

全球宏观经济季度报告

总览：2023 年秋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 倪淑慧 吴立元

常殊昱 栾 稀 陈 博

陈逸豪 崔晓敏 熊婉婷

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

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

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

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

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

免责声明：

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

2023 年第 3 季度中国外部经济环境总览

——2023 年秋季全球宏观经济运行与分析

3 季度，中国外部经济综合 CEEM-PMI 指数季度低于荣枯线。美国经济强劲增长，欧洲经济停滞风险上升，日本经济恢复力度边际衰减。印度经济延续稳健增长，巴西经济恢复速度略有提升，南非电力危机缓解，俄罗斯经济重回正增长。东盟整体制造业 PMI 在荣枯线之上，区内前沿经济体景气回升，韩国制造业 PMI 也开始回升。

3 季度，美国经济加速增长，预计 GDP 增速显著高于 2 季度，表现出较强韧性。美国制造业出现拐点希望，非制造业 PMI 继续扩张。失业率维持低位，整体通胀反弹，核心通胀继续下降，美联储在 9 月议息会议上预测，2023 年至 2024 年核心 PCE 分别下降至 3.7% 和 2.6%。同时，美国金融市场风险仍值得警惕，美债收益率曲线继续倒挂。美元指数反弹，美联储再次暂停加息，仍主要关注通胀风险。

3 季度，欧洲经济停滞风险上升。欧元区综合 PMI 持续低于荣枯线，受经济前景黯淡、内外部需求不足的影响，区内消费者和投资者信心小幅恶化，全球贸易活动疲弱也阻碍了欧元区贸易的恢复，预期 4 季度很有可能陷入停滞。不过，在能源价格下行和欧洲央行连续加息的共同作用下，欧元区通胀压力显著改善，核心通胀回落幅度超出预期，达到近两年最低水平，增加了欧洲央行 10 月暂停加息的可能性。

3 季度，大宗商品价格显著反弹。CEEM 大宗商品价格指数环比上涨 8.0%，其中石油供给端沙特和俄罗斯延续减产措施，为油价托底，推动油价上涨 14.6%，但进入 10 月后在数日内大幅下挫。金属价格分化，铜价大幅波动，铝和铁矿石价格上涨。国际农产品价格短暂上涨后全面下跌，国内农产品普涨，但具体走势分化，气候因素对价格支撑较强。

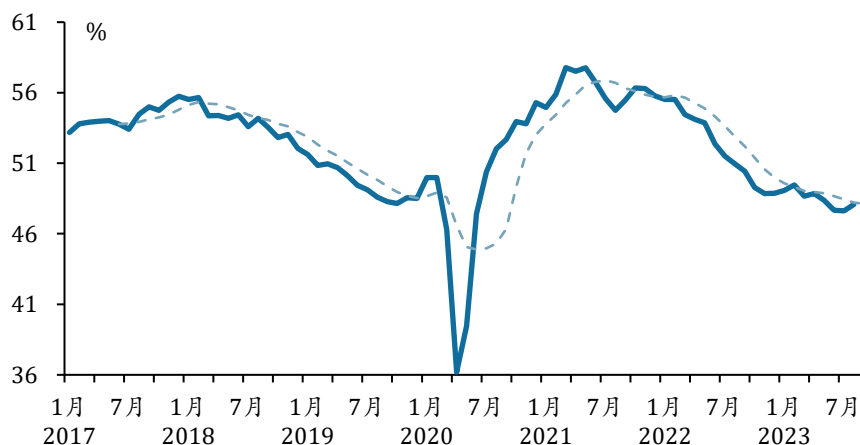
3 季度，全球金融市场整体表现平稳，风险资产价格出现回调，美联储加息 25bp，欧央行加息 50bp，人民银行降息降准。除美国等少数主要经济体以外，欧洲、中国等其他主要经济体在三季度经济增长动能均偏弱。美元继续升值，其他主要经济体货币普遍贬值。全球股市普遍回调下跌，美债、欧债收益率受加息影响继续上升、价格继续下跌，在货币宽松下，中国国债收益率在 9 月份反而不降反升。

2023 年全球经济在复苏的道路上坎坷前行。主要经济体增速分化明显，我国进、出口增速持续回落。受美欧核心通胀仍高导致高利率压力以及中国经济好转不及预期等因素影响，2024 年贸易能否持续恢复并摆脱低迷态势仍存在较大不确定性。

一、全球经济增长持续放缓

2023 年 3 季度，中国外部经济综合 CEEM-PMI 指数¹继续低于荣枯线。美国经济强劲增长，欧洲经济停滞风险上升，日本经济恢复力度边际衰减。印度经济延续稳健增长，巴西经济恢复速度略有提升，南非电力危机缓解，俄罗斯经济重回正增长。东盟整体制造业 PMI 在荣枯线之上，区内前沿经济体景气回升，韩国制造业 PMI 也开始回升。

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 出现拐点希望，非制造业 PMI 继续扩张。7-9 月美国制造业 ISM 编撰的 PMI 分别为 46.4、47.6 和 49，连续 10 个月处于 50 荣枯线以下，且高于 2 季度的均值 46.7；非制造业 PMI 分别为 52.7、54.5 和 53.6，连续 8 个月处于 50 荣枯线之上，且高于 2 季度的均值 52.0。这表明美国的制造业出现拐点希望，服务业维持扩张。

个人收入与支出增速稳中趋降。7 月至 8 月美国个人收入同比增速分别为 5.0% 和 4.8%，美国个人消费支出同比增速分别为 6.2% 和 5.9%，个人收入与消费支出的增速表

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。

现出三大特征：增速趋平，具有粘性；稳中趋降，略有放缓；高于疫情前水平。整体来看，个人收入与支出对高通胀形成了有力的支撑。美国零售销售额在7月至8月分别环比增长0.5%和0.6%，高于2季度的均值0.4%。2023年9月，美国失业率环比持平在3.8%，劳动参与率环比持平在62.8%。与7月相比，美国失业率环比上升了0.3个百分点，劳动参与率环比上升了0.2个百分点，这表明美国失业率上升主要是劳动供给增加所致。

金融市场风险值得警惕。美债收益率曲线持续继续倒挂。2022年7月以来，10年期和2年期美债收益率开始持续倒挂；10月以来，10年期和3个月期美债收益率开始持续倒挂。美债收益率曲线不仅长期倒挂，而且倒挂程度创下近四十年来最大值。与过去经验不同的是，美债收益率曲线倒挂至今已逾一年，但美国经济并未出现衰退。这可能有两个原因：一是虽然美债收益率曲线倒挂是美国经济衰退的前瞻性指标，但两者之间并非必然关系，且存在不确定的时滞。二是本轮美债收益率曲线倒挂主要源于短端利率上行速度超过长端利率，长端利率仍然处于上行过程中，并未出现对未来经济衰退前景的预期和定价。2023年上半年，美股超预期反弹。3季度，美股明显回调，标准普尔500指数下跌3.6%，纳斯达克综合指数下跌4.1%。整体来看，美股回调主要源于通胀粘性和劳动力市场维持强劲，使得市场预期美联储将维持紧缩性货币政策更长时间。

欧洲 PMI 持续低于荣枯线。3季度，欧元区 PMI 始终保持在荣枯线下方，季度均值为47.5，较第二季度52.3的季度均值进一步下行，表明该地区整体经济活动低迷。制造业 PMI 均值从上一季度的44.7下滑至43.2，创近两年的季度新低，服务业季度 PMI 的均值为49.2，位于荣枯线下方，结束了连续两个季度的扩张表现。

核心通胀回落幅度超出预期。2023年9月份欧元区消费者调和价格指数（HICP）同比增长4.3%，较8月的5.2%进一步下降，低于市场预期的4.5%，达到近两年最低水平。食品、酒精和烟草价格上涨幅度最大，同比上行了8.8%，但与8月9.7%的同比增速相比仍然有所放缓。其次是服务价格，同比增长4.7%，以及非能源类工业产品价格，同比增长4.2%。能源价格则加速下行，同比下跌了4.7%，而8月能源价格同比下降的幅度为3.3%。剔除了波动较大的食品和能源价格后，欧元区核心 HICP 在9月同比上涨了4.5%，低于预期的4.8%和前值5.3%，达到一年来的最低水平。2023年8月欧元区

20 国经季节性调整后的失业率为 6.4%，较 7 月 6.5%下降了 0.1 个百分点，创历史新低，与 2022 年同期相比下降了 0.3 个百分点。

消费者信心小幅恶化。2023 年 3 季度欧元区消费者信心小幅恶化，9 月消费者信心指数降至-17.8，为今年 4 月以来的最低水平，较 8 月的-16 下滑了 1.8 个点。从主要成员国的情况来看，德国 10 月 GFK 消费者信心先行指数连续第二个月环比下降，储蓄倾向指标显著上升，法国 Insee 综合消费者信心指数从 8 月的 85 下行至 83，低于市场预期的 84。

欧央行连续第十次加息。2023 年 9 月 14 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分别上调 25 个基点。这是欧洲央行自去年 7 月以来的第十次加息，加息后欧元区的利率水平已经达到 1999 年欧元问世以来的最高点。

日本经济继续平稳恢复，但力度不及第二季度。7 月到 9 月，日本制造业 PMI 依然低于 50.0 荣枯线，分别为 49.6、49.6 和 48.5，三个月的均值为 49.23。日本服务业 PMI 分别为 53.8、54.3 和 53.8，均值为 53.97。相较于第二季度的 55.10，也有明显的下移态势。进入 2023 年以来，日本民间消费持续低迷。1 月到 8 月，二人以上家庭消费支出金额的实际同比增速持续为负。7 月和 8 月，分别为-5.0%和-2.5%。居民收入萎缩是制约消费增长的重要因素。从细项角度看，消费支出同比跌幅较大的是“教育”和“保健医疗”，8 月份支出额分别同比下跌 13.6%和 11.2%。对支出金额影响较大的项目是“食品”和“保健医疗”。机械订单方面，2023 年 7 月的订单金额同比增速为 0.8%，环比增速为 9.8%。相比较而言，2023 年第二季度的 3 个月，机械订单金额同比增速均负值。第二季度日本一般货物贸易逆差问题有所缓解，一般货物逆差转顺差，是日本 GDP 增速在第二季度表现较好的重要因素。

日本银行技术性调货币政策。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，股市调整，日元续贬。7 月货币政策会议上，日本央行政策委员会表示，对于长短期利率的操作，会“更加灵活”，并且，日本银行降按照 1%的收益率水平购进国债。面对不温不火的日本经济，日本银行主观上并没有积极的动力去放松收益率曲线控制。但美国 10 年期国债收益率在第三季度的强劲反弹，以及日元兑美元汇率

的不断下跌，都给日本银行和日本财务省带来了压力。第三季度，日经 225 指数上涨乏力并出现明显回调。6 月最后一个交易日，日经 225 指数收于 33189.04 点；9 月末收于 31857.62 点，第三季度下跌 4.0%。日经 225 指数的下跌基本与全球多数主要经济体股市走势一致。

东盟区内前沿经济体经济景气程度回升，韩国仍面临景气下行压力。7-8 月东盟制造业 PMI 整体处于荣枯线以上，分别为 50.8 和 51.0，但是 9 月份下降至荣枯线以下，为 49.6。尽管如此，区内前沿经济体新加坡和越南的 PMI 均出现了景气回升，区内以内需为主的印尼和菲律宾 PMI 也保持在较高水平，PMI 水平的下降主要与泰国 PMI 冲高回落有关，马来西亚的 PMI 水平也相对偏弱。韩国制造业 PMI 也开始回升。

东盟区内通货膨胀在本季度总体回落。区内主要各国的通胀水平在第 3 季度基本都持续回落，部分接近甚至或低于 2022 年初值，但相较历史，通货膨胀中枢仍处在较高水平。本轮通胀水平较高的两个经济体是区内的发达经济体新加坡和韩国，目前通胀水平有所下降，8 月的读数分别为 3.4% 和 3.9%。其他区内经济体的通胀也有不同程度的下降，其中，印尼的通胀已经从年初的超过 5% 下降至 9 月的 2.3%；而泰国 7-8 月通货膨胀水平已经低于 1%。

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泰国、印尼、韩国和菲律宾，贬值幅度分别为 3.6%、3.2%、3.1% 和 2.7%，均超过或接近美元指数升值幅度。其他几国货币第 3 季度小幅贬值，贬值幅度均低于 1.5%。

东盟股票市场逆势上扬，但韩国股市仍面临下行压力。第 3 季度全球经济体股市集体回落，东盟主要股市市场综合指数则出现一定程度上扬，显示该地区较受投资者青睐。区内上涨幅度较大的是印尼雅加达综合指数、马来西亚吉隆坡指数和越南胡志明指数，上涨幅度分别为 3.7%、3.2% 和 2.5%。区内下跌幅度较大的是韩国综合指数和菲律宾马尼拉综合指数，分别下跌 5.3% 和 2.1%。

金砖国家经济增长动能有所增强，货币政策分化。俄罗斯经济继续收缩，经济挑战仍大。2023 年 2 季度，俄罗斯经济增速为 4.9%，连续四个季度负增长后重回正增长。2023 年 7、8、9 月，俄罗斯综合 PMI 分别为 53.3、55.8 和 54.7。制造业 PMI 分别为 52.1、52.7 和 54.5，服务业 PMI 分别为 54、57.6 和 55.4，显示俄罗斯景气度较高。2023 年 7-8 月俄罗斯失业率进一步降至 3% 的极低水平，这部分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7月，俄罗斯贸易顺差大幅下降至55亿卢布，为2008年8月以来最低。俄罗斯通胀压力仍大，俄罗斯央行重新开始加息，分别于7、8、9月加息三次，共计加息550个基点，将关键利率从7.5%升至13%。卢布汇率继续贬值，俄罗斯股票市场基本稳定。俄罗斯经济虽然重回增长，但经济挑战仍大。

巴西经济恢复略有加快，但主要源于净出口改善。2023年2季度，巴西实际GDP同比增速为3.4%，环比增长3.3%，复苏动能有所增强。其中私人消费、固定资产投资同比增速分别为2.9%、-2.5%，净出口从2022年2季度的小幅逆差转为2023年2季度的大幅顺差，同比大幅扩大。2023年7、8、9月，巴西制造业PMI分别为47.8、50.1和49.0，较1季度有所提升，但仍处于收缩区间。2023年6、7、8月，巴西失业率分别为8%、7.9%、7.8%，小幅下降，但仍处于较高水平，表明巴西劳动力市场恢复较为缓慢。以美元计价，2023年6、7、8月，巴西出口同比增速分别为-9.6%、-5.0%和0.7%，进口增速分别为-18.1%、-18.0%和-19.6%，增速均大幅下滑。由于净出口改善对2季度增长贡献较大，巴西未来增长持续性还需观察。

印度经济继续稳步增长，内需较强、贸易较弱。2023年7、8、9月，印度制造业PMI分别为57.7、58.6、57.5，服务业PMI分别为62.3、60.1、61.0，显示印度经济景气度较高。总体来看，印度经济仍在稳步增长。印度货物贸易与服务贸易增速均显著下滑。以美元计价，2023年6、7、8月印度货物出口同比增长分别为-18.8%、-15.9%与-6.8%，进口同比增长分别为-17.5%、-17.0%和-5.2%，进出口同比增速仍在大幅下滑。与此同时，服务贸易增速也显著下滑，8月服务贸易进出口均负增长，结束了此前的强劲增长态势。印度通胀粘性凸显，央行继续按兵不动。2023年6、7、8月，印度CPI同比增长分别为4.9%、7.4%和6.8%，显著上升，再次高于印度央行设定的2%-6%的通胀区间。3季度以来，印度卢比汇率保持稳定，美元兑卢比汇率基本在82-83卢比/美元附近小幅波动。2023年7-9月，印度股市上涨，孟买敏感指数从6月末的64718.56点小幅升至9月末的65828.41点，再创历史新高。

南非经济边际改善，保持缓慢增长，央行停止加息，通胀不确定性仍大。2023年6、7、8月，CPI同比增速分别为5.7%、4.8%和4.8%，继续回落，进入央行设定的3-6%的通胀目标区间。考虑到通胀已经进入通胀目标区间，三季度南非央行停止加息，将回购利率维持在8.25%的高位。但由于能源价格、地缘政治等风险，通胀不确定性仍然较大。

图表 2 CEEM 大宗商品价格指数



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

大宗商品普遍走强，需求端复苏不及预期导致商品价格单边走低。2023 年 3 季度大宗商品价格显著反弹，CEEM 大宗商品价格指数环比上涨 8.0%一改此前中国复苏不及预期和美国风险事件导致的颓势。其中油价领涨，需求端改善，加上供给端俄罗斯加入沙特的减产计划，并缩减对中印供应的折扣，对油价形成较强支撑。金属方面，铜价跌宕起伏，中国政策刺激利好铝和铁矿石价格。国际国内农产品多有走强，但随后分化。极端气候因素如中国北方雨量超预期和澳大利亚干旱对农产品影响较大。年 2 季度，中国外部经济综合 CEEM-PMI 指数²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。

二、全球金融市场：市场平稳、股市回调

美联储加息节奏放缓，人民银行降息降准。在相对强劲的经济数据和下滑的通胀率下，美联储加息节奏明显放缓，3 季度美联储依然仅加息 25bp。欧洲通胀缓和速度不及美国，经济也明显走弱。在通货膨胀压力下，欧央行三季度两次加息累计 50bp。人民银

² 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。

行降息 10bp、下调法定存款准备金率 25bp，在货币宽松下，中国国债收益率在 9 月不降反升。

美元流动性风险和资产价格波动风险继续保持低位。衡量美元流动性风险的 TED 利差降为负值，VIX 指数保持历史较低水平。三季度，美联储加息节奏明显放缓，且未发生较大的金融风险事件，美元流动性风险和资产价格波动风险均处在低位。TED 利差围绕着 10bp 的低水平中枢波动，显示银行间美元流动性充足。三季度，尽管美股出现了回调，但美股波动性也在较低水平。VIX 指数保持在 20%以下。自从 3 月份美欧银行业危机处置以来，全球金融市场总体表现平稳。

美元升值，其他主要经济体货币汇率贬值。3 季度，美元季末较上季度升值 2.7%，平均汇率较上季度升值 0.66%，其他主要经济体货币多贬值。发达经济体中，英镑季度平均汇率略有升值，季末值贬值 4%。日元、澳元、欧元的平均汇率和季末值均明显贬值。新兴经济体中，多数主要新兴经济体均对美元贬值。按平均值，3 季度人民币贬值幅度为 2.32%，俄罗斯卢布贬值 15.96%，经济较为强劲的印度货币卢比也小幅贬值 0.59%。按季末值和平均值，南非兰特较 2 季度分别升值 0.7%、0.19%。阿根廷、土耳其货币继续大幅贬值，平均贬值幅度分别达 34.8%、28.3%。

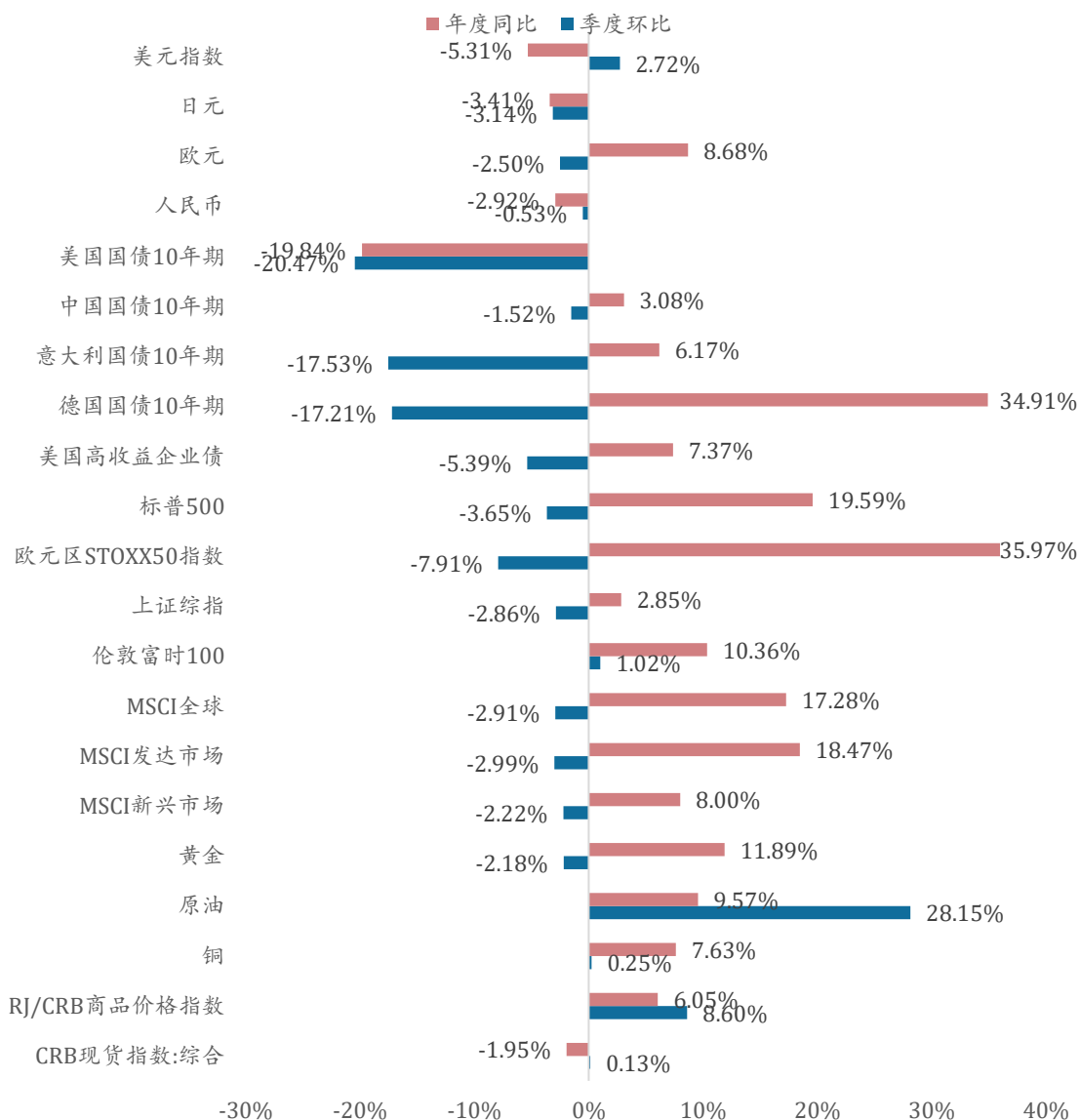
多数主要经济体股市回调，印度股市微涨。三季度，标普 500 指数下跌 3.65%，季内波幅 7.38%。欧洲股市也开始下跌。法国 CAC40 指数、德国 DAX 指数分别下跌 3.58%、4.71%；季内波幅达 6.02%、8.2%。东亚股市也出现下跌，日本、韩国股市均下跌 4%左右，季内波幅分别达 7.32%、8.29%。中国股市继续下跌，三季度上证综指下跌 2.86%。巴西股市小幅下降 1.29%，印度股市在波动中仍出现了小幅上涨。按季末值，三季度印度股市上涨 1.66%。

美联储、欧央行继续加息，人民银行继续降息。3 季度，美联储加息 25bp，欧央行加息 50bp，美欧的货币市场利率和基准利率同步上升。日本保持超宽松货币政策不变，但日本央行行长植田和男释放出了货币政策转向信号。新兴经济体中，印度央行保持 6.5% 的基准回购利率不变，俄罗斯央行受制于通胀压力终于在本季度开启加息，加息三次累计 550bp。3 季度，中国人民银行继续下调政策利率，将公开市场操作利率进一步下调 10bp 至 1.8%，还下调法定存款准备金率 25bp。

主要经济体长期国债收益率普遍上行。受加息影响，美国、欧洲的长期国债收益率继续上升。三季度，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分别上升 86bp、59bp、60bp。2023 年三季度，中国十年期国债收益率在 8 月底以来也出现了小幅上行，由 2.55% 上升至 2.69%，或因 PMI 等前瞻性指标出现了边际小幅回暖。

跨境收支总额、涉外收款、对外支出齐升。2023 年 3 季度前两个月，银行代客涉外收入、对外付款分别为 10630.6 亿美元和 11189.1 亿美元。相比去年同期，涉外收入同比下降 1.2%，对外付款同比上升 4.0%，相比 2023 年 2 季度同期，涉外收入上升 6.3%、对外支出同比上升 11.9%。跨境收支逆差金额维 558.5 亿美元，相比上季度同期扩大了 563.3 亿美元。银行代客涉外收入与支出总额为 2.18 万亿美元，同比上升 1.4%，相比上一季度同期上升 9.1%。

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 9 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

在地缘冲突加剧、通胀具有粘性、货币政策持续收紧的情况下，2023 年全球经济依然处于不稳定状态，尽管一些风险有所缓和，但全球经济依然面临各种不确定性，下行风险较大，需要重点关注以下五个方面的风险：

全球经济前景分化扩大，美国经济展现出韧性。IMF 在 10 月份预测全球经济增速将从 2022 年的 3.5% 放缓至今年的 3% 和 2024 年的 2.9%。全球经济增长放缓的同时，分

化趋势也日益扩大。相比新兴市场和发展中经济体，发达经济体的经济增速放缓更为明显。随着政策收紧开始产生负面影响，发达经济体的经济增速预计将从 2022 年的 2.6% 放缓至 2023 年的 1.5% 和 2014 年的 1.4%。在发达经济体中，美国增长前景改善，其消费和投资展现出了韧性，与全球经济增长放缓形成鲜明对比，美国 2023 年和 2024 年经济增长预期分别为 2.1% 和 1.5%。相比之下，乌克兰危机、地缘政治紧张和货币政策紧缩是欧元区经济增长面临的最主要风险，欧元区的制造业持续疲软，服务发展势头放缓，欧元区 2023 年和 2024 年经济增长预期分别下调至 0.7% 和 1.2%，而德国 GDP 甚至可能会萎缩 0.5%。新兴市场和发展中经济体 2023 年和 2024 年的经济增速预计将小幅下降，从 2022 年的 4.1% 降至 2023 年和 2024 年的 4.0%。

全球通胀粘性与不确定性增强。当前全球通胀的回落很大程度上源于能源价格的同比大幅下跌与供应链压力的显著缓解。全球通胀的粘性与不确定性有所增强。第一，三季度多个主要经济体 CPI 同比有所上升。美国 8 月 CPI 较 6 月上升 0.7 个百分点，韩国 9 月 CPI 同比较 6 月上升 1 个百分点，越南、印度、俄罗斯等国家 CPI 同比也显著上升。第二，主要经济体核心通胀下降依然缓慢，紧张的劳动力市场越来越成为通胀的重要支撑。美、欧、日、加、韩等过核心通胀回落速度呈现递减态势，失业率均处于历史低位，工资增速处于高位。发达国家工人罢工增加了通胀不确定性，核心通胀的大幅回落需要总需求的明显降温。第三，2022 年能源价格呈现前高后低的特征，因此未来一段时间，能源价格对通胀回落的贡献将显著下降。近来的中东冲突显著推升了油价。在地缘风险上升、全球产业链碎片化的背景下，类似供给冲击还可能发生，通胀不确定性大幅增加。

美联储加息与汇率风险。2022 年 3 月以来，美联储大幅加息 525 个基点。同期，人民币兑美元汇率经历了两轮较大的贬值，第一轮从 2022 年 4 月的 6.4 元/美元贬至 7.3 元/美元。第二轮从 2023 年 1 月的 6.7 元/美元贬至 7.3 元/美元。导致汇率大幅贬值的主要原因在于中美利差与经济基本面差异，第二轮贬值中，中国经济复苏不及预期成为重要原因。当前，中美一年期国债收益率利差已超过 3 个百分点，存款利差也很大。同时，我国总需求仍待恢复。由于美国通胀粘性，美联储货币紧缩仍将保持较长时间。在此背景下，资本流动与人民币汇率大幅波动风险仍大，我国面临尽快稳定经济与稳定汇率的赛跑。

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。

中国出口压力依然较大。中国海关数据显示，2023年7-8月，以人民币计，中国出口总额4.1万亿元，同比下降6.2%；以美元计，出口总额5663亿美元，同比下降11.7%。价格因素和需求放缓是拖累出口增长的主要原因。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、年底有望触底并回正。但2024年出口能否持续恢复并摆脱低迷态势仍存在较大不确定性。WTO预计今年全球商品贸易量将增长0.8%，不到此前4月预测的1.7%这个增长数值的一半。如果全球经济增速进一步下降，外需疲弱可能带动中国出口超预期下滑。

全球经济不确定性增加和下行风险偏大，可能对我复苏基础不牢的经济产生超预期的冲击，我应加快动用政策工具，积极应对外部环境变化。具体可考虑以下三方面举措：

一是，实施更加积极的宏观政策。总需求不足仍是当前中国经济的主要矛盾。我国宏观经济政策仍有较大空间，但由于信心渠道是宏观政策发挥作用的重要渠道，因此时机与力度非常重要，政策过晚与力度不足会显著降低政策效力。目前我国仍应该而且有能力实施更加积极的宏观政策。第一，财政大幅发力稳定需求。融资方面，减少地方政府高成本短期限的融资模式，避免地方债务过度累积的弊病。投资方面，中央可做好系统布局，避免盲目扩建重复建设。此外，以完善社保体系为契机加大转移支付力度，例如完善失业保险覆盖、提高农民养老保险、完善跨地区医保等。第二，大幅降息以改善经济主体资产负债表。降息可以改善居民、企业、政府的资产负债表，但如果降息速度落后于市场，效果将大打折扣。第三，做好房地产市场与地方政府债务系统性风险化解的顶层设计，稳定市场预期。

二是，多措并举防范跨境资本异常流动。2023年3季度，人民币兑美元汇率贬值压力较大，北向资金出现较大规模的持续性流出。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：经济强劲增长

2023 年 3 季度，美国经济强劲增长，预计 GDP 增速显著高于 2 季度。从增长动能来看，消费依然是美国经济增长的最主要动能；私人投资对经济增长的拉动作用也显著增强；净出口、政府消费和投资继续正向拉动经济增长。美联储在 9 月议息会议暂停加息，但延迟了降息时点的预期，年内再次加息一次的可能性依然存在。展望未来，美国经济短期内依然具有韧性，但在高利率政策的时滞效应与累计效应叠加发挥作用下，美国经济下行压力与潜在风险值得重点关注。

欧洲：经济停滞风险上升

2023 年第 3 季度，欧元区综合 PMI 持续低于荣枯线，制造业深陷于萎缩泥潭之中，服务业 PMI 也结束了连续两个季度的扩张转入收缩区间。受经济前景黯淡、内外部需求不足的影响，区内消费者和投资者信心小幅恶化，居民消费和企业投资始终在低位徘徊，短期内难以为欧元区经济复苏提供有力支撑。全球贸易活动疲弱也阻碍了欧元区贸易的恢复，贸易账户顺差再度收窄。不过，在能源价格下行和欧洲央行连续加息的共同作用下，欧元区通胀压力显著改善，尤其是核心通胀，回落幅度超出预期，达到近两年最低水平，增加了欧洲央行 10 月暂停加息的可能性。就目前状况来看，即便冬季没有出现极端的严寒天气，欧元区第 4 季度经济也很有可能陷入停滞。

日本：恢复力度边际衰减

进入第三季度，日本国内经济继续恢复，但相比于第二季度，回复的力度有所减弱。从采购经理人指数看，7 月到 9 月的制造业 PMI 指数分别为 49.6、49.6 和 48.5，重心低于第二季度。服务业 PMI 依然保持在高于荣枯线的水平，但也显示出乏力的苗头。日本国内的消费需求继续疲软，名义收入增速不及通胀水平，实际收入下降令日本民众消费意愿显著降低。日本贸易账户在第二季度出现顺差，是日本 GDP 数据在第二季度表现较好的重要因素。但随着第三季度日本贸易账户再度转为逆差，预计将显著拖累日本 GDP 数据。日本央行在 7 月对货币政策进行了调整，日本 10 年期国债收益率突破 0.5% 的上限。预计未来日本央行仍可能对货币政策进行微调。

东盟韩国：前沿经济体景气程度回升

2023 年第 3 季度，东盟整体制造业 PMI 在荣枯线之上，区内前沿经济体景气回升，韩国制造业 PMI 也开始回升。区内以内需为主的经济体中，印尼经济景气程度很高，菲

律宾景气程度下行；东盟整体制造业 PMI 在 9 月份跌至荣枯线以下主要由泰国和马来西亚引致，特别是泰国 PMI 冲高回落的态势明显。区内通胀在本季度总体回落，但是食品价格对区内通胀的影响上升；区内货币本季对美元总体贬值，但幅度不一；东盟股票市场逆势上扬，但韩国股市仍面临下行压力。展望第 4 季度，外需因素对东盟和韩国的支持有望增强，预计区域经济总体向好，但仍面临外需复苏不及预期、通胀进一步上行的风险。

金砖国家：经济增长动能有所增强，货币政策分化

二季度，金砖四国经济增长动能总体有所增强，印度经济继续稳健增长，巴西经济恢复速度略有提升，南非电力危机缓解，俄罗斯经济重回正增长。对外贸易方面，金砖国家贸易增速均显著下滑。中国与金砖国家贸易增速显著下降，但占中国对外贸易总额比重再创历史新高。通胀方面，金砖国家通胀有所分化，俄罗斯通胀上升，预期通胀压力较大，印度与巴西通胀小幅上升，南非通胀缓慢下降。货币政策与金融市场方面，金砖国家货币政策显著分化，印度与南非央行均按兵不动，巴西央行小幅降息，俄罗斯央行大幅加息。金砖四国资本市场总体稳定，卢布继续显著贬值。

全球金融市场：市场平稳、股市回调

2023 年 3 季度，全球金融市场整体表现平稳，风险资产价格出现回调。美联储加息 25bp，欧央行加息 50bp。除美国等少数主要经济体以外，欧洲、中国等其他主要经济体在三季度经济增长动能均偏弱。美元继续升值，其他主要经济体货币普遍贬值。在加息和经济疲软的影响下，全球股市普遍回调下跌。美债、欧债收益率受加息影响继续上升、价格继续下跌。人民银行降息降准，在货币宽松下，中国国债收益率在 9 月份反而不降反升，或因景气数据等前瞻指标出现边际小幅回暖迹象。黄金价格继续下跌、环比下跌 2.2%。大宗商品价格回暖，原油价格、铜价、大宗商品价格综合指数均有所上涨。关注发达经济体持续货币紧缩对金融市场的影响。

大宗商品市场：供需改善，价格强劲反弹

2023 年 3 季度大宗商品价格显著反弹，CEEM 大宗商品价格指数环比上涨 8.0%。石油需求端悲观预期好转，供给端沙特和俄罗斯延续减产措施，为油价托底，推动油价上涨 14.6%，但进入 10 月后在数日内大幅下挫。3 季度金属价格分化：铜受美、欧、中国经济复苏预期差异的影响大幅波动；铝因中国政策预期向好而在季末上涨，政策预期也推动铁矿石价格上涨。3 季度国际农产品价格短暂上涨后全面下跌。国内农产品普涨，但具体走势分化，气候因素对价格支撑较强。

外贸专题：进、出口降幅扩大

2023 年 3 季度，中国进、出口增速持续回落。其中，出口（美元）同比下降 10.1%，降幅较上季度扩大 5.3 个百分点；进口同比下降 8.8%，降幅较上季度扩大 2.1 个百分点；货物贸易顺差总额为 2256 亿美元，同比下降 351 亿美元。7-8 月，服务贸易逆差为 421 亿美元，同比提高 249 亿美元，3 季度经常账户顺差占 GDP 比重预估在 1.5% 左右。价格因素和需求放缓是拖累出口增长的主要原因。预计 2023 年中国出口将呈现小幅负增长，受基期效应影响年底出口同比有望回正，但 2024 年贸易能否持续恢复并摆脱低迷态势仍存在较大不确定性。