

# 全球宏观经济季度报告

总览：2022 年春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	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	夏广涛

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

<b>顾问</b>	张宇燕			
<b>首席专家</b>	张 斌		姚枝仲	
<b>团队成员</b>	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
	夏广涛	外汇储备	李寒蒙	科研助理

联系人：李寒蒙

邮箱：[iwepceem@163.com](mailto: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。

## 2022 年第 1 季度中国外部经济环境总览

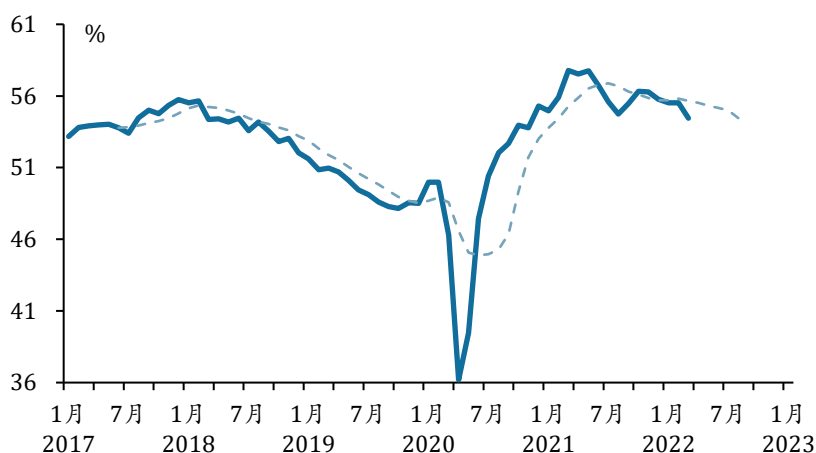
### ——2022 年春季全球宏观经济运行与分析

1. 1 季度，中国外部经济综合 CEEM-PMI 指数再度下行，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分化态势。美欧回落、但仍处在历史高位，俄罗斯、巴西已跌入荣枯线以下，韩国、加拿大、南非略有好转。
2. 1 季度，受疫情反弹拖累，美国经济增长大幅降速。投资信心不足和贸易逆差对经济增长形成拖累，通胀压力高企蚕食企业利润。随着美联储加息与缩表预期强化，叠加俄乌冲突带来的不确定性，美国经济“滞胀”风险加大。
3. 1 季度，俄乌冲突令欧元区经济活动遭受实质性冲击。能源和农产品价格持续暴涨，欧元区通胀水平和贸易逆差规模屡创新高，2 季度欧元区经济陷入衰退的风险显著上升。
4. 1 季度，CEEM 大宗商品指数突破 2013 年以来的高点。原油价格环比上涨超两成，有色金属、铁矿石和钢材价格均有所上涨。由于南美天气以及主要产地国陷入俄乌武装冲突等影响，农产品也几乎全线上涨。
5. 1 季度，全球金融市场风险溢价上升。美联储加息落地，美元流动性收紧。主要经济体股市波动加大、出现明显回调，十年期国债收益率普遍上行。美元及大宗商品出口国汇率升值，人民币汇率稳定，其他货币大多贬值。
6. 全球经济运行风险仍然突出。考虑到不少国家正在改变新冠检测策略，全球新冠确诊病例和死亡数下降趋势应慎重对待和解读。俄乌冲突重塑欧洲地缘政治格局，加大全球经济衰退和通胀高企风险、以及部分低收入国家粮食危机和社会动荡风险。俄乌冲突和美欧制裁冲击能源供应链，短期内能源价格波动加大、中长期能源转型速度加快。美联储货币超预期紧缩风险上升，需关注美国高收益债偿债风险、美股泡沫风险及短期资本流动风险。

## 一、全球经济复苏放缓，金融市场风险溢价上升

2022 年 1 季度，中国外部经济综合 CEEM-PMI 指数<sup>1</sup>再度下行，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分化态势。与上季度均值相比，1 季度美欧经济景气程度回落，但目前仍处在历史高位。英国、东盟、澳大利亚等均呈现不同程度回落，俄罗斯、巴西、土耳其（3 月）已跌入荣枯线以下。相反，韩国、加拿大、南非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。

**美国经济大幅降速，或进入滞胀期。**美国 1 季度经济增长大幅降速。尽管 PMI 保持扩张态势，消费支出仍相对强劲，企业补库存也在支撑经济增长，但投资信心不足和贸易逆差对经济增长形成拖累。从 PMI 领先指标来看，1-3 月制造业新订单指数出现回落迹象。1-3 月制造业供应商交付指数也较去年 4 季度明显回落，但仍然处于历史相对高位，表明供应链约束仍然严重。个人收入增速趋缓，支出依然保持强劲。1-2 月美国个人支出同比增速分别为 12% 和 13.7%，个人储蓄存款占可支配收入比例已分别降至 6.1% 和 6.3%，远低于疫情前水平。叠加高通胀影响，美国居民持续消费能力将面临考验。房地产销售下降、投资有所反弹，制造业库存继续增加。利率回升和房价上涨已阻碍了进一步购房需求。1-2 月美国新建住房销售显著低于去年同期水平，但已开工的新建私人住宅

<sup>1</sup> 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。

较去年同期水平明显提升。企业补库存对于美国经济形成了较强支撑。受 Omicron 传播对供应链的影响，美国出口增速有所回落，而进口依然保持强劲，贸易逆差进一步扩大。3 月失业率降至 3.6%，基本接近疫情前水平。美国就业市场不均衡复苏情况进一步缓和。通胀继续上行，拐点尚未到来。截至 3 月，美国 CPI 同比增速 8.5%，核心 CPI 同比增速 6.5%。

**金融市场风险值得警惕。**美债收益率曲线期限结构趋平，部分期限的美债收益率曲线倒挂。当前美债收益率倒挂，或喻示美国经济增速将放缓，但预言美国经济将衰退尚需要进一步的证据。美元指数短期获支撑，中期或趋于震荡回落。美股短期表现出韧性，回调压力仍巨。2021 年底以来，受美联储加息预期影响，美股开始回调，回调幅度接近 20%。2022 年 3 月中旬以来，美股强力反弹，反弹幅度接近 10%，反映了美股短期仍表现出较强的韧性。**美联储开启加息周期。**美联储在 3 月议息会议宣布首次加息，宣布上调联邦基金利率 25bp 至 0.25-0.50% 目标区间，并同时上调了其他多个政策利率。美联储较大幅度调整经济预测，大幅下调 2022 年实际 GDP 增速 1.2 个百分点，至 2.8%，维持 2023 年、2024 年和长期经济增速预测在 2% 左右。美联储维持 2022、2023、2024 年失业率预测在 3.5%，且认为长期失业率水平应处于 4%。美联储大幅上调 2022 年 PCE 同比增速至 4.3%、核心 PCE 同比增速至 4.1%，小幅上调 2023 年 PCE 同比至 2.7%。

**俄乌冲突对欧元区经济活动造成实质性冲击。**3 月欧元区 19 国综合采购经理人指数 (PMI) 为 54.5，明显低于 2 月水平 (55.5)，但优于此前市场普遍预期的 53.9。其中，服务业 PMI 从 2 月的 55.5 降至 3 月的 54.8，高于预期值 54.3；欧元区制造业 PMI 降至 57，创 14 个月来新低。在俄乌冲突影响下，欧元区 2 季度经济下滑风险显著上升，3 月欧元区制造业和服务业的未来产出预期指数分别跌至 2020 年 5 月和 2020 年 11 月以来的最低水平。2022 年 1 月欧元区 19 国经季节性调整后的失业率为 6.8%，达到历史最低水平。但 3 月欧元区消费者信心在俄乌冲突爆发后急剧恶化，由 2 月的 -8.8 骤降至 -18.7。俄乌冲突爆发前，欧元区企业投资整体表现较为平稳。俄乌冲突爆发及其相关制裁措施的出台大幅打击了欧元区的投资信心。3 月欧元区 Sentix 投资者信心指数为 -7，大幅低

于前值 16.6 和预期值 5.3。贸易逆差创纪录，随着能源进口成本不断升高，欧元区贸易条件严重恶化。

**欧元区受通胀威胁程度加剧。**3 月份欧元区消费者调和价格指数（HICP）同比增长 7.5%，物价涨幅达 25 年来最高水平。能源价格 3 月同比上涨 44.7%，是拉高欧元区通胀率的最大推手。食品、酒精和烟草价格同比增长 5%，非能源工业制品价格同比增长 3.4%，服务价格同比增长 2.7%。物价持续上涨将给消费者支出带来压力，欧元区经济复苏活动受通胀威胁程度日益增加。

**欧盟达到疫苗接种里程碑。**2022 年 2 月，欧盟达到疫苗接种里程碑：超过 80% 的欧盟成年人完全接种了 COVID-19 疫苗。自疫情爆发以来，欧盟为协调抗击大流行及其影响而采取的行动侧重于四个优先事项，即限制病毒的传播、确保提供医疗设备、促进治疗和疫苗研究以及支持就业、企业和经济。

**欧央行加快退出刺激措施步伐。**2022 年 3 月 10 日，欧洲央行公布货币政策会议决议。相较于前一次利率决议，此次利率决议主要有以下四点变化：1) 欧央行加快了缩减资产购买计划（APP）速度，决定提前从 2022 年 2 季度开始削减资产购买计划（APP）净购买量，3 季度后资产购买计划（APP）购买规模将视经济数据情况而定；2) 删除了有关利率可能低于目前水平的措辞；3) 风险评估方面，新增了俄乌局势对欧洲影响的评价；4) 将为各国央行提供的欧洲系统回购安排（EUREP）延长至 2023 年 1 月 15 日。经济和通胀前瞻方面，欧央行下调了 2022 年经济增长预期至 3.7% 并上调通胀预期至 5.1%。欧洲央行的最新货币政策决议令其在加息问题上有了更大灵活性，年内加息的可能性正在上升。

**日本疫情再度反复，经济受到显著冲击。**2022 年 1 季度，日本新冠肺炎疫情再度反复，给第 1 季度日本经济尤其是 2 月份日本经济带来显著冲击。2022 年日本全国新增新冠肺炎确诊病例最高峰达 624240 例（2 月 7 日公布的上一周数据），此后开始下降，截止到 1 季度末，日本疫情整体上趋于稳定态势。疫情反弹背景下，日本 1 季度经济再受扰动。1-3 月，日本 Markit 制造业采购经理人指数分别为 49.9、45.8 和 50.3，低点发生在 2 月份，也是本轮新冠疫情最严重的时候。Markit 服务业采购经理人指数则出现明显下

滑，1-3 月均低于荣枯线 50。日本 1、2 月份失业率情况大体稳定，分别为 2.7% 和 2.6%。消费恢复依然较弱，机械订单同比增速依然为正。2022 年 1 月和 2 月，日本二人以上家庭实际消费额同比增加 6.9% 和 1.1%。机械订单方面，外部需求依旧是日本机械订单同比增长的重要因素。日本对外贸易继续恢复，商品贸易逆差继续延续。1 月和 2 月出口同比增速分别为 9.6% 和 19.1%；进口同比增速分别为 39.7% 和 34.9%。2 月份数据显示，日本出口商品增幅最大的是钢铁、矿物性燃料和汽车。CPI 同比增速显著上升，PPI 续创疫后新高。日本 1 月和 2 月 CPI 同比增速分别为 0.5% 和 0.9%，继续保持正值。1 月和 2 月，PPI 同比增速分别达到 8.9% 和 9.3%，仅低于 2021 年 11 月水平。带动 PPI 环比上涨的主要分项为石油-煤炭制品、电力-城市天然气-水及化学制品。

**货币政策表述不变，但在操作方面则表现出宽松取向。**3 月份日本银行的货币政策会议，与 2021 年 12 月召开的会议相比，大体基调不变。但是日本银行在实际操作中，却表现出明显的宽松取向。日本银行在 2022 年 1 季度继续增持资产。除在商业票据资产方面，日本银行有减持动作外，其余资产整体持有量都呈现出环比上升态势。2022 年 1 月和 2 月，日本货币和信用都处于相对稳定区间。日本股市先抑后扬，汇率和利率总体稳定。日经 225 指数呈现大幅震荡，日元汇率则出现了罕见的重挫，截至 1 季度末跌幅达到 5.73%。结合美国和日本经济走势及政策预期，美元/日元汇率预计会跌破 130，并有可能跌到 150。短期货币市场利率稳中有升，10 年期国债利率上涨明显。

**金砖国家经济增长仍压力增大。**俄乌局势暗淡俄罗斯经济增长前景。1 季度俄罗斯制造业 PMI 大幅下降，2 月跌至景气区间之下，3 月更是下降至 44.1，为 2020 年 6 月以来的低点。服务业 PMI 在 2 月短暂恢复至景气区间之上，但 3 月重新下降至 38.1。1 月和 2 月俄罗斯零售总额同比增长 3.6% 和 5.9%，相比上一季度增速有所回落。俄罗斯 1 月工业生产同比增速达到 8.6%，为 2021 年 6 月以来的最高水平，但 2 月同比增速下降至 6.3%。随着制裁的逐步实施以及美欧等国企业撤离俄罗斯，工业生产活动可能会出现大幅下降。受食品价格上涨、卢布汇率贬值等因素影响，俄罗斯通货膨胀率快速上涨，3 月达到 16.7%，为 2015 年以来的最高水平，其中食品价格更是同比增长 19.5%。受制裁影响，俄罗斯卢布对美元一度大幅贬值，股市遭遇重挫。

巴西经济复苏乏力，经济前景不确定性增加。1月巴西零售总额环比上升0.8%，同比下降1.9%，连续六个月负增长。消费者情绪仍相对悲观，巴西热图利奥·瓦加斯基金会公布的消费信心指数（CCI）3月再次回落至74.8，总体处于低位。巴西制造业复苏乏力，自2021年8月以来工业生产同比增速维持负值，3月制造业PMI达到52.3，制造业总体景气水平有所回升。进出口贸易继续保持快速增长，但同比增速继续回落。得益于大宗商品价格上涨，1季度巴西贸易顺差达到118亿美元，同比增长45.9%。巴西通货膨胀压力持续增大，政治局势的不确定成为减缓巴西经济复苏的重要因素之一。

印度经济稳步恢复，但力度仍不强劲。印度经济总体虽逐渐恢复，但增速仍大幅低于疫情前水平。1-3月制造业PMI分别为54、54.9、54，服务业PMI分别为51.5、51.8、53.6，均维持在景气区间之上。印度消费者信心继续增强。印度央行公布的消费者信心当期指数（CSI）在2022年3月升至71.7，较1月提升5.3个点。印度进出口仍保持较快增长，但同比增速有所下降。印度通胀持续上升，1-3月失业率分别为6.6%、8.1%、7.6%，失业率总体仍在较高位置波动。

南非经济恢复动能不足。私人消费与投资2020-2021年两年平均增速分别为-0.3%与-5%，显示南非经济恢复动能不足。1-3月南非制造业PMI分别为50.9、50.9、51.4，显示制造业有所扩张。南非经济研究局发布的2022年1季度FNB/BER消费者信心指数为-13，低于2021年3季度与4季度，显示消费者信心不足。对外贸易方面，南非2022年1季度进口增速较快，出口增速有所放缓。失业问题严重，通胀压力上升。1月、2月南非CPI同比增速分别为5.7%与5.66%，能源与食品价格为主要带动因素。

**俄乌冲突之下，东盟韩国区域金融稳定值得关注。**受到新冠疫情变异病毒的影响，区内经济体增长普遍不及预期。东盟六国和韩国2022年第1季度景气程度前高后低。东盟1月和2月制造业PMI水平为52.7和52.5，其中越南更是分别达到53.7和54.3，韩国1月和2月制造业PMI水平为52.8和53.8。但是3月区内各经济体的PMI均出现下降，显示在俄乌冲突事件的影响下，制造业景气程度受到冲击，区内经济扩张的幅度有所放缓。区内部分货币因俄乌冲突显著贬值，除了韩元贬值较多，其他货币仅轻微贬值，反映经由信心渠道对区内货币的影响较少。但大宗商品价格上涨对东亚经济体影响明显。

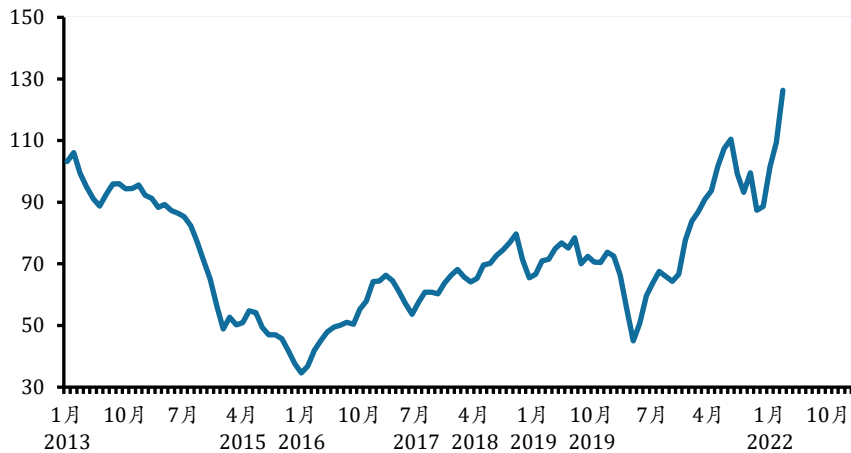


因能源和原材料成本上升，带来进口成本的上升和贸易顺差的缩窄，对区内进口能源依赖较高的经济体产生显著影响。俄乌冲突当日，股票市场反应明显，区内东盟六国和韩国国内主要股指均出现一定程度的下挫。一周以后，大部分股指均恢复冲突前水平，但新加坡海峡指数显著下行。一个月之后，菲律宾股票市场较冲突前下跌较多，其他股票市场没有明显的调整。

**俄乌冲突之下，区域金融稳定承压。**今年是美联储宽松货币政策退出年，从基本面的视角来看，区内经济体的经济基本面总体较 2013-2014 年上一轮联储退出时有改善，主要体现为通货膨胀水平更低、经常账户的情况更优，但是俄乌冲突将使这两个基本面的因素出现恶化，输入性通货膨胀可能出现，经常账户顺差因进口成本上升而缩窄乃至出现逆差。这一影响可能是持续的，特别是对于那些对能源进口依赖程度较高的经济体而言。与此同时，基本面因素中，相对不稳健的因素——政府赤字相较于历史情形的上升，也将与上述因素一起形成叠加。因此，区域金融不稳定状况值得进一步关注。俄乌冲突下的金融制裁措施也对区内金融安全网有潜移默化的影响，尤其是对外汇储备的冻结，对于持有外汇储备较多的东亚经济体的影响显然更大。

**大宗商品市场在地缘政治风险刺激下价格全线上涨。**2022 年 1 季度大宗商品在地缘政治冲突、疫情后复苏和通胀预期的多重推动下，价格快速上涨，带动 CEEM 大宗商品指数突破 2013 年以来的高点。CEEM 大宗商品价格季度均价环比上涨 22.3%，原油价格环比上涨超两成，1 季度国际有色金属价格整体上行，季末大幅震荡。电价上涨推动铜、铝价格上涨。在俄乌战争、国内宏观刺激以及钢厂复产预期相互交织影响下，铁矿石和钢材价格上涨。国际有色金属价格整体上行，季末大幅震荡。有色金属受能源危机和通胀炒作影响，价格震荡上涨，季末宽幅调整；黑色金属整体供给稳中有增，国内稳增长政策及复产预期增强支撑黑色金属价格进一步上行。国际铁矿石及钢价共振上行，国际螺纹钢市场价 1 季度整体上涨，美国钢铁价格（1270 美元/吨）依然维持强势，远高于中国钢材价格（778 美元/吨）。农产品方面，国际国内农产品价格均有不同程度上涨。除大豆外，国际农产品涨幅普遍大于国内农产品价格涨幅。价格大幅上行主要受俄乌地缘冲突及极端天气驱动。

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。

**全面理解中国宏观调控的政策空间。**宏观调控的政策空间需要从实际出发，宏观调控的政策空间因国而异、因时而异、因势而异。超过 60%、90% 的政府债务红线，既不是发生债务危机的必要条件，也不是充分条件。横向比较来看，中国的宏观调控政策空间依然相当充足。纵向来看，跨周期调节要求为未来的困难预留政策空间，但是也不能因此过于吝惜政策空间。从国内外环境来看，中国的宏观调控政策空间也完全有条件坚持“以我为主”。我们只要运用得当，正确把握好宏观调控的时度效，在增强市场预期、提振市场信心的基础上，宏观政策的发力本身就可以改善经济增长预期，从而进一步扩大未来的政策空间、并形成良性循环。

**中国进、出口增速回落。**2022 年 1 季度，中国出口（美元）同比增长 15.8%，较上季度下降 7.2 个百分点；进口同比增长 9.6%，较上季度下降 14.0 个百分点；货物贸易顺差总额为 1629 亿美元，同比提高 541 亿美元；1-2 月，服务贸易逆差为 118 亿美元，同比下降 18.5 亿美元，经常账户顺差占 GDP 比重预估在 1.9% 左右。受高基期及国内外疫情形势和防控政策分化影响，出口同比增速回落压力加大，但与 2020-2021 年两年平均增速相比，1 季度出口增速并不弱，但相对优势已出现收窄。分地区看，2022 年 1 季度，中国对除美国外主要贸易伙伴出口增速普遍回落。1 季度，内地对香港出口下降可能与香港疫情规模性爆发导致转口能力下降有关。1-2 月我国对俄罗斯出口增长高达 41.4%，但 3 月受俄乌冲突影响而快速回落。然而，即便从 2020-2021 年两年平均增速看，1 季

度、特别是 3 月进口增速也呈现明显回落。其中，我国自美欧日韩等关键零部件来源地进口下降，可能预示着中国与全球价值链紧密相关部分出口面临较大下行压力。在 Omicron 毒株引起全球疫情反复的背景下，预计 1 季度中国出口产品市场份额或将有所反弹，但 2 月底至 3 月国内出现多点散发或局部规模性暴发疫情，部分国内出口企业产业链供应链受到明显影响，或将将对 4-5 月出口份额形成拖累。与 2021 年 4 季度预测相比，当前出口增速回落压力加大，国内疫情和地缘政治冲突带来较大不确定性。特别需关注国内疫情反弹、触发防控趋严，可能对 4-5 月企业出口的负面影响。

## 二、全球金融市场：风险溢价上升

**1 季度，金融市场风险溢价上升。**受美联储加息、俄乌冲突升级、奥密克戎病毒爆发、通胀高企等因素影响，金融市场风险溢价上升。美元流动性收紧，美股波动性出现阶段性上升。主要发达经济体股票市场出现回调，十年期国债收益率普遍上行。汇率方面，美元升值，欧日货币均贬值，俄罗斯卢布大贬，其他地缘政治风险较高的经济体也出现预防性贬值。巴西、南非等大宗商品出口国汇率升值，阿根廷、土耳其继续大幅贬值。人民币汇率稳定。

**美元流动性收紧，美股波动性加大后回落。**美联储加息，美元流动性持续收紧，TED 利差上升至 0.5% 左右。美股波动性阶段性上升。美股波动较大。因俄乌冲突升级，VIX 指数最高上升至 36%，后又迅速回落至 20% 左右的疫后正常水平。加息并未使得 VIX 指数反弹攀升，说明美联储 3 月 16 日加息 25bp、FOMC 声明和鲍威尔讲话内容均在市场预期内，并未出现超市场预期的紧缩。

**美元指数上升，欧日货币贬值，巴西等大宗商品出口国货币升值，人民币相对稳定。**因美联储加息、俄乌冲突升级导致避险需求增加，资本回流美国，美元在 1 季度升值 2.6%，美元回流支持美元在加息周期内升值。乌克兰危机爆发后，原油价格大幅上升，欧日经济面临复苏未稳和成本上升的双重冲击。在美联储加息的背景下，美国长期名义利率上升，但欧央行暂缓加息，日本央行加大资产购买力度，欧元、日元资产的吸引力进一步下降，欧元、日元贬值。其中，1 季度日元贬值幅度高达 6.3%。俄乌冲突爆发后，卢布

大贬，地缘政治风险较高地区汇率贬值。巴西、南非等大宗商品出口国汇率升值，阿根廷、土耳其继续大幅贬值。人民币相对稳定。

**主要经济体股市普遍回调，巴西股市上涨。**因加息、俄乌冲突导致利率和风险溢价上升，主要经济体股市均出现明显回调。主要经济体季内波动都接近或超过 20%，俄罗斯股市在俄乌冲突后暴跌 50%。因经济前景改善和资本流入，大宗商品出口国迎来资本流入。2022 年 1-2 月，拉美新兴经济体资产组合的资金流入累计规模达 149 亿美元。在主要经济体股市整体调整的背景下，巴西股市 1 季度上涨 15% 左右。

**美联储加息，俄罗斯央行加息 10.5%，人民银行降息。**美联储加息 25bp，欧央行按兵不动。美联储点阵图显示全年加息 7 次。3 月份美联储 FOMC 会议考虑了俄乌冲突影响。美联储主席鲍威尔表示，冲突会通过抬高通胀和降低投资支出影响美国经济，但影响不确定，暂不影响美联储在冲突前既定加息路径。美联储如期加息 25bp。尽管通胀高企，但欧央行按兵不动。人民银行降息 10bp，但货币市场中枢并未出现明显下降，货币市场利率基本保持稳定。为应对货币贬值和通胀风险，2 月 28 日，俄罗斯央行大幅加息 1050 个基点。此前，自 2021 年 3 月至 2022 年 1 月，俄罗斯央行已经连续 8 次加息，累计此次加息俄罗斯央行近两年已加息 1575 个基点。印度央行维持宽松的货币政策不变。

**主要经济体长期国债收益率普遍上升。**1 季度，主要发达经济体长期国债收益率普遍上升，上升幅度较大。其中，美国、德国、欧元区十年期国债收益率单季度上升 80bp 以上，欧元区经济体国债收益率由负利率转正。日本十年期国债收益率上升约 20bp。新兴经济体长期国债收益率也在上升，巴西、土耳其、韩国国债收益率上升幅度较大。中国十年期国债收益率上行动力不足，并出现下行迹象。1 季度主要经济国债收益率上升的原因主要有以下三点：一是美联储加息，部分新兴经济体（韩国、巴西等）加息；二是大宗商品价格上涨，通胀上升成为全球性因素；三是俄乌冲突提升了风险溢价，部分主权国家国债收益率的隐含风险溢价上升，也推动了长期利率的上行。

**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。但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。2022 年 3 月底，十年期美国国债收益率为 2.35%，二年期美国国债收益率为 2.31%，期限利差（10Y-2Y）收窄至 4bp，较四季度末收窄 80bp。考虑到当前美国经济基

本面表现较佳、暂未出现明显衰退苗头，且长期美债的趋势是上行的，美债平坦化的原因可能在于海外投资者因避险情绪增持美债，导致长端利率上升幅度不及短端。

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	96.83	95.15	1.77%	标普 500	4466.96	4600.46	-2.90%
欧元	1.12	1.14	-1.75%	德国 DAX	14929.26	15652.672	-4.62%
日元	116.16	113.66	-2.20%	日经 225	27216.17	28835.18	-5.61%
人民币	6.35	6.39	0.63%	上证综指	3419.39	3580.2503	-4.49%
印度卢比	75.27	74.99	-0.25%	巴西 IBOVESPA	111569.10	106743.36	4.52%

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	0.13	0.07	5.58	美国	1.94	1.54	40.57
欧元	-0.57	-0.59	1.85	欧元区	0.18	-0.23	40.33
日本	-0.01	-0.07	6.31	日本	0.18	0.08	10.69
中国	2.11	2.17	-5.58	中国	2.78	2.90	-11.74
印度	3.38	3.27	11.10	巴西	11.43	11.27	16.35

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。

### 三、展望与对策

受俄乌冲突、疫情反复、供应瓶颈以及主要经济体刺激政策退出等因素影响，主要经济体增长预期较 1 月再度下行。展望未来，全球经济运行风险仍然突出，需重点关注以下几方面风险：

世卫组织报告显示，全球的新增感染病例数已经连续三周出现下降，死亡病例数也呈现下降趋势。不过，考虑到不少国家正在改变新冠检测策略，这一病例和死亡数下降的趋势应慎重对待和解读。未来全球疫情仍至少存在以下风险点：1) 尽管当前占全球主导型的奥密克戎毒株具有更低的致病率，但由于其传染性更高，导致绝对的住院人数和死亡人数反而可能超过德尔塔毒株，对于医疗系统带来的压力也可能更高。2) 对于未接种疫苗的人群，奥密克戎毒株引发重症的风险仍然很高。现有疫苗对于预防奥密克戎毒株感染的效果有限，但可有效防重症，加强针尤其重要。3) 新冠病毒仍在变异，大概率

会朝更高的传播性与更低的致病性方向变异，但也不能排除未来的新冠病毒会朝高传播性和高死亡率变异的可能性，当下必须为最坏的情况做好预案。由于人口规模及密度、人口年龄结构、疫情接种率、疫情有效性、医疗保健系统、政府治理能力、民众对政府的信任程度、季节性因素等不同，新冠病毒对各国的冲击力度与方式存在显著差异。这意味着并不存在一个适合所有国家的最优防疫策略，各国应当依据自身情况和病毒变异趋势，灵活应对，适时评估和动态调整防疫策略。

**俄乌冲突重塑欧洲地缘政治格局，加大全球经济衰退风险。**2月以来，俄乌局势急剧恶化。2月24日，俄罗斯决定在乌东地区发起“特别军事行动”，寻求使乌克兰非军事化和去纳粹化，乌克兰全境进入战时状态。美、欧、英、日等经济体宣布对俄罗斯实施经济制裁，包括制裁俄国有金融机构及其附属机构、主权债券市场、政府高官及其亲属等，暂停“北溪2号”审批，出口管制，禁止颁发签证，关闭领空，移除SWIFT系统等。尽管双方已进行多轮谈判，但考虑到立场差距较大，双方短期难以达成共识，战争恐将持续，特别是乌东大规模决战风险上升。俄乌冲突降低俄欧互信，重塑欧洲地缘政治格局和欧洲安全体系，促使欧洲加速“战略自主”建设以及反俄和军事化倾向。此外，俄乌冲突导致国际贸易投资和全球供应链受阻，减缓经济增长并推高价格，致使全球金融市场动荡，加大全球经济衰退风险。特别地，俄乌是全球能源产品（原油和天然气）和部分农产品（小麦和玉米）的重要供应国，两国冲突导致原油和粮食价格暴涨，危及全球能源和粮食安全，欧洲经济将首当其冲面临冲击。

**全球通胀压力持续高企，部分低收入国家粮食危机和社会动荡风险进一步攀升。**美国通胀率连续超预期，2022年3月CPI同比已升至8.5%，为1981年以来的最高水平；核心CPI同比涨至6.5%。3月，欧元区CPI同比高达7.5%，连续第5个月创历史新高。英、日、韩、加、澳等发达经济体通胀均有明显抬升。巴西、土耳其、阿根廷等通胀快速上行，经济恐陷滞胀。在持续高通胀和资本外流压力下，巴西、土耳其、阿根廷实际GDP同比增速放缓，失业率也处于近十年来高位。受供应链和气候影响，在俄乌冲突前，全球粮食供给本就趋紧，而战事进一步加剧了这一困境。如果俄罗斯和乌克兰完全停止小麦出口，许多新兴市场和发展中经济体不仅会面临经济危机的严重风险，还可能出现贫困和饥饿急剧增加的人道主义灾难。此外，由于俄罗斯是主要化肥生产国，其供应中

断可能会对明年的粮食供应面临压力。联合国粮食及农业组织预计，由于冲突原因导致关键农产品出口受限，全球粮食价格可能再上涨 8%-20%。尤其是在中东和非洲地区，其本身的饥饿问题，叠加粮食短缺和价格上涨，可能引发社会动荡。

**俄乌冲突和美欧制裁冲击能源供应链，短期内能源价格波动加大、中长期能源转型速度加快。**受俄乌战争爆发、对俄制裁和航运阻塞影响，全球能源供应受到巨大冲击，石油、天然气等能源价格飙升。国际能源署预计，俄罗斯从 4 月开始每天减少 300 万桶石油出口，被认为是有史以来最大的石油断供。布伦特原油期货价格一度走高至每桶 130 美元以上，逼近 14 年来最高点。不同于过去产油国供应能力受损所导致的石油危机，导致本轮能源危机的原因主要在于欧美对俄罗斯的制裁政策。高度依赖俄罗斯能源供应的欧洲国家受到巨大冲击，美国受影响较小。随着恐慌情绪缓解和部分储备释放，油价近期已回落至 100 美元上方。然而，由于俄罗斯能源供应很难被完全替代，同时美欧对俄制裁不断升级，短期内能源价格仍将维持高位。除了短期能源价格飙升的影响以外，俄乌战争还加速了全球能源转型速度。欧盟计划在年底前将其对俄罗斯天然气的依赖减少三分之二，同时还在快速推进使欧盟在 2030 年前独立于俄罗斯化石燃料的计划。

**关注美国高收益债偿债风险和美股泡沫风险。**2022 年，美联储货币紧缩风险上升。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<sup>2</sup>。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，引发债务风险爆发。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-

<sup>2</sup> 2013 年底是上一轮美联储准备开启退出量宽的时期。

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。

**密切关注短期资本流动风险。**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外资流出，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四方面举措：

**一是，继续做好疫情防控工作，防范和化解境内疫情反弹压力以及境外疫情的输入压力。**Omicron 变体引起全球疫情反复，据美国约翰·霍普金斯大学新冠疫情数据，截至 2022 年 4 月 12 日，全球累计新冠确诊人数已超过 5 亿例，死亡人数约为 618 万例。在 Omicron 疫情下，欧洲、美国、新加坡、韩国、新西兰等纷纷破防，国内也出现多点散发或局部规模性暴发疫情，并对相关地区生产生活产生明显影响。随着越来越多的国家转向“与病毒共存”的策略，我国防控难度增大、成本上升。考虑到我国人口基数大、老年人多，“动态清零”仍是现阶段我国的最好选择，但面临新的国内外疫情形势，我国也应审时度势、动态调整防疫策略。继续对入境和境内重点人群开展全面、及时、无遗漏的检测、隔离和住院治疗。加大疫苗加强针接种，抓紧研究和探讨新冠特效药推广可能性，在治疗、药物和疫苗研发、防控等多个重要领域，积极参与全球公共卫生合作。



二是，**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，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的责任，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，我国仍应强化宏观政策逆周期调节作用，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。

三是，**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。

四是，**防范短期的资本流动，做好预案准备**。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。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：经济大幅降速，或进入滞胀期

受疫情反弹拖累，美国 1 季度经济增长大幅降速。尽管 PMI 保持扩张态势，消费支出仍相对强劲，企业补库存也在支撑经济增长，但投资信心不足和贸易逆差对经济增长形成拖累，亚特兰大联储 GDPNow model 最新预估美国 1 季度 GDP 环比折年率或仅为 0.9%。通胀继续上行且价格压力更为“广泛化”，在蚕食企业利润空间的同时，由此带来的加息与缩表预期也将对经济产生下行压力。就业强势复苏和房地产繁荣前景可能被美联储加息周期打断。美国经济将很有可能面临一段经济增长缓慢和通胀加剧的“滞胀时期”。此外，俄乌冲突对美国的影响高度不确定，目前的冲击主要是带来额外的通胀压力。若未来俄乌冲突持续化和扩大化，可能对美经济活动造成实质性拖累。值得注意的是，美债收益率曲线倒挂并不必然意味着美国经济即将陷入衰退，可能是美国经济增速放缓的信号，观察美国经济是否将再次衰退尚有待更多的证据。

### 欧洲：受通胀威胁程度加剧

俄乌冲突令 2022 年 1 季度欧元区经济活动遭受实质性冲击。尽管由于疫情管控措施放松，欧元区 1 季度 PMI 回落幅度小于市场预期，但冲突带来的负面影响已反映在新订单指数与产出预期指数等一系列领先指标中。同时，能源和农产品价格持续暴涨，使欧元区通胀水平和贸易逆差规模屡创新高，区内居民消费和企业投资将在未来一段时间受到抑制，2 季度欧元区经济陷入衰退的风险显著上升。持续高企的通胀也让欧洲央行加快了退出刺激政策的步伐，计划在 3 季度结束净资产购买。在地缘冲突持续影响下，预计欧元区 2 季度 GDP 环比增长率放缓至 0.4% 左右，通胀则维持在 7.5% 以上的高位。

### 日本：疫情再度反复，汇率风险值得重视

2022 年第 1 季度，日本新冠肺炎疫情再度反复，给第 1 季度日本经济尤其是 2 月份日本经济带来显著冲击。虽然制造业 PMI 依然在 50 荣枯线之上，但是服务业 PMI 则低于 50。日本消费依旧弱势，同比虽然转正，但主要是价格的通缩因素所致。海外机械订单同比增速依然为正，但增势趋缓。货币政策方面，日本央行没有进行大的调整，但对国债市场进行了干预。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跌。未来，日本经济的风险点主要在于，国际大宗商品价格的高企、疫情的演进以及日元汇率的大幅波动。

### 中国：全面理解宏观调控的政策空间

近些年来，疫情冲击、国际形势复杂多变，这对我国的宏观调控政策的时度效提出了更高要求。在制定宏观调控政策的过程中，对于政策空间的认识至关重要。我们既不能过度透支，要为不可预见的困难预留政策空间，又不能刻舟求剑，要用动态的、发展的眼光来看待政策空间。在跨周期和逆周期调节当中，为了更好地把握政策力度，用好、用足宏观调控政策，为经济平稳运行提供有力支撑，我们需要对宏观调控的政策空间有一个全面、系统的认识。

### 金砖国家：经济下行压力上升

金砖国家经济下行压力上升。在俄乌冲突加剧以及美欧等国对俄罗斯制裁不断加剧的情况下，俄罗斯经济前景暗淡，制造业 PMI 在 3 月大幅下降至 44.1，2022 年经济预计将陷入大幅衰退。巴西经济复苏乏力，经济前景不确定性增加。在通胀压力以及美联储退出量化宽松政策的背景之下，巴西央行继续收紧货币政策。10 月巴西将迎来大选，大选前的高利率、脆弱的财政状况和政治极化都可能拖累经济活动。印度经济稳步恢复，但力度仍不强劲，增速仍大幅低于疫情前水平。印度通胀继续上升，但印度央行仍维持既有货币政策不变，未来预计印度通胀会进一步加速，将持续给印度央行施压。南非经济恢复动能不足，经济增长持续放缓。当前南非失业问题严重，通胀压力上升，未来疫情的反复也将对南非经济造成不利冲击。

### 东盟韩国：俄乌冲突之下，区域金融稳定值得关注

2021 年全年，受到新冠疫情变异病毒的影响，东盟六国和韩国经济增长不及预期。东盟六国和韩国 2022 年第 1 季度景气程度前高后低。从 PMI 反映的景气程度来看，2022 年 1-2 月，区内经济体逐渐摆脱疫情影响，经济重启和开放进程加速，制造业复苏明显，但 3 月 PMI 普遍出现下降，显示俄乌冲突升级带来的负面影响。区内部分货币因俄乌冲突显著贬值，股票市场也出现一定程度的波动。俄乌冲突之下，发达市场宽松政策的退出将对区域金融稳定带来更大的压力，此外，俄乌冲突下的金融制裁措施可能对区内金融安全网有潜移默化的影响。

### 全球金融市场：风险溢价上升

2022年1季度，全球金融市场风险溢价上升。美联储加息落地，美元流动性收紧。俄乌冲突升级、美联储加息、奥密克戎病毒大规模爆发、通胀高企等因素，推动全球金融市场风险溢价普遍上升，但除俄罗斯以外的主要大宗商品出口国表现较佳。主要经济体股市波动加大、出现明显回调，但巴西股市上涨。部分新兴经济体跟随或提前于美联储加息，俄罗斯央行加息1050bp以抵御货币大幅贬值。因通胀高企、风险溢价上升、美元加息及其自身加息等因素，主要经济体十年期国债收益率普遍上行。汇率方面，美元升值，欧元、日元均贬值，俄罗斯卢布大贬，其他地缘政治风险较高的经济体货币也出现预防性贬值，巴西、南非等大宗商品出口国汇率升值，阿根廷、土耳其继续大幅贬值。人民币汇率稳定。美债收益率曲线平坦化。中美利差出现倒挂，资本阶段性流出中国资产组合，但贸易顺差、购买力平价和实际利率仍对人民币汇率形成支撑，无需对人民币贬值风险过于担忧。

### 大宗商品市场：地缘政治风险刺激下价格全线上涨

2022年1季度大宗商品在地缘政治冲突、疫情后复苏和通胀预期的多重推动下，价格快速上涨，带动CEEM大宗商品指数突破2013年以来的高点。原油价格环比上涨超两成，俄乌战争及西方各国的制裁直接影响全球10%以上的原油供给，并进一步引发欧洲能源危机；有色金属价格受冶炼电价上涨及需求拉动，铁矿石和钢材价格受中国稳增长预期拉动，均有所上涨。农产品由于南美天气以及主要产地国陷入俄乌武装冲突等影响，也几乎全线上涨。当前全球供需两端均对大宗商品价格所提振，通胀风险显著。但随着中国疫情严格管控和美联储加息带来的超预期压力，大宗商品价格升势预计在2季度会有所减缓。

### 外贸专题：进、出口增速回落

2022年1季度，中国出口（美元）同比增长15.8%，较上季度下降7.2个百分点；进口同比增长9.6%，较上季度下降14.0个百分点；货物贸易顺差总额为1629亿美元，同比提高541亿美元；1-2月，服务贸易逆差为118亿美元，同比下降18.5亿美元，经常账户顺差占GDP比重预估在1.9%左右。受高基期及国内外疫情形势和防控政策分化影响，出口同比增速回落压力加大，但与2021年两年平均增速相比，1季度出口增速并不弱，但增长势头已明显减弱。与2021年4季度预测相比，当前出口增速回落压力明显加大，国内疫情和地缘政治冲突带来较大不确定性。特别需关注国内疫情反弹、触发防控趋严，可能对4-5月企业出口的负面影响。

### 外汇储备专题：当安全资产不再安全，重新审视中国的外汇储备

俄乌冲突爆发后，美国及其盟友冻结俄罗斯外汇储备的行为，改变了众多央行和国际投资主体对美元储备及美国国债属性及功能的认识，外汇储备的安全性、合理性和适度性需要重新审视。面临百年未有之大变局，地缘政治冲突和国际格局的剧烈变化，使得尾部风险概率大幅上升，外汇储备的积累存在一个追逐安全性的悖论——在正常的外部金融环境下，外汇储备是安全资产，当与储备货币发行国出现极端利益冲突时，积累的外汇储备越多，国内金融体系的不安全性反而越大。外汇储备对于发行国和储备国而言具有明显的非对称性，储备国面临的是“金融恐怖不均衡”，积累的外汇储备规模并不足以对发行国金融体系产生足够的影响力。而储备货币发行国不仅可以通过巨大的外汇储备资金池稀释部分储备国的反制力，而且可以通过冻结和罚没等手段令储备国瞬间丧失调用外汇储备来保障交易兑付和汇率稳定的能力。因此，对储备国而言，持有规模过度、结构单一的外汇储备弊大于利。出于适度性和安全性的考虑，中国需要进一步对外汇储备的规模和结构进行优化。