中国银行 BANK OF CHINA 研究院

全球经济金融展望报告

2023 年（总第 53 期）　　报告日期：2022 年 11 月 30 日

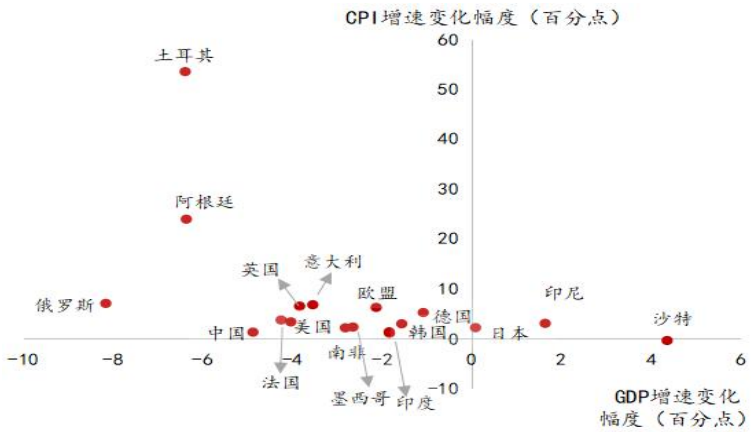
要点

● 2022 年，受俄乌冲突、能源短缺、发达经济体货币政策紧缩等因素影响，全球经济“滞胀”风险不断加大。美元指数和美债收益率大幅上行，跨境资本加速回流美国，离岸美元流动性持续收紧，金融市场剧烈波动。

● 展望 2023 年，全球经济将由“滞胀”向衰退演变，欧美等发达经济体大概率在上半年陷入衰退，亚太新兴经济体出口增长面临压力，全球高通胀态势将在一定程度上缓解。美联储加息步伐有望放缓，跨境资本仍将延续回流美国趋势，但速度和幅度趋于下降。

● 全球科技创新进展、能源危机下的全球产业格局重塑、人民币在全球外汇交易格局中的角色与前景、美国国际收支特征等热点问题值得关注。

2022 年主要经济体 GDP 和 CPI 增速较 2021 年变化



资料来源：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
　　赵雪情
　　曹鸿宇
　　李颖婷
　　吕昊旻
　　王宁远
　　初　晓
　　黄小军（纽约）
　　陆晓明（纽约）
　　侯梦景（纽约）
　　温颖坤（法兰克福）
　　李振龙（伦敦）
　　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

衰退与动荡下的全球经济金融格局演变

——中国银行全球经济金融展望报告（2023 年）

2022 年，受俄乌冲突、能源短缺、发达经济体货币政策紧缩等因素影响，全球经济“滞胀”风险不断加大，主要经济体经济增速明显下行，通胀大幅攀升。美元指数和美债收益率走高，跨境资本加速回流美国，离岸美元流动性持续收紧，金融市场剧烈波动。展望 2023 年，全球经济将由“滞胀”向衰退演变，欧美等发达经济体大概率在上半年陷入衰退，亚太新兴经济体出口增长面临压力，全球高通胀态势将在一定程度上缓解，但是通胀水平仍将高于疫情前。美联储加息步伐有望放缓，跨境资本将延续回流美国趋势，但速度和幅度趋于下降，全球股市将维持震荡态势，大宗商品价格将在高位调整。本期报告分别对全球科技创新进展、能源危机下的全球产业格局重塑、人民币在全球外汇交易格局中的角色与前景、美国国际收支特征等专题展开分析。

一、全球经济回顾与展望

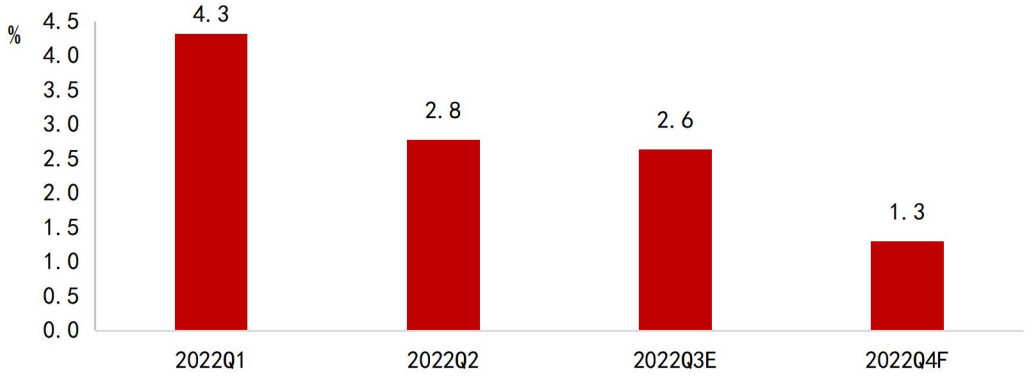
（一）全球经济可能在 2023 年上半年陷入衰退

2022 年全球经济“滞胀”风险不断加大。2022 年全球经济演变有一条清晰的逻辑主线，即“俄乌冲突爆发→大宗商品价格快速上涨→通胀逐渐失控→货币政策加速收紧→经济增速下行”。在这条逻辑主线下，全球经济正逐渐由通胀向“滞胀”再到衰退演变，面临全面下行压力。

一是经济增长逐渐失速。2021 年全球经济强势反弹，走出“深 V”趋势，超过 54%的经济体实际 GDP 恢复至疫情前水平。然而，进入 2022 年后，在疫情不断反复、地缘政治冲突爆发、供应链瓶颈持续、大宗商品价格上涨等多重因素影响下，全球经济增长形势逐渐逆转，再次进入波动下行阶段。截至 2022

年 10 月，摩根大通全球制造业和服务业 PMI 指数分别较一季度高点下降 4.3 和 4.8 个百分点。从同比增速看，2022 年全球 GDP 增速呈现逐季下行态势，特别是四季度下行压力较大，部分经济体逐渐陷入衰退（图 1）。

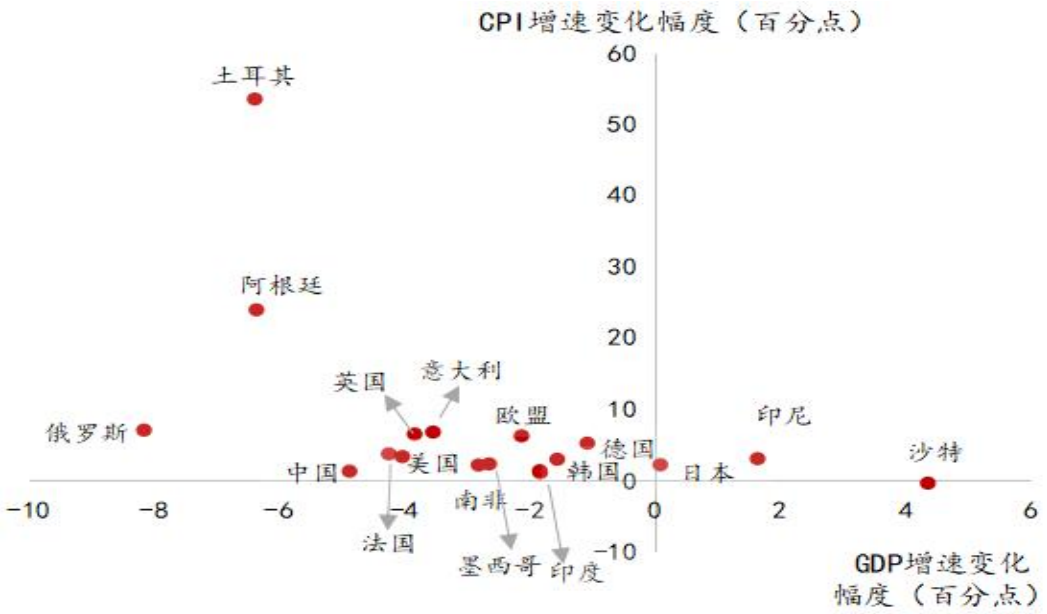
图 1：2022 年全球 GDP 季度同比增速变化趋势



资料来源：OECD，Wind，中国银行研究院

2022 年，绝大多数 G20 经济体普遍面临“经济增速放缓，通胀抬升”压力，“滞胀”特征明显。过去历次美联储加息周期中，通常发展中经济体金融市场波动和经济下行压力更大。然而，2022 年情况发生变化，发达经济体在经济增长、物价和金融稳定等方面面临的困境更为突出。预计 2022 年美国、英国、德国、法国、意大利、日本、韩国等发达经济体实际 GDP 增速平均将较 2021 年下降 2.6 个百分点，CPI 指数平均上涨 4.4 个百分点，而中国、印度、南非、土耳其、巴西、阿根廷、墨西哥、沙特、印尼等新兴经济体实际 GDP 增速平均将较 2021 年下降 2.3 个百分点，除阿根廷和土耳其出现较为严重的通货膨胀外，其他主要新兴经济体通胀压力可控（图 2）。之所以出现上述变化，主要是由于欧洲等发达经济体受能源冲击更大，导致物价、工业生产、贸易收支和汇率承受更大压力，而部分新兴经济体受益于能源价格上涨，贸易收支改善缓解了经济下行和汇率贬值压力，拉美等主要新兴经济体提前加息，一定程度缓解了加息冲击。

图 2：2022 年主要经济体 GDP 和 CPI 同比增速较 2021 年变化情况



资料来源：IMF，中国银行研究院

二是主要经济体货币政策紧缩速度加快，但通胀压力未见明显缓解。在严峻的通胀压力面前，包括美联储、欧洲央行、英国央行等在内的发达经济体央行加快收紧货币政策，年内分别累计加息 375、200 和 275 个基点。然而，尽管货币政策紧缩速度加快，但各国通胀压力未见明显缓解。美国整体 CPI 同比增速虽然自 6 月以来持续下降，但核心 CPI 增速在 8 月和 9 月连续回升，10 月虽再度下降，但仍然处于 6.3%高位。欧盟 CPI 和核心 CPI 增速不断创出新高，通胀形势愈加严峻。从通胀的传导路径看，全球通胀最初的压力来自于全球可贸易品价格上升，这实际上在疫情暴发前就有所反映，主要由贸易保护主义导致；随后在疫情对供应链的冲击和俄乌冲突导致的能源短缺等因素影响下，逐渐呈现“能源或大宗商品通胀”特点；随着消费活动反弹和通胀预期升温，通胀压力逐渐由供给端向消费端蔓延，使得通胀形势更加顽固，限制了货币政策对通胀的抑制作用。

三是投资比消费受利率上行影响更大，货币政策对消费的影响可能存在时滞。从货币政策收紧对全球经济的冲击渠道看，目前主要反映在对私人消费和

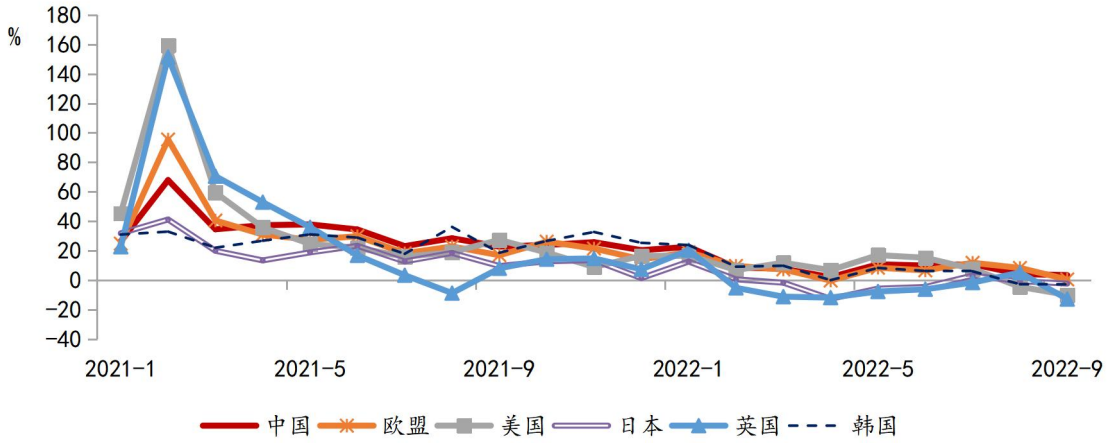
国内投资的影响上。不过，政策收紧对内需的影响存在非对称效应，对投资部门冲击大于居民消费。随着各国利率中枢抬升，融资成本提高，经济前景恶化，企业设备投资和房地产等投资明显承压。2022 年美国私人投资总额逐季下降，三季度投资额较一季度下降 5.8%，特别是对利率敏感的住宅投资下降 11.8%。英国和德国二季度固定资本形成总额也低于一季度。然而，消费部门表现好于投资，美国零售和食品服务销售额整体保持增长，三季度环比增速虽然快速下行，但 10 月份再度呈现较快增长。欧盟零售销售指数在 6 月和 7 月出现下降后，9 月再度上行。消费数据未如预期般快速下行，表明货币政策作用发挥存在时滞，这可能既受物价上涨影响，居民在不改变商品消费结构的情况下支出增加，也可能是由于消费存在粘性，特别是对于必需品和服务业消费来说，商品价格需求弹性较低，另外可能也与欧美等经济体逐渐放松疫情管制有关。

四是全球贸易规模整体保持增长，但价格因素影响大于数量因素，2022 年增速明显下滑。2021 年全球经济能够实现快速恢复，其中重要推动因素在于国际贸易的繁荣。根据联合国贸发会议统计，2021 年全球贸易额创下历史最高纪录，达到 28.5 万亿美元，比 2020 年增长 25%，比 2019 年增长 13%。2022 年上半年全球贸易继续实现较快增长，以一季度为例，全球贸易额达到创纪录的 7.7 万亿美元，比 2021 年一季度增加 1 万亿美元。然而，如果进一步区分价格因素和数量因素，显然国际贸易规模的快速增长在很大程度上是由商品价格上涨驱动（图 3）。根据荷兰经济分析局测算，2022 年 8 月的国际贸易数量指数仅比年初高 1.9%，增幅低于国际贸易价格指数（3.1%）。不过进入三季度后，受需求回落和各国紧缩货币政策影响，价格指数逐渐承压，主要经济体出口表现也逐渐转弱，2022 年 9 月，除中国和欧盟贸易保持正增长之外，美国、英国、日本、韩国进出口贸易增速均落入负值区间（图 4）。预计 2022 年全球贸易增速将降至 3%左右。

图 3：全球贸易数量和价格指数同比增速变化情况

资料来源：荷兰经济分析局（CPB），中国银行研究院

图 4：主要经济体进出口贸易同比增速



资料来源：Wind，中国银行研究院

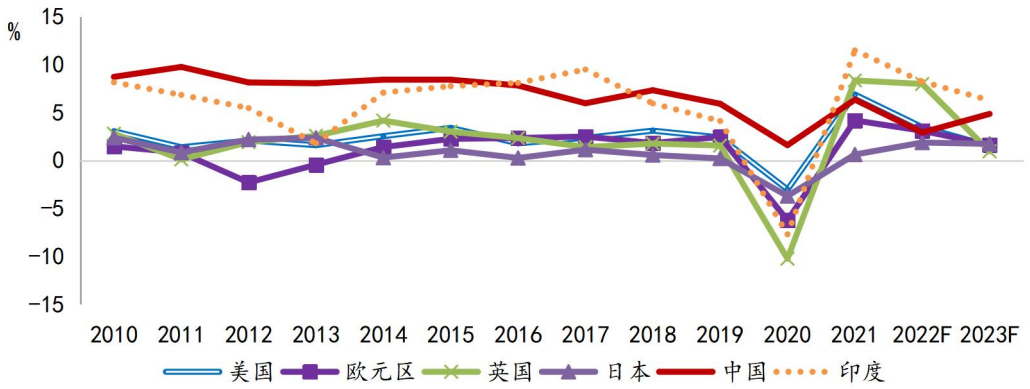
研判 2023 年全球经济走势，主要受几方面因素影响，包括全球疫情走向、需求及通胀变化、产出和供应链变化、财政货币政策调整趋势以及主要经济体对全球经济的贡献度等。目前看，上述因素对全球经济的影响整体偏负面，可能在上半年拖累全球经济进入衰退。

一是疫情和防疫政策存在不确定性。新冠疫情暴发已三年，依然没有结束迹象，变异毒株不断出现，给全球经济复苏带来不确定性。欧美等经济体过早

放松疫情管控，开启与病毒共存，世卫组织估计，约 10%-20%新冠感染者可能受到中长期“后遗症”困扰，包括疲倦、呼吸困难、记忆力减退和出现认知功能障碍等。这不仅威胁公众健康，也给社会经济带来严重负面影响。发达经济体部分劳动者主动退出就业市场，导致劳动参与率不足，职位空缺率居高不下。美国智库研究发现，约有 200-400 万美国人受长期新冠症状影响而被迫离开工作岗位，造成数千亿美元的经济损失。

二是在高通胀和加息影响下，内需和国际贸易同步面临压力。按照国际货币基金组织研究，利率变化对经济增长的影响大约在 1 年内达到顶峰，对通货膨胀的影响在 3-4 年内达到峰值。因为利率变化通常需要经历一系列链条才能影响到通胀，比如一些消费者会继续购买计划已久的产品，企业可能不会立即裁减员工，除非确信市场前景已经改变。从目前情况看，发达经济体通胀走势较为顽固，将不得不通过延长货币紧缩周期来更好地控制通胀走势，利率峰值将超过预期。在此背景下，紧缩货币政策对内需和通胀的抑制作用将更快显现。目前，主要经济体消费增速逐渐放缓，OECD 消费者信心指数处于低位，随着经济增速下行，工资增长也将受限，2023 年消费将逐渐进入下行区间。企业投资和固定资本形成已经受到高利率拖累，各国房地产投资和需求大幅下行，增长前景黯淡。预计 2023 年美国、英国和欧元区内需增速将分别为 1.5%、0.9%和 1.6%，分别较 2022 年下降 1.9、7.0 和 1.5 个百分点（图 5）。发达经济体作为全球主要消费市场，内需放缓将对上游出口导向型经济体带来较大外溢影响。作为全球消费品和中间零部件的重要供给方，东亚、东南亚和南亚出口贸易对于全球经济增长具有重要的前瞻意义。2022 年下半年以来，越南、印尼、印度、中国等地出口贸易增速放缓，出口新订单减少，暗示着全球贸易和经济增长将面临较大压力。马士基航运公司控制着全球约 1/6 的集装箱贸易，其在三季度财报中表示受全球需求放缓影响，近期全球集装箱现货价格暴跌，预计 2023 年全球运输和物流需求将进一步减少。

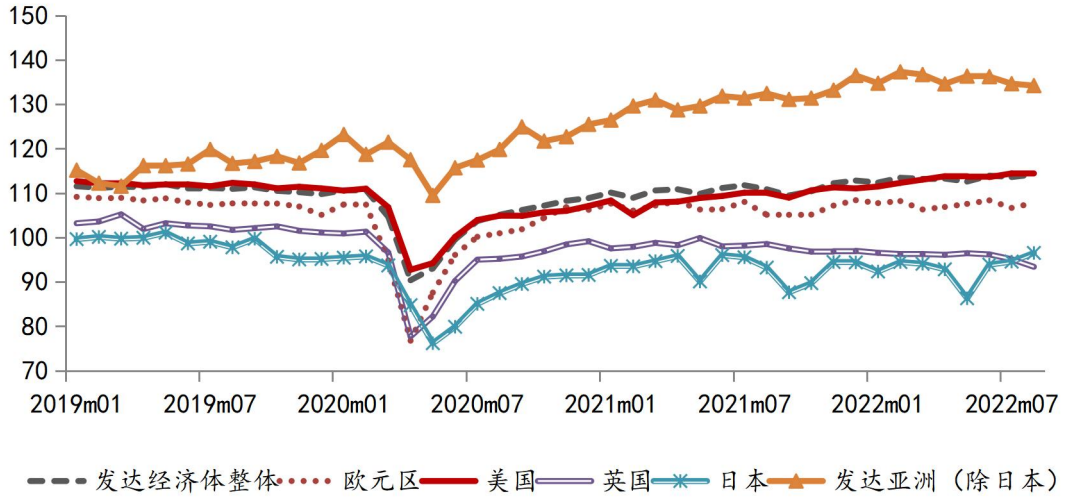
图 5：主要经济体内需同比增速变动趋势



资料来源：OECD，中国银行研究院

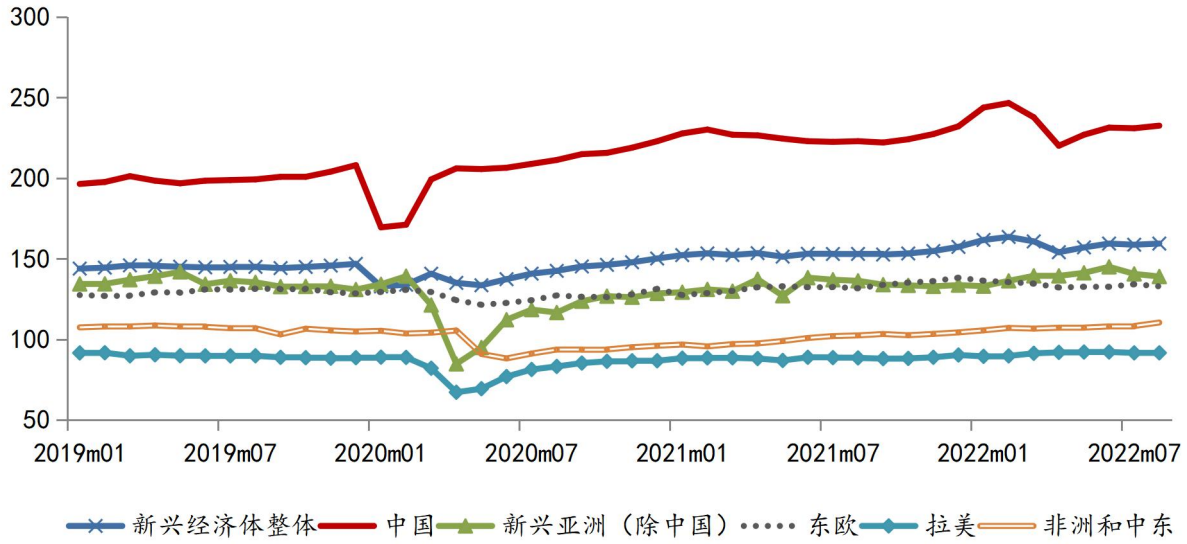
三是俄乌冲突影响长期存在，能源市场持续面临制约，全球工业产出可能减少。2022 年受俄乌冲突影响，全球能源供给受到较大限制，全球工业产出随之下行。2022 年 8 月，荷兰经济分析局测算的全球工业生产指数为 133.9，比 2022 年 2 月低 1.4。其中，英国、欧元区和东欧新兴经济体受能源短缺影响严重，工业生产指数在冲突发生后分别下降 2.9、0.4 和 2.6（图 6、图 7）。自 2022 年 12 月 5 日和 2023 年 2 月 5 日起，欧盟将进一步强化对俄制裁，全面禁止进口俄罗斯原油和石油产品。受战争和制裁等因素影响，预计 2023 年全球能源市场分割状态难有改观。世界银行预计 2023 年布伦特原油平均价格将达到 92 美元/桶，虽然情况较 2022 年好转，但仍远高于过去五年平均 60 美元/桶的水平。欧盟和英国面临的能源短缺状况将继续对工业生产造成制约，部分欧洲企业已着手启动产业链外移，2023 年相关调整将加速，叠加经济放缓和需求疲软等因素影响，欧洲工业产出可能进入快速下行阶段。亚太新兴经济体工业产出也将面临一定压力，随着外需回落和出口订单减少，企业出口议价能力和利润率将下降，企业将被动裁员或减少生产，工业产能利用率和实际产出将下降。

图 6：发达经济体工业生产指数变动趋势（2010=100）



资料来源：荷兰经济分析局（CPB），中国银行研究院

图 7：新兴经济体工业生产指数变动趋势（2010=100）

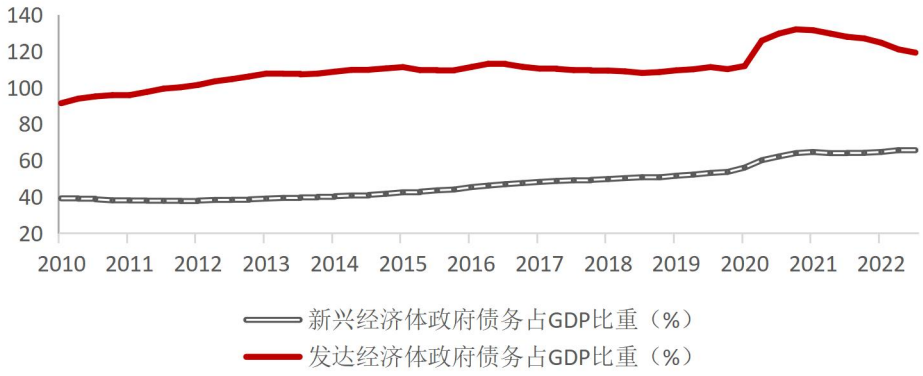


资料来源：荷兰经济分析局（CPB），中国银行研究院

四是高通胀和高债务制约下，各国财政空间有限，宏观调控能力弱化。在疫情后各国政府普遍采取了积极的财政刺激政策，导致政府财政赤字大幅攀升，债务负担加重（图 8），一定程度上限制了未来财政支出空间。宽松的财政货币政策也导致通胀快速走高，政策负面效应凸显。即使 2023 年再次发生经济衰

退，为了避免需求扩张导致通胀进一步失控，各国政府可能无法提供足够的财政支持，宏观调控能力和经济支撑作用将减弱。

图 8：发达和新兴经济体政府部门债务占 GDP 比重变动趋势



资料来源：国际金融协会（IIF），中国银行研究院

五是离岸美元流动性收紧，金融风险可能传导至实体经济。2022 年随着美联储加快收紧货币政策，美债收益率快速上行，全球私人资本加速回流美国，导致美元指数持续处于高位，离岸市场美元流动性紧张状况加剧。与之前美联储加息周期主要冲击新兴经济体不同，当前发达经济体面临的金融风险压力同样较大。2022 年欧元、英镑、日元、韩元等大幅贬值，为了稳定汇率，日本和韩国等发达经济体央行加大外汇市场干预力度，抛售美元以维持本币汇率，由此导致离岸市场美元流动性需求快速增加，在海外美元回流美国的大背景下，进一步加剧了离岸市场美元短缺情况。2023 年美联储将继续加息缩表进程，上半年离岸市场美元短缺现象可能加剧，将对国际结算、企业外币融资、银行跨境信贷等产生冲击，相关风险可能将波及实体经济，进一步加剧经济下行压力。

六是欧美等发达经济体大概率集体陷入衰退，拖累全球经济增长。从目前情况看，欧盟和英国最早可能在 2022 年四季度陷入衰退，而美国大概率在 2023 年上半年陷入衰退，欧美合计的经济份额占全球 45%左右，双双陷入衰退将对全球经济带来较大拖累。国际货币基金组织认为，全球约有 1/3 经济体将经历

至少连续两个季度的负增长。这种普遍性的经济增长失速将对全球生产、消费等活动带来较大抑制，预计到2026年全球损失的产出将达到4万亿美元。

从时点上看，预计2023年上半年全球经济陷入技术性衰退可能性较高，2023年下半年在衰退加速市场出清后，一些积极因素可能出现。一是在上半年经济陷入衰退后，全球需求和产出将持续萎缩，带动能源等大宗商品价格以及通胀回落，各国货币政策将陆续迎来拐点，政策制定将更加重视促进经济增长，融资和流动性环境有望改善。二是随着全球疫情防控和供需形势改变，之前在航运、物流、劳动力等领域的供应链瓶颈将逐渐缓解，有助于推动全球生产和消费企稳回升。三是亚太等新兴经济体在此次衰退中受冲击较小，将在2023年下半年率先复苏，成为稳定全球经济的重要因素。预计2023年全球经济增速为2.0%（市场汇率法），较2022年下降0.7个百分点；全球CPI同比增速为6.5%，较2022年下降2.3个百分点，但仍明显高于过去10年3.5%的平均水平。从更长周期看，全球经济复苏将呈现“L型”特征，与“U型”复苏相比，“L型”复苏谷底期更长，具有长期萧条特征，经济将长期处于低增长和高波动态势。

专栏一：地缘政治格局变化对全球经济发展的重大冲击

进入新世纪以来，全球地缘政治格局深刻重塑，特别是近年来新冠疫情与俄乌冲突加速了地缘政治格局的分化和重组，国际环境的复杂性、严峻性和不确定性明显上升，对全球经济发展带来深远影响。当前，全球地缘政治格局演变主要呈现以下特征。

一是大国间摩擦与对抗增加，大国关系面临深刻调整。冷战结束后，在国际关系基本规则和框架下，美国、中国、欧盟、俄罗斯等全球力量主体双多边关系整体稳定，彼此间虽有分歧但基本处于可控状态。然而，随着中美经贸摩擦和俄乌冲突爆发，东西方在意识形态和安全领域的摩擦和分歧逐渐增大，中美之间、俄欧之间正面冲突增加，加速了全球两极化和阵营化分裂。一方面，美国、欧盟和俄罗斯在欧洲地区博弈升级。俄乌冲突使欧洲大陆硝烟再起，欧盟和美国对乌克兰提供了大量的军事援助，对俄罗斯实施了严厉的贸易和金融制裁，俄欧关系跌落谷底。另一方面，亚太地区逐渐成为大国博弈焦点，中美两国博弈逐渐显性化。美国不断强化使用关税、出口管制等手段对华实施贸易制裁，加大对中国外交和军事上的遏制和施压，拉拢日本、印度、澳大利亚组成“四方联盟”，大力推动“印太经济框架”，试图联合盟友推动产业链“去中国化”。在此背景下，大国关系面临深刻重塑，全球主要力量主体之间呈现新的“合纵连横”。

二是大国博弈下，中间阵营“选边站队”压力增大，代理人博弈更加激烈。在和平发展时期，大部分非西方国家长期寻求在东西方之间取得平衡。然而，随着大国博弈加剧，此种平衡逐渐被打破，寻求平衡的做法也日益困难。在美国压力下，欧盟以及部分亚太国家对华战略逐渐出现调整，对华态度趋于强硬。乌克兰逐渐成为美欧遏制俄罗斯的前沿阵地，俄乌冲突有扩大化和长期化趋势，欧洲将

深陷泥潭。

三是新兴经济体逐渐强化合作，谋求改善全球治理方式。中国同东盟国家积极推动 RCEP 落地生效，阿根廷、伊朗等国申请加入金砖组织，上合组织扩容，这些由新兴经济体为主要成员的国际合作平台影响力不断扩大。中国宣布将联合多个友好国家成立国际调解院，致力于用和平方式调解国际争端和分歧，维护发展中国家权益，全球治理体系或将迎来明显调整。

当前，全球地缘政治格局正处于深刻重塑期，大国竞争抬头和地区冲突扩散使全球经济运行不确定性提高，对经济增长态势、贸易、投资和产业链供应链等带来较大影响。

一是大国博弈加剧使全球经济增速放缓，“东升西降”格局更加明显。地缘政治冲突逐渐改变了过去全球合作的基础，关税、出口管制、战争和制裁措施使得全球贸易成本上升，大宗商品价格上涨，关键零部件和能源市场分割，全球将在较长时间内处于低增长和高通胀叠加困境。能源短缺和能源成本居高不下将对欧洲工业生产、出口和投资产生重大影响，短期将加剧欧洲经济衰退，长期将使欧洲在全球政经格局中的地位下降。亚太新兴经济体在新一轮全球产业链重塑浪潮中，积极发挥禀赋优势，不断推进贸易自由化和经济一体化，经济将继续得到快速发展，增长前景更好。IMF 预计，未来五年亚洲新兴经济体 GDP 年均增速为 5.1%，显著高于 G7 国家（1.4%）。

二是全球产业链供应链将加速重组。地缘政治因素导致欧洲地区投资不确定性上升，降低了欧洲地区对海外投资者的吸引力。在能源危机下，欧洲企业也在加速将化工、钢铁、电池等能源密集型产业链外移。据联合国贸发会议统计，2022 年前三季度全球绿地投资项目数量减少 10%，其中流向欧洲地区的项目减少 25%。此外，在中美经贸摩擦背景下，部分跨国企业选择采取“中国+1”策略，逐渐将部分产能和生产环节转移至东南亚和南亚等国家。发达经济体采取的关键产业链回流、近岸和友岸外包策略，也将加剧全球产业链分化，降低全球生产效率。

三是区域或国家内部分歧加大，政策协调难度上升。在能源危机和通胀高企等背景下，欧元区内部协同问题进一步凸显。跟随美国对俄罗斯实施制裁，已经对欧洲经济和社会生活带来严重影响。目前在关于制裁俄罗斯问题上，欧洲国家态度开始出现分化。意大利、波兰等国要求欧盟对俄罗斯进口天然气设置价格上限，以应对通货膨胀，但德国、荷兰、匈牙利等国认为限价将导致天然气需求上升继而加剧欧洲能源短缺。由于缺少天然气供应，2022 年的冬天对于欧洲人来说可能会更加难过，各国国内民意撕裂和贫富差距问题将更加严重，可能加剧国内政局波动，从而影响经济复苏进程。

四是区域合作与地缘格局演变相互交织，全球经贸合作将迎来新契机。当前俄罗斯同中国等亚洲新兴经济体的关系进一步加强，中国的制造能力同俄罗斯的能源优势相结合，将为两国和区域经济发展增添更多动力。随着 RCEP 落地生效，亚太国家之间的产业互补优势将得到充分释放，在全球生产和价值链中的地位将进一步提高。2022 年前 10 个月，中国与东盟十国的进出口总额达 7984 亿美元，同比增长 13.8%，超过与欧盟的 7113.7 亿美元，也超过与美国的 6398.3 亿美元。亚太新兴经济体经济总量已超过美国，随着亚太经济一体化进程不断深化，美国和欧盟在全球经济版图中的地位将进一步削弱，新兴经济体对全球经济和国际秩序的影响力将不断提升。

（二）重点国别/地区经济形势研判

1.美国经济可能经历温和衰退

2022 年受高通胀和美联储快速加息影响，美国经济增长动力逐渐回落。上半年美国 GDP 连续两个季度负增长，一、二季度环比增长折年率分别下降 1.6%和 0.6%，陷入“技术性衰退”。三季度美国 GDP 虽然再次转正，但同比增速连续三个季度下滑，在高通胀和大幅加息背景下，经济下行风险不断加大。

表 1：2022 年美国 GDP 及各分项变动情况

项目	GDP 份额（%）	环比增长折年率（季调）			GDP 环比增速贡献率		
		2022Q1（%）	2022Q2（%）	2022Q3（%）	2022Q1（%）	2022Q2（%）	2022Q3（%）
GDP	100	-1.6	-0.6	2.6			
个人消费支出	**70.7**	**1.3**	**2.1**	**1.4**	**0.9**	**1.4**	**1.0**
耐用品	11.1	7.6	-2.8	-0.8	0.6	-0.2	-0.1
非耐用品	16.9	-4.4	-2.5	-1.4	-0.7	-0.4	-0.2
服务	43.7	2.1	4.6	2.8	0.9	2.0	1.2
国内私人投资	**19.4**	**5.3**	**-14.3**	**-8.5**	**1.0**	**-2.8**	**-1.6**
建筑	2.2	-4.3	-12.9	-15.4	-0.1	-0.3	-0.4
设备	6.9	11.3	-2.1	10.8	0.6	-0.1	0.5
知识产权	6.3	10.7	9.0	6.9	0.5	0.5	0.4
住宅	3.4	-3.1	-18.1	-26.4	-0.2	-0.9	-1.4
私人存货	0.4	38.7	-93.3	-90.1	0.2	-1.9	-0.7
商品和服务净出口	**-7.5**	**72.5**	**-14.9**	**-37.2**	**-3.1**	**1.2**	**2.8**
出口	12.5	-4.5	14.0	14.5	-0.5	1.5	1.6
商品出口	9.3	-7.2	15.8	17.2	-0.6	1.2	1.3
服务出口	3.4	1.6	10.0	8.4	0.1	0.3	0.3
进口	20	18.2	2.3	-7.0	-2.6	-0.4	1.1
商品进口	17.3	20.2	-0.4	-8.8	-2.4	0.1	1.2
服务进口	2.8	9.0	16.9	2.3	-0.2	-0.4	-0.1
政府消费支出和投资	**16.9**	**-2.2**	**-1.7**	**2.4**	**-0.4**	**-0.3**	**0.4**
联邦政府	6.6	-5.3	-3.4	3.7	-0.4	-0.2	0.2
州和地方政府	10.3	-0.4	-0.6	1.7	0.0	-0.1	0.2

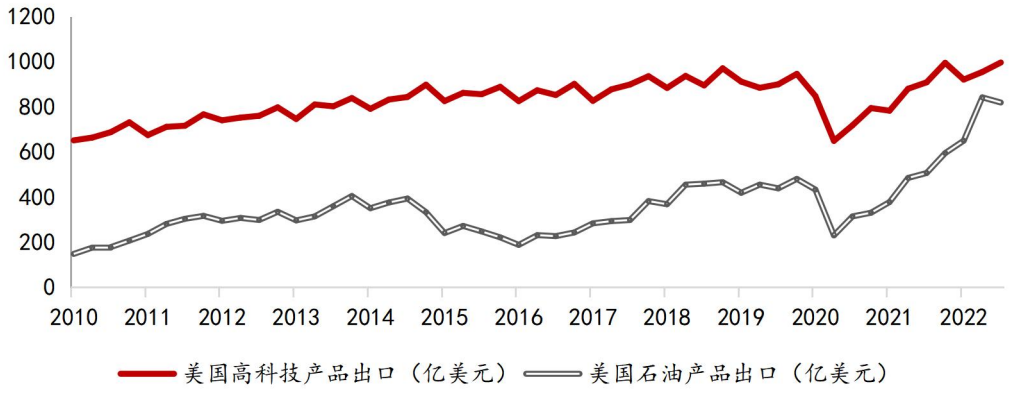
资料来源：Wind，中国银行研究院

从 GDP 分项走势看，2022 年美国经济呈现以下特点：**一是国内私人投资受加息冲击较大，增速快速回落。**私人投资是 2022 年美国经济波动最大的分项，二季度和三季度环比增长折年率分别下行 14.3%和 8.5%，分别拖累美国季度经济增长 2.8 和 1.6 个百分点。其中，对利率和经济走势高度敏感的私人存货、住宅和建筑投资是最大拖累项，设备和知识产权投资整体保持增长。疫情暴发以来，美国设备投资和知识产权投资稳定增长，与美国政府积极推动“再工业化”和产业链“回流”等政策有关，《通胀削减法案》《芯片法案》等加大了对企业设备投资和研发支出的补贴以及税收抵免力度，刺激了相关支出增长。

二是个人消费支出增速逐渐回落。个人消费支出是美国经济增长最重要的引擎，对美国经济贡献率在 70%左右。2022 年虽然美联储大幅加息，但个人消费支出依然是经济增长的主要贡献者，三个季度均对 GDP 形成向上拉动。但细分结构看，耐用品和非耐用品消费增速自二季度以来已经由正转负，个人消费支出增长主要由服务消费带动。受商品消费下降影响，个人消费支出增速逐渐下行，对经济增长贡献度由二季度的 1.4%降至 1.0%。消费和投资等核心分项持续下降反映美国经济增长内在动力正在趋弱。

三是商品和服务净出口成为带动经济增长的亮点。由于美国是进口消费大国，其经常账户逆差常年扩大，导致净出口对 GDP 贡献率一般为负。然而，2022 年在私人支出下滑背景下，二、三季度净出口逆差逐渐收窄，成为拉动经济增长的主要支撑因素。这主要与美元指数大幅走强压低进口成本和美国高科技、能源、武器出口大幅增加有关（图 9）。2022 年前 9 个月，美国石油产品出口规模达 1976.1 亿美元，同比增长 75.5%。

图 9：美国高科技和石油产品出口情况

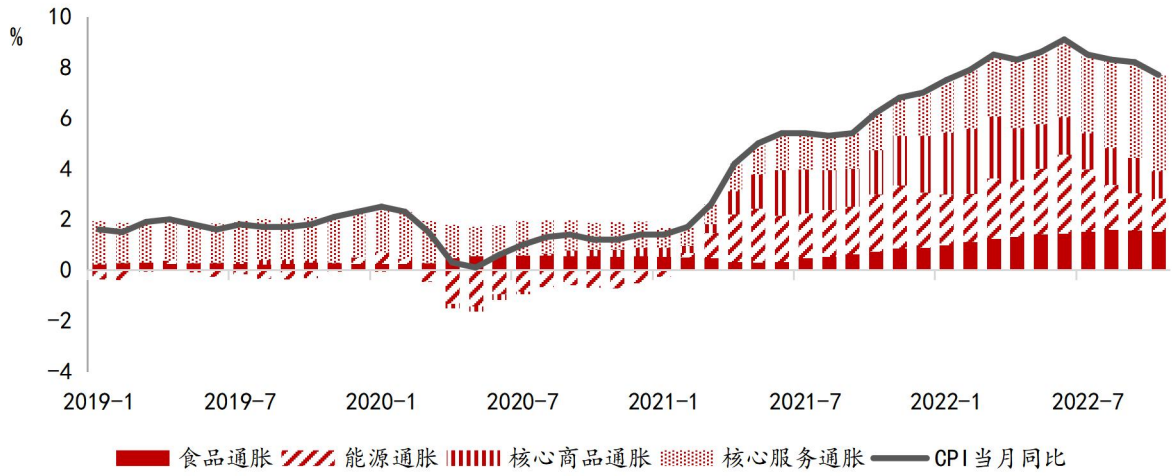


资料来源：Wind，中国银行研究院

四是政府消费支出和投资表现相对稳定。政府支出在 GDP 中的份额在 17%左右，2022 年上半年联邦政府支出下降，对经济形成拖累，三季度受《通胀削减法案》带动，财政支出有所增加，再次对美国经济形成利好。

美国通胀压力逐渐回落，但走势依然顽固，回落速度不及预期。虽然美联储在 2022 年采取了相对激进的紧缩性货币政策，截至 11 月累计加息 375 个基点，但通胀走势相对顽固，目前整体 CPI 同比增速依然处于 7.7%的高位，核心通胀在 8、9 月份甚至出现反复。这主要与当前美国通胀预期不断升温和私人消费结构变化有关。2020 年在美国政府财政刺激计划推动下，美国耐用品和非耐用品消费快速恢复，之后在居家办公和“宅经济”带动下，商品消费快速增长。随着美国逐渐放松疫情防控限制，2021 年下半年开始，消费者逐渐减少商品消费，增加服务消费，带动通胀逐渐由商品通胀转为服务通胀，当前服务通胀对整体通胀的贡献率超过 50%（图 10）。紧缩性货币政策对服务消费支出影响的作用链条长于商品消费。加息会直接抬升耐用品消费成本，但要对服务消费发挥作用，首先需要通过影响企业雇佣、劳动者收入等对消费行为进行降温，因此政策滞后期更长，加剧了通胀走势的顽固性。

图 10：美国整体通胀及分项变化趋势

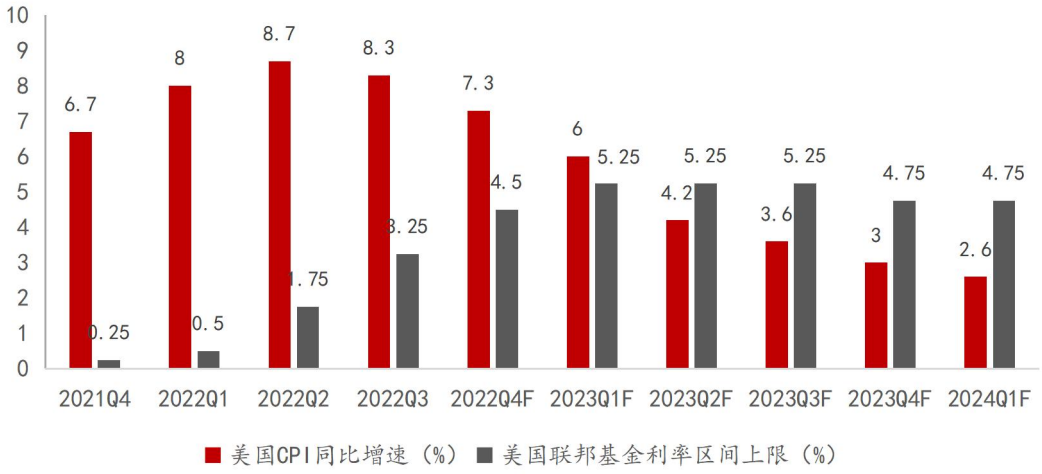


资料来源：Wind，中国银行研究院

展望 2023 年美国经济走势，首先需要研判美国通胀压力何时缓解，判断美联储货币政策拐点何时到来。目前影响美国通胀的主要有三个关键因素，分别是能源价格、核心商品价格和房租走势。2022 年 10 月，能源价格同比增速从

上月的 19.8%回落至 17.6%，带动 CPI 下降 0.13 个百分点，但环比增速呈现上涨态势。2022 年 3 月 WTI 原油月度平均价格为 108.1 美元/桶，在高基数效应下，预计能源通胀将在 2023 年一季度末大幅缓解。随着供应链逐渐正常化和需求转向服务，核心商品通胀将逐渐转为通缩。此外，租金在 CPI 篮子中的份额在 32%左右，2022 年 10 月价格同比上涨 7%，拉动 CPI 上涨 2.24 个百分点，是核心服务通胀的主要贡献因素。当前在高利率影响下，美国房价和市场租金逐渐下行，市场租金已在 2022 年 2 月前后触顶。然而考虑到 CPI 房租计算口径与市场租金存在差异，根据美国劳工统计局（BLS）最新研究，CPI 房租走势一般落后于市场租金 3-4 个季度。随着按揭贷款利率走高，居民家庭换房或新购房需求将大幅放缓，租房需求增加，在此背景下，预计房租对通胀的影响可能在 2023 年一季度或二季度达到顶点。叠加经济增速放缓对消费的抑制作用，预计美国通胀将继续回落，2023 年一季度前后可能会回落至 6%左右，二季度通胀压力将降至 4%上下，年底前降至 3%左右。美联储加息政策可能在 2023 年一季度末结束，未来几次加息幅度将以 50 或 25 个基点为主，政策利率最终可能将处于 5%-5.5%区间，并至少在 2023 年二季度维持该水平。

图 11：2023 年美国 CPI 同比增速和联邦基金利率走势预测



资料来源：Wind，彭博，中国银行研究院

随着利率进一步走高，美国经济增长压力将持续增大。一是消费在经济增长中的支撑作用将会进一步趋弱。根据对银行信贷主管的调查，2022 年三季度收紧贷款标准的净百分比有所上升，并且涉及广泛领域，包括消费者信贷、汽车、工商信贷，其中有些领域的升幅已达历史上经济衰退前水平，从而进一步制约房地产、汽车等对利率敏感的耐用品消费增长。目前美国家庭收入、储蓄及财务状况相对稳定，但动态看压力逐渐上升。储蓄率从疫情前高点 33%降至 2022 年 9 月的 3.1%，远低于历史平均水平（8.9%）。随着更多超额储蓄被支出，剩余储蓄将越来越多地集中在高收入群体中，考虑到不同人群的边际消费倾向，预计超额储蓄导致的消费冲动将减少。利率上升增加了家庭债务负担，根据纽约联储数据，2022 年二季度美国家庭债务总额增加 3510 亿美元，同比增长 8.3%，是 2008 年下半年以来最高增速，其中抵押贷款和信用卡债务同比分别增长 8.8%和 15%。债务支出占收入比重从 2021 年一季度的历史低点 8.4%升至 2022 年二季度的 9.6%，未来将持续上升。个人实际可支配收入月同比增速自 2021 年 4 月以来逐渐回落，相应的实际消费支出增幅也在下降，未来在通胀维持高位背景下，实际消费支出特别是商品支出可能继续放缓。**二是随着利率水平上涨，固定投资特别是住宅类投资、非住宅类投资支出可能进一步减少。**目前，美国全部商业库存和销售比值从 2021 年底的高点开始回落，预示着商业去库存阶段开始，未来随着消费需求下降，企业去库存可能持续，库存投资可能持续疲软。**三是政府投资将下降。**中期选举之后，两党博弈将加剧，新的财政支出计划通过难度将加大，2023 年政府开支对经济的刺激效应将弱化。**四是净出口对经济增长的支撑作用可能减弱。**2023 年美国净出口面临的不确定性增大。美国能源出口量有望继续增长，但能源价格回落将对冲能源出口数量增长。在制造业产业链“回流”和“再工业化”背景下，美国高科技产品出口可能将稳定增长。美元指数逐渐从高点回落，将刺激出口需求，同时也将增加进口成本，影响偏中性。美国主要贸易伙伴经济增速和需求回落，将抑制美国出口增

长，与此同时，美国经济增速放缓也将减少进口需求。综合看，预计净出口将在某些季度继续对经济增长形成支撑，但支撑效应将弱于2022年。

由此，我们判断美国经济有很大可能在2023年二季度陷入衰退。不过考虑到美国高科技企业研发和设备投资稳步增长，劳动力市场仍然相对偏紧，可能将确保劳动者收入保持基本稳定，从而降低私人消费下滑幅度，推动私人消费从低谷中反弹。特别是在经济陷入衰退、通胀压力自然缓解后，美联储可能将逐渐考虑降息并在下半年付诸实施，金融环境和利率变化可能将抵消经济下行幅度。**综合判断，预计美国经济在2023年二季度温和衰退后，下半年有望逐渐复苏，预计全年经济增速在1%左右，较2022年下降0.6个百分点。**

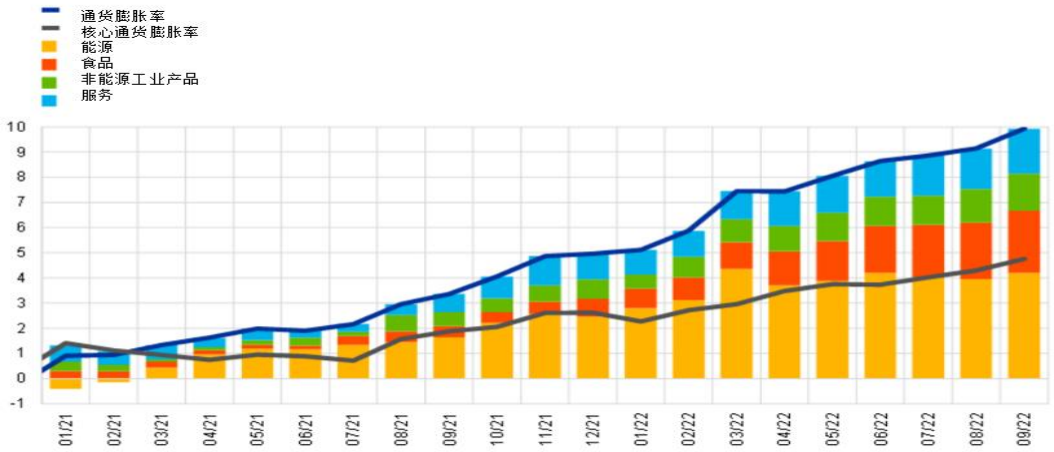
2.欧洲经济面临多重挑战

欧洲经济增长大幅放缓。2022年前三季度欧元区GDP环比增速分别为0.6%、0.8%和0.2%。天然气供应的严重受阻使欧盟经济前景进一步恶化，消费者和企业信心遭受重创，欧盟服务业需求和制造业新订单指标已经出现下降，三季度欧元区综合PMI平均为49.0%，远低于二季度，10月欧元区综合PMI进一步下探至47.1%。英国经济表现更加萎靡，前三季度GDP环比增速分别为0.7%、0.2%和-0.2%。10月服务业PMI自2021年初以来首次跌破荣枯线，制造业PMI为46.2%，连续3个月低于50%，新增订单指数大幅下降。受不确定性增加、能源价格高企、家庭购买力承压、融资条件收紧等因素影响，欧盟委员会预计欧盟、欧元区和大多数成员国经济将在2022年四季度陷入衰退，2023年一季度经济活动将继续萎缩。

通胀水平屡创新高，拉低了消费者的实际收入水平，推高企业生产成本，抑制私人消费和企业投资。10月欧元区CPI同比上涨10.6%，高于9月的9.9%，再创历史新高；英国CPI同比上涨11.1%，创40年来新高。能源价格上涨依然是推动欧洲通胀走高的主因，其他领域价格同样保持上涨态势，欧洲市场价格

上涨压力由原材料向服务和消费品扩散，通胀趋于顽固。高通胀使欧洲企业和居民真实收入不断被侵蚀，进一步抑制欧洲市场消费和投资需求，阻碍经济复苏。

图 12：2022 年欧元区通胀率走势及结构（%）



资料来源：欧盟统计局，中国银行研究院

能源危机拖累经济表现，欧洲工业生产遭遇困局。能源价格上涨不断侵蚀欧洲工业生产利润甚至直接导致生产停摆。欧盟为应对能源短缺提出“欧洲天然气需求缩减计划”，将进一步强化欧洲工业部门面临的能源约束。由于能源成本高企导致进口额上升，欧元区 8 月商品贸易逆差达 509 亿欧元，是 1999 年有记录以来的最大单月逆差。截至 2022 年 8 月，欧元区已连续 10 个月出现贸易逆差，累积逆差规模达到 2288 亿欧元。能源危机的“不能承受之重”下，欧盟重化工业出现外迁迹象，部分企业已经着手在美国、中国加大投资布局。

货币政策坚持“鹰”派加息立场，欧洲经济表现和金融条件可能进一步恶化。欧洲央行在 2022 年 10 月货币政策会议上连续第二次加息 75 个基点，英国央行也在 11 月加息 75 个基点至 3%，市场基准利率创全球金融危机以来新高。快速加息并未有效缓解欧洲通胀压力，与此同时欧洲经济前景加速恶化，金融稳定风险上升，财政负担有所加剧。不过，随着美国通胀压力小幅缓解，美联

储加息预期有所回调，在保持自身加息步伐情况下，欧元和英镑汇率贬值压力有望获得一定程度缓解。

预计 2022 年欧元区和英国经济增速分别为 2.5%和 3%左右，2023 年欧元区和英国经济增速将降至 0.3%左右。

专栏二：英国货币与财政政策调整对经济的影响

2022 年以来，受新冠疫情反复、地缘政治冲突、美元持续走高等多重因素影响，英国经济基本面疲软，金融市场波动加剧。各大机构对 2022 年和 2023 年英国经济增长预测的中位数分别为 3.7%和 0.4%，对英国通胀率预测的中位数分别为 10.8%和 3.8%，未来英国经济可能面临长期萧条的风险。

表：主要机构对 2022 年和 2023 年英国经济增速和通胀率的预测

机构名称	GDP		CPI	
	2022 年	2023 年	2022 年	2023 年
国际货币基金组织	3.60%	0.30%	7.40%	9%
经合组织	3.40%	0	8.80%	7.40%
英国央行	4.25%	-1%	10.75%	5.25%
巴克莱资本	4.20%	-0.30%	9.40%	2.80%
汇丰控股	4.30%	1.10%	9.30%	2.80%
摩根大通	3.40%	0.30%	10.30%	3.40%
凯投宏观	3.50%	1.50%	10.40%	1.50%

资料来源：英国财政部，中国银行研究院

英国央行将管理通胀预期作为重要任务，货币政策调控面临多重目标。自 2021 年 12 月 16 日开启加息周期以来，英国央行在 2022 年 11 月中旬前已经累计加息 290 个基点，基准利率升至 3%。鉴于当前英国通胀压力较大，基准利率仍将进一步走高，但英国央行强调利率峰值将低于预期，市场预计 2023 年 9 月利率峰值将达 4.6%左右。在高通胀与经济衰退并行的形势下，英国央行既要坚决打压通胀，还要兼顾稳定市场信心，货币政策权衡的难度增大。一方面，英国通胀仍处于攀升阶段，英国央行需要继续上调利率管理通胀预期。如果民众预计通胀很难控制，将不断要求涨薪，并囤积更多商品，物价回落的难度增大，将迫使英国央行加大加息力度。另一方面，持续大幅加息将导致更严重的经济衰退，甚至可能引发通缩风险。当前消费和投资乏力也验证了市场信心脆弱，英国央行需要加强与市场沟通，降低市场大幅波动，维持经济和金融稳定。

增加税收和放缓财政支出速度双管齐下，财政政策步入紧缩周期。此前，英国特拉斯政府的减税新政引发市场避险情绪，英镑及英镑计价资产受到大规模抛售，出现股债汇市共同下跌的局面。基于前车之鉴，11 月 17 日英国新政府公布的秋季财政预算案更加保守，以“稳定、增长和公共服务”作为政策核心，致力于弥补每年 600 亿英镑的财政缺口，加强民生保障工作。此次英国财政预算案将以保护贫困群体为核心，增加高收入人群税收，将最高个人所得税的征税起点由年收入 15 万英镑降至 12.5 万英镑，将能源利润税由 25%提高至 35%，临时对电力企业征收 45%的利润税。开支方面，英国政府削减了对外援助、国防等领域开支，加强对于居民能源账单、最低工资标准等民生领域的财政投入，起到支撑消费的作用。尽管苏纳克政府增加税收与加大社会保障支出的财政政策有助于修复财政问题、缩小财政缺口，从而提振市场信心、遏制高通胀，但增税会削弱市场投资信心，部分制造企业可能会加速向海外转移，在一定程度上削弱未来的经济复苏潜力。

3.日本经济保持低迷态势

日本经济延续弱复苏态势。根据日本内阁府最新数据，2022 年三季度日本

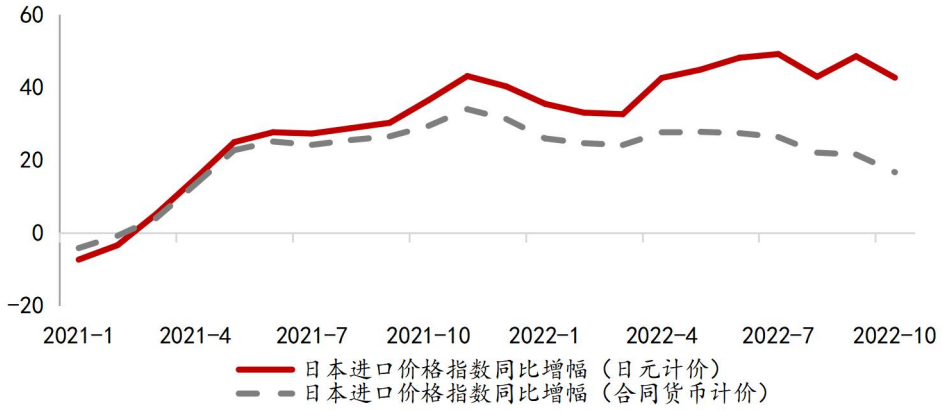
GDP 环比增长折年率下降 1.2%。这是自 2021 年三季度以来首次出现负增长。占日本经济比重一半以上的个人消费增长乏力，三季度环比仅增长 0.3%，耐用消费品环比下降 0.5%，时隔 2 个季度再次出现下滑。外需拖累日本经济增长，受进口物价上涨和日元贬值影响，日本进口环比增长 5.2%，但出口环比仅增长 1.9%，外需对 GDP 的环比贡献度为-0.7%。当前全球经济环境趋于黯淡，美欧等主要经济体经济增长持续放缓，在原材料和能源成本上涨以及全球市场需求疲软压力下，日本工业活动产出和新订单加速下滑。10 月日本制造业 PMI 指数为 50.7%，低于 9 月份的 50.8%，制造业活动增速创 21 个月来最慢，产出和总体新订单明显下降。与此同时，跨境旅游复苏和补贴措施可能会对经济带来一定提振作用。10 月份以来，日本政府放宽边境管控措施，外国入境游客不断增多，10 月新入境日本的外国人数量约为 45.45 万人，较上月增长两倍以上。为缓解疫情对国内旅游、酒店等行业的打击，日本政府针对居民国内旅游实施了补贴政策。在上述因素刺激下，四季度日本 GDP 增速有望转正。

通胀上升使经济增长承压。日本总务省数据显示，2022 年 10 月日本核心 CPI 指数同比上升 3.6%，高于上月的 3.0%，连续 14 个月同比上升，连续 7 个月超过 2%的央行目标值，创下 1982 年 2 月之后的最大单月涨幅。但是日本通胀并非由经济活跃表现驱动，而是由能源和原材料等进口商品价格上涨带动，生产要素和居民消费成本飙升，对实体经济带来较大伤害。

日元贬值制约日本经济表现。2022 年以来，在美日利差逐渐走阔以及日本贸易赤字不断扩大等因素共同作用下，日元出现大幅贬值，贬值幅度在主要发达经济体货币中最高。截至 2022 年 10 月末，美元兑日元汇率一度跌至 151.90，刷新自 1998 年 8 月以来近 32 年低点，较 2021 年末的 115.03 大幅贬值 32.1%。近期受美国通胀走势趋缓和美元指数回落影响，日元汇率出现一定程度回调。日元贬值成为日本经济萎靡和通胀走高的重要原因。2022 年 9 月，日本以日元为基准的进口物价同比增长 42.6%，而以合同货币（主要是美元）为基准的进

口物价同比上涨 16.6%，两者之差达到 26%，汇率波动影响明显大于商品价格波动影响（图 13）。日元贬值不仅给日本贸易收支带来巨大压力，而且正在取代原材料等主要进口品价格成为推动日本物价上涨的主要原因。

图 13：日元贬值对日本进口价格影响明显



资料来源：Wind，中国银行研究院

未来日本货币政策转向面临多重困境，汇率表现有待进一步观察。一方面，日本实体经济表现仍然疲软。日本央行行长黑田东彦表示，“日本经济正在复苏，但面临商品价格上涨引发的下行压力。最重要的是以强有力的货币宽松政策切实支持经济活动”。另一方面，巨额财政债务对日本货币政策构成限制。据日本财务省估算，2022 年末日本国家长期债务余额将增至 1058 万亿日元，首次突破 1000 万亿日元。如果加上借款和政府短期证券，国家债务将增加到 1411 万亿日元。天量政府债务意味着国债利率的微量变化即会对债务利息支出产生重大影响，加剧日本财政危机。据日本财务省预测，日本国债利率上升 1%，将使 2025 财年日本偿债成本增加 3.7 万亿日元。双重约束下，日本央行将无法完全放弃收益率曲线控制（YCC）政策，而日本经济复苏和贸易赤字短期内难以出现迅速回暖，因此未来日元汇率在很大程度上受美国经济形势和货币政策左右，若美国放缓加息节奏或经济出现衰退，无疑将对日元汇率的回调构成有力支撑。

展望 2023 年，日本经济总体有望保持稳定。日本政府 10 月末推出一项综

合经济对策，核心是减轻电费和城市燃气费负担，以应对物价上涨。根据瑞穗测算，日本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 2023 年将拉升日本 GDP 增长 1.1 个百分点。另一方面，美欧经济下行风险将从外部渠道对日本经济构成挑战，而通胀持续快于居民收入增长则可能会对日本消费带来一定冲击。

预计 2022 年日本经济增速在 1.5%左右，2023 年在宽松政策带动下将小幅回升至 1.6%左右。

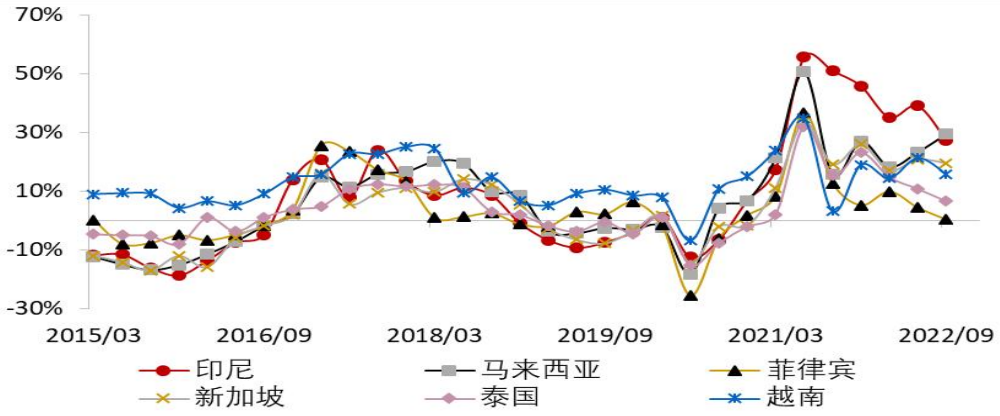
4.新兴经济体增长持续分化

2022 年新兴经济体整体增长表现优于发达经济体。亚洲新兴经济体增长态势相对良好，通胀保持平稳。东盟国家和印度 GDP 同比增速保持较高水平，尤其是印度名义 GDP 规模预计将在 2022 年末超过英国，成为全球第五大经济体。预计 2022 年亚洲新兴经济体 GDP 将增长 4.3%左右，东盟五国经济增速约为 5.3%，印度经济增速将达 7%左右。中东方面，土耳其、沙特阿拉伯等国家经济增长强劲，显著拉动区域整体经济增长水平，预计 2022 年中东新兴经济体增速将超过 5%。拉美和非洲新兴经济体的整体表现处于平均水平，区域内各国经济表现差异较大，阿根廷、肯尼亚等国保持较高经济增速，但巴西、南非等经济体增长动力减弱，预计 2022 年拉美和非洲新兴经济体 GDP 增速均在 3.5%左右。受俄乌冲突影响，2022 年欧洲新兴经济体经济增速严重下滑，波兰等国投资与工业生产表现疲软，预计 2022 年将出现负增长。**随着全球经济下行压力加大，2023 年上半年新兴经济体增长动力可能会进一步减弱。同时，鉴于各区域面临不同挑战，2023 年下半年各经济体复苏的拐点与步伐将存在较大差异，使新兴经济体增长持续分化。预计 2023 年新兴经济体 GDP 增速将基本与 2022 年持平，均在 3.7%左右。**

全球贸易萎缩将削弱亚洲新兴经济体增长动力。2022 年下半年以来，全球

贸易在多重因素冲击下走弱，能源危机持续影响工业生产，发达经济体经济增长乏力从需求侧加大贸易的不确定性。部分亚洲新兴经济体出口贸易在 2022 年下半年走弱，9 月印度和泰国出口额分别为 354.5 亿美元和 249.2 亿美元，较 3 月高位分别下降 20.5%和 13.7%。2022 年三季度，新加坡出口订单的商业预期调查指数由正转负，尤其是电子行业出口订单数量大幅减少。鉴于全球经济可能在 2023 年下半年迎来复苏，全球贸易增长将逐步恢复，亚洲新兴经济体有望率先复苏，并在 2023 年保持相对平稳的经济增长。

图 14：东盟出口金额同比增速



资料来源：CEIC，中国银行研究院

高通胀和全球流动性收紧将加大拉美与中东新兴经济体金融风险。当前，部分拉美和中东地区新兴经济体面临严重的通胀压力，全球能源和粮食价格攀升加大输入性通胀压力，10 月阿根廷和土耳其 CPI 同比分别上涨 88.0%和 85.5%。高通胀大幅削弱货币购买力，截至 11 月 11 日，阿根廷比索与土耳其里拉兑美元汇率已分别较年初下跌 56%和 39.4%，加大货币危机风险。巴西、墨西哥、秘鲁等拉美国家跟随发达经济体收紧货币政策，虽然在短期内稳定了汇率水平，但加息对消费、投资的负面影响将于 2023 年逐步显现，削弱经济增长内生动力，进而引发市场对政府偿债能力的担忧，加大债务违约风险。同时，高利率会进一步挤压货币政策空间，使央行难以有效应对未来经济冲击。预计 2023 年拉美

新兴经济体将难以维持较高增长，经济增速可能会降至2%以下。

在地缘政治冲突和极端天气冲击下，粮食短缺可能会进一步加剧，非洲新兴经济体的贫困和饥荒问题值得关注。俄乌冲突升级引发的乌克兰境内粮食减产与贸易受阻将继续推升国际粮食价格，加之全球气候变化加剧，干旱、洪水等极端天气频发，严重影响粮食安全。尽管肯尼亚、几内亚等非洲新兴经济体经济表现良好，预计2022年经济增速分别为5.3%和4.6%，但非洲在极端贫困线以下的人口比重约40%，粮食危机将加剧非洲地区饥荒问题，加大非洲新兴经济体的经济脆弱性。

表2：2022年全球主要经济体关键指标预测（%）

地区	年 / 国家	GDP增长率			CPI涨幅			失业率		
		2021	2022f	2023f	2021	2022f	2023f	2021	2022f	2023f
美洲	阿根廷	10.4	4.0	2.0	48.4	72.4	76.1	8.7	6.9	6.9
	巴西	4.6	2.8	1.0	8.3	9.4	4.7	13.2	9.8	9.5
	加拿大	4.5	3.3	1.5	3.4	6.9	4.2	7.4	5.3	5.9
	美国	5.7	1.6	1.0	4.7	8.1	3.5	5.4	3.7	4.6
	墨西哥	4.8	2.1	1.2	5.7	8.0	6.3	4.1	3.4	3.7
	智利	11.7	2.0	-1.0	4.5	11.6	8.7	8.9	7.9	8.3
亚太	澳大利亚	4.9	3.8	1.9	2.8	6.5	4.8	5.1	3.6	3.7
	韩国	4.1	2.6	2.0	2.5	5.5	3.8	3.7	3.0	3.4
	日本	1.7	1.5	1.6	-0.2	2.0	1.4	2.8	2.6	2.4
	印度	8.7	6.8	6.1	5.5	6.9	5.1	—	—	—
	印度尼西亚	3.7	5.3	5.0	1.6	4.6	5.5	6.5	5.5	5.3
	中国	8.1	3.4	5.5	0.9	2.0	2.2	4.0	4.2	4.1
欧非	俄罗斯	4.7	-3.4	-2.3	6.7	13.8	5.0	4.8	4.0	4.3
	南非	4.9	2.1	1.1	4.6	6.7	5.1	34.3	34.6	35.6
	尼日利亚	3.6	3.2	3.0	17.0	18.9	17.3	—	—	—
	欧元区	5.2	2.5	0.3	2.6	8.3	5.7	7.7	6.8	7.0
	土耳其	11.4	5.0	3.0	19.6	73.1	51.2	12.0	10.8	10.5
	英国	7.4	3.0	0.3	2.6	9.1	9.0	4.5	3.8	4.8
全球		5.8	2.7	2.0	4.7	8.8	6.5	—	—	—

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

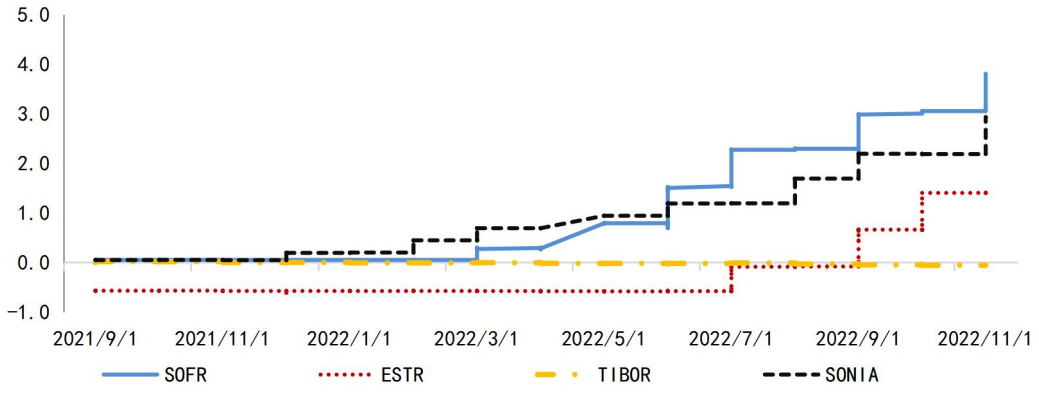
二、国际金融回顾与展望

（一）货币市场与跨境资本：货币市场、离岸美元流动性继续收紧，跨境资本回流美国创历史新高

1.货币市场利率攀升，美联储超额准备金余额收缩

2022 年四季度以来，为应对通货膨胀压力，美联储、欧洲央行和英格兰银行进一步加息，主要经济体货币市场利率持续抬升。截至 2022 年 11 月 9 日，美国隔夜质押式回购利率（SOFR）、欧元短期利率（€STR）、英镑隔夜指数平均利率（SONIA）分别为 3.78%、1.41%和 2.93%，分别较三季度末提高了 80 个基点、75 个基点和 74 个基点。日本央行延续了宽松货币政策立场，东京银行间同业拆借利率（TIBOR）仍保持在 0 附近。2022 年以来，SOFR、€STR 和 SONIA 分别较年初提升 373 个基点、198 个基点和 273 个基点，货币市场利率抬升速度之快历史罕见（图 15）。同时，**主要央行资产负债表扩张速度放缓。**截至 2022 年 11 月 15 日，美联储资产规模为 86789 亿美元，同比增速为 0.2%，较三季度末下降 3.9 个百分点；欧洲央行资产规模为 87617 亿欧元，同比增速达 4.5%，较三季度末下降 1.8 个百分点；日本央行资产规模为 696.1 万亿日元，同比增速为-4%，连续三个月负增长（表 3）。

图 15：主要经济体货币市场利率（%）



资料来源：彭博，中国银行研究院

表 3：美联储资产负债表结构（亿美元，%）

资产端	2021.12.29		2022.11.9		负债端	2021.12.29		2022.11.9	
	规模	占比	规模	占比		规模	占比	规模	占比
资产	87575	100.0	86789	100.0	**负债**	87168	100.0	86373	100.0
持有证券	82701	94.4	82561	95.1	**流通中货币**	21869	25.1	22421	26.0
其中：美国国债	56523	64.5	55752	64.2	**逆回购**	19208	22.0	25921	30.0
联邦机构债券	2347	2.7	2347	2.7	**存款**	45795	52.5	37867	43.8
住房按揭抵押证券	26155	29.9	26785	30.9	其中：准备金	40399	46.3	30721	35.6
其他	4874	5.6	4228	4.9	TGA 账户存款	2840	3.3	5173	6.0

资料来源：美联储，中国银行研究院

美联储负债结构显著调整，反映美国金融体系货币循环特征发生重大变化。一方面，存款型金融机构准备金余额由 2021 年末的 40399 亿美元缩减至 2022 年 11 月的 30721 亿美元，降幅近 1 万亿美元。存款型金融机构准备金账户能够获得联邦基金利率区间上限的收益率水平。美国大型银行和外资银行在美分支机构是美联储超额准备金的主要提供者，上述主体通过商业票据（CP）、大额存单（CD）、联邦住房贷款银行（FHLB）借款（Advance）筹集成本低于联邦基金利率上限资金，获取无风险收益，成为推动超额准备金积累的主要力量。近年来，受美国银行体系补充杠杆率（SLR）、流动性覆盖率（LCR）监管要求趋严影响，银行存放美联储套利成本上升，盈利空间受到挤压。在美联储大幅加息背景下，银行负债端 CP、CD 成本调整存在粘性，导致现金池（Cash Pool）资金逐步流出银行体系。截至 2022 年 10 月末，美国商业银行存款余额同比下降 12.6%，其中，大额 CD 下降 44.6%。在准备金减少背景下，商业银行贷款和租赁仍能保持 10.6%的同比增长，但现金、证券等流动性资产增速明显下滑。

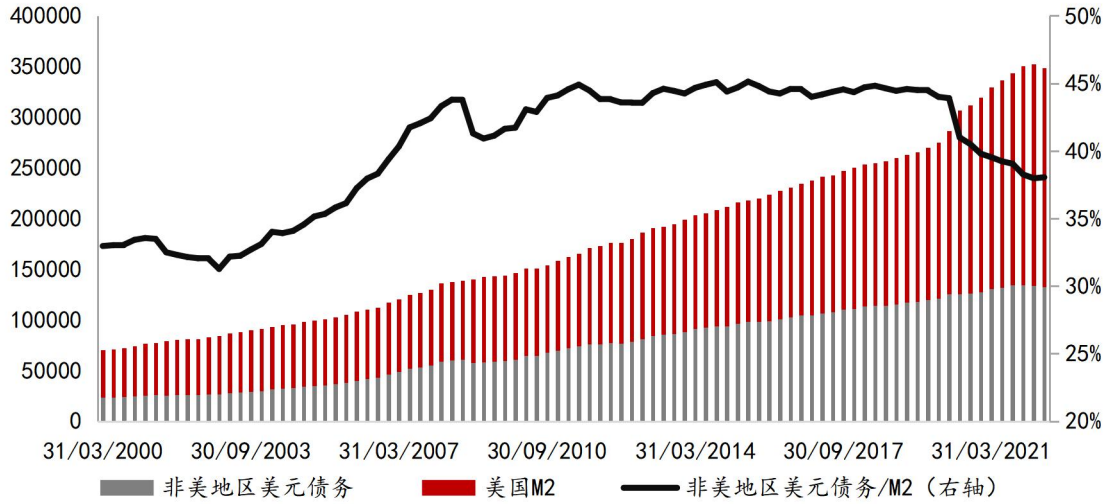
另一方面，美联储逆回购余额由 2021 年末的 19208 亿美元升至 2022 年 11 月的 25921 亿美元，增幅为 6713 亿美元。美联储逆回购的交易对手主要由政府支持机构、交易商、货币市场基金构成。美联储能够向交易对手提供“联邦基金利率下限+5 个基点”的利率水平。随着市场风险偏好的下降，大量资金涌入

采用摊余成本法计量、收益率对市场无风险利率波动较敏感的政府型货币市场基金。2022 年 9 月末，美国政府型货币市场基金规模大幅攀升至 3.9 万亿美元，自 2020 年起规模增幅超 100%。同期，货币市场基金持有的美联储逆回购规模为 2.21 万亿美元，超逆回购存量的 80%。在美联储加息背景下，美国在岸流动性正由银行体系向政府型货币市场基金转移，这将对金融体系资金运转链条产生重要影响。在此过程中，美国中小银行、部分货币市场基金和高度依赖市场化融资的在美外资银行分支机构，面临流动性冲击的可能性加大。

2.离岸美元流动性收紧，美元对主要货币掉期点差下降

2008 年金融危机以来，离岸美元货币创造活动更为频繁。非美地区的美元流动性份额快速攀升，并在 2015 年前后达到 45%的峰值，并一直保持在高位。2020 年新冠疫情暴发以来，离岸美元开始向美国本土回流。随着美联储开启超级加息周期，离岸美元流动性份额快速下挫。截至 2022 年 6 月末，全球离岸美元流动性占比已降至 38.1%，较前期高点下降了 7 个百分点（图 16）。

图 16：美国 M_2 和非美地区美元债务（亿美元）

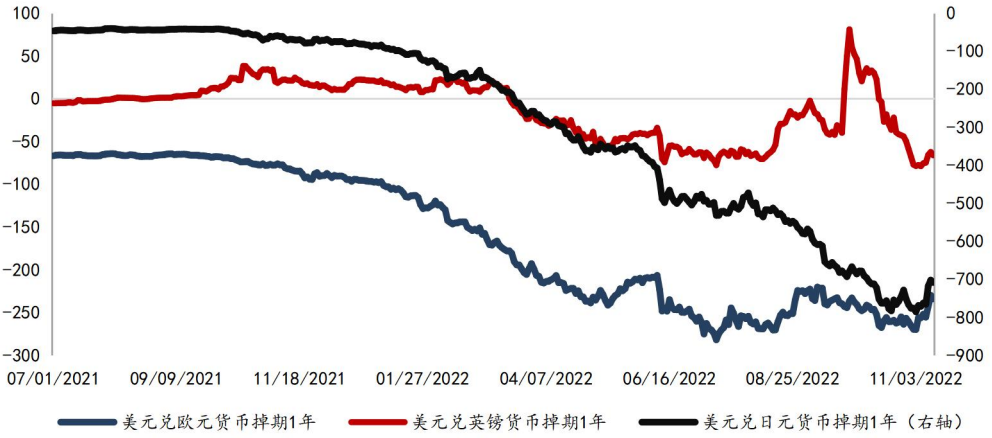


资料来源：BIS，美联储，中国银行研究院

离岸美元流动性大幅收紧可从美元与英镑、日元、欧元的掉期点差变化中得到映证。本质上，货币掉期是以一种货币为抵押物的融资工具。近年来，其

已逐渐取代欧洲美元存款，成为市场主体筹集离岸美元的最主要方式。2022 年以来，美元兑主要货币的掉期点差大幅下降。截至 2022 年 11 月 14 日，美元兑英镑、欧元和日元的 1 年期货币掉期点差为-66.3 个基点、-234 个基点和-708.3 个基点，分别较年初下降了 85.7、135.9 和 620.9 个基点（图 17）。美元与其他货币掉期点差下降，意味着通过相应外币获取美元的融资成本增加。当前，美元与主要货币的货币掉期点差不断向历史高位移动，美元流动性收紧态势较为突出。

图 17：美元与主要货币 1 年期掉期点差（基点）

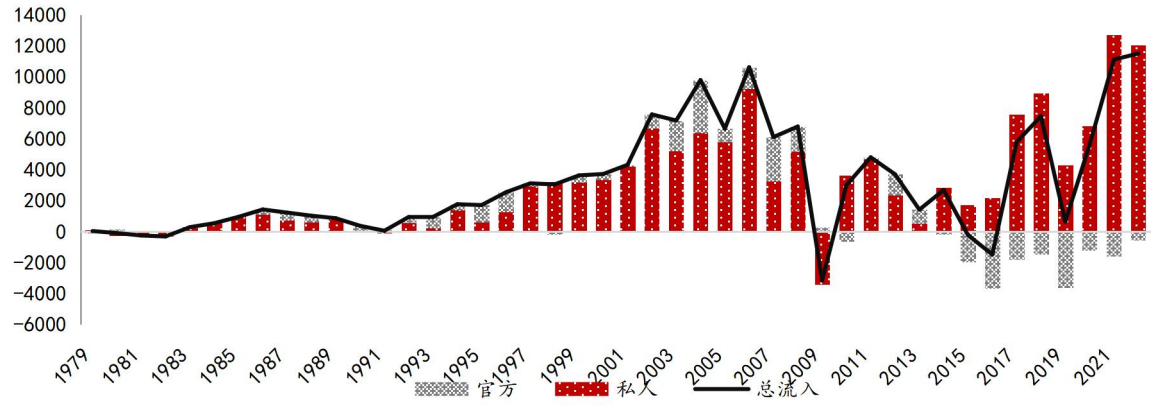


资料来源：彭博，中国银行研究院

3.回流美国资金创历史新高，新兴市场 10 年来或首现组合投资净流出

2022 年 1-8 月，回流美国的国际资本规模共计 11501 亿美元，创 1979 年数据统计以来的新高。具体看，私人部门资金流入规模为 12039 亿美元，而官方资金净流出 539 亿美元，私人部门资金流向主导了跨境资本回流美国的趋势。回流美国资金主要以投资美国国内长期债券为主，而同期跨境资金减持美国股票的特征较为突出。2022 年 1-8 月，跨境资金增持美国长期证券 5932 亿美元。其中，中长期国债为 5566 亿美元、联邦机构证券为 2151 亿美元、企业债为 1026 亿美元；同期，跨境资金减持美国股票 2990 亿美元（图 18）。

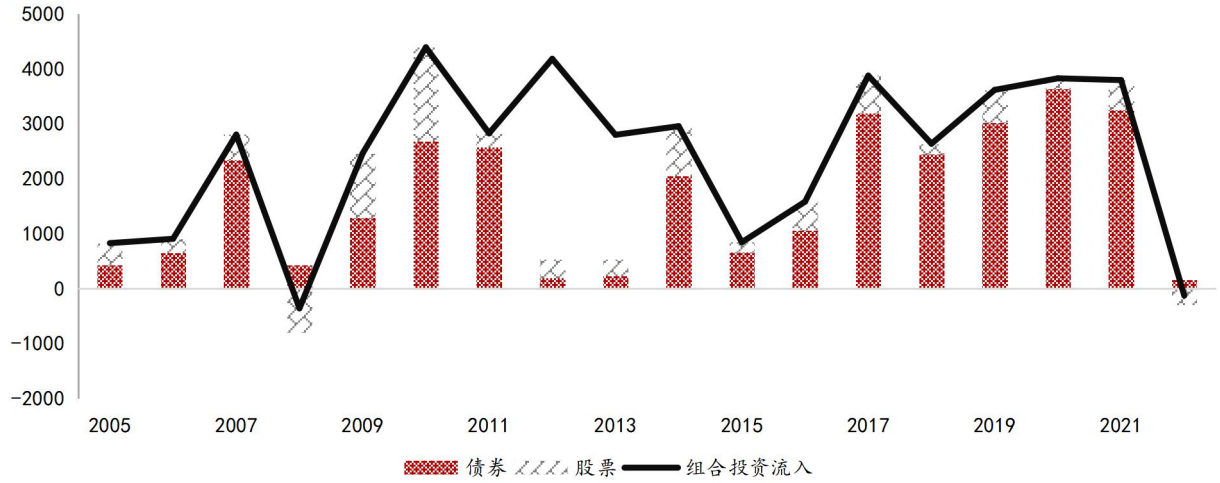
图 18：美国跨境资本回流情况（亿美元）



资料来源：美国财政部，中国银行研究院

2022 年 1-9 月，新兴市场组合投资净流出 126.8 亿美元。其中，债券市场净流入 166 亿美元，股票市场净流出 293 亿美元。2009-2021 年，新兴市场已连续 13 年保持证券投资净流入态势，平均年流入规模达到 3063 亿美元。2022 年，新兴经济体组合投资净流入态势大概率扭转。1-9 月，从组合投资流出规模看，印度、捷克、墨西哥、土耳其和巴西流出规模较大，分别流出 240.6 亿美元、169.7 亿美元、62.8 亿美元、53.3 亿美元和 50.5 亿美元（图 19）。

图 19：2005 年以来新兴经济体组合投资流动情况（亿美元）



资料来源：IIF，中国银行研究院

4.展望

2023 年，美联储加息步伐有望放缓，货币市场利率持续上扬趋势将发生变化。美联储将延续资产负债表缩减计划，其负债结构中超额准备金份额将进一步下降，逆回购增速大概率放缓，甚至出现负增长。以政府型货币市场基金为代表的非银行金融机构将成为市场主要参与者。跨境资本仍将延续回流美国的趋势，但速度和幅度趋于下降，离岸美元流动性回归在岸市场的步伐将有所放缓。受能源价格波动影响，欧洲通货膨胀压力仍将延续，欧洲央行将保持从紧政策基调，货币市场利率趋于上行。日本仍将面临货币贬值和资本外逃压力，继续保持超宽松货币政策基调的压力将进一步上升。

（二）汇率市场：强美元加剧全球汇率波动，多国央行干预汇市抵御货币风暴

1.全球迈入新一轮美元强势周期，发达经济体货币加速贬值

2022 年以来，受美联储连续六次加息、全球经济增长乏力及地缘冲突下避险情绪升温等因素叠加影响，美元开启新一轮升值周期，美元指数一度突破 114 关口，创 20 年来新高，升值速度大幅超过前两轮美元升值周期。截至 2022 年 11 月 15 日，美元指数为 106.6，较年初上涨 11%（图 20）。随着美联储激进加息，美元持续走强，欧元、英镑及部分新兴经济体货币大幅贬值。从经常账户来看，地缘冲突加剧能源危机，导致欧元区与英国进口成本显著上升，经常账户赤字规模不断扩大；从资本账户来看，由于欧元区与英国金融周期滞后于美国，导致欧美利差与英美利差显著拉大，加剧短期资本从欧洲流向美国，促使欧元和英镑汇率屡创新低。截至 2022 年 11 月 15 日，欧元和英镑对美元汇率较年初分别下跌 8.4%和 12.2%。

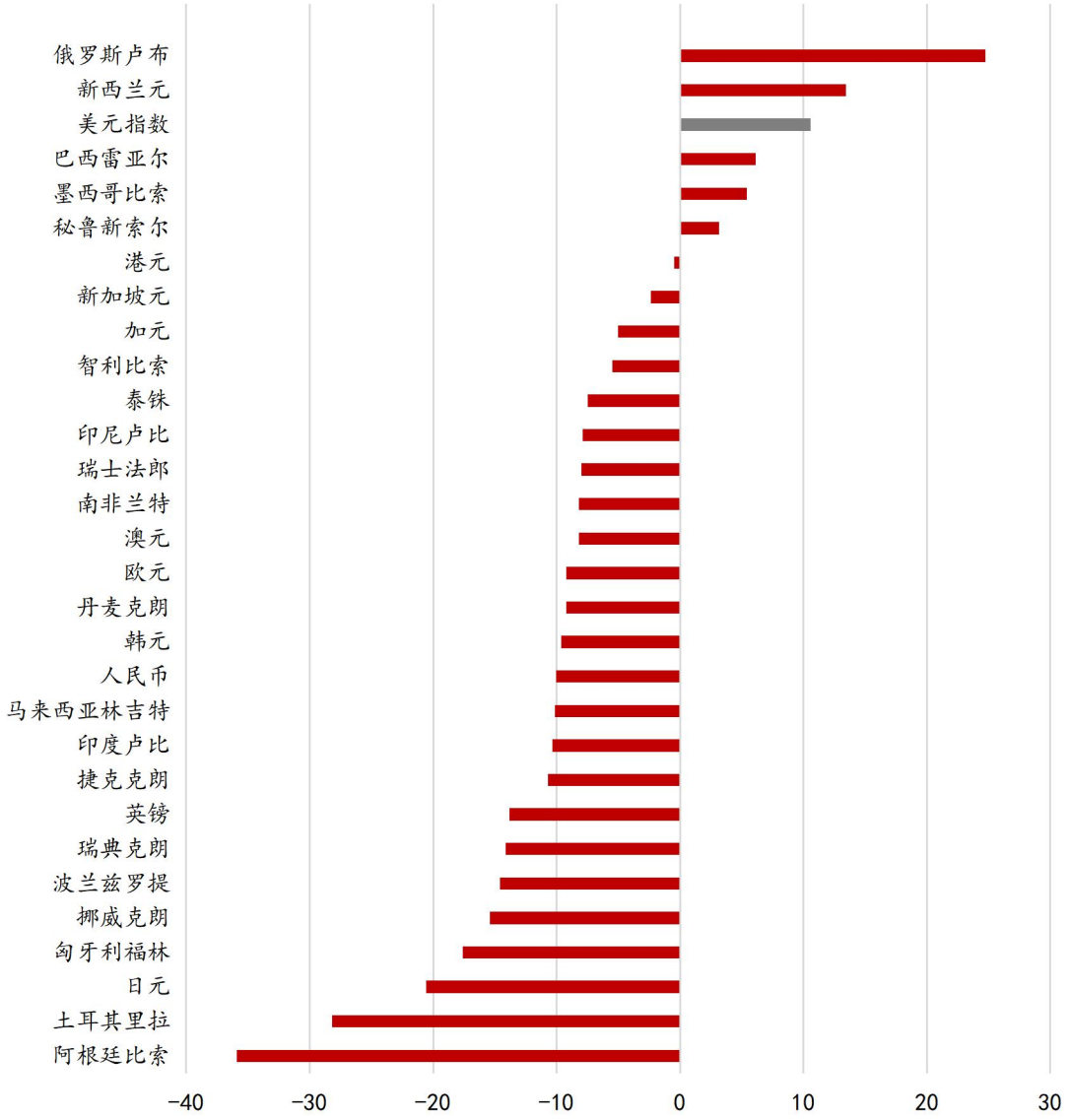
图 20：2022 年美元指数变动趋势

资料来源：Wind，中国银行研究院

2.亚洲多国货币贬值，日韩等国接连上演“货币保卫战”

受美联储紧缩周期影响，国际资本加速回流美国，新兴市场国家货币受到极大冲击，亚洲货币竞相贬值。2022 年以来，新冠疫情反复和地缘政治危机加剧全球供给冲击，能源、矿石、农产品价格大幅上涨，日本、韩国等资源进口国的贸易条件恶化，贸易逆差持续扩大，加剧汇率下跌压力。由于国内需求疲软、经济复苏乏力，日本央行被迫坚守超宽松货币政策，日美货币政策分化，加速日元汇率下跌。受美联储激进加息、大宗商品价格上涨等多重因素影响，韩美利差收窄，甚至倒挂，贸易逆差创历史新高，经济增速持续下滑，投资者看空情绪加剧，导致韩元汇率暴跌。在此背景下，为了稳定汇率以节制资金外流，日韩央行被迫出手干预外汇市场。2022 年 9-10 月，日本共计投入 626 亿美元（9.19 万亿日元）对汇市进行干预，韩国外汇储备规模下降 224.6 亿美元。截至 2022 年 11 月 15 日，日元对美元汇率跌至 140.1，较年初下跌 17.6%；韩元对美元汇率大幅下跌后回升至 1320.3，较年初下跌 9.7%（图 21）。

图 21：主要货币兑美元汇率较 2022 年初变动（%）



注：数据截至 2022 年 11 月 15 日。

资料来源：Wind，中国银行研究院

3.展望

2023年，美联储紧缩货币政策基调不会改变，全球外汇市场仍将呈震荡态势。在美国经济逐渐步入衰退和通胀回落带动下，**美元指数将逐渐从高位回落。欧元和英镑汇率或将逐步企稳回升。**随着欧洲央行开启大幅加息节奏，美欧金融周期趋于同步，促使欧元和英镑汇率企稳并小幅回升。**新兴市场货币继续承**

压，部分国家濒临货币危机。在美联储持续加息背景下，美元融资成本上升，新兴市场仍面临债务风险加剧、短期资本流出等压力，部分贸易持续逆差的国家金融脆弱性攀升。

（三）股票市场：全球股市经历“紧缩”震荡，区域分化显著

1.全球股市整体震荡下挫，市场情绪低迷

2022 年全球主要股指呈现较大跌幅。截至 2022 年 11 月 15 日，除巴西和印度之外，全球多数股指下跌，多个国家和地区主要股指跌幅超过 20%（图 22）。其中，纳斯达克指数跌幅最为显著，跌幅高达 28.44%，其次是俄罗斯 RTS 指数，跌幅为 26.68%（表 4）。印度和巴西是为数不多股指取得正增长的国家。尽管美元走强令多数新兴市场国家股市承压，但疫情带来前所未有的散户投资热潮提振了印度股市。巴西股市则得益于国际市场原材料价格走高，成为免受美联储紧缩政策影响的“避风港”。

图 22：MSCI 全球指数走势图

资料来源：Wind，中国银行研究院

表 4：全球主要股票市场指数涨跌幅

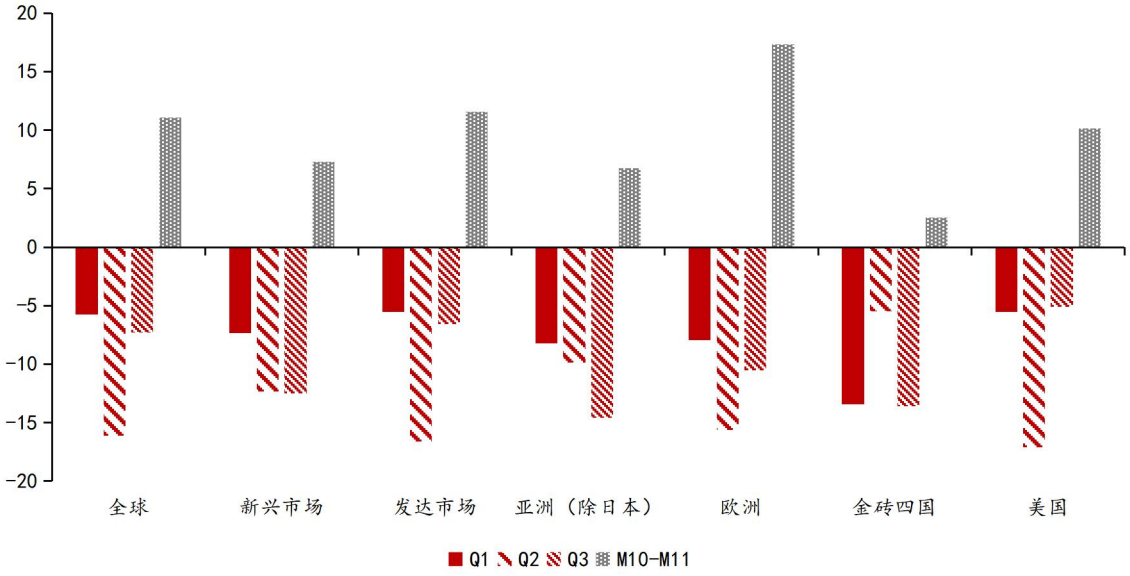
指数	涨跌幅（%）	指数	涨跌幅（%）
道琼斯工业指数	-7.71	韩国综合指数	-16.89
纳斯达克指数	-28.44	恒生指数	-24.69
标普500	-16.97	澳洲标普200	-4.01
英国富时100	0.01	印度SENSEX30	5.79
法国CAC40	-7.60	俄罗斯RTS	-26.68
德国DAX	-9.89	上证指数	-15.29
巴西IBOVESPA指数	7.96	深证指数	-25.20
日经225	-2.88	台湾加权指数	-22.20

资料来源：Wind，中国银行研究院

2.全球股市区域分化明显，发达经济体表现好于新兴市场

在全球主要货币汇率波幅加大、欧洲能源危机愈演愈烈等不确定因素叠加影响下，全球股市区域分化明显。**一是** 2022 年前三季度，新兴市场 MSCI 指数跌幅（32.2%）高于发达经济体（28.7%）。2022 年 10 月至 11 月 15 日，全球股市有所回升，但新兴市场反弹力度显著弱于发达经济体市场（图 23）。**二是金砖国家股市受挫，整体表现偏弱。**金砖国家 MSCI 指数跌幅显著高于全球、亚洲（除日本）和欧洲，且四季度 MSCI 指数涨幅最小（2.5%），市场复苏动能远低于其他区域。

图 23：2022 年 MSCI 指数分区域涨跌幅（%）

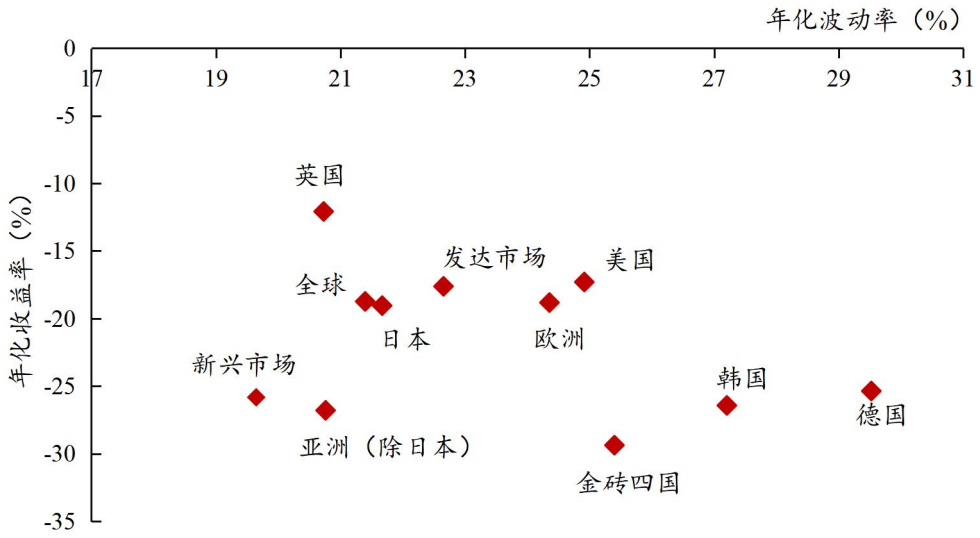


资料来源：Wind，中国银行研究院

3.全球股市波动率与收益率表现各异，亚洲股市年化波动率较低

综合股市收益率和波动率双重因素来看，全球股市风险收益存在差异。**一是发达市场与新兴市场股市表现不同。**发达经济体股市波动较大，但收益率降幅较小；新兴市场股市波动较小，但收益率受到外部冲击较大。**二是英国股市表现较好。**英国 MSCI 指数年化波动率最低，且年化收益率降幅最小，其次是日本，德国表现最差，MSCI 指数年化波动率和年化收益率降幅分别高达 29.5%和 25.4%。**三是亚洲市场年化波动率较低。**从全球股市区域表现来看，亚洲（除日本）、欧洲以及金砖国家 MSCI 指数均呈现较大的年化收益率降幅，但亚洲 MSCI 指数年化波动率更低（图 24）。

图 24：MSCI 指数年化收益率与波动率



资料来源：Wind，中国银行研究院

4.展望

2023 年全球股市仍将维持震荡。一是全球或迎来加息拐点，无风险利率见顶回落，全球股市短期内可能估值反弹。长期来看，股市上行动力支撑不足，市场或再度走弱。二是亚洲股市有望完成筑底，外部货币金融环境趋于缓和，对亚洲股市的估值和风险偏好或有支撑。三是企业盈利下行周期尚未结束，制约多数国家股市反弹幅度。

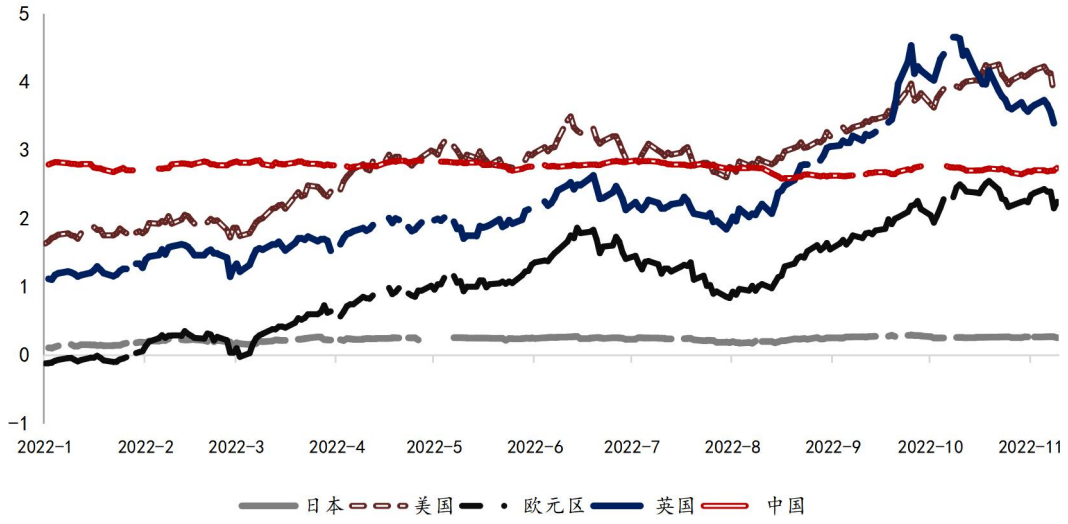
（四）债券市场：国债收益率抬升趋势放缓，主权债务违约风险引关注

1.国债收益率抬升趋势有所放缓

在国债收益率大幅飙升引发市场动荡后，2022 年四季度以来，主要经济体国债收益率上行趋势明显放缓。截至 2022 年 11 月 10 日，美国、中国、欧元区、日本和英国 10 年期国（公）债收益率分别为 3.82%、2.70%、2.15%、0.26%和 3.39%。其中，美国、中国、英国和日本分别较三季度末下降 1 个基点、6 个基点、77 个基点和 1 个基点，而欧元区较三季度末提高 1.1 个基点（图 25）。2022

年以来，美国、欧元区和英国 10 年期国债收益率上涨幅度较大，而中国和日本保持平稳状态，全球长期利率的利差格局发生根本性变化，这将对汇率和跨境资本流动走势产生重要影响。

图 25：主要国家和经济体 10 年期国债收益率变化趋势（%）

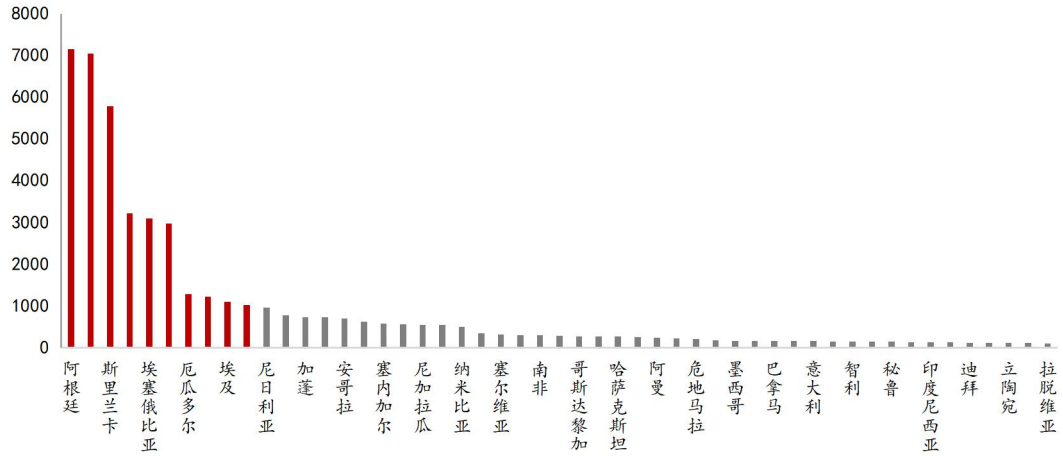


资料来源：Wind，中国银行研究院

2.主权债务风险维持高位

2022 年四季度以来，全球主权债务风险依然呈上升态势。主权债券 5 年信用违约互换价格（CDS）超过 1000 个基点国家达 11 个，分别是阿根廷（7144）、加纳（7034）、斯里兰卡（5775）、萨尔瓦多（3219）、埃塞俄比亚（3090）、巴基斯坦（2972）、厄瓜多尔（1284）、突尼斯（1228）、埃及（1107）和肯尼亚（1026），这些国家主要集中在拉美和非洲地区（图 26）。从上升幅度看，5 年期 CDS 上升幅度超过 100 个基点的国家有 5 个，分别是加纳（6521）、巴基斯坦（3360）、厄瓜多尔（1552）、蒙古（316）和哥斯达黎加（126）。

图 26：主权债券 5 年信用违约互换价格



资料来源：彭博，中国银行研究院

3.展望

2023 年，主要经济体国债收益率走势可能将呈现分化态势。在加息节奏放慢、通胀压力有所缓和后，美国国债收益率有望触顶；欧洲主要国家的国债收益率仍有上升空间，部分欧洲国家的主权债务风险或将急剧上升；日本和中国国债收益率仍可能保持平稳状态。

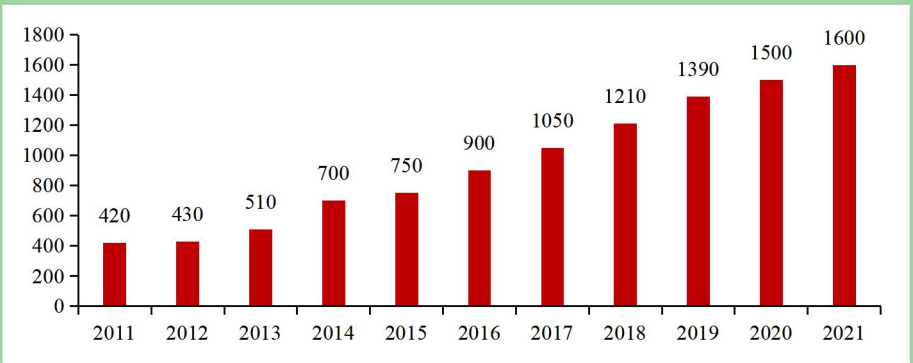
专栏三：国债收益率大幅飙升背景下英国养老金暴仓事件

2022 年三季度末，英国国债收益率大幅飙升，导致英国养老金利率互换协议巨额亏损，陷入暴仓危机，造成市场大幅动荡。

英国养老金的资金来源（负债端）以企业年金计划（第二支柱）为主，这类资金对未来现金流回报具有特殊要求，即要求在未来特定时间后定期持续支付（年金缴纳人退休后定期支付）。根据定期支付机制的不同，可细分为固定收益型（Defined Benefit Plan，DB）计划和缴费确定型（Defined Contribution Plan，DC）计划。英国养老金有 81%是固定收益型计划，即不论养老金资产端表现如何，未来支付的现金流是确定的。

为确保资产组合现金流与未来年金计划资金缺口匹配，英国养老金基金一直采取负债驱动投资策略（Liability-Driven Investment，LDI），通过负债端的现金流支出来决定资产端的投资策略。随着 DB 型企业年金规模的增长，英国养老金中遵循 LDI 策略的管理资产规模持续攀升。截至 2021 年末，英国 LDI 策略管理资产达 1.6 万亿英镑，是 2011 年的 4 倍。

图：LDI 名义资产总额（十亿英镑）

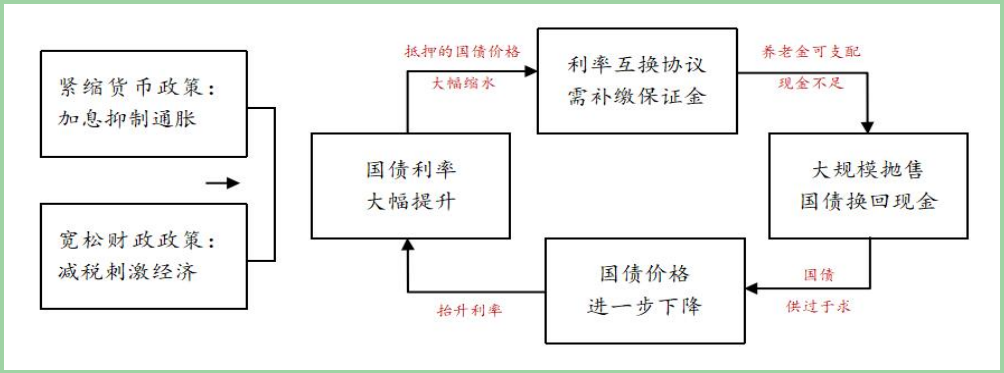


资料来源：英国投资协会，中国银行研究院

为了匹配负债端现金流，英国养老金计划以投资长久期英国国债为主，为有效对冲国债收益率波动对未来收益产生的不确定性，英国养老金购买了大量“支付浮动利率、收取固定利率”的利率互换产品（Interest Rate Swap，IRS）。2022 年 9 月 22 日，英格兰银行加息 50 个基点。23 日，英国政府宣布价值 450 亿英镑的减税计划，受基准利率抬升、政府债务信用下降等因素冲击，英国 30 年期国债收益率大幅飙升 140 个基点。英国养老金锁定固定利率的利率互换合约陷入暴仓危机。

英国国债收益率大幅飙升触发养老金“死亡循环”。利率互换协议要求，当亏损的一方保证金不足时，需要补缴更多保证金和抵押品。英国养老金重仓的国债收益率飙升，导致养老金利率互换协议出现巨额亏损，需要追加大规模保证金。为补足保证金头寸，养老金被迫大规模抛售国债，进一步引发国债价格下跌，英国债市崩盘并陷入“死亡循环”。

图：英国养老金陷入“死亡循环”



资料来源：中国银行研究院

英国养老金暴仓事件是市场剧烈动荡下金融风险暴露的缩影。2022 年以来，全球市场“黑天鹅”事件频发，非银行金融机构脆弱性不断暴露。市场波动、高杠杆操作以及金融机构间传染是危机产生并扩散的重要诱因。强化金融监管，防范极端市场环境下的风险事件，成为各国监管机构关注的重点。

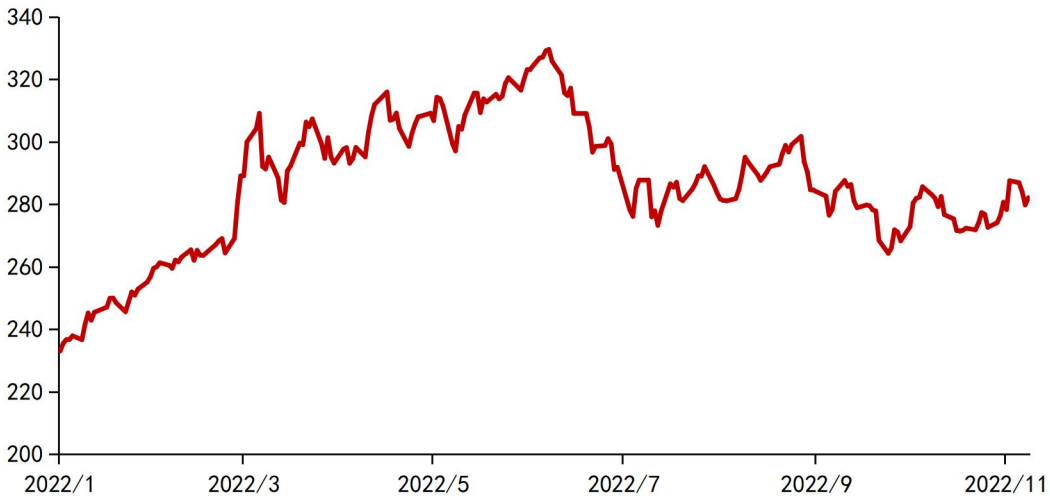
（五）大宗商品市场：大宗商品价格筑顶回落，上行动力不足

1.大宗商品价格呈现前高后低走势，但仍位于历史高位

在美联储加息、地缘政治冲突以及新冠疫情反复的背景下，全球大宗商品价格全面上涨，并通过“投入-产出”关系形成价格上涨的联动效应。2022 年，

全球大宗商品价格整体呈现前高后低走势，由于供需缺口无法得到有效根治，绝对价格仍处于历史高位。2022 年 6 月，全球通胀再创新高，市场关注焦点逐渐由通胀引起的价格上涨，转向美联储紧缩预期带来的实体经济衰退，全球大宗商品价格筑顶回落震荡下行，支撑大宗商品价格上行的因素日趋瓦解，商品价格回落压力积聚。2022 年 11 月 12 日，大宗商品价格相较于历史高位下降 14.4%，较年初增长 21.08%（图 27）。

图 27：RJ/CRB 商品价格指数



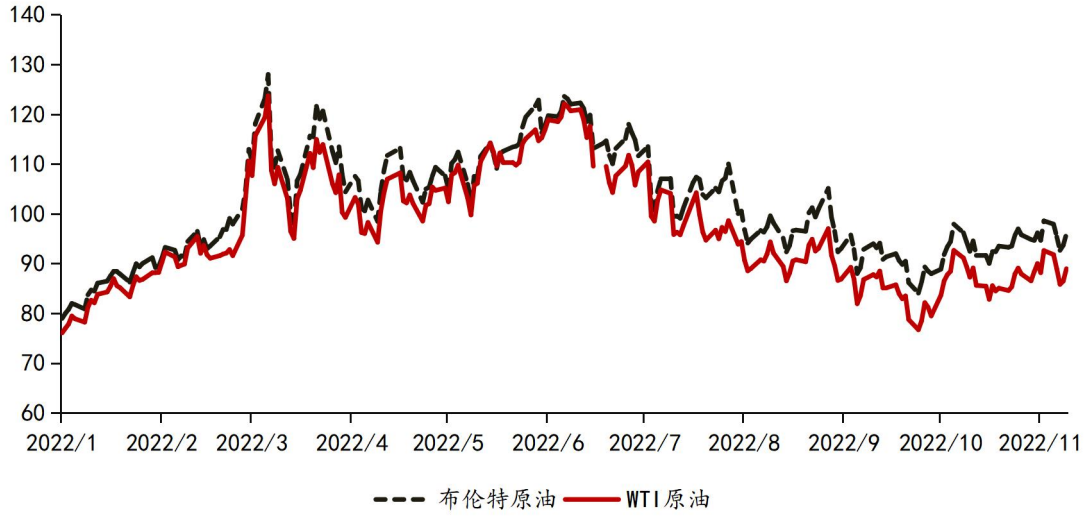
资料来源：Wind，中国银行研究院

2.原油价格“大起大落”，石油行业投资不足加剧市场恐慌

2022 年，国际原油市场充满复杂性与不确定性，受地缘政治冲突加剧、市场恐慌情绪上升影响，国际油价震荡加剧。2022 年上半年，国际原油价格大幅攀升后高位震荡，布伦特原油和 WTI 原油在 3 月达到最高点，最高涨幅分别为 62.0%和 62.6%。2022 年 6 月至 11 月 14 日，因全球经济衰退风险加大、伊核谈判取得进展、美联储大幅加息等原因，国际原油价格震荡下行，布伦特原油和 WTI 原油平均价格分别为 96.56 美元/桶和 90.33 美元/桶，较上半年的 104.94 美元/桶和 101.60 美元/桶有所回落（图 28）。从长期来看，石油需求长期内保持增长，但石油行业投资不足使全球石油供应日渐紧缩，未来产能危机将更加严

重。

图 28：原油期货结算价格走势（美元/桶）

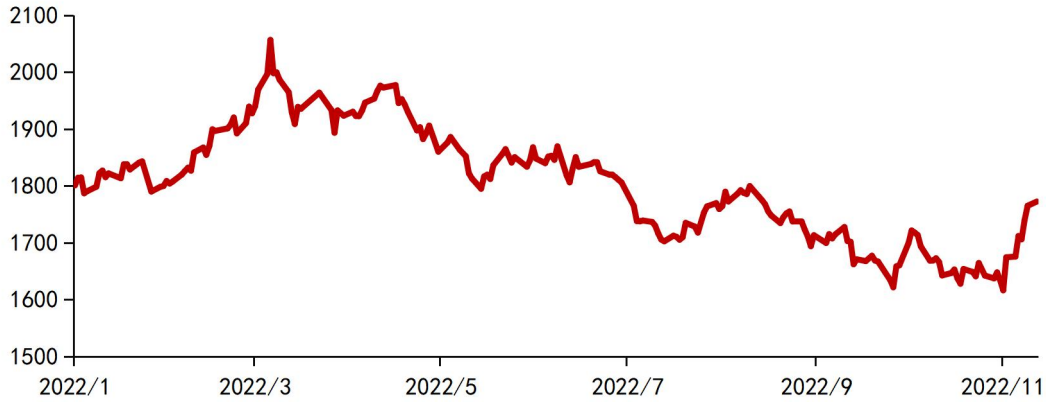


资料来源：Wind，中国银行研究院

3.黄金价格走势低迷，经短暂上升后大幅下降

2022 年欧美主要央行货币政策加速收紧，加息进程快速推进。在此背景下，美元指数持续走强，利空黄金价格。同时，俄乌冲突长期化形势下，黄金避险功能逐渐褪色，价格走势持续低迷。2022 年三季度，黄金价格迎来短暂反弹，全球黄金需求（不含场外交易）同比大增 28%至 1181 吨，总需求回落至疫情前水平。2022 年四季度，黄金价格先抑后扬，11 月 3 日跌至 2022 年最低点 1616.5 美元/盎司，随后触底反弹，快速增长至 1772.5 美元/盎司（图 29）。整体而言，随着美元指数与美债收益率上行空间受限，黄金价格底部受到支撑。

图 29：COMEX 黄金期货价格走势（美元/盎司）

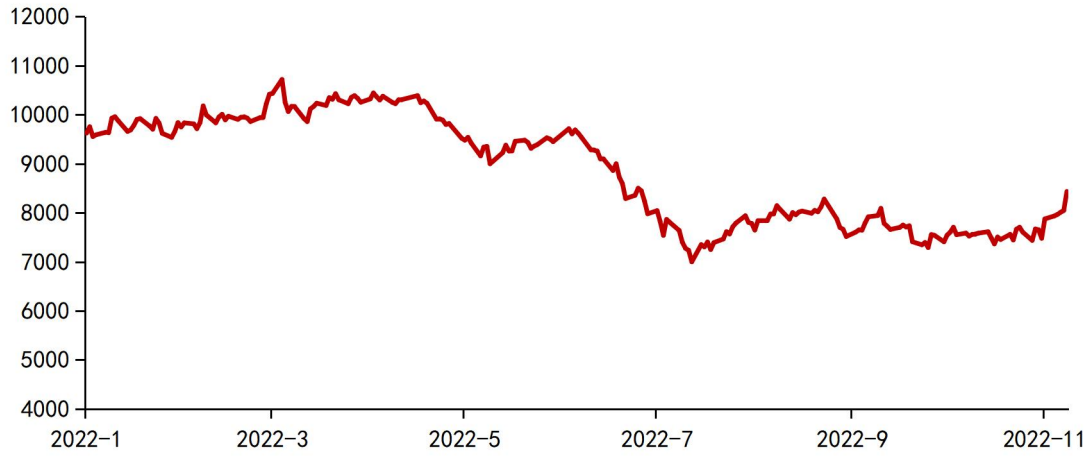


资料来源：Wind，中国银行研究院

4.铜价前期高位企稳增长，后期经历反转大幅下降

2022 年一季度，全球能源危机延长疫情后的供需错配，全球铜库存维持低位，对铜价形成较强支撑，铜价维持高位并缓慢上行。随后，受美联储大幅加息，高通胀压力持续，全球经济增长放缓影响，铜价中枢下移，需求环比走弱。2022 年二季度和三季度，铜价出现两次明显下跌，5 月和 7 月较 3 月最高点的跌幅分别为 16.0%和 34.7%（图 30）。2022 年四季度，市场风险偏好回暖，全球低库存使得铜价底部支撑稳固，11 月铜价宽幅震荡走强。

图 30：LME3 个月铜期货价格走势（美元/吨）



资料来源：Wind，中国银行研究院

5.展望

2023 年，原油价格面临行业投资匮乏、供给收缩局面，仍将维持高位区间震荡。全球能源危机进一步凸显能源系统脆弱性和不可持续性，未来将推动各国调整能源供需结构，加速国际能源体系变革。美联储激进加息预期有所缓和，美元指数和美债收益率回落对黄金价格带来支撑。全球铜矿供需中性偏紧，市场情绪逐渐回暖为铜价抬升提供支撑。

（六）全球货币政策：美欧引领“超级加息”，日本央行坚守超宽松政策

1.美欧央行大幅收紧货币政策，英国央行开启直接出售所持公债进程

2022 年以来，受高通胀影响，美联储运用“加息+缩表”组合工具加快收紧货币政策，连续 6 次加息共 375 个基点，是 1982 年以来节奏最快、幅度最大、频次最高的美元加息周期。欧洲央行受困于经济增长乏力现实，加息步伐相对缓慢，累计加息 3 次共 200 个基点。在紧缩背景下，全球主要央行多数采取“被动式缩表”，即国债到期后不再续买。相比之下，英格兰银行主动抛售国债的做法更加激进。2022 年 11 月，为了抑制通胀，英格兰银行开启量化紧缩，通过出售 7.5 亿英镑的 3-7 年期国债，直接收紧金融系统流动性。

2.日本通胀预期上调，但继续维持超宽松货币政策

2022 年，日本与主要发达经济体货币政策明显分化，面临输入型通胀加剧和日元贬值的困境。受新冠疫情反弹拖累日本经济复苏、能源和粮食进口产品价格高企等因素影响，以资源进口为主的日本经济面临较大输入型通胀压力，日本央行将 2022 年核心 CPI 预期由 7 月的 2.3%大幅上调至 2.9%。为了进一步刺激经济复苏，日本央行继续保持货币政策宽松力度，将短期利率维持在负 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。未来随着带动物价上涨因素逐渐减弱，2023 年日本核心 CPI 涨幅或将回落至 2%以下。

3.新兴市场加息潮愈演愈烈，多国被动激进加息

2022 年，随着全球高通胀风险恶化，美欧引领全球主要国家掀起“加息潮”，约有 90 多个国家和地区央行开启加息，一半至少一次性加息 75 个基点。为了防范与美国利差收窄导致的资本外逃，新兴市场不得不跟随主要发达经济体的紧缩政策进行被动加息。然而，部分新兴市场和发展中国家并不存在高通胀风险，尤其是马来西亚等国并未摆脱疫情以来的经济低迷状况，紧缩政策反而加剧了其经济萎缩和衰退的风险。

4.展望

2023 年上半年，美欧通胀“高热”将持续，紧缩货币政策短时难转向。当前，考虑到通胀率小幅回落的趋势和货币政策的滞后性，美联储可能放缓加息步伐。为了避免不必要地加剧经济下滑，欧洲央行可能很快会放缓加息步伐。在美欧“紧缩退潮”背景下，新兴市场资本外流压力将得到一定缓解，“被动式加息”可能放缓甚至终结。世界银行预计，2023 年全球货币政策利率平均水平将升至 4%，比 2021 年高出 2 个百分点。

专栏四：美国金融危机预警指标：金融市场整体处于不稳定区域

2022 年美国金融危机风险指标（ROFCI）呈上升态势，月均值升至 42.27，较 2021 年上升 6.52，从安全区域进入不稳定区域。2022 年影响美国金融稳定的主要因素有四个方面：一是美国通胀持续大幅上升，且升幅不断超过市场预期。二是为了应对通胀，美联储加快收紧货币政策。三是俄乌冲突不确定性上升，导致经济增长疲软，衰退风险上升。四是全球经济增长乏力，主要经济体央行同步加息。上述因素导致美国的市场风险、信用风险和流动性风险均有所上升。股市和银行业股票波动性上升，投资者信心下降，国债市场、公司债券市场以及货币市场风险回升。

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 年美联储放缓加息步伐，有利于缓解股市、债市和货币市场流动性压力。但是美国利率仍维持高位，叠加美联储持续缩表，经济衰退风险上升。在此背景下，企业盈利下降，企业债务负担上升。非投资级公司的还债及再融资能力对利率及经济环境更敏感，导致其信贷及债券违约风险上升。**2023 年美国金融危机风险指标 ROFCI 预计将小幅上升，仍然处于不稳定区域。**

三、专题研究

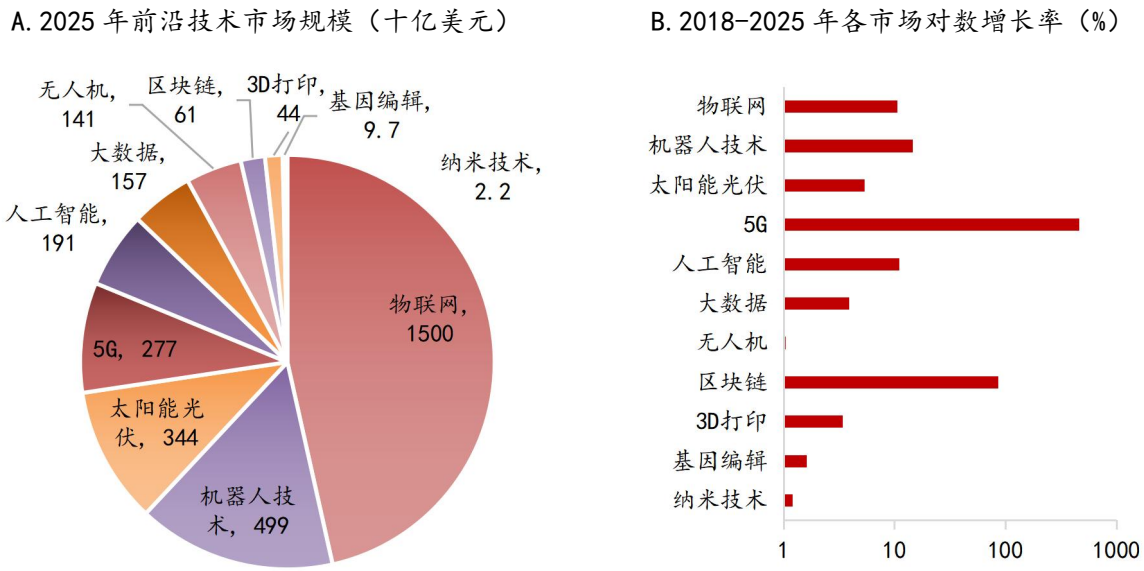
专题一：全球科技创新进展及影响因素

进入 21 世纪之后，全球科技创新迈上新台阶，以人工智能、云计算、新材料、新能源为代表的前沿技术领域迎来爆发式增长。全球化发展推动国际合作与竞争，进一步提升新兴技术发展速度，扩大创新成果应用范围，对当前的行业生态和各国产业比较优势产生重大影响，引发系统性变革。

（一）科技创新将改变行业生态及各国比较优势

未来几年，全球科技创新将主要集中于数字技术、生物科技、清洁能源等领域。联合国贸发会议（UNCTAD）《2021 年技术和创新报告》显示，预计 2025 年数字经济相关领域的市场规模将达近 2.9 万亿美元，其中 5G、区块链和机器人技术的市场规模分别较 2018 年增长 460 倍、86 倍和 15 倍（图 31）。除数字技术之外，基因编辑、纳米技术等生物科技和太阳能光伏等清洁能源发展也具有良好的增长前景。此轮全球科技创新还具有各领域创新成果协同整合的特征，数字技术与“生化环材”等传统学科相互作用，对生产模式和产业结构的影响很可能将超过前几轮科技革命。

图 31：部分前沿技术的市场规模及潜在增速



资料来源：UNCTAD，中国银行研究院

全球科技创新推动各主要行业发展。例如，无人机建模能够加快提高建筑工程质量、加快施工进度；5G 技术能够应用于社会安全治理，赋能公共安全；基因编辑技术创新将带动生物医药和农业等领域发展。数字技术发展对制造业的影响最显著，人工智能、机器人技术、3D 打印等技术创新会改变传统制造业生产模式，从前期的研发、生产到后期的故障诊断和预测性维护，数字技术的应用已经贯穿了整个产品生命周期。金融业也在数字经济发展推动下，形成互联网金融、金融科技等新业态和模式，通过大数据、区块链等技术，优化信贷决策，强化风险管理，提升金融服务质量。

全球科技创新将改变现有的国家竞争优势。上一轮自动化革命改变了工业对劳动力的需求。当前，人工智能、机器人等技术发展将进一步替代中低技术工人，加大对专业技术人才的需求，加剧就业结构性失衡。发展中国家的劳动力比较优势将逐步减弱，而发达国家有望发挥人才优势，较快适应前沿技术创新引发的岗位调整，巩固在高技术产业领域的优势，并促使部分中低技术产业回流。同时，科技创新大多由研究机构和大型企业主导，在一定程度上将延续

当前各国的优势产业格局，加大发展中国家实现技术赶超的难度。目前，中美两国在科技创新方面具有较强实力，其中美国在人工智能、物联网、大数据和3D打印技术上存在明显优势，中国的太阳能光伏处于全球领先地位。在区块链和无人机技术上，中美两国分庭抗礼，中国的阿里巴巴和美国的亚马逊、IBM、微软深耕区块链技术的研发与应用，中国的大疆和美国的3D Robotics均在无人机领域占据较大份额。其他前沿技术领域，如5G、机器人、基因编辑和纳米技术，中美欧日之间的竞争正不断加剧。

（二）主要国家产业政策对科技创新的影响

在全球科技创新引发新模式、新业态和新结构的背景下，各国纷纷制定科技创新相关的产业政策，加快布局数字经济、绿色发展、生物医药等领域，强化科技创新对本国产业发展的积极影响。

一是制定战略性框架，系统布局科技领域发展。各国战略性产业政策主要包括针对未来科技整体发展方向的综合性政策和针对关键科技创新行业的规划性政策。近年来，欧盟制定了多项综合性政策，包括德国《高科技战略2025》以及欧盟层面的《欧洲新产业战略》和工业5.0战略。日本则自2018年以来，每年发布《统合创新战略》作为日本科技创新工作的年度指导战略。针对行业层面的战略性政策主要集中于绿色发展和数字经济领域，其中绿色发展相关政策集中于氢能产业，例如中国发布《氢能产业发展中长期规划（2021-2035年）》；数字经济相关政策则集中于人工智能、量子技术、半导体等多项技术领域，旨在推动企业和公共服务的数字化升级，提升产业竞争力。

二是加大投资、补贴与减税力度，扶持企业技术创新。部分国家制定了包含多个科技领域的一揽子国家投资计划，例如2021年法国推出了300亿欧元的“法国2030”投资计划，重点扶持新能源、生物医药、农业创新、机器人技术等领域。中美欧日等主要国家和地区均针对关键的高科技行业采取相应的激励

措施，并且以政府资金撬动私营部门投资。例如，韩国政府于2022年6月宣布投入1.02万亿韩元用于芯片半导体等核心前沿技术研发，随后三星电子、SK海力士等主要科技集团企业承诺在未来5年中向本土芯片行业投资340万亿韩元，共同加快芯片领域发展。

三是强化创新金融支持，培育高质量科技企业。中小企业具有一定创新能力但普遍面临抵押物质量不高、现金流紧张、融资困难等问题，难以扩大企业规模，加强研发投入。美国通过政策性贷款项目、担保融资等创新金融工具，为科技领域的中小企业提供金融支持。中国各省市自治区基于自身情况，针对“专精特新”中小企业发展制定指导意见与培育方案，加强引导金融机构，提高金融服务覆盖率，并建立“专精特新”企业名单，鼓励银行对重点企业量身定制金融服务方案。

四是加强人才培养与配套设施建设，营造良好的创新生态环境。当前，各国均意识到人才是推动科技创新的核心，制定了一系列政策来强化科学教育、深化产学研合作、促进成果转化和专业技术人才引进。配套设施方面，中美欧日的主要城市都拥有规模较大的全球性科技创新中心，提供完备的科研基础设施和配套服务支持，形成高新技术产业集群和良好的创新氛围环境。同时，各国通过建设科技创新孵化基地和服务中心，为初创的高科技企业提供相关咨询服务，加强国内的技术扩散。

（三）科技民族主义制约科技合作与创新

近年来，美国、欧洲等发达经济体制定了科技相关保护主义政策，目的是维护自身科技优势，但具体政策呈现出一定技术民族主义特点，可能引发科技脱钩风险，为新一轮全球科技创新带来不确定性因素。

第一，出口管制措施。近年来欧美等国加强对本国高科技知识、技术和产品的出口管理，以限制与其形成科技竞争的国家获取关键原材料和创新技术。

美国商务部多次修改《出口管理条例》，不断扩展“实体清单”，逐步升级对用于设计和生产半导体的软件、技术和制造设备的出口管控。《欧盟两用物项出口管制条例》将管制对象的范围从欧盟主体扩大至外国主体，新增“技术援助”“技术援助提供者”等定义及其限制内容，以扩大对技术出口的管制。在这些新规下，高科技产品、关键零部件及先进技术的跨国流动受阻，会在短期内显著延缓新兴经济体在关键科技领域的创新速度，挤压高端制造业发展空间。

第二，投资审查。欧美以国家安全为由，相继加强对外商直接投资审查力度，特别是高科技企业的跨国投资活动。美国于 2018 年实施《外国投资风险审查现代化法案》，扩大了外国投资审查委员会审查权利，涉及关键技术、关键基础设施、敏感个人数据的投资交易以及非控股权交易均受其管辖。欧盟紧随其后，于 2020 年 10 月正式实施欧盟层面首个外商直接投资审查工具《欧盟外资审查条例》，提高外资在战略领域的准入限制。截至 2021 年底，27 个欧盟成员国中有 25 个国家在外资审查机制建设方面有所进展。借由投资审查限制科技企业跨国投资，一方面将直接削弱科技企业国际竞争力，更为重要的是通过跨国投资这一渠道吸纳高端人才、形成技术沉淀的机制将受到严重制约。

第三，技术交易规则。以信息安全为由，美国、英国、澳大利亚、印度等国对中国通讯企业在其国内业务进行不同程度限制。欧美之间也出现了数字经济规则领域的分歧，欧盟的《数字服务法》《数字市场法》以及“数字税”、反垄断调查等，显著加强了对脸书、谷歌、亚马逊等美国科技巨头的监管。为给本国企业争取发展空间，对他国具有领先优势的大型企业采取不公正或歧视性的技术交易规则，会直接削弱他国科技企业的国际竞争力，也会降低全球技术交流合作效率。

第四，技术标准制定。技术标准具有战略意义，新兴技术标准制定主导权也成为国家之间博弈的关键领域。欧委会发布《欧盟标准化战略》，企图为数据标准领域的国家技术治理提供欧洲标准和规范。美国则从两个方面入手，一

是提高中小企业在以美国为核心的国际性科技标准化组织中的参与率，二是将本国专利融入国际标准成为标准必要专利（SEP）。国家之间在技术标准上的不协调，增大全球科技合作难度，降低全球经济发展的创新动力和市场活力，未来也可能因为不一致的技术标准而在全球范围内形成多条供应链、产业链。

第五，新多边技术联盟。新兴经济体在科技领域取得的显著进步，触发欧美等发达经济体对自身竞争优势的担忧。“技术联盟”应运而生，典型代表有欧盟联合美国创建的贸易和技术理事会（TCC），美国联合中国台湾、日本、韩国这些在生产高价值半导体上具有比较优势的地区推出的“四方芯片联盟”。这些联盟本质上均是美国及其盟友在新科技革命下，争取在人工智能、5G 宽带、半导体和量子计算等关键技术领域科技主导权的形态体现。科技联盟还正驱动着其他联盟体系紧密联动。TCC 建立后，欧盟表示将设计新形势下的“跨大西洋新议程”。澳大利亚和印度建立“关键技术伙伴关系”。多个科技强国联合组建带有排他性质的技术联盟，构筑技术扩散壁垒，将增大全球技术鸿沟，可能致使未来国家之间科技力量对比加速失衡，加剧全球产业链的分化态势。

专题二：能源危机背景下的全球产业格局重塑

过去二十多年，全球形成了一套相对稳定的产业分工体系，主要经济体在全球供应链价值链的参与程度日益加深，国际贸易投资规模快速增长，各国从参与全球产业分工合作的过程中受益良多。2018 年以来，全球产业分工格局在大国博弈、新冠疫情、供应链危机等因素影响下进入新的调整阶段。2022 年俄乌冲突爆发，对全球经济活动产生一系列连锁反应，特别是对化石能源产品供给造成较大影响，化石能源价格上涨和供给不足必然会对全球工业生产带来系统性冲击，能源危机的持续则将加速全球能源格局演变，对全球产业格局重塑带来深刻影响。

（一）能源危机对全球产业发展带来不均衡冲击

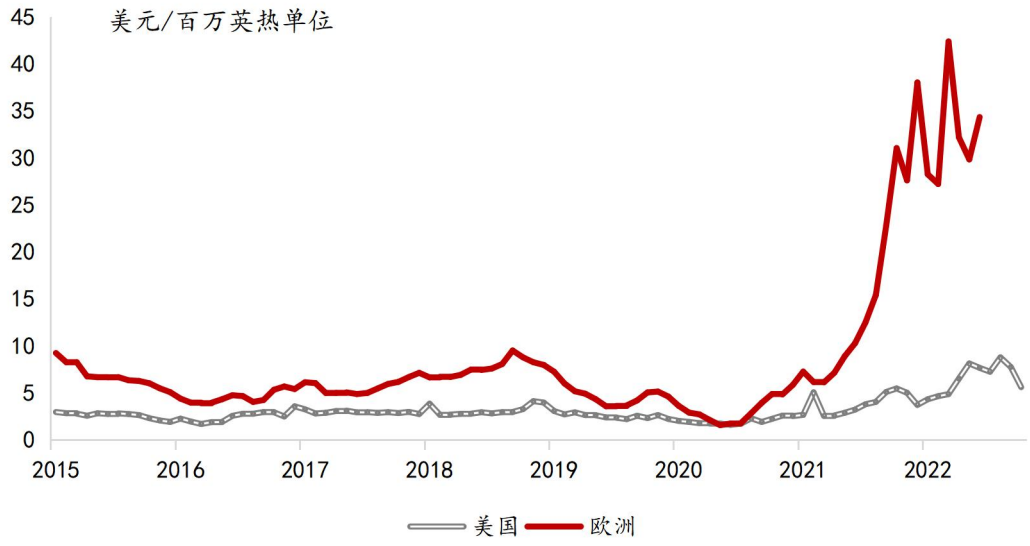
此轮能源危机主要由俄乌冲突导致，由于各经济体的能源来源分布和对待俄乌冲突立场不同，能源危机对全球产业的冲击并不均衡。其中，欧洲受到能源危机的冲击最直接也最严重。俄乌冲突前，俄罗斯是欧洲最大的能源进口来源地，2021 年来自俄罗斯的能源占到欧洲能源进口总量的 22.9%。冲突之后，欧洲大幅降低自俄能源进口，导致欧洲能源价格出现暴涨。布伦特原油价格从一度涨至 139 美元/桶的高点，荷兰 TTF 天然气期货（10 月合约）从 6 月初的 80 欧元/兆瓦时左右最高曾涨至 8 月末的 339.2 欧元/兆瓦时，8 月 30 日欧洲电力系统均价达到 462.1 欧元/兆瓦时的高点，较年初增幅高达 6 倍。能源价格高企下，欧洲部分高耗能的产业部门如电解铝、合成氨等生产成本出现成倍激增，钢铁、化肥和铝等能源密集型行业被迫关闭工厂，大约一半锌和铝的冶炼产能遭遇停摆，氮肥产能已收缩超过四分之一，汽车电池和光伏产品生产所需的重要材料也面临供给不足。上述欧洲产业在全球范围具有举足轻重的地位，如欧洲维生素 A、氯化钾、维生素 E、甲酸等化工产品产量的全球占比均超过 30%，精炼锌、精炼铜、电解铝、工业硅等金属及矿产冶炼产能也占到全球份额的 12%左右。**欧洲工业生产的大规模停摆，将会对全球工业产出带来巨大冲击，对产业链下游经济体的影响不容小觑。**

除欧洲以外，日本等高度依赖能源进口的外向型经济体同样受损严重。由于能源等进口商品价格大幅上涨，日本贸易收支情况大幅恶化，截至 2022 年 10 月，日本对外贸易已连续 15 个月出现逆差，8 月日本贸易赤字高达 2.8 万亿日元，单月逆差额创 1979 年以来最高，10 月贸易逆差额仍处在 2.1 万亿日元的高位。**韩国的情况也比较类似，**从 2022 年 4 月开始连续 7 个月出现贸易逆差，是 1997 年以来逆差持续时间最长的一个时期。

相较之下，美国以及亚太新兴工业经济体所受影响较小。美国对俄罗斯能源产品依赖较小，具备较强的能源自给能力，自身工业生产在此轮能源危机中

受到的直接冲击较小，在欧洲工业产能大范围停摆的情况下抢占其国际市场份额。与此同时，美国大幅增加了对欧洲液化天然气等能源出口，9 月美国出港货船装载的液化天然气达 630 万吨，其中近 70%被运往欧洲，其在欧销售价格较本土市场卖价高出 3 到 4 倍，美国也成为此轮能源价格上涨的最大受益方之一。中国、印度、东盟等亚太新兴工业经济体在俄乌冲突中并未“选边站”，外部能源供给较为稳定，产业体系运转相对稳健，部分填补了欧洲产能不足导致的全球供给缺口，2022 年前三季度工业制成品出口增长较快。以中国为例，国际市场煤炭价格受供给冲击影响出现大幅上涨，但国内煤价因供给扩张和政策调控上涨幅度可控，终端电价涨幅远低于欧洲。在能源成本优势下，中国的造纸、电解铝等部分高耗能产业具备较强的价格优势，对欧洲出口快速增长，欧洲的产能缺口还拉动了中国汽车、机械、电子产品等商品的出口。

图 32：美国和欧洲天然气价格对比



资料来源：世界银行，中国银行研究院

（二）从长周期看，能源危机与全球产业格局变化密切关联

20 世纪中后期，世界曾经历多轮石油危机，全球经济增长遭遇较大冲击。其更深层次的影响则体现在主要经济体的产业结构调整和全球产业格局的变动。

为应对20世纪70年代末期的能源危机，美国里根政府和英国撒切尔政府相继采取了新自由主义措施。如美国加速产业链外迁来降低生产成本，英国通过削减“过剩”就业岗位提升企业生产效率，相伴而来的经济全球化提速助力美英经济从低谷复苏进入新的繁荣时期，但也使得制造业空心化问题成为困扰美英的顽疾，这种矛盾一直延续至今。

与之形成对比的是，日本作为后发经济体则从压降工业生产能源负荷角度入手，开启产业结构转型升级和节能化发展之路。日本大幅压降国内钢铁和有色金属冶炼等高耗能、低附加值产业产能，通过海外建厂供应国内需求；大力发展电子设备、精细化工、产业机器人等高附加值产业，优化国内产业结构；通过积极推出小型、经济型汽车，改善燃料使用效率等措施，日本汽车产业的国际市场占有率迅速提升。日本还积极加大对核能、光伏等新型能源的研发和应用，在一定程度上降低了对海外能源的高度依赖情况。

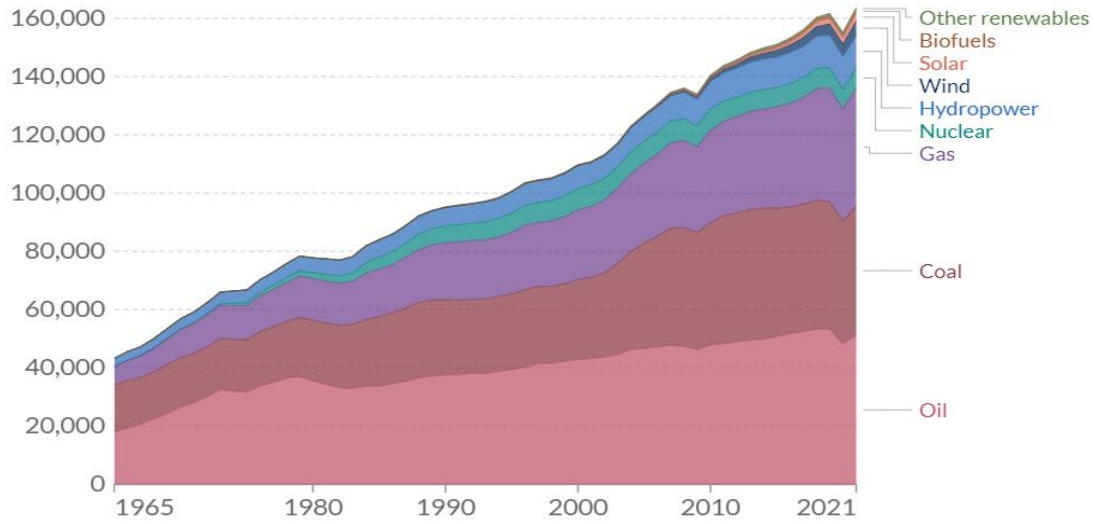
面对能源危机带来的严峻挑战，美英等发达国家选择经济“脱实向虚”来创造新的增长点，日本则从调整产业结构、改善能源效率、优化能源来源等实体领域入手，自身产业迎来了新一轮快速发展阶段，主要经济体的差异化选择也对全球产业分工布局产生了深远影响。

（三）此轮能源危机对全球产业格局同样影响巨大

全球产业发展短期内难以摆脱对传统能源的依赖。伴随着全球气候问题的日益严峻和技术水平的不断进步，全球经济绿色转型步伐提速，可再生能源在全球新增能源供应中的占比显著提升，工业生产和居民生活加速低碳化。但绝大多数存量工业产能和生产消费工具高度依赖化石能源供给。根据测算，2021年原油、煤炭和天然气等化石能源占全球能源消费总量的80%以上，在全球能源供给方面依然并将长期发挥关键作用。与此同时，化石能源作为自然资源中最主要的碳氢化合物，还是诸多化工材料生产的必要投入品，从而构成工业制

成品生产的基础。

图 33：全球能源消费规模及结构（单位：太瓦）



资料来源：Our World in Data，中国银行研究院

当前传统能源危机的持续将从结构上深度改变全球产业分工格局。

一方面，欧洲能源成本大概率长期处在高位，欧洲工业产能可能面临永久性外迁。目前部分欧洲工业企业已经着手启动产业转移，而中国等具备产业链优势、消费需求庞大的新兴经济体成为欧洲企业外迁的主要选择之一。例如，德国化工巨头巴斯夫表示，如果天然气供应量低于最大需求的 50%，公司将不得不缩减甚至完全关闭其位于德国的全球最大一体化化工综合生产基地。2022 年，7 月巴斯夫在广东湛江全面推动海外最大的一体化基地项目，到 2030 年投资总额将达到 100 亿欧元。当月，瑞士化工巨头英力士与中石化签署 70 亿美元的合作协议，双方将成立合资企业，发力高端化工市场。伴随着全球产业布局的再调整，全球贸易格局和跨境产业投资结构将随之出现较大变化。另外，与以往全球产业迁移趋势的不同之处在于，美国可能凭借能源成本和政策优势吸引大量欧洲产能迁入。近期美国颁布《通胀削减法案》，通过补贴等激励措施鼓励企业在北美本土生产新能源汽车和其他绿色设备，有望吸引欧洲企业向美

国投资，但相应地也会给欧洲盟友带来更多损害，可能引发双方贸易摩擦和产业补贴竞赛。

另一方面，能源危机也为可再生能源普及和包括新能源汽车在内的低碳产品推广创造更多机遇。能源进口方若要从根本上保障能源安全，尽少受制于外部局势变化，则需在稳定石油、天然气、煤炭等传统能源供给的同时，进一步提升可再生能源的普及率，强化能源自给。能源危机与气候危机叠加，全球节能减排和能源转型有望迎来提速，主要经济体普遍选择加大对新能源技术和设备的投资应用，推广低碳生活方式，相关产业有望迎来更快速的发展。

专题三：人民币在全球外汇交易格局中的角色与前景——BIS 全球外汇市场调查（2022）解读与分析

外汇交易市场是国际货币体系的重要组成部分。全球外汇交易需求广泛，主要包括四个方面：一是实体经济用汇需求，包括企业贸易与投资支付结算，居民旅游、留学、跨境商务等活动涉及的兑换需求。二是风险管理需求，通过开展远期、期货、期权等外汇衍生品交易，达到套期保值、管理汇率风险的目的。三是投机需求，纯粹为了盈利需要，通过外汇交易，博弈汇率的涨跌获取投机收益，如各类投资基金、对冲基金和外汇炒卖散户等。四是财政、央行等官方机构基于对外支付、稳定市场或引导汇率等需要，在外汇市场上买卖交易。

基于外汇交易数据的重要性和广泛性，一种货币在全球外汇市场交易情况可以在一定程度上作为度量货币国际化程度的重要指标。2022 年 10 月 27 日，国际清算银行（BIS）发布三年一次的全球外汇市场调查，分析其中数据变化，可以更为全面地了解全球外汇市场最新形势，为我国外汇市场以及人民币国际化发展提供一个独特的解读视角。

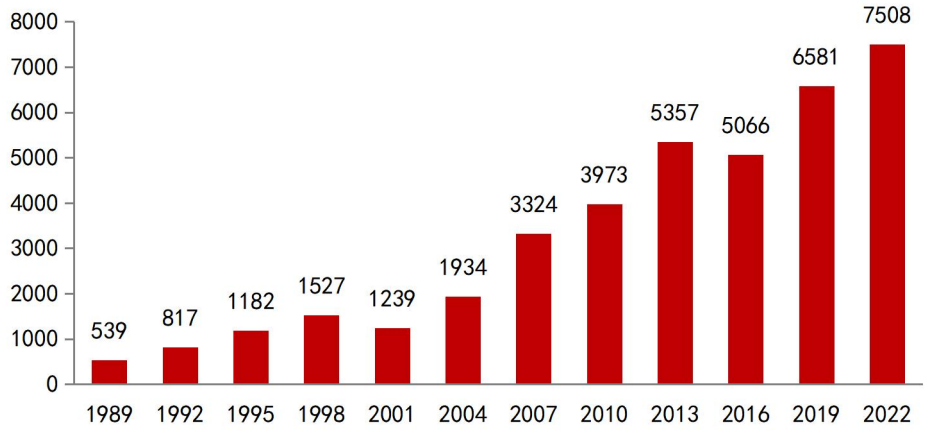
（一）总体趋势：人民币外汇交易规模与占比齐升

过去三年，全球外汇交易延续增长态势，其中人民币高于平均水平，市场

份额进一步扩张，稳居新兴市场第一大交易货币，历史性地跻身全球第五大外汇交易货币地位。

全球外汇交易量创历史新高。从总量数据看，2022 年 4 月全球日均外汇交易量为 7.5 万亿美元，同比（较 2019 年 4 月调查，下同）增长 14%，较本世纪初扩张逾 5 倍，创历史最高水平（图 34）。

图 34：全球外汇交易量（十亿美元）

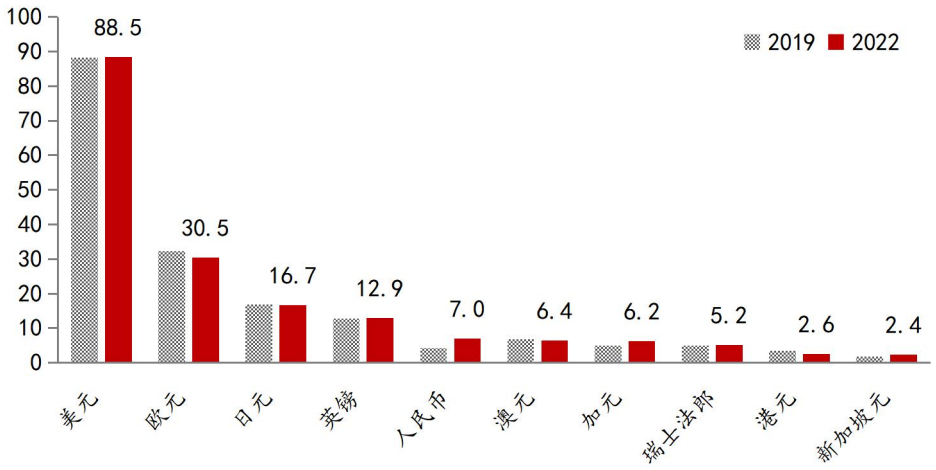


资料来源：BIS，中国银行研究院

在 2022 年调查中，全球外汇交易延续扩张态势，源于三方面因素。一是金融市场波动加剧。2022 年以来，通胀压力居高不下，各国央行开启加息浪潮，俄乌冲突持续演进，致使全球汇率剧烈波动。交易商之间更频繁地买卖头寸，重新平衡“库存”，外汇交易量显著扩张。2022 年 4 月，交易商间日均外汇交易量达 3.5 万亿美元，约占外汇交易总量的 46%，远高于三年前的 38%。二是外汇衍生品交易快速增长。出于汇率风险以及流动性管理需求，市场主体大规模交易外汇掉期等衍生品。2022 年 4 月，外汇衍生品交易规模约占交易总量的 51%，超过外汇现货市场。三是外汇市场交易主体更加多元。包括中小银行、对冲基金、私募股权基金、机构投资者、自营交易公司（PTF）等在内的“其他金融机构”交易量快速攀升，总体规模达 3.6 万亿美元，继续超过大型交易商水平。

美元延续主导地位，人民币跻身第五大外汇交易货币。从外汇交易量来看，国际货币格局不断演化，美元、欧元、日元、英镑、人民币居前五位，过去三年货币份额涨跌互现。美元继续夯实主导货币地位，在全球外汇交易中的占比小幅提高 0.2 个百分点至 88.5%；欧元交易份额下降 1.8 个百分点至 30.5%，十余年间在全球外汇市场中的占比由四成萎缩到三成；日元、英镑外汇交易份额基本保持不变，分别为 16.7%和 12.9%；相较三年前，人民币先后超过瑞士法郎、加元、澳元，巩固新兴市场第一大交易货币地位，历史性跻身全球第五大交易货币，市场份额由 4.3%上升至 7.0%（图 35）。

图 35：全球前 10 大外汇交易货币排名及占比（%）

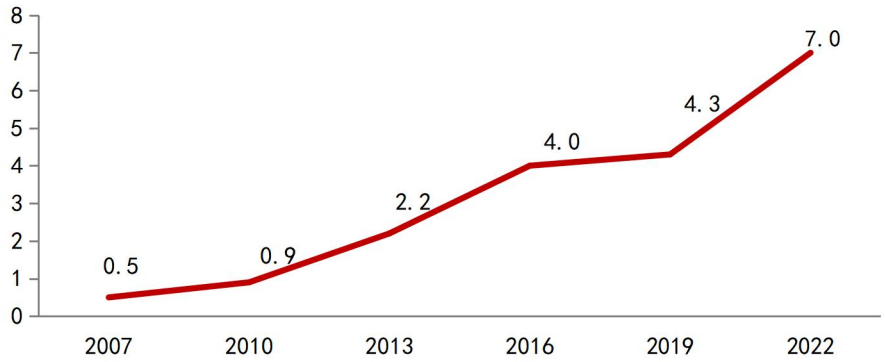


资料来源：BIS，中国银行研究院

2022年4月，全球人民币日均外汇交易量达5264亿美元，同比大幅增长85.4%。过去三年，人民币外汇交易更加活跃，主要源于三个方面因素：一是人民币国际化稳步发展。人民币国际使用规模不断扩张，根据SWIFT统计，人民币全球支付占比由2019年4月的1.88%上升至2022年4月的2.14%，巩固第五大国际货币地位（图36）。二是人民币汇率弹性增强。过去三年，市场在汇率形成中发挥决定性作用，随着国内外形势变化，人民币汇率双向波动加大，对美元汇率年

化波动率由2019年的4%增长至2022年上半年的5.2%，促使外汇交易需求与规模大幅增长。三是我国加速金融市场开放。更多的境外机构布局境内市场，更多的主体增持人民币资产，汇率风险管理需求随之扩大。截至2022年4月末，非居民持有境内人民币金融资产规模达9.5万亿元，较三年前增长73.2%。

图 36：全球人民币外汇交易占比（%）



资料来源：BIS，中国银行研究院

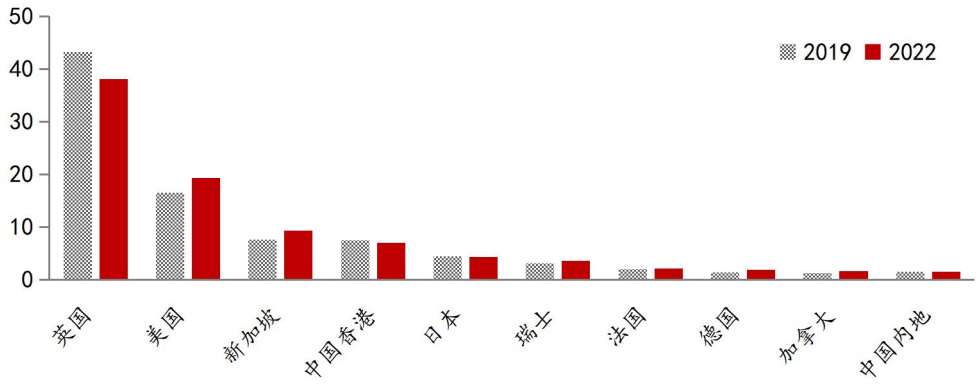
（二）地域分布：人民币外汇交易走向全球，中国外汇市场排名居第十位

全球外汇交易越来越集中在主要的国际金融中心。在电子化、网络化时代，外汇交易地域分布更多地体现了各国和地区外汇交易商的竞争实力、机构集聚程度和市场活跃度。

美国外汇市场地位增强，亚太地区力量对比出现变化。过去三年，全球外汇交易市场集中度进一步上升。2022 年 4 月，全球前 10 大外汇交易中心规模占比由三年前的 89.1%上升至 89.4%。前 5 大外汇交易中心分别为英国、美国、新加坡、中国香港和日本，尽管市场排名并未发生变化，但相对份额出现了一定调整。英国继续维持传统优势，居全球外汇市场主导地位，日均交易规模达 3.8 万亿美元。但是，受脱欧等因素影响，英国外汇市场份额较三年前下降 5.1 个百分点至 38.1%。美国外汇交易地位进一步增强，日均交易规模达 1.9 万亿美元，市场份额由 16.5%上升至 19.4%。亚太地区三大主要外汇交易中心份额从

2019 年的 19.8%扩张至 2022 年的 20.9%，日均交易量合计达 2.1 万亿美元。其中，新加坡市场份额由 7.7%上升至 9.4%，中国香港市场份额由 7.6%降至 7.1%，日本市场份额总体维持在 4.4%。中国内地外汇交易量为 1530 亿美元，较三年前同期增长了 12.5%，交易份额保持在 1.6%水平，但市场排名被德国、加拿大赶超，由第八位降至第十位（图 37）。

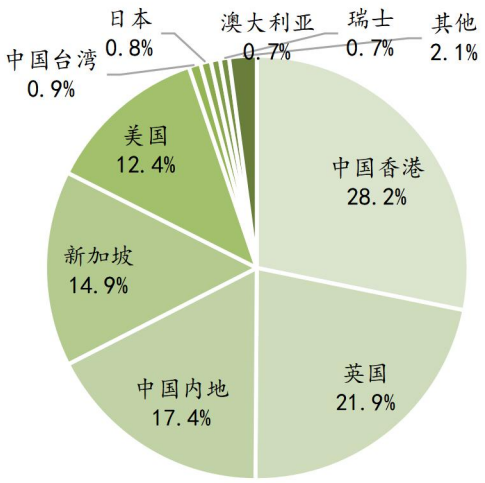
图 37：2022 年全球前 10 大外汇交易市场及其份额变化（%）



资料来源：BIS，中国银行研究院

人民币使用走向全球，外汇交易地域分布日益多元化。随着人民币国际化和汇率波动性增强，人民币外汇交易在全球“遍地开花”。中国香港继续保持全球最大人民币外汇交易中心地位，但全球市场份额下降1.7个百分点至28.2%；英国人民币外汇交易更加活跃，超过中国内地晋升为全球第二大人民币外汇交易中心，市场份额由15.7%上升至21.9%；中国内地为全球第三大人民币外汇交易中心，市场份额由28.1%降至17.4%；新加坡、美国分列全球人民币外汇交易市场第四、五位，交易份额分别由11.5%、8.3%攀升至14.9%、12.4%（图38）。

图 38：2022 年全球人民币外汇交易市场分布



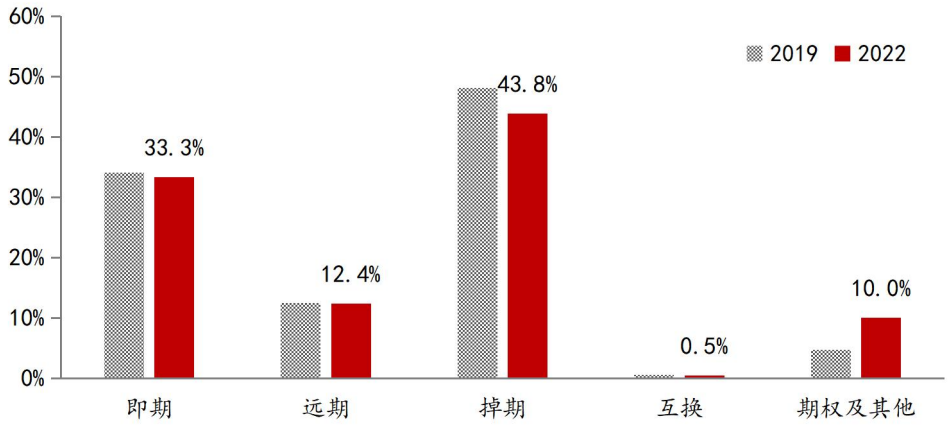
资料来源：BIS，中国银行研究院

（三）产品和货币对：人民币外汇交易更加成熟多元

分析外汇交易的货币对、产品结构等方面发展特征，对于我国外汇市场的发展具有一定启示意义。

全球外汇掉期成为主流产品，人民币外汇衍生品交易快速扩张。作为用于汇率与流动性风险管理工具，外汇掉期在全球市场广泛交易，日均成交量达 3.8 万亿美元，约占全球外汇交易总量的 50.7%，较三年前扩张了 2.1 个百分点。即期外汇日均交易量为 2.1 万亿美元，与外汇掉期合计占据全球外汇市场近八成份额。远期、货币互换、期权及其他工具日均交易量分别为 1.2 万亿美元、0.1 万亿美元和 0.3 万亿美元，约占全球外汇交易总量的 15.5%、1.7%和 4.0%。从人民币外汇交易产品来看，2022 年 4 月即期、远期、掉期、互换、期权及其他交易占比分别为 33.3%、12.4%、43.8%、0.5%、10.0%（图 39）。人民币外汇交易结构发生较大变化，并趋近于全球总体格局，即期、掉期交易份额略有萎缩，期权交易份额大幅增长。

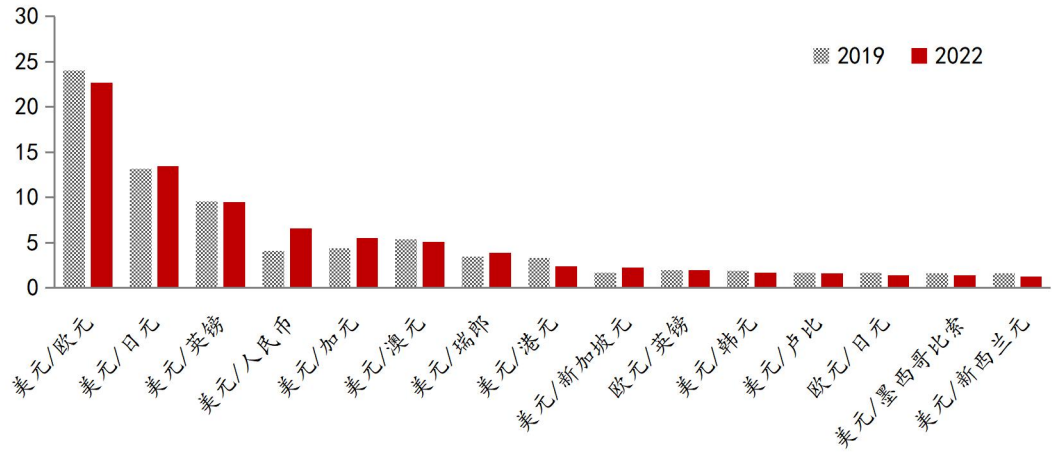
图 39：2022 年 4 月人民币外汇交易产品份额



资料来源：BIS，中国银行研究院

货币对：美元担当全球货币锚，成为人民币外汇交易最主要货币对。除欧元/英镑、欧元/日元以外，全球前 15 大外汇交易货币对均为对美元交易。其中，美元/欧元、美元/日元、美元/英镑为全球前 3 大外汇交易货币对，市场份额分别为 22.7%、13.5%和 9.5%（图 40）。特别是，对美元交易分别在欧元、英镑、日元外汇交易规模中占比达 74.3%、80.2%和 80.9%，美元是毫无疑问的核心货币。相较于三年前，美元/人民币相继超过美元/加元、美元/澳元，排名上升两位，成为全球第 4 大外汇交易货币对，市场交易份额增长 2.5 个百分点至 6.6%。尽管我国相继开通了对 20 余种非美元货币的直盘交易，但实际业务量远低于美元，且其他非直盘交易货币也需要通过美元套算交易。对美元交易约占人民币外汇交易总额的 94.1%，我国对美元的外汇依赖度显著高于其他主要货币发行国。

图 40：前 15 大货币对交易量在全球占比情况(%)



资料来源：BIS，中国银行研究院

（四）启示与建议

当前，全球正经历百年未有之大变局，国际货币秩序与全球外汇市场加速演进发展。人民币在全球金融格局中的角色更加重要，国际货币地位愈加巩固，未来发展空间广阔。

第一，进一步完善人民币汇率形成与管理机制。当前，我国应高度关注主要发达经济体货币政策走向，以我为主，兼顾内外部平衡，发挥好人民币汇率自动稳定器功能。继续完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。尊重市场力量，提高汇率波动容忍性，但同时要保有底线思维，强化预期引导，完善外汇市场监管，注重跨境资本流动监测管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。面对汇率波动，采取先发性政策措施，防范潜在风险。

第二，加快建设开放、有竞争力的人民币外汇市场。坚持本币优先，促进跨境贸易和投融资便利化，深化外汇领域改革开放，构建与新发展格局相适应的外汇管理体制机制。有序推进人民币国际化，丰富人民币对“一带一路”、RCEP 国家外汇交易与风险管理工具，完善人民币区域使用场景与循环路径，

推动建立新型互利合作关系。坚持市场驱动，整合并优化金融开放渠道，打通外汇市场与其他子市场之间的阻碍，完善人民币外汇交易工具，丰富市场交易主体。巩固上海国际金融中心地位与香港离岸人民币枢纽地位，注重夯实人民币定价话语权。支持境外国家和地区发展当地人民币外汇市场，完善离岸人民币市场流动性补充机制。在上海临港新片区、海南自贸港，探索离岸金融框架，推动人民币在岸市场与离岸市场良性互动发展。

第三，积极提升中资银行业做市与交易能力。银行外汇做市交易能力与机构全球化拓展、货币国际化发展相辅相成。未来，中资银行业要继续以客户为中心、以市场为导向，完善全球经营与服务网络，拓展人民币国际化业务覆盖范围，积极参与全球外汇市场竞争与交易。少数具备实力和条件的中资大型银行应着力争取全球外汇交易市场份额，进一步巩固人民币全球定价权。中资银行业要加强金融创新与新技术应用，优化外汇交易与资产管理等其他业务的联通互动，改进外汇交易场景与平台，在数字化时代实现快速发展。同时，积极开拓离岸人民币市场，加强流动性支持，从人民币清算行转向人民币做市行，为人民币国际化与我国金融稳定贡献力量。

专题四：美国国际收支特征——2022 年以来国际收支平衡表分析

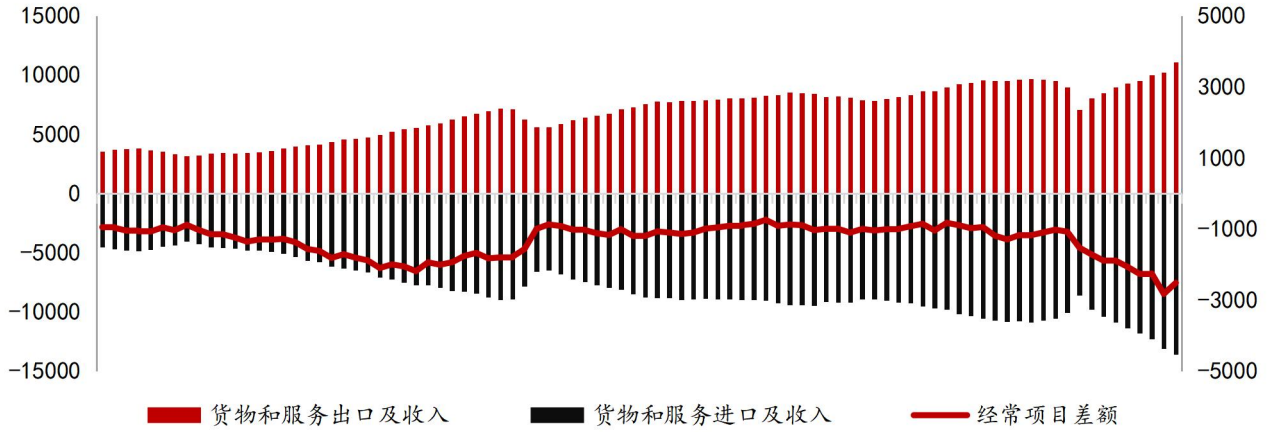
2022 年以来，世界经济陷入滞胀，全球开启超级加息周期，地缘政治冲突不断加剧，主要经济体国际收支格局发生显著变化。作为全球最大经济体，美国国际收支调整对全球经济和金融稳定将产生深远影响。

（一）经常账户逆差创历史新高，商品贸易逆差成为主要驱动因素

2022 年以来，美元指数走高推动美国经常项目逆差走阔，商品贸易逆差加大、服务贸易顺差减少，初次收入顺差提高，二次收入逆差降低。2022 年上半年，美国经常账户逆差为 5336 亿美元，较 2021 年同期扩大 1388 亿美元，同比增长 74%，逆差规模创历史新高。其中，商品贸易逆差为 6522 亿美元，较 2021

年同期扩大 1195 亿美元，是推动美国经常账户逆差走阔的主要因素；同期，美国服务贸易顺差为 1160 亿美元，较 2021 年同期减少 158 亿美元；海外资产收益产生的初次收入顺差为 825 亿美元，较 2021 年同期增加 135 亿美元；主要由税收、罚款构成的二次收入逆差为 799 亿美元，较 2021 年同期增加 167 亿美元（图 41）。

图 41：美国经常账户逆差情况（亿美元）



资料来源：BIS，中国银行研究院

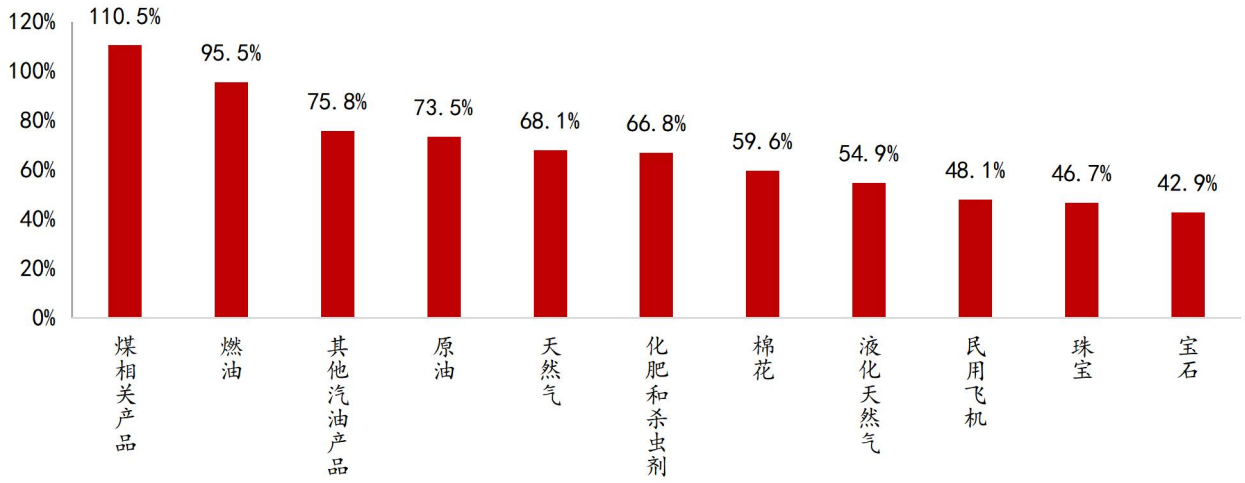
（二）地缘政治因素对贸易结构影响增强，能源贸易增速大幅提升

2022 年上半年，美国商品和服务出口规模合计 14698 亿美元，同比增长 19.6%。美国与“友好国家”贸易额保持较快增长态势。其中，对法国、巴西、印度、意大利和新加坡出口额同比分别增长 50.6%、34.3%、31.9%、30.7%和 28.4%；但与中国香港、中国内地的出口增速分别为-9.0%和 1.1%。

从出口商品结构看，2022 年上半年，美国的工业原料供给品出口大幅增长，同比增长 40%。其中，煤（110.5%）、燃油（95.5%）、天然气（68.1%）、棉花（59.6%）以及农药化肥（66.8%）增速较快。此外，美国的大豆、钢铁和铝等产品出口也出现较大幅度增长。受出口管制措施影响，美国科技附加值较高产品的出口增速明显下降，包括半导体（2.4%）、发动机和发动机部件（-5.4%）、

电信设备（-0.2%）等。从服务出口看，增速较快项目包括旅行（67.9%）和交通（67.9%）；下滑较明显项目包括建筑（-48.9%）、保险服务（-18.4%）、金融服务（-15.7%）和知识产权收费（-11.1%）。

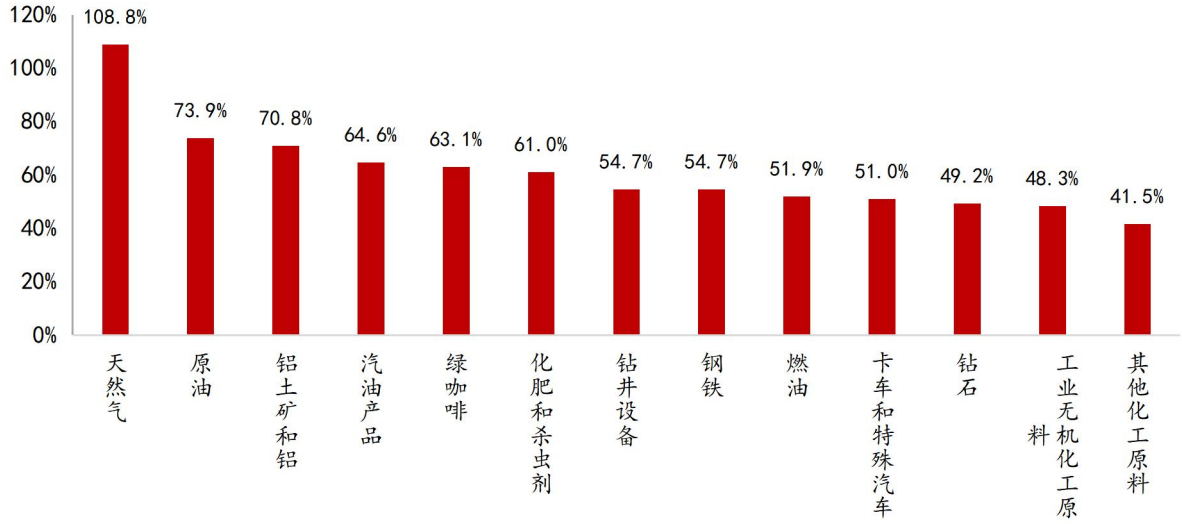
图 42：2022 年上半年美国出口增速较快商品



资料来源：BIS，中国银行研究院

2022 年上半年，受大宗商品价格上涨等因素影响，美国从沙特、澳大利亚、越南、中国台湾、巴西和加拿大等国家和地区的进口增速较快，分别达到 120.2%、34.3%、34.1%、32.6%、32.5%和 30.8%；对中国大陆、日本和欧盟等主要贸易伙伴的进口增速分别为 19.7%、13.0%和 18.6%，保持稳健增长；对马来西亚、德国和瑞士进口增速明显放缓，分别为 1.6%、8.0%和 9.9%。从进口商品结构看，美国加大了工业原料（41.9%）的进口力度。其中，天然气（108.8%）、原油（73.9%）、铝和铝土矿（70.8%）、钻井设备（54.7%）的进口增速较快（图 43）。

图 43：2022 年上半年美国进口增速较快的商品



资料来源：BIS，中国银行研究院

（三）金融账户维持较大幅度顺差，其他投资和证券投资是主要驱动因素

2022年上半年，美国金融账户净流入3952亿美元，较2021年同期多流入767亿美元，金融账户净流入/经常账户逆差比例保持在74.1%的较高水平。**在经常账户大幅逆差背景下，保持金融账户顺差是美国实现国际收支整体平衡的重要支撑。**

从金融账户分项看，2022年上半年美国对外直接投资流出2331亿美元，外国对美国直接投资流入1927亿美元，直接投资净流出404亿美元，较2021年同期减少391亿美元。美国对外直接投资步伐放缓。其中，对俄罗斯（-140.8%）、委内瑞拉（-650.0%）、奥地利（-48.8%）、中国香港（-24.9%）直接投资规模降幅较为明显。从流入美国的外国直接投资来源地看，俄罗斯（-989%）、委内瑞拉（-2040%）、沙特（-222.8%）等降幅较为明显，法国（194.9%）、新加坡（421.5%）、西班牙（310.8%）等增幅较大。

2022年上半年，美国证券投资净流入1718亿美元，较2021年同期提高1550亿美元，成为支撑金融账户净流入的主要因素。在美元汇率强势、无风险利率

持续上升背景下，跨境资本回流美国，增持美国国债趋势愈发明显。2022年上半年，债券投资净流入3894亿美元，股票投资净流出2176亿美元，形成鲜明反差。投资美国国债的投资者以私人部门为主导，而以储备资产管理者为代表的官方投资者持续减持美债。即使在美国国债收益率大幅飙升背景下，官方储备减持趋势仍未发生改变。

表 5：美国金融账户变化情况

		2021H1	2022H1	变化
直接投资	资产（流出）	2691	2331	-360
	负债（流入）	1896	1927	31
	净资产（流出）	**795**	**404**	**-391**
组合投资	资产（流出）	5202	5078	-124
	负债（流入）	5369	6796	1427
	净资产（流出）	**-168**	**-1718**	**-1550**
其他投资	资产（流出）	-250	578	828
	负债（流入）	3439	2837	-602
	净资产（流出）	**-3689**	**-2259**	**1430**
金融衍生品净流出		**-108**	**-401**	**-293**
储备资产净流出		**-16**	**21**	**37**
金融账户净资产（流出）		**-3186**	**-3953**	**-767**

资料来源：BIS，中国银行研究院

2022 年上半年，美国其他投资净流入 2259 亿美元，成为推动金融账户顺差的最主要力量。随着美元利率上涨，外资银行加大美元信贷投放力度，欧洲美元存款回归美国本土。其中，信贷净流入 1488 亿美元，存款和货币净流入 1257 亿美元。

（四）总结

2022 年以来，在全球经济陷入滞胀、美元强势周期背景下，美国商品贸易逆差创历史新高、服务贸易顺差缩小，经常项目逆差持续走阔。在全球大宗商品价格处于高位背景下，能源、生产资料在美国进出口结构中的占比明显提升，美国“低买高卖”赚取差价的特征愈发突出。地缘政治因素对美国贸易结构影响不断显现，美国与盟友国家贸易往来更为紧密，核心产业链相互依存度持续提升；与敌对状态或竞争关系国家和地区的贸易增速放缓，并对部分科技附加

值较高产品实施更为严格的出口管制。

金融账户顺差是美国高额经常账户逆差下维持国际收支平衡的主要渠道。2022 年以来，全球投资者风险偏好降低，离岸美元倾向于回归本土，推动形成金融账户大幅顺差。涌入美国资金以证券投资和其他投资等短期资金主导，主要增持中长期美国国内债券、贷款、存款和货币市场工具等固定收益特征的资产，同时大幅减持股票资产。短期资本涌入主要由私营部门资金推动，主要以美国本土跨境资金回流主导。在俄乌冲突中，美国对俄罗斯官方储备实施冻结，影响了美元官方储备资产的公信力，政府部门持续减持美债的趋势延续。地缘政治格局变化对美国直接投资产生了显著影响，美国与俄罗斯、委内瑞拉的直接投资“脱钩”特征愈发突出，与竞争对手间的直接投资增速放缓，而与盟友国家直接投资有望保持快速增长。

从美国国际收支结构变化看，2022 年以来货币政策转向和地缘政治因素是影响全球国际收支变化的最主要因素。利率和汇率变化对短期资本走势产生重要影响，地缘政治格局演变则深度影响产业链、直接投资布局。我国应高度关注美国等主要经济体国际收支格局变化，推进高水平对外开放，加快构建新发展格局。

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