

# 全球经济金融展望报告

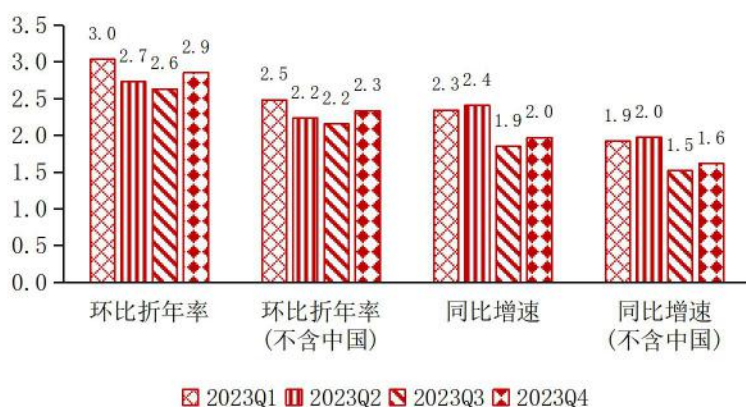
2023 年第 3 季度（总第 55 期）

报告日期：2023 年 7 月 3 日

## 要点

- 2023 年二季度，全球经济下行势头有所放缓，主要经济体通胀持续回落，但复苏分化特征日益突出，全球服务业稳定复苏，制造业和商品贸易部门复苏疲软。美欧央行继续加息，美元指数和美债收益率上行，跨境资本回流美国，全球股市区域分化明显。
- 展望三季度，全球服务业和制造业复苏分化将持续，全球流动性持续收紧将对投融资、居民消费和经济增长带来较大影响。美欧加息周期即将迎来拐点，全球美元债券违约潮延续，能源市场仍存不确定性，股市或维持震荡格局。
- 全球半导体产业政策进展及影响、亚洲主要经济体出口变化、基于 SOFR 的美元基准利率改革进展及影响、全球非银行金融机构脆弱性等热点问题值得关注。

2023 年全球 GDP 季度同比和环比折年率增速预测（%）



资料来源：Bloomberg, IMF, 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  
廖淑萍  
成 员： 边卫红  
熊启跃  
王有鑫  
曹鸿宇  
李颖婷  
吕昊旻  
王宁远  
初 晓  
黄小军（纽约）  
陆晓明（纽约）  
宋达志（伦敦）  
温颖坤（法兰克福）  
王 哲（东京）  
谢金铭（香港）

联系人：王有鑫

电 话：010-66594127

邮 件：wangyouxin\_hq@bank-of-china.com

## 全球经济增长动能换挡，货币紧缩周期即将结束

### ——中国银行全球经济金融展望报告（2023 年第 3 季度）

2023 年二季度，全球经济下行势头有所放缓，通胀持续回落，但复苏分化特征日益突出。全球服务业稳定复苏，欧美等消费占 GDP 份额较大的经济体增长表现好于预期。与之形成鲜明对比，全球制造业和商品贸易部门复苏疲软，亚太等出口导向型经济体增长承压。欧美等主要央行继续加息进程，美元指数和美债收益率上行，跨境资本回流美国，全球股市区域分化明显。美国债务上限问题引发全球金融市场高度关注，问题虽暂时解决，但未来依然可能成为矛盾焦点。展望三季度，预计全球服务业和制造业复苏分化将持续，全球流动性和融资环境持续收紧将对全球投融资、居民消费和经济增长带来较大影响。全球通胀将进一步回落，美欧加息周期即将迎来拐点，美国中小银行仍面临流动性压力，全球美元债券违约潮延续，能源市场仍存不确定性，股市或维持震荡格局。本期报告分别对全球半导体产业政策进展及影响、亚洲主要经济体出口变化特点、基于 SOFR 的美元基准利率改革进展及影响、全球金融结构演变与非银行金融机构脆弱性等专题展开分析。

#### 一、全球经济回顾与展望

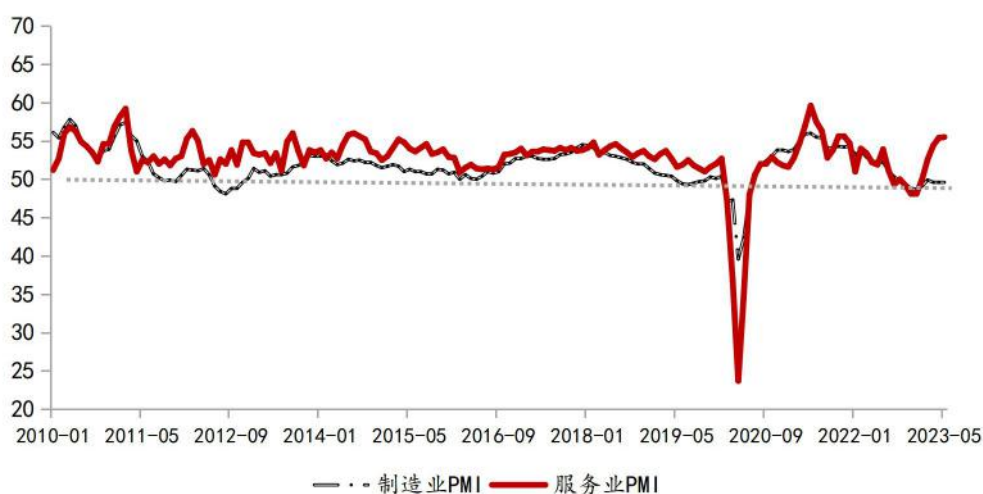
##### （一）全球经济疫后复苏分化特征明显，经济下行压力不断增大

当前，全球经济复苏分化特征突出，导致不同经济体、不同行业呈现“冷热不均”态势，经济下行压力有所增大，部分经济体通胀压力缓解。

全球经济主要呈现两种截然不同的复苏主线。全球服务业处于稳定复苏周期（图 1），带动消费业和接触性服务业快速增长，上述行业主要由国内生产者提供，使得欧美等以消费为主的经济体经济下行幅度好于预期，部分对冲了

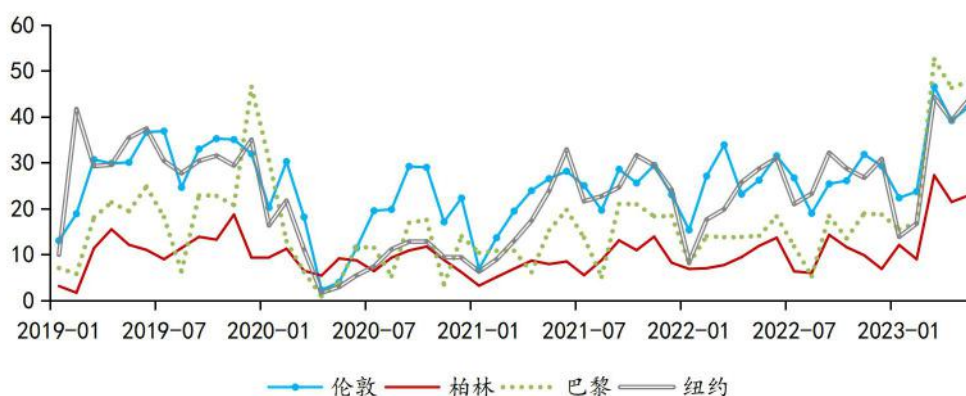
投资需求下滑对经济的冲击。2023 年全球服务业 PMI 指数逐月上升，5 月指数为 55.5%，比年初高 5.5 个百分点，美国、欧元区、英国、日本等经济体的服务业 PMI 指数均处于荣枯线以上。从微观数据看，美国纽约及欧洲的巴黎、柏林、伦敦等城市拥堵指数于年初大幅上升，目前仍在延续上升态势（图 2）；英国、德国航班流量高于 2021 和 2022 年同期水平。

图 1：全球制造业和服务业 PMI 指数变化趋势（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

图 2：部分欧洲城市交通拥堵指数（点，月度平均）

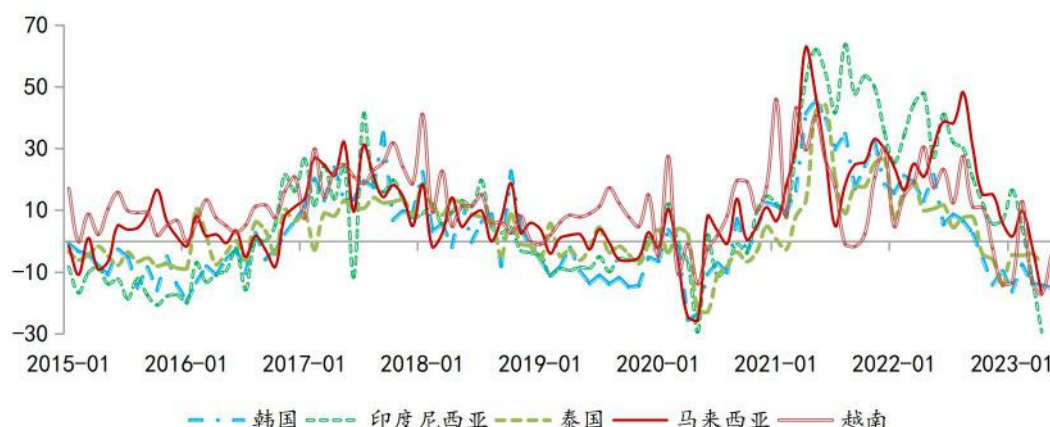


资料来源：CEIC，中国银行研究院

与之形成对比，全球制造业和商品贸易部门复苏疲软。疫情后发达经济体

商品特别是耐用品消费率先反弹，部分需求提前释放，之后逐渐进入盘整阶段，导致发达经济体国内制造业复苏弱于服务业；商品需求疲软带来的外溢影响进一步传导至国际贸易领域，导致全球商品贸易需求放缓，这对亚太等出口导向型经济体带来明显冲击（图3），出口订单大幅减少，经济增长动能减弱。

图3：部分亚太出口型经济体出口贸易月度同比增速（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

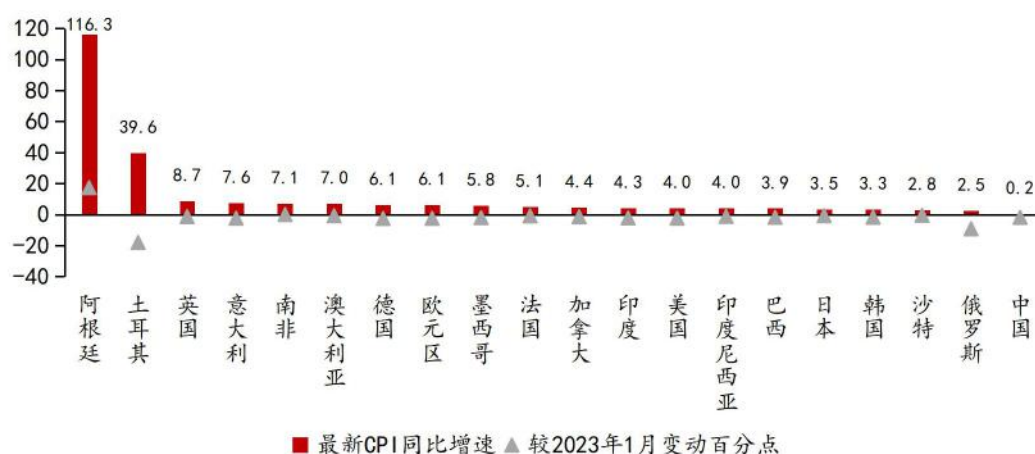
**2023 年上半年全球经济走势好于预期，但经济下行风险正在集聚。**GDP 中私人消费占比较大的欧美经济体整体表现好于预期。2023 年一季度，美国实际 GDP 环比增长折年率终值为 1.3%，高于预估值和初值，美国个人消费支出拉动 GDP 环比增长 2.5%，比去年四季度高 0.8 个百分点；二季度在内需稳定增长带动下，预计经济增速可能会回升至 2% 左右。绝大多数欧元区国家一季度 GDP 仍旧实现环比正增长，法国、意大利实际 GDP 环比增速分别较上一季度提高 0.2 和 0.7 个百分点，但欧元区最大经济体德国陷入技术性衰退，拖累整个欧元区表现，欧元区整体 GDP 环比增速连续两个季度下降 0.1%，呈现轻微衰退。

全球供应链逐渐恢复，部分经济体通胀压力有所缓解。疫情期间出现的集装箱短缺问题已经消除，承担近 90% 国际贸易运输的海运贸易逐渐恢复常态。



北美最大港口洛杉矶港以及美国东海岸最大港口纽约新泽西港的数据显示，美国发往亚洲的海运恢复正常，载货集装箱占出口集装箱比重已超过 30%，接近疫情前水平。今年前 5 个月，纽约联储全球供应链压力指数逐月下降，5 月降至-1.7，比 2021 年底最高水平低 6 个点。在供应链和全球物流运输逐渐恢复正常、大宗商品价格下降以及欧美紧缩性货币政策影响下，部分国家通胀压力有所缓解。至 6 月 15 日，NYMEX 天然气价格、布伦特原油期货同比跌幅分别高达 66.1%、36.2%，伦敦金属交易所指数（LME 基本金属指数）较去年同期下降 494.6 个点。能源资源价格下行有利于改善各国通胀形势。5 月，欧元区、美国 CPI 同比增速分别较年初下跌 2.5 和 2.4 个百分点，韩国、巴西、印度、印度尼西亚等新兴经济体通胀亦放缓。

图 4：G20 经济体 CPI 同比增速（%）



注：英国、南非、加拿大、日本是 2023 年 4 月数据；澳大利亚是 2023 年一季度数据，CPI 变动是 2023 年一季度与 2022 年四季度数据比较；其余经济体是 2023 年 5 月数据

资料来源：Wind，中国银行研究院

虽然欧美经济整体表现好于预期，但依然处于下行态势，影响了亚洲新兴经济体的出口。1-4 月，美国累计货物进口金额同比下降 5.0%，其中，自韩国

货物进口金额累计同比增幅不足 0.3%，显著低于 2022 年同期 27.6% 的增幅，而美国自印尼、越南、马来西亚和菲律宾进口则分别下跌 18.1%、15.2%、15.0% 和 14.5%。此外，铜作为中间投入品，被广泛用于基础设施、汽车、家电等产品的生产过程中，通常被视作工业部门复苏的前瞻性指数，当前铜价较今年高位下跌两成左右，是全球经济增长前景承压的重要信号。5 月底上海发往美国西海岸、欧洲的集装箱价格同比下降超五成，也反映外需疲软态势。

**展望三季度，预计全球经济增速将持续放缓。**目前，以 G7 为代表的发达经济体通胀陆续迎来拐点，在紧缩性货币政策和经济增长减速的影响下，主要经济体通胀基本处于下行通道，预计三季度该趋势将延续，但与 2% 的货币政策目标水平相比仍有一段距离，欧美央行可能会继续加息，全球流动性和融资环境将持续收紧，这将对全球投融资、居民消费和经济增长带来较大影响。

**一是各国固定资产投资和全球跨境投资增速将放缓或下滑，基钦周期将逐渐从“被动补库存”阶段进入“主动去库存”阶段。**随着各国利率中枢上行，融资成本提高，企业经营环境和盈利预期转差，企业将放慢投资节奏，各国固定资产投资将放缓，跨境投资规模也将逐渐回落。以欧美为例，美国一季度固定资产投资环比下降 0.1%，连续四个季度负增长（图 5）；欧元区资本形成总额环比下降 0.6%，连续两个季度负增长。从存货投资角度看，随着经济周期变化，企业将逐渐调整存货投资策略，一季度美国存货投资已较去年底大幅回落，后续可能会进入负增长区间，对经济增长形成拖累。

图 5：美国固定资产投资金额和季度环比增速变化趋势



资料来源：Wind，中国银行研究院

二是随着加息累积和滞后效应显现，在补缺口效应后，服务业消费将逐渐回归常态甚至显露疲态。上半年，随着疫情对全球经济生活的影响减弱，全球服务业整体处于快速恢复状态，其中餐饮、酒店住宿、文娱、交通运输等接触性服务业恢复态势良好，旅游业虽然整体修复较慢，但也在逐渐好转。目前，各国服务业消费基本超过疫情前水平，与疫情前趋势水平缺口逐渐收窄，预计到下半年，随着劳动力薪资增速放缓，疫情期间积累的超额储蓄逐渐被消耗，家庭资产负债表进一步恶化，发达经济体服务业消费增速将逐渐放缓。根据最新公布的6月美欧服务业复苏景气指数，美国 Markit 服务业 PMI 指数为 54.1%，较5月下降 0.8 个百分点，今年以来首次放缓；欧元区服务业 PMI 指数在连续3个月高位运行后，6月降至 52.4%，创5个月新低。发达经济体服务业消费开始从高位回落。

三是全球经济增速下滑、贸易投资需求回落和全球产业链的“在岸化”生产将进一步减少中间品和最终品贸易规模，对亚太新兴经济体生产和出口带来持续抑制。上半年，亚太地区出口和经济增长形势逐渐恶化。三季度，考虑到全

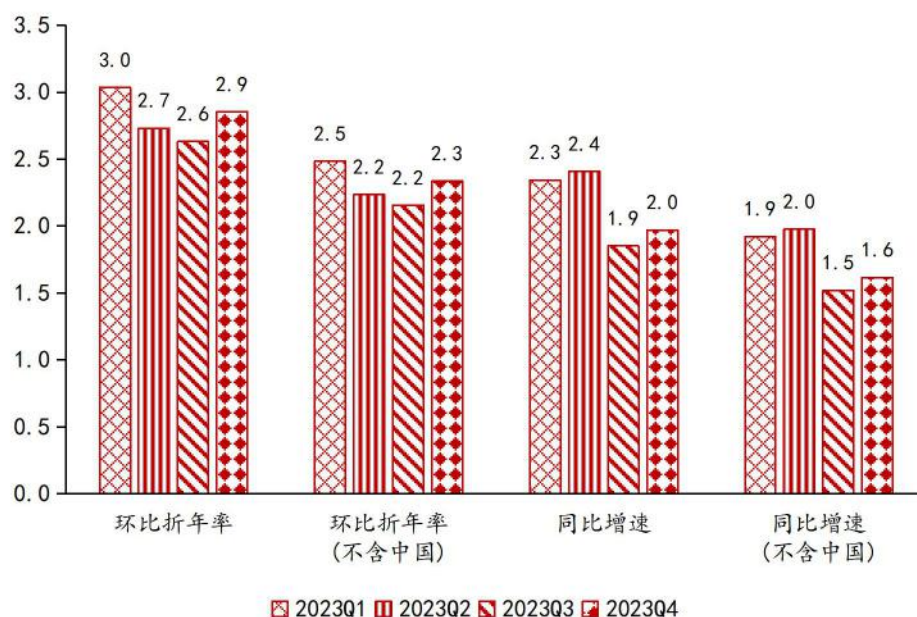
球经济增速将进一步放缓，欧美商品消费可能持续低迷，大宗商品价格逐渐回落，将从需求和价格两个层面对国际贸易带来负面冲击。除此之外，发达经济体持续推动制造业产业链回流，增加本土供应规模，尽管进展缓慢，但也将一定程度影响全球贸易流动规模和流向分布。亚太地区作为全球主要的商品生产者和供应者，出口和经济增长将继续受到拖累。

**四是全球流动性环境持续收紧，发达经济体银行业风险仍存，新兴经济体主权债务违约风险加大。**在多次加息后，目前欧美央行逐渐将利率调整至限制性水平附近，且存在进一步走高可能。在监管机构采取的系列稳定措施下，虽然欧美银行业流动性风险暂时得到缓解，但考虑到美国部分中小银行仍有较大的固定收益产品账面投资亏损，银行存款不断外流，持有的商业地产债价格快速下跌，未来在美联储持续高利率环境下，部分中小银行仍可能爆发流动性危机。美国财政部长耶伦曾在5月下旬警告称，未来可能有必要对更多的银行开展合并，暗示可能会有更多的银行倒闭。这可能影响商业银行对实体经济的信贷支持力度。对于新兴经济体来说，随着美联储持续收紧货币政策，部分脆弱经济体将持续面临资本外流、汇率贬值和外汇储备下滑等问题，主权债务违约风险将放大，将对相关国家经济增长带来较大冲击。

综合上述因素，预计三季度全球经济同比增速为1.9%，较二季度下降0.5个百分点。受益于上半年经济表现好于预期，预计全年经济增速将达到2.1%，较之前预期上调0.1个百分点。



图 6：2023 年全球 GDP 季度同比和环比折年率增速预测（%）



资料来源：Bloomberg，IMF，中国银行研究院

## （二）重点国别/地区经济形势研判

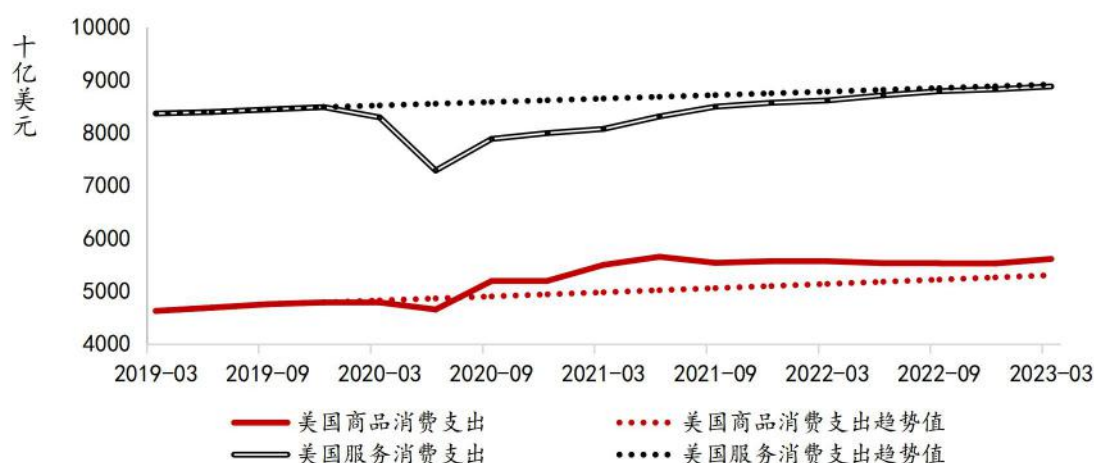
### 1. 三季度美国经济增速将放缓，未来可能呈现软着陆或温和衰退状态

二季度美国经济增速有所反弹，但不同部门走势分化。美联储虽然在 5 月议息会议上继续加息 25 个基点，但美国经济暂未受较大冲击，二季度需求仍然具有韧性，不过服务业和制造业分化态势愈加明显。5 月标普全球发布的 Markit 服务业 PMI 指数创 13 个月新高，6 月虽略有下滑，但仍处于较高点位；制造业 PMI 指数则持续下跌，6 月跌至 46.3%，创年内新低，较前值（48.4%）和预期值（48.5%）低 2 个多百分点。4 月和 5 月合计的零售和食品服务销售额同比增速达 1.4%，显示消费者支出仍然保持弹性，但增长势头开始放缓，月均销售额较一季度月度均值下降 0.3%。消费支出维持增长主要得益于美国劳动力市场继续维持紧平衡和居民收入保持稳定。5 月，美国新增非农就业人数达到 33.9 万人，明显超出市场预期，当前每个失业者对应约 1.8 个职位空缺，劳动参与率稳定在 62.6%，劳动力市场供不应求局面尚未缓解，使得劳动力薪资保持稳定

增长，成为稳定消费的重要支撑因素。

与此同时，部分负面因素也在加快凸显。高利率叠加高通胀仍然对居民消费结构产生影响。根据美联储报告，约三分之二的消费性贷款与储蓄被分配在服务支出上。过去几个季度，商品消费支出规模基本稳定，整体支出增长主要由服务消费贡献（图 7）。美国劳动力市场结构性分化特征愈加明显，在经济下行压力下，源自科技企业的裁员潮已逐渐向金融、消费、制造、房地产等行业蔓延。今年前 4 个月，230 多家美国大公司申请破产，为去年 2 倍多。美国家庭资产负债情况也不断变差，储蓄率从疫情发生后的高点 33% 下降到 4% 左右，远低于历史水平 8.9%。利率上升增加了家庭债务负担，债务支出/收入从 2021 年一季度的历史低点持续回升，影响着消费者支出。工业生产指数小幅回落，住房等建筑支出以及新房开工仍处于负增长或弱增长状态。二季度美国贸易逆差呈进一步扩大趋势，主要是由于全球经济增长减速使得美国石油出口减少，叠加美元升值因素，推动了汽车、手机和其他家庭用品进口稳步增加。总之二季度美国经济数据喜忧参半，美联储褐皮书、芝加哥联储全国经济活动指数、纽约联储周经济指数均显示美国经济持续增长，但处于减速或疲弱状态。预计二季度美国经济环比增长折年率在 2% 以上，较一季度有所回升。

图 7：美国当前商品和服务消费与趋势水平之间的缺口



资料来源：Wind，中国银行研究院

展望三季度，预计美国经济增速将再度回落，动能将放缓，但可能暂时不会陷入负增长。三季度美国经济将延续二季度的基本态势，但部分指标可能有所变化。劳动力市场虽仍强劲但可能降温，失业申请及失业率可能小幅上升。核心通胀将缓慢回落，美联储可能在7月继续加息25个基点。利率上升将继续抑制家庭利率敏感类板块如住房和耐用品支出，也会推高家庭债务支出/可支配收入比值。部分中小银行由于自身资产负债结构调整以及存款外流压力，可能进一步收紧信贷标准。上述因素变化将影响三季度消费者信心和企业投资支出。

与此同时，也存在一些经济稳定因素。部分服务业的劳动力供给可能持续短缺，劳动力市场紧张状态可能持续，薪资增长将保持基本稳定，从而避免消费支出和经济增速大幅下滑。全球供应链压力缓解，生产成本下降，有助于商业活动增长。住房市场及住房建造在二季度有触底趋稳迹象，不过在房贷利率仍然维持高位以及就业和经济前景不确定环境下，住房市场不太可能快速复苏。三季度随着消费者支出减缓，进口需求可能下降，叠加全球经济及美元币值趋于稳定，有可能缓解贸易逆差持续上升压力，出口可能为美国经济增长提供适度支撑。

在上述因素综合作用下，预计三季度美国经济可能呈现软着陆或温和衰退情形，全年增长1.0%左右，较之前预期上调0.3个百分点。

### 专栏1：美国制造业回流情况

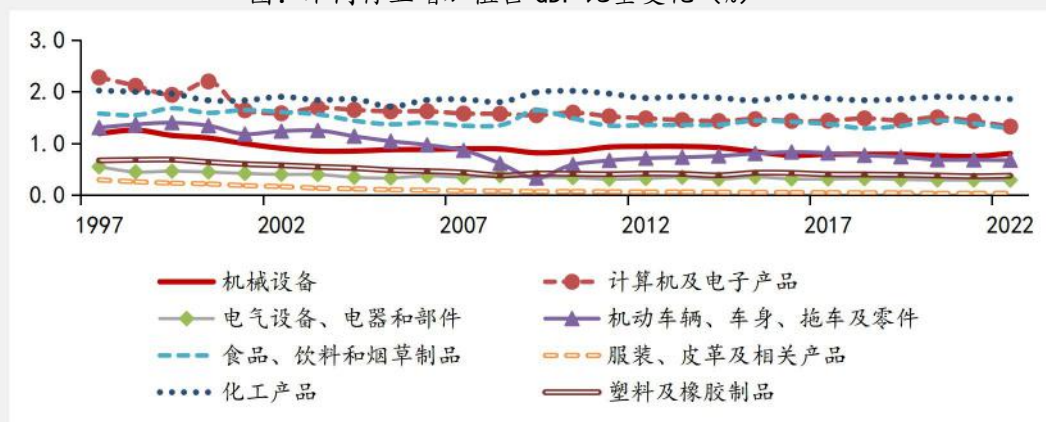
最近三届美国政府均将提升本国制造业竞争力作为施政重点。2008年全球金融危机之后，美国开始高度重视经济过度虚拟化带来的弊端，之后的历届政府纷纷从政策端发力提振本土制造业。奥巴马政府“重振美国制造业”战略重点是加大政府投资、鼓励出口、聚焦先进制造；特朗普政府的政策导向是新兴产业同钢铁、铝制品等传统产业两手抓，通过对内提供税收优惠、对外施行关税壁垒等手段鼓励制造业回流。拜登政府的鲜明特点是重视深化盟友伙伴关系，以强化关键供应链自主性。

《2022通胀削减法案》《芯片与科学法案》极大促进了高技术企业扩大对美国投资。两大法案利用税收抵免、财政补贴等措施吸引半导体、汽车及电池等高技术企业赴美建厂。从新增就业结构上看，2022年，高技术、中高技术部门创造就业岗位数量占比分别高达64%、23%，显著高于中低（7%）、低技术部门（5%）。行业增加值方面，相比于纺织服装、食品饮料等低附加值行业，机械设备、电气设备、机动车辆等关键行业增加值占GDP比重在2022年恢复表现更好。华盛顿战略与国际研究中心的分析报告显示，在《2022通胀削减法案》颁布后的三个月内，一系列投资于美国电动汽车电池供应链的



承诺总额达到了 135 亿美元，比之前三个月的投资额增长了 80%，宁德时代、现代汽车集团、通用汽车等知名企业均有在美国开展新能源电池相关投资的计划。《芯片与科学法案》宣布之后，芯片投资增长态势尤为显著。2022 年芯片领域共有 61 项投资，绝大多数发生在下半年法案宣布之后。

图：不同行业增加值占 GDP 比重变化 (%)

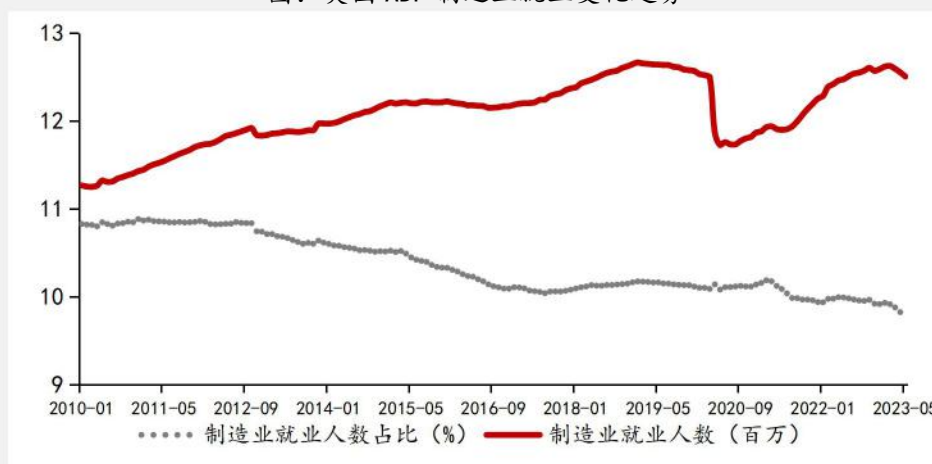


资料来源：美国经济分析局，中国银行研究院

在此带动下，2022 年，科尔尼美国制造业回流指数上升至 39，是 2019 年之后首次上升，制造业回流为美国创造就业岗位 35 万个，增长 52.8%。根据科尔尼公司调查，当前仅有 4% 的受访高管没有将企业回迁美国的想法，显著低于 2021 年 22% 的比例。其中，有 38% 的受访高管在过去三年已将部分或全部生产环节转至美国，46% 的受访高管决定在未来三年内将产业回迁至美国，分别高于 2021 年的 26%、34%。

不过，总体来看，美国制造业回流成效尚有限。2009-2021 年，美国制造业增加值占 GDP 比重及制造业自给率均呈下滑态势，虽然 2022 年出现新的变化，但两者均仅提高 0.3 个百分点。并且，这其中的改善有相当一部分因素来自于疫情后生产活动及供应链的恢复。制造业回流在就业与进口层面也未有明显显现。2022 年以来，美国 ADP 制造业就业占非农就业人数比重延续下滑态势，2023 年 5 月相比 2022 年初下降 0.2 个百分点，制造业就业人数也尚未恢复至疫情前水平。当前，美国商品进口金额约在 2.6 万亿美元上下，显著高于 2018 年与 2019 年的 2.1 万亿美元左右的水平。

图：美国 ADP 制造业就业变化趋势



资料来源：Wind，中国银行研究院

**美国制造业回流前景存在不确定性。**一方面，高昂投资成本是企业重回美国面临的重要挑战。以芯片产业为例，在美国建造半导体晶圆工厂的成本比中国台湾地区高出四成以上，而从今年公布的《芯片与科学法案》实施细则看，补贴金额仅能覆盖 5%-15% 的设厂成本，并且申请补贴企业的生产经营活动将受到美方较大限制，正在美国建厂的台积电和三星均大幅提高了建厂预估成本。同时，昂贵的人力成本以及生产效率均是企业面临的问题。另一方面，美国吸引制造业回流面临来自其他国家的竞争。



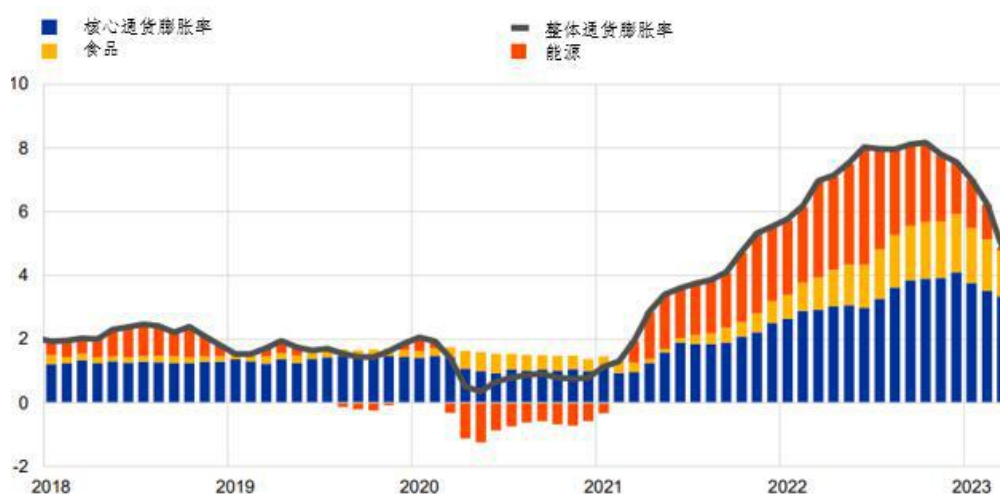
欧盟正加紧步伐出台一系列芯片振兴计划。2022 年 4 月，涉及投资高达 430 亿欧元的《欧洲芯片法案》确定最终版本，该法案已吸引英特尔、环球晶、英飞凌、意法半导体等在欧洲开展新项目。2023 年 6 月，欧盟宣布“欧洲共同利益重要计划”，又批准 217 亿欧元资金继续支持芯片产业发展。美欧两大经济体在芯片产业上竞争加剧。

## 2. 欧洲经济轻微衰退，经济前景仍然脆弱

欧洲经济轻微衰退，服务部门支撑地区经济表现。根据欧洲统计局公布的最新数据，2023 年第一季度欧元区经季节性调整后的 GDP 环比增速被下修至 -0.1%，与上季度持平，连续两个季度环比萎缩，欧元区经济已处于技术性衰退中。一季度欧洲最大的经济体德国受到工业生产困难的影响，经济环比下跌 0.3%，同时荷兰也出现了 0.7% 的环比负增长，经济大国出现衰退，拖累欧元区整体经济表现。5 月欧元区和英国综合 PMI 指数分别降至 52.8% 和 54%，制造业 PMI 指数分别降至 44.8% 和 47.1%，其中欧元区制造业 PMI 指数为 36 个月以来的最低水平。与此同时，服务业仍是支持欧洲经济的主要驱动力。5 月欧元区和英国服务业 PMI 指数分别为 55.1% 和 55.2%，较上月出现小幅微降，但明显高于荣枯线，欧洲地区消费者信心指数保持回升态势。

通胀情况有所好转，但核心通胀依然具有粘性。5 月欧元区 CPI 同比增幅由上月的 7.0% 降至 6.1%，核心通胀小幅下滑 0.3 个百分点至 5.3%。其中，能源价格同比降幅为 1.7%，受益于能源供应的多样化和能源消耗的大幅缩减，欧元区能源价格压力得到显著缓解。其他方面，食品、酒精和烟草价格同比增幅为 12.5%，非能源工业产品价格同比增幅为 5.8%，服务价格同比增幅为 5.0%。欧洲劳动力市场持续紧张导致核心通胀维持高位，根据欧洲央行的最新调查，2023 年欧元区企业工资增幅预计约为 5%。

图 8：欧元区通货膨胀率走势及主要组成部分（单位：%）



资料来源：欧洲统计局，中国银行研究院

未来欧洲经济增长前景仍然脆弱。能源价格回落、供应瓶颈缓解以及财政政策对企业和居民的支持有助于经济复苏，但欧洲经济未来增长前景面临很多不利因素。第一，制造部门持续萎靡。受需求持续低迷的影响，欧元区制造业几乎陷入停滞，4 月德国制造业订单指数大幅下滑，欧洲地区制造业增长前景不断恶化。第二，投资增长可能出现收缩。一季度欧盟地区投资活动表现尚可，对整体经济构成支撑，但随着上年末低基数效应的消退和利率高企的挤出效应持续释放，未来欧盟投资增长可能面临更多不利条件。此外，金融条件不断收紧可能会再度引发金融部门动荡，能源供给短缺的潜在困境未得到根本性解决，这些因素可能进一步困扰欧洲经济表现。

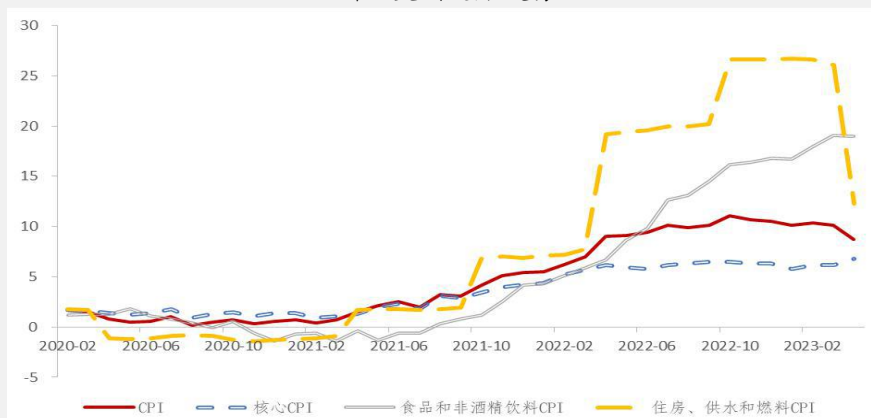
预计 2023 年欧元区和英国经济增速将分别为 0.6% 和 0.1% 左右。

## 专栏 2：英国通胀高居不下的原因

英国通胀率虽呈下降趋势，但仍存在较高的通胀压力。4 月，英国通胀率由上月的 10.1% 降至 8.7%，电力和天然气价格显著回落，能源通胀率同比下降至 10.7%，低于 3 月份的 40.5% 和 2022 年 4 月的 52%。不过，英国的食品价格与核心通胀走高部分抵消了能源价格回落的积极影响，使英国通胀率高于市场预期（8.2%）和英国央行预测（8.4%）。4 月，英国的食品通胀年率达 19%，增加中低收入家庭的生活成本。除能源和食品以外的核心通胀率从 3 月的 6.2% 升至 6.8%，服务业通胀水平也上升 0.3 个百分点至 6.9%。与其他 G7 国家相比，英国的物价水平回落速度更慢，通胀顽固性更高。5 月，美国与欧元区

CPI 已经分别降至 4.9% 和 6.1%，使英国与美国的通胀率差异达 1989 年以来最高水平。

图：英国通胀走势



资料来源：Wind，中国银行研究院

**能源价格走高和劳动力短缺是英国通胀率高居不下的主要原因。**首先，能源价格上涨对英国通胀的影响仍未消退。俄罗斯是欧洲国家重要的能源供应商，在俄乌冲突爆发之后，美西方经济体对俄实施制裁，导致英国和欧元区的能源价格大幅上涨。同时，英国推出能源价格补贴计划的时间滞后、补贴力度不及部分欧元区国家，在一定程度上增加居民生活负担，加大通胀的顽固性。其次，劳动力市场紧缩持续推高英国的核心通胀率。目前，英国面临严重、持久的劳动力短缺问题。英国脱欧减少了欧盟居民赴英国工作的机会，加之英国存在人口结构老龄化、等待医疗治疗周期过长等问题，部分劳动力因年龄或长期疾病而退出劳动力市场。劳动力不足迫使英国企业加大工资增长幅度，截至目前，英国的年度工资增长率已上升至 6.6%，高于欧元区的 5.1% 和美国的 4.2%。

**目前看，英国通胀在年内回落至央行目标水平的难度较高。**当前国际能源价格持续回落，英国劳动力供应改善，一季度劳动力增长近 46 万，逐步缓解劳动力市场紧张局面。不过，由于价格存在一定粘性，存在易涨难降的特征，上述因素对英国通胀的影响将缓慢释放。此外，加息政策主要通过抑制消费、投资等需求对通胀发挥作用，传导链条较长。英国央行表示，加息的效果预计将在两年内全面传导至实体经济。预计英国通胀率回落至 2% 需要的时间将长于美国 and 欧元区。

**未来，英国央行继续加息的可能性较高。**2022 年以来，英国央行已加息 12 次，基准利率上调至 5.0%。目前，英国的通胀数据表明英国央行可能不会停止加息步伐，市场预测英国政策利率将于 2023 年底达到 5.50% 左右。

### 3. 日本经济迎来反弹，后续走势仍面临较大不确定性

**上半年，日本经济回暖。**2023 年第一季度，日本实际 GDP 终值环比折年率为 2.7%，较此前公布的 1.6% 初值大幅上调，也高于市场预期值的 1.9%。日本季度经济增速在经历两年的正负交替表现后，终于迎来连续两个季度的正增长。分项来看，企业投资增长较快，环比增速由 0.9% 的初值上修至 1.4%。占经济比重二分之一以上的个人消费环比增长 0.5%，较初值 0.6% 下修 0.1 个百分点，但仍对拉动经济增长作出重要贡献。企业设备投资和个人消费等内需对日

本经济增长的贡献为一个百分点。外需则对日本经济形成拖累，一季度日本机械设备和汽车出口增长低迷，环比下降 4.2%。

近期公布的数据显示日本经济正处在复苏轨道。4 月日本经常项目实现 1.9 万亿日元的顺差，同比增长 76.3%，连续三个月呈现顺差。尽管 5 月日本贸易逆差额 1.37 万亿日元，为连续 22 个月逆差，但逆差规模同比下降 42%，随着国际市场能源价格回落，日本贸易逆差逐渐缩小。与此同时，5 月日本服务业 PMI 指数由上月的 55.4% 升至 55.9%，连续第九个月高于 50% 的荣枯分水岭；制造业 PMI 指数为 50.6%，2022 年 10 月来首次重回荣枯线以上。日本旅游业表现亮眼。据日本观光厅公布的旅行统计数据，4 月在日本国内住宿宾馆、旅馆的外国人是上年同期的 19.5 倍，达 1038 万人次，自新冠疫情后首次突破千万大关。日本国内外游客合计达 4763 万人次，较上年增加 41.6%。旅游业复苏显著，对日本经济形成支撑。

下半年，日本经济增长前景面临较大不确定性。首先，消费者支出放缓，内需对经济的支撑作用有待观察。近几个月来，受实际收入下降影响，日本消费支出收缩。4 月日本核心 CPI 同比增长 3.4%，连续 20 个月同比上升，且涨幅较 3 月扩大 0.3 个百分点。在此背景下，尽管名义工资保持增长态势，但实际工资同比下降 3%，连续 13 个月下降。日本家庭收支调查结果显示，4 月两人以上家庭月均消费支出同比下降 4.4%，连续两个月下行，居民不得不选择削减食物、通信等生活相关支出。若通胀压力得不到缓解，未来日本居民实际收入仍将承压，不利于内需扩张。其次，外需可能持续疲软。伴随着欧美等发达经济体经济遇冷，预计全球经济增长将有所放缓，海外需求可能会再度收缩，拖累日本经济整体表现，抑制国内企业投资热情。

**预计 2023 年日本经济增速将为 1.2% 左右，较 2022 年提高 0.2 个百分点。**

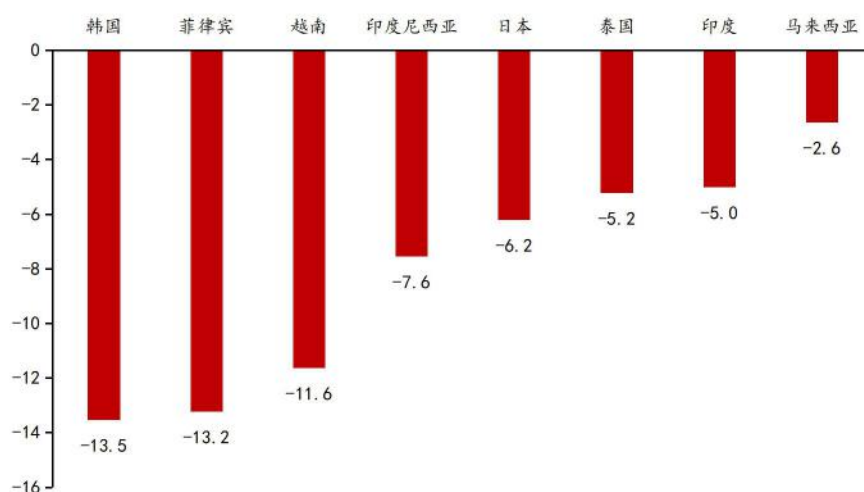


#### 4.新兴经济体增长将承压

2023 年以来，新兴经济体增长表现不及预期。亚洲新兴经济体增长动力减弱。一季度，菲律宾、马来西亚和越南 GDP 同比分别增长 6.4%、5.6%和 3.3%，低于 2022 年四季度增速。一季度土耳其 GDP 同比增长 4.0%，增速略高于去年四季度，2 月土耳其南部地震造成严重经济损失，加大其经济重回高速增长的难度，但灾后重建预计将对土耳其经济产生一定促进作用。能源出口国经济增速明显下滑，一季度沙特阿拉伯 GDP 同比增速 3.8%，连续三个季度下降。拉美新兴经济体的经济表现差异较大，巴西和墨西哥经济表现良好，一季度 GDP 同比增速分别为 4%和 8.2%，通胀率也呈明显回落态势。阿根廷通胀率不断攀升，4 月 CPI 同比上涨 109.9%，创 1992 年以来最高水平。非洲新兴经济体面临高通胀与低增长，一季度南非 GDP 同比增速仅为 0.2%，通胀率维持在 7.1%以上。4 月，埃及 CPI 同比上涨 30.6%，较 3 月涨幅下降 2 个百分点。俄乌冲突持续影响欧洲新兴经济体，2023 年以来匈牙利和波兰通胀水平有所回落，但依然高企，使得消费疲软、投资动力不足，一季度匈牙利 GDP 同比下跌 1.1%，波兰出现零增长。展望未来，新兴经济体增长面临较多不确定性，出口下滑将削弱亚洲经济体增长动力，巴西等拉美经济体的经济增长可持续性仍有待观望，预计 2023 年新兴经济体 GDP 增速将出现下降。

国际需求减弱，亚洲新兴经济体出口显著下滑。以美国为代表的发达经济体需求不足是亚洲新兴经济体出口走弱的共性原因。2023 年一季度，美国自菲律宾、越南、印度尼西亚、柬埔寨进口额同比分别下降 14.8%、12.8%、11.8%、11.0%。菲律宾、越南以出口终端消费品为主，今年出口形势急转直下，电子产品作为两国第一大出口商品均经历显著下滑。国际大宗商品价格处于高位回落阶段，印度、马来西亚、印尼等资源出口国的出口压力明显抬升。

图 9：部分亚洲经济体出口金额累计同比增速（%）



注：韩国、越南是 2023 年 1-5 月累计同比，菲律宾是 2023 年 1-3 月累计同比，其余国家是 2023 年 1-4 月累计同比

资料来源：Wind，中国银行研究院

国际市场信贷紧缩，拉美新兴经济体债务压力犹存。2023 年一季度，巴西、埃及和阿根廷的政府债务占 GDP 比重有所下降，但仍分别高达 82.5%、81.9% 和 72.7%。2023 年以来，阿根廷比索兑美元汇率仍延续大幅贬值趋势，巴西雷亚尔和智利比索兑美元汇率相对平稳并且呈现小幅升值。由于当前美元流动性趋紧，离岸美元融资成本较高，部分外债负担重和货币持续贬值的新兴经济体面临较高的主权债务违约风险。

国际粮食价格攀升，非洲国家面临更严峻的粮食安全问题。当前，气象学家确认厄尔尼诺现象已经开始，预计将引发南美地区暴雨、亚太地区干旱等极端天气，严重影响农业生产，推高国际粮食价格。非洲国家长期面临贫困与粮食安全问题，加之当前非洲经济增长前景不佳、暴力武装冲突频发，面临严重饥饿的人口数量将大幅增长。据世界粮食计划署预测，2030 年非洲饥饿人口将高达 4.33 亿人，占全球饥饿人口半数以上。

表 1：2023 年全球主要经济体关键指标预测（%）

地区	年 国家	GDP 增长率			CPI 涨幅			失业率		
		2021	2022	2023 <sup>f</sup>	2021	2022	2023 <sup>f</sup>	2021	2022	2023 <sup>f</sup>
美洲	美国	5.9	2.1	1.0	4.7	8.0	4.1	5.4	3.6	4
	加拿大	4.5	3.3	0.7	3.4	6.8	3.8	7.5	5.3	5.9
	墨西哥	4.8	2.1	1.3	5.7	7.9	5.9	4.1	3.3	3.7
	巴西	4.6	2.9	0.8	8.3	9.3	5.3	13.5	9.3	9.4
	智利	11.7	2.7	-1.0	4.5	11.6	8	9.1	7.8	8.6
	阿根廷	10.4	4.0	-2.2	48.1	72.9	95	8.8	7.1	8
亚太	日本	2.1	1.0	1.2	-0.3	2.5	2.1	2.8	2.6	2.5
	澳大利亚	5.2	3.6	1.6	2.9	6.6	5.4	5.1	3.7	3.9
	中国	8.4	3.0	5.5	0.9	2.0	0.9	5.1	5.6	5.4
	印度	8.7	6.7	6.8	5.1	6.7	6.6	-	-	-
	韩国	4.1	2.6	1.4	2.5	5.1	3.4	-	2.9	3.4
	印度尼西亚	3.7	5.3	4.9	1.6	4.2	4	-	5.8	5.7
欧非	欧元区	5.3	3.5	0.6	2.6	8.4	5.6	7.7	6.7	6.9
	英国	7.6	4.0	0.1	2.6	9.1	6.6	4.6	3.7	4.3
	俄罗斯	4.6	-2.1	-1.0	6.7	13.8	5.8	4.8	3.9	4.9
	土耳其	11.4	5.2	2.7	19.4	72	45	12	10.5	10.9
	尼日利亚	3.6	3.1	2.6	17.0	18.8	18.1	-	-	-
	南非	4.9	2.0	1.0	4.6	6.9	5.6	34.3	33.5	32.5
全球		6.0	3.1	2.1	4.7	8.8	5.3	-	-	-

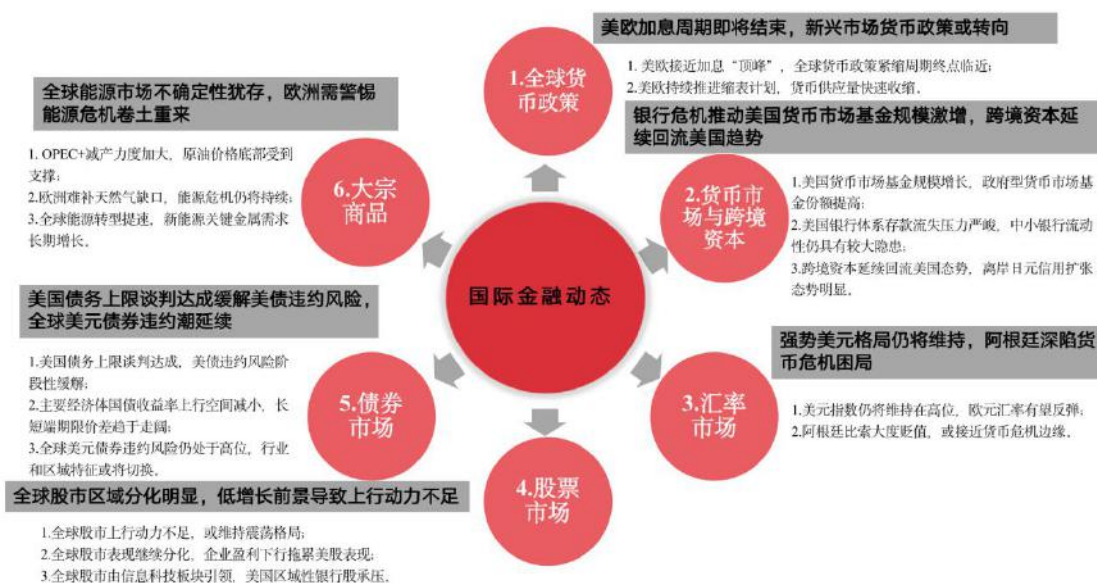
注：f 为预测值；全球 GDP 增速为市场汇率法计算结果。

资料来源：中国银行研究院

## 二、国际金融回顾与展望

2023 年第二季度以来，在地缘政治冲突、美欧银行业危机蔓延以及发达经济体货币政策紧缩周期持续背景下，美元指数和美债收益率上行，跨境资本回流美国，全球股市区域分化明显，美国债务上限问题引发全球金融市场高度关注，全球美元债务违约潮延续。

图 10：影响国际金融动态的六大因素



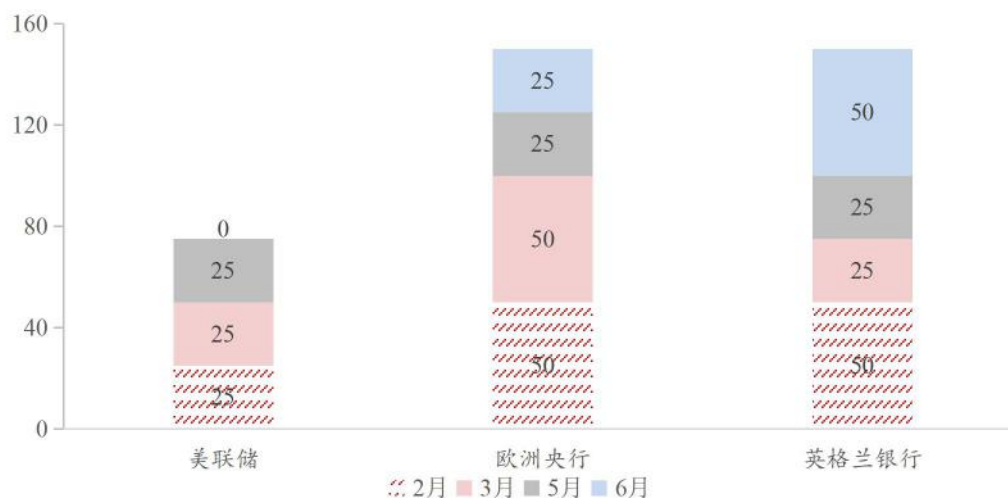
资料来源：中国银行研究院

## （一）全球货币政策：美欧加息周期即将结束，全球主要经济体货币政策或转向

2023 年第二季度，美欧延续货币政策紧缩态势，但步伐明显放缓。受通胀见顶并逐步回落影响，美联储 5 月加息 25 个基点，上调联邦基金利率目标区间至 5.0%-5.25%，6 月暂停加息。欧洲央行同步放缓加息步伐，5 月和 6 月分别加息 25 个基点，主要再融资操作利率、边际贷款便利利率和存款便利利率分别升至 4%、4.25% 和 3.5%。英格兰银行 5 月、6 月分别加息 25 个和 50 个基点，上调基准利率至 5%（图 11）。日本央行继续维持宽松货币政策不变。日本央行继续实施收益率曲线管理下的宽松货币政策，将短期利率维持在-0.1%的水平不变，并通过购买长期国债，使长期利率维持在零左右，长期利率“0.5%左右”上限维持不变。亚洲部分新兴市场国家暂停加息。由于近期通胀增速放缓，加之经济前景不确定性加大，韩国央行、印度央行和印尼央行相继按下加息“暂停键”。



图 11：2023 年上半年主要发达经济体加息情况（基点）



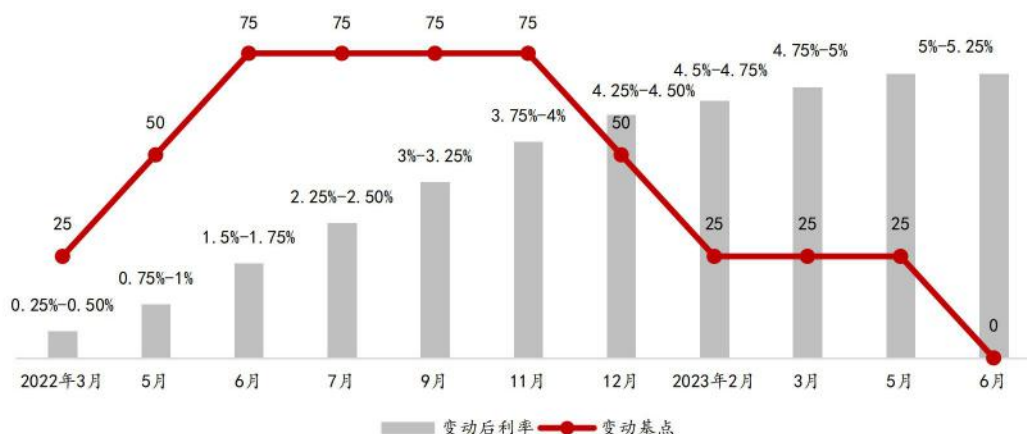
资料来源：Wind，中国银行研究院

展望 2023 年第三季度，全球货币政策走势将呈现以下两方面特征。

### 1. 美欧接近加息“顶峰”，全球货币政策紧缩周期终点临近

美联储可能在 7 月继续加息 25 个基点，之后维持高利率。受美联储连续快速加息影响，美国银行业体系面临较大的流动性压力。为此，美联储 6 月暂缓加息。当前，美国通胀虽缓慢下行，但通胀黏性和服务项通胀同比下降速度慢于市场预期，预计美联储 7 月继续加息，以防止短期内通胀阶段性反弹。欧元区通胀率仍维持高位，预计欧洲央行 7 月继续加息 25 个基点。随着加息滞后效应的显现，7 月以后美欧央行可能停止加息，并维持高利率（图 12）。

图 12：美联储加息情况及利率走势



资料来源：美联储，中国银行研究院

## 2. 美欧持续推进缩表计划，货币供应量快速收缩

2022 年第二季度，美联储、欧洲央行和英格兰银行资产负债表持续收缩，资产负债结构不断调整。2023 年上半年，在美欧银行风险事件演绎下，美联储资产负债表短暂扩张，当前重回收缩路径。2023 年 5 月末，美联储、欧洲央行和英格兰银行资产规模分别为 83859 亿美元、82864 亿美元和 12669 亿美元，同比增速分别下降了 5.9 个、12.7 个和 8 个百分点（表 2）。欧洲央行将在 7 月停止“资产购买计划”（APP）下的再投资，将缩表幅度从现在的 150 亿欧元增至 250 亿欧元，以增加借贷成本。受美欧央行资产负债表收缩效应影响，上述经济体的货币扩张速度有所放缓，流动性收缩阀门效应逐步显现。截至 2023 年 4 月末，美国、欧元区 M2 环比分别减少 0.85 和 0.21 个百分点。

表 2：主要央行资产规模及增速

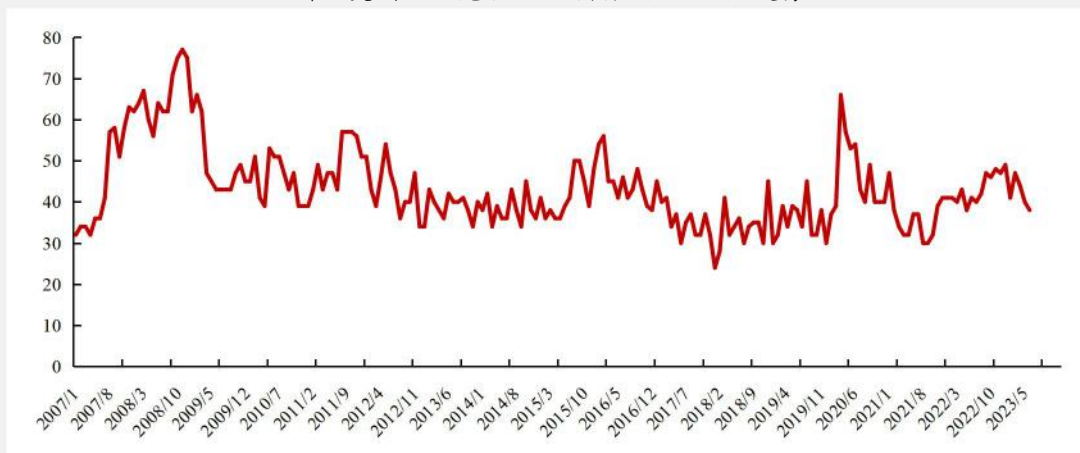
		2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023M5
美联储	余额（亿美元）	89371	89136	88261	85512	87059	83859
	同比（%）	16.2	10.3	4.5	-2.4	-2.6	-5.9
欧央行	余额（亿美元）	95690	91664	86365	85171	83808	82604
	同比（%）	8.1	-2.5	-10.2	-12.6	-12.4	-12.7
英格兰银行	余额（亿美元）	14301	13267	11523	13126.3	12923	12669
	同比（%）	12.4	-2.4	-16.5	-13.2	-9.6	-8.0

资料来源：Wind，中国银行研究院

### 专栏 3：美国金融危机监测分析

美国金融危机风险指标（ROFCI）显示，金融市场仍处于不稳定区域，但金融危机风险有所下降。2023 年第二季度，美国金融危机风险指标月均值从第一季度的 46 下降至 40.66，仍处于不稳定区域，但月度指标呈下降趋势。

图：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

2023 年第一季度，硅谷银行等区域性银行破产倒闭，引发美国金融市场动荡，部分银行存款外流和流动性短缺压力显著增加。在美联储和其他监管机构联合干预下，叠加美国银行业整体资金和流动性相对充足，一定程度上抑制了事件对银行系统的溢出效应。

2023 年第二季度，银行业流动性压力下降，市场担忧有所消退。尽管区域性银行的股票价格在此期间进一步下跌，但这主要反映了市场对这类银行盈利能力下降的预期，而不是对其偿付能力的担忧。股票市场整体恢复稳定，并且不同板块的隐含波动性指标均有所下降。对政策敏感的利率波动幅度较大，融资条件仍受限制，借贷成本居高不下。2023 年 6 月，美国债务上限协议达成，联邦债务违约风险化解，对稳定国债市场起到重要作用，国债波动性指数回落。

2023 年第三季度，美国金融危机风险指标将继续维持相对稳定，但金融市场仍存在以下风险因素值得关注。一是银行业存在盈利能力下降以及流动性和贷款组合质量恶化的压力，特别是地区性银行的主要资产，即商业房地产贷款质量恶化的压力较大。二是美联储继续升息可能导致收益率曲线进一步倒挂，金融条件收紧。三是金融系统内信息透明度较低的非银行板块，即影子银行的风险仍然值得

关注。四是随着美国新增发1万亿美元国债，国债流动性恶化风险仍值得关注。

## **(二) 货币市场与跨境资本：银行危机推动美国货币市场基金规模激增，跨境资本延续回流美国趋势**

2023年第二季度，美国、欧元区和英国货币市场利率延续抬升趋势，但上升幅度明显减小。2023年6月15日，美元SOFR、欧元€STR、英镑SONIA分别为5.06%、3.15%和4.43%，分别较第一季度末提高19个基点、27个基点和25个基点，货币市场流动性进一步收紧。日本货币市场利率仍处于低位，日元TONA为-0.07%，较第一季度末下降6个基点，流动性保持充裕状态。随着美国硅谷银行、签名银行、第一共和银行风险事件爆发以及意大利寿险公司Eurovita暴雷，金融体系避险情绪升温，对货币市场资金流向和价格成本将产生重要影响。

**展望2023年第三季度，全球货币市场将呈现以下三方面特征。**

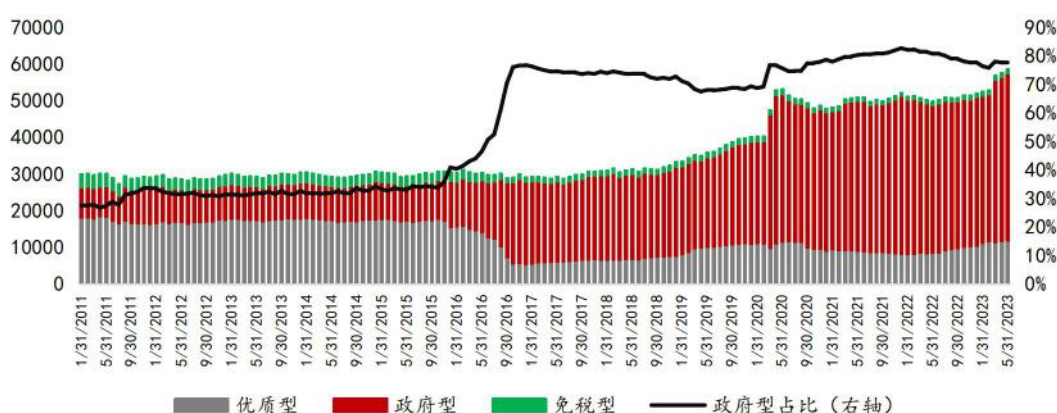
### **1. 美国货币市场基金规模增长，政府型货币市场基金份额提高**

2023年第二季度以来，受美国银行业危机冲击、基准利率抬升背景下货币市场基金收益率与银行存款利率差距走阔等因素影响，大量资金追捧美国货币市场基金。2023年5月末，美国货币市场基金余额达到58667.1亿美元，较2022年末增加6545.7亿美元，增幅达12.6%。2022年3月、4月和5月，美国货币市场基金余额分别增长3982.9亿美元、673.3亿美元和1067.9亿美元。从美国不同类型货币市场基金的变化差异看，2023年3月货币市场基金份额增长主要由投资美国国债的政府型货币市场基金推动，而2023年4月和5月的增长主要由投资银行大额存单和商业票据的优质型货币市场基金推动(图13)。截至2023年5月末，美国政府型和优质货币市场基金余额占比分别达到77.7%和20.3%。货币市场基金资产配置行为也发生了变化。2023年5月末，货币市场基金持有的债券回购规模达33799.2亿美元，较2022年末提高4032.4亿美元，而存放美



联储的逆回购规模为 2 万亿美元，较 2022 年末下降 0.4 亿美元，这也推动美联储逆回购规模的整体下降。2023 年第三季度，美国银行业危机余波尚未平息，货币市场基金份额预计将延续增长态势，考虑到美国债务上限暂时取消后，美国财政部将加快债券发行节奏，国债发行迎来高峰期，这将推动货币市场基金增配债券及债券回购产品。相应地，美国政府型货币市场基金占比有望进一步提升。

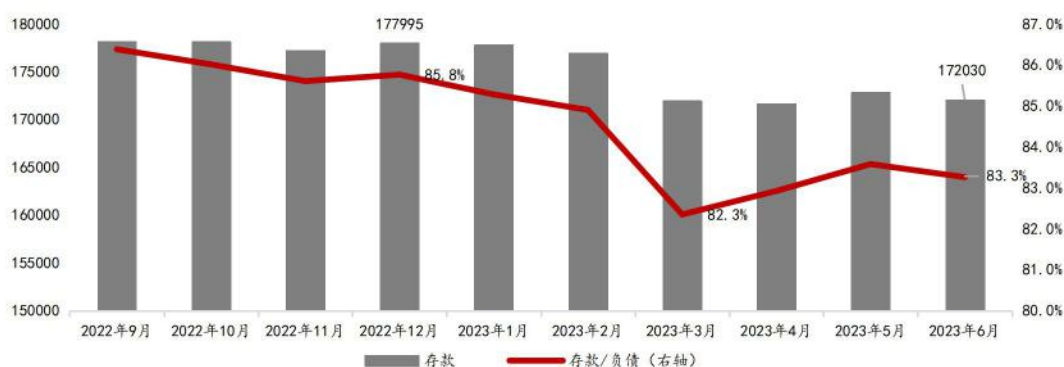
图 13：美国货币市场基金结构变化（亿美元）



资料来源：美国金融研究办公室，中国银行研究院

## 2. 美国银行体系存款流失压力严峻，中小银行流动性仍具有较大隐患

2023 年 3 月美国银行业危机爆发后，美国银行体系流动性压力骤升。美国银行业存款出现负增长，存款流失问题严重。2023 年 6 月 7 日，美国银行业存款余额为 172030 亿美元，较 2022 年底下降 3.4%。同期，美国银行业负债中存款占比由 85.8% 降至 83.3%，降幅达 2.5 个百分点（图 14）。美国中小银行存款余额为 52084 亿美元，较 2022 年末下降 4.0%，存款流失压力更为突出。2023 年 3 月，美联储加大对银行体系流动性注入力度，商业银行存放美联储准备金余额一度达到 34442 亿美元高位，但随后持续降至 6 月 15 日的 33063 亿美元。2023 年第三季度，美国银行业危机余波尚未平息，中小银行存款流失压力依然严峻，叠加其资产端拥有较高比例房地产资产，部分美国中小银行面临较大流动性管理压力，不排除个别银行继续发生暴雷事件。

**图 14：美国银行业存款及存款/负债比例（亿美元）**


资料来源：美联储，中国银行研究院

### 3. 跨境资本延续回流美国态势，离岸日元信用扩张态势明显

2023 年以来，跨境短期资金依然延续回流美国态势，但回流速度较 2022 年有所放缓。1-4 月，回流美国短期资金共计 4083 亿美元（年化为 12249 亿美元，而 2022 年回流规模为 16069 亿美元）。其中，私人部门回流资金 2318 亿美元，政府部门回流资金 1765 亿美元。购买长期国债依然是短期资金回流美国的主要方式，1-4 月回流规模达到 4489 亿美元（表 3）。随着利率水平不断抬升，离岸美元信用扩张力度明显放缓。2022 年第三季度、第四季度，离岸美元信用同比增速分别为-1.8%和-3.9%。其中，亚太地区、俄罗斯和阿根廷的美元信用收缩态势较为明显。同期，离岸日元信用增速分别为 10.5%和 17.1%，亚太地区、智利和巴西是推动离岸日元信用快速扩张的主要动力。2023 年第三季度，随着美国债务上限压力缓解，跨境资金将大概率延续回流美国市场趋势，短期证券的购买力度有望加大。离岸美元信用大概率呈现低增长特征，离岸日元信用快速扩张态势将延续。

**表 3：短期跨境资金回流美国结构（亿美元）**

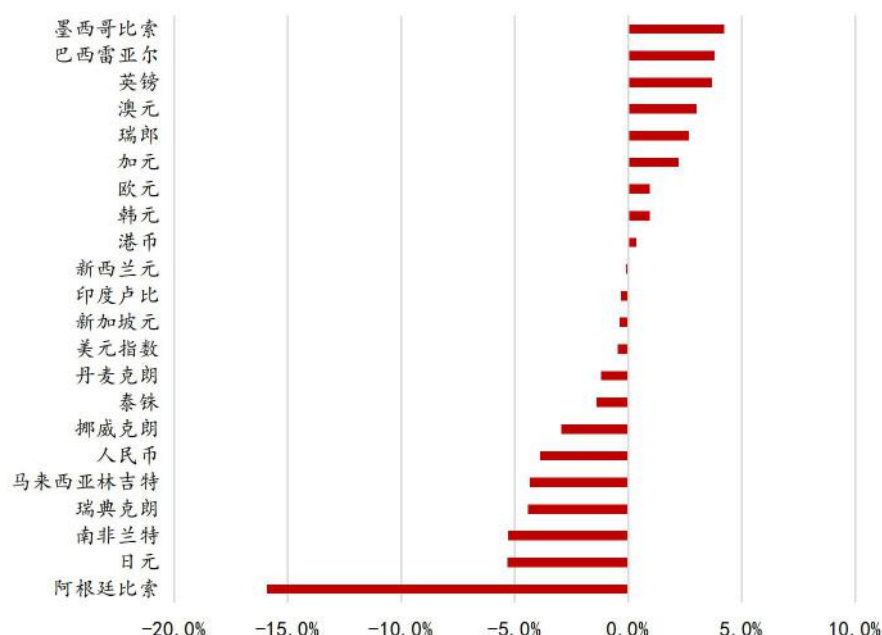
	长期证券	短期证券	银行负债	净流入	私人部门	政府部门
<b>2008</b>	2949	2327	1512	6788	5176	2949
<b>2009</b>	2469	-1668	-3964	-3163	-3425	2469
<b>2010</b>	5583	-812	-1773	2999	3634	5583
<b>2011</b>	1945	-996	3848	4797	4672	1945
<b>2012</b>	3567	633	-499	3701	2328	3567
<b>2013</b>	-3679	-379	5472	1415	517	-3679
<b>2014</b>	1878	72	736	2686	2864	-178
<b>2015</b>	310	852	-1393	-231	1745	-1977
<b>2016</b>	-507	128	-1102	-1481	2201	-3682
<b>2017</b>	3074	1902	802	5777	7587	-1810
<b>2018</b>	4606	4245	-1395	7457	8942	-1486
<b>2019</b>	1554	675	-1583	646	4280	-3635
<b>2020</b>	1014	2777	1824	5616	6817	-1202
<b>2021</b>	4701	1684	4598	10983	12581	-1598
<b>2022</b>	11684	1944	2441	16069	16770	-701
<b>2023. 1-4</b>	<b>4489</b>	<b>-569</b>	<b>164</b>	<b>4083</b>	<b>2318</b>	<b>1765</b>

资料来源：美国财政部，中国银行研究院

### （三）汇率市场：强势美元格局仍将维持，资源型国家货币将继续升值

**2023 年第二季度**，美元指数总体平稳，呈现先涨后跌态势。4 月以来，美国经济依然表现出较强韧性，促使美联储 5 月再次加息，美元指数出现显著反弹，由 4 月初的 101.6 上升至 6 月初的 104.2，升值约 2.6%。但 6 月中旬美联储暂停加息，导致美元指数急速回落至 102.1。欧元、英镑等发达经济体货币呈现小幅上涨态势。日本与美国货币政策方向继续背离，促使美日利差扩大，日元兑美元持续贬值，较 2023 年第一季度末下跌 5.3%。资源型和经济复苏国家货币兑美元汇率明显上涨。2023 年以来，全球大宗商品价格依旧维持高位运转，有效提振资源型国家货币前景，推动墨西哥比索、巴西雷亚尔兑美元汇率继续升值，较 2023 年第一季度分别上涨 4.2%和 3.8%（图 15）。

图 15：主要货币兑美元汇率较 2023 年一季度末变动（%）



注：数据截至 2023 年 6 月 15 日

资料来源：Wind，中国银行研究院

展望 2023 年第三季度，全球汇率市场走势主要呈现两个典型特征。

### 1. 美元指数仍将维持在高位，欧元汇率有望反弹

未来一段时间，美元指数的上行空间有限。2023 年第三季度，美元指数总体有望在 100-105 的区间内运行。美联储加息节奏直接影响美元指数的下一步走向。当前，美联储只是暂停加息，但为了防止通胀反弹，7 月有可能继续加息。由此，推动美元指数在 100-105 区间震荡。由于欧元区通胀更加顽固，促使欧洲央行货币政策将进一步收紧，紧缩结束时间将晚于美联储，因此欧元汇率可能抬升，将呈现小幅上涨态势。短期内，日本央行货币政策宽松基调不会发生改变，促使美日国债收益率长期利差不断扩大，导致资本外流，日元对美元汇率或将继续小幅下跌，并保持在 140-150 区间。



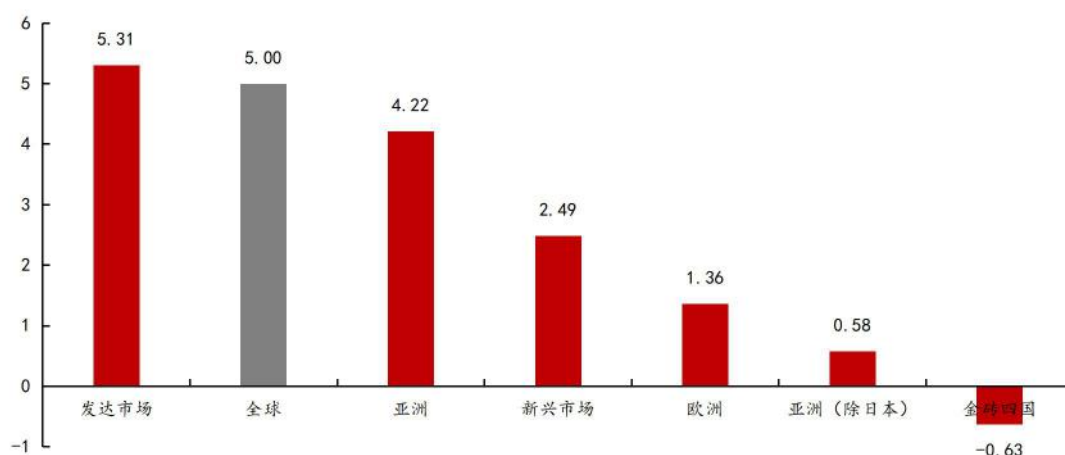
## 2. 阿根廷比索大幅贬值，偿债压力进一步加大

2023 年以来，阿根廷累计通胀率为 34.8%，导致阿根廷比索暴跌超过 28%，资本大幅外流。其根源在于，阿根廷经济的脆弱性和结构性矛盾突出，对外依赖性太强，经济结构模式单一，主要靠大宗出口拉动经济，易受国际市场的影响。当前，为了缓解通胀和汇率暴跌，阿根廷央行已将基准利率提升 6 个百分点，至 97%。同时，实施汇率干预、加快与债权人协商等措施。但在全球金融条件收紧背景下，高利率环境将持续，阿根廷比索仍面临较大贬值压力。未来一段时间，随着外汇储备的减少，阿根廷政府可能面临严峻的偿债和再融资压力。

### （四）股票市场：全球股市区域分化明显，低增长前景导致上行动力不足

2023 年第二季度，MSCI 全球指数震荡上行。从不同市场来看，发达市场股市表现好于新兴市场。2023 年第二季度，MSCI 发达市场指数涨幅为 5.31%，远高于 MSCI 新兴市场指数的涨幅（2.49%）。从不同区域来看，亚洲股市涨幅最大，金砖四国股市下跌。2023 年第二季度，MSCI 亚洲指数涨幅最大，为 4.22%；MSCI 欧洲指数涨幅次之，为 1.36%；MSCI 亚洲（除日本）指数涨幅较小，仅为 0.58%；MSCI 金砖四国指数有所下跌，跌幅为 0.63%。从不同行业股市发展来看，MSCI 信息科技行业指数领涨，涨幅高达 12.96%，MSCI 能源行业指数跌幅最大，市场供需关系是导致能源股价低迷的主要因素。

图 16: MSCI 核心区域指数涨跌幅 (%)



注：涨跌幅区间为 2023 年 4 月 1 日至 2023 年 6 月 15 日

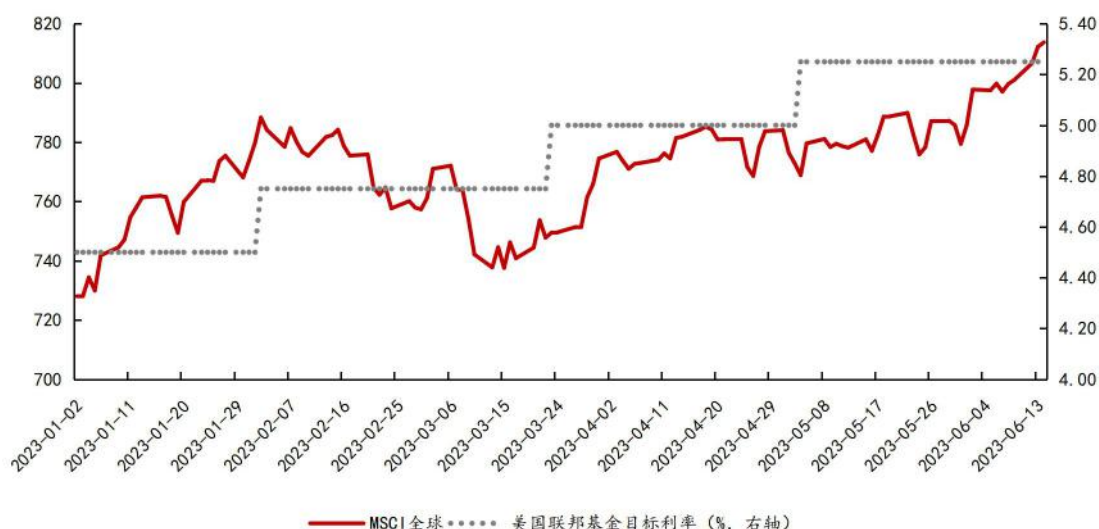
资料来源：Wind，中国银行研究院

展望 2023 年第三季度，全球股票市场呈现以下三方面特征。

### 1. 全球股市上行动力不足，或维持震荡格局

美联储暂停加息，全球股市短期内处于上行通道，但全球不确定性和低增长前景仍存，股市上行动力不足，或将维持震荡格局。2023 年第二季度，随着美联储加息预期逐渐减弱，在全球资产配置过程中，以股票为代表的风险资产配置得到加强，MSCI 全球指数震荡上行，从 2023 年 4 月 3 日的 776.75 增长至 2023 年 6 月 14 日的 813.72，增幅 4.76%。2023 年 6 月 15 日，美联储暂停加息，但后续仍存加息可能。长期来看，低增长前景依然困扰全球经济，在信贷紧缩和外部融资成本上升的情况下，全球股市上行动力不足，同时，投资者市场情绪波动较大，全球股市仍将维持震荡格局。

图 17：美国联邦基金目标利率与全球 MSCI 指数



资料来源：Wind，中国银行研究院

## 2. 全球股市表现继续分化，企业盈利下行拖累美股表现

全球资产配置或纳入更多有关地缘安全性的考量，美欧股市继续承压，日本股市表现亮眼。2023 年第二季度，全球股市表现分化，日本股市大幅上涨，日经 225 指数涨幅高达 19.47%，期间收盘价创 1990 年 8 月以来近 33 年的最高值，主要与日本宏观经济基本面好转有关。沪深 300 指数和恒生指数领跌，跌幅分别为 6.33% 和 4.86%。美股呈现阶段性走强，道琼斯工业指数、纳斯达克指数和标普 500 均呈现不同程度涨幅。欧洲股市表现相对平稳，涨跌幅较小。2023 年第三季度，地缘政治风险将持续抑制欧洲股票涨势，美国主要股指市盈率超过正常区间，就业市场韧性和经济需求衰退或压制美股企业营收端表现，美股压力或贯穿 2023 年下半年。

表 4：全球主要股指概览

	指数名称	收盘价 (元)	2023年Q2涨跌幅 (%)	市盈率 (倍)
亚洲	沪深300	10984.56	-6.33	23.33
	恒生指数	19408.42	-4.86	9.21
	日经225	33502.42	19.47	18.86
	韩国综合指数	2619.08	5.74	16.03
	印度SENSEX30	63230.87	7.27	23.13
美国	道琼斯工业指数	33979.33	2.12	25.40
	纳斯达克指数	13626.48	11.49	37.83
	标普500	4372.59	6.41	24.80
欧洲	英国富时100	7602.74	-0.38	11.31
	法国CAC40	7328.53	0.08	14.45
	德国DAX	16310.79	4.36	
	俄罗斯RTS	1035.79	3.92	
其他	巴西IBOVESPA指数	119068.77	16.87	6.94
	澳洲标普200	7160.10	-0.25	11.75

注：涨跌幅区间为 2023 年 4 月 1 日至 2023 年 6 月 15 日，收盘价和市盈率为 2023 年 6 月 14 日

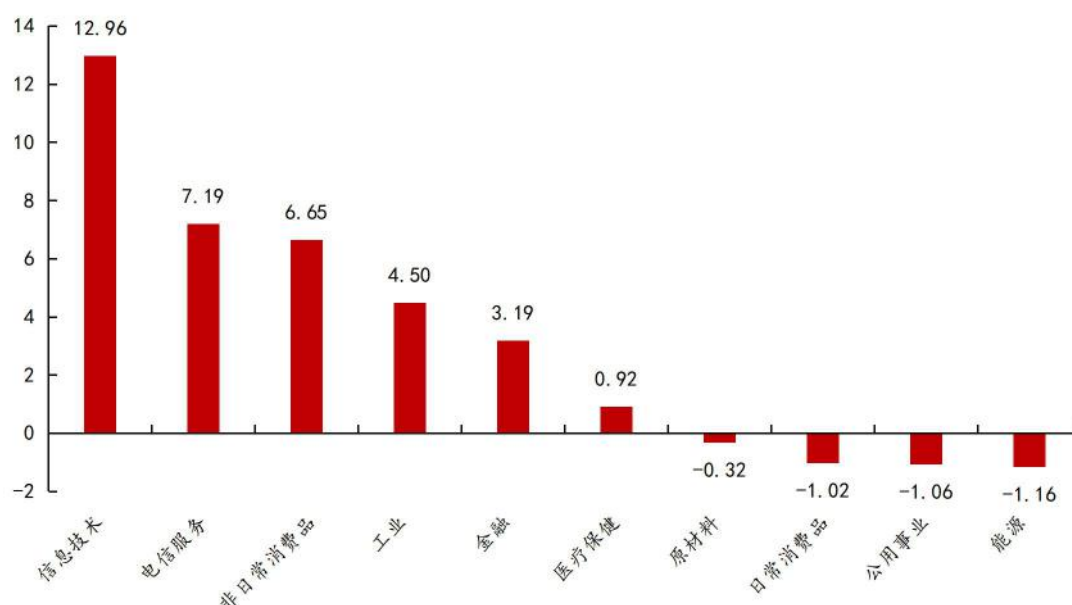
资料来源：Wind，中国银行研究院

### 3. 全球股市由信息科技板块引领，美国区域性银行股承压

全球股市进入以信息科技为主导的行情，美国区域性银行股依然承压。2023 年第二季度，MSCI 信息科技行业指数涨幅明显，为 12.96%，远高于排名第二位的电信服务行业（7.19%）。地缘政治冲突增加全球能源供应不确定性，MSCI 能源行业指数呈现较大跌幅。2023 年第三季度，信息科技板块将主导全球股市走势，以信息科技为支柱产业的日本、韩国、美国相关股指将领跑全球。同时，自 2023 年 5 月以来，美国区域性银行股价持续下跌，部分银行股价一度重挫 50% 以上。2023 年第三季度，美国银行业风险仍将持续，信用危机短期内难以修复，美国区域性银行股依然承压。



图 18：全球 MSCI 一级行业指数涨跌幅（%）



注：涨跌幅区间为 2023 年 4 月 1 日至 2023 年 6 月 15 日

资料来源：Wind，中国银行研究院

### （五）债券市场：美国债务上限谈判达成缓解美债违约风险，全球美元债券违约潮延续

2023 年第二季度，美国债务上限问题引发美国财政部 TGA 账户大幅收缩，市场对美国政府发生债务违约的担忧情绪蔓延，美国国债收益率阶段性快速抬升。在经济景气程度有所下降背景下，美债长短端收益率倒挂程度加深。英、德、法、日国债收益率均呈现上升态势。

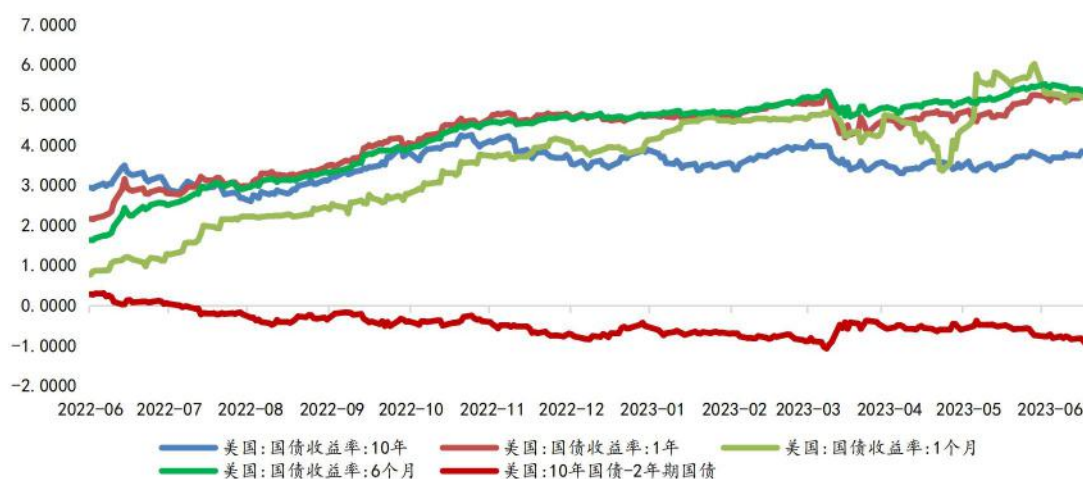
展望 2023 年第三季度，全球债券市场走势呈现以下特征。

#### 1. 美国债务上限谈判达成，美债违约风险阶段性缓解

2023 年以来，美国政府债务余额达到 31.4 万亿美元上限后，美国财政部不断使用紧急财政手段支付开支，导致其现金流动性不断下降。债务规模触及上限限制了美国政府的再融资能力，而 2023 年 6 月美国财政部迎来债务集中到期压力（合计规模 12040 亿美元）使市场增加了美国国债发生违约、触及“X”

日的担忧。2023 年 5 月以来，美国国债收益率快速不断抬升，特别是面临再融资偿付压力的短期国债收益率上升速度较快。5 月 2 日至 26 日，美国 1 个月、1 年期和 10 年期国债收益率分别抬升 36 个基点、51 个基点和 146 个基点（图 19）。2023 年 6 月 3 日，美国总统拜登签发《2023 财政责任法案》，制定了解决债务上限危机的具体方案，主要包括暂停债务上限约束至 2025 年 1 月 1 日，2025 年 1 月 2 日调整新的债务上限。债务上限谈判达成，极大缓解了国债收益率的上涨压力。2023 年第三季度，美联储加息速度趋于放缓，财政部短期债务偿付压力缓解，美国国债供给将进一步增加，美债收益率，特别是短端美债收益率的上行空间较为有限。

图 19：美国主要期限国债收益率变化（%）



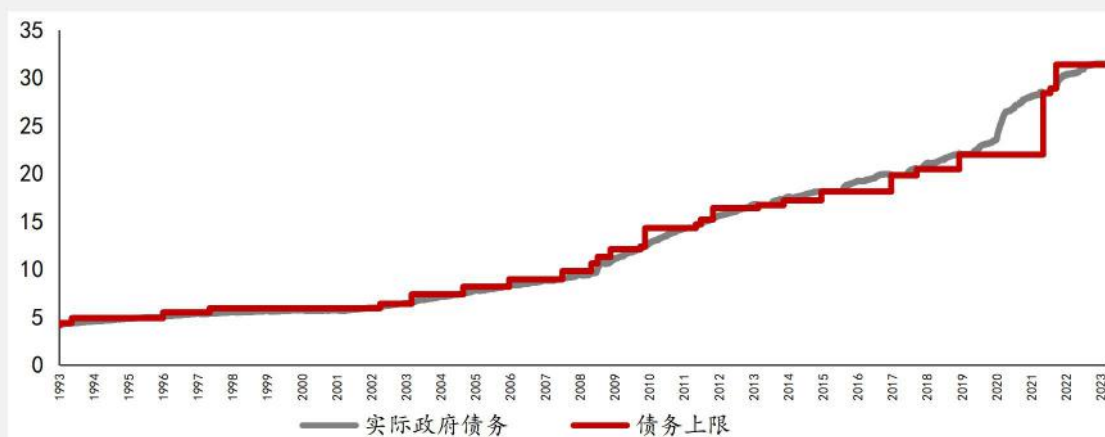
资料来源：Wind，中国银行研究院

#### 专栏 4：2023 年美国债务上限问题及前景

1917 年，美国国会以《第二次自由债券法案》确立了国债限额发行制度，即债务上限机制。债务上限实际上是对美国财政部债务规模进行的总额管理，由原来的债券发行“项目控制”演变为上限管理，以适应加大财政融资的客观需求。1917 年确定的上限为 115 亿美元。2021 年末，美国的债务上限规模已达 31.4 万亿美元。

债务上限不及时调整可能会造成“X”日风险。“X”日是指由于触及债务上限，美国财政部融资能力枯竭，不再拥有足够资金及时偿付债务的第一天。触及债务上限后，为避免“X”日风险，联邦政府可采取的主要措施包括卖出其他账户资产、细化现金管理等手段。但上述措施相较于发债而言，整体规模有限并存在较大不确定性。

图：美国债务上限和政府债务（万亿美元）



资料来源：美国财政部，中国银行研究院

2023 年美国国债发行触及上限以来，财政部不断使用紧急财政手段支付政府开支，其现金余额持续下降。6 月 1 日，美国财政部 TGA 账户余额仅为 485 亿美元，同比下降 93.7%。根据美国财政部测算，《2023 财政责任法案》推出将使美国财政部 2024 至 2033 年预算外支出减少 13320 亿美元，利息支出减少 1880 亿美元，总支出减少 15230 亿美元。

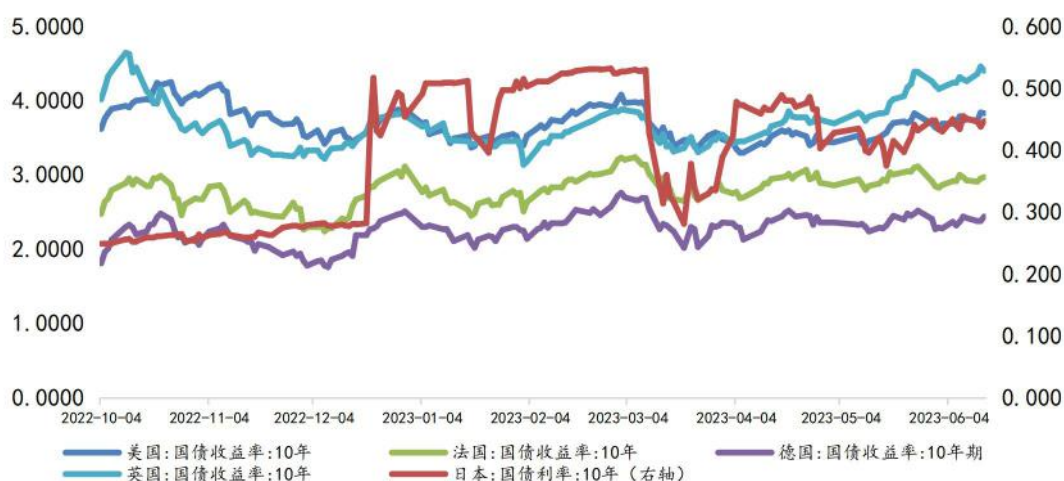
美国调整债务上限作为短期调节美国财政状况的工具可阶段性缓解美国政府的债务违约风险，但不能根本上改变美国政府面临的债务可持续性压力。根据美国财政部测算，2023 至 2053 年，美国财政收入/GDP 将由 18.3% 升至 19.1%，财政支出/GDP 将由 23.7% 升至 30.2%，财政赤字/GDP 相应地将由 5.4% 升至 11.1%。公共部门持有的政府债务/GDP 比例将由 98% 升至 194.6%。利息支出占财政赤字比重将由目前的 36.2% 升至近 50%，达到 GDP 规模的 5.5%。庞大的医疗支出、人口老龄化加剧社保支出压力和中长期税收增长乏力、利息支出快速积累将成为制约阻碍美国政府债务可持续性的关键因素。

## 2. 主要经济体国债收益率上行空间减小，长短端期限价差趋于走阔

2023 年第二季度以来，主要经济体 10 年期国债收益率呈现上升趋势。截至 6 月 14 日，美国、英国、德国、法国和日本 10 年期国债收益率分别为 3.83%、4.40%、2.44%、2.97% 和 0.45%，分别较第一季度末提高 35 个基点、86 个基点、8 个基点、17.5 个基点和 5.8 个基点。美国债务上限危机导致的避险情绪蔓延、主要经济体基准利率抬升以及通胀水平依然维持高位是推动国债收益率攀升的主要驱动因素。受对未来经济增长悲观情绪上升影响，2023 年第二季度以来，主要经济体长短端国债收益率利差收窄、倒挂程度明显加深。截至 6 月 14 日，美国、英国、德国和法国 10 年期与 2 年期国债收益率价差分别为 -0.91%、-0.42%、-0.55% 和 -0.15%，较第一季度末下降 33 个基点、52 个基点、17 个基点和 18 个基点。2023 年第三季度，美国、英国、德国和法国的政策利率上行空间缩小，

10 年期国债收益率或呈现小幅抬升趋势。受基本面拖累，上述经济体国债长短期利差仍将延续倒挂态势，程度可能进一步加深。

图 20：主要经济体 10 年期国债收益率变化（%）



资料来源：美国财政部，中国银行研究院

### 3. 全球美元债券违约风险仍处于高位，行业和区域特征或将切换

2022 年，在美元强势周期的背景下，全球美元债券违约规模突破 700 亿美元，主要集中在房地产、制药和公用设施行业。2023 年以来，美元债券延续了违约浪潮。2023 年 1-5 月，美元债违约规模超过 541.7 亿美元（年化规模已经超过 2022 年）。美元债违约行业、地域发生切换。美国银行业危机后，金融业成为美元债券违约的重灾区。医疗、化工和公用事业行业的违约规模快速上升。中国房地产行业依然延续了 2022 年违约压力。2023 年上半年，美国本土成为美元债违约规模最大的地区。2023 年第三季度，美元债违约大概率将维持高位，金融、房地产、部分资产负债率较高的实体经济行业，如公用事业、原油、采矿等行业企业违约风险将进一步加大。

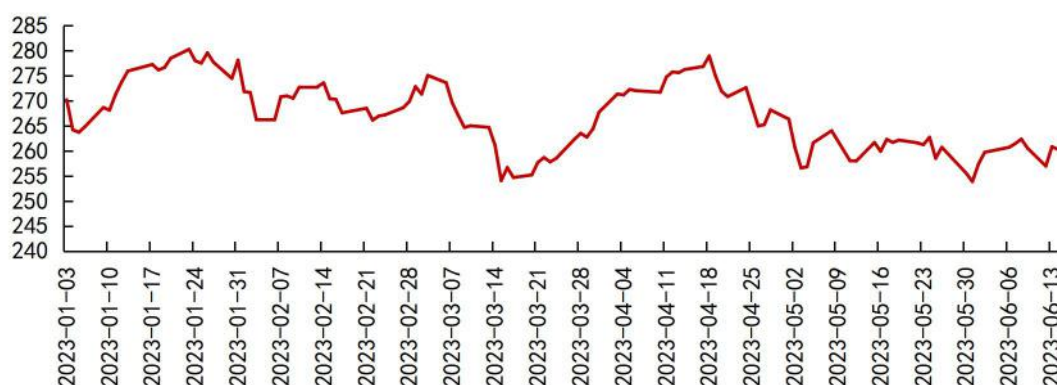
### （六）大宗商品市场：全球能源市场不确定性犹存，欧洲需警惕能源危机卷土重来

2023 年第二季度，RJ/CRB 商品价格指数震荡下行，总体水平恢复至俄乌冲突前。2023 年 4 月，RJ/CRB 商品价格指数呈先增长后下降态势。RJ/CRB 商



品价格指数月均值为 272.31，环比上涨 3.38%，主要归因于全球原油价格上涨。2023 年 5 月，美联储加息和美国债务上限问题抬升短期利率，对大宗商品市场流动性产生较大冲击，RJ/CRB 商品价格下行，月均值为 260.17，环比下降 4.46%。2023 年 6 月，RJ/CRB 商品价格指数触底反弹，从 2023 年 5 月 31 日的 253.85 增长至 6 月 8 日的 262.32，增幅为 3.34%。

图 21：RJ/CRB 商品价格指数



资料来源：Wind，中国银行研究院

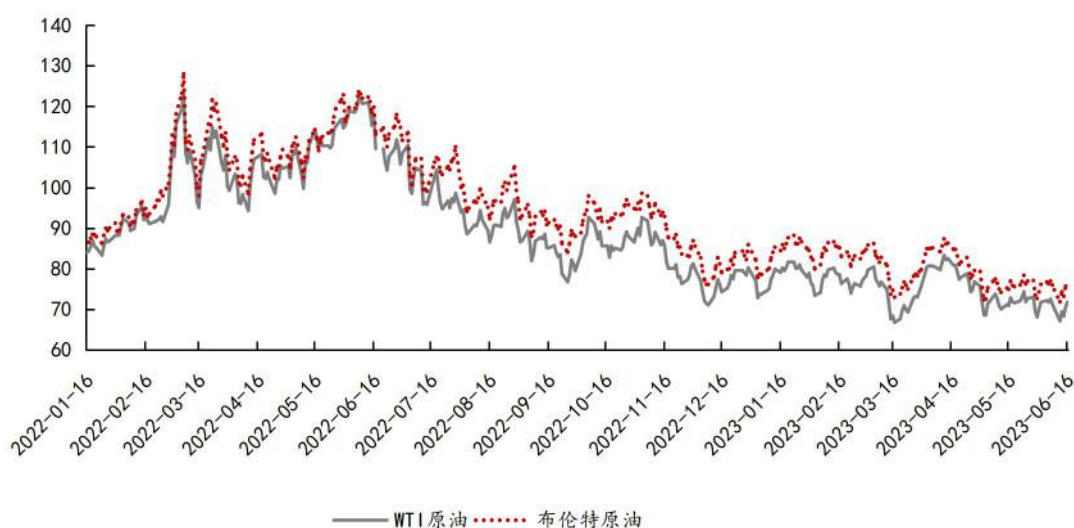
展望 2023 年第三季度，全球大宗商品市场呈现以下三方面特征。

### 1. OPEC+减产力度加大，原油价格底部受到支撑

全球经济增速放缓以及美欧银行业危机持续蔓延背景下，全球原油市场或迎来供需双弱格局，但相较于需求，原油供应缩减程度更大。2023 年第二季度，美欧银行业危机加剧全球金融市场动荡，市场避险情绪增加，原油期货价格面临下行压力。布伦特原油价格从 2023 年 4 月 12 日的 87.33 美元/桶下降至 2023 年 6 月 16 日的 76.61 美元/桶。2023 年第三季度，全球原油供需缺口或进一步增加。从供应端来看，全球原油供应量逐步减少。一是 OPEC+减产力度增加。2023 年 6 月初，OPEC+达成协议，将石油减产延长到 2024 年。二是美国原油增产乏力，原油增产速度放缓。三是俄罗斯出口虽未减少，但产能已进入下降期。从需求端来看，全球能源转型加速将降低原油需求，但短期内原油需求仍

存韧性，原油供应量缩减程度更大，供需失衡对原油价格产生底部支撑。

图 22：原油期货结算价格走势（美元/桶）

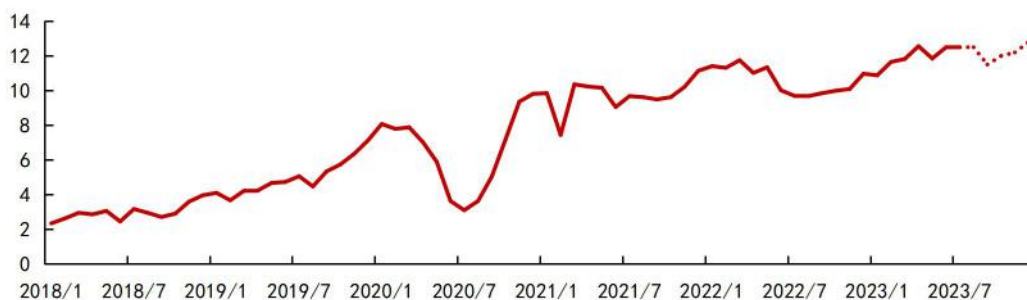


资料来源：Wind，中国银行研究院

## 2. 欧洲难补天然气缺口，能源危机仍将持续

欧洲能源供应因高温天气再次面临挑战，美国液化天然气出口增长空间有限，欧洲依靠寻求新气源短期内无法弥补天然气缺口。尽管自 2023 年 3 月底以来，欧洲 TTF 天然气价格连续下跌，累计跌幅约 30%，但欧洲能源危机并未解除。从需求端来看，2023 年第三季度，高温天气将增加欧洲对天然气的需求，加剧欧洲天然气供需缺口。从供给端来看，美国是欧洲天然气供应的主要来源国之一，但美国液化天然气出口增长空间有限。2023 年 4 月，美国液化天然气出口量达到历史最高值 125.6 亿立方英尺/天，随后出口量逐渐减少，且直到 2024 年年中未有新项目启动。因此，欧洲仅靠寻求新气源无法在短期内弥补巨大的天然气缺口，能源危机仍将持续。

图 23：美国液化天然气出口量（十亿立方英尺/天）

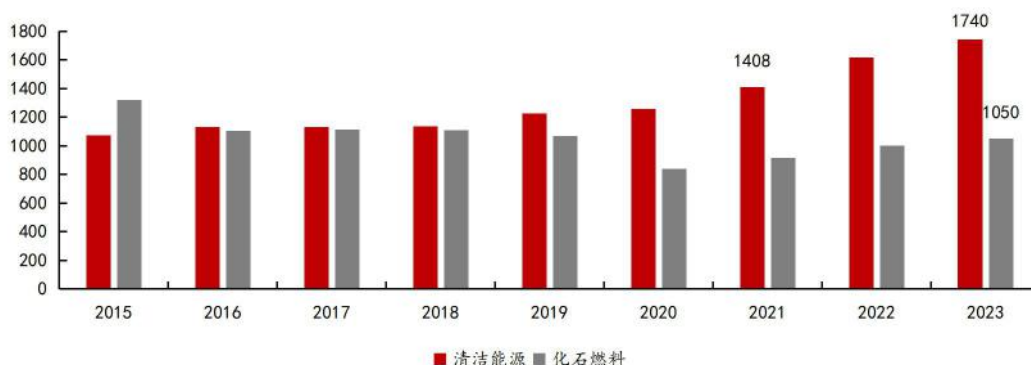


资料来源：EIA，中国银行研究院

### 3. 全球能源转型提速，新能源关键金属需求长期增长

全球能源转型提速，新能源成为全球最具景气度的行业，新能源关键金属需求长期增长。在碳中和政策目标背景下，全球清洁能源投资大幅增加。2023 年，全球清洁能源投资额高达 1.74 万亿美元，是化石燃料投资额 1.05 万亿美元的 1.66 倍，较 2021 年增长 22.43%。2023 年第三季度，全球电车、光伏、风电等相关的新能源产品产销增速加快，推动新能源关键金属需求进一步增长。国际能源署《关键矿产在清洁能源转型中的作用》报告中指出，预计 2040 年全球新能源关键金属，如锂、钴、镍等需求将比 2020 年增加 6 倍，特别是用于电动汽车金属需求将至少增长 30 倍。

图 24：全球能源投资（十亿美元）



资料来源：IEA，中国银行研究院

### 三、专题研究

#### 专题一：全球半导体产业政策变化、潜在影响及启示

伴随着全球信息技术发展和数字经济时代到来，半导体产业对经济发展的作用日益凸显。半导体产业逐渐成为经济重要支柱，是支撑现代经济社会发展和保障国家安全的重要战略性、基础性和先导性产业。目前各国逐渐加大在半导体领域的投入和竞争力度，本文试图对全球主要经济体采取的半导体产业政策进行梳理，评析其影响，为中国半导体产业稳健发展提供参考和借鉴。

#### （一）发达经济体半导体产业政策的主要内容及趋势特征

目前全球半导体产业链分布格局相对集中，美国、韩国、日本、中国台湾、欧洲、中国内地六大地区合计占全球半导体产业链市场份额的 98%，其他地区只占 2%。为了巩固在全球半导体产业链中的竞争优势，近几年以美欧日韩等为代表的半导体大国相继推出新的半导体产业政策，试图通过对内加大投资和补贴、对外遏制中国半导体产业发展等措施，强化本土半导体产业链韧性、推动半导体前沿技术创新。本部分将详细梳理欧美日韩等经济体所采取的具体措施，分析全球半导体产业政策的主要特征及演变趋势。

##### 1. 美国：半导体产业政策突出表现为“投资国内、联合盟友”

投资国内，即强调巩固美国在半导体产业链研发创新领域的优势，提升国内制造能力，增强产业链国际竞争力。美国政府部门尝试制定或出台多项支持半导体产业发展的政策（表 5），采取了诸如增加投资、提供税收抵免、给予财政补贴、设立区域技术中心等措施，支持国内半导体产业发展，吸引产业链回流和跨国企业在美国投资设厂。其中，以《芯片和科学法案》最具有代表性，其 527 亿美元的财政激励分配方案具体包括：500 亿美元分拨给“美国芯片基金”，用于重振美国芯片制造业，其中 390 亿美元用于直接补贴美国的半导体制造、封装、设备和材料领域，110 亿美元用于芯片研究和开发；20 亿美元分



拨给“美国芯片国防基金”，旨在将实验室成果更快地转化为国防应用；5亿美元分拨给“美国芯片国际科技安全和创新基金”，用于促进与盟友的合作，建立安全可靠的半导体供应链；2亿美元分拨给“美国芯片劳动力和教育基金”，用于培育半导体行业人才。美国政府试图从研究、开发、制造、人才培养、国防应用、盟友合作等各方面强化半导体产业链优势。

**表 5：近些年美国政府推出的半导体产业政策及主要内容**

时间	法案名称	涉及半导体行业的主要内容
2021 年 1 月	国会通过《国防授权法案》(NDAA)	其中包含名为《为美国创造有益的半导体生产激励措施》的立法，授权一系列计划以促进美国境内半导体的研究、开发和制造，旨在促进美国芯片产业发展。
2021 年 3 月	白宫公布“美国就业计划”	提议美国国会专门拨出 500 亿美元，补贴美国芯片产业的制造与尖端芯片的研发。
2021 年 5 月	参议院通过《无尽前沿法案》	授权在未来 5 年内拨款 1100 多亿美元用于基础和先进技术的研究。其中，1000 亿美元将投资于关键技术领域，包括人工智能、半导体、量子计算等领域。
2021 年 6 月	参议院提出《促进美国制造半导体法案》	提议给予芯片制造商 25% 的制造设备和设施投资税收抵免，旨在为建设、扩建和升级美国众议院的半导体制造设施和设备提供支持。
2022 年 2 月	众议院通过《2022 年美国竞争法案》	向芯片制造业投资 520 亿美元，投资 450 亿美元用于改善关键商品的供应链，以及 1600 亿美元的科学研究和创新投入。
2022 年 2 月	众议院通过《为芯片生产创造有益的激励措施法案》	主张创立美国芯片基金，拨款 520 亿美元用于加强美国半导体制造和研究。
2022 年 8 月	出台《芯片和科学法案》	将在 5 年内为半导体行业提供 527 亿美元资金，并为高科技制造商提供 240 亿美元的税收抵免。法案还向半导体行业提供 25% 的投资税负抵免优惠，覆盖半导体生产以及相关设备的资本开支。

资料来源：中国银行研究院

**联合盟友，即强调与盟友合作，共同对中国半导体产业实施围堵。**全球半导体产业链涉及多个环节，不同国家在子领域各具优势，如美国公司在半导体设计、研发方面处于全球领先，美国、日本和欧洲在半导体设备领域占据优势，日本和韩国厂商垄断半导体材料。为此，美国不断强化与盟友的合作，试图拉拢其他国家对中国半导体产业形成全方位的封锁和围堵。如拉拢日本、韩国与

中国台湾地区组建“芯片四方联盟”，与日本、荷兰达成三方协议限制向中国出口制造先进半导体所需的设备，挤压中国半导体产业全球发展空间。

此外，美国还不断通过出口管制、投资限制等手段对中国半导体产业发展施加限制。2022年10月，美国商务部工业与安全局（BIS）宣布修订《出口管理条例》（EAR）中的相关规则，加强限制中国获得先进计算芯片、开发和维护“超级计算机”以及制造先进半导体的能力，限制“美国人”参与或支持中国芯片的开发或生产过程。多家中国半导体企业被纳入美国出口管制清单。此外，近期拜登政府正计划推出新的行政令，限制美资对中国半导体等领域高科技企业投资。美国试图通过封锁中国企业获得技术、关键零部件、人才、资金的渠道，以阻碍或延缓中国半导体企业发展速度。

## 2. 欧洲：《芯片法案》更加注重培养内生增长动力

欧洲同样重视半导体产业发展及对未来经济增长的重要性。2021年3月，欧盟委员会发布《2030 数字指南针：欧洲数字十年之路》，提出到2030年数字化转型目标，包括攻克2nm先进制程，将先进芯片在全球的市场份额扩大一倍至20%，5年内制造首台量子计算机，承诺未来10年投入约1400亿欧元发展下一代数字产业。2022年2月，欧盟委员会首次提出《欧洲芯片法案》，2023年4月，欧盟成员国就具体内容达成一致。根据该法案，欧盟将投入超过430亿欧元公共和私有资金，用于支持芯片生产、试点项目和初创企业。法案将确保欧盟加强其半导体生态系统，提高韧性，并确保供应和减少外部依赖。主要包括三大行动方针，一是提出“欧洲芯片倡议”，提供110亿欧元用于加强现有研究、开发和创新，支持大规模技术能力建设；二是建设新的合作框架，通过吸引投资和提高生产力来确保供应安全，提高先进制程芯片供应能力；三是完善协调机制，建立危机评估机制，以实现半导体供应、需求预估和短缺情况的及时预测，从而迅速做出反应。欧盟也强调与“志同道合”国家在半导体领域开展合作，主要涉及在信息共享、强化供应安全、应对断链、国际标准化活

动以及出口管制等方面进行政策协调与沟通。与美国半导体产业政策相比，欧盟半导体产业政策更加强调自身能力的塑造和培养，不过也表示要与美国在出口管制清单上加强合作。

### 3. 韩国：不断加强对半导体产业的政策支持力度，试图打造更具竞争力的产业生态体系

2021年5月，韩国政府发布《K—半导体战略》，以“打造世界最强的半导体供应链”为愿景，提出到2030年将半导体年出口额增加到2000亿美元，并将相关就业岗位增至27万个。2023年6月，韩国总统主持召开“半导体国家战略会议”，韩国产业部升级此前发表的半导体扶持政策，制定了“半导体培育政策方向”，试图推动韩国向半导体超级大国跃进。新政策方向主要包括四方面内容：一是增加研发投入，计划向电力半导体、车载半导体、尖端包装等新兴技术追加投入1.4万亿韩元，确保技术领先优势。二是加大投资支持力度，在此前上调投资税收抵免率、加快审批流程等政策基础上，计划到2027年投入2.8万亿韩元的政策性融资支持；拟设立并运营3000亿韩元的半导体专用基金，促进原材料、零部件、装备和无晶圆厂（Fabless）投资。三是构建产业生态体系。推动构建无晶圆厂、代工企业、元件企业和材料、零部件、装备企业协调合作的产业生态体系，政府和企业部门合作建设兼具新技术试验床和人才培养基地的韩国尖端半导体技术中心（ASTC）。四是加强国际合作与人才培养。落实美韩首脑会谈时达成的加强两国半导体技术中心合作共识；启动官民合作半导体人才培养项目，未来10年投资2228亿韩元，为企业输送量身定制型人才。

韩国政府还积极跟进美国对华半导体制裁。早在去年8月，韩国方面就宣布将参加美国主导的“芯片四方联盟”会议，导致中韩在芯片领域的合作下滑。中国是韩国半导体产业最主要的出口对象。2021年，韩国接近60%的半导体出口产品卖给中国，韩国政府跟随美国在半导体领域对华采取的遏制措施，使得

韩国半导体产品库存大幅增加。2023 年 1 月，韩国芯片库存销售比达到 265.7%，芯片库存以 27 年来最快的速度增加。

#### 4. 日本：修订半导体产业战略，加大对华半导体设备出口限制

2023 年 6 月，日本经济产业省发布修订后的《半导体和数字产业战略》，提出到 2030 年将国内生产的半导体销售额增加两倍至 15 万亿日元（约合 1080 亿美元）以上。针对先进计算芯片、先进存储芯片等各细分领域，修订稿也作出明确部署，包括推动 2nm 计算芯片量产、NAND 内存高性能化等技术目标。日本经济产业省表示，修订后的战略旨在进一步加强日本开发和生产尖端半导体的能力，这些半导体产品对于经济安全和生成式 AI 等先进技术的发展至关重要。在国际合作方面，2022 年 5 月，日本前经济产业大臣萩生田与美国商务部长雷蒙多，达成旨在强化半导体供应链的“半导体合作基本原则”，以开展双边半导体供应链合作，强化与美国及同盟国之间的供应链韧性，加强紧急情况下的协调及研发合作。在 2022 年 7 月召开的日美经济政策协议委员会中，日美双方同意推进联合研究开发，以开发和保护重要新兴技术。此外，日本积极配合美国，在 2023 年 5 月宣布对华半导体出口限制清单，涵盖光刻设备、刻蚀设备、薄膜沉积设备、热处理设备、清洗设备和检测设备等六大品类 23 项产品，主要针对高端半导体制造设备。

可见，目前各国均在强化对本国半导体产业发展的扶持力度，且政策上跟随美国的特征日益明显，部分国家被迫以牺牲中国市场为代价配合美国围堵中国半导体产业发展，全球半导体产业阵营化和分割化特点愈加凸显。

### （二）发达经济体半导体产业政策对全球的影响

发达经济体所采取的半导体产业政策，可能给全球半导体产业发展带来多重影响。

一方面，发达经济体通过“真金白银”的补贴工具加大对半导体产业的直



接扶持，有助于推动整个行业生产产能扩张和人才培养，国家间半导体产业竞争有助于加速前沿产业技术的迭代升级。对于发达经济体本身而言，扶持本土半导体产业发展，能够提升半导体产品的自我保障能力，从国家层面维护半导体生产和供给韧性。

另一方面，从全球层面来看，发达经济体为增强本土产业优势和对关键技术控制权所采取的措施，必然会引发全球半导体产业分工的深度调整，可能使整个产业面临更多的不确定性。

第一，扰乱全球半导体产业的正常发展步伐。半导体产业涉及领域众多，产业分工高度精细复杂，且相关领域技术创新所需的资金和技术投入要求越来越高。根据美国集成电路协会评估，如果美国要建立自给自足的本土供应链，预计至少需要 1 万亿美元的预先投资，且芯片产品价格将上涨 35%-65%。波士顿咨询认为，全球主要国家和地区各自建立完整的半导体本地供应，需要投入 9000-12250 亿美元的前期投资，每年半导体产业的运营成本也将增加 450-1250 亿美元。单一国家难以承受半导体产业发展和技术进步所需的资金成本，构建本土半导体产业链所花费的时间成本也需要以十年计算。发达经济体所采取的半导体产业政策，很可能会延缓半导体产业正常的发展进程，推高关联产业的生产成本，全球半导体产业的生产和市场面临碎片化风险。

第二，不利于全球半导体产业安全秩序。经济全球化为全球半导体产业链提供了不可或缺的成长土壤，当前半导体产业链上下游广泛分布于主要经济体，任何单一国家或地区都难以在全产业链中占据绝对优势。半导体产品作为全球贸易规模最大的单一产品类别之一，其生产和销售具有典型的全球化特征，各国各地区半导体产业发展高度依赖境外市场的供给与需求。例如，中国是美国芯片产业的最大出口市场，35%的美国芯片产品出口流向中国市场。波士顿咨询公司估计，如果美国对华采取半导体“技术硬脱钩”政策，将会使美国半导体企业丧失 37%的全球市场收入。事实上，此轮发达经济体半导体产业政策调

整，主要由美国发起并主导，其他经济体更大程度上属于跟随应对。这种追求半导体产业链本土化发展、强化相关技术和产品出口管制的倾向，与半导体产业链全球化布局的大趋势背道而驰，将原本已经密切关联的跨境跨地区半导体产业链人为割裂开来，必然使产业发展和资源配置效率受到折损，使贸易摩擦、地缘竞争风险加剧，危及全球半导体产业链供应链安全。

### （三）对中国的启示和建议

半导体产业对于中国的经济社会发展和国家经济安全具有关键重要意义。一方面，中国可以从发达经济体实践中探寻有益的经验，制定有效的产业政策助力自身半导体产业发展。另一方面，针对发达经济体所采取的出口管制、技术联盟等限制措施，应制定有效对策。

一是加大对基础研究和设施的投入。硬件和软件的行业基础设施存在较强的正外部性属性，需要政府供给或提供相关补贴支持。应着力整合基础研究力量，扩大对与半导体行业相关的基础研究平台、高校、实验室等资金支持。

二是充分整合调动社会各界资源。半导体产业发展需要大量的资金投入，仅靠政府无法独自完成，需要撬动额外的资金和资源进入。美欧采取的半导体补贴措施非常注重通过政府拉动私人投资。一些美国半导体专家提出，政府对于半导体产业的补贴很大程度上属于“首付”。为实现半导体产业可持续发展，政府可以充分发挥产业投资引导基金的作用，吸引有实力的企业和大型金融机构参与助力半导体产业，推动技术、资金和市场更好地融合，打造良性的产业生态体系。

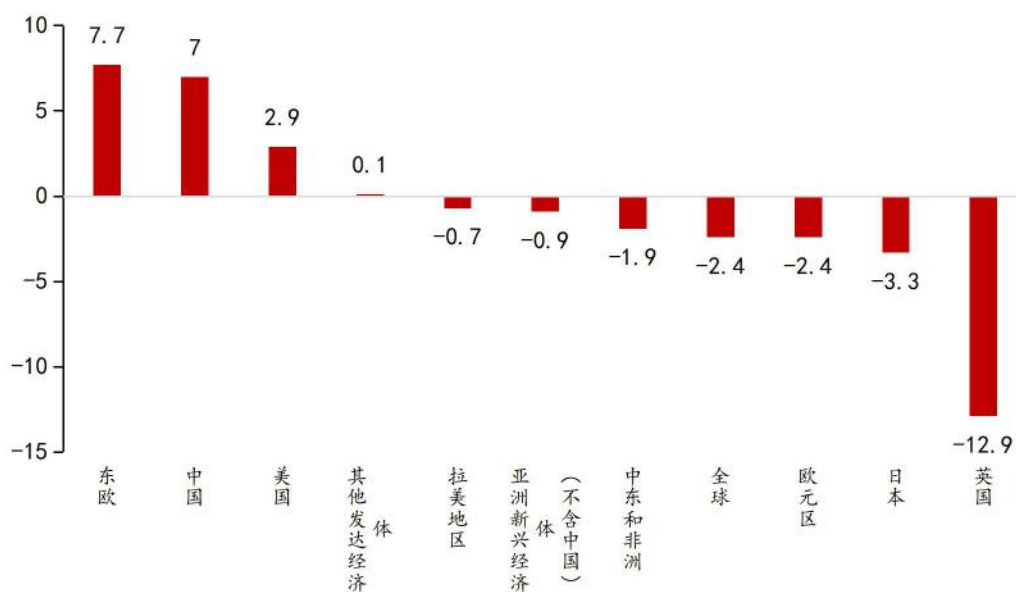
三是有序扩大和海外实体的共同利益。尽管美国等发达经济体越来越多地采取对华限制措施，但中国庞大的市场需求和完备的产业体系具有强劲的吸引力，半导体跨国公司仍有很强的动机扩大在华存在。近年来英飞凌、默克等半导体领先企业纷纷加大在中国的投资和研发力度。面对发达经济体的“小院高

墙”策略，中国可通过扩大彼此企业共同利益的思路予以回应，吸引更多海外关键半导体企业扩大在华投资经营规模，打造国内外实体共同进步、共享发展的半导体产业生态。

## 专题二：近期亚洲主要经济体出口变化特点

近期，部分亚洲经济体出口贸易集体“遇冷”。2023 年一季度，亚洲新兴经济体（不含中国）货物出口量下降 0.9%（图 25），进入二季度，韩国、菲律宾、越南等国出口下跌态势依旧明显。这些经济体的出口结构有差异，在全球产业分工中位置亦不同，出口下滑表现有所差异。

图 25：2023 年一季度部分地区货物出口量增速（%）



资料来源：荷兰经济分析局，中国银行研究院

### （一）部分亚洲经济体出口表现

以美国为代表的发达经济体需求不足是亚洲新兴经济体出口走弱的共性原因。从全球商品进口总量看，美国商品进口需求占比最高，达 13.8%，其次是中国、德国、日本、英国，占比分别为 11.1%、6.4%、3.7%、3.3%。2023 年一季度，美国零售销售总额季调后环比下跌 0.2%，其中制造商销售额下降 1.1%，

服装、家居行业销售额于 2-4 月连续三个月环比负增长。外需不足明显拖累亚洲出口。2023 年一季度，美国自菲律宾、越南、印度尼西亚、柬埔寨进口额同比降幅均超过 10%，自日本进口同比下降 5.7%，自韩国进口同比仅增长 0.8%，比 2022 年四季度增速降低 18.8 个百分点。

日本、韩国以资本和技术密集型产品出口为主，出口持续低迷。两国主要出口商品有汽车、半导体、电子产品等，并且均处于产业链较为上游位置。疫情封锁期间，各国支出转向消费电子产品，带来全球芯片需求激增。随着各国相继解除疫情管制，支出结构恢复正常，电子产品和半导体均进入行业低谷期，对两国出口产生显著负面影响。截至 2023 年 4 月，日本出口连续 13 个月同比负增长；2023 年一季度，计算机零部件、半导体出口累计同比分别下降 20.9%、11.7%，比 2022 年四季度降幅分别扩大 6.5 和 8.8 个百分点，以前述两种商品为代表的机电产品出口进一步下滑带动出口整体走弱。韩国出口连续 8 个月同比负增长，2023 年第一大出口商品半导体出口额单月跌幅多次超过 40%，1-4 月累计同比下跌达 40.3%，高于出口总额跌幅 26.8 个百分点。

菲律宾、越南以出口终端消费品为主，2023 年出口形势急转直下。在全球产业分工中，两国主要承担加工组装环节。2022 年底，两国出口高增态势不再延续，并于 2023 年转为大幅下跌态势，电子产品作为两国第一大出口商品均经历显著下滑。2023 年 1-3 月，占菲律宾出口比重超五成的电子产品月同比降幅均超 10%，最高达 22.2%。越南方面，截至 2023 年 5 月，电子产品、机械设备、纺织服装、鞋靴、木材及木制品这五大消费品作为出口主力，均大幅下跌（表 6），作为越南第一大出口商品的手机及零部件出口额同比减少 16%至 211.7 亿美元。



表 6：2023 年 1-5 月越南主要商品出口累计同比增速（%）

产品	计算机、电子 产品及零部件	机械设备 及零部件	纺织服装	鞋靴	木材及 木制品
份额（%）	14.9	12.2	9.0	6.0	3.7
累计同比增速（%）	-9.8	-5.1	-17.8	-13.3	-28.7

资料来源：Wind，中国银行研究院

印度、马来西亚、印尼等资源出口国，近期出口压力明显抬升。在全球供应链压力明显缓解以及利率高企环境下，国际大宗商品价格高位回落。4 月，布伦特原油、WTI 原油同比下降超 32%，创出年内最高降幅；铁矿石价格同比下跌超 10%；铜、锌、铝等金属价格也均有显著下跌；天然气价格同比下降 67.4%，降幅比 3 月扩大 16 个百分点。大宗商品价格下跌显著拖累 4 月印度、马来西亚、印尼出口表现，出口总额同比降幅分别为 12.7%、17.4%、29.4%，分别较 3 月扩大 5.5 个、16 个、17.8 个百分点。其中，马来西亚原油、棕榈油及制品、液化天然气出口同比下跌 45.7%、34.8%、13.6%，远超过其第一大出口品类电子产品降幅（6.5%）；印尼原油、天然气出口分别减少 59.4%、8.0%；印度“煤和矿产品”出口下跌 21.1%。

## （二）亚洲经济体出口前景分析

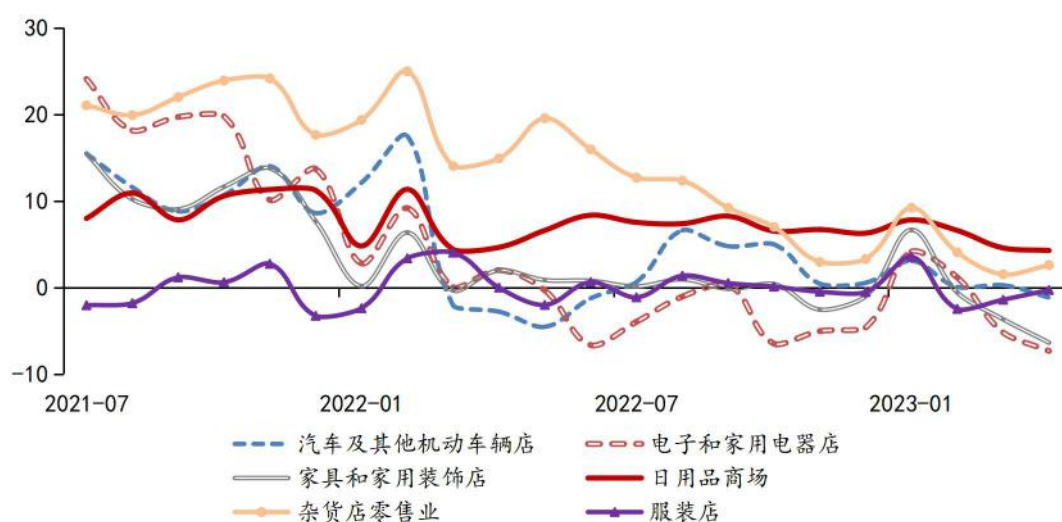
当前外需疲软仍旧是亚洲出口的最大制约因素，但由于供应中断及能源价格高企对全球贸易的不利影响正在消散，部分行业或将走出低谷期，服务贸易有望持续复苏。在经历了上半年的显著下降之后，预计 2023 下半年，亚洲出口贸易将迎来复苏，但全年贸易增长依然疲弱。

短期内，全球消费和投资活动仍受到明显抑制，对亚洲出口产生负面影响。三季度，全球仍将处于高利率环境，前期欧美银行业风波致使银行收紧信贷条

件，全球商品消费及投资活动仍将持续受到抑制。2023 年 5 月，美国制造业 PMI 新订单指数下跌至 42.6%，美国红皮书零售销售指数同比增速从 2022 年底的 10.2% 下跌至 2023 年 6 月初的 0.6%。欧元区零售销售指数连续 7 个月同比负增长，6 月其 Sentix 投资信心指数较 5 月下降 2.7 个点至 -17.0。这表明，美欧持续加息对消费和投资活动的抑制作用正逐渐显现，若美欧央行下半年继续加息，亚洲出口贸易仍将持续承压。

若美国商品消费转向非耐用商品，或将带动亚洲经济体轻工业出口增长。在美国商品消费普遍回落背景下，日用杂货类非耐用品消费增速回落速度更低，呈现一定韧性（图 26）。非耐用品去库存速度更快，2023 年一季度，服装、食品饮料、日用品商店零售库存同比增速分别为 11.0%、10.8%、2.6%，显著低于机动车辆和零部件增速（21.4%）。美国是越南纺织服装业第一大出口市场，进口了越南约 60% 的服装、40% 的鞋靴，是菲律宾第一大食品和农产品出口目的地。若未来美国消费结构向非耐用品倾斜，越南、菲律宾等国的低值消费品对美出口或将迎来增长。

图 26：美国部分行业零售销售总额同比增速（%）



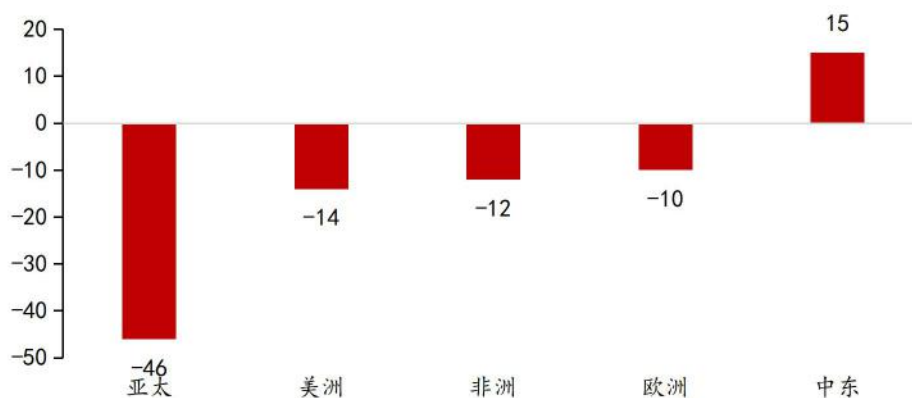
资料来源：Wind，中国银行研究院

下半年，消费电子和内存半导体市场或触底反弹，为亚洲出口贸易增长注入新动能。六成以上的半导体需求来自计算机和移动设备，两类产品最近一次需求低点分别形成于 2019 年、2020 年第三季度，各自更换周期分别为 4-5 年和 2-3 年，据此推测，2023 年中期之后，电子产品市场或将走出需求低点，继而带动半导体行业复苏。5 月，韩国开发研究院（KDI）发布的《韩国经济展望报告》认为，随着半导体市场低迷局面的改善，预计 2023 年下半年韩国出口贸易将增长 2.1%，比上半年高 1.2 个百分点。6 月 12 日，韩国关税厅发布数据显示，该国 6 月前 10 天出口额同比增加 1.2%，是时隔四个月首次同比正增长。但另一方面，根据世界贸易组织 5 月发布的货物贸易晴雨表，电子元件指数为 85.2，相比 3 月读数仅提高了 0.3 个点，连续两次均是各成分指数中最低的读数。牛津经济研究院的一项报告显示，当前世界半导体销售额较 2022 年的峰值下降了 25%。这些迹象表明，消费电子及半导体行业的完全复苏尚待时日。

跨境旅游仍将继续支撑服务贸易出口。伴随着越南、日本等国放开入境管理规定，以及“线下办公”逐渐恢复，跨境休闲游和商务游市场重新打开。2022 年中开始，印度、马来西亚、印尼、日本、韩国等地外国游客数量呈现不同程度增长；2022 年下半年至 2023 年初，企业航班预订追平了休闲航班预订。2023 年 1-4 月，印尼、日本、越南入境外国游客数量每月同比增长均至少超五倍。游客增多带动旅游收入增加，同 2019 年同期水平相比，2023 年 2 月，日本、韩国跨境游收入降幅较 1 月分别收窄 16 个、6 个百分点，恢复至疫情前水平的 80%、67%。中国同亚洲地区国家地理位置相邻，贸易、旅游方面有密切联系，2023 年初，中国改变疫情管控政策，进一步带动亚洲地区旅游业增长。未来亚太地区跨境旅游业仍有较大增长空间。根据世界旅游组织统计，一季度，亚太地区游客到达数量比 2019 年同期减少 46%（图 27），其中东南亚、南亚分别减少 32%、17%，同中东、欧洲、非洲、美洲四个地区相比，亚太地区跨境游恢复略显逊色。随着下一阶段亚洲旅游业延续强劲复苏态势，服务贸易出口有

望得到恢复。

图 27：2023 年一季度不同地区跨境游客数量同比变化（%）



注：图中数据是同 2019 年同期水平相比计算得到的结果

资料来源：世界旅游组织，中国银行研究院

### 专题三：基于 SOFR 的美元基准利率改革与国债回购市场的系统重要性

2023 年 6 月 30 日之后，美元 LIBOR 将正式退出国际金融市场。随着 LIBOR 逐步退出历史舞台，新的基准利率使用进展、潜在风险、未来多元基准利率格局成为国际社会关注的焦点。

#### （一）基于美元 SOFR 定价的市场发展特征

目前，SOFR 在资产类、负债类金融产品和衍生品的新合约中取得良好进展。

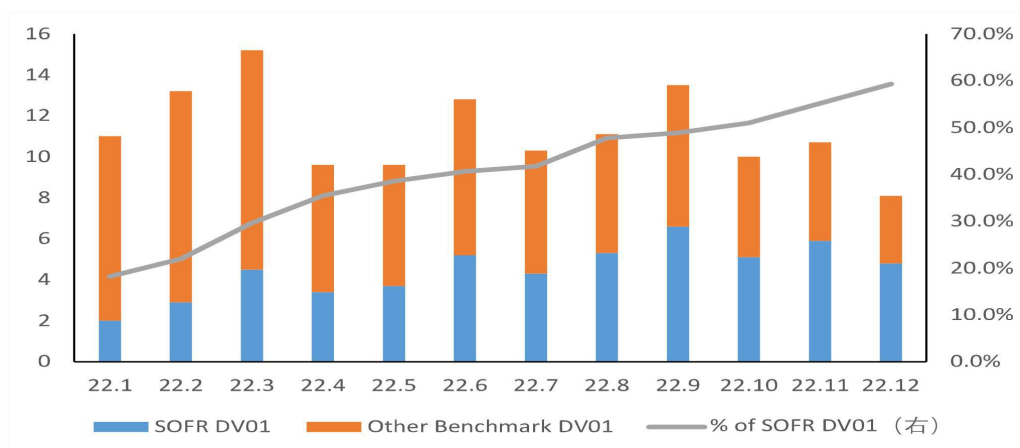
一是 SOFR 已成为现金市场主要的参考利率。基于 SOFR 的现金产品月度发行量有所增加，2022 年全年累计发行总额为 1.2 万亿美元，到期日大多在一年及以内。贷款市场，2022 年以来，基于 SOFR 的银团贷款占比超过 90%，累计发放 1.7 万亿美元，而 2021 年 12 月这一比例约为 30%。债券市场，SOFR 被广泛用于设定浮动利率票据和债券的利率，接近 100% 私人部门发行的浮动利率债券均参考 SOFR。



二是房利美和房地美不再接受 LIBOR 可调利率抵押贷款。在住房贷款方面，2023 年 1 月 15 日美国联邦住房金融局（FHFA）宣布，从 7 月 1 日起停止接受以 LIBOR 为基准的住房贷款，鼓励贷款机构尽快转向使用 SOFR 或其他替代利率。房利美和房地美只接受 SOFR 可调利率抵押贷款，而基于 LIBOR 的相关产品退出。

三是衍生品中 SOFR 使用进展迅速，远期利率协议的需求大幅下降。日均 SOFR 期货交易量稳步增长，2022 年 12 月，挂钩 SOFR 的期货交易规模占美元计价期货的比例为 58.7%，而 2022 年 1 月这一比例为 18.5%（图 28）。与 SOFR 相关的利率类衍生品合同中，隔夜指数掉期（OIS）占主导。2022 年 12 月，4.7 万亿美元的 SOFR 挂钩名义交易中，OIS 交易占 63.7%，基差掉期占 11.4%，期权等约占 22.2%。从期限来看，大多数与 SOFR 相关的交易都是短期的，41.8% 的期限在一年及以内，35.4% 的期限在一年以上五年以下，22.8% 的期限在五年以上。

图 28：SOFR 期货交易活动占美元计价期货百分比



资料来源：ISDA，中国银行研究院

## （二）基于 SOFR 的美元基准利率体系的影响

当前，全球基准利率体系面临重构，美元基准利率定价权由离岸回归在岸市场，SOFR 将逐步在金融市场交易和资产定价中发挥着“神经中枢”的作用。

第一，**SOFR** 的推广将提高美联储货币政策效应及对离岸美元市场的影响力。**LIBOR** 作为离岸美元资金价格，美联储对其控制程度较低。**SOFR** 来源于美国三大隔夜回购市场，这意味着美元资产的定价权将由欧洲美元市场回到美国在岸市场。美联储通过公开市场操作的利率调控机制作用于联邦基金市场和回购市场，从而更加直接、精准、高效地影响在岸美元流动性，并最终影响全球美元资产价格。随着美元 **LIBOR** 向 **SOFR** 转换，市场运用 **SOFR** 定价的能力增强和挂钩 **SOFR** 金融产品规模扩大，美元 **SOFR** 对离岸美元市场的资金配置将发挥越来越重要的传导作用。

第二，提升美国国债回购市场的国际地位，市场参与者或将更依赖短期回购。首先，国债回购需求增加。市场主体管理美元流动性头寸，需要持有更多美国国债，以参与回购市场。为了满足美元利率风险对冲管理需要，越来越多的金融产品和合同开始使用 **SOFR** 作为基准利率，对 **SOFR** 衍生品的需求将进一步增加。其次，市场行为会发生变化。从 **LIBOR** 向 **SOFR** 的转变可能会改变回购市场中市场参与者的行为，部分金融机构可能会改变原有的融资策略，更多地依赖隔夜回购市场。再者，影响回购市场稳定性。**SOFR** 的定价基于回购市场，这意味着基于 **SOFR** 的金融产品能够更准确地捕捉到市场的供求和风险变化。但是，也面临一旦市场状况恶化，回购市场的波动性可能增加，从而影响金融体系的稳定。

第三，改变金融机构产品定价及风险管理模式，企业要重新考虑融资成本，防范关键时点的流动性困境。**SOFR** 的使用对金融机构的影响是全方位的，需要特别关注在新的基准利率体系下金融产品定价及创新。一是金融机构需要调整金融产品的定价和利息计算方式，从基于 **LIBOR** 的前瞻性利率，转换为基于 **SOFR** 的后顾性利率。这可能会导致现金流和风险管理模式的一系列变化。二是基准利率改革尘埃落定，基于 **SOFR** 金融产品的市场竞争格局面临调整，这将推动金融机构适应 **SOFR** 定价产品市场的发展和创新，兼顾离岸与在岸、信

贷与债券市场、场内与场外衍生品的发展。理性评估、稳妥推进利用基于期货合约或互换合约计算出来的期限利率。

#### 专题四：全球金融结构演变与非银行金融机构脆弱性

近年来，全球金融结构发生深刻变化。FSB 数据显示，2008 年至 2021 年，银行业在全球金融业比重由 46.6% 降至 37.6%；非银行金融机构<sup>1</sup>占比由 42.4% 升至 49.2%。新兴经济体非银行金融机构资产规模快速增长，并超过发达经济体。2021 年，新兴经济体非银行金融机构资产规模占比为 14.27%，较 2006 年提高 11.6 个百分点。2021 年，中国非银行金融机构资产规模为 11.42 万亿美元，排名全球第二位，美国规模为 20.52 万亿美元，居全球第一位。

从绝对规模看，其他投资基金、自保金融公司（指给母公司主营业务提供服务的金融机构，如汽车融资公司）、中介经纪商规模均超过 12 万亿美元，在其他金融板块中占据重要位置。对冲基金、信托公司、房地产投资信托等类型的非银行金融机构规模快速攀升。2010 年至 2021 年，全球对冲基金规模由 0.81 万亿美元升至 6.98 万亿美元，升幅达 7.6 倍。信托公司资产规模由 0.67 万亿美元升至 4.10 万亿美元，升幅达 5.0 倍。房地产投资信托（REITs）规模由 0.94 万亿美元升至 3.13 万亿美元，升幅达 2.3 倍。由于监管改革步伐相对滞后，在长期低利率环境下，非银行金融机构的风险承担水平显著上升。随着外部利率环境的变化，非银行金融机构的风险脆弱性事件频发，引发广泛关注。

<sup>1</sup> 根据 FSB 定义，非银行金融机构（NBFI）指除央行、商业银行、公共金融机构外的金融机构。其他金融机构（OFI）是 NBFI 的子集，从 NBFI 减去保险公司、养老基金等，主要包括投资基金、中央交易对手方、证券经纪公司、信托公司、结构化融资工具等。

**表 7：2010-2021 年其他金融机构资产规模变化及增速**

	2010	2012	2014	2016	2018	2020	2021	增速
对冲基金	0.81	2.77	3.91	4.34	5.04	6.35	6.98	758.38%
信托公司	0.67	1.44	2.59	3.65	4.15	3.96	4.10	506.72%
房地产投资信托	0.94	1.39	1.75	2.01	2.52	2.78	3.13	234.21%
其他投资基金	21.58	25.77	33.59	38.25	41.83	56.35	65.89	205.32%
自保金融公司	10.06	12.49	17.35	24.56	24.46	22.93	23.72	135.72%
中央交易对手	0.44	0.41	0.37	0.43	0.72	0.69	0.92	110.05%
货币市场基金	4.60	4.44	4.87	5.38	6.28	8.34	9.07	96.91%
养老金	23.46	26.17	30.76	33.39	35.92	41.90	44.70	90.55%
其他	6.88	6.83	8.22	8.53	8.68	11.88	12.80	86.24%
保险公司	22.28	24.85	28.11	30.63	32.47	38.12	39.99	79.47%
财务公司	4.09	4.15	4.32	4.44	4.94	5.72	6.04	47.86%
证券经纪公司	8.60	9.27	10.06	9.85	10.34	12.15	12.49	45.22%
结构化融资中介	6.66	5.35	4.75	4.45	4.92	5.57	6.27	-5.90%

资料来源：FSB，中国银行研究院

### 事件 1：美国优质货币市场基金遭挤兑

货币市场基金是指投资于货币市场上短期（一年以内）有价证券的投资基金。对投资者而言，投资货币市场基金既能够享受到活期存款流动性，同时享受到比活期存款更高的利率水平。2019 年末，全球货币市场基金超 7 万亿美元，其中美国占 57%。美国货币市场基金主要分为政府货币市场基金、优质货币市场基金和免税货币市场基金。政府货币市场基金和优质货币市场基金份额合计超过 90%。前者主要投资国债，后者主要投资商业票据和银行体系发行的大额存单。两类基金产品的监管要求存在差异，优质货币市场基金当日流动性水平和周流动性水平跌至某水平之下时，将面临赎回限制和收费机制。

2020 年 3 月，受新冠疫情冲击影响，投资者风险偏好发生巨大变化，对现金（准现金）需求明显上升。机构投资者大规模抛售以公允价值计量的机构优质货币市场基金，增持政府货币市场基金。2020 年 3 月，主货币市场基金余额单月从 1.11 万亿美元降至 0.98 万亿美元，政府货币市场基金规模由 2.79 万亿美元增至 3.65 万亿美元。优质货币市场基金是非美资银行、美资银行获取流动性的重要方式，挤兑效应通过影响商业票据、大额存单传染至银行体系，在美外资分行的负债端受到严重冲击，离岸美元泰德利差大幅飙升，并向多个市场进行传导。



## 事件 2：美国对冲基金先行者资本爆仓

对冲基金是金融衍生产品进行大量复杂交易寻求套利机会的机构，其具有交易不透明、杠杆较高，大量采用相对价值策略等特征。先行者资本是一家主要投资美国股票市场的对冲基金。疫情期间，先行者资本大量追逐高成长股票，风险敞口高度集中，重仓股票主要包括 Viacom、Discovery、跟谁学、腾讯音乐、百度、雾芯科技等。为了追逐更高收益，先行者资本通过总收益互换和融资等业务大量增加杠杆，其与瑞士信贷的总收益互换杠杆倍数达 17 倍。

2021 年 3 月，维亚康姆集团（Viacom）高位增发引发股价暴跌，中国整顿校外培训机构的政策导致跟谁学等培训机构股票连续下跌数个交易日，3 月 24 日，《外国公司责任法案》最终修正案通过，在美上市中概股退市压力加大。先行者资本难以应对股价下跌引发的追加保证金要求，最终触发瑞士信贷、高盛、摩根士丹利等投行的强制平仓潮，大量中概股被抛售，引发市场大幅动荡。

## 事件 3：英国养老金爆仓

养老金管理机构在英国金融体系中占据重要地位。英国养老金遵循负债驱动型投资策略（LDI）。LDI 策略基于固定收益养老金计划（Defined Benefit Pension Plans, DB 计划）<sup>2</sup>最终支付负债的现值，在考虑利率和通胀预期基础上，买入期限与负债匹配的等值债券。其优点在于能够使养老金净资产价值对利率和通胀率变动产生“免疫”，以实现市场波动下融资率的稳定。2008 年金融危机以来，受投资回报率下降、监管政策调整等因素影响，DB 计划经营难度加大，在英国吸引力明显下降。为了解决低利率环境下 DB 计划资产负债匹配的问题，越来越多 DB 计划选择使用 LDI 投资策略。LDI 策略导致 DB 计划资产配置集中度大幅上升，2006 年至 2021 年，英国养老金 DB 计划中债券占比由 28.3% 升至 71.6%。英国长期低利率环境使 LDI 策略实施成本大幅上升，

<sup>2</sup> DB 计划是指雇主支持的养老金计划，员工退休或丧失就业能力后可按工龄、职位等因素，确定一个固定的（可按通货膨胀率调整）退休津贴数额，通常按月发放直至受益人去世。

导致 DB 计划通过利率衍生品加杠杆。据统计，英国 62% 的养老金都使用 IRS 进行杠杆投资，平均杠杆倍数为 4.2 倍，最高达 6 倍，是此次危机重要的微观基础。

2022 年 8 月和 9 月，英格兰银行连续两次加息共计 100 基点。时任英国首相特拉斯推出两项财政扩张计划。一是价值 400 亿英镑的能源紧急救助计划，旨在帮助英国企业度过能源危机。二是价值 450 亿英镑“迷你预算”，涉及减税、加大基础设施投资等领域。上述财政扩张计划将通过未来 6 个月英国政府发行国债方式满足。新刺激计划推出引发了市场投资者对英国政府财政赤字和债务可持续性前景的担忧。2022 年 9 月 22 日至 9 月 27 日，英国 10 年期、20 年期和 30 年期国债收益率分别提高 90 基点、98 基点和 120 基点。英国养老金机构持有大量“锁定固定利率，支付浮动利率”的利率掉期产品，国债收益率大幅跳升，使养老金 IRS 产品发生浮亏，交易对手要求追加保证金。面对大量集中性保证金追缴要求，养老金管理机构不得不甩卖国债等资产补充流动性，英国金融市场流动性急剧萎缩，英国股、债、汇市场受到全面波及，呈现危机特征。

当前，非银行金融机构风险不断释放，应不断完善监管制度，促进金融体系稳健发展。一是关注杠杆、流动性、集中度、关联性等维度的风险特征，针对不同非银行金融机构特点设置差异化的标准。厘清传染链条，做好风险预案。将审慎监管从公司维度下沉到产品维度，针对具有赎回、保证金追缴、抵押品加杠杆特征产品，优化监管制度设计，防止踩踏风险。二是加强行为监管。应规范金融产品的研发、销售和交易等环节，加强信息披露和监管协调，建立非银行金融机构信息共享机制。三是完善风险处置机制。针对具有较强系统外溢效应的金融子行业，如公募基金、养老金管理机构、理财子公司等，考虑建立行业处置基金。四是完善公司治理机制。树立负责任的发展理念，加强对股东资质的审核，充分发挥“三会一层”的约束机制。加大关联交易的监管力度，

强化信息披露机制，构建具有风险约束效应的薪酬约束机制。五是要充分发挥中央银行“最后贷款人”功能，丰富流动性救助工具，防止风险外溢。

---

### 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