

国际货币基金组织

# 世界经济展望 更新

感染病例增加, 复苏进程受阻  
通货膨胀上升

2022年1月



## 感染病例增加，复苏进程受阻，通货膨胀上升

- 2022年初，全球经济状况弱于预期。随着新的奥密克戎变异毒株持续扩散，各国重新采取措施限制人员流动。在能源价格上涨和供给扰动的影响下，通胀有所上升，其上升幅度和波及范围均超出预期，在美国以及许多新兴市场和发展中经济体尤其如此。中国的房地产部门目前正在收缩，私人消费的恢复慢于预期，这些因素也影响了经济增长的前景。
- 全球经济增速预计将从2021年的5.9%下降至2022年的4.4%。相比2021年10月的《世界经济展望》，我们将2022年的增速预测值下调了0.5个百分点，主要是因为最大两个经济体的增速预测有所下调。美国的增速预测下调了1.2个百分点，原因包括：我们对基线预测的假设进行了修订，从中剔除了“重建美好未来”法案的一揽子财政政策；当局更早退出宽松货币政策；以及供给短缺问题持续存在。在中国，由于“零容忍”抗疫政策给经济活动带来干扰，加之房地产开发商持续面临财务压力，我们将中国的增速预测下调了0.8个百分点。预计2023年全球增速将放缓至3.8%。尽管这比上一期预测高出0.2个百分点，但其主要原因是当前抑制增长的各种因素在2022年下半年消退之后，增速会自然回升。这一预测的前提条件是大多数国家的健康形势到2022年底显著好转，其假设各国疫苗接种率普遍提高，治疗方法也变得更为有效。
- 当前的供应链干扰和能源价格走高将延续至2022年，在这种环境下，高通胀预计将比2021年10月《世界经济展望》的预期持续更长时间。假设通胀预期继续得到较好锚定，随着2022年供需失衡得到缓解以及主要经济体货币政策作出响应，通胀应逐渐回落。
- 全球基线预测的风险偏向下行。新变异毒株的出现可能使疫情更加持久，再次给经济带来扰动。此外，供应链扰动、能源价格波动和局部工资压力意味着通胀走势和政策路径存在较大的不确定性。发达经济体加息可能引发金融稳定风险，且可能使新兴市场和发展中经济体的资本流动、货币和财政状况面临风险——在过去两年债务水平大幅上升的情况下尤其如此。地缘政治紧张依然存在，这使其他全球性风险可能显现出来。此外，当前的气候危机意味着发生重大自然灾害的可能性依然很高。
- 新冠疫情持续肆虐，实施有效的全球卫生战略比以往任何时候都更加重要。为了防止更多危险变异毒株的出现，必须在全球范围内确保人们能够获得新冠疫苗、检测

工具和治疗手段。为此，需要扩大有关物资的生产，改善各国内部的交付系统，提高国际分配的公平性。货币政策方面，许多国家需要继续收紧银根，以控制通胀压力；财政政策方面，与疫情初期相比，目前各国的财政政策空间更为有限，因此需要重点安排医疗和社会支出，同时着重支持受影响最大的群体。在这样的背景下，各方必须开展国际合作，使有关国家能够持续获得流动性，并在必要时加快实施有序的债务重组。加大气候政策方面的投入，对降低发生灾难性气候变化的风险依然至关重要。

## 影响经济前景的因素

自2021年10月《世界经济展望》发布以来，形势出现了不利的变化，2022年初的全球经济状况弱于预期。2021年底，奥密克戎变异毒株出现，各国加强措施限制人员流动，金融市场也出现了动荡。供给扰动继续对经济活动造成影响。与此同时，通胀有所上升，其上升幅度和影响范围均超出预期，这在美国尤其如此。除了这些压力外，中国房地产部门的收缩似乎比预期更为持久，其私人消费的复苏也比预期更弱。

**疫情持续不退：**自去年10月初以来，全球新冠死亡人数平均每天约为7千人，比8月末的约1万人有所下降。疫苗接种虽然仍不均衡，但发挥了重要作用，全球超过55%的人口已经至少接种了一针。然而，11月末出现的奥密克戎变异毒株可能导致这一初步进展发生倒退。从截至今年1月中旬的情况看，奥密克戎毒株似乎比德尔塔毒株的传染性更强，但症状可能相对较轻，其对住院率和死亡率的总体影响尚不明确。我们的基线预测前提是大多数国家的负面健康指标（重症、住院和死亡人数）到2022年底下降至较低水平，而这又假设大多数国家的疫苗接种率到2022年底达到[IMF结束疫情提议](#)<sup>1</sup>中的接种率目标，治疗方法得到普及，且疫苗与疗法相结合能够有效防范奥密克戎和其他变异毒株。预计部分新兴市场和发展中经济体无法在2022年实现疫苗接种目标，到2023年才能实现足够的疫苗覆盖率。

**2021年下半年的意外不利因素：**供给扰动持续到第四季度，抑制了全球制造业活动，这在欧洲和美国尤其如此。新冠疫情的反复（特别是在欧洲）也阻碍了更广泛的经济复苏。在中国，疫情散发给经济活动带来了干扰，限电措施使工业生产中断，房地产投资呈下滑态势，公共投资的撤回速度快于预期，这些因素使中国下半年的经济增长放缓。尽管11月全球形势出现好转迹象（国际贸易回升，服务业和工业生产数据好于预期），但这仅部分抵消了先前的下滑。

**价格压力不断扩大：**新变异毒株的出现并不是近几个月内实现的唯一风险。通胀在2021年下半年持续上升，这是若干因素导致的，而这些因素的重要性在不同地区有所不同（图1）。过去一年，尤其是在欧洲，化石燃料价格几乎翻了一番，推升了能源

---

<sup>1</sup> Agarwal, R.和 Gopinath, G.（2021年）。“[结束新冠疫情的提议](#)”。IMF工作人员讨论说明，2021年（004）。

成本和通胀水平。在撒哈拉以南非洲等地区，食品价格上涨导致通胀上升。与此同时，当前的供应链扰动、海运港口堵塞、陆侧制约因素以及对商品的旺盛需求，也导致价格压力扩大，这在美国尤其明显。在拉美和加勒比等地区，进口商品价格上涨导致通胀上升。

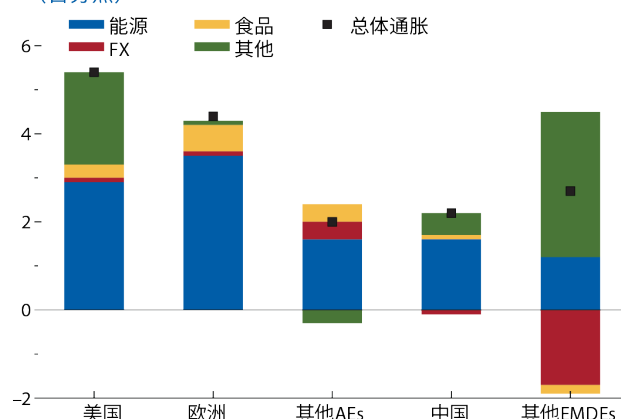
**全球的货币环境已经收紧**（见专栏）。在美国，随着价格和工资压力扩大，美联储决定加快缩减资产购买，并表示将在2022年进一步加息，超过先前预期。欧央行已宣布将于2022年3月停止在“紧急抗疫购债计划”下净购入资产；同时，其将暂时小幅提高较长期的“资产购买计划”下的净购买额。欧央行还承诺将主要利率维持在现有水平，直到在实现通胀中期目标方面取得足够的进展。

## 全球经济增速将放缓，通胀将持续更长时间

预计2021年**全球经济增速**为5.9%，2022年下降至4.4%，较2021年10月《世界经济展望》预测值低0.5个百分点（表1）。这一基线预测考虑了人员流动的限制、边境口岸的关闭以及奥密克戎变异毒株传播带来的健康影响。这些因素对各国的影响不同，具体取决于若干因素，包括人口的易感程度、人员流动限制措施的严格程度、疫情对劳动力供给的预期影响，以及接触密集型行业在经济中的重要性等。上述不利影响预计将在2022年第一季度抑制经济增长。假设全球奥密克戎感染病例激增的情况将逐步缓解且不会出现新的变异毒株（各国因而不会采取更多措施限制人员流动），那么从第二季度开始，上述不利影响预计将逐步消退。以上预测以截至2022年1月18日的信息为依据。

从发达经济体2022年增速预测的调整看，美国的预测值下调了1.2个百分点，原因包括：我们对基线预测的假设进行了修订，从中剔除了“重建美好未来”法案的一揽子财政政策措施；当局更早退出宽松货币政策；以及经济持续面临供应链扰动。加拿大2021年末的经济数据疲软，加之预期2022年外部需求下降（这与美国经济增速预测的下调有关），导致该国预测值下调0.8个百分点。欧元区因面临长期供给约束且受到疫情扰动，导致经济增速预测小幅下调0.4个百分点。其中，德国经济增速下调0.8个百分点，主要是受到了供应链冲击的影响。在欧元区，2021年末实施的人员流动限制措施预计将拖累2022年初的经济增长。英国因受奥密克戎变异毒株干扰和供给约束（特别是在劳动力和能源市场）影响，其经济增速下调0.3个百分点至4.7%。

图1. 通胀的变化，2020年12月至最新可得数据（百分点）



来源:Harver Analytics和IMF工作人员的计算。

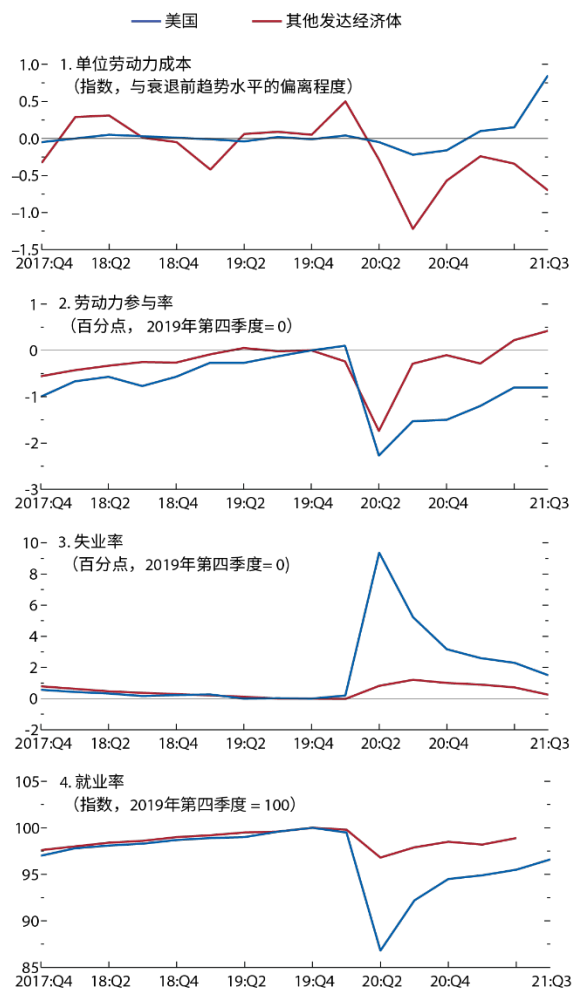
注释：“通胀的变化”是指消费者价格指数在2020年12月至最新可得数据之间的同比增速差异。堆叠条形显示每个组成部分对这一变化的贡献。FX是指短期贬值引起的通胀，使用CarrièreSwallow等人(2021年)的估计值。样本包括具备所有组成部分数据的国家，有26个欧洲国家、2个其他发达经济体和15个新兴市场和发展中经济体。使用购买力平价权重进行加总。AEs=发达经济体；EMDEs=新兴市场和发展中经济体；FX=进口加权名义有效汇率贬值。



2022年的全球增速预测值的下调，也反映了几个大型新兴市场预测值的调整。在中国，房地产部门扰动已成为更大范围经济减速的前奏。严格的“零病例”抗疫策略要求频繁实施人员流动限制措施，加之建筑业就业前景不断恶化，很可能使私人消费弱于预期。同时，考虑到房地产投资下滑，中国2022年的增速预测值被下调至4.8%，较2021年10月的预测值低0.8个百分点，这给其贸易伙伴的经济前景带来了负面影响。巴西的增长前景也已减弱，为应对通胀，当局实施了强有力的货币政策，这将抑制国内需求。墨西哥的情况与之类似，但程度相对较轻。此外，由于美国信用评级被下调，墨西哥2022年的外部需求前景可能不及预期。俄罗斯的增速预测值被小幅下调，原因是农业歉收且第三波疫情较预期更为严重。南非的增速预测值被下调，原因是2021年下半年经济表现弱于预期，且在企业信心持续低迷下投资前景走弱。

2023年全球增速预测值的上调主要是前期不利因素消散的自然结果。拖累2022年生长的各种冲击终将消散，这使得2023年的全球产出增长将小幅提速。印度2023年的增速预测值被上调（该国是非疫情因素导致增速预测值大幅上调的国家之一），其金融部门表现好于预期，预计在此基础上，信贷增长将好转，投资和消费也将改善。日本2023年的增速预测值也被上调了0.4个百分点，这反映出外部需求的预期改善和财政支持的持续存在。然而，2023年全球增速预测的上调不足以弥补2022年预测的下调，2022年和2023年的累计全球增速预计比先前预测低0.3个百分点。

图 2. 劳动力和工资



来源:Harver Analytics、经合组织和IMF工作人员的计算。  
 注释:所有小图均代表相对于2019年第四季度的变化。小图1显示劳动力成本指数与疫情前趋势水平的差异,使用2017年第四季度至2019年第四季度的季度观察值进行线性回归而估计得出。小图2使用15-64岁人口的劳动力参与率(在具备数据情况下)。使用购买力平价权重进行加总。其他发达经济体包括30个国家。

**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						第四季度同比 2/		
	2020	2021	预测		与2021年10月《世界经济展望》预测的差异 1/		预测		
			2022	2023	2022	2023	2021	2022	2023
<b>世界产出</b>	-3.1	5.9	4.4	3.8	-0.5	0.2	4.2	3.9	3.4
<b>发达经济体</b>	-4.5	5.0	3.9	2.6	-0.6	0.4	4.4	3.5	1.8
美国	-3.4	5.6	4.0	2.6	-1.2	0.4	5.3	3.5	2.0
欧元区	-6.4	5.2	3.9	2.5	-0.4	0.5	4.8	3.2	1.8
德国	-4.6	2.7	3.8	2.5	-0.8	0.9	1.9	4.2	1.6
法国	-8.0	6.7	3.5	1.8	-0.4	0.0	5.0	1.9	1.7
意大利	-8.9	6.2	3.8	2.2	-0.4	0.6	6.2	2.5	1.7
西班牙	-10.8	4.9	5.8	3.8	-0.6	1.2	4.9	5.0	2.5
日本	-4.5	1.6	3.3	1.8	0.1	0.4	0.4	3.6	1.1
英国	-9.4	7.2	4.7	2.3	-0.3	0.4	6.3	3.8	0.5
加拿大	-5.2	4.7	4.1	2.8	-0.8	0.2	3.5	3.9	1.9
其他发达经济体 3/	-1.9	4.7	3.6	2.9	-0.1	0.0	3.8	3.4	2.5
<b>新兴市场和发展中经济体</b>	-2.0	6.5	4.8	4.7	-0.3	0.1	4.0	4.3	4.8
亚洲新兴和发展中经济体	-0.9	7.2	5.9	5.8	-0.4	0.1	3.7	5.4	5.7
中国	2.3	8.1	4.8	5.2	-0.8	-0.1	3.5	5.1	5.0
印度 4/	-7.3	9.0	9.0	7.1	0.5	0.5	4.3	5.8	7.5
东盟五国 5/	-3.4	3.1	5.6	6.0	-0.2	0.0	3.5	5.6	5.9
欧洲新兴和发展中经济体	-1.8	6.5	3.5	2.9	-0.1	0.0	5.8	2.2	3.0
俄罗斯	-2.7	4.5	2.8	2.1	-0.1	0.1	4.2	2.1	1.8
拉丁美洲和加勒比地区	-6.9	6.8	2.4	2.6	-0.6	0.1	3.7	1.8	2.6
巴西	-3.9	4.7	0.3	1.6	-1.2	-0.4	0.6	1.5	1.4
墨西哥	-8.2	5.3	2.8	2.7	-1.2	0.5	2.9	3.4	1.9
中东和北非	-2.8	4.2	4.3	3.6	0.2	-0.2	...	...	...
沙特阿拉伯	-4.1	2.9	4.8	2.8	0.0	0.0	5.2	5.3	2.8
撒哈拉以南非洲	-1.7	4.0	3.7	4.0	-0.1	-0.1	...	...	...
尼日利亚	-1.8	3.0	2.7	2.7	0.0	0.1	2.4	2.1	2.3
南非	-6.4	4.6	1.9	1.4	-0.3	0.0	1.3	2.6	0.9
备忘项									
按市场汇率计算的全球增长率	-3.5	5.6	4.2	3.4	-0.5	0.3	4.2	3.9	2.8
欧盟	-5.9	5.2	4.0	2.8	-0.4	0.5	4.9	3.5	1.9
中东和北非	-3.2	4.1	4.4	3.4	0.3	-0.1	...	...	...
新兴市场 and 中等收入经济体	-2.2	6.8	4.8	4.6	-0.3	0.0	4.0	4.3	4.8
低收入发展中国家	0.1	3.1	5.3	5.5	0.0	0.0	...	...	...
<b>世界贸易量 (货物和服务) 6/</b>	-8.2	9.3	6.0	4.9	-0.7	0.4	...	...	...
发达经济体	-9.0	8.3	6.2	4.6	-0.7	0.6	...	...	...
新兴市场和发展中经济体	-6.7	11.1	5.7	5.4	-0.7	0.0	...	...	...
<b>大宗商品价格 (美元)</b>									
石油 7/	-32.7	67.3	11.9	-7.8	13.7	-2.8	79.2	-4.7	-6.8
非燃料商品 (根据世界大宗商品出口权重计算的平均)	6.7	26.7	3.1	-1.9	4.0	-0.4	17.2	1.5	-1.6
<b>消费者价格</b>									
发达经济体 8/	0.7	3.1	3.9	2.1	1.6	0.2	4.8	2.8	2.0
新兴市场和发展中经济体 9/	5.1	5.7	5.9	4.7	1.0	0.4	5.9	5.1	4.3

注释: 假设实际有效汇率保持在2021年12月10日至2022年1月7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。

1/差异基于当期和2021年10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2021年10月《世界经济展望》预测基础上更新增速预测的国家占到世界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的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, 数据和预测是按财年列示, 2011/2022财年从2021年4月开始。对于2022年1月《世界经济展望》更新, 印度经济增速预测值2022年为8.7%, 2023年为6.6%, 基于日历年度。奥密戎变异毒株的影响反映在表中的2021年一栏。

5/印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、泰国、越南。

6/出口和进口量增速的简单平均(货物和服务)。

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1月10日), 假设2022年和2023年石油价格分别为77.31美元/桶和71.29美元/桶。

8/欧元区2022年的通胀率为3.0%, 2023年为1.7%; 日本2022年和2023年的通胀率均为0.7%; 美国2022年的通胀率为5.9%, 2023年为2.7%。

9/不包括委内瑞拉。

近期, 通胀预计将维持高位, 2022年发达经济体的平均通胀率预计为3.9%, 新兴市场和发展中经济体为5.9%。2023年通胀将有所回落。假设中期通胀预期仍得到较好锚定且疫情将逐步缓解, 那么, 随着供应链问题减轻、货币政策收紧以及需求从商品密集型消费转向服务消费, 通胀水平应会下降。燃料价格大幅上涨的趋势预计将在2022至2023年缓解, 这有助于抑制总体通胀。期货市场显示, 2022年石油价格将上涨约12%, 天然气价格将上涨约58% (均远低于2021年的涨幅); 2023年, 随着供需失衡进一步改善, 价格将回落。同样, 食品价格预计将在2022年上涨, 但涨幅较小 (约为4.5%), 此后将在2023年回落。在许多国家, 尽管就业率和劳动参与率已基本恢复至疫情前水平, 但名义工资增速依然不高 (图2)。不过, 美国的情况有所不同: 其失

业率大幅下降，名义工资强劲增长。这表明，美国的劳动力市场在收紧，而其他国家的劳动力市场尚未出现同样程度的紧张状态。如果美国劳动力参与率持续低于疫情前水平，且失去信心的劳动者继续处于失业状态，那么，劳动力市场的收紧可能引起价格上涨。鉴于此，美联储在2021年12月表示将加快缩减资产购买的步伐，且很可能在2022年底前将联邦基金利率提高到0.75%至1.00%，比之前指引中的加息幅度高出约50个基点。

美国收紧货币政策预计将导致全球融资环境收紧，从而对新兴市场和发展中经济体的货币造成压力。利率上升还会导致全球借款成本增加，给各国的公共财政带来压力。对于外币债务水平较高的国家，融资环境收紧、汇率贬值、输入型通胀上升等因素将使其货币政策和财政政策面临艰难的权衡取舍。尽管许多新兴市场和发展中经济体预计将在2022年实施财政整顿，但疫情后的沉重债务负担将使其在今后若干年内面临挑战。

**全球贸易**预计将在2022年和2023年放缓，这与经济的整体扩张步伐是一致的。假设疫情将在2022年缓解，那么供应链问题预计将在当年晚些时候消退。全球商品需求将相应减弱，这也有助于改善失衡。跨境服务贸易（特别是旅游）预计仍将疲软。

## 经济前景面临的风险

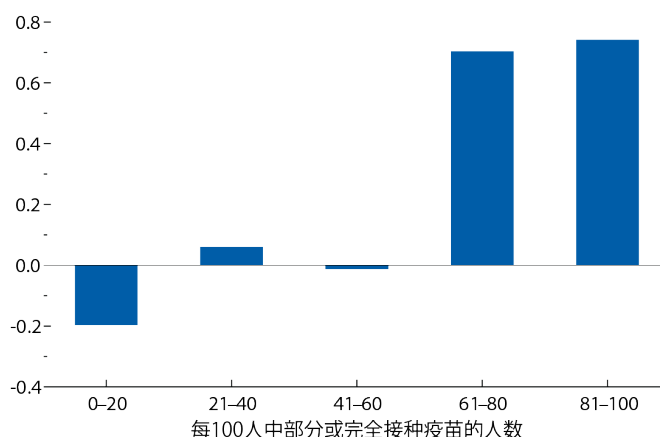
风险依然偏向下行，全球经济前景在很大程度上取决于五个关键问题。

**疫情可能如何发展？** 尽管大多数发达经济体都迅速有效地推广了疫苗接种计划，但许多新兴市场和发展中经济体的疫苗接种过于缓慢。在疫苗接种不足的国家，接种进展缓慢是影响其经济复苏的一个原因（图3）。

当前最紧迫的健康风险来自奥密克戎变异毒株。其症状相对较轻但传染性强，因而仍会加剧劳动力短缺，并给医疗体系带来额外压力，迫使各国采取更为严格、持续时间更长的人员流动限制措施，这将延续至第一季度之后（如基线预测所假设）。如果这些风险成为现实，全球增速可能下降至基线预测以下。

此外，我们的全球增长预测假设大多数国家的负面健康指标（重症、住院和死亡人数）到2022年底下降至较低水平。但鉴于许多国家目前的疫苗接种率较低，新的变异毒株可能还会出现。新冠病毒传播的时间越长、范围越广，就越有可能出现使疫苗

图 3. 2021年产出预测值的平均调整幅度（百分点，与2020年10月相比）



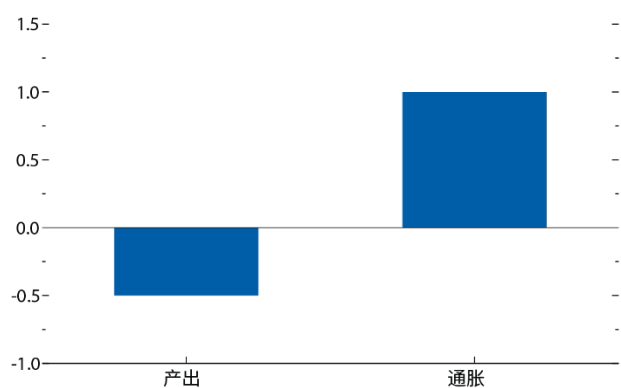
来源：“用数据看世界”（Our World in Data）以及IMF工作人员的计算。  
注释：“2021年产出预测的调整”是指2020年10月《世界经济展望》估计的2021年实际GDP增长率与IMF工作人员最新估计之间的差异，简单平均值。

失效的新变异毒株，导致疫情反复。如果需要频繁实施人员流动限制措施以控制疫情传播，则还会引发社会不满。

**美国收紧货币政策将如何影响全球融资环境？**美国的通胀正在上升，加之经济中积累了大量有待释放的需求（这在一定程度上是其疫情复苏计划造成的），这使美国将不得不收紧货币政策。但货币政策收紧的幅度和速度尚不明确。《世界经济展望》预测的前提假设是，美联储于2022年3月停止资产购买，2022年和2023年三次加息——这与通胀回归至2%的中期目标所需的加息幅度是一致的。但也存在一些上行风险。通胀可能高于预期（例如，如果供给扰动持续更长时间，或若工资压力向通胀传导，便会出现这种情况）。在形势发生变化时，可能需要调整政策立场。就这些政策调整进行沟通将是一件微妙而棘手的任务，有可能引发市场强烈反应，这反过来会导致融资环境进一步收紧。美联储政策变化（无论是实际的变化，还是市场感知到的变化）所引起的市场反应，将决定美国政策收紧对其他国家（特别是新兴市场和前沿经济体）产生何种溢出效应。如果当局沟通不当或是市场理解错误，可能导致资金涌向安全资产，使高风险借款人的利差扩大。新兴市场的货币、企业和财务状况可能因此过度承压。

**供应链扰动何时缓解？**疫情期间，各国（特别是发达经济体）的消费结构向商品倾斜，这使全球供应链网络不堪重负。疫情造成交通运输困难和员工不足，同时，准时制物流配送和精益库存管理也存在内在脆弱性，这些都加剧了供应链问题。全球贸易由此受到干扰，导致进口消费品短缺和价格上涨。这种扰动在美国尤其严重，与此一致的是，美国的消费构成也在很大程度上从服务转向了商品。IMF工作人员的分析显示，供给扰动导致2021年全球GDP增速降低了0.5至1.0个百分点，同时，这也使核心通胀上升了1.0个百分点（见图4）。

图4. 2021年冲击对世界产出和核心通胀的影响（百分点）



来源:Harver Analytics和IMF工作人员的计算。  
注释:本图显示IMF工作人员全球宏观模型“全球模型灵活系统”确定的全球供给冲击的影响。

虽然国际海运的闲置运力有限，但瓶颈往往是在陆侧，这是因为卡车运力和其他服务不足，码头卸货速度跟不上新货到港速度。这些供应链扰动最终将会缓解，这在很大程度上源于需求构成很可能转回服务消费（家庭能购买的耐用品数量有限）。我们的基线预测假设，供需失衡将在2022年缓解。但这种失衡持续的时间越长，就越有可能形成未来价格上涨的预期，且对全球经济造成更大风险。全球供应链运转失灵也导致各国抗疫能力下降，这是因为港口堵塞会阻碍商品流动，使各国难以根据公共卫生形势的变化做出调整。奥密克戎变异毒株扩散可能进一步降低港口效率，加剧运输问题，阻碍消费者需求从商品转向服务，从而导致供需失衡进一步恶化。



**劳动力市场紧张会不会推升工资并使通胀持续处于更高水平？** 根据基线预测，通胀预计将在未来一年内趋于缓和，通胀预期将继续得到较好锚定。但存在这样一种风险，即由于生活成本居高不下、劳动力市场吃紧，劳动者将被迫要求更高工资（企业也会被迫同意）。由此导致的劳动力成本上升会进一步推升价格，形成持续的通胀周期，为此，必须采取强有力的政策才能应对。美国劳动力市场供大于求的情况似乎已经消退，劳动力成本已经上升，因此，美国的上述这些风险尤为突出。此外，美国通胀似乎更为广泛（包括住房相关通胀），并且，美国的供给扰动可能比欧洲和亚洲持续更长时间（详见下文的讨论）。此外，疫情期间离开面对面服务行业（如娱乐和酒店服务）的劳动者可能不愿返回原来的岗位，这些行业可能出现劳动力短缺现象。因此，随着经济活动在疫情后逐步恢复、需求转向服务消费，上述行业的工资将成为中期通胀的一个重要风向标。

**中国房地产业的增长是否会进一步放缓？** 如果中国出现更大范围的增长放缓，则将影响全球经济前景，其主要渠道是对大宗商品出口国和新兴市场产生溢出效应。我们的基线预测假设，中国将继续实施严格政策，抑制高杠杆房地产开发商的风险，这将使2022年的房地产投资显著放缓。如果房地产业增速进一步放缓，且资产负债表压力扩散至房地产开发商之外，那么，对其拥有敞口的银行和其他金融中介机构可能被迫缩减向更广泛经济提供的信贷。这会抑制投资和消费，拖累总体经济增长，并对大宗商品出口国和其他新兴市场产生不利影响。

除此之外，**当前的气候危机**继续给全球经济带来严重风险。重大自然灾害的概率增加，这对所有经济体都构成了威胁——2021年，各大洲都发生了洪水、干旱、森林大火等极端天气事件。这些灾害事件的反复发生将带来双重冲击：一是对脆弱的低收入国家（往往是疫苗接种不足的国家）造成尤其巨大的损失；二是给全球供应链带来更多压力。尽管格拉斯哥气候大会（COP26）宣布了富有雄心的目标，但当前的减排承诺还远不足将全球升温控制在比工业化之前高2摄氏度的水平。

**其他因素：**地缘政治紧张（包括东欧和东亚）影响了能源供给、国际贸易和政策合作。社会动荡在疫情之初有所缓解，但目前在一些国家再度抬头，这在一定程度上与高企的食品和能源价格有关。此外，有关国家在2018年至2019年提高的关税有很多依然存在，跨境技术摩擦仍然十分突出。所有这些因素都可能成为全球经济复苏之路的绊脚石。

## 政策制定者应如何应对？

国际社会有能力走出疫情并实现全面经济复苏。然而，各国目前的财政空间比疫情初期更为有限，且通胀水平在上升，这带来了严峻的政策挑战。因此，积极有效的国际合作至关重要。

**卫生政策：**为结束疫情，必须解决目前持续存在的防疫物资（如疫苗、检测手段、治疗方法、个人防护用品等）分配不均问题。然而，各国在上述防疫物资的交付

速度上存在巨大差异。在高收入国家，已有约70%的人口完全接种了疫苗，而在低收入国家，这一比例不足4%。有86个国家（占世界人口的27%）没有实现[IMF疫情提议](#)中“在2021年底实现40%接种率”（不包括加强针）的目标。整体来看，这86个国家的疫苗接种剂数比实现2021年底目标所需的剂数少9.74亿剂。几乎所有这些国家都面临供给不可预见的问题。其中，约有一半国家缺乏接收疫苗的能力，它们需要获得支持来加强国内疫苗交付。各国在病毒检测上也存在极大差异：高收入国家的检测率约是低收入国家的80倍。

目前，各方已就全球目标达成了普遍共识，但他们还必须共同努力，实现这些目标。奥密克戎毒株的传播表明，我们更加需要采取紧急行动。为此，我们需要解决发展中经济体有关疫苗、检测手段、治疗方法、个人防护用品、国内交付系统等方面的资金需求，包括弥补“抗击新冠肺炎工具加速器”约230亿美元的融资缺口。各方需采取紧急行动，通过“新冠肺炎疫苗实施计划”（COVAX）和非洲疫苗采购信托，以公平、可预见的方式向发展中经济体提供疫苗。为提高有关国家接收疫苗的能力，各方需要为其提供资金支持，以覆盖其国内疫苗交付成本，打消民众对接种疫苗的顾虑，改善医疗基础设施，使各国能够在获得疫苗后顺利进行接种。国际社会必须在以下两个方面取得平衡：一方面，应帮助所有国家实现IMF疫情提议中的接种目标；另一方面，应在已实现高接种率的国家推广加强针。如果全球不能就此开展合作，则病毒很可能进一步变异，导致疫情持久不退。此外，由于口服抗病毒药物的疗效取决于能否及时确诊，改善病毒检测仍是当务之急。最后，应考虑采取措施鼓励全球技术转让和许可安排，这有助于更快实现疫苗和重要医疗物资的多元化生产。

疫苗接种率较高的国家需要谨慎行事，一方面应防范病例增加带来的风险，另一方面也要避免持续实施限制措施给经济带来损害。政策制定者还应注意避免惩罚发现新变异毒株的国家，因为这可能阻碍有关国家在未来及时披露疫情。

**货币政策：**即使在奥密克戎毒株出现之前，许多国家已经广泛出现了通胀压力。一些新兴市场和发展中经济体的央行（以及少数发达经济体的央行）已经开始加息。对于一些国家，收紧货币政策是一个艰难的选择，因为它们需要做出权衡，既要提前防范价格压力，又要防止阻碍业已疲弱的就业复苏。各国应采取的应对政策各不相同，取决于其通胀和就业的具体情况，以及其央行政策框架的稳健程度。欧元区和日本可能继续提供非常规政策支持，以进一步巩固经济复苏。相反，美国的复苏进展较快，2022年很可能取消政策支持，此后利率可能全面回升。新兴市场政策响应的时点和程度尚不确定，同时其也取决于疫情走势——这既包括其国内疫情形势的影响，也包括因国际供应链扰动引起的输入型通胀的影响。这突出表明，各国需要密切监测未来通胀压力的主要指标，这包括：通胀预期；工资增速和单位劳动力成本（在需求结构从商品消费向服务消费转变的情况下，尤其应对此进行监测）；以及企业的利润率（其预示着成本压力上升是否会传导至价格）。

有效的货币政策沟通是防止金融市场出现过度反应的重要手段。如果一国的通胀

预期已经上升，且价格压力持久存在已成为一种实实在在的风险，那么央行就应继续向市场传达其将以数据为依据，有序退出政策支持。鉴于奥密克戎变异毒株的影响极不确定，这种政策沟通尤为重要。央行应明确表示，如果疫情再度恶化，可能需要再次调整退出货币政策支持节奏。

此外，货币政策立场收紧（特别是若缺乏清晰的政策沟通）可能会影响金融稳定，因为许多部门的金融脆弱性仍然很大。若投资者进一步重新评估经济和政策前景，突然对市场风险重新定价，则可能与上述脆弱性相互作用，导致融资环境收紧。政策制定者应尽早采取措施，收紧部分宏观审慎工具，以应对局部存在的较大金融脆弱性（见2021年10月《全球金融稳定报告》）。

**做好准备，应对外部融资环境收紧：**发达经济体收紧货币政策，将给新兴市场和发展中经济体的央行和政府带来挑战。其他地区的回报率上升，将促使资本从新兴市场和发展中经济体流出，对其货币造成贬值压力，并导致其通胀上升。如果这些经济体不相应收紧货币政策，其外币借款人（包括公共和私人部门）的债务负担将加重。但收紧货币政策将在国内造成代价，因为国内借款人获得信贷的难度将增加。总的来说，对于许多新兴市场和发展中经济体而言，为了防止通胀持续走高，收紧货币政策可能是适当的。此外，相比过去货币政策收紧的周期而言（包括2013年的“削减恐慌”时期），新兴市场目前的储备规模更大、经常账户状况更为有利，因此普遍具备更强的抗风险能力。但金融脆弱性依然存在，许多国家的公共和私人债务水平已经上升。因此，随着利率的上升，这些国家的偿债负担可能显著加重。

财政状况较为稳健、政策框架更为清晰的国家，将能更好应对全球融资环境的收紧。更普遍而言，新兴市场借款人应在可能的情况下延长债务期限，同时防止币种错配进一步加剧。汇率弹性也有助于吸收冲击。但如果一国因市场扭曲或资产负债表的脆弱性使其无法入市融资，那么资本流动逆转可能损害其金融稳定。这些经济体可能需要实施外汇干预，以缓解市场的无序波动；它们还可能采取临时性的资本流动管理措施——但这种措施不应取代必要的宏观经济政策调整。更普遍而言，政策制定者应在必要时加强债务处置框架，以推动有序去杠杆和机构重组。

为了在即将到来的紧缩周期中尽量减轻压力，各方必须开展国际合作。保证各国能够随时获得储备货币流动性，是防止这些风险在国际上传播扩大的一个重要缓冲。IMF的贷款安排（预防性安排，或者有实际资金拨付的项目）可以作为一种重要的后备支持，缓解冲击带来的影响。对于融资需求巨大、债务不可持续的国家，仅为其提供流动性支持可能是不够的。在这种情况下，各方迅速实施二十国集团的“债务处理共同框架”，将为及时有序开展债务重组提供一个有效的机制。前期针对若干国家开展的债务重组过于缓慢。我们迫切需要做出改进，以加快债务重组并扩大国家覆盖面



2。

**财政政策：**今后几个月和若干年内，各国的公共财政将面临压力，因为疫情相关支出已使全球公共债务达到创纪录的水平，而税收收入在这一期间急剧下滑<sup>3</sup>。利率上行也增加了借款成本，这对于借入短期外币资金的国家尤其如此。结果是，大多数国家在未来若干年中都需要缩减财政赤字，尽管财政整顿的幅度应取决于经济复苏的步伐。如果疫情恶化，具备财政空间的国家可以放慢财政整顿的步伐。在重新采取人员流动限制措施的国家，政府应视情再度实施有关计划，如向受危机影响最大的家庭和企业提供救助，并增加对最脆弱群体的支持。但鉴于政策空间已经显著缩小，当局必须提高这种支持的针对性，以维护财政可持续性。当局也应当在可信和可持续的中期框架内实施这些措施。国际社会有必要果断向债务规模庞大的低收入国家提供帮助，使这些国家能够提供上述支持。另一方面，经济增长表现好于预期、复苏持续企稳的国家（如智利、哥伦比亚、秘鲁）具备必要的财政空间，它们能够取消非常规的危机支出并加强调动财政收入。

许多国家最终都需要依靠更快的经济增长和更高的税收收入来避免陷入债务困境。鉴于这种挑战，实施结构性改革（见下文）和改善财政框架尤为重要（[2021年10月《财政监测报告》](#)）。

**结构性改革：**为了在长期实现更快的经济增长，各国必须深化结构性改革，并采取措施弥补疫情造成的创伤。特别是，防疫封锁措施和保持社交距离的要求使许多儿童的教育受到干扰。这一问题在低收入国家尤为严重，因为在这些国家，其他教学方式（如网上授课）的普及度相对较低。除非能够弥补这些学业损失，否则，学校关停将对学生个人一生中能够获得的收入以及整个经济生产率的增长产生持久影响。各国还需适应疫情下劳动力市场的变化，在必要时为劳动者提供再培训，使他们能够在数字经济中找到收入可靠的就业机会。因此，疫情为推进数字化和采纳新技术提供了一个独特的机遇。当下，降低关税和贸易壁垒有助于在全球范围内缓解供给扰动和通胀压力，同时在更长时期内实现资源的更优化配置。这些措施，加上各方为加强供应链而开展的全球合作，将有助于降低人们出于预防性目的囤积物资的动力，让各国在未来发生冲击时能够做出更平稳的调整。

**气候政策：**面对当前的气候危机，国际社会迫切需要开展行动。为了实现格拉斯哥气候大会制定的新目标，防止全球气候变化带来灾难性后果，各方需要大力加强全球政策协调，包括实施碳价下限。制定碳价和削减化石燃料补贴也能创造收入，为其他必要的应对政策提供资金。这些政策包括：开展绿色基础设施投资，为可再生能源

---

<sup>2</sup> Georgieva, G.和 Pazarbasioglu, C. (2021年)。“[必须加强二十国集团的‘债务处理共同框架’](#)”。IMF 博客，2021年。

<sup>3</sup> Gaspar, V.、Medas, P.和 Perrelli, R. (2021年)。“[全球债务规模达到创记录的 226 万亿美元](#)”。IMF 博客，2021年。



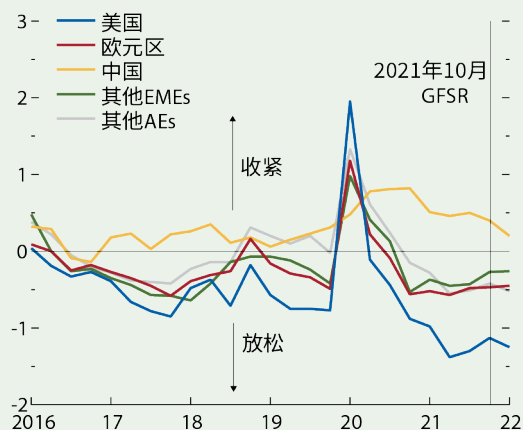
和存储技术的研究提供补贴，以及向受到能源转型不利影响的各方提供补偿性转移支付。在国家层面采取的这些措施，还需要得到资金充足的多边气候融资举措的支持，以确保所有国家都能投资于必要的缓解和适应气候变化的措施。

## 通胀风险加剧，全球货币环境收紧

自 2021 年 10 月《全球金融稳定报告》发布以来，全球融资环境基本保持宽松——但在近期，随着利率上升和奥密克戎变异毒株传播，融资环境也出现了一定程度的收紧（图 1.1）。奥密克戎变异毒株导致感染病例激增，这加剧了全球金融市场波动，推迟了经济重启，并给通胀前景蒙上了阴影。面对比预期更持久的价格压力，发达经济体央行已采取措施推动政策回归常态，一些新兴市场的政策制定者则持续收紧货币政策。结果是，短端利率隐含的波动性显著上升（图 1.2），因为市场隐含的预期政策利率路径已经上升（图 1.3）。在实际利率上升的影响下，全球长期利率自 2022 年初以来已大幅上升至疫情期间的高点，这在一定程度上反映了市场预期美联储将加快政策回归常态的步伐——这扭转了去年 12 月因担心奥密克戎变异毒株影响而出现的利率下行趋势。与此同时，基于市场的通胀预期指标在过去几周有所下降（图 1.4），部分逆转了 2021 年期间的上升。实际利率的上升压低了高风险资产的价格，股市有所回落。

由于对通胀走势、政策前景以及美联储预期政策收紧路径等方面存在担忧，新兴市场资产依然面临压力。硬通货债券（特别是前沿经济体的此类债券）的利差已经扩大。新兴市场的资本流动也承受了一定压力，硬通货债券的发行量下降，本币债券流动持续疲软，但中国是个例外（图 1.5）。市场指标显示存在通胀压力预期，尽管各地区差异显著。面对不断上升的价格压力，许多新兴经济体央行继续加息，其中，一些国家的利率已上升至疫情前水平。市场参与者预计新兴市场在今后几个季度内将继续处于紧缩周期，特别是在拉美和欧洲新兴经济体（图 1.3）。发达经济体政策回归常态对新兴市场产生的溢出效应，可能导致后者实际利率

图 1.1. 融资环境指数  
(相对于平均值的标准差)



来源: Bloomberg Finance L.P.、Harver Analytics以及IMF工作人员的计算。  
注释: GFSR=《全球金融稳定报告》; EMEs=新兴市场经济体; AEs=发达经济体。

图 1.2. 隐含波动性指数  
(百分比)

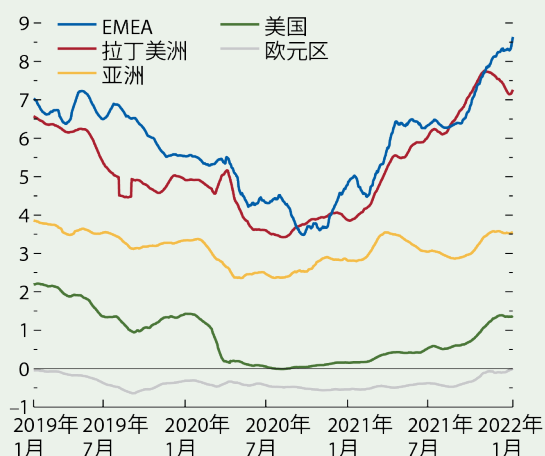


来源: Bloomberg Finance L.P.和IMF工作人员的计算。  
注释: ¹美元、欧元和英镑的一年与一年掉期波动性指数的平均值。  
²标普500 (S&P 500)、欧洲斯托克50 (Euro Stoxx 50) 和日经225 (Nikkei 225) 的隐含波动性指数的平均值。

大幅上升。当前这些国家存在巨大的财政赤字和外部融资需求，如果其国内融资环境进一步收紧，可能带来显著压力，危及萌芽中的经济复苏。

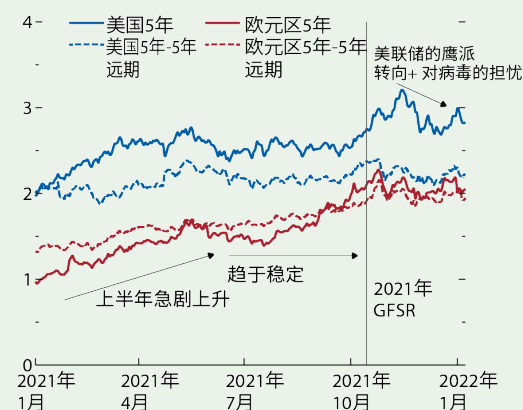
在资产价值高估的环境下，高风险资产的波动加剧。1月初，全球风险市场（特别是北美地区和技术行业的风险市场）因实际利率上升而承受压力，这表明，高风险资产很容易受到价格突然调整的冲击。然而，实际利率依然为负（图 1.6），企业盈利保持强劲，这些因素继续为股市提供了支持。在第三季度，尽管面临供应链问题、通胀压力、劳动力成本上升等诸多挑战，多数大型国家的企业业绩都超过了分析人士的预期，实现了很高的利润。许多企业能够将更高的成本转嫁给消费者（消费者目前资产负债状况健康），而同时，一些企业加快了数字化和自动化转型。大多数行业的企业利润预计将在 2022 年超过疫情前水平，尽管国际出行相关行业的表现仍在很大程度上取决于疫情的走势。定价模型（如远期市盈率模型）显示股价存在高估。在信用市场，债券利差虽在 2022 年初有所扩大，但目前仍低于 2019 年的平均水平。自去年 11 月初以来，加密资产价格大幅下跌，一方面是因为美国监管机构将实施 2022 年“加密冲刺”计划，着重对这些资产开展调查；<sup>4</sup>另一方面也是因为市场为规避风险而广泛抛售了相关资产。

图1.3. 两年后政策利率的市场预期  
(百分比, 来自掉期)



来源: Bloomberg Finance L.P.和 IMF 工作人员的计算。  
注释: EMEA=欧洲、中东和非洲的新兴经济体。

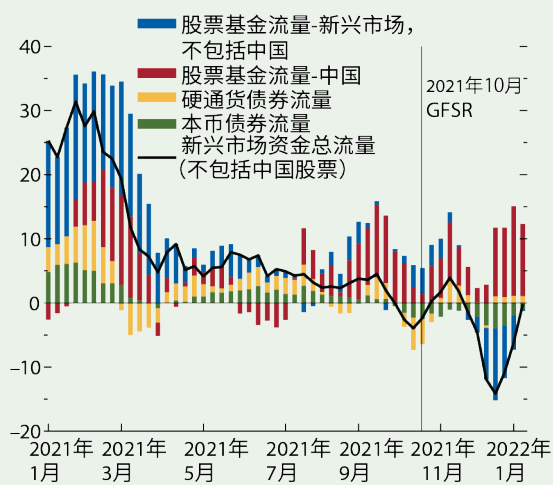
图1.4. 基于市场的通胀预期  
(百分比)



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

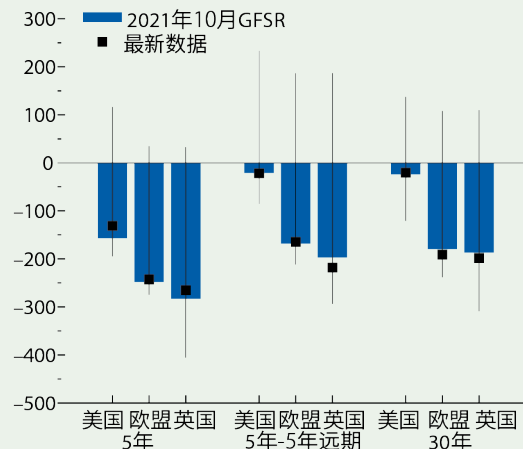
<sup>4</sup> 2021 年 11 月 23 日，美储备委员会、联邦存款保险公司和货币监理署发布了关于“加密资产政策冲刺计划”的联合声明。所谓的“加密冲刺”计划，是上述机构开展的一系列“政策冲刺”计划的一部分。该计划的目的在于为加密资产相关活动建立统一的监管框架，其重点关注了加密货币的法律许可、安全稳健性、消费者保护以及与现有法律法规的合规性问题。

图1.5. 流向新兴市场的证券投资  
(十亿美元)



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

图1.6. 实际收益率  
(基点, 来自掉期)



来源: Bloomberg Finance L.P.和IMF工作人员的计算。  
注释: 竖条表示10年的历史变动范围。

本专栏由 Sergei Antoshin、Rohit Goel 和 Sheheryar Malik 撰写，其介绍了 2021 年 10 月《全球金融稳定报告》（数据截至 2021 年 9 月 30 日）发布以来的市场状况。