

# 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](mailto:iwepceem@163.com) 电话：(86)10-85195775

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

#### 免责声明：

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

## 目 录

**2024 年第 4 季度中国外部经济环境总览 ..... 1**

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

**中国外部经济环境专题****美国经济：韧性犹强，不确定性上升 .....14**

2024 年 4 季度，美国经济继续高于潜在增速水平。从增长动能看，消费对经济的拉动作用依然强劲，私人投资可能转向小幅拖累经济增长。美联储在 12 月议息会议继续降息 25 个基点，但内部分歧加大，未来降息路径的不确定性上升。展望 2025 年，特朗普新政府的施政政策及其效果是美国经济面临的最大的不确定性。

**欧洲：经济活动依旧低迷 .....22**

2024 年第 4 季度，欧元区经济活动保持了较为低迷的态势。综合 PMI 震荡趋弱，季度均值再度进入收缩区间。其中，制造业收缩程度不断加深，服务业 PMI 在荣枯线附近徘徊，复苏动能较前三季度显著放缓。与此同时，受美国关税威胁、德法政治不稳定等因素的影响，欧元区企业和居民对未来经济前景的信心被削弱，居民消费支出和企业投资均表现疲弱。不过，欧元区劳动力市场表现稳定，失业率继续锚定在低位。通胀方面，欧元区通胀率在 9 月触及 1.7% 的低位后连续两个月上行，重新升至欧央行 2% 的目标水平之上，其中，服务价格展现出较强粘性，同比增速仍处于高位。即便如此，欧洲央行依旧选择了在 12 月进行年内第四次降息。预计 2025 年第 1 季度欧元区经济将延续疲弱态势，GDP 环比增长率约在 0.1% 左右。

**日本：有所降温.....30**

进入第四季度，日本经济整体较第三季度有所回落。制造业 PMI 整体下跌，服务业 PMI 的水平也整体低于第三季度。“春斗”之后，日本民众收入同比增速继续为正，但消费依然没有起色。投资状况则相对较好。对外贸易方面，日本商品贸易的逆差有所收窄，——出口金额同比增速较快。日本央行在第四季度保持按兵不动，利率政策不变，但有明显的缩表动作。金融市场方面，股市窄幅震荡，日元对美元汇率显著下跌，日本 10 年期国债收益率上行。预计日本宏观经济能继续保持稳定运行的状态，但受制于消费和物价，超预期走强的概率不高。

**东盟韩国：增速放缓.....38**

作为 2024 年最后一季的季度报告，本报告对 2024 年全年东盟六国和韩国的经济增长进行了回顾。2024 年，预计东盟六国经济体增长较上年有所回升。2024 年，全球通货膨胀下降，区内通胀压力也有所缓解，但是部分国家呈现价格粘性；外需和贸易政策使得经常账户出现分化；区内货币大幅震荡，对美元总体呈现贬值态势。展望 2025 年，由于东盟六国和韩国在 2024 年下半年经济景气程度出现回落，该趋势有望延续至 2025 年。通胀水平下行、稳健的内需、刺激性的财政政策、电子行业外需增长和区域内贸易协定带动，都将带动 2025 年区内经济体增长态势继续保持；但是 2025 年也面临诸多消极因素，其中值得警惕的是美国贸易保护政策和货币政策不确定性。

**金砖国家：增长有所减弱，通胀与货币政策分化.....47**

四季度，金砖四国经济增长总体延续上季度增长态势，印度经济稳步增长稍有弱化，巴西经济延续复苏态势，但景气度下降，南非复苏动能依然疲弱，俄罗斯经济延续短期韧性。对华贸易方面，中国与金砖国家贸易增速显著下降，占中国对外贸易比重下降。其中，出口同比增速下降幅度较小，进口同比增速大幅下滑。通胀方面，俄罗斯通胀小幅回落，压力依然较大，南非通胀降至低位，印度通胀显著反弹，巴西通胀进一步回升，但处于目标区间。货币政策方面，俄罗斯央行与巴西央行大幅加息，印度央行按兵不动，南非央行继续小幅降息。

**中国专题：美日财政宽松效果差异对中国政策的启示 .....56**

在当前的宏观经济环境下，是否以及如何实施宽松的宏观经济政策，特别是财政政策，已成为中国经济讨论的核心议题。为了刺激总需求，政府通过增加财政支出和公共投资等手段推动经济增长。宽松财政政策逐渐获得广泛共识，越来越多的国家和地区认识到其在稳定经济增长、缓解经济下行压力方面的重要作用。然而，财政宽松往往伴随着政府赤字和公共债务的增加，因此，财政政策的质量和效果成为实施宽松政策时需要特别关注的关键因素。

**全球金融市场：特朗普交易热度不减 .....63**

2024 年 4 季度，美联储两次降息累计 50bp，但美国通胀反弹、美联储主席表态边际偏鹰，特朗普当选美国总统，其关税政策降息了全球金融市场风险偏好、提高了其他经济体贬值预期和竞争性加关税预期，美元资产估值上升，美元升值，其他主要货币普遍贬值。长期利率方面，在通胀反弹的压力下，主要发达经济体长期利率上行，中国长期国债收益率在宽松预期下快速下行。美股上涨，上证 A 股波动较大，欧洲股市下跌。受中东局势扩大化等因素影响，原油价格上涨，黄金价格在地缘政治动荡、美联储降息预期降温等因素扰动下基本保持稳定。特朗普胜选后，伴随着美欧通胀反弹，特朗普交易在经济即时数据的支撑下热度不减，由预期驱动的交易转变为有基本面支撑的预期驱动的交易。

**大宗商品市场：供过于求，波动率上升 .....75**

2024 年 4 季度大宗商品价格持续走弱，但降幅缩窄。按季度均价来看，CEEM 大宗商品价格指数环比回落 2.0%。石油价格下跌 6.2%，中国需求显著低于预期；市场预测 2025 年全球供过于求，但由于原油储备也降至低点，短期油价有波动加剧的风险，并已在年初体现。4 季度铜铝等金属价格下跌，铁矿石受政策预期支撑小幅上涨。农产品方面，国际市场上玉米因天气和物流等因素上涨，而其他农产品无论国内国际均因供应充足、需求疲软而走低。

**外贸专题：出口增长超预期，进口持续低迷 .....86**

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

## 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.....	10
图表 4 美国制造业和非制造业 PMI (ISM) .....	14
图表 5 美国个人收入与消费支出.....	15
图表 6 美国新屋开工和企业库存周期.....	16
图表 7 美国对外贸易.....	17
图表 8 美国劳动力市场.....	18
图表 9 美国通货膨胀.....	18
图表 10 PMI 震荡趋弱.....	23
图表 11 通胀回升至目标上方.....	24
图表 12 失业率继续稳定在低位.....	25
图表 13 消费者信心持续下滑.....	26
图表 14 企业投资波动.....	26
图表 15 贸易顺差收缩.....	27
图表 16 PMI 有所反弹，就业稳定.....	31
图表 17 消费实际同比增速依然为负，机械订单金额同比增速保持在高位保持	32
图表 18 2024 年第四季度日本商品贸易逆差缩窄 .....	34
图表 19 CPI 和 PPI 均显著反弹 .....	35
图表 20 日本股市整体震荡，日元兑美元贬值.....	36
图表 21 10 年期国债利率下降后反弹.....	37
图表 22 东盟和韩国经济增长率.....	39
图表 23 区内经济体通货膨胀水平下行.....	40
图表 24 区内经济体经常账户分化.....	41
图表 25 区内货币在 2024 年总体贬值.....	42
图表 26 2024 年区内经济体景气水平触顶回落.....	45

图表 27 2008 年以来南非季度失业率走势.....	51
图表 28 2004 年以来南非青年失业率走势.....	51
图表 29 全球金融市场主要指标变动.....	64
图表 30 全球金融市场风险状况图.....	64
图表 31 主要发达和新兴经济体季度汇率波动幅度（2024 年四季度）.....	66
图表 32 主要发达和新兴经济体季度平均汇率走势一览.....	66
图表 33 全球主要发达与新兴经济体股市季度涨跌幅（2024 年 4 季度）.....	68
图表 34 全球主要发达与新兴经济体股市季内波动（2024 年 4 季度）.....	68
图表 35 全球主要发达与新兴经济体货币市场走势一览.....	70
图表 36 全球主要发达与新兴经济体长期国债市场走势一览.....	70
图表 37 银行代客收付款分项结构.....	73
图表 38 4 季度 CEEM 大宗商品指数持续下跌，但跌幅收窄.....	76
图表 39 4 季度铁矿石和钢材反弹，但其他品种下跌.....	76
图表 40 4 季度全球油价低位徘徊，但进入 2025 年后快速反弹至 80 美元附近.....	77
图表 41 OPEC 维持减产计划，但实际产量已从低位开始反弹.....	77
图表 42 中国原油进口持续下跌后在 11 月大幅反弹.....	79
图表 43 美国原油净进口小幅反弹.....	79
图表 44 欧美炼油厂开工率小幅反弹.....	79
图表 45 美国商业原油库存连续下跌.....	79
图表 46 LME 铜铝价格下跌.....	79
图表 47 全球铜库存水平下降.....	79
图表 48 国际铁矿石价格略有回升.....	80
图表 49 国内农产品现货先跌后涨.....	82
图表 50 CBOT 农产品价格先跌后涨.....	82
图表 51 预估 4 季度全球贸易表现将跟随全球经济景气程度改善.....	87
图表 52 中国出口增速的地区和产品分布.....	88
图表 53 预估 4 季度全球对我国出口需求可能尚可.....	89
图表 54 预估 4 季度中国出口市场份额明显回升.....	90



---

图表 55 中国进口增速的贸易方式和产品分布.....	91
图表 56 中国货物贸易顺差和服务贸易逆差.....	93
图表 57 全球及主要经济体制造业 PMI .....	95
图表 58 中国外贸数据概览.....	95

## 2024 年第 4 季度中国外部经济环境总览

### ——2024 年冬季全球宏观经济运行与分析

标题：全球经济继续低位运行 特朗普交易热度不减

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

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

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

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

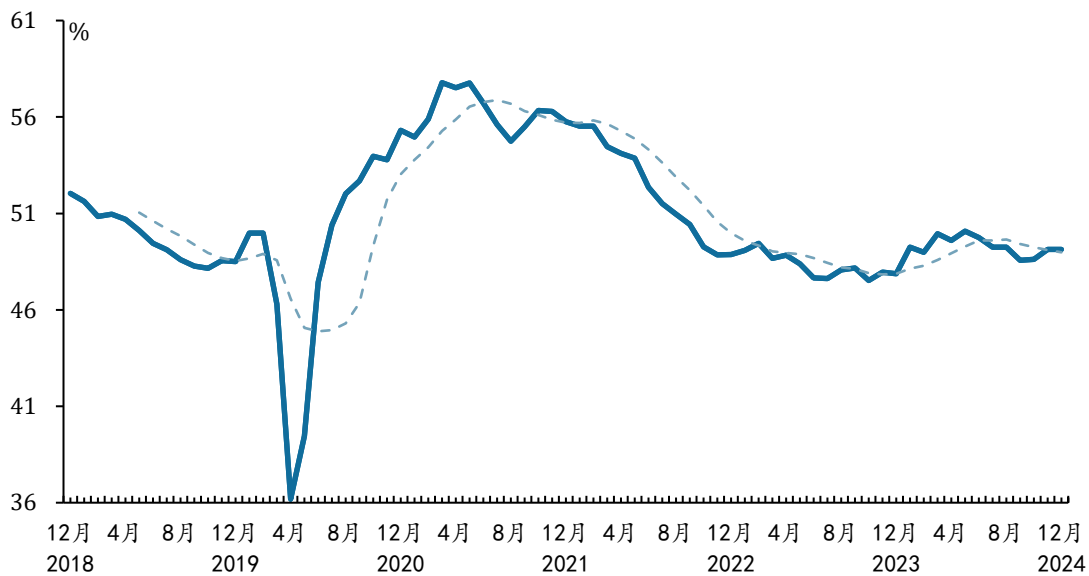
4 季度，美联储两次降息累计 50bp，然而美国通胀反弹，美联储主席表态边际偏鹰。特朗普当选美国总统后，其关税政策降低了全球金融市场风险偏好，提高了其他经济体贬值预期和竞争性加关税预期，致使美元资产估值上升、美元升值，其他主要货币普遍贬值。长期利率方面，因通胀反弹，主要发达经济体长期利率上行，而中国长期国债收益率在宽松预期下快速下行。美股上涨，上证 A 股波动较大，欧洲股市下跌。受中东局势扩大化等因素影响，原油价格上涨，黄金价格在地缘政治动荡、美联储降息预期降温等因素扰

动下基本稳定。

## 一、全球经济继续低位运行

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

图表 1 中国外部经济综合 CEEM - PMI



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

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

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

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

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

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

**欧洲 PMI 震荡趋弱。**4季度，欧元区综合PMI持续下降，12月降至49.5，季度均值49.3，连续两个季度下滑。制造业PMI持续低迷，12月降至45.1，为年内最低水平。服务业PMI受节假日影响小幅改善，12月升至51.4，但季度均值50.8低于前值。国家层面，法国经济下行，12月制造业PMI创55个月新低至41.9，服务业PMI升至48.2仍处收缩区间。德国制造业PMI降至42.5，综合PMI因服务业改善升至47.8。西班牙经济表现亮眼，12月综合PMI升至56.8，制造业和服务业均保持强劲增长，出口和旅游业贡献显著。工业生产方面，10月欧元区工业产出环比持平，同比降1.2%，非耐用品下降显著，但资本货物产量增长1.7%，或显示工业生产触底迹象。

**欧洲通胀回升至目标上方。**2024年12月，欧元区消费者调和价格指数（HICP）同比增长2.4%，较11月的2.2%小幅上升，连续三个月上行。能源价格波动推动通胀上涨，12

月能源价格分项同比增速从-2.0%升至0.1%。剔除食品和能源价格后，核心HICP同比增速保持在2.7%。其中，服务业价格同比增速从3.9%升至4.0%，核心商品价格增速由0.6%降至0.5%。降低服务业通胀将成为核心通胀进一步下行的关键因素。

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

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

**日本国内宏观经济边际小幅回落。**2024年4季度，日本经济呈现探底后逐步企稳的态势。10月至12月，日本制造业PMI分别为49.2、49.0和49.6，整体低于3季度的49.5，11月更降至49.0的低点。同时，日本服务业PMI表现同样疲弱，10月至12月分别为49.7、50.5和50.9，低于3季度的均值53.5。然而，自2022年8月（除2024年6月外），日本服务业PMI整体维持在扩张区间。根据日本内阁府公布的GDP数据，3季度环比增速为0.3%，高于初次统计的0.2%。但由于前两季度表现疲软，同比增速均为-0.9%，即便3季度同比增速转正至0.5%，结合4季度制造业和服务业PMI表现，2024年经济整体状况仍弱于2023年。就业方面，日本失业率在10月和11月均维持在2.5%，反映出就业市场总体稳定。

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

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

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

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

东盟区内通胀压力也有所缓解。2024 年，全球通胀下行，东盟和韩国地区通胀压力缓解，区内通胀率预计低于全球平均水平 4.6%。除越南外，其余国家通胀水平均较 2023 年下降，菲律宾和新加坡降幅尤为明显。通胀下行的主要原因包括：一是食品价格回落带动区域通胀下降，如菲律宾受益于大米价格下行；二是高利率抑制国内需求，尽管部分国家开始降息，但整体仍处于紧缩状态；三是全球供应链改善和区域生产网络深化也助推通胀缓解。越南通胀仍有上升，受国际游客增加带动交通价格上涨，以及房地产企稳推动住房和建筑材料价格走高，显示出较强的价格粘性。

东盟区内国家经常账户调整出现分化。2024 年，经常账户占比 GDP 下降的国家包括越南、新加坡和印度尼西亚。其中，越南受商品出口下滑影响较大，美国针对越南贸易逆差的保护政策进一步削弱其出口规模；新加坡则因服务进口增加导致经常账户恶化，其服务进口预计从 2023 年的 295.5 亿美元增至 2024 年的 304.8 亿美元，主要用于增强旅游、金

融、教育和医疗设施，以提升服务业竞争力。经常账户改善的国家有韩国、马来西亚、菲律宾和泰国。韩国受益于服务出口增速快于进口，以及国外投资利润净汇入，盈余占 GDP 比重从 1.9% 升至 3.9%。马来西亚因全球电子行业需求回暖带动出口增长，国际游客回归缩小服务贸易赤字，叠加区域贸易协议的积极参与，其经常账户持续改善。

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

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

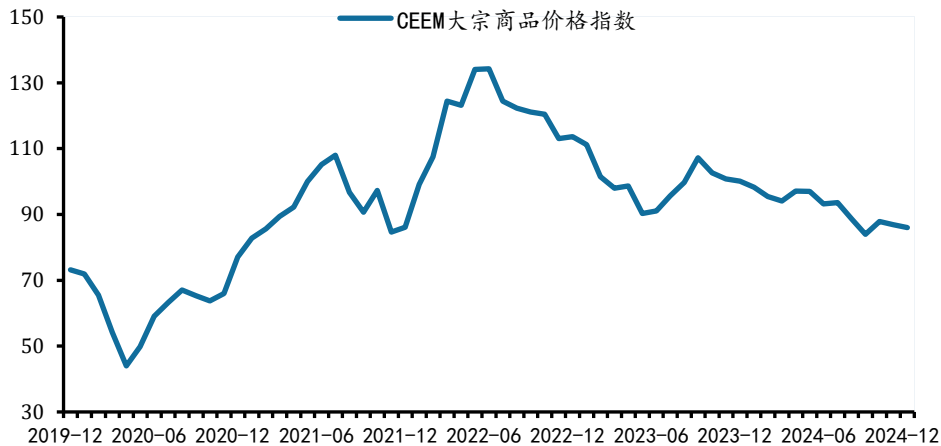
**印度经济继续稳步增长，动能有所减弱。**3 季度，印度经济同比增长 5.6%，低于第二季度的 6.7%，两年平均增速有所下降。私人消费和投资增速分别放缓至 6.0% 和 5.4%。10-11 月综合 PMI 保持高位，分别为 59.1 和 59.5，制造业和服务业 PMI 也维持较高水平，经济景气度略有降温。出口增速 10 月增长 17.2%，11 月转为 -4.8%；进口分别增长 3.9% 和 27.0%，显示内需主导格局。失业率波动较大，9-11 月分别为 7.8%、8.7% 和 8.0%。

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

**南非经济继续缓慢增长，四季度景气度显著提升。**3 季度，南非实际 GDP 同比增速为 0.31%，与上季度的 0.34% 基本持平，但考虑到上年同期负增长带来的低基数，增长动能依然相当微弱。2024 年 10、11、12 月，南非季调后的制造业 PMI 分别为 52.6、48.1 和

46.2，景气度呈现下降态势。3 季度南非劳动力参与率微降至 60.2%，失业率较上季度下降 1.4 个百分点至 32.1%。国际货币基金组织 10 月最新报告预测，南非 2024 年经济增速为 1.1%，较 7 月预测上调 0.2 个百分点。

图表 2 CEEM 大宗商品价格指数



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

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

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



动。美国库存下降、制裁加剧刺激油价短期反弹，但长期高油价难以维持，因冗余产能充足且减产动力不足。

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

## 二、全球金融市场：特朗普交易热度不减

**美元升值，新兴市场资产价格大跌。**4 季度，美元升值，非美资产普遍下跌。美联储两次降息共计 50bp，特朗普当选引发“关税战”预期，全球风险偏好下降，资本回流美国，推动美元资产升值。主要发达经济体长期利率上行，中国国债收益率在宽松预期下快速下行。股市方面，标普 500 上涨 2.1%，MSCI 全球股指涨 1%，其中发达经济体市场涨 1.7%，新兴市场跌 4.6%；欧洲 STOXX50 下跌 9.4%，上证 A 股波动较大。大宗商品方面，原油受中东局势影响价格回升，CRB 指数涨 4.1%；黄金价格稳定，铜价环比下跌约 10%。

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

**美股上涨，新兴市场股票价格下跌。**4 季度，美股上涨，新兴市场股市普遍下跌。标普 500 指数较上季末上涨 2%，波幅 6.9%。德国 DAX 指数和日经 225 指数分别上涨 3% 和 5.2%，波幅分别为 7.5% 和 6.5%。法国和韩国股市受经济衰退及国内政局动荡影响，CAC

指数和韩国综合指数分别下跌 3.3%和 7.5%，波幅达 6.6%和 11.6%。主要新兴市场中，巴西、俄罗斯和印度股市季末环比分别下跌 8.8%、7.5%和 7.3%。印度股市疫情后首次单季度大跌，凸显特朗普关税政策对贸易顺差国的冲击。中国 A 股在货币宽松和财政刺激预期下波动显著，上证综指波幅达 10%，季末涨幅不足 1%。

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

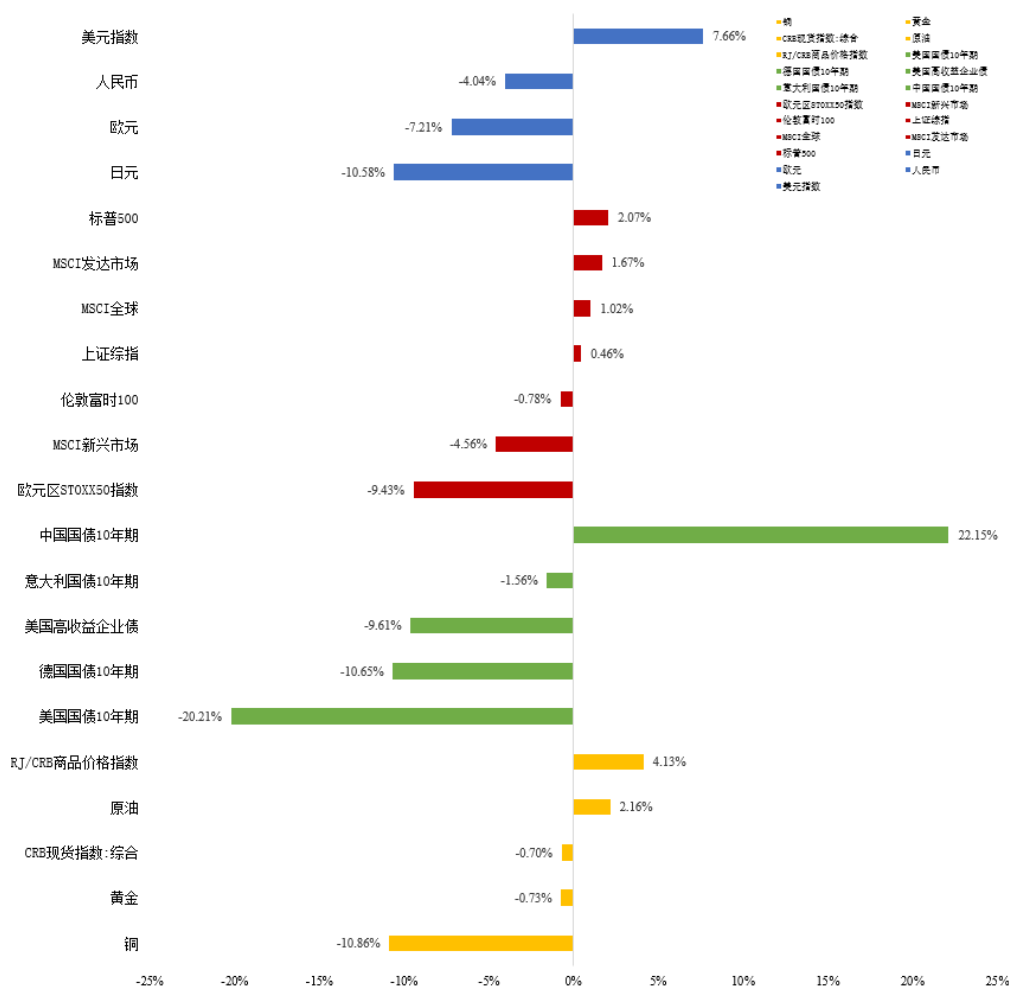
**特朗普交易热度不减。**在特朗普胜选前，金融市场“特朗普交易”升温，受减税、放松监管和关税政策预期推动，美国科技股大涨，美元逆势升值，其他主要货币普遍贬值，贸易顺差较大的经济体贬值更明显。胜选后，“特朗普交易”由预期驱动转为基本面支撑：关税和减税政策推高通胀预期，美国劳动力市场紧张，薪资难降，十年期国债收益率在降息背景下仍上行；科技股在政策支持下上涨，但受降息预期降温扰动，波动性增加；俄乌、中东局势未缓和，欧洲通胀反弹，欧央行陷入两难；原油价格因地缘风险和能源政策上涨，主要经济体货币在关税压力下普遍贬值，“关税战”风险加剧。

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

**银行代客收付款经常项目顺差继续扩大，货物贸易顺差显著上升，服务贸易逆差和收入项逆差大幅下降。**10 月和 11 月，境内银行代客涉外收付款的经常项目顺差由 306.1 亿美元扩大至 987.0 亿美元。货物贸易顺差继续上升，服务贸易逆差和收入项逆差大幅下降。4 季度前两个月，货物贸易顺差上升 24.7%至 1465.9 亿美元，服务贸易逆差下降 43.6%至

176.2 亿美元，收入项逆差下降 45.3%至 302.7 亿美元。资本和金融项目逆差大幅扩大，4 季度前两个月为 884.7 亿美元，是上季度同期的 2.6 倍。直接投资逆差收窄至 191.9 亿美元，证券投资逆差扩大至 714.3 亿美元，其他投资由逆差转为小幅顺差 21.2 亿美元。

图表 3 全球金融市场主要指标变动



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

注 2：该表数据截至日为 2024 年 12 月 31 日，变动幅度均按季末值计算。因截止时间和计算方法差异，该表的数据与后文的图表数据可能存在相近不相同的情况。

### 三、展望与对策

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

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

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

**特朗普交易热度不减，关注关税政策对全球金融市场的持续影响。**4 季度，美联储两次降息累计 50bp，但美国通胀反弹、美联储主席表态边际偏鹰，特朗普当选美国总统，其关税政策降息了全球金融市场风险偏好、提高了其他经济体贬值预期和竞争性加关税预期，美元资产估值上升，美元升值，其他主要货币普遍贬值。长期利率方面，在通胀反弹的压力下，主要发达经济体长期利率上行，中国长期国债收益率在宽松预期下快速下行。美股上涨，上证 A 股波动较大，欧洲股市下跌。特朗普胜选后，伴随着美欧通胀反弹，特朗普交易在经济即时数据的支撑下热度不减，由预期驱动的交易转变为有基本面支撑的预期驱动的交易。其关税政策、减税政策、移民政策、放松科技监管、支持传统能源等政策主张均会对汇率、利率、美股、大宗商品等关键资产价格造成影响。在其加征关税的预期下，美元在降息背景下逆势升值，全球主要经济体货币在四季度均出现大幅贬值，需要持续关注特朗普关税政策的实施和演进及其对金融市场的冲击。

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

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

**一是强化宏观政策逆周期和跨周期调节。**当前我经济运行面临的突出矛盾依然是有效需求不足，我需要通过继续实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。首先，货币政策方面，除继续运用降息、降准等常规货币政策工具外，还要根据经济运行实际需要，创新和优化货币政策工具组合，继续推出流动性管理等新工具，疏通货币政策传导渠道，并以激活股票市场、提振投资者信心为重要抓手，引导社会预期向好。其次，财政政策方面，中央和地方政府应合理加快财政支出进度，加大资金拨付力度，推动已出台的各项减税降费等财税政策尽早落地见效，切实发挥财政政策对经济恢复的关键支撑作用。最后，加强财政政策与货币政策的协同配合，形成政策合力。尤其应注意，货币政策要适时加大对财政赤字融资的支持力度，为积极的财政政策创造良好的金融环境。

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

**三是加强经济政策的国际协调，提升政策有效性。**一方面，加强宏观审慎政策协调，化解全球金融风险。应提高在多边框架下开展债务处置的效率和国家覆盖范围，同时更为

充分利用 SDR 增发契机，通过 SDR 再分配机制为有关债务国提供信用增级。完善货币互换、区域金融安全网等机制，提升应对金融风险的能力。另一方面，应加强不同经济体财政、贸易、产业政策等的协调，提升全球资源配置效率。当前全球经济增长乏力，一个非常重要的因素在于，美国以各种理由阻碍全球化和多边主义的进一步深化。通过干预强制推动产业回流、加征关税、投资限制、科技封锁、金融制裁等各种政策显著提高了国际贸易与跨国投资的交易成本，导致全球经济碎片化，严重损害了国际经济分工与资源配置效率。在此背景下，特别需要国家间加强政策协调合作，减少摩擦，推动全球化健康可持续发展，促进全球经济增长。

## 美国经济：韧性犹强，不确定性上升

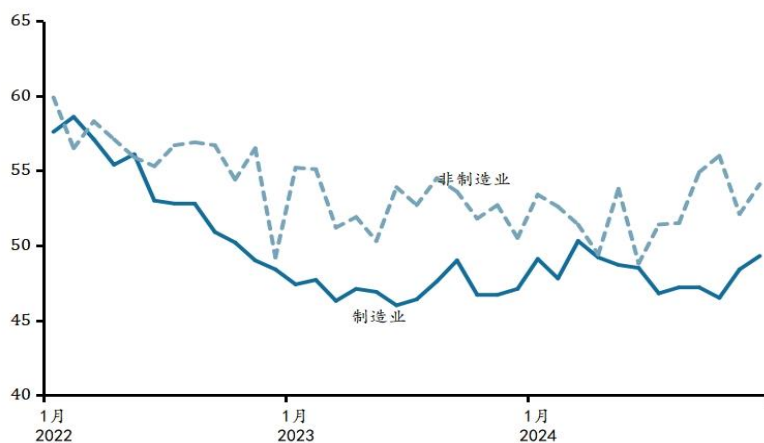
2024 年 4 季度，美国经济继续高于潜在增速水平。从增长动能看，消费对经济的拉动作用依然强劲，私人投资可能转向小幅拖累经济增长。美联储在 12 月议息会议继续降息 25 个基点，但内部分歧加大，未来降息路径的不确定性上升。展望 2025 年，特朗普新政府的施政政策及其效果是美国经济面临的最大的不确定性。

### 一、经济运行形势

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

图表 4 美国制造业和非制造业 PMI (ISM)

4 季度美国经济增速继续高于潜在增速。



数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

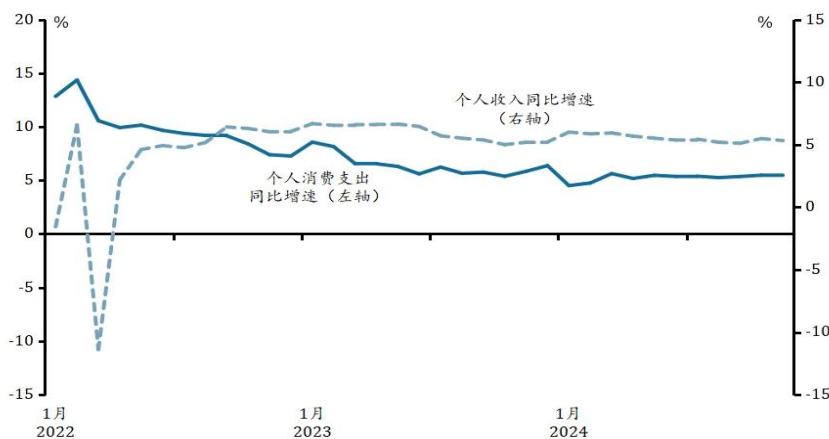
**个人收入与支出保持韧性。**2024 年 10 月至 11 月美国个人收入同比增速分别为 5.5%和 5.3%；美国个人消费支出同比增速皆为 5.5%。

10 月至 11 月，美国轻型机动车总销量的折年数分别为 1604 万、1650 万辆，环比增长率分别为 1.7%和 2.9%。与 3 季度相比，

美国汽车库存水平明显上升。沃德估算 2024 年 3 季度美国汽车库存均值为 22.1 万辆，10 月至 11 月分别增至 23.2 万和 24.8 万辆。

10 月至 11 月，美国零售销售额分别环比增长 0.5% 和 0.7%；核心零售销售额分别环比增长 0.01% 和 0.4%，连续 3 个月增长。与 3 季度相比，美国零售销售增速放缓。不过，根据万事达卡的数据（从 11 月 1 日至 12 月 24 日全美店内和网上零售情况），今年美国假日季的零售销售同比增长 3.8%，而 2023 年的增幅为 3.1%，增速超预期。

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。

房地产市场处于磨底阶段，企业继续补库存。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。2024 年以来，美国房地产市场再次向下调整。

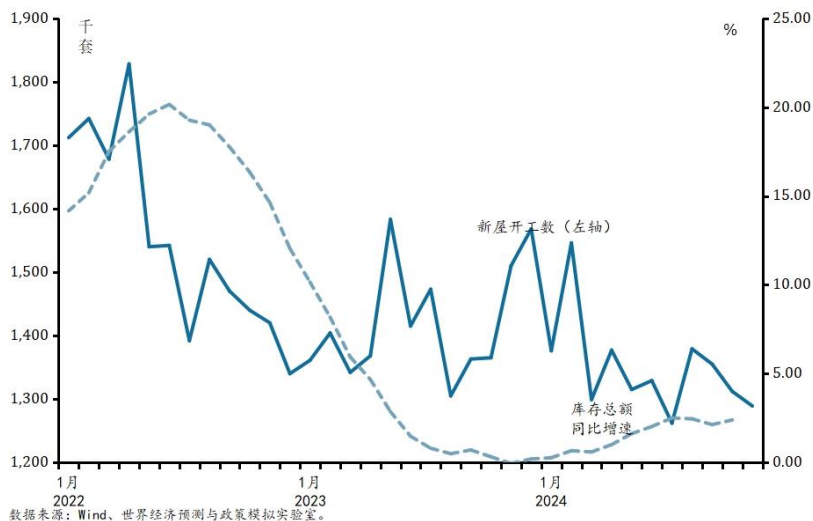
10 月至 11 月，美国新建住房销售环比增速分别为-14.8%和 5.9%，成屋销售环比增速分别为 3.4%和 4.8%，新屋开工环比增速分别为-3.2%和-1.8%。与此同时，美国新建住房销售价格有所回



落，11月中位价跌至40.3万美元/套，显著低于3季度的均值42.3万美元；在建新屋环比下降，10月至11月的环比增速分别为-1.9%和-1.8%；成屋库存维持在相对高位，10月至11月的成屋库存分别为137万和133万套，与3季度的均值135万套大致相当。综合来看，伴随着美联储降息预期受阻和30年期抵押贷款利率反弹，房地产市场继续处于磨底复苏阶段。

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，企业开启补库存周期。截至2024年10月，美国企业库存同比增速已反弹至2.4%，且环比连续7个月环比正增长。其中，零售商补库存最为明显，批发商和制造商也相继启动补库存周期，但补库存力度相对较弱。从美国制造业PMI的新订单指数来看，10月至12月该指数分别为47.1、50.4和52.5，上升至荣枯线之上，这对美国制造业企业补库存形成一定支撑。

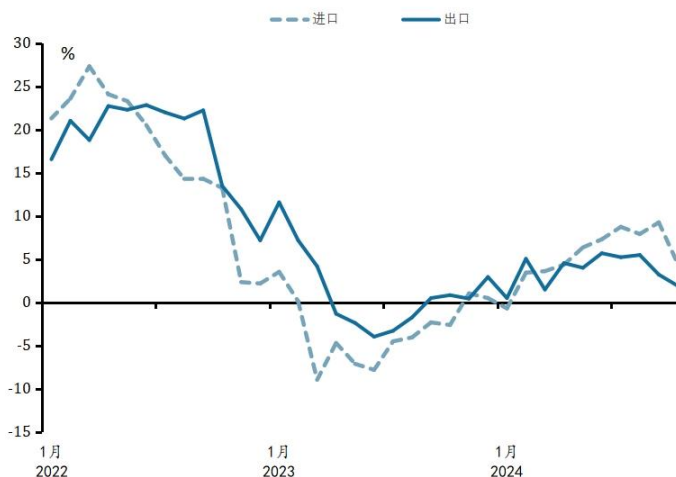
图表6 美国新屋开工和企业库存周期



贸易逆差有所收窄。2024年10月，美国出口同比增速降至1.9%，进口同比增速降至4.4%，贸易逆差收窄至738亿美元。对

比来看，今年 2 季度美国贸易逆差的月度均值为 751 亿美元，3 季度上升至 779 亿美元。从趋势看，美国出口与进口增速明显下行。

图表 7 美国对外贸易

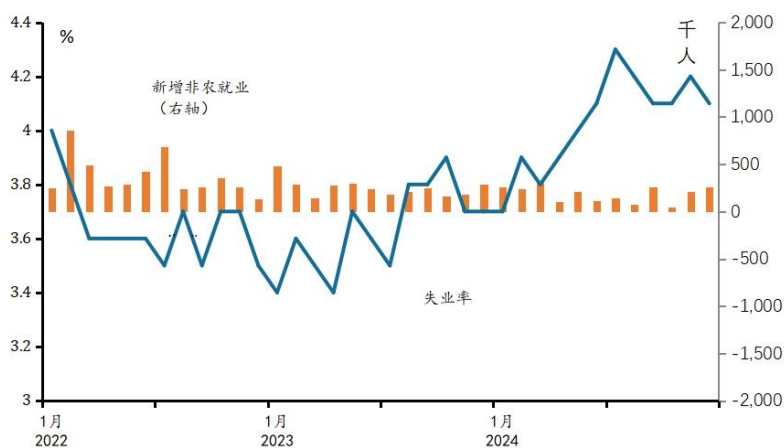


数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

**失业率相对稳定，劳动力市场仍具韧性。**2024 年 10 月至 12 月，美国失业率分别为 4.1%、4.2%和 4.2%，失业率维持相对稳定；新增非农就业分别为 4.3 万、21.2 和 25.6 万人；劳动参与率连续三个月为 62.5%，较上季度有所下降；平均时薪同比增速分别为 4.0%、4.0%和 3.9%，环比增速分别为 0.4%、0.4%和 0.3%。此外，11 月，离职率下降至 1.9%，职位空缺率反弹至 4.8%，职位空缺数与失业人数比值小幅上升至 1.14。综合来看，美国劳动力市场紧张程度继续缓解。

关于美国就业情况，需要注意两个事情。第一，尽管 10 月新增非农就业数据大幅减少在很大程度上受“海伦妮”飓风冲击和波音公司罢工影响，但从趋势上看，新增非农就业趋于放缓。2024 年全年，美国新增非农就业人数 223 万人，相比过去三年明显放缓，接近疫情前水平。第二，2025 年特朗普新政府很可能会驱逐非法移民，驱逐规模及对美国就业市场的影响存在高度不确定性。

图表 8 美国劳动力市场

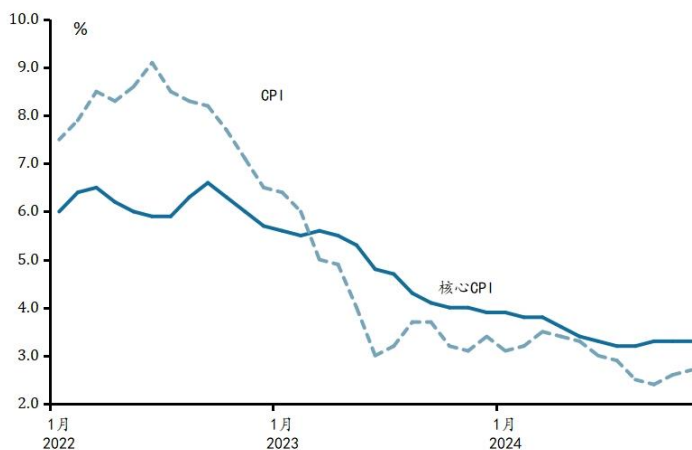


数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

**整体通胀有所抬头，核心通胀保持粘性。**美国通胀率在经历了 1 季度的横向运动后，2 季度再度向下，但核心通胀仍表现出一定的粘性。2024 年 5 月以来，美国核心 CPI 同比涨幅基本稳定在 3.3% 左右，表现出较强的粘性。另一方面，CPI 同比涨幅在经历 1 季度抬头、2 季度和 3 季度下行后，4 季度再度抬头。

10 月至 11 月，美国 CPI 同比涨幅分别上升至 2.6% 和 2.7%，环比涨幅分别为 0.1% 和 -0.1%；核心 CPI 同比涨幅稳定在 3.3%，环比涨幅分别为 0.2% 和 0.1%。实际上，美国整体通胀上升主要源于低基数效应，属于“假”抬头。2023 年 4 季度，石油价格大幅回调，并导致美国 CPI 同比涨幅快速下降，这对今年 4 季度的美国通胀形成一定压力。

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。

**10 年期与 2 年期美债利差走阔。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。2022 年 7 月至 2024 年 8 月，美债开启历史上最长记录的倒挂。2024 年 2 季度以来，在美联储降息预期下，2 年期美债收益率快速下行，并最终低于 10 年期美债收益率，结束利率倒挂。11 月，特朗普再次当选美国总统，引发市场对通胀上行的担忧，并推高 10 年期美债收益率。截至 12 月底，10 年期与 2 年期美债收益率走阔至 33bp。

**美元指数大幅走强。**在美联储降息预期的推动下，3 季度，美元指数明显下行，一度在 100 左右横盘，与疫情前水平相当。10 月以来，在美国就业数据超预期、中东地缘政治动荡加剧、欧洲经济疲弱带动、以及特朗普再次当选美国总统等因素的影响下，美元指数持续反弹，阶段性涨幅约 9%，并创下 2023 年以来新高。

**美股续创历史新高，但震荡加剧。**12 月初，道琼斯工业指数和纳斯达克指数皆创下历史新高。此后，道琼斯工业指数出现明显回调，纳斯达克指数回调幅度相对有限。全年来看，至少有四大因素，支撑科技股吸引全球资金流入：AI 驱动的新一轮技术革新，强劲的业绩表现，宏观经济环境的支撑，全球资金对科技“确定性”的偏好。

不过，科技股的高估值引发了市场的分歧。一方面，科技股的市盈率已处于历史较高位置，存在一定的估值过高的隐忧。当前，纳斯达克综合指数的市盈率已接近 48，显著高于历史均值，但仍显著低于互联网泡沫时期的估值。部分中小型科技股，尤其是尚未盈利的 AI 概念股，估值明显透支了未来的增长预期。一旦市场对 AI 技术的商业化进程产生疑虑，这些公司的股价可能面临大幅回调。此外，如果美联储降息不及预期，或地缘政治风险加剧，科技股的高估值也可能难以维系。另一方面，科技行业的盈利能力及其在全球经济中的核心地位也为高估值提供了一定的合理性。与 2000 年互联网泡沫时期不同的是，2024 年的科技公司并非依赖单一的概念炒作，存在较强的技术驱动的增长逻辑，高估值更多反映

了市场对未来技术周期的押注。与此同时，头部科技公司如英伟达、微软、苹果等，已经展现了极强的盈利能力和现金流创造能力。

## 二、宏观政策分析

美联储在 9 月议息会议大幅降息 50 个基点后，再次于 11 月和 12 月连续降息 25 个基点，但内部分歧愈加明显。

美联储在 11 月选择降息 25 个基点，主要是认为从年初的进展来看，随着通胀下降和劳动力市场降温，通胀上行风险已经减弱，就业下行风险有所增加，就业和通胀目标的风险大致平衡而利率仍处于限制性水平，再次降息 25 个基点是合适的。此外，关于市场担忧特朗普当选美国总统是否会影响美联储决策时，鲍威尔声称美联储的货币政策决议主要聚焦于当下，关于未来特朗普新政府将采取的措施及其影响，美联储“不猜测、不推测、不假设”，且考虑到未来经济和金融形势的不确定性，美联储不做前瞻性指引，但会按部就班地对特朗普新政及其影响进行建模并纳入到双重使命的框架中。

美联储内部分歧加大。

美联储在 12 月再次降息，但鲍威尔表示美联储从现在开始，将在降息决策上比之前更加谨慎。尽管美联储选择继续降息，但内部分歧明显加大，有 1 名官员投票反对，更有 4 位官员在点阵图中暗示不支持降息。此外，部分市场人士认为，由于会议前市场已经充分预计了本次降息，美联储可能不想制造一场“鹰派意外”，所以选择“鹰派降息”。展望 2025 年，美联储降息更具有不确定性，或在上半年根据就业和通胀走势择机降息 1-2 次；随着特朗普新政府对内减税和对外加征关税等措施开始实施，美联储可能被迫暂停降息，以进一步观察政策效果。

**美联储较大幅度修改 2024 年经济预测。**美联储将 2024 年经济增长预测大幅上修至 2.5%，将 2025 年经济增长预测上修至 2.1%；将 2024 年 PCE 和核心 PCE 通胀率分别上修至 2.4%和 2.8%，将 2025 年 PCE 和核心 PCE 通胀率均上修至 2.5%；将 2024 年底失业

率预测由 4.4% 下修至 4.2%，将 2025 年失业率预测由 4.4% 下修至 4.3%。

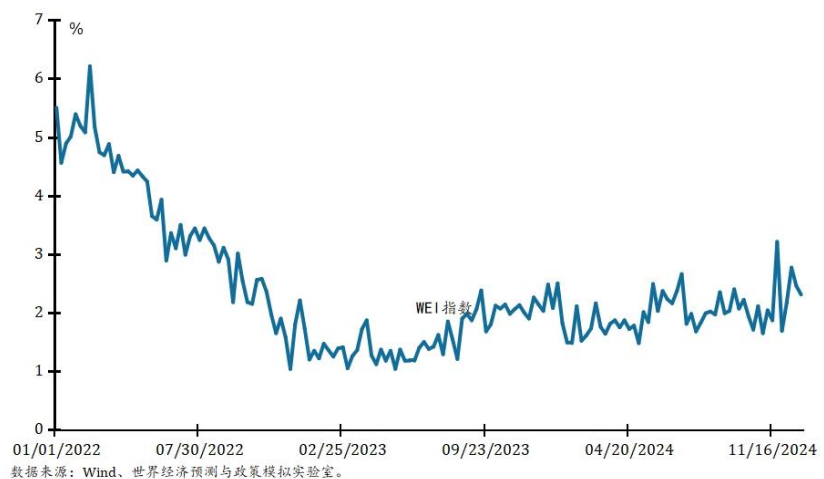
### 三、美国经济形势小结与展望

根据美国亚特兰大联储 GDPNow model 在 1 月 8 日的估计，预计美国 4 季度 GDP 环比折年率为 2.7%，略低于 3 季度的 3.1%。一方面，美国经济继续扩张，GDP 增长率仍显著高于潜在增速水平，但增速趋于放缓。另一方面，特朗普新政府的相关政策及其效果具有高度不确定性，可能会对美国经济产生显著扰动。综合来看，美国经济在维持韧性的同时，增速趋于放缓，且不确定性上升。

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 至 4 季度，WEI 中枢明显上移，这表明美国经济仍在继续扩张。

美国经济继续扩张。

图表 7 美国经济运行状况：高频数据



## 欧洲：经济活动依旧低迷

2024年第4季度，欧元区经济活动保持了较为低迷的态势。综合 PMI 震荡趋弱，季度均值再度进入收缩区间。其中，制造业收缩程度不断加深，服务业 PMI 在荣枯线附近徘徊，复苏动能较前三季度显著放缓。与此同时，受美国关税威胁、德法政治不稳定等因素的影响，欧元区企业和居民对未来经济前景的信心被削弱，居民消费支出和企业投资均表现疲弱。不过，欧元区劳动力市场表现稳定，失业率继续锚定在低位。通胀方面，欧元区通胀率在 9 月触及 1.7% 的低位后连续两个月上行，重新升至欧央行 2% 的目标水平之上，其中，服务价格展现出较强粘性，同比增速仍处于高位。即便如此，欧洲央行依旧选择在 12 月进行年内第四次降息。预计 2025 年第 1 季度欧元区经济将延续疲弱态势，GDP 环比增长率约在 0.1% 左右。

### 一、经济运行态势

**PMI 震荡趋弱。**4 季度，欧元区 20 国综合采购经理人指数（PMI）小幅波动，但整体保持了下降的态势，由 10 月的 50.0 降至 12 月的 49.5。从季度均值来看，该季度综合 PMI 的季度均值为 49.3，较前三季度的 50.3 下降了 1 个点，为连续第二个季度下滑。

分行业来看，区内制造业活动没有改善的迹象，继续处于萎靡之中。12 月欧元区制造业 PMI 为 45.1，较 11 月的 45.2 进一步下滑。该季度欧元区制造业 PMI 均值为 45.4，为年内的最低水平。服务业方面，受节假日的影响，欧元区 12 月服务业 PMI 由 11 月的 49.5 升至 51.4，重返荣枯线上方。不过，从季度均值来看，第 4 季度欧元区服务业 PMI 季度均值为 50.8，显著低于第 3 季度的 52.1。

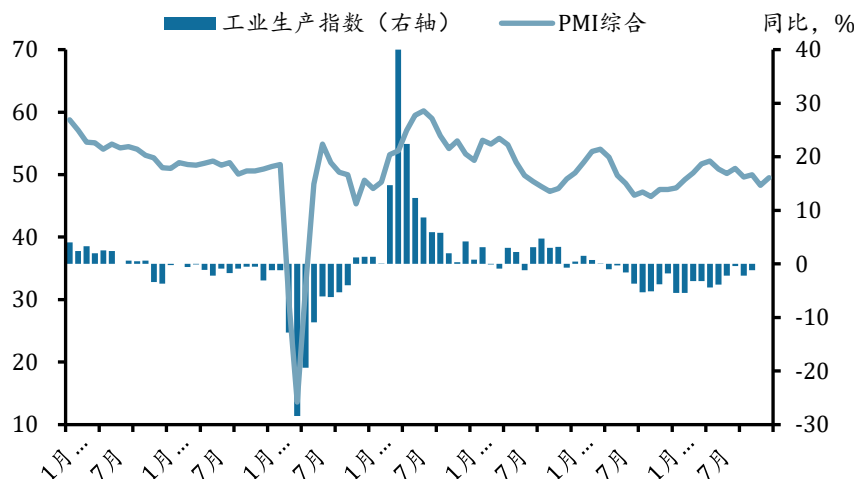
分国家来看，法国在享受了巴黎奥运会带来的增长红利之后，经济再度进入下行通道，12 月法国制造业 PMI 为 41.9，创 55 个月以来的新低，服务业 PMI 则在节假日的推动下由 11 月的 46.9 上升至 48.2，但仍处于收缩区间。德国的情况同样艰难。12 月，德国制造业 PMI 为 42.5，较 11 月的 43.0 小幅下滑，但得益于服务业 PMI 的改善，综合 PMI 由 11 月的 47.2 上升至 47.8。

### PMI 震荡趋弱

另一方面，西班牙经济活动在 2024 年结束时表现强劲，与欧元区其他国家形成鲜明对比。在公共投资加强、信贷增长改善、旅游业繁荣以及实际收入增长强劲的共同作用下，西班牙综合 PMI 在 12 月飙升至 56.8，大幅高于 11 月的 53.2。其中制造业 PMI 从 11 月的 53.1 升至 12 月的 53.3，连续第 11 个月高于荣枯线。出口订单的增长，以及关键市场如欧洲、北非的销售增长是导致西班牙制造业活动表现亮眼的主要原因。服务业则继续以强劲的速度增长，从 11 月的 53.1 跃升至 12 月的 57.3。

工业生产指数方面，10 月欧元区工业产出处于停滞状态，环比增长 0%，同比下降 1.2%。其中非耐用品行业的下降尤为明显，其产量环比下降了 2.3%；资本货物产量的增长幅度最大，环比增长了 1.7%，表明欧元区内的工业生产有可能开始触底。

图表 10 PMI 震荡趋弱



数据来源：欧央行、Markit；CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

通胀回升至目标上方。

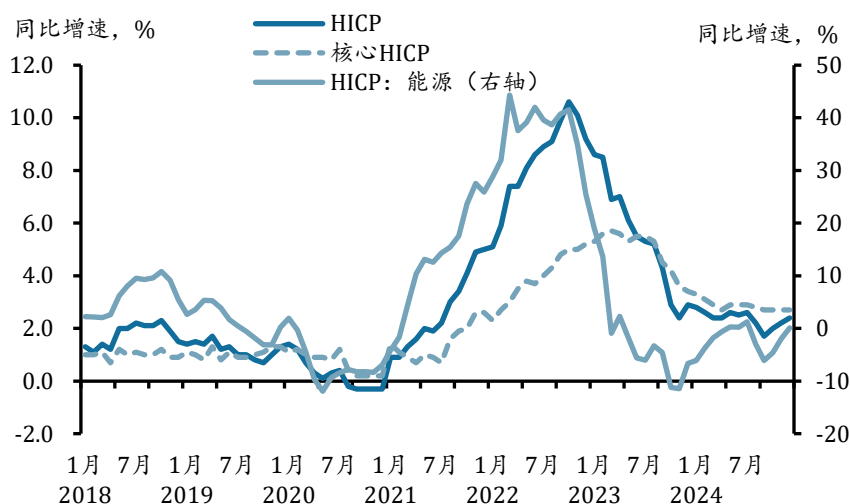
2024 年 12 月份欧元区消费者调和价格指数（Harmonised Indices of Consumer Prices, HICP）同比增长 2.4%，较前一个月的 2.2% 增加 0.2 个百分点，为连续第三个月上行。能源价格的波动导致包括德国和西班牙在内的欧元区主要经济体 11 月通胀率超过了目标。12 月欧元区能源价格分项由 11 月的 -2.0% 上行至 0.1%。



剔除波动较大的食品和能源价格后，12月欧元区核心HICP同比增速为2.7%，与前一个月持平。其中，服务业价格增速为4.0%，较11月的3.9%增加了0.1个百分点。核心商品（非能源工业产品）的价格增速由前一个月的0.6%下行至0.5%。可以看到，降低服务业通胀是未来欧元区核心通胀进一步走低的关键。

从国别来看，12月德国和西班牙的通胀率均为2.8%，双双较11月上行了0.4个百分点。法国和意大利通胀率保持在2%以下，前者由11月的1.7%上升至1.8%，后者由1.5%下行至1.4%。

图表 11 通胀回升至目标上方



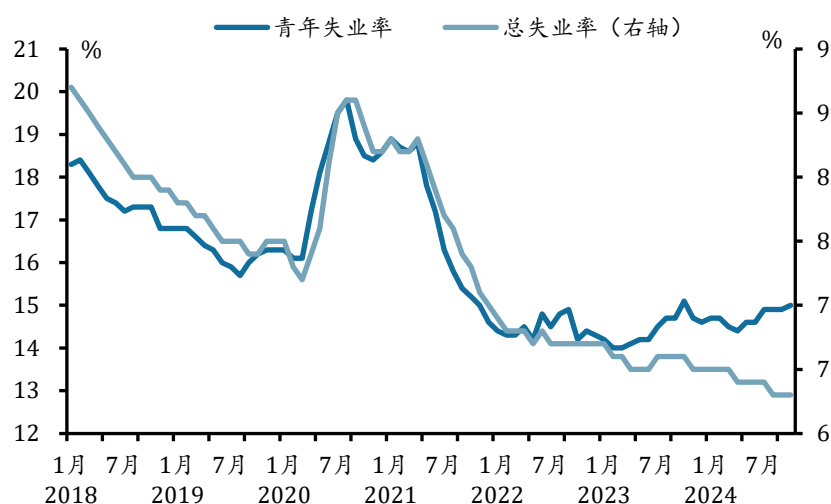
数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

失业率继续稳定在低位。

失业率继续稳定在低位。2024年10月欧元区20国经季节性调整后的失业率为6.3%，与9月持平，表明欧元区劳动力市场表现依旧良好。分国家来看，10月德国失业率为3.4%，连续第三个月保持在该水平，法国失业率上升了0.1个百分点来到7.6%，意大利失业率下降了0.2个百分点至5.8%，西班牙失业率与前一个月持平，为11.2%。

2024年10月欧元区20国青年失业率为15%，较9月上升了0.1个百分点。10月欧元区青年失业人数为242.7万，比前一个月增加了3.5万人，较2023年同期增加了2.2万人。

图表 12 失业率继续稳定在低位



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

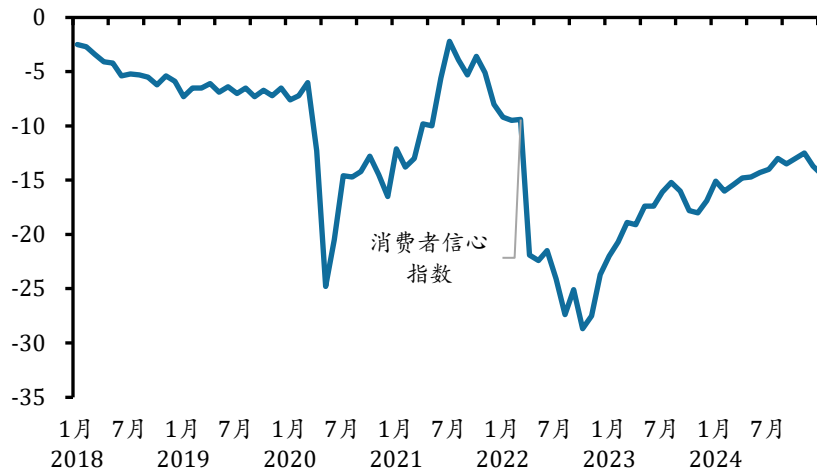
## 二、支出法 GDP 分解

**消费者信心持续下滑。**4 季度，受经济复苏乏力的影响，欧元区消费者信心持续下滑。12 月欧元区消费者信心指数为-14.5，较 11 月的-13.7 下行了 0.8 个点。分国别来看，德国消费者信心小幅回升，2025 年 1 月 GFK 消费者信心先行指数为-21.3，高于 2024 年 12 月的-23.1，但仍然远远落后于全球大流行之后和俄乌冲突之前的水平。法国方面，2024 年 11 月法国 Insee 综合消费者信心指数从 10 月的 93 下行至 90。其中，居民对未来生活水平的看法急剧下降，从-43 降至-51，对失业的担忧急剧增加，上涨了 9 个点至 42，达到了自 2021 年 5 月起的最高水平。

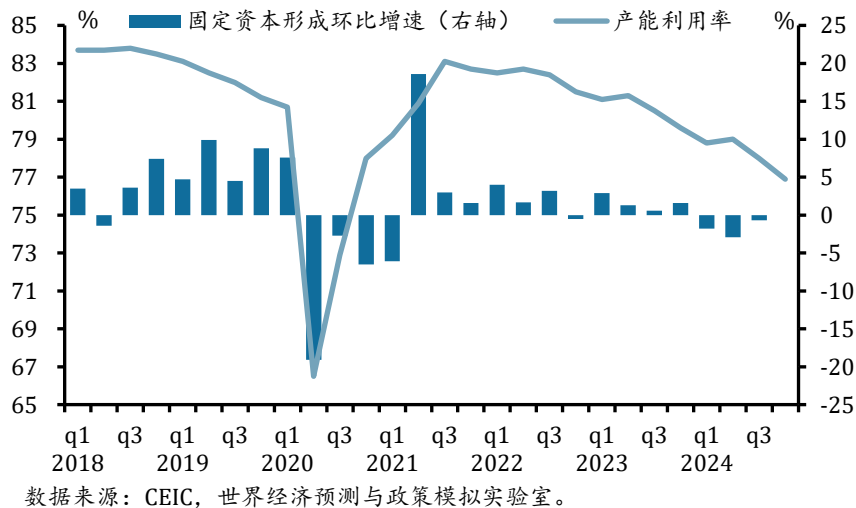
就欧元区的零售状况而言，2024 年 10 月，欧元区经季节与工作日调整后的零售规模环比下降了 0.5%。其中，食品、饮料和烟草的零售规模环比增长了 0.1%，非食品类产品环比下降了 0.9%，汽车燃料类产品环比下降了 0.3%。

消费者信心持续下滑。

图表 13 消费者信心持续下滑



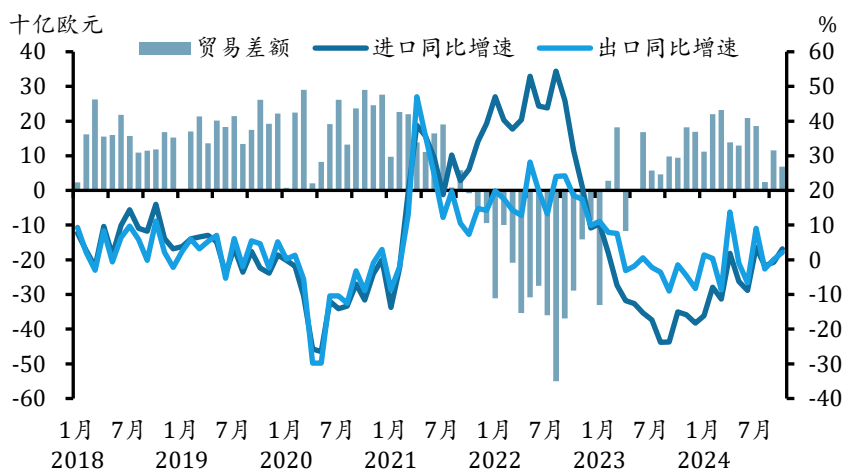
图表 14 企业投资波动



### 企业投资收缩

**企业投资收缩。**2024 年 3 季度，欧元区固定资本投资环比下降 0.7%，同比上升 2.0%。然而，剔除爱尔兰无形资本投资波动后，3 季度欧元区固定资本投资环比下降了 1.1%。根据欧盟委员会的调查，企业削减资本品投资的趋势将延续至 2024 年第 4 季度，需求疲弱、地缘政治不确定性、贸易关税等因素都在抑制着区内的企业投资。与此同时，欧元区企业破产率持续攀升，2024 年第 3 季度企业破产率较 2019 年同期水平增长了 23%。

图表 15 贸易顺差收缩



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

### 贸易顺差收缩

**贸易顺差收缩。**2024年10月，欧元区20个国家与全球其他地区的货物贸易顺差为68亿欧元，较前一个月116亿欧元的顺差显著收缩。这一收缩主要源于化学及相关产品顺差的下降（由217亿欧元降至192亿欧元），机械和汽车产品顺差的下降（由134亿欧元降至119亿欧元），以及能源产品逆差的增长（由221亿欧元增长至255亿欧元）。

从进出口规模来看，欧元区10月对非欧盟国家的出口规模为2540亿欧元，同比增长2.1%；进口规模为2472亿欧元，同比增长3.2%。10月欧元区内部的货物贸易的规模为2292亿欧元，同比增长2.2%。

### 三、政策走势

#### 欧央行第四次降息。

**欧央行第四次降息。**2024年12月12日，欧洲央行宣布降息25个基点，存款机制利率、主要再融资利率和边际借贷利率将分别从3.25%、3.40%和3.65%降至3.00%、3.15%和3.40%，这是欧洲央行在2024年的第四次降息。

欧洲央行当天发布的新闻公报说，管理委员会决心确保欧元区通胀持续稳定在2%的中期目标附近。与此同时，欧洲央行预计今明两年欧元区通胀率分别为2.4%和2.1%，均较此前预期下调了

0.1 个百分点，预计今明两年经济增速为 0.7% 和 1.1%，较此前预期分别下调 0.1 和 0.2 个百分点。

市场普遍认为，欧洲央行删除“保持政策利率足够紧缩”的说法为未来降息敞开了大门，到明年 7 月，存款机制利率预计将降至 1.75%。

#### 波兰接任欧盟轮值主席国。

**波兰接任欧盟轮值主席国。**2025 年 1 月 1 日，波兰接替匈牙利担任欧盟理事会轮值主席国。这是波兰入盟后第二次担任欧盟轮值主席国，恰逢欧盟面临一系列内外挑战，如法德两国政局不稳、俄乌冲突延宕、中东局势持续升级和特朗普政府即将上台等。波兰承诺将积极主动地担任欧盟轮值主席国，并调整欧盟的一些优先事项——寻求加强欧洲团结、巩固欧洲战略自主权、加大对能源领域的战略投资和推动欧盟国防工业现代化。相对于刚刚结束轮值主席国任期的匈牙利，波兰在欧盟的优先事项和目标发生了很大变化。波兰总理图斯克表示，欧盟可能面临俄乌冲突的转折点，波兰的欧盟轮值主席国任期将以广泛的安全为标志。波兰计划专注于所有层面的安全，包括信息、经济、能源、食品和健康安全等。在波兰任期内，国防、能源和经济安全将成为欧盟议程的重中之重。

#### 四、经济形势展望

#### 年初经济活动将继续低迷。

**年初经济活动将继续低迷。**从 2024 年第 4 季度的一系列指标来看，欧元区经济依旧保持了疲弱的态势，制造业继续处于深度收缩的状态，服务业活动在假日作用的推动下小幅改善，但也未能摆脱停滞。与此同时，受特朗普关税威胁、德法政治不稳定等因素的影响，企业和居民对未来经济前景的信心下滑，区内消费和投资短期内恐难以出现较大改善。西班牙是为数不多的增长势头强劲的欧元区经济体之一，其服务业几乎自 2023 年底以来一直处于扩张区间，并有望在 2025 年保持这一态势。

展望未来，欧元区经济在 2025 年初大概率将延续 2024 年底的状态，制造业所处的困境在短期内依旧是欧元区经济增长的主要拖累。预计 2025 年第 1 季度欧元区经济环比增长率约在 0.1% 左右，同时，随着欧洲央行降息效果的逐步显现，下半年实际 GDP 环比增长率将有望回升至 0.4% 左右。通胀方面，欧元区内服务业价格的压力仍然存在，短期内通胀或将继续保持在欧洲央行 2% 的目标之上。

## 日本：有所降温

进入第四季度，日本经济整体较第三季度有所回落。制造业 PMI 整体下跌，服务业 PMI 的水平也整体低于第三季度。“春斗”之后，日本民众收入同比增速继续为正，但消费依然没有起色。投资状况则相对较好。对外贸易方面，日本商品贸易的逆差有所收窄，——出口金额同比增速较快。日本央行在第四季度保持按兵不动，利率政策不变，但有明显的缩表动作。金融市场方面，股市窄幅震荡，日元对美元汇率显著下跌，日本 10 年期国债收益率上行。预计日本宏观经济能继续保持稳定运行的状态，但受制于消费和物价，超预期走强的概率不高。

### 一、第四季度日本国内宏观经济边际小幅回落

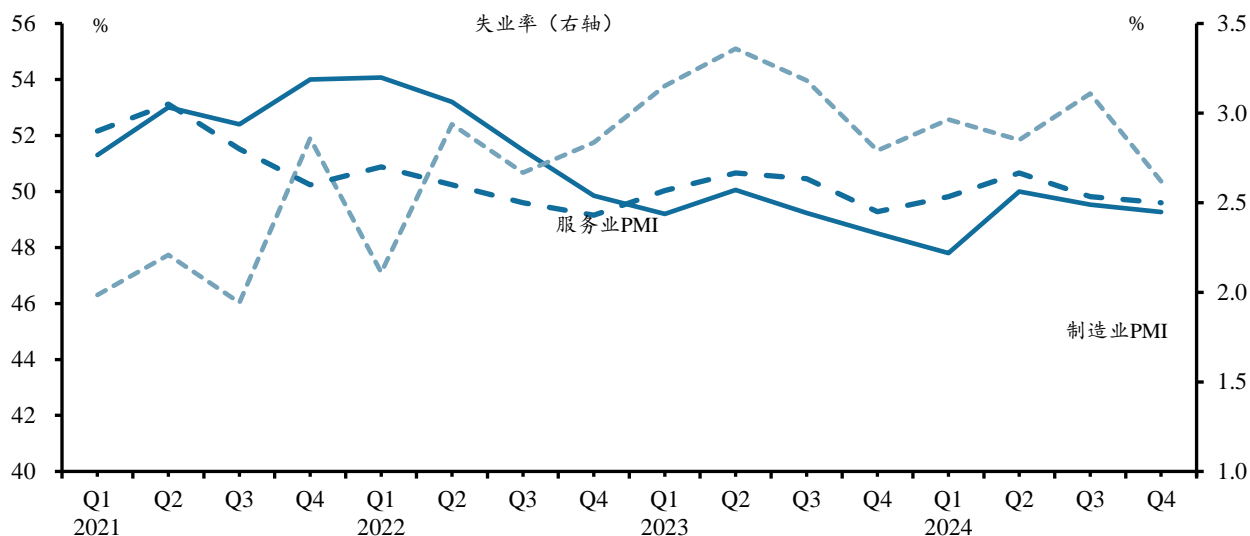
2024 年第四季度，日本经济呈现出探底后企稳回升的走势。10 月到 12 月，日本制造业 PMI 分别为 49.2、49.0 和 49.6。整体水平较第三季度的 49.5 有所下行，尤其是 11 月达到 49.0 的低位。日本的服务业 PMI 同样表现不佳。10 月到 12 月，日本服务业 PMI 分别为 49.7、50.5 和 50.9。而第三季度 3 个月服务业 PMI 的均值为 53.5。2022 年 8 月后，除去 2024 年 6 月，日本服务业 PMI 一直处在扩张区间。

#### 2024 年第四季度日本经济有所降温。

根据日本内阁府公布的日本 GDP 数据，日本 GDP 在第三季度实现了 0.3% 的环比增速，即环比折年率为 1.2%。这一增速强于第一次统计时的 0.2% 环比增速。但是，由于前两个季度日本经济表现较差，同比增速均为 -0.9%，所以即便第三季度同比增速转正为 0.5%，根据第四季度日本制造业和服务业 PMI 情况，也基本可以判断出日本经济 2024 年整体状况应弱于 2023 年。

日本就业情况较为稳定，10 月和 11 月的失业率均为 2.5%，整体情况良好。

图表 16 PMI 有所反弹，就业稳定



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。

日本民众的收入同比增速继续为正。其中，10月份日本二人以上家庭名义收入和实际收入的同比增速分别为 3.7%和 1.1%。此外，8月和9月，名义收入同比增速分别为 5.6%和 1.3%；实际收入同比增速分别为 2.0%和-1.6%。

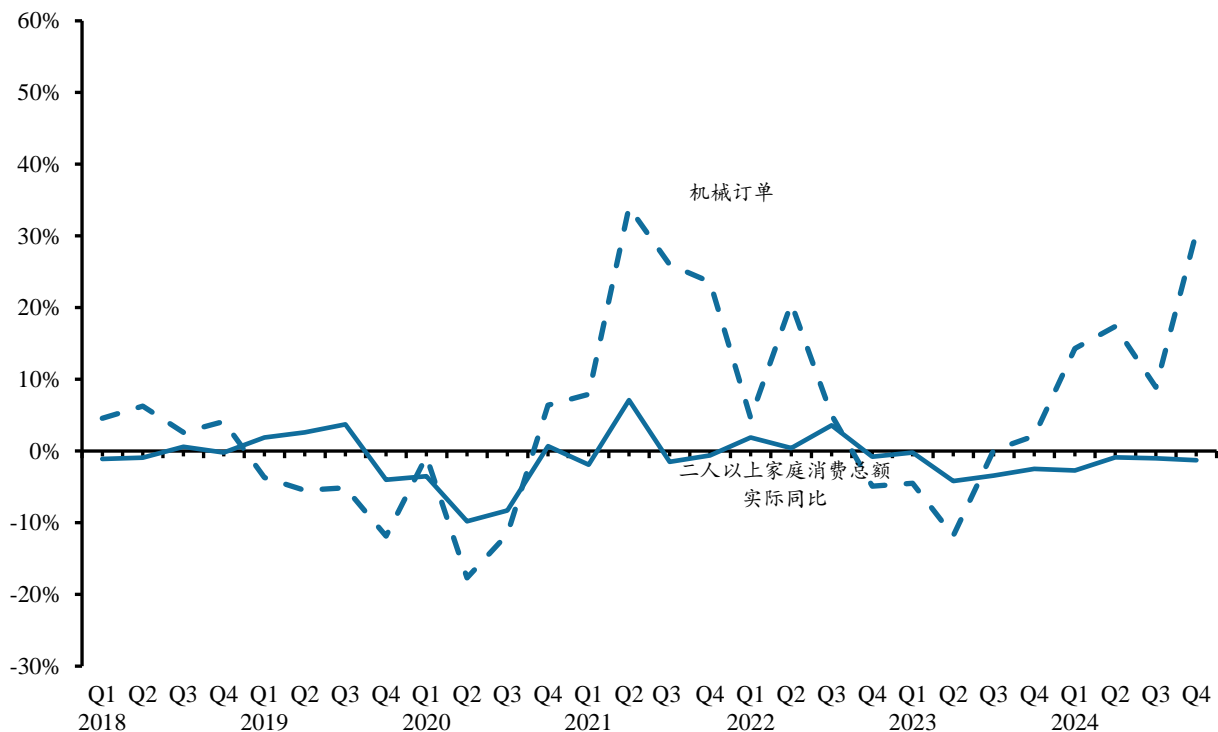
消费疲软。机械订单表现依旧良好。

尽管日本民众的收入有所增加，但是消费状况依然不尽如人意，这一状况从“春斗”后一直延续到第四季度的 10 月。10 月份，日本二人以上家庭的实际消费支出同比增速为-1.3%，名义增速为 1.3%。各分项都呈现出同比萎缩的情况，其中“教育”消费同比减少 14.0%，“寝具·服装类”的实际消费同比减少 13.7%，“居住”消费同比减少 10.7%。只有“光热·水”的消费呈现出同比上升，实际消费较前一年同比增长 8.0%。在“光热·水”中增长较多的是“电费”和“燃气费”，实际同比增速分别为 16.3%和 4.9%；日本民众对二者的名义消费金额增速为 20.9%和 8.6%。名义消费金额同比增速和实际消费金额增速均为正，说明日本民众对电费和燃气费的上涨开始变得“接受”，而对电费和燃气费名义与实际支出的增加，无疑会对其他消费项目进行一定程度挤出。



机械订单方面，10月份数据继续维持较好的景气度，但8月和9月的表现较为一般。10月，机械订单金额同比增长30.5%。其中，私人部门需求增长19.0%。但是，如果除去“船舶和电力”设备，增速则只有5.6%。私人部门中，制造业机械订单的需求同比增速为7.6%，非制造业为3.7%。公共部门的机械订单需求金额同比增加188.0%，始终保持高速增长。外需的机械订单需求同比增长8.9%，继续维持增长势头。总体而言，日本的投资需要强于消费需求。

图表 17 消费实际同比增速依然为负，机械订单金额同比增速保持在高位保持



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Q4消费、机械订单总额同比为2024年10月数据。

出口增加，逆差缩窄。

2024年10月，日本出口商品金额为9.43万亿日元，较2023年同期增加3.1%。进口商品金额9.90万亿日元，同比增加0.5%。10月日本商品贸易逆差0.47万亿日元，较前一年的0.70万亿日元有所收窄。11月，日本出口商品金额为9.15万亿日元，同比增长3.8%，进口商品金额9.26万亿日元，同比减少3.8%。贸易逆差为

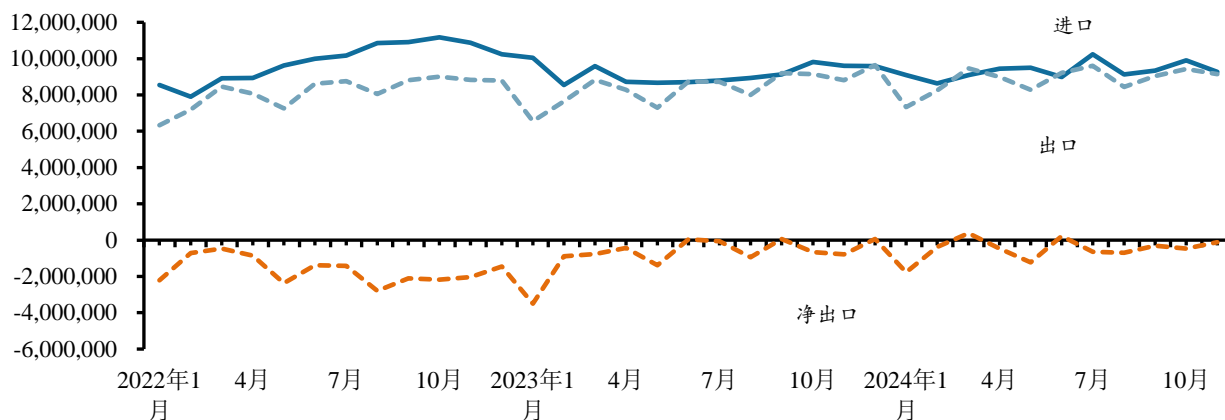
0.11 万亿日元，相比于 2023 年同期减少 86.5%。10 月和 11 月，日本的贸易逆差状况显著好转。

10 月，日本出口产品中，增速最高的是“半导体等制造装置”、“医药品”和“照相·电影耗材”，同比增速分别为 42.6%、34.3%和 17.0%。出口降速最大的项目为“航空器类”、“矿物性燃料”和“录像机”，同比增速分别为“-53.9%”、“-39.2%”和“-22.6%”。在出口商品的绝对金额方面，“汽车”依然是第一大出口商品，金额为 1.6 万亿日元，占到出口商品金额的 17.25。不过日本的汽车出口也面临一定压力，同比增速为-0.9%。

11 月，日本出口商品中，增速最高的依然是“半导体等制造装置”、“食品”和“废铁金属”，增速分别为 32.1%、21.5%和 14.7%。出口降速最大的是“航空类机械”、“影像·影像机械零部件”和“纤维机械”，同比增速分别为“-33.0%”、“-21.1%”和“-18.0%”。金额最多的“汽车”，出口增速为“-5.2%”。

以上可以看出，日本在“半导体等制造设备”出口增速继续保持高速增长。从出口的国别数据可以看出，“半导体等制造业设备”主要出口到中国。10 月和 11 月，出口到中国的“半导体等制造设备”金额分别为 1840 亿日元和 1641 亿日元，同比增速分别为“11.0%”和“9.9%”。10 月日本对中国出口的“半导体等制造设备”的金额占该项总额的 45.1%和 43.8%。排名第二的出口国家为美国，10 月和 11 月的出口金额分别为 576 亿美元和 420 亿美元，显著低于中国。

图表 18 2024 年第四季度日本商品贸易逆差缩窄



数据来源：日本财务省，世界经济预测与政策模拟实验室。

## 二、日本央行货币金融政策保持不变，但缩表明显

货币金融政策继续  
保持不变，但日银显  
著缩表。

10 月到 12 月，日本银行共计召开了两次货币金融政策会议，相较于 9 月份，货币政策没有进行显著调整，依然将无担保隔夜拆借利率的目标锁定在 0.25%。不过，需要注意的是，在 12 月的会议上，有委员对此提出反对票，认为应该将利率提升到 0.5%。

资产负债表方面，第四季度日本银行实现了显著的“缩表”。9 月末，日本银行保有的资产总额为 7.53 万亿日元，12 月末为 7.48 万亿日元，四季度减少 568 亿日元。保有资产金额减少较多的是“公司债”（-72.8 亿日元）、长期国债（-440 亿日元）和短期国债（-174 亿日元）。增加较多的资产是“贷款”（156 亿日元）。

CPI 同比增速出现  
上升，主要是能源  
和食品相关项目带  
动。

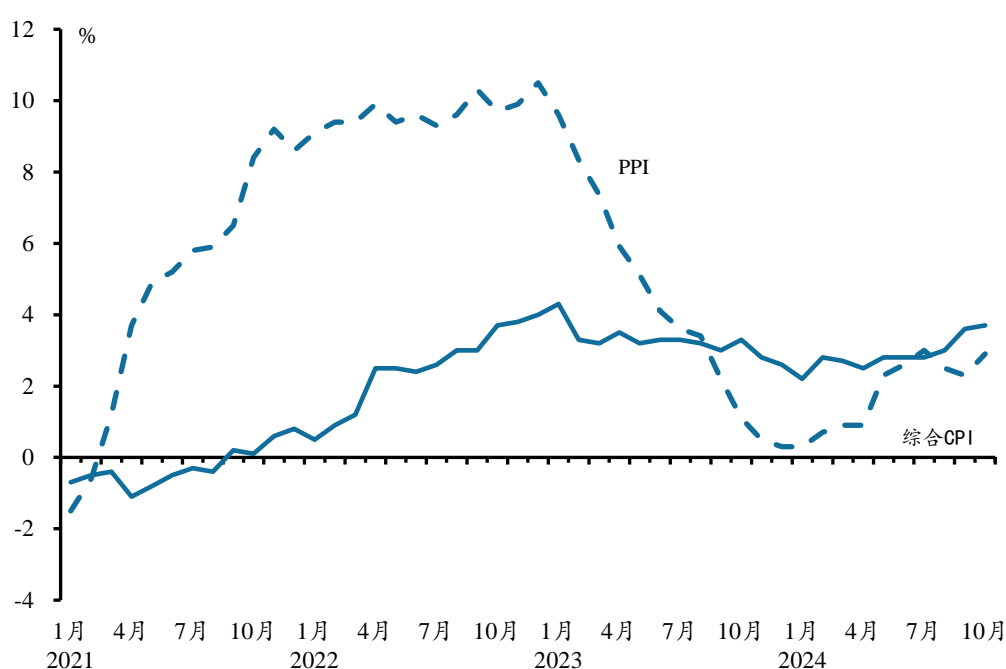
2024 年第四季度，尤其是 11 月，日本物价同比增速出现明显上升。10 月和 11 月，日本 CPI 同比增速分别为 2.3% 和 2.9%。除去生鲜食品的 CPI 同比增速为 2.7%，除去能源和食品的 CPI 的同比增速为 2.4%。

在 11 月的物价涨幅中，“食品”价格涨幅尤为显著，同比涨幅达到 4.8%。其中，“生鲜食品”涨幅高达 8.7%。在 CPI 同比涨幅 2.9% 中，有 1.38 个百分点是由“食品”价格上涨贡献。在“食品”项目中，涨幅较大的是“谷物”和“生鲜蔬菜”，“谷物”中涨幅明显的是“粳米”，“生鲜蔬菜”中涨幅明显的是“卷心菜”，同比价格涨幅分别达到 64.7% 和 61.0%。在“居住”项目中，“电费”和

“天然气费”上涨明显，同比涨幅分别为 9.9%和 5.6%。此外，“教养娱乐”的价格上涨也较大，为 5.6%。其中，“出国旅行团”的价格大涨 80.8%。

PPI 方面，10 月和 11 月制造业 PMI 同比增速分别为 3.6%和 3.7%，涨速较第三季度明显增快。11 月，涨速较快的是“农林水产品”、“非铁金属”和“电力·天然气·水”，涨幅分别为 31.0%、14.7%和 9.2%。

图表 19 CPI 和 PPI 均显著反弹



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、股市横盘震荡，汇率下跌

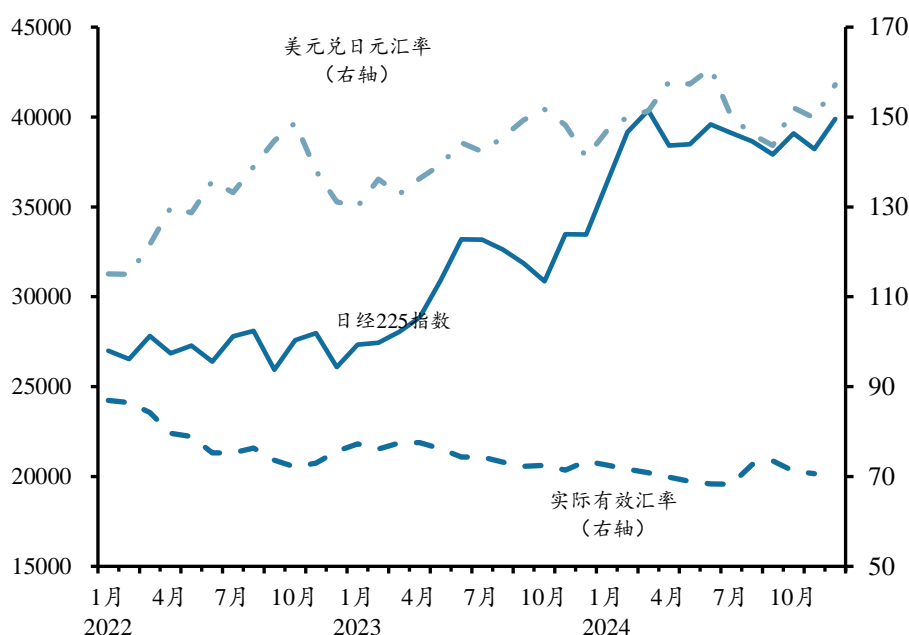
股市横盘震荡，汇率下跌。

第四季度，日本金融市场趋势明朗，日元对美元汇率呈现出趋势性贬值的态势，日本股市横盘震荡后有向上突破态势，日本 10 年期国债收益率呈现出上行的态势。

第四季度，东京日经 225 指数上涨 5.21%，在整个季度中，波动幅度较小，最低点为 37651 点，最高点为 40398 点，整体在 38000 点到 39500 点附近波动。但年末指数呈现出向上突破的态势。日元

对美元汇率在第四季度呈现跌势，跌幅达到 9.44%，逼近前期 161.96 的低点。在此期间，美国宏观数据企稳，通胀预期上升，美联储降息预期减弱，美国 10 年期国债收益率走强，是日元对美元汇率走弱的重要原因。实际有效汇率方面，日元在第四季度也呈现出下跌的态势。9 月，日元的实际有效汇率和名义有效汇率为 73.49，10 月和 11 月，日元的实际有效汇率下降为 71.23 和 70.65。

图表 20 日本股市整体震荡，日元兑美元贬值



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指数为月度最后一个交易日值。

### 日本 10 年期国债收益率上升。

日本 10 年期国债收益率在第四季度呈现出明显的上升走势，9 月 30 日，日本 10 年期国债收益率为 0.855%，12 月 31 日，日本 10 年期国债收益率上升到 1.082%。日本央行在货币政策方面的非鸽派态度，是日本 10 年期国债收益率有上行的重要原因。

图表 21 10 年期国债利率下降后反弹



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

日本经济在第四季度整体运行平稳，但并不突出。结合 2024 年前三个季度的经济走势，日本经济在 2024 年的增速应明显低于 2023 年。

目前，日本的消费状况依然不乐观，私人部门消费未来可能也仍将是制约日本经济的重要因素。由于物价增速有再度抬头的可能性，预计日本银行的货币金融政策较难超预期偏“鸽”。但又由于日本经济又并非强劲，所以日本银行目前的处境较为敏感。以前情况看，日本经济颇有“滞涨”的意味。

预计 2025 年第一季度，在没有黑天鹅的前提下，日本经济仍将以较为平稳的状态运行。

## 东盟韩国：增速放缓

作为 2024 年最后一季的季度报告，本报告对 2024 年全年东盟六国和韩国的经济增长进行了回顾。2024 年，预计东盟六国经济体增长较上年有所回升。2024 年，全球通货膨胀下降，区内通胀压力也有所缓解，但是部分国家呈现价格粘性；外需和贸易政策使得经常账户出现分化；区内货币大幅震荡，对美元总体呈现贬值态势。展望 2025 年，由于东盟六国和韩国在 2024 年下半年经济景气程度出现回落，该趋势有望延续至 2025 年。通胀水平下行、稳健的内需、刺激性的财政政策、电子行业外需增长和区域内贸易协定带动，都将带动 2025 年区内经济体增长态势继续保持；但是 2025 年也面临诸多消极因素，其中值得警惕的是美国贸易保护政策和货币政策不确定性。

### 一、区内主要经济体的经济增长回升

**2024 年，预计东盟六国的增长较上年有所回升。**

2024 年，预计东盟六国的增长较上年均有所上升。根据国际货币基金组织 2024 年 10 月的预测数据，区内经济体 2024 年的经济增速预计较 2023 年有所回升。这些经济体的经济增长得以改善的原因包括：一是区域多数国家通货膨胀持续下行，对私人消费和企业投资形成较好支撑，如菲律宾、新加坡等私人支出上涨较快，有助于维持经济增长；二是国际旅游业的蓬勃发展，特别是中国出境旅游加快步伐，前往马来西亚、新加坡和泰国的中国游客数量增速迅猛，均超过 2019 年水平；2024 年东盟国家整体旅游收入基本恢复至疫情前水平，仍有持续扩张的空间；旅游业的持续复苏带动区内国家国内零售贸易大幅上涨，也使得服务出口持续向好，同比增长了约 8.4%；三是人工智能（AI）推动的全球半导体行业上升周期继续支持该区域的出口，全球供应链中断风险的缓解以及全球需求的回暖都使得区内国家出口大幅上涨，如韩国、越南和马来西亚。四是各国政府采取了一系列政策措施来支持经济增长，整体对区域内国家经济增长和房地产市场稳定起到支撑作用。

**越南和新加坡经济超预期增长。**

**越南和新加坡经济超预期增长。**根据 wind 数据库，2024 年 4 季度越南 GDP 增速为 7.09%，全年 GDP 平均增速为 6.5%，超过

IMF10 月份 6.1%的预测。美国经济韧性带动越南连续 10 个月保持出口同比增速为正；出口带动工业增长强劲，第四季制造业产出较去年同期增长 9.83%。2024 年第四季度新加坡经济增速 4.3%，全年平均增速为 4%，超出新加坡贸工部 11 月预估的 3.5%，远超出 IMF10 月份 2.6%的预测。新加制造业 PMI 全年处于景气区间，占制造业产值近半的电子业采购经理指数连续 9 个月高于整体指数。外部需求叠加全球电子产品需求持续复苏，推动新加坡制造业和面向外需的批发贸易等服务业增长。

图表 22 东盟和韩国经济增长率

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
印度尼西亚	-2.1	3.7	5.3	5.0	5.0	5.1
马来西亚	-5.5	3.3	8.9	3.6	4.8	4.4
菲律宾	-9.5	5.7	7.6	5.5	5.8	6.1
新加坡	-3.9	9.7	3.8	1.1	4.0	3.5
泰国	-6.1	1.6	2.5	1.9	2.8	3.0
越南	2.9	2.6	8.1	5.0	6.5	6.1
韩国	-0.7	4.6	2.7	1.4	2.1	1.8

资料来源：国际货币基金组织（IMF）《世界经济展望》数据库（2023 年 10 月）和 wind 数据库

## 二、通货膨胀压力有所缓解

2024 年，全球通货膨胀水平下行，东盟和韩国地区通胀压力也有所缓解。预计 2024 年区内所有经济体的通胀水平低于世界平均水平（4.6%）；比较 2024 年和 2023 年的通胀水平，除越南外，区内其他国家通胀水平均有所下降；菲律宾和新加坡的下降幅度较大，多数国家下降幅度超过世界平均幅度。

2024 年，全球通货膨胀水平下行，区内通胀压力也有所缓解。

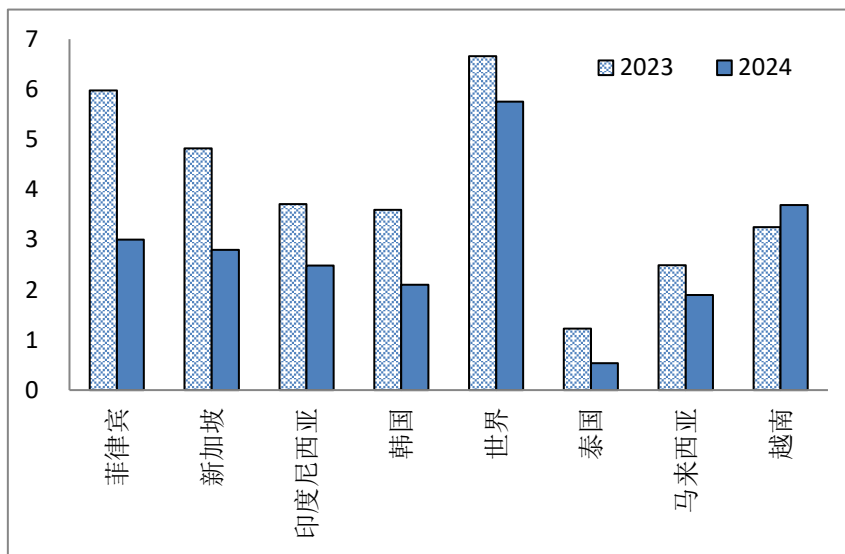
区内通货膨胀水平下行主要原因有食品等大宗商品价格下降、货币政策收紧造成国内需求放缓、全球供应链的改善。一是 2023 年极端天气下以主粮大米为代表的食品价格的上涨，是亚洲地区出现通货膨胀粘性的主要原因；2024 年食品价格的下行带动区域整体通货膨胀下行，比如菲律宾等；二是高利率水平下国内需求下降是引致通货膨胀水平下行的另一重要因素，尽管菲律宾、印尼已经开始降息，但整体仍处于货币紧缩区间，这大大抑制了区内消费和



投资；三是全球供应链中断问题的缓解和区域生产网络的深度融合也推动通货膨胀下行。

越南通货膨胀水平仍然上升，显示价格粘性。2024 年第二季度随着国际游客的大幅流入，越南交通行业通货膨胀水平有所提升；此外，房地产企稳下住房和建筑材料行业的物价水平的上升，是越南通货膨胀粘性的主要推动力。

图表 23 区内经济体通货膨胀水平下行



资料来源：国际货币基金组织（IMF）《世界经济展望》数据库（2023 年 10 月）和 wind 数据库；

注：2023 年数据来自 IMF，2024 年数据来自 wind 数据库

### 三、经常账户出现分化

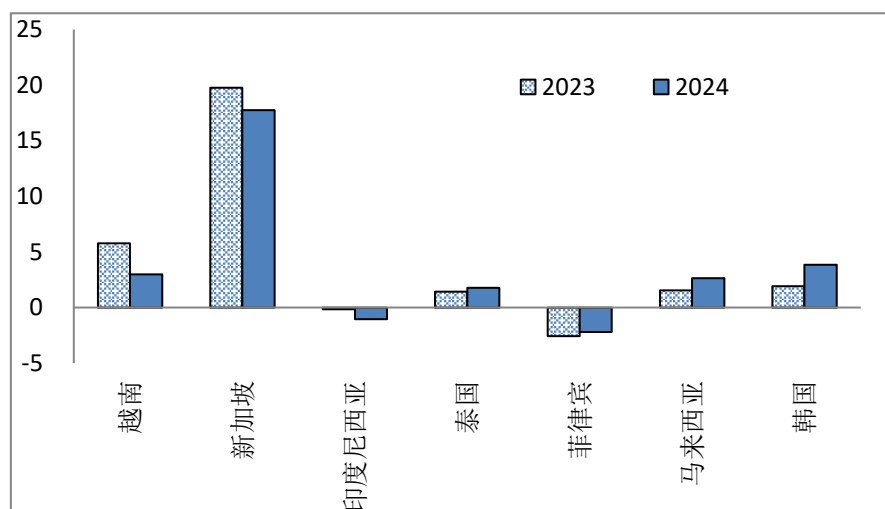
#### 2024 年区内国家经常账户调整出现分化。

2024 年区内经常账户调整出现分化。经常账户占比 GDP 略有下降的国家有越南、新加坡和印度尼西亚。商品出口下滑是越南经常账户恶化的主要原因，美国持续关注对越南贸易逆差，实施相应贸易保护政策，也逐步降低了越南的出口规模；服务贸易进口的增加是新加坡经常账户恶化的原因；根据 EIU 国别报告，新加坡服务进口预计从 2023 年的 295.5 亿美元增加到 2024 年的 304.8 亿美元，主要用于增加旅游、金融、教育和医疗相关的设施和服务，以提升本国服务业竞争力。

经常账户改善国有韩国、马来西亚、菲律宾和泰国。韩国服务出口增速快于进口增速，叠加来自国外投资的利润和分红收入净汇

入，都使得韩国经常账户盈余占 GDP 的比值从 1.9% 上升至 3.9%，提升了 2 个百分点。全球电子行业需求逐渐恢复带动出口强劲增长、国际游客恢复至疫情前水平，服务贸易赤字的收窄以及积极参与区域贸易协议，带动马来西亚经常账户不断改善。

图表 24 区内经济体经常账户分化



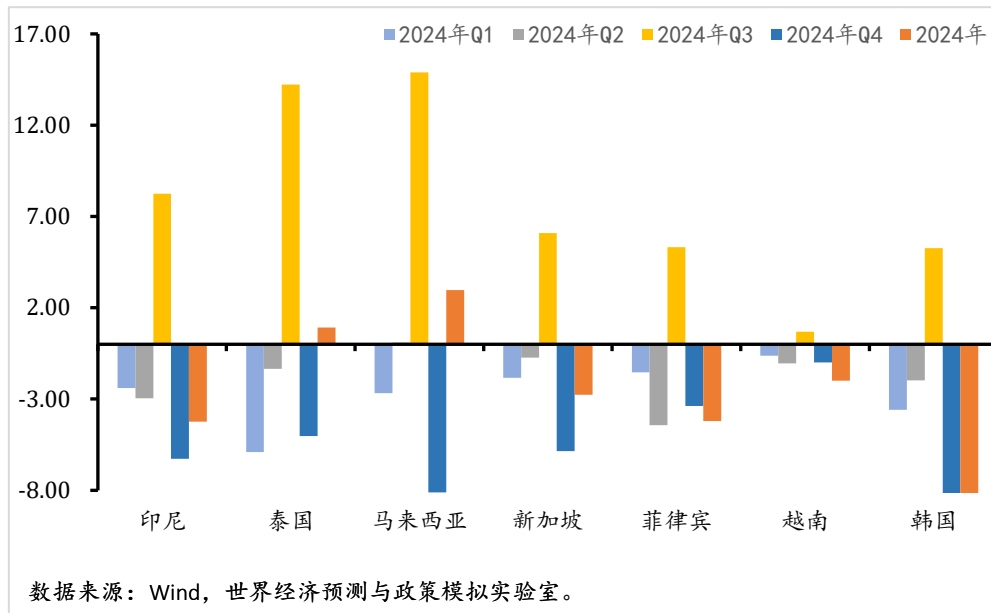
资料来源：国际货币基金组织（IMF）《世界经济展望》数据库（2023 年 10 月）

#### 四、货币总体贬值，韩元贬值幅度最大

2024 年，区内货币对美元大幅震荡，总体呈现贬值态势。

2024 年，区内货币对美元大幅震荡，总体呈现贬值态势。区内货币受美元指数走势影响较大；美元指数在美联储货币政策宽松的预期及进程中呈现相对弱势，使得区域内货币 3 季度大幅升值；其余多数时间里，美元指数的相对强势使得区内货币均面临较大贬值压力。年内贬值幅度最大的是韩国货币，全年贬值幅度高达 11.7%，其次是菲律宾和印尼货币，贬值幅度均为 4.2%。得益于 3 季度的大幅升值，马来西亚吉特和泰铢年内总体呈现升值态势，分别升值 3.0% 和 0.9%。

图表 25 区内货币在 2024 年总体贬值



资料来源：CEIC。

### 戒严令事件引发韩国政坛持续动荡。

2024年12月3日晚，韩国尹锡悦总统宣布实行“紧急戒严”，随后韩国戒严司令部发布一号戒严令。4日凌晨，韩国国会会议全票通过废除总统戒严令的决议。韩国戒严令从总统宣布到国会解除，历时不足6小时。4号下午，韩国政坛六大在野党联合发起对总统的弹劾议案。14日韩国国会以压倒性多数通过了对总统尹锡悦的弹劾动议案，尹锡悦的总统职务立即被暂停，国务总理韩德洙开始代理总统职务。27日，因为拒绝任命共同民主党提议的3名法官，代总统韩德洙被弹劾，韩国副总理崔相穆任代总统。30日，代总统崔相穆被警方立案调查，指控其涉嫌谋划参与和协助实施内乱、滥用职权、渎职及违反《国家情报院法》等行为。31日，韩国法院批准尹锡悦逮捕令。

戒严令事件反映了韩国政坛朝野斗争日趋激烈，也表明两党在与主要大国关系和朝韩摩擦等方面的严重分歧难以协调。后续的弹劾风波也反映了朝野之间、政客彼此缺乏信任。戒严令事件似乎打开了韩国政坛的“潘多拉魔盒”，将韩国的朝野恶斗推向全新高潮；韩国政坛的持续动荡在短期严重冲击韩国金融市场和韩国经济，在长期也将对韩国经济带来负面影响，严重时或将激化地区紧张局势。

### 政坛动荡引发韩国 金融市场持续下 行。

政坛动荡引发韩国金融市场持续下行。戒严令事件迅速冲击韩国金融市场。12月4日当天，外汇市场上韩元兑美元汇率快速下跌，一度跌至1446韩元兑换1美元，为15年以来的最低位；最终以1410韩元兑1美元收盘，当日跌幅为0.5%。股票市场方面，韩国ETF（EWY）美股盘前跌幅超过1.8%，韩国综合指数当日下跌1.4%。为应对戒严令事件对金融市场的不利冲击，4日凌晨，韩国企划财政部长、央行行长和金融监管机构官员发表联合声明称，将采取一切可能的措施稳定金融和外汇市场，包括提供无限流动性；4日上午，韩国金融稳定委员会提出10万亿韩元的股市稳定基金随时投入运行。韩国政坛的持续动荡使得金融市场持续下行。截止12月31日，韩元汇率跌至1472.5，较戒严令前贬值了4.7%；韩国股市从3日的2500点下跌至23499.99点，下跌幅度为4%。

### 在美元强势和国际 资金持续流出的背 景下，韩国金融市 场下行将持续一段 时间。

在美元强势和国际资金持续流出的背景下，韩国金融市场下行将持续一段时间。3季度美元指数持续上涨，给整个亚洲货币市场带来较大贬值压力。截止12月31日，美元指数相对9月底升值了7.4%，同期韩元贬值幅度为11.2%，超过东盟货币贬值幅度。11月14日，韩元对美元汇率日前失守1400，韩国央行紧急宣布采取“口头干预”措施；戒严令事件后，韩国央行也表示将密切监控汇率波动，不过对具体的干预措施保持低调；12月25日，再次如果承诺有必要，将在适当的时候实施市场稳定措施。但是在未来一段时间内，美国经济韧性、特朗普上任后的政策都将给美元强势一定支撑，而韩国缺乏推动汇率止跌上行的动力，因此短期内韩元贬值压力将持续存在，高汇率难以回落。

3季度以来，韩国股票市场就进入下行趋势，季度跌幅为7.3%；与东盟主要股市大幅上涨形成鲜明对比。4季度以来股市继续下行，较6月底下跌幅度达到17%。根据国际金融协会统计，8月份以来，韩国股票市场持续呈现资金净流出，9月单月资金净流出就达到57.3亿美元。自韩国总统尹锡悦宣布“紧急戒严”后，12月4日到20日，外国投资者在韩国股市的净卖出额超过3万亿韩

元。由于外国投资者在韩国股市中的比重较高，国际资金持续流出使得韩国股市下行压力巨大。政坛动荡可能会对韩国信用等级带来影响，这将进一步激化韩国资产价格下跌和国际资本流出风险，给韩元汇率和股市带来下行压力。

### 韩国政坛动荡短期拖累韩国经济。

**短期政坛动荡下金融市场下行严重拖累韩国经济。** 汇率贬值将导致进口物价上涨，加剧国内通胀压力；韩国央行警告，高汇率可能通过进口物价路径进一步推高消费者物价，影响经济稳定。股票市场下行不利于企业运营，由此带来的财富减少效应，也不利于国内消费和投资，12月韩国制造业 PMI 再次回落至荣枯线以下。进一步，内需长期低迷已使低收入群体承受较大压力，汇率波动和股市下行严重抑制消费信心。12月韩国综合消费者信心指数从11月份的100.7下跌至88.4。韩国财政部最新声明中表示，2024年和2025年韩国经济增速分别为2.1%和1.8%，比7月份的预测分别调降了0.1和0.8个百分点；比IMF10月份预测调降了0.4和0.7个百分点。由于政治不确定性和其他下行风险增加，12月25日韩国央行表示，计划明年进一步下调基准利率。韩国国内政治动荡和美国即将上任的总统特朗普的预期政策变化，韩国经济在未来一年将面临较大挑战。

### 政坛动荡将对韩国经济带来长期负面影响。

**政坛动荡将对韩国经济带来长期负面影响。** 一是政坛动荡将影响国际投资和韩国产品出口竞争力。半导体、电动车等相关产品出口对韩国经济十分重要，韩国通过吸引国外投资加大相关产业布局，以对抗中国等新兴国家的竞争压力。政坛动荡将增加国际投资风险和政府对相关产业的支持的不确定性，这将不利于韩国在半导体等产业的出口竞争力，减少其对外出口。二是政坛动荡将持续拖累国内投资和消费。国内高利率和房地产市场下行持续压缩企业利润和居民消费，政坛动荡将进一步削弱企业投资积极性，由此带来政府财政不稳定使得本就低迷的国内消费和增长更是雪上加霜。

政坛持续动荡反映的韩国朝野巨大政治分歧很难在短期解决，韩国陷入了几十年来最严重的宪政危机，严重破坏了投资者的情

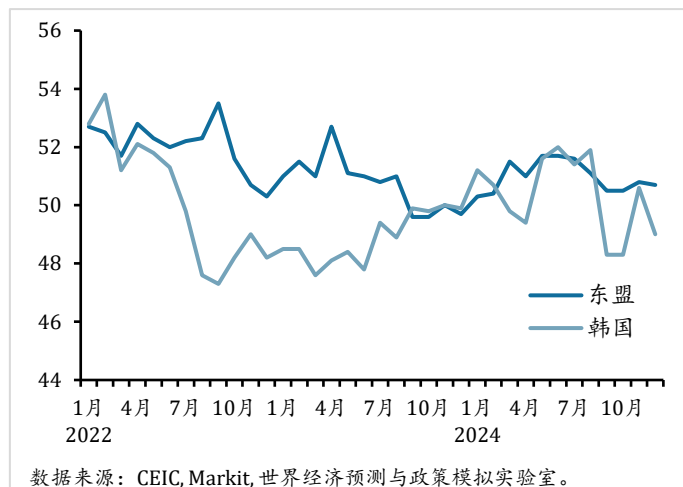
绪。后续或将激化本就紧张的朝韩局势；这不仅不利于韩国经济，还将大幅加剧整个东亚区域产业链风险。

## 五、2025 年前景展望

东盟六国和韩国在 2024 年下半年经济景气程度有所放缓，该趋势将在 2025 年延续。

东盟六国和韩国在 2024 年下半年经济景气程度略有放缓，该趋势将在 2025 年延续。从 PMI 的数值来看，东盟整体的景气水平在 2024 年的 5-6 月触及顶点，随后开始缓慢回落；国别来看，下半年新加坡、泰国和菲律宾持续稳定在景气区间，特别是菲律宾，12 月读数上升至 54.3；印尼 7 月份以来跌至荣枯线以下，直到 12 月份才重回景气区间；越南在 9 月跌至荣枯线以下后，经历两个月的增长，12 月回落至经济紧缩区间。韩国本轮的回落更为明显，2024 年 9 月韩国 PMI 指数从 8 月份的 51.9 直接下滑至 48.3，尽管 11 月份重回 50.6，但是 12 月份再次跌至荣枯线以下。从经济体增速预测来看，多数经济体在 2025 年的经济增速将有所放缓。

图表 26 2024 年区内经济体景气水平触顶回落



2025 年，多种因素将带动区内经济延续增长态势。

2025 年，带动东盟和韩国经济增长的因素包括：其一，全球供应链中断风险得以缓解带动通货膨胀的持续下行，为货币政策宽松提供了更多空间，这将有利于区域内国家私人消费和投资的扩张，叠加原本稳健的国内需求，对国内经济提供较强支撑；其二，各国政府将继续实施刺激性的财政政策，比如减税、补贴或基础设施投资，这样有利于经济持续稳健增长；其三，对半导体和电子产

品需求的增长，特别是区域内国家对半导体产业的持续投资，都将带动本区域出口持续强劲。

尽管如此，区内经济增长也面临诸多不确定性。

尽管如此，区内经济增长也面临诸多不确定性。这包括：其一，尽管 2025 年区域内多数国家货币政策将趋向宽松，但是紧缩货币政策对企业利息成本的影响存在一定的滞后效应，短期对国内投资的刺激作用存在较大不确定性；其二，美国大选和中美贸易关系紧张将对区域内经济增长带来重大影响，激进的贸易保护政策可能会在不同程度上抑制区域增长前景；其三，极端天气风险仍有可能扰动食品供应和价格，不断升级的地缘政治冲突可能会再次触发全球供应链中断风险，并推高全球能源价格和货运成本；潜在的价格上涨必将阻碍区域内贸易增长，并再次推高区域内部分国家通货膨胀水平；其四，美国货币政策的不确定性也将对区域金融市场稳定带来较大冲击，增加区域金融脆弱性，严重时或将触发金融危机。

## 金砖国家：增长有所减弱，通胀与货币政策分化

四季度，金砖四国经济增长总体延续上季度增长态势，印度经济稳步增长稍有弱化，巴西经济延续复苏态势，但景气度下降，南非复苏动能依然疲弱，俄罗斯经济延续短期韧性。对华贸易方面，中国与金砖国家贸易增速显著下降，占中国对外贸易比重下降。其中，出口同比增速下降幅度较小，进口同比增速大幅下滑。通胀方面，俄罗斯通胀小幅回落，压力依然较大，南非通胀降至低位，印度通胀显著反弹，巴西通胀进一步回升，但处于目标区间。货币政策方面，俄罗斯央行与巴西央行大幅加息，印度央行按兵不动，南非央行继续小幅降息。

本次专题还聚焦南非的长期超高失业率问题。南非失业率长期处于 20% 以上，疫情以来更是高达 30% 以上。造成长期高失业率的原因主要是与劳动力市场相关的诸多结构性问题。南非的正式部门就业占总劳动人口比重并没有显著低于其发展水平，但包括灵活就业与自雇职业在内的非正式部门对就业的吸纳能力远低于其他发展中国家。高得离谱的运输成本、过高的个税税率、慷慨的政府转移支付等因素显著降低了人们通过搜寻尝试寻找工作的激励。

### 一、金砖国家宏观经济形势概览

#### （一）经济增长方面

俄罗斯经济短期韧性持续，印度经济继续稳步增长动能有所弱化，巴西经济复苏动能继续增强，南非经济依旧疲弱。

俄罗斯经济短期韧性持续，净出口明显拖累增长。3 季度，俄罗斯经济同比增速为 3.1%，低于上季度的 4.1%，五年平均增速（与疫情前 2019 年相比）也小幅下降，显示 3 季度增长略有减弱。分解来看，消费与投资增速较上季度略有提升，净出口同比显著下降，拖累增长。2024 年 8-10 月，俄罗斯商品贸易差额同比平均负增长 20%。2024 年 10、11、12 月，俄罗斯综合 PMI 分别为 50.9、52.6 和 51.1，较 3 季度有所提升。制造业 PMI 分别为 50.6、51.3 和 50.8。服务业 PMI 分别为 51.6、53.2 和 51.2，均较 3 季度小幅上升。1-9 月俄罗斯财政收入 26.29 万亿卢布，同比增长 33%，财政支出 26.12 万亿卢布，同比增长 21%，累计财政盈余转正，显示俄罗斯财政韧性。2024 年 10-11 月俄罗斯失业率进一步降至 2.3% 的极低水平。国际货币基金组织 2024 年 10 月报告预测，俄罗斯 2024 年



经济增速为 3.6%，较 7 月预测上调 0.4 个百分点，但将 2025 年增长预测进一步下调 0.2 个百分点至 1.3%。

**印度经济继续稳步增长，动能有所减弱。**3 季度，印度经济同比增长 5.6%，低于 2 季度的同比 6.7%，两年平均增速也略有下降。分项来看，私人消费与投资分别同比增长 6.0%和 5.4%，均较上季度有所下降。2024 年 10、11 月，印度综合 PMI 分别为 59.1、59.5，制造业 PMI 分别为 57.5、60.2，服务业 PMI 分别为 58.5、59.2，经济景气度略有降温，但仍处于高位。2024 年 10-11 月，印度商品出口同比增速分别为 17.2%和-4.8%，进口同比分别为 3.9%和 27.0%，仍然呈现出内需主导的格局。2024 年 9、10、11 月，印度失业率分别为 7.8%、8.7%和 8.0%，波动较大。

**巴西经济延续复苏态势，景气度有所减弱。**3 季度，巴西实际 GDP 同比增速为 4.1%，较上季度有所上升，环比增长 0.9%，较上季度有所下降。分解来看，私人消费同比增长 5.5%，固定资产投资增长 10.6%，增长均较为强劲，净出口同比继续负增长，拖累经济增长。总体来看，巴西经济复苏动能进一步增强。2024 年 10、11、12 月，巴西制造业 PMI 分别为 52.9、52.3 和 50.4，与上季度基本持平，但季节内有衰减态势。服务业 PMI 分别为 56.2、53.6 和 51.6，较上季度显著下降。根据巴西国家地理与统计局的调查数据，2024 年 9-11 月，巴西失业率分别为 6.4%、6.2%、6.1%，继续小幅下降，已经恢复至 2015 年以来低点。

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

## （二）通胀与货币政策方面

俄罗斯通胀小幅下降，但仍大幅高于央行通胀目标。印度通胀显著反弹，逼近央行通胀目标上限。巴西通胀继续回升，但仍处于通胀目标区间。南非通胀继续下降，进入央行目标区间底部。

俄罗斯央行继续大幅加息，巴西央行再次小幅加息，印度央行按兵不动，南非央行继续小幅降息。

中国与金砖国家贸易增速显著下降，

俄罗斯通胀略有下降，央行继续大幅加息。根据俄罗斯统计局数据，2024年9-11月，俄罗斯CPI同比增速分别为8.6%、8.5%和8.9%，较此前三个月有所下降，但仍较高，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。俄罗斯央行于10月再次加息200个基点，将关键利率升至21%，超过2022年2月20%的历史高位。卢布兑美元汇率继续显著贬值，从季初的92卢布/美元贬值至季末的101卢布/美元。

印度通胀显著反弹，央行按兵不动。2024年9-11月，印度CPI同比增速分别为5.5%、6.2%和5.5%，较此前3月显著回升，总体再次升至央行设定的2%-6%的通胀目标区间上限。分解来看，食品饮料与燃料电力通胀上涨最为显著。四季度印度央行继续按兵不动，维持2023年2月以来政策回购利率6.5%的水平。印度卢比兑美元汇率小幅贬值。

巴西通胀继续显著回升，央行大幅加息。2024年9-11月，巴西CPI同比增速分别为4.4%、4.8%、4.9%，较此前三个月进一步回升，再次反弹到央行确定的3%（+/-1.5个百分点）的通胀目标区间上限。这进一步验证，过去一年连续7次降息作用有所显现，此后通胀走势仍值得进一步关注。2024年10月、11月，巴西央行连续两次加息，分别加息50和100个基点，将隔夜利率从10.75%升至12.25%。巴西雷亚尔汇率显著贬值，大约从三季度末的5.5巴西雷亚尔/美元贬值至6.2巴西雷亚尔/美元。

南非通胀继续小幅回落，央行开始降息。2024年9-11月，南非CPI同比增速分别为3.7%、2.8%、2.8%，较此前三个月大幅回落，达到央行确定的通胀目标区间偏低水平。继2024年9月降息25个基点后，南非央行11月再次小幅降息25个基点，将回购利率降至7.75%。南非兰特兑美元汇率大幅贬值。

## （三）对华贸易方面

占中国对外贸易比重小幅下降。其中，出口同比增速下降幅度较小，进口同比增速大幅下滑。

中国与金砖国家贸易增速显著下降，占中国对外贸易比重小幅下降。其中，出口同比增速下降幅度较小，进口同比增速大幅下滑。2024年9-11月，中国与金砖国家贸易总额同比增长分别为-5.0%、1.4%和-5.5%，显著回落，总体负增长。中国与金砖国家贸易总额在中国总贸易中的比例分别为10.0%、9.8%和9.7%，较此前三个月的平均10.5%小幅下降，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整体小幅下降，对金砖四国出口增速变动有所分化，其中对印度、巴西出口增速显著下降，对俄罗斯、南非出口增速有所上升。2024年9-11月，中国对印度出口同比增速分别为-9.3%、3.8%和2.1%，对巴西出口同比增速分别为8.6%、24.5%和10.1%，对南非出口同比增速分别为-13.9%、11.2%和12.2%，对俄罗斯出口同比增速分别为16.6%、26.7%和-2.5%。进口方面，中国自金砖四国进口总额同比增速总体进一步下滑，显著负增长。2024年9-11月，中国自印度进口同比增速分别为-15.1%、-20.1%和-15.4%，自巴西进口同比增速分别为-13.7%、-19.9%和-23.5%，均较此前三个月负增长幅度进一步扩大。自俄罗斯进口同比增速分别为-8.4%、-2.8%和-6.5%，增速显著下降。自南非进口同比增速分别为-25.8%、-19.8%、0.2%，负增长略有收窄。

## 二、专题：南非的失业率为何长期如此之高？

失业率大幅高于其他发展中国家，而且长期居高不下，是南非经济发展面临的严重问题。由于多方面因素，发展中国家失业率总体高于发达国家。但南非失业率近年来高达30%以上，大幅高于其他国家，却是其独特的问题，背后的原因也令人好奇。本专题参考大量研究，对该问题做简要探讨。

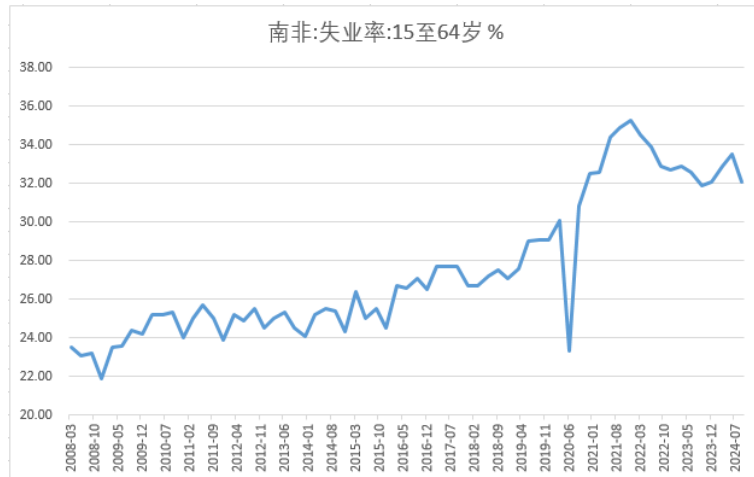
### （一）南非劳动力市场的重要特征事实

#### 1. 失业率长期居高不下

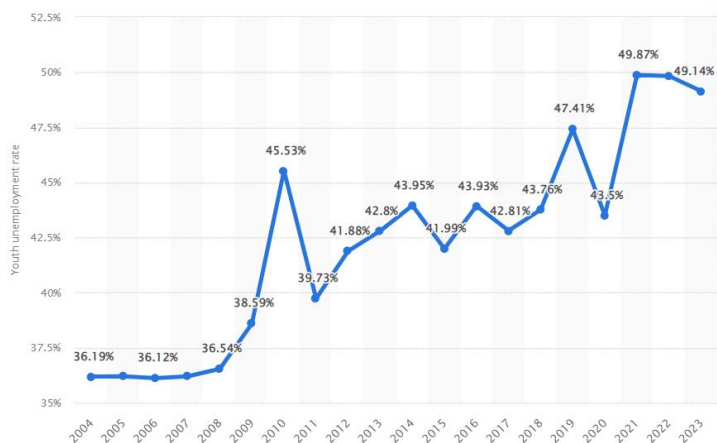
南非的失业率非常高，大幅高于其他国家。图表1画出了2008年以来南非的失业率。可以看出，南非失业率长期高于22%，而且

最近十几年以来持续上升，疫情以来更是高达 30% 以上。图表 2 表明，南非青年失业率高达 40% 以上，疫情以来更是接近 50%。可以看出，南非失业率不仅大幅高于其他发展中国家，而且长期居高不下。

图表 27 2008 年以来南非季度失业率走势



图表 28 2004 年以来南非青年失业率走势



## 2. 高贫困率与严重不平等

与高失业率同时存在的还有两个问题：即明显偏高的贫困率与严重的不平等。随着人均收入的上升，绝对贫困率会显著下降。一般来说，中上的中等收入国家基本上已经消除了绝对贫困。2014 年，中高等收入国家（不包括南非）的平均极端贫困率大约为 2%，而到了 2019 年，这一比例降至大约 1.4%。按照每天生活费不足一美元的标准，在新冠肺炎疫情暴发之前，南非的贫困率仍保持

在 18%以上，这几乎与比南非人均收入低很多的孟加拉国在 2010 年时的贫困率相当。

严重偏高的绝对贫困率与南非国内的极端不平等现象相吻合。在南非，最贫穷的 10%人口的生活水平与撒哈拉以南非洲国家的最贫穷 10%人口相似，而最富有的 10%南非人则与东欧最富有的 10% 人群不相上下。

超过 30%的南非家庭中没有工作的成年人，他们依靠非劳动力市场来源（尤其是政府补助）来维持生计。在南非近代史上，社会补助对缓解贫困发挥了最大作用，但自全球金融危机以来，人均收入增长缓慢，贫困和不平等状况几乎没有改善，失业率反而不断攀升。

## （二）南非高失业率的原因探析

造成失业率较高的原因非常多，大体可以分为三类：

第一类是发展中国家相对共性的原因。例如经济结构不断变化、教育水平相对较低、劳动培训欠发达、就业服务体系不够健全等。

第二类是发展中国家也广泛存在，但南非较为突出的因素。这里最为典型的有两个方面。一个是严格的劳动保护。南非的最低工资整体偏高，由于最低工资法明确规定，各行业的最低工资应考虑种族隔离时期造成的工资差距，因此可能会导致最低工资高于能使劳动力市场出清的市场工资。同时，南非在工时、工作条件以及雇佣和解雇规则方面普遍拥有符合国际标准的较严格劳动保护。作为处在工业化高峰期的国家，这在一定程度上不利于吸引投资，扩大就业岗位。这一点与印度较为相似。另一个是强大的工会力量导致工会工人与非工会工人出现很大的工资差距。

第三类是南非特别突出而其他发展中国家不存在或者非常轻微的因素。本专题重点探究第三类因素。

### 1.非正规部门吸纳就业太少是南非高失业率的主要原因

就业可以分为正规部门（formal sector）就业与非正规部门（informal sector）就业。两者的界限并不是完全明确。大体来说，正规就业是指有劳动合同、有相对稳定的薪资、法律保护更严格的就业，非正规就业是指没有明确的劳动雇佣关系、收入稳定性差、法律保护较少甚至没有法律保护的就业。随着一国经济发展并经历经济结构的转型，劳动力市场往往趋向于拥有更多正规的就业岗位。大体来看，南非的正规工作数量符合其发展水平的预期，约占其劳动年龄人口的40%。当然，自种族隔离制度结束以来，南非在扩大正规就业方面的表现也并不好。随着全球金融危机（GFC）后经济增长的停滞，正规有薪工作的扩张停滞不前。虽然正规就业增速较低是南非高失业率的重要因素，但并不是南非失业率过高的最主要原因。

南非的独特之处在于，那些被排除在正规有薪工作之外的人更可能处于失业状态，而不是从事非正式的个体经营工作。在其他发展中国家和中等收入国家，之所以失业率较低，是因为那些在正规部门找不到工作的人能够在非正式部门谋生。但在南非，非正规部门就业吸纳能力很差。因此，南非与其他国家的就业结构之间的主要差异不仅在于其失业率较高，还在于非正式就业和个体经营就业率极低。根据 Shah（2022）的估计，南非从事个体经营的成年人比例应接近20%，而实际比例仅为4%。这16%的差异解释了南非与其他国家相比失业率异常高的原因。

## 2. 非正规部门工资严重偏低

南非非正规部门收入存在严重折价（wage penalty）。据估计，南非非正式工作和自营职业工资折价高达50%，即非正规部门工资仅为正规部门的50%。与其他国家相比，这一比例大幅偏高。相比之下，巴西和墨西哥的工资工作折价接近9-15%。在这两个国家，非正式自营职业甚至还存在溢价。如此高的非正规就业工资折价率能解释为什么非正规部门的就业吸纳能力如此之低。那么，是什么

因素导致非正规部门工资明显偏低呢？为什么人们缺少求职的激励呢？

### 3. 多方面结构性因素大幅降低了人们的求职激励

搜寻匹配理论告诉我们，人们需要通过搜寻、尝试找到合适的工作，而搜寻与尝试的过程是有成本的。如果工作相对于不工作带来的实际回报过低，人们就缺少找工作的动力。这正是南非大量劳动力所面临的情况。多方面结构性因素导致人们工作实际回报过低。

一是明显偏高的税率。

南非的个税起征点低于发展水平相当的发展中国家，个税税率显著高于其他国家，普通劳动者的税收负担明显偏重。65 岁以下南非居民个税起征点约为 9.5 万南非兰特，按最新汇率折合人民币约 3.75 万元。最低档次税率高达 18%，即应纳税所得额在大约 0-10 万元人民币区间，税率达到 18%。相对于其他国家，这一税率高得离谱，而且从收入分配的调节的角度看非常不合理。大多数国家的个税税率都从一个较低的税率开始逐级递进，给低收入群体以较低的税率。例如，中国最低个税税率为 3%，第二档税率为 10%，越南最低档税率为 5%，第二档为 10%，第三档为 15%，均显著低于南非税率。如此高的个税税率加上相对偏高的起征点，大大降低了普通劳动者的税后收入，降低了其就业的动机。

二是高昂的运输成本

与其他国家相比，南非的交通成本和通勤时间普遍较高。这是种族隔离期间实施的政策（如《集团区域法》）的直接结果，这些政策将非白人人口分隔在远离城市中心和工作地点的城镇和家园。即使在这些政策被废除后，城乡地区的结构也并未发生显著变化。Kerr（2017）发现，不仅在民主前夕通勤时间和旅行成本就相当可观，而且自那时以来，由于拥堵加剧（因为人们能够搬到城市地区），通勤时间和旅行成本还可能继续上升，而通往市中心的住房和交通基础设施供应却没有适当增加。根据 2010 年南非收入动态

研究小组（NIDS）的数据，整体的直接通勤成本约占净工资收入的17%。如果把通勤的时间成本也考虑进去，那么同年的通勤成本平均占净工资收入的57%。而且，越是贫穷的居民通勤成本越高，因为其居住更远，且主要采用步行等更加耗时的交通方式。研究表明，交通成本与就业率之间存在显著的负相关关系。

三是政府转移支付。

南非拥有覆盖广泛的社会补助金制度。近30%的家庭几乎完全依赖这些社会补助金来维持家庭收入。与其他发展中国家相比，南非的补助金制度更为广泛且慷慨。研究表明，主要面向老年人和贫困母亲发放的补助金制度影响了家庭结构。南非有多种社会补助金，其中儿童抚养费补助金和老年养老金是家庭最常领取的。南非近40%的家庭都领取了某种形式的社会补助金。最常见的是儿童抚养费补助金，约三分之一的家庭领取，其次是老年养老金，15%的家庭领取，儿童抚养费补助金和老年养老金都需要进行经济状况调查，但目标群体（分别是母亲和60岁以上的老年人）中的符合条件者比例很高。较贫困的家庭高度依赖社会补助金收入。这种广泛而且慷慨的政府转移支付与工资折价会发生相当大的相互作用，导致找工作中搜寻尝试成本显得相当高，大幅降低了人们的求职激励。

综上所述，南非的劳动力市场存在诸多结构性问题，共同导致了长期居高不下的失业率。但最大的独特之处在于，过高的税率、繁重的交通成本与慷慨的政府转移支付之间相互作用，大幅降低了人们的求职激励。



## 中国专题：美日财政宽松政策效果差异对中国政策的启示

在当前的宏观经济环境下，是否以及如何实施宽松的宏观经济政策，特别是财政政策，已成为中国经济讨论的核心议题。为了刺激总需求，政府通过增加财政支出和公共投资等手段推动经济增长。宽松财政政策逐渐获得广泛共识，越来越多的国家和地区认识到其在稳定经济增长、缓解经济下行压力方面的重要作用。然而，财政宽松往往伴随着政府赤字和公共债务的增加，因此，财政政策的质量和效果成为实施宽松政策时需要特别关注的关键因素。

本文通过对美日两国财政宽松政策效果差异的比较，探讨其对中国财政政策实施的启示。美日两国财政宽松效果差异的原因主要包括四个方面：政策时机的把握和宽松信号的明确性、宽松政策的传导渠道、两国经济结构的差异以及国债市场的深度。基于此，日美财政宽松政策效果的差异为中国政策实施提供了以下启示：第一，确保政策的连续性，避免频繁的政策变动导致市场预期不稳定，从而增强市场主体的信心；第二，加强财政和货币政策的协调，优化宽松政策的传导渠道；第三，中国具备更多经济结构性优势，产业转型和升级稳步推进，并拥有庞大的国内市场，充足的财政空间使得政策实施具有较大弹性；第四，深化国债市场建设，提高市场深度和流动性。

### 一、美日宽松财政政策效果存在显著差异

从国际比较的视角来看，美国和日本一直是宽松财政政策的积极倡导者和践行者，而相比之下，欧元区的财政政策则显得相对保守（欧元区的财政政策在应对欧债危机时效果不错，但本文暂不讨论）。尽管美国和日本都坚定地支持宽松财政政策，并且不遗余力地将其付诸实践，但从长期的实施效果来看，两国的财政政策成效却存在显著差异。

美国自 20 世纪 60 年代起便采用扩张型财政政策，并多次取得积极效果。60 年代，肯尼迪总统通过实施财政扩张政策，成功创造了超过 700 万个新的就业岗位，有效弥补了产出缺口。70 年代，面对石油危机的冲击，美国再次采取扩张性财政政策，并在 70 年代末成功消除了潜在的财政基础赤字。80 年代，里根政府总体上延续了扩张型财政政策，尽管美国一度面临财政赤字与贸易赤字的

“双赤字”局面，但这一时期的政策为后续经济增长奠定了基础。进入 90 年代初，克林顿政府通过财政整固政策，实现了财政预算的盈余。21 世纪初，互联网泡沫破裂给美国经济带来冲击，财政赤字再度出现。尽管如此，这一时期政策讨论的核心依然聚焦于如何使财政政策更有效地服务于经济决策，而不是财政整固。2007 年次贷危机爆发后，尽管有观点认为美国财政政策的扩张稍显迟滞，但总体上仍发挥了重要作用。新冠疫情来袭时，美国财政政策的扩张更是达到了前所未有的规模和速度。

然而，日本财政政策的扩张效果却并不理想。上世纪八十年代末，资产价格泡沫破灭后，日本曾多次推出大规模财政刺激计划，主要两轮分别实施于 1992 年 8 月至 1995 年 9 月，以及 1998 年 4 月至 2000 年 10 月。这些计划主要聚焦于公共投资领域。然而，与财政扩张带来政府债务的大幅攀升相比，日本在这一时期的经济增长并未实现显著复苏。到 2003 年，日本政府的总债务水平已飙升至 GDP 的 160%，在主要发达经济体中位居首位。2008-2009 年全球金融危机爆发后，日本再度实施财政扩张政策，自 2008 年以来，国债规模又经历了一轮快速上升，目前国债占 GDP 的比重已突破 210%。尽管如此，在泡沫破裂之后，日本的潜在增长率一直维持在较低水平，未能迎来持续的繁荣或复苏。日本平均 GDP 增速在 1975-1990 年间为 4.4%，1991-2023 年间为 0.8%，在后一个时间段，财政收支也持续为赤字状态。

尽管历届美国政府在财政政策执行理念上存在差异，但从历史实践来看，美国政府在运用相机抉择财政政策方面始终不遗余力。在经济衰退时，依赖财政政策加速经济复苏的做法虽然面临较多争议，但在实际操作中却非常明确且具有相当大的可持续性。这种政策的灵活性使得美国能够在经济危机时迅速采取措施，刺激经济增长。新冠疫情冲击下的财政政策应对更是这种做法的进一步强化。政策连续性还受到政治稳定性的影响，美国虽有选举周期，但政策

主导权更迭相对稳定，两党在宏观经济政策上达成较多共识，使得美国政策具有较好的连续性和稳定性。

日本的宽松政策执行相对较为保守。尽管日本政府在 20 世纪 90 年代实施了多轮财政刺激计划，但这些计划的规模相对较小，未能产生足够的乘数效应来显著拉动经济增长。在时机选取上，日本资产泡沫破裂在 1989 年末就出现，但财政宽松在 1992 年才开始实施，财政政策的实施存在较长时滞，财政刺激资金未能及时到位，错过了经济复苏的最佳时机，导致政策效果大打折扣。在政策连续性方面，日本政坛更迭过于频繁，政策制定者面临的国内政治压力也更大，较难持续推行相关政策。在具体政策执行时，宽松信号不够明确，往往出现刚宣布宽松，不久以后又开始紧缩的矛盾政策。例如 1995 年的宽松没持续多久，就又开始紧缩；安倍经济学实施灵活的财政政策，但其间又不时讨论加征消费税。

## 二、美日财政宽松效果差异的原因

美日财政宽松效果差异的原因大致有四个方面：

尽管历届美国政府在财政政策执行理念上存在差异，但从历史实践来看，美国政府在运用相机抉择财政政策方面始终不遗余力。在经济衰退时，依赖财政政策加速经济复苏的做法虽然面临较多争议，但在实际操作中却非常明确且具有相当大的可持续性。这种政策的灵活性使得美国能够在经济危机时迅速采取措施，刺激经济增长。新冠疫情冲击下的财政政策应对更是这种做法的进一步强化。政策连续性还受到政治稳定性的影响，美国虽有选举周期，但政策主导权更迭相对稳定，两党在宏观经济政策上达成较多共识，使得美国政策具有较好的连续性和稳定性。

### 第一，时机把握和宽松信号明确性的差异。

日本的宽松政策执行相对较为保守。尽管日本政府在 20 世纪 90 年代实施了多轮财政刺激计划，但这些计划的规模相对较小，未能产生足够的乘数效应来显著拉动经济增长。在时机选取上，日本资产泡沫破裂在 1989 年末就出现，但财政宽松在 1992 年才开始实施，财政政策的实施存在较长时滞，财政刺激资金未能及时到

位，错过了经济复苏的最佳时机，导致政策效果大打折扣。在政策连续性方面，日本政坛更迭过于频繁，政策制定者面临的国内政治压力也更大，较难持续推行相关政策。在具体政策执行时，宽松信号不够明确，往往出现刚宣布宽松，不久以后又开始紧缩的矛盾政策。例如 1995 年的宽松没持续多久，就又开始紧缩；安倍经济学实施灵活的财政政策，但其间又不时讨论加征消费税。

美国在应对经济危机时，财政政策和货币政策协同发力的特征较为明显，这有两方面好处：一是宽松取向一致，避免政策出现相互抵消；二是货币政策能够更好地畅通传导渠道，尤其是在金融市场面临问题的时候，宽松的货币政策能支持宽松财政政策传导机制更为通畅。此外，美国的金融市场更为发达、资本市场更为活跃，宽松政策传递至实体经济的渠道更加畅通。

## 第二，宽松传导渠道的差异。

日本宽松政策传导渠道较为间接，金融体系以银行为主，企业资金来源主要依赖银行贷款，资产价格泡沫破裂后，银行的不良贷款大幅增加，资本充足率下降，导致银行信贷能力受到严重限制。银行为了维持资本充足率和偿债能力，不得不大幅削减贷款，尤其是对中小企业和高风险行业的贷款，这使得财政政策的刺激效果难以传到实体经济中。

美国在经济结构调整方面展现出灵活性，能够迅速适应市场变化，借助技术创新和产业升级的强劲动力，持续推动经济增长。美国经济政策重视市场机制的作用，依靠充分的市场竞争实现资源的优化配置，市场出清和促进企业优胜劣汰机制是明确的，从而促进了经济结构的动态调整和持续优化。短期相机抉择的宏观经济政策与市场化、创新引领、优胜劣汰的经济模式相辅相成，使得美国的潜在经济增速得以维持在一个较高水平。

## 第三，经济结构的差异。

相比之下，日本在泡沫破灭后的宽松政策并未有效拉动私人部门，一个重要原因在于其经济结构调整面临巨大挑战。私人部门经历了漫长而艰难的去杠杆化进程，同时，银行业的问题资产迟迟未能得到妥善解决，严重阻碍了宽松政策向私人部门的有效传导。日

本市场出清机制较弱，泡沫破灭后经济中存在大量难以破产的僵尸企业，影响了经济活力。而且日本所面临的结构性问题还包括应对全球化浪潮和产业转移的难题：日本的产业结构相对单一，国内市场容量有限，这在很大程度上制约了其长期增长潜力。此外，劳动力市场的僵化也是一个关键因素，企业对员工的终身雇佣制度和高福利待遇难以改变，这不仅限制了劳动力市场的灵活性，也阻碍了资源的合理流动，进一步削弱了日本经济的竞争力和适应性。

当财政扩张出现赤字时，国债融资成为必选项，因此国债市场深度也十分重要。美国国债市场是全球最大的金融市场之一，从上世纪 50 年代开始，美国就有意识地将国债融资渠道更多地从银行资产负债端转向资本市场，以避免银行系统大量持有国债，也使得国债能够通过资本市场向更广泛的投资者进行融资。美国国债市场吸引了大量国际投资者参与，市场参与者包括商业银行、保险公司、养老基金、外国政府等多元主体。

#### 第四，国债市场深度的差异。

而日本国债市场主要由国内投资者持有，保险公司和养老基金是主要投资者，日本央行也在国债市场中扮演重要角色，持有大量国债。日本国债市场流动性相对较低，国债价格波动主要受国内经济形势和货币政策影响，市场对政策变化的反应和调节能力相对较弱，不利于财政政策的高效实施和债务风险的有效管理。

### 三、对中国的启示

日美财政宽松效果的差异能给中国实施宽松政策以什么启示？

#### 第一，发挥政策连续性优势。

美国虽有选举周期，但政策主导权更迭相对稳定，两党在实行相机抉择的宏观经济政策有较多共识，使得美国政策具有较好的连续性和稳定性，日本政治不确定性更大，导致很多政策无法出台或者政策方向多次调整。相较于日本和美国，中国在政策连续性方面更具有制度优势，能够确保政策的长期可持续性。这为中国经济发展提供了稳定可预期的政策环境，有利于市场主体做出长期投资和经营决策，促进经济平稳增长。中国应进一步巩固这一优势，避免

因政策频繁变动引发市场预期不稳定，增强市场主体对政策的信心，为经济高质量发展筑牢根基。

日本在泡沫破灭后，虽然实施了宽松的财政政策，但由于货币政策宽松较迟，未能有效解决银行信贷问题，导致财政政策效果不佳，相较而言，美国财政政策和货币政策协同发力的特征更加明显。中国应注重财政政策与货币政策的协调配合。在保持财政政策积极有效的同时，推动货币政策更加宽松灵活，引导金融机构加大对实体经济的支持力度，降低企业融资成本，提高货币政策的传导效率，形成政策合力，共同促进经济的稳定增长。

## 第二，加强财政和货币政策配合，优化宽松政策传导渠道。

需要强调的是，日本在资产泡沫破灭后所遭遇的困境与中国的现状存在显著差异。日本经济复苏受阻的核心问题并非需求不足，而是资产泡沫破裂后，私人部门被迫经历漫长的去杠杆化过程。回顾历史，日经 225 指数在 1989 年底达到顶峰后暴跌，历经 34 年才在 2024 年 2 月重返高点；商业用地和住宅用地价格至今仍未恢复至 1991-1992 年的峰值水平，这场泡沫的破裂堪称剧烈。相较之下，中国目前并未面临如此大规模的资产泡沫破裂问题，银行并未像日本那样出现大量问题资产，严重制约银行信贷扩张，致使货币政策失效，进而引发私人支出持续收缩。

## 第三，发挥经济的结构性优势。

日本当时不仅面临全球产业布局的挑战，还遭遇人口老龄化和少子化等结构性问题。中国虽同样存在人口老龄化难题，但人口问题具有中长期属性，可以利用更多时间来换取发展空间。在全球产业布局的变迁中，中国似乎也面临日本当年的问题。但事实上，中国相较于日本拥有更多优势。中国的产业转型和升级正稳步推进，与美国类似，中国还拥有庞大的国内大市场。即便在全球化逆流中，中国的出口份额也未下降，其大而全的制造业体系与日本存在显著差异。因此，在这些领域，日本所面临的问题与中国并不完全相似。从这个意义上讲，中国的财政空间相较于日本也更为广阔。要充分挖掘这一更广阔的财政空间，更需进一步激活国内市场的潜力。同时，中国也应当更加重视市场出清机制的建立，促进企业优

胜劣汰，提升经济增长潜力。在这方面，三中全会指出要健全企业破产机制，探索建立个人破产制度，这是非常重要的举措。

尽管日本的财政政策存在低效的特征，但日本经济学者普遍认为，即使有机会重来，日本在泡沫破灭时仍会选择实施宽松的财政政策，只是应更注重货币政策的宽松，积极解决银行信贷问题。事实上，在长期低增长和国债不断增加的背景下，日本依然坚持宽松政策，安倍经济学的“三支箭”也强调政策宽松。新冠疫情爆发以来，日本同样采取了总体宽松的应对策略。这表明，即便财政政策存在低效，也不应轻易放弃。宽松政策本身即便是次优选择，在结构性改革更加困难、最优条件难以实现的情况下，宽松政策仍然是必选项。

从美日经验的比较来看，有深度的国债市场对于财政政策的实施很重要。在市场化运作与深度发展方面，中国可以扩大国债市场规模、吸引更多投资者参与的做法，丰富投资者类型，提高市场活跃度，增强流动性和抗风险能力。中国应丰富国债产品种类，满足不同投资者需求；并积极发展国债衍生品市场，提供风险管理工具，增强市场稳定性和吸引力。在国际化与开放合作方面，要推动市场国际化，吸引更多国际投资者参与，提升市场国际地位和影响力。在金融中介与回购市场方面，要培育多元化金融中介，提高其市场竞争力和服务水平，完善回购市场机制，规范交易行为，提高透明度和流动性。

#### 第四，培育有深度的国债市场。

注：本文写作得益于于日本佳能全球战略研究所总监冈崎秋实子的交流，以及笔者对四位欧洲学者《经济政策》（第二版）一书财政政策章节的翻译，《经济政策》（第二版）近期即将上市，敬请关注。

## 全球金融市场：特朗普交易热度不减

2024年4季度，美联储两次降息累计50bp，但美国通胀反弹、美联储主席表态边际偏鹰，特朗普当选美国总统，其关税政策降息了全球金融市场风险偏好、提高了其他经济体贬值预期和竞争性加关税预期，美元资产估值上升，美元升值，其他主要货币普遍贬值。长期利率方面，在通胀反弹的压力下，主要发达经济体长期利率上行，中国长期国债收益率在宽松预期下快速下行。美股上涨，上证A股波动较大，欧洲股市下跌。受中东局势扩大化等因素影响，原油价格上涨，黄金价格在地缘政治动荡、美联储降息预期降温等因素扰动下基本保持稳定。特朗普胜选后，伴随着美欧通胀反弹，特朗普交易在经济即时数据的支撑下热度不减，由预期驱动的交易转变为有基本面支撑的预期驱动的交易。

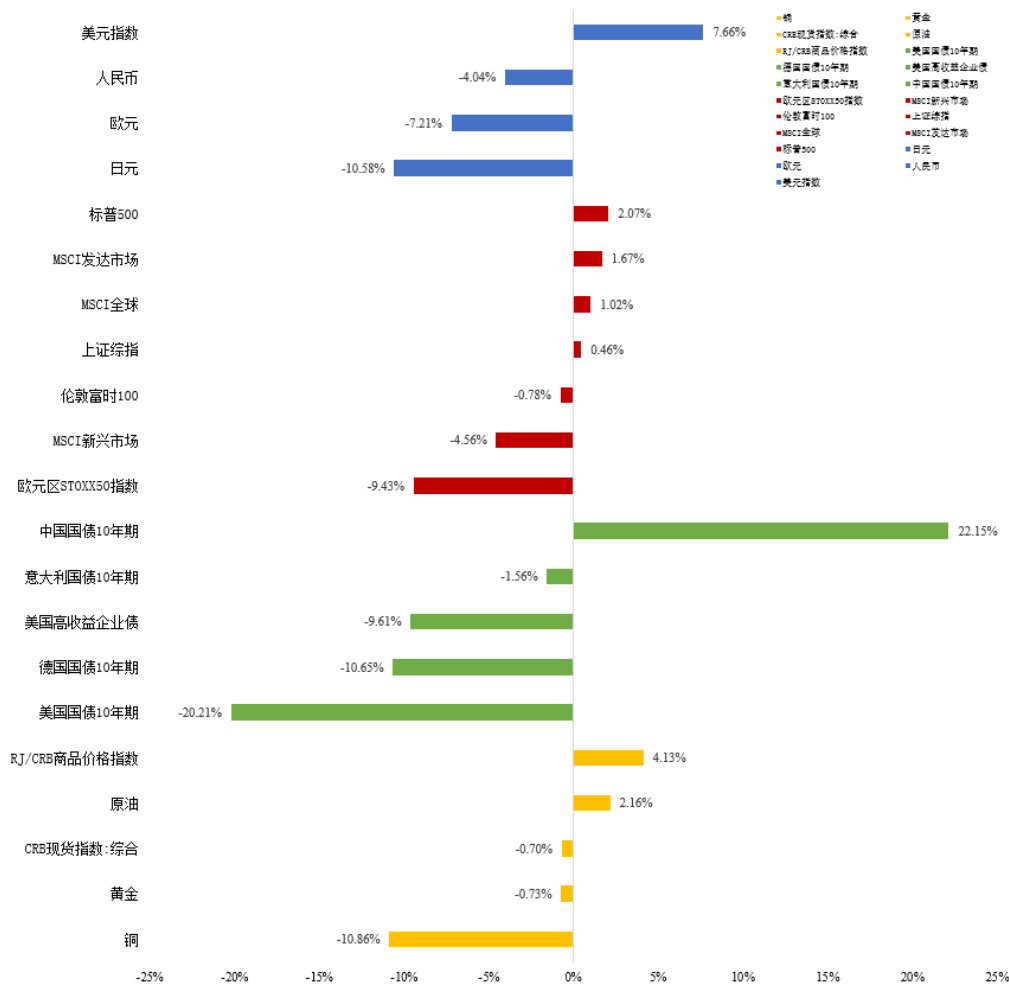
### 一、全球金融市场总体情况

**4季度，美元升值，非美资产下跌。**四季度，美联储两次降息累计50bp，特朗普当选美国总统，“关税战”预期下全球金融市场风险偏好下降，资本回流美国，美元资产估值上升，美元升值，其他主要货币普遍贬值。长期利率方面，在通胀反弹的压力下，主要发达经济体长期利率上行，中国长期国债收益率在宽松预期下快速下行。美股上涨，上证A股波动较大，欧洲股市下跌。MSCI全球股指较2024年3季度末上升1%。其中，MSCI发达经济体股票市场上涨约1.7%，MSCI新兴经济体下跌约4.6%。标普500上涨约2.1%，欧元区STOXX50指数下跌约9.4%。大宗商品价格方面，受中东局势扩大化等因素影响，原油价格先跌后涨，CRB商品价格指数上涨约4.1%。黄金价格基本保持稳定，铜价环比大跌10%左右。

美元升值，新兴市场资产价格大跌。



图表 29 全球金融市场主要指标变动

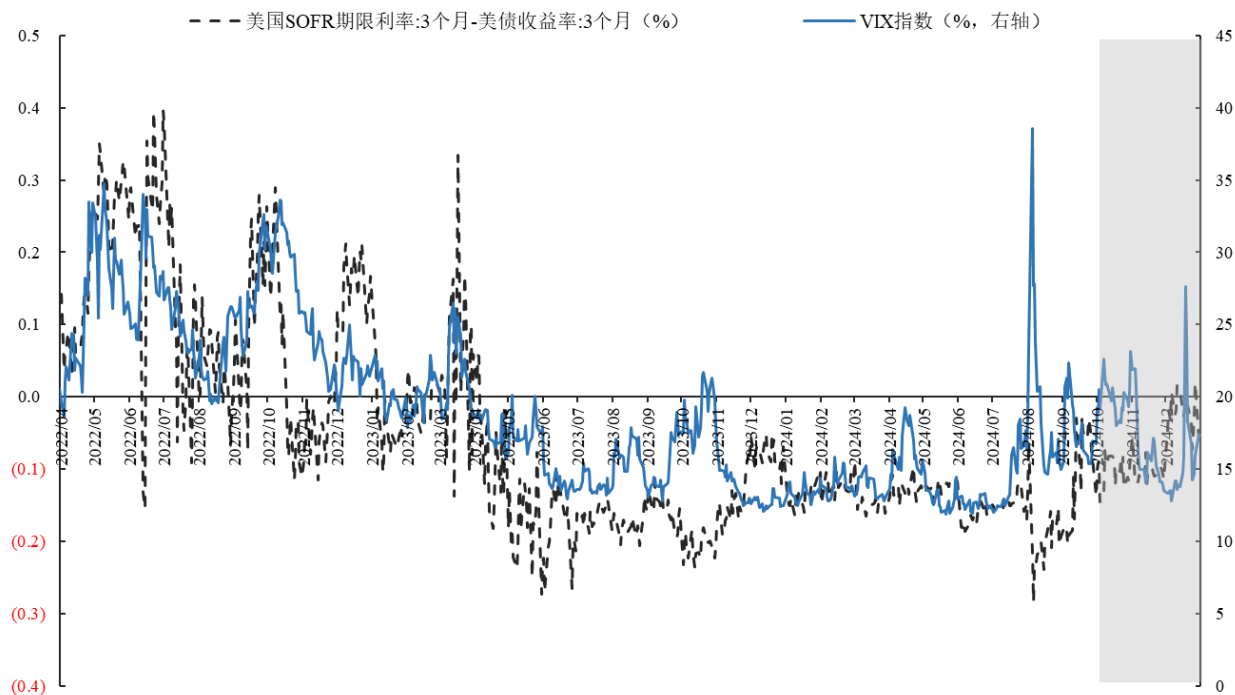


注 1：原始数据来源于汤森路透数据库，经笔者计算。债券价格的波动体现为价格的波动，而非收益率的变动，即价格下跌、利率上升。

注 2：该表数据截至日为 2024 年 12 月 31 日，变动幅度均按季末值计算。因截止时间和计算方法差异，该表的数据与后文的图表数据可能存在相近不相同的情况。

**美国市场流动性充裕，风险资产价格波动率短暂上升后回落至低位。** 11 月，特朗普当选后，美股波动性短暂地上升，但很快波动下降，趋于稳定。12 月美联储主席鲍威尔表态偏鹰，未来降息预期受到动摇，美股科技股大跌，带动美股在议息会议后单日大跌，VIX 指数一度上升至 25% 以上，后续市场稳定后波动性又再度下跌。美联储连续降息，美元流动性相对充裕，TED 利差（美国 3 个月 SOFR 利率-美国 3 个月国债收益率）持续为负。但是受未来降息节奏可能放缓甚至暂停影响，TED 利差在为负的情况下也有所上升。

图表 30 全球金融市场风险状况图



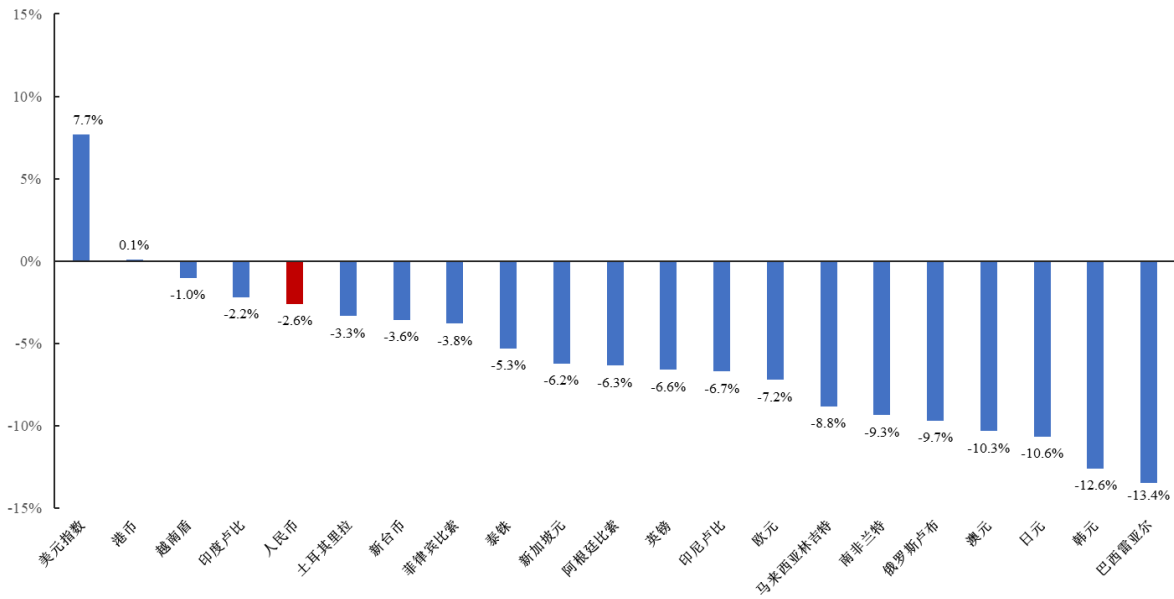
注：数据来自 Wind 数据库。阴影部分为 2024 年第 4 季度。

### 全球金融分市场运行态势

美元升值，其他主要货币均贬值。4 季度，特朗普当选，其宣扬要对全球普遍加征关税，美元升值，其他主要经济体货币均贬值。此外，美国通胀反弹、未来宽松预期降温，美联储降息也没有在美元贬值方向形成有力的拉动。美元指数较三季度末大升 7.7%。其他主要经济体货币多较上季末贬值。发达经济体中，日元、英镑、欧元和澳元贬值幅度均较大，其中日元、澳元贬值幅度超过 10%。主要新兴经济体货币贬值，其中大宗商品出口国贬值幅度较大，巴西、俄罗斯、南非货币贬值幅度接近或超过 10%。人民币贬值 2.6%，印度卢比贬值 2.2%。其他东南亚国家货币幅度约在 5%左右。

美元升值，其他经济体货币均贬值。

图表 31 主要发达和新兴经济体季度汇率波动幅度（2024 年四季度）



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 12 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 32 主要发达和新兴经济体季度平均汇率走势一览

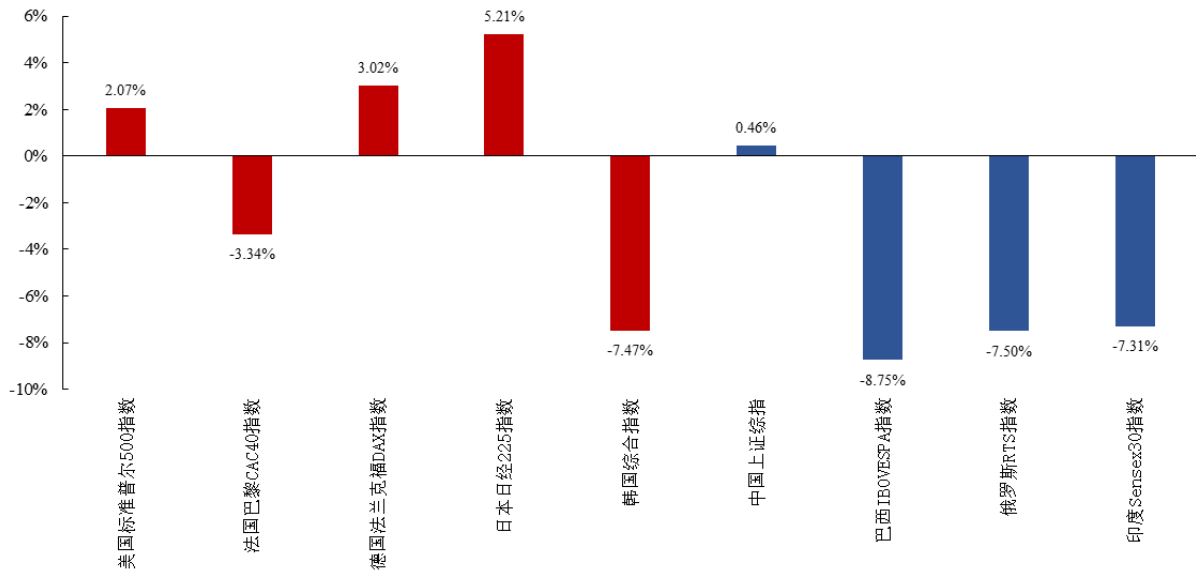
		2024 年 4 季度	2024 年 3 季度	升值幅度
主要发达经济体	美元指数	105.42	102.69	2.66%
	欧元	1.07	1.1	-2.98%
	日元	152.32	149.43	-1.93%
	英镑	1.28	1.3	-1.42%
	澳元	0.65	0.67	-2.45%
金砖国家	巴西雷亚尔	5.85	5.55	-5.36%
	卢布	99.63	89.19	-11.71%
	南非兰特	17.90	17.97	0.38%
	印度卢比	84.47	83.76	-0.84%
	人民币	7.16	7.12	-0.54%
东南亚	菲律宾比索	58.12	57.26	-1.50%
	越南盾	24249.92	24223.03	-0.11%
	马来西亚林吉特	4.40	4.46	1.41%
	泰铢	33.98	34.85	2.49%
	印尼卢比	15811.02	15794.67	-0.10%
东亚	韩元	1397.51	1356.61	-3.01%
	新加坡元	1.33	1.32	-0.90%
	新台币	32.33	32.31	-0.06%
	港币	7.78	7.8	0.32%
其他	阿根廷比索	1001.33	942.19	-6.28%
	土耳其里拉	34.51	33.47	-3.10%

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。

**美股上涨，新兴市场  
场股票价格下跌。**

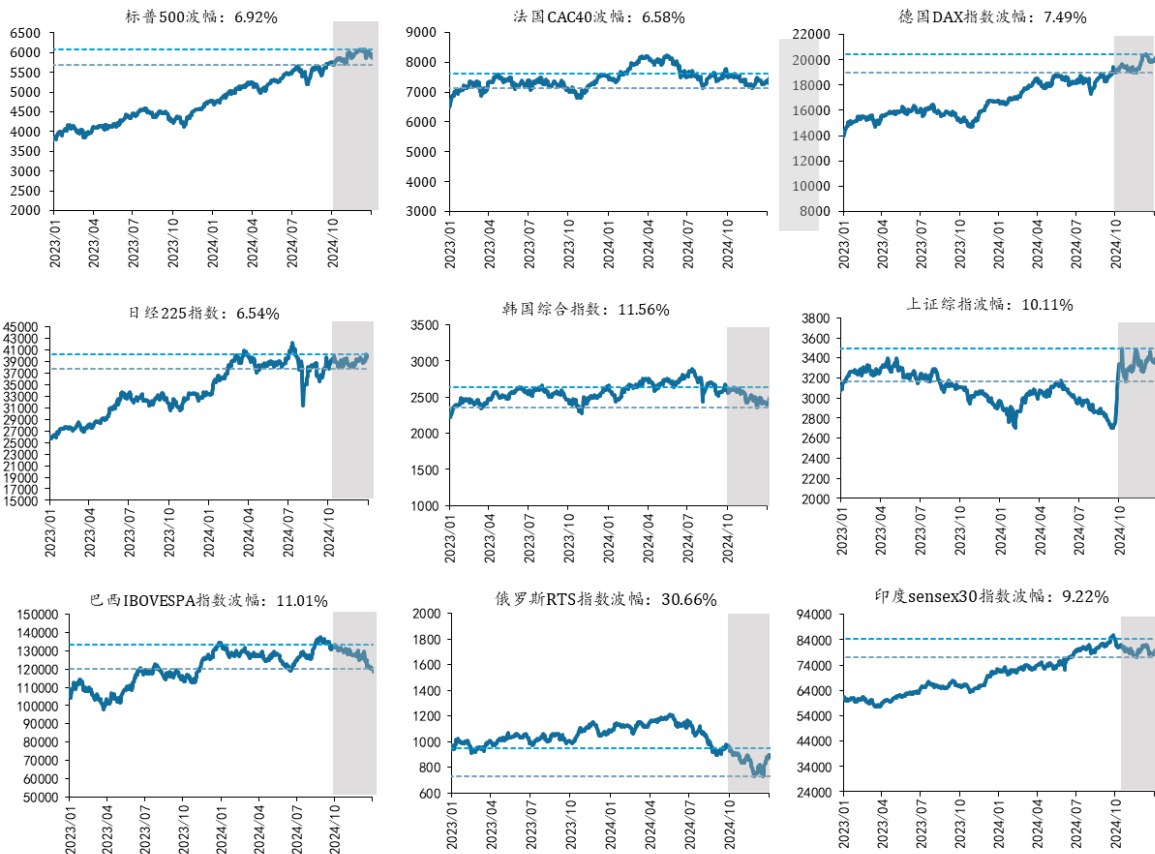
美股上涨，新兴市场股市下跌。四季度，标普 500 指数较上季末度上涨 2%，季内波幅 6.9%。德国 DAX 指数、日经 225 指数季末环比分别上涨 3%、5.2%，季内波幅分别达 7.5%、6.5%。发达经济体中，或受经济衰退和国内政局动荡影响，法国和韩国股票价格下跌幅度较大。四季度，法国巴黎 CAC 指数、韩国综合指数分别环比下跌约 3.3%、7.5%，季内波幅分别高约 6.6%、11.6%。主要新兴经济体中，巴西、俄罗斯、印度股市均下跌，季末环比跌幅分别达 8.8%、7.5%、7.3%。这也是印度股市在疫情后首次单季度环比大跌，可见特朗普关税政策对贸易顺差国的冲击。在中国政府货币宽松和财政刺激的预期、特朗普加征关税预期等多重因素影响下，上证综指波动较大、四季度季内波幅高达 10%，但季末环比涨幅不足 1%。

图表 33 全球主要发达与新兴经济体股市季度涨跌幅（2024 年 4 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 12 月 31 日。图中红色柱为发达经济体，蓝色柱为新兴经济体。

图表 34 全球主要发达与新兴经济体股市季内波动（2024 年 4 季度）

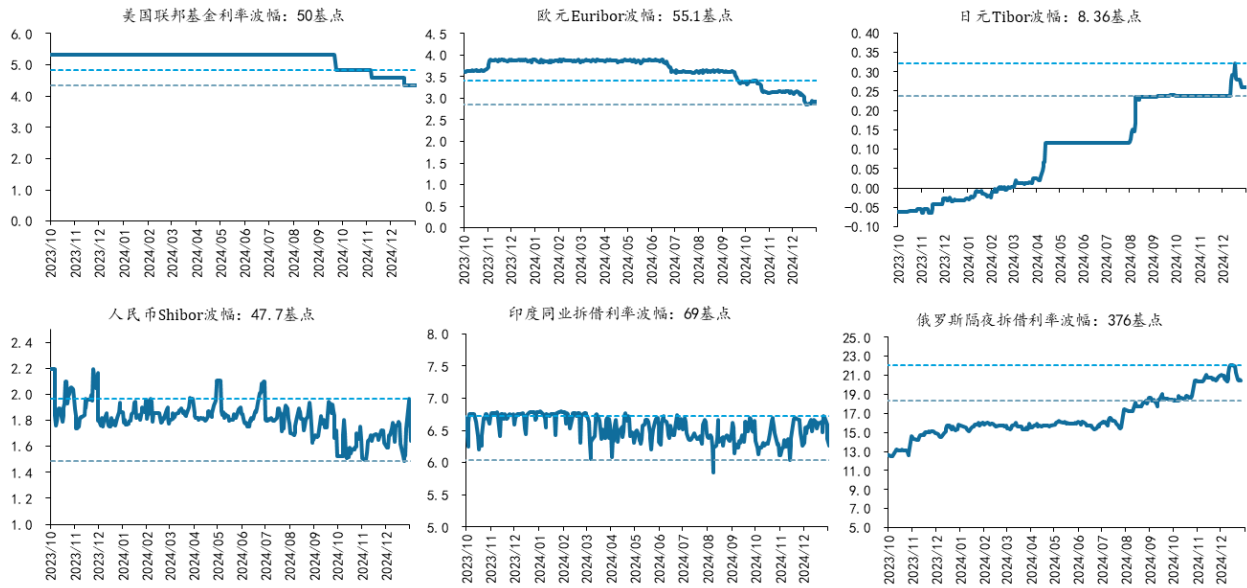


美欧央行降息

美联储、欧央行继续降息，俄罗斯央行加息。4 季度，美联储分别两次降息 25bp，联邦基金利率季内下降 50bp。10 月、12 月，

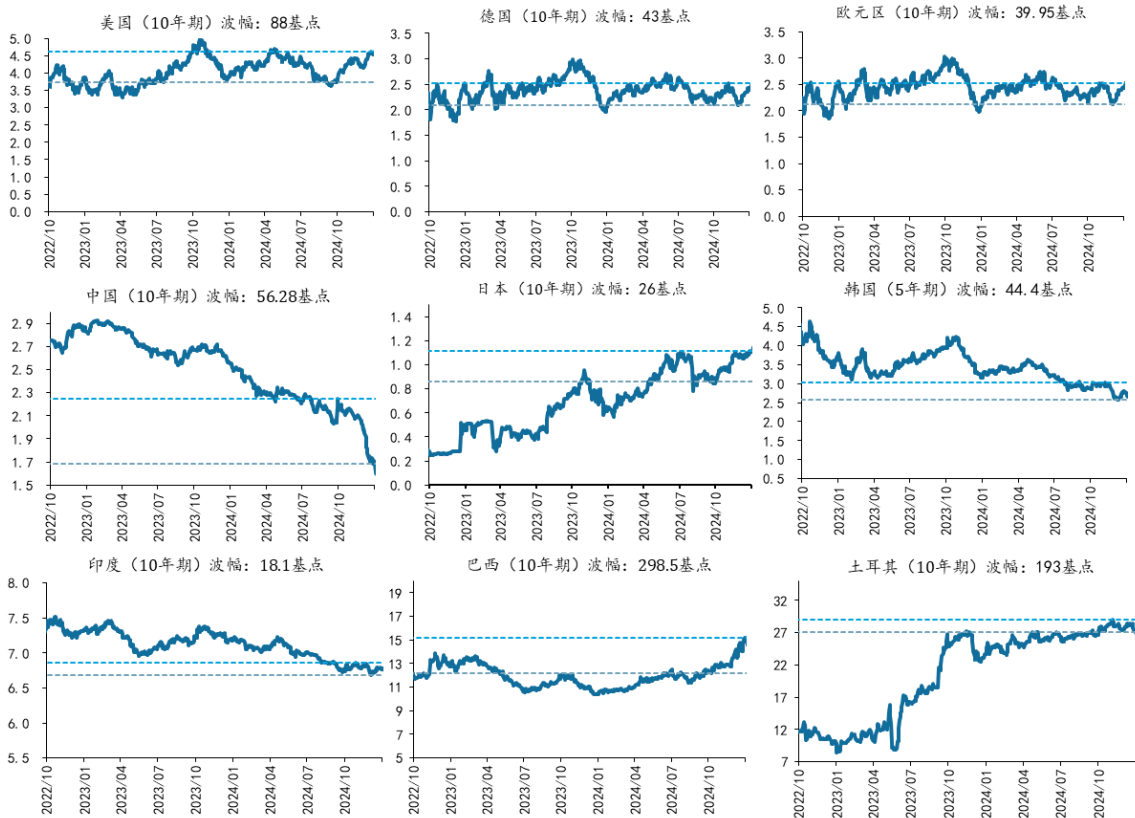
欧央行将主要再融资利率两次分别下调 25bp 至 3.15%，存款便利利率、贷款便利利率同步累计下调 50bp 至 3%、3.4%。欧元 Euribor 季内波幅为 55bp，下行幅度稍大于主要再融资利率下调幅度。日本央行按兵不动，日本 Tibor 波幅约 8.36bp。新兴市场货币市场利率波动较大，印度未调整基准利率，同业拆借利率季内波幅达 69bp，较上季度波动小幅下降；俄罗斯央行进一步加息，四季度（10 月）加息 1 次、单次 200bp，同业拆借利率季内波幅达 376bp。人民银行并未进一步降息降准，但中央经济工作修改了货币政策基调的表述，由“稳健”到“适度宽松”，短端货币市场利率在预期驱动下大幅下跌，四季度人民币 Shibor 下行约 47.7 个基点。

图表 35 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 36 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。

发达经济体长期利率上行，中国国债收益率大幅下行。

主要经济体十年期国债收益率上行，中国国债收益率在宽松预期下大幅下行。四季度，主要发达经济体通胀反弹，特朗普加征关税、降低企业所得税等措施进一步抬高通胀预期，美国、欧洲

等发达经济体十年期国债收益率明显上行。四季度，美国、德国、欧元区十年期国债收益率上行幅度分别 88bp、43bp、40bp。日本、巴西的通胀均在回升。日本央行未进一步加息，日本十年期国债收益率四季度上行 26 个基点。巴西广义消费者物价指数再度反弹至 4.8%以上、巴西央行连续两次加息累计 150bp，巴西十年期国债收益率大幅上行接近 300 个基点。四季度，受经济下行、通胀低迷、货币政策基调转为“适度宽松”影响，中国十年期国债收益率单季快速下行逾 50 个基点至 1.7%左右。2025 年 1 月初，中国十年期国债收益率已经下行至 1.6%以下，人民银行再度发声以期延缓长期利率下行。

### 三、特朗普交易热度不减

在特朗普胜选之前，金融市场“特朗普交易”已然升温。在对内减税、放松监管以及对外加征关税的预期下，美国科技股价格继续大涨，美元在降息背景下逆势升值；其他主要货币竞相贬值，其中，对美贸易顺差规模较大的经济体贬值幅度更为明显。特朗普胜选后，伴随着美欧通胀反弹，特朗普交易在经济即时数据的支撑下热度不减，由预期驱动的交易转变为有基本面支撑的预期驱动的交易。一是通胀上升的情况下，特朗普关税政策、减税政策、移民政策均会推动通胀进一步反弹，美国劳动力市场呈现紧张状态、劳动力薪资增速难以下降。在通胀预期支撑下，美国十年期国债收益率在降息情况下仍在上行。二是放松监管、减税政策推动美股科技股进一步上涨，但同时科技股上涨也受到了美联储降息预期降温扰动，美股波动性在经济不确定性、政策不确定性下有所上升。三是特朗普在俄乌局势、中东局势上并没有起到决定性的缓和作用，俄乌天然气过境协议未能续签，“断气”将进一步推动欧洲通胀上升，欧央行将继续在经济下行、通胀反弹的局面下面临两难。欧洲长期利率在通胀推动下上行，但德国、法国等欧洲中心国家的资产价格走势并不乐观。中东局势没有出现明显降温，叙利亚政变，原油价格上升。四是特朗普更加看重传统能源，原油价格保持在页岩



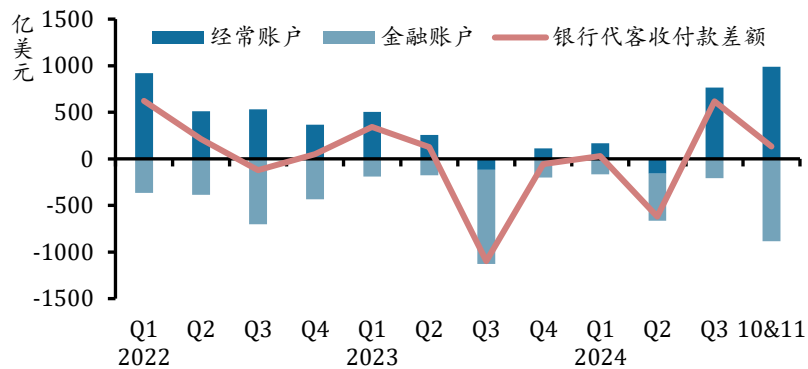
油成本线之上有利于其能源政策的实施。从经济利益角度看，这也决定了中东、俄乌等能源大国的地缘冲突难以真正缓和，原油价格在四季度重新上涨。五是在关税政策下，主要经济体货币均大幅贬值。2025 年，特朗普的关税政策，可能导致全球“关税战”风险上升。为应对关税冲击，主要经济体货币有可能出现竞争性贬值。

#### 四、涉外收款、对外指出规模均下降

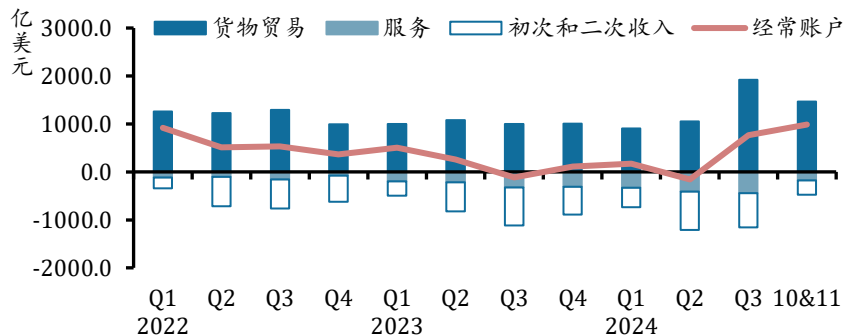
4 季度银行代客涉外收入、对外付款相比上季度同期同步下降，因支出下降幅度更大跨境收支顺差相比上季度同期扩大。

2024 年 4 季度前两个月，银行代客涉外收入、对外付款分别为 12025.9 亿美元和 11893.2 亿美元，跨境收支录得顺差 132.8 亿美元。收入项上，相比去年同期，银行代客涉外收入上升 16.8%；相比 2024 年 3 季度同期，涉外收入下降 1.4%。支出项上，相比去年同期，银行代客对外付款上升 9.8%。相比 2024 年 3 季度同期，对外支出下降 0.1%。跨境收支顺差由上季度同期的 14.8 亿美元扩大至 132.8 亿美元。银行代客涉外收入与支出总额为 2.39 万亿美元，相比去年同期上升 15.0%，相比上一季度同期下降 1.9%。

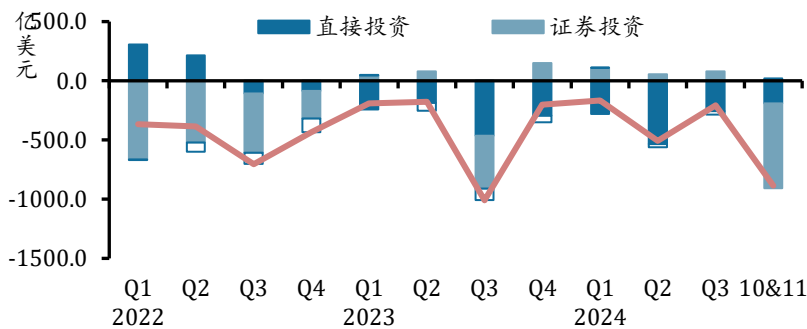
图表 37 银行代客收付款分项结构



数据来源：Wind。



数据来源：Wind。



银行代客收付款经常项目顺差继续扩大。其中货物贸易顺差规模显著上升，服务贸易逆差和收入项逆差均大幅下降。

从境内银行代客涉外收付款的分项看，2024年10月、11月经常项目由上季度同期的306.1亿顺差扩大至987.0亿美元。从细项看，货物贸易顺差规模继续上升，服务贸易逆差和收入项逆差均大幅下降。4季度前两个月，货物贸易顺差相比于上季度前两月上升24.7%，至1465.9亿美元；服务贸易逆差相比上季度同期下降43.6%，至176.2亿美元；收入项逆差为302.7亿美元，相比三季度前两月逆差规模下降45.3%。

银行代客涉外收付款资本和金融项目逆差规模大幅扩大，直接投资逆差

相比上季度同期大幅扩大，4季度前两个月的逆差规模为884.7亿美元，相当于上季度同期逆差估摸的2.6倍。从细项看，直接投资逆差收窄、证券投资

收窄、证券投资逆差大幅扩大，其他投资由小幅逆差转为小幅顺差。

银行结售汇转为顺差。银行自身结售汇和代客结售汇均为顺差。

人民币计价的银行代客收付款维持净流出，流出规模显著上升。

逆差大幅扩大，其他投资由小幅逆差转为小幅顺差。其中，直接投资逆差由上季度同期的201.9亿美元下降至191.9亿美元；证券投资由上季度同期122.8亿美元的逆差大幅扩大至714.3亿美元；其他投资项由上一季度12.3亿美元的逆差转为小幅顺差21.2亿美元。

2024年10月、11月，银行结售汇由539.8亿美元逆差转为217.2亿美元的顺差。其中，银行结汇相比上季度同期增加，由3748.8亿美元上升至4207.8亿美元。银行售汇金额相比于上季度同期下降，由4306.0亿美元下降至3990.5亿美元。从交易主体来看，10、11两个月银行自身结汇规模为148.7亿美元，相比上季度同期上升15.8%；银行自身售汇规模为130.4亿美元，相比上季度同期下降45.2%，由于银行自身售汇金额大幅下降，结售汇由上季度109.6亿美元的逆差转为小幅顺差18.3亿美元。银行代客结售汇结束5个季度的逆差，转为198.9亿美元的顺差。在结售汇意愿方面，2024年4季度前两个月结汇率（银行代客结汇占银行代客涉外总收入外币比率）相比上季度同期上升2.7个百分点，至64.4%，售汇率下降3.6个百分点，至67.2%。

境内银行代客收付款的人民币跨境收支维持净流出，净流出规模由上季度同期的109.5亿美元扩大至424.9亿美元。人民币业务计价的银行代客涉外收入由上季度同期的6328亿美元下降至5726亿美元，下降9.5%，在银行代客涉外收入总额中占比为46.7%，占比相对于上季度同期下降5.2个百分点；人民币计价的银行代客支出由上季度同期的6437.9亿美元下降至6151.1亿美元，下降4.5%，在涉外支出总额中占比为51.7%，相比上季度同期下降1.1个百分点。

## 大宗商品市场：供过于求，波动率上升

2024 年 4 季度大宗商品价格持续走弱，但降幅缩窄。按季度均价来看，CEEM 大宗商品价格指数环比回落 2.0%。石油价格下跌 6.2%，中国需求显著低于预期；市场预测 2025 年全球供过于求，但由于原油储备也降至低点，短期油价有波动加剧的风险，并已在年初体现。4 季度铜铝等金属价格下跌，铁矿石受政策预期支撑小幅上涨。农产品方面，国际市场上玉米因天气和物流等因素上涨，而其他农产品无论国内国际均因供应充足、需求疲软而走低。

### 一、大宗商品总体价格走势

4 季度大宗商品均价持续回落，但降幅收窄。原油需求不振仍在低位徘徊，但低储备导致短期波动风险加大；制造业低迷压制铜价；大部分农产品因供给充分而下跌。

2024 年 4 季度 CEEM 大宗商品价格<sup>1</sup>季度均价环比下跌 2.0%，降幅缩窄，但依然延续下行趋势。其中油价先跌后涨，季度中在低位徘徊，中国需求不振、欧洲疲弱，使得市场预期 2025 年供过于求，即使 OPEC 维持减产效果也有限。与此同时美国产量再创新高，大幅削弱 OPEC 对价格的控制力。但值得关注的是全球原油储备和开工钻井数处于低位，如供给受扰动，短期内产量跟进速度慢油价或面临大幅波动。金属方面，受全球制造业低迷影响，铜铝价格承压走低，而铁矿石则在政策预期提振下逆势小涨，但需求基本面依然疲软。国际农产品市场，玉米受天气、物流制约及需求支撑呈现涨势，大豆、小麦则因供给充裕而下跌，国内农产品则在供给充足、需求不足的双重压力下持续走弱。

<sup>1</sup> CEEM 大宗商品价格指数（月度）综合计算前五大进口商品月平均价格，并根据中国进口量分配权重。5 种商品价格为 OPEC 一揽子石油价格、普氏铁矿石综合价格指数、澳大利亚动力煤 FOB 价格、钢材亚太地区远东市场综合到岸价以及美洲综合大豆价格。指数以 2012 年平均价格为基准。

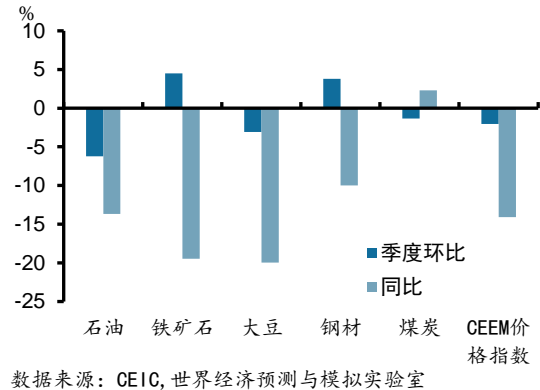
图表 38 4 季度 CEEM 大宗商品指数持续下跌，

但跌幅收窄



图表 39 4 季度铁矿石和钢材反弹，但其他品种下

跌



原油价格受需求预期疲弱影响在低位徘徊。

## 二、主要大宗商品供求情况与价格走势

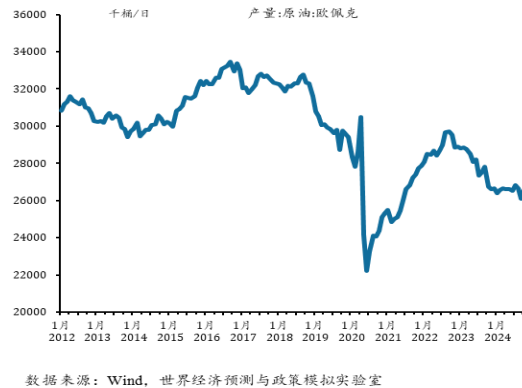
上期报告预测 4 季度布伦特原油价格将向上波动至 80 美元。从实际走势来看，4 季度油价在低位长期徘徊，布伦特油价在 70-75 美元区间窄幅波动，但年末陡然上升，并在 2025 开年前十天快速攀升至接近 80 美元。这一走势显示出全球原油供需存在较多不确定性，无论是地缘政治、个别国家的增减产等短期扰动因素，还是中长期预期的变化，对油价的影响都可能被层层放大。市场正在寻找新的均衡。

4 季度油价弱势的主导因素仍为需求预期较差：中国需求见顶和 2025 年全球供给过剩近 100 万桶/日的叙事日渐响亮。OPEC 维持减产的努力被非 OPEC 国家尤其是美国和南美国家的增产所抵消。但在全球冗余产能达到历史高峰之际，全球的原油储备却下探至历史低位，意味着市场对未来预期的悲观达到峰值。但这个平衡明显是脆弱的，现货市场面临快速进入紧平衡的风险，该风险在 2025 年初推动了油价迟来的上涨。

图表 40 4 季度全球油价低位徘徊，但进入 2025 年后快速反弹至 80 美元附近



图表 41 OPEC 维持减产计划，但实际产量已从低位开始反弹



4 季度需求端疲弱且预期不佳，是贯穿整个季度的主题。全年估计的需求量同比增长低于 100 万桶/日，且持续下调，中国的需求不佳是重要因素。年初市场预期中国需求将占全球需求增量一半，但实际情况是中国需求不增反减，成为拖累。今年 1-11 月，中国的表观石油需求同比下滑 9 万桶/日，大幅低于预期。中国前 10 个月进口量持续下行，直到 11 月才显著反弹。刺激政策尚未完全起效，加上长趋势下电气化、风光产能过剩和新能源汽车的高速发展，使得市场开始讨论中国原油需求见顶的叙事。根据中石化下属研究机构预测，中国汽油的需求或已见顶，但石油制品和航空燃油的需求仍有增长空间。

**4 季度需求端疲弱且 2025 年需求预期一再下调，市场对长期趋势较为悲观。**

全年欧洲的需求也较为疲弱。美国单一市场的复苏未能带动需求增长。如中国需求见顶趋势确定，则未来印度、东盟等新兴市场需要贡献更多增量。但该部分增量节奏仍存疑。

权威机构之间对长期需求走势的预测也出现分歧。国际能源署（IEA）预测，随着可再生能源的使用增多、电动汽车销售量大幅上升以及燃油效率提升，发达国家对石油的需求也将结构性减少。这些因素将共同作用减少石油的消费，导致全球石油需求预计在 2030 年左右达到顶峰。OPEC 则认为全球需求仍有数十年的增长，对石油制品的需求也是重要驱动力。但两者均在 2024 年期间多次下调今年需求预测。

对于 2025 年而言，IEA 和 EIA 预计全球原油需求增量从 100 到 122 万桶/天不等，而非 OPEC 原油供给增量预计在 100-150 万桶/天，足以满足全球需求增量。摩根士丹利和高盛等投行预测过剩规模在 30-40 万桶/天，相对更保守。OPEC 能否放弃市场份额、坚决减产以控制供给将是关键变量，且执行难度较大。但即使 OPEC 维持当前的减产额度，石油市场仍有约 95 万桶/天的供给过剩。

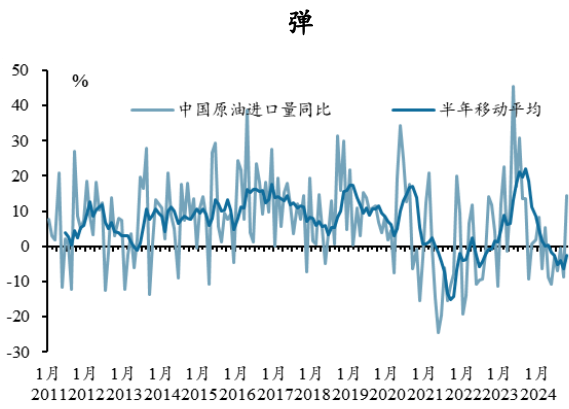
OPEC+ 经多次会议、反复磋商才将 220 万桶/日的减产延续至 2025 年，并非一帆风顺。10 月、11 月 OPEC 的产量分别增加了 46 万和 10 万桶/日，显示出对成员国控制难度增加。伊朗在过去两年显著增加了石油供应，产量从 2023 年的 250 万桶增加至 340 万桶/天左右。

对于非 OPEC 而言，美洲是重要的增量来源。巴西、圭亚那和阿根廷是供应增长最快的国家，委内瑞拉原油生产也在复苏。

美国石油产出破纪录后涨势放缓，页岩油供应商对价格敏感，但市场预测 2025 年增长也将接近 30 万桶/日，继续创新高。美国的产量已比沙特高近 50%。在如此庞大的供给能力下，OPEC 的议价权显著削弱，成员国有充分动机增产抢占市场份额。

上述的过剩更多体现在冗余产能上。从产量角度，短期供给不足仍有可能出现，因供给跟进需要时间。11 月起美国商业原油库存连续缩减，叠加欧美加大对俄罗斯的制裁力度，以及对伊朗潜在 100 万桶供给的制裁，刺激油价快速上升。任何 100 万桶以上的存量供给削减，都可能使得供需短期内重新回到平衡。但由于庞大冗余产能的虎视眈眈以及 OPEC 各国减产动力不足，加上美国新政府对遏制通胀高度重视，油价很难长期维持在高点。

图表 42 中国原油进口持续下跌后在 11 月大幅反弹



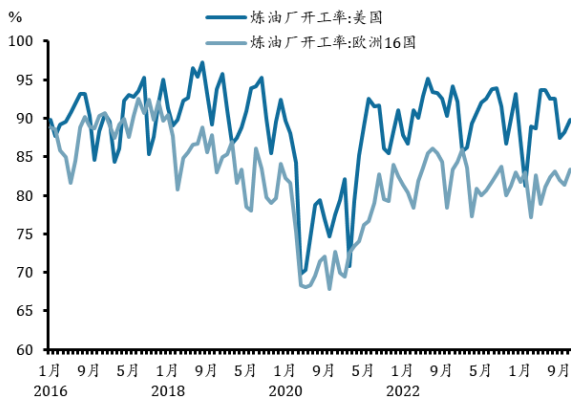
数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 43 美国原油净进口小幅反弹



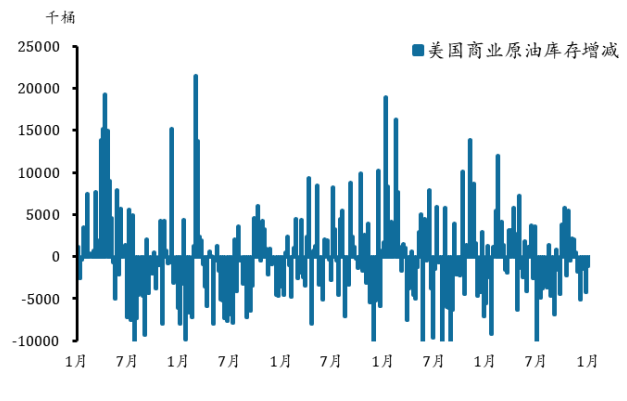
数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 44 欧美炼油厂开工率小幅反弹



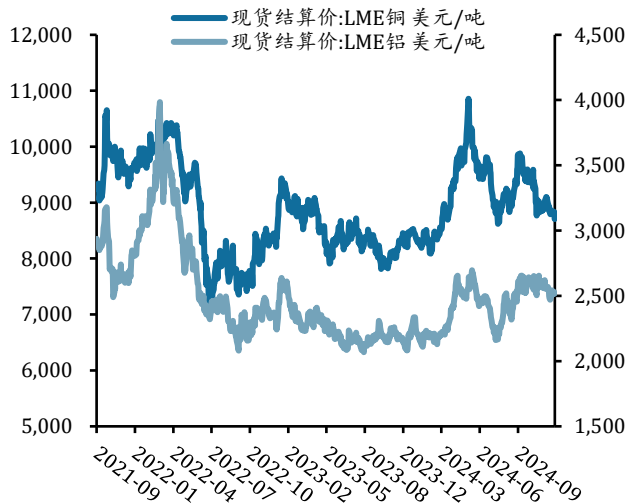
数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 45 美国商业原油库存连续下跌



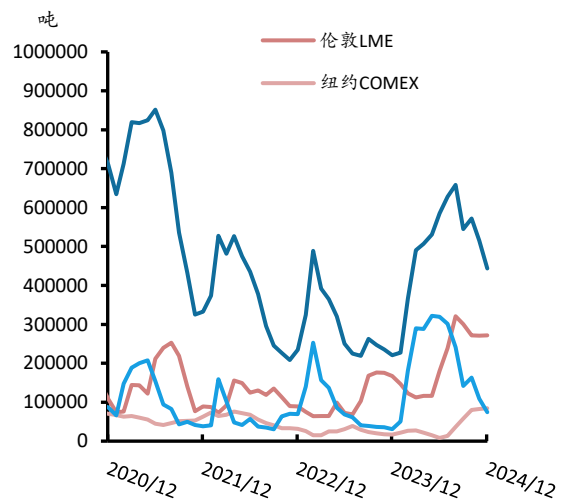
数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 46 LME 铜铝价格下跌



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

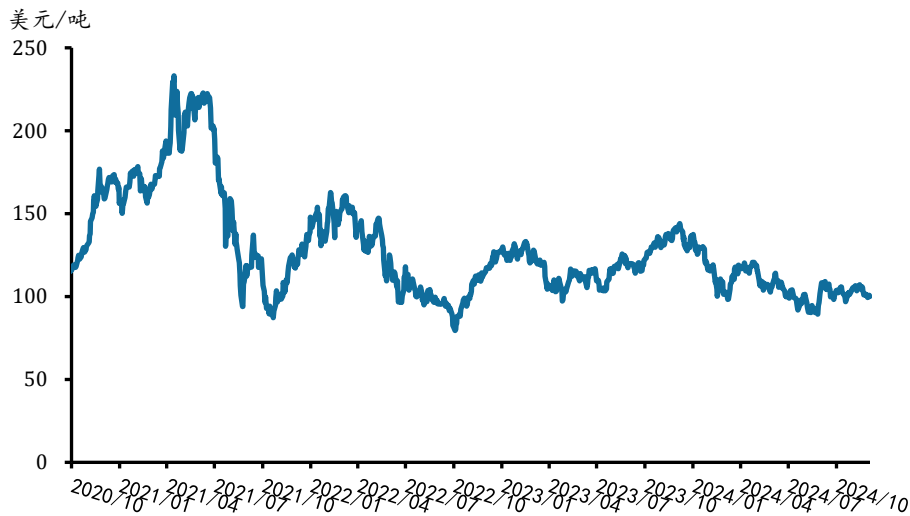
图表 47 全球铜库存水平下降



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。



图表 48 国际铁矿石价格略有回升



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

4 季度，国际铜和铝价格因全球制造业需求疲软而下跌；铁矿石价格在宏观政策预期的支撑下小幅上涨，尽管其需求端仍显乏力。

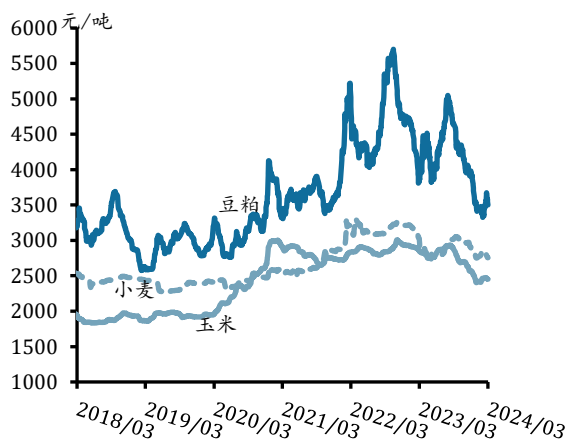
**4 季度国际有色金属价格分化。** 伦铜价格持续回落，12 月底收于 8686 美元/吨，较上季度末下跌约 10.86%。尽管供给端的扰动因素对铜价形成了一定支撑，但其影响力度不足以抵消需求疲软和货币因素带来的下行压力，4 季度铜价整体呈现下跌走势。需求层面，主要经济体的制造业需求表现疲软。12 月，中国、欧元区和美国芝加哥的制造业 PMI 分别为 50.10、45.10 和 36.90。美国芝加哥 PMI 意外暴跌至接近疫情期间的低点，预示美国制造业 PMI 数据可能同样不佳，进一步削弱了铜需求。虽然中国经济有所回暖，但其对工业品价格的拉动作用相对有限。具体到国内情况，电力、家电和汽车行业表现较好，而道路运输和建筑行业则继续拖累需求。截至 2024 年 11 月，电力、热力、燃气及水的生产和供应业固定资产投资同比增长 23.7%，略低于前一季度的 24.8%；家用电器和音像器材类零售额同比增长 22.2%；汽车产销分别增长 15.2% 和 11.65%。然而，道路运输业固定资产投资累计完成额同比下降 1.9%，房地产市场依旧低迷，房屋新开工面积同比减少 26.2%。货币方面，尽管美联储在 4 季度降息，但由于市场对大幅降息预期降温及“特朗普交易”等因素，美元整体走强。美元走强对以美元计价的商品价格形成下行压力，同时抑制了大宗商品消费，进一步推低铜价。供给方面，国际铜业研究组织（ICSG）在 10 月份发布的

分析指出，2024年全球铜供应将出现过剩，预计过剩量比4月份预测的高出17万吨。不过，这一过剩量在全球2,600万吨的市场规模中所占比重较小，影响有限。库存方面，尽管纽铜库存上升幅度较大（46.61%），但沪铜（-47.63%）和伦铜（-9.71%）库存均有所下降，加上中国保税区铜库存的大幅减少，使得全球三大主要交易所（不包括中国保税区）的铜库存总量在2024年第四季度末降至44.4万吨，较上季度末减少了13.96%。若计入中国保税区库存，全球铜库存总量相较于上季度减少了18.55%。国内市场方面，由于铜冶炼厂现货粗炼费用下降，进口中游产品变得更具吸引力，未锻轧铜及铜材进口量较上季度增加了10.42%，精炼铜进口量增长了14.36%。

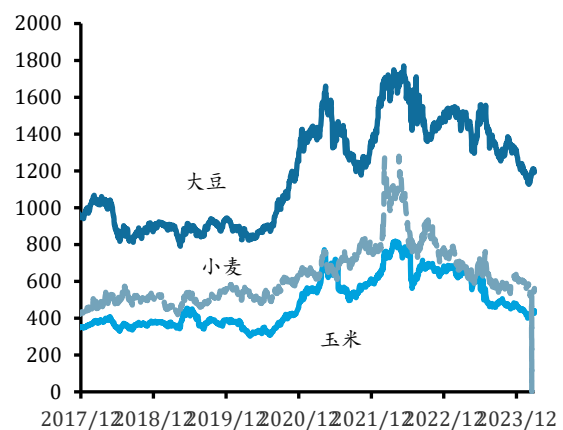
4季度LME铝价呈现震荡下跌的走势，12月底收于2517美元/吨，较上季度末下跌3.62%。美欧制造业的疲软以及国内建筑行业需求的减弱，叠加美元走强对铝价构成了显著的下行压力。国内需求方面，尽管国内家电和音像器材类零售额同比增长了22.2%，新能源汽车产量也大幅增长了51.1%，但建筑业房屋竣工面积累计同比下降26.2%。在供应端，中国铝厂的电解铝生产活动保持在高位运行，2024年11月全国电解铝开工率达到了97.59%，特别是云南地区的铝厂开工率达到99.83%，表明供应端表现强劲且接近满负荷生产。这种高开工率意味着短期内进一步增加生产的空间有限，同时也反映了市场对于铝供应的充足预期。库存方面，LME铝库存较上季度末减少19.14%至63.47万吨；中国电解铝社会库存较上季度末减少25.72%至48.80万吨。国内进口方面，3季度海外氧化铝供应减少，导致国内氧化铝进口量显著降低，而铝土矿进口量则有所增加。而4季度，几内亚和澳大利亚的氧化铝供应恢复正常，中国11月份的氧化铝进口量相比上季度末激增了167.55%，铝土矿进口量也增长了6.93%。鉴于电解铝开工率已经接近极限，未来国内对于上游原材料的需求增长潜力将受到限制。

4 季度国际铁矿石价格经历了初期的上涨后，转入了震荡整理的走势。普氏 62%铁矿石价格在 103.38 美元/吨附近波动，较上季度均价上涨 3.91%。铁矿石市场呈现供大于求的局面，库存同比累积，因此价格震荡上涨更多是体现宏观政策预期影响。国庆节前夕，美联储意外降息为中国等国家提供了更大的货币政策操作空间，刺激了市场的积极情绪。从供应方面来看，全球四大矿山的发货量环比增长了 11.68%，同比增长 6.57%。在需求端，全球粗钢产量同比下降了 1.20%，反映了全球需求的相对乏力。4 季度中国 247 家钢铁企业的日均铁水产量均值环比增长 1.01%，同比下降了 1.62%。国内下游需求方面，汽车产量增长较快，但基建投资增速放缓，房地产市场依然处于调整期。2024 年 11 月固定资产投资中，基建投资（不含电力）同比增长 4.20%，增速较去年同期（5.80%）放缓，汽车产量同比增长 15.20%。房屋新开工面积累计同比下降 23.00%，商品房销售面积累计同比下降 15.80%。库存水平同比上升，港口库存环比减少 189 万吨（澳大利亚铁矿石库存减少 309 万吨），但同比增加 2874 万吨；国内钢厂库存可用天数环比增加 0.53 天。其中，澳大利亚和巴西铁矿石库存分别同比增加 22.33%和 23.46%。航运成本在第 4 季度出现了显著下降。C3 和 C5 这两条航线的运费环比分别下降了 18.94%和 15.75%，同比分别下降了 13.30%和 17.77%。

图表 49 国内农产品现货先跌后涨



图表 50 CBOT 农产品价格先跌后涨



4 季度国际市场上玉米因天气因素、物流挑战及强劲需求成为唯一价格上涨的主要谷物，而大豆和小麦则因供应充足价格下跌。国内市场方面，良好的供给条件与下游需求的疲软导致农产品价格普遍走低。

**4 季度国际农产品价格分化，国内农产品价格下跌。**4 季度国际、国内大豆价格波动下行。供给端，USDA 报告显示，4 季度美国大豆供应维持宽松格局，南美大豆主产区巴西和阿根廷的天气状况良好，播种和生长进展顺利，进一步强化了丰产预期。库存方面，美国大豆期末库存维持在较高水平，全球大豆库存也呈现小幅上升趋势。需求侧，美国大豆需求总体稳定，压榨和出口需求均维持高位，但累计同比增幅有下滑趋势。11 月美豆 24/25 年度压榨累计同比由上月的 6.2% 下滑至 5.5%。中国进口量占国际大豆产量的三分之一。11 月大豆进口同比减少约 10%，中国采购步伐放缓可能对大豆价格形成压制。4 季度，国内豆粕价格呈现下跌走势。供给端，国内大豆主产区进入集中收获期，新豆大量上市，市场供应充足，优质优价特征显著，尤其是南方高蛋白大豆销售进度较快；东北高油低蛋白大豆进入压榨领域数量增加，购销活跃。中储粮、九三、中粮等贸易主体积极入市收购，推动市场氛围活跃，购销进度加快。进口方面，3 季度大豆进口数量和大豆、豆粕港口库存激增，高于往年同期，这导致 4 季度国内整体供给更为宽松。国际市场价格下行带动国内豆粕价格下跌。需求端，受 2024 年前三个季度养殖利润恢复的影响，生猪产能逐步增加，4 季度国内生猪存栏和能繁母猪存栏量较上季度有所回升，豆粕饲用需求有所改善。但由于临近春节，养殖端在年底已陆续启动出栏计划，对豆粕需求带来偏空预期。在供给宽松预期下，豆粕需求预期减弱，推动价格下行。

**4 季度国际玉米出口价格整体呈现上涨的趋势，国内玉米价格持续下行。**美国玉米市场保持稳定，出口和乙醇需求增加导致期末库存下降。全球玉米产量略有减少，叠加强劲的需求，尤其是乙醇生产和出口需求，支撑了玉米价格。10 月，美国乙醇出口量同比增长 23%，创下历史同期最高水平，主要出口目的地包括西班牙、日本、墨西哥、哥伦比亚等国家，这些地区的需求强劲抵消了中国需求疲软的影响。物流方面，巴西马德拉河和美国密西西比河水位

下降，影响了玉米运输，进一步推高了价格。此外，阿根廷持续的干燥天气和市场预期以及美国农业部可能在 2025 年 1 月报告中进一步下调美国期末库存，也促使玉米价格上涨，达到六个月以来的最高点。4 季度，国内玉米价格呈现下跌走势。供给端，全国主产区气候总体正常，华北地区新季玉米收获大部分完成，东北地区收获进度超 4 成，整体收获进度较快。同时，由于东北部分地区新季玉米收获期雨水偏多，11 月上旬气温偏高，导致玉米储存难度加大，农户售粮意愿高于常年同期，导致国内价格走低。需求端，国内玉米消费中，饲料用粮占总消费的 70%，工业用途约占 20%。本季度养殖成本上升、利润下降，导致饲料需求预期偏空。玉米淀粉出厂价也处于持续下跌的状态。

**4 季度小麦国际、国内小麦价格持续下行。**市场供应增加、需求不足，抵消“俄罗斯”溢价，再叠加美元走强，国际小麦价格震荡下跌。供给端，小麦主产区产情良好，澳大利亚和阿根廷小麦产量同比增加，预计 2024/2025 年度澳麦出口量为 2194 万吨，同比增长 11%。美国农业部预计 2024/2025 年度阿根廷小麦产量为 1750 万吨，高于上年度的 1585 万吨。4 季度，俄罗斯小麦出口呈现“前高后低”的趋势。10 月出口量创下历史新高，但受关税上调和天气影响，12 月出口量显著下降。需求端，美国农业部 12 月报告中下调了全球小麦需求。2024/25 年度全球小麦消费量预计为 8.02 亿吨，较 2023/24 年度增加 461 万吨，但环比（较 11 月预测）减少 94 万吨，其中，中国小麦消费量预计为 1.51 亿吨，较 2023/24 年度减少 250 万吨，主要因食品和饲料需求下降。国内小麦市场需求不佳，价格下行。小麦在制粉领域的消费占比在 75%-85%。国内面粉消费进入旺季但下游需求不旺，小麦消耗量有限，市场供应阶段性增加。饲料消费方面，由于国内玉米、豆粕等饲料原料价格持续跌势，小麦饲料需求不振。

原油方面，储备处于低位叠加地缘风

### 三、未来价格走势与风险

险上升，使得价格波动性上升，但长期来看暂时仍缺乏大幅上涨的基础。

金属方面，短期内铜供过于求，中国房地产疲软使铁矿石承压，但预计春节后在政策支持下市场将逐步复苏，而美元坚挺将对金属价格形成一定压制。

农产品方面，国内生猪养殖利润下滑抑制饲料需求增长，俄罗斯小麦因生长条件不佳和出口限制，预计显著影响国际小麦市场的供应。

2025 年 1 季度伊始原油价格大幅波动，上涨至 80 美元上方，但更偏向于短期波动，触发因素主要为美国或加大对伊朗、俄罗斯的制裁，从而抑制供给，而当前全球原油储备和开工钻井数仍处于历史低点，给了短期波动加剧一个合适的背景。长期来看，中国需求增速放缓、全球经济景气度不佳、供给偏过剩等基本因素仍对油价形成较大压力，油价暂时缺乏大幅上涨基础。预计上半年油价中枢仍为 80 美元，和上季度预测持平。

金属方面，在全球制造业前景仍存不确定性的背景下，尽管铜的长期供需基本面预示着供应短缺，但短期内市场却面临着供过于求的挑战。中国房地产市场目前仍未显现出强劲的复苏迹象，铁矿石市场因此继续承压，但 4 季度是国内钢铁行业的传统淡季，再叠加春节之后支持性政策的影响，市场有望逐步走出低谷，呈现出先抑后扬的趋势。1 季度美国经济预计将继续扩张，尽管增速可能放缓，但其韧性犹存，期间美元有望保持强势，进而对金属价格形成一定的压制。

农产品方面，国内生猪养殖行业的利润近期出现下滑，这在一定程度上抑制了饲料需求的增长。当前，生猪产能已经处于相对较高的水平，进一步上涨的空间有限，因此，未来饲料需求的增幅预计也将保持在一个较低的水平。在小麦市场方面，全球的目光聚焦于俄罗斯。2024 年冬季小麦的初期生长状况被评估为过去 20 年来最差的一年，有 37% 的小麦作物被评为“状况不佳”，这一比例显著高于历年平均水平。由于不良的生长条件导致产量预期下降，加上政府实施的出口限制措施，预计俄罗斯的小麦出口将在 2025 年上半年大幅放缓。具体来说，政府在 12 月 20 日宣布，2025 年 2 月 15 日至 6 月期间的小麦出口配额设定为 1,060 万吨，相比之下，去年同期的谷物出口量高达 2,800 万吨。这意味着今年上半年俄罗斯小麦出口量将比去年减少约 62%，对国际小麦市场的供应造成明显影响。

## 外贸专题：出口增长超预期，进口持续低迷<sup>2</sup>

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

### 一、全球货物贸易

**预估 4 季度全球贸易表现将跟随全球经济景气程度改善。**

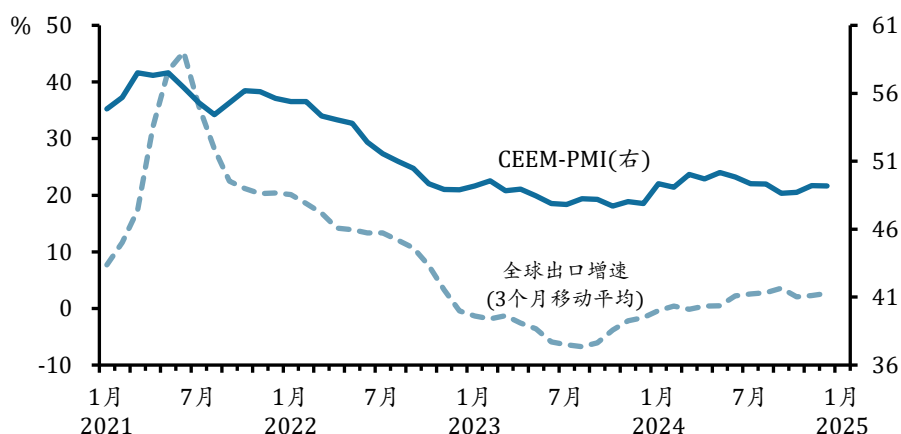
根据世界贸易组织（WTO）数据，2024 年 3 季度全球出口总额 5.55 万亿美元<sup>3</sup>，同比增速为 3.5%，维持 2023 年 4 季度以来的向好态势。过去五年 CEEM 中国外部需求指数（简称 CEEM-PMI<sup>4</sup>）与 3 个月移动平均的全球出口增速走势高度一致。9-12 月，随着美联储、欧央行等主要经济体央行降息，全球货币政策进入宽松周期，CEEM-PMI 从 48.6 升至 49.2，显示全球经济景气程度有所好转，叠加圣诞和元旦假期效应，全球贸易表现预计将随之改善。尽管低基数效应、货币政策宽松效应仍将对全球贸易增长形成支撑，但特朗普第二任期预计延续单边主义和贸易保护政策、地缘政治冲突等因素仍将给全球贸易增长前景带来较大的不确定性。

<sup>2</sup> 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。

<sup>3</sup> 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。

<sup>4</sup> 自 2022 年 1 月起，CEEM-PMI 指数中增加东盟 PMI，各经济体按照 2022 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 51 预估 4 季度全球贸易表现将跟随全球经济景气程度改善



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，2024 年 10-12 月为预测值。

## 二、中国出口增长超预期

低基数效应、主要经济体货币宽松效应、相对价格优势、圣诞和元旦假期效应以及欧盟汽车反补贴税生效前和美国特朗普政府威胁加征高额关税落地前的抢出口效应共同支撑我国出口超预期增长。

中国海关数据显示，2024 年 4 季度，以人民币计，中国出口总额 6.8 万亿元，同比增长 9.4%；以美元计，出口总额 9578 亿美元，同比增长 10.1%，较上季度提高 4.1 个百分点。从量价分解看，10-11 月，出口价格同比继续负增，而出口数量在基期抬升的情况下仍保持强劲增长。从原因看，低基数效应、主要经济体货币宽松效应、相对价格优势、圣诞和元旦假期效应以及欧盟汽车反补贴税生效前和美国特朗普政府威胁加征高额关税落地前的抢出口效应共同支撑我国出口超预期增长。

4 季度，中国对美国、欧盟、东盟等传统贸易伙伴出口增速显著提升。

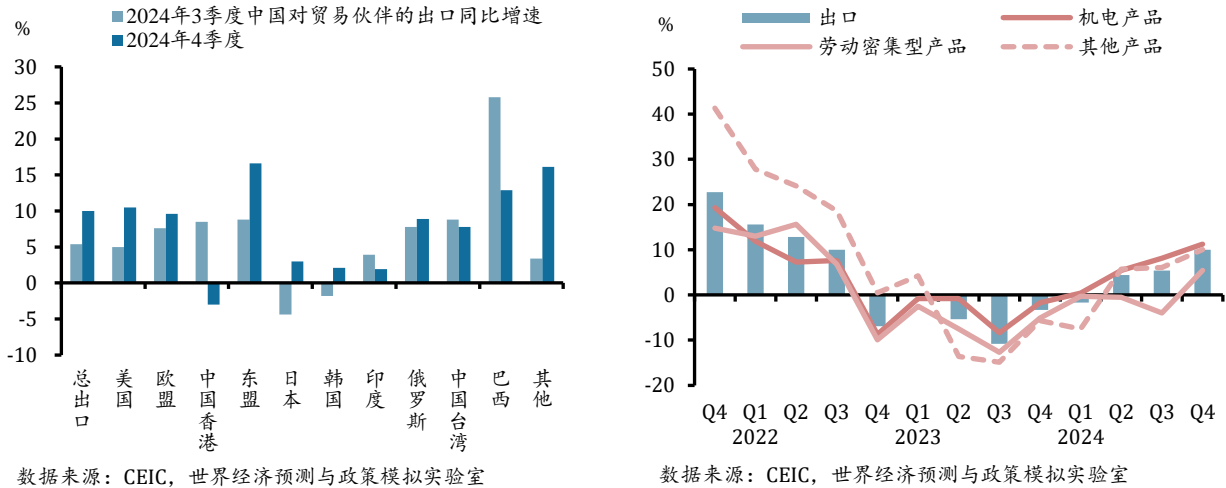
分地区看，4 季度，中国对美国、欧盟、东盟等传统贸易伙伴出口增速显著提升。其中，对美国、欧盟、东盟出口达到或接近两位数增长，增速分别较上季度提高 5.5、2.0、7.8 个百分点。对日本和韩国等亚太产业链上国家以及对俄罗斯出口亦有不同程度改善。然而，对巴西、印度、中国香港和中国台湾出口增速回落。其中，对巴西和中国台湾出口增长仍保持较高水平，而对印度出口微弱增长、对中国香港出口甚至同比下降 3.0%。对不同经济体出口表现差异主要与其经济景气程度有关，而对香港出口回落还与中美博弈背景下香港贸易中介功能下降有关。

一般贸易出口增速超预期提升。



从贸易方式看，出口增速超预期提升主要来自一般贸易。<sup>5</sup>4季度，一般贸易出口同比增长 12.6%，较上季度提高 7.7 个百分点，对 4 季度出口增长的贡献率高达 80.4%。而加工贸易和其他贸易方式出口增速较上季度分别提高 1.2 个百分点和减少 3.9 个百分点。

图表 52 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

#### 4 季度，各类产品出口增速普遍提高，七大类传统劳动密集型产品出口增速超预期反弹。

分产品看，4 季度，各类产品出口增速普遍提高，七大类传统劳动密集型产品出口增速超预期反弹。具体而言，4 季度，七大类传统劳动密集型产品出口增速为 5.4%，较上季度大幅提高 9.4 个百分点。机电产品和其他产品（主要为农产品、矿产品、化学品及金属制品等）延续 2023 年 3 季度以来的回暖态势。其中，机电产品出口增速较上季度提高 3.1 个百分点，进一步升至 11.2%。高科技产品出口增速小幅升至 6.6%。<sup>6</sup>从贡献率上看，4 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的贡献率分别为 67.0%、9.3%、23.7%。劳动密集型产品增速虽然反弹较多，但仍为三类产品中增速相对较慢的一类。

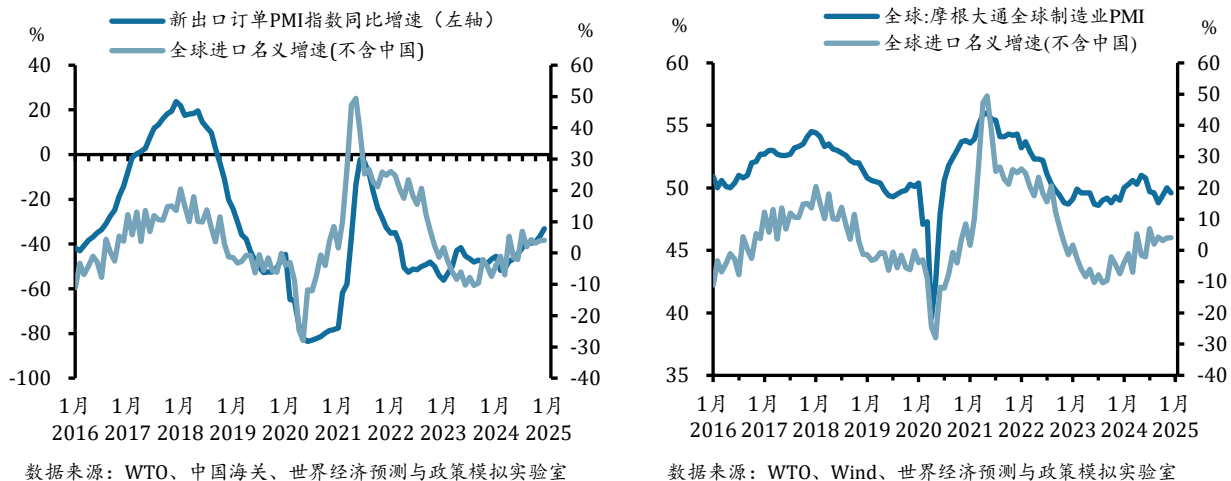
预估 4 季度全球总体需求环比无明显改善，但对我国出口产品的需求可能尚可。一方面，2024 年 10 月至 12 月，基于我国主要贸易伙伴 PMI 构建的 CEEM-PMI 指数平均值为 49.0，与前 3 个月均值基本持平。逐月看，CEEM PMI 指数自 9 月 48.6 的低位回升、但

<sup>5</sup> 2024 年 3 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 64.3%、20.5%、15.2%。

<sup>6</sup> 2024 年 3 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 59.9%、16.4%、23.6%。

仍在荣枯线以下。<sup>7</sup>另一方面，9-12月我国新出口订单 PMI 指数平均值为 47.9，较前 3 个月继续下降 0.3 个单位。值得注意的是，中美贸易摩擦后，新出口订单 PMI 指数参考中枢下降。2017-2024 年，新出口订单 PMI 指数年度均值分别为 50.9、49.1、47.5、44.8、48.4、46.9、47.5、48.4。从这个角度看，2024 年我国的新出口订单 PMI 指数跟 2021 年一样，考虑到 2021 年海外对我国出口产品的需求相对强劲，这可能反映 2024 年我国出口需求相对尚可。实地调研发现出口订单变短变小可能导致新出口订单 PMI 指数对实际出口需求反映不充分且不及时。

图表 53 预估 4 季度全球对我国出口需求可能尚可



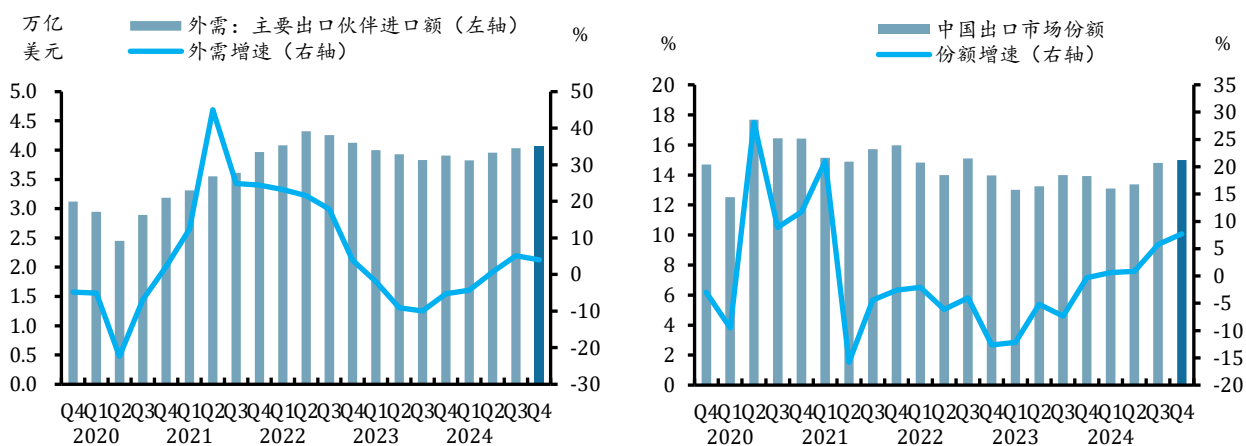
注：全球进口名义增速（不含中国）根据 WTO 数据计算，其中 2024 年 10-12 月为根据全球摩根大通 PMI 指数、新出口订单 PMI 指数、CEEM-PMI 指数得到的估计值。

**预估 4 季度中国出口产品市场份额明显回升。** 预估 4 季度中国出口产品市场份额明显回升。2024 年 3 季度，我国在美国、欧盟、东盟等 11 个主要贸易伙伴进口中占比升至 14.8%，同比提高 5.8%、环比提高 10.7%。其中，在美国、欧盟、东盟、印度、巴西、加拿大以及南非进口中占比同比和环比均有提升，且在欧盟和南非份额增幅均为两位数。从历史数据看，我国出口市场份额在经历了 2020-2021 年的高增长、2022-2024 年上半年的回调后，2024 年 3 季度基本回到 2017-2019 年的历史平均水平。

<sup>7</sup> 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。

基期效应、美欧政策落地前的抢出口行为、中国企业海外建厂对国内中间产品需求增加以及降价消化产能等原因导致 3 季度以来我国出口市场份额提升的主要原因。短期内上述因素影响大多还将持续，这意味 4 季度我国出口市场份额有望延续回升势头。然而，长期来看，美欧推行的“脱钩”“去风险”政策仍将对我国出口市场份额产生较大下行压力。

图表 54 预估 4 季度中国出口市场份额明显回升



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

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 4 季度外需和出口市场份额为估计值。

4 季度进口增长持续低迷，这反映内需仍然较弱，同时随着加工贸易占比下降，出口增长对进口中间投入的拉动作用减弱。

4 季度，自主主要贸易伙伴进口多数下

### 三、中国进口增长持续低迷

中国海关数据显示，4 季度，以人民币计，中国进口总额 4.7 万亿元，同比下降 2.6%；以美元计，进口总额 6572 亿美元，同比下降 2.0%，增速较上季度下降 4.3 个百分点。逐月看，12 月增速较 10-11 月略有好转。从量价分解看，10-11 月，进口价格和进口数量均呈现小幅负增长。这反映内需仍然较弱，同时随着加工贸易占比下降，出口增长对进口中间投入的拉动作用减弱。

分地区看，4 季度，自主主要贸易伙伴进口多数下降。其中，自美国、欧盟、东盟、中国台湾、巴西、印度、俄罗斯进口增速下降 0.6-20.2 个百分点，且除中国台湾外均已呈现负增长。但自日本、韩国以及中国香港进口仍维持增长且增速还在提升。自不同地区进

降，但自日本、韩国、中国台湾以及中国香港仍维持增长，这或与全球机电产品、半导体周期上行相关。

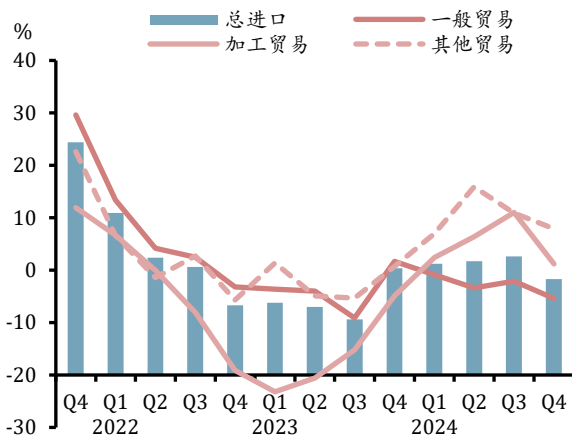
口表现的差异与进口产品种类密切相关。自 2023 年 3 季度以来，全球机电产品、半导体处于上行周期，而日本、韩国、中国台湾以及中国香港是我国相关产业中间投入的重要来源地。

从贸易方式<sup>8</sup>看，4 季度各类贸易方式进口增速普遍回落。其中，一般贸易、加工贸易、其他贸易方式进口增速分别较上季度下降 3.3、9.8、3.0 个百分点，进口增速分别为-5.4%、1.2%、7.9%。考虑到以加工贸易和其他贸易方式进口的政策优惠更多，这可能使得这两类贸易方式进口更具稳定性。

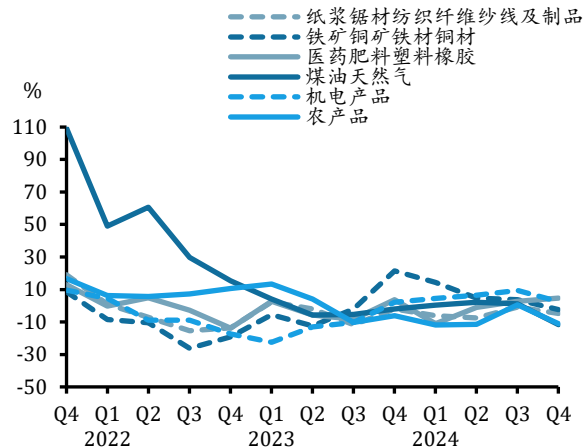
除医药-肥料-塑料-橡胶外，各类产品进口增速均明显回落。

分产品<sup>9</sup>看，除医药-肥料-塑料-橡胶外，各类产品进口增速均明显回落。其中，煤-油-天然气、农产品、机电产品、铁矿-铜矿-铁材-铜材、纸浆-锯材-纺织纤维纱线及制品进口增速分别较上季度回落 12.7、11.5、6.9、6.1、3.8 个百分点。4 季度，多数产品进口已陷入负增长，仅机电产品和医药-肥料-塑料-橡胶仍维持小幅正增长。从量价分解看，铁矿石和原油价格回落并对进口数量形成正向支撑，而铜及铜材价格虽仍在高位、但进口需求依旧稳固。这与传统部门衰落、新能源行业相对兴盛的经济形势一致。

图表 55 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。

<sup>8</sup> 2024 年 3 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 61.1%、17.0%和 21.9%。

<sup>9</sup> 2024 年 3 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%、8.1%、18.1%、4.3%、1.8%、40.4%。

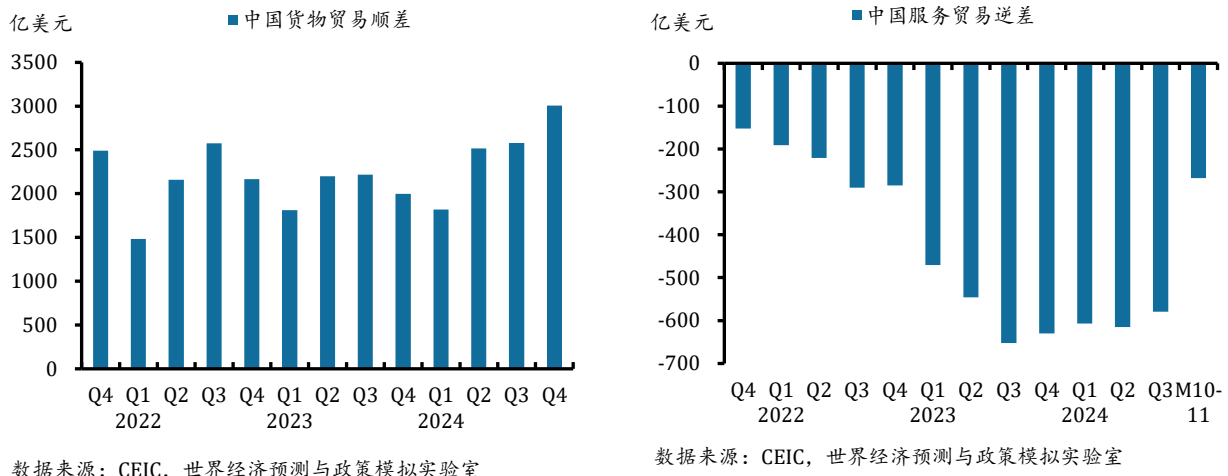


#### 四、经常账户顺差加速扩张

4 季度，以人民币计，中国货物贸易顺差额为 21437 亿元，同比增速为 49.6%；以美元计，顺差总额为 3006 亿美元，同比提高 50.6%（上季度增速为 16.3%）。其中，一般贸易顺差提升较为突出，加工贸易顺差也有所提升。10-11 月，中国服务贸易逆差为 268 亿美元，同比下降 29.0%。其中，境外旅行服务逆差为 296 亿美元，同比下降 3.8%，或与国内签证政策调整、来华旅游增加相关；运输服务逆差为 59 亿美元，同比下降 59.4%。这意味 4 季度经常账户顺差加速扩张。

#### 4 季度经常账户顺差加速扩张。

图表 56 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

4 季度，中国经常账户占 GDP 比重预估在 2.5% 左右。

据国家外汇管理局统计，2024 年 10-11 月，以人民币计，货物和服务贸易贡献的经常账户盈余为 9325 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 4 季度名义 GDP 同比增速预计为 7.4%（实际 GDP 增速预计为 5.4%、GDP 平减指数增速预计为 1.9%），预估 4 季度经常账户占比或在 2.5% 左右。与此相比，2024 年 3 季度，中国经常账户盈余占 GDP 的 1.81%，货物和服务净出口对 GDP 增长的贡献为 2.0 个百分点（按人民币不变价计），较去年同期提高 3 个百分点。

随着特朗普上台后将可能逐步落实对自我国进口产品的

#### 五、外贸展望

随着特朗普上台后将可能逐步落实对自我国进口产品的加征关税，叠加 2024 年基期较高的影响，预计 2025 年我国出口增长形

加征关税，叠加2024年基期较高的影响，预计2025年我国出口增长形势不容乐观，但在抢出口效应、货币宽松效应等影响下，短期出口可能出现超调，窗口期主要取决于特朗普政府对华贸易政策和中美关系走势。

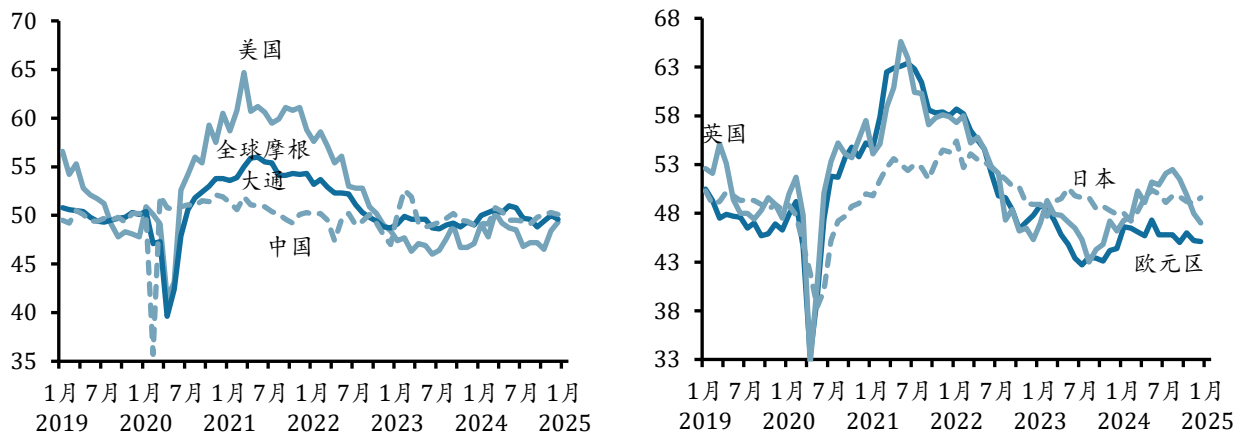
势不容乐观，但在抢出口效应、货币宽松效应等影响下，短期出口可能出现超调，窗口期主要取决于特朗普政府对华贸易政策和中美关系走势。截至2025年1月14日，Wind数据库对2025年中国出口金额同比的预测为0.47%，且逐月呈现前高后低态势。

我国出口增长潜力将主要面临出口市场份额的制约。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2024年10月《全球经济展望》报告预测2025年世界经济增速将维持在3.2%。世界贸易组织2024年10月《全球贸易展望和统计》对2025年全球货物贸易增速的预测为3.0%，较4月预测下调0.3个百分点。特别地，受特朗普政府放松监管、推行减税等政策的影响，美国经济有望继续保持韧性。然而，受地缘政治冲突等因素影响，欧洲经济继续孱弱、德国或将延续衰退。

从市场份额看，随着特朗普政府加征关税、推动产业回流、回归传统能源等政策落地，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。我国在欧盟市场份额也受到反倾销、反补贴等一系列限制性措施的影响。尽管我国在东盟、巴西等新兴市场国家市场份额处于高位，但继续上涨空间有限。考虑到2024年美国、欧盟在我国出口中合计占比为29.1%，而东盟占比为16.4%，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。

值得注意的是，由于美国政策落地需要一段时间，在此之前我国出口市场份额以及对外贸易表现有可能受抢出口效应影响而出现超调的现象。

图表 57 全球及主要经济体制造业 PMI



图表 58 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)		
	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2021	2022	2023
出口	4.4	5.4	10.0	29.7	7.0	-5.1
进口	1.7	2.6	-1.7	30.0	1.4	-5.6
出口额	9005	9123	9578	33682	36045	34222
进口额	6488	6544	6572	26789	27155	25636
货物贸易余额	2517	2579	3006	6894	8890	8586
2. 地区出口						
	(美元同比/%)			(规模/亿美元)		
	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2024Q2	2024Q3	2024Q4
出口	4.4	5.4	10.0	5882	6355	3721
美国	2.5	5	10.5	1314	1400	1428
欧盟	-0.2	7.6	9.6	1331	1347	1311
中国香港	9.3	8.5	-3	709	767	787
日本	-4.1	-4.4	3	373	375	404
东盟	15	8.8	16.6	1506	1399	1614
俄罗斯	-4.1	7.8	8.9	273	315	324
3. 贸易方式						
	(美元同比/%)			(规模/亿美元)		
	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2024Q2	2024Q3	2024Q4
一般贸易出口	5.3	4.9	12.6	5968	5871	6236
加工贸易出口	1.0	5.7	6.9	1716	1868	1929
其他贸易出口	5.4	7.3	3.4	1343	1391	1406
一般贸易进口	-3.4	-2.1	-5.4	4084	4007	4044
加工贸易进口	6.4	11	1.2	970	1116	1061
其他贸易进口	15.9	10.9	7.9	1433	1433	1486

数据来源：CEIC 数据库。