

全球宏观经济季度报告

总览：2023 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 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室所有，未经本研究室许可，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，本研究室保留法律追责权。

2023 年第 1 季度中国外部经济环境总览

——2023 年春季全球宏观经济运行与分析

1 季度，中国外部经济综合 CEEM-PMI 指数季度低于荣枯线。其中，美国、欧元区和日本皆表现出制造业冷和服务业热的现象，印度增长相对强劲，俄罗斯经济继续萎缩，巴西和南非复苏动能较弱，东盟区内前沿经济体 PMI 处于荣枯线以下。

1 季度，美国经济超预期的同时经济脆弱性也在上升。美国制造业 PMI 继续萎缩，非制造业 PMI 反弹至荣枯线之上；个人收入与支出继续平稳增长；企业投资整体负增长；劳动力市场维持紧张；通胀表现出越来越明显的粘性。美联储在 3 月加息 25bp，并进一步下调未来经济增长预期。

1 季度，欧洲经济在迷雾中前行。欧元区综合 PMI 显著回升，能源危机的缓解和能源价格的下降使欧元区通胀水平有所回落。面对多重不确定性的叠加和信贷紧缩风险的上升，欧元区企业投资趋于谨慎，消费者信心改善的势头放缓。未来，欧元区经济受逆风影响的可能性有所上升，金融市场动荡使该地区风险评估变得更加不确定。

1 季度，强预期落空和风险事件压制大宗商品价格。主要大宗商品普遍经历了先涨后回落的走势，这和年初中国开放带来的利好预期及随后欧美金融风险事件频发带来的压力有关。原油和煤炭等能源产品价格下降，铁矿石和钢材价格反弹，有色金属价格剧烈波动，玉米小麦联动下跌，大豆下跌。

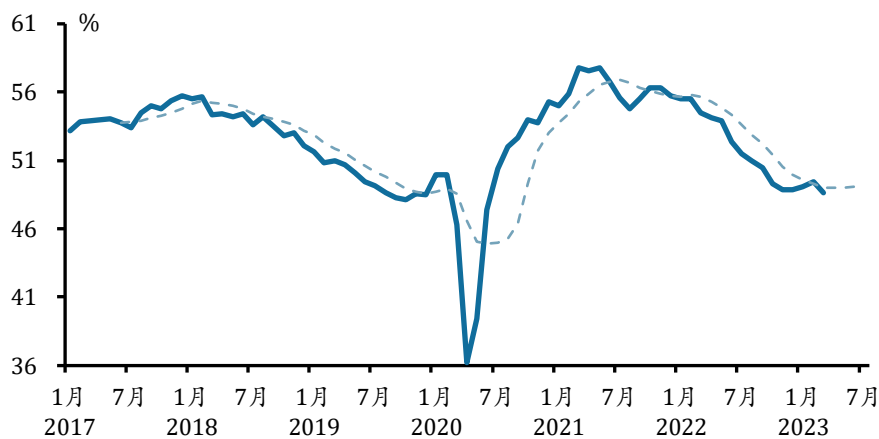
1 季度，美欧数家银行陆续爆发破产危机，全球金融脆弱性上升，黄金大涨，美联储加息节奏明显放缓。美元继续贬值，其他主要经济体货币均有升值。全球股市继续回升，主要经济体长期国债收益率均在 1 季度后半段出现回调。预计未来全球通胀、货币政策不确定性上升，金融市场将加剧调整。在加息背景下，中小银行破产、资产违约等金融风险事件仍可能发生。继续关注部分经济体流动性风险、债务风险以及美债流动性枯竭风险。

2023 年全球经济在复苏的道路上坎坷前行。世界经济增速继续下行，我国出口外需下行压力较大。全球金融风险快速上升。全球通胀或表现出较强粘性。新兴市场部分国家可能陷入债务危机。大宗商品价格可能受复苏进程和宏观扰动影响大幅波动。

一、全球经济增长持续放缓

2023 年 1 季度，中国外部经济综合 CEEM-PMI 指数¹继续低于荣枯线。其中，美国、欧元区和日本皆表现出制造业冷和服务业热的现象，印度增长相对强劲，俄罗斯经济继续萎缩，巴西和南非复苏动能较弱，东盟区内前沿经济体 PMI 处于荣枯线以下。

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。

PMI 分化，服务业改善推动美国经济超预期韧性。1-3 月美国制造业 ISM 编撰的 PMI 不仅继续处于 50 荣枯线以下，且仍在下行趋势中；非制造业 PMI 反弹至 50 荣枯线之上，但反弹动能有减弱迹象。这表明美国的制造业继续萎缩，服务业需求相对旺盛。不过，3 月 ISM 制造业 PMI 与 Markit 制造业 PMI 相背离，Markit 调查对象是 600 余家私营制造企业，ISM 调查对象侧重于大型企业，这表明美国大企业和小企业的经营状况明显分化。

个人收入与支出增速趋于平稳。1 月至 2 月美国个人收入与消费支出的增速皆显著高于疫情前水平，且表现出了一定程度的粘性，这对高通胀形成了有力的支撑。房地产开工低位反弹，企业继续去库存。疫情以来，低利率、财政纾困政策对于居民收入的补贴、以及疫情引发的居家办公需求是推动美国房地产投资和开工持续增长的主要原因。然而，利率回升和房价上涨已显著阻碍了进一步购房需求。房地产投资属于下行趋势中的反弹，何时企稳后开启上行周期尚有待观察。贸易逆差小幅扩大。2023 年 1-2 月美国

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。

进口的绝对金额明显下降，表明美国经济增速下行导致需求减弱。失业率维持在低位，劳动力市场依然紧张。2023年3月，美国失业率为3.5%，处于历史性低位；不过，美国真实失业率高于官方公布的水平，新增就业的真实强劲程度低于官方公布水平，就业数据被高估。通胀继续下降，但逐渐表现出粘性。其中，能源项、食品项、交通运输项同比增速均回落，住宅项同比增速维持在8.2%，娱乐项同比增速上涨。

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，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，这可能加剧信贷条件紧缩，使得市场预期美国经济可能将陷入衰退。美元指数维持震荡。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。考虑到美联储加息已近尾声，美元指数缺乏持续上涨动能，但若近期银行危机持续蔓延，导致全球避险情绪快速上升，在短期内将有助于美元指数反弹。美股仍有下行压力。2023年以来，美股出现明显程度的反弹。然而，考虑到美联储将在很长时间内维持利率在“限制性”水平，美国经济下行压力将进一步凸显，且银行危机可能导致信贷紧缩，未来美股仍有进一步下行压力。美联储加息节奏放缓。美联储在3月议息会议加息25bp，这已经是美联储年内持续第9次加息。点阵图显示，与去年12月预测相比，委员们对2023年末的利率预期中值维持5.1%，对2024年的利率预期中值为4.3%。这意味着目前美联储内部对于年内降息预期较弱，更大可能会在2024年开启降息。美联储对2023年经济增长前景更为不乐观，小幅下调2023年实际GDP增速0.1个百分点，明显下调2024年实际GDP增速0.4个百分点。

欧洲在迷雾中前行。1季度，欧元区PMI显著回升，平均值达到52.1，较2022年4季度48.1的平均值出现了大幅提升。欧元区制造业似乎仍陷于困境之中。1~3月欧元区制造业PMI逐月下滑，创2022年10月以来新低。服务业PMI则表现亮眼，创10个月来的新高。1季度欧元区消费者信心的改善势头逐渐停滞，3月消费者信心指数出现了五个月以来首次下降，不过此次下降与市场预期持平，同时从历史数据来看，该数值仍处于近一年内的高位，表明欧元区消费者信心具有一定韧性。在需求不足背景下，欧元区企业在生产投资方面保持着较为谨慎的态度，2023年1月欧元区固定资产投资有可能延续2022年第4季度较为疲弱的态势。受能源价格小幅回落的影响，欧元区货物贸易逆差连续收窄。

总体通胀小幅回落，核心通胀继续攀升。2023年3月份欧元区消费者调和价格指数（HICP）同比增长6.9%，较2月的8.5%进一步下降，低于市场预期的7.1%。能源价格回落是促使3月欧元区整体通胀下行的主要原因，其价格同比下跌了0.9%。除能源外，其他各分项价格均出现了不同幅度的上涨。剔除了波动较大的食品和能源价格后，欧元区核心HICP在3月同比上涨了5.7%，创下新高。失业率保持稳定。2023年2月欧元区19国经季节性调整后的失业率为6.6%，与1月持平，低于市场此前预期的6.7%，较2022年同期相比下降了0.2个百分点。

欧央行继续加息。2023年3月16日，欧洲中央银行召开货币政策会议，决定将欧元区三大关键利率均上调50个基点，存款机制利率升至3%，边际借贷利率升至3.75%，主要再融资利率升至3.5%。这是欧洲央行自去年7月开启加息进程以来，第六次大幅加息以遏制通胀，共计加息350个基点。**英国获准加入《全面与进步跨太平洋伙伴关系协定》（CPTPP）。**这是CPTPP首次批准11个创始成员国以外的国家加入。英国也成为第一个加入CPTPP的欧洲国家，这也成为英国自“脱欧”以来达成的最大的贸易协议。

日本经济呈现制造业冷服务业热的特征。1月和2月，日本制造业PMI分别为48.9和47.7，继续呈现出下降态势。与制造业PMI疲弱相反，日本服务业PMI表现相对较好。1到3月，日本服务业PMI分别为52.3、54.0和54.2，呈现出明显的上涨态势。在服务业PMI的带动下，日本综合PMI继续上升，创下2022年6月以来的新高。2023年1月，日本二人以上家庭实际消费支出较上年同期降低了0.3%，消费依然不景气。日本的服务业消费依旧处于反弹中，“教养娱乐”的实际增速已经连续10个月为正。在消费金额减少的项目中，居住成本减少较多，在房价房租上涨、物价上涨的背景之下，居住成本日益增加，居住方面的消费也总体下降。机械订单方面，2023年1月实际增速骤降至-10.2%。而2022年第4季度则为-1.0%。外需同比下降11.3%。这表明全球制造业普遍不景气。相较于外需而言，日本国内的机械订单较为稳定。日本对外贸易逆差问题依然存在，出口面临明显压力。1月和2月日本商品贸易逆差分别为34986亿日元和8977亿日元，2022年同期则为22201亿日元和7115亿日元。逆差较去年同期扩大明显。

美国银行业危机导致日银货币政策出现微调，通胀峰值可能已现。在1月31日公布的相关文件中，日本央行对国债操作的上下限进行了调整，一方面表明日本央行对目前以及未来第2季度金融市场的担忧——于是提高了购债金额上限，另一方面降低了购

债金额的下限，也在向市场表明日本央行不想与目前全球主流央行实行偏紧的货币政策相悖。整体而言，目前是日本央行货币政策的空窗期，新旧日银总裁交接之际，货币政策发生根本变化的可能性不高。CPI 呈现出冲高回落的态势。1 月和 2 月，日本 CPI 同比增速分别为 4.3% 和 3.3%，但 2 月份日本 CPI 同比增速出现明显下降，预计 1 月份数据即是日本 CPI 同比增速的峰值。PPI 同比增速在 2023 年 2 月也呈现出下降的态势。

日本金融市场虽有一定明显波动，但整体稳定。东京日经 225 指数较为平稳，并呈现出一定的上涨。2023 年 1 月，东京 225 指数开于 25834 点，3 月收于 28041 点，涨幅为 8.5%。美元/日元汇率呈现上涨态势。1 月初为 131.0 日元兑 1 美元。到 3 月末则为 132.9 日元可兑换 1 美元。期间日美汇率走势依然与美国国债收益率有关。实际有效汇率方面，日元实际有效汇率 10 月份继续下跌，跌至 57.26，但在 11 月有明显反弹，升至 58.44。10 年期国债收益率上行压力减缓，一度来到 0.53% 的高点。但随着美国银行业出现“爆雷”，以及随后个别欧洲的商业银行出现问题，市场对美国和欧洲的货币政策的预期出现松动，美国和欧洲主要国家国债利率大幅走低。日本国债尤其是 10 年期国债收益率也跟随下跌。截止到 3 月末，日本 10 年期国债收益率已经来到 0.362% 的位置。日本 10 年期国债收益率上行（价格下跌）的压力大大减小。

东盟韩国仍面临景气下行压力。1 季度，区内前沿经济体 PMI 在荣枯线以下，显示经济仍面临下行压力。从月度 PMI 数据来看，东盟整体仍处于荣枯线以上，但景气程度出现分化。其中区内以内需为主的大宗商品生产国印尼的 PMI 保持在荣枯线以上，受疫情政策放开的提振，区内旅游业占据重要位置的泰国和菲律宾 PMI 也在荣枯线之上。然而，区内的两个前沿经济体越南和韩国的 PMI 则在荣枯线之下，新加坡和马来西亚的 PMI 也跌落荣枯线。这反映出外部需求不景气对于区内的影响，特别是在硅谷银行和瑞士信贷事件发生后，对于发达经济体是否会出现危机的担忧再度上升，预计区内各经济体在未来一段时间仍面临景气下行压力。

东盟区内通货膨胀仍处于较高水平。菲律宾和新加坡的通货膨胀仍处在高位，且仍在上行态势中。新加坡的通胀屡创新高，今年 1 月和 2 月的通胀均达到 5.5%，食品、住宿、房屋租金以及消费税的调增是主要原因。菲律宾的通货膨胀水平达到 8%，仍然面临较高的通胀压力。韩国的通货膨胀仍然保持在 4.8%-4.9% 的高位。区内其他经济体的通货膨胀已经开始出现放缓，但是相较于一年前其水平仍处于高位。

欧美银行业事件对东盟区内短期影响有限。从 2023 年第 1 季度末的相较于季初的情况来看，美欧银行业事件对区内货币的影响较小。1 季度主要货币呈现升值态势，只有韩元显著贬值，贬值幅度为 2.4%，马来西亚林吉特有小幅贬值。总体来看，和 2022 年全年各主要货币（除新加坡元外）的大幅贬值不同，1 季度欧美银行业的动荡暂未对区域的汇率和资本流动产生显著冲击。从硅谷银行当周区内主要股票市场的走势来看，除了越南之外，其他市场均出现了一定程度的下跌，下跌幅度约为 0.5%-1.5%，幅度并不算大。从 2023 年第 1 季度的整体变动来看，主要东盟国家的股票指数有所下跌，但新加坡和越南小幅上涨，韩国股市上涨了 11.6%。

东盟区域金融稳定值得关注。发达经济体退出货币宽松政策的路径变窄，在遏制通货膨胀和维护金融稳定二者间的矛盾加剧，未来不确定性仍大。加之此前因俄乌冲突带来的复苏放缓，经常账户顺差缩窄，以及政策空间下降等因素叠加，这使得区内金融不稳定因素上升。区内对于进一步加强区域金融安全网建设的呼声加强，各类型本币互换的签订在一定程度上反映了这种诉求。区域内已有的金融安全网清迈倡议多边机制（CMIM）的可用性仍存在问题，其创设至今尚未被使用过。东盟 10+3 已经将强化区域安全网作为 2023-2027 年的工作重点，区内应加强在 10+3 框架下的区域金融合作。

金砖国家经济增长分化，通胀压力仍大。俄罗斯经济继续收缩，通胀仍处高位，汇率、财政压力凸显。2022 年，俄罗斯经济增速为-2.1%，好于多数国际机构的预测。1 月失业率为 3.6%，达到历史低位，这可能反映了乌克兰危机以来的人才外流与征兵造成的劳动力短缺。2022 年年底，西方对俄罗斯制裁能源出口进一步加码制裁，欧盟从俄罗斯原油进口大幅下降。根据国际能源署的数据，俄罗斯石油出口量在 2023 年 1 月增加了近 30 万桶/日，达到 820 万桶/日，接近 2020 年 2 月创下的历史高位，但能源收入却同比下降了 36%。2023 年 1-2 月，俄罗斯 CPI 同比增速分别为 11.8%和 11%，比 2022 年 12 月的 11.9%继续回落，但速度缓慢。2023 年以来，美元兑卢布汇率进一步贬值，3 月 28 日，达到 76.57 卢布/美元，回到乌克兰危机前水平。2023 年 12 月，俄罗斯财政收入累计同比增速为 10%，财政支出累计同比增速为 25.7%，财政赤字达到 3.3 万亿卢布，为 2021 年以来首次出现财政赤字。总体来看，俄罗斯财政收入增速呈现波动下降态势，财政支出增速大幅上升。如果这一状态持续下去，俄罗斯财政状况还将进一步恶化。

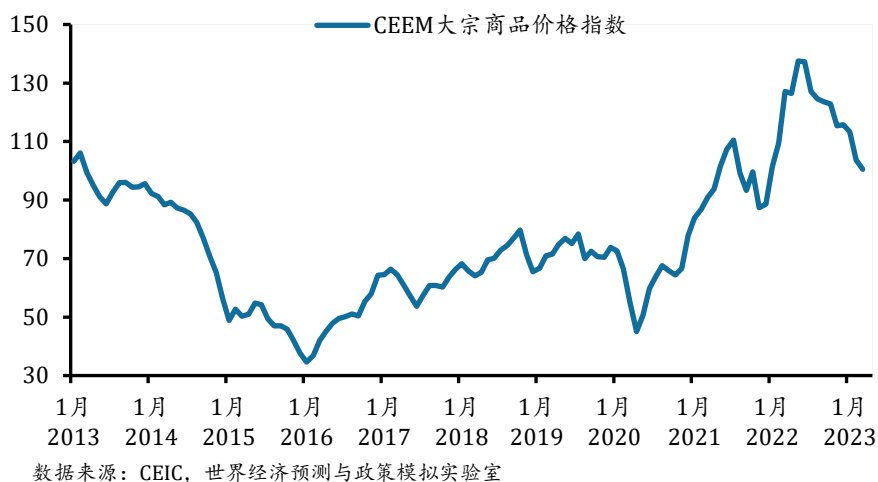
巴西经济继续缓慢复苏，但动能有所减弱。2022年4季度，巴西实际GDP同比增速分别为1.9%，环比增长-0.2%，三年平均增速为1.3%，均较3季度有所下降。2023年1、2、3月，巴西制造业PMI分别为47.5、49.2和47，较2022年4季度略有提升，但仍处于收缩区间。服务业PMI分别为50.7、49.8和51.8，显著下降。4季度巴西失业率为7.9%。2023年1月，巴西失业率上升至8.4%，结束了2022年的下降态势，处于较高水平，也证实巴西经济复苏动能较弱。以美元计价，2023年1、2月，巴西出口同比增速分别为15.3%和-12.6%，进口增速分别为3.5%和-6.1%，增速均显著下降，但净出口相对于2022年同期略有扩大。1、2月，巴西CPI同比增速分别为5.77%和5.6%，较2022年4季度继续下降，但速度缓慢。当前巴西通胀中较高的项目主要是食品饮料、服饰、健康保健与教育。2023年以来，美元兑雷亚尔汇率基本稳定，巴西股市小幅下跌。

印度经济继续稳步增长，通胀仍具顽固性，央行继续小幅收紧货币政策。2023年1、2、3月，印度综合PMI分别为57.5、59和58.4，经济景气度较高。2023年1、2、3月失业率与2022年平均失业率基本持平，劳动力市场还有较大恢复空间，就业改善并不稳定。货物贸易增速显著下降，服务贸易保持强劲增长。1、2月货物出口同比增长分别为-6.6%与-8.8%，进口同比增长分别为-3.6与-8.2%，制造业活动有所减弱。1、2月服务业出口同比增长分别为49.1%和36.9%；服务业进口同比增长分别为19%和12.2%。2023年1、2月，印度CPI同比增长分别为6.52%和6.44%，结束了2022年4季度连续三个月的下降态势，高于印度央行设定的通胀区间。从CPI具体项目来看，住房价格同比仍未见顶，通胀具有较大的顽固性。据IMF预测，2023年印度CPI同比增速将降至5.1%。2023年2月，印度央行再次小幅加息25个基点，将政策回购利率升至6.5%的高位。

南非经济恢复动能依然不足，劳动力市场微弱改善，通胀压力仍大。2022年4季度，南非实际GDP同比增长0.92%，三年平均增速分别为-0.3%，尚未回到疫情前水平。2023年1月南非出口金额同比增长6.1%，进口金额同比增长28.1%，贸易逆差达到231亿南非兰特，为2020年4月以来首次出现贸易逆差。2022年4季度，南非失业率为32.7%，较上季度下降0.2个百分点，劳动参与率上升0.2个百分点至58.5%，仍显著低于疫情前60%的水平。2023年1、2月，CPI同比增速分别为7.19%和7.34%，低于2022年12月的7.5%，但显然回落速度缓慢，且仍处于高位。分项来看，食品饮料与交通仍

是当前南非通胀的主要拉动因素。出于对通胀压力、汇率贬值与资本外流的担忧，南非央行于 2022 年连续加息五次，累计加息 300 个基点，将回购利率升至 7%。

图表 2 CEEM 大宗商品价格指数



大宗商品普遍经历高预期、弱现实的挑战，在预期未兑现、风险显现后价格下跌。2023 年 1 季度 CEEM 大宗商品价格季度均价环比下跌 10.3%，连续第三个季度下跌，且跌幅扩大。除美联储坚定加息紧缩外，中国开放后复苏弱于预期、春节效应以及欧美金融业风险事件频发也使大宗商品价格承压。原油 1 季度价格表现显著弱于市场预期，直到 2 季度初才因 OPEC 减产反弹。有色金属受衰退预期和中国宏观经济环境扰动的影响，价格波动剧烈、震荡上行；黑色金属价格走势较强。国际国内农产品价格存在联动，需求不景气带动国内国际谷物价格集体下行，气候因素对谷物价格存在潜在支撑。

中国地方政府债务风险要基于中国独特的国情和特定发展阶段进行系统观察和辩证施治。去年以来，规模庞大的地方政府债务引起广泛关注，关于地方政府债务的讨论很容易引申到对于财政状况的判断。近年来，减税降费、经济下行和房地产市场快速探底都抑制了政府的增收能力，减收压力下对于政府赤字和债务风险的担忧会更为突出。但从资产负债角度考虑，地方债务并不存在偿付能力问题，地方债务风险主要体现为国有资产缺乏流动性。地方政府债务大部分由于基础设施投资的融资需求产生，但我国基础设施建设仍存在较大空间。政府债务的问题不在规模而在结构，应优化央地支出责任，改变地方基础设施建设的融资模式。土地财政在国民经济循环中有特殊历史作用，地方财政转型不仅是寻找新收入来源，要从国民经济循环角度来思考。

二、全球金融市场：金融脆弱性上升，美联储加息节奏放缓

全球金融脆弱性上升。1 季度，美欧金融风险事件频发，硅谷银行破产、瑞信集团被收购。受金融风险上升，美联储加息明显放缓。美联储主席鲍威尔在议息会议后表示，最近的银行业动荡可能导致对家庭和企业的信贷供给收紧，进而影响经济结果，但也重申了遏制通胀的决心。1 季度，美联储累计加息 50bp，鲍威尔在 3 月加息会议后透露出加息节奏将放缓的信号。美元贬值，其他主要经济体货币均有所升值。全球股市也普遍回升，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。受美元贬值和金融市场风险上升影响，黄金价格环比大涨 9%。

银行业风波尚未对金融市场流动性和波动性造成持续冲击。受美联储流动性救助影响，VIX 指数和 TED 利差均在 3 月冲高后回落。1-2 月，美元流动性和美股市场整体表现平稳。3 月，受银行业破产风波影响，TED 利差由 0bp 附近迅速上升至 30bp 以上，美股波动性迅速上升。后随着美联储及时救助，设置新的流动性工具向风险银行提供流动性，通过货币互换满足全球金融市场美元流动性需求，美元流动性改善，TED 利差迅速回落，VIX 指数也下降至 20% 的较低水平。

美元贬值，其他主要经济体货币汇率多回升。1 季度，美元季末较上季度贬值 0.9%，平均回落较上季度贬值 4.34%。受美元贬值影响，其他主要经济体货币均温和升值。按季末值，人民币 1 季度升值 1.4%；按平均值，人民币季度升值 3.43%。发达经济体中，欧元、日元、英镑分别升值 2%、1%、2.8%，环比升值幅度小于 2022 年四季度。新兴经济体中，东南亚经济体货币依然表现较佳。巴西、俄罗斯、阿根廷、土耳其货币贬值。

主要经济体股市上涨。受发达经济体加息节奏放缓影响，主要经济体股市继续回升。标普 500 指数上涨 3.5%，季内波幅达 9.8%。上证综指上涨 6%，季内波幅达 7.7%。欧洲股市大幅上涨，法国 CAC40 指数、德国 DAX 指数分别上涨 8.8%、8.5%；季内波幅高达 11.8%、11.3%。东亚股市继续上涨，日本、韩国、中国股市分别上涨 4.1%、3.9%、6.1%。俄罗斯股市上涨 2.5%，季内波幅达 13%。印度股市转跌，1 季度印度 sensex30 指数下跌 5.2%，季内波幅 7.2%。巴西股市下跌 8.3%，季内波幅超过 16%。

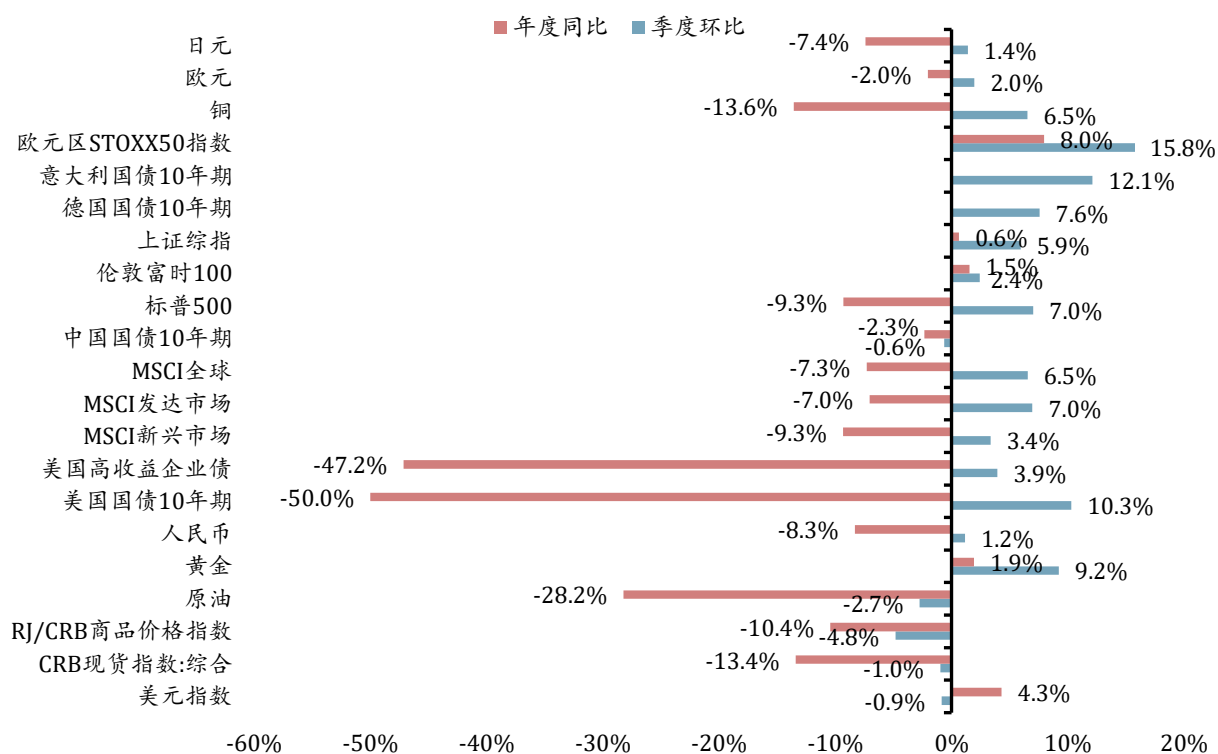
主要经济体加息节奏放缓，货币市场利率中枢普遍抬升。1 季度，美联储加息 50bp，欧央行加息 100bp。日本央行放宽收益率曲线控制的上下限，货币市场一度提升至 0.04% 的正利率水平，但随后又回到负利率区间。新兴经济体中，印度央行也减缓加息步伐，

3月俄罗斯央行的基准利率也维持在7.5%不变。1季度，中国人民银行未调整政策利率，货币市场利率继续在利率走廊内宽幅波动。

主要发达经济体长期国债收益率上升后回调。由于主要央行仍在加息，美欧长期国债收益率普遍继续上升。但美欧银行倒闭风波之后，美联储加息幅度明显放缓，市场衰退预期升温，美欧主要经济体的十年期国债收益率季内出现了较长时间的趋势性下行回调。其他主要经济体长期国债收益率呈现出类似走势，债券市场开始交易经济衰退预期。

快速加息背景下，美欧银行业频发危机。近期，美欧金融风险事件频发。这类金融风险事件爆发的根源基本可以归纳为利率快速上升背景下金融机构负债端流动性问题，以及资产端资产质量恶化或流动性下降导致资产打折问题。这类倒闭银行的账面资本充足率在风险事件爆发前是充足的，这说明即便在巴塞尔协议三的约束下，银行满足账面上的监管要求，但在恐慌情绪渲染下，不排除银行乃至全球系统重要性银行出现大规模挤兑风险和股东撤资风险，引发流动性危机和资本迅速下降可能，进而面临破产风险。

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2023年3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。

三、展望与对策

受俄乌冲突、供应瓶颈以及主要经济体货币紧缩等因素影响，2023 年全球经济在复苏的道路上坎坷前行，不断上升的金融风险 and 持续的通货膨胀威胁着全球的经济增长，硬着陆的可能性急剧上升，需要重点关注以下四方面风险：

美国金融市场动荡余波未平。受能源价格的基数效应与食品价格意外疲软的拖累，3 月美国 CPI 同比增速由上月的 6% 降至 5%，但核心 CPI 同比增速由上月的 5.5% 反弹至 5.6%，季调环比增速保持在 0.4% 的偏高水平，核心通胀粘性强于市场预期。考虑到美国劳动力市场持续偏紧，3 月失业率小幅降至 3.5%，平均时薪同比增长 4.2%，服务业需求依然旺盛，核心通胀短期内难以回到 2% 的政策目标水平。然而，市场已经开始对通胀下行和美联储降息进行过度定价，芝商所 FedWatch 工具显示市场预期美联储将在 2023 年 9 月开始降息。一旦未来美国 CPI 走势与市场预期不一致，如 CPI 出现反弹或核心 CPI 超预期粘性，这可能引发金融市场动荡。此外，2023 年 1 月，为避免联邦政府发生债务违约，美国财政部启动“暂停发行债券期”，但该特别措施将于 2023 年 6 月 5 日到期，届时美国两党能否顺利就提高债务上限达成一致意见尚存在较大不确定性，这使得美国可能再次陷入债务上限危机。

大宗商品价格受复苏进程和宏观扰动影响大幅波动。2023 年，能源和矿产等初级产品的价格，将同经济复苏预期的兑现程度和全球主要经济体出现的大规模宏观扰动密切相关，不确定性较大。美欧银行业风险事件频发，市场对全球主要经济体的经济增长持有弱预期，均引发市场对大宗商品市场的悲观情绪，加之矿产资源供给改善，可能对石油、天然气、铁矿石、铜和铝等能矿金属的价格形成较大压力。与此同时，能矿金属价格存在较强支撑：中国经济复苏速度的加快将带动交通运输行业复苏，疫情期间全球油气资源投资不足使得 OPEC 减产措施对价格的边际影响增强，美欧应对经济风险的政策转向，俄乌局势的变化等因素，均大概率使得能源价格上涨。与能矿类初级产品不同，粮食价格和供应安全还受气候影响。自 2022 年下半年起，干旱问题即影响美洲地区粮食产区，阿根廷粮食减产问题较为突出。俄乌冲突问题的演变将影响全球粮食贸易，对粮食价格产生较大潜在影响。

新兴市场部分国家可能陷入债务危机。2023 年，新兴和发展中国家债务问题进一步凸显，越来越多国家开始寻求债务重组和减免援助。新冠疫情爆发以来，多个国家陷入

债务危机。其中，阿根廷、厄瓜多尔、黎巴嫩、赞比亚、乍得、埃塞俄比亚、苏丹、加纳等国家开启了与不同债权人的债务重组和减免谈判议程。随着美欧等发达经济体货币政策的收紧，国际金融市场动荡加剧，瑞信银行、硅谷银行等金融风险事件频发，这将导致发展中国家的外部经济金融状况进一步恶化。一方面，银行危机会导致全球金融市场的动荡和信用紧缩，使得发展中国家难以获得外部融资或者面临更高的融资成本。另一方面，银行危机也可能引发国际资本的撤离，导致发展中国家的汇率贬值和外汇储备下降，从而增加其偿还外债的难度和成本。

中国出口外需下行压力仍然较大。当前，由于发达国家前期超额储蓄支撑消费，中国经济复苏带动世界经济增长，全球经济短期呈现出显著韧性。但在金融风险加剧、通胀顽固性超预期、发达国家居民超额储蓄逐渐消耗、地缘冲突仍在持续发酵等因素作用下，全球经济下行风险加大。根据 IMF 的最新预测，全球经济增速将从 2022 年的 3.4% 下滑至 2023 年的 2.8%，发达经济体的增速将从 2022 年的 2.7% 显著下降至 2023 年的 1.3%。如果金融部门进一步承压，2023 年全球增速预计将下降至 2.5% 左右，发达经济体增速将下降至 1% 以下。世贸组织(WTO)4 月预测，2023 年全球商品贸易量增长 1.7%，较去年 10 月的预测高出 0.7 个百分点，但仍低于过去 12 年的平均水平。

尽管全球经济硬着陆风险上升，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三方面举措：

一是，坚持扩大内需战略。总需求不足是当前中国经济运行面临的突出矛盾。必须大力实施扩大内需战略，采取更加有力的措施，充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用。一方面，把恢复和扩大消费摆在优先位置，要增强消费能力，改善消费条件，创新消费场景，使消费潜力充分释放出来。另一方面，通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资，尤其是当前民间投资预期较弱，政府投资必须发挥好引导作用，同时放宽民间投资市场准入，消除民间投资的后顾之忧。此外，要继续发挥出口对经济的支撑作用，尤其是稳住对发达国家出口，扩大对新兴经济体出口。

二是，强化战略性资源供给安全和价格稳定机制。应注重维护战略资源的供给安全，既要顺应战略性资源的供给周期，拓宽产品供给渠道，优化大宗商品战略储备系统，又要积极运用经济和法律手段，提升我国在战略性资源市场中的议价权。我国应重视多部

门联动应对大宗商品价格波动，以供给侧改革和总需求管理政策相协调，保障国内循环畅通；全面保障农业生产，优化和完善粮食储备体系，丰富粮食进口渠道，降低国际粮价波动对我国粮食价格和粮食安全的影响。在此基础上，我国应提前谋划，适时调整能源、农业及畜牧业结构，保障粮食、能源和矿产等资源的供应安全。

三是，呼吁国际社会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：经济超预期背后的脆弱性

2023 年 1 季度，美国经济继续保持正增长，预计 GDP 环比折年率为 2.5% 左右。细分来看，美国制造业 PMI 继续萎缩，非制造业 PMI 反弹至荣枯线之上；个人收入与支出继续平稳增长；企业投资整体负增长；劳动力市场维持紧张；通胀表现出越来越明显的粘性。银行业危机短期或告一段落，但风险并未解除，且将明显导致家庭和企业的信贷环境收紧，并拖累经济活动、就业和通胀。美联储在 3 月加息 25bp，并进一步下调未来经济增长预期。尽管美国经济在经历了去年两个季度的负增长后，表现出了超预期的韧性，但越来越多的迹象表明美国经济脆弱性正在上升，且考虑到货币政策的累积影响与滞后效应，经济衰退通常是非线性的。

欧洲：迷雾中前行

2023 年第 1 季度，在服务业活动强劲复苏的带动下，欧元区综合 PMI 显著回升，但制造业受需求不足的影响，整体表现依旧疲弱，萎缩程度加剧。能源危机的缓解和能源价格的下降使欧元区通胀水平有所回落，但核心通胀持续攀升，加剧了欧洲央行抗击通胀的压力，欧洲央行在银行业风波不断发酵之际依然选择了如期加息，增加了经济和金融前景的复杂性。面对多重不确定性的叠加和信贷紧缩风险的上升，欧元区企业投资趋于谨慎，消费者信心改善的势头放缓。不过，欧元区失业率保持稳定，贸易逆差持续回落，显示出一定的韧性。展望未来，欧元区经济受逆风影响的可能性有所上升，金融市场动荡使该地区风险评估变得更加不确定，需密切保持关注。

日本：金融市场迎来休整期

2023 年第 1 季度，日本经济和金融市场整体表现稳定。日本制造业表现相对较差，而服务业表现则相对较好。不过，从投资和消费的角度看，依然难言有明显恢复；但服务业的回暖也不支持日本经济整体在进一步明显下行的结论。美国和欧洲的银行业震荡对日本金融市场产生了一定影响，但整体不显著，日本央行也对第 2 季度的购债计划进行了微调。日本的物价增速（CPI 月同比）在第 1 季度的 2 月份达到 1981 年以来的最高值，但预计未来将会回落。2022 年备受关注的日本国债市场在 2023 年第 1 季度表现平稳，10 年期国债收益率在 0.5% 上限停留一段时间后，在全球银行业风险暴露时出现明显下跌，这对日本银行而言可以在一定程度上缓解债市压力。4 月份日本央行总裁即将正

式换任,如果全球金融市场继续保持相对稳定,日本 10 年期国债收益率维持在距离 0.5% 一段距离的位置,那么不排除日本央行将在 4 月份的议息会议中扩大 10 年期国债收益率的波动区间。

东盟韩国：区域仍面临景气下行压力，金融稳定诉求上升

2023 年第 1 季度,区内前沿经济体 PMI 在荣枯线以下,显示经济仍面临下行压力。从月度 PMI 数据来看,东盟整体仍处于荣枯线以上,但景气程度出现分化。区内前沿经济体新加坡、越南和韩国的 PMI 均在荣枯线之下。区内通胀中枢在去年的下半年显著抬升,目前仍处于较高水平。美欧银行业动荡对区内经济体有一定影响,区内部分货币因欧美银行业事件出现小幅贬值,区内股票市场也出现一定程度的波动。短期内硅谷银行和瑞士信贷事件均因政府当局的快速出手而未出现进一步恶化,继而对本区的负面影响有限。但是发达经济体退出货币宽松政策的路径变窄,在遏制通货膨胀和维护金融稳定二者间的矛盾加剧,未来不确定性仍大。在此背景下,区域金融安全网亟需加强。

金砖国家：经济增长分化，通胀压力仍大

2023 年第 1 季度,金砖四国经济增长出现明显分化,印度经济延续稳健增长,巴西与南非经济缓慢复苏,动能有所减弱,俄罗斯经济可能继续衰退。对外贸易方面,巴西、印度、俄罗斯贸易有所下滑,南非贸易保持较快增长。中国与金砖国家贸易出现分化,与巴西、南非、俄罗斯贸易保持较快增长,与印度贸易显著下降。通胀方面,金砖国家均面临较大通胀压力,巴西通胀压力相对较小,印度、俄罗斯通胀顽固性较强。货币政策与金融市场方面,金砖四国央行均放缓或停止加息,货币环境边际放松。金砖四国汇率与资本市场总体稳定。

中国：如何理解地方政府债务风险

去年以来,规模庞大的地方政府债务引起广泛关注,关于地方政府债务的讨论很容易引申到对于财政状况的判断。近年来,减税降费、经济下行和房地产市场快速探底都抑制了政府的增收能力,减收压力下对于政府赤字和债务风险的担忧会更为突出。那么,地方政府债务究竟有无偿付风险?中国还有无必要继续举债推进基础设施建设?以往地方政府债务形成的过程存在哪些问题?土地市场出现重大变化又意味着什么?上述问题并不能孤立地回答,而是要基于中国独特的国情和特定发展阶段进行系统观察和辩证施治。

全球金融市场：金融脆弱性上升，美联储加息节奏放缓

2023年1季度，美欧数家银行陆续爆发破产危机，全球金融脆弱性上升，黄金大涨，美联储加息节奏明显放缓。2月、3月，美联储分别加息25bp，美国联邦基金目标利率达到5%。美元继续贬值，其他主要经济体货币均有升值。全球股市继续回升，金融市场开始交易经济衰退预期，主要经济体长期国债收益率均在1季度后半段出现回调。主要央行多暂缓加息，但停止加息也未阻止新兴经济体货币市场利率中枢继续抬升。预计未来全球通胀、货币政策不确定性上升，金融市场将加剧调整。在加息背景下，中小银行破产、资产违约等金融风险事件仍可能发生。继续关注部分经济体流动性风险、债务风险以及美债流动性枯竭风险。

大宗商品市场：强预期落空和风险事件压制价格

2023年1季度主要大宗商品普遍经历了先涨后回落的走势，和年初中国开放带来的利好预期及随后欧美金融风险事件频发带来的压力有关。1季度CEEM大宗商品价格指数环比下降10.3%，同比下降6.0%。对价格形成较大拖累的是原油和煤炭等能源产品，其中原油价格下降11.3%，煤炭下跌37.1%。在低库存和钢企乐观情绪推动下，铁矿石和钢材价格反弹，其中铁矿石显著反弹22.3%。有色金属价格剧烈波动，伦铜价格季度环比上涨，但波幅较大；铝价微跌。玉米小麦联动下跌。大豆下跌6.3%。

外贸专题：进、出口增速逐月均有所回升

2023年1季度，中国出口（美元）同比增长0.5%，增速较上季度提高7.1个百分点；进口同比下降7.1%，增速较上季度下降0.5个百分点；货物贸易顺差总额为2047亿美元，同比提高509亿美元。1-2月，服务贸易逆差总额为297亿美元，同比提高179亿美元，1季度经常账户顺差占GDP比重预估在1.3%左右。出口同比增速逐月虽有改善，但订单指标显示后续出口形势不容乐观。基期效应（包括春节效应）、需求放缓及供给冲击是拖累出口增长的主要原因。预计2023年中国出口或将呈现小幅负增长，但降幅较年初有所改观。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。