

2022 年第 3 季度

2022 年 10 月 14 日

全球宏观经济季度报告

总览：2022 年秋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

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	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 3 季度中国外部经济环境总览

——2022 年秋季全球宏观经济运行与分析

3 季度，中国外部经济综合 CEEM-PMI 指数加速下行，在政策紧缩和地缘政治冲突背景下外部经济增长动能持续减弱。其中，美欧回落节奏领先、均已远离本轮高位。日本、韩国、澳大利亚、巴西、南非等均有不同程度回落，欧元区、中国台湾地区、土耳其在跌破荣枯线后持续下行，东盟、俄罗斯、加拿大环比略有好转。

3 季度，美国经济在下行趋势中略有反弹。美国个人收入与支出增速趋缓，新屋开工与销售有所反弹，企业库存拐点或现，贸易逆差明显收窄，劳动力市场依然紧张，通胀有所回落、但拐点尚难确定。美债收益率曲线持续深度倒挂，美元指数快速上行，美联储再次大幅加息。

3 季度，欧洲经济前景继续恶化。俄乌冲突给欧洲经济造成的负面冲击继续发酵，欧元区综合 PMI 连续三个月低于荣枯线，通胀水平仍未得到有效控制，贸易逆差再次创下历史新高，能源短缺问题进一步凸显，欧元区经济前景将更加黯淡，衰退基本已成定局。

3 季度，大宗商品价格持续走弱。季度均价下跌 6.4%，原油、金属等品种的最大回撤远高于均价跌幅，国际国内农产品价格多呈现先抑后扬趋势。在各国央行紧缩流动性、衰退预期加剧的影响下，大宗商品走势疲弱，叠加中国的疫情管控对需求端压制，价格缺乏支撑。

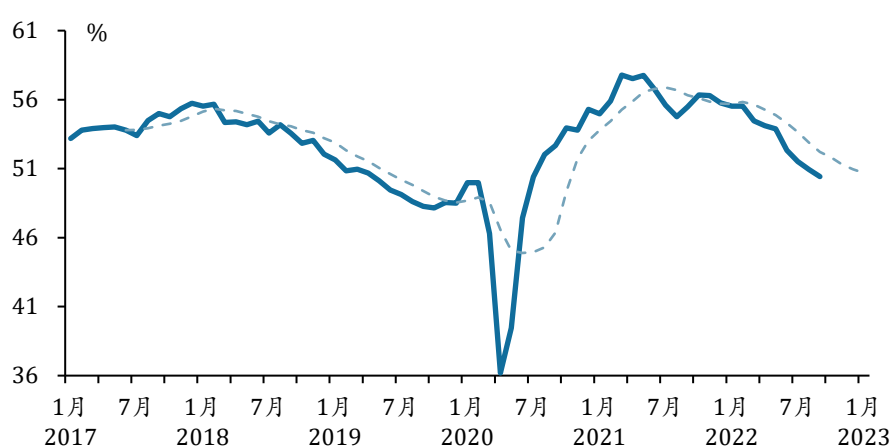
3 季度，美联储大幅加息，全球金融市场调整加剧。美元流动性收紧、美元明显升值，其他主要经济体货币普遍贬值，部分经济体资本流出压力加大。主要发达经济体股票市场大幅回调，大部分经济体十年期国债收益率和货币市场利率上行，但中国货币市场利率、十年期国债收益率季度均值出现下降。

全球经济运行风险仍然突出。一是人民币贬值压力和资本外流风险。二是世界经济增速持续下行，我国出口外需快速回落。三是全球资产价格持续下跌，可能通过抵押品机制引发流动性危机和债务危机。四是全球通胀或将长期处于高位，各国政策权衡变得极其艰难。五是新兴市场和发展中国家债务危机风险上升。

一、 全球经济增长动能持续减弱

2022 年 3 季度，中国外部经济综合 CEEM-PMI 指数¹加速下行，在政策紧缩和地缘政治冲突背景下外部经济增长动能持续减弱。其中，美欧回落节奏领先、均已远离本轮高位，欧元区 PMI 7 月跌破荣枯线后继续下行。日本、韩国、澳大利亚、巴西、南非等均有不同程度回落，中国台湾地区、土耳其在跌破荣枯线后持续下行，东盟、俄罗斯、加拿大环比略有好转。特别地，9 月东盟 PMI 升至 53.5%，为 2017 年以来的历史高位。

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。

美国经济在下行趋势中略有反弹。3 季度，美国 PMI 有所企稳，但 ISM 和 Markit 关于服务业的数据显著偏离。ISM 编撰的 7-9 月非制造业 PMI 分别为 56.7、56.9 和 56.7，略高于 3 季度均值 56.1。Markit 编撰的 7-9 月服务业 PMI 分别为 47.3、43.7 和 49.2，已处于衰退区间。ISM 和 Markit 编撰的服务业 PMI 数据相背离。ISM 通过询问企业的采购主管对于各个指标走势的主观看法调查得到，Markit 则是基于企业的实际业务操作状况，因而 ISM 相较 Markit 更偏主观。伴随着通胀下行，企业的信心有所恢复，故而采购主管对经济的直观感受可能领先于实际数据的反映，并导致 ISM 编撰的服务业 PMI 较 Markit 更好。

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。

个人收入与支出增速趋缓。7至8月美国个人收入同比增速分别为3.8%和3.9%，个人消费支出同比增速分别为8.6%和8.2%，皆低于2季度均值，但消费的支出增速仍显著高于疫情前水平。房地产开工与销售下降，企业库存拐点或现。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9月22日的当周，30年期抵押贷款固定利率高达6.29%，5年期抵押贷款浮动利率上升至4.97%，不仅远高于疫情期间的低点，也高于疫情前水平。7至8月美国进出口增速回落，且进口增速回落幅度更大，带动贸易逆差明显收窄。伴随着美国居民消费需求减少，企业可能开启去库存周期，美国进口增速将趋于回落至正常水平，贸易逆差有望进一步收窄。失业率基本接近疫情前水平，劳动力市场依然紧张。2022年8月，美国劳动参与率小幅回升至62.4%，距离疫情前水平相差1个百分点；8月美国职位空缺率下降至6.2%，离职率稳定在2.7%，皆显著高于疫情前水平，表明劳动力市场依然紧张，但紧张程度可能正在趋缓。通胀有所回落，需求侧力量增强，拐点尚未确定。其中，能源、食品、住宅和交通运输领涨总体通胀。通胀预期明显回落，但仍高于疫情前水平。

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年与2年期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。美元指数快速上涨，主要货币兑美元纷纷贬值。在美联储持续大幅加息及鹰派预期的支撑下，2022年4季度美元指数仍有上行动能。但美联储加息主要基于通胀预期，已脱离经济基本面，美元指数被明显高估。2023年上半年美联储加息节奏将放缓甚至停止，同时美国经济衰退风险可能进一步显现，美元指数可能掉头下行。美股仍有下行压力。2021年底以来，受美联储加息预期影响，美股开始回调，回调幅度超过20%。2022年3月中旬以来，美股曾强力反弹，反弹幅度接近10%，但美股仍处于下行区间。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。美联储大幅加息。美联储在9月议息会议大幅加息75bp，这已经是美联储年内持续第五次加息。点阵图显示，年内或将继续加息75BP和50BP；约2/3委员认为2023年政策利率将至少达到4.5%以上。美联储较大幅度下调经济增长预期、上调失业率与通胀预期。

欧洲衰退已成定局。3 季度，欧元区 PMI 连续三个月低于荣枯线，综合 PMI 的季度平均值为 49.0，较 2 季度的 54.2 大幅下滑，为 2013 年以来最快的下滑速度，表明欧元区经济在第 3 季度表现糟糕，有可能会出现萎缩。制造业方面，能源成本高企对欧洲的制造业打击沉重，欧元区 9 月制造业 PMI 较预期更弱，从 8 月的 49.6 下滑至 48.5，低于市场此前预期的 48.7，同样连续第三个月低于 50 荣枯线。在能源危机面前，人民担心生活成本上升和经济增长放缓，消费者信心再度探底。俄乌冲突所带来的不确定性、走高的能源价格和融资成本、以及天然气配给风险将导致 2022 年第 3 季度的企业投资出现显著回落。能源成本高企导致的进口额上升让欧元区连续第 9 个月出现货物贸易逆差。

通胀水平再创新高。9 月份欧元区消费者调和价格指数同比增长 10%，较前一个月的 9.1% 进一步上升，再次刷新欧元区成立以来的历史纪录，也超出了此前外界预测的 9.7%。在 19 个欧元区国家中，有 10 个国家出现了两位数的整体通胀率，包括最大经济体德国。9 月德国通胀率为 10.9%，是自 1951 年以来最高的通胀率。能源价格依然是欧元区通胀的主要贡献者，食品、烟酒、非能源工业品、服务等部门物价也出现不同程度上涨。失业率保持历史最低水平。7 月欧元区 19 国经季节性调整后的失业率为 6.6%，较 6 月的 6.7% 再下行 0.1 个百分点，与 2021 年同期相比下降了 1.1 个百分点，创历史新低；青年失业率为 14.2%，较前一个月的 14.4% 下降了 0.2 个百分点。

欧央行大幅加息。2022 年 9 月 8 日，欧洲央行最新利率决议出炉，欧洲央行管理委员会决定将三大关键利率上调 75 个基点。在欧洲央行 20 余年的历史中，本次是最大幅度的加息，上一次加息 75 个基点还是在 1999 年欧洲央行设立之初。市场投资者预计，欧洲央行将在 10 月份再次加息 0.75%，从而使目前为 0.75% 的存款利率在年底前超过 2%。**欧委会公布能源市场干预措施。**2022 年 9 月 14 日，欧盟委员会推出紧急干预市场以降低电价的一系列措施。这些措施将从需求和供给两个方面实施。在需求端，欧盟委员会建议各成员国在高峰用电时段强制减少 5% 的用电量，总体用电量减少 10%，这个限电规定将持续到 2023 年 3 月 31 日。在供给端，欧盟建议临时性将电力企业的“边际收入”上限定为每兆瓦 180 欧元，超过这个上限的收入将由政府征收，用于补贴电力消费者的电费支出。上述措施预计将在下一次欧盟能源部长会议上获批。

受全球环境影响，日本经济复苏势头开始减弱。日本经济与全球经济同步显出疲态。2022 年 7-8 月，日本 Markit 综合采购经理人指数分别为 50.2 和 49.4，8 月份 PMI 也是时隔 5 个月再次跌到荣枯线之下。相比较而言，日本制造业 PMI 表现相对较好，7-8 月分别为 52.1 和 51.5，依然维持在荣枯线之上，但截止到 8 月份已经第五个月下跌。7 月份服务业 PMI 为 52.1，为 3 月以来的最低值，8 月份续创新低，并且低于荣枯线，为 49.5。消费表现相对较好。2022 年 7 月，日本二人以上家庭名义消费额同比增加 6.6%，扣除物价因素，实际增加 3.4%。这一增速虽然低于 6 月份的 3.5%，但高于 2-5 月的增速。整体而言，日本私人部门消费呈现出一定回暖。机械订单方面，外需全面疲软，内需中的民需表现相对较好。受日元贬值影响，日本对外贸易逆差激增。日元兑美元汇率从 2022 年第 2 季度开始大幅快速贬值。日元的贬值，并没有改善其外贸状况，相反，日本对外贸易的赤字开始激增。7-8 月，日本对外出口额较 2021 年同期都有所增长，增幅分别为 19.0%和 22.0%；进口额同比增速分别为 47.3%和 50.2%。进口金额同比增速远超出口金额增速，并非日本国内内需强劲所致，日元贬值是重要因素。根据日本银行的数据，2022 年以来，尤其是 4 月之后，日本出口产品的价格上涨力度明显低于进口商品价格的上涨。

日本金融政策基调不变，CPI 同比继续上升。第 3 季度日本央行的金融政策未有明显调整。但实际在“缩表”。日本央行在第 3 季度共召开了 3 次政策会议。整体基调依然维持不变。例如，依然维持政策利率在-0.1%的位置，10 年期国债收益率依然以 0%为目标，购买量不设上限，并在 0.25%的区间内进行操作。从日本央行资产负债表可以看出，日本央行一直在对其资产负债表进行结构性的操作，第 3 季度已经出现缩表动作，7 月和 8 月日本央行资产分别环比减少了 1.01%和 2.22%。货币供给同比增速保持基本稳定。2022 年 7 月和 8 月，日本广义货币供给（M2）同比增速保持稳定，广义货币供给量月度平均余额分别为 1208.81 万亿日元和 1209.08 万亿日元，同比增速均为 3.4%，这一增速基本与新冠肺炎疫情前的水平相当。CPI 同比增速上升，PPI 同比增速持续高位。7 月和 8 月，日本 CPI 同比分别上涨了 2.6%和 3.0%，若将能源和食品均扣除，同比增速则为 1.2%和 1.6%。PPI 同比增速依然在 9%水平。

日本股市大幅震荡，汇率重挫。日经 225 指数呈现大幅震荡格局。东京日经 225 指数 7 月 1 日开盘于 26434.00 点，截至 9 月 28 日，收于 26173.98 点。整体保持稳定，但

期间波动较大。日元兑美元汇率继续延续第 2 季度跌势，其中 7 月份上涨 1.8%，8 月份下跌 4.31%，9 月份截至 9 月 28 日下跌 4.40%。9 月 22 日下午，日本财务省出手干预汇率。对于干预的效果，目前仍需观察。预计日本财务省的干预不会改变日元跌势，但能够影响下跌的角度。10 年期国债收益率“低调”向上突破 0.25%。尽管日本央行在金融政策会议上始终强调 10 年期国债收益率 0.25% 上限，但实际上，进入 9 月后日本 10 年期国债收益率就开始升破 0.25%，截止到 9 月 28 日，日本 10 年期国债收益率已经升到 0.294%。日本央行此举一方面是释放债券价格下跌压力，另一方面也能缓解日元贬值压力。但从效果、力度，以及当前全球尤其是美国货币环境看，预计此举并不能根本扭转日元跌势，只能影响下跌的角度。

东盟经济持续回升，韩国经济遭遇逆风。2022 年 3 季度东盟整体制造业 PMI 与 2 季度基本持平，7 月和 8 月分别为 52.2 和 52.3，均处于荣枯线之上。印尼、泰国景气幅度回升，菲律宾、越南略有回调。韩国 7 月 PMI 跌落荣枯线至 49.8，8 月进一步下跌至 47.6，是 2020 年 7 月以来的低点。韩国经济近期经济指标全面走弱，8 月出口同比增速放缓至 6.6%，7 月零售、工业生产和设备投资环比负增长，反映内外需均较疲软。韩国经济放缓受到能源成本居高不下的影响。为应对联储加息和通胀高企，韩国加息政策也对国内家庭和企业支出产生抑制效应。前期，韩国私人部门的杠杆率已经较高，金融脆弱性在近期上升。韩元贬值也进一步推高通胀，削弱内需。此外，全球需求放缓也是区内东盟国家和韩国在未来一段时间内都要面临的压力。

3 季度，东盟六国和韩国的通货膨胀水平均呈现上升态势。8 月，区内经济的核心通货膨胀水平均超过 3%，其中韩国和新加坡两大发达经济体的通货膨胀上升尤为显著。区内的新兴经济体也普遍面临食品和能源价格上涨的影响，通胀水平涨幅较大的是马来西亚和菲律宾，不过上述因素自 8 月起有所减弱。区内各国央行的货币政策虽偏紧，但是步调不一。本区通胀水平相较于全球其他区域仍然较低，但需关注区内通胀上行风险：一是今冬能源价格可能上涨，二是区内主粮大米价格可能上涨。在美联储加息及强势美元之下，区内货币对美元在第 3 季度总体延续了第 3 季度的贬值态势，但贬值程度不一，仅有印尼卢比在第 3 季度保持相对稳定。韩国成为本区内表现最差的货币，对美元第 2 季度和第 3 季度连续贬值 6.4% 和 7.9%。从后续的情况来看，美联储对于通胀的态度仍

然是强硬的，同时外需在短时间内也没有向好态势，因此区内货币在 2022 年第 4 季度或将继续承受贬值压力。从目前的情形来看，虽然货币贬值在一定程度上引发亚洲金融危机是否会重现的担忧，但是各国更为灵活的汇率及货币政策、更全面的金融安全网以及实施宏观审慎管理使得本区主要经济体因贬值而引发危机的可能性仍然较小。主要金融风险仍然集中于区内较小的中等和低收入经济体。

高通胀与持续货币紧缩制约金砖国家经济复苏。西方制裁对俄罗斯经济的负面影响开始实质性显现，俄罗斯陷入明显滞胀。2022 年 3 季度俄罗斯 GDP 同比增长-4.13%，相比上一季度下降 7.68 个百分点。但负面影响较冲突初期预期值有所好转。IMF 世界经济展望 7 月报告预测俄罗斯 2022 年 GDP 同比增速为-6.0%，比 4 月预测上调 2 个百分点。俄罗斯金融状况短期稳定，冲突和制裁仍使俄罗斯面临较大潜在风险。卢布对美元汇率已超过冲突前水平，俄罗斯经常账户余额大幅增加，财政也得到较大支撑，俄罗斯的宏观金融状况短期相对稳定。但地缘政治风险仍相当大，西方制裁毫无放松迹象，且有进一步加剧之势。冲突和制裁如果持续很长时间，财政、失业、投资下滑等经济民生问题将进一步暴露，给金融带来更大压力。

巴西经济维持复苏，但动能依然较弱。3 季度巴西季调 GDP 环比增长 1.23%，高于此前 5 个季度，同比增长 3.25%，高于 2021 年 4 季度和 2022 年 1 季度。私人消费同比增长 5.28%，固定资产投资同比增长 1.5%，出口同比实际增长-5.4%，进口实际同比为-1.6%。尽管巴西经济仍在进一步恢复，但增速依然非常低，且呈现消费较强而投资较弱的局面，动能依然不足。巴西通胀有所回落，货币持续紧缩，债务压力较大。巴西央行于 6 月、8 月分别加息 50 个基点，隔夜利率升至 13.75%。巴西公共债务占 GDP 比重高达 90%以上，截至 2 季度末，巴西外债总额达到 3232 亿美元，占 GDP 比重超过 20%。

印度经济继续稳步复苏，但动能依然偏弱。由于基期水平较低，3 季度印度 GDP 同比大幅增长 13.5%，但三年平均 GDP 增速仅为 1.3%，显著低于 1 季度。消费上升，但动力偏弱。3 季度私人消费同比增加 25.9%，季调后环比为 1.19%。投资意愿下降。固定资本形成总额同比增长 20.2%，季调后环比为-1.07%。贸易逆差创新高。通胀持续上升，央行继续收紧货币政策。目前，印度通胀率已经连续 8 个月超出央行设立的 6%的通胀容忍上限，印度央行分别于 8 月 5 日、9 月 30 各加息 50 个基点，将政策回购利率升至 5.9%。

南非经济恢复动能依然不足。3 季度南非经济同比增长 0.19%，三年平均同比增速为 -0.07%，实际 GDP 仍未回到 2019 年水平。投资动能显著不足，消费恢复快于投资。2022 年 2、3 季度，私人消费分别同比上涨 3%和 1.9%，三年平均同比增速为 0.8%。资本形成总额同比上涨 8%和 16.3%，三年平均同比增速为-5.1。南非劳动力市场略有改善，通胀压力上升。2022 年 6-8 月南非 CPI 同比增速分别为 7.4%、8%和 7.9%，高于 1、2 季度且总体仍在攀升，能源与酒精饮料价格为主要带动因素。劳动参与率升至 58.6%，但较疫情前仍有大约 1 个百分点以上的缺口，失业问题仍极为严重。

大宗商品价格持续走弱，需求和金融因素均形成压制。3 季度大宗商品价格受流动性紧缩和衰退预期影响，整体下行，美元走高也压制价格走势。3 季度 CEEM 大宗商品价格季度均价环比下跌 6.4%，结束了连续两个季度的涨势。各国央行紧缩流动性、衰退预期加剧对主要商品均有显著影响。原油价格在衰退预期和美元上涨影响下季度均价下跌 6.5%，但最高回撤达 20%以上。有色金属受美元强势、衰退预期和供应端扰动的影响，价格震荡下行。其中，铜供需面持续偏紧，价格变动主要受美元强势和供给端冲击影响。铝方面，中国供给受云南限电冲击，全球需求因经济衰退预期持续走弱，供需双弱，使得 LME 铝价震荡下行。由于国内房地产业、制造业需求恢复缓慢，黑色金属价格面临下跌压力。3 季度国际国内农产品价格多呈现先抑后扬趋势，国际农产品跌幅普遍大于国内。价格波动主要受产量预期变动、库存变动和俄乌地缘冲突驱动。3 季度，美豆震荡下行，而国内豆粕现货价则大幅增加；玉米和小麦价格国内外均呈现出先抑后扬趋势。

图表 2 CEEM 大宗商品价格指数



中国经济处于被动补库存阶段。当前，观察单个指标似乎难以确认中国经济所处的周期性位置，可尝试从制造业库存周期来进行分析。正如经济周期被划分为复苏、繁荣、衰退、萧条四个阶段一样，根据原材料库存、产成品库存变化方向的组合，库存周期也可划分为被动去库存、主动补库存、被动补库存、主动去库存这四个阶段。分析结果显示，我国经济当前正处于被动加库存阶段，即产成品面临积压上升、而原材料库存呈现下降。按照库存周期来看，我国经济未来可能面临进入主动去库存区间的压力，即在原材料库存维持下降的同时，积压的产成品库存也可能通过延缓生产、消化库存方式进一步呈现下降。

二、 全球金融市场：美联储加息，全球资产价格下跌

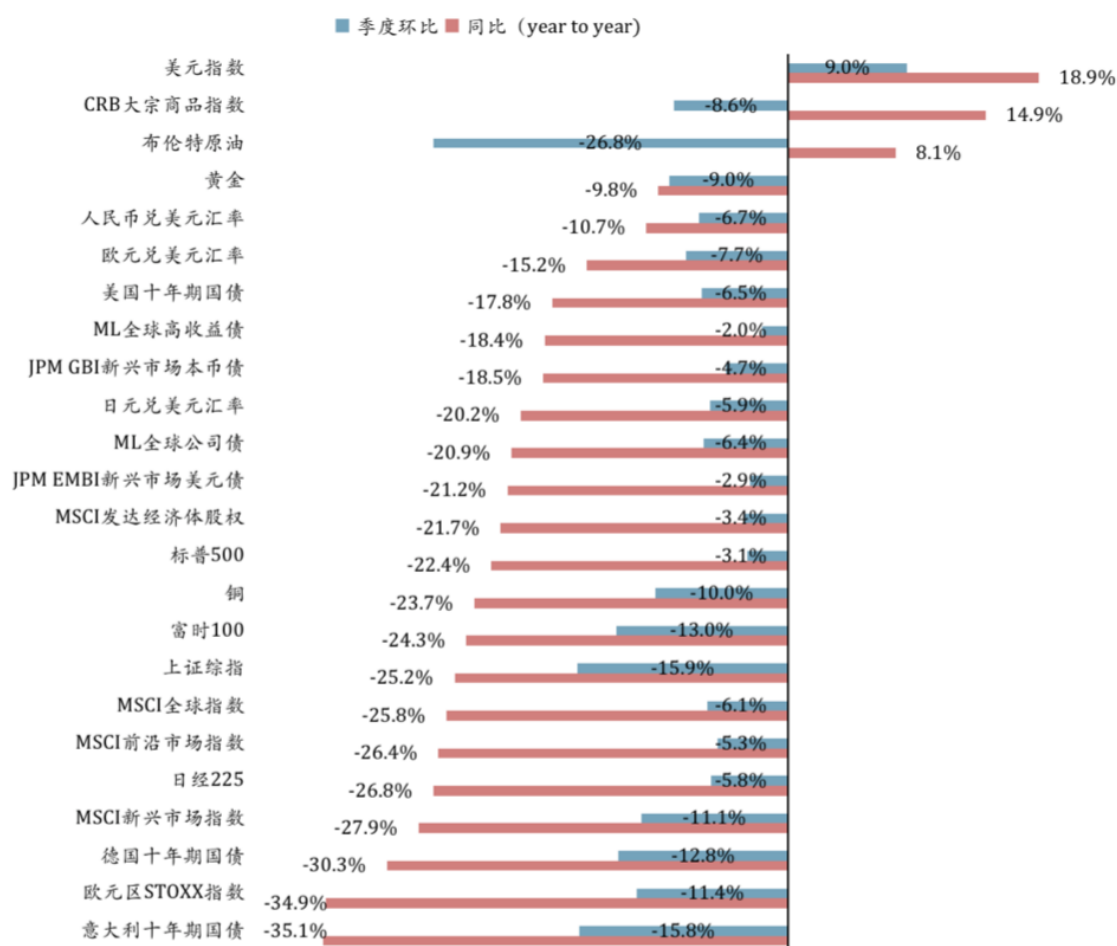
美元升值，全球主要资产价格均明显下跌。3 季度，美联储连续加息两次、累计 150bp，美国联邦基金目标利率达到 3.25%，欧央行开启加息，多数经济体也在资本外流和通胀高企的双重压力下陆续加息，全球主要金融市场加剧调整。除美元指数以外，各区域股票、债券等主要金融资产价格明显下跌，以原油、铜为代表的大宗商品价格也出现回调。其中，受俄乌冲突、通胀高企和央行加息的多重影响，欧元区资产价格下跌幅度最大，受影响程度超过了新兴市场。

美股波动上升，美元流动性稳定。美联储加息 150bp，美元借贷成本上升并未导致流动性过度收紧，TED 利差基本保持在 0.2%-0.3% 的较低水平。美股波动性明显上升，美股抛售压力加剧。美股持续下跌，VIX 指数再度上升至 30% 以上，并且 VIX 指数期货出现倒挂。9 月中下旬，10 月波动率指数（VIX）期货高于 11 月期货。未来几个月波动率预期的 VIX 期货通常保持上升趋势，近期期货价格相对低于未来几个月的期货价格。如果出现倒挂，即近期合约比远期合约更贵，则表明投资者对近期事件的担忧加剧，从而提高了对冲成本，这意味着美股近期抛售压力上升。

美元指数上升，其他主要经济体货币均贬值。3 季度，美元单季度升值 9%。除个别盯住美元的小型经济体外，其他经济体货币均贬值。从季末值和平均值来看，人民币单季度贬值约 6%（季末值）、平均贬值 3.2%，贬值幅度整体小于日元、欧元等传统储备货币。3 季度英镑贬值幅度高达 11%，仅次于南非、阿根廷、俄罗斯等高风险新兴经济

体货币。新兴经济体中，东南亚国家和原材料出口国表现相对较佳。按季末值，巴西雷亚尔仅贬值 1%，印度卢比、印尼卢比也仅贬值 2.4%、4%。土耳其、南非、俄罗斯、阿根廷货币贬值幅度较大，分别高达 10.9%、11.7%、13.7%和 17%。

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。

注 2：该表数据截至日为 2022 年 9 月 26 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。

主要经济体股市普遍下跌，印度、巴西股市上涨。美股下跌 4%，季内波幅高达 18%，本年累计下降已经下降超过 20%。上证综指下跌超过 10%，日本、韩国、欧洲股市均大跌。巴西、印度股市上涨。巴西股市表现佳得益于经常项目改善和服务业较快恢复。巴西是大豆、牛肉和铁矿砂等粮食和原材料出口国，因全球食品、能源价格上涨，巴西经

常项目改善。巴西服务业恢复比市场预计要更快。根据 7 月巴西统计局（IBGE）数据，相较新冠疫情之前，巴西服务业产值增长了 8.9%，是 2014 年巴西陷入经济困境以来最好表现。印度股市波动较大，但 3 季度整体上涨。尽管印度通胀较高、央行持续加息，但印度经济依然处在扩张区间。8 月，印度制造业 PMI 为 56.2，服务业 PMI 为 57.2，综合 PMI 为 58.2，相对其他新兴经济体表现稳健。

主要经济体货币政策分化，货币市场走势也出现分化。除了与美元挂钩的小型开放经济体外，此次全球央行的货币政策走向主要取决于本国经济增长和通胀情况。3 季度，因通胀居高不下，美联储加息 150bp，欧央行加息 125bp，印度央行加息 100bp、年内四次加息，加息的经济体货币市场利率均持续走高。根据期货市场隐含远期利率，2022 年底，美联储可能将基准利率提高至 4% 左右或以上，全球美元流动性可能还将收紧。日本央行在启动缩表的同时依然在债券市场买入国债，3 季度日本货币市场负利率略有加深。3 季度，中国人民银行下调公开市场逆回购利率 10bp，货币市场利率中枢也进一步下降。

主要经济体长期国债收益率走势也出现分化。受加息影响，美国、欧洲、韩国的长期国债收益率普遍大幅上升。日本的长债收益率也小幅上升。但主要新兴经济体国债收益率多有下降，原因各不相同。受降息和经济下行压力依然较大影响，中国十年期国债收益率在 3 季度一度下降 25bp 以上至 2.6% 以下。连续 12 次加息后，巴西隔夜利率高达 13.75%，但长期国债收益率明显下降。这可能是因为巴西的通胀得到了一定遏制，8 月巴西全国消费者物价指数（INPC）同比增长 8.83%，较 4 月份下降约 3.6 个百分点。土耳其在通胀高达 80% 的情况下，今年累计降息 500bp，3 季度下降 200bp，土耳其十年期国债收益率 3 季度季内下降接近 800bp。

美债期限利差持续为负，未加息经济体期限利差上升，主要经济体较美债的溢价上升。美债期限利差下降至 -60bp，与美债期限利差持续为负相比，未加息的大型经济体国债期限利差均出现了上升，欧元区在加息后期限利差收窄后又上升。美联储加息导致美元升值、其他经济体货币贬值，对于有美元负债敞口的经济体来说偿债能力会受到不同程度的影响，隐含风险预期的期限利差也就随之上升。风险程度本来就高的部分新兴经济体风险溢价上升更加明显。据国际金融研究所（Institute of International Finance）资本流动追踪机构称，2 月 24 日俄乌冲突升级引发了新兴市场资产创纪录的外流事件。国际

金融协会（IIF）9月表示，8月从除中国以外的新兴市场流出的资本，与2013年美联储减少资产购买期间的资本流出类似。此次巴西等拉丁美洲国家受益于通胀上涨，经常项目改善、国际储备增加，与美国的风险溢价部分接近于亚洲国家。而部分国家（埃及、肯尼亚等）比美国国债高出1000bp，创历史新高，这些国家难以在国际市场获得再融资。受俄乌冲突和能源危机影响，欧洲国家的信用利差明显上升，仅次于非洲。

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，国际机构普遍大幅下调全球经济增长预期，上调全球通胀预期。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：

人民币贬值压力和资本外流风险。2022年前3季度，人民币汇率贬值幅度已经达到11%，人民币贬值压力上升。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。受美联储加息和俄乌冲突的多重影响，IMF和IIF等国际机构多次预警新兴市场的资本流出风险。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。当前我国经济下行压力较大、房地产风险尚在纾解之中，金融风险逐一暴露，此时更需要警惕美联储加息引致的短期资本外流对汇率的冲击。

世界经济增速持续下行，我国出口外需快速回落。据IMF 10月《世界经济展望》预测，2022年和2023年全球实际GDP增速将分别降至3.2%和2.7%，较1月预测值分别下调1.2和1.1个百分点。受俄乌冲突、能源危机和货币紧缩影响，发达经济体经济增速预期较年初大幅下行。其中，美国和欧元区2022年实际经济增速预期降至1.6%和3.1%，较1月下降2.4和0.8个，2023年则进一步下降至1%和0.5%、濒临衰退。除沙特等少数资源型国家外，东盟、印度等多数新兴和发展中经济体经济增速不同程度回落，以俄罗斯为代表的新兴和发展中欧洲经济体经济增速降幅最大、甚至陷入负增长。此外，据IMF季度预测数据，2022-2023年，在全球GDP占比超过1/3的经济体出现了连续2个

季度的实际 GDP 负增长，全球经济衰退风险明显上升。上半年，美国实际 GDP 环比折年率连续两个季度负增长，经济已陷入“技术性衰退”。欧盟 7-9 月经济景气指数持续低于荣枯线，经济也已濒临衰退边缘。

全球资产价格持续下跌，可能通过抵押品机制引发流动性危机和债务危机。3 季度，美联储连续加息两次、累计 150bp，美国联邦基金目标利率达到 3.25%，欧央行开启加息，多数经济体也在资本外流和通胀高企的双重压力下陆续加息，全球主要金融市场加剧调整。除美元指数以外，主要经济体股票、债券等金融资产价格均明显下跌。受货币紧缩、高通胀和俄乌危机等多因素冲击，欧元区资产价格下跌幅度最大，受影响程度超过了新兴市场。截至 2022 年 9 月底，意大利十年期国债价格同比下跌 35%，欧元区 STOXX 股票指数同比也下跌 35%。根据路透社的数据，欧洲新兴经济体主权债与美债的风险溢价已经达到 690bp，高于亚洲和拉丁美洲地区、仅次于非洲。美元继续升值，其他货币均较美元贬值。汇率贬值会提高有美元债务敞口的各类主体的风险溢价，进而进一步降低资产估值。金融资产是经济主体用于借贷的主要抵押品。主要央行货币紧缩，全球资产价格普遍大幅下跌，需要警惕资产价格下跌通过抵押品机制导致信贷供给能力下降，引发流动性危机甚至债务危机。

全球通胀或将长期处于高位，各国政策权衡变得极其艰难。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。展望未来，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。

新兴市场和发展中国家债务危机风险上升。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。

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五方面举措：

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。新冠病毒变体引起全球疫情反复，在新病毒变体下，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，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，需高效统筹疫情防控和经济社会发展，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。7月中央政治局会议强调，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。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。此外，在海外高通胀背景下我国贸易品价格相对优势上升，应借机着力提升与欧盟和东盟的产业链关联。

三是，加强跨境资本流动的宏观审慎管理，多工具维持人民币汇率基本稳定。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。此外，为避免人民币形成单向贬值预期，央行应加强预期引导，并在必要时应该干预外汇市场。此轮日元、韩元贬值幅度也较高，日本和韩国当局并未放弃外汇干预的手段。中国央行应内部设定一个年度贬值的阈值（如 20%），当超过该阈值时，央行可以调动外汇储备干预外汇市场，或者通过发行央票、离岸机构收紧人民币供给等方式收缩离岸人民币流动性、抬高做空人民币的成本，以保持人民币汇率基本稳定。

四是，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，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。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。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。

五是，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。

专题报告预览

美国：经济下行趋势中的反弹

2022 年 3 季度，美国制造业 PMI 有所企稳，个人收入与支出增速趋缓，新屋开工与销售有所反弹，企业库存拐点或现，贸易逆差明显收窄，劳动力市场依然紧张，通胀有所回落、但拐点尚难确定。美债收益率曲线持续深度倒挂，美元指数快速上行，美股回调。美联储在 9 月再次大幅加息 75bp，将联邦基金利率提升至限制性水平，并声明将在更长时间内维持限制性利率水平以确保通胀回落。在消费支出和贸易逆差收窄的有力支持下，3 季度美国 GDP 增速有望出现暂时性的超预期反弹，4 季度经济增速仍将继续下行。

欧洲：衰退已成定局

2022 年 3 季度，俄乌冲突给欧洲经济造成的负面冲击继续发酵。欧元区综合 PMI 连续三个月低于荣枯线，表明经济活动萎缩的状况正在逐渐恶化。同时，尽管欧央行快速收紧货币政策，于 7 月和 9 月大幅加息，欧元区通胀水平仍未得到有效控制，不断刷新历史最高纪录，且在其影响下，消费者信心和企业投资信心都严重受挫，消费和投资疲软态势明显。贸易逆差也因进口价格飙升和货币贬值而再次创下历史。随着北半球采暖季的到来，能源短缺问题进一步凸显，欧元区经济前景将更加黯淡，衰退基本已成定局。预计 2022 年第 4 季度欧元区经济将会出现负增长，通胀水平也依旧维持在高位。

日本：经济恢复势头开始减弱

日本新增新冠肺炎感染人数在 8 月份创出历史新高。相比之前，疫情对日本经济的影响已经减弱，日本政府也没有发布“紧急事态宣言”，但新冠疫情对服务业的冲击依然存在。但随着全球经济下行，日本 PMI 在 7 月和 8 月也呈现出明显下行态势。尤其是服务业 PMI，在 8 月份跌破荣枯线。日本银行在金融政策方面没有实质性改变，商品贸易受日元贬值影响逆差增大。8 月份日本通胀升破 3%，预计未来将站稳 3%。尽管日本银行和日本财务省采取行动以抑制日元贬值，但日元贬值趋势难以根本改变。未来，日本经济将受到全球经济拖累，有下行压力，日元依然存在贬值空间，但节奏和力度预计会有变化。

东盟韩国：东盟经济持续回升，韩国经济遭遇逆风

2022 年第 3 季度，东盟六国的景气水平进一步回升，但韩国景气水平回落。东盟整体及东盟六国制造业 PMI 在 7 月和 8 月处于荣枯线之上，印尼、泰国景气幅度回升，菲律宾、越南略有回调。韩国 7 月 PMI 跌落荣枯线至 49.8，8 月进一步下跌至 47.6，是 2020 年 7 月以来的低点，衡量经济外需和内需的指标全面走弱。韩国是全球经济的“金丝雀”，其出口放缓背后反映的外需放缓可能是区内各国在未来均要面临的压力。2022 年第 3 季度，东盟六国和韩国的通货膨胀水平均呈现上升态势。区内韩国和新加坡两大发达经济体的通货膨胀上升尤为显著。区内各国央行的货币政策虽偏紧，但是步调不一。尽管通胀水平上升，但是本区通胀水平相较于全球其他区域仍然较低，但需关注未来上行风险：一是今冬能源价格可能上涨，二是区内主粮大米价格可能上涨。在美联储加息及强势美元之下，区内货币对美元在第 3 季度总体延续了第 3 季度的贬值态势，但贬值程度不一。后续仍将承受贬值压力，但本区主要经济体因贬值而引发危机的可能性较小。2022 年 8 月 24 日是中韩建交三十周年，本报告最后对中韩三十年的经贸关系进行了回顾和展望。

金砖国家：高通胀与货币紧缩制约经济复苏

3 季度金砖国家经济复苏前景有所放缓并进一步分化，高通胀与持续货币紧缩制约经济复苏。不断持续的冲突和制裁对俄罗斯经济的影响开始明显显现，3 季度俄罗斯 GDP 同比增长-4.13%。同时，通胀仍处于高位，俄罗斯经济陷入典型的滞胀。巴西经济依然处于缓慢复苏轨道，但消费较强而投资不足，动能偏弱。持续收紧的货币政策、严重的政治极化以及较大的债务压力依然在制约经济增长并增大了风险。南非就业市场略有改善，通胀仍在上升之中，央行大幅加息对经济复苏构成制约。印度经济继续稳步恢复，但强度有所弱化。印度通胀继续上升，印度央行两次加息以应对通胀。

中国：经济处于被动补库存阶段

2022 年 3 季度，观察单个指标似乎难以确认中国经济所处的周期性位置。因此我们尝试从制造业库存周期来进行分析。具体地，我们将使用制造业 PMI 的产成品库存、原材料库存两个指标来进行观察。分析结果显示，我国经济当前正处于被动加库存阶段，即产成品面临积压上升、而原材料库存呈现下降。按照库存周期来看，我国经济未来可能面临进入主动去库存区间的压力，即在原材料库存维持下降的同时，积压的产成品库存也可能通过延缓生产、消化库存方式进一步呈现下降。

全球金融市场：美联储加息，全球资产价格下跌

2022 年 3 季度，美联储大幅加息，全球主要资产价格均明显下跌。3 季度，美联储加息 150bp，欧央行加息 125bp，部分新兴经济体跟随加息，日本央行启动缩表、未调整利率，发达经济体紧缩节奏加快，全球主要金融市场加剧调整、主要资产价格均面临大幅下跌。美元流动性收紧、美元明显升值，其他主要经济体货币普遍贬值。主要发达经济体股票市场大幅回调。因货币政策倾向和通货膨胀程度不同，主要经济体货币市场利率、十年期国债收益率走势出现分化。随着美联储不断加息，美国衰退风险上升，美债收益率曲线倒挂。未加息的部分经济体，受资本流出影响，国债收益率曲线期限利差走扩。部分新兴经济体较美债的风险溢价大幅上升，欧洲上升幅度最大。预计美联储和主要发达经济体央行还可能加息，继续关注美股下跌风险，警惕欧洲爆发规模性金融危机。

大宗商品市场：价格持续走弱，需求和金融因素均形成压制

2022 年 3 季度大宗商品价格总体下行，季度均价下跌 6.4%，原油，金属等品种的最大回撤远高于均价跌幅。在各国央行紧缩流动性、衰退预期加剧的影响下，大宗商品走势疲弱，叠加中国的疫情管控对需求端压制，价格缺乏支撑。同期美元指数大幅上涨，压制商品价格，金融市场避险需求高企，导致资金流出商品市场。4 季度主要关注预期兑现的情况，美元上涨等价格压制因素有所放松，从库存来看主要商品已处于阶段性低位，为反弹提供了支撑。但如需求端持续疲弱，衰退预期兑现，预计商品仍将呈波动下行的走势。

外贸专题：进、出口增速维持回落态势

2022 年 7-8 月，中国出口（美元）同比增长 12.4%，较上季度下降 0.1 个百分点；进口同比增长 1.2%，较上季度下降 0.4 个百分点；货物贸易顺差总额为 1807 亿美元，同比提高 657 亿美元，服务贸易逆差为 172 亿美元，同比下降 5.6 亿美元，经常账户顺差占 GDP 比重预估在 2%-2.5% 左右。受基期效应、政策紧缩、疫情形势及防控政策影响，出口同比增速回落压力加大。外需变化是影响 4 季度出口走势的主要力量，海外供给替代对出口份额负面拖累预计可控。总体上，预计 2022 年中国对外贸易呈现实际低迷、价格高涨的局面，下半年名义增速有望保持在 6%-8% 左右。但需警惕 2023 年美欧加息至高位后，全球实际需求萎缩，商品价格快速回落，叠加地缘政治冲突再生变数，由此带来全球和我国货物出口增速超预期下滑风险。