

国际货币基金组织

# 世界经济展望 更新

短期韧性与持久挑战

2023年7月



### 短期韧性与持久挑战

- 全球经济增速预计将从2022年3.5%的估计值下降至2023年和2024年的3.0%。虽然2023年全球经济增速的预测值略高于2023年4月《世界经济展望》（WEO）中的预测值，但以历史标准衡量其仍然疲弱。各国央行为抗击通胀采取的加息政策继续对经济活动造成拖累。预计全球总体通胀将从2022年的8.7%下降至2023年的6.8%和2024年的5.2%。预计基础（核心）通胀的回落将更加缓慢，而2024年的通胀预测值已被上调。
- 近期美国打破了债务上限僵局，加之今年早些时候各国当局为遏制美国和瑞士银行业动荡采取了强有力的措施，都降低了金融部门出现动荡的紧迫风险。这缓和了经济前景的不利风险。然而，全球增长的风险仍然偏向下行。如果出现更多冲击（包括乌克兰战争加剧和极端天气引发的冲击），通胀可能会保持高位甚至上升，从而引发货币政策的进一步收紧。随着市场随央行进一步收紧政策而做出调整，金融部门的动荡可能会再次出现。中国经济复苏可能会放缓，部分原因是房地产行业的问题尚未解决，而这将产生负面的跨境溢出效应。更多经济体可能会陷入主权债务困境。从上行风险看，通胀可能比预期下降得更快，从而减少实施紧缩性货币政策的需要；国内需求也可能再次显示出韧性。
- 大多数经济体的优先事项仍然是在确保金融稳定的同时实现通胀的持续下降。因此，央行应继续专注于恢复物价稳定并加强金融监管和风险监测。如果市场出现压力，各国应迅速提供流动性，同时降低出现道德风险的可能。各国还应建立财政缓冲，同时，财政调整的构成应确保为最脆弱的群体提供定向支持。经济供给侧的改善将有助于实施财政整顿，并使通胀更平稳地下降至目标水平。

### 影响经济前景的因素

全球经济从新冠疫情和俄乌战争中复苏的步伐正在放缓，各经济部门以及各地区之间的分化不断加剧。

世界卫生组织（WHO）于5月宣布，不再将新冠疫情视作“全球卫生突发事件”。供应链已基本恢复，运输成本和供应商的交货时间已恢复到疫情前水平。但阻碍2022年经济增长的因素仍然存在。通胀居高不下，并继续侵蚀着家庭的购买力。各国央行为应对通胀而收紧政策，这提高了借贷成本，抑制了经济活动。当前各方对银行业健康状况的紧迫担忧已

经消退，但高利率正在影响整个金融体系，发达经济体的银行已经大幅收紧了贷款发放标准，从而削减了信贷供应。高利率的影响还蔓延到了公共财政领域，这在正努力应对高企债务成本的较贫穷国家尤为明显，限制了它们投资重点项目的财政空间。因此，与疫情前的预测相比，产出损失仍然很大，特别是对世界上最贫困的国家而言。

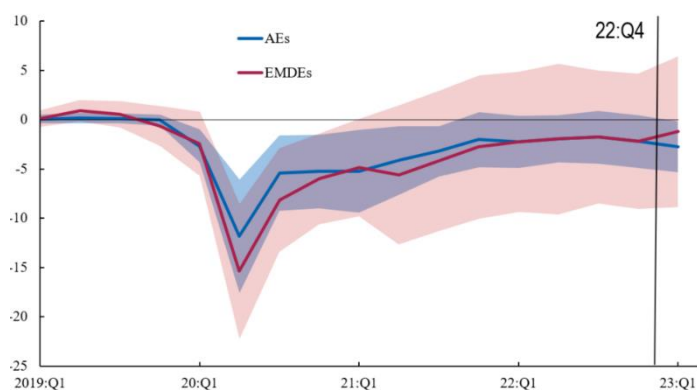
尽管存在这些不利因素，但全球经济活动在2023年第一季度仍展现出了韧性，而这种韧性主要来源于服务业。在发达经济体（包括依赖旅游业的南欧经济体），疫情后消费向服务业的转移已接近尾声；而在一些新兴市场和发展中经济体，这种转移在第一季度有所提速（图1）。然而，随着人员流动恢复到疫情前的水平，继续加速的空间似乎已变得更加有限。

同时，包括制造业在内的非服务业表现疲弱，而第二季度的高频指标表明，经济活动出现了更广泛的放缓。在商品消费疲软、未来地缘经济形势的不确定性加剧、生产率增长疲弱和金融环境更具挑战性的情况下，企业缩减了对产能的投资。

主要发达经济体的固定资本形成总额和工业产出大幅放缓或出现收缩，拖累了新兴市场的国际贸易和制造业。国际贸易以及制造业的需求和产出指标都显示，经济将进一步呈现疲弱现象。发达经济体（尤其是美国）在疫情期间积累的超额储蓄正在减少，这意味着用于抵御冲击的缓冲已经变小——这些冲击包括生活成本冲击和信贷供应限制增加而导致的冲击。

**抗击通胀的斗争仍在继续。**大多数国家的通胀问题正在得到缓解，但通胀仍然居高不下，且各经济体之间和各种通胀指标之间存在差异。随着欧洲天然气库存的增加以及中国的需求弱于预期，能源和粮食价格已从2022年的峰值大幅回落，虽然粮食价格仍然维持高位。随着供应链运行回归正常，这些发展变化导致大多数国家的总体通胀迅速下降。然而，核心通胀平均而言下降得更为缓慢，仍远高于大多数央行的目标。根据所研究的特定经济体来看，顽固的核心通胀反映出以下因素：先前的冲击从总体通胀向核心通胀传导；企业利润仍处高位；以及劳动力市场紧张，且工资增长强劲（特别是在生产率增长疲弱的背景下，单位劳动力成本的上升）。然而迄今为止，工资-价格的螺旋式上升（即价格和工资在很长一段时期内同时加速上升）似乎并未在发达经济体中切实出现，并且长期通胀预期仍然保持锚定。为应对顽固的核心通胀，各主要央行已表示它们需要进一步收紧货币政策。美联储在6月议息会议上暂停了加息，但暗示将在未来进一步加息；澳大利亚储备银行、加拿大央行、英格兰银行和欧央行则继续加息。同时，在其他一些经济体（特别是东亚经济体），疫情期间的人员流动限制对服务需求的抑制作用比其他地方持续的时间更

图1. 服务业附加值：与疫情前趋势的差距  
(百分数)



来源：Haver Analytics；以及IMF工作人员的计算。

注释：曲线表示均值，区间表示围绕均值一个标准差的范围。18个发达经济体的样本包括AUS、CAN、CHE、CZE、DEU、DNK、ESP、FRA、GBR、ISR、ITA、KOR、NOR、NZL、SGP、SWE、TWN和USA。16个新兴市场和发展中经济体的样本包括ARG、BRA、CHL、CHN、COL、HUN、IDN、IND、MEX、MYS、PER、PHL、RUS、THA、TUR和ZAF。按照国际标准化组织（ISO）的国家代码列示各经济体。AEs = 发达经济体；EMDEs = 新兴市场和发展中经济体。



长，这些经济体的核心通胀仍然较低。中国的通胀远低于目标水平，中国央行近期下调了政策利率。日本央行运用量化质化货币宽松和收益率曲线控制政策，将利率维持在接近于零的水平。

**银行业的严重压力已经消退，但信贷供应紧张。** 由于当局的迅速反应，2023年3月的银行业恐慌持续得到了控制，使其范围仅限于美国有问题的地区性银行和瑞士的瑞信银行。因此，自2023年4月《世界经济展望》发布以来，全球金融环境有所放松（专栏一），这表明金融市场对银行业带来金融稳定风险的担忧有所减弱。但紧缩的货币政策继续使部分银行面临压力，无论是通过直接影响（通过更高的融资成本）还是间接影响（通过增加信贷风险）。美国和欧洲的银行贷款调查显示，银行在2023年第一季度大幅限制了信贷供应，预计未来几个月它们还将维持这一做法。企业贷款近期持续下降，商业房地产贷款也是如此。

**中国经济重新开放后曾迎来快速增长，但随后经济复苏的动力有所减弱。** 今年年初，中国当局取消了严格的疫情防控政策，中国的制造业活动和服务业消费均出现了反弹；净出口对2、3月的环比增长做出了巨大贡献，原因在于供应链运行回归正常，企业开始迅速生产积压的订单。尽管如此，房地产行业的持续疲弱正在拖累投资，国外需求仍然不足，高位攀升的年轻人失业率（2023年5月为20.8%）表明劳动力市场疲软。截至6月的高频数据显示，到2023年第二季度，经济增长的动力已经减弱。

### 经济增速放缓，增长的构成发生变化

按年均计算，**全球增速**预计将从2022年的3.5%下降至2023年和2024年的3.0%（表1）。与2023年4月《世界经济展望》中的预测相比，2023年的经济增速预测值上调了0.2个百分点，2024年则保持不变。2023年至2024年的经济增速预测值仍远低于3.8%的历史（2000年至2019年）年均水平。从整体GDP和人均GDP来看，这一预测值也广泛低于各收入群体的历史平均水平。2022年到2023年，发达经济体继续成为全球经济增速下行的主要原因，这源于其制造业的疲弱和各种特殊因素，这抵消了强劲服务业活动的拉动作用。在新兴市场和发展中经济体，2023年和2024年的经济增长前景大体稳定，尽管各地区之间存在显著的差异。与去年同期相比，全球经济增速在2022年第四季度触底回升。然而，一些主要经济体预计不会在2023年下半年之前实现触底反弹。

世界贸易增速预计将从2022年的5.2%下降至2023年的2.0%，然后在2024年上升至3.7%，这远低于2000年至2019年4.9%的平均水平。2023年的下降不仅反映了全球需求的变化路径，还反映了需求构成向国内服务的转变、美元升值的滞后效应（由于产品普遍以美元计价，美元升值使贸易放缓）以及贸易壁垒的增加。

这些预测基于若干假设，包括关于燃料和非燃料大宗商品价格和利率的假设。油价在2022年上涨了39%，预计2023年将下跌约21%，这反映了全球经济活动的放缓。全球利率假设已经上调，反映了今年4月以来主要央行实际收紧了政策并释放了政策收紧的信号。现在我们预计，美联储和英格兰银行的加息幅度将超过2023年4月《世界经济展望》中的假设（美联储将加息至约5.6%的峰值），随后在2024年降息。预计欧央行将在2023年加息至3.75%的峰值，并在2024年逐步放松。此外，随着短期通胀预期下降，即使在名义利率开始下降之后，实际利率也很可能保持高位。

## 世界经济展望更新，2023年7月

表1. 《世界经济展望》预测概览  
(百分数变化, 除另有注明)

	年同比								
	估计值		预测值		与2023年4月WEO预测值的差异 1/		第四季度同比 2/		
	2021	2022	2023	2024	2023	2024	2022	2023	2024
<b>世界产出</b>	<b>6.3</b>	<b>3.5</b>	<b>3.0</b>	<b>3.0</b>	<b>0.2</b>	<b>0.0</b>	<b>2.2</b>	<b>2.9</b>	<b>2.9</b>
<b>发达经济体</b>	<b>5.4</b>	<b>2.7</b>	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>	<b>0.2</b>	<b>0.0</b>	<b>1.2</b>	<b>1.4</b>	<b>1.4</b>
美国	5.9	2.1	1.8	1.0	0.2	-0.1	0.9	1.4	1.1
欧元区	5.3	3.5	0.9	1.5	0.1	0.1	1.8	1.2	1.5
德国	2.6	1.8	-0.3	1.3	-0.2	0.2	0.8	0.5	1.5
法国	6.4	2.5	0.8	1.3	0.1	0.0	0.6	0.9	1.6
意大利	7.0	3.7	1.1	0.9	0.4	0.1	1.5	0.9	1.1
西班牙	5.5	5.5	2.5	2.0	1.0	0.0	3.0	1.8	2.2
日本	2.2	1.0	1.4	1.0	0.1	0.0	0.4	1.5	1.0
英国	7.6	4.1	0.4	1.0	0.7	0.0	0.6	0.5	1.3
加拿大	5.0	3.4	1.7	1.4	0.2	-0.1	2.1	1.6	1.8
其他发达经济体 3/	5.5	2.7	2.0	2.3	0.2	0.1	1.0	1.8	2.1
<b>新兴市场和中等收入经济体</b>	<b>6.8</b>	<b>4.0</b>	<b>4.0</b>	<b>4.1</b>	<b>0.1</b>	<b>-0.1</b>	<b>3.1</b>	<b>4.1</b>	<b>4.1</b>
亚洲新兴市场和中等收入经济体	7.5	4.5	5.3	5.0	0.0	-0.1	4.2	5.3	4.9
中国	8.4	3.0	5.2	4.5	0.0	0.0	3.1	5.8	4.1
印度 4/	9.1	7.2	6.1	6.3	0.2	0.0	6.1	4.3	6.4
欧洲新兴市场和中等收入经济体	7.3	0.8	1.8	2.2	0.6	-0.3	-1.3	2.7	2.0
俄罗斯	5.6	-2.1	1.5	1.3	0.8	0.0	-3.1	1.9	0.8
拉丁美洲和加勒比地区	7.0	3.9	1.9	2.2	0.3	0.0	2.6	0.8	2.9
巴西	5.0	2.9	2.1	1.2	1.2	-0.3	2.5	1.3	2.2
墨西哥	4.7	3.0	2.6	1.5	0.8	-0.1	3.7	1.9	1.7
中东和北非	4.4	5.4	2.5	3.2	-0.4	-0.3	...	...	...
沙特阿拉伯	3.9	8.7	1.9	2.8	-1.2	-0.3	5.5	2.0	2.9
撒哈拉以南非洲	4.7	3.9	3.5	4.1	-0.1	-0.1	...	...	...
尼日利亚	3.6	3.3	3.2	3.0	0.0	0.0	3.2	2.6	3.6
南非	4.7	1.9	0.3	1.7	0.2	-0.1	1.3	0.9	2.0
<b>备忘项</b>									
按市场汇率计算的世界经济增长率	6.0	3.0	2.5	2.4	0.1	0.0	1.8	2.5	2.4
欧盟	5.5	3.7	1.0	1.7	0.3	0.1	1.8	1.5	1.7
东盟五国 5/	4.0	5.5	4.6	4.5	0.1	-0.1	4.7	4.6	4.8
中东和北非	4.0	5.4	2.6	3.1	-0.5	-0.3	...	...	...
新兴市场和中等收入经济体	7.1	3.9	3.9	3.9	0.0	-0.1	3.1	4.1	4.1
低收入发展中国家	4.1	5.0	4.5	5.2	-0.2	-0.2	...	...	...
<b>世界贸易量 (货物和服务) 6/</b>	<b>10.7</b>	<b>5.2</b>	<b>2.0</b>	<b>3.7</b>	<b>-0.4</b>	<b>0.2</b>	...	...	...
发达经济体	9.9	6.1	2.3	3.2	-0.1	0.3	...	...	...
新兴市场和中等收入经济体	12.2	3.7	1.5	4.5	-0.9	-0.2	...	...	...
<b>大宗商品价格</b>									
石油 7/	65.8	39.2	-20.7	-6.2	3.4	-0.4	8.8	-13.0	-4.9
非燃料商品 (根据世界大宗商品进口权重计算的平均)	26.7	7.9	-4.8	-1.4	-2.0	-0.4	-0.4	-0.0	0.8
<b>世界消费者价格 8/</b>	<b>4.7</b>	<b>8.7</b>	<b>6.8</b>	<b>5.2</b>	<b>-0.2</b>	<b>0.3</b>	<b>9.2</b>	<b>5.5</b>	<b>3.9</b>
发达经济体 9/	3.1	7.3	4.7	2.8	0.0	0.2	7.7	3.3	2.5
新兴市场和中等收入经济体 8/	5.9	9.8	8.3	6.8	-0.3	0.3	10.5	7.4	5.1

注释: 假设实际有效汇率保持在2023年5月2日至2023年5月30日的水平不变。经济体按照其经济规模进行排序。加总的季度数据经过季节调整。WEO = 《世界经济展望》。  
1/ 差异是基于当期和2023年4月WEO预测的四舍五入后的数字。以购买力平价加权计算, 在2023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, 季度估计值和预测值涵盖按购买力平价加权计算的世界年产出的90%左右。对于新兴市场和中等收入经济体, 季度估计值和预测值涵盖按购买力平价加权计算的新兴市场和中等收入经济体年产出的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, 数据和预测按照财年年度列示, 2022-2023财年(开始于2022年4月)数据列示于2022年栏下。印度2023年的经济增速预测为6.6%, 2024年为5.8%, 按日历年度计算。  
5/ 印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国。  
6/ 出口和进口量(货物和服务)增长率的简单平均。  
7/ 英国布伦特、迪拜法塔赫和西德克萨斯中质原油价格的简单平均。根据期货市场情况(截至2023年6月1日), 假设2023年和2024年以美元计算的石油平均价格分别为每桶76.43美元和71.68美元。  
8/ 不包括委内瑞拉。  
9/ 2023年和2024年, 欧元区的通胀率分别为5.2%和2.8%, 日本分别为3.4%和2.7%, 美国分别为4.4%和2.8%。

对于**发达经济体**而言, 预计2023年的增速仍将显著放缓: 从2022年的2.7%降至2023年的1.5%, 较2023年4月《世界经济展望》中的预测值上调0.2个百分点。预计约93%的发达经济体在2023年的经济增速将放缓, 该组经济体在2024年的经济增速预计将保持在1.4%。

- **美国**的经济增速预计将从2022年的2.1%放缓至2023年的1.8%, 随后在2024年进一步放缓至1.0%。由于第一季度消费增长强劲, 2023年的增速预测值已被上调了0.2个百

分点，这反映了劳动力市场仍然紧张，其支撑了实际收入的增长和汽车购买量的反弹。然而，预计这种消费增长势头不会持续下去。消费者总体上已经耗尽了疫情期间积累的超额储蓄，且我们预计美联储将进一步加息。

- **欧元区**的经济增速预计将从2022年的3.5%下降至2023年的0.9%，随后在2024年回升至1.5%。这一预测与先前基本维持不变，但2023年的经济增长构成发生了变化。鉴于服务业和旅游业的强劲增长，**意大利**的经济增速被上调了0.4个百分点，**西班牙**则被上调了1.0个百分点。然而，对于**德国**来说，2023年第一季度制造业产出疲软和经济收缩使经济增速被下调0.2个百分点，至-0.3%。
- **英国**的经济增速预计将从2022年的4.1%下降至2023年的0.4%，并于2024年回升至1.0%。这是对2023年增速预测值（0.7个百分点）的上调，反映了强于预期的消费和投资，而这源于以下信心因素，包括能源价格的下跌，英国脱欧后不确定性的降低（在“温莎框架”协议之后），以及今年3月全球银行业压力消散后金融部门展现出的韧性。
- **日本**的经济增速预计将从2022年的1.0%上升至2023年的1.4%，反映出在被压抑的需求和宽松政策的推动下，日本的经济增速预测值被小幅上调；此后，随着先前刺激措施效果的减退，2024年经济增速将放缓至1.0%。

**新兴市场和发展中经济体**的经济增速预计将大体稳定在2023年的4.0%和2024年的4.1%，其中，2023年预测值上调了0.1个百分点，2024年预测值下调了0.1个百分点。然而，这一稳定的平均值掩盖了诸多差异：该组经济体中有约61%在2023年的经济增长将提速，其余经济体（包括低收入国家和下文所述的五个地区中的三个经济体）的增长则会放缓。

- **亚洲新兴和发展中经济体**的增速有望在2023年上升至5.3%，然后在2024年放缓至5.0%，反映出2024年增速的小幅下调（0.1个百分点）。对**中国**的预测保持不变，2023年为5.2%，2024年为4.5%，但增长的构成有所变化：消费增长大致符合2023年4月《世界经济展望》的预测，但由于中国房地产市场的持续低迷，投资表现不佳。净出口表现强于预期，抵消了投资的部分疲弱，但随着全球经济放缓，其贡献正在下降。预计**印度**2023年的经济增速为6.1%，与4月份的预测值相比上调0.2个百分点，反映了2022年第四季度由于国内投资走强而高于预期的增长势头。
- 预计2023年**欧洲新兴和发展中经济体**的增速将上升至1.8%，自4月以来上调0.6个百分点，2024年将进一步上升至2.2%。对**俄罗斯**2023年的预测上调0.8个百分点至1.5%，反映出硬数据（零售贸易、建筑和工业生产）表明今年上半年经济表现强劲。其中，大规模的财政刺激支撑了经济的强劲表现。
- 预计**拉丁美洲和加勒比地区**的增速将从2022年的3.9%下降到2023年的1.9%，但这反映了在4月预测值基础上的上调（上调0.3个百分点），到2024年将达到2.2%。2022年至2023年增速的下降反映了2022年疫情后重新开放下经济快速增长的消退，以及大宗商品价格的下跌；2023年的上调反映了**巴西**的增长强于预期（较4月《世界经济展



望》预测值上调了1.2个百分点，至2.1%），其中，2023年第一季度农业产出大幅上升，并对服务业活动产生了积极的溢出效应。这也反映了墨西哥的强劲增长，其增速上调了0.8个百分点至2.6%，原因是疫情后服务业滞后的复苏开始显现，以及美国坚韧需求的溢出效应。

- **中东和中亚地区**的增速预计将从2022年的5.4%下降至2023年的2.5%（下调0.4个百分点），主要是由于**沙特阿拉伯**的增长放缓幅度大于预期——其从2022年的8.7%下降至2023年的1.9%，下调了1.2个百分点。沙特阿拉伯2023年经济增速的下调反映了其4月和6月根据欧佩克+（石油输出国组织，加上俄罗斯和其他非欧佩克石油出口国）协议宣布的减产，而私人投资（包括来自“千兆项目”的投资）继续支持了其非石油GDP的强劲增长。
- 预计**撒哈拉以南非洲**2023年的增速将降至3.5%，2024年将回升至4.1%。预计**尼日利亚**2023年和2024年的增速将逐渐下降，这与4月的预测一致，反映出石油部门的安全问题。预计**南非**2023年的增速将降至0.3%，这一下降反映了电力短缺问题。但这一预测值较2023年4月《世界经济展望》上调了0.2个百分点，原因是第一季度服务业活动展现出了韧性。

### 核心通胀下行速度慢于整体通胀

全球通胀将从2022年的8.7%（年平均值）下降至2023年的6.8%和2024年的5.2%，这与4月预测值基本一致，但高于疫情前（2017至2019年）约3.5%的水平。2023年，预计全球约四分之三经济体的年平均总体通胀率将下降。货币政策的收紧预计将逐渐抑制通胀，但预测中推动2023年通胀下行的一个重要因素是国际大宗商品价格的下跌。各国通胀下行速度存在差异，反映了它们对大宗商品价格和汇率变动的敞口不同、存在不同程度的经济过热等因素。2023年的预测值下调了0.2个百分点，这主要源于中国通胀的走弱。2024年的预测值上调了0.3个百分点，原因是核心通胀高于预期。

总体来看，核心通胀的下降更加缓慢。全球核心通胀预计将从2022年的年均6.5%下降到2023年的6.0%和2024年的4.7%。事实上，核心通胀比预期的更加持久，而这以发达经济体为主——与2023年4月《世界经济展望》相比，其2023年和2024年的预测值分别上调了0.3和0.4个百分点。2023年全球核心通胀的预测值被下调了0.2个百分点，反映了低于预期的中国核心通胀；2024年的预测值则被上调了0.4个百分点。按年均值计算，约一半经济体的核心通胀不会在2023年下降；不过，若按四季度同比计算，在季度数据可得的经济体中，约有88%的经济体的通胀预计将下降。总体来看，在实施通胀目标制的经济体中，有96%的经济体的通胀将在2023年继续高于目标，有89%的经济体的通胀将在2024年高于目标。

### 经济前景面临的风险

全球经济增长面临的风险仍偏向下行，但自2023年4月《世界经济展望》发布以来，不利风险已有所消退。美国债务上限困局的解决，降低了主权债收益率出现破坏性上升的风险，而那将使在高昂借贷成本中挣扎的国家承受更多压力。当局为遏制美国和瑞士银行业

动荡而迅速采取的有力措施成功降低了直接引发更广泛危机的风险。

**上行风险。**与基线预测相比，全球增长出现更有利结果的可能性正在上升。核心通胀的下降速度可能快于预期——这可能源于能源价格下跌的传导效应高于预期，吸收更高成本的利润率收窄，以及其他可能的原因；同时，职位空缺数量的下降可能在缓解劳动力市场方面发挥重要作用，这将降低遏制通胀导致失业率上升的可能性。如果未来形势发展符合上述情况，则将降低收紧货币政策的必要性，经济也可更多实现软着陆。全球各国的国内需求可能会出现更多有利意外，这与2023年一季度类似。在许多经济体，消费者尚未耗尽他们在新冠疫情期间积累的过剩存量储蓄，而其可能对近期的强劲消费势头提供进一步的支持。如果中国的政策支持（特别是通过基于收入调查的家庭转移支付提供的支持）强于当前预期，则可进一步维持复苏，并产生积极的全球溢出效应。但这也会增加通胀压力，为此需要收紧货币政策立场。

**下行风险。**虽然近期经济增长意外向好，但风险很可能继续偏向下行：

- **通胀可能长期持续：**紧张的劳动力市场和先前汇率贬值的传导效应可能会推高通胀，并可能使多个经济体的长期通胀预期脱锚。一些国家的工资设定制度可能会放大通胀给工资造成的压力。此外，厄尔尼诺现象可能使全球升温变得更加极端，加剧干旱，并推高大宗商品价格。乌克兰战争可能加剧，这将进一步推高粮食、燃料和化肥的价格。近期“黑海谷物倡议”被暂停，便是这方面的一个问题。这种负面供给冲击可能对各国产生不对称的影响，这意味着核心通胀和通胀预期将存在不同的变化动态，政策响应将出现差异，且汇率会出现更多波动。
- **金融市场可能会重新定价：**4月以来，金融市场上调了对货币政策收紧的预期，但其仍然预计政策收紧的幅度将小于政策制定者发出的信号，这增加了不利通胀数据引发利率预期突然上升、资产价格下跌的风险，正如2023年第一季度所发生的。这可能进一步收紧金融环境，并给资产负债表仍极易受到利率风险影响的银行和非银行金融机构带来压力，尤其是那些拥有很大规模商业房地产风险敞口的此类机构。传染效应会出现：资金将逃向安全资产，且将引发储备货币升值——这些都将引发对全球贸易和增长的负面连锁反应。
- **中国经济复苏可能表现不佳：**近期形势发生了转变，中国经济增长预测的风险分布下移，这可能对中国在该地区乃至更多的贸易伙伴产生负面影响。主要的风险包括：房地产行业的收缩可能超出预期，而开发商未能迅速采取行动开展重组；信心低迷，消费弱于预期；以及为应对地方政府税收收入减少而意外收紧财政。
- **债务困境可能加剧：**2023年3月银行业压力事件以来，全球金融环境总体有所放宽（专栏一），但新兴市场和发展中经济体的借贷成本仍然居高不下，这降低了其用于优先支出的财政空间，增加了陷入债务困境的风险。截至6月，主权信用利差超过1000个基点的新兴市场和发展中经济体的比例仍为25%（两年前这一比例仅为6.8%）。
- **地缘经济割裂可能加深：**在乌克兰战争等地缘政治紧张局势中，世界经济分裂成若干集团的当前风险可能性上升，这将对贸易（特别是重要矿产等战略物资）、资本、技术和工人的跨境流动，以及国际支付造成更多限制。这种情况可能加剧大宗商品价格



的波动，妨碍各方在提供全球公共品方面开展多边合作。

## 政策重点

**克服通胀。**核心通胀持续高企的经济体的央行应继续明确展示其降低通胀的承诺。它们需要采取紧缩性的政策立场（实际利率需高于中性利率），直到有明显迹象表明基础通胀正在降温。多层次的不确定性使央行的任务变得更加复杂：中性利率的水平和政策传导的滞后程度难以准确估计，政策传导机制的有效性可能因经济部门不同而各异。鉴于这些不确定性，央行有必要以数据为依据来调整政策，避免在价格压力充分消退之前过早放松银根，同时需要在需要时继续使用工具来维持金融稳定。虽然恢复物价稳定的主要责任在于央行，但以确保公共债务可持续性为目的，通过立法削减政府支出或实施增税，可以通过减少总需求和加强降通胀战略的整体可信度，进一步缓解通胀。在经济过热且面临艰难通胀-失业权衡取舍的国家，情况尤其如此。

**保持金融稳定，为压力做好准备。**央行快速收紧货币政策，而这使金融部门持续承压。当局有必要加强监管（通过实施巴塞尔协议III和取消监管宽容措施），开展风险监测，更多地预见到未来的银行业压力事件。监管的力度必须与银行的风险和系统重要性相匹配，且必须弥合非银行金融部门的监管缺口。可以预先性地采取宏观审慎政策措施，应对银行和非银行金融机构新出现的风险。当市场压力出现时，应运用工具迅速、有力地提供流动性支持，同时降低道德风险，这样做可以抑制压力的蔓延。央行无法处理偿付能力问题，因此，在需要调动实际资源的情况下，政府必须重建财政空间。面临外部冲击风险的国家可以充分利用国际金融机构提供的全球金融安全网，包括IMF的预防性融资安排。

**重建财政缓冲，同时保护脆弱群体。**由于财政赤字和政府债务高于疫情前水平，在许多情况下，当局需要实施可靠的中期财政整顿，以恢复预算操作空间，并确保债务的可持续性。目前我们预计，发达经济体以及新兴市场和发展中经济体的2024年财政调整规模平均将达到GDP的0.5%（基于结构性财政余额的变化）。对于能够进入国际市场融资的经济体来说，财政整顿的速度应取决于私人需求的强弱。财政调整的构成应保护对最弱势群体的定向支持。当局应逐步取消非定向财政措施，包括那些削弱价格信号的措施（如能源补贴）——这在能源价格已基本恢复到疫情前水平的情况下尤其如此。在国家已经或很可能陷入债务困境的情况下，要实现债务可持续性，可能不仅需要适时开展财政整顿，还需要实施债务重组（2023年4月《世界经济展望》第三章）。

**缓解发展中国家和低收入国家的融资困境。**巨大的短期外部融资需求正使许多新兴市场经济体和低收入国家的偿债能力捉襟见肘。主权债利差仍处于历史高位，阻碍了许多依赖短期借款的经济体入市融资。各方需要更快、更有效地就债务处置开展协调，包括通过二十国集团（G20）共同框架和全球主权债务圆桌会开展协调，以释放积极信号、降低短期借贷成本，避免债务危机蔓延的风险。赞比亚近期与其官方债权人委员会达成了协议，这是朝上述方向迈出的值得欢迎的一步。

**巩固供给侧，增强对气候变化的韧性。**通过鼓励劳动参与、减少求职和职位匹配摩擦来放宽劳动力市场的改革，将有助于财政整顿，并使通胀更平稳地下降到目标水平。这包括：为面临短缺的职业提供短期培训计划；推出相关劳动法律法规，通过远程办公、休假政策等提高工作的灵活性；以及促进正常的移民流动。如果确已存在市场失灵，可以在财政空间允许的情况下，采取精心设计的产业政策，但应避免实施国内含量要求和贸易壁垒，因为它们会降低生产率，损害贸易关系，危及粮食安全，阻碍一国向更高收入水平靠拢。鉴于各国的脱碳目标，推动清洁能源投资对于确保充足的能源供应是必要的。多边合作对于加快绿色转型、减缓气候变化和监管人工智能等具有潜在颠覆性的新兴技术至关重要。

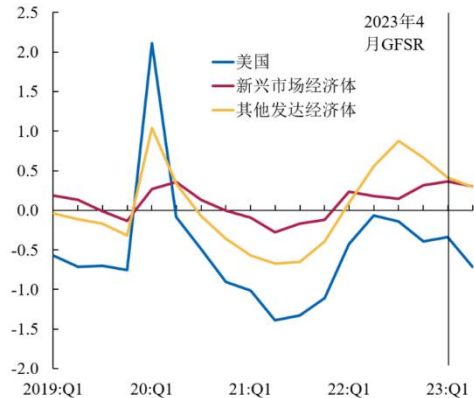
金融市场似乎情绪乐观，金融环境大多在持续放松。自2023年4月《全球金融稳定报告》发布以来，各国央行在政策沟通中表示可能需要进一步收紧货币政策。尽管仍然存在收益率曲线倒挂，且各方对经济衰退的担忧也很突出，但金融环境已基本得到了缓解（图1.1）。科技行业反弹和股价上涨抵消了紧缩货币政策带来的一些降通胀效果，从而支持缓解了金融环境。在这种情况下，如果通胀意外上行，可能导致金融资产突然大幅重新定价。由此产生的全球金融环境收紧可能与金融体系中已有的脆弱性相互作用，从而放大紧缩效应。

对银行业的直接担忧有所缓解，但发达经济体的银行贷款增长已经放缓，高利率可能导致信贷环境收紧。美国存款从地区性银行向大型银行和货币市场基金的转移已经消退，但货币环境收紧继续对银行和非银行金融中介机构带来了挑战。在欧元区，依赖定向长期再融资操作贷款的银行需要强制性地偿还这些贷款，这对依赖这种资金的银行构成了挑战；而在美国，在最近的债务上限事件之后，当前的量化紧缩和大量国债的发行可能导致资金从银行体系进一步流出。与此同时，随着利率上行、信贷成本上升，企业借款人的信贷质量正在下降，这进一步抑制了银行贷款，延缓了企业债券的发行。此外，许多辖区商业房地产（尤其是办公空间）和住宅物业价格的下跌可能增加负债家庭和企业的压力，并削弱对脆弱行业拥有风险敞口的非银行金融机构。

在这种不确定的环境中，主要新兴市场总体保持了韧性，并在很大程度上避免了2023年3月的银行业动荡。然而，在新兴市场和前沿市场中，许多评级较低的主权债发行人仍在努力维持其入市融资的能力。在第二季度，投资级主权债利差保持在历史平均水平左右，而发行投资级以下主权债的利差则仍远高于历史水平（880个基点）。值得注意的是，有18个国家的利差处于承压水平（超过1000个基点）。这种高利差使2023年初至今前沿市场发行新的硬通货债券十分艰难（图1.2）。

本专栏由货币与资本市场部全球市场分析处撰写。其介绍了自2023年10月《全球金融稳定报告》（数据截至2023年3月30日）发布至今的市场状况。

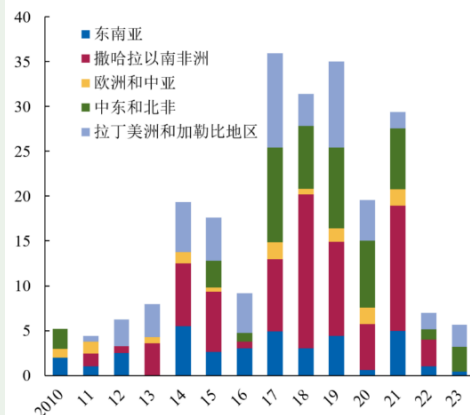
图1.1. 金融环境指数  
(距离均值的标准差)



来源：Bloomberg Finance L.P.; Haver Analytics; 各国数据来源；以及IMF工作人员的计算。  
注释：金融环境指数（FEI）在最新获得的变量基础上计算得出。新兴市场经济体样本不包括俄罗斯、土耳其和乌克兰。该指数旨在反映风险定价。它包含各种定价指标，包括实际房价，但不包括资产负债表或信贷增长指标。详情请参见2018年10月《全球金融稳定报告》（GFSR）的在线附录1.1。

在欧元区，依赖定向长期再融资操作贷款的银行需要强制性地偿还这些贷款，这对依赖这种资金的银行构成了挑战；而在美国，在最近的债务上限事件之后，当前的量化紧缩和大量国债的发行可能导致资金从银行体系进一步流出。与此同时，随着利率上行、信贷成本上升，企业借款人的信贷质量正在下降，这进一步抑制了银行贷款，延缓了企业债券的发行。此外，许多辖区商业房地产（尤其是办公空间）和住宅物业价格的下跌可能增加负债家庭和企业的压力，并削弱对脆弱行业拥有风险敞口的非银行金融机构。

图1.2. 各地区前沿市场主权债券发行量  
(十亿美元)



来源：Bond Radar; 以及IMF工作人员的计算。  
注释：这一数据基于摩根大通“下一代市场指数”（Next Generation Markets Index）中被定义为主权债券的44个前沿经济体的债券，再加上发行欧元债券的所有低收入国家的债券。2023年的数值为年初至今前值。