

全球宏观经济季度报告

总览：2023 年夏季全球宏观经济运行与分析

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

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

《全球宏观经济季度报告》由中国社会科学院世界经济与政治研究所、中国社会科学院国家全球战略智库全球宏观经济研究室为您提供。

中国社会科学院世界经济与政治研究所 中国社会科学院国家全球战略智库
全球宏观经济研究组

顾问	张宇燕			
首席专家	张 斌		姚枝仲	
团队成员	肖立晟	国际金融	曹永福	美国经济
	杨子荣	美国经济	陆 婷	欧洲经济
	冯维江	日本经济	周学智	日本经济
	熊爱宗	金砖国家	吴立元	金砖国家
	徐奇渊	中国经济	杨盼盼	东盟与韩国
	常殊昱	国际金融	栾 稀	国际金融
	李远芳	国际金融	陈 博	大宗商品
	顾 弦	大宗商品	云 璐	大宗商品
	陈逸豪	大宗商品	吴海英	对外贸易
	崔晓敏	对外贸易	熊婉婷	宏观经济
	夏广涛	外汇储备	王思琪	科研助理

联系人：王思琪 邮箱：iwepceem@163.com 电话：(86)10-85195775

通讯地址：北京建国门内大街 5 号 1543 房间（邮政编码：100732）

免责声明：

版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所、中国社会科学院国家全球战略智库全球宏观经济研究组所有，未经本研究组许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，本研究组保留法律追责权。

2023 年第 2 季度中国外部经济环境总览

——2023 年夏季全球宏观经济运行与分析

2 季度，中国外部经济综合 CEEM-PMI 指数季度低于荣枯线。美国经济表现出超预期韧性，欧元区增长基本陷入停滞，日本经济温和恢复。印度经济延续稳健增长，巴西经济缓慢复苏，南非经济受电力危机影响处于衰退边缘，俄罗斯经济继续收缩。东盟整体制造业 PMI 在荣枯线之上，但各国差别较大，韩国持续在荣枯线之下。

2 季度，美国经济继续保持正增长，表现出超预期韧性。美国商务部大幅上修 1 季度 GDP，GDP 环比折年率从 1.3% 上修至 2.0%，且美国失业率维持在低位的同时，通货膨胀持续下行，经济软着陆的空间逐渐被打开。下半年，在高利率政策的时滞效应与累计效应叠加发挥作用下，美国经济增速大概率进一步放缓，未来硬着陆风险依然较大。

2 季度，欧洲经济增长前景低迷。欧元区综合 PMI 在 4 月取得亮眼表现后快速回落，经济增长基本陷入停滞状态。区内核心通胀水平居高不下，欧洲央行不得不继续加息，欧元区企业投资和制造业活动难现起色。不过，欧元区失业率依旧稳定，消费者信心缓慢回升，预计第 3 季度欧元区经济将实现弱增长，实际 GDP 环比增长率约在 0.2% 左右。

2 季度，大宗商品市场需求端疲弱压制价格，库存和价格同跌。CEEM 大宗商品价格指数环比下跌 9.3%，同比下跌 28.2%。其中原油价格往复震荡，环比基本持平，但煤炭价格下降 33.6%，形成最大拖累。石油、铁矿石、铜均出现了库存走弱但价格同步下跌的走势，企业补库存意愿较弱。农产品价格波动较大，虽然环比走低，但季度末在极端气候影响下有回反弹迹象。

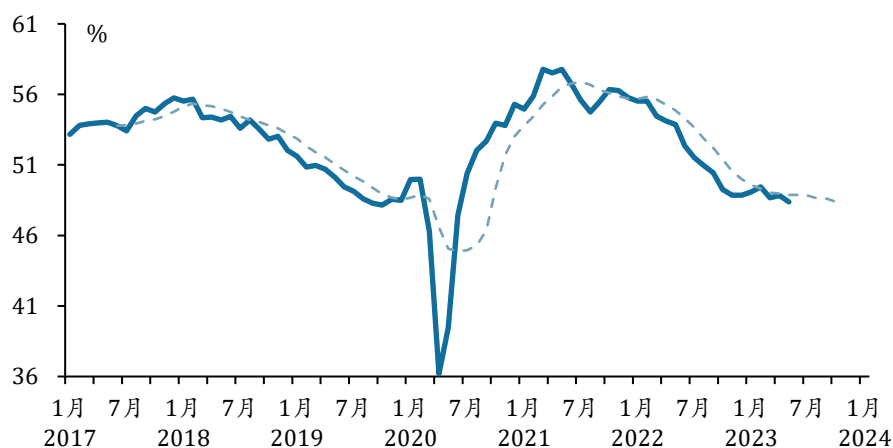
2 季度，美联储暂缓加息，仅加息一次 25bp，欧央行累计加息 50bp，人民银行降息 10bp。全球金融市场美元流动性充裕，金融市场风险偏好明显上升。主要经济体货币政策出现分化，美元略有升值，日元大贬，新兴经济体货币多贬值。全球股市普遍回升，美债收益率受加息影响继续上升。预计下半年美联储还将加息两次，一般情况下美欧央行在未达到通胀目标之前也难以转鸽。

2023 年全球经济在复苏的道路上坎坷前行。世界经济增速分化明显，我国出口外需下行压力较大。全球金融风险继续上升，全球通胀或表现出较强粘性。

一、全球经济增长持续放缓

2023 年 2 季度，中国外部经济综合 CEEM-PMI 指数¹继续低于荣枯线。美国经济表现出超预期韧性，欧元区增长基本陷入停滞，日本经济温和恢复。印度经济延续稳健增长，巴西经济缓慢复苏，南非经济受电力危机影响处于衰退边缘，俄罗斯经济继续收缩。东盟整体制造业 PMI 在荣枯线之上，但各国差别较大，韩国持续在荣枯线之下。

图表 1 中国外部经济综合 CEEM – PMI



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

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

个人收入与支出增速趋于平稳。4 月至 5 月美国个人收入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。房地产开工低位反弹，企业继续去库存。主要受新屋库存不足和成屋库存处于低位等因素推动，低库存有望短期继续推动房地产回暖，但房地产的趋势性逆转尚需要等待政策转向。美国 PMI 的新订单指数仍处于萎缩区间，暗示美国企业去库存周期尚未结束，这也意味着企业去库存将继续拉动 GDP 增速下行。贸易逆差先扩大再收窄，从趋势看，美国出口与进口增速皆处于下行通道。失业率维持在低位，劳动力市场依然紧张。2023 年 6 月，

¹ 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。

美国失业率下降至 3.6%，仍处于历史性低位，5 月美国职位空缺率小幅下降至 5.9%，离职率小幅上升至 2.6%，皆显著高于疫情前水平。整体通胀继续下降，核心通胀表现出粘性。能源项、食品项、交通运输项、住宅项、娱乐项同比增速均回落。

金融市场风险值得警惕。美债收益率曲线持续深度倒挂。2022 年以来，美债收益率曲线快速走平，美债收益率曲线出现倒挂，10 年期与 2 年期国债收益率倒挂程度创下 1981 年以来最大值。美元指数维持震荡，5 月份，在加息预期下，美元指数出现明显反弹。6 月上旬，市场预期美联储将暂停加息，美元指数快速回落，但由于加息前景不明朗，美元指数仍以震荡为主。美股超预期反弹，2023 年 6 月美国标普 500 市盈率小幅上升至 24.7，小幅高于疫情前水平。2023 年下半年，美联储将维持高利率，如果经济出现大幅度下滑，美股可能迎来大幅度回调。美联储在 6 月议息会议暂停加息，对 2023 年经济增长前景更偏乐观，美联储明显上调 2023 年实际 GDP 增速 0.6 个百分点至 1.0%，小幅下调了 2024 年实际 GDP 增速 0.1 个百分点至 1.1%；明显下调 2023 年失业率预测 0.4 个百分点至 4.1%，小幅下调 2024 年失业率 0.1 个百分点至 4.5%；小幅下调 2023 年 PCE 同比增速预测 0.1 个百分点至 3.2%，明显上调同期核心 PCE 同比增速 0.3 个百分点至 3.9%。

欧洲 PMI 再度回落，经济增长几近停滞。2 季度，欧元区 PMI 在 2023 年 4 月取得亮眼表现后出现回落，从 4 月的 54.1 快速下行至 6 月的 50.3，逼近荣枯线水平，表明该地区经济增长几近停滞。不过，从季度均值来看，2 季度欧元区综合 PMI 平均值为 52.4，整体还是较 1 季度的 52.0 有小幅增长。

核心通胀居高不下。2023 年 6 月份欧元区消费者调和价格指数（HICP）同比增长 5.5%，较 5 月的 6.1%进一步下降，低于市场预期的 5.6%，达到 2022 年年初以来的最低水平。能源价格回落是促使 6 月欧元区整体通胀下行的主要原因，能源价格持续下行，同比下跌了 5.6%，较 5 月同比 1.8%的跌幅显著扩大。除能源外，其他各分项价格均出现了不同幅度的上涨。剔除了波动较大的食品和能源价格后，欧元区核心 HICP 在 6 月同比上涨了 5.4%，低于预期的 5.5%，但相比前值 5.3%略有上升。失业率保持稳定。2023 年 5 月欧元区 20 国经季节性调整后的失业率为 6.5%，与 4 月和市场预期持平，较 2022 年同期相比下降了 0.2 个百分点。

消费者信心缓慢回升。2023 年 2 季度欧元区消费者信心保持了缓慢回升的态势，6 月消费者信心指数为-16.1，较 5 月的-17.4 略有提升。不过，从主要成员国的情况来看，欧元区消费者信心的恢复仍具有一定脆弱性，德国收入预期指标降幅明显，法国 Insee 综合消费者信心指数从 5 月的 83 改善为 85，超出市场预期。

欧央行连续第八次加息。2023 年 6 月 15 日，欧洲中央银行召开货币政策会议，决定将欧元区三大关键利率均上调 25 个基点，这是欧洲央行自去年 7 月开启加息进程以来第八次加息以遏制通胀，共计加息 400 个基点，利率水平已经达到近 20 年来的最高点。

日本制造业温和恢复，服务业延续温热。4 月和 5 月，日本制造业 PMI 为 49.5 和 50.6，两个月平均值为 50.1，略高于荣枯线。4 月到 6 月，日本服务业 PMI 分别为 55.4、55.9 和 54.2，平均值为 55.2，处于明显的扩张区间。日本消费呈现出明显疲软。第一季度消费总额同比下降 0.2%。收入的名义增速不及通胀率，实际收入下滑，是制约日本消费的重要原因。在消费金额减少的项目中，跌幅较大的大分类包括“教育”、“居住”和“其他消费支出”，支出增长贡献较大的依然是餐饮出行类消费。机械订单方面，2023 年 4 月实际增速依然为负值，为-18.1%，且“外需”部分下跌更加明显，侧面反映出东亚地区乃至全球制造业的低迷。日本对外贸易逆差问题依然存在，但较去年同期有所好转，4 月和 5 月，日本对外贸易逆差相当于 2022 年同期的 51%和 58%。

日银新总裁就任，货币政策维持不变。4 月 9 日，植田和男正式就任日本银行总裁，任期 5 年，在 4 月和 6 月的两次会议中，日本银行的表态都较比较偏“鸽”，这也是第二季度日元贬值的重要诱因。

通胀明显回落，股市显著上涨，日元贬值幅度较大。4 月和 5 月，日本 CPI 同比增速分别为 3.5%和 3.2%，明显低于 1 月份时 4.3%的峰值，但在能源价格同比增速大幅转负的背景下，日本的通胀率则呈现出一定的顽固性。东京日经 225 指数上涨明显。开于 28041.48 点，收于 6 月 30 日的 33189.04 点，季度涨幅为 18.36%。3 月 31 日，美元对日元汇率为 132.8755，6 月 30 日收于 144.307。季度跌幅达到 8.6%。

东盟产业周期轮动效应显著，韩国仍面临景气下行压力。东盟整体仍处于荣枯线以上，4 月为近期高点达 52.7，5 月和 6 月 PMI 分别为 51.1 和 51。4 月的高点主要由印尼、泰国和菲律宾贡献，其他三国的 PMI 则在荣枯线以下。区内以内需为主的印尼和菲

律宾第 2 季度的 PMI 保持在荣枯线以上，但是菲律宾 6 月的 PMI 下降至 50.9。区内的两个前沿经济体越南和韩国的 PMI 则在荣枯线之下，季均值分别为 46.1 和 48.1，其中越南的 PMI 较上季度进一步下降 2 个点。新加坡和马来西亚的 PMI 也延续上个季度情形，继续在荣枯线之下，平均为 49.6 和 48.1。

东盟区内通货膨胀在本季度见顶回落。在区内新兴经济体中，菲律宾的通胀水平最高，但是其通胀在 3 月达到 8% 的峰值之后在第 2 季度下降，5 月的最新读数为 7.7%。本轮通胀水平较高的另两个经济体是区内的发达经济体新加坡和韩国，目前通胀水平也有所下降，5 月的读数分别为 4.7% 和 4.3%。其他区内主要经济体的通胀也有不同程度的下降，印尼的通胀已经从年初的超过 5% 下降至 6 月的 3.5%，其他几个经济体的通胀大约在 1-3% 之间。

东盟区内货币本季对美元总体贬值，但幅度不一。区内贬值幅度较大的货币是马来西亚、泰国和菲律宾，其中马来西亚的贬值幅度达到 5.2%，印尼和越南货币总体保持稳定，新加坡元小幅贬值。韩元结束了上季度的贬值态势，出现小幅升值。

韩国金融稳定问题受到关注。韩国的金融稳定问题在疫情之前就被提出，主要是国内房地产市场的繁荣和私人部门杠杆率的上升。这一情形在危机之后进一步凸显。韩国在新冠疫情以来经历了一轮房地产价格的大幅度上升，房价上升曲线非常陡峭，在过去并未出现过这一情况。韩国本轮房价上升受供需两方面因素的影响，韩国住房的金融属性相对而言也更加明显，经过两年的“风暴式”调整，目前看来韩国房地产市场呈现企稳态势，房价基本止跌，交易量开始回升，相较于此前连续下跌的态势已经初现企稳。广受关注的“全租制”仍是局部风险。

金砖国家经济增长分化，通胀压力缓解。俄罗斯经济继续收缩，经济挑战仍大。2023 年 1 季度，俄罗斯经济增速为 -1.8%，已连续四个季度负增长，失业率继续下降，这可能反映了乌克兰危机以来的人才外流与征兵造成的劳动力短缺。2023 年 1-5 月，俄罗斯出口大幅下滑，贸易顺差与经常账户顺差大幅下降。俄罗斯原油出口大增，但出口收入却大幅下降。俄罗斯银行系统 70% 的资产受到制裁，超过 1500 名受制裁个人和实体的约 200 亿欧元资产已被冻结。2023 年 3、4、5 月，俄罗斯 CPI 同比增速分别为 3.51%、2.31% 和 2.51%，大幅下降，这很大程度上来源于 2022 年同期的非正常高基数因素。卢布汇率继续贬值，俄罗斯股票市场基本稳定。2023 年 1-5 月，俄罗斯财政收入累计同比增速为

-18%，财政支出累计同比增速为 26.5%，财政赤字达到 3.4 万亿卢布，较 1 季度进一步扩大。如果这一状态持续下去，俄罗斯财政状况还将进一步恶化。

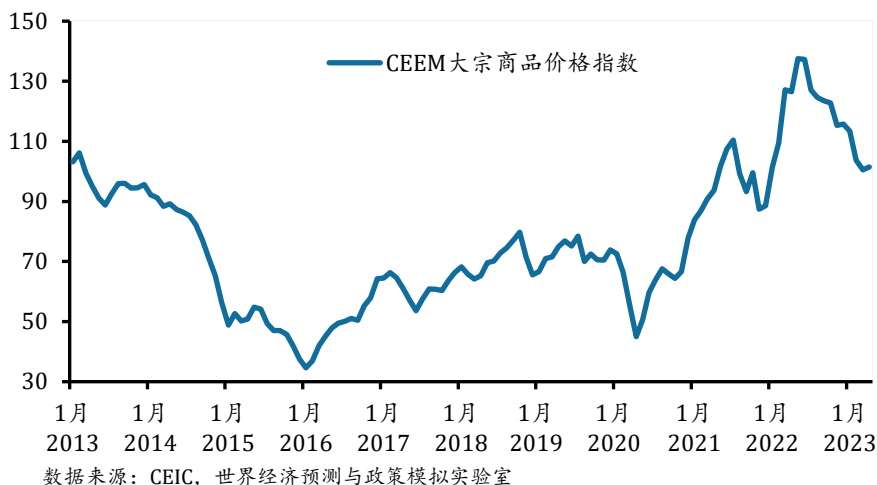
巴西经济继续缓慢复苏，但动能仍弱。2023 年 1 季度，巴西实际 GDP 同比增速为 4%，环比增长 2%，较 1 季度显著提升。其中私人消费、固定资产投资同比增速分别为 3.4%和 1.0%，净出口同比显著扩大。2023 年 4、5、6 月，巴西制造业 PMI 分别为 44.3、47.1 和 46.6，较 1 季度有所下降，仍处于收缩区间。2023 年 3、4、5 月，巴西失业率分别为 8.8%、8.5%、8.3%，仅有微小下降，处于较高水平，表明巴西劳动力市场恢复较为缓慢。以美元计价，2023 年 3、4、5 月，巴西出口同比增速分别为 11.6%、-6.4%和 11.4%，仍保持增长，进口增速分别为 1.2%、-7.6%和-12.1%，增速显著下降。2023 年 3、4、5 月，巴西 CPI 同比增速分别为 4.7%、4.2%和 4.0%，巴西通胀显著下降，金融市场总体稳定。

印度经济继续稳步增长，投资较强，消费、货物贸易较弱。2023 年 4、5 月，印度制造业 PMI 分别为 57.2、58.7，服务业 PMI 分别为 62.0、61.2，综合 PMI 分别为 61.6、61.6，均较 1 季度明显提升，显示印度经济景气度较高。总体来看，印度经济仍在稳步增长。2023 年 4、5 月印度失业率分别为 8.1%和 7.7%，较 1 季度有所上升。这表明，印度劳动力市场仍在恢复之中，就业改善尚不稳定。印度货物贸易增速显著下滑，服务贸易保持增长，但增速放缓。以美元计价，2023 年 3、4、5 月印度货物出口同比增长分别为-6.0%、-12.5%与-10.3%，进口同比增长分别为-4.9、-14.1%和-6.6%，进出口同比增速大幅下滑。印度通胀显著缓解，央行停止加息。2023 年 3、4、5 月，印度 CPI 同比增长分别为 5.7%、4.7%和 4.3%，较此前显著下降，再次进入印度央行设定的 2%-6%的通胀区间。2023 年以来，印度卢比汇率保持稳定，美元兑卢比汇率基本在 81-83 卢比/美元范围内小幅波动。2023 年 4-6 月，印度股市上涨，孟买敏感指数从 3 月末的 58991.52 点升至 64718.56 点，上涨 10%，再创历史新高。

南非经济面临衰退风险，通胀略有回落但压力仍大，央行继续加息，金融风险显著增加。2023 年 3、4、5 月，CPI 同比增速分别为 7.3%、7.1%和 6.6%，有所回落，但速度缓慢，且仍高于央行设定的 3-6%的通胀目标区间。南非失业率为 32.9%，较上季度上升 0.2 个百分点，失业率居高不下。劳动参与率上升 0.9 个百分点至 59.4%。出于对通胀压力、汇率贬值与资本外流的担忧，2023 年 3 月底与 5 月底继续加息两次，均加息 50

个基点，将回购利率升至 8.25% 的高位。至此，本轮紧缩周期已累计加息 475 个基点。2 月，南非还被反洗钱金融行动特别工作组（FATF）列入“灰色名单”，迫使其实施防止洗钱和恐怖主义融资的标准。同时，南非还被指控向俄罗斯提供武器可能面临美国制裁。这些因素导致资本外流与汇率贬值，金融风险显著上升。

图表 2 CEEM 大宗商品价格指数



大宗商品普遍经历走弱，需求端复苏不及预期导致商品价格单边走低。2023 年 22 季度 CEEM 大宗商品价格季度均价环比下跌 9.3%，连续第四个季度下跌，跌幅和上季度接近，但主要品种均走弱。中国开放后复苏不及预期，加上欧美风险事件频发和美联储紧缩姿态鲜明，导致市场对需求端较为悲观。和中国复苏及固定资产投资紧密挂钩的煤炭、铁矿石、钢材均下跌，有色金属受宏观影响价格承压，石油在 OPEC 减产托底后走稳，但尚缺乏上攻动力。农产品走势分化，但季度末受极端天气影响有上行迹象。

中国经济需要以修正的支出法角度来观察内需不振。在传统支出法视角下，将（X-M）视为外需，将（C+I+G）看作内需，这可能低估了外需占比、高估了内需占比。在修正口径后，发现 2022 年 2 季度至今年 1 季度，内需增速表现明显弱于疫情之前，不过稍好于 2020 年 1 季度。基于修正方法对内需的观察明显弱于传统方法下对内需的观察。这显示出当前宏观经济政策稳定内需的迫切性。

二、全球金融市场：货币政策短暂分化，金融市场风险偏好上升

美联储暂缓加息，人民银行降息。或受一季度银行业金融风险发酵影响，在强劲的经济数据下，美联储加息节奏依然明显放缓。2 季度，美联储仅在 5 月加息 25bp，6 月

暂缓加息，欧央行加息 50bp，美欧的货币市场利率和基准利率同步上升。日本货币市场负利率程度略有加深，日元 Tibor 下降至-0.08%。2 季度，中国人民银行下调政策利率，将公开市场操作利率下调 10bp 至 1.9%，货币市场利率下行幅度更大、最大下行幅度超过 50bp。

海外金融市场风险偏好上升。受美元升值、金融市场风险有所缓和、地缘政治风险未现明显升级影响，黄金价格结束上涨势头、环比下跌 3.4%。2 季度，原油环比下跌 5%，铜价环比下跌 8.1%，大宗商品价格综合指数均有所下跌。

美元流动性风险和资产价格波动风险明显下降。衡量美元流动性风险的 TED 利差降为负值，VIX 指数也降至历史较低水平。二季度，美联储加息节奏明显放缓，TED 利差由 30bp 左右迅速下降，6 月美联储未加息，TED 利差一度降为负值，显示银行间美元流动性充足。美股波动性迅速下降，VIX 指数由 20%的较低水平降至 13%的更低水平，几乎为 2020 年新冠疫情爆发以来的最低水平。

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

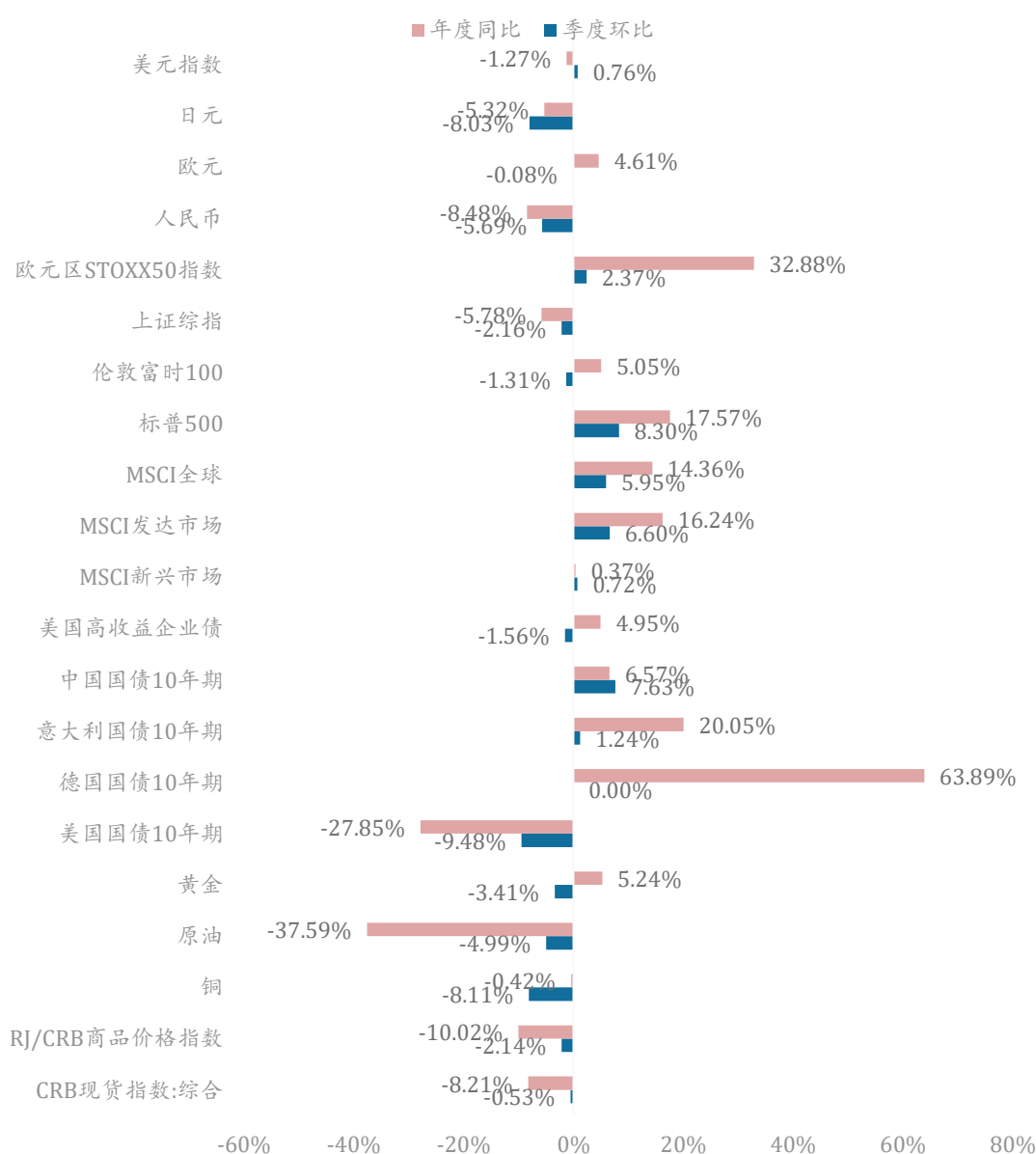
主要经济体股市继续上涨，中国股市下跌。标普 500 指数上涨 8.3%，季内波幅达 9.7%。欧洲股市继续上涨，涨幅较 1 季度略有收窄。法国 CAC40 指数、德国 DAX 指数分别上涨 1.1%、3.3%；季内波幅达 6.7%、5.4%。东亚股市继续上涨，日本股市上涨幅度较大。2 季度，日本、韩国股市分别上涨 18.4%、3.7%，季内波幅达 22.7%、7.4%。俄罗斯股市上涨 2.5%，季内波幅达 13%。印度和巴西股市也止跌回升。2 季度印度 sensex30 指数上涨 9.9%，季内波幅 9.6%。巴西股市上涨 16%，季内波幅超过 19.4%。

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，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，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。

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

图表3 全球金融市场主要指标变动



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

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

三、 展望与对策

在俄乌冲突持续、通胀具有粘性、货币政策继续收紧的情况下，2023 年全球经济依然处于不稳定状态，不断积累的金融风险 and 仍然较高的通货膨胀威胁着全球经济增长，需要重点关注以下四个方面的风险：

全球经济进入下行期。在货币政策继续收紧的情况下，全球经济韧性将逐渐减弱，预计将在今年下半年出现显著的经济放缓。在主要经济体中，由于过去一年半利率大幅升高影响持续，美国和欧元区等主要经济体的增速将进一步放缓。世界银行预计 2023 年美国 and 欧元区的经济增速分别下滑至 1.1% 和 0.4%。在发展中经济体和低收入国家中，经济前景尤其“令人担忧”。世界银行预计，新兴市场和发展中经济体 2023 年经济增长率整体将接近 4%，但如果剔除掉中国的话，这一数字将大幅下降至 2.9%。与此同时，欧美银行业危机虽然暂时告一段落，但风险尚未解除；主要发达经济体的利率持续走高对新兴市场 and 发达经济体仍然构成重大挑战，出现金融危机的可能性升高。整体来看，全球经济下行风险偏大。

全球通胀呈现明显粘性。当前全球通胀的回落在很大程度上来源于能源价格的同比大幅下跌与供应链压力的显著缓解。通胀走势仍存在显著的粘性与不确定性。第一，主要经济体总体通胀显著下降，但核心通胀下降非常缓慢。例如美国 6 月 CPI 同比已从高同比点的 9.1% 降至 3%，但核心 CPI 仅从最高点的 6.5% 降至 4.8%。欧元区 CPI 降至 5.5%，已从最高点下降了 5.1 个百分点，但核心 CPI 仍高达 5.4%，仅从最高点下降 0.3 个百分点。第二，发达经济体劳动力市场普遍紧张，对通胀形成了较强支撑。美国、欧洲、日本等失业率均处于历史低位，工资增速处于高位且呈现出明显粘性。第三，2022 年能源价格呈现前高后低的特征，因此今年下半年，能源价格对通胀回落的贡献将显著下降。同时，在地缘政治风险增大、产业链碎片化的背景下，出现新的供给冲击的可能性仍然较大，可能再次引发通胀上行。

新兴市场和发展中国家债务风险继续发酵。受利率普遍上升、国际融资条件收紧、本币相对债务计价货币贬值等负面因素影响，2020 年以来，斯里兰卡、黎巴嫩、加纳等

国已陆续爆发危机。世界银行报告显示，超过 60% 低收入国家面临高债务风险或已陷入债务困境。很多低收入国家同时面临债务可持续性和融资可持续性的双重挑战。下一阶段，陷入债务困境的国家数量还在进一步增加。一方面，未来两年是国际债券到期高峰期，但美欧加息带来的市场流动性债务滚续压力加大。另一方面，很多债务是以浮动利率签订，有关债务的在美欧加息影响下还款压力将大幅增加。

中国出口外需下行压力进一步增大。海关总署数据显示，以美元计价，中国 6 月份出口同比下降 12.4%，6 月份进口同比下降 6.8%，6 月贸易顺差 706.2 亿美元；以人民币计价，中国 6 月份出口同比下降 8.3%，6 月份进口同比下降 2.6%，6 月贸易顺差 4912.5 亿元，中国外贸压力显著增大。未来伴随着全球经济继续下行，中国外部需求将进一步减弱。根据世贸组织的预测，受乌克兰危机、通胀高企、货币紧缩政策和金融市场不稳定等负面因素影响，2023 年全球货物贸易量将仅增长 1.7%，贸易增速与去年相比将明显放缓，且低于近年来平均水平。

尽管全球经济下行风险偏大，但我国拥有充足的政策空间和丰富的政策工具，应对外部经济环境变化可考虑以下三方面举措：

一是，坚持扩大内需战略。总需求不足是当前中国经济运行面临的突出矛盾。必须大力实施扩大内需战略，采取更加有力的措施，充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用。一方面，把恢复和扩大消费摆在优先位置，要增强消费能力，改善消费条件，创新消费场景，使消费潜力充分释放出来。另一方面，通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资，尤其是当前民间投资预期较弱，政府投资必须发挥好引导作用，同时放宽民间投资市场准入，消除民间投资的后顾之忧。此外，要继续发挥出口对经济的重要作用，尤其是稳住对发达国家出口，扩大对新兴经济体出口。

二是，多措并举防范跨境资本异常流动。一方面，稳定经济基本面、提振经济主体信心是关键。我国外汇市场的主要参与者是外贸外资企业，跨境资本流动与人民币汇率受国内经济景气度影响很大。另一方面，加强跨境资本管理，建立市场化的动态管理机制。目前我国的资本账户管制多以数量型措施与行政式管制为主，成本高、效率损失大，可借鉴冰岛、巴西、韩国、智利等国经验，结合我国具体情况，设计风险准备金、托宾税、宏观审慎税等市场化管制工具，并从时间、规模、风险三个维度设定非线性税率。

三是，呼吁国际社会加强债务治理合作和宏观政策方面的跨国协调。一方面，应提高在多边框架下开展债务处置的效率和国家覆盖范围，同时更为充分利用 SDR 增发契机，通过 SDR 再分配机制为有关债务国提供信用增级。另一方面，应加强不同经济体宏观政策协调，通过提前沟通、双边货币互换、区域金融安全网等方式减少核心国家货币政策收紧过程中对外围国家的负面溢出效应。

专题报告预览

美国：经济超预期韧性能否持续

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

欧洲：增长前景低迷

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

日本：企稳温和上扬

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

并未对此前的货币政策进行根本修改，还释放出偏“鸽”信号，日元继续跌势，股市尤其是日经 225 指数继续上涨。

东盟韩国：东盟产业周期轮动显著，韩国经济面临结构性下行压力

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

金砖国家：经济增长分化，通胀压力缓解

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

中国：修正的支出法角度来观察内需不振

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

全球金融市场：货币政策短暂分化，金融市场风险偏好上升

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

大宗商品市场：需求端疲弱压制价格，库存和价格同跌

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

外贸专题：需求不足下外贸失去增长动能

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