



2023 年全球信用风险八大展望（上篇）

联合资信 主权部

主要观点

- 2023 年俄乌冲突走向和平谈判的难度依旧较大，地缘政治博弈或再度占据国际政治舞台，全球能源规则、经贸规则以及军事规则等方面或面临重新制定和洗牌
- 在通胀尚未完全控制之前，欧美央行的货币政策或难明显转向宽松，日本央行的货币政策在短期内仍将保持宽松，但中长期有望转向渐进收紧的方式
- 虽然欧美国家经济韧性较强，但仍会面临“浅度衰退”的可能，部分亚洲新兴经济体绽放经济活力，印度或成为拉动全球经济增长的火车头
- 2023 年全球风险资产或将呈现较大的差异化表现，其中部分亚洲国家股市有望呈现向好复苏态势
- 部分新兴经济体和中低收入经济体抵御风险的能力较差，存在一定主权债务违约风险
- 2023 年美国高收益债券将迎来兑付高峰，受成本高企影响再融资难度较大，违约风险或有所走高
- 国际政经格局的重塑导致全球供应链重构，地缘政治风险持续和美国的全球再平衡战略加速了逆全球化和贸易保护主义，或对亚洲的产业“雁阵模式”造成较大冲击
- 欧美等发达经济体引领 ESG 债券市场的发展，而新兴市场将成为未来的主要增长动力



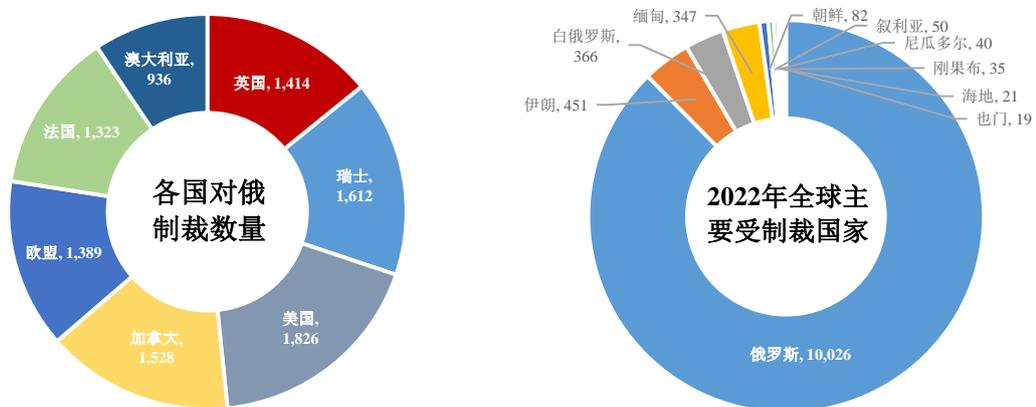
联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



一、 俄乌冲突的后续演变将会对全球地缘政治产生哪些影响？

1. 从俄罗斯角度看，在各种压力下俄罗斯可能会“破釜沉舟”并与欧美展开多领域的摩擦与对抗

俄罗斯发动特别军事行动的初衷是希望通过“闪电战”控制乌克兰，然后打压北约东扩的步伐。以欧美为代表的西方国家随即对俄罗斯进行全方位的制裁，根据全球制裁跟踪数据库 Castellum 显示，俄乌冲突爆发以来俄罗斯受到经济制裁的数量超过 1 万项，成为全球受经济制裁数量最多的国家。欧美国家通过对乌援助以及对俄制裁的方式将俄乌冲突演变为大国之间的代理人战争，俄罗斯也因此深陷战争泥沼。首先，欧美通过金融制裁进行釜底抽薪，严重削弱俄罗斯的自救能力；其次，欧美通过能源制裁和军事制裁，削弱俄罗斯的核心优势并将其拖入持久战；最后，欧美通过科技和贸易制裁，破坏俄罗斯的全球供应链，从长远削弱俄罗斯的经济实力和可持续发展能力。目前，俄乌冲突已持续约一年时间，俄罗斯深层次的结构隐患逐步暴露，包括应对军事行动和制裁所带来的财政压力、贸易禁运下的进口替代问题以及核心技术领域的发展停滞等。再者，随着“北溪”天然气管道爆炸、克里米亚大桥被炸、北约加强对俄周边的军事布控等事件冲击着俄罗斯的安全“红线”，因此在各种压力下俄罗斯可能会“破釜沉舟”并与欧美展开多领域的摩擦与对抗。



数据来源：Castellum，联合资信整理

图 1.1 俄乌冲突以来俄罗斯被制裁情况（截止 2023 年 1 月末）

2. 从其他大国角度看，美国或继续维持对乌军事支持以及对俄全面制裁，欧洲与俄罗斯过去“斗而不破”的局面正逐步演化为双方在军事、能源以及经济等领域的“全面硬脱钩”，中国将在推动俄乌和谈的道路上发挥更重要的作用，但短期内俄乌冲突走向和谈的难度依然较大

拜登政府主张全球再平衡战略，试图借助乌克兰这枚棋子加大对俄罗斯的孤立和

打压。一方面，美国借助乌克兰希望收回克里米亚及顿巴斯地区的诉求，鼓动乌克兰加入北约并加强对乌军事援助，将美国军事管控范围延伸至黑海关键要塞，进一步挑战俄罗斯的防御边界并挤压和削弱俄罗斯的战略空间。另一方面，美国拉拢欧洲盟友共同对抗俄罗斯，强化对欧盟的军事控制，加强欧盟国家对美安全依赖，并以此为抓手重整欧盟和北约，保护美在欧洲的地缘政治和商业利益。因此，俄乌冲突是冷战后美国与俄罗斯长期矛盾的集中引爆和地缘政治博弈较量的鲜明体现。再加上临近2024年美国大选，拜登政府势必会继续利用“乌克兰牌”转移国内矛盾并提升美国的国际维和形象，以赢得选民支持。目前，地缘政治发展走势基本符合美国预期，美国或继续维持对乌军事支持以及对俄全面制裁，短期内俄乌冲突走向和谈的难度依然较大。

长期以来俄罗斯与欧洲各国互相依存，欧洲对俄能源以及粮食等大宗商品进口较为依赖，俄罗斯则在芯片、电子零部件以及军备制造等方面对欧洲高度技术依赖，因此欧洲和俄罗斯长期处于“斗而不破”的平衡局面。俄乌冲突爆发对欧洲本土的国防和能源安全以及经济增长造成直接冲击，除了引发能源危机和通货膨胀以外，甚至导致长期以来作为中立国的芬兰和瑞典逐步倾向于加入北约、德国由不向乌克兰提供杀伤性军事武器到现在的提供坦克装备等转变，表明欧洲与俄罗斯过去“斗而不破”的局面正逐步演化为双方在军事、能源以及经济等领域的“全面硬脱钩”。同时，“全面硬脱钩”的反噬作用或削弱欧洲部分国家的政治凝聚力，比如，法国总统大选中“亲俄派”勒庞的支持率进一步走高，在议会选举中马克龙所在政党失去了占据议会大多数席位的优势；爱沙尼亚联合政府因对俄立场不同导致矛盾持续激化，最终联合政府走向解散；匈牙利多次反对欧盟对俄罗斯实施的制裁，欧盟则以改革不充分为由冻结匈牙利价值220亿欧元的拨款。

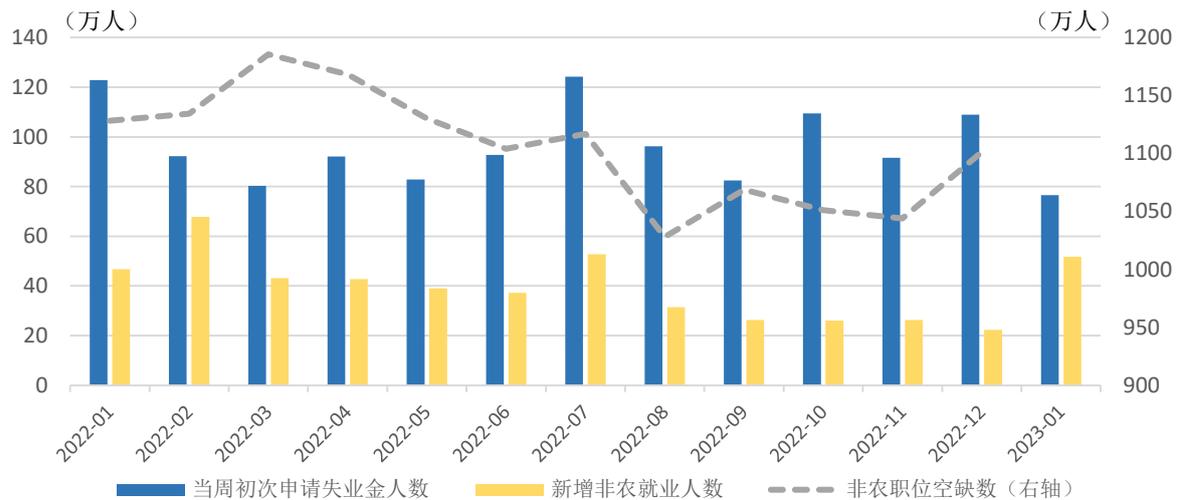
自俄乌冲突爆发以来，中国始终坚持劝和促谈，并于近期接连发布《全球安全倡议概念文件》和《关于政治解决乌克兰危机的中国立场》，呼吁俄乌双方尽快停火并通过对话谈判来解决问题。但在当前形势下，俄乌双方还没有为和谈做好准备，欧美国家的立场也与此相悖，俄乌冲突走向和谈仍有很长的路要走，预计中国将在此过程中发挥更加重要的作用，这或将引发中美之间的地缘政治博弈升级，乃至对整个世界政经格局都会产生重要影响。另一方面，中国持续同俄罗斯深化战略合作伙伴关系将有助于抵御西方的压制，共同维护地区局势的和平与稳定。

综上所述，2023年俄乌冲突走向和平谈判的难度依旧较大，地缘政治博弈或再度占据国际政治舞台，全球能源规则、经贸规则以及军事规则等方面或面临重新制定和洗牌。

二、 欧美日央行下一步的货币政策会有转折吗？

1. 在通胀尚未完全控制之前，货币政策或难明显转向宽松，美联储更希望通过经济“软着陆”的方式处理加息节奏与通胀控制之间的博弈

展望 2023 年，各国的流动性过剩问题仍需进一步关注，且基于大宗商品价格走高和供应链紧张而造成的供给侧通胀大概率将会持续。截至 2022 年 12 月末，美国 M2 季调规模仍然高达约 21 万亿美元，远超疫情暴发前的 16 万亿美元，意味着美国的货币流动性仍然处于偏高水平，2023 年美联储大概率会从货币供给端继续收紧货币政策以回收多余流动性。虽然从 2022 年第三季度开始美国通胀的高点已过，但通胀压力仍然存在，美国 2023 年 1 月的 CPI 同比增幅虽回落至 6.4%，但环比增幅有所回升，且距离美联储 2% 的长期通胀目标仍有较大距离，其中食品、能源以及交通服务等价格均出现了回弹趋势，说明美联储的通胀控制存在一定反复，基于基础商品价格上涨的压力依旧粘性较大，因此美联储有必要继续紧缩货币政策以防止通胀反弹。



数据来源：Wind，联合资信整理

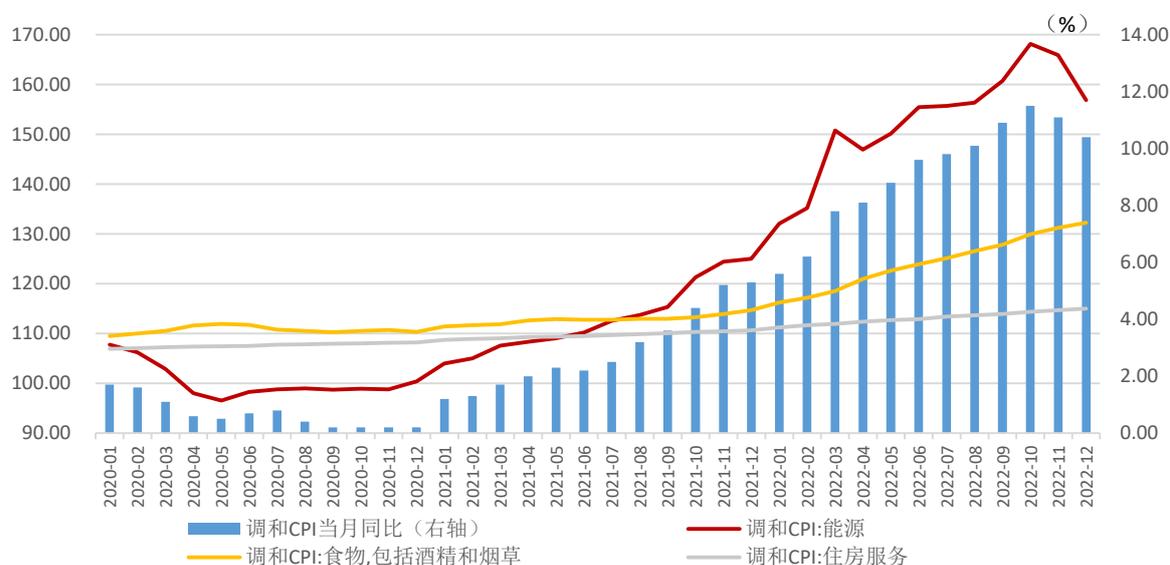
图 2.1 2022 年以来美国就业市场表现

美国劳动力市场表现对美联储货币政策未来走势具有较大的参考意义。目前，美国劳动力市场存在结构性供不应求的情况，尤其是 2023 年 1 月美国非农业部门新增就业 51.7 万人，是市场预期的三倍，就业市场表现强劲成为支撑美联储继续加息的又一重要因素。但从长期看，美国劳动力市场的结构性失衡愈发突出，目前美国劳动力市场主要是商业服务业、贸易运输、建筑等行业的人才招聘供不应求，带动非农就业指标和失业率表现良好；但科技行业以及对利率敏感的房地产和金融行业已经出现一定降温趋势，部分公司出现大规模裁员行动，对未来美国就业市场形成一定打压。在此背景下，美联储需要兼顾控制通胀与保护就业之间的平衡：一方面，在通胀尚未完

全可控之前，美联储货币政策或难明显转向；另一方面，美联储会预防过分加息对就业和经济产生的抑制作用，故而采取相对温和的节奏。整体看，预计 2023 年美联储将继续通过温和的方式逐步吸收前期市场过剩的流动性，年内继续加息 3~4 次，逐步将联邦基金利率调升至 5.5% 左右，通过“软着落”的方式处理加息节奏与通胀控制之间的博弈。

2. 欧盟的能源危机威胁并未彻底解除，预计欧洲央行在 2023 年上半年会延续单次 50 个 BP 的强势加息举措，下半年则有可能放缓加息节奏

俄乌冲突爆发后，欧盟与俄罗斯在金融、科技、能源等各个领域展开“硬脱钩”，尤其是欧盟约 40% 的天然气进口来自于俄罗斯，欧盟对俄天然气高度依赖，加强能源制裁令欧盟陷入能源危机。被视为“欧洲天然气价格风向标”的 TTF 荷兰天然气期货价格一度飙升至近 193 欧元/兆瓦时的历史新高。受此影响，欧盟调和 CPI 中能源价格自俄乌冲突爆发以来上涨超过 25%，带动欧盟调和 CPI 同比增幅飙升至 11.5%（2022 年 10 月），创 1997 年欧盟成立以来的最高记录。为此，欧洲央行自 2022 年 7 月起开启强势加息节奏，将基准利率由 0% 上调至 3%，创 2008 年以来新高。



数据来源：Wind，联合资信整理

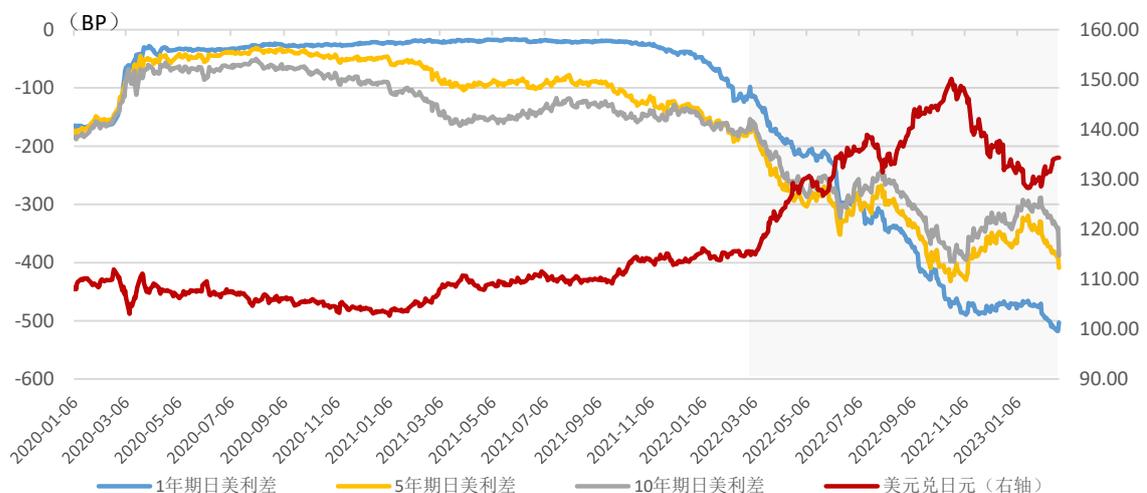
图 2.2 2020 年以来欧盟调和 CPI 变化情况

自 2022 年 11 月起，在能源价格回落的驱动因素下，欧元区调和 CPI 连续回落，并于 2023 年 1 月下降至 8.5%，创 2022 年 5 月以来新低。但欧盟的通胀压力依旧高企且较美国更为突出。一方面，欧盟的能源危机威胁并未彻底解除。目前，欧盟已经对俄罗斯采取了三轮石油制裁，制裁项目逐步升级至石油产品限价机制及禁止通过海

运进口俄罗斯石油产品的制裁措施。欧盟国家竭尽全力对俄罗斯实施能源替代，已经累计花费约 8,000 亿欧元财政支出用于应对能源危机，但欧盟为寻找俄罗斯能源的替代品，转向其他国家谋求多元化能源进口，提高了中东、非洲、美国等石油出口国和土耳其等能源管道过路国的要价能力和话语权，实际增加了欧盟能源支出和负担，而且欧盟能源对外依赖性依旧较高。如果 2023 年能源价格继续保持高位，将会对欧盟通胀造成持续性冲击。另一方面，欧盟目前的通胀呈现结构性扩散。能源是百价之基，对生产和消费产生传导影响，欧盟未来依旧面临食品、工业、住房等价格结构性上涨的压力，因此短期内欧盟的通胀粘性较强，通胀压力依旧顽固。预计欧洲央行在 2023 年上半年会延续单次 50 个 BP 的强势加息举措，如果下半年通胀压力得到明显改善则有可能放缓加息节奏。

3. 日本央行的货币政策在短期内仍将保持宽松，但中长期有望转向渐进收紧的方式

日本央行自 2016 年 2 月起一直将政策目标利率维持在-0.1%的负利率不变，即便是 2022 年全球主要央行纷纷强势加息，日本央行也一直奉行货币宽松的逆周期调节政策。主要是因为日本央行一直秉持“安倍经济学”的逻辑，通过“三箭齐发”让日本经济摆脱“通缩心态”并重回经济增长态势。但日本持续宽松的货币政策也会带来一些负面影响：一是流动性过剩抬高日本通胀压力，2023 年 1 月日本 CPI 增幅飙升至 4.3%，创 1981 年 7 月以来新高，通胀高企对经济产生较大的挤出效应，存在一定“滞胀”风险；二是日美利差严重倒挂，不同期限债券利率之间以及现货和期货市场之间的套利空间愈发显著，加剧日本的外资流出压力，美元兑日元汇率一度飙升至 150 以上，日元较年初贬值超 45%，汇价跌至 32 年来的最低水平。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.3 2020 年以来各期限日美利差及日元汇率走势

为缓解日本流动性通胀、释放汇率贬值压力、增加日本债券市场流动性，日本央行采取一系列抵御措施。一方面，日本央行通过抛售美债来稳定日元汇率，2022年8月日本持有美债规模下降至11,998亿美元，创2019年12月以来新低。另一方面，日本央行通过修改收益率曲线控制计划来缓解通胀压力，2022年12月日本央行宣布将日本10年期国债收益率目标上限从0.25%上调至0.5%左右，并宣布放宽收益率曲线控制（YCC）目标收益率从±0.25%到±0.5%左右，将长期收益率的波动幅度增加一倍。虽然日本央行目前极度宽松的货币政策面临一定调整压力，但短期内发生货币政策急速转弯的可能性较低，而中长期日本货币政策有回归正常化的必要，预计日本央行将采取渐进的方式逐步收紧货币政策。

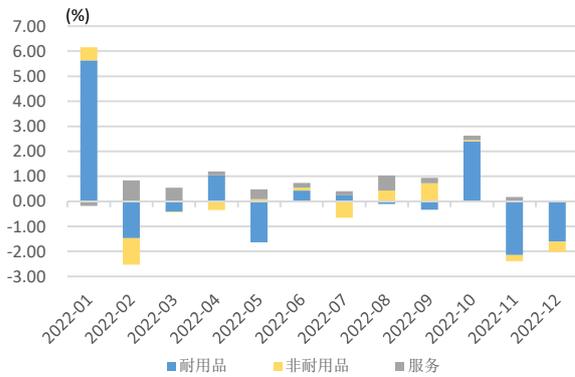
综上所述，在通胀尚未完全控制之前，欧美央行的货币政策或难明显转向宽松，2023年仍然会继续保持相对温和的加息节奏。日本央行的货币政策在短期内仍将保持宽松，但中长期有望转向渐进收紧的方式。

三、 哪些国家可能会陷入经济衰退？哪些国家会一枝独秀？

1. 欧美等发达经济体经济韧性较强，2023年经济大幅衰退的风险有望得到缓解，但仍会面临“浅度衰退”的可能

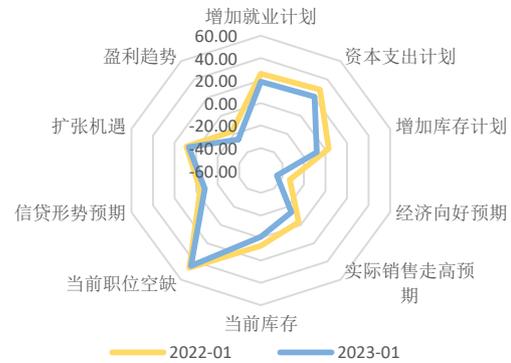
2023年美国前景仍存在较大不确定性。上半年，美国消费、投资和贸易三驾马车的短期增长趋势依然会保持惯性而显现出一定经济韧性，劳动力市场因供求偏紧而为经济提供“缓冲垫”，而中国经济的全面放开也为美国外贸动能延续提供一定支撑，预计上半年美国经济衰退压力较小。但下半年，通胀与加息依旧是美国经济陷入衰退风险的主要动因，高利率和高通胀将会对生产和消费产生持续性压力。一方面，2022年居民服务消费代替商品消费（含耐用品和非耐用品）成为拉动个人消费的主要来源，但自下半年起环比增速一直下行，截至12月末服务消费的环比增速已经下降至0%，表明消费动力增长疲软。再加上居民可支配收入增速趋缓以及家庭净储蓄率降至2008年以来新低，说明居民的实际购买力存在较大压力，尤其是通胀压力持续将会加重居民的消费负担，而消费对经济拉动作用走软存在一定时滞，预计2023年下半年将逐步显现。另一方面，货币政策收紧以及通胀压力犹存令美国企业经营发展存在较大障碍，2023年1月美国中小企业乐观指数细项中增加库存、经济向好预期、实际销售走高预期、信贷形势预期以及盈利趋势均为负值，较去年同期各指标纷纷走弱。美国中小企业贡献了约50%的就业和75%的税收，中小企业的收缩将会在6~12月反映在美国经济表现上。考虑到消费增长趋缓以及通胀压缩制造业盈利空间等问题愈发显现，美国经济下半年存在“浅度衰退”可能，预计全年经济增速降至1%

左右。



数据来源：Wind，联合资信整理

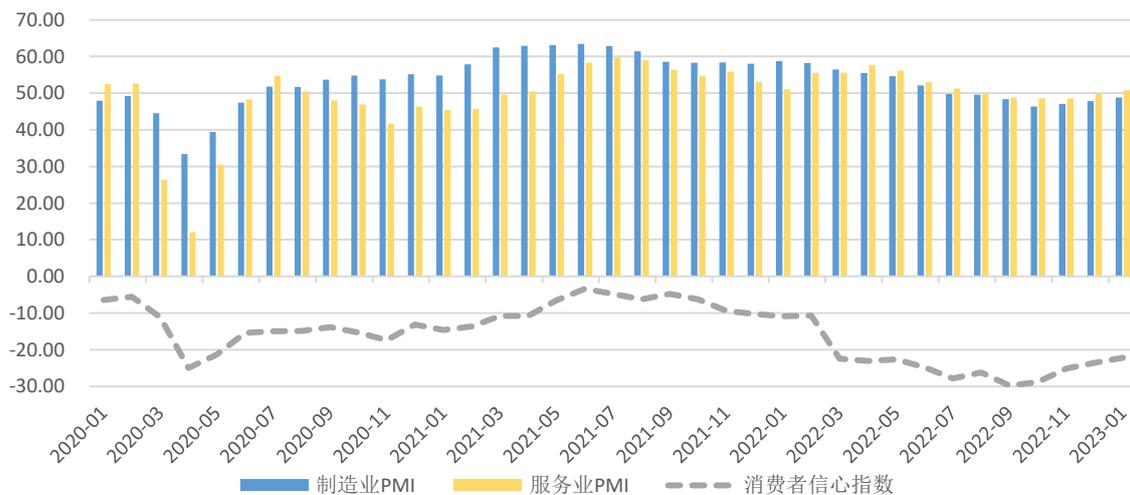
图 3.1 美国个人消费支出环比变化



数据来源：Wind，联合资信整理

图 3.2 美国中小企业乐观指数

受高输入性通胀、欧洲央行强势加息以及居民游行示威扩大化等多重因素叠加影响，2023 年欧洲主要经济体的经济下行压力依旧显著。虽然欧盟的通胀压力有所回落，但能源成本和消费者价格依旧居高不下，2023 年上半年欧洲央行或继续采取较为强势的加息节奏，金融环境继续收紧将对家庭消费和企业投资造成较大压力，欧盟制造业 PMI 自 2022 年 7 月以来连续 7 个月跌破荣枯线，2023 年 1 月欧盟消费者信心指数跌至-22.2，预计部分欧盟国家将面临经济下行压力。另一方面，考虑到欧盟各国坚持推进能源替代以及增长对美贸易，因能源供给不足而导致强制性减产的概率有所下降，经济抗风险韧性得到一定彰显，预计 2023 年部分国家的经济衰退将相对温和，欧盟全年经济增速将降至 0.5%左右。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 3.3 欧盟 PMI 和消费者信心指数

2. 部分亚洲新兴经济体绽放经济活力，印度或成为拉动全球经济增长的火车头

印度在 2022 年超越英国成为全球仅次于美国、中国、日本和德国的第五大经济体，2022 年前三季度经济增速分别高达 4.1%、13.5% 和 6.3%，经济呈现强势复苏态势。印度经济强势增长主要依托于人口红利和深度参与国际供应链，随着 2023 年印度人口攀升至全球第一，庞大的人口规模为印度提供了廉价的人口红利和消费市场，同时借助中美之间经济“脱钩”和中国产业链升级的机会，吸引了全球大量产业向印度转移。此外，印度政府采取了一系列积极的改革举措，包括鼓励科技驱动和知识驱动型经济发展，财政预算优先集中在基础设施建设、促进绿色增长和金融部门等领域，提高个人所得税免税上限并降低税率，变动征税豁免细则等，这些措施将有助于促进出口并推动国内制造业发展。预计 2023 年印度经济增速将在 7% 左右，或成为拉动世界经济增长的火车头。

除了印度以外，“资源导向型国家”凭借自身资源充足的禀赋优势，在俄乌冲突爆发后成为最大赢家。以沙特为例，2022 年二季度沙特经济逆势增长并超过 12%，沙特全指更是自新冠疫情暴发以来大幅上涨超过 110%（截至 2022 年 5 月），领跑全球股市表现。考虑到全球原油供给依旧缺乏弹性、地缘政治动荡对能源供给端造成扰动以及中印等国需求显著复苏，预计 2023 年全球能源依旧具有一定价格优势，但与 2022 年的高油价水平相比或将存在较大差距，预计 2023 年以沙特为代表的产油国经济将保持稳定增长，但增幅较去年有所回落。

“雁阵模式”向下转移的国家（如印度尼西亚、越南等）存在一定短期替代机遇。以越南为例，在欧美以及中国等国家产业转移的背景下，积极发挥自身资源禀赋优势并大力发展劳动密集型工业，吸引电子产品、纺织品服装、鞋等行业外商投资建厂，目前“越南制造”已驰名全球，有助于加强投资对经济的拉动作用。此外，越南作为东南亚人口第三大国，具有一定人口红利优势，年轻化的人口结构有助于提振消费市场，预计以越南为代表的东南亚新兴经济体 2023 年经济将继续保持高速增长。

3. 部分国家因战争、汇率危机、自身较为脆弱等原因，存在较大的经济衰退风险

部分国家可能会因为不同原因在 2023 年陷入经济衰退。一是因战争影响而产生的经济衰退。受欧美史无前例的全面制裁影响，俄罗斯的金融、能源以及军事等领域受到全面制约，2022 年俄罗斯经济增速约下降 2.5%。但凭借自身强大的资源优势和庞大的外汇储备保障，2023 年俄罗斯的经济衰退幅度有望收窄，预计经济将萎缩 1% 左右。二是因汇率危机等风险传导至国内而产生的经济衰退。土耳其因美联储加息后带动国际资本回流美国，放大了土耳其里拉的本币脆弱性，本币兑美元汇率较年初下

跌超过 40%，本币贬值叠加天然气价格飙升，2022 年土耳其 CPI 平均增幅将近 72%，创 1998 年以来新高，经济陷入恶性通胀困境。2023 年 2 月土耳其发生两次特大地震，对经济造成直接冲击，预计 2023 年经济存在较大的衰退风险。三是因自身较为脆弱且抗风险能力较差而产生的经济衰退。巴基斯坦因高度依赖能源和食品的进口，俄乌冲突后能源和食品价格飙升带动巴基斯坦陷入严重的输入性通胀，面临粮食危机、恶性通胀、汇率贬值以及外贸无力偿付等困境。再加上政局动荡和恐怖袭击蔓延，巴基斯坦经济处于崩溃边缘。

综上所述，世界经济正处于后新冠疫情时代，虽然疫情对经济造成的冲击有所缓解，但考虑到全球通胀压力仍较为顽固、紧缩货币政策对经济产生的负面效应存在一定滞后性，以及俄乌冲突前景不明或继续拖累欧洲地缘政治风险升级，2023 年全球经济或趋向碎片化发展，虽然不会出现全球范围内的经济衰退，但经济下行压力依旧不容小觑，预计 2023 年全球经济增速将会进一步下滑至 2~3% 左右。

四、 全球主要大类资产表现如何？亚洲金融市场能否回暖？

1. 在欧美国家经济下行压力走高、地缘政治风险犹存以及部分新兴经济体活力强劲等因素的相互作用下，2023 年国际金融市场预计将呈现较大的差异化表现

2022 年，在美联储加息“灰犀牛”和俄乌冲突“黑天鹅”的叠加影响下，全球多数大类资产表现疲软。一是战争和加息风险令全球股票市场严重承压。MSCI 全球股票指数全年跌幅高达 17.8%，MSCI 发达市场指数跌幅为 17.8%，MSCI 新兴市场指数跌幅为 18.1%。具体来看，美联储加息释放出美国股市前期积累的泡沫，标普 500 指数年内跌幅逼近 20%；俄乌冲突引发的能源危机对欧洲经济造成严重影响，MSCI 欧洲指数下跌超 11%。二是在加息和通胀压力走高的背景下，多国国债收益率大幅走高。年内美国 10 年期国债收益率走高 225 个 BP，长期美债收益率是国际资本市场中长期资金的价格基准，其波动对借贷成本和全球债券市场均产生重要影响，欧元区 10 年期公债收益率年内走高 268 个 BP，英国 10 年期国债收益率走高 380 个 BP。三是美元指数“一骑绝尘”，其他多数非美货币纷纷走跌。2022 年 3 月美联储开启强势加息节奏，越发强化了美元的避险属性优势，美元指数一度上涨接近 20%，甚至突破 110 的重要关口。受此影响其他多数非美货币纷纷承压，阿根廷比索、土耳其里拉以及日元成为年初至今表现最差的主要货币，其中阿根廷比索和土耳其里拉年内跌幅一度超过 25%。四是俄乌冲突爆发带动以油气为代表的大宗商品价格攀升。受俄乌冲突升级以及全球原油供不应求等因素影响，IPE 布油收盘价年内一度逼近 130 美元/桶，创

2008年以来新高。投资者避险情绪走高推升黄金价格，COMEX黄金收盘价一度突破2,000美元/盎司，仅次于疫情暴发时的历史高点。

表 4.1 2022—2023 年全球大类资产表现

资产类别	名称	2022年	2023年
股票市场	MSCI全球	-17.84	7.16
	MSCI发达市场	-17.81	8.08
	MSCI欧洲	-11.38	7.29
	标普500指数	-19.95	7.68
	富时100指数	-0.71	4.38
	DAX指数	-13.09	9.54
	CAC40指数	-10.30	7.97
	日经225指数	-10.95	7.35
	MSCI新兴市场	-18.11	5.60
	MSCI中国	-21.54	4.88
	韩国综合指数	-25.17	11.54
	越南VN30指数	-35.52	2.12
	印尼雅加达综合指数	2.92	1.23
	泰国SET指数	0.22	0.02
	阿联酋DFM综合股票指数	4.32	2.22
	孟买Sensex30指数	2.80	-0.70
债券市场	美国国债收益率:10年	2.25	-0.12
	欧元区公债收益率:10年	2.68	-0.10
	英国国债收益率:10年	3.80	-0.36
外汇市场	美元指数	7.56	-0.28
	英镑兑美元	-10.26	0.19
	欧元兑美元	-5.26	0.43
	美元兑人民币	9.17	-2.48
	美元兑日元	13.70	0.52
美元兑巴西雷亚尔	-6.60	-5.38	
商品市场	COMEX黄金	1.60	2.31
	IPE布油	8.97	3.10
	LME3个月铝	-15.27	5.87
	NYMEX原油	5.95	1.64

数据来源：Wind，联合资信整理

注：2023年数据区间为2023年1月1日至2023年2月7日；债券市场为区间数据变动百分比

在欧美国家经济下行压力走高、地缘政治风险犹存以及部分新兴经济体活力强劲等因素的相互作用下，2023年国际金融市场预计将呈现较大的差异化表现。2023年1月全球股票市场表现良好，MSCI全球股票指数开年至今已上涨7.16%，一扫此前低迷，主要是受益于地缘冲突影响消化、海外通胀逐步回落、货币紧缩力度放缓等因素，国际股票市场整体环境有所改善。在缺乏强势加息助推、欧美经济下行预期担忧日益加重的情况下，2023年欧美国债收益率或呈现“先升后降”之势，由于短期国债

收益率对即时消息和市场预期调整更为敏感，年内波动幅度预计比中长期国债收益率更大。2023 年全球央行强势加息的节奏大概率会有所调整，对美元强势表现的支撑有所下降，同时美国经济的下行压力较大，对美元走势也造成一定抑制。但不排除有俄乌冲突升级的黑天鹅事件，美元的避险属性依旧具有较大优势。两种作用或加剧美元的双向波动，其他非美货币有望波动回升。2023 年以来，国际油价呈现出大起大落的短期波动走势，考虑到欧盟继续对俄罗斯实施第三轮能源制裁以及俄罗斯为反制欧美针对其实施的限价措施宣布减产，使能源市场供给进一步趋紧。需求端则受美国经济下行压力增大以及中国、印度等国家经济复苏态势向好的综合影响，存在较大差异化表现。供求两端力量的相互博弈，或加剧国际油价的双向波动。

2. 基于中国经济重新开放的乐观情绪和印度有望继续高速增长的向好预期，近期亚洲金融市场估值及风险偏好有望得到支撑，迎来边际修复和复苏，但仍存在估值的波动

2022 年亚洲金融市场在多重压力之下整体表现低迷，MSCI 亚洲（除日本）指数年内大幅下跌超 17%，成为 2008 年以来表现最差的一年。亚洲各国的金融市场表现呈现出较大差异，股票市场方面，越南 VN30 指数年内下跌超 35%，成为本年度表现最差的亚洲股市，韩国和日本股市同样跌幅较大，印尼、泰国和阿联酋股市整体小幅收涨。与整体走势相反，土耳其股市大幅上涨近 190%，成为全球市场表现最好的股市。2023 年，美国通胀放缓的趋势更加明显，美联储或将放缓加息节奏，减缓了亚洲国家资金外流压力，同时基于中国经济重新开放的乐观情绪和印度有望继续高速增长预期，亚洲主要经济体复苏前景较好，亚洲股市有望吸引更多的国际资金流入，对亚洲股市的估值及风险偏好形成有力支撑。

债券市场方面，市场看好以中国为首的亚洲新兴市场国家经济增长使亚洲新兴市场国家债券资产重拾吸引力。根据国际金融协会数据，2023 年 1 月新兴市场资金净流入高达 657 亿美元，是去年全年净流入量的两倍有余，流入中国以外新兴市场债券市场的资金（446 亿美元）更是创下 2018 年以来单月新高。亚洲债市有望迎来经济复苏和货币宽松顺周期的宏观基本面，尤其是在美联储货币政策趋于温和后，对美信用利差有望趋稳，亚洲债券市场或将迎来边际修复。

汇率市场方面，在 2022 年强势美元的背景下，新兴经济体本币贬值压力增大，例如，全年日元贬值幅度达到 13.7%，韩元大幅下跌近 7%，增大了外国投资者的汇率风险和管理成本。2023 年支撑亚洲不同国家金融市场回暖的影响因素较为一致。美联储或将放缓加息节奏，减缓了亚洲国家资金外流压力，降低了国际投资持有亚洲货币资产面临的汇率风险。同时，《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）或将增强

成员国之间的贸易投资合作，对亚洲国家汇率形成一定支撑。人民币和其他新兴市场货币在经济将强力反弹以及需求大幅回升的市场乐观预期下预计将进入升值区间，年内或有所走强。

综上所述，2023 年受益于地缘冲突影响消化、海外通胀逐步回落、货币紧缩力度放缓等因素，国际金融市场整体环境有望改善。亚洲金融市场基于中国经济重新开放的乐观情绪和印度有望继续高速增长的向好预期，有望迎来边际修复和向好复苏，但仍存在一定估值波动风险。

联系人

投资人服务 010-85679696-8759 chenye@lhratings.com

相关研究

[【专项研究】变革与重构：2022年全球信用风险熵增研究](#)

[【专项研究】全球哪些经济体将面临经济衰退风险？](#)

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）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。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合评级于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。使用者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本研究报告所载内容和信息并自行承担风险，联合评级对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。