

# 全球宏观经济季度报告

专题：美国 欧洲 日本 东盟与韩国

金砖国家 金融市场 大宗商品

撰稿人 张 斌 肖立晟 杨子荣

陆 婷 周学智 徐奇渊

杨盼盼 倪淑慧 吴立元

常殊昱 栾 稀 陈 博

周伊敏 熊婉婷

《全球宏观经济季度报告》由中国社会科学院世界经济与政治研究所、中国社会科学院国家全球战略智库全球宏观经济研究室为您提供。

中国社会科学院世界经济与政治研究所 中国社会科学院国家全球战略智库  
全球宏观经济研究组

<b>顾问</b>	张宇燕			
<b>首席专家</b>	张 斌		姚枝仲	
<b>团队成员</b>	肖立晟	国际金融	曹永福	美国经济
	杨子荣	美国经济	陆 婷	欧洲经济
	冯维江	日本经济	周学智	日本经济
	熊爱宗	金砖国家	吴立元	金砖国家
	徐奇渊	中国经济	杨盼盼	东盟与韩国
	倪淑慧	东盟与韩国	常殊昱	国际金融
	栾 稀	国际金融	李远芳	国际金融
	陈 博	大宗商品	顾 弦	大宗商品
	云 璐	大宗商品	周伊敏	大宗商品
	吴海英	对外贸易	崔晓敏	对外贸易
	熊婉婷	宏观经济	夏广涛	外汇储备
	王思琪	科研助理		

联系人：王思琪      邮箱：[iwepceem@163.com](mailto:iwepceem@163.com)      电话：(86)10-85195775

通讯地址：北京建国门内大街 5 号 1543 房间（邮政编码：100732）

#### 免责声明：

版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所、中国社会科学院国家全球战略智库全球宏观经济研究组所有，未经本研究组许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，本研究组保留法律追责权。

## 目录

### 2024 年第 1 季度中国外部经济环境总览

1 季度，中国外部经济综合 CEEM-PMI 指数季度低于荣枯线。美国经济继续扩张，美国经济继续扩张，欧洲经济双速复苏，日本经济运行大势稳定。印度经济继续强劲增长，巴西经济继续缓慢复苏，南非复苏态势疲弱，俄罗斯经济延续短期韧性。东盟六国和韩国金融市场呈现汇率相对较弱、股票市场整体表现较强的格局。

### 2024 年第 1 季度中国外部经济环境专题

#### 美国经济：继续扩张 ..... 1

2024 年 1 季度，美国经济继续扩张，经济增速可能低于 2023 年水平，但仍高于潜在增速水平。从增长动能来看，消费和政府支出依然是美国经济增长的重要动能，国内私人投资对经济的拉动作用也开始显现。美联储在 3 月议息会议继续暂停加息，年内降息仍是主流预期，但降息预期不断减弱，首次降息时点和降息次数具有很大的不确定性。

#### 欧洲：双速复苏 ..... 8

2024 年第 1 季度，欧元区综合 PMI 在服务业活动复苏的推动下温和回升，并于 3 月实现了自 2023 年 5 月以来的首次扩张，但区内制造业活动依旧低迷，制造业 PMI 连续 19 个月位于荣枯线以下。受服务业和制造业表现不平衡的影响，意大利、西班牙等南欧国家在 1 季度经济表现显著优于德国、法国等核心国，使欧元区内开始形成双速复苏的格局。与此同时，欧元区通胀水平持续回落，带动消费者和投资者信心边际改善，但高利率环境仍在对居民消费和企业投资形成抑制。目前市场普遍预期欧洲央行将在 6 月启动降息，这将在一定程度上为欧元区下半年经济活动复苏提供支持。但就短期而言，贸易疲软、私人部门支出放缓的情况难以出现逆转，欧元区经济仍将保持低迷，预计 2 季度欧元区 GDP 环比增长率约在 0.1%-0.3% 左右。

#### 日本：货币政策显著调整不改经济运行大势 ..... 16

2024 年第一季度，日本经济整体不温不火。制造业 PMI 依然一直处在荣枯线之下，服务业 PMI 相较于 2023 年第四季有所好转，整体依然处在荣枯线之上，但并不强劲。消费和投资从同比增速角度看依旧较为疲软，这也成为日本央行转变货币政策的掣肘。伴随着 CPI 同比增速持续高于 2% 以及“春斗”提涨工资的效果较好，日本央行还是在 3 月份的政策会议上对货币政策进行了调整。不过此次货币政策调整可谓是“信号意义大于实质意义”。受到日本经济温而不暖，以及居民收入和消费状况的制约，所谓的“加息”力度比较有限且符合市场预期。日本货币政策调整后，金融市场运行轨迹并未发生根本改变，预计未来日本股市、汇市和债市的运行状况依然主要显著受到国际金融市场尤其是美国金融市场的影响。

#### 东盟韩国：区域产业链重构下的弱汇率、强股市 ..... 22

2024年开年以来，东盟六国和韩国金融市场呈现汇率相对较弱、股票市场整体表现较强的格局，特别是越南和韩国股市表现亮眼，上述特征应置于区域产业链重构的视角下理解。在区域产业链调整的背景下，各国有倾向压低自身汇率、提升出口竞争力，而投资者偏好调整使得东盟韩国整体和部分产业的股票投资吸引力上升。2024年第1季度，东盟六国和韩国整体处于景气区间，从月度PMI数据来看，东盟整体经济景气程度不断上升，不过这一上升主要由内需为主的国家印尼拉动，区内三个前沿经济体——新加坡、越南、韩国则有触顶回落态势，预示外需可能疲软，带来周期性下行可能性上升。总体来看，2024年，产业链调整带来金融市场的表现其内在逻辑可能贯穿全年，但在此过程中外需风险和资本市场过热风险有可能上升，由此带来的经济下行和金融稳定性下降值得关注。

## 金砖国家：经济增长分化，贸易普遍改善 ..... 29

四季度，金砖四国经济增长分化依然较大，印度经济继续强劲增长，巴西经济继续缓慢复苏，南非复苏态势非常疲弱，俄罗斯经济延续短期韧性。对外贸易方面，金砖国家贸易增速总体改善。中国与金砖国家贸易增速也显著上升，占中国对外贸易总额比重进一步上升，再创历史新高。通胀方面，金砖国家通胀有所分化，俄罗斯通胀继续上升，通胀压力较大，印度与南非通胀总体稳定，巴西通胀小幅下降。货币政策方面，俄罗斯、印度与南非央行均按兵不动，巴西央行继续小幅降息。金融市场方面，金砖四国汇率与资本市场总体稳定。

## 全球金融市场：美元升值，股市、金价齐涨 ..... 35

2024年1季度，主要大宗商品普遍上涨，美国通胀超预期，美联储表示暂时不会降息。美元升值，其他主要经济体货币较美元贬值。新兴市场中，人民币汇率贬值幅度最小，提示中国经济预期在边际回暖。通胀和高利率没有对股市造成过多扰动，发达经济体股市继续普遍上涨。MSCI发达经济体股票市场指数连续两个季度上涨逾9%。中国央行坚定释放货币宽松信号，上涨综指迎来“小阳春”、长期国债收益率大幅下行。其他主要经济体多受到通胀上升、美联储暂缓降息外溢影响，长期利率有所回升。日本结束负利率政策。阿根廷放开汇率制度。受地缘政治冲突频发和美联储“迟早降息”预期影响，黄金价格继续大涨。总体来看，2024年一季度，全球风险资产价格表现较佳，主要经济体货币政策和主要金融资产走势也回归正常。关注全球商业房地产风险和长期经济增速放缓的潜在影响。

## 大宗商品市场：品种分化，能源、铜连续上行 ..... 48

2024年1季度大宗商品价格季均价格仍低于上季度，主要受铁矿石、煤炭和大豆的季均价格拖累；由于上季度石油价格从高位回落，1季度石油季均价格环比下降，但季度整体呈上行走势。1季度金属价格分化：制造业回暖带动铜价上涨；铁矿石受中国房地产行业需求减弱而下跌；铝受供需存在的不确定性而宽幅波动。国际农产品价格较上一季度上涨，饲用需求增长带动价格上行。整体而言，1季度在中美复苏共振和降息预期的推动下，大宗商品结构分化，受益于制造业的金属和能源呈反弹态势，且有进一步上涨预期。

## 图表目录

图表 1 中国外部经济综合 CEEM – PMI	2
图表 2 CEEM 大宗商品价格指数	6
图表 3 全球金融市场主要指标变动	8
图表 4 美国制造业和非制造业 PMI (ISM)	1
图表 5 美国个人收入与消费支出	2
图表 6 美国新屋开工和企业库存周期	3
图表 7 美国对外贸易	4
图表 8 美国劳动力市场	5
图表 9 美国通货膨胀	5
图表 10 美国经济运行状况：高频数据	7
图表 11 PMI 温和回升	9
图表 12 通胀水平持续下降	10
图表 13 失业率保持稳定	11
图表 14 消费者信心改善	12
图表 15 企业投资继续低迷	12
图表 16 进口持续收缩，贸易顺差大幅增长	13
图表 17 制造业 PMI、服务业 PMI 整体稳定但依然不强	17
图表 18 2024 年 1 月份消费和投资依然较为疲弱	17
图表 19 2024 年 1 月商品贸易逆差扩大	18
图表 20 区内货币本季对美元总体贬值	23
图表 21 区内股票市场出现一定程度的波动	24
图表 22 东盟六国与韩国第 1 季度制造业 PMI	26
图表 23 区内通胀持续回落	27
图表 24 中国与金砖国家贸易情况	34
图表 25 金砖国家数据概览	35
图表 26 全球金融市场主要指标变动	37
图表 27 全球金融市场风险状况图	38
图表 28 主要发达和新兴经济体季度汇率波动幅度（2024 年 1 季度）	39
图表 29 主要发达和新兴经济体季度平均汇率走势一览	40
图表 30 全球主要发达与新兴经济体股市季度涨跌幅（2024 年 1 季度）	41
图表 31 全球主要发达与新兴经济体股市季内波动（2024 年 1 季度）	41
图表 32 全球主要发达与新兴经济体货币市场走势一览	43
图表 33 全球主要发达与新兴经济体长期国债市场走势一览	43
图表 34 银行代客收付款分项结构	45
图表 35 1 季度 CEEM 大宗商品指数企稳，品种间分化，原油、铜等走出上行趋势	49
图表 36 1 季度品种间分化，黑色系回落，石油全季上行，但季均价格仍未回到上季度水平	49
图表 37 4 季度全球油价震荡回落	49
图表 38 OPEC 产量反弹，部分小国增产换收入	49
图表 39 中国原油总进口增速先扬后抑	52
图表 40 美国原油净进口仍在低位	52
图表 41 美国炼油厂开工率反弹，欧洲下降	52
图表 42 美国商业原油库存近期多数增加	52

图表 43 LME 铜铝价格出现分化.....	52
图表 44 全球铜库存水平回升.....	52
图表 45 国际铁矿石价格震荡下行.....	53
图表 46 国内农产品现货先跌后涨.....	56
图表 47 CBOT 农产品价格先跌后涨.....	56

## 2024 年第 1 季度中国外部经济环境总览

### ——2024 年春季全球宏观经济运行与分析

1 季度，中国外部经济综合 CEEM-PMI 指数季度低于荣枯线。美国经济继续扩张，美国经济继续扩张，欧洲经济双速复苏，日本经济运行大势稳定。印度经济继续强劲增长，巴西经济继续缓慢复苏，南非复苏态势疲弱，俄罗斯经济延续短期韧性。东盟六国和韩国金融市场呈现汇率相对较弱、股票市场整体表现较强的格局。

1 季度，美国经济继续扩张，经济增速可能低于 2023 年水平，但仍高于潜在增速水平。从增长动能来看，消费和政府支出依然是美国经济增长的重要动能，国内私人投资对经济的拉动作用也开始显现。美联储在 3 月议息会议继续暂停加息，年内降息仍是主流预期，但降息预期不断减弱，首次降息时点和降息次数具有很大的不确定性。

1 季度，欧洲经济双速复苏。欧元区综合 PMI 在服务业活动复苏的推动下温和回升，并于 3 月实现了自 2023 年 5 月以来的首次扩张，但区内制造业活动依旧低迷，制造业 PMI 连续 19 个月位于荣枯线以下。受服务业和制造业表现不平衡的影响，意大利、西班牙等南欧国家在 1 季度经济表现显著优于德国、法国等核心国，使欧元区内开始形成双速复苏的格局。就短期而言，贸易疲软、私人部门支出放缓的情况难以出现逆转，欧元区经济仍将保持低迷。

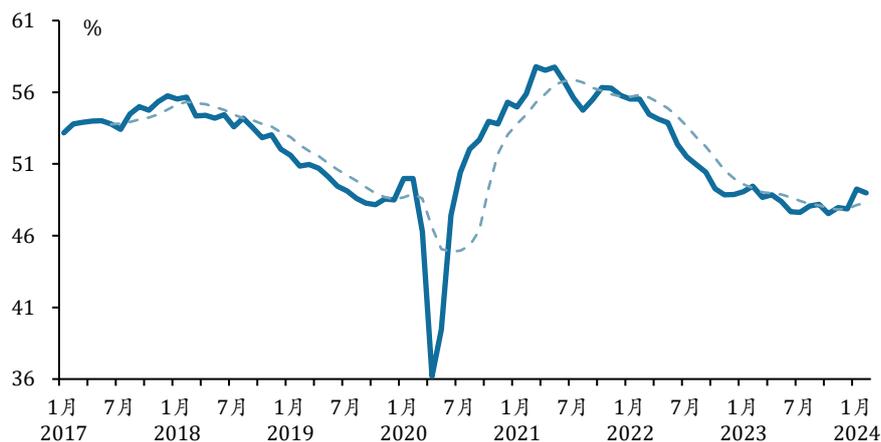
1 季度，大宗商品价格品种分化，受益于制造业的金属和能源呈反弹态势，且有进一步上涨预期。大宗商品价格季均价格仍低于上季度，主要受铁矿石、煤炭和大豆的季均价格拖累；由于上季度石油价格从高位回落，1 季度石油季均价格环比下降，但季度整体呈上行走势。1 季度金属价格分化：制造业回暖带动铜价上涨；铁矿石受中国房地产行业需求减弱而下跌；铝受供需存在的不确定性而宽幅波动。国际农产品价格较上一季度上涨，饲用需求增长带动价格上行。

1 季度，全球金融市场整体表现平稳，美元升值，其他主要经济体货币汇率贬值，风险资产、大宗商品和黄金齐涨。美国通胀超预期，美联储表示暂时不会降息。中国央行坚定释放货币宽松信号，上涨综指迎来“小阳春”、长期国债收益率大幅下行。全球风险资产价格表现较佳，主要经济体货币政策和主要金融资产走势也回归正常。关注全球商业房地产风险和长期经济增速放缓的潜在影响。

## 一、全球经济增长持续放缓

2024 年 1 季度，中国外部经济综合 CEEM-PMI 指数<sup>1</sup>继续低于荣枯线。美国经济继续扩张，欧洲经济双速复苏，日本经济运行大势稳定。印度经济继续强劲增长，巴西经济继续缓慢复苏，南非复苏态势疲弱，俄罗斯经济延续短期韧性。东盟六国和韩国金融市场呈现汇率相对较弱、股票市场整体表现较强的格局。

图表 1 中国外部经济综合 CEEM-PMI



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

**美国制造业 PMI 重返扩张，非制造业 PMI 继续扩张。**1-3 月美国制造业 ISM 编撰的 PMI 分别为 49.1、47.8 和 50.3，时隔 16 个月重返荣枯线之上；非制造业 PMI 分别为 53.4、52.6 和 51.4，连续 15 个月处于荣枯线之上，且高于去年 4 季度的均值 51.7。此前美国制造业 PMI，创下互联网泡沫危机以来、最近二十年最长萎缩周期，目前整体需求积极，产出增强。

**美国失业率维持在低位，劳动力市场基本面依然强劲。**2024 年 1 月至 3 月，美国失业率分别为 3.7%、3.9% 和 3.8%，失业率已连续 26 个月保持在 4% 以下，创下 20 世纪 60 年代末以来最长纪录；新增非农就业分别为 25.6 万、27 万和 30.3 万人；劳动参与率分别为 62.5%、62.5% 和 62.7%；平均时薪同比增速分别为 4.4%、4.3% 和 4.1%，环比增速分别为 0.5%、0.2% 和 0.4%。分行业看，医疗保健、休闲和酒店以及政府部门是非农就业增长的重要来源。劳动力供给增加的同时，失业率下降，似乎暗示美国劳动力

<sup>1</sup> 自 2022 年 1 月起，CEEM-PMI 指数中增加东盟 PMI，各经济体按照 2021 年贸易权重加权。为保持数据来源的一致性，各国 PMI 数据均来自 CEIC 数据库。

市场需求旺盛、就业市场十分紧张。3月就业数据公布后，市场推迟美联储首次降息时点和减少年内降息次数的预期。

**美元指数震荡回升。**2023年4季度，在市场对美联储降息预期的推动下，美元指数深度回调，从106.2下跌至101.4，下跌了4.5%。2024年1季度，在美联储降息预期推迟和欧央行降息预期前置的推动下，美元指数明显反弹，回升了3.1%。在经济基本面健康、美联储降息预期以及人工智能热潮的带动下，美股创下历史新高。

**欧洲 PMI 温和回升。**综合 PMI 季度均值为 49.1，较 2023 年第 4 季度 47.2 的季度均值小幅上行。其中，欧元区的商业活动在 3 月实现了自 2023 年 5 月以来的首次扩张，综合 PMI 由 2 月的 49.2 上升至 50.3，超出市场预期。欧元区制造业仍在持续收缩，制造业 PMI 从 1 月的 46.6 连续经历了两个月的下滑来到 3 月的 46.1。欧元区服务业则显示出强劲的复苏势头，PMI 季度均值为 50.0，高于前一个季度的 48.4。

**欧元区通胀水平持续下降。**2024 年 3 月份欧元区消费者调和价格指数（HICP）同比增长 2.4%，较 2 月的 2.6% 下行了 0.2 个百分点。剔除波动较大的食品和能源价格后，3 月欧元区核心 HICP 同比增速为 2.9%，低于 2 月的 3.1%，达到 2022 年 3 月以来的最低水平。

**欧元区消费者信心改善，企业投资继续低迷。**在经历 1 月的小幅下探之后，欧元区消费者信心在 2 月和 3 月不断改善，最终从 1 月的 -16.1 上行至 3 月的 -14.9。其中，对家庭财务状况看法的改善以及对整体经济状况负面估计的减轻是支持消费者的信心回升的主要动力。企业投资的收缩主要是由于积压订单的消耗以及新订单的减少，反映出整体经济活动的疲弱和货币政策在经济中较为强烈的传导效果。同时，2024 年 1 月欧洲央行调查显示，企业对用于固定资本投资的长期贷款需求有望在 1 季度转入正值区间，表明尽管短期内欧元区企业投资依旧难逃低迷的命运，但在中长期得到修复的可能性有所增加。

**欧洲央行降息预期降温。**2024 年 3 月 7 日，欧洲中央银行召开货币政策会议，继续按兵不动，维持三大关键政策利率不变，与此前市场预期一致。在此次货币政策会议上，欧洲央行下调了其对欧元区通胀水平的预期。欧洲央行行长拉加德会后表示，欧洲央行内部已开始讨论缓和限制性立场的问题，并且指出不会等到通胀率达到 2% 才采取行动。

**日本经济整体表现不温不火状态。**1月到3月，日本制造业 PMI 分别为 48.0、47.2 和 48.2，三个月的均值为 47.8。相较于 2023 年第四季度的 48.5 有所下降。1月到3月，日本服务业 PMI 有所反弹，分别为 53.1、52.9 和 51.7，均在荣枯线之上，平均值为 52.6。虽然该值较 2023 年第四季度的 51.5 有所上升，但仍低于 2023 年前三季度的平均水平。并且，前三个月数值呈现出下降态势。

**日本消费继续较弱。**2024 年 1 月，日本消费数据继续保持低迷，其背后也反映出收入问题的严峻性。第一季度（1 月），日本二人以上家庭消费金额的实际同比增速为-6.3%，实际环比增速为-2.1%。与此同时，日本居民收入的实际增速也同样在减少。2024 年 1 月，劳动者家庭实际收入同比下降 2.1%，连续第 16 个月实际萎缩。1 月份，日本机械订单情况表现也不理想。总订单金额同比增速为-2.9%。其中私人部门机械订单需求减少 11.0%，官方部门机械订单需求金额同比大增 24.4%。

**日本银行显著调整货币政策不改经济运行大势。**2024 年第一季度，日本货币政策出现显著调整。但整体而言可以定为“信号意义大于实际意义”。此次日本央行的货币政策调整主要表现在以下几方面。第一是，在有关利率调节方面做出明显改变。另外两项关键指标，无担保隔夜拆借利率（短期市场）和 10 年期国债（长期市场）在 3 月会议之前也基本稳定。3 月 19 日，日本央行会议对货币政策做出了如下主要更改。一是，取消了所谓“政策负利率”，二是取消 10 年期国债收益率波动区间的限制，三是取消了对部分资产的购买计划。

**日本金融市场趋势主要受外部因素影响。**日元对美元汇率受到日美利差影响较大。这期间两国的 10 年期国债收益率走势都比较稳定，利差也就比较稳定，随着美联储降息的时间和力度的预期不断被推后和减弱，日元就很难强势。再者，无论是政策层面还是市场层面，日本相关利率的变动幅度都很小，与美国市场的波动相比，幅度几乎可以忽略不计。

**东盟六国和韩国整体处于景气区间。**从 PMI 数据来看，东盟整体仍处于荣枯线以上，季度平均读数为 50.7；从月度 PMI 数据来看，东盟整体经济景气程度不断上升，1-3 月份读数分别为 50.3，50.4 和 51.5。不过这一上升主要由内需为主的国家印尼拉动，区内三个前沿经济体——新加坡、越南、韩国则有触顶回落态势，预示外需带来周期性下行可能性上升。

**东盟区内货币本季对美元总体贬值。**第 1 季度，美元指数升值 3.1%，在此背景下，区内货币本季对美元总体贬值，值得关注的是，有些货币对美元出现超贬。本季度贬值幅度较大的货币是泰铢和韩元，两国货币贬值幅度分别为 5.9% 和 3.6%，均超过美元指数的贬值幅度。马来西亚、印度尼西亚和菲律宾的货币分别贬值了 2.7%、2.4% 和 1.8%，新加坡和越南货币有较多管理，但也整体贬值，分别贬值了 1.8% 和 0.6%。

**韩国股市波动性较强，政府和外资买入发挥较大作用。**2023 年 11 月以来，韩国股市呈现大涨-下跌后-大涨的 N 型态势。2023 年 11 月至年底，韩国综合指数从 2301.56 波动上涨至 2655.28，上涨幅度达到 15.37%；2024 年 1 月 17 日，韩国综合指数从年初 2699.81 下跌至 2435.90，下跌幅度为 8.79%，之后触底反弹至 3 月底的 2746.63，上涨幅度为 12.76%。政府政策带动两波股市上涨行情。

**俄罗斯经济短期韧性明显，中长期不确定性较大。**2023 年，俄罗斯经济同比增速为 3.6%，超过国际货币基金组织 2023 年 10 月预测值 2.2%。2022-2023 年两年平均增速为 1.2%，仍显著低于乌克兰危机爆发之前。2024 年 1、2、3 月，俄罗斯综合 PMI 分别为 55.1、52.2 和 52.7。制造业 PMI 分别为 52.4、54.7 和 55.7，服务业 PMI 分别为 55.8、51.1 和 51.4，显示俄罗斯经济景气度仍高。2024 年 1-2 月俄罗斯失业率进一步降至 2.9% 与 2.8% 的极低水平，这部分反映了乌克兰危机以来的人才外流与征兵造成的劳动力短缺。总体来看，俄罗斯经济呈现出典型的军事与公共部门推动的经济增长模式。

**巴西经济延续缓慢复苏，贸易顺差增速下降。**2023 年 4 季度，巴西实际 GDP 同比增速为 2.1%，环比增长 -0.04%，相对于 2019 年同期的四年平均同比增速为 1.7%，经济继续缓慢复苏。分解来看，对 4 季度 GDP 增长贡献最大的仍是净出口增长。私人消费、固定资产投资同比增速分别为 2.4%、-4.4%，消费同比增速较上季度下滑，投资继续显著拖累增长，净出口仍保持大幅顺差，同比显著扩大。国际货币基金组织 1 月最新报告预测，巴西 2024 年经济增速为 1.7%，较 10 月预测上调 0.2 个百分点。世界银行近期也预测巴西 2024 年增速为 1.7%。

**印度经济继续强劲增长，投资强劲为主要带动因素。**2023 年 4 季度，印度实际 GDP 同比增速为 8.4%，环比增长 3.4%，前三季度同比增长 7.1%，增长较为强劲。其中私人消费同比增速为 3.5%，固定资产投资同比增速为 10.6%，投资保持强劲，为当前印度经济增长的主要拉动项。根据印度经济监测中心数据，2024 年 1、2、3 月印度失业率分别为 6.8%、7.6% 和 8%，较上季度有所下降，表明印度劳动力市场继续恢复。

2024年1、2、3月，印度制造业 PMI 分别为 56.5、56.9、59.1，服务业 PMI 分别为 61.8、60.6、61.2，综合 PMI 分别为 61.2、60.6、61.8，均较上季度明显上升，显示 1 季度印度经济景气度较高。

南非经济复苏动能依然不足，投资继续下滑。2023 年 4 季度，南非实际 GDP 同比增长 1.2%，为 2021 年以来首次季度同比负增长。其中私人消费同比增速为 0.3%。投资同比增速分别为-3.0%，投资继续负增长，但幅度较前一季度收窄，2023 年 4 季度实际投资仍显著低于 2019 年同期水平。4 季度南非出口同比增速显著回升至 6%，进口增速由负转正到 2.5%，贸易逆差同比显著缩小。2024 年 1、2、3 月，南非制造业 PMI 分别为 41.8、51.9 和 50.3，略有改善，返回扩张区间。南非出口增速略有上升，进口增速有所下降。

图表 2 CEEM 大宗商品价格指数



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

大宗商品价格环比下降，不同品种分化。美国软着陆、中国制造业回暖和新兴市场复苏推动受益品种（能源、铜等金属）上行。美联储降息预期也推动乐观情绪。原油方面，由于 OPEC 持续减产，供给处于低位，需求边际企稳，加上地缘政治事件频发，但本季度油价持续上行，动能较强。金属方面，铜受全球宏观改善、制造业需求改善、供给收紧的影响而出现上涨。铁矿石受中国房地产行业需求减弱而下跌。国内、国际农产品价格整体先跌后涨，市场供给充裕是价格下跌的主要原因。

## 二、全球金融市场：美元升值，股市、金价齐涨

美元流动性稳定，VIX 指数保持在历史较低水平。一季度，美联储将金融市场美元流动性维持在稳定水平，TED 利差在 0.1% 左右小幅波动。在通胀超预期的扰动下，美股市场尽管有所波动，但波动率相对平稳，VIX 指数保持在 10% 左右的历史较低水

平。这说明市场对风险资产依然保持信心。自从 2023 年 3 月份美欧银行业危机处置以来，全球金融市场总体表现平稳。

**美元升值，日元面临做空压力，其他主要货币贬值。**1 季度，因通胀回升、降息暂缓，美元季末较上季度升值 3.1%，是本报告样本货币中唯一升值的货币。其他主要经济体货币均较上季末贬值。发达经济体中，英镑和欧元的季末环比分别贬值 0.9%、2.2%。日元、澳元贬值幅度较大，分别达 6.8%、4.2%。新兴经济体中，除了阿根廷、土耳其等高风险经济体外，泰铢贬值幅度较大、超过 6%。人民币在货币宽松的情况下仅贬值 0.2%，是贬值幅度最小的主要经济体，人民币汇率的坚挺也体现了一季度市场信心出现了边际改善。

**主要经济体股市上涨，巴西股市小幅回落。**通胀回升和高利率环境并没有阻止主要经济体股市的继续上涨。一季度，标普 500 指数上涨 10.16%，季内波幅 12.06%。欧洲股市也悉数上涨。法国 CAC40 指数、德国 DAX 指数分别上涨 8.8%、10.4%；季内波幅达 11.8%、14.35%。日本大涨 22%，韩国股市上涨 3.4%；季内波幅分别达 22%、13%。主要新兴经济体股市多小幅上涨，巴西股市有所回落。上证综指止跌回升，迎来“小阳春”，季末较四季度末回升 2.2%，季内波幅达 14%。

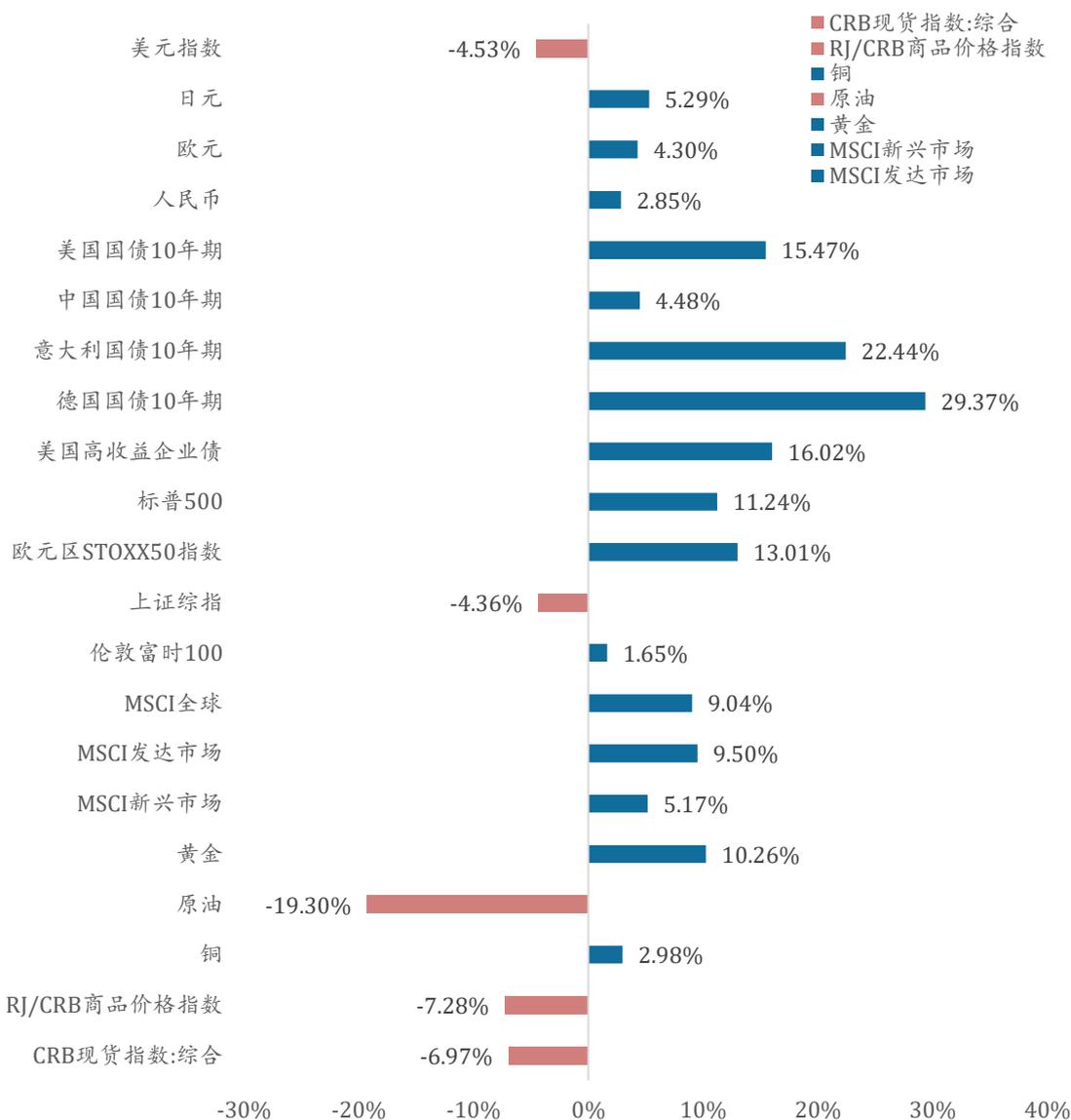
**美联储暂缓降息，日本结束负利率政策。**一季度，美联储、欧央行均未调整政策利率，货币市场利率波动较小。回归流动性相对紧缩的操作框架后，美联储对货币市场利率的把控再次回到了常规货币政策框架下的高精准水平，美国联邦基金利率的季内波幅几乎为 0。日本通胀已经连续 20 余月超过 2%，明显达到货币政策目标。2024 财年薪资涨幅将达到 5.28%，远高于去年的 3.8%，达到 1991 年以来的最大涨幅，2024 年日本通胀可能还将继续维持在政策目标上方，新利率将在 3 月 21 日生效。日本 Tibor 立刻上升至央行合意水平（0.1%左右）。

**人民银行下调 5 年期 LPR，不断释放货币宽松预期。**2 月 20 日，5 年期 LPR 下调 25 个基点至 3.95%。尽管美国通胀超预期回升、美联储停止降息，但央行主要官员坚定地释放货币宽松预期。比如，“仍有降准空间”、“要加大已出台货币政策实施力度”等等。在贷款利率下调和频繁的预期引导下，货币市场利率在 1.8%-2%之间窄幅波动，没有出现提前于央行短端政策利率变化的迹象。

**涉外收款规模上升、对外支出下降。**2024 年 1 季度前两个月，银行代客涉外收入、对外付款分别为 10525.8 亿美元和 10350.3 亿美元，跨境收支顺差为 175.5 亿美元。收

入项上，相比去年同期，银行代客涉外收入上升 14.9%；相比 2023 年 4 季度同期，涉外收入上升 2.2%。支出项上，相比去年同期，银行代客对外付款上升 17.0%。相比 2023 年 4 季度同期，对外支出下降 1.4%。跨境收支逆差金额由上季度同期的 197.5 亿美元的逆差转为 175.5 亿美元的顺差。银行代客涉外收入与支出总额为 2.08 万亿美元，相比去年同期上升 15.9%，相比上一季度同期下降 0.4%。

图表 3 全球金融市场主要指标变动



注 1：原始数据来源于汤森路透数据库，经笔者计算。债券价格的波动体现为价格的波动，而非收益率的变动，即价格下跌、利率上升。

注 2：该表数据截至日为 2024 年 3 月 31 日，变动幅度均按季末值计算。因截止时间和计算方法差异，该表的数据与后文的图表数据可能存在相近不相同的情况。

### 三、展望与对策

在地缘冲突加剧、通胀具有粘性、货币政策紧缩的情况下，尽管 2023 年全球经济表现出一定的韧性，但经济增长动能不足，经济前景黯淡。世界银行称，如果不进行重大调整，20 世纪 20 年代很可能成为错失机会的十年。2024 年全球经济依然面临各种不确定性，下行风险较大，需要重点关注以下四个方面的风险：

**全球经济前景黯淡，部分发达经济体陷入“技术性”衰退。**世界银行在 2024 年 1 月的《全球经济展望》中预计，全球经济增速将从 2023 年的 2.6% 降至 2024 年的 2.4%，这将是连续第三年增长放缓。如果 2024 年全球经济增速继续放缓，那么 2020 年至 2024 年这 5 年将成为冷战结束后全球经济快速增长时代发展最慢的 5 年。与此同时，地区增长分化正变得越来越严重，部分发达经济体陷入“技术性”衰退。在主要发达经济体中，除美国经济继续维持强劲外，英国和新西兰在 2023 年下半年连续两个季度 GDP 环比负增长，已陷入“技术性”衰退；欧元区在 2023 年 3 季度 GDP 环比负增长、4 季度环比零增长，濒临“技术性”衰退；德国在 2023 年 2 季度和 3 季度环比零增长、4 季度环比负增长，并可能在今年 1 季度再次环比负增长，届时也将陷入“技术性”衰退。

**全球通胀顽固性超预期风险上升。**2024 年以来，全球通胀总体仍缓慢下行，但速度明显放缓。1 季度美国 CPI 略有反弹，核心 CPI 下降速度显著放缓，日本 CPI 与核心 CPI 均有所上升。通胀超预期粘性的风险仍不可忽视。首先，地缘政治冲突、极端气候等供给冲击爆发概率仍大，可能扰乱全球供应链，推高通胀。乌克兰危机、巴以冲突、红海危机等地缘冲突频发，并存在升级风险，可能严重干扰全球产品生产与运输，推动通胀上升。近期，油价已经出现明显反弹。其次，劳动力市场紧张仍支撑通胀，美国经济韧性超预期持续。本轮全球通胀下行过程中，失业率并未明显上升，劳动力市场普遍紧张，对通胀形成支撑。美国、欧元区、日本等发达经济体失业率仍处于历史低位。1 季度，美国新增非农就业超预期，失业率仍未出现明显上升，经济韧性的持续性超出预期。再次，货币政策校准失误概率增大。美联储已就降息与市场进行了较长时间的沟通，若再次加息对市场震动太大，美联储只好维持当前利率，但如果证实当前利率仍未达到足够紧缩程度，则通胀甚至可能出现抬升风险。欧元区因经济较差，已考虑降息，也会对全球通胀产生压力。2024 年美国大选异常激烈已成定局，对经济下行的容忍度可能显著下降。如果央行过快宽松甚至出现失误，同时出现意外供给冲击，通胀下降进程将出现显著波折。

全球房地产部门风险积压，长期增速放缓加重金融压力。主要央行加息以来，主要房地产部门的风险逐渐显现。根据 IMF 的报告，自 2022 年底以来，全球实际房价一直在下跌。在浮动利率按揭贷款占比较高且房价高于疫情前平均水平的国家，其房价跌幅已达到两位数。在高利率环境下，全球商业地产融资可能面临缺口。2024 年美国商业房地产和多户型房地产将有超过 9000 亿美元的债务需要再融资或出售，比先前的估计高出 40%。美国银行于一季度发布的全球基金经理人调查报告，约 40% 的基金经理将美国商业房地产视为最可能造成信贷违约事件的源头，另有 22% 的基金经理将中国房地产视为最大威胁。此轮高利率环境下全球金融市场的平稳主要基于经济“软着陆”预期。当前地缘政治冲突事件频发，如果地缘政治风险带动通胀上升，主要经济体央行将再次不得已收紧货币条件，全球经济“软着陆”预期可能落空。金融市场将面临突如其来的预期切换和资产价格调整，高债务部门将承受巨大压力，并可能会触发负反馈循环、再次考验全球金融体系的抗风险能力。长期增长放缓、实际利率高企会进一步增加高债务部门的债务负担，同时拖累债权人的资产负债表状况，破坏债务可持续性、加剧金融风险累积。世界银行于 2024 年 1 月发布的最新展望认为，全球经济正面临近 30 年来增长最疲软的 5 年；如果不进行重大调整，2020 年代将成为全球经济失去的十年。。

**主要央行货币政策不确定性上升，部分央行可能推迟加息。**主要央行货币政策主要面临两个方面的不确定性：一是经济形势存在不确定性。主要经济体可能会出现“硬着陆”、“软着陆”或“不着陆”等多种情形，而基于不同情形实施降息策略，其影响存在质的差异。欧央行更可能在经济“硬着陆”或“软着陆”情形下实施降息，美联储则可能在经济“软着陆”或“不着陆”情形下实施降息。二是首次降息时点存在不确定性。伴随着经济“硬着陆”压力加大，欧央行可能在今年 6 月开始降息。而由于今年 1 季度，经济持续在高于潜在增速水平运行，整体通胀出现反弹，核心通胀具有粘性，美联储可能迟至今年 9 月开始降息。

全球经济不确定性增加和下行风险偏大，可能对我复苏基础不牢的经济产生超预期的冲击，我应加快动用政策工具，积极应对外部环境变化。具体可考虑以下三方面举措：

**一是，强化宏观政策逆周期和跨周期调节。**当前我经济运行面临的突出矛盾依然是有效需求不足，我需要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具

创新和协调配合。首先，货币政策稳中偏松。由于 2022 年以来，主要经济体持续加息，导致我资本外流和汇率贬值压力较大，在一定程度上限制了我货币政策宽松的空间。2024 年，尽管主要央行货币政策转向的时点具有不确定性，但转向宽松的方向已基本确立，这有助于缓解我资本外流和汇率贬值压力，我货币政策宽松空间将进一步打开。因此，我应立足于国内经济运行的内在需求，货币政策稳中偏松，进一步降低企业和居民部门的融资成本。其次，我应实施更加积极的财政政策，适当提高中央财政赤字率。同时，加强货币政策与财政政策的协调配合，尤其是注意货币政策应着力于进一步降低财政融资成本，以及为财政发债提供足够的流动性支持。

**二是，提高人民币汇率弹性，在高水平开放中强化金融安全网。**发挥汇率对国际收支的自动平衡器作用，提高人民币汇率弹性，发展人民币汇率衍生品市场。推动金融市场高水平制度型开放，吸引境外主权资金和长期资金流入，以增强纽带和联系保障我金融安全。推动国内市场规则、制度不断与国际接轨，提升信用评级、信息披露等关键微观制度质量。确保国内金融管理水平与高水平对外开放相匹配。强化金融安全网，以市场化、法治化的手段处置金融风险，完善央行最后贷款人的职能。加强跨境资本流动的宏观审慎管理，预防资本外逃、加强反洗钱工作。完善覆盖全市场的宏观审慎管理，以积极的行动和沟通增强市场信心，维护我资本市场稳定。加强与主要经济体金融管理部门协调配合，降低大型金融机构和企业破产对我金融市场的溢出和冲击。

**三是，加强经济政策的国际协调，提升政策有效性。**一方面，加强宏观审慎政策协调，化解全球金融风险。应提高在多边框架下开展债务处置的效率和国家覆盖范围，同时更为充分利用 SDR 增发契机，通过 SDR 再分配机制为有关债务国提供信用增级。完善货币互换、区域金融安全网等机制，提升应对金融风险的能力。另一方面，应加强不同经济体财政、货币、贸易、产业政策协调，提升反通胀政策有效性。美国货币政策对全球金融周期有显著影响，仅靠美国货币紧缩抑制通胀对全球代价高昂。当前，全球化出现明显波折，贸易摩擦、产业链回流、各种安全审查等显著增加了全球供应链成本，削弱了经济效率。通过国际协调降低贸易壁垒、促进跨国投资，提升全球供应链效率，从源头上降低通胀，大幅减少全球反通胀成本，促进经济增长。

## 美国经济：继续扩张

2024 年 1 季度，美国经济继续扩张，经济增速可能低于 2023 年水平，但仍高于潜在增速水平。从增长动能来看，消费和政府支出依然是美国经济增长的重要动能，国内私人投资对经济的拉动作用也开始显现。美联储在 3 月议息会议继续暂停加息，年内降息仍是主流预期，但降息预期不断减弱，首次降息时点和降息次数具有很大的不确定性。

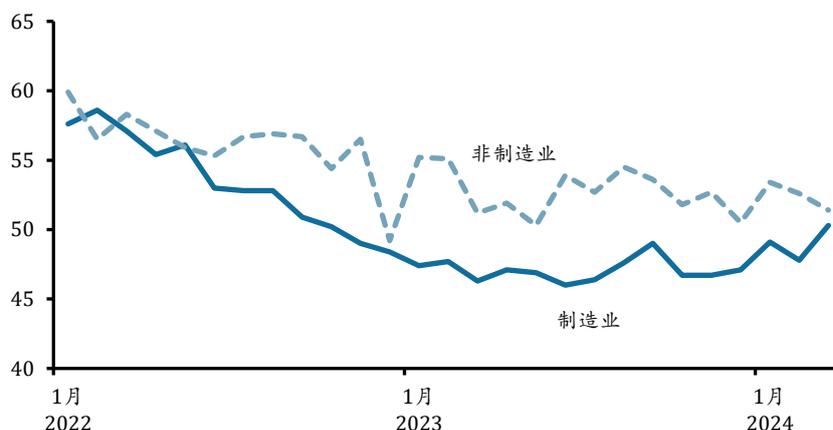
### 一、经济运行形势

**1 季度美国经济增速继续高于潜在增速。**

**制造业 PMI 重返扩张，非制造业 PMI 继续扩张。**1-3 月美国制造业 ISM 编撰的 PMI 分别为 49.1、47.8 和 50.3，时隔 16 个月重返荣枯线之上；非制造业 PMI 分别为 53.4、52.6 和 51.4，连续 15 个月处于荣枯线之上，且高于去年 4 季度的均值 51.7。

此前美国制造业 PMI，创下互联网泡沫危机以来、最近二十年最长萎缩周期。尽管目前无法确认美国制造业扩张趋势是否已确立，但结合 Markit 编制的 PMI 已连续 3 个月位于荣枯线之上，这表明美国制造业整体需求积极，产出增强。

图表 4 美国制造业和非制造业 PMI (ISM)



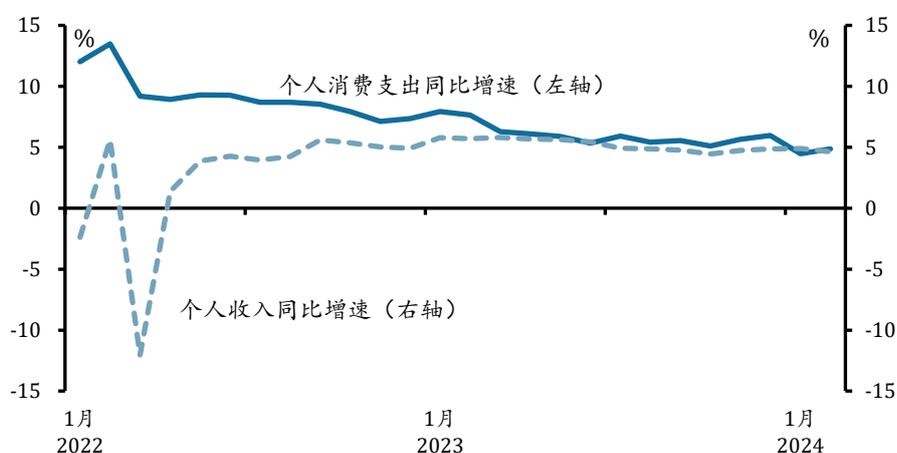
数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

**个人收入与支出增速稳中趋降。**2024 年 1 月至 2 月美国个人收入同比增速分别为 4.9% 和 4.6%，美国个人消费支出同比增速分别为 4.5% 和 4.9%，个人收入与消费支出的增速稳中趋降。收入增速已接近疫情前水平，支出增速仍高于疫情前水平。

1 月至 2 月，美国轻型机动车总销量的折年数分别为 1500 万、1581 万辆，环比增长率分别为-5.2%和 5.4%。2023 年以来，美国汽车库存水平明显抬升，但仍显著低于疫情前水平。沃德估算 2024 年 2 月美国汽车库存为 29.4 万辆，高于 2022 年的月度均值为 11.7 万辆，低于 2019 年的月度均值 69.6 万辆。

1 月至 2 月，美国零售销售额分别环比增长-1.1%和 0.6%；核心零售销售额分别环比增长-0.8%和 0.2%。从趋势上看，2 月零售销售和核心零售销售环比皆由负转正，但仍不及预期，且低于去年 4 季度的均值。

图表 5 美国个人收入与消费支出



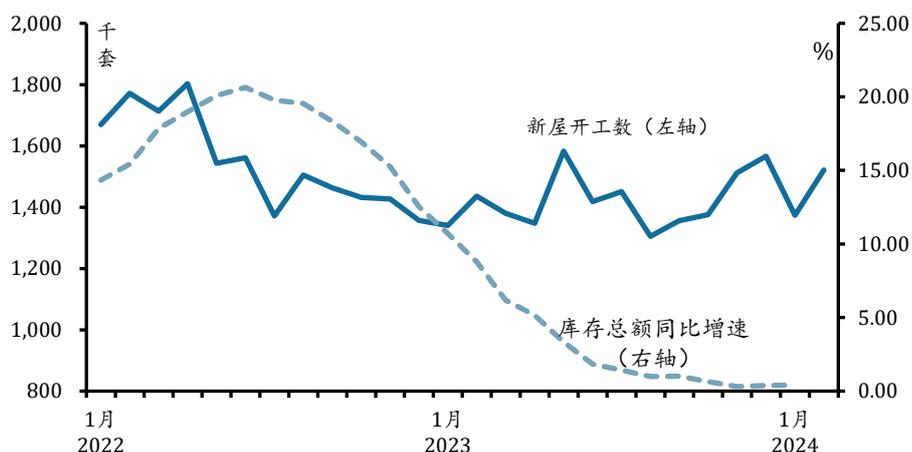
数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

房地产市场有望筑底回升，企业去库存周期拐点或现。疫情以来，低利率、财政纾困政策对于居民收入的补贴、以及疫情引发的居家办公需求是推动美国房地产投资和开工持续增长的主要原因。伴随着利率回升和房价上涨，2022 年美国房地产市场遭遇向下调整，但在 2023 年有所企稳。尤其是在二手房库存极其有限的情况下，新屋开工数明显企稳。2024 年 1 月至 2 月，美国新屋开工数分别为 137.4 万和 152.1 万套，环比变化分别为-12.3%和 10.7%；新建住房销售折年数分别为 66.4 万和 66.2 万套，环比变化分别为 1.7%和-0.3%；成屋销售折年数分别为 400 万和 438 万套，环比变化分别为 3.1%和 9.5%；成屋库存分别为 101 万和 107 万套，略低于去年 4 季度的均值 109 万套。

美国住房销售增加，主要源于住房抵押贷款利率明显回调，从去年 4 季度的均值 7.3% 回落至今年 1 季度的均值 6.8%。展望未来，伴随着美联储开始降息，美国住房抵押贷款利率的下降，家庭购买能力和意愿将趋于上升。较低的成屋库存水平，意味着新屋开工数量可能继续增加，美国房地产市场有望筑底回升。

2022 年 7 月美国企业库存同比增速达到峰值 18.5%，此后开始下降，步入去库存周期。截至 2024 年 1 月，美国库存总额同比增速已降至 0.4%。从美国制造业 PMI 的新订单指数来看，1 月至 3 月该指数分别为 52.5、49.2 和 51.4，已回到荣枯线之上，暗示美国企业去库存周期的拐点或将至。

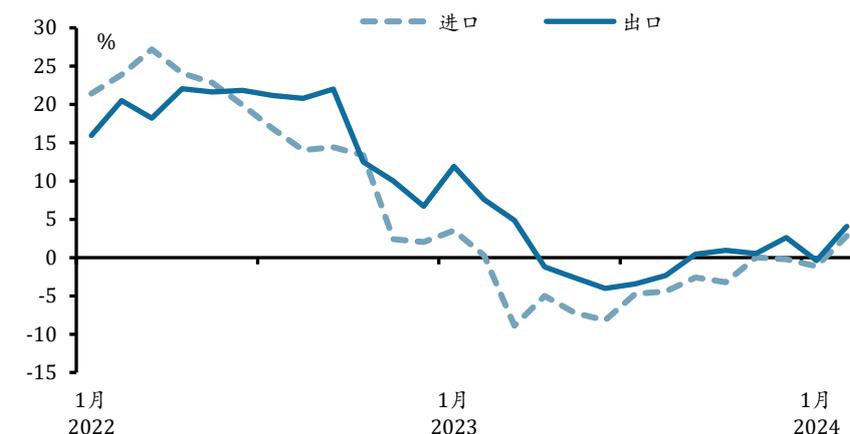
图表 6 美国新屋开工和企业库存周期



数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

**贸易逆差低位扩大。**2024 年 1 月至 2 月，美国出口同比增速分别为 -0.4% 和 4.1%，进口同比增速分别为 -1.1% 和 2.8%，贸易逆差分别扩大至 676 亿和 689 亿美元。整体来看，1 月至 2 月，美国贸易逆差高于去年 4 季度的月度均值 640 亿美元。从趋势看，美国出口与进口增速正在筑底向上。

图表 7 美国对外贸易



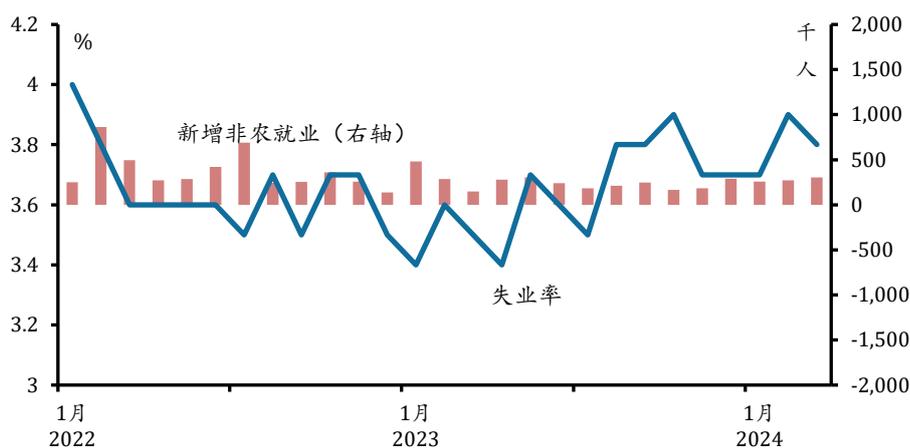
数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

失业率维持在低位，劳动力市场基本面依然强劲。2024年1月至3月，美国失业率分别为3.7%、3.9%和3.8%，失业率已连续26个月保持在4%以下，创下20世纪60年代末以来最长纪录；新增非农就业分别为25.6万、27万和30.3万人；劳动参与率分别为62.5%、62.5%和62.7%；平均时薪同比增速分别为4.4%、4.3%和4.1%，环比增速分别为0.5%、0.2%和0.4%。分行业看，医疗保健、休闲和酒店以及政府部门是非农就业增长的重要来源。劳动力供给增加的同时，失业率下降，似乎暗示美国劳动力市场需求旺盛、就业市场十分紧张。3月就业数据公布后，市场推迟美联储首次降息时点和减少年内降息次数的预期。

不过，关于美国就业数据“高估”的质疑增多。首先，费城联储在最新的季度报告中指出，美国劳工统计局（BLS）公布的就业数据存在严重失真，实际新增岗位被大幅高估，2023年被高估了80万个，2024年可能会进一步高估。其次，新增的就业人数主要由兼职拉动，全职岗位的增长陷入停滞。2024年3月，全职工作总量减少了6000个，而兼职工作总量却大幅增加了69.1万个。

整体来看，美国劳动力市场趋于平衡，2月职位空缺数与失业人数比值下降至1.36。

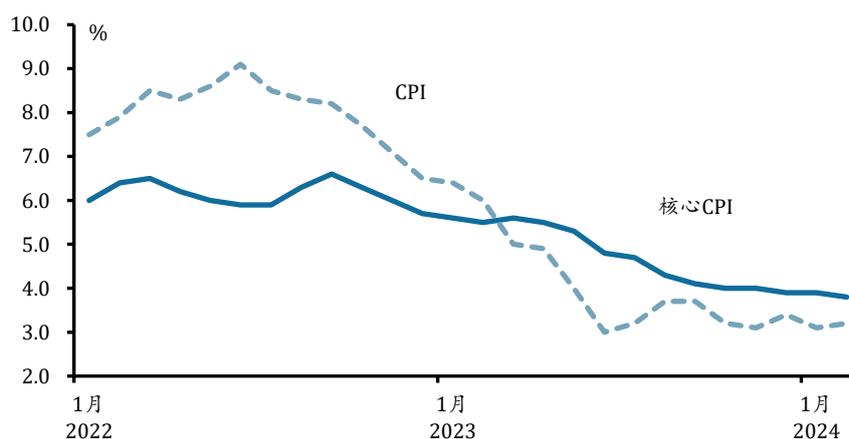
图表 8 美国劳动力市场



数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

整体通胀上升，核心通胀表现出超预期粘性。2024 年 1 月至 3 月，美国 CPI 同比增速分别为 3.1%、3.2%和 3.5%，环比增速分别为 0.3%、0.4%和 0.4%；核心 CPI 同比增速分别为 3.9%、3.8%和 3.8%，环比增速皆为 0.4%。1 月至 2 月，PCE 同比增速分别为 2.4%和 2.5%，环比增速分别为 0.4%和 0.3%；核心 PCE 同比增速分别为 2.9%和 2.8%，环比增速分别为 0.5%和 0.3%。地缘政治动荡和全球经济复苏导致国际能源价格回升，这为美国整体通胀走势增加了不确定性因素。美国劳动力市场持续紧张，对核心通胀形成较强支撑，导致核心通胀回落速度十分缓慢。

图表 9 美国通货膨胀



数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

美债收益率曲线倒挂幅度小幅收窄。2022 年 7 月以来，10 年期和 2 年期美债收益率开始持续倒挂；10 月以来，10 年期和 3 个月期美债

金融市场情绪乐观。

收益率开始持续倒挂。2023 年美国 10 年期和 2 年期美债收益率倒挂程度最大时超过 100bp，创下近四十年来最大值。2023 年 4 季度，在美联储降息预期的推动下，10 年期美债收益率快速下降，导致美债收益率曲线倒挂幅度扩大。2024 年 1 季度，由于通胀超预期反弹和劳动力市场超预期强劲，市场对美联储降息预期的减弱，10 年期美债收益率反弹，美债收益率曲线倒挂幅度小幅收窄。

**美元指数震荡回升。**2023 年 4 季度，在市场对美联储降息预期的推动下，美元指数深度回调，从 106.2 下跌至 101.4，下跌了 4.5%。2024 年 1 季度，在美联储降息预期推迟和欧央行降息预期前置的推动下，美元指数明显反弹，回升了 3.1%。

**美股创下历史新高。**在经济基本面健康、美联储降息预期以及人工智能热潮的带动下，美股创下历史新高。2024 年 1 季度，道琼斯工业指数、标准普尔 500 指数、纳斯达克指数分别上涨 5.6%、10.2%和 9.1%。

## 二、宏观政策分析

美联储认为通胀与就业风险已取得平衡。

**美联储在 3 月议息会议继续暂停加息，维持年内 3 次降息预期不变。**美联储 3 月议息会议声明，宣布继续暂停加息，即维持联邦基金利率在 5.25%-5.5%目标区间，符合市场预期。缩表方面，美联储将按照原有计划，即每月被动缩减 600 亿美元国债和 350 亿美元机构债券和 MBS。点阵图显示，2024 年政策利率预测中值为 4.6%，对应累计降息 3 次；2025 年利率预测中值在 3.9%，对应降息 2 次；上修长期利率预测中值，由 2.5%至 2.6%。

**美联储大幅上调 2024 年经济增长预期。**美联储大幅上调 2024 年实际 GDP 增速至 2.1%，小幅上修 2025 年实际 GDP 增速至 2%；小幅下修 2024 年失业率至 4.0%，维持 2025 年失业率在 4.1%；维持 2024 年 PCE 通胀率为 2.4%，上修核心 PCE 通胀率至 2.6%，基本维持 2025 年 PCE 通胀率和核心通胀率在 2.2%左右。

**3月议息会议释放三个重要信号：**一是美联储将经济调整为更乐观情景；二是降息节奏总体不变，显示政策更倾向于就业；三是中长期利率水平或提升。不过，近期新公布的经济数据显示，3月美国就业和通胀数据均超预期强劲，这可能导致美联储推迟年内降息时点和减少降息次数。

### 三、美国经济形势小结与展望

**美国经济继续扩张。**

根据美国亚特兰大联储 GDPNow model 在 4 月 10 日的估计，预计美国 1 季度 GDP 环比折年率为 2.4%。一方面，美国经济继续扩张，GDP 增长率仍高于潜在增速水平，尤其是如果制造业确定走出萎缩区间，投资可能成为推动美国经济继续扩张的重要动能。另一方面，尽管劳动力市场维持强劲，但伴随着美国家庭超额储蓄的耗尽和高利率对消费的抑制作用，消费对经济的强势拉动作用可能趋于减弱。综合来看，短期内，美国经济仍将维持扩张；中长期内，美国经济增速将向长期趋势回归。

图表 7 展示了高频数据反映的美国经济运行状况。2023 年，WEI 趋势平稳向上；2024 年 1 季度，WEI 出现明显回调后企稳。这表明美国 GDP 增速或低于 2023 年，但仍较为强劲。

**图表 10 美国经济运行状况：高频数据**



数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

## 欧洲：双速复苏

2024年第1季度，欧元区综合PMI在服务业活动复苏的推动下温和回升，并于3月实现了自2023年5月以来的首次扩张，但区内制造业活动依旧低迷，制造业PMI连续19个月位于荣枯线以下。受服务业和制造业表现不平衡的影响，意大利、西班牙等南欧国家在1季度经济表现显著优于德国、法国等核心国，使欧元区内开始形成双速复苏的格局。与此同时，欧元区通胀水平持续回落，带动消费者和投资者信心边际改善，但高利率环境仍在对居民消费和企业投资形成抑制。目前市场普遍预期欧洲央行将在6月启动降息，这将在一定程度上为欧元区下半年经济活动复苏提供支持。但就短期而言，贸易疲软、私人部门支出放缓的情况难以出现逆转，欧元区经济仍将保持低迷，预计2季度欧元区GDP环比增长率约在0.1%-0.3%左右。

### 一、经济运行态势

#### PMI温和回升。

**PMI温和回升。**2024年1-3月，欧元区20国综合采购经理人指数（PMI）呈温和回升态势，季度均值为49.1，较2023年第4季度47.2的季度均值小幅上行。其中，欧元区的商业活动在3月实现了自2023年5月以来的首次扩张，综合PMI由2月的49.2上升至50.3，超出市场预期。

然而，从行业层面来看，这一复苏进程并不平衡。受新订单减少、红海冲突扰乱航运等因素的影响，欧元区制造业仍在持续收缩，制造业PMI从1月的46.6连续经历了两个月的下滑来到3月的46.1。欧元区服务业则显示出强劲的复苏势头，PMI季度均值为50.0，高于前一个季度的48.4。其中，3月欧元区服务业PMI更录得9个月以来的最高值51.5，成为推动欧元区综合PMI重返扩张区间的主要驱动力。

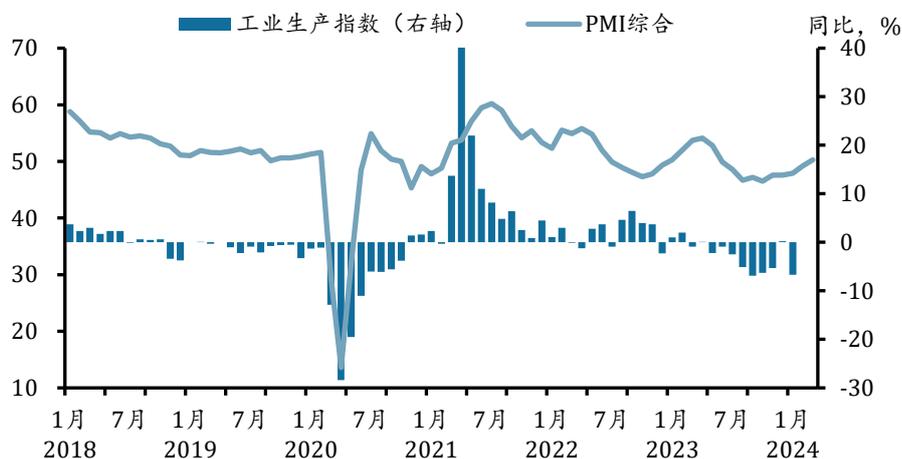
在国家层面上，德国和法国的制造业依然表现不佳。3月德国制造业PMI为41.9，较2月的42.5进一步下滑，创5个月来最低纪录。法国制造业PMI则从2月的47.1下滑至46.2，同样十分低迷。不过，意大利制造业PMI却在3月创下一年以来的最高纪录，

达到 50.4，西班牙制造业 PMI 也连续第 2 个月处于扩张区间，为 51.4。服务业方面，3 月德国服务业 PMI 终于结束持续 5 个月的收缩，由 2 月的 48.3 攀升至 50.1，意大利和西班牙表现则更加优异，3 月意大利服务业 PMI 为 54.6，西班牙服务业 PMI 为 56.1，均较 2 月（分别为 52.2 和 54.7）进一步大幅改善。然而，法国服务业 PMI 在 3 月还在继续收缩，且较 2 月的 48.4 下降了 0.1 至 48.3，是连续处于荣枯线下方的第 10 个月。

法国方面，12 月法国综合 PMI 为 44.8，连续第七个月处于荣枯线下方。其中，服务业 PMI 连续第四个月上行，从 11 月的 45.4 小幅升至 45.7。制造业 PMI 则再创新低，从 11 月的 42.9 下降至 42.1，为 2020 年 5 月以来的最低值。

从工业生产指数来看，1 月欧元区工业产出遭遇大幅下滑，经季节调整后环比下降 3.2%，下降幅度显著大于预期的 1.8%；同比下降 6.7%，降幅同样高于预期的 2.9%。具体来看，1 月资本品产出降幅最大，下降了 14.5%，消费品也出现下滑。相比之下，中间产品和能源产品则小幅上涨。

图表 11 PMI 温和回升



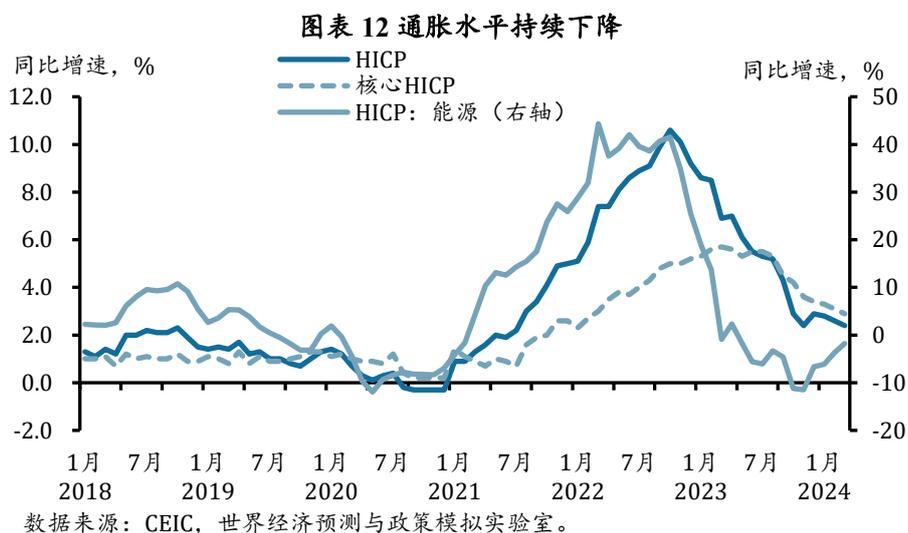
通胀水平持续下降。

通胀水平持续下降。2024 年 3 月份欧元区消费者调和价格指数（Harmonised Indices of Consumer Prices, HICP）同比增长 2.4%，较 2 月的 2.6% 下行 0.2 个百分点。剔除波动较大的食品和能源价

格后，3月欧元区核心 HICP 同比增速为 2.9%，低于 2 月的 3.1%，达到 2022 年 3 月以来的最低水平。

从分项来看，食品、酒精和烟草同比增速放缓，达到 2.7%（2 月为 3.9%），其次是非能源工业品同比增速 1.1%（2 月为 1.6%），能源价格下滑放缓至 1.8%，而 2 月能源价格的降幅达到了 3.7%。服务业价格同比增长率则与 2 月持平，同比增速为 4%。

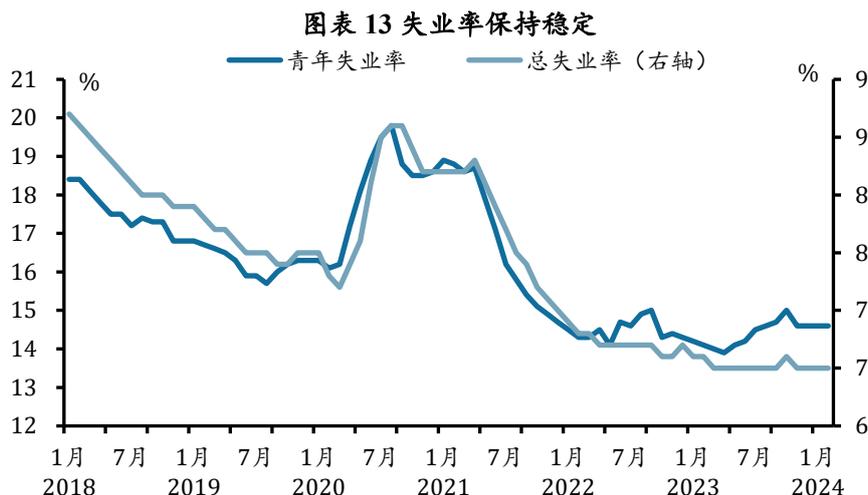
从国别来看，3 月德国通胀率为 2.3%，较 2 月的 2.7% 下降了 0.4 个百分点，法国通胀率为 2.4%，亦较 2 月的 3.2% 显著下降。西班牙通胀率在政府取消了一些控制能源成本的支持措施后有所回升，从 2 月的 2.9% 上升至 3 月的 3.2%，3 月意大利的通胀率也出现了回升，从 2 月的 0.8% 上升至 1.3%。



### 失业率保持稳定。

**失业率保持稳定。**2024 年 2 月欧元区 20 国经季节性调整后的失业率为 6.5%，连续第四个月保持在该水平，较 2023 年同期下降 0.1 个百分点。同时，根据欧盟统计局估计，2 月欧元区失业人数约为 1110.2 万，较 1 月增加 1.7 万人，较 2023 年 2 月减少 3 万人。

2024 年 2 月欧元区 20 国青年失业率为 14.6%，也是连续第四个月保持在该水平上，较 2023 年同期的 14.1% 上升 0.5 个百分点。2 月欧元区青年失业人数为 231.9 万，比前一个月减少 4 千人，较 2023 年同期增加 9.1 万人。



## 二、支出法 GDP 分解

### 消费者信心改善。

**消费者信心改善。**在经历 1 月的小幅下探之后，欧元区消费者信心在 2 月和 3 月不断改善，最终从 1 月的-16.1 上行至 3 月的-14.9。其中，对家庭财务状况看法的改善以及对整体经济状况负面估计的减轻是支持消费者信心回升的主要动力。

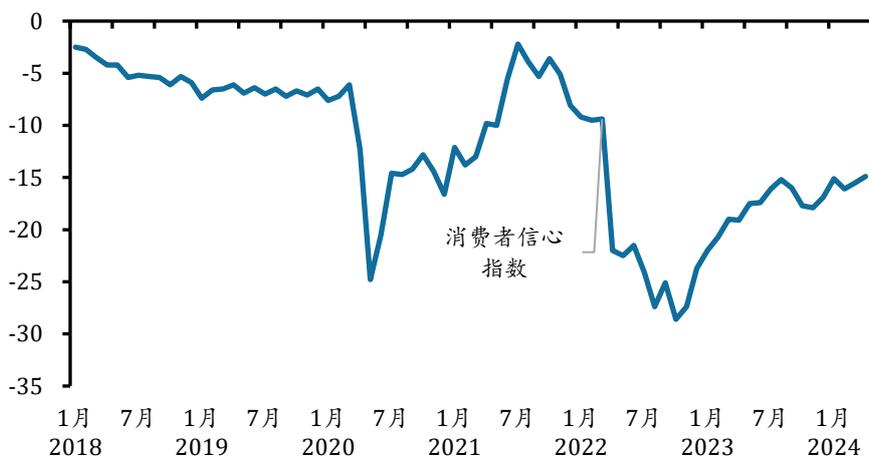
从主要成员国来看，德国 2024 年 4 月 GFK 消费者信心先行小幅从前一个月的-28.8 回升至-24.7，超过此前市场预估的-27.8。这是德国消费者信心在年内的最高水平，反映出德国消费者对收入预期的改观（从 3 月的-4.8 上升至-1.5）以及对经济前景的改观（从 3 月的-6.4 上升至-3.1）。不过，德国居民的消费倾向小幅恶化，从 3 月的-15.0 下滑至-15.3，保持在近两年的低位上。

法国方面，2024 年 3 月法国 Insee 综合消费者信心指数从 2 月的 90 上行了 1 个点至 91，与 1 月持平。其中，居民的购买意向大幅提升，从 2 月的-40 上行至-34，对于失业的恐惧也显著降低，从 2 月的 26 下降至 22。

就欧元区的零售状况而言，2024 年 2 月，欧元区经季节与工作日调整后的零售规模环比下跌了 0.5%，同比下跌了 0.7%。其中，环比下降幅度最大的是汽车燃料类产品的销售，下降了

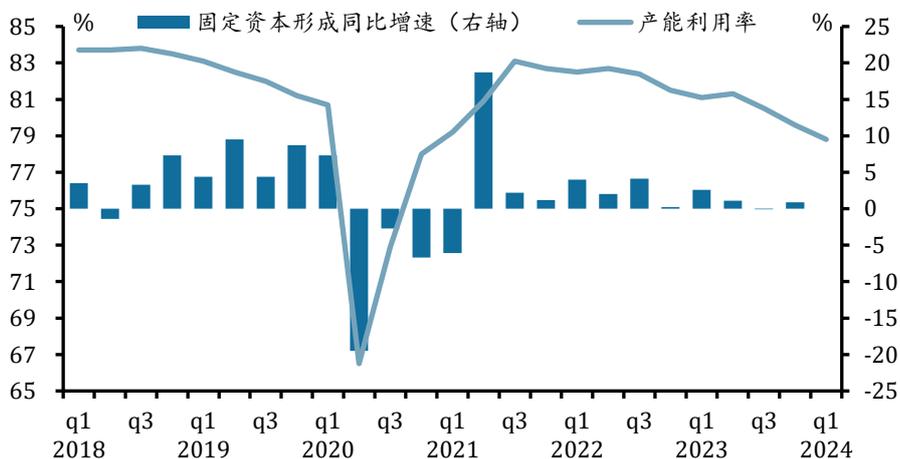
1.4%。德国零售销售规模的环比下降幅度是成员国中最大的，降幅达 1.9%。

图表 14 消费者信心改善



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 15 企业投资继续低迷

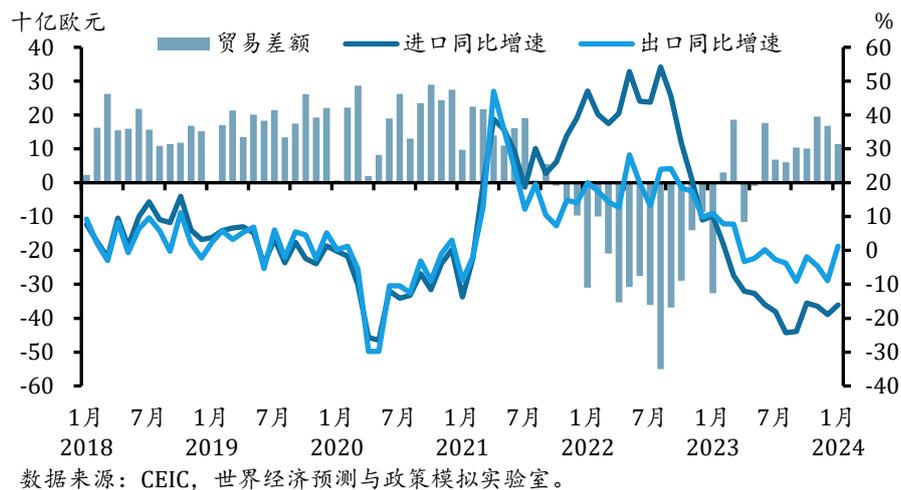


数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

企业投资继续低迷。

企业投资继续低迷。2023 年 4 季度，欧元区固定资本投资环比增长 0.9%，非建筑类企业投资（剔除爱尔兰的无形资本投资）环比下降 1.6%，收缩显著。根据欧央行经济公告的分析（Economic Bulletin, Issue 2/2024），企业投资的收缩主要是由于积压订单的消耗以及新订单的减少，反映出整体经济活动的疲弱和货币政策在经济中较为强烈的传导效果。不过，3 月欧元区 Sentix 投资者信心指数仍在持续改善，从 2 月的-12.9 上升至-10.5，连续第五个月回升，同时，2024 年 1 月欧洲央行调查显示，企业对用于固定资本投资的长期贷款需求有望在 1 季度转入正值区间，表明尽管短期内欧元区企业投资依旧难逃低迷的命运，但在中长期得到修复的可能性有所增加。

图表 16 进口持续收缩，贸易顺差大幅增长



进口持续收缩，贸易顺差大幅增长。

进口持续收缩，贸易顺差大幅增长。2024 年 1 月，欧元区 20 个国家与全球其他地区经季节调整后的货物贸易顺差为 281 亿欧元，较 2023 年 12 月的 143 亿欧元顺差大幅增长。从进出口规模来看，欧元区 1 月经季节调整的出口规模为 2390 亿欧元，环比增长 2.1%，同比增长 1.3%；进口规模为 2109 亿欧元，环比下滑 4.0%，同比下滑 16.1%。1 月欧元区内部的货物贸易经季调后的规模为 2131 亿欧元，较前一个月的 2121 亿欧元环比小幅上涨了 0.5%。

### 三、政策走势

#### 降息预期降温。

**降息预期降温。**2024年3月7日，欧洲中央银行召开货币政策会议，继续按兵不动，维持三大关键政策利率不变，与此前市场预期一致。在此次货币政策会议上，欧洲央行下调了其对欧元区通胀水平的预期。根据目前的预期，欧元区2024年平均通胀率约为2.3%，2025年为2.0%，较2023年12月做出的2.7%和2.1%的预测均有所下降。欧洲央行行长拉加德会后表示，欧洲央行内部已开始讨论缓和限制性立场的问题，并且指出不会等到通胀率达到2%才采取行动。

拉加德表示，随着过去供应冲击的影响继续消退以及紧缩的货币政策打压需求，今年1月多数潜在通胀指标进一步下降。然而，价格压力仍在上升，部分原因是工资强劲增长和劳动生产率下降。不过有迹象表明，工资增长已开始放缓。

目前欧元区通胀放缓速度快于预期，市场普遍预计欧洲央行将于6月开始稳步渐进的降息之路，将存款机制利率下调25个基点，随后以类似的幅度每个季度进行一次下调，并至少持续到2025年底。届时存款机制利率将从现在创纪录的4%降至2.25%。

#### 欧盟出台首份国防工业战略。

**欧盟出台首份国防工业战略。**2024年3月5日，欧盟委员会公布欧盟首个《欧洲国防工业战略》，旨在通过防务产业调整带动军备投资，推动新版《欧洲防务工业计划》尽快落地。

该战略就加强欧盟国防工业能力明确了长期愿景，提出要重点加强由欧洲防务基金扶持的研究项目，鼓励欧盟成员国共同采购军事装备，并减少对美国等第三国的依赖，最终实现到2030年各成员国订购军事装备的50%由欧洲自产的目标。

根据“计划”草案，欧盟和北约将按照“单一部队建设原则”，确保在防务领域协同互补。不过，提升防务能力需要大量资金，此前，欧洲理事会主席米歇尔提出了创建欧洲国防债券的想

法，旨在为欧盟共同军事支出提供单一资金来源，但在 3 月 21 日举行的欧盟峰会上，各成员国对此提议存在分歧。

#### 四、经济形势展望

**双速复苏格局初步显现。**

双速复苏格局初步显现。从 2024 年第 1 季度的一系列经济指标来看，欧元区内双速复苏的格局正在形成。以意大利和西班牙为首的南欧国家由于受制造业低迷以及能源危机的冲击较小，经济在旅游和服务业活动的支持下表现出较强韧性。同时，作为欧盟 8000 亿复苏基金的最大受益者，意大利和西班牙等南欧国家对经济活动的财政支持也相较德国、法国等更为积极。可以说，南欧国家良好的经济表现以及服务业活动的强劲复苏是 1 季度欧元区整体经济能够保持弱增长的主要动力。

然而，从总体上来看，短期内欧元区的经济前景依然不容乐观。高利率环境下，居民消费支出继续受到抑制，企业投资低迷，同时由于外部需求放缓和竞争力下降，企业出口和新订单都在减少，制造业活动萎缩的局面可能还将持续一段时间。而随着各成员国向财政规则的逐步回归，南欧国家将面临削减政府债务的压力，优异的经济表现可能也难以为继，无法担负起拉动欧元区经济复苏的角色。因此，预计欧元区经济活动在第 2 季度表现依旧疲弱，环比增长率约在 0.1%~0.3%左右。

**通胀压力有望进一步缓解。**

通胀压力有望进一步缓解。随着能源供给冲击的逐步消退，以及紧缩性货币政策的持续，大多数通胀指标在 1 季度都呈现出下降趋势，通胀压力缓解程度超出预期。目前，劳动力成本上升开始成为通胀的主要驱动力，但随着通胀补偿效应的消退，未来名义工资的增长有望逐渐放缓，促使区内通胀水平保持在下行轨道上。预计 2 季度欧元区通胀将继续温和下行，但下行速度进一步放缓，季度平均 HICP 将继续保持在 2%~3%的区间内。

## 日本：货币政策显著调整不改经济运行大势

2024 年第一季度，日本经济整体不温不火。制造业 PMI 依然一直处在荣枯线之下，服务业 PMI 相较于 2023 年第四季有所好转，整体依然处在荣枯线之上，但并不强劲。消费和投资从同比增速角度看依旧较为疲软，这也成为日本央行转变货币政策的掣肘。伴随着 CPI 同比增速持续高于 2% 以及“春斗”提涨工资的效果较好，日本央行还是在 3 月份的政策会议上对货币政策进行了调整。不过此次货币政策调整可谓是“信号意义大于实质意义”。受到日本经济温而不暖，以及居民收入和消费状况的制约，所谓的“加息”力度比较有限且符合市场预期。日本货币政策调整后，金融市场运行轨迹并未发生根本改变，预计未来日本股市、汇市和债市的运行状况依然主要显著受到国际金融市场尤其是美国金融市场的影响。

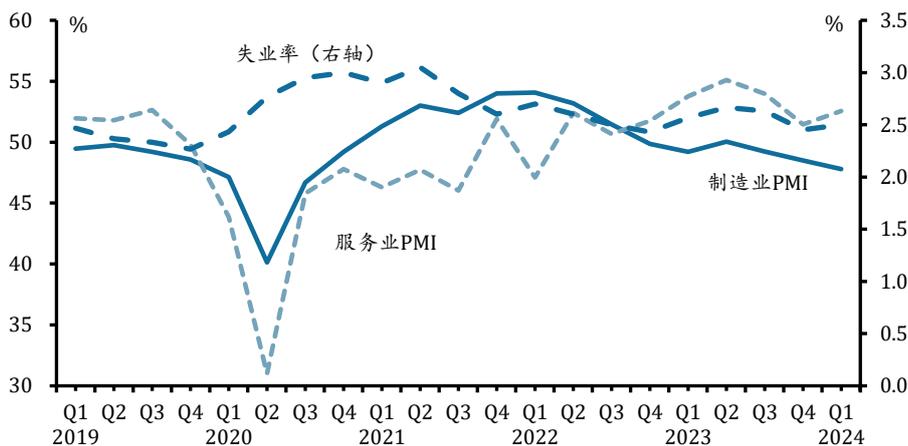
### 一、日本国内宏观经济整体表现不温不火，为日本银行调整货币政策创造了一定条件

**2024 年第一季度  
日本经济表现不温  
不火。**

2024 年第一季度，日本经济整体保持不温不火的状态。1 月到 3 月，日本制造业 PMI 分别为 48.0、47.2 和 48.2，三个月的均值为 47.8。相较于 2023 年第四季度的 48.5 有所下降。1 月到 3 月，日本服务业 PMI 有所反弹，分别为 53.1、52.9 和 51.7，均在荣枯线之上，平均值为 52.6。虽然该值较 2023 年第四季度的 51.5 有所上升，但仍低于 2023 年前三季度的平均水平。并且，前三个月数值呈现出下降态势。虽然日本制造业 PMI 和服务业 PMI 表现不强劲，但整体依然保持较为稳定的态势。第一季度，日本失业率也整体稳定，前两个月分别为 2.4% 和 2.6%。

第一季度 PMI 和就业情况整体稳定，为日本央行调整货币政策创造了非负面条件。但同时，数据也显示出日本经济并不强劲，不具备显著收紧货币政策的条件。

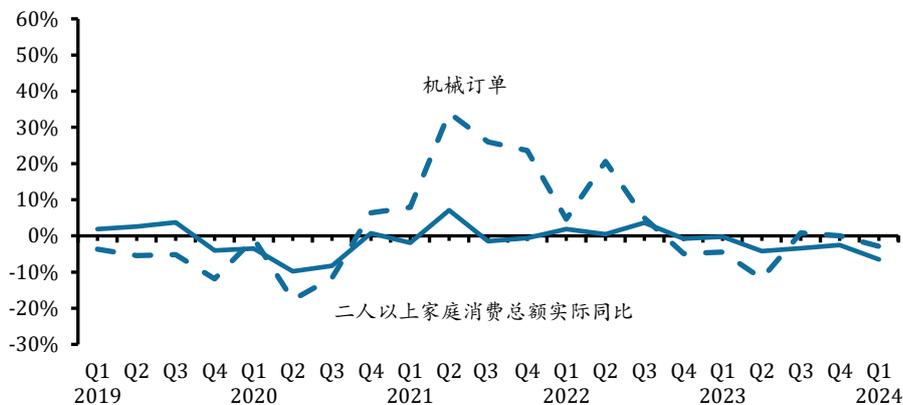
图表 17 制造业 PMI、服务业 PMI 整体稳定但依然不强



数据来源：Wind，日本厚生劳动省，世界经济预测与政策模拟实验室。

在私人部门的机械订单中，制造业机械订单表现较差，1 月同比增速为-13.2%。非制造业的机械订单需求则为 6.5%，表现较好。这也与前述部分制造业 PMI 枯、服务业 PMI 荣相对应。日本机械订单的外需也表现不佳。1 月份同比增速为-4.4%，低于上一年 11 月和 12 月的增长水平。

图表 18 2024 年 1 月份消费和投资依然较为疲弱



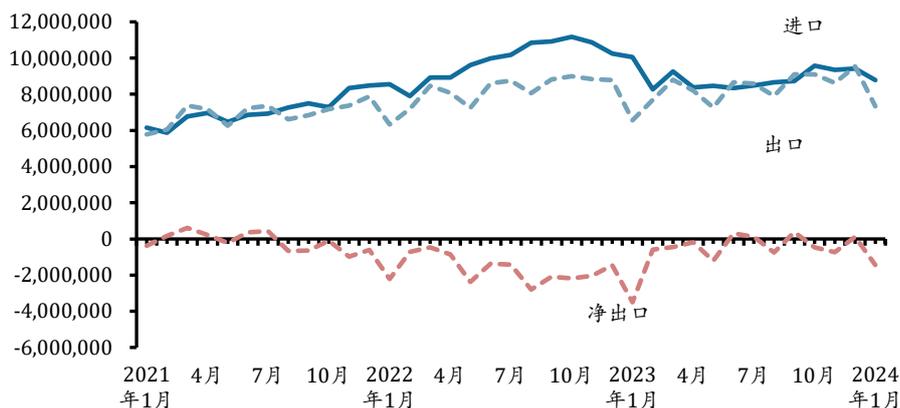
数据来源：日本内阁府，日本统计局，世界经济预测与政策模拟实验室。

注：2024年Q1二人以上家庭商品销售额同比实际增速为2024年1月数据，机械订单总额同比

2024 年 1 月商品贸易逆差扩大。在经历了几个月的小幅顺差、逆差交替局面后，日本商品贸易在 2024 年 1 月再度出现明显逆差。2024 年 1 月，日本出口商品金额为 7.34 万亿日元，进口商品金额为 8.78 万亿日元，逆差 1.44 万亿日元。相较于 2023 年 1 月有所收窄，但却是最近 11 个月的最大值。

出口表现较好的是汽车，数量同比增加 16.1%，总金额同比增加 31.6%。半导体数量同比增加 8.1%，总金额增加 27.5%。相较于 2023 年 1 月进口同比减少的项目主要为煤炭和液化天然气。数量同比减少幅度分别为 6.6%和 28.7%，总金额同比减少幅度分别为 43.2%和 28.7%。

图表 19 2024 年 1 月商品贸易逆差扩大



数据来源：日本财务省，世界经济预测与政策模拟实验室

## 二、对日本银行显著调整货币政策的研判

货币政策调整的  
实际意义有限。

2024 年第一季度，日本货币政策出现显著调整。但整体而言可以定为“信号意义大于实际意义”。

此次日本央行的货币政策调整主要表现在以下几方面。第一是，在有关利率调节方面做出明显改变。在 3 月份之前的会议中（例如 1 月份会议），日本央行一直将短期和长期利率操作作为重要调控目标和手段。其中，短期利率方面明确：日本银行账户中的政策利率为-0.1%。长期利率方面明确：10 年期国债利率向 0%指引，并且无上限买入。

关于所谓“负利率”需要明确的是，此前的-0.1%利率仅涉及到较少部分资金。日本银行的账户体系中，存在“三层构造”（三层构造）。第一层为“基础余额”，由 2015 年的平均余额减去法定存款准备金构成，这部分资金日本银行给与 0.1%的利息。第二层为“宏观加算余额”，这部分构成比较复杂，由法定存款准备金等资金构成，对于这部分资金，日本银行给予 0%利率。第三部分为“政策利率余额”，是

除了以上两层资金之外的资金，对于这部分资金，日本银行给与-0.1%的利率，也即“负利率”特指对这部分资金征收的“保管费”。这部分资金的金额并不大，根据野村研究所的测算，截止到2022年8月10日，日本金融机构大约有5万亿日元的资金承担负利率。而当时日本银行账户中的存款负债为519.7万亿日元，存款准备金负债为458.3万亿日元。所以涉及到负利率的资金量并不大。日本银行在2023年6月7日公布的《2022年度金融市场调节（概要）》中也指出，日本金融机构承担负利率的金额约为5万亿日元。

另外两项关键指标，无担保隔夜拆借利率（短期市场）和10年期国债（长期市场）在3月会议之前也基本稳定。其中前者在2月末3月初依然在-0.1%到0%之间波动，后者在0.7%附近波动。

3月19日，日本央行会议对货币政策做出了如下主要更改。一是，取消了所谓“政策负利率”，取而代之的是将无担保隔夜拆借利率作为短期利率的调控对象，区间定为0%到0.1%。日本无担保隔夜拆借利率“应声大涨”，从3月18日的-0.003%“大涨”到3月20日的0.074%，此后维持在0.077%。二是取消10年期国债收益率波动区间的限制，也即取消了10年期国债收益率的上限限制，不过日本10年期国债收益率表现稳定，没有出现显著上涨。三是取消了对部分资产的购买计划。例如对股票指数EFT基金、不动产投资基金、商业票据、公司债等资产的购买行为停止或逐步缩减，这也会起到一定的紧缩作用。但要注意的是，日本央行资产负债表的数据显示，截止到2024年2月，上述四类资产的总额为46.6万亿日元，日本央行资产总额则为760.4万亿日元。所以对上述资产的购买力度的减弱对日本央行资产负债表的影响有限。在日本银行资产负债表中，国债金额为600.8万亿日元，长期国债为596.7万亿日元，所以日本央行对长期国债的态度更为重要。在此次会议中，日本央行对长期国债的操作没有明显变化。

整体而言，日本央行此次货币政策调整的力度实际上比较有限，金融市场运行轨迹也并未因此而发生趋势性改变。新冠疫情爆发后，

包括日本央行在内的多国央行都采取扩张措施，随着经济回升企稳，物价上涨，全球主要央行又开始采取收紧措施。在紧缩周期中，日本央行的步伐较缓，力度较小，此次也是一次货币政策的“补涨”。与此同时，日本央行长期实施非常规货币政策，在当前全球经济和金融市场相对平静的窗口期，退出非常规货币政策也是适时之举，并且能够为将来腾出更多政策空间。

此次货币政策调整“信号意义大于实际意义”。信号意义较大，主要指的是此次货币政策调整中，日本央行结束了 2016 年以来的“负利率”政策，并且时隔 17 年首次加息，极具标志性特征。但“实际意义”较小，也即收紧力度较小，之所以如此其背后也有宏观基本面原因。首先是日本经济整体力度较弱，日本央行不可能大幅收紧货币政策。虽然“安倍经济学”给日本经济带来了积极因素，但是新冠肺炎疫情期间，日本经济较慢的回复速度依然显示出实施“安倍经济学”之后的日本经济依然比较乏力。疫情影响逐渐消退的 2022 年和 2023 年，日本经济的表现也十分一般——尤其相较于美国。其次是通货膨胀水平基础不牢，大幅收紧货币政策的理由并不充分。虽然从 2022 年开始，日本 CPI 同比增速大幅上行，一度超过 4%，明显高于日本央行此前制定的 2% 通胀目标，但是，日本通胀更多的是输入性通胀，国内的经济政策很难对通胀的高低产生明显影响，而且日本通胀回落较为明显，劳动者收入名义增速不及物价增速，消费名义增速不及物价增速，所以为了制造“工资-价格”螺旋，也为了自己执政的稳固，岸田文雄政府在 2023 年第四季度推出一系列旨在提高民众收入的措施。2024 年“春斗”效果较好，为日本央行加息创造了条件。但毕竟加薪的效果能否传递到居民消费，进而传到到通胀层面，仍需要时间进行观察。这也是日本央行此次收紧货币政策力度较小的原因之一。

### 三、金融市场趋势未因货币政策调整而有所变化

**金融市场运行趋势  
难以改变，日本金**

近两年日本股债汇的变动，主要动因并非在日本国内，更多地是受外部因素影响。

融市场走势还需观察全球金融市场尤其是美国金融市场。

日本股市的起涨始于 2013 年，其中既有“安倍经济学”推出后扩张货币政策所致，也有以美国股市为主的全球股市整体上涨的带动。在货币政策调整幅度较小，并且事前日本央行已对市场有所暗示的情况下，日本股市几乎没有因货币政策调整而出现大幅震荡。

日本 10 年期国债收益率表现也较为平稳。货币政策调整后，收益率没有出现大涨。此前，日本 10 年期国债收益率几度大涨，并在收益率区间上限左右徘徊，曾一度给日本央行带来压力，主要是受到美国 10 年期国债收益率上行的“牵引”。日本银行调整货币政策前，美国 10 年期国债收益率大体稳定，日本 10 年期国债收益率在 0.75% 左右保持震荡，所以当时 1% 的区间上限已经没有实际意义，那么取消掉 1% 的上限，对市场的影响也就有限。此外，日本央行在国债购买方面的政策没有改变，始终留有“底牌”，这也预示着即便美国 10 年期国债收益率再度大幅上行，日本 10 年期国债收益率上行的力度也可能有限，日本央行将用购买行为为国债价格“兜底”。

日元对美元汇率受到日美利差影响较大。这期间两国的 10 年期国债收益率走势都比较稳定，利差也就比较稳定，随着美联储降息的时间和力度的预期不断被推后和减弱，日元就很难强势。再者，无论是政策层面还是市场层面，日本相关利率的变动幅度都很小，与美国市场的波动相比，幅度几乎可以忽略不计。

#### 四、综合评述与展望

日本经济第一季度整体依然不温不火。后续日本经济能够有亮眼表现，工资提升后，需求状况能否有所好转将会是十分关键的因素。甚至将会决定日本央行下一步的货币政策走向。不过，以目前情况，日本经济显著走强的可能性不大，日本央行在短期进一步收紧货币政策的可能性也不大。

金融市场趋势不会因日本央行的货币政策调整而出现根本性变化。判断日本的股、债、汇市场的走向，仍需要关注美国以及全球金融市场走向。

## 东盟韩国：区域产业链重构下的弱汇率、强股市

2024 年开年以来，东盟六国和韩国金融市场呈现汇率相对较弱、股票市场整体表现较强的格局，特别是越南和韩国股市表现亮眼，上述特征应置于区域产业链重构的视角下理解。在区域产业链调整的背景下，各国有倾向压低自身汇率、提升出口竞争力，而投资者偏好调整使得东盟韩国整体和部分产业的股票投资吸引力上升。2024 年第 1 季度，东盟六国和韩国整体处于景气区间，从月度 PMI 数据来看，东盟整体经济景气程度不断上升，不过这一上升主要由内需为主的国家印尼拉动，区内三个前沿经济体——新加坡、越南、韩国则有触顶回落态势，预示外需可能疲软，带来周期性下行可能性上升。总体来看，2024 年，产业链调整带来金融市场的表现其内在逻辑可能贯穿全年，但在此过程中外需风险和资本市场过热风险有可能上升，由此带来的经济下行和金融稳定性下降值得关注。

### 一、区内货币贬值，股票市场整体上扬

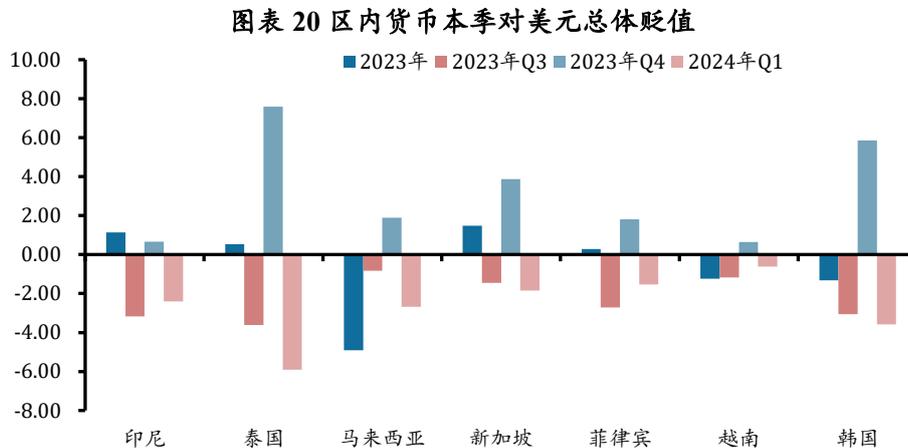
**2024 年开年，东盟六国和韩国金融市场呈现汇率相对较弱、股票市场整体表现较强的格局。**

2024 年开年，东盟六国和韩国金融市场呈现汇率相对较弱、股票市场整体表现较强的格局。从汇率走势来看，所有货币在第 1 季度对美元均出现了贬值，一些国家出现超贬，对美元贬值幅度超过美元指数升值幅度。股票市场表现总体较强，越南和韩国股市强力上行，其他国家的股票指数也多有上行，总体相对于 2023 年表现更好。上述特征应置于区域产业链重构的逻辑框架下进行理解。在区域产业链调整的背景下，一方面，投资者偏好调整使得东盟韩国整体和部分产业的股票投资吸引力上升，带来国际资金调整及流入；另一方面，这种资本流入并未转变为货币升值动力，在产业链调整背景下，各国有倾向于锚定对美元相对竞争力的稳定，甚至各国有倾向进一步压低自身汇率、提升出口竞争力的动力。以下具体介绍东盟六国和韩国的金融市场情况。

**区内货币本季对美元总体贬值。**

区内货币本季对美元总体贬值。第 1 季度，美元指数升值 3.1%，在此背景下，区内货币本季对美元总体贬值，值得关注的是，有些货币对美元出现超贬。本季度贬值幅度较大的货币是泰铢和韩元，两国货币贬值幅度分别为 5.9% 和 3.6%，均超过美元指数的贬值幅度。马来

西亚、印度尼西亚和菲律宾的货币分别贬值了 2.7%、2.4%和 1.8%，新加坡和越南货币有较多管理，但也整体贬值，分别贬值了 1.8%和 0.6%。总体来看，2023 年全年和 2014 年第 1 季度，东盟和韩国的货币整体呈现出较为弱势的状态。

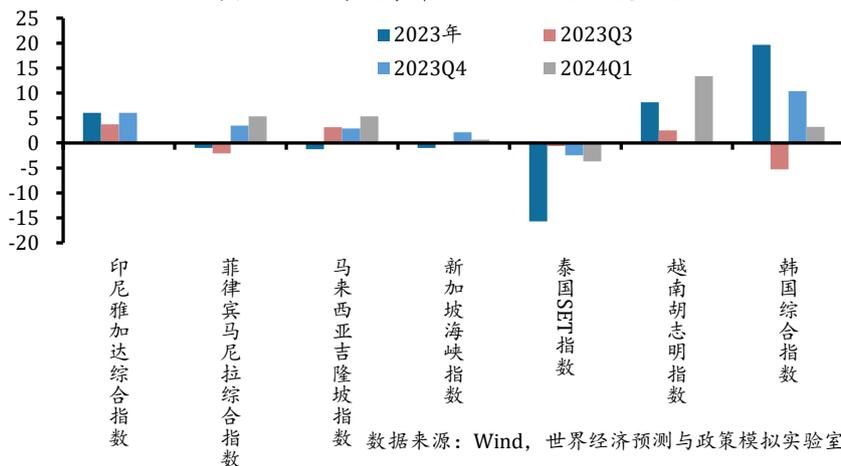


数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

### 区内股票市场整体走强。

区内股票市场整体走强。因人工智能(AI)的高增长预期的推动，第 1 季度全球股市涨幅显著，东盟主要股市市场综合指数同样呈上升态势。除此之外，东盟韩国地区股票市场的上行还受到投资者在价值链调整背景下的投资偏好调整。区内上涨幅度最大的是越南胡志明指数，第 1 季度上涨幅度是 13.4%，超过 MSCI 全球股指上涨幅度的 7.7%。其次是菲律宾马尼拉综合指数、马来西亚吉隆坡指数和韩国综合指数，分别上涨 5.3%，5.3%和 3.2%；新加坡海峡指数和印尼雅加达综合指数波动幅度较小，泰国 SET 指数下跌，但与去年全年相比下跌幅度较小。

图表 21 区内股票市场出现一定程度的波动



国际资本、贸易顺差和国内房地产复苏推动越南股市稳步上涨。

国际资本、贸易顺差和国内房地产复苏推动越南股市稳步上涨。

2024 年第 1 季度，越南胡志明指数呈现稳步上涨态势，其中涨幅较大的主要是银行、制药、电信技术以及工业区地产等板块，这些板块在越南经济中占据重要地位。越南股市的稳步上涨受国际资本流入、贸易顺差和房地产复苏三大因素的推动。一是第 1 季度越南新注册外商直接投资资金（FDI）达 61.7 亿美元，同比增长 13.4%；投资主要流向电池、光电管、硅棒、零部件生产、电子产品、高附加值产品等。二是同期越南货物进出口总额 1780.4 亿美元，同比增长 15.5%，其中出口增加 17%；进口增长 13.9%；贸易顺差达到 80.8 亿美元。进一步，2024 年 1 月 18 日越南通过新《土地法》修订案，将为房地产行业的长期健康发展扫清制度障碍；叠加国内信贷支持，越南房地产行业年内有望呈现供需两旺局面，这对越南整个经济和资本市场都将产生积极影响。

韩国股市波动性较强，政府和外资买入发挥较大作用。

韩国股市波动性较强。2023 年 11 月以来，韩国股市呈现大涨-下跌后-大涨的 N 型态势。2023 年 11 月至年底，韩国综合指数从 2301.56 波动上涨至 2655.28，上涨幅度达到 15.37%；2024 年 1 月 17 日，韩国综合指数从年初 2699.81 下跌至 2435.90，下跌幅度为 8.79%，之后触底反弹至 3 月底的 2746.63，上涨幅度为 12.76%。政府政策带动两波股市上涨行情。韩国股市持续疲软，韩国政府开始出台措施改变这种状况。2023 年 11 月 6 日起，韩国金融服务委员会（FSC）决定暂时禁止股票

卖空至 2024 年 6 月；2024 年 1 月 17 日，金融服务委员会（FSC）又推出“企业价值提升计划”，该计划要求企业披露净资产回报率或盈利占账面价值百分比等财务指标，上市公司还必须披露提升股东价值的策略；以解决股票公司估值不足的问题，帮助提升市场估值。两项措施都在短期有效带动韩国股市大幅上涨。但是该禁令或将影响韩国的市场地位，阻碍全球指数提供商 MSCI 将韩国股市从新兴市场升级为发达市场，整体效果还去取决于未来国内监管制度改革情况。**外资买入同样推动韩国股市持续走强。**2024 年一季度，海外投资者净买入了价值 15.8 万亿韩元（117 亿美元）的韩股，在亚洲市场仅次于日本。外资最青睐的是在全球人工智能（AI）供应链中的韩国芯片制造商，其中，三星电子吸引 41 亿美元净流入，韩国芯片股巨头 SK 海力士则吸引了 13 亿美元净流入。SK 海力士在 AI 热潮下，市值突破了 1000 亿美元，成为仅次于三星（市值超过 3600 亿美元）的韩国第二大公司。人工智能的发展势头和内存行业复苏，预计外国投资者将继续流向韩国股票市场。

## 二、东盟六国和韩国整体处于景气区间

2024 年第 1 季度，东盟六国和韩国整体处于景气区间。

2024 年第 1 季度，东盟六国和韩国整体处于 PMI 在荣枯线以上，主要由内需国家拉动。2024 年开年，从 PMI 数据来看，东盟整体仍处于荣枯线以上，季度平均读数为 50.7；从月度 PMI 数据来看，东盟整体经济景气程度不断上升，1-3 月份读数分别为 50.3，50.4 和 51.5。不过这一上升主要由内需为主的国家印尼拉动，区内三个前沿经济体——新加坡、越南、韩国则有触顶回落态势，预示外需带来周期性下行可能性上升。

东盟整体景气程度主要由内需为主的国家拉动。

东盟整体景气程度主要由内需为主的国家拉动。其中以内为主的大宗商品出口国印尼的 PMI 保持在荣枯线以上，季度平均为 53.3，达到 2022 年以来的最高位；月度读数分别为 52.9，52.7 和 54.2，其中 3 月份读数创 2021 年 11 月份以来的新高。2024 年 1-2 月，印尼消费者信心指数分别 125.0 和 123.1，均高于去年同期水平。同样以内需为主的

菲律宾也处于荣枯线以上，季度平均读数为 50.9，但是较 2023 年经济景气指数下滑明显，2023 年全年平均读数为 51.8。

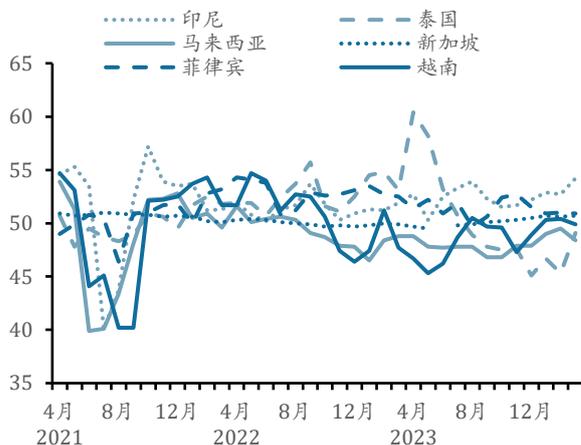
区内三个前沿经济体经济景气指数在荣枯线以上，月度数据略有波动。

区内三个前沿经济体经济景气指数在荣枯线以上，但月度数据呈现下降态势。从季度 PMI 数据来看，新加坡、韩国和越南经济均处于景气区间，读数分别为 50.7，50.6 和 50.2，其中新加坡连续两个季度处于景气区间，韩国和越南则是在 2022 年第 4 季度以来重回景气区间。从月度 PMI 数据来看，新加坡经济景气程度相对稳定，韩国和越南则有触顶回落态势。其中，1-3 月韩国制造业 PMI 读数分别为 51.2，50.7 和 49.8，越南制造业 PMI 读数分别为 50.3，50.4 和 49.9；数据显示两国 3 月均再次跌回荣枯线以下。

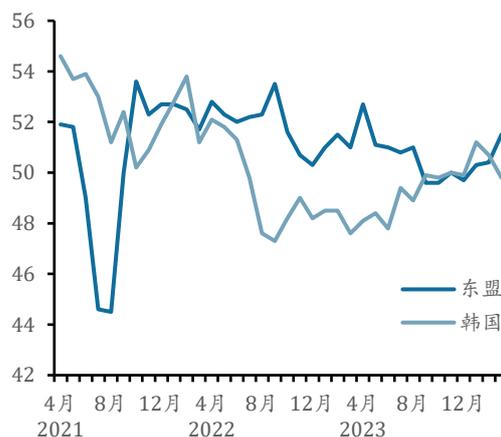
旅游业的回升推动泰国和马来西亚 PMI 稳步上升。

春节假期旅游业回升的推动下，泰国和马来西亚 PMI 稳步上升。两国季度 PMI 读数分别为 47.0 和 49.0，均高于前期读数。从月度读数来看，1-3 月份泰国制造业 PMI 读数分别为 46.7，45.3 和 49.1，上升态势显著；马来西亚制造业 PMI 读数分别为 49.0，49.5 和 48.4。由于央行紧缩货币政策拖累经济增长、国内政治环境不确定性提升，大大限制了两国制造业生产环境，因此两国 PMI 仍处于不景气区间。

图表 22 东盟六国与韩国第 1 季度制造业 PMI



数据来源：CEIC, Markit, 世界经济预测与政策模拟实验室。



数据来源：CEIC, Markit, 世界经济预测与政策模拟实验室。

### 三、区内通货膨胀水平持续回落

区内通胀水平延续去年下半年来的回落态势。2024 年 1-3 月，东盟六国和韩国整体延续 2023 年第 2 季度以来的下行趋势，但仍高于此

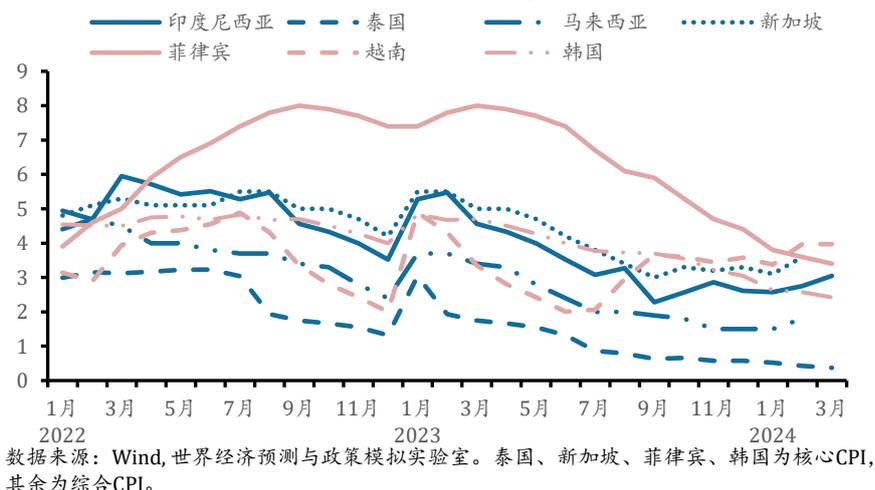
区内通胀水平延续去年下半年来的回落态势。

食品价格推动部分国家通货膨胀率再次攀升。

轮通胀前水平。各国通胀压力明显缓解，为未来货币政策调整提供了空间。其中，由于生鲜食品价格持续下降、政府调降能源价格的综合影响，泰国核心CPI已经连续下降，1-3月份读数分别为0.52%、0.43%和0.37%，3月份读数创26个月以来新低。在政府投入财政支援，农产品价格涨势有所放缓，韩国核心CPI也稳步下降，1-3月份读数均在3%以下。

食品价格，特别是大米价格的上涨，推动部分国家通货膨胀率再次攀升。其中，印度尼西亚中央统计局数据显示，2024年2月印尼大米价格环比上涨2.92%，带动印尼CPI同比上涨2.75%，3月份则重返3%的水平。大米价格的上涨，也使得越南CPI持续上涨，2-3月份CPI同比均为4.0%，创2022年3月份以来的新高。在菲律宾，尽管1-3月核心CPI仍呈现下滑趋势，从3.8%下降至3.4%，在政府设定的2%至4%的年度目标范围内；但是3月食品和非酒精饮料价格同比从2月的4.6%上涨至5.6%，其中大米价格则从2月份的23.7%上涨至24.4%，创2009年2月以来的最大涨幅。菲律宾中央银行发布声明中警告称，不利的天气状况可能对农业生产带来影响，加上基数效应的作用，未来两个季度通胀率可能会持续加快并超出政府目标范围。

图表 23 区内通胀持续回落



#### 四、区域经济温和复苏，应警惕外需和市场过热风险

内需的稳健和外需的改善带动本区域经济温和复苏。

需要警惕外需和资本市场过热风险。

内需的稳健和外需的改善带动本区域经济温和复苏。从第 1 季度数据来看，东盟和韩国整体经济形势向好，该趋势有望延续至全年。一方面，国际旅游业带动国内消费场景气程度较高，政府加大基础设施投资和国际资本流入也为经济持续复苏提供资金支持，比如印尼、泰国、越南等；另一方面，外需的改善将在年内对区域经济增长形成一定支撑；全球对半导体和其他技术设备的强劲需求，使得韩国第 1 季度出口连续正增长；外部经济回暖也带动越南出口持续增长。

在经济向好同时，需要警惕外需放缓和资本市场过热风险。一方面，区内前沿经济体韩国和越南 PMI3 月数据触顶回落，这预示着外需可能有疲软可能；从马来西亚 2 月份出口增速来看，其同比再次转向负值，也意味着亚洲区域内国家外需较为疲软；因此区域内经济仍面临外需疲软触发的经济下行风险。另一方面，产业链调整带来金融市场“弱货币、强股市”的表现可能贯穿全年，这总体符合区内经济发展的需求，但是外资的持续流入以及国内市场的升温可能带来资本市场的国人，一旦出现未预期的调整，可能将危机区域内金融稳定。

## 金砖国家：经济增长分化，贸易普遍改善

四季度，金砖四国经济增长分化依然较大，印度经济继续强劲增长，巴西经济继续缓慢复苏，南非复苏态势非常疲弱，俄罗斯经济延续短期韧性。对外贸易方面，金砖国家贸易增速总体改善。中国与金砖国家贸易增速也显著上升，占中国对外贸易总额比重进一步上升，再创历史新高。通胀方面，金砖国家通胀有所分化，俄罗斯通胀继续上升，通胀压力较大，印度与南非通胀总体稳定，巴西通胀小幅下降。货币政策方面，俄罗斯、印度与南非央行均按兵不动，巴西央行继续小幅降息。金融市场方面，金砖四国汇率与资本市场总体稳定。

### 一、金砖国家经济形势

**俄罗斯经济短期韧性明显，中长期不确定性较大。**

俄罗斯经济短期韧性明显，中长期不确定性较大。2023年，俄罗斯经济同比增速为3.6%，超过国际货币基金组织2023年10月预测值2.2%。2022-2023年两年平均增速为1.2%，仍显著低于乌克兰危机爆发之前。2024年1、2、3月，俄罗斯综合PMI分别为55.1、52.2和52.7。制造业PMI分别为52.4、54.7和55.7，服务业PMI分别为55.8、51.1和51.4，显示俄罗斯经济景气度仍高。2024年1-2月俄罗斯失业率进一步降至2.9%与2.8%的极低水平，这部分反映了乌克兰危机以来的人才外流与征兵造成的劳动力短缺。根据俄罗斯央行数据，2024年2月，俄罗斯贸易顺差为91亿美元，显著高于2023年同期的82亿美元，开始出现正增长。总体来看，俄罗斯经济呈现出典型的军事与公共部门推动的经济增长模式，包括劳动力市场紧张、经济景气度高、结构不均衡、通胀较高等。西方制裁对俄罗斯经济造成了显著影响，导致俄罗斯经济增速明显下降，但影响程度有限，短期达到了一个稳定状态。中长期仍面临诸多不确定性。国际货币基金组织2024年1月报告预测，俄罗斯2024年经济增速为2.6%，2025年为1.1%。

**俄罗斯通胀继续回升，央行按兵不动。**根据俄罗斯统计局数据，2023年12月-2024年2月，俄罗斯CPI同比增速分别为7.4%、7.4%和7.7%，较9-11月显著上升，明显超出俄罗斯4%的通胀目标，显示

俄罗斯通胀继续回升，通胀压力仍大，央行按兵不动，卢布汇率与股票市场保持稳定。

俄罗斯通胀压力依然较大。商品通胀与通胀预期已经开始下降，服务价格增速上升，俄罗斯通胀预计将逐渐下降，但由于劳动力短缺仍存在较大粘性。1 季度俄罗斯央行停止加息，将关键利率维持在 16% 的水平不变。由于俄罗斯贸易差额逐渐稳定，没有再进一步显著下滑，同时央行维持较为紧缩的货币政策，1 季度卢布汇率基本稳定，有微小贬值。2024 年 1-3 月，美元兑卢布汇率从 12 月底的 89.69 卢布/美元微小贬值至 2024 年 3 月底的 92.37 卢布/美元。2024 年 1-3 月，俄罗斯股票市场略有恢复，震荡小幅上涨，RTS 指数从 1 月初的 1073 点上涨至 3 月底的 1135 点。2023 年俄罗斯财政赤字 3.2 万亿卢布，合 364 亿美元，相比 2022 年没有出现恶化。根据俄罗斯财政部数据，经历了 2023 年整年的持续下降后，俄罗斯油气收入开始增长，2024 年 1-2 月累计 1.6 万亿卢布，同比增长 71%。

巴西经济延续缓慢复苏，景气度有所提升，贸易顺差增速较上季度下降。

巴西经济延续缓慢复苏，贸易顺差增速下降。2023 年 4 季度，巴西实际 GDP 同比增速为 2.1%，环比增长-0.04%，相对于 2019 年同期的四年平均同比增速为 1.7%，经济继续缓慢复苏。分解来看，对 4 季度 GDP 增长贡献最大的仍是净出口增长。私人消费、固定资产投资同比增速分别为 2.4%、-4.4%，消费同比增速较上季度下滑，投资继续显著拖累增长，净出口仍保持大幅顺差，同比显著扩大。2024 年 1、2、3 月，巴西制造业 PMI 分别为 52.8、54.1 和 53.6，较去年 4 季度大幅提升。服务业 PMI 分别为 53.1、54.6 和 54.8，较去年 4 季度显著增强。显示巴西 1 季度经济景气度提升。根据巴西国家地理与统计局的调查数据，2023 年 12 月-2024 年 2 月，巴西失业率分别为 7.4%、7.6%、7.8%，小幅波动，基本恢复至 2015 年以来低点。以美元计价，2024 年 1、2、3 月，巴西出口同比增速分别为 17.6%、16.1%和-14.8%，延续增长态势，进口增速分别为-0.01%、2.9%和-7.1%，同比负增长显著收窄。1 季度贸易顺差的同比增速较上季度显著下降，可能拖累 1 季度经济增速。国际货币基金组织 1 月最新报告预测，巴西 2024 年经济增速为 1.7%，较 10 月预测上调 0.2 个百分点。世界银行近期也预测巴西 2024 年增速为 1.7%。

巴西通胀小幅下降，央行继续降息，金融市场保持稳定。

巴西央行继续降息，金融市场总体稳定。2023年12月-2024年2月，巴西CPI同比增速分别为4.6%、4.5%和4.5%，有所下降。接近央行确定的3%（+/-1.5个百分点）的通胀目标区间。2024年2月、3月，巴西央行再次降息两次，分别降息50个基点，将隔夜利率从11.75%降至10.75%。2024年1-3月，美元兑雷亚尔汇率从4.8雷亚尔/美元小幅贬值至5雷亚尔/美元，总体稳定，巴西BOVESPA股票指数从134025点小幅下降4.5%到128106点。2023年，巴西政府债务占GDP比重为74.3%，较2022年提升2.6个百分点。2024年，巴西将实施间接税改革的立法工作，该改革旨在通过简化税收提升生产率。

印度经济继续强劲增长，投资强劲、贸易增速改善。

印度经济继续强劲增长，投资强劲为主要带动因素。2023年4季度，印度实际GDP同比增速为8.4%，环比增长3.4%，前三季度同比增长7.1%，增长较为强劲。其中私人消费同比增速为3.5%，固定资产投资同比增速为10.6%，投资保持强劲，为当前印度经济增长的主要拉动项。根据印度经济监测中心数据，2024年1、2、3月印度失业率分别为6.8%、7.6%和8%，较上季度有所下降，表明印度劳动力市场继续恢复。2024年1、2、3月，印度制造业PMI分别为56.5、56.9、59.1，服务业PMI分别为61.8、60.6、61.2，综合PMI分别为61.2、60.6、61.8，均较上季度明显上升，显示1季度印度经济景气度较高。

2024年以来印度货物贸易与服务贸易增速均显著上升。以美元计价，2023年12月-2024年2月，印度货物出口同比增长分别为0.8%、3.1%与11.9%，进口同比增长分别为-4.9%、1.0%和12.2%，进出口同比增速均较前三月明显提升，显示印度货物出口改善，同时贸易差额有所收窄。印度货物出口增长的主要贡献者包括工程商品、铁矿石、宝石和珠宝、电子产品和药品和制药。与此同时，服务贸易增速也有所回升。2023年12月-2024年2月，印度服务贸易出口同比分别增长-10.6%、17.1%、17.3%，进口同比分别增长-16.2%、8.2%、

2.8%。可以看出，2024 年以来，印度服务贸易进出口均恢复较快增长。

**印度央行继续按兵不动，汇率保持稳定，股市再创历史新高。**

印度央行继续按兵不动，汇率保持稳定。2023 年 12 月-2024 年 2 月，印度 CPI 同比增长分别为 5.7%、5.1%和 5.1%，较此前 3 个月基本持平，处于印度央行设定的 2%-6%的通胀区间，也基本恢复到印度过去的平均通胀水平。1 季度印度央行继续按兵不动，维持 2023 年 2 月以来政策回购利率 6.5%的水平。2024 年以来，印度卢比汇率保持稳定，美元兑卢比汇率基本在 82.5-83.5 卢比/美元范围小幅波动。2024 年 1-3 月，印度股市上涨，孟买敏感指数从 2024 年初的 72271.94 点上升到 3 月末的 73651.35 点，再创历史新高。根据 CEIC 数据，2024 年 4 月 4 日，印度股市平均市盈率达 25.34，1988 年 12 月 3 日至 2024 年 4 月 4 日期间平均值为 21.91，历史最高值出现于 2021 年 2 月，达 36.21，而历史最低值则出现于 2020 年 3 月，为 15.67。

**南非经济复苏动能依然不足，投资继续下滑。**

南非经济复苏动能依然不足，投资继续下滑。2023 年 4 季度，南非实际 GDP 同比增长 1.2%，为 2021 年以来首次季度同比负增长。其中私人消费同比增速为 0.3%。投资同比增速分别为-3.0%，投资继续负增长，但幅度较前一季度收窄，2023 年 4 季度实际投资仍显著低于 2019 年同期水平。4 季度南非出口同比增速显著回升至 6%，进口增速由负转正到 2.5%，贸易逆差同比显著缩小。2024 年 1、2、3 月，南非制造业 PMI 分别为 41.8、51.9 和 50.3，略有改善，返回扩张区间。南非出口增速略有上升，进口增速有所下降。以南非兰特计，2023 年 12 月-2024 年 2 月，南非出口金额分别同比增长 0.6%、4.4%和 7.5%，进口金额分别同比增长-5.1%、-5.4%和 5.1%，增速较此前 3 个月有所下降。国际货币基金组织 1 月最新报告预测，南非 2024 年经济增速为 1.0%，较 10 月预测下调 0.8 个百分点。

**南非央行按兵不动，兰特汇率保持稳定。**

南非央行按兵不动，兰特汇率保持稳定。2023 年 4 季度，南非失业率为 32.1%，较上季度增加 0.2 个百分点，显著高于疫情前 29%左右的水平。劳动参与率较 3 季度下降 0.2 个百分点至 60.0%，接近疫情前水平，劳动参与率的进一步大幅下降难度已经比较大。2023 年

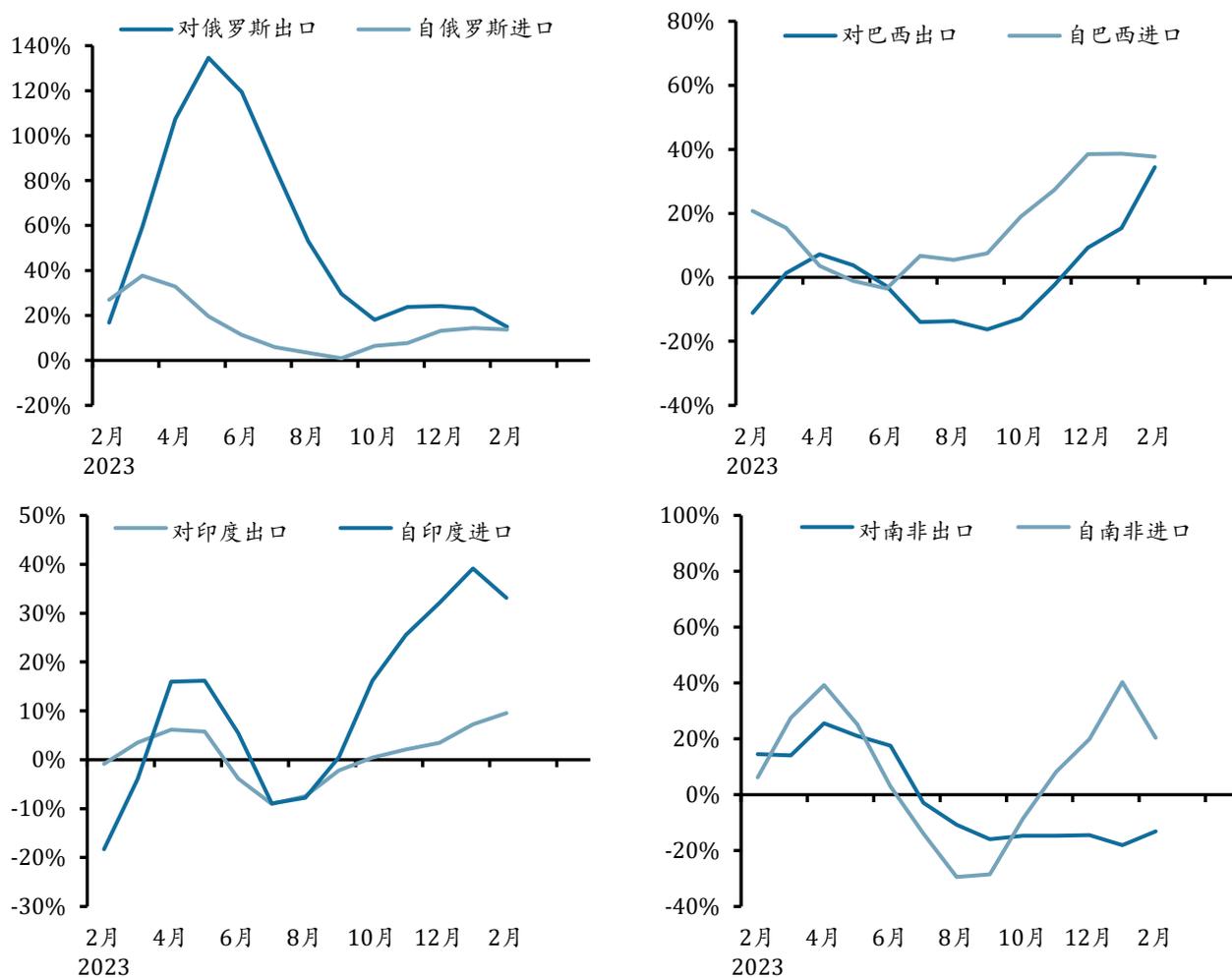
12月-2024年2月，南非CPI同比增速分别为5.2%、5.4%和5.6%，与此前三个月基本持平。考虑到通胀已经进入通胀目标区间，但仍处于区间上限附近，2024年1季度南非央行继续按兵不动，将回购利率维持在8.25%的高位。考虑到南非货币环境紧缩，经济增长也较为疲弱，能源、工业生产等供给扰动是通胀居高的主要原因。2024年1季度，南非兰特汇率保持稳定，南非兰特兑美元汇率在18.3-19.3兰特/美元范围内小幅波动。

## 二、金砖国家与中国贸易

中国与金砖国家贸易增速显著上升，占中国对外贸易比重超过11%，再创历史新高。其中中国对四国出口增速有所分化，进口增速均显著上升。

中国与金砖国家贸易增速显著上升，占中国对外贸易比重再创历史新高。其中，出口与进口同比增速均显著回升。2023年12月-2024年2月，中国与金砖国家贸易总额同比增长分别为20.7%、18.9%和14.2%，较2023年9-12月增速继续显著回升。中国与金砖国家贸易总额在中国总贸易中的比例分别为10.3%、10.5%和11.4%，占比创历史新高。出口方面，中国对金砖国家出口增速显著回升，对印度、巴西出口同比显著上升，对南非出口同比增速变化较小，对俄罗斯出口增速有所下降。2023年12月-2024年2月，中国对印度出口同比增速分别为6.2%、9.8%和12.7%，对巴西出口同比增速分别为23.3%、6.0%和74.0%，对南非出口同比增速分别为-13.7%、-22.4%和-3.1%，对俄罗斯出口同比增速分别为21.6%、14.1%和9.1%。进口方面，中国自金砖四国进口同比增速均显著上升，且均保持增长。2023年12月-2024年2月，中国自俄罗斯进口同比增速分别为24.4%、12.5%和4.2%，较此前9-11月明显回升。自巴西进口同比增速分别为42.7%、39.5%和30.8%，继续保持较快增长。自印度进口同比增速分别为24.4%、58.2%和16.7%，较9-11月显著上升，继续保持高增长。自南非进口同比增速分别为10.1%、82.9%、-32.0%，增速也有所上升。

图表 24 中国与金砖国家贸易情况



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

注：对进出口同比增长率进行了三月移动平均处理以减轻其波动性。

图表 25 金砖国家数据概览

	实际 GDP 增速			CPI 同比增速		
	(季度同比, %)			(同比增速, %)		
	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023M12	2024M1	2023M2
俄罗斯	-13.7	-	-	7.4	7.4	7.7
巴西	17.6	16.1	-14.8	4.6	4.5	4.5
印度	3.1	11.9	-	5.7	5.1	5.1
南非	4.4	7.5	-	5.2	5.4	5.6
	汇率			制造业 PMI		
	(月平均值, perUSD)					
	2024M1	2024M2	2024M3	2024M1	2024M2	2024M3
俄罗斯	88.6803	91.5183	91.7364	52.4	54.7	55.7
巴西	4.9138	4.9638	4.9795	52.8	54.1	53.6
印度	83.1210	82.9636	82.9976	56.5	56.9	59.1
南非	18.7938	18.9952	18.8706	41.8	51.9	50.3
	出口			进口		
	(同比增速, %)			(同比增速, %)		
	2024M1	2024M2	2024M3	2024M1	2024M2	2024M3
俄罗斯	-13.7	-	-	-13.3	-	-
巴西	17.6	16.1	-14.8	0.0	2.9	-7.1
印度	3.1	11.9	-	1.0	12.2	-
南非	4.4	7.5	-	-5.4	5.1	-
	中国出口			中国进口		
	(同比增速, %)			(同比增速, %)		
	2023M12	2024M1	2023M2	2023M12	2024M1	2023M2
俄罗斯	21.6	14.1	9.1	24.4	12.5	4.2
巴西	23.3	6.0	74.0	42.7	39.5	30.8
印度	6.2	9.8	12.7	24.4	58.2	16.7
南非	-13.7	-22.4	-3.1	10.1	82.9	-32.0

数据来源: Wind, CEIC。

## 全球金融市场：美元升值，股市、金价齐涨

2024年1季度，主要大宗商品普遍上涨，美国通胀超预期，美联储表示暂时不会降息。美元升值，其他主要经济体货币较美元贬值。新兴市场中，人民币汇率贬值幅度最小，提示中国经济预期在边际回暖。通胀和高利率没有对股市造成过多扰动，发达经济体股市继续普遍上涨。MSCI 发达经济体股票市场指数连续两个季度上涨逾 9%。中国央行坚定释放货币宽松信号，上涨综指迎来“小阳春”、长期国债收益率大幅下行。其他主要经济体多受到通胀上升、

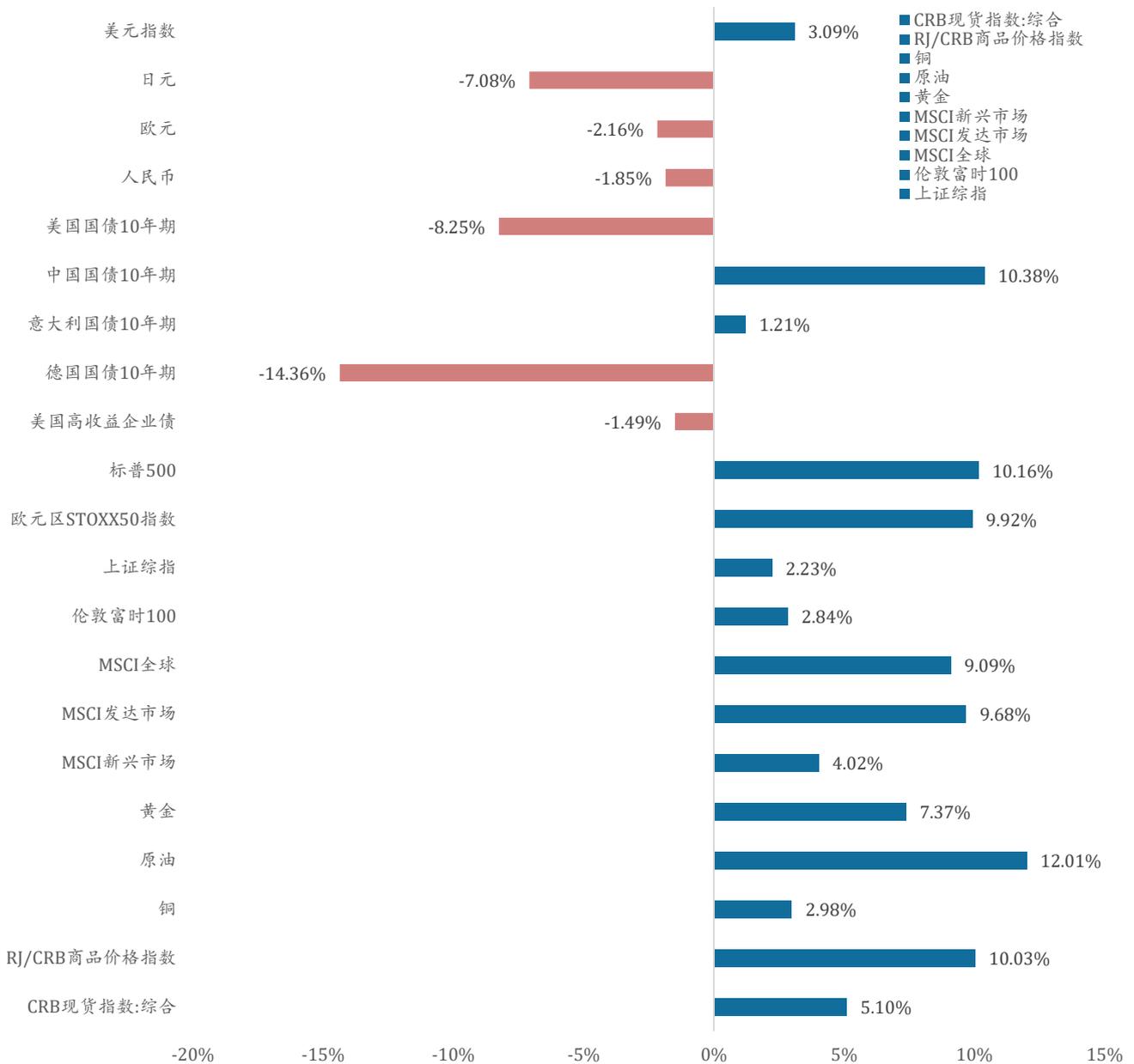
美联储暂缓降息外溢影响，长期利率有所回升。日本结束负利率政策。阿根廷放开汇率制度。受地缘政治冲突频发和美联储“迟早降息”预期影响，黄金价格继续大涨。总体来看，2024年一季度，全球风险资产价格表现较佳，主要经济体货币政策和主要金融资产走势也回归正常。关注全球商业房地产风险和长期经济增速放缓的潜在影响。

## 一、全球金融市场总体情况

美元升值，黄金和  
大宗商品大涨。

2024年1季度，美元升值，风险资产、大宗商品和黄金齐涨。一季度，受红海局势等因素影响，美国通胀连续三个月超市场预期。美联储会议纪要显示美联储暂时不会降息。美元升值，其他主要货币兑美元贬值。长期利率方面，主要发达经济体长期利率上行，而中国十年期国债收益率受持续释放的宽松预期影响，大幅下行。全球股市继续良好的表现。MSCI全球股指较2023年4季度末上升9.1%，连续两个季度环比上升9%以上。其中，MSCI发达经济体股票市场上涨9.7%，MSCI新兴经济体上涨4%。标普500上涨10.2%，欧元区STOXX50指数上涨9.9%，上证综指上涨2.2%。大宗商品和金价大涨。1季度，原油环比上涨12%，CRB商品指数和CRB现货指数分别上涨10%、5%。金价、铜价环比上涨7.4%、2.98%。

图表 26 全球金融市场主要指标变动



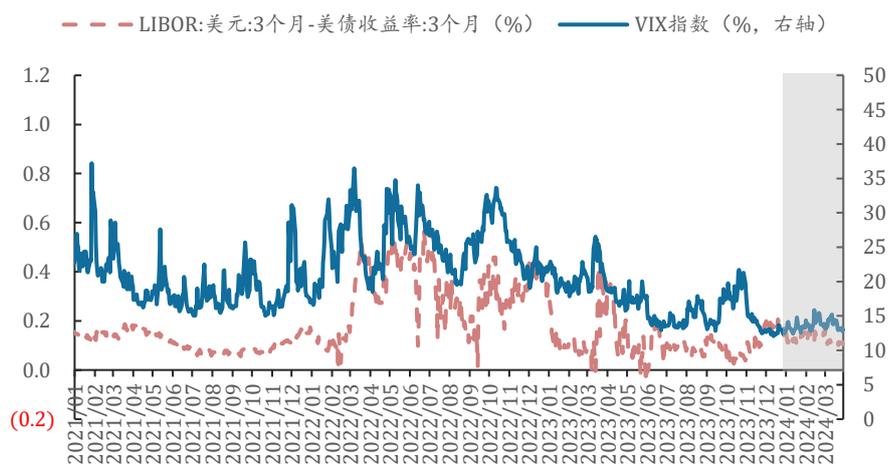
注1：原始数据来源于汤森路透数据库，经笔者计算。债券价格的波动体现为价格的波动，而非收益率的变动，即价格下跌、利率上升。

注2：该表数据截至日为2024年3月31日，变动幅度均按季末值计算。因截止时间和计算方法差异，该表的数据与后文的图表数据可能存在相近不相同的情况。

美元流动性和金融市场波动保持稳定。

美元流动性稳定，VIX 指数保持在历史较低水平。一季度，美联储将金融市场美元流动性维持在稳定水平，TED 利差在 0.1% 左右小幅波动。在通胀超预期的扰动下，美股市场尽管有所波动，但波动率相对平稳，VIX 指数保持在 10% 左右的历史较低水平。这说明市场对风险资产依然保持信心。自从 2023 年 3 月份美欧银行业危机处置以来，全球金融市场总体表现平稳。

图表 27 全球金融市场风险状况图



注：数据来自 Wind 数据库。阴影部分为 2024 年第 1 季度。

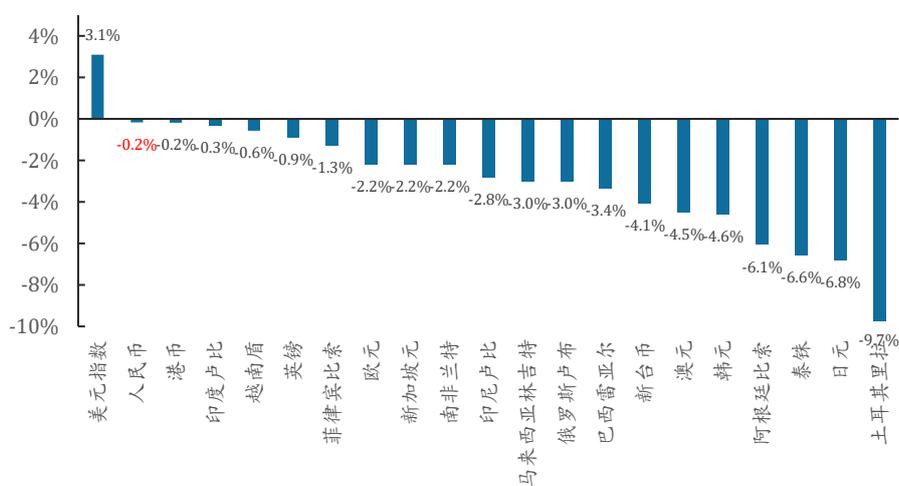
## 二、全球金融分市场运行态势

美元升值，其他主要经济体货币汇率贬值。

美元升值，日元面临做空压力，其他主要货币贬值。1 季度，因通胀回升、降息暂缓，美元季末较上季度升值 3.1%，是本报告样本货币中唯一升值的货币。其他主要经济体货币均较上季末贬值。发达经济体中，英镑和欧元的季末环比分别贬值 0.9%、2.2%。日元、澳元贬值幅度较大，分别达 6.8%、4.2%。尽管日本央行提高了利率，但日美利差依然非常可观，海外投资套利的“借入-卖出”需求持续压倒日本企业海外盈利回流的“买入”需求，日元面临做空压力。新兴经济体中，除了阿根廷、土耳其等高风险经济体外，泰铢贬值幅度较大、超过 6%。人民币在货币宽松的情况下仅贬值 0.2%，是贬值幅度最小的主要经济体，人民币汇率的坚挺也体现了一季度市场信心出现了边际改善。

阿根廷放开汇率浮动，汇率一次性贬值。阿根廷深陷滞胀已久，阿根廷政府为稳定汇率采取了严格的汇率管理措施。2023 年底，阿根廷大选极右翼政党当选。12 月，新政府放开汇率制度，一次性将阿根廷兑美元汇率由 360 比索/美元贬值至 800 比索/美元。其后，阿根廷货币贬值幅度有所下降。2024 年 3 月底，阿根廷比索贬值至 860 比索/美元。但阿根廷若要从滞胀中恢复仍需要较长时间，目前仍未看到汇率企稳信号。

图表 28 主要发达和新兴经济体季度汇率波动幅度（2024 年 1 季度）



注：原始数据来源于 Wind 数据库，经笔者计算。数据截至日期为 2024 年 3 月 31 日。波动幅度根据相邻两季度的季末值计算，波幅为正表示本季度末汇率较上季末升值，波幅为负代表贬值。

图表 29 主要发达和新兴经济体季度平均汇率走势一览

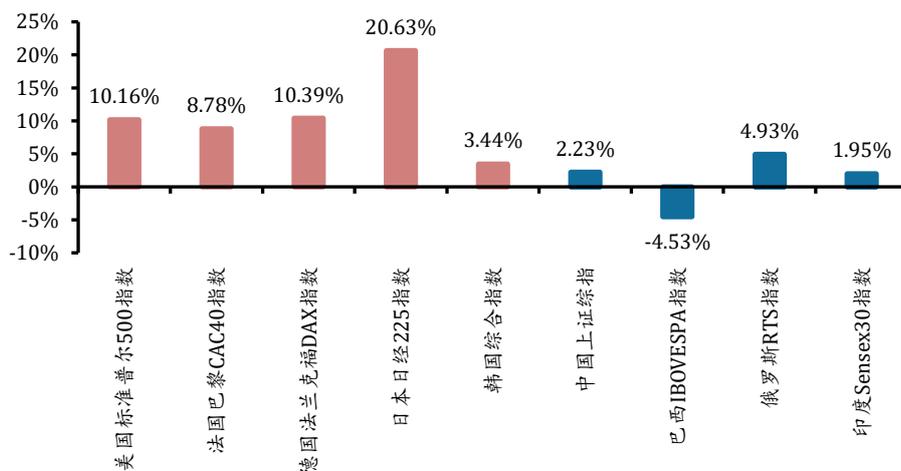
		2024 年 1 季度	2023 年 4 季度	升值幅度
主要发达经济体	美元指数	103.53	104.52	-0.95%
	欧元	1.09	1.08	0.53%
	日元	148.33	147.84	-0.33%
	英镑	1.27	1.24	2.25%
	澳元	0.66	0.65	1.24%
金砖国家	巴西雷亚尔	4.95	4.95	-0.01%
	卢布	90.71	92.83	2.29%
	南非兰特	18.88	18.76	-0.66%
	印度卢比	83.04	83.27	0.27%
	人民币	7.10	7.14	0.52%
东南亚	菲律宾比索	55.98	56.1	0.22%
	越南盾	23983.48	23996.48	0.05%
	马来西亚林吉特	4.72	4.7	-0.49%
	泰铢	35.66	35.65	-0.04%
	印尼卢比	15664.52	15624.22	-0.26%
东亚	韩元	1329.28	1320.96	-0.63%
	新加坡元	1.34	1.35	0.75%
	新台币	31.44	31.84	1.25%
	港币	7.82	7.81	-0.14%
其他	阿根廷比索	834.39	443.82	-88.00%
	土耳其里拉	30.89	28.49	-8.43%

注：原始数据来源于 Wind 数据库，经笔者计算。各指标季度数值为季内平均值，变动幅度则根据相邻两季度的平均值计算，其中，欧元汇率、英镑汇率、澳元汇率为间接标价法，其余均为直接标价法。

### 主要经济体股市上涨，巴西股市小幅回落。

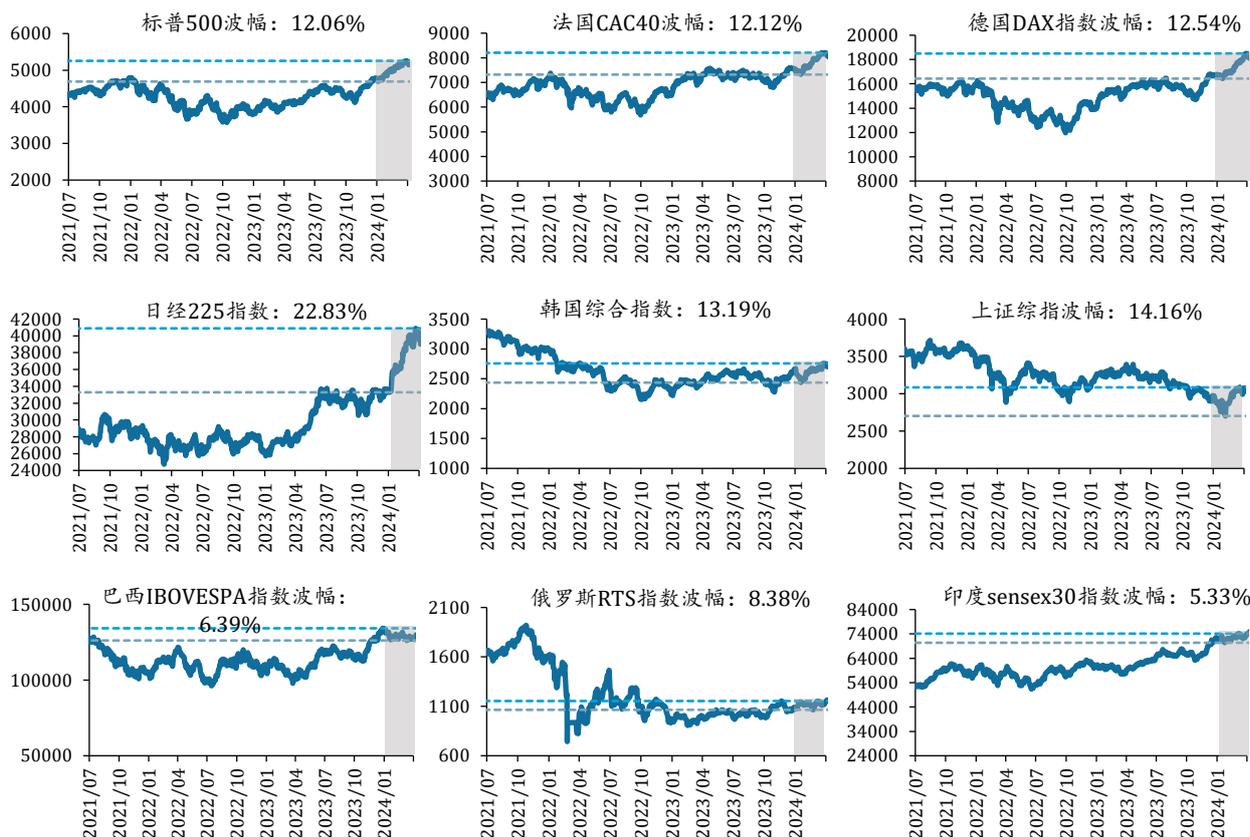
主要经济体股市上涨，巴西股市小幅回落。通胀回升和高利率环境并没有阻止主要经济体股市的继续上涨。一季度，标普 500 指数上涨 10.16%，季内波幅 12.06%。欧洲股市也悉数上涨。法国 CAC40 指数、德国 DAX 指数分别上涨 8.8%、10.4%；季内波幅达 11.8%、14.35%。日本大涨 22%，韩国股市上涨 3.4%；季内波幅分别达 22%、13%。主要新兴经济体股市多小幅上涨，巴西股市有所回落。上证综指止跌回升，迎来“小阳春”，季末较四季度末回升 2.2%，季内波幅达 14%。

图表 30 全球主要发达与新兴经济体股市季度涨跌幅 (2024 年 1 季度)



注：原始数据来自 Wind 数据库。波动涨跌幅根据相邻两季度的季末值计算。数据截至 2024 年 3 月 31 日。图中红色柱为发达经济体，蓝色柱为新兴经济体。

图表 31 全球主要发达与新兴经济体股市季内波动 (2024 年 1 季度)



日本结束负利率政策。

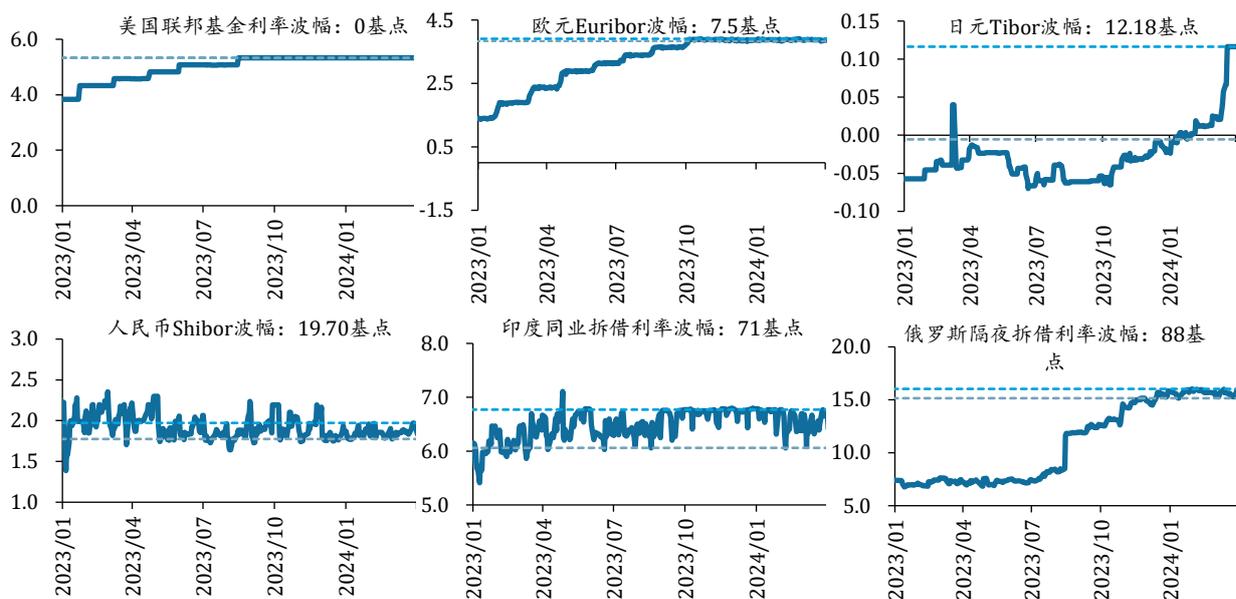
美联储暂缓降息，日本结束负利率政策。一季度，美联储、欧央行均未调整政策利率，货币市场利率波动较小。回归流动性相对紧缩的操作框架后，美联储对货币市场利率的把控再次回到了常规货币政策。

策框架下的高精准水平，美国联邦基金利率的季内波幅几乎为 0。在利率走廊的短期利率操作框架下，欧元 Euribor 季内波幅为 7.5bp。新兴市场货币市场利率波动较大，印度、俄罗斯同业拆借利率季内波幅分别达 77bp、88bp。

**日本央行结束负利率政策。**日本通胀已经连续 20 余月超过 2%，明显达到货币政策目标。2024 财年薪资涨幅将达到 5.28%，远高于去年的 3.8%，达到 1991 年以来的最大涨幅，2024 年日本通胀可能还将继续维持在政策目标上方。日本央行将支持无担保隔夜拆借利率保持在 0%至 0.1%区间内，符合市场预期。为实现这一利率指引，日本央行将商业银行存放在日本央行的超额准备金存款利率从之前的-0.1%升至 0.1%（不包括法定准备金），新利率将在 3 月 21 日生效。日本 Tibor 立刻上升至央行合意水平（0.1%左右）。

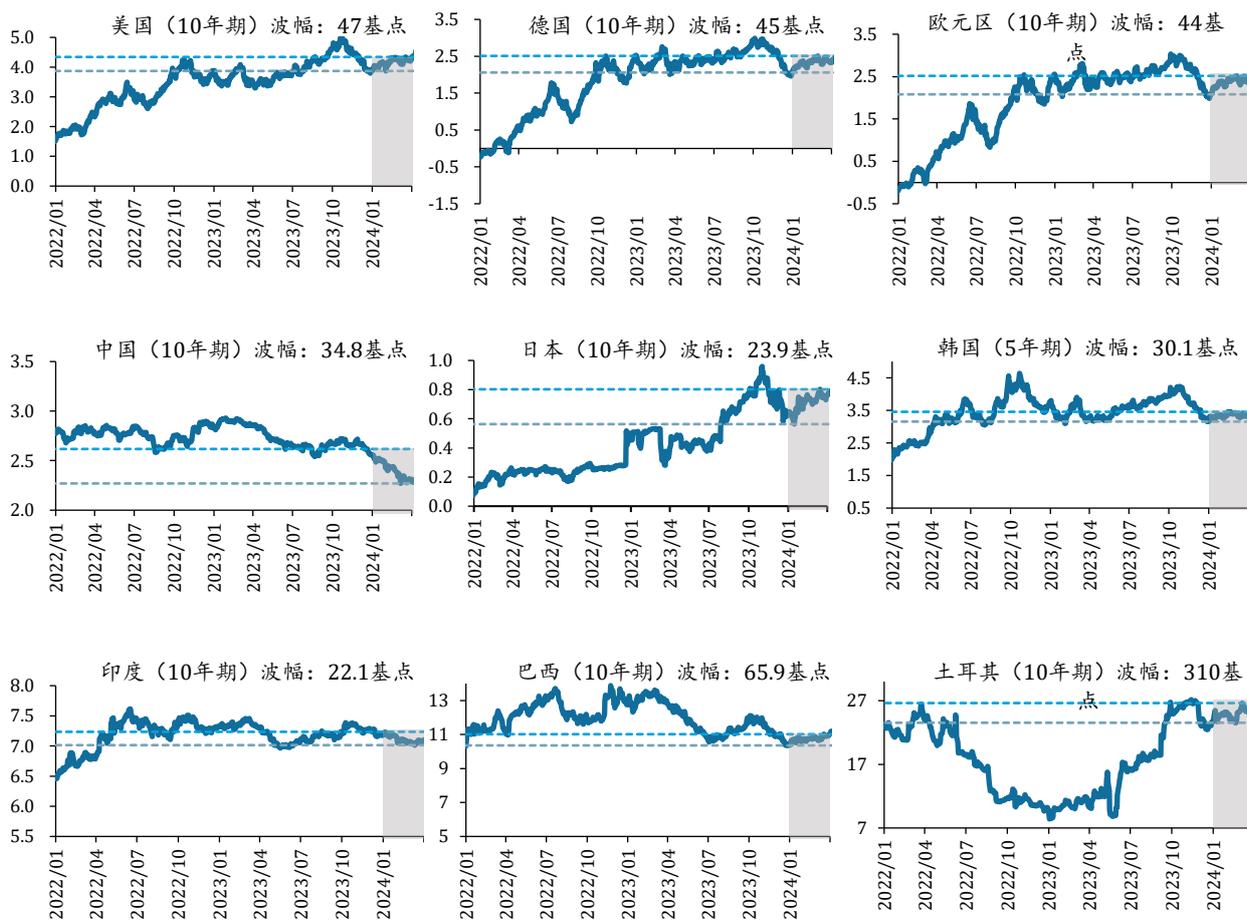
**人民银行下调 5 年期 LPR，不断释放货币宽松预期。**2 月 20 日，5 年期 LPR 下调 25 个基点至 3.95%。尽管美国通胀超预期回升、美联储停止降息，但央行主要官员坚定地释放货币宽松预期。比如，“仍有降准空间”、“要加大已出台货币政策实施力度”等等。在贷款利率下调和频繁的预期引导下，货币市场利率在 1.8%-2%之间窄幅波动，没有出现提前于央行短端政策利率变化的迹象。

图表 32 全球主要发达与新兴经济体货币市场走势一览



注: 同上。

图表 33 全球主要发达与新兴经济体长期国债市场走势一览



注: 同上。

美联储暂缓降息向全球长期利率外溢，但中国长期利率“以我为主”。

美联储暂缓降息向全球长期利率外溢，但中国国债收益率下行。美联储降息预期下降，主要经济体长期国债收益率均出现了不同程度的回升。发达经济体中，美国、欧元区、德国十年期国债收益率均回升 40bp 以上。日本、韩国十年期国债收益率季内分别回升 24bp、30bp。新兴经济体中，巴西十年期国债收益率季内回升 66bp。中国、印度的长期利率没有跟随美联储政策的边际变化而变化。印度一季度保持基准利率 6.5% 不变，长期利率有所下行后又略有上升，一季度在 7%-7.24% 之间波动。中国十年期国债收益率在宽松预期引导下大幅下行约 35bp 至 2.3% 附近。

继续关注全球房地产部门风险。

### 三、全球金融形势展望

主要经济体房地产部门风险逐渐显现。根据 IMF 的报告，自 2022 年底以来，全球实际房价一直在下跌。在浮动利率按揭贷款占比较高且房价高于疫情前平均水平的国家，其房价跌幅已达到两位数。在高利率环境下，全球商业地产融资可能面临缺口。2024 年美国商业地产和多户型房地产将有超过 9000 亿美元的债务需要再融资或出售，比先前的估计高出 40%。美国银行于一季度发布的全球基金经理人调查报告，约 40% 的基金经理将美国商业房地产视为最可能造成信贷违约事件的源头，另有 22% 的基金经理将中国房地产视为最大威胁。

长期增速放缓加重金融压力。

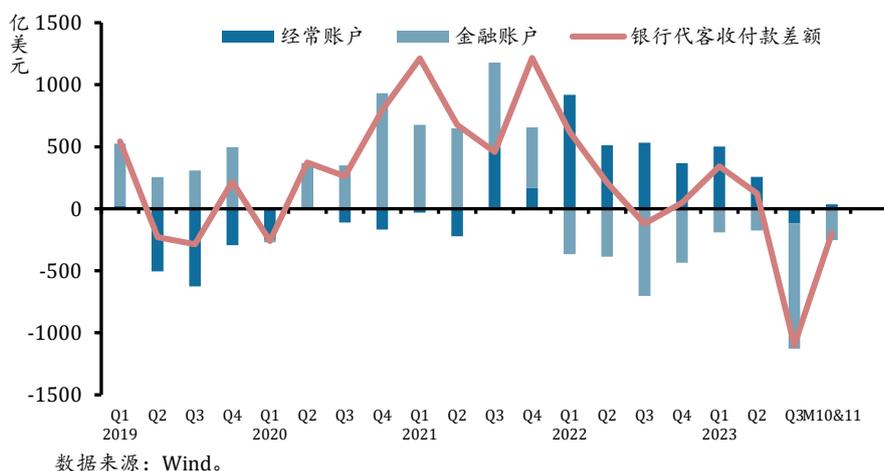
长期增速放缓加重金融压力。此轮高利率环境下全球金融市场的平稳主要基于经济“软着陆”预期。当前地缘政治冲突事件频发，如果地缘政治风险带动通胀上升，主要经济体央行将再次不得已收紧货币条件，全球经济“软着陆”预期可能落空。金融市场将面临突如其来的预期切换和资产价格调整，高债务部门将承受巨大压力，并可能会触发负反馈循环、再次考验全球金融体系的抗风险能力。长期增长放缓、实际利率高企会进一步增加高债务部门的债务负担，同时拖累债权人的资产负债表状况，破坏债务可持续性、加剧金融风险累积。世界银行于 2024 年 1 月发布的最新展望认为，全球经济正面临近 30 年来增长最疲软的 5 年；如果不进行重大调整，2020 年代将成为全球经济失去的十年。

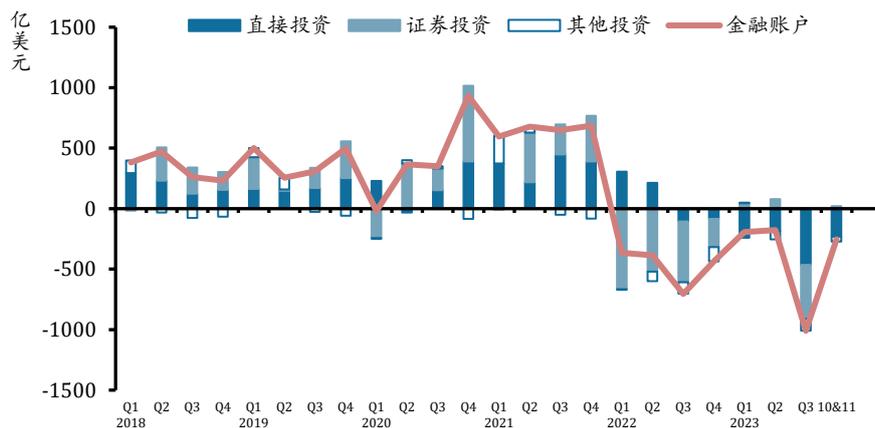
1 季度银行代客涉外收入、对外付款相比上季度同期分别呈小幅上升和小幅下降趋势，跨境收支净额由逆差转为顺差。

#### 四、涉外收款规模上升、对外支出下降

2024 年 1 季度前两个月，银行代客涉外收入、对外付款分别为 10525.8 亿美元和 10350.3 亿美元，跨境收支顺差为 175.5 亿美元。收入项上，相比去年同期，银行代客涉外收入上升 14.9%；相比 2023 年 4 季度同期，涉外收入上升 2.2%。支出项上，相比去年同期，银行代客对外付款上升 17.0%。相比 2023 年 4 季度同期，对外支出下降 1.4%。跨境收支逆差金额由上季度同期的 197.5 亿美元的逆差转为 175.5 亿美元的顺差。银行代客涉外收入与支出总额为 2.08 万亿美元，相比去年同期上升 15.9%，相比上一季度同期下降 0.4%。

图表 34 银行代客收付款分项结构





数据来源: Wind。

银行代客收付款经常项目呈顺差扩大。其中货物贸易顺差扩大，服务贸易逆差扩大，收入项由逆差收窄。

从境内银行代客涉外收付款的分项看，2024年1月、2月经常项目顺差由上季度同期的35.2亿美元扩大至227.9亿美元。从细项看，货物贸易顺差规模上升，服务贸易逆差扩大，收入项逆差收窄。1季度前两个月，货物贸易顺差相比于上季度前两月小幅上升1.7%，至628.4亿美元；服务贸易逆差相比上季度同期上升27.5%，至217.9亿美元；收入项逆差为182.6亿美元，相对于4季度前两月收窄55.7%。

银行代客涉外收付款资本和金融项目逆差规模收窄，直接投资逆差扩大，证券投资顺差扩大，其他投资为小幅顺差。

银行代客涉外收付款资本和金融项目逆差相比上季度同期大幅收窄，1季度前两个月的逆差规模为71.9亿美元，相比于上季度同期下降71.5%。从细项看，直接投资逆差扩大、证券投资顺差规模扩大，其他投资由逆差转为小幅顺差。其中，直接投资逆差由上季度同期的230.9亿美元上升至245.0亿美元，2023年同期直接投资项下为逆差112.4亿美元；证券投资顺差由上季度同期的20.3亿美元扩大至172.1亿美元；其他投资项由上一季度的41亿美元的逆差转为1.4亿美元的小幅顺差。

银行结售逆差继续收窄。银行自身结售汇由逆差转为顺差、银行代客结售汇逆差规模大幅下降。

2024年1月、2月，银行结售汇逆差相比于上季度同期收窄，逆差规模为81.8亿美元。其中，银行结汇相比上季度同期有所上升，由3339亿美元上升至3582.1亿美元。银行售汇金额相比于上季度同期微升，由3660.6亿美元上升至3663.9亿美元。从交易主体来看，1、2两个月银行自身结汇规模为227.8亿美元，银行自身售汇规模为205.2亿美元，均大幅高于上季度同期水平，但结汇速度上升更快。银行自身结售汇录得小幅顺差22.6亿美元，结束了连续4个季度的逆差趋势。

银行代客结售汇维持逆差，逆差规模由上季度同期的 313.1 亿美元下降至 104.4 亿美元。在结售汇意愿方面，2024 年 1 季度前两个月结汇率（银行代客结汇占银行代客涉外总收入外币比率）相比上季度同期上升 2.9 个百分点，至 63.4%，售汇率下降 1.3 个百分点，至 66.6%。

**人民币计价的银行  
代客收付款由净流  
出转为净流入。**

境内银行代客收付款的人民币跨境收支由净流出转为净流入，净流入规模为 79.2 亿美元。人民币业务计价的银行代客涉外收入由上季度同期的 4931.1 亿美元上升至 5235.9 亿美元，上升 6.2%，在银行代客涉外收入总额中占比为 49.7%，较上季度同期上升 2.2 个百分点；人民币计价的银行代客支出由上季度同期的 5266.2 亿美元下降至 5156.6 亿美元，下降 2.1%，在涉外支出总额中占比为 49.8%，与上季度同期下降 0.4 个百分点。

## 大宗商品市场：品种分化，能源、铜连续上行

2024 年 1 季度大宗商品价格季均价格仍低于上季度，主要受铁矿石、煤炭和大豆的季均价格拖累；由于上季度石油价格从高位回落，1 季度石油季均价格环比下降，但季度整体呈上行走势。1 季度金属价格分化：制造业回暖带动铜价上涨；铁矿石受中国房地产行业需求减弱而下跌；铝受供需存在的不确定性而宽幅波动。国际农产品价格较上一季度上涨，饲用需求增长带动价格上行。整体而言，1 季度在中美复苏共振和降息预期的推动下，大宗商品结构分化，受益于制造业的金属和能源呈反弹态势，且有进一步上涨预期。

1 季度大宗商品季均价格仍低于上季度，但原油、铜、部分农产品等走强，铁矿石走弱，品种之间出现分化。地缘政治风险有望接棒美联储降息预期，持续刺激大宗商品价格。

### 一、大宗商品总体价格走势

2024 年 1 季度 CEEM 大宗商品价格<sup>2</sup>季度均价环比下跌 4.6%，但结构性分化。美国软着陆、中国制造业回暖和新兴市场复苏推动受益品种（能源、铜等金属）上行。美联储降息预期也推动乐观情绪。原油方面，由于 OPEC 持续减产，供给处于低位，需求边际企稳，加上地缘政治事件频发，虽然季均价格仍未回到上季度水平，但本季度油价持续上行，动能较强。金属方面，铜受全球宏观改善、制造业需求改善、供给收紧的影响而出现上涨。铁矿石受中国房地产行业需求减弱而下跌。全球制造业复苏对铝需求构成支撑，但供需两端的实际变化存在不确定性造成铝价宽幅波动。国内、国际农产品价格整体先跌后涨，市场供给充裕是价格下跌的主要原因。节后国内生猪养殖业前景向好带动大豆和玉米饲用需求回暖。受储备小麦轮出影响，国内小麦价格与国际价格背向而行。

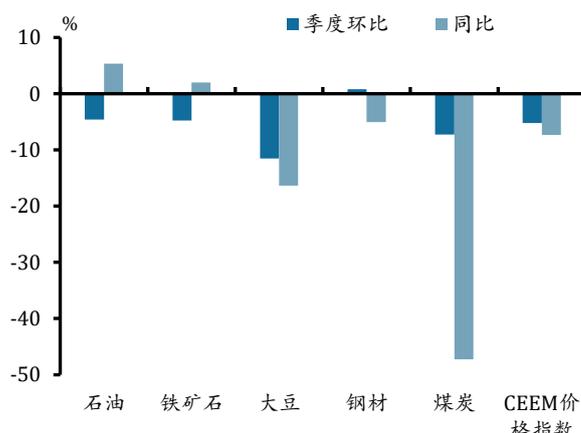
<sup>2</sup> CEEM 大宗商品价格指数（月度）综合计算前五大进口商品月平均价格，并根据中国进口量分配权重。5 种商品价格为 OPEC 一揽子石油价格、普氏铁矿石综合价格指数、澳大利亚动力煤 FOB 价格、钢材亚太地区远东市场综合到岸价以及美洲综合大豆价格。指数以 2012 年平均价格为基准。

图表 35 1 季度 CEEM 大宗商品指数企稳，品种间分化，原油、铜等走出上行趋势



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 36 1 季度品种间分化，黑色系回落，石油全季上行，但季均价格仍未回到上季度水平



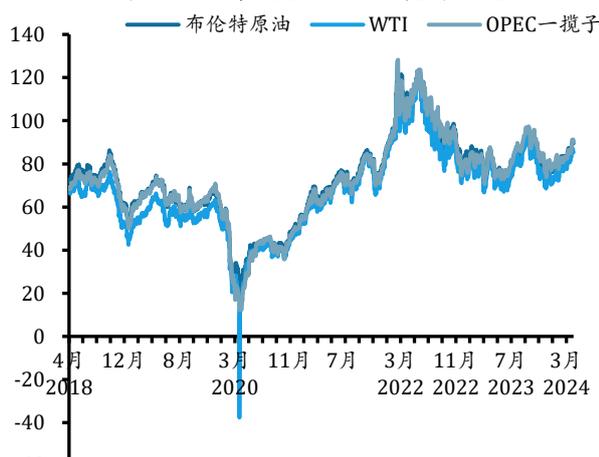
数据来源：CEIC,世界经济预测与模拟实验室

## 二、主要大宗商品供求情况与价格走势

供给端在 OPEC 减产带领下较为克制，地缘政治事件频发，推动油价上行。

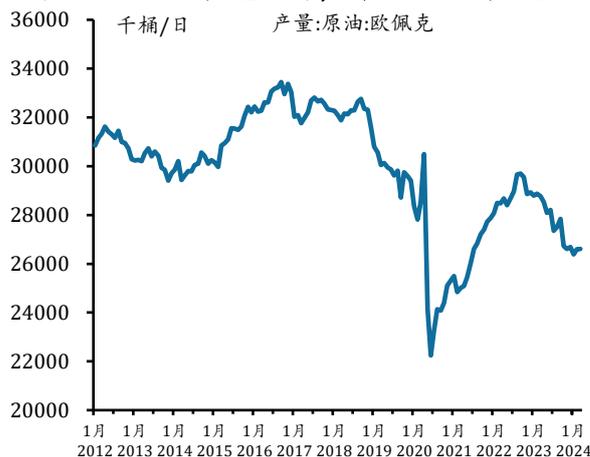
1 季度原油震荡上行，一度突破 90 美金，涨幅达到 20%。但触及 90 美金后有所回落。作为 1 季度全球涨幅居前的资产，布伦特油价从季度初最低 75 美金附近波动上行，在地缘风险和中美复苏前景共振刺激下，一路上涨至 90 美金上方，遭遇阻力后回调。布伦特和 WTI 价差一度从 12 美元缩窄并稳定在 6 美元左右，北美石油供给盈余有所缩窄。

图表 37 4 季度全球油价震荡回落



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 38 OPEC 产量反弹，部分小国增产换收入



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

1 季度供给侧对油价形成托底，需求侧

在供给侧，OPEC 产出仍维持在低位，每日约 220 万桶的减产措施将维持到 6 月，对油价形成托底。下次 OPEC 会议将在 6 月初召开，产量激进变化概率较低。从绝对规模来看，1 季度 OPEC 原油产出基

先乐观后谨慎，乐观情绪一度推动油价突破 90 美金，后续地缘事件或接棒美联储降息预期，刺激油价企稳在 90 美元附近。

本稳定在 2600 万桶/日以上，仍处于低点。伊拉克、阿联酋、哈萨克斯坦日产量超过配额，但减产总体执行良好。

俄罗斯的产量也有所下降，一部分原因在于满足对 OPEC 承诺，削减规模约为每日 47.1 万桶。俄罗斯原油供给的另一个边际变化在于，印度因担心受欧美制裁波及，开始减少从俄罗斯进口规模。2023 年 7 月，印度从俄罗斯进口的原油量最高达到 199 万桶/日，2024 年 1 月下降为 129 万桶/日左右，但印度需求并未显著下降，若从俄罗斯的折扣原油转移至其他供给方，对油价也有一定刺激。

此外，美国对委内瑞拉的原油制裁再次启动，也对供给端形成压制。

当前原油市场供给处于有充分余量状态，短期增产主动权在 OPEC 手上。考虑到沙特等国激进的国内建设计划、美国等非 OPEC 国家增产导致 OPEC 的市场份额流失，OPEC 应缺乏进一步减产意愿。由于此前多次自愿减产，OPEC 估计还有 500 万桶/日的空闲产能可调节市场供给，意味着 OPEC 足以应对油价大幅上涨。从过往历史来看，一旦油价过度上涨超过 100 美元的心理价位，往往刺激非 OPEC 国家大幅增产，长期反而对价格形成压力。若油价进一步冲高，OPEC 或介入调高产量，重新抢占市场份额。因此单纯依靠减产的这一供给端冲击，对油价的支撑作用已基本显现。

在 OPEC 减产和对俄制裁限制出口期间，美国产量大幅增加。3 月份美国最新原油产量稳定在 1310 万桶/日，且出口仍处于高位，净进口需求处于低位。根据活跃钻井数情况，美国当前钻井数仍处于疫情后低位，较高峰期下降了至少 15%，产量提升更多来自于效率提升，也意味着有增加供给的空间。

另一方面，1 季度需求侧迎来较大波动，先从悲观转向乐观，后谨慎。乐观态势驱动了油价上行，但这一支撑进入 2 季度后有所减弱。

国际能源署 IEA 在 3 月份将 2024 年整体日需求上调，主要原因为美国需求仍然强劲，偏乐观。但在 4 月份又因发达国家需求复苏不

及预期、电动车渗透率提升等原因，将全年需求增长从 130 万桶/日下调至 120 万桶/日。

美国软着陆预期在 1 季度达到高峰，但随着通胀顽固，美联储或推迟降息，市场开始计入不着陆情形预期。市场对中国复苏态势也经历了乐观到相对谨慎的阶段。

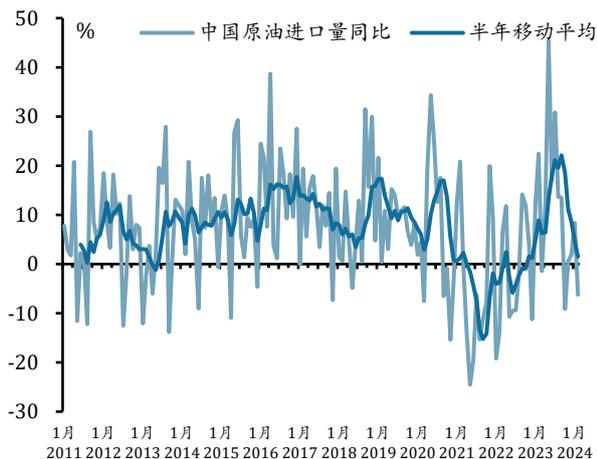
从进口量来看，中国 1-2 月进口大幅回升，3 月回落，和基期有一定关系，综合全季度来看仍未确认上行趋势。美国原油库存变化近期偏增加为主。

从炼油厂开工率来看，欧洲持续下滑，美国有所反弹，但幅度有限，尚未回到去年同期高点。

综上所述，需求侧复苏态势仍在确立中，供给侧有较大增产空间，90 美元的布伦特油价基本反映当前基本面。后续更大的波动来自于地缘政治风险、航路风险等意外因素。

当前全球市场或对地缘风险有所低估。4 月中旬地缘政治风险指数（GPR）陡增至 200 以上。此前 1 季度在 80-200 之间震荡。低估的主要原因在于对俄乌战争的脱敏，认为中东区域冲突无法和全面战争相提并论。但当前存在一系列小范围冲突控制不当升级风险。以色列相对激进的态度和此前空袭导致的螺旋升级牵引了区域多个国家。美国对以色列的充分支持也可能导致局势升级。如俄乌、中东态势同时升级，对区域原油供给、航路会造成明显冲击。

图表 39 中国原油总进口增速先扬后抑



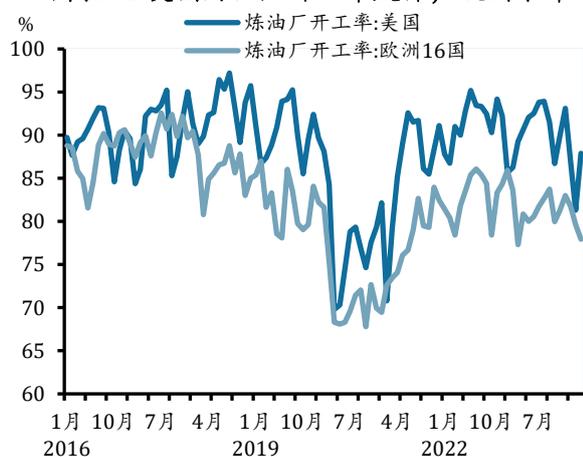
数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室

图表 40 美国原油净进口仍在低位



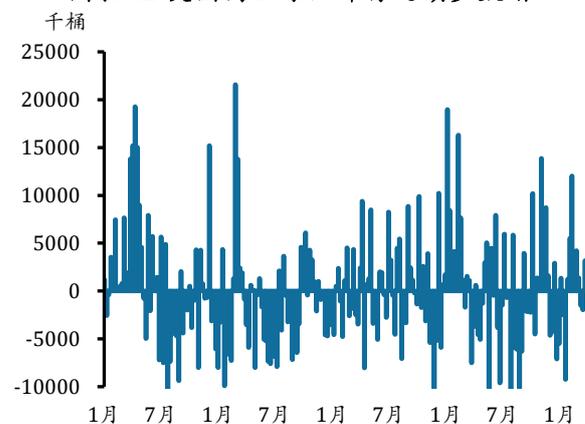
数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室

图表 41 美国炼油厂开工率反弹, 欧洲下降



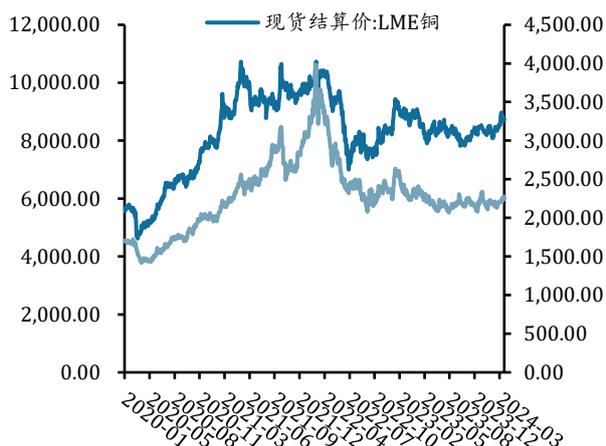
数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室

图表 42 美国商业原油库存近期多数增加



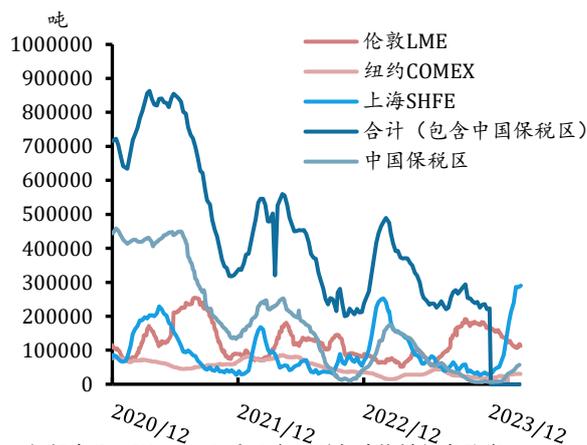
数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室

图表 43 LME 铜铝价格出现分化



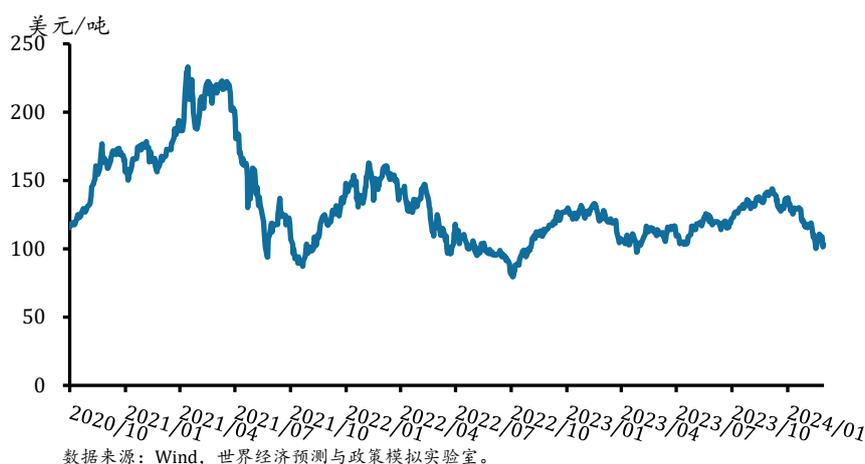
数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 44 全球铜库存水平回升



数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 45 国际铁矿石价格震荡下行



**1 季度金属价格分化：铜受全球宏观改善、制造业需求改善、供给收紧的影响而出现上涨。铁矿石受中国房地产行业需求减弱而下跌。全球制造业复苏对铝需求构成支撑，但供需两端的实际变化存在不确定性造成铝价宽幅波动。**

**2024 年 1 季度国际有色金属价格分化。**这种分化映射出全球经济体系正处于新旧动能深度转换的变革期。各金属品种因其在新兴与传统产业链中的角色差异，而呈现出迥异的价格走势。具体而言，铜价攀升，其背后逻辑在于它在一系列全球经济增长新引擎中的核心地位，这些领域包括但不限于新能源科技、高端制造业、电气化基础设施构建，以及电力系统现代化建设和革新升级。相反，铁矿石价格的持续回落，反映出以房地产为代表的传统支柱产业增速放缓。这种现象不仅体现了产业与金属市场之间的直接关联，也揭示了经济转型升级过程中行业景气度的结构性调整，即经济正在经历从依赖大规模投资与资源密集型产业发展向创新驱动、绿色低碳、高质量增长模式转变的过程。

伦铜价格在一季度展现出震荡上行态势。1 月初以 8430 美元/吨开局，历经宽幅波动后于 3 月初重返此价位，之后强势攀升，于 3 月 18 日触及 8973 美元/吨高点。短暂回调后，3 月底收于 8729 美元/吨。1 季度伦铜现货结算价格累计涨幅约为 3.5%。宏观层面，中国和美国制造业 PMI 突破荣枯线；欧洲制造业 PMI 有所改善。货币方面，1 季度美国一直存在降息的预期，对铜价有提振效应；中国维持降息节奏，对铜价构成一定支撑。供给方面，国内铜冶炼厂现货粗炼费(TC)由季初 53.3 美元/干吨降至季末的 6.3 美元/干吨，揭示了铜矿资源供应紧俏。此外，国际铜业研究组织（ICSG）于 3 月发布的最新数据揭

示，2023 年全球铜矿实际产量经历了向下修正，全年增长率仅为 0.2%，相较于该组织在 2023 年 4 月及 10 月所作出的 3%与 1.9%的产量增长预测，现实增长幅度大幅缩水。这表明铜矿供给扰动较大。需求方面，美国制造业 PMI 上行，铜需求走强。中国需求方面，国内电力、家电、道路运输和汽车行业铜需求增长，但建筑领域需求不甚乐观。2024 年 2 月，中国电力、热力、燃气及水的生产和供应业固定资产投资累计完成额同比增长 25.3%，高于上一个季度增速水平，拉动铜需求增加。家用电器和音像器材类零售额在 2 月实现同比增长 5.7%；道路运输业固定资产投资累计完成额同比增加 8.3%，逆转上季度末同比增长放缓的走势。建筑和汽车领域不容乐观。2024 年 1-2 月汽车产销同比增长分别达到 8.1%和 11.1%，其中新能源汽车产销同比分别增长 28.2%和 29.4%。2 月房屋累计新开工面积同比下降 29.7%，下降速度较 2023 年 12 月增加 9.3 个百分点。库存方面，全球铜市场在一季度内库存分布与流动显著变化，特别是中国保税区库存急剧增加，对全球库存总量的显著提升产生了重大影响。截至 2024 年一季度末，统计全球三大主要交易所（不含中国保税区）的铜库存总量达到了 43.0 万吨，相较于上一季度末，库存总量大幅增长了 99.7%。伦敦 LME 的铜库存相较于上季度末缩减了 32.8%。相反，纽约商品交易所（COMEX）的铜库存则实现了显著增长，涨幅高达 59.8%。值得关注的是，沪铜市场以及中国保税区的库存情况出现了大幅攀升，两者分别较上季度增长了 839%和 982%。在纳入中国保税区库存后，全球铜库存总量相较于上一季度的整体增幅达到 122.1%。国内铜上游产品，铜矿砂及其精矿进口价格指数 2 月上涨至 2191 美元/吨。但与上季度末相比，铜矿进口数量减少 11.3%，进口金额总体下降 8.1%；2 月，铜中游产品，诸如进口精炼铜及未锻造铜，均较上季度出现下降（-21.2%和-17.3%）。

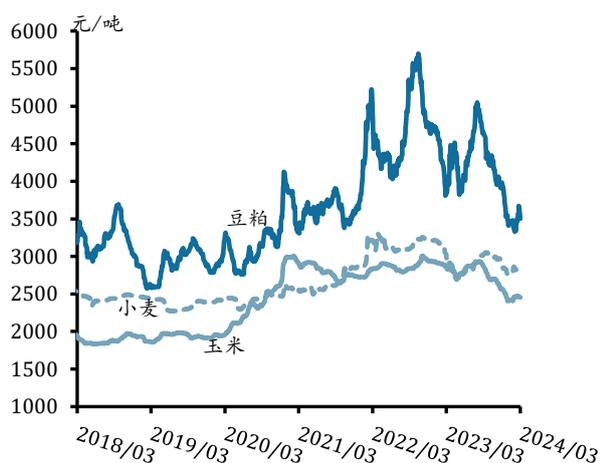
2024 年一季度，LME 铝价呈现宽幅波动，由季初的 2336 美元/吨下滑至 1 月 22 日的 2110 美元/吨，随后于 1 月底反弹至 2214 美元/吨。进入 2-3 月，铝价经历先抑后扬，最终在 3 月 28 日报收于 2270 美元/

吨，较上季度末微跌 2.8%。供应端，中国铝厂电解铝开工率持续高位运行，达 93.8%，云南铝厂开工率为 79%，具备较大产能释放潜力，铝价上涨有望加速其复产进程，但产量增量的体现预计在 4-5 月，存在一定不确定性。需求层面，全球制造业复苏，尤其是中美制造业 PMI 好转，为铝需求提供了支撑。国内部分行业对铝需求增长，如家用电冰箱零售额同比增长 5.7%，新能源汽车产销分别增长 28.2% 和 29.4%，卷烟产量累计增长 3.5%，增加了对包装铝箔的需求。然而，建筑行业对铝的需求有所下滑，2 月房屋竣工面积累计同比减少 20.2%。库存方面，全球铝库存显著积累，一季度较上季度末增长 44.3%，其中中国电解铝库存大增 99.3% 至 86.3 万吨，而 LME 铝库存仅微增 1.0% 至 55.4 万吨。国内铝上游产品，铝矿砂及其精矿进口价格指数在 1 季度上涨，高于去年平均水平。2 月价格指数上涨至 64.1 美元/吨，其中铝矿进口金额下跌幅度（2.5%）小于进口数量下降幅度（4.9%）。氧化铝进口数量增加，1 月氧化铝进口增幅达到 31.0%。铝中游产品，未锻造铝及铝材进口数量在 1 月进口数量增幅达到 17.5%。

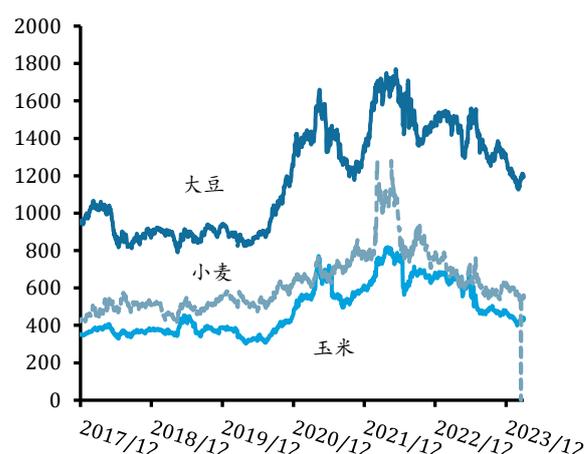
**1 季度国际铁矿石价格宽幅震荡下行。**普氏 62% 铁矿石价格自季度初的 118 美元/吨滑落至季末的 103 美元/吨，季度内累计跌幅达 26.8%。供应端，全球四大矿山一季度铁矿石总发运量同比略有下滑。该季度四大矿山共计发运铁矿石 46395 万吨，相较于上季度末减少了 9436 万吨，降幅为 16.9%，与去年同期比较则减少了 885 万吨，降幅为 1.9%。期间，受天气及港口检修等因素影响，澳大利亚与巴西两国铁矿石发运量环比分别下降 3793 万吨（降幅 14.6%）和 2525 万吨（降幅 25.4%），澳大利亚同比减少 1003 万吨（-4.3%），巴西则同比增加 720 万吨（+10.7%）。需求端，一季度中国 247 家钢企日均铁水产量为 221 万吨，处于 2023 年至今的低位，较上季度减少 5.8%（即减少 13.7 万吨）。据此折算，61% 品位铁矿石日需求量减少 22.5 万吨，一季度累计需求减少 2025 万吨。库存方面，国内港口及钢厂均出现库存累积。大中型钢厂进口铁矿石平均库存可用天数为 23.6

天，虽高于去年同期（17.9天），但低于过去五年平均水平（30天）。港口库存方面，1季度末库存量增至1.44亿吨，较上季度末增加2439.1万吨（增幅20.3%），同比增长970.5万吨（增幅7.2%）。来自巴西和澳大利亚的铁矿石库存均有增长，其中巴西铁矿石1季度末库存为5241.06万吨，较上季度末增长620.9万吨（涨幅13.4%），同比增长764.2万吨（涨幅17.1%）；澳大利亚铁矿石库存为6036.02万吨，较上季度末增长752.3万吨（涨幅14.2%），同比减少342.3万吨（降幅5.4%）。进口方面，中国1-2月铁矿石月均进口量为10472万吨，较上季度月均值增长3.7%（增加374万吨）。1季度铁矿石航运成本先升后降，但相较于去年同期仍处高位：C3航线平均价格约25.7美元，C5航线约为10.2美元，同比分别上涨41.8%和41.2%。钢材市场方面，一季度国内整体需求乏力。2月份固定资产投资中，基建投资（不含电力）同比增长6.3%，增速较去年同期（9.0%）有所放缓。一季度房屋新开工面积累计同比下降24.40%，商品房销售面积累计同比下降16.2%，环比下降51.9%。汽车产量虽同比增长8.1%，但总产量仍处于较低水平。供给端，从世界粗钢产量来看，据世界钢铁协会数据，1-2月全球64个报告国家累计粗钢产量为29.69亿吨，同比增长3.2%。

图表 46 国内农产品现货先跌后涨



图表 47 CBOT 农产品价格先跌后涨



1 季度国内、国际农产品价格整体先跌后涨。美豆价格与国内价格走势趋同，1月至2月间价格呈震荡下行，至3月初开始反弹。从

跌后涨，市场供给充裕是价格下跌的主要原因。节后国内生猪养殖业前景向好带动大豆和玉米饲用需求回暖，价格回升。受储备小麦轮出影响，国内小麦价格与国际价格背向而行。

国际市场观察，一季度美豆价格自1月初的1273美分/蒲式耳滑落至2月底低点1134美分/蒲式耳，随后于3月初触底反弹，3月21日触及1211美分/蒲式耳高点后逐渐回落，至3月28日收于1192美分/蒲式耳，季度累计跌幅为7.8%。供应方面，良好的天气条件导致1月至2月间美豆价格下跌。美国农业部（USDA）预计2023/24年度全球大豆产量、库存及出口将增加，需求保持稳定。季初充足的降雨使得阿根廷和巴拉圭大豆单产预期得到改善，USDA1月报告中分别将其产量上调200万吨至5000万吨和30万吨至1030万吨。尽管如此，部分增长被巴西大豆产量下调所抵消，全球大豆产量因此上调10万吨至3.99亿吨。贸易层面上，巴拉圭和俄罗斯出口量的增加促使USDA预测2023/24年度全球大豆出口量将增加70万吨至1.709亿吨。尽管2月报告中美国出口量有所减少，但巴西大豆强劲的出口增长部分弥补了这一影响。需求端，尽管巴西压榨量下降，但阿根廷、印度、玻利维亚、埃及和泰国的大豆压榨量均有所增加。库存方面，鉴于美国、阿根廷、巴西库存的上升，USDA在1月和2月的报告中分别上调全球大豆期末库存40万吨和140万吨。鉴于巴西2022/23年度大豆种植面积和单产的增长，其产量上调200万吨，USDA2月报告中也相应上调初期库存。3月报告中，2023/24年度全球大豆产量预期下降，库存减少（包括初期和期末），出口增加，压榨需求增长，大豆价格随之回升。巴西巴拉那州和圣保罗恶劣的天气导致大豆产量预测下调100万吨；单产前景下滑导致南非大豆产量下调40万吨。中国2022/23年度压榨量上调，需求增加50万吨，这导致全球出口增加和初期库存下降。巴西库存减少，期末库存下调180万吨。中国国内豆粕价格在春节后破位走低，但在3月初出现震荡回升的趋势。支撑豆粕涨价的因素：一是进口大豆成本提升，引发了豆粕价格上涨。二是进口大豆入港减少引发市场对油厂停工的担忧，推动了豆粕现货价格上涨。三是生猪育肥需求增加，由于当前生猪价格波动相对较大，受能繁母猪存栏持续减少和中部地区产能大幅去化的影响，市场对后续猪价预期

提升。3月底，随着大豆到港量回升以及海外供应趋松的影响，豆粕价格有所回落。最终季度跌幅 11.9%。

**1 季度国际、国内玉米价格大体呈现先跌后涨的趋势。**1 季度国际玉米价格连跌两月后回升。供给方面，美国玉米单产增加至每英亩 177.3 蒲式耳的高位，供应量大幅增加。根据国家统计局的最新面积和单产数据，中国玉米产量也上调至 2.88 亿吨的历史高位。库存方面，中国玉米期末库存增加部分被巴西玉米期末库存下降所抵消，全球玉米库存量增加 1000 万吨。需求方面，美国玉米的食用、种子和工业用量需求减少，期末库存增加 1000 万蒲式耳。产量和库存增加共同推动国际玉米价格下跌。3 月的预测中，2023/24 年度全球玉米产量下降、期末库存减少、贸易增加、压榨需求增加，这些因素带动玉米价格回升。由于南非、乌克兰、墨西哥、委内瑞拉和俄罗斯的产量下降，预计 2023/24 年度全球玉米产量下降 270 万吨；乌克兰和阿根廷的玉米出口增加，全球贸易增加；乌克兰的库存下降被巴西增加部分抵消，全球玉米期末库存预计减少 240 万吨。对国内市场而言，玉米价格在 1 季度持续低迷。春节之后玉米价格触底反弹，但回升幅度有限，3 月玉米价格相对平稳。供给方面，由于 2022/23 年度国内玉米产量大幅上调，2023/24 年度玉米生产预测数据也据此调整。1 季度农户售粮进入传统高峰期，市场供应充足。1-2 月玉米进口累计同比增长 16.1%。春节后中储粮继续加大收购力度，玉米深加工企业开工率保持高位，对价格形成支撑。需求方面，生猪存栏从相对高位逐渐回调，生猪养殖业前景向好，带动玉米饲用消费预期增长。国内玉米季末价格为 2451 元/吨，季度跌幅 4.4%。

**1 季度小麦国际价格先跌后涨，国内价格宽幅波动。**国际市场上，玉米价格连续两个月下跌后于一季度末反弹。供应端，美国玉米单产创历史新高，达每英亩 177.3 蒲式耳，供应显著增加。同时，根据国家统计局数据，中国玉米产量上调至历史最高点 2.88 亿吨。库存方面，尽管中国玉米期末库存有所增长，但巴西玉米期末库存下降部分抵消了这一影响，全球玉米库存总量增加 1000 万吨。需求侧，美

国玉米的食用、种子和工业用量需求下降，导致期末库存增加 1000 万蒲式耳。产量与库存的双增长共同推动国际玉米价格走低。然而，3 月预测显示，2023/24 年度全球玉米产量将下降 270 万吨，主要源于南非、乌克兰、墨西哥、委内瑞拉和俄罗斯产量减少；同时，乌克兰和阿根廷出口增加将带动全球贸易量增长；乌克兰库存下降虽被巴西库存增加部分抵消，但全球玉米期末库存仍预计减少 240 万吨。这些因素共同推动玉米价格在一季度末反弹。在国内市场，玉米价格在一季度总体保持低迷，春节后出现触底反弹，但反弹幅度有限，3 月价格相对平稳。供应方面，由于 2022/23 年度玉米产量大幅上调，对 2023/24 年度生产预测进行了相应调整。一季度正值农户售粮高峰期，市场供应充足，1-2 月玉米进口量同比增长 16.1%。中储粮在春节后加大收购力度，玉米深加工企业保持高开工率，为玉米价格提供支撑。需求端，生猪存栏量自高位逐步回调，生猪养殖业前景看好，带动玉米饲用消费预期增长。3 月份以来，我国大量取消美国和澳大利亚产进口，导致国际价格上涨对国内价格的影响减弱。国内玉米季末价格报 2451 元/吨，季度内下跌 4.4%。

### 三、未来价格走势与风险

进入 2 季度，油价的波动性很可能进一步加大，但如地缘政治风险不大幅升级，缺乏突破 100 美元的基础。一方面供给端将产量维持低位，但有充足的空闲产能进行调控；另一方面需求端有复苏预期，但软着陆叙事和降息预期均改变，后续更倚重中国和新兴市场复苏节奏，仍存在较多不确定性。预计上半年油价围绕 85 美元宽幅震荡，下行支撑较为坚实。

金属方面，若全球工业前景在 2 季度进一步改善将拉动铜和铝需求，铁矿石价格在中国地产政策的刺激下或有所回升。需求端，铜与铝作为工业生产的关键原料，其需求增势将与全球工业复苏同步。聚焦中国，政府进一步的房地产政策调整，将刺激国内建筑业活动回

原油方面，波动性预计会继续抬升，地缘政治风险会刺激价格上涨，但需求端尚未缺乏明确趋势支撑油价大幅上涨至 100 美元以上。

金属方面，铜和铁矿石未来价格走势关注主要经济体需求改善空间。

农产品方面，种植条件稳定的环境下，饲用需求增长将带动谷物价格回升。

暖，从而带动铁矿石需求逐步恢复。与此同时，全球金属价格的波动还将受到美国货币政策转向预期的深度影响。

农产品方面，主要关注供需变化对价格的影响。根据 USDA 最新一期的展望，玉米市场，南非、乌克兰、墨西哥、委内瑞拉以及俄罗斯等国的产量出现下滑，导致全球玉米总产量出现收缩。与此同时，国际贸易活跃度提升，玉米贸易量有所增加，而期末库存则相应减少。这一系列供需结构的变化，揭示了玉米市场在短期内可能出现的供应偏紧局面。此外，USDA 预测巴西与南非的大豆产量将有所下降，进而导致全球大豆总产量减少约 140 万吨。这一减产预期，叠加中国生猪养殖业前景向好所带来的豆粕需求预期增长，预示着全球大豆市场价格有上行动力。