

全球宏观经济季度报告

总览：2024 年夏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	
团队成员	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 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室所有，未经本研究室许可，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，本研究室保留法律追责权。

2024 年第 2 季度中国外部经济环境总览

——2024 年夏季全球宏观经济运行与分析

标题：全球经济复苏进程平稳但缓慢 金融市场脆弱性显现

2 季度，中国外部经济综合 CEEM-PMI 指数季度低于荣枯线。美国经济以接近潜在增速水平运行，欧洲经济复苏进程意外受挫，日本经济表现相对稳定，印度经济继续强劲增长，巴西经济继续缓慢复苏，南非复苏态势非常疲弱，俄罗斯经济延续短期韧性，东盟六国和韩国整体处于景气区间。

2 季度，美国经济以接近潜在增速水平运行。从增长动能看，消费对经济的拉动作用减弱，国内私人投资对经济的拉动作用更加突出。美联储在 6 月议息会议上维持基准利率不变，年内降息预期减少至一次。展望下半年，美国经济的着陆方式还有待确定，但经济趋冷信号增强。美联储的货币政策也在等待经济形势明朗，且不排除提前降息的可能。

2 季度，欧洲经济复苏进程意外受挫，综合 PMI 在 6 月结束了连续八个月的回升态势，重新跌回荣枯线附近，制造业 PMI 更创下年内新低，打破了市场对制造业活动逐渐复苏的预期。与此同时，服务业动能也在减弱，服务业 PMI 在 2 季度呈逐月下滑趋势，表现亦不及市场预期。不过，在全球经济平稳着陆的大背景下，欧元区经济整体尚属稳定，失业率和区内企业投资在低位企稳，消费者信心温和回升，贸易顺差小幅扩大。

2 季度，大宗商品价格小幅回落，除原油外，多个品种出现先涨后跌的走势，中国复苏不及预期对原油、铜、铁矿石均有所影响。原油价格先跌后升，呈 V 字型震荡，需求端复苏不及预期，抵消 OPEC 减产措施的效果，直到夏季需求旺季来临，库存回落才获得上涨动力。铜、铝受新能源用量增大，价格获得支撑，但随着中外制造业数据走弱，随后价格回落。铁矿石和钢材因建筑房屋投资不活跃走弱。国际、国内大豆价格大体呈现先涨后跌的走势。

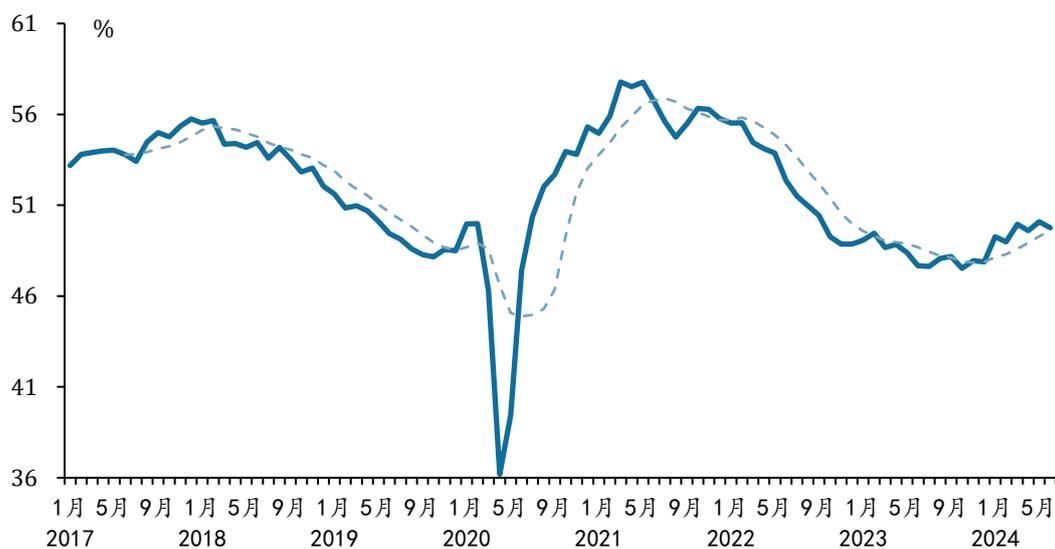
2 季度，美元继续升值，黄金继续上涨，风险资产涨幅下降。美联储按兵不动，欧央行降息 25bp。美元升值，其他主要储备货币兑美元贬值。日元贬值幅度较大。新兴市场中，俄罗斯卢布大涨，东南亚货币普遍贬值，阿根廷货币将美元化，人民币汇率贬值幅度相对较小。全受货币政策、通胀粘性以及国内国际政治因素影响，发达经济体股市上

涨动能衰减，美股上涨幅度下降，欧洲股市下跌。主要央行货币政策框架均发生调整。

一、全球经济增长趋于稳定但缓慢

2024 年 2 季度，中国外部经济综合 CEEM-PMI 指数¹环比上涨，但继续低于荣枯线。美国经济以接近潜在增速水平运行，欧洲经济复苏进程意外受挫，日本经济表现相对稳定，印度经济继续强劲增长，巴西经济继续缓慢复苏，南非复苏态势非常疲弱，俄罗斯经济延续短期韧性，东盟六国和韩国整体处于景气区间。

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 再度萎缩，非制造业 PMI 降至近四年最低。4-6 月美国制造业 ISM 编撰的 PMI 分别为 49.2、48.7 和 48.5，在 3 月短暂达到 50.3 后再次进入萎缩区间；非制造业 PMI 分别为 49.4、53.8 和 48.8，服务业也开始进入萎缩区间。不过，5 月至 6 月，美国 Markit 编撰的制造业 PMI 分别为 51.3 和 51.7，显示制造业在扩张区间。ISM PMI 弱于 Markit PMI，或反映了美国经济相对于全球经济的强势。

¹ 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。

美国个人收入与支出趋缓。4月至5月美国个人收入同比增速分别为4.4%和4.6%，环比增速分别为0.3%和0.5%；美国个人消费支出同比增速分别为5.0%和5.1%，环比增速分别为0.1%和0.3%。个人收入与消费支出的增速稳中趋降，仅从2季度来看，支出增速放缓的更为明显。

房地产市场再下探，企业缓慢补库存。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。2024年2季度，美国房地产市场再次掉头向下，从原因来看，住房抵押贷款率上升或是推动房地产下行的的重要因素。1季度，美国30年期抵押贷款固定利率均值为6.75%；2季度，该值上升至7.0%。

失业率小幅上升，劳动力市场紧张程度趋缓。4月至6月，美国失业率分别为3.9%、4.0%和4.1%，失业率连续小幅上升，但仍处于历史性低位；新增非农就业分别为10.8万、21.8万和20.6万人；劳动参与率分别为62.7%、62.5%和62.6%；平均时薪同比增速分别为3.9%、4.1%和3.9%，环比增速分别为0.2%、0.4%和0.3%。此外，离职率连续7个月稳定在2.2%，职位空缺率也下降至2021年以来的新低，5月职位空缺数与失业人数比值下降至1.22。综合来看，美国劳动力市场紧张程度正在趋缓。

金融市场情绪乐观。美债收益率曲线倒挂幅度震荡波动。从表现看，4月收窄，5月至6月中旬扩大，6月中旬以来再次收窄。美债收益率曲线波动主要受通胀数据及美联储降息预期变化的影响。在美联储降息预期推迟和欧洲政局动荡等因素的推动下，2季度，美元指数震荡上行，升值了约1个百分点。在经济基本面健康和人工智能热潮等因素的带动下，美股续创历史新高。展望下半年，美联储降息确实会对美元指数产生下行压力，但主要发达经济体经济基本面重估和地缘政治风险重估倾向于对美元指数产生支撑。

欧洲PMI结束回升势头。2季度，欧元区20国综合采购经理人指数（PMI）季度均值为51.6，较前一季度的49.1小幅上行。然而，从月度数据中可以看到，欧元区的商业活动在6月结束了自2023年10月以来的连续回升态势，综合PMI由5月的52.2大幅下滑至50.8，大大低于此前市场预期的52.5。

通胀出现波动。2024年6月份欧元区消费者调和价格指数同比增长2.5%，自5月意外上行至2.6%后小幅回落，不过，该数值仍然高于3月和4月的2.4%。剔除波动较

大的食品和能源价格后，6月欧元区核心HICP同比增速为2.9%，与前一个月持平，高于4月的2.7%。

失业率缓步下行。2024年4月欧元区20国经季节性调整后的失业率为6.4%，环比下降0.1个百分点，是连续5个月保持不变后的首次下行。根据欧盟统计局估计，4月欧元区失业人数约为1099.8万，较3月减少了10万人，较2023年4月减少了10.1万人。

欧央行五年来首次降息。2024年6月6日，欧洲央行公布最新利率决议，将主要再融资利率、边际借贷利率和存款机制利率分别下调25个基点，至4.25%、4.5%和3.75%。这是欧洲央行自2019年以来的首次降息。不过，欧洲央行在决议声明中淡化了今年进一步降息的预期，表示尽管通胀在最近几个季度取得了进展，但由于实际工资增长加快，欧元区价格压力依然强劲，通胀很可能在2025年依然高于目标水平。不仅如此，欧洲央行还上调了对今明两年欧元区通胀率和核心通胀率的预测，其中，2024年通胀率从2.3%上调至2.5%，2025年通胀率从2%上调至2.2%，2026年通胀率依然为1.9%。而2024年至2026年核心通胀率的最新预测值则分别为2.8%、2.2%和2.0%。

日本制造业有所反弹，服务业延呈现疲弱态势。4月和5月，日本制造业PMI分别为49.6和50.4，不仅高于第一季度的平均水平，5月制造业PMI更是高于荣枯线。相比而言，日本服务业PMI情况不尽如人意。4月到6月，日本服务业PMI分别为54.3、53.8和49.8，均值为52.6——该数值虽然依旧高于荣枯线，但向下趋势十分显著。并且，6月份制造业PMI数据已经低于荣枯线。日本就业状况总体稳定。4月和5月，日本失业率均为2.6%，与3月份水平相当，处于整体平稳状态。若以单月失业率均值计，则第二季度情况较第一季度情况相对较差。第二季度4月和5月，失业率均值为2.6%，第一季度均值则为2.5%。

消费企稳但仍需要观察，机械订单需求向好，外需表现强劲。2024年第一季度，日本消费情况有所好转。日本消费金额实际同比增速为0.3%，名义增速为3.4%。实际增速角度看，这是日本消费支出金额实际增速在2023年3月以来的首次回正。机械订单方面，4月份日本机械订单金额的名义同比增速达到14.4%，日本企业的投资积极性较高。随着日元贬值，日本机械订单的外需表现较好。1到4月，机械订单外需的金额同比增速分别为9.4%、8.6%、5.2%和20.1%。

CPI 同比涨幅继续维持在 2% 之上，PPI 同比增速有所抬头。4 月和 5 月的综合 CPI 同比增速分别为 2.5% 和 2.8%，较第一季度的增速有所上升。除去生鲜食品的 CPI，同比增速分别为 2.2% 和 2.5%，相较于第一季度，重心大体稳定稍向下移。如果除去生鲜食品及能源，日本核心-核心 CPI 的增速下滑就更明显。4 月和 5 月，日本的“核心-核心 CPI”同比增速分别为 2.4% 和 2.1%。4 月和 5 月，日本 PPI 同比增速分别为 1.1% 和 2.4%。

股市盘整选择方向，汇率震荡后再度弱势。第二季度，日经 225 指数下跌 1.95%。呈现出震荡整理格局。预计将在第三季度选择方向，并重新开启新的趋势。日元汇率在 4 月末到 6 月初，整体呈现出巨幅震荡的形态，这也是日本财务省进行汇率干预的时段。但进入到 6 月第二周之后，日元对美元的贬值态势重新开启。

东盟六国和韩国整体处于经济景气区间，且稳健上行。从 PMI 数据来看，东盟整体处于荣枯线以上，季度平均读数为 51.5，较第 1 季度上涨 0.8 个百分点；从月度 PMI 数据来看，东盟整体经济景气程度稳健上升，4-6 月份读数均在 51 以上。韩国经济景气指数也稳健上升，两个内需国家经济景气程度略有回落，但仍处于扩张区间；出口带动泰国 PMI 重返景气区间，外需疲软下马来西亚经济仍不景气。

东盟区内前沿经济体表现十分抢眼。从季度 PMI 数据来看，越南、韩国和新加坡经济均处于景气区间，读数分别为 51.8，51.0 和 50.6，其中新加坡连续三个季度处于景气区间，韩国和越南则是连续两个季度处于景气区间，且均较第 1 季度有所上涨。从月度 PMI 数据来看，新加坡经济景气程度相对稳定，韩国和越南则有触底反弹态势。

以内需为主的国家经济景气程度略有下滑。第 2 季度，以内需为主的大宗商品出口国印尼的制造业 PMI 保持在荣枯线以上，季度平均为 51.9，较第 1 季度的 53.3 有所下滑；月度读数分别为 52.9，52.1 和 50.7，有触顶下滑态势显著，且 6 月份读数仅高于马来西亚。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 51.8，较第 1 季度经济景气指数温和上升，与 2023 年全年平均读数持平；但 4-6 月月度读数分别为 52.2、51.9 和 51.3，有小幅下滑趋势。

区内通货膨胀水平整体呈现粘性。住房、教育和食品等因素使得区内多数国家通货膨胀呈现粘性。以上因素共同作用下越南通货膨胀水平上升显著，4 月份 CPI 上升至 4.0%，5 月份攀升至 4.4%，这是自 2023 年 1 月以来的最高通胀水平，6 月份略有下滑，但仍维持在和 4.3% 的高位。

季初外汇市场和股票市场下行，后续出现分化。美国加息延缓，4月份美元指数升值约1.7%，在此背景下，区内货币季初对美元总体贬值。4月份贬值幅度较大的货币是菲律宾、印尼和韩国，三国货币贬值幅度分别为2.7%和2.1%和2%，泰国货币贬值幅度为1.9%，其余三国贬值幅度均在1%左右。5-6月份，各国货币汇率走势出现一定分化，分化主要由外汇储备规模和出口增速差异导致。地缘政治冲突使得全球资本市场大幅波动，4月份东盟主要股市市场综合指数回落态势显著。区内回落幅度最大的是越南胡志明指数，第1季度上涨幅度13.4%，4月份回落5.6%；其次是菲律宾马尼拉综合指数，再次是韩国综合指数，第1季度上涨幅度是3.2%，4月份回落3.3%。

金砖国家经济增长分化，贸易普遍改善。俄罗斯经济短期韧性明显，服务业景气度明显降温，通胀继续上升。2024年1季度，俄罗斯经济同比增速为5.4%，2022-2024年三年平均增速为2.5%，韧性进一步凸显。2024年4、5、6月，俄罗斯综合PMI分别为51.9、51.4和49.8。制造业PMI分别为54.3、54.4和54.9，服务业PMI分别为50.5、49.8和47.6，跌至荣枯线以下。国际货币基金组织2024年4月报告预测，俄罗斯2024年经济增速为3.2%，较1月预测上调0.6个百分点，并预测2023年将同比增长1.8%。2024年3-5月，俄罗斯CPI同比增速分别为7.7%、7.8%和8.3%，仍在上升，明显超出俄罗斯4%的通胀目标，显示俄罗斯通胀压力依然较大。

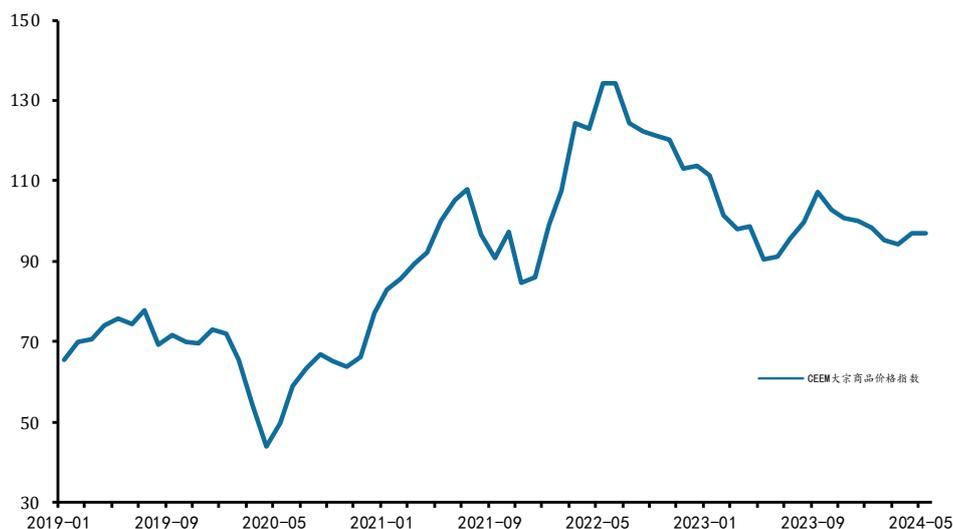
巴西经济延续缓慢复苏，但动力略有增强，通胀继续显著下降。2024年1季度，巴西实际GDP同比增速为2.5%，环比增长0.8%，均较上季度有所增强。2024年4、5、6月，巴西制造业PMI分别为55.9、52.1和52.5，服务业PMI分别为53.7、55.3和54.8，总体与上季度持平。2024年3-5月，巴西失业率分别为7.9%、7.5%、7.1%，小幅波动，基本恢复至2015年以来低点。2024年3-5月，巴西CPI同比增速分别为3.9%、3.7%、3.9%，较此前三个月显著下降，进入央行确定的3%（+/-1.5个百分点）的通胀目标区间。2024年5月，巴西央行小幅降息25个基点，将隔夜利率从10.75%降至10.5%，为2023年8月以来第7次降息，累计降息325个基点。

印度经济继续强劲增长，投资强劲为主要带动因素，通胀显著回落。2024年1季度，印度经济同比增长7.8%，继续稳健增长。私人消费与投资分别同比增长4.0%和6.5%，贸易差额同比增长10.9%。贸易罕见成为增长主要拉动因素。相比之下，2023年4季度，投资为主要拉动因素，贸易显著拖累经济增长。2024年4、5、6月，印度综合PMI分

别为 61.5、60.5 和 60.9，制造业 PMI 分别为 58.8、57.5 和 58.5，服务业 PMI 分别为 60.8、60.2 和 60.4，显示印度经济景气度很高。2024 年 3、4、5 月，印度失业率分别为 7.4%、8.1% 和 7%，表明印度劳动力市场波动较大，失业率依然偏高。2024 年 3-5 月，印度 CPI 同比增速分别为 4.85%、4.83% 和 4.75%，较此前 3 月显著下降，已明显回到央行设定的 2%-6% 的通胀目标区间，也已经处于印度过去二十年平均通胀区间的较低水平。

南非经济微弱正增长，投资大幅下滑，通胀小幅回落。2024 年 1 季度，南非实际 GDP 同比增速为 0.5%，环比增长 0.8%，均较上季度有所增强。私人消费与投资同比增速分别为 -0.4 与 -10.5%，投资大幅下滑。同时，进口大幅下降带来贸易逆差大幅收窄，是经济实现微弱正增长的主要贡献项。2024 年 4、5、6 月，南非制造业 PMI 分别为 49.1、44.8 和 43.2，较上季度显著下滑，且明显跌至荣枯线以下。2024 年 3-5 月，印度 CPI 同比增速分别为 5.3%、5.1%、5.1%，较此前三个月小幅下降，进入央行确定的通胀目标区间，但仍处于区间上限附近。

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

大宗商品价格小幅回落，除原油外，多个品种出现先涨后跌的走势，中国复苏不及预期对原油、铜、铁矿石均有所影响。2024 年 2 季度 CEEM 大宗商品价格季度均价环比下跌 -0.18%，多个品种在季度初受中国复苏预期提振，随后因走势不及预期，外围需求也出现走弱迹象，承压下降。原油价格在季度初因地缘政治风险已处于高点，随后因

OPEC 减产协调性受质疑、中国需求走弱而下跌。6 月开始随着夏季需求高峰来临，加上 OPEC 释放坚持减产信号，价格从低位反弹。铜、铝在季度初均强势上涨，市场对全球制造业复苏有较强信心，且受益于新能源快速发展。随后制造业走势不及预期、新能源出现产能过剩信号，价格回落。黑色系商品仍受房地产拖累。大豆价格先涨后跌，供给改善令价格承压。

原油价格波动放大，因中国复苏和全球制造业走势不及预期，先跌后涨，随着夏季到来可获得一定支撑。上季度季报预测 2 季度油价波动放大，但在 OPEC 空闲产能较大的背景下，缺乏突破 100 美元的基础。需求端中国复苏的不确定性也对油价上涨形成了抑制。但油价下行空间也受地缘风险和 OPEC 减产决心限制，因此总体围绕 85 美元波动。金融因素也对油价走势有影响。降息推迟和强美元令油价在季度中承压。美股强势，多资产管理人配置在大宗商品上的比重下降，同样压制油价。

二、全球金融市场：美联储高利率下的金融脆弱性显现

美元流动性稳定，VIX 指数随美联储降息预期变化。二季度，美联储将金融市场美元流动性维持在稳定水平，TED 利差较上季度略有抬升，但仍在 0.2% 以下。从美联储资产负债表看，美联储已主动下降逆回购规模，但准备金账户和财政 TGA 账户依然处在 35000 亿美元和 7000 亿美元的历史较高水平，起到了流动性回笼作用。4 月初，美国 3 月录得的通胀数据超预期，中东局势升级，美联储降息预期下降，甚至出现了紧缩预期。美股连续四个交易日下跌，VIX 指数暴涨至 23%。但随着 4-5 月的通胀数据回落，中东局势缓和，通胀预期回落（密歇根大学 1 年内通胀预期回落至 3%），美联储态度边际转鸽，市场波动下降，VIX 指数回落至 12% 左右的较低水平。

俄罗斯卢布大涨，日元继续大幅贬值。2 季度，因降息预期先降后升，美元季内震荡，季末较上季度升值 1.3%，升值幅度较上季度（3.1%）明显收窄。受出口商强制售汇政策延长、限制资本流向不友好国家，以及美国制裁莫斯科交易所之后交易所禁用美元、欧元等因素影响，俄罗斯卢布在新一轮金融制裁下不跌反涨。因金价继续大涨，南非兰特也较美元升值。其他主要经济体货币多较上季末贬值。发达经济体中，英镑小幅升值 0.1%，欧元在降息的情况下也仅贬值 1%。日元继续大幅贬值，贬值幅度达到 6.4%。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，日元做空压力较大。

东南亚货币普遍贬值，阿根廷货币将逐渐美元化。新兴经济体中，巴西雷亚尔贬值幅度最大、超过 10%。人民币在 2 季度季末贬值幅度较小，仅 0.4%。新兴经济体中，菲律宾、印尼、泰国、越南等东南亚货币贬值幅度较为明显。印尼央行加息后，印尼卢比依然贬值，主要是受美联储不降息和国内财政可持续性影响。阿根廷采取严格的外汇管制措施后，阿根廷比索仍然在贬值，二季度贬值幅度约为 6%。因阿根廷经常项目和资本金融项目均为逆差，目前仍未看到阿根廷汇率有企稳的信号。阿根廷此轮货币危机时间较长，经济学家出身的阿根廷总统米莱在竞选期间提出了激进的“休克疗法（shock therapy）”，5 月阿根廷央行开始停制比索，未来阿根廷货币将逐渐会走向美元化。

美股上涨幅度下降，欧日股市下跌，印度股市继续上升。美股涨幅收窄，日本、欧洲股市均下跌。二季度，标普 500 指数先跌后涨，较上季末度上涨 3.92%，季内波幅 10.46%。受通胀粘性、欧央行进一步降息前景不明朗以及法国国内政治因素预示欧洲右翼抬头、政治不确定性增加等因素，欧洲主要国家股市均下跌。受欧洲股市拖累（避险情绪上升）以及日本央行可能要退出 ETF 购买等因素影响，日本股市下跌 1.95%，季内波幅达 7.47%。发达经济体中，韩国股市在波动中小幅上涨，季末环比涨幅约 1.86%。主要新兴经济体股市涨跌互现。上证综指上涨后又下跌，季末较一季度末下跌 2.43%，已吐出一季度全部涨幅。印度股市继续大涨，季末环比涨幅达 7.31%、季内波幅 9.94%。

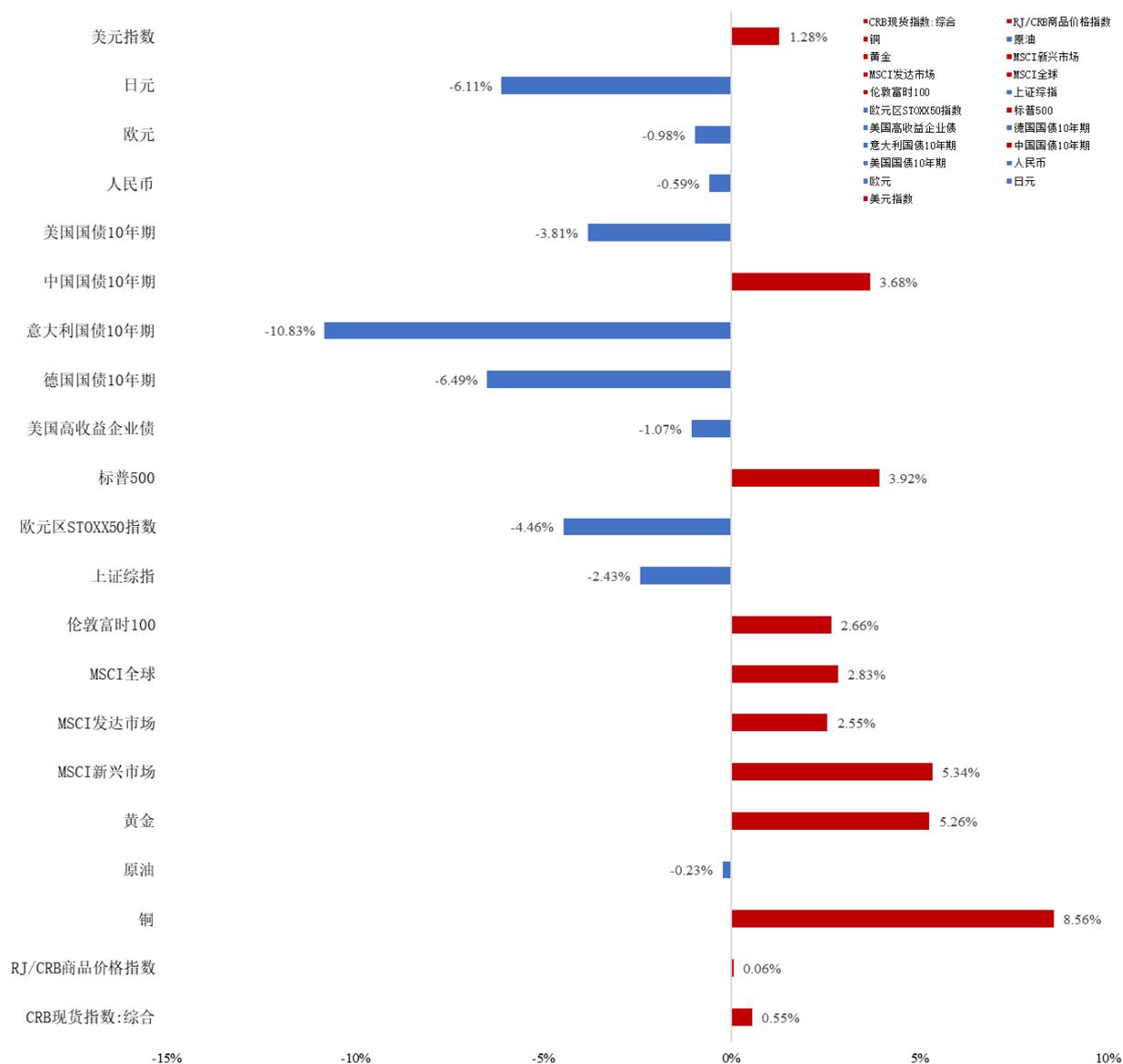
美联储仍未降息，欧央行降息。二季度，美联储未调整政策利率，联邦基金有效利率波动几乎为零（维持在 5.33%）。欧央行将三大政策利率均下调 25bp，在利率走廊的短期利率操作框架下，欧元 Euribor 季内波幅为 30.8bp，市场利率下行幅度超过政策利率。既上季度末日本央行退出负利率政策后，日本央行暂未进一步加息，日本 Tibor 波幅也几乎为零。新兴市场货币市场利率波动较大，在未调整政策利率的情况下，印度、俄罗斯同业拆借利率季内波幅分别达 54bp、92bp。

人民银行维持政策利率不变。2 季度，人民银行维持逆回购利率、LPR 利率等主要政策利率不变。当前央行 7 天逆回购利率为 1.8%，shibor7 天和 DR007 基本在 1.8% 以上。二季度，人民银行公开市场操作整体为净回笼，季度回笼 3050 亿元，一季度净回笼 18960 亿元。并且，在上半年，人民银行在 1 月末、3 月末和 6 月末均出现了常备借贷便利使用，共使用规模 86.5 亿元。将货币市场利率基本维持在利率中枢以上，这可能是出于稳定汇率的考虑。

中国十年期国债收益率继续下行，巴西增长预期上升推高长期利率，其他经济体国债收益率主要受通胀预期驱动。美联储降息预期下降，欧洲通胀粘性较强，日本工资收入上涨，主要发达经济体长期国债收益率均出现了不同程度的上行。美国和欧洲均受通胀和降息预期两方面影响，季内波动增加。日本十年期国债收益率上升趋势较为明显。因通胀持续下滑，韩国、印度十年期国债收益率季内均呈现明显的下行趋势。巴西的通胀回落，2 季度巴西央行降息 25bp，在强劲的增长预期下，巴西十年期国债收益率季内上升 126bp。中国社会融资规模增速仍在下滑，市场缺乏优质资产，银行资金（主要是地方中小银行）通过自营、理财、基金等各种渠道流向国债市场。中国十年期国债收益率依然快速下行至 2.2% 附近。

涉外收款、对外指出规模均上升。2024 年 2 季度前两个月，银行代客涉外收入、对外付款分别为 11769.4 亿美元和 12153.8 亿美元，跨境收支逆差为 384.3 亿美元。收入项上，相比去年同期，银行代客涉外收入上升 28.5%；相比 2024 年 1 季度同期，涉外收入上升 11.8%。支出项上，相比去年同期，银行代客对外付款上升 37.4%。相比 2024 年 1 季度同期，对外支出上升 17.4%。跨境收支由上季度同期的 175.5 亿美元的顺差转为 384.3 亿逆差。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 32.9%，相比上一季度同期下降 14.6%。

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 2023 年 6 月 30 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

在经历新冠疫情、地缘政治冲突、通货膨胀和货币紧缩政策等引发的动荡后，全球经济增长似乎正在趋于稳定。国际货币基金组织（IMF）在 2024 年 4 月发布的《世界经济展望》中预计，世界经济在 2024 年和 2025 年将继续以 3.2% 的速度增长，与 2023 年的增速相同。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，全球经济增长缓慢。2024 年下半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：

全球经济复苏分化，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。2024 年上半年，美国经济维持强劲，欧元区勉强避免“技术性”衰退，日本经济复苏乏力。IMF 预计 2024 年美国经济增长可能达到 2.7%，欧元区增速恢复至 0.8%，日本增速回落至 0.9%。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、货币政策紧缩等因素影响，全球经济增长动能不足，依然由下行风险主导。

全球通胀总体下行，惯性仍然明显。2024 年 2 季度，主要经济体通胀进一步回落。美国 PCE 与欧元区 CPI 同比均已显著降至 3% 以下，接近央行通胀目标。韩国、加拿大等通胀已经降至 2%。印度、巴西、越南、南非等主要新兴市场国家通胀也进入央行目标区间。当前通胀回落主要已经来源于总需求的收缩。随着全球经济增长进一步放缓，通胀仍将继续下降。但与此同时，通胀顽固性仍然显著。今年以来美欧通胀下行速度较 2023 年显著趋缓，美国核心 PCE 与欧元区核心 CPI 同比月均分别下降 0.074 和 0.1 个百分点，显著低于 2023 年的 0.16 和 0.15 个百分点。多方面因素导致美欧通胀仍有显著的顽固性。第一，服务业价格仍有上涨惯性。1-5 月美国住宅分项 CPI 增速几乎没有下降，医疗保健与教育分项价格增速甚至有明显上升。欧元区住房租金与医疗保健价格增速也小幅上升。第二，意外供给冲击概率仍大。欧佩克减产、乌克兰危机升级等均可能导致油价居高，甚至再次上升，推高通胀。第三，全球地缘经济碎片化提升交易成本。地缘关系紧张显著降低了供应链效率，持续加征的关税增加了进口成本，都将阻碍通胀下行。如果特朗普胜选，全球贸易摩擦升级概率将进一步增大，将对通胀产生推升作用。

全球主要央行降息时点错位，美联储降息存在较大不确定性。伴随着通胀回落和经济下行压力增大，2024 年上半年，瑞士、瑞典、加拿大和欧元区等欧美经济体开始降息，这也成为全球央行货币政策转向的重要节点。截至 2024 年 6 月底，瑞典、加拿大和欧元区的央行分别降息 1 次，降息幅度均为 25 个基点；瑞士降息 2 次，降息幅度为 50 个基点。由于经济基本面相对强劲和通胀下行趋势尚不明朗，市场预期的美联储降息时点不断延后，从最初的预计降息 7 次减少至如今的预计降息 1-2 次。尽管当前美国劳动力

市场和通胀出现明显降温迹象，市场预期美联储可能提前至 9 月开始降息，但美联储降息路径仍存在高度不确定性。

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 年以来，部分央行开始陆续降息，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、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。