

全球经济金融展望报告

2022 年第 3 季度（总第 51 期）

报告日期：2022 年 7 月 5 日

要点

- 2022 年二季度，全球供给端和需求端均面临下行压力，工业生产、企业投资、居民消费、国际贸易增速放缓，经济增速明显回落，通胀水平全面上行。
- 国际金融市场继续动荡，美元指数强势上行，主要股市震荡下挫，大宗商品价格高位震荡。
- 展望三季度，全球经济增速将进一步放缓，通胀水平还将维持高位，“滞胀”风险持续加大。主要经济体货币政策加速收紧，带动全球金融周期转换，社会融资成本提高对经济的负面效应将更加凸显，国际金融市场波动风险加大。
- 当前，全球粮食贸易保护主义、全球金融周期转换中东盟国家的潜在金融风险等热点问题值得关注。

面临粮食安全威胁的人口规模数量



资料来源：全球应对粮食危机网络（GNAFC）

中国银行研究院 全球经济金融研究课题组

组长：陈卫东
副组长：钟红
王家强
成员：廖淑萍
边卫红
熊启跃
王有鑫
赵雪情
曹鸿宇
邹子昂
王淳
李颖婷
吕昊昊
黄小军（纽约）
陆晓明（纽约）
肖亮（伦敦）
李振龙（伦敦）
温颖坤（法兰克福）
王哲（东京）

联系人：廖淑萍

电话：010-66594052

邮件：liaoshuping@bankofchina.com

全球“滞胀”困局与金融周期转换

——中国银行全球经济金融展望报告（2022年第3季度）

2022年二季度，全球供给端和需求端均面临下行压力，工业生产、企业投资、居民消费、国际贸易增速放缓，经济增速明显回落，通胀水平全面上行。国际金融市场继续动荡，美元指数强势上行，主要股市震荡下挫，大宗商品价格高位震荡。展望三季度，全球经济增速将进一步放缓，通胀水平还将维持高位，“滞胀”风险持续加大。主要经济体货币政策加速收紧，带动全球金融周期转换，社会融资成本提高对经济的负面效应将更加凸显，国际金融市场波动风险加大。本期报告分别对供求失衡状态下的全球粮食贸易保护主义、全球金融周期转换中东盟国家的潜在金融风险进行专题分析。

一、全球经济季度回顾与展望

（一）全球经济“滞胀”风险持续加大

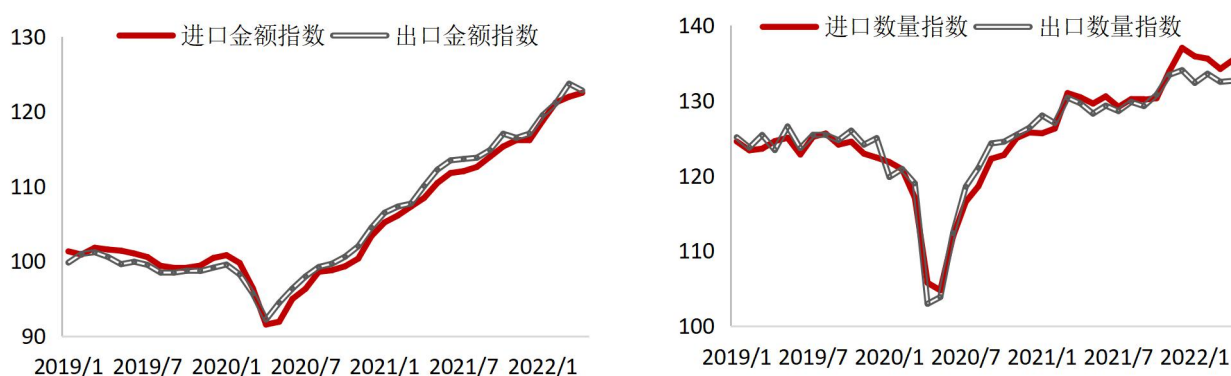
2022年二季度以来，俄乌冲突使全球供应链瓶颈问题更加凸显，能源、工业金属、粮食等大宗商品价格持续处于高位，加大了各国通胀压力，主要经济体纷纷通过收紧货币政策来抑制通胀，全球经济复苏前景恶化。预计三季度全球经济增速将放缓。

从需求端看，一是全球消费增速将逐渐放缓。消费增速主要与疫情防控措施、居民家庭收入、负债成本、消费意愿等相关。二季度，全球大部分经济体消费保持正增长，但增长势头逐渐放缓。5月，美国零售和食品服务销售额同比增速为8.1%，连续2个月增加，但环比增速为-0.3%，10个月来首次出现负值，意味着消费逐渐触顶。欧盟零售销售指数走势与美国类似，4月同比增速仍然保持正增长，但环比增速由正转负。预计三季度全球消费增速将进一步回

落。物价的持续高企和各国普遍采取的紧缩性货币政策将限制居民对耐用品的消费，居民实际可支配收入减少，负债消费成本提高，通胀对消费的负面效应将更加凸显。

二是国际贸易增速将逐渐回落。随着各国消费需求回落和经济下行压力加大，中间品和最终品贸易规模也将随之下行。全球航运和物流同样面临较大制约。一方面，原油等能源价格上涨，将推动全球运输成本上升，相关成本将转嫁至下游消费者，对进口需求产生负面影响。另一方面，全球80%以上的消费品通过海运运输，海运和港口物流的任何压力都将阻碍进出口货物的运输和交付。俄乌冲突在较长时间持续，黑海和地中海沿线的海运运输受到较大影响。全球仍然面临疫情威胁，各港口采取的疫情防控措施将降低运输效率，加剧供应链压力，延长货物交付时间。根据荷兰经济分析局测算，2022年4月，全球出口金额指数较上月下降0.7%，但受大宗商品价格上升影响，进口金额指数继续攀升。如果扣除掉价格因素，全球出口和进口数量指数虽均较上月有所回升，但明显低于去年底水平，分别较去年底下降1.1%和1.2%，年内波动回落(图1)。5月世界贸易组织预计2022年全球商品贸易增速为3.0%，低于之前预测的4.7%。随着欧美逐渐放松疫情管控，预计全球服务贸易将逐渐从低位反弹，但考虑到当前国际商务和旅游活动仍受疫情影响，预计服务贸易仍将低于疫情前水平。

图 1：全球出口和进口指数变化趋势（2010年=100）



资料来源：荷兰经济分析局，中国银行研究院

三是企业投资和库存投资将放缓。随着全球货币政策进入紧缩周期，全球利率中枢上移，企业投资成本不断提高。特别是考虑到美国通胀在加息背景下仍持续上行，未来货币政策紧缩力度仍然较大。美联储在6月正式启动缩表，全球流动性环境将不断恶化，削弱企业投资活动。从企业库存周期看，随着下半年全球经济增长不确定性增加，市场需求和产品销量下降，企业将逐渐进入被动补库存阶段（即产品滞销形成的库存增长），对经济带动作用将减弱。

从供给端看，一是全球供应链瓶颈改善的力度较弱。全球供应链瓶颈主要体现在能源、原材料、物流、劳动力等领域，二季度上述领域没有明显改善。从能源和原材料角度看，受俄乌冲突和相关制裁措施影响，能源特别是天然气短缺问题依然严重，目前俄罗斯天然气工业股份公司已先后宣布暂停向波兰、保加利亚、芬兰、荷兰等欧洲国家供气，并在6月中旬缩减了通过“北溪-1”天然气管道对欧洲的供气量，降幅约60%。部分工业金属和粮食短缺风险也日益凸显。从物流角度看，二季度全球最大的港口上海港集装箱吞吐量下降，美国港口拥堵现象有所缓解。但在地缘政治冲突影响下，黑海地区多种海运货量出现下降，其中，4月黑海地区海运农产品总出货量同比下降35%。二季度，反映国际主要航线即期运费价格的“波罗的海干散货指数”日度均值明显高于一季度。从劳动力角度看，主要经济体劳动力短缺问题依然存在。美国虽然失业率下降至疫情前水平，但劳动参与率维持在低位，职位空缺数量处于历史高位。英国6月职位空缺再次创下新高。欧盟最新数据显示，一季度职位空缺率为2.9%，高于前一季度的2.6%及去年同期的2.0%。纽约联储发布的全球供应链压力指数显示，全球供应链压力指数在4月再度上升，5月虽有所下降，但二季度均值仍高于一季度，全球供应链瓶颈改善遇阻（图2）。三季度，全球供应链瓶颈可能逐渐改善，但受制于疫情的不断反复以及俄乌冲突的长期化和持续化，预计改善力度较为缓慢。

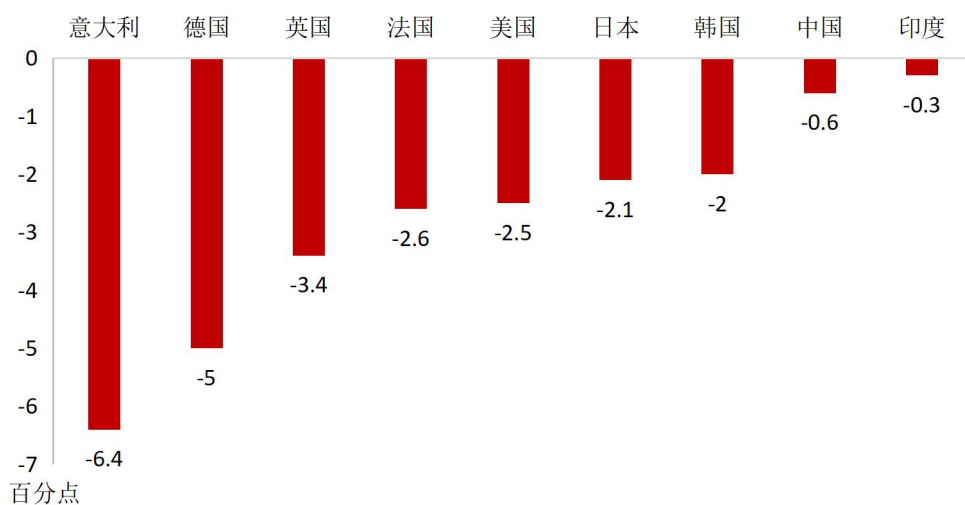
图 2：全球供应链压力指数变化趋势



资料来源：纽约联储，中国银行研究院

二是全球工业生产增长疲软。受原材料供给不足、大宗商品价格高企、物流运输效率存在瓶颈、劳动力短缺等因素影响，全球工业品产销能力有所下降。摩根大通全球制造业 PMI 指数从 2 月的高点 53.7% 回落至 5 月的 52.4%，主要经济体工业生产已出现疲软迹象。5 月除墨西哥以外的全球前十大工业生产国，制造业 PMI 指数均低于一季度高点，平均降幅为 2.8 个百分点，特别是欧洲主要经济体，平均降幅达到 4.4 个百分点（图 3）。考虑到本轮能源危机同时涉及石油、天然气和电力等领域，影响范围和领域大于上世纪 70 年代和 90 年代的石油危机，而之前三次石油危机均导致主要经济体工业产出下降、经济萎缩，本次可能也不会例外。随着全球经济增长不确定性进一步加大，工业生产者价格指数居高不下，融资环境进一步收紧，企业投资将放缓，市场需求和企业订单也将逐渐减少，预计三季度全球工业生产将继续回落。

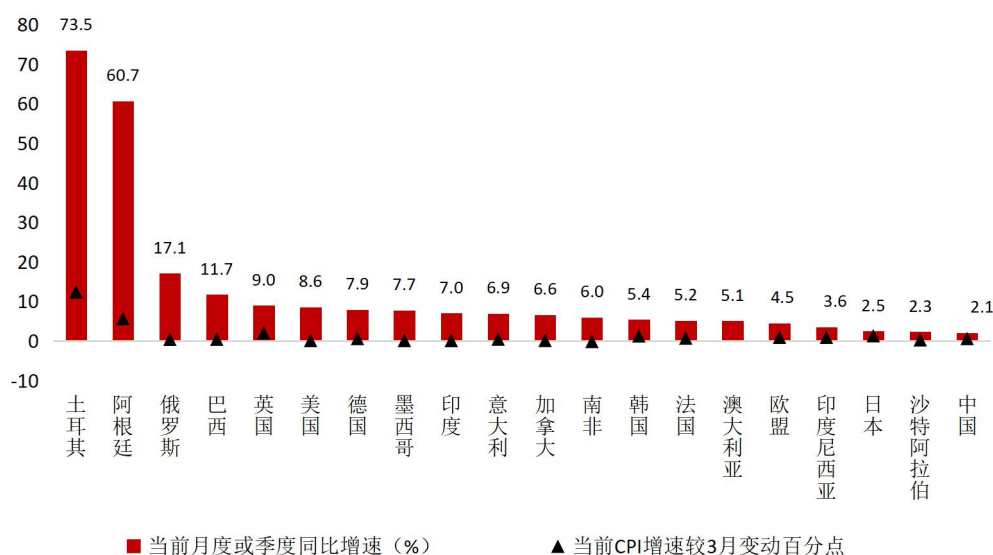
图 3：全球主要工业生产国 5 月 PMI 指数较一季度高点降幅



资料来源：Wind，中国银行研究院

从物价指数走势看，预计全球通胀压力将持续。本轮全球通胀攀升逆转了过去 20 多年的低通胀走势，从原因上看，主要受疫情下供需失衡、流动性泛滥、大宗商品价格飙升以及供应链瓶颈等多重因素影响。对于大多数经济体来说，能源、食品和核心商品价格上涨是通胀上行的主要原因。二季度，全球大宗商品价格持续处于高位，供应链瓶颈改善缓慢，供需继续处于失衡状态，带动全球通胀攀升。观察 G20 经济体当前 CPI 增速较一季度末变化情况，除南非 CPI 增速略有下降外，其他经济体 CPI 增速均继续抬升，通胀压力持续增大，特别是土耳其、英国、欧元区等经济体，CPI 增速分别较一季度末提高了 12.4、2 和 0.7 个百分点，受俄乌冲突影响较大。日本和韩国等东亚大宗商品进口国 CPI 上升幅度也较大，当前 CPI 均较一季度末提高 1.3 个百分点（图 4）。

图 4：G20 经济体 CPI 增速变动趋势



注：澳大利亚 CPI 增速数据为季度数据，最新数据为 2022 年一季度数据，其他经济体为月度数据；除英国、加拿大、南非、日本、沙特为 2022 年 4 月数据外，其他经济体均为 2022 年 5 月数据。

资料来源：Wind，中国银行研究院

预计三季度全球大部分经济体通胀将继续抬升，但不同经济体有所分化。美国正面临全面通胀压力，食品、能源、核心商品、核心服务呈现普涨状态，5 月能源项和食品项贡献了 CPI 约一半的涨幅，服务价格也逐渐上升。旧金山联储的研究显示，美国目前飙涨的通胀约一半来自俄乌冲突导致的供应紧张，只有约三分之一可归因于需求增长。美联储大幅加息无助于解决供应端问题，金融条件收紧对需求端和消费端的影响存在一定时滞。因此，在三季度继续大幅加息背景下，预计美国消费增速可能将逐渐放缓，通胀可能触顶或小幅回落，但不会快速下行。与美国不同，欧元区通胀主要由能源价格上涨驱动。自 2021 年 4 月以来，能源对欧元区通胀的贡献率一直在五成以上，2022 年 5 月的贡献率为 53%。欧元区对俄罗斯能源依赖度较高，当前波兰、保加利亚、芬兰、荷兰等国家面临俄罗斯断气威胁，欧元区天然气价格大幅上涨。三季度欧洲各国

将为冬天能源短缺做储备，能源价格可能会持续攀升，即使欧元区央行在7月和9月正式启动加息，通胀仍可能继续走高，特别是高度依赖俄罗斯天然气进口或面临断气威胁的德国、意大利、奥地利、匈牙利、斯洛伐克、捷克、保加利亚、波兰等国家，通胀上行压力更大。对于日本来说，目前通胀虽然低于欧美国国家，但考虑到日本能源、工业金属、中间零部件等生产材料严重依赖进口，日元大幅贬值叠加大宗商品价格上涨会加大进口成本压力，输入性通胀压力较大，5月生产者价格指数同比涨幅高达9.1%，未来生产者价格指数上涨将逐渐传导至消费端，CPI增速将逐渐抬升。与发达经济体通胀主要受能源等大宗商品价格上涨不同，由于新兴经济体CPI篮子中粮食权重较大，通胀与粮食价格上涨密切相关。其中，亚洲新兴经济体食品权重约为34%，中东欧、中东和非洲地区约为30%，拉丁美洲为20%。目前亚洲新兴经济体食品通胀明显低于其他新兴经济体，但对于摩洛哥、埃及、约旦、加纳、突尼斯等高度依赖农产品进口的国家来说，随着全球粮食贸易保护主义抬头，未来输入性通胀压力较大。

综上所述，三季度全球供给端和需求端均面临下行压力，全球经济增速将较二季度明显回落。预计三季度全球GDP环比增长折年率为2.6%，较二季度下降0.6个百分点，预计全年经济增长2.9%，较3月预测下降0.7个百分点。通胀风险仍将持续发酵，“滞胀”风险日益增大。为了控制高通胀，全球主要央行将以更快的节奏和更大的幅度收紧货币政策，经济陷入衰退的风险加大，金融市场也将面临更大的波动。

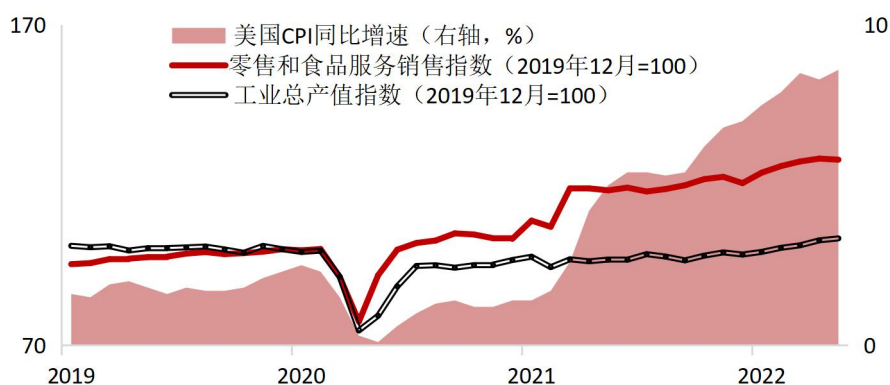
（二）重点国别/地区经济形势研判

1. 美国通胀居高不下，大幅加息将使经济增速下行

2022年二季度美国经济增速有所回升。美国经济在2021年中完成复苏之后进入稳定扩张阶段，但在2022年初进入扩张中晚期。2022年一季度，受疫情反复等因素影响，美国经济负增长1.6%，其中，政府支出以及商品和服务净

出口是主要拖累因素，私人消费和企业投资对经济增长的贡献率为正。政府支出下降反映了财政刺激力度减弱，商品和服务净出口逆差扩大主要由进口扩大导致，反映了国内旺盛的需求及供应链瓶颈的制约。二季度，美国经济走势有所回暖，预计将实现正增长，避免陷入技术性衰退，但增长并不强劲，诸多指标逐渐面临拐点或呈现下行态势。其中，居民消费活动继续发挥稳定经济增长的核心作用，零售和食品服务月度销售额整体高于一季度，4月和5月合计的销售额较1月和2月合计销售额增长2.6%，但5月环比增速为-0.3%，消费逐渐触顶（图5）。工业生产活动持续恢复，5月美国工业总产值环比增速为0.6%，连续第6个月正增长。但在大宗商品价格持续高企影响下，经济景气度逐渐回落，6月Markit制造业和服务业PMI指数均较一季度末下降6.4个百分点。受美元指数大幅走高压低进口成本等因素影响，二季度美国贸易逆差有所回落，4月贸易逆差较3月下降19.1%，预计对经济负面效应将较一季度减弱。美国供需持续失衡，需求端复苏力度明显快于供给端，5月CPI增速在短暂回落之后再度走高，创40年来新高。美联储紧缩压力不断增大，6月大幅加息75个基点，为1994年以来最大加息幅度，年内累计加息150个基点。利率中枢提高导致美股在二季度剧烈波动，进入技术性熊市。预计二季度美国GDP增速将由负转正，环比折年率在2.5%左右。

图5：美国供给和需求端复苏情况与通胀走势关系



资料来源：Wind，中国银行研究院

展望三季度，在持续大幅加息影响下，预计美国经济增速将再度放缓。美国通过大幅加息来控制通胀，经济“硬着陆”风险上升。从消费看，融资成本提高和高通胀持续，将影响居民消费意愿和能力。按照美联储最新议息会议纪要，将在7月和9月继续大幅加息。密歇根大学发布的美国6月消费者信心指数跌至50.2，创44年来最低，通货膨胀持续高企使得居民消费意愿下降。随着消费支出增加，美国居民家庭积累的超额储蓄逐渐被消耗，股市大幅波动使居民家庭财富缩水，预计消费增长对经济的支撑作用将逐渐弱化。从投资看，美国私人投资主要分为企业投资、住宅投资和库存投资三大类，其中，企业投资和库存投资通常受经济周期影响，住宅投资受联邦基金利率影响。6月费城联储商业指数为-3.3，为2020年3月以来的首次收缩，表明经济活动逐渐放缓。企业对经济前景并不乐观，全美独立企业联合会在6月发布的调查报告显示，中小企业对未来六个月商业状况的预期降至48年来最低。随着经济景气度下降，预计三季度美国企业投资将随之减少，企业将逐渐进入被动补库存阶段，对经济拉动作用减弱。与此同时，随着利率水平抬升，美国房地产市场面临下行压力。美国5月新屋开工率下降14.4%，新房建设许可数量下降7%；6月10日当周，美国抵押贷款申请总数同比下降52.7%；6月中旬，美国30年期抵押贷款利率升至6.13%，远高于年初的3.25%，为2008年美国房地产市场崩盘以来的最高利率水平，将遏制房地产领域的投资和消费活动。从商品和服务净出口看，随着居民消费增速回落，美国进口增速将放缓，美元指数持续处于高位也将压低进口成本，预计贸易逆差将有所收窄，对经济的负面拖累效应将下降。从政府支出看，美国即将迎来中期选举，民主党和共和党在财政支出方面的博弈将加大，新的支出计划很难推出。疫情后美国财政政策日益货币化，随着美联储缩表进程的推进，财政政策也将面临收紧压力，今年2-4月美国财政部已缩减国债拍卖规模，并暗示将进一步缩减，预计三季度政府支出对经济的拖累效应将增加。综合上述四方面因素，预计三季度美国经济增速将放缓至1.5%上

下，四季度进一步放缓至 0.75% 上下，全年增长 2% 左右，年内不会陷入衰退，但“滞胀”风险将逐渐增加（表 1）。

2023 年美国将逐渐由“滞胀”风险向衰退风险转化，可能面临资产负债表式衰退。按照美联储最新点阵图预测，联邦基金利率可能将在 2022 年底达到 3.25%-3.5% 水平，美联储资产负债表可能在 2023 年底前缩减 1.5 万亿美元左右。随着美联储货币政策紧缩力度加大，明年利率抬升对居民消费和企业投资的负面效应将进一步放大，通胀将逐渐回落，经济衰退风险将上升。美元流动性和美国金融市场融资条件将持续收紧，企业盈利将下降，信贷和债务违约风险可能提高，美股将继续维持高波动，企业和居民家庭资产负债表将随同央行资产负债表一道收缩，2023 年美国可能面临资产负债表式衰退。高盛预计美国明年进入衰退的几率为 30%；《华尔街日报》6 月调查显示，受访者认为未来 12 个月内经济衰退可能性为 44%，远高于 4 月调查时的 28%；美联储主席鲍威尔也承认，美国经济存在衰退可能性。

2. 欧洲受外部风险冲击，经济增长不及预期

通货膨胀率显著飙升，能源成本上升与全球供应链瓶颈是主要推手。5 月欧元区通胀率同比上涨 8.1%，再创历史新高。各成员国通胀率存在较大差异。截至 5 月，爱沙尼亚（20.1%）、立陶宛（18.5%）通胀率最高，法国（5.8%）、芬兰（7.1%）、意大利（7.3%）通胀率相对较低，西班牙（8.5%）和德国（7.9%）高于欧元区平均水平。英国通胀率自 2021 年 11 月以来持续高于 5%，且一路飙升至 2022 年 4 月的 9.0%，创 40 年来新高。除挪威、丹麦等少数能源丰富的国家，欧洲整体对俄能源依赖严重，俄乌冲突叠加欧盟能源“去俄化”意识强烈、制裁措施激进，使得区域内能源价格全面上涨。4 月和 5 月，欧元区能源价格同比分别上涨 37.5% 和 39.2%，除能源外的工业品价格同比分别上涨 3.8% 和 4.2%。俄乌冲突扰乱玉米、小麦等粮食供应，4 月斯洛伐克农产品价格大幅上涨，小麦和玉米价格环比分别上涨 21.4% 和 17.1%；希腊玉米价格、捷克小麦

价格环比分别增长 20.5%和 17.7%。供应链紧张、运输和生产成本不断提高，使得欧洲终端消费品价格不断上涨，食品价格表现尤为明显，立陶宛和保加利亚上涨幅度较大，4 月环比分别上涨 6.1%和 4.6%。

供应瓶颈覆盖多领域，工业产能和对外贸易受到限制。二季度，欧洲供应瓶颈问题恶化。德国伊弗经济研究所最新的调查显示，在受访企业中，67.3%的批发企业、36%的零售企业和 53.7%的工业企业都面临严重的原材料紧缺。受影响最大的原材料包括化学品、电子元器件和塑料制品，对汽车工业、化工工业、机械工程学及电气设备业造成较大冲击。近期，集装箱运输船只在德国、荷兰和比利时港口附近的北海海域首次出现拥堵，全球近 2%的货物被卡在该处无法装卸。英国贸易有所复苏，但仍低于 2019 年 1.42 万亿英镑的贸易总额。英国贸易企业通过寻求本地供应商缓解供应链压力，降低运输成本。英国商业洞察力和状况调查（BIC）显示，因脱欧导致供应链存在压力的企业中，超过 50%的企业由外国供应商转为使用英国国内供应商，主要集中在批发和零售贸易以及制造业。

疫情限制措施逐步取消，劳动力市场整体稳健。截至 4 月底，欧元区失业率保持在 6.8%水平，较上年同期下降 0.7 个百分点左右。一季度，欧元区工资同比增速仅为 2.8%，低于同期通胀涨幅，尚未形成“工资-通胀螺旋”，但须持续密切关注该风险。英国一季度失业率为 3.7%，是 1974 年以来的最低水平，但空缺岗位数量创新高，达 128.8 万个，意味着部分劳动力永久性离开劳动市场。二季度，欧元区国家逐步取消疫情限制措施，社会生活基本恢复如常，餐饮、住宿、旅游等人际接触密集型行业复苏明显。

展望三季度，高通胀和地缘政治风险持续，欧洲经济减速将无法避免，但政策调整与能源计划实施有望在一定程度上缓解通胀问题。一方面，疫情不确定性仍客观存在，俄乌冲突升级恐持续推高通胀、扩大金融市场波动、加大利率和汇率风险、引发能源供应中断危机，能源和食品成本上升持续的时间高于

预期。欧盟对俄制裁措施进一步削弱二者贸易关系，但由于自 2014 年以来双方贸易总量持续下降，预计此轮对俄石油禁运措施对欧元区经济影响总体可控。另一方面，高通胀是欧元区目前面临的主要挑战，欧洲央行明确加息时间表，宣布三季度加息两次，希望使通胀率在中期内回归 2% 的政策目标，但部分国家的大宗商品对外依赖程度较高，货币政策调整难以从根源上解决通胀问题。5 月 18 日，欧盟委员会提出了改造能源系统的 REPowerEU 计划，旨在通过降低能耗、促进能源供应多样化、加快可再生能源发展、减少工业和运输中的化石燃料的使用等方式，解决能源价格高企问题。英格兰银行计划今年 8 月制定出售英国政府债券的计划，缩表方式将是渐进和可预测的，同时英国财政稳健，具有较大的调控空间。预计 2022 年三季度欧元区经济增速约为 1.3%，全年增长 2.5% 左右；三季度英国经济增速约为 2.3%，全年增长 3% 左右。

3. 日本经济复苏乏力，日元贬值压力加大

日本经济疫后复苏表现明显落后于其他主要发达经济体。从 2021 年初至 2022 年一季度的五个季度，日本实际 GDP 增速折年率分别为 -1.3%、2.1%、-2.9%、3.8%、-0.5%，没有出现两个季度以上的连续正增长。截至 2022 年一季度，日本实际 GDP 尚未恢复至疫情前水平。作为对比，美国和欧元区已分别在 2021 年二、三季度达到疫情前水平。

日本未来经济走势不明朗，面临较大增长压力。需求端方面，受新一轮疫情感染人数急升及俄乌冲突等影响，日本个人消费表现不佳，2022 年一季度服务业季度环比增长率仅为 0.06%；投资活动疲弱，一季度企业设备投资同比下滑 0.7%，住宅投资下滑 1.2%；贸易收支状况恶化，1 月至 4 月，日本出口和进口月均增长率分别为 14.0% 和 33.2%。能源等大宗商品价格上涨不断推高日本进口贸易额，4 月日本原油、煤炭进口同比增长率分别达到 99.3%、198.9%，商品贸易收支连续 9 个月处于逆差状态。供给端方面，5 月日本综合 PMI 由上月的 51.1% 升至 52.3%，是 2022 年以来扩张速度最快的一个月，但不同部门表

现有所分化。制造业复苏态势低迷，4月工业生产指数环比下降1.5%，在连续两个月环比上升后转为下降；5月制造业PMI降至53.3%，低于上月的53.5%，为2月份以来最低水平。服务业释放积极信号，5月服务业PMI由上月的50.7%升至52.6%，创2021年11月以来新高，消费者信心有所恢复。

展望三季度，随着日本口岸放松管控，旅客出入境逐渐恢复，疫情影响减弱，日本经济存在需求向好的可能性，但自2021年末以来日元兑美元汇率已跌至24年来低点，跌幅近20%，日元持续贬值将令日本经济承压。当前日本政府遏制货币贬值面临两难困境。一方面，俄乌冲突引发的能源和商品价格增长，推动日本通胀上升。4月，日本核心CPI同比上涨2.1%，突破日本央行2%的目标，为2015年以来首次超过2%。5月，日本国内企业物价指数初值同比上涨9.1%至112.8，连续第15个月同比增加，是有统计以来的最高水平。另一方面，日本经济基本面尚未恢复健康，4月居民实际收入同比下滑1.2%。在通胀和经济增长双目标均未真正持续达成的情况下，日本仍希望维持宽松的货币政策。6月17日举行的货币政策会议上，日本央行宣布继续维持-0.1%的利率目标。日本央行行长黑田东彦在国会应对质询时表示：“日本经济正在复苏，但面临商品价格上涨引发的下行压力。在这种情况下，最重要的是以强有力的货币宽松政策切实支持经济活动”。然而，随着美国加息步伐不断提速，日美货币政策的背离将导致日元加速贬值，加剧日本进口成本上升。对于资源匮乏、高度依赖进口燃料和食物的日本来说，这将进一步推高生产和消费价格，延缓日本经济复苏步伐，企业盈利也将受到较大冲击。预计三季度日本实际GDP将环比增长0.8%左右，折年率将增长3.5%，全年增长1.7%左右；核心CPI保持在2%以上，PPI将持续在8%-10%左右的高位。

4. 新兴经济体整体保持增长，不同区域有所分化

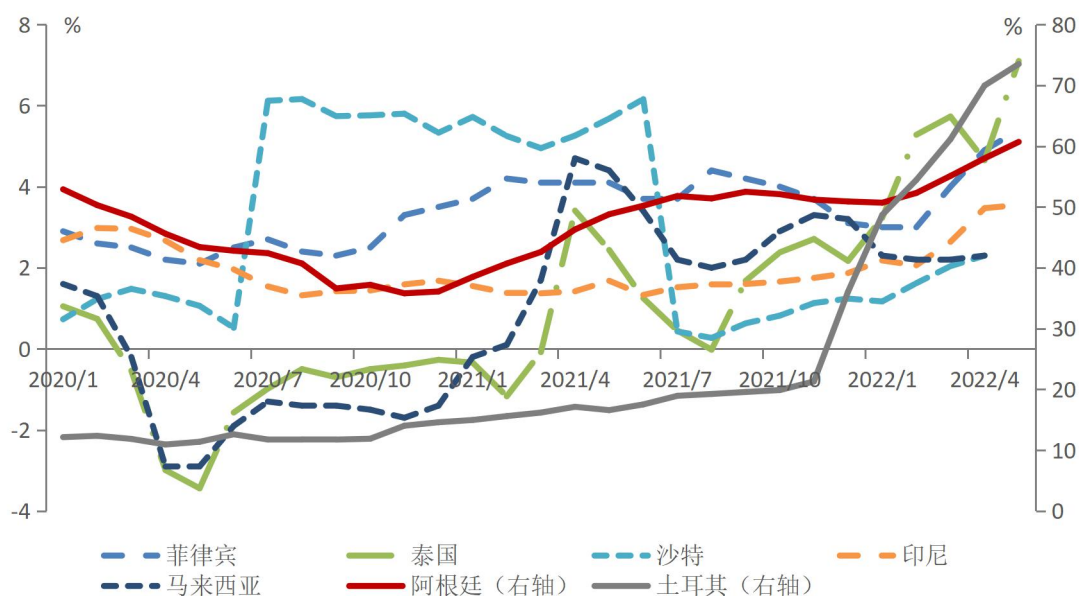
新兴经济体不同地区增长动力存在较大差异。亚洲方面，东盟国家和印度经济表现良好，工业生产保持韧性。2022年一季度，泰国、马来西亚GDP同

比分别增长 2.2%和 4.98%，较 2021 年四季度增幅有所提升；菲律宾受低基数效应影响，GDP 增速高达 8.27%。二季度，尽管部分亚洲国家供应链受疫情影响，但制造业仍保持强劲。5 月越南、菲律宾、印度的制造业 PMI 均超 54%，高于荣枯线水平。欧洲方面，一季度波兰 GDP 环比增长折年率为 10.2%，但工业发展略显疲软。二季度，受俄乌局势影响，欧洲新兴经济体制造业持续低迷。5 月波兰制造业 PMI 指数降至 48.5%，4 月匈牙利、保加利亚的工业生产指数环比分别下降 1.5 和 0.4 个百分点。拉美方面，巴西和阿根廷经济表现优于该地区其他国家。巴西出口强劲带动贸易顺差不断扩大，3 月和 4 月分别达到 75.3 亿美元和 80.9 亿美元，但最终消费支出和投资相对低迷，一季度环比增长分别仅为 1.9%和 1.8%。4 月，阿根廷贸易出口同比增长 37.5%，拉动经济增长。中东方面，一季度土耳其消费显著回升，GDP 同比增长 7.3%，其中，私人消费支出和出口同比分别增长 19.5%和 16.8%。沙特 GDP 同比增长 9.9%，达 10 年来最高水平，其中石油收入增长 20.3%，非石油活动增长 3.7%。非洲方面，南非经济增长乏力，4 月出口同比下降 4.5%，制造业生产指数从 3 月的 96.3 降至 4 月的 91.1。国际大宗商品价格上涨，利于尼日利亚石油出口，但干旱叠加俄乌冲突，使肯尼亚、埃塞俄比亚等非洲国家陷入粮食短缺危机。

国际大宗商品价格上升对新兴经济体通胀的影响不一。一方面，能源和粮食进口类国家面临较大输入性通胀压力。俄乌冲突爆发后，东盟大部分国家通胀水平较冲突前上升 1.4-1.8 个百分点。其中，作为主要大米进口国的菲律宾上升最快，5 月 CPI 同比增长 5.4%，连续第二个月突破政府 2%-4%的通胀目标，较 2 月上升 2.4 个百分点。5 月泰国 CPI、PPI 同比分别增长 7.1%、13.3%。阿根廷、土耳其的通胀也持续走高，4 月阿根廷 CPI、PPI 同比增长均超 50%，5 月土耳其 CPI、PPI 同比分别增长 73.5%和 132.2%。另一方面，能源出口类新兴经济体通胀上升幅度相对温和。沙特 3 月和 4 月 CPI 同比分别增长 2.0%和 2.3%，保持较低的通胀水平。印尼和马来西亚的资源相对丰富，4 月 CPI 同比

增幅分别为 3.5%和 2.3%（图 6）。

图 6：部分新兴经济体 CPI 走势



资料来源：Wind，中国银行研究院

部分新兴经济体面临较高债务风险。近年来，新兴经济体债务规模快速上升，美联储加息等外部风险将削弱其偿债能力。2021 年，斯里兰卡、赞比亚的外债占 GDP 比重分别为 70.4%和 144%。在疫情等因素影响下，斯里兰卡财政调控空间小、外汇储备不足，导致 5 月出现主权债务违约。受俄乌冲突影响，波兰、土耳其和埃及等国供应短缺，波兰长期国债收益率不断上升，土耳其 10 年期国债收益率也在高位大幅波动，加重债务负担。秘鲁债券市场的外资参与程度高达 51%，美欧发达经济体加息会加速国际资金流出，加大债券市场波动，增加债务违约风险。

展望三季度，国际政治经济局势复杂，新兴经济体经济增速可能放缓。主要风险因素包括：一是美联储加息将引发全球流动性收紧，带动全球利率水平上升，加大发展中国家资本外流压力，加剧债务负担，进而削弱新兴经济体增长动力。二是俄乌冲突继续扰动国际市场，全球通胀压力持续攀升，大宗商品

价格大幅波动和全球粮食短缺将加大新兴经济体发展的不确定性。三是多国政局发生变化，菲律宾、马来西亚、巴西等国均步入大选年。其中，菲律宾已于5月进行总统大选，小马科斯当选总统意味着菲律宾将延续当前的外交政策，但疫情应对和经济复苏仍具有较大不确定性。

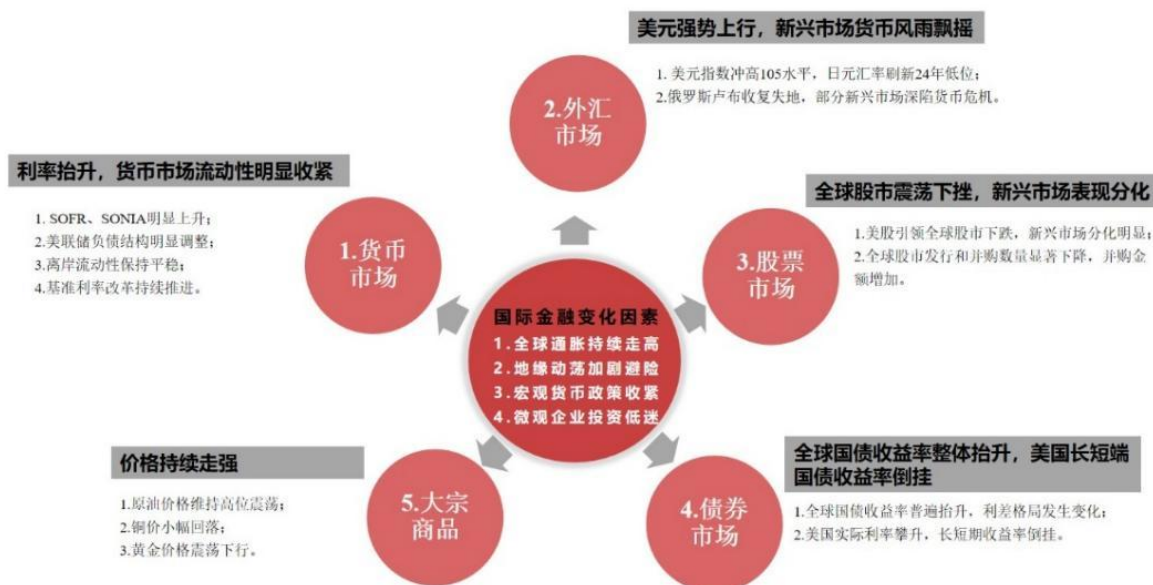
表 1：2022 年全球主要经济体关键指标预测（%）

地区	年/季 国家	GDP 增长率			CPI 涨幅			失业率		
		2020	2021	2022 ^f	2020	2021	2022 ^f	2020	2021	2022 ^f
美洲	美国	-3.4	5.7	2	1.2	4.7	7.5	8.1	5.4	3.6
	加拿大	-5.2	4.6	3.4	0.7	3.4	6.2	9.6	7.4	5.3
	墨西哥	-8.2	4.8	1.7	3.4	5.7	7.1	4.4	4.1	3.9
	巴西	-3.9	4.8	1.5	3.2	8.3	9.5	13.8	13.6	11.2
	智利	-5.8	12	1.7	3.1	4.5	9.5	10.6	9.1	7.7
	阿根廷	-9.9	10.2	4.5	42	48.5	60.3	11.6	8.8	8.9
亚太	中国	2.2	8.1	4	2.5	0.9	2.4	5.2	5.1	5.5
	日本	-4.5	1.6	1.7	0	-0.3	1.8	2.8	2.8	2.6
	澳大利亚	-2.2	4.4	4.1	0.9	2.9	5.3	6.5	5.1	3.9
	印度	-7.4	9.2	7	6.6	5.1	6.1	—	—	—
	韩国	-0.9	4	2.5	0.5	2.5	4.5	3.2	33.6	3.5
	印尼	-2.1	3.3	5.1	2	1.6	3.6	7.1	—	6
欧非	欧元区	-6.6	5.3	2.5	0.3	2.6	7	8	7.7	6.9
	英国	-9.4	7.1	3	0.9	2.6	8	4.5	4.6	3.9
	俄罗斯	-2.9	4.7	-8.9	3.4	6.7	17	5.8	4.8	7
	土耳其	1.8	11	2.3	12.3	19.4	62.7	13.1	12	12.2
	尼日利亚	-1.8	2.7	3.4	13.2	17	16.3	33.3	—	—
	南非	-6.4	4.9	2.1	3.3	4.6	5.9	29.2	34.3	34
全球		-3.1	5.9	2.9	3.2	4.7	6.7	—	—	—

资料来源：中国银行研究院。注：f 为预测。

二、国际金融季度回顾与展望

俄乌冲突爆发以来，全球通胀水平大幅飙升，部分发达经济体创 40 年来新高。主要经济体货币当局持续释放紧缩信号并加快政策调整步伐。在此背景下，驱动国际金融市场变动的核心要素转换，货币市场、外汇市场、股票市场、债券市场大幅波动、分化，呈现新的周期性变化特征。

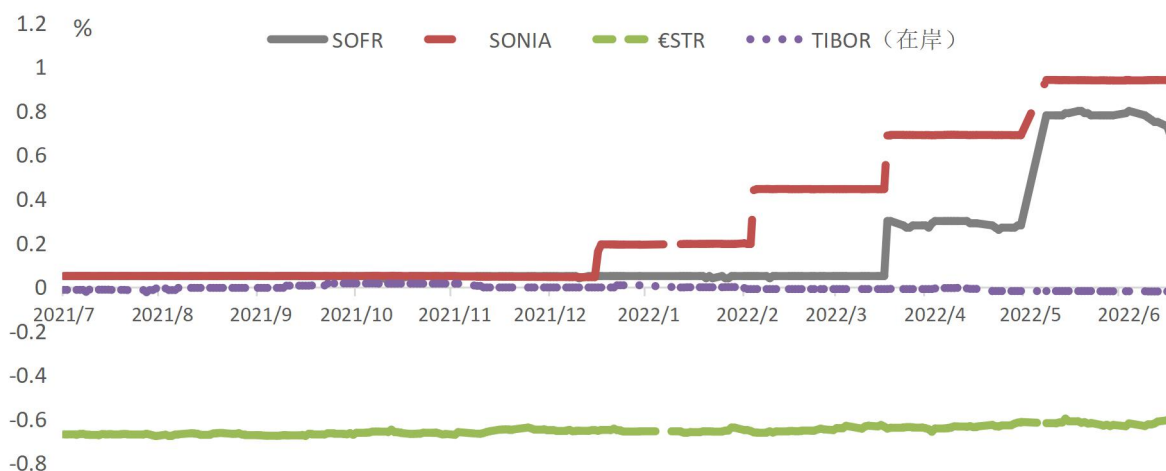


（一）国际金融市场运行特征

1. 货币市场：货币市场利率攀升，货币市场流动性紧缩效应显现

（1）货币市场利率抬升，不同币种变动特征各异。一方面，美国、英国货币市场流动性明显收紧，截至2022年6月15日，美元有担保隔夜融资利率（SOFR）和英镑隔夜指数平均利率（SONIA）分别为0.69%和0.94%，分别较一季度末提高了40个基点和25个基点。另一方面，欧元短期利率（€STR）和日元东京银行间拆借利率（TIBOR）分别为-0.60%和-0.02%，保持相对平稳态势（图7）。

图 7：主要经济体货币市场利率走势



资料来源：Bloomberg，中国银行研究院

(2) 美联储资产负债呈现结构性变化，对金融市场的影响值得关注。截至 2022 年 5 月末，美联储、欧洲央行和日本央行的资产规模分别为 89151 亿美元、88138 亿欧元和 736.5 万亿日元，同比增速分别为 12.3%、15.1%和 1.6%，均较一季度末有所放缓（表 2）。二季度以来，美联储资产负债表结构发生了明显调整。隔夜逆回购规模快速攀升，占总负债比例由 20%升至 27.1%，创历史新高，而银行准备金占比则由 44.2%降至 37.1%。在货币政策不断收紧的背景下，美元流动性的持有主体逐渐由银行体系向非银行金融机构转移，其对金融市场乃至实体经济的影响值得关注。

表 2：主要央行资产规模及增速

		2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022M5
美联储	余额（亿美元）	77369	81269	84480	87575	89371	89151
	同比（%）	32.1	15.2	19.7	18.9	15.5	12.3
欧洲央行	余额（亿欧元）	74941	76576	82891	85564	87540	88138
	同比（%）	44.1	36.8	23.6	22.0	16.8	15.1
日本央行	余额（万亿日元）	714.2	724.6	723.7	723.8	735.8	736.5
	同比（%）	18.2	13.5	4.9	3.0	3.0	1.6

资料来源：Wind，中国银行研究院

(3) 离岸流动性保持平稳，欧元离岸流动性收紧。2022 年二季度以来，

美元泰德利差在经历一季度加息时的短暂跳升后逐步恢复平稳。截至6月15日，泰德利差已降至 0.03%，基本恢复到加息前的水平，离岸美元流动性趋紧压力明显缓解。随着欧元区加息预期不断升温，3 个月 Euribor 与 3 个月欧元短期利率（€STR）的价差提高了 10 个基点，欧元离岸流动性有所收紧。相比较而言，英镑离岸流动性整体保持平稳态势（图 8）。

图 8：离岸美元、英镑和欧元流动性走势



注：美元离岸流动性指标使用选择泰德利差；欧元使用 3 个月 Euribor 与 3 个月 €STR 差值；英镑使用 3 个月英镑 LIBOR 与 3 个月英镑 OIS 价差。

资料来源：Bloomberg，中国银行研究院

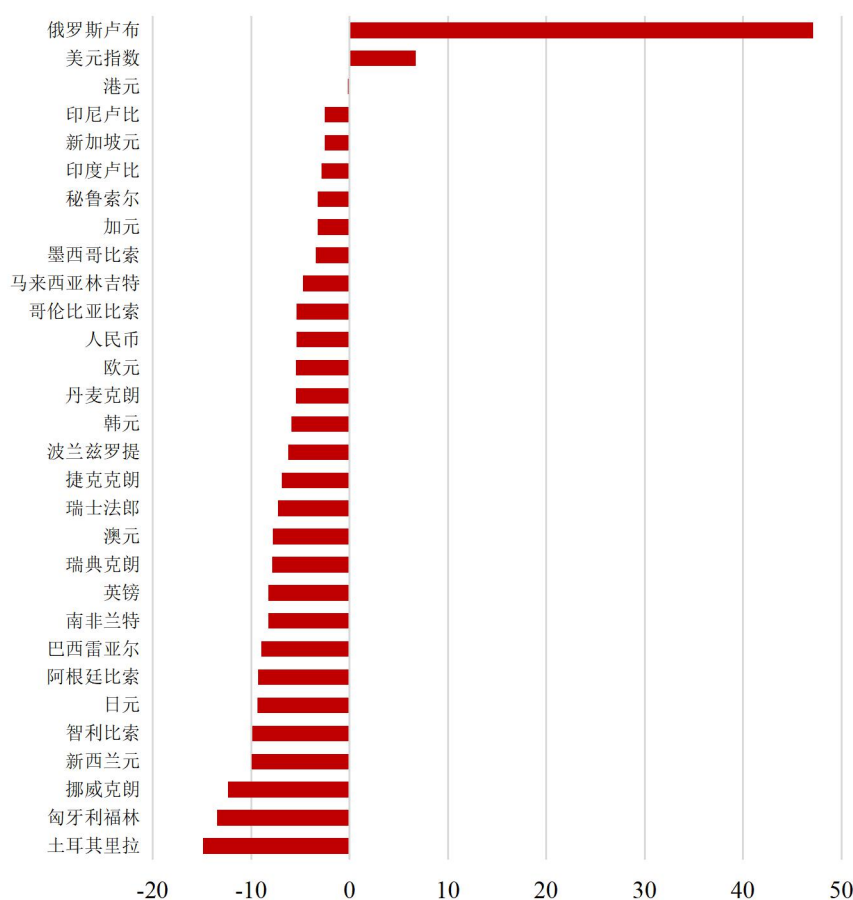
(4) 基准利率改革持续推进，美元 SOFR 交易规模攀升。2022 年以来，欧元、瑞士法郎所有期限 LIBOR 已终止，英镑和日元大多数期限 LIBOR 也已终止。以复合方法计算 LIBOR 所涉及的旧交易合约仍可使用英镑和日元合成的 1 个月、3 个月和 6 个月 LIBOR。上述币种 LIBOR 的平稳过渡将为 2023 年美元 LIBOR 替代提供重要参考。根据美国存管信托和结算公司（DTCC）数据，美元 LIBOR 交易数量自 2021 年第四季度以来持续下降。随着美元 LIBOR 交易下降，美元 SOFR 的使用量大幅上升。

2. 外汇市场：美元强势上行，新兴市场货币风雨飘摇

(1) 美元指数冲高 105 水平，日元汇率刷新 24 年低位。2022 年第二季度，美国 CPI 指标创 40 年新高，美联储加快升息与缩表进程。受货币政策紧缩与避

险情绪影响，美元指数延续升值态势，季度涨幅约为 6.7%。其他发达经济体货币相对走弱。尽管欧洲央行首次明确释放加息信号，但欧元区经济金融周期仍滞后于美国，欧元兑美元汇率贬值 5.4%，一度接近平价。英国经济表现疲弱，英镑兑美元汇率大幅下跌 8.2%。在全球紧缩浪潮中，日本央行依然维持宽松货币政策立场，投资者加大日元空头头寸，美元兑日元汇率超过 135 水平，日元年内贬值幅度高达 14.7%（图 9）。

图 9：主要货币兑美元汇率较 2022 年 4 月初变动（%）



注：数据截至 2022 年 6 月 15 日。

资料来源：Bloomberg，中国银行研究院

（2）俄罗斯卢布收复失地后大幅升值 28%，部分新兴市场深陷货币危机。在资本管制、出口激增、进口锐减等因素支撑下，2022 年二季度卢布兑美元汇率回升 47.1%，甚至较年初升值 28.4%。亚洲货币普遍承压，韩元、马来西亚

林吉特、泰铢分别下跌 5.9%、4.7%和 4.5%，美元兑印度卢比汇率首次突破 78 水平。彭博 JP 摩根拉美货币指数下挫 6.6%，智利比索、阿根廷比索、巴西雷亚尔兑美元汇率分别下跌 9.9%、9.3%和 9.0%。面对国内通胀高企与外部美元周期转向的双重压力，部分新兴市场陷入货币危机，甚至金融危机。2022 年以来，斯里兰卡、土耳其、老挝、加纳等新兴市场货币兑美元汇率贬值幅度分别高达 44.0%、24.0%、23.9%和 21.5%。

3.股票市场：全球股市震荡下挫 18%，美国纳斯达克指数领跌，新兴市场表现分化

(1) 全球股市震荡下挫。2022 年二季度，受地缘政治冲突、美联储加息以及全球通胀飙升等因素影响，全球股市震荡下跌。4 月到 5 月中旬全球股市加速下跌，5 月 4 日至 5 月 12 日跌幅达到 7.38%。虽然 5 月下旬至 6 月初全球股市有所回升，但 MSCI 全球指数仍保持震荡下跌趋势。截至 6 月 15 日，MSCI 全球指数较年初下跌 18.4%，收于 722.27（图 10），股市资金流失严重。本轮全球股市下跌的原因主要归因于全球通货膨胀大幅上行与经济增长持续下行。持续上行的通货膨胀使美联储加息压力越来越大，美联储本轮加息的未来预期已经从年初的 2.25%上升至 3.25%-4.0%。市场对经济衰退的担心明显升温。

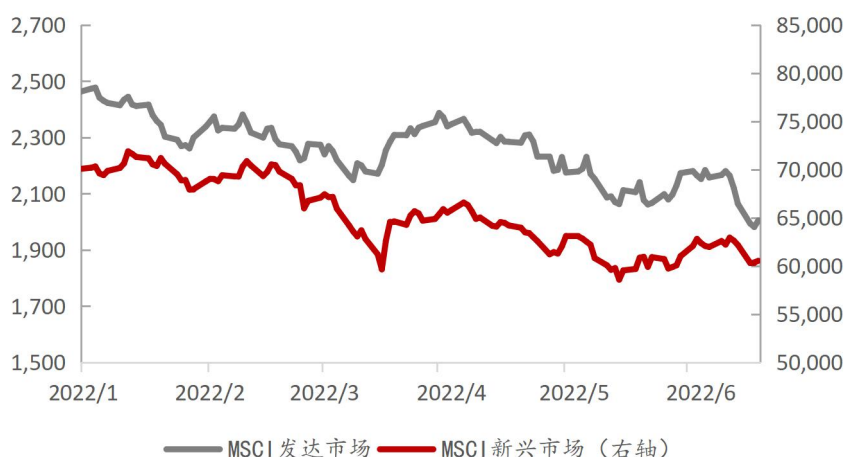
图 10：MSCI 全球指数走势图



资料来源：Wind，中国银行研究院

(2) 美股引领全球股市下跌，新兴市场分化明显。截至 2022 年 6 月 15 日，二季度 MSCI 发达市场指数环比下跌 14.3%，较年初下跌 18.9%，其中，美国市场下跌明显。二季度，美国道琼斯工业指数、标普 500 指数、纳斯达克指数环比分别下跌 11.56%、16.3%和 21.9%，较年初分别下跌 15.6%、20.4%和 29%。欧洲股市跌幅相对较小，英国富时 100、法国 CAC40 指数和德国 DAX 指数环比分别下跌 3.2%、9.45%和 6.44%，较年初分别下跌 1.5%、15.6%和 15.8%。MSCI 亚太指数较年初下跌 10.8%，其中，香港恒生指数二季度环比下跌 3.13%，较年初下跌 8.9%；日经 225 指数拖累亚太市场，二季度环比下跌 5.37%，较年初下跌 10.2%（图 11）。

图 11: MSCI 发达市场与新兴市场指数走势

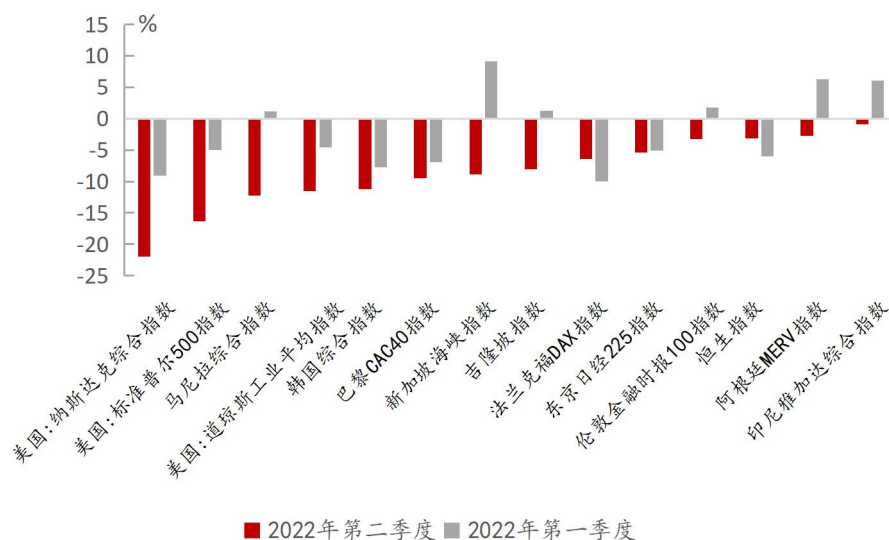


资料来源：Wind，中国银行研究院

新兴市场整体跌幅小于发达市场，但不同国家差异显著。截至 2022 年 6 月 15 日，MSCI 新兴市场指数收于 60533.3，较年初下跌 13.7%（图 12）。印尼、阿根廷股市表现良好，截至 2022 年 6 月 15 日，印尼雅加达指数和阿根廷 MERV 指数累计涨幅分别为 5.13%和 3.37%。越南、菲律宾拖累新兴市场股市。二季度，越南新冠疫情传播引发市场担忧，政府加强对不当交易的稽查，央行降温房地产市场行为，三因素共同作用导致股市下跌。截至 6 月 15 日，越南胡

志明交易所指数较年初下跌 20.43%。菲律宾央行于 5 月 19 日将基准利率上调 25 个基点至 2.25%，是三年以来的首次加息，直接拖累股市，二季度累计下跌 12.3%。

图 12：全球主要股票市场指数波动情况



资料来源：Wind，中国银行研究院

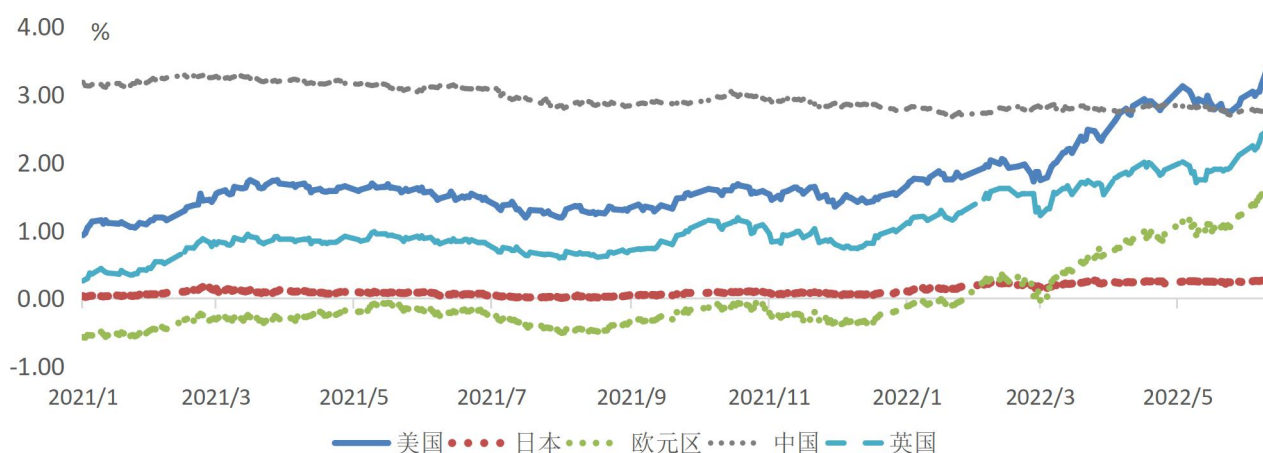
(3) 全球股市发行和并购数量显著下降，但北美地区并购依然活跃，金融业占全球并购金额的 28%。截至 2022 年 6 月 15 日，二季度全球股票发行 413 只，总金额达 127.9 亿美元，新股发行数量和总金额分别较一季度下降 19.2% 和 62.3%，仅为上年同期的 53.1%和 9.28%。其中，综合经营股票发行量最多，金额占比为 24.4%。并购方面，截至 6 月 15 日，二季度全球并购 7828 起，总金额达 1.1 万亿美元，并购数量少于上年同期，但金额同比增加 10%。从行业与地区来看，金融业成为整合重点，并购 2474 起，占全球并购总金额的 28%。从地区来看，北美地区并购活跃，并购数量达到 3589 起，并购总金额 4480 亿美元。

4.债券市场：全球国债收益率整体抬升，美国长短端国债收益率倒挂

(1) 全球国债收益率普遍抬升，利差格局发生变化。2022 年二季度以来，

主要经济体国债收益率大幅提升。截至6月15日，美国10年期国债收益率为3.33%，较一季度末提高101个基点；欧元区、英国和日本的10年期国债收益率分别提高104个基点、81个基点和5个基点，达1.66%、2.77%和0.26%（图13）。由于不同经济体国债收益率变动趋势存在差别，全球利差格局发生显著变化。美元国债对欧元、日元及英镑国债的利差明显走阔，对人民币国债的利差由负转正。

图 13：主要经济体 10 年期国债收益率



资料来源：Wind，中国银行研究院

(2) 美国实际利率攀升，长短期收益率倒挂，投资者流动性偏好切换。截至2022年6月15日，代表美国实际利率的10年期通胀调整国债（TIPs）收益率由负转正，达0.63%，较一季度末提高了111个基点（图14）。实际利率的抬升将对美国经济主体的融资成本和跨境资本流动趋势产生重要影响。与此同时，美国长短端国债收益率出现倒挂，这既反映出市场对经济长期增长前景的悲观预期¹，也充分体现出市场主体的流动性偏好转变。

¹ 国债收益率可以理解为实体经济的无风险回报率，长短端利率倒挂意味着远期国债收益率为负，经济存在衰退风险。

图 14：美国 10 年期 TIPS 收益率和国债收益率溢价（10 年-2 年）



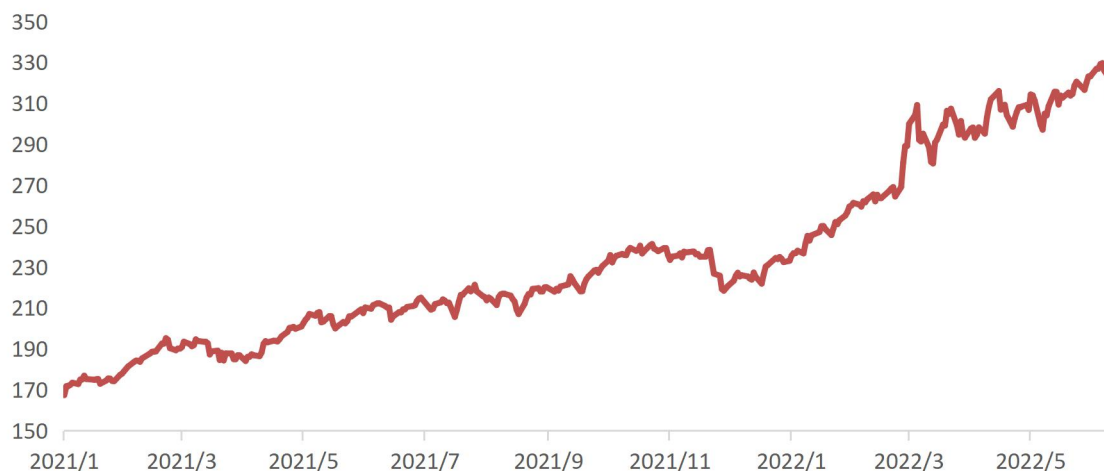
资料来源：Wind，中国银行研究院

5.大宗商品市场：与历史周期变动背离，大宗商品价格与美元指数同步震荡上行

2022 年二季度，俄乌冲突的外溢效应、新冠肺炎疫情反复造成的供应链中断等因素强劲支撑全球大宗商品价格，总体来看，大宗商品价格在二季度维持高位震荡。反映国际大宗商品期货市场总体价格变化的 RJ/CRB 指数一路震荡上行，6 月初一度达 329.6 高位，创十年新高（图 15）。

特别值得关注的是，在历史周期中，美元汇率走势与大宗商品价格呈现负相关关系。但是，2022 年以来，美元指数与大宗商品价格出现同步上扬态势。2022 年二季度，美元指数与 RJ/CRB 指数分别上涨 6.7%和 6.6%。这表明，在当前阶段，全球大宗市场受商品供需因素的直接影响较强，大宗商品价格的商品属性成为突出矛盾，而金融属性弱化，美元指数走势与大宗商品价格之间的负相关关系出现背离。

图 15: RJ/CRB 商品价格指数



资料来源: Wind, 中国银行研究院

(1) 原油价格维持高位震荡。2022 年二季度, 受各大原油出口国实际供给限制, 叠加夏季用油需求上升影响, 原油价格维持高位震荡态势。第一, 俄乌局势仍为原油价格走势的主导因素。随着俄乌冲突持续深入, 俄罗斯原油产显著下滑, 根据 EIA 数据, 俄罗斯 4-6 月原油产量环比预计分别减少 90 万桶/日、70 万桶/日、61 万桶/日, 至 780 万桶/日水平。第二, OPEC 产油国虽然决定上调计划产量, 但各产油国闲置产能有限, 增产计划短期尚未反映在原油供应量上。第三, 北半球夏季消费旺季到来, 原油需求量进一步抬升。截至 6 月 15 日, WTI 原油期货收报 115.3 美元/桶, 布伦特原油期货收报 118.5 美元/桶, 二季度分别累计上涨 15.0% 和 9.8% (图 16)。

图 16：原油期货结算价格走势



资料来源：Wind，中国银行研究院

(2) 铜价小幅回落。铜价与经济增长预期显著相关，2022 年二季度，受美联储货币政策快速转向及中国主要城市新冠疫情反复导致相关制造业短暂停工的影响，铜的需求出现明显下滑。LME 铜价延续自 3 月以来见顶回落态势，于 4 月中下旬大幅下挫，短期调整幅度一度超过 20%，跌至 9000 美元/吨大关。截至 6 月 15 日，LME 铜期货收报 9260 美元/吨，二季度累计下跌 10.3%（图 17）。

图 17：LME 铜期货价格走势



资料来源：Wind，中国银行研究院

(3) **黄金价格震荡下行。**2022 年二季度，美联储货币政策加速收紧，加息进程快速推进。在此背景下，美债实际收益率不断抬升，美元指数持续走强，黄金价格整体承压，在 4 月上旬短暂震荡后大幅下挫。截至 6 月 15 日，COMEX 黄金收报 1830.7 美元/盎司，二季度累计下跌 5.2%（图 18）。

图 18：COMEX 黄金期货价格走势



资料来源：Wind，中国银行研究院

(二) 国际金融市场运行影响因素分析

1. 美欧货币政策加速收紧

2022 年二季度，受俄乌冲突等因素的持续影响，全球能源、粮食等大宗商品供应短缺，进一步加大了全球通货膨胀压力，美国、欧元区、英国等发达经济体加快收紧货币政策。**第一，美联储 6 月大幅加息 75 基点，并开启缩表周期。**美联储在 5 月和 6 月议息会议上分别加息 50 基点和 75 基点，将联邦基金利率目标区间上调至 1.5%-1.75%。同时，美联储于 6 月开启缩表计划，6-8 月每月计划减持 300 亿美元国债和 175 亿美元 MBS，加快收紧全球金融条件。**第二，欧洲央行明确 7 月加息，9 月将告别负利率时代。**欧洲央行在 6 月议息会议宣布将于 7 月 1 日停止资产购买计划（APP）下的净资产购买，明确表示 7 月将

加息 25 基点，并预计 9 月再次加息，加息幅度取决于未来通胀形势。第三，英格兰银行 6 月再度加息。英格兰银行在 5 月和 6 月议息会议上分别加息 25 基点，从 0.75% 上调至 1.25%。2021 年以来，英格兰银行已史无前例地连续加息五次。

2. 企业并购及投资整体低迷

由于全球通货膨胀、俄乌冲突以及新冠疫情等因素影响，2022 年二季度企业并购及投资前景不及预期。第一，全球企业并购总交易价值和交易数量明显下降。根据标准普尔全球市场（S&P Global）5 月数据统计，2022 年一季度全球企业并购价值仅为 6915 亿美元，远低于 2021 年一季度的 10280 亿美元；全球企业并购价值超过 50 亿美元的大型交易数量为 24 个，明显低于 2021 年季均 30 个的水平。第二，全球制造业企业投资相对平稳。2022 年 5 月全球制造业采购经理指数（PMI）为 53.5%，较 4 月上升 0.3 个百分点，但低于去年同期和一季度平均水平，企业投资扩张的内在动力仍待进一步加强。分区域看，亚洲、美洲和非洲制造业 PMI 指数较 4 月均有不同程度上升，欧洲制造业 PMI 指数较 4 月有所下降。

3. 全球不确定性加剧避险情绪回升

2022 年二季度，俄乌局势持续恶化叠加主要发达经济体紧缩流动性，世界各主要经济体股指发生较大回撤，汇率市场波动加剧，大宗商品与能源价格攀升，全球不确定性风险显著增长。第一，美债、美元等避险资产备受青睐。世界银行下调 2022 年全球经济增长预期至 2.9%，漫长的增长乏力和通胀高企让投资者转向各种避险资产，包括黄金、美债和美元。4-5 月，新兴市场证券投资组合呈现持续流出态势，累计流出 89 亿美元。第二，俄罗斯海外资产持续承压。美国和欧盟 6 月对俄实施新一轮制裁，明确禁止美国投资者购买新发行的和二级市场俄罗斯股票或债券，导致俄罗斯海外资产价格持续下挫，进一步加剧金融机构的俄罗斯资产配置风险敞口。

（三）国际金融市场展望

1.高度关注全球流动性收紧的影响，大型金融机构外币净资产特征引关注

主要经济体货币政策的加速收紧，将对 2022 年三季度货币市场走势产生重大影响。美元、欧元、英镑等主要储备货币利率中枢将明显抬升，货币市场流动性趋紧，市场融资主体面临去杠杆压力，这将对主要货币市场同业拆借、回购等业务产生影响。离岸货币市场流动性存在趋紧压力，特别是考虑到全球大型金融机构普遍面临外币净资产特征，主要储备货币离岸流动性趋紧将对金融机构外币流动性管理提出更高要求。

2.外汇市场面临重新定价，剧烈波动，新兴市场货币将普遍承压

在全球复苏疲弱与货币政策收紧的背景下，经济基本面与利率锚点改变，促使汇率波动性加大，外汇市场重新定价。美元指数维持高位，但继续上行空间有限。全球经济疲弱，美联储货币政策加快紧缩，美元指数将维持相对高位。但是，随着美国国内“滞胀”风险增大，以及欧元区退出负利率，美元指数将承压。欧元汇率将企稳回升。欧洲央行逐步取消购债并启动加息进程，将对欧元汇率形成支撑。俄乌冲突具有不确定性，欧元区内部成员国复苏分化，可能带来一定的扰动。

与欧美缩表路径不同，日本央行依然保持大规模购债，日元汇率将低位徘徊。长期以来，日本央行放任日元贬值，强调汇率走弱对经济的积极影响。当前，日本经济温和复苏，通胀历经多年终于出现回升，日本央行重申坚持宽松货币政策，相当于“保”利率，“弃”汇率。为了捍卫债券收益率曲线控制，将 10 年期国债收益率控制在 0.25% 以内，日本央行大规模购入国债，截至 6 月 20 日持债规模达 540.5 万亿日元，较一季度末增长超过 27%。未来一段时期，日元汇率将面临较大波动。其一，美国通胀走势以及货币政策收紧节奏，将对日元汇率产生较大影响。其二，日本财政部与央行对于日元贬值立场存在分歧，

且日本即将迎来参议院选举，物价问题成为核心关注点。其三，日本央行在购债上面临两难，如果放弃收益率曲线控制，利率快速抬升将带来巨大损失；日本央行已占据国债市场半壁江山，如果继续无限量购债，将步入量化宽松操作的“未知领域”，加剧市场失衡与资金撤离。尽管越来越多的国际资金狙击日元，市场押注日本央行将调整货币政策，但其经济金融周期与美国等主要国家加剧分化，将严重压制日元汇率水平。

新兴市场货币依然承压。全球通胀水平居高不下，新兴市场货币政策同步加快升息，“滞胀”风险与债务压力加剧。制造与出口导向型国家经济韧性相对较强，存在货币竞争性贬值的可能性，但考虑到输入性通胀压力，汇率下行幅度相对有限。部分国家高度依赖消费与进口，国际收支将进一步失衡，可能面临更严重的汇率贬值风险。

3. 避险情绪蔓延，全球股市下行压力凸显

全球高通胀、经济增长放缓、俄乌冲突、供应链难题以及各国央行加息等多因素交织，共同导致了全球股票市场的剧烈波动。展望未来，全球股市下行压力加大。一方面，从经济基本面来看，随着疫情对全球经济体的冲击逐渐减弱，全球范围内货币和财政支持将逐渐减少。同时，通胀高涨成为全球面临的主要问题，为降低通胀，各国陆续开启加息进程将直接推升全球利率水平，一定程度上抑制消费、投资和进出口，从而阻碍全球经济复苏进程。部分国家可能面临衰退风险，经济基本面难以支撑股市。另一方面，全球开启加息进程，市场上的流动性降低，全球资产被迫缩水，经济增长承压以及流动性紧缩的双重压力将给全球股市带来较大的下行压力。另外，由于前期全球央行实行宽松的货币政策，不少国家尤其是新兴市场债务水平处于高位，加息周期将显著影响其偿债能力，增加全球金融风险，全球投资者避险情绪上升也将对股市产生负面影响。

4. 国债收益率将继续上行，长短端倒挂趋势可能延续

2022年三季度，全球利率中枢将进一步抬升，主要货币当局也将推出资产负债表缩减计划，国债收益率将大概率上行，经济主体的融资成本趋于升高。预计美元、欧元以及英镑的国债收益率上行速度较快，将逐渐形成对全球其他地区（特别是新兴市场国家）的正利差，且正利差将大概率走阔。正利差使当地投资者风险偏好下降，增配低风险资产，如国债和存款，减少股票和高收益债等高风险资产，同时也会造成跨境资本回流，对低利差国家汇率和资本市场产生明显冲击。美联储加快加息，国债期限溢价趋于收窄，长短端利差收缩甚至倒挂的趋势仍将延续。

5. 大宗商品价格短期有望反弹，欧洲能源政策由“气候安全”向“能源安全”转变，能源缺口迫使传统能源的回归

2022年三季度，主要央行货币政策加速收紧，以及俄乌冲突不确定性将在短期持续影响大宗商品价格。**原油价格支撑较强。**从供给端来看，随着6月欧盟正式批准第六轮对俄制裁方案，欧盟将逐步停止成员国通过海运方式采购俄罗斯原油，预计到2022年年末，欧盟从俄罗斯进口的石油将减少90%。同时，受到产能限制，OPEC增产计划实际提升原油供给有限。从需求端来看，随着中国经济从疫情中复苏，三季度来自中国的需求反弹预计将进一步推升原油价格。**铜价小幅反弹。**作为全球最大的铜消费国，中国供应链恢复将提振用铜需求，驱动铜价反弹。**黄金价格有望上行。**一方面，俄乌冲突仍存在较大不确定性，避险需求有望推动黄金价格上行。另一方面，包括美联储在内的主要央行采取一系列收紧货币政策的举措后，仍未能有效遏制通胀。在短期通胀持续高企的背景下，黄金的抗通胀属性将受到青睐，推高黄金价格。

随着俄乌局势演变，制裁与反制裁传染效应蔓延，欧洲能源缺口的弥补阻力重重。欧洲能源市场将面临剧烈动荡，使用能源种类的结构性的变迁、供应国

进退之间的博弈、传统能源与绿色能源的替代与回归，将是困扰政府、市场、居民等多方的难题。特别是，近期波兰等欧洲六国因拒绝卢布结算遭到天然气断供，欧洲国家的能源政策优先级已由“气候安全”向“能源安全”转变。一方面，部分国家重启煤电计划，延长煤电服役时间。预计 2022 年，全球煤炭需求有望达到近年来的最高水平，而供给端煤炭产能仍需一段时间才能恢复，供需错位将进一步推动煤炭价格上涨。另一方面，为了寻求替代俄罗斯油气资源，欧洲国家加大本土油气开发，提升采购力度，并加快储运能力与基础设施建设。根据欧盟委员会数据，欧盟对俄罗斯天然气供应的依赖已由俄乌冲突前的 40% 下降至 26% 左右，并计划 2022 年年末进一步降低至 13%。但是，欧盟与俄罗斯能源脱钩难以一蹴而就，短期内天然气供需仍存在失衡风险，将再度推高天然气价格。

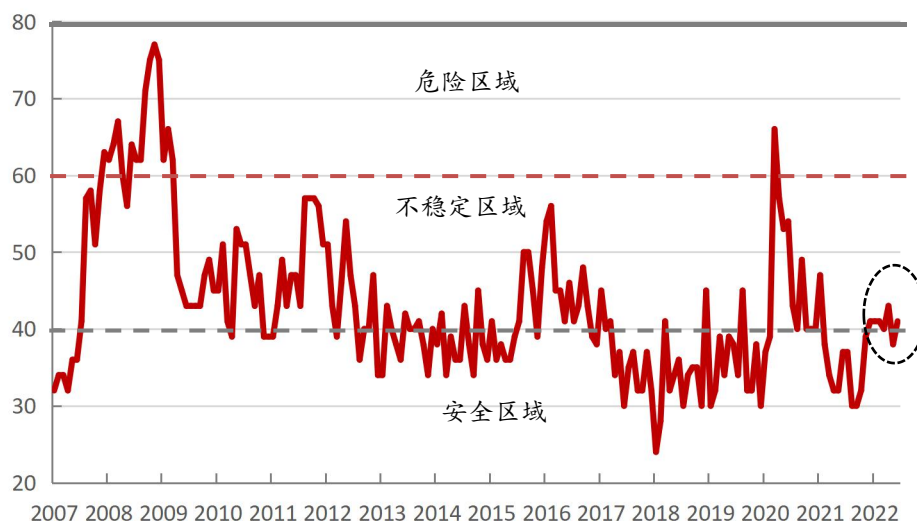
6. 美国金融危机风险指标显示：金融市场整体处于不稳定区域，风险上升

2022 年二季度，美国金融危机风险监测指标(ROFCI)的月均值维持在 0.66，仍然处于不稳定区域(图 19)。该指数显示，美国金融市场整体风险状态自 2021 年四季度以来呈上升趋势。不稳定的来源主要是通胀持续维持在高位、美联储大幅紧缩货币政策、经济增长减速且未来发生衰退的风险上升。此外，地缘政治冲突等因素导致美国股市和银行业股票波动性上升；国债市场波动性上升并超出历史最高点；银行间和非金融类货币市场风险上升。总体而言，二季度美国的市场风险、信用风险和流动性风险均有所上升。

展望 2022 年三季度，美国企业发生系统性债务危机的可能性较小。但随着美联储升息并开始缩减资产负债表，叠加经济增长减速，企业盈利下降，企业债务负担将进一步上升。非投资级公司的再融资能力对利率及经济环境更加敏感，其信贷及债券违约风险将进一步上升。国债波动性可能继续维持高位，股市波动性也可能继续上升。随着美联储缩表进程加快，市场流动性压力和风险可能上升。三季度，美国金融市场整体风险可能小幅上升，ROFCI 仍然处于不

稳定区域。

图 19：美国金融危机风险指标（ROFCI）走势



资料来源：Wind，中国银行研究院

三、专题研究

专题一：供求失衡状态下的全球粮食贸易保护主义

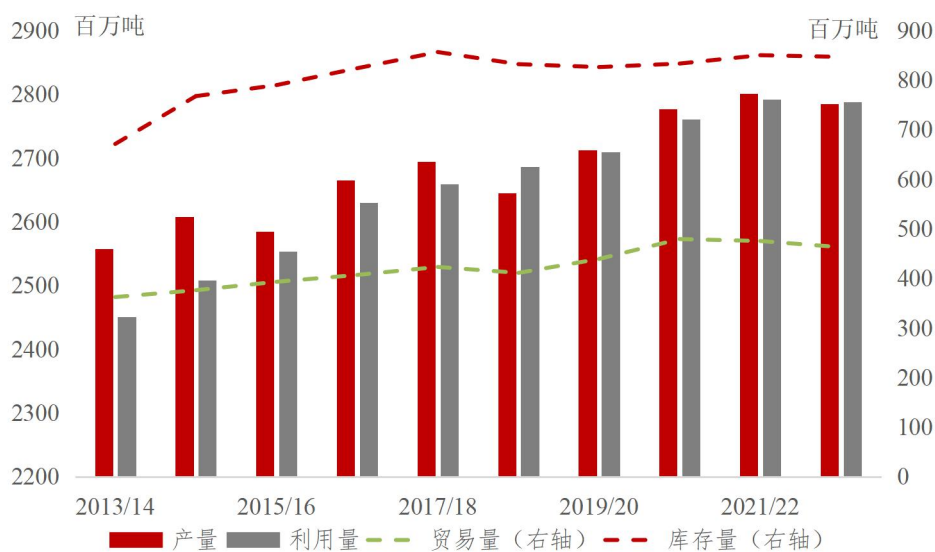
继疫情大流行、经济动荡、地缘冲突等事件之后，粮食危机可能成为当今人类社会面临的又一大难题。受疫情以来过度宽裕的货币流动性影响，全球粮食价格水平在 2021 年已经达到历史高点，在俄乌冲突等因素作用下，粮食短缺风险不断积聚，导致粮食贸易保护主义在一些国家抬头，进一步扰乱全球粮食贸易秩序，部分不发达经济体和贫困人群受到较大影响，甚至面临生存挑战。

（一）全球粮食供应状况总体健康，但结构性问题不断升级

过去几年，全球粮食供应规模持续增长，产出保持高位，但 2022 年可能出现小幅回落。根据联合国粮农组织数据（图 20），在经历连续三年的增长之后，预计 2022/2023 年度世界谷物产量将会由上年度 28 亿吨的历史高位下降至 27.84 亿吨，其中玉米、小麦和大米等主粮产出均可能出现不同程度的下滑。同

期，预计世界谷物消费量小幅下降 0.1%至 27.88 亿吨。这意味着时隔三年后再次出现全球谷物产出低于消费的情况。为满足超额粮食消费需求，全球谷物库存量将下降 0.4%，谷物库存量与消费量之比将降至 29.6%，这是自 2013/2014 年度以来的最低值，但这一比重仍要远高于 2007/2008 年度 21.4%的历史最低位。从总体情况来看，全球粮食供需并未出现难以弥合的缺口。

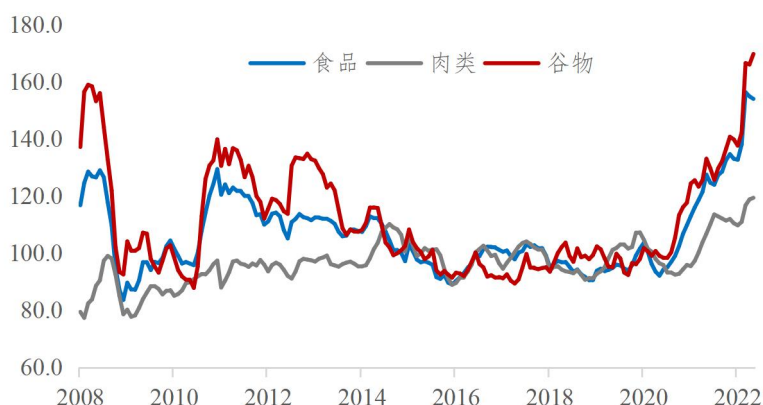
图 20：全球谷物供需变化情况



资料来源：联合国粮农组织（FAO）

与产出环节相比，全球粮食市场在流通和分配环节存在的问题较为突出。一方面，粮食跨境流动规模显著下滑，粮食价格屡创新高。全球粮食贸易量在 2020/2021 年达到历史新高，随后不断下降。联合国粮农组织预测，2022/2023 年度世界谷物贸易量为 4.63 亿吨，同比下降 2.6%，其中粗粮与小麦贸易将出现较大收缩。与此同时，全球谷物价格不断突破新高，2022 年 5 月联合国粮农组织谷物价格指数达到 169.7 点，创历史新高，环比增长 3.7 点，同比增长 36.7 点（图 21）。谷物价格上涨带动饲料成本增加，使肉类产品价格也出现较大增长，包括粮食、肉类等在内的全球食品价格指数短时间内难以出现大幅回调，导致全球食品贸易成本居高不下。

图 21：全球食品、谷物和肉类价格指数变化趋势



资料来源：联合国粮农组织（FAO）

另一方面，全球面临粮食供应安全威胁的人口数量大幅增长。根据全球应对粮食危机网络（GNAFC）数据，2016-2021 年，全球处于粮食不安全状态的人口数由 1.08 亿增至 1.93 亿（图 22），涉及国家由 48 个扩散至 53 个。这其中，39 个国家在 6 年里始终处于粮食不安全状态，覆盖人口数由 9400 万人增至近 1.8 亿人。埃塞俄比亚、马达加斯加、南苏丹和也门的 50 多万人出现大范围饥荒或濒临死亡。全球粮食产出规模连年创新高与受粮食安全威胁人口数量快速增长形成鲜明对比，整体健康的粮食供需状况难以掩盖全球粮食贸易格局的结构性失衡。

图 22：面临粮食安全威胁的人口规模数量



资料来源：全球应对粮食危机网络（GNAFC）

（二）多重因素共同导致全球粮食安全问题

第一，军事摩擦是全球粮食安全问题的最主要驱动因素。长期以来，由武装冲突所引发的危机一直困扰着全球粮食安全问题。2021年因武装冲突问题而面临粮食安全威胁的全球人口数达到1.39亿人，占有面临粮食安全威胁人口比重超过70%，较2020年9900万人的规模显著增长。在战争冲击下，埃塞俄比亚、南苏丹和也门面临着灾难性的粮食危机。

俄乌冲突使战争对全球粮食体系的冲击进一步凸显。俄乌两国是全球主要的粮食生产方，在全球粮食贸易版图中地位举足轻重。2021年两国小麦、大麦和玉米产量分别占全球产量的14.3%、19%和4.5%，出口量分别占全球总出口的32.5%、30%和19.7%，全球近50个国家和地区高度依赖俄乌小麦，用以满足本国30%以上的小麦需求。俄乌冲突使得乌境内关键粮食产区无法正常耕作，乌方估计2022年春播面积仅为过去年份的50%，亩产水平也将大幅萎缩。俄乌冲突对黑海、亚速海等口岸的封锁致使粮食贸易运输中断，美欧对俄经济金融制裁也极大地限制了俄对外粮食出口渠道。受此影响，全球粮食价格不断上涨，北非、西亚和中东地区以小麦为主粮的国家面临严重的粮食供应冲击。

第二，疫情冲击加剧粮食短缺问题。2020年新冠疫情大流行对全球经济和跨境供应链带来巨大冲击，粮食生产和流通受到严重影响。一方面，全球粮食生产所依赖的种子、化肥等投入品，对于全球市场供应变化较为敏感，疫情期间全球供应链体系的中断对全球粮食生产带来较大制约。另一方面，全球粮食市场是部分国家弥补国内粮食供需缺口的重要来源，供应链中断通过限制粮食贸易直接影响这些国家的粮食进口需求。联合国粮农组织等机构发布的2021年《全球粮食危机报告》显示，疫情带来的经济冲击取代气候问题成为引发全球粮食安全问题的第二大动因。不过，在政策协同、暂缓偿债等国际合作措施的支持下，过去一年上述问题有所缓和。

第三，极端天气和自然灾害是全球粮食生产的持续性扰动因素。2021 年极端天气致使全球 2300 万人口面临粮食安全问题，较 2020 年增长 46.5%，但涉及地区由 15 国集中至 8 国，受灾群体更为集中。受极端气候和洪水等灾害影响，2021 年巴西咖啡、比利时土豆和加拿大黄豌豆等农产品生产遭遇严重破坏，相关产品价格出现大幅波动。

第四，前期发达经济体过度宽松的货币政策是引发粮食价格上涨的重要推手。粮食作为全球大宗商品交易的主要对象，其贸易活动不仅受供需等实体因素影响，还与金融市场活动和国际流动性环境存在深层次联动关系。疫情以来，全球粮食价格波动与粮食供需条件变化并未保持一致。主要发达经济体货币大放水，各类商品价格均出现显著上涨，其中全球粮食价格自 2020 年年中即开始步入上行轨道，2021 年粮食价格指数创 2008 年以来的新高。作为对比，2018/2019 年全球粮食供需曾出现较大缺口，但同期全球粮食价格并未显著上涨，甚至在 2019 年大幅下滑。这进一步反映出，粮食价格波动与全球货币流动性密切相关，前一阶段全球粮食价格上涨很大程度上是发达经济体过度宽松的货币政策所致。

（三）粮食贸易保护主义将进一步激化全球粮食安全问题

随着粮食供应趋紧，粮食价格居高不下，许多国家相继采取了粮食出口限制等措施（表 3），粮食贸易保护主义抬头。俄乌冲突之后，两国相继宣布禁止小麦、化肥等产品出口，印度、哈萨克斯坦等全球重要的小麦种植和出口国也颁布了小麦出口禁令，以满足自身需求、平抑本国市场价格。印度尼西亚作为全球最大的棕榈油出口国一度暂停棕榈油出口，世界第三大稻米出口国越南也出台了大米出口暂时性禁令。在全球粮食市场不确定性不断攀升的情况下，各国粮食贸易保护主义措施的频频出台将进一步支撑粮食价格走高，这将给依赖粮食进口的国家和地区带来更大的成本压力甚至生存威胁。

表 3：2022 年以来部分国家出台的食物出口限制措施

措施类型	国家/地区	涉及产品	生效日期	终止日期
出口禁令	阿富汗	小麦	2022.05.20	2022.12.31
	阿尔及利亚	面食、小麦产品、植物油、糖	2022.03.13	2022.12.31
	阿根廷	牛肉	2022.01.01	2023.12.31
	布基纳法索	小米粉、玉米粉、高粱粉	2022.02.23	2022.12.31
	喀麦隆	谷物、植物油	2021.12.27	2022.12.31
	加纳	大米	2022.04.26	2022.10.20
		玉米、大豆	2022.04.11	2022.10.20
	印度	糖	2022.06.01	2022.10.31
		小麦	2022.05.13	2022.12.31
	伊朗	土豆、茄子、西红柿、洋葱	2022.04.27	2022.12.31
	哈萨克斯坦	活牛、小牛	2022.01.22	2022.07.21
		糖	2022.05.23	2022.11.24
		葵花籽	2021.12.15	2022.06.30
		小麦、小麦粉	2022.04.19	2022.06.15
	科索沃	小麦、玉米、面粉、植物油、盐、糖	2022.04.15	2022.12.31
	科威特	鸡肉	2022.03.23	2022.12.31
		谷物、植物油	2022.03.20	2022.12.31
	吉尔吉斯斯坦	牛肉和饲料产品	2022.03.25	2022.09.19
		小麦、杂麦、面粉、植物黄油、糖、葵花籽、鸡蛋、大麦、燕麦	2022.03.19	2022.09.19
	黎巴嫩	加工水果和蔬菜、碾磨谷物产品、糖、面包	2022.03.18	2022.12.31
	马来西亚	鸡	2022.06.01	2022.12.31
	巴基斯坦	糖	2022.04.15	2022.12.31
	俄罗斯	油菜籽	2022.04.01	2022.08.31
		糖	2022.03.14	2022.08.31
		葵花籽	2022.04.01	2022.08.31
		小麦、杂麦、黑麦、大麦、玉米、糖	2022.03.14	2022.06.30
	塞尔维亚	小麦、玉米、面粉、油	2022.03.10	2022.12.31
突尼斯	水果、蔬菜	2022.04.12	2022.12.31	
土耳其	牛肉、羊肉	2022.03.19	2022.12.31	
	黄油	2022.04.15	2022.12.31	
	食用油	2022.03.04	2022.12.31	
	橄榄油、红豆、扁豆	2022.01.27	2022.12.31	
乌克兰	小麦、燕麦、小米、糖	2022.03.09	2022.12.31	
出口许可	阿根廷	牛肉	2022.01.01	2023.12.31
	阿塞拜疆	面粉研磨工业品、淀粉、小麦面筋、油籽和其他种子、药用和工业作物、饲料	2022.03.19	2022.12.31
	白俄罗斯	大米、全麦面粉、黑麦面粉、大麦、面食	2022.03.25	2022.06.15
		小麦、黑麦、大麦、燕麦、玉米、荞麦、小米、小黑麦、油菜籽、葵花籽、甜菜浆、蛋糕、菜籽粕	2022.04.13	2022.09.30
	俄罗斯联邦	葵花籽油	2022.04.15	2022.08.31

	土耳其	谷物、油籽、食用油	2022.03.04	2022.12.31
		禽肉、鸡蛋、蔬菜、水果	2022.01.27	2022.12.31
	乌克兰	家禽、鸡蛋、葵花籽油、牛肉、黑麦、玉米	2022.03.06	2022.12.31
出口税	阿根廷	大豆油、豆粕	2022.03.19	2022.12.31
	印度尼西亚	棕榈油、棕榈仁油	2022.03.18	2022.12.31
	俄罗斯	葵花籽油、葵花籽粉	2022.04.15	2022.12.31
		小麦、大麦、玉米	2022.04.13	2022.12.31

资料来源：国际食物政策研究所（IFPRI）

（四）应对粮食安全和贸易保护主义的建议

粮食安全问题关系人类生存，是全人类共同面临的挑战。应对粮食安全问题、限制粮食贸易保护主义扩散，需要全球层面的共同行动。

第一，以保障人类基本生存权为底线，降低各国单边粮食政策的负面影响。主要粮食出口国在出台关于粮食贸易和储备方面的政策时，应充分考虑政策扭曲效应，政策出台要遵循暂时、透明、有针对性的标准，及时对外通报。维持必要的粮食出口贸易活动，对最不发达国家和依赖粮食进口的发展中经济体予以出口限制豁免。

第二，实施更深层次的跨国合作，提升全球粮食配置的效率。在全球粮食产出和储备维持高位的当下，如何将粮食有效地分配到需求端，是解决全球粮食安全问题的关键。各国应在粮食生产、运输和信息交换等方面加大合作力度，降低交易成本和信息壁垒，保障全球粮食贸易体系正常运转，避免粮食恐慌情绪发酵。

第三，积极发挥多边组织在应对粮食安全问题方面的作用。支持世界粮食计划署在国际粮食援助方面的职能，呼吁发达国家和有余力的粮食产出国承担临时性的超额援助义务。积极落实世界贸易组织第12届部长级会议关于应对粮食安全问题的成果，增强全球粮食和农业市场的韧性。借鉴世界贸易组织在保障疫苗等关键防疫物资正常跨境流动的相关安排经验，协调国际市场上的粮食供需，有效满足粮食短缺国家的需求。

专题二：全球金融周期转换中东盟国家潜在的金融风险

（一）东盟国家宏观政策转向

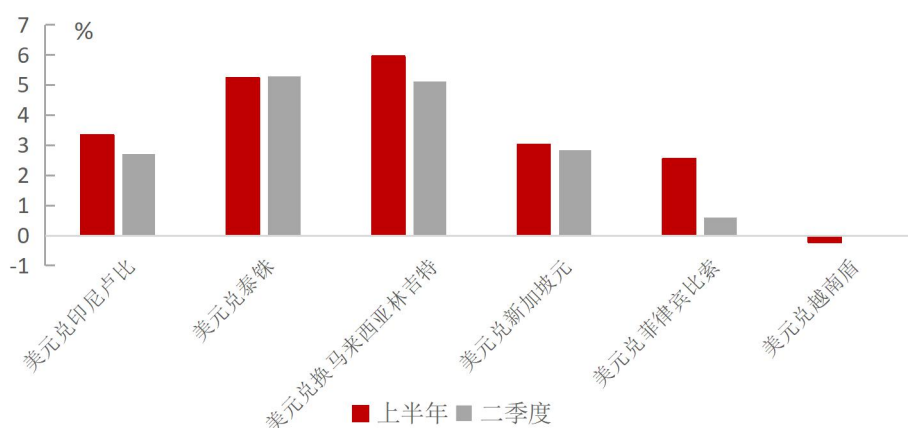
2022 年以来，东盟国家经济增长回暖，但“滞胀”压力增加。一季度，新加坡、越南、马来西亚、印度尼西亚、菲律宾和泰国 GDP 同比分别增长 3.4%、5.03%、4.98%、5.0%、8.27%和 2.2%。俄乌冲突爆发以及能源价格的飙升，导致东盟输入性通胀风险持续升温，不过不同国家存在差异。5 月泰国、印度尼西亚、菲律宾、越南 CPI 同比分别增长 7.1%、3.55%、5.4%和 2.86%。

面对后疫情时期全球经济复苏缓慢、美联储加速退出宽松货币政策以及本国通胀压力上升等影响，东盟国家宏观政策纷纷转向，酝酿加息提速。上半年，新加坡、马来西亚引领加息。新加坡由于经济基础较为坚实，为应对美联储加息和持续的输入性通胀压力，成为东盟国家中率先收紧货币政策的国家。马来西亚央行于 2022 年 5 月 11 日调升隔夜政策利率 25 个基点。印度尼西亚、菲律宾有望于下半年宣布加息。

（二）东盟国家金融市场出现震荡

全球金融周期转向导致东盟国家金融市场震荡。汇率市场方面，美联储开启加息周期，美元进入强周期，东盟国家货币整体走弱。马来西亚和泰国受制于旅游业疲弱，经济基本面尚未得到较好恢复。截至 6 月 15 日，泰铢、马来西亚林吉特二季度分别贬值 5.29%和 5.12%，上半年分别贬值 5.23%和 5.95%，成为东盟国家表现最差的两种货币；菲律宾比索和印尼盾较年初分别贬值 2.54%和 3.33%；越南因出口旺盛以及内部经济韧性，币值保持相对稳定（图 23）。

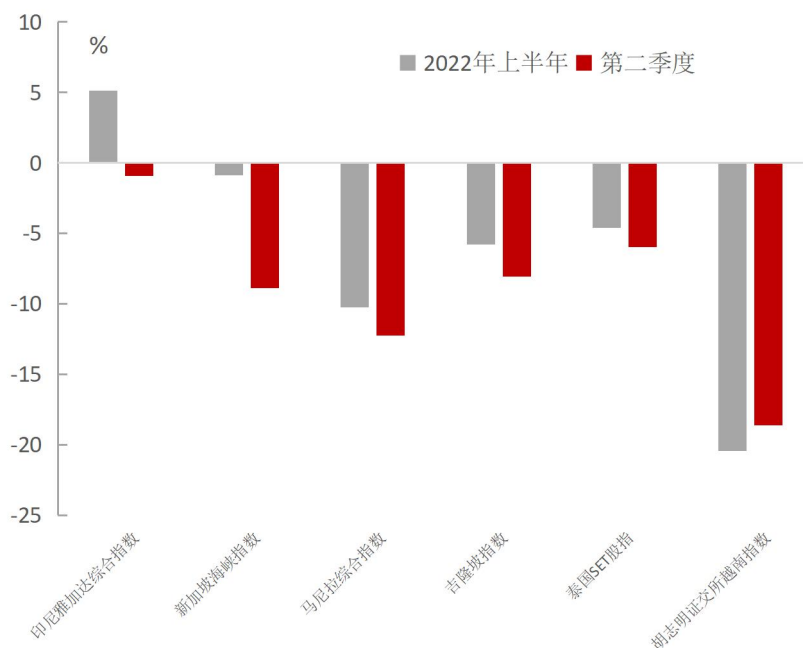
图 23：东盟主要国家汇率变动情况



资料来源：Wind，中国银行研究院

股票市场方面，在美联储加息和增长放缓的共同作用下，东盟国家股市多数下跌。越南和菲律宾受政策影响跌幅显著。2021年至2022年初，越南资本市场涨势强劲，政府持续宽松的货币政策、企业收入增长相对稳健以及国际资本持续流入支撑了越南股市。2022年俄乌冲突爆发以来，越南股市出现大幅下跌，截至6月15日，越南胡志明交易所指数较年初下跌20.43%。菲律宾央行于5月19日将基准利率上调25个基点至2.25%，是三年来的首次加息，直接拖累股市，二季度累计下跌12.3%。由于新加坡金管局年内两次收紧货币政策，投资者对经济衰退的担忧加剧，导致二季度新加坡股市下跌明显，新加坡海峡时报指数下跌8.9%。印尼得益于煤镍资源出口，并且国内通胀压力较小，二季度股市跌幅较小，为0.91%，上半年印尼雅加达指数累计涨约5.13%。泰国、马来西亚股市跌幅相对较小，分别较年初下跌4.5%和5.8%（图24）。

图 24：东盟主要国家股指变化情况



资料来源：Wind，中国银行研究院

债券市场方面，美联储加息背景下东盟国家资金外流明显，债券市场遭受大幅抛售，收益率大幅上涨。截至2022年6月15日，印度尼西亚、泰国、新加坡和越南十年期国债收益率较年初分别上行112、105、149和122个基点。其中，越南胡志明交易所二季度外资持股量收缩明显，4月单月环比降低5.6%，美联储加息导致的资金外逃加上越南政府严格控制信贷资金用途，冲击市场流动性，导致越南债券收益率上行明显。

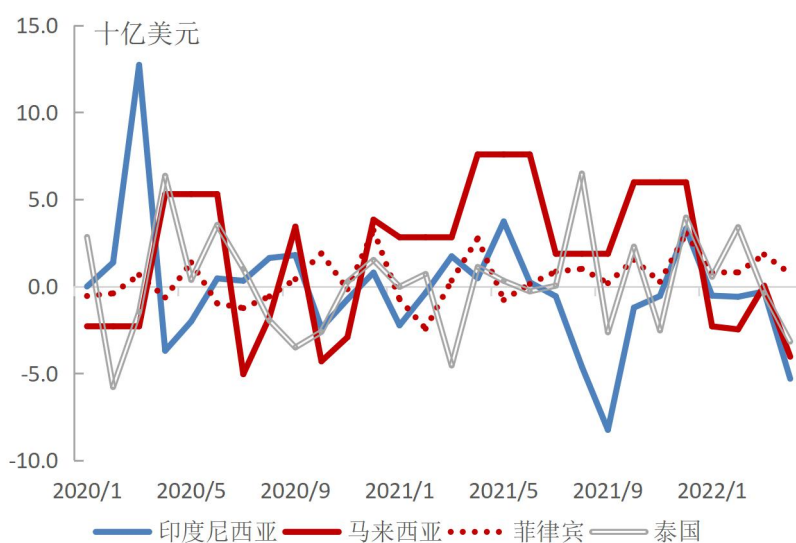
（三）当前东盟国家金融市场的潜在风险

全球金融周期转换成为近期东盟国家金融动荡的导火索，或将给其金融市场带来潜在风险。

一是全球金融周期转向影响东盟国家资本流动稳定性。无论是2013年美联储宣布缩减QE，还是疫情期间美联储重启非常规性货币政策，东盟国家的跨境资本流动与美联储货币政策动向关系紧密。2020年新冠疫情在全球蔓延期间，

各国采取严格控制措施，企业经济生产活动停摆，经济下行危机显现，各国随即实行宽松政策，向市场注入大量流动性，这些流动性部分以寻求盈利为目的，流入东盟区域，印度尼西亚、泰国、马来西亚的证券组合投资分别净流入 127 亿美元、64 亿美元和 53 亿美元。2021 年 3 月，受美债收益率以及通货膨胀抬升的影响，东盟国家出现了短暂的资本外流，印度尼西亚、泰国、马来西亚资本流出金额达 94 亿美元。在美联储政策转向预期有所缓和后，资本又再次恢复流入（图 25）。相较于 2013 年美联储释放缩表信号导致的新兴经济体资本大量外流，此轮调整周期中东盟国家已吸取教训，随着美国货币政策转向，新加坡、马来西亚及时采取加息等措施稳定市场。但从近几个月的跨境资本流动形势看，东盟国家不排除再次出现资本流入逆转的可能。

图 25：东盟主要国家资本流动变化

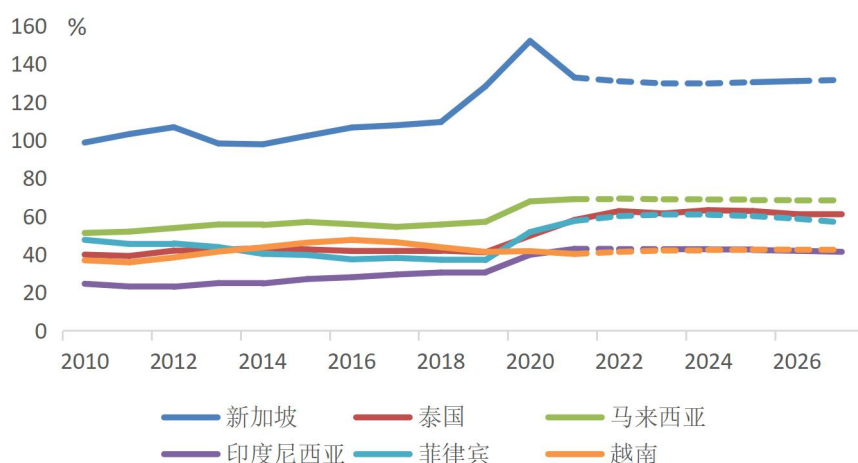


资料来源：IIF，中国银行研究院

二是不同国家风险暴露存在差异。首先，经济增长与通货膨胀的差异。从经济复苏进程来看，东盟国家经济持续复苏但节奏出现分化。国际货币基金组织 4 月发布的《世界经济展望报告》预计 2022 年新加坡、菲律宾 GDP 增速分别为 4.0%、6.5%，并下调越南、马来西亚、印度尼西亚等国经济增速至 6.1%、

5.6%、5.4%。除了疫情影响外，东盟国家经济复苏分化的另一重要因素是经济政策的步调不一。印尼、泰国等国货币政策收紧步伐缓慢，尚未宣布加息进程。其次，公共债务水平的差异。出于抗击疫情的需要，大多数东盟国家普遍增加政府支出，显著推升公共债务水平。尽管外债有所降低，但仍高于疫情前水平。从增幅来看，除越南外债占 GDP 比重较疫情前下降 2.7% 外，新加坡、泰国、菲律宾、马来西亚、印度尼西亚的外债占 GDP 比重较疫情前分别增长 3.59%、41.4%、55.6%、20.9%、40.1%（图 26）。随着加息周期来临，美元兑非美货币走强，东盟国家偿债压力将随之增加。

图 26：东盟主要国家外债占 GDP 比重



资料来源：CEIC，IMF，中国银行研究院

（四）相关建议

鉴于东盟国家在疫情控制、经济复苏、金融市场波动三个维度存在不同程度的风险，相关经济体可从以下几个方面考虑针对性的应对方案。一是密切关注美联储货币政策转向动态，及时针对其货币政策变化做出积极有效应对。研判美国经济复苏进展，争取更多政策应对准备时间。二是提升疫苗接种率，保障供应链安全。随着奥密克戎等变异毒株出现，部分国家疫情反复。东盟国家普遍存在疫情严重程度与疫苗接种率不匹配的问题，将增加其经济脆弱性。东

盟国家应尽快提升疫苗接种率，及时控制疫情。鉴于部分国家对国际大宗商品价格变动敏感，在疫情得到有效控制前，应积极采取措施保障供应链安全，减少大宗商品价格上涨对本国供应链和产业链的影响。三是针对风险程度“因地制宜”采取应对策略。东盟国家应坚持“以我为主”，根据本国经济复苏情况采取适合的货币政策，防止过快收紧货币政策造成的风险。同时，加强对跨境资本流动的监测和风险预警，特别是在政策转向的关键时间点，提升监测频率和时效性，减少美联储政策转向对本国的外溢影响，前瞻性防范跨境资本大进大出的风险。

免责声明

本研究报告由中国银行研究院撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料。

本研究报告中包含的观点或估计仅代表作者迄今为止的判断，它们不一定反映中国银行的观点。中国银行研究院可以不经通知加以改变，且没有对此报告更新、修正或修改的责任。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为中国银行研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中国银行研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。中国银行研究院保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。



研究院

中国北京市复兴门内大街1号

邮编：100818

电话：+86-10-66592780

传真：+86-10-66594040