

# 全球经济金融展望报告

2024 年第 3 季度（总第 59 期）

报告日期：2024 年 6 月 26 日

## 要点

- 2024 年二季度，全球经济比预期更具韧性，通胀水平趋降。居民消费好转，私人投资、政府支出承压，总需求保持稳定。第一产业、第二产业稳步回升，第三产业延续良好表现，总供给明显改善。全球贸易稳步复苏，货物贸易成为重要推动力量。全球财政政策回归常态，货币政策调整分化加剧。外汇市场剧烈波动，全球股市先跌后涨，大宗商品价格受到支撑。
- 展望 2024 年三季度，全球经济增速将延续二季度表现，可能呈现总需求小幅调整、总供给恢复的运行特征。私人消费增速可能放缓，私人投资逐渐触底，全球贸易大概率延续复苏态势。全球通胀继续回落，但反复风险依然存在。全球央行将相继开启降息，流动性供给总体平稳，大宗商品市场地缘政治风险溢价有望下降。
- 欧盟《外国补贴条例》实践特征及影响、2024 年美国大选对宏观政策的影响等热点问题值得关注。

## 2024 年二季度全球主要经济指标趋势分析

分项	2022 年占全球 GDP 份额	2024Q2 较 2023Q2 同比增速变化	综合研判
需求端			
居民消费	55.4%	↑	整体稳定
固定资产投资	28.1%	↓	
政府支出	16.5%	↓	
供给端			
农业	4.3%	↑	↑ 改善明显
工业	27.5%	↑	
服务业	68.2%	↑	
经济增长——GDP 增速			↑
通货膨胀率——CPI 增速			↓

## 中国银行研究院 全球经济金融研究课题组

组长：陈卫东

副组长：鄂志寰

廖淑萍

成员：边卫红

熊启跃

王有鑫

赵雪情

曹鸿宇

李颖婷

王宁远

初晓

章凯莉

张笑梅（全球市场部）

蔡子琼（全球市场部）

陆晓明（纽约）

联系人：曹鸿宇

电话：010-66594053

邮件：yjcaohongyu@bank-of-china.com



## 全球经济缓慢复苏，货币政策分化加剧

——中国银行全球经济金融展望报告（2024 年第 3 季度）

2024 年二季度，全球经济比预期更具韧性，通胀水平趋降。居民消费好转，私人投资、政府支出承压，总需求保持稳定。第一产业、第二产业稳步回升，第三产业延续良好表现，总供给明显改善。全球贸易稳步复苏，货物贸易成为重要推动力量。美国持续温和增长，欧元区缓慢复苏，英国增长韧性不足，日本受困于短期因素扰动，韩国出口、内需持续复苏，土耳其实现较快增长，墨西哥增长前景不确定性加大。全球财政政策回归常态，主要发达经济体货币政策分化加剧，美联储降息预期延后，欧央行启动政策调整。外商直接投资表现低迷，证券组合投资回流新兴市场。全球外汇市场剧烈波动，美欧国债收益率维持高位震荡，全球股市先跌后涨，大宗商品价格受到支撑。

展望 2024 年三季度，全球经济增速有望延续二季度表现，总需求回落、总供给恢复将成为主要运行特征。私人消费增速可能放缓，私人投资逐渐触底，全球贸易大概率延续复苏态势。第一产业复苏不确定性增加，制造业增长动力减弱，服务业延续良好表现。全球通胀延续回落态势，但反复风险依然存在。全球央行相继开启降息，流动性供给总体平稳，FDI 增速有望回升，证券组合投资将呈现新变化。外汇市场呈现“美强欧弱”格局，新兴市场货币仍将面临较大压力。全球股市更趋分化，大宗商品市场地缘政治风险溢价有望下降。

本期报告分别对欧盟《外国补贴条例》实践特征及影响、2024 年美国大选对宏观政策的影响研判两个专题展开分析。

## 一、全球经济回顾与展望

### (一) 全球经济复苏好于预期，供给端明显改善

2024 年二季度，全球经济活动比预期更具韧性。总需求稳定，总供给复苏态势良好。经济增速缓慢上升，通胀水平趋降，失业率保持较低水平（表 1）。

**表 1：2024 年二季度全球主要经济指标趋势分析**

分项	2022 年占全球 GDP 份额	2024Q2 较 2023Q2 同比增速变化	综合研判
需求端	居民消费	55.4%	↑
	固定资产投资	28.1%	↓
	政府支出	16.5%	↓
供给端	农业	4.3%	↑
	工业	27.5%	↑
	服务业	68.2%	↑
经济增长——GDP 增速			↑
通货膨胀率——CPI 增速			↓

资料来源：世界银行，中国银行研究院

消费好转，私人投资、政府支出承压，总需求保持稳定。全球消费维持良好增长态势。2024 年二季度，全球就业形势良好，主要经济体薪资增速保持稳定。全球股指呈现“深 V”走势，4 月以来延续强力回升态势，居民财产性收入回升。工资收入和财产性收入保持稳定对消费增长形成重要支撑。全球服务消费继续以较快速度增长，货物贸易逐渐从低位反弹，对进口国最终消费形成支撑。2024 年 4 月，全球主要消费大国和地区（除英国外）的社会零售销售均实现同比上涨（表 2）。高利率背景下全球投资依旧疲弱。2024 年二季度，美联储降息时点延后、美元指数保持强势，全球融资成本维持高位。经济主体对增长预期有所改善，但观望情绪依然浓厚，投资意愿相对不足。国际金融协会（IIF）数据显示，2024 年一季度全球非金融企业杠杆率同比下降 1.2 个百分点，主要由发达经济体企业杠杆率下降驱动，新兴经济体企业杠杆率持续攀升。此外，主要经济体逐渐收紧跨境投资审查，欧盟不断加强反补贴调查，全球外商直接投资和风险投资表现低迷。2024 年一季度，全球风险投资规模为 660 亿美元，同比下降 20%。人工智能、生物医药领域风险投资逆势增长。受债务规模

攀升、财政政策回归正常化影响，全球政府支出增速放缓。IMF 最新预测显示，2024 年发达经济体财政赤字率将较 2023 年下降 1.2 个百分点，新兴中等收入经济体赤字率将提高 0.1 个百分点，而欠发达经济体将下降 0.4 个百分点。

**表 2：全球主要经济体零售销售额/指数同比增速**

	2022 年不变价居民消费全球份额	2024 年零售销售额/指数同比增速 (%)				
		1 月	2 月	3 月	Q1 均值	4 月
美国	19.9%	0.3	2.1	3.8	2.0	3.0
中国	12.8%		3.1		3.1	2.3
欧元区	11.1%	-0.7	-0.6	0.5	-0.3	--
日本	3.2%	1.1	3.5	-1.0	1.2	4.6
巴西	2.6%	3.9	8.1	5.7	5.9	--
印尼	2.4%	1.1	6.4	9.3	5.6	0.1
英国	2.3%	3.5	2.3	3.0	2.9	-1.4
墨西哥	2.1%	7.7	9.6	8.8	8.7	--
韩国	1.3%	-1.4	4.1	-0.1	0.9	0.4
澳大利亚	0.9%	1.1	1.5	0.9	1.2	1.3
南非	0.7%	3.0	3.8	6.2	4.4	--

资料来源：世界银行，Wind，中国银行研究院

第一产业、第二产业稳步回升，第三产业延续良好表现，总供给复苏态势良好。第一产业中的小麦、大米、粗粮、棉花等农产品产出有所增长。2024 年 4-5 月，上述农产品合计产出同比增速分别为 1.0%、0.6%、0.2%和 1.6%。但从环比看，受地缘政治和高温天气影响，二季度全球粗粮、谷物等农产品产出减少，带动粮食价格整体走高。美国农业部报告显示，2024—2025 年全球小麦库存预计为 2.536 亿吨，是 8 年来最低水平；全球玉米供应量预计为 3.123 亿吨，比之前预期低约 2.1%。2024 年 5 月联合国粮农组织食品价格指数为 120.4，环比上涨 0.9%，连续 3 个月上行。全球工业产出回升。根据联合国工业发展组织数据，2024 年 2 月全球工业生产指数为 124.6，较 2023 年同期提高 1.7 个百分点。2024 年 5 月，全球制造业 PMI 为 50.9%，较 4 月提升 0.6 个百分点，为 2022 年 8 月以来最高，延续较好复苏势头。但不同经济体表现存在差异，欧美等高收入经济体工业表现疲软，亚太等新兴经济体工业生产强势回暖（表 3，图 1）。全球服务业延续良好表现。全球服务业 PMI 持续上行，5 月升至 54.1%，为 2023

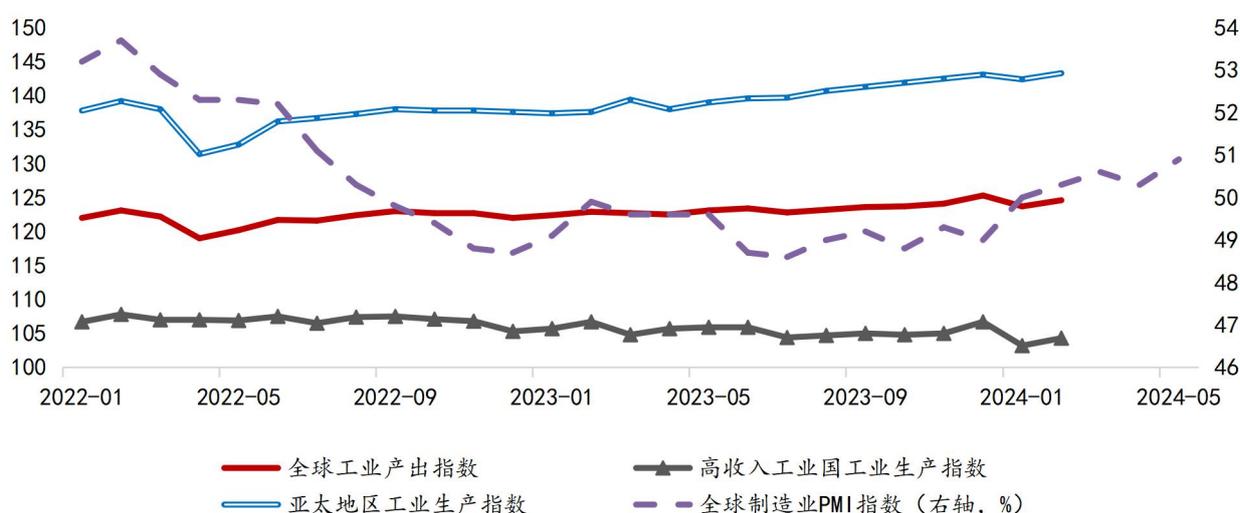
年6月以来最高值。4月，全球航空客座率升至82.4%，连续3个月回升，较2023年同期增加1.1个百分点；货邮载运率<sup>1</sup>为43.9%，虽较2024年一季度均值下降2.1个百分点，但仍比2023年同期高1.2个百分点。全球约80%贸易通过海运实现，根据克拉克森公司统计，2024年4月全球集装箱船队运力同比增长9.7%，闲置运力处于2.3%的较低水平，国际贸易和物流运输业恢复态势良好。

**表 3：全球前十大工业生产国工业生产指数变动情况**

	工业增加值 占全球份额	2024年工业生产指数同比增速(%)				
		1月	2月	3月	Q1 均值	4月
中国	30.1%	26.3	-12.7	4.5	6.0	6.7
美国	16.6%	-0.7	0.1	0.1	-0.2	-0.4
日本	7.3%	-3.2	-6.7	-2.5	-4.1	-3.2
德国	4.9%	-5.1	-6.5	-4.9	-5.5	-3.7
韩国	3.1%	7.2	1.8	0.1	3.0	3.1
印度	3.1%	4.2	5.6	5.4	5.1	5.0
英国	2.0%	0.1	1.0	0.5	0.5	-0.4
意大利	1.9%	-3.7	-3.4	-3.3	-3.5	-2.8
法国	1.8%	0.7	-0.6	0.7	0.3	0.9
印尼	1.5%	1.4	0.9	-1.3	0.3	--

资料来源：Wind，联合国工业发展组织，中国银行研究院

**图 1：全球工业生产指数变化趋势（2010年=100）**



资料来源：Wind，联合国工业发展组织，中国银行研究院

<sup>1</sup> 货邮载运率是衡量航空公司货运业务效率的重要指标，反映航空公司实际运输的货物量与其可用货运能力的比率。

展望三季度，全球经济增速将延续二季度表现，可能呈现总需求小幅调整、总供给恢复的运行特征。欧美发达经济体通胀回落速度趋缓、货币政策转向节奏不及预期，可能对需求端造成一定压力。私人消费增速可能放缓。欧美发达经济体居民超额储蓄持续消耗，低收入群体借贷消费和负债消费占比提升，高利率环境下家庭资产负债表恶化成为拖累私人消费的重要因素。主要经济体劳动力市场稳定，失业率维持低位，有利于薪资稳定。在加拿大和欧洲央行率先启动降息背景下，全球金融资产价格有望维持较好表现，有助于稳定高收入家庭财产性收入。综合看，全球居民消费增速可能回落，但幅度较为有限。私人投资逐渐触底。在全球货币政策逐渐转向的关键时点，私人企业可能继续保持观望态度，延后投融资计划，以降低资金成本，获取更高回报。三季度私人投资可能触底，年底随着全球金融条件放松，复苏态势将更加稳固。发达经济体财政偏紧，部分新兴市场国家可能加大支出力度。美国、欧元区、英国等发达经济体财政政策继续受制于高债务和高利率，财政支出将呈现规模低增长、乘数效应下降趋势。部分新兴经济体，特别是赤字率仍有扩张空间的国家有望加大财政支出力度，例如中国、俄罗斯、印度、土耳其、南非等。

供给端有望延续复苏，不同产业表现趋于分化。受极端天气、地缘冲突影响，第一产业复苏的不确定性增加。2024年5月，俄罗斯21个地区霜冻导致超过1%农作物死亡。受此影响，2024年俄罗斯小麦预估产量从8570万吨下调至8210万吨<sup>1</sup>。除俄乌产区外，高温和干旱问题正困扰澳大利亚、印度小麦产区。印度小麦产量预计将比官方预期低6.3%，可能重新放开小麦进口限制。三季度全球粮食供应可能趋紧，供需失衡将推高粮食价格。制造业复苏动力减弱，发达和新兴经济体复苏分化状况将更加明显。2024年5月，在全球制造业PMI分项指标中，制造业产出、新订单和就业指数小幅回落，投入价格指数上行，表明市场对制成品需求减少，企业就业和产出下降，生产成本提高，全球生产

<sup>1</sup> 资料来源：农业咨询机构 Sovecon 预测。

复苏动力有减弱迹象。服务业将延续良好增长态势。全球金融环境和流动性条件趋于改善，有利于刺激金融交易和创新活动，全球航空、海运、旅游、餐饮、娱乐等服务业产出将稳步增长。2024年5月，全球服务业PMI分项指标中，新商务活动和就业指数较4月分别提高1.1和1.3个百分点，积压工作指数提高0.2个百分点。

预计2024年三季度全球实际GDP同比增速为2.7%，与二季度持平；全年实际GDP增速在2.7%左右，较上次预测上调0.2个百分点（表4）。虽然全球经济复苏态势好转，但仍面临较多不确定性和风险因素。地缘政治冲突将继续对全球经济和能源供给格局带来影响。多国举行大选，政治极化现象凸显，将对全球治理产生重大影响（专栏1）。全球利率中枢仍将处于高位，企业和居民资产负债表承压。全球政府公共债务创历史新高，债务负担加重和利息支出增加将削弱各国在医疗、教育、基础设施等领域支出能力，财政政策乘数效应趋降。

表4：全球主要经济体实际GDP和通货膨胀率预测（%）

地区	国家	GDP 增长率				CPI 涨幅			
		2022	2023	2024F	较1季度预测	2022	2023	2024F	较1季度预测
美洲	美国	1.9	2.5	2.1	↑+0.1	8.0	4.1	2.8	↑+0.1
	加拿大	3.8	1.1	1.5	↓-0.1	6.8	3.6	2.6	↑+0.2
	墨西哥	3.9	3.2	2.1	↓-0.3	7.9	5.5	4.4	0.0
	巴西	2.9	2.9	2.1	↑+0.4	5.8	4.6	4.0	↑+0.1
	智利	2.4	-0.2	2.0	↑+0.1	11.6	7.7	3.2	↓-0.2
	阿根廷	5.0	-4.5	-3.6	↓-1.6	71.4	128.6	253.7	↓-11.7
亚太	中国	3.0	5.2	5.2	↑+0.2	2.0	0.2	0.6	↑+0.2
	日本	1.0	1.9	0.8	↓-0.1	2.5	3.2	2.3	↓-0.2
	澳大利亚	4.0	2.0	1.5	0.0	6.6	5.8	3.5	↓-0.5
	印度	6.4	7.5	7.8	↑+1.0	6.7	5.7	4.8	↓-0.6
	韩国	2.6	1.4	2.3	↑+0.1	5.1	3.6	2.6	0.0
	印尼	5.3	5.1	5.0	0.0	4.2	3.7	2.8	↓-0.1
	沙特	7.5	-0.8	2.6	↓-1.4	2.5	2.3	2.3	↑+0.3
欧非	欧元区	3.4	0.4	0.8	0.0	8.4	5.5	2.3	0.0
	英国	4.3	0.1	0.6	0.0	7.9	7.6	2.5	↓-0.7
	德国	2.4	-0.3	0.2	0.0	6.9	5.9	2.4	↓-0.1
	俄罗斯	-1.2	3.6	2.9	↑+0.9	13.8	6.0	6.8	↑+2.5
	土耳其	5.5	4.5	3.0	↑+0.2	72.0	53.4	26.6	↓-19.1
	尼日利亚	3.3	2.6	3.0	↓-0.2	18.8	24.5	11.6	↓-14.0

南非	1.9	0.6	1.0	↓-0.2	7.0	5.9	5.0	0.0
全球	3.0	2.7	2.7	↑+0.2	8.7	6.9	5.7	↓-0.1

资料来源：IMF，Bloomberg，中国银行研究院

### 专栏 1：多国举行大选，全球政经格局酝酿新变化

2024 年是“全球选举年”，包括美国、欧盟、俄罗斯、英国、印度、墨西哥、南非等在内的超 70 个国家和地区将进行政治选举，由大选引发的政治极化态势愈演愈烈。美国共和党与民主党在移民政策、气候变化和对外关系等议题上存在较大分歧，选民意识形态向“自由主义”“保守主义”两端分化。右翼政治力量在欧洲崛起，多国极右翼政党在欧洲议会选举中胜出。德国社民党（中左翼政党）支持率低于联盟党（中右翼政党）和选择党（新兴极右翼政党）。法国执政党复兴党支持率远低于极右翼政党国民联盟。意大利总理梅洛尼领导的极右翼政党兄弟党在选举中胜出。印度和南非均迎来多党联合执政。印度总理莫迪虽然连任，但其所在政党未获印度人民院超半数席位。南非总统拉马福萨连任，目前已与最大反对党民主联盟就组建民族团结政府达成协议。相较于单一政党，联合政府执政形式将会影响相关政策的实施效果。

大选后各国政策主张和立场将会有所调整。美国拜登政府重视深化盟友关系，支持对乌克兰、以色列提供军事援助。特朗普强调“美国优先”，主张减少对乌克兰、以色列提供支持。若特朗普当选，可能会再次挥舞“关税大棒”，中国及美国盟国均可能成为其加征关税的目标。欧洲右翼政党主张反欧盟、反移民，将推动欧盟政策转向民族主义，导致贸易保护主义抬头以及气候转型放缓，欧盟内部的政策协调难度也将进一步提升。联合执政后，莫迪“印度制造”计划会得到延续，政党分歧较小的基础设施投资仍将是新政府工作重点，但部分政党反对国企私有化和印度教民族主义等激进政策，其左右逢源的外交政策能否继续维系也有待观察。墨西哥当选总统辛鲍姆竞选期间表达了更为开放的外交态度，提出建立“面向世界开放的国家”，预计其上任后将加强同北美、拉美、亚洲等多个地区的关系。印尼新任总统普拉博沃就职后，延续“不结盟”的外交政策，专注于包容性增长和对投资者友好政策。普京连任后，俄罗斯将继续加大同东方国家的贸易投资联系。

全球政经格局酝酿新变化。俄乌、巴以冲突局势面临更多变数，传统全球经贸规则、巴黎气候协定可能再次受到冲击，世界向多极化趋势演进，发达经济体间政策分歧、利益冲突加剧，发展中经济体“南南合作”日趋紧密。

## （二）全球通胀回落速度放缓，部分经济体通胀有所反弹

2024 年二季度，全球生产复苏，需求稳定，通胀整体下行，但不同经济体表现有所分化。受服务业消费快速增长、消费价格指数居高不下影响，欧美等服务业主导型经济体通胀回落速度放缓；亚太工业生产国受益于工业生产恢复带来的供给增加效应，通胀继续稳步回落；二季度全球原油价格波动下行，对通胀的抬升作用减弱，但全球主要粮食产区受高温、干旱和地缘冲突影响产出减少，导致价格普遍上行，部分依赖粮食进口的新兴经济体和低收入经济体通胀压力加大。

2024年3月，在已公布CPI数据的112个经济体中，CPI同比增速较2023年底下降的有75个，占比为67%；同比增速提升的有36个，占比为32.1%。4月，在已公布CPI数据的83个经济体中，CPI同比增速较3月下降的有48个，占比为57.8%；同比增速回升的有31个，占比为37.3%。4月，G20经济体GDP加权平均通胀率为5.5%，与3月持平，但较一季度月度均值提高0.2个百分点。分区域/国别看，G20大部分经济体通胀压力有所缓解，特别是英国、意大利等欧洲经济体，不过5月欧元区通胀再度反弹0.2个百分点；美国4月和5月通胀率连续较前一月下降0.1个百分点，但二季度通胀月度均值比一季度提高0.1个百分点；阿根廷、土耳其恶性通胀仍在延续，5月通胀率分别高达278.9%和75.5%；5月中国通胀率虽然较3月提高0.2个百分点，但绝对水平仍然较低，CPI增速仅为0.3%；日韩、印尼等亚太新兴经济体通胀率均处于3%以下（表5）。

**表 5：G20 经济体 CPI 同比增速变动（%）**

	2024 年						2024 年				
	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月		1 月	2 月	3 月	4 月	5 月
阿根廷	249.9	277.1	289.9	292.2	278.9	韩国	2.8	3.1	3.1	2.9	2.7
土耳其	64.9	67.1	68.5	69.8	75.5	加拿大	2.8	2.8	2.9	2.7	--
俄罗斯	7.4	7.7	7.7	7.8	--	日本	2.2	2.8	2.7	2.5	--
南非	5.4	5.6	5.3	5.1	--	欧盟	2.8	2.6	2.4	2.4	--
印度	5.1	5.1	4.9	4.8	4.8	英国	4.0	3.4	3.2	2.3	--
墨西哥	4.9	4.3	4.4	4.7	4.6	德国	2.9	2.5	2.2	2.2	2.4
巴西	4.5	4.5	3.9	3.7	3.9	法国	3.1	3.0	2.3	2.2	2.2
澳大利亚	--	--	3.6	--	--	沙特阿拉伯	1.6	1.8	1.6	1.6	--
美国	3.1	3.2	3.5	3.4	3.3	意大利	0.8	0.8	1.2	0.8	0.8
印度尼西亚	2.6	2.8	3.1	3.0	2.8	中国	-0.8	0.7	0.1	0.3	0.3

资料来源：Wind，中国银行研究院

展望三季度，全球通胀将延续回落态势，但反复风险依然存在。从供需角度看，全球供应链逐步修复和生产能力提升，将继续推动制造业产出增长，而高利率和高通胀将持续对居民消费和企业投资带来一定抑制作用。全球商品供需形势的改善将推动商品价格回落，使得亚太地区工业生产国通胀维持在低位。但在欧美等部分发达经济体，由于服务通胀压力依然较大，整体通胀水平大概

率小幅回落，部分月份可能再度出现反弹。全球能源和粮食价格可能继续维持相对高位，部分低收入经济体和大宗商品进口国面临通胀上行风险。预计 2024 年全球通货膨胀率为 5.7%，较上一期预测下降 0.1 个百分点（表 4）。

### （三）全球贸易稳步复苏，货物贸易成为重要推动力量

主要发达经济体通胀率有所回落，经济主体实际收入上升，贸易品消费能力增强，对商品贸易增长形成支撑。2024 年二季度，新兴经济体经济增速回暖，投资增长成为拉动贸易的重要引擎<sup>1</sup>。红海危机的贸易阻断效应释放并趋于缓解，全球能源价格运行平稳。2024 年 5 月，全球供应链紧张指数为 -0.48，低于 0 的平衡点，较 2024 年初 -0.17 高点明显回落。2024 年以来，美国、中国、韩国、印度、越南、新加坡和巴西等主要贸易国贸易额同比增速明显改善，其中新加坡、越南、韩国贸易量改善幅度超 10 个百分点（表 6）。相较于服务贸易，货物贸易具有更强“顺周期性”。在全球经济复苏背景下，服务贸易延续前期良好表现，货物贸易则成为推动贸易加速增长主要动力。其中，亚太地区制造业出口国发挥重要作用，出口增长较为明显的产品包括汽车、半导体、计算机外围设备和机械设备配件等。

表 6：2024 年以来主要贸易国进出口贸易累计同比增速（%）

	2024 年			2023 年		
	贸易总额	进口额	出口额	贸易总额	进口额	出口额
中国（前 5 月，美元）	2.8	2.9	2.7	-4.0	-7.2	-1.4
美国（前 4 月，美元）	3.0	2.9	3.2	0.6	-2.7	5.2
德国（前 3 月，美元）	-4.0	-6.7	-1.7	1.2	-2.3	4.4
荷兰（前 3 月，欧元）	-10.6	-8.9	-12.5	9.6	11.4	7.7
加拿大（前 4 月，加元）	0.0	1.0	-1.0	5.1	6.7	3.6
澳大利亚（前 4 月，澳元）	-2.4	-8.7	6.5	5.0	6.2	3.2
日本（前 4 月，日元）	3.0	-1.9	8.7	5.9	7.4	4.2
韩国（前 5 月，美元）	1.5	-6.3	10.1	-10.3	-7.0	-13.7
印度（前 4 月，美元）	4.0	3.9	4.0	-5.3	-5.8	-4.6
越南（前 4 月，新元）	16.4	17.7	15.1	-13.9	-17.0	-10.9
新加坡（前 4 月，新元）	7.4	8.5	6.6	-10.8	-12.2	-9.6
巴西（前 5 月，美元）	3.7	1.0	5.7	0.7	-2.3	3.1
墨西哥（前 4 月，美元）	4.0	4.0	4.0	4.1	3.9	4.2

<sup>1</sup> Auboin 和 Borino（2022）研究表明，全球进口中有 36% 用于最终投资，高于最终消费和最终政府购买比例，这一特征在新兴经济体更为突出。

资料来源：Wind，中国银行研究院

WTO 最新上调了全球货物贸易增速预测,2024 年、2025 年将分别达到 2.6% 和 3.1%，较 2023 年-1.2%明显改善，但仍低于多年来平均 4%左右水平。展望 2024 年三季度，在全球经济增速复苏、通胀平稳回落背景下，全球贸易大概率延续复苏态势，以亚太地区为代表的新兴经济体货物贸易出口仍将成为主要推动力量。然而，地缘冲突和政策调整等负面因素会增加全球贸易复苏的不确定性。2024 年以来，美国对华加征“301”关税，墨西哥对钢、铝、纺织品在内的 544 项商品征收 5%至 50%的临时性关税（专栏 2），欧盟委员会将对从中国进口电动汽车征收额外关税，巴西和土耳其对进口电动汽车加征关税。另外，全球航运价格受航线调整、运量需求激增、欧盟加征航运碳税等因素影响持续提高，贸易成本快速抬升。

### 专栏 2：美墨加征关税影响分析

**美国宣布对华加征新一轮“301”关税，短期内对中国经济直接影响有限。**2024 年 5 月 14 日，美国白宫发布对华加征“301”关税四年期复审结果，宣布保留原有对华“301”关税，并进一步扩大征税产品范围和力度。此次加征关税主要针对新能源、医疗、半导体、钢铝等领域，涉及约 180 亿美元自华进口产品，加征税率范围为 25%-100%，预计在未来三年分阶段实施。短期内，加征关税对中国经济的直接影响较为有限。以税率提高幅度最大的电动汽车为例，中国并非美国进口电动汽车的主要来源国，2024 年一季度，美国自华进口电动汽车规模为 3.9 亿美元，在美国电动汽车总进口中的占比为 1.2%，份额远低于日本（26.7%）、韩国（24.0%）和加拿大（13.0%）。

**墨西哥成为美国“对华脱钩”的重要盟友，对华贸易政策趋严。**2024 年 4 月 23 日，墨西哥再次上调部分产品的最惠国关税，税率幅度为 5%-50%，涉及钢铁、铝材、纺织品和服装、鞋类、木材等 544 个税则产品。墨西哥排除了对自贸协定（FTA）缔结国的征税，作为其第二大进口来源国的中国所受影响最为严重。尽管墨西哥政府表示上调关税是为了促进国家关键产业和支持国内市场，但不难看出美国贸易政策在其中的助推作用。墨西哥是美国“近岸外包”的重要承接国，2023 年超越中国，成为美国最大的进口来源国。近年来，墨西哥对中国供应链的依赖逐步增强，出口美国产品中由中国创造的增加值在 2021 年达到 8.4%，较 2017 年上升 2.5 个百分点。墨西哥曾在 2023 年 8 月上调 392 个税则产品的最惠国关税，但 2023 年自华进口份额达到 19.1%的高位，较 2017 年提升 1.5 个百分点。

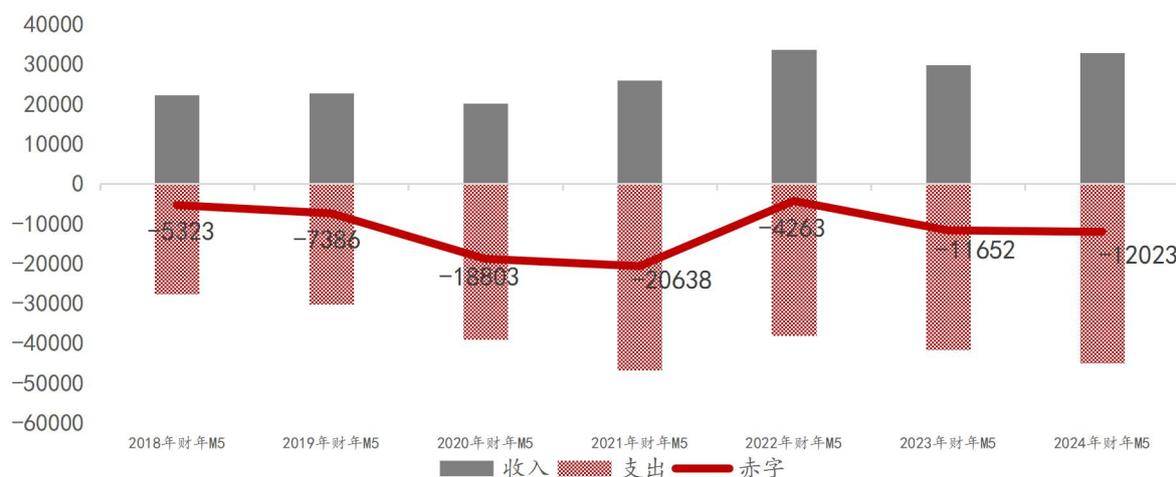
**美国对华贸易限制将趋严。**大选背景下，美国国会两党在对华问题上达成共识，对华限制政策趋严。除联合墨西哥、欧盟等盟友外，美国对进口东南亚地区产品发起反倾销和反补贴调查以打击中国转口贸易，在电动汽车行业对中国制造或组装的零部件及关键矿物施加限制以打击中国主导的产业链。美国政府对华限制政策的中长期趋势和潜在风险值得警惕。

#### （四）全球财政政策回归常态，货币政策调整分化加剧

##### 1. 财政政策：发达经济体推动财政政策正常化

疫情以来的财政扩张政策使政府部门赤字攀升，叠加紧缩性货币政策实施，主要经济体政府部门债务偿付压力加大。推动财政政策正常化，实施财政支出“刹车”是当前主要经济体财政政策的主基调。截至2024财年5月，美国联邦政府财政赤字规模为12023亿美元，仅较2023财年同期提高3.2%，赤字规模较2020财年和2021财年同期的18803亿美元和20638亿美元大幅下降(图2)。值得关注的是，2024财年以来美国财政支出的小幅增长是在利息支出大幅提高背景下实现的。2020财年至2024财年，利息支出占联邦政府总支出比重由6.7%升至13.4%，财政支出增速放缓、利息支出占比提高对美国财政政策的乘数效应产生不利影响。2024年4月，欧洲议会通过《稳定与增长公约》改革法案，强化财政约束。法案规定，欧盟成员国年度财政赤字规模不得超过GDP的3%，公共债务不得超过GDP的60%。在前期高通胀压力下，欧洲各国政府加大了政府补贴等支出，德国、法国等欧洲主要经济体不得不进行财政支出“刹车”。2024年1-4月，德国实现财政支出1496亿欧元，较2023年同期下降4.8%，其中利息支出、补贴性支出降幅较为明显。日本财政预算保持温和增长，日本政府表示在加息前重建财政纪律。英国坚持实施2022年制订的财政约束机制，将赤字/GDP控制在3%以内，并在2023至2027年的5年内实现债务/GDP比例持续下降，部分福利性支出占比保持在指定水平以下。受此政策影响，英国财政支出增长空间较为有限。

图 2：美国财政收支情况（截至财年 5 月末，亿美元）



资料来源：Wind，中国银行研究院

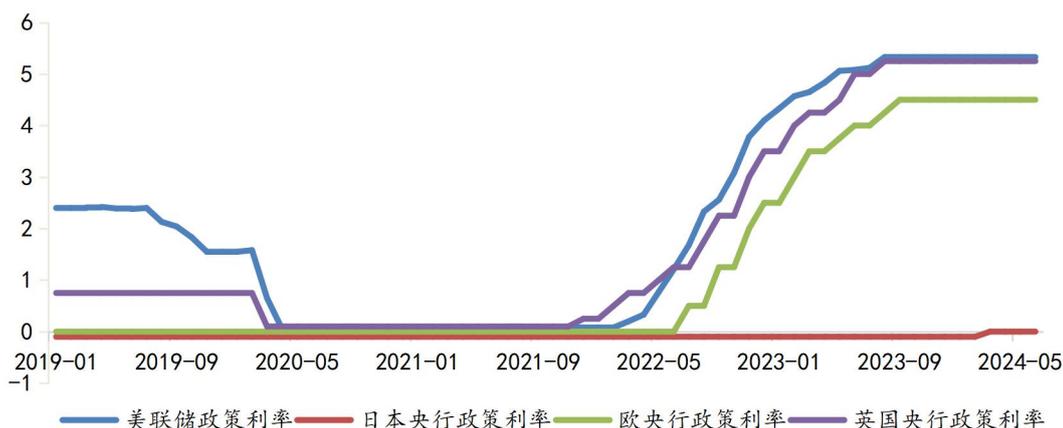
IMF 最新预测显示，2024 年发达经济体财政赤字率将较 2023 年下降 1.2 个百分点，新兴中等收入经济体赤字率将提高 0.1 个百分点，而欠发达经济体将下降 0.4 个百分点。展望 2024 年三季度，主要经济体财政政策将延续回归正常化态势，财政支出增速趋缓，财政赤字水平趋降。部分财政赤字水平偏低、财政扩张仍有空间的新兴经济体可能会适当加大财政支出力度。多国举行大选，竞选者兑现减税或增加支出政策可能会对财政赤字走势带来不确定性。

## 2. 货币政策：货币政策调整分化加剧，美联储降息预期延后，欧央行开启政策调整阀门

2024 年 4 月以来，美国尚未脱离通胀“担忧”，美联储将联邦基金利率的目标区间维持在 5.25%-5.5%，仍保持在 22 年来的最高点。欧洲央行 6 月 6 日召开货币政策会议，决定在连续 22 个月维持高利率之后降息 25 个基点，主要再融资利率降至 4.25%，边际贷款利率降至 4.50%，存款机制利率降至 3.75%。英国央行继续维持 5.25% 的基准利率不变。日本央行于 3 月 19 日宣布将基准利率从 -0.1% 上调至 0-0.1%，为 2007 年以来首次加息，并不再引导长期利率至 0%（图 3）。在日本经济面临下行压力的背景下，日本央行在例行操作中意外削

减购债规模，预计7月加息可能性上升。瑞士、瑞典、加拿大等发达国家央行，以及巴西、智利、保加利亚、乌克兰、匈牙利、波兰、捷克、乌拉圭、越南等发展中经济体央行已步入降息行列，埃及、土耳其等国央行在恶性通胀与汇率暴跌压力下选择逆势加息。

图3：主要发达经济体央行基准利率走势（%）



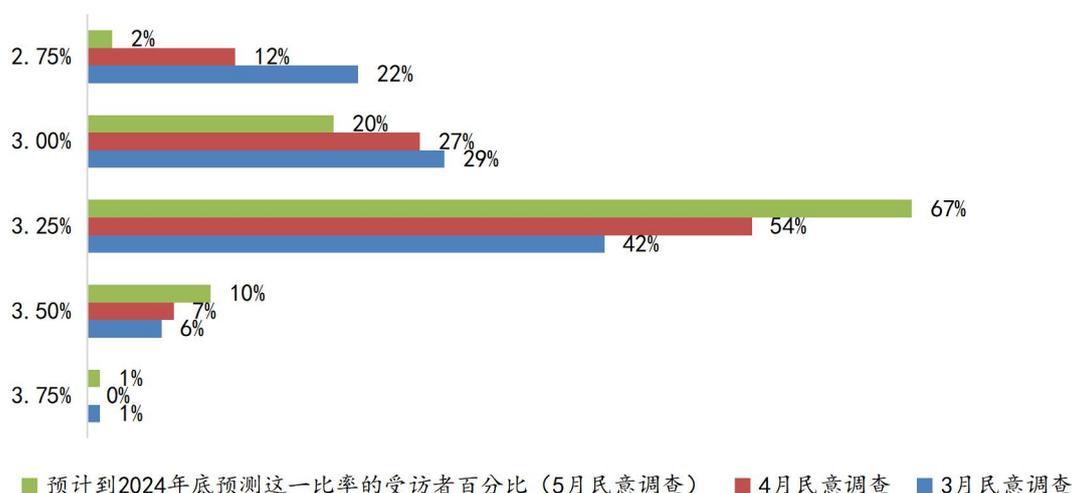
资料来源：路透，中国银行研究院

展望三季度，美联储或需等待更长时间才能降息。美国2024年4月通胀数据略微降温，但是物价仍面临上涨的压力。美联储声明和鲍威尔均反复强调，在确信通胀以可持续的方式向2%迈进之前，不宜降息。这意味着，美联储既担心过度收紧带来的风险，也担心过早放松带来的二次通胀。当前，市场预期美联储首次降息时点已经由之前的7月推迟到9月，甚至四季度，预期的年内降息次数也由2次下调为1次，全年降息幅度25BP。整体来看，随着美国通胀下行受阻以及美国经济表现仍稳，市场降息预期在近期持续降温。

欧央行降息前景明朗。欧元区消费者价格的快速上涨之势基本得到遏制，经济数据增强了欧洲央行降低借贷成本的信心。欧洲央行行长拉加德表示，如果没有发生任何重大冲击，欧洲央行将步入降息通道，目前欧元区的通胀放缓符合预期。另一方面，受地缘政治因素影响，欧央行还会密切关注油价变化。此外，拉加德表示，必须认真关注汇率，将汇率走势对通胀的影响纳入考量。

预计欧洲央行在首次降息后将暂停，等待美联储实施首次降息，并评估工资上涨带来的通胀风险（图 4）。

图 4：欧洲央行下调存款利率预测



资料来源：路透，中国银行研究院

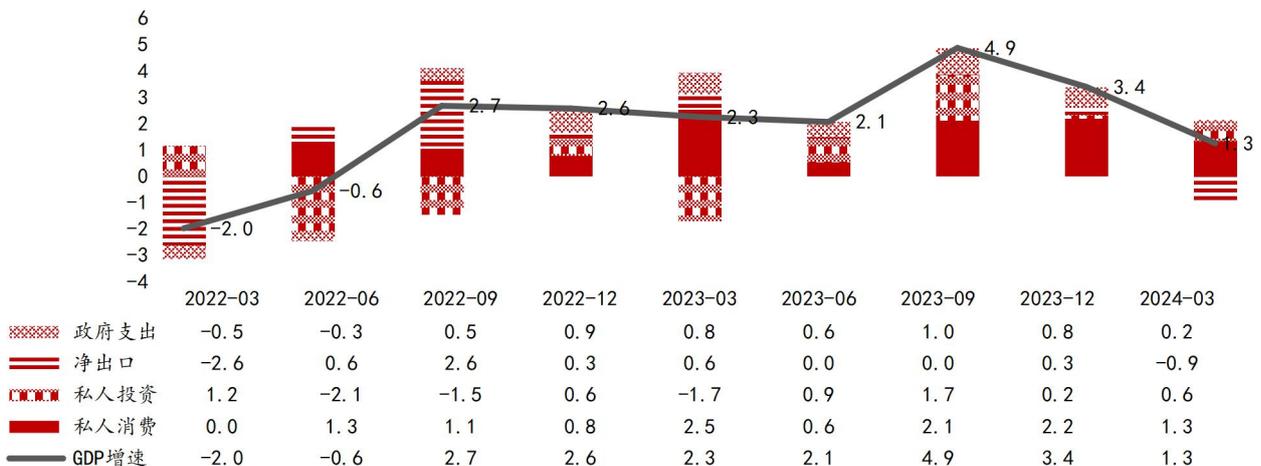
日本通胀水平稳步走高，2024年7月或将再次加息。“再通胀”将是推动日本央行做出加息决定的主要推手。一方面，随着日元持续贬值，输入型通胀风险加剧，在能源和原材料等方面对海外依赖度较高的日本企业受到日元贬值的影响，生产成本被进一步推高，导致日本国内食品及日用品价格持续上涨。另一方面，劳动力市场延续紧张态势，“工资-通胀”的良性循环有望形成。日本央行董事会成员表示，如果日元大幅下跌推高通胀，或者公众对未来物价走势的看法超出预期，日本央行可能加息。预计央行或将在2024年7月再次加息。在加息预期下，日本国债收益率，尤其是10年期国债收益率将继续上行至1.2%左右。然而，日本央行收紧货币政策仍面临困难。日本经济艰难复苏，过快收紧货币政策可能扼杀脆弱的经济复苏。日本央行需要在支持经济增长和控制通胀风险之间取得平衡。

### (五) 重点国别/地区经济形势研判

#### 1. 美国：经济持续温和增长，增长动能有所回落

2024 年一季度美国经济增速下行，增长不确定性加大。目前市场对美国经济判断分歧逐渐加大。一方面，在激进加息背景下 GDP 数据表现较好，市场主体对美国经济“软着陆”或“不着陆”信心增强。另一方面，部分美国居民和企业微观感受变差，对经济前景日益悲观。2024 年 5 月，密歇根大学消费者信心指数从 4 月的 77.2 大幅下降至 69.1，ISM 制造业 PMI 连续第 2 个月下行，再次降至荣枯线以下。美国商务部经济分析局将一季度 GDP 环比增长折年率从初值 1.6% 下修至 1.3%，该修正值较前两个季度 GDP 明显回落。其中，美国经济主要增长引擎——个人消费季度环比增长折年率从 2.5% 下调至 2%，是主要拖累因素，特别是商品支出下降 1.9%。消费者支出变化暗示美国经济增长核心动能转弱。但目前看形势并不严峻，经济下行趋势中仍存结构性亮点。占 GDP 份额约 45% 的服务支出增速仍高达 3.9%，远高于整体经济增速和私人消费增速，凸显需求韧性。另外，由私人消费和私人投资组成的核心 GDP 元素对季度经济增长的拉动率达到 1.9%，明显好于 2023 年一二季度（图 5）。从同比增速看，2024 年一季度美国实际 GDP 增长 2.9%，较 2023 年高 0.4 个百分点。

图 5：美国实际 GDP 环比增长折年率及分项贡献率（%）



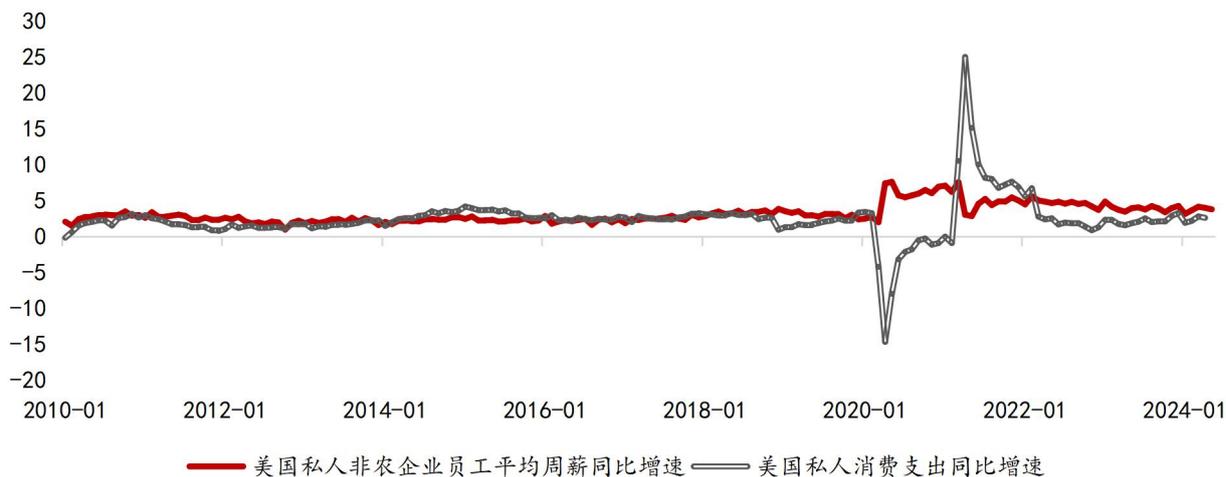
资料来源：Wind，中国银行研究院

二季度美国经济增速好于一季度。预计二季度美国经济环比增长折年率将回升至 2% 上下。一是私人消费增速保持基本稳定。本轮加息周期美国私人消费受货币政策影响减弱，主要是因为疫情后美国居民消费增长主要由收入、超额储蓄和财产性收入增长带动，而非信贷增长驱动，加息并未明显冲击居民消费意愿和能力。二季度，美国劳动力市场依然偏紧，5 月非农就业大超预期，失业率虽略有提高但仍处于 4% 的历史低位，收入增速维持在高位（图 6）。金融市场实现“深 V”走势，财产性收入稳定。4 月和 5 月美国零售和食品销售额同比增速均值为 2.5%，较 3 月回落 1.1 个百分点，但高于一季度月度均值 2.0%。消费结构持续分化，商品消费可能继续维持负增长态势，服务消费依然保持较高增速。二是私人投资逐渐从底部反弹。在经历两年多的调整后，美国住宅投资明显改善，对 GDP 增长拉动率从 2023 年四季度的 0.1% 升至 2024 年一季度的 0.6%，成为经济增长重要贡献项。非住宅投资表现依然较好，但结构呈现动态变化。2023 年在高科技企业扩大产能、推动产业链回流背景下，建筑等有形资产投资增速较快。2024 年以来，随着厂房建设完成，建筑投资对 GDP 增长拉动率降至 0 附近，企业逐渐加大知识产权等无形资产投资。2024 年一季度，知识产权投资对 GDP 增长拉动率较 2023 年四季度提高 0.2 个百分点。三是新财年预算法案通过后，政府支出趋于稳定。2023 年政府财政支出是美国经济重要驱动因素，既直接通过扩大政府消费和投资带动经济增长，又通过补贴、税收抵免等措施带动私人消费和投资。根据 IMF 测算，2023 年美国财政支出乘数在 1.2 左右<sup>1</sup>，远高于疫情前 0.3-0.5 水平。2024 年以来，美国财政政策逐渐向常态化回归，财政支出乘数效应减弱，一季度财政支出对 GDP 增长拉动率从前一季度的 0.8% 降至 0.2%。美国两党在 2024 年一季度末达成 1.2 万亿美元的财政支出方案，二季度财政支出有望企稳。四是净出口逆差扩大。一季度美国出口同比增长 2.5%，进口增长 2.4%，逆差同比收窄。但进入二季度后，受美国通胀回落速度放缓和美联储降息预期延后等因素影响，美元指数在 4 月初明显

<sup>1</sup> 即财政赤字每增加 1 美元，GDP 增长 1.2 美元。

走强，降低了进口成本，导致美国进口需求增加，贸易逆差扩大。美国企业去库存周期接近尾声，逐渐进入补库存阶段，中间品进口需求增加。2024年4月，美国贸易逆差从一季度月度均值681.7亿美元升至745.6亿美元。

图 6：美国私人消费支出月度同比增速与工资增速关系（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

美国通胀缓慢回落，商品价格和服务价格走势分化。2024年3月，美国通胀较2月意外反弹0.3个百分点，之后4月和5月通胀重归下行通道，CPI同比增速分别较3月和4月下降0.1个百分点，回落速度放缓。分项看，商品价格延续低迷态势，4月和5月通胀率分别为0.3%和0.1%，与私人消费中的商品消费支出低迷状况相符；服务价格居高不下是美国通胀顽固的主因，4月和5月美国服务通胀均为5.2%，较一季度均值提高0.1个百分点，服务价格居高不下与服务消费高增速、服务行业新增就业岗位、岗位空缺数较多等情况相符。服务通胀中最重要分项是住房租金和业主等价租金，虽然2024年呈现逐月下降趋势，但下行速度较慢，5月同比增速分别高达5.4%和5.7%。研究显示，美国房租增长滞后于房价增速约一年半时间<sup>1</sup>。美国房价指数在2022年6月至2023年1月呈下跌趋势之后逐渐反弹，由此推断美国房租价格可能在2024年三季度上

<sup>1</sup> 一方面是因为房价领先于市场租金，另一方面是因为市场租金领先于CPI调查数据，在CPI房价调查中，同一住所每6个月才被调查一次，租约和续租行为也限制了租金弹性。

涨。通胀顽固性和反复风险使美联储货币政策决策更加谨慎，虽然5月通胀走势好于预期提升了美联储9月降息概率，但最新点阵图暗示2024年降息次数从3次降至1次，美联储还上调了对通胀预期和长期利率的预测，将长期利率预测从3月的2.6%上调至2.8%，表明未来即使降息，本轮政策利率调整的终点也不会太低。美联储官员普遍认为利率不太可能回到疫情前水平，在高位停留或将成为新常态。

**展望三季度，在通胀回落速度放缓和降息幅度收窄背景下，美国经济增长动能可能继续回落。**一是私人消费将受到更多抑制。2024年以来，美国居民家庭超额储蓄快速消耗，可能在三季度前后消耗殆尽。就业市场降温，失业率缓慢抬升，职位空缺数降至2021年3月以来新低，4月职位空缺数与失业人数之比降至1.2:1，较2022年峰值的2:1大幅回落。三季度，美国金融市场波动性将加大，影响居民财产性收入上涨。部分中低收入人群负债压力加大，家庭资产负债表恶化，消费增长面临压力。二是私人投资可能维持弱复苏状态。虽然一季度美国住宅投资明显反弹，但可持续性存疑。利率高企将持续对住宅消费带来影响。美国商业地产价格持续下跌，中小银行作为商业地产商主要融资方，风险敞口较大。如风险持续快速暴露，不仅会影响美国中小银行经营稳健性，也会通过上下游产业链对美国经济带来冲击（专栏3）。从企业层面看，在产业链重构和政府加大研发创新补贴等政策支持下，知识产权投资有望实现较快增长，非住宅投资将保持稳定。三是美国大选进入关键阶段，政府支出可能维持稳定。目前美国两党正针对2025财年预算拨款法案展开博弈，双方在法案细节上存在较大分歧，短期通过的可能性较低。大选即将举行之际，美国很难推出实质性财政支出计划，预计三季度财政支出将保持平稳。四是净出口对经济拖累作用有望减弱。随着美国经济增速回落，美联储降息预期将再度升温，美元指数大概率回落，削弱进口支出意愿。与此同时，随着外部需求回暖和欧元区、日本等贸易伙伴经济复苏形势好转，美国出口有望改善。综合看，预计

三季度美国 GDP 环比增长折年率将在 1.8% 上下, 2024 年美国经济增长率在 2.1% 左右, 较 2023 年下降 0.4 个百分点。

### 专栏 3: 美国商业地产发展及风险分析

房地产产业链覆盖广泛, 上游涉及土地和建材、钢材等原材料, 中游为房地产开发运营, 下游包括家电、家具和装修等行业。房地产行业在美国经济结构中扮演重要角色, 2010-2020 年行业增加值占美国 GDP 的比重平均达到 12.0%。商业地产是房地产行业的重要组成部分, 2022 年在美国房地产总价值中的占比达到 21.5%。商业地产具有投资成本高、回收期长、标准化程度低、流动性较差等特点, 对杠杆资金依赖度高, 受外部利率环境变化影响较大。

2022 年美联储开启加息周期以来, 美国商业地产行业景气度持续下降, 风险脆弱性不断上升。2023 年初, 美国黑石集团房地产投资信托面临挤兑危机。2023 年 5 月, 美国第一共和银行因商业地产贷款损失惨重被 FDIC 接管。2024 年一季度, 美国办公物业空置率升至 19.8%, 创历史新高。2024 年 6 月, Green Street 商业地产价格指数同比下降 7.3%, 较 2022 年 3 月的高点下降 20.8%。近期, 美国房地产巨头 Related Companies 以不到 5 千万美元价格出售一办公楼, 折价幅度达到 67%, 引发广泛关注。

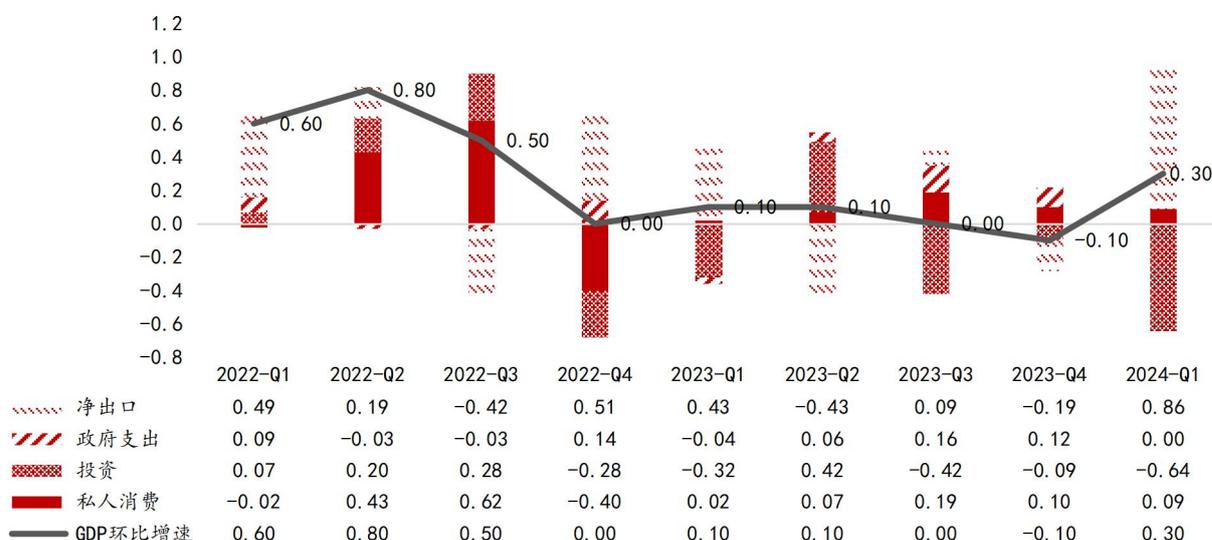
商业地产预期将延续低迷状态, 其风险传染渠道值得关注。在美联储推迟降息、政策利率维持高位背景下, 商业地产行业面临需求不足、价格下行、借贷成本上涨、贷款标准收紧等压力。美国中小银行风险抵御能力较弱, 部分中小银行的商业地产贷款集中度高、风险敞口大, 将成为风险传染链条中的薄弱环节。2024 年 6 月, 穆迪将 6 家美国地方银行长期评级列入负面观察名单, 主要原因是持有大量商业地产贷款。部分房地产投资信托产品和房地产企业风险同样值得关注。美国拥有全球最大的房地产投资信托市场, 房地产投资信托产品资产高度集中于商业地产领域, 具有偏好杠杆资金运作、资产估值不透明等特征, 商业地产行业不景气将使房地产投资信托的风险脆弱性提升。美国房地产企业是商业地产的主要开发者和持有者, 商业地产空置率上升、租金收入骤降, 融资和再融资难度加大, 使美国房地产企业经营风险提高。

## 2. 欧元区: 经济缓慢复苏, 通胀出现反弹

欧元区经济复苏, 主要成员国表现分化。2024 年一季度, 欧元区实际 GDP 环比增长 0.3%, 为 2022 年四季度以来最高增速。从 GDP 构成看, 居民消费支出、商品和服务净出口是经济增长主要驱动因素, 分别拉动 GDP 增速 0.1 和 0.9 个百分点; 投资表现不佳, 固定资本形成总额和存货变化均环比下降, 拖累经济增长 0.6 个百分点; 政府支出为零增长 (图 7)。欧元区制造业和服务业表现分化。一季度工业生产指数平均为 97.4, 低于 2023 年四季度的 98.3, 制造业 PMI 仍处于 50% 以下。欧元区服务业具有较强活力, 服务业 PMI 自 2024 年 2 月以来保持荣枯线以上水平。从成员国看, 德国经济增长动能有所修复, 实际 GDP 环比增速由负转正至 0.2%; 法国经济增长动力减弱, 实际 GDP 环比增速较 2023 年四季度下降 0.1 个百分点至 0.2%; 西班牙实际 GDP 环比和同比增速

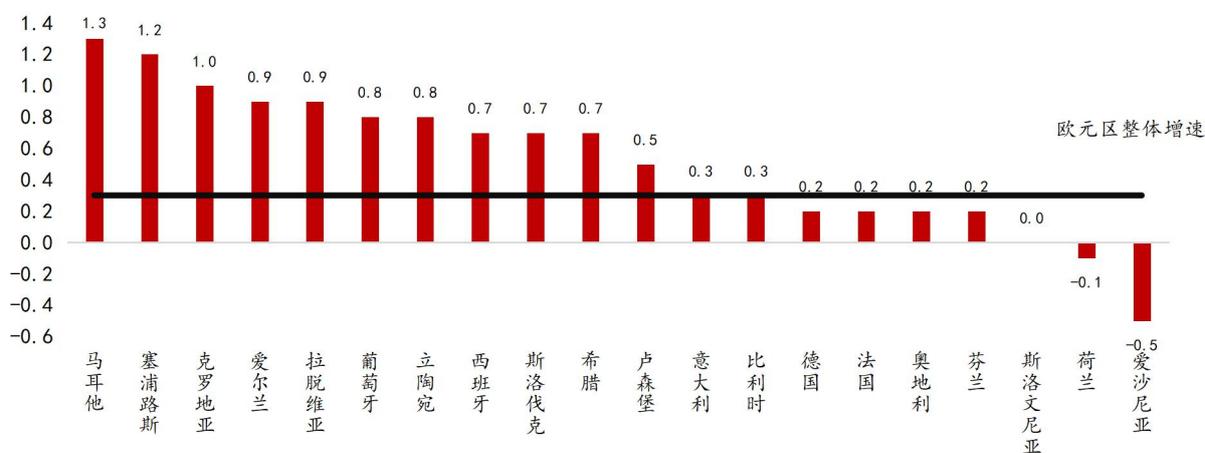
分别为 0.7%和 2.4%，成为欧元区增长表现较好的经济体（图 8）。

图 7：欧元区实际 GDP 环比增速贡献率（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

图 8：2024 年一季度欧元区成员国实际 GDP 环比增速（%）



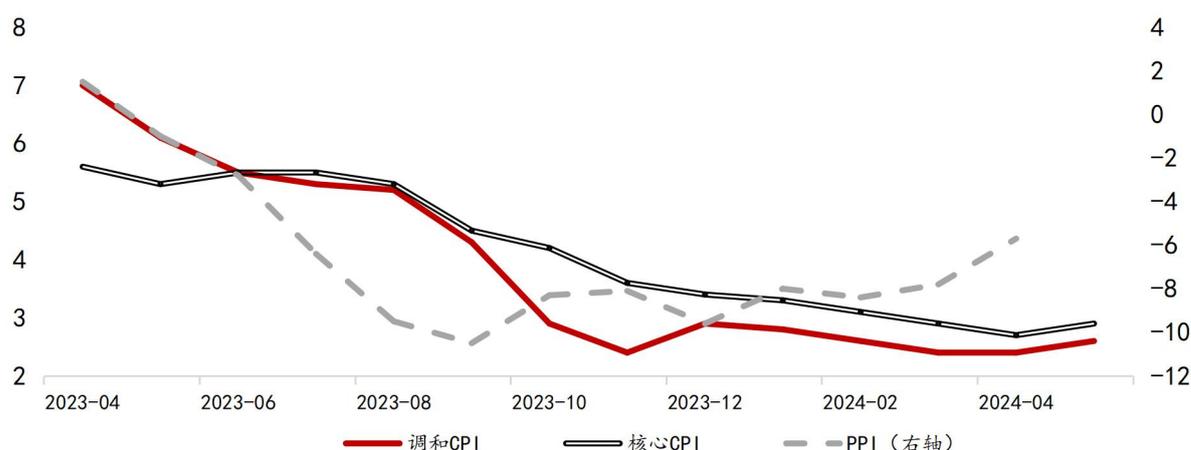
资料来源：Wind，中国银行研究院

2024 年二季度，欧元区延续复苏态势，私人消费和投资是主要增长动力。一是私人消费整体向好。欧元区就业市场与居民收入增长保持稳定，失业率由一季度的 6.5%降至 4 月的 6.4%。2024 年 5 月，欧元区消费者信心指数为-14.3，连续 4 个月上升，创 2022 年 3 月以来最高值。2024 年 4 月末，欧元区家庭部

门消费信贷余额同比增长 2.2%。二是降息推动私人投资。2024 年 6 月，欧央行宣布降息 25 个基点，主要再融资利率降至 4.25%，投资者信心明显好转，欧元区 Sentix 投资者信心指数上升至 0.3，自 2022 年 3 月以来首次高于 0。三是欧盟不断强化财政纪律，成员国政府支出仍有一定增长空间。2024 年 4 月，欧洲议会通过《稳定与增长公约》改革法案，规定欧盟成员国年度财政赤字不得超过 GDP 的 3%，公共债务不得超过 GDP 的 60%，形成限制赤字和债务的总基调。欧盟财政新规并未对成员国政府投资进行约束，一定程度上为成员国政府调整支出结构、促进政府投资增长创造了空间。四是进口增速快于出口，贸易顺差收窄。欧元区主要经济体进口表现好于出口，4 月德国进口额与出口额环比分别增长 2.0%和 1.6%，法国进口额环比增长 2.1%，出口额环比下降 2.3%。欧元区与美国贸易联系愈发紧密，4 月与美国进出口贸易额环比和同比分别增长 2.5%和 13.6%，与中国进出口贸易额则环比和同比分别下降 2.7%和 0.3%。

欧元区通胀有所反复。2024 年 5 月，欧元区调和 CPI 同比增长 2.6%，较 4 月提高 0.2 个百分点，年内首次反弹。其中，服务价格同比增速为 4.1%，较 4 月提高 0.4 个百分点；能源价格同比增长 0.3%，较 4 月提高 0.9 个百分点。工业生产者价格指数 PPI 跌幅明显收窄，4 月同比下降 5.7%，降幅较 3 月收窄 2.1 个百分点（图 9）。

图 9：欧元区通胀走势（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

展望 2024 年三季度，欧元区经济增长面临的不确定性增多，通胀缓慢下行。一是私人消费将保持增长态势。欧元区薪资增速高于通胀，居民消费能力与意愿增强，消费信贷保持增长，支撑私人消费支出增加。二是受通胀反弹影响，欧央行年内降息幅度不确定性较大，对投资刺激效果有待观察。绿色技术发展将拉动欧元区投资增长。2024 年 5 月 27 日，欧盟通过《净零工业法案》，旨在加快推进气候行动，到 2030 年将欧盟本土净零技术制造产能达到部署需求的 40%，预计将带动太阳能板、风力涡轮机、电池和热泵等技术领域投资。三是中欧贸易面临不确定性。一方面，中欧领导人保持良好互动<sup>1</sup>，经贸合作有改善迹象。另一方面，欧盟持续扩大对华反补贴调查。自 2023 年《外国补贴条例》生效以来，欧盟先后针对中国企业发起 5 起反补贴调查。2024 年 6 月 12 日，欧盟委员会对中国电动汽车反补贴调查发布初裁结果，拟对中国电动汽车征收 17.4%至 38.1%的临时反补贴税。几天后，中国商务部则对原产于欧盟的猪肉相关产品展开反倾销调查。四是极右翼党团在欧洲议会中崛起，增加欧元区经济政策不确定性。在主要成员国中，德国、法国执政党在欧洲议会选举中得票率均低于极右翼政党，法国总统马克龙宣布提前举行议会选举，增加了极右翼政

<sup>1</sup> 2024 年 4 月德国总理朔尔茨访华、5 月习近平主席应邀对法国、塞尔维亚、匈牙利三国进行国事访问。

府上台的可能性。欧盟极右翼党团的主张聚焦反对欧盟扩权、强调本国利益，其与执政党在移民、对乌克兰提供援助、气候转型问题等领域存在较大分歧。

预计 2024 年三季度欧元区实际 GDP 环比增长 0.2%，与二季度持平，全年实际 GDP 增速为 0.8%，与上期预测持平。预计三季度欧元区调和 CPI 同比增速将保持在 2.4%，全年将降至 2.3%。

**德国：供给端回暖，经济呈复苏迹象。**2024 年二季度，德国生产部门表现较好。2024 年 4 月，德国工业生产指数为 94.9，较 2023 年 12 月提高 1.6 个点；德国能源密集型产业工业生产指数同比上升 1.6% 至 84.9，其中化工与医药的工业生产指数回升至 88.5，复苏态势较好。5 月德国制造业 PMI 为 45.4，较 4 月上升 3.1 个百分点，重回年内高位；服务业 PMI 为 54.2，连续三个月在荣枯线水平之上。供给端复苏带动需求回暖。私人消费重拾增长动力。4 月，德国零售销售指数同比增长 4.5%，较 3 月的 -0.1% 明显改善；贸易进出口额为 1145 亿欧元，连续四个月增长，净出口同比增长 18.2%。展望三季度，德国经济有望保持稳步复苏态势。作为德国经济的先行指标，5 月 IFO 商业预期指数为 90.4，连续四个月上升，较 1 月提高了 7 个点。德国制造业新增订单数量稳中向好，4 月德国国外制造业订单指数同比上升 4.0%，制造业复苏将有望带动出口增长。欧央行降息有望激发德国消费投资增长动力，6 月 Sentix 投资者核心预期指数为 2.3，2022 年 3 月以来首次高于 0。

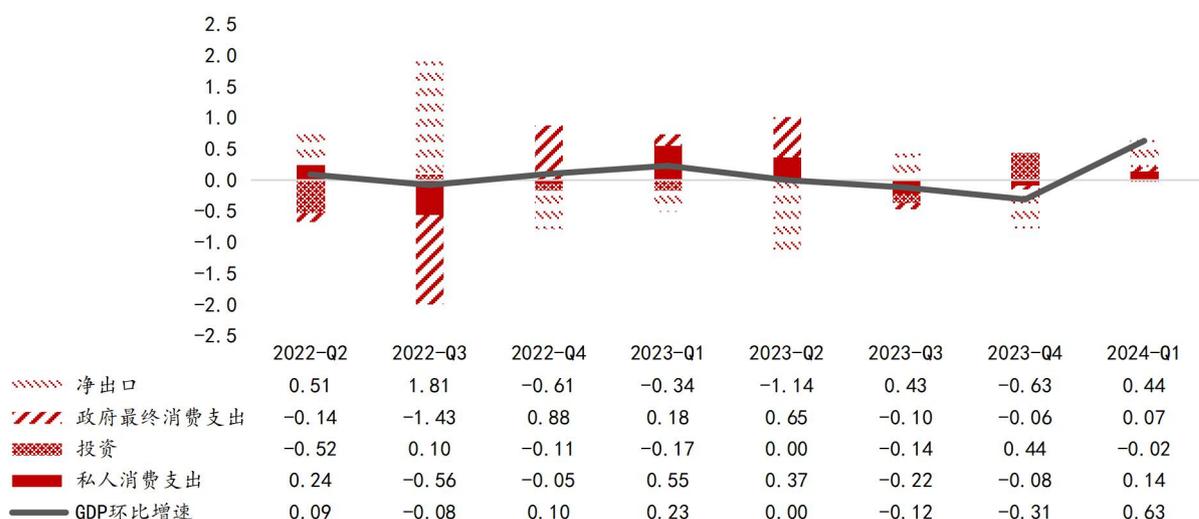
**西班牙：旅游业推动消费和服务贸易增长，经济表现亮眼。**2024 年二季度，西班牙经济延续高增长态势，旅游业呈现“报复性”增长，带动酒店餐饮等服务业发展。2024 年 4 月，西班牙酒店入住率高达 57.0%；酒店价格指数同比增长 4.0%，游客平均停留时间同比上升 1.4%。旅游等服务贸易向好带动出口增长，4 月西班牙贸易出口环比和同比分别增长 1.4% 和 15.2%。5 月，西班牙服务业 PMI 高达 56.9，显著高于欧元区水平。2024 年 3 月 4 日，西班牙放宽移民政策，全面放开非盈利移民，将吸引有留学、养老等需求的非欧盟公民赴西班牙

牙工作生活，对于拉动消费投资、推动旅游业发展产生积极作用。展望三季度，旅游业对西班牙经济的推动作用将进一步释放。6-9月是西班牙旅游黄金季节，消费和服务贸易将持续拉动西班牙经济增长。

### 3.英国：增长韧性不足，推动大选提前举行

2024年一季度，英国实际GDP环比和同比分别增长0.6%和0.2%，均为2022年以来最高增速。从GDP构成看，一季度居民消费支出环比增长0.2%，拉动经济增长0.1个百分点，住房、水电燃料、文化娱乐和餐饮酒店是主要消费领域；固定资本形成总额环比增长1.4%，房地产与企业投资向好，但由于库存大幅调整，抵消上述增长，导致投资拖累经济下跌0.02个百分点；政府最终消费支出环比增长0.3%，增速有所放缓；进口和出口环比分别下降2.3%和1.0%，推动净出口扩大，拉动英国经济增长0.4个百分点（图10）。

图10：不同分项对英国实际GDP环比增速的贡献率（%）

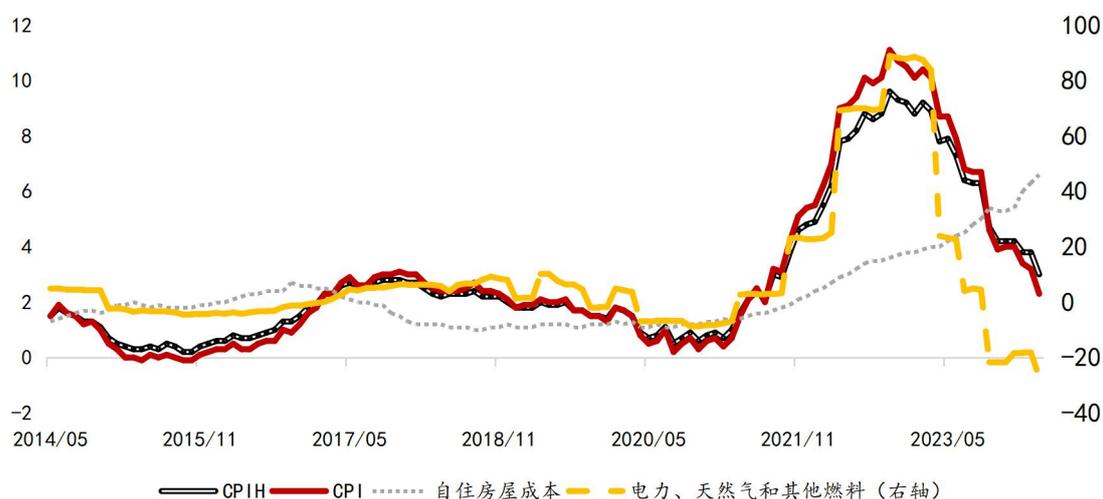


资料来源：英国国家统计局，中国银行研究院

2024年二季度，英国经济增速趋缓。一是私人消费增长乏力。英国劳动力市场降温，4月失业率为4.4%，高于1月4.1%，平均周薪环比增速从3月的0.9%降至0.4%。居民日常消费动力不足，4月英国零售销售指数环比下降2.3%，连续两个月下滑。居民消费信贷和信用卡消费走弱，消费额分别从3月的14亿

和 7 亿英镑降至 4 月的 7 亿和 2 亿英镑。二是投资增长依赖房地产市场回暖。2024 年前 5 个月，英国房地产销售量同比增长 18%。房地产市场回暖带动个人房贷大幅增长，4 月英国银行按揭贷款净额为 24 亿英镑，远高于 3 月的 5 亿英镑。三是政府支出增长。2024 年 4 月，英国财政支出环比增长 7.7%，其中利息支出大幅增长，利息支出份额由 3 月的 3.0% 上升至 9.7%，社会净福利支出和政府投资净额环比分别增长 15.2% 和 4.3%。四是贸易逆差扩大。4 月，英国进口环比增长 7.2%，出口环比下降 0.7%，贸易逆差由 3 月的 11 亿英镑扩大至 67.5 亿英镑。英国通胀走势相对平稳。2024 年 5 月，英国 CPI 和包含自住房屋成本的 CPIH 分别同比增长 2.0% 和 2.8%，较 4 月下降 0.3 个和 0.2 个百分点。住房成本持续上升，5 月同比增长 6.7%，为 1992 年 7 月以来最高增速，是推动英国通胀上涨的主要因素。能源价格继续回落，5 月电力、天然气和其他燃料 CPI 同比下降 27.1%。服务通胀仍具有一定粘性，5 月同比增长 5.7%，增速较 4 月小幅下降 0.2 个百分点（图 11）。

图 11：英国通胀走势（%）



资料来源：英国国家统计局，中国银行研究院

展望 2024 年三季度，英国经济增长动能进一步减弱。英国经济增长动能尚未恢复，三季度可能难以延续前期复苏势头。一是私人消费增速可能放缓。英

国劳动人口比重下降、失业率抬升将影响收入水平，居民消费信心和动力不足，家庭储蓄明显增加、消费信贷出现收缩，不利于消费增长。二是货币政策和财政政策对经济的托底力度不足。英国央行不断推迟降息时点，年内货币政策宽松空间较为有限。财政政策方面，英国政府净借款和债务利息较高，压缩了秋季预算案的财政空间，预计英国政府大概率将继续推行财政紧缩政策。三是英国大选结果悬念较小，预计不会显著影响经济走势。由于一季度英国经济数据较好，5月22日英国首相苏纳克宣布将于7月4日提前举行大选，希望利用经济数据回暖增加胜选概率。从目前英国两党竞选宣言看，保守党强调政府在安全和科技领域的成就，工党则聚焦住房建设、绿色转型和公共服务国有化等。BBC最新民调显示，苏纳克所在保守党支持率仅为22%，工党支持率则在40%以上，工党大概率将赢得议会多数席位，但工党上台能否重新提振英国经济仍有待观望。预计2024年三季度英国GDP环比增长0.2%，较二季度放缓，全年经济增速为0.6%，较2023年上升0.5个百分点。三季度CPI同比增速将保持2.3%，全年在2.5%左右。

#### 4. 日本：经济受困于短期因素扰动，增长面临诸多不确定性因素

2024年以来，日本经济延续低迷复苏态势。2024年一季度，日本实际GDP环比增速为-0.5%，较2023年四季度下降0.6个百分点（图12）。消费市场表现不佳。一季度日本居民消费环比增速为-0.7%，连续四个季度萎缩，拖累GDP增长步伐。1月能登半岛地震导致大量住宅、工厂、道路等设施受损，对消费市场带来冲击，据估算能登半岛地震造成的直接经济损失可能超过8000亿日元，相当于日本名义GDP的0.15%。日本厚生劳动省最新数据显示，4月日本名义工资同比增长2.1%，达到10个月以来的最高水平，扣除物价因素后的实际工资增速为-0.7%，较3月的-2.1%有所改善，但仍处在负增长状态。企业加薪对居民收入和消费的支撑作用有待进一步显现。日元持续贬值造成日本进口价格升高，导致输入型通胀压力加剧，对本土消费产生抑制效应。根据日本内阁府

数据，日本消费者信心指数在3月达到39.5的高点后出现回调，4月和5月分别降至38.3和36.2。在消费者预期持续转弱的背景下，二季度日本居民消费增长表现仍不容乐观。

**投资依赖政府支出拉动。**一季度日本私人住宅投资和企业设备投资环比均出现负增长，对GDP环比增速贡献均为-0.1%，其中住宅投资环比增速已连续三个月为负值。与低迷的私人投资相比，政府支出保持较快增长，一季度环比增速达到3%，对GDP环比增速贡献为0.2个百分点，成为经济需求中为数不多的正贡献项。

图 12：不同分项对日本实际 GDP 环比增速的贡献度（%）

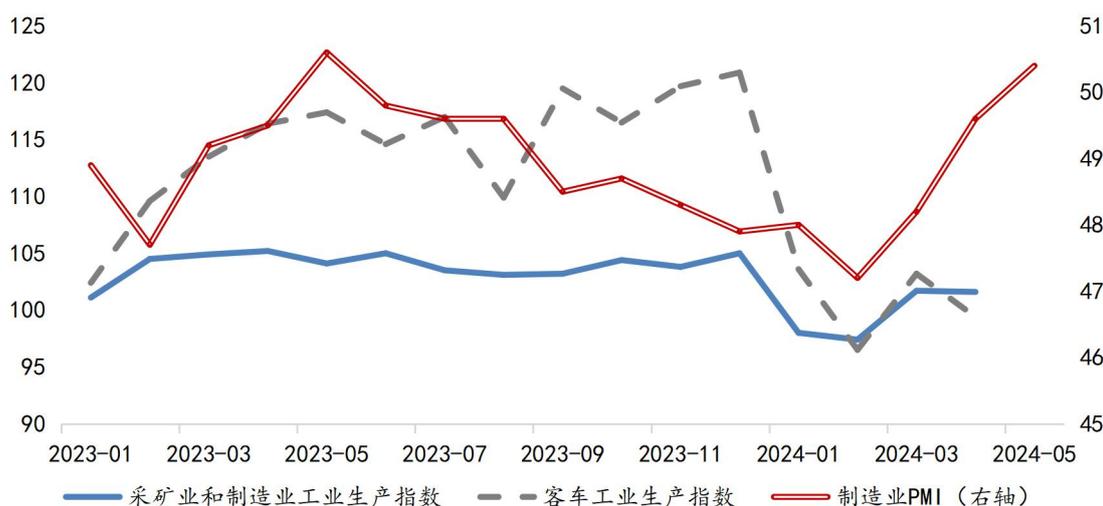


资料来源：Wind，中国银行研究院

**进出口贸易实现较快增长。**根据日本财务省数据，4月日本货物出口同比增长8.3%至8.98万亿日元，在全球制造业企稳的推动下，日本货物出口获得改善，汽车、半导体设备成为拉动日本出口增长的主要产品；在日元持续贬值和原油价格上涨影响下，进口同比增长8.3%至9.44万亿日元。4月日本贸易逆差额达到4625亿日元，在3月实现贸易盈余后再度转为逆差。分国别来看，对美国和中国出口同比增速分别达到8.8%和9.6%，而对欧盟出口出现2%的下降。

工业生产有所复苏，但面临新的负面冲击事件。5月日本制造业 PMI 回升至 50.4 的扩张区间，工业生产指数明显改善（图 13）。但近期日本车企造假问题再度引发波澜。日本国土交通省日前发表声明，丰田、马自达、雅马哈、本田、铃木的 38 种车型在量产前的认证申请过程中存在欺诈行为，多种车型被叫停出货。汽车行业是日本最重要的制造业部门，一季度日本汽车企业造假问题对工业生产带来较大冲击，成为当季 GDP 出现负增长的重要原因，原本该短期扰动在二季度将逐渐消退，但新的汽车生产安全问题曝光给工业生产和投资活动再度蒙上阴影。此前日本经济产业省估计二季度工矿业生产指数将环比上升 2.2%，但受日本车企暂停出货影响，乐天证券对该指数的最新预测仅为 1.2%。

图 13：日本工业生产和制造业 PMI 变化趋势



资料来源：Wind，中国银行研究院

服务业延续良好表现。5月服务业 PMI 为 53.8%，自 2022 年 9 月以来一直维持在扩张区间。旅游业对日本经济形成一定支撑，日元持续贬值吸引大量海外游客访日，根据日本旅游局数据，2024 年一季度外国游客在日消费 1.75 万亿日元，较 2019 年同期增长 52%，3 月外国游客总数达到 310 万人，创历史新高。

通胀呈现放缓态势，但近期出现反弹迹象。4 月，日本 CPI 同比上升 2.5%，

较预期值高 0.1 个百分点。不包括生鲜食品的核心 CPI 同比上涨 2.2%，连续第二个月放缓。5 月，东京 CPI 通胀率同比上涨 2.2%，较前值 1.8% 反弹，显示通胀依然顽固。日元贬值导致日本进口价格明显上涨，4 月和 5 月日本进口价格指数同比涨幅均超过 6%，达到一年来的最高水平，对通胀形成支撑。

**展望三季度，日本经济形势仍面临诸多不确定性。**从需求角度看，在加薪措施逐渐落地的背景下，居民实际收入增速接近由负转正，有助于拉动消费市场需求走出低迷。EWS 调查显示日本企业的乐观情绪处于高位，日本投资扩张预期较为乐观，投资有望恢复正增长。全球市场需求增长、预期改善有助于日本出口保持较快增长。从供给角度看，日本汽车生产造假问题将对工业生产继续带来困扰。根据野村综合研究所估计，在考虑上下游关联的情况下，此次车企造假问题造成的经济总损失将达到 2441.7 亿日元。若车企停产时间延长导致生产供给长期中断，不排除三季度再度出现负增长的情况。日元后续走势仍存在不确定性，日本进口价格压力依然居于高位，净出口对经济增长贡献能否转正还有待观察。预计 2024 年三季度日本经济增速环比折年率在 1.5% 左右，CPI 增速在 2.4% 左右。全年经济增速在 0.8% 左右，较上期预测下调 0.1 个百分点，全年 CPI 增速在 2.3% 左右，较上期预测下调 0.2 个百分点。

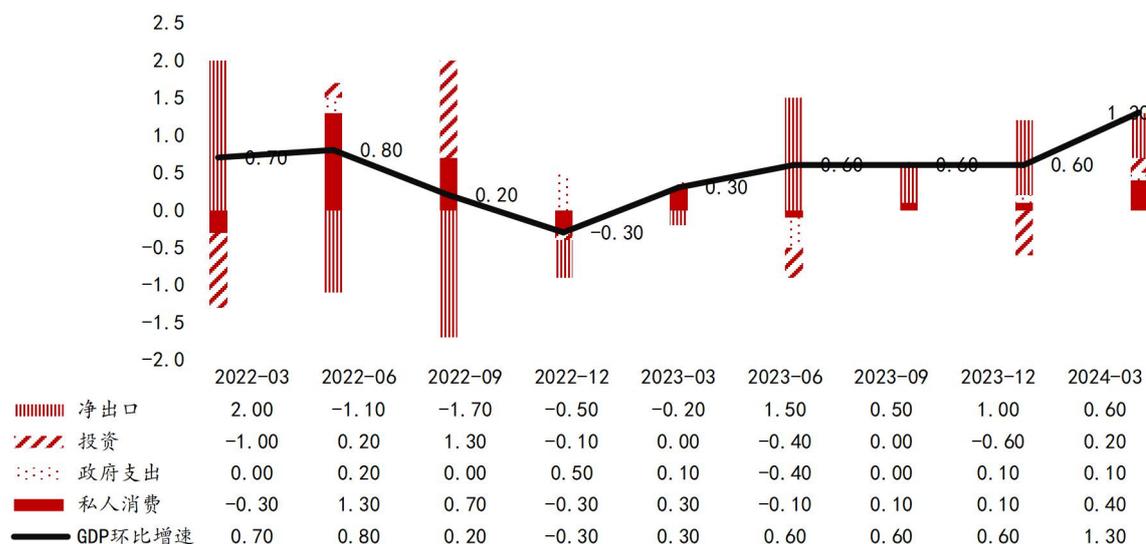
### 5. 韩国：出口和内需推动经济复苏，贸易结构发生重要调整

**2024 年以来韩国经济复苏势头明显。**2024 年一季度，韩国实际 GDP 环比增长 1.3%，创 2022 年以来最高增速水平，连续 5 季实现正增长。2024 年 4 月，韩国经济景气指数升至 94.5，5 月微降至 93.8，明显高于 2023 年下半年水平。

**内需复苏助推韩国经济走出低迷。**2024 年一季度，韩国居民消费和政府支出环比增长分别为 0.8% 和 0.7%，驱动经济增速升至阶段性高位。1-4 月韩国综合消费者信心指数保持在 100 以上，服务业价值和数量指数保持正增长，韩国经济活跃度和市场预期不断改善。消费者对餐饮、住宿等服务以及电子产品的

换新需求较为旺盛。同时，韩国网上购物交易额持续增长，4月同比增速达到10.5%，交易规模刷新历年同期新高。企业设备投资增长相对低迷，一季度环比增速为-0.8%，同期建设投资环比增长2.7%，带动整体投资实现正增长（图14）。

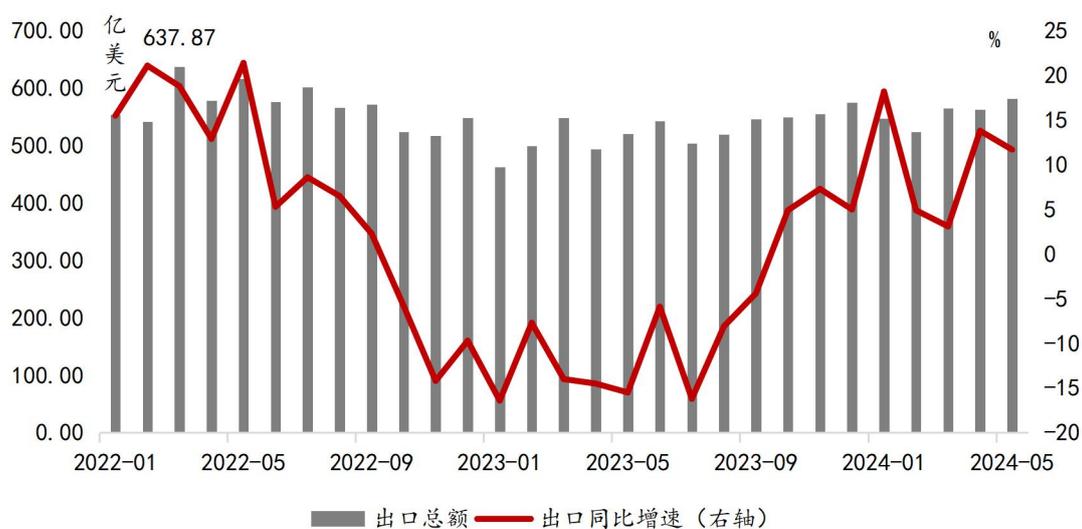
图 14：不同分项对韩国实际 GDP 环比增速的贡献度（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

**外需保持强劲增长态势。**5月韩国出口同比增长11.7%，连续第8个月实现正增长，同期韩国进口下降2%，贸易顺差49.6亿美元，顺差规模达到41个月以来新高（图15）。从行业来看，半导体、显示面板和汽车出货量强劲增长是韩国出口持续扩张的主要驱动力量，其中5月韩国芯片出口同比增速达到54.5%，连续第二个月实现50%以上的高速增长。从目的地来看，5月韩国对东南亚和美国出口增速分别达到21.9%和15.6%，对中国出口增长7.6%。受美国《通胀削减法案》和《芯片和科学法案》补贴措施吸引，韩国企业持续加大对美投资，带动韩对美出口高速扩张。前五个月韩国对美出口总额为533亿美元，较对华出口高出6.1亿美元，而此前22年中国均为韩国最大出口目的地，反映出韩国对外贸易市场结构正在发生深刻调整。

图 15：韩国出口规模和增速变化趋势



资料来源：Wind，中国银行研究院

**通胀下降步伐趋缓。**2024 年以来，韩国通胀下行趋势出现反弹，2 月和 3 月 CPI 增速均为 3.1%，再度升至 3% 以上，随后有所下行，5 月 CPI 增速为 2.7%，较 4 月下降 0.2 个百分点，但仍未达到 2% 的央行目标，下降速度不及预期。

**展望三季度，**内需有望延续活跃扩张态势。韩国国内经济情况预期指数维持在较高水平，消费者预期较为积极，对居民消费增长形成支撑。近期，韩国政府公布了一项 190 亿美元的半导体产业发展规划，意在进一步增强在半导体基础设施方面的建设，公共支出扩张有助于带相关行业投资增长。外需将继续对韩国经济增长形成支撑，近期全球制造业 PMI 持续高于荣枯线，尤其是新出口订单大幅回升，均有利于韩国出口增长。5 月末中日韩领导人会议在首尔召开，时隔 4 年半再度重启，三方讨论加快恢复自贸协定谈判，为地区经贸合作注入稳定因素。**值得关注的是，**虽然当前韩国出口贸易保持高速增长态势，但从出口总额来看仍未恢复至 2022 年同期的历史最高水平，高增长趋势更多受 2023 年低基数效应影响，未来加大对美投资和产业链合作能否成为支撑韩国出口扩张的持续性动能，仍有待进一步观察。**预计三季度韩国经济增速环比折年率在 4% 左右，CPI 增速在 2.4% 左右。全年经济增速在 2.3% 左右，较上期预**

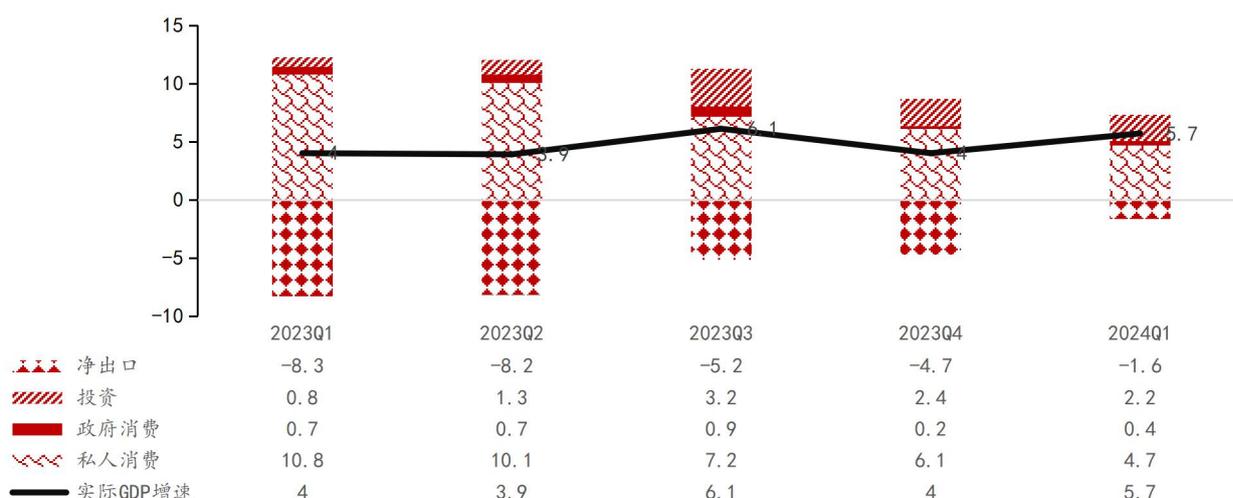
测上调 0.1 个百分点，全年 CPI 增速在 2.6% 左右，与上期预测持平。

## 6. 土耳其：经济保持较快增长，消费和投资为主要驱动因素

土耳其是 G20 成员国，全球第十三大经济体。埃尔多安执政领导下，土耳其经济发展颇具特色。国内通胀高企，依旧长期实行宽松货币政策，消费和投资保持增长。作为北约成员国，在俄乌冲突等问题上坚持独立自主的外交政策。2023 年，土耳其名义 GDP 突破万亿美元，其经济增长表现值得关注。

2024 年一季度，土耳其实际 GDP 同比增长 5.7%。其中家庭消费支出、政府消费支出、固定资本形成总额、出口、进口增速分别为 7.2%、3.9%、10.3%、4.0%、-3.1%（图 16）。人口规模大且人口结构年轻，对消费形成支撑。土耳其有 8500 万人口，15—64 岁年龄人口占比达到 68.3%，人口平均年龄约 34 岁。2024 年一季度，服务消费同比增长 95.0%，高于耐用品（65.2%）、非耐用品（69.8%）增速。土耳其大力改善基础设施，带动投资增长。建筑和机器设备投资占总投资比重均在 40% 以上。2024 年一季度，两类投资（名义值）同比分别增长 100.9% 和 85.4%。土耳其积极吸引 FDI。根据土耳其央行数据，截至 2024 年一季度，土耳其每周吸引 FDI 流入 31.0 亿美元。燃料类产品出口成新亮点。2023 年 1-4 月，土耳其出口规模增长 2.7% 至 828.4 亿美元，进口规模下降 9.0% 至 1130.8 亿美元，对外贸易逆差规模缩小 30.5% 至 302.4 亿美元。土耳其出口前三位产品是汽车、机械设备和电气设备。2024 年以来，燃料类产品对外出口持续增长。2023 年 2 月至 2024 年 2 月，土耳其对欧盟的燃料出口增长 107%。

图 16: 土耳其实际 GDP 同比增速结构 (%)



资料来源：土耳其统计局，中国银行研究院

矿产开采业、能源业以及旅游业驱动经济增长。土耳其矿产资源丰富，生产能力位居全球第 10 位，相关产业有持续增长空间。2024 年以来，矿石开采业工业生产指数一直保持正增长，2-4 月期间月同比增速均高于 12.0%，能源业月同比增速也一直保持在 7.0%以上。旅游业是土耳其支柱产业，旅游收入贡献约 GDP 的 10%。2024 年一季度，土耳其旅游收入增长 5.4%，达到 888.8 亿美元。其中，来自外国游客的旅游收入占比达到 16.7%，来自外国的游客数量同比增长 16.7%至 905 万人次。

通胀高企且持续上升，服务业是通胀主要来源。土耳其能源、原材料和中间品高度依赖进口，里拉贬值推升进口成本，向生产消费各环节进行传导。2022—2023 年，里拉每年贬值幅度均在 30%以上，2024 年仍旧保持贬值态势，至 2024 年 6 月，汇率已突破 32 里拉/美元。土耳其央行于 2023 年 5 月开始加息，但未有效抑制通胀。2023 年 7 月以来，CPI 同比增速逐月攀升，2024 年 5 月升至 75.5%的高位，远高于 9.8%的中期通胀目标。服务消费旺盛带动服务业价格上涨，其中，教育、住房、餐饮住宿以及交通等服务业的 CPI 同比增速分别高达 104.8%、93.2%、92.9%、79.1%。

展望三季度，土耳其大概率将继续维持经济增长。当前，土耳其央行采取紧缩性货币政策抑制通胀。2024年3月，政策利率大幅提升500个基点至50%，预计高利率对通胀抑制效果将逐渐显现，居民消费信心有望恢复。2024年2-5月，消费者信心指数逐月上升，从79.3上升至80.5。大规模基建投资项目仍在继续推进，出口增长态势得到延续。2024年5月，出口额同比增长11%，达到近241亿美元，叠加进口量下降，对外贸易逆差额下降约48.0%至65.0亿美元。土耳其文旅部积极开发旅游景点、国际活动以及体育赛事等，推出“夜间博物馆”概念<sup>1</sup>。在一系列吸引游客措施带动下，预计入境游增长态势仍将延续，推动贸易逆差改善。此外，土耳其已完成政权平稳过渡，当前政局保持稳定，以城市复兴、经济适用房、教育医疗为核心的经济政策为经济增长提供保障，惠誉、标普等国际评级机构相继上调土耳其国别评级。预计2024年，土耳其实际GDP增速为3.0%，CPI增速为26.6%。

### 7.墨西哥：受地缘政治因素影响，经济增长不确定性加大

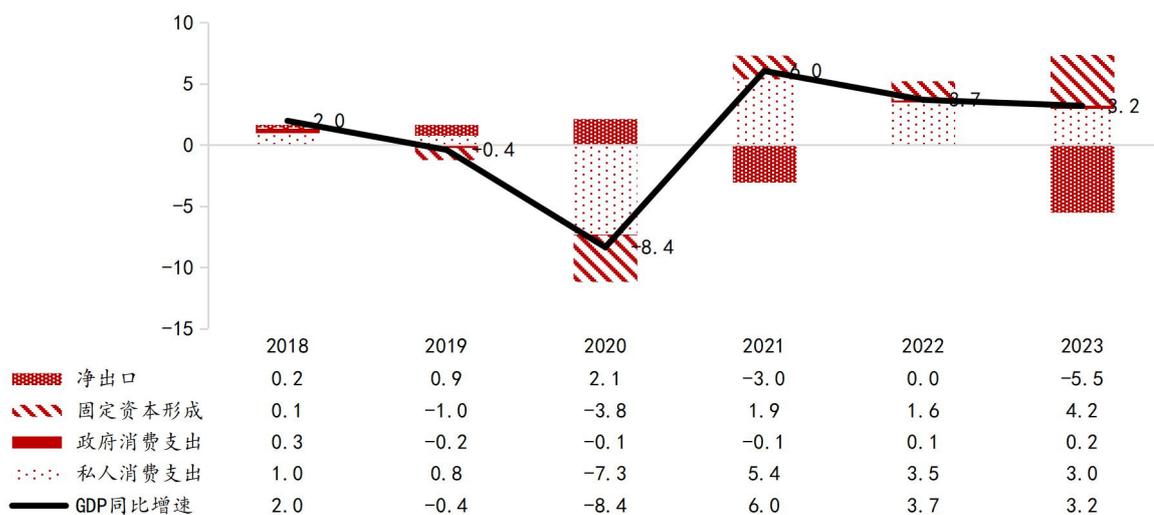
作为美国对华“脱钩”“去风险”的重要一环，墨西哥积极承接美国产业转移，制造业逐渐兴起。2023年实际GDP增速全球排名第5位，规模全球排名第12位。投资和出口是墨西哥经济增长的重要驱动力，其经济增长状况引发广泛关注。

2024年二季度，墨西哥经济增速小幅回升，投资增长是主要原因。外资吸引能力稳步提升，为经济增长持续提供动力。2024年一季度，流入墨西哥的FDI规模同比增长9.1%至203.1亿美元，规模创历史新高，其中52.2%来自美国，主要流向运输设备、饮料和烟草、化学品等制造业。截至2024年5月末，跨国企业在墨西哥共发布127项投资公告，投资规模达391.6亿美元。对美出口反弹带动出口表现转好，但进口更大幅度的扩张导致净出口对经济贡献下降。二季度，墨西哥出口表现转好，4月出口同比增速达11.4%，显著高于一季度1.7%

<sup>1</sup> “夜间博物馆”让游客可以在正常参观时间之外参观土耳其古迹建筑和古城。

的平均增速。对美出口恢复是主要原因，4月美国自墨西哥进口规模总额同比增长13.2%，显著高于一季度3.9%的平均增速，规模达436.5亿美元，创单月最高纪录。对运输设备、机电设备零部件等进口的增加导致墨西哥4月进口同比增长15.4%，贸易逆差扩大127.6%至37.5亿美元。4月23日，墨西哥上调部分产品的最惠国关税，税率幅度为5%-50%。成本上升推动进口额增长，墨西哥二季度贸易逆差将继续扩大。失业率和通胀小幅上行导致私人消费增长乏力。4月，墨西哥失业率小幅上升0.3个百分点，叠加CPI同比增速上行0.2个百分点，私人消费增长动力不足，5月消费者信心指数降至46.7，为2023年11月以来的最低水平。选举活动推动政府支出扩张。6月2日，墨西哥进行了史上最大规模选举，选举活动推动政府开支增长，4月联邦政府支出同比增速达19.6%。

图 17：不同分项对墨西哥 GDP 增速的贡献率（%）

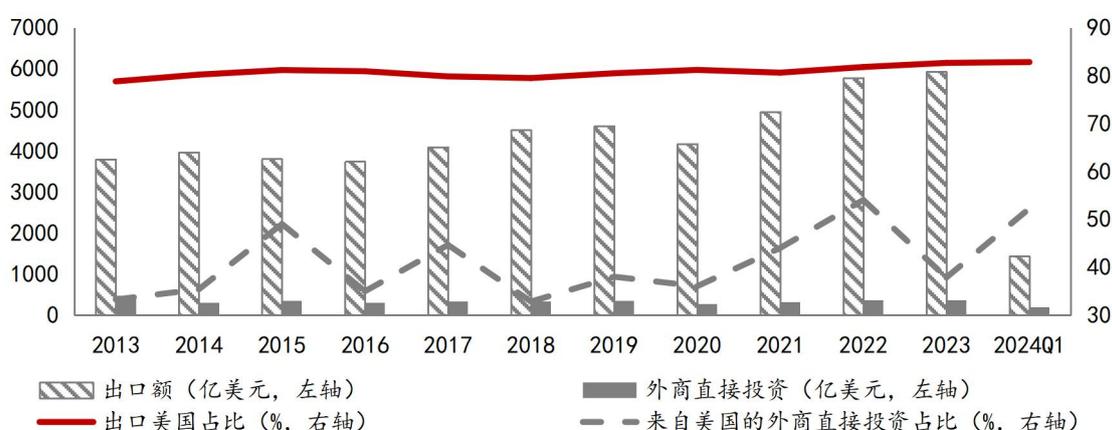


资料来源：CEIC，中国银行研究院

展望 2024 年三季度，地缘政治因素可能削弱墨西哥经济增长动能。一是政府支出步伐趋缓。6月3日，墨西哥左翼执政联盟候选人辛鲍姆赢得总统选举，成为墨西哥首位女总统，任期始于2024年四季度初。辛鲍姆继承了现任总统洛佩斯的“第四次变革”思想，主张严格实施财政紧缩政策。4月，墨西哥公布

《2025 年经济政策预备标准》，提出 2025 年削减 0.8 万亿墨西哥元支出，将财政赤字占 GDP 比重由 5% 降至 2.5%。辛鲍姆曾承诺继续支持洛佩斯任内玛雅铁路、天使机场等基础设施项目建设，但面临财政赤字压力，现任政府在任期内顺利完成基础设施项目的难度增大，政府支出对三季度经济增长的贡献趋于弱化。二是投资不确定性有所增加。面临财政赤字压力，政府外资吸引政策力度可能趋弱。此外，近期美国再次收紧对华限制政策，积极布局墨西哥的同时施压其抬高对华贸易和投资壁垒。辛鲍姆将《美墨加协定》和“近岸外包”视为墨西哥重要的优势和发展机遇，未来墨西哥经贸政策的不确定性进而投资风险可能会增加。三是贸易逆差可能进一步扩大。出口方面，随着美国经济增长动能回落，叠加全球其他出口导向型经济体增长势头好转，墨西哥对美出口增速可能逐步放缓。进口方面，加征关税等贸易限制政策预计将推高墨西哥的进口成本。作为墨西哥第二大进口来源国，中国是受其上调最惠国关税影响最大的国家之一。短期内，价格效应可能推高墨西哥自华进口规模；长期中，墨西哥作为中美经贸联系第三国的地位受到影响，中墨双边贸易规模可能有所缩减，进而影响墨西哥的净出口表现。预计 2024 年三季度墨西哥 GDP 同比增速为 1.9%，全年增速为 2.1%。

图 18：墨西哥外商直接投资和出口规模变化



资料来源：CEIC，中国银行研究院

## 二、国际金融回顾与展望

### (一) 跨境资本流动：外商直接投资表现低迷，证券投资回流新兴市场

#### 1. 外商直接投资：整体表现低迷，结构持续调整

2023年，全球FDI净流入仅1.3万亿美元，下降2%。2024年以来，受地缘冲突加剧、投资审查力度趋严、主要经济体维持高利率等因素影响，全球FDI延续2023年低迷表现。2024年一季度，流入美国FDI交易规模2271亿美元，同比下降45.8%<sup>1</sup>；同期，欧元区FDI流入135.5亿欧元，同比下降26.4%；2024年前4个月，中国实际利用外资3602亿元，同比下降27.9%；日本外资流入延续净撤出状态，撤出规模为7765亿日元，同比增长133.0%；中国台湾地区FDI流入17.0亿美元，同比下降48.6%。2024年前5个月，流入越南的FDI为110.7亿美元，同比仅增长2%。2024财年（2023年3月至2024年3月），流入印度股权类FDI规模为444亿美元，较2023财年下降3.5%，较2021财年高点下降25.5%。

展望2024年第三季度，随着全球经济特别是贸易回暖，金融条件趋松，投资主体风险偏好下降，FDI增速有望逐步回升。经济复苏较好、致力于吸引外资的发达国家和新兴经济体将成为FDI流入重点地区，欠发达国家的FDI吸引力将进一步减弱。在货物贸易表现复苏背景下，制造业FDI有望更快增长。全球绿色转型不断深化进程中，可持续领域FDI大概率将从2023年低迷走势中复苏。地缘冲突、投资审查以及税率调整将成为影响FDI恢复和流向的重要不确定性因素。2024年，FDI的“友岸化”“近岸化”特征将更加突出。

#### 2. 证券组合投资：美国资本净流入放缓，新兴市场跨境资本回流

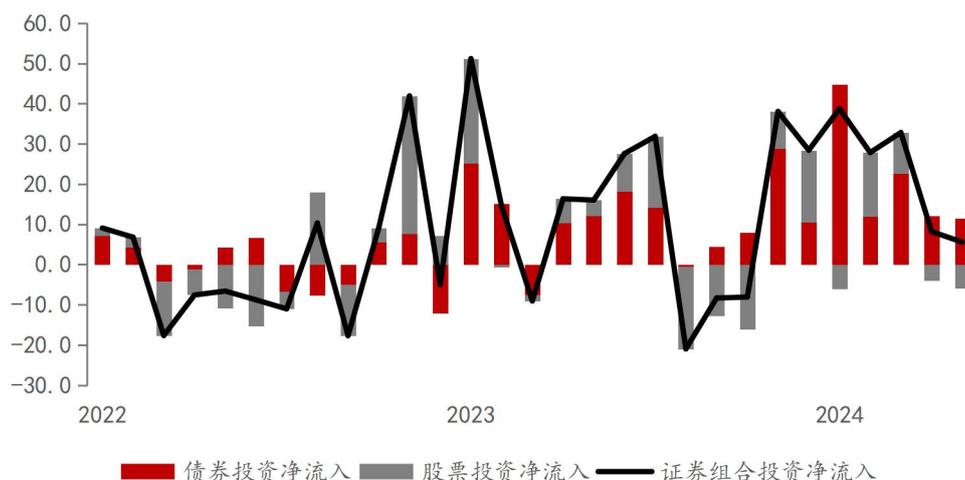
随着全球金融条件有所放松，证券组合投资净流动规模回升。跨境资本流入美国趋势放缓，2024年一季度美国国际资本净流入1167.7亿美元，环比减少

<sup>1</sup> 数据源于美国国家金融账户。

55.6%，同比萎缩 70.2%。欧元区和日本面临资本净流出压力，2024 年一季度证券组合投资分别净流出 684.9 亿欧元和 3.85 万亿日元。跨境资本回流新兴市场，根据国际金融协会（IIF）统计，2024 年前 5 个月新兴市场证券组合投资净流入 1130.7 亿美元，同比回升 27.1%（图 19）。其中，亚洲资本净流入规模占比达 42%，成为新兴市场资本回流的主要驱动力量。

**2024 年三季度，随着全球央行开启降息浪潮，证券组合投资将呈现新变化。**在规模上，政策利率小幅下移，强化资金风险偏好，证券组合投资流量有望增长。在标的上，降息交易将再度成为主线，利好风险资产，但考虑到前期估值变化，债券与股票投资将交替主导并在不同地区之间表现分化。例如，对于新兴市场，证券组合投资更加偏好债券投资，2024 年前 5 个月净流入规模达 1028.4 亿美元，约占证券组合投资净流入总额的 91%。在流向上，美国资本净流入规模将进一步放缓，欧洲内部表现分化，亚洲新兴市场与发展中经济体证券组合投资吸引力回升。根据 IMF 预测，2024 年美国证券组合投资净流入 1821 亿美元，同比大幅萎缩 78.7%；英国资本净流入 1896 亿美元，与上年基本持平；法国、意大利等国证券组合投资保持净流入，德国证券组合投资净流出规模则从上年 85 亿美元大幅攀升至 989 亿美元；新兴市场与发展中经济体证券组合投资将由 2023 年净流出 1598 亿美元转为净流入 84 亿美元。其中，亚洲地区净流入 862 亿美元，而欧洲、拉美、中东、非洲地区仍将面临资本外流考验。

图 19：新兴市场证券组合投资净流入（十亿美元）



资料来源：IIF，中国银行研究院

## （二）货币市场：全球货币市场运行总体平稳，局部市场流动性压力仍存

2024 年二季度，全球货币市场基调总体平稳。货币市场利率与交易量高位波动。截至 6 月 15 日，美元 SOFR 为 5.33%，与季初基本持平，日均成交额约 1.88 万亿美元，较一季度日均增加 8%。货币市场基金规模在 4 月走低后回升至季初水平，约 6.1 万亿美元。

展望 2024 年三季度，全球货币市场主要呈现以下特征。

货币市场利率或将波动加剧，全球央行流动性供给总体平稳。货币市场利率受政策利率引导，二者变动走势保持一致。根据利率期货交易隐含测算，美联储于 9 月降息一次的概率约为 60%。预计美元 SOFR 利率在 7、8 月大概率将维持在 5.33% 水平，9 月波动幅度可能加大，或走降 25 个基点。欧央行在 6 月领先美联储、英国等发达经济体启动降息，根据欧元区通胀水平，欧元在三季度接连降息的概率受限，欧元 €STR 利率大概率将持稳于 3.66% 水平。由于日本央行存在 7 月加息的可能性，日元 TONA 利率在三季度波动料将有所走高。主要发达经济体央行在三季度对政策利率水平的调整不同步，SOFR、€STR、TONA 等利率变动方向及幅度也将出现差异，国际资金流动或将加剧。预计三

季度，随着全球主要央行缩表节奏放缓，甚至停止，全球主要外币的流动性供给总体仍趋于平稳，货币市场交易将继续保持活跃态势。

**美国银行体系流动性自高位走低，部分中小银行或面临流动性压力。**全球货币流动性供给虽趋于缓和，但美元货币市场局部存在压力。美联储于 2024 年 6 月正式放缓缩表、并且大概率将维持至四季度，期间美元流动性水平将持续走低。美元货币市场或出现结构压力。截至 2024 年 6 月 14 日当周，美联储隔夜逆回购余额走低至 3870 亿美元，已降至临界水平，部分非银机构流动性面临压力。此外，因逆回购作为流动性缓冲垫作用受到限制，货币回笼压力直接作用于银行体系流动性，银行存款准备金余额已从 3.6 万亿美元走低至 3.4 万亿美元。美国开始出现中小银行倒闭事件，美国共和第一银行在 4 月被宣布倒闭，美联储官员曾呼吁所有银行都可以直接向美联储借款，可见银行体系或存在局部风险点。为缓和美债市场压力、增加流动性，美国财政部已推出回购计划。未来如果美联储推出流动性支持方案，美元货币市场资金运行及流动性压力或将出现缓解。

#### 专栏 4：美国金融危机监测分析

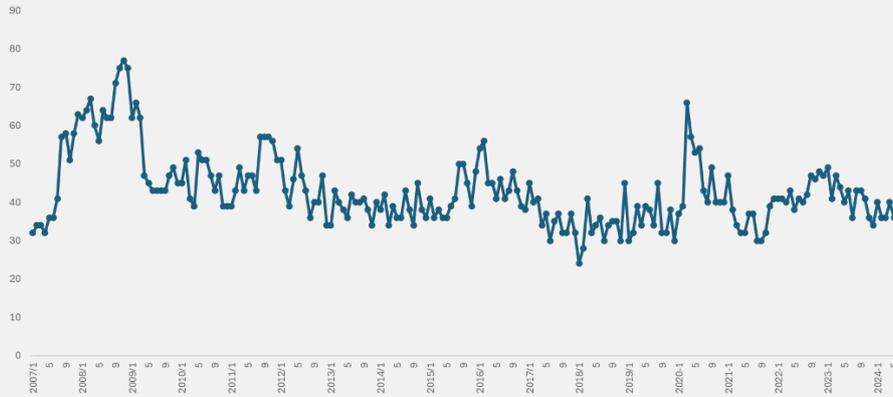
美国金融危机风险指标显示，美国金融市场整体风险略有上升。2024 年二季度美国金融危机风险指标（ROFCI）月度平均值从一季度的 37.33 上升到 38.66，但仍处于安全区域，并且低于历史水平 43 和 2023 年平均值 41.4，其月度指标在 40 至 36 之间波动，系统性风险较低。

2024 年二季度，美国金融市场整体维持相对稳定，风险因素相对温和。美国通胀及其预期进一步下降，同时经济和就业在货币政策紧缩的环境下保持韧性。市场关于美联储在 2024 年开始降息的预期从 3 次调降到 1 次，曾引发市场波动，但随后即恢复正常。随着美联储发布关于减缓量化紧缩 QT 的计划，市场参与者信心有所恢复，宏观经济风险、信用风险、市场风险和流动性风险逐步改善。就主要领域和板块的关键指标变化状态及趋势看，股票市场波动性风险下降到历史水平以下，显示投资者信心增强。银行和非金融机构货币市场的风险在安全区域内小幅波动，短期融资市场状况包括银行拆借和回购市场状况保持稳定，市场流动性压力有限。银行存款流失状态并未涉及银行业整体，银行业存款及其与总资产的比值小幅回升。银行股票市场波动性虽较大，但是投资者对银行业绩的信心总体稳定。公司债券的风险利差较低并有下降趋势。公司信贷的风险在不稳定区域内呈波动下降趋势。美元对主要货币的外汇市场风险较低并且稳定。货币政策执行效果稳定，宏观经济显示出持续增长但增幅下降的趋势。

美国金融市场的整体稳定性状态可能在三季度予以延续，但金融市场仍存在潜在脆弱性及风险因素。这主要包括：投资者风险偏好持续维持高位，表现为股市价格增速快于预期收益，股市波动性指数维持在历史低点；公司债券利差收窄到低于长期趋势的低水平。商业房地产价格下跌对银行业，特

别是中小银行的信贷质量影响仍较大。银行固定利率资产的公允价值损失仍较大，特别是集中从事商业房地产贷款的银行压力更大。部分银行继续面临融资压力，特别是未投保存款占比高的银行。货币市场依然存在结构性脆弱性，容易受到挤兑影响。

图：美国金融危机风险指标（ROFCI）走势



资料来源：Wind，中国银行研究院

### （三）汇率市场：美强欧弱奠定基本格局，全球汇率波动性上升

2024 年二季度，全球外汇市场剧烈波动。随着美联储降息预期反复校正，美元指数先扬后抑、宽幅震荡。截至 6 月 12 日，美元指数为 104.7081，较年初上升 3.3%。美欧货币政策调整分化，致使欧元兑美元汇率承压，较年初下跌 2.2%。美元兑日元汇率一度跌至 160 水平，泰铢、老挝基普、韩元、菲律宾比索、印尼卢比、越南盾兑美元汇率分别贬值 6.9%、5.6%、5.5%、5.2%、5.1%和 4.4%，亚洲国家掀起“货币保卫战”（图 20）。

展望 2024 年三季度，全球外汇市场主要呈现以下特征。

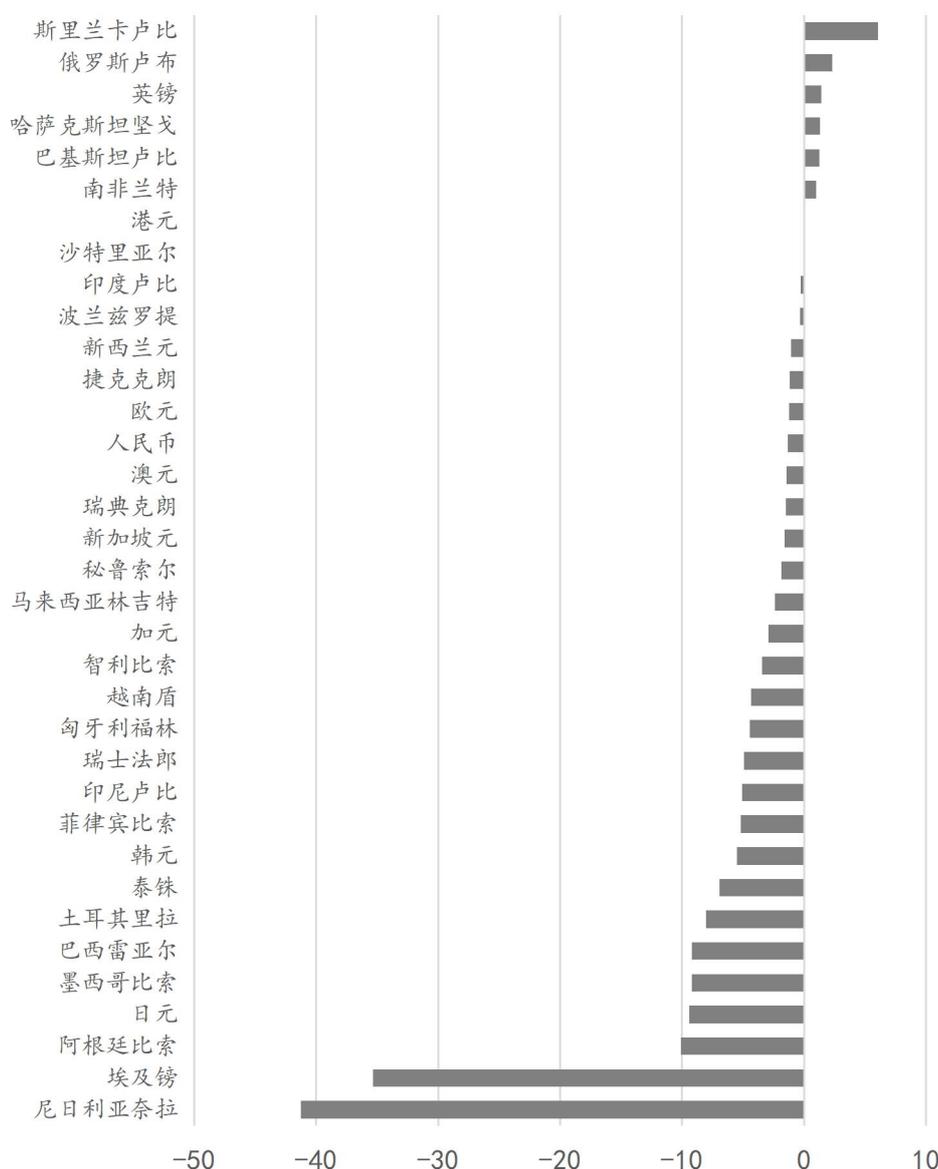
美元指数维持高位，外汇市场呈现“美强欧弱”格局。2024 年三季度，美欧货币政策短期内分化，利差维持相对高位。欧元、瑞士法郎、加拿大元、瑞典克朗等已降息货币在美元指数货币篮子中权重合计为 74.5%，对美元具有支撑作用。预计 2024 年三季度，美元汇率中枢继续维持高位，美元指数宽幅波动。考虑到美联储货币政策转向路径具有不确定性，三季度降息预期可能进一步延后，以及地缘政治冲突下避险情绪上升，美元指数将出现阶段性冲高走势。

新兴市场货币总体承压，外汇干预效果有限。2024 年以来，全球超过 64%

的货币兑美元汇率贬值。2024年三季度，在强势美元主导下，新兴市场货币仍将面临较大汇率压力。黎巴嫩镑、尼日利亚奈拉、埃及镑、加纳塞地、阿根廷比索、墨西哥比索、巴西雷亚尔等非洲、拉美货币难以根本上扭转汇率走势。日本、韩国等国家实施外汇干预，但在较高利差、单边贬值预期以及投机作用下政策效果并不理想，亚洲货币汇率稳定性面临考验。

**全球汇率波动率回升，套息交易拥挤度略有下降。**2024年二季度，全球对于主要央行降息预期回归理性，外汇市场基本消化并完成中枢定价，套息交易成为主要策略。截至6月12日，摩根大通G10 (JPMorgan G10 FX Volatility 1M) 与新兴市场外汇1个月波动率 (JPMorgan EM FX Volatility 1M) 分别为6.80和7.34，处于疫情以来低位，但较一季度末6.07和5.56已明显抬头。预计三季度全球货币政策走势存在分歧，降息路径不确定性增加，多空押注力量博弈，外汇市场波动性将呈上升态势。特别是考虑到一些国家“抢跑”降息以及地缘政治风险上升等因素，利差、波动率出现逆转，如巴西雷亚尔、波兰兹罗提、墨西哥比索等，货币套息交易头寸面临撤离。

图 20：主要货币兑美元汇率较 2024 年年初变动 (%)



注：数据截至 2024 年 6 月 12 日

资料来源：Bloomberg，中国银行研究院

### 专栏 5：日元大幅贬值的原因分析

自 2021 年，日元汇率步入下行周期。特别是 2022 年美联储加息以来，美元兑日元汇率加速贬值，汇率水平大幅波动，2024 年再创新低，一度突破 160 水平。截至 2024 年 6 月 13 日，美元兑日元汇率为 157.0305，日元较年初贬值 7.9%，较 2020 年末下挫 34.3%，处于 20 世纪 90 年代以来的低位，成为 G10 中跌幅最大的主要货币。截至 2024 年 4 月，日元实际有效汇率为 69.99，处于 20 世纪 70 年代有统计以来的最低水平。2024 年以来，美元兑日元汇率加速下挫，主要原因体现为以下三个方面。

**第一，美联储降息预期一再延后，美日利差处于历史高位。**2024年，在通胀反弹风险下，美联储降息预期延后，点阵图预测年内降息次数由3次下调至1次。由此，美债收益率波动上行，基本抵消甚至超过日债收益率回升幅度。截至6月13日，2年期、10年期美日利差分别为4.35%和3.26%，处于历史较高水平，决定了美元兑日元汇率中枢难以大幅抬升。

图：美元兑日元汇率及利差走势



资料来源：Wind，中国银行研究院

**第二，日本央行在“两难”中维持宽松立场，货币政策紧缩节奏不及预期。**尽管日本央行于3月结束负利率政策，但并非进入加息周期。日本经济疲软，通胀2%目标水平的持续性仍面临挑战，央行货币政策不得不维持宽松金融环境。特别是，日本央行在4月议息会议上持续释放鸽派信号，带动美元兑日元汇率当日下跌1.7%；在6月议息会议上，日本延后宣布缩减购债计划，货币政策正常化预期反复落空，致使日元汇率跌幅进一步加深。

**第三，国内外市场单边沽空日元，套息交易与日元贬值相互强化。**在高利差、较低波动环境下，日元成为最受欢迎的套息货币。全球投资者大规模借入低息日元，置换美元、英镑、墨西哥比索、印度卢比等高息货币，获得可观的套息收益，加大日元汇率贬值压力。在日美货币政策分化背景下，投机交易活动更加活跃，4月末至5月末美元兑日元投机性净空头处于高位，施压日元加速贬值。

图：CME 美元兑日元期货期权投机性头寸持仓数量（张）



资料来源：CFTC，中国银行研究院

**针对日元汇率失控贬值局面，日本政府采取一系列外汇干预措施。**具体包括：一是日本政府官员多次口头干预，引导市场预期。例如，2024年5月8日，日本央行行长植田和男警告称，可能针对汇市波动采取“货币应对措施”。二是国际汇率协调。2024年4月17日美日韩发布财长会议联合声明，称三方将“继续根据现有G20承诺就外汇市场发展密切磋商”。三是直接入市干预。根据日本财务省数据，2024年4月26日至5月29日日本政府外汇干预规模达创纪录的9.8万亿日元。日本外汇干预有助于放大日元汇率波动，抬升做空成本，打击投机力量单边押注，放缓日元贬值步伐。但是，外汇

干预措施难以从根本上扭转日元疲弱态势。

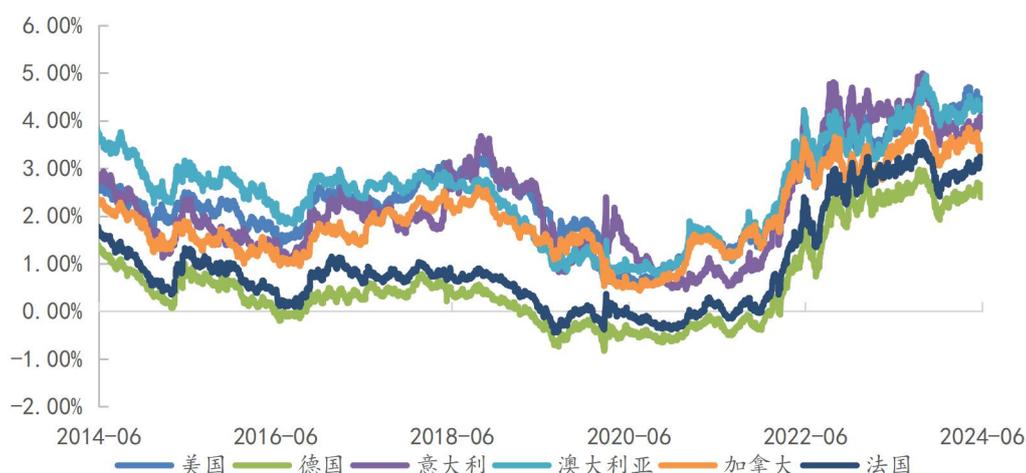
与历史上外汇干预相比，本轮日本外汇干预效果有限。究其原因，主要为以下三点。一是在金融一体化背景下，单独干预行动“孤木难支”。历史上，日本较为“成功”的外汇干预往往有赖于美联储等主要央行联合行动，或者美联储货币政策周期间接配合实现抑制或支撑日元汇率的干预目标。当前，在美日高利差下，资本源源不断地从日元资产流向美元资产，日本政府单独行动难以有效遏制日元的贬值趋势。同时，如果没有美联储降息“支持”，日本外汇干预“成功”的成本将不可估量。二是日本政府对于日元贬值态度暧昧，错过最优干预时间，且外汇干预缺乏货币政策等宏观政策配合。数十年来，为了提振出口竞争力与经济增长，日本政府乐见日元汇率贬值，“安倍经济学”也将日元贬值作为政策工具之一。对于本轮日元贬值，日本政府放任日元汇率接连突破 152、155 水平，致使投机套汇交易膨胀，日元贬值压力不断累积。日本央行在 4 月议息会议上重申汇率贬值没有对趋势性物价上涨造成重大影响，直至 5 月、6 月议息会议才改口承认汇率贬值对物价的影响。同时，在通缩担忧以及政府债务重压下，市场认为日本央行更加倾向于日元贬值，将在较长时间保持日元实际利率为负值。在货币政策延期加息、缺乏配合的情况下，外汇干预威慑力与政策效果大打折扣。三是日本外汇干预规模有限，全球外汇市场发生总量与结构性变化。截至 2024 年 5 月末，日本官方储备资产约为 1.23 万亿美元，其中，外汇储备约为 1.09 万亿美元，但考虑到国际收支需求、美国“汇率操纵”标准以及外储对于汇率的信心作用，这些外储不能完全用于外汇干预。相比之下，近年来全球外汇市场呈现新变化，央行外汇干预难度进一步上升。在总量上，根据 BIS 调查，2022 年全球日均外汇交易量超过 5 万亿美元；截至 2023 年末，外汇衍生品余额超过 100 万亿美元，相当于全球 GDP 总值规模，是世界贸易额的 4 倍。在结构上，全球外汇交易正在从一级交易场所向二级交易场所转移，交易电子化程度进一步提高，暗盘（Dark order）、暗池（Dark pool）等交易增多，央行外汇干预成本抬升，并在外汇监测、干预时点以及场所选择上面临更大的挑战。

预计 2024 年下半年，美元兑日元汇率贬值压力将略有缓解。随着美联储启动降息，美日利差小幅收窄，美元兑日元汇率将获得支撑。在全球货币政策分化背景下，汇率波动率抬升，有利于增加套汇成本，部分减轻日元投机性贬值压力。但是，考虑到日本经济依然疲软，央行紧缩决策将落后于预期，美日利差仍处于历史较高水平，美元兑日元汇率上行空间将受到一定程度制约。

#### （四）债券市场：美欧国债收益率维持高位震荡，美国主权债务风险依然严峻

2024 年二季度，主要经济体的国债收益率继续震荡上行，波动有所加剧。美联储降息预期不断落空，推升美国国债收益率至 2023 年三季度以来的高位，市场信用利差整体下移。欧洲主权债利率则受到欧央行稳定的降息预期及通胀缓和的压制。近期，欧洲政治形势局部扰动，推升市场避险情绪，6 月 14 日当周法德十年国债利差扩大 20 个基点，为 2011 年欧债危机以来首见，利差最大曾一度达到 70 个基点以上（图 21）。

图 21：主要发达经济体十年期国债收益率



资料来源：Wind，中国银行研究院

展望 2024 年三季度，全球债券市场主要呈现以下特征。

### 1.美联储降息后移、缩表放缓，美债收益率或高位震荡

在多重因素影响之下，市场对美联储降息预期显著降温，另从 6 月开始美联储从每月缩减 600 亿美元国债放缓至每月缩减 250 亿美元，程度虽略超市场预期，但市场前期已做出调整，后续短期内缩表方面变化的概率不大。综合考虑大选年货币政策谨慎度提高，再通胀风险仍在、今年降息窗口进一步缩小以及财政可能带来的供给压力，预计 2024 年三季度美债收益率大概率高位震荡、易上难下。

### 2.美国主权债务风险依然严峻，财政收支压力持续存在

在宏观经济和货币政策影响之外，从供需结构来看，美国财政收支压力对债券市场构成不利因素。其一，尽管今年美国财政税收情况好于 2023 年，但与 2022 年仍有较大差距。其二，在美国总统大选之年，财政政策整体易松难紧，政府长期融资的缺口依然巨大。其三，受本轮加息影响，政府净利息支出正不断增加。美国财政部时隔 24 年重启债券回购，将在边际上缓解收益率超预期上行风险。在需求端，美联储持仓占比继续回落，未来将随缩表放缓而边际改善，

但幅度相对有限，再通胀趋势及其影响依旧是需求端不确定性的主要来源。

### 3. 欧洲主权债收益率下行受限，收益率曲线料将走陡

欧央行6月议息会议降息25个基点，但整体表态偏鹰，同时调高今年欧元区的通胀与经济预测，并确认将继续实施缩表计划。由于市场早有预期，欧元利率走向对此表现平静。虽然欧央行缩表释放主权债整体供给，但考虑到欧元政策利率短期内仍将处于限制性水平，且经济大概率向好，收益率或将受到一定支撑。与此同时，由于欧元区银行持有准备金的回报持续高于短期欧元主权债，预计欧央行启动降息后，利差缩窄或将提升市场对短期债券的需求。

#### 专栏6：美国财政部时隔二十年重启债券回购

**财政部时隔24年重启债券回购，支持债市流动性。**2024年5月1日，美国财政部宣布正式开启国债回购操作，为2000年以来首次，首期（今年5月至7月）操作总规模不超过150亿美元。美国财政部进行债券回购主要基于流动性支持和现金管理两大目标。在**流动性支持方面**，财政部购买市场现有旧券方便持有者变现，以此提高市场流动性。在**现金管理方面**，则用于对财政部一般存款账户（TGA账户）现金余额的季节性增长进行平滑。财政部债券回购在流动性支持和现金管理的年度总上限预计均为1200亿美元。此次回购的首期操作仅针对流动性支持且规模设定较为谨慎。回购券种包含付息国债和通胀保值债券（TIPS），不含国库券。此次计划购入付息国债的期限分布较为均匀，结合市场存量情况，体现出偏向长债的特点。

从期限角度来看，操作性质或为财政部版“扭转操作”。与2000年财政盈余时启动债券回购有所不同，目前美国财政处于赤字状态，财政部债券回购需要通过新发债券筹集资金。美国财政部指出，不会因回购，直接调整美债新增额外发行，结合之前“不需要进一步提高付息国债拍卖规模”的表态，推测此次债券回购的资金来源或为国库券增发，因此性质更类似于2011年美联储对国债“卖短买长”的扭转操作，从而压低长端利率以支持经济。

未来仍有扩大操作的空间，有助于边际缓解收益率超预期上行风险。财政部债券回购首期操作规模较为保守，未来季度存在一定的扩大操作空间。但是与2011年9月至2012年12月美联储扭转操作规模（买入6670亿美元的6年至30年期国债，同期卖出3年期以内国债）相比差距较大，实际效果或将更为有限。对于当前的美国国债市场，考虑到美国大选年货币政策谨慎度提高、再通胀风险仍存、降息窗口缩小以及财政压力，收益率高位震荡短期内依然是大概率事件，债券回购预计将在边际上缓解收益率超预期上行风险。

#### （五）股票市场：全球股市先跌后涨，创历史新高，投资转向多元化

2024年二季度，全球股市先跌后涨，MSCI全球指数从4月1日的780.8

下降至 4 月 19 日的 749.3，跌幅超过 4%。随后全球股市一路上行收复 4 月以来全部跌幅。6 月 12 日，MSCI 全球指数升至 801.60，创年内新高，较年初增长 10.2%（图 22）。部分国家和地区通胀降温推升央行降息预期、经济与企业盈利稳健、人工智能热潮三大利好因素为股市提供支撑。

图 22：全球 MSCI 指数走势



资料来源：Wind，中国银行研究院

展望 2024 年三季度，全球股市主要呈现以下特征。

### 1. 美股短期内保持高位震荡，全球股市投资更趋分化

在美国人工智能投资热度持续升温的背景下，美股仍存一定上行空间，短期内呈高位震荡。2024 年二季度（截至 6 月 13 日），美国纳斯达克指数涨幅达 7.5%，高于一季度涨幅 6.4%，显示出较强韧性（图 6）。5 月芯片巨头英伟达公布的财报超出市场预期，带动股价大涨，人工智能浪潮推动企业盈利飙升，短期内市场依然向好。全球货币政策分化加剧股市震荡，美股整体估值偏高促使投资者在全球其他市场寻找投资机会，亚洲新兴市场重获青睐。英国富时 100 指数、日经 225 指数、印度 SENSEX30 指数市盈率分别为 15.8 倍、17.3 倍和 24.1 倍，均远低于纳斯达克指数（46.2 倍）（图 23）。同时，二季度亚洲新兴

市场股市表现亮眼，区间涨幅高达 5.1%，远高于发达市场 2.3%。未来在主要经济体陆续降息背景下，亚洲新兴市场受良好基本面的支撑，成为全球资本分散投资的目标。

图 23：全球主要股指概览

	证券简称	收盘价（元）	市盈率PE（倍）	一季度区间涨跌幅（%）	二季度区间涨跌幅（%）
亚洲	恒生指数	17937.8	9.1	-1.9	8.4
	日经225	38876.7	17.3	15.7	-3.7
	深证成指	9269.9	21.3	0.9	-1.4
	上证指数	3037.5	13.3	2.7	-0.1
	印度SENSEX30	76606.6	24.1	0.6	4.0
	韩国综合指数	2728.2		0.4	-0.7
美国	纳斯达克指数	17608.4	46.2	6.4	7.5
	标普500	5421.0	27.0	7.3	3.2
	道琼斯工业指数	38712.2	28.2	2.7	-2.8
欧洲	英国富时100	8215.5	15.8	-0.1	3.3
	法国CAC40	7864.7		8.2	-4.2
	德国DAX	18630.9		7.1	0.7
其他	澳洲标普200	7715.5		1.0	-2.3
	巴西IBOVESPA指数	119936.0		-5.5	-6.4

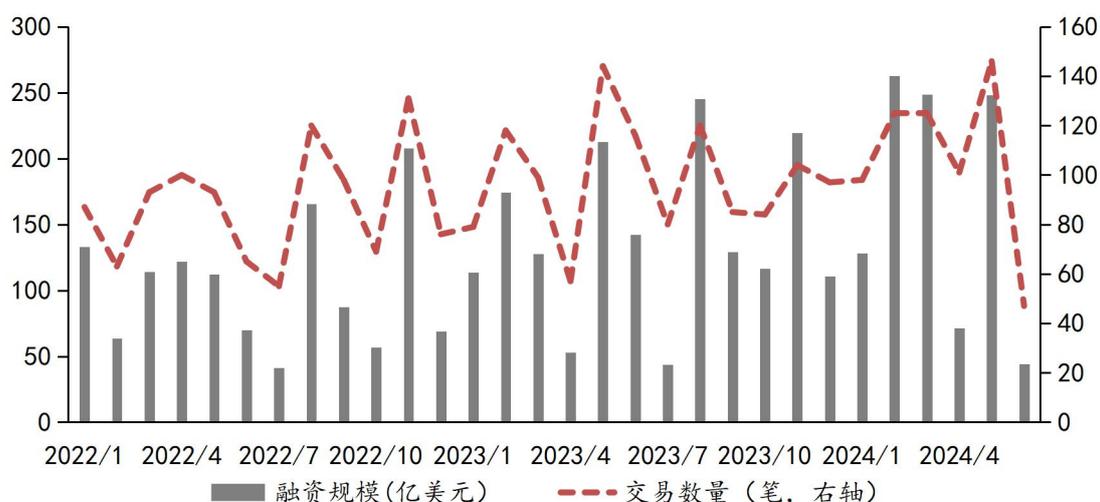
注：二季度涨跌幅区间为 2024 年 4 月 1 日至 2024 年 6 月 13 日，收盘价和市盈率为 2024 年 6 月 13 日

资料来源：Wind，中国银行研究院

## 2.美国 IPO 交易数量创新高，中概股赴美上市持续升温

在经济复苏、企业盈利利好背景下，美国 IPO 市场逐步回暖，未来这一状况仍将持续，尤其是科技、医疗等行业。2024 年 5 月，美国 IPO 融资规模为 248.1 亿美元，交易数量为 146 笔，交易数量创近两年新高（图 24）。中概股赴美上市表现亮眼。5 月，美股市场共迎来 4 只中概股，分别为极氪、课标科技、雷特控股、特海国际。其中，极氪仅用 37 个月成功登陆纽交所，募资规模超 4 亿美元，刷新了新能源车企史上最快上市纪录，引发市场对于美股 IPO 活跃度的广泛关注。未来，随着政策落实和市场环境持续改善，中概股赴美上市的热潮仍将持续。

图 24：美国 IPO 市场发展情况



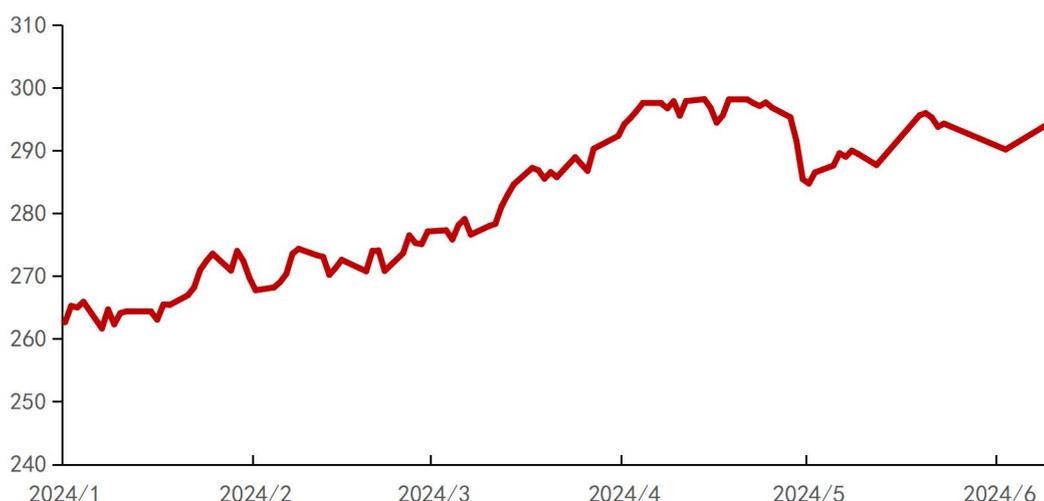
注：数据截至 2024 年 6 月 13 日

资料来源：Bloomberg，中国银行研究院

### （六）大宗商品市场：大宗商品价格底部受支撑，后期或维持区间震荡

回顾 2024 年二季度，全球大宗商品价格高位震荡调整。4 月 RJ/CRB 商品价格指数盘踞高位，最高达 298.2，创 2023 年以来新高（图 25）。随后 RJ/CRB 商品价格指数大幅下挫后回升，仍处于年内高位。具体来看，全球大宗商品价格走势表现分化，铜、黄金价格先升后降，高位调整；原油价格大跌，布伦特原油和 WTI 原油期货结算价分别跌至二季度最低点 77.5 美元/桶和 73.3 美元/桶，回吐自 2 月以来的全部涨幅，随后小幅抬升。

图 25: RJ/CRB 商品价格指数



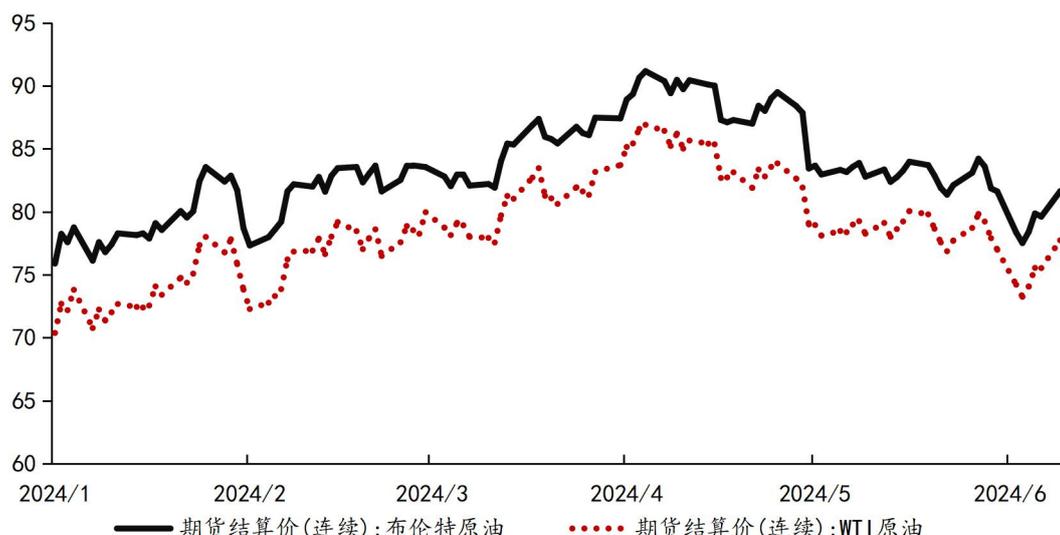
资料来源: Wind, 中国银行研究院

展望 2024 年三季度, 全球大宗商品市场主要呈现以下特征。

### 1. 地缘政治风险溢价有望缓解, 油价决定因素或重回需求端

从供给方面来看, 2024 年 6 月 2 日, OPEC+会议决定三季度维持减产计划不变, 四季度或逐渐取消减产, 此次会议结果超出此前市场“减产延长至 2024 年年底”的预期。从需求方面来看, 成品油旺季提振原油价格, 6 月 4 日原油价格止跌回升, 6 月 12 日布伦特原油、WTI 原油价格分别升至 82.6 美元/桶和 78.5 美元/桶, 较 6 月 4 日分别增长 6.6%和 7.2% (图 26)。从宏观方面来看, 随着加拿大、欧洲央行陆续降息, 市场关于美联储降息预期有所摇摆, 地缘政治风险与地区冲突走向长期化。未来一段时期, 若无更大供给风险出现, 原油价格决定因素逐步转向需求端, 季节性因素为原油价格上行提供支撑。

图 26：原油期货结算价格走势（美元/桶）

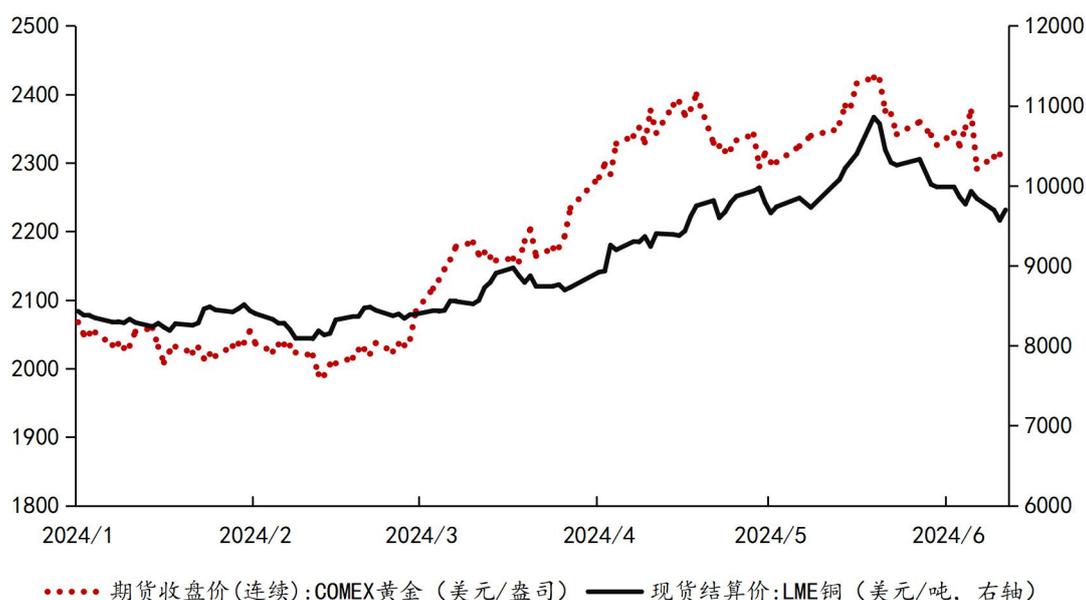


资料来源：Wind，中国银行研究院

## 2.黄金、铜价格突破高点后集体下挫，未来保持高位震荡

美联储降息预期推迟、通胀下降缓慢等因素导致黄金、铜价短暂下行，但其更多是预期抢跑后的回调，长期趋势仍然向上。2024年6月7日，美国公布的非农就业数据远超预期，COMEX黄金当日重挫3.51%，创2024年以来最大单日跌幅。具备较强金融属性的铜价随之下挫，2024年6月12日，LME铜现货结算价跌至9697.5美元/吨，自5月下旬见顶以来已较高位回撤超过11%（图27）。当前，全球央行连续回补黄金储备，地缘政治风险扰动等因素仍对黄金价格形成支撑。全球绿色转型进程加速，叠加供应端受限，铜价仍存上行空间。

图 27: LME 铜与 COMEX 黄金价格走势



资料来源: Wind, 中国银行研究院

### 3.全球谷物价格触底反弹后回调，极端天气与地缘政治加剧供给端不确定性

全球谷物价格进入“天气炒作”模式，收成预期不确定性推高期货市场定价。2024 年二季度，全球玉米、小麦价格明显上涨。其中，芝加哥期货交易所（CBOT）小麦期货结算价 5 月下旬升至年内最高点，达 700.3 美分/蒲式耳，较 4 月初增长 25.7%。美国年度玉米期末库存数据低于市场预期、巴西南部洪灾严重、阿根廷玉米产量下调推升玉米价格。俄罗斯霜冻、澳大利亚干旱、欧美地区湿度过高及地缘政治冲突导致全球小麦供应端收紧，推动小麦价格连续上涨。总体来看，极端天气与地缘政治加剧供给端不确定性，预计全球玉米、小麦产量有所下滑。未来一段时期内，全球谷物价格底部受支撑并呈现区间震荡。

### 三、专题研究

#### 专题一：欧盟《外国补贴条例》实践特征及影响

欧盟于 2023 年前后出台《外国补贴条例》及其配套文件(以下简称《条例》),旨在规范欧盟市场内投资并购和公共采购活动中的外国补贴问题。自 2023 年 7 月生效实施以来,欧盟委员会(以下简称欧委会)已根据《条例》发起多项 FSR (Foreign Subsidies Regulation) 调查,从公开结果的案件来看,针对中资企业的指向性突出,对相关企业参与欧盟市场并购投资和公共采购活动构成实质性障碍。中资企业参与欧盟市场经济活动需高度重视《条例》带来的潜在挑战。

##### 1. 《外国补贴条例》调查实施情况

**在投资并购项目方面。**欧盟《外国补贴条例》生效近一年来,参与涉及欧盟市场并购活动的企业开始广泛履行相关申报义务,欧委会针对部分申报项目启动执法调查。2024 年 2 月,欧委会竞争总司发布《欧盟<外国补贴条例>项下经营者集中申报义务百天实施情况简报》,总结自 2023 年 10 月 12 日启动经营者并购活动集中申报义务 100 天以来《条例》的实施情况。此前欧委会预计每年将发生 33 起并购案申报,但申报义务生效后的 100 天里欧盟收到的外国财政资助申报项目远超预期数量。这其中,欧委会竞争总司同 53 起案件的申报方进行了正式申报前的交流,其中 14 起案件启动正式申报,而竞争总司已完成对 9 起正式申报案件的全面评估。绝大多数申报交易需同时经历欧盟并购规则下的审查,部分申报交易还触发了外商投资国家安全审查。目前半数以上的申报交易涉及非欧盟企业并购欧盟企业,而从规则设定来看,欧盟企业之间以及非欧盟企业之间的并购交易同样在《条例》规制范围内。

**在公共采购项目方面。**根据《条例》,如参与投标的欧盟公共采购合同价值超过 2.5 亿欧元,且投标企业此前三年内从第三国获得的外国财政资助超过 400 万欧元,则有义务对外国财政资助情况进行申报。欧委会在收到合格申报

后将进行初步审查，必要时将开展深入调查。根据公开信息，截至 2024 年 5 月末，欧委会针对三项公共采购招标项目进入到深入调查阶段，皆涉及中资企业，第一项为对中国中车青岛四方机车车辆股份有限公司参与保加利亚高铁机车公共采购招标项目的深入调查，第二、三项为对两家投标联合体（一家为中国与罗马尼亚企业共同组成，另一家由中国企业发起）参与罗马尼亚光伏发电公共采购招标项目的深入调查，三项调查最后均以中资企业退出竞标告终。此外，欧委会还发起两项针对中资企业的调查。一是 2024 年 4 月对中国风力涡轮机制造商参加欧盟部分国家风力发电厂开发建设投标发起调查；二是 2024 年 4 月对中资安检设备制造商位于荷兰和波兰的办事处进行“突击检查”，这也是 FSR 调查中首次实施“突击检查”。

## 2. 《外国补贴条例》调查实践特征

从实践情况看，与过去欧盟在贸易领域实施的反补贴调查相比，欧盟 FSR 调查呈现出一些新特征。

**第一，调查进度更快。**欧盟贸易反补贴调查程序包括立案、抽样、答卷、核查以及进行初裁和终裁，其中初裁可在 9 个月内完成，终裁时间最多可长达 13 个月。此轮欧盟对华电动汽车贸易反补贴调查从发起到近期公布初裁结论，即经历 9 个月时间。对比之下，FSR 调查进度更快，初步审查通常仅需要 20 天，实践中欧盟给予被调查企业提交或补充材料的时间甚至更短，如保加利亚高铁机车竞标项目中只给投标中资企业 3 天时间提交政府资助信息，罗马尼亚光伏发电项目向中资竞标方提供 15 天时间补足信息。而从发起外国财政资助申报到欧盟作出裁定仅需 110 个工作日。

**第二，对“外国补贴”的认定过于宽泛。**《条例》对外国补贴的定义为“非欧盟国家直接或间接向经营者提供的财政资助，使该经营者在欧盟从事经济活动时获得了利益，而且该财政资助仅限于一个或多个经营者或者产业”。在实

践中，欧委会对于外国补贴的认定明显超出过去贸易反补贴调查的范围，甚至将企业参与的中国政府招标项目认定为补贴项目来源。例如，在保加利亚高铁机车竞标项目中，欧委会将投标中资企业此前获得的政府采购合同认定为财政资助，从而认定该企业集团总计获得 75 亿欧元的大额财政资助。

**第三，“外国补贴”接受主体认定范围扩大。**根据 WTO《补贴与反补贴措施协定》，补贴限于某一成员国境内政府或任何公共机构发放的财政资助。而《条例》在定义“外国补贴”时删除了成员国境内这一条件。在实践中，欧委会认为被审查公司关联公司收到的补贴会进行内部传递，因此将被审查公司母公司和其他关联公司（无论是否处在同一成员国境内）收到的外国补贴一并纳入计算，“外国补贴”规模被进一步放大。

**第四，调查过程较为主观，透明度不足。**《条例》对欧委会赋予了较大的自主裁量权，欧委会调查对华针对性问题突出。目前公开信息的调查案件均涉及中资企业，部分公共采购项目除中资企业外还有其他非欧盟企业参与，但欧委会的相关通报仅关注中资企业情况，对其他企业未曾提及，案件调查缺乏足够的透明度。前述提及的 FSR 调查中实施“突击检查”，突破了欧盟反补贴调查惯用的政策工具选项。在评估外国补贴可能造成的市场扭曲时，欧委会在公开的案件中均以可能存在的补贴金额远大于投标金额为由，认定相关外国补贴会提升企业在欧盟市场竞争力，对欧盟内部市场造成或可能造成负面影响。这种评估方式过于主观，逻辑性不足。

### 3.对中国企业影响

从已公开案例来看，《条例》在实施过程对中资企业指向性突出，已有的执法目标均为中资企业。执法结果可能出现的有条件通过、禁止交易等处罚将对中资企业参与欧盟市场构成实质性障碍，而调查过程本身亦会给企业带来额外的成本和不确定性，未来中资企业在欧进行并购投资和参与公共采购项目将

面临更复杂的局面。

**第一，申报和应诉负担加重企业经营成本。**FSR 调查周期较短、自主裁量权宽泛等特征意味着中资企业在欧投资经营需投入较多资源用以全面梳理摸排接受补贴的情况，提前准备相关申报材料和信息。FSR 调查涵盖企业母公司及其他关联公司接受的“外国补贴”信息，相关信息往往超出在欧企业所掌握的范畴，使集团层面的沟通和信息处理成本加剧。

**第二，部分行业的中资企业可能成为针对焦点。**2024 年 4 月 10 日，欧委会更新关于所谓“中国市场扭曲”的报告，详细论述了中国钢铁、铝、化工、陶瓷、电信设备、半导体、轨道车辆、可再生能源以及新能源汽车等行业可能存在由政府导致的经济扭曲。该报告过去主要用于贸易领域的反倾销调查，但不难推测上述行业更容易成为欧盟 FSR 调查的重点方向，已经发生的调查也集中在上述领域。中资企业在上述行业已经展现出较强的国际市场竞争力，存在较强的“走出去”动机，未来在欧经营将不可避免地受到更多关注。

**第三，接受调查可能对企业带来不利的舆论影响。**欧委会在 FSR 调查中使用“突击检查”的方式，可能会向外界释放负面信号，干扰中资企业在欧盟正常的经营，对相关合作方的预期产生不利影响。

## 专题二：2024 年美国大选对宏观政策的影响研判

2024 年 11 月美国将进行下一届总统大选。2024 年民调显示，40% 的美国人表示经济是决定其选票的最重要因素。相应地，两位候选人所关注的首要议题也是经济及各自的政策和主张。新总统的经济政策会在很大程度上重塑未来美国经济政策并从而影响经济及金融市场走势。

**基本经济政策及主张比较。**特朗普更注重对企业减轻税负和监管负担，通过激发企业活力和自由发展来增加就业和经济增长。这是更注重供给面，具有所谓“涓滴效应”的政策主张。拜登经济政策的集中代表是拜登经济学。其更

注重对中产阶级减税，同时对高收入群体增税，为中产阶级增加就业机会。其政策也注重增加政府支出，实现收入和分配公平。这是更注重需求面，所谓“由内而外，自下而上”的政策主张。

**财税及预算政策。**两位候选人在其任内的共同特征都是在经济扩张阶段采取了扩张性财政政策，带来了高于历史水平的赤字及债务。这不仅威胁到财政可持续性，也增加了通胀压力。目前，美国国会正在讨论于 2025 年进行税法改革。这意味着，无论谁当选未来的财税政策制定及实施均面临较大的挑战。

特朗普财政政策基于通过降低税率，促进企业投资、新企业设立、海外企业及资金回流，由此提升总产出，从而增加税收。其任总统期间的首要任务是减税并让其永久化。其于 2017 年实施的《减税与就业法案（TCJA）》降低了大部分个人所得税税率，提高了标准扣除额，将企业税从 35% 下降到 21%。减税措施确实增加了总产出和财政收入，但却未能实现削减赤字的目标。该法中的许多条款将在 2025 年底到期。关于如何处理即将到期的条款将影响到绝大多数纳税人和企业利益。特朗普在竞选中呼吁全面减税并使该法永久化，并且正在考虑进一步将公司税从此前的 21% 降至 20%。而特朗普若胜选将面对更大的财政赤字和债务水平，其提到要通过普遍增加进口关税来支持其减税计划。但其他国家的报复性增税和贸易壁垒可能阻碍出口及经济增长，从而减少税收收入。据国会预算办公室 2024 年二季度预测，永久延长减税政策将使主要财政赤字（不含利息支出）/GDP 比值从 2024 年一季度的 2.1% 增加到 3.3%，并导致债务/GDP 比继续上升。

拜登一直承诺对富人和大企业增税，但其出发点并非降低联邦支出和债务，相反其也在经济扩张环境下扩大了财政支出，这导致赤字并未因经济增长而下降。拜登在任内不仅签署了新的《新冠救助法案》，而且通过三项立法《通胀削减法案》《芯片和科学法案》及《基础设施投资法案》确立了其扩张性财政政策，使赤字维持高位。其任期的头三个财年联邦赤字累计额为 5.84 万亿美元，

远高于特朗普时期的 2.43 万亿美元。拜登若胜选则可能力图终结特朗普时期 TCJA 对高收入群体的减税，并将公司税率从 21% 提高到 28%，并加强对跨国公司的避税执法，将股票回购税提高四倍，以用于对中产群体减税和增加支出。据税务基金会分析，拜登 2024 年预算提案包括多项增税，新税项达 4.8 万亿美元。而这些税收也将用于增加支出，总赤字与 GDP 比值仍可能维持在 5% 以上。

虽然两位候选人都承认需要控制财政赤字，但实施起来难度较大。无论谁当选美国总统，政府财政状况都可能使美联储陷入两难境地：一方面，高赤字和高债务需要降低利率减少利息支出；另一方面，又需要提升利率以抵消财政扩张性政策导致的通胀压力。

**产业政策。**自特朗普任总统以来，两党都越来越注重“再工业化”和制造业复兴和回流，并且也越来越注重并采取产业政策，只是在支持的产业及方法上表现出差异。特朗普更注重民粹主义、放松管制；他也更关注传统产业——原油、钢铁、燃油汽车等。若其胜选则可能逆转拜登的政策，并为其产业政策提供资金，而这些政策的惠及面可能更为广泛。

拜登更注重环保、绿色能源、高科技等新兴产业，并更注重采用政府支出和补贴方式落实其政策。其胜选可能专注于继续实施其第一任期内的三项已经通过立法所确立的新兴产业政策。

**对外经贸政策。**在逆全球化、疫情和地缘政治冲突下，两位候选人都顺应了逆全球化潮流，采取贸易保护主义和“美国优先”立场，在全球供应链重组中更多考虑国家安全和风险，而非仅考虑效率和成本，并都采取回岸、近岸、友岸化方法重组全球产业链，主张供应链的分散化和多元化。但他们也表现出较大差异。特朗普的主要举措是重新审定与贸易伙伴国的双边贸易关系，将自由贸易建立在所谓“公平”基础上。其退出了《跨太平洋伙伴关系协定(TPP)》，并主要采用与盟友和其他国家重启双边贸易谈判和协议来取代多边贸易协议。

签署《美国-墨西哥-加拿大协定(USMCA)》取代《北美自由贸易协定(NAFTA)》，并挑起对华贸易战，采用报复性关税和其他壁垒。特朗普若胜选则可能继续这些主张。例如，其提到将对从中国商品征收 60%关税，同时限制中国通过第三方国家出口的能力，提议对所有其他国家实行 10%的关税税率，这将远高于目前（不含中国）平均 3%的关税税率。

拜登经贸政策在很大程度上是对特朗普保护主义政策的继承发展，也更紧密地将其与产业政策连接。在实施手段上更多采取联合盟友共同对抗竞争对手，从特朗普主张的普遍“脱钩”改为“去风险”，进一步集中针对关键先进技术，采用“小院高墙”模式，从出口、投资和准入方面严格限制中国。

在特朗普任总统期间直到疫情发生，盖洛普经济信心指数一直高于 0（范围从-100 到 100），大部分时间高于 20；而自拜登任总统以来该指数一直低于 0；虽然 2024 年来该指数从 2022 年谷底-60 回升，但仍徘徊在-20 到-40 之间。而经济信心越是下降，经济议题越成为总统竞选的首要问题。在盖洛普 2024 年第二季度的最新调查中，认为经济是该国面临的最重要问题的占比从特朗普时期的低于 20%上升到 30%。历史趋势表明，虽然选举年市场会对经济政策变化及其影响做出反应而波动，但其更多受基本经济面影响，投资者也会适应新的政策，维持市场韧性。

---

### 免责声明

本研究报告由中国银行研究院撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料。

本研究报告中包含的观点或估计仅代表作者迄今为止的判断，它们不一定反映中国银行的观点。中国银行研究院可以不经通知加以改变，且没有对此报告更新、修正或修改的责任。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为中国银行研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中国银行研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。中国银行研究院保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

---



研究院

中国北京市复兴门内大街1号

邮编：100818

电话：+86-10-66592780

传真：+86-10-66594040