

全球宏观经济季度报告

总览：2022 年夏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 熊爱宗 吴立元

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	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
	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 2 季度中国外部经济环境总览

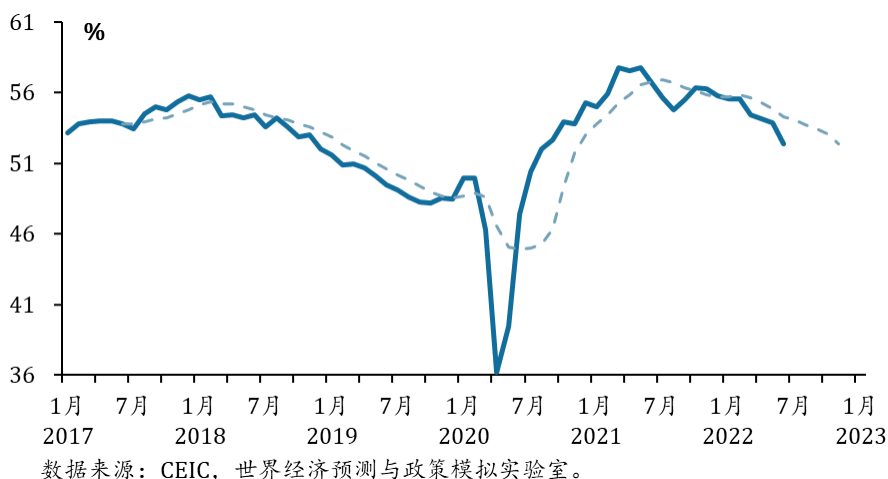
——2022 年夏季全球宏观经济运行与分析

1. 2 季度，中国外部经济综合 CEEM-PMI 指数加速下行，在多个经济体政策紧缩背景下外部经济增长回落压力加大。其中，美欧回落节奏领先、已远离本轮高位，日本、韩国、印度、东盟等均有不同程度回落，中国台湾地区和土耳其已跌入荣枯线以下，澳大利亚、俄罗斯、南非环比略有好转。
2. 2 季度，美国经济或已陷入“技术性”衰退。美国 PMI 显著下行，个人收入增速放缓，消费信心不足、消费支出显出颓势，新屋开工和销售下降，企业或将进入去库存周期。与此同时，失业率维持在低位，劳动力市场依然紧张；通胀继续上行，需求侧力量增强，拐点尚未到来。美联储被迫大幅度加息。
3. 2 季度，欧洲通胀飙升，经济承压。在俄乌冲突与供应链受阻下，欧元区 PMI 急剧放缓，能源和农产品价格暴涨，通胀和贸易逆差创新高，消费和投资信心大幅跳水。但欧元区失业率维持在历史最低水平。为避开滞胀陷阱，欧央行即将启动加息。
4. 2 季度，大宗商品价格持续波动。原油价格波动加剧，有色金属整体走弱，国际铁矿石及钢价共振下跌，农产品涨跌不一。季度前期，阶段性供给不足和通胀预期推高整体价格，但季度末衰退预期走强，对各品种均形成压制。
5. 2 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。
6. 全球经济运行风险仍然突出。美联储大幅加息，衰退预期升温，全球经济下行压力上升。工业金属和能源等大宗商品价格面临下行乃至暴跌风险。新兴市场和发展中国家债务危机风险上升。

一、 全球经济增速回落压力加大

2022 年 2 季度，中国外部经济综合 CEEM-PMI 指数¹加速下行，在多个经济体政策紧缩背景下外部经济增长回落压力加大。其中，美欧回落节奏领先、已远离本轮高位，日本、韩国、印度、东盟等均有不同程度回落，中国台湾地区（6 月）和土耳其（5、6 月）已跌入荣枯线以下，澳大利亚、俄罗斯、南非环比略有好转。值得注意的是，与 2019-2021 年相比，当前东盟 PMI 仍处在历史高位。

图表 1 中国外部经济综合 CEEM-PMI



美国经济增长动能不足，或已陷入“技术性”衰退。2 季度，美国 PMI 显著下行，企业活动放缓。4-6 月制造业和非制造业 PMI 均低于 1 季度均值。6 月制造业 PMI 显著回落，尤其是新订单指数转入衰退区间，反映通胀走高降低了需求，导致工厂新订单减少，未来企业活动可能进一步放缓。个人收入增速趋缓，支出已显颓势。4-5 月美国个人收入同比增速显著低于通胀增速，实际个人收入环比增速已连续 5 个月为负。尽管消费支出总额保持高速增长，但主要源于价格广泛上行，居民实际消费量已显颓势。个人储蓄存款占可支配收入远低于疫情前水平。6 月美国密歇根大学消费者信心指数降至 50，

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。

创历史最低水平。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 6 月 30 日的当周，5 年期和 30 年期抵押贷款利率已高于疫情前水平。美国本轮库存周期从 2020 年 4 季度开始，已超过 20 个月，考虑到居民消费可能趋于下降，美企将面临去库存压。美国出口增加，而进口有所减少，贸易逆差有望收窄。失业率基本接近疫情前水平，劳动力市场依然紧张。5 月美国职位空缺率回落至 6.9%，离职率小幅回落至 2.8%，皆显著高于疫情前水平，表明劳动力市场依然紧张。通胀继续上行，需求侧力量增强，拐点尚未到来。其中，能源、食品、住宅和交通运输领涨总体通胀。美国私人非农企业员工的周薪同比增速连续 15 个月跑输通胀。美国通胀缘起于供给侧短缺，叠加需求刺激政策，导致价格上涨越来越广泛，通胀基础愈加稳固。

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。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倒挂，使得市场预期美国经济可能将陷入衰退。美元指数短期获支撑，中期或趋于震荡。2 季度以来，美元指数基本处于高位震荡，随着美国经济增速放缓和欧洲开启加息，美元指数缺乏继续快速上涨动能。不过，欧洲的“滞胀”压力更大于美国，美元指数或将高位震荡。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。继 2022 年 3 月首次加息 25bp，5 月加息 50bp 后，美联储在 6 月议息会议再次大幅加息 75bp，这是自 1994 年以来的最大加息。美联储较大幅度下调经济增长预期、上调通胀预期，并承认经济“硬”着陆风险。

欧洲通胀飙升，经济承压。受天然气供应紧张局势持续的影响，2022 年第 2 季度欧元区经济活动显现出疲软迹象。6 月欧元区 19 国综合采购经理人指数 (PMI) 从 5 月 54.8 的大幅下滑至 51.9，显著低于此前市场普遍预期的 54.0。制造业继续受到大宗商品价格高企和供应链受阻的打击，疫情后需求反弹效应的消失进一步使企业下调产出预期，并

可能在未来几个月寻求削减产能。需求停滞和成本增长也带来了服务业形势的恶化。4月，欧元区工业生产指数同比下降2%，降幅大于预期的1.1%；环比增长0.4%，低于预期的0.5%。通胀水平再创纪录。6月份欧元区消费者调和价格指数同比增长8.6%，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8.5%。能源价格依然是欧元区通胀的主要贡献者。食品、酒精和烟草、非能源工业品、服务等部门物价也出现不同程度的上涨。6月欧元区核心通货膨胀率为3.7%，比5月的3.8%降低了0.1个百分点，同时低于市场预期的3.9%。由于能源结构和对外能源依赖度差异，各国的通胀数据大相径庭。其中以核能为主要电力来源的法国通胀控制较好，而严重依赖俄罗斯能源进口的波罗的海三国价格涨幅均超过了20%。失业率保持历史最低水平。4月欧元区19国经季节性调整后的失业率为6.8%，连续第三个月保持在该历史最低水平；青年失业率为13.9%，较前一个月下降0.1个百分点。受创纪录的通胀和地缘政治不确定性影响，消费者信心降至疫情爆发以来最低水平。企业投资放缓。在俄乌战争、高能源价格、供应链瓶颈和收紧的金融条件等因素影响下，欧委会2022年3-4月商业投资调查结果显示，相比去年，大部分制造业企业削减了2022年的投资计划。在能源进口成本不断升高的推动下，欧元区贸易逆差继续扩大，创下自欧元区成立以来的最高纪录。

欧元区负利率时代即将结束。为避开滞胀陷阱，欧央行即将启动加息，并试图通过新的货币政策工具，避免市场出现恐慌情绪，稳定欧洲债市。2022年6月9日，欧洲央行召开货币政策会议并正式宣布开启欧元区货币政策正常化进程，这也意味着持续8年之久的欧元区负利率时代即将结束。欧央行此次的货币政策决议包括加息时间表、提前取消购债计划以及再融资业务的三部分内容。根据决议，欧洲央行将在7月21日货币政策会议上加息25个基点，并于9月8日的再下次货币政策会议上继续加息，9月的加息幅度则取决于届时的欧元区通胀情况。欧央行还宣布将提前于7月1日结束“资产购买计划”，预计适用于第三轮长期定向再融资操作（TLTRO III）的特殊条件也于6月23日结束。此次会议之后，欧洲外围国家的国债收益率飙升。

欧盟开启 REPowerEU 行动。2022年5月18日，欧盟委员会公布“REPowerEU”能源计划，以迅速减少对俄罗斯化石燃料的依赖，加快绿色转型，同时提高欧盟范围内

能源系统的弹性。该计划从节约能源、加速推进可再生能源、能源供应多样化三方面着手，取代家庭、工业和发电领域的化石燃料，2030年可再生能源占比将从此前的40%提高至45%。要实现REPowerEU计划的目标，从现在开始到2027年，欧盟需要额外投资2100亿欧元，欧盟将这笔钱称为地区能源独立和能源安全的“首付”。

日元汇率大幅快速贬值。2022年3月1日美元兑日元汇率为114.9，6月16日一度触及136.6的局部高点，且日元贬值势头暂无明显缓解迹象。日元汇率大幅贬值的背后是日本央行不断控制日本国债尤其是10年期国债的收益率曲线。日本央行执意守住债券市场，至少暂时放弃汇率市场背后的“底气”有三点：第一，日本通胀率长期较低，一直距离目标较远。第二，美日利差扩大会使得日元汇率大幅贬值，从而大幅抬高日本作为资源进口国所可能遭受的损失，不过由于日本经常账户和国际投资头寸结构的特点，日元“适当”贬值能够部分对冲日本的进口损失。第三，日本财政部通过金融衍生品对冲日元贬值风险，日本政府部门债务外币计价比重较低。日元快速贬值期间，国外投资者并没有净抛售日元资产，抛售对象主要为中长期债券，这也给日本央行留出了操作余地。

日本央行并非是在一味宽松。从日本央行的资产负债表看，相比于1月，2月和3月日本央行的资产负债表确实仍在扩张，但4月的扩张步伐在减缓，5月则呈现出短暂“缩表”态势。在日本央行买进以10年期国债为代表的长期国债时，也在减少其贷款，并在5月开始大幅减持短期国债。所以到目前为止，日本央行的操作并非只是一味的“宽松”。5月恰恰是美国国债收益率的相对稳定期，也是美元指数和日元汇率的相对稳定期。可以推断，日本央行是在对着上述指标进行“操作”。同时，与国外投资者在长债和短债的净买入情况相比，日本央行进行了完全相反的操作。日元兑欧元汇率走势同样具有一定启示意义。根据欧洲央行公布的数据，欧洲央行目前依然在扩表，且扩表力度明显大于日本央行。日元兑欧元汇率贬值和过度反应或是预期成分。

日元和日债风险主要取决与外部环境变化。日本国内宏观非金融指标变数不大，风险缓解主要看外部经济环境的变化。而外部环境则取决于以石油为代表的大宗商品价格走势，以及美国通胀情况和由此引发的美联储货币政策调整。美国通胀问题的焦点主要

在于全球石油价格及汽油价格，以及国内食品价格和居住价格。如果全球石油价格和粮食价格继续上涨，居住成本上升得不到有效缓解，美联储货币政策收紧力度仍有可能进一步加大。日本国内方面，通胀目前处于“整体温和，结构偏紧”的状态，目前通胀状况应不会根本影响日本央行的行为。无论是全球通胀环境、美债利率走势、还是日本经济状况，当前都与 2012 年到 2014 年大有不同，面临更多外部压力变数。

日元日债风险目前依然可控，日元汇率仍有下跌可能。日本央行本轮操作的根本目的就是压制国债利率、稳住国债价格。如果国债价格失守，收益率快速大幅突破上限，日本政府部门、甚至私人部门的融资成本都将大幅上升，同时日本央行所持有的国债资产缩水，日债下跌还有可能引发金融市场连锁反应，导致对外投资收入净值减少。不过日元汇率快速贬值，确实对日本进出口贸易产生了不利影响。日元贬值不仅会给进出口企业造成麻烦，也会对国内通胀起到推升作用，挤压政策空间。日元贬值还会让日本私人部门对外负债承压。对日本私人部门来说，到期的外币债务尤其是美元债务将会给其资产负债表和现金流造成负面影响。在资本自由流动的条件下，日本央行不可能既要控制住国债收益率，又要日元不贬值。以目前情形看，日本央行仍有防守空间，而前述经济指标一旦出现有利于日本的走势，此次“危机”将基本可以化解。即便如此，日元贬值也不会是妙手回春的招术，日本低利率环境也无法根本改变日本经济的弱势。甚至大幅贬值反而是日本经济地位进一步衰落的折射。

东盟韩国经济景气回升，通胀压力显现。本区经济体 2 季度景气水平较第 1 季度持续提升，各国以及东盟整体的制造业 PMI 在 4-6 月均处于 50 荣枯线以上，显示区内经济体的经济重启和开放进程继续加速，制造业复苏明显。但各国的 6 月 PMI 水平较 4 月和 5 月均有下降，通胀水平上升和美联储更为鹰派的政策取向对区内经济景气水平有所抑制。今年以来，全球通胀压力上行，东盟六国和韩国的通货膨胀水平也创出近年新高，输入性通胀压力较大，但其绝对水平并不在高通胀国家之列。货币对内、对外普现贬值。2 季度，区内货币对美元汇率呈现较大幅度的贬值态势，其主要的因素包括：美联储加快紧缩步伐带来美元的强势，区内通货膨胀水平上升，大宗商品价格上升及服务贸易项下跨境旅游恢复较缓带来的国际收支压力，亚太区域内日元出现较大幅度贬值的溢出效

应。区内经济体加入印太经济框架。2022年5月23日，拜登在亚洲之行期间与印度总理纳伦德拉·莫迪和日本首相岸田文雄一起，宣布启动印太经济框架。创始成员国包括了区内东盟六国和韩国，此外还包括澳大利亚、文莱、新西兰。目前框架处于起始阶段，各方未在框架下做出具体的、有约束力的承诺，初始参与国也并未正式宣布开始进入框架的谈判，前景尚不明朗，对亚太经贸合作的影响还有待进一步观察。

疫情对东盟六国的出口产生影响，韩国在美市场份额没有出现显著变化。2020年初，东盟六国的出口在美国进口中的占比延续了此前因中美经贸摩擦而出现的持续上升的趋势。2020年的第2-4季度，东盟六国在美国进口中的份额基本保持平稳。2021年上半年，东盟六国出口在美国进口中的份额稳中有升，但是到下半年由于受到德尔塔变异毒株的影响，份额有所波动。到2022年，东盟在3-5月的份额均稳定在10%左右。在疫情之中，东盟六国在美国的出口份额没有特别显著的下降，但是和疫情之前相比，份额上升势头减弱，即疫情在一定程度上延缓了东盟六国在美国市场上的上升势头。从这一特征来看，中美经贸摩擦之下，中国的份额有极其迅速的下降，但东盟六国的占比却不是一下子上升的，这佐证了在此过程中除了有短时的转出口，更加速了贸易转移，继而带来东盟国家在美市场份额的趋势性上升。除了在大流行初期（2020年4月）有一个百分点份额的上升，韩国在美国的市场份额没有出现显著变化。

金砖国家经济复苏前景有所分化。俄乌冲突的持久化与美欧不断加码的制裁使得俄罗斯经济面临大幅衰退风险和滞胀困境。3、4、5月，俄罗斯工业生产指数虽然仍处于金融危机以来较高水平，但同比分别为3%、-1.6%、-1.7%，增速连续大幅下滑。4、5月，俄罗斯零售总额分别大幅下降9.8%和10.1%。受制裁影响，大量国家对俄罗斯出口大幅下降。俄罗斯经济发展部预测俄罗斯2022年GDP将同比下降7.8%，IMF世界经济展望4月报告预测俄罗斯2022年GDP同比增速为-8.5%。与此同时，俄罗斯通货膨胀率继续上涨，4月、5月分别达到17.8%和17.1%，为2015年以来的最高水平，远远高于俄罗斯央行4%的目标利率水平。

巴西经济维持复苏，但依然乏力。2022年1季度巴西GDP季节调整后环比增长1%，高于2021年2、3、4季度，同比增长1.7%，略高于2021年4季度，季调后两年平均增

速为 2%，高于 2021 年。1 季度 GDP 增长主要靠进口下滑带来的净出口扩大与消费恢复拉动，而国内投资需求不足。通胀压力巨大，4 月与 5 月广义消费者物价指数同比分别增长 12.13 与 11.73%，已经连续 9 个月超过 10%。持续收紧的货币政策、政治局势的不确定、脆弱的财政状况成为拖累巴西经济复苏的重要因素。可以看出，巴西经济仍处于复苏轨道，但动力仍然较弱。货币持续收紧、总统大选中严重的政治极化以及脆弱的财政状况增加了经济前景的不确定性。

印度经济恢复动能增强，但增速仍显著低于疫情前。2022 年 1 季度，印度 GDP 同比增长 4.1%，较 2021 年 4 季度进一步放缓，两年平均增速为 3.3%，创 2020 年 6 月以来新高，但增速仍显著低于疫情前水平。分项来看，私人消费两年平均增速 4.08%，稳健恢复。政府消费两年平均增速 16.2%，政府支出疫情以来第二次大幅扩张。固定资产投资两年平均增速 7.6%，显示投资需求较为强劲。进口增速远高于出口，贸易逆差持续扩大。印度通胀持续上升，央行收紧货币政策，股票市场显著回调。2022 年 3、4、5 月 CPI 同比增长分别为 7%、7.8%、7%，较 1 季度进一步上升，通胀压力较大。印度央行分别于 5 月 4 日和 6 月 8 日宣布加息 40 个基点和 50 个基点，将政策回购利率升至 4.9%。

南非经济恢复动能依然不足。2022 年 1 季度南非经济同比增长 3%，显著高于 2021 年 4 季度，两年平均同比增速为 0.27%，为 2021 年 3 月以来首次转正。私人消费与投资的两年平均增速分别为 0.1% 与 -3%，均出现明显的边际改善，显示南非经济在 1 季度缓慢恢复，但 2 季度 FNB/BER 消费者信心指数降至 2020 年 9 月以来新低。对外贸易方面，南非 2 季度进口增速继续保持高位，出口增速进一步放缓。南非失业问题严重，通胀压力上升，央行再次加息。1 季度南非失业率高达 34.5%，劳动参与率为 56.9%。3-5 月南非 CPI 同比增速分别为 6.2%、6% 与 6.6%，高于 1 季度且仍在攀升。出于对通胀压力、汇率贬值与资本外流的担忧，南非央行 5 月再次加息 50 个基点至 4.75%。

大宗商品市场价格冲高回落，衰退预期加剧波动性。2 季度大宗商品价格持续波动，季度前期，阶段性供给不足和通胀预期推高整体价格，但季度末衰退预期走强，对原油、有色金属、钢、铁矿石等品种均形成压制。2 季度 CEEM 大宗商品价格季度均价环比上涨 18.7%，涨幅相较于上季度回落，且季度末多个品种显著下跌。其中，石油价格在 OPEC

增产不及预期、对俄制裁加大和夏季出行旺季等因素的叠加下，布伦特油价期货冲高至 120 美元以上，但随着美联储鹰派表态加上市场衰退预期走强，油价创下历史性跌幅，回落至 100 美元附近。2 季度国际有色金属价格整体回落，铜供给小幅过剩，且铜铝均受上海疫情冲击和海外衰退预期影响，价格下跌。另一方面，铁矿石供给疲弱，但需求更显颓势，虽然总体库存下降，但仍难挡需求和政策双重压力。农产品价格涨跌不一，美豆高位震荡，玉米价格受俄乌战争影响国内外均上涨，小麦高位剧烈波动。当前大宗商品价格形式复杂，在阶段性供给短缺推动下，价格冲高后，上海疫情防控冲击叠加欧美衰退预期先后让多个大宗品种承压，价格调头向下，且波动性加剧。

图表 2 CEEM 大宗商品价格指数



中国经济的主要挑战是内需不足，而非通胀。伴随着疫情高峰的退去，以及人员流动政策的调整，物流交通也开始恢复，企业生产活动和居民日常消费也有比较显著的恢复。4 月制造业、非制造业 PMI 快速萎缩到了 47.4、41.9，5 月两者分别恢复到了 49.6、47.8，6 月进一步上升至 50.2、54.7。但 PMI 指标都是环比口径，即被调查者认为当月比上月的改善程度。而经历了 4 月的收缩之后，5 月 PMI 反弹之后仍然低于 50，因此这只是表明 5 月收缩幅度有所缓解，并没有实质性改善。在此基础上 6 月的 PMI 指数反弹也在相当程度上是对 4、5 月经济收缩的一种修复。居民和企业信心不足，信用渠道不畅。5 月社会融资规模完全来自于新增人民币贷款、政府债券这两项，其他项目的增量小、变化也不大。从结构上来看，新增人民币贷款增加，完全靠票据融资、短期贷款支撑，而

中长期贷款仍然疲弱。这显示出居民、企业信心都比较疲弱。我国当前面临的主要挑战不是通胀，而是稳定市场信心、扩大内需。

二、 全球金融市场：美联储加息，全球金融市场加剧调整

主要经济体金融市场普遍大幅调整。2 季度，美联储连续加息两次、累计 125bp，美国联邦基金目标利率达到 1.75%，全球主要金融市场加剧调整。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，大部分经济体十年期国债收益率大幅上行。受加息预期上升影响，大部分经济体货币市场利率上升。因经济下行风险上升，中国货币市场利率、十年期国债收益率季度均值出现下降。

美元流动性收紧，美股波动性加大。美联储加息，美元流动性持续收紧，TED 利差上升至 0.5% 以上，并基本保持在 0.5% 左右的水平。美股波动性明显上升。在 5 月、6 月两次美联储加息后，美股均出现明显回调，美股波动性上升，VIX 指数上升至 30% 以上。2 季度，美股波动性整体抬升，5 月之后 VIX 指数基本保持在 30% 左右的水平。2 季度，美股波动性整体抬升，5 月之后 VIX 指数基本保持在 30% 左右的水平。

美元指数上升，卢布回调，其他主要经济体货币均贬值。因美联储加息，资本回流美国、流出其他经济体，美元在 2 季度升值 6.9%。除俄罗斯卢布和固定汇率制经济体，其他经济体货币普遍贬值。巴西、南非、土耳其、阿根廷货币贬值幅度较大，较 1 季度末贬值幅度分别达到 10.8%、11.5%、12.7%、13.8%。日元贬值幅度为发达经济体中最大，日元兑美元贬值幅度达 10.7%。人民币也出现明显的贬值，季末贬值幅度达 5.7%、平均贬值幅度为 4.2%。因俄罗斯央行加息、收紧卢布流动性、俄乌战争可能长期化、西方对俄罗斯的新增制裁力度边际较弱，以及俄罗斯境内经济社会基本保持稳定等因素影响，俄罗斯卢布出现明显回调，季末升值幅度达到 39%、平均升值幅度达 23%。

主要经济体股市普遍下跌，俄罗斯股市和中国股市回升。受美联储加息以及全球衰退预期升温影响，主要经济体股市均出现明显回调。从季内波动看，法国、德国、日本、韩国等发达经济体股市季内回调幅度均在 10% 左右或以上，印度、巴西等新兴经济体股市季内回调幅度更大、约达 20%。从季末值看，韩国、巴西股市回调幅度较大，分别达

13.77%、16.98%。俄罗斯股市出现明显回升，回升幅度超过 50%，俄罗斯 RTS 指数基本回归至俄乌冲突发生之前。在众多经济扶持政策出台的背景下，中国股市逆势上涨，上证综指季末值较 1 季度末上升 3.36%、季内回升幅度达 18%。

2 季度美联储加息 125bp，主要经济体货币政策分化。受通胀高企影响，2 季度，美联储加息 125bp，美国联邦基金利率基本稳定在目标利率水平、也上升 125bp。6 月，欧央行货币政策会议决议显示，欧洲央行计划在 7 月加息 25 个基点，9 月将进一步采取行动，具体加息规模将取决于通胀前景。而日本央行仍在坚持其收益率曲线控制政策，资产购买规模再创新高。2 季度人民银行并未调整其逆回购利率，但 1 季度降息并未导致货币市场利率中枢下降，2 季度货币市场利率中枢出现下降。为遏制卢布升值势头，俄罗斯央行在高通胀背景下连续降息、将利率由 20% 下调至 9.5% 的战前水平，俄罗斯隔夜拆借利率也同步下降。印度央行在 2 季度两次加息累计 90bp，印度同业拆借利率上升 140bp。

主要经济体长期国债收益率普遍上升。2 季度，主要发达经济体长期国债收益率普遍上升，且上升幅度普遍较大。其中，美国、德国、欧元区十年期国债收益率单季度上升 110bp 以上。欧元区十年期国债收益率已由 1 季度初的负利率上升至 2%。在收益率曲线控制的情况下，日本十年期国债收益率也稳定在 0.2%-0.3% 水平。新兴经济体长期国债收益率也在上升。2 季度，巴西十年期国债收益率上升 229bp，韩国、印度十年期国债收益率也分别上升 90bp、70bp 以上。受经济下行压力上升影响，中国十年期国债收益率上行动力不足，暂时稳定在 2.6%-2.8% 区间。

美债收益率曲线平坦化程度加深，未加息经济体期限利差拉大。2022 年 6 月底，十年期美国国债收益率为 2.98%，两年期美国国债收益率为 2.92%，期限利差（10Y-2Y）收窄至 6bp、接近于 0。2022 年 7 月 6 日，美债收益率曲线已出现倒挂，十年期美国国债收益率上升至 2.93%，两年期美国国债收益率上升至 2.97%，期限利差为负。与此同时，一些尚未跟随美联储加息的经济体国债收益率曲线的期限利差在扩大。欧元区、意大利国债（或公债）收益率曲线的期限利差已较美联储紧缩前抬升 40bp 左右，中国国债收益率曲线的期限利差在长端利率（十年期）下降的情况下还抬升了 20bp 左右。

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	102.55	96.83	5.90%	标普 500	4110.37	4466.96	-7.98%
欧元	1.07	1.12	-4.84%	德国 DAX	13934.47	14929.26	-6.66%
日元	129.62	116.16	-11.58%	日经 225	26912.73	27216.17	-1.11%
人民币	6.61	6.35	-4.16%	上证综指	3177.63	3419.39	-7.07%
印度卢比	77.14	75.27	-2.48%	巴西 IBOVESPA	108949.69	111569.1	-2.35%

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	0.79	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	-0.02	-0.07	6.31	日本	0.18	0.08	10.69
中国	1.80	2.17	-5.58	中国	2.78	2.90	-11.74
印度	4.08	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，2022 年以来，联合国、国际货币基金组织、世界银行等国际机构，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：

美联储大幅加息，衰退预期升温。2 季度，美联储加息 125bp，美债收益率曲线接近倒挂，美国 PMI 显著下行，个人收入增速放缓，消费信心不足、消费支出显出颓势，新屋开工和销售下降，企业或将进入去库存周期。美联储被迫大幅度加息，且大幅度下调

经济增长预期、上调通胀预期，并承认经济“硬”着陆风险。虽然美国失业率维持在低位，劳动力市场依然紧张，并且通胀继续上行，需求侧力量增强，拐点尚未到来，但持续的加息将打击美国需求，美联储实现经济“软”着陆的路径越来越狭窄。美国前财长萨默斯在其最新的一篇合著论文中指出，通过梳理历史发现：1955年以来，在所有通胀率高于4%、失业率低于5%的时期里，美国经济在接下来两年内都陷入了衰退。1965年以来，美联储共经历了11次加息周期，其中，美联储分别在1965年、1984年和1994年的加息周期中降低了通胀水平，而且没有引发经济衰退。在这几次相对成功的着陆过程中，美国经济存在明显的共同点：其一，劳动力市场并不十分紧张。其二，通胀水平相对较低，供应链相对稳定。其三，利率水平高于通胀水平。当前美国经济与过去“软”着陆时相比，劳动力市场太紧张，通胀水平过高，且实际利率长期为负，美国经济实现“软”着陆难度非常大。

全球经济下行压力上升，防范外部需求下降过快。除美国经济外，欧洲、日本等主要发达经济体经济下行压力也显著上升，需防范货币紧缩引发外部需求下降过快。4月到6月日本制造业PMI分别为53.5、53.3和52.7，下降态势明显。日本4月份CPI从3月份的1.2%跳涨到2.5%，5月份日本CPI同比2.5%，同比值与4月份持平。在需求不足、全球大宗商品价格稳定甚至下跌的背景下，日本CPI大涨的可能性不高，日本经济难现稳定复苏。俄乌冲突持续导致欧元区近期能源和食品价格上涨、供应链中断，不确定性增加，进而对欧元区制造业以及服务业的扩张造成负面影响。2季度欧元区经济活动显现出疲软迹象。与此同时，通胀水平再创新高，高通胀对欧洲居民实际收入的侵蚀开始显现，在多重压力的共同作用下，欧洲企业投资和居民消费信心大幅滑坡，年初所期待的经济复苏预期已完全消失，未来几个季度不排除陷入技术性衰退的可能。不过，能源价格近期的快速回落或将有助于依赖能源进口的欧洲缓解通胀压力，减缓当地通胀上涨的速度，但即便如此，欧元区通胀还会在一段时间内保持高位，给经济带来滞胀压力。欧央行将于7月加息遏制通胀，将进一步打击已经下滑的需求，欧元区滞胀风险上升。

由于美联储加息节奏加快和美欧需求下行，工业金属和能源等大宗商品价格面临下行乃至暴跌风险。进入6月下旬，美联储遏制通胀决心凸显，衰退风险增加，市场情绪冲击油价泡沫。从目前各国需求来看，亚洲和俄罗斯保持稳定的贸易联系，需求基本得到满足，供需矛盾主要体现在制裁带来的欧美局部失衡，且欧洲远甚于美国。一旦经济增长前景走弱，油价或迎来显著下跌。从具体走势来看，布伦特原油现货价格已从130美元的高点回落至100美元附近。此外，铜铝镍等工业金属均呈现持续下跌态势。

新兴市场和发展中国家债务危机风险上升。新冠肺炎疫情暴发以来，叠加美联储货币政策转向、俄乌冲突等外部冲击不断，发展中国家债务问题压力与日俱增。在此背景下，一些依赖于粮食、能源等大宗商品的进口、依赖于旅游业收入和侨汇收入的发展中国家，尤其是原本就处于持续经常账户赤字和重债状态的发展中国家，已经或正逐步临近债务危机。截至2022年3月底，已有38个低收入国家被国际货币基金组织认定为高风险或处于债务危机中。3月末，世界银行的宏观经济、贸易与投资全球总监 MARCELLO ESTEVÃO 指出，未来一年中可能会新增十多个发展中国家面临债务违约。目前来看，这还不至于形成全球的系统性风险，影响也会小于上世纪80年代的拉美债务危机，但这仍然可能成为90年代中期以来发展中国家所面临最大的一波债务危机。

尽管上半年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，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，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：经济或已陷入“技术性”衰退

2 季度美国 PMI 显著下行，个人收入增速放缓，消费信心不足、消费支出显出颓势，新屋开工和销售下降，企业或将进入去库存周期。与此同时，失业率维持在低位，劳动力市场依然紧张；通胀继续上行，需求侧力量增强，拐点尚未到来。美联储被迫大幅度加息，且大幅度下调经济增长预期、上调通胀预期，并承认经济“硬”着陆风险。考虑到 1 季度美国 GDP 环比折年率为-1.6%，GDPNow model 预测 2 季度美国 GDP 将再次负增长，若该预测最终被证实，则意味着美国经济已陷入“技术性”衰退。

欧洲：通胀飙升，经济承压

俄乌冲突与供应链受阻继续给欧元区经济活动带来压力。2022 年 2 季度，欧元区 PMI 急剧放缓，新订单指数与产出预期指数等一系列指标均触及新低，放松疫情管控所带来的经济提振作用已全部消失殆尽。同时，能源和农产品价格的暴涨，使欧元区通胀水平和贸易逆差规模持续飙升，双双创下自欧元区成立以来的最高纪录。区内居民消费和企业投资都开始受到压制，消费和投资信心大幅跳水。不过，欧元区就业市场表现依然良好，失业率维持在历史最低水平。为避开滞胀陷阱，欧央行即将启动加息，并试图通过新的货币政策工具，避免触发市场出现恐慌情绪，稳定欧洲债市。下一阶段，俄乌冲突和能源供应紧张仍将是欧元区经济最大的下行风险。预计 3 季度欧元区经济将进一步放缓，GDP 环比增长率约在 0.1%左右。

日本：债券市场和汇率市场走势研判

2022 年 3 月以来，美元兑日元汇率经历了大幅快速升值。美/日汇率从 2022 年 3 月 1 日的 114.9，一度触及 6 月 16 日的局部高点 136.6，且日元贬值势头暂无明显缓解迹象。日元汇率大幅贬值的背后是日本央行不断控制日本国债尤其是 10 年期国债的收益率曲线。对于目前日元汇率和日债的现状，日本央行的选项十分有限但仍有后机会度过难关。即便如此，此次日本“汇债”困局将会对日本经济产生不可逆影响。

东盟韩国：区内经济景气回升，通胀压力显现

东盟六国和韩国 2022 年第 2 季度景气水平进一步提升，各国以及东盟整体的制造业 PMI 在 4-6 月均处于 50 荣枯线以上，显示区内经济体的经济重启和开放进程继续加速，复苏态势明显。但各国的 6 月 PMI 水平较 4 月和 5 月均有下降，反映因为通胀水平上升和美联储更为鹰派的政策取向对区内经济景气水平的抑制。受全球通胀中枢抬升影响，区内通胀水平上升，货币对内贬值。受美联储加快紧缩步伐影响，区内货币对美元出现较大幅度贬值。报告回顾了疫情以来东盟韩国的出口表现，以区内经济体较重要的区外出口目的国——美国的情况作为分析的标的，测算疫情以来东盟六国和韩国的出口在美国进口中的份额变化，发现疫情延缓了东盟六国在美国市场上出口份额的提升，韩国在美国的市场份额则没有出现显著变化。区内经济体在 5 月宣布加入美国主导的印太经济框架，其对亚太经贸合作的影响还有待进一步观察。

金砖国家：经济复苏前景有所分化

金砖国家经济复苏前景有所分化。面对冲击，俄罗斯经济短期表现出了一定韧性，卢布大幅升值，PMI 也恢复至扩张区间，但俄乌冲突的持久化与西方制裁的延续对俄罗斯经济的负面影响将进一步显现，导致俄罗斯经济前景暗淡，2 季度工业生产指数大幅下滑，4、5 月零售额同比下降 10%，2022 年经济预计将陷入大幅衰退。巴西经济虽依然处于复苏轨道，但动能较弱。货币持续收紧、总统大选中严重的政治极化以及脆弱的财政状况增加了经济前景的不确定性。南非失业问题依然非常严重，通胀压力上升，央行再次加息，经济复苏乏力。印度经济稳步恢复，复苏基础进一步增强，但增速仍大幅低于疫情前水平。印度通胀继续上升，印度央行两次加息以应对通胀。

中国：主要挑战是内需不足，而非通胀

随着 4、5 月份上海、东北等地的疫情高峰退去，中国经济迎来了恢复和反弹。但是由于疫情多扰，截至 6 月经济尚未出现报复性的反弹，消费、投资这些内需表现疲弱。社融和人民币分项指标也显示，居民、企业的信心相当乏力。预计 2 季度经济增速在 1-1.5%，上半年增速在 2.7% 左右。下半年温和复苏可能性较大，强劲反弹的可能性较小。好消息是，财政政策显著加力，截至 6 月底专项债券发行进度已经达到 90.8%。同时，货币政策空间也较大，5 月 20 日 5 年期 LPR 大幅下调 15 个百分点的同时反而引发了人民币兑美元升值，再次说明了中国的宽松是“好的宽松”，中国的货币政策空间仍然较大。我国宏观政策面临的主要挑战不是通胀，而是扩大内需，同时宏观政策完全有条件“以我为主”，美联储的紧缩不是我国宏观政策的约束条件。

全球金融市场：美联储加息，全球金融市场加剧调整

2022年2季度，美联储大幅加息，全球金融市场加剧调整。2季度，美联储加息125bp，部分新兴经济体跟随加息，发达经济体加息预期普遍升温，全球主要金融市场加剧调整。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，大部分经济体十年期国债收益率大幅上行。受加息预期上升影响，大部分经济体货币市场利率上升。因经济下行风险上升，中国货币市场利率、十年期国债收益率季度均值出现下降。随着美联储不断加息，美国衰退风险上升，美债收益率曲线平坦化程度加深、7月初出现倒挂。而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。下半年，美联储和主要发达经济体央行大概率均将加息，继续关注美股回调风险，同时关注欧元区金融风险。

大宗商品市场：价格冲高回落，衰退预期加剧波动性

2022年2季度大宗商品价格持续波动，季度前期，阶段性供给不足和通胀预期推高整体价格，但季度末衰退预期走强，对原油、有色金属、钢、铁矿石等品种均形成压制。具体品种方面，当前原油价格波动加剧，俄乌战争和西方制裁造成的短缺叠加夏季出行旺季，使油价一度突破120美元高点，但随后衰退预期和美联储鹰派走向让油价出现历史性跌幅。有色金属在需求疲软、供给稳步增长的背景下整体走弱。国际铁矿石及钢价共振下跌，需求显现颓势；上海疫情防控对需求端抑制明显，市场缺乏做多动力。农产品涨跌不一，大豆在天气因素炒作下冲高回落，玉米价格持续上涨，小麦波动。当前大宗商品多空因素交织，情况复杂，预计波动性将维持在高位。

外贸专题：进、出口增速继续回落

2022年2季度，中国出口（美元）同比增长12.8%，较上季度下降2.9个百分点；进口同比增长1.9%，较上季度下降8.1个百分点；货物贸易顺差总额为2249亿美元，同比提高908亿美元。4-5月，服务贸易逆差为142亿美元，同比回落13亿美元，但降幅收窄且4月出现边际回升迹象，2季度经常账户顺差占GDP比重预估在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。外需变化是影响下半年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年下半年中国对外贸易将呈现实际低迷、价格高涨的局面，名义增速可能保持在8%-10%左右。