

国际货币基金组织

世界经济展望 更新

前景趋于暗淡，不确定性上升

2022年7月



- 全球经济在 2021 年初步复苏，但 2022 年形势愈发暗淡，相关风险开始显现。受中国和俄罗斯经济下行影响，二季度全球产出有所收缩；同时，美国消费者支出也不及预期。世界经济已因疫情而被削弱，后又遭受了数次冲击：全球通胀超出预期（尤其是美国和欧洲主要经济体）引发融资环境收紧；受新冠疫情和防疫措施影响，中国经济放缓超过预期；此外，乌克兰战争也带来了更多的负面溢出影响。
- 基线预测显示，经济增速将从去年的 6.1% 放缓至 2022 年的 3.2%，较 2022 年 4 月《世界经济展望》的预测值下调 0.4 个百分点。美国的经济增速在今年早些时候放缓，加之家庭购买力下降和货币政策收紧，使美国增速预测值被下调了 1.4 个百分点。中国进一步采取防疫封锁措施，且房地产危机加深，导致增速预测值被下调了 1.1 个百分点，产生了重大的全球溢出效应。欧洲受乌克兰战争溢出效应影响，加之货币政策收紧，导致欧洲各国增速预测值被大幅下调。粮食和能源价格上涨以及供需失衡的持续存在使全球通胀预测值被上调（尽管需求下降起到了缓解作用）。预计今年发达经济体的通胀将达到 6.6%，新兴市场和发展中国家将达到 9.5%，二者被分别上调了 0.9 和 0.8 个百分点。预计降低通胀的货币政策将于 2023 年带来负面影响，全球产出将仅增长 2.9%。
- 经济前景的下行风险占据极大的主导地位。乌克兰战争可能导致欧洲从俄罗斯进口的天然气突然停止；若劳动力市场比预期的更为紧张，或若通胀预期脱锚，那么压低通胀的难度可能超出预期；全球融资环境收紧可能引发新兴市场和发展中经济体的债务危机；新冠疫情再度暴发和更多的防疫封锁措施以及房地产部门危机的进一步加剧，可能会加深抑制中国的经济增长；地缘政治分裂可能会阻碍全球贸易与合作。一种很可能出现的替代情景是多种风险显现，通胀进一步上升，全球增速在 2022 年和 2023 年分别下降至约 2.6% 和 2.0%。这将是 1970 年至今经济表现处于最差 10% 水平的两年。
- 随着物价上涨继续挤压世界各地民众的生活水平，控制通胀应成为政策制定者的首要任务。收紧货币政策将不可避免地将产生实实在在的经济成本，但推迟拖延只会使成本进一步增加。定向财政支持有助于缓解最弱势群体受到的影响，但由于疫情使政府预算捉襟见肘，加之需要采取降低通胀的整体宏观经济政策立场，这些财政支持政策需要通过增加税

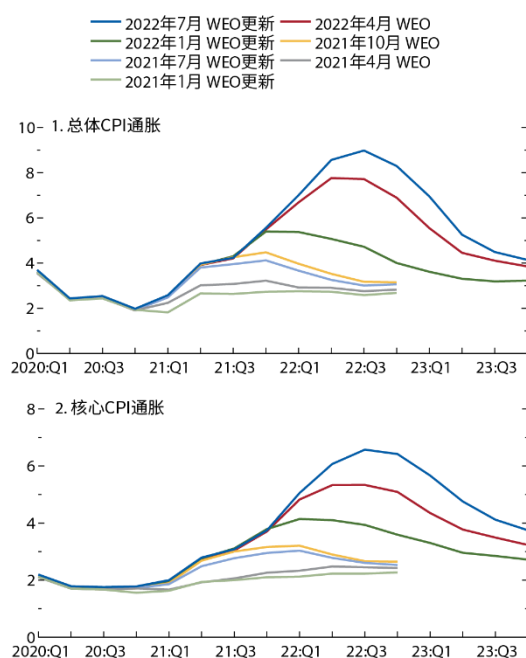
收或减少政府支出来抵消。货币环境收紧也将影响金融稳定，为此需要谨慎使用宏观审慎工具，且这也使债务处置框架改革变得更有必要。应对能源和粮食价格具体影响的政策应关注受影响最严重的群体，避免扭曲价格。随着疫情的持续，必须提高疫苗接种率，防范未来出现的变异毒株。最后，为了减缓气候变化，各方仍亟需采取多边行动限制排放，同时加大投资以加快绿色转型。

影响经济前景的各种因素

随着下行风险显现，全球经济进一步放缓。全球经济在2021年初步复苏，但2022年形势正日益暗淡。第一季度的经济表现略好于预期，但由于中国和俄罗斯经济下行，预计第二季度全球实际GDP将出现收缩，这将是自2020年以来的首次收缩。2022年4月《世界经济展望》中讨论的下行风险正在显现。全球尤其是美国 and 欧洲主要经济体通胀上升，引发全球融资环境急剧收紧；中国经济放缓程度超出预期，这源于新冠疫情的再度暴发和相关的防疫封锁措施；此外，乌克兰战争进一步带来了负面跨境影响。

全球通胀上涨再次超出预期，促使央行进一步收紧货币政策。自2021年以来，消费者价格的上涨速度一直高于各界普遍预期，包括《世界经济展望》的预期（图1）。美国2022年6月的消费者价格指数同比上涨了9.1%；英国5月的消费者价格指数也同比上涨了9.1%——创下40年来两国通胀率的最高水平。欧元区6月的通胀率达8.6%，这是自欧洲货币联盟成立以来的最高水平。同样令人担忧的是，新兴市场和发展中经济体第二季度的通胀率估计已达9.8%。在大多数经济体中，粮食和能源价格上涨，许多部门面临供给约束，以及需求向服务业转移——这些因素推高了其整体通胀。但正如各种不同的核心通胀指标所反映的，基础通胀也在上升，这反映了成本压力通过供应链和紧张的劳动力市场的传导效应，这在发达经济体尤其明显¹。发达国家与新兴市场和发展中经济体的平均工资增速不及通胀速度，这削弱了家庭的

图1. 全球通胀预测：持续高于预期（百分比）



来源：IMF工作人员的计算。
注释：全球通胀是各国通胀的加权平均值，使用按购买力平价计算的GDP作为权重。WEO = 《世界经济展望》。

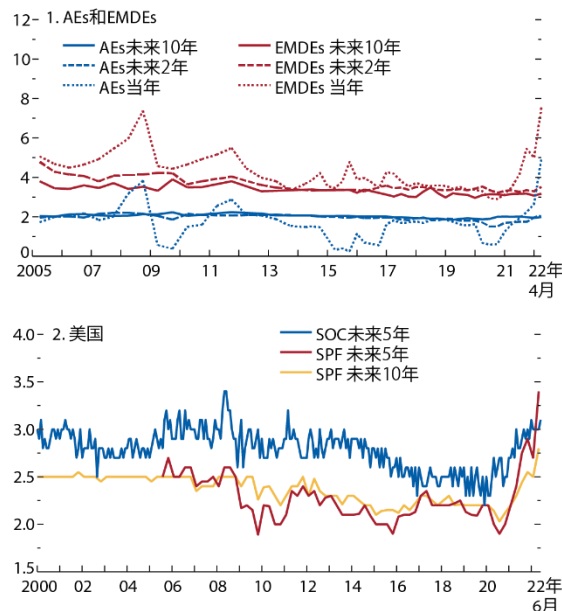
¹ Romain Duva、Yi Ji、Longji Li、Myrto Oikonomou、Carlo Pizzinelli、Ipei Shibata、Alessandra Sozzi 和 Marina M. Tavares，“发达经济体的劳动力市场紧张”，IMF工作人员讨论说明 2022/001，国际货币基金组织，华盛顿特区。

购买力。尽管大多数主要经济体的长期通胀预期一直较为稳定，但部分指标显示，美国等主要经济体的长期通胀预期已开始上升（图2）。主要发达经济体央行对最新数据做出响应，正在更加果断地退出货币政策支持，并以快于2022年4月《世界经济展望》预期的速度实施加息。与过去发达经济体的紧缩周期相比，此次部分新兴市场和发展中经济体的央行在加息中更为激进。由此而来的长期借款成本上涨（包括抵押贷款利率）以及全球融资环境的收紧（见专栏）已导致股价暴跌，拖累了经济增长。与此同时，公共部门的新冠疫情支持措施已经撤销。

中国经济放缓加剧了全球供应链扰动。新冠疫情的再度暴发和人员流动限制措施（这是“清零”策略的组成部分）对经济活动产生了广泛且严重的扰动（图3）。2022年4月，作为全球主要供应链中心的上海实行了严格的防疫封锁，迫使全市经济活动暂停了8周左右。在第二季度，受消费下降影响，实际GDP环比大幅收缩2.6%，这是2020年第一季度疫情之初以来的最大降幅——当时，实际GDP下降了10.3%。自那以后，传染性更强的变异毒株导致新冠感染病例大幅增加，令人担忧。中国房地产行业危机恶化，也拖累了房地产的销售和投资。中国经济增长放缓对全球产生了影响：防疫封锁加剧了全球供应链扰动，而国内支出的下降则正在减少中国贸易伙伴的商品和服务需求。

乌克兰战争仍在继续，引发了广泛的困难。战争的人道主义损失正在上升。自开战以来，已有900万人逃离乌克兰；且战争仍在继续造成人员伤亡和实体资本的破坏。自2022年4月以来，主要发达经济体对俄罗斯实施了更多的金融制裁，欧盟同意自2022年8月起对俄罗斯煤炭进口实施禁运，并自2023年起对俄罗斯海运石油实施禁运。欧盟宣布将在2022年底之前禁止向海运至第三国的俄罗斯石油提供保险和融资。与此同时，石油输出国组织（OPEC）已同意将9月石油增产计划提前实施，七国集团则计划研究对俄罗

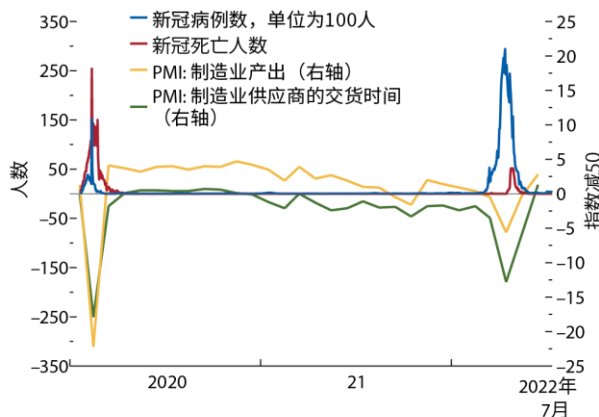
图2. 长期通胀预期 (百分比)



来源：Consensus Economics；费城联储；密歇根大学；以及IMF工作人员的计算。

注释：小图1显示各组经济体的共识预测中位数。Consensus Economics的预测是当年CPI通胀预测和未来2年通胀预测；对于10年通胀预期，预测是未来6-10年的平均值。SOC未来5年预期是接下来5-10年的平均通胀预期。SPF长期预测分别是接下来5年和10年的年平均通胀。AEs=发达经济体；EMDEs=新兴市场和发展中经济体；SOC=消费者调查；SPF=专业预测机构调查。

图3. 中国：新冠疫情暴发和供应链扰动

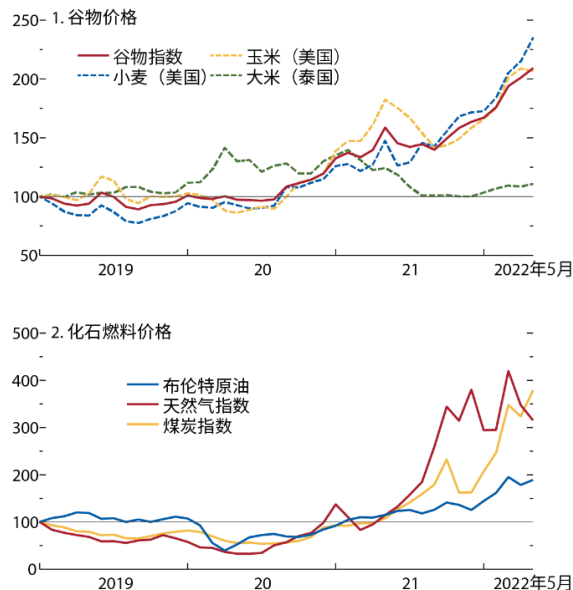


来源：中国国家统计局；中国国家卫生健康委员会；IMF工作人员的计算。

注释：PMI=采购经理人指数。

斯原油出口实施价格上限的可能性。以上这些情况相互抵消，总体结果是：与去年相比，国际原油价格涨幅仅略低于2022年4月《世界经济展望》中的预测水平。最近，俄罗斯输送到欧洲的管道天然气流量骤降至一年前水平的40%左右，导致欧洲6月天然气价格大幅上涨。据估计，第二季度俄罗斯经济收缩幅度低于此前预测，原因在于其原油和非能源出口表现好于预期。此外，由于国内金融部门受制裁影响有限且劳动力市场疲软程度低于预期，俄罗斯的国内需求也表现出了一定的韧性。与之相关的是，由于能源价格上涨、消费者信心减弱，以及供应链持续受到扰动和投入品成本上升导致的制造业增势放缓，俄乌战争对欧洲主要经济体的影响超出了预期。

图4. 食品和能源价格上涨
(指数, 2019年1月 = 100)



来源：IMF初级商品价格系统；以及IMF工作人员的计算。
注释：谷物指数包括大麦、玉米、燕麦、大米、高粱和小麦。天然气指数包括欧洲、日本和美国的天然气价格指数；煤炭指数包括澳大利亚和南非煤炭。

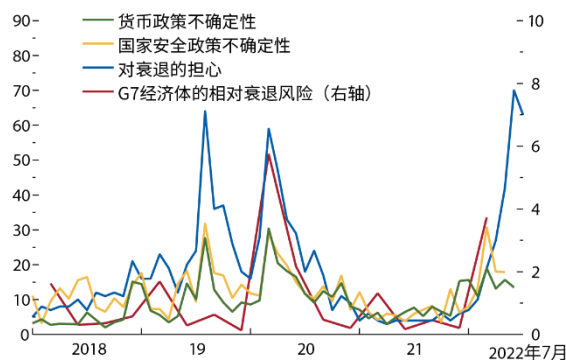
粮食危机加剧。近几个月来，全球粮食价格已趋于稳定，但远高于2021年水平（图4）。导致全球粮价（尤其是小麦等谷物价格）上涨的主要原因是乌克兰战争；一些国家的出口限制措施也加剧了全球粮价上涨，尽管近期部分措施已经失效。粮食在低收入国家消费中的占比较大，这些国家受粮价上涨的影响最大。以下几类国家的处境最为艰难：饮食偏向价格涨幅最大的大宗商品（尤其是小麦和玉米）的国家；更多依赖粮食进口的国家；以及本地主食价格受全球价格传导影响更大的国家。俄乌战争前，低收入国家（特别是在撒哈拉以南的非洲）的民众就已存在严重的营养不良和死亡率过高等问题——现在，这些国家受粮食危机影响尤为严重。

前景低迷，下行风险占据主导地位

上一部分概述的相关形势使当前的经济前景存在极大的不确定性。下文讨论的基线预测使用了以下假设，包括：从俄罗斯到其他欧洲地区的天然气流量不再出现进一步的意外下降；长期通胀预期保持稳定；降低通胀的货币政策收紧不会加剧全球金融市场的无序调整。然而，上述部分甚至全部基线假设均无法成立的风险很大。与此相关的是，近几个月来，若干经济不确定性指标已经上升，人们对衰退正在发生的担忧也有所加剧。衰退发生概率的估计值也已上升。例如，根据资产价格中包含的信息，七国集团经济体发生衰退的

概率估计值已接近 15%（图 5），这是其平常水平的四倍；德国发生衰退的概率更是接近四分之一。²就美国而言，一些指标（如亚特兰大联储的 GDPNow 预测模型）表明，技术性衰退（定义为连续两个季度负增长）可能已经开始。总体而言，考虑到不断上升的风险和不确定性，本次《世界经济展望》更新不同寻常地强调了一种替代情景——该情景是基线情景的一种补充，说明了在短期内很可能实现的几种下行风险的影响。如果全球经济受到更多冲击，经济表现将更加糟糕。

图5. 不确定性和风险上升
(指数; 右轴是比率)



来源: Scott R. Baker、Nicholas Bloom和Steven J. Davis, “衡量经济政策不确定性”, 《经济学季刊》, 2016年, 131 (4): 1593-636; John C. Bluedorn、Jörg Decressin和Marco E. Terrones, “资产价格下跌是否预示着衰退?” 《国际预测学刊》, 2016年, 32 (2): 518-526; Google Trends; IMF工作人员的计算。
注释: 货币政策不确定性按1/10的比例重新调整, 基于Baker、Bloom和Davis (2016年); 国家安全政策不确定性按1/10的比例重新调整; 对衰退的担心是基于全球范围内对“衰退”一词的Google搜索数量, 数字代表相对于2008年以来最高点的搜索兴趣; 七国集团经济体的相对衰退概率是指发生新一轮衰退的当前概率与正常时期概率的比率, 基于Bluedorn、Decressin和Terrones (2016年)。G7=七国集团。

2.1 基线情景

全球经济增长: 基线情景下, 2022年全球经济增速为3.2%, 2023年放缓至2.9%, 分别较2022年4月《世界经济展望》预测值低0.4和0.7个百分点(表1)。多种情况下, 2022年第一季度的超预期增长抵消了此后的经济放缓, 使2022年的平均年增速仅需小幅下调。中国、美国、印度的增速下调推动了2022至2023年全球增速的下调, 这反映了2022年4月《世界经济展望》中强调的下行风险的显现, 包括: 防疫封锁时间延长使中国经济更急剧地放缓; 主要央行为缓解通胀压力预计将大幅加息, 引发了全球融资环境收紧; 以及乌克兰战争产生了溢出效应。基线情景中2022年至2023年的增速约为3%, 未出现全球GDP或全球人均GDP下降的情况(其有时与全球性衰退有关)。然而, 第四季度同比增速预测显示, 2022年下半年的经济活动显著减弱(表1)。大多发达经济体的增速预测值都被下调了, 但新兴市场和发展中经济体对相关形势的风险敞口各不相同, 因而其增速预测值的调整更多呈现出上下兼有的特点:

- 如前所述, 主要发达经济体2022年至2023年的增速预测值被普遍下调了。美国2022年和2023年的基线增速预测值分别被下调了1.4和1.3个百分点, 原因是2022年前两个季度的增速低于预期, 其中私人消费的势头明显减弱, 而这部分反映了家庭购买力的下降和更快收紧货币政策的预期影响。欧元区的经济增速预测值也被下调: 2022年下调0.2个百分点, 虽然意大利的旅游和工业活动前景改善, 但法国、德国和西班牙

² “衰退概率”是使用资产价格行为和股市波动性得到的衰退在下一季度开始的概率估计值。有关该方法的详细信息, 请参见John Bluedorn、Jörg Decressin和Marco Terrones的“资产价格下跌是否预示着衰退?” 国际预测, 2016, 32 (2): 518-26。

牙被大幅下调，后者抵消并超过了前者的影响；2023年下调1.1个百分点。这既反映了乌克兰战争的溢出效应，又是源于对融资环境进一步收紧的假设——欧央行2022年7月停止了净资产购买，并开展了自2011年以来的首次加息。在许多欧洲经济体，“下一代欧盟”正为经济活动提供支持。

- 对于新兴市场和发展中经济体而言，2022年和2023年增速预测值的下调主要源于中国经济的大幅放缓和印度经济增速的下降。亚洲新兴和发展中经济体的增速调整幅度也相应较大，2022年的基线预测值被下调了0.8个百分点。此次修正包括将中国的增速预测值下调1.1个百分点至3.3%（这是除2020年新冠疫情暴发初期外，中国经济40多年以来的最低增速），主要原因是上文提到的疫情再度暴发和相关防疫封锁措施。同样，印度的经济前景也被下调了0.8个百分点，至7.4%。对于印度而言，这一修订主要反映了较差的外部环境和更快的政策收紧。其他国家和地区的基线增速预测值则主要被上调了。与2022年4月《世界经济展望》预测相比，欧洲新兴和发展中国家2022年的实际GDP收缩幅度预计将低1.5个百分点，但2023年的增速也将低了0.4个百分点，原因是俄罗斯2022年的出口增长强于预期，以及有关国家近期宣布将在2023年对俄罗斯实施更多制裁措施。由于该地区大型经济体（巴西、墨西哥、哥伦比亚和智利）的经济复苏更加强劲，拉美和加勒比地区2022年的经济增速被上调了0.5个百分点。平均来看，中东中亚地区和撒哈拉以南非洲地区国家的经济前景保持不变或有所改善，这反映了化石燃料和金属价格上涨对一些大宗商品出口国的影响。

通货膨胀：全球通胀的基线预测也更为悲观，2022年第四季度同比通胀率已从4月《世界经济展望》中的6.9%上调至8.3%。发达经济体2022年通胀预测值的上调幅度更大，其第四季度同比通胀预测值从4月《世界经济展望》的4.8%上调至6.3%，主要是由英国（上调2.7个百分点至10.5%）和欧元区（上调2.9个百分点至7.3%）等主要经济体整体通胀大幅上升推动的。2023年的通胀预测值相对不变（第四季度同比通胀率仅上调了0.2个百分点），这既源于人们对央行收紧政策后通胀将会下降的信心，也是因为能源价格基数效应将由正转负。对于新兴市场和发展中经济体而言，2022年第四季度同比通胀率预计将达到10.0%。对这些经济体通胀预测值的调整显示出各国之间的差异扩大，其中，亚洲新兴和发展中国家的通胀预测值上调相对温和（部分原因是中国的经济活动放缓，且由于主食价格上涨有限），而拉美和加勒比地区（上调3.0个百分点）以及欧洲新兴和发展中国家（上调2.9个百分点）的调整幅度更大。

《世界经济展望》更新，2022年7月

表1.《世界经济展望》预测概览

(百分比变化, 除非另有注明)

	年同比									
			预测		与2022年4月《世界经济展望》预测的差异 1/		第四季度同比 2/			
	2020	2021	2022	2023	2022	2023	2021	2022	2023	
世界产出	-3.1	6.1	3.2	2.9	-0.4	-0.7	4.4	1.7	3.2	
发达经济体	-4.5	5.2	2.5	1.4	-0.8	-1.0	4.7	1.3	1.5	
美国	-3.4	5.7	2.3	1.0	-1.4	-1.3	5.5	1.0	0.6	
欧元区	-6.3	5.4	2.6	1.2	-0.2	-1.1	4.7	0.7	2.1	
德国	-4.6	2.9	1.2	0.8	-0.9	-1.9	1.8	0.5	1.5	
法国	-7.9	6.8	2.3	1.0	-0.6	-0.4	4.9	0.4	1.1	
意大利	-9.0	6.6	3.0	0.7	0.7	-1.0	6.4	0.6	1.6	
西班牙	-10.8	5.1	4.0	2.0	-0.8	-1.3	5.5	1.3	2.3	
日本	-4.5	1.7	1.7	1.7	-0.7	-0.6	0.4	2.4	0.6	
英国	-9.3	7.4	3.2	0.5	-0.5	-0.7	6.6	0.1	1.3	
加拿大	-5.2	4.5	3.4	1.8	-0.5	-1.0	3.2	2.5	1.7	
其他发达经济体3/	-1.8	5.1	2.9	2.7	-0.2	-0.3	4.6	2.0	2.8	
新兴市场和发展中经济体	-2.0	6.8	3.6	3.9	-0.2	-0.5	4.2	2.1	4.7	
亚洲新兴市场和发展中经济体	-0.8	7.3	4.6	5.0	-0.8	-0.6	3.8	4.0	4.7	
中国	2.2	8.1	3.3	4.6	-1.1	-0.5	3.5	4.1	3.2	
印度 4/	-6.6	8.7	7.4	6.1	-0.8	-0.8	3.9	4.1	7.2	
东盟五国 5/	-3.4	3.4	5.3	5.1	0.0	-0.8	4.7	3.4	6.1	
欧洲新兴市场和发展中经济体	-1.8	6.7	-1.4	0.9	1.5	-0.4	6.1	-7.0	7.7	
俄罗斯	-2.7	4.7	-6.0	-3.5	2.5	-1.2	4.8	-13.9	4.8	
拉丁美洲和加勒比地区	-6.9	6.9	3.0	2.0	0.5	-0.5	3.9	1.8	2.1	
巴西	-3.9	4.6	1.7	1.1	0.9	-0.3	1.6	1.5	1.5	
墨西哥	-8.1	4.8	2.4	1.2	0.4	-1.3	1.2	2.9	1.0	
中东和中亚	-2.9	5.8	4.8	3.5	0.2	-0.2	...	...	...
沙特阿拉伯	-4.1	3.2	7.6	3.7	0.0	0.1	6.7	6.9	3.7	
撒哈拉以南非洲	-1.6	4.6	3.8	4.0	0.0	0.0	...	...	...
尼日利亚	-1.8	3.6	3.4	3.2	0.0	0.1	2.4	2.1	2.3	
南非	-6.3	4.9	2.3	1.4	0.4	0.0	1.8	2.2	1.7	
备忘项										
按市场汇率计算的全球经济增长	-3.4	5.8	2.9	2.4	-0.6	-0.7	4.4	1.6	2.5	
欧盟	-5.8	5.4	2.8	1.6	-0.1	-0.9	4.9	0.9	2.8	
中东和北非	-3.4	5.8	4.9	3.4	-0.1	-0.2	...	...	...
新兴市场和中等收入经济体	-2.2	7.0	3.5	3.8	-0.3	-0.5	4.3	2.0	4.7	
低收入发展中国家	0.1	4.5	5.0	5.2	0.4	-0.2	...	...	...
世界贸易量 (货物和服务) 6/	-7.9	10.1	4.1	3.2	-0.9	-1.2	...	...	...
发达经济体	-8.8	9.1	5.3	3.2	-0.3	-1.4	...	...	...
新兴市场和发展中经济体	-6.2	11.7	2.2	3.3	-1.8	-0.9	...	...	...
大宗商品价格 (美元)										
石油 7/	-32.7	67.3	50.4	-12.3	-4.3	1.0	79.2	28.6	-13.4	
非燃料商品 (根据世界大宗商品进口权重计算的平均值)	6.7	26.1	10.1	-3.5	-1.3	-1.0	16.4	5.7	-0.6	
世界消费者价格 8/	3.2	4.7	8.3	5.7	0.9	0.9	5.6	8.3	4.1	
发达经济体 9/	0.7	3.1	6.6	3.3	0.9	0.8	4.9	6.3	2.3	
新兴市场和发展中经济体 8/	5.2	5.9	9.5	7.3	0.8	0.8	6.1	10.0	5.7	

注释: 假设实际有效汇率保持在2022年5月30日至6月27日的水平不变。经济体按照其经济规模进行排序。加总的季度数据经季节调整。WEO=《世界经济展望》。

1/差异基于当期和2022年4月《世界经济展望》预测的四舍五入后的数据,以购买力平价权重计算,在2022年4月《世界经济展望》预测基础上更新增长率预测的国家约占世界GDP的90%。

2/对于世界产出,季度估算和预测涵盖按购买力平价权重计算的世界年产出90%左右。对于新兴市场和发展中经济体,季度估算和预测涵盖按购买力平价权重计算的新兴市场和发展中经济体年产出80%左右。

3/不包括七国集团(加拿大、法国、德国、意大利、日本、英国、美国)和欧元区国家。

4/对于印度,数据和预测是按财政年度列示,2011年及以后年份的GDP基于按市场价计算的GDP,2011/2012财年作为基年。

5/印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、泰国、越南。

6/出口和进口量(货物和服务)增长率的简单平均+AS2。

7/英国布伦特、迪拜法塔赫和西得克萨斯中质原油价格的简单平均。2021年以美元计算的石油平均价格为69.07美元/桶;根据期货市场情况(截至2022年6月29日),假设2022年和2023年石油价格分别为每桶103.88美元和91.07美元。

8/不包括委内瑞拉。

9/2022年和2023年,欧元区的通胀率分别为7.3%和3.9%,日本分别为1.9%和1.3%,美国分别为7.7%和3.0%。

全球贸易: 2022年和2023年,全球贸易增长的放慢速度很可能快于此前预期,这反映出全球需求的下降和供应链存在的问题。2022年美元的升值(截至2022年6月,美元的名义有效汇率相比2021年12月升值了5%左右)很可能减缓了世界贸易增长,这是因为美元在贸易定价中具有主导地位,且负面资产负债表财务效应使拥有美元负债的国家的需求和进口受到了影响。

2.2 下行风险

在一系列威胁全球经济表现的不利因素影响下，风险明显偏向下行。以下问题尤其值得关注。

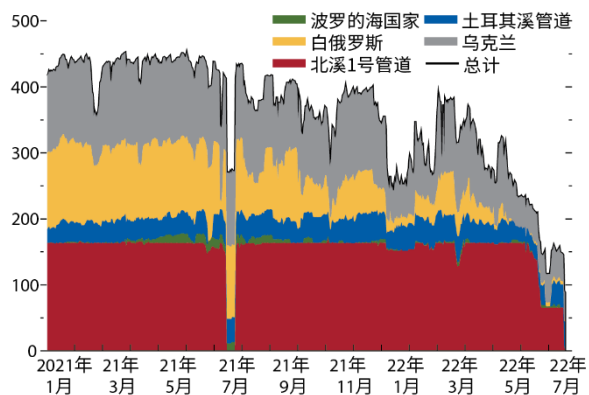
乌克兰战争可能进一步推高能源价格。

2022年4月以来，俄罗斯通过管道向欧洲供应的天然气流量急剧下降，约为去年水平的40%（图6），最新预测值的下调（相对4月预测值）已经反映了这一点。最新的基线预测也考虑了管道天然气流量在2024年中期之前进一步下降的预期，这与欧洲主要经济体的能源独立目标是一致的。但关于2022年和2023年的天然气供给数量，目前仍存在很大不确定性。若俄罗斯在2022年完全停止向欧洲经济体出口天然气，那么全球通胀将因能源价格上升而显著加剧。这可能会迫使欧洲采取能源配给措施，这将影响其主要工业部门并大幅降低欧元区2022年和2023年的经济增速，产生负面跨境溢出效应。

通胀居高不下。普遍预计通胀将在2024年底回落至接近疫情前的水平。然而，一些因素将导致通胀居高不下并推高长期通胀预期。若粮食和能源价格受到乌克兰战争带来的更多供给侧冲击，则将大幅提高整体通胀并传导至核心通胀，导致货币政策的进一步收紧。如果此类冲击足够严重，则将引发衰退并使通胀高位攀升（“滞胀”）——不过基线情景并没有包含这种可能。在一些经济体中，劳动力市场紧张程度处于历史高位，劳动者可能会越发要求补偿先前上升的生活成本。企业可能有一定能力通过降低利润率来吸收更高的劳动力成本，特别是在物价上涨先于工资上涨的情况下，或者在企业拥有买方垄断地位的行业或地方。但如果企业无法做到这一点，则这可能导致通胀上升并有引发工资物价螺旋上升的风险。政策制定者也可能低估劳动力市场的紧张程度及其对通胀的影响，且其收紧政策的力度也可能不足，从而无法防止长期通胀预期脱锚。同样，随着经济中的生产性资源被更多使用，价格可能已经对需求的变化更加敏感，即供给曲线的相关部分缺乏弹性。在这种情况下，如果政策过度收紧，那么通胀在迅速上升之后可能会同样快速地下降。

降低通胀的代价比预期的更高。主要央行已通过加息来应对高通胀。但要在不引发衰退的情况下降低通胀，所需的政策收紧的确切幅度很难确定。在以前的几次降低通胀的过程中，许多因素影响了降通胀的经济成本，包括通胀的初始水平和通胀预期、工资和价格刚性、价格和工资对需求下降的响应程度以及财政政策的立场等。如果这些因素的变化出乎政策制定者的预料，或是政策制定者误判了适宜的政策立场（包括中性利率的水平），那么接下来降低通胀的过程可能比目前预期的更具破坏性。在过去几次央行收紧货币政策来降低通胀的过程中（例如发达经济体在20世纪80年代初），代价往往十分高昂——高失

图6. 俄罗斯向欧盟输送的管道天然气减少
(每天百万立方米)

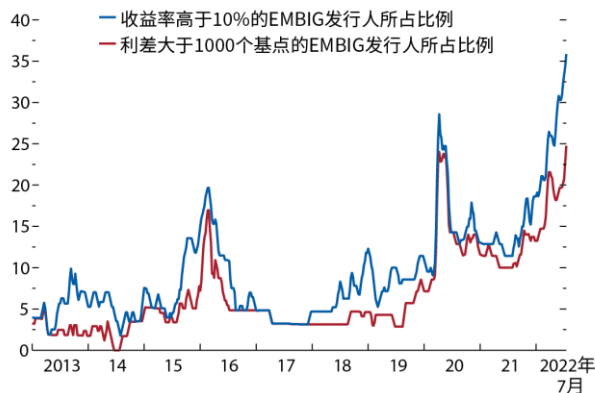


来源：欧洲天然气传输系统运营商网络；乌克兰天然气输送系统运营商；以及IMF工作人员的计算。
注释：最新数据截至2022年7月12日。近期数据是初步数据。

业率成为了抑制通胀的代价。这一次，通胀的初始水平较低，通胀预期较低且得到了更好锚定，以及发达经济体劳动力市场和产品市场的灵活性更大——这些意味着此次降低通胀的成本可能较低。然而，当前的主权和企业杠杆率也更高，这可能会放大政策收紧的效果并影响央行果断采取行动抑制通胀的意愿。如果通胀预期大幅上升，则中期产出损失可能会上升，从而促使央行更快加息。2023年发生经济衰退的风险尤为突出，届时，数个经济体的经济增速预计将触底，家庭在疫情期间积累的储蓄已经下降，即使是小规模冲击也可能导致经济陷于停滞。例如，根据最新预测，2023年第四季度美国的实际GDP同比增速将仅为0.6%，这将使美国越来越难以避免衰退（表1）。在一些发达经济体，利率上升和低增长将使债务形势恶化，扩大主权债和企业债息差，这在债务高企的国家尤为明显。事实上，融资环境收紧已经导致借款利率分化，并引发人们对欧元区“金融分裂”风险的担忧，这可能会削弱货币政策的传导效果。

融资环境收紧可能引发新兴市场和发展中经济体的债务危机。随着发达经济体央行加息应对通胀，全球融资环境将继续收紧。其他国家若不相应收紧国内货币政策，则全球融资环境收紧产生的借款成本上升将给其国际储备带来压力，并导致其货币对美元的贬值，这将引发拥有美元净负债的经济体的资产负债表估值损失。上述挑战的出现，恰逢许多国家政府财政状况捉襟见肘之时。这意味着政府提供财政政策支持的空间已经下降，其中，60%的低收入国家已经处于或很可能陷入政府债务困境（遭遇债务重组或累积了欠款）——而十年前这一比例仅为五分之一左右。³若资本从新兴市场和发展中经济体大规模外逃，则可能加剧这一风险。新兴市场的债券息差已在上升（图7）。不断上升的借款成本加上高通胀和增长放缓，使人们将当前形势与20世纪70年代和80年代初进行比较。20世纪70年代，石油出口国的顺差（这来自于能源价格的上涨）为新兴市场经济体债务市场提供了资金。20世纪80年代初，央行收紧政策应对高通胀，这导致一些国家出现了无序外部调整 and 债务违约——这在拉丁美洲尤其突出。如今的类似冲击会导致类似的失衡吗？虽然两种情况下的能源价格冲击来源大致相同，但存在几个重要差异。首先，在当前情况下，实际油价上涨幅度较小，并且全球生产对石油的依赖程度较以前更低。第二，此次的政策收紧开始得更早，且部分新兴市场和发展中经济体也较早开始收紧政策——这些国家的政策框架也普遍比之前更加稳健。第三，在当前状况下，石油美元循环推动新兴市场和发展中

图7. 新兴市场债务：脆弱性上升
(百分比，三周的平均值)



来源：Bloomberg Finance L.P.；J.P. Morgan新兴市场债券指数；以及IMF工作人员的计算。
注释：EMBIG = 全球新兴市场债券指数。

³ Guillaume Chabert、Martin Cerisola 和 Dalia Hakura，“重组穷国债务需要更有效的协调”，IMF 博客，2022年4月7日。

经济体失衡的时间更短。然而，尽管存在这些有利的不同之处，但有关国家对其他大型双边债权人的风险敞口有所增加，近期的疫情也带来了新的脆弱性，这些都推高了许多国家的公共债务水平，侵蚀了它们未来的增长潜力。

中国经济可能持续放缓。基线情景预测，2022年下半年中国经济将从防疫封锁中复苏，2022年的总体GDP增速预测值为3.3%，2023年为4.6%。经济增长的上行风险包括当局宣布提供实质性的财政支持，以及在成功推进加强针接种之后调整新冠“清零”政策，减少经济增长的权衡取舍问题。下行风险包括更具传染性的变异毒株出现，导致更大规模的疫情暴发，并在“清零”政策下引发更广泛的防疫封锁措施。此外，房价和房地产商资产负债表调整的迟滞可能导致一场波及范围更广的突发危机或引发一次长期调整，并产生更广泛的宏观金融溢出效应。中国经济持续放缓将产生强烈的全球溢出效应，其影响将取决于供给和需求两方面因素的平衡状况。例如，供给瓶颈的进一步加剧可能引起全球消费品价格上涨，但需求下降可能会缓解大宗商品压力和中间品的通胀。

粮食和能源价格上涨可能引发广泛的困难、饥荒和动乱。由于能源和粮食是生活必需品，几乎没有替代品，价格上涨对家庭来说尤其痛苦。当电子产品、家具或娱乐等其他物品的价格上涨时，家庭可减少甚至取消在这些物品上的支出。对于粮食、取暖和交通——通常是维持生计所必需的——要减少其支出则要困难得多。因此，目前的局势不仅威胁着经济稳定，也威胁着社会稳定。自新冠疫情最严峻的时期结束以来，动乱已不断加剧，这与IMF的有关研究结果一致，即疫情期间动乱程度较低⁴，而粮食和能源价格上涨是预测动乱的稳健指标。⁵虽然不一定会发生动乱，但价格与社会稳定之间的联系意味着如果有关国家增加贸易壁垒，或若酷热和化肥短缺导致粮食歉收，将可能带来更多的困难、饥荒或动乱。这些风险可以通过解决乌克兰战争带来的物流障碍来缓解，包括消除黑海的封锁。

世界经济可能进一步分裂。中期前景面临的一个重大风险是：乌克兰战争将导致世界经济分裂为具有不同技术标准、跨境支付体系和储备货币的地缘政治集团。到目前为止，“生产回流”现象还比较有限，且自疫情开始以来，全球贸易比预期表现得更具韧性。全球分裂还可能降低多边合作应对气候变化的有效性，进一步增加当前粮食危机常态化的风险。

2.3 定量影响：全球的替代情景

化石燃料出口减少，通胀预期上升，融资环境收紧：除了了解风险的潜在来源之外，政策制定者们面临的另一个主要问题是评估这些风险可能对全球经济造成何种影响。本部分将讨论这一问题。我们使用IMF的二十国集团（G20）模型来分析，如果以下四个特别相关且可能发生的下行风险成为现实，将会产生怎样的经济影响。

⁴ Philip Barrett 和 Sophia Chen, “大流行病的社会影响”, IMF 工作论文, 编号 21/21 号, IMF, 华盛顿特区。

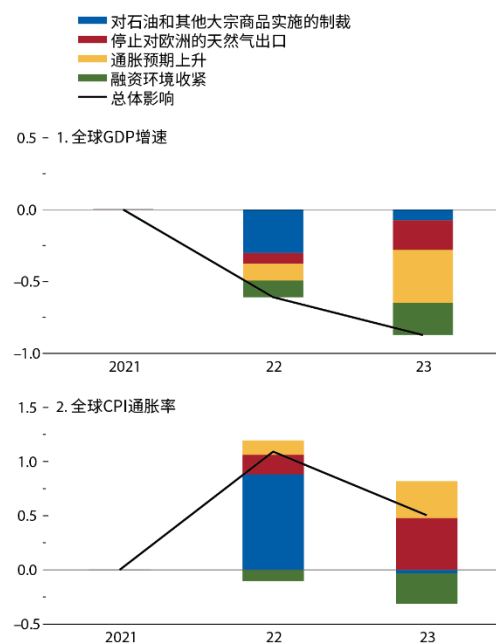
⁵ Chris Redl 和 Sandie Hlatshwayo, “预测社会动乱：通过机器学习方法”, IMF 工作论文, 编号 21/263 号, IMF, 华盛顿特区。

- 各方针对俄罗斯入侵乌克兰采取日益严厉的制裁措施，导致2022年下半年起俄罗斯石油出口较基线预测进一步下降30%。
- 2022年底，俄罗斯对欧天然气出口下降到零，这要么是因为欧洲国家实施禁运，要么是因为俄罗斯限制了石油供应。
- 通胀预期在更长时间居高不下。
- 政策制定者的抗通胀措施和投资者的担忧导致融资环境收紧，从而推升主权和企业的风险溢价和期限溢价。

全球范围内产出下降、通胀上升：图8显示了这些冲击对全球经济产生的总体影响。相比基线预测，2022年和2023年的全球增速将分别下降约0.6和0.9个百分点，降至约2.6%和2.0%。如此低的年增长率过去很少发生（1970年以来，全球经济增速低于2%的情况只出现过五次）。在GDP相比基线预测的总体降幅（到2023年为1.5%）中，化石燃料限制措施的直接影响将占到约五分之二，通胀预期上升和融资环境收紧的影响分别占到三分之一和四分之一左右。国际大宗商品市场也将作出强烈反应，全球石油供应量减少将导致油价上涨约30%。对于天然气，由于俄罗斯在全球供应中占有更大份额，且输送网络较不灵活，市场响应将更为强烈，价格将上涨近200%。对消费者价格通胀的影响将取决于不同冲击在不同时间跨度内的相对强度。短期内，价格上涨和通胀预期上升的直接影响将导致通胀上升约1个百分点。随后，需求下降和融资环境收紧将起主导作用，使2023年及之后的通胀影响有所缓解。

欧洲首当其冲：在这一情景下，冲击将产生广泛的影响，因为全球大宗商品价格上涨以及货币和融资环境收紧将影响几乎所有国家，尽管程度不同。欧洲在这一情景下受到的影响

图8. 其他全球情景
(相对于基线的百分点偏离)



来源：IMF二十国集团模型模拟以及IMF工作人员的计算。
注释：CPI=消费者价格指数。

尤其大，欧盟2023年的经济增速将比基线低1.3个百分点，意味着该地区几乎将出现零增长。⁶

政策重点

恢复价格稳定，同时保护脆弱群体：当前，主要的政策优先任务是控制通胀，因为价格稳定是实现经济持久增长和金融稳定的先决条件。不同经济体为缓解价格压力而采取的货币、财政和结构性政策的适当搭配各不相同，取决于价格压力的来源和程度。

- 通胀和通胀预期持续上升且远超目标水平的经济体需要采取果断行动，通过央行缩表和实际利率来收紧货币政策。短期内，这种政策能降低通胀，代价则是使实体经济活动减弱、失业增加和工资下降。近年来受到最直接影响的群体——工资低、工作不稳定、储蓄有限或获得信贷渠道有限的群体——很可能受到经济下滑的最大冲击。保护最脆弱群体，减小经济损失，减轻对资产价格的影响——这些考虑因素似乎是更缓慢收紧货币政策的合理理由。然而，这种做法的效果很可能事与愿违，因为几乎没有证据表明这种逐步收紧货币政策的方式能够降低降通胀的成本。在通胀预期脱锚前恢复稳定的低通胀，将创造一个有利投资和增长的环境，避免日后实施更急剧、破坏性更大的调整。
- 在降低通胀的过程中，财政政策发挥着特殊的作用，能够通过有针对性的临时财政转移支付，减轻经济活动的必要降温对最脆弱群体造成的冲击。在可能的情况下，应通过自动稳定器提供这种缓冲（见2020年4月《世界经济展望》和《财政监测报告》）。另外，在收紧总体宏观经济政策立场的过程中，为对货币政策起到补充，任何财政政策变化在周期调整后应该是预算中性的，并且应当在与债务可持续性相一致的可信中期财政框架内实施。公共部门薪酬限制措施能够缓解通胀压力，但一般应避免采取以直接限制私人部门价格和工资为主要目标的政策，因为过去的经验表明，这种政策往往代价高昂且效果不佳。
- 结构性改革能够扩大总供给，因此也有助于降低通胀，尽管难以迅速奏效。增加劳动力供应（包括提高收入所得税抵免、为儿童保育提供更多资金、让更多人获得新冠疫苗和治疗手段、改革移民渠道）的政策能提高生产率和实际收入，有助于降低通胀。在新兴市场和发展中经济体，改善营商环境、开展绿色投资和推进数字化等措施也有助于扩大总供给。

⁶俄罗斯停止向欧洲供应天然气将对GDP造成何种影响，不确定性相当大。在一些中东欧国家，从俄罗斯进口的天然气占其能源消费的很大一部分，并且，基础设施的约束使它们在短期内无法从其他国家进口足够的天然气（主要是液化天然气）。如果政策显著拖延或阻碍天然气价格向家庭零售价格传导，则将使需求调整集中在工业部门，从而加剧对产出的影响。Flanagan, M.、Kammer A.、Pescatori A.和 Stuermer, M., 2022年，“俄罗斯停供天然气对欧洲经济的影响”（How a Russian Natural Gas Cutoff Could Weigh on Europe's Economies）。

做好准备应对信贷收紧和金融不稳局面：融资环境的收紧将影响全球资本市场，需要在几个方面采取应对政策。随着利率上升，金融机构的净收入将增加，但同时也会因贷款发放量下降和违约率上升而承受损失。这些因素共同作用将决定金融部门的健康状况，也将决定使用宏观审慎工具的适当方式。即使在最好的情况下，企业也会因经济活动放缓而更可能发生倒闭，因此，有效且高效的破产程序和处置框架尤为重要。在一些经济体，脆弱性不断增加的部门使银行面临风险敞口，这些经济体可能需要收紧宏观审慎工具。同样，利率上升和税收收入下降将使一些主权借款人陷入债务困境。然而，解决债务困境的机制是缓慢而缺乏可预见性的，因为各种债权人拥有各自的要求，难以形成协调一致的意见。目前迫切需要改进二十国集团的债务处置共同框架，确保实现快速、平稳、高效的债务重组。鉴于融资环境收紧对各国财政和外部头寸造成的压力，多边机构的支持可能在今后发挥出更大的作用。如果仅靠弹性汇率无法吸收外部冲击，政策制定者就应随时做好准备采取行动，例如，在面临危机时实施外汇干预或资本流动管理措施。如果债务水平很高，政府应提前行动减少对外币借款的依赖。迅速、可靠的储备货币流动性获取渠道（包括IMF的预防性安排和实际拨款安排）能给有关国家喘息的空间，以便有序实施调整政策。这种国际合作不仅为单个国家提供了至关重要的安全网，对全球经济来说也是如此，因为它能阻止危机的跨国传播。欧元区有必要通过一个设计完善的欧央行反割裂工具来应对金融割裂风险。这种工具将补充现有的有条件“直接货币交易”（OMT）工具和欧洲稳定机制贷款计划，并能进一步促进根据整个欧元区的宏观经济状况来设定政策利率。然而，这种工具不应对市场造成过大扭曲，以致于价格不能反映根本的风险。

应对粮食和能源危机：除了要应对一般性的通胀问题外，粮食和能源市场的特定挑战也需要采取不同的政策应对措施。结束对乌克兰的入侵和解除黑海的封锁将扩大全球市场的大宗商品供应。此外，各国不应囤积粮食和能源，而应力求消除贸易壁垒（如粮食出口禁令），因为这些限制措施虽然意在防止国内短缺，但事实上会推升国际价格。为了应对粮食安全问题的，世界贸易组织（WTO）成员国在2022年6月的WTO部长会上承诺在出口限制措施中豁免世界粮食计划署的粮食采购。更广泛而言，政府应允许价格自由变动：价格高是资源稀缺的重要信号，会鼓励节约和生产这种资源。如果通过管制措施将粮食和能源价格维持在较低水平，使每个人无论支付能力如何都能享受这种低价，那么这将以公共资金为代价鼓励过度消费昂贵的商品，并通过挤压零售商利润而适得其反地降低这种商品的供应。在过去，仅凭价格管制措施并不能持久地降低生活成本（美国1971年实施的价格管制就是一例）。相反，通过向低收入者或受粮食能源短缺影响最突出的群体（如儿童和老人）提供有针对性的现金转移支付，可以取得非常好的效果。社会保障体系不够完善、难以为最脆弱群体提供充分支持的国家，可根据需要扩展其现有最为高效的保障计划，包括提高其福利水平和扩大覆盖面。目前实行能源或粮食补贴的国家应逐步让国际价格传导至消费者，同时致力于在今后若干年内取消补贴。如果面临粮食安全问题且已经耗尽所有其他办法，那么政府可以考虑采取其他的临时性措施，例如提供价格补贴，或在必

要时直接发放基本食品。⁷可以向能源依赖型企业提供临时性支持，如提供补贴贷款或部分担保贷款（与私人银行共担风险），以避免这些企业破产，从而维持供应链、避免经济出现连锁损失。

防范疫情风险并缓解经济扰动：尽管在大多数国家，新冠疫情的最严重影响正在逐渐消退，但目前各国仍有机会尽量减少“与病毒共存”的成本。约130个国家未能实现IMF抗疫建议中提出的“所有国家的疫苗接种率在2022年中期达到70%”的目标；而在获得检测工具和治疗手段方面，也存在类似的不平等情况。全面疫苗接种仍是防止因病缺勤和病毒进一步变异的最佳办法，应通过广泛的公共卫生宣传活动予以支持，鼓励民众接种疫苗。各国政府还应加大力度解决疫苗供应和分配中的瓶颈问题，并确保人们能够公平地接受治疗。极其重要的是，应通过公共部门支持，更系统性地应对未来的流行病，研发新的疫苗技术，包括研制泛冠状病毒的广谱疫苗。

促进低碳经济转型：为缓解气候变化，各方仍急需采取多边行动。然而，乌克兰战争和能源价格飙升给各国政府带来压力，使其不得不依赖煤炭等化石燃料作为权宜之计。政策制定者和监管机构应确保这种措施是临时性的，保证其仅用于弥补能源缺口、不会导致总排放量的增加，且应开展促进减排的可再生能源投资。目前，各方迫切需要加快实施全方位的可信气候政策，以增加绿色能源供应。当前的能源危机还表明了实现清洁、绿色的能源独立如何与一国的国家安全目标是一致的。对于承担最大转型成本的家庭和企业，财政政策应帮助其实现平稳过渡。最近设立的IMF“韧性与可持续性信托”也能帮助各国增强应对长期结构性挑战的能力，包括应对气候变化和大流行病防范方面的能力。

⁷见 David Amaglobeli、Emine Hanedar、Gee Hee Hong 和 Céline Thévenot，“通过财政政策缓解能源和粮食价格高涨的社会影响”（“Fiscal Policy for Mitigating the Social Impact of High Energy and Food Prices”），IMF 说明文件 2022/001，国际货币基金组织，华盛顿特区。

2022年4月《全球金融稳定报告》发布以来，全球融资环境已大幅收紧。在新兴市场，融资环境目前已接近2020年3月的最紧张水平；而在发达经济体，融资环境只是回到了其长期平均水平（图1.1）。

发达经济体受到利率上升和企业估值下降两大因素的影响。经济前景的巨大不确定性导致市场大幅波动，固定收益市场和股票市场的流动性都处于极低水平。在大多数新兴市场，融资环境在今年春季急剧收紧，按历史标准衡量，其目前处于相当紧张的状态。汇率走弱和美元融资利差扩大推升了外部借款成本，同时，各国继续收紧货币政策来应对通胀。加密货币经历了一轮大规模抛售，引发加密货币投资工具出现巨大损失，并导致算法稳定币和加密对冲基金破产——但到目前为止，对更广泛金融市场的溢出效应还较为有限。

发达经济体央行采取了强有力的政策行动和信息沟通，力图缓解持续的通胀压力，防止通胀预期脱锚。在这样的环境下，主权债券收益率大幅上升。央行大幅提高了政策利率——一些国家加息幅度之大，为几十年未见。结果是，自4月《全球金融稳定报告》发布以来，各国的市场隐含预期政策利率路径都普遍上移。最近，全球利率部分回落，主要是由对经济衰退的担忧所致（图1.2）。

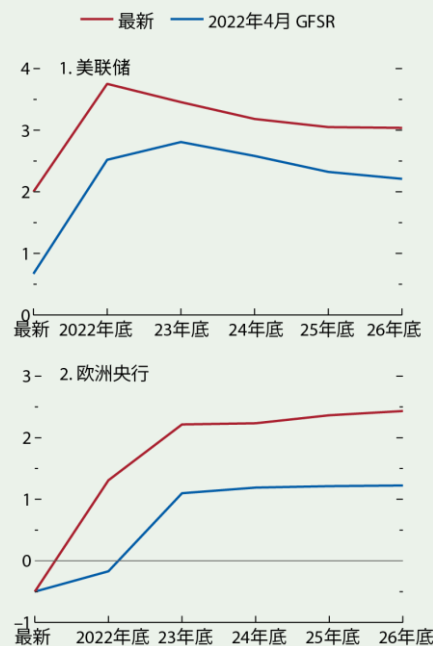
在发达经济体，实际利率上升是各期限债券收益率升高的主要驱动因素。在此期间，基于市场的通胀预期指标下降，在一定程度上抵消了实际利率的上涨。较长期的通胀预期（在五年对五年远期利率的观察期）仍相对稳定地保持在较高水平，但未来五年的通胀预期已在很大程度上回落到俄罗斯入侵乌克兰之前的水平，这在一定程度上源于投资者日益担心总需求将在短期至中期内放缓。鉴于存在这些担忧，市场隐含的政策利率预期目前显示，一些发达经济体将在2023年和2024年降息（图1.3和1.4）。

图1.1. 部分地区的融资环境
(偏离均值的标准差)



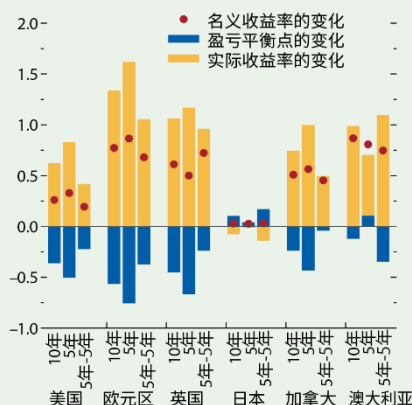
来源：Bloomberg Finance L.P.；以及IMF工作人员的计算。
注释：GFSR = 《全球金融稳定报告》。

图1.2. 政策利率预期：发达经济体
(百分比)



来源：Bloomberg Finance L.P.；以及IMF工作人员的计算。
注释：GFSR = 《全球金融稳定报告》。

图1.3. 债券收益率的变化：
最新一期GFSR到6月底
(百分比)



来源：Bloomberg Finance L.P.；以及IMF工作人员的计算。
注释：5年-5年是指五年-五年远期收益率。数据标识使用国际标准化组织（ISO）的国家代码。
GFSR = 《全球金融稳定报告》。

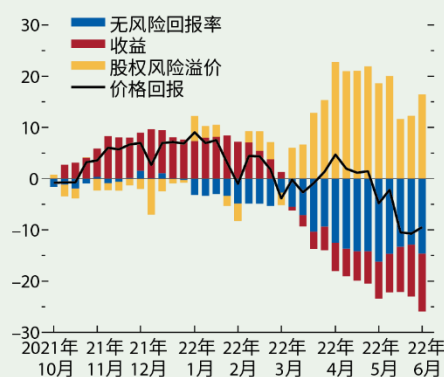
图1.4. 盈亏平衡通胀率
(百分比)



来源：Bloomberg Finance L.P.；以及IMF工作人员的计算。
注释：5年-5年=五年-五年远期通胀率。

自今年4月《全球金融稳定报告》发布以来，投资者风险偏好已经显著减弱。在一些部门和国家存在估值过高的情况下，股票价格大幅下跌（图1.5）。利率上升是美国股价大幅下跌的一个重要原因（这是根据模型进行分解的结果；见2020年10月《全球金融稳定报告》）。大企业反映，成本增加易导致其利润收缩；此外，出于对经济前景的担忧，分析人士下调收益预测的情况似乎越来越普遍。发达经济体的企业债券利差已经扩大到两年来的最高水平，企业债券收益率（反映新融资的成本）则急剧上升到全球金融危机以来的最高水平。全球高收益债券的违约率目前被认为已经从历史低点触底回升，新债发行显著放缓。

图1.5. 美国股票回报率的分解
(百分比)



来源：Bloomberg Finance L.P.；以及IMF工作人员的计算。
注释：价格回报是指2021年10月以来标普500指数的累计回报。

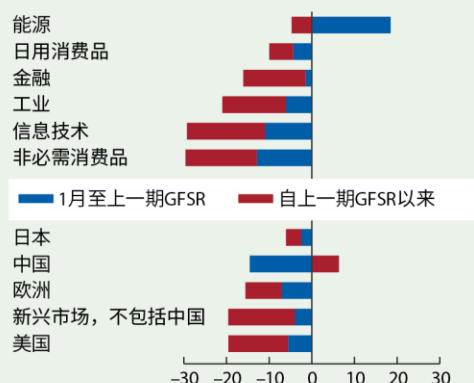
自最近一期《全球金融稳定报告》发布以来，高估值部门（如非必需消费品和信息技术行业）经历了股价的急剧下跌（图1.6）。周期性股票（如金融股）以及对能源和其他投入成本敏感的部门（如工业部门）的股价也大幅下跌。从不同地区看，引领疫情后复苏的美股最近表现不佳，这在一定程度上是由于其部门构成所致。新兴市场（中国除外）和欧洲股市也急剧下跌。避险情绪以及对发达经济体利率上升的担忧对新兴市场产生了不利影响。中国股市在2022年第二季度几乎未受影响，但鉴于对防疫封锁和经济增长的关切，投资者仍然保持谨慎态度。欧洲在地理上靠近乌克兰战争且对俄

罗斯拥有风险敞口，这些因素使欧洲市场受到了影响。在日本，日元走弱和宽松的货币政策对股市起了支撑作用。

由于发达经济体加息、全球融资环境收紧，新兴市场发行人的债务脆弱性和融资风险正在上升，其中，低评级发行人的融资环境收紧最为显著（图 1.7）。投资级以下发行人的利差自 4 月以来上升了 104 个基点，约三分之一的新兴市场借款人的债券以高于 10% 的收益率在市场上交易，这已达到全球金融危机以来的最高水平。形势的恶化还影响了硬通货债券的发行，其发行节奏处于 2015 年以来的最慢水平，发行量也较 2021 年减少了 40% 以上。尽管发行减缓，高评级发行人近几个月来仍能进入资本市场筹资，但溢价大幅上升，期限也变得更短。相反，许多脆弱发行人实际上已经无法进入市场融资。流入本币债券和股票的证券投资也继续面临相当大的压力，尽管各国差异巨大。到目前为止，投资者似乎在继续根据通胀、货币政策前景以及对大宗商品市场的风险敞口程度，区别对待不同的新兴市场。

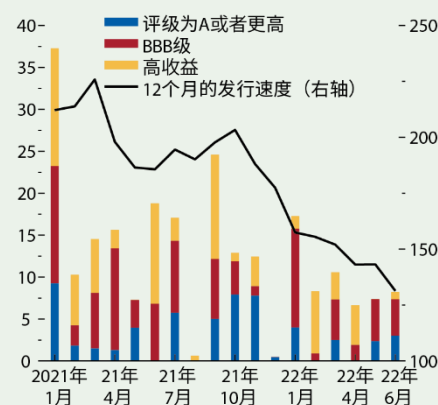
本专栏由货币与资本市场部全球市场分析处撰写，其对 2022 年 4 月《全球金融稳定报告》（数据截止日期为 4 月 7 日）发布以来的市场形势作了更新。

图1.6. 2022年全球股票回报率，按部门和地区划分（百分比）



来源：Bloomberg Finance L.P.；以及IMF工作人员的计算。
注释：GFSR = 《全球金融稳定报告》。

图1.7. 新兴市场主权债发行（十亿美元）



来源：Bond Radar以及IMF工作人员的计算。