

# 全球经济金融展望报告

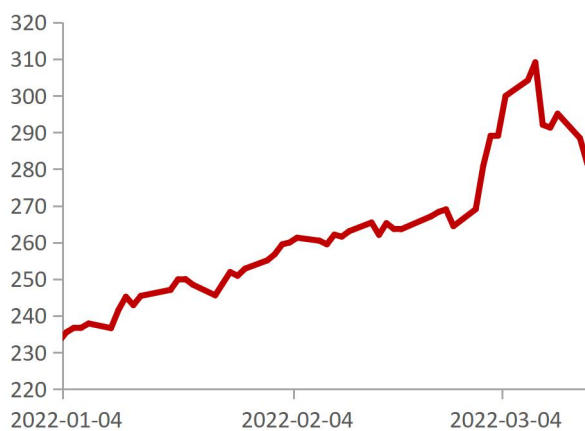
2022 年第 2 季度（总第 50 期）

报告日期：2022 年 3 月 30 日

## 要点

- 2022 年一季度，受疫情反复和俄乌冲突等因素影响，全球供需失衡问题加剧，货物贸易增速放缓，通胀水平显著抬升，经济复苏进程有所放缓。
- 国际金融市场大幅动荡，美元指数波动走强，主要股市震荡下行，大宗商品价格屡创新高。
- 展望二季度，全球通胀将继续上行，在低基数效应带动下，经济增速可能有所回升。主要经济体货币政策紧缩将加速流动性收紧，提高社会融资成本，进一步抑制投资和消费，全年看全球经济“滞胀”风险加大，国际金融市场将维持震荡走势。
- 当前，新兴经济体面临的风险、全方位金融监管时代来临等热点问题值得关注。

## 2022 年 RJ/CRB 商品价格指数震荡上行



资料来源：Wind，中国银行研究院

## 中国银行研究院 全球经济金融研究课题组

组 长： 陈卫东  
副组长： 钟 红  
王家强  
成 员： 廖淑萍  
边卫红  
熊启跃  
王有鑫  
赵雪情  
曹鸿宇  
邹子昂  
王 淳  
李颖婷  
吕昊旻  
黄小军（纽约）  
陆晓明（纽约）  
李振龙（伦敦）  
滕 鹏（法兰克福）  
王 哲（东京）  
丁 孟（香港）  
季瑶瑶（悉尼）

联系人：廖淑萍

电 话：010-66594052

邮 件：liaoshuping@bankofchina.com



## 全球经济金融新变局：滞胀与分化

——中国银行全球经济金融展望报告（2022 年第 2 季度）

2022 年一季度，受疫情反复和俄乌冲突等因素影响，全球供需失衡问题加剧，货物贸易增速放缓，通胀水平显著抬升，经济复苏进程有所放缓。国际金融市场大幅动荡，美元指数波动走强，主要股市震荡下行，大宗商品价格屡创新高。展望二季度，全球通胀将继续上行，在低基数效应带动下，经济增速可能有所回升。主要经济体货币政策紧缩将加速流动性收紧，提高社会融资成本，对投资和消费的负面效应将逐渐凸显，全年看全球经济“滞胀”风险加大，国际金融市场将维持震荡走势。本期报告分别对当前形势下新兴经济体面临的风险、全方位金融监管时代的最新趋势进行专题分析。

### 一、全球经济季度回顾与展望

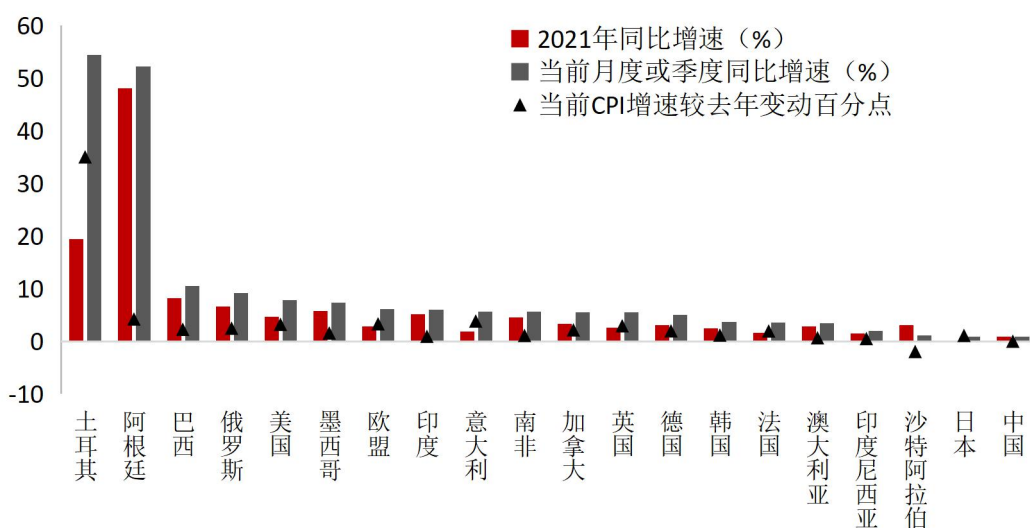
**（一）在低基数效应带动下，2022 年二季度全球经济增速可能回升，全年“滞胀”风险加大**

2008 年全球金融危机后，全球虽历经十余年复苏，但并未完全走出金融危机影响，全要素生产率增速放缓，经济增长潜力下降。2020 年疫情暴发以及 2022 年俄乌冲突更是使全球经济增长“雪上加霜”，复苏前景恶化，“滞胀”风险不断上升。

从“胀”的角度看，超宽松财政货币政策，尤其是货币政策的后续效应逐渐显现，预计二季度全球通胀将继续上行。2021 年在全球积极的财政货币政策刺激下，总需求快速回暖。与此同时，疫情冲击下全球经济供应能力下降，能源、粮食、工业金属、芯片、劳动力、物流等领域面临严峻的供应链瓶颈，供需缺口持续扩大，加剧了物价上升压力。2021 年发达经济体和新兴经济体 CPI

增速分别约为 3.1%和 5.7%，分别较 2020 年上涨 2.4 和 0.6 个百分点。2022 年一季度俄乌冲突爆发使供需失衡进一步恶化。俄罗斯和乌克兰是全球重要的大宗商品供给国，冲突升级加剧了供应危机，推动能源、粮食和工业金属价格上涨。冲突发生后，布伦特原油价格一度接近 140 美元/桶，近期虽然油价逐渐从高点回落，但国际能源署预计，自 4 月起，国际原油市场每天大约有 200 万桶的供应缺口。在俄乌冲突实质性解决前，预计 2022 年二季度油价仍将显著高于 2021 年平均水平。芝加哥商品交易所的小麦、大豆等农产品价格也大幅上涨，其中小麦涨幅超过 45%。能源和粮食在各国通胀篮子中占有较大权重，二季度随着市场情绪逐渐回归理性，相关大宗商品价格有望企稳，对通胀的直接拉动效应将减弱，但未来 PPI 价格上涨将逐渐传导至下游生产行业和终端消费行业，将间接带动各国通胀继续抬升（图 1）。预计 2022 年全球 CPI 增速可能在 5.1% 左右，较 2021 年提高约 0.8 个百分点。

图 1：G20 经济体 CPI 增速变动趋势



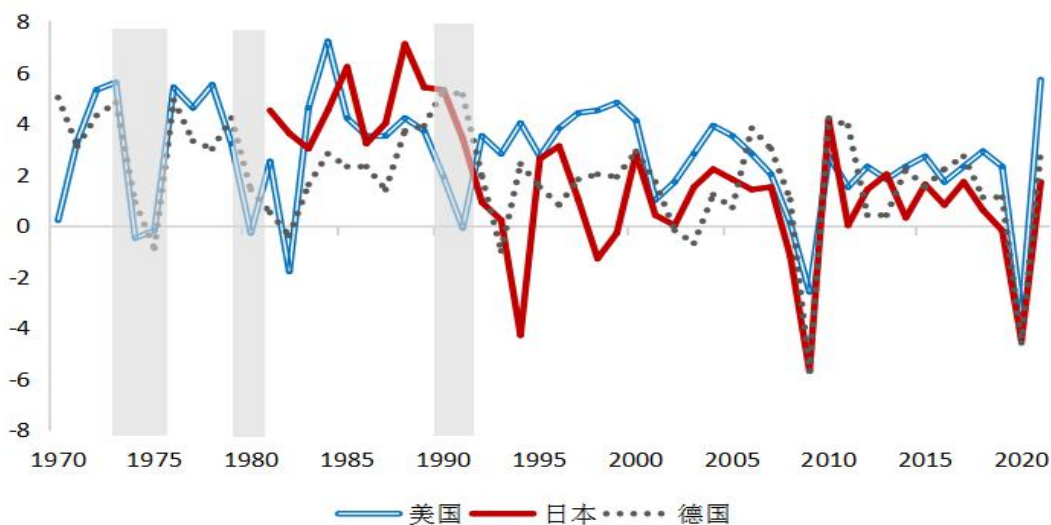
注：澳大利亚为季度数据，最新数据截至 2021 年四季度，其他经济体为月度数据。英国、澳大利亚、南非、沙特阿拉伯最新数据截至 2022 年 1 月，其他经济体截至 2022 年 2 月。

资料来源：Wind，中国银行研究院

从“滞”的角度看，由于一季度基数较低，预计二季度全球经济增速可能有所回升，但下半年下行压力将逐渐凸显，全年增速低于 2021 年。原油和工业金属是工业生产的基础，价格上涨将对全球经济复苏和居民消费产生重要影响。无论是从生产、消费、贸易还是流动性环境看，全球经济增长都面临制约。

工业生产方面，2021 年全球能源支出占 GDP 比重接近 8%，随着能源价格上涨，能源支出增加将抬升企业生产成本，挤压资本品和其他无形资产投资，此外 PPI 上涨也将导致工业品产销能力下降。在过去三次主要由地缘政治危机和石油供给短缺导致的石油危机周期，全球主要经济体工业产值和 GDP 均明显下降。以美国为例，在 1973-1975 年第一次石油危机期间，美国工业总产值从 1973 年 11 月的 1.43 万亿美元降至 1975 年 2 月的 1.25 万亿美元，降幅达 12.2%，GDP 增速也从 1973 年的 5.6% 降至 1974 年的 -0.5% 和 1975 年的 -0.2%；在 1979-1980 年第二次石油危机期间，美国月度工业总产值最多时一度下跌 8.7%，GDP 增速从 1978 年的 5.5% 降至 1980 年的 -0.3%；在 1990-1992 年第三次石油危机期间，虽然美国工业总产值受到的负面冲击减弱，但消费大幅下滑，经济在 1991 年陷入萎缩（图 2）。本轮原油价格上涨同样对工业生产产生较大冲击，2022 年前两个月，摩根大通全球制造业 PMI 指数月度均值为 53.4，较 2021 年四季度月度均值下降 2.9 个点。进一步观察全球前十大工业国（约占全球工业增加值的 72%），与上年同期相比，亚太地区大部分经济体工业生产指数上涨，但日本与欧盟各国工业生产较为疲弱（图 3）。考虑到目前除中国外的其他各国仅公布了 1 月工业生产指数，如果将俄乌冲突后的能源供给瓶颈、价格上涨以及滞后效应考虑进去，二季度可能将有更多国家工业产值出现回落。

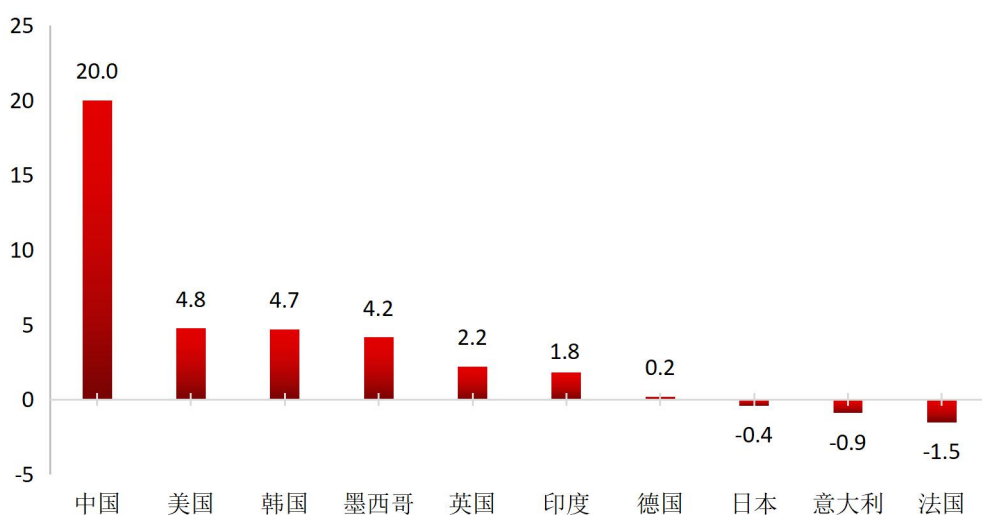
图 2：石油危机下主要经济体 GDP 增速明显下降（%）



注：柱状图表示三次石油危机。

资料来源：Wind，中国银行研究院

图 3：全球前十大工业国工业生产指数变化情况



注：除中国为 2022 年 2 月数据外，其他均为 1 月数据，中国工业生产指数用工业增加值定基指数衡量。

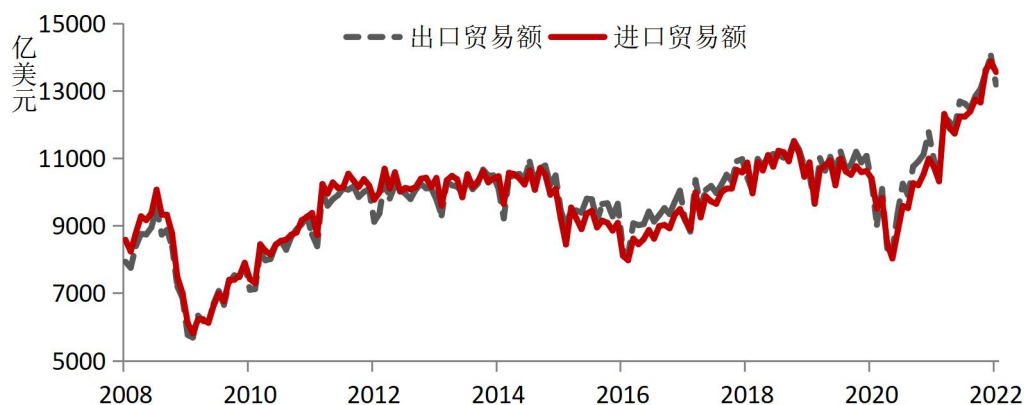
资料来源：Wind，中国银行研究院



**消费方面**，一季度受全球疫情反复和金融市场波动等因素影响，居民消费增速放缓，对经济刺激作用减弱。2022年2月，美国零售和食品服务销售额环比增长0.3%，较1月的4.9%大幅回落。2022年1月，欧元区零售销售指数同比增长7.8%，但环比增速仅为0.2%。从过去经验看，在消费者需求不变情况下，短期内高通胀和物价水平上升会使消费者支出增加，但如果通胀持续，中长期将放大不确定性和悲观预期，影响消费者信心，需求和消费支出将逐渐回落。因此，预计二季度欧美疫情防控措施逐渐放开后，将对消费带来一定提振作用，但下半年随着经济复苏前景弱化，以及全球货币政策进一步收紧，借贷成本上升，消费增速将放缓。

**国际贸易方面**，2021年全球货物贸易强劲反弹，是推动全球经济复苏的重要驱动力。进入2022年一季度，随着全球新一轮疫情反复，部分国家针对进口货物的防疫措施趋严，全球航运贸易中的港口堵塞和劳动力短缺问题仍然存在，连接欧亚大陆的陆运贸易又因俄乌冲突遭受一定影响，全球货物贸易增长势头逐渐放缓。2022年1月，全球20个主要经济体加总的进口和出口金额均较上月下降，降幅分别为2.3%和6.1%（图4）。世界贸易组织2月公布的《货物贸易晴雨表》显示，全球货物贸易景气指数为98.7，低于基准点和上一期数值。二季度，预计全球在物流和航运等领域的供应链瓶颈有所缓解，俄乌冲突对国际贸易的短期冲击将逐渐弱化。大宗商品价格处于高位将使大宗商品贸易金额增加，国际贸易中的价格因素将发挥更多效应，预计二季度全球贸易增速将较一季度有所回升。

图 4：全球主要经济体累计加总的月度进口和出口贸易金额



资料来源：Wind，中国银行研究院

**流动性方面**，在美联储收紧货币政策影响下，全球流动性面临拐点，利率中枢趋于上行，实体经济融资成本提高，企业债务负担加重，将抑制全球投资和消费增长。国际金融协会数据显示，2021 年全球债务总额首次突破 300 万亿美元，创历史新高。全球债务规模与非金融企业杠杆率均处于历史顶点，随着主要央行货币政策转向，企业债务违约和破产重组风险加大，将为经济增长蒙上阴影。特别是对新兴经济体来说，经济脆弱性和金融波动性将提高。有研究发现，美联储联邦基金利率每上升 100 个基点，三年内新兴经济体 GDP 将累计下降 0.8%。此外，大宗商品价格上涨和金融市场剧烈波动也将增加相关领域的流动性风险，在全球货币政策紧缩背景下，可能会加剧流动性风险。

总体来看，预计 2022 年二季度全球经济增速环比折年率约 4.0% 左右，较一季度提高 2.2 个百分点。但考虑到全球经济正面临愈加严重的能源供给短缺，疫情防控仍然面临较大不确定性，全球通胀愈演愈烈，美联储加快收紧货币政策，新兴经济体经济脆弱性提高，二季度全球经济复苏更多是由于一季度的低基数效应和疫情防控措施放开的短期消费刺激效应带动。随着时间推进，相关利好将逐渐消退，全球工业生产、消费、贸易、流动性等方面的制约因素将逐渐凸显，经济下行风险将不断上升，“滞胀”压力将不断增大。



## （二）重点国别/地区经济形势研判

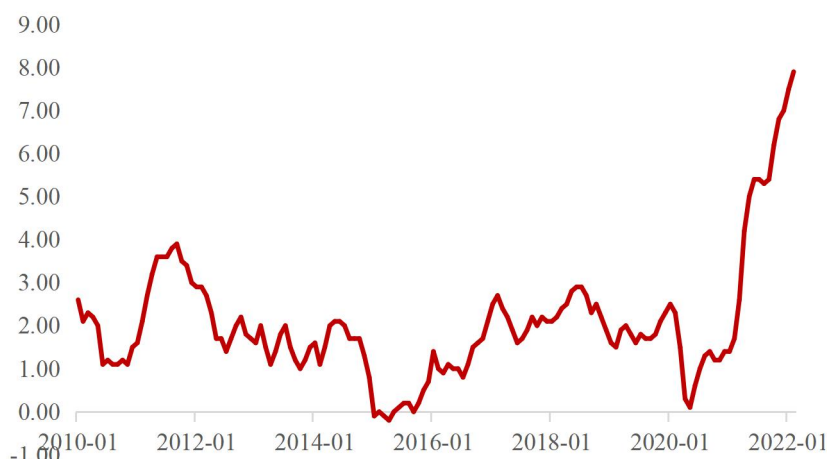
不同地区经济表现仍存在一定分化，尤其在面临货币政策紧缩、地缘政治冲突等外部冲击时，不同地区应对能力的差异将决定其未来增长前景。

### 1. 美国通胀持续走高，经济复苏不确定性加大

消费者和企业良好的资产负债情况支撑美国经济在 2022 年一季度保持增长，但增速有所放缓。2021 年四季度，作为美国经济支柱的消费支出对经济增长贡献仅为 2.25%，同时居民实际可支配收入下降 5.8%。随着美国通胀问题加剧，限制了居民购买力。2022 年 2 月，美国 CPI 同比增长 7.9%（图 5），创 40 年来最高；零售销售额环比仅上升 0.3%，较 1 月的 4.9% 大幅放缓。除汽车与汽油外，美国 2 月零售销售环比下跌 0.4%，表明受通胀影响，消费者正在调整支出行为，削减某些类别的支出。3 月密歇根大学消费者信心指数（初值）为 59.7，自 2011 年 10 月以来首次降至 60 以下，连续 3 个月走低，显示美国消费者对经济前景的担忧。除消费外，2021 年下半年支撑经济增长的企业补库存投资需求（对 2021 年三、四季度 GDP 增长贡献度分别高达 71% 和 95.6%）也面临降温。进出口方面，1 月美国贸易逆差飙升 9.4%，达到 897 亿美元的最高纪录。

劳动力短缺及供应链瓶颈仍在阻碍经济复苏，奥密克戎毒株的快速扩散对处在修复状态的旅游业和其他服务部门再度造成扰动。2 月，美国 ISM 制造业指数由 1 月的 57.6 升至 58.6，但就业指数下降 1.6 个点至 52.9，供应商交货指数从 64.6 升至 66.1，交货速度再度放缓；ISM 服务业指数从 1 月的 59.9 降至 56.5，服务业复苏动力减缓。

图 5：美国 CPI 同比变化 (%)



资料来源：Wind，中国银行研究院

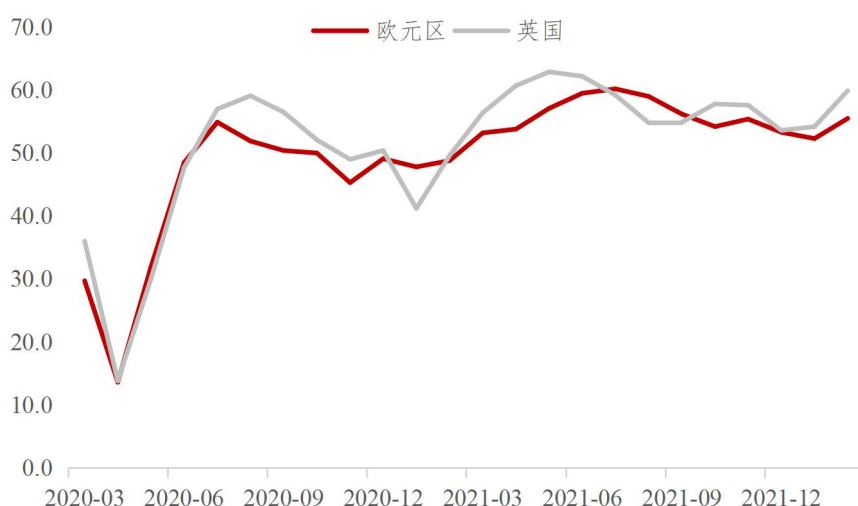
展望二季度，美国经济增长存在不确定性。生产方面，国际能源价格上涨，将推动美国通胀持续走高。美联储已于 3 月 16 日宣布启动加息，并可能在二季度开始缩表，这将提高生产和投资成本，影响制造业、服务业复苏。不过，能源价格上涨也助推美国国内采矿勘探、竖井和油井方面投资，该市场占非住宅名义固定投资 10% 以上，这有助于对冲经济下行压力。消费方面，美国家庭超额储蓄仍高达 2.6 万亿美元，疫情缓解和就业持续回升能够支撑消费支出增长。俄乌冲突对原油和大宗商品市场的干扰较大，但其影响持续时间仍待观察，对美国经济增长的直接冲击相对有限。预计二季度美国 GDP 增速环比折年率为 3.4%，较一季度回升 1.8 个百分点，全年增速为 3.0% 左右。

## 2. 欧洲消费持续复苏，但面临俄乌冲突显著冲击

零售消费保持复苏，消费信心总体稳定。2022 年 1 月，欧元区零售贸易量环比增长 0.2%，同比增长 7.8%；欧盟零售贸易量环比增长 0.6%，同比增长 8.3%；英国零售销售额环比增长 1.9%，创 2021 年 4 月以来最高。受解封乐观情绪推动，欧洲国家消费者信心有所恢复，供应链中断出现缓和迹象。2 月，欧元区综合 PMI 为 55.5，较上月大幅上升 3.2 个点，其中服务业 PMI 为 55.5，高于上

月的 51.1，制造业 PMI 为 58.2，较上月的 58.7 略有下滑；英国综合 PMI 指数升至 59.9，大幅高于 1 月的 54.2，其中服务业 PMI 大幅增长 6.3 个点至 60.5，制造业 PMI 上升 0.7 个点至 58（图 6）。欧洲央行预计疫情对供应链的破坏将在短期内逐步消除，芯片不足问题将持续至年末。就业市场保持稳定，工资增长总体低迷。2022 年 1 月，欧元区失业率达到 6.8%，连续第九个月下降。英国失业率维持在 4.1% 的历史较低水平，居民薪资（含奖金）增长 4.3%。就业人数增加为居民消费增长提供了有力支持，成为欧元区全年经济增长的基石。

图 6：欧元区和英国综合 PMI 变化（%）



资料来源：CEIC，中国银行研究院

能源价格大幅攀升，贸易逆差有所扩大。受能源价格激增影响，欧洲贸易收支条件显著恶化。欧元区 2021 年 12 月商品进口额同比增长 36.7%，贸易逆差升至 97 亿欧元，达到 13 年以来高点。2022 年 1 月份英国从欧盟的进口激增，贸易逆差扩大至 290 亿美元，创 1996 年以来最高。能源价格的大幅提高助推欧洲通胀率刷新历史高位。2022 年前两个月，欧元区通货膨胀率初值分别为 5.1% 和 5.8%，较 2021 年 12 月 5% 的涨幅继续扩大，其中能源产品通胀率为 31.7%。欧洲国家中，立陶宛（13.9%）、爱沙尼亚（12.4%）、比利时（9.6%）通胀率最高，德国（5.1%）和法国（4.1%）低于欧元区平均水平，但也处在历史较高水

平。1月英国CPI同比增长5.5%，为1992年3月以来的最高水平，其中天然气和电力价格涨幅分别为28.3%和19.2%。

展望二季度，由于放松疫情管控措施，短期内可能推动消费，但其后续影响仍不确定。此外，地缘政治冲突将给欧洲经济复苏带来长期结构性冲击。欧洲国家陆续取消各类疫情防控措施，民众对疫情的担忧情绪不断下降，劳动力返工比例持续增长，奥密克戎病毒对欧洲经济的不利影响正在出清，短期内欧洲经济复苏态势有望提速。但俄乌冲突以及俄罗斯和欧洲主要国家关系的恶化，可能使欧洲未来遭遇巨大损失。全球能源的供应紧张将进一步推高能源价格和通胀风险，部分依赖俄罗斯能源供应的欧洲国家“断气”威胁正在上升。与民生密切相关的领域也将承受较大压力，欧洲消费者可能将面临小麦、玉米、面粉、葵花籽油等生活物资短缺问题。为了缓解居民和企业俄乌冲突事件中遭受的冲击，欧元区商议出台能源补贴等财政援助计划，此举可能会再次推高欧元区国家公共债务，为欧洲经济的长期改善埋下隐患。俄乌冲突事件对欧洲地区经济增长的结构性影响值得高度关注。预计二季度欧元区GDP增速环比折年率为2.8%，较一季度提高1.6个百分点，全年增速为3.6%左右；英国GDP增速环比折年率为2.2%，较一季度下降0.2个百分点，全年增速为4.1%左右。

### 3. 日本经济复苏陷入停滞，外部冲击制约增长前景

日本经济增长波动下行，物价全面上涨。2021年四季度，日本实际GDP增速环比折年率为4.6%，但GDP规模尚未恢复至疫情前水平。2022年以来，新冠疫情在日本全国再度蔓延，限制了居民生产生活和人员流动，服务类个人消费再度收缩，经济增长陷入停滞。受国际原油价格高涨等因素影响，2月日本进口同比增长34%，大幅高于19.1%的出口增幅，进出口额均创历史新高，贸易收支逆差达到6682亿日元，连续7个月出现逆差，但较1月2.2万亿日元的逆差有所收窄（图7）。原油价格高涨带动日本物价指数上涨，2月日本PPI同比上涨9.3%，达到40年以来新高，其中石油和煤炭（34.2%）、钢铁（24.5%）



和电力、城市燃气和自来水（27.5%）等上游产业价格出现上涨，并波及至下游产品。2月去除生鲜食品后的CPI同比上涨0.6%，连续6个月上涨。根据日本央行1月公布的生活意识调查结果，包括生鲜食品在内，居民对物价的感受是上涨5%-6%，较半年前上升了2-3个百分点。预计2022年一季度日本实际GDP增速环比折年率将下滑0.2%左右。

图7：日本贸易收支月度变化（十亿日元）



资料来源：CEIC，中国银行研究院

展望二季度，放松疫情管控有利于经济复苏，但俄乌冲突、美联储加息及日本地震可能造成制约。进入3月以来，日本疫情局势趋于好转，日本政府逐步放宽口岸管制，预计3月下旬将放开至此轮疫情前水平。受此推动，二季度日本个人消费、企业设备投资、政府支出和进出口均有望实现增长，但俄乌冲突等外部风险将对经济造成冲击。2021年日本的国际贸易总额中对俄出口仅占1.0%，从俄进口占比1.8%，日本对俄直接贸易占比相对较小。但作为高度依赖资源进口的国家，能源和资源价格暴涨将给日本带来较大不利影响。与此同时，随着美国加息的逐步落地，日元兑美元汇率大概率出现贬值，加剧日本贸易条件的恶化（出口价格的上涨无法弥补进口成本的上升）。受进口成本上升和涨价



潮影响,预计二季度日本核心 CPI 将大幅攀升至 2%以上,PPI 将维持在 7%-10% 左右的高位。由于向消费者转嫁成本的渠道并不畅通,企业经营或将承受更大压力,进而影响居民工资收入提升和个人消费复苏。物价快速增长也会给企业收益和居民消费带来较大压力。3月16日,日本福岛东北部海岸发生 7.3 级强震,震中距离日本东北地区半导体产业链较近,目前日本制造商正在检查地震对生产设施的影响,瑞萨、索尼等汽车半导体和电子设备厂商已经部分停产,可能对日本经济复苏和全球芯片供应带来新的问题。预计二季度日本实际 GDP 增速环比折年率为 4.1%左右,全年增速 2.9%左右。

#### 4. 亚太经济复苏态势总体良好,未来增长前景喜忧参半

一季度,亚太经济体逐渐走出 2021 年下半年以来的疫情阴影。澳大利亚经济保持较快增长。2021 年四季度澳大利亚经济活动强劲反弹,GDP 环比增长 3.4%,同比增长 4.3%。奥密克戎病毒传播对零售、酒店等服务部门带来短期影响,但程度减轻,澳新银行-罗伊·摩根消费者信心指数在 1 月跌至 97.9 后于 2 月反弹至 103.2。由于住宅和汽车燃料价格上涨,2021 年四季度澳大利亚 CPI 增长 3.5%,达 2014 年 6 月以来最高,但仍低于同期其他发达经济体水平。为确保经济复苏,澳大利亚已宣布于 2 月 21 日起向已接种疫苗的旅客开放澳大利亚国境。防疫政策的全面放宽推动新加坡经济复苏。2022 年 1 月新加坡零售销售总额同比增长 11.8%,连续 5 个月上升。受益于东南亚国家基础设施需求激增、电子产品供给缺口和全球大宗商品价格上涨,新加坡以石油炼化为代表的化工行业以及半导体、消费电子等行业快速扩张,2021 年四季度全行业生产指数增幅为 5.7%。随着入境限制的放开,新加坡旅客入境人数持续增加,旅游服务业有望成为新的经济增长点。越南经济整体表现良好。虽然春节期间停工停产使越南 2 月份全行业生产指数环比下滑 12.4%,但同比增加 8.5%。1-2 月越南进出口贸易额 1085.2 亿美元,其中出口总额 537.8 亿美元,同比增长 10.2%。2 月纺织品服装出口表现亮眼,同比增长 25.8%,电子产品出口同比增长 6.2%。

服务业和消费维持缓步复苏态势,1-2月累计零售总额和消费服务收入同比增加1.7%。2月访越国际游客2.95万人次,增幅达到169%,货运量累计同比增长6.9%,周转量增长9.9%,为后续复苏提供了动力。考虑到2021年因疫情失控而出现的投资流失、出口下降等问题,预计2022年越南工业和制造业将出现快速修复。**泰国经济发展相对乏力。**防疫政策的日益宽松有望推动泰国经济增长,但国内物价水平不断攀升可能形成制约。近期泰国CPI与PPI同步震荡上行,2022年1月PPI增幅已接近10%,CPI则在2021年四季度大幅攀升至5%。迫于国内较大的经济下行压力,泰国央行于2021年下半年采取了相对宽松的货币政策,但考虑到海外经济形势对泰国带来较大冲击,市场对泰铢贬值的担忧有所升温。**马来西亚经济增长形势良好。**2022年1月,马来西亚制造业产值为390亿林吉特,同比增长13.1%。其中食品饮料行业、石化产品和电子产品增幅分别20.6%、15.7%和10.6%,造纸、冶金、交通运输等行业产值也都获得了7.5%以上的增幅。消费方面,国内零售批发总额同比增长7.7%,CPI同比增幅为2.3%,保持稳中回落。考虑到全球地缘政治冲突风险加剧、能源价格高企、芯片产业供给缺口尚未缓解、棕榈油中期供需关系紧张持续等因素,马来西亚制造业有望进一步维持强势走势,但高企的成本可能制约建筑业和航空业等个别行业复苏前景。

**展望二季度,地缘政治局势和区域经济合作成为影响亚太地区经济表现的主要因素。**一方面,俄乌冲突加剧了全球经济复苏的不确定性。部分初级产品价格上涨和供应紧张对东盟经济体进口带来较大负面冲击。例如,印尼超过25%、菲律宾近16%的小麦进口来自俄罗斯和乌克兰,东盟各国对于俄罗斯和乌克兰的钢材等上游产品也存在较高依赖,但能源直接依赖度并不高。俄乌冲突对亚太地区经济的主要负面影响表现为进口产品价格上涨以及通胀上升。另一方面,区域贸易协定给地区经济发展带来积极影响。亚太特别是东南亚地区是全球经济合作最活跃的地区之一,RCEP的生效将大大推动地区经济一体化进程,吸

引更多外部投资，对地区经济发展带来长期利好。此外，近期马来西亚、菲律宾等国面临新一轮政治选举，政治格局变化对于各国经济增长的影响需要持续关注。

**表 1：2022 年全球主要经济体关键指标预测（%）**

地区/国家		GDP 增长率			CPI 涨幅			失业率		
		2020	2021	2022 <sup>f</sup>	2020	2021	2022 <sup>f</sup>	2020	2021	2022 <sup>f</sup>
美洲	美国	-3.4	5.7	3.0	1.2	4.7	6.1	8.1	5.4	3.6
	加拿大	-5.2	4.6	3.4	0.7	3.4	4.3	9.6	7.4	5.9
	墨西哥	-8.2	4.8	1.9	3.4	5.7	5.3	4.4	4.1	4.0
	巴西	-4.2	4.8	0.3	3.2	8.3	7.6	13.8	13.2	12.4
	智利	-5.8	12.0	2.5	3.1	4.5	7.2	10.6	9.1	7.6
	阿根廷	-9.9	10.2	3.2	42.0	48.4	51.8	11.6	9.5	9.4
亚太	中国	2.2	8.1	5.3	2.5	0.9	2.1	4.2	4.0	3.8
	日本	-4.5	1.6	2.9	0	-0.3	1.3	2.8	2.8	2.6
	澳大利亚	-2.2	4.4	4.1	0.9	2.9	3.3	6.5	5.1	4.0
	印度	-7.4	9.2	7.0	6.6	5.1	5.4	8.0	—	—
	韩国	-0.9	4.0	3.0	0.7	2.5	2.9	4.0	4.6	4.0
	印尼	-2.1	3.3	5.6	2.0	1.6	3.0	7.1	—	—
欧非	欧元区	-6.6	5.3	3.6	0.3	2.6	5.0	8.0	7.7	7.1
	英国	-9.4	7.1	4.1	0.9	2.6	6.1	4.4	4.6	4.0
	俄罗斯	-2.9	4.7	-10.1	3.4	6.7	8.7	5.8	4.8	4.5
	土耳其	1.8	11.0	3.3	12.3	19.4	44.3	13.1	12	12.1
	尼日利亚	-1.8	2.7	3.4	13.2	17.0	14.5	33.3	—	—
	南非	-6.4	4.9	2.1	3.3	4.6	5.1	29.2	34.3	33
全球		-3.1	5.9	3.6	3.2	4.3	5.1	—	—	—

资料来源：中国银行研究院。注：f 为预测。

## 二、国际金融季度回顾与展望

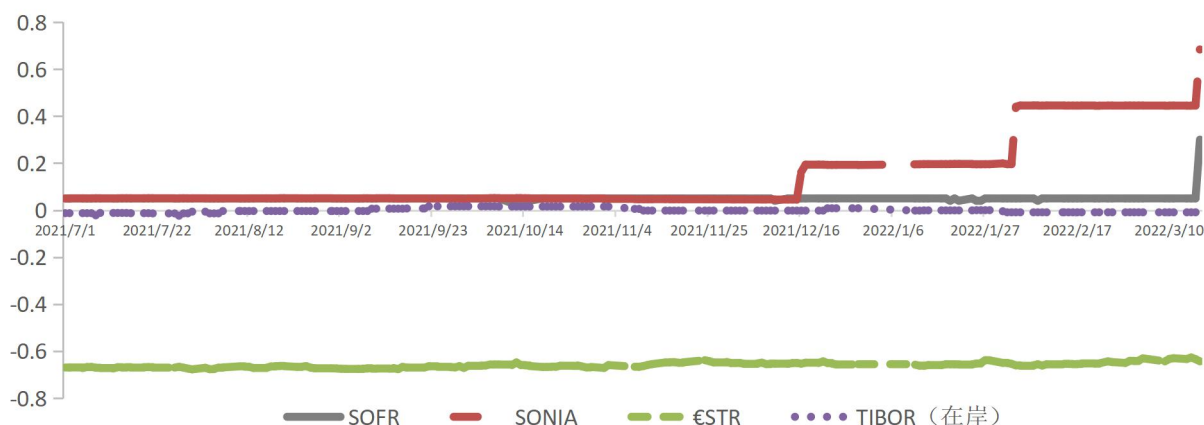
### （一）国际金融市场运行特征

#### 1. 货币市场：俄乌冲突叠加货币政策调整，全球流动性收紧

（1）货币市场利率呈分化抬升态势。俄乌冲突爆发以来，美欧对俄推出了一系列制裁措施。俄罗斯中央银行、主权财富基金、部分大型金融机构及非金融企业的外币支付和融资渠道被切断，对全球流动性产生了紧缩效果。作为风

暴中心的俄罗斯，2022年3月15日，卢布隔夜平均指数（RUONIA）飙升至20.34%，较2021年末提高12.21个百分点。3月以来，主要经济体掀起加息浪潮。3月2日，加拿大央行将隔夜利率提高25个基点，至0.5%。3月16日，美联储将联邦基金利率目标区间上调25个基点，至0.25%-0.5%。3月17日，英格兰银行将基准利率提高25个基点，至0.75%。伴随着货币政策收紧，主要经济体货币市场利率呈分化抬升态势。3月17日，美元有担保的隔夜融资利率（SOFR）和英镑隔夜指数平均利率（SONIA）分别为0.30%和0.69%，分别较2021年末提高25个基点和50个基点。欧元短期利率（€STR）和日元东京银行间拆借利率（TIBOR）分别为-0.64%和-0.01%，保持相对平稳（图8）。

图8：主要经济体货币市场利率走势（%）



资料来源：Bloomberg，中国银行研究院

**（2）主要央行资产扩张速度放缓。**在全球货币政策整体趋紧背景下，主要经济体中央银行资产负债表扩张速度不断“降温”。2022年2月末，美联储、欧洲央行、英格兰银行和日本央行的资产规模分别为89045亿美元、86730亿欧元、11140亿英镑和730.6万亿日元，同比增速分别为17.8%、21.8%、20.2%和2.5%，增速整体趋缓（表2）。

表 2：主要央行资产规模及增速

		2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022M2
美联储	余额（亿美元）	77369	81269	84480	87575	89045
	同比（%）	32.1	15.2	19.7	18.9	17.8
欧洲央行	余额（亿欧元）	74941	76576	82891	85564	86730
	同比（%）	44.1	36.8	23.6	22.0	21.8
英格兰银行	余额（亿英镑）	9292	9791	10073	11194	11140
	同比（%）	41.7	18.5	15.8	24.5	20.2
日本央行	余额（万亿日元）	714.2	724.6	723.7	723.8	730.6
	同比（%）	18.2	13.5	4.9	3.0	2.5

资料来源：Wind，中国银行研究院

**(3) 离岸美元流动性明显收紧。**离岸美元市场处于全球美元流动性的底端，易受到外部市场环境及美联储货币政策立场调整的影响。2022 年一季度以来，离岸美元流动性呈趋紧态势。2022 年 3 月 16 日，泰德利差为 0.51%，较 2021 年末提高 35.9 个基点；3 个月美元 LIBOR 与美元隔夜利率掉期（OIS）的点差升至 45 个基点，较 2021 年末提高 32.7 个基点。美元与部分货币的掉期点差也呈上升态势，人民币兑美元货币掉期点差由 2022 年初的 27 个基点升至 3 月 15 日的 70 个基点；欧元兑美元货币掉期报价点差由 2022 年初的 127 个基点升至 3 月 17 日的 223 个基点（图 9）。货币掉期点差增加意味着利用相关货币与美元进行现金流交换需要支付更高的利息，反映出美元融资成本上升。相比较而言，美元在岸利率走势平稳。加息前，美元 SOFR 和美元银行隔夜融资利率（OBFR）均保持较低水平。加息后，其利率上升幅度与联邦基金利率增幅相当。



图 9：离岸美元利率走势（%）



资料来源：Bloomberg，中国银行研究院

## 2. 外汇市场：美元欧元走势分化，俄罗斯卢布大幅贬值

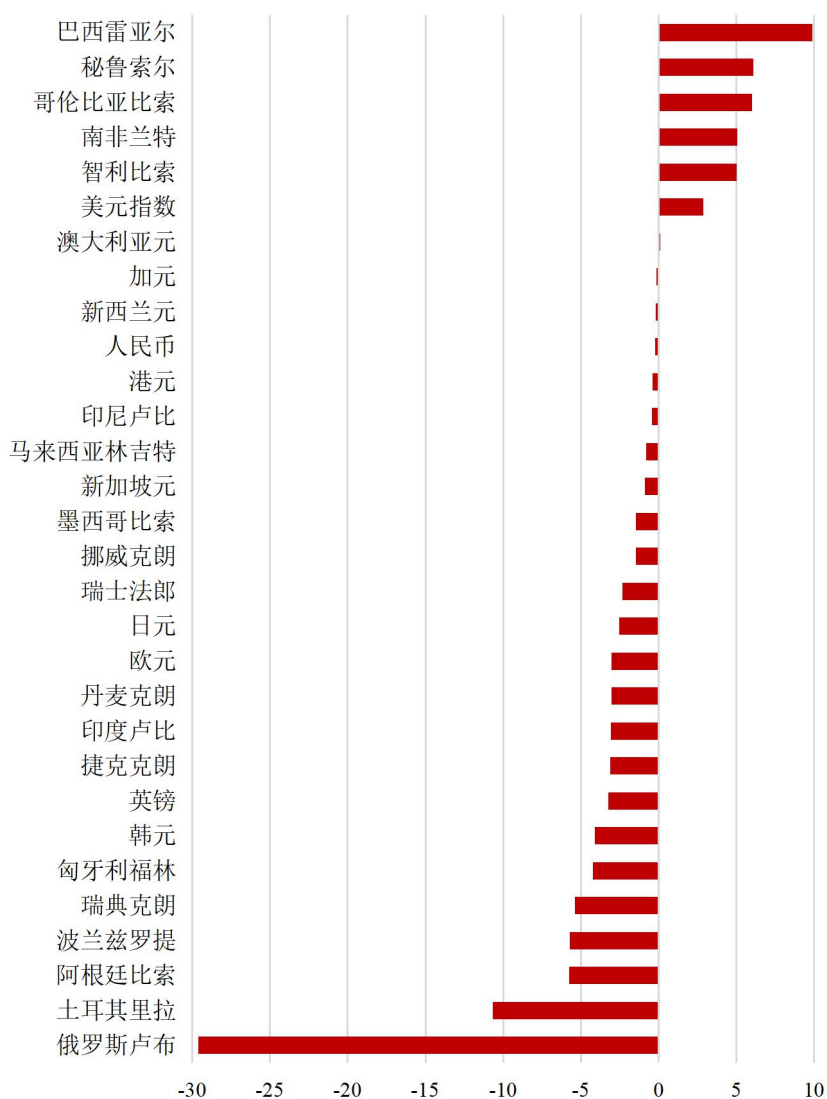
(1) 受货币政策紧缩与避险情绪影响，美元指数强势上行。2022 年第一季度，美国通胀指标创 40 年来新高，美联储结束缩减购债，并启动加息进程。市场上调美联储加息节奏与幅度预测，美元指数波动走强。特别是 2 月 24 日以来，美元指数一度逼近 100 大关，随后维持在 98 以上水平，季度涨幅约为 2.9%。

(2) 俄罗斯卢布汇率暴跌，央行干预收效甚微。2022 年以来，随着西方加大对俄罗斯制裁，卢布兑美元汇率累计下挫 29.6%，3 个月历史波动率较上年同期增大 5.5 倍，卢布兑欧元汇率也跌至历史最低点。在此情形下，俄罗斯央行入市干预外汇，提高基准利率与换汇成本，实行严格的外汇管制措施，但难以从根本上扭转卢布暴跌趋势。

(3) 欧洲货币全线下挫，新兴市场货币表现分化。地缘政治冲突下，欧洲成为直接受害者，货币汇率全线下跌。截至 2022 年 3 月 15 日，欧元兑美元汇率下挫 3.0%，刷新 2020 年 5 月以来新低。在英国央行加息背景下，英镑不升反降，兑美元汇率下跌 3.2%。中东欧国家面临经济衰退、难民涌入等多重挑战，

波兰兹罗提、匈牙利福林、捷克克朗兑美元汇率分别贬值 5.7%、4.2%和 3.1%（图 10）。受益于大宗商品价格上涨，加元、澳元币值坚挺，巴西雷亚尔、秘鲁索尔、哥伦比亚比索、智利比索兑美元汇率分别上涨 9.9%、6.1%、6.0%和 5.0%，彭博 JP 摩根拉美货币指数较年初上行 3.4%。依赖资源进口与制造出口的亚洲国家货币承压，韩元、印度卢比、马来西亚林吉特兑美元汇率分别下跌 4.1%、3.1%和 0.8%，外汇市场波动幅度进一步上升。

图 10：主要货币兑美元汇率较 2022 年 1 月初变动（%）

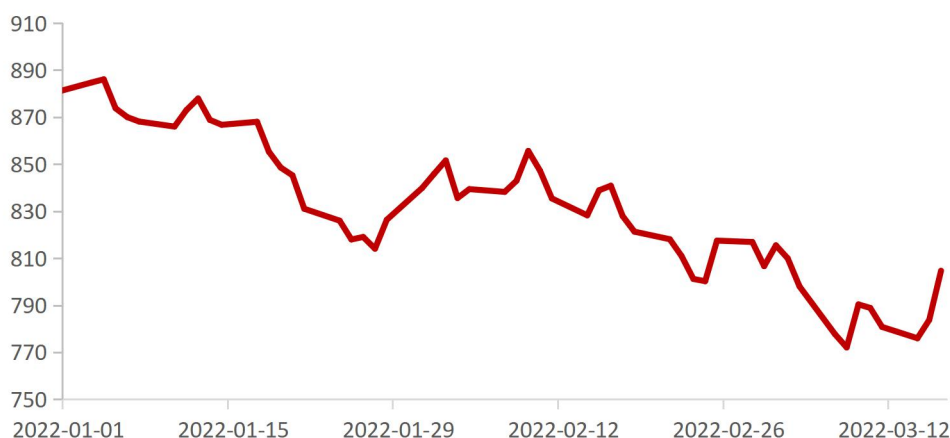


资料来源：Bloomberg，中国银行研究院

### 3.股票市场：美股领跌，全球股市下行压力增大

(1) 全球股市震荡下行，股市资产流失严重。2022 年一季度，全球股市处于艰难时期，震荡不断且下跌显著，主要经历两次较大幅度下跌。1 月全球股市疲软，月跌幅达到 5%，虽然 1 月 26 日-2 月 2 日期间有所回升，但 MSCI 全球指数保持震荡下行趋势，主要归因于市场对美联储多次加息的担忧。同时，美股财报季以来，摩根大通、花旗等华尔街大行以及奈飞、元宇宙等明星科技股财报表现均不及预期，严重挫伤市场信心，美股引领全球股市下跌。2 月中下旬以来，俄乌冲突升级持续打压投资者信心，且美联储多位官员发声支持加快收紧货币政策，市场担忧情绪高企，全球股市再次陷入连日下跌的局面。2 月 24 日-25 日，受益于俄乌谈判消息，全球股市曾出现一定逆转，MSCI 全球指数上涨 2.1%。截至 3 月 15 日，MSCI 全球指数较年初下跌 11.4%，收于 783.76（图 11）。股市资金流失严重，据不完全统计，美股、英国股市、中国香港、A 股四大重要的全球股市资产蒸发近 5 万亿美元。其中，美股资金流失约为 3 万亿美元。

图 11：MSCI 全球指数走势图

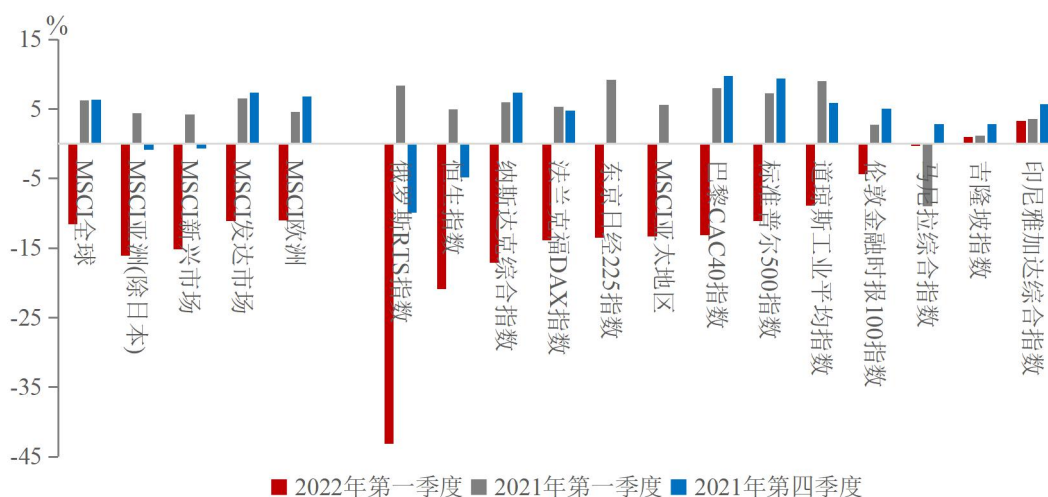


资料来源：Wind，中国银行研究院

(2) 美股引领全球股市下跌，新兴市场跌幅相对收敛。截至 2022 年 3 月 15 日，MSCI 发达市场指数较年初下跌 11.1%。其中，美国市场领跌，道琼斯

工业指数、标普 500 指数、纳斯达克指数较年初分别下跌了 8.8%、11%和 17.1%。欧洲股市低迷，英国富时 100、法国 CAC40 指数和德国 DAX 指数分别较年初下跌 4.4%、13.2%和 13.8%。MSCI 亚太指数较年初下跌 16.1%，香港恒生指数严重拖累亚太市场，较年初下跌 20.9%，日经 225 指数下跌 13.4%（图 12）。新兴市场中主要经济体跌幅相对收窄。截至 2022 年 3 月 15 日，MSCI 新兴市场指数收于 59649.23，较年初下跌 15.1%。但主要的新兴市场股指跌幅远低于欧美国国家，马尼拉、印尼综指、吉隆坡指数分别较年初下跌 0.3%、3.3%、1.0%，而俄罗斯股市表现较差，较年初下跌了 41.3%，直接拖累了新兴市场股市整体发展。

图 12：全球主要股票市场指数波动情况



资料来源：Wind，中国银行研究院

**(3) 全球股市发行和并购活动显著下降。**2022 年一季度，全球新股发行数量和总金额明显下降。截至 3 月 15 日，全球股票发行 387 只，总金额 190.3 亿美元，分别仅为 2021 年四季度的 39.3%和 15.5%。其中，综合经营股票发行量最多，金额占比为 32.1%。并购方面，截至 3 月 15 日，一季度全球并购 167 起，总金额 6470 亿美元，同比下降 1.3%，较 2021 年四季度下降 66.8%。从行业与地区来看，金融业成为整合重点，并购 39 起，占全球并购总金额的 17.3%。

从地区来看，北美地区并购活跃，并购数量为 79 起，并购总金额达到 4100 亿美元。

**(4) 成长型股票吸引力下降，科技股下跌明显。**全球通胀持续走高导致利率和债券收益率上升，从而降低了成长型股票未来现金流的价值，进而给科技股带来了压力。代表科技股或者成长股的纳斯达克指数跌幅远超道琼斯指数和标普 500 指数。标普 500 指数中，科技股下跌明显，周跌幅曾达到 3.8% 的水平。FAANG 五大科技股巨头下跌明显，Facebook、奈飞、亚马逊、苹果、谷歌分别较年初下跌 43.3%、42.5%、13.5%、14.7% 和 10.9%。2022 年一季度，罗素 1000 价值指数 (Russell 1000 Value Index) 累计跌幅为 5.25%，而罗素 1000 成长指数 (Russell 1000 Growth Index) 较年初下跌 14.8%，跌幅远高于罗素 1000 价值指数。

#### 4. 债券市场：国债收益率抬升，主权债务风险值得关注

**(1) 国债规模增速呈分化态势。**2022 年 2 月末，美国国债余额为 28.91 万亿美元，同比增长 8.6%，增速较 2021 年末上升 1.3 个百分点。2022 年 1 月末，欧元区和日本国债规模分别为 9.31 万亿欧元和 1091.7 万亿日元，同比分别增长 5.7% 和 4.1%，增速较 2021 年末有所下降（表 3）。

**表 3：部分经济体国债余额及增速**

		2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022M2 <sup>1</sup>
美国	余额 (万亿美元)	27.75	27.99	28.53	28.43	28.91	30.29
	同比增速 (%)	19.6	18.2	7.7	5.5	7.3	8.6
欧元区	余额 (万亿欧元)	8.72	9.00	9.17	9.25	9.26	9.31
	同比增速 (%)	14.9	16.4	14.6	5.6	6.2	5.7
日本	余额 (万亿日元)	1031.3	1065.1	1057.5	1049.0	1079.5	1091.7
	同比增速 (%)	5.6	8.9	7.7	5.4	6.7	4.1
中国	余额 (万亿元)	20.69	20.79	21.23	22.01	23.02	22.88
	同比增速 (%)	24.3	23.8	20.4	15.2	11.3	11.8

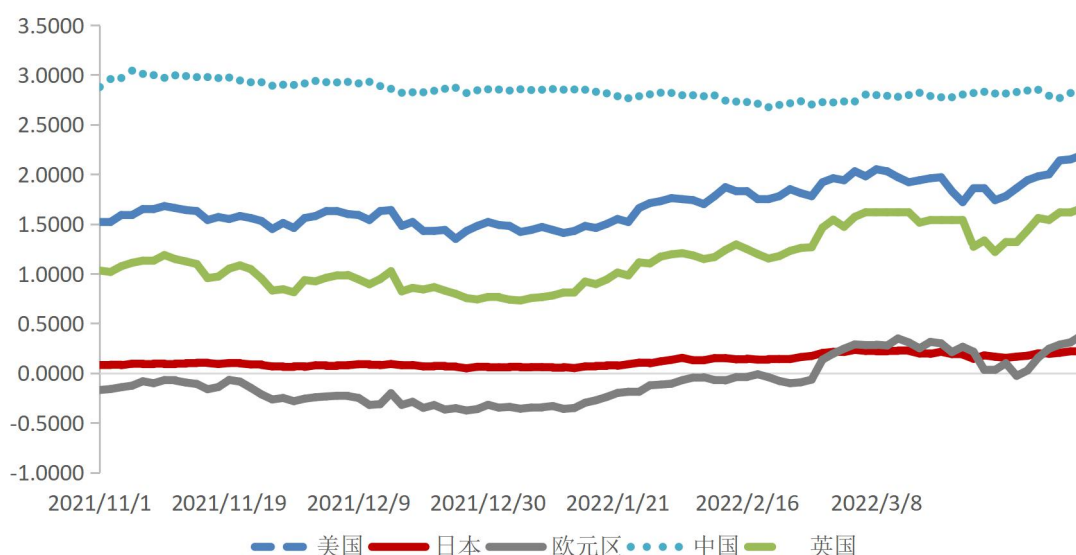
资料来源：Wind，中国银行研究院

<sup>1</sup> 欧元区、日本数据为 2022 年 1 月末数据。



**(2) 国债收益率明显抬升。**2022 年以来，受俄乌冲突升级及全球货币政策收紧等因素影响，主要经济体国债收益率大幅攀升。2022 年 3 月 15 日，美国 10 年期国债收益率为 2.15%，较 2021 年末上升 63 个基点（图 13）。俄乌冲突爆发加剧美国通胀压力，是推高美国国债收益率的重要诱因。同期，欧元区 10 年期国债收益率为 0.37%，较 2021 年末提高 56 个基点。日本 10 年期国债收益率为 0.219%，较 2021 年末上升 13 个基点。英国 10 年期国债收益率为 1.62%，较 2021 年末提高 60 个基点。

**图 13：主要经济体 10 年期国债收益率（%）**



资料来源：Bloomberg，中国银行研究院

**(3) 部分国家主权债务风险攀升。**俄乌冲突以来，俄罗斯经济主体外币支付能力受到严重制约。2022 年 3 月 15 日，俄罗斯主权债务 5 年期信用违约掉期（CDS）报价飙升至 2881.4 基点，较 2021 年末提高了 2757.2 个基点。3 月 16 日，俄罗斯政府表示，已通过美元偿付两只离岸俄罗斯国债票息，主权债务违约风险阶段性缓解。2021 年末，俄罗斯外币计价债务规模为 4142 亿美元，占其总债务的 18.3%。在外币债务中，非金融企业、政府、金融机构和居民的规模分别为 2989 亿美元、577 亿美元、559 亿美元和 17 亿美元（表 4）。非金

融企业、政府和金融机构整体的外债偿付压力较高。除俄罗斯以外，乌克兰、波兰、匈牙利等东欧国家主权债务风险也受到地缘政治波及，呈现上升态势。

**表 4：2021 年四季度俄罗斯债务及外债情况（亿美元）**

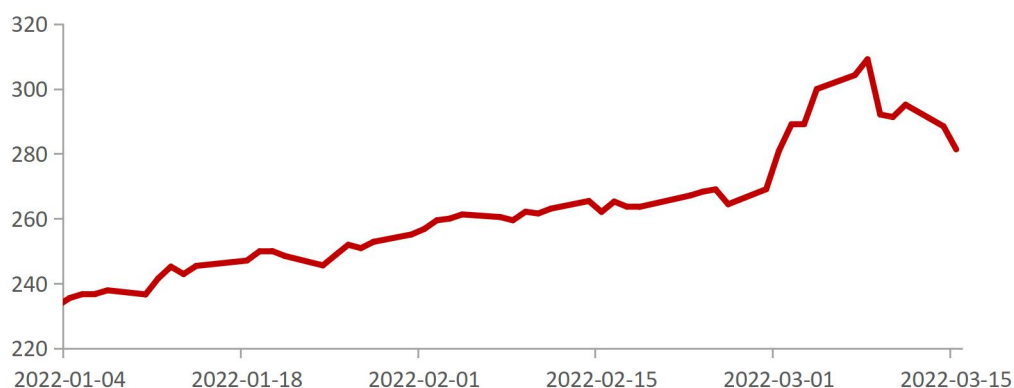
	合计	居民	企业	金融机构	政府
本外币	22652	3754	13994	1711	3193
本币	18510	3737	11005	1152	2616
外币	4142	17	2989	559	577
其中：美元计价	3065	-	2116	457	492
欧元计价	832	-	696	51	85

资料来源：IIF，中国银行研究院

### 5.大宗商品市场：延续强劲走势，价格波动加剧

2022 年一季度，大宗商品市场整体延续 2021 年以来强劲走势，在地缘政治局势因素的催化下，大宗商品价格普遍在 2 月末至 3 月初发生大幅波动。反映国际大宗商品期货市场总体价格变化的 RJ/CRB 指数持续震荡上行，2 月末一度突破 300，创 2014 年以来新高（图 14）。

**图 14：RJ/CRB 商品价格指数**

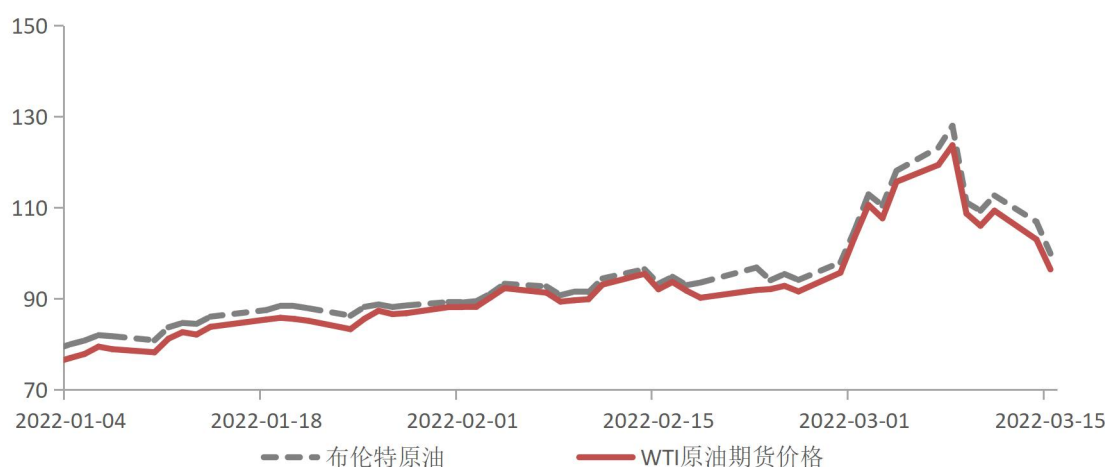


资料来源：Wind，中国银行研究院

**(1) 原油价格震荡上行。**2022 年一季度，原油价格震荡走高，受俄乌局势影响，在 2 月末至 3 月初出现大幅波动。具体而言，原油价格走势呈现两个

阶段：第一阶段为 2022 年 1 月至 2 月 23 日，原油价格平稳上行。该阶段主要由供需错配因素驱动，从供给端看，OPEC 原油增产数量低于原定计划，供给不及预期带动了国际原油市场价格的上行。从需求端看，全球新冠疫苗接种进展加快，疫情影响有所减弱，带动全球市场原油需求逐步复苏。第二阶段为 2022 年 2 月 24 日至 3 月 15 日，俄乌冲突爆发，原油价格大幅上涨，随后逐步回落。3 月 7 日，WTI 原油期货盘中最高触及 130.5 美元/桶，布伦特原油期货最高触及 139.13 美元/桶。截至 3 月 15 日，WTI 原油期货收报 96.44 美元/桶，布伦特原油期货收报 99.91 美元/桶（图 15），一季度累计涨幅分别为 26.7%和 26.5%。

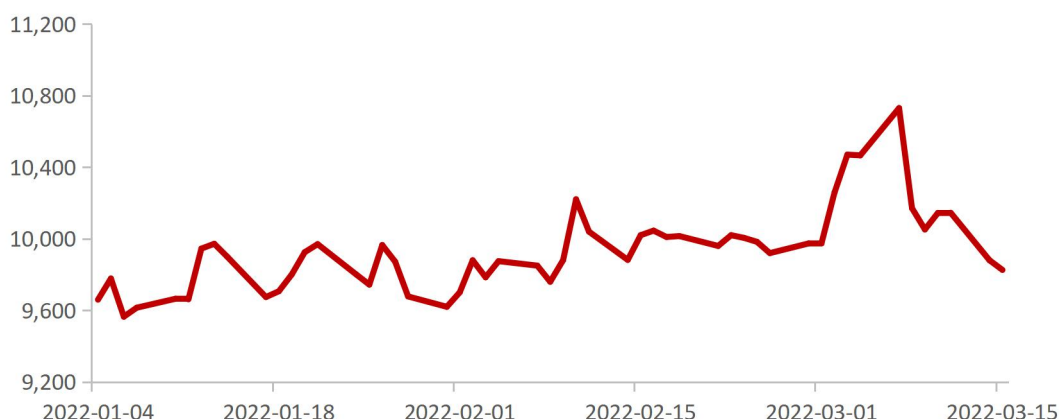
图 15：原油期货结算价格走势（美元/桶）



资料来源：Wind，中国银行研究院

**(2) 铜价平稳震荡。**2022 年一季度，在全球流动性趋于收紧、美元走强、库存下降等多重因素叠加的影响下，铜价呈现震荡走势。受俄乌局势等因素驱动，铜价于 2 月末大幅上行，再次突破万元大关，最高至 10707.5 美元/吨，较 2021 年 5 月的历史高点仅差 40 美元/吨，之后逐步回落。截至 3 月 15 日，LME 铜期货收报 9826 美元/吨，一季度累计上涨 1.7%（图 16）。

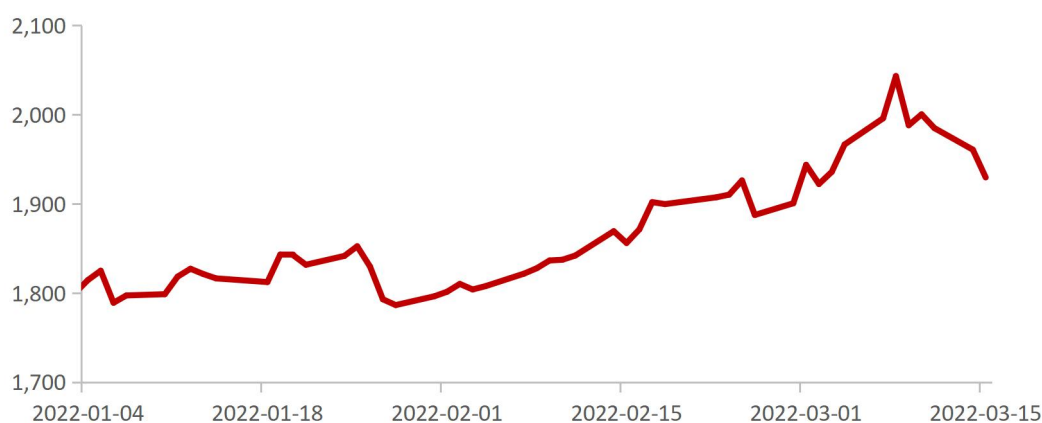
图 16: LME 铜期货价格走势 (美元/吨)



资料来源: Wind, 中国银行研究院

**(3) 黄金表现强势。**2022 年一季度, 黄金价格一反 2021 年震荡下行态势, 持续强劲反弹, 于 3 月 8 日触及 2078.8 美元/盎司高点后回落。主要原因在于需求大幅增加, 一是地缘政治风险抬升避险情绪, 黄金避险需求攀升, 二是全球通胀持续高企, 实际收益率低迷, 抗通胀需求拉升黄金价格。截至 3 月 15 日, COMEX 黄金收报 1929.7 美元/盎司 (图 17), 一季度累计上涨 7.2%。

图 17: 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

## （二）国际金融市场运行影响因素分析

### 1.全球货币政策步入紧缩分化周期

2022 年一季度，全球通货膨胀压力进一步凸显，主要发达经济体货币政策呈现整体收紧、进程分化态势。其一，美联储开启加息周期，全面收紧货币政策。美联储在 3 月议息会议宣布将联邦基金利率目标区间上调 25 个基点，至 0.25%-0.5%，正式开启加息进程，并暗示或在二季度启动缩表。其二，欧洲央行货币政策转向提速。欧洲央行在 3 月利率决议中宣布将以更快速度结束资产购买计划，并承诺如果中期通胀预期不回落，将在第三季度结束全部资产购买，为 2022 年晚些时候的加息铺平道路。其三，英格兰银行连续第三次加息，未来将进一步收紧货币政策。英格兰银行是主要发达经济体中率先启动加息的央行。英格兰银行在 3 月议息会议上宣布加息 25 个基点，至 0.75%，英国借贷成本恢复至疫情前水平。连续三次加息，意味着本轮英格兰银行货币政策转向节奏为 1997 年以来最快。英格兰银行行长 Andrew Bailey 表示，未来几个月进一步收紧政策“可能”是合适的。

### 2.企业业绩增速放缓

伴随着疫苗接种率的提高、确诊人数和死亡人数的下降，加上欧美多个国家宣布解封，西方国家经济复苏预期加强。但当前经济复苏背后缺乏足够强劲的动能支撑，全球企业业绩增速明显放缓。根据 Bloomberg 估算，大约 4000 家主要公司在 2022 年一季度净利润增幅预计明显低于 2021 年四季度。2 月以来，地缘政治冲突升级导致市场对供应链梗阻、国际能源价格高企、通胀攀升的预期不断强化，引发市场恐慌，导致国际金融市场波动剧烈。多重风险因素叠加，企业经营面临的外部环境不确定性增加。

### 3.地缘政治冲突下市场避险情绪持续发酵

2021 年一季度，俄乌冲突局势演变成为影响国际金融市场波动的主线。市



场避险情绪高涨，资产波动率大幅抬升，VIX 指数一度飙升至 38.94 水平。风险资产价格承压，全球股市普遍下挫，欧洲区域以及航空、银行、汽车等行业板块下跌幅度更大，市场情绪对于估值的影响超过基本面。全球投资者加速抛售俄罗斯海外资产，相关交易所、投资机构暂停或限制涉俄交易与转账，进一步增大资产配置风险敞口与流动性紧张局面。避险资产备受青睐，特别是出于对通胀上行的担忧，美元、能源以及其他大宗商品价格出现不同幅度的上涨。

### （三）国际金融市场展望

#### 1. 高度关注全球流动性收紧态势

当前，俄乌冲突造成全球通胀压力上升，主要经济体央行大概率加快货币政策收紧步伐。美联储年内将多次加息，多数美联储官员预测 2022 年末联邦基金利率将达到 1.875%。欧洲央行将加快退出资产净购买计划，年内加息的概率不断上升。英格兰银行 2022 年可能将加快向 1.5% 的中期利率目标推进。在全球流动性收紧背景下，美元和英镑市场流动性收紧的速度相对更快。在岸和离岸美元、英镑市场的利差将可能走阔，离岸美元市场主要参与者，如非美资银行、非银行金融机构等将面临较明显的外币流动性冲击。

#### 2. 外汇市场有望步入回调阶段

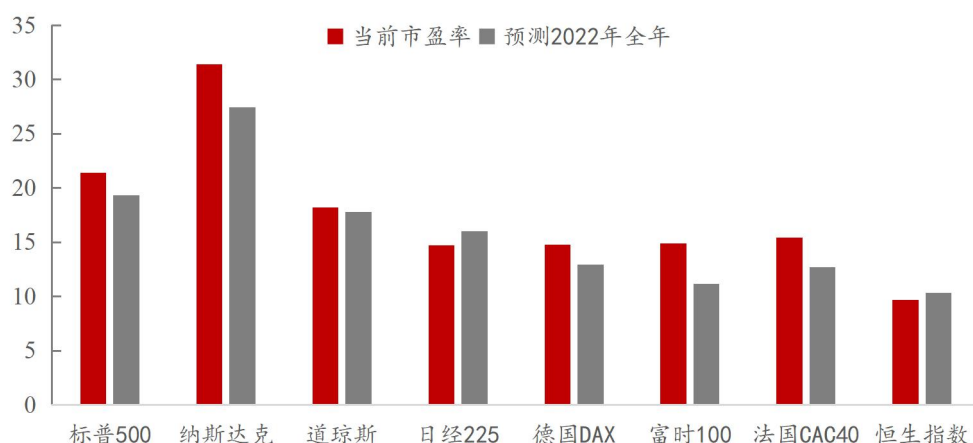
随着货币政策收紧，一旦地缘政治冲突有所缓和，全球外汇市场将重新调整定价。**美元指数小幅回落。**市场已充分预期到美联储加息缩表操作进程，避险情绪逐渐转向对于滞胀的担忧，美元指数持续上行动能不足。但是，考虑到美国复苏力度与政策空间相对充足，美元指数仍将维持 95 以上高位。**欧元汇率有望企稳。**待地缘政治冲突前景逐渐明朗后，过度定价有望得以修正，欧元汇率将回归基本面。市场对于欧洲央行加息的预期有所提前，推动欧元兑美元汇率小幅回升。**新兴经济体货币总体承压。**全球滞胀风险上升，主要发达经济体开始连续加息，将带来较大外溢效应。部分新兴经济体基本面良好，经济韧性

较强，汇率下行压力相对可控。但是，一些新兴经济体国际收支过度失衡，外债压力激增，可能引发严重的货币贬值。

### 3.全球股市或将震荡加剧，下调压力凸显

2022年初，地缘政治冲突、滞胀预期升温等因素共同导致全球股票市场剧烈波动。展望未来，一方面，美联储宣布加息、即将开启缩表进程，欧洲同样开始收紧货币政策，将会减少市场上的流动性，全球资产价格将会被迫缩水，经济增长承压以及流动性紧缩的双重压力将给全球股市带来较大下行压力。另外，由于此前全球央行实行宽松的货币政策，不少国家债务水平明显处于高位，一旦进入加息周期，可能的债务危机将会加大全球金融市场的动荡程度。另一方面，变异病毒防控将有助于疫情后经济重建和恢复信心，利好股市。根据彭博预测，2022年全球主要股市市盈率保持在合理区间内（图18）。

图 18：主要股票市场市盈率及 2022 年预测



资料来源：Bloomberg，中国银行研究院

### 4.国债收益率将继续上行

在全球通胀高企背景下，市场投资者倾向于做空国债。与此同时，全球流动性收紧，主要经济体长期国债收益率大概率上行，经济主体融资成本趋于升高。尤其值得注意的是，随着俄罗斯经济主体的外币支付渠道、再融资渠道均

被切断，外币债务风险明显上升。受地缘政治冲突波及，东欧的乌克兰、波兰、白俄罗斯以及部分欧洲国家的主权债务风险也相应抬升。在全球流动性收紧背景下，这些国家的债务偿还压力将明显提高。部分新兴经济体外币债务风险也可能在外部流动性收紧背景下有所放大。

## 5.大宗商品市场高位震荡，但应警惕下行风险

2022年二季度，主要央行货币政策持续收紧，地缘政治局势影响尚未消退，这两大因素将驱动大宗商品价格走势。**原油价格短期高位回落，但需求支撑强劲。**下一阶段，原油价格仍受到地缘政治局势和供需缺口两方面因素支撑。从供给端看，全球原油日产量尚未恢复至新冠疫情暴发前水平。全球第二大原油出口国的俄罗斯在地缘政治冲突获得实质性解决之前，原油供给存在较高不确定性。从需求端看，原油需求有望率先回归到疫情前水平。据摩根大通测算，预计2022年每日原油消费量将达到约9980万桶/日的水平，较2019年高出28万桶/日，达到历史新高。**铜价震荡回落。**鉴于秘鲁、智利等国2022年铜产量同比大幅上升，全球铜矿供应保持恢复趋势，供需缺口较2021年收窄。同时，全球流动性收紧将进一步令工业金属承压。铜价或在宽幅震荡中回落。**黄金价格持续上涨动能不足。**短期来看，由于地缘政治冲突对于黄金一般呈现脉冲式的影响，持续性相对较差。同时，随着美联储加息步入实质性阶段，黄金价格上涨动能不足。

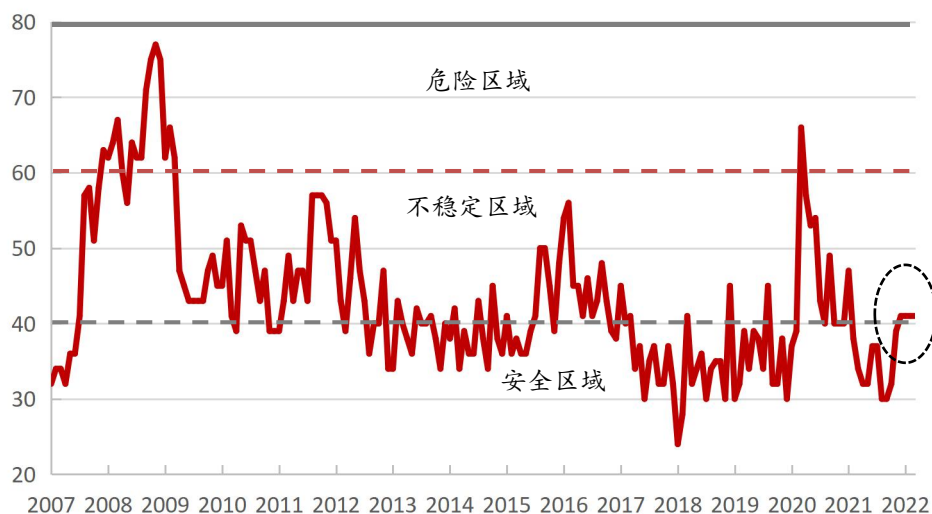
## 6.美国金融危机风险指标显示：金融市场整体处于不稳定区域，风险抬升

2022年一季度，美国金融危机风险监测指标（ROFCI）月均值从2021年四季度的37上升到41（图19），从安全区域进入不稳定区域，美国金融市场风险、信用风险和流动性风险均有所上升。受美国疫情前景依然不确定、经济增长减速、美联储开启货币紧缩周期以及俄乌冲突等负面因素影响，股票市场波动性回升，投资者信心下降；国债市场波动性回升到疫情以来高点。公司债券

和公司信贷市场风险上升，银行间市场风险上升。

展望二季度，预计美国私人部门发生系统性债务危机的可能性较小。但随着美联储加息并开启缩表进程，私人部门债务负担将随之上升。其中，在利率上升背景下，若出现经济增长减速，非投资级公司的偿债及再融资能力更敏感，其债券的违约风险可能上升。随着美联储开启缩表，市场流动性压力和风险也可能上升。美国国债波动性可能继续维持高位，股市将维持较高的波动性。总体而言，未来美国金融市场的风险触发因素主要包括通胀持续攀升、美联储超预期大幅紧缩货币政策导致的经济增速下滑、地缘政治冲突升级等方面。预计二季度美国金融市场整体风险小幅上升，ROFCI 可能仍然处于不稳定区域和安全区域边缘。

图 19：美国金融危机风险指标 ROFCI 走势



资料来源：Wind，中国银行研究院

### 三、专题研究

#### 专题一：当前形势下新兴经济体风险研判

2022 年，全球经济金融环境不确定性加大，主要经济体货币政策调整与国际地缘政治冲突存在较大外溢风险，并从三个渠道影响新兴经济体，但不同区

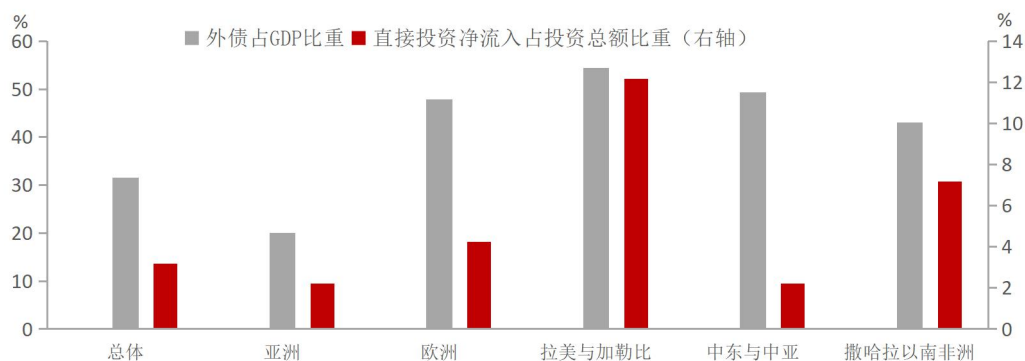


域所受影响存在分化。

### （一）全球流动性收紧，新兴经济体资本外流压力加大

在主要经济体货币政策转向的背景下，全球流动性趋于收紧，新兴经济体跨境资本流动趋势面临逆转。历史经验表明，在美联储货币政策收紧阶段，资本从新兴经济体回流美国的趋势较为明显，且回流资金主要是美联储量化宽松阶段流入新兴经济体的资金。例如，2010-2012年当美联储处于宽松周期时，新兴经济体跨境证券资本保持净流入，而当2013年时任美联储主席伯南克表示美国将逐步退出量化宽松举措后，全球金融市场剧烈震荡，跨境证券资本大幅流出新兴经济体，出现“缩减恐慌”。2015年美联储正式加息，当年新兴经济体整体跨境证券资本净流出规模达到3747.5亿美元。2020年受疫情和年初的国际金融市场震荡以及“美元荒”影响，新兴经济体跨境证券资本净流入规模大幅下降。2021年在美联储超宽松财政货币政策刺激下，新兴经济体吸引的跨境证券资本流入又快速反弹。2022年以来，伴随着全球通胀高企，美联储加息预期强烈，叠加俄乌冲突引发的避险情绪，国际金融市场出现剧烈波动，新兴经济体再度面临资本外流压力。在此过程中，金融脆弱性较高的新兴经济体可能受到更大冲击。其中，拉美地区的外债占比大、外商直接投资占本国投资的份额高，非洲地区外资依赖程度较高，恐面临较大的资本外流风险（图20）。

图 20：2021 年各区域新兴经济体外资依赖程度



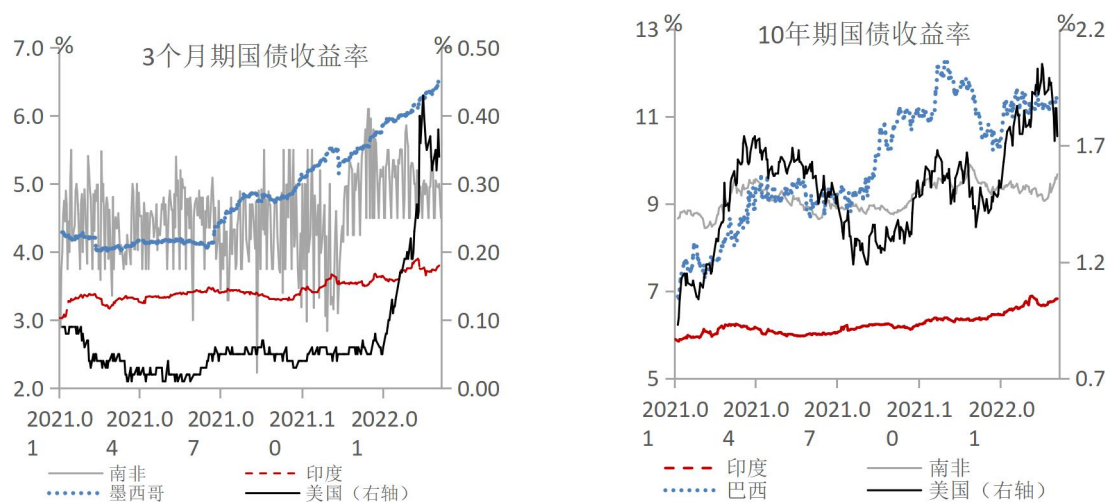
资料来源：IMF，中国银行研究院



## （二）全球利率水平上升，加剧新兴经济体债务负担

受通胀预期上升、发达经济体加息政策推动，全球利率水平处于上行。截至2022年3月4日，美国3个月期国债收益率和10年期国债收益率已较2021年1月4日分别上升0.25和0.81个百分点，带动新兴经济体短期与长期收益率上升（图21）。据国际金融协会（IIF）报告，2021年新兴经济体债务创95.7万亿美元历史新高，宏观杠杆率高达247.8%，政府债务占GDP比重约63.6%，同样在历史高位。其中，土耳其和智利的美元总债务占比分别高达59%和50%，阿根廷政府部门的美元债务占比为40%，巴西、沙特阿拉伯和墨西哥的非金融企业美元债务占比均超10%。在新兴经济体债务规模大且美元债务占比高的背景下，全球利率水平上涨进一步加重新兴经济体债务负担，增加债务违约风险。

图 21：美国与部分新兴经济体的国债收益率



资料来源：Wind，中国银行研究院

## （三）俄乌冲突加剧大宗商品价格上涨，不同类型新兴经济体影响分化

俄乌冲突将严重影响俄罗斯和乌克兰的出口贸易，波及能源、粮食等大宗商品市场。一是欧美加大对俄罗斯制裁力度，俄罗斯能源出口受阻。尽管短期内欧洲大概率不会制裁俄罗斯油气出口，但俄乌紧张局势削弱市场信心，国际能源市场面临较高的地缘政治风险溢价，加之俄罗斯石油生产商推迟销售，部

分进口商拒绝接收俄罗斯船只，全球能源贸易陷入混乱。二是俄乌冲突扰乱乌克兰的经济活动，切断乌克兰多个粮食供应渠道，波及国际粮食市场。为应对本国的粮食短缺风险，乌克兰政府于3月6日宣布暂停肉类、黑麦、燕麦、荞麦等食品出口，小麦、玉米、油等农产品出口需获得政府经济部门许可证，并计划增加粮食储备。

尽管当前地缘政治形势还不明朗，其对全球能源、粮食等大宗商品价格的影响还存在不确定性，但预计一段时间内大宗商品价格将处于高位。其对新兴经济体的影响表现在：一方面，部分新兴经济体可能受益于出口增长，“双赤字”压力在一定程度上得到缓解。另一方面，部分进口依赖型新兴经济体的生产和消费成本将大幅增加，经济增长将受到严重拖累。

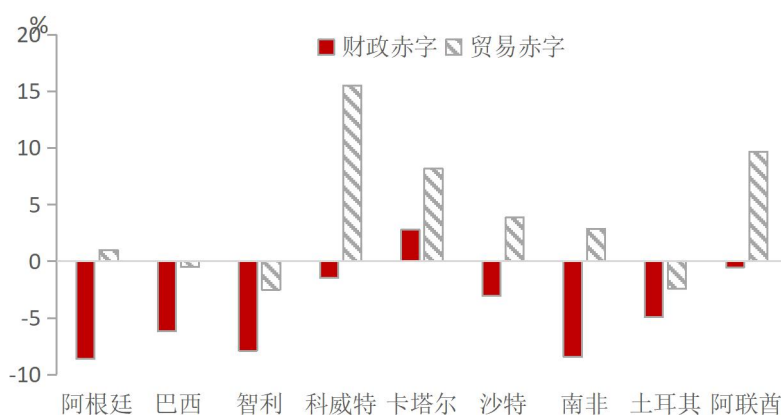
**能源方面**，2020年俄罗斯石油出口额为1420亿美元，占全球比重11.9%。经估算，如果2022年原油价格维持在100美元/桶以上，沙特阿拉伯、卡塔尔和科威特等产油国的贸易出口额有望增长超30%；如果欧洲对俄罗斯进行能源制裁，国际能源市场出现供需失衡，阿联酋、沙特阿拉伯的石油出口需求将增长10%，且能源价格将进一步提高。反之，部分中亚、东欧新兴经济体能源进口占总进口比重超20%，并且从俄罗斯进口能源比重高达50%以上，俄罗斯能源出口减少将从供给端打击土耳其、波兰等新兴经济体增长。印度能源进口占比高达27.8%，俄乌冲突降低全球原油供给、推高油价，将增加印度能源进口成本。不过近期有消息称，印度可能从俄罗斯进口低价原油约200万吨，如果达成，将有望减弱俄乌冲突对印度经济的影响。

**粮食方面**，2020年俄罗斯和乌克兰谷物出口额为208.6亿美元，占全球谷物出口的11.2%。同期，土耳其、巴基斯坦、尼日利亚从俄罗斯进口的小麦比重分别高达64.2%、43.5%和26.6%，黎巴嫩、土耳其从乌克兰进口的玉米比重均超20%，尼日利亚也达到15.8%。俄乌冲突升级将使两国粮食大幅减产，引发全球粮食短缺问题。鉴于粮食供应弹性较低，近期大豆、菜籽、油脂、玉米、

小麦等粮食价格显著上升，玉米和小麦期货价格上涨近一倍。上述新兴经济体恐面临食品进口量减少、进口价格升高、粮食援助规模下降等问题。尤其是疫情以来，非洲脱贫进程已出现倒退，极端贫困人口数量显著增加，全球粮食短缺恐引发饥荒，使非洲贫困状况更加恶化。反之，阿根廷和巴西可能从中受益，两国粮食出口分别占全球的 6.5%和 4.8%，尤其是阿根廷的粮食出口占其总出口的 32.3%。

综合来看，在主要经济体收紧货币政策、大宗商品价格波动的大环境下，2022 年新兴经济体的经济表现将出现分化，沙特阿拉伯、阿联酋等能源出口型国家可能受益于价格上涨，增加财政收入与外汇储备规模，加强风险抵御能力，缓解“双赤字”风险（图 22）。对俄乌两国进口依赖度高的非资源出口型新兴经济体将出现生产和消费成本上涨、跨境资本外流、偿债压力加大等问题，经济复苏面临严峻挑战。

**图 22：2021 年部分新兴经济体的财政与贸易赤字规模占 GDP 比重**



注：阿根廷财政赤字为 2020 年数据。

资料来源：国际货币基金组织，中国银行研究院

### 专题二：全方位金融监管时代的最新趋势

2022 年以来，全球金融监管政策由松转紧，美欧针对商业银行、非银行金

融机构以及数字资产等方面的监管举措频出，全方位监管时代正在来临。

### （一）货币市场基金监管迎来再改革，重点防范流动性风险

2020年3月新冠疫情暴发后，美国经济受到严重冲击。投资者为了保持流动性，将其资产从货币市场基金（MMF）转移到现金账户和短期政府债券中，导致机构类优质和免税货币市场基金出现大量资金外流，并引发流动性风险。在此背景下，2021年12月，美国证券交易委员会（SEC）根据1940年《投资公司法》提出对MMF监管政策的修订，旨在进一步提高具有5万亿美元资产规模的MMF弹性和透明度。

**第一，调整MMF流动性要求，防范挤兑风险。**一是提高每日和每周最低流动性要求。所有货币市场基金每日最低流动性资产占比从10%提高至25%、每周最低流动性资产占比从30%提高至50%。在大量赎回的情况下，通过提供流动性缓冲，更好地满足大规模赎回需求，解决市场对赎回成本和流动性的担忧。二是取消流动性费用和赎回门槛规定。2020年3月，由于部分MMF流动性水平下降，投资者担忧依照赎回规定可能不得不支付流动性费用或无法赎回资金，反而加大了在市场流动性短缺时的挤兑行动。面对上述情况，美国SEC要求取消MMF对投资者征收流动性费用的规定，以及在基金流动性低于规定阈值时暂停赎回的规定，防止货币市场基金在压力时期对赎回施加限制。三是机构类优质和免税货币市场基金采用波动定价。在资金净流出背景下，MMF可以实施波动定价（Swing Pricing）政策和程序，即当基金面临净赎回时，机构类优质和免税货币市场基金允许在证券流入或流出超过某个阈值时，向上或向下调整其每股资产净值，套现的机构投资者将承担其赎回的流动性成本。

**第二，修改报告披露要求，增强货币市场基金透明度。**美国SEC要求MMF扩大信息披露范围和内容，强化对基金的监测和分析。一是灵活调整报告期内的压力测试要求。SEC要求MMF在压力期间确定其最低流动性水平，在书面



压力测试程序中明确该流动性水平，定期测试其维持此类流动性的能力，并向董事会提供测试结果报告。二是修改报告要求，以提高有关 MMF 信息的可用性。对“流动性门槛事件”施加新的董事会报告要求，即当货币市场基金的每周流动资产低于其总资产的 25%，或每日流动资产低于其总资产的 12.5% 时，MMF 必须通知董事会，在一个工作日内向 SEC 提交通知备案和相关信息，在最多四个工作日内修改备案，分析对事实的描述及相关原因。

## （二）私募基金监管趋严，强化信息披露要求

2022 年 2 月 9 日，美国 SEC 大幅改革私募基金行业监管制度，根据 1940 年《投资顾问法》提出了一系列新规则和规则修订（简称《拟议规则》），旨在加强对 18 万亿美元规模的对冲基金和私募股权基金市场监管，提高透明度。这标志着 SEC 监管导向发生重大变化。

**第一，扩大私募基金管理人信息披露义务，提升市场透明度。**一是向投资者提供季度报表。《拟议规则》要求私募基金顾问在每个季度结束后 45 天内向投资者提供标准化的季度报表，并详细说明私募基金业绩、费用和开支，以及经理薪酬。二是加快披露持有 5% 及以上权益。对冲基金和其他投资者如果购入一家公司 5% 及以上股权，披露时间窗口由 10 天缩短至 5 天。三是提交经审计的财务报表。在年末和清算时，注册私募基金管理人被要求提供经审计的财务报表，并在审计完成后立即将经审计的财务报表分发给投资者。四是管理人主导的二级交易规则。对于私募基金管理人主导的二级交易，需要向投资者提供独立、专业的公平意见。五是接受年度合规审查。根据《拟议规则》，所有注册投资顾问以书面形式记录年度合规审查。同时，禁止私募基金管理人从事违背公共利益和投资者保护的行为，禁止开展对其他投资者有重大负面影响的优惠待遇（表 5）。



**表 5：美国私募基金监管改革《拟议规则》的主要内容**

主题	适用对象	主要内容
向投资者提供季度报表	注册私募基金顾问	详细说明有关私募基金业绩、费用和开支以及顾问薪酬的信息
提交经审计的财务报表	注册私募基金顾问	获得私募基金的年度审计，并促使私募基金的审计师就某些事件通知 SEC
加快披露持有 5%及以上权益	注册私募基金顾问	披露的时间窗口由 10 天缩短至 5 天
管理人主导的二级交易规则	注册私募基金顾问	向投资者分发公平意见和顾问与意见提供者之间某些重大业务关系的书面摘要
年度合规审查	注册私募基金顾问	以书面形式记录年度合规审查
禁止行为	私募基金顾问 (无论是否注册)	对未履行的服务收取费用（例如，监控费用）以及与顾问的检查或调查相关费用或顾问的监管和合规费用； 寻求补偿、赔偿、免除或限制顾问对某些活动的责任，将顾问的回扣金额减去某些税款； 向私人基金客户借款或接受信贷延期； 非按比例收取与证券投资有关的费用
	私募基金顾问 (无论是否注册)	禁止从事某些类型的优惠待遇，除非向当前和潜在投资者已披露

资料来源：作者根据公开资料整理

第二，私募基金行业监管政策收紧，对金融稳定产生积极影响。一方面，监管机构监测系统性风险能力增强。在新规则下，已登记私募基金管理人被首次要求向投资者提供季度报表，详细说明基金业绩、费用和开支，以及经理薪酬情况，并划定禁止活动边界，有利于金融稳定监管委员会（FSOC）深入了解私募基金运作和投资策略，有效监测和全面评估私募基金行业带来的系统性风险，进而对监管政策做出灵活调整。另一方面，投资者权益保护水平提升。通过加强私募基金监管要求，有利于降低投资者面对的信息不对称，加强对投资者权益保护力度。

### （三）数字资产监管进入新时代，合法有序、推动创新

2022 年 3 月 9 日，美国总统拜登签署了一项名为“确保数字资产负责任发展”的行政命令（以下简称《行政命令》），指示联邦机构研究加密货币带来的

潜在风险，评估数字资产对国家安全和经济的影响。在此基础上，利用数字资产及其基础技术的潜在利益，考虑创建央行数字货币。这标志着，美国数字资产监管的转折点已经来临。

**第一，强化风险防范，促使数字资产领域健康发展。**全球用于金融服务的数字和分布式账本技术的进步，导致数字资产市场急剧增长。2021年11月，私人机构发行的数字资产总市值达到3万亿美元。数字金融资产的快速膨胀，隐藏着巨大的潜在风险。《行政命令》明确了涉及数字资产的广泛潜在风险领域，通过减轻数字资产的系统性风险，维护金融体系稳定。一是美国财政部和其他相关机构要评估和制定政策建议，以应对不断增长的数字资产产业和金融市场变化对消费者、投资者、企业和经济增长的影响，保护美国消费者、投资者和企业。二是鼓励监管机构加大监管力度，以防范数字资产带来的任何系统性金融风险。三是加强国际监管协调与合作，共同打击非法金融活动，减轻滥用数字资产带来的国家安全风险（表6）。

**表 6：美国关于数字资产行政命令的具体内容**

监管方向	监管目标	监管主要措施
风险防范	消费者和投资者保护	财政部和其他相关机构评估和制定政策建议
	全球金融稳定	金融稳定监督委员会识别和减轻数字资产带来的系统性金融风险，并制定适当的政策建议以解决监管漏洞
	防止非法金融	相关政府机构及其合作伙伴加强协作共同打击非法金融活动
保护创新	保护美国在全球金融体系中的领导地位和竞争力	美国商务部与美国政府合作建立框架，以加强美国在技术和经济竞争方面的领导地位
	普惠金融	美国财政部长负责牵头研究数字资产在普惠金融方面的创新应用和影响
	促进“负责任的创新”	美国政府采取具体措施，研究和支​​持负责任地开发、设计和实施数字资产系统方面的技术进步 美联储积极探索美国中央银行数字货币（CBDC）

资料来源：作者根据公开资料整理

**第二，促进金融创新，维持美国在全球金融体系中的领先地位。**数字资产

的迅猛增长，为增强美国在全球金融体系和技术前沿的领导地位创造了机会。

《行政命令》以促进金融创新为优先关键事项：一是加强美国在全球金融体系以及技术和经济竞争力方面的领导地位，包括发展支付创新和数字资产。二是促进获得安全和普惠金融服务，特别是针对传统银行体系服务不足的美国居民。三是支持数字资产的技术进步，确保负责任的开发和使用权数字资产。特别是，鼓励和支持美联储积极探索央行数字货币（CBDC）。

#### （四）欧洲银行业监管回归常态，强化资本与流动性监管要求

德意志银行、法国巴黎银行、西班牙桑坦德等多家欧洲大型商业银行 2021 年业绩大幅增长。在此背景下，欧盟收紧资本与流动性要求，针对银行体系的逆周期监管逐步回归常态。

**第一，上调逆周期资本缓冲要求。**欧洲各国及欧盟监管机构通过上调逆周期资本缓冲要求，提升银行资本监管，以维护金融稳定。英国宣布将在 2022 年 12 月 13 日前把逆周期资本缓冲提高至 1%，如果经济继续复苏，预计在 2023 年第二季度实施 2% 要求；德国将该比例由 0% 上调至 0.75%；欧洲央行将收紧对银行业的资本救济措施，并要求各大银行不再使用非约束性资本缓冲、小幅增加资本金等。与此同时，法国、德国和爱尔兰监管机构也重新启动了要求银行持有额外资本的规定。

**第二，设立中间控股公司（IPU），提升资本金要求。**根据欧洲银行业管理局（EBA）2020 年底的数据，欧盟主要成员国共有 106 家第三国分支机构（TCBs），持有 5102.3 亿欧元的资产。由于各国资本和流动性规定对分支机构的豁免有所不同，存在“监管套利机会”。2021 年 7 月，EBA 要求资产总值在 400 亿欧元及以上的第三国分支机构在欧盟设立 IPU，以有效监测和评估金融风险。

**第三，取消流动性覆盖比率（LCR）减免和杠杆减免。**2021 年 12 月之后，欧洲中央银行（ECB）不再允许银行以低于 100% 最低门槛的流动性覆盖率进行

运营，逐步加强对银行短期流动性监管要求。2021 年第三季度，欧盟地区商业银行的 LCR 达到 174.7%，远高于疫情前的 140%。同时，ECB 要求从 2022 年 4 月 1 日起，将中央银行风险敞口重新纳入杠杆比率。在利率波动加剧的情况下，商业银行需要仔细评估其融资计划的风险状况，并确保能够用其他资金来源替代当前的中央银行资金。

---

## 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