

全球经济金融展望报告

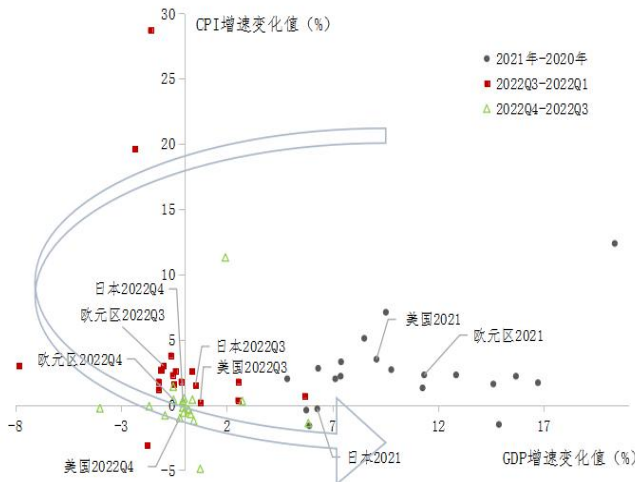
2022 年第 4 季度（总第 52 期）

报告日期：2022 年 9 月 28 日

要点

- 2022 年前三季度，无论是从区域分布、周期演变趋势还是供需结构上看，全球经济下行压力均在增大，经济增速逐季放缓。
- 美元指数强势突破 110 关口，多国长短期国债收益率出现倒挂，部分新兴经济体主权债务风险上升。
- 展望未来，随着货币政策紧缩和需求回落，全球经济下行压力加大，逐渐接近衰退临界点。全球利率中枢趋势性抬升，美元欧元离岸流动性收紧，国际金融市场仍将维持震荡状态。
- 当前，能源危机下全球绿色转型趋势、新兴市场货币危机是否卷土重来等热点问题值得关注。

2020 年以来 G20 经济体经济周期演变趋势



资料来源：OECD, Bloomberg, 中国银行研究院

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
吕昊旻
王宁远
初晓
陆晓明（纽约）

联系人：廖淑萍

电话：010-66594052

邮件：liaoshuping@bankofchina.com

经济衰退预期与金融冲击

——中国银行全球经济金融展望报告（2022 年第 4 季度）

2022 年前三季度，无论是从区域分布、周期演变趋势还是供需结构上看，全球经济下行压力均在增大，经济增速逐季放缓。美元指数强势突破 110 关口，多国长短期国债收益率出现倒挂，部分新兴经济体主权债务风险上升。展望未来，随着货币政策紧缩和需求回落，全球经济下行压力加大，逐渐接近衰退临界点，通胀压力有所缓解，不过仍远高于疫情前水平。全球利率中枢趋势性抬升，美元欧元离岸流动性收紧，国际金融市场仍将维持震荡状态。本期报告分别对能源危机下全球绿色转型趋势、新兴市场货币危机是否卷土重来进行专题分析。

一、全球经济回顾与展望

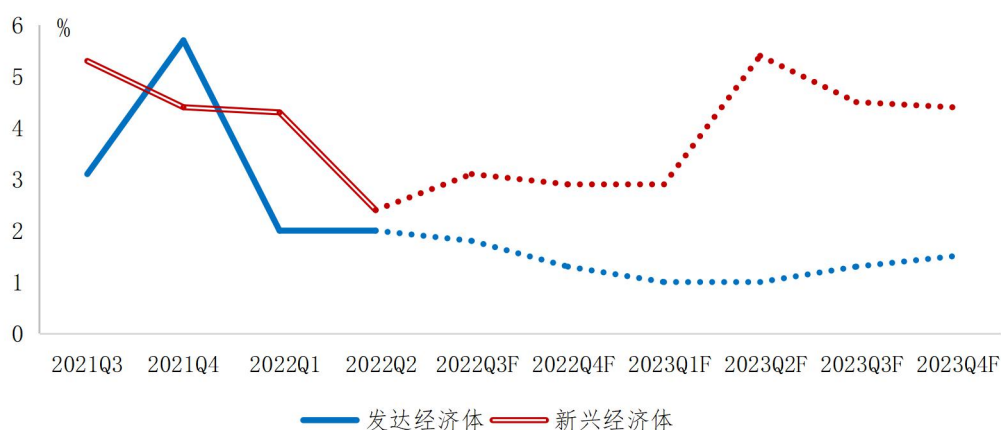
（一）全球经济逐渐接近衰退临界点

目前，由于新冠疫情、地缘冲突、能源短缺、通胀高企、货币政策紧缩、需求回落等多重因素相互叠加，全球经济增长动力不断回落。2022 年 8 月，摩根大通全球制造业和服务业 PMI 指数分别为 50.3%和 49.2%，分别较年内高点回落 3.4 和 4.8 个百分点，显示增长形势明显恶化。这一趋势可以从空间、时间、结构和价格等维度深入观察。

第一，从空间维度看，发达和新兴经济体均面临下行风险，欧美地区衰退风险更大。为遏制通胀上行，美联储连续多次大幅加息，对美国居民家庭消费和企业投资带来较大压力，2022 年上半年美国已陷入“技术性衰退”，未来可能向全面衰退转化。欧元区面临的衰退压力大于美国，可能于四季度率先陷入衰退。受能源短缺因素影响，欧元区通胀形势更加顽固，尽管欧央行采取了一

次加息 75 个基点的强力紧缩举措，但通胀指数未现回落迹象。能源短缺对欧元区工业生产带来较大冲击，抬高制造业生产成本，不少企业被迫减产或停产，欧元区经济“火车头”德国的玻璃制造、钢铁、化工以及汽车工业产出减少。预计发达经济体四季度 GDP 同比增速为 1.2%，较三季度下降 0.5 个百分点（图 1）；全年 GDP 增长 2.3%左右，较 2021 年下降 3 个百分点。2022 年新兴经济体增长势头同样减弱，经济增速明显低于 2021 年，不过整体表现好于发达经济体，虽然二季度同比增速明显回落，但三、四季度将略有回升。预计 2023 年二三季度后，新兴经济体将逐渐恢复增长动力，同比增速将接近 2021 年下半年，反弹力度强于发达经济体。

图 1：发达和新兴经济体季度 GDP 同比增速及未来预测

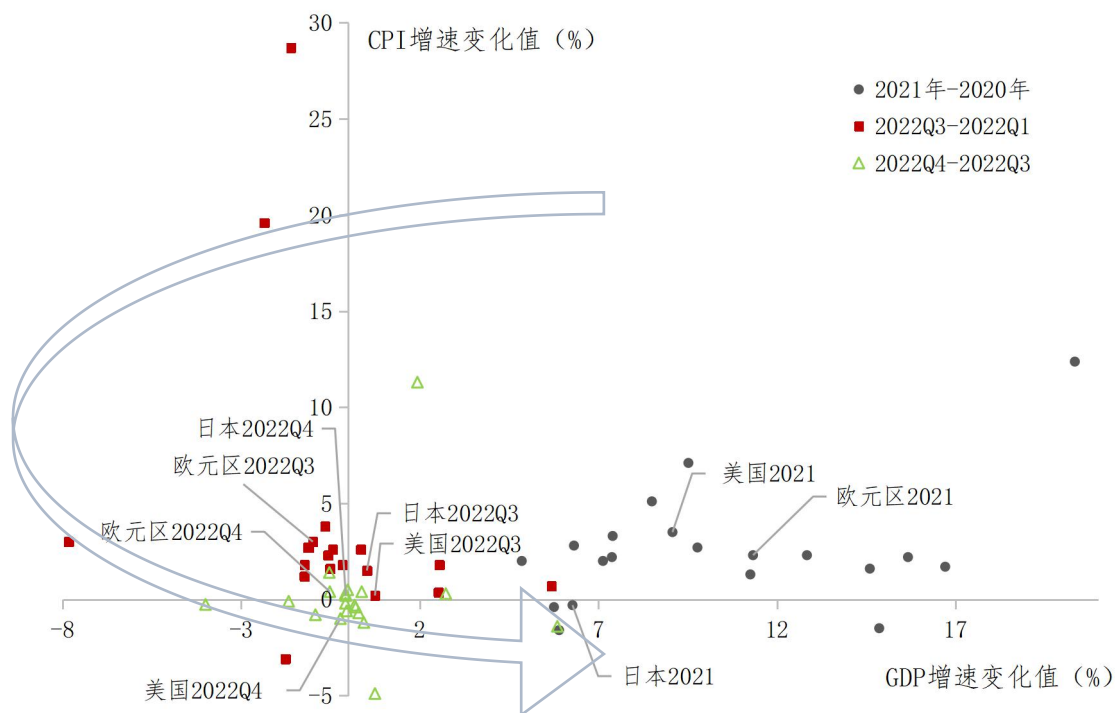


资料来源：Bloomberg，中国银行研究院

第二，从时间维度看，疫情暴发以来，全球主要经济体经历了“衰退—复苏—萧条或二度衰退”的经济周期轮回过程。我们构建 G20 经济体 GDP 和 CPI 增速变化的四象限坐标图，以反映最近两年各经济体周期转变趋势。2021 年大部分经济体处于第一象限（图 2 圆点表示），即疫后复苏阶段，呈现“经济增速加快，通胀也加快”的特点；然而，2022 年前三季度 G20 大部分经济体落于第二象限（图 2 正方形表示），经济“滞胀”特点显现，即“经济增速放缓，通胀继续走高”；预计今年四季度，在主要经济体加快收紧货币政策和需求回

落等因素影响下,各经济体经济复苏形势将向第三象限转化(图2 三角形表示),即“经济增速放缓,通胀逐渐回落”。结合前文分析,预计在2023年一季度之前,大部分经济体都将处于第三象限;2023年二季度开始,新兴经济体将率先向第四象限转化,呈现“经济增速加快,通胀持续回落”特点。

图2: 2020年以来G20经济体经济周期演变趋势



注: CPI和年度GDP增速为同比增速,季度GDP增速为环比增速。

资料来源: OECD, Bloomberg, 中国银行研究院

第三,从结构维度看,全球经济面临供给和需求双重制约,但供给冲击有所弱化,需求冲击加大。

供给层面,全球供应链压力有所缓解,不过供应链瓶颈仍然存在。今年5月以来,全球供应链压力指数持续回落,8月最新数据为1.47,明显低于前期高点,但仍高于正常水平(图3)。能源方面,欧洲能源紧张局势升级,其他地区原油供需情况得到改善。俄罗斯宣布无限期中断通过“北溪1号”对欧洲

的天然气供应，伴随取暖季到来，德国、意大利等依赖俄气进口的欧洲国家能源局势更加紧张。2022年8月，OPEC原油产量较上月增加61.8万桶/日，原油供给逐渐增加，“OPEC+”9月达成的小幅减产决议短期不会对全球原油市场产生实质性影响。随着全球经济下行压力加大，预计原油需求增速将逐渐回落。物流方面，航运价格有所下降，全球运力提升。三季度，反映国际主要航线即期运费价格的“波罗的海干散货指数”日度均值明显低于二季度。上海港二季度集装箱吞吐量同比显著下跌，但三季度运力已恢复。欧洲供应链是全球运力恢复中的不确定性因素，最新的基尔贸易指数（Kiel Trade Indicator）显示，德国北海港口拥堵严重，已致超过2%的全球运力停滞，欧亚之间最重要的海上贸易通道——红海的货物运输量也比正常预期减少16%。劳动力市场方面，7月美国职位空缺率反弹至6.9%，职位空缺数量再创新高，8月失业率小幅回升，职位空缺与失业率同时上升反映劳动力市场供需失衡；德国情况与美国类似。美国以及主要欧洲国家当前处于“工资—通胀”螺旋上升局面，部分国家罢工活动持续，劳动力供给面临动荡。

图3：全球供应链压力指数变化趋势

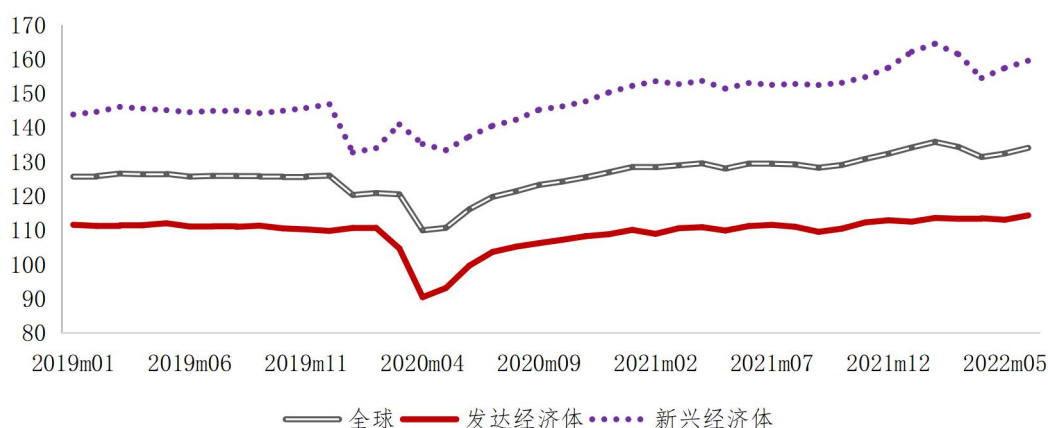


资料来源：纽约联储，中国银行研究院

工业生产方面，全球整体逐渐从二季度低点反弹，但部分经济体工业生产下行压力增大。根据荷兰经济分析局测算，2022年6月，全球工业生产指数为134.1，较今年4月低点增加2.7，但仍低于俄乌冲突爆发前（图4）。在前十大

制造业大国中，意大利、法国、英国、韩国等经济体 7 月工业生产指数较二季度下降；美国、德国 7 月工业生产指数较二季度微弱改善，但德国工业生产指数明显低于一季度高点；日本工业生产指数较二季度有较大增长，但是该增长主要是由于二季度基数较低所致，2022 年 7 月日本工业生产指数仅为 96.9，较 2021 年同期下降 1.2。从工业生产景气度来看，欧洲地区和亚洲的日韩等经济体企业对未来更加悲观，制造业 PMI 指数均呈现不同程度下降。8 月欧元区和韩国制造业 PMI 指数分别下行至 49.6%和 47.6%，均连续两个月处于荣枯线下方；日本制造业 PMI 指数从今年 4 月开始持续下行，目前已较年内高点下跌 2.6 个百分点。

图 4：全球工业生产指数变动趋势（2010=100）



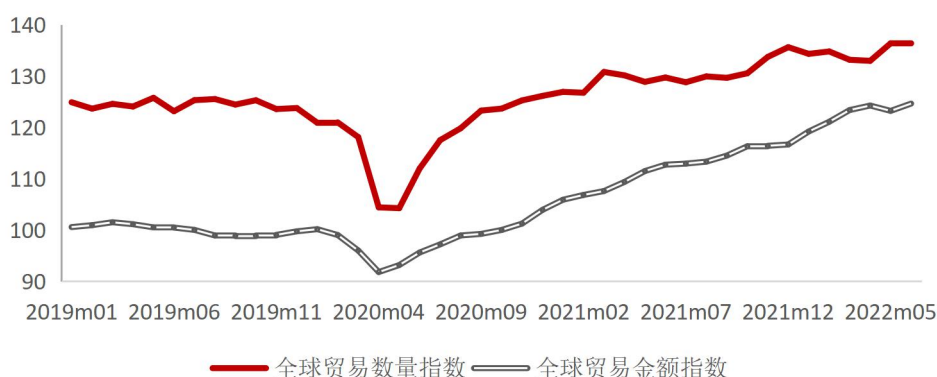
资料来源：荷兰经济分析局，中国银行研究院

需求层面，内需和外需面临的负面冲击均在加大。内需方面，当前各经济体普遍面临疫情、通胀和货币紧缩冲击，经济增长不确定性加大。欧美等主要央行货币政策持续收紧，利率抬升导致借贷和融资成本上升，再加上金融市场大幅波动，居民和企业持有的股票、债券、黄金等金融资产价格回落，私人部门资产负债表恶化，导致居民消费和企业投资意愿不足，消费者信心指数持续回落，企业固定资产、设备、研发等投资减少。2022 年 8 月，OECD 消费者信心指数为 96.5，较年初大幅回落。7 月美国零售和食品服务销售额环比增速

0.03%，增长动力明显不足；欧盟自二季度以来，零售销售指数月度环比增速大幅回落，4-7月月度平均增速为-0.4%，而一季度月度平均增速为0.5%。日本虽然维持宽松货币政策，但最近4个月中有3个月商业销售额月度环比增速为负。此外，7月美国和日本的新屋开工数均较年内高点下行，欧元区营建产出指数自2022年2月以来已经连续4个月下降。考虑全球通胀的顽固性，四季度欧美等主要经济体以及全球利率中枢将进一步抬升，流动性环境将持续恶化，内需将持续承压。

外需方面，预计国际贸易增速将触顶回落，全球投资将持续低迷。2022年上半年，以大宗商品为代表的国际贸易商品价格快速上涨，带动全球贸易额显著增加。根据荷兰经济分析局测算，2022年6月，全球贸易金额指数达到124.6，较去年底增加8.0，远高于同期全球贸易量指数0.7的增幅（图5）。联合国贸发会议认为，下半年全球贸易增长可能很快触顶。主要拖累因素包括：全球经济下行压力加大、主要经济体经济刺激计划退出、大宗商品价格和消费需求回落、企业投资意愿下滑、全球供应链挑战延续等，这些因素将对中间品和消费品贸易带来压力。目前，作为全球经济“金丝雀”的韩国月度出口金额波动下行，同比增速明显回落。近三个月，韩国半导体、乘用车、钢铁制品、计算机外围设备、家用电器、精密仪器、汽车零部件等主要产品出口规模均明显低于之前三个月，上述产品很多为工业生产重要的中间投入品以及家庭消费耐用品，其出口规模下滑预示全球需求即将回落。中国贸促会近期针对企业的调研也显示全球需求放缓，超过60%的企业反映订单不稳定，短单小单多、长单大单少。国际投资和企业并购表现乏力，受地缘政治冲突和融资成本上升等因素影响，全球企业并购总交易价值和交易数量明显下降。2022年二季度，全球企业并购价值仅为8691亿美元，低于2021年同期的10538亿美元。未来随着全球经济衰退风险临近和流动性环境进一步收紧，国际投资和企业并购额可能会进一步减少。

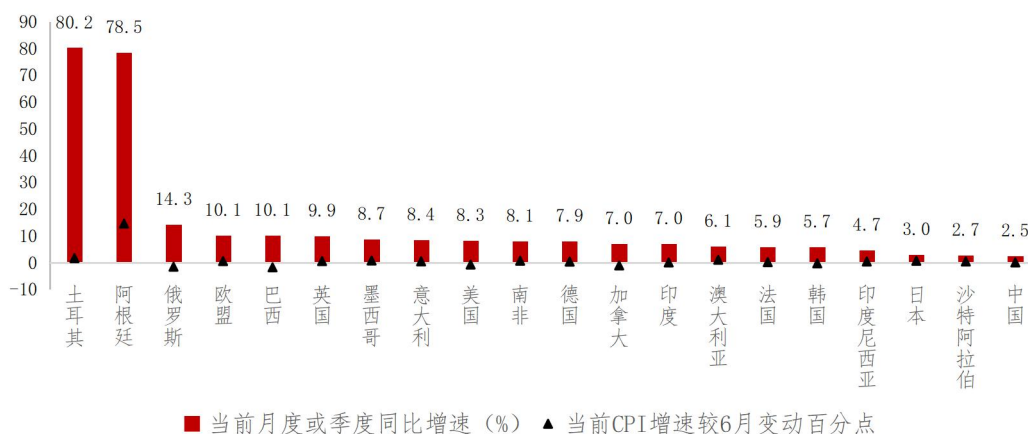
图 5：全球贸易数量和金额指数变化趋势（2010 年=100）



资料来源：荷兰经济分析局，中国银行研究院

第四，从价格维度看，预计进入四季度后，全球通胀压力将有所缓解，但不同经济体存在差异。前三季度，主要经济体通胀压力持续增大，不过随着原油、粮食等大宗商品价格回落和流动性环境加速收紧，部分经济体通胀接近触顶。与二季度末比，当前美国、俄罗斯、巴西、加拿大、韩国 CPI 月度同比增速下降，其他 G20 经济体通胀继续上升（图 6）。四季度欧元区、日本通胀上行压力仍然较大。英国、意大利、德国等欧洲国家通胀居高不下，能源价格上涨是主因。8 月欧洲能源价格涨幅高达 38.3%，带动欧元区 8 月通胀率创下 9.1% 的历史新高。随着冬天取暖季到来，欧洲能源短缺加剧，荷兰 TTF 基准天然气期货价格大幅上涨，将提高工业生产成本，通胀压力逐渐向下游更多行业蔓延，预计供给冲击将继续拉动欧元区价格上涨。不过，考虑到欧洲各国已采取大幅加息、能源限价等措施遏制通胀，预计四季度欧洲通胀率涨幅可能会逐渐收窄。由于日本继续实施宽松的货币政策，年内通胀率逐渐由 0.5% 低位上行至 2.6%，在日元大幅贬值影响下，未来日本通胀将继续小幅攀升。美国 CPI 同比增速已连续 2 个月下行，但 8 月回落幅度不及预期，核心 CPI 增速不降反升，表明通胀仍然顽固，紧缩货币政策效果有限。美联储将继续实施紧缩性货币政策，四季度整体通胀将继续回落，不过考虑到 8 月核心通胀上行主要由房屋租金拉动，而房价刚性较强，短期内无法对 CPI 增速下行做出显著贡献。

图 6：2022 年 G20 经济体 CPI 增速变动趋势

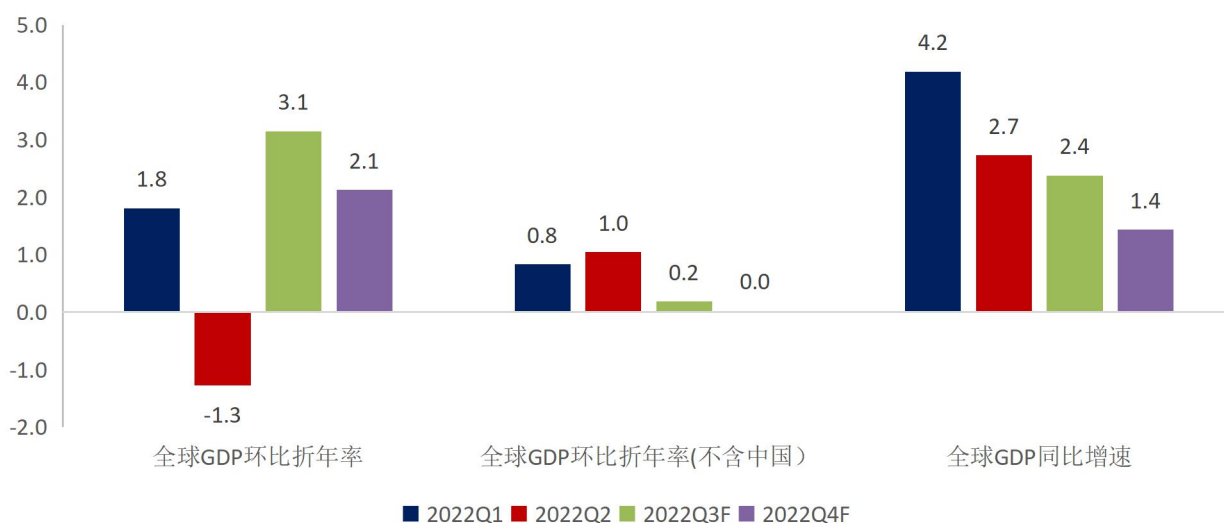


注：澳大利亚 CPI 增速为季度数据，最新为二季度数据，其他经济体为月度数据；除巴西、南非、沙特阿拉伯为 7 月数据外，其他经济体均为 8 月数据。

资料来源：Wind，中国银行研究院

综上，当前无论是从区域分布、周期演变趋势还是供需结构上看，全球经济下行压力均在增大，随着需求回落和货币政策紧缩力度加大，全球通胀压力将有所缓解，不过仍远高于疫情前水平。预计 2022 年三季度全球 GDP 环比增长折年率为 3.1%，较二季度回升 4.4 个百分点，主要为中国经济增长回暖驱动。如果扣除掉中国因素，三季度全球经济环比增长折年率将降至 0.2%，比二季度低 0.8 个百分点（图 7）。从同比数据看，2022 年全球经济逐季下行趋势更加明显，预计 2022 年三季度全球 GDP 同比增速为 2.4%，较二季度下降 0.3 个百分点，四季度增速将在三季度基础上进一步下行 1 个百分点。从 2022 年全年看，预计全球 GDP 增速为 2.5%（市场汇率法），较 2021 年下降 3.3 个百分点。2023 年全球经济将维持低增长态势，欧美地区可能在上半年陷入全面衰退，新兴经济体将在 2023 年二季度后逐渐恢复增长动力，反弹力度强于发达经济体。

图 7：2022 年全球 GDP 季度同比和环比折年率增速变动趋势（%）



资料来源：Bloomberg，OECD，Wind，中国银行研究院

专栏 1：全球芯片供求格局、前景及影响

芯片产业是资本和技术双密集型产业，对于国家综合实力的重要性不亚于能源与粮食。在全球科技博弈加剧背景下，全球芯片供求格局正发生巨大变化。

疫情加速数字经济发展，芯片需求快速增长。第四次工业革命蓄势待发，人工智能、区块链、物联网、大数据等新技术和新应用的推广和使用都以芯片为基础。新冠疫情暴发加快了数字技术和产品在社会经济生活中的应用，全球数字经济发展不断深化，新产业和新发展派生出大量对芯片的需求。以汽车产业为例，目前汽车产业进入“电动化、智能化、网联化”时代，电动车半导体含量约为燃油车 2 倍，智能车半导体含量约为燃油车 8-10 倍。

从供给角度看，芯片产业链正遭受多重冲击。新冠疫情导致芯片产业供应链遭遇瓶颈，2021 年南亚和东南亚地区疫情蔓延导致芯片供应受阻，产能下滑。另外，疫情导致全球物流链断裂，重要港口发生严重拥堵，加剧了芯片供应短缺。今年 3 月日本福岛近海发生 7.4 级地震，危及当地大量半导体企业生产，三季度，日本、韩国等芯片主要生产国疫情再度反弹，对芯片供应带来冲击。美国通过《2022 年芯片和科技法案》，加大对本国芯片产业发展的扶持力度，限制高端芯片对华出口，计划拉拢日本、韩国和中国台湾地区组建“芯片四方联盟”，挤压中国半导体产业发展空间，这些举措将破坏全

球芯片产业链，加大芯片供给的不确定性。

不同经济体在芯片产业链的不同环节拥有比较优势。芯片产业链涉及 50 多个行业，工序复杂，技术难度大，工程精度高。芯片产业链的核心环节包括产业链上游的基础 EDA 软件、半导体材料和设备，以及产业链中游的芯片设计、晶圆加工、封装测试等。EDA 工业软件被誉为“芯片之母”，芯片设计必须使用 EDA 软件才能完成设计所需的排版和布控，设计越高端的芯片，EDA 的技术要求越高。目前 EDA 软件主要由三家美国企业垄断，全球市场份额超过 70%，但中国大陆企业发展迅速，包括华大九天、概伦电子等，市场占比已超过 10%。全球半导体材料主要由日本公司垄断，光刻胶、硅片等领域市场占有率超过 50%，中国台湾和韩国也在半导体材料领域具有优势地位。半导体设备领域，市场占有率前 15 名的厂商均来自美日欧，特别是美国市场占有率达到 70%，日本占有率 25%。中国大陆半导体设备厂商 2021 年营收占全球约 2.5%，部分厂商在细分领域实现突破，国内市场占有率迅速提高，比如北方华创、中微公司、盛美上海等。芯片设计处于产业链最顶端，设计环节占据半导体产业研发支出的 55%，技术含量最高。美国在 Fabless（半导体行业中无生产线设计公司的简称）细分领域占据 68% 的市场份额，在 IDM（指从设计、制造、封装测试到销售都一手包办的半导体垂直整合型公司）领域占据 47% 市场份额，而中国分别仅占 9% 和不到 1%。在晶圆加工领域，中国台湾占据绝对优势，台积电市场份额超过 50%，韩国三星是仅次于台积电的全球第二大芯片制造商，台积电和三星共拥有全球 70% 市场份额，处于绝对垄断地位。中芯国际为中国大陆半导体制造企业的领先者，全球市场份额约 5%。封装测试是芯片制造最后一个环节，中国大陆、中国台湾和韩国占有优势地位。封装测试是中国大陆集成电路产业链发展最成熟领域，在全球十大封测公司中占据三席，其中长电科技是全球第三大封测企业，市场占有率约 10.8%。

在中美科技博弈大环境下，芯片供需矛盾和产业链博弈风险无疑将延缓全球经济复苏，国家之间的技术合作和创新交流将受到阻碍，中国芯片产业链国产替代压力进一步增加。目前芯片制造的 9 大核心设备中国均可国产，除光刻机还停留在 90nm 阶段外，其他设备的国产水平基本进入 14-28nm 区间，目前上海微电子正集中力量解决 28nm 制程光刻机问题。如果能够顺利实现突破，中国可以依靠自有产业链生产制程 28nm 芯片，满足国内绝大部分芯片需求。

（二）重点国别/地区经济形势研判

1. 美国经济存在“硬着陆”风险

2022 年前三季度，美国经济多项指标呈明显回落。在美联储加快收紧货币政策影响下，美国 GDP 连续两个季度负增长，一、二季度环比分别下降 1.6% 和 0.6%，陷入“技术性衰退”。三季度美国 GDP 预计将实现环比增长，但同比增速可能继续下滑，经济下行风险不断加大。私人消费对经济增长的贡献率减弱，2022 年 3-7 月月度同比增速均值降至 2.0%，显著低于之前一年的月度均值 9.4%。不过 7 月和 8 月的零售和食品服务销售额同比分别增长 10.1% 和 9.2%，表明消费仍是拉动美国经济增长的主要因素。政府消费支出和投资增速持续下降，二季度降幅为 1.9%，较一季度有所收窄，但仍拖累经济增长 0.3 个百分点。贸易方面，美国出口主要集中于高科技产品和服务领域，具有较强议价能力，受美元升值影响较小。进口增速大幅放缓，主要由于高通胀减少居民实际可支配收入，降低了消费预期。二季度，美国贸易逆差收窄，商品和服务净出口对经济增长的贡献率由负转正，拉动 GDP 增长 1.4 个百分点，成为支撑经济增长的重要因素。由于美联储持续加息，二季度企业投资大幅下降 13.7%，拖累经济增长 2.7 个百分点。美国 7 月制造业（除国防外）新增订单环比增速为 -0.5%，近 5 个月首次为负，然而库存规模却连续 5 个月增加，新增订单减少和库存增加暗示着未来企业投资积极性将降低。8 月，新建住宅开工数量较 7 月有所回升，但仍较年内高位下降 12.7%，随着按揭贷款利率进一步上行，未来房地产销售和投資将继续放缓。

展望未来，美联储继续加息进程，工业生产下行压力加大，政府、私人 and 信贷流动性均面临收缩压力，预计美国经济衰退风险加大。供给端看，在美联储继续大幅加息和企业投资下降等因素影响下，工业生产可能回落。8 月，美国工业总产值环比增长 0.08%，工业生产虽然仍在复苏，但增速逐渐触顶。8 月 ISM 制造业 PMI 指数为 52.8%，处于 2020 年 7 月以来低位，制造业景气度

逐渐下降。**需求端看**，私人流动性萎缩，叠加高通胀，将继续抑制私人消费支出增长。在疫情期间积累的大量超额储蓄带动下，前三季度美国消费整体表现良好，但随着超额储蓄消耗和收入增速放缓，未来美国居民消费支出增长将面临更多压力（图8）。2022年以来，美国股票和债券价格大幅波动，虽然8月金融市场形势有所好转，但9月美国各大股指均回落至年内低位，导致美国家庭财富大量蒸发。由于通胀飙升推高了住房和汽车相关债务，二季度美国家庭债务首次飙升至16万亿美元以上，较一季度增长2%。家庭资产负债表恶化与高通胀对个人可支配收入和储蓄率带来影响，将削弱居民消费支出潜力。

年底前联邦基金利率大概率破4%，美国经济可能将在2023年一季度陷入衰退。尽管能源价格回落有助于缓解通胀，但目前美国零售和食品服务销售仍然处于增长阶段，货币政策紧缩并未达到抑制需求增长的目的，使通胀更为顽固，将迫使美联储继续强势加息。同时，美国劳动力市场持续紧张，劳动力供需矛盾尖锐，供给瓶颈的存在也将弱化美联储加息对通胀的遏制作用，这意味着美联储需要更大幅度的加息，并付出更大经济代价。预计年底前美联储可能会将联邦基金利率提升至4%以上，这将显著高于之前预期。随着利率中枢大幅上移和长短端收益率曲线倒挂的深化，私人部门消费和投资增长面临的压力将日益增大，预计今年三、四季度美国经济环比增长折年率分别为**1.4%**和**0.5%**，明年一季度将继续下行并陷入负增长，预计**2022**年全年**GDP**增长**1.6%**左右，较**2021**年下降**4.1**个百分点，经济“硬着陆”风险较高。

图 8：美国个人实际可支配收入和储蓄率变化趋势



资料来源：Wind，中国银行研究院

2. 欧洲大概率陷入衰退

欧洲通胀持续居高不下，通胀来源由能源产品向制成品和服务项传导。8月欧元区CPI同比上涨9.1%，连续多个月刷新历史新高。能源依然是推升通胀走高的主因，8月欧元区能源价格同比上涨38.6%，为通胀贡献3.95个百分点；食品和烟酒、非能源类工业产品以及服务价格涨幅再度上扬，同比分别上涨10.6%、5.1%和3.8%，对通胀的贡献分别为2.25、1.33和1.62个百分点。剔除能源、食品等因素的核心通胀率为4.3%，能源价格涨幅的回落并未有效缓解欧元区通胀高企问题，欧元区价格上涨压力已经由能源端逐步蔓延至制成品和服务项。英国的情况类似，8月CPI同比增长9.9%，低于预期的10.2%和7月的10.1%，但通胀下行主要是受汽车燃料价格下降的影响。在剔除食品和能源项后，8月英国核心CPI同比增长6.3%。

能源危机对欧洲经济构成全面拖累，欧洲工业生产和供应体系面临的压力升级。欧盟宣布对俄罗斯天然气的限价计划后，俄罗斯于8月末关闭了北溪1号天然气管道，虽然此后因部分欧盟成员抵制，限价计划遭遇“流产”，欧洲天然气价格也有所回落，但“气荒”问题仍将持续困扰欧洲经济表现。目前俄

罗斯对欧洲天然气供应已经降至日均 8000-8500 万立方米的历史低点，较 5 亿立方米/天的历史平均水平下降超过 80%。对欧洲产业部门而言，天然气不仅会作为能源投入，还是化工、塑料制品等基础产业部门的关键原材料来源，天然气价格保持高位在持续推高欧洲生产和生活成本的同时，还会从原始投入环节对工业生产带来极大的限制，欧洲供应链瓶颈进一步恶化。

欧洲经济衰退“渐行渐近”，未来前景不断恶化。8月欧元区经济景气指数为 97.6，是 2021 年 2 月以来的最低水平；工业景气指数为 1.2，服务业景气指数为 8.7，消费者信心指数为 -24.9，均处于低位。作为欧洲经济“火车头”的德国衰退情况更甚。二季度德国 GDP 环比增速仅为 0.1%，在 27 个欧盟国家中位列倒数第六。7 月德国伊弗经济研究所公布的德国商业景气指数跌至两年来的最低水平，约 73.3% 的被调查企业面临投入品短缺，电子、机械制造和汽车行业 90% 的企业难以买到所有所需材料。IMF 在最新的展望中将 2023 年德国经济增长预期下调 1.9 个百分点至 0.8%，在所有国家中下调幅度最大。

政策调整可能使欧洲经济遭遇更严重的低迷。为应对能源问题给居民和产业带来的压力，欧洲各国相继推出了各类财政措施。法国政府计划到 2023 年将电价和天然气价格涨幅控制在最高 15% 的范围内，预计各项政策的实施总共将花费 160 亿欧元。波兰宣布将从 2023 年起固定家庭用电价格并为能源密集型企业提供支持，预计将耗资 300 亿兹罗提。英国新首相特拉斯公布政府紧急能源计划，目标是把家庭平均燃气费和电费控制在每年 2500 英镑左右，预计将增加 1000 亿英镑以上的财政支出。能源干预政策可能会在短期内压降通胀水平，但补贴措施将增加天然气需求，反过来推高天然气价格。同时，财政政策的加码也会使通胀压力“滞后”显现。另一方面，通胀压力之下欧洲央行继续释放大幅加息信号，英国央行 8 月历史性地加息 50 个基点，9 月进一步加息 50 个基点，金融市场条件的加速收紧将进一步放大欧洲经济衰退预期。预计 2022 年三、四季度欧元区经济增速约为 -1.3% 和 -3.4%，全年增长 2.5% 左右；三、四季度

英国经济增速约为 0.5%和-1.6%，全年增长 2.7%左右。

3.日本继续低迷复苏

日本经济延续弱复苏态势。根据日本内阁府公布的最新数据，一、二季度日本实际 GDP 增速折年率分别为 0.1%和 3.5%，其中一季度增速较此前上修 0.6 个百分点，整体增速有所回暖，但增长力度仍不及预期。二季度日本经济增长主要受益于内需表现。内需对 GDP 环比增长贡献为 0.8 个百分点。在外就餐和酒店住宿等服务业回暖，占日本经济二分之一以上的个人消费环比增长 1.2%，但距离市场所期待的消费“报复式”反弹存在较大差距。企业设备投资环比增长 2%，较上季-0.1%的环比增速有明显提升。政府消费和公共投资等公共需求环比增长 0.7%。外需对二季度日本经济增长贡献较弱。能源等大宗商品价格保持高位，日本进口大幅增长抵消了出口增长，外需对 GDP 环比增长贡献仅为 0.1 个百分点。

多重因素制约日本经济增长前景。一是疫情反弹导致消费和生产承压。日本“第七波”疫情来势汹汹，累计报告确诊感染者自 7 月 14 日超过 1000 万后快速增长，截至 9 月上旬增至 2000 万人，不到两个月总感染人数翻番，连续 8 周新增感染人数居世界第一。虽然日本政府并未再针对疫情采取严格的限制措施，但疫情重压之下不少消费者自行减少外出消费，经济活动趋于低迷。8 月日本综合 PMI 由上月的 50.2 降至 49.4，2 月份以来首次收缩；服务业 PMI 降至 49.5，3 月份以来首次出现收缩。二是全球经济增长预期放缓，使日本面临更多外部挑战。当前全球经济环境趋于暗淡，美欧等主要经济体经济增长一再放缓，在原材料和能源成本持续上涨以及全球市场需求疲软的压力下，日本工业活动产出和新订单加速下滑。8 月日本制造业 PMI 为 51，低于 7 月份的 52.1，为去年 1 月以来最慢的扩张速度。私营部门的新订单数量 6 个月来首次出现下降，未来日本经济部门活跃度将进一步下滑。三是日元贬值加剧日本经济萎缩幅度。2022 年以来日元汇率贬值幅度在主要发达经济体中最高，对美元贬值达 19%。

按照当前汇率，预计 2022 年全年以美元计价的日本名义 GDP 将在近 30 年来首次低于 4 万亿美元，与德国基本持平；工资也将倒退回 30 年前，以美元计价的平均工资水平将与韩国基本持平，日本市场对外籍劳动者和国际人才的吸引力将大幅下降。预计 2022 年三、四季度日本经济增速约为 2.3% 和 2%，全年增长 1.5% 左右。

4. 新兴经济体增长动力趋弱

新兴经济体整体保持增长态势，但增速放缓。亚洲方面，东盟国家和印度经济增长态势良好，通胀相对平稳，但贸易增长势头减弱。2022 年二季度，马来西亚、菲律宾和越南 GDP 同比分别增长 9.0%、7.4% 和 6.4%，印度 GDP 同比增速更是高达 13.5%。部分国家贸易出口增速下降，7 月菲律宾出口同比下降 4.2%，为 2021 年 3 月以来首次负增长；7 月印度出口同比增长 2.1%，显著低于 6 月的 23.5%。欧洲方面，二季度波兰 GDP 环比折年率下跌 8.2%，投资较上季度减少 27.7%，拖累经济增长。保加利亚和匈牙利经济仍保持环比正增长，工业生产也显现出一定韧性，7 月的工业生产指数同比分别增长 15.7% 和 6.6%。拉美方面，巴西经济强势复苏，二季度消费与投资同比增速分别达 18.4% 和 12.9%，优于一季度表现；工业增长势头保持强劲，7 月同比增长 15.8%，通胀水平也由 6 月的 11.9% 降至 10.1%，但经济增长的可持续性不强，预计三季度将出现回落。墨西哥和阿根廷出口同比增速下滑，但仍保持较高水平，7 月分别增长 16.7% 和 7.1%。中东方面，土耳其高增长与高通胀并存，二季度 GDP 增速高达 7.6%，8 月 CPI 同比上涨 80.2%，创 1998 年 10 月以来新高。石油出口国的贸易盈余不断扩大，6 月沙特出口金额同比增长 75.2%，其中能源出口金额同比增长 94.1%，带动经济强劲增长。非洲方面，南非经济增长动力减弱，二季度 GDP 同比增长 0.2%，环比折年率下降 2.9%。

展望未来，地缘政治博弈、疫情反复和全球流动性收紧仍是影响新兴经济体增长的主要因素，各经济体表现将进一步分化。大宗商品价格保持高位，继

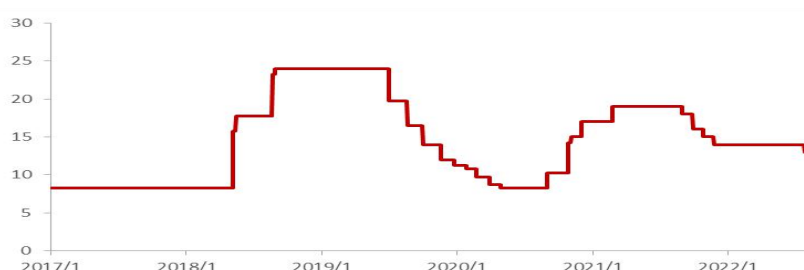
续拉动巴西、沙特等资源出口国经济增长，但也将加剧全球能源危机，使部分新兴经济体陷入财政、贸易“双赤字”，加大经济衰退风险。东亚与东南亚地区作为全球关键的生产、加工、制造基地，个别地区停工停产会导致供应链中断，并扩散至其他经济体。随着全球经济下行，预计外需对亚洲经济的拉动作用将进一步减弱，部分亚洲新兴经济体的工业增长动力减弱。8月，越南、菲律宾和马来西亚制造业 PMI 指数分别为 52.7%、51.2%和 50.3%，虽然仍高于荣枯线水平，但较年内高点明显回落。为稳定汇率水平，巴西、墨西哥、秘鲁等拉美国家跟随发达经济体收紧货币政策，但加息会对消费、投资产生的负面影响，削弱经济增长的内生动力。截至 9 月，阿根廷、巴西和墨西哥的基准利率分别升至 69.5%、13.75%和 8.5%，高利率挤压货币政策空间，加大拉美国家央行应对未来经济冲击的难度。同时，全球流动性持续收紧，国际投资者避险情绪升温，高利率对国际投资的吸引力将逐渐减弱。高通胀、国际资金流出叠加政府防疫支出增加，拉美新兴经济体的财政赤字缺口扩大，债务违约风险持续上升。IMF 预测数据显示，2022 年阿根廷和墨西哥的政府赤字占 GDP 比例预计分别为 3.8%和 3.2%，巴西更是高达 7.6%。粮食安全仍将是影响肯尼亚等非洲国家经济增长的重要因素。芝加哥期货交易所的小麦和玉米期货价格在 6 月短暂回落后，于 7 月再度上涨，截至 9 月 15 日分别较 2021 年均值上涨 20%和 19%。粮食价格上涨严重冲击非洲食品供应，增加非洲爆发饥荒的风险，严重影响地区经济发展。

专栏 2：如何看待土耳其高通胀与高增长并存的现象

疫情以来，土耳其经济走出了一条不同寻常的发展模式，引发广泛关注。2020 年，全球大多数经济体陷入衰退，土耳其成为少数几个保持正增长的国家之一。2021-2022 年，土耳其仍旧保持了较高的增长，2022 年二季度 GDP 增速高达 7.6%，通胀率则飙升至 80% 以上。在主要经济体纷纷加息以抗击通胀的同时，土耳其却逆势降息。种种非常规操作的背后，与总统埃尔多安的经济发展理念有很大关系。

埃尔多安大力推行扩张性经济政策。埃尔多安于 2003 年起担任土耳其总理。2008 年金融危机爆发后，埃尔多安通过信用扩张推动经济增长，帮助土耳其顺利渡过危机。2014 年当选土耳其总统后，埃尔多安仍延续前期“低利率”的货币政策逻辑（图 9）。同时，埃尔多安政府采用扩张性财政政策鼓励基建投资，加大行业及汇率损失补贴，提高工资标准，旨在形成以生产为基础的经济增长模式。在此推动下，土耳其经济结构呈现出消费投资两旺、高度依赖外资的局面。

图 9：土耳其基准利率走势（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

消费是拉动土耳其经济增长的主要因素。2000-2021 年，土耳其消费支出（私人消费与政府购买）占 GDP 比重平均高达 75.4%，尤其是政府购买占比增长明显，从 2000 年的 12.0% 升至 2020 年的 15.2%。私人消费支出增长相对稳定，2022 年前两季度同比分别上涨 21.5% 和 22.5%，在很大程度上支撑了经济增长。

投资在土耳其 GDP 中的占比逐渐上升。自埃尔多安上台以来，土耳其的总投资率处于较高水平，固定资本形成占 GDP 比重从 2000 年的 22.3% 升至 2021 年的 27.9%。但土耳其长期存在储蓄缺口，据 IMF 统计，2000-2021 年，土耳其国民总储蓄率和总投资率分别为 24.1% 和 27.1%，储蓄缺口达 3%，预计 2022 年储蓄缺口将达到 5.6%。这意味着土耳其主要依赖外国资本的大幅流入来带动国内投资。2014-2021 年，土耳其国际投资头

寸净负债平均高达 3570.1 亿美元，其中欧洲的直接投资占比高达 65.3%，是土耳其最大的外资来源。由于国际资本容易受到市场情绪与预期影响，土耳其依赖外资的结构将放大周期波动，威胁增长稳定性。2022 年以来，随着全球主要央行不断加息、流动性收紧，土耳其资本开始外流，截至 7 月共流出 56.8 亿美元，导致货币贬值。年初以来，土耳其里拉已贬值 36.7%。

土耳其贸易逆差不断扩大。土耳其出口产品种类相对较丰富，主要集中在汽车、纺织服装、钢铁、电子产品等领域，对全球供应链稳定性的依赖程度较高。俄乌冲突爆发以来，土耳其从俄罗斯进口的能源量明显增加，路孚特数据显示，2022 年前 8 月土耳其平均每日进口石油超 20 万桶，远超 2021 年同期的 9.8 万桶。在能源进口增加、汇率贬值等因素影响下，土耳其贸易逆差不断扩大，2022 年 7 月达 107 亿美元，同比上涨 147.0%，创历史新高。

高通胀下，土耳其逆势降息效果存疑。2022 年 8 月，土耳其通胀率达到 80.2%，创 1999 年以来新高。埃尔多安认为，高通胀、汇率大幅贬值的根源在于经济封锁，低利率有助于降低生产与融资成本，激发企业生产动力，带动出口增长，进而抑制通胀走高、稳定汇率波动。在 9 月 4 日公布的 2023 年-2025 年经济规划中，土耳其政府表示将继续坚持低利率政策，经济增速目标定为 5%及以上，通胀率目标连续下降至 2025 年的 9.9%。在当前背景下，其经济政策能否达到预期目标，效果存疑。一是**低利率对生产的促进作用有限**。一方面，由于土耳其投资高度依赖国际资本，在发达经济体央行纷纷加息的形势下，土耳其连续降息会加速资本流出。另一方面，资本流出加大里拉贬值压力，增加原材料、中间品进口成本，扩大国际收支赤字规模，部分抵消了低利率对生产的提振作用。二是**扩张性财政政策在一定程度上支撑消费增长，但也进一步助推通胀走高与汇率贬值**。高通胀下，为了支持私人消费和财政支出，土耳其政府大幅增发货币和进行公开市场操作，M2 增速与通胀率基本一致。自 2021 年底起，埃尔多安政府连续两次上调最低工资标准至 5550 里拉，较调整前上涨 96.9%，以缓解高通胀对中低收入人群消费的影响，但也形成“工资—通胀”螺旋，加剧供求失衡问题，进一步加大里拉贬值风险。基础设施建设也是土耳其政府支出的重点领域，但基建项目周期长、短期回报率低，不仅难以在短时间内提振经济，还会扩大政府赤字，加大债务违约风险。

展望未来，国际形势变化将削弱埃尔多安政府扩张性经济政策的有效性，使得其目前的高增长局面难以持续，通胀攀升与外资流出的负面影响将逐步显现，加大土耳其债务违约风险。

表 1：2022 年全球主要经济体关键指标预测 (%)

地区	年 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	1.6	1.2	4.7	8	8.1	5.4	3.7
	加拿大	-5.2	4.6	3.5	0.7	3.4	7	9.6	7.4	5.3
	墨西哥	-8.2	4.8	2	3.4	5.7	7.8	4.4	4.1	3.7
	巴西	-3.9	4.8	1.8	3.2	8.3	9.6	13.8	13.6	9.9
	智利	-5.8	12	2.1	3.1	4.5	11.3	10.6	9.1	7.7
	阿根廷	-9.9	10.2	3	42	48.5	68.2	11.6	8.8	8.1
亚太	日本	-4.5	1.6	1.5	0	-0.3	2.1	2.8	2.8	2.6
	澳大利亚	-2.2	4.4	3.9	0.9	2.9	6.1	6.5	5.1	3.7
	中国	2.2	8.1	3.5	2.5	0.9	2.2	5.6	5.1	5.6
	印度	-7.4	9.2	7.4	6.6	5.1	6.1	—	—	—
	韩国	-0.9	4	2.6	0.5	2.5	5.2	3.2	3.6	3.1
	印尼	-2.1	3.3	5.2	2	1.6	4	7.1	—	5.8
欧非	欧元区	-6.6	5.3	2.5	0.3	2.6	8	8	7.7	6.8
	英国	-9.4	7.1	2.7	0.9	2.6	9.3	4.5	4.6	3.9
	俄罗斯	-2.9	4.7	-6.4	3.4	6.7	14.4	5.8	4.8	4.8
	土耳其	1.8	11	4.1	12.3	19.4	72.2	13.1	12	11.2
	尼日利亚	-1.8	2.7	3.4	13.2	17	18	—	—	—
	南非	-6.4	4.9	2	3.3	4.6	6.8	29.2	34.3	34
全球		-3.4	5.8	2.5	3.2	4.7	7.2	—	—	—

资料来源：中国银行研究院。注：f 为预测。

二、国际金融回顾与展望

2022 年三季度以来，全球经济下行风险进一步显现，部分国家甚至陷入实质性衰退，地缘政治博弈加剧，货币紧缩浪潮汹涌。在此背景下，国际金融市场剧烈震荡，在经济衰退、通胀上行、加息缩表三条主线中探寻拐点与平衡，避险情绪高涨。随着利率水平分化抬升，全球流动性加速退潮，跨境资本回流发达经济体，美元指数触及 20 年来高位，股票等风险资产遭受打压，部分国家面临严峻的债务风险，大宗商品市场震荡调整。

（一）货币市场与跨境资本：全球货币市场流动性收紧，跨境资本回流发达经济体

1. 央行资产规模增速放缓，资产负债结构持续调整

2022 年以来，全球货币政策转向，主要央行资产规模和负债结构持续调整。2022 年 8 月末，美联储、欧央行和日本央行资产规模分别为 88261 亿美元、87568 亿欧元和 709.2 万亿日元，同比增速分别较二季度末下降了 4 个、8.1 个和 3.6 个百分点。受央行资产负债表收缩效应的影响，上述经济体的货币扩张速度有所放缓，流动性收缩阀门效应逐步显现。

表 2：主要央行资产规模及增速

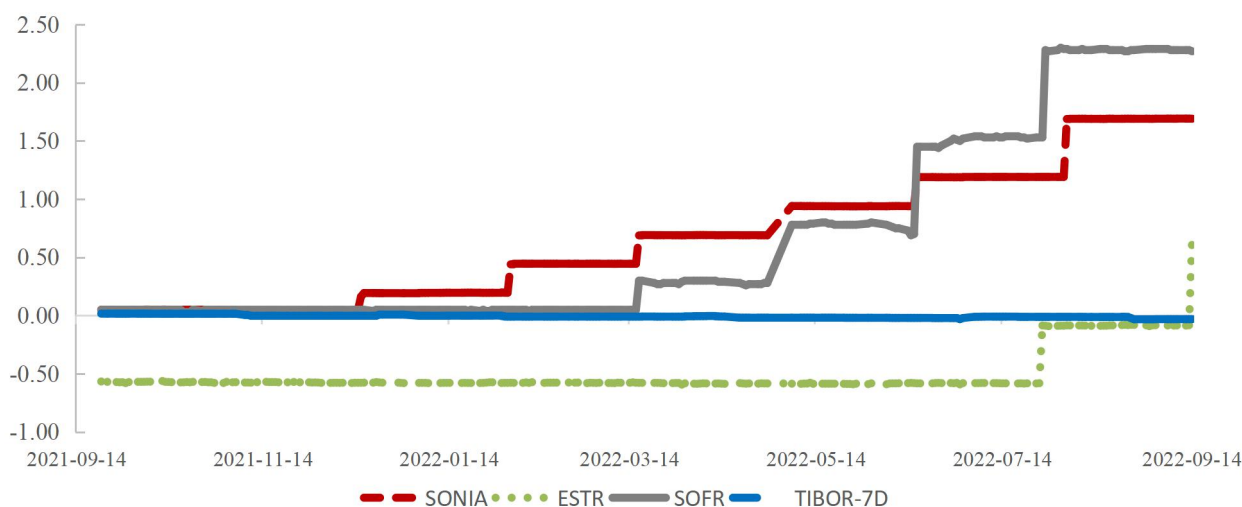
		2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022M8
美联储	余额（亿美元）	77369	81269	84480	87575	89371	89136	88261
	同比（%）	32.1	15.2	19.7	18.9	15.5	9.7	5.7
欧央行	余额（亿欧元）	74941	76576	82891	85564	87540	87888	87568
	同比（%）	44.1	36.8	23.6	22.0	16.8	14.8	6.7
日本央行	余额（万亿日元）	714.2	724.6	723.7	723.8	735.8	732.7	709.2
	同比（%）	18.2	13.5	4.9	3.0	3.0	1.1	-2.5

资料来源：Wind，中国银行研究院

2. 主要经济体短期利差格局改变，离岸流动性走势分化

2022 年三季度以来，主要经济体货币市场利率不断抬升。截至 2022 年 9 月 14 日，美国 SOFR 为 2.27%，较二季度末提高 77 个基点；英国 SONIA 为 1.69%，较二季度末提高 50 个基点；欧元区€STR 为 0.66%，较二季度末提高 125 个基点；日本 7 天 TIBOR 为-0.03%，与二季度末持平。欧元区货币市场利率升幅较大，美国其次，英国居第三，日本货币市场利率仍保持较低水平（图 10）。

图 10：主要国家货币市场利率走势（%）



资料来源：主要经济体央行，中国银行研究院

从离岸流动性看，欧元离岸流动性收紧态势明显。2022 年三季度以来，3 个月 Euribor 与 3 个月欧元区公债收益率利差平均为 0.41%，较二季度均值提高了 25 个基点。美元离岸流动性压力有所减弱，三季度以来泰德利差均值为 0.26%，较二季度下降 15 个基点。日元离岸流动性仍保持在较为宽裕状态，3 个月日元 LIBOR 与日元回购利率平均价差为 0.12%，较二季度小幅上升 2 个基点(图 11)。

图 11：主要货币离岸流动性变化趋势（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

3. 跨境资本回流美国，新兴市场组合投资流出压力短暂缓解

私人部门购买长期国债是驱动资本回流美国的主要力量。2022年1-7月，美国跨境资金净流入9145.9亿美元，达到2021年总流入规模的83.3%，已超过2011-2020年间年度流入的最高水平。其中，长期证券流入5470.7亿美元，占总流入的59.8%，是推动跨境资本回流美国的主要力量。短期和其他证券、银行美元负债分别流入883亿美元和2792.3亿美元。2014年以来，政府跨境配置美国资金呈净流出态势，而私人部门呈大幅净流入态势，2022年延续了这一趋势。2022年1-7月，外国私人部门资金流入美国9512.4亿美元，而政府资金流出美国366.5亿美元。在美联储持续加息背景下，长期国债仍然是私人部门资金流入美国的主要渠道。

表 3：2013 年以来跨境资金流入美国情况（亿美元）

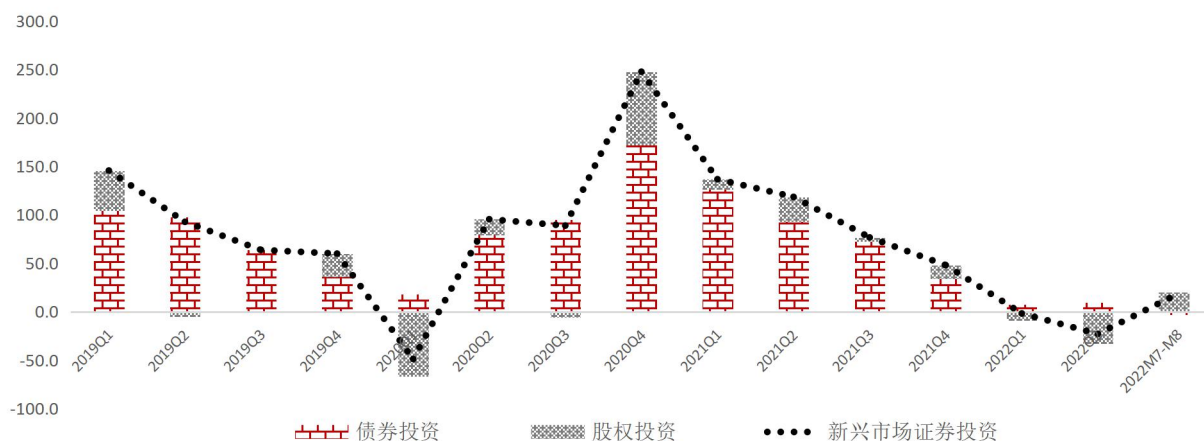
	长期证券流入	短期和其他证券流入	银行美元负债流入	净流入	私人部门贡献	政府部门贡献
2022.1-7	5470.7	883.0	2792.3	9145.9	9512.4	-366.5
2021	4701.2	1683.9	4598.3	10983.4	12580.9	-1597.5
2020	1014.4	2777.2	1824.1	5615.7	6817.2	-1201.5
2019	1553.6	675.2	-1583.3	645.6	4280.4	-3634.8
2018	4606.2	4244.8	-1394.5	7456.5	8942.4	-1485.9
2017	3073.6	1901.7	802.0	5777.3	7587.4	-1810.0
2016	-507.0	128.3	-1102.2	-1480.9	2201.0	-3681.9
2015	310.3	851.5	-1393.0	-231.3	1745.2	-1976.5
2014	1877.6	72.0	736.3	2685.9	2864.2	-178.4
2013	-3679.0	-378.7	5472.5	1414.8	516.8	898.0

资料来源：TIC，中国银行研究院

新兴市场国家资本流出压力短暂缓解。2022年，新兴市场国家证券组合呈现净流出态势。一季度和二季度，新兴市场国家证券组合投资分别净流出18亿美元和230亿美元，流出压力持续加大。其中，股票市场流出是主要驱动力量。2022年7-8月，新兴市场证券投资流出压力有所缓解。证券投资净流入163亿

美元，其中股票投资流入 198 亿美元，债券投资流出 35 亿美元（图 12）。

图 12：新兴市场国家证券组合投资净流入情况（10 亿美元）



资料来源：IIF，中国银行研究院

亚洲、中东和非洲新兴市场国家资本流出压力较大。2022 年 7-8 月，亚太、中东和非洲地区证券投资净流出分别为 42 亿美元和 172 亿元。2022 年 1-8 月，亚洲、中东和非洲地区证券投资净流出分别达到 320 亿美元和 244 亿美元。相较而言，欧洲和拉丁美洲新兴市场国家资本流出压力相对较小。2022 年 1-8 月，欧洲新兴市场国家证券投资小幅流出 28 亿美元，而拉丁美洲净流入 450 亿美元（表 4）。

表 4：新兴市场国家证券组合投资净流入区域分布（10 亿美元）

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022M7-M8
亚洲	-1.1	-8.4	55.3	33.5	50.2	12.4	30.6	9.6	-8.5	-19.3	-4.2
拉丁美洲	-14.1	16.4	21.5	65.3	35.2	31.8	18.9	15.6	29.1	4.2	12.5
欧洲	-15.9	31.9	6.3	70.4	21.4	36.5	20.3	19.1	-5.4	1.1	1.4
中东非洲	-17.8	55.5	5.7	78.3	29.8	37.7	15.9	11.2	-1.2	-5.9	-17.2

资料来源：IIF，中国银行研究院

当前，影响跨境资本流动的主要因素体现为：第一，美联储等主要经济体央行大幅加息，全球无风险利差格局深度调整。第二，全球风险偏好发生逆转，

跨境资本回流美国，更加青睐美国长期国债。第三，部分国家经济基本面发生深刻变化，经济衰退预期增强。

4.展望

当前，在全球通胀压力下，主要经济体货币政策收紧态势大概率延续。美联储将加大缩表力度，加快减持长期国债和 MBS 节奏，美联储负债端逆回购规模大概率回落。考虑应对主权债务风险因素，欧元区对缩减资产负债表政策的使用较为谨慎。在主要经济体快速加息背景下，美元、欧元的离岸流动性将进一步收紧，私人部门增持长期国债仍将是跨境资本回流美国的主要渠道。

专栏 3：主要央行资产负债表结构调整特征

2022 年以来，全球货币政策转向，主要央行资产负债表规模和结构发生了新变化。

美联储负债端结构调整，银行流动性紧缩效应显现。截至 2022 年 8 月末，美联储资产规模 88261 亿美元，同比增速降至 5.7%，环比增速为 -0.5%。美联储资产端结构稳定，证券投资占据主导地位，住房抵押证券份额小幅上升。负债端结构调整明显，存款型金融机构准备金份额由 52.5% 降至 45.6%，逆回购份额由 22.0% 升至 28.8%，财政部 TGA 存款份额由 3.3% 升至 7.6%。美联储负债结构的变化，反映出美国市场主体流动性结构的改变。银行体系流动性紧缩效应明显，可贷资金增速放缓，信贷价格明显上升；而非银行金融机构流动性保持相对充裕状态，支撑逆回购份额提高；财政体系流动性受发债节奏影响有所改善。

表 5：2022 年以来美联储资产负债表主要科目变化（亿美元）

资产端	2021.12.29		2022.8.31		负债端	2021.12.29		2022.8.31	
	规模	占比	规模	占比		规模	占比	规模	占比
资产	87575	100.0	88261	100.0	负债	87168	100.0	87843	100.0
持有证券	82701	94.4	84066	95.2	流通中货币	21869	25.1	22288	25.4
其中：美国国债	56523	64.5	56950	64.5	逆回购	19208	22.0	25283	28.8
联邦机构债券	2347	2.7	2347	2.7	存款	45795	52.5	40021	45.6
住房按揭抵押证券	26155	29.9	27093	30.7	其中：存款型机构准备金	40399	46.3	31158	35.5
其他	4874	5.6	4195	4.8	财政 TGA 账户存款	2840	3.3	6699	7.6

资料来源：Wind，中国银行研究院

欧央行信用机构债权减少，金融机构预防性动机增强。截至 2022 年 8 月末，欧央行资产 88261 亿欧元，同比增速降至 6.7%，环比呈负增长态势。欧央行资产端结构稳定，欧元证券持有份额由 57% 升至 58.5%，对信用机构债权由 26% 降至 24.5%；主要变化体现在负债端，货币政策相关机构负债份额由 50.1% 升至 53.8%，流动性向银行体系囤积。银行存放央行的流动性偏好改变，隔夜资金主导的往来账户（包含法定存款准备金）份额由 41% 升至 46.1%，固定期限为主存款便利份额由 9.1% 降至 7.7%，银行对流动性更强的资产偏好提升，预防性动机增强。

表 6：2022 年以来欧央行资产负债表主要科目变化（亿欧元）

资产端	2021.12.29		2022.9.2		负债端	2021.12.29		2022.9.2	
	规模	占比	规模	占比		规模	占比	规模	占比
资产	85664	100.0	87568	100.0	负债和净资产	85664	100.0	87568	100.0
欧元区欧元证券	48865	57.0	51224	58.5	流通货币	15444	18.0	15755	18.0
欧元区信用机构债权	22285	26.0	21441	24.5	货币政策相关机构负债	42939	50.1	47079	53.8
其中：货币政策相关债权	22019	25.7	21293	24.3	其中：往来账户	35122	41.0	40352	46.1
其他	14514	16.9	14903	17.0	存款便利	7796	9.1	6707	7.7
					其他欧元区欧元负债	7501	8.8	6928	7.9
					其他	11984	14.0	11099	12.7

资料来源：Wind，中国银行研究院

日本央行金融机构贷款份额下降，金融体系流动性充裕。截至 2022 年 8 月末，日本央行资产 709.2 万亿日元，同比增速为 -2.5%，环比增速为 -2.2%。在资产端，日本央行国债持有比例不断上升，8 月末升至 77.2%；对金融机构贷款份额则降至 14.4%。在负债端，活期存款份额由 75% 降至 73.3%，仍占据主导地位，市场主体流动性水平仍较为充裕。

整体而言，美、欧、日央行资产负债表长期扩张的态势正发生趋势性改变。伴随着规模增速放缓甚至收缩，央行资产负债表结构也在发生深刻调整，反映出实体经济部门差异化的行为调整特征。在全球货币政策持续收紧的背景下，央行资产负债表调整趋势及特征值得跟踪关注。

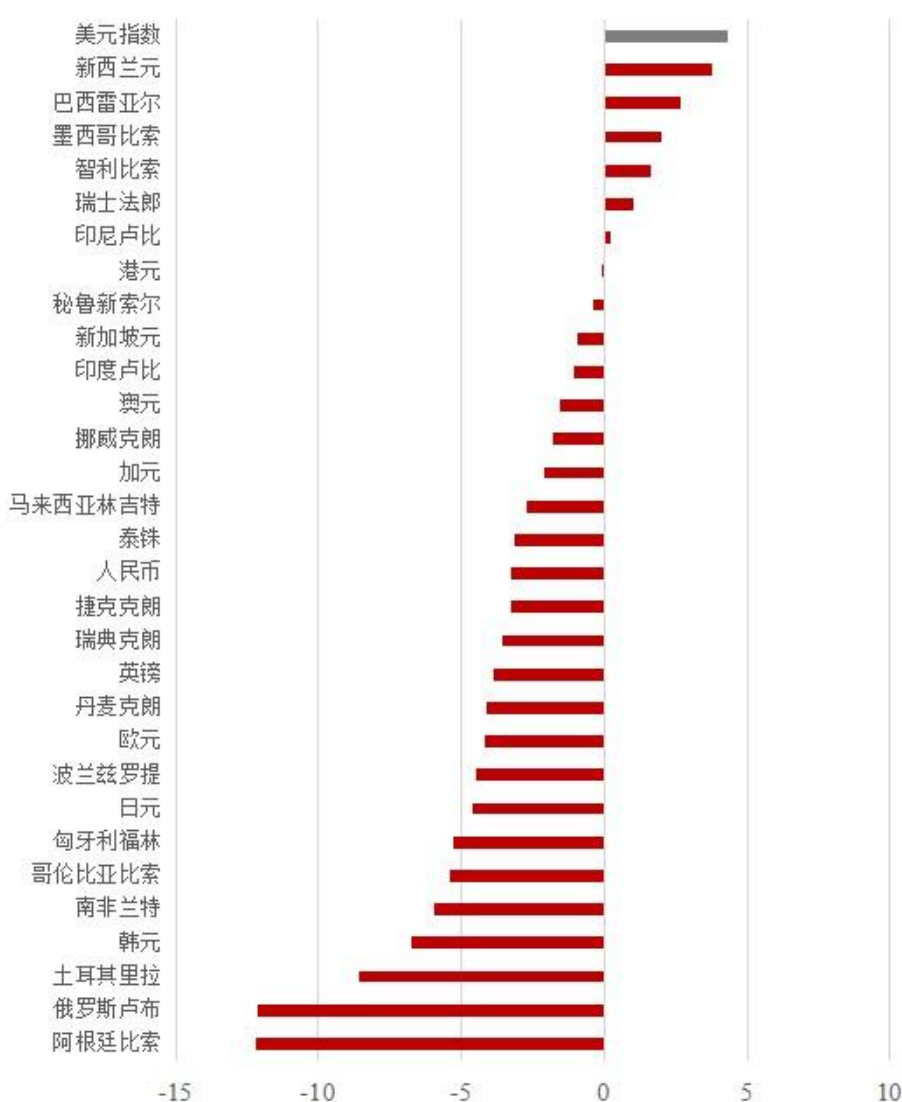
（二）汇率市场及跨境支付：美元触及 20 年高位，新兴经济体货币在跨境支付中呈现新特征

1. 美元指数强势突破 110 关口，“欧强美弱”货币格局逆转

2022 年三季度，受美联储货币政策紧缩、全球经济衰退风险升温、叠加能

源价格回升推高通胀预期影响，美元指数延续升值态势。特别是9月以来，美元指数一度突破110大关，随后维持在109以上水平，季度涨幅约为4.3%。其他主要发达经济体货币相对走弱。虽然欧洲央行已经开始加息，但加息进程仍滞后于美国，欧元兑美元汇率贬值4.1%，跌破平价。英国经济前景恶化，英镑兑美元汇率大幅下跌3.9%。日本央行继续维持宽松货币政策立场，投资者加大日元空头头寸，日元兑美元汇率跌破142，创25年新低，年内贬值幅度高达19%。

图 13：主要货币兑美元汇率较 2022 年 6 月末变动（%）



注：数据截至 2022 年 9 月 15 日。

资料来源：Bloomberg，中国银行研究院

2. 新兴市场货币普遍承压，资源型国家货币逆势走强

美联储加息背景下，跨境资金加速回流美国，美元走强促使新兴市场货币普遍承压。其中，亚洲新兴国家利用外汇储备稳定本国货币汇率，货币贬值幅度相对较小，韩元、泰铢、马来西亚林吉特、印度卢比分别下跌 6.7%、3.1%、2.7%和 1.0%。2022 年三季度，阿根廷比索、俄罗斯卢布、土耳其里拉、南非兰特、哥伦比亚比索、匈牙利福林分别下跌 12.2%、12.1%、8.6%、6.0%、5.4%和 5.3%。受国际大宗商品价格震荡上行提振，巴西、印度尼西亚等资源出口国对于外资吸引力增强，巴西雷亚尔、印尼卢比兑美元汇率分别上涨 2.6%和 0.2%。

3. 地缘政治冲突扰动外汇市场，全球“去美元化”进程加快

地缘政治冲突下，国际外汇市场震荡加剧，美元走强，主要非美货币走弱。美元在国际支付中的占比短期小幅上升，而美元在国际外汇储备中的份额跌至 58.9%，国际社会正降低对美元的依赖。7 月，印度央行推出国际贸易的卢比结算机制；东盟五大经济体达成共识，计划成立区域集成支付网络，以绕过美元直接进行外汇结算；伊朗外汇市场启动伊朗里亚尔/俄罗斯卢布货币交易；8 月，土耳其与俄罗斯建立里拉—卢布贸易体系，并达成以卢布进行能源结算的协议。

4. 展望

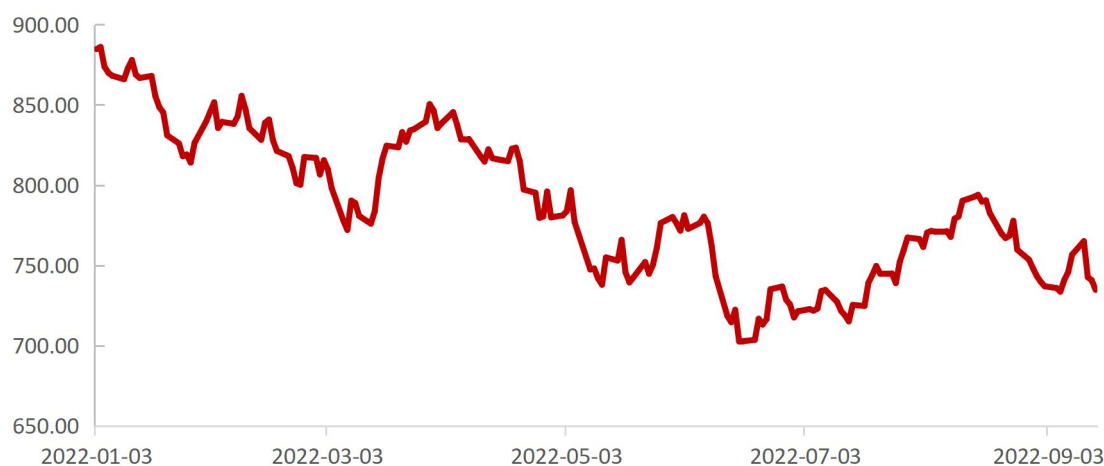
随着主要央行同步加息，全球利率中枢趋势性抬升，国际外汇市场仍将呈现震荡状态。美元指数继续维持高位，但上行空间有限。四季度，受美联储加息缩表影响，美元指数仍在高位震荡。长期看，美国经济“硬着陆”风险加大，美元指数承压。欧元汇率仍面临下行压力。欧洲通胀高企，能源危机将随冬季来临进一步加剧，经济前景黯淡拖累欧元汇率下行。新兴市场货币继续承压。在强势美元背景下，全球流动性收紧，新兴市场面临资本流出、债务风险加剧等压力，汇率贬值可能性较高。

（三）全球股票市场：多重因素交织，引发全球股市走势分化

1. 衰退预期冲击股市情绪，全球股市震荡加剧

2022 年三季度，公司业绩、货币政策变动以及宏观经济三重因素交织，影响股市走势。6 月至 8 月中旬，全球股市上涨，收回上半年部分失地，尽管令投资者感到不安的宏观经济挑战依然存在，但出色的公司财报提振了投资者信心，特别是能源和原材料板块，较今年最低点上涨 13%。美国 8 月 CPI 同比增长 8.3%，高于市场预期，美联储仍保持鹰派态度，通胀回落和美联储放缓加息的预期落空，8 月下旬至 9 月中旬，全球股市在通胀和政策收紧构成的担忧中震荡下行。截至 9 月 15 日，MSCI 全球指数收于 734.73，较二季度末上涨 2.3%，较年初下跌 16.9%。

图 14：MSCI 全球指数走势图



资料来源：Wind，中国银行研究院

2. 区域分化明显，欧美国家逆势反弹

发达国家反弹显著，受紧缩政策影响明显。截至 2022 年 9 月 15 日，三季度 MSCI 发达市场指数较二季度末上涨 2.9%，较年初下跌 17%。具体来看，三季度股市反弹初期，美国股市表现强劲，以高科技企业为主的纳斯达克指数表

现尤其出色，月涨幅超过 12%。欧洲市场表现良好，英国、法国和德国股市上涨。随后受通胀水平高于预期和全球紧缩政策的影响，美国、欧洲下跌显著。截至 9 月 15 日，美国道琼斯工业指数、标普 500 指数、纳斯达克指数较二季度末分别上涨 0.6%、3.1%和 4.7%，较年初下跌 15.4%、18.6%和 27%；欧洲股市中，英国富时 100、法国 CAC40 指数和德国 DAX 指数较二季度末分别上涨 1.6%、3.9%和 1.47%，较年初分别下跌 3.0%、14.7%和 19%。

亚太地区股市渐趋分化。MSCI 亚太指数较二季度末微跌 0.5%，较年初下跌 11.6%。日韩市场表现良好，日经 225 指数、韩国综指三季度环上涨 5.6%和 2.9%。香港恒生指数表现较差，拖累亚太市场，三季度环比下跌 13.4%

图 15: 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

新兴市场整体维持下跌趋势，部分经济体表现抢眼。截至 2022 年 9 月 15 日，MSCI 新兴市场指数收于 58435.6，较二季度末下跌 1.9%，较年初下跌 16.7%。其中，阿根廷股市表现异军突起，阿根廷 MERV 指数较二季度末上涨 63.7%。越南胡志明指数、马尼拉综合指数、印尼雅加达指数、马来西亚吉隆坡指数分别较二季度末上涨 4.0%、6.8%、5.7%和 1.8%。

3.全球股市发行和并购活动下降，新股发行行业集中度下降

截至2022年9月15日，三季度全球股票发行339只，总金额达122.6亿美元，新股发行数量同比明显下降，为去年同期的56.9%。其中，周期性消费品行业发行股票最多，金额占比为8.2%。三季度全球并购7399起，总金额达0.6万亿美元，并购数量和金额同比下降19.4%和45.9%。从行业来看，金融业仍是整合重点，并购数量为2261起，占全球并购总金额的11.9%。从地区来看，北美地区并购活跃，并购数量为3430起，并购总金额达到0.275万亿美元。

4.展望：全球股市延续震荡走势

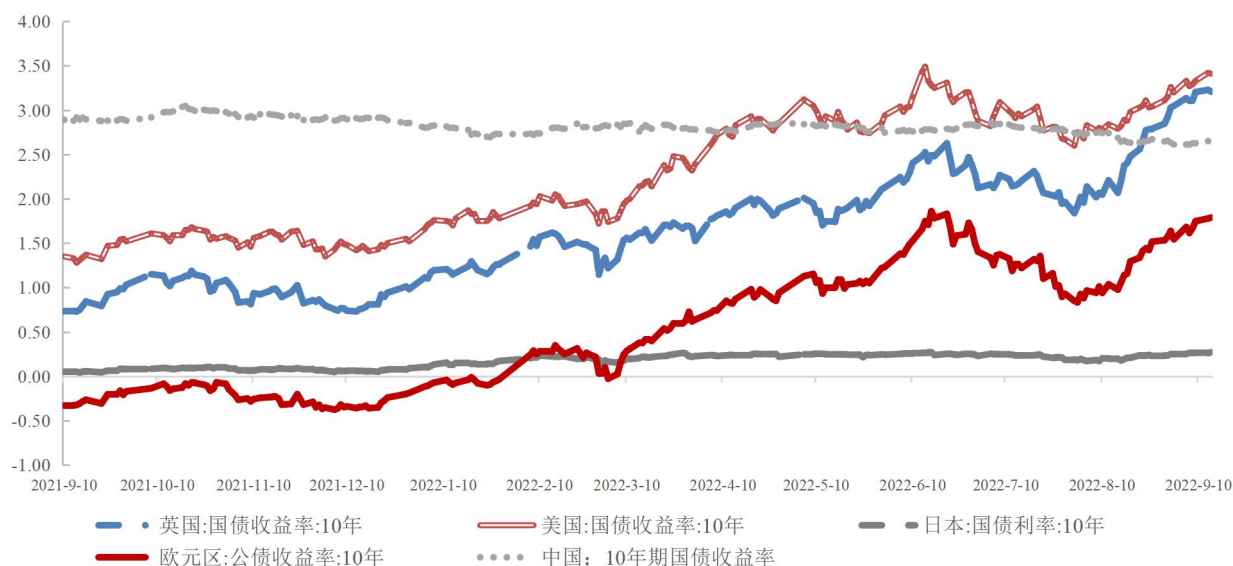
全球经济衰退风险上升、主要经济体货币政策加快收紧、地缘政治局势变化等因素仍将深刻影响股市，预计全球股市呈现震荡走势，美欧股市仍面临较大下跌压力。未来全球股市面临两大主要风险。一是俄罗斯和乌克兰作为世界主要的能源和粮食产地，地缘冲突影响全球初级产品的供应，导致全球供应链和产业链紧绷。二是部分央行过度收紧货币政策导致经济增长大幅放缓，进一步影响公司盈利。

（四）国际债券市场：主要经济体国债收益率走势分化，主权债务违约风险引关注

1.全球国债收益率变动分化

2022年三季度以来，主要经济体国债收益率走势依然呈分化态势。美国、欧元区和英国国债收益率上升趋势较为明显。截至9月14日，美国、欧元区和英国10年期国债收益率分别为3.41%、1.79%和3.21%，分别较二季度末提高43、29和43个基点；日本10年期国债收益率为0.03%，较二季度末提高0.03个百分点；中国10年期国债收益率2.66%，较二季度末下降了17个基点（图16）。中国与美国、欧元区10年期国债收益率价差分别由年初的134基点和304个基点，降至-75个基点和87个基点。

图 16：主要国家和经济体 10 年期国债收益率变化趋势（%）

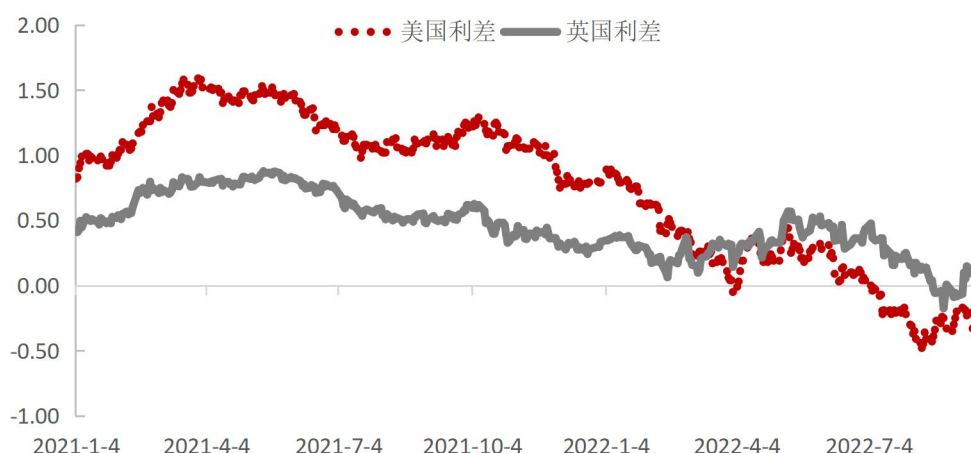


资料来源：Wind，中国银行研究院

2. 多国长短期国债收益率出现倒挂

2022 年三季度以来，多国出现长短期国债收益率倒挂现象。截至 9 月 14 日，美国和英国 10 年期与 2 年期国债收益率差值为 -0.37% 和 0.13%，分别较二季度末下降 43 个基点和 28 个基点（图 17）。英国虽然保持正利差，但在 9 月部分交易日出现倒挂现象。除美国和英国外，加拿大、新西兰、瑞典、土耳其、阿根廷、巴西等国也在三季度出现了长短期国债收益率倒挂的现象。国债收益率曲线关键期限利率倒挂，一方面，反映投资者对未来通胀预期发生深刻变化。另一方面，也反映出金融机构通过期限错配赚取收益的空间大大压缩。一般而言，国债收益率曲线倒挂被认为是未来经济衰退的重要风向标。

图 17：美国和英国 10 年与 2 年期国债收益率利差（%）

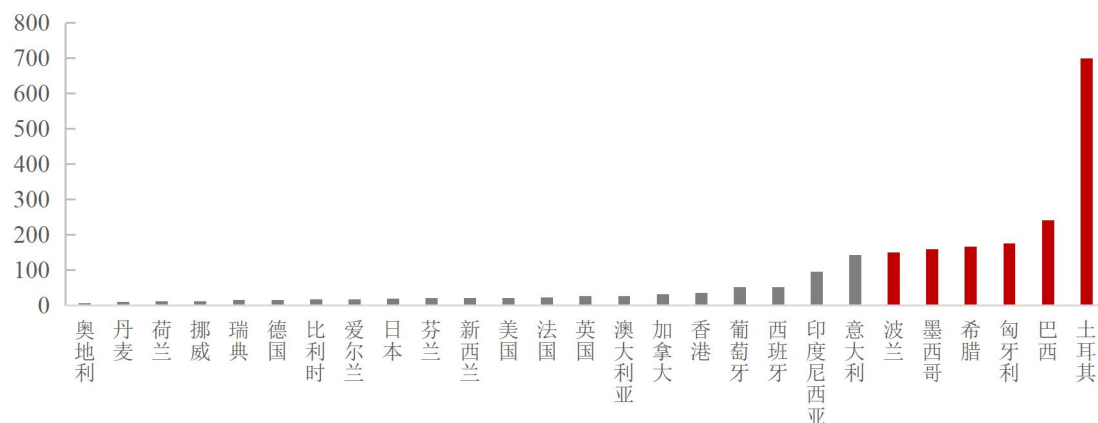


资料来源：Wind，中国银行研究院

3.部分国家主权债务风险急剧升高

2022 年以来，全球主权债务风险大幅上升。信用违约互换（Credit Default Swap, CDS）的报价反映了一国主权债务的信用风险，其报价越高，信用风险越大。截至 9 月 15 日，5 年期 CDS 报价高于 100 的国家主要包括希腊、匈牙利、波兰、墨西哥、巴西、土耳其、乌克兰和俄罗斯（图 18）。此外，部分国家主权债务 CDS 报价近来大幅提升。例如，英国由 13 增至 26，德国由年初的 6 增至 17。

图 18：主要经济体 5 年期 CDS 报价



资料来源：World Government Bond，中国银行研究院

4.展望

在全球货币政策延续收紧的态势下，主要经济体国债收益率抬升趋势短期难以改变。发达经济体与发展中国家之间长期利率格局持续发生变化，这将对跨境资本流动、汇率走势产生重要影响。部分复苏前景黯淡的经济体继续呈现国债收益率倒挂现象。在美元、欧元利率持续攀升背景下，部分新兴市场国家主权债务风险将明显上升，成为未来国际金融市场重要的风险点之一。

专栏 4：金融市场整体处于不稳定区域，风险上升

2022 年三季度，美国金融危机风险监测指标 ROFCI 的月均值从二季度的 40.66 上升到 41.33，仍然处于不稳定区域。该指数显示，美国金融市场整体风险状态自 2021 年四季度美联储开启紧缩货币政策周期以来呈现上升趋势。不稳定的来源主要是通胀持续维持高位、美联储货币政策大幅紧缩的行动及预期、经济增长减速且未来发生衰退风险上升以及地缘冲突等因素，导致股市和银行业股票的波动性上升，公司债务风险上升，投资者信心下降；国债市场波动性也在上升并达到周期高点。三季度美国金融市场的主要风险来源是市场风险，其次是信用风险，银行间资金市场相对稳定。

未来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，企业债务负担会上升。其中，非投资级公司的还债及再融资能力对利率及经济环境更为敏感，这可能导致其信贷及债券违约风险上升。股市、债市波动性或将继续上升并继续维持高位。随着美联储加速缩表，银行及市场流动性压力、风险或将上升。预计四季度美国金融市场整体风险有可能小幅上升，ROFCI 仍将处于不稳定区域。

图 19：美国金融危机风险指标（ROFCI）走势

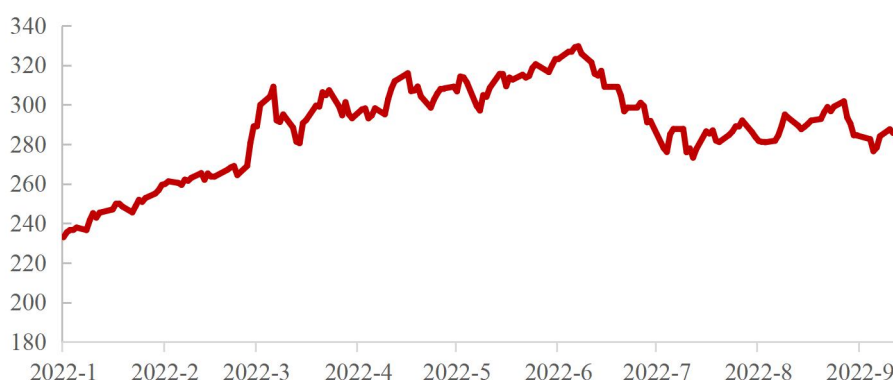


资料来源：Wind，中国银行研究院

（五）大宗商品市场：全球经济衰退风险攀升，大宗商品价格震荡回落

2022 年三季度，全球市场潜在需求下滑，大宗商品价格整体呈震荡回落态势。反映国际大宗商品期货市场总体价格变化的 RJ/CRB 指数下探至 273.26 点后震荡回升至 301.75 点，随后再次回落。截至 2022 年 9 月 15 日，RJ/CRB 指数收报 281 点，较二季度末下跌 3.4%（图 20）。

图 20：RJ/CRB 商品价格指数



资料来源：Wind，中国银行研究院

1. 原油价格显著下跌

2022 年三季度，原油价格主要受两个方面因素影响显著下跌。一是宏观经济因素。随着发达经济体央行加息步伐加快，强势美元打压原油价格。二是地缘政治因素。俄乌冲突背景下，海外市场需求端下行压力凸显。截至 9 月 15 日，WTI 原油期货收报 85.1 美元/桶，布伦特原油期货收报 90.8 美元/桶，较二季度末分别下跌 19.5%和 20.8%（图 21）。

图 21：原油期货结算价格走势（美元/桶）



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 年三季度，主要经济体加大加息力度控制通胀，全球经济衰退风险增大，潜在需求下滑对铜价的影响突出。铜价延续二季度以来下跌态势，继续震荡下行。同时，主要供给国智利下调了 2022 年铜产量前景，一定程度上支撑铜价进一步快速下跌。截至 9 月 15 日，LME 铜期货下行至 8000 美元/吨大关之下，收报 7725 美元/吨，较二季度末下跌 6.25%。

图 22：LME 铜期货价格走势（美元/吨）



资料来源：Wind，中国银行研究院

3.黄金价格持续下行

2022 年三季度，欧美主要央行货币政策加速收紧，加息进程快速推进。在此背景下，美元指数持续走强，利空黄金价格。俄乌冲突长期化形势下，黄金避险功能逐渐褪色，黄金价格进一步承压。截至 9 月 15 日，COMEX 黄金收报 1662.73 美元/盎司，创疫情以来新低，较二季度末下跌 8.1%。

图 23：COMEX 黄金期货价格走势（美元/盎司）



资料来源：Wind，中国银行研究院

4.展望

2022 年四季度，大宗商品进一步大幅下跌空间有限。具体而言，原油价格获得支撑。随着冬季到来，预计欧洲天然气价格将进一步高企，电力供应商或转而使用传统燃料发电，原油需求量上升，支撑原油价格。铜价迎来反弹。铜价在 2022 年已经历了一轮较大的跌幅，较年内高点已下跌逾 30%，前期溢价已得到充分释放。同时，如果需求萎靡等利空因素得到改善，铜价有望短期迎来反弹。黄金价格弱势震荡。短期来看，黄金大幅反弹的动能不足，预计将继续弱势震荡。

（六）全球货币政策：发达经济体再现加息潮，日本维持宽松政策基调

1.美欧加快收紧货币政策，但欧元区加息节奏滞后于美国

2022年三季度，地缘冲突下能源和食品价格持续飙升，美国、欧洲通胀均创近40年新高，迫使美欧央行开启激进加息模式，但欧央行紧缩步伐相对滞后。9月，美联储继续上调联邦基金利率75个基点，至3%-3.25%区间，年内连续五次加息；英格兰银行再次加息50个基点，将银行利率上调至2.25%；欧洲央行“史诗级”上调三大关键利率75个基点，主要再融资利率、边际借贷利率和存款机制利率分别提高至1.25%、1.50%和0.75%，年内连续两次加息。

2.日本维持超宽松货币政策

面对新冠疫情反复和全球需求放缓的局面，日本央行继续维持超宽松货币政策，直至实现可持续的工资增长和物价上涨，以刺激经济复苏。2022年7月，日本央行将短期利率维持在-0.1%的水平，并通过购买长期国债使长期利率维持在零附近，日元成为全球唯一的“负利率货币”。随着美联储不断加息，美日货币政策分化越来越大，投资者加大卖出日元、买入美元等高利率货币的“套利交易”，导致2022年以来日元汇率暴跌。

3.新兴市场迎来加息潮，亚洲地区紧缩节奏相对缓慢

2022年三季度，为了应对通胀上行与美欧发达经济体加息的双重压力，新兴市场加快货币政策紧缩步伐，以防范资本持续外流。拉美地区新兴市场央行加息步伐较快，阿根廷、巴西、墨西哥、哥伦比亚引领新兴市场加息潮；亚洲新兴市场得益于高外汇储备和相对稳定的经济基本面，印尼、印度、韩国、泰国和菲律宾等国货币政策紧缩步伐较为缓慢。

4.展望

预计主要经济体加息步伐短期不会改变。美联储加息节奏将放缓，欧央行

或将开启激进加息。美国通胀指标总体趋缓，劳动力市场依然紧张，但经济衰退迹象凸显，未来美联储或将放慢加息节奏。在能源危机推动下，高通胀成为欧洲经济首要风险点，欧央行或将开启激进加息步伐，进一步抑制通胀水平。在美欧收紧货币政策背景下，**新兴市场将继续跟进加息，流动性进一步收紧。**在输入性通胀压力下，新兴市场物价水平普遍走高，加息将是未来货币政策的主基调。

三、专题研究

专题一：能源危机下全球绿色转型趋势

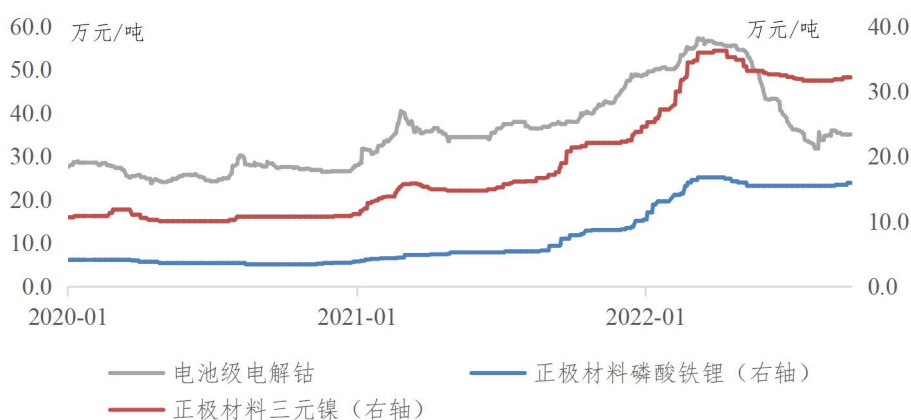
2021 年末以来，全球能源市场震荡加剧，能源价格大幅飙涨。2022 年 3 月，布伦特原油、WTI 原油价格双双突破 130 美元/桶，创近 14 年来新高；国际煤炭价格自 2021 年末之后的 4 个月内暴涨约 300%，最高报价达到近 450 美元/吨。欧洲天然气期货价格在 3 月创下近 3900 美元/千立方米的纪录，8 月平均价格维持在 2515 美元/千立方米的高位。此轮全球能源危机源起于全球能源供给短缺，俄乌冲突及西方对俄制裁极大地加剧了全球能源供给紧张问题。国际能源署指出，当前的能源危机将比上世纪 70 年代、80 年代规模更大，持续时间更长，影响也更加突出。在此背景下，刚刚开启大幕的全球绿色转型恐将面临严峻挑战。

（一）能源危机下全球绿色转型面临两难困局

一方面，能源危机放大全球绿色转型的紧迫性，但能源绿色转型并非“一日之功”。从技术层面看，解决当前的能源危机，关键在于降低对化石能源的依赖，加快向绿色可再生能源过渡。但全球绿色转型本身是非常复杂的过程，实现能源转型需要较长的周期。当前，化石能源在全球能源和工业原材料供给方面发挥关键作用，据测算全球 90 万亿美元的经济体量中有 82% 是依靠碳氢化合物驱动，这一格局短时间内无法发生扭转。从成本层面看，当前的能源绿色

转型以风、光等可再生能源为主线，部分稀土元素对于发电和电动机设备的制造至关重要，同时可再生能源的广泛应用需要辅以足够的储能装置，这对锂、镍、钴和锰等矿产资源带来了巨大需求。目前全球已经探明的矿产资源不足以支撑实现《巴黎协定》下的全球能源转型路径，过去两年各国对于这类战略性资源的竞争不断加剧，各类矿产资源的价格已经出现大幅激增。未来全球绿色转型面临的成本约束可能会日趋严峻。

图 24：电池原料价格呈现上涨态势



资料来源：Wind，中国银行研究院

另一方面，一味追求能源绿色转型在短期内可能加剧能源危机，进而引发全球经济衰退。能源绿色转型需要依托安全稳定的能源供给环境。过去几年全球各国在推动能源转型的同时，普遍压降了对石油、天然气和煤炭的投资，忽略了传统能源在维护能源转型安全方面的重要性。全球天然气资本开支在 2014 年达到 2400 亿美元峰值后持续下降，2020 年开支不足峰值水平的一半。对能源安全的认识和投入力度不足是引发当前能源危机的重要原因，过度追求绿色转型可能加重能源危机的持续时间和扩散范围，并引发全球范围的经济衰退。

从过去的情况来看，20 世纪中后期西方资本主义社会曾先后经历三次能源危机，进而出现全球性的经济衰退。由能源安全问题转向经济危机的传导基本遵循一致路径：能源等原材料成本暴涨引发通货膨胀和企业破产，失业率飙升，

市场供给严重不足，通货膨胀加剧，经济产出下滑，股市等资本市场价格下跌，真实需求收缩，居民财富大幅缩水，原材料和产品价格回落，生产力发生倒退，经济在遭到严重破坏后回归稳态。

表 7：20 世纪后期三次能源危机缘起及经济影响

	年份	危机缘起	经济影响
第一次能源危机	1973-1975	1973 年第四次中东战争爆发，阿拉伯国家要求西方国家取消对以色列的支持，要求无果后阿拉伯产油国一致行动对西方阵营禁运石油，全球原油供应市场减少 500 万桶/日的供应量，原油价格一度上涨 300%，随后欧共体和日本表态支持阿拉伯阵营，但美国坚持支持以色列，二战以来资本主义世界最大的经济危机爆发。	1973 年末到 1974 年秋，资本主义国家工业生产下降 8.1%，货物总出口和总进口量分别减少 7.2% 和 11.6%。 1973 年 12 月到 1975 年 5 月，美国道琼斯指数一度下跌超过 50%，国民生产总值下降 5.7%，工业生产下降 15% 以上，失业率高达 9.1%，固定资产投资共缩减 23%，企业设备投资下降 48%，连续两年 CPI 上涨超过 11%。
第二次能源危机	1978-1981	1978 年底，伊朗国内掀起反美巨浪，亲美的巴列维王朝被推翻。政局动荡之下，伊朗石油产量明显下滑。1978 年底至 1979 年 3 月初，伊朗停止输出原油 60 天，国际原油市场每天短缺量达 500 万桶，约占世界总消费量的 1/10，国际油价从 13 美元/桶攀升至 34 美元/桶。 1980 年 9 月伊拉克空军轰炸伊朗，两伊战争爆发，两国石油生产几近中止，全球石油产量剧减，全球市场日缺口高达 560 万桶，原本脆弱的全球原油供求关系再度遭遇打击，油价二次上扬，国际油价一度上涨至 41 美元/桶。	1979 年 7 月，英国率先陷入经济危机，直至 1981 年 5 月达到最低点。1979 年 10 月加拿大工业生产出现下降，1980 年初美国陷入危机，随后比利时、日本、联邦德国、荷兰、法国等资本主义国家爆发危机。联邦德国经历的危机较为严重。由于马克不断升值，工资成本提高迅速，从 1980 年 3 月起，德国经历了 34 个月的持续经济衰退。美国 GDP 增速由 1978 年的 5.5% 下降至 1980 年的 -0.3%，两伊战争期间美国制造业总产值同比下降 0.23%。标普 500 指数在 1981 年之后的一年半时间里跌幅超过 30%。
第三次能源危机	1990-1992	1990 年，伊拉克对科威特发动海湾战争，两国石油设施遭到严重破坏，石油产量骤降。伊拉克占领科威特之后，受到国际社会制裁，对外石油输出中断。此后 3 个月的时间里，国际油价从 14 美元/桶急剧攀升至 42 美元/桶，涨幅近两倍。	在石油危机之前的 1987 年，美国经济已经面临较大困难，10 月 19 日美国道琼斯指数急跌 508.32 点，下跌幅度达 22.6%。美国 GDP 增速自 1987 年四季度开始持续下降，1989 年接近零增长，1990 年出现负增长，拖累全球经济增长。但相较于前两次能源危机，此次危机的影响相对有限。

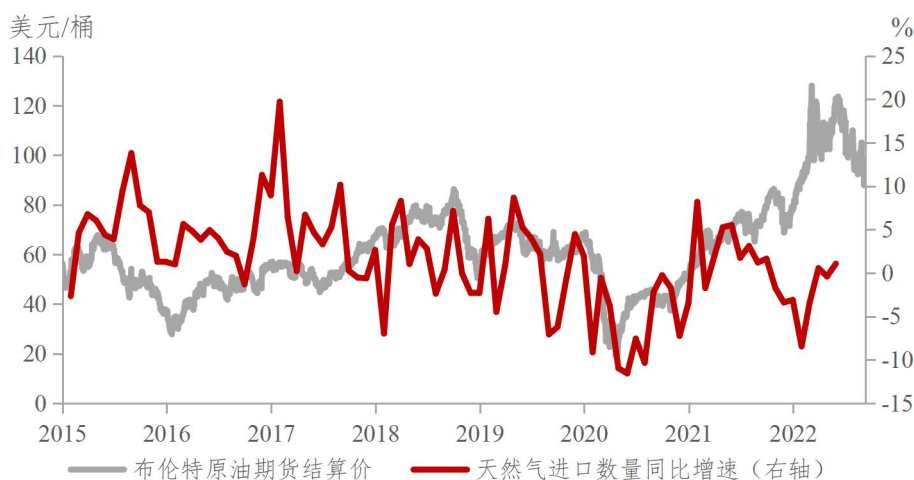
资料来源：根据公开资料整理，中国银行研究院

（二）短期能源短缺难以缓解

近年来，全球能源结构调整，可再生能源比重逐渐上升。国际能源署（IEA）数据显示，2010-2019 年全球能源生产和最终消费分别增长 13.0%和 13.4%，能源供求相对平衡。其中，石油和天然气在能源总产量中的年均贡献度约为 53.7%，煤炭占比从 2010 年的 28.5%下降至 2019 年的 26.8%。风能、太阳能等新能源占比提升 1.4 个百分点至 2.2%，但整体比重仍相对较低。与其他地区相比，欧洲处于绿色转型前列，欧盟通过颁布《可再生能源指令》等一系列政策，大力发展本土能源，积极推动能源转型。2020 年，可再生能源在欧盟一次能源产量中的占比高达 40.8%，较 2010 年增长 39.2%。

在疫情暴发之后，全球能源供求逐渐失衡，多国出现能源短缺问题。供给方面，全球供应链受阻大幅减少了运输行业的能源使用，迫使部分能源出口国提前削减油气产能，各国能源库存下降。疫情反复进一步影响能源生产、投资与贸易，尼日利亚、安哥拉等国无法达到生产目标，加大能源缺口，使全球能源市场承压。俄乌冲突加剧大宗商品价格波动，增加能源使用成本，欧盟主动切断来自俄罗斯的煤炭和大部分石油供应，使欧洲多国陷入能源危机。OPEC 及其合作伙伴于 9 月宣布小幅减产，进一步收缩石油供给，加大全球能源市场的不确定性。需求方面，2021 年以来，全球多国出现极端天气，寒冬与酷暑增加了居民的燃气使用需求，全球工业制造复苏也推动能源需求回暖。在供求两端的双冲击下，全球能源价格上涨，但贸易量明显下滑，能源进口依赖国面临严重的能源危机（图 25）。

图 25：能源价格和贸易量走势



资料来源：Wind，中国银行研究院

可再生能源系统的稳定性和可靠性较弱，难以填补当前的能源缺口。与煤炭、油气等传统能源相比，水电、风能、太阳能等可再生能源受天气和环境因素，难以保持长期稳定输出，容易引发季节性、结构性的能源供应不足。同时，可再生能源设备的研发建设成本高，电池储能、压缩空气储能等技术仍处于研发阶段，无法保障可再生能源供电系统的安全、稳定运行。

（三）未来绿色转型何去何从？

能源转型既需要充足的传统能源以及核电等为过渡阶段提供供给保障，也要逐步建立稳定的可再生能源供应能力，两项工作都需要较大的资源投入。在能源绿色转型的过程中，全球对于传统能源需求可能不降反升，在前期有效投资不足的情况下，能源价格可能在较长时间里保持高位，各国对于能源价格的预期需有所调高，相关的能源政策制定和应对措施亦需随之调整。

为应对短期能源短缺问题，目前多国放缓绿色转型节奏，在推动绿色转型的同时将注重能源安全保障能力。整体看，全球绿色转型进程持续推进，新能源发展提速，IEA 预计 2022 年可再生能源投资将持续增长至 1.4 万亿美元，占总能源投资的 60.2%。截至目前，西方国家仍坚持绿色发展理念，各国碳中和

计划并未出现重大变化。但受能源危机影响，多国制定了能源转型过渡方案，重启煤电、核能，推迟原定的气候目标。德国政府将启动 8 个储备燃煤电厂，进而难以达成 2035 年电力行业碳中和目标；奥地利、意大利和荷兰政府也陆续通过电厂改造、取消燃煤发电厂产能上限等方式，重启燃煤发电；比利时将全面退出核能的时间延后 10 年至 2035 年，英国首相特拉斯也表示将增加核电站和小型核反应堆数量，丰富本土能源供应。

专题二：新兴市场货币危机是否卷土重来——基于亚洲金融危机 25 周年的思考

（一）部分新兴市场已实质性陷入货币危机

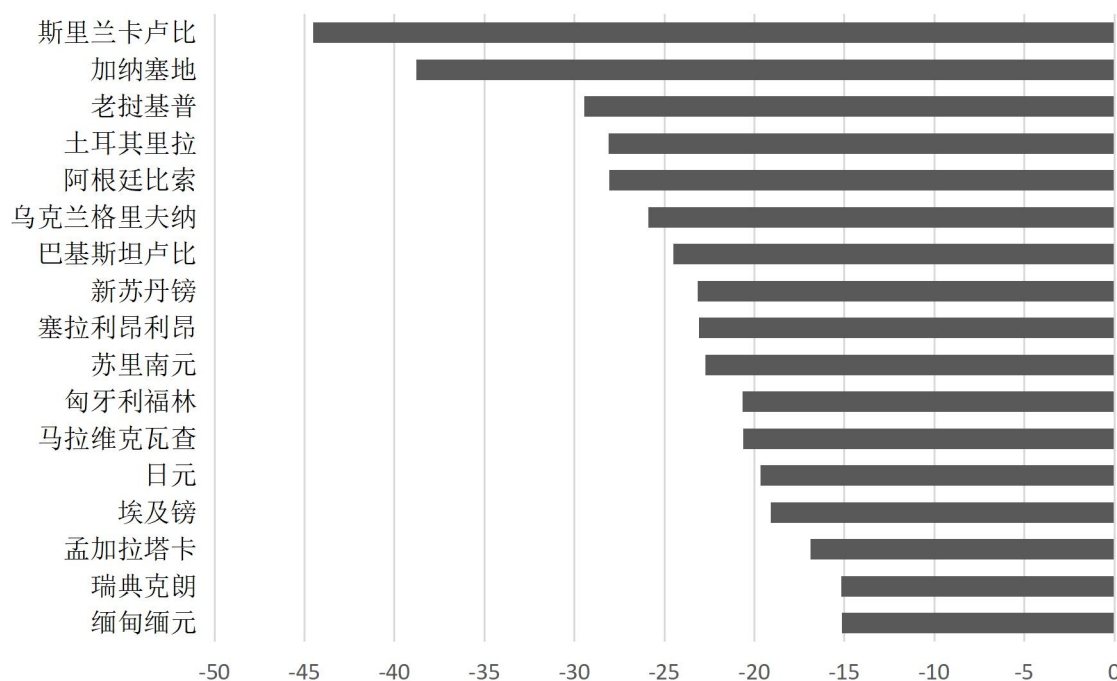
货币危机是金融危机的一种形式，突出表现为汇率持续大幅度贬值。关于货币危机的性质与界定是动态变化的。根据国际货币基金组织（IMF）定义，货币危机是指投机冲击导致一国货币大幅贬值，迫使货币当局为保卫本币而动用大量国际储备、提高利率或实施资本管制。在固定汇率制度下，本币汇率大幅贬值，货币当局难以维系官方汇率水平，被迫放弃固定汇率制度，进而爆发货币危机。20 世纪 70 年代以来，布雷顿森林体系解体，全球逐渐由固定汇率制度迈向以浮动汇率制度为主的新阶段。根据 IMF 最新统计，目前约 20% 的国家和地区实行硬盯住的固定汇率制度，约 33% 的国家和地区实行浮动汇率制度，47% 的国家和地区实行软盯住或有管理的浮动汇率制度。货币危机的界定随之从狭义口径转向广义范畴，即一国货币的汇率变动幅度超过可承受范围，造成严重的经济危害¹。

亚洲金融危机已过去 25 年，在西方引领的金融自由化与汇率改革浪潮后，货币危机并未从根本上得以遏制，反而愈加高发、频繁，并与其他危机共生交织。21 世纪以来，全球先后经历互联网泡沫破裂、9·11 恐怖袭击、2008 年金

¹ 按照经济学家莱因哈特和罗格夫的单因素标准，货币危机是指汇率持续贬值超过 15%。

融危机、欧债危机以及新冠肺炎疫情等重大冲击，发达经济体汇率一度剧烈波动，掀起数轮宽松政策浪潮，但更多的货币危机却出现在新兴市场。特别是，在本轮货币政策紧缩浪潮中，美元指数年内上涨超过 14%，突破 110 水平。在多重因素叠加下，斯里兰卡卢比跌幅达 45%（图 26），老挝基普、土耳其里拉、阿根廷比索、匈牙利福林等十余个新兴市场货币跌幅超过 15%，已实质性陷入货币危机，甚至金融危机。

图 26：2022 年以来部分货币兑美元汇率涨跌幅



注：数据截至 2022 年 9 月 15 日。

资料来源：Bloomberg，中国银行研究院

（二）新兴市场在国际金融体系中处于边缘地位，面临货币危机的周期性、系统性风险

亚洲金融危机以来，新兴市场吸取经验教训，在汇率机制、资本账户管理、外汇储备、金融安全网等多方面采取一系列改革措施，以应对潜在的货币危机。

然而，新兴市场难逃周期性货币动荡，系统性风险正在不断累积。

一是新兴市场存在“货币原罪”，美元系统性缺陷加深，成为新兴市场货币危机频发的重要诱因。据不完全统计²，2000年至今，新兴市场货币危机发生逾79次。传统货币危机理论往往假定货币之间具有充分替代性，但在现实中，非国际货币与国际货币之间存在本质差异。2021年，美元、欧元、英镑、日元、瑞士法郎五种主要国际货币在全球银行业国际资产负债、国际债券市场中占比约为95%-96%。相比之下，新兴市场货币国际清偿能力低，国际收支调节难度较大，在支付、交易与投融资中不得不高度依赖美元等主要国际货币，涉外资产与负债、收入与支出使用不同货币计价。

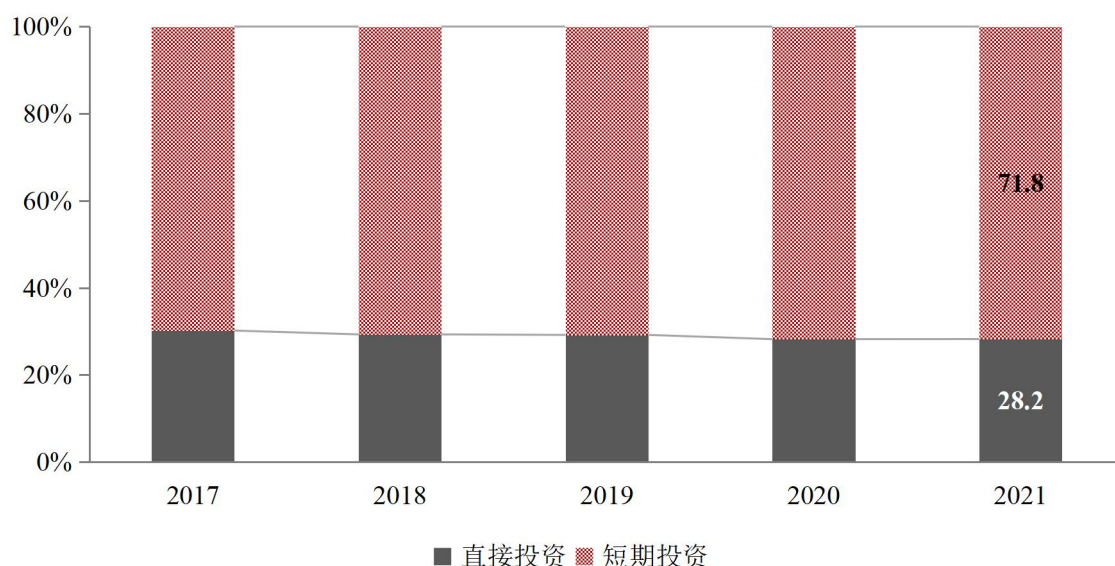
近年来，在持续低利率环境下，新兴市场货币错配程度显著上升。新兴市场更加倾向于外币融资，政府主权债务扩张，企业、银行等部门通过套利交易主动承担货币错配风险。在中东欧等部分新兴市场，更多的外资金融机构入驻甚至“控制”金融体系，成为外债增长与货币错配的重要推动力量。截至2022年3月末，新兴市场美元等外币计价债务规模达9.35万亿美元，约占GDP的23.5%，较十年前增长了53.5%，阿根廷、土耳其、乌克兰等部分国家外币计价债务占比超过50%。随着全球经济格局演进，美国经济地位相对衰落，美元币信根基遭到削弱。美国以及全球经济失衡调控难度进一步加大，美元在主权国家利益与国际公共产品属性之间的矛盾愈加激化，出现潮汐式大涨大落。由于过度货币错配，新兴市场被美元周期“绑架”，必然面临汇率周期性震荡，甚至爆发货币危机，成为美国等发达经济体风险转移与经济再平衡的牺牲品。

二是短期投资主导国际资本流向，新兴市场货币危机的外部联动效应显著。21世纪以来，国际资本“脱实向虚”，短期资本流动成为主体。随着技术革命与国际分工红利减弱，世界劳动生产率显著下降，经济与贸易增长的黄金时代终结，实体经济回报率与资金利率水平降至历史低位。特别是经历2008年金融

² 根据莱因哈特和罗格夫（2011）、外汇局外汇研究中心课题组（2020）以及公开资料整理。

危机以及 2020 年疫情冲击，量化宽松政策大行其道，全球流动性泛滥，国际资本逐渐脱离实体生产领域，以“资产管理”名义，在全球范围内追逐投机性收益。从投资分类来看，在 G20 国家国际投资中，直接投资占比连续四年呈现下降趋势，短期投资（证券投资、其他投资）占比则由 2017 年的 69.8% 攀升至 2021 年的 71.8%（图 27）。从金融结构来看，过去十年全球金融资产规模增长了 2.5 倍，至 462.6 万亿美元。其中，2008 年金融危机后，对冲基金等非银机构资产占比从 25.4% 攀升至 30.7%，银行业资产占比则由 46.5% 降至 38.3%，短期投机性资金在全球经济金融运行中的影响力大幅攀升。

图 27: G20 国家国际投资资产负债结构



资料来源：IMF，中国银行研究院

理论研究表明，国际资本流动在新兴市场金融周期中具有强化作用，会加剧资产价格与金融市场调整³。短期资本流动具有顺周期、敏感易变、套利性、非均衡、高杠杆等特征，对于新兴市场金融稳定的破坏性更大。一般而言，新

³ Nikola Tarashev, Stefan Avdjiev and Ben Cohen, International Capital Flows and Financial Vulnerabilities in Emerging Market Economies: Analysis and Data Gaps, BIS, Aug 2016.
Borio C, R McCauley and P McGuire, Global Credit and Domestic Credit Booms, BIS, Sep 2011.
Avdjiev, S, R McCauley and P McGuire, Rapid Credit Growth and International Credit: Challenges for Asia, BIS, Apr 2012

新兴市场货币危机前后普遍出现短期资本大规模流入—骤停—外逃的现象。同时，在短期资本流动主导下，新兴市场货币危机传染效应更加显著，外资在市场预期中具有引领作用。即使基本面未受到实质性冲击，如果某一新兴市场发生货币危机或经济金融动荡，境外投资者对类似国家的心理预期与市场信心也会发生变化，进而导致资本外流以及投机性汇率攻击。在羊群效应下，货币危机演变为一种信心危机。在这一过程中，衍生工具为国际游资提供了强大的杠杆能力，降低了投机交易成本，进一步加速并深化货币危机，增加系统性传染风险。例如，2008年巴西雷亚尔贬值约33%，9月末未平仓外汇合约金额高达17992亿美元。其中，期权合约1153.5亿美元，同比分别暴增62%和75%。

三是“双赤字”的不平衡发展模式，加剧新兴市场金融过度扩张与货币危机风险。货币危机并非单纯的货币现象，其根源仍在于实体经济层面。部分新兴市场经济发展质量与增长效率相对较低，经济结构失衡，并存在储蓄不足、通胀高企、财政货币政策过度扩张、政局动荡等问题。这种基本面脆弱性突出表现为“双赤字”，即对内表现为财政赤字，依赖内部铸币与外部融资支撑财政与经济运行；对外表现为经常账户赤字。

在“双赤字”下，新兴市场经济增长高度依赖于金融扩张。由于制度与约束不健全，金融深度有限，政府与市场界限不清，许多新兴市场在金融扩张中还存在过度借贷、信贷滥用、隐性担保等问题。在特定条件下，金融过度扩张难以为继。由于期限与货币错配，流动性急剧收紧，资产价格暴跌，出现市场恐慌，企业、金融机构以及政府资产负债表严重恶化。当新兴市场经济金融基本面脆弱时，投资者将改变预期，以本币兑换外币，抛售本币资产，争抢外汇资产，最终触发货币危机。

（三）启示与建议

当前，全球美元流动性出现历史性逆转，已成为新一轮新兴市场货币危机

的导火索。新兴市场应汲取历史经验教训，根据本国国情及风险暴露程度，积极应对汇率过度波动，做好货币危机防范预案。

一是夯实经济基础，培育长期发展动能。新兴市场应打破经济发展中容易陷入的“高举债”“高杠杆”发展模式，将关注点集中在培育内生性经济增长动能。着眼长远，优化经济结构与增长模式，完善现代产业体系建设。缩小储蓄—投资缺口，调整消费拉动型增长模式，抑制居民过度借贷和超前消费，引导更多资金支持实体经济，使通货膨胀运行在合理水平。重点吸引外商直接投资等长期资本流入，巩固汇率稳定“压舱石”。

二是提高外债可持续性，优化期限与币种结构。对于新兴市场，货币错配现象广泛存在，但需要控制在一定程度内，保证金融韧性与稳定性。动态评估债务融资成本，重点调整短期债务水平至安全区间。推动外债币种多元化，以利率、汇率衍生品对冲外债风险。推动本国银行业与资本市场发展，一定程度上降低对外部市场尤其是发达国家融资的过度依赖。

三是充分意识到新兴市场脆弱性，维护货币政策可信度与币值信心。在逆周期调节的同时，关注跨周期调控的重要性，协调实现短期与中长期目标。根据本国经济发展阶段，动态调整汇率制度及汇率形成机制，保有适度规模的外汇储备并灵活运用，增强货币危机管理的缓冲垫。

四是加强短期资本流动管理，完善货币危机应对预案。完善宏微观审慎管理，对短期资本流动进行全面统计、监测与管理，丰富资本限制性工具，必要时直接采取资本管制措施。完善危机突发响应机制，稳定市场预期，建立极端情形外汇现货及衍生品交易限制方案。加强国际货币合作，推动建立多层次的货币互换安全网，拓展外汇流动性支持渠道。

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