

全球经济金融展望报告

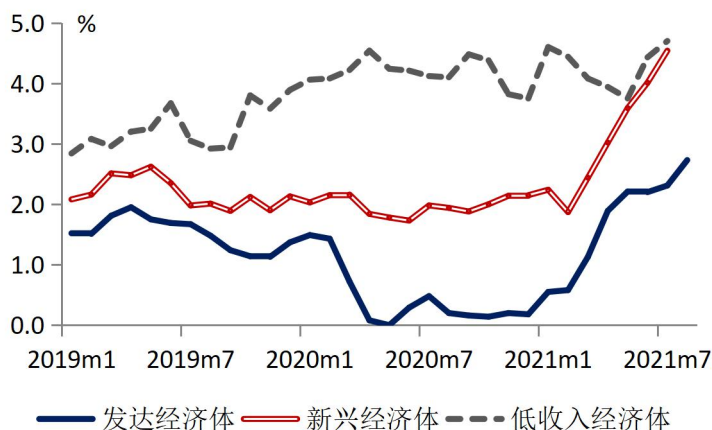
2022 年年报（总第 49 期）

报告日期：2021 年 11 月 30 日

要点

- 2021 年，全球经济在波动中复苏，受疫情反复的影响，全年经济增速呈“W 型”走势。全球工业生产和商品贸易稳步修复，已高于疫情前水平。发达经济体复苏态势好于新兴经济体。
- 展望 2022 年，全球经济增速将逐渐回落至常态，供应链瓶颈加剧通胀压力，全球“滞胀”风险加大。主要经济体财政支持力度减弱，货币政策收紧，全球流动性面临拐点，金融市场存在波动风险。
- 全球通胀上涨原因及前景、美联储货币政策转向及美元流动性冲击、美元 LIBOR 替代改革倒计时及其潜在风险、数字化与低碳时代全球治理面临的挑战与应对等四大热点问题值得关注。

2021 年全球通胀快速走高



资料来源：中国银行研究院

中国银行研究院 全球经济金融研究课题组

组长：陈卫东
副组长：钟红
王家强
成员：廖淑萍
边卫红
熊启跃
王有鑫
赵雪情
曹鸿宇
邹子昂
王淳
李颖婷
吕昊旻
黄小军（纽约）
陆晓明（纽约）
侯梦景（纽约）
祁博闻（纽约）
李振龙（伦敦）
温颖坤（法兰克福）
张琰（东京）
丁孟（香港）

联系人：廖淑萍

电话：010-66594052

邮件：liaoshuping@bankofchina.com

后疫情时代下的全球经济金融新趋势

——中国银行全球经济金融展望报告（2022年）

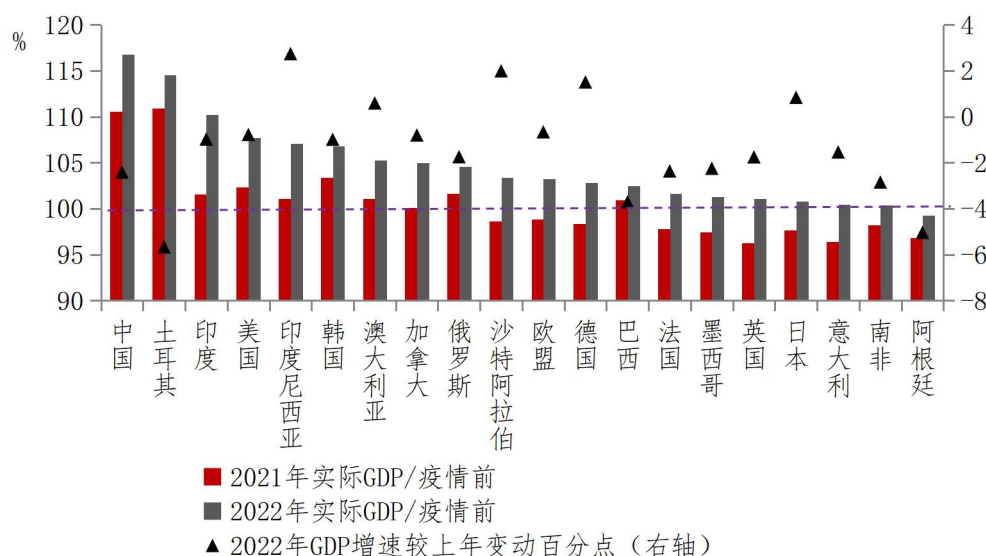
2021年，全球经济在波动中复苏，受疫情反复的影响，全年经济增速呈“W型”走势。全球工业生产和商品贸易稳步修复，已高于疫情前水平。发达经济体复苏态势好于新兴经济体。展望2022年，全球经济增速将逐渐回落至常态，供应链瓶颈加剧通胀压力，全球“滞胀”风险加大。主要经济体财政支持力度减弱，货币政策收紧，全球流动性面临拐点，金融市场存在波动风险。本期报告分别对全球通胀上涨原因及前景、美联储货币政策转向及美元流动性冲击、美元LIBOR替代改革倒计时及其潜在风险、数字化与低碳时代全球治理面临的挑战与应对进行专题分析。

一、全球经济回顾与展望

（一）2022年全球经济“滞胀”风险加大

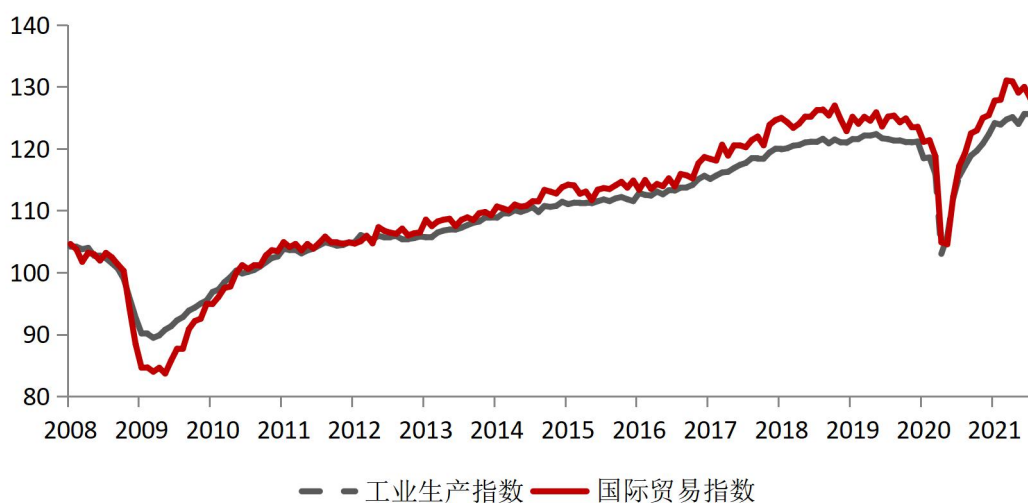
2021年全球经济逐渐从底部恢复。疫情仍在很大程度上影响全球经济复苏态势，由于疫情不断反复，全球经济呈现“W型”复苏，一季度减速、二季度复苏、三季度再度放缓、预计四季度将有所回升。经过将近2年的艰难复苏，全球经济逐渐走出低谷。在IMF统计的194个经济体中，2020年有163个经济体实际GDP总量低于疫情前，2021年降至103个，2022年有望进一步降至50个。从重点区域看，三季度，美国实际GDP已比疫情前增长1.4%，欧元区达到疫情前的99.5%，预计在今年底将超过疫情前水平；预计到2021年底G20中约半数经济体GDP将超过疫情前水平，到2022年只有阿根廷GDP将低于疫情前水平（图1）。2021年8月，全球工业生产和贸易实际水平分别较疫情前提高3.3%和4.5%，复苏稳步推进（图2）。

图 1：G20 经济体实际 GDP 较疫情前恢复情况



资料来源：IMF，中国银行研究院

图 2：全球工业生产和贸易指数变动趋势（2010=100）



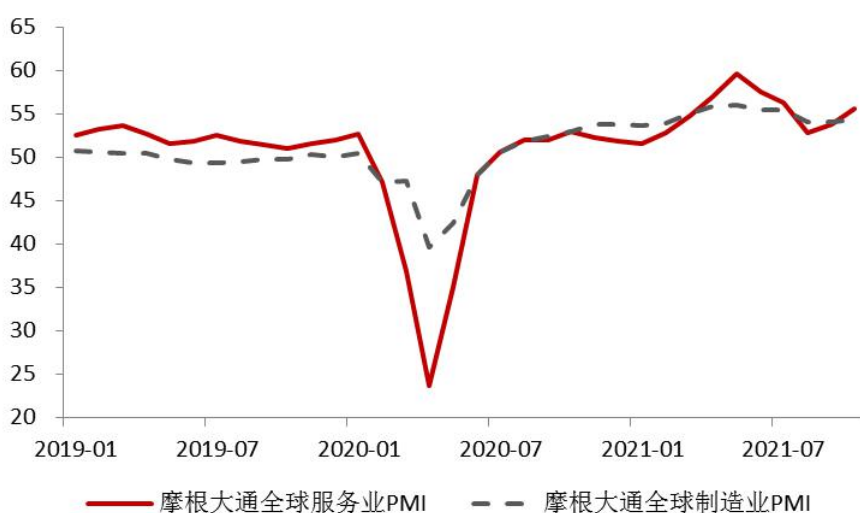
资料来源：荷兰经济政策分析局，中国银行研究院

虽然全球经济整体复苏，但基础并不稳固，波动性大、脆弱性高、结构性失衡等特征凸显。预计 2022 年全球经济复苏将呈现以下特点。

一是经济增速将逐渐回落至常态。疫情演化和应对政策是影响全球经济运行的关键变量。目前各主要经济体已做好与病毒长期共存的准备，实体经济对

疫情的敏感度和恐慌度有所下降，全球产出缺口有望收窄，向潜在增长水平靠拢。从结构上看，关键原材料、能源产品和中间零部件供应链紧张状况仍将持续，对全球经济复苏产生制约。随着全球财政支持力度逐渐减弱，货币政策收紧，全球流动性面临拐点。全球利率中枢上移，可能会对投资、跨境资本流动、居民消费、企业债务和金融市场等产生一定冲击，未来全球经济大概率回归中低速增长趋势。最近几个月，全球经济复苏势头已有所放缓，10月摩根大通全球制造业和服务业 PMI 指数分别为 54.3 和 55.6，分别较 5 月的年内高点下降 1.7 和 4 个百分点（图 3）；自 6 月以来，主要经济体累计的出口规模已连续 2 个月小幅回落；欧盟社会零售品销售增速放缓，中国、美国、日本等经济体零售销售收入较前期高点回落。全球经济增速逐渐向常态化收敛，预计 2022 年全球 GDP 增速为 4.5%，较 2021 年下降 0.8 个百分点（表 1），未来几年增速还将继续下行，收敛至潜在增长趋势水平。

图 3：疫情前后全球制造业和服务业 PMI 指数变动情况



资料来源：Wind，中国银行研究院

二是各国经济复苏分化，发达经济体逐渐领衔全球经济复苏。由于各国政府社会治理能力、应急响应速度、财政货币政策空间、医疗保障水平、疫情控制节奏、疫苗接种比例等基础能力不同，全球复苏态势高度分化。发达经济体

在上述领域具有优势，经济复苏相对较快。截至 2021 年 11 月中旬，全球 41% 人口完全接种疫苗，其中，北美洲、南美洲、欧洲的完全接种比例均超过 53%，好于亚洲（45.7%）和非洲（6.6%）。综合考虑因感染和疫苗获得免疫力的情况，预计 2022 年疫情对欧美经济活动的制约将下降，但亚洲和非洲仍将面临疫情扩散威胁。2022 年，预计发达经济体产出将恢复至疫情前趋势水平，除中国以外的新兴市场和发展中经济体总产出仍将低于疫情前趋势水平。

三是供应链瓶颈将至少延续至 2022 年二季度，全球经济面临的“滞胀”风险加大。2021 年全球通胀快速走高，逆转了过去 20 多年的低通胀走势。全球主要大宗商品、中间投入品、工业出厂品、出口产品、海运等领域均面临价格上涨压力。2021 年 9 月，IMF 测算的全球大宗商品价格指数达 172.6，较 2020 年底提高 47.0 点，为 2013 年 2 月以来最高。其中，农产品、能源价格指数分别较 2020 年底上涨 16.4% 和 79.9%。本轮通胀上涨主要受全球供给受阻、需求快速反弹、运力下降、供应链失衡等因素影响，特别是全球供给端逐渐由过去的产能过剩转为供给短缺，突出表现在“缺疫苗、缺原料、缺货柜、缺工人和缺芯片”等方面。低收入国家疫苗供应不足现象短期难以缓解，大宗商品、芯片等短期供应弹性较低，北半球进入冬季，全球能源缺口至少将持续到 2022 年二季度。全球供应链循环多节点受阻，上游短缺和价格上涨压力逐渐传导至下游，将限制工业产出和经济复苏潜力，“滞胀”风险将有所抬升。2022 年下半年，随着全球疫苗接种进一步增加，工业生产和供应链将稳步复苏，全球能源供需失衡现象有望缓解，大宗商品和中间投入品价格有望平稳，美联储可能将在下半年启动加息，全球其他央行将陆续跟进或提前反应，全球流动性将逐渐收紧，带动全球通胀从高点回落，但通胀中枢仍将明显高于疫情前。

四是全球绿色经济和数字经济加快发展，成为推动经济复苏的重要动力。此次疫情虽然给全球经济带来严峻冲击，但新的趋势也加速显现，可能成为未来增长动力。各国更加重视绿色转型和低碳经济发展，根据气候行动追踪

(Climate Action Tracker) 网站统计, 目前全球 130 多个国家已经宣布或通过净零排放目标。全球正积极开展行动, 增加气候资金投入, 应对气候变化。欧盟积极推动绿色新政, 中国向国际社会郑重承诺双碳减排目标, 美国重返《巴黎协定》, 中美宣布联合强化气候行动。富时罗素公司长期跟踪全球约 3000 家上市公司绿色经济规模, 2009 年绿色经济市值约为 2 万亿美元, 截至 2020 年底增至 4.3 万亿美元, 年化增长率约为 8%, 增速为整体经济的 2 倍左右。疫情驱动下, 以互联网、大数据、云计算、人工智能等为代表的新一代信息技术创新加速迭代, 助推传统产业加速数字化、网络化、智能化转型升级。2020 年全球数字经济规模达到 32.6 万亿美元, 逆势增长 3%, 占 GDP 比重为 43.7%, 较 2019 年提高 2.5 个百分点, 预计 2021 年增速将进一步提高。2022 年, 绿色经济和数字经济领域投资将继续增加, 成为提振全球经济的关键力量。

(二) 重点国别/地区经济形势研判

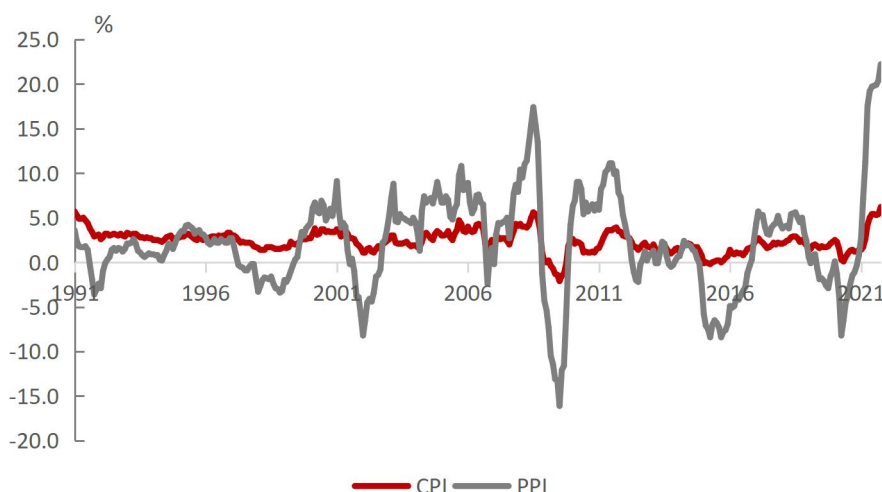
1. 美国经济复苏强劲, 抑制通胀将成政策重点

2021 年美国整体表现良好, 经济增速超疫情前水平, 通胀与就业领域存在失衡。美国实际 GDP 规模在 2021 年二季度已超过疫情前水平, 前三季度 GDP 增速(环比折年率)分别为 6.3%、6.7%和 2.1%, 全年预计达到 5.6%, 高于历史趋势。总供给滞后于总需求的状态有所改善, 表现为制造业增速高于消费支出增速, 服务业增速回升。但供应链瓶颈、劳动力和原材料短缺将对制造业活动产生限制, 拖累美国经济增长, 并加剧通胀压力。2021 年美国通胀加速上升, 四季度 CPI 超过 6% (图 4), 为 30 年来最高。就业量及就业率复苏滞后于经济增长, 尚未恢复至疫情前水平。

2022 年美国将持续增长, 抑制通胀成为主要挑战。随着疫苗接种率持续上升、新的药物面世以及疫情应对逐渐常态化, 经济活动特别是服务业将会加速复苏。尽管美联储开始削减 QE, 但货币政策和金融环境总体仍较为宽松,

加上全球经济继续复苏,消费者支出、企业投资及出口有望持续增长,预计2022年美国经济增长为3.7%。从通胀压力看,全球供应链瓶颈将延续至2022年,特别是由于劳动市场短缺导致工资等劳动成本持续上升,存在工资、物价螺旋上升的风险。不过,随着供应链压力逐渐缓解,货币政策开始紧缩,通胀可能从2021年6%的高点逐渐下降至4%以下。拜登政府万亿美元基建法案实施将改善桥梁、公路、宽带、可再生能源、运输等公共设施,正在推进的1.75万亿美元社会法案有助于人力资本提升,助力长期经济增长。美联储预计将于2022年中完成缩减QE,下半年开始加息。

图4: 美国CPI、PPI同比增速



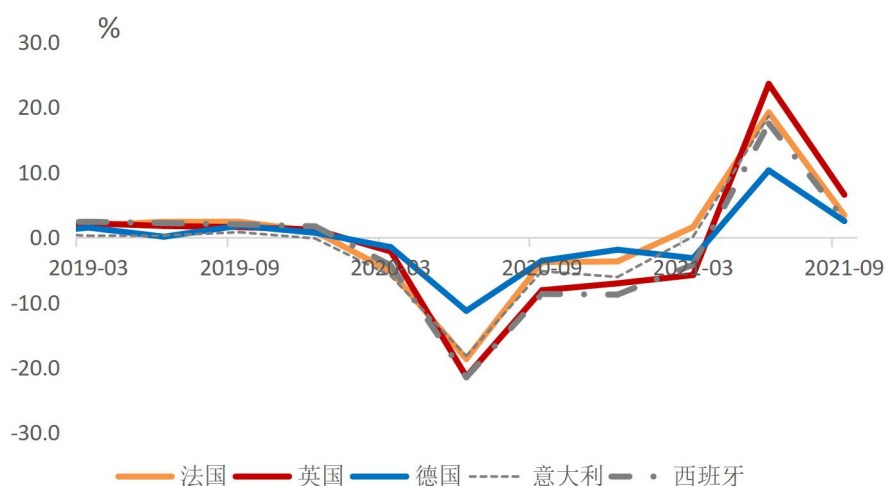
资料来源: Wind, 中国银行研究院

2. 欧洲经济持续增长, 内需贡献加大

2021年,疫情好转促进欧洲经济增长,劳动力市场整体恢复至疫情前水平,但通胀压力不断上升。截至11月中旬,欧元区新冠疫苗完全接种人数占比为66.3%,疫苗接种率显著高于全球平均水平,带动内需迅速增长,推动经济复苏。欧元区家庭储蓄率由2020年第二季度的25.2%高位下降至2021年第二季度的19%;二季度家庭人均支出环比增长3.3%,居民消费支出对GDP环比拉动率为1.7%。其中,家庭度假支出明显增加,旅游服务行业商业信心指数走强,家庭购买和

翻新房屋的意愿较疫情前 2019 年四季度水平高出 2% 以上。预计欧元区大多数成员国 GDP 将于 2021 年年底达到疫情前水平。英国经济前三季度 GDP 同比增长分别为 -5.8%、23.6% 和 6.6% (图 5)，呈现“开局疲软—强劲复苏—冲高回落”的阶段性走势。就业方面，欧元区短期劳动力市场指标持续改善，10 月 PMI 就业指标上升至 56.1，连续第九个月保持扩张势头。英国劳动力市场受益于政府疫情期间推出的就业补贴计划，失业率保持稳定，2021 年 8 月失业率为 4.5%，仅比 2020 年 2 月高出 0.5 个百分点。通胀方面，能源价格上涨和经济复苏引发的供应短缺推动欧洲物价整体上涨，10 月欧元区和英国通胀率大幅上升至 4.1% 和 4.2%，均连续多月超过央行设定的 2% 目标。

图 5：欧洲主要经济体实际 GDP 增速



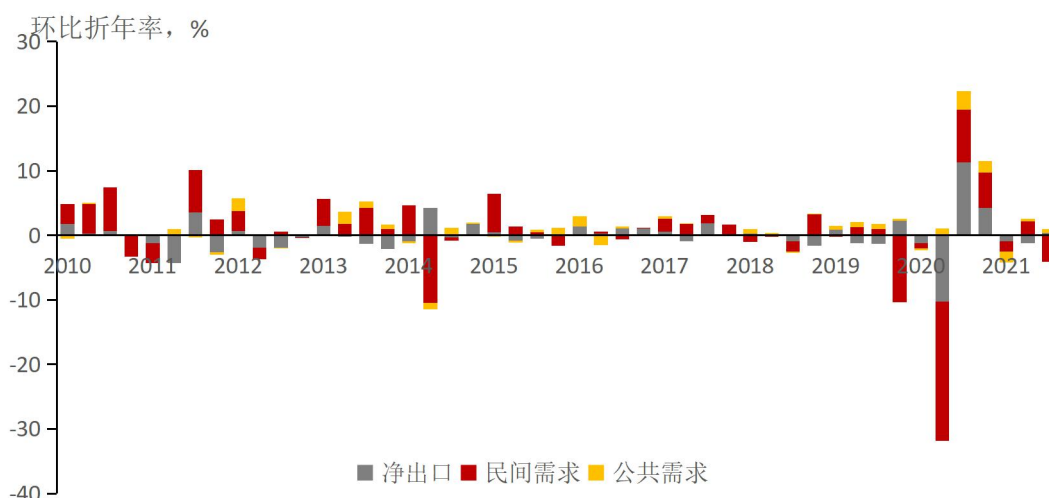
资料来源：Wind，中国银行研究院

2022 年，欧洲经济将保持强劲扩张势头，高通胀压力有望得到改善。2022 年欧元区经济增长将达到 4.9%，英国经济增长将趋于平稳，预计在 5.5% 左右。随着疫情逐步平稳、能源供需错位现象得到纠正、供应链紧张问题缓解，经济生产将逐渐恢复到满负荷运转，欧洲整体通胀率预计将降至 3% 以下。欧洲货币政策将趋于正常化，预计英国将比欧元区更早退出宽松政策。

3. 日本经济增长疲软，政府加大财政刺激

2021年，日本疫情未得到完全控制，经济复苏缺乏稳定性，奥运经济作用有限。受疫情影响，1月、4月和9月日本核心经济区域三度进入紧急事态，对经济活动造成巨大影响。三季度日本GDP环比下降0.8%，折年率下降3.0%（图6），时隔1个季度再次出现负增长。奥运经济受到限制，奥运场馆的建设运营、奥运延期产生的费用无法收回，成为政府的额外负担。从内需看，三季度日本个人消费环比减少1.1%，汽车等消费受产量下滑影响而下降，个人电脑、家电等需求放缓；受半导体短缺等影响，投资需求出现下滑，企业设备投资减少3.8%。从外需看，2021年上半年外需曾一度超过内需引领日本经济反弹，但三季度外需趋弱，出口减少2.1%，时隔一年出现下滑。产业复苏分化明显，制造业复苏强于非制造业，其中，汽车和生产用机械等行业恢复较快，4月工矿业生产指数达到97.7，接近疫情前水平，餐饮住宿等服务行业经营状态持续恶化。

图6：日本实际GDP分项贡献率



资料来源：日本内阁府，中国银行研究院

2022年，日本经济有望恢复到疫情前水平，政府大力推动绿色经济。消费占日本GDP一半以上，是决定日本经济复苏的关键因素。2021年10月日本全面解除紧急事态和重点防控措施，近期逐步放宽出入境限制，四季度个人消费增速有望转正。总体来说，日本经济处于恢复阶段但进展较为缓慢，如何拉动

消费增长、扩大内需，对服务业以及整体经济增长至关重要。由于日本通胀率迟迟未能达到 2% 目标，在全球其他主要央行货币政策收紧趋势下，日本央行表示仍将维持“强有力的”宽松政策，并随时做好加大刺激力度的准备。同时，日本政府计划推出规模 55.7 万亿日元的财政支出（包括家庭补贴、中小企业援助等），预计将带动日本经济于 2022 年上半年恢复至疫情前水平，全年增长有望达到 3.2%。日本致力于发展绿色经济，强调解决环境问题和促进绿色增长相结合，促进现有产业的转型升级。至 2030 年，绿色增长战略的年均经济效益预计将高达 90 万亿日元，占 GDP 比重约 17%。

4. 新兴经济体总体复苏良好，外部风险恐影响未来经济发展

2021 年新兴经济体总体保持增长态势，由能源价格上涨驱动的国家经济增长尤为显著。**亚洲新兴经济体波动复苏。**受疫情影响，2021 年上半年亚洲新兴经济体工商业活动受阻、投资延迟、消费下降、失业率上升，关闭边境、临时入境禁令等疫情防控措施打击贸易和旅游业。下半年随着疫情好转、疫苗接种比例上升，多国放松社交限制，社会经济活动逐渐回归正轨。三季度东盟最大经济体印尼的居民消费、投资和贸易出口同比分别增长 2.9%、9.5% 和 46.4%；东南亚旅游业逐渐恢复，泰国入境游客数量环比增长 123.9%。10 月印度制造业和服务业 PMI 分别为 55.9% 和 58.4%，均创年度新高。**资源出口类新兴经济体复苏强劲。**2021 年下半年全球能源供应面临短缺，石油、天然气等价格飙升，加速俄罗斯、巴西、沙特等资源出口类国家经济复苏。8 月，俄罗斯石油出口同比增长 112.8%，国际投资者扩大在俄投资，资金涌入石油天然气市场；10 月，巴西出口额增长 27.6%，其中石油出口同比上升 140.8%。**其他新兴经济体复苏态势良好。**东欧地区，波兰经济增长大致恢复至疫情前水平，9 月零售销售和工业生产指数同比增长分别为 8.1% 和 8.7%。拉美地区，下半年阿根廷经济大致恢复至疫情前水平，8 月经济活动指数为 141.3，超过 2019 年 12 月的 140.9，失业率也由 2020 年第二季度的 13.1% 降至 2021 年第二季度的 9.6%。非洲地区，南

非经济增长向好，预计全年增速将达 5%左右，能源价格上涨也推动尼日利亚经济恢复正增长。

2022 年，新兴经济体增长有望持续，外部风险不容忽视。区域全面经济伙伴关系协定将于 2022 年 1 月生效，有助于推动亚太区域内贸易投资增长，增强亚太经济复苏动力。随着疫情缓解、发达经济体持续增长，全球贸易有望继续强劲，带动新兴经济体出口增长。从风险看，由能源价格驱动的经济增长恐难持续，全球经济绿色转型可能给资源出口类国家带来挑战。主要央行退出宽松货币政策将导致全球流动性收紧、资本追逐安全资产，增加新兴经济体汇率贬值和资本外流压力，加剧新兴经济体债务违约风险。

表 1：2022 年全球主要经济体关键指标预测（%）

地区/国家		GDP 增长率			CPI 涨幅			失业率		
		2020	2021 ^f	2022 ^f	2020	2021 ^f	2022 ^f	2020	2021 ^f	2022 ^f
美洲	美国	-3.5	5.6	3.7	1.2	4.5	3.6	8.1	5.4	4.0
	加拿大	-5.3	3.8	4.9	0.7	3.3	2.9	9.6	7.6	6.1
	墨西哥	-8.2	6.2	4.0	3.4	5.5	4.2	4.4	4.2	4.1
	巴西	-4.1	5.2	1.5	3.2	8.1	5.4	13.4	13.9	12.6
	智利	-6.0	10.1	2.5	3.1	4.3	4.7	10.6	9.2	7.8
	阿根廷	-10	7.5	2.5	42	48	47.7	11.6	10.6	10
亚太	日本	-4.7	2.8	3.2	0.0	-0.2	0.7	2.8	2.8	2.6
	澳大利亚	-2.4	4.4	4.1	0.9	2.7	2.5	6.5	5.1	4.4
	印度	-7.3	8.7	8.5	6.6	—	5.4	—	—	—
	韩国	-0.9	4.6	3.3	0.7	2.2	1.7	3.2	3.7	3.8
	印尼	-2.1	3.6	5.9	2.0	1.6	2.9	7.2	6.5	5.9
欧非	欧元区	-6.5	4.8	4.9	0.3	2.4	2.2	8.0	7.8	7.6
	英国	-9.8	8.1	5.5	0.9	2.4	3.5	4.4	4.8	4.6
	俄罗斯	-2.6	4.7	2.9	3.4	6.5	5.0	5.8	5.0	4.5
	土耳其	1.8	9.0	3.3	12.3	17.3	15	13.4	12.5	12
	尼日利亚	-5.4	2.6	2.7	13.2	16.8	13.4	33.3	—	—
	南非	-7.0	5.0	2.2	3.3	4.5	4.5	29.2	34	33
全球		-3.2	5.3	4.5	3.2	3.7	3.5	—	—	—

资料来源：中国银行研究院。注：f 为预测。

二、国际金融回顾与展望

(一) 国际金融市场运行特征

1. 货币市场：流动性充裕，利率维持低位

(1) 全球流动性整体宽松，央行资产扩张步伐分化。自 2021 年 11 月开始，美联储决定将购买美国国债和抵押贷款支持证券（MBS）规模分别减少 100 亿美元和 50 亿美元，资产购买数量下调至 1050 亿美元。按照该节奏，预计美联储将于 2022 年年中完成缩减 QE。截至 2021 年 10 月末，美联储、欧洲央行和日本央行资产规模分别为 85561 亿美元、83661 亿欧元和 725.2 万亿日元，同比分别增长 19.7%、23.5%和 3.7%（表 2）。美欧扩张势头依然强劲，日本央行的资产增速出现下滑，主要是持有的国债余额增速下降。

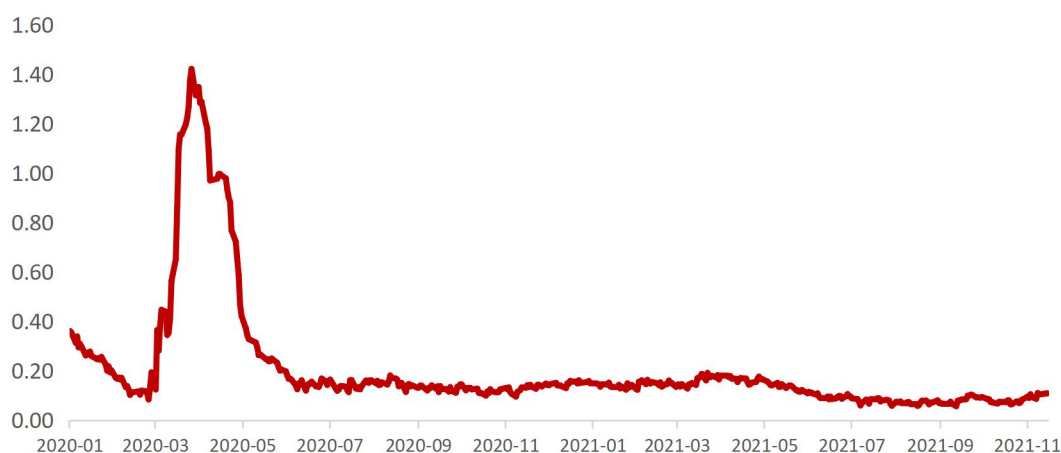
表 2：主要央行资产规模及增速

		2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021M10
美联储	余额（亿美元）	71036	74114	77369	81269	84480	85561
	同比（%）	77.9	75.6	32.1	15.2	19.7	19.7
欧洲央行	余额（亿欧元）	67051	70147	74941	76576	82891	83661
	同比（%）	42.8	50.4	44.1	36.8	23.6	23.5
日本央行	余额（万亿日元）	690.0	702.6	714.2	724.6	723.7	725.2
	同比（%）	20.6	22.6	18.2	13.5	4.9	3.7
中国央行	余额（亿元）	374728	387676	382778	389897	391973	394919
	同比（%）	3.5	4.5	4.8	7.1	6.2	6.2

资料来源：Wind，中国银行研究院

(2) 货币市场利率小幅下降。2021 年三季度以来，主要经济体货币市场利率继续维持低位震荡，整体呈现小幅下降趋势。2021 年 11 月 15 日，美元 SOFR 为 0.05%，基本与 2021 年三季度末持平；欧元 7 天 STR 为 -0.58%，较三季度末下降 1 个基点；日元 30 天 TONA 为 -0.035%，较三季度末下降 1.4 个基点；英镑 SONIA 为 0.0473%，较三季度末下降 0.1 个基点。在美联储缩减 QE 影响下，11 月以来，离岸美元泰德利差小幅上升，截至 2021 年 11 月 15 日，泰德利差为 0.11%，较三季度末提高 2 个基点（图 7），离岸美元流动性仍处于宽松状态。

图 7：泰德利差变化趋势（%）

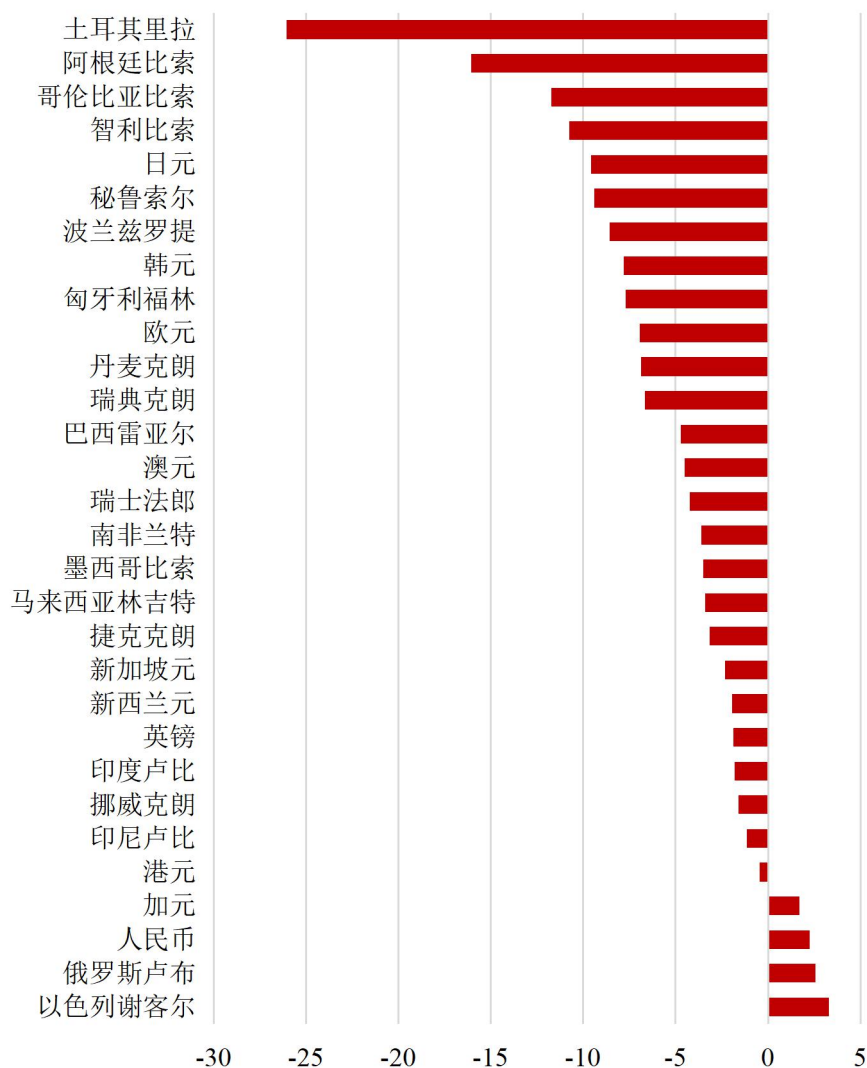


资料来源：Wind，中国银行研究院

2. 外汇市场：美元指数波动回升，非美货币逐渐承压

2021 年，疫情反复、经济复苏、通胀抬升、政策转向等因素主导了外汇市场形势。美元指数波动回升，呈三阶段走势：第一季度，美国经济加速反弹，美元指数由 89 攀升至 93。第二季度，随着“美强欧弱”格局转变，美元指数回落至 90。三季度以来，美联储货币政策正常化从预期到行动，美元指数重拾强势，突破 96。随着欧美经济金融周期分化，欧元兑美元汇率由年初的 1.21 降至 1.14；日元、澳元、英镑兑美元汇率分别较年初下跌 9.6%、4.5%和 1.9%。新兴市场货币总体承压，截至 2021 年 11 月 15 日，彭博 JP 摩根拉美货币指数与亚洲美元指数分别较年初下跌 6.7%和 1.1%。其中，土耳其里拉、阿根廷比索、哥伦比亚比索、智利比索兑美元汇率分别下挫 26.1%、16.1%、11.7%和 10.8%（图 8）。尽管部分货币（如巴西雷亚尔、土耳其里拉、南非兰特、哥伦比亚比索、智利比索、挪威克朗、墨西哥比索）波动率仍超过 10%，但汇率市场总体波动率较 2020 年已显著回落。

图 8：主要货币兑美元汇率较 2021 年 1 月初变动 (%)



注：数据截至 2021 年 11 月 15 日。

资料来源：彭博，中国银行研究院

3. 股票市场：全球股市震荡攀升，IPO 同比增幅明显

(1) 全球股市在波动中上行。2021 年，全球股票市场总体波动上行，走势分为三个阶段（图 9）。第一阶段是年初至 3 月底，由于通胀预期与长期利率抬升的影响，全球股市经历了短暂的下跌，单日最大降幅达到 1.88%。但在经济复苏主导下，全球股市总体保持上升态势。第二阶段是 4 月到 9 月初，全球

经济逐渐好转，但疫情反复叠加市场对流动性收紧的担忧，导致全球股市在小幅震荡中上行。第三阶段是9月至今，MSCI全球指数呈现V型走势，最低点较9月初高点下跌4.71%。美联储释放鹰派信号，推动美债收益率走高，利空美股，叠加能源价格飙升，通胀压力居高不下，一度引发全球股市下跌。随着第四季度传统节日销售旺季到来，季节性因素带动全球股市上升，并且在财报业绩加持下，市场担忧情绪一扫而空，10月全球股市触底反弹，并突破9月初高点。截至2021年11月15日，MSCI全球指数收于882.24，较10月初低点上涨7.7%，较年初上涨19.3%。

图9：全球MSCI指数走势



资料来源：Wind，中国银行研究院

(2) 复苏步调不同，全球股市延续分化走势。2021年以来，全球股票市场分化明显。尤其从下半年开始，发达市场股市与新兴市场股市的剪刀差分化并持续扩大。截至2021年11月15日，MSCI发达市场指数收于2296.53，较年初上涨了14.3%，而新兴市场指数收于72808.48，较年初微涨1.5%，较2021年2月份的高点下跌了9.6%（图10）。从第三季度开始，欧美股票市场迅速反弹，美国股票市场持续表现良好，截至2021年11月15日，美国道琼斯工业指数、标普500指数、纳斯达克指数较年初分别上涨19.4%、26.5%、24.8%。欧

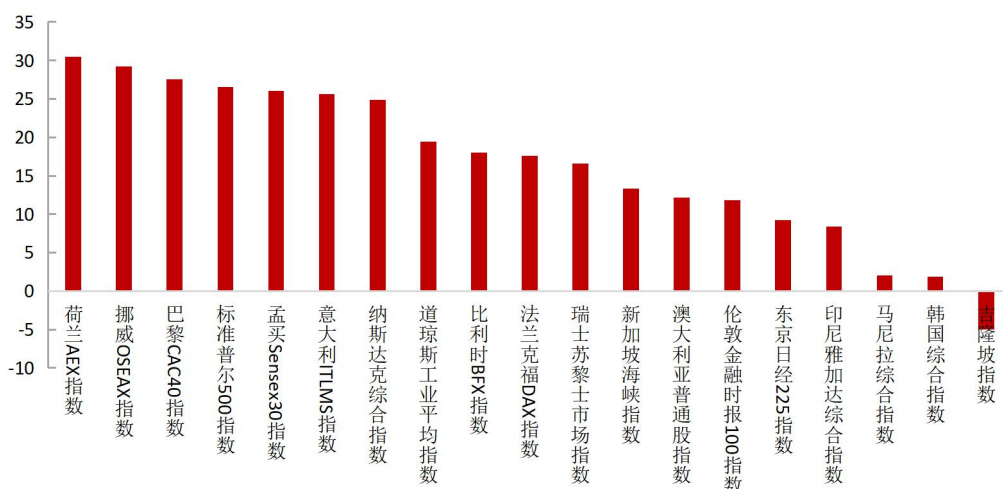
洲股市同样表现较好，法国 CAC40 指数、德国 DAX 指数、英国富时 100 指数分别较年初上涨 27.5%、17.6%、11.9%（图 11）。新兴市场疫情反弹，阻碍经济复苏进程，导致股票市场表现明显弱于发达市场。主要新兴市场国家中，马尼拉综指、印尼雅加达指数较年初分别上涨 2%、8.4%，涨幅明显弱于发达市场，而吉隆坡指数则较年初下跌 5%。

图 10：MSCI 新兴市场与发达市场指数比较



资料来源：Wind，中国银行研究院

图 11：2021 年全球主要股票市场变动幅度 (%)



资料来源：Wind，中国银行研究院

(3) 全球股市发行与并购上升。截至 2021 年 11 月 15 日，全球共有 3411 家公司通过首次公开募股（IPO）上市，筹集资金总额达 5943 亿美元，是 2020 年同期的 1.5 倍。其中，综合经营类股票发行量最多，占比为 32.2%。在并购方面，截至 2021 年 11 月 15 日，全球并购 819 起，总金额达 3.1 万亿美元，是 2020 年同期的 1.47 倍。从行业与地区来看，金融业成为整合重点，并购 185 起，占全球并购总额的 19.9%。从地区来看，北美地区并购活跃，并购数量达到 397 起，总金额为 1.6 万亿美元。

4. 债券市场：国债收益率走势各异，美国企业债发行额降幅明显

(1) 10 年期国债收益率走势分化。截至 2021 年 10 月末，美国国债余额为 28.91 万亿美元，同比增长 7.3%，增速较三季度末上升 1.8 个百分点。同期，中国国债余额为 22.05 万亿元，同比增长 14.1%。2021 年 9 月末，欧元区和日本国债余额分别为 9.25 万亿欧元和 1049 万亿日元，同比增速分别为 5.6% 和 5.4%，较二季度明显放缓（表 3）。

表 3：主要经济体国债余额及增速

		2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021M10
美国	余额（万亿美元）	26.95	27.75	27.99	28.53	28.43	28.91
	同比增速（%）	18.6	19.6	18.2	7.7	5.5	7.3
欧元区	余额（万亿欧元）	8.76	8.72	9.00	9.17	9.25	-
	同比增速（%）	14.7	14.9	16.4	14.6	5.6	-
日本	余额（万亿日元）	995.3	1031.3	1065.1	1057.5	1049.0	-
	同比增速（%）	2.4	5.6	8.9	7.7	5.4	-
中国	余额（万亿元）	19.10	20.69	20.79	21.23	22.01	22.05
	同比增速（%）	20.3	24.3	23.8	20.4	15.2	14.1

资料来源：Wind，中国银行研究院

2021 年三季度以来，主要经济体 10 年期国债收益率走势分化。截至 11 月 15 日，美国 10 年期国债收益率为 1.63%，较三季度末上升 11 个基点，其中 11 月份受美联储缩减购债的影响，升幅较为明显；欧元区 10 年期公债收益率为 -0.2352%，较三季度末下降 6.5 个基点；日本 10 年期国债收益率为 0.072%，较

三季度末下降 0.9 个基点；中国 10 年期国债收益率为 2.93%，较三季度末上升 5 个基点。

(2) 欧日企业债规模同比下降。2021 年三季度，美国企业债发行额为 4306 亿美元，同比下降 16.6%；欧元区企业债发行额为 1448 亿欧元，同比下降 17.3%，较二季度减少 318 亿欧元；日本企业债发行额为 37972 亿日元，同比下降 18.7%，较二季度减少 4132 亿日元（表 4）。

表 4：主要经济体企业债发行额及同比增速

		2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
美国	发行额（亿美元）	5162	3255	6019	5295	4306
	同比增速（%）	86.5	17.6	6.5	-39.4	-16.6
欧元区	发行额（亿欧元）	3126	1750	1675	1766	1448
	同比增速（%）	-15.9	-15.7	-17.8	-43.5	-17.3
日本	发行额（亿日元）	46715	50485	23783	42104	37972
	同比增速（%）	-8.8	24.4	-10.0	19.0	-18.7

资料来源：彭博，Wind，中国银行研究院

5.大宗商品市场：多因素促能源价格强劲反弹，避险资产呈回落态势

2021 年，大宗商品市场整体呈现强劲走势，部分商品甚至出现过热现象，能源价格大幅飙升，工业金属价格屡创新高，农产品价格持续上扬。反映国际大宗商品期货市场总体价格变化的 RJ/CRB 指数全年震荡上行，10 月末突破 240，创 2015 年 2 月以来新高（图 12）。

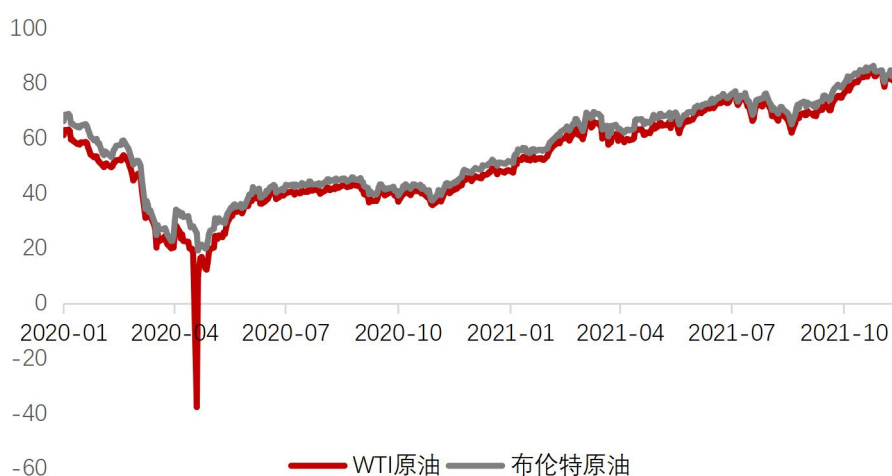
图 12: RJ/CRB 商品价格指数



资料来源: Wind, 中国银行研究院

(1) 原油价格震荡攀升。2021 年, 原油价格震荡攀升, 除经济复苏、需求推动之外, “OPEC+” 在供给端对增产维持克制、重要原油产区极端天气频发等因素也促成了原油价格走高。截至 2021 年 11 月 17 日, WTI 原油期货价格报 78.36 美元/桶, 布伦特原油期货价格收报 80.28 美元/桶, 较年初分别上涨 65% 和 57% (图 13)。

图 13: 原油期货结算价格走势 (美元/桶)



资料来源: Wind, 中国银行研究院

(2) 铜价创新高后高位运行。2021 年上半年，工业金属伴随着经济复苏大幅上行，CRB 工业原料指数攀升至 2011 年以来高位。5 月，铜价创下 10720 美元/吨历史新高。下半年，受到中国投放铜、铝等金属国家储备等消息扰动，市场投机情绪受到一定抑制，铜价维持在 9000 美元/吨附近高位运行。截至 2021 年 11 月 17 日，LME 铜期货价格收报 9645 美元/吨，较年初上涨约 22%(图 14)。

图 14: LME 铜期货价格走势 (美元/吨)



资料来源: Wind, 中国银行研究院

(3) 黄金失去避险光芒

2021 年，市场流动性呈宽松态势，市场对风险资产偏好较高，以黄金为代表的避险资产上行动能不足，整体缺乏亮眼表现，呈弱势震荡走势。仅在全球通胀风险上升或德尔塔毒株在全球加速传播期间有阶段性反弹表现。截至 2021 年 11 月 17 日，COMEX 黄金期货价格报收 1869.5 美元/盎司，较年初下跌 3% (图 15)。

图 15: COMEX 黄金期货价格走势 (美元/盎司)



资料来源: Wind, 中国银行研究院

(二) 国际金融市场运行影响因素分析

1. 宏观经济政策

2021 年, 全球宏观经济总体平稳, 风险资产价格普遍上行, 国际金融市场主要受疫情反复、主要经济体货币政策调整、全球气候政策加快推进等因素影响有所波动。第一, 国际金融市场风险情绪受疫情扰动显著。例如, 2021 年 7 月下旬德尔塔毒株在全球迅速蔓延期间, 欧美股票市场、工业金属部分品种价格出现大幅回撤。第二, 美联储加强货币政策沟通, 金融市场从容应对。货币政策对金融市场的扰动主要集中在 2021 年上半年美联储货币政策转向预期急剧升温期间。期间美债价格大幅下跌, 全球股市波动加剧。6 月后, 美联储开始积极就货币政策转向进行前瞻指引, 货币政策对国际金融市场的扰动降温, 美联储开启缩减购债后, “缩减恐慌” 未再现。第三, 全球“碳中和”进程加剧了全球能源价格波动。在“碳中和”目标下, 全球能源供求结构处于快速转型期, 新能源供给短期缺乏稳定性, 导致供需两端难以维持稳定均衡水平, 一定程度上造成了全球能源价格大幅波动。

2. 通胀预期

全球通胀水平的持续走高影响了金融市场的运行。一方面，通胀预期上升导致金融市场波动加剧。2021年以来，经济重启、供给瓶颈与劳工价格扩散三重因素叠加，供应链危机持续发酵，导致发达经济体通胀预期持续上行，使得各国央行货币政策逐步转向，进一步引发全球资本市场和外汇市场震荡。另一方面，再通胀预期影响资产价格波动。在通胀持续高位运行背景下，市场投资者对“通胀暂时论”持怀疑态度，反而通过增加资产配置规避通胀风险，导致资产价格螺旋式上升，进一步加剧金融市场波动。

3. 市场情绪发生转变

2021年上半年，由于全球经济复苏，市场情绪较为乐观，投资者追逐高收益，风险偏好抬升。大宗商品领涨，股票等风险资产延续上涨态势，资金流入新兴市场。而后随着变异病毒传播，经济增长动能减弱，通胀加速抬升，市场预期从乐观转向中性偏悲观，资金开始回流发达市场，黄金价格小幅上涨，资产配置结构快速调整，从价值型回归成长型。2022年，全球供求失衡局面短期内难以根本缓解，主要国家经济增速回落，通胀水平维持相对高位，美联储加息预期升温。避险情绪将阶段性回升，资金可能回流美国市场，资产配置在考虑收益的同时，将更加关注现金流与流动性，控制风险水平。

（三）国际金融市场展望

1. 国际金融市场未来走势

第一，货币市场流动性趋紧。2022年，美联储将继续推进缩减购债，此进程大概率于2022年中期结束。根据历史经验和市场预期，美联储极有可能在此后实施加息政策，这将对国际货币市场流动性产生重大影响，促使跨境资本回流美国，并带动其他央行调整货币政策立场，已有包括澳大利亚、加拿大、英国、瑞典等国央行采取了减少资产购买以及加息等政策。2022年，预计主要经

济体央行资产负债表快速扩张态势将发生较大改变，全球货币市场利率将随货币政策调整逐步抬升，流动性将整体趋紧。

第二，美元回归强势，外汇市场加剧波动。2022年，美联储引领全球货币政策正常化，实际利率变化将促使汇率市场波动。**美元指数总体保持强势。**随着美联储缩减购债规模，加息预期与实际利率上行，在美国以及全球增速回落的背景下，美元指数将总体保持强势，但大幅上行的动能并不充足。**欧元、日元表现偏弱。**欧洲央行大概率延续宽松货币政策立场，经济复苏力度、节奏与美国有所分化，对欧元汇率具有抑制作用。尽管避险情绪阶段性回升，将对日元形成支撑，但日本经济徘徊不前，货币环境极度宽松，利空日元汇率走向。**新兴市场货币表现分化。**内外部货币政策转向叠加下，全球流动性迎来拐点，新兴市场面临较大冲击。亚洲新兴市场基本面总体稳健，政策空间与风险抵御能力相对充足，汇率失控下跌概率较低。但是，部分拉美新兴市场国际收支严重失衡，外债偿还压力激增，资本外逃加剧，将面临严峻的挑战。

第三，股票市场拐点将现，高位回调风险增加。2022年全球股市将面临四大风险：一是企业盈利下降的风险。企业面对供应链终端和能源价格飙升带来的原材料价格上涨压力，整体活力和增长动能将会减弱。二是通胀风险。通胀水平仍将在一段时间内维持高位，市场风险将逐步恶化。三是政策超调风险。若通胀迟迟无法回落，央行为对抗高通胀可能会过快收紧货币政策，影响经济进一步复苏，而对经济景气极为敏感的股市将会迎接巨大的挑战。四是疫情风险。疫情反复极大地影响了2021年的股市变动，未来疫情演进将影响经济发展前景，从而影响股市走势。总而言之，2022年随着全球经济持续复苏，越来越多的国家将逐渐退出宽松政策，在盈利增速和流动性投放均回落的背景下，全球股市的拐点将会显现，高位回调风险增加。

第四，债券收益率将趋于上行。疫情以来，主要经济体推出大规模刺激政策，政府部门债务规模显著提高，偿债压力上升，后续实施宽松财政政策空间

有限，甚至可能适时退出。预计 2022 年相关国家将更加重视发债节奏和债务偿还可持续性。当前，全球通胀水平依然较高，随着流动性趋紧，主要经济体长期国债收益率将大概率上行，债券的期限溢价和风险溢价也会随之走阔，经济主体的债券融资成本将有所提高，债券违约率存在上升可能。

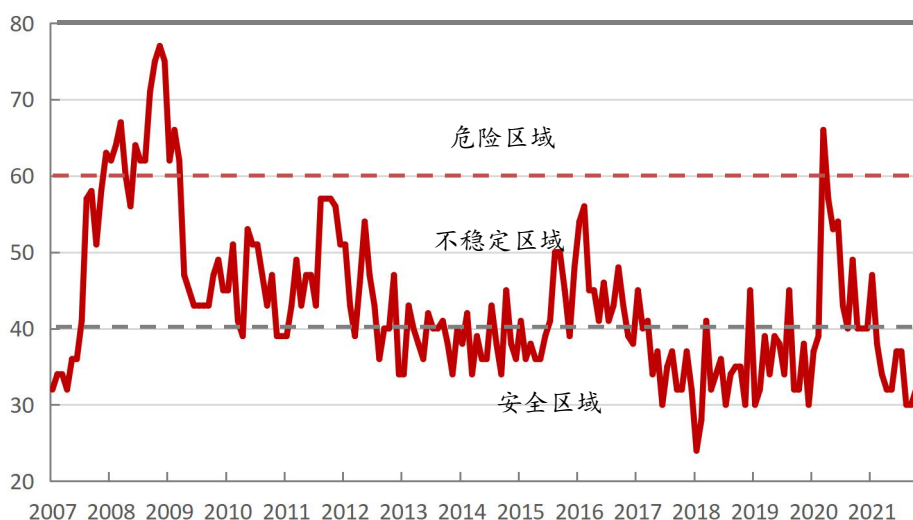
第五，大宗商品可能出现结构性行情。2022 年，发达经济体货币政策面临转向，流动性收紧、疫情反复、地缘政治、极端天气等潜在因素对全球大宗商品价格的影响不容小觑。**原油价格上涨动能不足。**当前，全球原油产能逐渐复苏，预计到 2022 年末，美国原油产量将恢复至疫情前水平，“OPEC+”将在油价 70-80 美元/桶区间逐步放松产量约束，伊朗原油供应的恢复也给油价上涨带来更多阻力。原油价格将维持在 65-80 美元/桶区间震荡。**铜价或稳中有升。**在需求端，2022 年全球“碳中和”进程将持续推进，铜价仍将受益于能源结构转型过程中的需求上升。在供给端，铜矿罢工的影响将减弱，铜矿供应量将逐步释放。预计 2022 年铜价有望缓慢上行，有机会再次破万。**黄金价格或呈 V 型走势。**当前，全球加息预期持续升温，美元指数涨势强劲，预计 2022 年上半年黄金价格回调压力较大。当主要央行加息前景明朗，全球风险偏好下行，黄金有望在 2022 年下半年迎来阶段性反弹，全年呈 V 型走势。

2.美国金融危机风险指标显示金融市场整体稳定，但潜在风险上升

2021 年美国金融危机风险监测指标（ROFCI）年均值从 2020 年的 46 下降到 35，从不稳定区域回到安全区域（图 16）。全年美国金融市场风险整体呈下降趋势，但年末有回升迹象。私有部门债务负担有所回落，违约风险处于历史低位。政府债务负担处于历史高位，加杠杆空间越来越有限。住房市场投机性需求有限，未见明显泡沫。由于信贷条件仍严格，居民房贷并未大幅上升，房贷质量稳定。随着市场消化美联储缩减 QE 影响，国债市场波动性回升到疫情以来高点。股票市场延续了上升趋势，波动性下降，投资者情绪仍然高涨。

预计 2022 年 ROFCI 可能小幅上升，处于安全和不稳定区域边缘。未来美国私有部门发生系统性债务危机的可能性较小，但仍存在以下风险点：家庭还债能力有可能随着政府资助方案到期以及预料之外的房价下跌而恶化。非投资级公司的债务偿还及再融资能力对利率及经济环境更敏感，在利率上升环境下，若出现经济减速，其债券违约风险可能上升。国债波动性可能继续维持高位，股市估值会下降，投资者有可能放弃风险资产，导致股市下跌。通胀失控以及美联储超预期大幅紧缩货币政策可能是未来美国金融市场的主要风险触发因素。

图 16：美国金融危机风险指标 ROFCI 走势



资料来源：Wind，中国银行研究院

三、2022 年热点问题展望

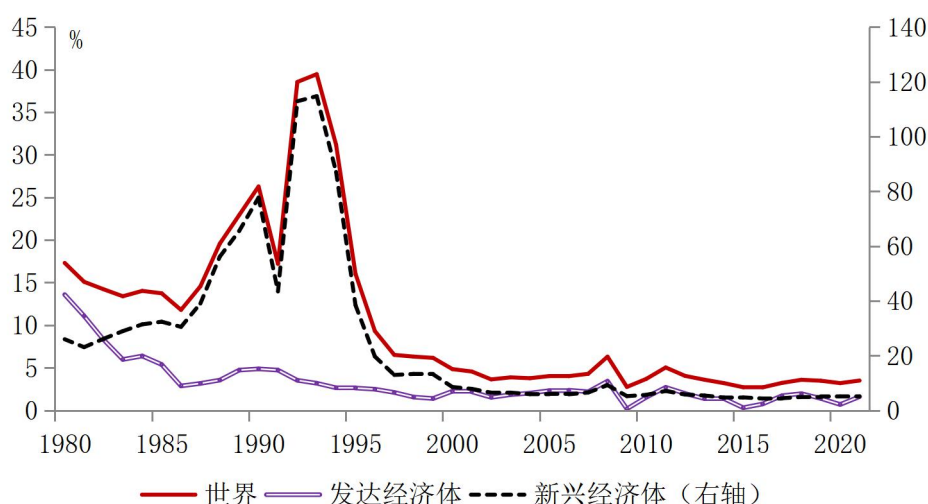
热点一：全球通胀上涨原因及前景展望

疫情前，全球长期处于低通胀环境，本次疫情后各国普遍实施积极的财政货币政策，能源、物流、劳动力市场等领域供应链瓶颈不断深化，供需出现失衡和错配，导致 2021 年通胀快速走高，通胀预期不断升温。

（一）目前全球消费和生产等领域普遍面临通胀压力

过去 20 多年全球处于低通胀周期(图 17)。20 世纪 60 年代末到 80 年代初，在布雷顿森林体系解体、财政刺激、货币超发、两次能源危机、劳动力短缺等因素影响下，发达经济体普遍出现“滞胀”现象，通胀高企，经济增长低迷。为解决高通胀问题，美联储主席保罗·沃尔克临危受命，上任 8 天后就开启加息历程，到 1981 年 7 月 2 日，联邦基金利率一度达到 22.36% 的历史最高值，1983 年后通胀问题逐渐得到控制。新兴经济体高通胀延续到 20 世纪 90 年代中期。全球物价水平在 1994 年之后开始快速回落，21 世纪以来持续保持在低位，尤其是欧元区和日本等发达经济体，始终处于低通胀甚至通缩状态。

图 17：1980-2020 年全球居民消费价格指数（CPI）年度增速

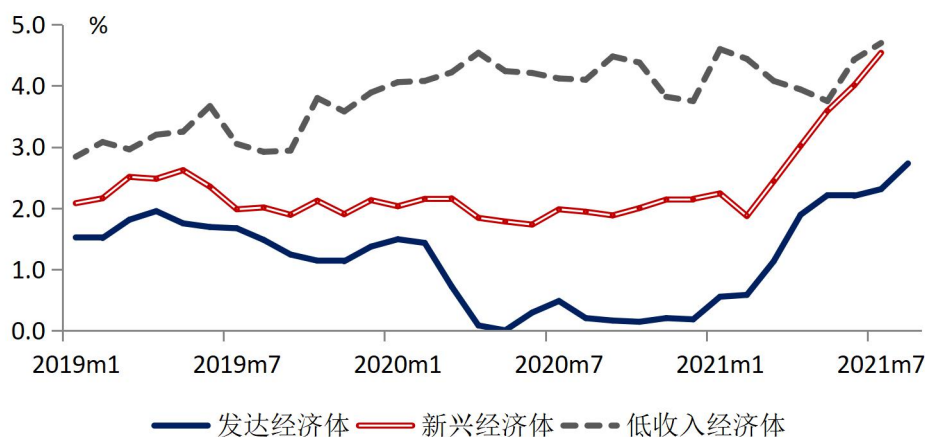


资料来源：IMF，中国银行研究院

此次疫情后全球通胀形势逐渐逆转。2021 年以来，受需求反弹、供应链瓶颈、运力紧张、原材料和大宗商品价格快速上涨等因素推动，全球通胀全面上行(图 18)。IMF 预计 2021 年全球 CPI 增速为 4.3%，较 2020 年提高 1.2 个百分点，为 2012 年以来最高。分组别来看，截至 2021 年 7 月，发达经济体、新兴经济体和低收入国家月度 CPI 同比增速分别为 2.31%、4.54%和 4.7%，分别

较 2020 年底提高 2.13、2.39 和 0.95 个百分点。

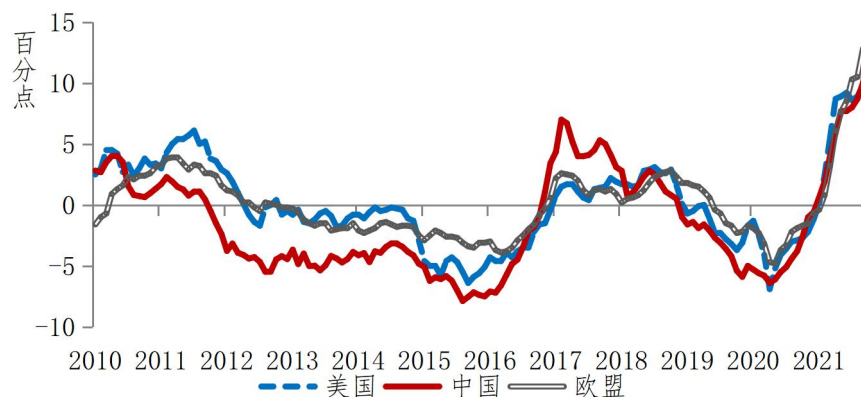
图 18：2021 年全球通胀快速走高



资料来源：IMF，中国银行研究院

除消费领域外，生产和金融领域价格水平普涨。此次全球通胀压力全面爆发，大宗商品原材料、中间投入品、工业出厂品、海运、房地产、股市等领域同样面临价格上升压力。全球央行释放的海量流动性很大部分流入金融领域，导致股市、大宗商品、房地产等金融资产价格快速上涨。截至 2021 年 11 月 18 日，MSCI 全球股指较 2020 年底上涨 18.7%。美国、欧盟、中国等经济体的 PPI 指数上涨速度明显高于 CPI 指数（图 19）。

图 19：主要经济体 PPI 与 CPI 指数差距

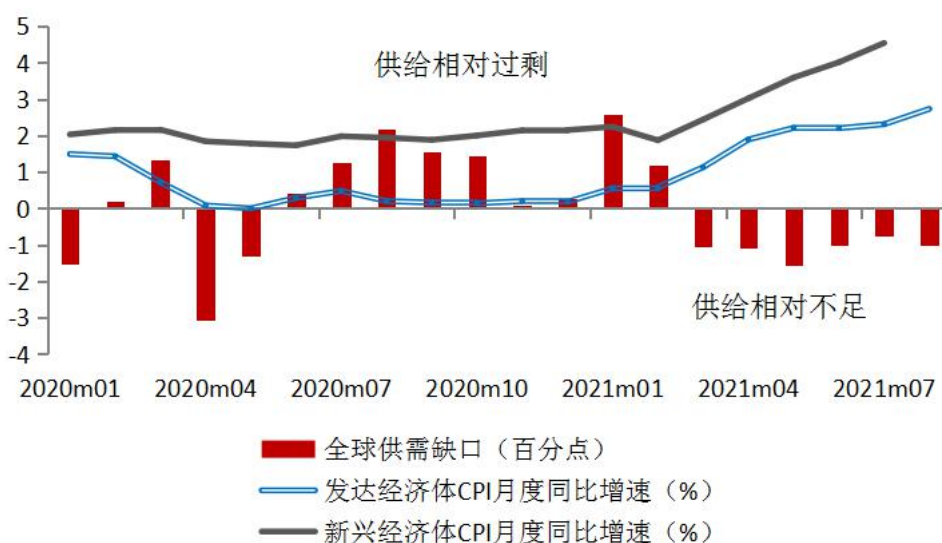


资料来源：Wind，中国银行研究院

（二）供需结构性失衡推动全球通胀快速上涨

第一，积极财政货币政策下超额储蓄快速积累，带动总需求反弹，全球出现持续的供需缺口。积极的支持政策和延后的消费需求导致发达经济体普遍存在超额储蓄，随着经济和消费活动逐渐重启，被压抑的需求快速释放，主要经济体国际贸易和社会零售品销售都超过疫情前。从供需复苏节奏看，2020年全球供给端率先复苏，2021年需求端复苏进程加快，用全球出口贸易指数作为供给端复苏的代理变量，进口贸易指数作为需求端复苏的代理变量， $(\text{出口贸易指数}/\text{进口贸易指数}-1) * 100$ 近似衡量供需缺口，结果发现，2020年6月至2021年2月，该指数为正，表明供给端复苏快于需求端，而2021年3月之后，该指数由正转负，表明需求反弹加快，超过供给复苏速度。出现供需缺口的时点与全球通胀快速抬升时点基本一致（图20）。

图 20：全球供需缺口与 CPI 走势



资料来源：荷兰经济政策分析局，中国银行研究院

第二，产业链上游的大宗商品和中间投入品价格快速上涨。与下游行业相比，上游行业的价格上涨将通过产业链和国际贸易渠道对全球最终消费产生较大影响。自2020年三、四季度以来，在全球经济复苏和能源转型等因素影响下，

全球大宗商品价格大幅上涨，推动了全球性通货膨胀。2021年9月，IMF 测算的全球大宗商品价格指数达 172.6，较 2020 年底提高 47.0 点，为 2013 年 2 月以来最高（图 21）。其中，农产品、能源价格指数分别较 2020 年底上涨 16.4% 和 79.9%。目前大宗商品价格总指数，农产品、金属、能源、工业投入品等分项价格指数均远超疫情前水平。

图 21：大宗商品和工业投入品价格指数变动情况（2016=100）



资料来源：IMF，中国银行研究院

第三，供应链瓶颈突出。一是受疫情影响，部分产业链生产受阻、产量下降、交货时间延长，这一点在大宗商品、原材料、关键零部件等中间投入品方面表现较为明显。自 2020 年 12 月以来，芯片供应短缺状况就愈演愈烈，交付周期已由通常的 9-12 周延长至 22 周以上。二是国际运力紧张，全球物流链失衡。各国不同步的疫情封锁措施扰乱了航运，主要港口病毒暴发进一步导致混乱，全球运力受损，运费大幅提高。三是发达经济体劳动力供求缺口加大，港口货物积压，无法及时满足消费需求。2021 年 10 月，美国劳动参与率和就业率分别为 61.6% 和 58.8%，分别较疫情前低 1.7 和 2.2 个百分点，“用工难、用

工贵”问题不断凸显。

（三）通胀将在 2022 年二季度前后达到顶峰，之后逐渐回落

本轮全球通胀兼具需求拉动型和成本推动型特征，深层次原因在于流动性宽松背景下各国经济复苏和疫情防控进展不一造成全球供需结构性错配。2022 年需重点关注全球需求回升和供应链瓶颈走向对通胀的影响。

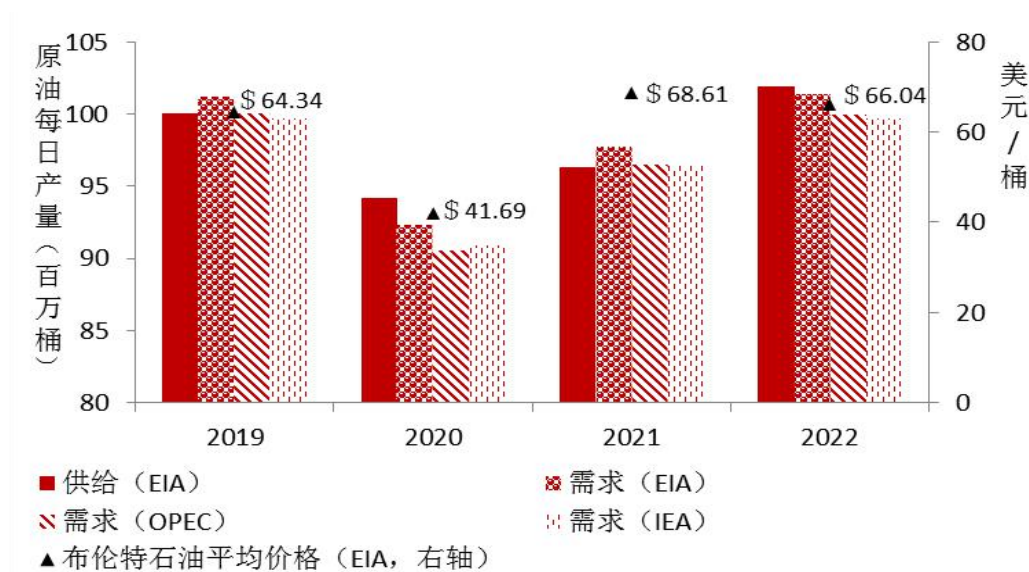
第一，预计需求回升对通胀的影响将逐渐回落。目前，全球经济正在稳步复苏，疫情防控逐渐常态化，未来疫情对消费的抑制作用将有所减弱，消费将更多受劳动者收入和家庭资产负债表影响。各国针对低收入劳动者的财政纾困政策将陆续退出，超额储蓄将下降，对消费的提振作用将减弱。鉴于疫情的反复和经济前景不确定性，部分超额储蓄将转为预防性储蓄，而且发达经济体采取的财政纾困政策对富裕人群更加有利，富人消费倾向低，对需求的刺激将弱化。牛津经济研究院研究显示，美国经济刺激计划、股市上涨和更少的消费选择导致过去一年储蓄快速增长，然而，在约 2.6 万亿美元的超额储蓄中，有 80% 属于富裕阶层，20% 最底层收入家庭储蓄低于疫情前。

第二，从供给端看，供应链瓶颈对通胀的影响将至少持续至 2022 年二季度。供应链瓶颈持续时间是衡量通胀走势的关键。目前全球经济主要存在“五缺”，即缺疫苗、缺原料、缺货柜、缺工人和缺芯片，只有原材料、产品等顺畅运转，才能保证全球供应链稳定。其中关键一环在于大宗商品出口国和工业制造国的疫情控制情况，目前亚洲和非洲的疫苗完全接种比例明显低于欧美地区，将部分影响工业活动的开展和供应链的恢复。

从能源供求看，随着能源价格快速回升，目前闲置产能逐渐得到开发，供给约束有所缓解。IEA 最新月报显示，2021 年 10 月全球石油供应量每日增加 140 万桶，达到 9770 万桶/日，并预计 11 月和 12 月期间全球石油产量将进一步增加 150 万桶/日。随着产量恢复，预计 2022 年全球原油供给将再次超过需求，

油价涨势将回落（图 22）。不过，考虑到目前国际能源价格上涨除受供需失衡影响外，也受供应链紧张和供需地域格局不匹配影响，即使产能逐渐恢复，供应链的紧张状况也将继续推动能源价格在短期处于高位，特别是北半球正处于冬季，能源需求量处于季节性高点，预计在 2022 年二季度前能源价格将继续保持在高位，之后将逐渐回落。

图 22：全球原油供需情况对比



资料来源：国际能源署（IEA），美国能源信息署（EIA），石油输出国组织（OPEC），中国银行研究院

根据国际金融协会（IIF）的研究，供应链瓶颈持续时间和产品交付时间越长，上游行业价格上涨对下游的转嫁和传导幅度越大。目前全球交货时长已达到近 20 年最高，企业库存下降，在 2022 年二季度前消费者将面临持续的价格上涨压力。

热点二：美联储货币政策转向及美元流动性冲击

2021 年 11 月美联储宣布减少资产购买规模，并视情况调整资产购买速度。随着全球通胀压力不断升温，本轮货币政策宽松周期带来的极度宽松流动性环境或将告一段落。

（一）美联储货币政策转向节奏或更为紧凑

第一，缩减购债尘埃落定。一方面，在资产需求端，美联储缩减购债节奏已明确。在最近的议息会议中，美联储宣布，鉴于2020年12月以来经济已取得不错进展，决定从2021年11月开始，将资产购买总量下调至1050亿美元水平。从2021年12月开始，进一步加快缩减进程，将购买美国国债和抵押贷款支持证券（MBS）的规模分别降低200亿美元和100亿美元，资产购买总量下调至900亿美元水平。若按此进程持续缩减，预计2022年年中将完成缩减购债进程，结束量化宽松。在资产供给端，美国财政部开始缩减发债。2021年11月，美国财政部公布了季度再融资声明，宣布自11月起缩减不同期限的国债拍卖，将总规模由1260亿美元下调至1200亿美元；缩减每月常规拍卖规模，2021年11月至2022年1月，2年期、5年期、7年期与20年期国债常规发行规模将分别缩减20亿、20亿、30亿和40亿美元，浮动利率票据（FRN）的发行规模也将每月减少20亿美元。综合来看，预计2022年美联储美债净购买将减少7800亿美元，财政部美债供给量将减少1.1万亿美元，国债净供给将下降3200亿美元。

第二，加息预期不断升温，美联储或低估了加息紧迫性。现阶段，市场和美联储尚未形成一致性预期。一方面，美联储官方表态认为，加息为时尚早。鲍威尔在加息问题上言论偏“鸽派”，否认短期加息的可能。他在11月议息会议上强调，“本次会议的重点是缩减购债而非加息，缩减购债意味着经济已经取得了实质性进一步进展，但由于距离充分就业的目标还有一段距离，现在还不是加息的时候。”另一方面，鉴于通胀持续超预期，“滞涨”风险愈发凸显，市场预期美联储加息的时点不断前移。美国2021年10月CPI同比上涨6.2%，创31年新高。短期内，供应链受阻造成的原材料短缺、运输障碍、订单积压以及劳动岗位空缺等现象仍将持续困扰美国经济，加剧通胀压力。一旦通胀出现“失控”，美联储可能超预期收紧货币政策，提前开始加息进程。

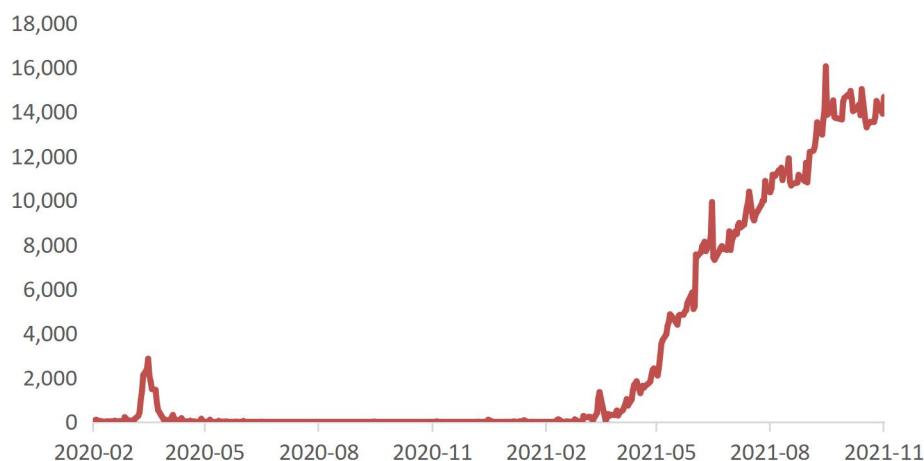
（二）本轮缩减购债对美元流动性冲击有限

第一，美债供需两端同步缩减，净效应对市场影响有限。美联储的购债需求减少，通常会使债券价格承压，抬升国债收益率。但如前文所述，美国财政部发债量不论在时间上还是规模上都与美联储缩减购债高度匹配，很大程度上抵消了美联储缩减购债留下的需求空缺，发挥了平抑美债收益率快速上行、缓解潜在冲击的效果。

第二，美联储已提前推出应对流动性紧张的货币政策工具。在 2021 年 7 月议息会议上，美联储宣布新增两项隔夜回购工具。一是常备回购便利（Standing Repo Facility, SRF）。该工具交易对手为美国境内的存款类机构和其他金融机构，合格的交易对手方可将国债、机构债和 MBS 作为抵押品进行隔夜回购操作，从美联储获得流动性。该工具回购利率为 0.25%，总额度为 5000 亿美元。二是外国央行回购便利（FIMA Repo）。该工具面向外国货币当局或国际主要货币机构，合格的交易对手方可将其在纽约联储托管的美国国债作为抵押品进行隔夜回购操作，从美联储获得美元流动性。该工具回购利率同样为 0.25%，单个交易对手额度 600 亿美元。SRF 和 FIMA Repo 的设立为美国境内货币市场参与者和境外货币当局创造了临时的美元流动性来源，一定程度上可以缓解未来美联储货币政策转向时可能出现的在岸与离岸美元市场融资紧张的局面。

第三，缩减购债仅影响货币市场边际增量，货币市场短期流动性依然宽裕。如果将货币市场比作美元流动性的“蓄水池”，那么缩减购债即关小“蓄水池”的“水龙头”。短期内，美联储缩减购债仅意味着进入货币市场的新增流动性降低，无法改变“蓄水池”整体充裕的流动性。例如，美国货币市场隔夜逆回购的用量在美联储开启缩减购债之后没有出现明显下降（图 23）。长期看，只有加息和缩表才能对“蓄水池”产生实质改变。

图 23: 美国隔夜逆回购规模变化 (亿美元)



资料来源: Wind, 美联储

第四，缩减购债周期与加息周期的衔接阶段，美国长端国债收益率或将再上新台阶。11月议息会议前，联邦基金利率期货隐含2022年7月前加息次数为0.85次，12月前加息次数为2.05次。会议后，二者分别上升至0.98次和2.21次，隐含联邦基金利率上升至0.7%。据此推断，缩减购债结束后美联储将紧接着进行加息，美国国债收益率将趋于上行。根据彭博对各机构预测的加权平均值，至2022年12月份，美国10年期国债收益率将上升至2%以上，较2021年11月初上涨40个基点。

(三) 中国需密切关注美联储政策调整的外溢风险

近期，中国经济呈现稳定复苏态势，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，金融风险有效防控。鉴于美联储或在2022年下半年开启加息进程，导致全球利率中枢整体抬升，美元流动性收敛，加剧全球金融市场波动与风险。中国需密切关注以下几方面影响。

第一，人民币双向波动或加大。随着美国货币政策转向，美元流动性泛滥情况有所收敛，美元指数低位反弹，人民币汇率持续升值趋势将显著缓和，双向波动加大，中国外汇管理政策需适时予以调整。

第二，跨境资本流动格局或发生转变。疫情以来，中国国际收支总体稳健，证券投资项下大规模资金流入。未来一段时期，国内外周期转换，美联储货币政策转向，资金流入有所放缓，可能出现短期资本外流风险。

第三，中资美元债市场风险上升。当前，中国外债余额中美元计价债务占比接近半数。特别是在中美利率、汇率以及监管等因素影响下，中资美元债市场日趋活跃，并呈现期限短期化、房地产行业为主体、评级两极分化等特征。在国内融资环境收紧、境外融资面临兑付高峰、融资成本上升等背景下，多数发债企业依赖“借新还旧”模式，部分实力较弱的企业资金链将面临较大压力。许多中资美元债持有机构同时也是中资美元债发行主体，各机构之间形成了一条不断叠加的债务链条，面临系统性债务风险。

热点三：美元 LIBOR 替代改革倒计时及其潜在风险

2021 年底，英国金融行为监管局将终止对于英镑、欧元、瑞郎和日元的报价，以及 1 周和 2 个月美元报价，国际基准利率替代改革进入最后倒计时。根据金融稳定委员会（FSB）统计数据，2021 年底之后，与 LIBOR 挂钩的资产、负债和衍生工具对 LIBOR 的风险敞口仍然巨大，而美元是最大的单一货币风险敞口。当前，受制于定价机制等因素，有担保隔夜融资利率（Secured Overnight Financing Rate, SOFR）在衍生品市场和现货市场的转换仍面临挑战。

（一）从定价机制看，SOFR 缺乏信用溢价导致金融机构资产端和负债端风险敞口错配，并受到非官方部门信用敏感型利率竞争挑战

第一，在 SOFR 基准利率环境下，银行的资产负债管理风险上升。具体而言，当银行边际融资成本与 SOFR 挂钩资产的收益率发生偏离时，可能面临基差风险，导致利润率下降。如果商业银行在资产端转向持有大量与 SOFR 挂钩的浮动利率贷款（SOFR+X 个基点），而负债端已有融资中有担保和无担保的组合比例存在差异，导致其再融资的边际成本出现分化。通常情况下，银行会使

用期限较短的工具为非流动资产（如期限较长的贷款）提供资金，导致其再融资成本与收益背离问题愈发严重。随着市场范围内期限融资风险（包括信用风险和期限流动性风险）不断波动，银行再融资成本将受到不确定性的影响。如果这些风险无法充分对冲，很可能会以某种形式转嫁给客户。

第二，在金融危机等压力情景下，资金涌向美债等避险资产，SOFR 利率可能不升反降，无法反映市场的真实状况。对于贷款合约以 SOFR 为定价基准的金融机构而言，面对危机压力环境，负债端基于无抵押融资市场的边际融资成本大幅攀升，但资产端的回报率并不会快速上扬，导致流动性错配风险。例如，在 2020 年 3 月疫情引起的市场恐慌期间，LIBOR-OIS 利差飙升，反映了不断恶化的金融状况，而由于投资者纷纷涌向无风险的国债回购，SOFR 利率反而下跌（图 24），出现危机情况下 SOFR 无法反映市场真实融资价格的情况。

图 24：LIBOR 和 SOFR 走势在压力时期出现背离（%）



资料来源：纽约联邦储备银行，中国银行研究院

第三，私人部门编制的信用敏感型利率对基准利率转换构成挑战。虽然 SOFR 提供了稳健可靠的无风险利率，但由于缺乏反映信用风险的成分，并不能满足所有细分市场的需求，私人部门转而运用商业票据(CP)和大量存单(CD)无抵押融资市场交易来构建曲线，通过纳入信贷利差并定义期限结构，以加强

版的方式重现 LIBOR。例如，洲际交易所建立了无担保银行收益指数（BYI）；彭博发布短期银行收益率指数（BSBY）。根据加拿大道明投资银行对市场主体的调查，约 54.7% 的受访者表示，在后 LIBOR 时代的现货市场中，会继续使用信用敏感型利率作为基准；而这一比例在衍生品市场中约为 40%。

（二）从衍生品应用看，SOFR 对利率掉期估值影响最大，利率远期次之

在产品估值方面，基准利率向 SOFR 转换对利率掉期估值的影响最大。对于利率掉期而言，在未来现金流贴现时均使用有效联邦基金利率。当贴现利率转换为 SOFR，银行、资产和财富管理机构名义价值的互换交易将受到影响，导致衍生品估值显著波动。即使在向 SOFR 转换过程中最大的中央对手方——芝加哥商品交易所和伦敦清算所通过基差互换和现金补偿等方式对市场参与者进行价值补偿和风险补偿，也会引发贴现率短期波动等问题。根据中国银行风险管理部课题组（2020）¹测算，在对美元和英镑的利率远期、利率掉期和浮息债三种产品设置不同期限的虚拟组合（各 100 万名义本金）情形下，SOFR 对美元衍生品估值变动的的影响在 0-15% 之间，对英镑衍生品估值变动的的影响在 20%-50% 之间。

在挂钩交易方面，由于缺乏完善的 SOFR 期限收益率曲线，存量衍生品合约转换为与 SOFR 挂钩合约的进展相对缓慢。当前，基于 SOFR 期货和掉期交易的未平仓合同已超过 6 万亿美元，芝加哥商品交易所于 2021 年 7 月发行了包括 1 个月、3 个月和 6 个月的前瞻式定期 SOFR 基准利率。但是，由于缺乏完备的期限收益率曲线，前瞻性期限 SOFR 的市场深度依然不足。在利率互换市场中，除了 3 个月以内 SOFR 互换的规模相对于 LIBOR 的比例超过 5% 以外，其余期限 SOFR 互换规模都不及 LIBOR 的 3%。在利率期货市场中，1 年内短期限 SOFR 发展较快，长期限 SOFR 发展仍相对缓慢（表 5）。

¹ 中国银行风险管理部课题组. 国际新基准利率改革对银行的挑战及应对[J]. 银行家, 2020(09):36-40.

表 5: SOFR 衍生品发展情况

交易类型	期限	SOFR 相对于 LIBOR 的比例	SOFR 相对于 联邦基金市场的比例
掉期	3 个月内	5.8%	7.0%
	3-12 个月	0.9%	8.3%
	1-3 年	2.6%	14.1%
	3-5 年	1.9%	25.2%
	5-7 年	1.7%	19.1%
	7-10 年	1.6%	29.3%
	10-15 年	1.0%	50.0%
	15-25 年	%	47.9%
	25 年以上	0.4%	25.0%
期货	3 个月内	67.0%	45.5%
	3-12 个月	27.0%	24.7%
	1-3 年	4.6%	37.7%
	3-5 年	0.2%	-

资料来源：ARRC，中国银行研究院

（三）从贷款产品推广看，不同币种 LIBOR 替换节奏差异导致贷款与 SOFR 挂钩的风险较大

在存量贷款协议转换方面，不同币种 LIBOR 替换的节奏和参考的新基准存在差异，导致交叉货币的基差风险上升。根据 ARRC 统计数据，挂钩美元 LIBOR 且在 2023 年 6 月后到期的商业贷款和消费贷款金额达到 3.2 万亿美元。无论是通过转换为固定利率合约，还是召回与 LIBOR 挂钩的债务工具并设定新基准，都将引发严重的交叉货币问题。例如，澳大利亚的银行在美元市场上为其大部分本币资产提供融资，并且这些银行可以使用交叉货币基点互换来对冲融资风险，互换的美元参照 USD LIBOR、而澳元则参照澳元银行票据互换率（BBSW）。但当美元 LIBOR 转向有担保的融资利率 SOFR，而其他货币辖区的流动性基准则基于无抵押交易，由此将导致货币互换的基差风险大幅攀升，存量贷款协议转换风险和不确定性增大。

在新增贷款协议方面，由于缺乏长期收益率曲线，前瞻式定期 SOFR 并不

完美，导致与 SOFR 挂钩贷款的推广相对缓慢。基于衍生品的 SOFR 定期利率只反映了合约期内市场隐含的未来隔夜利率的预期路径，但不包含长期融资风险溢价（期限、信用和流动性溢价）。相比之下，远期 LIBOR 基于长期融资工具定价（如 CP 和 CD），可以反映金融中介机构边际长期融资成本中的信用溢价。因此，由于 SOFR 缺乏 3 年以上的收益率曲线（仅有极短期的收益率曲线），导致银行无法对中长期信贷产品进行利率定价，只能转而建议企业按 SOFR 利率先签订短期信贷协议，再根据 SOFR 价格波动进行滚动续贷，企业融资成本进一步增加，导致银行新增贷款与 SOFR 挂钩的推广难度加大。

总体而言，LIBOR 退出对金融机构信用风险定价、资产负债管理等能力提出了更高要求。金融机构需要特别关注在 LIBOR 利率终止日期到来之际的突发风险。国际基准利率替换是一项复杂的系统工程，仍面临诸多技术性难题，未来 2-3 年，金融机构也需要防范基于 LIBOR 利率存量资产退出过程中可能出现的转换风险。

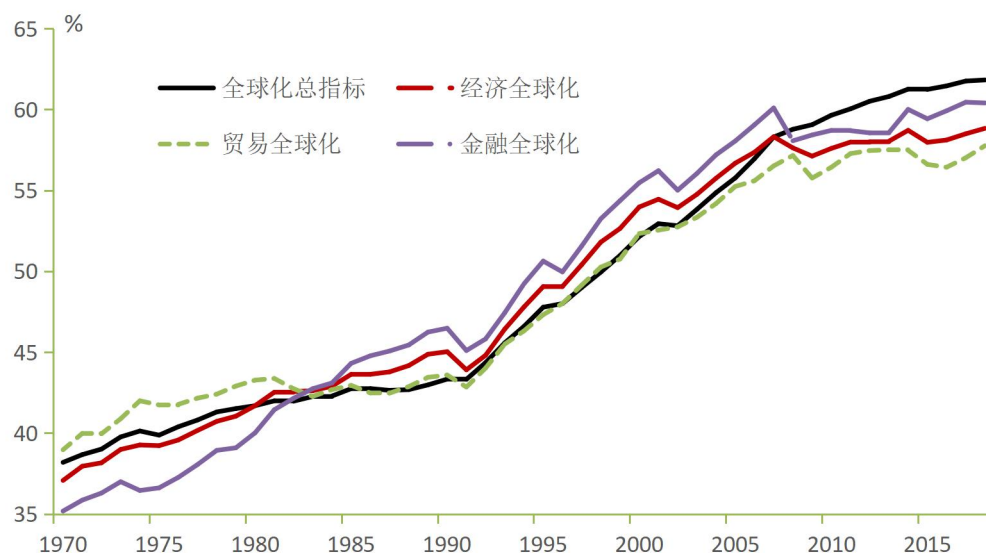
热点四：数字化和低碳时代全球治理面临的挑战与应对

（一）数字化转型和可持续发展有望成为新一轮经济全球化的关键特征

近年来，国际社会单边主义、保护主义抬头，叠加新冠疫情引发各国对产业链安全的担忧，全球化陷入低潮。根据 KOF 全球化指数，全球化进程在 2008 年之后已进入平台期（图 25），贸易全球化指数停滞在 57% 左右，金融全球化指数在 58%-60% 之间徘徊。国际商品贸易额年均增长率由 2005-2010 年的 6.3% 降至 2015-2020 年的 2.7%。世贸组织多边贸易谈判陷入僵局，上诉机构多次停摆。全球贸易争端数量增加，2020 年反倾销、反补贴等贸易救济措施原审立案超 400 起，同比增加 45%，创 1995 年以来新高。全球对外直接投资流量自 2007 年达到 2.2 万亿美元的高位后持续低迷，2020 年增速下降 33.3%，2021 年虽有所回升但仍难以恢复。鉴于贸易、金融等传统国际合作领域进展缓慢，数字经

济和绿色发展成为新一轮经济全球化的焦点。

图 25：1970-2018 年全球化指标



资料来源：KOF 全球化指数，中国银行研究院

数字化转型为经济全球化注入新动能。数字技术能够提高信息透明度，增加国际市场竞争，降低经济全球化过程中信息不对称带来的逆向选择和道德风险。2020 年全球 GDP 同比下降 3.3%，但数字经济同比增长 2.5%。各国数字经济增速均远超 GDP 增速，成为维护世界经济稳定的重要动力。其中，以跨境电商平台为代表的数字贸易蓬勃发展。2020 年全球贸易遭受严重冲击，而数字贸易出口逆势增长 3.8%，占全球服务贸易比重上涨 11.5 个百分点至 62.8%，对服务出口增长贡献率达 98.3%。由跨境平台带动的新零售模式可以利用大数据和算法技术，准确挖掘境外客户需求，精准对接国际市场，在降低国际贸易成本、供应链管理与品牌建设等方面发挥重要作用，成为新一轮贸易全球化的重点领域。预计 2021 年全球零售电子商务销售额同比将增长 16.8%，规模达 4.9 万亿美元。

绿色发展成为国际合作新方向。近年来，全球频现极端天气，环境保护迫

在眉睫。2021年美国、加拿大连续出现近年高温纪录，致死人数达上千，巴西则迎来60年以来最强寒潮。据联合国政府间气候变化专门委员会（IPCC）测算，如今全球气温已较工业化前水平上升1.2摄氏度，比预期提前10年。在疫情背景下，各国积极推出绿色新政，加强国际绿色合作。2019年欧盟发布《欧洲绿色协议》，确立于2050年实现欧洲地区碳中和的目标，旨在发展清洁、可再生能源、减少大气污染、保护生态环境，2020年欧盟公布的7500亿欧元复苏计划中，有四分之一用于绿色发展；美国拜登政府2021年11月签署的新基建法案将推动新能源汽车设施建设，正在推进的1.75万亿美元社会支出法案聚焦应对气候变化的措施；中国也将“碳达峰、碳中和”纳入生态文明建设的整体布局中。全球经济的绿色可持续发展离不开各国共同努力。据《世界能源统计年鉴2021版》测算，2020年中国、美国和欧洲能源需求占全球总需求的55.8%，碳排放量占全球总量的55.6%。节能减排需全球一致行动，制定统一的全球气候目标和行动方针。世界各主要经济体需要在能源使用和碳排放水平上达成共识，共同推动全球经济绿色发展。

（二）数字化与低碳时代给全球治理带来新的挑战

数字经济的蓬勃发展和低碳转型的迫切需要带来了广泛的全球治理需求。绿色和低碳议题天然具有跨国界属性，而数字化创造出的虚拟空间极大地突破了国家间传统物理边界，国家与国际治理的界限越来越模糊。新形势下全球化发展特征充分彰显了人类命运共同体的内涵，要求全球层面更加协调统一的行动，这对以国家为主体的传统全球治理模式提出了新的挑战，加剧了全球治理的复杂性。

全球数字与低碳治理趋于碎片化。当前针对全球化新形势的多边治理规则尚待成型，不少区域贸易协定已纳入了环境保护、可持续发展、电子商务、数字经济相关条款，但主要反映占据主导地位的缔约方诉求，且不同协定的规则设定存在较大差异，规则的诉求冲突和地域分割加剧了全球治理的碎片化趋势。

旨在解决发展中国家低碳转型资金缺口的国际碳交易机制模式多样，不同类型交易机制在交易主体、交易过程、适用尺度等方面差异较大，不能为发展中国家适应低碳化发展提供广泛有效的解决方案。

发展中经济体能力鸿沟凸显。发达国家得益于先发优势，在经济数字化和绿色发展水平、低碳和数字技术发展与应用、国际标准制定等方面均处于领先地位，现有关于绿色和数字的国际规则多由发达经济体主导。发展中国家囿于技术研发、人才培养、资金获取等方面限制，在落实与低碳和数字经济相关的国际规则方面能力不足。对大多数发展中经济体而言，发达经济体的主张或规则过于激进，并未充分考虑发展中经济体的现实情况和发展诉求，增加了它们的负担和义务。

新的治理体系可能沦为保护主义工具。部分经济体以规范数字化转型和低碳发展为由，单方面主张实施“数字税”“碳边境调节机制”等措施，可能对其他经济体产业发展及对外贸易形成制约，有悖经济全球化的新趋势。美国借由数据安全对中国数字技术企业进行打压，实质上是为了限制中国在相关领域的产业发展。数字和低碳治理可能演变为发达经济体实行单边保护主义的新工具。

（三）中国参与数字低碳时代全球治理的思路

强化数字低碳技术研发应用，推动国内治理体系建设。完善支持数字与低碳技术发展的顶层设计，发挥科技创新的第一动力作用，支持新技术新模式新业态发展，强化数字低碳技术创新与应用能力。基于自身在数字和绿色发展上的先行优势，围绕数据安全与数字平台监管、碳市场建设、知识产权保护与技术扩散等治理议题，在国内积极探索完善相关规则和制度建设，打造全球数字低碳治理规则的中式模板，在全球治理体系改革中掌握谈判主动权和规则制定权。

充分参与国际规则谈判，推动构建协调统一的数字与绿色治理体系。积极

参与全球治理体系改革，坚定支持多边贸易体制在国际经贸规则制定方面的主导地位。通过区域合作推动数字贸易、贸易与环境、可持续发展等相关议题规则落地，强调区域合作机制的开放性与规则内容的包容性。依托“一带一路”合作倡议及 RCEP、金砖国家、上海合作组织等区域合作机制开展跨境治理试验，普及成熟经验。

最大化凝聚各方共识，弥合发展中经济体能力差距。作为发展中国家代表，在规则谈判中妥善处理与发达经济体的分歧，求同存异，在矛盾分歧较缓和的问题上达成“早期收获”。挖掘发展中经济体共同诉求，更多地为发展中经济体发声，增强发展中国家的整体力量，提高发展中经济体在新治理议题上的集体话语权。通过提供数字和低碳技术援助、强化参与全球治理能力建设等方式，帮助发展中经济体扩大数字和低碳技术应用与产业构建，培养适应数字低碳时代的专业技术人才与行政人才，缩小全球范围的能力鸿沟。

免责声明

本研究报告由中国银行研究院撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料。

本研究报告中包含的观点或估计仅代表作者迄今为止的判断，它们不一定反映中国银行的观点。中国银行研究院可以不经通知加以改变，且没有对此报告更新、修正或修改的责任。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为中国银行研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中国银行研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。中国银行研究院保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。



研究院

中国北京市复兴门内大街1号

邮编：100818

电话：+86-10-66592780

传真：+86-10-66594040