

全球经济金融展望报告

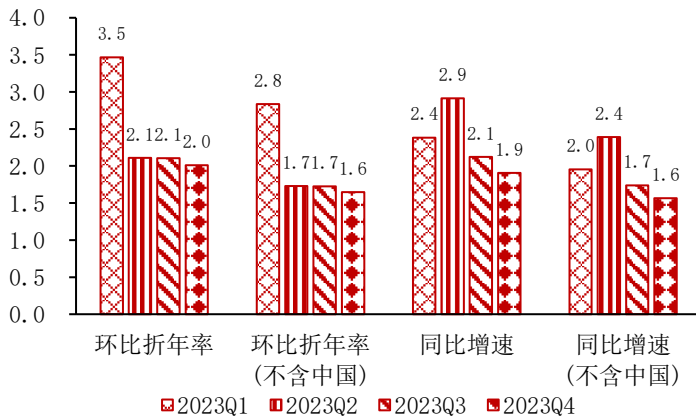
2023 年第 4 季度（总第 56 期）

报告日期：2023 年 10 月 8 日

要点

- 2023 年三季度，全球经济下行压力全面凸显，生产端和需求端均持续承压，紧缩货币政策的负面影响加快显现。美国经济维持温和增长，表现好于欧元区、英国和日本。欧美央行货币政策紧缩态势放缓，跨境资本持续回流美国，美元震荡后再次走强，部分新兴经济体货币危机风险上升。
- 展望四季度，全球经济增速将继续回落，各国工业生产将维持低迷态势，服务业消费对主要经济体的增长带动作用弱化，出口和投资将持续拖累全球经济。美联储大概率结束本轮紧缩周期，跨境资本回流美国趋势将放缓，强势美元仍将持续，但美元指数上行空间将有限，全球能源市场呈现供应偏紧状态，主权债务风险仍值得警惕。
- 全球跨境直接投资最新动向及影响、美债超预期发行对市场流动性的影响等热点问题值得关注。

2023 年全球 GDP 季度同比和环比折年率增速预测 (%)



资料来源：Bloomberg，IMF，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
廖淑萍
成员：边卫红
熊启跃
王有鑫
曹鸿宇
李颖婷
吕昊旻
王宁远
初晓
章凯莉
黄小军（纽约）
陆晓明（纽约）
刘冰彦（法兰克福）
王哲（东京）
魏芸（布宜诺斯艾利斯）

联系人：王有鑫
电话：010-66594127
邮件：wangyouxin_hq@bank-of-china.com

全球经济增长全面承压，货币紧缩周期进入尾声

——中国银行全球经济金融展望报告（2023 年第 4 季度）

2023 年三季度，全球经济下行压力全面凸显，紧缩货币政策对全球经济的负面影响加快显现。生产端，全球制造业和工业生产疲软，全球和多国工业产出指数下滑。需求端，主要发达经济体服务业需求回落，私人消费对经济的拉动作用减弱；利率高企和流动性收缩的影响进一步显现，主要发达经济体国内投资持续受到抑制，跨境投融资规模减少；全球货物贸易量减少，美国、中国、东盟等主要经济体出口贸易规模下降。欧美央行货币政策延续收紧态势，但步伐整体放缓，跨境资本持续回流美国，美元震荡后再次走强，部分新兴经济体货币危机风险上升，美国政府债务可持续性、标普降低美国主权信用评级等事件引发公众避险情绪升温，全球股市受到较大冲击。展望四季度，预计全球经济增速将继续回落，各国工业生产将维持低迷态势，服务业消费对主要经济体经济增长的带动作用将继续弱化，出口和投资将持续拖累全球经济。美联储大概率结束本轮紧缩周期，跨境资本回流美国趋势将放缓，强势美元仍将持续，但美元指数上行空间将有限，全球股市将维持震荡上行态势，全球能源市场呈现供应偏紧状态，主权债务风险仍值得警惕。本期报告分别对全球跨境直接投资最新动向及影响、美债超预期发行对市场流动性的影响等专题展开分析。

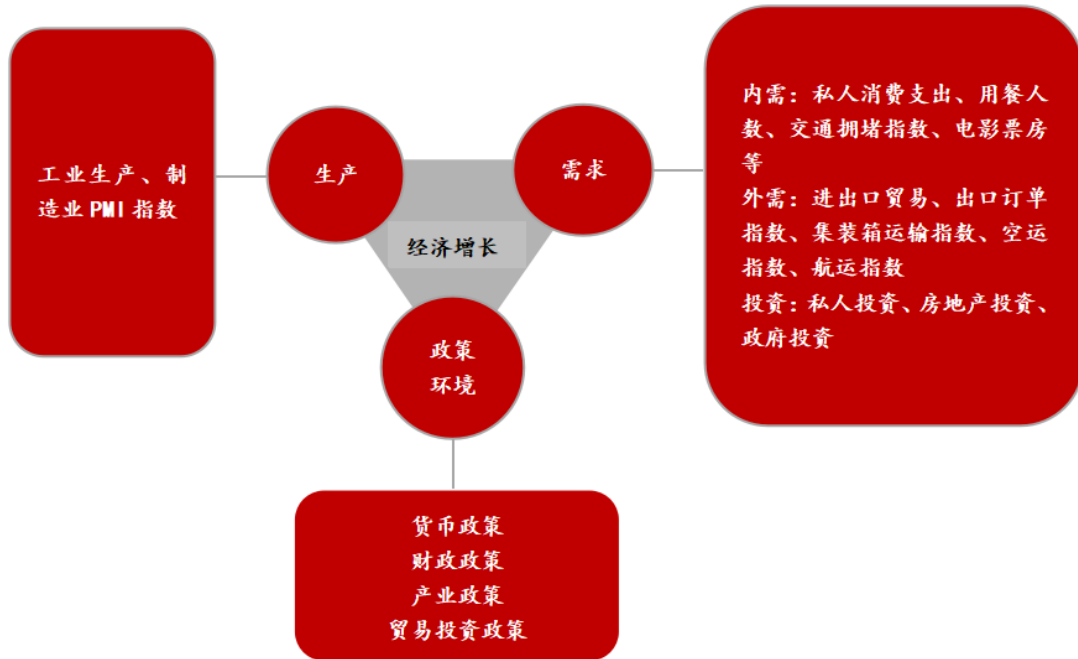
一、全球经济回顾与展望

（一）全球经济下行压力全面凸显

当前全球经济增长不确定性增大，政治、经济、金融、科技等各方面影响因素相互交织，各国经济和货币政策周期分化，导致全球经济分析和研判难度加大。为了更好地分析全球经济走势，我们通过构建一个包含生产、需求和政

策环境的分析框架（图 1），试图对全球经济进行全方位研判。整体看，2023 年前三季度，全球经济下行压力进一步凸显。

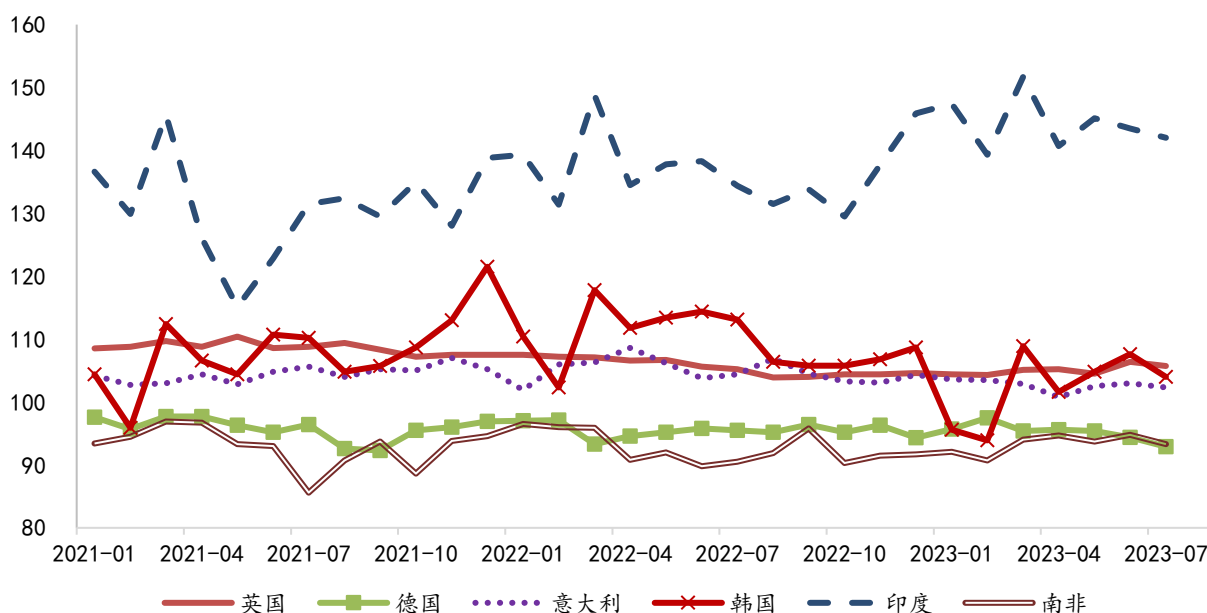
图 1：全球经济形势分析框架



资料来源：中国银行研究院

第一，从生产端看，全球制造业和工业生产疲软。截至 2023 年 8 月，全球制造业 PMI 指数已连续 12 个月处于荣枯线以下。德国、英国、意大利、韩国、印度、南非等经济体最新工业生产指数均较上月数值下降（图 2）。荷兰经济分析局（CPB）数据显示，6 月全球工业生产指数较 3 月下降 0.3 个点，其中，美国、英国和欧元区分别下降 0.8、0.8 和 0.6 个点。铜作为中间投入品，通常被视作工业部门活跃程度的前瞻性指数。LME 铜库存从 6 月开始震荡上行，至 9 月初，日库存已突破 10 万吨，创下年内新高；截至 9 月 20 日，LME 铜现货结算价相比年初高点下降了约 12%。

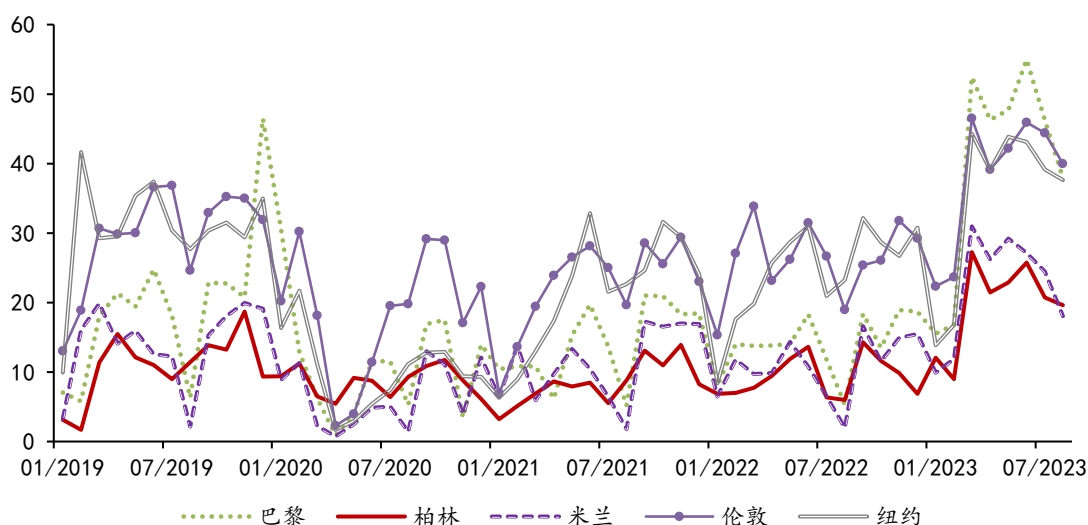
图 2：部分经济体工业生产指数变化



资料来源：Wind，中国银行研究院

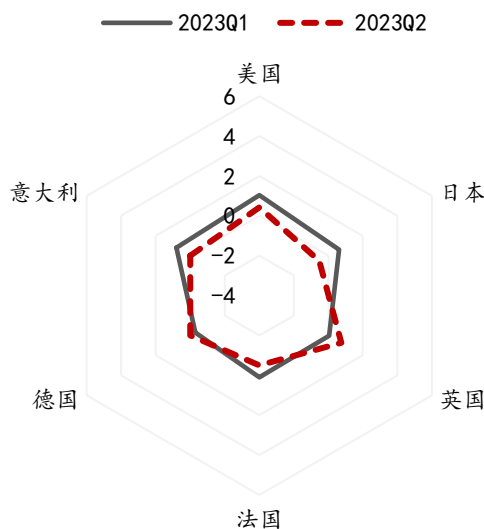
第二，从需求端看，主要经济体内外部需求逐步回落。经济活动降温从制造业蔓延至服务业。二季度末开始，欧美国家服务业需求明显下降。美国 9 月 Markit 服务业 PMI 指数为 50.2%，是今年 1 月以来最低值，连续 4 个月下行；8 月欧元区服务业 PMI 指数下降 3 个百分点至 47.9%，创一年来最大单月降幅，9 月虽有所回升，但仍处于荣枯线以下。微观数据来看，6-8 月，巴黎、柏林、米兰、伦敦、纽约等城市交通拥堵指数逐月下行（图 3）；8 月，OpenTable 日均全球餐馆用餐人数同比下降约 4.3%，其中，美国、英国分别下降 5.1% 和 2.8%。随着服务业消费需求回落，主要经济体国内消费增速放缓（图 4）。二季度，美国私人消费环比增速为 0.4%，比一季度下降 0.6 个百分点，意大利、法国私人消费环比增速分别为 0% 和 -0.5%，比一季度分别下降 0.8 和 0.6 个百分点。二季度日本经济虽超预期增长 6%，但内需对经济增长贡献为负，私人消费环比增速为 -0.6%。

图 3：部分国际都市交通拥堵指数（点，月度平均）



资料来源：CEIC，中国银行研究院

图 4：部分经济体私人消费支出环比增速（%）

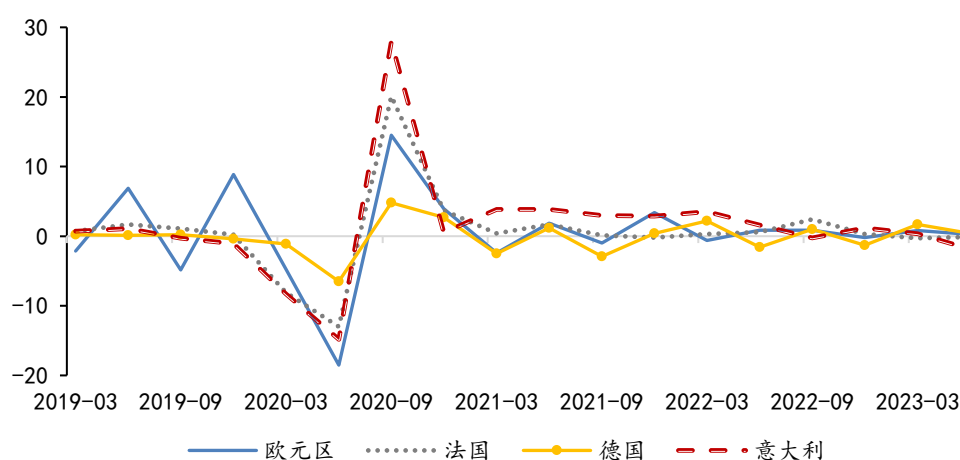


资料来源：Wind，中国银行研究院

利率持续高企对投资的影响逐渐显现，主要发达经济体国内投资持续受到抑制。欧美发达经济体紧缩货币政策对通胀起到抑制作用，整体通胀持续回落，但也对企业投资带来负面影响。一季度私人投资是美国经济增长主要拖累项，二季度虽转为正，但可持续性有待观察。其中，私人住宅投资自 2021 年二季度

开始已连续 9 个季度环比负增长，二季度环比下降 3.6%，在高利率环境下私人投资不具备大幅反弹基础。二季度，欧元区固定资本形成总额环比增长 0.3%，比一季度低 0.5 个百分点；其中，法国、意大利固定资本形成总额环比均是负增长，分别为-0.1%、-1.8%；德国虽环比增长 0.4%，但比一季度增速低 1.3 个百分点。欧盟建筑业投资明显收缩，二季度营建产出指数最高为 115.7，低于一季度各月值。

图 5：欧元区部分经济体固定资本形成总额环比增速（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

全球进出口需求持续承压。根据世界贸易组织（WTO）8 月发布的《全球货物贸易晴雨表》，6 月全球货物贸易景气指数为 99.1，大多数成分指数均低于趋势值，其中包括出口订单指数（97.6）、集装箱运输指数（99.5）、空运指数（97.5）和原材料指数（99.2）。全球需求疲软和价格指数回落持续影响主要经济体出口贸易。CPB 数据显示，2023 年 6 月全球贸易指数比去年同期下降 3.4 个点。4-7 月，美国出口连续四个月同比下跌，且跌幅逐渐扩大；7 月欧元区出口同比减少 2.7%；越南、泰国、印度、韩国、马来西亚、印度尼西亚等亚洲出口型经济体最新出口额同比均维持下跌，降幅分别为 3.0%、6.2%、6.8%、8.3%、13.1%、21.0%。

第三，从政策环境看，贸易和科技保护主义政策不利于要素和资源在全球

的高效流动。2023年7月，欧盟委员会正式通过《外国补贴条例》，未来企业赴欧投资将面临更多限制。8月，美国政府推出新的总统行政令，限制美国资金投入中国半导体和微电子、人工智能、量子计算机三大高科技领域。欧盟表示将分析美国相关政策影响，并计划在今年底提出有关该政策的倡议。8月15日，墨西哥总统签署法令，宣布上调钢铁、铝、竹制品、橡胶、化工产品、油、肥皂、纸张、纸板、陶瓷制品、玻璃、电气设备、乐器和家具等多种进口产品的最惠国关税。该法令将影响墨西哥与其非自由贸易协定贸易伙伴之间的贸易关系和货物流动，其中影响最大的国家和地区包括巴西、中国、韩国和印度。全球日益普遍的逆全球化趋势将对全球贸易和投资增长带来负面影响，加大经济复苏难度。

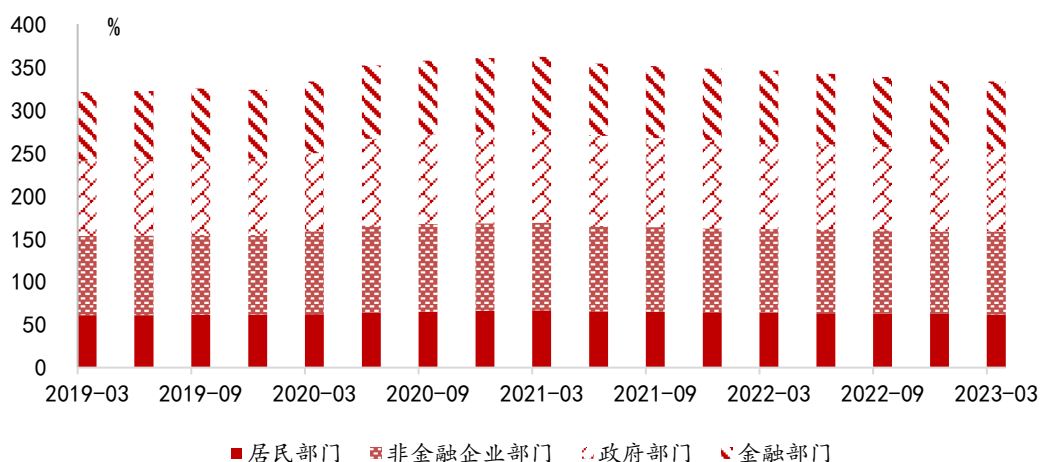
展望四季度，由于主要经济体经济复苏周期分化，预计全球经济增速将继续回落，但下行速度放缓。目前美联储、欧洲央行、英国央行、澳大利亚央行等均对通胀走势和潜在的反复风险保持警惕，预计四季度各央行将继续将利率维持在限制性水平，以继续巩固加息对遏制通胀的效果，年内美联储大概率不会启动降息，紧缩货币政策将持续从生产和需求端对全球经济增长带来压力。不过随着中国稳增长政策红利逐渐释放，经济增速将较三季度回升，有助于延缓全球经济下行速度。

第一，从生产端看，各国工业生产将维持低迷态势。全球经济下行、商品需求疲软和企业融资成本提高将持续对工业生产带来影响，全球制造业将继续面临订单减少、产能利用率下降等问题。特别是对于亚太出口导向型经济体来说，全球贸易收缩将拖累亚太等国家外贸企业生产，企业库存可能被动增加，投资者对于生产决策将更加谨慎。此外，随着四季度取暖季到来，原油供需关系可能将进一步趋紧。沙特阿拉伯和俄罗斯宣布在今年年底前减少石油生产和出口，国际能源署（IEA）预计四季度原油市场可能出现约200万桶/天的供应缺口，油价可能再次大幅上涨，推升企业生产成本。通胀问题也将更加顽固，

欧美央行可能进一步延长高利率周期，从而加剧经济下行风险。

第二，从需求端看，三大领域将继续面临下行压力。其中，服务业消费对主要经济体的增长带动作用将明显弱化，出口和投资将继续对全球经济形成拖累。服务业是当前欧美经济增长的主要驱动因素，进入8月，欧美服务业快速降温，增长压力随之加大。欧美（尤其美国）是全球需求价值链的核心枢纽，其需求变化对全球经济具有重要外溢影响，将通过产业价值链传导对上游的商品出口国和大宗商品生产国带来压力。2023年上半年，美国自中国和主要东南亚国家商品进口额均大幅下降，拖累了各国出口表现，下半年相关形势可能继续恶化，亚太新兴经济体出口和增长将继续承压。WTO 预计 2023 年全球货物贸易量将增长 1.7%，明显低于过去 12 年 2.6% 的平均水平。全球工业生产和贸易回落将使能源、矿产品、原材料等中间投入品需求减弱，预计拉美、中东、非洲等大宗商品出口国国际收支形势将变差，对经济增长支撑作用弱化。对于各国国内投资来说，经济增长前景变差、融资利率高企、库存增加以及投资回报率下降，将继续在不同程度限制各国制造业和房地产投资，企业部门宏观杠杆率持续下降（图 6）。在私人部门去杠杆背景下，部分经济体政府投资可能增加，将发挥经济托底功能。不过总体看，全球投资规模依然处于下行通道。

图 6：全球及各部门宏观杠杆率变化趋势

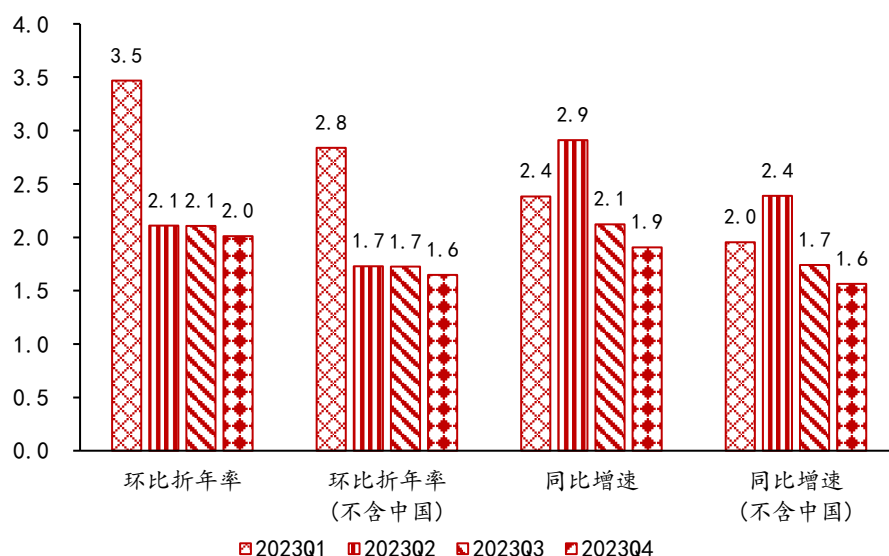


资料来源：IIF，中国银行研究院

第三,从货币政策走势和金融风险演变趋势看,预计整体风险将有所缓解,但部分领域风险依然值得关注,如果处理不好,可能对全球经济增长形成严重干扰。随着各国通胀压力缓解、经济增长压力加大,美联储、欧洲央行逐渐临近加息尾声,紧缩货币政策对各国货币汇率、股市和跨境资本流动的影响将减弱。但欧美银行业仍存在一定风险,美国中小银行存款持续流出,持有的商业地产债券比重较高,债券收益率持续高企将对其不动产组合估值带来较大压力,未来仍存在发生流动性风险的可能性。穆迪在8月下调多家美国中小银行信用评级,并警告称美国银行业正面临融资压力、监管不足以及与商业房地产敞口相关风险上升等问题。如果再次出现银行破产事件,将严重冲击市场信心,导致避险情绪升温,对全球流动性创造和新兴经济体金融市场产生较大影响,并将通过跨境信贷、市场融资、债务偿还、金融资产价格等渠道对实体经济发展带来负面冲击。

综合上述因素,预计四季度全球经济同比增速为1.9%,比三季度低0.2个百分点,预计全年经济增速在2.4%左右,较2022年低0.6个百分点。

图 7: 2023 年全球 GDP 季度同比和环比折年率增速预测 (%)



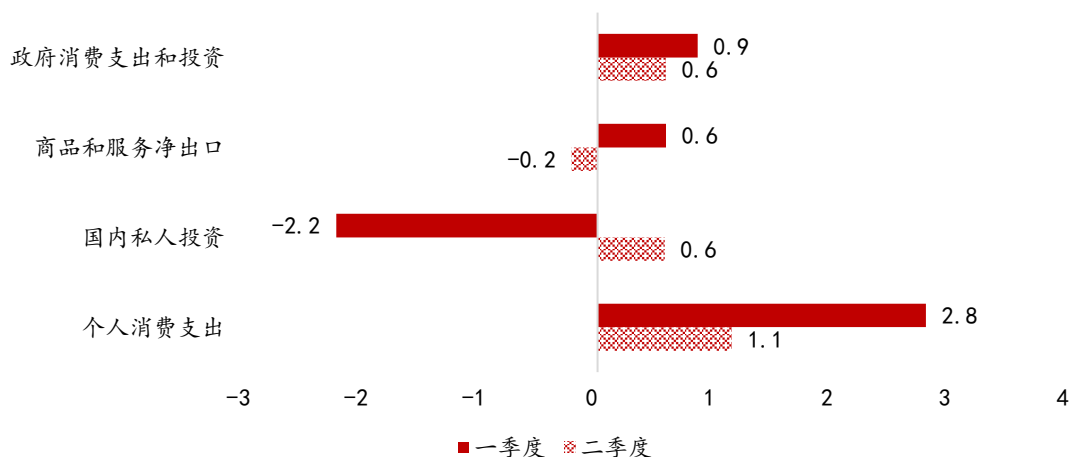
资料来源: Bloomberg, IMF, 中国银行研究院

（二）重点国别/地区经济形势研判

1. 四季度美国经济增速将明显回落，经济“软着陆”概率提升

前三季度美国经济维持温和增长。二季度美国实际 GDP 环比增长折年率为 2.1%，较一季度提高 0.1 个百分点，连续 4 个季度接近潜在增长水平，经济展现出一定韧性，美联储大幅加息暂未导致经济衰退发生。其中，居民消费和企业支出是稳定经济增长的重要驱动力，各部门序贯式轮动复苏在一定程度上抵消了加息对经济的负面冲击。一季度美国经济增长主要由私人消费驱动，二季度虽然私人消费对经济增长贡献下滑，但政府支出、企业建筑投资及设备投资等加快复苏，稳定了经济增长形势（图 8）。三季度，消费者和企业支出继续对经济形成支撑。7 月，美国个人可支配收入环比增速与二季度基本持平，消费支出在个人收入和高就业的支持下继续维持稳定增长。8 月，美国零售和食品服务销售额环比增速为 0.6%，连续 2 个月回升。企业活动和制造业部门生产也持续恢复，7 月和 8 月工业生产指数连续回升，扭转了之前下行趋势。美国非住宅商业投资、建设投资和知识产权投资在过去几个季度稳定增长，是私人投资重拾增长的主要驱动力，预计在美国产业链回流以及《通胀削减法案》《芯片与科学法案》等政策支持下，工业投资将继续保持增长。芝加哥联储全国活动指数也显示美国经济在第三季度稳固开局，但整体增长逐渐放缓。美国贸易赤字从一季度的 2018 亿美元扩大到二季度的 2035.1 亿美元，7 月贸易逆差较 6 月增加 13 亿美元，8 月美元指数再度强势走高，三季度美国出口降幅可能快于进口降幅，将持续对经济增长形成抑制。综合各方面因素看，预计三季度美国实际 GDP 环比增长折年率维持在 2% 左右水平，延续温和增长态势。

图 8：2023 年一、二季度美国 GDP 分项对经济增长的拉动情况（百分点）

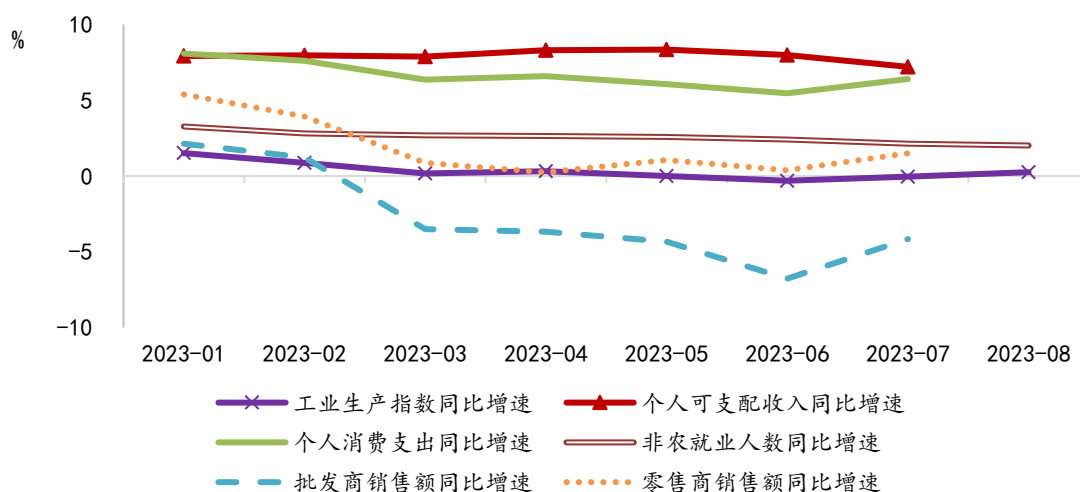


资料来源：Wind，中国银行研究院

虽然目前美国经济尚未陷入衰退，但在持续加息政策影响下，经济下行风险逐渐集聚。美国国家经济研究局（NBER）将经济衰退定义为经济活动显著下降，且持续数月以上。在 NBER 重点关注的 6 项经济走势衡量指标中，批发销售同比增速在过去几个月处于负值区间，个人可支配收入和非农就业增速逐渐回落，但对经济更重要的个人消费、零售销售等数据仍在增长，工业生产指数有所反弹，对冲了其他指标的下滑，是美国经济韧性的主要来源（图 9）。从最近公布的非农数据看，美国劳工市场紧张状况开始松动，非农就业人数增长放缓，新增工作岗位以及职位空缺数减少，失业率由 3.5% 升至 3.8%，可能对后续个人可支配收入和消费支出产生影响。在房地产领域，美联储快而猛的加息政策目前主要对商业地产市场产生了较大负面影响，房地产价值的不确定性及其对房地产行业基本面问题，导致银行对其贷款大幅下降。美国抵押贷款银行家协会（MBA）数据显示，二季度美国商业和多户住宅地产抵押贷款发放额同比下降 53%。不过由于居民住房贷款大部分定价被锁定在 4% 以下，且市场供应仍然偏少，导致房价指数近期又回到高位。居民住宅市场规模及其对宏观经济的影响比商业地产更大，从而在某种程度上延缓了此次加息周期对经济的影响，这是

过去周期不曾出现的情况。此外，本轮货币紧缩周期美联储虽然同时启动了加息和缩表政策，但金融状况指数维持在 0 左右，与历史衰退期相比，上行幅度更低（图 10）。这与 1994 年的加息周期类似，有助于在控制通胀的同时避免金融市场状况快速恶化而使经济陷入衰退。

图 9：NBER 衡量美国经济周期的主要指标同比增速变动趋势



资料来源：Wind，中国银行研究院

图 10：美国联邦基金利率、国家金融状况指数与经济周期之间关系



注：灰色区域代表衰退周期。

资料来源：芝加哥联储，圣路易斯联储

展望四季度，美联储加息累积和滞后效应将进一步显现，预计美国经济增速将明显回落。对于私人消费来说，影响消费者支出的正负面因素并存，不同收入群体将呈现结构性差异。四季度美国就业增长可能放缓但整体依然稳定，失业率仍处于低位，随着通胀进一步回落，个人可支配收入可能继续维持较高增速，将支持个人支出特别是服务支出温和增长。此外，今年美股整体表现较好，叠加住房市场保持稳定，高收入家庭金融资产增加将继续通过财富效应支持消费者支出增长。但随着低收入家庭超额储蓄逐渐消耗，其家庭资产负债表进一步恶化，信用卡违约率以及债务支出和收入比持续上升，预计将对支出带来一定影响。四季度私人消费支出可能持续增长但环比增速可能由二季度的0.4%下降到0.2%左右。对于私人投资支出来说，美联储紧缩货币政策、金融条件收紧和经济前景不确定性对企业投资和经济活动的累积及滞后效应可能在四季度进一步显现，这将抑制企业长期投资愿望。三季度耐用品订单数据下降预示了未来商业投资和工业生产增长可能趋缓。根据“蓝筹”经济学家预测，工业生产和非居住类固定投资在四季度有可能呈现弱增长或负增长状态，库存投资在二、三季度经历下降之后有可能在未来季度维持稳定，但由于需求疲弱，不太可能大幅回升。对于净出口来说，四季度美国要实现贸易逆差收窄取决于全球需求复苏及美元指数大幅回落，目前看情况不太可能有明显好转，净出口可能继续对美国经济形成拖累。对于政府支出来说，美国国债在9月中旬首次超过33万亿美元，联邦支出再度引发争议，多名国会议员要求政府削减开支。

预计2023年四季度美国实际GDP环比增长折年率为0.4%，将明显低于三季度，全年经济增速在1.7%上下，经济有望实现软着陆。

2. 欧洲经济增长仍然疲弱，四季度经济运行压力加大

2023年上半年，欧洲经济表现好于预期。根据欧盟统计局9月公布的最新数据，二季度欧元区经季调的GDP环比增长0.1%，与上季度持平，但这一增速较7月公布的初值下调0.2个百分点，显示欧元区复苏动能仍旧脆弱。分项

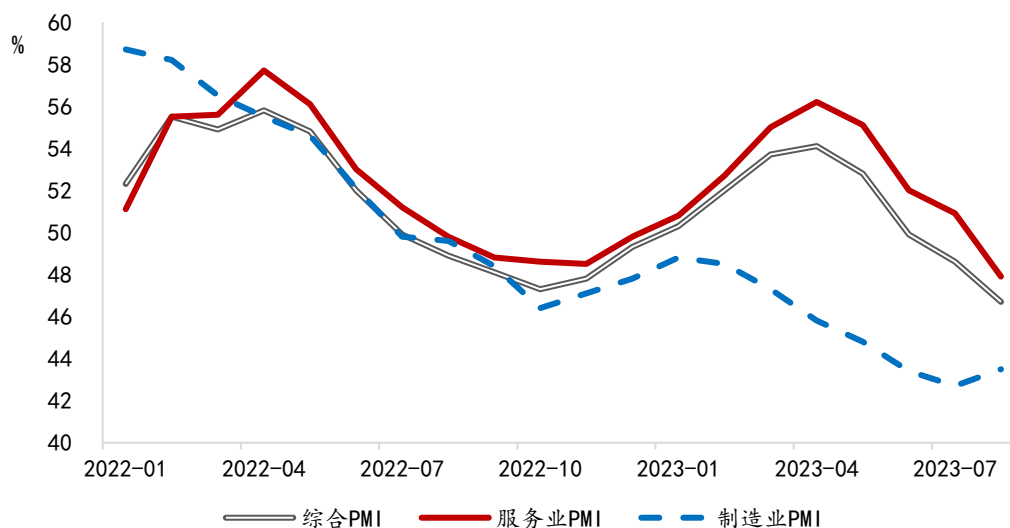
来看，前期支撑欧元区经济表现的服务业和消费趋于疲软，6月服务部门产出环比下降0.5%，零售销售环比意外下降0.3%。投资和工业产出有所反弹，固定资产投资对GDP增长的贡献连续两个季度为正，6月欧元区工业产出环比超预期增长0.5%。但三季度欧洲央行信贷调查数据显示投资需求未来将进一步下降，投资开支可能面临萎缩。出口出现回暖，6月欧元区出口盈余大幅回升至125亿欧元。其中，服务业出口表现相对较好，IMF认为旅游业复苏将成为2023年欧元区经济增长的重要支撑。英国经济表现同样超出预期，二季度英国GDP环比增长0.2%，是一年多以来的最佳表现，连续三个季度环比正增长。制造业的“特别强劲”表现是英国经济超预期的主要原因，二季度英国制造业产出环比增长1.6%，主要归功于汽车制造业的旺盛产出，根据汽车制造商和贸易商协会（SMMT）数据，6月英国汽车制造业产出同比增长16.2%。与此同时，二季度英国工资增长达到创纪录的7.8%，居民收入增速超过通胀，带来家庭真实收入和消费强劲增长，消费者支出环比增长0.7%，为一年多来最大季度增幅。

主要成员表现分化。根据欧盟统计局公布的数据，二季度，法国和西班牙GDP环比分别增长0.5%和0.4%，是支撑欧盟经济增长的主要成员，作为欧元区经济火车头的德国经济零增长，意大利经济环比增速意外萎缩，荷兰、瑞典和波兰等成员也出现衰退。

通胀下行速度趋缓，可能面临新的成本压力。8月欧元区HICP同比增长5.3%，与上月持平，通胀下行趋势中止。剔除食品和能源价格后，核心HICP同比增长5.3%，较上月下降0.2个百分点，仍处在高位。英国通胀下行，7月CPI同比增长6.8%，较上月收窄1.1个百分点，但核心CPI持平于6.9%，通胀水平与其他发达经济体相比依然较高。受全球能源需求扩张、主要能源输出国减产等因素影响，全球原油供需紧平衡压力加剧，近期全球能源价格显著回升，预计至年末全球能源价格将处在相对高位。考虑到能源价格下行是此前欧洲地区通胀得以缓解的最主要原因，未来欧洲通胀压力可能再度回升，在此背景下欧

洲央行超预期鹰派的风险不容小觑。

图 11：欧元区 PMI 指数持续下滑



资料来源：Wind，中国银行研究院

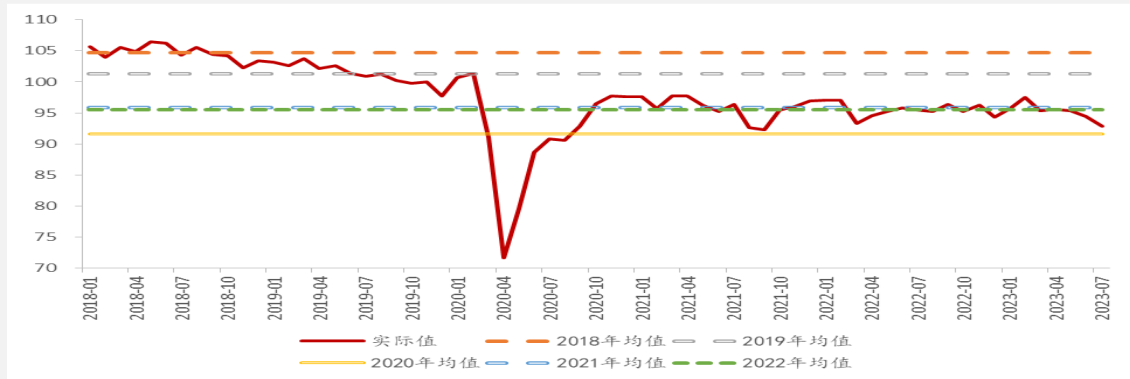
欧洲经济增长压力不断加大。根据 IHS Markit 公布的数据，8 月欧元区综合 PMI 为 46.7%，低于上月的 48.6%，创 2020 年 5 月以来新低，连续三个月低于荣枯线。其中服务业 PMI 从 50.9% 降至 47.9%，连续四个月收缩；制造业 PMI 从 42.7% 回升至 43.5%，七个月以来首次改善，但仍处于收缩区间。8 月欧元区 20 国经济景气指数下降 1.2 点至 93.3，是 2021 年以来的最低水平。与此同时，高利率对于经济的抑制效果可能会愈发明显。9 月欧洲央行加息 25 个基点，并提出政策利率将“在足够长的时间内保持在足够高的水平”，货币政策收紧对欧洲经济的影响将持续释放。在利率进一步走高、且利率峰值久期更长的潜在情形下，未来居民融资条件收紧可能会对欧元区消费支出和投资预期带来更多负面影响，可能对经济增长产生更显著的抑制效果。下一阶段欧洲经济可能面临更加复杂的局面。

预计 2023 年欧元区和英国经济增速将分别在 0.6% 和 0.3% 左右。

专栏 1：德国工业下滑的原因及影响

德国工业疲软拖累经济增长。近年来，在贸易保护主义抬头、疫情、俄乌冲突等因素影响下，德国工业生产指数一直在低位徘徊，与 2018 年高位存在较大距离。德国制造业产能利用率不断下降，2023 年三季度较上季度下降 1.3 个百分点至 83.2%，两年多来首次低于长期平均水平（83.6%）。市场对德国工业发展的信心明显不足。德国经济研究所（IW）2023 年夏季商业调查显示，德国工业难以在短期内出现明显改善，约 40% 的工业企业预计今年产量将下降，仅 30% 企业预计产量将出现增长。德国作为生产大国，制造业是拉动其经济增长的重要引擎，工业增加值占 GDP 比重长期保持在 27% 左右。德国工业增长失速严重影响德国经济增长动力。2023 年前两个季度，德国 GDP 同比分别下跌 0.3% 和 0.1%，陷入技术性衰退。

图：德国工业生产指数走势（2015 年=100）



资料来源：欧盟统计局

主要工业领域增长动力趋弱。德国制造业以汽车、食品、电气、机械制造、化工和金属工业六大领域为主，占德国制造业总增加值的四分之三。在上述领域中，除电气行业较疫情前实现增长外，其余行业均表现不佳，产量较疫情前水平下降约 5%。此外，德国建筑业危机仍在持续。2023 年上半年，德国建筑业实际新订单量同比下降 12.8%，7 月德国建筑业 PMI 指数为 41.0%，连续四个月下降，达到 2021 年 2 月以来最低水平。

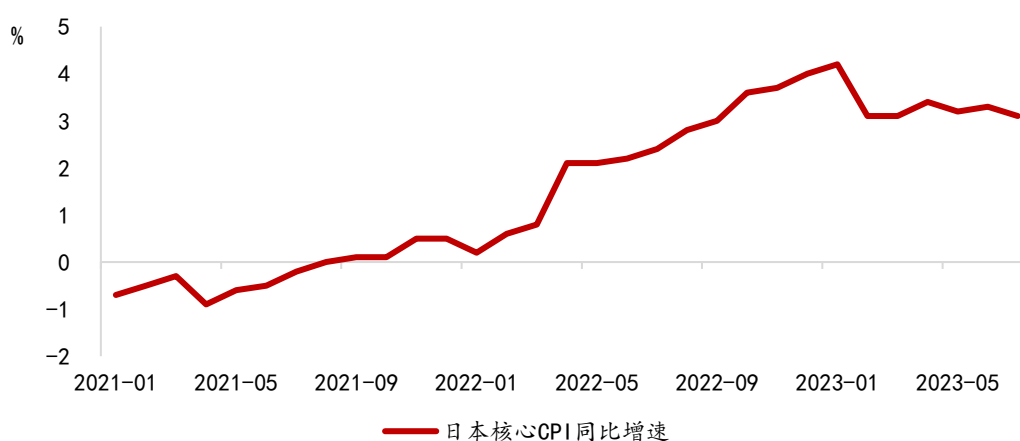
德国工业陷入停滞的原因。一是能源及原材料价格上涨增加生产成本。2023 年以来，德国能源价格虽呈下降趋势，但仍处于高位，德国制造企业开始减少能源消耗。德国能源平衡工作组（AGEB）报告显示，2023 年上半年德国能源消耗量同比下降了 7.1%。同时，高通胀削弱企业生产与创新动力，部分德国企业减少原材料采购和生产设备投资。二是劳动力短缺减缓制造业发展进程。尽管技术工人短缺是德国长期面临的问题，但技术创新迭代速度加快使结构性失业问题愈发严重，加之疫情迫使部分工人退出劳动力市场，德国高素质技术工人和工程师人员缺口不断加大。据德国工商协会（DIHK）2023 年 1 月调查显示，目前约 53% 的德国企业面临劳动力短缺问题，其中 65% 以上的电气设备制造商、机械工程企业和汽车制造企业都存在职位空缺。三是全球商品贸易疲软冲击德国制造业。2023 年上半年，德国进出口额同比小幅下降 0.1%。其中，化工类产品贸易大幅下降，进口与出口额同比分别下降 30.5% 和 11.6%。

在上述因素影响下，德国可能将面临产业外迁挑战。德国工商协会 2023 年 3 月调查显示，德国约四分之一受访工业企业正考虑将生产迁往海外。具体看，亚洲、东欧和北美地区是德国产业转移的主要承接地，产业外迁的重点领域包括半导体、汽车及新能源等。制造业作为德国经济重要支柱，产业外迁将削弱德国经济长期增长动力，引发欧盟产业格局调整。另一方面，德国产业流向中国为中德两国加强合作提供机遇。在 2023 年 6 月的第七轮中德政府磋商中，中德两国在气候变化、创新、先进制造等领域达成多项双边合作协议。未来，中德两国保持健康稳定关系对于应对全球性挑战、维护全球产业链稳定、推动实现世界稳定和繁荣具有重要意义。

3. 外需助力日本经济复苏，经济增长延续性有待进一步观察

2023 年上半年日本经济复苏势头较好。根据日本内阁府公布的数据，2023 年二季度日本 GDP 环比增长 1.2%，环比折年率达到 4.8%，显著高于市场预期，连续三个季度实现正增长。外需成为近期日本经济快速复苏的主要动因。日元贬值推动日本净出口改善，二季度日本出口环比增长 3.1%，同时进口环比下降 4.4%，进出口相抵对日本经济环比增速的净贡献达到 1.8 个百分点。出口品类方面，日本汽车和半导体产品出口显著回暖，上半年汽车出口数量同比增长 17%。前期支撑日本经济表现的内需则趋于疲软。高物价侵蚀日本居民真实收入，个人消费活动陷入低迷，占日本经济总量近半比重的个人消费环比下滑 0.6%，拖累经济增长。投资活动出现结构分化，二季度设备投资、公共投资和住宅投资环比增速分别为-1%、0.2%和 2%。值得关注的是，日本企业盈利情况获得大幅改善，二季度日本全行业经常利润同比增长 11.6%至 31.61 万亿日元，创有统计以来的历史新高。整体来看，内需对经济环比增速净贡献为负 0.6 个百分点。

图 12：日本通胀水平持续处在高位



资料来源：Wind，中国银行研究院

日本通胀维持高位，货币政策或将迎来调整。2022 年以来，日本通胀持续上涨，2023 年 1 月核心 CPI 同比增速曾涨至 4.2% 的 41 年高位，此后通胀水平

有所收窄，但依然维持在 3% 以上，7 月核心 CPI 同比增速为 3.1%。自新任行长植田和男就任以来，日本央行延续了宽松的货币政策框架，日美货币政策方向持续背离，日元出现显著贬值。但 9 月 10 日植田和男在就任后首次独立接受媒体采访时提出，结束日本负利率政策是可行的选项，市场将其解读为日元负利率政策或将迎来拐点，日元汇率随之大幅上涨。

展望下一阶段，日本经济快速增长势头能否持续仍有待观察。一方面，制造业回流日本的趋势有所加强。越来越多的日本企业计划扩大国内产能，同时维持较高的海外产能。从行业来看，汽车、通用机械、化学等行业计划在亚洲地区增加产能，而半导体等相关行业受政府扶持措施吸引倾向于增加日本本土产能。制造业活动回流将对经济起到积极促进作用。另一方面，**外需收缩和核污水排海事件将显著冲击日本经济**。全球需求整体趋紧的环境尚未发生根本性改变，近期包括日本在内的主要经济体 PMI 新出口订单指数均处在较低水平，若全球经济持续萎靡，日本出口可能再度陷入低迷走势。与此同时，近期国际能源价格回升至相对高位，将对日本进口和制造业生产带来新的成本压力，二季度支撑日本经济表现的净出口可能遭遇新的增长挑战。核污水排海对海洋生态和全球环境的影响难以准确估量，而对日本经济的负面作用已现端倪。首当其冲的是日本渔业部门，作为日本海产品最主要进口地的中国（包括大陆和香港）对日本海产品进口采取了严格的进口限制措施，考虑到渔业在日本 GDP 中的占比不足 0.2%，对经济的拖累程度相对可控。但作为日本支柱部门的旅游业可能遭遇较大负面影响。新冠疫情前旅游业对日本 GDP 的贡献超过 7%，其中，外国游客消费支出较大且规模持续增长。此前，日本餐饮、住宿等旅游业复苏势头良好，是个人消费部门中为数不多的正增长领域，这主要得益于海外游客的回归。根据日本国家旅游局的数据，截至 2023 年 6 月访日外国游客数量已恢复至疫情前七成以上水平，中国政府也于 8 月 10 日恢复了赴日团队游，日本观光厅原本预计单月访日旅客数最快年内就可恢复至 2019 年水平，日本亦对旅游

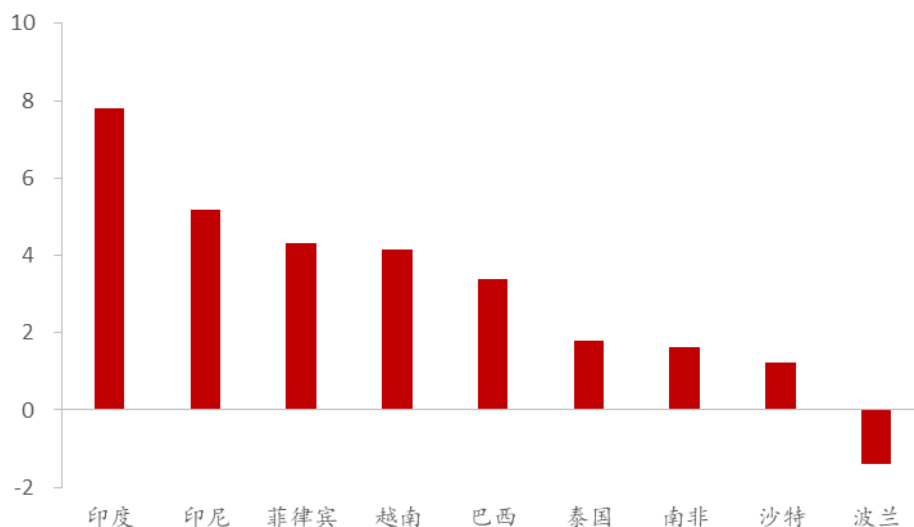
业复苏抱以极大期待。但核污水排海事件给来自周边地区的游客造成极其不良的负面印象，中韩等周边地区此前占日本海外游客数量及消费支出的比重达到七成，原本稳步复苏的日本旅游业可能再遭冲击。日本经济增长将面临新的挑战。

预计 2023 年日本经济增速将在 1.0% 左右。

4. 新兴经济体增长动力与挑战并存

2023 年以来，新兴经济体增长严重分化，区域间和区域内各国的经济增长差距扩大。亚洲方面，二季度印度 GDP 同比大幅增长 7.8%，印度尼西亚、菲律宾和越南 GDP 同比分别增长 5.2%、4.3% 和 4.1%，增速保持在较高水平。相比之下，泰国增长动力较弱，二季度 GDP 同比仅增长 1.8%。中东方面，沙特经济增速逐季减弱，二季度 GDP 同比增长 1.2%。拉美经济表现依然分化，巴西和墨西哥带动拉美地区经济增长，二季度 GDP 增速分别为 3.4% 和 6.9%，较一季度略微下滑，但增长态势依然较强，通胀率均降至 5% 以下。阿根廷则面临高通胀和低增长困局，经济衰退风险较高。非洲与欧洲新兴经济体经济增长持续低迷，二季度波兰 GDP 同比下跌 1.4%，南非经济增长动力也明显不足。非洲新兴经济体通胀走势显著分化，7 月埃及 CPI 同比上涨 36.5%，创 2005 年以来新高；南非通胀率则逐步回落至 4.8%。欧洲新兴经济体通胀水平依然高企，7 月匈牙利和波兰 CPI 同比增速分别达 17.6% 和 10.8%。展望未来，发展中国家合作将激发经济增长潜力，但外需减弱、全球高利率环境持续仍将给新兴经济体增长带来挑战，预计 2023 年新兴经济体 GDP 增速将下滑。

图 13：2023 年二季度部分新兴经济体 GDP 同比增速（%）



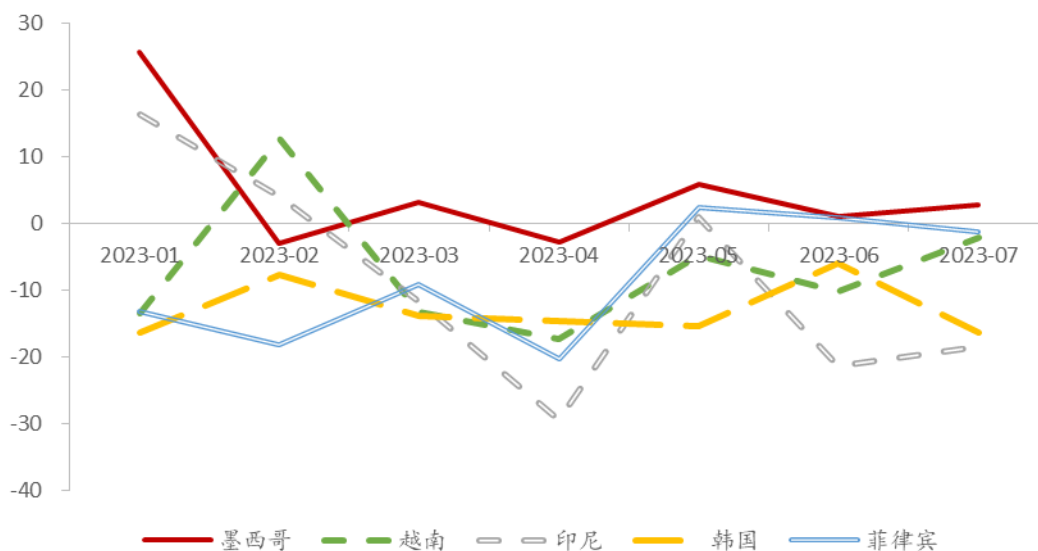
资料来源：Wind，中国银行研究院

金砖峰会顺利召开，为“南南合作”注入新动力。当前，全球单边主义抬头影响全球化进程，削弱国际发展合作动能。金砖国家基础禀赋条件不同，经济结构各有侧重，在区域产业链中都扮演重要角色。2023 年 8 月，金砖国家领导人第十五次峰会在南非约翰内斯堡举行，主要聚焦金砖国家扩容、探索超主权货币等议题，推动了新兴经济体合作进程。具体看，本届峰会宣布金砖国家扩员，邀请阿根廷、埃及、埃塞俄比亚、伊朗、沙特阿拉伯、阿联酋加入金砖国家合作机制，提升金砖国家在中东、非洲、南美洲等地区的代表性。上述国家在经济发展、国际影响力等方面具有较强实力，有助于进一步推动“全球南方”国家合作，完善政策、经济、金融、文化等多领域合作平台与机制，为新兴经济体发展注入新的增长动力。

国际贸易形势有喜有忧。全球经济下行削弱国际需求，美国自亚洲国家进口规模和比重整体呈下降趋势，亚洲新兴经济体出口承压。2023 年以来，亚洲新兴经济体出口持续大幅下跌，7 月韩国和印度尼西亚出口额同比下降幅度超过 15%。另一方面，受益于美国“近岸外包”“友岸外包”，墨西哥承接大量美国订单。美国商务部贸易数据显示，2023 年 2 月起，美国自墨西哥进口额超

过中国。在对美国出口大幅增长带动下，2023年墨西哥出口额稳定增长，出口表现明显好于亚洲新兴经济体。

图 14：亚洲新兴经济体与墨西哥出口金额同比增速（%）



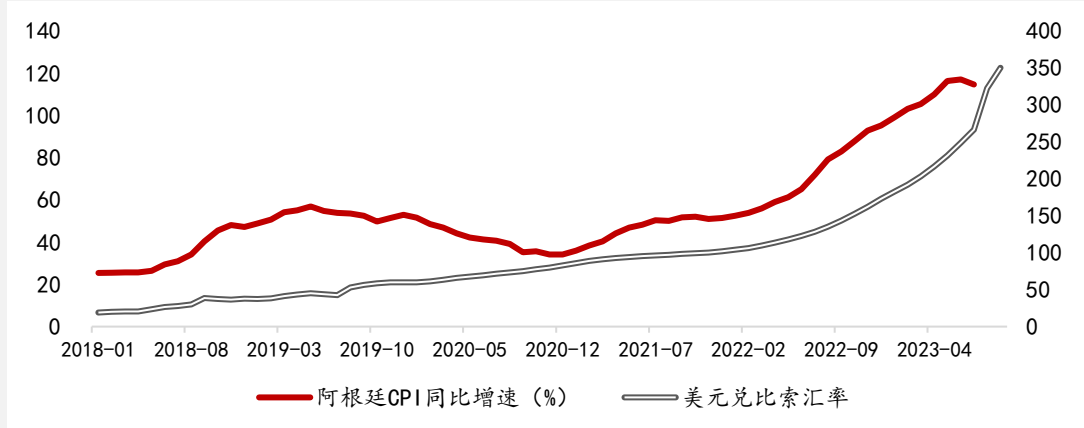
资料来源：Wind，中国银行研究院

全球高利率环境与国内政局变化将加大新兴经济体经济增长风险与不确定性。2022年以来，主要经济体相继加息使国际市场流动性趋紧，加大新兴经济体债务压力。截至目前，主要经济体通胀虽明显回落，但离目标水平仍有一定差距，预计全球高利率环境仍将持续，尤其是近期美国国债收益率回升，部分脆弱新兴经济体仍将面临较高的债务违约风险。多国迎来政局变化，泰国新总理他威信上台后的内政外交政策调整，对于泰国经济复苏影响有待观察；极右翼候选人在阿根廷大选初选中领先，如果当选，其“阿根廷经济美元化”等极右主张将给中阿合作带来较大挑战，加大全球政经格局的不确定性。

专栏 2：阿根廷面临的经济金融困局和当前大选进展

自上世纪 80 年代以来，阿根廷经济遭受多次重创，经济逐渐陷入长期低迷，不稳定性和脆弱性显著提高。最近几年，受全球经济金融变局、世纪疫情以及阿根廷自身政经动荡等多重因素影响，阿根廷经济社会面临的问题愈加严重，历史上曾发生过的货币危机、金融危机以及经济危机交织上演的局面似又重现。

图：阿根廷通胀和汇率走势



资料来源：Wind，中国银行研究院

一是经济增长逐渐失速。疫情之后，阿根廷经济持续低迷，2020-2022 年 GDP 年均增速为 1.9%。2023 年情况进一步恶化，阿根廷央行调查显示，受访经济学家预计阿根廷 2023 年 GDP 将下降 3%，2024 年下降 0.6%。二是国内物价水平飙升，呈现恶性通货膨胀。阿根廷通货膨胀率已连续 7 个月超过 100%，2023 年 8 月高达 125.2%，为近 30 年之最。三是汇率持续大幅贬值。自 2018 年以来阿根廷比索就处于下行通道，美元兑比索汇率从 19 左右升至 2023 年 9 月 20 日的 350，比索贬值幅度高达 95%。特别是今年贬值幅度进一步加快，2023 年前 8 个月贬值幅度接近 50%。为了规避货币贬值风险，很多阿根廷人选择将资产转化为美元。许多房地产交易和大额交易都是以美元为单位进行的，反映了民众对阿根廷经济和币值走势缺乏信心。四是外汇储备持续下降，外债违约风险上升。在严重通胀和货币大幅贬值背景下，资本大量外流，阿根廷面临着美元储备匮乏问题，外债偿付能力下降，违约风险上升。截至 2023 年 7 月底，阿根廷持有的国际储备资产仅为 241 亿美元，较去年底下降 46%。为偿付到期债务，阿根廷政府除向国际货币基金组织寻求美元贷款、推动债务展期外，还采取了一系列非常规手段，包括利用人民币互换额度偿还外债等。相关举措凸显了阿根廷经济面临的严峻挑战。

阿根廷经济下滑和通胀飙升并非偶然现象，而是长期以来政府错误决策和结构性问题的集中体现。首先，阿根廷经济多元化程度严重不足，经济过度依赖农产品和资源出口，容易受到外部市场影响。由于国际市场价格波动、贸易保护主义和进口替代工业发展不足等原因，导致经济稳定性较差。其次，阿根廷政府官员腐败问题严重，不仅导致了政府资源浪费，还破坏了社会的信任和稳定，对阿根廷经济和社会造成极大影响。此外，腐败问题严重侵蚀了阿根廷的金融体系，使得资金流失和洗钱现象屡禁不止，进一步加剧了经济下滑和通胀飙升问题。

当前阿根廷总统换届选举正在积极推进中，初选领先的候选人政策主张较为偏激，可能加大阿根廷经济波动幅度。8 月 13 日，阿根廷 2023 年大选初选拉开帷幕。其中极右翼自由前进党候选人、自由经济学家哈维尔·米莱以 30.04% 的选票领先，右翼反对党联盟“共同变革”以 28.27% 的得票率位居第二，中左翼执政联盟“祖国联盟”以 1 个百分点之差居第三位。从选举结果来看，本次初选结果出人意料，一改阿根廷二十余年来左右翼轮流坐庄的局面，为 10 月份即将到来的总统选举制造了重重悬念。作为奥地利学派的经济学家，米莱有意对国内经济进行换血式调整，其主要经济政策包括“经济美元化”、关闭中央银行、大幅削减公共支出、大搞私有化、将阿根廷从南方共同市场中脱离出来等。其全面倒向美国、实施去全球化的政策主张引发了全球对阿根廷经济的担忧。未来各个竞选联盟力量可能出现分化与重组，10 月大选结果尚存不确定性。

表 1：2023 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		
		2021	2022	2023 ^f	2021	2022	2023 ^f	2021	2022	2023 ^f
美洲	美国	5.9	2.1	1.7	4.7	8.0	4.1	5.4	3.6	3.6
	加拿大	5.2	3.5	0.8	3.4	6.8	3.8	7.5	5.3	5.4
	墨西哥	4.7	3.1	2.1	5.7	7.9	5.5	4.1	3.3	3.3
	巴西	5.2	2.9	2.9	8.3	9.3	4.7	13.5	9.5	8.3
	智利	11.7	2.4	-0.2	4.5	11.6	7.6	9.1	7.8	8.7
	阿根廷	10.7	5.0	-2.5	48.1	70.7	120	8.8	6.8	7.9
亚太	日本	2.4	1.1	1.0	-0.3	2.5	3	2.8	2.6	2.6
	澳大利亚	5.3	3.7	1.5	2.9	6.6	5.5	5.1	3.7	3.7
	中国	8.4	3.0	5.2	0.9	2	0.5	5.1	5.6	-
	印度	8.7	6.7	6.5	5.1	6.7	6.6	-	-	-
	韩国	4.3	2.6	1.2	2.5	5.1	3.4	3.6	2.9	3
	印度尼西亚	3.7	5.3	5.0	1.6	4.2	3.7	6.4	5.9	5.5
欧非	欧元区	5.6	3.3	0.6	2.6	8.4	5.5	7.7	6.7	6.6
	英国	8.5	4.3	0.3	2.6	9.1	7.5	4.6	3.7	4.1
	俄罗斯	5.6	-2.1	1.7	6.7	13.8	5.6	4.8	3.9	3.5
	土耳其	11.8	5.3	2.5	19.4	72	51.1	12	10.5	10.7
	尼日利亚	3.6	3	2.6	17	18.8	23.4	-	-	-
	南非	5.2	1.9	0.5	4.6	6.9	5.8	34.3	33.5	32.8
全球		6.0	3.0	2.4	4.7	8.8	5.0	-	-	-

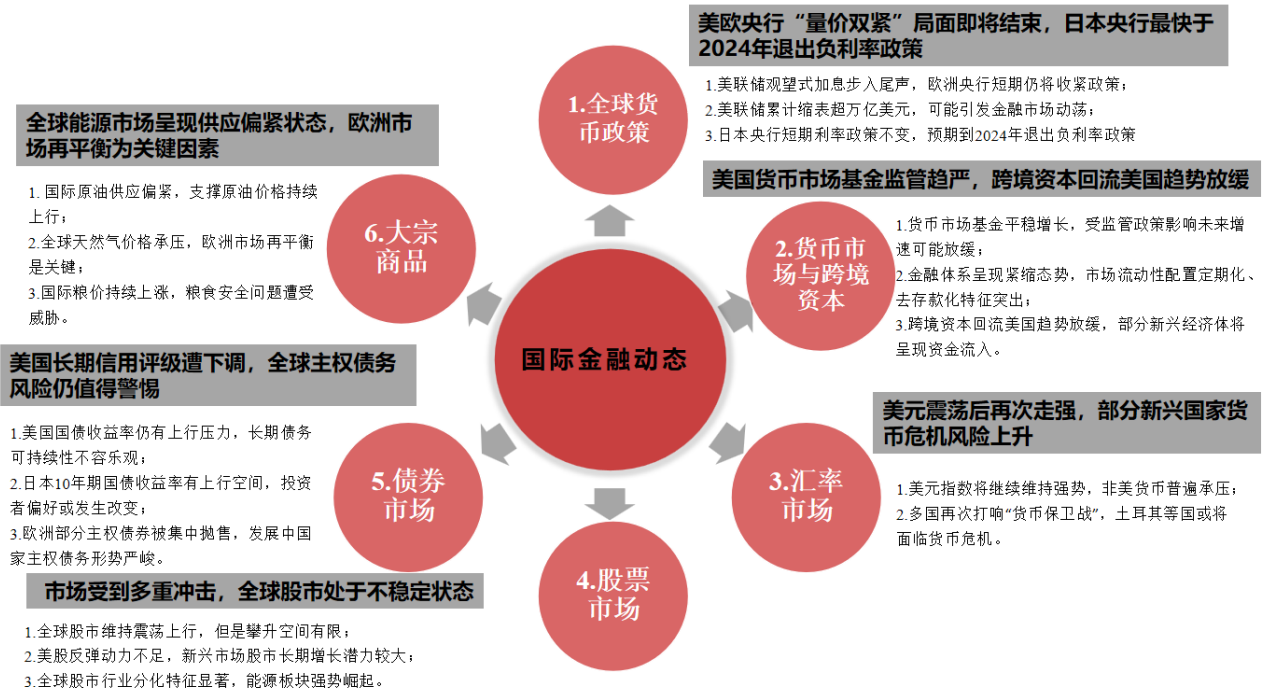
注：f 为预测值；全球 GDP 增速为市场汇率法计算结果。

资料来源：中国银行研究院

二、国际金融回顾与展望

2023 年三季度以来，跨境资本回流美国速度放缓，美元震荡后再次走强，部分新兴国家货币危机风险上升，全球主权债务风险仍值得警惕。

图 15：影响国际金融动态的六大因素



资料来源：中国银行研究院

（一）全球货币政策：美欧央行“量价双紧”局面即将结束，日本央行最快于2024年退出负利率政策

2023年三季度，主要发达经济体货币政策延续收紧态势，但步伐整体放缓。美联储7月再次加息25个基点，将联邦基金利率目标区间上调至5.25%-5.5%，达到22年来最高，这也是2022年3月以来的第11次加息，累计加息幅度已达525个基点。欧洲央行同步收紧货币政策，8月和9月分别加息25个基点，主要再融资操作利率、边际贷款便利利率和存款便利利率分别升至4.5%、4.75%和4%。同时，将最低准备金利率设定为0，减少准备金利息支付，使货币政策更充分地传导至货币市场。英格兰银行8月加息25个基点，上调基准利率至5.25%。日本央行维持利率目标不变，但调整了收益率曲线控制（YCC）政策。日本央行7月决定收益率曲线控制（YCC）的区间上下限将作为利率参考而不再是严格限制，并将在每个工作日按1.0%的固定利率购买10年期国债。

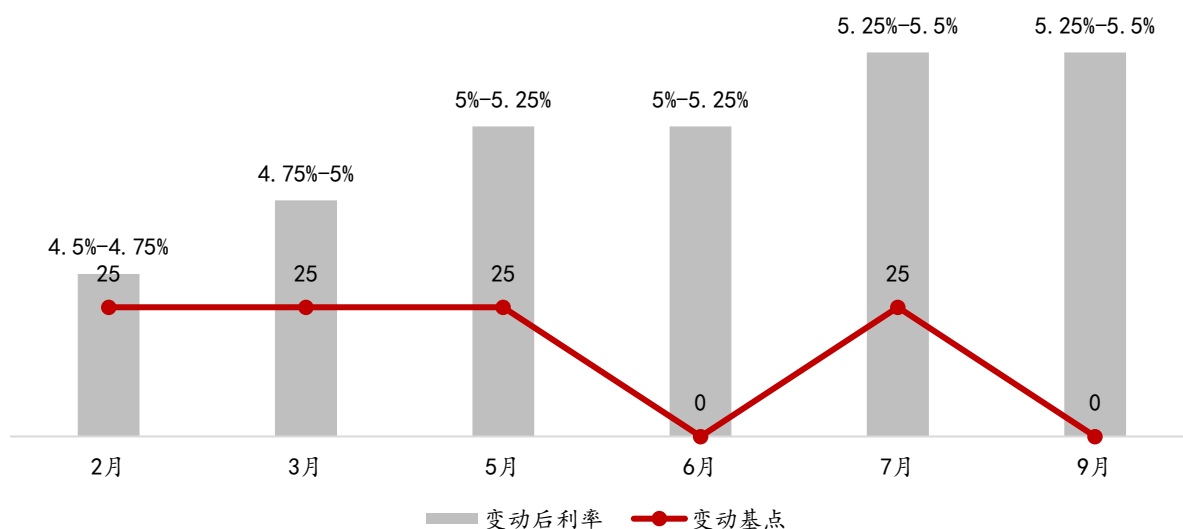
展望2023年四季度，全球货币政策紧缩周期的拐点将至，主要呈现以下三

个方面特征。

1.美联储观望式加息步入尾声，欧洲央行短期仍将收紧政策

当前，美国通胀情况虽有所缓和，但原油价格的上涨为其生产端及消费端通胀带来一定风险。美国7月零售销售数据表现强劲，为六个月来最大增幅，居民消费端仍具备韧性，为美联储2023年四季度加息提供了一定空间。美联储主席鲍威尔8月在杰克逊霍尔全球央行年会上表示，在适当情形下，美联储将进一步提高利率，将政策维持在限制性水平，直到确信通胀正朝着2%目标持续下降（图16）。四季度，美联储至多加息一次，之后将结束本轮紧缩周期。欧元区8月通胀率为5.2%，但仍可能在较长时间内超过2%的中期目标。现阶段，工资上涨和企业强劲的利润率已取代外部因素，成为推高欧元区通胀的主要因素。未来，欧洲央行或将继续小幅加息，以遏制通胀上行。

图 16：2023 年美联储加息情况及利率走势

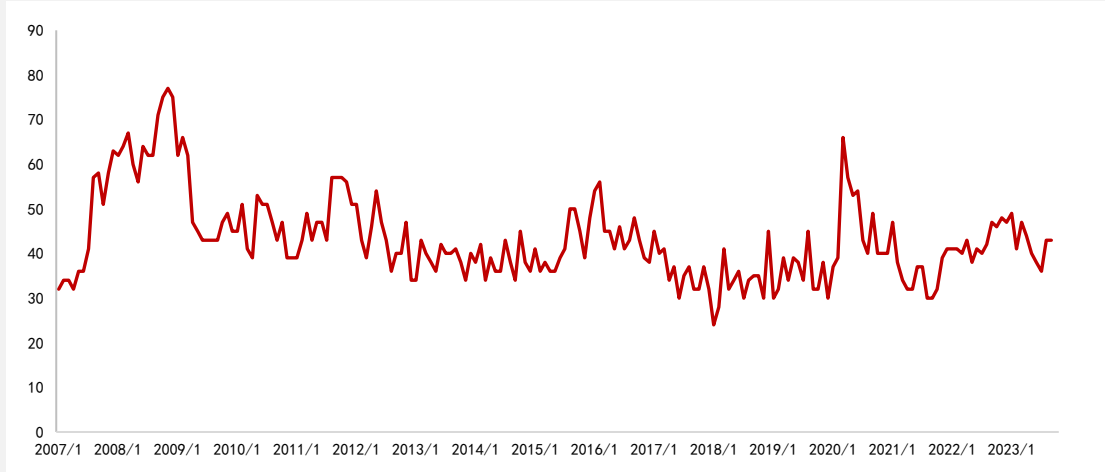


资料来源：美联储，中国银行研究院

专栏 3：美国金融危机监测分析

美国金融危机风险指标显示，美国金融市场整体仍然处于不稳定区域，但金融危机风险下降。2023年三季度，美国金融危机风险指标（ROFCI）月均值从二季度的42.33下降到40.66，但仍然处于不稳定区域。

图：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

2023年以来，美国银行业接连倒闭引发部分银行存款外流，导致美国银行业及金融市场动荡。在美联储和其他监管机构的联合干预下，银行业整体资本金相对充足，有效防止了银行体系风险的溢出效应。同时，市场关于经济活动低迷和经济衰退风险的担忧有所消退。三季度，美国银行业面临的流动性压力有所下降。银行在美联储贴现窗口借款从一季度的高点回落至正常水平，银行采用美联储应急性的定期融资计划的金额基本稳定。但是，银行存款总量及存款占总资产比重尚未恢复到银行动荡前水平。区域性银行股票价格进一步下跌，波动性较高，这主要反映了市场对这类银行盈利能力下降的预期，而不是对其偿付能力和流动性的担忧。银行业面临的系统性风险有所缓解，但仍处于不稳定区域。三季度，反映公司信贷、公司债券市场的主要信贷利差收窄，信用风险有所缓解，银行间和非金融企业的货币市场也恢复稳定。美元对主要货币交易的外汇市场波动性指数逐步下降并维持在较低水平。股市整体恢复稳定，标普500股市波动性指数VIX维持在历史水平以下的低位。

展望2023年四季度，美国金融市场以及金融危机风险指标（ROFCI）仍将维持相对稳定，但部分风险仍值得进一步关注。一是银行业存在盈利能力下降以及流动性状况、贷款组合质量恶化的压力。特别是，地区性银行的主要资产，即商业地产贷款质量恶化的压力较大。二是美联储继续升息可能导致收益率曲线进一步倒挂，金融条件可能进一步收紧。三是金融系统内信息透明度较低的非银行金融机构风险仍值得关注。四是随着美国继续增发国债，国债价格波动性以及流动性恶化的风险值得关注。

2. 美联储累计缩表超万亿美元，可能引发金融市场动荡

2023年三季度，美联储、欧洲央行和英格兰银行资产负债表持续收缩，资产负债结构不断调整。根据纽约联储的统计，截至2023年9月6日，纽约联储管理的公开市场操作账户投资组合规模已降至7.4万亿美元，远低于2022年4月创纪录的峰值8.4万亿美元。在一年多的时间里，美联储在没有给市场带来明显“痛苦”的情况下，已经顺利缩表超万亿美元，资产负债表规模降至8.1万

亿美元（表 2）。未来，美联储仍将维持每月 950 亿美元的缩表节奏，并计划到 2025 年中期资产负债表再削减 1.5 万亿美元。同时，美国政府大幅增加债券发行规模，摩根大通预计，到 2023 年底，美国政府将新发行超 1 万亿美元的美美国债。大量的新债券供应进入市场将导致美债供需关系失衡，价格下跌将成为必然结果。而外国投资者对美债需求正在减弱，这有可能推高政府和企业的借贷成本，并给投资者造成损失，加剧市场波动。

表 2：主要央行资产规模及增速

		2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023M8
美联储	余额 (亿美元)	89136	88261	85512	87059	83409	81013
	同比 (%)	10.3	4.5	-2.4	-2.6	-6.4	-8.2
欧洲央行	余额 (亿美元)	91664	86365	85171	83808	78792	77252
	同比 (%)	-2.5	-10.2	-12.6	-12.4	-14.0	-11.4
英格兰银行	余额 (亿美元)	13267	11523	13126.3	12923	12952	12599
	同比 (%)	-2.4	-16.5	-13.2	-9.6	-2.4	1.5

资料来源：美联储，欧洲央行，英格兰银行，中国银行研究院

3. 日本央行短期利率政策不变，预期到 2024 年退出负利率政策

2023 年 7 月，日本 CPI 同比上涨 3.3%，连续 23 个月同比上升，核心 CPI 同比上涨 3.1%，仍维持在日本央行 2% 的物价目标之上。强劲的需求以及 2023 年春季劳资谈判中达成的高于往年的加薪幅度，令公众对日本央行宽松货币政策的适当性愈发存疑。当前，日本央行继续实行超宽松货币政策，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左右。随着日本通胀水平持续高于 2% 目标，预计日本央行将在 2023 年底前后对负利率政策进行进一步评估，之后于 2024 年逐步退出负利率政策。

(二) 货币市场与跨境资本：美国货币市场基金监管趋严，跨境资本回流美国趋势放缓

2023 年三季度以来，美国、欧元区和英国货币市场利率不断抬升，流动性持

续趋紧。截至 9 月 15 日，美元 SOFR、欧元区€STR 和英镑 SONIA 分别为 5.3%、3.7%和 5.2%，较二季度末分别提高了 25、25 和 26 个基点，走势与基准利率变动幅度基本一致。美国货币市场基金净值延续增长态势，但监管政策调整将对货币市场基金未来发展格局产生重要影响。2023 年 5 月，受美国银行业危机、美国联邦政府债务触及上限等因素影响，美国跨境资本大幅流出 1616 亿美元，自 2022 年 6 月以来连续 10 个月资金净流入态势中断。展望 2023 年四季度，全球货币市场走势将主要呈现以下特征。

1.货币市场基金平稳增长，受监管政策影响未来增速可能放缓

2023 年三季度以来，美国非银行金融机构的流动性压力有所上升。从美联储负债结构看，反映非银行金融机构流动性充裕状况的逆回购规模下降趋势较为明显。截至 8 月末，美联储逆回购余额为 19983 亿美元，较年初下降 5636 亿美元。逆回购下降释放的流动性，主要流入了美国财政部 TGA 账户，这与美国财政部国债发行规模的大幅上升有关。美国货币市场基金依然保持增长态势。截至 7 月末，美国货币市场基金余额达 59591.8 亿美元，较二季度末提高 288 亿美元。其中，被散户广泛持有的零售优质货币市场基金净值增长 200 亿美元，是主要推动力量。2023 年 7 月，针对新冠疫情期间美国优质货币市场基金暴露出的脆弱性风险，美国证券交易委员会（SEC）修订了相关监管条例，强化了货币市场基金流动性监管要求。未来美国货币市场基金规模持续增长的态势将大概率扭转，市场短期资金可能转向银行和其他类型金融机构。

专栏 4：美国货币市场基金监管新规主要内容及潜在影响

2023年7月12日，美国 SEC 修订货币市场基金监管条例，旨在重点防范美国货币市场基金的挤兑风险，提升货币市场基金经营韧性。监管改革内容主要包括以下方面：

第一，调整限制赎回和流动性收费政策。原监管政策规定，美国货币市场基金可在流动性水平低于门槛值后，向投资者实施限制赎回和流动性收费政策。此次改革取消了限制赎回政策，旨在通过优化流动性收费政策，抑制投资者挤兑风险。在新流动性收费机制下，当货币市场基金的日赎回规模超过基金净值的 5% 时，其可对投资者的赎回申请进行收费，费率不再按原来固定 1% 或 2% 的标准，而是根据出售资产组合的成本及外溢效应综合评估，但最高不能超过 2%。新监管规定取消了流动性收费和基金流动性比例间的挂钩关系，给予管理层更大自主性。流动性收费框架主要针对美国优质货币市场基金和免税货币市场基金，政府货币市场基金可选择使用该政策。

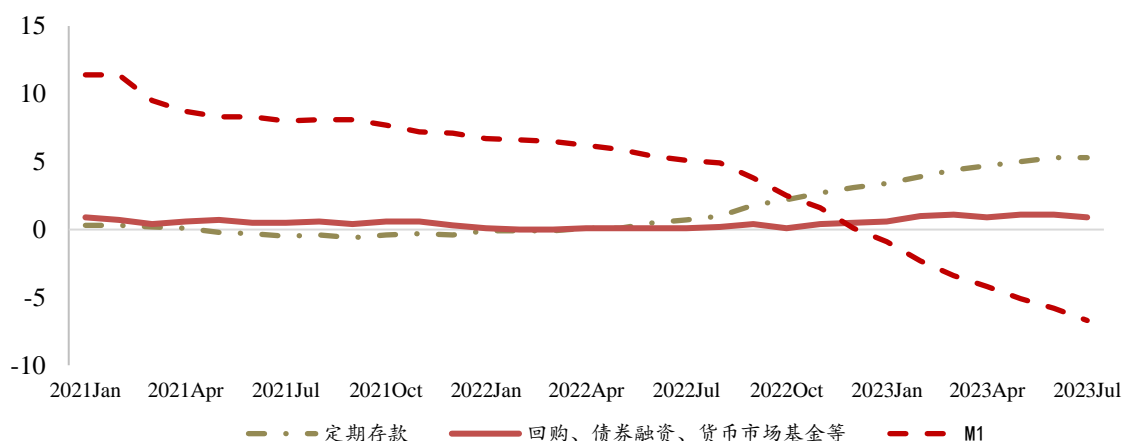
第二，提高货币市场基金最低资产组合流动性要求。此次监管改革将货币市场基金的日流动性资产占总资产的最低比例要求由原来的 10% 升至 25%；将周流动性资产占总资产的最低比例要求由原来的 30% 升至 50%。此外，将流动性资产比例产生约束效力的时间由触发门槛值后的第二个交易日改为当日。当流动性比例低于门槛值时，货币市场基金将立即不能开展资产购买交易。

除上述内容外，此次监管改革还涉及压力测试最低流动性缓冲要求的调整。监管规定将原来压力情景下最低保持 10% 流动性资产要求，调整为根据基金情况设置最低要求；改革还对负利率环境下货币市场基金的净值计算、收益分配机制进行了详细规定；此外，还涉及货币市场基金平均组合期限和信息披露等方面要求。整体看，美国货币市场基金监管改革的重大影响在于最低流动性比例要求的提高，这将对货币市场基金的扩张速度、资产结构以及收益率产生重要影响。政府、优质和免税三类货币市场基金的差异化监管要求，也将对不同金融子市场的流动性状况产生差异化影响，银行大额存单、企业商业票据、资产证券化产品以及市政债券市场的流动性将受到更大影响。预计前期从银行体系大量流入货币市场基金的资金将重新配置资产标的，美国市场短期资金流向或将发生显著变化。

2. 金融体系呈现紧缩态势，市场流动性配置定期化、去存款化特征突出

2023年三季度以来，美国银行体系仍处于银行业危机阴霾中。截至7月末，美国商业银行资产和负债同比增速分别为-6.6%和-4.2%，较6月末分别下降9.1和9.3个百分点。8月，穆迪和标普先后下调美国部分区域性银行信用评级，美国银行体系资产负债延续了负增长态势，存款增长依然乏力。欧元区银行体系也呈现出较为明显的紧缩态势。截至7月末，欧元区广义货币 M₃ 同比增速仅为-0.5%。其中，主要由银行体系活期存款构成的 M₁ 同比降幅达 6.7%，是 M₃ 出现负增长的主要推动力量；同期，构成欧元区 M₃ 的定期存款和其他类型负债（主要包括债券融资、证券回购、货币市场基金份额等）同比分别增长 5.3% 和 0.9%。在市场流动性趋紧背景下，欧元区市场流动性配置呈现“去存款化”和“存款去活期化”特征（图 17）。

图 17：欧元区 M3 主要构成同比增速（%）



资料来源：ECB，中国银行研究院

3. 跨境资本回流美国趋势放缓，部分新兴经济体将呈现资金流入

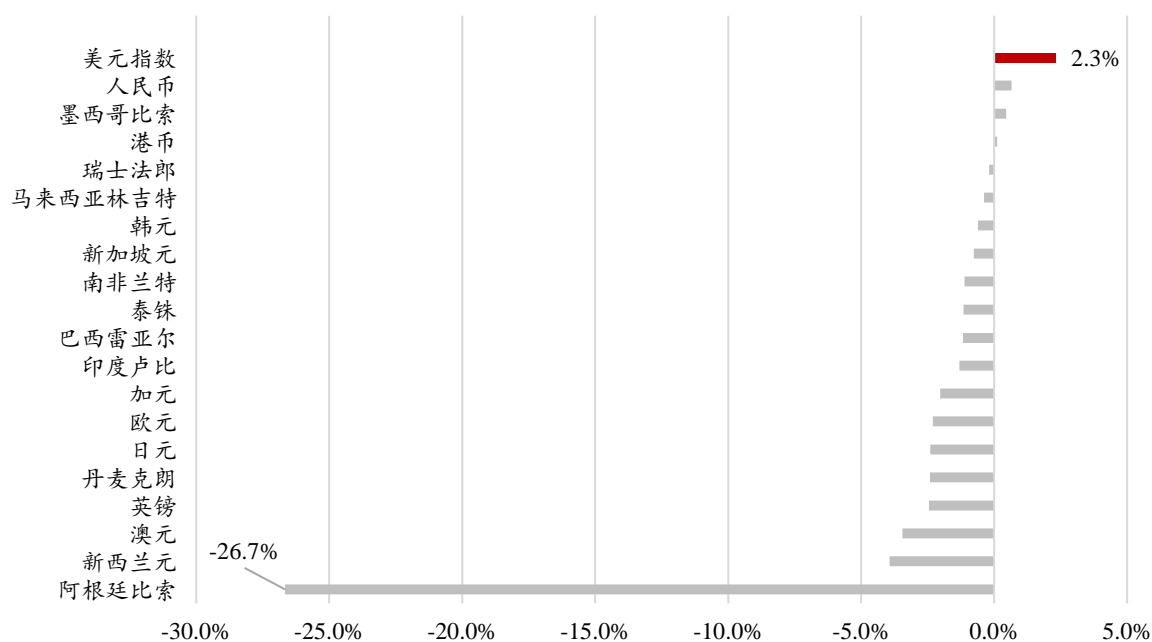
2023 年上半年，跨境资本仍保持回流美国态势，净流入规模为 3989.1 亿美元，较 2022 年上半年下降近 3000 亿美元，降幅达 42.4%。与 2022 年全年流入资金主要来自私人部门不同，2023 年以来官方资金流入美国的规模明显扩大。在 2023 年上半年流入美国的 3989.1 亿美元资金中，官方部门资金净流入 2052.6 亿美元，贡献率为 51.4%，成为推动资金流入的主要力量。2023 年 1-7 月，证券投资合计流入新兴市场 1374 亿美元。其中，债券市场流入 707.8 亿美元，股票市场流入 666.4 亿美元。新兴市场欧洲、亚太、非洲和拉美地区的流入规模分别为 462 亿美元、315 亿美元、323 亿美元和 214 亿美元。2023 年四季度，随着美联储加息进入尾声，美国国债和部分中小银行评级遭下调，跨境资本回流美国的趋势将大概率继续放缓。新兴市场在经历了 2022 年资金流入大幅放缓后，将迎来资金回流潮。

（三）汇率市场：美元震荡后再次走强，部分新兴国家货币危机风险上升

2023 年三季度，在美国经济韧性和美债收益率高企等因素支撑下，美元指数持续走高，一度涨至 105 以上。7 月以来，国际原油持续减产推动石油供给收紧，石油价格上升导致通胀担忧加剧，而强劲的美国服务业数据显示在高利

率背景下实现经济“软着陆”的概率升高。因此，美联储进一步加息的预期上升，推动美元指数强势走高，由7月初的102.97上升至9月15日的105.3，升值2.3%。欧元、英镑、日元等发达经济体货币均呈现明显贬值态势。在强势美元冲击下，非美货币普遍下挫，日元、欧元、英镑纷纷走弱，较二季度分别贬值2.4%、2.3%和2.4%。

图 18：主要货币兑美元汇率较 2023 年二季度末变动 (%)



注：数据截至 2023 年 9 月 15 日。

资料来源：Wind，中国银行研究院

展望 2023 年四季度，全球汇率市场走势呈现以下两个方面的特征。

1.美元指数将继续维持强势，非美货币普遍承压

2023 年三季度以来，美元指数上行在很大程度上是对美国及其他主要发达经济体经济数据预期的反映。当前，美国经济预期明显好于欧元区和英国。在美联储加息周期进入尾声时，经济预期成为决定美元相对于美元指数篮子中六种货币保持强势的主要因素。未来一段时间，预计强势美元仍将持续，但美元

指数的上行空间有限，总体维持在 103-108 区间内运行。对于非美货币而言，随着美国 7 月零售商销售激增，以及美联储释放的偏鹰信号，美国国债收益率和美元指数大幅攀升，非美货币普遍承压。日元跌破 147 关口，跌至年内新低。新兴市场货币中，俄罗斯卢布、韩元、印度卢比、泰铢、马来西亚林吉特也纷纷刷新了数月以来的新低。未来，预计非美货币仍将面临下跌压力。

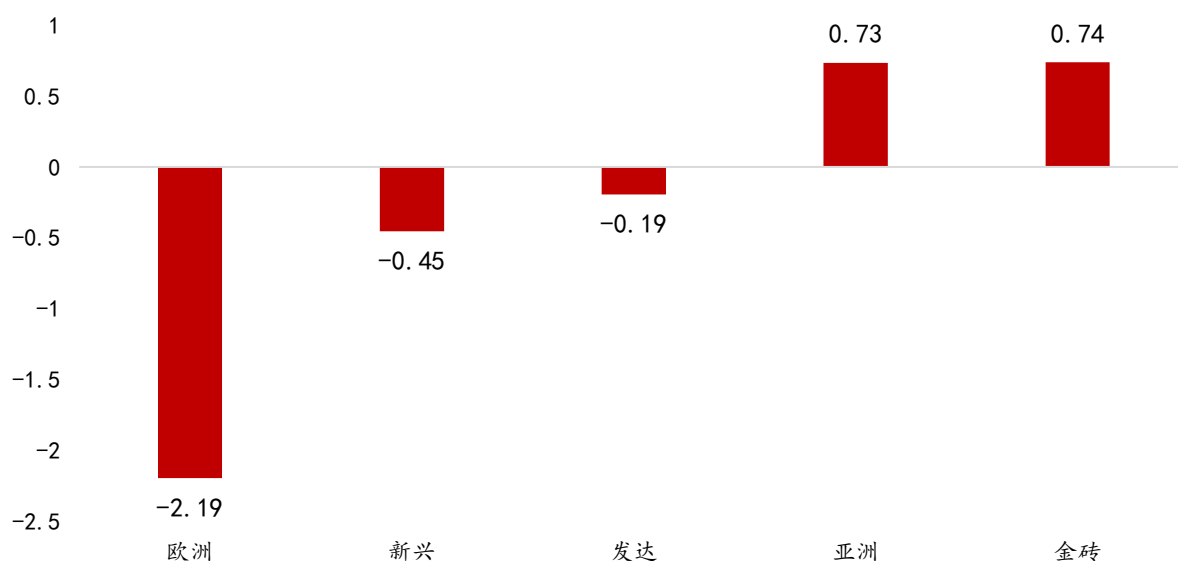
2. 多国再次打响“货币保卫战”，土耳其等国或将面临货币危机

随着美元走高，世界主要国家货币兑美元基本全线暴跌，特别是部分经济脆弱的新兴市场国家。为了防止本国汇率暴跌，日本、俄罗斯、印度、阿根廷等国实施汇率干预政策，阻止本国汇率走低。日本央行发出最强烈“干预”预警，俄罗斯央行将基准利率从 8.5% 上调至 12%，印度央行和印尼央行干预市场，支持本国货币汇率企稳。菲律宾和泰国央行发出警告，可能采取干预行动，以防范汇率贬值。未来，高利率环境将持续一段时间，非美货币仍面临较大贬值压力。其中，部分新兴市场国家由于经济基础薄弱，其货币汇率跌幅或更为严重，土耳其、捷克、斯里兰卡和罗马尼亚等国爆发货币危机的可能性相对较高。

（四）股票市场：市场受到多重冲击，全球股市处于不稳定状态

美联储加息、美国政府债务可持续性、标普降低美国主权债务的信用评级等事件引发公众避险情绪升温，全球股市受到较大冲击。2023 年三季度（截至 9 月 15 日），全球 MSCI 指数走势特征为：从不同市场来看，发达市场、新兴市场股市呈现不同程度跌幅。2023 年三季度，MSCI 发达市场指数微跌 0.2%，MSCI 新兴市场指数跌幅超过发达市场，下跌 0.5%。从不同区域来看，欧洲股市跌幅显著，金砖国家领涨。2023 年三季度，受欧洲央行继续收紧货币政策以及德国经济动荡影响，MSCI 欧洲指数大幅下跌 2.2%。MSCI 金砖国家指数领涨，涨幅为 0.7%，MSCI 亚洲指数涨幅为 0.7%。

图 19: MSCI 核心区域指数涨跌幅 (%)



注：涨跌幅区间为 2023 年 7 月 1 日至 2023 年 9 月 15 日。

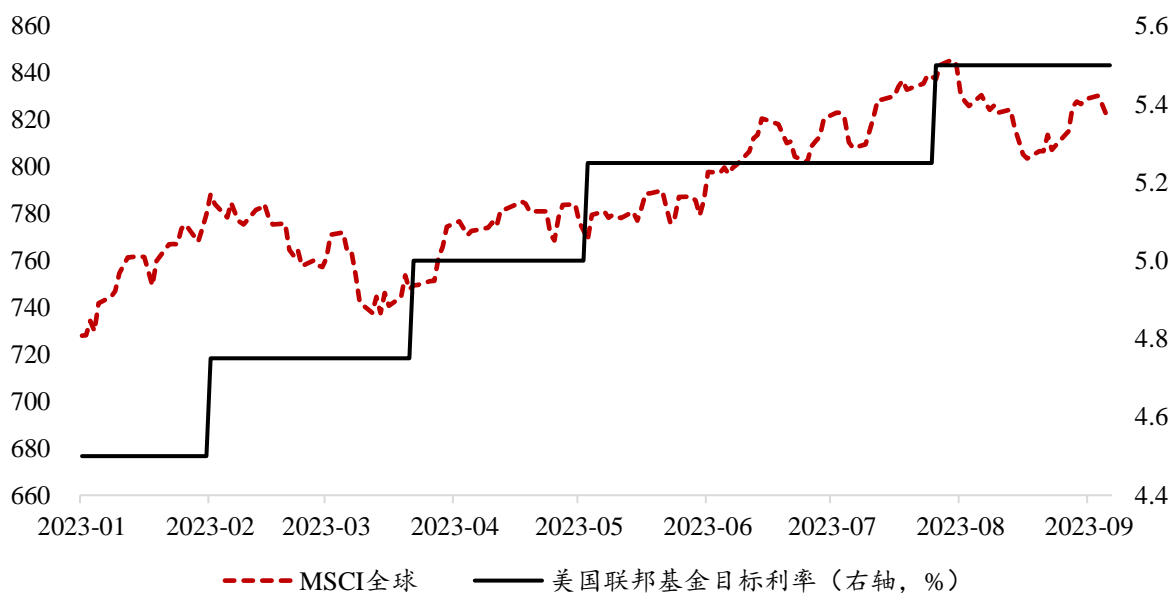
资料来源：Wind，中国银行研究院

展望 2023 年四季度，全球股票市场走势将呈现以下特征。

1.全球股市维持震荡上行，但是攀升空间有限

2023 年四季度，主要经济体货币政策紧缩步伐放缓或停止，全球流动性面临拐点，全球股市或呈现阶段性震荡上行。2023 年第三季度，全球 MSCI 指数震荡加剧，并迎来 2023 年 3 月以来最大跌幅，MSCI 指数从 7 月 31 日的 845.7 骤跌至 8 月 18 日的 803.5，跌幅高达 5.0%。从全球流动性来看，美联储基调总体偏鹰，但由于美国联邦基准利率已升至 2001 年来最高水平，未来美联储将更加谨慎行事，以便评估不断变化的前景和风险，加息步伐或逐步接近尾声，全球股市继续维持震荡上行趋势。但考虑到全球不确定性和低增长前景持续，全球股市上行空间相对有限。

图 20：美国联邦基金目标利率与全球 MSCI 指数



资料来源：Wind，中国银行研究院

2. 美股反弹动力不足，新兴市场股市长期增长潜力较大

美股上行动力不足，新兴经济体长期增长潜力大。2023 年三季度，美股三大指数涨跌互现。考虑到自 2023 年初以来，标普 500 指数涨幅已超过 20%，叠加全球经济下行、美股股价虚高以及美国金融系统脆弱性等因素，后续美股反弹动力不足。受地缘政治冲突、欧元区制造业持续萎缩等影响，欧洲股市前景被进一步侵蚀，任何不确定性都将导致市场剧烈波动。2023 年三季度，德国 DAX、法国 CAC40 分别下跌 1.6% 和 0.3%，英国富时 100 上涨 2.4%。新兴市场股市估值大幅低于发达市场，沪深 300、恒生指数、日经 225 指数的市盈率均低于 20 倍，其估值更具有吸引力。俄罗斯股市重振快速上涨，2023 年 8 月 14 日，俄罗斯 RTS 指数一度突破 1000 点，主要受益于俄罗斯经济修复和出口原油价格上涨。未来发达经济体将迎来政策拐点，对新兴市场证券需求形成一定支撑，长期增长潜力较大。

表 3：全球主要股指概览

		收盘价（元）	区间涨跌幅（%）	市盈率（倍）
亚洲	沪深300	3820.32	-3.48	11.59
	恒生指数	18456.91	-3.88	8.90
	日经225	33036.76	1.04	17.52
	韩国综合指数	2582.18	1.31	15.92
	印度SENSEX30	65780.26	4.77	23.39
美国	道琼斯工业指数	34641.97	0.61	25.67
	标普500	4496.83	-0.001	24.22
	纳斯达克指数	14020.95	-0.58	
欧洲	英国富时100	7437.93	2.39	9.77
	德国DAX	15771.71	-1.58	12.77
	法国CAC40	7254.72	-0.29	13.66
	RTS指数	1050.99	4.70	
其他	澳洲标普200	7314.30	1.02	15.40
	巴西IBOVESPA指数	117331.30	0.57	7.95

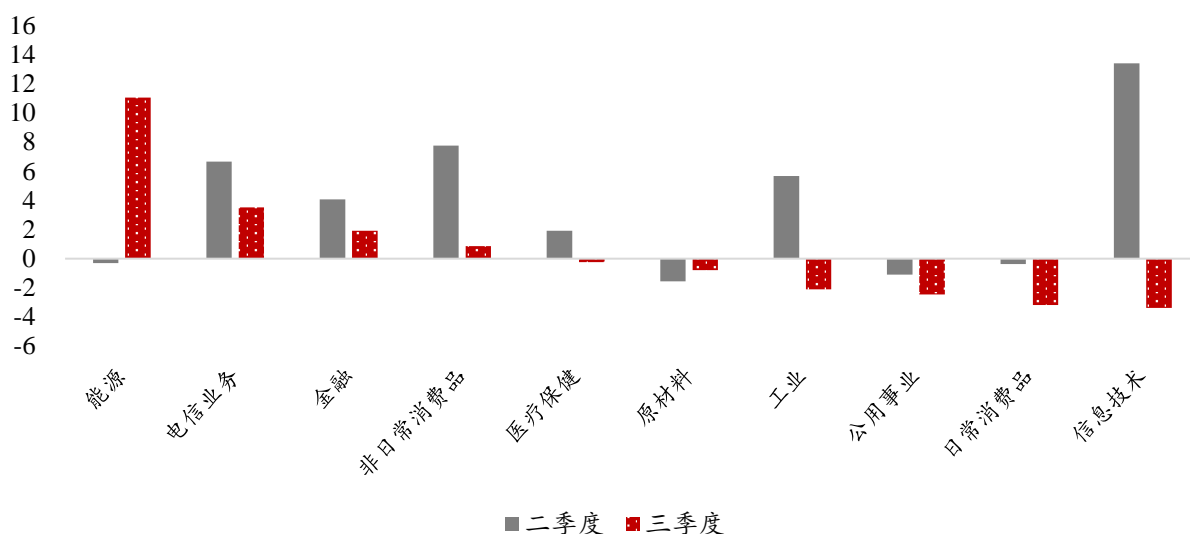
注：涨跌幅区间为 2023 年 7 月 1 日至 2023 年 9 月 15 日，收盘价和市盈率为 2023 年 9 月 15 日。

资料来源：Wind，中国银行研究院

3.全球股市行业分化特征显著，能源板块强势崛起

全球股市行业轮动效应显现，科技股迅猛涨势被按下“暂停键”，能源板块领涨。2023 年上半年，得益于市场对人工智能行业的乐观情绪，全球股市由信息科技板块引领。相比之下，其他板块表现乏善可陈。三季度，市场对于科技泡沫的担忧重现，科技股领涨格局戛然而止，MSCI 信息科技指数三季度领跌全球股市（-3.4%），与二季度领涨（涨幅为 13.4%）趋势形成鲜明对比。与此同时，能源板块强势反弹，从 2023 年第二季度的负增长逆转至三季度 11.1% 的正增长，且领涨全球股市。在全球能源转型进程加快的背景下，新能源公司将获得更多的政策和资金支持，能源股底部受支撑，短期内仍将维持震荡上行。

图 21：全球 MSCI 一级行业指数涨跌幅（%）



注：第三季度涨跌幅区间为 2023 年 7 月 1 日至 2023 年 9 月 15 日。

资料来源：Wind，中国银行研究院

（五）债券市场：美国长期信用评级遭下调，全球主权债务风险仍值得警惕

2023 年三季度以来，主要经济体国债收益率大幅上升。截至 9 月 15 日，美国、日本、德国、法国、意大利和英国的 10 年期国债收益率分别为 4.3%、0.7%、2.6%、3.2%、4.5%和 4.4%，分别较二季度末提高 52 个、30 个、20 个、28 个、39 个和 17 个基点。8 月，惠誉下调美国长期信用评级。作为全球安全资产，美国国债的评级下调将对全球金融稳定产生重要影响。展望四季度，全球债券市场走势呈现以下特征。

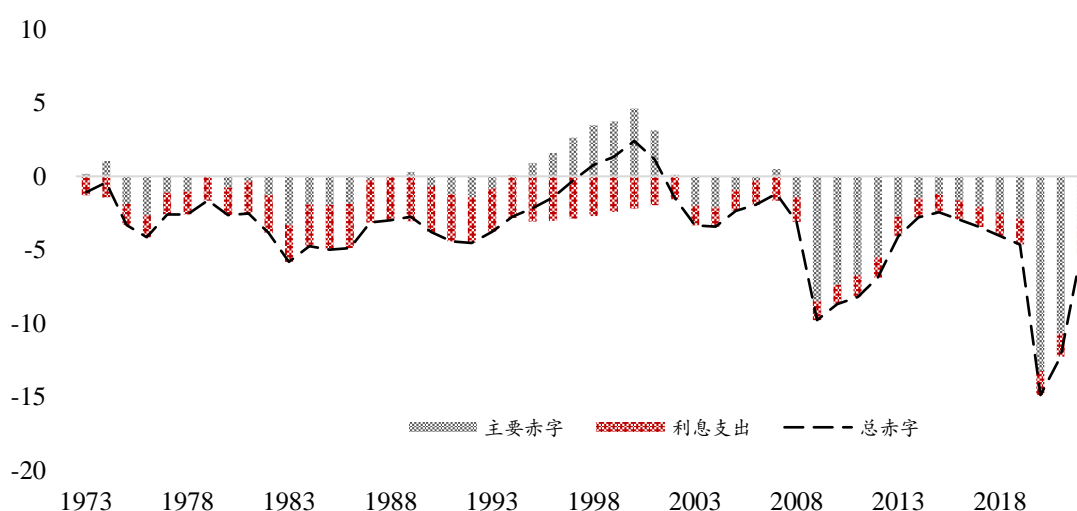
1. 美国国债收益率仍有上行压力，长期债务可持续性不容乐观

受美国国会取消债务上限政策影响，美国财政部国债发行节奏明显加快。截至 2023 年 8 月末，美国联邦政府债务余额达到 32.9 万亿美元，较 5 月末提高了 14496.9 亿美元，增幅达 4.6%。为进一步扩充 TGA 账户，美国财政部计划在 2023 年四季度向私人部门增发 1.007 万亿美元国债，财政赤字规模将进一步扩大。

2023 年 8 月 1 日，惠誉将美国长期信用评级从 AAA 下调至 AA+，美国五

年期信用违约互换点差由不足 20 基点迅速飙升至 40 基点以上。美国政府财政状况是美国国债市场表现的基础。2020 年至 2022 年，美国财政赤字占 GDP 比例分别为 14.9%、12.3%和 5.2%（图 22）。2023 年和 2024 年，美国财政部预测其财政赤字占 GDP 比例将高于 6%，债务可持续性面临挑战。在财政赤字较高、主权信用评级下调以及国债发行规模大幅增加等因素的影响下，美国长期国债收益率仍存在一定上行压力。

图 22：美国财政赤字占 GDP 比例（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

专栏 5：美国长期信用评级下调的历史回顾及影响

2023 年 8 月 1 日，惠誉宣布将美国长期信用评级从 AAA 下调至 AA+。历史上，美国主权信用评级被调降仅发生过 4 次，分别是 1812 年、20 世纪 30 年代“大萧条”期间、1979 年“迷你违约”以及 2011 年债务上限危机。最近一次三大评级机构下调美国信用评级还要追溯到 2011 年 8 月。与 2011 年评级下调主要源于债务上限危机不同，本次评级下调前债务上限问题已得到解决，并不是造成评级下调的主要原因。此次下调的诱因主要是一些深层次问题。一是新冠疫情以来，美国财政收支严重失衡，赤字和债务规模急剧攀升，债务可持续性面临挑战。二是民主、共和两党将美国债务上限问题作为政治博弈筹码，暴露出美国政治和经济治理间的内在矛盾，美国政府履行金融义务的能力出现下滑。

惠誉宣布评级下调后，美国 10 年期国债收益率快速攀升至 4.1% 以上，美国五年期信用违约互换点差大幅攀升，纳斯达克股指大跌超 2%。长期以来，美国国债被认为是全球范围的安全资产，成为市场主体避险的重要投资标的。美债信用评级下降，将使安全资产成色下降，对全球金融稳定产生冲击。一是美债投资者范围广泛。美国财政部、美联储、美国非银行金融机构都是美债的重要持有者，外国官方机构也是美国国债重要投资者，这些主体将由于美债信用下降遭受投资损失。二是美债收益率上升，使美元计价债务成本提高，引发债务偿付危机。部分新兴市场国家、非金融企业面临较大的债务可持续性风险。三是以美国国债为底层资产的抵押品融资链条成为国际金融体系最重要的信用扩张方式。底层资产发生裂变，将导致融资链条脆弱性提升，英国养老金危机就是典型案例。

2.日本 10 年期国债收益率有上行空间，投资者偏好或发生改变

2023 年 7 月 28 日，日本央行放松收益率曲线控制的区间，将 10 年期国债收益率的上限由 0.5% 升至 1.0%。受该政策影响，日本国债收益率不断攀升。长期以来，日本投资者是美国国债市场的重要参与者，美日长端国债收益率利差格局的变化叠加日元与美元间换汇成本的增加，可能推动日本投资者增持本国国债，这将对主要经济体的长期国债市场走势产生重要影响。过去，日本投资者配置较高的债券主要包括美国国债、欧洲国家国债和澳大利亚国债。当前，日本投资者具有较强购买本国债券的意愿。欧洲央行在最近的金融稳定报告中指出，日本货币政策的正常化将可能使欧洲债券市场面临外资流出压力。

3.欧洲部分主权债券被集中抛售，发展中国家主权债务形势严峻

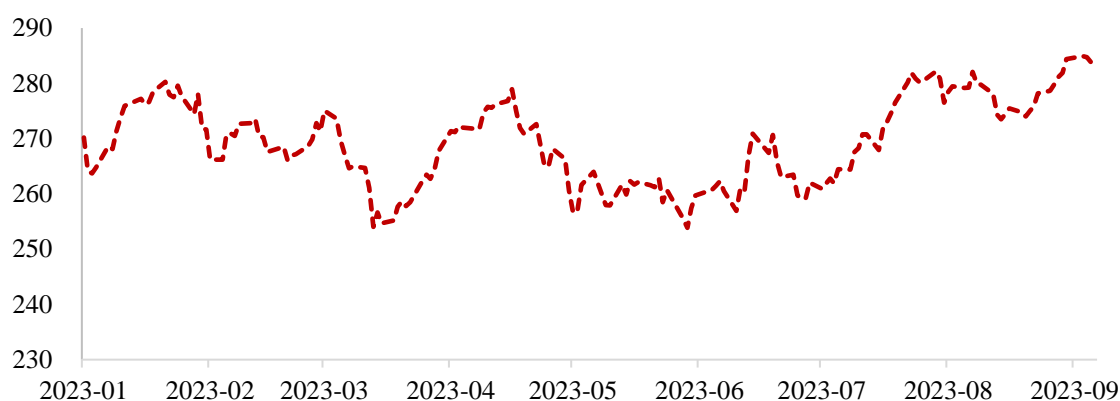
欧洲央行缩表进程的推进主要是将减少购买各成员国的主权债券。欧洲央行的减持规模在不同区域并不均衡。以政府部门购买计划（PSPP）为例，2022 年初至 2023 年 8 月末，欧洲央行 PSPP 计划净购买为负的国家为德国、意大利和卢森堡，分别减持 20.7 亿欧元、17.0 亿欧元和 3.0 亿欧元。其中，减持规模较大的意大利财政赤字近年来恶化趋势较为明显。2020-2022 年，意大利财政赤字占 GDP 比例分别为 9.7%、9% 和 8%。欧洲央行减持计划将增加部分欧洲主权债券被抛售的风险。与此同时，部分新兴市场国家主权债务风险形势依然严峻，新冠疫情使这些国家的财政收支严重失衡，全球主要经济体的超级加息周期大幅增加这些国家的外债成本，使其爆发主权债务危机的风险显著提升，如厄瓜多尔、喀麦隆、白俄罗斯、玻利维亚等。

（六）大宗商品市场：全球能源市场呈现供应偏紧状态，欧洲市场再平衡为关键因素

2023 年三季度，全球大宗商品价格触底反弹，震荡上行至年内最高点。7 月，全球大宗商品价格强势上涨，受美国经济软着陆预期上升、沙特减产以及

极端天气的影响，原油价格大幅上涨，主要金属价格多数反弹。RJ/CRB 商品价格指数从 7 月 3 日的 260.9 抬升至 7 月 31 日的 282.2，涨幅为 8.2%，成为年内最大单月涨幅。8 月，全球大宗商品价格底部受支撑，呈现先跌后涨态势。原油、天然气价格整体呈现震荡格局，主要金属价格涨跌互现。9 月，全球大宗商品价格升至年内最高点 284.9，随后小幅下跌。

图 23: RJ/CRB 商品价格指数



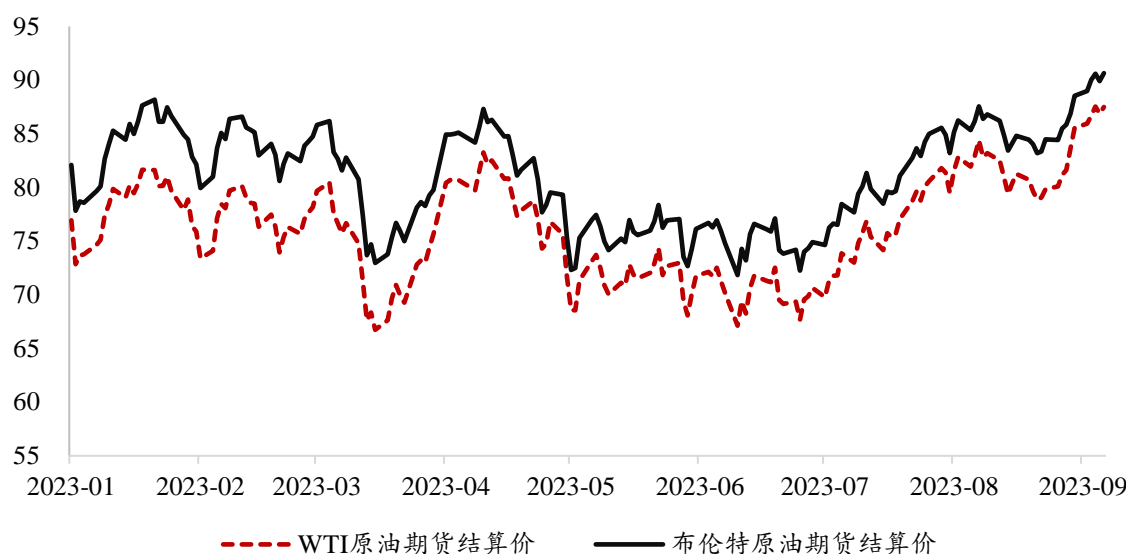
资料来源：Wind，中国银行研究院

展望 2023 年四季度，全球大宗商品市场走势呈现以下特征。

1. 国际原油供应偏紧，支撑原油价格持续上行

全球原油供应收紧，原油价格短期内延续偏强走势，但上涨空间有限。2023 年三季度，国际油价持续上涨，WTI 油价和布伦特油价均创年内新高，分别达 87.5 美元/桶和 90.6 美元/桶，较 7 月初分别增长 25.4% 和 21.4%。此轮上涨受到宏观面和供需基本面的共同支撑。宏观面上，美国通胀水平走低，美联储加息接近尾声。在供应端，沙特额外减产且执行率较高，俄罗斯原油出口环比下降，创 2022 年 12 月以来最低水平。在需求端，成品油需求旺盛，全球成品油库存连续下降。2023 年四季度，由于 OPEC+ 产油国持续深化减产，以及极端天气导致美国部分炼油厂关闭，美国原油供应增速有限，国际油价有进一步突破的可能，但上涨空间受限，整体呈现高位宽幅震荡格局。

图 24：原油期货结算价格走势（美元/桶）

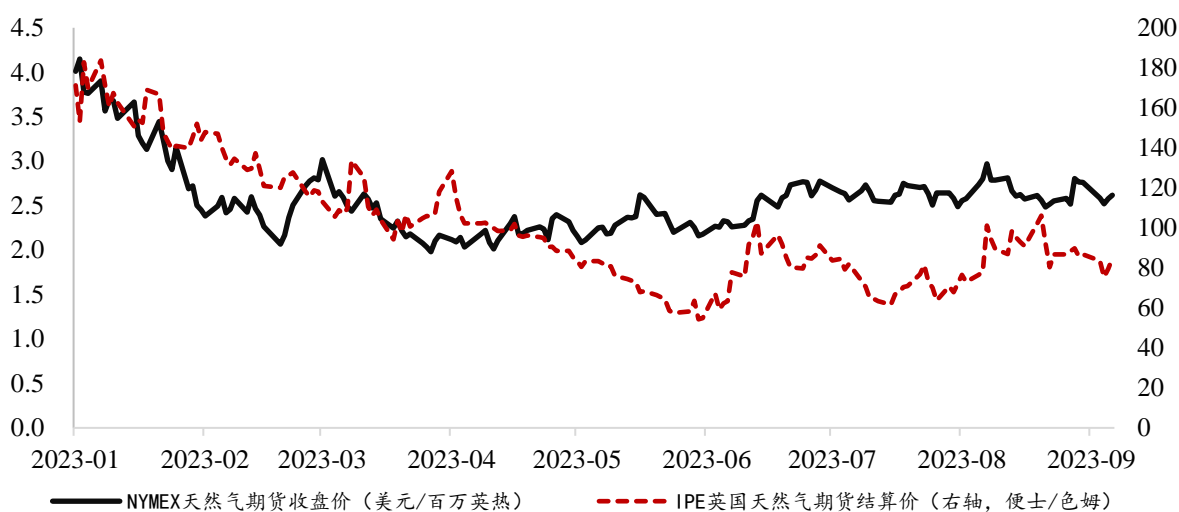


资料来源：Wind，中国银行研究院

2.全球天然气价格承压，欧洲市场再平衡是关键

全球天然气市场供给持续改善、消费需求低迷成为全球天然气价格承压的主要原因。2023年三季度，NYMEX天然气价格小幅波动，9月15日为2.73美元/百万英热，较8月初的3.0美元/百万英热下跌8.0%。受澳大利亚罢工对液化天然气出口影响，欧洲天然气期货价格波动较大。IPE英国天然气价格先升后降，在8月22日抬升至三季度最高值106.1便士/色姆，随后于9月15日下跌至92.1便士/色姆，显示欧洲天然气价格对液化天然气供应链的波动较为敏感。2023年四季度，考虑季节性需求波动以及地缘政治的不确定性等因素，欧洲市场再平衡仍是影响全球天然气价格的关键因素。如果冬季气温寒冷，叠加俄罗斯全面停止向欧盟供应管道气，可能重新引发市场紧张局势。

图 25：天然气期货结算价格走势

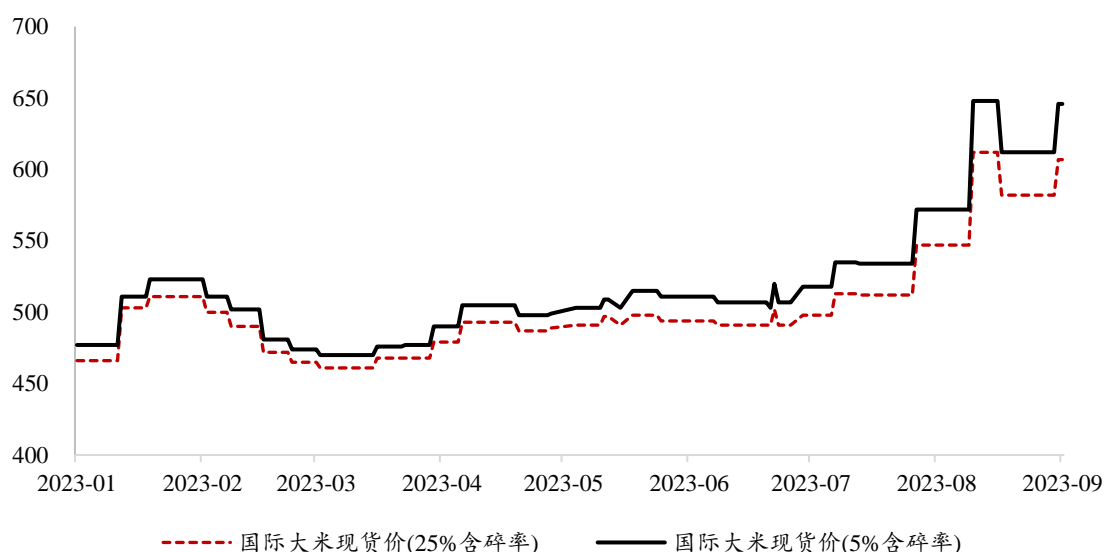


资料来源：Wind，中国银行研究院

3. 国际粮价持续上涨，粮食安全问题遭受威胁

全球粮食安全处于“拐点”，大米供应短缺及米价飙升冲击全球脆弱经济体。2023 三季度，俄罗斯终止黑海谷物倡议，叠加厄尔尼诺现象的出现造成全球大米减产，国际大米价格不断上涨。8 月 10 日，国际大米价格（含碎率 5%）飙升至年内最高点 647.9 美元/吨，较 7 月初上涨 25.1%，较 1 月初上涨 35.9%。2023 年四季度，受多国延续大米出口限制的影响，国际米价短期内仍面临上涨压力。同时，全球粮食价格上涨对中低收入国家冲击更大，进口能源和化肥费用的增长可能迫使一些国家减少投入，进而导致农业生产能力下降、国内粮食供应减少，粮食危机发生的可能性大幅增加。

图 26：国际大米价格走势（美元/吨）



资料来源：Wind，中国银行研究院

三、专题研究

专题一：全球跨境直接投资最新动向及影响

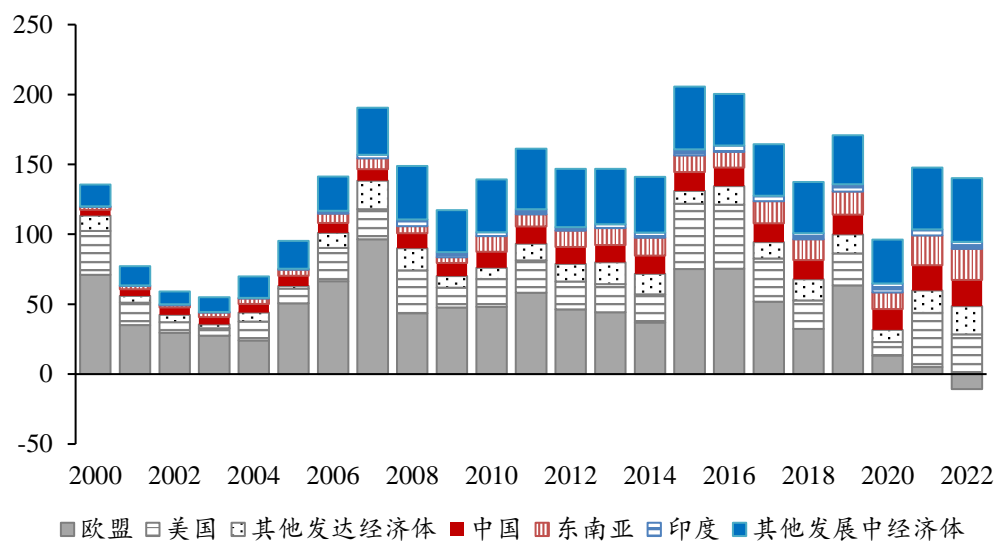
2022 年以来，全球直接投资规模持续回落，全球产业链加速重构。东南亚、墨西哥等地区吸引外资能力显著增强，成为承接国际产业链转移的热点地区。绿色发展及数字经济是重点投资领域。但受技术保护主义、产业发展导向等因素影响，部分国家投资审查政策与投资促进政策并行，全球产业链布局的区域化、碎片化特征渐显。

（一）近期全球跨境直接投资变化特点

全球外商直接投资规模逐渐回落。除新冠疫情暴发的 2020 年外，多重负面因素叠加使 2022 年成为近 14 年来全球外商直接投资（FDI）最少的一年，规模较 2021 年同比减少 12.4%至 1.3 万亿美元（图 27）。在全球流动性收缩、融资成本提高等因素影响下，预计 2023 年全球外商直接投资下行压力继续存在。发展中经济体逐步替代发达经济体，成为全球 FDI 流入主要目的地。2022 年流入

发达经济体的 FDI 同比减少 36.7%至 3783.2 亿美元，其中，美国吸引外资规模同比减少 26.5%，欧盟 FDI 由净流入转为净流出；流向发展中经济体的 FDI 同比增长 4.0%至 9164.2 亿美元，在全球 FDI 中所占比重达到 70.8%，创历史新高，其中，流向东南亚、拉美国家的 FDI 同比增速分别为 4.6%和 51.1%。

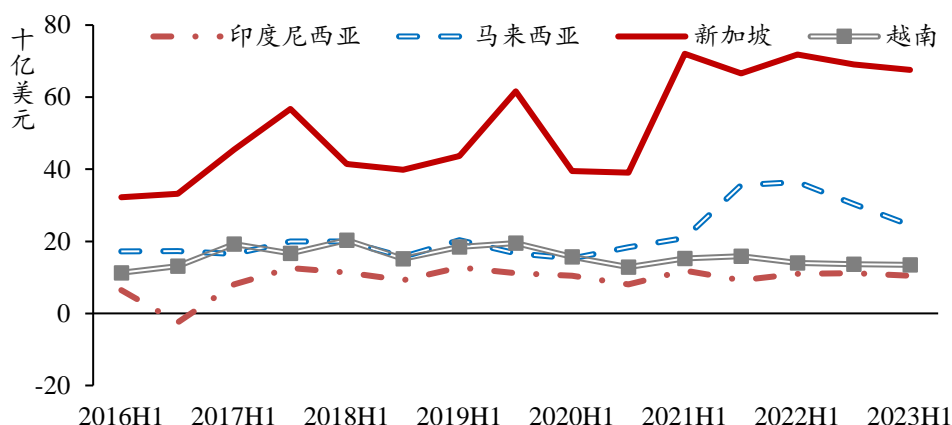
图 27：全球 FDI 流入区域构成（百亿美元）



资料来源：UNCTAD，中国银行研究院

劳动力成本优势、多元的外资支持政策和贸易政策，促使流入东南亚国家的 FDI 规模迅速增长。2022 年流入东盟的 FDI 同比增长 5.5%至 2242.0 亿美元，规模创历史新高；主要流向新加坡、印度尼西亚、越南和马来西亚四国，占比分别为 63.0%、9.8%、8.0%和 7.6%（图 28）；从 FDI 来源地看，12.3%来自东盟内部，33.4%来自东亚地区。新加坡吸引大量 FDI 的同时，也积极投资其他东南亚国家。2023 年二季度，流入新加坡的 FDI 同比增长 3.4%至 357.2 亿美元；流入印度尼西亚、越南和马来西亚的 FDI 中，来自新加坡的占比分别为 34.4%、16.5%和 25.4%。

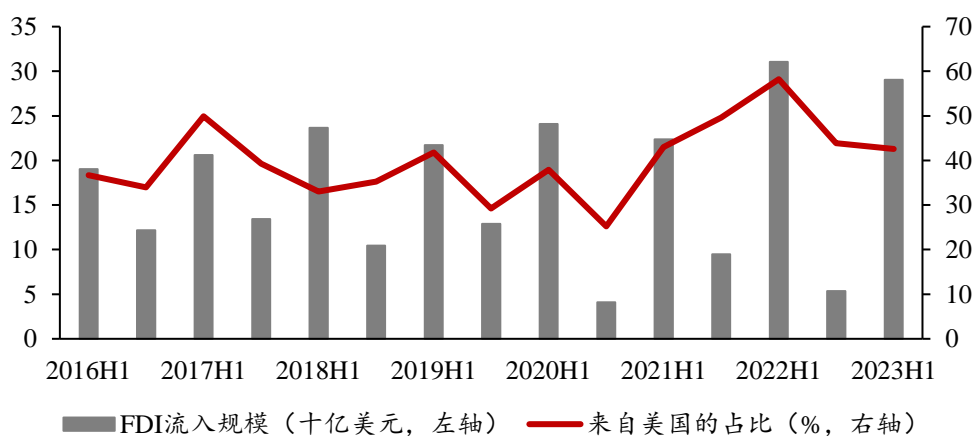
图 28：主要东南亚国家 FDI 净流入规模



资料来源：CEIC，中国银行研究院

在美国“友岸外包”策略、《美墨加协定》的推动下，墨西哥由于存在区位优势，FDI 流入规模持续增长。根据墨西哥经济部统计，2023 年上半年墨西哥吸引外商投资规模为 290.4 亿美元，同比增长 40.7%。其中，来自美国、西班牙的投资占比最高，分别为 42.8%、14.5%；56.8%的外资均投向制造业，主要集中在运输设备、金属、饮料和烟草、化工、食品、电器和计算机设备等行业。自 2021 年起，通用汽车、沃尔玛、特斯拉等企业陆续宣布在墨西哥的投资计划，特斯拉计划投资 100 亿美元在墨西哥建造超级工厂。

图 29：墨西哥 FDI 净流入规模及来源

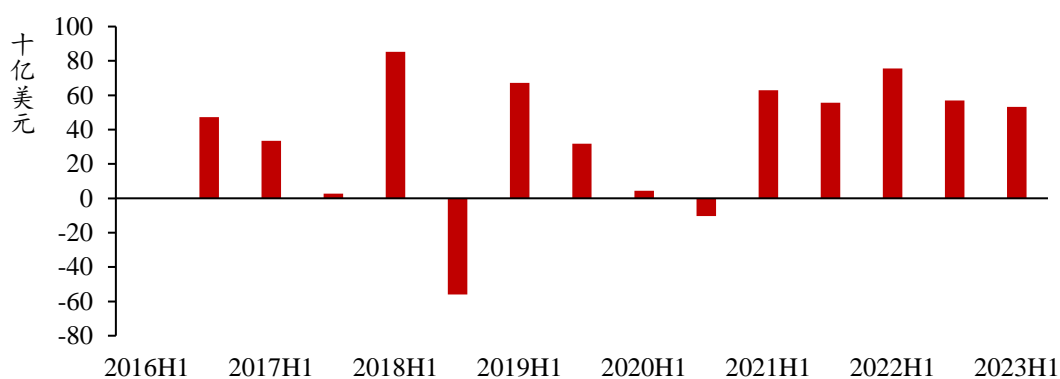


资料来源：CEIC，中国银行研究院

受政经条件改善、鼓励外商投资政策力度加大、供应链和能源转型等因素带动，中东阿拉伯国家成为跨境投资热点地区。2022 年流入中东地区阿拉伯国家的 FDI 规模为 535.2 亿美元，略低于 2021 年，但绿地投资项目数同比增长 73.9% 至 1617 个。埃及凭借绿氢项目投资表现亮眼，FDI 流入规模同比增长 122.6% 至 114.0 亿美元，在该地区吸引外资占比提升 11.4 个百分点至 20.7%。此外，阿联酋和沙特阿拉伯也是主要目的地，在该地区吸引 FDI 占比分别为 41.3% 和 14.3%。

受能源危机、技术工人短缺等因素影响，德国产业链外迁加速，欧洲新兴经济体对外资吸引力渐增。根据欧盟统计局数据，2021 年德国能源总供给中 77.5% 来自进口，俄乌冲突导致的能源供应问题推高了德国企业生产成本，资本外流加速。2022 年，德国 FDI 净流出规模为 1326.5 亿美元，较 2021 年同比扩大 11.8%，创历史新高；2023 年上半年资本净流出速度放缓，规模较 2022 年同期减少 29.6% 至 533.2 亿美元（图 30）。相比之下，东欧新兴经济体对投资者的吸引力上升。2023 年上半年，德国对外直接投资中 79.1% 流向了欧洲内部，流入波兰、匈牙利的占比分别为 6.1% 和 2.1%。根据匈牙利投资促进机构数据，匈牙利已拥有 700 余家汽车产业公司，奔驰、奥迪和宝马均设有工厂。2023 年 7 月市场研究机构 Kantar 调查显示，61% 的受访企业认为在德国本地生产吸引力较低或没有吸引力，26% 正在考虑将产能转移至国外，其中 35% 的企业计划在东欧和西欧建设产能。

图 30：德国资本净流出规模变化



资料来源：CEIC，中国银行研究院

行业方面，绿色发展与数字经济成为投资热点领域。发展中国家是全球绿色投资热点区域。目前与可再生能源有关的产业链主要由中国和少数发达国家主导，国际投资的目的地集中在拉美地区的巴西、智利和墨西哥，亚太地区的印度、越南和中国台湾，非洲地区的南非、埃及和肯尼亚，中东地区的埃及。根据《2023 年世界投资报告》，2022 年发展中国家与可持续发展有关的绿地投资规模达到 2430 亿美元，同比增长 113.9%，其中 66.9% 的国际投资流向了可再生能源行业，太阳能和风能是投资热点，最大的一笔投资是美国能源公司 AES 计划投资 130 亿美元在越南建设海上风力发电项目。疫情引致的电子商务投资热潮在 2022 年得到延续，该行业绿地投资规模为 223.7 亿美元，对 2022 年有关数字经济的绿地投资贡献达到 69.8%。其中电商巨头亚马逊的对外投资规模达到 180 亿美元，包括在瑞士投资 59 亿美元建立新的服务基础设施以及在泰国投资 50 亿美元建立云基础设施。偏向技术和服务的数字经济行业同样是阿拉伯国家的投资热点，2022 年软件行业外商投资项目数量占比达 23.4%。

（二）近期全球跨境投资审查政策动向

受大国博弈、技术保护主义以及产业发展导向等因素影响，部分国家加强对外商投资管理。欧美发达国家普遍扩大审查范围，信息通信、半导体及关键矿产等高新技术及敏感行业成重点审查领域。2022 年 9 月，拜登签署行政令，将美国外国投资委员会（CFIUS）的审查权限扩大至可以阻止非股权交易，微电子、人工智能、生物技术和生物制造、量子计算、先进清洁能源和气候适应技术产业等被列为重点审查行业。欧洲理事会在欧盟层面建立《外商直接投资审查条例》，欧盟成员国纷纷跟进，升级或者新建本国的外商投资审查法案。作为一个高度开放的经济体，比利时过去对外商投资几乎没有限制，而 2023 年 7 月 1 日其正式启动外商直接投资审查机制，国防、能源、网络安全、电信和数字基础设施是重点审查领域。目前，27 个欧盟成员国中仅保加利亚和塞浦路斯未公开宣布建立相应审查机制。

除了扩大审查范围，部分国家也对外商经营行为加强关注。2022年4月，印度政府通过了《特许会计师、成本和工程会计师及公司秘书（修订）法案》，同年6月颁布《公司（董事的任命和资格）修订规则》，对跨国公司在税收以及高管任命等方面进行更加严格限制，增加外资企业在印度市场的合规经营难度。欧洲历来重视数据安全及隐私保护，2023年8月，欧盟《数字服务法》正式实施，对社交媒体与电商平台加强监管。微软、亚马逊、苹果、谷歌、Meta Platforms等在内的多家大型科技公司必须在8月底前按照新规完成整改，否则或将面临高额经济处罚。

部分国家有意加强对本国企业赴海外投资的审查。2023年8月9日，拜登签署行政令，严格限制美国企业在人工智能、量子计算、半导体三大领域对中国的投资。与CFIUS主要审查外商对美直接投资不同，该行政令主要审查美资对华直接投资，故而也被称为“反向CFIUS”机制，欧洲国家也有类似计划。欧委会2022年发布的2023年工作计划曾指出，将考量“在对外战略投资管控上是否需要额外工具”；2023年6月发布的经济安全战略显示，欧委会将与成员国成立专家组，对先进技术境外投资所引发的安全风险进行审查评估，并于2023年底提交相关意见。德国在加强对外投资审查方面表现较为活跃，现任经济部长公开表示德国需要建立对外投资审查制度，其上任以来已实质性减少了政府对德企对外投资的担保数量及金额。

为增强本国重点发展产业竞争力，部分国家利用税收优惠、财政补贴及贸易壁垒等措施吸引国际资金扩大对其投资。2022年，美国先后通过《芯片与科学法案》《2022通胀削减法案》，对在美国本土从事芯片生产的企业以及北美产新能源汽车提供补贴，已吸引现代、通用、三星、SK海力士等汽车及半导体行业的实力企业扩大对其投资。2023年7月，德国政府计划拨款200亿欧元发展芯片产业，受补贴措施影响，英特尔、台积电均有去德国建厂计划，博世、英飞凌、恩智浦等头部汽车芯片企业也宣布将在德国投资成立合资公司。2023

年 8 月，《欧洲芯片法案》正式获批，拟调动 430 亿欧元公共和私人资本，目标是到 2030 年通过吸引投资和扩建产能等方式，将欧盟芯片产量占全球的份额从当前的 10% 提高至 20%。越南主动鼓励特定产业领域的外资投资，并提供税收激励，对跨国企业的吸引力进一步增强。2022 年 6 月，越南出台《2021-2030 年外国投资合作战略》，明确指出未来将着重吸引高新先进技术及高附加值的外国投资项目，意味着其外资吸引政策将重点向环境友好型、技术密集型行业投资倾斜。2023 年 7 月 1 日起，越南增值税率从 10% 降至 8%，调整后越南增值税将处于亚洲最低水平，低于柬埔寨、马来西亚、印尼等国。印度欲通过进口限制吸引电子产业外资。2023 年 8 月印度对外贸易总局宣布，2023 年 11 月 1 日起，进口笔记本电脑、平板电脑、一体机、超小型电脑和服务器须获得印度政府许可。国外品牌占据印度电子产品市场绝大部分份额，面对“许可证”这一不稳定因素，不排除这些企业去印度建厂可能。但另一方面，印度制造业集中于初级加工组装环节，电脑生产工艺精细度更高，跨国企业最终会如何应对尚存较大不确定性。

（三）对全球产业链布局的影响

全球产业链联系及贸易往来或将更加“区域化”。伴随着中国、日本、韩国三个亚洲国家以及部分西方发达国家企业在低附加值的加工制造环节加大对亚洲低生产成本国家投资，亚洲区域内贸易往来更加密切，产业链紧密度提升。2021 年，印尼、马来西亚、菲律宾、泰国对亚洲工厂的贸易依存度指数¹分别为 0.74、0.66、0.73、0.65，相比于 2001 年分别提高了 0.17、0.11、0.23、0.08 个点。墨西哥在北美地区产业链中的重要性上升。在美国“近岸外包”政策以及墨西哥生产成本优势的影响下，有相当一部分中资、美资以及欧洲企业为更加便利地供应美国市场，选择在墨西哥投资。2023 年上半年美国从墨西哥进口同比增长 5.4% 至 2360.5 亿美元，其中机械和运输设备的进口同比增长 9.5% 至 1462.6 亿美元；

¹ X 对 Y 的贸易依存度=X 对 Y 的进出口贸易总额/X 对全球的进出口贸易总额。

美国总进口中来自墨西哥的占比同比提升 1.7 个百分点至 15.5%，墨西哥跃升为美国最大的进口来源国。

部分高新技术产业及敏感行业的全球产业分工或将碎片化。在国家安全和第四次工业革命相关的关键行业，部分国家利用关税壁垒、科技保护、出口管制等手段遏制其他国家发展，使得地缘政治取代成本和效率，成为影响全球产业链供应链的重要因素。当前，碎片化特征在全球半导体产业链已较为明显，并向生物医药、航空航天以及关键矿产诸多重要产业蔓延。2022 年 6 月，美国和加拿大牵头，同澳大利亚、德国、日本、英国和欧盟等 11 个国家和组织，达成“矿产安全伙伴关系”（MSP），矿产方面的跨国投资壁垒增多。国际货币基金组织将半导体、医药等定义为战略行业，研究发现，近些年战略行业 FDI 和地缘政治因素的相关性显著抬升，且明显高于非战略行业 FDI。IMF 测算显示，长期来看，全球跨境投资壁垒将导致全球产出降低 2%。

专题二：美债超预期发行对市场流动性的影响

美国国债一直被认为是无违约风险资产，并且在很长一段时间内是全球流动性最高的资产。国债的高流动性意味着，交易者能够在二级市场以低成本、容易且迅速地完成买进卖出的交易，而流动性风险上升则是指这些条件受到了损害。自 2008 年以来，美国国债市场韧性下降，流动性风险不断上升。由于美国国债在美国乃至全球金融体系的重要性，其市场流动性条件尤为重要。关于美国国债的流动性问题分析可以主要观察以下几个方面。

一级市场。该市场主要影响的是国债定价及稳定性。美国国债拥有巨大且涵盖面极广的投资者，是长期维持价格较低且稳定的基础。而美国持续大幅增发国债正在影响国债的供求关系，联邦公共债务（可交易债务）占 GDP 比重已上升至 95%，且未来随着财政赤字增加，国债发行量及其占 GDP 比重也将持续上升。这些长期结构性因素很难迅速解决，使得美国国债可能供过于求，并削

弱联邦债务可持续性和稳健性。虽然国债在一级市场的发行量并不直接影响其流动性，但以上基础性因素会通过增加经济政策的不确定性、国债价格的波动性乃至违约风险，从而增加整体金融市场，特别是二级市场的脆弱性。历史数据也表明，诸多结构性及周期性因素所导致的经济政策不确定性以及国债价格波动性，与国债流动性风险之间具有相关性。

二级市场。直接影响国债流动性的因素集中在二级市场，特别是市场结构的缺陷。国债由于具有安全性和稳定性，使其（可交易债券部分）二级市场具有其他资产难以企及的广度和深度，并拥有活跃的日常交易者和巨大的交易量。但该市场所采用的交易商结构，以及 2008 年金融危机后美国强化的金融监管等长期结构性因素，已经制约了该市场正常运作的的能力，使其在周期性市场动荡及事件的冲击下更加脆弱。

国债二级市场的买卖几乎都需要经由一级交易商作为媒介和做市商完成，因此他们从事国债交易的能力，特别是其国债交易相关的资产负债表能力是二级市场顺畅运行的关键因素。随着国债发行规模不断扩张，二级市场交易规模也相应上升，这需要交易商媒介国债交易的意愿及边际能力相应扩张。然而事实却表明，2008 年金融危机后，美国加强了对银行业，主要是系统重要性和混合经营大型金融机构的资本和流动性监管，其中附加杠杆率规则 **SLR** 要求银行将国债等安全资产也纳入资本杠杆率计算。此外，虽然沃尔克规则允许银行业从事做市商等证券交易业务，并且银行所持有的国债资产也在增长，但这些机构仍然普遍收缩了国债交易业务及资产负债表规模。有研究发现，自 2007 年以来，国债一级交易商的资产负债表相对于美元未偿国债的总规模大幅缩小，这直接影响到国债二级市场的交易能力，也使国债市场面对市场动荡更加脆弱，增加了潜在流动性风险。数据表明，自 2008 金融危机以来，一级交易商的能力并未随国债市场基数相应扩大，其结果已经导致衡量市场流动性的主要指标——国债日均成交率（成交额/全部余额比值）从危机前的 11% 以上持续大幅下降，

并在疫情发生后进一步下降到目前的 3% 左右。由此可知，当市场动荡导致交易量大幅上升，需要交易商扩大能力时，往往也是交易商进一步收缩业务之际，这可能导致国债流动性不足进一步恶化。而二级市场的动荡则又可能负反馈到一级市场，引发价格波动和经济政策不确定性上升，进一步导致二级市场卖压上升和流动性不足，从而形成恶性循环。这集中表现在 2008 年金融危机、2012 年欧洲主权债务危机、2020 年全球疫情危机、2022 年美联储开启升息周期以及 2023 年美国地区性银行危机期间发生的国债流动性不足等时期。

基于这一框架可对最近的美国国债流动性状态做如下分析。

一级市场。美国国债规模持续上升已难以逆转。2023 年 6 月，美国联邦债务上限再次被上调后，财政部公布了下半年融资计划。根据该计划，2023 年三季度将增发约 1 万亿美元债务，四季度预计还将再增发约 8520 亿美元债务。与此同时，美联储也将继续其缩表计划。这使美国财政政策的不确定性以及国债供求失衡的风险上升，进而导致国债收益率的不确定及波动性上升。这些因素削弱了国债市场的整体韧性，使其更容易受到特殊事件冲击的影响并向二级市场传导。

二级市场。根据美联储金融稳定报告，2023 年一季度，由于银行业陷入困境，市场整体流动性状况面临更大压力，国债市场的流动性指标恶化。然而尽管压力上升，国债市场在整个事件中仍继续运作，没有出现严重混乱或投资者无法交易的情况。此外，美联储实施的两项政策工具也有助于缓解国债市场流动性压力。一是针对银行流动性风险和市场风险所采取的结构性货币政策工具——银行定期融资计划（BTFP），它允许银行等存款机构以国债等资产作抵押从美联储获得最长 1 年的定期资金，并且抵押资产按面值估值。二是为外国和国际货币当局（FIMA）建立的回购协议机制，它允许 FIMA 账户持有人暂时将其在美联储持有的国债兑换成美元，以缓解投资者出售国债维持流动性的压力。2023 年二季度，国债市场流动性压力缓解，市场流动性状况恢复到 2022 年的

水平。随着联邦债务上限在 6 月再次上调，投资者信心回升，国债市场流动性压力在三季度继续缓解。总体而言，与 2020 年疫情发生之初相比，这次国债市场流动性危机的程度更轻，美联储并未重启其国债市场最后做市商功能也反证了这一点。

以下指标集中反映了 2023 年以来的国债流动性状态及过程。一是国债买卖价差。根据彭博社数据，2 年、10 年和 30 年国债的买卖报价差值在银行破产事件发生后均升至 30 个基点以上，达到过去 6 个月来最高水平，反映了交易商之间的分歧扩大，同时也意味着成交难度上升，2023 年三季度这些差值开始下降。二是投标（认购）倍数。该倍数是竞争性竞标者的竞标额和国债发行额的比值，该倍数高表明债券需求多，一般以 2 倍为基准。2023 年初，当债务上限接近时，债务上限提高的谈判不确定性上升，投标倍数下降，部分债券曾经低于 2 倍；三季度投标倍数呈现上升趋势，最高曾达 2.9 以上，体现了市场需求恢复。三是未能完成结算的交易额。该数据的月均值在 2023 年二、三季度达 1300 亿美元，高于历史水平 1100 亿美元，三季度下降到 1000 亿美元。四是彭博社的国债流动性指数。它衡量的是国债价值偏离其公允价值的程度。该均值在 2023 年一、二季度曾经上升到 2.5，高于历史水平 2.2，在三季度下降到 2.1 左右。

总体而言，由于美国国债的长期结构性问题可能延续，包括国债发行量继续增加，叠加周期因素包括美联储持续缩表以及利率上升，导致近期国债市场的不确定性以及价格波动性难以得到显著改善，国债市场流动性的脆弱性问题也难以迅速缓解。

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