

全球宏观经济季度报告

总览：2021 年冬季全球宏观经济运行与分析

撰稿人	张 斌	肖立晟	杨子荣
	陆 婷	冯维江	周学智
	熊爱宗	徐奇渊	杨盼盼
	常殊昱	栾 稀	陈 博
	云 璐	崔晓敏	熊婉婷

中国社会科学院世界经济与政治研究所 中国社会科学院国家全球战略智库

全球宏观经济研究室

《全球宏观经济季度报告》由中国社会科学院世界经济与政治研究所、中国社会科学院国家全球战略智库全球宏观经济研究室为您提供。

中国社会科学院世界经济与政治研究所 中国社会科学院国家全球战略智库

全球宏观经济研究组

顾问	张宇燕			
首席专家	张 斌		姚枝仲	
团队成员	肖立晟	国际金融	曹永福	美国经济
	杨子荣	美国经济	陆 婷	欧洲经济
	冯维江	日本经济	周学智	日本经济
	熊爱宗	金砖国家	徐奇渊	中国经济
	杨盼盼	东盟与韩国	常殊昱	国际金融
	栾 稀	国际金融	李远芳	国际金融
	陈 博	大宗商品	顾 弦	大宗商品
	云 璐	大宗商品	吴海英	对外贸易
	崔晓敏	对外贸易	熊婉婷	宏观经济
	李寒蒙	科研助理		

联系人：李寒蒙

邮箱：iwepceem@163.com

电话：(86)10-85195775

通讯地址：北京建国门内大街 5 号 1543 房间（邮政编码：100732）

免责声明：

版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所、中国社会科学院国家全球战略智库全球宏观经济研究组所有，未经本研究组许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，本研究组保留法律追责权。

2021 年第 4 季度中国外部经济环境总览

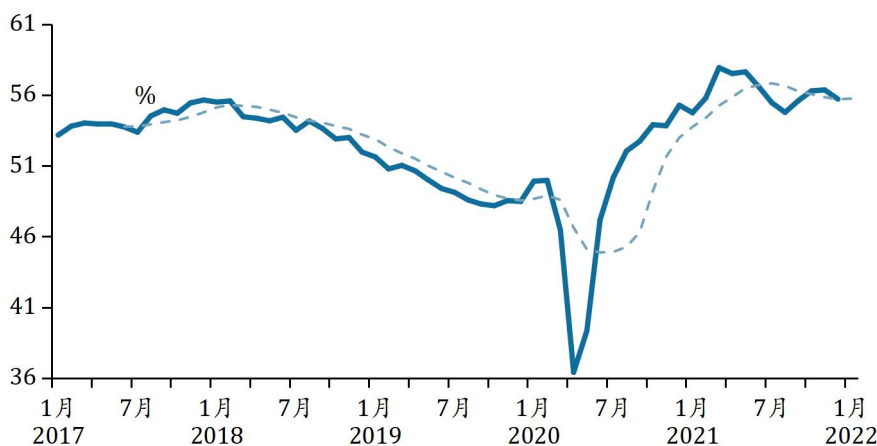
——2021 年冬季全球宏观经济运行与分析

1. 4 季度，中国外部经济综合 CEEM-PMI 指数在 55-56 附近小幅波动。尽管 10-11 月，外部经济景气程度较 3 季度有所好转，但 12 月再度回落，这显示中国外部经济复苏势头不稳、回落压力较大。主要经济体经济修复形势仍呈现分化态势。
2. 4 季度，美国经济复苏再次提速，PMI 呈扩张态势；个人收入和支出保持较快增长，消费从商品转向服务转向，劳动力供给不足是主要障碍。欧元区经济活动再次放缓；受变异毒株影响，欧元区消费者和投资者信心大幅下滑。日本疫情显著缓解，财政政策再发力。
3. 4 季度，大宗商品价格指数受铁矿石下跌拖累、环比显著回调，钢材价格走弱，中国的调控政策及终端需求走弱成为主要驱动因素。有色金属价格维持较强的韧性，能源品种整体仍然坚挺。农产品价格普涨，价格升至近期高位。
4. 4 季度，全球金融市场运行总体平稳。美联储 Taper 落地、紧缩节奏加快，流动性略有收紧，Ted 利差有所上升。主要经济体货币市场保持平稳，但十年期国债收益率走势分化。美股波动加大，但整体仍在上涨，其他主要经济体股市均现明显调整。
5. 奥密克戎（Omicron）引爆全球新一轮疫情。目前，奥密克戎已成为多个经济体新冠感染的主要毒株。与德尔塔变种相比，奥密克戎变种传染率和免疫逃逸能力较高，但由于缺少充分的科学证据，各方对奥密克戎变种引致的疫情走势尚未形成一致看法。
6. 美联储加息缩表节奏或加快，关注美国高收益债偿债风险和美股泡沫风险。白宫抑制通胀决心强烈，美联储的表态也正在逐渐转向鹰派，同时美国财政刺激政策退潮。在此背景下，美国国内债券市场和股票市场的金融风险上升。
7. 多重因素推动能源价格上涨，加大各国输入性通胀压力，并有可能推动货币政策加速转向。在地缘政治冲突、运输阻塞和需求回暖等因素作用下，原油价格或进一步上涨。极端情况下不排除再度出现能源危机、甚至引发大萧条的可能。
8. 密切关注短期资本流动对汇率的即期影响。美联储紧缩进程加快，新兴市场将出现阶段性外资流出，金融脆弱性较高的经济体或将爆发危机。当前我国经济下行压力较大、房地产风险尚在纾解之中，需警惕短期资本外流对汇率的冲击

一、 全球经济复苏放缓，国别经济前景依旧分化

2021 年 4 季度，中国外部经济综合 CEEM-PMI 指数¹在 55-56 附近小幅波动。尽管 10-11 月，外部经济景气程度较 3 季度有所好转，但 12 月再度回落，这显示中国外部经济复苏势头不稳、回落压力较大。此外，主要经济体经济修复形势仍呈现分化态势。美欧经济景气程度回落，但目前仍处在历史高位。英国、澳大利亚、印度等均呈现不同程度回落。相反，东盟、韩国及中国台湾经济景气程度略有好转。

图表 1 中国外部经济综合 CEEM - PMI



数据来源：Haver Analytics，世界经济预测与政策模拟实验室。

美国经济复苏再次提速。美国 4 季度经济复苏再次提速，4 季度 PMI 呈扩张态势。10-12 月美国制造业 PMI 分别为 60.8、61.1 和 58.7，均值与 3 季度均值（60.2）持平；非制造业 PMI 分别为 66.7、69.1 和 62，均值高于 3 季度均值（62.6）。原材料价格上涨、劳动力短缺、物流拥堵等问题，或继续对制造业复苏形成压力。非制造业 PMI 持续扩张，表明服务消费仍在继续修复。个人收入保持较快增长速度，但个人实际收入增长陷入停滞。个人消费支出保持较快增长速度，消费从商品转向服务。11 月美国个人收入、个人消费支出同比增速分别为 7.4% 和 13.5%。房地产投资景气或已见顶，制造业库存升至高位。一方面，上游原材料价格上涨、用工短缺等因素，导致新屋供给受限；另一方面，受疫情引发的保持社交距离以及购房需求回落影响，住房需求已见顶回落。出口增速快于进口，贸易逆差有所收窄。失业率降至 3.9%，新增非农不及预期。12 月失业率下降至

¹ 自 2022 年 1 月起，CEEM-PMI 指数中增加东盟 PMI，各经济体按照 2021 年贸易权重加权。为保持数据来源的一致性，各国 PMI 数据均来自 Haver Analytics。

3.9%，新增非农就业 19.9 万人，劳动参与率环比持平在 61.9%。美国就业市场不均衡复苏情况有所缓和。通胀再次加速上行，2022 年大概率见顶回落。11 月美国 CPI 同比上涨 6.8%，再次加速上行。剔除波动较大的食品和能源价格后，美国核心 CPI 同比上涨 4.9%、为 1991 年来最高水平。

金融市场风险值得警惕。美国长期国债收益率或将冲高后回落，美元指数仍存上涨动能。6 月以来，随着美国经济复苏快于欧元区，美联储 Taper 路径逐渐明晰，市场对于 Taper 前景的交易愈加广泛，美元指数获强劲上行动能。展望 2022 年 1 季度，美国经济基本面仍然强于其它主要发达经济体，美联储预期加息时点也相对更早，这将继续支持强势美元。美股面临多重压力，第一，企业盈利增速放缓；第二，随着美联储启动并加速 Taper，以及加息预期时点前置，美元流动性将收紧；第三，美股估值存在回调压力。

拜登政府推出基建法案，宽松货币政策转向。新的基建法案存在两方面变化，即投资金额缩减和投资领域收窄。新财政刺激计划对美国经济直接影响有限，但对于促进美国就业促进作用十分显著，且不会显著增加美国财政赤字。美联储在 12 月议息会议宣布加速 Taper，从 2022 年 1 月开始，每月减少资产购买的金额由 150 亿美元提高至 300 亿美元，并于 2022 年 3 月完成 Taper。2022 年加息几成定局，加息时点再次前置。美联储内部分歧大大收敛，关于加息形成一致性预期。2021 年 12 月 FOMC 议息会议的点阵图显示，全部 18 位美联储官员皆认为 2022 年应该至少加息一次，表明美联储内部关于 2022 年是否加息已形成一致意见。

欧元区经济活动再次放缓。4 季度欧元区经济活动放缓，19 国综合采购经理人指数（PMI）均值为 54.3，较前一度的 58.5 有所下滑，并于 12 月触及 9 个月以来的低点。4 季度欧元区制造业 PMI 季度均值为 58.2，较上一季度小幅下调。服务业活动受疫情扰乱的程度加深，4 季度欧元区服务业 PMI 季度均值为 54.6，较前一个季度 58.4 出现大幅下滑。工业产出方面，欧元区工业生产指数同比增长幅度放缓迹象明显，季调后欧元区 10 月工业生产指数为 102.6、同比增长 3.3%，增幅较前一个月有所收窄。

欧元区通胀水平居高难下。2021 年 12 月份欧元区消费者调和价格指数（HICP）同比增长 5.0%，较前一个月的 4.9%再度上升 0.1 个百分点，创 25 年新高。其中，能源价格 12 月同比上涨 26.0%，是拉高欧元区通胀率的主要力量。失业率继续下行。2021 年

10月欧元区19国经季节性调整后的失业率为7.3%，在上一个月的基础上继续下降0.1个百分点。消费者信心显著下行，在疫情相关限制措施重新收紧、通胀飙升削弱家庭购买力的双重作用下，短期内欧元区居民消费有可能出现大幅回落。零售活动、企业投资均出现放缓迹象，12月欧元区投资者信心降至4月以来的最低水平，主要是因为为控制第四波疫情而采取的限制举措也打压了投资者对经济前景的预期，短期内欧元区企业投资增速有可能进一步放缓。贸易顺差进一步收窄。欧央行确认明年结束PEPP，欧盟启动财政规定改革。2021年12月16日，欧洲央行公布货币政策会议决议，维持三大关键利率不变，同时宣布2022年1季度将放缓紧急抗疫购债计划（PEPP）购买速度，使该计划在3月份结束。欧洲央行行长拉加德在新闻发布会上表示，通货膨胀在短期内将会上升，重申中期通胀将继续低于目标。在加息问题上，拉加德再次强调了自己的立场，表示欧洲央行不太可能在2022年加息。2021年10月，欧盟委员会对《稳定与增长协定》启动了公开征询，这一财政框架规定了各个成员国的债务和赤字水平。欧盟财政改革的讨论预计将于2022年上半年进入最为密集的阶段。

日本疫情显著缓解，财政政策再发力。2021年第4季度，日本新冠肺炎疫情得到明显缓解。在疫情好转的条件下，日本经济得到相对较好恢复。11月日本Markit制造业和服务业PMI分别创下新冠肺炎疫情爆发以来的新高。日本就业情况继续改善，10月失业率降至2.7%。日本消费恢复依然较弱，但私人部门的机械订单金额同比大增。2021年10月二人以上家庭实际消费额同比减少0.6%，继第3季度之后同比增速继续为负，但是跌幅已经明显收窄。机械订单方面，外部需求依旧是推动日本机械订单恢复的最重要动力；同时，国内“官公需”和“民需”反弹也十分明显。日本出口增速依然为正，但同比增速显著放缓，进口增速仍保持较高水平。在进口增速走强、出口增速回落的作用下，日本外贸逆差放大。截止至11月，日本连续四个月保持贸易逆差，且11月逆差（绝对）额是新冠疫情爆发以前的次高。CPI同比增速显著上升，PPI继续创疫后新高。其中，PPI同比增速大增依旧与全球能源价格高企有关。

金融政策小幅调整，实际操作方面增量不大。相较于第3季度，日本银行在第4季度的资产购买力度大体稳定。在不发生金融风险的前提下，基本可以确定日本央行不会再继续增持股票指数基金和不动产基金，但是否减持、何时减持、何种速度减持，目前

尚不明确。信贷扩张环比不明显，日本央行在“宽货币”方面没有明显收紧。信用扩张放缓甚至停滞，而货币扩张依旧继续，表明日本当前依旧存在陷入流动性陷阱的特征。股市先抑后扬，汇率和利率总体稳定。日经 225 指数呈现震荡格局，第 4 季度日元兑美元汇率呈现出明显的贬值态势，这与上一期季报中对日-美汇率的预判方向一致。短期货币市场利率和 10 年期国债利率总体稳定。

日本政府出台新一轮财政刺激。岸田文雄执政后，岸田政府在 11 月提出了“克服新冠，开拓新时代的综合经济对策”。该对策包含四大部分，分别为“防止新冠肺炎疫情扩大”、“与疫情共生情况下的经济重启”、“开拓未来的新资本主义”和“防灾减灾国土强韧计划”。其中，在“开拓未来的新资本主义部分中”又提到了三支柱，一是实现科技立国，二是建成数字化田园都市国家，三是保障经济安全。新一届政府财政扩张预计会给日本经济带来新的提振，但考虑到日本银行在货币政策方面的逐渐收敛，财政刺激将有可能被部分抵消。

金砖国家经济增长仍面临压力。2021 年 4 季度，金砖国家经济虽会继续保持增长态势，但增速或将继续回落。2021 年 3 季度俄罗斯经济同比增长 4.3%，增速相比上一季度有所放缓。4 季度俄罗斯经济预计会继续增长，但受消费拖累，预计经济增速会进一步放缓。10 月俄罗斯零售总额同比增长 4.1%，相比上一季度增速有所回落。4 季度俄罗斯消费者信心指数相比 3 季度下降 4 个百分点，连续两个季度处于下跌趋势。消费者信心下降和零售销售放缓表明家庭消费降温。4 季度，俄罗斯制造业 PMI 重新恢复至景气区间，服务业 PMI 在 2021 年 12 月有所改善。受国际原油价格影响，俄罗斯的贸易顺差不断增长，2021 年 1-10 月累计同比增长 89.4%。

4 季度巴西经济信心不足，经济前景不确定性增加。10 月巴西零售总额环比下降 0.1%、同比下降 7.1%，均连续三个月实现负增长。4 季度巴西消费者情绪悲观，11 月和 12 月巴西热图利奥·瓦加斯基金会公布的消费信心指数（CCI）较 3 季度大幅下降。2021 年 11-12 月，巴西制造业 PMI 跌破景气区间。巴西出口同比增长 25.8%，进口同比增长 42.6%。得益于大宗商品价格上涨，2021 年巴西贸易顺差达到 610.1 亿美元、同比增长 21.1%，是自 1989 年开始此项统计以来的最高纪录。

4 季度印度经济信心上升，经济增速维持在较高水平。印度消费信心快速反弹，印

度央行公布的消费信心当期指数 2021 年 9 月快速升至 57.7，11 月进一步上升至 62.3。4 季度制造业 PMI 在 4 季度均维持在景气区间，且逐月有所上升。印度进、出口增速呈现走低趋势，2021 年 10 月印度出口和进口增长分别为 43.1%和 62.5%，11 月分别为 27.2%和 56.6%，进口增速继续远超过出口增速，印度贸易逆差不断扩大。

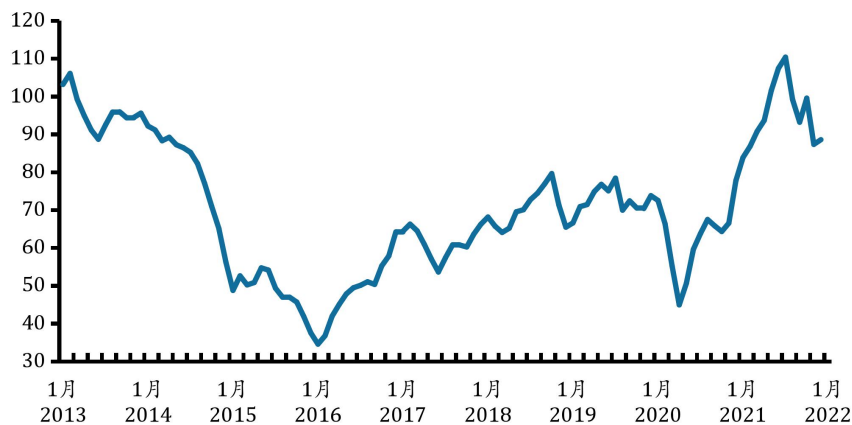
4 季度南非经济持续复苏动力不足。南非经济恢复依然面临较大的不确定性。由于失业率攀升至历史新高，消费者信心依然不足。据南非兰德商业银行和经济研究会联合发布的南非 RMB/BER 消费者信心指数显示，4 季度该指数继续维持在脆弱区间。南非商业信心指数 4 季度仍维持 3 季度的 43，保持不变。4 季度南非制造业 PMI 继续围绕景气线波动，10 月至 12 月分别为 48.6、51.7 和 48.4。10 月南非对外贸易增速也有所下降，11 月南非出口和进口同比增速恢复至 18.7%和 24.6%。但南非失业问题严重，通胀率缓慢上升。南非通货膨胀率总体仍居于较高水平，自 2021 年 8 月一直处于缓慢上升的趋势，11 月已经升至 5.5%，为 2017 年 3 月以来最高水平。

越南股市繁荣能否持续。受新冠疫情变异毒株影响，2021 年东盟主要经济体二次探底，韩国经济也受到疫情的间歇性影响。从以制造业 PMI 反应的景气指标看，2021 年东盟经济体的 PMI 走势同上年一样出现了一个较为明显的 V 型态势，显示东盟国家的景气程度受 Delta 变异毒株的冲击显著。从东盟主要六国的情况来看，除了新加坡的 PMI 保持在一个相对稳定的水平，其他五个经济体的景气程度都受到了较为显著的冲击。韩国经济在 2021 年总体延续了复苏态势，不过疫情也间歇性地对韩国经济产生影响。总体上，受疫情冲击影响，2021 年本区经济复苏进度不佳，但 2022 年经济有望重回正轨。如果将 2020 年和 2021 年两年平均复合增速与 2019 年的增速之差作为复苏缺口，则东盟六国中，只有新加坡的缺口已经基本弥补。2021 年新加坡取得了 7.2%的全年经济增速，是东盟六国中率先复苏的国家。其余国家仍然面临着较大的缺口，其中越南和印尼的增速缺口在 4 个百分点左右，马来西亚和泰国在 5 个百分点左右，菲律宾更是高达 9 个百分点。2022 年预计本区的经济增长情况将好于 2021 年，从经济增速的预期来看，多数国家经济增长将好于上年。

2021 年，越南股票市场出现了较大上行态势，但越南股市的繁荣并非由短期经济景

气带来，相反 2021 年越南的经济增速处于三十年低点。三方面原因促使越南股市繁荣。首先，疫情冲击未对越南经济长期向好的预期造成实质扭转；其次，股票市场基础设施的完善进一步提高了市场流动性，推动交易需求释放；最后，越南股市“内循环”特征愈发明显，国内投资者推动股票指数上行。目前越南股市“超涨”的特征较为明显，从而使其在短期内震荡、盘整的风险上升。从外部环境风险来看，外资调整已经在发生，但风险仍然存在。从基本面情况来看，越南作为东亚模式的承接者，其地位在未来一段时间不会改变，这在本质上决定了越南股市的向上趋势。在疫情之前，越南在东南亚地区价值链上的地位就有所加强。短期来看，越南股市可能面临大幅调整，但长期仍值得看多。

图表 2 CEEM 大宗商品价格指数



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

大宗商品市场供需失衡逐步改善，涨跌互现。4 季度，大宗商品价格受铁矿石下跌拖累、环比显著回调，CEEM 大宗商品价格季度均价环比下跌 7.4%，主要受铁矿石价格下挫影响。进口铁矿石季度均价下跌幅度达 33%，主要来自中国能耗双控政策引发市场悲观情绪。钢材也在终端疲弱的拉动下走弱，中国的调控政策及终端需求走弱成为主要驱动因素。油价受奥密克戎冲击下跌后逐步反弹，且国际需求长期向好，为油价带来支撑。原油需求端受奥密克戎扰动，市场情绪一度下挫，但随着该变体重症率显著下降，市场转趋乐观；除中国外，欧美的原油需求稳定反弹。4 季度，国际有色金属价格维持韧性，铜价上涨、铝价高位震荡。有色金属供给增长缓慢、需求悲观，价格高位震荡；黑色金属整体供给处于季节性淡季、需求疲软，铁矿石价格受中国需求变化影响先抑后

扬，钢价在全球经济复苏持续放缓背景下有所下降。国际农产品价格普遍上涨，国内农产品除豆粕外价格上浮。供给受极端天气影响，产量、物流均受限制，供需格局偏紧，价格上涨；国内豆粕供需预期好转，价格下跌，玉米小麦供给因极端天气受限，需求回暖，供需阶段性偏紧使得价格上涨。

二、全球金融市场：美联储紧缩节奏加快，美元、人民币升值

4 季度，全球金融市场运行总体平稳，美元、人民币升值，美股仍在上涨。美元、人民币升值，其他主要经济体货币贬值居多。受奥密克戎病毒爆发、美联储紧缩节奏加快等多重因素影响，美股波动加大、但趋势仍在上涨。主要经济体十年期国债收益率宽幅波动。发达经济体长期利率上行，十年期美国国债收益率季度平均上行 20bp 以上。因经济下行压力上升，中国等新兴经济体长期国债收益率下降。但土耳其等个别新兴经济体因资本流出和通胀高企，长期国债收益率大幅上行。

美元流动性开始收紧，美股波动阶段性上升。美联储 Taper 落地并宣布加快 Taper 节奏，美联储加息缩表预期逐渐升温，美元流动性开始收紧，TED 利差由 0.05% 上升至 0.15% 左右。美股波动性阶段性上升。VIX 指数一度上升至 30% 以上，后又逐渐回落至 18% 左右。一方面，因加息预期上升，美股波动加大；另一方面，奥密克戎变种引发新一轮疫情爆发，美股大跌。

美元指数上升，主要经济体货币普遍贬值，人民币及东南亚货币相对稳定。4 季度，美元指数继续上升，由 3 季度末的 94 上升至 96。其他主要发达经济体中，日元兑美元汇率较 2 季度末贬值 2.3%、已连续四个季度贬值；英镑、欧元兑美元汇率较 3 季度末贬值 1%、2%，澳元保持相对稳定。新兴经济体汇率普遍贬值，土耳其里拉大幅贬值。巴西、阿根廷、南非、印度的货币贬值幅度相对较大。而人民币及东南亚货币保持相对稳定，人民币、菲律宾比索、泰铢、新台币、印尼卢比均有不同程度的升值

美股整体维持上涨，其他主要经济体股市均现调整。4 季度，美股波动加大，但整体仍在上涨，标普 500 指数波幅达 11%、季末涨跌幅达 5.41%。美联储开启 Taper，欧央行也在调整资产购买节奏，全球流动性泛滥格局不再持续，主要经济体股市均出现调整。发达经济体中，日经、韩国综指下滑明显，欧洲股市波动加大、但 4 季度仍在上涨。新

兴经济体股市明显回落，其中俄罗斯、印度、巴西的股市回落幅度较大。

LIBOR 停止报价，俄罗斯央行年内七次加息。4 季度，主要经济体货币市场基本保持稳定。2022 年 1 月 1 日起，承担过主要经济体基准利率的 LIBOR 暂停报价。英国已选用英镑隔夜指数均值（SONIA）作为英镑 LIBOR 的替代利率。美联储选用担保隔夜融资利率（SOFR）作为 LIBOR 的替代利率。2021 年 9 月英国无风险利率工作组确认 ARRC（美国替代参考利率委员会）推荐的前瞻性 SOFR 可应用于伦敦的美元业务。俄罗斯央行 4 季度加息两次、年内七次加息，货币市场利率继续上升。

图表 3 全球金融市场主要指标变动

外汇市场				股票市场			
名称	本季度	上季度	升值幅度	名称	本季度	上季度	上涨幅度
美元指数	95.15	92.76	2.57%	标普 500	4600.46	4422.34	4.03%
日元	1.14	1.18	-3.04%	德国 DAX	15652.672	15658.01	-0.03%
欧元	113.66	110.07	-3.26%	日经 225	28835.18	28558.32	0.97%
人民币	6.39	6.47	1.19%	上证综指	3580.2503	3544.85	1.00%
雷亚尔	74.99	74.11	-1.18%	巴西 IBOVESPA	106743.36	120123.5	-11.14%

货币市场（7 天同业拆借利率）				债券市场（10 年期国债）			
名称	本季度	上季度	变化基点	名称	本季度	上季度	变化基点
美国	0.07	0.08	-0.50	美国	1.54	1.33	20.72
欧元	-0.59	-0.58	-0.75	欧元区	-0.23	-0.36	13.42
日本	-0.07	-0.09	1.73	日本	0.08	0.03	4.71
中国	2.17	2.18	-1.20	中国	2.90	2.91	-1.02
印度	3.27	3.16	11.40	巴西	11.27	10.11	115.85

注：原始数据来源于 Wind 数据库，经笔者计算。各指标季度数值为季内平均值，变动幅度则根据相邻两季度的平均值计算，除货币市场和债券市场利率变动外，其余变动幅度单位为百分点。其中，欧元汇率为间接标价法，日元、卢布、雷亚尔为直接标价法。货币市场和债券市场利率单位为百分点。变化基点单位为百分之一个百分点。

主要经济体长期国债收益率分化。4 季度，美债收益率波动上升。在 Taper 落地之前，在预期释放的推动下，美债收益率上升；而在 Taper 落地后，奥密克戎变种引发新一轮疫情爆发，美债收益率再度下行，后又修复上行。2021 年 12 月底，十年期美国国债收益率在 1.5% 左右。欧元区、德国、日本的国债收益率呈现类似的变动趋势。中国、韩国、巴西等出口顺差国国债收益率均出现季内大幅下降，或因美联储紧缩打击外需、本国出台宽松政策的约束条件较多，未来经济下行压力显现等方面原因。因通胀高企、新财年

政府融资规模增加以及印度央行的流动性回收力度加大，印度十年期国债收益率在 4 季度持续上升。在资本外流的情况下，土耳其央行降息进一步加剧资本外流，土耳其货币大幅贬值，土耳其十年期国债收益率也迅速上升至 25%。

美债期限利差收窄，收益率曲线平坦化。自美联储紧缩预期上升起，短端美债收益率持续抬升；而受制于经济增长、病毒变异等因素，长端美债收益率上升动力不够强劲，慢于短端的上升；美债收益率曲线平坦化。2021 年 12 月底，十年期美国国债收益率为 1.52%，二年期美国国债收益率为 0.73%，期限利差（10Y-2Y）收窄至 80bp，较 3 季度末收窄 40bp 以上。

三、 展望与对策

受疫情反复、供应瓶颈以及主要经济体刺激政策退出影响等因素影响，世界银行 2022 年 1 月《全球经济展望》报告将 2021 和 2022 年全球经济增速分别下调 0.2 个百分点。展望未来，全球经济运行风险仍然突出，需重点关注以下四方面风险：

奥密克戎引爆全球新一轮疫情。自 2021 年 11 月 29 日，世界卫生组织（WHO）将奥密克戎列为“关切变种”以来，该变异毒株迅速在全球蔓延，目前已成为美、英、法等多个经济体新冠感染的主要毒株。2022 年的前 10 日，全球新增确诊病例累计 2222 万例，远超出过去三波疫情（对应 Alpha、Beta 和 Delta 三个变种毒株）高峰。与德尔塔（Delta）变种相比，奥密克戎变种传染率和免疫逃逸能力较高、但部分研究显示其重症率和死亡率下降，总体上由于缺少充分的科学证据，各方对奥密克戎变种引致的疫情走势尚未形成一致看法。一种观点认为奥密克戎症状较轻，有可能带来新冠疫情的终结，如南非格莱斯顿研究所。美国白宫防疫顾问福奇（Fauci）也认为奥密克戎变种不会比德尔塔变种更严重。另一种观点认为病毒严重性降低可能来自疫苗的保护效果，而非病毒本身毒性下降。多名哈佛医学院公共卫生专家担心奥密克戎感染潮将对美国医疗系统和社会体系造成严重冲击。受境外输入疫情波及，2021 年 12 月底以来我国国内多地疫情散发，且传染速率和扩散范围明显高于 2021 年中期情形。世卫组织强调抵御奥密克戎，需提高疫苗公平性以及达到全球 70%人口的接种目标。

美联储加息缩表节奏或加快，关注美国高收益债偿债风险和美股泡沫风险。白宫抑

制通胀决心强烈，美联储的表态也正在逐渐转向鹰派。2022年，美联储将加快资产购买节奏，加息缩表风险也正在上升。与此同时，美国财政刺激政策退潮，刺激规模不及预期、主要措施也由现金补贴转向基建、社会福利支出，疫情依然是经济复苏的主要不确定性因素，总需求支撑力度不足、经济复苏势头将明显减弱。在此背景下，美国国内债券市场和股票市场的金融风险上升。目前，美国上市公司中僵尸企业占比接近10%，同时近一半美国企业债为BBB级垃圾债。截至2021年9月，美国非金融企业部门杠杆率达84.6%、较2013年提高近20个百分点²。同时，美联储加息进程也可能加速刺破美股泡沫。2021年11月初，道琼斯指数突破36000点创下历史新高，市盈率约30、分位点持续处在历史95%以上，当前美股泡沫化程度已经超过了互联网泡沫时期。美联储紧缩可能影响企业盈利表现、压低企业估值和抵押品价值，引发部分金融机构和僵尸企业融资困难，并进一步传染扩散至其他企业，导致债务风险爆发。一旦美国僵尸企业爆发债务风险，其债券和股票遭受抛售，资产价格下跌将进一步导致抵押品价值下跌，形成“企业融资条件恶化-信用风险上升-资产价格下跌-抵押品价值下跌”的负反馈，最终引发美国市场的流动性风险或债务风险事件，甚至产生更广泛的影响。

多重因素推动能源价格上涨，或导致这一趋势会对世界各国产生输入性通胀压力，甚至有可能推动主要经济体货币政策加速转向。在极端情况下，甚至可能再度出现能源危机引发的大萧条。2022年开年以来，布伦特原油期货结算价已突破80美元/桶，较去年同期增长近20%。在地缘政治冲突、运输阻塞和需求回暖等因素作用下，原油价格或进一步上涨。首先，多个能源出口国出现政治动荡。2022年1月5日，由于大规模抗议，哈萨克斯坦宣布该国首都努尔苏丹进入紧急状态。利比亚的政治局势继续恶化，敌对派系之间的斗争对其原油产量产生干扰。其次，俄欧外交关系的持续恶化或引发欧洲能源供应恐慌和全球能源价格上涨。近日俄罗斯在乌克兰边境大规模集结军事力量，俄罗斯可能使用“能源武器”制衡欧洲。为了反制俄罗斯，美欧可能用“更严厉”的经济制裁和禁止北溪二号运营的方式限制俄罗斯原油出口。再次，地缘政治风险还会导致能源运输停滞。全球约1/2的石油和2/3的LNG航运要通过红海、霍尔木兹海峡和马六甲海峡

² 2013年底是上一轮美联储准备开启退出量宽的时期。

这三个狭窄的海峡，管道运输也需穿过一些动荡地区，美国和伊朗之间的紧张局势导致阿曼湾和霍尔木兹海峡也门海岸的船只袭击事件越来越多，仅在 2019 年 5 月，该地区就有六艘油轮遭到袭击。最后，随着疫苗接种的不断普及，疫情冲击对需求侧的影响呈现震荡减弱的趋势。虽然 OPEC+ 在第 24 届部长级会议后宣布增产，同意从今年 2 月起增加 40 万桶/日的产能，但原油价格依然上涨，说明 OPEC+ 的供应增量可能跟不上需求增长。

密切关注短期资本流动对汇率的即期影响。2022 年我国经常项目顺差可能收窄，但仍有外需、边境防控政策做支撑，不会快速回落至疫情前水平。短期汇率波动依然受资本流动影响，更需要关注美联储紧缩进程及其对全球资本流动的影响。2021 年 4 季度，美联储宣布减少资产购买，除中国及少数东南亚经济体外，主要经济体货币均贬值。根据汤森路透的数据，上一轮美联储缩表加息导致新兴市场出现阶段性资本外流，但从年度数据看，新兴市场整体并未出现大规模外资流出、仅表现为外资流入减少。根据美联储（2018、2021）的研究并结合历史经验，因美联储紧缩爆发危机的新兴经济体主要是金融脆弱性较高的经济体，如 1998 年期间的东南亚以及 2015 年以后的巴西、土耳其、俄罗斯等。我国经常项目盈余、外汇储备规模较高、外债规模占 GDP 比重相对较小，同时我国加强了对跨境资本流动的宏观审慎管理，美联储紧缩对我国资本外流的冲击总体可控。但当前我国经济下行压力较大、房地产风险尚在纾解之中，需要警惕短期资本外流对汇率的冲击。

我国率先从疫情中恢复，拥有充足的政策空间和丰富的政策工具，应对外部经济环境变化可考虑以下三方面举措：

一是，尽快出台一揽子刺激政策，强化宏观政策逆周期调节作用。当前全球疫情仍在持续蔓延，外部环境复杂严峻、不确定性上升，国内经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。2021 年下半年以来，我国经济复苏步伐明显放缓，3 季度实际 GDP 增速降至 4.9%。根据工业、投资、外贸以及金融等领域领先指标，预计我国 4 季度实际 GDP 增速还将进一步收缩至 3.9%-4.0% 左右。特别地，在信贷收紧、监管趋严下，房地产企业债务风险和信用风险快速暴露。随着全球疫情再度攀升、美联储紧缩步伐加

快以及大多数经济体转向“与疫情共存”政策，我国经济增长面临的负面压力加大。2021年中央经济工作会议提出，2022年经济工作要稳字当头、稳中求进，各地区各部门要担负起稳定宏观经济责任，各方面要积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前。当前，我国应尽快出台一揽子刺激政策，强化宏观政策逆周期调节作用，特别是破解房地产企业的融资困境，夯实国内经济恢复的基本盘；加强政策制定部门之间的协调，避免政策叠加给行业带来超预期的系统性风险；稳慎落实“双碳目标”的有关政策，尽量避免过于激进的能源结构转型冲击。

二是，宏观政策提高通胀容忍度，多措并举缓解输入性通胀压力。一方面，面对可能的通胀跳升，需对通胀结构、形成原因仔细甄别，对通胀长期趋势科学判断。宏观政策应增强通胀容忍度，更加关注实际需求和就业改善情况，不宜因短期通胀跳升改变政策倾向。另一方面，缓解输入性通胀的负面溢出既要调节上游大宗商品的供给和价格，也要注重中下游的需求管理。既要应用好经济和法律手段，加强预期管理和市场调节，避免供求矛盾激化、过剩落后产能堆积等问题，又要多措并举保障农业生产，加强农产品供应链和流通体系建设，健全和完善粮食储备体系，降低国际粮价上涨的传导压力。

三是，防范短期的资本流动，做好预案准备。一是增强人民币资产的长期吸引力，为中长期经常项目顺差回归正常水平做准备。经常项目是人民币汇率的基本面，决定了汇率的中长期走势。需要关注经常项目回归基本平衡对人民币汇率的长期影响，增强人民币资产对境外资本的长期吸引力，以金融项目顺差的增加吸收经常项目顺差的减少，主动引导调整影响人民币汇率的主要因素，避免陷入资本外流和经常项目逆差的被动局面。二是加强跨境资本流动和金融市场的宏观审慎管理，实现跨境资本流动全面监测，合理管控外债规模，建好“防火墙”、避免资本短时间内大进大出。健全房地产金融、外汇市场、债券市场、影子银行等重点领域宏观审慎监测、评估和预警体系。

专题报告预览

美国：复苏再次提速

受疫情反弹拖累，美国3季度经济复苏速度放缓。美国4季度经济复苏再次提速。4季度PMI呈扩张态势；个人收入和支出保持较快增长速度，个人实际收入增长陷入停滞，消费从商品向服务转向；房地产投资景气或已见顶，制造业库存升至高位；出口增速快于进口，贸易逆差有所收窄；失业率继续下降，劳动力供给不足是主要障碍。展望未来，加息时点前置，通胀再次加速上行，明年大概率见顶回落；美国长期国债收益率或将冲高后回落，美元指数仍具上涨动能，美股面临多重压力。

欧洲：逆风而行

2021年4季度欧元区经济活动再次放缓，12月欧元区综合PMI降至9个月以来的低点，其中服务业PMI受新一轮疫情扰乱程度最深，成为拖累综合PMI的主要动因。在奥密克戎变异病毒的影响下，欧元区消费者和投资者信心大幅下滑，家庭消费支出和固定资本投资均显现出放缓迹象。不过欧元区就业市场整体表现依旧平稳，失业率继续下行。通胀方面，受能源价格飙升和供应链瓶颈的推动，欧元区通胀水平居高难下，屡创新高。面对通胀压力，欧洲央行在2021年底的议息会议上确认将按期退出PEPP购债计划，但同时重申了2022年不太可能加息的立场。整体而言，欧元区经济目前仍未偏离复苏轨道，尽管短期内复苏步伐有所放缓。随着新一轮疫情的消退和供应链瓶颈问题的缓解，欧元区经济有望自2022年中重拾增长动能。

日本：疫情显著缓解，财政政策再发力

2021年第4季度，日本新冠肺炎疫情得到明显缓解。12月24日，全日本当天新增确诊病例仅为300例。在疫情好转的条件下，日本经济在第4季度恢复相对较好。制造业PMI继续站在荣枯线之上，且11月数值创疫情后新高。10月服务业PMI在疫情后首次站上荣枯线，且11月服务业PMI为疫情后最高。日本消费依旧保持弱势，但同比跌幅有所收敛。海外机械订单同比增速依然较高，与此前不同的是日本私人部门的机械订单金额同比增速明显上升。货币政策方面，日本央行对中小企业的金融支持政策有所延长。金融市场方面，日本股市维持震荡格局，日元汇率则呈现出明显的下降趋势。岸田文雄上台后，极力推出了“克服新冠，开拓新时代的经济对策”计划，该计划总额为78.9兆日元，约占2020年日本GDP的14.7%，其中计划财政支出55.7兆日元。预计会对日本经济产生一定的刺激作用。

中国：外企战略发生重要变化

过去十年，外资企业在中国的战略布局受到了诸多因素的冲击。先是人民币实际汇率显著升值、劳动力成本大幅上升，之后是中美关系的剧烈调整，2020年初以来又有疫情冲击，以及在此过程中来自本土企业的竞争压力大增。在这些冲击的合力之下，外资企业纷纷调整战略，全球产业链重构的进程实际上早已开始，外资企业在我国总体发展格局中的角色也发生了重要变化。新时代条件下，这也是思考如何进一步扩大对外开放的重要现实背景。

金砖国家：经济增长仍面临压力

2021年4季度，金砖国家经济虽会继续保持增长态势，但增速将普遍出现回落。各国经济信心依然不足，经济前景不确定性增加。除印度外，俄罗斯、巴西、南非消费信心不断下降，巴西和南非制造业PMI也跌至景气区间以下。金砖国家政策空间普遍收窄。通货膨胀压力不断加大使得俄罗斯和巴西不得不多次实施加息进行应对，南非也在2021年11月开启加息进程。金砖国家对外出口继续保持增长态势，但受全球经济增长不确定性影响，对外贸易增速有所下降，与此同时，部分国家出口增速明显小于进口增速，贸易逆差存在扩大趋势。

东盟韩国：越南股市繁荣可持续吗

东盟经济体在2021年全年受到新冠疫情变异毒株较为严重的冲击，经济二次探底，在2020年预期的复苏并未如期实现，相反一些经济体的增长甚至不如2020年。韩国经济在2021年总体延续了复苏态势，尽管疫情也间歇性地对韩国经济产生影响。2022年的情况将好于2021年。从经济增速的预期来看，多数国家经济增长将好于上年。新冠疫苗的广泛接种使得2022年本区经济体应对疫情冲击时的准备将更为充分，与疫情共存的策略更容易获得成功。从我们上一期的分析来看，由于主要东盟经济体的基本面较为稳健，美联储退出政策对区域的影响预计将小于其他新兴经济区域。本期我们进行了对越南股票市场的专项研究，作为2021年涨幅最大的股票市场之一，越南的股票市场引起了投资者的关注，我们认为越南股票市场在2021年的大幅上行呈现出“预期支撑、散户力推、压抑需求释放”的特征，这样的股票市场短期出现大幅震荡的可能性较高。但越南作为东亚模式的承接者，其地位在未来一段时间不会改变，在中美博弈的背景下甚至会加强，因此越南股市长期仍值得看多。

全球金融市场：美联储紧缩节奏加快，美元、人民币升值

2021年四季度，全球金融市场运行总体平稳。美联储 Taper 落地、紧缩节奏加快，流动性略有收紧，Ted 利差有所上升，主要经济体货币市场保持平稳。Libor 自 2022 年起将停止报价，俄罗斯年内七次加息。奥密克戎病毒爆发和美联储加息预期升温等因素导致美股波动加大，但美股整体仍在上涨。其他主要经济体股市均现明显调整，巴西、俄罗斯等部分新兴经济体股市大幅下跌。主要经济体十年期国债收益率走势分化。发达经济体长期利率上行，十年期美国国债收益率季度平均上行 20bp 以上。因外需回落风险显现、经济下行压力上升，中国、韩国等贸易顺差国长期国债收益率下降。但土耳其等个别新兴经济体因资本流出和通胀高企，长期国债收益率大幅上行。汇率方面，美元、人民币升值，土耳其里拉季内贬值 30%。继续关注美股回调风险。

大宗商品市场：供需失衡逐步改善，涨跌互现

2021年4季度大宗商品价格受铁矿石下跌拖累、环比显著回调，钢材也在终端疲弱的拉动下走弱，中国的调控政策及终端需求走弱成为主要驱动因素。有色金属价格维持较强的韧性。能源品种整体仍然坚挺，供给端增产有序，原油和煤炭价格波动上涨，且冬季寒冷、交运需求复苏为价格带来支撑。奥密克戎为市场带来的担忧被快速消化，因致死率较前期变体更弱。农产品价格普涨，价格升至近期高位。

外贸专题：进、出口增速稳中略升

2021年4季度，中国出口（美元）同比增长 22.8%，较上季度下降 1.6 个百分点；进口同比增长 23.4%，较上季度下降 2.5 个百分点；货物贸易顺差总额为 2509 亿美元，同比提高 435 亿美元。10-11 月，服务贸易逆差为 73 亿美元，同比下降 128 亿美元；经常账户顺差占 GDP 比重估计在 2.1% 左右。随着基期水平抬升，海外疫情形势好转，进、出口同比增速回落压力加大，但 10-12 月出口仍显著高于市场预期水平，10-11 月进口增速也出现逆势回升。2022 年中国出口增速将周期性回落，但名义值仍有望保持 8%-10% 左右的增长水平。