中国银行 BANK OF CHINA 研究院

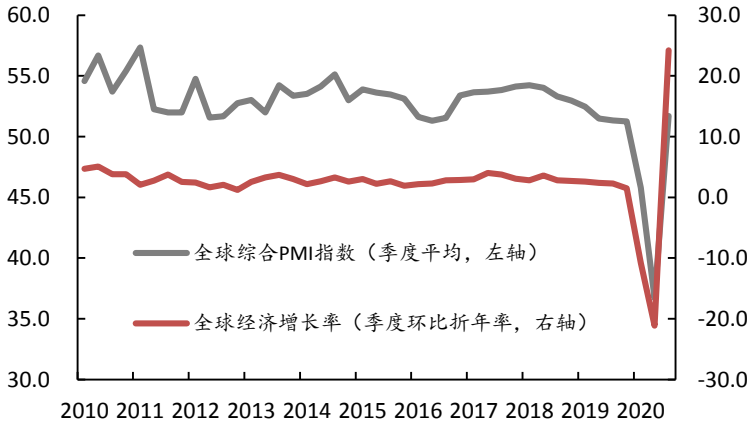
全球经济金融展望报告

2020 年第 4 季度（总第 44 期）　　报告日期：2020 年 9 月 28 日

要点

- 2020 年三季度，全球经济走出疫情低谷，呈现复苏迹象，但复苏基础并不稳固，下行风险犹存。
- 2020 年三季度，全球金融市场在流动性支撑下震荡回升，高收益类公司债信用风险、新兴市场外债风险等值得警惕。
- 美国企业债务攀升、破产激增将削弱美国经济复苏潜力，并可能成为引发系统性金融风险的导火索。
- 疫情加剧国际经贸格局和规则重构，全球产业链调整面临“全球性收缩”和“区域内强化”新特征。
- 全球财政政策空前扩张，巨额财政赤字与公共债务将危害经济复苏进程，具有不可持续性。

全球 GDP 与综合 PMI 指数对比（%）



资料来源：Wind, 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
成　员：廖淑萍
边卫红
王有鑫
赵雪情
谢　峰
王若兰
曹鸿宇
李　彧
邹子昂
蒋效辰
王　淳
丁　孟（香港）
黄小军（纽约）
陆晓明（纽约）
李子睿（新加坡）

联系人：廖淑萍
电　话：010-66594052
邮　件：
liaoshuping@bankofchina.com

后疫情时代全球经济的隐忧

——中国银行全球经济金融展望报告（2020 年第 4 季度）

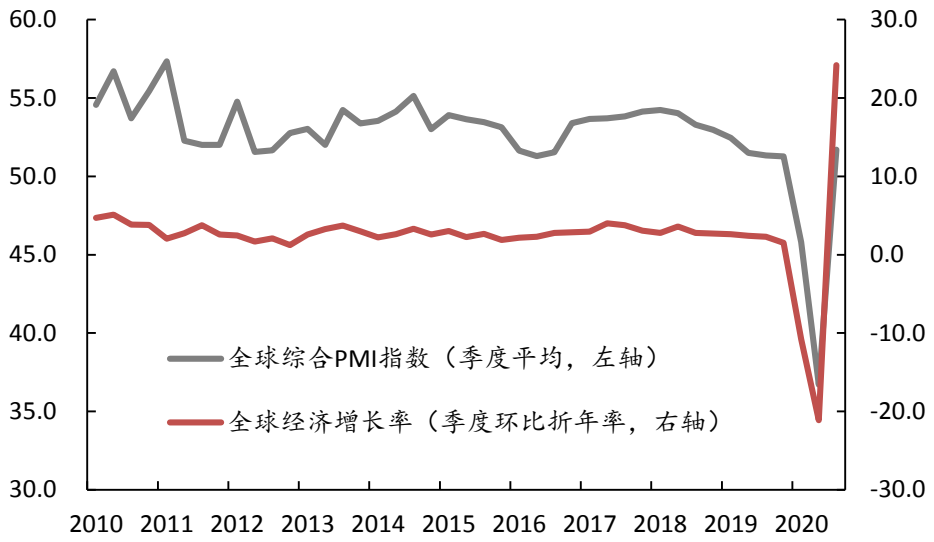
2020 年三季度，在主要国家纾困政策的推动下，全球经济已从上半年的大幅衰退中有所复苏，但复苏基础并不牢固。投资者风险偏好从避险模式转向风险模式，国际金融市场出现大幅反弹，远超实体经济复苏力度。后疫情时代，全球经济仍十分脆弱，部分领域风险尚未完全暴露，而纾困政策本身可能增加经济金融体系的脆弱性。本期报告分别就美国经济复苏的潜在风险、国际经贸规则调整对全球产业链布局的影响、全球财政政策扩张空间与风险进行专题分析。

一、全球经济季度回顾与展望

（一）全球经济走出疫情低谷，呈现复苏迹象

2020 年三季度，伴随着主要国家复工复产及前期宽松政策发挥作用，全球供需两侧均呈现复苏迹象。全球经济已走出二季度的低谷，开始触底回升。需求方面，全球集装箱吞吐量和制造业出口订单开始增加，国际贸易缓慢复苏。世贸组织（WTO）预计，三季度全球贸易增速约为 2.5%。高频数据显示，全球消费正在复苏，主要国家消费者信心指数缓慢增加，零售销售同比增速由负转正。国际航协（IATA）的报告指出，受益于国内旅行的回暖，全球航空业客运量（Global RPK）同比增速已从 4 月-94.1%的低点回升至-79.8%，其中，国内增速回升至-57.5%。供给方面，摩根大通全球综合 PMI 指数在连续 5 个月低于荣枯线后开始反弹，7 月和 8 月分别回升至 51.0 和 52.4。其中，制造业产出指数 8 月已回升至 53.6，显示全球生产处于加快恢复状态。初步估计，三季度全球 GDP 增长环比折年率为 24.2%，较上季度回升 45.3 个百分点（图 1）。

图 1：全球 GDP 与综合 PMI 指数对比（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

（二）全球经济复苏是艰巨而漫长的过程

尽管当前全球经济开始复苏，但复苏基础并不稳固，下行风险依然较大。此轮复苏有三个特点：**一是波动性。**在疫情期间，“社交隔离”措施对服务业的打击最为明显。根据联合国贸发会议（UNCTAD）的预测，2020 财年全球 TOP5000 公司收入平均下降 40%，其中，住宿餐饮行业降幅最大，达到 93%。各国逐步取消限制措施后，服务业得以迅速反弹。而一旦出现疫情反复、防控措施重启，服务业又成为最先受到波及的部门。经济活动在“防控-放松-防控”的过程中不断拉锯，导致复苏过程存在较大波动。**二是分化性。**伴随着疫情以来全球流动性的大幅增加，主要国家股市均创历史新高，实体经济复苏乏力与虚拟经济持续高涨形成明显的对比。不同区域之间的复苏也呈现分化态势，中国、东盟等东亚国家和地区由于疫情控制良好，经济实现了率先复苏，增速高于全球平均水平，而巴西等受疫情冲击更为严重的地区仍处于衰退状态。**三是艰巨性。**从当前形势看，疫情对经济的冲击不是短期性的，而是会反复发生，从而可能改变长期经济增长路径。根据哈佛大学最近的一项研究，全球可能会看到轮摆式的封锁期，一直持续到 2022 年。与此同时，就业市场的恢复面临结

构性挑战。不少企业和消费场所已永久性关闭，即使疫情得到控制，许多人也不可能立即找到工作，就业回归常态将是漫长的过程。疫情也正在改变居民消费和企业投资行为。出于对未来下行风险的担忧，居民可能倾向于增加储蓄，企业不愿意扩大生产，从而使得消费投资回升乏力，经济复苏的过程会更加艰难和漫长。

展望四季度，全球经济复苏面临两个最大的不确定性：**一是疫情的演进。**以巴西、印度为代表的发展中国家疫情蔓延势头仍未得到控制，美国新增病例“尾大不掉”，部分欧洲、亚洲国家疫情出现反复。如果秋冬季节病毒再次卷土重来，在疫苗大规模上市前，全球经济恐再度陷入停摆，严重阻碍复苏进程。**二是美国大选。**当前，美国已进入大选的冲刺阶段，选情变化将极大牵动市场情绪。为了拉拢选票，美国两党不排除采取极端手段，引发国际形势和金融市场动荡。此外，由于疫情原因，美国多数州允许邮寄选票，这更将增加选举结果的不可预测性，可能出现选举结果延迟出炉或一旦败选，特朗普不承认选举结果、引发社会动荡等诸多不确定性局面，从而导致避险情绪的大幅上升和金融市场剧烈动荡，对全球经济复苏造成巨大冲击。

（三）主要经济体复苏进展及政策取向

美国经济呈现复苏势头，未来衰退风险犹存。2020 年二季度，美国 GDP 增速环比折年率下降 31.7%，成为有记录以来最大的季度跌幅，远超 2008 年金融危机时期。美国复工复产后，三季度经济复苏基本沿着“就业→消费→GDP”的传导链条演进。失业率从 4 月 14.7%的历史高点回落至 8 月份的 8.4%，零售和食品服务销售额同比增速由负转正，ISM 制造业 PMI 指数连续 4 个月反弹，从 4 月份的 41.5 升至 8 月份的 56.0，同期制造业产能利用率由 60%升至近 70%水平。尽管如此，美国经济面临的结构性矛盾仍然严重，尤其是非金融企业债务和破产数量大幅增加、美股过度估值、政府财政赤字膨胀等问题突出。叠加大选所带来的不确定性，四季度美国不排除出现金融市场动荡和经济再度衰退

的情况。面对疫情加剧经济下行周期、货币政策空间急剧收窄等挑战，美联储近期调整了货币政策框架，这意味着其在未来几年将维持低利率的宽松政策取向。

欧洲经济复苏放缓，后续增长动力不足。2020 年二季度，欧元区 GDP 环比下降 11.8%，同比下降 14.7%，均创 1995 年欧盟有统计以来的最大降幅。7-8 月，欧洲经济复苏明显，主要城市经济活跃度显著高于美国，带动欧元升值。但 9 月以来西班牙、德国、法国等地疫情反弹，使得居民消费和企业复工等活动出现放缓迹象。面对经济复苏动力不足，9 月欧洲央行议息会议决定保持当前货币政策不变，不过考虑到欧元升值压低了通胀，不排除未来欧洲央行会通过口头干预或调整 QE 政策的方式加以应对。英国经济在三季度复苏势头明显，但与欧盟的贸易协议谈判陷入僵局，增加了经济下行风险。市场预计，如果双方无法达成协议，其后果将远远超过新冠疫情所带来的冲击，届时英国央行可能不得不推出负利率等极端措施。

日本经济持续低迷，新内阁面临双重挑战。2019 年四季度至 2020 年二季度，日本经济连续三个季度出现萎缩，二季度 GDP 增速环比折年率下降 28.1%，是自 1955 年以来日本经历的最大跌幅。消费持续疲软、出口连续下滑、企业在疫情冲击下破产数量激增等成为影响日本经济复苏的重要原因。与此同时，目前疫情在日本仍未得到完全控制，首都东京 9 月 10 日刚刚从最高级防疫级别下调为“须警惕再度扩大”，疫情“持久战”成为日本国内的共识。如何在控制新冠疫情的同时促使经济快速恢复，成为新任首相菅义伟的当务之急。预计日本央行将继续维持宽松的货币政策，以支持经济复苏。

新兴市场仍深陷疫情，复苏前景脆弱。当前，新兴市场疫情仍在持续蔓延，许多国家新增病例还在攀升，印度超过巴西成为全球确诊病例排名第二位的国家。在疫情冲击下，新兴市场经济受到重创，尤其是那些高度依赖大宗商品出口的拉美和非洲国家经济严重萎缩，而社会保障、公共卫生等资源的缺失使得

新兴市场还面临更严峻的社会矛盾。三季度以来，在复工复产和前期政策的作用下，新兴市场经济同样呈现复苏态势。IIF 编制的 EM Growth Tracker 数据显示，新兴市场经济整体增速自 7 月以来有所回升，8 月增速已上升至 5.3%。但区域分化严重，亚洲新兴经济体复苏明显，而拉美尚未摆脱衰退。新兴市场复苏前景受到多重因素的制约，包括疫情持续导致民众保持“社交距离”、政府财政刺激空间有限、内外部需求萎缩等，使得当前的复苏势头可能在未来几个月难以维持。

表 1：2020 年全球主要经济体关键指标预测（%）

地区	年 国家/地区	GDP 增长率			CPI 涨幅			失业率		
		2018	2019	2020f	2018	2019	2020f	2018	2019	2020f
美洲	美国	2.9	2.3	-7.3	2.5	1.8	1.1	3.9	3.7	8.5
	加拿大	2.0	1.6	-8.0	2.3	1.9	0.7	5.8	5.7	9.6
	墨西哥	2.0	-0.1	-7.5	4.9	3.6	3.4	3.3	3.5	6.0
	巴西	1.3	1.1	-7.4	3.7	3.7	2.6	12.3	11.9	14.4
	智利	4.0	2.3	-5.6	2.4	2.6	2.8	7.3	7.2	11.9
	阿根廷	-2.5	-3.0	-8.3	34.9	53.7	43.5	9.2	9.8	12.5
亚太	日本	0.3	0.8	-6.0	1.0	0.5	0.0	2.4	2.4	3.0
	澳大利亚	2.8	1.8	-5.0	1.9	1.6	0.6	5.3	5.2	7.5
	中国	6.7	6.1	3.0	2.1	2.9	2.7	3.8	3.6	4.2
	印度	6.8	5.8	-3.7	4.0	3.7	—	—	—	—
	韩国	2.7	2.0	-1.2	1.5	0.4	0.4	3.8	3.7	4.1
	印尼	5.2	5.0	-2.8	3.2	2.8	2.3	5.2	5.2	6.8
欧非	欧元区	1.9	1.2	-8.0	1.8	1.2	0.4	8.2	7.6	8.1
	英国	1.3	1.4	-11.5	2.5	1.8	0.8	4.1	3.8	5.8
	俄罗斯	2.3	1.1	-8.0	2.9	4.5	3.2	4.8	4.6	5.8
	土耳其	2.8	0.3	-4.8	16.2	15.5	11.6	11.0	13.7	14.0
	尼日利亚	1.9	2.3	-5.4	12.1	11.4	12.7	23.1	—	—
	南非	0.7	0.5	-7.5	4.6	4.1	3.3	27.1	28.7	34.1
全球		3.0	2.5	-5.5	3.6	3.6	2.3	—	—	—

资料来源：中国银行研究院。注：f 为预测。

二、国际金融市场回顾与展望

（一）全球金融市场整体趋稳，但对尾部风险仍需保持警觉

在新冠肺炎疫情和经济衰退的冲击下，全球股票市场在经历了大幅下挫之后，2020 年三季度延续回升势头，MSCI 全球股票市场指数在三季度末升至历史高点。发达市场股票指数增幅领先于新兴市场。股市震荡回升的驱动因素主要体现为：首先，部分央行史无前例的超强度支持导致流动性充足；其次，长期利率下降提升了股市估值；再次，因衰退而受益的行业板块增长也发挥了重要作用。三季度，鉴于美国大选等不确定性因素，VIX 期限结构数据显示，VIX 可能在未来季度上升到 30 左右，标普 500 黑天鹅指数处于 130 警戒线水平以上并呈上升趋势。这表明，投资者仍担心股市未来的厚尾风险。近期，美元出现回调，步入弱势周期。但由于主要发达国家实施的货币政策和财政政策高度相似，经济复苏的差异性不大，美元汇率不会出现崩盘式下挫。美元对主要国际货币交易的波动性也相对稳定，预示全球主要外汇市场波动性风险有限。

在美联储购买公司债券及低利率的驱动下，2020 年三季度公司增发新债规模大幅增加，尤其是美国公司债券增发幅度领先。利润驱动使投资者改变了风险偏好，不断增持高收益率的公司债券。疫情发生后，许多国家鼓励银行放贷，与债务人协商延长还款期限，企业通过动用信用额度缓解了流动性压力。但随着企业歇业和破产增加，拖欠率和违约率已开始上升，欧洲发达市场、拉美、中东和非洲值得进一步关注。

贵金属市场方面，2020 年三季度，全球金价巨幅震荡引发市场高度关注，**黄金成为弱美元的“替代品”**。伦敦金银市场数据显示，8 月 6 日金价达到 2067.15 美元/盎司的高点，较年初增长了 35.36%。随后国际金价快速下跌，至 8 月 11 日下降至 1935.65 美元/盎司，跌幅高达 6.36%，为七年来最大跌幅。尽管短期因市场流动性及市场风险偏好变化引发贵金属高位动荡，但未来支撑黄金价格长期上涨的主要推动力仍未改变。**首先，美元资产实际收益率下跌。**美联储调整货币政策框架，可以让通货膨胀一段时间内超过 2%的目标。这表明，美联储将延续极其宽松的货币政策。更高的通胀容忍度和低利率在中长期使美国实际

收益率下跌。在此背景下，收益偏低的美债与价格高企的美股已难以承担资金保值增值的使命，这将对黄金价格提供支撑。**其次，长期弱美元走势。**债务高企以及未来的债务货币化等都是美国经济相对竞争力下降的表现，降低美元的信用。美元信用体系竞争力下降，投资者不得不寻找其他的替代品，黄金、白银是最佳的选择。**再次，动荡之中的避险需求。**全球经济可能呈现缓慢 U 形反弹，甚至可能因为疫情反复而再次遭受冲击。在下一轮资本市场受挫，甚至金融风险加剧的预期下，风险对冲属性成为越来越多长期投资者增持黄金的重要原因。

能源市场方面，部分国家疫情仍在蔓延，天然气和原油需求不断下降。热带风暴对美国墨西哥湾造成的生产冲击难以成为推动油价继续上涨的主要动因。市场供需是决定原油价格的关键，一方面，产油国的产出纪律出现松懈；另一方面，能源消费的复苏低于预期，原油市场的再平衡步伐已经放慢。国际能源署、美国能源信息局和欧佩克的报告显示，石油消费不会在 2021 年回升至疫情以前的水平，原油市场后续走势将高度依赖全球经济复苏路径。

就资本流动状况而言，美联储近期修订的货币政策框架为新兴市场资本流动带来转机，支撑了投资者的兴趣，新兴市场股市和债市陆续出现资金流入。但是由于担心新冠肺炎疫情死灰复燃和全球增长前景黯淡，这一进程受挫。2020 年 8 月，新兴市场证券吸引了约 21 亿美元的资金流入，低于 7 月份规模。IIF 数据显示，与 2020 年 3 月份的流出相比，流向新兴市场的反弹很小，源于不同新兴经济体之间的资本流向分歧较大。其中，亚洲新兴市场是最受益的地区，资金流入 47 亿美元，紧随其后的是拉丁美洲，其余的地区都出现了资金外流。

展望四季度，影响金融市场稳定的因素主要体现为：**公司债券，特别是高收益类公司债的信用风险未来将加速上升。**美国公司债券中信用评级下调的数量超过上调的数量。其中，从投资级降级到非投资级的债券占全部降级总额的三分之一以上。美联储对公司债券，包括非投资级债券的购买计划，使一些高

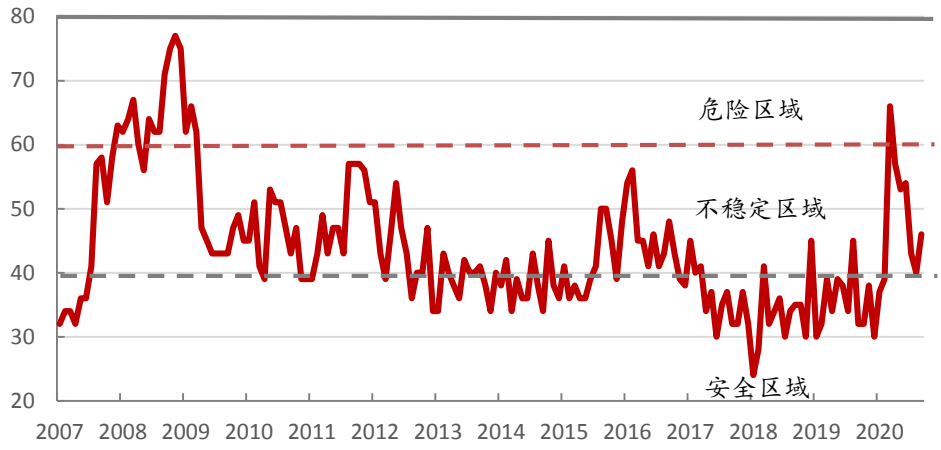
负债、低偿债能力的僵尸企业靠增发新债得以生存。尤其是航空、旅游等一些复苏缓慢的行业未来违约的概率将进一步增大。根据标准普尔预测，美国非投资级企业的违约率将从 2020 年的 5.4%上升到 2021 年上半年的 12.5%。

新兴市场的外债风险加剧。部分国家在货币贬值、债券收益率上升、资本净流出、私有部门去杠杆、财政和经常账户赤字进一步上升的环境下，其公司境外再融资难度将会增加，外债负担及违约风险可能进一步上升。与过去相比，虽然银行拥有更多资本和流动性，也经历了压力测试，并且许多央行的流动性支持有助于降低融资风险，其目前处境优于 2008 年金融危机时期，然而若出现大规模市场和信贷损失，部分经济体银行的系统性违约风险会上升。

（二）美国金融危机风险下降，但仍处于不稳定区域

随着美联储和政府逐步实施一系列救助措施，加上疫情有所好转，经济逐渐复苏，2020 年三季度，美国的金融危机风险指标（ROFCI）月均值从二季度的 54 下降到 43（图 2），市场风险、流动性风险及信用风险均有所缓解。但由于美国及全球因疫情引发的经济困境仍未结束，企业和个人财务状况没有出现明显改善，未来的债务违约风险仍然很高，该指标仍然维持在不稳定区域，特别是信用风险仍然较高而且不稳定。未来随着疫情得到控制，经济持续复苏，该指标有可能继续在不稳定区域和安全区域边界小幅波动。

图 2：美国金融危机风险指标（ROFCI）



资料来源：中国银行研究院

三、专题研究

专题一：从美企破产看美国经济复苏潜在风险

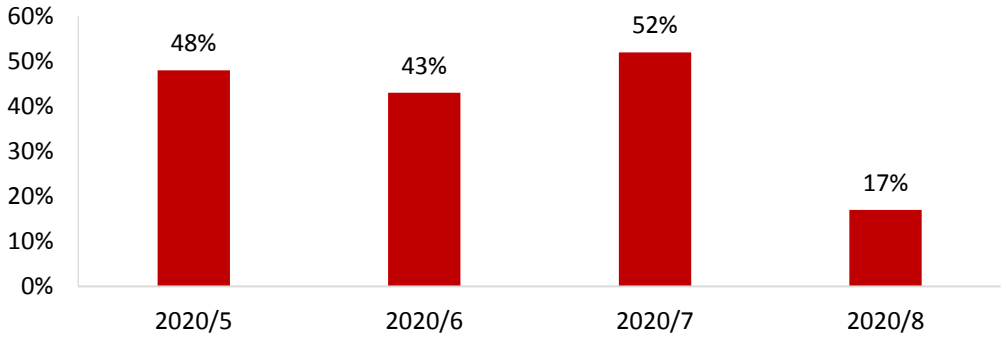
自美国疫情暴发以来，多州实施封锁和“居家令”，数以千计的美国企业受到经济停摆的影响而申请破产重组、出售资产，甚至永久关闭。美国企业破产将对就业、消费、投资等指标产生冲击，从而削弱美国经济复苏潜力。美企债务快速攀升并处于历史高点，如果企业盈利环境和现金流持续恶化，企业债务问题或将成为引爆金融危机的下一个风暴口。

1. 疫情以来美国企业破产情况及行业分布

从整体数据看，美国企业破产浪潮在 2020 年 5-7 月达到高点，在 8 月开始回落，但破产企业数目仍高于去年同期。基于美国法院破产申请公示数据，2020 年 5 月，美国破产企业数较去年同期增长 48%，并在 40%以上的高位维持了三个月的时间，直到 8 月增速才降至 17%（图 3）。从累计数量看，截至今年 8 月底，美国累计已有 4779 家企业申请破产保护，同比增长 28%。这表明，虽然美国企业破产增速的高峰已经过去，但整体仍面临破产数目增加的严峻形势。尤其值得注意的是，不同规模、不同行业的美国企业面临的破产情况呈现出明显

差别。

图 3：美国企业破产申请月度同比增速



资料来源：Epiq Global 法律咨询公司，中国银行研究院

第一，大型企业与中小型企业破产情况有所分化。从规模上看，本次破产潮中，大企业受到的冲击十分严重。根据美国 Bankruptcy Data 统计的数据，截至 8 月底，新冠疫情已经导致 45 家负债规模超过 10 亿美元的大公司破产，157 家负债规模超过 5 亿美元的公司破产，破产公司数量达到美国有史以来的最高值，远高于次贷危机和互联网泡沫期间，充分说明此次新冠疫情导致的大公司破产形势之严峻。

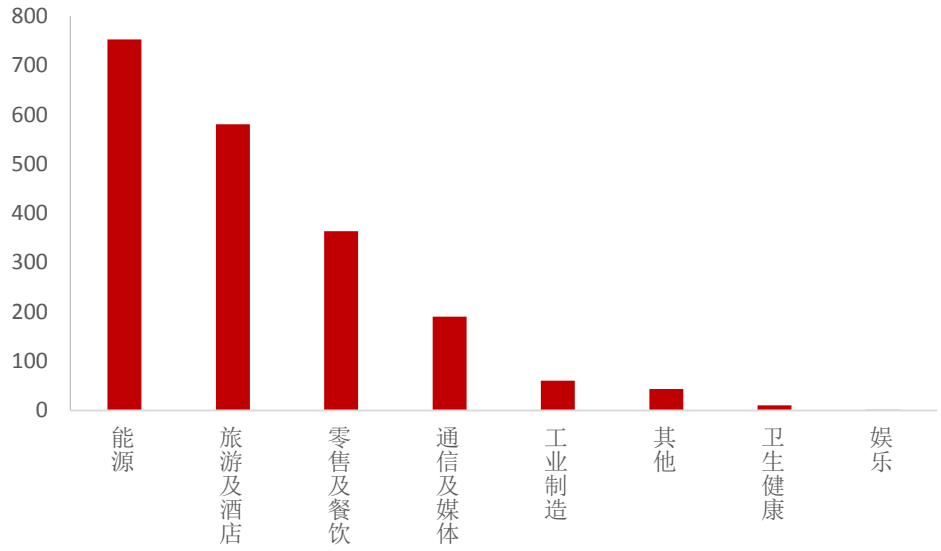
中小型企业方面，在疫情之初受到的冲击较大，但是近几个月，破产情况有所好转。美国白宫经济顾问委员会最新发布的报告显示，根据疫情初期情况搭建的计量模型预测，预计美国二季度中小企业破产数量将比去年同期增加 154.9%，而实际上，中小企业的破产申请数目远远好于预期。这表明，在数据层面，中小企业所面临的破产形势已经比疫情暴发初期有了明显好转。

但需要注意的是，中小企业破产情况在数据上的好转很可能过于乐观。主要有两方面的原因：一是疫情暴发之后，各州都颁布了相应的“社交距离”政策，许多地区性政府与法院的行政效率被削弱，实际能够办理的破产申请数量显著降低，因此中小企业的破产情况不能被全面反映。二是申请破产主要是保

护企业免受债务压力，而很大一部分的美国中小企业负债率很低。因此，在受到疫情冲击之后，很多经营困难的中小企业会选择直接关门停业，而不是向法院提交破产申请，这部分中小企业并不会被纳入到统计当中。

第二，能源、旅游及酒店、餐饮及零售等行业受冲击较大。从破产企业的行业分布看，根据法院记录、公开披露、媒体报道等渠道汇总的统计数据显示，美国因为新冠疫情破产的、资产规模在 100 万美元以上的公司中，受影响最大的行业分别是能源行业、旅游及酒店行业、餐饮及零售业，各行业中申请破产的大公司资产总额分别达到了 753 亿美元、580 亿美元、364 亿美元，远高于其他受影响的行业（图 4）。

图 4：美国各行业破产企业资产总额（亿美元）



资料来源：彭博，中国银行研究院

能源行业方面，新冠疫情导致的原油价格暴跌、全球旅行骤减带来的燃料需求萎缩是美国能源公司破产的两个主要原因。标普数据显示，受新冠疫情影响，年内能源行业有近 100 家公司申请破产，例如，美国第三大天然气生产商、老牌页岩油气企业——切萨皮克能源公司就因受到油价暴跌影响，公司资金链断裂，被迫申请破产。

旅游及酒店行业方面，受新冠疫情导致的全球旅游规模剧烈缩减影响，航空、酒店、租车、旅游服务等与旅游活动密切相关的公司都受到严重冲击。全球连锁汽车租赁品牌赫兹，是行业中规模最大的申请破产的美国公司。

餐饮及零售业方面，新冠疫情以来美国各州推行“居家令”和保持“社交距离”政策，零售、餐饮等消费行为几乎停滞，大量美国零售业与餐饮业公司因为经营长时间中断而难以为继，因此申请破产。据标普数据，今年美国已有超过 100 家消费类公司申请破产，其中不乏人们耳熟能详的知名零售商，如拥有 118 年历史的老牌百货公司 JCPenney、拥有 113 年历史的著名奢侈品百货公司 Neiman Marcus，都已宣布破产。根据美国餐饮评价公司 Yelp 的数据，截至 7 月 10 日，受疫情影响，全美 26160 家餐厅停业，其中六成永久性关闭。加州餐饮业协会公共关系副总裁认为，预计 30%的加州餐馆将永久停业。此前遭遇类似危机是 2008 年和“9·11”恐怖袭击后的两三年，但这次更加糟糕。

2. 企业破产对美国经济复苏的潜在影响

美国企业破产对于当前美国经济复苏形势的影响，主要包括三方面。

一是企业破产使美国经济吸纳劳动力的能力下降，消费者支出水平难以恢复，加大经济复苏压力。随着大量企业申请破产，美国就业岗位严重流失，美国失业率从 2 月份的 3.5%上升至 4 月的 14.7%，尽管 8 月失业率回落至 8.4%，但失业人数仍然高于 2007-2009 年经济衰退时的峰值。大量企业破产将导致美国社会在经济复苏过程中吸纳劳动力的能力大大减弱。根据美国小型企业管理局的报告，员工人数少于 500 人的公司创造的经济产值约占美国经济活动的 44%，而他们雇佣的美国工人几乎占一半，在疫情初期众多中小企业倒闭破产，为美国就业水平的恢复带来较大压力，这将导致美国消费者支出恢复缓慢，因此给美国经济复苏带来显著的拖累。

二是行业内大量企业破产冲击整体产业链，导致投资水平下滑，经济复苏

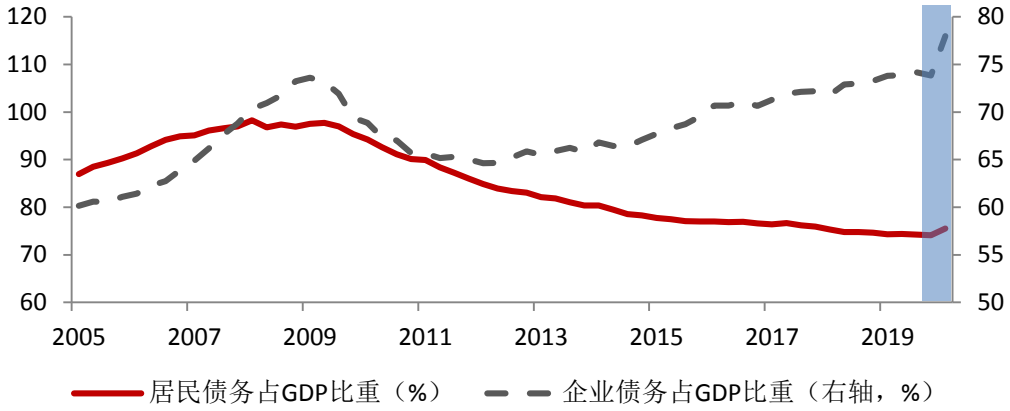
缓慢。此次疫情影响下的美国企业破产呈现行业集中的特点，单个行业大量企业宣告破产，将震荡其所在的产业链，对美国经济整体构成冲击。破产企业将导致行业内某一环节的设备投资或库存投资显著下滑，而这些设备和库存的生产环节也将受到进一步的连带影响，从而导致美国整体经济复苏力度疲弱。

三是由于破产倒闭企业的重建需要时间，在经济开始复苏后，不能立即投入到经济活动中，将减缓复苏的步伐。由于破产企业数量和规模较大，新冠疫情引发的破产潮对美国实体经济的冲击较大，在经济逐步回暖时，这些企业所负担的经济职能在短时间内难以恢复，会对经济复苏的速度造成拖累。

3. 企业债务违约或将诱发系统性金融风险

疫情冲击下，供需双重冲击导致美国企业收入大幅下降，对企业现金流和正常运转造成较大压力，越来越多的企业被迫通过增加杠杆和债务应对收入损失。在此背景下，非金融企业杠杆率进一步攀升。疫情发生前，美国非金融企业债务占 GDP 比重已接近 75%，与 2008 年金融危机前水平相当（图 5）。疫情发生后，为了避免企业大规模倒闭，美联储将利率降至 0 的低位，并通过推出一级市场公司信贷工具（PMCCF）和二级市场公司信贷工具（SMCCF）等信用支持工具，为美国企业提供流动性支持。受益于低成本的融资环境，美国企业大量增加负债。根据路孚特（Refinitiv）的数据，截至 8 月初，今年美国投资级公司的企业债券发行量已超过 1.3 万亿美元。国际金融协会（IIF）的数据显示，截至 2020 年一季度，美国企业债务占 GDP 比率进一步攀升至 78.0%，较去年底提高 4.1 个百分点。

图 5：美国非金融企业部门和居民部门杠杆率变化趋势

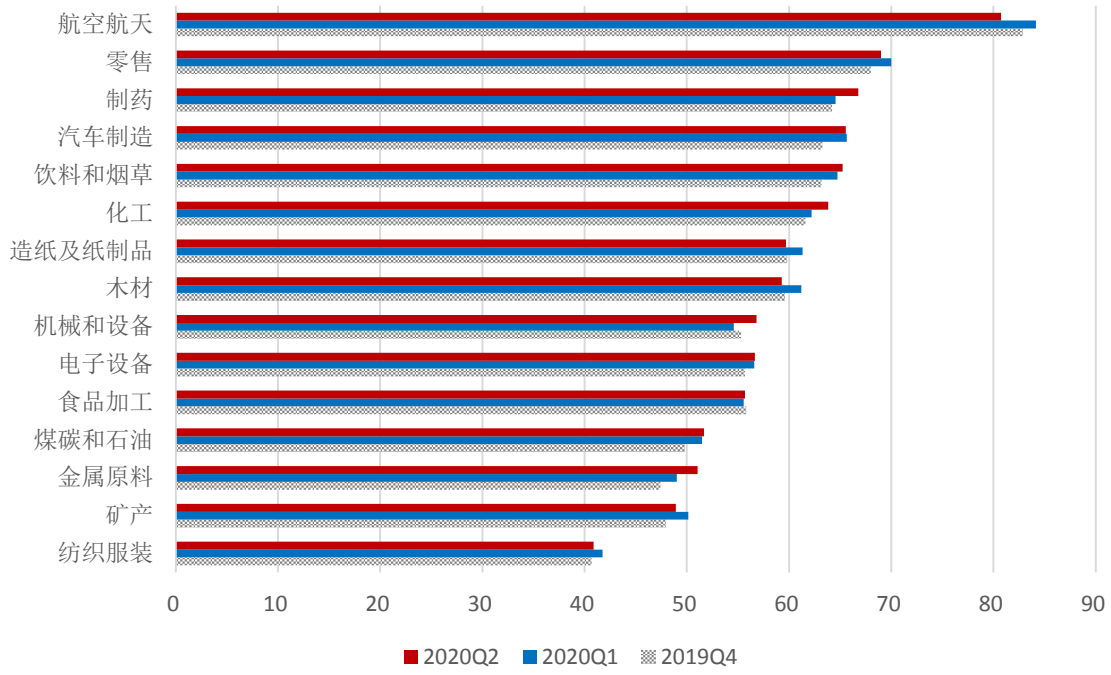


资料来源：国际金融协会（IIF），中国银行研究院

分行业来看，有两类企业的流动性风险值得高度关注。一类是高杠杆、高负债企业。根据美国人口普查局发布的季度报告，截至 2020 年二季度，美国大多数行业杠杆率较去年底有所提升，平均提高 2.2 个百分点。从绝对数值看，美国大多数行业杠杆率高于 50%，企业主要通过发行债券进行融资。其中，交通（包括航空航天和汽车业）、零售业以及制药业的杠杆率排在前列（图 6），分别达到 80.6%、69%和 66.8%。另一类是流动性较差和偿债能力较弱的行业。速动比率[1]可用来衡量企业流动资产可以立即变现用于偿还流动负债的能力，数值越高，说明可动用的流动资产越多，偿债能力越强。结果显示，纺织服装业、煤炭和石油业、零售业、航空航天业的流动状况最为脆弱（图 7），其速动比率分别为 48.1%、58.9%、67.6%和 71.5%，低于行业均值 97.2%。结合来看，目前交通和零售业面临的流动性问题更加突出，不仅负债率高，还缺乏流动性。

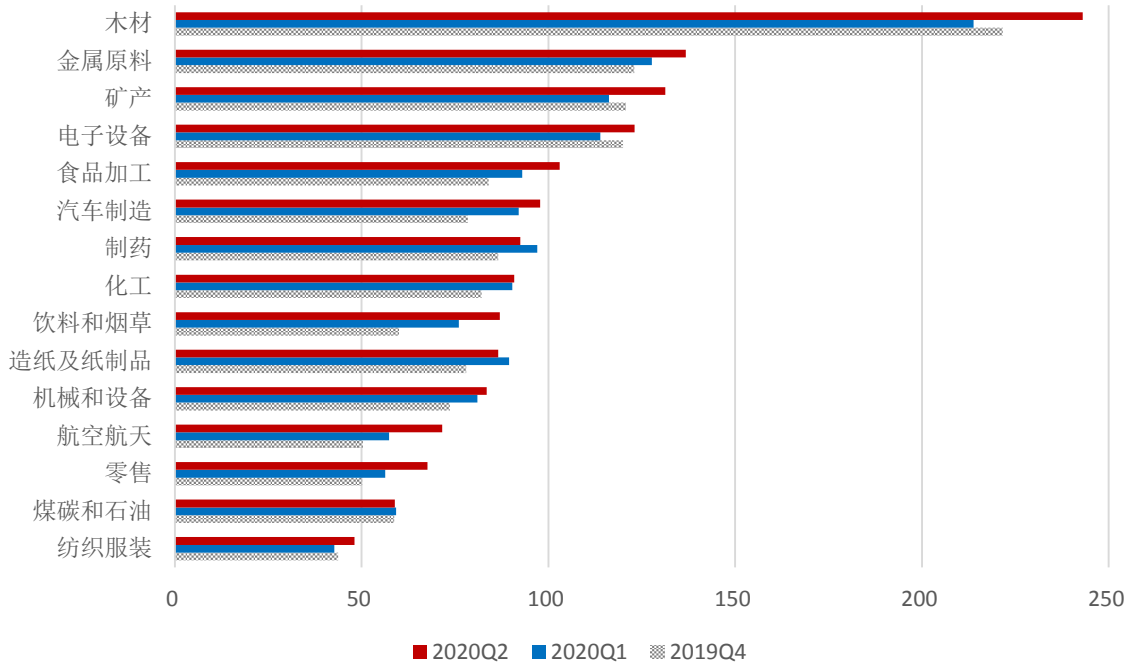
[1] 速动比率是指速动资产对流动负债的比率。速动资产是指流动资产减去存货。

图 6：美国非金融行业杠杆比率（%）



资料来源：美国人口普查局，中国银行研究院

图 7：美国非金融行业速动比率（%）



资料来源：美国人口普查局，中国银行研究院

如果经济复苏不及预期，容易演变成更大规模的企业破产潮。自 2015 年二季度以来，美国企业未偿债务增速已超过企业税前利润增速。这一变化趋势可能会导致公司债的发行人在未来难以还本付息，尤其是在疫情严峻、企业盈利压力日渐增大的情况下。如果经济复苏不及预期，或者投资者要求的风险补偿提高，企业将面临严重的流动性问题，持有较多短期债务的企业将陷入困境，发生资金链条断裂和债务风险的概率提高，无法履行财务义务的公司将被迫违约或破产。债务违约具有传染性，一家企业的违约容易产生“多米诺骨牌效应”，债务链条上的相关企业均将面临困境。此外，随着企业盈利环境恶化，信用评级公司将不断下调债券评级，可能会使垃圾债市场规模不断增加。美国银行的最新报告显示，7 月美国垃圾债回报率达到 4.8%，是 2011 年 10 月以来最高水平。垃圾债融资成本提高和潜藏的流动性危机风险，增加了投资者的担忧情绪。

一旦发生债务危机，将导致企业大量破产，通过消费、投资等渠道反噬于实体经济，减缓经济复苏速度。更为严重的是，此种情境下，美企债务风险恐将与股市下跌同时发生，共同诱发系统性金融风险，导致经济出现更大规模的去杠杆，并陷入更深衰退。过去几年的美股上涨，很大原因是由企业回购股票导致的。特朗普税改允许美国企业将存放在海外的资金汇回美国国内且享有税收优惠，资金充裕的美国企业随后将利润和税改红利大量投入到股票回购中，尤其是高科技企业占比突出。随着企业基本面和现金流恶化，为了避免债务违约，上市企业可能将大量抛售之前回购的股票以获得流动性，这一方面将导致股票价格大幅下跌，市场恐慌情绪加重；另一方面，银行的股权质押风险也将不断凸显，银行将要求企业增加保证金、补充质押物或提前赎回，进一步加大企业资金压力，股票抛售可能将更加集中。届时市场将出现债券、股票等金融资产价格同时大幅暴跌的情况，银行风险敞口显著增大，流动性将面临严峻冲击，风险将通过债市、股市、金融机构等链条不断外溢，加大系统性金融风险。

专题二：国际经贸规则调整及其对全球产业链布局的影响

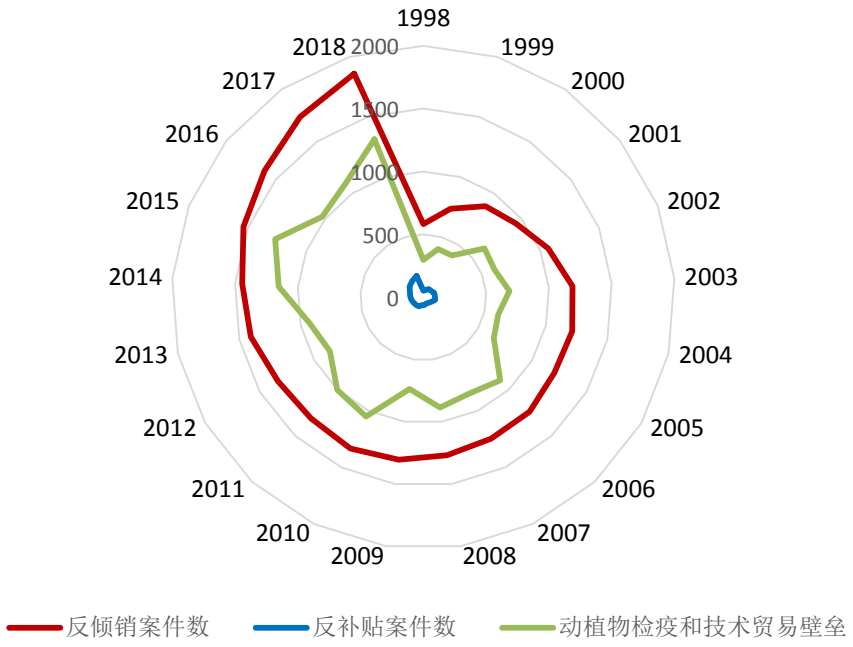
1. 当前国际经贸格局演变趋势

国际经贸格局呈现“东升西降”趋势。进入 21 世纪以来，中国等新兴市场国家快速发展，成为世界经济增长的最主要贡献者。1980-2019 年，发达经济体占全球 GDP 的份额由 75.8%下降至 59.8%，而亚洲新兴经济体 GDP 的份额由 6.8%升至目前的 23.5%。同期，以 G7 为代表的发达国家在全球商品出口贸易中的份额由 50%以上降至 30%左右，而新兴经济体，特别是亚洲新兴经济体所占份额则显著上升。传统的以 WTO 为代表的多边经贸规则已经不能适应当前经贸格局。一方面，新兴经济体在国际经贸规则治理体系中的话语权和经济地位早已不相匹配；另一方面，发达国家认为，发展中国家和新兴经济体在当前的治理体系下存在所谓的“搭便车”行为。在这种情况下，全球经贸治理体系亟待重塑。

经贸格局的变化导致贸易和投资的失序。一方面，全球贸易壁垒与摩擦激增，严重阻碍了贸易自由化进程。1998-2018 年，全球非关税壁垒争端案件数持续攀升（图 8）。其中，全球反倾销争端由 1998 年的 583 起增加至 2018 年的 1860 起，全球反补贴争端由 52 起增加至 178 起，动植物检疫和技术贸易壁垒争端则由 296 起增加至 1316 起。自 2018 年以来，多边协调机制严重失灵，全球新增进口限制措施激增对国际贸易造成了巨大损失。2018 年和 2019 年，新增进口限制措施覆盖贸易金额分别达到 4810 亿和 4600 亿美元。仅 2020 年前六个月，新增进口限制措施覆盖贸易金额就高达 4180 亿美元。**另一方面，国际投资环境加剧恶化，全球直接投资大幅萎缩。**在保护主义盛行的背景下，近年来，各国的外商投资限制以及监管措施达 20 年来的最高水平。2018 年和 2019 年，美国相继出台了《外国投资风险审查现代化法案》（FIRRMA）和《关于审查涉及外国人及关键技术特定交易的试点计划的决定和暂行规定》，不仅扩大了管辖交易范围，强化了审查程序，而且还增加了“特别关注国家”和“中国投资报

告”等内容。与此同时，欧盟也不断收紧外资安全审查。2018 年，欧盟理事会建立了欧盟统一的外资审查制度框架，将审查范围扩大到关键基础设施、关键技术、能源安全、数据和敏感信息以及媒体多元化等五个方面，并特别强调了外商直接投资的资金来源。国际投资自由化的进一步削弱导致全球直接投资从 2015 年逾 2 万亿美元大幅萎缩至 2019 年的 1.5 万亿美元。

图 8：1998-2018 年全球非关税壁垒争端案件数



资料来源：WTO，中国银行研究院

2. 未来国际经贸规则可能的几种调整方向

当前，全球经贸治理体系面临重构，国际经贸规则正在悄然发生变化。随着主要经济体在全球经贸版图中所占的份额发生根本性转变，短期内以 WTO 为代表的多边贸易体系难以有效协调主要经济体之间的政策分化矛盾，发达经济体和新兴经济体均有重塑当前全球经贸治理体系的动机和诉求。2017 年以来，《加拿大-欧盟综合性经济贸易协定》（CETA）、《全面与进步跨太平洋伙伴关系协定》（CPTPP）、《日本-欧盟经济伙伴关系协定》（EPA）和《美墨加协定》（USMCA）

等主要发达经济体主导的自贸协定先后签署。2020 年以来，尽管受疫情影响，英日仍在三个月内就双边自贸协定达成一致，成为英国脱欧以来首个主要贸易协定。与此同时，包括东盟 10 国、中日韩等亚太国家的《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）也在加速推进。目前，此轮国际经贸规则演进呈现出显著的区域内“高标准”和区域外“强排他”的双重特征。具体而言，表现为以下几个方面。

一是国际经贸治理框架由多边转向区域。单边主义和保护主义加剧了全球贸易投资治理体系的碎片化倾向，各国将经贸规则制定的关注点更多地聚焦于区域层面。CPTPP、USMCA、RCEP 等大型区域贸易协定以及 CETA、EPA 等双边自贸协定的达成，一方面，在区域内构建了自由、开放的大市场；另一方面，也将域外国家和经济体排除在外。

二是经贸规则设定趋于排他。“宽领域、高标准”的新一代贸易规则代表了未来全球经济一体化的发展方向，但当前国际贸易规则重构中的条款设定表现出典型的排他性特征。USMCA 将享受零关税的汽车及其零部件产品本地价值最低比重标准由 62.5%调高至 75%。CPTPP 针对纺织服装产品设定了“从纱开始”的原产地标准，严苛的“原产地规则”推动国际产业分工由全球走向区域。“竞争中立”原则本质上符合打造公平公正市场环境的目标，但对这一原则的过度强调和全面实施则可能会对国有经济比重较高的诸多发展中经济体带来市场冲击。

三是西方经济体对中国展开“规则合围”。由发达经济体参与、主导的经贸规则重构绕不开对“中国议题”的关注。美国在 USMCA 中引入“非市场经济国家”的排他性条款，未来类似条款有可能被进一步引入至其他区域自贸协定谈判中。美欧日联合发起 WTO 改革声明，提出的所谓“规则现代化”“结构性改革”议题，围绕产业补贴等问题频频发声。美国提出改革 WTO 对发展中国家的特殊差别待遇，强化发达国家产业优势地位。美欧等经济体还强化了自身的

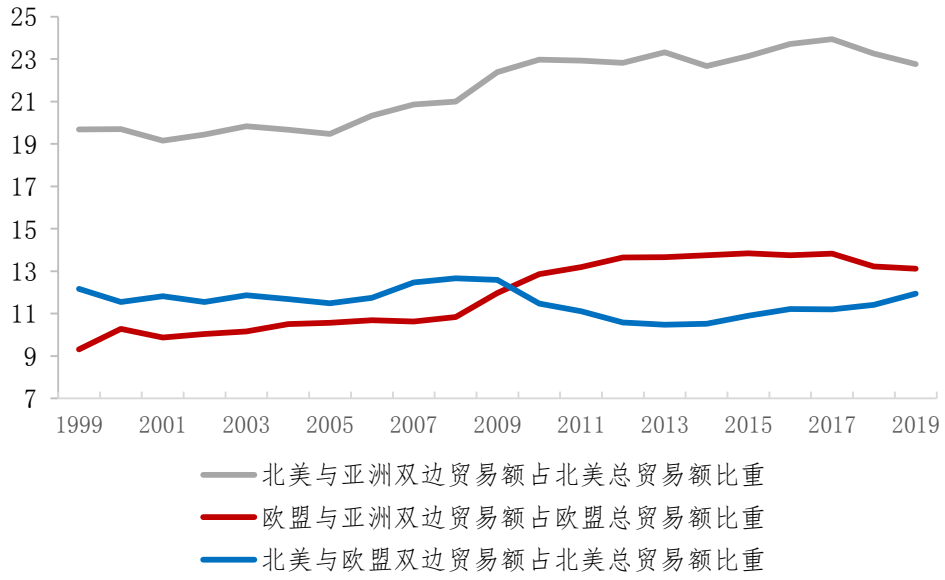
外资审查力度，明确指出严格防范来自中国的投资。发达经济体意图将中国排除在新一轮经贸规则改革进程中，通过“规则合围”筑高中国所面临的贸易投资壁垒。

四是疫情使经贸规则演变提速。新冠肺炎疫情在全球范围的持续蔓延，极大地改变了全球各国的政治经济行为立场。疫情后各方制定国际经贸规则的考量标准，将从成本收益和产业分工向价值观取向和产业链安全靠拢，此前全球经贸版图区域化、割裂化的趋势得到强化，全球产业转移与价值链重塑的步伐进一步提速。

3. 国际经贸规则调整对全球产业链布局的影响

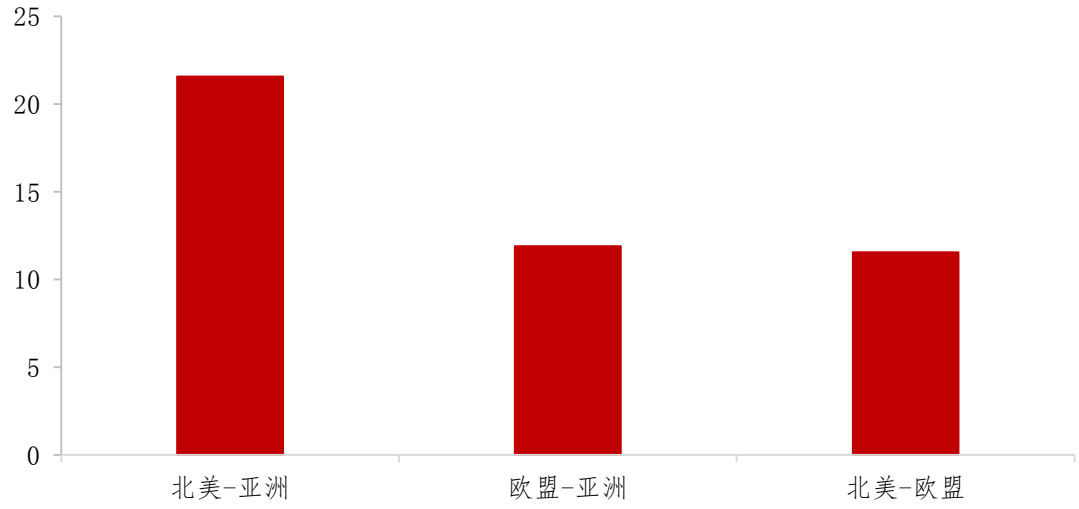
近二十年来，国际贸易格局和全球产业链呈现出三个特点。**一是区域内贸易是国际贸易的重要组成部分。**1999-2019 年，北美、欧盟和亚洲域内贸易占本区域总贸易比重年平均值分别达到 51.7%、59.3%和 50.4%。全球产业链也呈现出以美国为核心的北美、以德国为核心的欧洲和以中国为核心的亚洲三大区域产业链格局。**二是随着亚洲在全球贸易格局中地位的不断攀升，域外贸易格局发生变化。**亚洲与北美、欧盟间的双边贸易占比不断上升，而北美与欧盟间的贸易占比有所下滑（图 9）。**三是三大经济体中，北美与亚洲的产业链联系程度最为紧密。**1999-2019 年，北美与亚洲双边贸易占北美总贸易比重的年平均值为 21.6%，而同期欧盟与亚洲、北美与欧盟的双边贸易占比年均值仅为 11.9%和 11.5%（图 10）。

图 9：各区域间双边贸易占本区域总贸易额比重（%）



资料来源：UNCTAD，中国银行研究院

图 10：1999-2019 年区域间贸易比重均值（%）



资料来源：UNCTAD，中国银行研究院

近年来，国际经贸规则调整向区域内“高标准”和区域外“强排他”的方向演变，将会对全球产业链布局和流向产生重大影响。总体而言，“全球性收缩”和“区域内强化”将会成为未来全球产业链调整的新方向。此外，数字贸易规

则的完善将推动全球产业链和供应链朝着数字化、智能化的方向发展。具体而言，国际经贸规则调整后全球产业链布局将呈现出以下趋势。

第一，域内关税减免将进一步强化区域内产业链和供应链网络。根据协议文本，CPTPP 撤销了区域内农产品和工业品逾 99%品种的关税；EPA 中欧盟取消 99%针对日本商品的关税，日本则取消 94%针对欧盟商品的关税。正在推进的 RCEP 协定中，90%的货物贸易关税将被取消。在近期达成的英日自贸协定中，英国对日本 99%的出口都将享受零关税待遇。在汽车关税中，英日双方同意将分阶段降低关税，直至 2026 年全部取消。贸易关税减免全覆盖将进一步降低区域内中间品贸易成本，从而强化区域产业链和供应链网络。

第二，域外“强排他性”规则将使区域间产业链趋于弱化。原产地规则的“高标准”、毒丸条款[2]等成为域内成员国对域外成员的非关税贸易保护工具。例如，USMCA、CPTPP 和 EPA 针对纺织服装产品均设定了“从纱开始”的原产地标准，要求非原产纤维和纱线重量不能超过使用该原料重量的 10%；USMCA 则要求包括乘用车、轻型卡车和汽车零部件在内 75%的汽车配件需在北美生产，以满足零关税待遇（原 NAFTA 是 62.5%）。因此，新贸易协定中更为严格的原产地标准，将促使成员国更多使用区域内材料和货物，区域间产业链将呈现出弱化趋势。此外，USMCA 还规定，投资者-国家争端解决机制（ISDS）将不适用于“非市场经济”的第三国国民控制或所有的企业。这意味着，若投资于美墨加区域的中国企业与美国政府产生纠纷，可能将无法援引 USMCA 的国际投资仲裁条款。这些针对所谓“非市场经济”国家的歧视性投资约束，进一步削弱了域外国家直接投资的积极性，从而进一步削弱区域间产业链。

第三，允许数据跨境自由流动加速全球产业链数字化、智能化特征。联合国贸发会议（UNCTAD）数据显示，2008-2018 年，全球数字服务出口年均增长

[2] 毒丸条款指 USMCA 协定第 32 条，即任何一方与“非市场经济国家”签订自由贸易协定时，应允许其他方在发出 6 个月的通知后终止本协议。

率近 5.8%，规模达到 3 万亿美元，发达国家在数字服务贸易的影响力超过货物贸易。随着数字贸易的发展迅猛，数字贸易规则成为新一轮国际经贸规则制定的重点之一。电子传输免征关税、确保网络安全、消费者保护以及承认电子认证和签名的合法性成为新一轮数字贸易规则的共识。尽管美国和欧盟对于禁止数据本地化条款仍存在分歧，但随着数字经济、大数据、区块链等智能交互技术的广泛应用，以及全球数字贸易规则的制定和完善，全球产业链和供应链的智能化和线上化趋势将会加速，现代生产制造业、生产性服务业和生活性服务业领域将进一步呈现出在线、智能、交互以及线上线下融合发展的新模式。

专题三：全球财政政策扩张空间及潜在风险

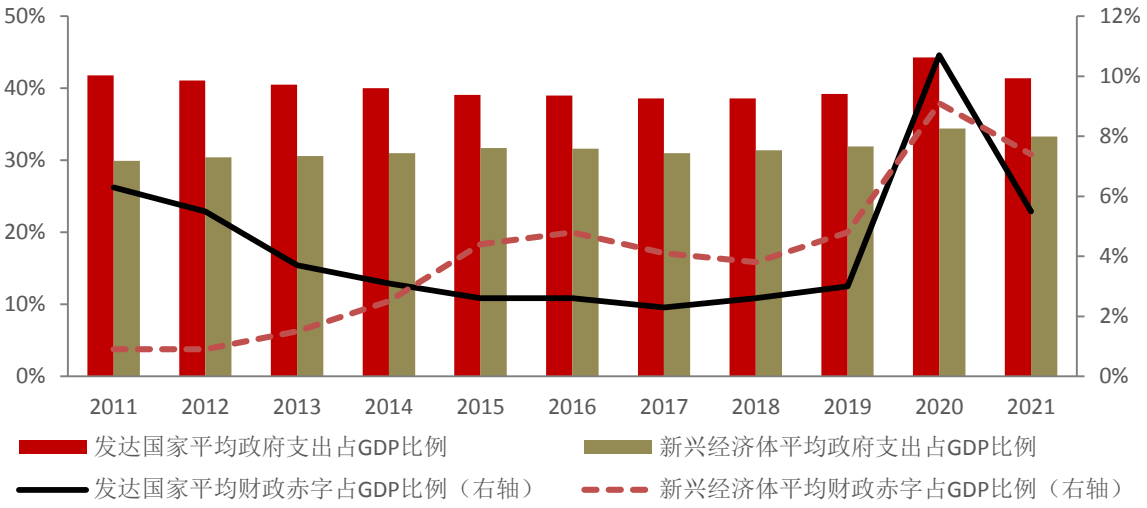
2020 年，新冠肺炎疫情席卷全球，深度冲击政治、经济、社会各领域。面对严重的负面影响，各国政府不惜触犯红线，穷尽资源，推出一系列刺激与救助方案，全球财政政策空前扩张。非常时期，需要非常政策。国际货币基金组织（IMF）高度肯定各国财政扩张的必要性与显著成效，但也特别指出，一旦经济回归正轨，各国就必须建立中长期财政框架来相应地管理公共财政，并将其作为最高优先事项。未来，如果财政政策扩张“失控”，将带来沉重压力与长期风险，值得高度警惕。

1. 全球财政政策空前扩张

为了应对疫情冲击，世界各国大幅增加财政支出，财政赤字率飙升。不论发达国家，还是新兴市场，平均政府支出均创历史最高水平。预计 2020 年，发达国家、新兴市场平均政府支出占 GDP 比重将分别从 2019 年的 39.2%和 31.9%上升至 44.3%和 34.4%（图 11）。随着支出大幅增加，收入大幅萎缩，世界各国正面临财政失衡、赤字飙升的局面。根据 IMF 预测，2020 年发达国家与新兴市场财政赤字率将分别达 10.7%和 9.1%的历史高位。尽管 2021 年疫情蔓延与经济衰退形势会有所缓解，发达国家与新兴市场财政赤字率将回落至 5.5%和 7.4%，

但仍远超 3%国际警戒线水平。

图 11：发达国家与新兴市场财政状况



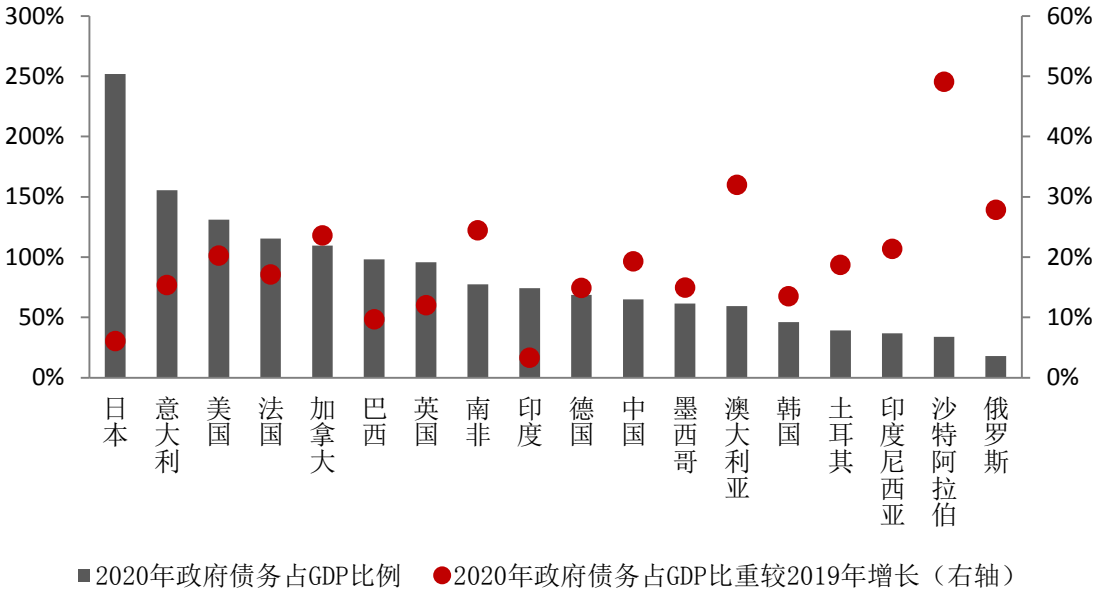
资料来源：IMF，中国银行研究院

从主要国家来看，美国已连续推出总额近 3 万亿美元的四轮财政刺激计划，第五轮方案也在讨论之中，预计 2020 年政府支出占 GDP 的比重将上升 4.3 个百分点至 41.4%；欧盟层面达成了前所未有的经济刺激计划，各成员国也增加财政支出应对疫情冲击，德国联邦政府分别在 3 月和 6 月通过了占其 GDP 比重 4.9%和 4%的财政补充预算，法国政府支出占 GDP 比重将抬升至约 60.9%，意大利政府出台了 36 亿欧元财政刺激计划重点扶持旅游业和交通运输业，西班牙政府推出 180 亿欧元的一揽子计划扶持小型企业；2020 年以来，日本出台两轮财政刺激政策，总规模为 117 万亿日元，约占 GDP 总额的 40%；巴西、印度等新兴市场加大财政扩张力度，支持个人、企业应对疫情冲击。

全球政府债务激增，创历史最高水平。根据国际金融协会（IIF）统计，截至 2020 年一季度，全球政府债务总量迅速飙升至 69.9 万亿美元，占 GDP 比重达 90.7%，二季度全球政府债务发行规模达 7.5 万亿美元。发达国家政府债务加速膨胀，美国政府债务已超过 26 万亿美元，创下历史纪录，预计政府债务占 GDP 比重将高达 131.1%；欧洲主权债务进一步攀升，意大利、希腊和西班牙政

府债务占 GDP 的比重将分别为 155.5%、200.8%和 113.4%。新兴市场遭受新冠疫情、原油价格暴跌、供应链收缩等多重打击，沙特阿拉伯不得不动用巨额美元外汇储备，大幅提高政府债务上限，预计 2020 年政府债务占 GDP 比重将达 34%，为 2019 年水平的 1.5 倍；巴西陷入前所未有的经济衰退，预计 2020 年政府债务占 GDP 比重将达 98.2%，沉重的债务负担为经济复苏蒙上阴影（图 12）。

图 12:主要国家政府债务情况



资料来源：IMF，中国银行研究院

2. 全球财政政策走向与空间

未来一段时期，全球财政政策仍将维持扩张基调。一方面，全球经济处于修复之中，要求财政政策提供支持。考虑到新冠疫情的长期深远影响，全球经济在中短期内难以走出困局，居民和企业资产负债表修复需要较长时间，财政政策将继续积极发力；另一方面，财政政策空间和效果相对优于货币政策。2008 年金融危机后，全球经济总体呈现低增长、低利率和低通胀的特征，传统货币政策操作空间愈发有限，量化宽松政策效果显著减弱。特别是本轮疫情冲击更多地作用于实体经济而非金融层面，财政政策相比货币政策会更加直接有效。

近期，各国政府开始对延长临时救助计划进行讨论。美国可能继续延长并扩展紧急救助法案，第五轮刺激计划或将继续追加 1 万亿美元的财政投入。欧盟已通过总额 7500 亿欧元的一揽子财政刺激计划，重点支持疫情严重但债务规模较大、财政空间有限的国家，另外还将推出总额 1.1 万亿欧元的预算计划用以支持经济复苏。此外，发展中国家和低收入国家的资金支持和债务减免计划也被 IMF 和世界银行等多边金融组织提上日程。

发达国家财政政策在悬崖边舞蹈。总体来看，在此轮新冠疫情期间，发达国家财政支持规模远大于新兴经济体，其后续财政扩张空间尚存但正在趋近于边界。一方面，得益于货币金融地位与政策协同作用，发达国家具有更强的债务融资能力，可以通过超低利率压低政府债务成本，提升中长期偿债能力。以日本为例，早在 2008 年金融危机后日本政府债务占 GDP 的比重就突破了 200%，但负利率政策为日本政府债务持续运转提供了条件。理论上，大部分发达国家仍然有继续扩大短期支出和长期债务的空间；另一方面，如果各发达国家不能在 2022 年前实现经济复苏，在高债务、高失业、高福利背景下，财政赤字率持续超过警戒水平，势必将加剧财政失衡，掣肘货币政策，引发主权债务危机。

警惕新兴市场主权债务这只“灰犀牛”。新兴市场处于全球经济金融体系边缘，在主权信用、国际货币等领域“受制于人”、话语权微弱，债务融资能力较低且高度依赖美元融资，其财政政策空间受到诸多因素制约。如果全球经济与贸易复苏放缓，大宗商品价格低位徘徊，国际金融再度震荡，资本流动发生逆转，新兴市场将面临债务发行困难、融资成本上升、偿债压力激增等局面，财政空间随之急速压缩。当前，新兴市场主权债务风险正在快速积累。新冠疫情后，阿根廷于 2020 年 4 月发生 5 亿美元主权债务违约，被迫进行债务重组，爆发实质性主权债务危机。拉美和非洲的两个大国——巴西和南非也同样面临巨大的债务风险。2020 年二季度，巴西和南非财政赤字占 GDP 的比重分别达 11.4% 和 8.4%。根据 IMF 预测，截至 2020 年年末，巴西和南非政府债务率将超过 80%，

远高于 2008 年金融危机时期。近期，两国主权债信用违约交换价差（CDS Spread）大幅攀升，最高涨幅分别达 46.2%和 100.2%。在经济下行周期，财政失衡、债务高企将进一步加剧新兴市场脆弱性，可能引发系统性风险。

3. 全球财政政策过度扩张可能带来潜在风险

面对疫情带来的巨大冲击，世界各国大力扩张财政政策，在疫情防控、经济托底和民生保障等方面发挥了重要作用。然而，如果未来疫情防控与经济复苏不及预期，财政政策过度扩张，其潜在风险不容忽视。

一是公共债务膨胀岌岌可危。在疫情冲击、经济衰退与超低利率驱动下，全球政府债务不断膨胀，财政扩张滑向不可持续的边缘。对于美国，短期内出现财政危机与主权违约的可能性极低，但赤字与债务无休止膨胀终会达到“临界点”。根据美国国会预算署（CBO）报告，2019 年美国公共债务利息净支出占税收收入的比例已达 10.8%，触及主权债务评级由 Aaa 降至 Aa 的 10%警戒线，预计至 2029 年美国利息净支出占 GDP 比例将从 2019 年的 1.75%攀升至 3.0%，在极端情境下甚至可能达到 3.4%的历史最高水平。对于欧洲，目前多国债务率已经超过欧债危机水平。英国政府债务首次超过 2 万亿英镑，占 GDP 比重达 100.5%，创下 1961 年以来最高水平。对于阿根廷、土耳其、巴西、南非等新兴市场国家，本次疫情加剧其外债压力和结构脆弱性，叠加经济前景黯淡、大宗商品价格低迷、政局社会动荡等负面因素，平衡财政、缩减债务变得难上加难。

二是危害经济复苏进程。巨额财政赤字与公共债务不仅将制约后续政策空间，还将对私人部门产生挤出效应，危害经济复苏进程。一方面，财政政策过度扩张，公共债务大幅增加，可能推升商业利率水平，或者增加金融机构高流动性安全资产持有比例，从而挤占高效率、竞争性企业的金融资源，影响生产率和增长质量；另一方面，财政政策过度扩张，将使得全社会形成未来税收负

担上升、社会福利缩减的预期，进而增加储蓄动机，削弱居民消费和企业投资信心，特别是抑制固定资产投资。此外，政府在危机中强行干预托底，可能造成资源错配，维持低效率，乃至僵尸企业生存，影响长期生产率、债务效率、就业民生与经济前景。根据 IMF 工作论文[3]测算，对于发达国家，债务占 GDP 比重每上升 10 个百分点，将导致人均 GDP 增速下降 0.15-0.2 个百分点。

三是财政与货币政策深度捆绑。疫情以来，全球开启史无前例的宽松浪潮，财政与货币政策深度捆绑，中短期内这一困局难以根本化解。一方面，货币政策跨过职能边界，更加依附财政政策。从本轮操作来看，全球央行进一步突破最后贷款人的角色，从稳定市场的紧急措施发展为支持经济复苏的中长期战略，从货币政策走向信贷政策，采取各种工具直接、间接地向居民、企业乃至政府提供资金支持；另一方面，财政政策过度扩张，深度捆绑货币政策。政府债务持续膨胀并将在相当长时期内维持高位，这要求央行维持超低利率与大规模资产购买，从而降低债务成本，为财政修复与框架整顿提供支持。财政过度扩张配合无上限 QE，逐渐迈进政府债务货币化路径。值得特别关注的是，由于财政和货币政策深度捆绑，通胀走势成为未来可能面临的最大风险之一。一旦通胀水平持续抬升，美联储等央行在提高通胀容忍度后仍会陷入收紧货币政策的难题，财政状况不可避免将急剧恶化，经济滞胀风险可能进一步上升。

[3] Manmohan S. Kumar and Jaejoon Woo, Public Debt and Growth, IMF, Working Paper, vol. 10, no. 174 (July 2010)

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：**+86-10-66594097**
传真：**+86-10-66594040**