；中国经济复苏预期的兑现程度或存在不确定性，房地产、汽车和家电行业的增长或受拖累。在库存方面，铜铝库存仍处历史低点，中国节前累库完成后存在去库趋势。在供给方面，南美主要矿产区影响产量的政治因素逐渐消弭，铝供给相对稳定，存在供给宽裕的趋势。对经济复苏的预期能否兑现将成为影响 2023 年 2 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以震荡行情为主，存在较大下行压力。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，保持较高水平的稳定状态；而需求端仍将与主要经济体的经济复苏程度相关。但在全球贸易承压，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 2 季度可能存在较大的下行压力。钢材由于钢企整体利润偏低，市场下游需求经济程度并不乐观，加之 1 季度钢材价格在乐观预期的驱动下存在超额上涨，故市场中钢材具有减产可能性，钢材价格以震荡为主，存在下行空间；在钢材期货价格的政策相对稳定后钢材价格或将恢复上涨。

农产品方面，全球大豆供需格局逐步收缩，玉米、小麦供需或将继续改善，大豆价格或将出现提升，玉米、小麦价格存在震荡波动空间。

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。大豆和玉米方面，美洲气候变化或将诱发粮食小幅减产，中国对大豆和玉米进口的需求或将对粮食价格实现一定的支撑，玉米和大豆价格均存在上涨空间；小麦方面，全球粮食具有增产趋势，或将进一步抑制小麦价格，使小麦价格进一步下降；小麦价格的下降或对玉米价格产生冲击。预计大豆价格将小幅改善，玉米和小麦价格存在不确定性。俄乌地缘关系对粮食贸易和化肥等原材料对粮食价格的影响仍然存在。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 2 季度粮价存在震荡空间，大豆价格或出现提升。

外贸专题：进、出口增速逐月均有所回升¹

2023 年 1 季度，中国出口（美元）同比增长 0.5%，增速较上季度提高 7.1 个百分点；进口同比下降 7.1%，增速较上季度下降 0.5 个百分点；货物贸易顺差总额为 2047 亿美元，同比提高 509 亿美元。1-2 月，服务贸易逆差总额为 297 亿美元，同比提高 179 亿美元，1 季度经常账户顺差占 GDP 比重预估在 1.3% 左右。出口同比增速逐月虽有改善，但订单指标显示后续出口形势不容乐观。基期效应（包括春节效应）、需求放缓及供给冲击是拖累出口增长的主要原因。预计 2023 年中国出口或将呈现小幅负增长，但降幅较年初有所改观。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 1 季度全球贸易增速将继续回落。

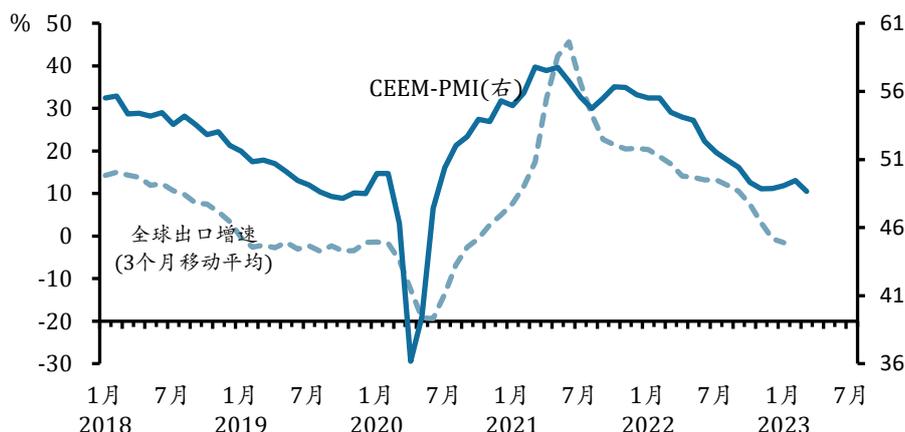
预估 1 季度全球贸易增速将继续回落。根据世界贸易组织（WTO）数据，2022 年 4 季度全球出口总额 5.6 万亿美元²，同比增速为-0.9%，较上季度继续下降 11.5 个百分点。过去五年 CEEM 中国外部需求指数（简称 CEEM-PMI³）与 3 个月移动平均的全球出口增速走势高度一致。当前，全球经济景气程度已跌破荣枯线且仍在下行，2023 年 3 月 CEEM-PMI 指数降至 48.7，较 2021 年 3 月高点累计下降 9.1 个单位。由此，2023 年 1 季度全球贸易增速也将继续回落。值得注意的是，**2023 年 1-3 月 CEEM-PMI 指数呈现低位波动态势，显示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。**

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 49 预估 1 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、中国出口增速逐月好转，但结构分化明显

2、3 月出口增速较 1 月明显好转，其中 3 月出口增长 14.8%，拉动 1 季度总体增速回正。

中国海关数据显示，2023 年 1 季度，以人民币计，中国出口总额 5.6 万亿元，同比增长 8.4%；以美元计，出口总额 8218 亿美元，同比增长 0.5%，较上季度增速提高 7.1 个百分点。2、3 月出口增速较 1 月明显好转，其中 3 月出口增长 14.8%，拉动 1 季度总体增速回正。基期效应（包括春节效应）、需求放缓及供给冲击是拖累出口增长的主要原因。一方面，2022 年下半年来，美欧经济增长动能放缓，消费结构从商品转向服务，全球货物贸易需求均受影响。1-3 月，韩国、越南出口增速均较去年同期回落，且出口表现甚至逊于我国。另一方面，防控政策优化后，疫情对我国供给扰动减弱，但供应链、生产及物流完全恢复尚需时日。

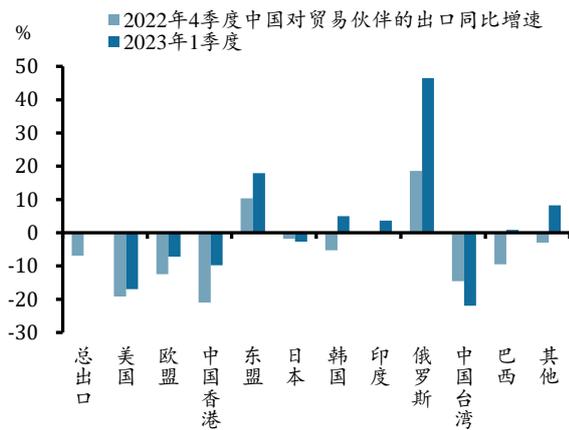
1 季度，对发达经济体出口多呈现负增，而对新兴经济体出口回暖。

分地区看，对发达经济体出口多呈现负增，而对新兴经济体出口回暖。1 季度，对美国和欧盟出口同比下降 17.0% 和 7.2%，其中对美国出口降幅较上季度继续收窄 2.2 个百分点。对日本、中国香港、中国台湾等发达地区出口也呈现较强下行压力。而对新兴经济国家出口仍有韧性。1 季度，对韩国、东盟、巴西、印度俄罗斯出口正增长，且增速较上季度不同程度提高。其中，对东盟和俄罗斯出口增速分别较上季度继续提高 7.5 和 27.9 个百分点，反映新兴市场经济需求当前仍较为旺盛，美西方制裁下俄罗斯对中国供应链依赖增加。

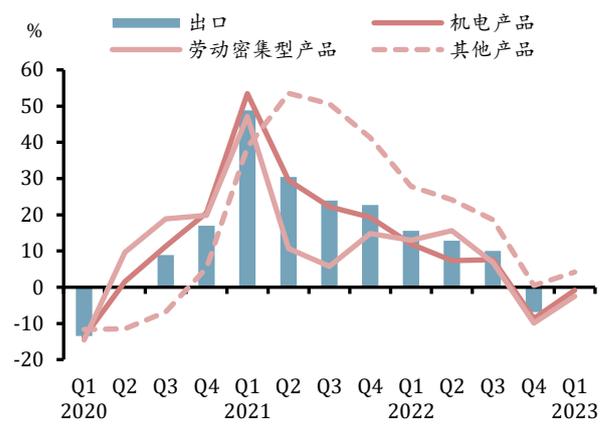
出口回正主要来自一般贸易，加工贸易则呈现较强拖累。

从贸易方式看，出口回正主要来自一般贸易，加工贸易则呈现较强拖累。¹1 季度，一般贸易增长 4.0%，加工贸易出口下降 12.7%，二者增速分别较上季度回升 7.8 和 4.5 个百分点。从贡献率上看，一般贸易、加工贸易和其他贸易方式对 1 季度出口变动的贡献率分别为 1882.4%、-2273.6%、491.2%。1 季度，出口中加工贸易占比继续下降，较疫情前（2019 年均值）已降低超过 8 个百分点。

图表 50 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

1 季度，机电产品和传统劳动密集型产品出口好转，但仍陷负增长。

分产品看，1 季度，机电产品和传统劳动密集型产品出口好转，但仍陷负增长。随着国内疫情政策优化并度过疫情高峰，1 季度机电产品和高科技产品出口增速较上季度有所好转，同比增速分别回升至-0.8%和-15.9%。类似地，七大类传统劳动密集型产品及其他产品（主要为农产品、矿产品、化学品及金属制品等）出口同比增速均较上季度明显回升²。其中七大类劳动密集型产品回暖主要来自 3 月。从贡献率上看，1 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-337.9%、-326.6%、764.5%。

中国出口由外需和出口市场份额决定。

预估 1 季度外需增速稳中略降。一方面，全球制造业 PMI 指数滞后一期较上季度微降。³2023 年 1 至 3 月，摩根大通全球制造业 PMI 指数滞后一期先降后升，平均值为 49.2，较前 3 个月微降 0.1 个

¹ 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%。

² 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%。

³ 2016 年 1 月至 2022 年 12 月，摩根大通全球制造业 PMI 指数滞后一期值，与来自 WTO 提供的不含中国的全球进口增速（外需增速）的相关系数为 0.80。

预估 1 季度外需增速稳中略降。

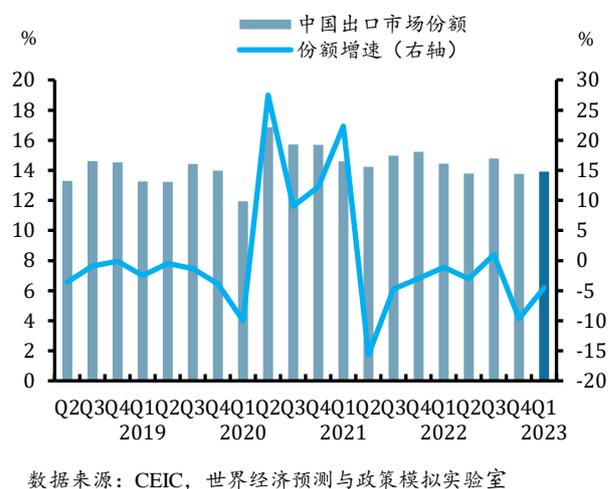
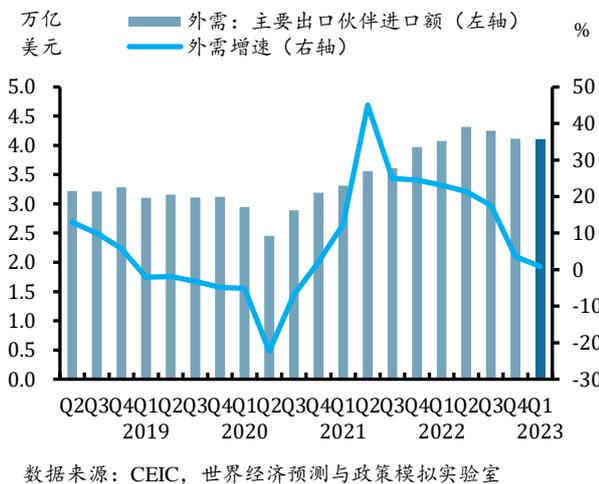
百分点。另一方面，新出口订单 PMI 指数环比虽有好转，但同比增速¹在高基数下改善不明显。1-2月制造业采购经理人新出口订单指数回归荣枯线以上，但3月再度跌至荣枯线附近，且大中小型企业出口订单均有回落，显示当前外需信心不稳。

图表 51 预估 1 季度外需增速稳中略降



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 52 预计 1 季度中国出口产品市场份额环比回升、同比回落



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。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。

¹ 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。

随着国内疫情政策优化并度过疫情高峰，1季度中国出口市场份额将有所好转，但低于去年同期水平。

1季度进口增速表现不佳主要来自1月，2月进口增速回正，3月录得小幅负增长，显示开年后国内需求逐步恢复、但力度有限。

1季度中国从部分贸易伙伴进口增速改善。

随着国内疫情政策优化并度过疫情高峰，1季度中国出口市场份额将有所好转，但低于去年同期水平。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¹——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4季度，国内优化疫情防控政策，随着国内疫情度过高峰，疫情对我国出口影响逐步减弱，但由于海外供给补位、挤压我国外贸企业订单，加之经济和政治因素下我国产业链转移压力和脱钩风险上升，我国出口份额难以回归疫情期间的非常态高位，预计将在疫情前和疫情期间水平寻找新的新稳态。

三、中国进口增速继续下降

中国海关数据显示，2023年1季度，以人民币计，中国进口总额4.2万亿元，同比增长0.2%；以美元计，进口总额6171亿美元，同比下降7.1%，较上季度增速下降0.5个百分点。1季度进口增速表现不佳主要来自1月，2月进口增速回正，3月录得小幅负增长，显示开年后国内需求逐步恢复、但力度有限。

分地区看，1季度中国从部分贸易伙伴进口增速改善。除中国香港、巴西、俄罗斯外，中国从多数贸易伙伴进口仍呈现负增长，但从美国、欧盟、印度进口增速较上季度改善，而从日本、韩国、东盟、中国台湾进口增速继续恶化。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快速回暖。

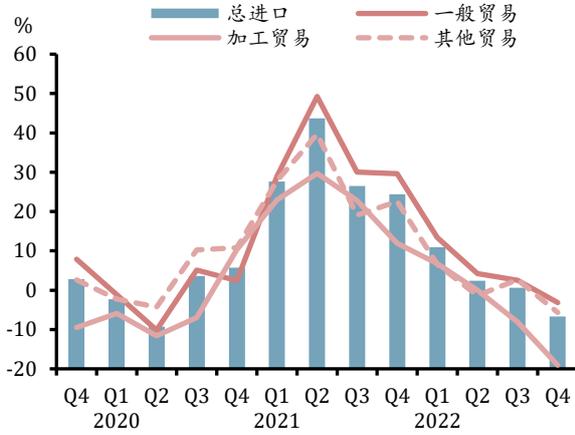
从贸易方式²看，1季度，一般贸易和加工贸易进口增速继续回落，而其他贸易进口增速有所改善。疫情反复、地缘政治冲击及供应安全考量对以加工贸易为代表的全球价值链活动仍呈现较大影

¹从历史数据看，中国出口产品市场份额的季度指标在2015年3至4季度上升到14.8%的高位后进入窄幅波动期。

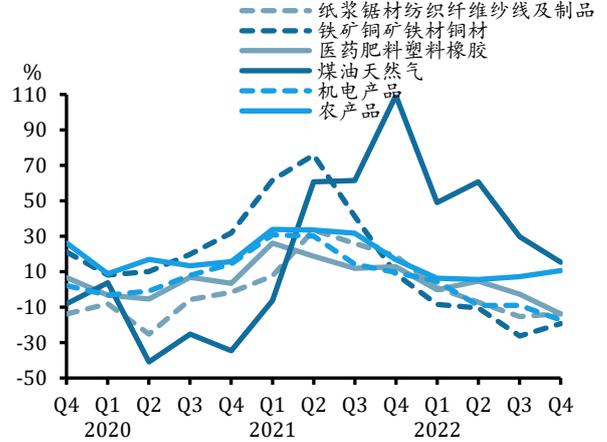
²2022年4季度，一般贸易、加工贸易和其它贸易方式进口占总进口的比重分别为63.0%、16.5%和20.5%。

响。从贡献率上看，一般贸易、加工贸易和其他贸易方式对 1 季度进口变动的贡献率分别为 37.6%、66.5%、-4.1%。

图表 53 中国进口增速的贸易方式和产品分布



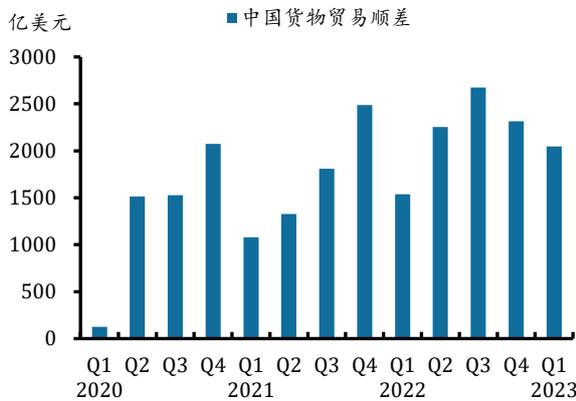
数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室



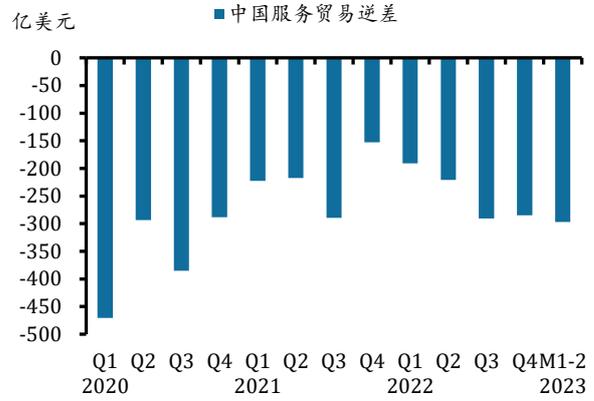
数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

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。

图表 54 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

机电产品和高新科技产品是拖累 1 季度进口增长的最主要原因。

分产品¹看，机电产品和高新科技产品进口增速继续回落，已降至-22%左右，是拖累 1 季度进口增长的最主要原因。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。煤-油-天然气进口增速大幅回落至

¹2022 年 4 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 9.0%、6.7%、19.5%、4.1%、1.8%、37.8%。

4.1%。相反，农产品、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增速不同程度改善，且除铁矿-铜矿-铁材-铜材外其他产品进口均呈现正增长。

价格回落和需求偏弱拖累大宗商品进口增长。

价格因素对大宗商品进口的负面作用进一步凸显。1 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 19.8%、16.3%、10.6%、9.6%。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。1 季度，铁矿砂和原油进口数量同比增长 9.7%和 6.7%，钢材、铜材进口量则分别下降 40.4%和 12.6%。

四、经常账户顺差仍在扩大但增幅放缓

货物贸易顺差同比提升，但服务贸易逆差增速提升更快。

1 季度，以人民币计，中国货物贸易顺差额为 14090 亿元，同比增速为 43.9%；以美元计，顺差总额为 2047 亿美元，同比提高 33.1%（上季度增速为-7.1%）。货物贸易顺差提高主要来自一般贸易，加工贸易顺差仅小幅回升。服务贸易逆差快速增加。1-2 月，服务贸易逆差为 297 亿美元，同比提高 151.7%，增速较上季度提高 65 个百分点。其中，境外旅行服务逆差为 274 亿美元，同比提高 34.4%，较上季度提高 30.9 个百分点。货物贸易顺差规模增幅仍高于服务贸易逆差，但增速显著低于后者，意味着当前经常账户顺差仍在扩大但增幅放缓。

1 季度，中国经常账户占 GDP 比重预估在 1.3%左右。

据国家外汇管理局统计，2023 年 1-2 月，以人民币计，货物和服务贸易贡献的经常账户盈余为 3428 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 1 季度名义 GDP 同比增速预估为 6.0%，预计 1 季度经常账户占比或在 1.3%左右。与此相比，2022 年 4 季度，中国经常账户盈余占 GDP 的 2.2%，货物和服务净出口对 GDP 增长的贡献为-1.2 个百分点（按人民币不变价计），较去年同期下降 2.3 个百分点。

五、外贸展望

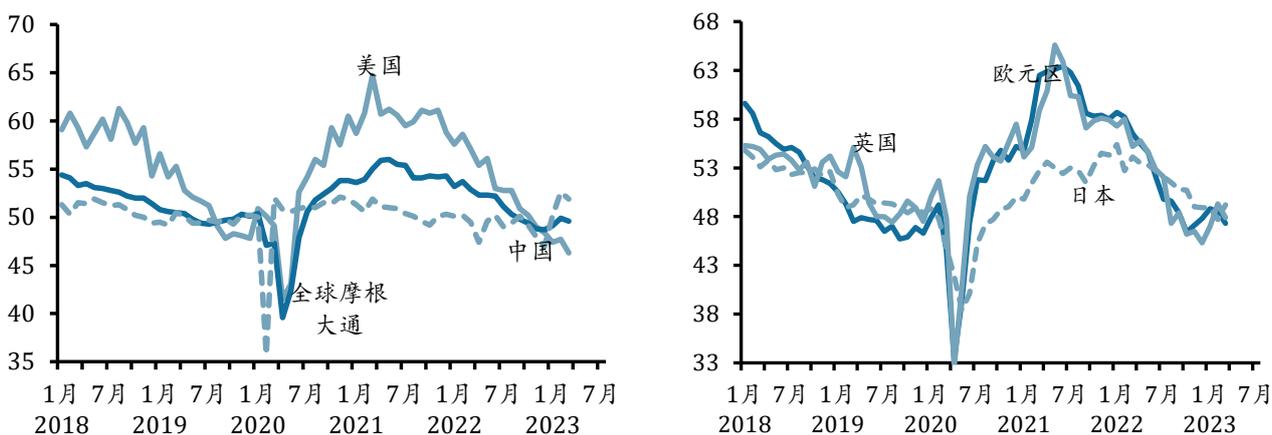
订单指标显示后续出口形势不容乐观。1-2 月出口多来自去年在手订单，而新增订单量较往年锐减。3 月制造业采购经理人新出口订

订单指标显示后续出口形势不容乐观。预计 2023 年中国出口或将呈现小幅负增长。

单指数再度跌至荣枯线附近，大中小型企业出口订单均有回落。外贸订单呈现明显的变短、变小趋势。新增订单中，半年甚至全年订单较少，小批量、滚动式订单增多。这意味 3-6 月出口虽有望改善、但力度可能有限，下半年出口前景仍有待观察。

预计 2023 年中国出口或将呈现小幅负增长。世贸组织（WTO）4 月预测，2023 年全球和亚洲出口量增速分别在 1.7% 和 2.5% 左右，较 2022 年 10 月预测有所上调。尽管全球 CPI 同比增速仍在高位，但大宗商品价格显著回落，二者共同作用下全球商品价格指数预计小幅上涨 2% 左右。由此全球和亚洲名义出口增速预计在 4%-5% 左右。2021-2022 年我国出口份额约为 15.1%，2023 年出口份额大概率回落，回落幅度存在不确定性，中等乐观情况下，出口份额将拖累增长 6 个百分点，2023 年出口额增速将在 -1% 到 -2% 左右；悲观情况下，出口份额回落至 2019 年水平，将拖累增长 13 个百分点，2023 年出口额增速将在 -8% 到 -9% 左右。从原因上看，外需变化是影响我国 2023 年出口走势的主要因素。基期效应对下半年出口同比增速存在一定支撑作用。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，中美战略竞争加剧，带来我国贸易超预期下滑。

图表 55 全球及主要经济体制造业 PMI



图表 56 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)		
	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2020	2021	2022
出口	10.0	-6.9	0.1	3.6	29.9	7.0
进口	0.6	-6.7	-6.2	-1.1	30.1	1.0
出口额	9686	8986	8218	25904	33635	35921
进口额	7012	6673	6171	20567	26868	27144
货物贸易余额	2675	2313	2047	5337	6767	8777
2. 地区出口						
	(美元同比/%)			(规模/亿美元)		
	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2022Q3	2022Q4	2023Q1
出口	10.0	-6.9	0.1	5882	6355	3721
美国	-2.0	-19.2	-17.0	1556	1332	1153
欧盟	13.2	-12.5	-7.2	1517	1325	1260
中国香港	-15.6	-21	-9.8	763	824	621
日本	10.7	-1.8	-2.7	461	434	408
东盟	29.4	10.4	17.9	1548	1526	1391
俄罗斯	23.3	18.6	46.5	228	239	241
3. 贸易方式						
	(美元同比/%)			(规模/亿美元)		
	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2022Q3	2022Q4	2023Q1
一般贸易出口	15	-3.8	4	6159	5646	5353
加工贸易出口	3.5	-17.2	-12.7	2152	2005	1718
其他贸易出口	0.3	-1.5	5	1396	1349	1148
一般贸易进口	2.5	-3.2	-3.6	4504	4206	4035
加工贸易进口	-8.1	-19.1	-23.2	1184	1101	894
其他贸易进口	2.7	-5.7	1.4	1364	1368	1239

数据来源：CEIC 数据库。