

全球经济金融展望报告

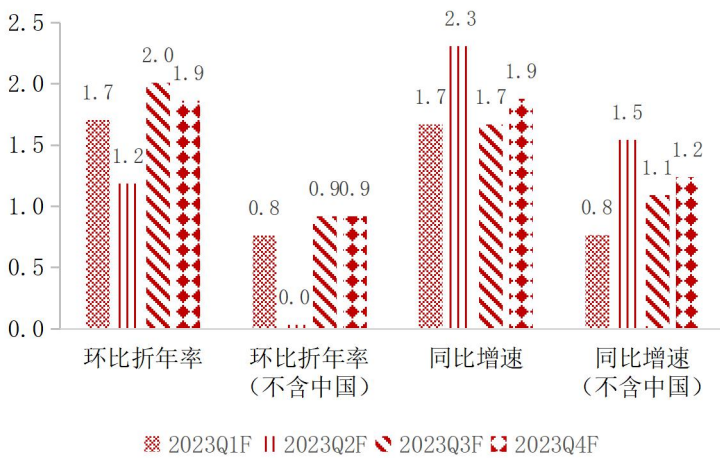
2023 年第 2 季度（总第 54 期）

报告日期：2023 年 4 月 3 日

要点

- 2023 年一季度，全球经济走势好于预期，欧美经济下行速度放缓，全球供应链紧张状况缓解。美欧央行继续实施紧缩性货币政策，美元流动性持续收紧，风险资产价格大幅缩水，国债等固定收益产品估值暴跌，诱发美欧银行业流动性风险，全球避险情绪升温。
- 展望二季度，全球经济在消费、就业、通胀等领域的结构性矛盾和分化特征将更加明显，将对全球经济增长形成更多拖累。美欧银行业流动性风险将持续演化，美欧货币政策紧缩步伐可能分化，美元指数将继续从高位回落，全球股市持续承压。
- 发达经济体产业补贴政策、全球贸易发展新格局、全球流动性紧缩与外汇市场脆弱性、俄罗斯经济金融韧性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

吕昊昊

王宁远

初晓

黄小军（纽约）

陆晓明（纽约）

黄承煜（纽约）

李振龙（伦敦）

温颖坤（法兰克福）

王哲（东京）

谢金铭（香港）

联系人：王有鑫

电话：010-66594127

邮件：wangyouxin_hq@bank-of-china.com

全球经济结构性矛盾凸显，货币政策紧缩周期延长

——中国银行全球经济金融展望报告（2023 年第 2 季度）

2023 年一季度，全球经济走势好于预期，欧美经济下行速度放缓，全球供应链紧张状况缓解，主要经济体消费数据稳定，通胀回落速度放缓。美欧等主要经济体央行继续实施紧缩性货币政策，美元流动性持续收紧，风险资产价格大幅缩水，国债等固定收益产品估值暴跌，诱发美欧银行业流动性风险，全球避险情绪升温。展望二季度，全球经济在消费、就业、通胀等领域的结构性矛盾和分化特征将更加明显，将对全球经济增长形成更多拖累。主要经济体普遍面临“物价稳定”和“金融稳定”两难困局，美欧货币政策紧缩步伐可能分化，将呈现“美鸽欧鹰”政策格局。美欧银行业流动性风险将继续演化，全球流动性持续收紧，跨境资本延续回流美国趋势。美元指数或将从高位继续回落，全球股市持续承压。本期报告分别对发达经济体产业补贴政策的影响、全球贸易发展新格局、全球流动性紧缩与外汇市场脆弱性、地缘冲突背景下俄罗斯经济金融韧性等专题展开分析。

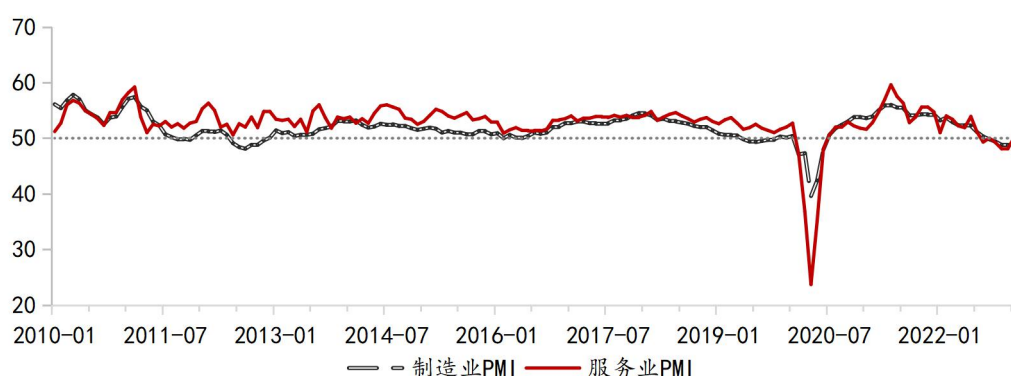
一、全球经济回顾与展望

（一）全球经济走势呈现结构性分化，未来存在较大不确定性

2023 年一季度全球经济走势好于预期。2022 年底市场参与者和主要国际机构普遍认为全球经济将在 2023 年上半年陷入衰退，特别是欧洲经济体将陷入深度衰退。然而，进入 2023 年后，种种迹象显示，全球经济表现好于预期，全球生产和消费表现出一定韧性，欧洲经济体仅呈现轻微衰退迹象。今年以来，全球制造业和服务业 PMI 指数连续两个月回升，制造业 PMI 指数时隔 6 个月再次升至 50%，服务业 PMI 指数升至荣枯线上方（图 1）。2023 年 2 月，OECD 消

费者信心指数升至 97.8，较去年底提高 0.7 个百分点。全球能源短缺和供应链紧张状况有所好转，2023 年 2 月，纽约联储全球供应链压力指数大幅下降至 -0.26，已恢复至疫情前水平。紧缩性货币政策对欧美经济的负面影响尚未充分显现，2022 年四季度，美国实际 GDP 环比增长折年率为 2.7%，预计今年一季度将继续实现正增长，欧盟实际 GDP 环比增速为 -0.1%，德国和意大利环比增速为负，但法国和英国环比增速为正，并未陷入全面衰退。上述变化改善了对 2023 年上半年全球经济的预期，预计经济下行速度和幅度将收窄，但在美联储继续加息、美欧银行业流动性风险加大、地缘政治冲突持续等因素影响下，全球经济中的一些结构性矛盾加快累积，经济衰退风险可能只是延后而并未消退。

图 1：全球制造业和服务业 PMI 指数变化趋势（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

展望二季度，全球经济结构性矛盾和分化特征将更加明显，并将对全球经济增长形成更多拖累，突出表现在以下方面。

第一，主要经济体普遍面临“物价稳定”和“金融稳定”的政策两难选择，经济增长受货币政策影响加大。年初以来，欧美 CPI 同比增速下行速度放缓，部分国家通胀甚至再度走高，使得市场对通胀压力的担忧再度升温，主要央行表态将继续实施紧缩性货币政策，利率峰值预期不断攀升。随着紧缩货币政策升温，欧美主要经济体国债收益率快速走高，金融市场短期波动性加大，国债

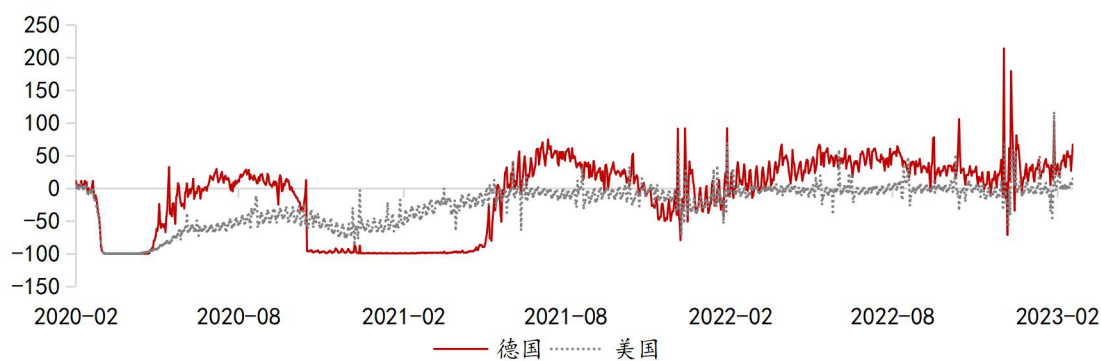
和房地产抵押贷款支持证券等金融产品价格大幅下跌，金融机构投资相关产品面临的账面损失不断扩大，投资者出于避险和降低投资损失需要，逐渐抛售和赎回相关产品，使得金融机构面临的流动性压力日益增大。3月10日，硅谷银行在巨额亏损和挤兑压力下率先宣布破产，相关风险随后快速蔓延至美国其他中小银行和欧洲银行业，瑞士信贷银行也很快陷入危机，最终被瑞银集团收购。目前，欧美银行业危机仍在持续演化，在此背景下，欧美央行在遏制通胀方面将面临更多掣肘，将不得不在物价稳定和金融稳定之间做出取舍，由此可能导致通胀持续时间更长，货币政策紧缩可能将呈现“节奏放缓，加息幅度降低，但持续时间更长”等特点，对经济和金融市场的冲击也将更大。

第二，在流动性压力和货币紧缩周期延长背景下，各国投资受到的限制将进一步深化，消费意愿和消费能力也将受到更多抑制。目前欧美主要经济体采取的紧缩性货币政策对国内需求存在不对称影响，大幅加息对投资的影响大于消费。2022年在美联储正式开启加息周期后，美国国内私人投资总额第二、第三连续两个季度下降，第四季度环比增速虽有所恢复，但主要是受企业在经济下行周期被动补库存所致，对利率敏感的住宅投资总额逐季下降，且环比降幅于下半年进一步扩大。2022年四季度，欧元区固定资本形成总额环比下降3.0%。在快速加息下，消费部门表现好于投资。美国零售和食品服务销售额于2022年底连续两个月小幅下降后，2023年1月又再度大幅增加，环比增长3.0%，2月虽略有下降，但依然处于历史高位，消费规模明显高于去年四季度。欧盟零售销售指数在115以上水平高位震荡，1月环比再度增长0.4%。在通胀压力持续背景下，欧美央行将继续实施紧缩性货币政策，欧美银行业流动性压力持续凸显，部分流动性压力较大的中小商业银行会将更多的流动性用于应付集中提取和潜在的挤兑危机，贷款条件将收紧，对企业信贷和消费的支持力度将有所减弱。由此，企业融资需求将面临量和价两方面的冲击，随着经济环境恶化，消

费者收入增速将放缓，对未来经济衰退的担忧将升温，货币政策对消费的抑制作用将加快显现。

第三，从消费结构角度看，商品消费将进一步承压，服务消费短期仍具韧性。疫情期间，受疫情防控措施影响，各国服务消费比商品消费受到了更多抑制。随着疫情状况好转，各国服务消费逐渐加快复苏，特别是餐饮、旅游、娱乐等接触密集型服务业。2023年2月，美国、欧元区、英国、日本等主要经济体服务业景气度明显改善，服务业PMI指数上升，均达到荣枯线以上，相较之下，制造业PMI指数表现不及服务业。与此同时，商品消费表现也不及服务消费。2022年2月以来，美国个人服务消费支出月度环比增速均为正，而耐用品和非耐用品消费支出在多个月份出现负增长。从微观数据看，当前美国、德国餐厅用餐人数已基本回到2019年同期水平（图2）；2022年欧洲电影票房收入增长约50%（欧元计价），预计2023年将继续回升。预计二季度全球服务行业复苏仍将持续，服务消费仍将维持正增长，但随着经济下行压力加大，增速可能放缓，最终在商品消费下行拖累下整体消费数据将逐渐疲软。

图2：美国和德国餐厅就餐人数变化（以2019年为基准，%）



资料来源：CEIC，中国银行研究院

第四，与消费结构相对应，通胀方面，发达经济体商品通胀有所缓解，服务通胀依然顽固。进入2023年，大部分G20经济体通胀水平有所下降（图3），

但欧美经济体核心服务通胀压力依然较大，使得通胀下行速度放缓。2023年2月，美国CPI同比增速下降0.4个百分点至6%，核心CPI为5.5%，仅较上月下降0.1个百分点。分项看，食品项环比增速降至2022年以来最低水平(0.4%)，核心商品价格基本持平，但住房通胀环比增长0.7%，较1月仅降低0.1个百分点，对整体通胀环比贡献超七成。欧元区2月CPI同比增速为8.5%，较1月仅下降0.1个百分点，服务价格继续走高，同比上涨4.8%，比1月增加0.4个百分点。受美国劳动力市场紧张以及服务消费偏强影响，预计二季度美国通胀回落速度将依然较慢，但随着经济下行压力加大，以及在高基数效应下，预计下半年美国通胀回落速度将加快。能源问题持续影响欧洲市场，而且随着服务业需求复苏，推动价格上涨的因素逐渐从能源扩散至非能源工业品、服务等价格粘性更强的商品，欧元区通胀压力短期难以缓解。新兴经济体通胀表现将持续分化，亚太地区新兴经济体凭借着工业生产优势将维持低通胀，而部分拉美和非洲新兴经济体通胀将继续保持在高位，特别是阿根廷通胀率可能将继续超过90%，尼日利亚通胀率也将高于13%。

图 3：G20 经济体 CPI 同比增速 (%)

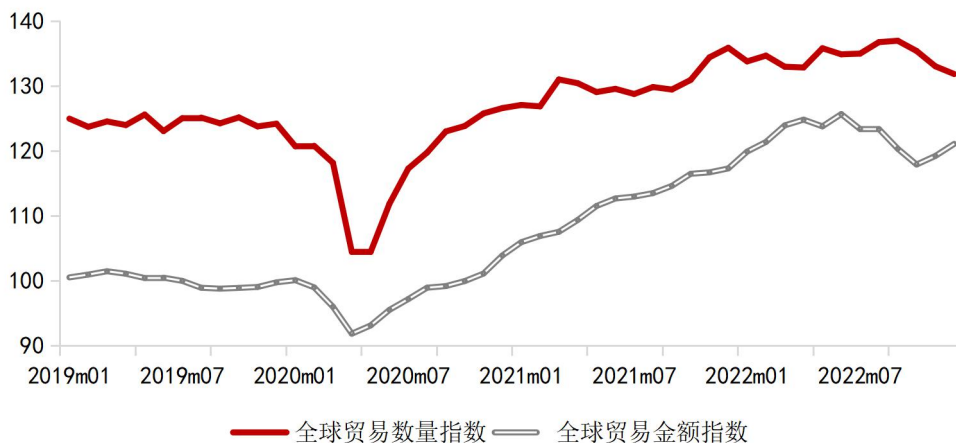


注：阿根廷、俄罗斯、英国、南非、印度、加拿大、巴西、日本、沙特是2023年1月数据，澳大利亚是2022年底数据，其余国家是2023年2月数据。

资料来源：Wind，中国银行研究院

第五，国际贸易增速将继续回落，主要制造业国家外需增长压力大于内需。随着全球主要经济体增长放缓，需求收缩，固定资产投资下滑，全球货物贸易特别是中间品贸易增长前景不容乐观。根据荷兰经济分析局测算，2022年四季度，全球贸易数量指数逐月下行（图4）。世界贸易组织将2023年全球货物贸易增速从3.4%下调至1%，低于2022年增速约2.5个百分点。截至2023年2月，作为“全球需求风向标”的韩国出口贸易额已连续五个月同比负增长，1月跌幅甚至高达16.6%。分结构看，1月韩国半导体制造设备、平板显示器和传感器、汽车配件、电子应用设备、电脑等出口规模同比和环比均为负增长，这些产品多为工业生产重要的中间投入品以及家庭消费耐用品，出口规模下滑或是全球外需回落的信号。发达经济体经济增速放缓和需求收缩给亚太新兴经济体出口贸易带来挑战。2023年1月，泰国、印度出口贸易额同比分别下降4.5%和6.6%。世界贸易组织预计2023年亚洲地区出口贸易增速为1.1%，比2022年低1.8个百分点。

图4：全球贸易数量和金额指数变化趋势（2010年=100）

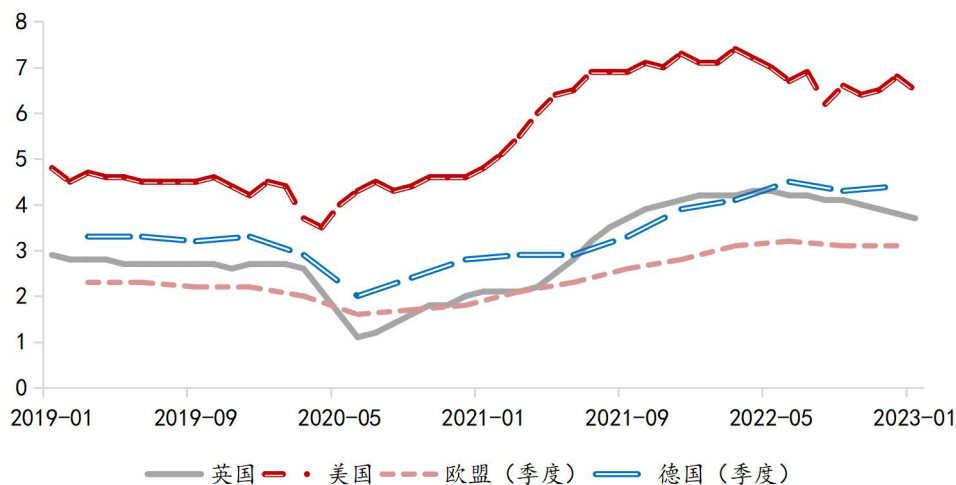


资料来源：荷兰经济分析局（CPB），中国银行研究院

第六，劳动力市场方面，虽然发达经济体失业率处于低位，劳动空缺率居高不下，但顺周期行业裁员不断增加，反映经济增长承压。当前欧美劳动力市

场仍然偏紧，失业率均处于较低水平，职位空缺率居高不下（图 5），这对劳动者收入带来支撑，一定程度上抵消了紧缩货币政策对消费的不利影响。但看似良好的就业数据可能无法真实反映欧美经济增长和劳动力市场的真实情况。从结构上看，在服务业复苏带动下，目前欧美劳动力市场就业增加更多源于接触性服务业的反弹，以美国为例，2023 年 1 月，美国职位空缺率处于 6.5% 的高位，其中，专业和商业服务、教育和保健服务业、休闲住宿业等接触型服务业职位空缺数量占美国非农职位空缺数量的比例高达 50% 以上。另一方面，与高企的职位空缺率同时并存的是欧美裁员潮的发生。2023 年 1-2 月，美国企业宣布计划裁员数量达 14 年来最高水平，为 18.1 万人，比去年同期增加三倍多。特别是科技企业受加息影响，盈利环境恶化，引领了美国此轮裁员潮，2023 年前 2 个月宣布的裁员计划中，35% 的裁员来自该行业。欧洲方面，能源危机与高通胀持续发酵，诸多欧洲企业陷入“高成本、低需求”困境，科技、化工、航空多个行业均宣布裁员计划，其中包括德国化工巨头巴斯夫公司、欧洲最大的软件制造商 SAP 公司、芬兰航空等大型企业。

图 5：部分发达经济体职位空缺率（%）



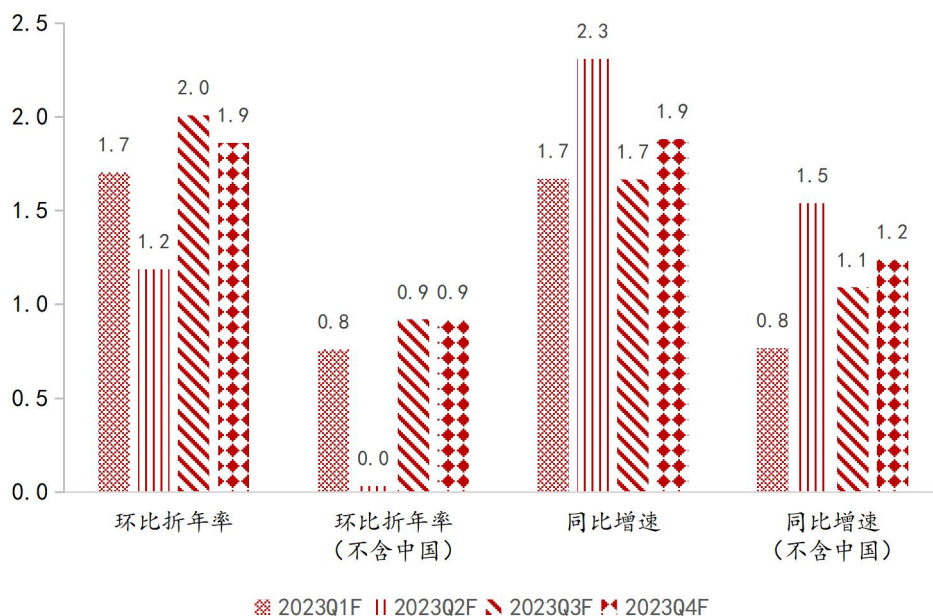
资料来源：Bloomberg, Wind, 中国银行研究院

由上可见，目前全球经济结构性矛盾愈加凸显，一季度在服务业持续复苏

带动下，与服务消费相关的领域和经济结构以第三产业为主的发达经济体 GDP 表现好于预期，下行速度放缓，但与商品消费相关的领域和经济结构以制造业生产和出口贸易为主的新兴经济体经济下行压力开始更多显现。然而，随着形势变化，现在发达经济体除了要在遏通胀和稳增长之间求得平衡，还面临着银行业流动性风险加大和金融稳定的压力，政策目标的增加和目标之间的相互冲突将使得经济再平衡之路更加艰难，经济增长面临的不确定性增大。

积极的方面是，在消费和就业等领域还存在一些稳定因素，缓和了经济下行速度，各经济体衰退的一致性预期减弱，欧美并未同时陷入衰退，亚太新兴经济体经济复苏潜力好于欧美等发达经济体，在下半年有望逐渐企稳复苏，在各国经济“错峰”下行和反弹背景下，预计 2023 年全球经济将保持低位平稳波动，全年增速预计将达到 2.0%，较 2022 年下降 1.1 个百分点，但季度波幅有望降低。

图 6：2023 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

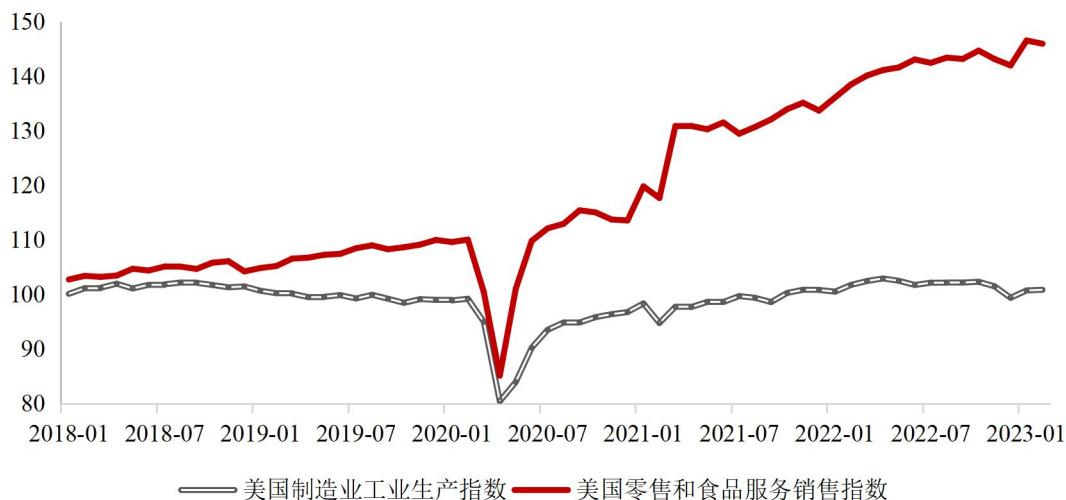
（二）重点国别/地区经济形势研判

1. 受银行业流动性风险冲击，美国经济下行压力加大

美国经济目前正处于扩张周期的晚期。从经济周期角度看，美国经济自2022年初进入扩张晚期。其特征是：劳动力市场趋紧，失业率下降到历史低点；经济增长减速，并且低于历史和趋势水平；美联储开始紧缩货币政策；国债收益率曲线变平坦而后倒挂；主要资产包括股票、债券和房地产价格下跌。这一阶段最重要的特征是未来经济增长不确定性上升。

2023年一季度美国经济“先扬后抑”，银行业流动性风险出现，使经济增长前景变差。2月份之前，由于美国消费、就业等数据表现较好，供应链瓶颈持续改善，工业生产稳定回升，使得美国经济下行压力放缓，市场对美国经济预期改善，对美国经济实现“软着陆”的讨论增多、信心有所增强。2023年前2个月，美国零售和食品销售月度均值较去年四季度月度均值增长2.1%，制造业工业生产指数连续两个月回升（图7）。在经济形势改善、私人消费维持较高增速以及劳动力工资稳定增长等因素带动下，美国通胀回落速度放缓，导致美联储加息预期进一步升温。3月7日，美联储主席鲍威尔公开表示，美联储可能不仅会加快加息步伐，终端利率也可能高于此前预期。此后高盛上调利率峰值预期至5.5%-5.75%，为近20年来最高水平。受此影响，美债收益率再次快速攀升，美国金融市场大幅波动，成为引爆美国银行业流动性危机的导火索。

图 7：美国零售销售指数和制造业工业生产指数变化趋势（2017=100）



资料来源：Wind，中国银行研究院

3月10日，硅谷银行率先“爆雷”、破产，之后危机快速蔓延至其他中小银行，据统计，美国目前有超过180多家银行面临与硅谷银行类似的风险和问题。美国银行业由于投资国债和MBS等金融产品，未实现的账面亏损高达6600亿美元，美联储在3月进一步加息，账面亏损可能进一步增加，美国银行业将继续面临流动性压力。目前，美联储已通过创设银行定期融资计划（BTFP）、鼓励银行使用贴现窗口借款、向联邦存款保险公司（FDIC）提供1420亿美元贷款资金等手段，向银行业提供紧急流动性支持，宣示稳定金融体系的决心。3月8日到3月15日一周时间内，美联储资产负债表再度增加约3000亿美元，从侧面反映了当前美国银行业面临的流动性压力之大。

二季度，美国经济增速回落速度将加快，是否陷入负增长取决于后续银行业流动性风险演化情况，但下半年衰退风险日益加大。在流动性危机发生前，市场普遍判断美国经济在上半年可能不会陷入负增长，随着加息政策的滞后和累积效应显现，可能在下半年陷入衰退。然而，在银行业危机发生后，随着形势变化，美国经济在二季度出现负增长的概率提升，这很大程度上取决于美国银行业危机未来演化路径。从基准情形看，当前美国经济活动分化特征日益明

显，一方面经济开始出现减速增长趋势，企业非居住类固定投资支出疲弱，消费者商品支出疲软，贸易逆差小幅走阔。但另一方面，经济也表现出一定韧性，3月标普全球美国综合采购经理人指数（PMI）升至53.3%，为近10个月最高水平；服务业PMI指数53.8%，较上个月增加3.2个百分点，服务业需求进一步释放；制造业PMI指数回升2个百分点，再度接近荣枯线。然而，金融市场和融资环境的变化正在使经济实现“软着陆”的可能性降低，在美联储大幅加息后，美国金融周期逐渐进入紧缩期，信贷市场、债务市场、股票市场和房地产市场均进入下行阶段，银行业流动性压力加剧金融条件收紧，金融脆弱性上升。美国银行特别是中小银行在流动性压力下可能将大幅收紧信贷政策，中小银行对美国经济发展具有重要作用，资产值低于2500亿美元的银行，承担了美国约50%的商业和工业贷款、约6成的住房贷款。目前美国金融条件开始加快收紧，芝加哥联储国家金融条件指数（NFCI）自2月10日以来持续走高，从年内低点-0.33升至目前的-0.24。在此背景下，美国企业和居民贷款成本将继续上升，融资可获得性将下降，房地产投资、设备投资等对信贷环境更敏感的领域将继续承压，可能导致经济增速和需求快速回落。这是基准情形，而如果形势进一步恶化，悲观情绪和挤兑风险进一步蔓延，很可能会诱发金融危机。虽然该种情形发生概率较低，但也存在一定风险。一旦该种情形出现，银行体系风险将快速扩散至金融市场、融资领域和实体经济领域，将使美国经济快速陷入衰退，经济“硬着陆”发生。

在经济下行压力影响下，美国通胀问题将逐渐得到缓解。一季度美国通胀仍具粘性，但随着金融条件收紧、居民家庭资产负债情况和经济预期变差，预计通胀将在二季度继续下降，在下半年明显缓解。高盛集团估计，截至今年1月中旬，美国民众已经花掉新冠疫情期间超额储蓄的35%。到今年底，剩下65%的储蓄也可能将被耗尽。目前美国中低收入家庭负债快速上升，在美国通胀高企、金融资产价格下跌、经济衰退风险加剧背景下，美国民众财富和可支配收入

入面临缩水，债务负担将继续增加，市场流动性环境收紧也将增加再融资难度，消费者可能将被迫减少开支，企业销售业绩将下滑，更多企业将开始裁员，劳动力市场紧张状况有望在 6 月份之后缓解，对消费和通胀的支撑作用将减弱。因此，到了下半年，美联储面临的主要问题可能将不是通胀，而是经济衰退应对问题。在此背景下，通胀在货币政策制定中的权重可能下降，美联储将更多关注经济增长和金融稳定问题，货币政策可能会相应调整。不过，在上半年通胀问题实质缓解之前，美联储可能不会轻易改变货币政策举措。目前看似矛盾的“加息和扩表”政策并不代表美联储货币政策立场发生了变化，近期扩表的结构以贴现窗口、其他贷款（主要为 FDIC 为救助硅谷银行与签名银行而提供的信贷支持）与新设立的 BTFP 为主，是结构性扩表措施，主要是为了缓解银行体系的流动性风险，而美联储持有的国债与 MBS 仍在减少，之前的缩表计划仍在继续。

综上，在美国银行业风险可控的基准情形下，预计 2023 年二季度美国 GDP 环比增长折年率将降至 0.2% 上下，较一季度回落约 1.0 个百分点，CPI 增速可能降至 4.5% 上下，下半年经济大概率陷入轻度衰退，预计全年经济增速 0.7%，较 2022 年底预期下调 0.3 个百分点。而如果银行业风险进一步演化为金融危机，则预计二季度美国 GDP 环比增长折年率将降至 -0.2% 上下，CPI 增速可能会降至 4.0%，全年经济增速 0.2%。

专栏 1：美国劳动力市场变动特征及对通胀的影响

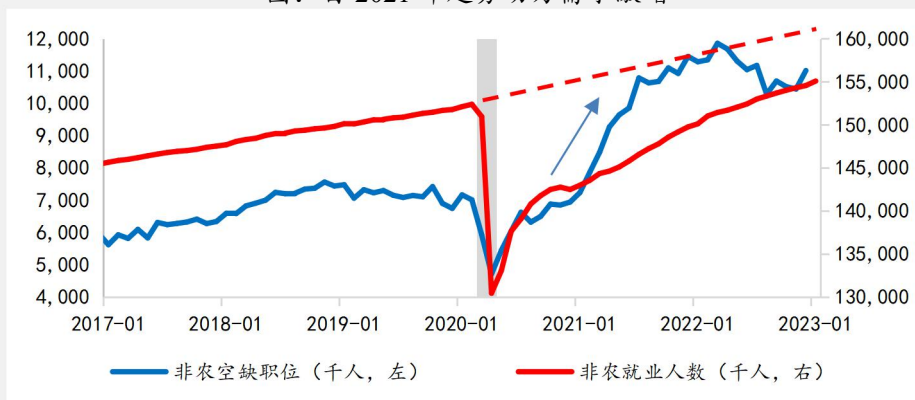
疫情之后美国劳动力市场呈现结构性变化，劳动力市场逐渐成为影响美国经济和通胀走势的关键因素，左右着美联储加息节奏和全球市场情绪。

供需失衡，劳动力供给不足。疫情之后美国劳动人口减少导致劳动力供不应求，尤其自 2021 年年中职位空缺激增以来，劳动力供需不平衡逐渐加剧。根据美联储主席鲍威尔在布鲁金斯学会的发言，截至 2022 年 11 月，美国劳动力缺口达到 350 万左右水平。两点因素可以解释缺口的存在，第一，由于健康问题、疫情初期裁员以及 2020-2021 年金融资产及房产升值使财富水平增加导致的全职员工“提前退休”，可以解释约 200 万劳动力缺口；第二，由净移民数量减少和疫情死亡人数导致的工作年龄人口增长放缓可以解释另外 150 万劳动力缺口。美国国家经济研究局的一项分析显示，这次疫情使美国劳动力永久减少了大约 50 万人（占成年人的 0.2%、疫情死亡人数的一半）。因此，尽管疫情已基本

得到控制，且 2022 年移民人数大幅回升，但从供给端来看，劳动力恢复可能依旧较为缓慢。

与之相对的，是美国经济在 2021 年重新开放所带来的劳动力需求激增。在近三年时间里，就业人数自 2020 年 4 月底点增加了 2464 万人，但仍低于疫情前趋势水平。2022 年 3 月，非农职位空缺达到峰值，接近 1200 万，远远高于大流行前的高点，近期仅小幅回落。目前，几乎每个失业的美国人对应近 1.9 个职位空缺，意味着可用职位几乎是找工作人的两倍；同时，2023 年 2 月失业率仍处于 3.6% 的历史低位，表明当前劳动力市场紧张程度。整体看，劳动力市场尚未出现明显冷却迹象，仅部分求职网站（LinkUp、Indeed 等）表示空缺职位有所减少。

图：自 2021 年起劳动力需求激增



资料来源：美联储，中国银行研究院

当前美国劳动力市场结构性缺口特征明显。目前就业人口整体恢复到 2019 年底水平，较疫情前增加 0.1%。其中，生产运输、管理和专业以及建筑采矿业相关人员受疫情影响最小，疫后快速恢复，目前就业人数分别较疫情前增长 6.7%、5.4%和 3.1%。而服务职业、销售职业、农林牧渔业尚未恢复至疫情前水平，分别较疫情前下降 4.7%、9.5%、21.9%。目前就业需求主要集中在服务业，服务业占新增非农就业的 90%左右，高于前几个月，特别是接触性服务业（零售、专业和和商业服务、教育和保健、休闲和酒店业）占 70%，近期均值较之前高了约 10 个百分点。从职位空缺的行业分布看，服务业职位空缺数的增量和增幅大于非服务业，特别是上述接触性服务业的职位空缺数增量较大，对职位空缺数的总体拉动率近 60%，另外制造业职位空缺数较疫情前水平增加近 1 倍，是增幅最大的细分行业。总体看，所有行业均存在就业缺口，但接触性服务业的就业缺口最严重。

劳动力市场紧平衡一定程度上抵消了美联储货币政策对通胀的影响。2022 年开始，随着全球供应链压力缓解以及能源成本回落，商品通胀压力已大幅走低。但随着服务业需求持续升高，企业不得不提高工资，在劳动力缺口较大的环境下争夺人才，帮助推动了 25 年来企业最快的工资增长，并使得服务通胀在 2022 年持续走高，成为当前整体通胀中最具粘性的一部分。根据 1 月和 2 月美国通胀数据，核心 CPI 同比增速连续两个月分别仅回落 0.1 个百分点，下行速度放缓。美联储偏爱的劳动力成本指数（Employment Cost Index）在 2022 年第四季度环比折年增长率为 4.0%，2023 年 2 月平均时薪达到 33.1 美元的历史最高水平。因此，劳动力市场供需失衡将在一段时间内持续抑制整体通胀回落速度，除非劳动力市场需求（尤其是服务业需求）出现缓解。目前虽然这一趋势转折点尚未到来，但随着美国经济加快下行，企业裁员增加，新增岗位减少，美国劳动力市场紧张状况可能将在下半年得到缓解，由此，也将带动美国通胀加快下行。

2. 欧洲经济有所好转，但挑战犹存

欧洲经济活动大幅放缓，但整体好于预期。受全球需求疲软、高通胀、俄乌冲突、能源供给短缺等因素影响，2022 年下半年以来欧洲经济增长表现低迷，三、四季度欧元区 GDP 环比增速分别为 0.4%和 0，英国分别为-0.16%和 0.01%。

与此同时，前期困扰欧洲的供应瓶颈问题逐步缓解，受能源消耗节约、供应来源多元化、冬季天气相对温暖等因素影响，欧洲天然气基准价格已明显低于俄乌战争时期的高点，带动欧洲工业生产复苏、贸易逆差收窄。在欧洲市场重新开放的持续作用下，消费需求复苏较为强劲，劳动力工资上涨使居民消费和服务需求保持坚挺，部分缓解了高通胀所造成的购买力损失，消费者信心也出现改善。2月欧元区和英国消费者信心指数分别环比上升1.7和7点，但整体仍远低于长期平均水平。总体而言，欧洲经济表现好于预期。OECD在3月发布的最新预测中，对2023年欧元区和英国经济增速分别较去年11月预测上调0.3和0.2个百分点。

通胀水平高位回落，核心通胀仍然顽固。2022年10月，欧元区和英国CPI达到峰值，此后整体呈现下行态势，但核心CPI仍然居高不下。2023年2月，欧元区CPI同比涨幅较上月下降0.1个百分点至8.5%，而核心CPI同比涨幅扩张0.3个百分点至5.6%；英国CPI和核心CPI同比涨幅意外上涨0.3和0.4个百分点至10.4%和6.2%。能源价格回落对通胀的缓释效果基本被其他领域价格的上涨态势所抵消，由居民需求支撑的消费和服务价格正在经历持续上涨。在强劲的劳动力市场支持下，工资保持增长，工人为谋求加薪而组织的罢工活动在欧洲此起彼伏，工资价格逐渐形成通胀上行或久高不下的第二轮压力。

欧洲央行顶住银行业危机压力，继续坚持收紧货币政策。3月以来，美欧市场先后发生美国硅谷银行倒闭、瑞信流动性危机等银行业危机事件，市场对于发达经济体央行货币政策预期再度生变。但欧洲央行顶住压力，在3月选择再度加息50个基点，显示抗通胀仍是欧洲央行首要目标。值得注意的是，欧洲央行在最新的货币政策决议中，并未就下一次会议加息情况进行前瞻说明。欧洲央行大幅加息可能会使欧洲银行业流动性紧张态势进一步加剧，放大欧洲金融市场风险。未来欧洲央行的货币紧缩进程面临较大不确定性，需持续关注欧洲金融风险及其外溢影响。

预计 2023 年欧元区和英国经济增速将分别在 0.3%和-0.6%上下，分别较 2022 年下降 3.2 和 4.6 个百分点。

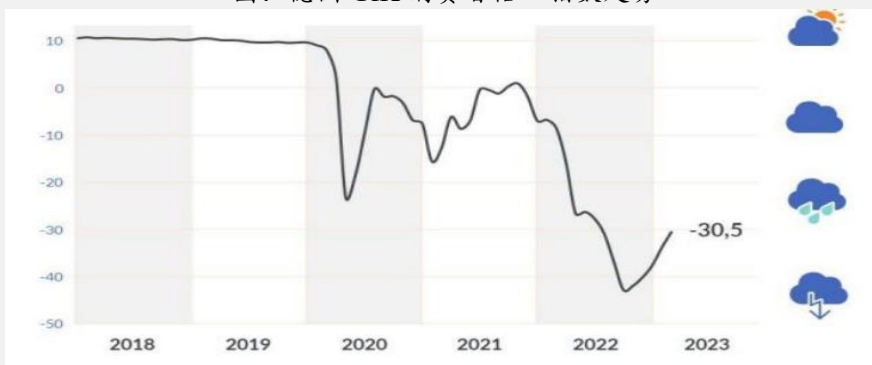
专栏 2：德国经济衰退形势是否会进一步延续

2022 年第四季度，德国经济出现意外萎缩。根据德国联邦统计局公布的数据，2022 年第四季度德国 GDP 环比下降 0.4%，这是自 2021 年第一季度以来首次出现萎缩。在此之前，德国二、三季度 GDP 分别环比增长 0.1%和 0.5%。与此同时，2022 年末以来欧洲地区能源价格企稳，以 PMI 衡量的德国经济活动水平实现扩张，这与其真实经济增长表现相背离。作为欧盟经济火车头，德国经济的意外萎缩给其 2023 年增长预期增添了不确定性，也给欧盟经济浇了一盆冷水。

根据德国联邦统计局的解读，德国 GDP 萎缩的原因主要在于一直支撑德国经济的私人消费出现大幅下滑，其深层次原因在于通胀长期居高不下对居民消费能力的侵蚀。2022 年四季度德国私人消费支出环比下滑 1%，而此前两个季度分别环比上涨 0.6%和 0.7%，私人消费由之前经济的拉动项变成拖累项。为应对能源价格上涨所引发的通胀压力，2022 年 9 月德国朔尔茨政府设立了 2000 亿欧元的特别基金，财政支持力度在欧盟成员中最大，甚至引发法国等成员不满。但天然气限价计划、中低收入家庭租房补贴等支持措施直到 2023 年才开始生效，对 2022 年末的德国经济未带来积极作用，也间接导致私人消费对经济形成拖累。

进入 2023 年，德国经济增长前景出现积极信号。天然气价格压力和短缺问题对经济的困扰有所好转，电力和天然气价格的限价措施正在给私人家庭和企业减负，其他财政支持措施的陆续生效也有利于企业投资、工业生产及家庭消费增长。在供应瓶颈缓解和订单大量积压背景下，工业生产预计将保持复苏。2023 年 3 月，德国捷孚凯（GfK）消费者信心先行指数连续第 5 个月出现上升，所有领域的预期都有所好转。

图：德国 GfK 消费者信心指数走势



资料来源：德国 GfK 集团

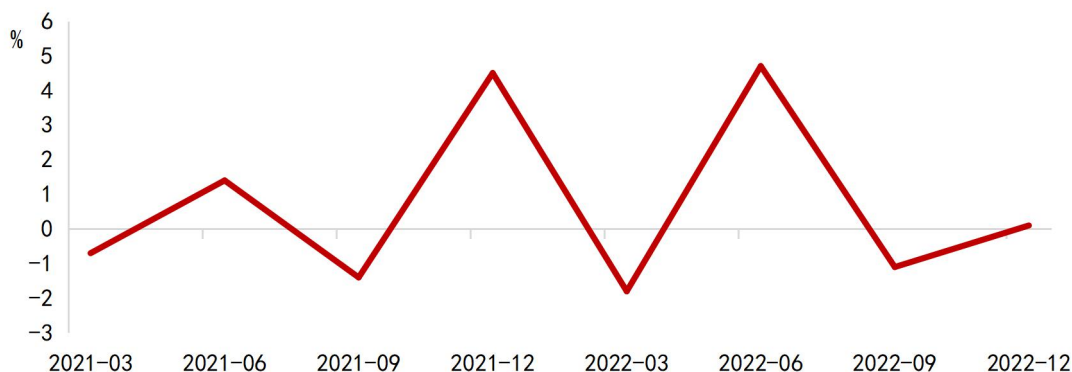
另一方面，德国经济增长仍面临一些不利因素。受外部市场需求下滑影响，德国对外出口颓势继续延续。高通胀仍在侵蚀消费者购买力，Ifo 经济研究所调查显示，当前零售业企业对营业现状评估明显好于 2022 年三季度，但整体仍持悲观态度。欧洲央行持续加息有助于进一步控制通胀，但高利息已经使欧洲金融市场经历巨大波动，瑞信事件可能引致进一步的欧洲银行业危机。

总体而言，2023 年德国面临的宏观经济不确定性有所降低，能源市场价格日趋合理，精准的财政补贴和限价措施，以及中国市场的再次开放，都将有助于提升 2023 年德国经济发展预期。德国经济专家委员会 3 月发布的预测认为，受能源价格下降以及对家庭和企业的政策支持的推动，2023 年德国实际 GDP 将小幅增长 0.2%，增速较上一期报告预测上调 0.4 个百分点；全年通货膨胀率为 6.6%，仍维持在相对高位。

3.日本经济持续低迷

日本经济表现时进时退。从 2021 年一季度至 2022 年四季度的 8 个季度，日本实际 GDP 环比折年率呈现正负交替，一直未出现连续两个季度的正增长，显示日本经济尚未进入稳定复苏通道。需求端方面，高通胀对日本经济特别是居民消费构成制约。1 月日本 CPI 上涨 4.2%，连续 17 个月上升，创逾 41 年新高。在疫情好转背景下，日本居民外出和访日游客增加，但物价高涨导致民众节约支出，2022 年四季度个人消费仅环比增长 0.3%。供给端方面，日本产业部门表现乏力。日本内阁府和财务省调查显示，2023 年第一季度日本全行业大企业景气判断指数为-3.0，较上季度下滑 3.7 点，在连续两个季度获得改善后再度出现恶化。1 月经常项目逆差逾 2.0 万亿日元，自去年 10 月以来再次出现逆差，创历史新高，其中货物贸易和服务贸易均出现高额赤字，仅反映海外投资利息及分红的首次所得收支项目有所盈余。

图 8：日本 GDP 环比折年率走势



资料来源：Wind，中国银行研究院

展望未来，日本经济基本面喜忧参半。从有利因素看，2022 年 10 月，日本政府推出一项综合经济对策，包括减轻电费和城市燃气费负担、继续实施汽油补贴、支援中小企业加薪、刺激国内旅游需求等措施，预计将带动 71.6 万亿日元总支出，对日本经济形成有力支撑。根据瑞穗测算，面向家庭和企业的能

源价格补贴、公共事业支出、扩大吸引外国游客和出口相关的企业支持政策合计 7 万亿日元，预计将使 2023 年日本 GDP 拉升 1.1 个百分点，特别是能源价格补贴政策将压低 2023 年核心 CPI 1.3 个百分点，并将显著减轻居民家庭支出负担。同时，国际原油和能源价格的持续走低将极大地缓解日本生产成本和贸易赤字压力，对日本经济增长形成支撑。

与此同时，日本经济仍面临一定制约。第一，日本居民收入上涨幅度低于物价整体涨幅，真实购买力收缩，限制消费复苏。1 月日本实际工资创 8 年来最大降幅，但同期日本核心 CPI 攀升至 4.2% 高位，远超居民工资收入涨幅，导致实际工资同比减少 4.1%，连续 10 个月出现下滑，对个人消费意愿带来较大冲击。日本政府实施涨薪促进税制以鼓励企业为员工涨薪，但企业利润收窄使企业涨薪能力受阻。第二，外部衰退风险给日本经济带来不确定性。受美欧持续加息、金融市场巨震等因素影响，全球经济衰退风险仍存，作为外向型经济体的日本难以独善其身。

日本央行行长即将“易主”，货币政策短期内难以“急转弯”。4 月 9 日，植田和男将就任新任日本央行行长，如何实现 2% 的通胀目标和保持工资上涨的良好节奏将成为植田和男上任之初就将面临的难题。从过去表态看，植田和男的货币政策立场并非一成不变，在速水优和福井俊彦掌舵时代，他总体保持鸽派立场，但在现任行长黑田东彦执掌日本央行的 10 年里，他对大规模宽松货币政策能否持续表示关切。对于其就任后的主张，2 月植田在接受媒体采访时表示，“从当前的经济和物价情况来看，央行货币政策是合适的，有必要继续保持货币宽松。”预计植田就任日本央行行长后，短期内日本央行货币政策大概率不会大幅转变，但会在现行货币政策框架下进行逐步调整。在经历了近 10 年的超常规货币宽松后，货币政策对日本经济的促进效果不断削弱，且其引发的各种副作用日益增强。预计未来日本央行货币政策的基调将逐步朝着温和宽松的方向调整。

预计 2023 年日本经济增速在 1.2% 左右，略高于 2022 年（1.0%）。

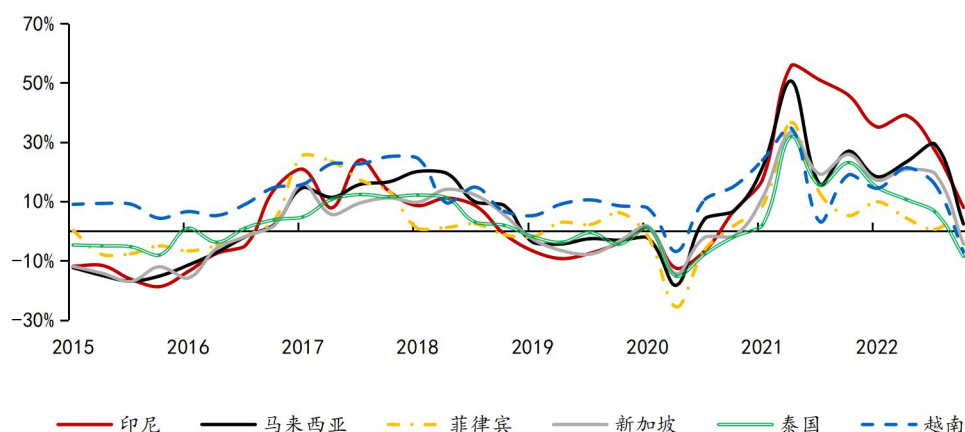
4. 新兴经济体经济增长不确定性加大

新兴经济体经济表现差异较大。亚洲新兴经济体增长态势良好。在强劲的国内需求与制造业发展支撑下，2022 年马来西亚、越南和菲律宾实现高速增长，实际 GDP 增速分别达到 8.7%、8.0% 和 7.6%。旅游业是拉动东盟经济增长的重要驱动力，疫情前占东盟 GDP 约 10%。截至 2022 年末，东盟各国旅游业平均反弹至疫情前水平的 35%-60%，2023 年旅游业有望进一步复苏。中东新兴经济体经济增长动力明显减弱。能源价格对经济的拉动作用逐步消退，沙特阿拉伯等原油出口国的 GDP 同比增速自 2022 年二季度起逐季回落。土耳其经济增长动力减弱，2022 年四季度 GDP 同比增速为 3.5%，加之其南部地区地震造成严重经济损失，经济增长不确定性较高。拉美与非洲经济体面临高通胀、低增长等问题。阿根廷与墨西哥虽保持较快经济增速，但通胀问题显著，2023 年 2 月阿根廷 CPI 同比大幅上涨 102.5%。2022 年四季度，巴西和南非的实际 GDP 增速分别放缓至 1.9% 和 0.9%，两国通胀率均有所下降但仍超过 5%，处于较高水平。欧洲新兴经济体经济增长触底，2022 年四季度波兰与匈牙利的 GDP 增速分别为 0.4% 和 0.8%，显著低于新兴经济体整体增长水平。展望未来，随着疫情影响逐步减弱、大宗商品价格回落，新兴经济体预计将延续当前走势。亚洲新兴经济体有望保持较高增长，资源出口型新兴经济体仍将受益于大宗商品价格高位波动，但增速可能逐步回落。不过，当前国际形势相对复杂，地缘政治冲突、经贸制裁、贸易保护主义等因素可能将波及新兴经济体，加大经济走势的不确定性。

外需疲软可能将削弱亚洲新兴经济体增长动力。全球经济增长放缓，美欧经济体进口需求收缩，加之低基数效应逐渐减退，亚洲新兴经济体出口贸易增长可能承压。2022 年第四季度，东盟主要国家出口同比增速明显下降，泰国、越南和新加坡的出口增速同比分别下跌 8.5%、7.1% 和 4.4%。不过，亚太新兴

经济体增长仍具有较强韧性，截至 2023 年 2 月，除马来西亚外，东盟各国与印度的制造业 PMI 指数均高于 50%荣枯线水平，出口减弱预计不会严重影响亚太产业链供应链的正常运转。

图 9：东盟主要经济体出口金额同比增速



资料来源：CEIC，中国银行研究院

加息抬升部分新兴经济体外债风险。随着美元走强，多数新兴经济体货币对美元汇率大幅下跌，资本流出压力加大，外汇储备减少，进而外债偿还能力不断减弱。2022 年，斯里兰卡率先出现主权债务违约，年末加纳政府宣布暂停支付欧元债务，陷入债务危机。巴西、埃及等国的债务占 GDP 比重也较高，2022 年四季度比重分别达 85.1%和 81.9%。当前，大宗商品价格与需求走弱降低资源出口国的贸易顺差与外汇储备，粮食保护主义浪潮加大非洲新兴经济体的粮食相关财政支出。在经济增长前景弱、债务占 GDP 比重高的背景下，不排除更多新兴经济体于 2023 年出现主权债务违约。

部分新兴经济体政治局势将迎来新变化。亚洲方面，马来西亚、菲律宾于 2022 年完成大选，但仍面临后疫情时代下的经济复苏挑战。尤其是在马来西亚大选中，三大主要政党联盟均未赢得国会下议院简单多数席位，加大未来政策制定和贯彻执行的不确定性。泰国、柬埔寨、缅甸将于 2023 年迎来大选，面临政局的更迭以及伴随的经济复苏挑战。拉美方面，左翼政党在哥伦比亚 2022 年

大选中胜出，卢拉于 2023 年 1 月出任巴西总统，为中国与拉美地区深化经贸合作提供良好基础。

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 ^f | 2023 ^f | 2021 | 2022 ^f | 2023 ^f | 2021 | 2022 ^f | 2023 ^f |
| 美洲 | 美国 | 5.9 | 2.1 | 0.7 | 4.7 | 8 | 4.1 | 5.4 | 3.6 | 4 |
| | 加拿大 | 4.5 | 3.3 | 0.7 | 3.4 | 6.8 | 3.8 | 7.5 | 5.3 | 5.9 |
| | 墨西哥 | 4.8 | 2.1 | 1.3 | 5.7 | 7.9 | 5.9 | 4.1 | 3.3 | 3.7 |
| | 巴西 | 4.6 | 2.9 | 0.8 | 8.3 | 9.3 | 5.3 | 13.5 | 9.3 | 9.4 |
| | 智利 | 11.7 | 2.7 | -1.0 | 4.5 | 11.6 | 8 | 9.1 | 7.8 | 8.6 |
| | 阿根廷 | 10.4 | 4.0 | 0.0 | 48.1 | 72.9 | 95 | 8.8 | 7.1 | 8 |
| 亚太 | 日本 | 2.1 | 1.0 | 1.2 | -0.3 | 2.5 | 2.1 | 2.8 | 2.6 | 2.5 |
| | 澳大利亚 | 5.2 | 3.6 | 1.8 | 2.9 | 6.6 | 5.4 | 5.1 | 3.7 | 3.9 |
| | 中国 | 8.4 | 3.0 | 6.0 | 0.9 | 2 | 1.5 | 5.1 | 5.6 | 5.3 |
| | 印度 | 8.7 | 6.7 | 7.0 | 5.1 | 6.7 | 6.6 | - | - | - |
| | 韩国 | 4.1 | 2.6 | 1.4 | 2.5 | 5.1 | 3.4 | - | 2.9 | 3.4 |
| | 印度尼西亚 | 3.7 | 5.3 | 4.9 | 1.6 | 4.2 | 4 | - | 5.8 | 5.7 |
| 欧非 | 欧元区 | 5.3 | 3.5 | 0.3 | 2.6 | 8.4 | 5.6 | 7.7 | 6.7 | 6.9 |
| | 英国 | 7.6 | 4.0 | -0.6 | 2.6 | 9.1 | 6.6 | 4.6 | 3.7 | 4.3 |
| | 俄罗斯 | 4.6 | -2.1 | -2.5 | 6.7 | 13.8 | 5.8 | 4.8 | 3.9 | 4.9 |
| | 土耳其 | 11.4 | 5.2 | 2.7 | 19.4 | 72 | 45 | 12 | 10.5 | 10.9 |
| | 尼日利亚 | 3.6 | - | 2.6 | 17 | 18.8 | 18.1 | - | - | - |
| | 南非 | 4.9 | 2.0 | 1.0 | 4.6 | 6.9 | 5.6 | 34.3 | 33.5 | 32.5 |
| 全球 | | 6.0 | 3.1 | 2.0 | 4.7 | 8.8 | 5.3 | - | - | - |

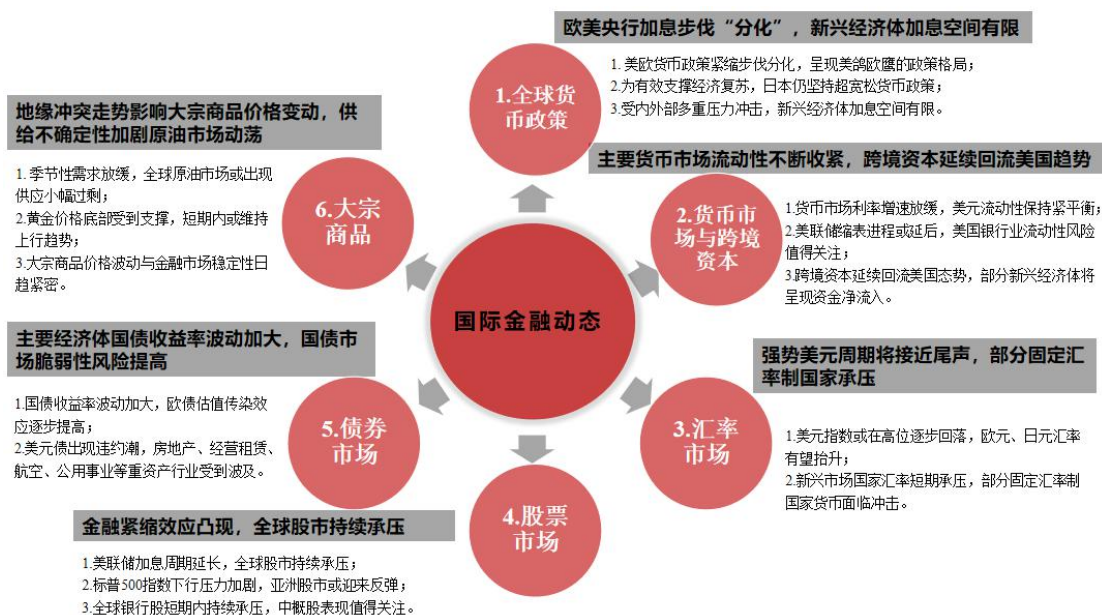
注：f 为预测值；全球 GDP 增速为市场汇率法计算结果。

资料来源：中国银行研究院

二、国际金融回顾与展望

2023 年以来，在发达经济体货币政策紧缩周期持续背景下，美元流动性收紧、风险资产大幅缩水、美国国债估值暴跌，引发硅谷银行破产、瑞信银行危机等“黑天鹅”事件频发，市场信心危机蔓延至更广泛的金融系统。

图 10：影响国际金融动态的六大因素

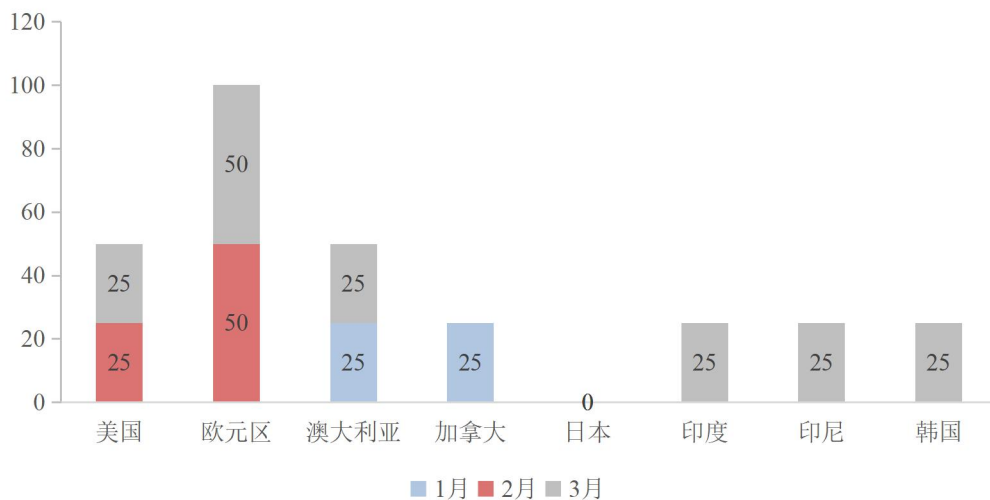


资料来源：中国银行研究院

（一）全球货币政策：欧美央行加息步伐“分化”，新兴经济体加息空间有限

2023 年第一季度，美欧维持货币政策紧缩步调。受通胀小幅回落、劳动力市场仍然非常紧俏影响，美联储放慢加息节奏，连续两次分别加息 25 个基点，将联邦基金利率上调至 4.75%-5.0%。欧洲央行面临顽固的高通胀压力，维持大幅加息节奏，2 月和 3 月分别加息 50 个基点，将存款便利利率、主要再融资利率和边际借贷利率分别上调至 3%、3.5%和 3.75%。英格兰银行分别加息 50 和 25 个基点，将基准利率从 3.5%上调至 4.25%。日本央行维持超宽松货币政策不变。日本央行 3 月利率决议按兵不动，将短期利率维持在-0.1%的水平，并通过购买长期国债，将长期利率维持在零左右，长期利率“0.5%左右”上限维持不变。亚洲新兴市场国家同步放缓加息节奏。韩国央行、印度央行、印尼央行继续跟随美欧收紧货币政策，分别加息 25 个基点，进一步遏制高企且顽固的通货膨胀。

图 11：2023 年第一季度部分经济体加息情况（基点）



资料来源：Wind，中国银行研究院

展望 2023 年第二季度，全球货币政策走势将呈现以下三方面特征。

1. 美欧货币政策紧缩步伐分化，呈现“美鸽欧鹰”的政策格局

美欧央行仍将维持紧缩基调，但收紧速度或进一步分化，预计后续“美鸽欧鹰”的分化格局将持续。经过连续大幅加息后，目前美国通胀逐步回落，但欧元区、英国通胀水平仍处高位。由于受地缘政治冲突的影响更加深远，欧元区能源困境导致通胀放缓步伐滞后于美国。因此，在美联储连续缩窄加息幅度的情况下，欧洲央行或将不“降档”，呈现出更鹰派的政策立场。在全球高利率环境下，美元流动性持续收紧，黑石基金赎回危机、硅谷银行倒闭、瑞士信贷危机等金融风险事件频发，波及国际金融市场稳定。中央银行货币政策的首要目标是维护价格稳定，美欧加息节奏取决于通货膨胀和就业数据；对于维持金融稳定，美欧央行将通过问题银行处置、货币互换等方式应对。预计美联储 5 月仍将维持 25 个基点加息步伐，欧洲央行可能继续加息 50 个基点。

2. 为有效支撑经济复苏，日本宽松货币政策短期可能不会改变

由于通胀尚未持续稳定地达到 2% 的通胀目标，为了有效支撑经济复苏，

预计日本央行将继续实施宽松货币政策。2023年3月，日本央行下修2022年第四季度实际GDP增速，按年率换算为增长0.1%，较其初次统计结果0.6%有所下降，表明日本经济仍面临下行压力。日本央行候任行长植田和男表示，超宽松政策有多种副作用，但目前政策是实现价格目标的适当手段。货币政策效果需要半年，或者最长2-3年才能在经济上显现。当前，成本上升因素推高日本通胀，但潜在通胀仍远未达到日本央行2%的目标。预计日本央行短期和长期利率将保持在当前水平，以有效促进经济复苏。

3. 受内外部多重压力冲击，新兴经济体加息空间有限

由于经济基本面、通胀走势存在差异，全球不同国家加息周期并不完全同步。部分新兴市场国家从加息周期开始时就已“抢跑”主要发达经济体。当前，随着通胀压力逐渐得到缓解，部分新兴经济体加息周期或提前按下暂停键。在美欧经济增速放缓、高利率的背景下，部分基本面脆弱的新兴市场国家正面临汇率大幅贬值、资本连续流出和金融市场震荡三重冲击，进一步加息的空间有限。例如，马来西亚已宣布暂停加息，非洲第三大产油国安哥拉直接开启降息。2023年下半年，新兴经济体或将迎来货币政策转折点。

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，金融市场整体处于不稳定区域，金融危机风险上升。2023年第一季度，美国金融危机风险指标（ROFCI）月均值为46，处于不稳定区域，且呈月度上升趋势。

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

自美联储开启货币政策紧缩周期以来，美国金融危机风险指标即开始从安全区域进入并维持在不

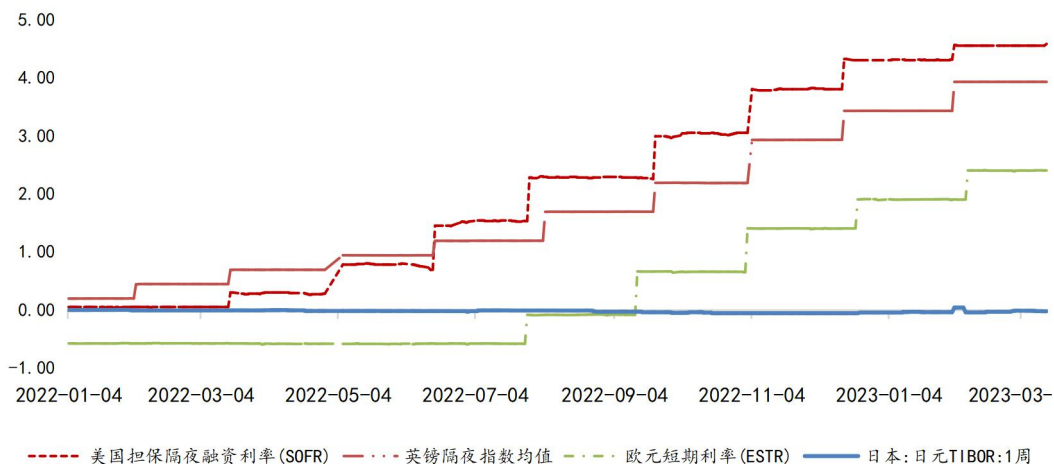
稳定区域。银行业，特别是中小银行承受更多利率风险、资产负债表风险、市场风险和流动性风险。硅谷银行倒闭是一个典型案例。该银行倒闭虽然有其特定的原因，但美联储快速持续大幅加息是主要驱动因素，这一因素具有普遍性，它涉及几乎所有的银行和非银行金融机构。这些因素的合力导致股市和银行业股票波动性上升，投资者信心下降，国债市场波动性上升至疫情以来高点，公司债券和公司信贷市场的风险攀升，银行间和非金融类货币市场的风险上扬。

展望 2023 年第二季度，美国金融危机风险指标可能小幅上升，或接近危险区域。美国金融危机的正反面因素均存在。从反面因素来看，随着美联储持续升息、缩表，叠加经济增长减速，经济衰退风险上升，企业盈利或有所下降，债务负担可能上升。其中，非投资级公司的还债、再融资能力对利率、经济环境更为敏感，可能导致其信贷及债券违约风险上升。国债波动性和流动性压力继续维持高位，市场整体流动性压力和风险也随之上升。从正面因素来看，随着美国通胀继续回落，美联储考虑到金融市场动荡对实体经济的影响，可能放缓升息节奏，同时在已有的流动性工具基础上采用新的工具，对银行业提供流动性支持，并且对股市、债市和货币市场提供支撑，将有利于稳定金融市场。

（二）货币市场与跨境资本：主要货币市场流动性不断收紧，跨境资本延续回流美国趋势

2023 年以来，在主要经济体延续加息步伐背景下，货币市场利率中枢继续抬升，货币流动性不断收紧。截至 2023 年 3 月 15 日，美元 SOFR、英镑 SONIA 和欧元€STR 分别为 4.58%、3.93%和 2.40%，较 2022 年末提高了 28 基点、50 基点和 51 基点。美国硅谷银行、签名银行、第一共和银行以及瑞士信贷集团相继发生挤兑和资本工具减记事件。美国泰德利差跳升，市场恐慌情绪蔓延，全球流动性紧缩效应凸显。

图 12：主要经济体货币市场利率变化（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

展望 2023 年第二季度，主要经济体货币市场或将呈现以下趋势。

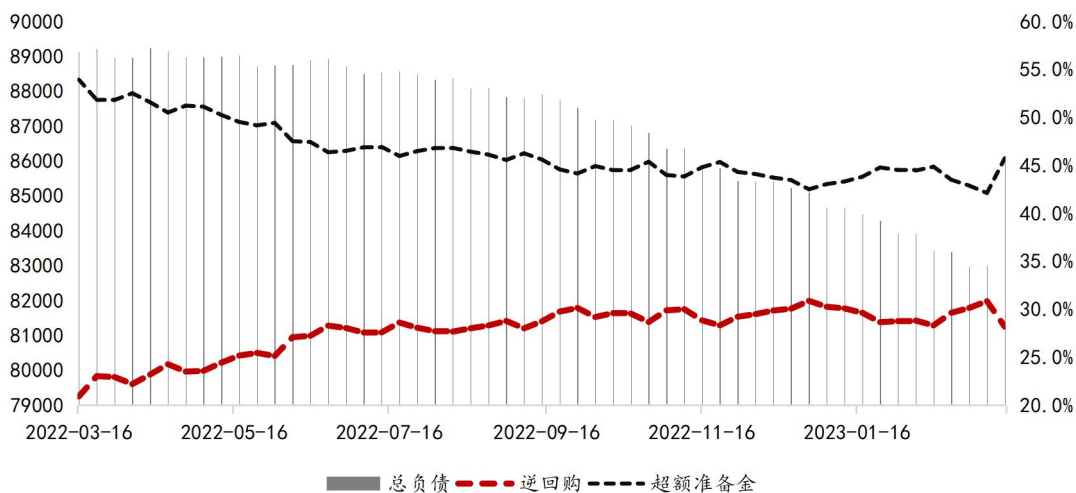
1. 货币市场利率增速放缓，美元流动性保持紧平衡

主要经济体货币政策走势是影响货币市场利率的重要变量。预计 2023 年第二季度，美国、欧元区、英国货币市场利率抬升速度趋缓，不排除 2023 年下半年部分经济体货币市场利率转而下降。全球美元流动性将保持紧平衡，问题机构资金链条波及主体将受到更明显的流动性冲击，美元与主要货币掉期利率仍将维持低位。

2. 美联储缩表进程或放缓，美国银行业流动性风险值得关注

随着美欧金融机构风险事件的发酵传染，美联储、瑞士国民银行、欧央行均及时出台救市措施，向市场注入流动性，上述政策与美欧趋紧的货币政策立场背道而驰。2022 年 10 月英国养老金危机期间，英格兰出于金融稳定考虑，逆势扩张资产负债表。2023 年 3 月 8 日至 15 日，美联储资产规模由 83423 亿美元逆势增至 86393 亿美元。如果金融机构风险进一步释放，不排除美联储继续放缓缩表进程。2023 年以来，美联储负债结构发生了显著变化，反映银行体系流动性的超额准备金规模大幅下降，占美联储负债比例由 2022 年 3 月的 53.9% 降至 2023 年 3 月的 42.1%。预计 2023 年第二季度，在银行体系恐慌情绪蔓延背景下，超额准备金或将进一步下降。相比较而言，美国非银金融机构在美联储的逆回购规模保持平稳，其在美联储负债结构中的占比维持在 30% 左右，反映出美国非银行金融机构流动性相对稳定。

图 13：美联储负债规模和结构变化（万亿美元）



资料来源：Wind，中国银行研究院

3. 跨境资本延续回流美国态势，部分新兴经济体将呈现资金净流入

2022 年，全球短期跨境资金回流美国规模超 16000 亿美元，创历史新高。回流美国资金主要购买美国长期国债。2023 年 1 月，跨境资金延续回流美国态势，净流入 1831 亿美元。与 2022 年流入趋势结构不同，2023 年 1 月跨境资金主要通过银行负债（存款）流入，长短期证券增持规模均不高。预计 2023 年第二季度跨境资金仍将以私人部门资金驱动回流美国，但整体力度将趋缓。随着美国银行业危机爆发，通过银行负债渠道回流美国的资金规模趋降。2022 年，新兴市场跨境证券投资净流入仅 390.1 亿美元，而 2012 至 2021 年年均净流入规模超过 3100 亿美元。2023 年以来，流入新兴经济体的资金规模呈快速反弹趋势。2023 年 1 月和 2 月分别净流入 660 亿美元和 229 亿美元。2023 年第二季度，随着主要经济体加息节奏趋于平缓，流入新兴经济体资金有望进一步提升，其中亚太和拉美或实现较快增长。

表 2：短期跨境资本流入美国情况（亿美元）

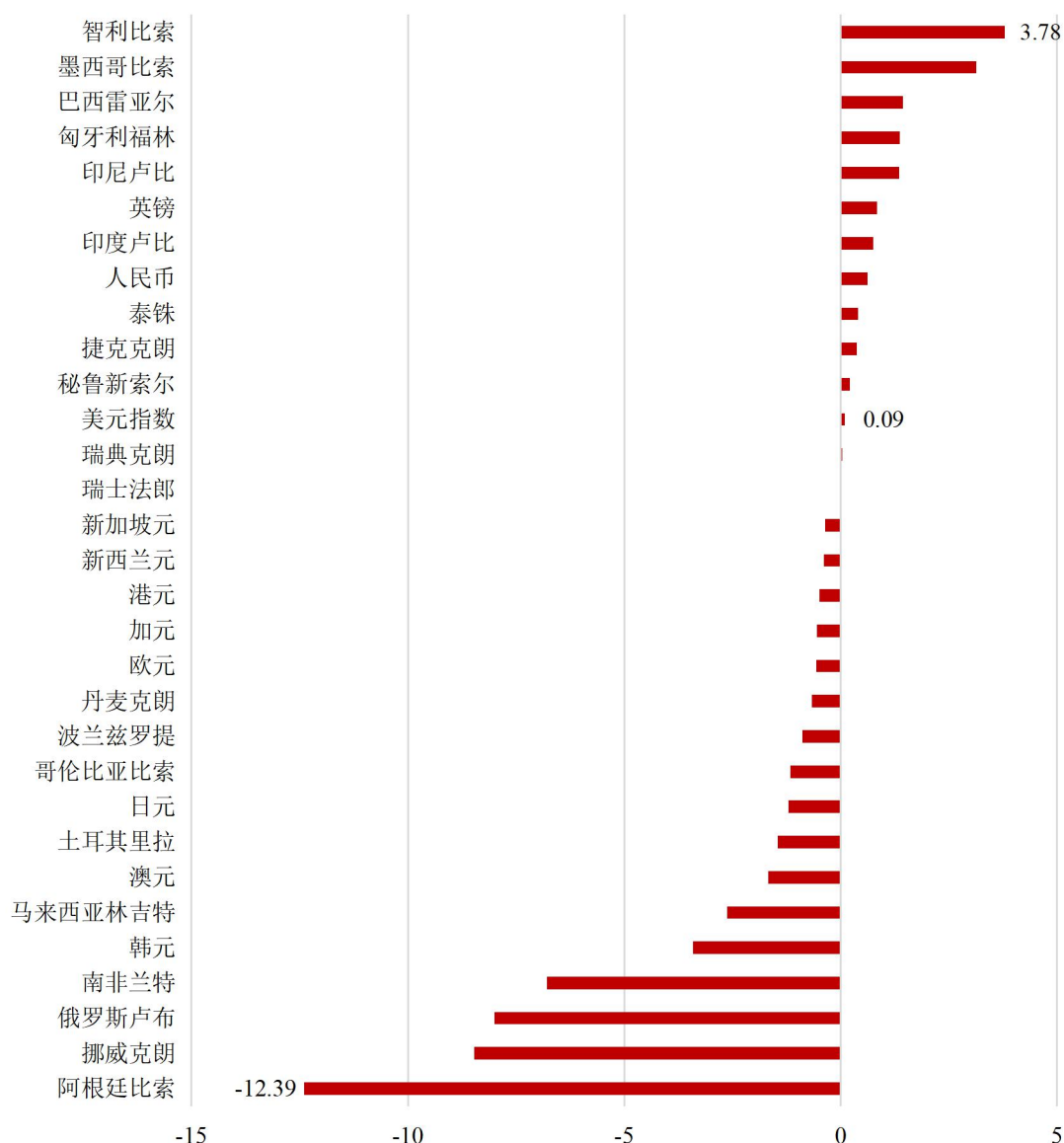
| | 长期证券 | 短期证券 | 银行负债 | 净流入 | 私人部门 | 政府部门 |
|--------|-------|------|-------|-------|-------|-------|
| 2018 | 4606 | 4245 | -1395 | 7457 | 8942 | -1486 |
| 2019 | 1554 | 675 | -1583 | 646 | 4280 | -3635 |
| 2020 | 1014 | 2777 | 1824 | 5616 | 6817 | -1202 |
| 2021 | 4701 | 1684 | 4598 | 10983 | 12581 | -1598 |
| 2022 | 11684 | 1944 | 2441 | 16069 | 16770 | -701 |
| 2023M1 | 223 | 319 | 1652 | 1831 | 1712 | 119 |

资料来源：美国财政部 TIC，中国银行研究院

（三）汇率市场：强势美元周期接近尾声，部分固定汇率制国家承压

2023 年第一季度，美元指数总体平稳，呈现先跌后升态势，与年初水平相当。年初受加息节奏放缓预期影响，美元指数一度跌至 101.2。但由于 1 月和 2 月美国 CPI 均环比上涨，出现通胀反弹趋势，美联储进一步强化鹰派立场，推动美元指数回升至 103.9，季度涨幅为 0.09%。资源型和经济复苏国家货币兑美元汇率小幅上涨。2023 年以来，全球大宗商品价格依旧维持高位运转，有效提振资源型国家货币前景，推动智利比索、墨西哥比索、巴西雷亚尔、印尼卢比兑美元汇率小幅升值，较 2023 年初分别上涨 3.78%、3.13%、1.44%和 1.35%。中国、印度经济快速复苏，人民币、印度卢比兑美元呈现升值态势，较 2023 年初分别上涨 0.61%和 0.75%。

图 14：主要货币兑美元汇率较 2022 年 12 月末变动 (%)



注：数据截至 2023 年 3 月 17 日。

资料来源：Wind，中国银行研究院

展望 2023 年第二季度，全球汇率市场走势呈现两个典型特征。

1. 美元指数或从高位继续回落，欧元、英镑汇率有望抬升

虽然在全球经济衰退和金融不稳定背景下，美元受益于避险逻辑，美元指数短期走势仍将反复，但是美元指数面临长期下行压力。未来，美欧央行货币

政策紧缩节奏或进一步分化，呈现“美鸽欧鹰”格局，欧元、英镑汇率有望抬升。日本央行仍将坚持超宽松货币政策，短期和长期利率保持在当前水平，日元兑美元汇率可能总体趋稳，围绕 130 上下波动。

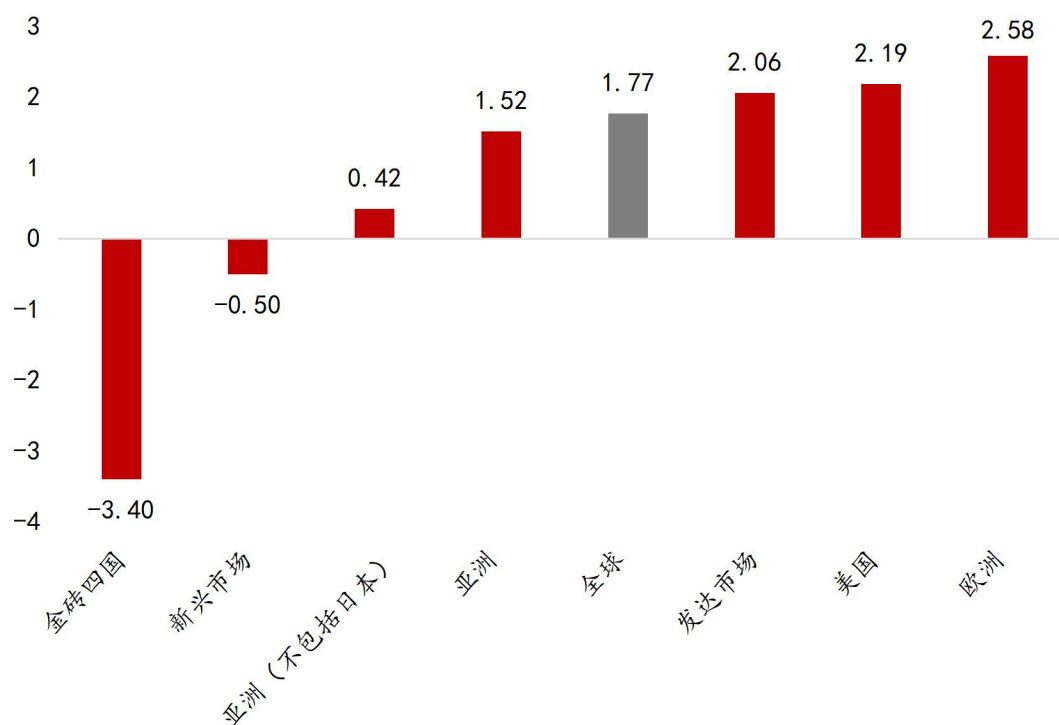
2. 新兴经济体汇率短期承压，部分固定汇率制国家货币面临冲击

部分新兴经济体仍面临汇率冲击。2023 年 1 月，为了获得国际货币基金组织的紧急资金和捍卫外汇储备，埃及、巴基斯坦和黎巴嫩放弃长期与美元挂钩的固定汇率制度；巴西、阿根廷已探讨推出南美共同货币，摆脱长期以来对美元依赖的困境。预计美元外汇储备匮乏的部分国家和地区的固定汇率制度也将面临一定冲击。

（四）股票市场：金融紧缩效应凸现，全球股市持续承压

2023 年第一季度，MSCI 全球指数小幅增长，主要受发达市场股市推动。从不同市场来看，发达市场股市表现远好于新兴市场。2023 年第一季度，MSCI 发达市场指数呈正增长，涨幅达 2.06%；MSCI 新兴市场指数有所下跌，跌幅为 -0.50%。从不同区域来看，欧洲股市涨幅最大。2023 年第一季度，MSCI 欧洲指数涨幅为 2.58%；MSCI 亚洲（不包括日本）指数小幅增长，增幅为 0.42%；MSCI 金砖四国指数有所下跌，跌幅为 -4.36%（图 16）。从不同行业股市发展来看，信息科技行业 MSCI 指数增幅最大，涨幅为 3.94%，金融行业股市受到冲击整体下挫，MSCI 指数跌幅达 -10.81%。

图 15: MSCI 核心区域指数涨跌幅 (%)



注：涨跌幅区间为 2023 年 1 月 1 日至 2023 年 3 月 20 日。

资料来源：Wind，中国银行研究院

展望 2023 年第二季度，全球股票市场走势呈现以下三个方面的特征。

1. 欧美金融机构风险事件频发，全球股市持续承压

美联储加息步伐仍具不确定性，叠加美欧银行业危机导致金融风险增加，全球股市震荡未止，短期内仍持续承压。2023 年以来，受美联储加息节奏放缓叠加市场对美联储多次加息担忧的影响，全球 MSCI 指数呈现先涨后跌走势，于 2023 年 2 月 2 日达到第一季度峰值 788.33 后震荡下行。2022 年第二季度，硅谷银行爆雷、瑞信银行危机等“黑天鹅”事件，导致全球股市仍将维持宽幅震荡的下行趋势。

图 16：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. 标普 500 指数下行压力加剧，亚洲股市或迎来反弹

2023 年以来，纳斯达克指数涨幅最高，达 11.12%，巴西 IBOVESPA 指数跌幅最大，达 -7.07%。但从市盈率来看，美国主要股指市盈率超过正常区间，亚洲主要股指市盈率较小。2023 年 3 月 18 日，美国纳斯达克指数市盈率已高达 31.17 倍，说明美股市场价格存在严重高估；而沪深 300、恒生指数市盈率分别为 11.92 倍和 9.87 倍，股票价值存在低估（表 3）。2023 年第二季度，美欧企业利润率普遍收缩，成本居高不下且议价能力有所减弱，企业盈利持续承压，标普 500 指数下行风险增加。值得注意的是，亚洲经济逐步重回正轨，良好基本面使该地区风险资产受到提振，激发投资者对亚洲资产的兴趣，亚洲股市或将迎来小幅反弹。

表 3：全球主要股指概览

| | 指数名称 | 收盘价 | 2023年Q1 涨跌幅 (%) | 市盈率 (倍) | 2022年平均 市盈率 (倍) |
|----|--------------|-----------|--------------------|------------|--------------------|
| 亚洲 | 沪深300 | 3958.82 | 2.25 | 11.92 | 12.10 |
| | 恒生指数 | 19518.59 | -1.33 | 9.87 | 9.58 |
| | 日经225 | 27333.79 | 4.75 | | 19.86 |
| | 韩国综合指数 | 2395.69 | 7.12 | | 11.17 |
| | 印度SENSEX30 | 57989.90 | -4.69 | 23.49 | 23.49 |
| 美国 | 道琼斯工业指数 | 31861.98 | -3.88 | 22.40 | 21.45 |
| | 纳斯达克指数 | 11630.51 | 11.12 | 31.17 | 29.82 |
| | 标普500 | 3916.64 | 2.01 | 22.39 | 20.81 |
| 欧洲 | 英国富时100 | 7335.40 | -1.56 | 12.26 | 15.26 |
| | 法国CAC40 | 6925.40 | 6.98 | 13.87 | 14.96 |
| | 德国DAX | 14768.20 | 6.07 | | 13.16 |
| | 俄罗斯RTS | 948.97 | -2.23 | | 4.57 |
| 其他 | 巴西IBOVESPA指数 | 101981.53 | -7.07 | 5.94 | 6.50 |
| | 澳洲标普200 | 6993.10 | -0.92 | 14.57 | 16.64 |

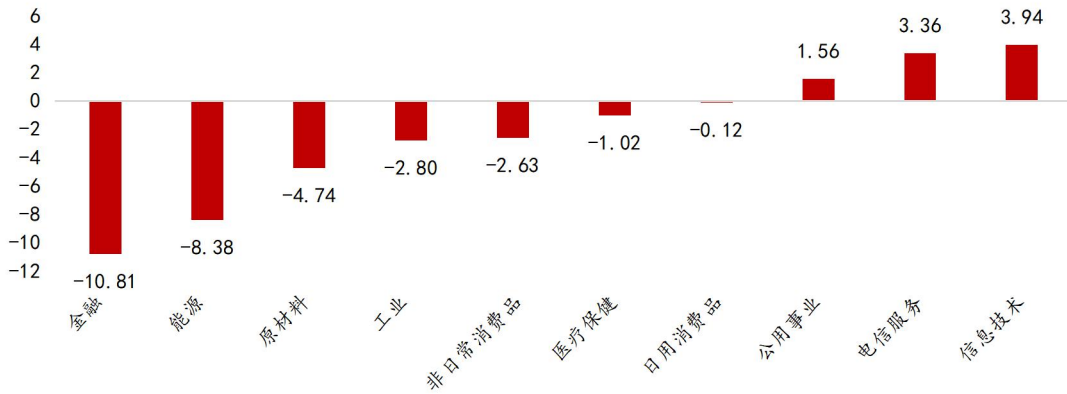
注：涨跌幅区间为 2023 年 1 月 1 日至 2023 年 3 月 20 日。

资料来源：Wind，中国银行研究院

3. 全球银行股短期内承压，中概股表现值得关注

硅谷银行破产、瑞信危机等事件引发市场恐慌情绪持续传导，全球银行股短期内承压。2023 年 3 月，全球银行股集体下挫，金融行业 MSCI 指数暴跌，第一季度跌幅达 6.20%（图 17）。2023 年第二季度，美联储加息不确定性将继续困扰银行业。硅谷银行与美国国债相关的风险敞口逐渐扩大，现金流紧张情况下提前亏损平仓而引发危机，虽属“个案”，但其他银行也存在类似风险。如果市场信心持续不足，部分银行可能资不抵债，面临破产倒闭风险。在这种背景下，全球银行股短期内或将持续承压。此外，随着中国经济增长逐步复苏，大型科技企业第一季度业绩表现强劲，第二季度中概股或聚力上行，延续已开启的全面修复趋势。

图 17：全球 MSCI 一级行业指数涨跌幅（%）



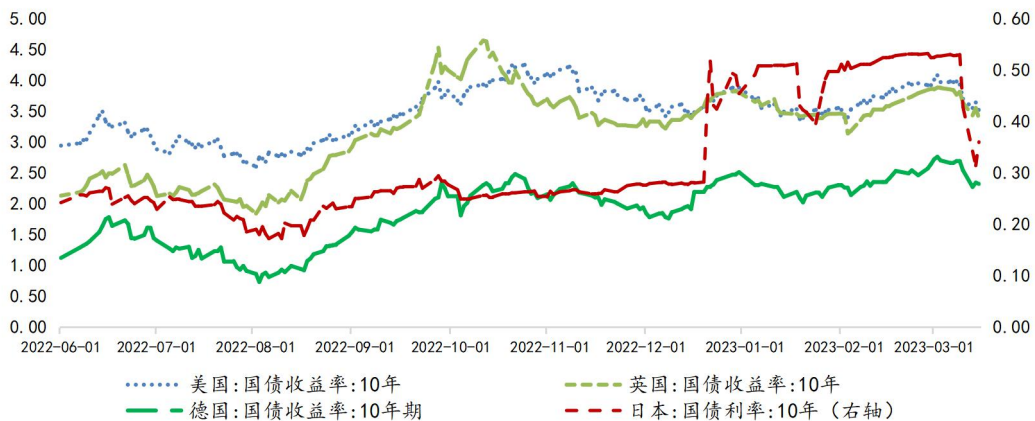
注：涨跌幅区间为 2023 年 1 月 1 日至 2023 年 3 月 20 日。

资料来源：Wind，中国银行研究院

（五）债券市场：主要经济体国债收益率波动加大，国债市场脆弱性提高

2023 年以来，主要经济体国债收益率波幅明显加大。美国 10 年期国债收益率再度突破 4%，随后快速下滑至 3.5% 以下。日本 10 年期国债收益率在一度接近 0.5% 日本央行扭曲操作上限后，快速跌至 0.3%。德国 10 年期国债收益率一度触及 3.9% 的 2008 年以来高位，随后降至 3.3%。硅谷银行、瑞士信贷银行危机后，全球避险情绪升温，投资者大幅增持国债，国债收益率快速下行。

图 18：主要经济体 10 年期国债收益率变动（%）



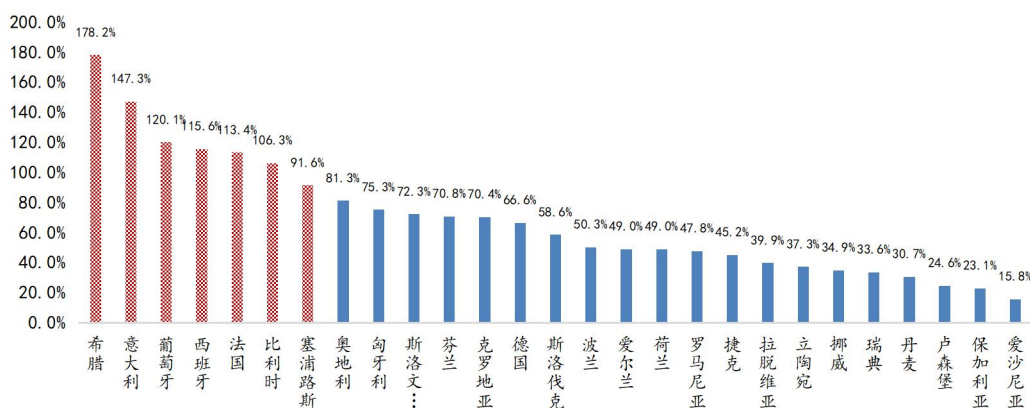
资料来源：Wind，中国银行研究院

2023 年第二季度，全球债券市场走势或将呈现以下趋势。

1. 国债收益率波动加大，欧债估值传染效应逐步提高

长期国债收益率持续上行空间将进一步压缩。在市场信用环境恶化背景下，国债仍然是避险资金关注的重要标的。随着欧洲主要国家国债收益率上行，欧洲银行业“复制”美国硅谷银行风险事件的概率有所提升。长期以来，欧洲银行体系持有较高比例的国债资产。欧洲银行业同样面临美国银行业遭遇的国债估值缩水问题。部分国家财政赤字压力增加，会进一步加剧估值缩水效应（图 19）。国债收益率上升导致债券价格下跌的传染效应可能进一步影响欧洲银行体系。

图 19：2022 年三季度欧洲主要国家政府债务占 GDP 比重



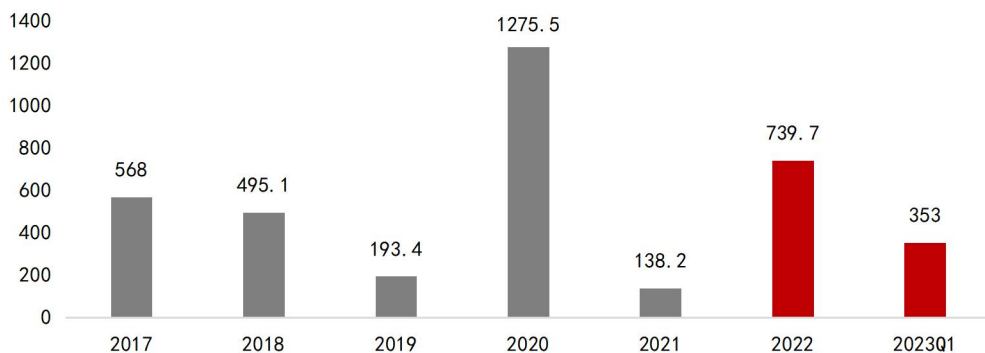
资料来源：Eurostat，中国银行研究院

2. 美元债出现违约潮，房地产、经营租赁、航空等重资产行业受到波及

2022 年以来，在美元强势周期背景下，全球美元债券违约规模达 739.7 亿美元，较 2021 年增长 435%。全球美元债违约主体集中在房地产、公用事业、航空、金融等重资产顺周期行业。2022 年，规模较大的美元债违约事件包括中国恒大、美国 Talen 能源公司、GWG 人寿保险公司等。2023 年第一季度以来，美元债违约进一步发酵。截至 3 月 20 日，美元债违约规模达到 353 亿美元。硅谷银行和亚美亚公司是重要的违约主体。预计 2023 年第二季度，美元债券违约

潮将进一步延续，并不断向金融业蔓延。金融机构发行的债券、资本工具将迎来违约和减记转股浪潮。

图 20：近年来全球美元债违约规模（亿美元）



资料来源：Bloomberg，中国银行研究院

专栏 4：全球流动性紧缩背景下国债市场脆弱性机制分析

长期以来，国债市场是极端情况下进行避险的“安全天堂”。近年来，随着主要经济体国债市场规模的不断扩大，其“安全天堂”效应明显减弱，脆弱性风险不断爆发。

2020年3月，美国国债市场经历了严重的流动性危机。美国对冲基金是酿成此次危机的重要主体，美国对冲基金大量使用回购加杠杆方式持有美国国债现券，同时做空美国国债期货。通过赚取国债期货收益率与国债现货收益率间的微小价差盈利，该策略也被称为“相对价值”策略。“相对价值”策略盈利的前提是期货收益率和现货收益率差距稳定在一定区间。当美国市场面临冲击时，国债期货隐含收益率下降幅度明显大于国债现货，导致采用“相对价值”策略的对冲基金遭遇重大损失，这些机构依靠高杠杆形成的资金链条受保证金追缴影响而断裂，造成风险的快速传染。

2022年9月，受英格兰银行大幅加息、英国政府推出激进财政刺激计划影响，英国国债收益率大幅跳升，价格快速下跌。长期以来，英国养老金通过收益确定型计划吸收资金，并使用负债驱动策略（LDI）提高资产端久期，从而实现净资产对利率变动的免疫，长期国债资产成为英国养老金资产配置的主要标的。在低利率环境下，为节约实施 LDI 策略的成本，英国养老金大量使用利率互换（锁定固定利率、支付浮动利率）和债券回购交易加杠杆。当国债价格急剧下跌时，利率互换出现浮亏、债券回购抵押品价值大幅缩水，养老金不得不通过低价甩卖资产满足保证金和抵押品补缴要求，资产低价甩卖造成风险更广泛的传染。

近年来，国债市场脆弱性风险提升的根源可归纳为以下几个方面：一是外部政策利率的剧烈变动。货币政策立场变化导致基准利率变动，带动国债收益率和价格短期大幅调整，这是国债市场脆弱性风险产生的重要根源。二是主权信用风险恶化。新冠疫情暴发以来，各国均加大了财政扩张力度，财政赤字率不断攀升，造成了信用风险的积累。信用风险积累会增加国债收益率的风险溢价，产生与基准利率上行同样的效果。三是市场主体投机踩踏效应。近年来，主要经济体国债市场投资者结构发生重要变化，非银行金融机构的参与程度显著提高。这些机构追逐短期价差，大量使用金融杠杆，面临投资者赎回和保证金动态缴纳等压力，在极端市场环境下易造成杠杆断裂及踩踏效应。从英美国债市场危机的机构行为看，开放式基金倾向于大幅出售国债，以满足投资者赎回压力；保险公司和养老金管理机构会产生较大的出售压力；外国投资者是重要的做空力量；而中央银行、商业银行和政府型货币市场基金则成为重要买方，对维护市场稳定发挥积极作用。

(六) 大宗商品市场：地缘冲突走势影响大宗商品价格变动，供给不确定性加剧原油市场动荡

2023 年第一季度，RJ/CRB 商品价格指数高位震荡下行。2023 年 1 月，RJ/CRB 商品价格指数震荡调整，总体呈小幅上涨态势。RJ/CRB 商品价格指数月均值为 273.5，环比上涨 11.90%，主要归因于美元走弱、全球大宗商品需求预期升温。2023 年 2 月，RJ/CRB 商品价格指数波动较小，月均值为 269.60，环比增长 2.40%，同比下降 1.51%。其中，国际原油价格横向波动、天然气价格底部企稳，有色金属价格由涨转跌，农产品价格高位回落。2023 年 3 月，RJ/CRB 商品价格指数大幅下跌，从 2023 年 3 月 3 日的 275.05 下跌至 2023 年 3 月 15 日的 254.03，降幅达 7.64%。其中，国际油价降幅最大，ICE 布油、ICE 轻质低硫原油以及 NYMEX WTI 原油价格平均降幅超过 13%。

图 21：RJ/CRB 商品价格指数



资料来源：Wind，中国银行研究院

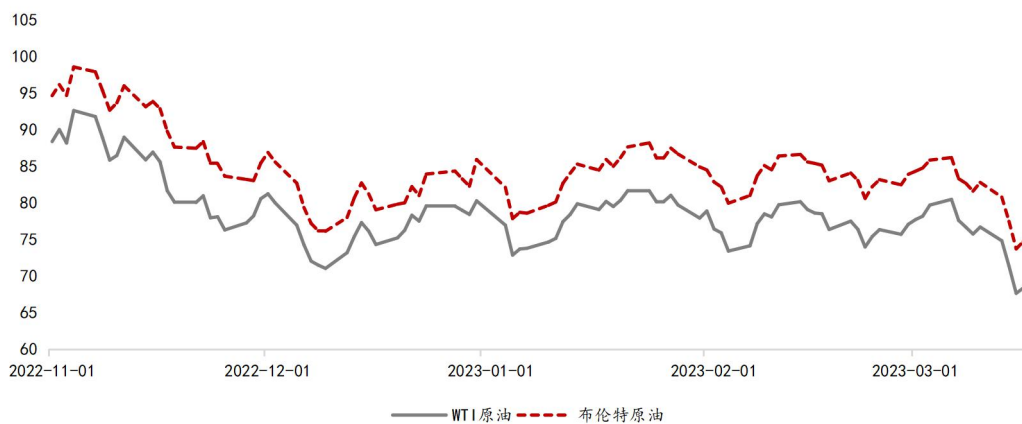
展望 2023 年第二季度，全球大宗商品市场走势呈现以下三个方面的特征。

1. 季节性需求放缓，全球原油市场或出现供应小幅过剩

在季节性需求放缓背景下，全球原油价格第二季度或出现供应小幅过剩，同时，供给端不确定性将进一步加剧原油价格波动，供需平衡可能于年中实现。2023 年 1-2 月，国际油价维持震荡调整，WTI 原油与布伦特原油价格底部分别

为 65-70 美元/桶和 75-80 美元/桶。2023 年 3 月下旬，国际油价集体下挫，WTI 原油与布伦特原油分别从 2023 年 3 月 6 日的 80.46 美元/桶、86.18 美元/桶下降至 2023 年 3 月 17 日的 66.74 美元/桶、72.97 美元/桶，降幅分别为 17.05%和 15.33%。2023 年第二季度，国际油价主要由供需端变化因素决定。从需求端来看，全球原油消费通常在第二季度放缓，因为第二季度处于冬季结束和夏季开始之间，全球原油消费往往会在这一时期有所放缓。同时，高通胀和投资者对高利率的担忧给经济前景蒙上阴影，美欧银行业危机导致市场恐慌情绪蔓延，对原油需求带来潜在下行风险。发展中国家经济稳步复苏或成为原油价格的重要支撑。从供给端来看，西方国家对俄罗斯能源制裁逐步升级，并将制裁内容延伸至成品油领域，而俄罗斯计划报复性减产或增加全球原油供给的不确定性，引发原油价格波动。

图 22：原油期货结算价格走势（美元/桶）



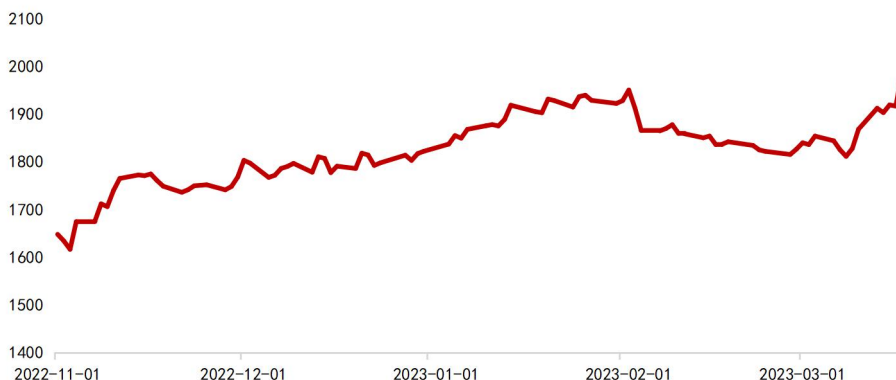
资料来源：Wind，中国银行研究院

2. 黄金价格底部受到支撑，短期内或维持上行趋势

避险需求是黄金价格走高的主要因素，第二季度黄金价格底部受到支撑。2023 年 3 月，COMEX 黄金期货价格大幅抬升至 2023 年 3 月 17 日 1985.10 美元/盎司，日涨幅为 3.55%，创近 11 个月新高，主要驱动因素是美欧银行业危机引发的市场避险情绪上升。2023 年第二季度，黄金价格强劲走势将得以维持，

金融系统性风险逐渐显露的背景下，国际避险情绪短期内难以回落，投资人可能通过增加黄金购买作为对抗市场动荡的保值工具。

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

3. 大宗商品价格波动与金融市场稳定性日趋紧密

大宗商品市场涉及大量相互关联的金融与非金融机构参与者、一系列不同的市场，特别是实物商品即时交割的现货市场、交易所交易衍生品以及场外衍生品市场（表 4）。大宗商品交易市场通常具有价格波动大、高杠杆率以及金融监管相对薄弱的特征。一是大宗商品公司通过实物交易和衍生品市场与核心金融系统相连，以加杠杆满足日常流动性需求。平均而言，大型大宗商品交易公司的资产约为股本 3.5 倍¹（在某些情况下财务杠杆可能更高）。二是大宗商品交易公司通常是非金融公司，其受到的监管比金融公司更少。三是大宗商品交易需储存、运输等额外成本，时间周期较长，其价格对地缘政治以及全球经济不确定性更为敏感。大宗商品价格波动与金融市场稳定性日趋紧密，大宗商品价格剧烈波动可能导致大宗商品衍生品合约追加保证金的要求激增，流动性需求大幅抬升，金融风险随之增加。

¹ 资料来源：FSB 《The Financial Stability Aspects of Commodities Markets》。

表 4：石油、天然气和小麦市场的主要参与者²

| | 石油 | 天然气 | 小麦 |
|------------|---|---|---------------|
| 商品生产商 | 沙特阿美石油公司、中石油公司、俄罗斯石油公司、埃克森美孚公司、英国石油公司、道达尔能源公司 | 沙特阿美石油公司、荷兰皇家壳牌公司、英国石油公司、埃克森美孚公司、道达尔公司、俄罗斯天然气工业股份公司 | 农业部门 |
| 大宗商品贸易商 | 托克、嘉能可、维多、贡沃、摩科瑞 | | 阿彻丹尼尔斯米德兰公司等 |
| 商品消费者 | 炼油厂、航空公司、石化行业、运输行业等 | 发电公司、零售天然气供应商、化学工业等 | 食品行业等 |
| 银行、经纪人和经销商 | 高盛、摩根大通、法国巴黎银行、摩根士丹利、法国兴业银行等 | | |
| 交易所 | ICE、CME | ICE、EEX、CME | 泛欧交易所、ICE、CME |

资料来源：FSB，中国银行研究院

三、专题研究

专题一：发达经济体产业补贴政策对全球产业分工的影响

产业政策在发达经济体的历史崛起过程中扮演了重要角色。近年来，面对新兴经济体的集体快速崛起，传统发达经济体产业竞争优势逐渐削弱，特别是制造业部门竞争力明显流失。为此，主要发达经济体选择重拾产业补贴工具，加大对前沿产业技术扶持，通过鼓励制造业回流、围堵后发国家发展空间等措施巩固传统产业优势。发达经济体广泛、大规模地实施产业补贴，将极大地影响全球产业格局变迁过程，对全球产业分工造成人为扭曲。

（一）产业补贴政策是传统发达经济体崛起的重要手段

产业政策的理论和实践由来已久。早在 18 世纪末期，美国独立后的首任财政部长亚历山大·汉密尔顿在提交给美国国会的《关于制造业的报告》（被称为“美国工业化的宪章”）中，主张利用基础设施建设、关税保护、税收优惠、进出口限制、税收优惠等手段来培育具有国际竞争力的企业，这一主张构成了幼稚产业保护理论的雏形。19 世纪三十年代后，该报告开始得到美国政界的重

² ICE、EEX、CME 分别表示洲际交易所、欧洲能源交易所以及芝加哥商品交易所。

视，美国抓住以电力技术为代表的第二次工业革命机遇，工业化进程加速推进，并在 19 世纪末得以成为全球最大的工业生产国。

在汉密尔顿之后，德国学者李斯特将幼稚产业保护理论进一步系统化。李斯特提出，生产力是决定一国兴衰存亡的关键，而保护民族工业就是保护本国生产力的发展，国家和政府不能禀承古典经济学理论的自由放任原则，而应主导工业化过程，为民族工业发展提供强有力的后盾。李斯特将该理论付诸于实践，以实际行动力促建立德意志关税同盟，废除各邦关税，使德国经济获得统一，并对后世德国的政治统一产生影响。

进入 20 世纪，美国工业化进程逐步由劳动力和资本密集型进入到技术密集型阶段，美国政府的产业政策发力点从保护国内市场转向鼓励创新，通过直接投资基础研究、支持科技成果转化、保护知识产权创业和政府采购等间接措施影响产业发展进程，税收优惠、产业补贴等直接的产业政策逐步退出。

二战之后，日本、韩国等后发经济体政府加大对国内产业发展的直接参与力度，根据不同时期经济发展特征确定战略性产业，然后通过经济规划、财政补贴、政策金融工具等措施重点扶持战略性产业发展，并适时引导落后产业向外转移、退出。政府主导型的发展模式对于日本、韩国等后发国家崛起至为关键，产业政策的概念被人们熟知，也主要归因于战后日本产业崛起的示范作用。而 20 世纪末，进入工业化中后期的日本和韩国政府也先后选择降低在经济部门的直接参与，通过长期规划支持和引导前沿产业技术创新，实现国家由制造强国向技术创新强国的转型。

（二）主要发达经济体重拾产业补贴政策支持关键产业发展

伴随着新兴经济体的集体崛起，发达经济体产业部门面临的竞争压力越来越大。新一轮科技革命与产业变革将全球主要经济体拉平到同一起跑线，后发经济体产业发展获得弯道超车的机遇。在全球各国新兴产业发展竞争不断加剧

背景下，发达经济体接连出台形式多样的产业政策，产业补贴再次成为主要产业政策工具，各国通过大规模产业补贴激励国内战略性新兴产业快速发展。

一是加大在新兴产业发展中的直接参与。与过去半个世纪情况形成鲜明对比的是，发达经济体除了继续通过资助基础研究、培育市场条件等间接政策支持产业发展，开始积极采取大规模的财政补贴、税收减免等产业政策，直接参与、引导产业发展。美国先后出台《通胀削减法》《芯片与科学法》，《通胀削减法》对满足本土成分要求的新能源汽车提供税收抵免，《芯片与科学法》对企业在美芯片制造投资予以直接补贴。欧盟放宽绿色技术领域的国家援助规则，并出台“绿色协议工业计划”，允许成员国向企业提供更具针对性的国家补贴。日本实施《半导体支援法》，为满足条件的半导体企业在日本投资建厂提供最高 50% 的补贴。

二是将绿色转型目标嵌入产业补贴政策。新能源发电、储能、新能源汽车等绿色产业技术不仅是推动各国经济绿色转型的必备要素，更是新一轮全球产业发展与变革的制高点，对推动各国经济增长和产业进步十分关键。正因为如此，主要经济体均将绿色产业技术作为产业政策主要发力点，投入大量财政资金推动国内相关产业发展。如美国《通胀削减法》提供总计 3690 亿美元的补贴及税收优惠政策以推动美国本土电动汽车电池、清洁能源等绿色产业发展。为应对《通胀削减法》带来的竞争压力，欧盟计划从 RepowerEU 能源计划中拨款 2500 亿欧元，支持“绿色协议产业计划”中的补贴方案。

三是科技、产业民族主义色彩凸显。主要经济体发起的此轮产业政策热潮，其中一个鲜明的特征在于充满歧视性、排他性色彩。《通胀削减法》规定，如果新能源汽车电池的“关键矿物”来自于中国、朝鲜、俄罗斯和伊朗，则无法获得税收优惠。《芯片与科学法》设定了“补贴追回条款”，若芯片企业未来十年在中国扩大或追加投资，则美国政府将追回该企业之前获得的补贴。欧盟根据“绿色协议工业计划”发布《净零工业法案》和《关键原材料法案》，前

者提出若某“单一来源”产品在欧市场份额超过 65%，会被认为“多元化不足”，进而此类产品将在公共采购和补贴项目中处于劣势地位；后者则提出要在 2030 年实现战略性原材料年消费量的 10% 以上本土采掘、40% 以上本土加工、15% 以上本土回收，且每种材料来自单一进口来源国的比例不超过 65%。美欧提出的上述法案，均违反了 WTO 国民待遇和最惠国待遇义务，部分补贴措施属于 WTO 《补贴与反补贴措施协定》明令禁止的“进口替代补贴”，在多边贸易规则体系下“开倒车”，给全球经济治理秩序造成进一步紊乱。

（三）发达经济体产业补贴对全球产业格局变迁将带来深远影响

大规模的财政资金投入有助于推动全球产业的整体进步和发展，加速关键技术创新和产业化取得突破，对于全球经济绿色转型和技术进步能够产生积极推动效果。但发达经济体通过产业补贴吸引制造业回流、打造前沿产业优势，将会极大地扭曲全球产业发展和格局变迁的正常轨迹，使全球产业分工效率和消费者福利受损，挤压后发经济体产业发展空间，后者被迫陷入不公平竞争，甚至面临产业“低端锁定”的困局。

一方面，主要经济体大规模采取产业补贴措施，将会加剧全球产业分工格局从“全球化”到“半球化”“区域化”发展。由于美国的补贴力度“诱人”，多家公司已经开始采取行动。丰田汽车北美分公司将其在北卡罗来纳州的电池工厂投资增加近两倍，从 13 亿美元增至 38 亿美元；德国宝马集团宣布将在美国南卡罗来纳州进行新一轮价值 17 亿美元的电动汽车投资。芯片、新能源设备生产公司想要享受美欧补贴优惠，就不得不对原材料和零部件来源进行调整，这将显著改变全球分工布局，造成产业链重构。

另一方面，少数发达经济体对关键和新兴产业技术开展产业补贴“军备竞赛”，并将产业发展泛化为国家安全问题，肆意采取排他性、歧视性措施，将会造成极为恶劣的示范效应，加速经济民族主义思潮在全球扩散。在此背景下，

各国将更倾向于强调自身利益主体性，竞争与对抗将取代合作与共赢，成为各国处理对外经济关系时的优先考虑因素，全球产业分工“回流”趋势可能进一步加剧。

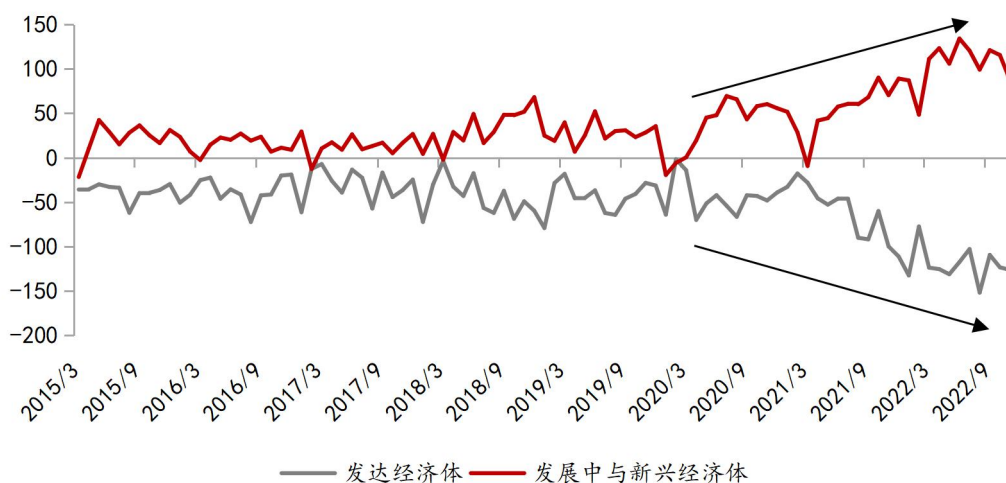
专题二：全球贸易发展新特点与演变趋势

近年来，疫情、俄乌冲突等引发全球产业链供应链安全问题，部分经济体贸易保护主义加剧，加大关键产业回流力度，导致全球经贸摩擦频发，国际贸易格局呈现出新的发展特点。美欧日等发达经济体加快推动能源、材料、高端制造等重要产业回流，推行本地生产、“近岸外包”与“友岸外包”；中国等发展中经济体加快布局高技术产品制造与服务业发展，积极推动制造业转型升级，促进服务业提质增效，逐步跻身发达经济体传统优势赛道。在此背景下，发达经济体作为净需求方、发展中经济体作为净供给方的全球贸易格局可能出现较大变化。

（一）全球贸易发展新特点

全球贸易格局分化，区域失衡问题日益突出。一方面，发达经济体贸易逆差明显扩大，由2015-2019年间每月近400亿美元的规模大幅增长至2022年的每月1200亿美元。美国、英国和欧盟的贸易逆差规模自2020年起不断扩大，并均于2022年达历史峰值。在欧盟成员国中，受进口商品价格上涨影响，法国、西班牙等国贸易逆差明显恶化，意大利于2021年末由贸易顺差国转为逆差国，德国也在2022年5月出现三十年来的首次贸易逆差。汇率贬值加大进口成本，截至2023年1月，日本和韩国的贸易逆差已分别持续18个月和13个月，逆差规模均创1980年以来新高。另一方面，发展中经济体贸易顺差大幅增长，2022年平均每月顺差规模超1000亿美元，较2015-2019年的月度均值增长近4倍。中国、印度尼西亚、马来西亚和越南贸易顺差呈明显增长趋势，沙特、阿联酋和科威特等能源出口国受益于大宗商品价格上涨，贸易顺差规模不断扩大。

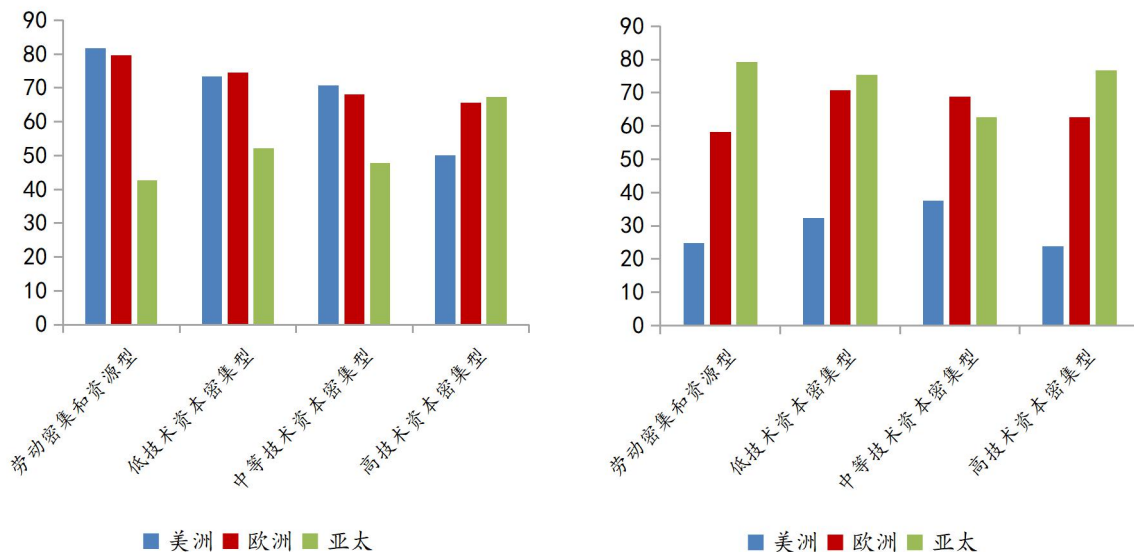
图 24：各类经济体贸易差额变化趋势（十亿美元）



资料来源：IMF DOTS，中国银行研究院

区域内贸易联系加强，亚太产业链在全球制造业中的地位提升。当前，全球产业链大致可划分为美洲、欧洲和亚太三大区域产业链，其中超半数以上进出口为区域内贸易。欧洲产业链的区域内贸易结构相对平衡，各类产品的区域内出口和进口比重均处于较高水平。美洲产业链的区域内贸易集中于劳动密集型、资源型和中低技术产品，2021 年相关产品的区域内出口比重超 70%，但其区域内贸易难以满足市场需求，超六成进口需求仍依赖区域外贸易。亚太产业链的区域内贸易联系紧密，2021 年亚太产业链高技术产品的区域内进口和出口比重分别高达 76.7% 和 67.3%，承担了大量的制造与加工，并且对区域外国家出口比重较高，意味着亚太产业链在全球制造业中扮演着更为重要的角色。此外，贸易保护主义抬头挑战多边主义，经济全球化亟需探寻新的发展路径。新区域主义成为全球化再造的新阶段，推动区域主义向多边性和开放性迈进。虽然美墨加协定、“下一代欧盟”复苏基金计划等增加了区域贸易的排他性，强化产业链区域化特征，但 RCEP 等区域贸易协定生效有望提升发展中经济体对外开放水平，对接国际规则。

图 25：2021 年区域内出口贸易比重 (%) 图 26：2021 年区域内进口贸易比重 (%)



资料来源：联合国贸发会，中国银行研究院

全球数字贸易快速兴起。数字技术创新推动数字贸易发展，网络零售、在线教育、远程医疗等数字贸易持续增长，形成互联网辅助货物交易、服务贸易数字化等新模式，催生出跨境电商等贸易新业态。疫情暴发严重影响传统贸易，无接触交易、在线营销等数字贸易优势显现，当前全球超半数服务贸易已经实现数字化转型，互联网零售在货物贸易中的比重也超 12%。数字贸易有助于推动各国、各产业间的信息共享与要素流通，加快农业、制造业和服务业的产业融合，大幅提升国际贸易效率、降低贸易成本、丰富贸易业态。

（二）当前全球贸易格局出现变化的原因

当前，全球贸易格局变化面临的影响因素较多，既有国际市场波动等短期因素，也包括技术发展、贸易结构调整带来的长期变化。

一是大宗商品价格走高。受俄乌冲突影响，石油、天然气等能源价格大幅上涨，小麦、玉米等粮食价格和铜、铝等工业金属价格也在 2022 年飙升至历史高位。一些发展中经济体的资源出口比重较高，大宗商品价格上涨拉动相关国

家的出口总额上升，使其贸易逆差收窄或贸易顺差扩大。2022年，科威特、卡塔尔和沙特阿拉伯等中东能源出口国从油价上升中获益，粮食价格上涨带动阿根廷和巴西出口增长，铜等工业金属价格走高促进智利和南非相关产品出口。另一方面，发达经济体的大宗商品进口比重普遍较高，尤其是欧盟对俄罗斯能源依赖较大，俄乌冲突从贸易量和价格两方面同时影响欧洲能源进口，加剧其贸易逆差困境。

二是产业链供应链面临调整重构。近年来，疫情暴发、地缘政治冲突升级使全球贸易承压，产业链供应链安全问题得到广泛关注，可能将改变部分产业链发达经济体作为净需求方、发展中经济体作为净供给方的全球贸易格局，加大国际经贸领域竞争。发达经济体保护主义兴起，通过减税、补贴等手段推动“再工业化”和关键产业回流，降低能源、制造业等领域的对外进口依赖度。发展中经济体不断向全球产业链中高端攀升，中国积极推动产业转型升级，东南亚经济体承接越来越多资本密集型产品制造，逐步扩大在全球产业链中的份额。

三是跨境电子商务快速发展。数字技术创新催生跨境电商新业态，形成营销、跨境支付结算、跨境物流在内的完整数字贸易体系。跨境电商发展将促进贸易双方供需匹配，提升跨境交易透明度，激发外贸主体活力，提升国际贸易往来效率。当前，亚马逊、eBay等美国电商企业起步早、规模大，占据一半以上的跨境电商市场份额，阿里巴巴、京东等中国电商企业借助中国的大市场实现快速发展，Shopee、Lazada等电商平台抢占东南亚市场。未来，随着跨境电商贸易机制不断完善、国际物流网络更加畅通，发展中经济体有望提升全球产业链参与度，进而改变国际贸易竞争格局。

值得注意的是，随着各国的知识产权保护意识不断提升，专利、商标等无形资产收益大幅增加。尤其是在科技创新驱动下，生物医药、信息技术等高新技术领域的专利将成为无形资产规模增长的重点领域。以信息技术行业为例，全

球市场研究和咨询公司（FMI）报告显示，2022-2032 年软件相关专利规模预计将从 45 亿增至 149 亿美元，年复合增长率达 12.7%。在碳中和目标下，主要经济体加快碳交易制度建设，碳排放权在企业无形资产中的比重将逐步增加。2022 年，全球碳市场总交易规模增长 13.5% 至 8650 亿欧元，再创历史新高。鉴于发达经济体在知识产权保护和碳市场发展上具有全球领先地位，专利、碳排放权等无形资产成为其获取贸易顺差的重要途径，但无形资产贸易统计仍有待完善，意味着发达经济体的实际贸易逆差规模可能低于官方统计数据。

（三）2023 年全球贸易预计将继续承压

2022 年下半年以来，主要经济体货物贸易规模明显下降，服务贸易增长也逐渐趋弱。随着疫情与产业链供应链断裂引发的恐慌情绪逐步消退，美欧经济体大规模囤积商品的行为减少，加之大宗商品价格逐渐回落，美国和欧盟的货物贸易额均出现环比下降。旅游、金融和信息技术行业复苏推动全球服务贸易回暖，但增长动力逐渐减弱。世贸组织最新报告显示，全球服务贸易景气指数为 98.3，低于 100 的荣枯线值，意味着 2023 年上半年服务贸易增长可能将不及预期。

在多重因素影响下，2023 年全球贸易预计仍将面临下行压力。一是美欧经济体进口需求下降，削弱全球贸易增长动力。在暖冬、超额储蓄等因素支撑下，2023 年一季度美欧经济体表现好于预期，但进口相对疲软，未能有效缓解全球需求萎缩。二是地缘政治冲突的不确定性较大，威胁全球产业链供应链安全。俄乌冲突尚未出现明显的缓和迹象，美国在印太地区布局将加剧中美战略博弈，贸易限制和投资保护措施升级影响全球经贸合作，加大全球产业链供应链断裂风险。三是能源、粮食价格持续波动，影响大宗商品进出口国的贸易稳定。能源与粮食价格大幅波动将加大资源出口国经济增长的不稳定性，增加进口国大宗商品供给与工业生产的不确定性，不利于全球经济平稳增长与全球产业链供应链畅通运转。

专题三：全球流动性紧缩与全球外汇市场脆弱性

全球外汇市场发展迅速，成为筹集离岸美元流动性的重要渠道。2022 年全球外汇市场日均交易规模达 7.5 万亿美元。短期外汇衍生品的增加以及做市商交易增多，是推动外汇交易规模大增的主要原因，同时也导致外汇掉期、远期和货币互换占比大幅提升至 75%。这类交易中一方采用美元的占比高达 88%。

全球流动性收紧背景下离岸美元外汇市场脆弱性明显上升。外汇掉期、远期和货币互换产生大量美元负债，但这些负债不体现在金融机构的资产负债表中。非美地区非银行金融机构拥有类似负债规模从 2016 年的 17 万亿美元上升到 26 万亿美元，是其表内美元债务的两倍，更是其资本金的 10 倍。此外，截至 2022 年末，非美资银行的美元债务超过 35 万亿美元，且绝大多数负债呈短期、滚动融资特点，由此产生巨大展期需求，导致境外美元流动性资金经常性地供不应求。同时，这些交易也更容易受到美元流动性紧缩的影响。

2008 年金融危机以来，美国境外以美元债务和投资增量表示的离岸美元流动性及其在全部美元流动性中的占比快速上升，在 2015 年前后达到 45% 的峰值，此后一直保持在相对高位，且非美资银行等金融机构的作用上升。离岸美元市场的发展本身有助于跨国银行美元融资模式和来源的多元化，以分散流动性风险。但离岸美元市场存在结构性的脆弱性，主要包括以下五个方面。第一，离岸市场，特别是新兴市场企业存在资产和负债币种及期限错配的风险，许多机构主要采取短期美元负债，但资产却主要是本币计价的长期资产，这导致美国境外债务人的偿债压力、债务风险及融资成本更高。第二，美国监管机构限制外资银行的资金在集团内部跨境流动。美国的外资银行无法轻易将美元资金用于其境外机构，限制以美国作为集团美元流动性的渠道。由于美元的跨境融资和贷款需要经过美国境外的机构操作，资金来源也更加不稳定。第三，在监管压力下，美资大型银行减少了美元掉期市场与货币市场之间的套利业务，减少了掉期市场美元流动性供给。此外，由于美国对银行从事做市和套利交易监管

更严，美国境内银行在美元货币市场和掉期市场的业务及占比下降，境外银行占比上升。银行的美元流动性来源受制于离岸市场，更容易受到离岸美元流动性冲击。**第四**，新兴市场在美国境外的美元债务中占比上升，且大部分进入影子银行，这类机构更难监管，透明度更低。**第五**，跨国银行在美元升值、利率上升、美元资金短缺的环境下，往往会降低杠杆率和风险偏好，更需要经由离岸市场弥补美元资金缺口或维持美元流动性。而离岸市场作为美元流动性来源的功能受损，进一步造成离岸美元流动性短缺。

总体而言，跨境美元融资不论来源如何都更有可能成为不稳定因素，非美资银行的美元负债中跨境来源占比上升则使其更加敏感于境外美元市场动荡。同时，离岸美元市场规模的扩展也使全球金融市场一体化程度上升、关联性加强，美元资金跨境流动对全球金融稳定的作用也更加重要。IMF 在 2018 年《全球金融稳定报告》中指出，非美资银行严重依赖不太稳定的美元资金来源，这可能是境外美元流动性的主要风险来源。近期美元升值以及离岸美元流动性紧缩则进一步暴露这些脆弱性，并加剧离岸美元流动性压力。

离岸美元流动性周期性变化的主要驱动因素具体包括以下三个方面。**第一**，美元汇率，离岸美元债务的快速增长通常发生在美元贬值期间。**第二**，美联储联邦基金利率与其他央行的利差，联邦基金利率下降通常会促使银行向美国境外提供美元贷款，导致离岸美元债务快速增长。**第三**，美国 10 年期国债与其他经济体国债的利差是离岸美元债券增长的主要动因，美国国债利率下降导致利差扩大促使离岸美元债券增长。同时，2008 年金融危机以来，随着债券在离岸美元负债中占比增加，该利差在离岸美元债务变化中的作用也相应提升。而一旦上述状态逆转美元则会回流美国，离岸美元流动性也随之收紧。

随着 2022 年美联储开启加息周期，美国和其他经济体利差扩大，美元升值，美元开始回流美国，导致离岸美元流动性收紧，主要体现为以下几个方面的指标。

第一，全球离岸美元流动性在全部美元流动性中的占比。截至 2022 年 6 月末，全球离岸美元流动性在全部美元流动性中的占比已从此前的高点 45% 下降至 38%。

第二，3 个月美元伦敦银行间拆借利率 LIBOR 与美国的隔夜利率指数掉期利率的利差（LIBOR - OIS 利差）。该利差与美元指数有一定正相关关系，并具有一定的先导作用。2022 年上半年，在美联储加息和俄乌冲突发生后该利差上升；2022 年下半年，随着美元大幅升值，全球美元流动性趋紧，该利差则进一步上升到 40 个基点左右，接近危险区域。2023 年第一季度，该利差呈波动性下降，从 2023 年 1 月的 50 个基点左右下降至 3 月的 30 个基点左右，显示流动性状态有所改善。这一轮利差上升的驱动因素主要是离岸市场对短期美元资金的强劲需求及其预期，供求因素对该利差的影响尚未达到显著恶化的程度。相比之下，2008 年 11 月雷曼兄弟倒闭后，该利差更是高达 170 个基点；2020 年 3 月新冠疫情暴发时期，该利差曾触及 80 个基点。值得注意的是，该利差在正常市场条件下的上升幅度，显示了市场对美联储紧缩政策导致离岸美元短缺的担忧。如果该利差继续走高并超过 50 个基点，美联储可能不得不采取行动以防止市场崩溃。

第三，美元与主要货币掉期交易的利率基点互换差值（基差）。近年来，外汇掉期和货币互换逐渐取代欧洲美元存款成为金融机构筹集离岸美元的主要方式。BIS 研究发现，从事美元掉期和互换业务参与者的主要意图并非套利，而是对冲风险和融资。外汇掉期和互换交易将外汇市场、货币市场和资本市场链接，利率的平价状态也最集中地反映出货币市场、利率与外汇掉期市场、汇率之间的关系。占主导地位美元交易及其利率平价状态基差值，逐渐成为衡量离岸美元流动性状态及趋势的敏感指示器。

近年来，国际金融市场出现的一个显著变化是抛补利率平价这个曾经的铁律不再成立。美元与其他主要国际货币掉期交易的基差持续为负值并呈扩大趋

势。这意味着，美元掉期的隐含利率持续高于美元 LIBOR。这一状态形成的主要原因体现为：外汇市场对美元的持续强劲需求及美元供给不足，该市场供求关系失衡的程度超过美元货币市场。美元外汇掉期交易中形成的负基差也与美元指数高度负相关。美元越强势，负基差则越宽。随着美元流动性收紧，美元升值以及通过掉期交易获取美元的融资成本增加，美元兑主要货币的掉期负基差持续扩大。随着美联储 2023 年持续加息并维持高位的预期上升，叠加美联储缩表，离岸美元流动性短缺的状态可能持续。未来如果美元兑主要货币汇率从高位回落，可能减轻美元回流美国以及离岸美元流动性短缺的压力，缓解货币掉期市场对美元的需求。两种因素的消长将共同作用于基差的变化趋势。

相关启示及建议。第一，为应对全球美元流动性短缺及外汇市场脆弱性，新兴经济体应考虑与美国建立相对大额度的货币互换协议，为银行增加临时美元融资渠道。同时，充分开发和利用境内美元货币市场，包括银行间拆借、回购和外汇掉期，以调剂银行间外汇余缺，平衡资产负债币种结构，减少对境外美元市场的依赖，减轻境外美元流动性风险的传导。第二，新兴经济体监管机构需加强外汇流动性管理，制定针对外汇，特别是美元的流动性覆盖率规则，并进行压力测试。第三，银行业需要注重美元融资来源的多元化、分散化，并主动维持美元资产和负债总量及期限均衡，维持合理的贷存比，提高资金利用率。银行境外分支机构更需在当地管理美元融资和流动性，以减少对集团和美国机构美元资金的依赖。

专题四：地缘冲突背景下俄罗斯经济金融韧性分析

俄乌冲突爆发一周年之际，美欧等西方国家持续加码对俄罗斯的制裁力度。制裁压力之下，俄罗斯经济表现超出预期，显现较强韧性。

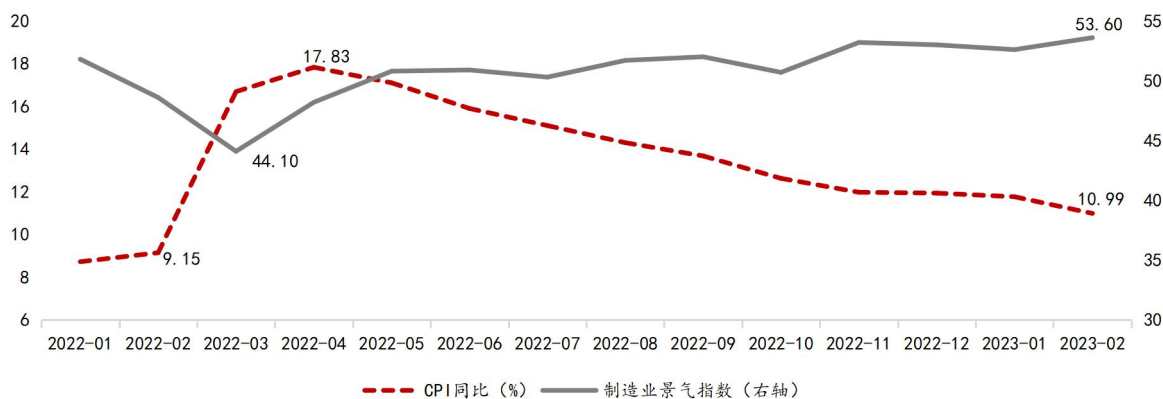
1. 地缘冲突背景下俄罗斯经济金融运行特征

在俄乌冲突与美欧等西方国家制裁的双重压力下，俄罗斯经济表现超出预

期，通胀水平连续下降，经常账户盈余创新高，俄罗斯卢布、俄罗斯 RTS 指数、银行业流动性以及贷款规模逐步稳定并恢复至制裁前水平，金融市场渐趋稳定。

第一，宏观经济运行逐步稳定。一是俄罗斯经济衰退程度远好于预期。不同国际机构纷纷调整对俄罗斯经济衰退的预期。世界银行将俄罗斯经济衰退预测值从-8.9%调整为-3.5%、国际货币基金组织从-8.5%调整为-2.2%、经合组织从-10%调整为-3.9%。根据俄罗斯联邦统计局公布数据，2022 年俄罗斯国内生产总值下降 2.1%，好于此前俄罗斯经济发展部和俄罗斯央行对 2022 年 GDP 下降 2.9% 和 2.5% 的预测。二是通货膨胀连续下降，制造业景气度重回扩张区间。2022 年 2-4 月，俄罗斯通胀率从 9.15% 迅速飙升至 17.83%，是俄罗斯央行设定通胀目标（4%）的 4.5 倍，创 20 年来新高。随后，俄罗斯通胀连续十个月大幅下滑，降至 2023 年 2 月的 10.99%。同时，国内制造业景气度逐步回温，从 2022 年 3 月的 44.10 抬升至 2023 年 2 月的 53.60，超过制裁前水平。

图 27：俄罗斯通胀率与制造业景气度

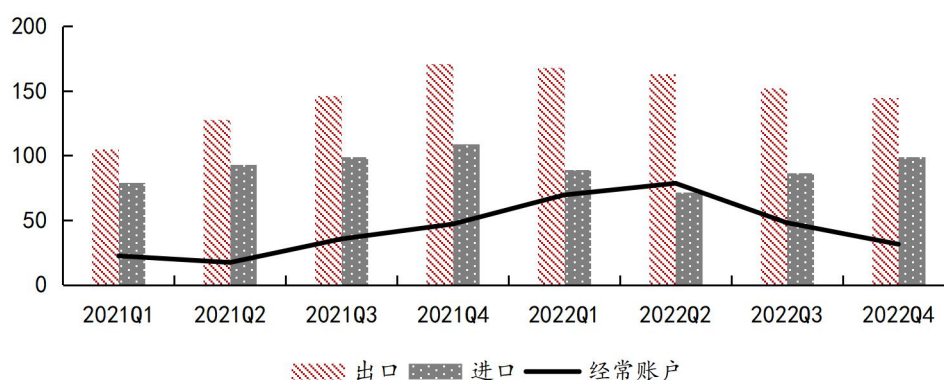


资料来源：Wind，中国银行研究院

第二，经常账户盈余创新高，制裁效果相对有限。2022 年，俄罗斯经常账户盈余为 2274 亿美元，较 2021 年增长 86%。出口方面，俄罗斯出口连续三个季度正增长，2022 年第一、二、三季度分别同比增长 60.5%、27.6%、4.0%。进口方面，在西方国家因俄乌冲突对俄罗斯实施全面制裁后，俄罗斯进口量大幅

下降，2022年第二季度进口同比暴跌23.4%，随后降幅逐渐缩小，第三、四季度进口同比下降12.5%和9.1%，进口环比上升21.1%和14.3%，并于2022年第四季度逐步恢复至美欧等西方国家制裁前水平。

图 28：俄罗斯经常账户盈余（十亿美元）



资料来源：俄罗斯央行，中国银行研究院

第三，汇率与股市触底后强势反弹，逐步恢复稳定。一是俄罗斯卢布短暂暴跌后强势反弹，创近7年新高。2022年3月11日，俄罗斯卢布汇率跌至年内最低点，美元兑俄罗斯卢布汇率高达120.38，相较制裁前汇率贬值近65%。随后，俄罗斯卢布汇率一路走高，2022年6月30日俄罗斯卢布汇率强势反弹135.31%，创近7年来新高，后期俄罗斯卢布缓慢贬值，2023年3月18日，美元兑卢布汇率为72.13，逐步恢复至经济制裁前水平。二是俄罗斯RTS指数收盘中全部失地，股票波动幅度持续缩小。俄乌冲突爆发导致市场恐慌情绪升至高点，俄罗斯RTS指数由1226.69跌至近6年最低点742.91点，暴跌39.44%。随后，俄罗斯RTS指数强劲上行，于2022年6月28日涨至1465.57点，较最低点（742.91）翻了近1倍。此外，俄罗斯股市渐趋稳定，2022年2月，俄罗斯RTS指数波动率高达12.13%，而到2022年下半年，这一比率降低为2.38%，2023年第一季度（1月至3月20日）进一步降低至1.31%。

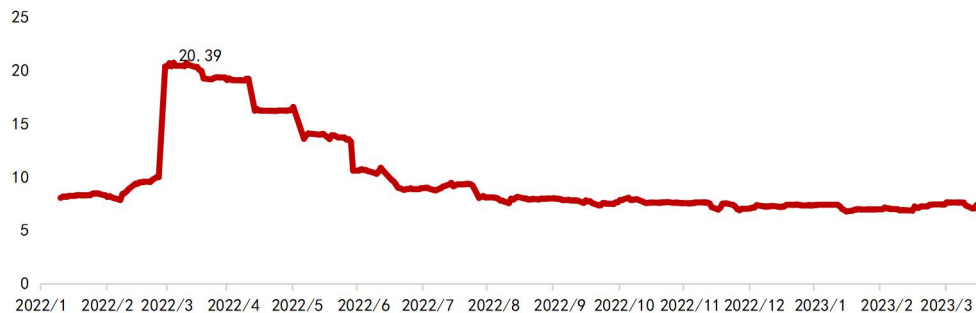
图 29：美元兑卢布汇率与俄罗斯 RTS 指数



资料来源：俄罗斯央行，中国银行研究院

第四，银行业流动性恢复，贷款规模超制裁前水平。一是银行同业拆借利率逐渐稳定，流动性恢复速度快。2022年2月28日，俄罗斯银行同业拆借利率达到峰值，从2月24日的9.93%飙升至20.39%，增幅高达107.8%。随后，俄罗斯同业拆借利率震荡下行，于2022年6月14日恢复至西方国家经济制裁前水平，并持续稳定在7%-10%的水平。二是银行贷款规模连续下滑后缓慢复苏并超过制裁前水平。自2022年3月以来，俄罗斯银行贷款规模急剧下降，连续4个月呈现负增长，最大跌幅达-2.88%。随着西方国家制裁日益常态化，俄罗斯经济运行逐渐稳定，银行贷款规模逐步复苏，并于2022年10月超过西方国家制裁前的水平。

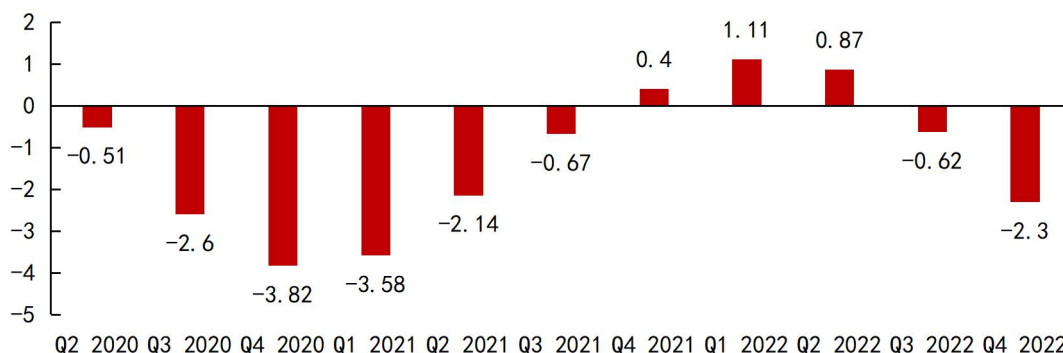
图 30：俄罗斯银行同业拆借利率（隔夜，%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

第五，货币政策可调整空间大，财政压力暂且可控。一是俄罗斯基准利率已低于西方国家经济制裁前水平。2022年2月28日，俄罗斯央行紧急加息1050个基点，将基准利率从9.5%提高至20%。随后，在卢布明显升值和国内金融市场趋稳、通胀率大幅回落的背景下，俄罗斯央行开启多轮降息，最终基准利率下调至7.5%，已低于制裁前水平。二是俄罗斯财政赤字有所增长，但收支缺口仍控制在目标范围内。从财政盈余/赤字占GDP比重来看，2022年第一、二季度，俄罗斯财政盈余占GDP比重分别为1.11%和0.87%，创近2年新高。2022年第三、四季度俄罗斯财政赤字有所增长，但2022年全年俄罗斯财政赤字为3.3万亿卢布，占GDP比重为2.3%，远小于2020年财政赤字水平。

图 31：俄罗斯财政盈余/赤字占 GDP 比重（%）



资料来源：Bloomberg，中国银行研究院

2. 俄罗斯经济金融韧性的原因

尽管俄罗斯金融市场在西方国家制裁之际曾出现恐慌和挤兑，但后续由于政府全方位政策支撑，俄罗斯国民心态、社会上已达成共识，金融市场并没有被恐慌和挤兑所左右。具体原因主要体现为以下几个方面。

第一，提前布局，早有预案。俄罗斯不断优化长期应对美欧制裁的准备，持续推动去美元进程。一方面，不断降低外汇储备中美元占比。截至2021年，美元在俄罗斯外汇储备中的占比为16.4%，俄乌冲突爆发前该比重进一步降至

10.9%。另一方面，不断完善基础设施建设，减少经贸活动中对西方国家的依赖。2021年，俄罗斯进出口贸易中使用美元支付的占比分别为54.5%和35.8%，相较于2013年79.6%和40.6%大幅下降³。面对西方国家经济制裁，俄罗斯反制裁措施迅速且准确。面对外汇储备被冻结且被禁止在国际市场上交易黄金，俄罗斯央行采取外汇交易限制抑制货币贬值；随着西方国家制裁冲击蔓延至股票市场，俄罗斯央行采取休市和冻结证券价值等措施切断风险传导；针对美国禁止进口俄罗斯能源、欧盟减少三分之二的俄罗斯天然气进口量等能源制裁，俄罗斯以天然气“卢布结算令”进行反制裁。

第二，能源禀赋成为俄罗斯抵御西方国家制裁的重要支撑。俄罗斯在国际能源市场上占有举足轻重的地位，其是欧盟最主要的能源供应国。凭借这一优势，俄罗斯要求欧洲国家以卢布支付能源账单，有效稳定卢布汇率。同时，俄罗斯财政收入近半数依赖于能源出口，2022年12月，石油和天然气收入占财政总收入的41.6%，能源收入缓解了俄罗斯政府的财政压力，为俄罗斯维持经济金融市场稳定提供支撑。

第三，多边合作机制为俄罗斯抵御制裁提供保障。挖掘新贸易伙伴国，缓解进出口贸易压力。俄罗斯主要供应给英国以及荷兰的“北极”原油，开始向印度出口，2022年12月俄罗斯出口至印度的原油数量是2021年12月的33倍，成为印度最大的原油供应国，超过伊拉克。**加强与贸易、投资伙伴国的央行合作，推出货币互换工具。**2023年2月，人民币隔日交易量超过1.48万亿卢布，首次超越美元（美元交易量为1.42万亿卢布），成为俄罗斯月度隔日交割交易量最大的外币。从比重看，在2023年2月莫斯科交易所的主要货币合计交易量中，人民币隔日交易量占比近40%，远超2022年2月的0.32%。**积极加强与新兴多边金融机构合作。**俄罗斯积极加入金砖国家新开发银行、亚投行、亚开行等新兴多边金融机构，缓解西方国家经济制裁下的跨国投资或贷款约束，为俄

³ 数据来源：俄罗斯央行。

罗斯维持国际经贸活动提供支撑。

3. 启示及政策建议

第一，重新审视金融安全，做好符合中国国情的预案。一是增强维护金融稳定的财政基础。合理规划政府财政收支，提升财政资金配置效率，压减非必要开支，为经济运行长期安全与稳定提供坚实的财政支持。二是推动人民币国际化，减少对美元以及西方金融机构与支付体系的依赖。优化外汇储备，逐步减少美元、美债等金融资产持有量。逐步完善人民币跨境支付系统建设，推动人民币支付清算网络向境外延伸，实现对全球各时区金融市场的全覆盖，满足各类跨境贸易、投融资业务等结算需求。

第二，拓展经贸合作版图，减少外部冲击的影响。一是顺应区域经济一体化发展趋势。推动金砖国家合作与扩员进程，高质量实施 RCEP，积极与有意愿的国家和地区共同建设互利共赢的自贸区，扩大自贸区覆盖范围，逐步构建起立足周边、辐射“一带一路”、面向全球的经贸网络布局。二是改善营商环境，培育国际经贸合作新动能。持续优化营商环境，激发市场活力，更大力度吸引和利用外资，做好外资企业服务工作，便利合作往来，培育国际经贸合作新动能。

第三，提升制造业水平，筑牢产业链。一是从满足国内需求出发，积极构建双循环新发展格局。大力支持国内企业发展，通过自主创新，提升产品竞争力，实现制造业升级，在关键的生产环节和技术环节做到自主可控。二是提高重要科技产品和服务的进口替代率。在事关国家安全和发展全局的基础核心领域，提高重要科技产品和服务的进口替代率，加大对替代产品的研发、生产的支持和投入力度，推动其在中高端领域取得进展和突破。三是构建相对独立、完整的产业体系，增强抵御外部风险的韧性。以技术创新驱动全球产业链升级，构建国家、区域和全球多圈层的产业链格局，推动数字技术与全球产业链深度

融合，全面推进现代服务业改革开放。

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：+86-10-66594264

传真：+86-10-66594040