

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
中国 金融市场 大宗商品 外贸

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 2 季度中国外部经济环境总览

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。

2024 年第 2 季度中国外部经济环境专题

美国经济：等待方向，趋冷信号增强 15

2024 年 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 月议息会议维持基准利率不变，年内降息预期减少至 1 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。

欧洲：复苏势头受挫 22

2024 年第 2 季度，欧元区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。通胀方面，欧元区通胀率在 2 季度出现小幅波动，服务业价格的同比增速居高不下，表明欧元区通胀下行趋势仍不稳定，给予了欧央行在 6 月降息 25 个基点后谨慎行事的理由。展望未来，受政治风险上升、财政约束收紧、价格压力犹存等因素的影响，欧元区经济下行风险扩大，预计 3 季度欧元区 GDP 环比增长率约在 0.1% 左右。

日本：略转暖意 30

进入第二季度，日本经济表现相对稳定，预计将强于第一季度。日本制造业 PMI 有所反弹，强于第一季度的平均水平，且在 5 月份站上 50 荣枯线。不过，服务业 PMI 表现则不尽如人意，较第一季度呈现出明显的疲弱态势。日本的消费表现强于此前，消费金额的实际增速转为正数，应与刚结束的“春斗”有关。不过消费回暖的可持续性仍需要观察。制造业表现相对亮眼，第二季度延续增长势头。对外贸易方面，日本第二季度商品贸易逆差较去年同期有所缩减。日本银行的货币金融政策在第二季度保持与第一季度基本一致。日本银行的按兵不动也是日元在第二季度整体贬值的重要因素之一。日本股市在第二季度处在盘整阶段，汇率在因日本财务省的干预后大幅震荡，之后则继续重启弱势。

东盟韩国：稳健上行 38

2024 年第 2 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。区内前沿经济体表现十分抢眼，越南 6 月份制造业 PMI 以 64.7 领涨东盟；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，外需疲软则使马来西亚经济仍不景气。区内整体通胀水平开始呈现粘性，住房、教育和食品等是主要推动因素。季初区内货币汇率和股票市场大幅下行，后续出现分化；货币汇率分化主要有外汇储备规模和出口增速差异引致，股票市场分化主要由经济基本面和政治风险引致。总体来看，多重利好下本区域经济稳健复苏态势有望延续至年底，但仍需要警惕市场波动等下行风险。

金砖国家：经济增长分化，贸易普遍改善 46

二季度，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。对华贸易方面，中国与金砖国家贸易增速明显下降，占中国对外贸易总额比重有所下降，但仍处于历史高位。通胀方面，俄罗斯通胀继续上升，通胀压力较大，印度、巴西与南非通胀整体下降，均进入央行目标区间。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。

中国：产能过剩与中国经济再平衡 57

2024 年上半年，中国经济在复杂的内外部挑战中寻求再平衡。尽管经常账户顺差小幅上升，但全球需求疲软和地缘政治紧张局势影响了制造业和服务业。固定资产投资增速放缓，尤其是房地产投资的下降，促使政策调整成为必然。中国政府在高储蓄率支持下，致力于通过扩大内需和改善投资环境来实现经济再平衡。面对全球不确定性增加和产能过剩压力，政策制定者在宽松货币政策和财政支持之间寻找平衡。今年的政府工作报告强调了“国际收支保持基本平衡”的目标，通过调整宏观经济政策和加强社会保障网络，以应对经济增长放缓和居民消费信心不足的挑战。政策调整虽影响有限，但信号意义重大，预示着未来经济结构调整和对外关系的战略变化。

全球金融市场：美联储高利率下的金融脆弱性显现 63

2024 年 2 季度，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。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。MSCI 发达经济体股票市场指数 2 季度上涨 2.55%，涨幅明显收窄。印度股市持续上涨，上证综指再度回落。美欧长期利率仍在上升，日本十年期国债收益率上升至 1% 以上，巴西经济增长预期向好推动其长期利率大幅上行。中国十年期国债收益率下行至 2.2%。美联储降息预期推动黄金价格继续大涨，供给冲击推动铜价大涨，原油价格小幅波动，金油比上升至历史较高分位数。主要央行货币政策框架均发生调整。

大宗商品市场：预期落空，先涨后跌 73

2024 年 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。

外贸专题：进、出口增速继续回暖..... 86

2024 年 2 季度，在基数效应、外需改善、市场份额回升的共同作用下，中国进、出口增速继续回暖。其中，出口（美元）同比增长 5.7%，较上季度增速提高 4.4 个百分点；进口同比增长 2.5%，增速较上季度提高 1.0 个百分点；货物贸易顺差总额为 2526 亿美元，同比提高 328 亿美元。4-5 月，服务贸易逆差为 453 亿美元，同比提高 93 亿美元，2 季度经常账户顺差占 GDP 比重预估在 1% 左右。从原因看，低基数效应、外需边际好转、市场份额回升是推动我国出口增速回暖的三方面力量。预计 2024 年我国出口将在低基数下呈现弱反弹，但长期前景不乐观。外需和出口市场份额可能同时制约我国出口增长潜力。

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	7
图表 3 全球金融市场主要指标变动	11
图表 4 美国制造业和非制造业 PMI (ISM)	15
图表 5 美国个人收入与消费支出	16
图表 6 美国新屋开工和企业库存周期	17
图表 7 美国对外贸易	18
图表 8 美国劳动力市场	19
图表 9 美国通货膨胀	20
图表 10 美国经济运行状况：高频数据	21
图表 11 PMI 结束回升势头	23
图表 12 通胀出现波动	24
图表 13 失业率缓步下行	25
图表 14 消费者信心温和回升	26
图表 15 企业投资继续低迷	26
图表 16 贸易顺差小幅扩大	27
图表 17 制造业 PMI 反弹，服务业 PMI 下落	31
图表 18 消费实际同比增速企稳但仍需观察，机械订单金额同比增速显著上升	32
图表 19 2024 年第一季度日本商品贸易逆差有所收窄	34
图表 20 CPI 同比增速维持在 2% 之上，PPI 同比增速显著反弹	35
图表 21 股市和日元兑美元汇率处于高位强势	36
图表 22 10 年期国债利率显著上行	37
图表 23 东盟六国与韩国第 2 季度制造业 PMI	40
图表 24 区内通胀持续回落	41
图表 25 区内货币对美元整体贬值	43
图表 26 区内股票市场出现一定程度的波动	44
图表 27 印度劳动参与率变化	50
图表 28 印度识字率变化	52

图表 29 中国和印度人口受教育水平比较	52
图表 30 全球失衡集中度（2000—2020 年）	58
图表 31 储蓄率的下降在 2020 年后中断	60
图表 32 疫情冲击的疤痕效应和收入增速放缓预期推动储蓄率保持在高位	61
图表 33 文献中常见的对中国居民储蓄的解释及其实际变动对居民储蓄的影响	62
图表 34 全球金融市场主要指标变动	64
图表 35 全球金融市场风险状况图	65
图表 36 主要发达和新兴经济体季度汇率波动幅度（2024 年二季度）	67
图表 37 主要发达和新兴经济体季度平均汇率走势一览	67
图表 38 全球主要发达与新兴经济体股市季度涨跌幅（2024 年 2 季度）	69
图表 39 全球主要发达与新兴经济体货币市场走势一览	71
图表 40 全球主要发达与新兴经济体长期国债市场走势一览	71
图表 41 2 季度 CEEM 大宗商品指数先涨后跌，环比小幅回落	74
图表 42 2 季度各商品均价涨跌互现	74
图表 43 2 季度全球油价先跌后反弹，呈典型 V 字型	75
图表 44 OPEC 将产量维持在低位，个别国家小幅超产，虽然压制油价，但总体闲置产能较大	75
图表 45 中国原油进口呈下行趋势	77
图表 46 美国原油净进口在低位企稳	77
图表 47 欧美炼油厂开工率均显著反弹，但近期利润表现不佳	77
图表 48 美国商业原油库存临近夏季开始回调	77
图表 49 LME 铜铝价格冲高回落	77
图表 50 全球铜库存水平回升	77
图表 51 国际铁矿石价格先扬后抑	77
图表 52 国内农产品现货价格分化	82
图表 53 CBOT 农产品价格先涨后跌	82
图表 54 预估 2 季度全球贸易同比增速将继续好转	87
图表 55 中国出口增速的地区和产品分布	88
图表 56 预估 2 季度外需边际好转	89

图表 57 预估 2 季度中国出口产品市场份额略有回升	89
图表 58 中国进口增速的贸易方式和产品分布	92
图表 59 中国货物贸易顺差和服务贸易逆差	92
图表 60 全球及主要经济体制造业 PMI	94
图表 61 中国外贸数据概览	94

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。

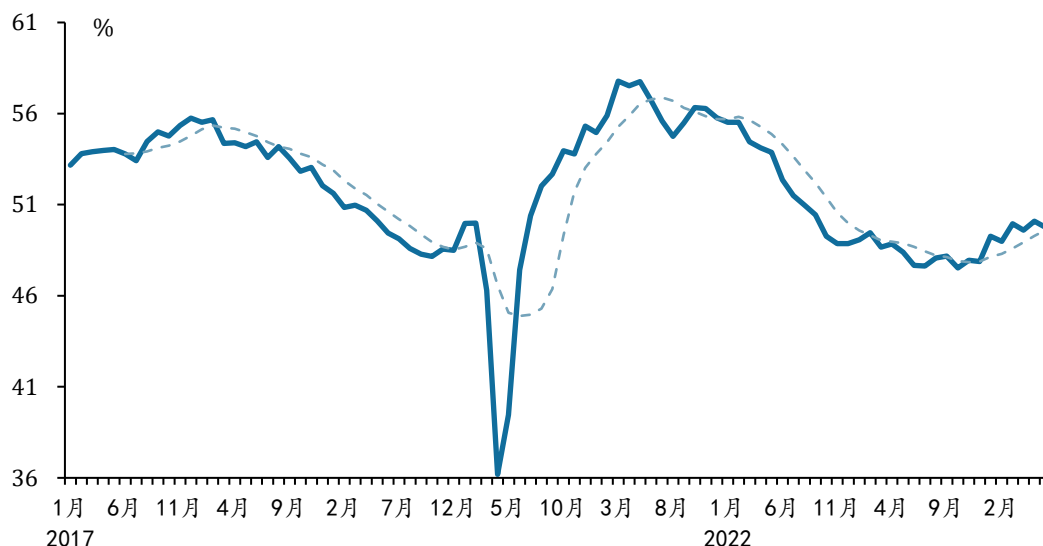
2 季度，大宗商品价格小幅回落，除原油外，多个品种出现先涨后跌的走势，中国复苏不及预期对原油、铜、铁矿石均有所影响。原油价格先跌后升，呈 V 字型震荡，需求端复苏不及预期，抵消 OPEC 减产措施的效果，直到夏季需求旺季来临，库存回落才获得上涨动力。铜、铝受新能源用量增大，价格获得支撑，但随着中外制造业数据走弱，随后价格回落。铁矿石和钢材因建筑房屋投资不活跃走弱。国际、国内大豆价格大体呈现先涨后跌的走势。

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。

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。

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。

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。

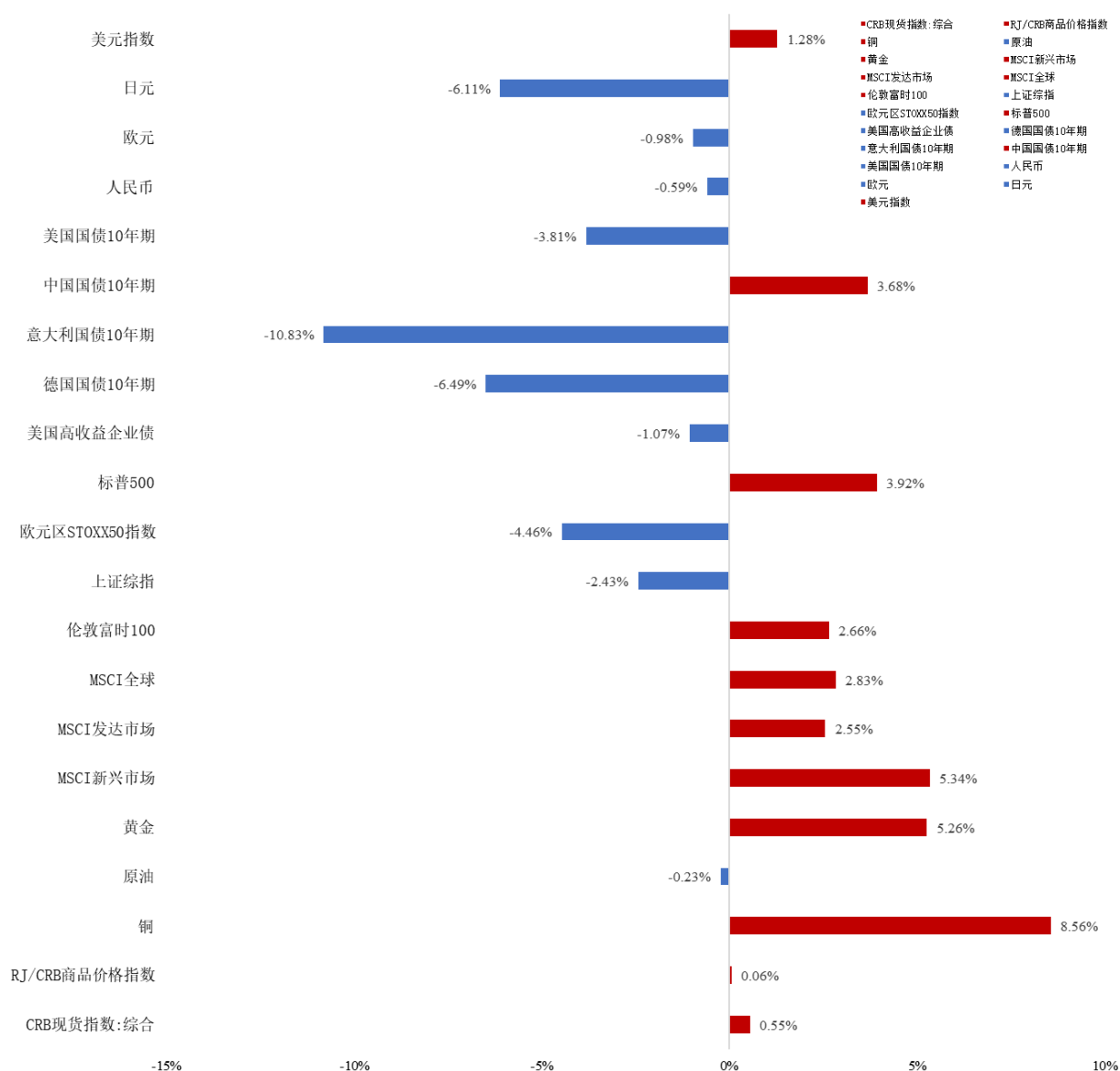
人民银行维持政策利率不变。 2 季度，人民银行维持逆回购利率、LPR 利率等主要政策利率不变。当前央行 7 天逆回购利率为 1.8%，shibor7 天和 DR007 基本在 1.8% 以上。二季度，人民银行公开市场操作整体为净回笼，季度回笼 3050 亿元，一季度净回笼 18960 亿元。并且，在上半年，人民银行在 1 月末、3 月末和 6 月末均出现了常备借贷便利使用，共使用规模 86.5 亿元。将货币市场利率基本维持在利率中枢以上，这可能是出于稳定汇率的考虑。

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

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 need 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。

美国经济：等待方向，趋冷信号增强

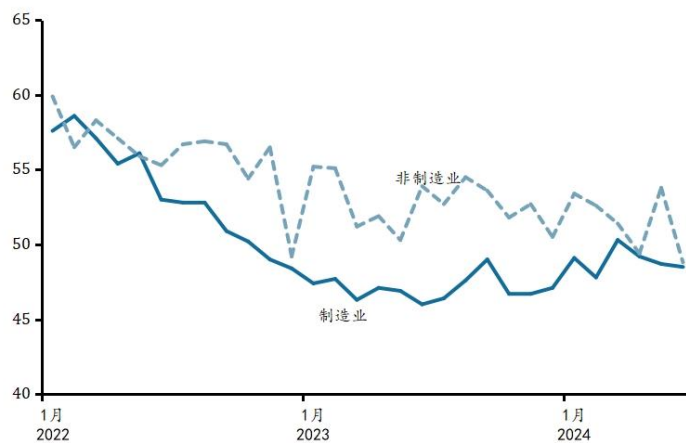
2024 年 2 季度，美国经济以接近潜在增速水平运行。从增长动能看，消费对经济的拉动作用减弱，国内私人投资对经济的拉动作用更加突出。美联储在 6 月议息会议维持基准利率不变，年内降息预期减少至 1 次。展望下半年，美国经济的着陆方式还有待确定，但经济趋冷信号增强。美联储的货币政策也在等待经济形势明朗，且不排除提前降息的可能。

一、经济运行形势

2 季度
美国经
济增速
接近潜
在增速

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 调查对象包括所有部门，且不限限制跨国公司报告其境外业务，更反映美国在国际大环境影响下的总体变化，波动更大。ISM PMI 弱于 Markit PMI，或反映了美国经济相对于全球经济的强势。

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。

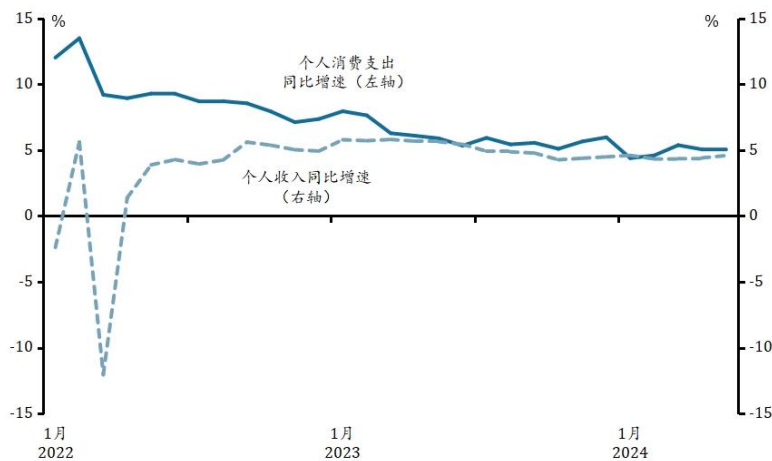
个人收入与支出趋缓。2024 年 4 月至 5 月美国个人收入同比增速分别为 4.4% 和 4.6%，环比增速分别为 0.3% 和 0.5%；美国个人消费支出同比增速分别为 5.0%

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。

4 月至 5 月，美国轻型机动车总销量的折年数分别为 1574 万、1590 万辆，环比增长率分别为 1.6%和 1.1%。与 1 季度相比，美国汽车库存水平有所下降。沃德估算 2024 年 1 季度美国汽车库存均值为 28.9 万辆，4 月至 5 月分别下降至 26.5 万和 24.8 万辆。

4 月至 5 月，美国零售销售额分别环比增长-0.2%和 0.1%；核心零售销售额分别环比增长-0.2%和-0.0%。从趋势上看，零售销售和核心零售销售环比增速皆显著放缓，表明美国消费动能减弱。

图表 5 美国个人收入与消费支出



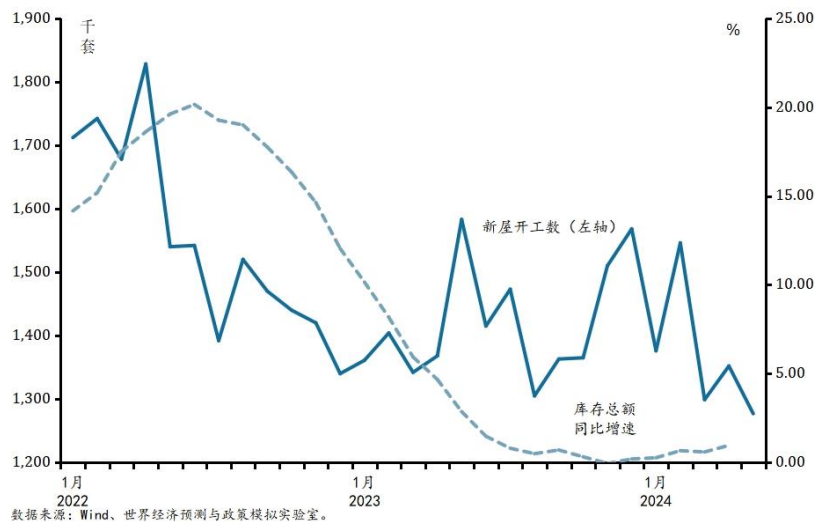
数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

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。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，新屋开工数在震荡中企稳。然而，2024 年 2 季度，美国房地产市场再次掉头向下。4 月至 5 月，美国新建住房销售环比增速分别为 2.1%和-11.3%，成屋销售环比增速分别为-1.9%和-0.7%，新屋开工环比增速分别为 4.1%和-5.5%。与此同时，美国新建住房销售价格维持在高位，在建新屋环比下降，成屋库存上升。综合来看，美国房地产市场再次下探。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%。从前瞻性指标来看，尽管美国已进入房屋建筑旺季，木材市场需求却异常低迷，木材价格持续下跌。Random Lengths 汇编的木材价格综合指数显示，当前美国现货木材价格已经从 2021 年 5 月的历史高点（每千板英尺 1514 美元）暴跌 75%，降至每千板英尺 366 美元，回落至疫情前水平。

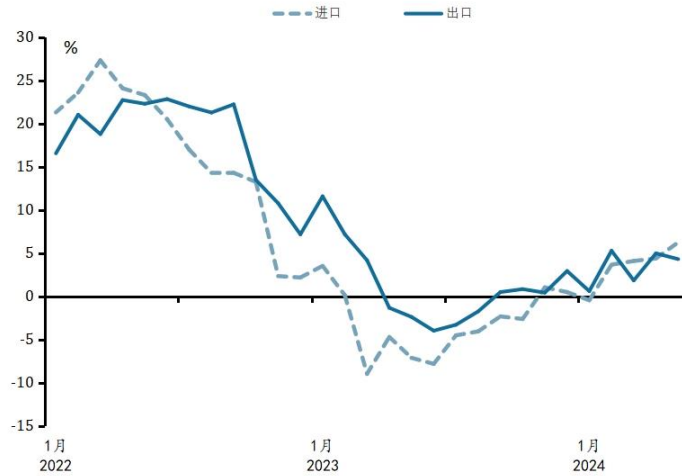
2022 年 7 月美国企业库存同比增速达到峰值 18.5%，此后开始下降，步入去库存周期。2023 年 11 月，美国企业库存同比增速跌至 -0.1%，此后，开始缓慢回升，企业逐步补库存。截至 2024 年 4 月，美国企业库存同比增速已反弹至 1.0%。不过，从美国制造业 PMI 的新订单指数来看，4 月至 6 月该指数分别为 49.1、45.4 和 49.3，再次跌至荣枯线之下，这意味着美国企业库存周期筑底过程或有反复。

图表 6 美国新屋开工和企业库存周期



贸易逆差持续扩大。2024 年 4 月至 5 月，美国出口同比增速分别上升至 5.0% 和 4.3%，进口同比增速分别上升至 4.4% 和 6.2%，贸易逆差分别扩大至 745 亿和 751 亿美元。美国贸易逆差显著高于今年 1 季度的月度均值 682 亿美元，且自 2023 年 3 季度以来持续扩大。从趋势看，美国出口与进口增速正在筑底向上，但贸易逆差持续扩大值得警惕。

图表 7 美国对外贸易

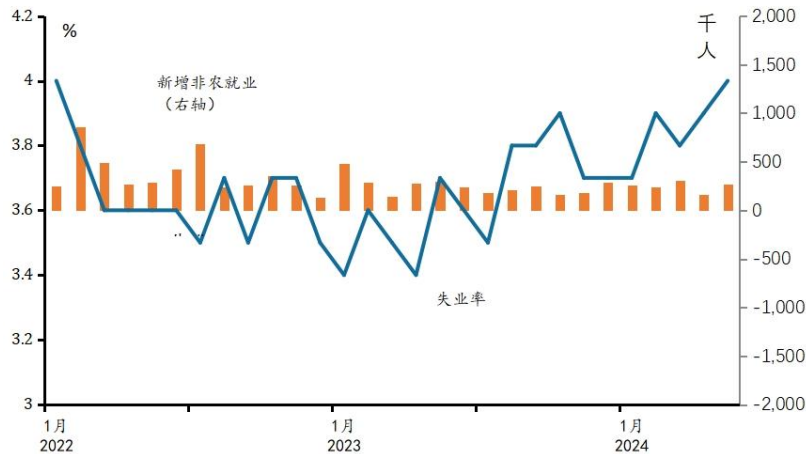


数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

失业率小幅上升，劳动力市场紧张程度趋缓。2024年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。

关于美国就业数据“高估”的质疑持续增多，尤其是5月新增就业大超预期，但失业率不降反升。一方面，美国企业调查和家庭调查之间的分歧不断加大，两者之间的差异创下有记录以来的最大差距，就业人数差距或已达到900万。一种解释是美国劳工统计局的部分就业岗位，是“出生/死亡调整”(Birth/Death adjustment)模型基于新企业成立数据估算出来的，而非基于实际统计。5月新增非农就业数据中，有大半来自该模型的估算。另一方面，非法移民推动美国就业增长，本土就业可能已陷入萎缩。过去一年中，全职岗位持续减少，兼职岗位大幅增加。5月全职岗位减少62.5万个，兼职岗位增加28.6万个。

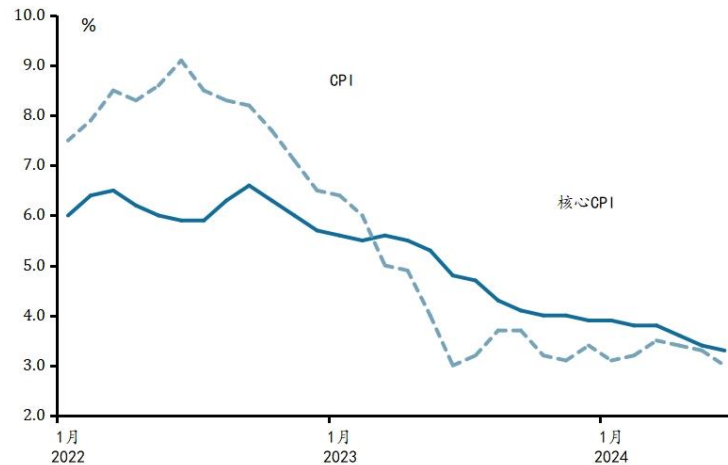
图表 8 美国劳动力市场



数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

通胀重回下行轨道。2024年4月至6月，美国CPI同比增速分别为3.4%、3.3%和3%，环比增速分别为0.3%、0.0%和-0.1%；核心CPI同比增速分别为3.6%、3.4%和**%，环比增速皆为0.3%、0.2%和0.1%。4月至5月，PCE同比增速分别为2.7%和2.6%，环比增速分别为0.3%和0.0%；核心PCE同比增速分别为2.8%和2.6%，环比增速分别为0.3%和0.0%。能源环比回落，带动整体通胀下行；劳动力市场对核心通胀的支撑力度也有所减弱。不过，地缘政治及供给端压力对整体通胀的影响仍具有不确定性，房租通胀回落速度较慢限制核心通胀的下限。

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。

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。

美元指数震荡上行。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。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。

美股续创历史新高。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。2024年2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-1.7%、3.9%和8.3%。

美联储
认为通
胀与就
业风险
已取得
平衡

二、宏观政策分析

美联储在6月议息会议维持基准利率不变，年内预期降息次数减少至1次。美联储6月议息会议声明，宣布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，美联储将每月被动缩减250亿美元国债和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5.1%，对应降息1次；2025年利率预测中值在4.1%；进一步上修长期利率预测中值，由2.6%至2.8%。

美联储小幅修改2024年经济预测。美联储维持2024年经济增长预测2.1%，维持2025年和2026年经济增长预测为2%；上修2024年PCE通胀率预测0.2个百分

点至 2.6%，上修核心 PCE 通胀率 0.2 个百分点至 2.8%，小幅上修 2025 年 PCE 及核心 PCE 通胀率预测 0.1 个百分点至 2.3%；维持 2024 年失业率预测为 4.0%，小幅上修 2025 和 2026 年失业率预测 0.1 个百分点至 4.2 和 4.1%，小幅上修长期失业率水平 0.1 个百分点至 4.2%。

6 月议息会议整体释放了美联储中性立场信号，尽管点阵图作为利率指引传递了相对鹰派的信号，但鲍威尔的讲话基本奠定了年内降息的基调。鲍威尔尝试拓宽降息条件，暗示降息不需要通胀回落到特定水平、也不需要等到就业市场明显降温，降息只是货币政策正常化的一步。

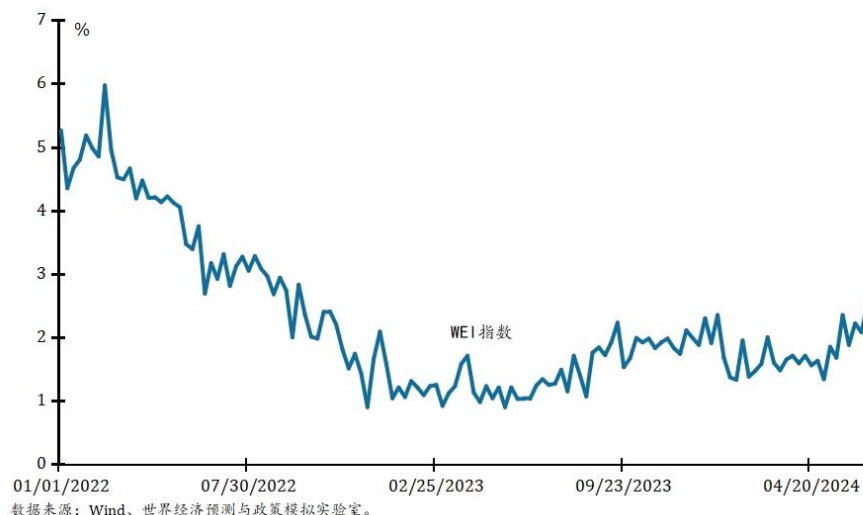
美国经
济正在
等待方
向。

三、美国经济形势小结与展望

根据美国亚特兰大联储 GDPNow model 在 7 月 10 日的估计，预计美国 2 季度 GDP 环比折年率为 2.0%。一方面，美国经济继续扩张，GDP 增长率仍接近潜在增速水平，尤其是投资对美国经济增长的拉动作用更具显著。另一方面，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已明显趋于减弱。综合来看，美国经济正在等待方向，但趋冷信号增强。

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；2 季度，WEI 开始抬头向上，这表明美国经济基本面仍较强劲。

图表 10 美国经济运行状况：高频数据



欧洲：复苏势头受挫

2024年第2季度，欧元区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。通胀方面，欧元区通胀率在 2 季度出现小幅波动，服务业价格的同比增速居高不下，表明欧元区通胀下行趋势仍不稳定，给予了欧央行在 6 月降息 25 个基点后谨慎行事的理由。展望未来，受政治风险上升、财政约束收紧、价格压力犹存等因素的影响，欧元区经济下行风险扩大，预计 3 季度欧元区 GDP 环比增长率约在 0.1% 左右。

一、经济运行态势

PMI 结束回升势头

PMI 结束回升势头。2024 年 4~6 月，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。

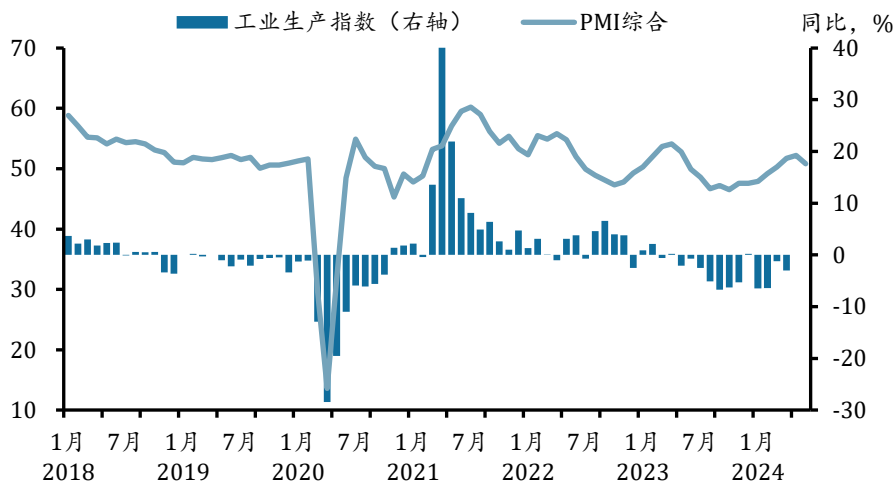
分行业来看，制造业依旧疲弱，2 季度欧元区制造业 PMI 均值为 46.2，较前一季度的 46.4 进一步下滑。其中，6 月制造业 PMI 从 5 月的 47.3 下滑至 45.6，为年内最低水平，打破了市场对制造业活动进一步复苏的预期，显著低于 47.9 的预期值。服务业活动的动能也在减弱。4~6 月欧元区服务业 PMI 呈逐月下滑态势，6 月服务业 PMI 跌至 52.6，较 5 月的 53.2 下降了 0.6 个点，低于市场此前预期的 53.5。

分国家来看，法国综合 PMI 在 4 月攀升至 50.5 后连续两个月下滑，6 月综合 PMI 跌至 48.2，为 4 个月内的低点。其中，6 月制造业 PMI 为 45.3，低于市场预期的 46.8 和前值 46.4，服务业 PMI 为 48.8，低于市场预期的 50 和前值 49.3。德国的情况也不容乐观。

6月德国综合 PMI 为 50.6，较前一个月的 52.4 下滑了 1.8 个点，其中制造业 PMI 由 5 月的 45.4 下降至 43.4，服务业 PMI 由 5 月的 54.2 下降至 53.5。

工业生产指数方面，4 月欧元区工业生产指数出现下滑，经季节调整后环比下降 0.1%，不及市场预期的环比增长 0.2%；同比下降 3%，降幅较 3 月的-1.2%进一步扩大。具体来看，4 月中间品产出环比降幅最大，下降了 0.4%，能源、资本品、耐用及非耐用消费品的产出则都出现了环比上涨，其中非耐用消费品产出的涨幅最大，环比增长了 3.4%。

图表 11 PMI 结束回升势头



数据来源：欧央行、Markit；CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

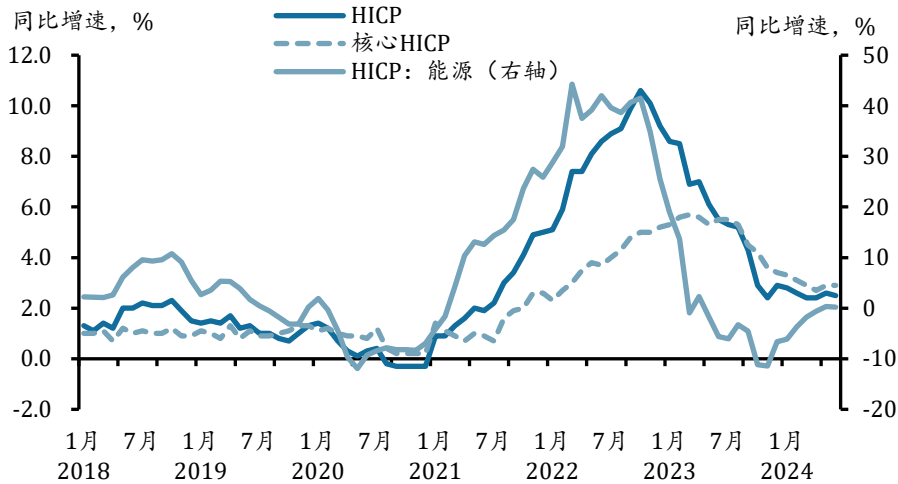
通胀出现波动

通胀出现波动。2024 年 6 月份欧元区消费者调和价格指数（Harmonised Indices of Consumer Prices, HICP）同比增长 2.5%，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%。

从分项来看，食品、酒精和烟草同比增速为 2.5%，较 5 月的 2.6%进一步放缓，（2 月为 3.9%），其次是非能源工业品同比增速为 0.7%，与 5 月持平。能源价格同比增速连续第 2 个月为正，增长率为 0.2%，较 5 月的 0.3%小幅下滑。服务业价格增速则仍保持在较高水平，同比增长 4.1%，与 5 月一致，高于 4 月的 3.7%。

从国别来看，6月德国通胀率为2.5%，较5月的2.8%下降了0.3个百分点，但仍高于4月的2.4%；法国通胀率为2.5%，亦较5月的2.6%有所下降，同样高于4月的2.4%。西班牙通胀率为3.5%，较前一个月的3.8%下行了0.3个百分点，意大利6月的通胀率则出现了回升，从5月的0.8%上升至0.9%。

图表 12 通胀出现波动



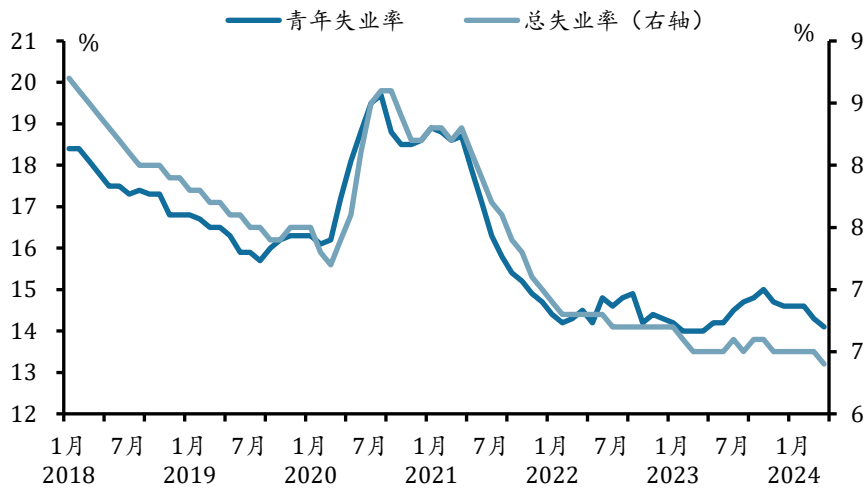
数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

失业率缓步下行

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。

2024年4月欧元区20国青年失业率为14.1%，较3月下降了0.2个百分点。4月欧元区青年失业人数为227.2万，比前一个月减少了1.9万人，较2023年同期增加了5.4万人。

图表 13 失业率缓步下行



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

二、支出法 GDP 分解

消费者信心温和回升

消费者信心温和回升。4~6月，欧元区消费者信心温和回升，从4月的-14.7逐月上行至6月的-14.0。然而，德国和法国的消费者信心却在近期出现了意外下滑。德国方面，其消费者信心连续四个月上升的趋势在7月被打断。2024年7月GfK消费者信心先行指数为-21.8，较6月的-21下滑了0.8个点。其中，消费者收入预期指数从6月的12.5下降至8.5，对经济前景的预期指数从9.8下降至2.5，购买意愿指数从6月的-12.3小幅恶化至-13.0。

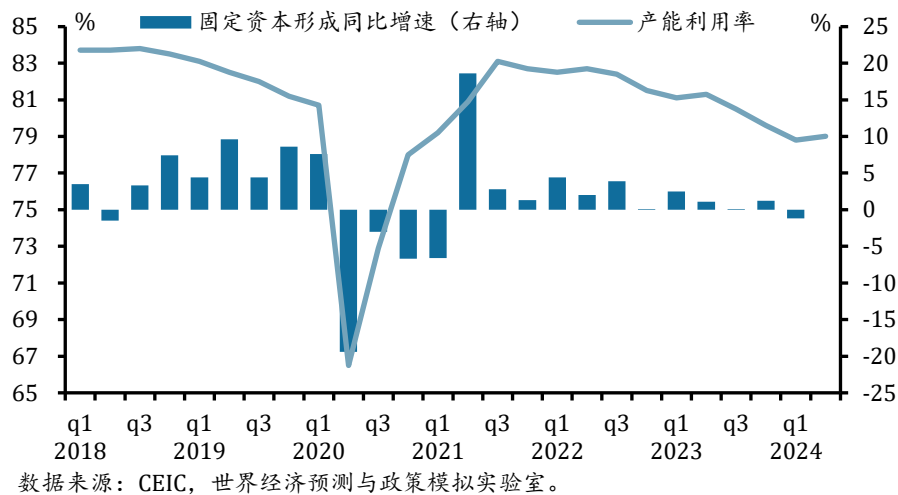
法国方面，2024年6月法国Insee综合消费者信心指数从5月的90下行了1个点至89。其中，居民对未来通胀的预期指数显著上升，由5月的-53上升至-47，对未来生活水平的预期也有所恶化，从5月的-46下降了4个点至-50。不过居民对于失业的恐惧指数下降了2个点，从27降至25。

就欧元区的零售状况而言，2024年4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%，跌幅大于预期的0.3%。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2.2%。

图表 14 消费者信心温和回升



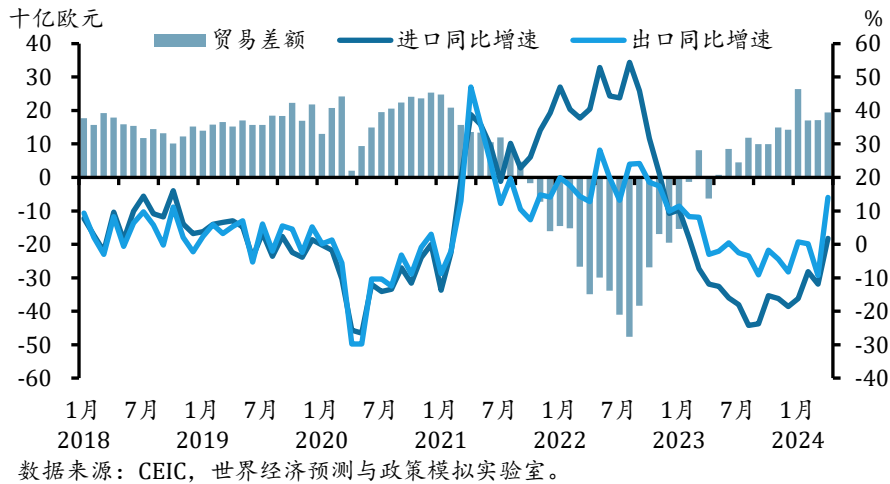
图表 15 企业投资继续低迷



企业投资保持低位

企业投资保持低位。2024 年 1 季度，欧元区固定资本投资环比下降 1.5%。其中，利率敏感度较高的住房建筑类投资环比增长了 1.1%，较 2023 年第 4 季度的-0.7%大幅改善。交通设备类投资环比下滑 3.4%，波动性较大的知识产权类资产投资环比下滑 9.0%。不过，6 月欧元区 Sentix 投资者信心指数连续第 8 个月出现改善，从 5 月份的-3.6 升至 0.3，超出预期的-1.8，表明欧元区固定资本投资在中长期得到修复的可能性有所增加。

图表 16 贸易顺差小幅扩大



贸易顺差小幅扩大

贸易顺差小幅扩大。2024年4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193.7亿欧元，较前一个月171.7亿欧元的顺差小幅增长。从进出口规模来看，欧元区4月经季节调整的出口规模为2453亿欧元，环比增长1.5%，同比增长3.1%；进口规模为2259亿欧元，环比增长1.9%，同比增长2.3%。4月欧元区内部的货物贸易经季调后的规模为2177亿欧元，较前一个月的2145亿欧元环比小幅上涨了0.1%。

三、政策走势

五年来首次降息

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。

在当天的决议中，欧洲央行管理委员会表示：“在维持利率水平稳定9个月之后，现在应当缓和货币政策的限制程度。自去年9月以来，通胀前景明显改善，潜在通胀有所缓解。限制性的货币政策通过抑制需求和保持通胀预期稳定，对通胀回落做出了巨大贡献。”

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%。

欧盟对 7 个成员国启动“过度赤字程序”

欧盟对 7 个成员国启动“过度赤字程序”。2024 年 6 月 19 日，欧盟宣布将对比利时、法国、意大利、马耳他、斯洛伐克、匈牙利和波兰启动“过度赤字程序”，原因是这 7 个成员国财政赤字过高。启动该程序意味着这些国家必须与欧盟一起制定计划使其债务或赤字水平回到正轨。这是自今年年初欧盟成员国同意重新实施欧盟财政规则以来，欧盟首次对成员国的赤字水平进行谴责。

根据该程序，赤字过高的成员国必须每年将赤字减少 0.5 个百分点。不过在某些条件下，减少债务和赤字水平的四年计划可以延长至七年，比如欧盟成员国承诺进行促进经济增长的改革和投资。

从理论上讲，未能纠正过高赤字的欧盟成员国每年可能会被处以相当于 GDP 的 0.1% 的罚款，直到采取行动解决违规问题为止。而在实践中，欧盟还从未征收过相关罚款，因为担心这可能会引发意想不到的政治后果并损害经济增长。然而，部分欧盟官员强调，此次将加大执法的力度。

四、经济形势展望

增长动能不足，复苏势头减弱

增长动能不足，复苏势头减弱。从 2024 年第 2 季度的一系列指标来看，欧元区经济增长依旧较为疲软，下半年出现下行风险的可能性正在上升。首先，此次欧洲议会选举右翼和极右翼政党从中间派党团手中夺得了大量席位，加剧了欧洲地区的政治风险和政策不确定性，导致许多公司在新的投资和订单上踩刹车，打击了制造业的复苏。这一点在欧元区第二大经济体法国身上体现得尤为明显。受极右翼政党表现强劲的影响，法国总统马克龙宣布提前举行

议会选举，法国国内政坛震动，也导致法国一系列经济景气指标和信心指数都在 6 月出现下滑。

其次，重新实施欧盟财政规则将给不少成员国的财政支出带来掣肘，导致财政能够为经济增长提供的支持力度有所减弱。法国、意大利此次都被列入欧盟的“过度赤字程序”之中，必须在 9 月 20 日之前提交今后四年的支出计划，并着手削减债务，这很可能进一步拖累两国的经济复苏。

最后，欧元区整体的价格压力仍然较大，这意味着尽管经济走势不稳，欧洲央行也不太可能过快或过大幅度地放宽货币政策以提振消费者需求和投资。目前市场普遍预期欧洲央行今年只会降息两次，第二次降息大概率会在 9 月份。鉴于上述理由，预计欧元区经济活动在第 3 季度表现疲弱，环比增长率约在 0.1% 左右。

日本：略转暖意

进入第二季度，日本经济表现相对稳定，预计将强于第一季度。日本制造业 PMI 有所反弹，强于第一季度的平均水平，且在 5 月份站上 50 荣枯线。不过，服务业 PMI 表现则不尽如人意，较第一季度呈现出明显的疲弱态势。日本的消费表现强于此前，消费金额的实际增速转为正数，应与刚结束的“春斗”有关。不过消费回暖的可持续性仍需要观察。制造业表现相对亮眼，第二季度延续增长势头。对外贸易方面，日本第二季度商品贸易逆差较去年同期有所缩减。日本银行的货币金融政策在第二季度保持与第一季度基本一致。日本银行的按兵不动也是日元在第二季度整体贬值的重要因素之一。日本股市在第二季度处在盘整阶段，汇率在因日本财务省的干预后大幅震荡，之后则继续重启弱勢。

一、第二季度日本国内宏观经济由冷转温

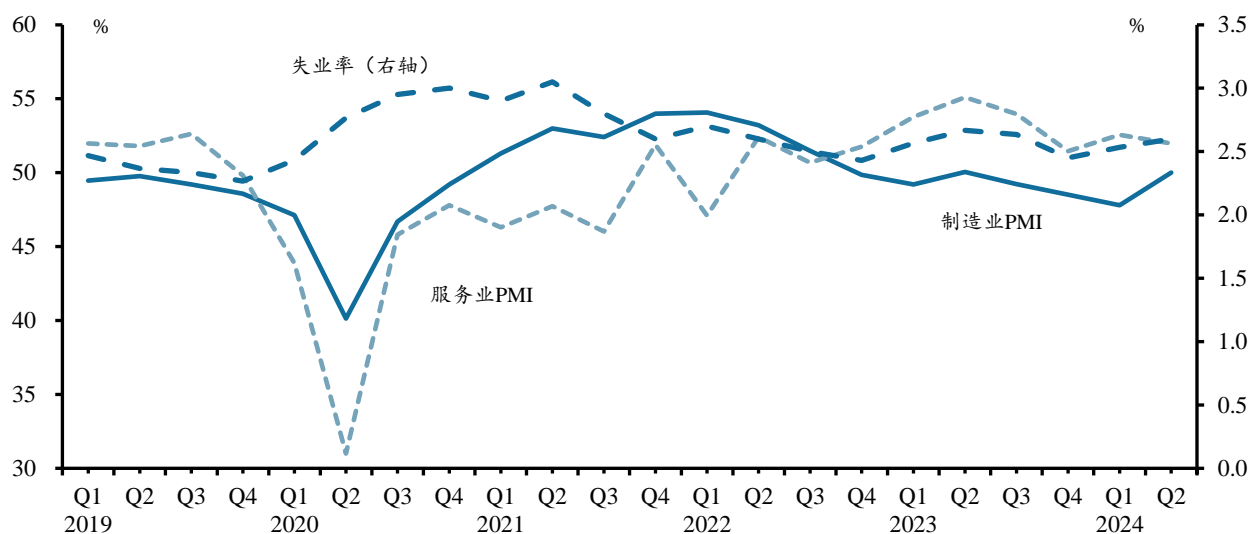
**2024 年第二季度
日本经济整体平
稳，略有暖意。**

2024 年第二季度，日本经济边际回暖，制造业和服务业双双反弹。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。

第一季度，日本实际 GDP 的同比增速仅为 -0.7%，名义 GDP 同比增速为 -0.2%，成绩较为令人失望。相比较而言，预计二季度情况会有所好转。

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%。

图表 17 制造业 PMI 反弹，服务业 PMI 下落



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。

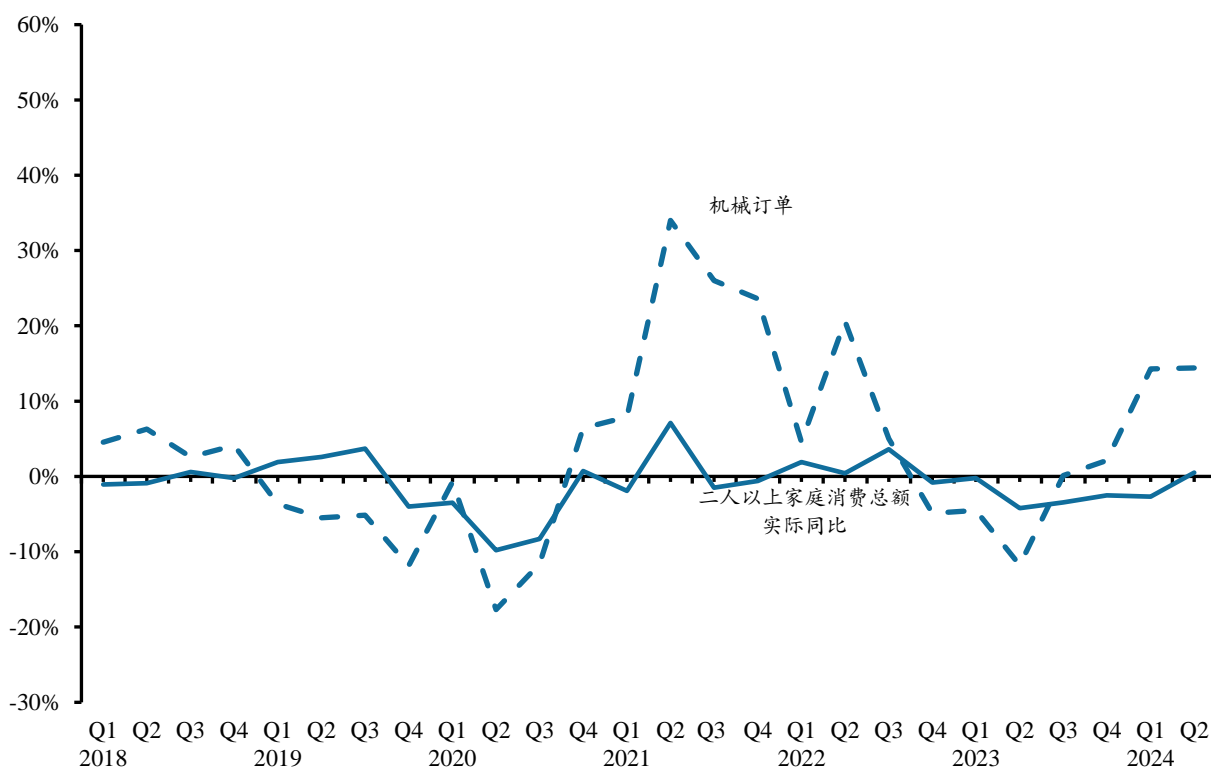
消费企稳但仍需要观察，机械订单需求向好，外需表现强劲。

2024 年第一季度（4 月份），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。消费支出金额的实际同比增速转正，以及名义增速角度，3.5%的增速也是 2023 年 3 月以来的同比最高值。日本消费状况有所好转，主要应归功于居民收入的增加。经过 3 月份的“春斗”，日本劳动者的收入都有所增加。该效果已经在 4 月份的数据中有所体现。4 月份，日本劳动者家庭实际收入的同比增速较 2023 年下降 0.6%，跌幅虽然较 3 月份的-0.1%有所扩大，但较去年的整体状况而言依然处于跌幅收敛范围。若以同比增速的三个月平均移动值角度看，2 到 4 月数值则为-1.1%，情况较此前有所改善。但需要说明的是，这种改善力度目前看并不大，涨薪以及岸田政府此前推出的一系列提高收入政策和补贴政策的效果仍需要更多数据来验证。

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。2024 年前四个月，日本机械订单的同比增速均为正值，且 3 月份和 4 月份均达到两位数增速。在具体部门方面，私人部门的需求增速较高。3 月和 4 月的同比增

速分别达到了6.3%和12.9%。私人部门需求中，制造业机械订单的金额增加了4.1%，非制造业的机械订单金额同比减少了2.4%。公共部门机械订单金额在前三个月增速较快，增速分别达到74.6%，58.6%和90.1%，4月份回落至8.4%。当然，该数值的增速的人为性较大，规律性也较为一般。值得注意的是，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%。

图表 18 消费实际同比增速企稳但仍需观察，机械订单金额同比增速显著上升



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Q2二人以上家庭商品销售额同比实际增速为2024年4月数据，机械订单总额同比为2024年4月数据。

第二季度日本出口情况有所好转，商品贸易逆差较去年同期有所缩窄。2024年4月和5月，日本出口金额分别为9.0万亿日元和8.3万亿日元，同比增速分别为8.3%和13.5%。4月和5月，进

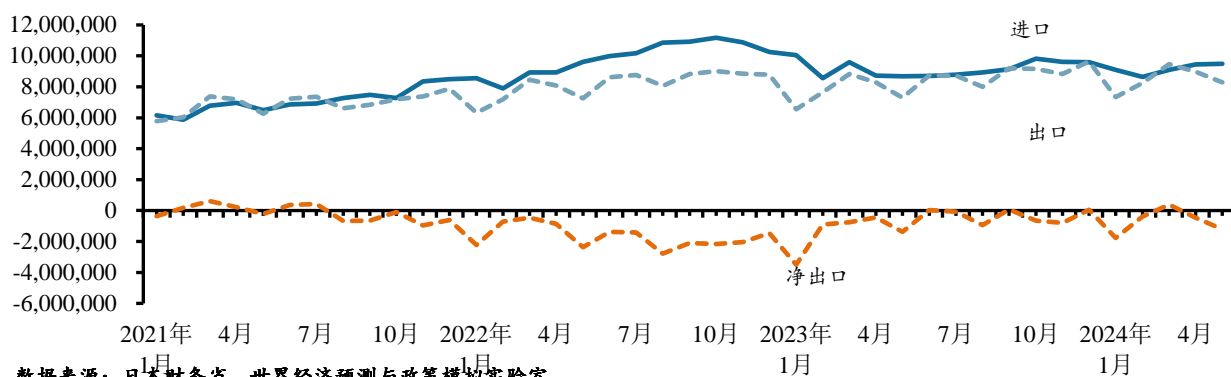
出口平稳，进口同比减少，商品贸易逆差收窄

口金额均为 9.5 万亿日元，相较于去年同期分别增加 8.3% 和 9.5%。目前，日本商品贸易依然为逆差状态。4 月和 5 月，商品贸易逆差分别为 0.47 万亿日元和 1.2 万亿日元。商品贸易虽然依旧逆差，但 5 月份的逆差金额有所缩窄。相当于 2023 年 5 月份的 88%。

如果从累计角度看，日本商品贸易逆差的改善情况就更加一目了然。2024 年 1 月到 5 月，日本商品贸易逆差的累计金额为 3.5 万亿日元，2023 年同期的逆差累计值则为 6.97 万亿日元。如果从 J 曲线效应的角度看，可以认为，日元贬值引起的逆差效果已经有所降低。

根据日本财务省公布的五月份的贸易速报，“汽车”和半导体相关产品的出口表现较好。“汽车”出口金额比去年同期增加了 9852 亿日元，同比增 12.1%，但是数量则有所减少，降幅为 0.9%，单位价格则上升 14.5%。“半导体等制造装置”出口金额增加 1078 亿日元，同比增 45.9%。“半导体等电子零件”出口金额同比增加 928 亿日元，计 24.5%。按照地域看，5 月对亚洲和北美的出口较为强劲。在进口商品方面，5 月份“石油制品”、“粗油”和“电计算机类”商品进口金额增速较大。同比增速分别为 39.8%、8.1% 和 31.6%。说明日本目前依然没有摆脱石油价格上涨的影响。进口商品金额减少较多的是“半导体等电子零部件”和“煤炭”，金额同比减少 22.2% 和 17.5%。

图表 19 2024 年第一季度日本商品贸易逆差有所收窄



二、货币金融政策整体延续第一季度政策

4月到6月，日本银行召开两次金融政策会议，分别为4月25-26日和6月13日到14日。

货币金融政策调整的空窗期

整体而言，4月份的会议明确表示将延续3月份会议的要点，公布的资料的篇幅也较少，没有调整。6月份的会议也没有更多更新内容。只是提到，在确认了市场参加者的意见之后，下一回的金融政策会议将确定未来1到2年具体的资产购买减额计划。

随着第一季度日本货币金融政策的显著变化，日本央行在第二季度的行动较为收敛和保守。略微不及市场预期。这也是日元仍未能止住贬势的重要原因。

CPI 同比涨幅继续维持在 2% 之上，PPI 同比增速有所抬头

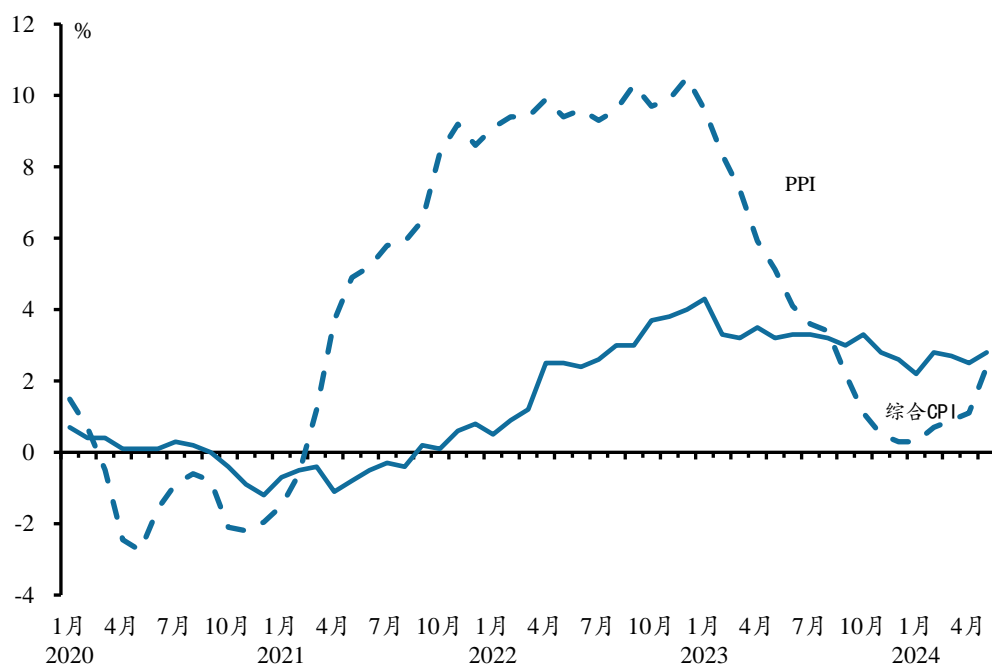
2024 年第二季度，日本物价同比增速保持在相对稳定区间。4月和5月的综合 CPI 同比增速分别为 2.5% 和 2.8%，较第一季度的增速有所上升。除去生鲜食品的 CPI，同比增速分别为 2.2% 和 2.5%，相较于第一季度，重心大体稳定稍向下移。如果除去生鲜食品及能源，日本核心-核心 CPI 的增速下滑就更明显。4月和5月，日本的“核心-核心 CPI”同比增速分别为 2.4% 和 2.1%。

环比角度，4月和5月，综合 CPI 环比增速分别为 0.2% 和 0.5%，除去生鲜食品后的 CPI 的环比增速分别为 0.0% 和 0.5%。除去生鲜食品和能源的“核心-核心 CPI”，环比增速分别为 0.0% 和 0.1%。

更详细角度，5月份综合CPI中增速最快的项分别为“食材”、“照明取暖和自来水”和“教养娱乐”。同比增速分别为4.1%、6.6%和5.2%。在“食材”项目下，“生鲜蔬菜”、“生鲜水果”、“谷类”和“点心”涨幅显著，分别为14.4%、12.5%、6.0%和4.9%。“照明取暖和自来水”项目下，涨幅最大的是“电费”，同比增速达到14.7%。“教养娱乐”中涨幅最大的是“教养娱乐服务”和“教养娱乐用品”，同比涨幅分别为6.6%和3.4%。

4月和5月，日本PPI同比增速分别为1.1%和2.4%。5月份，对PPI综合影响的项目有“电力·城市天然气·自来水”、“非铁金属”、“农林水产”、“石油·煤炭制品”和“化学制品”。对PPI的贡献分别为0.31个百分点、0.25个百分点、0.05个百分点、0.04个百分点和0.01个百分点。

图表 20 CPI 同比增速维持在 2% 之上，PPI 同比增速显著反弹



数据来源：日本总务省，日本银行，世界经济预测与政策模拟实验室。

三、股市盘整蓄势，汇率再现弱势

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。

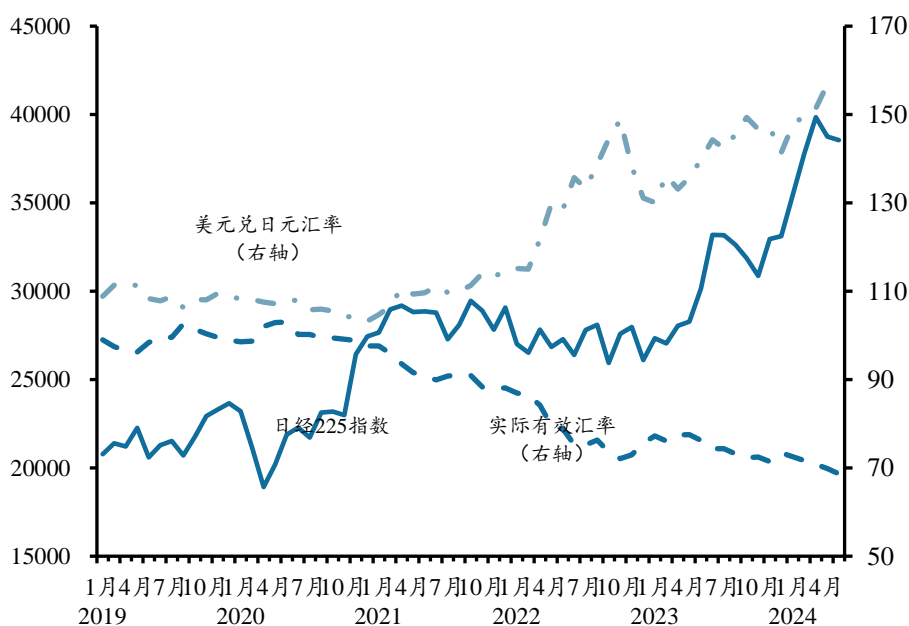
股市盘整选择方向，汇率震荡后再度弱势。

日元兑美元汇率在第二季度出现大幅震荡。整体而言，第二季度日元对美元汇率继续保持弱势，整个季度跌幅达到 6.3%。最高点达到 150.81 日元兑 1 美元；最低点为 161.28 日元兑 1 美元。

值得注意的是，日本官方（财务省）在第二季度对日元汇率进行了明显的干预。根据日本财务省网站显示的信息，日本财务省在 4 月 26 日到 5 月 29 日之间进行了外汇干预，共计折合 9.7885 万亿日元。可以看到，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。

从实际有效汇率角度看，日元也处于弱势之中。

图表 21 股市和日元兑美元汇率处于高位强势



数据来源：Wind，日本银行，国际清算银行，世界经济预测与政策模拟实验室。

注：美元兑日元汇率月度数据为当月最后一个交易日收盘值。日经225指数和实际有效汇率为月度均值，2024年第二季度数据截止到2024年5月。

日本 10 年期国债收益率有所上升

日本央行在第一季度对货币金融政策进行调整后，日本 10 年期国债收益率出现上涨态势。截止到 6 月 30 日，日本 10 年期国债收益率上涨到 1.06%。尽管如此，由于日美利差过大，依然不能够阻挡日元贬值。

第三季度，日本央行极有可能推出购债缩减计划，届时日本国债收益率仍有可能上行。

图表 22 10 年期国债利率显著上行



数据来源：日本财务省，日本银行，世界经济预测与政策模拟实验室。

四、综合评述与展望

日本经济在第二季度整体表现有所回温，其中投资表现较好。收入有所提高，但是消费依然存在隐忧。“春斗”的结果对收入以及消费的影响无疑是正面的，但这种正面效果能否持续，以及最终的影响力有多大，仍需要进一步观察。

日本银行将有可能在第三季度的货币金融会议上对购债计划进行一定程度修改。

日元对美元汇率在短期仍有下跌的空间和可能，但美国经济数据逐渐降温，可以密切关注日元汇率转折。

东盟韩国：稳健上行

2024 年第 2 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。区内前沿经济体表现十分抢眼，越南 6 月份制造业 PMI 以 64.7 领涨东盟；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，外需疲软则使马来西亚经济仍不景气。区内整体通胀水平开始呈现粘性，住房、教育和食品等是主要推动因素。季初区内货币汇率和股票市场大幅下行，后续出现分化；货币汇率分化主要有外汇储备规模和出口增速差异引致，股票市场分化主要由经济基本面和政治风险引致。总体来看，多重利好下本区域经济稳健复苏态势有望延续至年底，但仍需要警惕市场波动等下行风险。

2024 年第 2 季度，
东盟六国和韩国整
体处于景气区间。

一、东盟六国和韩国整体处于景气区间

2024 年第 2 季度，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。

区内前沿经济体表
现十分抢眼。

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。其中，4-6 月韩国制造业 PMI 读数分别为 49.4，51.6 和 52.0，越南制造业 PMI 读数分别为 50.3，51.6 和 54.7；数据显示两国 6 月经济景气指数上涨态势显著，在区内表现十分抢眼。第 2 季度，越南企业订单增加带动生产材料的采购力度加大，外商直接投资持续增长为制造业发展奠定坚实基础，而制造业的持续恢复带动 4-5 月份出口增速上涨至近 13%。特别

的，社会零售和消费服务延续高速增长趋势，国际游客持续回流，越南服务业也表现出与制造业相当的景气程度。

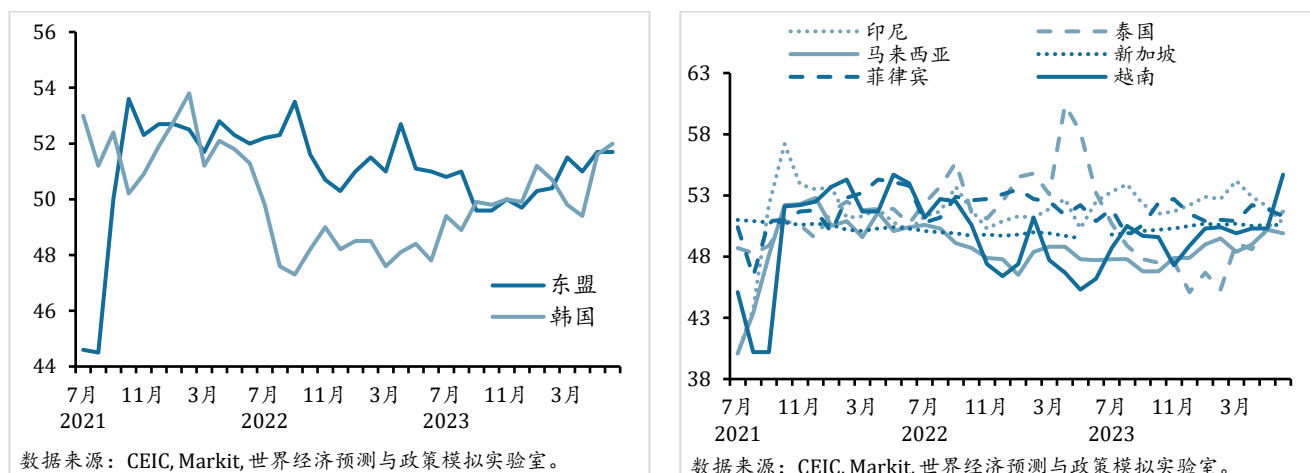
以内需为主的国家经济景气程度略有下滑。

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。印尼制造业 PMI 的下降由于海外订单减少以及对未来国内订单减少的担忧导致生产活动萎缩。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。

泰国和马来西亚 PMI 稳步上升。

泰国和马来西亚 PMI 稳步上升。第 2 季度，两国 PMI 读数分别为 50.2 和 49.7，均高于前期读数。从月度读数来看，4-6 月份泰国制造业 PMI 读数分别为 48.6，50.3 和 51.7，上升态势显著。全球经济稳步复苏带动泰国出口大幅回升，是推动泰国制造业 PMI 回升的主要动力。尽管汽车及设备相关出口仍为负增长，但是计算机设备和电话机设备的出口增速转向正值；特别的，农产品和涉农工业产品出口的大幅增长使其成为推动出口增加的主要力量。马来西亚制造业 PMI 读数分别为 49.0，50.2 和 49.9，较第 1 季度有所上升，但仍处于不景气区间。最大贸易伙伴中国的制造业连续两个月落入不景气区间，导致马来西亚出口恢复缓慢，在一定程度上使其制造业扩张乏力；再加上最低工资增长缓慢进一步限制劳动力市场恢复，使得马来西亚制造业景气程度低于区内其他国家。

图表 23 东盟六国与韩国第 2 季度制造业 PMI



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。

二、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 4.3% 的高位。以 5 月份为例看分行业情况，部分行业 CPI 同比增速有所放缓，但仍是拉动通货膨胀的主要力量，其中住房和建筑材料 CPI 同比增速为 5.3%（4 月份为 5%），教育 CPI 同比增速为 8.1%（4 月份为 8.3%）；也有部分行业同比增速加快上涨，其中食品和饮料 CPI 同比上涨 4.5%（4 月份为 4.3%），交通相关 CPI 同比上涨 4.6%（4 月份为 4.2%）。与此同时，剔除波动性项目，越南核心通货膨胀在逐步放缓，从 4 月份的 2.8% 逐步放缓至 6 月份的 2.6%。

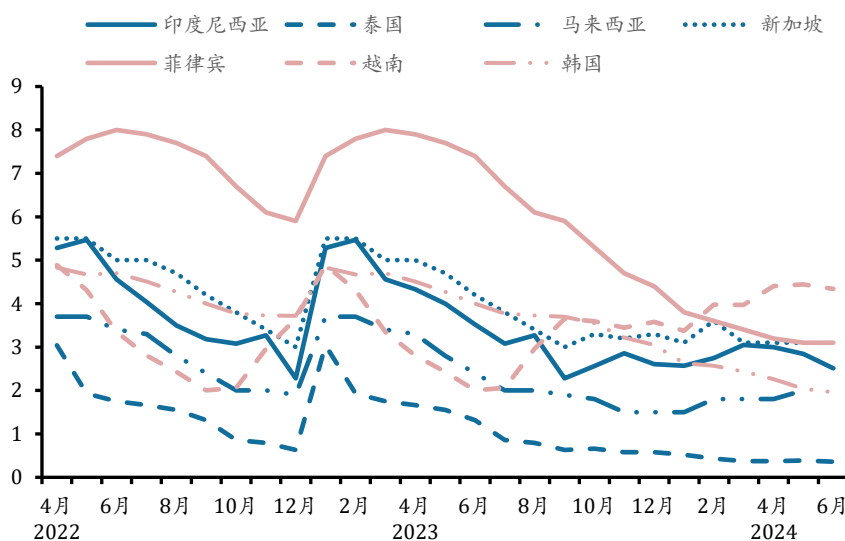
新加坡、菲律宾和马来西亚的通货膨胀粘性开始呈现。5 月份新加坡核心通货膨胀水平为 3.1%，与前两个月持平，但高于市场预期的 3.0%。分行业来看，医疗保健、教育和食品行业 CPI 同比增速分别为 4.8%、3.3% 和 2.8%，均与 4 月份持平，文娱和交通行业 CPI 同比增速分别为 5.0% 和 2.9%，较 4 月份显著上升，住房和公用事业 CPI 同比增速为 3.8%，略低于 4 月份的 4%。4-6 月份菲律宾的核心通货膨胀分别为 3.2%、3.1% 和 3.1%。5 月份分行业情况来看，食品和非酒精饮料行

业 CPI 同比增速为 5.8%，餐馆和酒店为 5.3%，运输和文娱行业均为 3.5%。5 月份马来西亚通货膨胀再次回升至 2%，超过市场预期的 1.9%，创下 2023 年 8 月以来的最高水平。分行业通货膨胀压力主要来自餐馆、住房和健康行业，CPI 同比增速分别为 3.5%、3.0%和 2.3%。

部分国家通货膨胀水平延续去年下半年以来的回落趋势。

部分国家通胀水平延续去年下半年来的回落态势。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，4-6 月份读数分别为 0.37%、0.39%和 0.36%。得益于食品和非酒精饮料、住房、电力等成本上涨幅度放缓，韩国核心 CPI 也稳步下降，6 月份读数为 1.96%，已经下降至 2%水平以下。随着食品价格涨幅放缓至 7%以下，印度尼西亚物价上涨趋势也得到一定程度的缓解，第 2 季度通货膨胀水平降至 3%以下，6 月份读数为 2.51%，进入央行 1.5%-3.5%的目标范围。

图表 24 区内通胀持续回落



数据来源：Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室。泰国、新加坡、菲律宾、韩国为核心CPI，其余为综合CPI。

季初区内货币对美元总体贬值，后续出现分化。

三、季初外汇市场和股票市场下行，后续出现分化

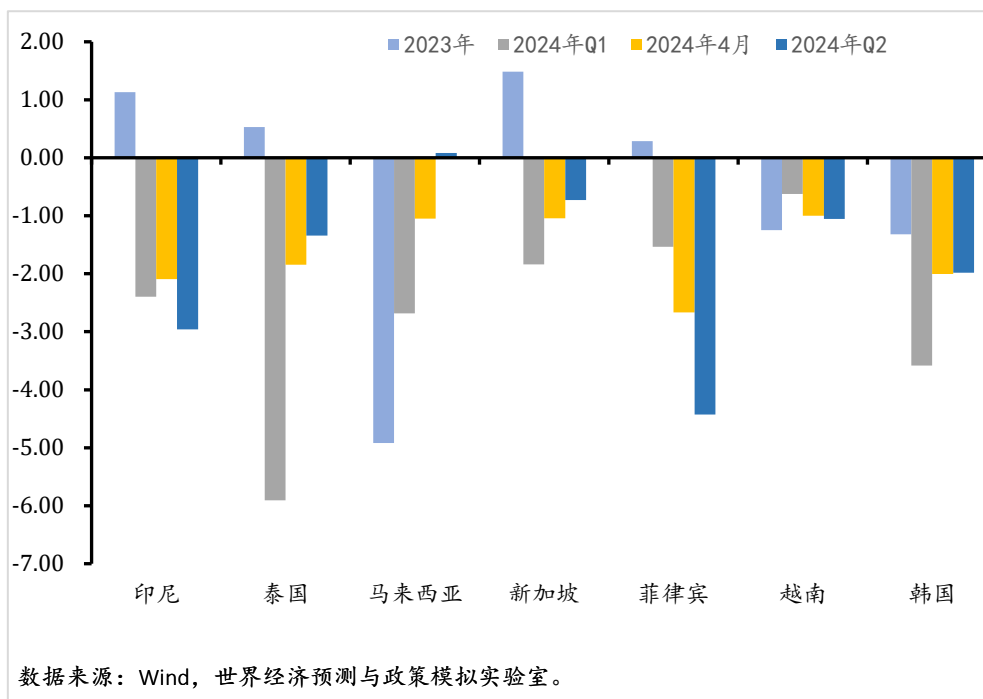
季初区内货币对美元总体贬值，后续出现分化。美国加息延缓，4 月份美元指数升值约 1.7%，在此背景下，区内货币季初对美元总体贬值。4 月份贬值幅度较大的货币是菲律宾、印尼和韩国，三国货币贬值

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。其中，韩国和新加坡两国货币汇率逐渐企稳，5-6 月份货币呈现波动企稳态势，这得益于两国小型发达经济体优势，再加上充足的外汇储备使得央行可以采取积极的外汇干预。4 月份韩国外汇储备规模较 3 月份下降 59.6 亿美元，创下 2022 年 9 月份以来的最大降幅，积极的外汇干预使得韩国货币汇率逐渐企稳。泰国和越南的情形大致如此，两国制造业 PMI 的稳步上升也在一定程度上给本国汇率较强支撑。与此同时，对外贸易大幅上升也给汇率企稳提供了支撑，上述四个国家 4-5 月份出口同比增速均在 10%以上。

菲律宾和印尼两国货币在 5-6 月份仍持续贬值；一方面，两国外汇市场干预能力较弱。以印度尼西亚为例，2024 年 3 月份印尼外汇储备总规模约为 1257.9 亿美元，约为同期韩国和新加坡外汇储备规模的三分之一左右，泰国的 60%左右。另一方面，两国对外贸易增速显著低于前四个国家，其中印尼 4-5 月份出口同比增速为正，但仅为 1.7%和 2.9%。

图表 25 区内货币对美元整体贬值



数据说明：期末相较于期初的变化，负值代表该货币对美元贬值。

季初股票市场整体下行，后续出现分化。

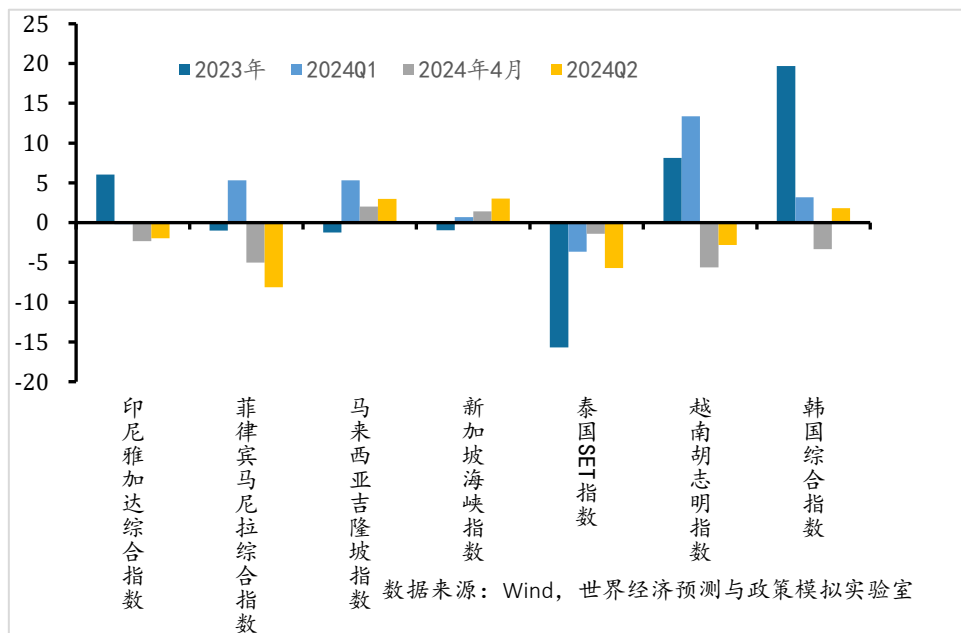
季初股票市场下行风险较大，后续出现分化。地缘政治冲突使得全球资本市场大幅波动，4月份东盟主要股市市场综合指数回落态势显著。区内回落幅度最大的是越南胡志明指数，第1季度上涨幅度13.4%，4月份回落5.6%；其次是菲律宾马尼拉综合指数，第1季度上涨幅度是5.3%，4月份回落5.0%；再次是韩国综合指数，第1季度上涨幅度是3.2%，4月份回落3.3%。印尼雅加达综合指数和泰国SET指数延续第一季度下跌趋势。5-6月份，韩国综合指数和越南胡志明指数出现反弹，韩国季末整体上涨1.8%；泰国SET指数和菲律宾马尼拉综合指数则持续下跌，第2季度分别下跌5.7%和8.1%。

马来西亚吉隆坡指数和新加坡海峡指数延续第1季度上涨态势，涨幅约为3%。

多因素加剧泰国股市风险。

多因素加剧泰国股市风险。泰国股票市场下滑受到多种因素影响，包括经济复苏缓慢、家庭债务水平高以及政治局势紧张。从经济景气指数来看，2023年8月份以来，泰国制造业PMI连续9个月处于不景气区间，直至2024年5月才重返景气区间，恢复速度远远慢于主要东盟国家；制造业复苏速度缓慢使得泰国工厂倒闭数量不断增加，从2023年到2024年第一季度，约有1700家工厂关闭，新工厂开业速度未能跟上工厂关闭速度，导致工厂数量出现萎缩或停滞。进一步，工厂倒闭背景下制造业坏账增加已成为制约经济复苏的关键问题，由此引发的大量员工失业，使得家庭债务水平凸显并持续恶化。再次，持续的政治动荡也给股市带来较大冲击。影响泰国政局的三起重大案件是近期投资者焦虑的主要原因，分别是国会上议院看守议员要求解除总理赛塔职务、前总理他信面对冒犯君主罪指控，以及前进党面对强制解散申请。政治局势的不稳定使得外资对泰国市场的预期变得愈加谨慎和悲观，2024年上半年，外资净卖出股票总值超过1170亿泰铢。

图表 26 区内股票市场出现一定程度的波动



数据说明：期末相较于期初的变化。

多重利好带动本区域经济稳健上行。

四、区域经济稳健上行，但应警惕市场波动等下行风险

多重利好带动本区域经济稳健上行。从第 2 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。一是美国和中国的经济韧性较强，持续支撑全球需求并促进东盟区域出口，比如韩国、越南、泰国、新加坡等。特别是电子和电气行业的周期性上升将继续推动区域制造业和出口增长，比如韩国 5 月份芯片出口同比增长 54.5%，显示器出口增长 15.8%，电脑用固态硬盘的海外出货量增长 48.4%；由于半导体和汽车等产品需求强劲，出口势头保持强劲，韩国央行本季度还上调了经济增长预测（2.5%）。进一步，受益于芯片上行周期，亚洲出口的强劲势头有望在年内维持。二是政府支持下旅游业有望持续改善，给区内消费以较强支撑，比如泰国和马来西亚。三是随着全球供应链重组加快，海外企业和资金对区内投资将持续增强。

需要警惕市场波动等下行风险。

需要警惕市场波动等下行风险。一是美联储降息预期的不确定性仍是区域市场面临的主要风险，要警惕汇率持续下行和资本流出风险，特别是菲律宾和越南等；菲律宾地缘政治风险和越南外汇储备规模骤减使其外汇市场风险暴露程度较高；上述问题又将带动区内资金外流，限制政府提振经济政策的实施；二是国内需求趋缓也是主要的下行风险，第 2 季度区内内需国家经济景气程度下滑已初见端倪，马来西亚经济持续萎缩也需要关注；三是异常气候和供应链中断加剧大宗商品价格上涨，区内通货膨胀水平粘性将放缓经济增长速度。

金砖国家：经济增长分化，贸易普遍改善

二季度，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。对华贸易方面，中国与金砖国家贸易增速明显下降，占中国对外贸易总额比重有所下降，但仍处于历史高位。通胀方面，俄罗斯通胀继续上升，通胀压力较大，印度、巴西与南非通胀整体下降，均进入央行目标区间。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。

本次专题还聚焦印度人口红利的发挥，从劳动参与率、受教育状况、国内劳动力流动及劳动保护等方面分析了印度劳动力情况。分析发现，印度女性劳动参与率过低，男性劳动参与率已出现下降态势。印度人口受教育程度显著滞后于中国同样人均收入水平，城乡与省级劳动力流动存在多重阻碍，严格的劳动保护不利于制造业出口竞争力的提升。因此，印度要发挥大规模年轻人口的优势，还需破除一系列结构性因素。

一、金砖国家宏观经济形势概览

俄罗斯经济短期韧性明显，印度经济强劲增长，巴西经济缓慢复苏，南非经济非常疲弱。

（一）经济增长方面

俄罗斯经济短期韧性明显，服务业景气度明显降温。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。2024年3-4月俄罗斯失业率进一步降至2.7%与2.6%的极低水平。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%。

印度经济继续强劲增长，投资强劲为主要带动因素。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。

巴西经济延续缓慢复苏，但动力略有增强。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。分解来看，对1季度GDP增长贡献最大的是私人消费，净出口同比负增长，拖累经济增长。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。根据巴西国家地理与统计局的调查数据，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。

南非经济微弱正增长，投资大幅下滑。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。1季度南非劳动力参与率上升至60.7%，失业率高达32.9%。货币基金组织4月最新报告预测，南非2024年经济增速为0.9%，较1月预测下调0.1个百分点。

俄罗斯
通胀仍在上升，印度、巴西、南非通胀均回落至目标区间。

俄罗斯、印度、巴西央行均按兵不动，

（二）通胀与货币政策方面

俄罗斯通胀继续上升。根据俄罗斯统计局数据，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。今年以来俄罗斯央行一直按兵不动，将关键利率维持在2023年末设定的16%的水平不变。

印度通胀显著回落。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。2024年以来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。

巴西通胀继续显著下降。2024年3-5月，印度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

巴西央行小幅加息。

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。

南非通胀小幅回落。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。2024年以来南非央行继续按兵不动,将回购利率维持在8.25%的高位。

(三) 对华贸易方面

中国与金砖国家贸易增速显著下滑,占中国对外贸易比重略有下降,但仍处于历史高位。其中中国对四国出口增速均显著下降,进口增速存在分化。

中国与金砖国家贸易增速显著下滑,占中国对外贸易比重略有下降,但仍处于历史高位。其中,出口与进口同比增速均显著下降。2024年3-5月,中国与金砖国家贸易总额同比增长分别为-4.0%、-3.9%和-0.4%,远低于此前三个月的两位数增长。中国与金砖国家贸易总额在中国总贸易中的比例分别为9.7%、9.7%和10.2%,占比较上个月创下的历史高点11.5%明显下降,但仍处于历史高位。出口方面,中国对金砖国家出口总额增速大幅下降,对印度出口同比转为负增长,对巴西出口同比有所下降,但仍保持稳步增长,对南非出口同比增速仍为大幅负增长,对俄罗斯出口增速因基数过高转为显著负增长。2024年3-5月,中国对印度出口同比增速分别为-19.2%、-6.2%和4.2%,对巴西出口同比增速分别为-1.9%、16.6%和48.9%,对南非出口同比增速分别为-22.2%、-38.3%和-18.1%,对俄罗斯出口同比增速分别为-15.7%、-13.6%和-2.0%。进口方面,中国自金砖四国进口总额同比增速显著下滑。2024年3-5月,中国自印度进口同比增速分别为4.3%、-6.0%和-4.6%,较此前三个月大幅下滑,转为小幅负增长。自巴西进口同比增速分别为11.4%、20.7%和-17.7%,较此前三个月显著下滑,但仍保持增长。自俄罗斯进口同比增速分别为8.4%、19.2%和-5.1%,较此前三个月有所下降,但仍保持增长。自南非进口同比增速分别为3.1%、26.1%、20.6%,增速与此前三个月基本持平,保持稳步增长。

二、专题：印度制造业能取代中国吗？基于劳动力市场的分析

近年来，印度经济增长强劲，股市连创新高，成为全球经济增长中的闪耀之星。印度能否成为制造业强国甚至取代中国成为人们高度关注的话题。众所周知，印度已经超越中国成为世界第一人口大国，人口规模巨大并且年轻成为人们普遍看好印度未来发展的关键因素。人们普遍相信，人口红利对中国改革开放以来的高速增长以及制造业优势的发挥非常重要，而印度拥有巨大的人口红利，制造业发展却明显滞后。那么，重要的问题是，印度的劳动力有什么特征呢？有哪些因素导致其人口红利优势难以有效发挥？短期内印度能解决这些问题吗？这里从劳动力参与率、人口流动、受教育程度以及劳动保护四个方面分析印度的劳动力市场，希望寻找上面问题答案的线索。

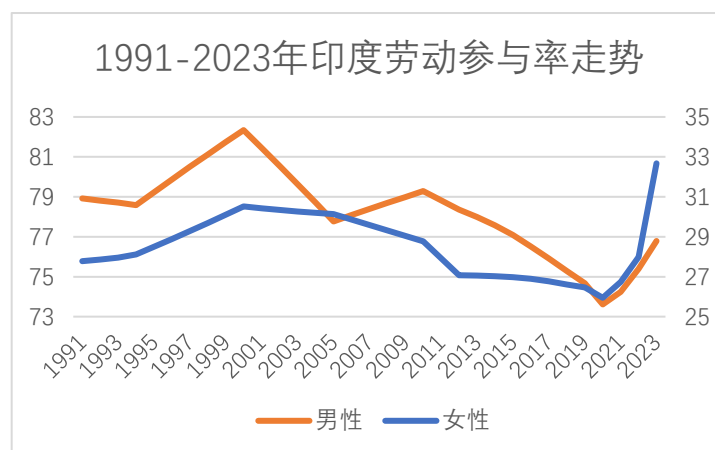
（一）印度劳动力参与率

2023年，印度总人口达14.3亿。根据国际劳工组织数据，2023年印度15-64岁劳动年龄人口达到8亿，其中男性大体相当，均为4亿。根据世界银行数据，2023年印度劳动力总量约为5.94亿。

关于印度的劳动参与率，不同统计来源有较大差异，但大体走势相似。根据印度国家统计局数据，2024年1季度，印度15岁以上劳动力参与率为50.2%，其中男性74.4%，女性25.6%。根据世界银行的数据，1991-2023年，印度劳动力参与率变动如下图所示。可以看到两个事实，第一，印度男性劳动力参与率较高，女性劳动力参与率大幅低于世界平均水平。作为比较，根据世界银行数据，2023年全球男性与女性平均劳动参与率分别为73.1%和48.7%。中国在1990-2010年间劳动参与率超过70%，日本与韩国女性劳动参与率也显著偏低，但也在48%左右。第二，印度男性劳动力参与率已经开始下降，女性劳动参与率在疫情后快速上升。

这些事实表明，一方面，印度的劳动参与率还有较大的提升空间，主要是女性。另一方面，印度劳动力参与率较低背后存在有较为复杂的问题，短期发生较大变化并不容易。

图表 27 印度劳动参与率变化



(二) 国内劳动力流动

大量研究表明，国内劳动力流动对释放劳动力优势与经济发展非常重要。总体来说，印度国内的劳动力流动性相对较低。根据印度统计与计划执行部（MoSPI）发布的《2020-21 年度印度迁移报告》，印度的总迁移率为 28.9%，农村地区的迁移率为 26.5%。贝尔等（2015 年）在 2000 年至 2010 年间进行的跨国国内迁移率比较中显示，在大约 80 个国家的样本中，印度排名靠后，出于经济原因的国内迁移尤其低。根据 2001 年人口普查，3.09 亿国内移民中有三分之二是女性，她们主要是为了结婚而迁移。同样，据国家抽样调查组织（NSSO）估计，在 2007-08 年间的 3.26 亿移民中，仅与婚姻相关的妇女迁移就占 68.5%。

根据 2011 年人口普查数据，全国跨省流动工人总数为 41,422,917 人。其中安得拉邦、恰蒂斯加尔邦、比哈尔邦、阿萨姆邦、昌迪加尔等吸引的劳动力流入最多。世界银行经济学家 Fernandes 和 Sharma（2012）研究发现，印度最大的五个地区占就业总量的 18%，这一比例长期以来没有显著变化，尽管这五个最大地区的构成发生了变化。这表明，生产力较高的地

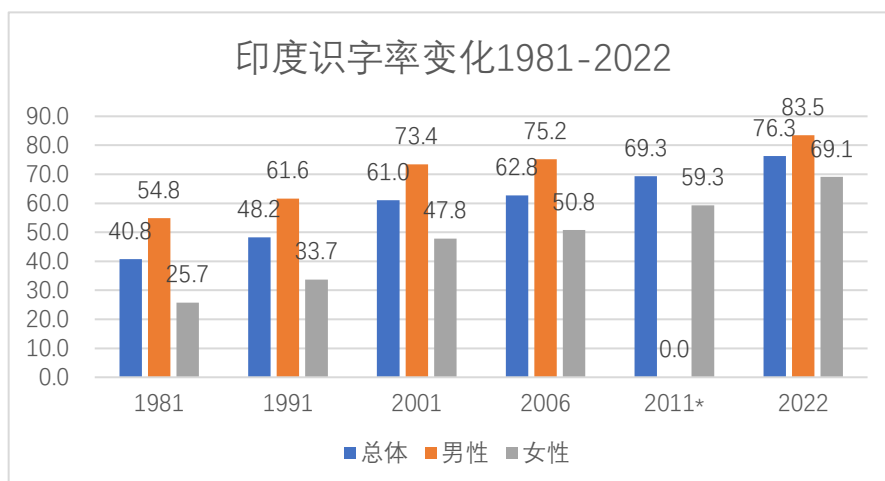
区并未成功吸引更多资源，出于经济原因的国内迁移可以促进经济活动在生产力较高的地区聚集。

印度浦那国际中心学者（2022）研究指出，在印度，内部流动性相当低，跨州移民通常不会超过任何一个给定州人口的 6%。尽管存在巨大的潜在收益，但人们仍然留在自己的地区。阻碍内部流动性的因素包括社会和文化障碍，以及政策导致的限制。在印度，语言障碍可能会产生巨大的成本，尤其是对于那些没有技能和未受过教育的人来说。教育水平越高，流动性越强这一事实表明了这些因素的重要性。各种政策导致的障碍包括劳动力市场限制和特定州的社会福利计划。如果移民没有资格在自己州以外的地区享受某些福利计划，那么他们搬迁的意愿就会降低。同样，农村土地所有权法律和规则以及城市住房市场也会增加额外的迁移成本。

（三）印度劳动力受教育程度

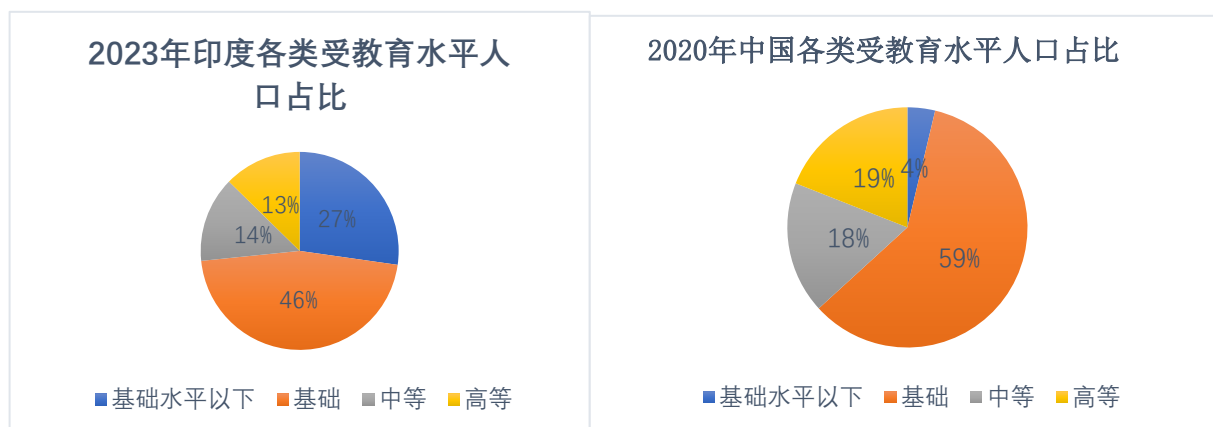
根据世界银行的数据，印度总体识字率从 1981 年的 40.8% 上升到 2022 年的 76.3%。其中，男性识字率从 54.8% 上升到 83.5%，女性识字率从 25.7% 上升到 69.1%。可见，印度的识字率的确取得了很大的进步。但相比之下，2000 年时，中国总体识字率已达到 90.9%，男性与女性识字率分别达到 95.1% 和 86.5%。可以看出，一方面，印度识字率明显滞后。另一方面，印度识字率性别差异较大。

图表 28 印度识字率变化



我们再来看印度各类教育水平的人口占比，如下图所示。根据国际劳工组织的数据，2023年，印度受基础教育水平以下人口占比为27%，受基础教育人口占比为46%，受中等教育人口占比为14%，受高等教育人口占比为13%。我们将印度人口受教育水平与中国比较。由于国际劳工组织只有中国2000年与2020年按教育水平划分的人口数据。2020年，中国基础教育水平以下人口占比为4%，受基础教育人口占比为59%，受中等和高等教育人口占比分别为18%和19%。可以看出，总体来说，印度人口受教育水平相仍相对偏低。

图表 29 中国和印度人口受教育水平比较



根据国际劳工组织的分类标准，基础教育以下水平是指没有受过任何学校教育或只受过学前教育。基础教育水平大约相当于接受小学与初中教育。中等教育大约相当于接受高中教育，高等教育为超过高中教育水平。

（四）印度劳动保护

大量分析研究表明，印度有相当严格的劳动保护，这成为阻碍印度制造业发展的重要原因。那么，印度到底有哪些劳动保护的政策呢？如何影响印度人口红利的发挥与制造业发展呢？

劳动保护是一个非常复杂的制度体系，不同行业、不同职业、不同地区都有非常大的差异，而且也在随时间不断变化。2020年，印度将其29项联邦劳工法整合为四部法典：《工资法典（the Code on Wages）》、《产业关系法典（the Industrial Relations Code）》、《职业安全、卫生和工作条件法典（the Occupational Safety, Health and Working Conditions Code）》以及《社会保障法典（the Code on Social Security）》。印度当局此举旨在扩大某些法律的适用范围，使这些法律更容易遵守，并修改过时的法规。虽然这减少了监管，但违规处罚的严厉程度大幅增加。

1. 印度劳动保护的政策措施

（1）**印度不承认随意雇佣**。雇主需要有合理的理由才能非自愿解雇员工，这些理由包括故意不服从命令、盗窃、欺诈、长期无故缺勤以及在公司财产上行为不端。员工通常在被解雇前有机会为自己辩解。

（2）印度工人有权组织工会，并在雇佣关系中进行集体谈判。工会有权协商雇佣条件和举行示威游行。在发生争端的情况下，他们还可以免受刑事共谋指控。根据现行的《劳资关系法》，拥有20名或20名以上员工的公司必须成立一个申诉补救委员会来处理工作场所纠纷。一旦受到侵害的工人提出纠纷，委员会有30天的时间来处理它。如果工人对委员会的决定不满意，可以申请调解。

（3）雇主应对工作场所的健康和安全标准负责。印度《职业安全、健康和工作条件守则》概述了雇主在确保不同行业 and 不同类型工人的安全工作环境方面的责任，包括以电子方式登记工作时间和休息日。该法规还

为中央政府和州政府设立了安全委员会，以检查企业是否存在任何危险。罚款最高可达 30 万印度卢比。

(4) 大多数印度工作场所需要建立性骚扰保护制度。《职场女性性骚扰法案》要求任何拥有 10 名或 10 名以上雇员的办公室设立一个内部投诉委员会，以解决性行为不端问题。根据该法案，雇主还需要制定反性骚扰政策，并将其分发给员工。他们还必须组织培训，教会员工如何辨识性骚扰。

(5) 最低工资。根据《工资法》，州政府根据工人的工作（近 2000 种工作类型和 400 个就业类别）、住房成本和通胀趋势设定最低工资。有 1200 多个国家规定的最低工资。例如，德里对熟练、半熟练和非熟练工人以及文职人员有不同的最低工资，2023 年最低工资在每月 16792 印度卢比到 22146 印度卢比之间，合人民币 1460-1925 元。相比之下，北京、上海、深圳在 2010 年时的最低工资不足 1200 元人民币。

(6) 关于加班的法规。印度的加班费因邦政府和工作类型而异。例如，根据《工厂法》，工厂工人每周最多工作 48 小时，超过 48 小时后，他们的工资将是正常工资的两倍。根据州专卖店和机构法案的许多员工都有相同的加班率。法律对上夜班的记者、建筑工人、合同工和矿工也有特别规定。大多数州政府使用一个公式来设定加班费，该公式考虑了他们的基本工资、一个月的总工作天数和一天的最大工作时间。

(7) 员工福利。所有印度雇员都有权享受法定福利。《雇员公积金和杂项规定法》要求建立一个社会保障计划，在印度工人退休后一次性支付。《雇员国家保险法》要求为印度雇员提供医疗保健、病假、产假、伤残假和丧葬费补贴。《支付酬金法案》规定，允许连续服务至少五年的员工在退休、辞职或因意外或疾病不能工作时有资格获得酬金。印度的《产妇福利法案》为在职母亲提供带薪假期以外的福利，包括要求拥有 50 名或 50 名以上员工的公司支付托儿所费用。

(8) 反歧视。印度宪法禁止基于宗教和性别的歧视。此外，还增加了受保护的类别以防范职场歧视，包括残疾人、跨性别者和艾滋病毒阳性患者。产妇福利法案则使女性员工有权享受带薪产假，并保护她们不因怀孕而被解雇。员工若证明在工作期间受到歧视，可要求复职或寻求赔偿。

2. 印度劳动保护政策对经济发展的影响

大量文献研究印度劳动保护政策对经济发展的影响。总体来看，大多数研究表明，印度的劳动保护相对于其发展阶段过于超前，也有很多不灵活之处，不利于其人口红利的发挥，阻碍了制造业、出口竞争力与经济发展。

布鲁金斯学会印度中心经济学家 Ahluwalia 等（2018）以服装和纺织行业为例，探讨了印度劳工法规对就业和工资的影响。利用 2005 年取消对发展中国家向发达国家出口服装和纺织品配额限制作为自然实验，采用双重差分法发现，与劳工法规较为僵化的州相比，维持更灵活劳工法规的州在 2005 年后的服装和纺织行业的就业和工资方面实现了经济上和统计上显著的增长。

Schwab（2020）发表在 *Review of Development Economics* 上的研究发现，就业保护立法（EPL）旨在通过限制解雇来促进就业安全，但它也会产生一些意料之外的后果。以印度为例，EPL 通过两种方式将工作机会从年轻工人转移到年长工人：一是阻碍雇佣未经证实的年轻工人，二是阻止解雇低生产率工人。EPL 还降低了工厂层面的全要素生产率，这种影响主要出现在规模足够大、属于 EPL 管辖范围内的工厂中。

亚洲发展银行经济学家 Hasan 等（2021）以印度服装制造业为例，研究了印度劳动保护对企业业绩和出口商的不同影响。研究发现，在拥有支持工人劳动法规的州，服装生产商倾向于用资本取代劳动。但对出口企业来说，这种技术选择效应较小，因为它们更容易受到全球供应链中组织生产规范的约束。劳工保护法规对出口商的减产幅度也大于非出口商，这与出口商受到国际定价标准的约束是一致的。因此，劳工法规对出口商产生

了特别不利的影响。文章强调，在一个希望刺激出口、就业和劳动密集型行业的工业活动的劳动力丰富的国家，糟糕的劳动法规设计和实施是有代价的。

此外，也有部分研究认为，劳动市场规制对生产率的影响也可能是正面的。例如印度新德里尼赫鲁大学社会科学学院区域发展研究中心的两位学者使用 1999-2000 年至 2016-2017 年年度制造业工厂数据研究发现，受就业保障立法管辖的机构的生产率高于不受就业保障立法管辖的机构，尽管不同行业存在相当大的异质性。

从以上讨论可以看出，印度劳动力市场的确存在多方面问题，包括女性劳动参与率低、受教育水平不足、劳动力流动不畅、劳动保护过于严苛等，阻碍了其人口红利的充分发挥。这些问题也处在变化之中。随着经济的不断发展，一些问题会显著改变，一些问题的负面效应也会下降。但是，这些问题背后反映了一些深层次问题，如文化、语言、教育体系、劳动保护体系等，短期内较难改变。同时，也可以从这些方面的变革观察印度制造业的发展。

中国：产能过剩与中国经济再平衡

2024 年上半年，中国经济在复杂的内外部挑战中寻求再平衡。尽管经常账户顺差小幅上升，但全球需求疲软和地缘政治紧张局势影响了制造业和服务业。固定资产投资增速放缓，尤其是房地产投资的下降，促使政策调整成为必然。中国政府在高储蓄率支持下，致力于通过扩大内需和改善投资环境来实现经济再平衡。面对全球不确定性增加和产能过剩压力，政策制定者在宽松货币政策和财政支持之间寻找平衡。今年的政府工作报告强调了“国际收支保持基本平衡”的目标，通过调整宏观经济政策和加强社会保障网络，以应对经济增长放缓和居民消费信心不足的挑战。政策调整虽影响有限，但信号意义显著，预示着未来经济结构调整和对外关系的战略变化。

近期，对于产能过剩的讨论在国内外日益激烈，讨论也开始关注产能过剩与经济内外失衡和再平衡。

经常账户是衡量一国经济失衡程度的关键指标。事实上，在 2008 年全球金融危机前后，中国经常账户顺差占比曾经达到创记录的 10%，但随后逐渐下降，2018 年接近平衡，疫情后虽有上升，但也在 2% 左右——远低于早期讨论中常用的 4% 的标准。

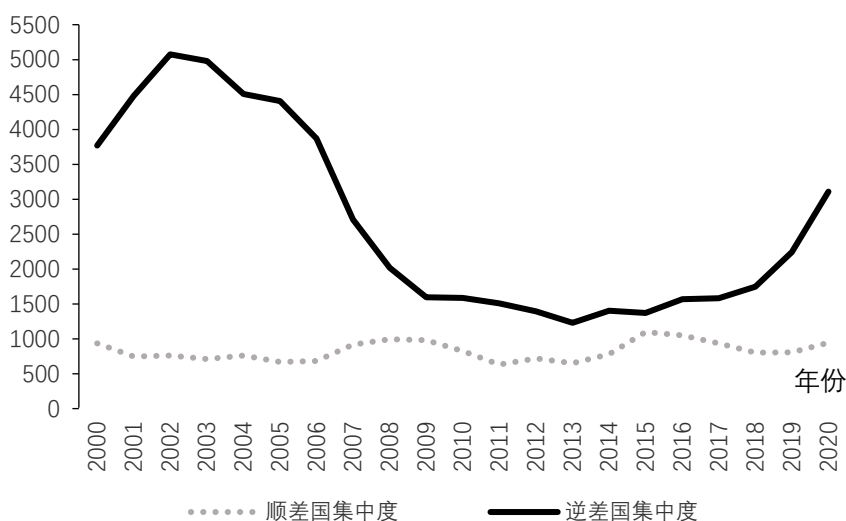
但外部压力的上升却与经常账户密不可分：一是体量，在过去一段时间的对外交往中，我们确实感受到外界对绝对体量和相对占比之间关注侧重的变化，前者愈发重要，这是中国作为超大型经济体必须要面对的；二是分项，经常账户中货物贸易主导的特征在大部分时间仍然显著，制造业占比、货物贸易顺差仍是外部批评的主要来源。

另一个问题是中美。中国的顺差和美国的逆差是否互为镜像？我们此前的研究表明，逆差国集中度很高，而顺差国始终分散，逆差国主要是美国，而顺差国的角色在不同时期由不同国家承担。虽然疫情后中国顺差上升，但在这之前很长时间主要顺差国还包括德国、日本，在不同时期它们的顺差规模超过中国，在 2000-2020 二十年间，除了中日德三大顺差国外，瑞士、荷兰、新加坡和俄罗斯均持续处于前十大顺差国之中。美加征对华关税后，东盟、亚洲其他国家、拉美一些国家顺差也在上升。

因此，更贴切的描述可能是：美国的逆差是顺差国们的影子，未来这个影子面积仍有维持高位乃至上升的可能。经常账户内部视角关注储蓄-投资缺口，这一缺口在美国集中体现为政府财政赤字的扩大。疫情以来，美国货币政策基本走完一轮宽松到紧缩进

程，但财政支出强度一直很大。前期为应对疫情冲击，保护居民、企业资产负债表，后期为产业制造提供财政支持和补贴。2020 年史无前例的财政扩张后，这几年财政支出强度仍维持高位，据 CBO 的最新数据，2024 年赤字率预计为 7%，公众持有联邦政府债务占 GDP 比重即将突破 100%。大选背景之下，两党财政施政重点不同，但无论增加补贴还是减税，财政支出强度仍将维持在高位。这一轮政府失衡的规模和时间已经大大超出了预期。

图表 30 全球失衡集中度（2000—2020 年）



注 1：数据来源：杨盼盼、徐建炜，全球失衡卷土重来？，国际经济评论，2022 年第 4 期。

注 2：数据说明：集中度指数参考赫芬达尔-赫希曼指数构建，数值越高，集中度越高。

从中国的视角看，每一轮顺差上升都面临外部调整的压力，2000 年以来已经经历了三轮：第一轮是 2006-2008 年、第二轮是 2014-2016 年、第三轮是新冠疫情暴发以来。第一轮的调整主要在 20 国集团（G20）框架下，各国开展再平衡的协调；第二轮压力是特朗普当选美国总统之后挑起中美经贸摩擦，对来自中国的商品加征关税；第三轮——也就是这轮调整压力的关键词是“产能过剩”论，这一论断主要由美国提出，但随后压力来自于更广泛的欧洲、日韩乃至部分新兴经济体。

一直以来，中国积极致力于经济再平衡，将国际收支基本平衡作为重要的政策目标。在全球经济在全球金融危机之后，中国经济开始了再平衡的进程，对国际收支的目标也体现为提出了适度均衡的目标，同时提出了一系列政策的举措。2013 年《政府工作报告》中就包括了国际收支状况进一步改善的目标。促进国际收支保持基本平衡，其理由在于“影响我国国际收支平衡的主要矛盾，表现为国际收支顺差较大和外汇储备过快

增长。这既反映了我国综合国力显著增强、国际竞争力逐步提高，也带来了人民币升值压力、贸易摩擦增多和国内资源更多流向国外等问题，进而造成国内资金充裕、投资过快增长和资产价格膨胀，对物价稳定形成潜在压力，使货币政策运用面临不少困难。”² 在外部视角来看，G20 增长框架下开展全球经济失衡的评估与磋商，国际货币基金组织提出了对于各国失衡水平的评估，并发展成为外部失衡报告（ESR），持续对全球经济进行评估，中国作为 G20 成员国始终积极参与相关讨论。经过十余年的发展，中国经济结构和发展特征也有了显著变化，但是国际收支平衡仍然是工作的重要目标。今年的《政府工作报告》同样将“国际收支保持基本平衡”作为今年发展的主要预期目标。

高储蓄是中国经济的典型特征，支持了中国在过去很长一段时间的快速发展。对于一个处于经济起飞阶段的经济体而言，高储蓄率是有利的，这使得原始的资本积累不需要主要借由外部借贷来获取，避免了新兴经济体在发展中面临的包括债务、货币错配带来的原罪等诸多问题。目前中国的国民总储蓄占 GDP 的比为 43.64%，显著地高于整个发达国家以及新兴和发展中经济体的平均水平，也比主要的发达顺差国日本和德国的储蓄率高 10 个百分点左右。

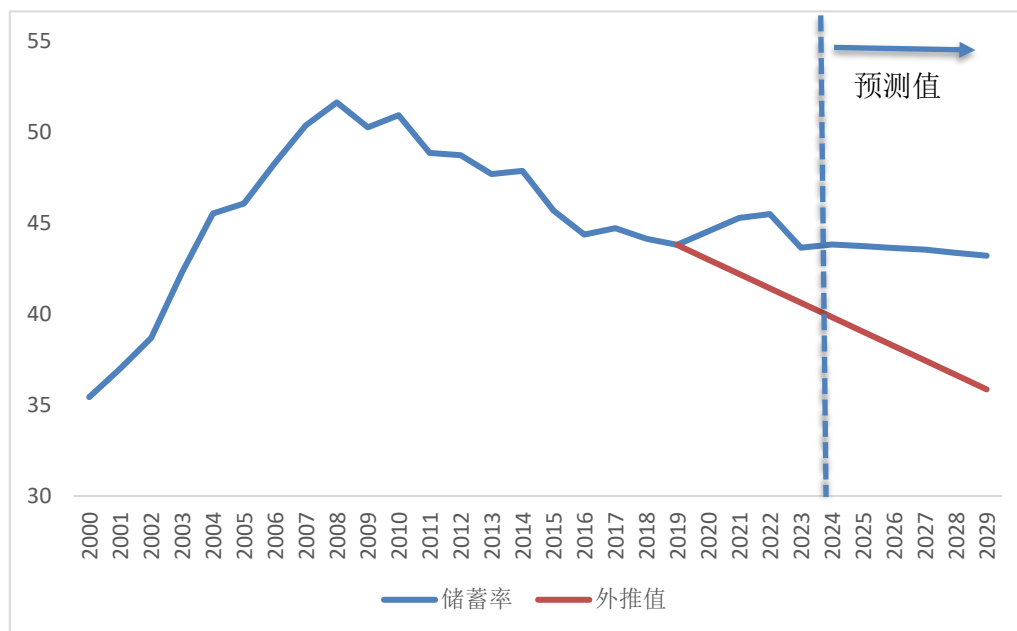
从经常账户的储蓄-投资恒等式来看，高储蓄也意味着高投资和/或高出口。从中国的历史来看，高投资和高出口一般呈现周期性交替出现的特征，这一次也不例外：一方面，随着过去一段时间房地产投资的放缓，中国过去由制造业、房地产投资和基础设施投资三方支持投资的情况有所改变，固定资本形成对 GDP 的贡献显著下降。尽管制造业投资在一定程度上仍然对房地产投资下行进行补位，同时基础设施投资也在较高水平增长，但仍不能完全替代房地产投资的缺口，基础设施投资的支持有进一步上升的空间；另一方面，储蓄和投资缺口转化为经常账户顺差，出口上升也和过去一段时间我国的产业升级及“新三样”的发展密切相关，但不能否认的是出口面临的外部压力也是在增大的。

但这次也有不一样，疫情冲击中断了储蓄率在疫情前整体下行调整的进展，特别体现为居民部门预防性储蓄上升。居民储蓄上升在早期主要反映疫情冲击的扰动，近期则与内需不足和居民消费信心偏弱有关。可从总储蓄、资金流量表居民储蓄和城镇居民储蓄三组不同数据中得到佐证。

² [如何理解国际收支状况进一步改善的目标？\(www.gov.cn\)](http://www.gov.cn)

从总储蓄率来看，2008 年以后储蓄率基本呈现持续下降的格局，但疫情冲击之下，2020 年储蓄率再次上升，2021 年和 2022 年也保持上升态势，2023 年开始回调。如果按照疫情之前的储蓄率下行趋势做一外推，过去几年的储蓄率和外推储蓄率有较大缺口。

图表 31 储蓄率的下降在 2020 年后中断

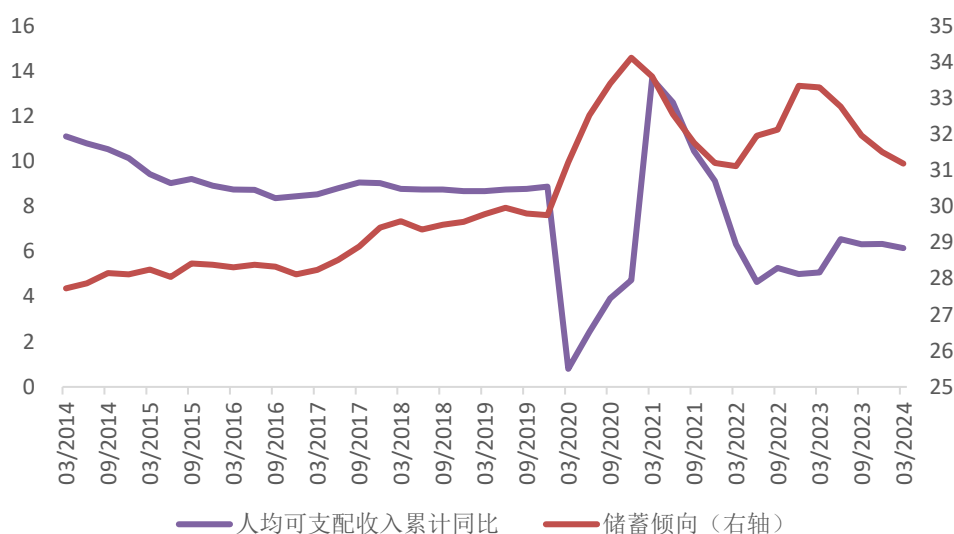


注 1：数据来源：原始数据及预测值来自国际货币基金组织（IMF）世界经济展望（WEO）数据库最新数据，外推值为基于 2007-2019 年的变动规模由作者外推而来。

从资金流量表数据来看，由于资金流量表的数据公布有时滞，目前可以获得的数据为 2021 年。从疫情两年冲击的数据来看，中国居民部门的储蓄率在 2020 年时为 23.7%，在 2021 年时迅速上升至 35.7%，为历史高位，而疫情前的水平在 21% 左右。

从更高频率的数据来看，可以基于城镇居民人均可支配收入和人均消费支出测算疫情以来的变化，该数据最新可到 2024 年第 1 季度。整体来看，居民部门储蓄率的上升并非源自收入的高增长——而这是过去中国居民部门高储蓄的重要原因之一，反而，高储蓄是储蓄倾向的提高带来的，并伴随着收入增速的下降。从储蓄倾向的整体变化来看，其在 2020 年和 2022 年分别有两次上行走势，反映出疫情爆发以及后续新一轮疫情带来的两轮冲击对居民预防性储蓄上升的影响。同时居民人均收入可支配收入的同比增速在 2020 年至 2022 年初经历了探底至回升的剧烈波动，2022 年之后的同比增速较疫情之前仍没有恢复。收入增速的持续放缓，也在一定程度上通过预期渠道加强了预防性储蓄。

图表 32 疫情冲击的疤痕效应和收入增速放缓预期推动储蓄率保持在高位



注 1: 数据来源: CEIC, 统计局公布城镇居民人均可支配收入和人均消费支出, 作者测算, 储蓄倾向季节性较明显, 使用四季度移动平均做平滑。

由此, 这次不一样之处在于, 在疫情冲击之下, 过去作为慢变量和趋势性变量的居民储蓄率出现显著变化, 而这与疫情疤痕效应和需求不足密切相关。可以说, 这一轮的调整有以往的老特点, 也有新特征, 应对方式有不同, 但也有相通之处。对于居民预防性储蓄的应对, 中长期的结构政策虽然必要, 但是首要政策仍然是宽松的宏观经济政策, 以应对和解决总需求不足背景下的收入增速放缓、改善消费预期。今年的政府工作报告在提到面临困难和挑战中明确指出“我国经济持续回升向好的基础还不稳固, 有效需求不足, 部分行业产能过剩”, 这一判断无疑是十分正确的, 需要进一步使用逆周期的货币和财政工具, 平衡总需求和总供给, 促进充分就业, 使居民部门的合理劳动收入增速进一步提升。

根据我们此前的研究, 过去一段时间, 居民部门储蓄率下降最有力的解释是社会保障安全网的加强, 这部分有进一步的空间。再平衡的调整, 短期内仍有赖于扩大投资, 财政政策扩张可以充分考虑围绕加强社会安全网的投资, 注重教育、医疗、养老等领域的投资, 为居民部门提供更好的社会保障。这一方面有助于居民部门预防性储蓄的下降, 同时政府消费和投资的扩大有助于降低政府部门的净储蓄, 从而带来整体储蓄-投资差的缩窄。

图表 33 文献中常见的对中国居民储蓄的解释及其实际变动对居民储蓄的影响

因素	定义	2007 或见括号	2017 或见括号	趋势	对居民储蓄的影响
少年抚养比	0-14 岁人口 / 15-64 岁人口	0.27	0.23	下降	增加
老年抚养比	65 岁以上人口 / 15-64 岁人口	0.11	0.16 (2018)	上升	总体减少, 但在中国可能增加
预期寿命	平均预期寿命	72.95 (2005)	76.34 (2015)	上升	增加
性别比	20-39 岁的男性人口 / 20-39 岁的女性人口	0.97	1.05	上升	增加
杠杆率	居民债务与 GDP 的比	18.8%	48.7%	上升	增加
社会保障安全网指标一	养老保险	2.01 亿城镇人口	4.03 亿城镇人口 + 5.13 亿农村居民 (新型农村社会养老保险)	上升	下降
社会保障安全网指标二	基本医疗保险	2.23 亿人, 覆盖率 16%	11.77 亿人, 覆盖率 84%	上升	下降

注 1: 来源: 杨盼盼、徐建炜、马光荣,《储蓄-投资视角的中国经常账户研究》, 中国社会科学出版社, 2023 年 4 月。

全球金融市场：美联储高利率下的金融脆弱性显现

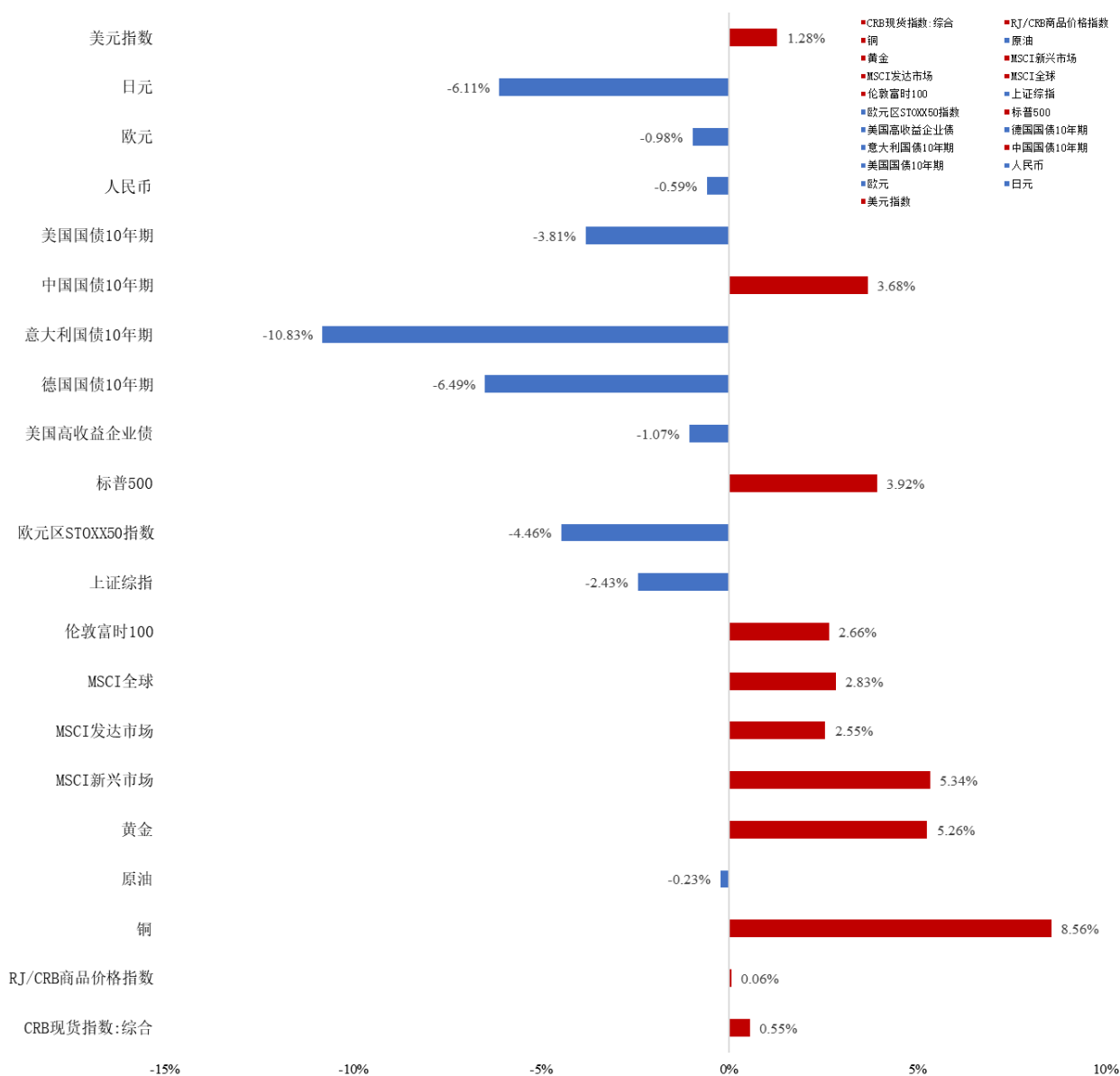
2024年2季度，美联储按兵不动，欧央行降息25bp。美元升值，其他主要储备货币兑美元贬值。日元贬值幅度较大。新兴市场中，俄罗斯卢布大涨，东南亚货币普遍贬值，阿根廷货币将美元化，人民币汇率贬值幅度相对较小。受货币政策、通胀粘性以及国内国际政治因素影响，发达经济体股市上涨动能衰减，美股上涨幅度下降，欧洲股市下跌。MSCI发达经济体股票市场指数2季度上涨2.55%，涨幅明显收窄。印度股市持续上涨，上证综指再度回落。美欧长期利率仍在上升，日本十年期国债收益率上升至1%以上，巴西经济增长预期向好推动其长期利率大幅上行。中国十年期国债收益率下行至2.2%。美联储降息预期推动黄金价格继续大涨，供给冲击推动铜价大涨，原油价格小幅波动，金油比上升至历史较高分位数。主要央行货币政策框架均发生调整。

一、全球金融市场总体情况

美元升值，黄金继续
上涨，风险资产涨幅
下降

2024年2季度，美元继续升值，黄金继续上涨，风险资产涨幅下降。二季度，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。俄罗斯卢布大涨。长期利率方面，主要发达经济体长期利率上行，中国十年期国债收益大幅下行。全球股市缺乏上涨动能，涨幅有所放缓，欧洲股市下跌。MSCI全球股指较2024年1季度末上升2.83%，涨幅较前两个季度（9%）有所收窄。其中，MSCI发达经济体股票市场上涨2.55%，MSCI新兴经济体上涨5.34%。欧元区STOXX50指数和上证综指分别下跌4.46%、2.43%。大宗商品价格方面，黄金继续上涨，铜价大涨，原油价格环比小幅下跌。2季度，供给冲击推动铜价大幅上涨8.56%（以上价格为季度末价格环比，和季均价格或有不同）。巴以局势缓和，原油在震荡中环比下跌0.23%。CRB商品指数和CRB现货指数环比仅小幅上涨0.06%、0.55%。美联储降息预期下，金价大涨。2024年6月，金油比上升至26-30区间，为2021年以来后疫情时期的最高水平，预示着当前全球经济的风险大于经济的热度。

图表 34 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。

VIX 指数伴随美联储

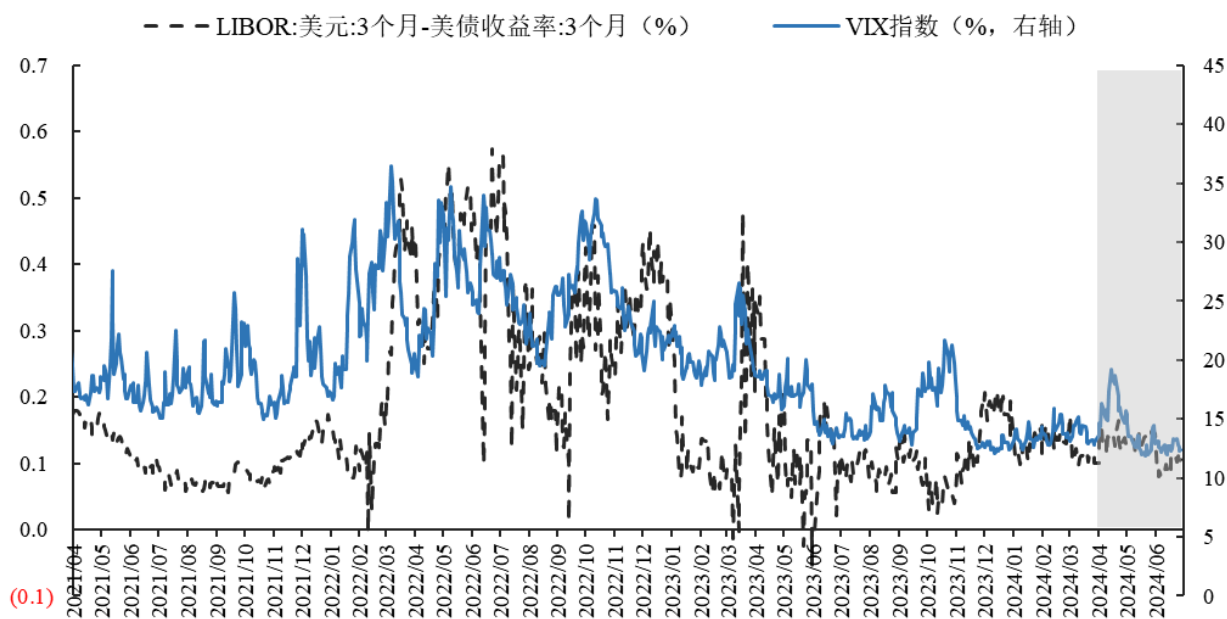
降息预期变化

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%），美联储态度边际转变，市场波动下降，VIX 指数回落至 12% 左右的较低水平。

图表 35 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

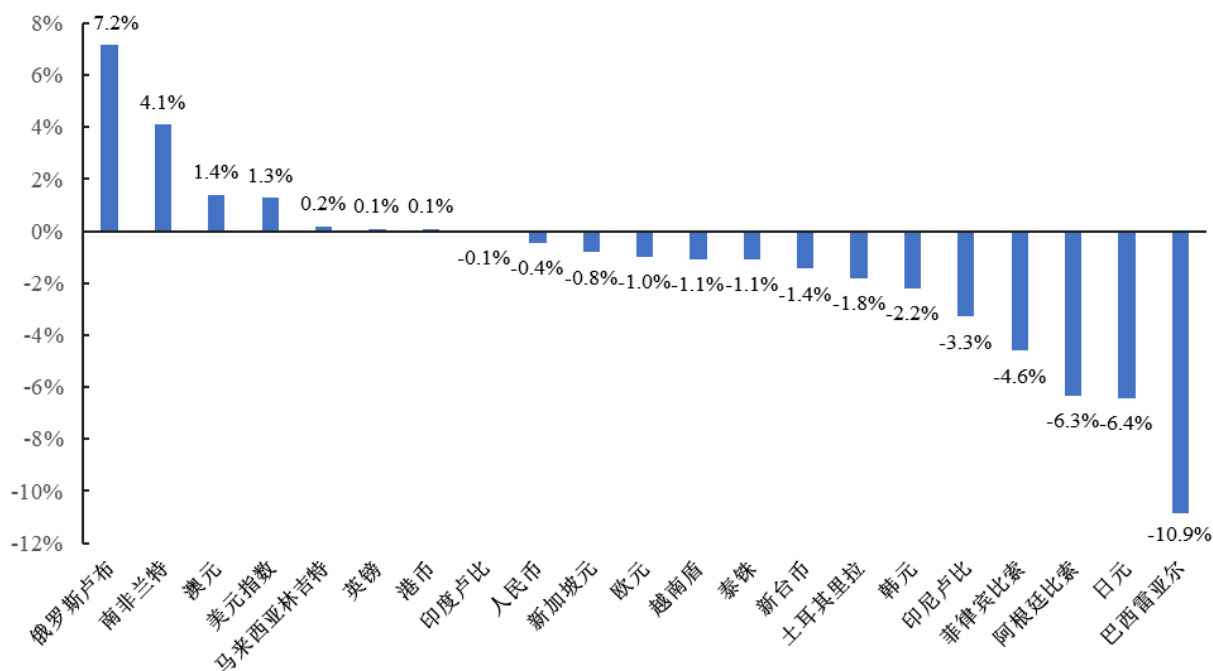
美元稳定，俄罗斯卢布大涨

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。2 季度末，俄罗斯卢布较 1 季度末上涨 7.2%，成为本报告样本货币中季末涨幅最大的货币。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。日本央行暂未宣布干预外汇市场，关注7月日本央行是否加息。

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。

图表 36 主要发达和新兴经济体季度汇率波动幅度（2024 年二季度）



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。阿根廷比索贬值幅度过大，本图中未给予充分展示。

图表 37 主要发达和新兴经济体季度平均汇率走势一览

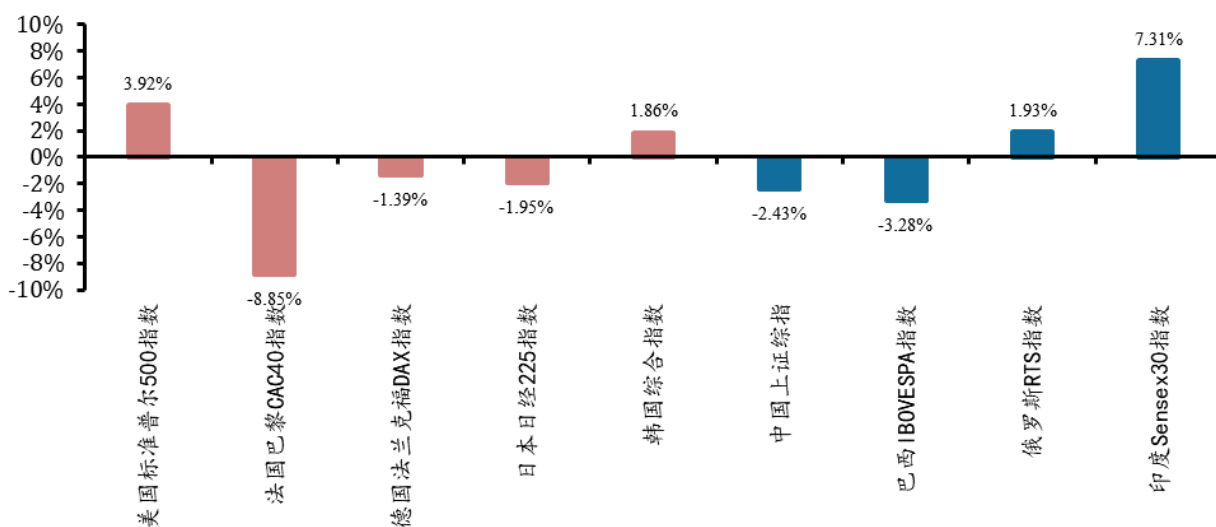
		2024 年 2 季度	2024 年 1 季度	升值幅度
主要发达经济体	美元指数	105.18	103.53	1.60%
	欧元	1.08	1.09	-1.22%
	日元	155.77	148.33	-5.01%
	英镑	1.26	1.27	-0.64%
	澳元	0.66	0.66	-0.11%
金砖国家	巴西雷亚尔	5.21	4.95	-5.31%
	卢布	90.62	90.71	0.10%
	南非兰特	18.59	18.88	1.55%
	印度卢比	83.42	83.04	-0.45%
	人民币	7.11	7.1	-0.10%
东南亚	菲律宾比索	57.76	55.98	-3.18%
	越南盾	24215.44	23983.48	-0.97%
	马来西亚林吉特	4.73	4.72	-0.24%
	泰铢	36.70	35.66	-2.92%
	印尼卢比	16151.55	15664.52	-3.11%
东亚	韩元	1370.49	1329.28	-3.10%
	新加坡元	1.35	1.34	-0.99%
	新台币	32.34	31.44	-2.87%
	港币	7.82	7.82	-0.02%
其他	阿根廷比索	885.42	834.39	-6.12%
	土耳其里拉	32.31	30.89	-4.61%

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。

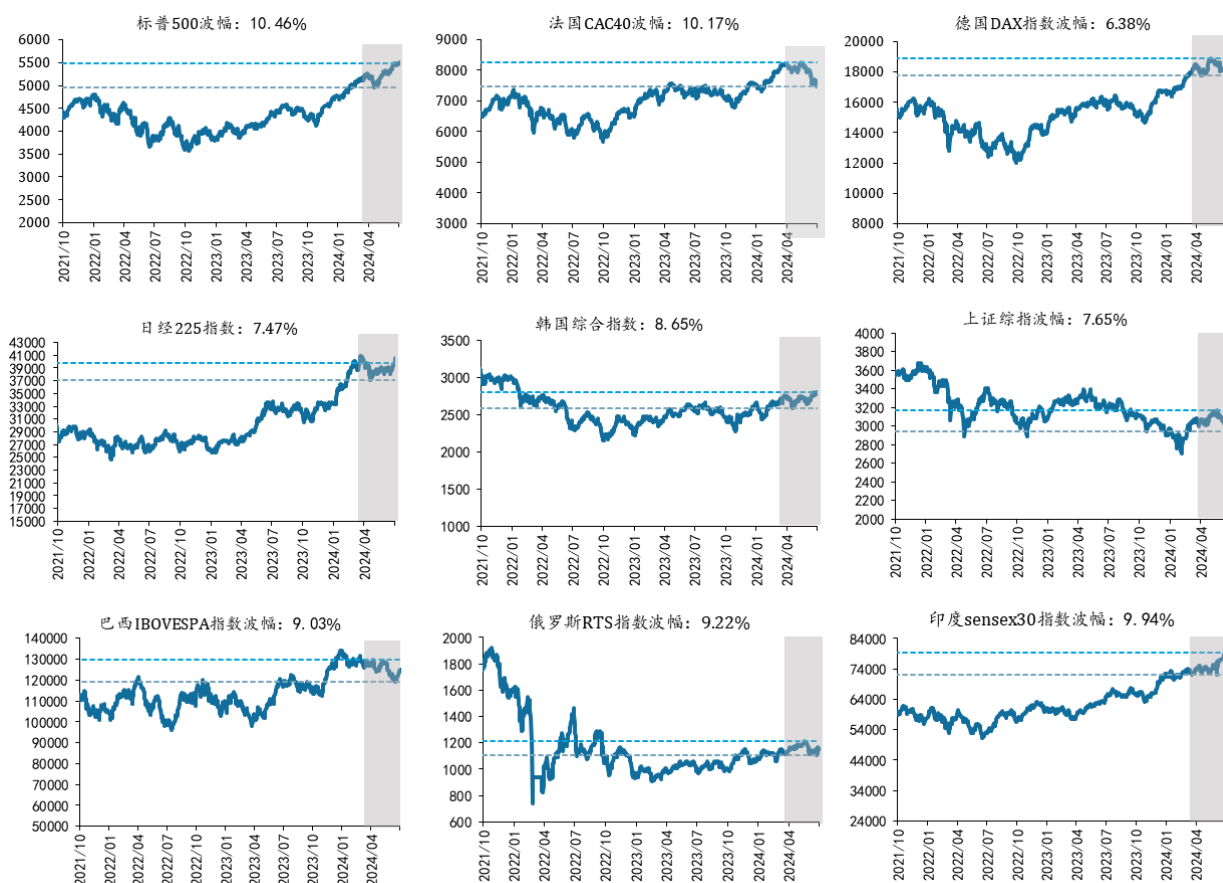
发达经济体股市上涨 势头减弱

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。法国CAC40指数、德国DAX指数分别下跌8.85%、1.39%；季内波幅达10.17%、6.38%。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%。

图表 38 全球主要发达与新兴经济体股市季度涨跌幅（2024 年 2 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 6 月 30 日。图中红色柱为发达经济体，蓝色柱为新兴经济体。



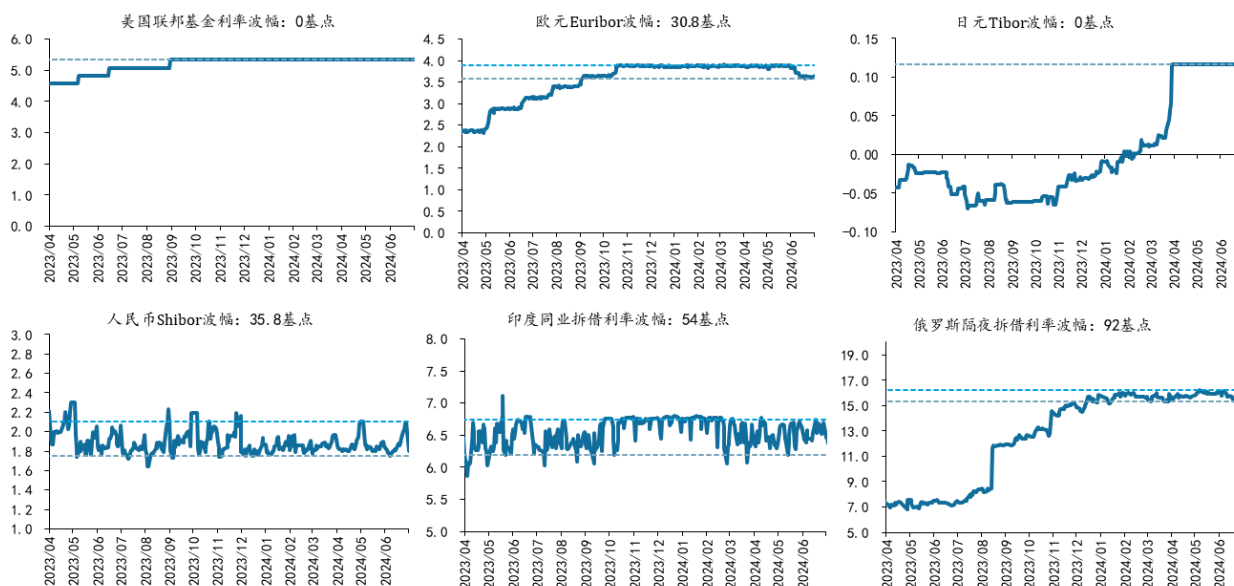
美联储仍未降息，欧央行降息

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。

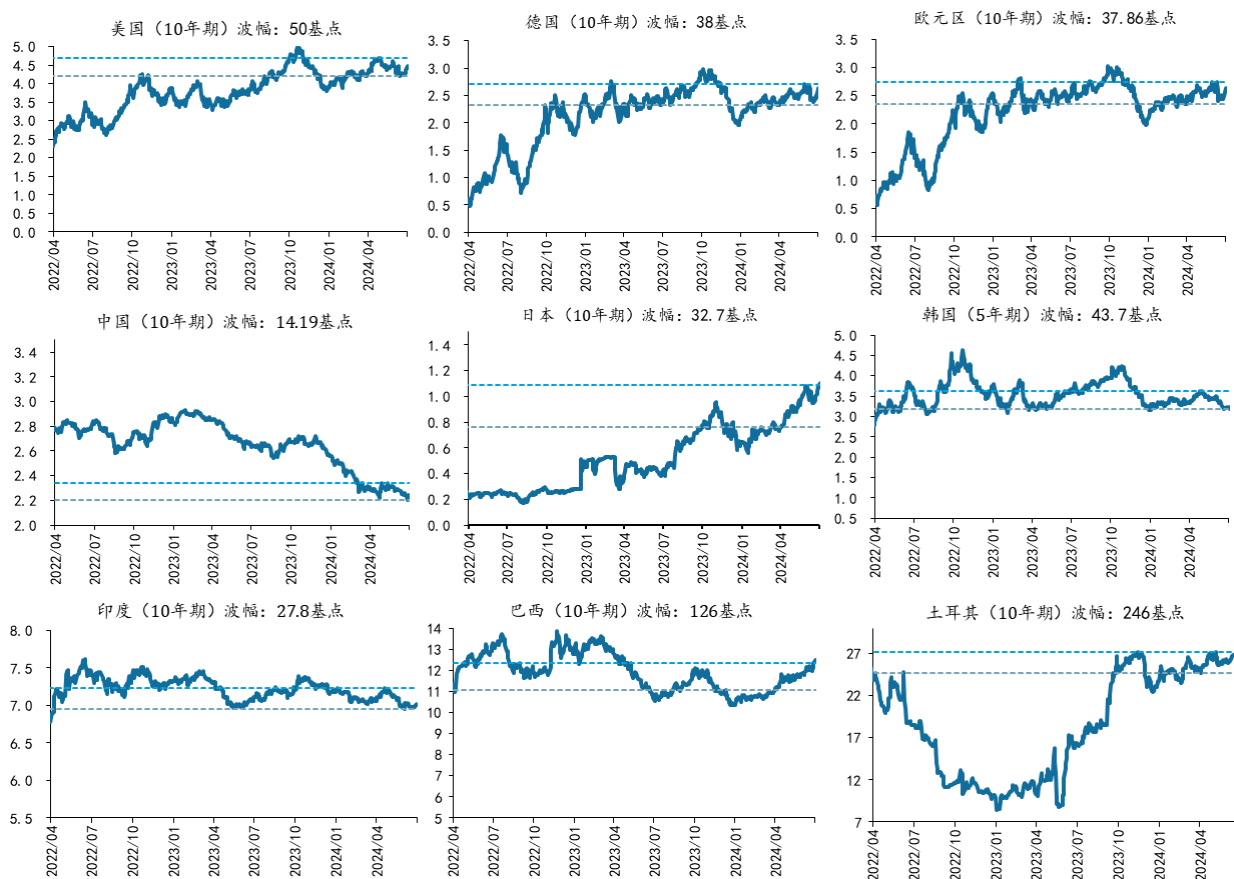
人民银行维持政策利率不变。2 季度，人民银行维持逆回购利率、LPR 利率等主要政策利率不变。当前央行 7 天逆回购利率为 1.8%，shibor7 天和 DR007 基本在 1.8% 以上。二季度，人民银行公开市场操作整体为净回笼，季度回笼 3050 亿元，一季度净回笼 18960 亿元。并且，在上半年，人民银行在 1 月末、3 月末和 6 月末均出现了常备借贷便利使用，共使用规模 86.5 亿元。将货币市场利率基本维持在利率中枢以上，这可能是出于稳定汇率的考虑。

图表 39 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 40 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。

中国长期利率继续下行，其他经济体国债

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。

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。发达经济体中，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。在通胀和加息的推动下，2 季度日本十年期国债收益率上升至 1%以上。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，分别下行 43.7bp、27.8bp。巴西的通胀回落，2 季度巴西央行降息 25bp，但是巴西原油产量增加、正式加入“OPEC+”，可再生能源装机容量也快速增长，成为拉美地区新旧能源“两手抓”的能源供应国，巴西上调 2024 年经济增速由 0.8%至 2.3%。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。尽管央行数次发声提醒长期利率风险，中国十年期国债收益率依然快速下行至 2.2%附近。近期人民银行将借入国债（再卖出）以稳定长期利率。

大宗商品市场：预期落空，先涨后跌

2024年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。

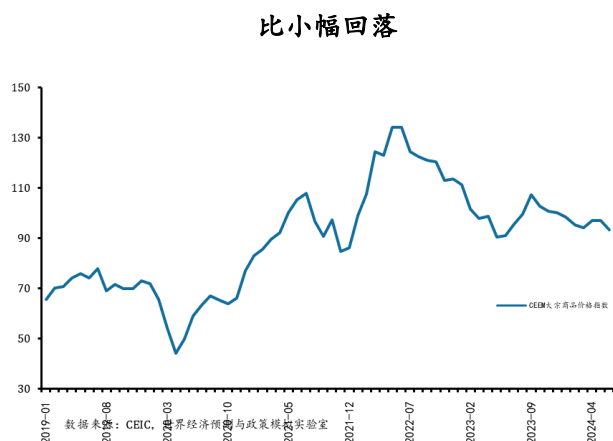
2季度多个大宗商品先涨后跌，和中国复苏预期先强后弱有关；原油因季度初已在高位，随后失去支撑向下，但夏季用量高峰支撑反弹。铜铝等金属和黑色系商品均出现类似波动。

一、大宗商品总体价格走势

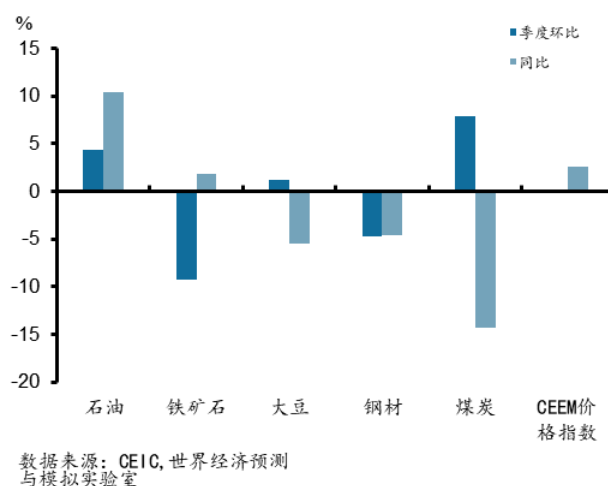
2024年2季度CEEM大宗商品价格³季度均价环比下跌-0.18%，多个品种在季度初受中国复苏预期提振，随后因走势不及预期，外围需求也出现走弱迹象，承压下降。原油价格在季度初因地缘政治风险已处于高点，随后因OPEC减产协调性受质疑、中国需求走弱而下跌。6月开始随着夏季需求高峰来临，加上OPEC释放坚持减产信号，价格从低位反弹。铜、铝在季度初均强势上涨，市场对全球制造业复苏有较强信心，且受益于新能源快速发展。随后制造业走势不及预期、新能源出现产能过剩信号，价格回落。黑色系商品仍受房地产拖累。大豆价格先涨后跌，供给改善令价格承压。

³ 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 41 2 季度 CEEM 大宗商品指数先涨后跌，环比小幅回落



图表 42 2 季度各商品均价涨跌互现



二、主要大宗商品供求情况与价格走势

2 季度原油价格波动放大，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。

从实际情况来看，2 季度油价先跌后反弹，布伦特油价自季度初的 90 美元一度下跌至 77 美元左右，随后大幅反弹，季度末反弹至 87 美元附近，波动性显著加大。

OPEC 减产未能完全达预期，成员国内部出现不协调，减产未充分执行，令油价承压。加上俄罗斯加大供给且中国复苏不及预期，在供需两端持续压制油价。但油价在 77 美元获得了较强的支撑。一方面随着夏季用油旺季到来，美国经济态势仍然良好，库存有回落迹象，另一方面 OPEC 仍在积极释放自愿减产信号，推动油价快速回升。考虑到全球原油投资不足较久，油价底部较为坚实，此前存在悲观预期导致超跌，后续的回涨更多是对市场情绪的修正。

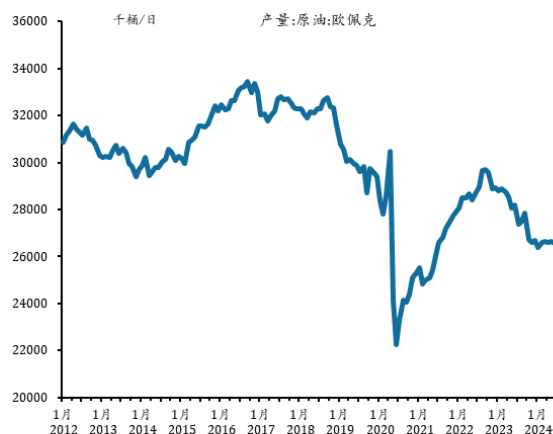
金融因素也对油价走势有影响。降息推迟和强美元令油价在季度中承压。美股强势，多资产管理人配置在大宗商品上的比重下降，同样压制油价。

地缘政治总体呈脱敏走势。红海冲突烈度下降、俄乌冲突拉锯不止，市场对冲突有所钝化，对油价支撑力度下降。上述因素导致油价超跌。

图表 43 2 季度全球油价先跌后反弹，呈典型 V 字型



图表 44 OPEC 将产量维持在低位，个别国家小幅超产，虽然压制油价，但总体闲置产能较大



2 季度地缘政治风险和减产承诺的边际效应下降，不足以提振油价；非 OPEC 国家增产使得供过于求。交通电动化对上游资本开支和全球原油需求高峰开始产生实质影响。

2 季度在供给端，OPEC 延续减产措施，但缺乏进一步大幅减产的空间，再次面临外部非 OPEC 产量上升和内部减产纪律不佳的威胁。OPEC 在 6 月初的会议表示，将在 9 月前维持当前减产规模，沙特等国仍将超额自愿减产。该减产计划并未超出市场预期。同时协调减产存在难度。伊拉克、哈萨克斯坦和俄罗斯的减产执行并不到位。沙特因其激进的基建计划导致巨大资金需求，也让市场对其自愿减产的持续性产生疑问。

俄罗斯供给在不断攀升，且大部分供给亚洲客户。印度自俄罗斯近期表观进口量回落，或为避开针对海运船只的制裁，但未知目的地的原油出口增加使得整体出口相对平稳。

美国原油出口量在创新高后企稳，企业在原油价格相对疲弱时放缓出口，净进口小幅回升。

全球原油供给在 6 月份持续回升，不少油田完成检修后重启生产，抵消了沙特自愿减产的效果。整个 2 季度产出增量超过了需求增量。产出增量中大部分来自于非 OPEC 国家。

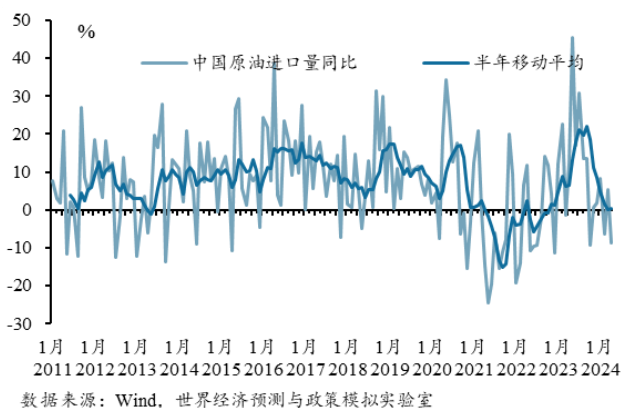
在需求端，中国原油进口近期有明显下滑趋势。中国经济复苏不及预期，对油价走势有明显影响。

美国终端汽油需求在夏季回升，同比仍然略低于去年水平。但随着夏季临近，交通出行高峰到来叠加制冷需求上升，美国商业库存近期出现显著下跌，对油价形成拉动。

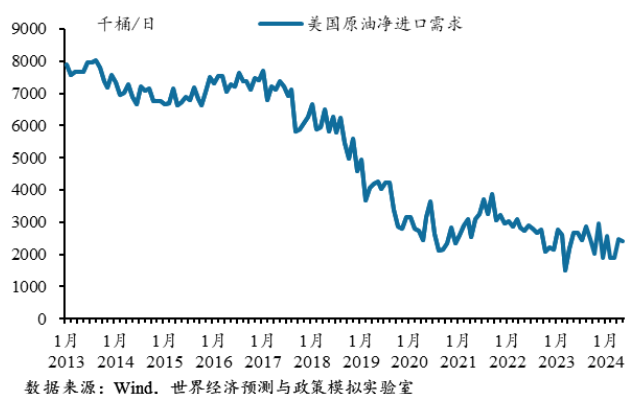
欧洲需求仍然疲弱。法国奥运会或有一定提振作用。

各大能源机构对全球用油需求的高峰何时到来出现分歧。从悲观到乐观的预期从2年到10年以上不等。悲观预期的决定因素是交通电动化的大幅提升减少对原油需求。乐观预期则指出，欧美的电动车增速放缓，且新兴市场国家人均收入的上升会增加对原油及原油制品的需求，抵消电动化的影响。无论具体预期如何，电动化已开始对原油走势和上游资本支出意愿有所影响，值得密切追踪。

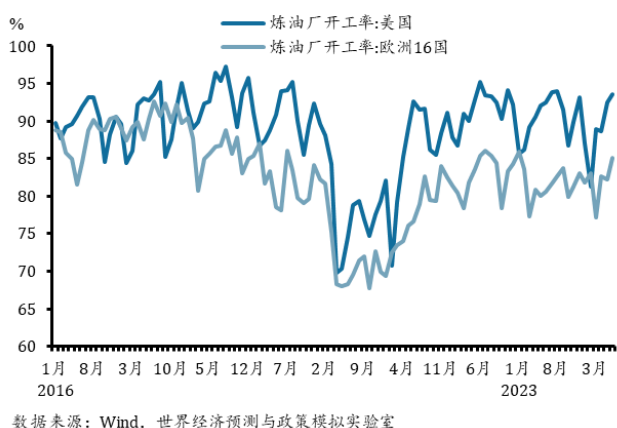
图表 45 中国原油进口呈下行趋势



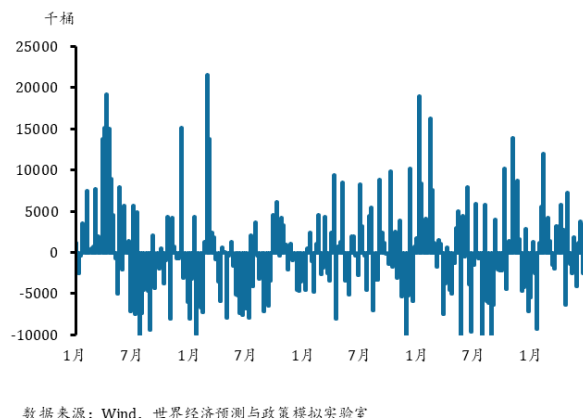
图表 46 美国原油净进口在低位企稳



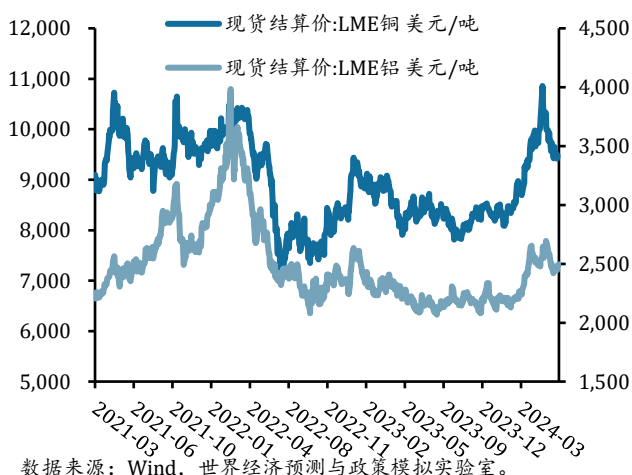
图表 47 欧美炼油厂开工率均显著反弹, 但近期利润表现不佳



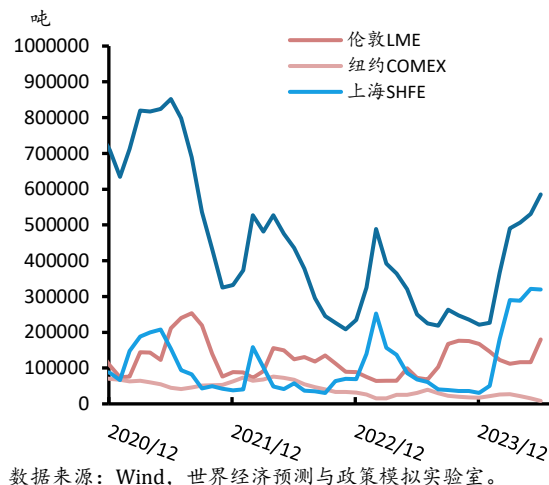
图表 48 美国商业原油库存临近夏季开始回调



图表 49 LME 铜铝价格冲高回落



图表 50 全球铜库存水平回升



图表 51 国际铁矿石价格先扬后抑



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

2 季度国际有色金属价格整体先扬后抑，但各金属品种的表现并不一致：铜、铝受降息预期和供给端限制的影响，同时需求也存在一些结构性亮点，价格整体走强。铁矿石市场供需强需弱，导致价格上涨乏力。

2024 年 2 季度国际有色金属价格整体先扬后抑，但各金属品种的表现并不一致。期间，铜和铝的价格达到近年来的新高，而铁矿石价格的增长则显得较为疲弱。这体现了全球经济转型背景下，不同行业领域发展的差异。随着全球绿色能源转型步伐的加快，铜在电力基础设施、电动汽车和可再生能源系统中的核心地位得到了进一步巩固，成为推动价格上涨的关键因素。铝材因其轻量化特性，在新能源汽车和交通工具轻量化设计中的广泛应用，也对其价格形成了有力支撑。相比之下，铁矿石市场的增长乏力则凸显了传统支柱产业如房地产等行业所面临的挑战。国际金属市场的动态体现了更广泛的经济趋势，即从重工业和建筑业驱动的增长模式向高科技导向型经济的转变。

伦铜价格在 5 月创下历史新高，达到 10857 美元/吨，之后开始回落，6 月底收于 9476 美元/吨。2 季度伦铜现货结算价格累计涨幅约为 8.5%。本季度铜价上涨主要受供给紧张和货币宽松预期的影响，5 月份全球制造业 PMI 重新转入收缩区间，叠加库存增加，带动铜价回调。宏观层面，中国、美国和欧洲制造业 PMI 低于荣枯线，表明全球主要经济体面对的下行压力仍然较大。中国制造业 PMI 连续两月在荣枯线之下。货币方面，2 季度美国降息预期稍有加强，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)延续下跌趋势，由上季末 6.3 美元/干吨降至本季末的 2.6 美元/干吨，揭示了铜矿资源供应进一步紧缺。此外，国际铜业研究组织（ICSG）于 4 月发布的最新分析，将 2024 年铜产量增长预测由去年 10 月的 3.7% 下调至 0.5%，反映年内供给紧张加剧。需求方面，美欧经济数据有走弱迹象，铜需求回落。中国需求方面，除电力、家电外，其它需求表现不甚乐观。2024 年 5 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 23.7%，略低于上一个季度增速水平。家用电器和音像器材类零售额在 5 月实现同比增长 12.9%（家电以旧换新）。但道路运输、建筑和汽车领域不容乐观。道路运输业固定资产投资累计完成额同比降低 0.9%，为 2024 年来首次同比增长放缓。汽车消费放缓，2024 年 5 月汽车产销同比增长分别为 1.3% 和 1.5%。房地产持续低迷，5 月房屋累计新开工面积同比下降 24.2%。库存方面，全球库存总量增长，增速较上一季度放缓。全球铜市场在二季度内库存分布与流动显著变化，轮铜库存大幅上升，中国铜库存小幅提升，纽铜库存大幅下降。截至 2024 年二季度末，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 50.7 万吨，相较于上一季度末，库存总量大幅增长了 18.1%。伦敦 LME 的铜库存相较于上季度末增加了 60.1%。纽约商品交易所的铜库存大幅下降，降幅为 69.9%。沪铜市场以及中国保税区的库存涨幅分别为 10.1% 和 28.1%。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为 18.1%。国内铜上游产品，铜矿砂及其精矿进口价格指数 5 月上涨至 2325 美元/吨。与上季度末相比，铜矿进口数量减少 2.9%，进口金额总体上涨 2.9%；5 月，铜中游产品，诸如进口精炼铜及未锻造铜，均较上季度出现增长（8.5% 和 9.5%）。

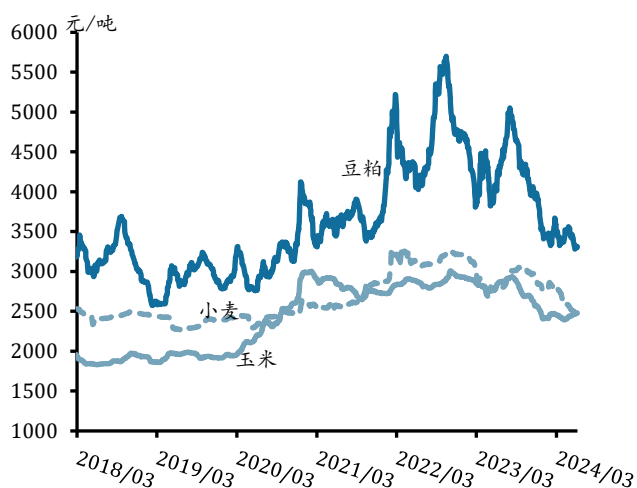
2 季度，LME 铝价经历了先涨后跌的行情，于 5 月底触及 2677 美元/吨的高点，随后在 6 月底回调至 2486 美元/吨，较上季度末整体上涨 9.5%。供应端，中国铝厂电解铝开工率持续高位运行，达 95.8%，

云南铝厂产能持续释放，5月达到94.4%。需求层面，全球制造业的低迷，尤其是中美两国制造业PMI的下行，给铝需求带来了下行压力。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12.9%，新能源汽车产量同比增长33.6%，显示了铝需求的结构化变化。然而，建筑行业对铝的需求有所下滑，5月房屋竣工面积累计同比减少20.1%。库存方面，LME铝库存显著累积，较上季度末增加85.2%至102.1万吨；中国电解铝社会库存下降，比上季度末减少11.4%至171.8万吨。整体而言，库存处于近五年来较低水平。国内铝上游产品，铝矿砂及其精矿进口价格指数在2季度继续上涨，高于去年平均水平。5月价格指数上涨至65.6美元/吨，其中铝矿进口金额增长幅度（22.8%）大于进口数量增长幅度（20.1%）。氧化铝进口数量下降，4月氧化铝进口降幅达到64.0%。铝中游产品，未锻造铝及铝材进口数量在5月进口数量下降幅度达到18.0%。

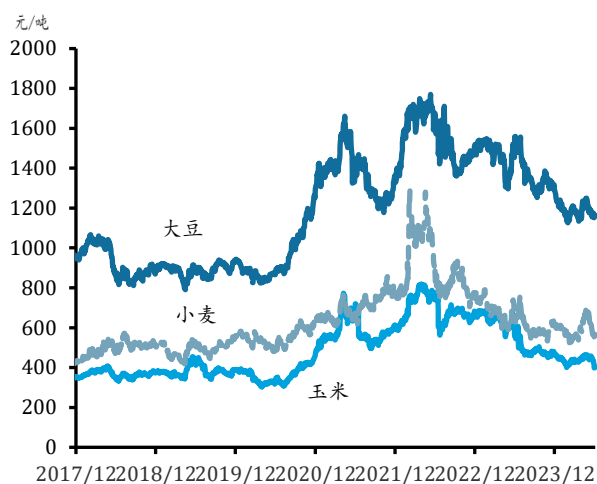
2 季度国际铁矿石价格先扬后抑，供强需弱压力大。普氏62%铁矿石价格自季度初的102美元/吨上涨至5月24日的120美元/吨，之后回跌至季末的107美元/吨。季度内累计涨幅4.1%。海外供给充裕，中国库存略增，但需求萎靡。供应端，全球四大矿山一季度铁矿石总发运量同比明显上涨。结合四大矿山一季度财报，预计二季度四大矿山中澳洲三大矿山将保持矿石发运的持续增长，进而带动全球矿石发运水平在二季度增速水平维持在3%以上。需求端，二季度中国247家钢企日均铁水产量为234万吨，较上季度增加5.2%（即增加11.6万吨），同比减少3.7%（即减少9.1万吨）。根据61%品位铁矿石折算，二季度铁矿石需求环比增加1710万吨，同比减少1347万吨。库存方面，港口出现库存累积，国内钢厂库存有所下降。大中型钢厂进口铁矿石平均库存可用天数为20.2天，环比减少3.5天，同比增加3.5天。港口库存方面，2季度末库存量增至1.49亿吨，较上季度末增加495万吨（增幅3.4%），同比增长2184万吨（增幅17.1%）。澳大利亚铁矿石2季度末库存为6833万吨，环比上涨797万吨，涨幅13.2%；环比上涨1040万吨，涨幅18.0%。巴西铁矿石库存为4866万

吨，较上季度末减少 374 万吨（跌幅 7.1%），同比增加 501 万吨（增幅 11.5%）。2 季度铁矿石航运成本略有上涨：C3 航线平均价格约 25.8 美元/吨，C5 航线约为 10.6 美元/吨，环比分别上涨 0.3%和 3.6%，同比分别上涨 22.5%和 25.1%。钢材市场方面，二季度国内整体需求乏力。5 月份固定资产投资中，基建投资（不含电力）同比增长 5.7%，增速较去年同期（7.5%）有所放缓。5 月房屋新开工面积累计同比下降 24.2%，商品房销售面积累计同比下降 20.3%。汽车产量虽实现同比增长 1.3%，但呈现增速明显放缓。供给端，从世界粗钢产量来看，据世界钢铁协会数据，4-5 月全球 64 个报告国家累计粗钢产量为 32.4 亿吨，同比减少约 10%。

图表 52 国内农产品现货价格分化



图表 53 CBOT 农产品价格先涨后跌



2 季度国际农产品价格整体先涨后跌，国内农产品价格分化。

2 季度国际农产品价格整体先涨后跌，国内农产品价格分化。受天气因素影响，国际农产品价格在 4-5 月期间呈现上涨走势，而后受供给前景宽松的影响价格回落。国内市场供给条件良好，大豆受国际市场价格引导，玉米和小麦价格受国内下游需求引导走出独立行情。

2 季度国际、国内大豆价格大体呈现先涨后跌的趋势。2024 年 4 月，全球大豆市场的价格动态受干旱条件的影响而上涨。干旱对南非大豆产量的打击，导致该国的大豆单产潜力大幅下滑。这一情况直接推高了全球大豆市场的价格。5 月市场担忧改善，根据美国农业部(USDA)的预测，2024/25 年度全球大豆市场将经历产量和期末库存的双增长，这一乐观预期随后促使大豆价格开始回落。全球产量预计将达到 6.871 亿吨的历史性高位，较前一年度增长约 2890 万吨，主要得益于南美、美国 and 南非等关键生产国的大豆产量恢复。随着全球供应的增加和价格的走低，中国市场对大豆的需求预计会更加旺盛，进口量有望增加 400 万吨，达到创纪录的 1.09 亿吨。同时，全球期末库存预计显著增至 1.285 亿吨，比前一年增加 1670 万吨，这主要得益于巴西、阿根廷、美国以及中国等主要生产国的库存增加。到了 6 月，国际大豆市场的供给前景变得更加宽松，进一步推动大豆价格的下跌趋势。尽管巴西西南部遭受了洪涝灾害，对大豆的生产和收获构成了挑战，但 2023/24 年度的巴西大豆产量仍有望达到历史第二高的水平。阿根廷和乌拉圭等国的大豆产量增长也确保了全球大豆供应的充足。与此同时，美国新季大豆播种工作已接近完成，且大豆出苗率和作物优良率均高于过去五年平均水平。国内市场，在供给端，东北作为我国大

豆的主要生产基地，其种植条件整体保持稳定，播种期光温条件良好、出苗情况良好，预示着国产大豆的供给能力有望维持在一个相对平稳的状态。在需求端，随着国内生猪养殖行业的调整，生猪产能呈现出逐步下降的趋势，这对豆粕的消费量产生了直接影响。特别是饲用豆粕减量替代技术的逐步普及和应用，进一步降低了饲料行业对豆粕的依赖程度，使得大豆的进口需求和压榨消费量的前景减弱。叠加海外大豆供应充裕因素，从5月中下旬开始，豆粕的价格开始下跌。最终季度末价格3318元/吨，跌幅5.2%。

2 季度国际玉米价格大体呈现先涨后跌的趋势、国内先跌后涨。

国际市场，供给端，3月份持续的干旱进一步降低了单产前景，南非的玉米产量被削减。阿根廷和墨西哥均下调，反映出单产预期下降。但总产量仍处于历史相对较高水平。USDA5月的预测，预计世界玉米产量同比减少816万吨至12.20亿吨，其中美国、乌克兰、赞比亚、阿根廷、马拉维、莫桑比克和土耳其的降幅最大。需求端，预计世界玉米消费量将增长不到1%，玉米进口量将下降略低于1%，原因是欧盟、加拿大、伊拉克和委内瑞拉等几个国家的进口量下降。墨西哥、沙特阿拉伯、越南、埃及和伊朗的增长部分抵消了这一影响。国内市场，今年玉米产区气象条件总体利于春耕春播，气象条件等级为适宜，土壤墒情好于上年，粮油等主要作物大面积单产提升行动稳步推进，预计玉米单产每公顷6617公斤，较上年度增1.3%。总产量29701万吨，较上年度增2.8%。6月华北南部和黄淮大部气温持续偏高，土壤墒情偏差，对夏玉米播种和出苗不利。需求方面，玉米价格偏低运行，深加工企业开机率较高，生猪产能持续调减。但由于小麦饲用量预计减少，玉米饲用消费将稳中略增。农户手中余粮基本见底，贸易商挺价惜售意愿较强，深加工和饲用消费需求保持稳定。供需叠加，带动玉米价格回升。国内玉米季末价格为2480元/吨，季度涨幅1.1%。

2 季度小麦国际价格先涨后跌，国内小麦价格持续下行。国际市场上，供给端，鉴于俄罗斯、欧盟等主要生产国的小麦生产前景不

佳，加之全球小麦产量不足以满足需求的现状，国际小麦价格出现反弹上涨。2024年5月，全球小麦出口价格大幅上涨，所有主要产地的价格均走高。其次，黑海航运基础设施受损加剧了价格上涨的压力。需求端，印度政府为控制选举前的食品价格通胀，持续进行公开市场的小麦销售，此举导致其国内库存持续下降，增加了进口小麦的可能性。随着全球供应趋紧和价格上涨，饲料用小麦在一些国家的竞争力正在下降。全球消费量下调430万吨至7.98亿吨，主要原因是欧盟、俄罗斯和乌克兰的饲料和剩余使用量减少。世界贸易量也有所下降，减少320万吨至2.128亿吨。同时，随着北半球小麦收获顺利推进，俄罗斯小麦产量预估调高，阿根廷小麦播种面积上调，市场供应预期增长，美国小麦库存高于市场预期，根据USDA 5月供需预测报告，预计2024/2025年全球小麦产量同比增长，消费量同比下降，带动价格下行。国内市场小麦价格受国际市场冲击较小，叠加北半球收获压力导致国际小麦价格持续下跌，国内小麦收购价与目前加工企业收购价格接近，而制粉企业仍有陈麦库存，导致下游面粉需求疲软。国内小麦季末价格报2505元/吨，季度内下跌9.1%。

三、未来价格走势与风险

原油方面，波动性预计会减弱，制造业复苏不及预期的影响下，缺乏大涨基础，但夏季需求可支撑价格中枢上升。

金属方面，基本面因素下市场分化将持续加深，全球宏观对金属价格影响显著。

夏季为汽油需求旺季，对油价形成支撑。但在中国经济复苏疲弱、美国增长放缓和OPEC空闲产能攀升的情况下，油价仍然缺乏大幅上涨基础。随着夏季来临，小幅上调中枢预期，预计3季度围绕90美元波动，波幅相对2季度或缩窄，市场预期一致性走强。

金属方面，3季度市场预计将持续受到原材料供应紧张与中国经济复苏双重因素的显著影响，为铜和铝的需求注入上涨潜力。雨季过后的电力供应往往面临瓶颈，尤其是当水电资源受到季节性约束时。这种电力供给的限制将直接挤压铝的产能，进一步加剧市场供需失衡，推动铝价上行。中国房地产市场未出现强劲复苏迹象，铁矿石市

场可能会继续承压。同时，近期美国经济趋冷的信号增多，市场对美联储采取降息措施的预期不断增强，对金属价格形成支撑。

农产品方面，种植条件稳定的环境下，生猪养殖数量回归正常范围，饲用需求预期下降。

农产品方面，天气条件对产量的影响始终是至关重要的。随着南美产季的正式结束，市场的焦点逐渐转向美国大豆种植。目前，气象预测并未显示美国主要种植区域存在显著的恶劣天气迹象，这为稳定供应提供了保障。美国玉米目前的生长情况良好，丰收预期正在加强。随着生猪存栏量逐渐恢复正常水平，市场对谷物饲料的需求预期出现下降，这反映了养殖周期的自然规律及其对农产品需求链的连锁效应。这一变化可能对玉米、大豆等关键饲料成分的价格走势构成下行压力，尤其是考虑到当前的全球供应状况较为充裕。

外贸专题：进、出口增速继续回暖⁴

2024年2季度，在基数效应、外需改善、市场份额回升的共同作用下，中国进、出口增速继续回暖。其中，出口（美元）同比增长5.7%，增速较上季度提高4.4个百分点；进口同比增长2.5%，增速较上季度提高1.0个百分点；货物贸易顺差总额为2526亿美元，同比提高328亿美元。4-5月，服务贸易逆差为453亿美元，同比提高93亿美元，2季度经常账户顺差占GDP比重预估在1%左右。从原因看，低基数效应、外需边际好转、市场份额回升是推动我国出口增速回暖的三方面力量。预计2024年我国出口将在低基数下呈现弱反弹，但长期前景不乐观。外需和出口市场份额可能同时制约我国出口增长潜力。

一、全球贸易增速继续好转

预估2季度全球贸易增速将继续好转。

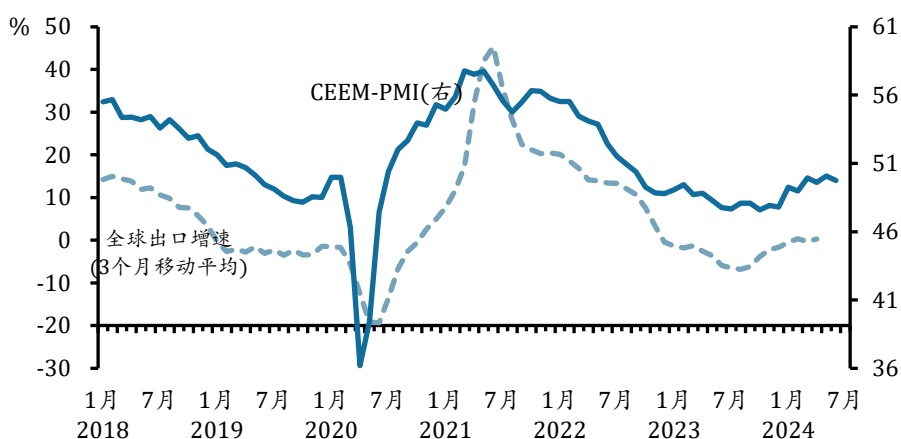
预估2季度全球贸易增速将继续好转。根据世界贸易组织（WTO）数据，2024年1季度全球出口总额5.37万亿美元⁵，同比增速为-0.6%，维持2023年4季度以来的向好态势。过去五年CEEM中国外部需求指数（简称CEEM-PMI⁶）与3个月移动平均的全球出口增速走势高度一致。4-6月，全球经济景气程度从去年的47-48区间回升至49-50区间，略有好转但动能不强且尚不持续。由此可见，全球贸易表现虽将继续好转但修复程度有限。不过考虑到去年2-3季度全球贸易增速大幅下降，低基数效应将对今年2-3季度外贸同比表现构成强劲支撑。近期，欧央行启动降息，美联储降息预期上升，但考虑到货币政策宽松多为对经济数据不及预期的政策响应，其对经济景气程度和全球贸易复苏的支撑效果仍有待观察。

⁴ 本季报进、出口总额数据来自中国海关总署，而按贸易方式、产品和地区等分类的子项贸易数据则来自CEIC数据库。事实上，CEIC数据库中的外贸数据也来自中国海关，但由于海关事后对已公布的贸易总额数据进行了修正，而CEIC并没有完全同步调整，导致二者略有不同；对于按贸易方式、产品和地区等分类的子项贸易数据，海关未披露修正后的数值，因此海关统计月报数据和CEIC数据库一致。总体上，两个数据来源中外贸数据的变化趋势基本一致，对主要结论影响不大。

⁵ 除非特别注明，下文贸易数据单位为美元，增速为同比增速。按人民币和美元计价增速的差异来自于汇率变化。

⁶ 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。

图表 54 预估 2 季度全球贸易同比增速将继续好转



数据来源：WTO、Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

注：全球出口增速为 t 期、t-1 期及 t-2 期的平均值。

中国出口增速继续回暖。从原因看，低基数效应、外需边际好转、市场份额回升是推动我国出口增速回暖的三方面力量。

2 季度，除俄罗斯外，对其他主要贸易伙伴出口均有所回升。

二、中国出口增速继续回暖

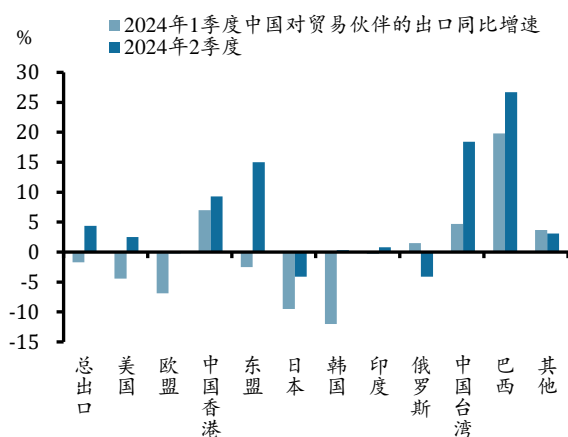
中国海关数据显示，2024 年 2 季度，以人民币计，中国出口总额 6.4 万亿元，同比增长 8.8%；以美元计，出口总额 9013 亿美元，同比增长 5.7%，增速较上季度提高 4.4 个百分点。从原因看，低基数效应、外需边际好转、市场份额回升是推动我国出口增速回暖的三方面力量。从量价分解看，出口数量和出口价格增速均呈现回升态势，共同支撑出口金额增速持续好转。其中，出口价格指数增速从去年 4 季度的-8%到-9%回升至今年 4-5 月的-3%到-4%，出口数量指数 4-5 月同比分别增长 9.3%和 14.4%。

分地区看，2 季度，除俄罗斯外，对其他主要贸易伙伴出口均有所回升。其中，对美国、欧盟、日本出口增速回升约 5-6 个百分点，对韩国、东盟和中国台湾出口增速回升超过 10 个百分点，但仅对东盟和中国台湾出口保持两位数增长，对其他贸易伙伴出口增长多为个位数，对欧盟、日本、俄罗斯出口甚至还在下降。总体上，我国对各贸易伙伴出口表现与相应经济体的经济景气度紧密相关。一方面，与发达经济体相比，新兴经济体的经济景气程度总体更高；另一方面，美国经济较欧盟等发达经济体更加强健。

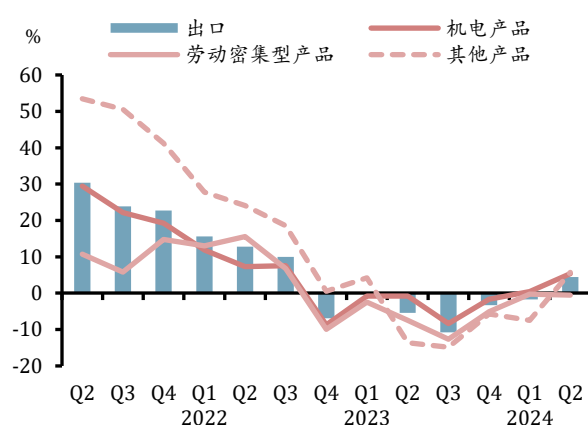
各类贸易方式出口增速均有好转，且加工贸易提升幅度最大、出口同比增速已经回正。

从贸易方式看，各类贸易方式出口增速均有好转，且加工贸易提升幅度最大、出口同比增速已经回正。⁷2 季度，一般贸易和加工贸易出口分别增长 5.3% 和 1.0%，增速较上季度提高 5.9 和 10.9 个百分点，对 2 季度出口变动的贡献率分别为 77.9% 和 4.3%。其他贸易方式出口同比增长 5.4%，较上季度提高 0.4 个百分点。

图表 55 中国出口增速的地区和产品分布



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

2 季度，机电产品和其他产品出口同比增速回升更为持续，七大类传统劳动密集型产品出口增速略有回落。

分产品看，2 季度，机电产品和其他产品出口同比增速回升更为持续，七大类传统劳动密集型产品出口增速略有回落。其中，机电产品出口增速较上季度提高 5.0 个百分点，同比增速继续回升至 5.4%。类似地，高新科技产品出口同比增速继续回升至 5.8%。其他产品（主要为农产品、矿产品、化学品及金属制品等）出口同比增长 5.7%，较上季度提高 13.2 个百分点。但七大类传统劳动密集型产品出口同比增速降至 -0.5%。⁸从贡献率上看，2 季度，机电产品、七大类传统劳动密集型和其他产品出口对总出口增长的贡献率分别为 71.0%、-2.0%、31.0%。

预估 2 季度外需边际好转，但修复势头不稳。一方面，尽管 CEEM PMI 指数边际好转，但目前仍在荣枯线附近（49-50 区间）徘徊。2024 年 4 至 6 月，CEEM PMI 指数平均值为 49.8，

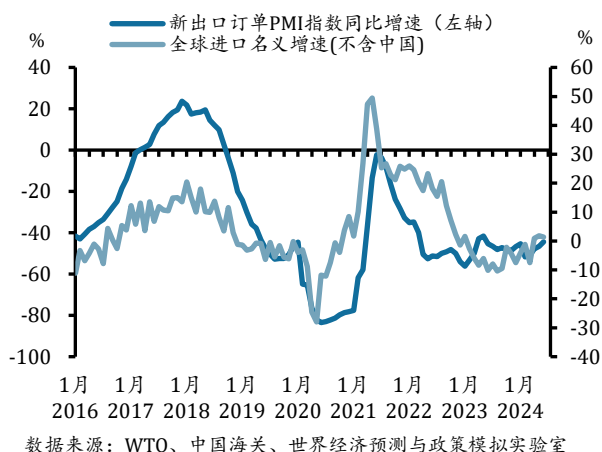
⁷ 2024 年 1 季度，一般贸易、加工贸易和其它贸易方式出口占总出口的比重分别为 65.9%、19.2%、14.9%。

⁸ 2024 年 1 季度，机电产品、七大类传统劳动密集型产品和其他产品出口占总出口的比重分别为 59.2%、17.0%、23.8%。

中国出口由外需和出口市场份额决定。预估2季度外需边际好转，但修复势头不稳。

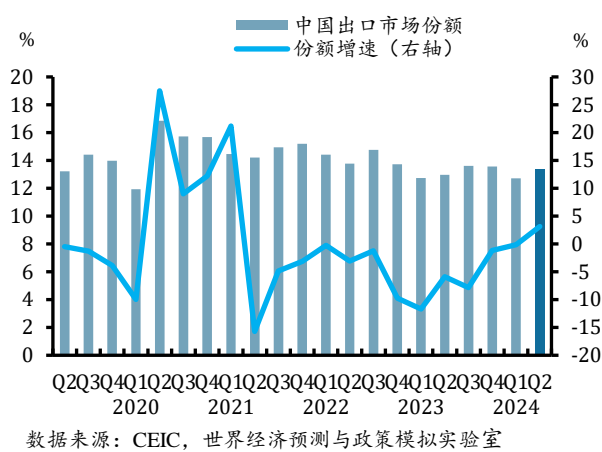
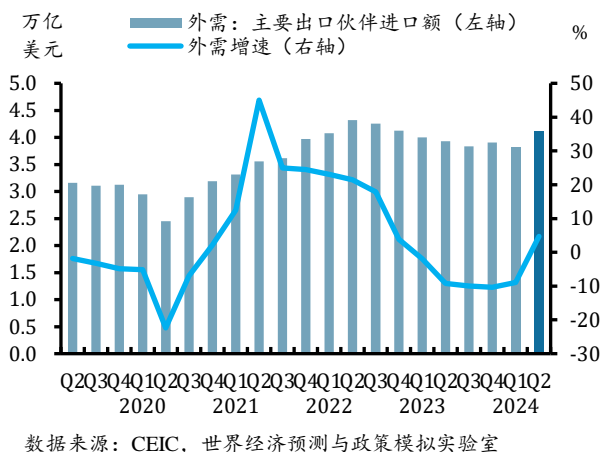
较前3个月小幅提升0.42个单位。⁹另一方面，4-6月新出口订单PMI指数平均值为49.1，较前3个月小幅提升0.8个单位，新出口订单同比增速¹⁰也较上季度小幅回升。逐月看，5-6月新出口订单PMI指数从3-4月的50以上回落至48附近，显示当前外需修复势头仍不稳定。

图表 56 预估2季度外需边际好转



注：全球进口名义增速（不含中国）根据WTO数据计算，其中2024年4月基于已披露数据国家计算，5-6月为根据全球摩根大通PMI指数、新出口订单PMI指数、CEEM-PMI指数得到的估计值。

图表 57 预估2季度中国出口产品市场份额略有回升



注：外需和出口份额均基于主要出口伙伴数据计算。主要出口伙伴包括美国、欧盟、东盟、日本、韩国、印度、俄罗斯、澳大利亚、中国台湾、巴西、加拿大、沙特和南非。2023年，中国对这些地区出口占我国总出口的70%以上。2022年第2季度以来，俄罗斯和沙特数据存在缺失，2024年2季度外需和出口市场份额为估计值。

⁹ 2017年1月至2023年9月，CEEM PMI指数滞后一期值与来自WTO提供的不含中国的全球进口增速（外需增速）的相关系数为0.83。

¹⁰ 由于PMI指数的统计口径为环比，因此需要先经过定基指数处理后再计算其同比变化。

2 季度出口市场份额继续好转，但低于 2020-2022 年同期高位。

2 季度出口市场份额继续好转，但低于 2020-2022 年同期高位。随着国内经济形势好转以及稳外贸政策落地，我国出口市场份额继续好转，但在美欧推行“脱钩”“去风险”的大环境下我国产业转移仍在持续，出口市场份额下行的长期压力仍然较大，进而导致我国出口市场份额虽有好转、但难回 2020-2022 年高位。从国别区域看，我国在东盟等发展中经济体出口份额仍保持高位，并在电动载人汽车、锂电池和太阳能电池等“新三样”产品带动下还有进一步上涨潜力。相反，我国在美国市场份额显著下降，面临东盟、墨西哥、欧盟等经济体的显著替代，而在欧盟市场份额近期在欧盟一系列贸易保护主义和“去风险”措施下也面临较大下行压力。我国在发展中经济体的市场份额上升能否弥补在发达经济体市场份额的下降，以及如何维持我国的出口市场份额稳定以及出口竞争力，将是下一阶段稳外贸工作的重要问题。

2 季度进口增速继续回暖，但 4-6 月进口增速逐月回落。量价分解表明，内需虽有恢复、但仍然较弱、同时出口部门的进口需求增长恢复也较为有限。

三、中国进口增速继续回暖

中国海关数据显示，2024 年 2 季度，以人民币计，中国进口总额 4.60 万亿元，同比增长 5.4%；以美元计，进口总额 6486 亿美元，同比增长 2.5%，增速较上季度提高 1.0 个百分点。逐月看，4-6 月进口增速逐月回落。从量价分解看，进口价格增速在低基数效应下持续改善但并不强劲，而进口数量增速波动较大、且总体较为低迷。这反映内需虽有恢复、但仍然较弱、同时出口部门的进口需求增长恢复也较为有限。

2 季度，中国从主要发达经济体和东盟进口

分地区看，2 季度，中国从主要发达经济体和东盟进口增速均有改善，但自巴西、印度、俄罗斯等进口增速回落，同时自大多数贸易伙伴进口仍呈现低迷状态、甚至是负增长。自东盟、韩国、中国台湾等关键零部件和原材料来源地进口有所改

增速均有改善，但自巴西、印度、俄罗斯等进口增速回落。

机电产品依然是支撑 2 季度进口增长的主要力量。价格因素对不同产品进口增长影响呈现分化。

善，或预示着我国与全球价值链紧密相关部分出口仍有一定增长潜力。

从贸易方式¹¹看，2 季度，加工贸易和其他贸易回升势头更为强劲，而一般贸易进口增速略有回落。其中，一般贸易进口同比下降 3.4%，较上季度减少 2.5 个百分点；而加工贸易和其他贸易进口同比分别增长 6.4% 和 15.9%，较上季度提高 4.0 和 8.9 个百分点。随着疫情影响完全消退、大国博弈进入相对稳定期，以加工贸易为代表的全球价值链活动在谋求新布局的同时出现一定程度恢复。

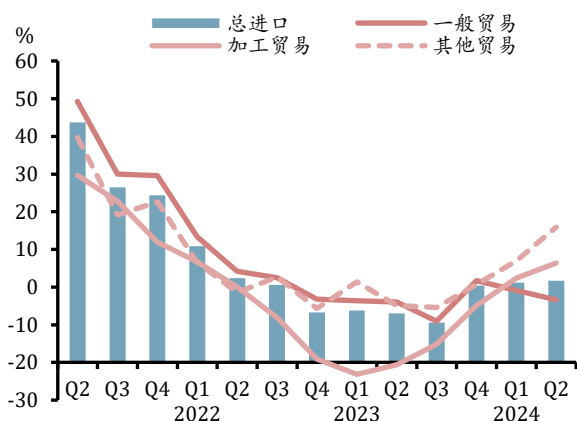
分产品¹²看，机电产品依然是支撑 2 季度进口增长的主要力量。其中，机电产品和高科技产品进口增速继续回升至 6.5% 和 10.9%。相反，其他产品进口增速要么低迷、要么回落。2 季度，农产品、铁矿-铜矿-铁材-铜材、煤-油-天然气、医药-肥料-塑料-橡胶、纸浆-锯材-纺织纤维纱线及制品进口同比增速依次为 -11.4%、4.7%、2.2%、-1.1%、-7.6%，较上季度变化 0.5、-9.6、1.8、10.0、-1.4 个百分点。

价格因素对不同产品进口增长影响呈现分化。2024 年 4-5 月，机械器具及零件（HS2:84）和电机-电气-音像设备及其零附件（HS2:85）进口价格指数同比平均增长 -1.3% 和 -4.7%，虽较上季度有所改善、但依然呈现一定拖累。类似地，2 季度铁矿石价格同比也呈现小幅负增长。这表明 2 季度这类产品的进口金额提升主要来自进口数量也即实物量需求的增长。相反，LME 铜和原油价格在低基数效应下明显反弹。2 季度，LME 铜和布伦特原油现货价均值同比分别提高 15.0% 和 8.4%。

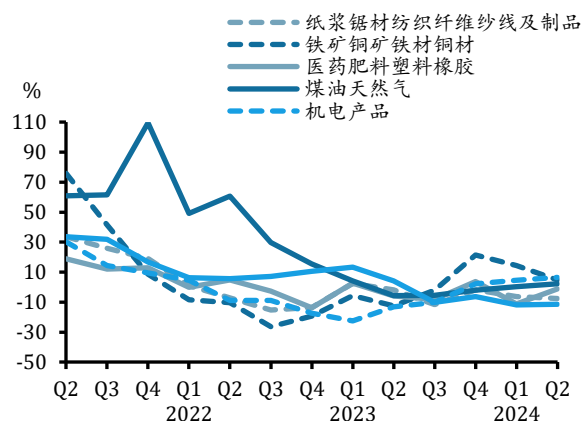
¹¹ 2024 年 1 季度，一般贸易、加工贸易和其它贸易方式进口占总进口的比重分别为 64.1%、14.7% 和 21.3%。

¹² 2024 年 1 季度，农产品、铁矿-铜矿-铁材-铜材、煤-油-天然气、医药-肥料-塑料-橡胶、纸浆-锯材-纺织纤维纱线及制品、机电产品进口占总进口的比重依次为 8.5%、11.2%、18.6%、4.3%、1.9%、34.9%。

图表 58 中国进口增速的贸易方式和产品分布



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

说明：2016年1月中国海关将天然气纳入进口重点商品表中。因此，2016年之前，煤-油-天然气产品同比增速为不包含天然气的进口同比变化。

四、经常账户顺差仍在扩张

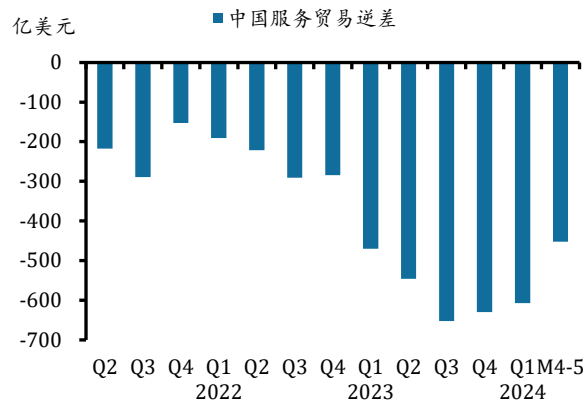
货物贸易顺差涨幅大于服务贸易逆差，意味着当前经常账户顺差仍在扩张。

2024年2季度，以人民币计，中国货物贸易顺差额为17939亿元，同比增速为18.5%；以美元计，顺差总额为2526亿美元，同比提高15.0%（上季度增速为0.8%）。其中，来自一般贸易的货物顺差显著回升，而加工贸易顺差略有回落。服务贸易逆差继续扩大。4-5月，中国服务贸易逆差为453亿美元，同比提高25.8%。其中，境外旅行服务逆差为360亿美元，同比提高36.4%；运输服务逆差为116亿美元，同比下降22.1%。货物贸易顺差涨幅大于服务贸易逆差，意味着当前经常账户顺差仍在扩张。

图表 59 中国货物贸易顺差和服务贸易逆差



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

2 季度，中国经常账户占 GDP 比重预估在 1% 左右。

据国家外汇管理局统计，2024 年 4-5 月，以人民币计，货物和服务贸易贡献的经常账户盈余为 3513 亿元。考虑到 2022-2023 年初次和二次收入赤字约为贸易盈余的 42%，同时 2 季度名义 GDP 同比增速为 4.06%（实际 GDP 增速为 4.7%、GDP 平减指数增速为 -0.61%），预估 2 季度经常账户占比或在 1% 左右。与此相比，2024 年 1 季度，中国经常账户盈余占 GDP 的 0.95%，货物和服务净出口对 GDP 增长的贡献为 0.8 个百分点（按人民币不变价计），较去年同期提高 1.1 个百分点。

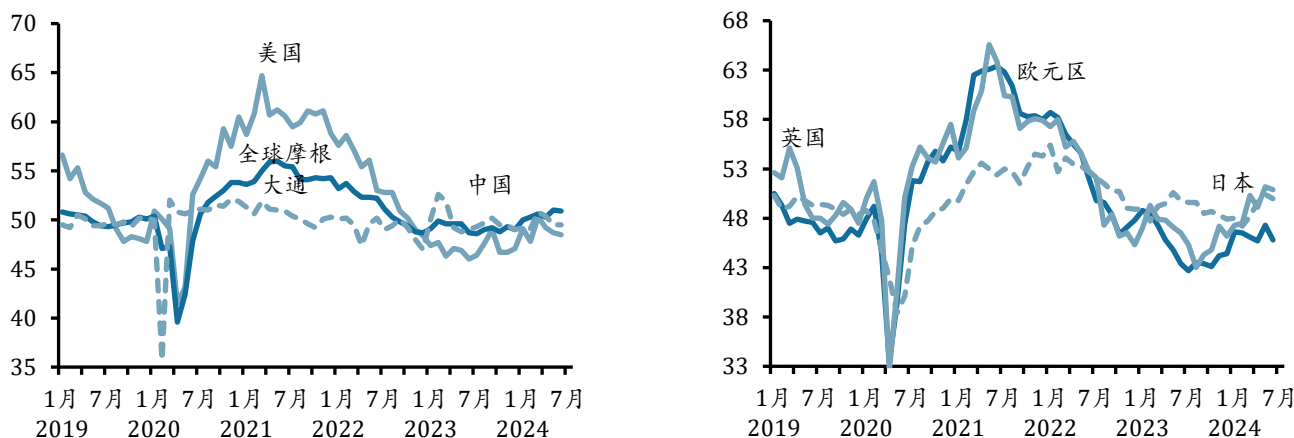
五、外贸展望

预计 2024 年中国出口将在低基数下呈现反弹，但长期前景不乐观。

预计 2024 年中国出口将在低基数下呈现反弹，但长期前景不乐观。截至 7 月 15 日，Wind 数据库对 2024 年年中国出口金额同比的预测为 4.41%。彭博 6 月对 22 位经济学家关于中国出口增长预测的中位数为 4.3%。考虑到 2023 年中国出口增速为 -4.7%，这意味市场目前对中国出口增长的预测仅是低基数下的弱反弹，对出口的短期反弹力度和长期增长前景均不乐观。

外需和出口市场份额可能同时制约我国出口增长潜力。从外需看，世界经济增速尽管较为稳定、但增速较慢。国际货币基金组织 7 月《全球经济展望》报告预测 2024 年世界经济增速为 3.2%。世界贸易组织对全球货物贸易增速的预测从 2023 年 10 月的 3.3% 降至 2024 年 4 月的 2.6%。从市场份额看，随着美国“脱钩”“去风险”政策的持续推进，我国在以美国为主导的供应链地位不断被削弱、市场份额持续走低，这一现象在高科技产业中尤为明显。近期，欧盟对自我国进口的电动汽车等重要产品施加一系列限制措施，我国在欧盟市场份额也面临较大压力。1-5 月，以越南为代表的东盟、巴西等新兴市场国家对我国出口拉动较为强劲，我国在这类国家市场份额也处于高位。但考虑到 2023 年美国、欧盟在我国出口中合计占比接近 30%，而东盟占比仅为 15.5%，加之来自发达经济体的最终需求仍是拉动全球贸易的主要力量，这意味对发展中经济体出口份额的增加可能难以完全弥补我国在发达经济体出口份额的下降。

图表 60 全球及主要经济体制造业 PMI



图表 61 中国外贸数据概览

1. 外贸总体						
	(美元同比/%、亿美元)			(美元同比/%、亿美元)		
	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2021	2022	2023
出口	-3.3	-1.7	4.4	29.7	7.0	-5.1
进口	0.4	1.2	1.7	30.0	1.4	-5.6
出口额	8701	8063	9013	33682	36045	34222
进口额	6705	6239	6486	26789	27155	25636
货物贸易余额	1997	1823	2526	6894	8890	8586
2. 地区出口						
	(美元同比/%)			(规模/亿美元)		
	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2023Q4	2024Q1	2024Q2
出口	-3.3	-1.7	4.4	5882	6355	3721
美国	-3.0	-4.4	2.5	1292	1101	1314
欧盟	-9.7	-6.9	-0.2	1196	1173	1331
中国香港	-1.6	7	9.3	811	664	709
日本	-9.6	-9.5	-4.1	393	369	373
东盟	-9.3	-2.5	15	1384	1356	1506
俄罗斯	24.1	1.5	-4.1	297	244	273
3. 贸易方式						
	(美元同比/%)			(规模/亿美元)		
	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2023Q4	2024Q1	2024Q2
一般贸易出口	-1.9	-0.6	5.3	5540	5323	5968
加工贸易出口	-10.0	-9.9	1.0	1805	1549	1716
其他贸易出口	0.8	5.0	5.4	1360	1205	1343
一般贸易进口	1.7	-0.9	-3.4	4277	3998	4084
加工贸易进口	-4.9	2.4	6.4	1048	916	970
其他贸易进口	0.7	7	15.9	1377	1326	1433

数据来源：CEIC 数据库。