

# 全球宏观经济季度报告

总览：2024 年冬季全球宏观经济运行与分析

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 崔晓敏 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

**顾问** 张宇燕

**首席专家** 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	中国经济
	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	云 璐	大宗商品
	陈逸豪	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	廖世伟	科研助理

联系人：廖世伟 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。

## 2024 年第 4 季度中国外部经济环境总览

### ——2024 年冬季全球宏观经济运行与分析

标题：全球经济继续低位运行 特朗普交易热度不减

4 季度，中国外部经济综合 CEEM-PMI 指数季度低于荣枯线。美国经济继续高于潜在增速水平，欧元区经济活动保持了较为低迷的态势，日本经济整体较第三季度有所回落，印度经济稳步增长稍有弱化，巴西经济延续复苏态势，但景气度下降，南非复苏动能依然疲弱，俄罗斯经济延续短期韧性，东盟六国经济体增长较上年有所回升，但东盟六国和韩国在 2024 年下半年经济景气程度出现回落，该趋势有望延续至 2025 年。

4 季度，美国经济继续高于潜在增速水平。从增长动能看，消费对经济的拉动作用依然强劲，私人投资转向小幅拖累经济增长。美联储在 12 月议息会议继续降息 25 个基点，但内部分歧加大，未来降息路径的不确定性上升。展望 2025 年，特朗普新政府的施政政策及其效果是美国经济面临的最大的不确定性。

4 季度，欧元区经济活动持续低迷。综合 PMI 震荡走弱，季度均值重回收缩区间，制造业收缩加剧，服务业 PMI 在荣枯线徘徊，复苏放缓。美国关税威胁以及德法政治不稳定等因素影响了企业和居民对经济前景的信心，导致消费与投资疲弱。不过，劳动力市场稳定，失业率维持低位。通胀率 9 月触 1.7% 低位后连续两个月回升，重返欧央行 2% 目标之上，服务价格粘性强，同比增速高。即便如此，欧洲央行 12 月仍进行年内第四次降息。预计 2025 年一季度欧元区经济将延续疲态，GDP 环比增速约 0.1%。

4 季度，大宗商品价格持续走弱，但降幅缩窄。按季度均价来看，CEEM 大宗商品价格指数环比回落 2.0%。石油价格下跌 6.2%，中国需求显著低于预期；市场预测 2025 年全球供过于求，但由于原油储备也降至低点，短期油价有波动加剧的风险，并已在年初体现。4 季度铜铝等金属价格下跌，铁矿石受政策预期支撑小幅上涨。农产品方面，国际市场上玉米因天气和物流等因素上涨，而其他农产品无论国内国际均因供应充足、需求疲软而走低。

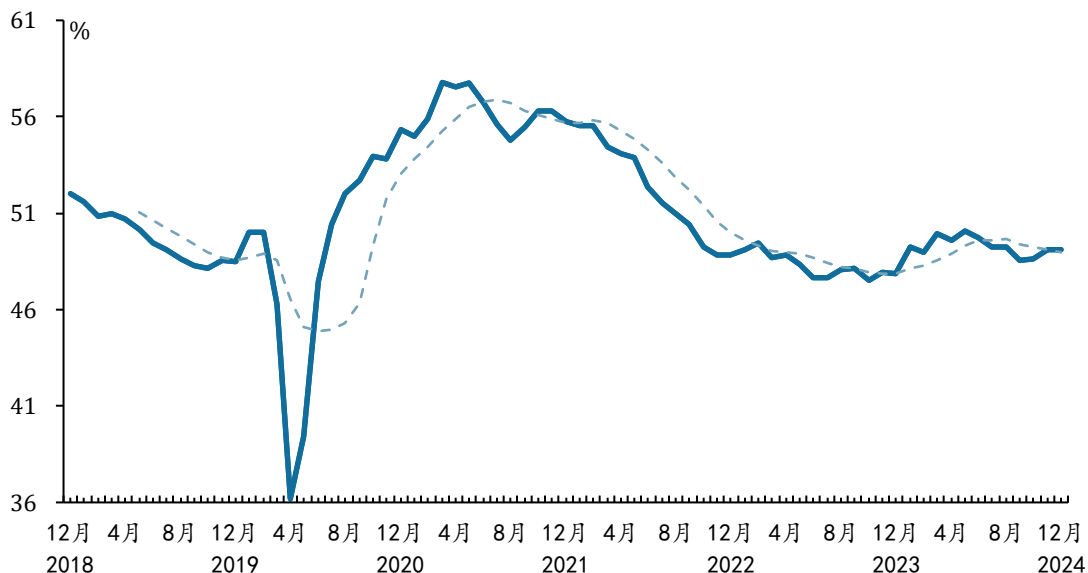
4 季度，美联储两次降息累计 50bp，然而美国通胀反弹，美联储主席表态边际偏鹰。特朗普当选美国总统后，其关税政策降低了全球金融市场风险偏好，提高了其他经济体贬值预期和竞争性加关税预期，致使美元资产估值上升、美元升值，其他主要货币普遍贬值。长期利率方面，因通胀反弹，主要发达经济体长期利率上行，而中国长期国债收

益率在宽松预期下快速下行。美股上涨，上证 A 股波动较大，欧洲股市下跌。受中东局势扩大化等因素影响，原油价格上涨，黄金价格在地缘政治动荡、美联储降息预期降温等因素扰动下基本稳定。

## 一、全球经济继续低位运行

2024 年 4 季度，中国外部经济综合 CEEM-PMI 指数季度低于荣枯线。美国经济继续高于潜在增速水平，欧元区经济活动保持了较为低迷的态势，日本经济有所回落，印度经济稳步增长稍有弱化，巴西经济延续复苏态势，但景气度下降，南非复苏动能依然疲弱，俄罗斯经济延续短期韧性，东盟六国经济体增长较上年有所回升，但景气程度趋于回落。

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 继续萎缩，非制造业 PMI 继续扩张。**2024 年 10 月至 12 月，美国制造业 ISM 编撰的 PMI 分别为 46.5、48.4 和 49.3，仍然处于萎缩区间，尤其是就业指数于 12 月降至 45.3，连续七个月低于 50。不过，整体来看，制造业出现明显的改善迹象，萎缩幅度收窄，且 12 月新订单指数上升至 52.5，创 2024 年 1 月以来的新高。10-12 月，非制造业 PMI 分别为 56、52.1 和 54.1，继续扩张。

**美国个人收入与支出保持韧性。** 2024 年 10 月至 11 月美国个人收入同比增速分别为 5.5% 和 5.3%；美国个人消费支出同比增速皆为 5.5%。美国轻型机动车总销量的折年数分别为 1604 万、1650 万辆，环比增长率分别为 1.7% 和 2.9%。与 3 季度相比，美国汽车库存水平明显上升。美国零售销售额分别环比增长 0.5% 和 0.7%；核心零售销售额分别环比增长 0.01% 和 0.4%，连续 3 个月增长。美国零售销售增速放缓。

**美国房地产市场处于磨底阶段，企业继续补库存。** 2024 年 10 月至 11 月，美国新建住房销售和成屋销售小幅波动，新屋开工持续下降，房价有所回落，成屋库存维持高位。房地产市场受降息预期受阻及抵押贷款利率反弹影响，复苏放缓。企业库存方面，截至 2024 年 10 月，库存同比增速达 2.4%，环比连续增长 7 个月，零售商补库存最为显著。此外，制造业 PMI 新订单指数升至荣枯线之上，助推制造业补库存进程。

**美国失业率小幅上升，劳动力市场仍具韧性。** 2024 年 10 月至 11 月，美国失业率小幅上升至 4.1% 和 4.2%，新增非农就业分别为 3.6 万和 22.7 万人，劳动参与率下降至 62.6% 和 62.5%，平均时薪同比增速降至 4.1% 和 4.0%，环比增速维持在 0.4%。10 月离职率和职位空缺率小幅回升至 2.1% 和 4.6%，职位空缺与失业人数比值上升至 1.2，显示劳动力市场紧张程度有所缓解。2025 年需重点关注，特朗普新政府可能推动的非法移民驱逐计划，将对就业市场产生显著影响。

**美国通胀水平有所回升，美元指数大幅走强，美股续创历史新高。** 核心 CPI 同比增速自 2024 年 5 月以来维持在 3.3% 左右，表现出较高粘性。10 月和 11 月，CPI 同比增速分别升至 2.6% 和 2.7%，主要受到 2023 年 4 季度石油价格回调带来的低基数效应影响。美债收益率曲线在经历自 2022 年 7 月至 2024 年 8 月的历史最长倒挂期后得以修复。11 月，特朗普再次当选总统推升 10 年期国债收益率，年末美债利差扩至 33bp。美元指数在 3 季度因降息预期短暂横盘，10 月后受强劲就业数据、中东地区地缘政治风险、欧洲经济疲弱等多重因素驱动，反弹幅度约 9%，创 2023 年以来新高。美股市场表现分化，12 月初道琼斯与纳斯达克指数创历史新高，其后道指回调，纳指则保持稳健。

**欧洲 PMI 震荡趋弱。** 4 季度，欧元区综合 PMI 持续下降，12 月降至 49.5，季度均值 49.3，连续两个季度下滑。制造业 PMI 持续低迷，12 月降至 45.1，为年内最低水平。服务业 PMI 受节假日影响小幅改善，12 月升至 51.4，但季度均值 50.8 低于前值。国家层面，法国经济下行，12 月制造业 PMI 创 55 个月新低至 41.9，服务业 PMI 升至 48.2



仍处收缩区间。德国制造业 PMI 降至 42.5，综合 PMI 因服务业改善升至 47.8。西班牙经济表现亮眼，12 月综合 PMI 升至 56.8，制造业和服务业均保持强劲增长，出口和旅游业贡献显著。工业生产方面，10 月欧元区工业产出环比持平，同比降 1.2%，非耐用品下降显著，但资本货物产量增长 1.7%，或显示工业生产触底迹象。

**欧洲通胀回升至目标上方。**2024 年 12 月，欧元区消费者调和价格指数（HICP）同比增长 2.4%，较 11 月的 2.2% 小幅上升，连续三个月上行。能源价格波动推动通胀上涨，12 月能源价格分项同比增速从 -2.0% 升至 0.1%。剔除食品和能源价格后，核心 HICP 同比增速保持在 2.7%。其中，服务业价格同比增速从 3.9% 升至 4.0%，核心商品价格增速由 0.6% 降至 0.5%。降低服务业通胀将成为核心通胀进一步下行的关键因素。

**欧洲失业率继续稳定在低位。**2024 年 10 月，欧元区 20 国经季节性调整后的失业率保持在 6.3%，显示劳动力市场稳定。德国失业率为 3.4%，连续三个月持平；法国小幅上升至 7.6%；意大利下降至 5.8%；西班牙维持在 11.2%。青年失业率方面，欧元区 10 月数据为 15%，较 9 月微增 0.1 个百分点，青年失业人数达 242.7 万，比上月增加 3.5 万人，同比增加 2.2 万人。

**欧洲央行进行了第四次降息。**2024 年 12 月 12 日，欧洲央行宣布降息 25 个基点，将存款机制利率、主要再融资利率和边际借贷利率分别下调至 3.00%、3.15% 和 3.40%，这是该行 2024 年的第四次降息。新闻公报强调，央行致力于将欧元区通胀率稳定在中期目标 2% 附近。欧洲央行预计，2024 年和 2025 年欧元区通胀率分别为 2.4% 和 2.1%，较此前预期下调 0.1 个百分点；经济增速预期分别降至 0.7% 和 1.1%，较前值下调 0.1 和 0.2 个百分点。市场解读为欧洲央行放宽政策立场，预计到 2025 年 7 月，存款机制利率可能进一步降至 1.75%。

**日本国内宏观经济边际小幅回落。**2024 年 4 季度，日本经济呈现探底后逐步企稳的态势。10 月至 12 月，日本制造业 PMI 分别为 49.2、49.0 和 49.6，整体低于 3 季度的 49.5，11 月更降至 49.0 的低点。同时，日本服务业 PMI 表现同样疲弱，10 月至 12 月分别为 49.7、50.5 和 50.9，低于 3 季度的均值 53.5。然而，自 2022 年 8 月（除 2024 年 6 月外），日本服务业 PMI 整体维持在扩张区间。根据日本内阁府公布的 GDP 数据，3 季度环比增速为 0.3%，高于初次统计的 0.2%。但由于前两季度表现疲软，同比增速均为 -0.9%，即便 3 季度同比增速转正至 0.5%，结合 4 季度制造业和服务业 PMI 表现，2024

年经济整体状况仍弱于 2023 年。就业方面，日本失业率在 10 月和 11 月均维持在 2.5%，反映出就业市场总体稳定。

**日本消费疲软。机械订单表现依旧良好。**日本民众收入同比增速保持正增长，10 月二人以上家庭名义收入和实际收入分别增长 3.7% 和 1.1%。然而，消费持续低迷，10 月实际消费支出同比下降 1.3%，分项中“教育”“服装”“居住”消费分别减少 14.0%、13.7% 和 10.7%。仅“光热·水”类消费增长，实际增速 8.0%，其中“电费”和“燃气费”实际增速分别为 16.3% 和 4.9%。电费与燃气费上涨挤压了其他消费项目的支出。

**日本 CPI 同比增速出现上升，主要是能源和食品相关项目带动。**4 季度，日本物价显著上涨，11 月 CPI 同比增速达 2.9%，其中“食品”贡献了 1.38 个百分点，生鲜食品涨幅高达 8.7%，粳米和卷心菜分别上涨 64.7% 和 61.0%。居住领域中，“电费”与“天然气费”分别增长 9.9% 和 5.6%。此外，“出国旅行团”价格大涨 80.8%。PPI 方面，11 月增速加快，农林水产品、非铁金属、电力等涨幅分别为 31.0%、14.7% 和 9.2%。

**日本股市横盘震荡，汇率下跌。**4 季度，日本金融市场趋势明朗。日元对美元汇率贬值 9.44%，接近 161.96 的低点，实际有效汇率也持续下跌，从 9 月的 73.49 降至 11 月的 70.65。东京日经 225 指数季度涨幅为 5.21%，波动区间集中在 38000 至 39500 点附近，年末呈现上行突破态势。同期，日本 10 年期国债收益率上行。日元贬值主要受美国宏观数据企稳、通胀预期上升和美联储降息预期减弱影响，美国 10 年期国债收益率走强亦是重要因素。

**东盟区内主要经济体的经济增长回升。**2024 年，东盟六国经济增速预计回升。IMF 预测显示，这得益于四方面因素：一是通胀下行促进私人消费和投资增长，菲律宾、新加坡支出增速显著；二是国际旅游业复苏，中国游客激增，东盟旅游收入恢复至疫情前水平，服务出口增长 8.4%；三是全球半导体行业上行和供应链改善推动出口增长，越南、马来西亚表现突出；四是各国政策支持经济和房地产稳定。越南全年 GDP 增速 6.5%，超 IMF 预测，美国需求带动出口和制造业强劲增长。新加坡全年增速 4%，制造业和外需驱动经济超预期增长。

**东盟区内通胀压力也有所缓解。**2024 年，全球通胀下行，东盟和韩国地区通胀压力缓解，区内通胀率预计低于全球平均水平 4.6%。除越南外，其余国家通胀水平均较 2023 年下降，菲律宾和新加坡降幅尤为明显。通胀下行的主要原因包括：一是食品价格回落

带动区域通胀下降，如菲律宾受益于大米价格下行；二是高利率抑制国内需求，尽管部分国家开始降息，但整体仍处于紧缩状态；三是全球供应链改善和区域生产网络深化也助推通胀缓解。越南通胀仍有上升，受国际游客增加带动交通价格上涨，以及房地产企稳推动住房和建筑材料价格走高，显示出较强的价格粘性。

**东盟区内国家经常账户调整出现分化。**2024年，经常账户占比GDP下降的国家包括越南、新加坡和印度尼西亚。其中，越南受商品出口下滑影响较大，美国针对越南贸易逆差的保护政策进一步削弱其出口规模；新加坡则因服务进口增加导致经常账户恶化，其服务进口预计从2023年的295.5亿美元增至2024年的304.8亿美元，主要用于增强旅游、金融、教育和医疗设施，以提升服务业竞争力。经常账户改善的国家有韩国、马来西亚、菲律宾和泰国。韩国受益于服务出口增速快于进口，以及国外投资利润净汇入，盈余占GDP比重从1.9%升至3.9%。马来西亚因全球电子行业需求回暖带动出口增长，国际游客回归缩小服务贸易赤字，叠加区域贸易协议的积极参与，其经常账户持续改善。

**东盟区内货币对美元大幅震荡，总体呈现贬值态势。**2024年，区内货币对美元大幅震荡，整体呈现贬值趋势。受美元指数波动影响，3季度因美联储宽松预期，区域货币普遍升值；其余时间则因美元指数走强，区内货币面临较大贬值压力。年内贬值幅度最大的是韩元，达11.7%，其次为菲律宾比索和印尼盾，均贬值4.2%。马来西亚林吉特和泰铢因3季度升值支撑，全年分别升值3.0%和0.9%。

**金砖四国经济增长总体延续上季度增长态势，俄罗斯经济短期韧性持续，净出口明显拖累增长。**3季度，俄罗斯经济同比增长3.1%，低于上季度的4.1%，显示增速放缓。消费与投资增速略有提升，但净出口同比大幅下降，8-10月商品贸易差额平均同比下降20%。综合PMI在10-12月分别为50.9、52.6和51.1，制造业和服务业PMI均较3季度小幅上升。财政表现强劲，1-9月收入26.29万亿卢布，同比增长33%，支出26.12万亿卢布，同比增长21%，累计盈余转正，展现财政韧性。失业率进一步降至2.3%的低位。IMF预测2024年经济增速为3.6%，上调0.4个百分点，但将2025年增速下调至1.3%。

**印度经济继续稳步增长，动能有所减弱。**3季度，印度经济同比增长5.6%，低于第二季度的6.7%，两年平均增速有所下降。私人消费和投资增速分别放缓至6.0%和5.4%。10-11月综合PMI保持高位，分别为59.1和59.5，制造业和服务业PMI也维持较高水

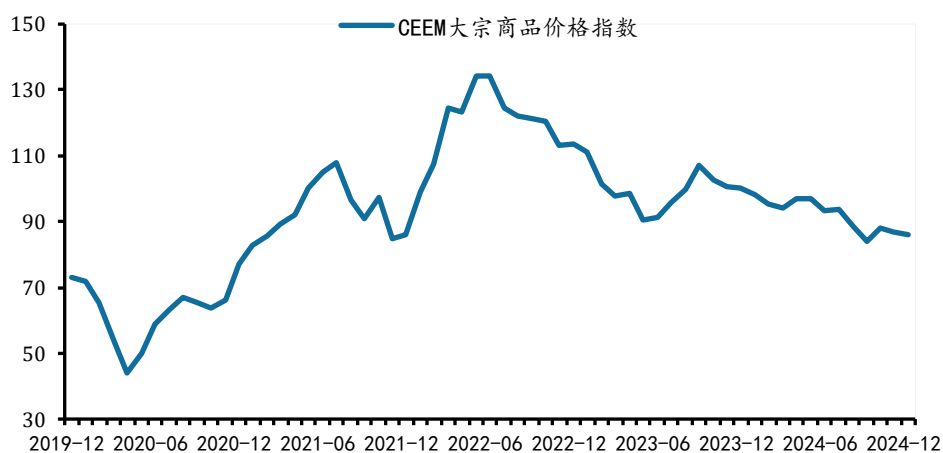


平，经济景气度略有降温。出口增速 10 月增长 17.2%，11 月转为-4.8%；进口分别增长 3.9%和 27.0%，显示内需主导格局。失业率波动较大，9-11 月分别为 7.8%、8.7%和 8.0%。

**巴西经济延续复苏态势，景气度有所减弱。**3 季度，巴西实际 GDP 同比增长 4.1%，环比增长 0.9%。私人消费和固定资产投资分别同比增长 5.5%和 10.6%，表现强劲，但净出口持续负增长拖累经济。制造业 PMI 在 10-12 月分别为 52.9、52.3 和 50.4，服务业 PMI 为 56.2、53.6 和 51.6，服务业景气度显著下降。9-11 月失业率持续下降至 6.1%，创 2015 年以来新低，显示经济复苏动能增强。

**南非经济继续缓慢增长，四季度景气度显著提升。**2 季度，南非实际 GDP 同比增速为 0.31%，与上季度的 0.34%基本持平，但考虑到上年同期负增长带来的低基数，增长动能依然相当微弱。2024 年 10、11、12 月，南非季调后的制造业 PMI 分别为 52.6、48.1 和 46.2，景气度呈现下降态势。3 季度南非劳动力参与率微降至 60.2%，失业率较上季度下降 1.4 个百分点至 32.1%。货币基金组织 10 月最新报告预测，南非 2024 年经济增速为 1.1%，较 7 月预测上调 0.2 个百分点。

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

**大宗商品均价持续回落，但降幅收窄。**4 季度，CEEM 大宗商品价格季度均价环比下跌 2.0%，降幅收窄但下行趋势未改。油价先跌后涨，受中国需求疲软、欧洲经济疲弱和 2025 年供过于求预期影响，OPEC 减产效果有限，而美国产量创新高进一步削弱其价格控制力。全球原油储备和开工钻井数处于低位，若供给受扰动，油价可能剧烈波动。金属方面，制造业低迷压低铜铝价格，铁矿石因政策预期小幅上涨，但需求仍疲软。国

际农产品中，玉米因天气和需求上涨，大豆、小麦因供给充裕下跌，国内农产品受供给充足和需求不足拖累持续走弱。

**原油价格受需求预期疲弱影响在低位徘徊。**4 季度，需求疲弱贯穿始终，全球石油需求增速持续下调，预计全年增量不足 100 万桶/日。中国需求不增反降，同比下滑 9 万桶/日，进口量前 10 个月低迷，刺激政策尚未见效，加上电气化和新能源发展，使“中国需求见顶”成为热门议题。欧洲需求同样疲弱，美国单一市场复苏难以带动整体增长。国际能源署（IEA）预测 2030 年全球需求见顶，而 OPEC 认为仍有数十年增长，但均下调 2024 年需求预测。非 OPEC 原油供给增量预计足以覆盖需求，OPEC+ 虽延续减产至 2025 年，但减产执行困难，成员国增产动机增强，供给过剩约 95 万桶/日。美洲成非 OPEC 供应增量主力，美国产量创新高后增速放缓，OPEC 议价权削弱。短期内，供给扰动或致油价波动。美国库存下降、制裁加剧刺激油价短期反弹，但长期高油价难以维持，因冗余产能充足且减产动力不足。

**中国外贸出口增长超预期，进口则持续低迷。**4 季度，中国出口（美元）同比增长 10.1%，较上季度提高 4.1 个百分点；进口同比下降 2.0%，增速较上季度下降 4.3 个百分点；货物贸易顺差总额为 3006 亿美元，同比提高 1009 亿美元。10-11 月，服务贸易逆差为 268 亿美元，同比下降 110 亿美元。4 季度经常账户顺差占 GDP 比重预估在 2.5% 左右。从原因看，低基数效应、主要经济体货币宽松效应、圣诞和元旦假期效应以及抢出口效应共同支撑我国出口超预期增长，而内需疲软仍然制约进口增长动能。随着特朗普上台后将可能逐步落实对自我国进口产品的加征关税，叠加 2024 年基期较高的影响，预计 2025 年我国出口增长形势不容乐观，但在抢出口效应、货币宽松效应等影响下，短期出口可能出现超调，窗口期主要取决于特朗普政府对华贸易政策和中美关系走势。

## 二、全球金融市场：特朗普交易热度不减

**美元升值，新兴市场资产价格大跌。**4 季度，美元升值，非美资产普遍下跌。美联储两次降息共计 50bp，特朗普当选引发“关税战”预期，全球风险偏好下降，资本回流美国，推动美元资产升值。主要发达经济体长期利率上行，中国国债收益率在宽松预期下快速下行。股市方面，标普 500 上涨 2.1%，MSCI 全球股指涨 1%，其中发达经济体

市场涨 1.7%，新兴市场跌 4.6%；欧洲 STOXX50 下跌 9.4%，上证 A 股波动较大。大宗商品方面，原油受中东局势影响价格回升，CRB 指数涨 4.1%；黄金价格稳定，铜价环比下跌约 10%。

**美国市场流动性充裕，价格波动率低。**美国市场流动性相对充裕，风险资产价格波动率短暂上升后回落。11 月特朗普当选后，美股波动性一度上升，但迅速趋于稳定。12 月，美联储主席鲍威尔偏鹰表态削弱降息预期，导致科技股大跌，美股单日显著下挫，VIX 指数短暂突破 25%，随后市场逐步恢复稳定。美联储连续降息使美元流动性充裕，TED 利差持续为负，但受降息节奏可能放缓的影响，TED 利差虽为负仍有所上升。

**美股上涨，新兴市场股票价格下跌。**4 季度，美股上涨，新兴市场股市普遍下跌。标普 500 指数较上季末上涨 2%，波幅 6.9%。德国 DAX 指数和日经 225 指数分别上涨 3%和 5.2%，波幅分别为 7.5%和 6.5%。法国和韩国股市受经济衰退及国内政局动荡影响，CAC 指数和韩国综合指数分别下跌 3.3%和 7.5%，波幅达 6.6%和 11.6%。主要新兴市场中，巴西、俄罗斯和印度股市季末环比分别下跌 8.8%、7.5%和 7.3%。印度股市疫情后首次单季度大跌，凸显特朗普关税政策对贸易顺差国的冲击。中国 A 股在货币宽松和财政刺激预期下波动显著，上证综指波幅达 10%，季末涨幅不足 1%。

**发达经济体长期利率上行，中国国债收益率大幅下行。**4 季度，主要经济体十年期国债收益率普遍上行，中国国债收益率在宽松预期下大幅下行。美国、德国、欧元区十年期国债收益率分别上行 88bp、43bp 和 40bp，受通胀反弹及特朗普关税和减税政策影响。日本十年期国债收益率上行 26bp，巴西因通胀回升至 4.8%以上，央行连续加息 150bp，十年期国债收益率大幅上行近 300bp。相比之下，中国受经济下行和通胀低迷影响，货币政策转向适度宽松，十年期国债收益率四季度下行逾 50bp 至 1.7%，2025 年 1 月初已降至 1.6%以下，人民银行发声试图延缓长期利率继续下行。

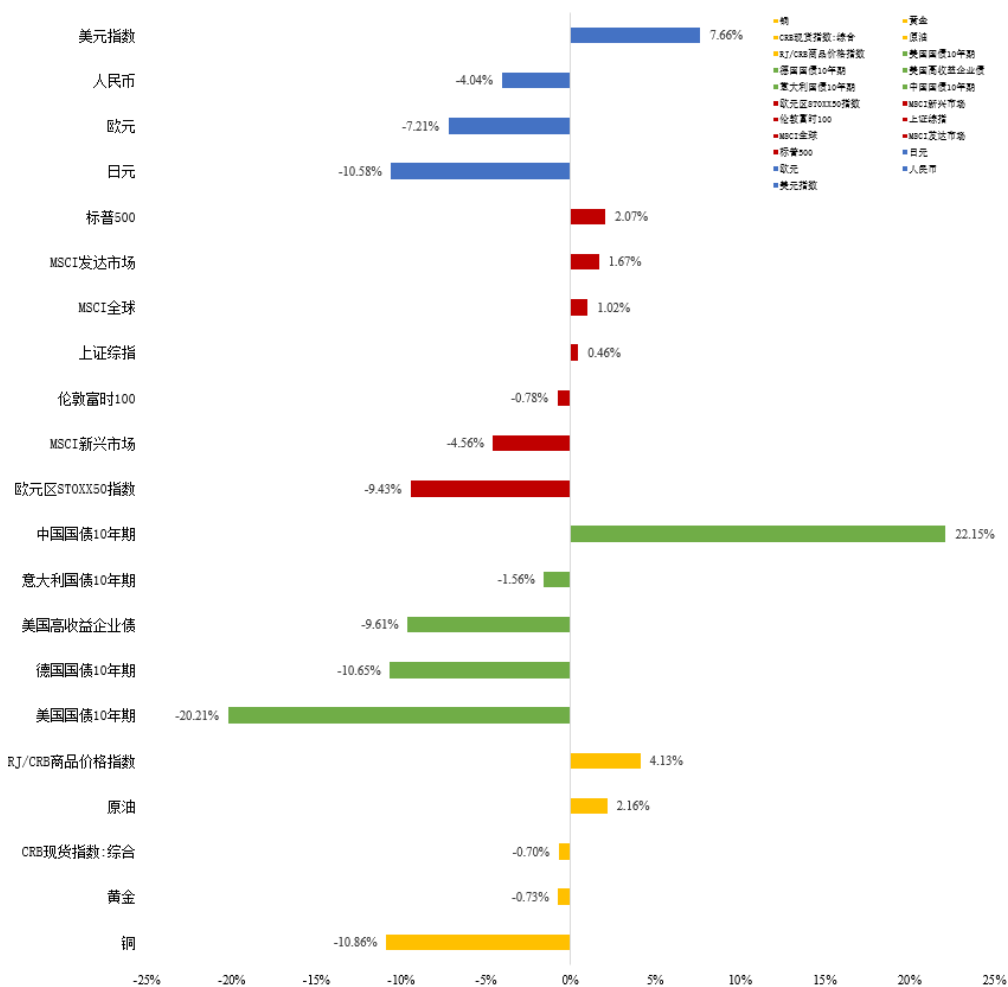
**特朗普交易热度不减。**在特朗普胜选前，金融市场“特朗普交易”升温，受减税、放松监管和关税政策预期推动，美国科技股大涨，美元逆势升值，其他主要货币普遍贬值，贸易顺差较大的经济体贬值更明显。胜选后，“特朗普交易”由预期驱动转为基本面支撑：关税和减税政策推高通胀预期，美国劳动力市场紧张，薪资难降，十年期国债收益率在降息背景下仍上行；科技股在政策支持下上涨，但受降息预期降温扰动，波动

性增加；俄乌、中东局势未缓和，欧洲通胀反弹，欧央行陷入两难；原油价格因地缘风险和能源政策上涨，主要经济体货币在关税压力下普遍贬值，“关税战”风险加剧。

**银行代客涉外收入、对外付款相比上季度同期同步下降，因支出下降幅度更大跨境收支顺差相比上季度同期扩大。**4 季度 10 月和 11 月，银行代客涉外收入、对外付款分别为 12025.9 亿美元和 11893.2 亿美元，跨境收支录得顺差 132.8 亿美元。收入项上，相比去年同期，银行代客涉外收入上升 16.8%；相比 2024 年 3 季度同期，涉外收入下降 1.4%。支出项上，相比去年同期，银行代客对外付款上升 9.8%。相比 2024 年 3 季度同期，对外支出下降 0.1%。跨境收支顺差由上季度同期的 14.8 亿美元扩大至 132.8 亿美元。银行代客涉外收入与支出总额为 2.39 万亿美元，相比去年同期上升 15.0%，相比上一季度同期下降 1.9%。

**银行代客收付款经常项目顺差继续扩大，货物贸易顺差显著上升，服务贸易逆差和收入项逆差大幅下降。**4 季度 10 月和 11 月，境内银行代客涉外收付款的经常项目顺差由 306.1 亿美元扩大至 987.0 亿美元。货物贸易顺差继续上升，服务贸易逆差和收入项逆差大幅下降。4 季度前两个月，货物贸易顺差上升 24.7%至 1465.9 亿美元，服务贸易逆差下降 43.6%至 176.2 亿美元，收入项逆差下降 45.3%至 302.7 亿美元。资本和金融项目逆差大幅扩大，4 季度前两个月为 884.7 亿美元，是上季度同期的 2.6 倍。直接投资逆差收窄至 191.9 亿美元，证券投资逆差扩大至 714.3 亿美元，其他投资由逆差转为小幅顺差 21.2 亿美元。

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 12 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

全球经济增长正在趋于稳定但缓慢。国际货币基金组织（IMF）在 2024 年 10 月发布的《世界经济展望》中预计，2024 年和 2025 年全球经济增速皆为 3.2%。尽管全球经济呈现出超预期韧性，并未陷入此前普遍预期的衰退，但按历史标准来看，全球经济增速明显缓慢。2025 年，全球经济依然面临各种不确定性，需要重点关注以下四个方面的风险：

**全球经济下行风险依然较大。**在发达经济体内部，各经济体复苏进程差异显著。4 季度，美国经济维持强劲，欧元区经济弱复苏，日本经济有所降温。IMF 预计 2024 年美国经济增长可能达到 2.8%，欧元区增速恢复至 0.8%，日本增速回落至 0.3%。与发达经济体相比，发展中经济体增长放缓尤其显著，前景更为黯淡。IMF 预计 2024 年至 2029 年，新兴市场和发展中经济体的平均增速仅为 4.1%，远低于 2000 年至 2019 年间的平均增速 5.5%。受地缘冲突、贸易割裂等因素影响，尤其是特朗普新政府加征关税等举措可能对全球经济增长产生严重冲击，全球经济依然由下行风险主导。

**通胀粘性进一步凸显，制约货币宽松进程。**4 季度，美欧通胀回落速度更加缓慢，通胀回归的最后一公里粘性进一步凸显。2024 年 10-11 月，美国核心 CPI 同比保持在 3.3%，略高于 3 季度，核心 PCE 同比也较 3 季度有所反弹，同期欧元区核心 CPI 同比为 2.7%，仅较 3 季度均值下降 0.1 个百分点。从全球来看，韩国、巴西、印度、印尼等其他经济体通胀也出现明显反弹。通胀顽固性将制约货币宽松进程。美国经济韧性依然显著，房租与工资上涨导致服务价格仍有上涨惯性。地缘政治冲突升级带来供给冲击的风险仍大，同时地缘经济碎片化将提升交易成本。特朗普胜选更是大幅增加了贸易战升级的风险。地缘关系紧张显著降低供应链效率，持续加征关税增加进口成本，都将阻碍通胀下行。如果通胀惯性超出预期，美欧货币政策宽松节奏将受到制约。巴西央行在 2023-2024 年中连续降息七次后，于 2024 年 9 月开始又因通胀反弹而重返加息，印度通胀反弹导致印度央行一直按兵不动，迟迟未能启动降息。

**特朗普交易热度不减，关注关税政策对全球金融市场的持续影响。**4 季度，美联储两次降息累计 50bp，但美国通胀反弹、美联储主席表态边际偏鹰，特朗普当选美国总统，其关税政策降息了全球金融市场风险偏好、提高了其他经济体贬值预期和竞争性加关税预期，美元资产估值上升，美元升值，其他主要货币普遍贬值。长期利率方面，在通胀

反弹的压力下，主要发达经济体长期利率上行，中国长期国债收益率在宽松预期下快速下行。美股上涨，上证 A 股波动较大，欧洲股市下跌。特朗普胜选后，伴随着美欧通胀反弹，特朗普交易在经济即时数据的支撑下热度不减，由预期驱动的交易转变为有基本面支撑的预期驱动的交易。其关税政策、减税政策、移民政策、放松科技监管、支持传统能源等政策主张均会对汇率、利率、美股、大宗商品等关键资产价格造成影响。在其加征关税的预期下，美元在降息背景下逆势升值，全球主要经济体货币在四季度均出现大幅贬值，需要持续关注特朗普关税政策的实施和演进及其对金融市场的冲击。

**美联储降息前景不确定性上升。**美联储在 2024 年 11 月和 12 月连续降息 25 个基点。根据美联储公布的经济预测，2025 年预计降息 50 个基点，并将 2025 年政策利率预测中值由 3.4% 上修至 3.9%，将 2026 年政策利率预测中值由 2.9% 上修至 3.4%，将长期政策利率继续上修 0.1 个百分点至 3.0%。此外，美联储内部分歧明显加大。关于 12 月降息，虽然符合预期，但有 1 名官员投票反对，更有 4 位官员在点阵图中暗示不支持降息。长期利率方面，预测区间为 2.4-3.9%，表明官员们分歧更大。

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，我需要继续实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。首先，货币政策方面，除继续运用降息、降准等常规货币政策工具外，还要根据经济运行实际需要，创新和优化货币政策工具组合，继续推出流动性管理等新工具，疏通货币政策传导渠道，并以激活股票市场、提振投资者信心为重要抓手，引导社会预期向好。其次，财政政策方面，中央和地方政府应合理加快财政支出进度，加大资金拨付力度，推动已出台的各项减税降费等财税政策尽早落地见效，切实发挥财政政策对经济恢复的关键支撑作用。最后，加强财政政策与货币政策的协同配合，形成政策合力。尤其应注意，货币政策要适时加大对财政赤字融资的支持力度，为积极的财政政策创造良好的金融环境。

**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、贸易、产业政策等的协调，提升全球资源配置效率。当前全球经济增长乏力，一个非常重要的因素在于，美国以各种理由阻碍全球化和多边主义的进一步深化。通过干预强制推动产业回流、加征关税、投资限制、科技封锁、金融制裁等各种政策显著提高了国际贸易与跨国投资的交易成本，导致全球经济碎片化，严重损害了国际经济分工与资源配置效率。在此背景下，特别需要国家间加强政策协调合作，减少摩擦，推动全球化健康可持续发展，促进全球经济增长。