

全球宏观经济季度报告

总览：2024 年秋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组所有，未经本研究组许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，本研究组保留法律追责权。

2024 年第 3 季度中国外部经济环境总览

——2024 年秋季全球宏观经济运行与分析

标题：全球经济保持平稳 主要资产价格上涨

3 季度，中国外部经济综合 CEEM-PMI 指数季度仍低于荣枯线。美国经济继续高于潜在增速水平，欧元区经济增长前景恶化，日本经济整体处于平稳状态，印度经济继续稳步增长，巴西经济复苏动能有所增强，南非复苏态势非常疲弱，俄罗斯经济延续短期韧性，东盟整体制造业 PMI 在荣枯线之上，但有触顶回落态势，韩国回落趋势更为显著。

3 季度，美国经济继续高于潜在增速水平。从增长动能看，消费对经济的拉动作用依然强劲，私人投资对经济的拉动作用更加突出。美联储在 9 月议息会议大幅降息 50 个基点，开启降息周期，年内预计还将降息 2 次。展望 4 季度，美国总统大选及其结果的不确定性是美国经济短期面临的最大的不确定性。

3 季度，欧元区经济增长前景恶化。综合 PMI 在经历了由 8 月份巴黎夏季奥运会所推动的短暂反弹后，9 月再度跌破 50 的荣枯线，服务业延续动能放缓的势头，而制造业则继续深陷萎缩之中。受高利率环境影响，欧元区的居民消费支出和企业投资均表现疲弱，但失业率稳定在低位，消费者信心边际改善，表明欧元区经济基本面仍具有一定韧性。短期内，限制性货币政策对欧元区经济增长的约束还将持续，预计 4 季度欧元区 GDP 环比增长率约在 0.1% 左右。

3 季度，大宗商品价格显著反弹，CEEM 大宗商品价格指数环比上涨 8.0%。石油需求端悲观预期好转，供给端沙特和俄罗斯延续减产措施，为油价托底，推动油价上涨 14.6%，但进入 10 月后在数日内大幅下挫。3 季度金属价格品种间继续分化，由于政策支持 and 经济复苏的积极影响，铜和铝价格在下跌后迎来大幅反弹，铁矿石价格则呈现明显的下行走势。天气因素带动国际农产品价格整体先跌后涨，国内饲用需求增长潜力有限。

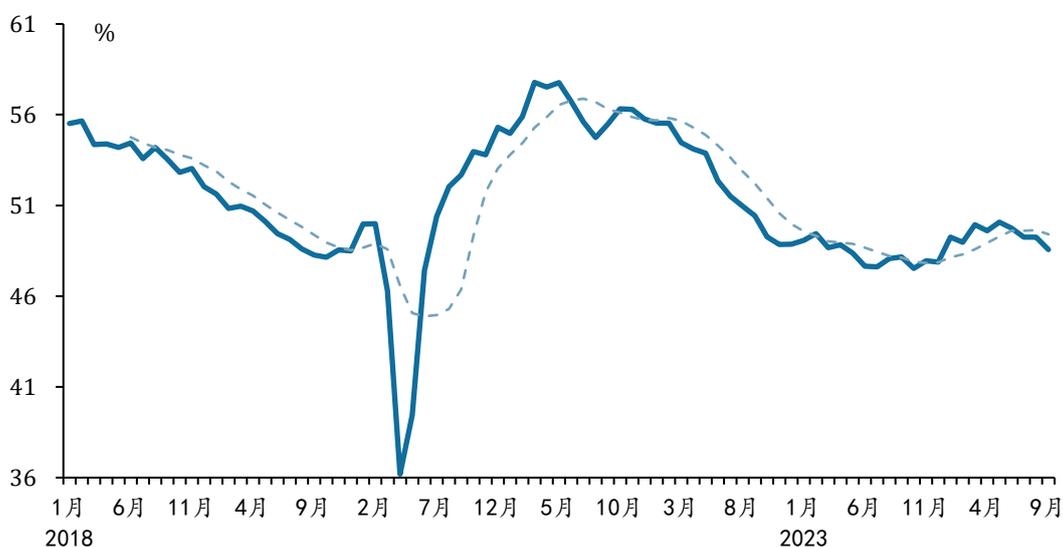
3 季度，美联储降息 50bp，开启降息周期。美元贬值，全球资产价格普涨。全球股市普遍上涨。MSCI 全球股指较 2024 年 2 季度末上升 4.49%，新兴经济体股市上涨幅度超过发达经济体。印度股市持续稳定上涨；在刺激政策带来的估值调整下，上证综指季末大涨。受通胀下行、衰退预期和央行降息影响，主要经济体十年期国债收益率下行。

因通胀和内需上升，巴西长期利率继续上行。

一、全球经济保持平稳

2024 年 3 季度，中国外部经济综合 CEEM-PMI 指数¹环比回落，仍处于枯荣线下方。美国经济继续高于潜在增速水平，欧元区经济增长前景恶化，日本经济整体处于平稳状态，印度经济继续稳步增长，巴西经济复苏动能有所增强，南非复苏态势非常疲弱，俄罗斯经济延续短期韧性，东盟整体制造业 PMI 在荣枯线之上，但有触顶回落态势，韩国回落趋势更为显著。

图表 1 中国外部经济综合 CEEM-PMI



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

美国制造业 PMI 继续萎缩，非制造业 PMI 继续扩张。7-9 月美国制造业 ISM 编撰的 PMI 分别为 46.8、47.2 和 47.2，在今年 3 月短暂扩张后再次进入萎缩空间。非制造业 PMI 分别为 51.4、51.5 和 54.9，连续三个月扩张，且 9 月扩张速度创下 2023 年 2 月以来最快，但波动比较剧烈。9 月，美国非制造业 PMI 与制造业 PMI 之间的差值升至 7.7 个点，创下 2019 年底以来的最大差距，凸显美国经济的严重分化。

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。7月至8月美国个人收入同比增速分别为5.9%和5.6%；美国个人消费支出同比增速分别为5.3%和5.2%。个人收入与消费支出的增速稳中缓降；美国轻型机动车总销量环比增长率分别为3.5%和-4.4%。与2季度相比，美国汽车库存水平明显下降。美国零售销售额分别环比增长1.2%和0.1%；核心零售销售额分别环比增长0.5%和0.1%，连续4个月增长。与2季度相比，美国零售销售明显反弹，反映美国消费需求仍然强劲。

房地产市场在下探过程中寻找支撑，企业启动补库存周期。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。2024年以来，美国房地产市场再次向下调整。

失业率小幅下降，劳动力市场仍具韧性。7月至9月，美国失业率分别为4.3%、4.2%和4.1%，失业率连续小幅下降；新增非农就业分别为14.4万、15.9万和25.4万人；劳动参与率连续3个月持平62.7%；平均时薪同比增速分别为3.6%、3.9%和4.0%，环比增速分别为0.2%、0.5%和0.4%。此外，离职率进一步下降，8月降至1.9%，职位空缺率也下降至4.8%，职位空缺数与失业人数比值下降至1.08。综合来看，美国劳动力市场紧张程度继续缓解。

金融市场情绪乐观。美债收益率曲线结束倒挂。8月，美国2年期和10年期国债收益率曲线结束倒挂。至此，2022年7月开始的美债历史上最长记录的倒挂阶段性结束。美元指数在出现较大幅度贬值后阶段性企稳。在美联储降息预期的推动下，3季度，美元指数明显下行。10月以来，在美国就业数据超预期、中东地缘政治动荡加剧、欧洲经济疲弱，美元指数明显反弹。美股续创历史新高，但震荡加剧。

欧洲PMI再度跌破荣枯线。3季度，在经历了由8月份巴黎夏季奥运会所推动的短暂反弹后，欧元区20国综合采购经理人指数（PMI）在9月重返5月份以来的下降轨道，并再度跌破50的荣枯线，降至49.6。从季度均值来看，2024年7~9月，综合PMI的季度均值为50.3，较前一季度的51.6下降了1.3个点。

通胀降至2%以下。2024年9月份欧元区消费者调和价格指数同比增长1.8%，处于2021年4月以来的最低水平。能源价格的基数效应是整体通胀水平下降的关键，

能源价格在过去一年中下跌了约 6%。剔除波动较大的食品和能源价格后，9 月欧元区核心 HICP 同比增速为 2.7%，较 8 月的 2.8% 下降了 0.1 个百分点。这主要是受服务业通胀增速放缓 0.1 个百分点的影响，9 月服务业价格增速为 4.0%，略低于 8 月的 4.1%。

失业率保持稳定。2024 年 8 月欧元区 20 国经季节性调整后的失业率为 6.4%，与 7 持平，表明欧元区劳动力市场尚未降温。在国家层面，希腊和爱尔兰失业率的降幅最大，均下降了 0.4 个百分点，分别从 9.9% 和 4.7% 下降至 9.5% 和 4.3%。德国和法国失业率保持不变，分别为 3.5% 和 7.5%。2024 年 8 月欧元区 20 国青年失业率为 14.1%，较 7 月下降了 0.1 个百分点。

欧央行再度降息。2024 年 9 月 12 日，欧洲央行公布最新利率决议，下调存款机制利率 25 个基点至 3.50%；下调再融资利率 60 个基点至 3.65%；下调边际贷款利率 60 个基点至 3.90%。这是欧洲央行今年以来的第二次降息。法国财政面临巨大压力，9 月 24 日法国十年期国债利率一度超过西班牙，为 2008 年金融危机以来首次，反映出市场投资者对法国新政府应对高赤字能力的忧虑。

日本制造业整体下跌后呈现反弹，非制造业 PMI 有所转暖。7 月到 9 月，日本制造业 PMI 先跌后涨，分别为 49.1、49.8 和 49.7。日本制造业 PMI 整体水平低于第二季度，但在 8 月和 9 月出现一定反弹，但依然低于 50 荣枯线。日本服务业情况相对较好，7 月到 9 月服务业 PMI 均高于 50 荣枯线，分别为 53.7、53.7 和 53.1。日本就业情况较为稳定，7 月和 8 月的失业率分别为 2.7% 和 2.5%，整体情况良好。

收入增加没有显著传导到消费，机械订单表现依旧良好。“春斗”令日本民众的收入确实有所增加，但以之后几个月的消费数据来看，收入的增加并没有显著传导到消费。2024 年 5 月到 8 月，日本劳动者家庭收入的名义同比增速分别为：6.4%、6.5%、8.9% 和 5.6%；实际增速则分别为 3.0%、3.1%、5.5% 和 2.0%。考虑到物价因素后的实际收入增速并没有让日本民众舍得花钱，消费信心依然不足。机械订单方面，已公布的 7 月份数据表现较好。制造业机械订单金额同比增 2.1%。外需表现强劲。7 月份外需机械订单为 1.64 万亿日元，占到总机械订单需求的 53.8%，同比增速更是达到 39.4%。日元贬值的效应显著显现。

CPI 同比增速出现上升，主要是能源和食品相关项目带动。7 月和 8 月，日本 CPI 同比增速分别为 2.8% 和 3.0%。除去生鲜食品的 CPI（核心 CPI）在 7 月和 8 月的同比增

速分别为 2.7%和 2.8%，也出现明显的向上。日本在第三季度（7 月和 8 月）的 CPI 增速上行，依然是食品和能源带动。而核心-核心 CPI 增速的放缓，也说明日本国内的消费需求并不强劲。

日本股汇巨震，随后风险逐步化解。第三季度，日本股汇出现巨震，但随后有所缓解。第三季度东京日经 225 指数下跌 4.2%，下跌幅度绝对值不大，但波动幅度显著放大。第三季度日经 225 指数最高值 42426.77 点，最低值 31156.12 点，后者相当于前者的 73.4%。7 月 11 日美国公布 6 月份 CPI 数据后，引发市场对美联储降息预期增强。美元对日元汇率从 1 美元可兑 161 左右日元大跌至 158 左右。之后日元进入升值轨道，日元一度升值到 139.58。此后，随着美国宏观经济数据及市场预期企稳，美国 10 年期国债收益率上升，日元在 9 月中下旬又开始转跌。

东盟整体制造业 PMI 在荣枯线之上，但有触顶回落态势，韩国回落趋势更为显著。7-9 月东盟制造业 PMI 读数分别为 51.6、51.1 和 50.5，呈现缓慢下滑态势。季度平均读数为 51.1，较 2 季度下降 0.4。季度数据来看，东盟制造业 PMI 下滑主要由印尼带动，印尼第 3 季度制造业 PMI 读数 49.1，较第 2 季度下降 2.8。月度数据来看，前沿经济体的制造业 PMI 下降幅度较大，9 月份越南和韩国均跌至荣枯线以下，泰国也下滑至荣枯线附近，三国读数分别为 47.3、48.3 和 50.4。

东盟区内前沿经济体的 PMI 呈现触顶回落态势，以内需为主的国家经济景气程度出现分化。从季度读数来看，泰国、越南和韩国三个前沿经济体的制造业 PMI 均在荣枯线以上，月度数据则明显由触顶回落态势。以内需为主的国家经济景气程度出现分化，印尼经济景气程度下行，菲律宾景气程度稳步上行。印尼和菲律宾第 3 季度 PMI 分别读数 49.1 和 52.0；印尼连续两个季度下滑，菲律宾则连续两个季度稳步上行。新加坡表现相对稳健，马来西亚仍处在荣枯线以下。

区内通胀在本季度总体回落。区内主要各国的通胀水平在第 3 季度基本都持续回落，但相较历史，通货膨胀中枢仍处在较高水平。第 2 季度部分国家通货膨胀水平因住房、教育和食品等因素呈现一定粘性，在本季度也得到一定缓解。第 2 季度通货膨胀水平上升最为显著的越南，从 7 月份的 4.4%快速下滑至 8 月份的 3.5%，9 月份进一步下滑至 2.6%，达到 2023 年 8 月份以来的低点；菲律宾的通货膨胀水平也持续回落；韩国的通

货膨胀水平也小幅回落至 2% 水平以下；泰国通货膨胀水平略有上升，主要是食品通胀则因天气灾害导致果蔬的价格上涨而推动。

区内货币走势超调，股票市场整体上行。第 3 季度，受美联储降息预期的影响，美元指数贬值 4.8%，区域内货币升值幅度出现超调。其中，马来西亚和泰国货币超调幅度最为显著，分别升值 14.9% 和 14.23%；印尼、新加坡、菲律宾和韩国货币超调幅度较少，分别升值 8.3%、6.1%、5.3% 和 5.3%；越南货币相对稳定，仅升值了 0.7%。区域内股票市场整体上行，其中菲律宾马尼拉综合指数和泰国 SET 指数上涨幅度最为显著，分别上涨 13.4% 和 11.4%，新加坡海峡指数和印尼雅加达综合指数紧随其后，分别上涨 7.6% 和 6.6%；但是韩国市场下行态势显著，下跌了 7.8%，韩国股市下滑可能是制造业 PMI 冲高回落以及朝鲜半岛局势导致。

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，制造业景气度明显降温。2024 年 2 季度，俄罗斯经济同比增速为 4.1%，低于上季度的 5.4%，但两年平均增速显著上升，韧性进一步凸显。2024 年 7、8、9 月，俄罗斯综合 PMI 分别为 51.9、52.1 和 49.4，与 2 季度基本持平。制造业 PMI 分别为 53.6、52.1 和 49.5，显著减弱。服务业 PMI 分别为 51.1、52.3 和 50.5，重回荣枯线以上，显示服务业景气度提升。国际货币基金组织 2024 年 7 月报告预测，俄罗斯 2024 年经济增速为 3.2%，与 4 月预测相同，但将 2025 年增长预测下调 0.3 个百分点至 1.5%。

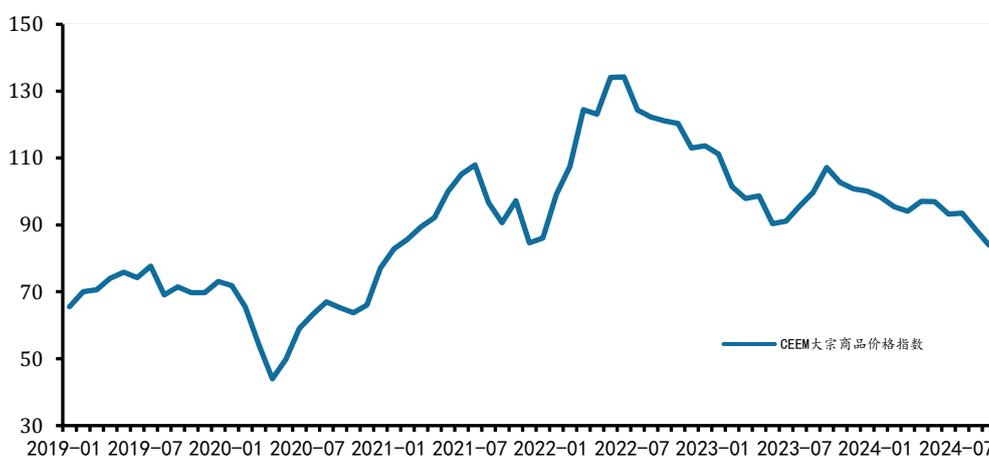
巴西经济复苏动力继续增强。2024 年 2 季度，巴西实际 GDP 同比增速为 3.3%，环比增长 1.5%，均较上季度有所增强。分解来看，私人消费同比增长 4.8%，固定资产投资增长 5.5%，净出口同比大幅负增长，拖累经济增长。这表明，巴西经济内需较强。2024 年 7、8、9 月，巴西制造业 PMI 分别为 54.0、50.4 和 53.2，与上季度基本持平，波动较大。服务业 PMI 分别为 56.4、54.2 和 55.8，较上季度略有提升，景气度较高。根据巴西国家地理与统计局的调查数据，2024 年 6-8 月，巴西失业率分别为 6.9%、6.8%、6.6%，继续小幅下降，已经恢复至 2015 年以来低点。

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 2 季度，印度经济同比增长 6.7%，虽不及 1 季度的同比 7.8%，但两年平均增速更高。分项来看，私人消费与投资分别同比增长 7.5% 和 7.5%。消费同比增速大幅提升。2024 年 7、8、9 月，印度综合 PMI 分别为 60.7、60.7 和 59.3，制造业 PMI 分别为 58.1、57.5 和

56.5，服务业 PMI 分别为 60.3、60.9 和 58.9，经济景气度略有降温，但仍处于高位。2024 年 6、7、8 月，印度失业率分别为 9.2%、7.9% 和 8.5%，较此前三个月明显上升。

南非经济微弱正增长，投资大幅下滑，通胀小幅回落。2024 年 2 季度，南非实际 GDP 同比增速为 0.34%，低于上季度的 0.55%，但两年平均增速较上季度有所增强，增长动能仍然微弱。2024 年 7、8、9 月，南非制造业 PMI 分别为 49.0、44.4 和 44.4，与上季度基本持平，且仍处于荣枯线以下。2 季度南非劳动力参与率微降至 60.6%，失业率高达 33.5%，显著上升。货币基金组织 7 月最新报告预测，南非 2024 年经济增速为 0.9%，与 4 月预测持平。

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

中国当前宏观经济增长仍然面临需求不足的问题，其中投资增速的放缓构成经济增长的显著拖累。投资对应的是支出法 GDP 下的资本形成总额，其包含了固定资本形成和存货投资两个部分。围绕固定资本形成的讨论已经很多，特别是围绕基础设施、房地产、制造业投资的分析，本次季报侧重于对资本形成总额的另一部分——存货投资的讨论。存货投资的第一重视角关注存货投资作为总需求的一部分，其波动性显著高于 GDP 增速，2023 年，存货投资对 GDP 存在约 0.54% 的拖累。存货投资的第二重视角关注库存周期反映的当前宏观经济周期。使用 PMI 产成品库存和原材料库存同比变动情况作为库存周期的衡量可以发现，2020 年疫情冲击之下，库存和原材料均经历了大规模被动去库存，复苏从 2021 年开始，产成品库存同比增速仍然为负，但原材料库存增速转正，

经济呈现被动去库存的状态，但是 2022 年经济复苏并未进入繁荣状态，而是再度进入被动补库存阶段，这一情况一直持续到 2023 年初，2023 年 2 月后开启了一轮主动补库存，经济呈现向好状态，但这一轮繁荣水平总体偏弱，体现为产成品库存增速较快，但原材料主动补库的动能始终偏弱。2024 年 1 月又再次进入被动补库存的衰退状态，原材料库存增速再度转负，并持续至今。由此看来，后续仍需要支持性政策帮助企业从被动补库存向被动去库存的复苏状态转变。

大宗商品整体承压，主要受中国经济增速放缓及美国季度初就业数据走低影响。2024 年 3 季度 CEEM 大宗商品价格季度均价整体下行，环比下跌 7.3%。中国经济增速放缓、美国季度初就业忧虑上升均对大宗商品价格形成压力。原油价格受 OPEC 在 4 季度解除自愿减产计划影响，在供需两端承压，下跌 7.5%。黑色系商品受中国房地产疲弱下跌，铁矿石和钢材均下跌近 10%，但铜、铝受绿色能源转型需求提振，价格反弹。农产品方面，大豆先跌后涨，玉米和小麦在海外先跌后涨，国内则同步下行。

原油价格由于需求超预期疲弱，供给端闲置产能充足且 OPEC 将在 4 季度解除自愿减产，油价承压，直到 3 季度初因地缘政治冲突才大幅反弹。油价大幅下跌，一度跌至 70 美元下方。中国经济进一步探底、季度初美国衰退预期上升、OPEC 未改变 4 季度增产等预期因素抵消了美国实际需求良好、供给回落和 OPEC 产出回落等现实因素。进入 10 月份后，受伊朗、以色列冲突风险加剧影响和中国政策刺激加码，油价大幅反弹，随后剧烈波动，当前仍在 80 美元下方。需求疲弱，尤其是中国需求不及预期，令油价承压，美国需求方面，季度初就业数据走弱导致衰退担忧加大，对油价形成压力。3 季度国际有色金属价格品种间继续分化。

二、全球金融市场：主要资产价格上涨

美元贬值，全球股市上涨。三季度，美联储降息 50bp，欧央行非对称降息，日本央行加息 15bp。美元贬值，其他主要货币普遍升值、俄罗斯卢布贬值。长期利率方面，主要发达经济体长期利率下行。全球股市普遍上涨。MSCI 全球股指较 2024 年 2 季度末上升 4.49%。其中，MSCI 发达经济体股票市场上涨 4.34%，MSCI 新兴经济体上涨 5.71%。标普 500 上涨 5.53%，欧元区 STOXX50 指数和上证综指分别上涨 6.40%、12.44%。大宗商品价格方面，原油明显下跌、环比大跌 15.93%，黄金继续大涨，铜价小幅上涨。2024

年9月底，金油比上升至35左右，已经超过了2008年金融危机时的水平、但低于疫情初期。

市场风险整体稳定。市场风险整体稳定，8月初美股短暂暴跌。8月初，因美国劳动力市场数据不及预期，新增就业触发预示衰退的萨姆规则，制造业PMI也连续下跌，美股出现短暂的暴跌，标普500指数单日下跌逾150个点，VIX指数暴涨至35%以上。同期，TED利差也转为负值，即投资者对美元和美元资产的需求受到了冲击，不愿意借入美元去持有美债，美元拆借利率下降，TED利差转负。此次VIX指数上升和TED利差为负，只是短暂的，随后两者均回归正常水平。2024年9月底，美联储降息后，VIX指数降至16.73，TED利差降至0.12，两者均处在历史中位数水平以下。

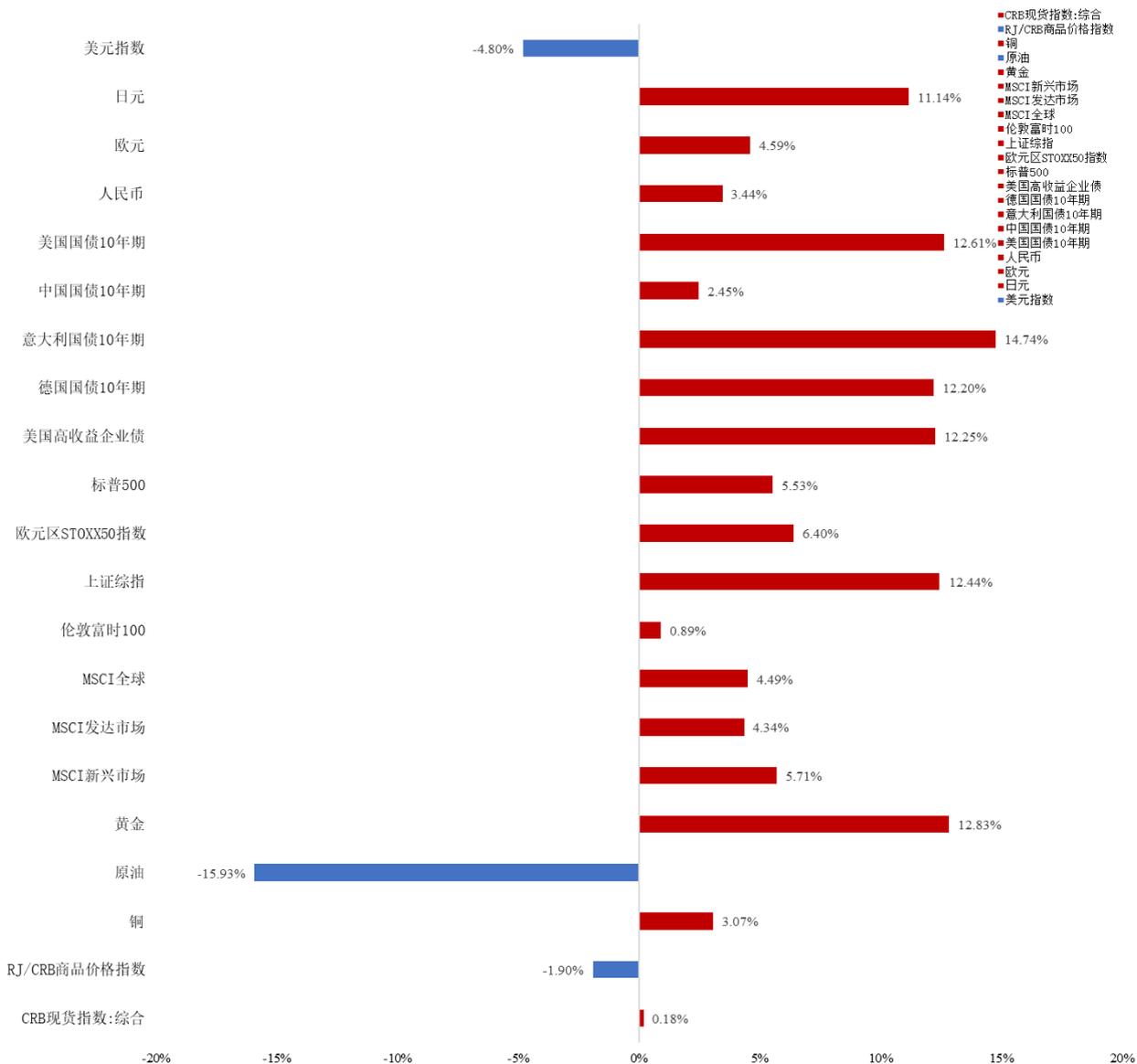
美欧央行降息，日本央行加息。三季度，美联储降息50bp，联邦基金利率应声下降50bp。欧央行非对称降息。9月，欧央行将主要再融资利率下调60bp至3.65%，存款便利利率下调25bp至3.5%，贷款便利利率下调60bp至3.9%。此次降息后，欧央行利率走廊下限与基准利率之间的区间收窄35bp，区间仅剩15bp。日本央行7月加息15bp，日本Tibor波幅达12.27bp。新兴市场货币市场利率波动较大，印度未调整基准利率，同业拆借利率季内波幅达84bp；俄罗斯央行加息两次、共计300bp，同业拆借利率季内波幅达366bp。人民银行降息20bp、下调法定存款准备金率0.5%，人民币Shibor利率中枢在降息降准后明显下降。三季度，人民币Shibor波动较大、波幅高达42.5bp。

绝大部分主要经济体长期利率下行。要经济体十年期国债收益率下行，巴西通胀反弹带动长债收益率上行。受通胀下行、经济出现衰退苗头，以及主要央行降息预期升温 and 降息落地的影响，美国、欧洲等发达经济体十年期国债收益率下行。三季度，美国、德国、欧元区十年期国债收益率分别85bp、48bp、43.8bp。日本、巴西的通胀均在回升。但日本十年期国债收益率受通胀上升影响较小，三季度日本十年期国债收益率总体较二季度末仍是下行的。巴西广义消费者物价指数再度反弹至4%以上、消费者信心指数也上涨至93，巴西十年期国债收益率在通胀和内需上升的带动下上行115bp。三季度，受经济下行压力较大影响，中国十年期国债收益率下行先至2%附近。季末受刺激政策影响，资金从债市流出走向股市，十年期国债收益率在9月26日政治局会议后一周内上行接近20bp至2.25%。

外资重新看多中国。美联储降息后，政治局会议推出强烈的经济刺激信号，中国资产价格大涨。尽管此次美联储降息幅度较大，但资本并没有率先流向中国资产，上证综指对美联储的反应较小，当日仅上涨 0.69%、次日上涨 0.03%。9 月 26 日，中央政治局会议召开，明确提出降息降准、促进房地产市场止跌回稳、帮助企业度过难关，随后相关部委迅速出台一系列密集的经济刺激政策出台，市场信心迅速扭转，A 股在节前最后一周持续大涨。自 9 月 26 日至 9 月 30 日，上证综指累计上涨 15.2%。9 月 29 日，人民银行会同金融监管总局出台四项金融支持房地产政策，宣布下调首付比、调整存量房贷利率等，次日上证综指单日上涨约 250 点、单日涨幅逾 8%。刺激政策调整带来价值重估，主流机构重新“买入中国”。

银行代客涉外收入、对外付款相比上季度同期同步上升，跨境收支净额由逆差转为顺差。3 季度，银行代客涉外收入、对外付款分别为 12200.2 亿美元和 12185.4 亿美元，跨境收支录得小幅顺差 14.8 亿美元。收入项上，相比去年同期，银行代客涉外收入上升 14.8%；相比 2024 年 2 季度同期，涉外收入上升 3.7%。支出项上，相比去年同期，银行代客对外付款上升 8.9%。相比 2024 年 2 季度同期，对外支出上升 0.3%。跨境收支由上季度同期的 384.3 亿逆差转为小幅顺差 14.8 亿美元。银行代客涉外收入与支出总额为 2.43 万亿美元，相比去年同期上升 11.8%，相比上一季度同期上升 1.9%。

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 7 月发布的《世界经济展望》中预计，世界经济在 2024 年和 2025 年将分别以 3.2% 和 3.3% 的速度增长，与 2023 年的增速基本一致。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。未来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 3 季度，美国经济维持强劲，欧元区若复苏，日本经济复苏乏力。IMF 预计 2024 年美国经济增长可能达到 2.6%，欧元区增速恢复至 0.9%，日本增速回落至 0.7%。与发达经济体相比，发展中经济体增长放缓尤其显著，前景更为黯淡。IMF 预计 2024 年至 2029 年，新兴市场和发展中经济体的平均增速仅为 4.1%，远低于 2000 年至 2019 年间的平均增速 5.5%。受地缘冲突、贸易割裂等因素影响，全球经济增长动能不足，依然由下行风险主导。

全球通胀总体继续下行，高通胀已不是主要问题。美国 CPI 同比从 2022 年 9.1% 的峰值下降到 2024 年 9 月的 2.4%，核心 CPI 同比也从 6.6% 的峰值降至 3.3%。欧元区调和 CPI 同比从 2022 年 10.6% 的峰值下降到 2024 年 8 月的 2.2%，核心 CPI 同比也从 8.9% 的峰值下降到 2.7%。印度、巴西、南非、东盟等主要发展中经济体通胀已达到央行目标区间。日本核心通胀尚未见顶，但仍低于 3%。展望未来，美欧通胀将逐步达到目标水平，但粘性仍然存在。2024 年 6-8 月，美国核心 PCE 同比已连续 3 个月不降反升，虽然上升幅度非常微弱。2024 年 3-8 月，欧元区核心 CPI 同比也出现波动，总体仅从 2.9% 下降至 2.8%。可见，通胀最后一公里存在显著粘性。分解来看，住房与医疗等服务业价格下降仍较缓慢。2024 年 8 月，美国 CPI 中住房分项同比仍高达 4.4%，且 6-8 月均未下降。医疗、教育等服务分项价格增速近期有所回升。未来通胀可能不再是单调下行，而是小幅波动下行。随着美欧央行降息，如果总需求保持韧性，通胀反弹风险仍值得关注。

全球主要资产价格上涨。2024 年 3 季度，美联储降息 50bp，开启降息周期。美元贬值，全球资产价格普涨。全球股市普遍上涨。MSCI 全球股指较 2024 年 2 季度末上升 4.49%，新兴经济体股市上涨幅度超过发达经济体。印度股市持续稳定上涨；在刺激政策带来的估值调整下，上证综指季末大涨。受通胀下行、衰退预期和央行降息影响，主要经济体十年期国债收益率下行。因通胀和内需上升，巴西长期利率继续上行。中国十年期国债收益率下行至 2% 附近后，因刺激政策带来的资金轮动，中国长期利率迅速回升至 2.25%。中国资本市场当前交易的是大规模刺激政策落地的预期和经济增长的预期，

部分外资机构对财政刺激政策给予了较高的预期，需要关注后续刺激政策落地情况以及政策当局维护资产价格稳定上涨的预期管理和政策决心。

全球货币政策迎来宽松周期。美联储在 2024 年 9 月的议息会议后宣布，将联邦基金目标利率下调 50 个基点至 4.75%-5.00% 的目标区间，维持每月被动缩减 250 亿美元国债和 350 亿美元 MBS 的节奏不变。根据美联储公布的经济预测，今年年底预计还将降息 50 个基点，明年预计降息 100 个基点，本轮降息周期的终点大概在 2.9% 左右。不过，美联储内部关于首次降息 50 个基点存在明显分歧，理事鲍曼在本次会议中投下反对票。芝商所 FedWatch 工具最新数据显示，市场与美联储关于未来降息路径的预期较为一致。美联储未来的降息路径将取决于具体的就业和通胀数据，且工作重心已向就业目标转移。美联储开始降息，标志着全球货币政策宽松周期正式启动。

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。美联储和其他主要央行开始陆续降息，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。