

全球宏观经济季度报告

总览：2022 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 周学智 徐奇渊

杨盼盼 吴立元 常殊昱

栾 稀 陈 博 陈逸豪

崔晓敏 熊婉婷

《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	吴立元	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
	陈逸豪	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	刘沁璇	科研助理

联系人：刘沁璇 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。

2022 年第 4 季度中国外部经济环境总览

——2022 年冬季全球宏观经济运行与分析

4 季度，中国外部经济综合 CEEM-PMI 指数跌破荣枯线。其中，美国回落节奏领先、已跌破荣枯线且仍在下行，日本、澳大利亚、巴西、东盟等均有不同程度回落，欧元区、中国台湾、印度环比略有好转。特别地，4 季度东盟 PMI 指数快速回落，已濒临荣枯线。

4 季度，美国经济暂时摆脱“技术性”衰退。美国 PMI 继续下行，个人收入与支出增速趋缓，新屋开工下降，新屋销售反弹，本轮企业补库存周期已结束，贸易逆差先扩大后收窄，劳动力市场依然紧张，通胀明显回落、但仍具粘性。美债收益率曲线持续深度倒挂，美元指数明显回调，美联储再次加息。

4 季度，欧洲即将迎来温和衰退。欧元区综合 PMI 温和回升，能源成本下行驱动区内通胀率重返个位数水平，消费者信心回升。供应链瓶颈的缓解以及积压订单的消化使得企业投资表现优于预期，对外贸易逆差小幅收窄。但欧洲经济短期内还是难以摆脱萎缩的阴霾，只是萎缩程度可能较为温和。

4 季度，大宗商品价格环比走弱。随着中国放松防疫措施，经济复苏预期刺激季度末反弹，但由于表观数据不佳原油等品种反弹幅度有限。有色金属波动上涨，铁矿石和钢材价格也均在季度末反弹。农产品国内外价格走势出现分歧，美大豆涨幅明显，小麦季末反弹。

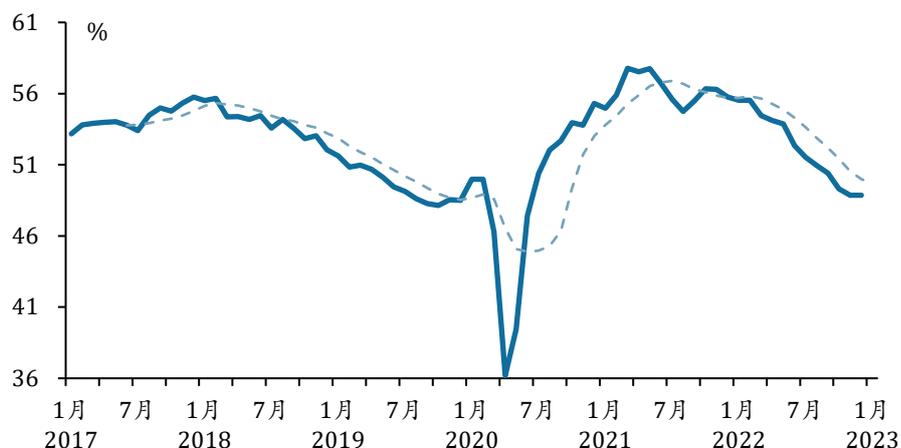
4 季度，美欧央行放缓加息节奏，全球主要资产价格出现回升。美元止升转跌，其他主要经济体货币均有所升值。全球股市普遍回升，发达经济体债券收益率受加息影响继续上升；因增长预期边际改善，中国 10 年期国债收益率上行。

2023 年全球经济运行风险仍然突出。世界经济增速持续下行，我国出口外需快速回落。部分国家恐将出现金融、货币、债务危机。全球通胀或将长期处于高位，各国政策权衡变得极其艰难。大宗商品价格剧烈波动。

一、 全球经济增长持续放缓

2022 年 4 季度，中国外部经济综合 CEEM-PMI 指数¹继续下行，10 月跌破荣枯线，11 月继续下行，12 月与 11 月基本持平。其中，美国回落节奏领先、已跌破荣枯线且仍在下行，日本、澳大利亚、巴西、东盟等均有不同程度回落，欧元区、中国台湾、印度环比略有好转。特别地，4 季度东盟 PMI 指数快速回落，已濒临荣枯线。

图表 1 中国外部经济综合 CEEM - PMI



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

美国经济暂时摆脱“技术性”衰退。4 季度，PMI 继续下行，ISM 和 Markit 的数据继续偏离。ISM 编撰的 10-12 月制造业 PMI 分别为 50.2、49 和 48.4，低于 3 季度均值 52.2；10-12 月非制造业 PMI 分别为 54.4、56.5 和 49.6，低于 3 季度均值 56.8。Markit 编撰的制造业 PMI 在 11 月首次跌破 50，服务业 PMI 在 7 月首次跌破 50，且此后两大指标皆一直低于 50，并有持续下探的趋势。此外，美国综合 PMI 在 7 月首次跌破 50 后持续低迷，表明整体商业环境持续恶化。

个人收入与支出增速趋缓。10 月至 11 月美国个人收入同比增速分别为 4.8% 和 4.7%，个人消费支出同比增速分别为 8.1% 和 7.7%，皆低于 2 季度的均值，但收入与支出的增速皆

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 CEIC 数据库。

显著高于疫情前水平。房地产开工继续下降，企业库存拐点已现。利率回升和房价上涨已显著阻碍了进一步购房需求。截至 2022 年 12 月 22 日的当周，30 年期抵押贷款固定利率为 6.27%，显著高于疫情期间的低点和疫情前水平；11 月新屋开工的折年数为 142.7 万套，环比下降 0.49%。贸易逆差先扩大后收窄。由于进口增速在 7 月已明显回落，而出口增速在 10 月开始回落，美国贸易逆差在 10 月有所扩大，但 11 月美国进口增速大幅下滑，当月贸易逆差也有所收窄。美国就业市场不均衡复苏情况保持缓和。美国失业超过 27 周以上人数略有反弹，12 月小幅回落至 106.9 万人，占比小幅回落至 18.5%，小幅低于疫情前水平。通胀趋于降温，但仍具粘性。其中，能源、食品、住宅和交通运输同比增速均回落，娱乐同比增速上涨。由于租金滞后于房价，而紧张的劳动力市场支持了服务支出，美国通胀短期内仍具粘性。

金融市场风险值得警惕。美债收益率曲线持续深度倒挂。2022 年以来，美债收益率曲线快速走平，部分期限的美债收益率曲线出现倒挂，尤其是 10 年期与 3 个月美债收益率曲线持续深度倒挂，使得市场预期美国经济可能将陷入衰退。美元指数回调。在美联储持续大幅加息及鹰派预期的支撑下，2022 年以来美元指数强势上行。考虑到近期美联储仍有加息动能，美元指数可能跟随加息预期震荡。若 2023 年美联储停止加息，同时美国经济衰退风险进一步显现，美元指数可能掉头下行。美股仍有下行压力。2022 年 3 月中旬以来，美股曾强力反弹，幅度接近 10%。但伴随着美联储持续鹰派加息，以及通胀逐步蚕食企业利润，未来美股仍有进一步下行压力。如果 2023 年美国经济出现实质性衰退，美股可能迎来二次下跌。美联储加息节奏放缓。美联储在 12 月议息会议加息 50bp，这已经是美联储年内持续第 7 次加息。点阵图显示，2022 年政策利率中值为 4.4%，2023 年政策利率中值为 5.1%，2024 年和 2025 年或降息至 4.1% 和 2.9%，这意味着未来几年政策利率水平将显著高于 2.5% 的长期水平。此外，超过半数委员认为 2023 年政策利率应至少达到 5.0-5.25%，最为“鸽派”的委员也认为，2023 年政策利率将提升至 4.75-5.0%，这意味着明年的加息幅度可能至少为 75BP。美联储对 2023 年经济增长前景更为不乐观。

欧洲即将迎来温和衰退。4 季度，受供应链瓶颈缓解和商业信心改善的影响，欧元区 PMI 呈温和回升的态势。但 4 季度综合 PMI 仍保持在荣枯线以下，且平均值较 3 季度有所

下滑，表明欧元区生产经营活动继续萎靡，但衰退程度可能较预期温和。12月欧元区制造业和服务业 PMI 均低于荣枯线，但高于预期值和前值。4季度欧元区消费者信心持续回暖，达到5月份以来的最高水平，但仍远低于2020年2月疫情爆发前水平，居民消费可能还需要较长时间才能逐步恢复。供应链瓶颈小幅缓解使得欧洲汽车制造业产出在2022年第3季度出现恢复，使欧元区固定资产投资同比增加7.2%，为该季度GDP增长做出了正向贡献。不过，在俄乌冲突不确定性、能源价格上涨以及利率水平走高三重因素的作用下，欧元区工业信心指数仍在持续下跌，这表明短期内欧元区的商业投资有可能出现显著收缩。受能源价格小幅回落的影响，欧元区货物贸易逆差连续两个月小幅收窄。

通胀回落至个位数。2022年12月份欧元区消费者调和价格指数(HICP)同比增长9.2%，较11月的10.1%进一步下降，是自10月10.6%高点的连续第二次下行。能源依然是12月通胀攀升的最大推手，但已经显著低于先前水平。除能源外，其他各分项价格均出现了小幅度的上涨。然而，剔除了波动较大的食品和能源价格后，欧元区核心HICP在12月同比上涨了5.2%，创下新高，表明尽管欧元区通胀有所放缓，但价格压力难言缓解，核心通胀还未出现下降的迹象。失业率保持历史低位。2022年10月欧元区19国经季节性调整后的失业率为6.5%，较9月的6.6%再下行0.1个百分点，再度创下历史新低；青年失业率为15%，较前一个月的15.2%下降了0.2个百分点。

欧央行“鹰”姿不改。2022年12月15日，欧洲央行管委会会议决定加息50个基点，这是欧洲央行自2022年7月以来的第四次加息。欧洲央行行长拉加德多次重申欧央行鹰派立场，并预计在2023年2月的欧洲央行下次会议上可能会再度加息50个基点，此后可能还会再有两次各加息50个基点。**欧盟敲定天然气限价。**2022年12月19日，欧盟各国在布鲁塞尔举行的欧盟能源部长会议上达成协议，将天然气价格上限定在每兆瓦时180欧元。该限价机制将于2023年2月15日启动，有效期一年。

日本经济复苏势头开始减弱。4季度，日本迎来第8波新冠肺炎疫情冲击，目前看对经济的影响较为有限，4季度日本经济的疲态应归因于自身运行规律。11月日本制造业PMI为49.0，是自2022年3月以来连续第8个月下跌，也是2021年1月以来第一次跌破50.0荣枯线。服务业PMI相对稳健。10月份日本服务业PMI为53.2，创下6月份以来的新高。

目前，日本经济更多体现出的是经济自身运行规律所致的冲击。日本制造业 PMI 下滑，与当前全球主要国家制造业 PMI 疲软具有一致性。2022 年 10 月，日本二人以上家庭实际消费支出较上年同期增长了 1.2%，同比增速明显收敛，消费端逐渐乏力。社交性质较强的旅游、聚餐等消费同比恢复较好，居家性质的饮食和酒类消费稍显疲软，显示出明显的“后疫情”特征。机械订单方面，10 月份机械订单金额同比增速转负，为-8.3%。机械订单需求的疲软是全方位的，外需同比增速、官方部门和公共部门需求同比增速和民间需求同比增速均大幅下跌。日本对外贸易逆差绝对金额创历史新高。10 月份，日本商品贸易逆差高达 22202 亿日元，创下月度数据的历史记录。11 月份贸易逆差为 20274 亿日元，较 10 月份有所收敛，但仍远远高于 2021 年同期。进口方面的压力主要来源于日元贬值和能源价格上涨。

日本金融政策初“调整”，CPI 同比继续上升。4 季度，日本央行扩大长期债券的利率波动区间，但同时也增大了国债购买上限。可以说，日本银行在对“价格”进行收紧的同时，在“数量”方面则进行了宽松。此举对日本乃至全球金融市场是一个利空，但影响应比较有限。根据日本央行总裁黑田东彦的答记者问，可以做出如下推断：第一，日本银行此次政策调整的本意并非“升息”。第二，日本银行期待债券市场存在波动，市场机能有所改善，而非当前一潭死水的状态。未来，日本银行的政策取向可能取决于外围金融市场是否波动加大，以及日本国债利率（价格）能否在区间内充分波动。从日本央行政策的实际调整可以判断，日本央行对外围环境并不乐观。CPI 同比增速上升，PPI 同比增速持续高位。2022 年 10 月和 11 月，日本消费者物价指数（CPI）分别同比上涨 3.7%和 3.8%，后者创本轮新高。扣除生鲜食品和能源的 CPI（与全球主流的核心 CPI 定义一致）分别同比上涨 2.5%和 2.8%。可见，截止到 11 月份，能源价格依旧是影响日本 CPI 的重要因素，食品价格的影响则有所减弱。PPI 同比增速依然在 9%水平。

日本股市大幅震荡，日元走强。日经 225 指数整体稳定，但在日银政策调整后出现大跌。东京日经 225 指数 7 月 1 日开盘于 25778.95 点，截至 12 月 23 日，收于 26235.25 点。期间日本股市整体保持稳定，但 12 月 20 日随着日银政策调整，日经 225 指数当天大跌-2.46%，且随后几个交易日无力收复失地。日元兑美元汇率在第 4 季度出现大涨。7 月 1 日，1 美元可兑 144.648 日元，截止到 12 月 23 日，1 美元可兑 132.913 日元。未来日元有可能

走强，但预计空间有限。对日本银行调整 YCC 意图的理解，是判断日元升值空间的重要因素。10 年期国债收益率涨破 0.25% 上限，并一度突破 0.50% 上限。日本央行调整长期国债收益率波动区间后，日本 10 年期国债旋即下跌并触发熔断。随后的几个交易日，日本 10 年期国债收益率有所回落，12 月 23 日跌至 0.424%。日本国债利率（价格）的波动在一定程度上有所恢复。但效果仍需观察。

东盟韩国区内新兴经济体增长改善，发达经济体放缓。根据国际货币基金组织 2022 年 10 月的预测数据，预计东盟六国中除新加坡外的五国经济增速较 2021 年有所上升，原因有如下方面：第一，各国面对疫情逐步放开有助于工业产出稳定和服务业复苏；第二，全球大宗商品价格的高涨促进了区内大宗商品出口国的经济复苏；第三，东盟产能恢复和出口上升拉动区内主要出口国经济增长；第四，区内主要经济体基本面总体良好，各国的货币政策相对自主，受到发达经济体紧缩周期的负面影响相对较轻。与区内新兴经济体不同，预计 2022 年区内两大发达经济体新加坡和韩国的经济增速较上年有所回落，其主要原因包括：第一，受到通货膨胀因素的影响，国内私人部门需求被抑制，应对通胀的紧缩举措将抬高债务偿还成本，压缩可支配收入。第二，能源价格的上升和外部需求的放缓对新加坡和韩国的出口产生不利影响。第三，乌克兰危机带来供应链的持续扰乱，对区内制造业的景气程度产生不利影响。

区内通货膨胀压力上升，总体通胀水平相对温和。预计 2022 年区内所有经济体的通胀水平低于世界平均水平（8.8%），但 2022 年亚太地区所有国家的通货膨胀水平均较上年上升，除去乌克兰危机带来的大宗商品价格冲击的共性因素，区内发达经济体通胀的主因是前期超宽松政策带来的需求旺盛，而区内新兴经济体和发展中经济体的较高通胀则是由于供给瓶颈、汇率贬值带来的输入性通胀、食品价格上涨等因素造成的，经济基本面仍然面临需求不足问题，通胀的负面影响显然更大，未来复苏将更加艰难。货币总体贬值，贬值的主要原因包括：第一，美元强势带来区内货币相对于美元走弱；第二，区内经济体出口放缓带来国际收支方面的压力；第三，区域内日元、人民币的较大贬值使得各货币产生贬值的协同效应。后续美元强势周期走向尾声，区内货币整体趋稳回调。尽管如此，仍需对贬值压

力更大、基本面不佳的经济体金融稳定性予以更多关注。2022 年区内能源进口国的经常账户普遍恶化，而大宗商品出口国的经常账户则好转。

东盟韩国的经济复苏挑战和机遇并存。2023 年，导致区内经济可能进一步放缓的因素包括：第一，加息带来的融资环境收紧尚未过去，同时本国货币政策趋紧也将抑制国内需求；第二，全球经济和主要发达经济体在 2023 年有较大概率步入衰退，外需将进一步放缓；第三，大宗商品市场面临调整可能性；第四，通货膨胀将提升本区的生活成本，并对低收入经济体的民生产生影响；第五，区内债务水平较高的经济体存在债务危机可能性。尽管如此，区内经济发展在 2023 年也存在若干积极因素。其一，中国经济在 2023 年的复苏有望强劲，将对区域经济产生正向溢出；其二，在经历了疫情冲击和乌克兰危机之后，区内的价值链将进一步调整和巩固，继而从供给侧降低全球通胀压力；其三，数字经济的发展和互联互通将进一步加深。

金砖国家通胀略有缓解，经济继续复苏。俄罗斯经济陷入衰退，但制裁效果未达预期。2022 年 3 季度俄罗斯 GDP 同比增长-3.67%，已连续两个季度同比负增长，陷入衰退。4 季度俄罗斯 PMI 较上季度有所下降，10-12 月综合 PMI 分别为 45.8、50.0、48.0，已进入收缩区间。显然，大规模制裁叠加战争影响，俄罗斯经济复苏进程被打断，并出现较大幅度衰退。但是，制裁对俄罗斯经济的打击还是低于制裁初期的预期。IMF、OECD、世界银行等主要国际组织年初均预测俄罗斯经济将萎缩 8%以上，目前一致预测大约为萎缩 3%左右。西方制裁进一步加码，重点打击俄罗斯能源出口，俄汇率、财政与经济继续面临压力。综上所述，虽然冲突与制裁之下，俄罗斯经济金融状况短期进入稳定区间，但中长期挑战依然巨大，财政、汇率与经济增长面临较大压力。

巴西经济继续缓慢复苏，但动能依然较弱。2022 年 3 季度巴西 GDP 季节调整后环比增长 0.4%，同比增长 3.6%，季调后三年平均增速为 1.7%，创疫情以来最高。其中私人消费、固定资产投资、出口、进口同比增长分别为 4.6%、5.2%、8.4%、11.2%，均显著高于 2 季度。2022 年 10-12 月制造业 PMI 较上一季度显著下降，且落入收缩区间，服务业 PMI 仍处于扩张区间，但有下降态势。10-11 月，巴西出口增长强劲而进口显著下滑，贸易顺差扩大。巴西在 2011 年人均 GDP 已达到 1.3 万美元，此后持续下降到 2020 年的 6800 美元，

2021 年升至 7500 美元。考虑到其人均 GDP 经历了长时间的下滑，尽管巴西经济在 3 季度稳步复苏，但速度仍显缓慢，动能依然偏弱。2022 年 9-11 月巴西通胀大幅回落，巴西央行 4 季度维持隔夜利率不变，但考虑到通胀下降，货币环境依然偏紧。巴西大选尘埃落定，卢拉当选总统，政治不确定性显著降低，但民主进程与结构性改革难度较大。

印度经济继续稳步复苏，内需有所增强。2022 年 3 季度印度 GDP 同比大幅增长 6.3%，季调环比为 0.76%，环比由负转正。三年平均增速为 2.5%，较 2 季度的 1.3%有所提升，但仍低于 1 季度，且显著低于疫情前的 5.5%以上。其中，内需与服务贸易为主要增长动力，这与多数新兴市场国家显著不同。2022 年 3 季度私人消费同比增加 9.7%，三年平均增速为 3.6%，略微高于 1 季度的 3.2%，消费边际上升，但动力依然偏弱。印度货物贸易增速下滑，而服务贸易保持高增长。2022 年 9-10 月以美元计商品进出口金额同比增速均下滑，部分归因于汇率贬值，但即使考虑汇率因素，10 月实际出口增速也明显下滑。10 月服务业进出口均同比高增长，估计 11 月服务业进出口仍将同比增长。印度通胀开始回落，2022 年 11 月 CPI 进入央行设立的 6%的通胀容忍上限。央行小幅加息 35 个基点，将政策回购利率升至 6.25%。印度消费者信心与资本市场较为强劲，印度央行公布的 9、11 月消费者信心指数创疫情以来新高，孟买敏感指数再创历史新高。

南非经济恢复动能依然不足。2022 年 3 季度南非经济同比增长 4.1%，显著高于 2 季度，三年平均同比增速为 0.4%，由负转正，疫情以来实际 GDP 首次回到 2019 年同期水平。南非 9-11 月制造业 PMI 显著上升，显示制造业恢复动能有所增强。南非经济研究局发布的 2022 年 4 季度 FNB/BER 消费者信心指数为-8，较上一季度的-20 显著上升，且达到疫情以来最佳，但消费者信心依然偏弱。对外贸易方面，南非 2022 年 3 季度进出口增速均有所上升，进口增速显著快于出口增速，2020 年 5 月以来首次出现月度贸易逆差。可以看出，南非经济仍在缓慢复苏，但作为新兴市场国家，其复苏动能依然不足。南非劳动力市场微弱改善，2022 年 3 季度南非失业率较上一季度继续下降 1 个百分点，但仍高达 32.9%。通胀压力仍大。2022 年 9-11 月南非 CPI 同比增速较 6-8 月有微小回落，但仍处于高位。出于对通胀压力、汇率贬值与资本外流的担忧，南非央行 2022 年 11 月再次加息 75 个基点，将回购利率升至 7%。

大宗商品价格环比走弱，中国复苏预期刺激季度末反弹。4 季度大宗商品价格受中国疫情防控、海外衰退预期和流动性紧缩影响，整体下行。4 季度 CEEM 大宗商品价格季度均价环比下跌 6.61%，连续第二个季度下跌，且跌幅扩大。以美联储为代表的央行持续紧缩和海外衰退预期使大宗商品承压，而中国在 12 月正式放松防疫政策前，防控程度达到峰值且消费、房地产等行业疲弱，打击市场信心。12 月解封后预期走好，对市场有一定刺激。当季原油价格环比下跌 10.5%，领跌大宗商品市场，因中美欧实体经济疲弱，且欧洲和俄罗斯能源脱钩进展好于预期。有色金属波动性较大，震荡走高，尤其是铜价在低库存和中国开放带领下反弹。国际铁矿石价格下探后走高，钢价下跌后季末小幅上涨。煤炭环比下跌。农产品国内国际市场出现分歧，美豆涨幅明显，小麦国内外价格涨后回落，季末小幅上涨。

图表 2 CEEM 大宗商品价格指数



中国经济要尽快点燃市场信心，内需表现值得期待。2023 年，在压力与机遇并存之下，我国经济运行有望实现总体回升，2023 全年增速可能达到 5%或更高一些。其中总需求结构将表现为内需强、外需弱的格局。2023 年主要发达经济体的增速将下滑，美欧主要央行过度紧缩的货币政策可能引发衰退，外需环境不容乐观。预计疫情防控政策经过科学调整后，随着消费需求本身的修复，以及刺激消费政策的出台，将进一步改善居民的就业预期和企业的投资预期，从而为内需持续企稳提供基础。在激发内需方面，我们更要看到消费、投资两者之间相互促进的一面，以此为立足点来思考扩大内需的政策。同时也要注意，2023 年基建、房地产等投资的上升空间相对较小，因此要优先扩大居民部门的消费需求。

经济重启修复的初期，也是恢复消费者信心的关键时期，要把市场信心的第一把火尽快点燃起来，推动形成良性循环。另外从供给面来看，2023年和未来的数年也是我国巩固产业链地位的较好时机。

二、 全球金融市场：美联储加息放缓，全球资产价格回调

美元止升转跌，全球主要资产价格季度回调。4季度，美联储加息放缓，分别加息75bp、50bp，美国联邦基金目标利率达到4.5%。欧央行12月也放缓加息节奏。美元止升转跌，其他主要经济体货币均有所升值。全球股市普遍回升，发达经济体债券收益率受加息影响继续上升、价格继续下跌。4季度主要大宗商品价格波动不大。因美元贬值，以美元计价的黄金价格环比上涨8.4%。

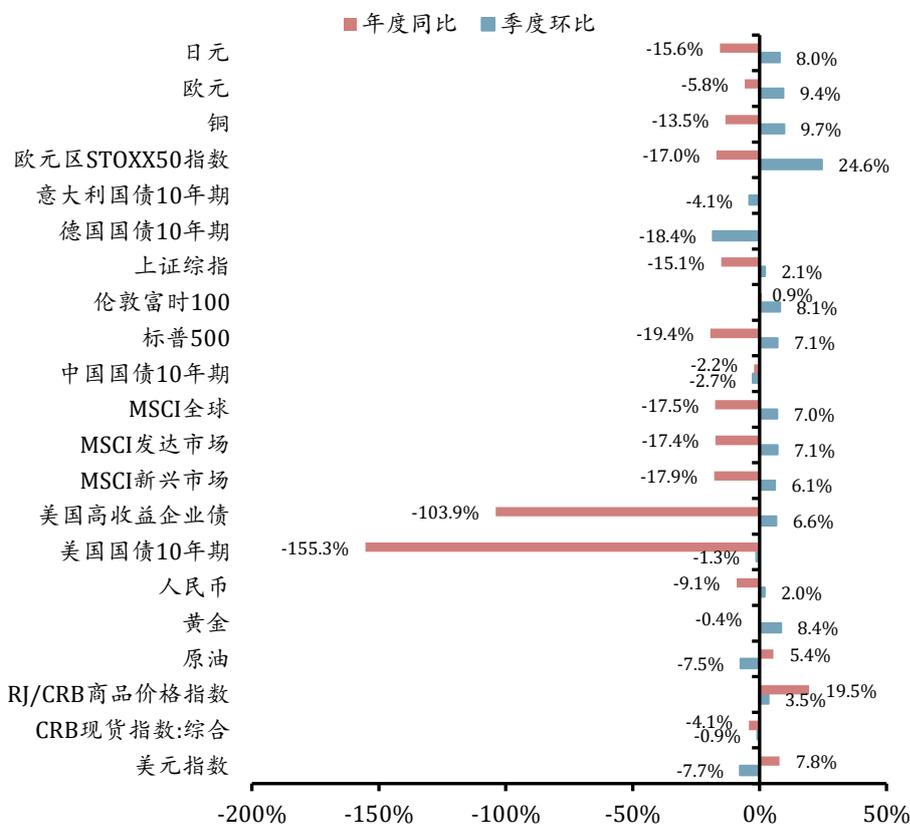
美元流动性收紧，美股波动下降。美联储加息125bp，TED利差由20bp上升至40bp以上，较量化宽松时期明显抬升，美元流动性整体收紧。目前，TED利差水平接近2020年新冠肺炎疫情爆发前的水平。或因美联储释放出加息节奏放缓的信号，美股波动性明显下降，VIX指数下降至20%，并在该水平稳定了一段时间。

美元贬值，其他主要经济体货币汇率回升。4季度，美元先升后贬，季末较上季度贬值7.7%。其他主要经济体货币升值。按季末值，人民币4季度升值1.9%；按平均值，人民币4季度依然贬值3.9%。发达经济体中，韩元升值幅度最大、单季度升值11.6%；欧元、日元、英镑分别升值9.2%、8.5%、6.7%。新兴经济体中，东南亚经济体货币依然表现较佳，泰铢升值8.9%，新加坡、马来西亚、菲律宾货币分别升值6.2%、4.9%、4.7%。巴西雷亚尔升值2.1%，南非兰特升值5.1%。俄罗斯、阿根廷货币贬值幅度依然较大，分别高达22.5%、20.2%。

欧美股市大涨，巴西、俄罗斯股市下跌。受发达经济体加息节奏放缓影响，主要经济体股市回调。标普500指数上涨7.1%，季内波幅高达14.6%。上证综指上涨2.14%，季内波幅达11.03%。欧洲股市大幅上涨，法国CAC40指数、德国DAX指数分别上涨12.35%、14.93%；季内波幅高达16.6%、19.5%。东亚股市小幅上涨，日本、韩国、中国股市分别上涨0.61%、3.75%、2.14%。印度股市继续大涨，4季度印度sensex30指数上涨5.9%，季内

波幅 11.4%。巴西股市小幅下跌 0.27%，季内波幅超过 16%。俄罗斯股市下跌 8%，季内波幅高达 25.31%。

图表 3 全球金融市场主要指标变动



注 1：原始数据来源于汤森路透数据库，经笔者计算。债券价格的波动体现为价格的波动，而非收益率的变动，即价格下跌、利率上升。

注 2：该表数据截至日为 2022 年 12 月 31 日，变动幅度均按季末值计算。因截止时间和计算方法差异，该表的数据与后文的图表数据可能存在相近不相同的情况。

主要经济体货币政策分化。4 季度，美联储加息 125bp，欧央行加息 125bp，印度央行加息 35bp，加息的经济体货币市场利率均跟随基准利率走高。日本央行放宽收益率曲线控制的上下限，但未影响日本货币市场流动性，4 季度日元货币市场利率负利率程度加深 2bp 至 -0.06%。4 季度，中国人民银行未调整政策利率，货币市场利率在利率走廊内明显波动。

主要发达经济体国债收益率继续上升。受加息影响，美国、欧洲的长期国债收益率普遍继续上升。加息幅度放缓让美、欧主要经济体的 10 年期国债收益率季内出现了较长时间的趋势性下行回调，但因央行仍在加息，很快又反弹上行。日本央行提高了 10 年期国债收益率波动的上限，日本 10 年期国债收益率季内上升 26.8bp 达到 0.5% 的利率上限。因经济

衰退预期升温、失业率上升、10月首尔踩踏事件影响消费者信心，韩国10年期国债收益率在高通胀背景下出现大幅下行，季内下行约120bp。因为防疫政策调整和地产支持性政策出台，经济增长预期出现了边际改善，中国10年期国债收益率季内上升约26bp。

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货币紧缩等因素影响，2022年以来，国际机构持续大幅下调全球经济增长预期。展望2023年，全球经济运行风险仍然突出，需重点关注以下几方面风险：

世界经济增速持续下行，我国出口外需快速回落。受主要经济体央行货币紧缩、新冠疫情及乌克兰危机影响，2022年以来全球经济增长前景快速恶化，主要国际机构不断下调2023年的全球增长预期，而且这种下调趋势还没有结束。近期，世界银行大幅下调2023年全球经济增速预期至增长1.7%，较2022年6月预测值低1.3个百分点，同时警告经济衰退风险。其中，美国、欧元区、日本2023年GDP增速分别预测为0.5%、0%、1%，均较去年6月下降。此外，世行还下调了所有新兴和发展中地区2023和2024年的经济增速，尤其是拉丁美洲和加勒比地区、南亚和撒哈拉以南非洲地区。IMF总裁Georgieva也表示IMF可能很快再次下调对2023年全球经济增长的预期，同时2023年全球三分之一的经济体将受到经济衰退冲击。世贸组织(WTO)10月预测，2023年全球和亚洲出口量增速均在1.0%左右，较4月预测大幅下调2.4个百分点。

部分国家出现金融、货币、债务危机。预计2023年美国、欧洲等发达经济体央行仍将继续加息一段时间，相关经济体的衰退预期也将升温。受加息持续、经济衰退风险上升等多重因素影响，全球主要金融市场将加剧调整，需要关注主要经济体资产价格下跌通过抵押品机制引发信贷收缩、流动性危机甚至金融危机的风险。随着全球宏观经济金融环境逐步由新冠疫情前的“低通胀、低利率”均衡转向“高通胀、高利率”均衡，主权债务危机或再度成为影响全球经济金融稳定的巨大隐患。对以本币债务为主的发达经济体而言，经济下行和货币紧缩将加大政府偿债压力，资产价格下跌所带来的“银行-主权”厄运循环风险上升，但出乎意料的高通胀冲击会起到削减债务的作用。希腊、意大利等南欧国家脆弱性较高。对新兴市场和发展中国家而言，受利率普遍上升、国际融资条件收紧、本币相对债务

计价货币贬值等负面因素影响，斯里兰卡、黎巴嫩等国已陆续爆发危机，下一步陷入债务困境国家数量或进一步增加。

全球通胀或将长期处于高位，各国政策权衡变得极其艰难。当前全球高通胀主要源于新冠疫情引发的供应链瓶颈、各国极度扩张性的财政刺激政策与宽松性货币政策、发达经济体强劲的需求、劳动力供给冲击以及俄乌冲突助推全球大宗商品价格上涨。展望 2023 年，全球通胀的回落速度可能较为缓慢，主要不确定性来自于劳动力市场紧张和供应链瓶颈的持续时间以及各国央行如何应对高通胀。当前，美国失业率处于历史低位，就业需求强劲，而受疫情反复、通胀高企、儿童保育等因素影响，劳动力供给意愿不足，就业市场尚未完全恢复，供求紧张继续推高薪资增速。新兴市场和发展中经济体的通胀形势存在很大差异，部分国家存在通胀失控风险。同时，各国在应对高通胀的政策权衡正在变得艰难，货币、财政或金融政策校准不当的风险急剧上升。

大宗商品价格剧烈波动。2023 年能源和矿产等初级产品的价格，既可能随经济增速的放缓而进一步下跌，也可能受俄乌冲突因素的影响而出现大涨大跌的不稳定局面。俄罗斯是石油、天然气、铁矿石、铜、镍和钯等能矿商品的主要出口国。欧盟对俄罗斯的能源禁运制裁措施可能将严重影响俄罗斯能矿产品的出口。同时，俄乌冲突也可能再度引发黑海运输通道被封、能源运输设施被破坏等恶性事件发生，这将导致相关商品进口国面临“买不到”和“运不回”的风险。届时，这些产品市场供给的大幅减少将引发价格的飙升。与能矿类初级产品不同，粮食价格和供应安全还主要受到极端天气的影响。根据世界气象组织（WMO）的预测，2023 年将会出现“三峰拉尼娜”现象，延长受影响地区的干旱或洪水状况，降低主要作物的产量及供给，危及已处于贫穷中的脆弱经济体。此外，贸易保护主义也将加剧初级产品价格上涨以及供给短缺带来的风险。

尽管国内疫情反弹对我国经济增长造成了一定干扰，但我国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，加大宏观政策调节力度，巩固经济恢复发展基础。疫情期间，我国内需总体较弱，外需对稳定经济增长发挥了重要作用。然而，随着世界经济和贸易增速回落，我国出口外需面临较大下行压力，保持宏观经济稳定增长面临挑战。在当前复杂经济形势下，需强

化宏观政策逆周期调节作用，夯实国内经济恢复的基本盘。宏观政策要在扩大需求上积极作为，财政货币政策要有效弥补社会需求不足，货币政策要加大对企业的信贷支持。2022年9月，国务院常务会议通过《支持外贸稳定发展若干政策措施》，从增强履约能力、激发创新活力、强化保障能力三个方面为外贸企业纾困、解难和助力。

二是，完善国内防火墙建设，防范外部金融风险传染。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。提高政府对汇率波动容忍度，发展外汇衍生品市场，增强企业对汇率波动适应性。迅速采取措施稳定市场预期，增加国内外对我国经济增长信心。妥善处置房地产风险，进一步健全宏观审慎政策框架，强化系统性风险监测、评估和预警，确保国内金融稳定，以自身金融稳定降低外部风险传染。

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。宏观政策应增强通胀容忍度，注意区分我国与全球通胀的结构性差异，重点关注国内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。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。此外，未来全球能源价格可能剧烈波动，能源供给可能更具脆弱性，我国应提前谋划、优化能源结构、保障能源供应安全。

四是，加强债务治理合作和宏观政策方面的跨国协调。一方面，应提高在多边框架下开展债务处置的效率和国家覆盖范围，同时更为充分地利用 SDR 增发契机，通过 SDR 再分配机制为有关债务国提供信用增级。另一方面，应加强不同经济体宏观政策协调，通过提前沟通、双边货币互换、区域金融安全网等方式减少核心国家货币政策收紧过程中对外围国家的负面溢出效应。此外，我国是多个发展中国家的重要债权人，随着发展中国家爆发危机概率上升，我国面临的舆论和减债压力显著加大。应把妥善化解债务危机作为突破美西方“平行体系”战略封锁，巩固提升我国在发展中国家影响力的重要抓手。

专题报告预览

美国：经济暂时摆脱“技术性”衰退

2022 年 4 季度，美国 PMI 继续下行，个人收入与支出增速趋缓，新屋开工继续下降，但新屋销售有所反弹，本轮企业补库存周期已结束，贸易逆差先扩大后收窄，劳动力市场依然紧张，通胀明显回落、但仍具粘性。美债收益率曲线持续深度倒挂，美元指数明显回调，美股震荡下行。美联储在 12 月再次加息 50bp，将联邦基金利率提升至限制性水平，并声明未来利率将更高、持续时间更长。继 3 季度 GDP 环比增长率录得 3.2% 后，4 季度美国 GDP 增速延续反弹，这使得美国经济暂时摆脱 2022 年上半年的“技术性”衰退，但美国经济衰退风险并未消退。

欧洲：即将迎来温和衰退

2022 年第 4 季度，欧元区综合 PMI 温和回升，制造业和服务业活动虽然依旧疲弱，但萎缩程度有所减轻。受暖冬影响，原先预计的严重能源短缺和电力危机未在欧元区爆发，能源成本下行更驱动区内通胀率重返个位数水平，促使欧元区消费者信心显著回升。供应链瓶颈的缓解以及积压订单的消化使得企业投资表现亦优于预期，欧元区对外贸易逆差小幅收窄。不过，在全球经济增长前景疲弱、围绕俄乌冲突和能源的高不确定性仍存、欧洲央行加息立场不改等多重因素的叠加下，欧洲经济短期内还是难以摆脱萎缩的阴霾，只是萎缩程度可能较为温和。预计欧元区在 2022 年和 2023 年交接之际会出现短暂的技术性衰退，2023 年全年经济增长约在 0.3~0.5% 之间。

日本：货币政策调整显著影响金融市场

2022 年第 4 季度，日本迎来第 8 波新冠肺炎疫情冲击。新冠肺炎疫情叠加流感，无疑会对日本经济造成一定负面影响，但目前看该影响较为有限。10 月和 11 月，日本制造业 PMI 出现明显下滑，并于 11 月跌破荣枯线。服务业 PMI 冲高后明显回落。日本银行在 12 月声称，将日本 10 年期国债收益率上限由 0.25% 提高至 0.50%。此举超出市场预期，日本股市和债市大跌，日元汇率大涨。日本物价增速依然维持在高位，但后续有缓解的可能。贸易逆差则继续扩大。关于日本银行政策调整对金融市场的影响，仍有待进一步观察。

东盟韩国：复苏挑战和机遇并存

作为 2022 年最后一季的季度报告，本报告对 2022 年全年东盟六国和韩国的经济增长进行了回顾。2022 年，预计东盟六国中除新加坡外的五国新兴及发展中经济体增长较上年有所改善，而区内新加坡和韩国两大发达经济体的增长则较上年有所放缓。2022 年，全球通货膨胀高企，区内通胀压力也不可避免上升，但是总体通胀水平相对温和。区内货币对美元总体呈现贬值态势。2022 年区内能源进口国的经常账户普遍恶化，而大宗商品出口国的经常账户则好转。展望 2023 年，由于东盟六国和韩国在 2022 年下半年经济程度出现调整和回落，这将不可避免地影响 2023 年的经济走势。受到融资环境收紧、外需放缓、大宗商品市场调整、通货膨胀传递、债务水平积累等因素，都将使得区内经济体在 2023 年持续感受到压力，但是 2023 年也不乏积极因素，其中最值得关注的是中国经济的复苏和对区内经济体多方面的正向溢出效应。

金砖国家：通胀略有缓解，经济继续复苏

4 季度印度、巴西、南非经济继续复苏，高通胀略有缓解，俄罗斯经济陷入衰退。不断持续的冲突和制裁使俄罗斯经济连续两季度同比显著负增长，陷入衰退。西方制裁进一步加码，重点限制俄罗斯能源出口，俄财政与卢布汇率压力开始显现。巴西经济依然处于缓慢复苏轨道，但动能依然偏弱。巴西总统大选尘埃落定，卢拉当选降低了政治不确定性，但民主进程、反贫困、结构性改革等问题难度依然很大。南非就业市场略有改善，通胀稍有回落，央行继续加息。印度经济继续稳步恢复，内需增强，服务贸易高速增长，股票市场再创历史新高。印度通胀显著回落，央行小幅加息以应对通胀。

中国：点燃市场信心，内需值得期待

2023 年，在压力与机遇并存之下，我国经济运行有望实现总体回升。其中总需求结构将表现为内需强、外需弱的格局。在激发内需方面，我们更要看到消费、投资两者之间相互促进的一面，以此为立足点来思考扩大内需的政策。同时也要注意，2023 年基建、房地产等投资的上升空间相对较小，因此要优先扩大居民部门的消费需求。经济重启修复的初期，也是恢复消费者信心的关键时期，要把市场信心的第一把火尽快点燃起来，推动形成良性循环。另外从供给面来看，2023 年和未来的数年也是我国巩固产业链地位的较好时机。

全球金融市场：美联储加息放缓，全球资产价格回调

2022 年 4 季度，美联储加息放缓，全球主要资产价格出现回升。11 月，美联储加息 75bp，鲍威尔在加息会议后透露出加息节奏将放缓的信号，12 月，美联储加息 50bp，美国联邦基金目标利率达到 4.5%。4 季度，欧央行也累计加息 125bp，12 月也放缓加息节奏。美元止升转跌，季度贬值 7.7%，其他主要经济体货币均有所升值，日元、欧元均升值 8% 以上。全球股市普遍回升，发达经济体债券收益率受加息影响继续上升；因增长预期边际改善，中国 10 年期国债收益率上行。预计美联储和主要发达经济体央行还可能加息，发达经济体金融脆弱性上升，继续关注部分经济体流动性风险、债务风险。

大宗商品市场：价格环比走弱，中国复苏预期刺激季度末反弹

2022 年 4 季度大宗商品价格持续下行，季度均价下跌 6.6%，跌幅扩大。12 月前中国防疫政策收紧，市场信心不足，加上美联储紧缩和欧美衰退预期走强，大宗商品价格承压。进入 12 月后，随着中国放松防疫措施，市场信心好转，但由于表观数据不佳原油等品种反弹幅度有限。有色金属波动上涨，尤其铜价在低库存推动下涨势较强。铁矿石和钢材价格也均在季度末反弹。农产品国内外价格走势分歧，美大豆涨幅明显，小麦季末反弹。

外贸专题：进、出口增速超预期回落

2022 年 4 季度，中国出口（美元）同比增长-6.6%，较上季度下降 16.9 个百分点；进口同比增长-6.7%，较上季度下降 7.4 个百分点；货物贸易顺差总额为 2332 亿美元，同比下降 157 亿美元；10-11 月服务贸易逆差为 79 亿美元，同比上升 57 亿美元，4 季度经常账户顺差占 GDP 比重预估在 1.5% 左右。受基期效应、外需转弱、国内疫情等影响，出口同比增速回落远超预期。超预期部分主要体现为国内疫情政策调整对出口份额的负面影响较大。预计 2023 年中国出口或将呈现小幅负增长，需警惕美欧加息至高位后，全球实际需求萎缩，叠加地缘政治冲突升级，带来我国贸易超预期下滑风险。