中国银行 BANK OF CHINA 研究院

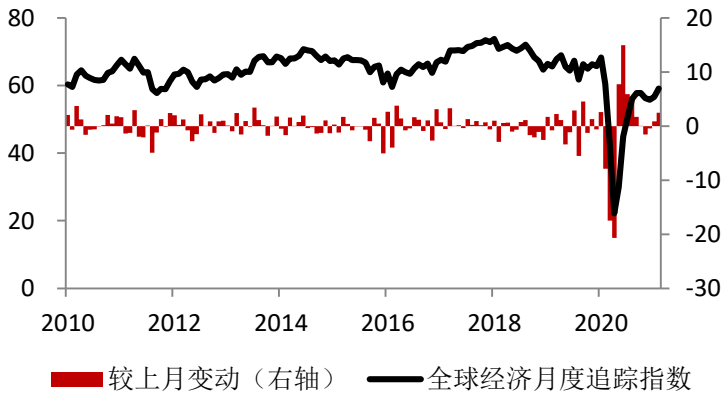
全球经济金融展望报告

2021 年第 2 季度（总第 46 期）　　报告日期：2021 年 4 月 1 日

要点

- 2021 年一季度，全球经济呈现复苏势头，但结构和区域分化严重。全球金融市场在流动性充裕、预期改善与政策退出担忧等多重因素作用下表现震荡。
- 展望二季度，全球经济复苏有望加快，但分化与波动仍将是主基调，通胀预期和市场利率的变化值得高度关注。
- 拜登上台后，美国内政外交政策将发生重大调整，对国际秩序和全球化走向带来显著影响。
- 近年来，美国国债市场投资者结构出现较大变化，其行为特征将改变美国国债收益率及曲线形状。
- 后疫情时代，在诸多不确定性因素冲击下，新兴经济体债务可持续性面临严峻挑战。

全球经济月度追踪指数变动趋势



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
　　王若兰
　　曹鸿宇
　　邹子昂
　　蒋效辰
　　王　淳
　　黄小军（纽约）
　　陆晓明（纽约）
　　瞿　亢（伦敦）
　　张明捷（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

全球经济结构分化，金融市场震荡加剧

——中国银行全球经济金融展望报告（2021 年第 2 季度）

2020 年一季度以来，伴随着疫情形势缓解、疫苗接种加快，全球经济呈现复苏势头，但结构和区域分化严重，突出表现在供给端快于需求端、美国快于欧日、亚太快于非洲拉美。全球金融市场在流动性充裕、预期改善与政策退出担忧等多重因素作用下表现震荡。展望二季度，全球经济复苏有望加快，但分化与波动仍将是主基调，通胀预期和市场利率的变化值得高度关注。本期报告分别对拜登上台对全球化的影响、美国国债市场投资者结构变化及新特点、新兴经济体债务风险及应对进行专题分析。

一、全球经济季度回顾与展望

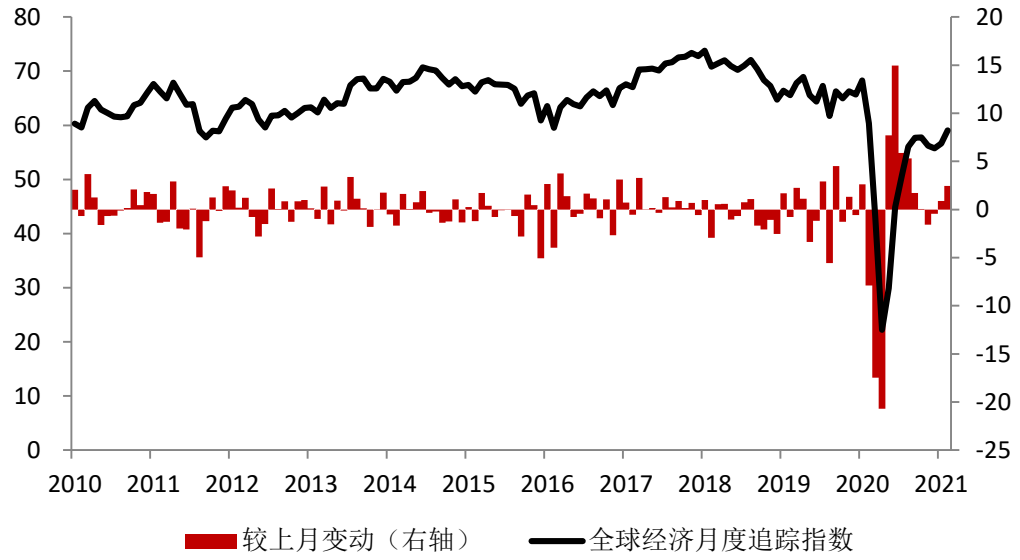
（一）全球经济复苏有望加速

全球经济走势与新冠肺炎疫情演进密切相关。2020 年 3-4 月，疫情在欧美国家和新兴经济体快速蔓延，各国普遍采取停工停产和社交隔离措施，全球经济遭受严峻冲击，陷入深度衰退。5 月以后，各国经济陆续重启，全球经济开始走出低谷。但由于四季度疫情二次反弹，经济增速再度放缓。

为了更好地反映全球经济形势变化，我们构建了月度追踪指数，主要包括四个方面：全球生产指数、全球服务业和消费指数、全球贸易指数、全球风险缓释指数。根据我们的测算，该指数从 2020 年 4 月 22.2 的低位逐渐恢复至 10 月的 57.8，之后两个月小幅回落至 55.8（图 1）。2021 年春节前后，随着全球疫苗接种加速，每日新增病例大幅下降，疫情对经济影响逐渐减弱，全球经济再次进入复苏通道。2021 年 2 月，全球经济月度追踪指数回升至 59.1，连续 2 个月反弹，四个分项指数分别较 2020 年 12 月增长 0.7、0.3、1.2 和 1.1 点（图 2）。

目前，全球经济月度追踪指数仍明显低于 2020 年 1 月水平，离疫情前趋势水平仍有距离。

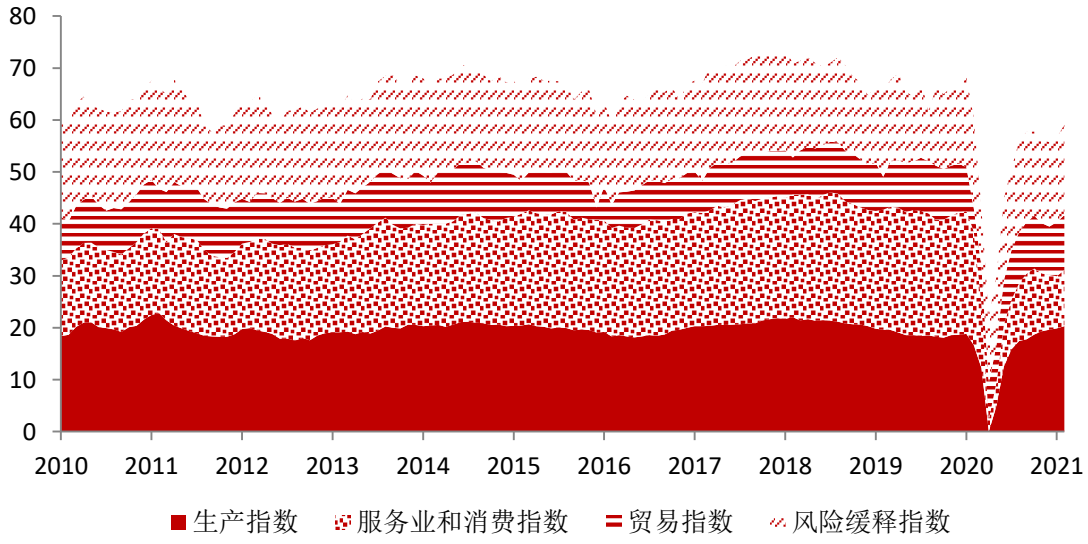
图 1：全球经济月度追踪指数变动趋势



注：指数越大说明全球经济复苏势头越好。

资料来源：中国银行研究院

图 2：全球经济月度追踪指数分项变化情况

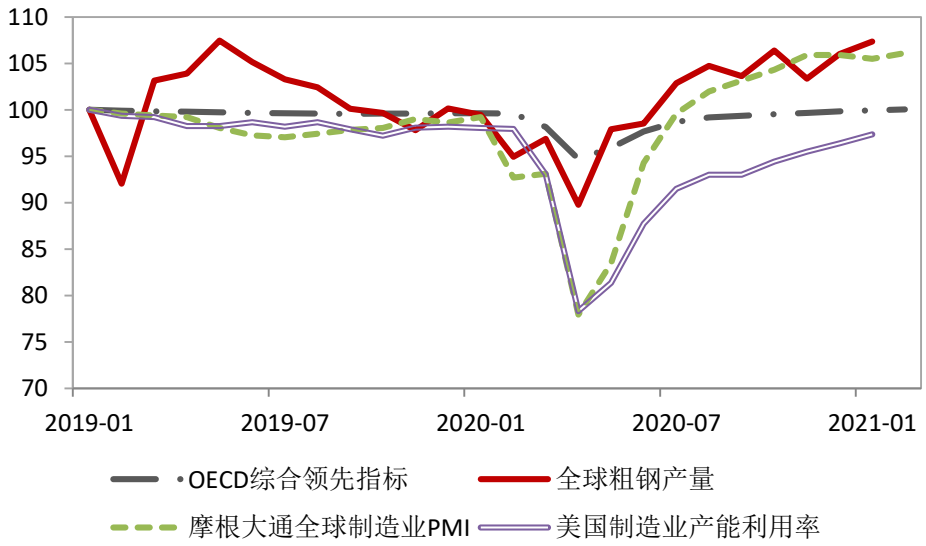


资料来源：中国银行研究院

目前全球经济复苏结构分化，存在三组不平衡不匹配问题。

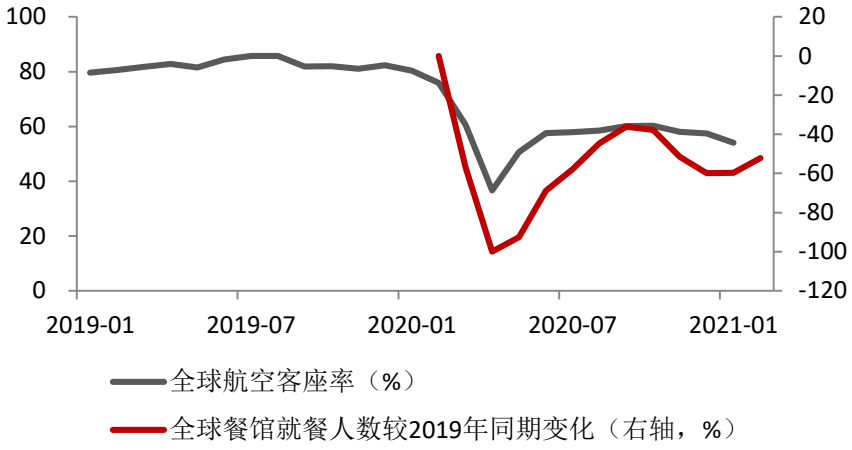
一是全球生产层面复苏快于消费层面。此次新冠疫情对供给和需求端同时造成了严峻冲击，但对需求端的冲击更加严重。从需求端看，疫情初期各国在社会领域采取的封城和社交隔离等防控措施，致使居民无法消费、不愿消费。从供给端看，部分企业停工停产，生产和物流遇阻。随着复工复产的推进，产业链和供应链逐渐恢复，摩根大通全球制造业 PMI 指数、OECD 综合领先指标、全球粗钢产量等生产端指标基本回到或超过疫情前水平（图 3），但居民消费意愿并未出现大幅改善，OECD 消费者信心指数较疫情前水平低 2 个点左右，全球餐馆就餐人数较 2019 年同期低 50%左右，航空客座率仅为疫情前的 7 成（图 4），消费端复苏明显滞后于生产端。

图 3：全球生产端指标变化趋势（2019 年 1 月=100）



资料来源：Wind，中国银行研究院

图 4：全球需求端指标变化趋势



资料来源：Wind，中国银行研究院

二是区域复苏分化，发达经济体中美国复苏快于欧元区和日本，新兴经济体中亚太地区复苏快于非洲和拉美地区。2020 年美国经济遭遇疫情冲击、宪政危机、金融动荡等多重打击，经济增速下降 3.5%，是 1946 年第二次世界大战结束以来最严重的经济萎缩。但与欧元区和日本相比，美国经济衰退程度相对较小，分别较上述地区低 3.3 和 1.3 个百分点。与此同时，美国经济复苏步伐也更快，各行业产出规模、工业生产指数、零售品消费和就业市场逐渐恢复。

表 1：2020 年主要发达经济体指标对比（%）

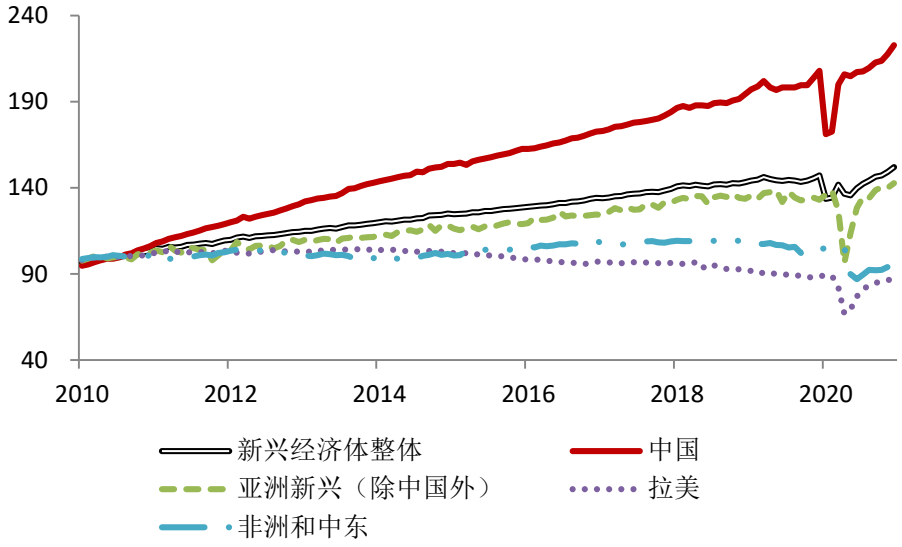
	美国	欧元区	日本
GDP 增速	-3.5	-6.8	-4.8
工业生产指数增速	-7.0	-9.3	-10.1
个人消费支出变动	-2.7	-8.0	-5.9
国内私人投资（或资本形成总额）变动	-4.0	-8.3	-6.5

资料来源：Wind，中国银行研究院

新兴经济体中，亚太地区由于疫情防控得当，目前经济活动逐渐恢复。而非洲和拉美大部分国家疫情仍在蔓延，国内财政资源有限，人均收入较低，医疗水平落后，无法调动足够多的资源保护本国企业、就业或实施疫苗接种，因

此经济表现相对较差。截至 2020 年底，亚洲新兴经济体工业生产指数已超过疫情前水平，而拉美、非洲和中东新兴经济体工业生产仍低于疫情前水平，特别是非洲和中东地区较疫情前水平仍有较大缺口（图 5）。

图 5：主要新兴经济体工业生产指数复苏情况对比（2010 年=100）



资料来源：荷兰经济分析局，中国银行研究院

三是实体领域风险减弱，金融领域风险抬升。目前全球经济整体风险有所下降。2021 年 2 月，全球经济政策不确定性指数和美国贸易政策不确定性指数分别较 2020 年底下降 95.4 和 68.9，花旗十国集团和新兴市场经济意外指数也处于相对高位，经济复苏情况好于市场普遍预期。但伴随实体经济复苏，市场通胀预期和发达经济体货币政策转向预期升温，金融市场波动加大，脆弱性有所上升（表 2）。根据国际金融协会（IIF）统计，2021 年 2 月，新兴经济体证券资本净流入规模为 31.2 亿美元，较 2020 年底高点回落 70.9%；3 月前两周，新兴经济体证券投资由净流入转为净流出，平均每日净流出 2.7 亿美元。

展望二季度，预计全球经济复苏将进一步提速。目前全球新冠疫苗接种人数和比例逐渐增加，预计疫情将逐渐改善。全球生产和贸易领域将逐渐恢复至疫情前水平，餐馆、旅客出行等消费活动也将逐渐从低位反弹，经济复苏将加

快。与此同时，复苏进程将进一步分化。考虑到发达经济体政策支持力度更大，疫苗普及速度更快，预计复苏步伐将更快。预计二季度全球经济环比增长折年率为 6.1%，较一季度提高 2.5 个百分点，全年经济增速 5.7%左右。

表 2：全球经济风险热图

	全球经济政策不确定性指数	花旗十国集团经济意外指数[1]	花旗新兴市场经济意外指数	美国贸易政策不确定指数	标准普尔 500 波动率指数(VIX)	新兴经济体证券资本净流入
2020-01	226.6	5.4	1.6	646.8	13.9	35.0
2020-02	228.5	16.1	21.6	463.0	19.6	6.2
2020-03	356.4	24.2	-25.0	194.8	57.7	-90.1
2020-04	357.7	-62.3	1.7	239.9	41.5	6.6
2020-05	429.4	-112.3	7.2	161.5	30.9	35.9
2020-06	328.6	-9.4	11.0	57.1	31.1	52.9
2020-07	351.3	101.2	-17.7	89.8	26.8	32.2
2020-08	301.1	164.3	14.4	150.9	22.9	23.5
2020-09	292.9	121.3	38.4	96.6	27.6	33.4
2020-10	308.8	85.9	45.1	331.2	29.4	61.9
2020-11	368.0	75.4	57.5	204.6	25.0	107.4
2020-12	296.5	95.9	66.8	123.6	22.4	48.8
2021-01	272.6	90.6	63.6	72.7	24.9	52.5
2021-02		89.5	64.1	54.6	23.1	31.2

注：深红色、淡红色、黄色、浅绿色、绿色分别代表高风险、中高风险、中风险、中低风险和低风险，图中数字为指标实际值或月度均值。

资料来源：Wind，中国银行研究院

（二）重点国别/地区经济形势研判

1.美国经济加速复苏

美国经济供给端和需求端均呈现复苏势头。2021 年一季度，随着疫苗广泛接种，美国每日新增确诊病例已降至 6.3 万例，较 1 月最高点下降 80.7%，疫情最艰难阶段似已过去，经济活动逐渐恢复。供给端方面，美国 ISM 制造业 PMI 连续 8 个月高于 60，非制造业 PMI 连续 9 个月位于荣枯线之上，失业率连续

[1] 花旗经济意外指数是花旗集团和摩根集团于 2003 年 1 月推出的一个客观定量化测度经济数据的指数。当其为正数的情况下，表示实际经济情况好于人们的普遍预期，负值则表明不及预期。

10 个月回落。需求端方面，受居民可支配收入和财富的大幅上升，消费出现回暖，2 月份个人最终消费商品同比上升 2.8%。社会投资信心有所修复，Sentix 投资信心指数连续 4 个月出现回升。

在拜登新政刺激下，预计美国经济将加速复苏。拜登已正式签署 1.9 万亿美元财政纾困法案，该法案金额约占 2020 年美国 GDP 的 9.1%。拜登还计划继续推出规模可能高达 2 万亿美元的基础设施建设方案，相关举措有利于提振社会总需求。美联储维持宽松货币政策，融资成本将继续处于低位，私人投资将逐渐反弹。拜登政府高度重视美国制造业回流和产业链安全，推出新的“美国制造”计划，签署“购买美国货”行政令，主张在清洁能源、制造业和护理领域创造新的就业机会。在此背景下，市场普遍提高了对美国经济增长预期。彭博社对经济学家的最新月度调查显示，预计 2021 年美国 GDP 将增长 5.5%。牛津经济研究院更加乐观，预计增速将达到 7%，增加约 700 万个就业岗位。

美国经济下行风险并未完全消失。一是就业市场遭受结构性伤害，社会贫富分化不断加剧。疫情对就业市场的伤害是根本性的，即使疫情得到控制，很多就业岗位也不会快速恢复。丰厚的财政补贴也导致道德风险，部分劳动者主动退出劳动力市场，永久失业人数增多，对劳动力市场的伤害短期将无法弥补。美国劳工部数据显示，2021 年 2 月失业人口虽然降至 997 万人，但比 2020 年 2 月多 425 万人，其中永久失业人口多 219 万人；劳动参与率降至 61.4%，较疫情前 63%的平均水平明显下降。金融市场繁荣和房地产价格上升对高净值家庭更加有利，社会贫富分化进一步加剧，富人消费倾向相对较低，年收入低于 5 万美元的家庭入不敷出，一定程度上将限制耐用品消费增长的可持续性。**二是通胀预期被低估，通胀可能会以更快速度上升。**从需求端看，考虑到居民手中拥

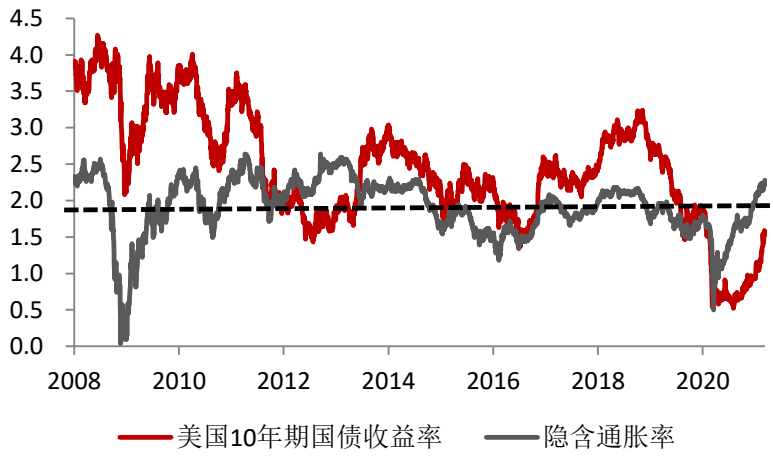
有大量超额储蓄和被疫情压制的服务业消费需求，如果疫情形势改善，预计占美国 CPI 权重约 36.3%的食品饮料、交通运输、娱乐等价格将上涨，叠加住宅价格上涨预期，通胀可能将迅速提升至 2%以上（表 3）。目前 10 年期通胀保护国债（TIPS）隐含的通胀率预期已经达到 2.3%，未来可能会继续攀升（图 6）。

表 3：美国 CPI 分项权重及对通胀影响预期

CPI 分项	权重（%）	对通胀影响方向
食品和饮料	15.272	↑
住宅	42.173	↑
服装	3.343	中性
交通运输	15.289	↑
医疗保健	7.716	中性
娱乐	5.75	↑
教育与通信	7.062	中性
其他商品与服务	3.394	中性

资料来源：美国劳工统计局，Wind，中国银行研究院

图 6：美国 10 年期 TIPS 隐含通胀率变化趋势（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

2.欧元区经济复苏进程延迟

受疫情防控影响，欧元区经济复苏进程延迟。欧洲第二波疫情来势凶猛，新增感染病例急剧增多，各国政府不得不重新实施严格的封锁措施，部分经济

活动被迫叫停。欧元区国家宏观经济发展程度参差不齐，意大利、西班牙等重要经济体严重依赖旅游业，且欧洲中小企业众多，面对危机的抗压性较弱。由于仍需采取严格措施来控制病毒蔓延，并且疫苗接种计划进展缓慢，欧元区经济活动将在一定时间内保持低迷。

制造业与服务业两极分化。出口市场需求上升提振生产增长，制造业数据持续呈现向好趋势，成为引领区域经济复苏的重要动力。欧元区制造业 PMI 指数自 2020 年 5 月以来从低谷持续回升，尤其是德法两国制造业保持了强劲的增长势头，2021 年 2 月两国制造业 PMI 分别达到 60.7 和 56.1。服务业则重新陷入衰退，欧元区服务业 PMI 指数自 2020 年 5 月触底反弹至 8 月的高位后连续萎缩，但幅度较前期明显减弱。整体而言，欧元区服务业持续疲软，抵消了制造业的强劲增长势头。

大规模刺激计划资金尚未到位拖累欧元区复苏。2020 年 7 月欧盟推出总规模逾 1.8 万亿欧元的经济复苏计划，包括 1.074 万亿欧元的长期预算和 7500 亿欧元的恢复基金。受欧盟内部程序限制，“恢复基金”框架下的多数资金仍未发放到位。根据“恢复基金”发放计划，各成员国需在 2021 年 4 月底前提交详细的资金使用计划，待欧盟委员会批准后，有望在下半年开始获得发放的资金。

展望未来，预计二季度欧元区将逐渐回归复苏轨道，主要体现在三个方面：**第一，劳动力市场稳定是潜在消费购买力的保障。**得益于临时就业补助措施等，欧盟劳动和就业市场相对可控。欧元区失业率自 2020 年三季度起开始下降并在 2021 年趋稳，1 月份保持在 8.1%。德国安联保险分析称，2020 年欧盟及其成员国就业补助计划帮助欧盟前五大经济体保住了约 4500 万个就业岗位，约占这些国家总就业人数的三分之一。**第二，通胀率有所上升，货币政策持续宽松。**伴随大宗商品顺周期上涨，通胀开始回归。欧盟统计局最新数据显示，2021 年 1 月和 2 月欧元区通胀率均为 0.9%，核心通胀率从 2020 年 12 月的 0.2%回升至 1%上方，这也是自 2020 年 9 月以来通胀指标首次转为正值。欧洲央行预计未

来几个月整体通胀率将进一步上升，但潜在价格压力仍将保持在较低水平。欧洲央行正在密切关注较长期收益率，并重申将继续保持当前宽松货币政策不变，以推动欧元区经济复苏。**第三，“恢复基金”的加速落实能给区域经济带来更多利好。**通过落实“恢复基金”，欧盟将推动绿色与数字转型，以及必要的结构改革，建立更加坚韧的共同财政政策，以更好应对危机。

综合来看，2021 年二季度随着疫苗接种的推进与气候逐步回暖，疫情有望得到有效控制，欧元区主要经济体自 3 月起正在逐步有条件“解禁”，并在货币与财政政策持续刺激下恢复增长。我们认为夏季整体情况将出现显著改善，“恢复基金”逐步发放到位将促使欧洲经济在下半年加速增长，但新冠病毒的变异因素或给欧元区经济持续复苏带来不确定性。预计 2021 年欧元区 GDP 增速为 4.2%。

3.日本经济复苏缓慢

日本经济复苏缓慢。一季度，东京等核心经济区域再度进入紧急事态，疫情控制收效并不明显，经济复苏速度进一步放缓。尽管日本政府于 2020 年底推出了新一轮高达 73.6 万亿日元的刺激政策，但其复苏速度仍弱于其它发达国家。日本央行预计 2021 年实际 GDP 增长为 3.3%-4%，并预计消费者物价指数上涨 0.3%-0.5%。

制造业复苏强于非制造业，特别是餐饮、住宿等行业持续低迷。2020 年四季度制造业改善势头显著，经常利润由减转增，增长 21.9%至 7.2 万亿日元。在国内外需求推动下，自动车和生产用机械等制造业恢复较快，形势良好。但非制造业经常利润减少 11.2%至 11.3 万亿日元。在疫情尚未有效控制的情况下，2021 年居民消费低迷将持续，政府号召国民减少不必要的外出，零售、餐饮、娱乐等消费人数大幅下滑，加上失业率上升，奖金工资等下降，劳动力市场环境恶化，消费回暖压力较大。

三大因素制约日本经济复苏。一是货币政策工具空间有限。央行将继续保

持宽松的货币政策基调，并维持为企业提供资金周转援助的优惠措施，包括大量购买公司债、以有利于金融机构的条件提供信贷资金、继续买入交易所交易基金（ETF）和房地产投资信托（REIT）等方针。为减少货币政策的副作用，特别是对商业银行利润的挤压，央行将在近期对货币政策工具有效性进行评估，但总体来说政策工具空间有限。**二是日本首相菅义伟任期到期，日本政治不确定性上升。**由于接任安倍执政时间仅一年，目前日本政坛较为关注菅义伟是否会在卸任前提前解散众议院，并选举下届执政党派，从而为争取连任做准备。如果菅义伟不提前解散议会，日本将在 2021 年 9-10 月迎来自民党总裁选举和众议院选举两场大选。由于疫情防控不利，自 2020 年 12 月以来菅义伟内阁的支持率持续低于不支持率，日本政局在今年恐面临较大变数。**三是奥运经济的影响力规模缩小。**东京奥运会将不接待海外普通观众，日本政府期望通过扩大海外访日游客带动消费的愿望落空，奥运经济作用规模受到限制。

4.英国经济有望强劲反弹

英国经济强劲反弹可期。一季度，受疫情以及疫苗推广有限的影响，英国经济复苏进程较为缓慢。供给侧方面，2021 年 1-2 月英国制造业 PMI 分别为 54.1 和 55.1，较 2020 年四季度有所下滑；服务业 PMI 分别为 39.5 和 49.5，酒店、餐饮、旅游等行业依然疲软。需求侧来看，2021 年 1-2 月 GFK 消费者信心指数仍为负值，家庭财务指数低位震荡，短期内消费难以走高。展望二季度及全年，随着英国脱欧尘埃落定、新冠疫情得到初步控制、疫苗大规模推广，2021 年英国经济有望迎来强劲反弹，预计同比增长 5%-8%。

央行货币政策仍将以宽松为主，缓解疫情负面影响。目前来看，英国总体需求不足，物价水平低迷。受疫情冲击，消费者增加储蓄，消费和投资疲软。疫情消退后，仍可能出现大规模“失业潮”和企业“倒闭潮”，需要央行继续保持宽松货币政策。自 2020 年 3 月以来，英国央行已将基准利率由 0.75%下调 65 个基点至 0.1%，政府和公司债券购买规模增加 3500 亿英镑至 8950 亿英镑。

英国央行还要求商业银行停止派发股息和削减高管奖金，保障银行自身有足够的风险抵御能力。

展望未来，两大因素将支撑英国经济强劲复苏。**一是英国将开设多达十个创新性自由港，享有优惠贸易政策。**英国自由港招标程序已于 2020 年启动，邀请海、陆、空和铁路港口竞标自由港地位，最早的自由港将于 2021 年底开放。自由港将创造就业机会、推动投资并重振社区，帮助推动脱欧后的英国经济成长。**二是通过立法约束减排，致力于绿色经济复苏。**绿色经济复苏是英国未来新经济增长点。英国通过立法将二氧化碳净零排放目标设定在 2050 年，并制定多个减排阶段。2020 年 11 月 18 日，英国首相鲍里斯·约翰逊提出绿色工业革命 10 项计划。该计划是围绕英国的优势设立的，涵盖海上风能、氢能、核能、电动汽车、公共交通和骑行及步行、喷气飞机零排放理事会和绿色航运、住宅和公共建筑、碳捕获、自然、创新和金融等领域，将动用超过 120 亿英镑的政府资金，到 2030 年为止促进 3 倍以上的私营部门投资，以及在英国及世界各地建立适应未来的绿色产业，并提供和支持多达 25 万个就业岗位。

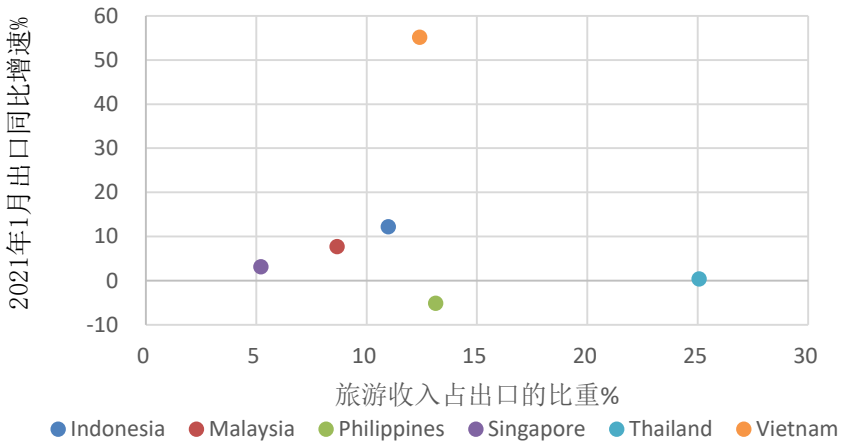
5.东盟经济持续分化

东盟各国经济持续分化。在疫情控制较好的国家，其经济已率先反弹；但出口结构更加依赖旅游业的国家，其经济表现相对较差。在已公布经济数据的六个国家（印尼、越南、菲律宾、新加坡、马来西亚和泰国）中，越南是唯一一个在 2020 年取得经济正增长的经济体。2020 年，越南累计确诊新冠肺炎约 2100 例，远低于全球平均水平；电子产品和其他消费品的出口强劲增长，GDP 同比增速达到 2.9%。除越南外，新加坡和马来西亚经济增速反弹较为明显，其中新加坡实际 GDP 同比增速从 2020 年二季度的创纪录低点-16.3%上升至 2020 年四季度的-1.2%，马来西亚实际 GDP 同比增速从 2020 年二季度的创纪录低点-20.4%上升至 2020 年四季度的-2.1%。

展望 2021 年二季度，外部需求仍是影响东盟国家增长的主要变量。依赖

制造业和商品出口的国家经济将持续受到全球商品需求增长的带动，2021 年 1 月越南出口同比增速上升至 55.1%，连续 5 个月出口同比增速达到两位数。印尼和马来西亚出口也有大幅改善，2021 年 1 月同比增速分别为 12.2%和 7.7%。但主要依赖旅游业的国家，二季度仍将受制于全球疫情防控而继续低迷。例如，2021 年 1 月泰国出口同比增速仅为 0.4%，菲律宾的出口增速为-5.2%。

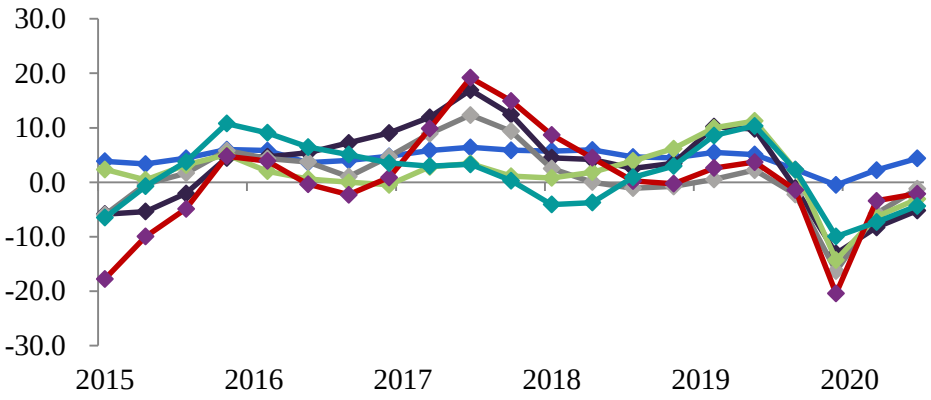
图 7：东盟国家出口结构差异



资料来源：CEIC，中国银行研究院

各国内部因素也会导致经济增速的差异，如政治因素可能对马来西亚、缅甸和泰国经济增长产生负面影响，泰国已将其 2021 年经济增速预测从 2020 年 11 月的 3.5%-4.5%下调至 2.5%-3.5%区间；印尼和菲律宾仍面临新冠肺炎病毒的高传染率，其内需仍会持续受到拖累，预计 2021 年经济增速分别为 4.5%-5.5%和 6.5%-7.5%；新加坡则计划在 2021 年 9 月完成主要成年人口的疫苗接种，届时很可能成为内需受疫情冲击最小的东盟国家，预计 2021 年经济将增长 4%-6%。越南 2021 年经济增速目标为 6.5%，预计仍是区内增速最快的经济体。

图 8：东盟六国实际 GDP 同比增速（%）



注：蓝线为越南、黑线为泰国、灰线为新加披、浅绿色线为菲律宾、深绿色线为印尼、红色为马来西亚。

资料来源：CEIC，中国银行研究院

6.中东北非经济有望恢复性增长

受新冠肺炎疫情的影响，2020 年中东北非地区政治动荡态势有所缓和，但经济全面衰退，财政承压严重，经济外部平衡遭受严重冲击。2020 年，根据 IMF 预测，埃及实际经济增长率从 2019 年的 5.6%降至 3.5%，仍保持正增长。土耳其央行数据显示其全年增长 1.8%，其他中东北非国家则陷入全面衰退。其中，经济收缩幅度在 5%以内的有 5 个，分别是卡塔尔（-4.5%）、巴林（-4.9%）、伊朗（-5.0%）、也门（-5.0%）和约旦（-5.0%）。经济收缩幅度超过（或达到）10%的中东国家有 4 个，分别是利比亚（-66.7%）、黎巴嫩（-25.0%）、伊拉克（-12.1%）和阿曼（-10.0%）。

疫情冲击导致经济活动停滞，国际油气价格大幅下跌，中东北非国家内外部失衡加剧。除摩洛哥外，该地区主要国家财政收入与 GDP 之比均出现下滑，降幅超过 10%的国家多达 12 个，其中产油国的降幅明显高于非产油国，处于战乱状态的也门、利比亚、叙利亚等国以及爆发经济危机的黎巴嫩降幅最大。由于防疫和医疗支出增加，以及政府实施的积极财政政策，大多数国家财政支出

与 GDP 之比均有所上升。根据 IMF 估测，除卡塔尔外，其他国家 2020 年的赤字率均超过 5%，赤字率超过 10%的国家多达 9 个。与此同时，2020 年上述国家外部平衡也受到严重冲击，突出表现在进出口贸易萎缩、经常项目账户赤字增大、外债负担加重、外汇储备下降等。

随着疫情影响的逐渐消退以及国际能源价格的逐渐回暖，中东北非地区经济有望在 2021 年保持恢复性增长。世界银行预计，在地缘政治紧张局势不会进一步升级的前提下，2021 年该地区实际经济增长率将温和恢复至 2.1%。对产油国来说，石油需求正常化、OPEC+石油减产计划的放松、政策支持以及疫情相关限制的逐步取消等因素将推动经济增长恢复至 1.8%。随着交通管制的逐步放宽以及出口和国内需求的缓慢复苏，非产油国的经济增长也有望在 2021 年反弹至 3.2%。在财政平衡方面，经济活动复苏、国际油价回暖将带动财政收入增长，防疫支出的下降将缓解政府财政压力。2021 年，除埃及、科威特、土耳其等少数国家外，其他国家赤字率都会有所下降。在外部平衡方面，2021 年，中东北非国家货物贸易进出口预计将同比增长 10.4%。受国际能源价格回暖影响，预计出口将同比增长 13.1%，经常项目赤字也将会从 2020 年的 1640 亿美元降至 853 亿美元。但由于需要筹集资金支持疫情后经济活动的恢复，2021 年中东北非国家的外债规模仍将会增加 912 亿美元，外汇储备也将会减少 286 亿美元。

表 4：2021 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		
		2019	2020	2021f	2019	2020	2021f	2019	2020	2021f
美洲	美国	2.3	-3.5	6.0	1.8	1.2	2.4	3.7	8.1	5.7
	加拿大	1.9	-5.4	5.3	1.9	0.7	2.0	5.7	9.6	7.8
	墨西哥	-0.3	-8.2	4.2	3.6	3.4	3.6	3.5	4.4	4.4
	巴西	1.4	-4.1	3.5	3.7	3.2	4.1	11.9	13.4	14.3
	智利	0.9	-5.8	5.6	2.6	3.1	3.3	7.2	10.6	9.5
	阿根廷	-2.1	-10.3	5.0	56.2	42.0	46.5	9.8	12.1	12.0
亚太	日本	0.3	-4.9	2.8	0.5	0.0	0.0	2.4	2.8	3.0
	澳大利亚	1.9	-2.4	4.0	1.6	0.9	1.7	5.2	6.5	6.3
	印度	5.8	-8.0	11.5	3.7	6.6	6.2	—	—	—
	韩国	2.0	-1.0	3.4	0.4	0.7	1.2	3.8	3.2	4.0
	印尼	5.0	-2.0	4.8	2.8	2.0	2.3	5.1	7.2	6.9
欧非	欧元区	1.3	-6.6	4.2	1.2	0.3	1.5	7.6	7.9	8.8
	英国	1.5	-10.1	4.8	1.8	0.9	1.6	3.8	4.4	6.0
	俄罗斯	2.0	-3.1	3.0	4.5	3.4	4.5	4.6	5.8	5.5
	土耳其	1.0	1.6	4.5	15.5	12.3	14.0	13.7	13.4	13.3
	尼日利亚	2.2	-5.4	2.0	11.4	13.2	14.0	—	33.3	—
	南非	0.1	-6.9	3.6	4.1	3.3	4.1	28.7	29.2	33.0
全球		2.5	-3.5	5.7	3.5	3.2	2.8	—	—	—

资料来源：中国银行研究院。注：f 为预测。

二、国际金融季度回顾与展望

（一）国际金融市场运行特征

1.货币市场：FCA 正式宣布各币种 LIBOR 停用时间，短端利率低位波动

（1）货币市场利率换“锚”，基准利率改革进入倒计时

2008 年以来，伦敦同业拆借利率（LIBOR）报价操纵案严重削弱了其作为全球基准利率的公信力。银行间拆借市场规模增速逐步放缓，而现金及证券回购交易市场发展平稳。相应地，同业拆借报价利率（IBOR）的市场地位逐步下降，而基于真实交易形成的隔夜融资、回购利率的重要性不断上升。当前，美国、英国、欧元区和日本稳步推进基准利率改革（表 5）。

表 5：主要国家和地区基准利率改革情况

国家和地区	转换机构设置	替代利率	利率内涵	未来方向
美国	替代参考利率委员会	SOFR	隔夜抵押融资利率	SOFR 单一利率
英国	英镑无风险参考利率工作组	SONIA	无抵押隔夜英镑交易的加权平均值	SONIA 单一利率
欧元区	欧洲货币市场协会	ESTER	欧元短期利率	EURIBOR、ESTER 双轨
日本	无风险参考利率研究组	TONAR	无抵押隔夜瑞郎的加权平均值	TIBOR、TONAR 双轨

资料来源：主要国家和地区中央银行，中国银行研究院

2021 年 3 月 5 日，英国金融行为监管局（FCA）发布公告，正式宣布各币种 LIBOR 停用时间。英镑、欧元、瑞郎和日元 LIBOR，以及 1 周和 2 个月美元 LIBOR，将于 2021 年 12 月 31 日之后停止报价，其余期限的美元 LIBOR 将在 2023 年 6 月 30 日之后停止报价。在上述日期之前，LIBOR 报价依然具有代表性。

（2）短期资金充裕，利率处于历史低位

2020 年以来，主要经济体央行的准备金余额呈现快速增长趋势。截至 2021 年 1 月末，美联储、欧央行、英国央行和日本央行的准备金余额分别达到 3.15 万亿美元、8.95 万亿欧元、0.8 万亿英镑和 431.86 万亿日元，同比增速分别为 83.9%、16.1%、70.7%和 25.2%（表 6）。在法定存款准备金要求没有提高的背景下，准备金余额快速增长反映出各国银行体系超额准备金数量攀升，流动性较为充裕。

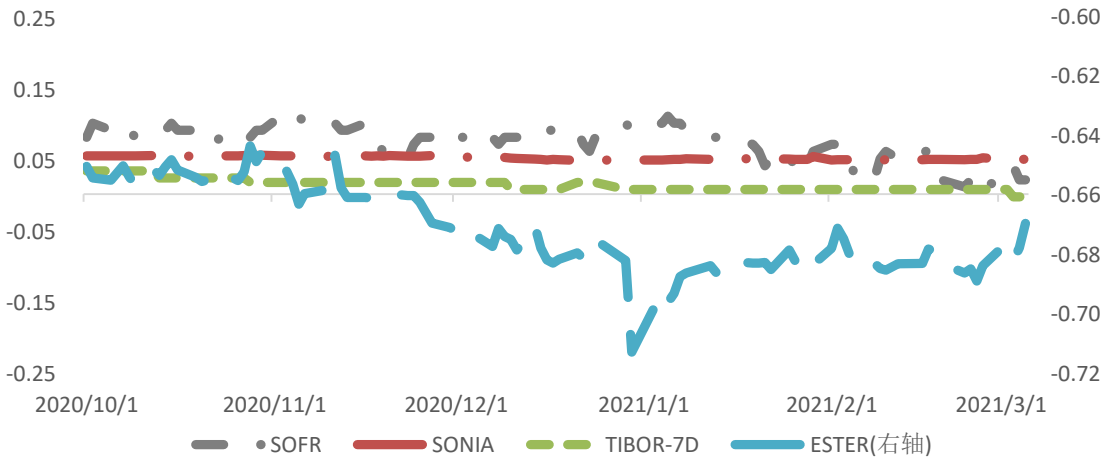
表 6：主要央行准备金余额及同比增速

		2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021M1[2]
美联储	余额（万亿美元）	2.10	3.04	2.85	3.14	3.15
	同比增速（%）	21.6	90.1	89.6	84.6	83.9
欧央行	余额（万亿欧元）	8.06	8.46	8.59	8.91	8.95
	同比增速（%）	10.9	13.2	13.3	15.0	16.1
英格兰央行	余额（万亿英镑）	0.51	0.70	0.73	0.77	0.80
	同比增速（%）	6.2	42.1	52.2	62.2	70.7
日本央行	余额（万亿日元）	342.96	368.35	405.47	426.28	431.86
	同比增速（%）	2.3	5.0	15.9	23.1	25.2

资料来源：Wind，中国银行研究院

2021 年以来，主要经济体货币市场利率呈现低位波动特征。截至 2021 年 3 月 19 日，美元 SOFR 为 0.01%，较 2020 年底下降 6 个基点；英镑 SONIA 为 0.05%，较 2020 年底提高 1 个基点；欧元 ESTER 为-0.67%，较 2020 年底提高 4 个基点；日本 7 天 TIBOR 为 0.006%，与 2020 年底保持一致（图 9）。

图 9：主要经济体基准利率走势[3]（%）



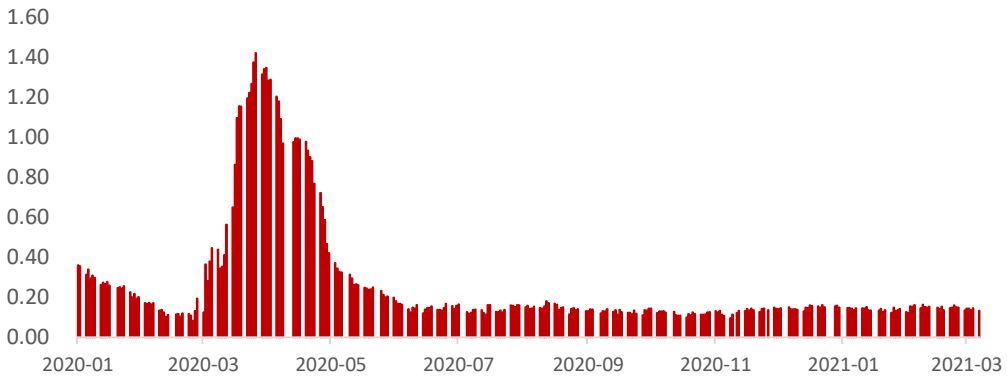
资料来源：彭博，中国银行研究院

[2] 日本和英国央行数据截至 2021 年 2 月末。
[3] 由于日本尚未公布 TONAR，用东京银行间 7 天同业拆借报价利率 TIBOR-7D 进行替代。

（3）泰德利差趋降，处于历史低位

2020 年新冠肺炎疫情后，泰德利差[4]快速抬升，一度超过 1%，2020 年 3 月 27 日飙升至 1.42%，反映出境外美元市场出现阶段性资金紧张局面。2020 年 5 月以来，随着美元流动性趋于好转，泰德利差快速降至 0.2%以下。2021 年以来，泰德利差一直处于 0.13%-0.17%的历史低位。2021 年 3 月 19 日，泰德利差为 0.19%（图 10）。

图 10：泰德利差变化趋势（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

2.汇率市场：主要货币汇率波幅下降，资源出口国货币受提振

（1）美元指数触底小幅反弹

2021 年初，美元指数延续下行走势，一度跌至 89.2，触及三年来最低水平。随着疫情形势好转，经济加速反弹，美欧形势与政策分化，10 年期美欧国债收益率利差由 1.5%上行至 2.0%，美元指数呈现波动上行态势。截至 2021 年 3 月 19 日，美元指数升至 91.9，较年初上涨 2.3%，逆转前期疲软态势。

（2）非美货币表现分化

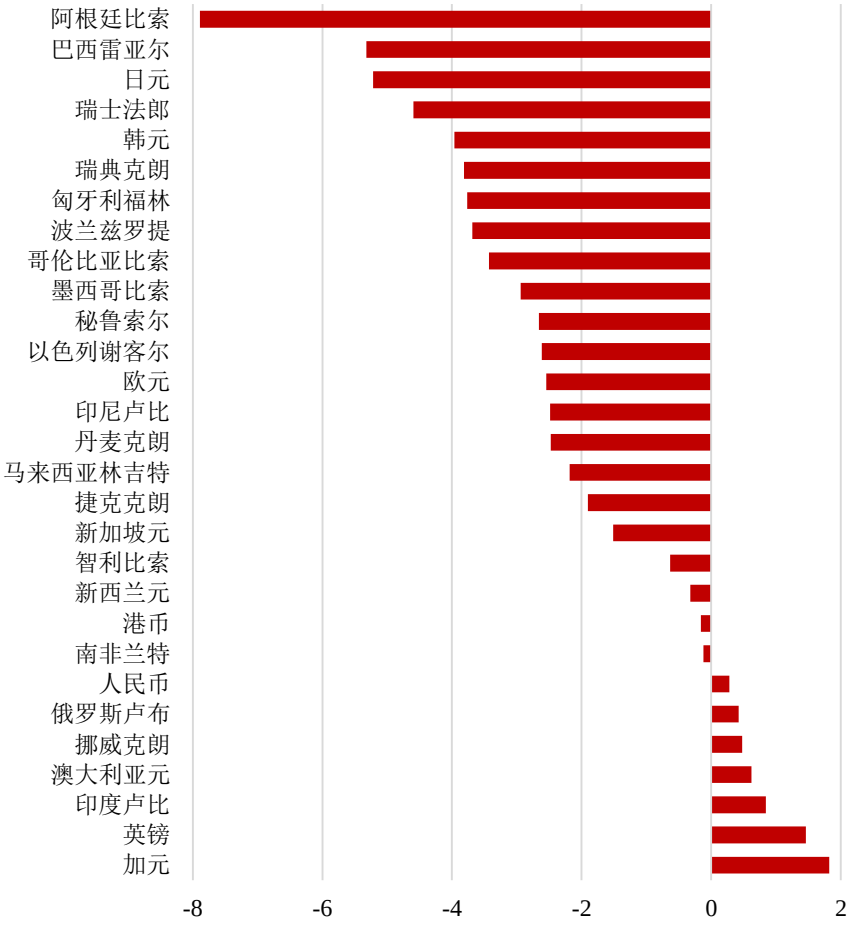
欧元区疫苗接种进程严重不及预期，经济复苏相对缓慢且不均衡，在通胀

[4] 泰德利差等于 3 个月伦敦银行间市场美元拆借（LIBOR）报价利率与 3 个月美国国债收益率的差。泰德利差上行（下行），意味银行间拆借信用溢价升高（降低），市场资金趋紧（趋松），信用状况萎缩（改善）。

预期上行与货币加快投放的背景下，欧元兑美元汇率在年初冲高 1.24 后持续回落至 1.19。英国提振经济率先复苏预期，英镑估值得到大幅修正，兑欧元和美元汇率分别上升 3.8%和 1.5%。

大宗商品出口国货币受到明显提振，加元、澳元、俄罗斯卢布分别兑美元升值 1.8%、0.6%和 0.4%。随着美元指数触底回升，新兴市场货币出现不同程度贬值。阿根廷比索、巴西雷亚尔、哥伦比亚比索、墨西哥比索等拉美货币在内部脆弱性与外部美元升值的双重压力下大幅下挫；亚洲新兴市场货币在 2021 年 1-2 月总体保持坚挺，3 月转向走弱，彭博摩根大通亚洲美元指数下跌约 1.5%。

图 11：主要货币兑美元汇率较 2021 年年初变动（%）



注：数据截至 2021 年 3 月 19 日。

资料来源：彭博，中国银行研究院

（3）主要货币汇率波动幅度回落

相较于去年同期历史罕见的动荡，2021 年一季度主要货币汇率波动幅度明显下降。美元指数加权平均历史波动率（3 个月）为 6.18，欧元、英镑、日元兑美元汇率历史波动率分别为 5.99、6.83 和 4.98；部分新兴市场货币依然“风雨飘摇”，巴西雷亚尔、南非兰特、墨西哥比索和智利比索波动率分别为 18.77、16.09、13.89 和 13.71，但总体低于 2020 年水平。

因土耳其鹰派央行总裁调整，令人担忧最近的一系列升息可能要被逆转，并使央行的可信度受损。2021 年 3 月 22 日，土耳其里拉暴跌 15%，逼近纪录低点。

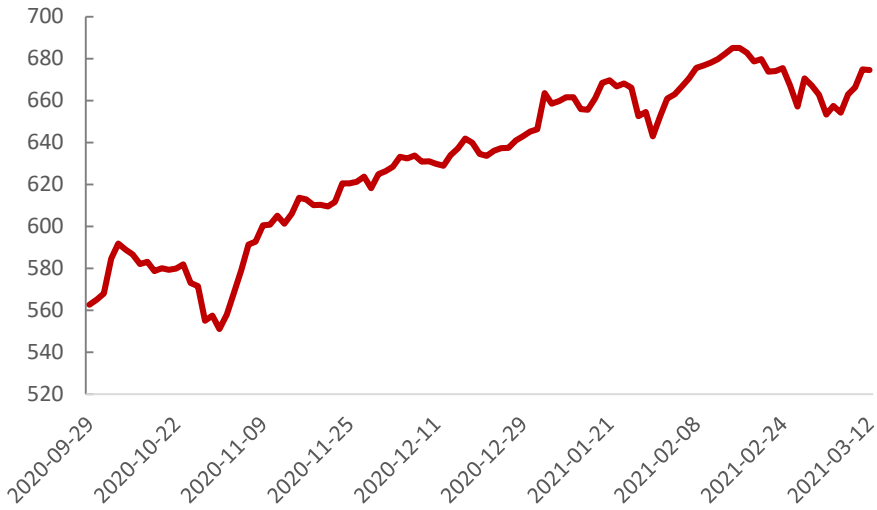
3.股票市场：全球股市投资偏好切换，散户抱团放大市场非理性

（1）全球股票市场震荡上行

2021 年一季度，全球股票市场走势呈现两个阶段：第一阶段为 2021 年 1 月至 2 月中旬。随着疫情防控与经济复苏预期改善，全球股市延续上涨态势，MSCI 全球指数上升逾 6%，美国股市创历史新高。第二阶段为 2021 年 2 月中下旬以来。通胀预期与长端利率抬升，美股震荡加剧，并传导至亚欧市场，全球股市下跌调整。

在财政货币政策扩张、企业盈利预期改善、风险偏好上升等因素推动下，股票市场依然受到青睐，总体保持震荡上行态势。截至 2021 年 3 月 19 日，MSCI 全球指数较年初上升 3.88%，MSCI 发达市场与新兴市场指数分别上涨 3.94%和 3.49%；美国道琼斯工业指数、标普 500 指数、纳斯达克指数分别上涨了 7.95%、5.74%和 4.06%；欧洲股市波动上行，英国富时 100 指数、法国 CAC40 指数和德国 DAX 指数分别较年初上涨 2.08%、7.30%和 6.51%；亚太市场普遍上涨，日本日经 225 指数、香港恒生指数、韩国综合指数、印尼综指和澳洲标普 200 指数分别较年初上涨 7.62%、5.53%、5.27%、4.12%和 0.35%。

图 12：MSCI 全球指数



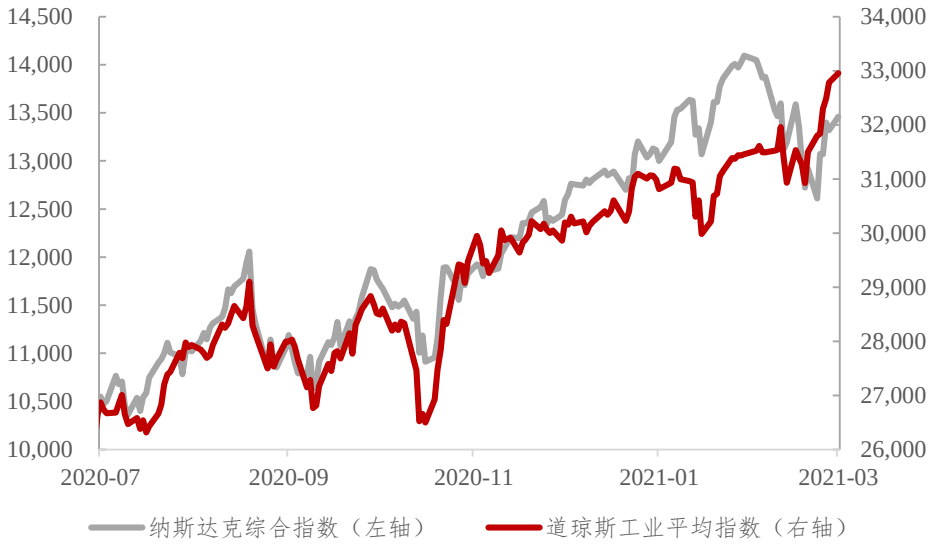
资料来源：Wind，中国银行研究院

（2）投资交易从成长板块向价值板块切换

2021 年一季度，全球股市投资风格开始发生切换，前期高估值的信息科技类成长板块出现回调，能源、企业等周期性板块随着经济前景改善出现回升。截至 2021 年 3 月 19 日，以成长股为主的美国纳斯达克指数自峰值（2 月 16 日，14047.5）回落 5.9%，亚马逊（Amazon）、苹果（Apple）、奈飞（Netflix）较年内高点降幅分别达到 9.1%、17.1%、13.7%；以周期性股票为主的美国道琼斯工业指数则表现坚挺，能源、工业、金融等周期类股票跑赢大盘，标普 500 金融、工业股指数一度触及盘中纪录高位。

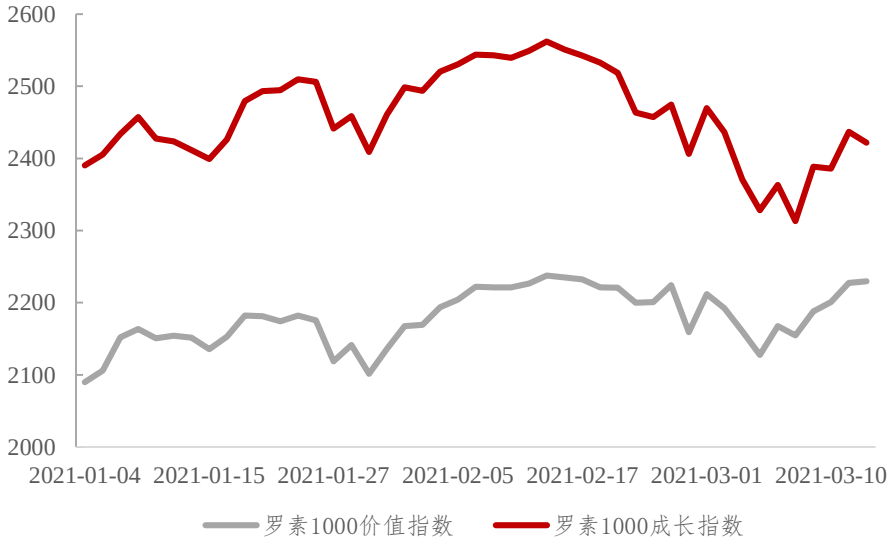
在欧洲股市方面，休闲旅游、汽车、食品饮料等板块涨幅居前。2021 年以来，罗素 1000 价值指数累计上涨 11%，而罗素 1000 成长指数仅小幅上涨 0.2%，价值股跑赢成长股逾 10 个百分点，为近二十年来最高水平，标志着成长股表现优于周期股的趋势阶段性逆转。

图 13：美国道琼斯工业指数和纳斯达克综合指数趋势



资料来源：Wind，中国银行研究院

图 14：罗素 1000 价值指数与成长指数



资料来源：Wind，中国银行研究院

（3）全球股市发行与并购金额回升

2021 年一季度，全球股市发行 929 股，总金额达 0.221 万亿美元，同比增长 5%。其中，综合经营行业发行股票最多，占比 50.5%。在并购方面，2021 年

一季度，全球并购 7613 起，总金额达 1.0 万亿美元，同比增长 15.8%。从行业与地区来看，非周期性消费品成为整合重点，总金额达 0.226 万亿美元，非周期性消费品并购资金从全球流向北美，占比为 50.4%。

（4）散户入场与社交媒体发展加剧股票市场波动

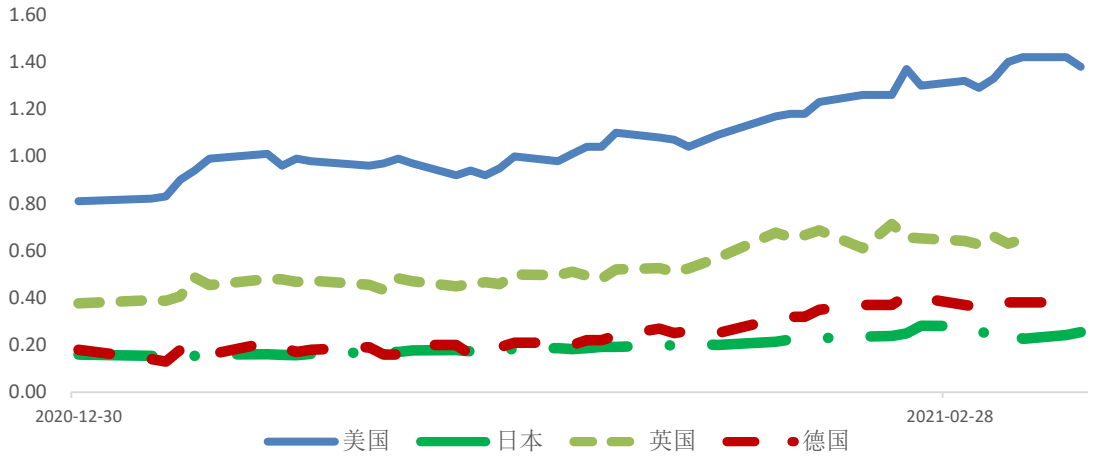
在超宽松流动性环境下，股票市场出现过热迹象，投机氛围浓厚，吸引大量散户入场。同时，社交媒体发展深刻改变了传统信息传播方式，在特定时期会放大非理性因素，加剧散户抱团与羊群效应，成为金融系统性风险的重要来源之一。2021 年一季度，美国散户逼空机构，集体哄抬游戏驿站股价，抱团投机热情逐渐向其他股票、白银以及其他国家蔓延，为金融市场稳定与金融监管带来了新的挑战。

4.债券市场：国债收益率曲线呈现陡峭化特征

（1）国债收益率抬升，期限溢价走阔

2021 年以来，主要经济体长期国债收益率持续上升。截至 2021 年 3 月 19 日，美国、德国、英国和日本 10 年期国债收益率分别为 1.74%、 -0.31%、0.94%和 0.123%，分别较 2020 年底提高了 81 个基点、26 个基点、69 个基点和 9 个基点。同时，国债收益率曲线陡峭化特征愈发明显。以 10 年期和 2 年期国债收益率价差为例，2021 年 3 月 19 日，美国、德国、英国和日本国债收益率期限利差分别为 158 个基点、41 个基点、74 个基点和 26 个基点，分别较 2020 年底提高 78 个基点、23 个基点、36 个基点和 9 个基点（图 15）。

图 15：主要经济体国债收益率期限溢价[5]（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

（2）国债余额增长，利息偿付压力加大

在低利率环境下，主要经济体国债发行力度加大。2021 年 2 月末，美国、欧元区、日本国债余额分别为 28 万亿美元、8.77 万亿欧元和 1048.84 万亿日元，同比增速为 18.2%、15.3%和 6.7%，较 2020 年同期提高了 10.7、13.1 和 5.5 个百分点（表 7）。

表 7：主要经济体国债余额及增速

		2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021M2[6]
美国	余额（万亿美元）	23.69	26.48	26.95	27.75	28.00
	同比增速	7.5%	20.2%	18.6%	19.6%	18.2%
欧元区	余额（万亿欧元）	7.73	8.24	8.76	8.68	8.77
	同比增速	2.2%	8.2%	14.7%	14.9%	15.3%
日本	余额（万亿日元）	977.55	981.55	995.3	1031.29	1048.84
	同比增速	1.2%	1.1%	2.4%	5.6%	6.7%

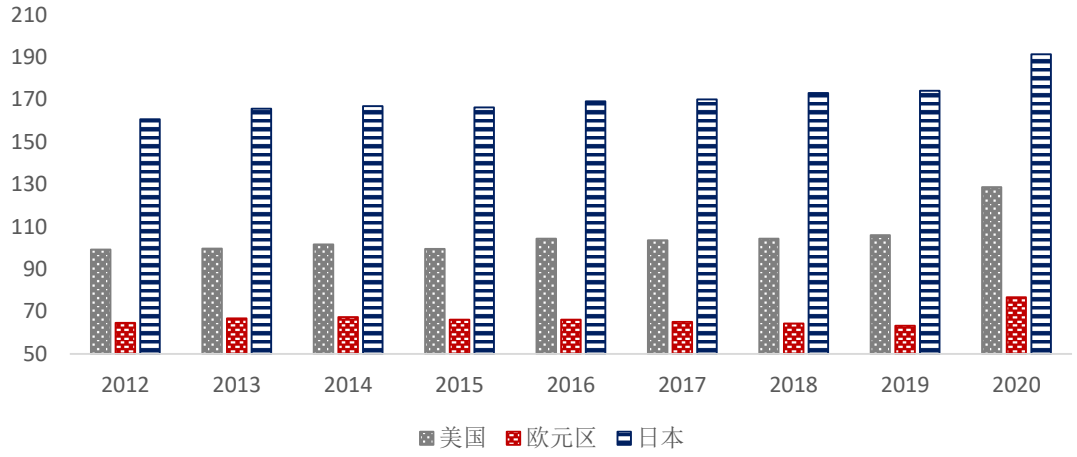
资料来源：Wind，中国银行研究院

随着国债发行规模不断攀升，主要经济体国债余额/GDP 不断提高。2020 年年末，美国、欧元区和日本国债余额/GDP 分别达到 128.7%、76.7%和 191.3%，

[5] 用 10 年期国债收益率减去 2 年期国债收益率，英国没有 2 年期国债，用 3 年期国债收益率进行替代。
[6] 美国为 2021 年 2 月末数据，日本和欧元区为 2021 年 1 月末数据。

分别较 2019 年年末提高 22.7、13.4 和 17.2 个百分点（图 16）。在国债收益率持续上升背景下，主要经济体债务偿还压力不断升高。

图 16：主要经济体国债余额/GDP(%)



资料来源：Wind，中国银行研究院

（3）企业债规模延续较快增速，中长期收益率上涨较快

新冠疫情暴发以来，主要经济体企业债余额增速明显加快。2020 年底，美国企业债余额达 10.56 万亿美元，同比增长 10.3%。欧元区和日本企业债余额分别为 1.56 万亿欧元和 76.26 万亿日元，增速分别为 9.2%和 8.6%（表 8）。

表 8：主要经济体企业债余额及同比增速

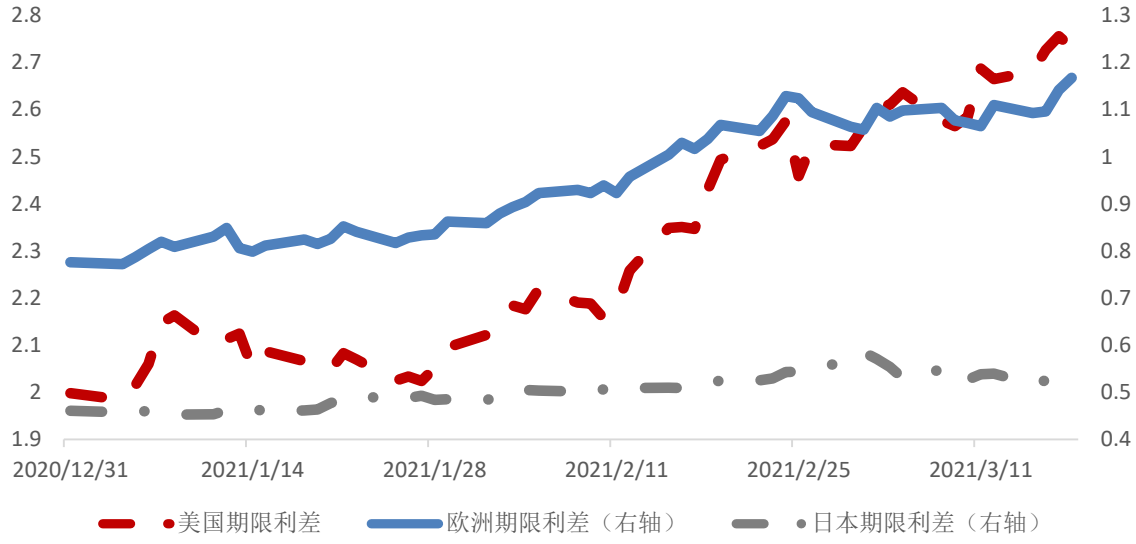
		2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021M1
美国	余额（万亿美元）	9.90	10.46	10.50	10.56	n.a
	同比增速（%）	5.7	10.3	9.4	10.3	n.a
欧元区	余额（万亿欧元）	1.44	1.55	1.57	1.55	1.56
	同比增速（%）	4.5	11.5	10.5	10.0	9.2
日本	余额（万亿日元）	70.43	71.17	73.42	75.96	76.26
	同比增速（%）	11.9	9.1	8.6	9.1	8.6

资料来源：Wind，中国银行研究院

与国债收益率走势类似，美国、欧洲和日本企业债期限溢价呈走阔趋势，中长期债券发行成本抬升较快。截至 2021 年 3 月 19 日，美国、欧元区和日本

10 年期以上企业债收益率与 1-3 年期企业债收益率之差分别达到 273 个基点、115 个基点和 54 个基点，较 2020 年底提高了 73 个基点、37 个基点和 7.6 个基点（图 17）。

图 17：企业债期限溢价（%）



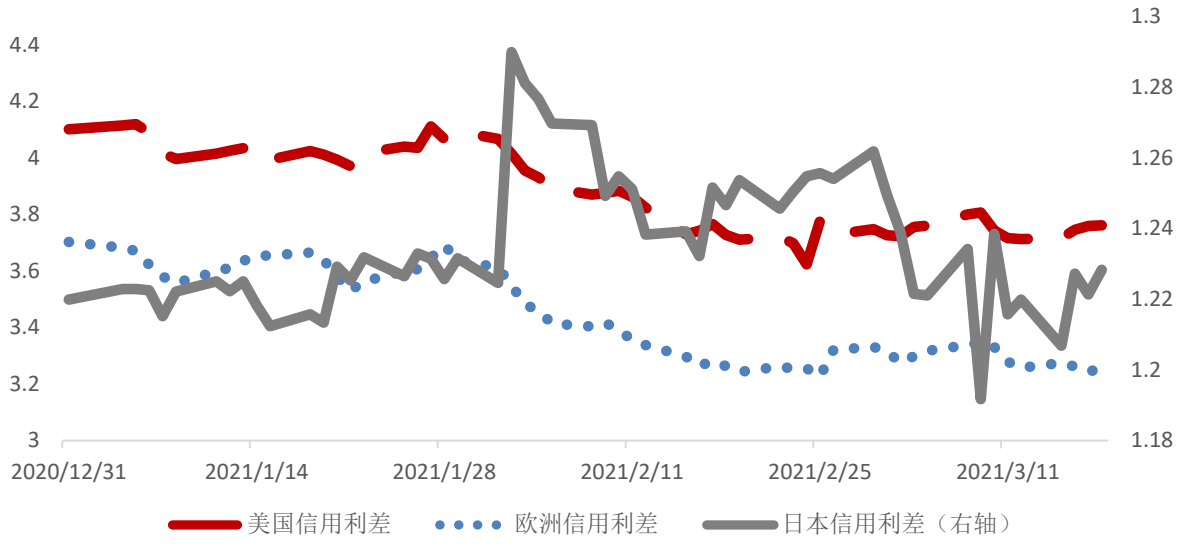
资料来源：彭博，中国银行研究院

（4）信用溢价整体处于低位，企业债违约率保持平稳

伴随着实体经济走势向好，主要经济体企业债信用溢价整体收窄。截至 2021 年 3 月 19 日，美国和欧元区高收益企业债[7]收益率与 AAA 级企业债收益率分别为 3.76%和 3.29%，较 2020 年底分别下降了 34 个基点和 41 个基点（图 18）。在信用溢价收窄的背景下，主要经济体企业债违约率整体保持平稳。截至 2021 年 3 月 19 日，美国企业债违约率为 3.06%，较 2020 年底下降 12 个基点；欧元区与日本企业债违约率分别为 0.44%与 0.35%。值得关注的是，美国高收益债违约率由 8.47%降至 8.10%，欧元区和日本的高收益企业债违约率分别为 0.54%和 0.47%。

[7] 高收益债是指信用等级低于投资级别，即标准普尔评级在 BBB-以下，穆迪评级在 Baa3 以下或无评级债券。

图 18：高收益企业债与 AAA 企业债信用利差(%)



资料来源：彭博，中国银行研究院

5.大宗商品市场：工业原料指数上涨，避险商品退潮

2021 年以来，大宗商品市场大幅震荡，主要商品价格基本恢复到疫情前水平。进入 2 月以来，反映国际大宗商品期货市场总体价格变化的 RJ/CRB 指数加速上涨，2 月底突破 190，创新冠疫情暴发以来新高。

图 19：RJ/CRB 商品价格指数

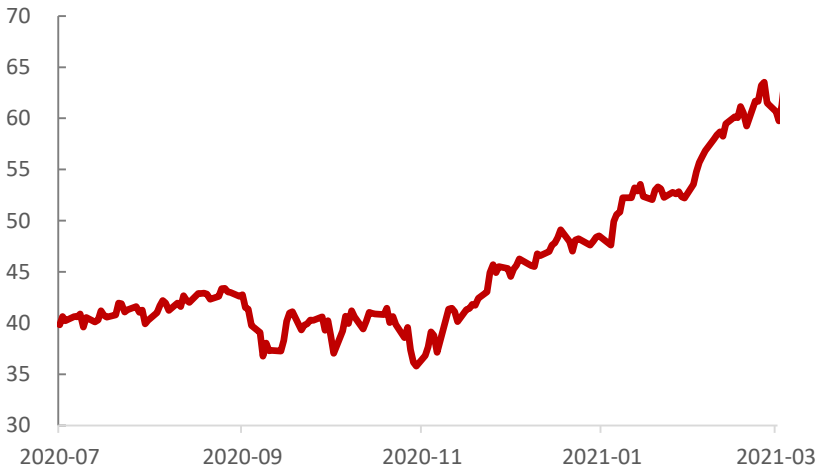


资料来源：Wind，中国银行研究院

（1）供应短缺助推原油价格大幅上扬，但面临超涨回调压力

2021 年一季度，OPEC+供给端超预期收紧，美国德州、新墨西哥州等能源生产中心爆发雪暴天气引发原油供应短缺，推动了原油市场超预期繁荣。2021 年 1 月，WTI 原油期货价格突破 50 美元/桶，布伦特原油期货价格突破 55 美元/桶。2 月，原油价格开始加速上行，WTI 原油期货与布伦特原油期货价格分别突破 60 美元/桶与 65 美元/桶，收复疫情暴发后全部跌幅。截至 3 月 19 日，WTI 原油期货报价 61.56 美元/桶，布伦特原油期货报价 64.62 美元/桶，一季度累计涨幅分别高达 25.6%和 23.59%。

图 20：WTI 原油期货价格走势（美元/桶）

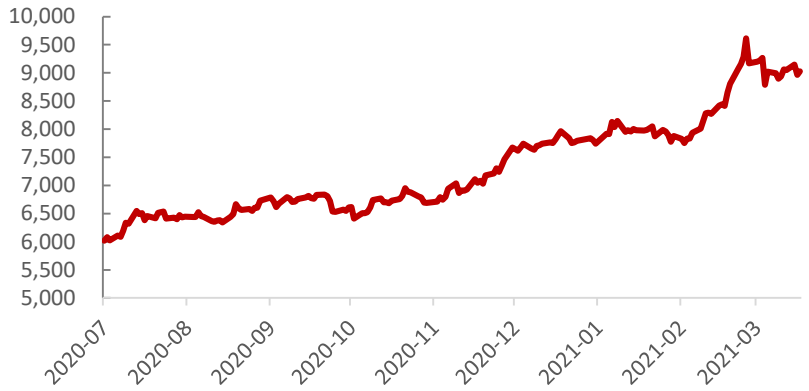


资料来源：Wind，中国银行研究院

（2）工业金属高歌猛进

2021 年一季度，CRB 工业原料指数回到 2014 年以来最高位。以代表性商品铜为例，铜价自 2020 年 3 月触底后，持续保持温和上升趋势。LME 铜期货从 3 月最低点 4371 美元/吨上涨至年末 7753.5 美元/吨，涨幅达 42%。进入 2021 年 2 月，铜价上涨趋势加速，LME 铜于 2 月 25 日最高触及 9617.0 美元/吨。3 月虽经历了一波较大幅度回调，但铜价整体仍然处于上升中枢。截至 3 月 19 日，LME 铜期货价格收报 9130.0 美元/吨，涨幅达 17.56%。

图 21：LME 铜期货价格走势（美元/吨）

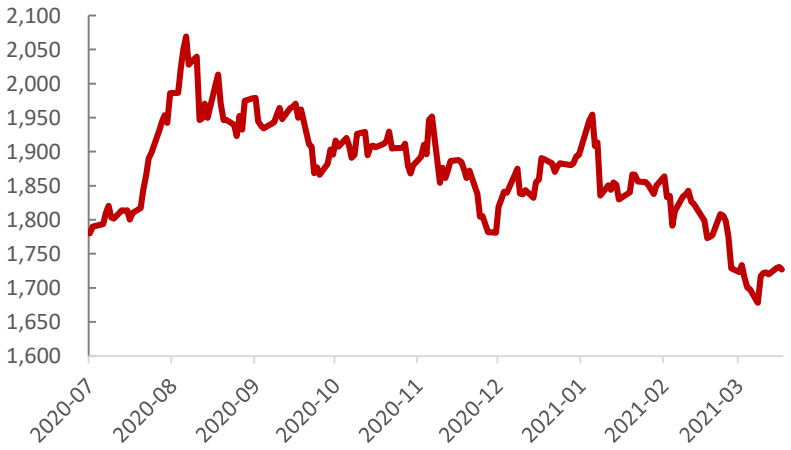


资料来源：Wind，中国银行研究院

（3）贵金属避险功能褪色，金价高开低走

作为典型的避险商品，2020 年黄金以 25%的收益率成为新冠疫情笼罩下金融市场表现最好的资产之一。然而，自 2020 年 8 月突破 2000 美元/盎司后，黄金价格迎来拐点。2021 年一季度，黄金价格高开低走，突破 1950 美元/盎司之后转而下行，连续 3 个月收跌。截至 3 月 19 日，COMEX 黄金期货价格报 1743.9 元/盎司，累计下跌 8.5%，黄金价格基本回落至疫情前水平。

图 22：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

随着新冠肺炎疫苗接种进程与财政货币政策持续发力，全球经济增长前景改善，2021 年 2 月，摩根大通全球制造业 PMI 指数创一年来最高水平。实体经济修复，实际回报率预期上升，基础利率水平显著抬升。在财政政策刺激下，与需求端形成良性循环，企业盈利预期与每股收益上调，支撑全球股市高位运行，并由高成长向周期性板块切换。随着全球制造业景气度回升，大宗商品市场需求端改善，能源、化工、农产品价格快速反弹。在经济复苏与超宽松货币政策支撑下，避险交易转向复苏交易。

2.通胀预期

2021 年 2 月，美国 CPI 同比增长 1.7%，ISM 制造业物价指数达 60.8，创 2018 年 2 月以来最高。通胀水平的上涨显著影响了金融市场的运行。**一是通胀上升直接影响国债名义收益率。**国债收益率上行，直接导致年初股市下跌。**二是通胀预期的升温引发金融市场调整。**超宽松的经济政策助长金融过热，市场参与者越来越担心大规模财政刺激和被压抑的消费需求可能导致通胀飙升，使得各国央行不得不提前退出宽松政策，提高市场利率水平。这成为近期全球股票市场震荡的重要原因。**三是再通胀预期导致资产价格上涨。**一旦消费者和投资者形成强烈的通胀预期，投资者对产品和资产的需求增加，导致此类资产价格加速上涨。资产价格一旦形成上涨趋势，会进一步加剧通胀预期。

3.投资者行为调整

全球金融市场波动与投资者行为调整关联紧密。**第一，投资者非理性冒险情绪高涨。**在全球极度宽松的货币政策背景下，无风险利率降至历史低位，投资者追逐高风险资产的意愿增强，推高股票、高收益债券等风险资产价格在缺乏基本面支撑的情况下大幅上涨。**第二，高杠杆、期限错配及程序化交易导致**

踩踏效应加剧。对冲基金通过回购业务放大交易杠杆，通过做多现货、做空期货策略进行套利，其净值损益对市场波动极为敏感。波动加剧时，对冲基金会采取止损策略，加剧波动。货币市场基金多为 T+0 产品，存在明显的期限错配特征。市场波动加剧时，在净值报价机制下，货币市场基金赎回压力加大，为满足资金赎回要求，货币市场基金不得不出售资产，加剧市场的正反馈机制。随着金融科技的发展，程序化交易被广泛运用。当市场价格跌破某些关键点位时，使用程序化交易的市场主体会采取一致性交易策略，放大市场价格波动。另外，近年来美国金融市场的散户规模不断提升。散户投资者普遍使用杠杆，通过买卖股票期权进行投机交易，甚至通过互联网等媒体配合其资产组合策略，增加市场“噪音”和不稳定性。**第三，监管政策影响投资者交易成本。**近期，印花税税率提高，增加了市场主体交易成本，抑制了投资者交投意愿，造成了股价的短期波动。美联储补充杠杆率（SLR）豁免政策到期，抑制了美国大型银行持有国债、进行国债做市交易的意愿。

（三）国际金融市场展望

1.国际金融市场未来走势

（1）货币市场：短期利率小幅抬升，泰德利差继续维持低位

2021 年二季度，主要经济体长端利率抬升将小幅提升短端货币市场利率，但升幅整体有限，货币市场利率仍将处于历史较低水平。随着实体经济资金需求上升，二季度主要央行准备金增速将趋于平缓。美国 SLR 豁免政策到期，将增加大型银行存放美联储准备金资本成本，准备金增速将大概率降低。在市场不发生大幅波动的情况下，国际美元流动性将保持充裕，泰德利差有望继续维持在历史低位。

（2）汇率市场：全球外汇市场步入调整阶段，部分新兴经济体汇率动荡

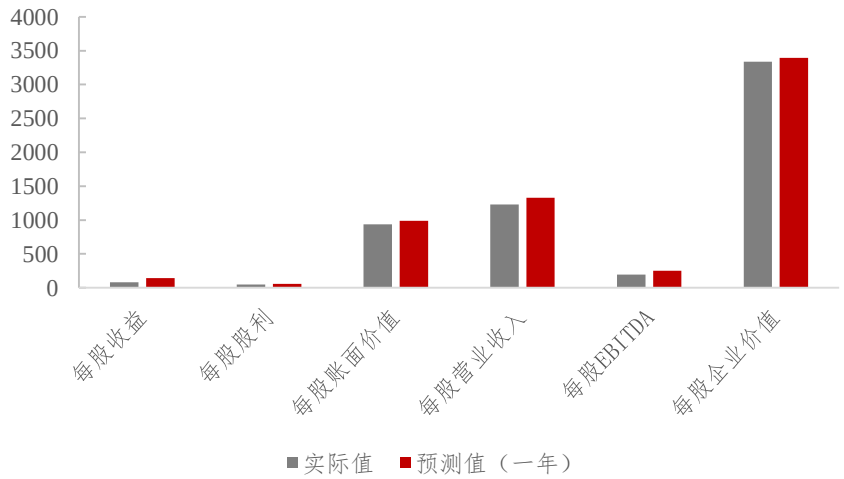
2021 年二季度，全球疫情防控、经济复苏以及政策刺激步入关键时期，主

要国家经济增速与通胀指标均将迎来高点，二者互动角力，牵引利差与预期变化，推动外汇市场波动调整。**美元指数尚未走出下行通道。**2021 年二季度，美国经济复苏相较于欧洲更为强劲，对美元汇率形成一定支撑。近期，美元指数回升并非趋势性的，上行动能有限，将回吐涨势、宽幅震荡。**欧元兑美元在上行通道内波动盘整。**尽管美元指数趋于下行，但欧美经济与政策分化，将抑制欧元兑美元汇率上行空间。**其他发达经济体货币将出现回调。**随着美元回落或避险需求阶段性回升，日元汇率可能触底反弹；英欧关系仍存在较大不确定性，英镑兑美元汇率存在回调空间；经历快速上涨，大宗商品价格面临回落风险，加元、澳元汇率可能冲高回调。**在大分化下，部分新兴市场货币将剧烈震荡。**主要发达国家复苏节奏快于大部分新兴市场，货币政策提前转向的预期，将引发部分新兴市场资本外流与汇率动荡。

（3）股票市场：刺激政策将继续支持股市乐观情绪

在复苏主基调下，全球股市有望延续高位运行。2021 年，新冠肺炎疫情将迎来拐点，巨额财政与货币政策扩张将助推实体经济快速反弹，企业盈利与股票估值将从经济复苏与宽松金融条件中受益。

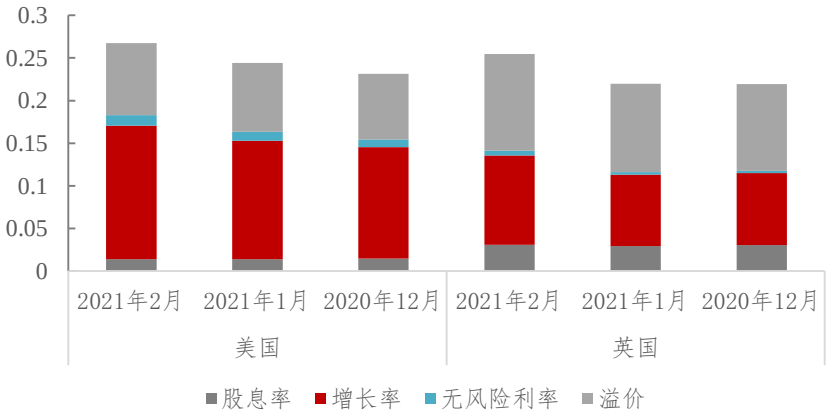
图 23：全球股票基本面情况预测



资料来源：彭博，中国银行研究院

通胀预期与基础利率上行，将对股市产生较强扰动效应。一方面，无风险利率上行，将推动股市估值下修。根据彭博未来五年 DDM 估值模型分解，美国、英国等股市估值中无风险利率和风险溢价面临一定的下行压力。同时，随着基础利率与货币预期变化，非美国家特别是新兴市场国家将面临更严峻的资本流出与股市连锁反应。另一方面，无风险利率上行，将进一步加剧板块轮转，科技等高估值板块面临更严重的阶段性下行压力。

图 24：美英股市分解



资料来源：彭博，中国银行研究院

（4）债券市场：债券发行保持较快增速，国债收益率上涨步伐放缓

2021 年二季度，1.9 万亿美元财政计划付诸实施，美国国债市场的供给将继续增加；同时，受监管政策影响，大型银行持有国债和从事国债做市交易的意愿降低，国债收益率继续升高的可能性较大，但整体的上涨幅度将有所收窄。在利率中枢整体偏低、信用价差收窄的背景下，预计主要经济体企业债规模仍将保持较快增长，发行期限偏好选择可能趋于短期化，企业债违约率将进一步降低。

（5）大宗商品市场：商品属性是主导市场需求的主要因素

2021 年二季度，疫情在全球范围的控制情况以及经济复苏对需求端影响将

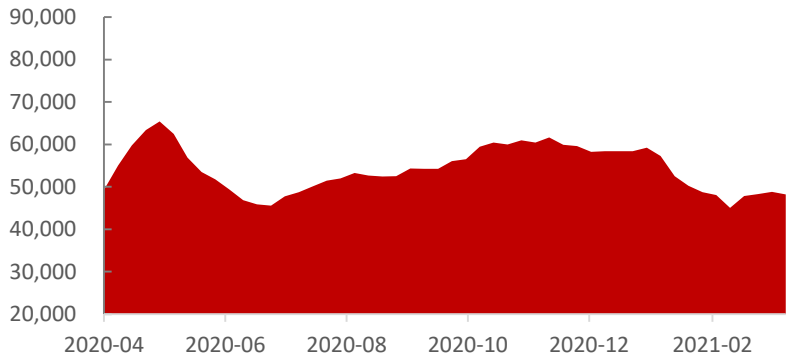
继续成为大宗商品价格走势的重要决定因素。

表 9：OPEC+减产实施计划（万桶/日）

减产时间	减产份额
2020 年 5 月至 2020 年 6 月	970
2020 年 7 月至 2020 年 12 月	770
2021 年 1 月	720
2021 年 2 月	812.5
2021 年 3 月	805
2021 年 4 月	790

资料来源：中国银行研究院

图 25：俄克拉荷马州库欣原油库存（千桶）

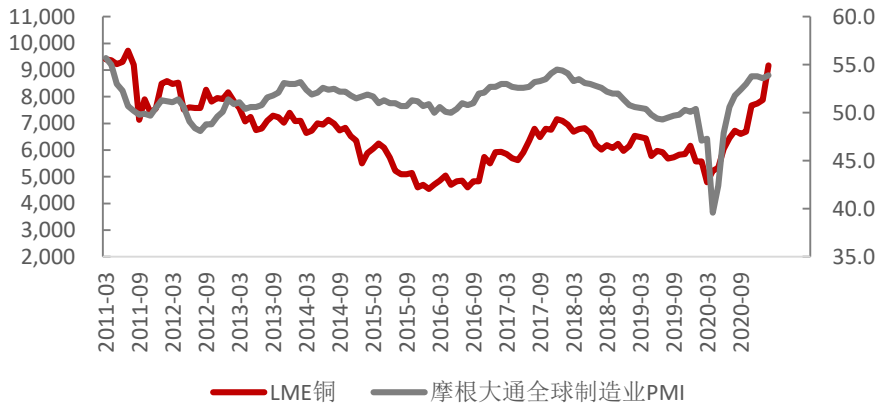


资料来源：EIA，中国银行研究院

原油价格有望高位震荡。第一，OPEC+减产计划超预期，供给端维持紧缩。短期内，主要产油国增产动力不强，3 月份 OPEC+联合部长级会议中，大部分产油国将 3 月份的减产量延长至 4 月，同时沙特单方面再减产 100 万桶/日，产油国对于维护原油当前价格持续走高的意愿超过市场预期。第二，原油库存大幅降低，油价上行阻力减小。根据 EIA 库存报告，随着全球经济快速恢复，制造业活动快速恢复，2020 年下半年以来，美国原油的库存持续下降，库欣原油库存较 2020 年 11 月高位降幅达 21%，基本恢复疫情前水平。第三，美国新一轮的财政刺激计划落地，市场风险偏好或将进一步提升，原油衍生品有望得到市场风险投资者的青睐，利好原油价格上行。

铜价仍有上行空间。从历史走势来看，铜价与全球制造业 PMI 指数呈明显正相关关系。作为重要的工业金属，铜价的驱动因素主要来自其商品属性，受全球货币政策的扰动较小。2021 年二季度，经济基本面持续向好预期将进一步改善工业用铜的需求。铜价仍有上行空间，但近期积累下来的巨大涨幅需要拉长周期消化。

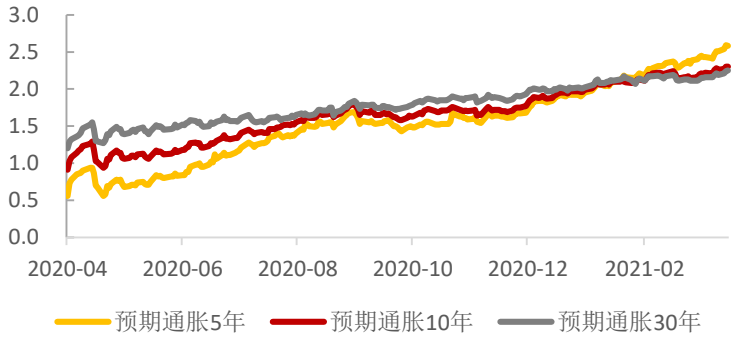
图 26：LME 铜价与制造业 PMI 关系



资料来源：中国银行研究院

黄金价格反弹阻力较大。黄金在 2012 年二季度的需求仍然受到打压。全球央行多次重申将在短期维持宽松，下一季度全球流动性充裕的状况得以延续，市场对风险资产的偏好仍然大于黄金。黄金价格震荡走低的概率较大。

图 27：美国长短期通胀预期（%）

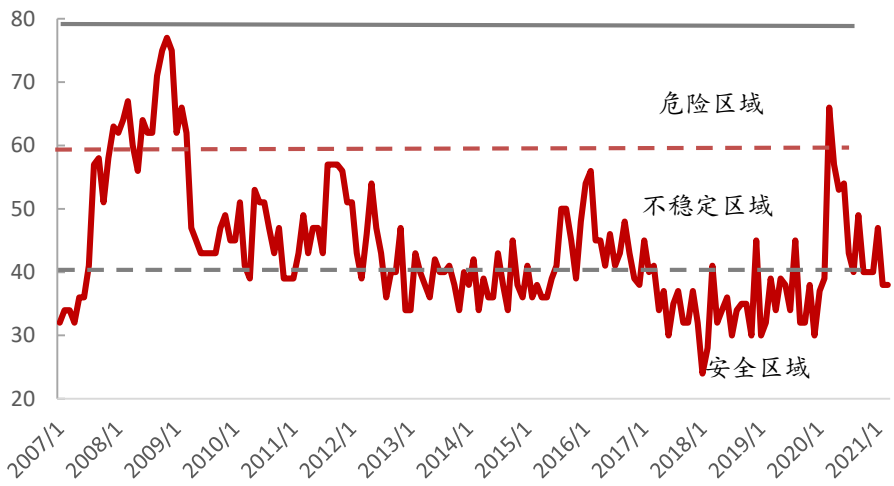


资料来源：Wind，中国银行研究院

2.金融危机预警指标显示，流动性波动风险加大

由于银行股大幅波动，美国的金融危机指标 ROFCI 月均值曾在不稳定区域内上升。随着美国股票市场、银行业及宏观经济状态改善，近期美国金融市场整体风险有所缓解，ROFCI 月均值从不稳定区域回落至安全区域，但季度平均值仍维持在不稳定区域。展望 2021 年二季度，随着美国经济复苏步伐加快，美国金融市场整体风险状态有可能继续改善。但企业信用风险仍将是重要的潜在风险点。

图 28：ROFCI 走势



资料来源：Wind，中国银行研究院

三、专题研究

专题一：拜登上台对全球化的影响

拜登上台后，美国的对外关系政策出现新变化。从拜登在竞选阶段发布的施政方针和过去两个月拜登政府采取的措施来看，美国不会再度拥抱自由主义的全球化，而将延续特朗普时期“美国优先”的基本立场，突出中产阶级特别是工人阶层利益优先的中心思想，强调经济安全。重视团结盟友和国际组织领导力是拜登政府与特朗普政府最大的区别，亚太地区将长期成为美国对外关系

的重心。拜登政府的内政外交政策将促使经济民族主义在全球蔓延，加剧国际多边秩序的脆弱性，激化大国之间的对立和冲突。面对国内民粹主义不断、财政空间趋紧和国际政经格局演变等因素，拜登政府全球政策的落实将面临较大的挑战。

1.拜登政府全球政策的核心内容

通过梳理拜登总统上任以来发布的行政命令、政策报告和公开演讲，拜登政府在处理全球问题的政策立场可归纳如下：

第一，强调国内经济安全，实施“中产阶级外交”。2020 年上半年，拜登在美国《外交事务》杂志撰文阐述了他在外交领域的政策主张，提出将实施“有利于中产阶级”的外交政策。拜登政府《贸易议程报告》《过渡时期国家安全战略指南》以及国务卿外交政策演讲均强调复兴中产阶级对美国经济和国家安全的重要性，并将通过重建美国供应链、购买美国货等方式重振美国制造业。拜登上任以来已签署多道行政命令，对政府采购行为实施更严格规定，落实其强化美国制造业的竞选承诺，针对关键产品供应链开展 100 天审查行动。

第二，重塑美国在国际社会和多边组织中的领导地位。重视盟友作用和多边主义是拜登政府同特朗普政府的最大区别。上任两个多月来，拜登政府已启动重返《巴黎气候协定》、世界卫生组织、联合国人权理事会等机构程序，打破 WTO 总干事遴选僵局，明确表示将修复与北约和日韩等传统盟友的关系，并出席了 G7 峰会、慕尼黑安全会议与美日印澳四国机制（QUAD）会议等 3 场重要外交活动，拉拢盟友意图明确。在落实对外政策主张的过程中，拜登政府将摒弃单边主义手段，通过“抱团出击”的方式实现对外政策目标。特朗普时期美国曾联合欧盟和日本多次发布三方声明，就国际经贸治理问题阐述共同立场，拜登政府将进一步运用和强化这类作法。

第三，延续并强化亚太在美全球安全战略中的重心地位。拜登认定中国为

美国最大的战略竞争对手，这一点与特朗普立场一致。在两党对立局势不断升级的背景下，打压遏制中国崛起已经成为美国政界的最大共识。具体来看，拜登政府对华态度“柔中带刚”，承认当前中美关系“竞合共存”的现实，部分领域的政策回归理性，在应对疫情危机、气候变化和核不扩散等议题上向中国释放积极的合作信号；在人权、军事安全等领域保持高压态势；主持四国机制（QUAD）首次领导人峰会，旨在围堵中国的“亚洲小北约”实质上成型；在科技打压方面较特朗普时期有过之而无不及。

第四，巩固“民主”意识形态阵营。拜登政府不遗余力地传播保卫民主制度的口号,《过渡时期国家安全战略指南》大篇幅谈论民主在国内外遭遇的挑战。拜登政府还将民主作为链接盟友的关键词，强化四国机制民主国家联盟，并计划于年内召开全球民主峰会。与此同时，拜登政府更重视利用民主、人权等意识形态因素作为对外“攻势”的工具和筹码，针对非盟友国家展开制度竞争。

2.美国政策调整对全球化带来的新变化

拜登政府对特朗普时期的美国全球政策进行大面积的修正，全球形势发展出现新变量，将会对国际秩序和全球化走向带来显著的影响。

第一，促使经济民族主义在全球蔓延。特朗普政府时期美国已经开启产业链回流行动，新冠疫情的冲击进一步催化全球各国对产业安全的重视。拜登虽然反对通过贸易战等简单粗暴的方式解决对外经济问题，但对国内中产阶级和制造业的重视意味着“美国优先”的利益导向不会调转。拜登政府颁布的购买美国货、收紧技术出口管制、审查和重塑国内产业链等政策，充分表明美国不会回归经济自由主义的全球化秩序，而是延续“以我为主”的立场。受美国影响，经济民族主义可能在世界范围内进一步扩散。

第二，加剧国际多边秩序的脆弱性。拜登政府以民主价值观为准绳，强化意识形态阵营，并将多边主义狭隘地解释为以西方价值观为基础的国际秩序。

拜登政府所谓重返国际秩序，并非是对多边主义的坚守，本质上是为了维护西方国家在多边秩序中的主导权。在当前多边经贸秩序亟需重构改革的背景下，这种意识形态偏见忽略甚至否定广大发展中国家在国际秩序中的定位和诉求，将会导致多边秩序朝着分裂、极化的方向演变，现行国际治理体系的权威将被进一步削弱。

第三，激化大国之间的对立和冲突。拜登政府上台后，同欧盟、英国、日本等传统盟友迅速实现良性互动，与印度之间的合作升级。面对拜登政府发出的团结信号，其他国家亦主动示好，欧盟委员会在拜登当选后不久迅速发布《应对全球变化的欧美新议程》，美国和欧盟、英国暂停互征飞机等产品关税，美印顺利达成地理空间合作协议。而对中国和俄罗斯则采取竞争、打压为主的政策方针。近期美国分别借口香港问题和纳瓦尔尼事件展开对华对俄官员制裁，拜登声明“普京会为莫斯科企图干预美国大选行为付出代价”，俄罗斯则以召回驻美大使作为回应。伴随着美国印太制华、联欧制俄措施的不断升级，大国间博弈冲突态势将会进一步加剧。

3.内外因素对拜登政府政策效果的影响

考虑到美国愈演愈烈的政治极化、积重难返债务负担等内部矛盾和国际政经格局加速演变的外部因素，拜登政府落实内政外交政策主张面临不小的挑战，最终效果如何还有待进一步观察。

国内方面，民粹主义势力会掣肘美国政治力量，有限的财政政策空间也将限制拜登施政空间。美国扶持国内中产阶级和重塑制造业的计划离不开庞大的财政支持，为应对疫情冲击和恢复经济增长，过去一年多的时间里美国实施近 6 万亿美元的财政刺激计划，财政赤字大幅攀升，政府负债水平达到前所未有的高度。拜登政府寄希望于通过对企业和富人加税缓解国内财政负担，为实现内外政策主张输送弹药，但这势必引发共和党和富裕阶层的强烈反对，进一步

加剧美国政治和社会对立局势，拜登政府“中产阶级外交”政策的可行性与可持续性面临较大现实挑战。

国际方面，美国同盟友关系的回暖有助于拜登政府落实对外政策主张，但各国出于内部发展和对外交往需要，不可能在美国同中国之间完全站队。对亚太国家而言，与中国之间的贸易往来、产业联系、人员互动等方面较美国不相上下，全面倒向美国既不符合经济利益也会给自身的地缘政治角色带来极大风险。对欧洲国家而言，美欧经贸关系的结构性分歧以及欧盟追求战略自主的态度，意味着欧盟不会在大国竞争中同美国亦步亦趋。特别是在对中国方面，欧盟基于对华交往所带来的经济利益考量，难以在中美竞争中做出选边站的抉择。近期 RCEP 的签署和中欧 CAI 完成谈判，深刻表明欧盟、日本、澳大利亚等美国盟友不会舍弃中国巨大的市场和发展潜能所带来的经济利益。美国意图联盟开展对华经济、技术打压的设想最终恐遭打折。

专题二：美国国债市场投资者结构变化及新特点

1.美国国债市场投资者结构变化

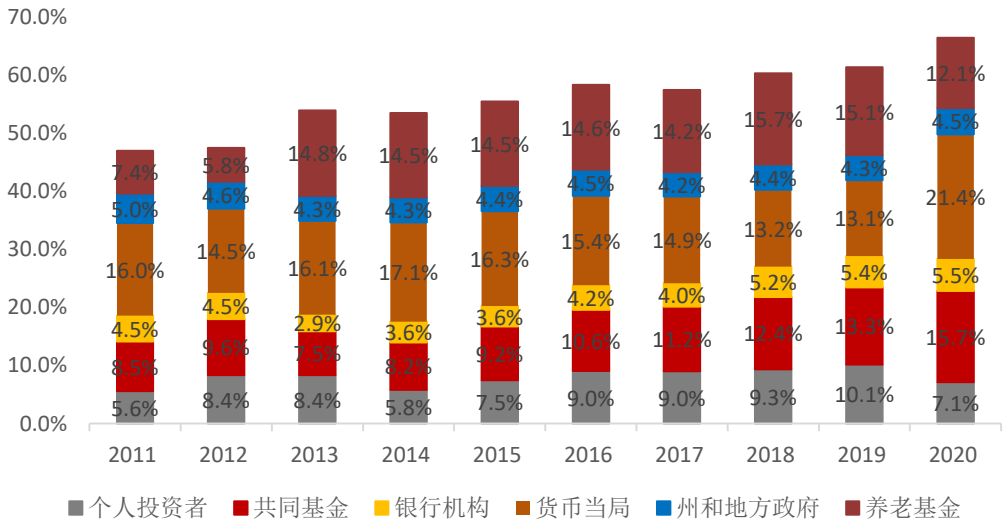
国债是美国联邦政府弥补财政赤字、到期债务再融资的主要工具。美国国债市场是全球规模最大和最具流动性的主权债务市场，吸引了包括政府、金融机构、散户在内的广大投资者。美国国债收益率是全球金融市场定价的基础，具有广泛影响。2008-2020 年，美国国债余额由 10.7 万亿美元升至 27.75 万亿美元，升幅达 159.3%，国债/GDP 比例由 68.1%升至 128.7%。伴随市场规模不断攀升，美国国债投资者结构发生了明显调整，主要呈现出以下特点。

第一，国内投资者的持债比例升高，货币当局成为主要推动力量。2008-2020 年，国内投资者持有美国国债规模由 7.62 万亿美元升至 20.67 万亿美元，占美国国债总规模的比例由 71.2%升至 74.5%。货币当局持债比例升高是推动国内投资者份额增长的主要原因。2011-2020 年，美国货币当局持有美国国债的规模

由 1.66 万亿美元升至 5.15 万亿美元。2020 年新冠疫情后，美联储持债比例大幅上升，全年增加了 8.3 个百分点。

除货币当局外，2011 年以来，持有美国国债比例上升的投资者还包括共同基金、养老基金、个人投资者和商业银行。四类主体持有美国国债的比例分别由 8.5%、7.4%、4.5%升至 15.7%、12.1%、7.1%。2020 年新冠疫情以来，美联储加大了持有美国国债的力度，养老金、个人投资者等持债份额明显下降，共同基金和商业银行是少有的增持美国国债的市场主体（图 29）。

图 29：美国国债国内投资者份额变化



资料来源：美国财政部，中国银行研究院

第二，国际投资者持债比例下降，国别集中度降低。2008-2020 年，外国投资者持有美国国债规模由 3.08 万亿美元升至 7.07 万亿美元，占美国国债余额的比例由 28.8%降至 25.5%。2020 年末，全球持有美国国债前 10 名的国家和地区分别为日本（4.4%）、中国（3.9%）、英国（1.6%）、爱尔兰（1.1%）、卢森堡（1.0%）、巴西（0.9%）、瑞士（0.9%）、比利时（0.9%）、中国台湾（0.8%）和中国香港（0.8%）。外国投资者持有美国国债的份额集中度呈下降趋势，份额前五大和前十的国家和地区合计持有比例分别由 2008 年的 17.5%和 22.0%降

至 2020 年的 12.0%和 16.5%。2012 年，中国大陆和日本持有美国国债的份额达到阶段性高点，分别为 10.6%和 9.7%。随后份额持续下降，2020 年末分别降至 3.9%和 4.4%。以央行、主权基金为代表的官方组织减持美国国债是外国投资者份额下降的主要原因。2008-2020 年，外国官方组织持有美国国债的份额由 20.0%降至 14.7%。

表 10：美国国债主要国家投资份额变化（%）

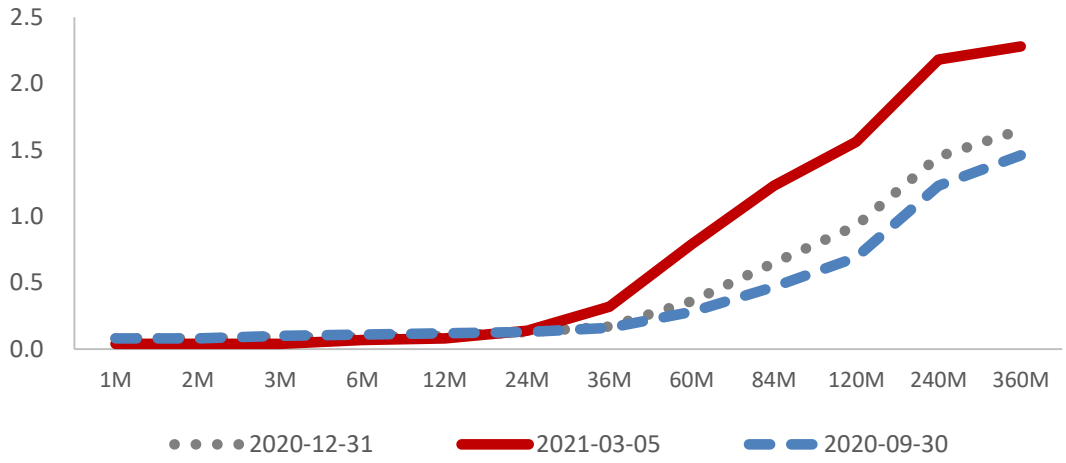
	2008	2010	2012	2014	2016	2018	2020	变化
日本	5.9	6.3	9.7	8.5	6.8	5.9	4.4	**-1.5**
中国	6.8	8.3	10.6	8.6	6.6	6.4	3.9	**-2.9**
英国	1.2	1.9	1.1	1.2	1.4	1.6	1.6	**0.4**
爱尔兰	0.5	0.3	0.9	1.4	1.8	1.6	1.1	**0.6**
卢森堡	0.9	0.6	1.3	1.2	1.4	1.3	1.0	**0.1**
巴西	1.2	1.3	2.2	1.8	1.6	1.7	0.9	**-0.3**
瑞士	0.6	0.8	1.7	1.3	1.4	1.3	0.9	**0.3**
比利时	0.1	0.2	1.2	2.3	0.8	1.0	0.9	**0.8**
中国台湾	0.7	1.1	1.7	1.2	1.2	0.9	0.8	**0.1**
中国香港特别行政区	0.7	0.9	1.2	1.2	1.2	1.1	0.8	**0.1**
开曼群岛	n. a	n. a	1.2	1.3	1.6	1.3	0.8	**-**
印度	0.3	0.3	0.5	0.6	0.7	0.8	0.8	**0.8**
新加坡	0.4	0.5	0.9	0.8	0.6	0.7	0.6	**0.6**
沙特阿拉伯	n. a	n. a	0.7	0.7	0.6	1.0	0.5	**-**
韩国	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6	0.6	0.5	**0.5**
前5大占比	**17.5**	**19.3**	**18.1**	**18.0**	**14.8**	**13.8**	**12.0**	**-5.5**
前10大占比	**22.0**	**24.3**	**22.6**	**23.0**	**20.1**	**18.7**	**16.5**	**-5.5**

资料来源：美国财政部，中国银行研究院

2.投资者行为调整与近期美国国债收益率上涨

2020年下半年以来，美国国债收益率中枢不断抬升、形状日趋陡峭化（图30）。美国国债10年期收益率与2年期收益率价差由2020年一季度末的47个基点升至2021年3月8日的142个基点。

图 30：美国国债收益率曲线变化（%）



资料来源：美国财政部，中国银行研究院

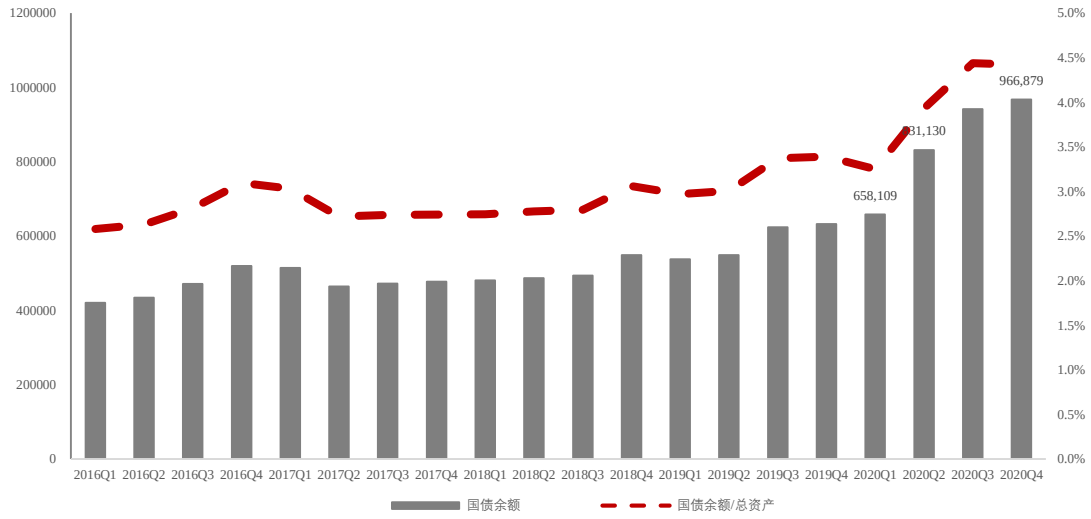
从宏观层面看，利率中枢上行、收益率曲线陡峭化与美国经济基本面向好、实体经济通胀预期增强等因素有关。而微观层面看，主要与投资者在现货市场抛售国债或在期货市场做空国债有关。具体而言，美国不同国债投资者的行为主要呈现以下特征。

第一，美国非银行金融机构提前做空国债市场。为了规避国债收益率上涨带来的债券价格浮亏，美国个人投资者和养老金减持美国国债。而共同基金、对冲基金则是通过回购交易获得美国国债的现货，而在期货市场进行卖空操作。近期，随着美国国债收益率的上涨，卖空交易日渐频繁。2021年3月2日当周，美国国债期货非商业空头持仓增加量与多头持仓减少量环比增加3.4万单，净空头涨幅触及历史高位。大规模做空交易也会产生跨市场连锁效应。回购交易是获得现券成本较低的方式，市场大规模做空美债，使回购市场现券供不应求，回购利率大幅下跌。近期，10年期美国国债回购利率转为负值，甚至一度下跌至-4.25%，创历史最低水平。

第二，SLR 豁免政策到期，减持压力加大。2020 年 4 月 1 日，为缓解疫情

对美国国债市场造成的冲击，支持银行体系向国债市场及实体经济提供流动性，美联储实施补充杠杆率（SLR）[8]豁免条款。条款规定，自 2020 年 4 月 1 日起，在计算 SLR 分母表内外风险暴露时，剔除美国国债和存放美联储准备金资产，直至 2021 年 3 月 31 日。SLR 豁免政策实施后，美国银行业持有国债规模由 2020 年一季度末的 6581.1 亿美元升至 2020 年底的 9668.8 亿美元，国债资产占银行业总资产比例由 3.2%升至 4.4%（图 31），在美债收益率上行的背景下，美国银行业成为除美联储以外少有的美债份额增持主体。SLR 豁免条款到期将增加美国银行业持有美国国债的资本成本，降低持有国债和进行国债做市交易的意愿。2020 年末，摩根、花旗、富国及美国银行的存量国债余额中，2-5 年期和 6-10 年期占比较高。如受到 SLR 豁免政策影响遭到抛售，美国国债收益率曲线将更趋陡峭化。

图 31：SLR 政策调整前后美国银行业国债余额/总资产（%）



资料来源：FDIC，中国银行研究院

第三，外国投资者避险情绪增强，减持美国国债。美国国债的外国投资者

[8] 2013 年，美联储针对银行体系实施补充杠杆率（Supplementary Leverage Ratio, SLR）要求。SLR 等于一级资本净额除以表内外风险暴露。对美国一般银行，SLR 的要求为 3%，对美国系统重要性银行（G-SIBs），SLR 要求为 5%，其子公司要求在 6%以上。SLR 出台后，国债将与其他高风险资产以相同权重计入 SLR 分母，银行开展国债投资、做市交易的成本显著提升。

主要以央行、主权基金等官方机构为主。这些机构风险偏好稳健，希望在保障资产价值基础上获得稳定投资回报。受美国遭受疫情冲击经济增速下滑、美国债券余额屡创新高等因素影响，日本、中国、俄罗斯以及巴西持有美债份额持续下降。

专题三：新兴经济体债务风险及应对

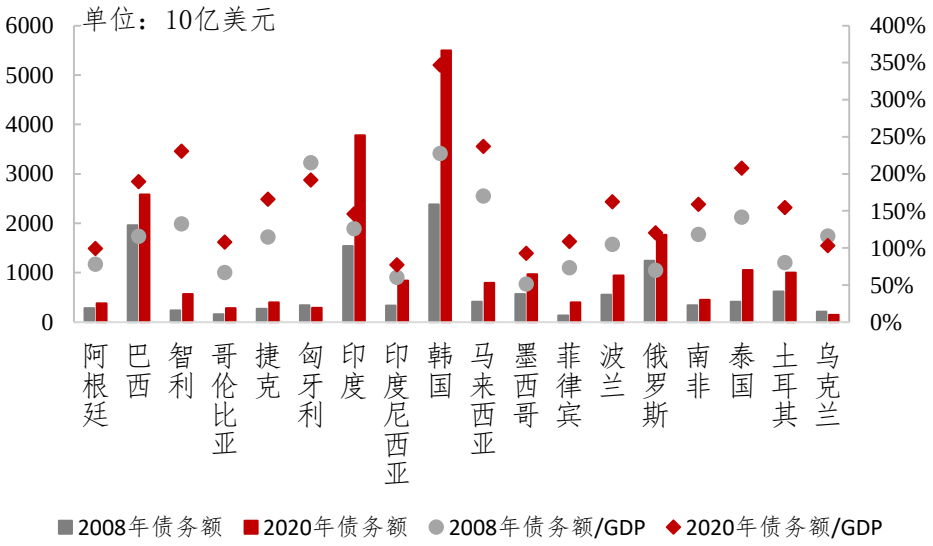
自 2010 年以来，新兴经济体[9]政府债务规模年均增长 6%。2020 年，新冠疫情对全球经济产生重大冲击，各国为应对疫情扩张财政，企业在低利率环境下大举融资，新兴经济体债务规模进一步累积。当前，全球经济正在复苏，但由于新兴经济体自身的脆弱性，更容易受到国际金融市场波动、发达经济体政策转向、大宗商品价格下跌、贸易局势紧张等诸多不确定性因素的冲击，债务可持续性面临更严峻的挑战。

1.新兴经济体债务规模及结构特征

新兴经济体债务规模总体呈上升趋势。自 2008 年金融危机以来，在全球长期低利率环境下，新兴经济体债务规模不断攀升，从 2008 年底的 12 万亿美元增至 2020 年底的 22 万亿美元，年平均增速为 5%。

[9] 本文所指新兴经济体包括阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、捷克、匈牙利、印度、印度尼西亚、韩国、马来西亚、墨西哥、菲律宾、波兰、俄罗斯、南非、泰国、土耳其和乌克兰。

图 32：新兴经济体债务地区分布



资料来源：IIF，Wind，中国银行研究院

从国别分布来看，新兴经济体债务主要集中在南美、中东欧、东南亚和东北亚地区。新兴经济体偿债主体以政府和非金融企业为主，家庭和金融企业债务相对有限。其中，外债是新兴经济体债务的重要组成部分。从各国外债规模来看，匈牙利外债最为庞大，外债/GDP 超过 135%。捷克、乌克兰、智利的外债规模次之，占本国 GDP 的 80%以上，阿根廷、马来西亚、土耳其、南非外债/GDP 达 60%以上。**从期限结构来看，**捷克、马来西亚、阿根廷、土耳其等国的短期偿债压力较大。其中，捷克的短期外债与中长期外债之比约为 3：2，短期偿债压力最为突出。**从币种结构来看，**部分新兴经济体对美元和欧元债务的依存度较大。

2.新兴经济体债务违约风险影响因素

影响新兴经济体债务违约风险的主要因素有利率、汇率波动、通胀、外债/GDP、短期外债/全部外债等，影响偿债能力的主要因素有经济增长、财政余额、经常账户余额、储备水平等。

利率水平。新兴经济体由于在通胀、货币、主权信用等方面存在风险溢价，

利率水平一般高于发达经济体。2020 年，尽管新兴经济体利率水平总体下降，但受疫情进展、政局变动、经济结构等影响，不同国家存在差异。乌克兰、俄罗斯、土耳其、巴西等国利率水平较高，导致偿债成本和债务风险较高。

汇率波动。汇率波动直接影响一国以外币计价的债务规模。国内政局动荡、外部形势、极端事件均会导致新兴经济体资本外流、汇率承压。2020 年 3 月中旬，全球金融市场大幅波动时期，超过 1000 亿美元资金回流美国本土，导致新兴市场货币遭到抛售，南非、墨西哥、巴西货币跌幅超过 20%。4 月 3 日阿根廷因美元融资渠道断裂无法支付 100 亿美元债务利息造成事实违约。2020 年土耳其、巴西、阿根廷的汇率波动幅度较大，其以汇率波动为衡量维度的偿债风险较高。

通胀水平。低利率是债务可持续的关键，而低通胀是低利率的前提。从当前全球疫情形势来看，疫苗对疫情的控制作用好于预期，投资者对全球经济复苏和通胀预期有所增加。一是货币政策和财政政策宽松，低利率叠加流动性扩张将抬升物价水平；二是逆全球化和产业回流增加企业生产成本，导致物价上涨。目前阿根廷通胀风险较大，该国以通胀水平衡量的债务风险较高。

主权信用评级。主权信用评级反映一国政府债务违约的可能性。主权信用评级越低，发债成本越高。阿根廷的主权评级为 CCC+，政府债务占比达到 78%以上，存在很高的债务风险。印度尼西亚、印度、土耳其、南非、墨西哥、哥伦比亚、智利的评级展望为负，将对此类国家举债和还债能力产生影响。

债务结构。新兴经济体的外债占比和短期债务占比越高，越容易受到发达国家货币政策转向、全球市场波动、本币贬值等因素的影响。匈牙利、捷克、马来西亚、阿根廷、土耳其的债务结构对外债和短期债的依赖程度较高，印度、印尼、菲律宾、泰国、韩国、俄罗斯的债务结构相对合理可控。

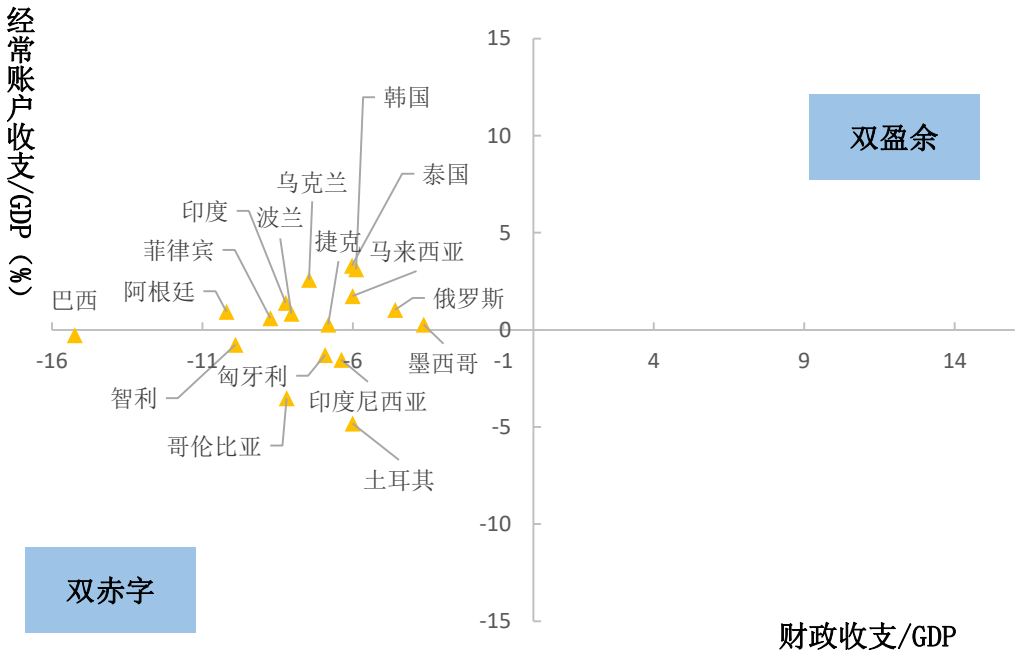
经济增长表现。经济增长是决定一国偿债能力的基础。经济增长稳定意味

着居民和企业收入能保持增长，政府税基扩大，财政状况良好，偿债能力较强，反之则偿债能力不足。2020 年疫情冲击下，所有新兴经济体 GDP 增速均显著下滑，其中阿根廷、哥伦比亚、墨西哥降幅明显，叠加过去长期低迷的经济表现，债务可持续性不容乐观。

财政收支。财政收支状况决定了一国国债和主权债务的偿债能力。2020 年，为应对疫情冲击，世界各国普遍出台了大规模财政刺激计划，财政赤字/GDP 急剧扩张，创历史新高。比较来看，韩国、马来西亚、墨西哥、泰国等国财政赤字扩张程度较小，巴西、南非、乌克兰、智利等国财政赤字水平显著提高。

经常账户收支。经常账户盈余/赤字也是衡量一国偿债能力特别是外债偿付能力的关键指标。新冠疫情虽然对全球商品贸易和跨境投资带来严重冲击，但大多数新兴经济体国际收支并未明显恶化，经常账户赤字反而有所收敛，在一定程度上有助于缓解外债偿还压力。

图 33：2020 年主要新兴经济体经常账户和财政收支情况



资料来源：IIF，中国银行研究院

储备水平。外汇储备覆盖率主要用于衡量外汇储备支付进口商品和偿还外债的能力。本文使用外汇储备规模/（经常账户逆差+短期外债规模）作为反映一国储备水平的指标，该指标数值越小，说明一国调节国际收支、清偿国际债务的能力越低，金融风险也就越大。根据 2020 年数据，**土耳其、阿根廷、马来西亚、捷克和南非**等国储备水平较低，面临较大的债务清偿压力。

综合上述影响因素，我们对不同因素指标进行赋值，测算出新兴经济体债务风险综合指标，制作了新兴经济体债务风险热图，以直观反映各国债务风险情况（图 34）。数据表明，在主要新兴经济体中，阿根廷和土耳其综合债务风险最高，巴西和南非也面临较高的债务风险，而韩国、菲律宾、俄罗斯和泰国的债务风险相对可控。

图 34：新兴经济体债务风险热图

	债务/GDP	外债/GDP	短期外债/中长期外债	财政收支/GDP	经常账户收支/GDP	GDP 增速	储备水平	利率水平	汇率波动水平	通胀水平	主权评级风险	综合债务风险
阿根廷	2	4	3	4	3	5	5	3	5	5	5	4
巴西	4	3	2	5	3	3	2	4	5	3	4	3.5
智利	5	4	2	4	3	3	4	2	3	3	1	3.1
哥伦比亚	2	3	2	3	5	4	4	3	3	3	3	3.2
捷克	3	5	5	3	3	3	4	1	2	3	1	3
匈牙利	3	5	2	3	4	3	3	2	3	3	3	3.1
印度	3	1	3	3	2	5	1	3	3	3	3	2.7
印尼	3	2	2	2	4	1	4	3	2	3	3	2.6
韩国	5	1	3	2	1	1	2	2	2	2	1	2
马来西亚	5	3	5	2	2	3	4	2	2	2	2	2.9
墨西哥	1	3	2	1	3	4	3	3	3	3	2	2.5
菲律宾	2	1	3	3	3	4	1	3	1	3	2	2.4
波兰	3	3	3	3	3	1	3	2	2	3	2	2.5
俄罗斯	2	1	2	1	3	2	1	5	3	3	3	2.4
南非	3	3	3	5	4	4	4	3	3	3	3	3.5
泰国	4	2	4	2	1	3	2	2	2	2	2	2.4
土耳其	3	3	3	2	5	2	5	5	5	4	4	3.7
乌克兰	2	4	2	3	1	3	3	5	2	3	4	2.9

注：暗红色代表最高风险水平，红色代表次高风险水平，暗黄色代表居中风险水平，浅绿色代表次低风险水平，绿色代表最低风险水平。

资料来源：中国银行研究院

3.新兴经济体债务风险的应对

作为债务方，**一是将控制疫情、恢复经济作为优先事项。**为保证良好的偿债能力，新兴经济体应借鉴国际成熟经验，采取科学防控手段，加快疫苗接种进度，有效控制疫情。**二是保持合理的债务结构。**新兴经济体要注重不同币种、不同期限债务的合理配置，优化债务结构，降低错配风险。**三是提高债务资金利用效率。**新兴经济体应优先将债务资金投入于可产生长期收益的生产性投资，将债务/GDP、债务利息支出/GDP 等关键指标控制在合理水平，确保债务的可持续。**四是避免将或有债务转变为政府债务。**新兴经济体政府应尽可能避免大规模接手或有债务，通过采取市场化手段和政策手段相结合的方式逐步出清债务风险。

作为债权方，**一是助力推动债务国经济复苏。**主要经济体，特别是发达经济体在制定宏观经济政策时应充分考虑外溢效应，减轻对债务国可能造成的负面冲击。**二是在全球范围内推进疫苗公平有效分发。**发达经济体和主要疫苗生产国在加大对“新冠疫苗全球获取机制”（COVAX）支持的同时，可以通过双边谈判、定向捐赠的方式，尽快满足疫情严重的新兴经济体疫苗需求。**三是通过多边渠道强化政策沟通，积极推动债务减免和延期。**在 G20 和巴黎俱乐部框架下有效落实“暂缓债务偿付倡议”（DSSI），积极探讨后续缓债事项，帮助债务国应对疫情冲击和恢复经济社会发展。IMF 等国际组织应充分发挥沟通平台作用，为新兴经济体化解债务风险提供必要的外部咨询和能力支持。跨境金融组织可以为全球供应链上下游企业，特别是中小企业提供更多的贸易融资支持，鼓励跨国商业银行和金融机构提供贸易信贷和保险，纾解企业偿付能力危机。国际评级机构应审慎调整新兴经济体各类主体信用评级，避免加剧债务风险。

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**